

联合研究报告

2009. 01. 05

2009 年度短期融资券市场利差分析报告



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

2009 年度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20100105

时间: 2010 年 1 月 5 日

分析师:

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lhratings.com

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lhratings.com

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lhratings.com

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lhratings.com

陈东明

010-85679696-8878

danny.chen@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号中
国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lianheratings.com.cn

概要

2009 年度, 受益于政府四万亿投资、信贷大幅投放、十大产业振兴规划等系列政策的刺激, 中国经济在波动中保持了较快增长, 但出口形势仍较为严峻, 经济结构调整步伐滞后, 给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。在适度宽松的货币政策环境中, 货币供应量延续了高速增长的态势, 充裕的流动性推动了信用债市场的爆发式增长。尽管全年债券市场整体利率处于较低水平, 但受下半年货币政策微调、股市资金分流, 以及部分产品利率定价政策影响, 年度市场利率水平呈上升趋势。

本年度短券发行规模稳中有升, 主体信用等级进一步向 AA-及以上级别集中; 短券发行利率在年度内经历了“下滑”、“波动”、“回升”、“继续走高”四个阶段, 与同期贷款利率相比, 本年度短券发行利率整体处于较低水平, 成本优势显著。

2009 年上半年 AAA 主体所发短券利差倒挂现象严重, 2009 年下半年发行参考利率下限设立后, 利差倒挂现象有所改善; 此外, 2009 年下半年中国宏观经济强劲复苏, 企业信用基本面有所好转, 但同期受短券利率上调较快, 短券发行及交易利差却呈逐步扩大趋势。可以看出, 短券市场定价机制需进一步完善。

通过回归分析和显著性检验, 发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有统计显著性, 即不同信用等级主体所发行的短期融资券利差存在明显差异, 级差随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势, 主体信用等级已经成为短期融资券利差的重要影响因素。但受发行时点以及发行利率波动的影响, 部分不同主体信用等级发行人所发短券的发行利率存在交集, 显著性检验时存在异常点。此外, 本年度短券发行规模、期限结构对利差具有明显反向影响。本年度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性很高。

2009 年度联合资信在国内短券评级市场保持了领先地位。在评级质量方面, 无论是发行市场还是交易市场, 在 AA+信用等级上, 投资者对联合资信的认可度最高; 在 A+级别上, 对大公认可度最高, 在其他级别上, 投资者并未对四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。2009 年四家评级机构对具有主体信用等级的 440 家短券发行人中 99 家企业的主体信用等级进行了调整, 短期内级别迁徙率较高。

释 义

- ◆ **央 行**：中国人民银行
- ◆ **短 券**：短期融资券，指中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业，依照相关规定的条件和程序，在银行间债券市场发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。
- ◆ **本 年 度**：2009 年 1 月 1 日~2009 年 12 月 31 日
- ◆ **发 行 日**：短券起息日
- ◆ **交 易 日**：短券上市交易日
- ◆ **交易商协会**：即中国银行间市场交易商协会。2007 年 9 月 3 日，经由国务院同意、民政部批准，成立由市场参与者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场自律组织，业务主管部门为中国人民银行。
- ◆ **中期票据**：是指根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，由具有法人资格的非金融企业（以下简称企业）在银行间债券市场按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的债务融资工具。
- ◆ **地方政府债券**：2009 年 3 月 17 日，财政部代理发行 2000 亿元地方政府债券品种。
- ◆ **SHIBOR 利率**：上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate），由 16 家信用等级较高的银行自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率。
- ◆ **利 差 I**：发行利差，短券的发行利率与其发行日的 SHIBOR 利率的差额，反映在特定利率市场环境下短券的发行定价水平。
- ◆ **利 差 II**：首日交易利差，短券第一个交易日的平均收益率和当日的 SHIBOR 利率的差额，反映在特定利率市场环境下二级市场对短券的定价水平。
- ◆ **一、二级交易利差**：短券发行利率与首日交易利率之差值，即一、二级市场存在的套利空间，用以说明一级市场发行定价的准确性。
- ◆ **联合资信**：联合资信评估有限公司
- ◆ **中 诚 信**：中诚信国际信用评级有限公司
- ◆ **大 公**：大公国际资信评估有限公司
- ◆ **新 世 纪**：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

一、 宏观环境

2009 年，得益于中国政府大规模经济刺激计划和适度宽松货币政策的实施，在出口形势持续低迷的情况下，大规模的投资拉动带动了国内整体经济的强劲复苏，全年完成 GDP 增速“保八”的目标已无悬念。但与此同时，经济结构调整步伐滞后、地方政府财政压力加大以及通货膨胀预期抬头也给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。

基本面——宏观经济波动中实现较快增长，投资拉动是主要动力，经济结构调整相对滞后

2009 年，在中国政府四万亿经济刺激政策的带动下，宏观经济呈现由低迷到强劲复苏的“V”型走势。根据国家统计局公布的数据，2009 年前三季度，中国实现国内生产总值 217817 亿元，同比增长 7.7%，增速比上年加快 0.6 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%，预计全年完成 8% 的 GDP 增长目标能够实现。2009 年 1~11 月中国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）实现利润 25891 亿元，同比增长 7.8%，电力、汽车等行业盈利能力增幅显著；工业增加值同比增长 10.3%，自 5 月份以来同比增速连续加快，11 月份增速达到 19.2%，工业企业经济效益较年初出现明显好转。

从全年拉动经济增长的三驾马车表现看，2009 年前三季度，投资、消费和出口对 GDP 的拉动作用分别为 7.3、4.0 和 -3.6 个百分点，贡献率分别为 94.81%、51.95% 和 -46.75%，可以看出，投资增长持保持在高位，并成为拉动 GDP 增长的最主要力量。2009 年 1~11 月全社会固定资产投资 168634 亿元，同比增长 32.1%，为近年之最。消费方面，得益于消费刺激政策实施及下半年经济复苏，居民及企业消费需求逐渐启动，汽车、家电等大宗消费品市场明显回暖，CPI 月度同比数据逐月稳步回升，并于 11 月由负转正；同期受石油、有色、煤炭等主要生产资料价格回升及下游消费市场回暖影响，PPI 同比降幅将呈收窄态势，至 11 月为 -2.1%。考虑到上年同期主要生产资料价格正处于历史低位，以及未来国内消费需求的持续恢复，预计未来 1-2 个月 PPI 同比数据转正可能性很大。出口方面，由于欧、美、日等主要发达经济体尚未完全摆脱经济危机阴影，失业率仍处于高位，消费市场依然疲弱，整体出口增长较为乏力，根据海关总署公布的数据，2009 年 1~11 月进、出口总值同比分别下降 15.8% 和 18.8%，尽管同比降幅较上半年已有所收窄，但出口仍未表现出明显起色。与此同时，美国、欧盟因国内失业率居高不下，接连发起对中国轮胎、钢管等产品的反倾销调查，贸易环境有恶化倾向，未来出口恢复增长仍面临很大挑战。

实体经济投资环境波动及适度宽松的货币投放政策，推动资金向资产领域的快速集中，直接导致本年度中国资产价格迅速攀升。其中，房地产市场迅速复苏，北京、上海、深圳、广州等一线城市商品房价格均已创出历史新高，1~11 月七十个大中城市房屋销售价格指数同比上涨 5.7%；A 股市场反弹势头强劲，上证综指较年初上涨近 80%。此外，受主要发达经济体“量化宽松”货币政策影响，本年度美元的持续贬值助推了石油、有色金属、贵金属等大宗商品价格的迅速反弹，导致输入型通胀压力上升。

总体看，在大规模经济刺激政策的推动下，本年度中国固定资产投资仍保持高速增长，并继续形成对宏观经济的强劲拉动；国内消费稳步回暖，价格指数企稳回升；但出口形势依然低迷，未来仍有继续恶化的可能。在目前外需不振，国内消费增长缓慢的前提下，中国经济增长不可避免地会对投资拉动形成较高依赖，影响了其复苏的持续性和有效性，现有经济增长结构仍存在隐忧。

此外，中国工业企业盈利能力恢复性增长多集中于资源开发领域，主要得益于大宗商品价格的反弹；但受出口形势及成本压力加大的影响，制造业企业的盈利状况仍不乐观，产业结构矛盾可能成为未来经济持续回升的制约因素。可以说，本年度中国经济“保增长”的任务已基本落实，但“调结构”的实施效应尚不明显。

政策面——调结构成为重中之重，适度宽松的货币政策基调不变

“保增长”转向“调结构”

自 2008 年第四季度开始至 2009 年上半年，中国对经济的刺激政策一直将“保增长”作为首要目标，即通过政府投资、刺激消费、降低税负、宽松信贷等多重措施推动宏观经济的企稳回升，并且取得了良好的刺激效果。但与此同时，经济结构不合理，部分行业产能过剩等突出问题并没有得到实质性的改善，制造业企业的盈利能力回升尚不显著，经济增长的持续性存在隐忧。

自 2009 年下半年开始，在 GDP 增长保八无忧的基础上，宏观政策逐渐加大了对“调结构”侧重力度，包括调整需求结构、国民收入分配结构、三次产业结构、产业内部结构、城乡结构、外贸结构、区域经济结构等等，首先受到调控的即是部分产能过剩行业。2009 年 9 月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅等 9 大行业列入产能过剩行业，并明确了对各产能过剩行业的调控办法；此后，国土资源部下发通知，要求坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头，并在用地指标方面给予区别对待；12 月，央行会同“三会”出台抑制产能过剩行业的指导意见，对产能过剩行业的信贷政策和融资支持均有所限制。

货币政策基调不变，微调动作明显，市场利率回升

货币政策方面，由于 2009 年上半年信贷投放迅猛增长，下半年新增信贷明显放缓，尽管主管部门多次表态不会改变适度宽松的政策基调，但信贷快速增长引发了管理层对于可能出现的信用风险上升和通货膨胀的担忧，需要通过货币政策的“微调”重新平衡信贷规模、信用风险和经济增长三者之间的关系。

2009 年 6 月底，银监会出台了加强对“二套房”贷款管理的有关文件，重申了首付比例和利率执行标准，以控制由于房地产市场交易火爆而引发的银行信贷风险；9 月，央行发行 2000 亿元定向央票，其中 1000 亿元不可交易、不可质押，具有一定的惩罚性质，尽管对银行系统资金供给难以构成实质性冲击，但发行利率上调和示范效应对市场影响明显；10 月，货币供应调控力度继续加大，根据 wind 资讯的统计数据，国庆后至年末央行连续 12 周在公开市场实现净回笼货币，共计回笼货币 5040 亿元；银监会主席刘明康也在公开场合多次强调，加强对住房消费贷款、城市商业银行、商业银行资本充足率等重要风险点的监管；12 月，尽管中央经济工作会议再次强调了保持适度宽松货币政策的基调，但信贷窗口的收紧，以及银行间债券市场利率的持续走高均预示了 2010 年的货币政策可能不会如 2009 年宽松。

未来的政策走势——经济刺激政策仍将持续，但力度和节奏趋于缓和

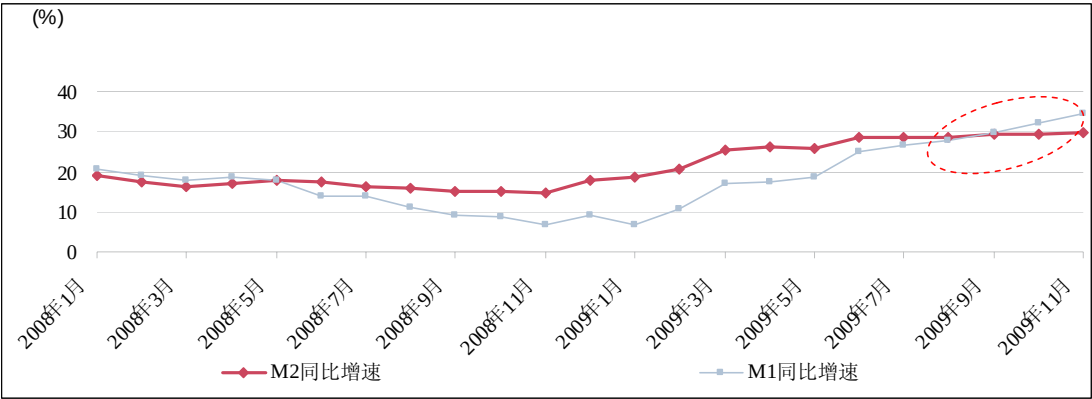
自 2009 年第四季度以来，伴随全球整体经济形势的好转，部分经济体开始考虑大规模经济刺激计划的退出时机和退出机制，以色列、澳大利亚、挪威等国相继加息，以抵御量化宽松货币政策导致的通胀威胁。

中国政府于 2008 年第四季度开始实施总规模达四万亿元的经济刺激计划，截至 2009 年 8 月底，中央投资部分已完成投资 5050 多亿元，占规划总投资的 50.5%，实现了时间过半、投资完成过半。其中，城乡住房投资完成规划任务的 73.4%，基础设施和公共服务设施完成 40% 以上，原定的三年目标任务有望在两年内基本完成。大规模的经济刺激政策实施带动了固定资产投资和 GDP 的高速增长，同时也带来了货币供应的“井喷”，以及地方政府的财政压力，并且为未来可能出现的通货膨胀埋下了伏笔。2009 年底的中央经济工作会议明确了未来的政策基调不变，在一定程度上缓解了企业和居民对于经济刺激政策退出的担忧。但从实际情况看，2009 年固定资产投资已处于历史高位，未来若继续保持这一水平已非常困难；地方政府已经面临显著的财政压力，未来配套资金能否到位尚存不确定性；加之基建投资产生的对于产能过剩行业的拉动效应，预计未来政府对于基建项目的投资热情可能降温，高速增长信贷投放也有望在“微调”的货币政策指引下出现回调。此外，在经济复苏的大环境下，若资产价格和通货膨胀预期继续高涨，不排除未来央行加强对货币供应的调控力度。

资金面——天量信贷造就市场充裕资金供给，实体经济先抑后扬带动资金活化率提高

2009 年前 11 个月，中国新增信贷规模创历史天量，人民币各项贷款增加 9.21 万亿元，同比多增 5.06 万亿元。截至 2009 年 11 月底，广义货币供应量(M2)余额为 59.46 万亿元，同比增长 29.74%，增幅比上年末高 11.92 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 21.25 万亿元，同比增长 34.63%，增幅比上年末高 20.45 个百分点。M1 同比增速已显著超过 M2，喇叭口持续收窄，并在 9 月份以后呈现“倒剪刀差”，由于经济回暖预期增强，企业和居民投资意愿上升，导致资金活化，货币流通效率提高，通货膨胀预期也因此增强。

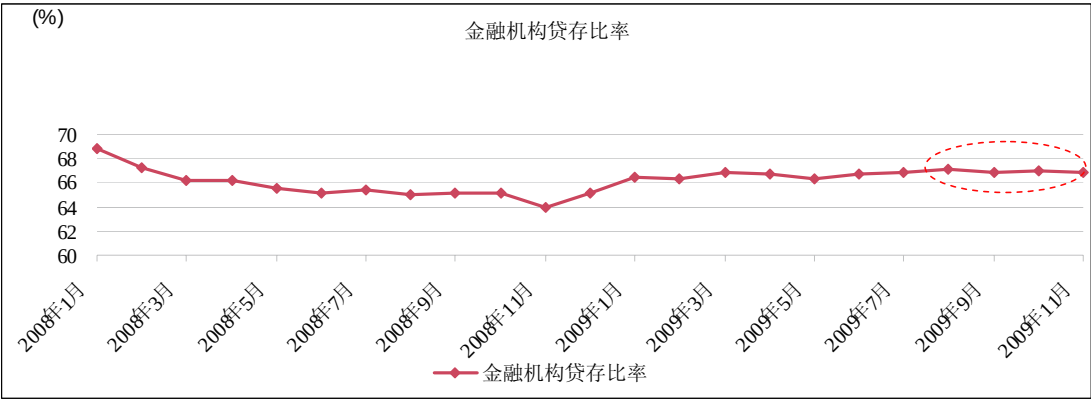
图 1 2008 年~2009 年 11 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

本年度，尽管货币供应量大幅增加，但实体经济投资需求的增长对流动性扩张起到了很好的舒缓作用，金融机构贷存比率保持稳定增长，至 11 月底上升至 66.79%，对外放款压力不大，这也在一定程度上降低了金融机构对于金融资产的配置意愿，导致银行间市场债券利率阶段性上升。

图2 2008年~2009年11月金融机构贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

债券市场——信用债发行规模大幅攀升，市场利率逐渐走高

2009 年中国债券市场整体发行规模持续扩大，信用债市场迅速成长，品种创新势头良好；得益于适度宽松的货币环境，全年债券市场利率均处于较低水平。具体表现在：（1）源于经济刺激计划带动的政府融资需求上升，政府债券发行规模显著增长。本年度共发行国债 14229 亿元，同比增长 77.53%；同时，2009 年初国务院批准发行总规模为 2000 亿元的地方政府债券，该由财政部通过现行国债发行渠道代理发行，已于 2009 年三季度前全部发行完毕。（2）央票发行规模同比略有下滑，体现了宽松货币政策背景下央行对于回收流动性的谨慎操作，不过自 9 月份以来，央票发行利率已有显著提升。（3）非金融企业债务融资工具发行规模显著上升，债券品种创新力度进一步加大。从发行规模来看，本年度非金融企业债务融资工具发行规模为 16706.05 亿元，同比增长 79.05%，其中短期融资券、中期票据、企业债等主力非金融企业债务融资工具发行规模均较上年有明显增幅，一方面源于发债主体融资需求的上升；另一方面则是低利率背景下，信用债融资明显的低成本优势，以 AAA 级一年期短期融资券产品为例，年初发行利率不足 2%，甚至低于同期存款利率，其后虽逐渐走高，但至年底仍不足 3%，较同期金融机构贷款利率仍具备明显的成本优势。从债券产品创新情况来看，首先，中小企业集合票据于 2009 年第四季度在银行间债券市场首现，并采用结构化的增信方式，对丰富中小企业直接融资渠道具有很好的借鉴意义，同时增信方式的创新对降低债券的损失率也具有较好的保障机制；其次，中期票据首推浮息债券及美元债券；再次，企业债产品增信方式逐渐多元化，除传统的第三方担保外，包括资产抵押、股权质押、应收款质押、偿债基金等增信模式均被采用。

表 1 2009 年度主要债券产品发行情况

项目	2009 年发行规模（亿元）	2008 年发行规模（亿元）	同比增长（%）
政府债：	16229.00	8015.00	102.48
国债	14229.00	8015.00	77.53
代发地方政府债	2000.00	--	--
央行票据（含定向央票）	38240.00	42960.00	-10.99
金融债	13748.50	11783.00	16.68
非金融企业债务融资工具：	16690.90	9321.85	79.05
短期融资券	4627.05	4298.00	7.66

中期票据	6987.36	1737.00	302.27
企业债	4252.33	2366.00	79.73
公司债	734.90	288.00	155.17
可转债	76.61	632.85	-87.89
集合票据	12.65	0.00	--
资产支持证券	0.00	302.00	--
合计	84908.40	72381.85	17.31

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

尽管 2009 年金融机构存贷款基准利率和存款准备金率均保持稳定，但受市场资金及政策预期的影响，债券市场利率逐渐走高。截至 2009 年年底，各期限国债发行利率较年初低点（2 月底）上升约 50BP；1 年期央票利率上升近 30 个 BP；1 年期 SHIBOR 升幅约 40BP，1 年期短券升幅约 70BP；与此相比，中长期信用债券利率上浮更为明显，3 年、5 年期中期票据升幅约 100BP。造成债券市场利率走高的主要原因包括：（1）央行、银监会等主管部门自下半年起加大了对商业银行流动性和信用风险的管理力度，导致其对债券配置意愿下降；（2）下半年 IPO 重启和创业板开闸引起的债券市场资金分流，对债券市场资金供给产生阶段性影响，对短期利率的冲击尤为明显；（3）银行间市场交易商协会分别于 8 月、11 月、12 月召开债券融资工具定价联席会议，连续提高 AAA 级企业的短券和中票发行利率的参考下限，直接导致短券和中期票据整体发行利率走高。

总体看，本年度中国宏观经济经历了由年初低迷到强劲复苏的“V”型反转，但出口形势依然低迷，经济结构调整步伐滞后，给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。得益于适度宽松的货币政策环境，货币供应量延续了高速增长的态势，资金活化率提高，助推了信用债市场的爆发式增长。尽管全年债券市场整体利率处于较低水平，但受下半年货币政策微调、股市资金分流，以及部分产品利率定价政策影响，年度市场利率水平呈上升趋势。

二、 短券发行市场情况

短券市场发行规模稳中有升，高主体信用等级分布集中度进一步提高

从 2005 年 5 月至 2009 年底，银行间市场共有 464 家企业累计发行短券 1116 期，实际发行规模 16618.15 亿元。截至 2009 年底，短券市场存量 4496.05 亿元。

2009 年共有 209 家企业累计发行短券 263 期（纯信用债 262 期，有担保债 1 期），合计发行 4627.05 亿元，发行主体家数和发行期数与 2008 年相比略有减少，发行规模较 2008 年增长 7.64%。2009 年短券平均单笔发行规模 17.59 亿元，分别较 2007 年和 2008 年净增加 4.88 亿元和 1.55 亿元。与非金融企业债务融资工具中的企业债和中票相比，短券市场较为成熟，对经济环境的反应更为合理，短券并未像企业债和中票等信用债产品受长期投资需求拉动而大规模发行，也并未因企业债和中票市场的分流导致发行规模的下降，而是保持稳定发展态势。总体看，短券产品已获得发行人和投资者的认可，步入稳步发展时期，其发行市场具有较强的维稳能力和抗压能力。

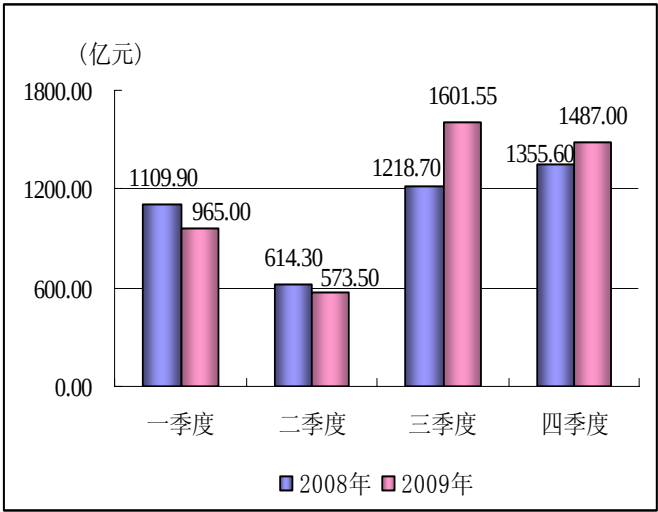
表 2 2009 年度短券发行基本情况

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
发行规模（亿元）	1424.00	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05
发行期数（期）	79	241	264	268	263
发行家数（家）	61	185	216	214	209
平均单笔发行规模（亿元）	18.03	12.09	12.71	16.04	17.59

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

从不同季度的发行规模来看，2009 年短券季度发行规模的走势基本与 2008 年保持一致，其放量发行主要集中在三、四季度，其中本年三季度发行规模最大，比 2008 年同期净增加 382.85 亿元，主要是由于多笔大金额短券在本年三季度集中发行，其中中石油股份、中石化股份以及中石油集团在三季度合计发行了 4 期累计 850 亿元的短券，大额短券的发行导致本年三季度短券发行规模激增的同时，也使得当期平均单笔发行规模显著放大，为 22.56 亿元，比 2008 年同期净增加 6.31 亿元。

图 3 2009 年度短券发行基本情况



资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

从发行期限来看，2009 年所发行的短券仍以 1 年期为主，其中发行期限为 1 年期的共有 241 期，占 91.64%；发行期限在 1 年以下的 22 期，占 8.36%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 5 期，占 1.90%；采用单利（固定利率）发行的 258 期，占 98.10%。

从主体信用等级分布情况来看，2009 年短券发行主体继续向高信用等级集中。2009 年 209 家企业累计发行的 263 期短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的发行主体共发行 242 期，占总发行期数的 92.02%，占比较去年增加 11.42 个百分点。其中 AAA 级主体合计发行 49 期，占 18.63%；AA+为 44 期，占 16.73%；AA 为 71 期，占 27.00%；AA-为 78 期，占 29.66%。2009 年，主体信用等级在 A+级以下（含 A+）的企业共发行短券 21 期，占总发行期数的 7.98%。造成 2009 年发行主体向继续高信用等级集中主要原因包括：①在经济增速放缓的形势下，投资者更青睐于安全性较高的债券，对信用级别较低的债券产品采取回避态度，因而导致主体信用级别较低的短券发行困难；②对于发行主体而言，较低的信用等级导致发行成本过高，部分甚至可能高于银行同期贷款利率，致使企业发行意愿降低；③同一发行人，评级机构对其主体信用等级在 2009 年向

上迁移的情况增多。受此影响，2009 年高信用等级主体短券发行规模和发行期数显著放大，而较低信用等级主体发行规模和发行期数逐步减少。

表 3 2009 年度短券主体信用等级分布情况

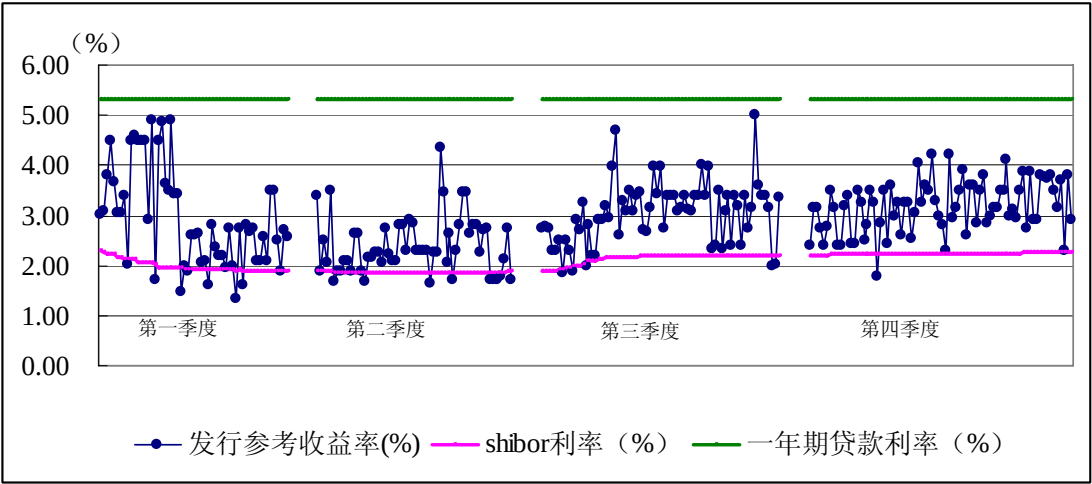
主体级别	2008 年		2009 年		年均复合变动 (%)
	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	
AAA	45	16.79	49	18.63	8.89
AAA-	1	0.37			
AA+	43	16.04	44	16.73	2.33
AA	59	22.01	71	27.00	20.34
AA-	68	25.37	78	29.66	14.71
AA-及以上合计	216	80.60	242	92.02	12.04
A+	41	15.3	19	7.22	-53.66
A	6	2.24	2	0.76	-66.67
A-	3	1.12			
BBB+	2	0.75			
AA-以下合计	52	19.40	21	7.98	-59.62
合计	268	100	263	100	-1.87

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理
注：双评级统计采取就低原则，2008 年四期分别包括 08 同盛 CP01、08 首钢 CP02、08 中普天 CP01 和 08 湘有色 CP01。分别归纳在 AA+、AA+、A+和 AA-等级范围；2009 年双评级一期，为 09 普天 CP01，均为 AA-。

发行利率整体攀升，但仍处于低位，发行成本优势显著

从短券发行利率看，2009 年度短券发行利率经过“下滑”、“波动”、“回升”、“继续走高”四个阶段。但与同期贷款利率相比，本年度短券发行利率整体处于较低水平，具有一定的成本优势，详见图 4。

图 4 本年度发行利率、SHIBOR（1Y）和一年期金融机构人民币贷款利率走势

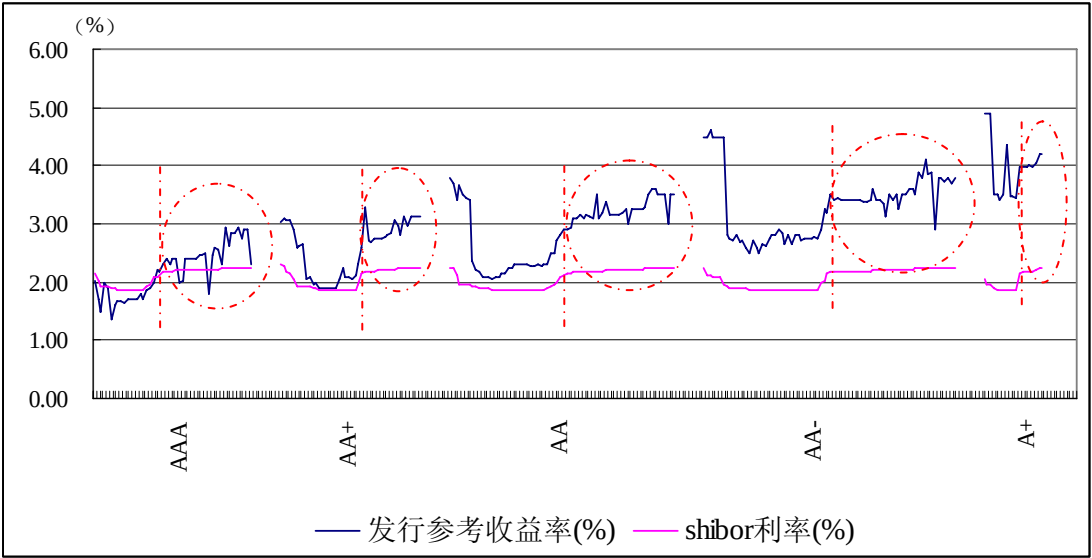


资料来源：中国债券信息网、联合资信整理
注：SHIBOR 利率为 1 年期报价利率

从不同季度短券发行利率看，2009 年一季度，受适度宽松货币政策以及充裕流动性影响，短

券市场利率延续了 2008 年第四季度以来的下滑趋势。进入二季度，短券发行利率前期在波动中稍有回升，但由于宏观经济复苏持续性尚不稳定，短券发行利率在短暂反弹后继续呈现下滑，二季度末成为本年度短券发行利率水平最低时期。2009 年三季度以来，伴随着经济复苏的日趋明朗，通胀及加息预期增强，加上 7 月份一年期央票重启后发行利率不断上行以及 IPO 重启对债市资金分流、短券发行利率定价下限的推出，短券发行利率在波动中不断上行，三季度是本年度短券发行利率回升的正式拐点，短券发行利率上行经历了两个重要阶段。其中，第一阶段：2009 年 7 月-8 月 6 日，以一年期央票重启为起点（2009 年 7 月 10 日发行一年期“09 央行票据 25”），其显著特征是货币市场利率显著提高，受其影响短券整体发行利率在二季度探底后回升，但回升幅度相对较小；第二阶段：是本年度短券发行利率快速回升重要阶段，以 2009 年 8 月 7 日银行间交易商协会针对 AAA 级企业在银行间债券一、二级市场价格倒挂现象召开的债券融资工具定价联席会议为起点。该会议对 AAA 级别企业的 1 年期短券发行利率设定了参考下限，为 2.30%，发行参考下限利率的上行直接推高了 AAA 级别企业短券的发行利率，由于 AAA 级别主体短券发行利率具有标杆作用，其他信用等级企业短券发行利率也随之走高。四季度，交易商协会两次上调信用产品利率下限以改善一二级市场利率倒挂现象，受此影响，短券发行利率保持三季度回升趋势，继续上行。详见图 4 和图 5。

图 5 2009 年度各主体级别短券发行利率与 SHIBOR（1Y）走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：① 标注时间阶段为本年度 8 月 7 日之后
② 剔除 1 期担保债券“09 鄂能源 CP01”；信用等级 A 主体发行两期债券“09 国脉 CP01”和“09 兴森 CP01”。
③ SHIBOR 利率为 1 年期报价利率

从不同主体级别短券发行利率看，2009 年，受经济放缓以及经济发展形势不确定性增大的影响，投资者更倾向于安全性高 AAA 级短券，使得本年度 AAA 级短券发行利率处于很低水平，其中 AAA 级短券累计发行 49 期，其中 19 期（17 期为本年 8 月 7 日前发行，其余 2 期发行期限不足 1 年）跌破同期 1 年期 SHIBOR 利率，占比为 38.78%（见表 4），自本年度 8 月 7 日交易商协会对 AAA 级短券定价下限指导政策实行后，AAA 级短券发行利率呈现明显上扬。其余级别短券发行利率整体走势基本相同，也均自本年度 8 月 7 日后呈现快速上行阶段，其上行的速度快于同期 AAA 级，主要是由于本年度 8 月 19 日，银监会下发了《关于完善商业银行资本补充机制的通知

（征求意见稿）》，其中提到商业银行将交叉持有的次级债和混合债从附属资本中扣除，为了短期内提高资本充足率，商业银行一方面通过用国债、政策性金融债等风险权重较低的债券置换即将到期的贷款和信用债券，以满足资本充足率的要求；另一方面降低了信用债的配置意愿。商业银行作为短券最大的认购者，该征求意见稿的出台，加大了短券尤其是 AAA 级别以下信用等级企业短券发行利率的上行压力，通过图 5 和表 4 可以发现，A+至 AA+的短券发行利率上涨点数明显高于 AAA 级短券。

表 4 2009 年度各主体级别短融发行利率均值变动情况

发行日	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2009 年第一季度(%)	1.72	2.54	2.92	3.44	4.34	--
2009 年第二季度(%)	1.71	1.99	2.23	2.74	3.60	--
2009 年第三季度(%)	2.16	2.73	2.96	3.29	3.99	4.85
第一阶段: 2009.7.1-2009.8.7 (%)	2.02	2.30	2.62	2.89	--	--
第二阶段: 2009.8.7-2009.9.30(%)	2.26	2.80	3.16	3.41	3.99	4.85
2009 年第四季度(%)	2.56	2.98	3.33	3.62	4.15	
2009 年全年(%)	2.19	2.56	2.89	3.30	3.98	4.85
2009 年 1 季度至 3 季度第一阶段利率变动(bp)	30	-24	-30	-55	--	--
2009 年 3 季度第二阶段至第四季度利率变动(bp)	54	68	71	73	--	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行主体性质仍以国企为主，民营、外商独资、合资企业占比较小

2009 年短券发行主体共计 209 家，按照所有制性质划分，国有企业 177 家，占 84.69%；民营及其他类型企业合计 32 家，占 15.31%。可见，国有企业是目前短券的主要发行群体。

发行主体地区集中程度较高，华北和华东地区发债企业仍主导短券发行市场，华中和西南地区企业发债活跃度有所增强

从发行主体地区分布来看，2009 年发行主体合计 209 家，华东和华北两地区发债主体合计 127 家，占同期发债主体总家数的 60.77%，占比较 2008 年 68.22%有所下降，主要是由于华中和西南地区发债企业数量快速增加所致；东北地区发债企业仍相对较少，合计 9 家，占同期发债主体总家数的 4.31%。2009 年各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度较 2008 年相比仍处于较高水平，均超过 50%，其中华北地区集中度相对偏低。各地区重点发债省、直辖市详见表 5。

2009 年，在全国各大重点发债省、直辖市中，除发债一贯踊跃的北京市、广东省、上海市、山东省和江浙两省等经济发达地区企业外，华中和西南地区企业发债活跃度也有所增强：北京发行 46 家；广东省发行 19 家；上海市发行 15 家；山东省发行 14 家；浙江省发行 12 家；江苏省和四川省均发行 10 家；湖北省发行 9 家。列入前 8 位省、直辖市发行家数合计 135 家，占 2009 年度发行总家数的 64.59%。2009 年度未参与短券发行的省份和地区包括宁夏回族自治区和西藏自治区。

表 5 2009 年度发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量 (家)	重点发债区域	数量 (家)	发行区域 集中度 (%)
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	68	北京市	46	67.64
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	59	山东/江苏/浙江省和上海市	51	86.44
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	22	广东省	19	86.36
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、 <u>西藏自治区</u>	22	四川/云南省和重庆市	21	95.45
华中	河南省、湖北省、湖南省	18	河南/湖北省	16	88.89
西北	陕西省、甘肃省、青海省、 <u>宁夏回族自治区</u> 、新疆维吾尔自治区	11	新疆自治区/陕西省	8	72.72
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	9	辽宁省	7	77.78

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

大额度债券承销规模较大，国有大型股份制银行短券发行市场的地位优势显著

2009 年参与短券发行的主承销商共计 24 家，较 2008 年增加 4 家，其中包括 2 家证券机构。按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 1064.50 亿元；建设银行、交通银行、光大银行、中国银行、农业银行、兴业银行、招商银行、浦发银行和中信银行分别位列 2~10 位，构成了 2009 年的承销的第一梯队，其余银行总承销额度不足 80 亿元，其中信证券承销额度最小，为 7 亿元。

2009 年度发行额度超过（含 100 亿元）100 亿元的债券共 9 期，分别为：300 亿元“09 中油股 CP01”，300 亿元的“09 中油股 CP02”，200 亿元的“09 中石油 CPO1”，200 亿元的“09 铁道 CP01”，150 亿元的“09 中石化 CP01”，150 亿元的“09 中石化 CP02”，100 亿元的“09 中石集 CP01”，100 亿元的“09 中石油 CP02”，100 亿元的“09 铁道 CP02”，合计发行额度达 1600 亿元，占 2009 年发行总额度的 34.58%，以上 9 期债券承销全部为联合主承，其中工商银行和建设银行参与较多，分别参与 8 期和 5 期，显著地提升了该两家机构的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 30.5 期，位居首位；建设银行 25 期、工商银行和兴业银行均为 23.5 期，农业银行 17.5 期，招商银行 17 期，中国银行 16.5 期，中信银行 15.5 期，北京银行 14 期，浦发银行为 12 期，位列 2~10 位；其余各家银行承销均在 11 期以下，其中，中金证券承销期数为 1 期，承销期数相对较小。

总体看，2009 年度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行凭借着自身良好的客户资源占据了发行规模的主导地位，2009 年中、农、工、建、交等国有大型股份制银行合计发行额度 2960.50 亿元，占 2009 年发行总额度的 63.98%，国有大型股份制银行在短券市场的地位优势显著。

表 6 2009 年度短券市场各主承销商承销情况

银行简称	单独发行		联合主承		合计			
	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	排名 (位)	发行期数 (期)	排名 (位)
工商银行	207	13	857.5	10.5	1064.5	1	23.5	3
建设银行	250	15	476.5	10	726.5	2	25	2
交通银行	53	6	380	5	433	3	11	11

光大银行	313	25	109	5.5	422	4	30.5	1
中国银行	106	8	271.5	8.5	377.5	5	16.5	7
农业银行	67	10	292	7.5	359	6	17.5	5
兴业银行	180.55	22	27.5	1.5	208.05	7	23.5	4
招商银行	127.5	14	64	3	191.5	8	17	6
浦发银行	118	10	35.5	2	153.5	9	12	10
中信银行	93	10	45	5.5	138	10	15.5	8
华夏银行	53	8	27	1	80	11	9	13
北京银行	79	14			79	12	14	9
国家开发银行	21	3	55.5	1.5	76.5	13	4.5	16
民生银行	64	10	7.5	1	71.5	14	11	12
上海银行	10	2	46.5	1.5	56.5	15	3.5	18
恒丰银行	18	5	19.5	2.5	37.5	16	7.5	14
进出口银行	22	4	11.5	1.5	33.5	17	5.5	15
南京银行	15	1	10	1.5	25	18	2.5	20
深发展银行	13	2	10	1.5	23	19	3.5	19
中金证券			18.5	1	18.5	20	1	24
渤海银行	10	1	8	1	18	21	2	21
广东发展银行	17	4			17	22	4	17
浙江商行			10.5	1.5	10.5	22	1.5	22
中信证券			7	1.5	7	24	1.5	23

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

三、 短券利差分析

2009年度短券发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验见表7。从检验结果来看，2009年发行的262期纯信用短券中，除A+信用等级主体所发短券的发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性未通过显著性检验外，其他信用等级主体所发短券发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率显著相关。

表7 2009年度短券利率与1年期SHIBOR利率相关性检验结果

Enter:

主体级别	模型变量	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
A+	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.354	0.137
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.594	0.007
AA-	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.703	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.829	0.000
AA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.854	0.000

	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.888	0.000
AA+	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.910	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.921	0.000
AAA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.853	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.852	0.000
总体	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.487	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.586	0.000

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

1、主体信用与利差分析

目前短券的信用评级包括主体信用等级的评定和债项等级的评定。由于《信用评级管理指导意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，同时在原《短券管理办法》中规定只有 A-1 级别的短券才能发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，而发行主体信用等级成为短券发行和交易定价的重要参考依据。因此在利差分析中，主要是针对主体信用等级与利差之间的关系进行分析和检验。

(1) 主体信用等级与利差

短券利差与主体级别的相关性较高，各信用等级主体级差持续收窄

表 8 为各主体信用等级的发行利率以及利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况，图 6 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况。

短券定价基准利率——SHIBOR 利率，随着经济回暖和货币市场基准利率的上升，其走势较上有所回升，但仍处于较低水平，维持在 1.8504%~2.3003%。短券发行利率方面，受 SHIBOR 利率的上升、银行间交易商协会召开的定价联席会议中，针对不同主体等级发行参考利率下限的设置，以及股市回暖和创业板的开启对资金分流等多重因素的影响，发行利率从 2009 年下半年开始呈现快速上升的态势，各级别债券发行利率平均涨幅基本上在 70~100BP 左右。

2009 年度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有显著性，即随着主体长期信用等级的降低，各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定增长趋势，详见表 8。②级差仍存在分水岭，主要表现在 AAA 与 AA+、AA-与 A+两组级别上，详见表 8。2009 年 AAA 与 AA+利差 I 的级差为 41BP，高于 AA+与 AA 这组级别下利差 I 级差 10BP；同时 AA-与 A+之间的级差，不管是利差 I 还是利差 II，其级差出现突变，远高于其上等级之间的级差。③AAA 级别发行和交易负利差负利差现象逐渐改善，详见图 6。2009 年上半年 AAA 主体所发短券，其发行利率和交易利率与同期 SHIBOR 间的利差均值均为负值，其中 2009 年一季度利差 I 均值为-25BP，利差 II 均值为-36BP，2009 年二季度分别为-15BP 和-14BP。2009 年三季度开始，AAA 主体所发短券利差 I 和利差 II 由负转正，2009 年全年利差 I 达到 9BP，利差 II 达到 12BP，负利差现象得到改善。2009 年上半年 AAA 主体所发短券出现负利差的主要原因在于：一方面 SHIBOR 为综合报价，参与报价银行的信

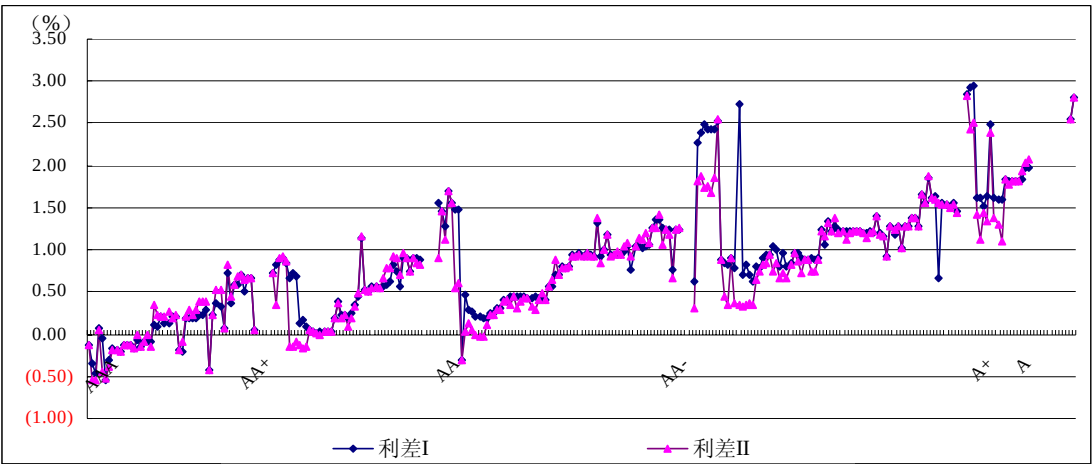
用等级存在差异，SHIBOR 实际上包含了一定信用风险溢价，而部分 AAA 级短券自身的信用风险有时会低于 SHIBOR 所代表的组合风险，或者对基准利率下调的敏感性更强，从而出现负利差；另一方面由于经济在一季度进入低谷，二季度经济回升的迹象不是很明显，投资者偏好安全性很高的 AAA 级主体所发短券，同时受宽松的货币政策影响，银行间市场对其需求很大，流动性很强，从而导致利差 II 负值绝对额更大。2009 年下半年 AAA 主体所发短券负利差得以改善主要原因在于：一方面在于经济回暖趋势明显，AA+及以下等级主体所发短券的预期违约率将下降，加上 AA+及以下等级主体所发短券的收益率远高于 AAA 主体所发短券，投资者减少了对 AAA 主体所发短券的配置，另一方面在于银行间交易商协会在 8 月针对 AAA 级企业的短券发行利率设定了参考下限，发行利率明显提高。④其他信用等级利差 I 和利差 II 均值在年度内逐步扩大，详见图 6。2009 年以来，以美国、英国和日本为主的海外债券市场，随着宏观经济的回暖，利差出现大幅缩窄，但国内包括短券在内的债券市场利差却出现攀升，国内外利差走势背离。究其原因，主要是由于 2009 年国内债券市场供给突出而需求相对不足，随着下半年发行量的增加，债券市场发行和交易利差不断走高，加之通胀及加息预期在 2009 年下半年逐步加强，短券发行和交易利率的上涨幅度远高于其定价基准—SHIBOR 利率的上涨幅度。

表8 2009年度各级别主体对应的利差I、利差II情况

主体 级别	利率区间 (%)	平均发 行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差 (BP)	标准差	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差
AAA	1.35~2.95	2.19	9	--	0.31	12	--	0.36
AA+	1.88~3.30	2.56	50	41	0.33	43	31	0.40
AA	1.60~3.79	2.87	81	31	0.43	75	32	0.44
AA-	2.50~4.60	3.30	126	45	0.49	113	38	0.45
A+	3.40~4.90	3.98	196	70	0.47	181	68	0.49
A	4.70~5.00	4.85	267	71	0.18	267	86	0.18

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 6 2009 年度各主体短券利差分布情况



资料来源：中国债券网，wind 资讯，联合资信整理

为进一步研究发行主体信用等级对利差 I、II 的影响程度，表 9 通过方差分析法进行检验，以确定信用级别对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。表 9 为 Scheffe 方差分析法对各信用

级别所对应的利差数据显著性检验的结果，主要检验包括均值差异和显著性水平两项指标，均值差异项中标注“*”的和显著性水平低于 0.05 的结果表示通过检验，所对应的因变量间存在显著性差异；否则视为未通过检验，不存在差异。

表 9 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用级别-利差 I 显著性检验结果		信用级别-利差 II 显著性检验结果	
		均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)
A	A+	0.7114	.375	0.8664	.183
	AA-	1.4237*	.000	1.5559*	.000
	AA	1.8498*	.000	1.9088 *	.000
	AA+	2.1712*	.000	2.2394*	.000
	AAA	2.5871*	.000	2.5542 *	.000
A+	A	-0.7114	.375	-0.8664	.183
	AA-	0.7123*	.000	0.6895*	.000
	AA	1.1383*	.000	1.0424 *	.000
	AA+	1.4598*	.000	1.3729*	.000
	AAA	1.8757*	.000	1.6878 *	.000
AA-	A	-1.4237*	.000	-1.5559*	.000
	A+	-0.7123*	.000	-0.6895*	.000
	AA	0.4260*	.000	0.3530*	.000
	AA+	0.7475*	.000	0.6835 *	.000
	AAA	1.1633*	.000	0.9984*	.000
AA	A	-1.8498*	.000	-1.9088 *	.000
	A+	-1.1383*	.000	-1.0424*	.000
	AA-	-0.4260*	.000	-0.3530*	.000
	AA+	0.3215*	.007	0.3305 *	.006
	AAA	0.7373*	.000	0.6454*	.000
AA+	A	-2.1712*	.000	-2.2394 *	.000
	A+	-1.4598*	.000	-1.3729*	.000
	AA-	-0.7475*	.000	-0.6835*	.000
	AA	-0.3215*	.007	-0.3305 *	.006
	AAA	0.4159	.000	0.3149	.027
AAA	A	-2.5871*	.000	-2.5542 *	.000
	A+	-1.8757*	.000	-1.6878*	.000
	AA-	-1.1633 *	.000	-0.9984*	.000
	AA	-0.7373*	.000	-0.6454*	.000
	AA+	-0.4159	.000	-0.3149	.027

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从结果可见，2009 年度 A+和 A、以及 AAA 和 AA+两组级别的利差 I 和利差 II 尚未通过检验。A+和 A 检验未通过的原因在于：部分利率水平较高的 A+主体，其短券于 2009 年初发行，而主体

级别为 A 的主体，其短券均于 2009 年下半年发行。由于 2008 年国际金融危机对中国实体经济的负面影响在 2009 年一季度凸现，投资者对 A+及以上信用等级具有较高的风险溢价；2009 年下半年起，中国宏观经济复苏迹象明显，企业信用基本面有所改善，投资者降低了 A+及以下主体所发短券的风险溢价，以上原因导致 A+和 A 的利率均值存在一定的交集。AAA 与 AA+检验未通过的原因在于受银行间交易商协会对 AAA 级主体短券发行利率参考下限的设定，AAA 级别短券利率快速上调，促使 AAA 主体所发短券利率范围扩大，导致两级别利率交集重合显著。

总体看，短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，短券利差与主体级别整体相关性较高，剔除因发行时间分布不均匀导致 A+和 A、以及 AAA 和 AA+两组级别出现利率交集之外，其他不同信用等级之间的利差均值表现出显著差异。

(2) 主体信用等级主要影响因素与利差

主体信用等级主要受所属行业、企业性质、企业规模、财务指标等因素的影响，由于各类财务指标与主体级别信用相关程度较高，即主体级别已覆盖大部分财务指标信息，以下仅从企业规模、所属行业、发行期限、发行规模和企业性质等方面分析这些因素通过主体级别对信用利差间接产生的影响。

利差在不同规模企业间的结构性差异

从表 10 可以看出，主体规模越大，短券的发行利率和利差水平越低。其中规模在 500 亿元以上与 500 亿元以下的主体短券利差最为显著；主要是由于规模 500 亿元以上的企业中，AAA 级信用等级企业较为集中，因此拉大与其他主体规模发行利率的差异。

表 10 2009 年度发行主体规模对利差影响分析

主体规模	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	标准差	均值（BP）	标准差
500 亿元及以上	67	2.39	29	0.46	28	0.47
100~500 亿元	118	2.96	91	0.64	82	0.60
50~100 亿元	54	3.17	115	0.56	105	0.54
低于 50 亿元	24	3.58	147	0.58	139	0.58

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业间的结构性差异

2009 年度在大规模经济刺激政策的推动下，中国经济出现强劲复苏，规模以上工业企业盈利状况同比实现 7%以上的增长，不同行业的企业盈利能力有所改善，各行业所属企业违约风险降低。首先，从 2009 年所有短券发行主体所属行业的信用利差与 2008 年对比情况来看，除电力、煤气和水供应行业，采掘业，信息技术等行业利差有所扩大外，其他行业利差水平均有不同程度的收缩。其中社会服务业（以城投企业为主）、钢铁、建筑及房产等行业因固定资产投资的拉动，制造业因工业企业盈利能力的增强，行业复苏较快，利差较去年同期降幅明显。其次，从 2009 所有短券发行主体所属行业的信用利差排序来看，社会服务业（主要为上海和北京的城投企业，信用等级分布在 AA+至 AAA）、综合类（资产经营或投资类企业，信用等级分布在 AA-至 AAA）、交通运输业利差最低，而信息技术业和农林牧副渔利差最高。

表 11 2009 年度发行主体行业对利差影响分析

主体行业	2008 年发行情况（期/%/BP/BP）				2009 年发行情况（期/%/BP/BP）			
	期数	利率均值	利差 I 均值	利差 II 均值	期数	利率均值	利差 I 均值	利差 II 均值
社会服务业	3	5.31	60	48	5	2.61	51	48
综合类	19	5.49	103	81	11	2.65	57	58
交通运输业	30	5.26	80	46	34	2.92	65	58
电力、燃气和水供应业	45	5.04	62	36	50	2.83	77	70
钢铁	22	5.1	79	95	17	2.71	77	74
采掘业	35	5.21	77	51	39	2.91	82	76
批发和零售贸易业	11	6.3	162	146	12	2.9	87	79
建筑及房地产业	10	6.15	145	120	19	3	97	82
制造业	75	5.97	141	113	61	3.01	98	88
信息技术业	6	5.5	122	108	8	3.52	142	134
农林牧渔业	5	6.76	208	179	6	3.56	144	147
文化传播业	3	6.14	148	141				

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、发行期限与利差分析

表 12 可见发行期限在一定程度上影响短券的利差。发行期限越短，所发短券的平均利率水平越低，利差也随之减少。联合资信认为，现阶段在利率上升预期增大的背景下，短券期限越短，越易于投资者规避利率上升风险，利于短券发行。2009 年一年期与一年以下期限发行利差 I 平均差值为 24BP；利差 II 平均差值为 18BP。

表 12 2009 年度短券期限结构对利差影响分析

发行期限	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	标准差	均值（BP）	标准差
一年期以下	22	2.80	63	0.82	61	0.71
一年期	241	2.92	87	0.67	80	0.64

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

3、发行规模与利差分析

除发行主体的信用级别和期限结构外，发行规模也会在一定程度上影响短券的利差，表 13 为 2009 年不同发行额度的短券利差分布情况。发行额度越大，所发短券的平均利率水平越低，利差也随之减少。联合资信认为，市场定价对发行额度的反应主要源于主体规模的影响，短券发行额度和主体规模高度相关，因此额度对利差的影响，实际上源于主体规模以及信用级别对市场定价的作用，主体规模大的发行主体信用等级也往往较高，所对应的利差就处于相对低水平。

表 13 2009 年度发行规模对利差影响分析

发行规模	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	标准差	均值（BP）	标准差
50 亿元及以上	16	2.06	-5	0.35	-6	0.40
10~50 亿元	103	2.63	55	0.47	53	0.49

1~10 亿元	141	3.18	114	0.62	102	0.58
低于 1 亿元	3	4.68	262	0.16	258	0.21

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

4、企业性质与利差分析

从平均发行利率来看，民营企业和外资企业平均发行利率均高于国有企业，市场对国有企业的认可度明显高于民营和外资企业。

表 14 2009 年度企业性质对利差影响分析

企业性质	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	标准差	均值 (BP)	标准差
国有企业	227	2.84	79	0.68	71	0.63
民营企业	32	3.42	125	0.56	127	0.54
中外合资及外商独资	4	3.22	110	0.22	108	0.28

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

四、 二级市场对一级市场发行定价市场化程度检验

从 2009 年度短券一、二级市场利差来看，2009 年度短券一级市场发行利率与二级市场交易利率之间的利差倒挂显著增多，短券二级市场对一级市场定价认可度有所下降。2009 年一二级市场利率倒挂期数合计 64 期，占本年度发行总期数 24.35%。其中 AAA 级短券一二级市场倒挂期数最多，占本年倒挂期数 37.50%，详见表 15。为改善这一现象，银行间交易商协会于 2009 年 8 月 7 日召开债券融资工具定价联席会议，对 AAA 级企业短券发行利率设定了参考下限来改善一二级市场利差市场倒挂现象。该会议后，一二级市场利差下滑逐步得以控制，但部分 AAA 主体短券一二级市场利差仍为负值，为此，交易商协会在 11 月和 12 月召开定价联席会议上连续提高 AAA 级短券发行利率下限，同时对 AAA 级别以下企业所发短券均设定了发行利率参考下限。截至 2009 年度末，AA+级（含 AA+级）以下短券一二级市场利差已由负转正，AAA 级短券一二级市场利差仍呈现负值，但倒挂利差有所收窄。联合资信认为，二级市场定价来源于真实的市场需求，为引导短券一级市场利率向市场价值的理性回归，相关监管机构仍需进一步完善一级市场定价机制。

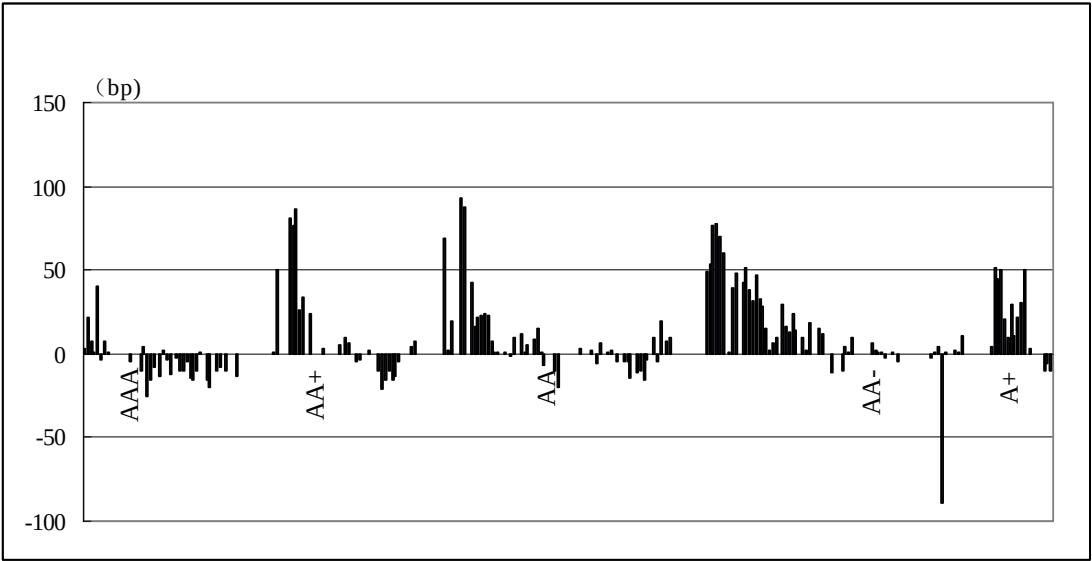
表 15 2009 年一二级市场利率倒挂情况

主体等级	利率倒挂期数(期)	一二级市场倒挂利差均值(bp)
AAA	24	-10
AA	17	-7
AA+	12	-8
AA-	8	-15
A+	3	-9

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：AA-级一二级市场倒挂利差均值高的原因是市场对该主体级别下“09 农产品 CP01”发行利率不认可，09 农产品 CP01 一二级市场交易利差达到-89bp

图 7 2009 年度各级别主体所发短券一、二级市场交易利差波动情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：剔除 1 期担保债券“09 鄂能源 CP01”；信用等级 A 主体发行两期债券“09 国脉 CP01”和“09 兴森 CP01”。

五、 信用等级迁徙及二级市场反应

1、信用等级整体迁徙情况

截至 2008 年底，具有主体信用等级的短券发行人共 369 家，其中 93 家发行人的主体信用等级在 2009 年度发生了不同程度的迁徙，其中 92 家为上调，1 家为下调，整体调整率 25.20%。从表 16 可知，除 BBB+、A-未发行迁移外，其他级别均有不同程度的变化。2009 年级别迁移率最高的为 A+，均为上调，迁徙率为 35.94%（A+上调至 AA-的情况，迁移率为 34.38%；A+上调至 AA+的情况，迁移率为 1.56%）。其次是 AA 至 AA+、以及 AA+至 AAA 的迁徙率，迁徙率均为 33.33%；再次是 AA-至 AA 的迁徙率，为 24.24%；A 及 AAA 的迁徙率相对较低。

表 16 2008 年底所有短券发行人 2009 年主体信用等级迁移矩阵

级别	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	100.00%							
A-		100.00%						
A			86.96%	8.70%	4.35%			
A+				64.06%	34.38%		1.56%	
AA-					75.76%	24.24%		
AA						66.67%	33.33%	
AA+							66.67%	33.33%
AAA							2.08%	97.92%

① 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别。
② 样本为截至 2008 年底所有具有主体信用等级的发行企业，对 2009 年新增发行主体信用等级迁徙情况另作说明。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

此外，2009 年新增短券发行企业 71 家，其中有 6 家企业的主体级别在当年发生了调整，均为上调，占 2009 年新增发行主体家数的 8.45%，这 6 家企业都是在 2009 年初进行的首次评级，评级机构在当年的跟踪或续发时对其进行了级别调整。从级别调整情况可知，2009 年新增短券发行人，级别调整发生在 AA-、AA 和 AA+三组级别上，其中 AA-至 AA 的迁徙率为 3.57%，AA 至 AA+的迁徙率为 15.00%，AA+至 AAA 的迁徙率为 18.18%。

2、不同评级机构信用等级迁徙情况

联合资信：截至 2008 年底，联合资信评定的具有主体信用等级的短券发行人共 109 家，其中 22 家发行人的主体信用等级在 2009 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 20.18%。从表 17 可知，除 AAA 未发生迁移外，其他级别均有不同程度的变化。2009 年级别迁移率最高的为 AA 至 AA+的迁徙率，为 42.86%，高于全行业的 33.33%平均迁徙率。其次是 AA+至 AAA 迁徙率，为 33.33%，与全行业的 34.38%的迁徙率接近；再次是 A 至 A+的迁徙率，为 16.67%，高于全行业 13.04%的平均迁徙率；A+和 AA-的迁徙率分别为 14.29%和 12.90%，远低于全行业 35.94%及 24.24%的平均迁徙水平。此外，2009 年联合资信新增短券发行主体 22 家，在年内仅有 1 家调整，整体调整率 4.55%，即 1 家 AA-的主体迁徙至 AA，AA-的迁徙率为 9.09%，其他信用等级保持稳定。

表 17 2008 年底联合资信所有短券发行人 2009 年主体信用等级迁移矩阵

级别	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
A	83.33%	16.67%				
A+		85.71%	14.29%			
AA-			87.10%	12.90%		
AA				57.14%	42.86%	
AA+					66.67%	33.33%
AAA						100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别。
② 样本为截至 2008 年底所有具有主体信用等级的发行企业，对 2009 年新增发行主体信用等级迁徙情况另作说明。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中诚信：截至 2008 年底，中诚信评定的具有主体信用等级的短券发行人共 140 家，其中 38 家发行人的主体信用等级在 2009 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 27.14%。从表 18 可知，除 AAA、A 未发行迁移外，其他级别均有不同程度的变化，且迁徙率均在 30%以上，普调现象明显。此外，2009 年中诚信新增短券发行主体 21 家，上调家数 3 家，整体调整率为 14.28%，主要是 AA-、AA 和 AA+的三组级别发生了向上迁徙，迁徙率分别为 20.00%、14.29%和 25.00%，迁徙率均高于全行业 2009 年新增发行人主体信用等级迁移率。

表 18 2008 年底中诚信所有短券发行人 2009 年主体信用等级迁移矩阵

级别	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
A	100.00%					
A+		66.67%	33.33%			
AA-			65.00%	35.00%		
AA				67.86%	32.14%	
AA+					70.00%	30.00%
AAA						100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别。
② 样本为截至 2008 年底所有具有主体信用等级的发行企业，对 2009 年新增发行主体信用等级迁徙情况另作说明。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

大公：截至 2008 年底，大公评定的具有主体信用等级的短券发行人共 94 家，其中 18 家发行人的主体信用等级在 2009 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 19.15%。从表 19 可知，除 BBB+、A-和 AAA 未发行迁移外，其他级别均有不同程度的变化。2009 年级别迁移率最高的为 A+至 AA-的迁徙率，为 36.00%，高于全行业的 33.33%平均迁徙率。其次是 AA 至 AA+ 迁徙率，为 25.00%，其他各信用等级的迁徙相对平缓，分布在 8~15%之间。2009 年大公新增短券发行主体 24 家，在年内调整了 7 家，整体调整率 29.17%，主要为 AA-至 AA、AA 至 AA+、AA+ 至 AAA 三组级别的迁移，迁移率分别为 9.09%、40%和 66.67%，均高于全行业 2009 年新增主体平均迁徙率水平，尤其是 AA 和 AA+的迁徙率位居全行业之首。

表 19 2008 年底大公所有短券发行人 2009 年主体信用等级迁移矩阵

级别	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	100.00%							
A-		100.00%						
A			91.67%	8.33%				
A+				64.00%	36.00%			
AA-					90.48%	9.52%		
AA						75.00%	25.00%	
AA+							85.71%	14.29%
AAA								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别。
② 样本为截至 2008 年底所有具有主体信用等级的发行企业，对 2009 年新增发行主体信用等级迁徙情况另作说明。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

新世纪：截至 2008 年底，新世纪评定的具有主体信用等级的短券发行人共 26 家，其中 6 家发行人的主体信用等级在 2009 年度发生了不同程度的迁徙，5 家为上调，1 家下调（因新世纪信用体系中存在 AAA-，在作分析时，视同该级别为 AAA，2008 年下半年新世纪信用等级设置中取消了该信用等级，并将原有企业主体级别调整至 AA+），整体调整率为 23.08%。从表 20 可知，除

A-和 A 未发行迁移外，其他级别信用等级迁移率均在 20%以上，其中 A+至 AA-、AA 至 AA+以及 AA+至 AAA 的迁徙率，均为 33.33%，处于行业中相应级别下的平均迁徙水平。2009 年新世纪新增短券发行主体 13 家，在年内调整了 1 家，整体调整率 7.69%，主要 AA 至 AA+迁移，迁移率为 33.33%。

表 20 2008 年底新世纪所有短券发行人 2009 年主体信用等级迁移矩阵

级别	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
A-	100.00%						
A		100.00%					
A+			66.67%	33.33%			
AA-				80.00%	20.00%		
AA					66.67%	33.33%	
AA+						66.67%	33.33%
AAA						25.00%	75.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别。
② 样本为截至 2008 年底所有具有主体信用等级的发行企业，对 2009 年新增发行主体信用等级迁徙情况另作说明。。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

对于各家评级机构信用级别的变动，联合资信认为主要原因可归纳为：

① 企业基本面发生重大变化

企业发生重组兼并、增减资、股权转让、上市、增发等重大事项，或者企业规模显著加大，产能扩展，业务转型，战略调整等，导致其信用基本面发生变化时，评级机构相应调整其级别或展望。

从联合的调整情况来看，如浙江省交通投资集团有限公司因浙江省政府、浙江省交通运输厅和浙江省财政厅分别在 2009 年 5 月和 6 月进一步明确了其对公司的支持，联合资信将其主体级别由 AA+上调至 AAA；浙江省铁路投资集团有限公司作为浙江省铁路投资的责任主体，2009 年获得了政府增资，联合资信将其主体级别由 AA 上调至 AA+。

②信用等级差异导致发行成本分化

受短券定价利差分化等因素的影响，主体信用等级逐步分布在一个狭窄的区间(AA-至 AAA)，从前述利差分析可知，2009 年 AA-、A+，以及 AA+、AAA 两组级别之间的平均发行利率和利差之间形成了明显的“分水岭”，其中 A+与 AA-的平均发行利率相差 70BP，远高于其他各信用等级之间的利差，且 A+在 2009 年平均发行利率级别的综合发行成本与同期贷款利率接近，发行短券对其吸引力逐渐减弱，加之在 2009 年的宏观经济状况下，投资者对 A+及以下级别投资需求较少，A+企业发行难度加大。同期 AA+和 AAA 的平均发行利率相差 40BP 左右，而 AA+的发行利率与 AA 的发行利率在 30BP 左右，AAA 企业发行成本优势显著。

③债券发行时级别要求

短券发行人，在中票和企业债券市场也较为活跃，但由于中票和企业债券市场对发行主体级别有一定的要求，导致信用等级较低的短券发行人在其他债券市场上发行具有一定的阻力。以对短券分流较大的中票为例，2008 年创新的中票，市场化程度较高，自推出以来，发行和交易市场

较为活跃。虽然监管部门明确中票申报时，放开级别放开利率，但在实际操作过程中，2008 年-2009 年发行的全部中票样本中，仅有 2 家的主体级别为 AA-，其中一家为中国昊华化工集团公司，其债项采取了第三方担保的增信方式，评级机构为联合资信；另一家为三一集团有限公司，纯信用发行，采取了双评级，即联合资信和中诚信共同评级，联合资信的主体评定其主体级别 AA-，中诚信评定其主体级别为 AA。以企业债券为例，在交易所上市交易的债券，其发行人主体和企业债券级别均不能低于 AA，低于该等级的债券由于投资者减少，导致其发行利率较高。

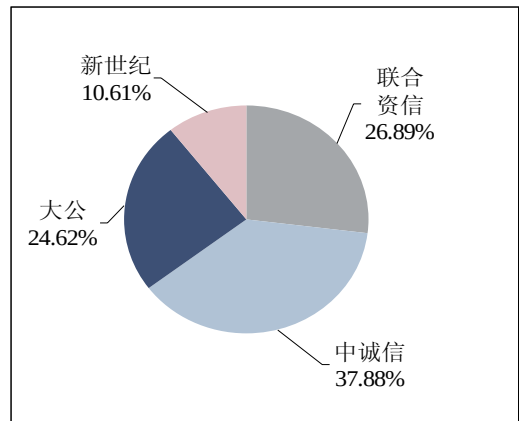
从 2009 年短券发行人主体信用等级迁徙情况来看，短期内短券发行人主体信用等级迁徙率较高，且基本上是上调，尽管部分级别的上调与企业信用基本面的改善有关，但在当前实体经济复苏基础不牢固的情况下，若因后两种原因导致的信用级别范围收窄，则债券市场隐含信用风险有积聚上升的可能。级别迁徙率较高的原因较为复杂，在现阶段应更多地依托监管机构对评级行业的政策支持、外部监管及引导，从而使评级机构的地位得以明确，评级机构的话语权得以提高，进而促进评级行业的健康发展。

六、 评级机构业务情况分析

1、 评级机构市场份额

本年度 4 家评级机构共出具 264 期短券评级报告（含一期双评级，“09 中普天 CP01”由联合资信及中诚信双评，各按一期计算）。联合资信在国内短券评级市场仍保持了相对领先地位，市场占有率为 26.89%。从 4 家评级机构本年度的客户质量来看（见表 22），联合资信所评客户中，主体级别 AA-及以上的期数合计占 95.77%；其余依次为中诚信占 92.00%，新世纪占 89.29%，大公占 89.23%。

图 8 2009 年度短券评级业务市场份额（期）



资料来源：中国债券信息网，

注：“09 中普天 CP01”由联合资信和中诚信双评，各按一期计算。

表 22 2009 年度主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	16	20	8	5	49
AA+	12	18	8	6	44
AA	15	32	16	8	71
AA-	25	22	26	6	77
A+	3	8	7	1	19
A	--	--		2	2
合计	71	100	65	28	264
其中：AA-以上占比	95.77%	92.00%	89.23%	89.29%	91.29%

2、信用等级认可度检验

通过本年度所发短券利差 I、利差 II 样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪四家评级机构出具的各信用等级的市场认可度进行均值检验，原理为通过分析一、二级市场利差均值及波动范围，来判断投资者对各信用评级机构所评信用等级的认可程度。对于同一主体信用等级，所对应的利差均值越小、分布范围越窄（标准差越小），表明市场对该项主体评级的认可度越高。

表 23 2009 年度各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	利差 I 检验		利差 II 检验	
		均值	标准差	均值	标准差
A	大公	2.5466	--	2.5425	--
	中诚信	2.8021	--	2.8011	--
A+	大公	<u>1.7185</u>	<u>0.1091</u>	<u>1.5516</u>	<u>0.3391</u>
	联合	2.0301	0.5208	1.8475	0.4864
	新世纪	1.6072	--	1.3844	--
	中诚信	2.1753	0.5851	2.0530	0.5443
AA-	大公	1.2289	0.5076	1.1568	0.4250
	联合	1.2696	<u>0.3978</u>	1.1929	<u>0.3678</u>
	新世纪	1.4563	0.7064	1.3050	0.5909
	中诚信	<u>1.1860</u>	0.4749	<u>0.9911</u>	0.4559
AA	大公	<u>0.6986</u>	0.4690	<u>0.6485</u>	0.5336
	联合	0.8403	0.4131	0.7804	0.4053
	新世纪	0.7635	0.4024	0.6515	0.3928
	中诚信	0.9362	<u>0.3501</u>	0.8903	<u>0.3546</u>
AA+	大公	0.3934	0.3419	0.3458	0.4108
	联合	<u>0.3900</u>	<u>0.2784</u>	<u>0.3029</u>	<u>0.3555</u>
	新世纪	0.9039	--	0.9548	--
	中诚信	0.6006	0.3109	0.5188	0.3899
AAA	大公	0.0526	<u>0.2625</u>	0.0445	<u>0.3214</u>
	联合	0.0683	0.3140	0.1125	0.3672
	新世纪	<u>0.0339</u>	0.4069	<u>0.0832</u>	0.4455
	中诚信	0.1469	0.3401	0.1957	0.3810

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 23 的利差检验结果来看，投资者对于各评级机构评定的各信用等级认可度不一。无论是发行市场还是交易市场，在 AA+信用等级上，投资者对联合资信的认可度最高；在 A+级别上，对大公认可度最高，在其他级别上，投资者并未对以上四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。