

2012 年第一季度短期融资券市场 利差分析报告



2012 年第一季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20120419

时间: 2012 年 4 月 19 日

分析师:

胡 岩
王妮娜
李 洁
黄 滨
刘小平

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

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.lhratings.com

概要

2012 年第一季度, 中国经济增速回落, 通货膨胀压力波动中有所缓解, 央行继续实施稳健的货币政策, 并通过公开市场操作、调整存款准备金率等数量型工具灵活调控货币供应量, 银行间资金市场流动性压力得到缓解。由于央行票据发行在一季度暂停, 债券市场总体发行规模同比下降, 但非金融企业债务融资工具供应显著增加, 债券市场收益率呈平坦化震荡态势。

本季度共有 163 家企业累计发行短券 168 期 (纯信用债 161 期, 有担保债 7 期), 合计发行金额 1552.17 亿元, 短券发行主体家数和发行期数同比均保持增长, 但短券平均单笔发行规模持续下降, 创历史季度最低。随着小额多笔滚动发行方式的渐趋流行, 短券平均单笔发行规模仍将呈下降趋势。

受央行先后采用公开市场逆回购、停发央票以及降准来补充银行间市场流动性的影响, 本季度短券发行利率稳中有降。通过相关数据分析, 联合资信发现, 主体信用等级对短券利差产生十分重要的影响, 本季度各信用级别主体所发短券利差明显缩小, 尤其是 AA 及以上信用级别主体表现更为显著。

一、二级市场交易利差方面, 本季度发行的 135 期短券首日交易日均有一定的套利空间; 20 期短券首日交易日存在利差倒挂现象, 除了部分 AA+ 和 AAA 信用级别延续倒挂之外, A+~AA 的信用级别在本季度的首日交易日也出现了利差倒挂现象。

本季度, 联合资信与中诚信在国内短券评级市场占有率继续保持领先地位, 但投资者对于各评级机构的评级结果认可度未表现出明显的一致性。

释 义

- ◆ **央 行**：中国人民银行
- ◆ **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。
- ◆ **本 季 度**：2012 年 1 月 1 日~2012 年 3 月 31 日
- ◆ **发 行 日**：短券起息日
- ◆ **交 易 日**：短券上市交易日
- ◆ **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。
- ◆ **超 短 融**：超级短期融资券，指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的、期限在 270 天以内的短期融资券。
- ◆ **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。
- ◆ **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

2012 年第一季度，中国经济增速持续回落，通货膨胀压力进一步缓解，央行继续实施稳健的货币政策，并通过公开市场操作、调整存款准备金率等数量型工具灵活控制货币供应量，银行间资金市场流动性压力持续缓解，债券市场收益率平坦化震荡。

基本面——宏观经济延续下行，通货膨胀压力进一步缓解。

本季度，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 11.6%，低于上年同期的 14.1%，比 2011 年 12 月份回落 1.2 个百分点，延续第四季度以来的回落态势；2012 年 1~2 月，规模以上工业企业分别实现主营业务收入 12.08 万亿元，同比增长 13.4%，利润总额 0.61 万亿元，同比下降 5.2%。

2012 年中国政府工作报告中提出，本年度 GDP 增长预期目标为 7.5%，是自 2005 年以来，中国首次调低 GDP 增速预期目标。根据国家统计局初步测算，一季度 GDP 为 107995 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%，环比增长 1.8%。总体看，一季度经济增速有所回落，但仍处在合理适度增长区间。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，投资、消费、对外贸易增速均有所放缓。

投资方面，继续保持了较快增长，但下滑风险加大。本季度，固定资产投资（不含农户）47865 亿元，同比名义增长 20.9%（扣除价格因素实际增长 18.2%），增速比上年全年回落 2.9 个百分点。全国房地产开发投资 10927 亿元，同比名义增长 23.5%（扣除价格因素实际增长 20.7%），增速比上年全年回落 4.4 个百分点，比上年同期回落 10.6 个百分点。投资超出预期主要是受到在建量和保障房两个因素的影响：2011 年底施工面积为 19 亿平米，同比增长 16%；2012 年对保障房建成套数设定了 500 万套的硬性指标，也会使得保障房施工进度加快，年内投资分布相对提前。预计房地产调控政策短期内不会显著放松，未来房地产投资增速存在下降风险，可能导致整体固定资产投资增速放缓。制造业固定资产投资 7284 亿元，增长 24.7%，同比增速较上年 12 月（34.5%）下滑明显，基础设施投资则同比负增长。

对外贸易方面，贸易顺差收窄，对外贸易形势严峻。本季度进出口总额 8593.7 亿美元，同比增长 7.3%；出口 4300.2 亿美元，增长 7.6%；进口 4293.5 亿美元，增长 6.9%。进出口相抵，顺差 6.7 亿美元。其中，1 月份受春节假期因素和外围经济复苏乏力影响，进出口均呈现负增长，同比分别下降 15.3% 和 0.5%，进口的大幅下滑推动当月贸易顺差扩大至 272.78 亿美元。2 月份出口规模较 1 月减少 355 亿美元，环比下降 23.6%，但同期随春节因素消退，进口规模增长至 1459.54 亿美元，造成 2 月份出现 314.8 亿美元的逆差，创历史记录。3 月份出口有所恢复，环比大幅增长 44.7%，同比增长 7.1%，进口增速下降，同比增长 5.3%，同比增速较上月下降 29.8 个百分点。

消费方面，社会消费品零售增速下降，增长低迷。本季度，社会消费品零售总额 49319 亿元，同比名义增长 14.8%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。

在节日因素与翘尾因素共同推动下，2012 年 1 月份 CPI 价格指数较上年 12 月的 4.10% 升至 4.50%。2 月份随基数效应减弱、节假日因素消退、猪肉价格持续下降，CPI 回落至 3.2%，3 月份受国内油价上调、蔬菜价格上涨等短期因素影响，CPI 小幅反弹至 3.6%。由于 2012 年世界经济增速放缓的可能性较大，国际大宗商品价格可能维持震荡下行的态势，加之 PPI 翘尾因素较上年大

幅下降，2012 年 PPI 指数较上年明显走低，3 月份降至-0.30%，同比下降 0.3%，这是 PPI 自 2009 年 11 月之后再次出现负增长，创下 28 个月来的历史新低。预计二季度的 PPI 增速将继续大幅下降。但若中东伊朗局势动荡以及西方国家宽松货币政策预期导致国际油价出现较大幅度上涨的话，可能对国内 PPI 产生上涨的压力。

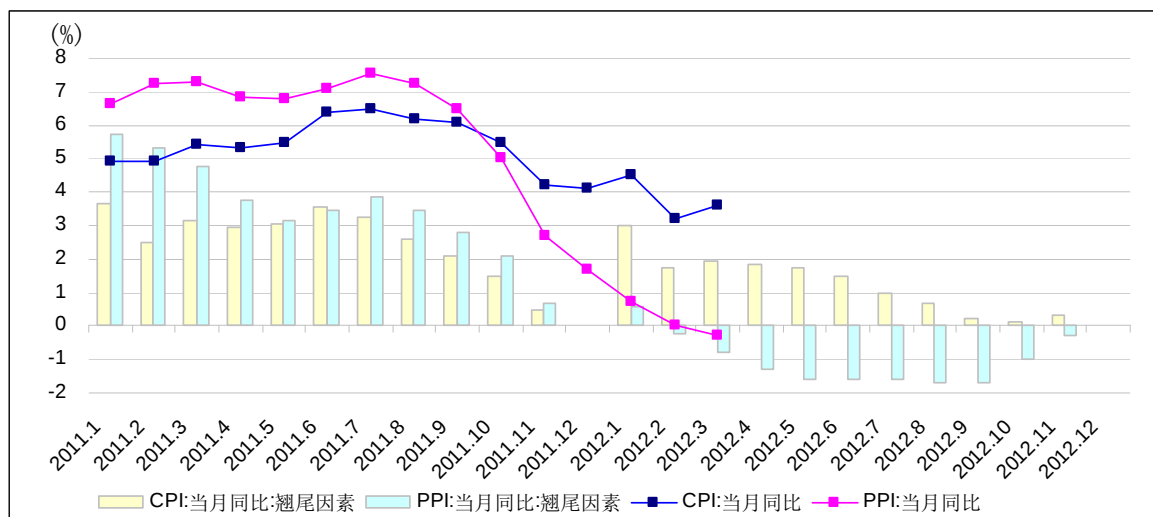


图 1 CPI、PPI 及翘尾因素同比增速变化情况

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

政策面——央行继续实施稳健的货币政策，货币供应量整体保持平稳。

货币政策方面，央行执行稳健的货币政策基调不变，政策目标由“稳物价”转为“稳增长、稳物价”。2012 年 1 月 9 日央行工作会议提出：“继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性和前瞻性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，进一步深化金融改革，加快金融市场发展，加强和改进外汇管理，着力提高金融服务和管理水平，有效防范系统性金融风险，促进经济平稳较快发展和物价总水平基本稳定。”2012 年 2 月 15 日央行发布《2011 年四季度货币政策执行报告》提出，2012 年广义货币供应量 M2 初步预期增长 14% 左右，较 2011 年末实际增长值（13.6%）略有提升，对应新增信贷约为 8 万亿元。14% 的 M2 增速目标显示了 2012 年货币供应整体将保持平稳。鉴于目前经济形势下行风险加大，央行将更倾向于通过公开市场操作和存款准备金率等数量型工具灵活调控市场流动性，而对于价格型工具的使用将更为谨慎。

央行于 2012 年 2 月 24 日起年内首次下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，大型金融机构的存款准备金率相应调整至 20.50%。截至 2012 年 3 月 29 日，央行公开市场操作中已连续 13 周停发央票，主要以正回购对冲到期资金。从目前央行实际操作看，央行在以存款准备金的释放弥补外汇占款减少带来的基础货币投放不足，并佐以正回购，平滑货币市场的短期波动。在上述因素的共同作用下，银行间市场资金逐步宽松。

截至 2012 年 3 月末，广义货币供应量（M2）89.56 万亿元，同比增长 13.4%，比上月末高 0.4 个百分点；狭义货币供应量（M1）27.80 万亿元，同比增长 4.4%，比上月末高 0.1 个百分点，M2 与 M1 增速均从低位持续反弹。从信贷数量来看，2012 年 1~3 月，金融机构新增人民币贷款 2.46 万亿元，同比多增 2170 亿元，其中 1 月新增人民币贷款 7381 亿元，同比少增 2882 亿元，2 月新

增人民币贷款 7107 亿元，同比多增 1730 亿元，3 月新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比多增 3320 亿元。

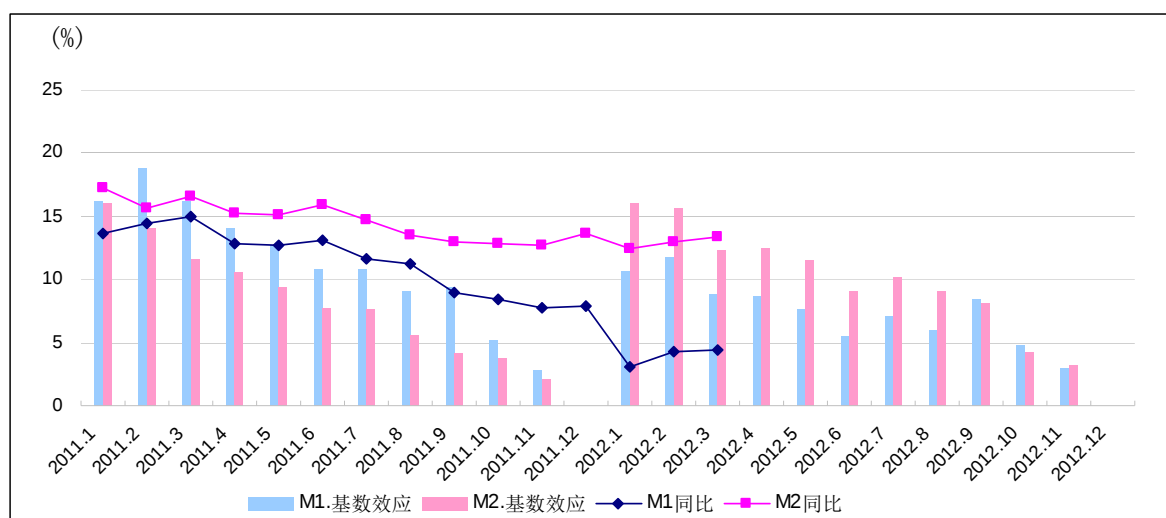


图 2 2011 年~2012 年 3 月 M1、M2 同比增速变动情况

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

2012 年第一季度，人民币兑美元升值预期波动、进出口形势变化等短期因素是外汇占款波动的主要原因。2012 年 1 月受贸易顺差以及人民币升值预期增强影响，新增外汇占款达 1409 亿元，结束连续 3 个月的负增长。2 月对外贸易由顺差转变为逆差，加上人民币升值预期回落，新增外汇占款较上月大幅下降为 251 亿元。外汇占款的短期波动影响着货币供应量的变化，年内外汇占款波动的格局还将延续，央行应对外汇占款波动对货币供应冲击的压力增大。

资金面——短期资金面阶段性紧张，整体资金面持续改善。

从银行间市场资金面来看，2012 年 1 月，银行间市场利率水平（以 7 天银行间同业拆借加权平均利率 R007 为代表）冲高回落，1 月初，银行间资金面延续宽松局面，但受节前资金备付压力及财政存款上缴冲击，资金面趋紧，市场利率水平快速攀升并持续维持高位，为缓解资金面，央行连续三周暂停央票发行，并开展逆回购操作，春节前三周央行向市场投放近 5000 亿，资金面紧张局面缓解。2 月中旬，受中小金融机构最后一轮保证金存款补交存款准备金、外汇占款减少等因素影响，银行间流动性再次趋紧，2 月 17 日市场利率水平升至 5.49%，央行再次向市场注入流动性，2 月 18 日央行宣布自 2 月 24 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，对应释放资金约 3700 亿元，流动性趋于宽松，银行间同业拆借利率持续回落，3 月份银行间市场资金面持续缓解，3 月底的银行间市场利率水平（R007）小幅反弹，主要是假日因素以及银行月末考核所致，资金面略显紧张。

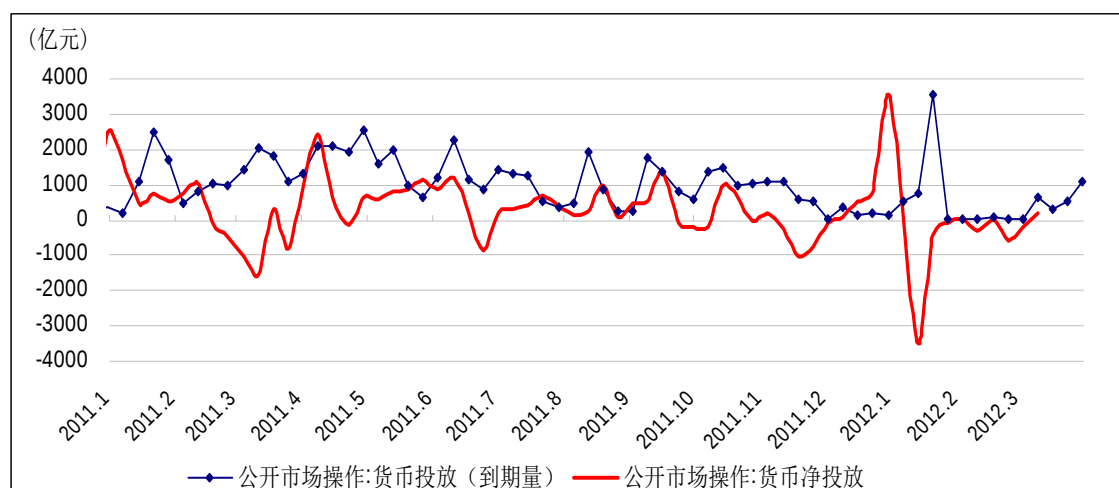


图3 2011年~2012年3月公开市场到期量与央行货币净投放情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

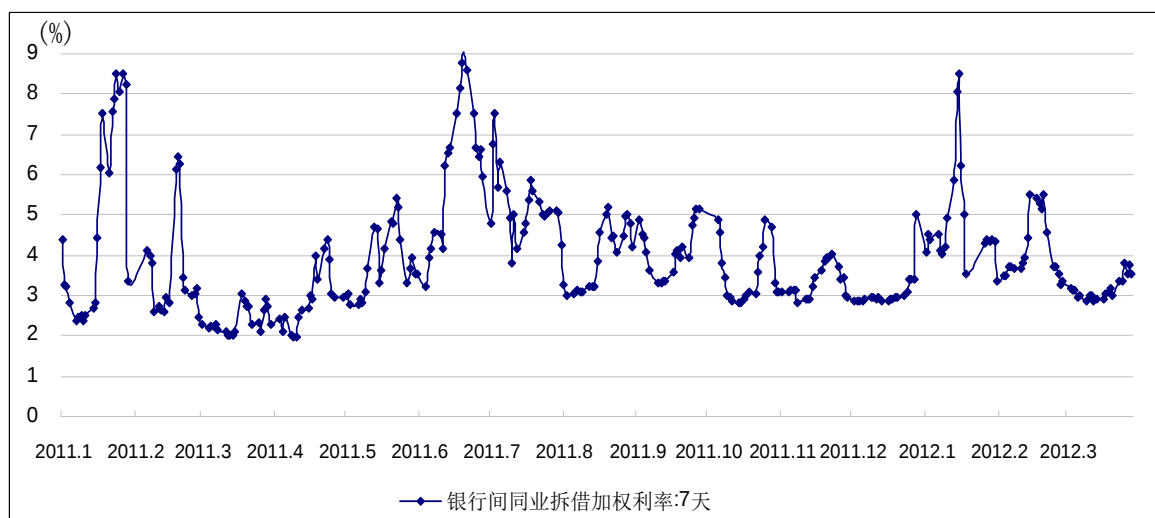


图4 2011年~2012年3月银行间同业拆借加权利率（7天）波动情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

债券市场——总体发行规模同比下降，但信用产品供应增加；债券市场收益率平坦化震荡

2012年第一季度债券市场主要债券品种发行规模合计 14943.98 亿元，同比下降 18.29%，主要是央行票据持续全面停发。记账式国债发行减少导致一季度国债发行量有所下降；信用产品中中期票据和短期融资券发行规模均有减少；超短期融资券平稳增长；企业债、公司债发行量增长显著。

利率产品：根据财政部公布的《2012 年关键期限国债发行计划和第一季度国债发行计划的通知》，其中 2012 年发债计划显示，财政部 2012 年计划发行关键期限国债 31 只。另据一季度发行计划，2012 年一季度财政部将发行记账式国债 6 只，均为关键期限国债，较上年同期减少了 3 只。其中记账式国债 6 只，均为关键期限国债，较去年同期减少了 3 只。2012 年一季度国债发行规模 2180 亿元，同比下降 18.05%。一季度央票全面暂停发行，主要是本季度在通胀压力减轻、经济增

速减缓的背景下，考虑到外汇占款增长乏力、央票二级市场利率开始走低，央行对于回笼货币流动性态度更加谨慎。

信用产品：2012 年第一季度信用产品发行总量整体增长，但各品种表现各异。2012 年第一季度非金融企业债务融资工具发行量为 6268.98 亿元，同比增长 5.05%，其中超短期融资券发行量 1100 亿元，同比增长 20.88%。企业债发行量 1676 亿元，同比增长 105.45%，创历史单季新高，主要是 3 月 50 多只城投债集中发行。公司债发行量 392.9 亿元，同比增长 138.12%。短期融资券和中期票据发行为 1725.2 亿元和 1356.10 亿元，分别同比下降 10.26%和 26.37%。

表 1 2012 年第一季度主要债券产品发行情况

债券品种	2011 年第一季度		2012 年第一季度		发行规模 同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
政府债：	2660	14.54	2180	14.59	-18.05
国债	2660	14.54	2180	14.59	-18.05
代发地方政府债	0	0	0	0	
央行票据	3370	18.43	0	0	-100.00
金融债（含中央汇金债）	6293.1	34.41	6495	43.46	3.21
非金融企业债务融资工具	5966.93	32.62	6268.98	41.95	5.06
超短期融资券	910	4.98	1100	7.36	20.88
短期融资券	1922.4	10.51	1725.2	11.54	-10.26
中期票据	1841.7	10.07	1356.1	9.07	-26.37
企业债	815.78	4.46	1676	11.22	105.45
公司债	165	0.9	392.9	2.63	138.12
可转债	295.2	1.61	4.5	0.03	-98.48
集合票据	16.85	0.09	14.31	0.10	-15.07
外国债券	0	0	0	0	
合计	18290.03	100	14943.98	100	-18.29

资料来源：中国债券信息网、短融和超短融数据来自 wind 数据，联合资信整理

注：各债券品种统计起始日以发行日作为统计口径，与第二部分及以后按照起息日计算的短券发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，2012 年第一季度债券市场收益率呈平坦化震荡走势。本季度在宏观经济增长放缓、通货膨胀回落背景下，全社会配置资产重点偏向固定收益品种，期间由于受市场风险偏好增强、资金面波动等因素影响，债券市场整体呈结构性分化。其中，利率产品及高信用产品收益率走势受资金面影响较大，1 月因春节资金需求较大，资金面波动较大，利率产品及高信用等级产品收益率呈“上涨一回落”的震荡走势，短端利率产品尤为明显。2 月份随央行下调存款准备金率 0.5 个百分点，资金面持续改善，利率产品及高信用等级产品收益率持续走低至 3 月中旬，3 月末资金面再度紧张，利率产品及高信用等级产品收益率开始走高，主要是清明假期及季末月末银行存贷比考核所致。中、低信用等级产品方面，一季度受宏观经济见底企稳预期增强、市场风险偏好有所恢复、管理层放宽发债条件等因素影响，加之资金面持续改善，中、低信用等级产品收益率整体呈持续走低态势。

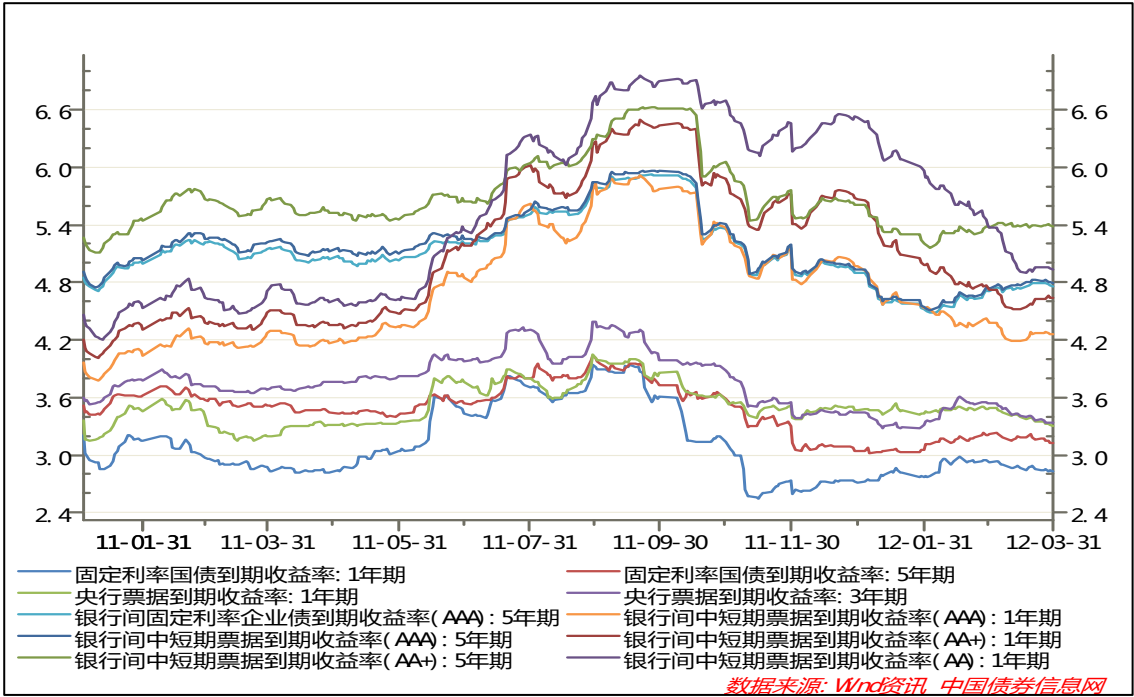


图 5 2011~2012 年 3 月关键期限债券到期收益率整体变化情况

资料来源：wind 资讯、中国债券信息网

二、 短券发行市场情况

短券总体发行规模同比下降，发行期数和发行家数保持增长，但增幅有所回落；短券平均单笔发行规模持续下降

从 2005 年 5 月至 2012 年 3 月底，银行间市场累计发行短券 2338 期，实际发行规模 32941.77 亿元。截至 2012 年 3 月底，短券市场存量 7755.57 亿元。

表 2 短券发行基本情况

项 目	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 第一季度	同比 增长
	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比		
发行规模（亿元）	1109.90	25.82%	965.00	20.86%	1410.90	20.85%	1706.40	21.96%	1552.17	-9.04%
发行期数（期）	84	31.34%	56	21.29%	102	23.02%	152	24.88%	168	10.53%
发行家数（家）	76	35.51%	51	24.40%	98	29.17%	139	30.75%	163	17.27%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度共有 163 家企业累计发行短券 168 期（纯信用债 161 期，有担保债 7 期），合计发行 1552.17 亿元。与 2011 年同期相比，本季度短券发行主体家数和发行期数保持增长，增幅分别为 10.53%、17.27%，但增幅有所回落。本季度短券总体发行规模同比下降 9.04%，在本季度发行期数保持增长的情况下，必然导致平均单笔发行规模的下降。本季度发行的短券平均单笔规模仅为 9.24 亿元，同比下降 17.72%，是自短券发行历史上，平均单笔发行规模最低的季度。事实上，自 2009 年以来，短券平均发行规模便维持逐年下降趋势。随着小额多笔滚动发行的方式的渐趋流行，短券平均发

行规模仍将呈下降趋势。

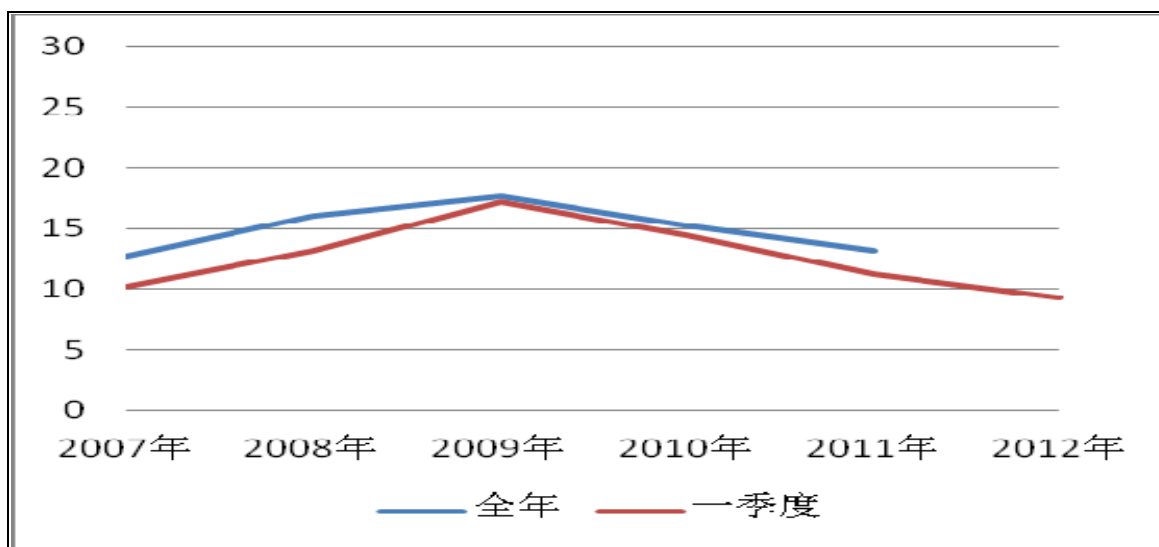


图6 短期融资券平均单笔发行规模

资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

表3 短券主体信用等级发行规模统计

	发行主体家数(家)		实际发行额(亿元)		平均单笔发行规模(亿元)		单笔最大发行额(亿元)	
	2012年 第一季度	2011年 第一季度	2012年 第一季度	2011年 第一季度	2012年 第一季度	2011年 第一季度	2012年 第一季度	2011年 第一季度
AAA	31	25	828.00	855.00	24.35	31.67	60	100
AA+	25	27	241.00	300.50	8.93	10.36	24	40
AA	45	40	263.80	303.00	5.86	6.89	16	25
AA-	43	38	174.35	223.50	4.05	5.32	10	15
A+	18	7	44.70	23.00	2.48	2.88	4	4
A	--	2	--	1.40	--	0.70	--	1
A-	1	--	0.32	--	0.32	--	0.32	--
合计	163	139	1552.17	1706.40	9.24	11.23	60	100

资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

从发行期限来看, 本季度所发行的短券仍以1年期为主, 其中发行期限为1年期的共有164期, 占97.62%; 发行期限在1年以下的4期, 占2.38%。从发行方式来看, 本季度仅出现1期付息式浮动利率的债券。

本季度短券主体信用等级继续向AA-级以上(含AA-)高信用等级集中。本季度163家企业累计发行的168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159期, 占总发行期数的94.64%; 主体信用等级在A+级以下(含A+)的企业共发行短券9期, 占总发行期数的5.36%。

本季度, 在存续期的短券中, 针对山东海龙经营支付压力大, 资金链极度紧张, 巨额亏损、贷款逾期及涉及诉讼等事项, 其信用风险进一步增加, 联合资信在延续2011年对山东海龙的两次级别下调后, 再次将其主体长期信用等级由“BB+”调降至“CCC”, “11海龙CP01”的信用等级由“B”调降至“C”, 评级展望负面, 充分揭示了其信用基本面的弱化。

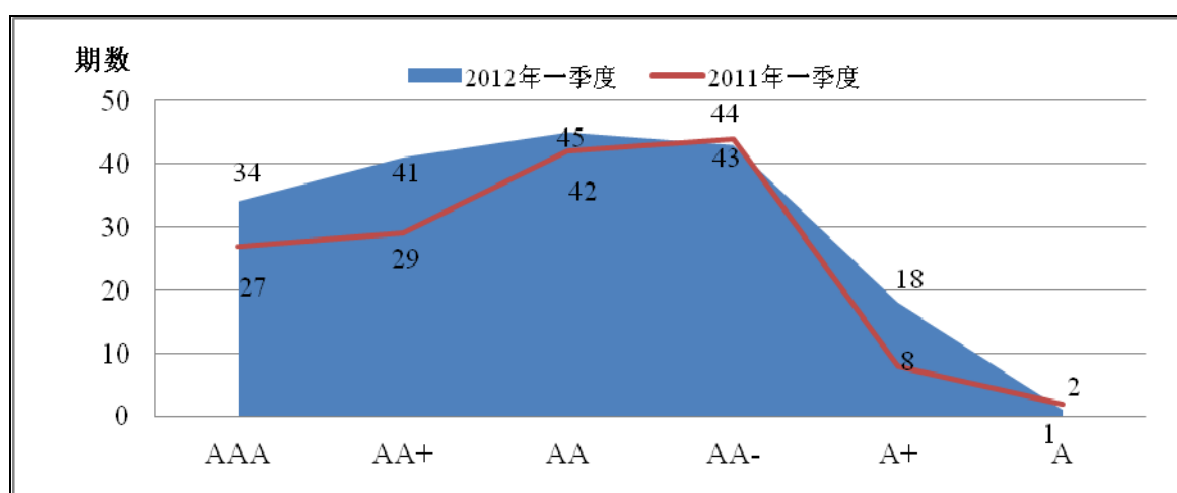


图7 2012年第一季度短券主体发行期数信用等级分布

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行利率总体稳中有降，AAA 以下的主体级别发行利率波动较大且分化明显

本季度短券发行利率稳中有降。一季度银行间流动性逐月缓解，央行先后采用公开市场逆回购、停发央票以及降准来补充银行间市场的流动性。具体来看，1月份资金面紧张，银行间7天质押回购利率均值达到4.9%，除AAA发行利率全面回落至SHIBOR利率以外，其他短券发行利率较上年四季度有所上行；2月，受春节临近以及通胀预期较强等因素的影响，银行间资金略有紧张，银行间7天质押回购利率均值降至4.2%，AAA以外发行主体发行利率震荡明显。2月底，央行决定自2012年2月24日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是2011年四季度货币政策开始微调以来央行第二次下调存款准备金率，也是2012年第一次下调存款准备金率。3月，受存款准备金率下调及春节过后大量资金陆续回流至银行体系影响，货币市场资金紧张的态势有所缓解，同时受银行资金较为宽松影响，机构配置资金需求变得较为旺盛，银行间资金面由紧张逐步宽松，银行间7天质押回购利率均值3月20日已降至3%左右，从而带动了短券发行利率下行。

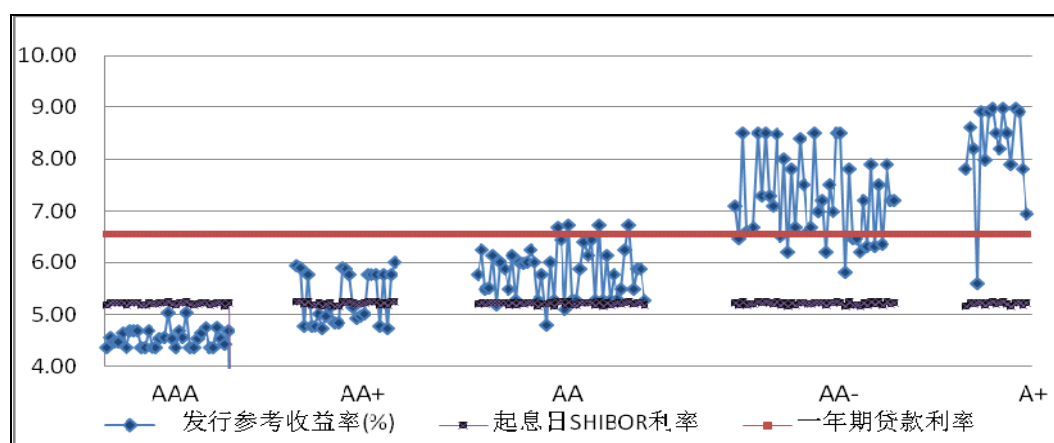


图8 2012年第一季度主要主体级别短券发行利率与起息日SHIBOR利率走势

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：剔除AA-~AAA中发行期限1年以下，担保债券和附息浮动式利率短券合计13期；A级别样本量少，故未统计在内。

从不同级别主体的短券发行利率看，随着主体信用等级的提高，其短券发行利率波动逐级减小。由图 8 可以看出，主体信用等级相对较低的 AAA 以下级别企业，其发行利率在银行间市场资金面较为紧张的 1 月和 2 月波动较为剧烈且分化明显；主体信用等级为 AAA 的企业所发行的短券利率走势较为平缓，且在本季度低于 SHIBOR 利率。

民营企业发行短券的主体家数保持增长态势，国有企业仍是短券最大的发行群体

2012 年一季度短券发行主体共计 163 家，按照所有制性质划分，国有企业 116 家，占 71.17%；民营企业 47 家，占 28.83%。发行短券的民营企业家数占比与上年同期（为 23.74%）相比有所提高，但是国有企业仍是目前短券的最大发行群体。

短券发行仍然主要集中于经济发达地区，各地区短券发行依旧向地区所辖的重点省、直辖市集中

从发行主体地区分布来看，2012 年第一季度发行主体合计 163 家，华东和华北地区发债主体合计 103 家，占同期发债主体总家数的 63.19%；与上年同期相比，华北地区发行家数大幅增加，增加了 19 家；西南地区发行家数减少 10 家，同比大幅降低 58.82%。

表 4 2012 年第一季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	44	北京市	35	79.55
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	58	江苏、浙江和上海市	37	62.07
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	7	四川省、重庆市	6	85.71
华中	河南省、湖北省、湖南省	12	湖北省	5	41.67
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	20	广东省	14	70.00
西北	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	8	新疆	4	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	12	辽宁省	8	66.67

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发债集中度来看，发行家数和发行规模向各地区所辖的重点省、直辖市集中的特点仍未改变。具体看，华北重点发行地区仍主要集中在北京市，发行家数合计 35 家，占到本季度发行总家数的 21.47%，较上年同期占比有所上升。而另一重点发行区域华东地区，浙江省发行家数增长迅速，本季度共计发行 17 家，超过了江苏省和上海市。

从发行规模看，本季度华北及华东两大重点地区的实际发行额度分别为 697.80 亿元和 384.77 亿元，远高于其他地区，分别相当于当期发行总额的 44.96%和 24.79%。从平均单笔发行规模看，本季度华北地区的平均单笔发行规模为 15.86 亿元，远高于其他地区。而华东和华南两个地区的平均单笔发行规模分别为 6.63 亿元和 9.33 亿元。北京是华北地区的重点发债区域，国有大型企业多位于北京，本季度发行主体中，北京地区信用等级为 AAA 的共计 18 家，占全部信用等级为 AAA 的发行主体的 52.94%。与华北地区大型国有企业集中不同，华东和华南是国内中小企业集中的地区，此类企业在单笔发行规模上与国有大型企业还存在一定差距。

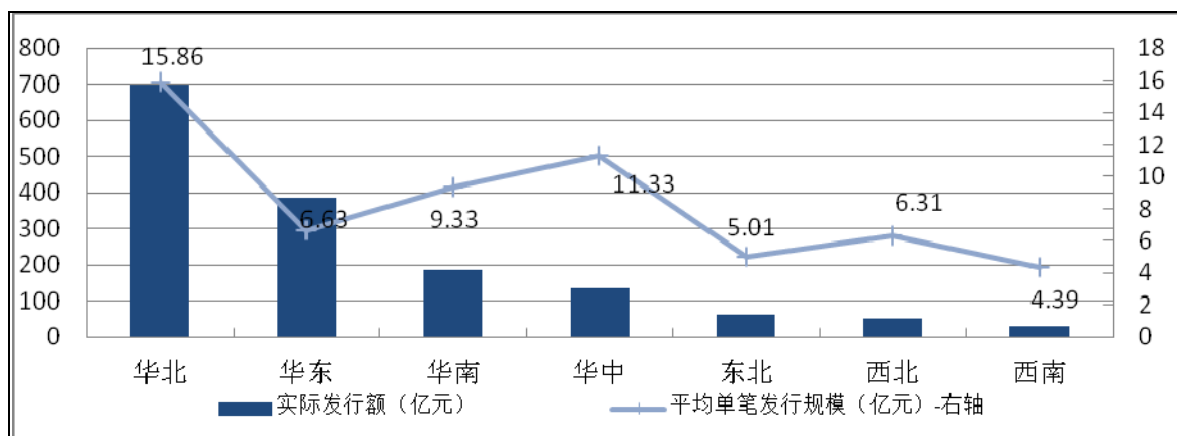


图9 2012年第一季度各地区短券发行情况

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

工、农、中、建四大银行短券发行市场的优势地位稳固，光大银行和中信银行表现依旧突出

2012年第一季度参与短券发行的主承销商共计21家，其中包括2家证券机构。按承销规模统计，中国银行承销规模最大，总承销额度达203.75亿元；承销额度超过100亿元的银行包括建设银行、中国银行、光大银行、农业银行和中信银行，共计5家，其余银行承销额度均低于100亿元，其中证券机构中金公司和中信证券承销额度相对较小，分别为7.5亿元和6.5亿元。

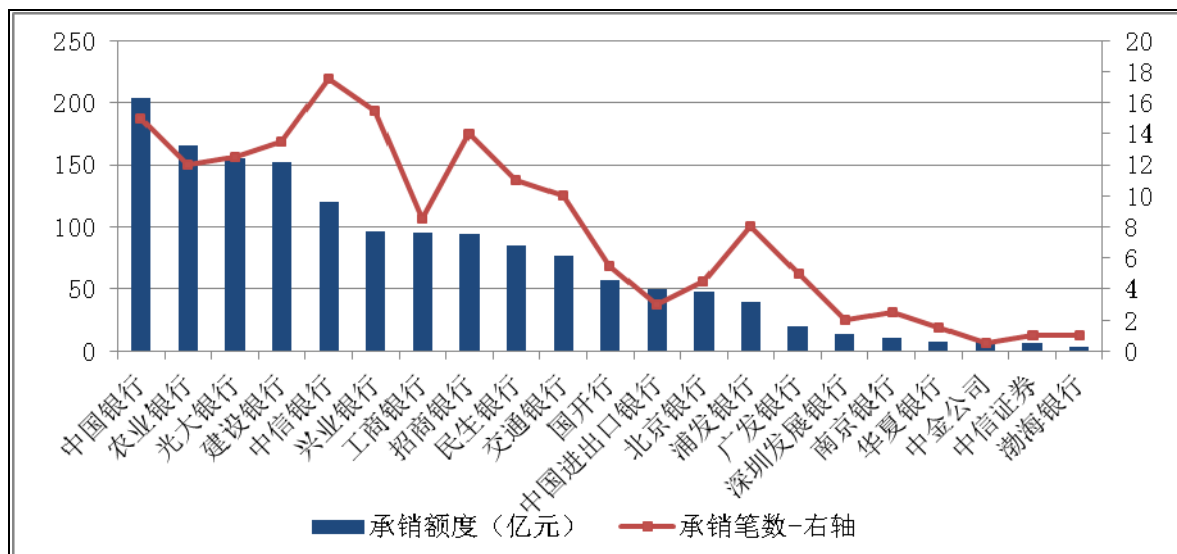


图10 2012年第一季度短券市场各主承销商承销情况

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度发行额度超过50亿元（含50亿元）的债券仅3期，同比下降50%。这3期债券分别为：60亿元“12武钢CP001”，50亿元的“12中广核CP001”，以及50亿元的“12中铝业CP001”，以上3期债券承销商分别为中国银行、农业银行和中国进出口银行联合承销、招商银行和北京银行联合承销。

按照承销期数统计，中信银行17.5期，位列榜首；兴业银行为15.5期、中国银行15期、招商银行为14期、建设银行为13.5期，位列2~5位。中金公司仅为0.5期，中信证券和渤海银行各为1期，承销期数相对较少。

总体看，工、农、中、建四大国有银行，仅工商银行承销额度低于 100 亿元，而其他三家银行位居一季度短券总承销额度的前五名；本季度光大银行和中信银行仍然维持强势，光大银行承销额度保持前三名，中信银行承销额度和承销笔数皆跻身前五名。

三、 短券利差分析

2012年第一季度短券发行期数为168期，其中浮动利率短券1期，发行期限小于1年的短券4期（含有担保的样本1期），有担保的短券7期，上市后较长时间内无交易的样本2期。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本以后的155期¹样本。

从表5可见，本季度短券的发行利率与SHIBOR利率相关性较高，但首日交易利率与SHIBOR利率的相关性相对偏低。

从1Y SHIBOR走势看，1月及2月中前期，受跨节因素影响，1Y SHIBOR利率在5.23%左右震荡，2月末开始则呈现持续下降趋势，3月末最低为5.15%。

从短券发行利率走势看，本季度各主体级别短券发行利率与1Y SHIBOR走势基本一致，即1、2月份维持在相对较高水平，3月份开始则出现一定程度的下降。

从短券交易利率走势看，本季度交易利率和交易日1Y SHIBOR利率相关性相对较低，尤其是AAA级主体所发短券表现更为明显。主要原因在于，在市场避险情绪较浓厚的情况下，AAA级主体在二级市场更受市场青睐，使得其对交易日1Y SHIBOR的敏感程度有所降低，从而相关性下降。

表5 短券利率与1年期SHIBOR利率相关性检验结果

主体级别	模型变量	检验方法	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
AAA	发行利率	Enter	0.804	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.461	0.006
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁺	发行利率		0.795	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.692	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA	发行利率		0.840	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.692	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁻	发行利率		0.872	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			

¹ 2012年一季度有4期短券上市首日无交易，分别为“12众和 CP001”、“12威海广泰 CP001”、“12浙旅游 CP001”和“12楚天 CP001”。其中，“12众和 CP001”于1月21日上市，直到2月21日才有首次交易；“12威海广泰 CP001”2月20日上市，截至2012年4月5日无交易。上述两个样本在本部分的分析中删除。“12浙旅游 CP001”和“12楚天 CP001”均在上市日的第二天有交易，首日交易利率以上市后首次交易利率近似替代。

A ⁺	交易利率 交易日 SHIBOR 利率		0.778	0.000
	发行利率 发行日 SHIBOR 利率		0.909	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率		0.921	0.000

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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。由于目前新发行短券债项级别全部为 A-1，因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。本季度利差分析主要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；本季度各信用级别主体所发短券利差均值与 2011 年下半年相比明显缩小，尤其是高信用级别主体表现更为显著。

本季度，银行间市场资金面与上年 3、4 季度相比较为宽松；短券发行利率和交易利率总体呈现下降趋势，不同信用等级主体所发短券降幅均超过同期 SHIBOR，利差明显缩小。

通过表 6、表 7 及图 11 可以看出，本季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仍然显著，即主体长期信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。②由于资金面逐步宽松，本季度 AA 以上主体所发短券利差与上年 3、4 季度相比明显缩小；AA-及 A+主体短券利差虽与 2011 年 4 季度相比有所下降，但下降幅度有限，且仍高于上年 3 季度水平。说明市场对高级别主体仍有更强的偏好。③AA+及 AAA 级别主体的短券负利差现象明显，AA 级别主体的短券也出现部分负利差。④级差仍存在分水岭，AA-~AA 的级差最大，对于 AA-及以下的短券，投资者对风险回报的要求更高。⑤从本季度利差逐月走势看，由于 3 月份资金宽松的趋势更为明确，3 月各主体级别利差与 1 月相比均有所下降，其中 A+~AA-主体级别的各短券利差与 1 月相比下降更为明显（见图 11）。

表 6 2011 年各季度利差 I、利差 II 情况

主体 级别	利差 I 均值 (BP)				利差 II 均值 (BP)			
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
AAA	-18.58	-41.73	44.94	28.42	-29.82	-49.26	42.58	16.91
AA ⁺	21.53	-9.75	97.24	75.71	7.95	-19.34	95.52	68.05
AA	42.50	11.04	132.54	166.85	29.12	-4.11	135.21	159.52
AA-	73.12	40.21	171.77	285.58	66.27	32.76	173.72	288.67
A ⁺	112.16	102.92	210.54	356.90	113.05	102.39	219.83	362.12
A	144.14	128.09	--	--	143.65	127.44	--	--

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

表7 本季度各级别发行主体对应的利差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 (BP)	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)
AAA	4.36~5.03	4.56	-65.90	--	16.63	-75.21	--	18.09
AA ⁺	4.74~6.00	5.33	11.28	77.17	46.45	-9.33	65.87	44.48
AA	5.19~6.73	5.85	63.84	52.56	43.91	40.45	49.78	50.41
AA ⁻	6.20~8.50	7.24	202.79	138.95	76.72	191.18	150.73	90.07
A ⁺	7.80~8.98	8.44	322.88	120.09	43.07	323.48	132.29	43.51

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

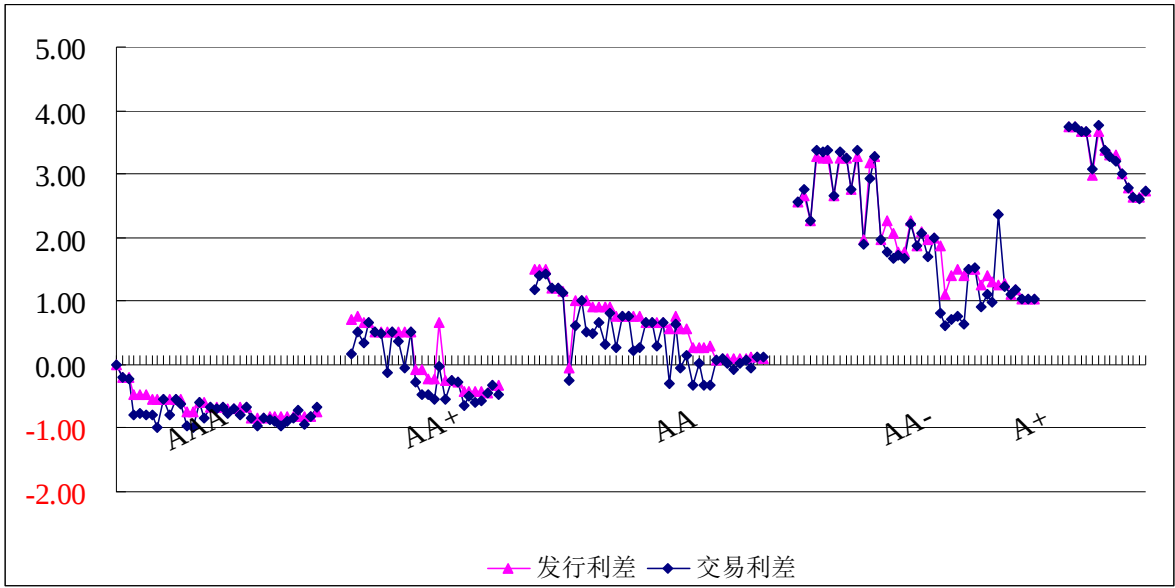


图 11 本季度各级别发行主体短券利差分布情况

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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，本文通过方差分析法进行检验，以确定信用等级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等级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。

从结果看，本季度所有不同等级之间（包括所有相邻主体等级和不相邻主体等级）的短券利差均表现出显著差异。说明本季度的短券主体评级对其一级市场及二级市场定价表现出良好的区分度。

表 8 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用等级-利差 I 显著性检验结果		信用等级-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.)
AAA	AA ⁺	-0.7717*	0.0000	-0.6587*	0.0013
	AA	-1.2974*	0.0000	-1.1566*	0.0000

	AA-	-2.6869*	0.0000	-2.6639*	0.0000
	A+	-3.8878*	0.0000	-3.9868*	0.0000
AA+	AAA	0.7717*	0.0000	0.6587*	0.0013
	AA	-0.5256*	0.0035	-0.4978*	0.0247
	AA-	-1.9151*	0.0000	-2.0052*	0.0000
	A+	-3.1160*	0.0000	-3.3281*	0.0000
AA	AAA	1.2974*	0.0000	1.1566*	0.0000
	AA+	0.5256*	0.0035	0.4978*	0.0247
	AA-	-1.3895*	0.0000	-1.5073*	0.0000
	A+	-2.5904*	0.0000	-2.8303*	0.0000
AA-	AAA	2.6869*	0.0000	2.6639*	0.0000
	AA+	1.9151*	0.0000	2.0052*	0.0000
	AA	1.3895*	0.0000	1.5073*	0.0000
	A+	-1.2009*	0.0000	-1.3229*	0.0000
A+	AAA	3.8878*	0.0000	3.9868*	0.0000
	AA+	3.1160*	0.0000	3.3281*	0.0000
	AA	2.5904*	0.0000	2.8303*	0.0000
	AA-	1.2009*	0.0000	1.3229*	0.0000

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

总体而言，本季度资金面整体趋于宽松的状况，使得利差较上年下半年有所缩小。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。本季度利差呈现下降趋势，不同信用等级之间的利差表现出显著差异。

（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、企业性质和所属行业三个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。

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表 10 可以看出，主体规模越大，短券的平均发行利率和利差水平越低。其中规模在 500 亿元以上的企业，AAA 级信用等级企业较为集中，平均发行利率为 4.65%，且利差 I 及利差 II 均为负值，标准差最小。主体规模为 50~100 亿元之间的短券，主体级别以 AA-和 AA 为主，利差 I 及利差 II 的标准差最大。

表 9 本季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（BP）	均值（BP）	标准差（BP）
500 亿元及以上	32	4.65	-56.84	35.82	-67.11	38.15
100~500 亿元	61	5.76	54.56	81.42	30.37	82.76
50~100 亿元	31	6.72	150.36	120.46	140.30	127.20
低于 50 亿元	31	7.56	234.53	98.93	230.05	106.38

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

利差在不同企业性质的结构性差异

本季度发行短券仍以国有企业为主，民营企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率183BP，利差 I 及利差 II 均值较国有企业分别高出 182BP 和 188BP，而上年均值差距则分别为 64.55BP 和 71.18BP。民营企业与国有企业在发行利率及利差方面的差异较上年有较大幅度的扩大，说明市场对国有企业的偏好有较大幅度的加强。

表 10 2011 年企业性质对利差影响分析

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 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
国有企业	420	5.66	70.29	88.78	62.60	93.12
民营企业	121	6.28	134.94	106.58	133.78	111.38
外商独资	1	5.90	66.37	--	76.96	--
中外合资	8	6.77	159.79	129.13	161.40	133.14
集体企业	2	7.99	274.18	141.78	280.37	148.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 11 本季度企业性质对利差影响分析

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 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
国有企业	110	5.55	34.21	99.97	17.91	102.87
民营企业	44	7.38	216.56	113.46	206.24	123.11
外商独资	1	6.73	149.20	--	141.33	--

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

利差在不同行业的结构性差异

本季度短券发行主体主要分布在电力、交通运输、农林牧副渔、零售/物流/贸易等行业（见表 10）。从发行利率看，电力、交通运输、钢铁的平均发行利率和利差相对较低。总体来看，行业平均发行利率和利差的差异主要源于发行主体信用等级的差异。本季度电力、交通运输、钢铁等行业债券发行主体信用等级主要分布于 AA+级和 AAA 级，从而其发行利率和利差相对较低；而本季度煤炭、家用电器等行业短券发行主体信用等级主要分布于 A+级至 AA+级，其发行利率和利差则相对较高。

表 12 本季度发行主体行业对利差影响分析

主体行业	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
电力	15	5.29	7.53	122.68	-10.60	123.80
交通运输	10	5.30	9.45	103.66	4.85	105.97
钢铁	4	5.48	25.57	100.26	-11.43	72.64
酒店及旅游	4	5.54	34.29	97.96	57.10	142.04
信息技术	6	5.67	46.30	138.11	26.08	147.91
汽车、零部件及摩托车	7	5.68	46.99	117.55	26.79	112.05
有色金属	10	5.76	54.34	139.99	30.59	144.47
综合	6	5.85	63.99	108.23	60.10	110.93

医药	3	5.88	67.25	172.85	46.45	183.33
纺织服装	2	5.94	70.98	7.45	59.11	9.46
农林牧副渔	15	6.01	80.36	123.92	73.11	128.52
公用事业	5	6.06	84.90	125.25	84.52	122.34
建材	6	6.12	91.02	181.74	80.22	197.67
建筑施工	9	6.14	92.85	96.10	83.33	90.38
零售、物流、贸易	14	6.17	95.69	93.20	70.78	101.17
煤炭	8	6.34	111.88	146.35	88.20	149.01
港口	4	6.39	115.95	59.80	82.33	93.99
家用电器	1	6.45	127.02	--	123.45	--
机械设备	4	6.59	136.63	144.59	120.79	156.32
造纸	3	6.71	149.12	112.84	129.50	131.58
化工	4	6.94	171.84	212.85	163.94	228.48
新能源、新技术	4	7.30	208.64	125.96	195.68	131.71
传媒	1	7.50	227.05	--	177.33	--
石油石化	1	8.50	326.23	--	336.89	--
其他	9	7.68	245.57	136.03	235.69	150.08

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

2、发行期限与利差分析

本部分分析涉及发行期限，因此仅剔除付息式浮动利率和有担保短券，合计 158 期。

本季度所发行的短券仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的共有 155 期，占 98.10%；发行期限在 1 年以下的 3 期（其中已剔除 1 期有担保样本），占 0.90%，尽管 1 年期以下短券发行规模较少，但发行利率和利差方面均明显低于 1 年期短券，期限因素对利差的影响较为明显。

表 13 本季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（BP）	均值（BP）	标准差（BP）
一年期	155	6.08	86.72	132.21	72.17	137.81
一年期以下	3	5.53	32.93	99.47	31.59	100.15

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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 12 为本季度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发行主体资产规模的影响，短券发行额度和主体资产规模高度相关，因此额度对利差的影响，实际上源于主体资产规模以及信用级别对市场定价的作用，主体资产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较低水平。

表 14 本季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 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
50 亿元及以上	3	4.56	-65.66	17.06	-77.52	10.65
10~50 亿元	47	4.94	-27.73	62.98	-43.90	58.27
0~10 亿元	105	6.64	142.30	120.06	128.39	129.20

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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

从整体情况看，本季度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性较高，相关系数公式参见表 15。

表 15 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

模型变量	方法	复相关系数 R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率 首日交易利率	enter	0.984	0.968	0.968	.000
利差 I 利差 II		0.984	0.968	0.968	.000
(1) 发行利率=0.477+0.944*首日交易利率					
(2) 利差 I=0.186+0.944*利差 II					

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度短券一、二级市场交易利差波动不大，大部分的短券一二级市场交易利差为正，说明本季度所发短券在二级市场具有一定的套利空间。

同期，从 A+~AAA，不同主体信用等级所发短券均有存在利率倒挂现象，共 20 期，其中 9 期短券倒挂超过 10BP。本季度一二级市场利率倒挂的主体级别分布为：A+主体级别的短券 2 家，AA-主体级别的短券 9 家、AA 主体级别的短券 2 家，AA+主体级别的短券 3 家，AAA 主体级别的短券 4 家。从时间分布看，一二级市场利率倒挂的短券在 1~3 月的分布较为均衡，在时间上并未表现出明显的特征。

整体而言，AA~AA+级别的一二级市场交易利差波动较大，且主要为正值，说明 AA~AA+级别短券套利空间较大。本季度末一二级市场交易差利波动较季度初相对较大但表现并不十分明显，说明在资金面宽松的情况下，套利空间有一定的扩大。

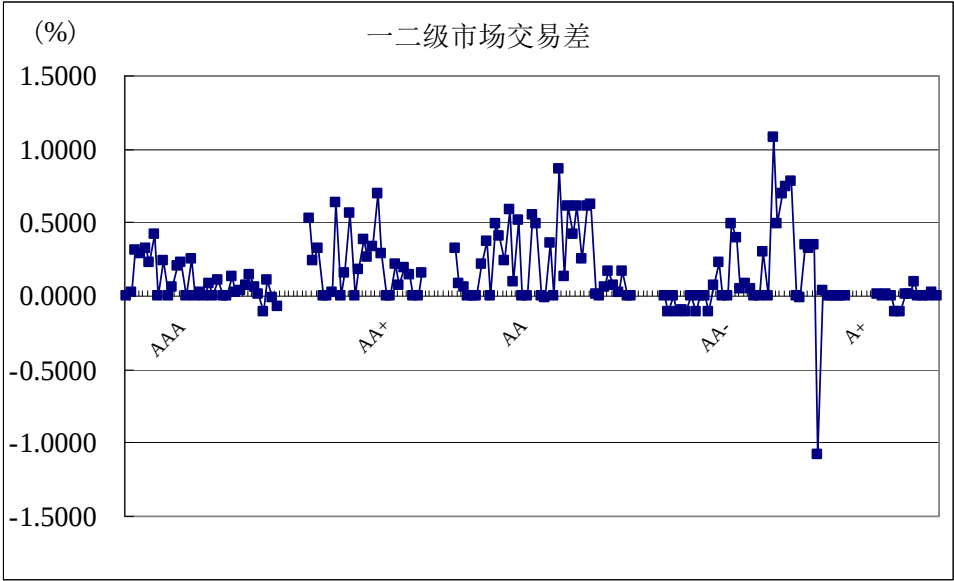


图 12 本季度短券一、二级市场交易利差波动情况（按主体级别）
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

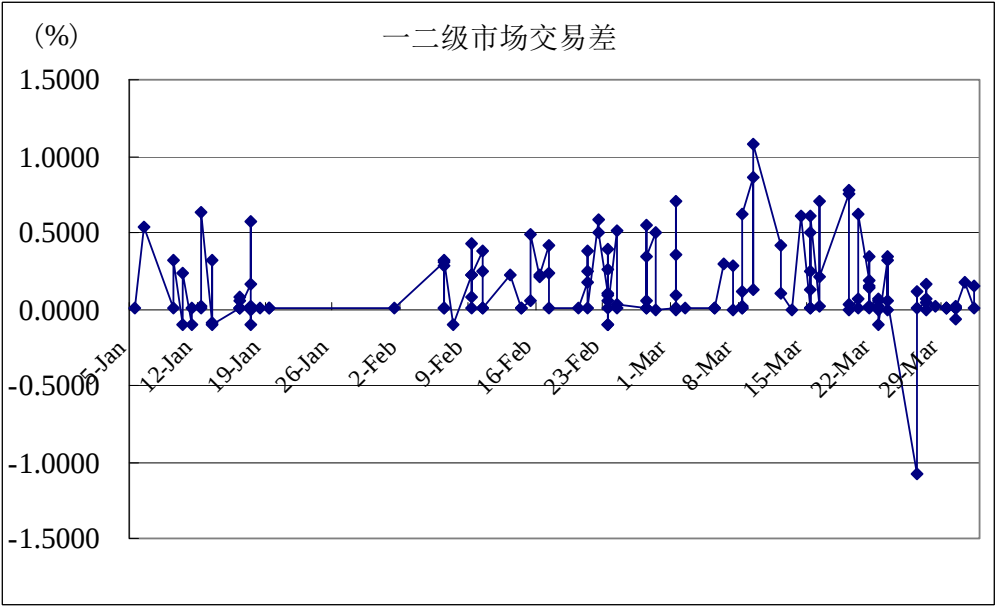


图 13 本季度短券一、二级市场交易利差波动情况（按时间）
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

本季度联合资信、中诚信、大公和新世纪四家评级机构共出具 168 期短券评级报告。其中，中诚信与联合资信在国内短券评级市场仍保持相对领先地位，大公紧随其后，新世纪的市场份额相对较小。从四家评级机构的客户质量来看（见表 16），客户的主体级别在 AA 及以上的占比分别为 94.44%、89.36%、82.93%和 84.62%。

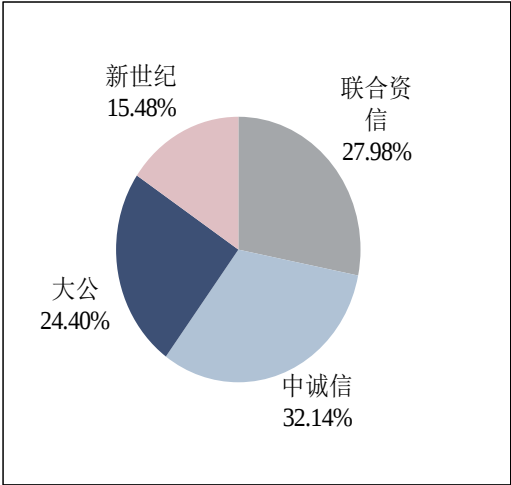


图 14 本季度短券评级业务市场份额（期）
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

表 16 本季度主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	11	13	9	1	34
AA+	5	13	4	5	27
AA	14	13	9	9	45
AA-	12	12	12	7	43
A+	5	3	7	3	18
A-	0	0	0	1	1
合计	47	54	41	26	168
其中：AA-以上占比	89.36%	94.44%	82.93%	84.62%	88.69%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

2、信用等级认可度检验

通过本季度所发短券利差 I、利差 II 的样本数据，对联合资信、中诚信、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 17 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	样本数	利差 I 检验		利差 II 检验	
			均值	标准差	均值	标准差
A+	大公	5	3.2070	0.4188	3.1857	0.4115
	联合	3	3.3765	0.5066	3.3751	0.5047
	新世纪	3	2.9976	0.2789	3.0319	0.2722
	中诚信	3	3.3486	0.6206	3.3791	0.6590
AA-	大公	11	2.3375	0.7320	2.3359	0.7875
	联合	12	1.8034	0.7808	1.6978	0.9331
	新世纪	6	2.2219	0.8935	2.1124	1.0693
	中诚信	12	1.8715	0.6950	1.6368	0.8135
AA	大公	7	0.7413	0.4681	0.6302	0.5870
	联合	12	0.7554	0.4208	0.3686	0.5511
	新世纪	8	0.6146	0.3065	0.3044	0.3399
	中诚信	13	0.4896	0.5056	0.3778	0.5188
AA+	大公	4	0.1609	0.4273	0.0281	0.5683
	联合	5	0.2395	0.4539	0.0838	0.4528
	新世纪	5	-0.1617	0.3930	-0.4059	0.2079
	中诚信	12	0.1583	0.5147	-0.0774	0.4550
AAA	大公	9	-0.6622	0.1051	-0.7214	0.1337

	联合	11	-0.7420	0.1095	-0.7791	<u>0.1128</u>
	新世纪	1	-0.8259	--.	-0.8391	--.
	中诚信	13	<u>-0.5737</u>	0.2053	-0.7436	0.2556

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度发行样本量大部分集中在 AA-~AAA，A+级别的发行主体相对较少。在不同的信用级别上，各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较大的现象并存，投资者对各机构的评级结果未表现出明显的一致性。