

企业短期融资券利差分析

一、2005 年短期融资券市场回顾

2005 年 5 月 23 日, 中国人民银行发布《短期融资券管理办法》以及《短期融资券承销规程》、《短期融资券信息披露规程》两个配套文件。随后, 振华港机等五家企业、7 个品种的短期融资券推出, 合计募集资金 109 亿元。截至 2005 年底, 共有 61 家企业在银行间债券市场发行短期融资券 79 只, 总筹资额达到 1424 亿元, 短期融资券的融资规模远远超过同年企业债、首发、配股、增发等方式的融资规模(见表 1)。

表 1 2005 年企业各种融资方式对比

融资方式	次数	总筹资额(亿元)	平均单笔融资额(亿元)
短期融资券	79	1424	18.03
企业债	27	624	23.11
首发(A 股、B 股及中小板)	15	57.64	3.84
增发	4	269.8	67.45
配股	2	2.62	1.31
可转债	0	0	0

目前流通的短期融资券品种期限结构完备, 行业覆盖面广, 发券企业所有制背景趋于多元化。短期融资券市场之所以在不到一年的时间里得到如此迅猛发展, 归纳起来, 主要有以下几点原因。

1. 制度体系快速建立, 主管部门支持态度明确

在银行间债券市场引入短期融资券, 是人民银行进一步推动金融市场建设的重要举措。短期融资券市场的健康发展, 对拓宽企业和金融机构投融资渠道, 完善货币政策传导机制, 进一步发展直接融资市场, 降低银行体系金融风险, 推动利率市场化进程等都有着深远意义。人行把短期融资券作为 2005 年的重要工作之一, 积极支持。

为了避免重蹈其它债券市场机制先天不足、行政色彩过浓的覆辙, 人行在设计短期融资券管理规则体系时充分体现市场化原则, 采取备案发行方式, 无需担保, 发行规模实行余额管理, 采用簿记建档的市场化发行方式, 发行利率通过市场竞争形成。这些制度安排为短期融资券市场能够在短时间迅速成长起来奠定了良好的基础。

在人行大力推动短期融资券市场发展的同时, 其它相关部门也积极配合。继人行后, 中央国债登记结算有限责任公司发布《短期融资券托管结算操作细则》、中国证券监督管理委员会发布《关于货币市场基金投资短期融资券有关问题的通知》、中国保险监督管理委员会发布《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》, 从发行、交易、投资各个方面完善了短期融资券的法规办法体系。

2. 融资成本低、手续简单，企业申请热情颇高

从筹资人的角度看，短期融资券具有融资成本低、申请手续简便、灵活自主性强以及优化债务结构、提升市场形象等诸多优点。从表 2 各项融资方式的对比看，对于财务杠杆较低，盈利水平较好的企业而言，短期融资券不失为一种很好的融资方式。2005 年，在银行严控信贷风险、股市各项融资活动暂停、长期债门槛颇高的环境下，各类企业申请发行短期融资券的热情极高，成为推动短期融资券市场迅猛发展的原动力。

表 2 企业现有融资渠道比较

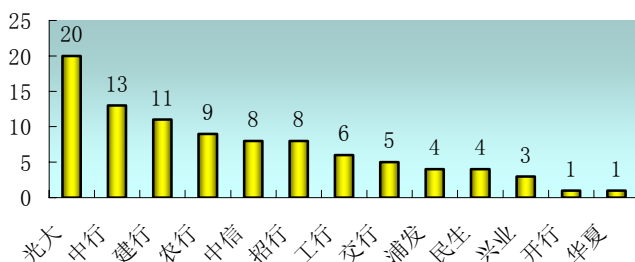
融资方式	要求条件	获得周期	成本	其他
股权融资	高	长	低	对于盈利较好的企业来说无法发挥财务杠杆作用
贷款融资	低	短	高	到期还本付息压力较大
长期债券	高	长	低	受计划指标约束，可获得性较差
票据贴现	高	短	高	额度受真实贸易背景的限制
短期融资券	低	短	低	发行人可在额度范围内灵活运用

3. 既获丰厚利润，又得优质客户，承销商积极推动

目前，工、农、中、建、光大等 14 家银行具备短期融资券的主承销商资格，创新类试点证券公司也获得了参与承销资格。对于各家承销商来说，短期融资券项目的运作周期短，收益也相当丰厚。一般来说，主承销商能获得的短期融资券的承销费率大约为融资额的 4‰，承销团成员能获得的分销费率大约为融资额的 1.5‰。除承销收益外，市场初期由于供需关系的不平衡、利率定价机制的不完善而产生的一、二级市场大额利差也为承销商带来了非常可观的利润。以光大银行为例，相关数据显示，2005 年承销短期融资券给该行带来的直接和间接利润超过亿元。

尽管短期融资券对银行流动资金贷款具有“替代效应”，时下短期融资券的发行主体又多为各家商业银行的传统黄金客户。他们纷纷发行短期融资券，减少贷款筹资需求，对以信贷利差收入为主的商业银行资产业务造成巨大冲击。从长期看，商业银行大型优质企业客户贷款的萎缩应是大势所趋。在欧美一些发达国家，信用良好的大企业利用其资信优势，通过发行商业票据和公司债券，解决了大部分资金需求，而中小型企业融资则依靠商业银行贷款。因此，在这种发展预期下，对于商业银行来说，争取更多的短期融资券承销项目，不仅可以部分弥补贷款替代的利差损失，还可凭此开拓新战场，争夺竞争对手的传统客户，与他们建立更紧密的关系，吸收相应存款、提供投行服务、探索更深入的业务合作。

图 1 主承市场份额排名（截至 2006 年 2 月底）



4. 丰富投资工具、收益率高，投资者欢迎

从狭义看，企业短期融资券是企业发行的短期债券，其性质与发达国家货币市场中的融资性商业票据(CP)相同。CP 目前已是美国货币市场上的主要组成部分，其市场规模接近 1.5 万亿美元。在国外成熟市场上 CP 早已成为货币市场基金主要的投资品种。在我国，企业短期融资券推出之前，货币市场上的交易品种十分有限，央行票据是多数货币市场基金的重仓品种。短期融资券作为一种创新的金融工具，推出后增加了货币市场的交易品种和投资工具，丰富了货币市场结构。

从收益率上看，由于信用风险的存在，企业短期融资券的预期收益率要求要高于同期限的国债和央行票据。当前融资券的发行主体多为各行业的大型优质龙头企业，信用风险低，到期收益率却很高。如首批发行的短期融资券到期收益率，与同期限的央行票据相比，除了 3 个月利差在 70 个 BP 外，其他期限的品种利差都在 80 个 BP 以上；具有准政府信用的铁道部一年期短期融资券发行时，到期收益率与同期限的央行票据相比，利差也在 100BP 以上。因此 2005 年，在央票利率持续走低的情况下，信用度较高、收益率较高的短期融资券的出现成为货币市场投资者争相购买的对象。

二、短期融资券信用评级及与利差之间的关系研究

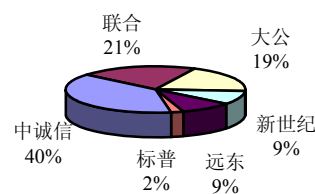
短期融资券《管理办法》规定，企业发行融资券，均应经过在中国境内工商注册且具备债券评级能力的评级机构的信用评级。此外，证监会规定货币市场基金投资的短期融资券的信用评级，以及保监会规定保险机构投资的短期融资券的信用评级均为“不低于国内信用评级机构评定的 A-1 级或相当于 A-1 级的短期信用级别”。

目前，人民银行认可的具有银行间债券市场信用评级资格的国内评级机构共有五家，分别为中诚信国际信用评级有限责任公司、联合资信评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司和上海远东资信评估有限公司。表 3 及图 2 反映了截至 2006 年 2 月底，五家评级机构承担的已发融资券企业的评级市场情况。

表 3 各评级公司所承担的发券企业户数

评级机构	家数
中诚信	33
联合	18
大公	16
新世纪	8
远东	8
标普	2

图 2 市场占有率情况



从附表 1 看，五家评级机构采用的评级标识和对应的含义存在一定的差别，但对于 A-1（大公为 A1）及以上等级符号所赋予的风险内涵基本相似。此外，关于评级对象，除中诚信是对发债主体的短期信用进行评定外，其它四家机构给出的都是关于特定债务的等级。为了方便表述，我们将各家最高信用等级统一称为“A-1+”，次高信用等级统一称为“A-1”，且评级对象针对单笔债务。截

止 2006 年 2 月底,共有 85 家企业在银行间债券市场发行短期融资券 108 笔,其中信用等级为 A-1+ 的 80 笔、占 74%,A-1 的 25 笔、占 23%,另有 3 笔属于豁免评级范围之内,信用等级为标普评定的 BBB+等级。

短期融资券作为一种无担保的信用融资工具,信用风险是其最核心的风险,而评级机构的作用就是准确地揭示信用风险。如何验证评级机构评级结果的准确性,国际上通常用到的有违约率检验和利差检验两种方法。我国短期融资券市场历史太短,目前还没有倒债现象发生,不具备进行违约率检验的条件,因此,下面我们以 2006 年 2 月 28 日以前发行的期限为 1 年的所有短期融资券为分析样本,着重对其信用等级和利差之间的关系加以研究。

利差的计量

我们将短期融资券的发行利率和与其发行日最近的、央行发行的一年期票据的收益率之间的差额定义为一级市场利差(利差 I),将其第一个交易日的平均收益率和与之最临近的一年期央行票据收益率的差额定义为二级市场利差(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。

1. 不同时间区间的信用等级——利差分析

(1) 全时段分析(2005 年 5 月 26 日~2006 年 2 月 28 日)

从全部时间范围看,目前已经发行的一年期短期融资券中,信用等级为 A-1 的共 22 笔,利差 I 的最大值为 1.90%,最小值为 0.82%,均值(μ_{A-1})为 1.47%,方差为 0.06;A-1+ 的共有 57 笔,利差 I 的最大值为 1.69%,最小值为 0.82%,均值(μ_{A-1+})为 1.42%,方差为 0.04。在 $\alpha=0.05$ 的显著水平下,F 检验表明两总体方差没有显著差异。在此基础上,我们可用 T 检验进一步证明:在 $\alpha=0.05$ 的置信度水平下, μ_{A-1} 与 μ_{A-1+} 没有显著差异,也就是说,全时段看,信用等级对融资券发行市场的定价作用没有得到体现。

根据上述同样的方法,我们对利差 II 的均值进行分析发现,从统计意义上来说,在 $\alpha=0.05$ 的置信度水平下,我们可以认为在二级市场上,A-1 级融资券的利差显著高于 A-1+级融资券的利差,也就是说流通市场上的投资者对低信用等级融资券有更高的回报率要求,信用等级对融资券流通市场的定价作用得到了充分体现。

表 4 全部时间范围内的信用等级与利差

信用等级	样本容量	利差 I 均值 (%)	利差 I 方差	利差 II 均值 (%)	利差 II 方差
A-1	22	1.47	0.06	1.16	0.05
A-1+	57	1.42	0.04	1.04	0.05

(2) 2005 年 5 月 26 日~2005 年 12 月 13 日时间区间分析

2005 年 12 月 13 日“05 铁道 CP01”发行之,市场上一年期短期融资券的发行利率无论信用等级如何,均稳定在 2.92%左右。该时间段内的利差 I 仅与央行票据的波动有关,不具备实际分析

意义。并且根据统计检验,即使是流通市场,我们也无法得出在该时间段内“A-1+级融资券利差的均值小于 A-1 级利差均值”的假设。也就是说,信用等级对融资券发行市场和流通市场的定价作用都没有得到充分体现。

表 5 信用等级与利差(2005 年 5 月 26 日~2005 年 12 月 12 日)

信用等级	样本容量	利差 I 均值(%)	利差 I 方差	利差 II 均值(%)	利差 II 方差
A-1	12	1.38	0.05	1.07	0.02
A-1+	36	1.46	0.05	1.06	0.05

(3) 2005 年 12 月 13 日~2006 年 2 月 28 日时间区间分析

“05 铁道 CP01”的发行利率在之前 2.92%的稳定水平上升了 3 个 BP,这之后发行的融资券利率持续上升,不同信用级别的融资券发行价格开始出现差异,有的甚至同为 A-1+级别,发行利率还相差有 35 个 BP。从表 6 看,2005 年 12 月 13 日后,信用等级为 A-1 的利差 I 均值为 1.57%,方差为 0.05; A-1+的利差 I 均值为 1.36%,方差为 0.02。在统计意义上,我们可以得出前者均值要显著高于后者的结论。同样,在二级市场上,我们也能得到 A-1 利差均值显著大于 A-1+利差均值的结论。也就是说,在 2005 年 12 月 13 日以后,无论发行定价还是上市流通,投资者对低等级的融资券都表现出了较高的收益率要求,评级系统整体开始具备有效性。

表 6 信用等级与利差(2005 年 12 月 13 日~2006 年 2 月 28 日)

信用等级	样本容量	利差 I 均值(%)	利差 I 方差	利差 II 均值(%)	利差 II 方差
A-1	10	1.57	0.05	1.28	0.07
A-1+	21	1.36	0.02	1.01	0.04

2. 不同评级公司的信用等级——利差分析

无论从国内还是国际情况看,由于采用的评级体系和评级技术存在差异,不同评级机构即使对同一评级对象进行评级,其结果也可能存在不同。因此,各评级机构间的等级差异程度到底有多大,不仅是投资者关心的问题,有关监管部门也十分关注。比如,证监会规定货币市场基金投资的短期融资券的信用评级不得低于国内信用评级机构评定的 A-1 级或相当于 A-1 级的短期信用级别,如果信用评级与违约率以及期望损失的对应关系在五家评级机构之间存在很大差异,就会严重影响这条监管规则的一致性和最优性。下面,我们将主要对五家评级公司评定的融资券信用等级与利差之间的关系做以研究。考虑到 2005 年 12 月 13 日之前,融资券定价市场化程度不高的情况,我们仅对这之后的样本进行分析。

从表 7 的统计数据看,一级市场上,除联合外,其它四家评级公司评出的 A-1 级融资券利差均值都大于 A-1+级的利差均值;二级市场上,所有评级公司评出的 A-1 级融资券利差均值都大于 A-1+级的利差均值。这在一定程度上反映了市场对各评级公司所评等级的认可。当然,需要指出的是,由于样本量过少,我们无法对不同级别之间均值差异的显著性做统计上的检验。

此外,我们也发现,无论在发行市场还是流通市场,尽管同是 A-1 或 A-1+的级别,评级公司不同,短期融资券的利差均值也有所差异。一级市场上,对于 A-1 级的融资券,大公的利差均值最大,

为 1.83%，联合的利差均值最小，为 1.36%；A-1+级的融资券，各公司利差均值差异不大。二级市场上，对于 A-1 级的融资券，大公的利差均值最大、为 1.52%，联合的利差均值最小、为 1.12%；A-1+级的融资券，新世纪的利差均值最大、为 1.06%，远东的利差均值最小、为 0.85%。尽管由于样本少的原因，表中个别数据具有偶然性，但这种现象在一定程度上反映了五家评级机构的评级尺度把握存在差别，市场对不同评级机构给出的同种信用级别有不同的风险补偿要求。

表 7 各评级公司利差均值统计（2005 年 12 月 13 日～2006 年 2 月 28 日）

公司名称	利差 I 均值 (%)		利差 II 均值 (%)		样本量	
	A-1	A-1+	A-1	A-1+	A-1	A-1+
中诚信	1.49	1.35	1.20	1.02	3	8
联合	1.36	1.38	1.12	0.98	2	3
大公	1.83	1.38	1.52	1.01	1	7
新世纪	/	1.33	/	1.06		3
远东	1.61	1.33	1.32	0.85	3	1

三、对影响利差的其它因素的探讨

我们知道，影响债券价格的因素很多，除信用风险外，发行规模、主承销商议价能力、发行时机等都会在定价时发挥作用，从而体现在利差上。

从表 8 看，无论是发行市场还是流通市场，短期融资券的发行规模与利差之间的对应关系表现出明显的规律性，即融资券发行的规模越大，对应的利差均值和方差就越小。

表 8 发行规模与利差均值统计（2005 年 12 月 13 日～2006 年 2 月 28 日）

融资券发行规模	利差 I		利差 II		样本量
	均值 (%)	方差	均值 (%)	方差	
5 亿以下	1.61	0.07	1.27	0.16	3
5～10 亿（不含 10 亿）	1.44	0.04	1.11	0.09	10
10～100 亿（不含 100 亿）	1.41	0.02	1.08	0.04	16
100 亿及以上	1.09	/	1.00	/	1

一直以来，民营企业在融资方面都面临着渠道少、成本高的困境。从表 9 看，即使是发行短期融资券，民营的发行主体（含中外合资企业）在发行市场和流通市场上的融资券利差均值也明显高于其它企业。

表 9 不同所有制下的利差统计（2005 年 12 月 13 日～2006 年 2 月 28 日）

所有制形式	样本容量	利差 I 均值 (%)	利差 II 均值 (%)
民营及合资企业	4	1.81	1.48
其它企业	26	1.39	0.98

从图 3 和图 4 看，在融资券的信用等级相同的情况下，利差均值在不同的主承销商之间也存在差异。但由于分析时间段内发行的短期融资券数量有限，细化到各家主承样本量更少，根据现有数据对不同主承的议价能力、承销风格下结论可能不尽合理。

图3 不同主承之间的利差 I 均值与信用级别统计

(2005 年 12 月 13 日~2006 年 2 月 28 日)

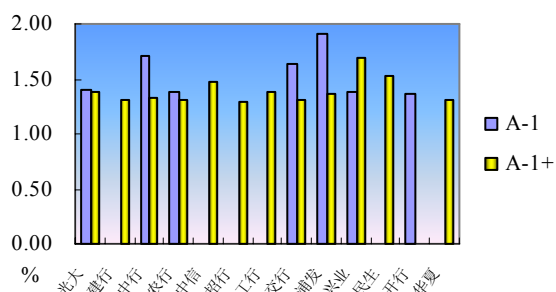
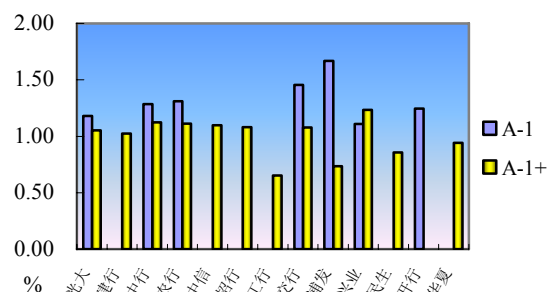


图4 不同主承之间的利差 II 均值与信用级别统计

(2005 年 12 月 13 日~2006 年 2 月 28 日)



四、规范评级市场，加强评级作用的相关建议

1. 提高融资券发行定价的市场化水平，释放市场对信用等级的真实需求

市场对信用评级存在真实需求是债券信用评级制度建立和发展的关键。上文的统计分析表明，当所有发行主体的同种期限的融资券发行利率都固定在一个水平时，即使是流通市场上，投资者对信用级别的反应都不敏感。在定价空间打开，市场能够开始对融资券的价格发挥作用的时候，利差和信用级别的对应关系才逐渐趋于正常。目前，融资券的发行上还存在主承销商数量有限、银行既当承销商又当投资者、簿记建档程序不透明、人行在某种程度上仍影响着最终定价等诸多非市场因素，从而使得信用等级对融资券定价的主导作用弱化，利差未能充分地反映融资券的信用风险。

2. 建立完备的评级数据库，对评级质量进行实施跟踪，并定期将结果向社会公布

建立科学有效的评级质量检验体系是规范和促进国内信用评级机构健康发展的关键。短期内，违约率检验还很难在我国的债券市场上使用。利差检验尽管存在难以准确计量信用利差的缺陷，但现阶段在国内仍不失为一种很好的监测和检验评级机构评级质量的途径。建议相关部门建立统一的融资券评级与市场表现数据库，对不同时间、不同评级公司的信用等级与利差的相关关系进行跟踪统计，并定期向社会公布。这样，不仅有助于评级机构及时发现偏差，调整和改进评级技术，也有助于市场更广泛的了解不同评级公司的特点和理念。

联合资信评估有限公司

执笔：左爻

2006 年 3 月 14 日

附表 1 五家评级机构企业短期融资券评级标识及含义

中诚信		联合		大公		新世纪		远东	
符号	含义	符号	含义	符号	含义	符号	含义	符号	含义
A-1 ⁺	短期还本付息能力最强，安全性最高							A-1 ⁺	最高等级，具备极强的短期债务偿还能力，几乎不受外部环境变化的影响
A-1	短期还本付息能力很强，安全性很高	A-1	最高级短期债，其还本付息能力最强，安全性最高 在此评级中另可有+号调整为 A-1+级，以表示还本付息能力极强	A1	对本息偿还具有很强的保障能力，受经营环境变化影响的因素很小 对于具有极强偿债能力的发行人，可以在“A1”后加“+”号表示其增强的级别	A-1	到期具有极高的还本付息能力，投资者基本没有风险	A-1	具备很强的短期债务偿还能力，受外部环境变化的影响很小
A-2	短期还本付息能力较强，但安全性不如 A-1 级	A-2	还本付息能力令人满意，但其安全性不如 A-1 级短期债	A2	对本息偿还具有较强的保障能力，但可能会受某些因素变化的影响	A-2	具有很高的还本付息能力，投资者风险很小。	A-2	具备较强的短期债务偿还能力，可能会因外部环境的变化而受到轻微的影响
A-3	短期还本付息能力一般，但与 A-1 和 A-2 级相比，其安全性更易受不良环境的影响	A-3	还本付息能力一般，与 A-1 和 A-2 级短期债相比，其安全性更易受内部状况和外部环境不良变化的影响	A3	对本息的偿还能力一般，不确定因素较多	A-3	具有较高的还本付息能力，投资者风险较低。	A-3	具备一定的短期债务偿还能力，可能会因外部环境的变化而受到一定的影响
B	短期还本付息能力较低，安全性很易受不良环境的影响，有一定的违约风险	B	投机性短期债	NA	对本息的偿还能力较弱，具有投机性	B-1	到期还本付息资金来源不足，企业对经济形势变化的应变能力差，有可能延期支付本息，投资者风险较大	B	短期债务偿还能力具有一定的不确定性，可能会因外部环境的变化而受到较大的影响
C	短期还本付息能力很低，违约风险较高	C	还本付息能力令人怀疑			B-2	到期还本付息能力低，投资者风险很大	C	短期债务偿还能力具有较大的不确定性，外部环境的变化会对债务偿还能力产生重大影响
D	短期不能按期还本付息	D	不能按期还本付息			C	企业濒临破产，该短期融资券到期没有还本付息能力，绝对有风险		
						备注	在 A-1 到 B-2 等级标识中使用+和-符号进行微调，以区分在同一等级中资信能力的相对状况。A-1+表示该短期融资券到期具有极强的还本付息能力，投资者没有风险		