

2010 年第二季度短期融资券市场 利差分析报告



2010 年第二季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20100707

概要

时间: 2010 年 7 月 7 日

分析师:

孙 炜
刘小平
黄 静
孙恒志

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

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.lhratings.com

2010 年第二季度, 中国经济仍处于平稳较快增长通道, 但增速已趋缓。经济增长的三驾马车中, 投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。为调控流动性、管理通胀预期, 调整经济结构, 政府出台了多项调控措施。本季度银行间市场资金面逐步趋紧, 债券短端品种到期收益率显著上行。

本季度短券市场延续了一季度放量发行趋势。本季度共有 100 家企业累计发行短券 112 期 (其中, 信用债 108 期, 有担保债 4 期), 发行规模合计 2055.45 亿元, 发行方式上付息式浮动利率短券有所增加, 短券主体信用等级继续向 AA-及以上高信用等级集中。

短券发行利率方面, 4-5 月份短券发行利率走势受银行间市场资金面影响不大, 主要参考 3 月 11 日交易商协会发行指导利率下限; 2010 年 6 月 4 日, 交易商协会通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》, 债务融资工具定价实现市场化改革, 此后短券定价打破指导定价下限, 在银行间市场资金面趋紧的影响下, 短券发行利率明显走高。

联合资信通过对本季度短券的发行利率、首日交易利率与同期 SHIBOR 利率相关性检验、Scheffe 方差分析法检验, 检验结果均表现出显著相关; 在 6 月份短券定价估值体系推行后, 一、二级市场发行利率和交易利率契合度大幅增高, 利差空间明显缩小。

本季度, 由于受短券发行定价机制市场化改革、银行间市场资金趋紧、付息式浮动利率债券增多及担保债券的存在等综合因素影响, 导致不同评级机构所评短券利差均值及标准差变动未表现出明显的一致性。

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 季 度：**2010 年 4 月 1 日~2010 年 6 月 30 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。
- ◆ **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

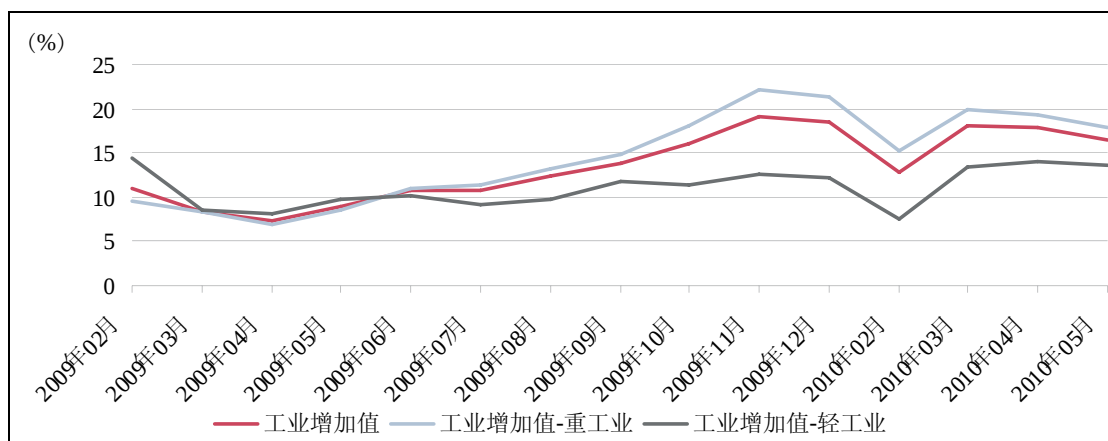
一、宏观环境

本季度，中国经济仍处于平稳较快增长通道，但增速已趋缓。经济增长的三驾马车中，投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。为调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构，政府相机抉择采取多项调控措施。本季度银行间市场资金面逐步趋紧，短端债券品种到期收益率显著上行。

基本面——宏观经济总体继续保持平稳较快增长，三驾马车对经济的拉动作用更为平衡

本季度宏观经济总体保持平稳较快增长，但减速趋势已经显现。根据国家统计局公布的数据，2010年1~5月份，规模以上工业增加值同比增长18.5%，增速比上年同期加快12.2个百分点，比1-4月份回落0.6个百分点。从二季度的运行情况来看，4月份，规模以上工业增加值同比增长17.8%，增速比3月份小幅回落0.3个百分点；5月份，规模以上工业增加值同比增长16.5%，比4月份回落1.3个百分点，工业增加值同比增速连续两个月回落。由于补库存阶段已过去，同时宏观政策面也发生了一些变化，预计下半年工业增加值将逐步回落，经济增长的动能有所减弱。

图1 工业增加值同比增速变化情况



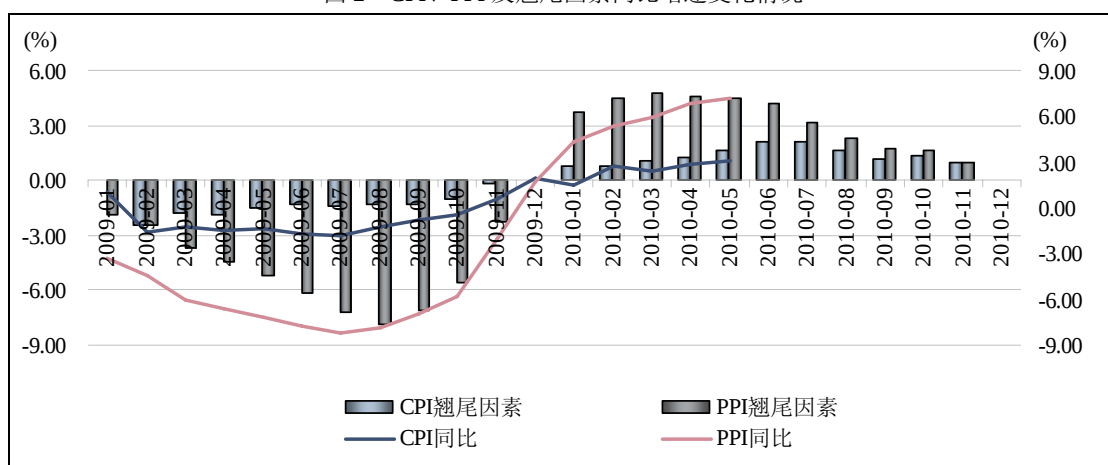
资料来源：wind 资讯、联合资信整理

主要受翘尾因素影响，本季度CPI、PPI涨幅继续扩大，4月、5月CPI同比分别增长2.8%和3.1%；PPI同比分别增长6.8%和7.1%，5月CPI和PPI同创年内新高，其中5月当月CPI增幅已超过3%的通货膨胀警戒线。由于CPI在6-7月份翘尾因素达到高点（均为2.11%），新涨价因素回落的空间有限，预计未来2个月CPI继续上涨；而PPI，由于目前受外围市场调整的影响，大宗商品价格整体大幅下挫，加上投资放缓导致中上游产业对原材料的需求不足，PMI购进价格出现回调，以及受翘尾因素自6月份开始逐步回落影响，预计PPI有望见顶回落，但现阶段仍处于高位。总体来看，未来通胀压力犹存，但由于经济增长的放缓，通胀压力有望缓解。

从三驾马车的作用来看，投资、消费和出口在本季度的作用更为平衡。①投资增速有所回落。2010年1~5月份，城镇固定资产投资67358亿元，同比增长25.9%，比1~4月份回落0.2个百分点。从中央和地方投资看，中央投资有所回升，地方投资继续回落，但回落幅度放缓。值得关注的是，在固定资产投资占比最大的（20%左右）房地产开发投资完成额，累计同比增幅并未出现下降，2010年前五月比1-3月份上升了2个百分点。4月中旬出台的房地产新政对房地产投资降温影

响从 5 月下旬才初现端倪，随着房产新政的不断发力，预计下半年其影响将逐步显现，下半年固定资产投资将延续逐步回落的态势；②消费增长态势平稳。2010 年 1~5 月份，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。从实际增速来看，扣除商品零售价格指数上涨后，5 月份社会消费品零售总额同比增长 15.6%，连续 4 个月在 15% 以上的较快增长水平；③出口强力反弹。2010 年 5 月份，中国进出口总值达 2439.9 亿美元，增长 48.4%，其中出口同比增长 48.5%，比上月加快 18.1 个百分点，并创出年内新高，进口同比增长 48.3%，比上月降低 1.4 个百分点。2010 年 5 月份中国贸易顺差升至 195.33 亿美元，在 2010 年 3 月份出现月度逆差后连续第二个回升，并创出年内新高，同比增长 49.86%。考虑到 2010 年 4 月份欧洲债务危机迅速恶化并蔓延带来的去消费化效应增强、汇改组合拳政策的推出，预计下半年出口的高速增长难以为继。

图 2 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

总体看，本季度中国经济仍处于平稳较快增长通道，但减速趋势已经显现，通胀压力有望缓解。经济增长的三驾马车中，消费增长平稳，出口需求的强劲反弹部分抵消了投资需求放缓所带来的负面影响，投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。

政策面——多项政策相机抉择，主要在于调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构

为调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构，2010 年二季度政府相机抉择，出台了系列调控政策，主要表现如下：

货币政策方面，本季度央行通过运用公开市场操作、法定存款准备金率、汇率改革、调整信贷规模和结构等手段进行调控。①公开市场操作：为控制本季度初外汇占款的快速增长、回收流动性和稳定利率预期，央行于 2010 年 4 月 8 日在时隔 22 个月之后重启 3 年期央票，旨在用更长期的资产锁定短期的流动性，本季度共发行 3 年期央票 4630 亿元，占本季度央票发行总额的 29.72%。此外，从公开市场净投放量看，2010 年度 4 月份延续了 3 月份资金回笼的力度，当月净回笼 4370 亿元，但由于 5 月份以来数量调控型货币政策作用的显现，以及人民币被动升值导致外汇占款增量明显萎缩，资金面出现过度紧张局面，为了缓解流动性紧张、支持农行 IPO 申购资金的需要，央行从 5 月 24 日开始，连续 6 周通过净投放向市场注入流动性，2010 年 5 月和 6 月央行

分别向市场投放 2240 亿元和 5710 亿元，但这一操作并非意味着政策转向，具有暂时性。2010 年 5 月货币净回笼 1005 亿元，较 4 月力度有所减缓，但同比多回笼 307 亿元。②提高法定存款准备金率：本季度 5 月 10 日，央行上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点至 17%，距 2008 年 6 月 17.5% 的高点仅 0.5 个百分点。此次是央行时隔近 3 个月之后再次上调存款准备金率，也是年内第三次调整存款准备金率，此次上调 0.5 个百分点，直接冻结资金 3000 亿元左右，同时通过降低货币乘数，减少了货币供应量，推动 M2 加速下行，降低国内过剩货币规模，有利于抑制资产价格泡沫。③汇改：2010 年 6 月 19 日，央行宣布将进一步推动人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，这是自人民币汇率在 2008 年 7 月与美元重新挂钩近 2 年来，管理层首次表态将恢复 2005 年 7 月汇改以来的汇率运行机制，即实行以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。汇改重启可视为对近期外部压力的一种策略性回应，人民币在年内将步入缓慢升值阶段。由于人民币升值压力的持续，热钱很可能重新流入，市场有可能重新面临外部流动性压力。④调控信贷规模和信贷结构。2010 年央行通过窗口指导在贷款投放节奏上更加注重均衡性，改变原有的“4:3:2:1”投放节奏为“3:3:2:2”，在 1 季度投放规模 2.6 万亿元人民币贷款的基础上，第二季度的贷款规模回落，其中 4 月份和 5 月份分别投放 7740 亿元和 6399 亿元人民币贷款，预计二季度新增贷款规模在 2 万亿左右，总体贷款规模同比环比均出现大幅回落，有利于避免因年初信贷大量投放导致的通胀压力加剧；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、投融资平台、高耗能产业等的贷款投向采取了控制措施。上述系列货币政策的推出，体现了货币当局在管理通胀预期、防范经济超预期下行，以及通过对信贷投向的调整减少银行信贷风险之间的平衡。尽管数量型货币政策可部分锁定国内过剩流动性，但其调控已至高点，加息预期进一步增强。

房地产市场调控政策方面，自 2010 年 4 月 14 日召开的国务院常务会议对房地产按揭贷款进行调整开始，针对房地产调控的一系列紧缩政策出台了系列政策，其中最为严厉的为 2010 年 4 月 17 日出台的《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。系列地产新政的实施，**首先**，直接导致银行对地产信贷收缩，致使银行体系流动性更为充裕，因此央行后续通过系列公开市场操作业务和提高准备金率回收流动性；**其次**，股市因受地产政策调控拖累也大幅下挫，国内资产价格的预期收益率明显下滑，同期，热钱由 4 月份较大的流入转向为 5 月份大规模的流出，市场流动性被动收缩；**再次**，由于房地产市场降温，使得其资产价格泡沫难以持续，通胀预期有所缓解；最后，由于房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，地产新政效应逐步显现后，下半年城镇固定资产投资增速动能将减弱，经济增速较上半年放缓。

地方融资平台治理方面，在积极财政政策和适度宽松货币政策推动下，中国地方政府投融资平台的大规模投资拉高了其基于地方政府信用的债务规模。基于此，各监管部门加大了对城投企业债务的风险控制，并出台了系列的政策和规定，其中 2010 年 6 月 10 日，国务院下发《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》，从清理核实地方融资平台债务、对地方融资平台进行规范、加强融资平台贷款管理、制止地方政府违规担保承诺、加强组织领导确保落实五方面进行了明确，该政策的出台，一方面规范了政府投融资平台的运作，防范了地方政府的债务风险，但另一方面银行对投融资平台信贷的进一步收缩导致银行体系流动性较为充裕，地方政府投资的放缓也将减弱固定资产投资动能，进而拉低宏观经济未来的整体增速。

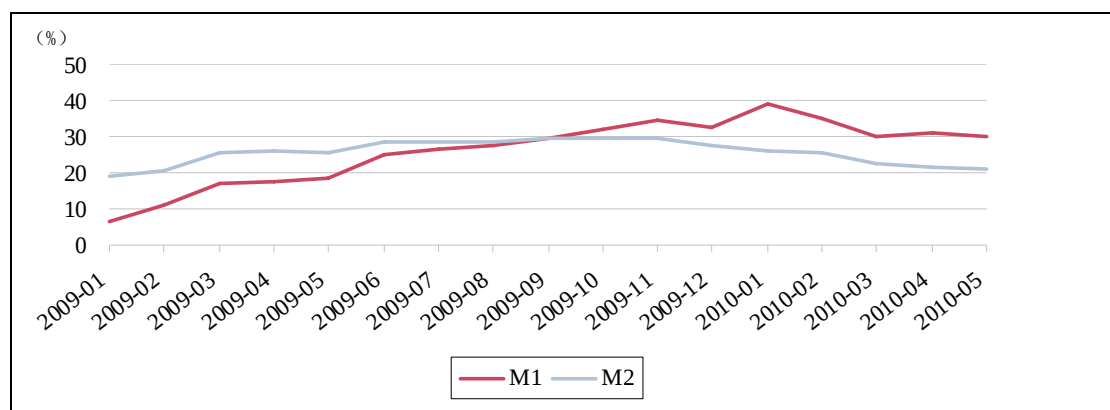
经济结构调整方面，2010 年上半年以来，政府实施了系列区域振兴规划，实现产业转移和升级；鼓励民间投资进入新的产业领域，增强经济内生力量；继续推进家电下乡、汽车下乡，刺激消费。产业政策方面，出台资源税改革、取消部分产品出口退税（6 月 22 日财政部和国家税

务总局联合下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，明确从 7 月 15 日起，取消包括部分钢材、有色金属建材等在内的 406 个税号的产品出口退税、对高耗能企业实施差别电价和差别信贷措施，增强产业结构调整力度，同时大力发展战略性新兴产业，发展现代服务业。

资金面——货币供应动力减弱，银行间市场资金面趋紧

2010 年二季度以来，受上述货币政策因素影响，货币供应动力减弱，货币供给量 M1 和 M2 同比增速持续下滑，整体资金面有所收紧。截至 2010 年 5 月末，广义货币（M2）余额 66.34 万亿元，同比增长 21%，比上月末低 0.5 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额 23.65 万亿元，同比增长 29.9%，比上月低 1.4 个百分点。其中 M2 增速继续自 2009 年 11 月以来的回落走势，M1 在 2010 年 1 月冲高后有所回落，4 月份出现反弹，但 5 月份以来下滑回落加快，央行在货币政策方面的适度收紧效应已逐渐显现。M1 与 M2 增速缺口（M1- M2）在 5 月份有所收窄，但仍处于较高位置，资金活期化仍在持续。

图 3 2009 年~2010 年 5 月 M1、M2 同比增速变动情况

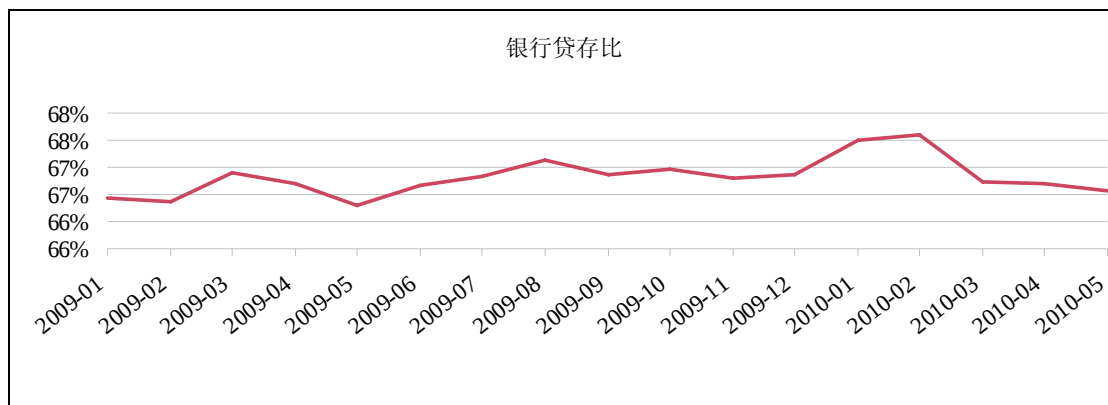


资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，受信贷规模和信贷投向调控导致的新增贷款规模回落，以及银监会在 2010 年初规定的各银行贷存比不得高于 75%、在 2010 年 6 月底之前要达标的监管规定等因素的影响，本季度银行贷存比逐月下滑，2010 年 5 月底贷存比为 66.58%，账面反映银行间市场资金流动性较为充裕，但考虑到以下因素，二季度以来银行间市场资金面实际趋紧：①2010 年二季度以来，新增企业存款持续下降，新增存款结构发生变化，月均新增居民存款处于低位水平，而新增财政存款连续两个月保持高位，由于财政存款存放于央行，这在一定程度上抽紧了其流动性。②超额存款准备金率进一步下降。2010 年以来金融机构超储率已由上年末的 3.13%降至 1.96%，这对金融机构的流动性具有一定的影响。③6 月初中行发行的 400 亿元可转债进行申购，由于申购需求较大，共冻结资金 1.74 万亿元，市场资金面进一步收紧，在申购结束后，银行间市场资金面曾有短暂缓解，但由于中下旬大规模的利率产品-地方政府债和国债的发行，农行 IPO 的启动，以及部分银行为在 6 月底达到贷存比要求，加大了吸储，银行资金由融出转为融入，银行间市场资金面紧张程度加大。二季度受银行间市场资金面逐步趋紧的影响，银行间同业拆借短期资金成本（7 天回购利率）1 季度末为 1.68%（3 月份 7 天品种加权平均利率为 1.67%），4 月份在 1.31%~1.74 之间小幅震荡（4 月份 7 天品种加权平均利率为 1.65%），5 月份由 1.67%一直上行至 2.45%（5 月份 7 天品种加权平均利率为 1.95%），6 月上旬冲高至 3.28%，随后有所回落，但仍在 2.5%左右徘徊。

徊（6 月份 7 天回购利率为 2.7%左右）。与 2010 年一季度相比，二季度短期资金成本明显上升，银行间市场资金面较为紧张进一步得以印证。

图 4 2009 年～2010 年 5 月金融机构贷存比变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图 5 2010 年 1～6 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——发行规模小幅增长，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率出现分化，短端品种收益率显著上升，中长端品种收益率逆势下降

本季度银行间债券市场主要债券品种的发行规模合计 28189.85 亿元，同比增长 23.27%，整体增幅较为平稳，但各品种增幅差异显著，利率产品中代发地方债发行规模同比下降、央票发行规模大幅提升；信用产品中短券发行规模增速迅猛，其他中长期债券发行规模大幅回落。具体表现在：

利率产品：（1）国债：2010 年上半年以来，由于中央投资项目同比增速放缓，国债发行规模增幅较一季度明显放缓。2010 年二季度共发行国债 5157.80 亿元，同比增长 8.25%。（2）代发地方政府债：2010 年 6 月 18 日，代发地方政府债发行正式启动，共有 9 个省区市列入首次发行计划，发行额度为 438 亿元。2009 年单期最大的发行规模为 169 亿元，2010 年度首期发行规模远高于 2009 年，主要原因在于地方融资平台受限后，地方政府的融资需求非常强劲，而且原计划二季度开始发行的代发地方政府债券，后一直到 6 月中下旬才推出，也是促使本次代发地方政府债券单期发行规模较高的原因之一。（3）央票：本季度央行加大了资金回笼力度，导致央票发行规模快速增

长，本季度央票发行规模 15580.00 亿元，同比增长 68.43%，央票发行规模占比也迅速提升至银行间债券市场总体发行规模的 55.27%，稳居第一。

信用产品：本季度非金融企业债务融资工具（企业债券、中票和短券）发行规模合计 4154.95 亿元，同比下降 6.29%，不同期限债券发行规模变化各异，其中中长期债券——企业债和中票发行规模萎缩，短期债券——短券发行规模大幅攀升。（1）企业债：本季度企业债券发行 498.50 亿元，同比下降 57.56%。2009 年企业债券的发行主体主要集中在地方政府融资平台，而 2010 年二季度以来随着政府及相关监管部门对于地方政府融资平台的整顿和治理措施的逐步落实，尤其是本季度 6 月 10 日国务院《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》的下发，城投债发行规模和发行频率锐减，这直接导致了企业债券发行规模的萎缩。（2）中票：本季度中票发行 1741.00 亿元，同比下降 35.18%，中票发行规模同比下滑，主要原因在于：①由于 2009 年加息预期较强，中票成本优势明显，加上中票发行效率较高，为平衡债务结构，优质企业基本选择了期限较长的中期票据这一融资工具，导致 2009 年同期中票发行量大幅上升。受高基数影响，2010 年同期中票发行规模同比回落；②本季度短券发行增量对中票形成了分流；③2010 年 6 月份启动的地方政府债券，发行规模较大，对中票分流作用明显，2010 年 6 月份中票仅发行 336.00 亿元，较 2010 年 4、5 月分别减少 349 亿元和 384 亿元，6 月份发行规模的锐减也加剧了本季度中期票据发行规模同比下降的幅度。（3）短券：本季度短券发行 1915.45 亿元，同比增长 233.99%，其占比由 2009 年二季度的 2.51% 提升至 6.79%，短券发行规模大幅提升。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年二季度		2010 年二季度		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
国债	4764.88	20.84	5157.80	18.30	8.25
地方政府债	1589.00	6.95	438.00	1.55	-72.44
央票	9250.00	40.45	15580.00	55.27	68.43
金融债	2831.10	12.38	2859.10	10.14	0.99
企业债	1174.53	5.14	498.50	1.77	-57.56
中票	2686.00	11.75	1741.00	6.18	-35.18
短券	573.50	2.51	1915.45	6.79	233.99
合计	22869.01	100.00	28189.85	100.00	23.27

资料来源：wind 资讯、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，二季度债券市场到期收益率波动出现分化，其中短端品种到期收益率逐月上行，而中长端品种到期收益率逆势走低。短券品种收益率主要由资金面决定，而中长端品种收益率受基本面影响较大。二季度资金面的逐步趋紧，带动了短端品种收益率的上行，而中长端品种到期收益率逆势走低的原因主要如下：①现阶段国际国内宏观经济增长普遍放缓，市场经济预期悲观并对“二次探底”担忧加大，实体经济需求预期下降导致资金成本有走低预期；②资金面紧张属于阶段性的，市场预期未来资金面有望缓解；③本季度重启的 3 年期央票与 1 年期央票的利差处于高位（70BP 左右，而历史均值在 40BP 左右），3 年期央票发行利率的持续走低属于利率的合理回归。由于 3 年期央票发行利率对于中长期债券具有风向标的作用，其下降引导了其他中长期债券的下滑。从收益率曲线来看，1 年期短期票据、央票和国债到期收益率在二季度逐月上行，6 月份涨幅更为明显，6 月末到期收益率基本上突破了年初的高点；3 年期央票、5 年期国债和 5 年期银行间债券等中长期债券到期收益率延续了下滑趋势，其收益率低于一季度的平

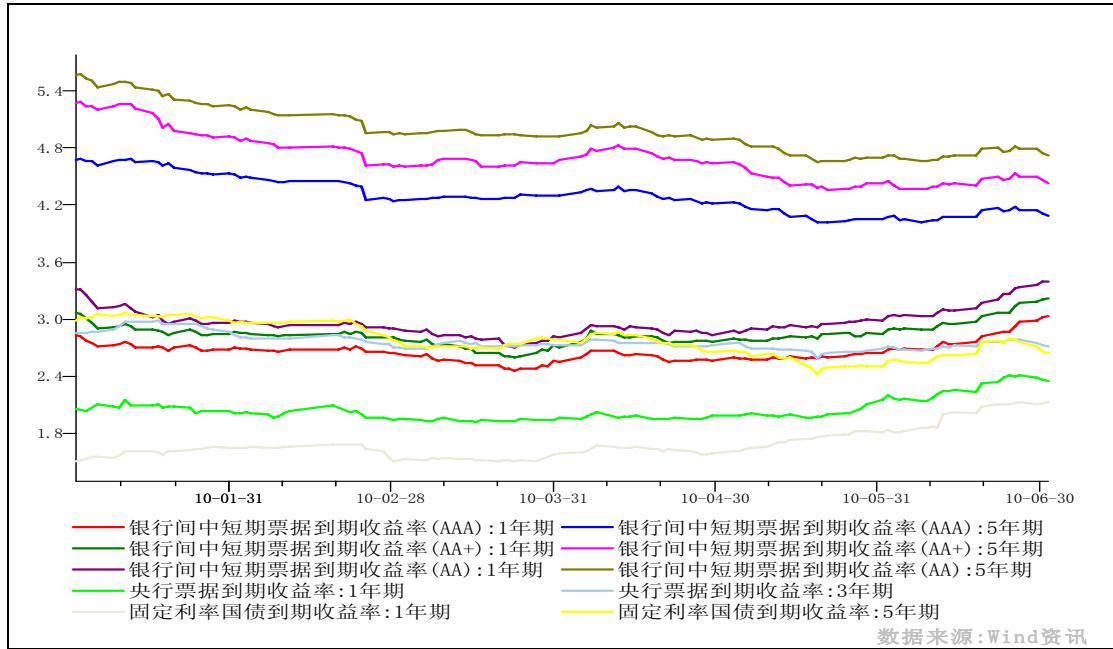
均水平。

表 2 关键期限债券到期收益率月度均值涨幅

指标/月份	1月(%)	2月(%)	3月(%)	4月(%)	5月(%)	6月		
						当月(%)	较3月增幅(BP)	较1月增幅(BP)
中短期票据 AAA(1年期)	2.72	2.68	2.55	2.59	2.60	2.80	25	8
中短期票据 AA+(1年期)	2.91	2.84	2.70	2.79	2.81	3.01	31	10
中短期票据 AA(1年期)	3.08	2.95	2.81	2.88	2.93	3.16	35	8
央票(1年期)	2.07	2.01	1.94	1.96	2.01	2.27	33	20
国债(1年期)	1.59	1.66	1.52	1.62	1.73	1.98	46	39
中短期票据 AAA(5年期)	4.63	4.45	4.28	4.31	4.10	4.09	-19	-54
中短期票据 AA+(5年期)	5.12	4.82	4.64	4.72	4.46	4.44	-20	68
中短期票据 AA(5年期)	5.41	5.15	4.95	4.96	4.74	4.73	-22	68
央票(3年期)	2.92	2.81	2.72	2.74	2.67	2.72	0	-20
国债(5年期)	3.03	2.96	2.74	2.77	2.55	2.65	9	-38

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图 6 关键期限债券到期收益率变化情况



二、 短券发行市场情况

短券发行家数和规模继续增长；高信用等级进一步集中；浮动利率债券发行逐步走热

从 2005 年 5 月至 2010 年 6 月底，银行间市场累计发行短券 1330 期，实际发行规模 20084.50 亿元。截至 2010 年 6 月底，短券市场存量 6128.90 亿元。

表 3 短券发行基本情况

项 目	2010 年二季度 (亿元)	与上年二季度同比 (亿元/%)		与本年一季度环比 (亿元/%)	
		2009 年二季度	同比增长率	2010 年一季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	2055.45	573.50	258.40	1410.90	45.68
发行期数 (期)	112	58	93.10	102	9.80

发行家数（家）	100	56	78.57	98	2.04
平均单笔发行规模（亿元）	18.35	9.89	85.60	13.83	32.68

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：短券发行规模以起息日作为统计口径，下同。

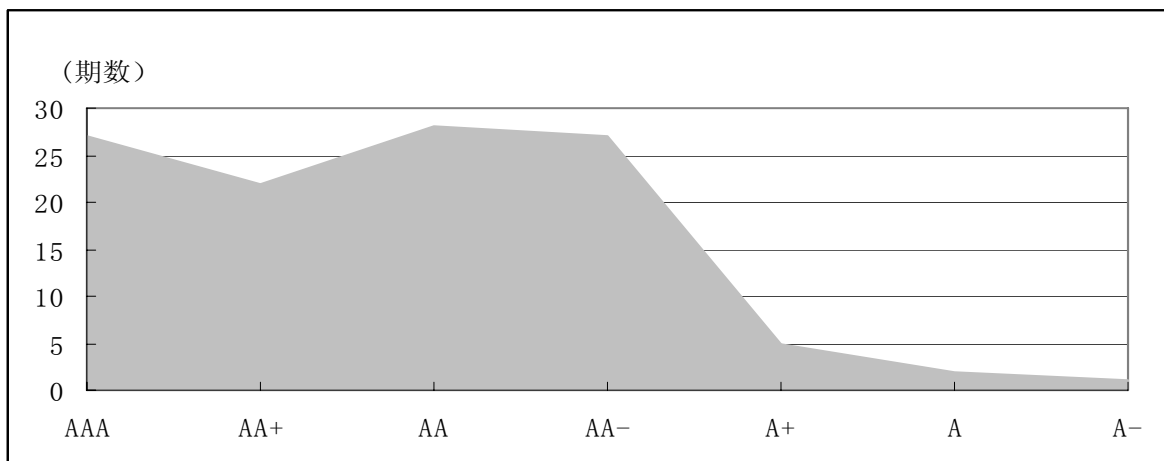
从历史年度短券发行情况看，二季度为短券发行低迷期，但本季度短券市场延续了一季度快速增长的态势。本季度共有 100 家企业累计发行短券 112 期（其中，信用债 108 期，有担保债 4 期）合计发行 2055.45 亿元。与 2009 年同期相比，发行期数、家数、规模，及平均单笔发行规模均大幅上涨；与 2010 年一季度环比，尽管发行期数和家数增幅不明显，但发行规模增大，净增加 644.55 亿元。

从发行期限看，本季度所发行的短券仍以 1 年期为主。其中，1 年期的共有 115 期，占 93.8%；1 年以下 7 期，占 6.25%。

从发行方式看，本季度出现 9 期付息式浮动利率的短券，较一季度增多 4 期，占本期发行总期数的 8.04%，占比较一季度提升 3.13 个百分点；采用单利（固定利率）发行的 103 期，占 91.96%。尽管人民币汇率机制改革、以及市场货币供应量缩减延迟了市场加息预期时间表，但经济形势变化的复杂性也加剧未来加息的不确定性，预计付息式浮动利率短券的发行在未来一段时间内有望持续走热。

从图 7 可知，本季度短券主体信用等级继续向 AA-及以上高信用等级集中。本季度 100 家企业累计发行的 112 期短券中，主体信用等级在 AA-及以上的发行主体共发行 104 期，占总发行期数的 92.86%；主体信用等级在 A+及以下的企业共发行短券 8 期，占总发行期数的 7.14%。

图 7 2010 年第二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

定价机制市场化改革后，短券发行利率打破指导定价，银行间市场资金趋紧推动利率上升

短券定价机制方面：2009 年 8 月 7 日起，交易商协会通过召开联席会议的形式对非金融企业债务融资工具的定价提供指导下限；2010 年 4 月 27 日，交易商协会决定首先针对超 AAA 尝试推进一级市场定价与估值中枢体系对接，其他信用等级主体在试点期内，仍参照联席会议的指导定价下限定价；在超 AAA 市场化定价试运行 1 个多月之后，交易商协会于 2010 年 6 月 4 日通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》，债券一级市场利率定价估值全面推行。此改革后的定价机制将引入不超过 22 家的市场机构（包括银行、保险、证券、

基金等机构)参与估值,估值内容主要包含对非金融企业债务融资工具 1、3、5 年期限的重点 AAA、AAA、AA+和 AA 级品种。定价估值一方面对债务融资工具的发行定价具有价值标杆作用。另一方面,尽管定价估值不是实际成交数值,但作为理性预期下的均衡数值,能帮助投资者发现市场中值。此外,定价估值可解决投资者过于分散的预期,避免虚假成交和小额成交对市场价格的影响,提高银行间市场信用产品的流动性和交易效率,有利于债券市场健康持续发展。本季度,随着定价估值推行之后,一、二级市场发行利率和交易利率契合度大幅增高,一二级市场利差空间明显缩小(详见后文图 10)。

短券发行利率方面:①分月份来看,4-5 月份短券发行利率走势受银行间市场资金面影响不大,主要参考 3 月 11 日交易商协会发行指导利率下限;2010 年 6 月 4 日,交易商协会通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》,债券一级市场利率定价估值全面推行,这标志着债务融资工具市场化定价迈出实质性步伐。受短券定价机制市场化改革以及银行间市场资金面趋紧因素的影响,6 月份以来,短券发行利率明显走高。②从本季度各信用等级平均发行利率来看,,因本季度短券主要集中于相对较低利率期间(4 月份)和相对较高利率期间(6 月份)发行,4 月和 6 月发行期数分别占本季度总期数的 41.96%和 34.82%,使得本季度各主体级别下的发行利率平均值与上季度基本持平,但利率区间范围扩大。

表 4 本季度各级别发行主体对应的发行利率情况

主体级别	2010 年 3 月		2010 年 4 月		2010 年 5 月		2010 年 6 月	
	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)
AAA	2.55~2.73	2.70	2.64~2.73	2.71	2.61~2.73	2.71	2.68~3.20	2.92
AA ⁺	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92~3.44	3.19
AA	2.89~3.17	3.14	2.83~3.17	3.11	3.17	3.17	3.22~3.63	3.33
AA ⁻	3.27~3.45	3.35	3.23~3.27	3.26	3.23	3.23	3.20~3.75	3.39

资料来源:中国债券信息网,联合资信整理

表 5 2010 年 1 季度和 2 季度各级别发行主体对应的发行利率情况

主体级别	2010 年 1 季度		2010 年 2 季度	
	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)
AAA	2.55~2.91	2.78	2.45~3.20	2.76
AA ⁺	2.92~3.14	3.00	2.55~3.44	2.99
AA	2.75~3.60	3.28	2.60~3.63	3.20
AA ⁻	3.00~3.74	3.45	3.20~3.75	3.30

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,其他所有制性质企业占比较小

2010 年二季度短券发行主体共计 100 家,按照所有制性质划分,国有企业 90 家,占 90.00%;民营企业合计 10 家,占 10.00%。可见,国有企业仍是目前短券的主要发行群体。

各地区短券发行热情温度不减,华北、华东仍是短券主要发行地区

本季度发债企业积极性仍然较高。具体从发行主体地区分布来看,2010 年第二季度发行主体合计 100 家,华东和华北两地区发债主体合计 61 家,占同期发债主体总家数的 61.00%;尽管西北、东北地区发债企业相对较少,但本季度以上各地区各有 5 家企业参与本季度短券发行,同比增加较多。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，除华中地区外，其余地区发行主体地区集中占比仍保持 60%（含 60%）以上。具体看，华北和华东两大重点发行地区仍主要集中在北京市、江苏省、浙江省和上海市，其中北京市发行家数达到 17 家，占到本季度发行总家数的 17.00%，较一季度占比略有下降。各地区重点发债省、直辖市详见表 6。

2010 年度二季度末参与短券发行的省份和地区相对上一季度由 4 个地区增加至 6 个地区，包括，青海省、黑龙江省、海南省、甘肃省、西藏自治区、宁夏回族自治区。

表 6 2010 年第二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	27	北京市	17	62.96
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	34	江/浙省和上海市	21	87.50
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、 <i>西藏自治区</i>	9	云南省/重庆市	7	77.78
华中	河南省、湖北省、湖南省、广东省、 <i>海南省</i> 、广西壮族自治区	20	广东省	11	55.00
西北	陕西省、 <i>甘肃省</i> 、 <i>青海省</i> 、 <i>宁夏回族自治区</i> 、新疆维吾尔自治区	5	陕西省/新疆维吾尔自治区	5	100.00
东北	辽宁省、吉林省、 <i>黑龙江省</i>	5	辽宁省	4	80.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

国有大型股份制银行短券发行市场的地位优势显著

2010 年第二季度参与短券发行的主承销商共计 21 家，其中包括 1 家证券机构。按承销规模统计，建设银行承销规模最大，总承销额度达 381 亿元；建设银行、工商银行、光大银行、农业银行、招商银行分别位列前五位，承销规模均超过 150 亿元，其余银行承销额度不足 150 亿元，其中中信证券承销额度最小，为 2.5 亿元。

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的债券共 6 期，分别为：200 亿元“10 铁道 CP02”，200 亿元“10 铁道 CP03”，150 亿元的“10 联通 CP01”，150 亿元的“10 中石油 CP01”，100 亿元的“10 中铝业 CP01”，50 亿元的“10 中铝 CP02”，合计发行额度达 850 亿元，占 2010 年二季度发行总额度的 41.35%，发行额度及其占比均较一季度大幅提升。以上 6 期债券中建设银行和工商银行参与最多，均分别参与 3 期，显著地提升该两家银行的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 18 期，位居首位；农业银行、兴业银行和招商银行均为 9.5 期，北京银行、建设银行和中信银行均为 8.5 期，工商银行 6 期，位列 2~8 位；其余各家银行承销均在 6 期（含 6 期）以下，其中，渤海银行和中信证券均为 0.5 期，承销期数相对较小。

本季度，北京银行、上海银行、恒丰银行、渤海银行、南京银行等地方银行债券承销增长迅猛，5 家银行合计承销债券 18 期，承销额度合计 239.5 亿元，占比分别为 16.07%、11.65%；股份制银行方面，光大银行、招商银行、浦发银行、中信银行、兴业银行承销业绩表现突出，5 家股份制银行合计承销 51 期，承销额度合计 727.95 亿元，占比分别为 45.54%、35.42%，股份制银行已成为债券承销的中流砥柱；政策性银行债券承销较少，国开行、中国进出口银行承销期数合计 2.5 期，承销额度合计 14.50 亿元，占比分别为 2.23%、0.71%；国有大型股份制银行中，除交通银行承销业绩较少外，其余四家凭借着自身良好的客户资源占据了发行规模的主导地位，本季度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行合计发行额度 1002 亿元，占本季度发行总额度的 48.75%，在短券市场的优势地位显著。

表7 2010年第二季度短券市场各主承销商承销情况

主承销排名	承销期数（期）			主承销排名	承销额度（亿元）		
	独立主承	联合主承	合计		独立主承	联合主承	合计
光大银行	14	4	18	建设银行	13	368	381
农业银行	6	3.5	9.5	工商银行	30	305	335
兴业银行	7	2.5	9.5	光大银行	181	105.5	286.5
招商银行	6	3.5	9.5	农业银行	34.5	157.5	192
北京银行	8	0.5	8.5	招商银行	40	127.5	167.5
建设银行	1	7.5	8.5	浦发银行	23	107	130
中信银行	5	3.5	8.5	上海银行		101	101
工商银行	2	4	6	北京银行	44	50	94
浦发银行	3	2.5	5.5	中信银行	46	36	82
中国银行	4	1.5	5.5	中国银行	31	36	67
恒丰银行	2	2.5	4.5	兴业银行	24.95	37	61.95
民生银行	3	0.5	3.5	民生银行	22	10	32
深发展	3		3	交通银行	5	22	27
南京银行		2.5	2.5	恒丰银行	7	17	24
华夏银行	1	1	2	华夏银行	3	20	23
交通银行	1	1	2	深发展	14		14
上海银行		2	2	南京银行		10.5	10.5
国开行	1	0.5	1.5	渤海银行		10	10
中国进出口银行	1		1	中国进出口银行	8		8
渤海银行		0.5	0.5	国开行	4	2.5	6.5
中信证券		0.5	0.5	中信证券		2.5	2.5
合计	68	44	112	合计	530.45	1525	2055.45

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：联合主承期数和承销额度各家均按一半计算

三、 短券利差分析

本季度短券的发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验见表8。

首先，从本季度基准利率 SHIBOR 走势来看，尽管 4 月份央行宣布重启 3 年期央票锁定短期流动性，但由于当时资金面整体而言相对宽裕，SHIBOR 利率 4 月到 5 月中旬相对平稳，在 2.35-2.36%之间小幅波动；但从 5 月中下旬开始，随着银行存款准备金率的上调等因素的影响，银行间市场资金面发生逆转，资金面收紧，SHIBOR 抬升，6 月份 SHIBOR 的上涨行情尤为明显，即由 5 月下旬的 2.40%上涨到 6 月初的 2.45%，再到 6 月末的 2.62%。

其次，从本季度短券发行利率走势来看，在4-5月份主要参照交易商协会指导定价下限（除超AAA外），同期各主体信用等级主体所发短券利率受银行间资金面影响小，发行利率基本恒定；6 月份定价机制市场化改革之后，银行间市场资金面紧张局面带动了短券利率的上行。短券发行利率的变化趋势与利差基准利率的变动趋势基本相同，但受定价机制前后变化的影响，其变化稍有滞后。

再次，从本季度短券交易利率走势来看，交易市场由于定价市场化程度相对较高。分月度来

看，4 月份短券市场交易利率延续了 3 月份较低的利率环境；但从 5 月中旬开始，交易利率有所提高，6 月份上升更为明显。短券交易利率的变化趋势与利差基准利率的契合度高于短券发行利率与利差基准利率的契合度。

检验结果也证实了上述观点，即样本量较大的AA-、AA、AA+和AAA信用等级主体所发短券的发行利率、首日交易利率与同期SHIBOR利率均显著相关，但不同信用等级下交易利率与利差基准利率的相关系数高于发行利率与利差基准利率的相关系数。

表8 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	方法	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
AA-	发行利率	Enter	.795	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		.822	.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA	发行利率		.696	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		.882	.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA+	发行利率		.884	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		.952	.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AAA	发行利率		.786	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		.849	.000
	交易日 SHIBOR 利率			

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；

注：本季度发行的 112 期短券中，剔除 9 期附息式浮动利率、2 期贴现、4 期担保债券，剩余短券样本共计 97 期，作为此处样本。

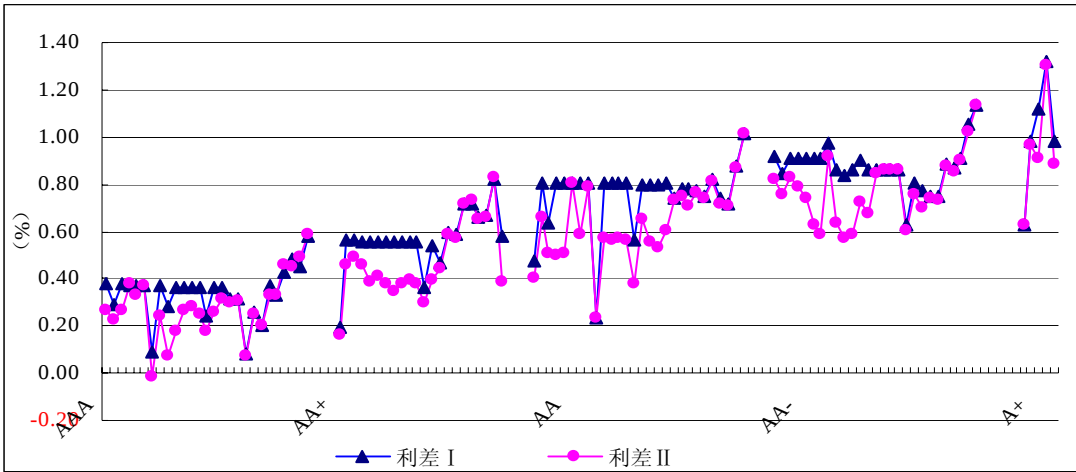
1、主体信用与利差分析

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。由于本季度短券债项级别全部为 A-1，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

图 8 本季度各级别发行主体短券利差分布情况



注：统计数据为 2010 年二季度全样本

资料来源：中国债券网，wind 资讯，联合资信整理

图 8 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况，本季度 112 期短券中，包含 9 期付息式浮动利率的债券、4 期有担保的债券和 7 期 1 年期以下债券，上述品种发行利率低于同期同信用等级债券，是图 8 中出现异常点的主要原因，下述利差分析对于有担保短券及浮动利率产品均予以剔除。

通过比较表 9 可以看出，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。

表9 本季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

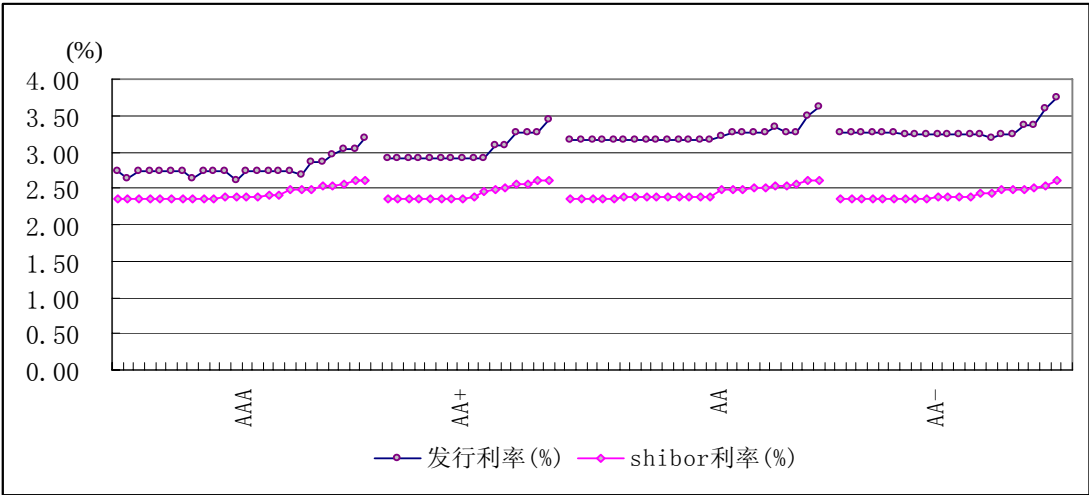
主体级别	利率区间(%)	平均发行利率(%)	利差 I			利差 II		
			均值(BP)	级差(BP)	方差	均值(BP)	级差(BP)	方差
AAA	2.45~3.20	2.76	34	--	0.01	28	--	0.02
AA ⁺	2.55~3.44	2.99	56	22	0.02	48	19	0.03
AA	2.60~3.63	3.20	77	21	0.02	65	17	0.03
AA ⁻	3.20~3.75	3.30	89	12	0.01	80	15	0.02
A ⁺	3.60~3.92	3.76	122	33	0.02	111	31	0.08
A	4.20	4.20	184	62	0.00	184	73	0.00

注：统计数据为 2010 年二季度全样本中剔除担保及浮动利率、贴现发行债券样本合计 15 期。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从不同主体级别短券发行利差月度走势看，2010 年 4 月 27 日，“超 AAA”主体信用等级估值定价试点推行，由于超 AAA 前期一二级利差空间较大，市场化定价估值体系运行后，一级市场发行利率被动回落，而利差基准利率 SHIBOR 在 4-5 月份相对稳定，超 AAA 主体信用等级债券发行利差空间的缩窄，拉低了 AAA 主体所发短券在 4-5 月份的发行利差空间；对于超 AAA 主体信用等级以外的企业发行的短券，4-5 月份其发行利率主要是参考 3 月 11 日调整的指导定价，同时利差基准利率 SHIBOR 相对稳定，使得同期超 AAA 以外的其他信用等级发行利差也保持相对稳定；6 月份定价估值体系全面推行以后，市场资金面的紧张推高了不同信用等级主体所发短券的发行利率，同期利差基准利率 SHIBOR 的涨幅慢于短券利率涨幅，进而导致 6 月份以后短券发行利差呈现“喇叭”状态。

图 9 2010 年第二季度短券发行利差与 SHIBOR (1Y) 走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：剔除包括 9 期浮息，7 期发行期限不足 1 年，2 期贴现，4 期担保，8 期 A+ 以下主体等级。

为进一步研究发行主体信用等级对利差 I、II 的影响程度，我们通过方差检验，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 10 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。

表 10 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.)
A	A+	0.6237*	0.000	0.7298*	0.001
	AA-	0.9563*	0.000	1.0422*	0.000
	AA	1.0755*	0.000	1.1892*	0.000
	AA+	1.2805*	0.000	1.3620*	0.000
	AAA	1.5053*	0.000	1.5566*	0.000
A+	A	-0.6237*	0.000	-0.7298*	0.001
	AA-	0.3326*	0.014	0.3124	0.161
	AA	0.4518*	0.000	0.4594*	0.006
	AA+	0.6568*	0.000	0.6322*	0.000
	AAA	0.8816*	0.000	0.8269*	0.000
AA-	A	-0.9563*	0.000	-1.0422*	0.000
	A+	-0.3326*	0.014	-0.3124	0.161
	AA	0.1192*	0.032	0.1470*	0.044
	AA+	0.3242*	0.000	0.3198*	0.000
	AAA	0.5490*	0.000	0.5144*	0.000
AA	A	-1.0755*	0.000	-1.1892*	0.000
	A+	-0.4518*	0.000	-0.4594*	0.006
	AA-	-0.1192*	0.032	-0.1470*	0.044
	AA+	0.2050*	0.000	0.1728*	0.016
	AAA	0.4298*	0.000	0.3674*	0.000
AA+	A	-1.2805*	0.000	-1.3620*	0.000
	A+	-0.6568*	0.000	-0.6322*	0.000
	AA-	-0.3242*	0.000	-0.3198*	0.000
	AA	-0.2050*	0.000	-0.1728*	0.016
	AAA	0.2248*	0.000	0.1947*	0.004
AAA	A	-1.5053*	0.000	-1.5566*	0.000
	A+	-0.8816*	0.000	-0.8269*	0.000
	AA-	-0.5490*	0.000	-0.5144*	0.000
	AA	-0.4298*	0.000	-0.3674*	0.000
	AA+	-0.2248*	0.000	-0.1947*	0.004

注：2010 年二季度数据样本，剔除担保及浮动利率、贴现发行债券样本合计 15 期

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 10 结果可见，一级市场方面，各信用等级主体短券的发行利差均能通过显著性检验；二级市场方面，本季度 A+和 AA-信用等级主体所发行的短券交易利差未通过显著性检验。一方面，由于 A+企业样本量仅为 5 个，且 2 个样本是在 4 月份发行，其中 1 个样本是有担保，利差检验中已经剔除，另外一个样本在 4 月份的发行利率为 3.35%，与本季度 AA-主体所发短券 3.30%的平均利率接近；另一方面，本季度 AA-主体所发短券中，6 月 30 日发行的“10 大族 CP02”发行和交易利率出现异常，该期短券发行利率为 3.75%，接近本季度 A+平均发行利率（3.76%），发行利差和交易利差分别为 113BP 和 114BP，较同期 AA-发行利差均值和交易利差均值分别高出 24BP 和 34BP。

总体看，短券发行人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很高。本季度各主体级别短券发行利差差异化显著，除个别短券表现异常外，二级市场投资者对短券主体信用等级敏感度较一季度明显提高，市场化程度进一步完善。

（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，以下仅从企业规模和所属行业两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。

不同规模企业的利差差异

从表 11 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 11 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）	方差	均值（BP）	方差
500 亿元及以上	31	2.82	40	0.04	34	0.04
100~500 亿元	38	3.12	70	0.03	60	0.04
50~100 亿元	14	3.29	85	0.02	77	0.02
低于 50 亿元	14	3.43	101	0.14	91	0.19

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、贴现发行债券样本合计 15 期

不同行业发行主体的利差差异

从本季度发行主体行业分布情况看（见表 12），铁路、钢铁、电力和石油行业发行利率均处于较低的利率水平，利差均值相对较低；纺织业作为受汇率影响较大的行业，在二季度人民币升值压力加大的影响下，其发行主体利率和利差处于相对高位。

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）	方差	均值（BP）	方差
铁路	2	2.63	26	0.00	13	0.01
钢铁	2	2.89	52	0.16	51	0.15
零售业	3	2.94	57	0.05	44	0.02
电力	15	2.95	52	0.05	44	0.06

石油	3	3.05	50	0.07	50	0.07
高速公路	5	3.05	63	0.04	51	0.03
有色金属	3	3.09	67	0.07	61	0.04
港口	4	3.20	77	0.08	70	0.08
煤炭	5	3.22	75	0.02	68	0.03
纺织	1	4.20	185	--	184	--

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

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，二季度资金面趋紧的背景下，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。

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 90 期，占 92.78%；发行期限在 1 年以下的 7 期，占 7.22%，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。本季度发行期限对利率水平的影响也较一季度更为显著，一年期与一年以下期限发行利差 I 平均差值为 42BP；利差 II 平均差值为 33BP。

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）	方差	均值（BP）	方差
一年期以下	7	2.72	32	0.08	28	0.09
一年期	90	3.12	70	0.08	61	0.09

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、贴现发行债券样本合计 15 期

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 14 为本季度内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 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）	方差	均值（BP）	方差
50 亿元及以上	6	2.69	29	0.00	23	0.01
10~50 亿元	37	2.95	51	0.05	44	0.05
1~10 亿元	52	3.20	79	0.03	68	0.05
低于 1 亿元	2	4.20	184	0.00	184	0.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、贴现发行债券样本合计 15 期

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 整体相关性很高，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	enter	0.962	0.925	0.925	.000
首日交易利率					
利差 I 利差 II		0.954	0.911	0.910	.000

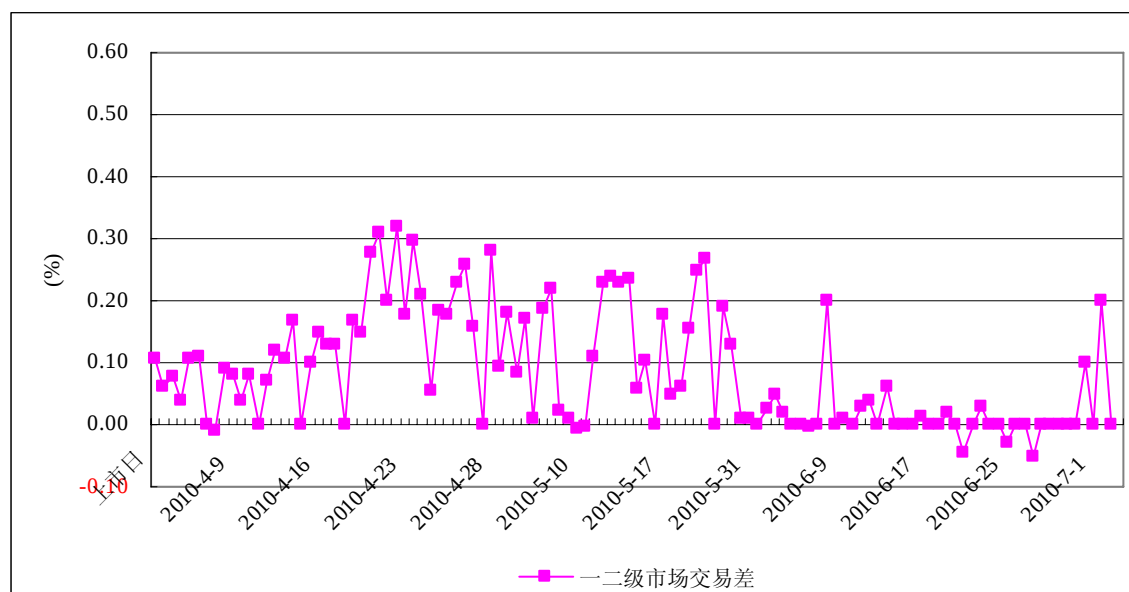
(1) 发行利率=0.372+0.904*首日交易利率

(2) 利差 I=0.125+0.931*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从不同信用等级的一、二级交易利差看（见图 10），本季度所发短券一、二级市场套利空间较一季度明显缩窄，大部分短券套利空间在 30BP 以内。其中套利空间在 30BP 及以上的三期分别为“10 浙国贸 CP01”（32BP）、“10 珠啤 CP02”（30BP）和“10 昆自 CP01”（30BP），其发行主体为 AA-或 AA 级别企业。2010 年 6 月 4 日，非金融企业债务融资工具定价估值全面推行，打破了原有的债券发行价格定价机制，而是参考二级市场均衡收益率估计值的平均水平。在此影响下，6 月份一二级市场利差继续缩小，绝大部分套利空间在 10BP 以内（当月套利空间高于 10BP 的共 3 期，分别为“10 宏图 CP01”、“10 晋三维 CP02”和“10 京机电 CP01”，后 2 期均为有担保短券），利差空间日趋合理，市场化程度较高。

图 10 本季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

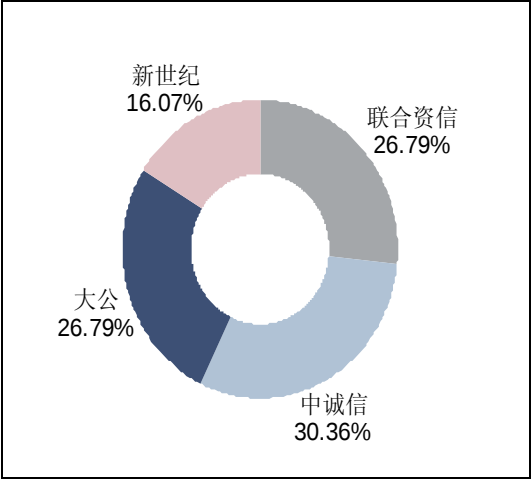
五、评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

本季度 4 家评级机构共出具 112 期短券评级报告，无双评级。从市场份额来看（见图 11），中诚信本季度市场占有率为 30.36%；联合资信和大公均为 26.79%。从 4 家评级机构本季度的级别

分布来看（见表 16），联合资信、中诚信、大公和新世纪所评客户中，主体级别 AA-及以上的期数合计占比分别为 93.33%、94.12%、96.67%和 83.33%。

图 11 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

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	9	11	5	2	27
AA+	5	3	9	5	22
AA	7	10	7	4	28
AA-	7	8	8	4	27
A+	2	2	0	1	5
A	0	0	0	2	2
A-	0	0	1	0	1
合计	30	34	30	18	112
其中：AA-以上占比	93.33%	94.12%	96.67%	83.33%	92.86%

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 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	1	1.1574	--.	1.1460	--.
A	新世纪	2	1.8427	0.0072	1.8401	0.0054
A+	联合	2	0.8049	0.2500	0.7568	0.1830
	中诚信	2	1.0483	0.0981	0.9411	0.0392
	新世纪	1	1.3203	--	1.3073	--.
AA-	联合	7	0.8540	0.0664	0.6714	0.0892
	中诚信	8	0.8700	0.0338	0.8109	0.0682
	大公	8	0.9022	0.1608	0.8639	0.1691
	新世纪	4	0.8603	0.0314	0.7298	0.1178
AA	联合	7	0.7873	0.0298	0.7309	0.0629
	中诚信	10	0.6986	0.1848	0.5426	0.1598
	大公	7	0.8388	0.0825	0.6985	0.1804
	新世纪	4	0.6941	0.1488	0.5948	0.1740
AA+	联合	5	0.6202	0.1136	0.5086	0.1954
	中诚信	3	0.6266	0.0627	0.5694	0.1509

	大公	9	0.5851	0.0816	0.4968	0.1474
	新世纪	5	<u>0.4480</u>	0.1649	<u>0.3573</u>	<u>0.1275</u>
AAA	联合	9	0.3939	0.1041	0.3374	0.1406
	中诚信	11	0.3034	0.1112	0.2497	0.1205
	大公	5	<u>0.2914</u>	0.0495	<u>0.2152</u>	<u>0.0878</u>
	新世纪	2	0.3996	<u>0.0394</u>	0.3963	0.0917

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发行市场看，本季度除A+级别主体所发短券，联合资信利差I均值和标准差最小，投资者认可度较高外，其他各信用等级、各评级机构在发行市场上利差检验不具有显著性；从交易市场看，本季度除AAA级别主体所发短券，大公利差II均值和标准差最小，以及AA+级别主体所发短券，新世纪利差II均值和标准差最小外，其他各信用等级、各评级机构之间在交易市场利差检验也不具有显著性。总体而言，2010年第二季度由于受短券发行定价机制市场化改革、银行间市场货币趋紧、附息式浮动利率债券增多及担保债券的存在等综合因素影响，整体检验结果可比性不强，导致不同评级机构所评短券利差均值及标准差变动未表现出明显的一致性。