

2007 年第三季度短期融资券利差分析报告

(联合资信评估有限公司 石雨欣 刘小平)

摘 要

2007 年第三季度共有 76 家企业发行 78 期短期融资券(短融), 第三季度发行规模累计 1056.4 亿元。随着金融机构基准贷款利率的连续三次上调, 第三季度短融发行利率持续上升, 短融平均发行利率从 7 月份的平均 4.13% 上升到 9 月份的平均 4.71%。与 Shibor 利率相比, 2007 年第三季度短融的平均发行利差为 79BP, 平均首日交易利差 73BP。影响短融发行利率和首日交易利率的最直接因素是发行主体的信用等级, 信用等级越高, 利差越小; 信用等级越低, 利差越大。同时短融发行规模、发行期限也是影响短融发行利差及首日交易利差的重要因素。作为影响短融主体长期信用等级的重要因素, 发债主体的企业性质和资产规模对短融的利差也有一定程度的影响。目前, 短融市场中的评级机构主要包括中诚信、联合、大公和新世纪, 按期数和家数统计, 中诚信、联合和大公三家的评级数量约占市场总体的 90% 以上。总体看, 短融市场已经基本形成规模, 短融的利差随发行主体信用等级的不同呈现明显的差异性。

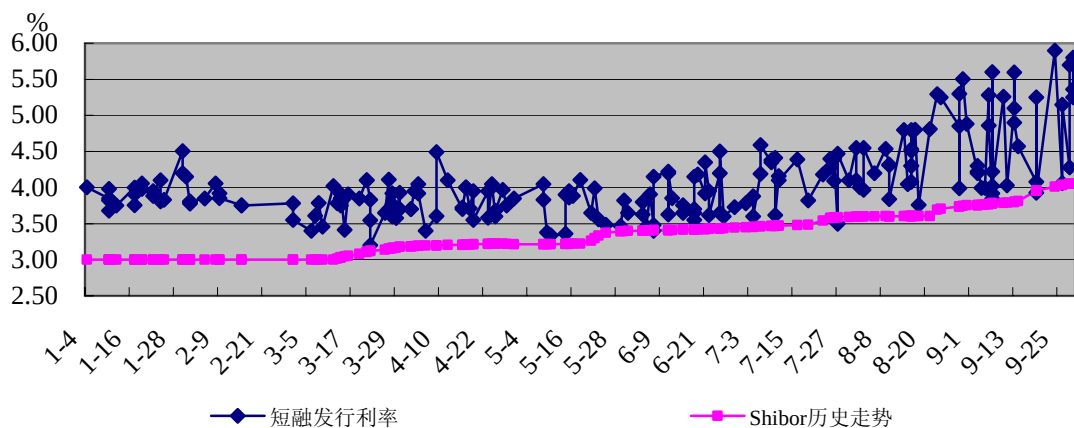
1、短期融资券发行市场概况

1.1 短融发行市场概况

从 2005 年 5 月至 2007 年 9 月底，短融已累计发行 525 期，发行规模累计 6927.7 亿元，平均每笔筹资 13.2 亿元，截至 2007 年 9 月底，市场存量 3021.4 亿元。

2007 年前三季度共有 171 家企业发行短融 205 期，发行规模合计 2591.2 亿元，平均每月发行 287.91 亿元，平均每笔筹资金额 12.64 亿元。2007 年前三季度，中国人民银行（以下简称“央行”）于 3 月 18 日、5 月 19 日、7 月 21 日、8 月 22 日和 9 月 15 日连续 5 次分别上调金融机构人民币贷款基准利率 27BP、18BP、27BP、18BP 和 27BP，1 年期金融机构人民币贷款基准利率从年初的 6.12% 分别上调至目前的 7.29%，上升了 117BP。在人民币贷款利率不断上升的趋势下，Shibor 利率也从年初的 3.0022% 上升至 9 月 30 日的 4.0554%，上升了 105.32BP。2007 年前三季度，短融及 Shibor 走势情况如图 1 所示。

图 1 2007 年前三季度短融发行利率与 Shibor 走势



从图 1 可以看出，2007 年第三季度短融利率波动幅度较第一和第二季度大。2007 年第三季度，共有 76 家企业发行短融 78 期，发行金额 1056.4 亿元，平均每期发行规模 13.54 亿元。与 2007 年上半年相比，发行规模明显上升，平均每期发行规模也有所增加。

按照发行期限统计，发行期限为 1 年期的 68 期，占 87.18%；发行期限在 1 年以下的 10 期，占 12.82%。与 2007 年上半年相比，发行期限为 1 年期的短融占比有所降低。

按照发行方式统计，采用贴现方式发行的 26 期，占 33.33%；采用单利（固定利率）发行的 52 期，占 66.67%。与 2007 年上半年相比，采用单利（固定利率）发行的短融占比快速上升。

按照发行主体的企业性质统计，在 2007 年第三季度发行的 76 家企业中，国有独资及控股公司 46 家，占 60.53%；股份公司 27 家（其中国有控股上市公司 22 家、国有控股非上市公司 2 家、民营控股上市公司 2 家），占 35.53%；集体企业及外商独资企业 3 家，占 3.94%。

从发行主体所占比率来看，国有独资及控股企业仍占绝大多数，与 2007 年上半年相比，国有独资及控股公司占比上升，股份公司、集体企业及外商独资企业占比均有所下降。

从发行主体所处的地域分布来看，2007 年第三季度发行短融的 76 家企业主要以北京、上海以及山东、江苏、浙江等华东地区（不含上海）和天津、河北和山西等华北地区为主（见图 2 所示），合计占 65.79%，西北地区、西南地区以及东北等地区发行短融的企业较少。

图 2 发行主体地域分布

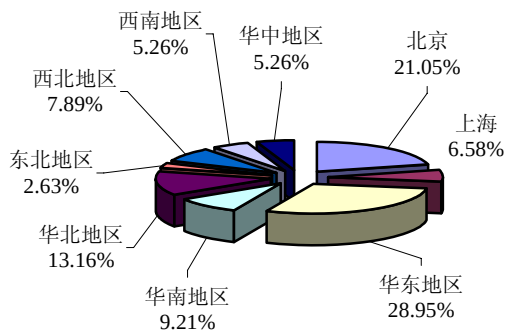


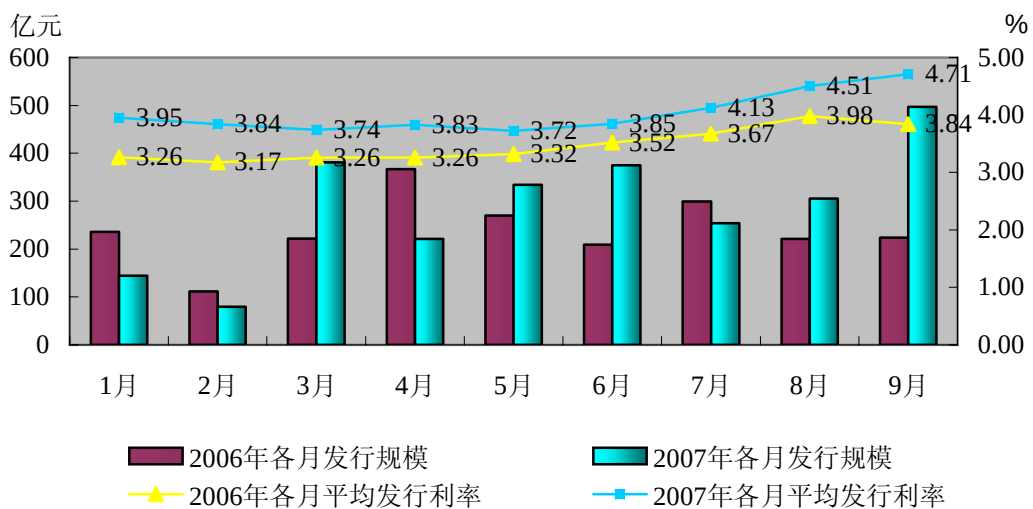
表 1 发行主体地域分布统计

发行主体所处地域	家数
北京	16
上海	5
山东、江苏、浙江、安徽、江西等华东地区	22
广东、福建、海南等华南地区	7
天津、河北、山西等华北地区	10
黑龙江、吉林、辽宁等东北地区	2
陕西、青海、新疆等西北地区	6
四川、贵州、云南、重庆、广西等西南地区	4
河南、湖北、湖南等华中地区	4
合计	76

1.2 短融发行按月份统计分析

2007 年前三季度，按照月份统计的发行规模以及平均发行利率见图 3，2007 年发行规模较大的月份依次是 9 月份、3 月份和 6 月份，发行规模均在 350 亿元以上，而 1 月份、2 月份的发行规模相对较小，主要由于年初市场流动资金相对较少以及春节的影响。2006 年前三季度发行规模较大的是 4 月份和 5 月份和 7 月份，发行规模在 300 亿元左右，2 月份发行的规模相对最小。

图 3 2007 年前三季度各月与 2006 年同期发行规模和月均发行利率比较情况



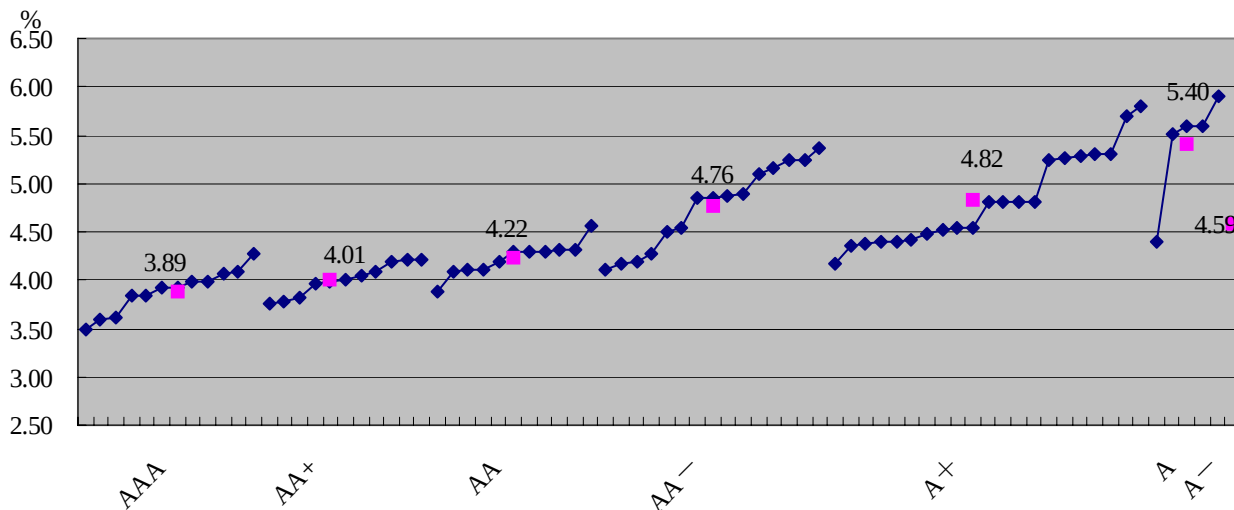
但从各月平均发行利率的走势来看，2006 年前三季度各月平均利率呈逐步上升趋势（除 9 月份下降外），2007 年上半年各月平均发行利率在波动中有所下降，从 2007 年 7 月开始，短融平均发行利率直线上升，7 月份、8 月份和 9 月份平均发行利率分别为 4.13%、4.51%和

4.71%，上升速度较快。

1.3 短融发行利率与主体信用等级关系

2007 年第三季度发行的 78 期短融的主体级别分布在 A⁻ 级到 AAA 级之间，其发行利率也随主体长期信用级别的差异而不同。按照不同信用等级以及相同信用等级下发行利率的高低顺序排列的短融发行利率及信用级别之间的关系如图 4 所示。

图 4 短融发行利率与信用等级关系



从图 4 可以看出，随着信用等级的逐步降低，短融发行利率呈逐步上升的趋势。从各个不同信用等级短融的平均发行利率来看，最高级 AAA 级平均发行利率为 3.89%、AA⁺ 级为 4.01%、AA 级为 4.22%、AA⁻ 级为 4.76%、A⁺ 级为 4.82%（不包括“07 赣晨鸣 CP01”，因其有担保）、A 级为 5.40%（不包括“07 吉森工 CP01”，因其有担保）、A⁻ 级为 4.59%，AAA 级、AA⁺ 级和 AA 级发行平均发行利率比较接近，相邻等级之间相差 10 多 BP，而 AA⁻ 级较 AA 级平均发行利率高出 54BP，而 A⁺ 级和 AA⁻ 级平均发行利率比较接近，两个级别只相差平均只相差 6BP，而 A 级平均利差较 A⁺ 级高出 58BP，A⁻ 级仅有一期（“07 华新 CP01”），于 7 月初发行，因此，发行利率相对较低。同时也可以看到，由于各评级机构信用标准尺度掌握不同以及市场变化等原因，也出现不同信用等级下的企业的短融发行利率相同的情况或相同信用等级下短融发行利率相差较大的情况。但总体看，随着信用等级的降低，短融的发行利率呈逐步升高的趋势。

2、短融各主承销商及评级机构市场情况

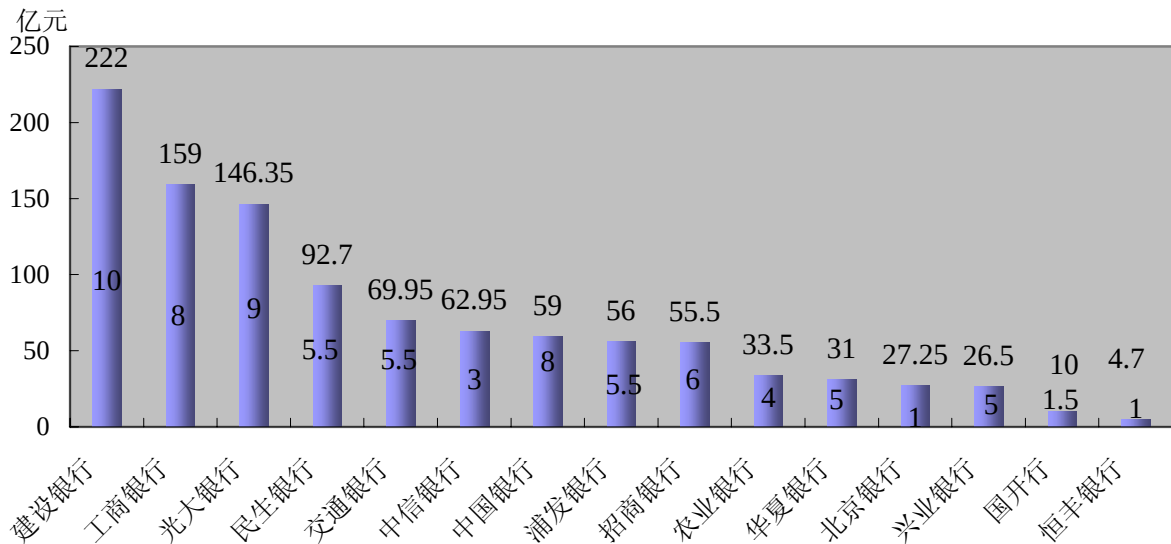
2.1 主承销商市场情况

2007 年第三季度发行的短融中参与主承销以及副主承销的银行共 15 家，按发行期数（两家联合承销的短融，各算 0.5 期）统计，建设银行以主承销 10 期处于领先，光大银行、中国银行和工商银行分别主承销 9 期、8 期和 8 期，招商银行、交通银行、民生银行、浦发银

行以及农业银行主承销期数在 4~6 期之间，中信银行、国开行、北京银行和恒丰银行主承销期数在 1~3 期之间。

按承销规模统计，建设银行以主承销 222 亿元位居第一位，工商银行和光大银行分别主承销 159 亿元和 146.35 亿元，主承销规模较大；国开行和恒丰银行分别主承销 10 亿元和 4.7 亿元，规模相对较小。

图 5 2007 年第三季度各主承销商承揽情况



从主承销市场整体情况看，建设银行不论从主承销的期数还是规模来看，均居第一位，工商银行和光大银行主承销期数和规模相对较高，北京银行、国开行和恒丰银行以及上海银行等主承销的期数和规模均相对较小。

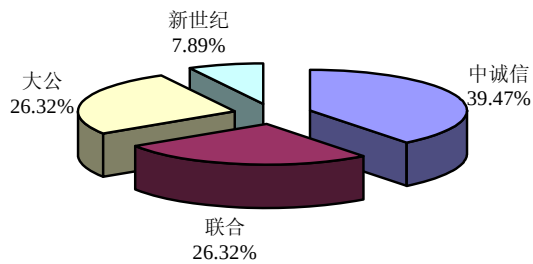
2.2 评级机构市场情况

在 2007 年第三季度发行的短融评级市场中，参与短融评级的国内主要评级机构包括中诚信国际信用评级有限责任公司（中诚信）、联合资信评估有限公司（联合）、大公国际资信评估有限公司（大公）、新世纪资信评估投资服务有限公司（新世纪），从 2007 年已发行的评级期数看，中诚信评级家数和期数均为 30（家）期，居于市场第一位，大公和联合评级家数均为 20 家，评级期数均为 21 期，新世纪评级家数和期数均为 6（家）期。中诚信、联合和大公三家评级机构评级家数合计 70 期，占 92.11%，三家评级机构评级期数合计 72 期，占 92.31%。

表 2 2007 年第三季度各评级机构的短融评级规模

评级机构	评级期	评级家	评级规模
------	-----	-----	------

图 6 2007 年第三季度各评级机构市场情况（按家数）



	数（期）	数（家）	（亿元）
中诚信	30	30	543.6
联合	20	21	219.3
大公	20	21	239.5
新世纪	6	6	54
合计	76	78	1056.4

综合来看，从评级期数以及评级家数来看，中诚信、大公和联合三家市场占有率合计超过 90%，新世纪的市场地位较弱。

3、2007 年第三季度短融利差分析

3.1 短融利差分析的基准

长期以来，我国货币市场投资者一直以 7 天回购加权平均利率和 1 年期央票利率作为影响我国货币市场的利率指标。2007 年央行正式推出 Shibor 利率体系，自开始运行以来，Shibor 就是央行重点培养的货币市场基本利率体系，Shibor 逐步开始在金融债、企业债等的发行中参与定价，并在票据业务、利率掉期等衍生品报价中开始应用。Shibor 推出之后，进一步地推动了利率的市场化，培育了中国货币市场的基准利率体系，提高了金融机构自主定价能力，完善了货币政策传导机制。

2007 年 5 月 28 日，中国长江电力股份有限公司第二期短期融资券为首期采取 Shibor 加点的方式确定发行价格的短融，使 Shibor 逐步应用到短融市场定价中。截至 9 月底，共有 60 期短融发行定价采用 Shibor 为基准，第三季度发行的 78 期短融中，采用 Shibor 为基准定价的共有 50 期，其中 18 期采用发行日前 10 日 Shibor 平均值作为基准，占大多数，其余的有采用发行前 5 日 Shibor 平均值为基准的，也有采用发行前 2 日、1 日 Shibor 平均值或当日 Shibor 值为基准，选择的基准大都不一致。因此，第三季度发行的短融虽然大部分采用 Shibor 为基准，但是对于基准时间的选择各有差异。

在以往短融的利差定义中均采用货币市场普遍采用的央票利率为基准，但是央票利率作为政府公开市场操作的一个重要货币政策工具，一定程度上存在一定的政策性因素，而且央票利率数据不连续，不同期限的数据也存在缺失，因此，央票利率的走势并不能完全反映货币市场基本的利率走势。

鉴于目前发行的短融大部分以 Shibor 利率为参考基准，而且作为央行重点培育的货币市场利率体系，Shibor 利率与央票利率相比，已经走出了市场化的一步，而且能保证数据的完整性，因此，本次利差分析选择以 1 年期 Shibor 利率为基准，将短融的发行利率与其发行日的 Shibor 利率的差额定义为发行利差（利差 I），将其第一个交易日的平均收益率和当

日的 Shibor 利率的差额定义为首日交易利差（利差 II）。选取第一个交易日主要是考虑到新券种上市后的第一个交易日往往流动性较好，能够较好地反映其真实的市场价格。

3.2 2007 年第三季度短融利差概况

2007 年第三季度短融的发行利率均值、首日交易利率均值与 Shibor 利率均值的利差情况如表 3 所示。

表 3 2007 年第三季度短融市场利差统计

	发行利率	发行日 Shibor 利率	利差 I	上市日交易利率	上市日 Shibor 利率	利差 II
均值(%)	4.48	3.69	0.79	4.43	3.70	0.73
方差	0.328	0.030	0.256	0.316	0.031	0.247

2007 年第三季度短融的平均发行利率为 4.48%，较 2007 年上半年的平均利率 3.82% 上升了 66BP，短融发行利率大幅度上升的主要原因是，在 2007 年第三季度央行连续 3 次加息，第三季度金融机构 1 年期基准贷款利率从 6.57% 增加到 7.29%，上升了 72BP。与一年期贷款基准利率相比，第三季度短融平均发行利率上升的幅度低于 1 年期贷款的上升幅度。从第三季度的情况看，短融平均发行利率仍较 1 年期贷款基准利率平均低 200 多 BP，因此，目前短融的低成本优势仍然较为明显。

从短融的利差情况看，2007 年第三季度利差 I 均值为 79BP，利差最高的是“07 津药 CP01”（主体级别 A 级），其利差 I 为 189BP，发行利差最低的是“07 中粮 CP01”（主体级别 AAA 级），其利差 I 为 -8.8BP，也就是其发行利率已经低于银行间市场拆借利率，利差 I 最高者与最低者之间已经相差近 200BP，可见，目前不同类型的企业发行利差的之间的差距越来越大，企业本身信用水平的高低，已经对企业短融的融资成本产生了重要影响；2007 年第三季度利差 II 均值为 73BP，利差 II 最高的是“07 津药 CP01”，为 187BP，利差 II 最低的是“07 国电集 CP01”，为 -1.35BP，利差 II 最高者与最低者之间已经相差 188.35BP。整体看，利差 II 比利差 I 均值平均低 6BP，短融首日交易市场与发行市场之间的收益空间逐步缩小，一级市场投资者的收益空间有限。

3.3 发行主体长期信用等级利差分析

由于目前发行的短融债项信用等级均为 A-1 级，发债主体长期信用等级涵盖 AAA 级到 A⁻ 级 7 个信用等级。2007 年第三季度发行的 78 期短融发行主体均具有主体长期信用等级，其中 AAA 级 12 期，平均发行利率 3.89%；AA⁺ 级 11 期，平均发行利率 4.01%；AA 级 11 期，平均发行利率 4.22%；AA⁻ 级 15 期，平均发行利率 4.76%；A⁺ 级 22 期，平均发行利率 4.79%；A 级 6 期，平均发行利率 5.17%；A⁻ 级 1 期，平均发行利率 4.59%。可以看出，第三季度发行的短融中，主体信用等级在 AA⁻ 级和 A⁺ 级合计 37 期，占第三季度发行的短融的 47%，A⁺ 级居于其中多数，而且 AA⁻ 级和 A⁺ 级的平均发行利率也非常接近，平均发行利率在 4.78% 左右，可见，第三季度发行短融的主体级别主要集中于 AA⁻ 级和 A⁺ 级，而且

其发行利率也比较接近。另外 A⁻ 级（“07 华新 CP01”）发行时间在 7 月初，发行利率相对较低。

由于第三季度发行的短融大部分以 Shibor 为基准，但是选择的具体时间差异较大，因此统一采用以 1 年期 Shibor 利率为基准的各信用等级的利差 I 和利差 II 的均值、方差见表 4 所示。

表 4 发行主体长期信用等级利差

发行主体长期信用等级	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	12	3.89	12	--	0.012	8	--	0.006
AA ⁺	11	4.01	37	25	0.011	27	19	0.019
AA	11	4.22	60	23	0.011	56	29	0.009
AA ⁻	15	4.76	101	41	0.058	94	38	0.059
A ⁺	21* ¹	4.82	117	16	0.103	112	18	0.086
A	5* ²	5.40	163	46	0.166	152	40	0.141
A ⁻	1	4.59	113	--	--	112	--	--

注：*1 中不包括具有担保的“07 赣晨鸣 CP01”；*2 中不包括具有担保的“07 吉森工 CP01”。

从表 4 可以看出，在发行市场，最高等级 AAA 级的利差 I 均值为 12BP，而信用等级较低的 A 级利差 I 为 164BP，两者相差 152BP；随着信用等级的下降，发行利差呈稳步增加的趋势（除 A⁻ 级例外），在 AA 级范围内，微调级别也呈现明显的差异性，AA⁺ 级、AA 级和 AA⁻ 级的利差 I 均值分别为 37BP、60BP 和 101BP；A⁺ 级和 A 级的利差 I 均值分别为 117BP、163BP。可以看出，除 A⁻ 级以外，其余各信用等级之间，每降低一个信用级别，利差 I 均值均有不同幅度的增长，AAA 级、AA⁺ 级、AA 级相邻级别之间相差约 23~25BP，AA⁻ 级较 AA 级高出 41BP，A⁺ 级与 AA⁻ 级仅高出 16BP，A 级较 A⁺ 级高出 46BP。可以看出，AA⁻ 级发行利差与 A⁺ 级非常接近，而 A 级发行利差高于 A⁺ 级 46BP。整体看，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大（除 A⁻ 级例外）。

在首日交易市场，最高级别 AAA 级的利差 II 均值为 8BP，较低信用级别 A 级的利差 II 为 152BP，最高等级与较低等级的利差 II 均值相差 144BP 左右；从其他各信用等级看，AA⁺ 级较 AAA 级高出 19BP，AA 级较 AA⁺ 级高出 29BP，AA⁻ 级较 AA 级高出 38BP，随着信用等级的逐步降低，各相邻等级之间的利差呈增加趋势，而 A⁺ 级较 AA⁻ 级高出 18BP，增加的幅度减少，A 级较 A⁺ 级增加 40BP，增加的幅度进一步加大。A⁻ 级（“07 华新 CP01”）由于首日交易时间较早，因此，其利差 II 均低于 A 级和 AA⁻ 级的利差 II 均值。总体看，在首日交易市场，在较高信用等级中，随着信用等级的降低，利差 II 均值增加的幅度开始增大（除 A⁺ 级和 A⁻ 级外）。

从各个等级的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各个信用等级短融的利差 II 均值均低于利差 I 均值约 4~10BP 之间（除 A⁻ 级为 1BP 外）。可见，随着短融市场的日渐成熟，首日交易市场与发行市场之间的收益空间越来越小。

综合来看，随着信用等级的逐步降低，短融的利差 I 和利差 II 均呈明显的增加趋势。

可见，短融发行主体的信用等级对短融的利差影响非常明显。

3.4 发行规模的利差分析

2007 年第三季度发行的 78 期短融中，发行规模主要以 10 亿元以下为主，各发行规模的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 5 所示。

表 5 发行规模利差分析

短融发行规模	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
30 亿元以上	6	3.90	13	0.010	9	0.010
10~30 亿元 (不包括 10 亿元)	19	4.13	49	0.113	42	0.105
5~10 亿元 (不包括 5 亿元)	24	4.54	83	0.222	77	0.213
5 亿元及以下	27*	4.84	115	0.156	109	0.145

注：“*”中不包括具有担保的“07 赣晨鸣 CP01”和“07 吉森工 CP01”，发行规模均为 5 亿元。

从表 5 可以看出，在发行市场，随着发行规模逐步增加，利差 I 呈逐步降低趋势。发行规模低于 5 亿元，其利差 I 为 115BP；发行规模超过 30 亿元，其利差 I 平均为 13BP，发行规模较小的短融利差 I 均值比发行规模较大的短融利差 I 均值高 102BP。在首日交易市场，随着发行规模的增加，利差 II 均值亦呈降低的趋势，发行规模低于 5 亿元，其利差 II 均值为 109BP；发行规模超过 30 亿元，其利差 II 均值为 9BP，发行规模较大和规模较小的利差 II 均值相差 100BP。可见，短融的发行规模对短融发行利差和首日交易利差均明显影响。

从不同发行规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各发行规模的利差 I 和利差 II 相差均在 4~7BP 之间，一级市场投资者收益空间小且无明显差异。

3.5 发行期限的利差分析

2007 年第三季度发行的 78 期短融中，发行期限为 1 年期的 68 期，平均发行利率 4.52%，发行期限在 1 年期以下的 10 期，平均发行利率 4.23%。不同期限的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 6 所示。

表 6 发行期限利差分析

发行期限	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
1 年期	68	4.52	84	0.208	78	0.205
1 年期以下	10	4.23	47	0.513	37	0.422

从表 6 可以看到，在发行市场，发行期限为 1 年的短融平均利差 I 为 84BP，发行期限在 1 年期以下的平均利差 I 为 47BP。在首日交易市场，发行期限为 1 年的短融利差 II 均值为 78BP，发行期限短于 1 年的短融利差 II 均值为 37BP。发行期限越短，利差均值 I 越小，发行期限越长，利差 I 均值越大。

不同发行期限的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，1 年期短融首日交易利差较发行利差低 6BP，1 年期以下短融的首日交易利差较发行利差低 10BP。总体看，短融的发行期限对

发行利差和首日交易利差均有一定影响。从一级市场投资收益空间看，发行期限对投资者的收益空间基本没有影响。

3.6 影响短融利差的其他因素

发债主体长期信用等级是影响短融利差的重要因素，而发债主体的企业性质、所处行业以及主体资产规模均对主体长期信用等级产生重要的影响，从而对发行利差也有一定程度影响。

(1) 发行主体性质的影响

2007 年发行的 78 期短融中，发债主体长期信用等级处于 AAA~A⁻ 级之间，发债主体的企业性质主要是国有独资和控股公司、股份公司，还包括集体企业、外商独资企业和全民所有制企业。在相同的主体长期信用等级下，不同企业性质的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差见表 7 所示。

表 7 发行主体性质对利差的影响

主体长期信用等级	企业性质	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
				均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
AAA	国有独资和控股公司	11	3.89	11	0.012	7	0.005
	股份公司	1	3.84	24	--	18	--
AA ⁺	国有独资和控股公司	8	3.98	36	0.013	25	0.026
	股份公司	3	4.08	41	0.005	30	0.001
AA	国有独资和控股公司	10	4.23	60	0.012	56	0.010
	全民所有制企业	1	4.20	60	--	58	--
AA ⁻	国有独资和控股公司	9	4.65	94	0.071	83	0.071
	股份公司	6	4.85	106	0.044	100	0.045
	集体企业	1	4.54	93	--	93	--
	外商独资企业	1	5.25	130	--	128	--
A ⁺	国有独资和控股公司	8	4.85	120	0.106	112	0.074
	股份公司	13* ¹	4.81	109	0.118	106	0.107
A	国有独资和控股公司	3	5.26	152	0.283	141	0.236
	股份公司	2* ²	5.60	181	0.000	169	0.000
A ⁻	股份公司	1	4.59	113	--	112	--

注：*1 中不包括具有担保的“07 赣晨鸣 CP01”；*2 中不包括具有担保的“07 吉森工 CP01”。

由表 7 可知，AAA 级中绝大部分为国有独资及控股公司，仅有 1 期为股份公司（07 华能 CP01），其利差 I 和利差 II 均值分别高于国有独资及控股公司 13BP 和 11BP；AA⁺ 级中，股份公司为 3 期，利差 I 均值高于国有独资及控股公司 7BP，利差 II 均值高于国有独资及控股公司 5BP；AA 级中，绝大部分为国有独资及控股公司，仅有 1 期为全民所有制企业，其利差 I 和利差 II 均值与国有独资及控股公司基本没有差别；AA⁻ 级中国有独资及控股企业利差 I 和利差 II 均值分别为 94BP 和 83BP，股份公司分别为 106BP 和 100BP，集体企业（07 阳光 CP01）均为 93BP，而外商独资企业（07 玖龙 CP01）的利差 I 和利差 II 均值分别为 130BP 和 128BP，差别较大；A⁺ 级中，大部分为股份公司，其利差 I 和利差 II 均值分别为 109BP 和 106BP，分别低于国有独资及控股公司的 120BP 和 112BP，一方面由于 A⁺ 级中部分股份

公司发行时间相对较早，发行利率相对较低，同时部分国有独资及控股公司发行利差较高所致；A 级中，国有独资及控股公司的利差 I 和利差 II 均值分别为 152BP 和 141BP，而股份公司分别为 181BP 和 169BP。

总体看，在相同主体长期信用级别下，国有独资及控股公司与股份公司相比，其利差 I 和利差 II 略高于股份公司（除表 7 中 AAA 级和 A⁺级），可见发债主体性质不同，短融发行和首日交易利差均有一定程度的影响，但就国有独资及控股和股份公司来说，差别较小。

（2）发行主体资产规模的影响

2007 年第三季度发行的 78 期短融中，在同一主体长期信用等级下，发债主体的资产规模存在较大差异，同一信用等级下发债主体不同资产规模的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差见表 8 所示。

表 8 不同资产规模的利差影响

主体长期信用级别	主体资产规模	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
				均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
AAA	超过 1000 亿元	8	3.79	9	0.011	6	0.005
	350~1000 亿元	4	4.08	18	0.012	12	0.007
AA ⁺	500 亿元以上	6	3.96	33	0.014	22	0.031
	100~500 亿元	5	4.07	42	0.003	32	0.001
AA	超过 200 亿元	6	4.23	60	0.013	54	0.008
	20~200 亿元	5	4.22	60	0.012	58	0.011
AA ⁻	100 亿元以上	6	4.72	100	0.052	92	0.050
	100 亿元以下	9	4.78	102	0.069	95	0.072
A ⁺	100 亿元以上	5	5.09	134	0.135	125	0.109
	50~100 亿元	6	4.68	109	0.112	104	0.093
	50 亿元以下	5* ¹	4.84	118	0.072	116	0.073
A	200 亿元以上	1	5.60	180	--	165	--
	60 亿元以下	4* ²	5.35	159	0.211	149	0.182
A ⁻	71.3 亿元	1	4.59	113	--	112	--

注：*1 中不包括具有担保的“07 赣晨鸣 CP01”；*2 中不包括具有担保的“07 吉森工 CP01”。

从表 8 可以看出，在 AAA 级中，资产超过 1000 亿元的与低于 1000 亿元的利差 I 和利差 II 均值分别相差 9BP 和 6BP，平均发行利率相差 29BP；在 AA⁺级中，资产超过 500 亿元和低于 500 亿元的利差 I 相差 9BP，利差 II 均值相差 10BP，平均发行利率相差 11BP；在 AA 级中，资产规模在 200 亿元以下的利差 I 均值与资产超过 200 亿元的利差 I 均值相等，而利差 II 均值低于资产超过 200 亿元的利差 II 均值 4BP，主要由于“07 清控 CP01”、“07 华信 CP01”和“07 华电煤 CP01”的利差 I 在 50BP~51BP 之间，使得利差 I 均值没有差异；在 AA⁻级中，资产在 100 亿元以下与 100 亿元的利差 I 和利差 II 均值分别相差 2BP 和 3BP，平均发行利率相差 6BP；在 A⁺级中，资产规模在 100 亿元以上的利差 I 和利差 II 均值分别为 134BP 和 125BP，均高于资产规模在 50~100 亿元及 50 亿元以下，主要由于资产规模在 100 亿元以上的“07 上航 CP01”发行利率为 5.80%，利差 I 和利差 II 分别为 174BP 和 170BP；在 A 级中，资产规模在 200 亿元以上的利差 I 和利差 II 均值分别为 180BP 和

165BP, 而资产规模在 60 亿元以下的分别为 159BP 和 149BP, 主要由于资产低于 60 亿元中, “07 新世界 CP01” 发行利率相对较低, 为 4.39%, 其利差 I 和利差 II 分别为 91BP 和 90BP。

总体看, 在相同信用等级下, 不同发行主体资产规模存在一定程度的差异。

3.7 小结

通过以上分析可知, 发行主体的信用等级是影响短融发行利率和首日交易利率的首要因素, 短融的发行规模、期限也是影响短融利差的因素。发债主体的企业性质和资产规模等对发债主体长期信用等级产生一定影响。

4、选择不同时间 Shibor 为基准的短融利差分析

在 2007 年第三季度发行的 78 期短融中, 有 50 期采用 Shibor 为基准另外加一定的点确定发行利率, 如表 9 所示。

表 9 以 Shibor 利率为基准发行的短融

债券简称	主体信用等级	发行日期	发行参考收益率(%)	发行利差	发行额度(亿元)	发行期限
07 中铝 CP01	AAA	2007-07-04	3.6000	前 10 日 Shibor 平均值+17BP	50	1 年
07 国开投 CP01	AAA	2007-07-10	3.6162	7 月 4 日一年期 Shibor+16BP	25	1 年
07 华能 CP01	AAA	2007-08-10	3.8400	前一日 Shibor+24BP	50	1 年
07 武钢 CP01	AAA	2007-09-04	3.9933	2 日 Shibor 平均值+25BP	30	1 年
07 国电集 CP01	AAA	2007-09-07	3.8500	9 个月 Shibor 前 5 日均值+31BP	50	304 天
07 国电集 CP02	AAA	2007-09-07	3.9200	9 个月 Shibor 前 5 日均值+38BP	45	335 天
07 兵器 CP01	AAA	2007-09-19	4.0800	3 日 Shibor+25BP	25	1 年
07 上海港 CP02	AAA	2007-09-26	4.0600	3 个月 Shibor+25BP	10	90 天
07 太不锈 CP02	AA ⁺	2007-07-19	3.8200	前 10 日 Shibor 平均值+35BP	20	1 年
07 浙交通 CP02	AA ⁺	2007-08-18	3.7600	6 个月 Shibor 前 10 日均值+49BP	21	182 天
07 鲁高速 CP01	AA ⁺	2007-09-03	4.2200	发行日一年期 Shibor+46.64BP	10	1 年
07 马钢 CP01	AA ⁺	2007-09-03	4.2000	3.75%+0.45%	20	1 年
07 浙能源 CP03	AA ⁺	2007-09-05	3.9931	9 个月 Shibor 前 5 日均值+46BP	5	273 天
07 中钢 CP01	AA ⁺	2007-09-07	4.2200	3.76%+0.46%	20	1 年
07 邯钢 CP01	AA	2007-07-04	3.8800	5 日 Shibor 平均值+43.95BP	22	1 年
07 华信 CP01	AA	2007-07-30	4.1000	发行日 Shibor+51.2BP	6.5	1 年
07 清控 CP01	AA	2007-08-01	4.1000	前 10 日平均值+56BP	12.8	1 年
07 西电 CP01	AA	2007-08-10	4.3200	5 日 Shibor+72.01BP	6.5	1 年
07 津钢管 CP02	AA	2007-08-16	4.3000	前 1 日的 1 年期 Shibor+70BP	5	1 年
07 济钢 CP01	AA	2007-08-16	4.3000	10 日 Shibor 平均值+70BP	15	1 年
07 西基投 CP01	AA	2007-09-17	4.5700	10 日 Shibor 平均值+80BP	8	1 年
07 鲁泰 CP01	AA ⁻	2007-07-06	4.1884	5 日 Shibor 平均值+74.43BP	7.7	1 年
07 首创集 CP01	AA ⁻	2007-07-23	4.1800	前 10 日 Shibor 平均值+70BP	9	1 年
07 中铁一 CP01	AA ⁻	2007-07-25	4.2800	前 10 日 Shibor+79BP	5	1 年
07 澜沧江 CP01	AA ⁻	2007-08-28	4.8500	10 日 Shibor 平均值+122BP	25	1 年
07 特变 CP02	AA ⁻	2007-08-31	4.8800	10 日 Shibor 平均值+121BP	3	1 年
07 招金 CP01	AA ⁻	2007-09-06	4.8600	3.76%+1.1%	6.5	1 年
07 万向 CP01	AA ⁻	2007-09-13	5.1000	10 日 Shibor 平均值+134BP	6	1 年

07 泰达 CP01	AA ⁻	2007-09-13	4.8988	1 日 Shibor+110BP	25	1 年
07 玖龙 CP01	AA ⁻	2007-09-19	5.2500	1 日 Shibor+136BP	4	1 年
07 海化 CP01	AA ⁻	2007-09-29	5.3600	当日一年期 Shibor+130BP	4.5	1 年
07 天威 CP01	AA ⁻	2007-09-29	5.2500	3.97%+1.28%	7.9	1 年
07 宜华 CP01	A ⁺	2007-07-10	4.3800	10 日 Shibor 平均值+94BP	3.8	1 年
07 建发 CP01	A ⁺	2007-07-11	4.1600	前 2 日 Shibor 平均值+70BP	10	1 年
07 太阳 CP02	A ⁺	2007-07-27	4.4700	前 10 日 Shibor 平均值+96BP	5	1 年
07 铜都 CP02	A ⁺	2007-08-03	4.5500	10 日 Shibor 平均值+99BP	5	1 年
07 凤凰 CP01	A ⁺	2007-08-14	4.8000	5 日 Shibor+120BP	3	1 年
07 漳山电 CP01	A ⁺	2007-08-16	4.5300	前一日 Shibor+93BP	6	1 年
07 天脊 CP01	A ⁺	2007-08-16	4.7998	10 日 Shibor 平均值+120BP	4	1 年
07 黔轮胎 CP01	A ⁺	2007-08-17	4.8001	前 1 日的 1 年期 Shibor+119BP	4	1 年
07 江钨 CP01	A ⁺	2007-08-21	4.8100	发行日前一日 Shibor+120BP	4	1 年
07 北建工 CP02	A ⁺	2007-08-24	5.2500	发行日前一日 Shibor+157.8BP	4	1 年
07 西钢 CP02	A ⁺	2007-08-29	5.3000	8 月 27 一年 Shibor+158.12BP	7	1 年
07 桂地电 CP01	A ⁺	2007-09-06	5.2800	10 日 Shibor 平均值+152BP	4	1 年
07 赣晨鸣 CP01	A ⁺	2007-09-11	4.0300	2 日 Shibor 平均值+25BP	5	1 年
07 上航 CP01	A ⁺	2007-09-29	5.8000	前一日 Shibor+175BP	8	1 年
07 湛江港 CP02	A	2007-08-30	5.5000	前 1 日 9 个月 shibor 均值+198BP	5	272 天
07 中沱牌 CP01	A	2007-09-07	5.6000	10 日 Shibor 平均值+186BP	3	1 年
07 吉森工 CP01	A	2007-09-07	4.0200	2 日 Shibor 平均值+25BP	5	1 年
07 金纸业 CP01	A	2007-09-13	5.5980	9 个月 Shibor10 日均值+204BP	8	271 天

从表 9 可知，AAA 级所加的点基本在 40BP 以下，大部分在 20 多 BP，选择的时间有发行前 1 日、2 日、5 日和 10 日，AA⁺级所加的点基本在 40 多 BP，选择的时间也各不相同，AA 级所加的点在 50~70 BP，AA⁻级所加的点在 80~130BP 之间，A⁺级 70~175 之间（其中“07 赣晨鸣 CP01”为 25BP，因其有银行担保），其中“07 建发 CP01”在发行前 2 日基础上加了 70BP，为最低，其余均在 100BP 左右，最高的为“07 上航 CP01”在发行前 1 日的基础上加了 175BP，而 A 级所加的点在 180BP 以上（除“07 吉森工”CP01 为 25BP，因其有银行担保）。

可以看出，以 Shibor 为基准的短融利差与信用等级之间呈现明显的趋势关系，将 Shibor 应用于短融的发行定价中，有效地区分了不同主体长期信用等级的短融发行的利差水平。但由于不同的短融选择的基准时间不一致，有些选择发行当日 Shibor，有些选择发行前 2 日，有些选择发行前 5 日，也有选择发行前 10 日等等，选择的平均之间不同，在同一天，其 Shibor 基准利率也不相同，因此，选择的平均时间不同，形成的 Shibor 基准也不同，因此，难以形成统一的比较基础。

5、各评级机构利差波动对比

2007 年第三季度发行的 78 期短融中，参与信用评级的机构共有 4 家。同一信用等级下各家评级机构的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 10 所示。

表 10 各评级机构利差区间的总体比较

信用	评级	评级	平均发	利差 I	利差 II
----	----	----	-----	------	-------

等级	机构	期数	行利率 (%)	利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差	利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差
AAA	中诚信	6	3.89	(-2~24)	26	14	0.009	(0~17)	17	12	0.006
	联合	3	3.83	(-8~25)	33	13	0.037	(-1~10)	11	6	0.004
	大公	2	3.89	(7~14)	7	10	0.002	(-1~4)	5	1	0.002
	新世纪	1	4.06	--	--	2	--	--	--	4	--
AA ⁺	中诚信	7	4.06	(23~46)	23	39	0.007	(8~35)	26	28	0.009
	联合	1	3.76	--	--	15	--	--	--	-1	--
	大公	2	3.91	(33~41)	9	37	0.003	(32~34)	2	33	0.000
	新世纪	1	4.08	--	--	47	--	--	--	36	--
AA	中诚信	2	4.10	(50~51)	1	50	0.000	(46~49)	3	47	0.001
	联合	4	4.13	(42~70)	30	56	0.016	(39~64)	25	52	0.012
	大公	4	4.37	(68~71)	3	69	0.000	(60~70)	10	62	0.002
	新世纪	1	4.30	--	--	54	--	--	--	62	--
AA ⁻	中诚信	5	4.82	(73~130)	57	104	0.052	(69~128)	59	101	0.060
	联合	3	4.61	(64~130)	66	96	0.110	(56~122)	56	90	0.110
	大公	6	4.90	(70~130)	60	108	0.040	(64~124)	60	95	0.042
	新世纪	1	4.10	--	--	63	--	--	--	58	--
A ⁺	中诚信	8	4.98	(92~165)	73	129	0.103	(93~164)	71	123	0.079
	联合	8	4.65	(69~156)	87	106	0.101	(66~148)	82	101	0.079
	大公	4	4.62	(88~120)	32	102	0.041	(77~120)	43	100	0.045
	新世纪	1	5.80	--	--	174	--	--	--	169	--
A	中诚信	1	5.60	--	--	180	--	--	--	165	--
	联合	1	5.90	--	--	189	--	--	--	187	--
	大公	2	5.55	(176~18)	6	179	0.002	(146~172)	26	159	0.036
	新世纪	1	4.39	--	--	91	--	--	--	90	--
A ⁻	联合	1	4.59	--	--	113	--	--	--	112	--

从 AAA 级的利差情况看，新世纪的利差较小，中诚信、联合和大公三家评级公司的利差均为 10 多 BP，相差较小，从发行利差的全距来看，联合较大，主要由于“07 中粮 CP01”发行利差为负，也就是说其发行利率低于发行日 Shibor 利率，大公的最小，主要由于两期均为国电集团同一天发行的两笔债券期限不同，因此，利差略有差异造成；AA⁺级中主要以中诚信评级居多，其发行和首日交易利差均较大，联合和大公评级较少。AA 中的中诚信评级较少，利差范围波动小，利差值较低，联合和大公相比，利差范围大，但利差均值较低；在 AA⁻级中，三家评级公司的平均发行利差和首日交易利差基本接近；在 A⁺级中，大公的利差范围和利差均值较低，中诚信和联合的利差范围和平均利差相对较高；A 级和 A⁻级各家评级公司均较少，三家评级公司的利差值均比较接近。

总体看，主要几家评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确的反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

6、结论

2007 年第三季度有 76 家企业发行短融 78 期，第三季度发行规模累计发行规模累计 1056.4 亿元，平均每月发行规模 352 亿元，平均发行利率 4.48%。第三季度金融机构人民币

基准贷款利率连续三次上调，上升了 72BP；1 年期 Shibor 基准利率从 7 月初的 3.45% 上升至 9 月底的 4.06%，上升了 61BP；短融的平均发行利率从 7 月份的平均 4.13% 上升到 9 月份的平均 4.71%，上升了 58BP。以 Shibor 为基准，三季度短融的平均发行利差为 79BP，平均首日交易利差 73BP。

从短融发行主体的长期信用级别看，随着信用等级的降低，其短融的发行利率逐步增加。信用等级最高的 AAA 级平均发行利差 12BP，平均首日交易利差 8BP；信用等级较低的 A 级平均发行利差 163BP，平均首日交易利差 152BP。发行主体的信用等级对短融的发行利差、首日交易利差均有较为明显的影响。

从短融的发行规模、期限等因素来看，不同发行规模的利差均值有较为明显的差异，而发行期限的不同，也在一定程度上影响利差均值。发行主体的企业性质和资产规模是影响主体长期信用等级的重要因素，从相同等级的企业性质和资产规模利差影响分析来看，发行主体的企业性质和资产规模对短融的发行利差和首日交易利差有一定程度的影响。

通过对已采用 Shibor 利率为基准发行的短融所加的点进行简单的分析，可以看出，以 Shibor 为基准进行再加一定的点确定短融的发行利率与主体长期信用等级之间呈现明显的趋势关系，但是由于所选择的平均天数不同，形成的基准存在一定差异，难以进行统一的比较。

通过对几家主要评级机构的评级结果进行对比，主要评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确地反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

因此，总体看，短融市场已经基本形成规模，随着央行增加对发行主体信用等级的评级，短融的利差以随发行主体信用等级的不同呈现明显的差异性，短融发行主体信用等级的增加，有效地区分了不同企业的信用等级水平。