

2012 年第二季度短期融资券市场 利差分析报告



2012 年第二季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20120716

时间: 2012 年 7 月 16 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 年第二季度, 中国经济增速持续放缓, 政府于 5 月底密集推出“稳增长”系列政策, 有助于增强经济探底回升的预期。本季度货币政策进一步宽松, 央行通过运用公开市场操作、下调法定存款准备金率、降息等工具向实体经济释放流动性; 货币供应量增速回升, 银行间资金面趋于宽松, 信用债产品供应增加, 债券市场到期收益率下行。

本季度共有 197 家企业累计发行短券 202 期 (纯信用债 198 期, 担保债 4 期), 合计发行 2030.60 亿元, 短券发行家数和发行期数均大幅增长。本季度民营企业发行期数增长很快, 但发行主体信用级别和发行规模偏低, 使本季度短券总体发行规模及平均单笔发行规模同比下降。

受银行间市场资金面趋于宽松影响, 短券发行利率和交易利率总体呈现下降趋势, 利差收窄, 负利差从上季度的 AAA 级别主体下移至 AA 级别主体。通过回归分析和显著性检验, 联合资信发现, 短券发行人的主体信用等级对利差产生重要影响, 短券利差与主体级别整体相关性高。

本季度短券一、二级市场交易利差波动不大, 大部分短券一二级市场交易利差为正, 说明其在二级市场具有一定的套利空间, 其中 AA 及 AA-主体级别短券一二级市场交易利差较其他级别要高。本季度一二级市场交易利差倒挂共 12 期, 较上季度的 20 期大幅减少。

本季度, 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。

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**：2011 年 4 月 1 日~2011 年 6 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，中国经济增速继续呈放缓态势，经济增长的三驾马车中，投资、消费和出口增长动能不足。为稳定经济增长，优化流动性，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整体宽松，短端债券品种到期收益率下行趋稳。

基本面——宏观经济整体延续疲弱态势，投资、消费和出口增长动能不足。

本季度宏观经济增长依然呈放缓态势。根据国家统计局数据显示，2012 年上半年国内生产总值 227098 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.8%。其中，二季度增长 7.6%，较一季度回落 0.5 个百分点；工业增加值方面，1~6 月全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 10.5%，增速比一季度回落 1.1 个百分点，比上年同期回落 3.8 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 9.30%，增速继续回落；5 月份，规模以上工业增加值同比增长 9.60%，比 4 月份小幅上涨 0.3 个百分点，工业增加值同比呈现小幅反弹。但 6 月份又小幅回落 0.1 个百分点，显示出企业去杠杆和去库存仍未结束，加之外需低迷，经济自主增长动能不足。

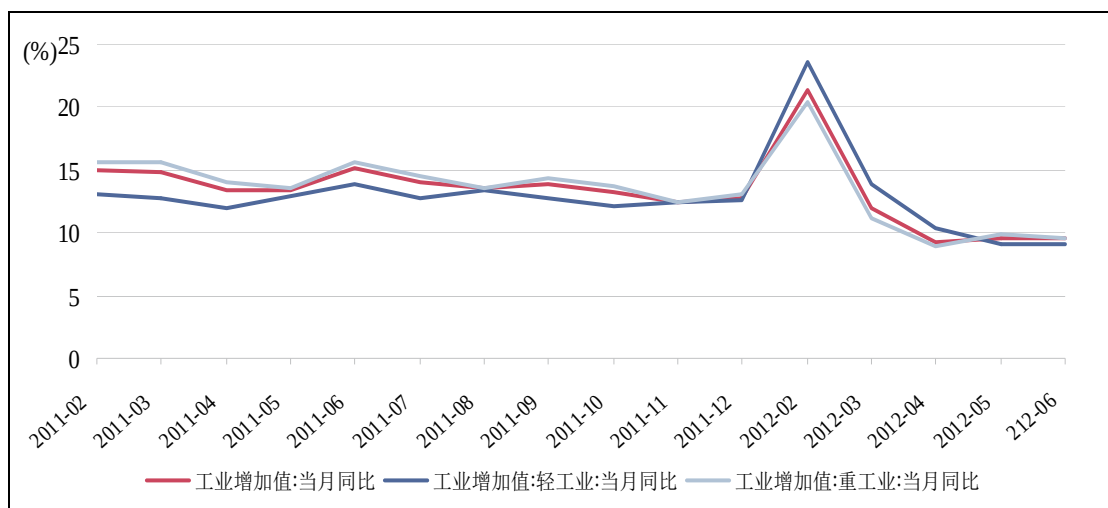


图1 工业增加值同比增速变化情况

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

主要受食品价格持续回落因素影响，本季度 CPI 涨幅继续回落，4 月、5 月、6 月 CPI 同比分别增长 3.4%、3.0%和 2.2%，6 月 CPI 增速创 29 个月以来新低；同期随国际大宗商品价格持续走低，加之国内需求不振，PPI 降幅显著，已连续 4 个月维持负值，4 月、5 月、6 月 PPI 同比分别下降 0.70%、1.40%和 2.1%，6 月当月创 19 个月以来的新低。下半年，CPI 翘尾因素大幅减弱，但考虑到猪肉消费旺季的来临，带动食品价格上涨可能性增大，同时政府稳增长政策也在加速出台、全球经济货币政策宽松同向化，预计四季度通胀有可能抬头。由于受国内外需求同步放缓影响，PMI 指数持续回落，但目前回落幅度开始收窄，加之翘尾因素逐步走平，预计下半年 PPI 有望触底回升。总体来看，目前通胀率的快速下滑为货币政策进一步调整提供了空间。

本季度投资、消费和出口增长动能不足。①投资增速进一步放缓。上半年，固定资产投资（不含农户）150710 亿元，同比名义增长 20.4%（扣除价格因素实际增长 18.0%），增速比一季度回落

0.5 个百分点，比上年同期回落 5.2 个百分点。从制造业、房地产和基建三大投资领域看，制造业投资增速 2012 年上半年基本上稳定在 24.5% 左右，较 2011 年的 31.8% 有较大幅度回落。展望未来，企业去库存的压力仍较大，制造业投资动能不足。2012 年 1~6 月，房地产投资累计增速为 16.6%（扣除价格因素实际增长 14.3%），增速比 1-5 月份回落 1.9 个百分点，较上年 1-6 月份增长速度大幅回落 16.3 个百分点。这是继 2011 年 8 月份以来连续 9 个月累计同比增速出现下滑。在调控政策取向不变背景下，未来房地产投资仍将下滑。但基建投资已连续 4 个月回升，5 月份累计增速由 4 月的 3.3% 上升至 4.6%，但 6 月略有回落至 4.4%，未来随政策向“稳增长”倾斜，基建投资增速提升趋势，有望稳定投资。②消费增长持续低迷。上半年，社会消费品零售总额 98222 亿元，同比名义增长 14.4%（扣除价格因素实际增长 11.2%），增速比一季度回落 0.4 个百分点，比上年同期回落 2.4 个百分点。从实际增速看，扣除价格因素，4 月至 6 月社会消费品零售总额当月实际增速分别为 10.70%、10.90% 和 11.2%，持续回升。③进出口总体呈低位回稳态势，但仍存在不确定性。6 月份，进出口增速虽有所回落，仍分别达 6.3%、11.3%，但进出口总值逐月回暖态势未改，经季节调整法调整后，4 月份进出口增速仅有 6.1%，5 月回升到 11.1%，6 月份继续回升到 12.4%。未来考虑到欧债危机仍在持续，美国经济复苏动力有所减弱，未来出口反弹力度有限。进口方面，下半年国内经济可能见底，未来反弹高度将由政策决定。

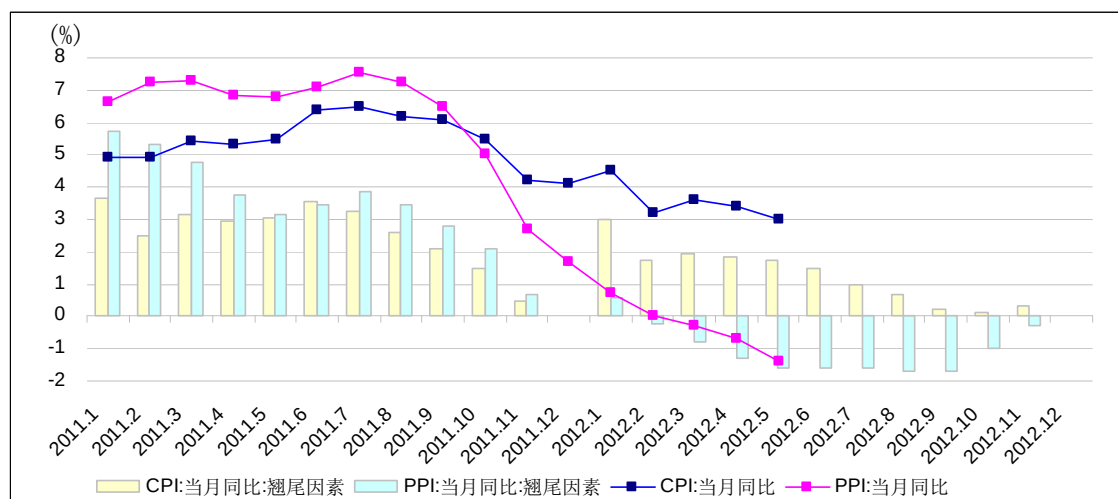


图 2 CPI、PPI 及翘尾因素同比增速变化情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

总体看，本季度通胀率继续下降，经济增长的三驾马车中，投资增速继续放缓，消费增长延续低迷，进出口增速的反弹趋势仍存在不确定性，投资、消费和出口增长动能不足。

政策面——宏观调控逆周期操作，以“稳增长”式政策放松为主。

为稳定经济增长、优化流动性，2012 年二季度政府相机抉择，出台了系列调控政策，主要表现为：

货币政策方面，本季度货币政策由中性偏宽松正式转向宽松，央行通过运用公开市场操作、下调法定存款准备金率、降息等货币政策工具向实体经济释放流动性，为经济的“软着陆”维持稳定适宜的货币环境。①公开市场操作：为释放宽松信号，引导利率下行，央行于 5 月 3 日和 10

日开展 7 天期逆回购操作，操作量分别为 650 亿元和 240 亿元，将回购市场利率中枢由 3%至 3.5% 引导至 2%至 2.5%之间，6 月末随银行间流动性逐渐紧缺，为稳定利率水平，保证金融环境的相对稳定，央行于 6 月 26 日再次在公开市场进行 950 亿元 14 天期逆回购操作，将市场的利率水平压低至 4.2%。②降低法定存款准备金率：本季度 5 月 18 日，央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，为央行年内第二次下调存款准备金率，一次性释放约 4200 亿元资金。此次存准率下调有利于改善市场预期、增强银行的放贷能力，增加市场流动性。同时也表明货币政策进一步放松，是宏观经济指标放缓超预期后，央行作出的应对措施。③降息：本季度 6 月 8 日，央行下调金融机构人民币存贷款基准利率。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 0.25 个百分点，并将存款利率浮动上限定为基准利率 1.1 倍，贷款利率浮动下限定为 0.8 倍。这是近三年半以来央行首次降息，此次存贷款利率的放开是利率市场化重要的一步，存贷款利率同时调整，是央行调控手段的重要变化。随后 7 月 6 日起央行再次下调金融机构人民币存贷款基准利率。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，同时允许贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍。央行短期内两次降息，意在缓解企业融资成本压力，凸显决策部门稳增长的强烈意图。自 2008 年 9 月 16 日以来，央行首次采取不对称降息意在刺激投资需求的同时，适度保护存款人利益，也为中国利率市场化改革拓宽道路。

财政政策方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，提出要正确处理经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系，把稳增长放在更加重要的位置。会议要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。同时近期，鼓励民间资本进入的文件集中出台，先后有铁道部、交通部、证监会、国资委、银监会等部委放宽相关要求，鼓励民间资本进入。房地产调控政策方面，会议强调“稳定和严格实施房地产市场调控政策”。在巩固前期地产调控效果下，可以通过鼓励居民基本住房需求，进一步稳定房地产投资。对首套房购买者，发改委放松了首套房的限制条件和贷款利率。一系列稳投资措施的实施，将有利于稳定投资水平。此外，为了促进节能家电汽车消费，家电安排补贴 265 亿、汽车 60 亿，这一系列组合拳的推出表明政府扩内需的力度加大。此次政策调控向稳增长倾斜更多是立足于结构性调整而不仅仅是总量上的放松，随着预调微调政策力度的加大，有望对下半年经济的回稳起到一定推动作用。

产业政策方面，5 月国务院常务还讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%左右，吸纳、带动就业能力显著提高。为实现国务院提出的上述发展目标，预计战略性新兴产业在 2011 年至 2015 年间要实现 24.1%的年均增速。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

资金面——货币供应量增速回升，银行间市场资金面整体宽松

2012 年二季度以来，货币供给量 M1 和 M2 同比增速呈先降后升态势。截至 2012 年 6 月底，

广义货币（M2）余额 92.50 万亿元，同比增长 13.6%，比上月末高 0.4 个百分点；狭义货币（M1）余额 28.75 万亿元，同比增长 4.7%，比上月末高 1.2 个百分点。分月看，4 月受外汇占款增速下降、企业贷款意愿不强等因素影响，M1、M2 增速继年初降至历史低点再次走低，分别为 3.1% 和 12.8%。5 月受央行下调存准率、外汇占款增速反弹等因素影响，M1 与 M2 同比与环比均出现回升，6 月央行通过公开市场操作，继续向市场净投放资金，M1、M2 增速进一步回升。从信贷规模看，1~6 月社会融资总量 77800 亿元，较上年同期仅增加 200 亿元。分月看，4 月由于受宏观经济持续下行影响，企业贷款意愿下降、投资意愿减弱，对于资金需求的下降速度明显。4 月新增贷款较去年同期减少 7.81%；其中，中长期贷款 1893 亿元，较去年同期减少 1869 亿元；减少主要来自非金融性公司，4 月份非金融性公司新增中长期贷款减少了约 1100 亿元。为稳定经济增长，5 月以来央行实施宽松货币政策力度逐渐加大：5 月央行下调存准率，6 月中旬、7 月初连续两次非对称降息，加之外汇占款增速逐步回升，受此影响，一方面，5 月人民币贷款增加 7932 亿元，新增贷款环比增加 1114 亿元。另一方面，5 月新增人民币存款 12200 亿元，较 4 月流失 4656 亿元有明显好转，居民存款与非金融性公司存款均由上月的流失状态改善至正增长，有利于改善银行放贷条件。6 月人民币新增存、贷款规模均呈继续回升态势，分别达 28600 亿元和 9198 亿元。未来随货币政策“稳增长”力度加大，新增信贷规模逐步回升可能性较大，有利于 M1 与 M2 环比增速逐步改善并趋稳。

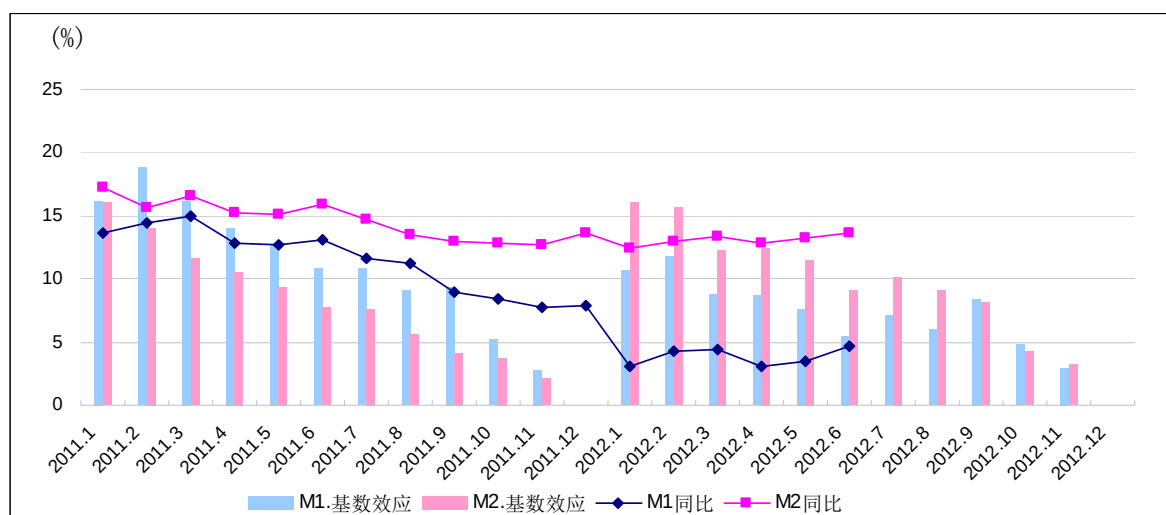


图3 2011年~2012年5月M1、M2同比增速变动情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从资金面看，二季度银行间市场资金面整体宽松。其中4月虽公开市场到期量创10个月来高点，达3990亿元，但资金面仍受财政存款缴存、外汇占款增速放缓等因素冲击，为释放宽松信号，引导利率下行，央行公开市场操作仍以逆回购为主，维持市场资金净投放。5月由于央行下调存准率，释放约4000亿元流动性，市场资金面较为宽松，央行适时重启正回购，意图增加未来公开市场资金供给，维持宽松货币环境，公开市场操作整体呈净回笼。6月以来由于受新增贷款增加、银行年中考核、以及随后7月初上缴存准金等因素影响，市场资金面趋紧，为弥补资金缺口，6月下旬以来，央行连续两周通过公开市场净投放达4220亿元，已超过了下调一次法定存款准备金率可释放的资金量，基本平抑了季末资金面紧张局面。

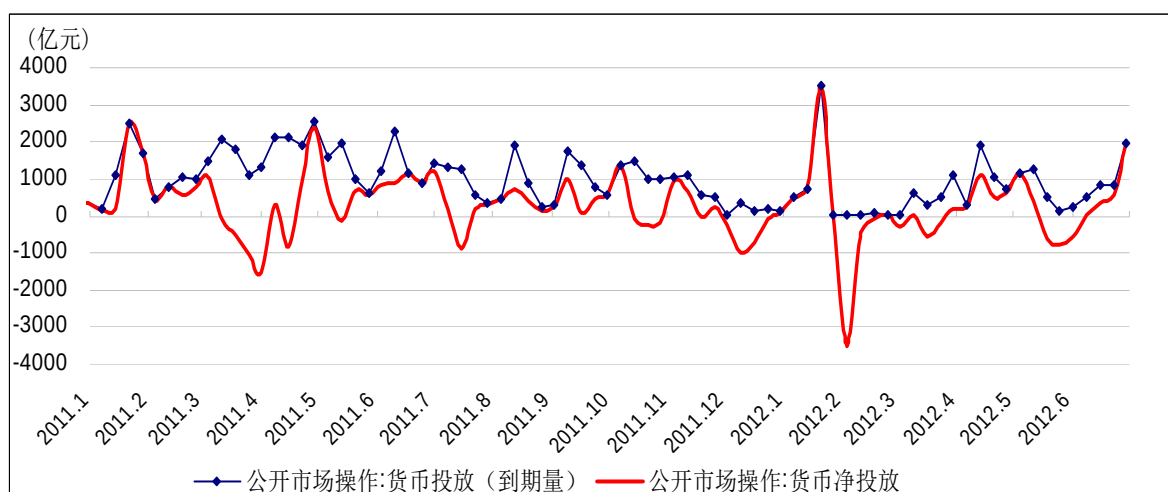


图4 2012年1~6月公开市场到期量与央行货币净投放情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

二季度银行间市场资金面整体宽松，但季末略显紧张。受此影响，银行间同业拆借短期资金成本（7天回购利率）1季度末为3.53%，4月份在3.45%~4.25%之间小幅震荡，5月份由月初的3.82%一直下行至月末的2.16%，6月上旬开始反弹，中旬冲高至4.41%，随后有所回落，但仍在4.21%左右徘徊。总体看，与2012年一季度相比，二季度短期资金成本波动中延续下行，季末略有反弹。

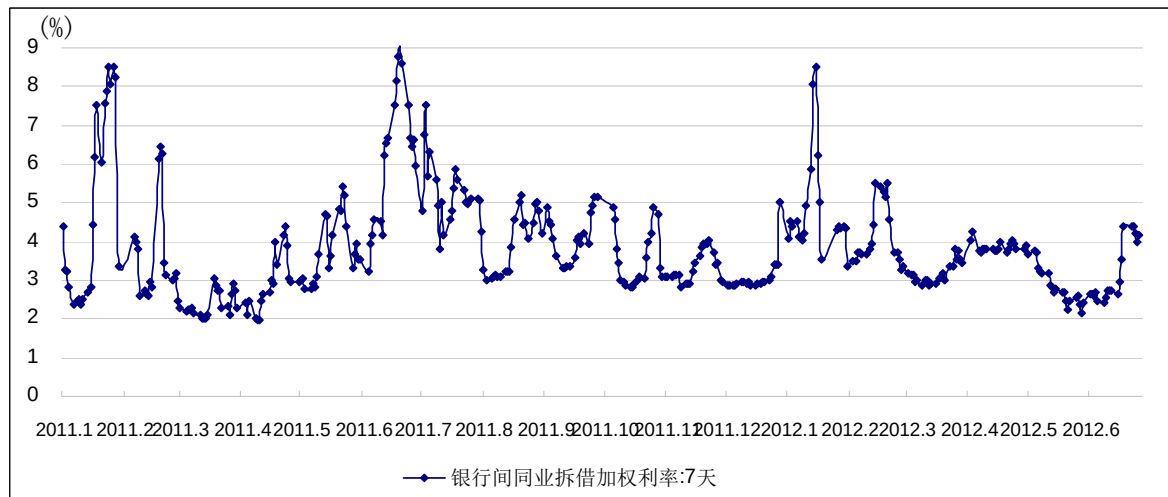


图5 2011年~2012年6月银行间同业拆借加权利率（7天）波动情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

债券市场——总体发行规模增长较快，但各品种表现各异；债券市场收益率下行

本季度银行间债券市场主要债券品种的发行规模合计28993.05亿元，同比增长27.06%，环比大幅增长99.31%，整体较快增长，但品种表现各异。具体表现在：

利率产品：本季度国债和地方债发行规模合计5156亿元，虽同比仅增长7.10%，但环比却大幅增长136.51%，具体来看：（1）国债：本季度国债发行规模达4449.10亿元，同比下降7.59%，

但环比较一季度大幅增长 104.09%，主要是二季度以来，为稳定投资持续下滑态势，中央加快投资项目审批，相应扩大国债发行规模，以配套项目建设资金。（2）代发地方政府债：财政部 6 月 8 日公布了 2012 年地方政府债券首次代理发行计划。此次财政部代理发行的地方债规模为 416 亿元，包括 3 年期债券和 5 年期债券两种，涉及 7 省市自治区。另据安排，今年中央将代发地方债 2500 亿元，较过去三年每年 2000 亿的发行额有所增加。（3）央票：截至 2012 年 6 月末，央票已连续两个季度停发，主要是今年以来外汇占款大幅减少，央票到期量不多，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、中票和短券）发行规模合计 5784 亿元，同比大幅增长 42.77%，环比却略有下滑，其中短券和企业债均较一季度有所下降，具体来看：

（1）企业债：本季度企业债券发行规模为 1448.90 亿元，同比大幅增长 149.08%，环比却下降 13.55%。主要是由于上年云投事件以来，城投债项目积压较多，随信用危机淡化，企业债集中至今年一季度发行，考虑到今年国家发改委对企业债发行量的计划规模为 5000 亿元，受额度限制，二季度企业债发行规模环比回落。（2）中票：本季度中票发行 1879.50 亿元，同比增长 44.28%，环比增长 38.60%。（3）短券：本季度短券（短期融资券、超短期融资券）发行 2455.60 亿元，同比增长 13.32%，但环比下降 13.08%。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2011 年第二季度		2012 年第二季度		发行规模 同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
政府债：	4814.33	21.10	5156.00	17.78	7.10
国债	4814.33	21.10	4449.10	15.35	-7.59
地方政府债	0.00	0.00	416.00	1.43	--
央行票据	6940.00	30.41	0.00	0.00	-100.00
金融债（含中央汇金债）	6619.40	29.01	13161.00	45.39	98.82
超短期融资券	300.00	1.31	425.00	1.47	41.67
短期融资券	1867.00	8.18	2030.60	7.00	8.76
中期票据	1302.70	5.71	1879.50	6.48	44.28
企业债	581.70	2.55	1448.90	5.00	149.08
集合票据	18.70	0.08	26.95	0.09	44.12
合计	22817.83	100.00	28993.05	100.00	27.06

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下行，其中短端品种到期收益率下行中逐渐走平，中长端品种到期收益率则小幅走低。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。二季度以来资金面稳中趋紧，带动短端品种收益率下行中逐渐走平，而中长端品种到期收益率小幅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，实体经济需求预期下降导致资金成本有走低预期；②6 月以来央行连续两次降息，对于中长期债券具有风向标的作用，引导了中长期债券的下滑。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下行，6 月末到期收益率因季末因素有所翘尾但仍维持低位；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，其收益率略低于一季度的平均水平。

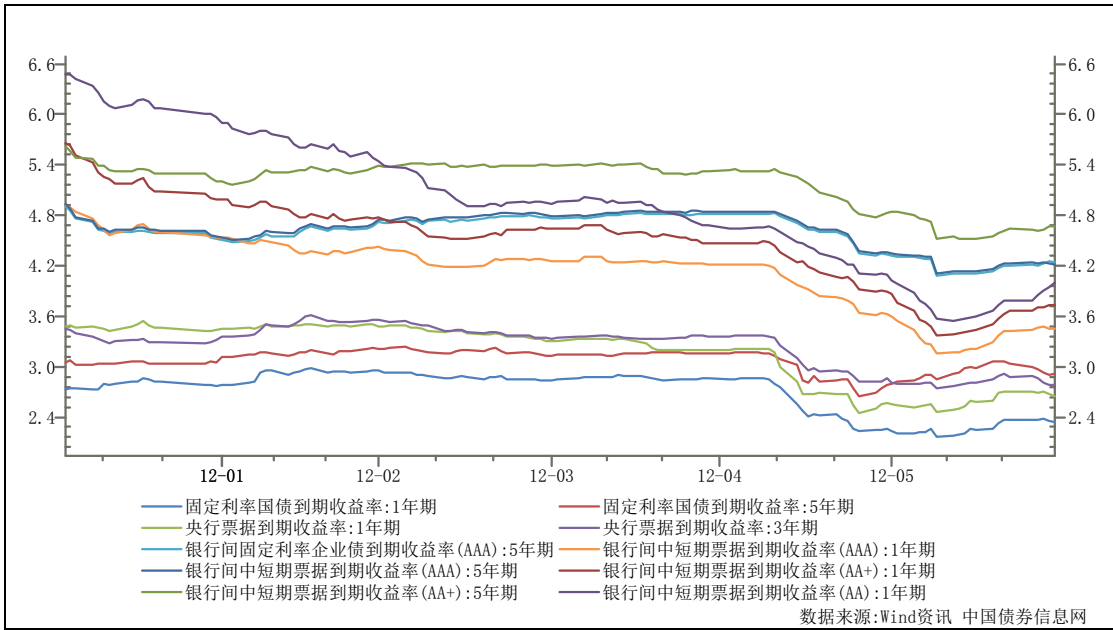


图6 关键期限债券到期收益率变化情况

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

二、 短券发行市场情况

短券发行家数持续增长，平均单笔发行规模同比下降；AA-及以下级别发行主体占比过半

从2005年5月至2012年6月底，银行间市场累计发行短券2540期，实际发行规模34972.37亿元。截至2012年6月底，短券市场存量7751.17亿元。

本季度共有197家企业累计发行短券202期(纯信用债198期,担保债4期),合计发行2030.60亿元。与2011年同期相比,本季度短券发行主体家数和发行期数均大幅增长,增幅分别为34.01%和31.17%,但总发行规模和单笔发行规模均出现下滑,下降幅度分别为2.28%和21.45%。

表2 短券发行基本情况

项 目	2012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/%)	
		2011年二季度	同比增长率	2012年一季度	环比增长率
发行规模(亿元)	2030.60	2078	-2.28	1552.17	30.23
发行期数(期)	202	154	31.17	168	20.24
发行家数(家)	197	147	34.01	163	20.86
平均单笔发行规模(亿元)	10.05	13.49	-21.45	9.24	13.63

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。

从发行规模看，本季度短券发行2030.60亿元，发行额较上季度有明显上升，环比增长30.23%；本季度短券到期额1996.00亿元，净投放34.60亿元。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 69 期，而上年同期为 38 期，同比增长 81.58%。民营企业发行主体信用级别和发行规模偏低，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 8.74 亿元，同比下降 21.45%。此外，小额多笔滚动发行方式的渐趋流行，也降低了短券平均发行规模。

表 3 短券主体信用等级发行规模统计

	发行主体期数		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 第二季度	2011 年 第二季度	2012 年 第二季度	2011 年 第二季度	2012 年 第二季度	2011 年 第二季度	2012 年 第二季度	2011 年 第二季度
AAA	32	30	1206.00	1366	40.20	45.53	200	200
AA+	22	16	170.20	184	7.74	11.50	20	40
AA	43	37	281.00	244	6.53	6.59	20	18
AA-	73	50	296.60	225.5	4.06	4.51	14	15
A+	32	19	76.80	57	2.40	3.00	5	5
A	0	2	0	1.5	0	0.75	0	1
合计	202	154	2030.60	2078	10.05	13.49	-	-

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 3 可知，本季度短券主体信用等级中，AA-以下（含 AA-）低信用等级发行期数占比显著提升。本季度 197 家企业累计发行的 202 期短券中，主体信用等级在 AA-级及以下发行主体共发行短券 105 期，占总发行期数的 51.98%，同比增加 5.88 个百分点。其中，AA-级发行主体本季度共发行短券 73 期，同比增长 46.00%，占总发行期数的 36.14%；A+级发行主体共发行短券 32 期，同比上升 68.42%，占比 15.84%。低信用等级主体发行期数的显著增长，反映出监管部门希望推动市场扩容的意愿增强，也反映出更多中小规模企业在一定资金成本优势下希望参与资本市场融资的意愿增强，因此整体信用等级中枢呈下降趋势。

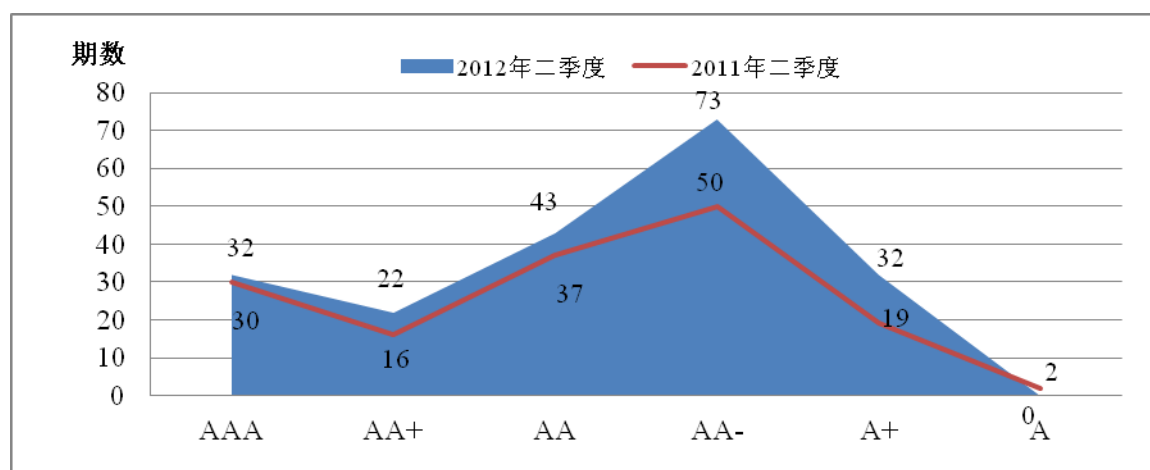


图 7 2012 年第二季度短券主体发行期数信用等级分布

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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 198 期，占 98.02%；发行期限在 1 年以下的有 4 期，占 1.98%。从发行方式来看，本季度仅发行 1 期付息式浮动利率的债券，与上季度持平。

山东海龙股份有限公司 2011 年度发行的短券“11 海龙 CP01”于 4 月 16 日如期兑付，兑付本息合计 4.232 亿元（4 亿元本金及 0.232 亿元利息）。“11 海龙 CP01”的如期兑付，保证了信用债市场继续保持“零违约”，进一步强化了市场对债券违约零容忍的风险偏好。

本季度有 2 家证券公司发行短券，分别为国泰君安证券和招商证券。这是 2005 年以来证券公司首度重启短券发行，两家证券公司主体长期信用级别皆为 AAA 级，短券信用级别为 A-1，所发短券均为 40 亿元 90 天期无担保短期融资券，发行利率同为 3.20%，主要用途为增加营运资金、调剂管理头寸，以适应创新业务发展要求。2005 年，根据《证券公司短期融资券管理办法》和《关于证券公司发行短期融资券相关问题的通知》等政策文件，招商证券、国泰君安、海通证券、中信证券和广发证券五家公司曾各发行了一期期限为 91 天的短券，合计发行总额 29 亿元。但由于市场环境变化等原因，证券公司随后未再发行短券。时隔 7 年，为支持国内证券公司创新发展，监管部门重启证券公司短期融资券发行。随着短期融资券发行券商数量不断增加，将在一定程度上改变券商依赖股权融资的现状。

5 月中下旬，交易商协会曾召集参与发行超短融的机构开会，超短融的发行主体范围有望扩充至一般中央 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司，超短融的供给会相应增加，这或将减少部分大额短券的发行。另外，银行间市场交易商协会 6 月 21 日已经正式通知银行间债券市场各主承销商，凡公开市场评级在 AA(含)以上的发行人，将不区分企业性质，允许其短期债券、中长期债券发行额度互不占用。此前，除部分 AAA 级央企及核心子公司以外，其他发行人当短券、中票、企业债、公司债等公开发行的信用债累计余额达到净资产的 40%后，将不能获得新的短券额度注册，而新政策出台后短券发行空间有望扩大。

资金面趋于宽松，短券发行利率陡峭下行，发行短券优势凸显

债券市场资金面取决于货币政策对基础货币的调节，而这与宏观经济背景密切相关。在经济走入趋势性收缩、通胀走入底部的组合下，央行在银行间执行宽松的货币政策，债券市场流动性趋于宽松。另一方面，央行通过降低基准利率，压低实体经济的借贷利率，改善实体经济融资环境。同时，考虑到商业银行、保险公司等投资机构在经济下行周期对期限层面的偏好，短期限信用产品的收益率重估，一级市场受到热捧。受上述因素带动，整体看，本季度短券发行利率呈下降走势。

具体来看，4 月各信用级别主体短券发行利率平稳下行，“11 海龙 CP01”的如期兑付，减轻了投资者对于低信用等级品种信用风险的担忧。5 月，因 4 月份经济数据转差，央行开始通过各种政策手段放松流动性。银行间资金趋于宽松，各信用级别主体短券发行利率下降趋势明显。AAA 级和 AA+级企业短券发行利率与 SHIBOR 负利差拉大，AA-级企业短券发行利率与一年期贷款基准利率相比优势逐步明显。6 月，央行进一步放松流动性。AA-级企业发行利率降至 SHIBOR 利率水平，A+级企业短券发行利率与一年期贷款利率基本持平，考虑到 A+级企业的银行贷款通常至少较一年期贷款基准利率有上浮 20%，发行短券吸引力增强，导致本季度 AA-级及 A+信用等级发行期数快速增长。不过，在银行系统季末因素的冲击下，尽管央行采取对冲措施，但资金面仍出现阶段性紧张，短券发行利率在 6 月底出现一定回调。

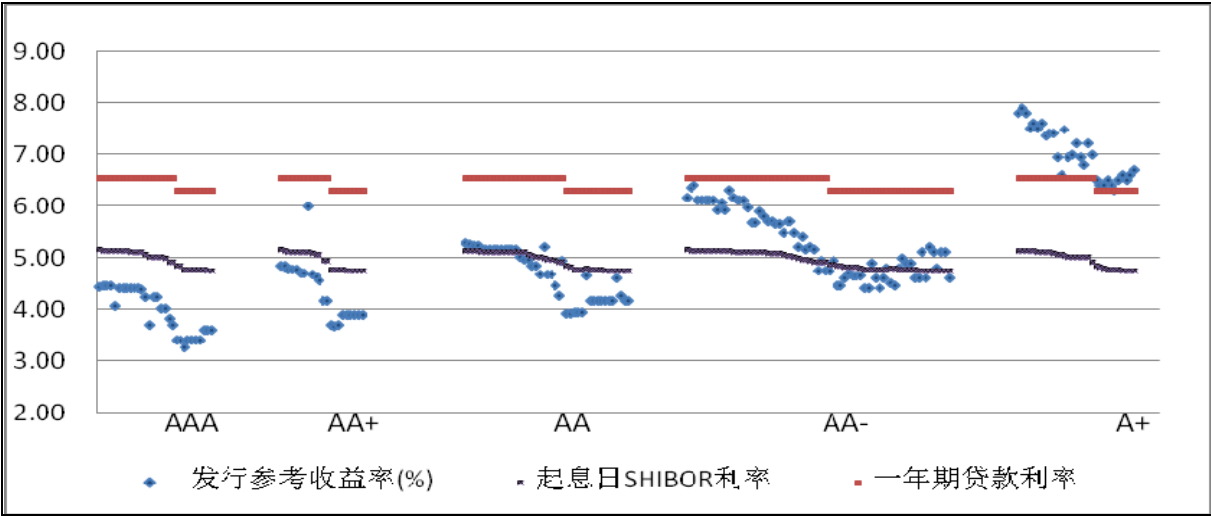


图8 2012年第二季度主体级别短券发行利率与SHIBOR（1Y）走势

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：剔除发行期限1年以下，担保债券和附息浮动式利率短券合计8期。

民营企业发行短券的主体家数大幅增加，发行级别集中于AA-及A+级，国有企业仍是短券最大的发行群体

2012年二季度短券发行主体共计197家，按照所有制性质划分，国有企业123家，占62.44%；民营企业68家，同比增长83.78%，占本季度总发行家数的34.51%，环比增长44.68%，保持上升趋势。国有企业占比略有下降，但仍是目前短券的最大发行群体。从短券发行额看，本季度民营企业短券发行274.40亿元，占比13.51%；从发行期数看，民营企业占比34.16%；从短券发行主体级别看，民营企业主体级别集中于AA-及A+级，占全部民营企业家数77.94%。

短券发行继续向经济发达地区集中，中小规模企业发行热情升温，北京、江苏和浙江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年第二季度发行主体合计197家，发债重点区域华东和华北地区发债主体合计123家，占同期发债主体总家数的62.44%。

表4 2012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	45	北京市	26	57.78
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	78	江苏省和浙江省	51	65.38
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	18	四川省和重庆市	15	83.33
华中	河南省、湖北省、湖南省	20	湖南省	9	45.00
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	13	广东省	12	92.31
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	17	新疆	11	64.71
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	6	辽宁省	6	100.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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家数分别为 45 家和 78 家，华北重点发行地区仍主要集中在北京市，发行家数合计 26 家；华东地区重点地区江苏省和浙江省发行家数分别为 27 家和 24 家。总体看，北京市依靠国有大型企业集中优势，江苏省及浙江省凭借中小规模企业集中、潜在发行资源丰富的优势，在发行家数上排名前三。

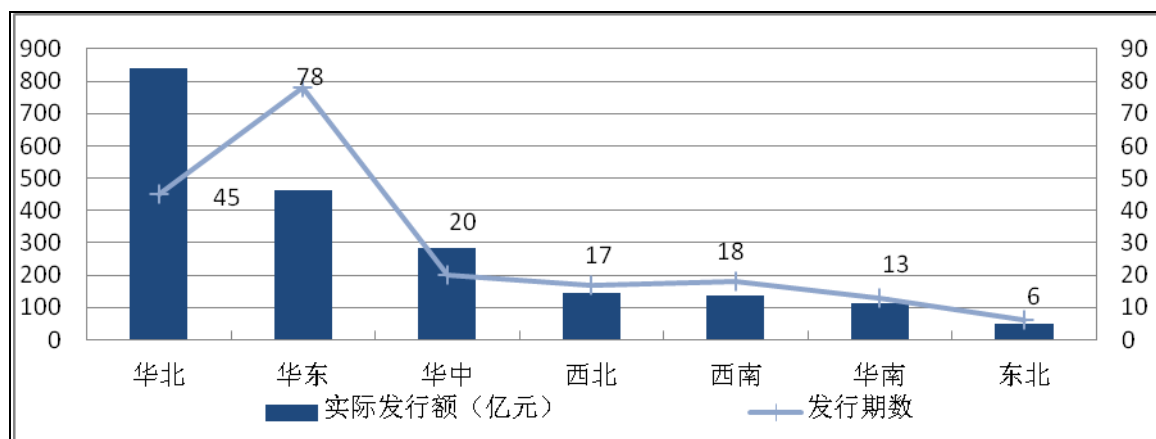


图9 2012年第二季度各地区短券发行情况

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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 840.8 亿元和 462.5 亿元，占比远高于其他地区，分别相当于本季度发行总额的 41.41%和 22.78%。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，北京地区短券发行额为 717.20 亿元，占本季度短券发行总额的 35.32%。

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 15 期，占全部主体信用等级为 AAA 的发行期数 46.88%；华东地区是国内中小企业集中的地区，主体信用等级为 AA-级和 A+级的发行期数位列各地区首位，分别为 38 期和 19 期，分别占总发行期数的 52.05%和 59.38%。

建设银行、工商银行、招商银行短券承销规模位居前三，招商银行承销期数位居榜首

2012 年第二季度参与短券发行的主承销商共计 23 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 517 亿元；承销额度 2-5 名为工商银行 304 亿元、招商银行 172.7 亿元、中信银行 156.5 亿元和中国银行 129 亿元。唯一一家证券机构中信证券承销额度为 41 亿元。

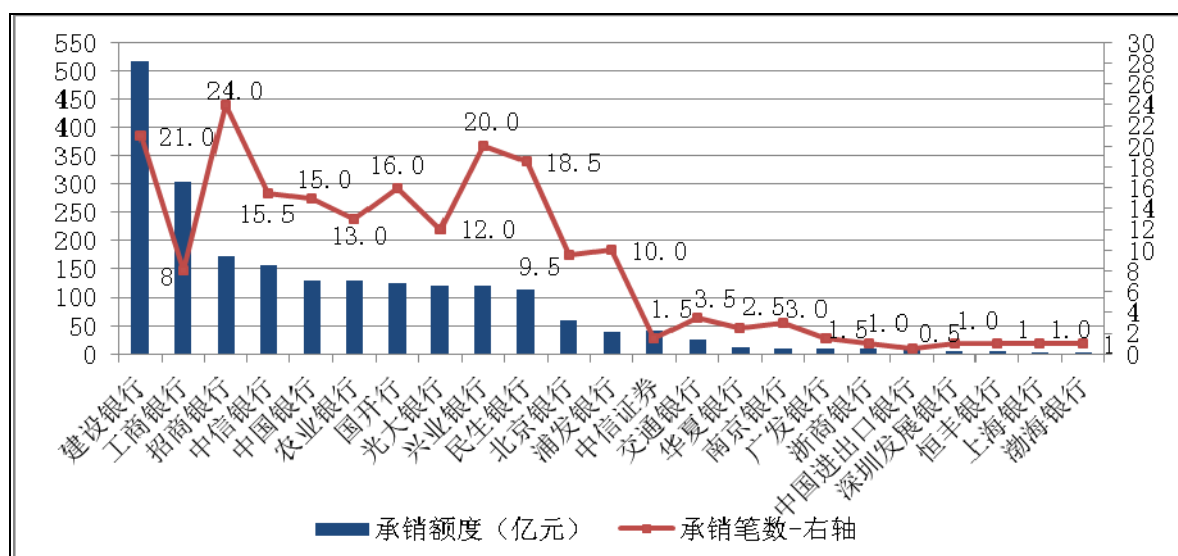


图 10 2012 年第二季度短券市场各主承销商承销情况

资料来源：中国债券信息网站，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 7 期，分别为：200 亿元“12 铁道 CP001”（工商银行、建设银行联合主承），100 亿元的“12 三峡 CP001”（工商银行、民生银行联合主承），89 亿元的“12 国电集 CP001”（工商银行、建设银行联合主承），60 亿元的“12 中粮 CP002”（中国银行、农业银行联合主承），55 亿元的“12 长电 CP002”（建设银行、农业银行联合主承），均为 50 亿元的“12 港中旅 CP001”（均由建设银行、北京银行主承）和“12 华能 CP001”（建设银行主承）。7 期短券合计发行额度 654 亿元，占本季度发行总额度的 32.21%，大额短券普遍采取联合主承销方式，建设银行、工商银行优势突出。

按照承销期数统计，招商银行为 24 期，位居榜首；建设银行为 21 期、兴业银行 20 期、民生银行 18.5 期，国家开发银行 16 期，位列 2~5 位。

总体看，大额短券联合主承日趋普遍，工商银行、建设银行保持其领先的市场地位；在承销期数上，招商银行、兴业银行、民生银行等股份制银行受益于其差别化发展的策略保持高位。

三、 短券利差分析

2012 年第二季度短券发行期数为 202 期，其中浮动利率的短券 1 期，发行期限小于 1 年的短券 4 期（其中，含有担保的短券 1 期），有担保的短券 4 期（含发行期限小于 1 年的短券 1 期）。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本以后的 194 期样本。

从表 7 可见，本季度短券的发行利率、首日交易利率与 SHIBOR 利率的相关性检验全部通过置信度为 95% 的显著性检验。各级别发行主体所发短券发行利率和发行日 SHIBOR 利率的相关性均高于交易利率和交易日 SHIBOR 利率的相关性，其中，又以 AA 级别主体所发短券的差异尤为明显。从本季度数据看，AA 级别主体所发短券交易利率和交易日 SHIBOR 利率的相关系数仅为 0.696，主要原因是 44 个 AA 级别样本中“12 营口港 CP001”交易利差过大（161.10BP），从而影响了整体相关性。

货币宽松的态势于本季度继续得以确立。央行于 5 月 18 日降低存款准备金率，并分别于 6 月 8 日

下调金融机构人民币存贷款基准利率，使得本季度银行间资金面与上季度相比继续放松，1Y SHIBOR利率从5月开始加速下行，并于6月29日达到年内最低的4.75%。

从短券发行利率看，各主体级别短券发行利率与1Y SHIBOR利率走势基本一致，但在季末由于各银行存款准备金缴存等因素，发行利率出现小幅回调。

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	0.938	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.920	0.006
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁺	发行利率		0.864	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.807	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA	发行利率		0.919	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.696	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
AA ⁻	发行利率		0.918	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.846	0.000
	交易日 SHIBOR 利率			
A ⁺	发行利率		0.888	0.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.761	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的相关性较高；本季度各信用级别主体所发短券利差继续收窄，且低信用级别主体短券表现更为明显。

本季度，银行间市场资金面继续放松；短券发行利率和交易利率总体继续呈现下降趋势，利差继续收窄。

通过表 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。②主体级别越低的短券，利差与上季度相比下降幅度更大。对比上季度高信用级别主体利差下降幅度相对较大的表现，说明在延续上季度资金宽松局面情况下，较高信用级别主体短券受到追捧达到一定程度时，较低信用级别主体短券开始受到市场关注，利差继续下行；同时“11 海龙 CP01”的如期兑付也推动了低信用级别主体短券的活跃度。③负利差从上季度的 AAA 级别主体下移至 AA 级别主体，负利差范围扩大，反映出市场资金面较为宽松。④5 月起资金宽松局面更为明显，受此影响，各主体级别短券利差与本季度初相比下降更为明显。

本季度，有两个样本发行利差或交易利差较同级别样本高出较多。其中，AA+级别中，“12 湘高速 CP001”发行利差和交易利差均较高。此外，AA 级别中，交易利差最高的点为“12 营口港 CP001”，主要是由于该短券发行规模偏大且主体债务负担较重，二级市场流动性不足，其首日交易利率高达 6.72%，远高于同期同级别主体所发短券交易利率。

表6 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 (%)	上季度利 差 I (BP)	上季度利 差 II (BP)	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	3.25~4.46	3.97	-65.90	-75.21	-100.91	--	29.83	-107.02	--	30.35
AA+	3.66~6.00	4.36	11.28	-9.33	-58.58	42.33	43.50	-70.32	36.70	42.01
AA	3.91~5.27	4.66	63.84	40.45	-28.45	30.13	34.35	-44.19	26.13	46.99
AA-	4.39~6.40	5.27	202.79	191.18	33.77	62.22	48.48	23.26	67.45	46.41
A+	6.31~7.90	7.00	322.88	323.48	204.20	170.43	36.77	193.41	170.15	42.72

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

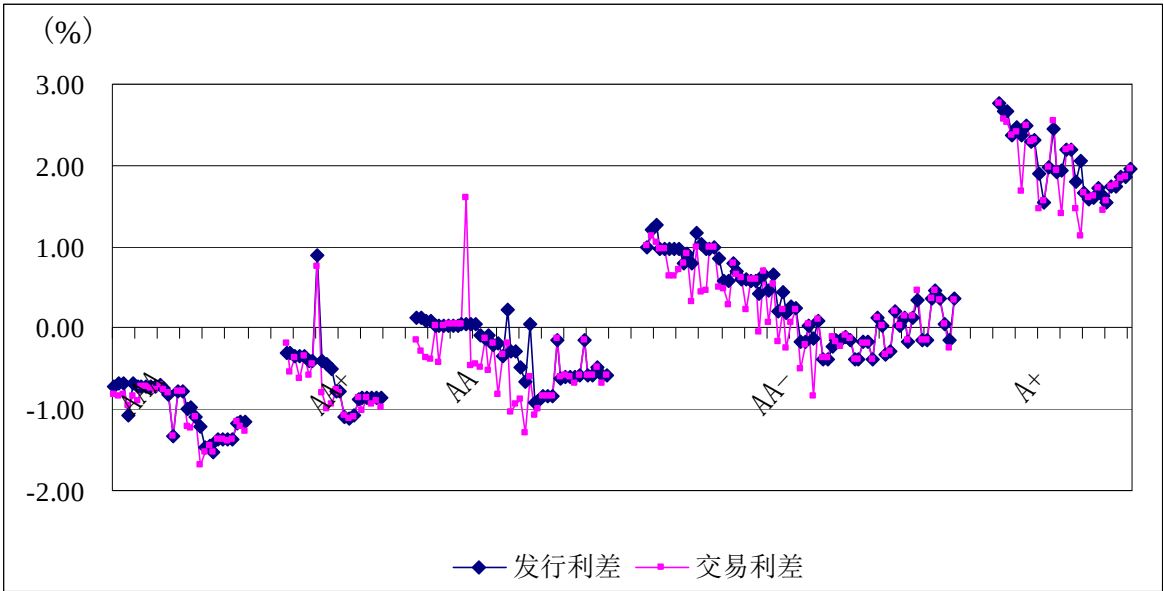


图 11 本季度各级别发行主体短券利差分布情况

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级别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，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；AAA 与 AA+ 主体所发短券利差 II 未表现出明显差异。主要是由于本季度资金面继续放宽，较高信用级别主体短券发行利率及交易利率已经低到一定程度，而低级别信用主体所发短券利率仍有下行空间，从而使得各高信用等级之间的利差区分度有所降低引起。

表 7 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	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+	-0.4233*	0.0100	-0.3670	0.0633
	AA	-0.7246*	0.0000	-0.6283*	0.0000
	AA-	-1.3468*	0.0000	-1.3028*	0.0000
	A+	-3.0511*	0.0000	-3.0043*	0.0000
AA+	AAA	0.4233*	0.0100	0.3670	0.0633
	AA	-0.3013	0.0981	-0.2613	0.2642
	AA-	-0.9235*	0.0000	-0.9358*	0.0000
	A+	-2.6278*	0.0000	-2.6373*	0.0000
AA	AAA	0.7246*	0.0000	0.6283*	0.0000
	AA+	0.3013	0.0981	0.2613	0.2642
	AA-	-0.6222*	0.0000	-0.6745*	0.0000
	A+	-2.3265*	0.0000	-2.3760*	0.0000
AA-	AAA	1.3468*	0.0000	1.3028*	0.0000
	AA+	0.9235*	0.0000	0.9358*	0.0000
	AA	0.6222*	0.0000	0.6745*	0.0000
	A+	-1.7043*	0.0000	-1.7015*	0.0000
A+	AAA	3.0511*	0.0000	3.0043*	0.0000
	AA+	2.6278*	0.0000	2.6373*	0.0000
	AA	2.3265*	0.0000	2.3760*	0.0000
	AA-	1.7043*	0.0000	1.7015*	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，本季度资金面宽松的状况进一步得以确立，与上季度相比，各主体级别短券利差继续下行，且低级别主体更明显。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。

(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 8 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 4.12%，且利差 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 6.03%，利差 I 及利差 II 的均值及标准差最大。

表 8 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	36	4.12	-85.00	46.86	-88.69	60.60
100~500 亿元	64	4.79	-14.45	72.89	-27.14	75.17
50~100 亿元	48	5.36	39.68	80.04	26.13	81.44
低于 50 亿元	46	6.03	108.64	100.53	96.20	101.85

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 99BP，利差 I 及利差 II 均值较国有企业均高出 100BP（上季度分别高出 183BP、182BP 和 188BP）。在资金面继续放宽的情况下，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。外商独资企业和中外合资企业样本量较小，统计意义不大。

表 9 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	123	4.75	-20.25	88.32	-31.89	88.89
民营企业	68	5.74	79.42	96.44	68.58	97.54
外商独资	1	5.70	60.34	--	61.82	--
中外合资	2	4.55	-26.76	15.85	-26.69	14.46

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、煤炭及煤化工、建筑施工、交通运输、农林牧副渔、零售/物流/贸易、机械设备等行业（见表 10）。从本季度的数据来看，石油、港口、酒店及旅游的平均发行利率和利差相对较低，纺织服装、新能源/新技术等行业则相对较高。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有关，本季度石油、电力等行业债券发行主体信用等级主要分布于 AAA 级，而纺织服装、新能源/新技术等行业短券发行主体信用等级主要分布于 A+级至 AA-级。

表 10 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)
石油	1	3.60	-115.07	--	-126.34	--
港口	4	4.19	-66.30	71.02	-26.70	136.22
酒店及旅游	2	4.47	-44.06	47.38	-43.38	47.62
电力	15	4.60	-38.38	78.38	-53.32	71.28
煤炭及煤化工	11	4.63	-18.22	87.84	-26.71	90.52
有色金属	9	4.66	-26.44	64.97	-42.79	48.85
文化传媒	3	4.67	-34.53	4.07	-30.55	9.84
综合	8	4.74	-20.00	107.64	-27.46	107.31
建筑施工	19	4.75	-17.35	88.09	-27.25	90.35
交通运输	18	4.83	-11.53	126.57	-21.67	125.23
公用事业	4	4.83	-19.20	81.40	-52.08	67.64
建材	6	4.85	-6.68	12.39	-19.78	27.03
造船	3	4.98	13.94	28.72	6.86	18.54
钢铁	9	5.02	6.59	109.86	-7.14	117.01
农林牧副渔	13	5.06	13.98	109.88	9.34	113.12
造纸	1	5.10	34.93	--	45.93	--
化工	12	5.41	42.43	95.81	26.58	86.34
医药	8	5.41	44.11	65.40	27.56	75.64
信息技术	6	5.50	51.08	50.70	45.85	46.30
零售、物流、贸易	12	5.57	51.73	103.56	22.10	107.05
机械设备	13	5.89	88.60	103.51	75.75	114.40
汽车、零部件及摩托车	5	5.95	95.37	169.00	94.32	166.02
其他	2	6.16	103.63	25.46	81.01	43.94
纺织服装	5	6.29	145.27	71.12	134.88	65.50
新能源、新技术	5	6.32	129.50	88.62	119.63	93.93

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 197 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 194 期，占 98.48%；发行期限在 1 年以下的 3 期，占 1.52%，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 11 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	194	5.10	15.04	102.19	3.86	103.03
一年期以下	3	4.20	-75.98	157.04	-71.31	152.70

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低水平。

表 12 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	7	4.11	-95.03	25.45	-102.47	35.69
10~50 亿元	40	4.33	-62.38	62.51	-68.30	68.35
1~10 亿元	145	5.34	39.14	97.88	26.17	99.27
小于 1 亿元	2	6.95	201.23	41.17	202.06	41.82

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 13。

表 13 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	0.976	0.952	0.952	.000
利差 I 利差 II		0.973	0.947	0.947	.000

(1) 发行利率=0.242+0.975*首日交易利率

(2) 利差 I=0.113+0.965*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。

本季度一二级市场交易利差倒挂共 12 期，较上季度的 20 期继续减少，且倒挂超过 10BP 的仅两期（“12 营口港 CP001”：-157BP；“12 渝文资 CP001”：-11BP）。倒挂的主要原因是其在同级别主体中债务负担较重，投资者对发行主体所在行业风险偏好更趋谨慎，而且发行规模偏大，相对在二级市场流动性较弱。

从图 12-2 可以明显看出，本季度 AA 及 AA-主体级别短券一二级市场交易利差较其他级别要高。此外，各信用级别短券在季末均出现交易利差缩小的趋势，主要是受季末因素影响，银行间市场投资者多倾向于收回流动性，使得二级市场交易活跃度降低，一二级市场交易利差缩小。

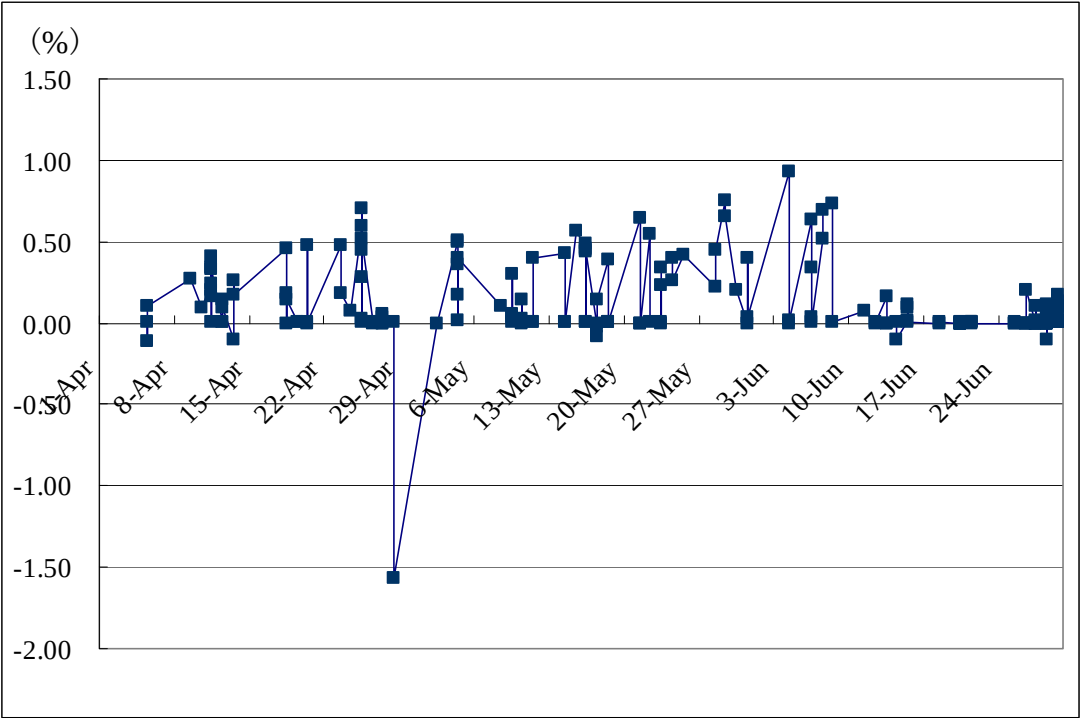


图 12-1 本季度短券一、二级市场交易差波动情况-按时间排序

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

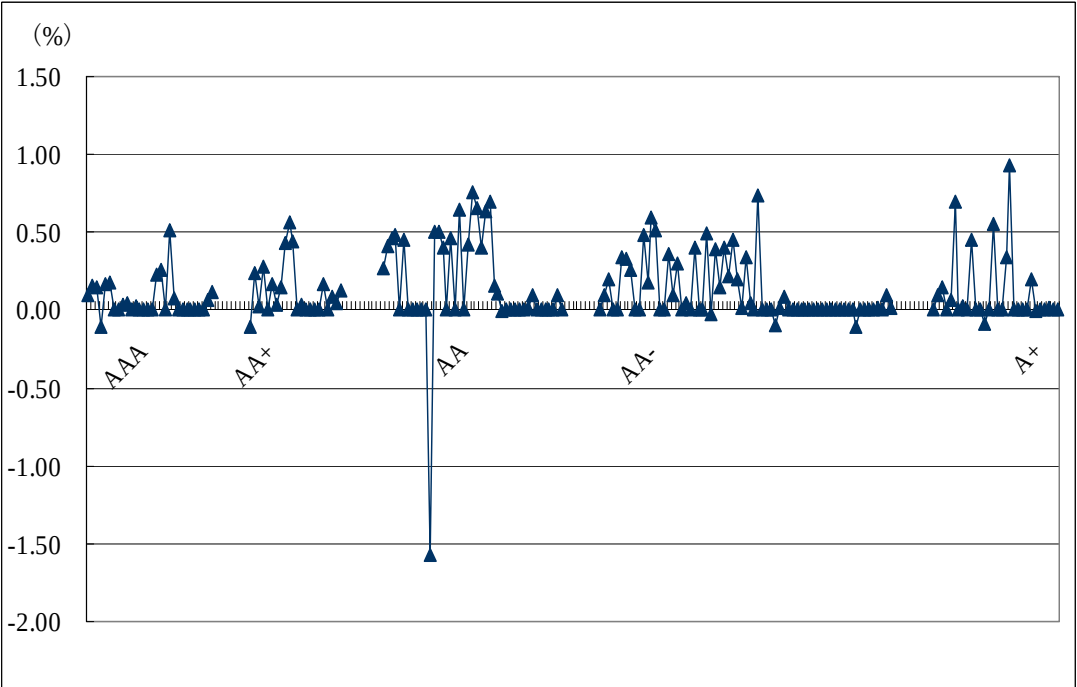


图 12-2 本季度短券一、二级市场交易利差波动情况-按级别排序

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 202 期短券评级报告。从客户质量看（见表 14），客户的主体级别在 AA 及以上的占比为 48.02%，中诚信和联合资信在 AA 及以上的高信用等级发行主体占比均较高于平均水平，分别为 55.29%和 51.35%。

表 14 本季度主体级别情况（期）

	联合	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	8	16	7	1	32
AA+	4	10	6	2	22
AA	7	21	6	9	43
AA-	14	26	20	13	73
A+	4	12	10	6	32
合计	37	85	49	31	202
其中：AA-以上占比	89.19%	85.88%	79.59%	80.65%	84.16%

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 15 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	7	-117.54	29.91	-117.92	31.14
	联合	8	-97.55	26.71	-105.28	36.44
	中诚信	15	-94.94	30.33	-102.86	27.37
AA+	大公	6	-66.11	32.66	-88.20	20.08
	联合	4	-34.63	88.80	-47.16	84.24
	新世纪	2	-59.28	25.31	-67.55	12.89
	中诚信	10	-63.50	28.33	-69.41	32.48
AA	大公	6	-13.25	34.98	6.58	83.79
	联合	7	-35.74	35.43	-70.48	25.18
	新世纪	9	-14.76	35.44	-28.94	29.00
	中诚信	21	-36.23	32.51	-56.46	32.80
AA-	大公	18	42.28	52.39	32.91	43.70
	联合	14	31.06	36.59	22.22	34.97
	新世纪	12	38.45	46.87	34.01	46.82

	中诚信	25	<u>26.92</u>	53.51	<u>11.74</u>	53.06
A+	大公	9	211.90	36.25	204.16	<u>37.03</u>
	联合	4	<u>190.49</u>	41.52	175.79	44.72
	新世纪	6	218.37	43.75	218.12	41.75
	中诚信	11	195.15	<u>32.49</u>	<u>177.56</u>	43.04

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（194 个）的 35.57%，其余样本主体级别分布相对均衡。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。

鉴于中国经济“稳增长”的总基调和相关政策的陆续推出，以及管理层大力推动债券市场发展，未来债券供给仍有望增长，发行规模还将扩大，尤其是中低级别主体发债仍将保持较高增速，发行利率在资金面宽松的前提下有望继续下行，级差或将继续缩小。