

信用研究

(第 35 期)

联合资信评估有限公司

2007 年 1 月 12 日

2006 年度短期融资券利差分析报告

- ◆ 摘要
- ◆ 短期融资券发行市场情况
- ◆ 2006 年度短融利差的影响因素分析
- ◆ 各评级机构利差对比
- ◆ 结论及建议

2006 年度短期融资券利差分析报告

（联合资信评估有限公司 石雨欣 刘雪城）

摘 要

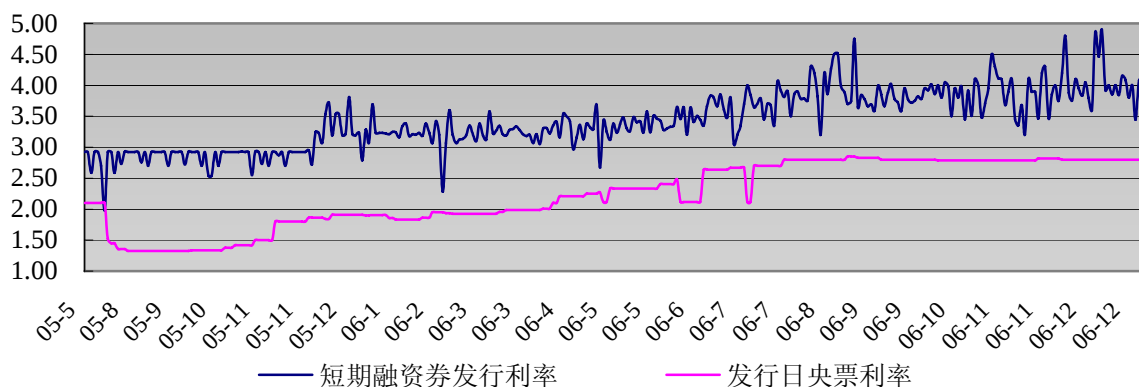
2006 年度共有 185 家企业发行 241 期短期融资券(短融),发行规模累计 2912.5 亿元。随着人民银行央票发行利率的不断升高,短融的发行利率一路走高,发行利率从期初的平均 3.04% 上升至 4.02%,与一年期央票利率相比,2006 年短融平均发行利差 115BP,平均首日交易利差 92BP。影响短融发行利率和交易利率的最直接因素是发行主体的信用等级,信用等级越高,利差越小;信用等级越低,利差越大。同时,企业性质、企业资产规模、发行额度、发行期限等因素均是影响短融发行利差及首日交易利差的重要因素,企业所处行业对短融的发行利差及交易利差影响不明显。从企业性质看,非上市民营企业、中外合资企业以及集体企业的平均发行利差和交易利差较国有独资、控股企业以及上市公司(包括国有控股、民营控股上市公司)高 20~25BP;从企业资产规模看,资产规模在 50 亿元以下的企业发行利差及首日交易利差较资产规模超过 1000 亿元的企业平均高 40~50BP;从短融的发行额度看,低于 5 亿元的发行利差及交易利差较超过 50 亿元的高 50~60BP;从短融的发行期限看,发行期限低于 1 年的发行利差及交易利差较 1 年期短融高约 20BP。目前,短融市场中的评级机构主要包括中诚信、联合、大公、远东、新世纪以及标准普尔,按期数统计,中诚信、联合和大公三家约占市场总体的 83%。从利差分析的结果来看,各家评级机构的评级结果基本能反应市场平均的信用风险水平。总体来说,发行主体长期信用等级、企业性质、企业资产规模、发行额度、发行期限等因素均对短融的发行利差及交易利差产生重要影响。

1、短期融资券发行市场情况

1.1 短融发行概况

作为利率市场化进程中一个重要的货币市场工具，短期融资券（短融）是人民银行大力推广的直接融资产品。短融自 2005 年 5 月 26 日诞生以来，受到了银行间市场成员的广泛关注。截至 2006 年底，短融累计发行 320 期，发行规模累计 4336.5 亿元，市场存量 2935.6 亿元，平均每笔筹资金额 13.55 亿元。随着银行贷款利率的增加以及法定存款准备金率的提高，银行间市场基准利率也随之走高，一年期央票利率从期初的 2.10% 上升至目前的 2.80%，上升了 70BP。2005 年 6~11 月之间，一年期央票发行利率曾处于 1.33%~1.50% 的较低水平。从 2006 年下半年的情况看，一年期央票利率基本保持在 2.80% 的稳定水平。从发行期初到 2006 年底，短融的发行利率也随着一年期央票利率的变动而呈现逐步升高的趋势，短融的发行利率已从期初的平均 2.90% 升至目前平均的 4.02%，上升了 112BP。

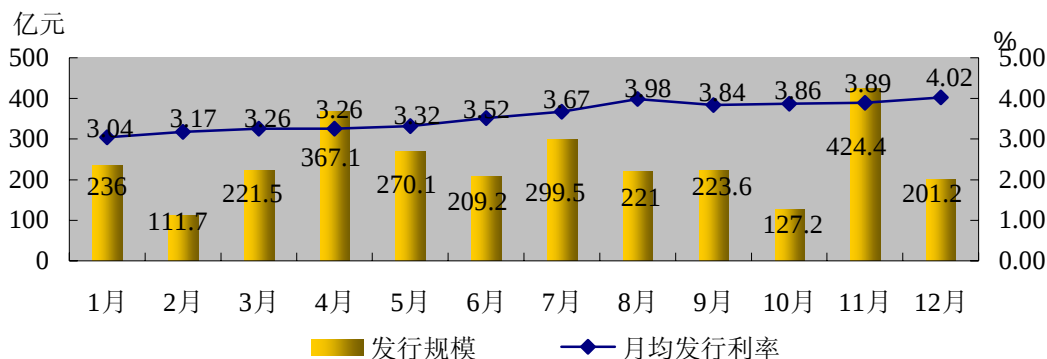
图 1 短融发行利率历史走势



2006 年 1~12 月，共有 185 家企业发行短融 241 期，发行规模累计 2912.5 亿元，平均每月发行 242.71 亿元，平均每笔筹资约 12 亿元。从图 2 短融每月平均发行规模来看，4 月、7 月和 11 月的发行规模相对较大，其中 11 月份发行 424.4 亿元，为全年最高发行月份；2 月、6 月和 10 月的发行规模相对较小，其中 2 月份和 10 月份最小，分别为 111.7 亿元和 127.2 亿元。从各月的平均发行利率来看，除 8 月份发行利率有所波动外，其余各月的发行利率基本都呈稳定的增长趋势，从 1 月份的平均 3.04% 上升至 12 月的平均 4.02%。8 月份短融发行利率平均较高的原因主要是由于福禧投资事件的影响，导致短融市场发行利率普遍走高，发行规模也受较大影响，除联通发行 100 亿元之外，其余 14 家发行总额仅有 121 亿元。8 月份以后短融发行利率持续走高的另一个原因是人民银行调整银行贷款基准利率，1 年期银行贷款的利率增加 27BP 至 6.12%。2006 年发行的短融中，发行利率（贴现发行为参考收益率）最低的是江西铜业股份有限公司 2 月 27 日发行的 5 亿元 3 个月短融，其发行利率为 2.28%；发

行利率最高的为辽宁忠旺集团有限公司 12 月 15 日发行的 7 亿元短融，其发行利率为 4.90%。

图 2 2006 年短融各月发行规模及月均发行利率

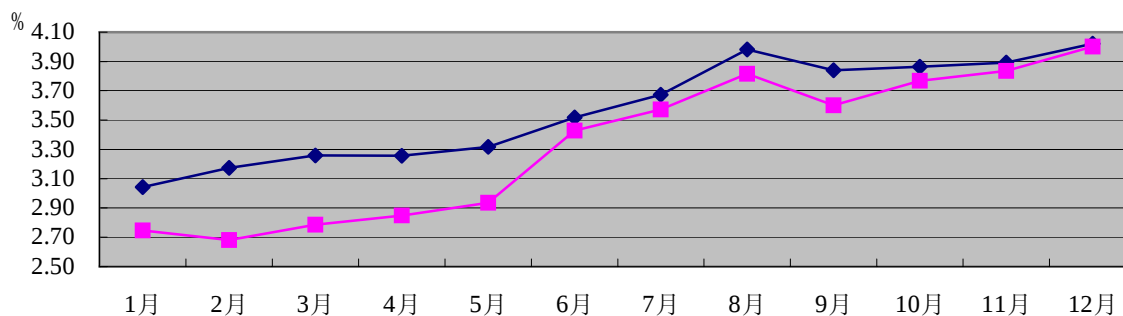


以发行的期数统计,2006 年发行的 241 期短融中,发行期限为 1 年的为 195 期,占 80.91%;发行期限为 9 个月的为 29 期,占 12.03%;发行期限 6 个月的为 14 期,占 5.81%;发行期限为 11 个月、3 个月和 200 天的各 1 期,共占 1.25%。已发行的 241 期短融中,选择贴现方式的有 152 期,占 63.07%;选择单利方式的有 89 期,占 36.93%。

随着市场规模的不断扩大,短融发行主体也逐步多样化,从期初的大型国企和上市公司逐步扩大到中外合资企业和民营企业。在 2006 年发行短融的 185 家企业中,国有独资及控股企业(不包含国有控股上市公司)96 家,占 52.89%;上市公司(包括国有控股、民营控股上市公司)77 家,占 41.62%;民营企业(不包含民营控股上市公司)7 家,占 3.78%;中外合资企业及集体企业 5 家,占 2.71%。从发行主体所占比率来看,国有独资、控股企业和上市公司共占 94.51%,非上市民营企业、集体企业和中外合资企业等占比仍然较低。

随着一年期央票利率的逐步走高,短融的发行利率与首日交易利率均呈现一路走高的趋势。2006 年度发行的短融每月平均首日交易利率与发行利率的对比情况如图 3 所示。从图 3 可以看到,短融首日交易利率与发行利率同步走高,但首日交易利率与发行利率越来越接近。1~5 月份,首日交易利率与发行利率之间相差基本在 30~50BP 之间,而 6 月份之后,首日交易利率与发行利率之间的差大幅度降低,6、7 月份缩减为 10BP,8、9 月份曾有所拉大,达到 20BP,但是,从 10 月份开始,又逐步缩减,12 月份首日交易利率与发行利率相差仅 2BP。可见,发行市场的收益空间逐步缩小。

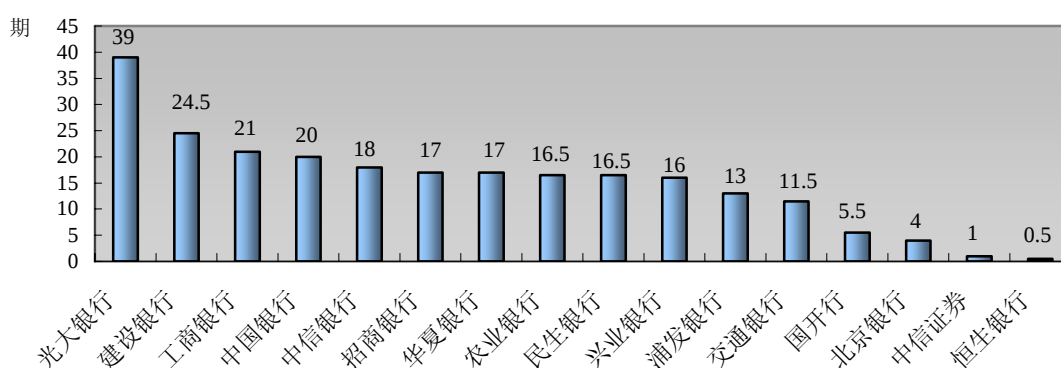
图 3 2006 年短融平均各月发行利率与首日交易利率情况



1.2 短融各主承销商及评级机构市场情况

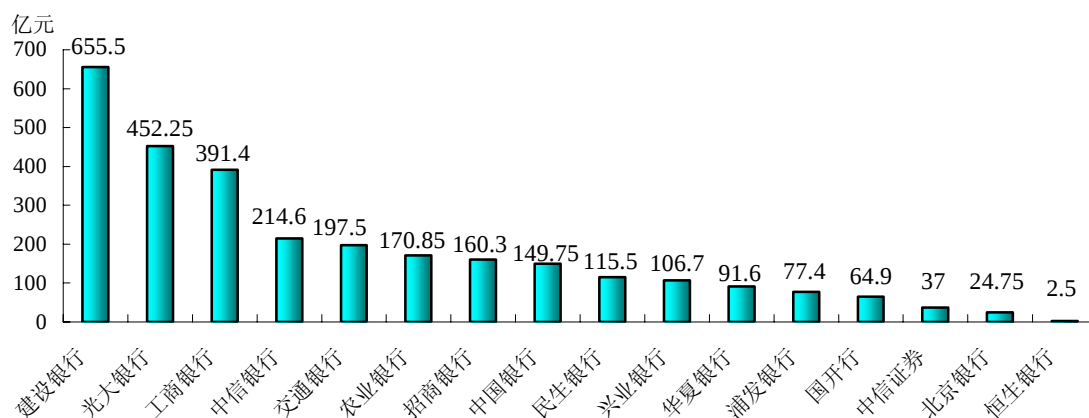
目前在短融市场中已承揽业务的主承销商有 16 家，2006 年发行的 241 期短融的承销情况见图 4。按发行期数（两家联合承销的短融，各算 0.5 期）统计，光大银行以承销发行 39 期的短融遥遥领先；其次，建设银行共承销 24.5 期（其中 23 期为独立主承销，其余 1.5 期为联合主承销）；工商银行、中国银行、中信银行、招商银行、农业银行等主承销的短融发行业务在 15~20 期之间；新增的北京银行主承销 1 期，其余 3 期均为联合主承销；中信证券联合主承销两期、恒生银行与中信银行联合主承销一期。

图 4 2006 年各主承销商发行期数承揽情况



按各主承销商的承销规模（两家联合承销的规模，各占一半）统计情况如图 5 所示，建设银行承销的短融总规模最大为 655.5 亿元，其次是工商银行、光大银行，分别承销 452.25 亿元、391.4 亿元，恒生银行承揽的发行总规模最小，仅与中信银行联合承销 5 亿元的短融。若按照目前短融发行承销费率 4‰~5‰（未去除分销商费用）计算，承揽总规模较大的建设银行、工商银行、光大银行等主承销商赚取的短融发行承销费用上亿元。因此，短融产品的推出，不但为企业提供了良好的直接融资渠道，也为商业银行开展中间业务提供了良好的机遇，虽然短融的推出在一定程度上影响了商业银行的企业贷款业务，但发行承销费在一定程度上弥补了贷款业务存贷利差收入的损失。

图 5 2006 年各主承销商承销的发行规模情况



目前，得到人民银行许可的具有银行间资本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（中诚信）、联合资信评估有限公司（联合）、大公国际资信评估有限公司（大公）、新世纪资信评估投资服务有限公司（新世纪）和远东资信评估有限公司（远东），此外，国际评级机构标准普尔也承担了部分企业的短债的评级业务。表 1 及图 6 反映了 2006 年度各评级机构所承担的已发短融信用评级情况。

图 6 2006 年各评级机构短融市场占有率情况

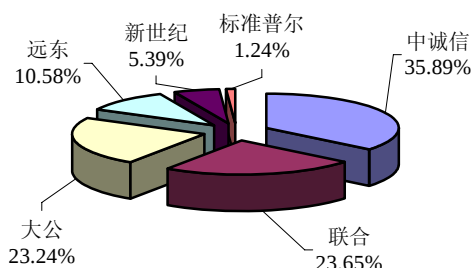


表 1 2006 年各评级机构所承担的短融评级期数

评级机构	评级期数
中诚信	86.5
联合	57
大公	56
远东	25.5
新世纪	13
标准普尔	3
合计	241

注：双评级项目按每家 0.5 期考虑。

从 2006 年各评级机构的市场占有情况看，由于福禧事件导致远东的评级业务受较大影响，出现了远东与其他评级机构共同评级的情况。从整体市场占有情况看，按期数计，中诚信的短融评级市场份额达到 35.89%，市场占有率第一；位居第二、第三的联合、大公分别占 23.65%、23.24%。远东、新世纪和标准普尔的市场占有仍然较低。

1.3 短融市场整体利差表现情况

鉴于目前资本市场利率以人民银行发行的一年期央票利率为基准，因此，我们若将短融的发行利率和与其发行日最近的、人民银行发行的一年期票据*的收益率之间的差额定义为发行利差（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

* 对于期限为 9 个月和 6 个月的短融，由于相同期限央票利率的缺失，我们以 1 年期央票利率为参考基准。

的差额定义为首日交易利差（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 年度短融的发行利率均值、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 2 所示。

表 2 2006 年度短融市场利差统计

	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(%)	3.61	2.46	1.15	3.38	2.46	0.92
方差	0.156	0.142	0.082	0.286	0.142	0.109

2006 年度短融的平均发行利率为 3.61%，比 2005 年的平均发行利率 2.91%上升了 70BP，虽然短融的发行利率一路走高，可是与一年期银行贷款利率仍然相差 250BP，低成本的短融仍然是企业首选的融资方式之一。从短融的利差情况看，利差 I 均值为 115BP，利差 II 均值为 92BP，利差 II 比利差 I 平均低 23BP，发行市场平均 23BP 的投资收益空间使短融继续成为各机构投资者青睐的投资品种。

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

2、2006 年度短融利差的影响因素分析

在监管机构取消了短融的A-1⁺信用等级，并且增加了企业主体长期信用等级之后，2006 年，短融市场出现了短融信用等级A-1⁺和A-1 以及发行主体具备主体长期信用等级和不具备主体长期信用等级短期内的并存现象。短融信用等级A-1⁺和现行A-1 等级均为最高信用等级，分析短融的信用等级利差已经失去意义。我们可以通过分析发债主体的主体长期信用等级分析短融的发行利差。除了信用等级因素之外，还有发行主体的企业性质、资产规模、所处行业以及短融发行额度、期限等因素均对短融的利差产生一定影响。因此，我们可以通过发行主体的信用等级、企业性质、资产规模、所处行业以及短融发行额度、期限等因素对短融利差进行分析。

2.1 发行主体长期信用等级利差分析

自从人民银行要求发行短融的企业出具主体长期信用等级后，截至 2006 年底，具有主体信用等级的短融有 59 期，其中信用等级为最高级别AAA级的有 9 期，最低信用等级A⁻级有 1 期，其余大部分企业的信用等级基本都在AA级左右。各信用等级的利差 I 和利差 II 的均值、方差见表 3 所示。

表 3 发行主体长期信用等级利差

发行主体长期信用等级	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值（%）	方差	均值（%）	方差
AAA	9	0.71	0.029	0.60	0.038
AA ⁺	7	0.96	0.023	0.86	0.036
AA	13	0.98	0.011	0.86	0.048
AA ⁻	14	1.18	0.012	1.07	0.040
A ⁺	10	1.47	0.110	1.43	0.156
A	6	1.32	0.019	1.27	0.026
A ⁻	1	1.66	--	1.74	--

从表 3 可以看出，在发行市场，最高等级AAA级的利差 I 均值为 71BP，而信用等级较低的A⁻级利差 I 为 166BP，最高等级与最低等级利差 I 均值相差 95BP；AA⁺级与AA级的利差 I 均值较为接近，与AAA级的利差 I 均值相差 25~27BP，而AA⁻级与AA级的利差 I 均值相差 20BP；从A⁺级与A级的利差 I 均值来看，A⁺级的利差 I 均值高于A级的利差 I 均值，而且A⁺级利差 I 的方差值也较大，主要原因是上海紫江企业集团股份有限公司（上海紫江，主体长期信用级别为A⁺）10 月 31 日发行的第二期 2 亿元短融和 12 月 12 日发行的 3 亿元短融发行利率分别为 4.50%和 4.85%，均为同期最高发行利率，其利差 I 分别为 171BP和 205BP；另外横店集团控股有限公司（横店，主体长期信用级别为A⁺）11 月 29 日发行的 10 亿元短融发行利率为 4.80%，其利差 I 为 200BP，因此导致A⁺级的利差 I 均值波动较大，如果剔除这两家公司的特殊情况，其余A⁺级的利差 I 均值为 128BP，方差为 0.006，比较符合利差随信用等级降低而增高的趋势。总体来说，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大。

在首日交易市场，最高级别AAA级的利差 II 均值为 60BP，而最低级别的A⁻级利差 II 均值达 174BP，最高等级与最低等级的利差 II 均值相差 114BP。除A⁺级的利差 II 均值由于受上海紫江和横店的短融首日交易利率的影响波动较大外，随着信用等级的降低，利差 II 均值基本呈逐步增加的趋势。

从各个等级的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，AAA级的利差 II 比利差 I 平均低 11BP，随着信用等级的降低，利差 II 与利差 I 的差越来越小，甚至出现A⁻级的山西煤炭进出口集团 12 月 15 日发行的 5 亿元短融首日交易利率（4.54%）高于发行利率（4.46%）的情况。可见，信用等级对短融的发行利差和首日交易利差均有较大的影响。

从各个信用等级的利差均值水平看，AA⁺级与AA级的利差 I 和利差 II 均值相差小于 2BP，高于最高信用等级AAA级 25~27BP；AA⁻级与AA⁺、AA级相比，约高出 20~22BP；除A⁺级因为上海紫江和横店的利差较大导致其利差高于A级之外，A⁺级和A级利差 I 和利差 II 高于AA⁻级 10~15BP，而目前短融市场中最低的A⁻级短融利差高达 166BP，较A级高于 34BP，较AAA级高出 95BP。因此，随着信用等级的逐步降低，短融的利差 I 和利差 II 均呈明显的增加趋势。可见，短融的信用等级对短融的利差影响非常明显。

2.2 发行主体性质的利差分析

2006 年度发行的 241 期短融中，按期数考虑，有 130 期短融的发行主体为国有独资和控股企业（不包括国有控股上市公司）、有 95 期的发行主体为上市公司（包括国有控股、民营控股上市公司）、有 8 期为民营企业（不包括民营控股上市公司）、有 8 期为中外合资及集体企业。短融发行主体多元化，从国有企业已经扩大到规模较大的民营企业，但是民营企业仍然只是少数，目前的短融发行主体仍然以国有独资、控股企业以及上市公司为主。2006 年度发行主体性质的利差 I 和利差 II 均值、方差情况如表 4 所示。

表 4 发行主体性质的利差分析

发行主体性质	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
国有独资及控股企业（不包括国有控股上市公司）	130	1.09	0.052	0.88	0.066
上市公司（包括国有控股、民营控股上市公司）	95	1.18	0.098	0.94	0.137
中外合资及集体企业	8	1.41	0.113	0.97	0.284
民营企业（不包括民营控股上市公司）	8	1.57	0.076	1.30	0.175

由表 4 可知，在发行市场，国有独资及控股企业和上市公司的利差 I 均值分别为 109BP 和 118BP，而民营企业和中外合资及集体企业的利差 I 均值分别高达 141BP 和 157BP，比国有独资及控股性质企业高 23~48BP。中外合资及集体企业的利差 I 方差较大，主要是因为中外合资企业——辽宁忠旺集团有限公司 12 月 15 日发行的 7 亿元短融发行利率为 4.90%，为截至 2006 年底短融市场最高发行利率，其利差 I 为 210BP，导致中外合资企业利差波动较大。总体看，国有独资及控股企业以及上市公司的发行利率普遍低于民营企业的发行利率，企业性质对于短融的发行利差有较为明显的影响。

在首日交易市场，国有独资及控股企业的利差 II 均值为 88BP，民营企业的利差 II 均值为 130BP，较国有独资及控股企业高出 42BP，上市公司和中外合资及集体企业的利差 II 均值约为 95BP。因此，在首日交易市场，发行主体的性质也是影响交易利率的一个重要因素。

从各种不同性质企业的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，国有独资及控股企业和上市公司的利差 II 比利差 I 平均低 20 BP，而中外合资企业以及集体企业和民营企业的利差 II 比利差 I 平均低 30 BP。可见，民营企业发行的短融仍然被要求有更高的风险补偿。

2.3 发行主体资产规模的利差分析

2006 年度发行的 241 期短融中，发行主体资产超过 1000 亿元的有 17 期，发行主体资产规模在 500~1000 亿元之间的有 19 期，发行主体资产规模在 100~500 亿元之间的有 93 期，发行主体资产规模在 50~100 亿元之间的有 60 期，发行主体资产规模低于 50 亿元的有 52 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 5 所示。

表 5 发行主体资产规模利差分析

发行主体资产规模	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值（%）	方差	均值（%）	方差
1000 亿元及以上	17	0.81	0.106	0.64	0.098
500~1000 亿元	19	0.93	0.054	0.68	0.036
100~500 亿元	93	1.10	0.058	0.85	0.071
50~100 亿元	60	1.26	0.066	1.05	0.123
50 亿元及以下	52	1.30	0.056	1.06	0.100

从表 5 可以看出，在发行市场，随着发行主体资产规模的增加，利差 I 均值逐渐降低。主体资产规模低于 50 亿元的，其利差 I 均值为 130BP；主体资产规模超过 1000 亿元的利差 I 均值为 81BP，资产规模较小的利差 I 均值较资产规模较大的利差 I 均值低约 50BP。在首日交易市场，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 均值为 106BP，而发行主体资产规模超过 1000 亿元的，其利差 II 均值为 64BP，资产规模较小的利差 II 均值较资产规模较大的利差 II 均值低 42BP。

从发债主体不同资产规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，资产规模较大企业的利差 II 比利差 I 平均低 17BP；资产规模较小企业的利差 II 比利差 I 平均低 24BP。可见，投资者对资产规模较小企业要求的风险补偿略高于资产规模较大的企业。因此，企业主体资产规模对短融的发行和首日交易利差均有比较明显的影响。从一级市场投资者的收益空间看，发债主体的资产规模对投资者的收益空间有一定程度的影响。

2.5 发行主体所属行业的利差分析

2006 年度发行的 241 期短融中，行业分布较为广泛，钢铁及其他制造业（主要包括机械、化工、金属制造等）、交通运输、电力、建筑业等相对较多，综合类主要包括医药、纺织、房地产以及其他综合投资类，农、林业等相对较少。各行业利差 I 和利差 II 的均值、方差比较如表 6 所示。

表 6 发行主体所处行业利差分析

发行主体所处行业	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值（%）	方差	均值（%）	方差
农、林业	9	1.10	0.068	0.93	0.052
钢铁制造业	22	1.13	0.036	0.86	0.030
其他制造业	60	1.12	0.107	0.94	0.157
电力行业	25	1.02	0.037	0.72	0.056
建筑业	24	1.18	0.041	0.96	0.075
交通运输行业	29	1.05	0.056	0.86	0.046
煤炭业	17	1.26	0.077	1.07	0.132
其他综合类	55	1.26	0.108	0.98	0.138

从表 6 可以看到，在发行市场，煤炭行业利差 I 均值相对较高，较利差 I 均值相对较低的电力、交通运输行业等高 21~24BP；在首日交易市场，利差 II 相对较高的煤炭行业较利差 II 相对较低的电力行业高 35BP。

从各行业的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，除电力行业相差较大，为 30BP 之外，其

余各行业的利差 II 均值比利差 I 均值平均低 20BP。总体看，发行主体所处行业对短融发行利差和首日交易利差的影响不明显。从一级市场投资者的收益空间看，除电力行业的投资收益空间较大外，其余各行业的收益空间基本差不多。

2.5 短融发行额度的利差分析

2006 年度发行的 241 期短融中，发行额度超过 50 亿元的有 8 期，发行额度在 10~15 亿元之间的有 96 期，发行额度在 5~10 亿元之间的有 78 期，发行额度低于 5 亿元的有 59 期。可见，发行额度在 10~50 亿元的企业占绝大多数。各发行额度利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 7 所示。

表 7 发行额度利差分析

短融发行额度	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
超过 50 亿元	8	0.71	0.097	0.51	0.027
10~50 亿元	96	1.05	0.066	0.84	0.070
5~10 亿元（包括 10 亿元）	78	1.20	0.067	0.95	0.110
低于 5 亿元	59	1.30	0.060	1.07	0.129

从表 7 可以看出，在发行市场，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 50 亿元，其利差 I 平均为 71BP，发行额度较小的短融利差 I 均值比发行额度较大的短融利差 I 均值高出约 60BP。在首日交易市场，随着发行额度的增加，利差 II 均值亦呈降低的趋势，发行额度低于 5 亿元，其利差 II 均值为 107BP；发行额度超过 50 亿元，其利差 II 均值为 51BP，发行额度较大和额度较小的利差 II 均值相差 56BP。可见，短融的发行额度对短融发行利差和首日交易利差均有较为明显的差异。

从不同发行额度的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，发行额度低于 5 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 23BP；发行额度超过 50 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 20BP。从一级市场投资者的收益空间看，各种发行额度的短融基本没有差异。

2.6 短融发行期限的利差分析

2006 年度发行的 241 期短融中，发行期限为 1 年的有 195 期，发行期限短于 1 年的有 46 期。不同发行期限的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 8 所示。

表 8 发行期限利差分析

短融发行期限	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
1 年期	195	1.19	0.071	0.96	0.103
1 年期以下	46	0.96	0.092	0.75	0.096

从表 8 可以看到，在发行市场，发行期限为 1 年的短融平均利差 I 为 119BP，发行期限

短于 1 年的平均利差 I 为 96BP，但一年期以下的短融方差相对较大。在首日交易市场，发行期限为 1 年的短融平均利差 I 为 96BP，发行期限短于 1 年的平均利差 I 为 75BP，1 年期短融的方差比较大。发行期限较短，利差均值 I 较小，发行期限较长，利差 I 均值较大。

不同发行期限的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，1 年期短融首日交易利差较发行利差低 23BP，1 年期以下短融的首日交易利差较发行利差的 21BP。总体看，短融的发行期限对发行利差和首日交易利差均有明显的影响。从一级市场投资收益空间看，发行期限对投资者的收益空间基本没有影响。

2.7 小结

通过以上分析可知，发行主体的信用等级、企业性质、资产规模、所处行业以及短融的发行额度、期限等因素均对短融发行利差和首日交易利差的影响均较明显；从一级市场投资收益空间看，信用等级、企业性质的不同对投资者的收益空间有一定影响；发债主体资产规模的不同一定程度上影响投资者的收益空间；发债主体所处行业、发行额度、发行期限等因素对投资者的收益空间基本没有明显的影响。

3、各评级机构利差对比

对于信用评级结果准确性的检验，通常用违约率来进行。但由于我国短融市场成立不久，目前除福禧投资出现了影响其偿债能力的因素，可能会发生违约损失之外，其余短融信用等级均为最高，且已到期短融均已如期兑付，并未出现违约情况。因此，违约数据的缺失导致用违约率来检验评级结果的准确性并不可行，我们只能用利差对评级结果的准确性进行对比分析。

3.1 债项评级下各评级机构利差区间对比

2006 年 3 月底人民银行取消了短融信用等级 A-1⁺ 的微调级别，A-1⁺ 和 A-1 合并为 A-1，且为最高信用级别，因此，在对各评级机构的评级结果准确性进行检验时，我们也将 2006 年度发行的短融中 A-1⁺ 和 A-1 级别的合并考虑，均为短融的最高级别，即在 2006 年发行的 241 期短融中，各评级机构评出的短融信用级别均为 A-1，对所有短融级别在 A-1 下对各评级机构的准确性进行比较。需要说明的是，2006 年 3 月发行的福禧 10 亿元短融于 8 月经远东降级为 C 级，但是我们考虑的只是发行及首日上市交易的情况，因此，福禧投资也在信用等级为 A-1 的情况下予以考虑。此外，本次分析将标准普尔评出的华能国际和中国铝业短融信用等级也按 A-1 级考虑。因此，在所有短融信用级别均在 A-1 级的情况下，各评级机构的评级结果对比情况如表 9 所示。

表 9 各评级机构利差区间的总体对比

评级机构	评级期数	利差 I				利差 II			
		利差区间 (%)	全距 (%)	均值 (%)	方差	利差区间 (%)	全距 (%)	均值 (%)	方差
市场平均	241	0.33~2.10	1.77	1.15	0.082	0.11~2.19	2.08	0.92	0.109
中诚信	87 ^{*1}	0.38~2.10	1.72	1.11	0.076	0.29~2.11	1.82	0.88	0.094
联合	57	0.40~1.90	1.50	1.13	0.079	0.31~1.88	1.57	0.95	0.103
大公	57 ^{*2}	0.76~2.00	1.24	1.22	0.059	0.30~2.08	1.78	0.95	0.130
远东	27 ^{*3}	0.33~1.90	1.57	1.20	0.111	0.11~1.70	1.59	0.90	0.098
新世纪	13	0.56~2.05	1.49	1.19	0.150	0.79~2.19	1.4	1.08	0.141
标准普尔	3	0.71~0.92	0.21	0.81	0.011	0.52~0.64	0.12	0.58	0.004

从表 9 可以看出，对于利差 I，均值与市场平均水平最为接近的是联合和中诚信，分别比市场平均水平低 2BP 和 4BP，均值高于市场整体水平的是大公、远东和新世纪，其利差 I 分别比市场平均水平高 7BP、5BP 和 4BP，大公的利差区间最小，为 124BP，方差也最小；除新世纪和远东的整体方差较大外，其余几家的利差方差均较小，利差波动较小。因此，从发行利差的总体情况看，中诚信和联合的利差 I 均值较小，其客户质量普遍较高；大公的利差 I 均值较高，但利差波动最小；远东和新世纪的均值较高，且波动很大。

对于利差 II，中诚信利差均值低于市场平均水平 4BP，联合、大公和远东基本与市场平均水平接近，新世纪高出市场平均水平 16BP；方差较大的依次是新世纪、大公和远东，中诚信的方差较小。因此，从首日交易利差的总体情况看，新世纪均值较高，但方差最大；中诚信的首日交易利差最小，方差也最小；联合、大公和远东的利差均值和方差基本与市场平均水平一致。

标准普尔由于样本较小，且其评出的华能国际和中石化上海股份发行利率均较低，利差 I 的均值和方差均为最低。

3.2 主体长期信用级别下各评级机构利差对比

我们通过各个不同主体长期信用等级下各评级机构的利差比较分析，对各评级机构的评级结果的准确性进行更进一步的比较。由于福禧投资事件的影响，福禧事件后远东所评级的短融需经另外一家同时进行评级，因此，存在两家公司同时评级的情况。在对同一主体信用级别下不同评级机构的利差进行分析时，我们对于两家评级机构同时评级的短融在两家评级机构中同时予以考虑，因此，可能导致同一信用级别下各评级机构的评级期数与市场总体期数不一致。由于样本数量有限，及各评级机构在评级标准把握方面的差异，部分比较结果可能并不能完全反应各评级机构的整体水平。各个不同信用等级下评级机构的利差对比情况如表 10 所示。

表 10 各主体长期信用等级下评级机构利差对比

信用等级	评级机构	评级	利差 I	利差 II
------	------	----	------	-------

*1：其中 1 期与远东共同评级；*2：其中 2 期与远东共同评级；*3：其中 2 期与大公共同评级，其中 1 期与中诚信共同评级。

		期数	均值（%）	方差	均值（%）	方差
AAA	总体	9	0.71	0.029	0.60	0.038
	中诚信	4	0.70	0.008	0.55	0.003
	联合	5	0.73	0.052	0.63	0.069
AA ⁺	总体	7	0.96	0.023	0.86	0.036
	中诚信	2	0.97	0.106	0.71	0.078
	联合	4	0.97	0.006	0.90	0.025
	大公	1 ^{*1}	1.03	--	0.96	--
AA	总体	13	0.98	0.011	0.86	0.048
	中诚信	4	0.91	0.016	0.75	0.076
	联合	6	1.01	0.008	0.92	0.020
	大公	2	0.94	0.044	0.83	0.109
	远东	1 ^{*1}	1.03	--	0.96	--
AA ⁻	总体	14	1.18	0.012	1.07	0.040
	中诚信	5	1.13	0.004	0.97	0.018
	联合	5	1.20	0.007	1.16	0.010
	大公	3	1.28	0.034	1.06	0.154
	新世纪	1	1.11	--	1.05	--
A ⁺	总体	10	1.47	0.110	1.43	0.156
	中诚信	4	1.28	0.008	1.26	0.013
	大公	3	1.50	0.193	1.47	0.283
	联合	1	1.30	--	1.30	--
	新世纪	2	1.88	0.058	1.85	0.226
A	总体	6	1.32	0.019	1.27	0.026
	中诚信	4	1.35	0.014	1.31	0.008
	大公	1	1.38	--	1.38	--
	新世纪	1	1.17	--	0.98	--
A ⁻	大公	1	1.66	--	1.74	--

从表 10 可以看到，2006 年的短融中主体信用级别为 AAA 级的有 9 期，其中联合 5 期，中诚信 4 期。联合和中诚信的利差 I 均值与 AAA 级平均水平保持一致，联合的方差相对较大；联合的利差 II 均值高于 AAA 级平均水平 3BP，中诚信利差 II 均值低于 AAA 级平均水平 5BP，联合的方差相对较大。从 AAA 级总体情况看，联合和中诚信的发行利差基本持平，说明中诚信和联合评出的 AAA 级短融利差普遍较低，评级结果基本能反应 AAA 级风险很低的发展趋势，评级准确性较高。

主体信用级别为 AA⁺ 级的有 7 期，中诚信 2 期，联合 4 期，大公与远东共同评级 1 期。中诚信和联合的利差 I 均值与 AA⁺ 级平均水平保持一致，大公与远东共同评级的利差 I 高于 AA⁺ 级平均水平 7BP；中诚信的利差 II 均值低于 AA⁺ 级平均水平 15BP，但方差较大，联合和大公的利差 II 分别高于 AA⁺ 级平均水平 4BP 和 10BP。从 AA⁺ 级总体水平看，联合和大公评出的 AA⁺ 级短融利差较大，而中诚信评出的短融利差较小，可以认为，经中诚信评出的 AA⁺ 级短融经投资者认定整体风险相对较小，评级结果基本能反应 AA⁺ 级短融风险相对较低的趋势。

主体信用级别为 AA 级的有 13 期，其中中诚信 4 期，联合 6 期，大公 2 期，远东 1 期与大公共同评级（大公评级结果为 AA⁺，远东评级结果为 AA）。从发行利差看，各评级机构的利差 I 均值基本与 AA 级平均水平相当，但是大公和中诚信的方差相对较大；从首日交易利差

*1：为大公与远东对中国石化上海石油化工股份有限公司 2006 年第二期 20 亿元短融的共同评级，评级结果分别为 AA⁺/AA。

看，中诚信的利差Ⅱ均值低于AA级市场平均水平 11BP，远东的利差Ⅱ均值高于AA级平均水平 10BP，其余各家的利差Ⅱ均值与AA级平均水平相差 3~6BP，但方差波动均较大。从AA级市场总体看，远东的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值与AA级平均水平相差稍大，中诚信的利差Ⅱ均值与AA级平均水平相差 10BP，其余几家的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值基本与AA级平均水平一致。因此，各家评级机构评出的AA级短融利差基本一致。

主体级别为AA⁻级的共有 14 期，其中中诚信和联合各 5 期，大公和新世纪分别 3 期和 1 期。从发行利差看，联合的利差Ⅰ均值与AA⁻级平均水平最为接近，相差 2BP，中诚信和新世纪的利差Ⅰ均值最小，分别较AA⁻级平均水平低 5BP和 7BP，大公较市场平均水平高 10BP，较中诚信和新世纪高出 15~17BP；对于首日交易利差，大公和新世纪基本与市场水平接近，联合的利差Ⅱ均值较AA⁻级平均水平高 9BP，中诚信较AA⁻级平均水平低 10BP，比联合的利差Ⅱ均值低 19BP。从AA⁻级市场总体看，各家评级机构评出的AA⁻级短融，其发行利差差异较小，但交易利差存在一定的差距。

主体级别为A⁺级的短融共有 10 期，其中中诚信和大公分别为 4 期和 3 期，联合和新世纪分别 1 期和 2 期。从发行利差看，中诚信和联合的利差Ⅰ均值分别较A⁺级平均利差低 19BP 和 17BP，大公与A⁺级平均水平比较接近，新世纪的利差Ⅰ均值较A⁺级平均水平高 41BP，大公的方差较大；对于首日交易利差，其趋势及差距与发行利差基本一致。因此，从A⁺级市场总体看，各家评级机构评出的A⁺级短融与市场平均水平差别较大的原因主要是新世纪评级的上海紫江第一期及第二期短融的利差Ⅰ和利差Ⅱ均较高，导致市场平均水平普遍较高。

主体级别为A级的短融共有 6 期，从发行利差看，中诚信和大公的利差Ⅰ均值与A级平均水平比较接近，新世纪的利差Ⅰ低于市场平均水平 15BP；从首日交易利差看，中诚信的利差Ⅱ均值与A级平均水平较为接近，新世纪的利差Ⅱ较A级市场平均水平低 29BP。因此，从A级市场总体看，中诚信和大公评出的A级基本反应了市场平均水平。

主体级别为A⁻级的只有大公评级的 1 期。其利差Ⅰ和利差Ⅱ均高于A级市场总体利差 34BP，较短融市场中最高级别的AAA级平均水平高出 95BP。

4、结论及建议

4.1 结论

2006 年度短融累计发行 2900 多亿元，平均每月发行 240 多亿元，短融市场已经初具规模。随着央票利率的增加以及银行存款准备金率的提高，短融发行利率已从期初平均 3.04%上升至期末平均 4.02%，上升了近 100BP。虽然目前短融的发行利率较高，但与一年期银行贷款利率相比，仍较一年期银行贷款低约 210BP。与一年期央票利率相比，2006 年度短融平均发行利差为 115BP，平均首日交易利差 92BP。

从短融的发行主体来看，主要以国有独资、控股企业以及上市公司为主，非上市民营企业

业、中外合资企业以及集体企业仍然较少。发行主体性质的不同，对短融的发行利率和首日交易利率都产生较为明显的影响。目前，民营企业、中外合资企业以及集体企业的平均发行利差较国有独资、控股企业高 20~50BP。

从短融发行主体所处行业来看，主要以电力、建筑、交通运输、钢铁制造及其它制造业等国民经济基础产业为主。除电力行业的利差较其他行业略低之外，其余各行业的发行利差和首日交易利差的差别不明显。因此，发债主体所处行业的不同，对短融的利差影响较小。

从短融发行主体的资产规模来看，企业资产规模越大，利差越小；企业资产规模越小，利差越大。资产规模在 50 亿元以下的企业发行利差较资产规模超过 1000 亿元的企业高 50BP，其首日交易利差也高出 40 多 BP。可见，发行主体资产规模对短融的发行利差有较为明显的影响。

从短融发行的额度来看，发行额度在 10~50 亿元之间的居多，发行额度超过 50 亿元的较少。随着发行额度的增加，利差逐步缩小。发行额度低于 5 亿元的短融发行利差较发行额度超过 50 亿元的短融高约 60BP，发行利差高出 50 多 BP。可见，发行额度对短融的发行利差有较为明显的影响。

从短融的发行期限看，发行期限为 1 年的占绝大多数。期限越长，利差越大。1 年期短融的发行利差和首日交易利差均较低于 1 年期短融高 20 多 BP。可见，发行期限也是影响短融发行利差和首日交易利差的重要因素。

信用等级是短融重要的风险识别因素，信用等级越高，风险越小，利差越小；反之，信用等级越低，风险越大，利差越大。短融发行主体的信用等级是影响发行利差和首日交易利差的一个非常重要的因素，目前短融发行主体最高级别 AAA 级平均发行利差仅为 73BP，而短融市场中相对最低的级别 A⁻ 级的发行利差平均 166BP，高于最高等级 AAA 级 90 BP，对于首日交易利差，A⁻ 级高于 AAA 级 114BP。可见，发行主体的信用级别对短融的发行利差和首日交易利差有十分明显的影响。随着短融发行主体信用级别的增加，短融的发行利差和首日交易利差得到了较为明确的细化。从市场总体的评级结果看，中诚信、联合和大公的评级结果相对比较能反映市场平均水平。

因此，总体看，影响短融利差的主要因素中，发行主体长期信用等级、企业性质、企业资产规模、发行额度和期限等均是影响短融发行利差及首日交易利差的重要因素；企业所处行业对发行利差和首日交易利差的影响不太明显。

4.2 建议

1) 发行主体仍需进一步扩展

虽然目前短融市场中的发行主体已经由最初的国有大型企业以及较好的上市公司扩展为民营企业和中外合资企业等，但是国有性质的企业以及上市公司仍然是短融市场的发行主体，

民营企业的融资瓶颈问题仍然没有得到解决，特别是福禧投资事件后，对民营企业的短融发行门槛进一步提高，民营企业的发行利率普遍较高。从短融市场的持续发展考虑，建立良好的风险监控及预防机制，让资质较好的民营企业和中外合资企业等参与进来，是短融市场持续壮大的重要举措。

2) 继续推行对发行主体的信用评估

人民银行调整短融的信用级别，A-1⁺和A-1合并为A-1为最高短融信用级别后，同一个信用等级无法对各种不同性质的短融进行区分，主体信用级别的增加使短融增加了一个较为明确的信用状况参考。通过本文的研究，从发行利差看，主体信用等级越高，利差越小；主体信用等级越低，发行利差越大。主体级别的增加，使短融的利差分化更为明确，使各种不同信用水平的企业通过发行利差区分出来，有利于投资者根据不同主体信用级别选择不同的投资对象。

3) 扩展债项评级的信用等级范围

自从人民银行取消了A-1⁺的微调级别后，短融级别A-1为最高债项级别，也是目前市场中存在的唯一债项级别，各种不同发行主体的债项级别无法区分，导致投资者只能依靠发行主体的长期信用级别对短融的信用级别进行区分。而从信用评级的角度来讲，企业长期主体信用级别与所发行债项的级别并不绝对对应，用企业长期主体信用级别对企业所发行的债项进行区分，并不能准确区分债项的信用水平。因此，建议短融的债项信用等级范围与国际惯例一致，另外鼓励A-2级别短融的发行，以便投资者可以通过债项的不同级别以及主体的不同级别对短融的信用水平进行更为精确的区分。

4) 重视对各评级机构的评级准确性检验

短融作为一种无担保的信用产品，本质上包含违约风险。对于短融来说，信用评级的准确性至关重要。信用级别是短融市场利率的确定基础，评级机构评出的信用级别直接影响短融的发行利率及交易利率，各评级机构的评级准确性也就相当重要。通过各评级机构评出的级别在市场中的表现情况对评级机构的评级准确性进行检验，不仅可以促进各评级机构不断提高自身评级的准确性，也可以使短融市场中的发行利率和交易利率市场化程度不断提高。

5) 建议利差分析以 Shibor 为基准

2006年12月1日，新的货币市场基准利率体系——上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate，简称 Shibor）开始公开试运行，2007年1月1日正式对外发布。Shibor是以拆借利率为基础，根据多家大银行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，更接近于国际货币市场普遍被作为基准利率的 Libor（伦敦同业拆借利率）。从

Shibor 试运行一个月来看，其基本特点是跟随着现有市场相关期限利率波动。

Shibor 是人民银行重点培养的货币市场基准利率体系，随着 Shibor 体系的逐步成熟，Shibor 有望成为货币市场基准利率体系。目前的短融利差分析是以一年期央票利率为基准，在以后的短融利差分析研究中，若以 Shibor 为利差分析的基准利率能更反应市场实际水平。