

2006 年第三季度短期融资券利差分析

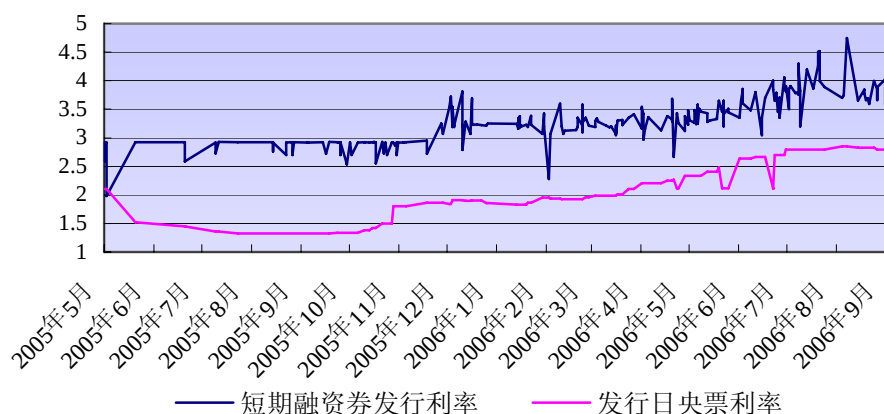
(联合资信评估有限公司 石雨欣 刘雪城)

一、短期融资券市场整体情况

1. 历史走势简单回顾

自 2005 年 5 月 25 日首次发行短期融资券（以下简称“短券”）以来，随着银行间债券市场的发展及各种监管机制的不断完善，短券市场已经具有较大规模。截至 2006 年 9 月 30 日，共有 188 家企业累计发行 255 期短券，发行规模已达 3583.7 亿元，其中已到期 29 期，共计 966 亿元，均已如期兑付，尚未出现未能兑付的情况。截至 2005 年底，短券共发行 79 期，规模为 1424 亿元；2006 年 1 月 1 日至 9 月 30 日，已发行 176 期共 2159.7 亿元，平均每期筹资额为 14.79 亿元，比 2005 年的平均每期 18.03 亿元有所降低。平均每期筹资额降低的原因一方面是一些企业为了降低财务风险选择分期发行，另一方面，一般民营企业发行规模比大型国有企业小，随着民营企业的参与，平均每期筹资额有所降低。

图-1 短券发行利率历史走势



由于短券市场普遍把央票利率作为短券定价的参考，随着银行存款利率的提高以及 1 年期央行票据（以下简称“央票”）利率的不断走高，短券的发行利率也呈现逐渐增高的趋势（如图-1 所示）。1 年期央票发行利率已从期初（2005 年 5 月 26 日）的 1.90% 上升到目前（2006 年 9 月 30 日）的 2.80%，上升幅度为 90BP；同时，短券发行利率已由期初的 2.90% 上涨到目前的平均 3.90% 的水平，上升幅度达 100BP，有些信用等级稍差的短券更是达到 4% 以上。在短券市场中，发行利率最低的国家开发投资公司于 2005 年 5 月 27 日发行 10 亿元 3 个月短券，发行利率为 1.98%；发行利率最高的为江苏恒力化纤有限公司于 2006 年 9 月 1 日发行的 2 亿元 1 年期短券，发行利率为 4.75%。短券发行的最高利率和最低利率相差 277BP。

总体看，随着银行央票利率的逐步走高，短券的发行利率亦呈逐步增加之势。

2. 短券市场的信用风险事件及其影响

随着市场规模的不断扩大,发行人也从最初实力和资信情况较高的国有大型企业扩大到国有中型企业和一些民营企业,同时,也引发了短券市场的信用风险。

福禧投资 10 亿元短券于 2006 年 3 月 6 日发行,发行利率为 3.6%。2006 年 7 月底,作为国内首次发行短券的非上市民营企业,福禧投资因违规拆借资金被起诉归还上海市企业年金发展中心 34.5 亿元的社保资金,致使其评级机构上海远东资信评估有限公司于 2006 年 7 月 27 日取消 2005 年 12 月 8 日给福禧投资 10 亿元短券的 A-1 信用级别,并于 8 月 21 日将其短券信用级别调为 C 级,这是短券市场首次因存在违约风险而使短券评级机构取消和降低信用等级的事件。

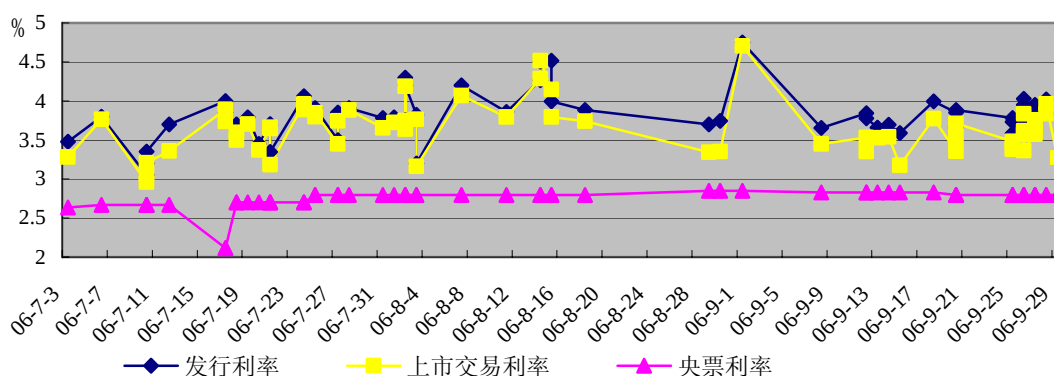
福禧投资的信用级别被取消之后,福禧投资的 10 亿元 1 年期短券被市场抛售,价格继续下跌,利率再度上扬。7 月 27 日,福禧投资 1 年期短券在 4.205%和 4.214%各成交了 3000 万,收盘报价 4.19%,较之前一日的 3.8296%大幅上升。福禧事件使投资人要求的福禧投资收益率大幅增加,福禧事件也使民营企业发行短券受到较大影响。7 月 25 日新上市的 06 恒逸 CP01 创出 4.06%的新记录。江苏恒力化纤有限公司临时变更发行规模,将原定 5.5 亿元的发行规模减少至 2 亿元,发行规模缩水 64%,成为短券市场建立以来,首期缩量发行的企业短券,并且其发行价格 4.75%以成为短券市场成立以来历史最高价,这一收益水平不仅创下了一年期企业短券发行利率的历史新高,再如果算上各种成本费用,与一年期贷款基准利率水平相差不到 60 BP,民营企业短券的筹资成本正在向 1 年期贷款利率水平逼近。而与民营企业相比,目前国有企业发行短券总筹资成本与贷款基准利率的差距仍然保持在 150 BP 左右。福禧事件使投资机构对民营企业短券要求更高的信用风险补偿。

福禧事件的发生使监管当局、市场各参与主体认识到目前短券在信息披露、风险管理、制度建设等方面存在的问题并逐步加以完善,从积极方面看,对于短券市场的完善与发展也起到了一定的促进作用。

3. 2006 年第三季度市场总体情况

2006 年第三季度,有 55 家企业共发行 63 期短券,发行规模累计 744.1 亿元,平均每期筹资额度为 11.81 亿元。其中 7 月份发行 23 期,累计 299.5 亿元;8 月份发行 15 期,累计 221 亿元;9 月份发行 25 期,累计 223.6 亿元。7 月底福禧事件后,短券市场增长势头在 8 月份明显减速,8 月份除了联通发行 100 亿元之外,其余 14 家发行总额仅有 121 亿元,与 7 月份相比大幅下降,而且有一周没有发行量。第三季度中,短券发行利率最高的是江苏恒力化纤有限公司的 4.75%,发行利率最低的是中国联通发行的半年期短券 20 亿元(第二期),发行利率为 3.05%。发行最高利率与最低利差相差 170BP。2006 年第三季度短券发行及首日交易利率情况与央票利率走势如图-2 所示:

图-2 2006 年第三季度短券发行及交易利率



将短券的发行利率和与其发行日最近的、央行发行的一年期票据的收益率之间的差额定义为一级市场利差（利差 I），将其第一个交易日的平均收益率和与之最临近的一年期央行票据收益率的差额定义为二级市场利差（利差 II）。选取第一个交易日主要是考虑到新券种上市后的第一个交易日往往流动性较好，能够较好地反映其真实的市场价格。

2006 年第三季度短券的发行利率均值、首日交易利率均值与一年期央票利率均值的利差情况如表-1 所示：

表-1 2006 年第三季度短券市场利差统计

	发行利率	发行日央票利率	利差 I	上市日交易利率	上市日央票利率	利差 II
均值	3.81%	2.75%	1.06%	3.64%	2.77%	0.87%
方差	0.087	0.016	0.094	0.105	0.010	0.100

2006 年第三季度短券的平均发行利率为 3.81%，比 2006 年上半年短券平均发行利率 3.31%增加了 50BP；短券的平均市场上市日交易利率为 3.64%，比 2006 年上半年平均上市日交易利率 2.95%增加了 69BP。2006 年第三季度利差 I 均值为 106BP，利差 II 均值为 87BP，利差 II 比利差 I 平均低 19BP。短券承销商除了获得承销费之外还获得 19BP 的一级市场收益空间^①。因此，高收益、低风险的短券业务成为各承销商争先抢夺的对象。

2006 年 8 月 19 日，人民银行调整金融机构贷款利率，1 年期银行贷款利率调整为 6.12%。2006 年第三季度，1 年期短券的平均发行利率为 3.85%，与 1 年期银行贷款利率相差 227BP。目前短券的发行利率与一年期银行存款利率仍然相差约 230 个 BP。

因此，随着央票利率的提升，短券发行利率亦有较大幅度的提升，但是与银行贷款利率相比，短券仍然以其成本较低、风险较小而受企业、券商及投资者欢迎。

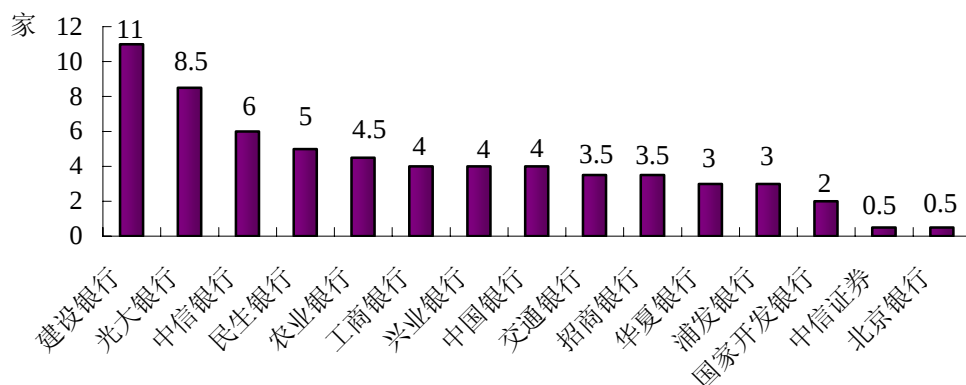
4. 主承销商及评级机构市场份额

随着短券市场规模的不断扩大，短券的主承销团成员范围也逐步扩大，2006 年 3 月新增主承销团成员中信证券以及北京银行在第三季度的短券发行中已经开始承揽业务。目前在短券市场已承揽业务的主承销商共有 15 家。2006 年第三季度各主承销商的承揽情况如图-3

^①由于利差 I 和利差 II 分别是发行利率和首日交易利率与央票基准利率的差，因此，用利差 I 和利差 II 的差来表示一二级市场之间的收益空间和用发行利率和首日交易利率的差表示一级市场收益空间所反映的变动趋势是一致的。

所示:

图-3 各主承销商市场占有率情况



从 2006 年第三季度各主承销商的业务承揽情况来看,建设银行共承销 11 期短券而超过一直以来的居于首位的光大银行,新增的中信证券以及北京银行等已在 2006 年第三季度分别与交通银行和农业银行联合承销短券。对于各承销机构来说,短券承销周期短,资金占用量较少,收益颇高,风险也相对较低,短券业务受到众多承销机构的重视。

目前,得到人民银行许可的具有银行间债券市场信用评级资格的国内评级机构主要有五家,分别为中诚信国际信用评级有限责任公司、联合资信评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司和上海远东资信评估有限公司。表-2 及图-4 反映了 2006 年上半年各评级机构所承担的已发短券企业评级情况。

图-4 各评级机构短券市场占有率情况

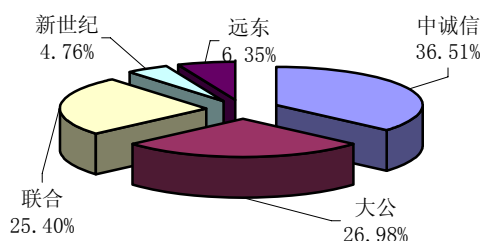


表-2 各评级机构所承担的短债企业家数

评级机构	家数
中诚信	23
大公	17
联合	16
远东	4
新世纪	3

与 2006 年上半年相比,远东的市场份额已由 18.58%大幅下降至第三季度的 6.35%,主要由于福禧事件使远东的短券评级市场大受影响。

二、第三季度短券利差的影响因素分析

在监管机构取消了短券的 A-1⁺ 信用等级,并且补充了企业主体信用等级之后,2006 年第三季度短券发行中,短券市场出现了短券信用等级 A-1⁺ 和 A-1 以及发行主体具备主体信用等级和不具备主体信用等级短期内的并存现象。短券信用等级 A-1⁺ 和 A-1 均为最高信用等级,分析短券的信用等级利差已经失去意义。而且由于部分短券的发行主体信用等级缺失,分析短券发行主体的信用等级利差也不能完全反应短券的市场利差情况。但是,影响短券利差的因素除了信用等级因素之外,还有发行主体性质、规模、所处行业以及短券发行额度、期限等因素均对短券的利差产生一定影响。因此,我们可以通过发行主体的性质、规模、所

处行业以及短券发行额度、期限等因素对短券利差进行分析。

1. 发行主体性质的利差分析

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，有 31 期短券的发行主体为国有独资和控股企业，有 18 期的发行主体为上市的国有控股股份公司；有 8 期有限责任公司（国有企业）；有 6 期民营企业，其中包括 2 家上市公司。短券发行主体多元化，从国有企业已经扩大到规模较大的民营企业。2006 年第三季度发行主体性质的利差 I 和利差 II 均值、方差情况如表-3 所示：

表-3 发行主体性质的利差分析

发行主体性质	样本容量	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
国有及国有控股企业	31	0.95	0.067	0.78	0.064
股份公司（国有控股上市）	18	1.07	0.089	0.85	0.076
有限责任公司（国有企业）	8	1.07	0.016	0.83	0.040
民营企业	6	1.53	0.076	1.47	0.116

由表-3 可知，在一级市场，国有独资及控股性质企业的利差 I 均值为 95 BP，而民营企业的利差 I 均值高达 153BP，比国有独资及控股性质企业高出 58 BP，可见，民营企业的发行利率较高。对于国有控股的上市公司以及有限责任公司形式的国有企业，由于其均属国有性质，所以其利差 I 与国有独资及控股企业的利差 I 较为接近。

在二级市场，国有控股及独资企业的利差 II 为 78BP，民营企业的利差 II 为 147BP，国有控股的上市公司以及有限责任公司形式的国有企业利差平均为 84BP。可见，国有性质企业的利差 II 较为接近，但与民营企业仍有较为明显的差异。

从一二级市场的总体情况看，国有性质企业的利差 II 比利差 I 平均低 17BP，而民营企业的利差 II 比利差 I 平均低 6BP。因此，从一级市场投资收益空间看，国有性质企业较高，而民营企业较低。总体看，发行主体性质对短券的发行利差和首日交易利差的影响均有明显差异。

2. 不同发行主体资产规模的利差分析

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，发行主体资产超过 500 亿元的有 10 期，发行主体资产规模在 100~500 亿元之间的有 24 期，发行主体资产规模在 50~100 亿元之间的有 15 期，发行主体资产规模低于 50 亿元的有 14 期。各发行主体资产规模下的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表-4 所示：

表-4 发行主体资产规模利差分析

发行主体资产规模	样本容量	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
500 亿元及以上	10	0.68	0.035	0.47	0.018
100~500 亿元	24	1.03	0.036	0.84	0.029
50~100 亿元	15	1.07	0.035	0.90	0.061
50 亿元及以下	14	1.36	0.115	1.17	0.129

从表-5 可以看出，在一级市场，随着发行主体资产规模的增加，利差 I 逐渐降低。主体资产规模低于 50 亿元的，其利差 I 为 136BP；主体资产规模超过 500 亿元的利差 I 为 68BP。在二级市场，随着发行主体资产规模的增加，利差 II 亦呈逐步降低之势。主体资产规模低于 50 亿元的，其利差 II 为 117BP，而发行主体资产规模超过 500 亿元的，其利差 II 仅为 47BP。

从一二级市场的总体情况看，资产规模较大企业的利差 II 比利差 I 平均低 20BP；资产规模较小企业的利差 II 比利差 I 平均低 20BP。从一级市场投资收益空间看，发行主体资产规模基本没有影响。总体看，发行主体资产规模对短券的发行利差的影响有明显差异，对短券的首日交易利差基本没有影响。

3. 发行主体不同行业的利差分析

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，行业分布较为广泛，采掘业、钢铁及其他制造业、交通运输行业等相对较多，农业、通信类及其他综合类相对较少。各行业利差 I 和利差 II 的均值、方差比较如表-5 所示：

表-5 发行主体所处行业利差分析

发行主体所处行业	样本容量	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
农业	4	1.19	0.095	0.98	0.085
采掘业	10	1.15	0.070	1.10	0.099
钢铁制造业	6	0.98	0.016	0.82	0.018
其他制造业	13	1.29	0.185	1.05	0.127
电力行业	7	0.94	0.011	0.65	0.043
交通运输行业	11	0.97	0.021	0.78	0.046
通信行业	5	0.63	0.036	0.42	0.010
其他综合类	6	1.07	0.039	0.85	0.060

从表-4 可以看到，在一级市场，纺织、医药、化工、汽车等其他制造业利差 I 均值最高，通信类的利差 I 最低，钢铁制造业、电力行业和运输行业利差 I 基本相当。其中，利差最高的其他制造业与通信行业平均相差 66BP。差异较大的原因主要是我国的通信市场垄断地位突出，联通、网通等市场通信巨头不仅市场占有率较高，而且其本身资产规模较大，抗风险能力较强，整体信用度很高。在二级市场，采掘业的利差 II 最高，通信业依然最低，采掘业和通信业的利差 II 平均相差 63BP，市场差异化程度较高。

从一二级市场的总体情况看，电力行业的利差 II 比利差 I 平均低 29BP，采掘业和钢铁行业的利差 II 比利差 I 平均低 4BP，其他行业的差异基本都在 20BP 左右。从一级市场投资收益空间看，通信、电力等行业较高，农业、采掘业等较低。总体看，发行主体所处行业对短券发行利差和首日交易利差的影响均有明显差异。

4. 短券发行额度的利差分析

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，发行额度超过 15 亿元的有 11 期，发行额度在 10～

15 亿元之间的有 19 期，发行额度在 5~10 亿元之间的有 16 期，发行额度低于 5 亿元的有 17 期。发行额度低于 5 亿元的比重相对增加的原因，一方面是企业自身资产规模的限制，企业发行的短券额度有限；另一方面，由于市场原因，有些企业选择分期发行，每期的额度相对就降低。各发行额度利差 I 和利差 II 的均值和方差如表-6 所示：

表-6 发行额度利差分析

短券发行额度	样本容量	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
超过 15 亿元	11	0.75	0.055	0.51	0.026
10~15 亿元	19	0.93	0.016	0.77	0.030
5~10 亿元 (包括 10 亿元)	16	1.17	0.073	0.93	0.049
低于 5 亿元	17	1.30	0.084	1.16	0.097

从表-6 可以看出，在一级市场，随着发行额度逐步增加，利差 I 呈逐步降低的趋势，发行额度低于 5 亿元，其利差 I 为 130BP；发行额度超过 15 亿元，其利差 I 平均为 75BP，发行额度较大和额度较小的利差 I 差异较大。在二级市场，随着发行额度的增加，利差 II 亦呈降低的趋势，发行额度低于 5 亿元，其利差 II 为 116BP；发行额度超过 15 亿元，其利差 II 为 51BP，发行额度较大和额度较小的利差 II 差异较大。

从一二级市场的总体情况来看，发行额度低于 5 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 15BP 左右；发行额度超过 15 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 24BP 左右。从一级市场投资收益空间看，发行额度较大，收益空间较高，发行额度较低，收益空间相对较低。可见，短券的发行额度对短券发行利差和首日交易利差均有较为明显的差异。

5. 短券发行期限的利差分析

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，发行期限为 1 年的有 50 期，发行期限短于 1 年的有 13 期，因此，发行期限为 1 年期的为主。不同发行期限的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表-7 所示：

表-7 发行期限利差分析

短券发行期限	样本容量	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
1 年期	50	1.10	0.080	0.91	0.092
1 年期以下	13	0.89	0.118	0.72	0.113

从表-7 可以看到，在一级市场，发行期限为 1 年的短券平均利差 I 为 110BP，发行期限短于 1 年的平均利差 I 为 89BP。在二级市场，发行期限为 1 年的短券平均利差 I 为 91BP，发行期限短于 1 年的平均利差 I 为 72BP。发行期限较短，利差 I 较大，发行期限较长，利差 I 较小。

从一二级市场的总体情况看，1 年期短券首日交易利差较发行利差低 19BP，1 年期以下短券的首日交易利差较发行利差的 17BP。从一级市场投资收益空间看，发行期限基本没有影响。可见，发行期限对短券发行利差的影响较为明显，但对短券的首日交易利差影响较小。

6. 短券利差其他影响因素

根据人民银行有关规定，2006 年 7 月 28 日后报送的短券项目，必须同时具备企业主体信用等级和短券信用等级。增加企业主体信用等级可以使投资者更为有效掌握企业主体信用状况。

2006 年第三季度发行的 63 期短券中，有 18 期短券具有企业主体信用等级。从具有长期信用等级的短券来看，主体信用等级为 AAA 的短券有 2 期，平均发行利率为 3.66%；主体信用等级为 AA 级的短券有 5 期，平均发行利率为 3.74%；主体信用等级为 AA⁻级的短券有 4 期，平均发行利率为 3.87%；主体信用等级为 A⁺级和 A 级的短券各有 1 期，其发行利率分别为 3.99%和 4.02%。可以看出，从发行利率看，随着主体信用等级的降低，发行利率呈逐步增加的趋势，其利差 I 和利差 II 均值也随着主体信用等级的降低呈增加的趋势。因此，企业主体信用等级也对短券的利差产生一定影响。主体信用等级越高，利差越大，主体信用等级越低，利差越小。

7. 小结

通过以上分析可知，发行主体的性质、资产规模、所处行业以及短券的发行额度、期限等因素均对短券发行利差的影响均较明显；发行主体性质、资产所处行业以及短券发行额度对短券的首日交易利差均有明显差异，而发行主体资产规模和短券发行期限对短券的首日交易利差影响不明显。

随着短券发行制度的逐步完善，发行主体信用等级将可以作为利差分析的一个很重要的因素来考虑。

三、短券市场存在的问题及建议

1. 信用评级制度不完善

目前发行的短券信用等级只有 A-1 级，无法反应各种不同短券的信用状况，从 2006 年第三季度短券发行情况看，最高利率和最低利率的短券信用级别均为 A-1 级，但是发行利率相差 170BP。因此，同一信用等级下，不同资质的短券不能很好地区分，短券的信用等级无法给投资者一个准确的风险程度考量。

目前开始实施的主体长期信用等级和短券信用等级同时公告的制度，在一定程度上解决了 A-1 级的短期信用等级无法有效揭示信用风险差别的问题。为了继续创造条件鼓励民营企业发行短券，同时防止信用事件的再度发生，监管机构实行的主体长期信用等级和短券信用等级同时公告制度可以促进短券市场多元化，降低短券市场风险，推动短券市场的真正市场化。

2. 缺乏有效的风险防范措施

短券市场是一个低风险、低成本的投融资市场，自市场成立以来，已经成为众多大型

国企重要的融资渠道，而且逐步扩大到民营企业。由于短券周期较短，流动性较强，风险相对较小，也容易被投资者忽视。而且短券发行条件较为宽松，无担保要求，一旦出现风险，损失巨大，市场影响较大。福禧事件使短券市场受到严重影响，也使市场各参与主体意识到风险防范的重要性。

为了有效的防范风险，应加强信息披露制度，提高与企业财务状况紧密联系的风险提示程度，要培养投资者的风险意识和发债主体的偿债意识，建立投资者风险准备金，降低投资人风险。同时应该建立相应的风险应急措施，减少风险事件发生后的损失。

3. 短券定价机制不健全

短券作为一种新的信用产品，在目前的债券市场中，主要以行政性定价和对价格限额的管制为主，这种定价方式既不能有效反应债券品种的风险状况，也不能对发行方和购买方进行有效的风险防范。

对于短券的定价，应该遵循价格与风险对称的市场规律，促进债券发行价格市场化，使发行价格充分反映出债券的投资级别，尽量减少风险发生。

4. 市场信息不对称

目前的短券市场由人民银行监管，投资机构由证监会和保监会等监管，短券市场仍然存在多头管理现象；而且对于企业来说，短券发行由人民银行监管，企业债市场由发改委监管，短券市场和企业债市场反映的企业信息并不完全一致，信息不对称极易导致信用事件的发生。

因此，需要发展不同层次的债券交易市场信息共享，结合企业发行的各种不同形式的债券分析短券以及企业的情况，全面掌握企业风险状况。

四、结论

从 2006 年第三季度短券的发行和交易情况看，短券的发行主体呈多元化趋势，主体性质已从单纯的国有企业发展到民营企业，主体所处行业覆盖面较广。短券的发行规模以 5~15 亿元为主，发行期限以 1 年期为主。虽然随着央票利差的提升，短券的发行利率及首日交易利率也有较大幅度的提高，但与 1 年期贷款利率仍有 230BP 的利差，短券仍然是大型企业重要的融资渠道以及投资机构重要的投资对象。

从影响短券利差的主要因素看，发行主体性质、资产规模、所处行业以及短券的发行额度和期限等因素均是影响短券发行利差的重要因素；发行主体的性质、所处行业以及短券的发行额度均是影响首日交易利差的重要因素。随着发行主体信用等级的补充，发行主体等级也将成为分析短券利差的一个十分重要的因素。

总体看，短券一级发行市场及二级交易市场利率的大幅上升，一二级市场的平均利差 I 和利差 II 与以前相比均有降低，但是一二级市场的收益空间有所增大。随着短券市场的逐步完善与发展，短券的利差水平将会更加市场化、合理化。