

2012 年第三季度短期融资券市场 利差分析报告



2012 年第三季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20121019

概要

时间: 2012 年 10 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

2012 年第三季度, 中国经济仍处于筑底阶段, 但已呈现企稳迹象。本季度央行继续执行稳健的货币政策, 并主要通过公开市场操作以逆回购常态化实现“预调微调”目标, 货币供应量增速波动回升, 信贷规模持续增长, 资金面较上季度略显紧张。在资金面和基本面共同影响下, 本季度银行间债券市场到期收益率整体稳中有升, 其中信用产品上行较为显著。

本季度共有 205 家企业累计发行短券 218 期(全部为纯信用债), 合计发行 2426.60 亿元。受中票、短券不互占额度等鼓励政策效应显现的影响, 短券总体发行规模和发行期数同比大幅增长, 但平均单笔发行规模同比有所下降。由于信用债供给量增幅较大、银行间市场流动性偏紧, 导致短券发行利率震荡上行。

本季度, AA 以上级别主体所发短券在前期仍表现为负利差, 后随着收益率逐渐上行, 负利差消失。受投资者对城投企业信用风险担忧的影响, 城投企业所发短券利率仍然高于同期同级别主体。本季度短券一二级市场交易利差倒挂共 38 期, 数量较上季度增加较多, 交易利差波动较以往明显扩大, 且整体波动方向不统一, 套利空间不稳定。

根据利差检验结果分析, 在不同的信用级别上各评级机构在利差均值和标准差方面的表现不尽相同, 由于本季度短券利差持续扩大及各级别发行主体短券发行时点分布不均匀, 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。

展望四季度, 在前期政策效应的累加下, 债券新增供给量仍有望增长, 发行规模和参与企业还将增加, 尤其是中低级别主体发债可望保持较高增速。四季度资金面仍将处于紧平衡状态, 但由于 11 月、12 月财政放款增加, 对缓解流动性紧张将有所裨益, 有助于银行间债券市场实现供需平衡。

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 7 月 1 日~2012 年 9 月 30 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

本季度，中国经济增速放缓延续，GDP 小幅回落，但工业增加值及零售额双升，经济企稳迹象显现。央行继续执行稳健的货币政策。本季度银行间市场资金面较上季度略紧，债券市场收益率整体上行。

基本面——国内经济延续增速放缓态势，但已趋于企稳

本季度宏观经济延续增速放缓态势，GDP 和工业增速继续小幅回落。根据国家统计局公布的数据，2012 年 1-9 月 GDP 实现 353480 亿元，同比增长 7.7%。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%。二季度和一季度比，下滑了 0.5%个百分点，三季度和二季度比，下滑了 0.2%个百分点。虽然经济增速仍然在下滑，但下滑的幅度在收窄，经济逐渐企稳的态势已显现。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 10.00%，比 1-6 月份回落 0.5 个百分点。从三季度的运行情况看，9 月份，规模以上工业增加值同比增长 9.2%，比 8 月份加快 0.3 个百分点；从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.79%。总体来看，中国经济仍处于“筑底”阶段。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，本季度投资、消费两大内需增速保持平稳，外贸形势依然疲弱。①投资增速小幅回升。1-9 月份，固定资产投资（不含农户）256933 亿元，同比增长 20.5%，比 1-8 月份提高 0.3 个百分点，而其中中央项目投资同比增长 2.3%；地方项目投资同比增长 21.8%。1-9 月，全国房地产开发投资 51046 亿元，同比增长 15.4%，较 1-8 月回落 0.2 个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。②消费增速保持平稳。2012 年 1~9 月，社会消费品零售总额 149422 亿元，同比增长 14.1%。从三季度运行情况看，8 月份社会消费品零售总额同比增长 13.2%，较 7 月份上升 0.1 个百分点；9 月份社会消费品零售总额同比增长 14.2%。总体来看，近几个月零售总体增速基本上维持在相对稳定的水平；③进出口持续低迷，顺差规模不断扩大。2012 年 8 月，中国进出口总值 3292.9 亿美元，同比微增 0.2%，增速较上月减少 2.48 个百分点。其中出口同比增长 2.73%，环比下降 3.30%，出口好于上月但仍处于低位；进口同比下降 2.62%，环比从 7 月的 4.7% 下滑至 4.60%，若扣除今年 1 月(春节因素)，则为 2009 年 10 月以来的首次负增长；9 月，受圣诞采购季外贸传统旺季影响，中国进出口总值达 3450.3 亿美元，同比增长 6.3%，增速较上月大幅提升 6.1 个百分点，其中出口 1863.5 亿美元，同比增长 9.9%，进口 1586.8 亿美元，同比由上月的负增长回升至 2.40%。总体看，9 月贸易顺差为 276.70 亿美元，顺差规模较上月增长 3.78%，2012 年 1~9 月累计贸易顺差 1482.76 亿美元，同比增长 39.04%。外贸形势虽在 9 月有所回升，主要是来自美国的圣诞订单、去年相对较低的基数以及中国政府出口退税政策的扩大所致，同时考虑到外围经济持续疲弱，国内经济增速放缓、企业调库存等趋势未改，预计今年外贸增长 10% 的目标实现难度较大。

本季度 CPI 见底回稳，PPI 继续走弱。受前期食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱等影响，7 月 CPI 降至 1.8%，创 30 个月以来新低。8 月以来，由于季节因素影响，食品价格尤其是蔬菜价格大幅增长，CPI 触底反弹至 2.10%。9 月随季节因素影响减弱，食品价格涨幅收窄，加之翘尾因素持续回落，CPI 较上月略有下降，达 1.9%。总体看，三季度物价或触底基本确定，未来随着翘尾因素下降空间收窄以及新涨价因素的走高，四季度乃至明年物价或出现反弹。从 PPI 指数来看，本季度 PPI 延续回落态势，7 月份，PPI 同比下降 2.9%。8 月国内外经济增速延续放缓态势，企业去库存化压力依然较大，加之翘尾因素见底，受此影响，PPI 进一步下降至 8 月的 3.5%。9

月 PPI 延续下降趋势，达-3.6%，跌幅创 35 个月以来最大。从目前来看，在国内外需求持续疲弱的背景下，企业去库存仍将持续，未来 PPI 仍将继续下降。

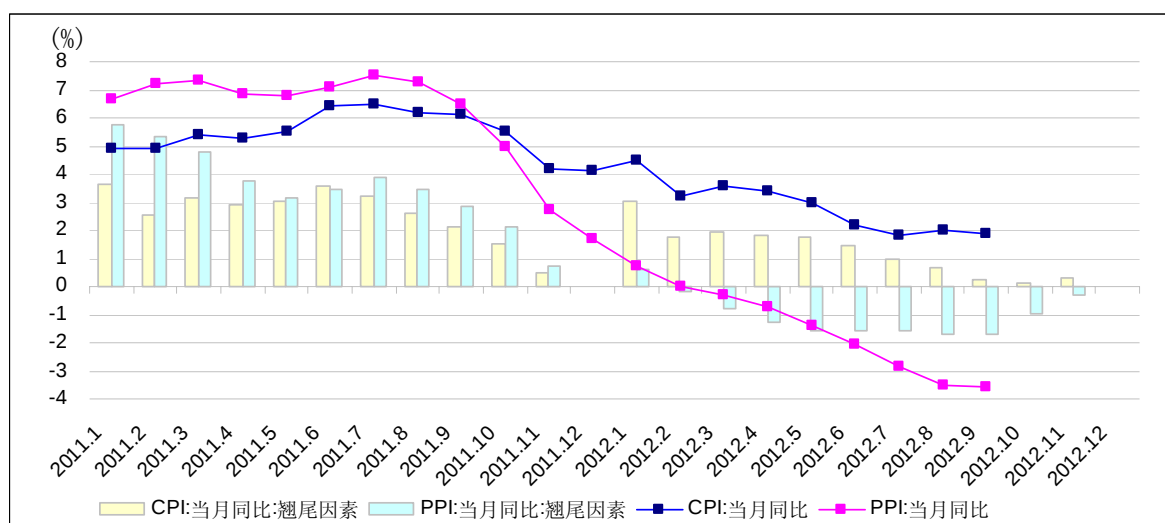


图 1 CPI、PPI 及翘尾因素同比增速变化情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

总体看，中国经济仍处筑底阶段，但已呈现企稳迹象。GDP 增速放缓程度收窄，“三驾马车”动力有所恢复，投资、消费在稳增长政策的推动下继续保持平稳增长，进出口有所回升，国民经济在投资、消费、进出口三个领域采取的微调预调措施已经收到一定成效，出现了诸多积极变化。随着经济刺激政策及投资政策的落实，四季度中国经济有望企稳反弹。

政策面——继续执行稳健的货币政策，公开市场操作以逆回购常态化实现“预调微调”目标

货币政策方面，本季度央行继续执行稳健的货币政策，通过降息、公开市场操作等手段实现货币政策“预调微调”目标。①非对称降息：自 2012 年 7 月 6 日起，央行年内第二次下调金融机构存贷款基准利率，其中金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点，且自同日起，将进入机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍。在宏观经济持续放缓背景下，央行此次降息，一定程度上可降低企业融资成本、促进市场有效信贷需求，并以银行让利的方式体现金融支持实体经济的原则，同时非对称降息方式再次显示利率市场化改革步伐加快。②公开市场操作：本季度央行密集实施逆回购，以逆回购常态化满足市场流动性需求。其中 7 月央行共实施 7 天逆回购 9 次，14 天逆回购 2 次。8 月央行继续频繁实施 7 天、14 天逆回购，实现 3440 亿元净投放，规模创近 14 个月以来的新高。9 月央行在 7 天、14 天逆回购基础上，还重启了 28 天逆回购拉长逆回购操作期限，期间为应对中秋、国庆双节流动性需求，央行于 9 月 25 日发行 2900 亿元逆回购，创出历史单日最大规模记录。央行频繁实施逆回购，表明在宏观经济基本面持续走弱背景下，市场既需要相对宽松的流动性，以刺激投资和消费增长，但又面临未来通胀压力的预期，因此央行在使用降息和降准等工具方面更为谨慎，倾向于采取灵活和短期工具进行调控，符合“预调微调”的政策口径。总体看，央行通过大量逆回购净投放，保证了在时间节点缓解结构性资金紧张，引导银行间市场的资金利率总体保持平稳。

央行货币政策委员会 2012 年第三季度例会指出，当前中国经济金融运行呈现缓中趋稳态势，

物价形势基本稳定，全球经济仍较为疲弱。会议还强调，要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，继续实施稳健的货币政策，同时，着力提高政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据形势变化适时适度进行预调微调，正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系。综合运用多种货币政策工具，引导货币信贷平稳适度增长，保持合理的社会融资规模。优化金融资源配置，有效解决信贷资金供求结构性矛盾，防范金融风险，提高金融服务水平，更好地支持实体经济，促进国民经济平稳较快发展。继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求，推动金融市场规范发展。稳步推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资金面——货币供应量增速波动回升，信贷规模持续增长，资金面较上季度略紧

2012年三季度，货币供给量M1和M2同比增速呈先降后升态势。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。分月看，7月由于外汇占款反弹、企业债发行量大幅增长，加之去年同期基数较低等因素影响，M2同比增长13.9%，在企业盈利预期依然较弱情况下，M1同比增速较上月末下降0.1个百分点。8月M1、M2增速较上月分别回落0.1和0.4个百分点，仍处于近年来的最低水平，表明经济仍处于放缓区间。9月M1和M2增速均创出年内新高，显示“稳增长”政策效用正在发挥作用，流动性状况和社会总需求正进一步改善。从信贷规模来看，7月份人民币贷款增加5401亿元，尽管较上月大幅减少3797亿元，但同比增加475亿元，考虑到下半年的信贷计划与上半年相比要少，加之同比多增，尚属平稳。8月份人民币贷款增加7039亿元，同比多增1555亿元，其中短期贷款增加1501亿元，环比增长547亿元，中长期贷款增加1203亿元，环比增长217亿元，中长期贷款虽有所反弹但仍处于低位。9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

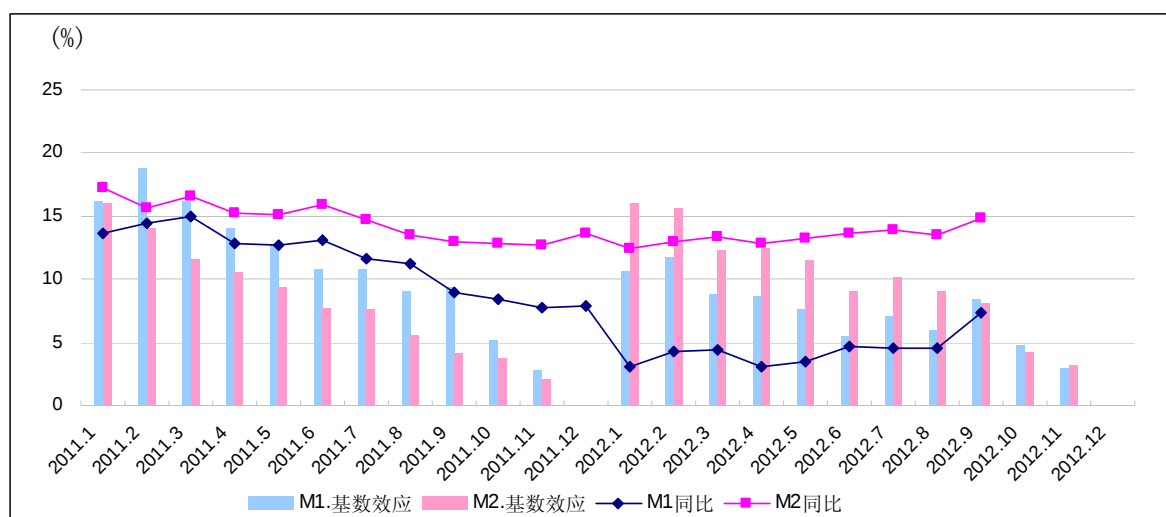


图2 2011年~2012年9月M1、M2同比增速变动情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

本季度以来，央行谨慎使用降息和降准等的调控工具，并继续停发央票，仅通过频繁大量实

施 7 天、14 天和 28 天不同期限逆回购满足流动性需求，逆回购在短期内能够替代下调存款准备金率的效果。从图 3 可以看出，本季度央行公开市场操作仍以净投放资金为主。

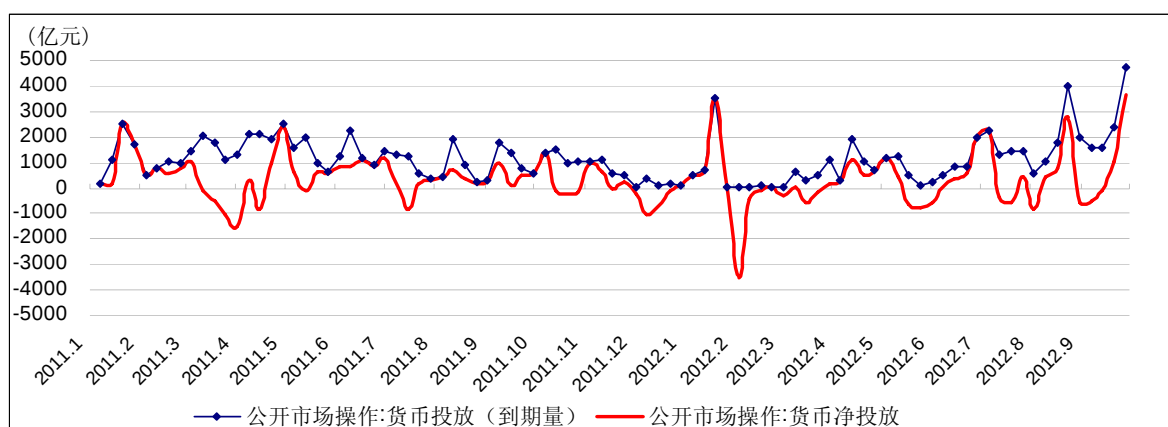


图 3 2012 年 1~9 月公开市场到期量与央行货币净投放情况

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

7 月央行通过频繁逆回购，向市场投放大量短期流动性，银行间资金面较上季度末趋于缓和，银行间市场同业拆借市场利率较 6 月份持续下降但仍较上月略高，7 天银行间同业拆借加权利率（R007）月加权平均利率为 2.78%，比上月高 0.06 个百分点。8 月份资金面前松后紧，R007 呈现先降后升态势，主要是近两个月以来央行不断通过滚动逆回购的方式为市场注入短期流动性，通过两个月的 7 天、14 天频繁操作，月末大量逆回购集中到期，加之接近月末考核时点，导致市场资金面再度收紧，R007 也由月初的 3.2%~3.4% 之间快速上升到 8 月末的 3.8% 左右。9 月份资金面平稳中趋紧，上旬由于央行常态化逆回购操作、公开市场适度投放，资金面运行平稳，R007 利率下行明显，但进入下旬后受季末考核、双节长假等多重因素影响，银行间资金面再度趋紧，SHIBOR 利率重回上升态势，9 月 25 日 R007 已处高位，达 4.74%。当天央行发行巨量逆回购以对冲流动性趋紧局面，R007 应声回落，9 月 29 日 R007 已回落至 3.45%。



图 4 2012 年 1~9 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——总体发行规模同比持续增长，信用产品供应量增长尤为显著；本季度到期收益率整体稳中有升，其中信用产品上行较为显著。

本季度银行间债券市场主要债券品种的发行规模合计 21926.04 亿元，同比增长 31.09%，主要是信用产品发行量大幅增长。本季度，企业债、超短融融资券发行量均显著增长，同比分别大幅增长 576.59%和 283.79%。政府债发行量占总体发行量的 25.32%，仅次于金融债（占比 26.10%）；本季度利率产品总体发行规模基本保持稳定，但各品种变化差异明显。

利率产品：（1）国债：随中央项目投资回升，本季度共发行国债 4673.48 亿元，同比增长 10.65%。（2）地方政府债：本季度地方政府债累计发行 2057 亿元，同比增长 45.27%，主要是“稳增长”政策下，地方政府基础投资加大，加之监管层加快企业债审批，企业债集中放量发行。（3）央票：截至 2012 年 9 月末，央票已连续三个季度停发，主要是今年以来外汇占款持续减少，加之实体经济的走弱也需要流动性的支持，使得主要用于对冲外汇占款的央票工具基本不具备发行条件。

信用产品：本季度非金融企业债务融资工具（企业债券、中票、集合票据、短券和超短融）发行规模合计 9800.74 亿元，同比大幅增长 125.17%。分产品来看：（1）企业债：三季度企业债发行 1121.10 亿元，同比大幅增长 576.59%，企业债发行量大幅增长的原因主要在于：①在“保增长”政策背景下，发改委加快基建项目审批，项目融资需求快速上升；②在宏观经济放缓背景下，银行惜贷情绪较浓，更多企业更倾向于债券市场融资；③管理层为优化社会融资结构，扩大直接融资规模、提高直接融资占比，管理层出台鼓励政策，同时加快审批速度。（2）中票：本季度中票发行 3925.2 亿元，同比增长 160.46%，主要是今年以来银行实际贷款利率并未实质性大幅下降，而中票融资具备一定的融资优势，另外管理层的鼓励政策也是中票发行规模快速上涨的重要原因。（3）短券：本季度短券（短期融资券+超短期融资券）发行 4649.00 亿元，同比增长 74.62%，尤其是超短期融资券增幅显著，同比大幅增长 283.79%。超短期融资券增长主要是年内两次降息之后，下半年以来短融券利率明显走低，与短期贷款相比，短券的融资成本有明显优势，加之超短融发行主体放宽，也成为短融券发行量大幅度增加的原因之一。

表 1 2012 年第三季度主要债券产品发行情况

债券品种	2011 年第三季度		2012 年第三季度		发行规模
	发行额（亿元）	占比（%）	发行额（亿元）	占比（%）	同比变化(%)
政府债：	5639.79	33.72	5551.6	25.32%	-1.56%
国债	4223.79	25.25	4673.48	21.31%	10.65%
代发地方政府债	1416	8.47	2057	9.38%	45.27%
央行票据	1640	9.8	0	0.00%	-100.00%
金融债	5094.1	30.46	5723.7	26.10%	12.36%
政府支持机构债券(中央汇金债)	0	0	850	3.88%	--
非金融企业债务融资工具	4352.6	26.02	9800.74	44.70%	125.17%
企业债券	179	1.07	1211.1	5.52%	576.59%
短期融资券	2082.3	12.45	2423	11.05%	16.36%
超级短融融资券	580	3.47	2226	10.15%	283.79%
中期票据	1507	9.01	3925.2	17.90%	160.46%
集合票据	4.3	0.03	15.44	0.07%	259.07%
合计	16726.49	100	21926.04	100.00%	31.09%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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，三季度银行间债券收益率平坦化上行。受资金面影响，短端品种收益率持续上行，信用品种上行幅度显著。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。三季度资金面较上季度略紧，加之发行规模大幅增长，带动短端品种收益率逐渐走高，而中长端品种到期收益率小幅走高的原因主要如下：①在经济增速趋缓压力下，企业盈利状况难以明显改善，收益率相应上行；②三季度以来，中长端品种发行规模大幅增长，供给量的增长也是收益率上行因素之一。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三季度逐月上行，9月末到期收益率因季末央行实施巨量逆回购释放流动性而有所回落；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持续上行，其收益率高于二季度的平均水平。

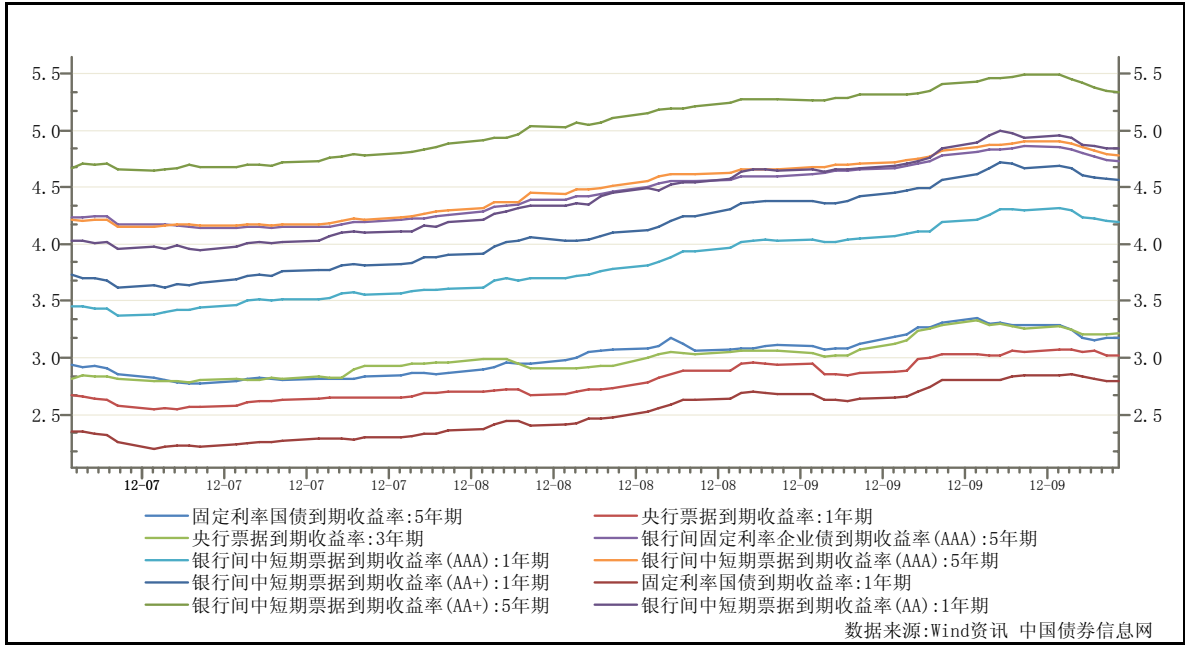


图5 关键期限债券到期收益率整体变化情况

资料来源：wind 资讯、中国债券信息网

二、 短券发行市场情况

平均单笔发行规模同比有所下降；短期发行主体信用等级向 AA~AA 级别集中；AA~AAA 级别发行期数环比显著增长

表 2 2012 年第三季度短期融资券发行基本情况

项 目	2012 年第三季 度	与上年第三季度同比		与本年第二季度环比	
		2011 年第三季度	同比增长率(%)	2012 年第二季度	环比增长率(%)
发行规模(亿元)	2426.6	2074.6	16.97	2030.6	19.51
发行期数(期)	218	126	73.02	202	7.92
发行家数(家)	205	115	78.26	197	.06
平均单笔发行规模(亿元)	11.13	16.47	-32.42	10.05	10.75

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理
注：短期融资券发行规模以起息日作为统计口径，下同。

从 2005 年 5 月至 2012 年 9 月底，银行间市场累计发行短期融资券 2766 期，实际发行规模 37443.67 亿元。截至 2012 年 9 月底，短期融资券市场存量 8061.7 亿元。

本季度共有 205 家企业累计发行短券 218 期（全部为纯信用债），合计发行 2426.60 亿元。与 2011 年同期相比，本季度短券发行规模和发行期数均快速增长，增幅分别为 16.97% 和 73.02%，但单笔发行规模下降 32.42%。

从发行规模看，本季度短券发行 2426.60 亿元，发行额较上季度有明显上升，环比增长 19.51%。本季度短券发行期数增长主要来自民营企业的贡献，本季度民营企业发行期数为 63 家，而上年同期为 15 家，同比大幅增长 320.00%。民营企业发行主体信用等级和发行规模偏低，使本季度短券平均单笔发行规模同比下降。本季度短券平均单笔发行规模为 11.13 亿元，同比下降 32.42%。

表 3 短券主体信用等级发行规模统计

	发行期数		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 第三季度	2012 年 第二季度	2012 年 第三季度	2012 年 第二季度	2012 年 第三季度	2012 年 第二季度	2012 年 第三季度	2012 年 第二季度
AAA	46	32	1505	1206.0	32.72	40.20	150	200
AA+	35	22	371.5	170.2	10.61	7.74	23	20
AA	52	43	260.4	281.0	4.85	6.53	10	20
AA-	63	73	236.4	296.6	3.75	4.06	8	14
A+	22	32	53.3	76.8	2.42	2.40	6	5
合计	218	202	2426.6	2030.6	11.13	10.05	-	-

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

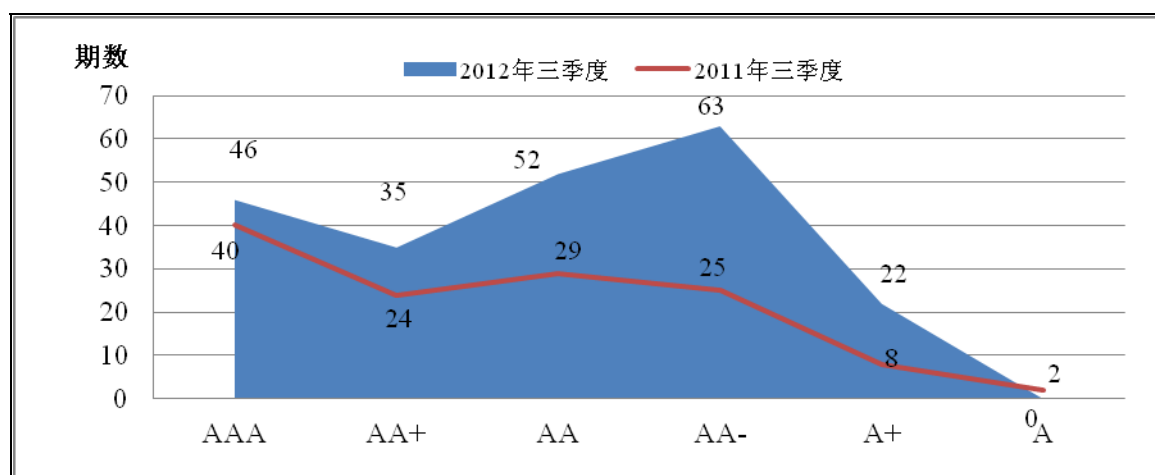


图 6 2012 年第三季度短期融资券主体发行期数信用等级分布

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度短券主体信用等级中，AA 以上（含 AA）级别发行期数环比显著增长，主要原因在于银行间市场交易商协会 6 月推出鼓励政策，凡公开市场评级在 AA(含)以上的发行人允许其短券、中长期债券发行额度互不占用。与 2011 年同期相比，AA-~AA 信用等级发行期数占比同比显著提升。本季度 205 家企业累计发行的 218 期短券中，主体信用等级在 AA-~AA 级别的发行主体共发行短券 115 期，占总发行期数的 52.75%，同比增加 19.42 个百分点。其中，AA 级发行主体本季度共发行短券 52 期，同比增长 79.31%；AA-级发行主体本季度共发行短券 63 期，同比增长 152.00%。

从发行期限来看，本季度所发行的短券以 1 年期为主，其中发行期限为 1 年期的共有 209 期，占 95.43%；发行期限在 1 年以下的 9 期，占 4.57%。从发行方式来看，本季度采用固定利率发行的为 217 期，占 99.54%；本季度仅发行 1 期附息式浮动利率的债券，与上季度持平。

本季度证券公司短券发行增加 5 期，其中国泰君安证券和招商证券分别续发 1 期和 2 期，中信证券首度发行 2 期各 50 亿规模的短券。中信证券的主体长期信用级别为 AAA 级，短券信用级别为 A-1，所发短券均为 50 亿元 90 天期无担保短期融资券。发行短券是证券公司增加营运资金、调剂管理头寸、满足创新业务发展要求、解决改变券商依赖股权融资现状的有效手段，预计将有越来越多的证券公司加入发行短券的行列。

信用债供给量增幅较大、短券发行利率上行调整

三季度，短券市场的发行利率出现向上的调整，9 月短券发行利率上行 20 个 BP 左右。从交易商协会定价估值来看，三季度各级别 1 年期信用债发行利率平均上行 94BP。信用债供给量增幅较大、资金面与资金价格背离、企业信用基本面恶化是导致三季度短券市场的发行利率的向上调整主要原因。

三季度以来，央行采用逆回购的手段来提供流动性，缓解银行间市场流动性整体紧张态势。本季度央行加大逆回购操作力度，公开市场操作央行票据到期 470 亿元，逆回购到期 17680 亿元，正回购到期 2620 亿元，逆回购操作 21130 亿元，净投放资金量为 6540 亿元。本季度短券发行市场开始转入调整，短券利率债一、二级收益率互相推动上行，资金面与资金价格出现背离，资金面趋于宽松而资金价格却继续向上调整。9 月 25 日的 2900 亿逆回购规模创下了历史最高水平，使得 9 月底银行间资金面得到明显缓解，隔夜回购利率回落到全年最低水平，7 天回购跌入 3% 以下，SHIBOR 利率由 7 月初的 4.74% 降至 9 月末的 4.40%，9 月底短券发行利率的上行速度略微放缓。

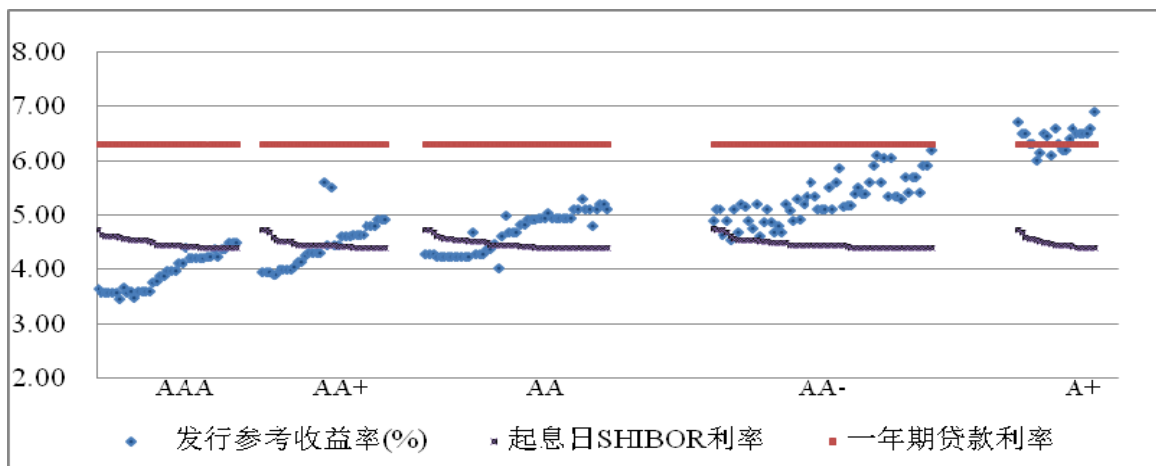


图 7 2012 年第三季度主要主体级别短期融资券发行利率与 SHIBOR 走势

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理
注：剔除发行期限 1 年以下和附息浮动式利率短券合计 9 期。

从供给层面看，三季度信用债（企业债券、中期票据、公司债、短券和超短券）发行量再创新高，达到 11304.37 亿元，比二季度增加 3431.09 亿元。其中短券（含超级短券）、中期票据、企业债均有不同幅度的上涨，比二季度分别增加 1818.8 亿元、1303.39 亿元和 381.23 亿元，公司债小幅减少 72.33 亿元。三季度信用债净融资额为 7358.27 亿元，同样达到历史新高，比二季度增加 2900.99 亿元。信用债的放量增加一定程度上助推了短券一级市场的发行利率。

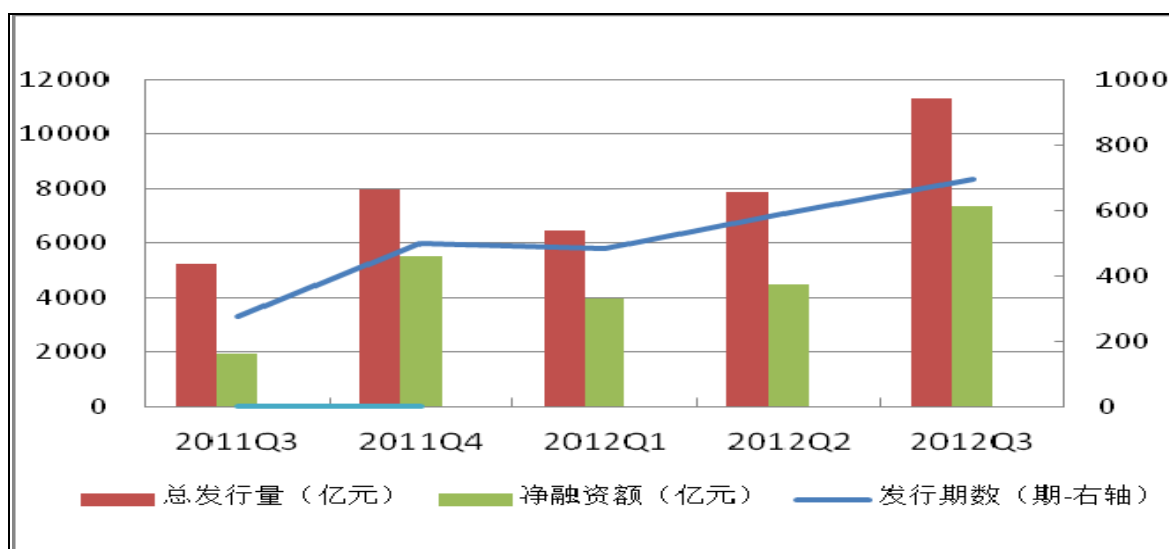


图8 2012年三季度信用债一级市场情况

资料来源: wind 资讯

此外，部分行业景气度超预期下行，行业内企业经营陷入困境，风险点有所显现。近期，新世纪和中诚信连续发布评级调整公告，分别将江西赛维 LDK 太阳能高科技有限公司（简称“赛维”）和新疆中基事业股份有限公司（简称“新中基”）主体评级下调至 BBB+/负面和 CC 级，而“11 赛维 MTN1”的债项评级下调为 BBB+级、“11 赛维 CP001”¹的债项评级下调至 A-2 级、“11 新中基 CP001”的债项评级下调至 B 级，并列入可能继续降级的观察名单。10 月 21 日“11 江西赛维 CP001”、11 月 7 日“11 新中基 CP001”即将到期，相关兑付风险有待密切关注。

民营企业发行短券的主体占比大幅提升，发行级别集中于 A+~AA 级

2012 年三季度短券发行主体共计 205 家，按照所有制性质划分，国有企业 142 家，占 69.27%；民营企业共计 63 家，占比 30.73%。从短券发行额看，本季度民营企业短券发行总额 289.30 亿元，占比 11.92%；从发行期数看，民营企业发行 63 期，占比 28.90%；从发行主体级别看，AA+级和 AAA 级企业大多为国有企业，本季度除福耀玻璃、横店集团和沙钢集团三家 AA+级民营企业外，其他民营企业主体级别多集中于 A+~AA 级。国有企业占比略有下降，但仍是目前短券的最大发行群体。

短券发行继续向经济发达地区集中，珠三角和长三角地区凭借发行资源优势在发行家数上处于领先地位

从发行主体地区分布来看，2012 年第三季度发行主体合计 205 家，华东和华北两大重点地区发债主体合计 134 家，占同期发债主体总家数的 65.37%。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，较上年同期有所集中。具体看，华北和华东地区发行期数分别为 43 期和 91 期，华北重点发行地区仍主要集中在北京市，发行家数合计 33 家；华东地区经济较为发达的江苏省、浙江省、上海市和山东省是发债重点省市，发行期数为 69 期，占比 71.43%。总体看，北京市依靠国有大型企业集中优势，广东省和长三角沿海省市凭借企业集中、潜在发行资源丰富的优势，在发行家数上排名靠前。

¹根据江西赛维 LDK 太阳能高科技有限公司 2012 年 10 月 15 日发布的短期融资券兑付公告，“11 江西赛维 CP001”短融资券将会如期兑付。

表 4 2012 年第三季度发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量 (期)	重点发债省市	数量 (期)	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	43	北京市	33	76.74
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	91	江苏省、浙江省、山东省、上海市	69	71.43
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	18	云南省	8	44.44
华中	河南省、湖北省、湖南省	12	湖北省	8	66.67
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	26	广东省	23	88.46
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	15	新疆	7	46.67
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	13	辽宁省	8	61.54

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

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 1041.60 亿元和 702.10 亿元，远高于其他地区，分别占当期发行总额的 42.92%和 28.93%。由于集中了众多中央级企业，北京是全国重点发债区域，本季度该地区短券发行额为 949.50 亿元，占发行总额的 39.13%；发行规模第二的省份为广东省今年三季度短券发行 262.2 亿元，其中招商证券和中信证券贡献了 166 亿元的发行规模。从各地区企业主体信用等级来看，华北地区主体信用等级为 AAA 的企业共发行 21 期，占全部主体信用等级为 AAA 的发行期数 45.65%；华东地区是国内中小企业集中的地区，主体信用级别为 A+~AA 级的发行期数位列各地区首位，分别为 14 期、23 期和 26 期，分别占 A+~AA 级发行期数的 63.64%、36.51%和 49.06%。

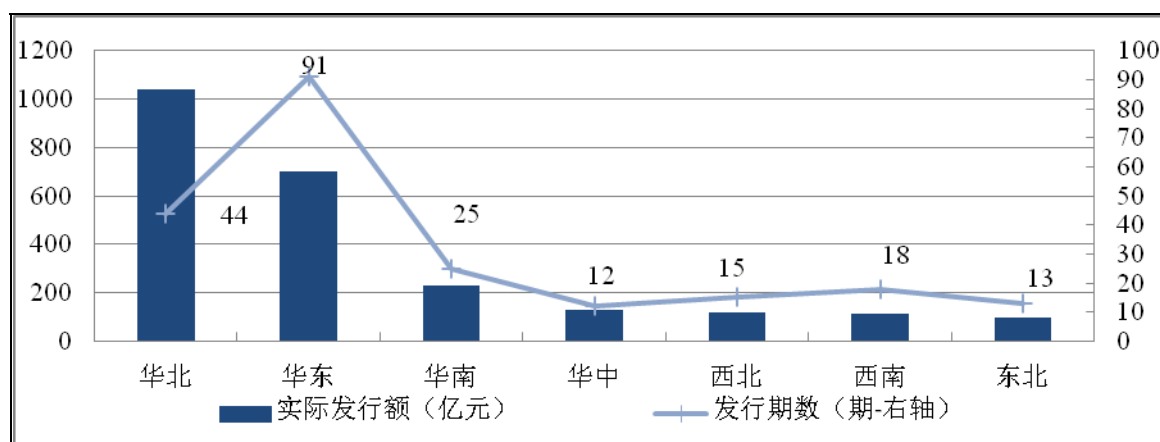


图 9 2012 年第三季度各地区短券发行情况

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

大额短券普遍采取联合承销的模式，中、农、工、建的主导地位稳固

2012 年第三季度参与短券发行的主承销商共计 24 家，其中包括 2 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 275.50 亿元；承销额度 2-5 名为工商银行 270.90 亿元、中国银行 261.50 亿元、农业银行 208.50 亿元和兴业银行 191.10 亿元。承销规模超过 100 亿元的还有国家开发银行 165.00 亿元、招商银行 160.30 亿元和中信银行 154.20 亿元。两家证券机构分别为中金公司和中信证券，承销额度为 17.50 亿元、4.50 亿元。

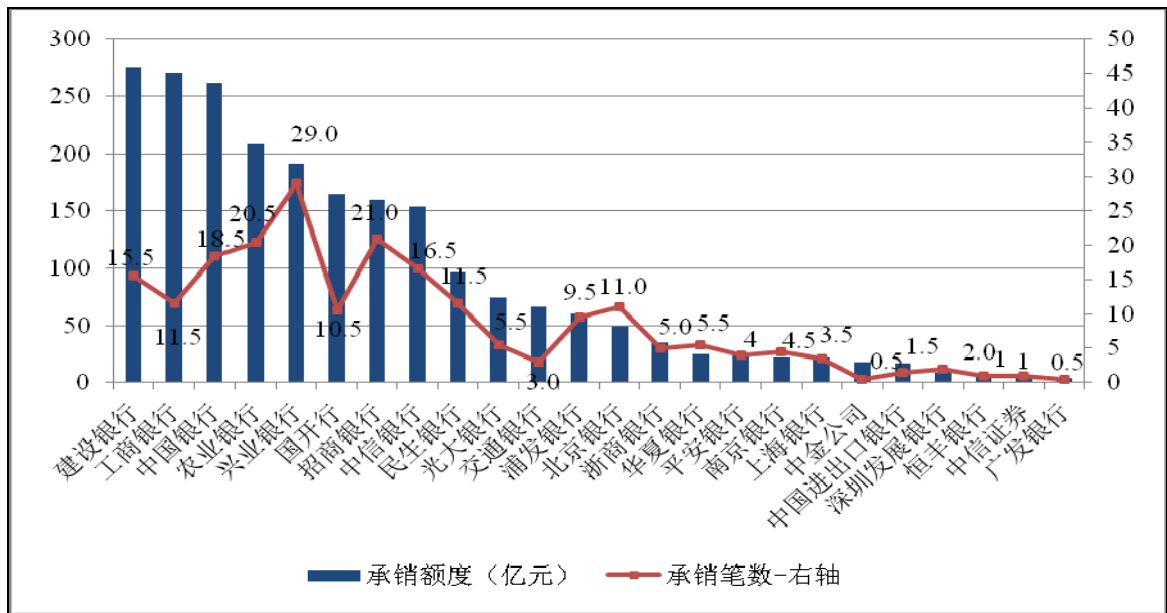


图 10 2012 年第三季度短期融资券市场各主承销商承销情况

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的短券共 11 期，合计发行额度达 775 亿元，占 2012 年三季度发行总额度的 31.94%。由于大额短券对承销商的承销能力要求较高，且存在包销风险，大额短券基本由中、农、工、建四大行承销，且普遍采取联合承销的模式。本季度 11 期大额短券承销中，除“中信证券 CP001”、“中信证券 CP002”外，全部采取联合承销的方式。

表 5 2012 年第三季度大额短期融资券情况

债券简称	发行额度（亿元）	主承销商
12 联通 CP001	150	建设银行、中国银行
12 中铁建 CP001	100	工商银行、中国银行
12 电网 CP001	100	建设银行、中信银行
12 国电集 CP002	75	农业银行、招商银行
12 中信 CP001	50	
12 中信 CP002	50	
12 中铝 CP001	50	国家开发银行、工商银行
12 电网 CP003	50	工商银行、兴业银行
12 电网 CP002	50	工商银行、兴业银行
12 大唐集 CP001	50	农业银行、中国银行
12 中铝业 CP002	50	农业银行、中信银行

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

注：证券公司发行短券采取通过央行债券发行系统公开招标的方式发行。

按照承销期数统计，兴业银行为 29 期，发行期数位居榜首；招商银行为 21 期、农业银行 20.5 期、中国银行 18.5 期，建设银行 15.5 期，位列 2-5 位。

总体看，大额短券普遍采取联合承销的模式，中、农、工、建四大行保持其领先的市场地位，且优势突出；在承销期数上，招商银行和兴业银行机制灵活，排名继续领先。

三、 短券利差分析

2012年第三季度短券发行期数为218期，其中浮动利率的短券1期，发行期限小于1年的短券9期，有担保的短券2期。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本以后的206期样本。

本季度AA~AAA主体级别所发短券的发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验均通过置信度为95%的显著性检验。本季度，A+级别主体所发短券发行利率与发行日SHIBOR利率的相关性、交易利率与交易日SHIBOR利率的相关性未通过显著性检验。主要是由于随着A+级别发行主体的增多，越来越多的新企业进入债券市场，市场投资者对其认可度偏差较大。本季度，A+级别中新进入债券市场的企业发行期数占73.91%(2012年2季度为63.33%，2012年1季度为25%)。

表6 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	0.870	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
AA ⁺	交易利率		0.884	0.006
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁺	发行利率		0.628	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
AA	交易利率		0.708	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA	发行利率		0.820	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
AA ⁻	交易利率		0.827	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁻	发行利率		0.609	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
AA ⁻	交易利率		0.600	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			

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。由于本季度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之间继续表现出较高相关度；本季度前期，AA及以上级别主体所发短券仍表现为负利差，但后期负利差消失。

整体而言，本季度银行间市场资金面较上季度略紧；短券发行利率和交易利率总体呈现上升趋势，利差持续扩大，AA及以上级别主体所发短券负利差在本季度后期消失。

从表6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。②AA 与 AA+之间的级差最小，说明投资者在利率和偏好方面对这两个级别的区分度不明显，且易受发行时间点等因素的影响；A+与 AA-之间的级差最大，说明投资者对 A+企业所发短期要求的风险溢价有更高的要求。③本季度前期（7-8 月），AAA~AA 主体所发短券负利差明显，之后利差逐步由负转正。④本季度，AA+和 AA-主体所发短券利率变化范围较大(分别为 172BP 和 165BP)。

本季度，AA+级别主体所发短券中，“12 甘公投 CP001”和“12 湘高速 CP002”发行利差和交易利差均较高。上述短券发债主体均为地方城投企业，受投资者对城投企业的短期流动性和信用风险的担忧，其发行利率高于同期同级别主体。

表7 各等级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 (%)	本季度利差 I (BP)			本季度利差 II (BP)		
			均值	级差	标准差	均值	级差	标准差
AAA	3.45~4.48	3.94	-54.44	--	42.22	-52.90	--	42.59
AA+	3.89~5.61	4.44	-2.65	51.79	49.36	-7.40	45.50	53.15
AA	4.22~5.30	4.68	21.02	23.67	42.95	18.04	25.44	44.47
AA-	4.55~6.20	5.27	80.41	59.39	46.49	82.30	64.26	47.30
A+	6.00~6.90	6.42	193.59	113.18	23.68	193.35	111.06	25.01

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

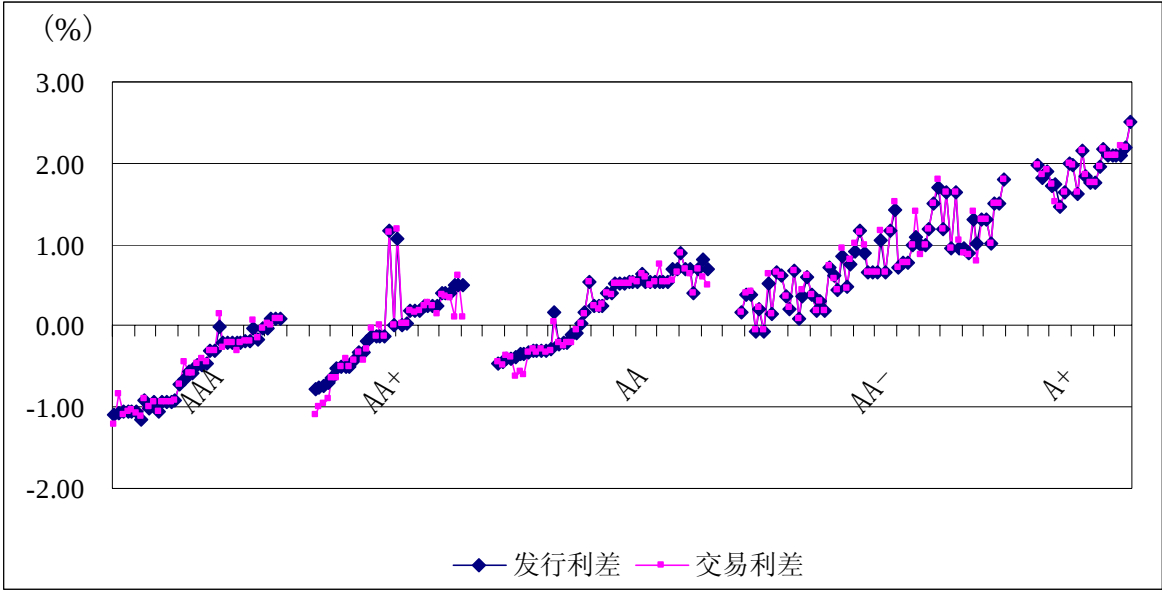


图 11 本季度各等级发行主体短券利差分布情况

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，以确定信用级别对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。表 7 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，除 AA 与 AA+ 级别主体所发短券利差 I 和利差 II 未表现出明显差异外，其余级别主体所发短券利差差异显著。由于，AA 和 AA+ 企业所发短期级差与其他相邻级别之间的级差相比最小（本季度发行利差的级差为 23.67BP，交易利差的级差为 25.44BP），在此情况下易受发行时间点等因素的影响。本季度，AA+ 企业大部分短券发行时间集中在后半季度（拉高平均利差水平），而 AA 企业大部分短券发行时间集中在前半季度（拉低平均利差水平），从而使得 AA+ 和 AA 企业所发短券利差差异不显著。

表 8 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

Scheffe					
变量 (1)	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.)
AAA	AA+	-0.5179*	0.0001	-0.4550*	0.0012
	AA	-0.7546*	0.0000	-0.7094*	0.0000
	AA-	-1.3485*	0.0000	-1.3520*	0.0000
	A+	-2.4803*	0.0000	-2.4626*	0.0000
AA+	AAA	0.5179*	0.0001	0.4550*	0.0012
	AA	-0.2367	0.2003	-0.2544	0.1681
	AA-	-0.8306*	0.0000	-0.8970*	0.0000
	A+	-1.9624*	0.0000	-2.0075*	0.0000
AA	AAA	0.7546*	0.0000	0.7094*	0.0000
	AA+	0.2367	0.2003	0.2544	0.1681
	AA-	-0.5939*	0.0000	-0.6426*	0.0000
	A+	-1.7257*	0.0000	-1.7532*	0.0000
AA-	AAA	1.3485*	0.0000	1.3520*	0.0000
	AA+	0.8306*	0.0000	0.8970*	0.0000
	AA	0.5939*	0.0000	0.6426*	0.0000
	A+	-1.1318*	0.0000	-1.1106*	0.0000
A+	AAA	2.4803*	0.0000	2.4626*	0.0000
	AA+	1.9624*	0.0000	2.0075*	0.0000
	AA	1.7257*	0.0000	1.7532*	0.0000
	AA-	1.1318*	0.0000	1.1106*	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，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。本季度前期，AA 及以上级别主体所发短券仍表现为负利差，但后期负利差消失。

（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 9 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 4.07%，利差 I 及利差 II 最小，且均表现为负值。主体规模低于 50 亿元短券，主体级别以 A+和 AA-为主，平均发行利率为 5.68%，利差 I 及利差 II 的均值及标准差最大。

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 亿元以上	43	4.07	-41.45	58.45	-41.31	57.65
100~500 亿元	73	4.64	17.49	56.93	14.44	60.05
50~100 亿元	49	5.20	73.15	59.94	74.23	60.53
低于 50 亿元	41	5.68	119.49	78.08	120.01	78.37

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 79BP，利差 I 及利差 II 均值较国有企业分别高出 78BP 和 80BP(上季度分别高出 99BP、100BP 和 100BP)。民营企业和国有企业在发行利率和利差方面的差异较上季度均有所缩小。本季度外商独资企业和中外合资企业各发行 3 期短券，发行利率、利差 I 及利差 II 均介于国有企业和民营企业之间。

表 10 本季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（BP）	均值（BP）	标准差（BP）
国有企业	138	4.61	13.76	73.89	12.20	74.62
民营企业	62	5.40	91.59	79.69	92.65	80.03
外商独资	3	5.27	83.90	81.59	87.49	81.88
中外合资	3	5.01	49.56	82.05	48.44	100.90

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、农林牧副渔、零售/物流/贸易、交通运输、机械设备、建筑施工等行业（见表 11）。从本季度的数据来看，钢铁、电力和文化传媒等行业的平均发行利率和利差相对较低，纺织服装、新能源/新材料等行业则相对较高。总体来看，行业平均发行利率和利差差异主要与发行主体信用等级及发行时点有关，本季度发行利率较低的钢铁、电力等行业的主体信用等级较高且发行主体集中在本季度 7-8 月；发行利率较高的纺织服装、新能源/新材料等行业的主体信用等级较低，主要分布于 A+级至 AA-级。

表 11 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）
钢铁	5	4.17	-29.32	46.68	-28.12	46.23

电力	21	4.22	-28.14	60.80	-34.66	59.11
文化传媒	3	4.25	-30.37	21.82	-32.41	24.30
公用事业	8	4.36	-12.31	67.11	-8.23	64.35
医药	5	4.51	-1.73	43.83	-0.42	45.25
造纸	3	4.61	10.43	77.20	3.38	84.14
交通运输	15	4.63	18.83	64.31	21.12	63.78
建筑施工	14	4.76	28.57	101.04	28.32	101.02
有色金属	10	4.82	32.88	103.48	30.48	107.98
煤炭	9	4.83	38.39	73.70	35.26	69.40
零售、物流及贸易	17	4.84	36.40	79.50	35.69	79.33
机械设备	13	4.93	43.70	80.58	41.85	83.73
信息技术	7	4.98	49.24	117.45	49.66	117.92
旅游	2	5.02	59.74	8.32	59.68	8.27
农林牧副渔	20	5.03	56.40	73.59	54.85	78.63
综合	5	5.16	74.39	52.12	77.56	53.93
建材	7	5.17	72.10	63.81	77.87	68.00
化工	11	5.22	79.16	80.65	79.79	80.05
汽车、零部件及摩托车	8	5.33	84.97	94.19	88.91	92.91
其他	5	5.40	94.72	90.31	94.68	91.80
纺织服装	10	5.47	101.09	63.68	97.20	65.09
新能源、新材料	5	5.55	94.66	105.15	95.31	104.85
电器	3	5.62	120.52	44.00	121.70	50.91

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，因此仅剔除浮动利率和有担保短券，合计 215 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 206 期，占 95.81%；发行期限在 1 年以下的 9 期，占 4.19%。发行期限低于 1 年的短券一般而言主体信用级别较高（其中 AAA 级别主体短券占 77.78%），在主体级别和期限因素的双重影响下，发行期限小于 1 年的短券在发行利率和利差方面均明显低于 1 年期短券。

表 12 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	206	4.86	38.73	83.46	38.04	84.73
一年期以下	9	3.93	-52.75	55.75	-47.59	54.52

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往往较高，所对应的利差处于相对低水平。

表 13 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	9	3.81	-0.70	-70.27	0.41	40.95
10~50 亿元	50	4.21	-0.26	-25.94	0.54	53.63
0~10 亿元	147	5.15	0.67	67.40	0.76	75.71

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 14。

表 14 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	0.994	0.989	0.989	0.000
利差 I 利差 II		0.995	0.990	0.990	0.000

(1) 发行利率=0.124+0.997*首日交易利率

(2) 利差 I=0.015+0.980*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较以往明显扩大，且整体波动方向不统一，说明本季度所发短券套利空间不稳定。

本季度一二级市场交易利差倒挂共 38 期，较上季度的 12 期大幅增加，倒挂超过 20BP 的共 4 期，倒挂最突出的“12 蒙西水泥 CP002”为-30BP、“12 沪城投 CP001”为-21BP；“12 京投 CP001”为-21BP、“12 龙盛 CP002”为-21BP。本季度一、二级市场交易差为正且大于 20BP 的共 13 期（其中大于 30BP 的共 3 期：“12 鄂能源 CP001”为 41BP，“12 华电能源 CP001”为 41BP，“12 蒙东 CP002”为 32BP）。

分级别看，本季度 AAA 及 AA+主体所发短券一二级市场交易利差正负波动，波动方向未表现出明显一致性；AA 主体所发短券交易利差大部分为正，说明该级别主体所发短券套利空间较大；AA-主体所发短券交易利差倒挂比例较大，说明市场对 AA-主体所发短券认可度不高；A+主体所发短券由于流动性相对较低，交易差表现相对平稳。

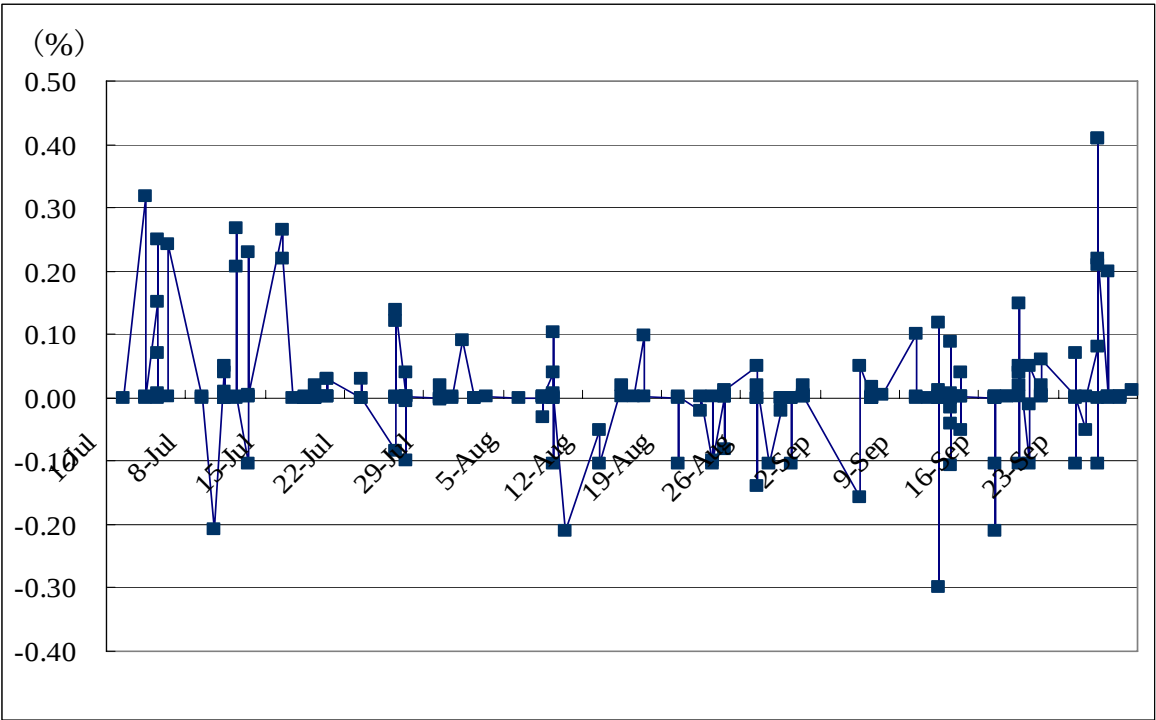


图 12-1 本季度短券一、二级市场交易差波动情况-按时间排序

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

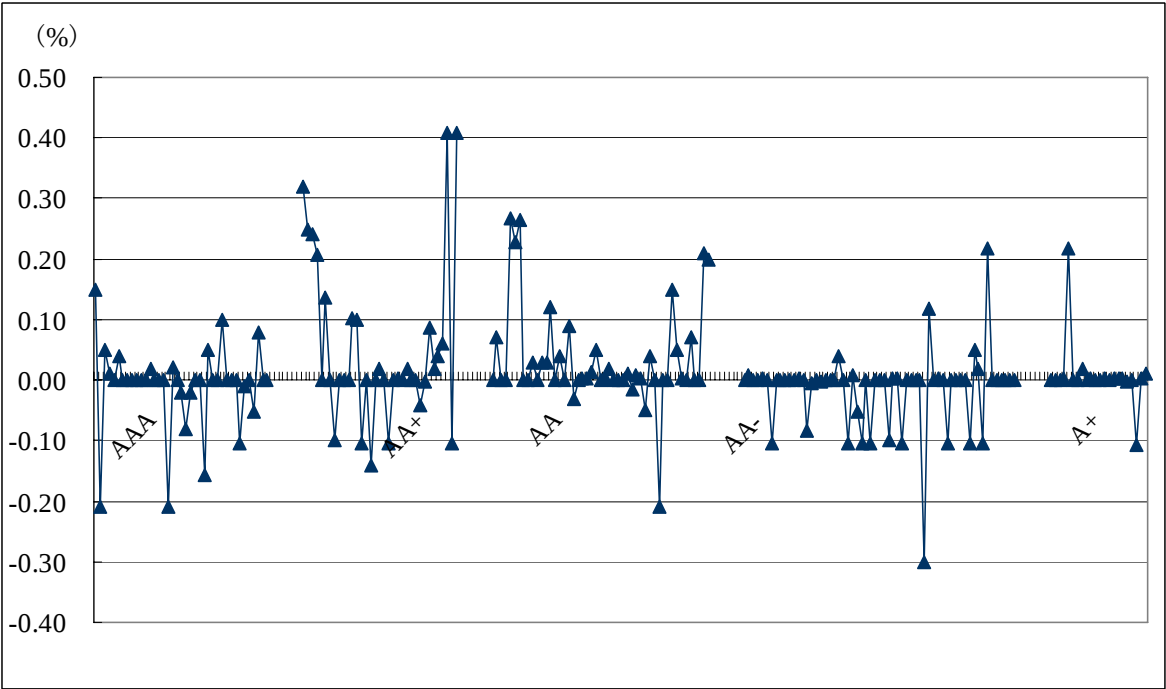


图 12-2 本季度短券一、二级市场交易利差波动情况-按级别排序

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、评级机构主体级别分布

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 218 期短券评级报告。从客户质量看（见表 15），客户的主体级别在 AA 及以上的占比为 61.01%，较上季度的 48.02%有较大幅度的提高。

表 15 本季度主体级别情况（期）

	联合资信	中诚信	大公	上海新世纪	合计
AAA	6	18	13	9	46
AA+	6	16	11	2	35
AA	17	17	10	8	52
AA-	12	20	17	14	63
A+	7	6	6	3	22
合计	48	77	57	36	218
其中：AA-以上占比	60.42%	66.23%	59.65%	52.78%	61.01%

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 16 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（BP）	标准差	均值(BP)	标准差
AAA	大公	11	-57.74	44.88	-56.67	49.23
	联合资信	6	-50.68	43.95	-48.63	44.15
	新世纪	5	-50.70	52.03	-45.71	46.81
	中诚信	17	-54.74	40.95	-54.09	40.03
AA+	大公	11	-4.53	58.48	-11.13	62.53
	联合资信	6	23.28	51.57	26.65	52.28
	新世纪	2	-32.43	27.49	-39.04	36.90
	中诚信	16	-7.36	43.48	-13.65	46.31
AA	大公	9	38.81	46.75	35.03	44.02
	联合资信	16	13.60	45.25	7.53	49.44
	新世纪	8	40.23	38.77	41.66	40.31
	中诚信	16	8.83	37.20	7.18	37.11
	大公	17	68.13	33.29	71.42	37.52
	联合资信	12	70.41	52.41	73.83	53.87

	新世纪	14	104.83	45.82	105.23	47.19
	中诚信	18	79.69	49.87	80.37	48.85
A+	大公	6	177.39	22.95	179.62	26.11
	联合资信	7	191.49	21.50	188.50	25.31
	新世纪	3	205.82	38.28	206.40	36.71
	中诚信	6	206.13	9.41	206.23	8.81

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度发行短券 AA-主体级别的样本量较大，占本季度所分析样本（218 个）的 28.90%，其余样本主体级别分布相对均衡。在 AA+级别上，联合资信的利差均值为正，与其他机构的均值表现不一致，主要是由于联合资信所评的 6 期短券全部集中在 8 月底 9 月初发行，从而使得利差均值为正。在不同的信用级别上，各评级机构的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。

综合分析，2012 年三季度，银行间市场流动性偏紧，在“短券中票不互占额度”等推动债券市场扩容的政策指引下，债券供给量大幅增长，短券发行利率震荡上行。展望四季度，在前期政策效应的累加下，债券新增供给量仍有望增长，发行规模和参与企业还将增加，尤其是中低级别主体发债可望保持较高增速。四季度资金面仍将处于紧平衡状态，但由于 11 月、12 月财政放款增加，对缓解流动性紧张将有所裨益，有助于银行间债券市场实现供需平衡。