

2008 年中期票据利差研究

作者：李慧鹏 孙炜 刘小平

电话：85679696



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2008年中期票据利差研究

联合资信 李慧鹏 孙炜 刘小平

一、2008年中期票据市场基本情况

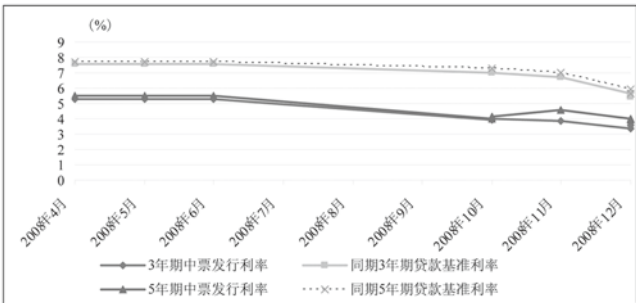
2008年4月15日，中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)颁布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》及《银行间债券市场中期票据业务指引》等七项自律规则，并正式开始接受企业在银行间债券市场发行中期票据的注册。首批铁道部等7家企业共注册1190亿元中期票据，其中392亿元于4月22日正式发行。

中期票据的推出进一步拓宽了企业的直接融资渠道，丰富了债券品种和期限结构，完善了债券市场的收益率曲线。自首批注册发行至2008年底，中国共有26家企业注册发行中期票据，实际发行41期，总发行规模1737亿元。

2008年所发行的41期中期票据信用等级全部为AAA级，信用质量很高。从期限结构来看，3年期中期票据共计25期，发行规模1075亿元，占总发行规模的61.89%；5年期中期票据发行15期，总计642亿元，占比36.96%；7年期发行1期，发行规模20亿元。

从发行主体性质来看，2008年发行中期票据的26家企业全部为国有企业，其中由国务院国资委直接管理的中央企业19家（不含铁道部），地方国资委管理的国有企业6家。发行主体主要集中于电力、石化、有色、交通运输、电信等国民经济的支柱产业领域。

尽管所发行的中期票据均为AAA级，但由于2008年宏观经济环境和货币政策的变化，中期票据发行利率波动较大。4月份首批注册发行的3年期中期票据利率基本为5.30%，5年期为5.50%；但至2008年底，由于贷款基准利率连续下调，中期票据的发行利率也随之下降至3.55%（3年期）和3.90%（5年期）左右。整体看，由于发行主体信用等级较高，中期票据发行利率显著低于同期贷款基准利率（利差基本保持在200BP左右），融资成本优势明显。



资料来源：wind资讯、中国债券信息网

图1 2008年中期票据发行利率与同期贷款基准利率比较

表1 2008年中期票据发行情况

行业	发行主体 (家)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
电力	5	9	276
石化	2	4	439
电信	1	2	200
钢铁	2	2	70
有色	3	6	178
煤炭	2	2	28
制造业	2	2	50
建筑	1	2	62
交通运输	6	9	369
综合	2	3	65
合计	26	41	1737

资料来源：wind资讯、中国债券信息网

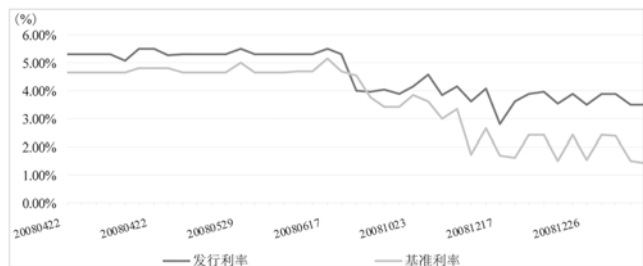
二、2008年中期票据利差分析

定价机制方面，由于中期票据推出时间较短以及期限结构相近的债券品种较少，可作为参考定价的债券收

益率曲线不多，在中期票据发行初期，多以3年期央行票据和5年期国债收益率曲线作为定价主要参考依据。根据联合资信的检验结果，2008年所发行的3年及5年期中期票据与同期央行票据及国债收益率呈现高度的相关性，相关系数为0.93。

以下采用3年期央票和5年期国债收益率曲线作为无风险利率基准，分别分析3年及5年期中期票据发行利差变动情况及主要影响因素。其中，对于国债定价中存在的税收利差，按照银行综合资金税率25%估算，在计算发行利差的过程中予以剔除。

首先，受2008年宏观经济环境变化、货币政策的调整、中期票据中途暂停发行等因素的影响，导致中期票据发行利率及利差出现较大幅度波动。2008年4-6月所发行的中期票据，较高的基准利率导致发行利率处于较高水平，但由于此段时间发行较为集中，且市场对于中期票据的投资热情较高，发行利差保持在较低水平，3年期和5年期中期票据发行利差基本保持在60-70个BP。2008年10月，中期票据发行重新开闸，此时市场利率和宏观经济环境已出现明显变化，发行利率较前期明显下降，但受市场对于宏观经济预期、年底中期票据集中发行、突发信用事件等因素的影响，导致中期票据的发行利差显著上升，至2008年底，3年期和5年期中期票据发行利差分别上升至200BP和150BP。



资料来源：wind资讯、中国债券信息网
注：基准利率分别为3年期央票收益率及5年期国债收益率（按照银行综合资金税率25%估算，剔除税收利差）

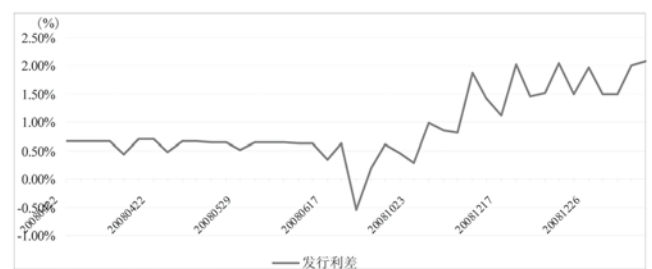
图2 2008年中期票据发行利率与同期央行票据及国债收益率比较

表2 2008年中期票据暂停前/恢复后对应的发行利率及发行利差情况

期 限	发行利率区间	平均发行利率	发行利差 (BP)	
			均值	方差
7月前	5.08%~5.3%	5.33%	61	9
10月后	2.8%~4.58%	3.83%	122	72

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理注：7年期发行一期

其次，市场对于中期票据的定价尚存较大分歧。联合资信关注到，中期票据发行的低利差区间的对应时点分别为2008年4月首批发行，以及2008年10月重启发行时。尤其在2008年10月份重启发行时，发行利差曾出现了短暂的低位运行，如“08中化MTN2”、“08华能集MTN2”、“08华电MTN2”、“08中电信MTN2”的发行利差分别为-55BP、20BP、47BP、29BP，其中“08中化MTN2”的期限为7年，发行利率仅为4.00%，较同期国债收益率还低55BP，足见市场对于中期票据定价非理性。由此可见，市场对于中期票据的定价尚存较大分歧，其定价机制仍有待完善，由此导致在其初次发行或非连续发行情况下发行利率出现较大波动。



资料来源：wind资讯、中国债券信息网

图3 2008年中期票据发行利差变动情况

再次，期限结构成为中期票据发行利率分化的主要动因。由于2008年所发行的中期票据主体及债项信用等级均为AAA级，因此信用等级对于发行利率的影响显著弱化，期限结构成为中期票据发行利率出现分化的主要动因。从2008年情况看，所发行的3年期和5年期中期票据发行利差均值分别为基本保持在20-35个BP。

最后，主体资质和信用事件对中票发行利率影响显著。尽管2008年所发行的中期票据信用等级均为AAA级，但市场对于不同的发行主体定价还是表现了差异化的反应，例如2008年12月发行的“08中石油MTN2”和“08首机场MTN1”同为3年期中期票据，相隔仅一天，发行利率分别为2.80%和3.63%，发行利差分别为113BP和203BP。此外，2008年10月发生的“中铝事件”、“魏桥事件”等突发信用事件也加剧了市场的恐慌气氛，造成了“08中铝MTN2”等中期票据发行利差的迅速上升（“08中铝MTN2”发行利差仅为98BP，而此前发行的“08中电信MTN2”发行利差仅为26BP）。

三、评级质量检验

在2008年发行的总计41期中期票据中，中诚信评级22期，市场占有率53.66%；联合评级11期，市场占有率26.83%，大公和新世纪分别评级5期和3期，市场占有率

率分别为12.20%和7.32%。

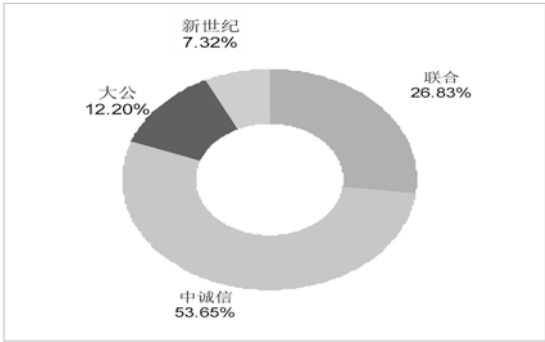
从评级质量看，由于发行主体信用等级和债项信用等级高度一致，弱化了发行利差对同一评级机构各信用等级的纵向检验功能，以下仅以各评级机构发行利差横向比较对评级质量进行检验。发行利差均值和方差相对较低的，表明评级结果的市场认可度和一致性越高，评级质量越高。通过对2008年各评级机构所评中期票据的发行利差检验结果可知，投资者对于联合、大公的评级质量认可程度较高，但整体评级质量差异并不明显。

信用等级的高度一致导致2008年各评级机构在评级质量方面差异并不明显，未来随着中期票据发行主体信用重心的向下延伸，发行利差对评级质量的检验效果将逐步显现。

表3 各评级机构所评主体利差检验结果

主体 级别	评级 机构	样本数	发行利差检验（BP）		
			均值	标准差	样本 比例
AAA	联合	11	76	49	26.83%
	中诚信	22	104	69	53.66%
	大公	5	80	40	12.20%
	新世纪	3	92	51	7.32%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图4 2008年度中期票据评级业务市场份额（期）

四、小结

总体而言，中期票据的推出进一步拓宽了企业的直接融资渠道，丰富了债券品种和期限结构，完善了债券市场的收益率曲线，受到了发行人和投资者的普遍欢迎，市场成长迅速。但作为新上市的债券产品，其定价机制尚不成熟，各类投资者对其发行定价尚存较大分歧。

2008年所发行的中期票据信用等级高度一致，期限结构取代信用风险成为其最主要的影响因素。但下半年受宏观环境变化和突发信用事件的影响，市场对于不同发行主体的信用资质出现了明显的差异化，导致中期票据发行利率出现波动。