

2012 年上半年短期融资券市场分析报告



2012 年上半年短期融资券市场分析报告

联合资信 研究部

一、短期融资券市场概况

从 2006 年 1 月至 2012 年 6 月末，我国银行间市场累计发行短期融资券 2544 只，实际发行总额 38122.2 亿元，其中，一般短期融资券 2489 只，发行总额 33877.2 亿元；超短期融资券 53 只，发行总额 4165 亿元；证券公司发行的短期融资券 2 只，发行总额 80 亿元；非公开定向发行的短期融资券 30 只（见表 1）。截至 2012 年 6 月末，我国短期融资券市场存量 9670.2 亿元。

2012 年上半年，我国银行间市场累计发行短期融资券 423 只（其中有担保的短期融资券 11 只、非公开定向发行的短期融资券 27 只、超短期融资券 26 只、证券公司发行的短期融资券 2 只），合计发行总额 5848.4 亿元。

2012 年上半年，我国信用评级机构共对 177 家短期融资券发行人（175 家企业及 2 家证券公司）进行了信用评级，并对 370 只短期融资券进行了信用评级^①，涉及总金额为 3583.4 亿元。与 2011 年同期相比，短期融资券的受评只数与总额均出现小幅变动，受评只数增加了 63 只，受评金额则下降了 5.4%；受评只数的环比只数增加了 62 只，金额下降了 16.3%。

在单笔评级规模方面，2012 年上半年，短期融资券平均单笔评级金额为 9.68 亿元，较 2011 年减少了 3.44 亿元。从近三年的发展趋势看，随着小额多笔滚动的发行方式趋于流行，短期融资券自 2009 年平均单笔评级金额呈逐年下降趋势。除了发行方式由单笔大额转向多笔小额的因素影响外，民营企业作为短期融资券发行主体的日益增加也是其短期融资券平均单笔评级金额下降的主要原因。此外，超短期融资券的引入，替代了一部分大额短期融资券，这也导致了短期融资券平均单笔评级规模的下降。

表 1 2005-2012 年受评短期融资券的基本情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 H1
评级总金额（亿元）	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05	6767.35	8015.60	3583.4
评级只数（只）	241	264	268	263	443	611	370
评级家数（家）	185	216	214	209	336	452	177
平均单笔评级金额（亿元）	12.09	12.71	16.04	17.59	15.28	13.12	9.68

注：以上数据均未包含超短期融资券和证券公司短期融资券，下同。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

^① 本文针对短期融资券的信用评级统计是以发行数据为标准进行统计的。

从债券期限来看，2012 年上半年所评级的短期融资券以 1 年期为主，其中，期限为 1 年的共有 362 只，占评级总只数的 97.8%；期限在 1 年以下的共有 8 只，占 2.5%。

从主体信用等级分布情况来看，2012 年上半年，在 177 家企业累计发行的 370 期短期融资券中，主体信用等级在 AA-级（含）以上的企业共发行短期融资券 319 只，占总发行只数的 86%；主体信用等级在 A+级（含）以下的企业共发行 51 只，占总发行只数的 14%（见表 2）。在债项信用等级方面，2012 年上半年新发行的短期融资券债项级别均为 A-1。

与 2011 年同期相比，AA-级别、A+级别短期融资券的发行人的只数占比出现增幅，其它各主体信用等级发行人的只数占比均有所下降。

表 2 2011~2012 年度短期融资券主体信用等级分布情况

主体级别	2011 年 H1		2012 年 H1	
	评级只数（只）	评级只数占比（%）	评级只数（只）	评级只数占比（%）
AAA	57	19	66	18
AA ⁺	45	15	49	13
AA	82	27	85	23
AA ⁻	92	30	119	32
AA-及以上合计	276	90	316	86
A ⁺	27	9	50	14
A	4	1	0	-
A ⁻	0	-	1	0
A+及以下合计	31	10	51	14
合计	307	100	370	100

注：主体级别均为发行时信用等级，下同。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

二、短期融资券信用评级市场的地区分布

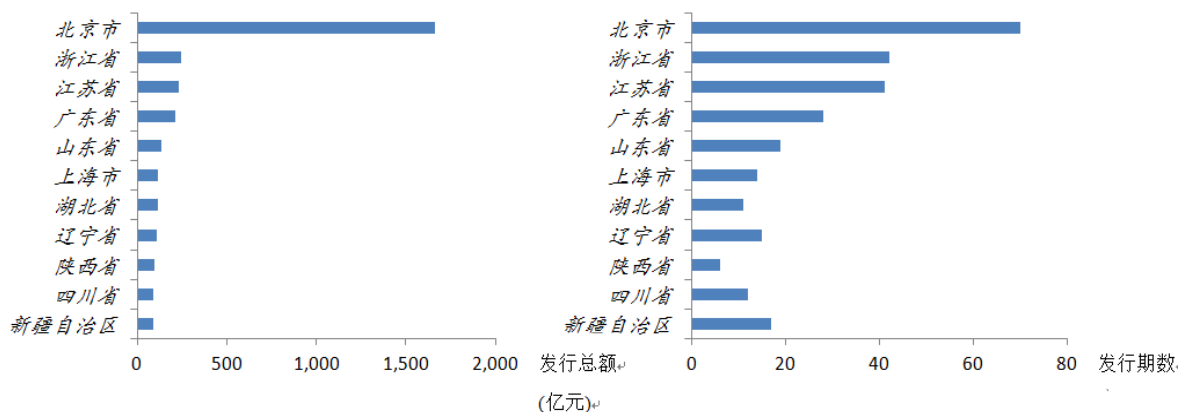
2012 年上半年，短期融资券的信用评级市场的客户分布在全国 28 个省市、自治区。短期融资券信用评级市场的新客户主要集中于华北和华东这两地区，评级只数与规模分别占总量的 25%和 50%。其中，北京、浙江、江苏、广东等地区为主要的客户分布地区，无论在评级只数还是评级总金额方面均属前列。尤其是北京，2012 年上半年评级的短期融资券 65 只，受评总金额达 1554 亿元，在全国各省市、自治区中排名第一，主要原因是北京市大型国有企业较为集中，而大型国有企业一直是短期融资券市场的主力（见表 3、图 1）。

表 3 2012 年上半年短期融资券客户的区域分布情况表

地区	包含省份	评级只数（只）	评级总金额（亿元）	重点地区
华北	北京市、天津市、山西省、内蒙古自治区、河北省	93	1750.6	北京市
华东	浙江省、江苏省、山东省、福建省、上海市、安徽省	139	808.9	浙江省、江苏省、山东省和上海
西南	四川省、重庆市、云南省、贵州省、西藏自治区	26	168.9	四川省

华中	湖南省、湖北省、河南省、江西省	29	182.9	湖北省
华南	广东省、广西壮族自治区、海南省	35	263.3	广东省
西北	新疆维吾尔自治区、陕西省、青海省、甘肃省、宁夏省	26	196.9	新疆维吾尔自治区、陕西省
东北	辽宁省、黑龙江省、吉林省	19	121.9	辽宁省

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

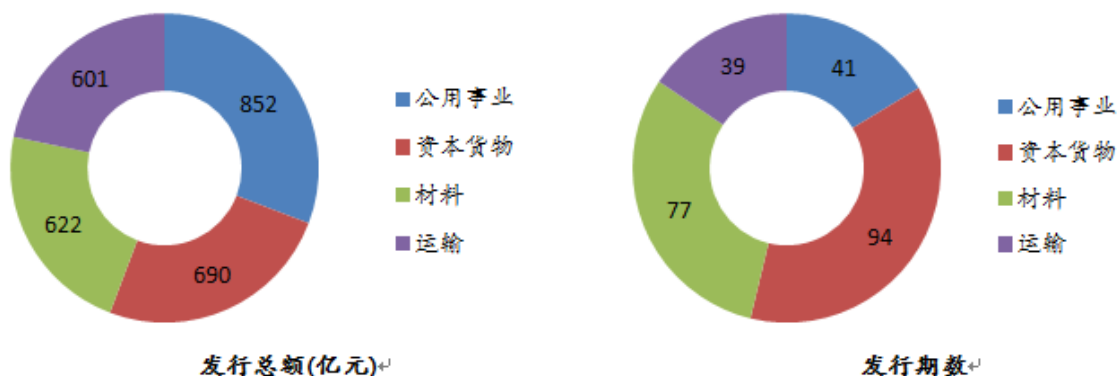


资料来源：Wind 资讯

图 1 2012 年上半年重点市场地区的统计情况

三、受评行业情况

2012 年上半年，信用评级机构对公共事业的短期融资券的评级金额最高，为 851.5 亿元，评级只数 41 只；评级只数最多的行业是资本货物，评级总金额 690 亿元。无论按评级金额统计，还是按评级只数统计，短期融资券的发行主体主要分布于公用事业、资本货物^②、材料、运输四个行业（见图 2）。



资料来源：Wind 资讯

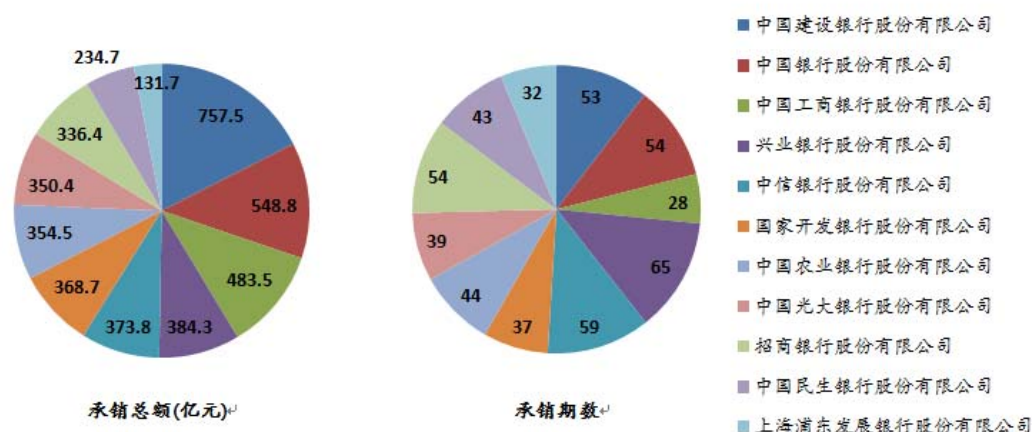
图 2 2012 年上半年受评行业分布情况

^② 资本货物包括厂房、机器、工具、设备和用于其它消费品生产的建筑物。

四、承销市场分析

2012 年上半年参与短期融资券发行的主承销商共计 24 家。按承销规模统计，建设银行总承销额度 757.5 亿元，继续排名第一；中国银行、工商银行、兴业银行、中信银行、国家开发银行、农业银行、光大银行、招商银行和民生银行总承销额度分别位列 2~10 位，构成了当年承销的第一梯队，其余银行的总承销额度均低于 200 亿元。两家证券承销机构分别为中信证券和中金公司，承销额度分别为 52 亿元和 25 亿元；按承销只数统计，兴业银行为 65 只，位居首位；中信银行 59 只，中国银行与招商银行同为 54 只，建设银行 53 只，其余各家银行的承销只数均在 50 只以下，其中，渤海银行和恒丰银行的承销其实相对较小，均仅有 2 只（见图 3）。

总体上，仅从 2012 年上半年的数据来看，建设银行、中国银行和工商银行在短期融资券承销市场占据主导地位。



资料来源：Wind 资讯

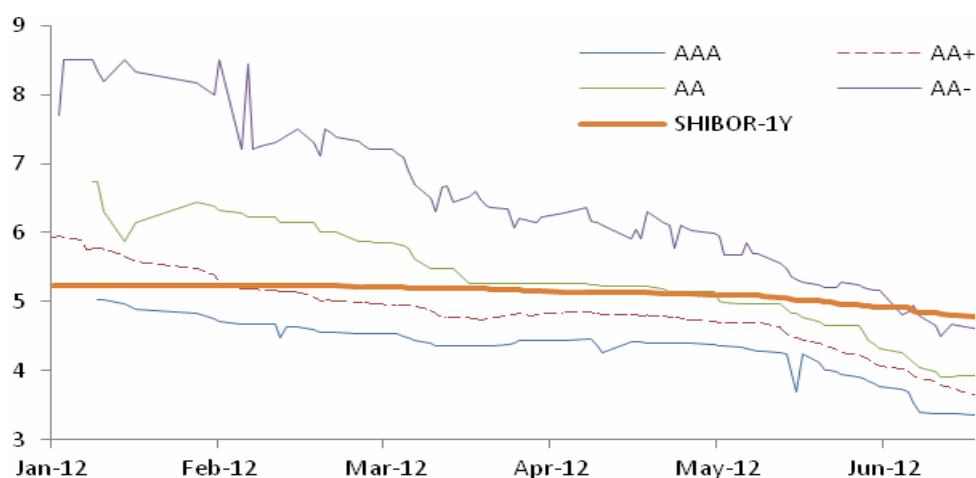
图 3 2012 年上半年短期融资券市场主承销商承销情况

五、短期融资券发行利率走势

2012 年上半年，受存款准备金下调和降息等多因素影响，债券市场资金面整体由紧张趋于宽松，6 月底受季末银行存贷比考核这一因素影响，资金面又略有收紧趋势。整体来看，短期融资券发行利率由 1 月份的 6.36% 逐步降至 6 月份的 4.17%，上半年降幅达 34.3%，呈明显下行趋势。2012 年上半年的平均发行利率较去年同期上升了 9.5%，较 2011 年下半年则下降了 15.2%。

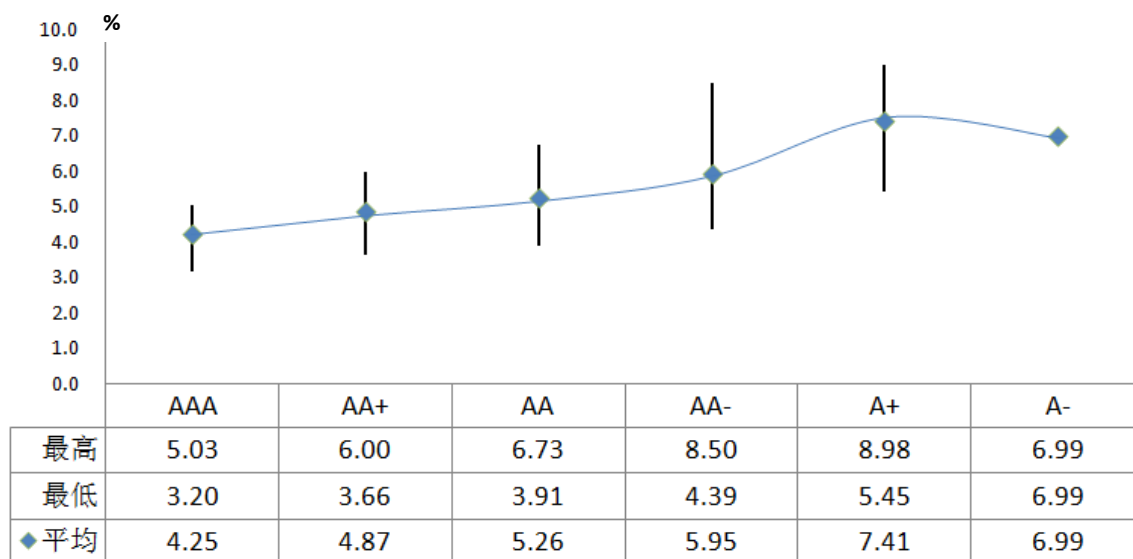
由于宏观和市场因素的影响，短期融资券发行利率呈明显下行趋势，由 1 月份的 6.36% 逐步降至 6 月份的 4.17%，降幅达 34.3%。从不同主体级别的短期融资券发行利率来看，主体信用级别与短期融资券发行利率呈负相关，随着主体信用等级提高，其短期融资券发行利率逐级下降（见图 4 和图 5）。从图 5 可以看出，平均发行利率随着信用等级的下降而上升，发行利率的区间存在

较大长度的交集。



资料来源：Wind 资讯

图 4 2011~2012 年度短期融资券发行利率和 SHIBOR-1Y 走势



资料来源：Wind 资讯

图 5 2012 年上半年度短期融资券主体发行利率信用等级分布

从表 4 可以看出，发行人主体信用等级与利差的相关性较高，主体信用等级越高，利差越小。由于 SHIBOR 利率包含了信用风险，因此较高信用等级的企业发行的短融会出现负利差，但 A+ 和 AA- 主体的短期融资券利差较 2011 年上半年有所扩大，市场对于高级别主体所发行的短期融资券的偏好仍较明显。同时，在利差 I 和利差 II 的级差方面，除 AA 与 AA+ 之间的级差减小之外，其余主体信用等级之间的级差都有所扩大，不同信用等级的利差区分度有所加强。

表 4 2012 年上半年利差 I、利差 II 情况表

主体信用等级	平均发行利率 (%)	利差 I(BP)			利差 II(BP)		
		均值	级差	标准差	均值	级差	标准差
AAA	4.28	-82.31	NA	29.40	-90.00	NA	29.21
AA+	4.87	-22.59	59.72	54.94	-37.79	52.21	52.01
AA	5.26	-17.22	5.37	61.46	-21.16	16.63	116.60
AA-	5.94	90.25	107.22	100.32	58.20	79.36	147.71
A+	7.41	235.49	145.24	79.21	181.96	123.76	196.39

数据来源：上海清算所、中国债券信息网、全国银行间同业拆借中心

从表 5 可以看出，2012 年上半年发行样本分布较为分散，但在 AA-和 AA 级别的发行主体最多，并且在不同的信用级别上，各家评级机构在利差均值和标准差的表现不尽相同，利差均值小但标准差大的现象并存，投资者对各家评级机构的评级结果未表现出明显的一致性。

表 5 2012 年上半年各家评级机构所评主体级别利差检验结果

主体信用等级	评级机构	样本数	利差 I(BP)		利差 II(BP)	
			均值	标准差	均值	标准差
AAA	中诚信	28	-77.50	32.07	-89.46	29.83
	大公	16	-88.67	33.29	-92.09	32.18
	联合资信	19	-84.03	22.01	-89.44	27.93
	新世纪	1	-82.59	-	-82.72	-
AA+	中诚信	22	-23.42	54.92	-36.77	49.80
	大公	10	-33.23	54.80	-51.80	59.24
	联合资信	9	-2.08	70.29	-16.31	67.40
	新世纪	7	-30.08	37.06	-47.23	20.54
AA	中诚信	33	-1.52	58.98	-33.24	104.79
	大公	13	33.80	60.51	-2.53	169.56
	联合资信	19	34.54	67.40	-2.69	69.98
	新世纪	15	23.37	53.39	-33.32	139.85
AA-	中诚信	38	76.57	93.99	42.38	131.29
	大公	30	111.60	111.43	105.94	114.13
	联合资信	25	88.43	94.04	49.88	148.25
	新世纪	20	87.44	104.72	29.71	203.71
A+	中诚信	14	217.35	82.92	206.19	91.00
	大公	16	253.54	71.63	149.09	269.98
	联合资信	7	253.56	88.91	245.10	96.55
	新世纪	9	224.07	85.44	149.20	247.27

数据来源：上海清算所、中国债券信息网、全国银行间同业拆借中心

表 6 和表 7 分别展示了短期融资券利差 I 和利差 II 进行的 Scheffe 方差分析结果。以利差 I 方面，主体信用等级 AA+和 AA 之间的区分能力较弱，其他信用等级能够区分利差 I。在利差 II 方面，主体信用等级 AAA 和 AA+之间以及 AA 和 AA-之间的区分能力较弱，AA+和 AA 之间几乎不

具备区分能力。总体看，短期融资券的发行主体信用等级对于利差 I 的区分能力较强，而对于利差 II 的区分能力较弱。

表 6 短期融资券利差 I 显著性检验结果 (%)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	-	0.40	0.00	0.00	0.00
AA+	0.40	-	12.3	0.00	0.00
AA	0.00	12.3	-	0.00	0.00
AA-	0.00	0.00	0.00	-	0.00
A+	0.00	0.00	0.00	0.00	-

表 7 短期融资券利差 II 显著性检验结果 (%)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	-	45.00	6.30	0.00	0.00
AA+	45.00	-	99.10	0.20	0.00
AA	6.30	99.10	-	0.20	0.00
AA-	0.00	0.20	0.20	-	0.00
A+	0.00	0.00	0.00	0.00	-

本文还对各家信用评级机构的主体信用等级表现进行分析，见表 8 和表 9。在相邻信用等级之间，除了中诚信评定的 AA 和 AA-之间对于利差 I 和利差 II 的区分能力比较显著以外，其余信用评级机构的主体信用等级对于利差 I 和利差 II 基本不具备区分能力。

表 8 短期融资券利差 I 显著性检验结果 (%)

联合					大公				
	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	12.40	0.00	0.00	AAA	-	58.40	0.50	0.00
AA+	12.40	-	77.20	3.30	AA+	58.40	-	43.40	0.10
AA	0.00	77.20	-	20.40	AA	0.50	43.40	-	16.00
AA-	0.00	3.30	20.40	-	AA-	0.00	0.10	16.00	-
中诚信					新世纪				
	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	12.30	0.30	0.00	AAA	-	99.50	88.50	47.60
AA+	12.30	-	87.60	0.00	AA+	99.50	-	83.50	5.40
AA	0.30	87.60	-	0.00	AA	88.50	83.50	-	30.60
AA-	0.00	0.00	0.00	-	AA-	47.60	5.40	30.60	-

表9 短期融资券利差 II 显著性检验结果 (%)

联合					大公				
	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	52.80	11.90	0.10	AAA	-	98.40	70.90	2.20
AA+	52.80	-	99.60	53.10	AA+	98.40	-	97.20	28.80
AA	11.90	99.60	-	56.50	AA	70.90	97.20	-	65.50
AA-	0.10	53.10	56.50	-	AA-	2.20	28.80	65.50	-
中诚信					新世纪				
	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	43.30	29.70	0.00	AAA	-	100.00	100.00	98.50
AA+	43.30	-	100.00	5.00	AA+	100.00	-	100.00	84.40
AA	29.70	100.00	-	2.30	AA	100.00	100.00	-	78.20
AA-	0.00	5.00	2.30	-	AA-	98.50	84.40	78.20	-