

Shibor基准下的短期融资券利差与信用等级的关系

联合资信评估有限公司 石雨欣

一、 Shibor概况

1、 Shibor定义

Shibor全称是“上海银行间同业拆借利率”(Shanghai Interbank Offered Rate)，被称为中国的Libor (London Interbank Offered Rate, 伦敦同业拆借利率)，其形成方式是：每个交易日全国银行间同业拆借中心根据各报价行的报价，剔除最高、最低各2家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的Shibor，并于11:30对外发布。Shibor报价银行团现由16家商业银行组成，首批16家报价行名单中包括工、农、中、建4家国有商业银行，交行、招商、光大、中信、兴业、浦发6家全国性股份制银行，北京银行、上海银行、南京商行3家城市商业银行和“德意志上海”、“汇丰上海”、“渣打上海”3家外资银行，此16家银行是公开市场一级交易商或外汇市场做市商，也是中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露比较充分的银行。中国人民银行（以下简称“央行”）成立Shibor工作小组，依据《上海银行间同业拆借利率（Shibor）实施准则》确定和调整报价银行团成员、监督和管理Shibor运行、规范报价行与指定发布人行为。目前对社会公布的Shibor品种包括隔夜、1周、2周、1个月、3个月、6个月、9个月及1年。

Shibor是一套新的货币市场基准利率指标体系，与以往基于回购和成交价所形成的基准利率体系不同，它是以拆借利率为基础，根据多家大银行每日对各期限资金拆借品种的报价所形成的基准利率，在形成机制上，Shibor更接近国际货币市场普遍被作为基准利率的伦敦同业拆借利率。

2、 Shibor历史走势

长期以来，我国货币市场一直缺乏真正的市场化的基准利率，投资者一直以7天回购加权平均利率和1年期央票利率作为影响我国货币市场的利率指标，央行的货币政策传导效果也因基准利率的缺失而大打折扣。自2007年年初开始运行半年多以来，Shibor开始在金融债、企业债等的发行中参与定价，并在票据业务、利率掉期等衍生品报价中开始应用。Shibor推出之后，进一步地推动了利率的市场化，培育了中国货币市场的基准利率体系，提高了金融机构自主定价能力，完善了货币政策传导机制。2007年Shibor的历史走势如图1所示。

2007年截至8月9日，央行于3月18日、5月19日和7月21日三次分别上调金融机构人民币存、贷款基准利率27BP、18BP和27BP，1年期金融机构人民币存、贷款基准利率从年初的1.98%、6.12%分别上调至目前的2.34%、6.84%，均上升了72BP。在人民币存、贷款利率不断上升的趋势下，Shibor值也从年初的3.0022%上市至8月9日的3.6026%，从图1可以看出，在3月、5月和7月中下旬，Shibor值有明显的变动，央行的三次加息在Shibor的历史走势中也有明显的表现。

3、 Shibor在货币市场的应用

2007年1月4日，Shibor利率正式运行，在央行的大力支持下，Shibor的影响力不断扩大，其应用领域已逐步涉及到债券定价参考的基准利率中。半年多来，Shibor在利率市场化定价中辐射的广度和深度不断增强，与实现市场化产品定价挂钩的目标逐步靠近。

Shibor最早是介入利率互换和利率远期等衍生产品交易；4月18日，中国化工集团公司发行了首期以Shibor加点方式确定票面利率的企业债券；5月28日，中国长电电力股份有限公司第二期短期融资券（以下简称“短融”）成为首期采取Shibor加点的方式确定发行价格的短融；在此之后，国家开发银行又于6月19日和7月4日成功发行了两只以Shibor为基准利率的浮动利率债券，Shibor在债券发行定价中的应用越来越广泛；7月4日，中国外汇交易中心又发布通知，开始开展以Shibor为基准的票据回购和转贴现业务、利率互换报价，要求报价机构每日对规范品种报价，为市场交易提供定价基准。

Shibor是货币市场的定价职能的体现。Shibor不仅可以为短期债券品

图1 2007年截至8月9日Shibor走势图

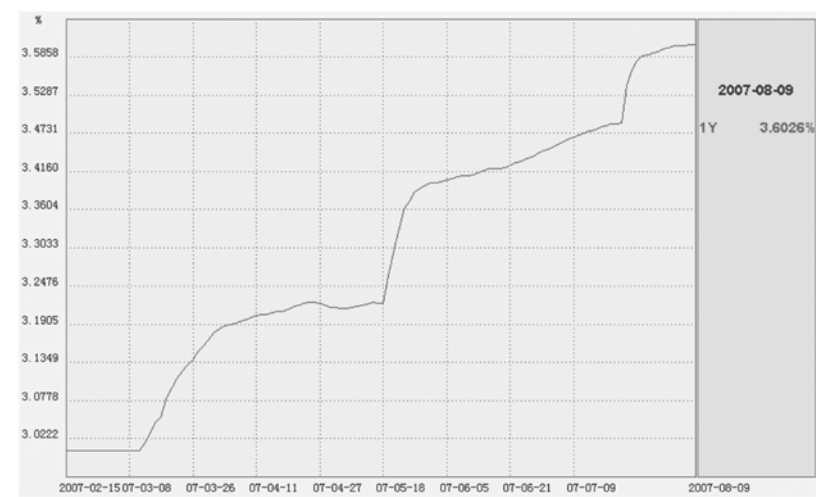


表1 以Shibor为基准利率的短融发行情况

债券简称	主体信用等级	发行日期	发行参考 收益率(%)	发行利差	发行额度 (亿元)	发行期限
07长电CP02	AAA	2007-05-28	3.4661	前14日shibor平均值+20.9BP	25	1年
07上海港CP01	AAA	2007-06-22	3.6000	前10日shibor平均值+18BP	37	1年
07中铝业CP01	AAA	2007-07-03	3.6000	前10日shibor平均值+17BP	50	1年
07国开投CP01	AAA	2007-07-09	3.6162	前5日shibor值+16BP	25	1年
07苏交通CP02	A A+	2007-06-01	3.6269	前10日shibor平均值+30BP	25	1年
07浙能CP02	A A+	2007-06-08	3.6269	前10日shibor平均值+24BP	10	1年
07太不钢CP01	A A+	2007-06-15	3.6500	前10日shibor平均值+24BP	20	1年
07太不钢CP02	A A+	2007-07-18	3.8200	前10日shibor平均值+35BP	20	1年
07闽高速CP02	AA	2007-06-14	3.7000	前10日shibor平均值+29BP	25	1年
07邯钢CP01	AA	2007-07-02	3.8800	前5日shibor平均值+43.95BP	22	1年
07华信CP01	AA	2007-07-27	4.1000	当日shibor平均值+51.2BP	6.5	1年
07清控CP01	AA	2007-07-31	4.1000	前10日shibor平均值+56BP	12.8	1年
07国联CP01	A Af	2007-06-05	3.9069	前14日shibor平均值+60BP	8	1年
07闽交通CP01	A Af	2007-06-08	3.8529	前10日shibor平均值+46BP	5	1年
07悦达CP01	A Af	2007-06-19	3.9200	前10日shibor平均值+51BP	6	1年
07云铝CP01	A Af	2007-06-21	3.9515	前10日shibor平均值+73BP	3	9个月
07鲁泰CP01	A Af	2007-07-05	4.1884	前5日shibor平均值+74.43BP	7.7	1年
07首创集CP01	A Af	2007-07-20	4.1800	前10日shibor平均值+70BP	9	1年
07中钢一CP01	A Af	2007-07-24	4.2800	前10日shibor平均值+79BP	5	1年
07官华CP01	A+	2007-07-06	4.3800	前10日shibor平均值+94BP	3.8	1年
07大亚CP01	A+	2007-07-06	4.4100	前10日shibor平均值+96.37BP	4.7	1年
07建发CP01	A+	2007-07-10	4.1600	前2日shibor平均值+70BP	10	1年
07全隆CP01	A+	2007-07-24	4.4000	前10日shibor平均值+92BP	5	1年

07太阳CP02	A+	2007-07-26	4.4700	前10日shibor平均值+96BP	5	1年
07建发CP02	A+	2007-08-02	4.5500	前10日shibor平均值+99BP	5	1年

种提供了定价基础，给整个货币市场提供定价基础，而且给整个信贷市场提供了定价依据，给股票市场、金融衍生产品市场提供了参考依据。

二、Shibor在短融发行定价中的应用

1、以Shibor为基准发行利率的短融发行概况

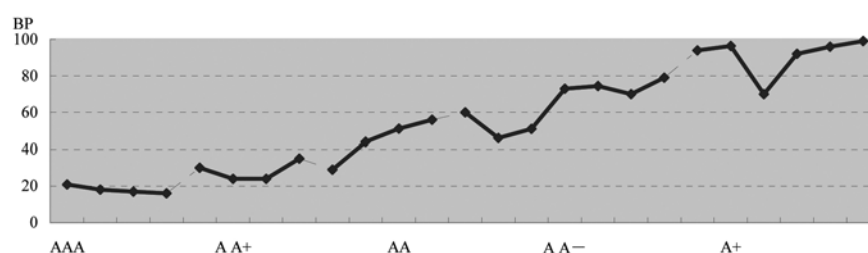
自从5月28日，中国长电电力股份有限公司第二期短融首期采取Shibor加点的方式确定发行价格后，截至8月7日，已发行的短融中有25期已采用以Shibor为基准利率进行定价（如表1所示）。

采用Shibor为基准利率的25期短融中，发行主体涉及的长期信用等级从AAA级到A+级共5级，其中AAA级、AA+级和AA级各4期，AA-级和A+级分别为7期和6期。

从Shibor基准利率的选择情况来看，有18期选择以发行日的前10日Shibor的算术平均值为基准，有2期选择以发行日的前14日Shibor的算术平均值为基准，有3期选择以发行日的前5日Shibor的算术平均值为基准，有1期选择以发行日的前2日Shibor的算术平均值为基准，有1期选择以发行日的当日Shibor值为基准。从Shibor基准参考利率的选择来看，绝大部分采用以发行日的前10日Shibor的算术平均值为基准。

从发行额度来看，AA级及以上信用等级中，除“07华信CP01”发行额度为6.5亿元之外，其余均在10亿元以上；AA-级及以下信用等级中，除“07建发CP01”发行额度为10亿元之外，其余均在10亿元以下。从发行期限看，除“07云铝CP01”发行期限为9个月，其余均为1年。从发行的利差（发行利率与Shibor基准参考利率之间的差）来看，如图2所示，目前已发行的以Shibor为基准参考利率的短融发行利差范围在16~99BP之间，随着信用等级的逐步降低，发行利差呈逐步明显的上升趋势。

图2 不同信用等级的发行利差



从AAA级的发行利差情况看，发行利差范围较小，基本在20BP左右，最低的“07国开投CP01”发行利差为16BP，最高的“07长电CP02”为20.9BP，两者相差4.9BP。因此，AAA级发行利差较小，波动范围小。

从AA+级的发行利差情况看，发行利差基本在30BP左右，平均高于AAA级发行利差10BP，最低的“07浙能CP02”和“07太不锈CP01”发行利差均为24BP，最高的“07太不锈CP02”为35BP，均高于AAA级发行利差。

从AA级的发行利差情况看，发行利差基本为50BP左右，平均高于AAA级发行利差20BP，最低的“07闽高速CP02”发行利差为29BP，最高的“07清控CP01”为56BP，除“07闽高速CP02”之外，其余AA级的发行利差均高于AA+级的发行利差。

从AA-级的发行利差看，大部分发行利差在70BP左右，平均高于AA级发行利差20BP。较

低的“07闽交通CP01”和“07悦达CP01”发行利差分别为46BP和51BP，低于AA级发行利差，其余的发行利差基本在60~80BP之间，最高的“07中铁一CP01”发行利差为79BP。

从A+级的发行利差情况看，除“07建发CP01”发行利差为70BP以外，其余发行利差均在90~99BP之间，平均高于AA-级发行利差20多BP，最高的“07I都CP02”为99BP。

因此，从各个不同主体信用等级的短融发行利差来看，AAA级平均发行利差20BP左右，AA+级平均发行利差30BP左右，AA级平均发行利差50BP左右，AA-级平均发行利差70BP左右，A+级平均发行利差90多BP。除AA+级平均发行利差高于AAA级10BP以外，其余各相邻等级之间发行利差基本相差20BP左右。总体看，用Shibor为基准参考利率形成的发行利差随着信用等级逐步降低呈明显的上升趋势。

另外，从图2可以看出，不同评级机构评出的短融发行主体的长期信用等级基本符合随信用等级降低、发行利差逐步增加的趋势，但是也存在例如“07闽高速CP02”、“07闽交通CP01”、“07悦达CP01”和“07建发CP01”等，由于选择Shibor参考基准日不同以及评级公司信用级别把握程度等的不同，其发行利差与同等级发行利差存在一定偏差。因此，我们可以试图通过Shibor下短融利差对不同评级机构的评级结构进行检验，如果不同信用评级机构评出的具有相同主体长期信用等级的短融的发行利差均比较接近，则各家评级机构的评级结果准确性较高。

2、短融发行定价时选择Shibor基准的差异性

目前，Shibor网站上每日公告的Shibor数据主要包括不同期限品种的当日交易值、前5日、前10日和前20日Shibor的简单算术平均值，1年期Shibor的当日交易值、前5日、前10日和前20日Shibor均值历史走势见图3所示。

从图3可以看出，最高的一条曲线为1年期当日交易利率，由于从2007年年初Shibor正式运行以来，Shibor整体为逐步上升的趋势，因此1年期Shibor前5日平均交易利率形成的曲线低于1年期当日交易利率，依次类推，前10日曲线低于前5日，前20日曲线低于前10日。因此，选择平均的天数不同，形成的平均交易利率也不同。从2007年截至8月9日Shibor运行的情况看，选择平均的天数越长，则基准的Shibor值越低；选择平均的天数越少，则基准的Shibor值越高。

从截至8月9日采用Shibor为基准发行的短融选择的平均天数看，绝大部分采用前10日Shibor的平均利率为基准，同时也有选择前14日、前5日、前2日和当日的。从相同主体长期信用等级情况下看，在发行日期接近的情况下，主体同为AAA级，“07长电CP02”选择前14日平均值为基准，加了20.9BP，“07国开投CP01”选择前5日平均值为基准，加了16BP，而选择前10日平均值为基准的“07上海港CP01”和“07中铝业CP01”分别加了18BP和17BP；主体同为A+级，选择以前2日为平均天数，加了70BP，而选择以前10日为平均天数，加的利差范围在90~99BP之间。可见，选择平均的天数越多，加的利差越多；选择的天数越少，加的利差越少。

因此，在采用Shibor为基准参考利率时，选择平均的天数不同，则确定的Shibor平均利率不同。在目前Shibor稳定上升的趋势下，选择平均的天数越多，则确定的Shibor平均利率越低，选择平均的天数越少，则确定的Shibor平均利率越高。

三、总结与未来展望

综合来看，Shibor已被逐步应用于短融等货币市场金融产品的定价之中，从短融的应用情况来看，目前采用Shibor为基准参考利率，AAA级平均发行利差20BP左右，AA+级平均

发行利差30BP左右，AA级平均发行利差50BP左右，AA-级平均发行利差70BP左右，A+级平均发行利差90多BP。除AA+级平均发行利差高于AAA级10BP以外，其余各相邻等级之间发行利差基本相差20BP左右。另外，目前采用Shibor为基准参考利率发行的短融绝大部分采用前10日交易利率的简单算术平均值为基准，选择平均的天数不同，确定的Shibor平均利率略有差异。因此，以Shibor为基准的短融利差与信用等级之间呈现明显的趋势关系，将Shibor应用于短融的发行定价中，有效地区分了不同主体长期信用等级的短融发行的利差水平，同时，也可以通过以Shibor为基准的短融利差对评级机构的评级准确性进行检验，提高评级机构的评级准确性。

Shibor是央行着力培养的中国货币市场基准利率，根据央行的设计，我国利率市场化改革将按照以下路线图推进：先将市场化产品定价与Shibor挂钩，再将存贷款利率定价与Shibor挂钩，最后将Shibor确定为像美国联邦基金利率一样的价格调控目标利率，为最终实现从数量调控转向价格调控奠定基础。在“三步走”的第一步中，又可以分为三个分解步骤。Shibor先与短期市场产品挂钩，再与中长期产品挂钩；先与短融利率挂钩，再与贴现利率挂钩；先与金融债利率挂钩，再与企业债利率挂钩。央行将以Shibor为核心，进一步推进利率市场化，并最终建立起中央银行运用货币政策工具间接调控市场利率，市场利率引导金融机构的利率定价，金融机构利率引导企业居民的投资、消费行为的利率传导机制。

因此，从未来发展趋势看，形成以Shibor为核心的利率形成机制是我国金融市场发展的必然趋势。将Shibor应用于短融的发行定价，有利于促进以Shibor为核心的基准利率体系的形成。