

2011 年第三季度短期融资券市场 利差分析报告



2011 年第三季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20111019

时间: 2011 年 10 月 19 日

分析师:

胡 岩

王妮娜

李 洁

孙恒志

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

2011 年第三季度, 中国经济保持平稳增长, 但增速回落趋势延续。本季度通胀压力仍处高位, 央行继续执行稳健的货币政策, 货币供应量增速持续回落, 公开市场操作以缓释流动性压力为主, 资金呈阶段性紧张。受央票发行规模同比大幅减少影响, 本季度银行间债券市场发行规模大幅下滑; 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震荡上行, 各期限各品种利率均突破年内高点, 但季末受到欧债危机的影响出现下行趋势, 其中利率产品尤为显著。

本季度共有 115 家企业累计发行短券 126 期 (信用债 121 期, 担保债 5 期), 合计发行 2074.6 亿元, 短券总体发行规模和平均单笔发行规模同比有所下降。受资金面阶段性紧张、债券市场信用事件频出及短券供给压力较大多重因素影响, 本季度短券发行利率震荡上行, AAA 以下级别发行利率攀升至一年期贷款利率之上; 自 9 月 1 日起, 新发短券在上海清算所登记托管清算。由于目前上清所开户数相对较少, 新发短券流动性下降, 1 年期短券与 3~5 年期中票发行利率全面倒挂。

本季度, 各信用级别主体所发短券利差环比明显扩大。通过方差分析, 联合资信发现, 除 AAA 与 AA+ 外其余相邻级别均未能通过显著性检验, 其他不同信用等级主体发行的短券利率差异明显。

本季度, 短券一、二级市场也出现大量利率倒挂现象。8 月份, 银行间市场流动性相对宽松, 一、二级市场套利空间较大; 在资金面较为紧张的 7 月和 9 月, 套利空间减少, 一、二级市场出现大量利率倒挂。受短券登记托管清算场所变更影响导致流动性下降影响, 9 月份倒挂现象更为明显。

本季度, 联合资信与中诚信在国内短券评级市场占有率继续保持领先地位。根据利差检验结果分析, 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, 使得投资者对于各评级机构的评级结果认可度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 7 月 1 日~2011 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

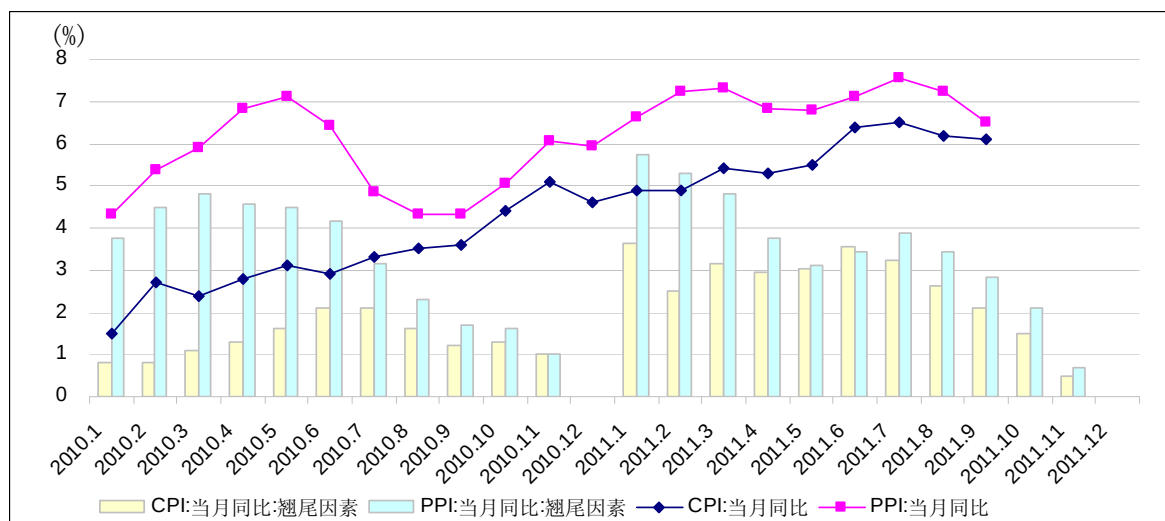
本季度，中国经济继续保持平稳增长，但增速回落趋势仍在延续。通胀压力仍处高位，央行继续执行稳健的货币政策。本季度银行间市场资金面仍整体偏紧，信用产品收益率上行趋势显著。

基本面——国内经济增速继续放缓，通胀压力仍处高位

本季度宏观经济总体仍较稳健，但经济增速持续回落。根据国家统计局公布的数据，1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，比 1-7 月份回落 0.1 个百分点。从第三季度的运行情况来看，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.0%，环比回落 1.1 个百分点；8 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.5%，与上月基本持平。总体来看，国内经济增速呈持续平稳回落态势。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，本季度投资、出口两大需求增长呈放缓态势，消费增速总体平稳。①投资增速趋缓，但仍保持高位。1-8 月份，固定资产投资（不含农户）180608 亿元，同比增长 25%，比 1-7 月份回落 0.4 个百分点。其中中央项目投资同比下降 8.9%；地方项目投资同比增长 28.1%。1-8 月，全国房地产开发投资 37781 亿元，同比增长 33.2%，较 1-7 月的 33.6%略有下降，但保障房的加紧开工将使房地产开发投资增速维持高位；②消费增速相对平稳。2011 年 1~8 月份，社会消费品零售总额 114946 亿元，同比增长 16.9%，较 1-7 月份增速加快 0.1 个百分点。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出口增速放缓，贸易顺差规模缩小。2011 年 9 月，中国进出口总值 3248.3 亿美元，同比增长 18.9%，增速较上月有所下降。其中出口同比增长 17.1%，环比下降 2.1%；进口同比增长 20.9%，环比下降 0.2%；总体看，9 月贸易顺差为 145.1 亿美元，连续两个月回落，2011 年 1~9 月累计贸易顺差 1354.8 亿美元，同比下降 26%。考虑到未来全球经济复苏滞缓，将给中国外贸出口保持平稳较快增长带来严峻挑战，预计年内贸易顺差收窄的趋势仍会持续。

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

本季度 CPI 冲高回落，PPI 下调趋稳。虽 CPI 翘尾因素在 7 月份降为 3.3%，但新涨价因素却高达 3.2%，受此影响 7 月 CPI 同比上涨 6.5%，创下 37 个月以来新高。8 月、9 月 CPI 分别为 6.2%

和 6.1%，虽通胀压力有所缓解，但 CPI 仍处高位。总体来看，目前通胀压力减轻主要来自翘尾因素回落，虽前期涨幅较大的重要食品价格回稳有助于降低通胀压力，但受生猪价格下降空间有限以及新涨价因素仍在小幅上升等多重因素影响，年内物价回落幅度可能有限。从 PPI 指数来看，7 月份，PPI 同比上涨 7.54%，主要是上年基数较低所致。8 月以来，受国内工业生产小幅放缓、国际大宗商品价格缓慢震荡下行等因素影响，8 月、9 月 PPI 分别同比上涨 7.25%、6.50%，呈趋稳下调趋势。从目前来看，国际经济增速的放缓可能会降低全球商品需求，并由此抑制大宗商品的价格上行，从而有利于输入性通胀压力的减轻。

总体看，本季度投资虽保持高位但增速趋缓、居民消费增速基本保持稳定、出口增速放缓，中国经济继续保持增长，但增速回落趋势仍在延续，通胀压力仍处高位。

政策面——继续执行稳健的货币政策，公开市场操作以缓释流动性压力为主

货币政策方面，本季度央行未上调法定存款准备金率，但于 8 月底宣布扩大准备金的缴存基数，同时通过上调存贷款基准利率、公开市场操作等手段继续执行稳健的货币政策。①提高存贷款基准利率：自 2011 年 7 月 7 日起，央行年内第三次上调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期贷款基准利率上调至 6.56%，本次加息主要是对 6 月份 CPI 继续高位攀升的反应，未来受经济增速放缓和中小企业融资成本上升、通胀趋稳等因素制约，年内再次加息的预期回落。②调整准备金缴存基数：8 月底，央行通知自 2011 年 9 月 5 日起将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，并分批上交（执行跨度长达半年）。此次存款准备金上缴基数口径调整对短期市场资金面产生一定压力，但因分批上缴对以后各月份资金面影响不均衡，其中资金面影响最大的是 10 月和 11 月。③公开市场操作：本季度 7 月、8 月、9 月央行分别向公开市场净投放 1030 亿元、1670 亿元和 2360 亿元。由于今年以来紧缩政策的频频使用，整个银行体系的流动性对外部突发因素的敏感性大增，本季度在央企上缴红利、准备金补缴、“十一”长假、大盘新股发行等临时性因素影响下，各月均出现流动性突发性紧张，为缓释流动性压力，央行除了在公开市场投放了近一半的到期资金外，还视每周的流动性状况，借助 7 天和 28 天短期工具，平滑移动到期资金，确保流动性在需求高峰时点得到补充。总体看，央行持续的公开市场净投放使得资金面基本处于紧平衡状态。

央行货币政策委员会 2011 年第三季度例会指出，当前通胀压力有所缓解但仍处在高位，应继续实施好稳健的货币政策，把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，增强调控的针对性、有效性和前瞻性，注意把握好政策的节奏和力度。要综合运用多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量。要着力优化信贷结构，推动产业结构进一步调整，引导金融机构提高金融服务水平，加大对结构调整的信贷支持。要继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求。进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平的基本稳定。

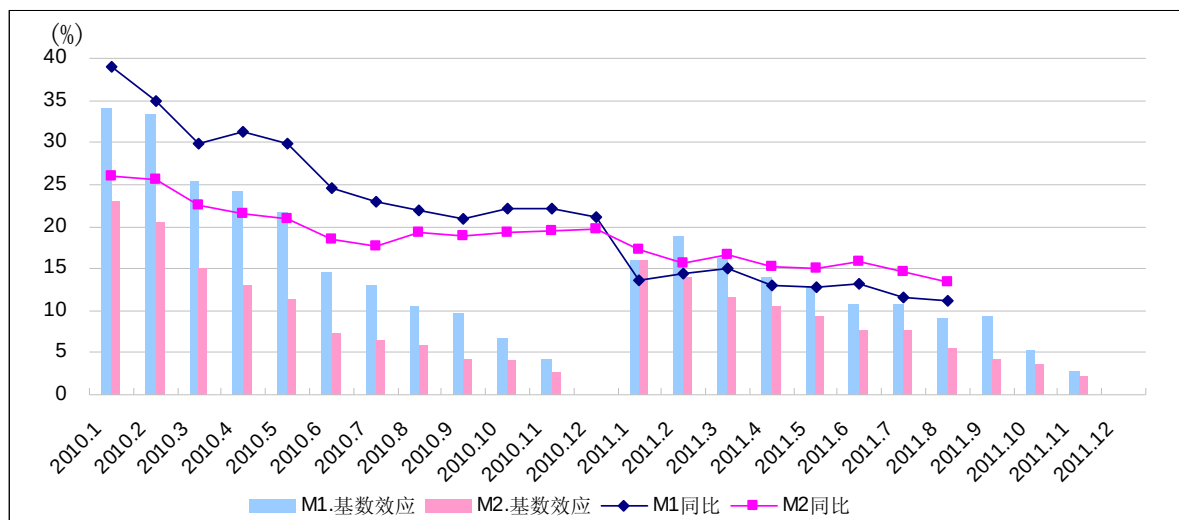
地方政府自行发债试点启动：根据国家审计署数据显示，截至 2010 年底，地方政府债务总额达人民币 10.7 万亿元，相当于上年中国 GDP 的 27%。2011 年，地方政府融资平台贷款渐入偿债高峰，自 6 月底滇公路被爆出信用违约事件以来，云南省投资控股集团划转重要资产、上海申虹投资公司债务逾期等城投企业信用事件频出，导致城投债出现恐慌性抛售；同时，银监会也已要求银行对于到期的平台贷款本息，一律不得展期和以各种方式借新还旧，使地方政府和地方融资平台的流动性风险进一步增大。在上述因素共同影响下，今年首批发行的地方债中 3 年期品种出

现部分流标，而且 3 年、5 年期的中标利率出现倒挂：3 年期品种计划发行 250 亿，实际投标和发行量均只有 239.4 亿，流标的债券额度全部属于云南省所发债券，云南省此次计划发行 39 亿元三年期债券，实际仅发行 28.4 亿元；且 3 年期品种中标利率高达 3.93%，较 2010 年 11 月 12 日招标发行的 3 年期票面利率 3.23% 高出 70 个 BP。为解决地方融资平台债务问题，地方政府自行发行地方债试点开始启动，当前包括浙江、广东、山东等地在内的多个省份已开始为发行地方债试点做准备，但地方政府自行发债额度仍将包含于 2011 年中央代发地方债的 2000 亿元总额度之内。地方自行发债将有利于促进各地方政府按自己的实际能力举债，提高地方政府债务的透明度，也方便中央政府对地方政府债务进行管理，采取市场监管与政府监管相结合的方式，达到控制地方政府债务风险的目的。考虑到预算法尚未修订，真正实现地方政府自主发债还取决于制度规范和市场的发展。

资金面——货币供应量增速继续回落，信贷规模有所反弹，但资金多次呈现短期阶段性紧张

截至 2011 年 8 月末，广义货币供应量（M2）78.07 万亿元，同比增长 13.5%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 和 5.7 个百分点；狭义货币供应量（M1）27.33 万亿元，同比增长 11.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 和 10.7 个百分点，两者均处于历史低位。从信贷规模来看，7 月份人民币贷款增加 4926 亿元，同比少增 252 亿元，8 月份人民币贷款增加 5485 亿元，同比多增 93 亿元。根据央行公布的数据，8 月份金融机构外汇占款新增量已达 3769.4 亿元，较 7 月份 2195.64 亿元的新增量环比上涨 72%，由于人民币升值预期回升，外围经济宽松的货币政策将继续维持，国内面临热钱冲击，外汇占款在 7 月份回升的基础上进一步增长，对央行货币供应量控制有效性构成一定挑战。

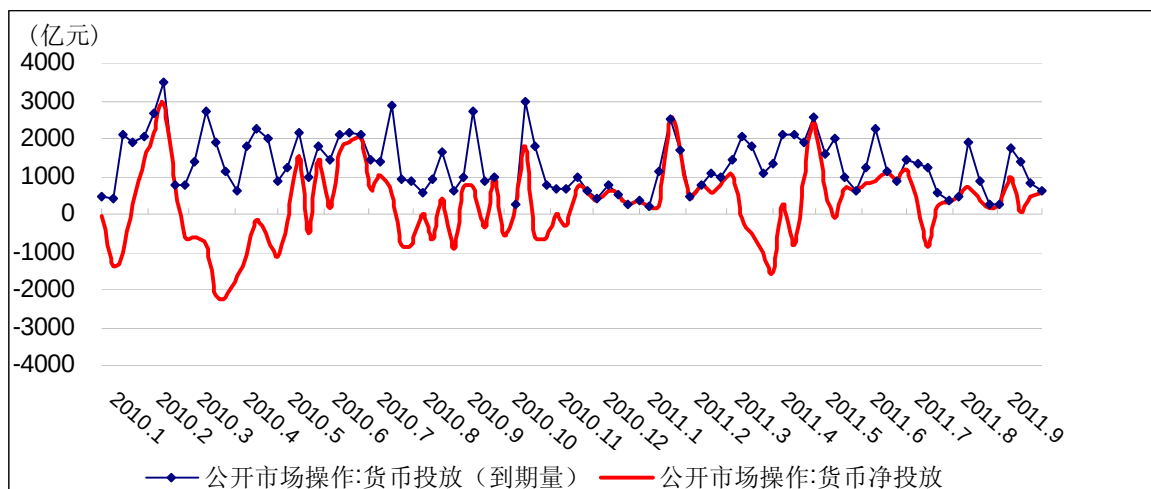
图 2 2010 年~2011 年 8 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

今年以来，在持续的紧缩政策下，银行体系的流动性对外部突发因素的敏感性大增，为应对季末、新股加快发行或央企红利上缴等临时性因素带来的流动性突发性紧张，央行通过大量使用短期工具，平滑移动到期资金，缓释流动性压力。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 2011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月份银行间资金面较上季度末趋于缓和,但整体仍偏紧,银行间市场同业拆借市场利率较6月份持续下降但仍维持高位,7天银行间同业拆借加权利率(R007)月加权平均利率为4.44%,比上月低0.12个百分点,主要是6月份时点考核后的缓解以及央行公开市场业务不断注入流动性的反应。8月份资金面前松后紧,R007呈现先降后升态势,主要是本月中旬以来央行先是突然上调公开市场发行利率,后又有8月19日缴款的国电转债冻结资金1500至2000亿,以及8月底央行宣布将保证金纳入法定准备金缴纳基数等因素的影响,导致市场资金面再度收紧,R007也由月初的3.2%~3.8%之间快速上升到8月末的5%左右。9月份资金面平稳中趋紧,上旬由于机构准备充分、公开市场适度投放,资金面运行平稳,R007利率开始下行,但进入下旬后受新股发行、季末考核、国庆长假以及下月初银行保证金补缴规模翻倍等多重因素影响,银行间资金面再度趋紧,SHIBOR利率重回上升态势,9月30日R007已处高位,为5.1383%。

图4 2011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——总体发行规模同比继续下滑,信用产品供应量呈现分化;本季度到期收益率整体震荡上行,其中信用产品收益率上行趋势尤为明显。

本季度银行间债券市场主要债券品种的发行规模合计 16726.49 亿元，同比减少 40.61%，主要是央行票据发行量大幅减少。本季度，金融债发行量同比大幅增长 29.98%，主要系政策性银行债大幅增加，较上年同期增加了 1370.10 亿元。金融债发行量占总体发行量的 30.46%，仅次于政府债（占比 33.72%）；本季度信用产品总体发行规模基本保持稳定，但各品种增幅差异明显。

利率产品：（1）国债：由于中央投资项目同比增速放缓，本季度共发行国债 4223.79 亿元，同比减少 7.30%。（2）地方政府债：本季度地方政府债累计发行 1416 亿元，同比增长 12.83%，主要是下半年保障房工程相继集中开工，地方政府债集中放量发行。（3）央票：受短期资金紧张影响，三季度央行公开市场操作以净投放资金为主，央票发行量为 1640.00 亿元，同比大幅下降 87.13%。

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、短融和超短融）发行规模合计 4352.60 亿元，同比小幅减少 5.49%。分产品来看：（1）企业债：三季度企业债发行 179 亿元，同比大幅下降 84.01%，主要来自城投债发行量的下降，城投债发行量萎缩的原因主要在于：①为加强地方融资平台债务清理，管理层收紧了对融资平台发债的审批；②7 月以来城投债信用风险事件频发，引发市场对城投债的大举抛售，投资者对新债购买意愿不强。（2）中票：本季度中票发行 1507 亿元，同比增长 8.97%，主要是高信用等级发行主体发债意愿明显增强，导致发行量增加。（3）短券：本季度短券发行 2082.3 亿元，同比小幅下降 0.46%。

表 1 2011 年第三季度主要债券产品发行情况

债券品种	2010 年第三季度		2011 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：	5811.30	20.63	5639.79	33.72	-2.95
国债	4556.30	16.18	4223.79	25.25	-7.30
代发地方政府债	1255.00	4.46	1416	8.47	12.83
央行票据	12738.00	45.23	1640	9.80	-87.13
金融债	3919.00	13.92	5094.1	30.46	29.98
政府支持机构债券(中央汇金债)	1090.00	3.87	0.00	0.00	-100.00
非金融企业债务融资工具	4605.33	16.35	4352.60	26.02	-5.49
企业债券	1119.63	3.98	179	1.07	-84.01
短期融资券	2092.00	7.43	2082.30	12.45	-0.46
超级短融融资券	0.00	0.00	580	3.47	-
中期票据	1383.00	4.91	1507	9.01	8.97
集合票据	10.70	0.04	4.30	0.03	-59.81
合计	28163.63	100.00	16726.49	100.00	-40.61

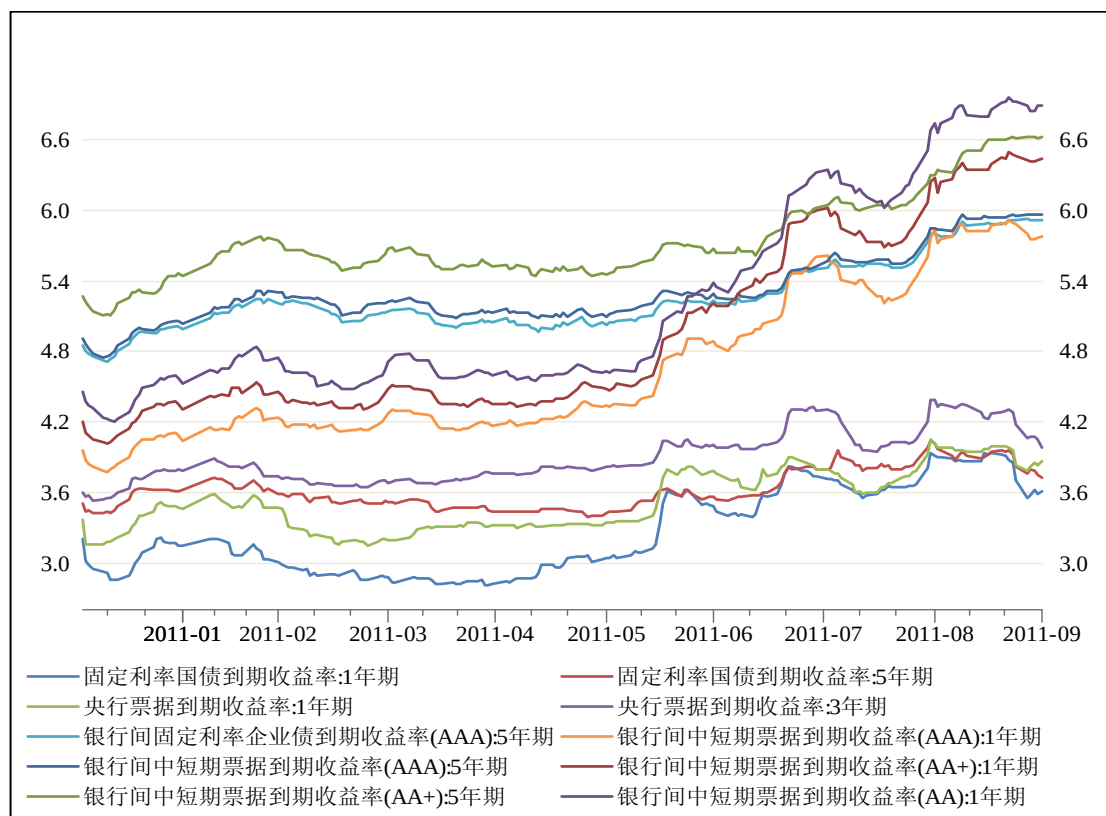
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

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，本季度债券市场收益率整体震荡上扬，其中信用产品收益率上行趋势尤为明显。具体来看，7 月份债券市场收益率呈整体上升态势，7 月上旬资金面较 6 月有所缓和，收益率在加息背景下保持平稳。中旬资金面再度收紧，收益率飙涨，1 年国债利率达到 3.80% 以上。进入 7 月下旬央行主动减轻了资金回笼的力度，资金面有所缓和，但地方融资平台信用事件引发投资者对信用违约风险的担忧，市场恐慌情绪逐步扩散至利率产品，市场收益率整体上升。

8 月份债券市场收益率呈 V 型走势，其中 8 月初受欧美债务危机影响，出于短期维稳考虑，央行继续向市场注入流动性，资金面有所好转，市场收益率逐步下行，然而进入 8 月下旬收益率转为骤升，主要是 8 月 16 日央行主动上调 1 年期央票发行利率以及 8 月 26 日央行扩大存款上缴基数影响所致。9 月上旬，受央行保证金存款补缴法定准备金政策影响，收益率进一步上升，至此本季度各主要期限收益率均创出年内新高，9 月中下旬受到欧债危机影响，本季度末主要期限品种收益率出现下行趋势，其中利率产品尤为显著。

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

总体发行规模和平均单笔发行规模同比有所下降；高信用等级进一步集中；浮动利率债券大幅减少；债项信用等级下调首次浮现

从 2005 年 5 月至 2011 年 9 月底，银行间市场累计发行短期融资券 1990 期，实际发行规模 29223 亿元，发行情况见表 1。截至 2011 年 9 月底，短期融资券市场存量 4072.9 亿元。

本季度共有 115 家企业累计发行短券 126 期（纯信用债 121 期，担保债 5 期），合计发行 2074.6 亿元。与 2010 年同期相比，本季度短券总发行规模小幅下降，降幅为 4.07%。

银行间市场清算所股份有限公司 8 月 22 日公告称，9 月 1 日起上海清算所开办短期融资券的登记托管结算业务，此举标志着短券的登记托管结算业务将由原先的中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）转至上海清算所开办。短券托管场所的突然变更，一方面导致 8 月 22 日后短券密集发行，8 月份在中央结算公司托管的短券合计发行 54 期，而 7 月和 9 月分别

为 35 期和 37 期，其中以 8 月 31 日为起息日发行的短券为 10 期，创本季度单日发行期数之最；另一方面，由于上海清算所开户机构有限，且监管部门暂时不允许理财托管账户在上交所开户，导致自 9 月 1 日起的新发短券流动性下降，供给压力显著增加。

表 2 2011 年第三季度短期融资券发行基本情况

项 目	2011 年三季度 (亿元)	与上年三季度同比 (亿元/%)		与本年二季度环比 (亿元/%)	
		2010 年三季度	同比增长率	2011 年二季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	2074.6	2162	-4.07	2078	-0.16
发行期数 (期)	126	125	0.80	154	-18.18
发行家数 (家)	115	115	0.00	147	-21.77
平均单笔发行规模 (亿元)	16.47	17.30	-4.80	13.49	22.09

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。

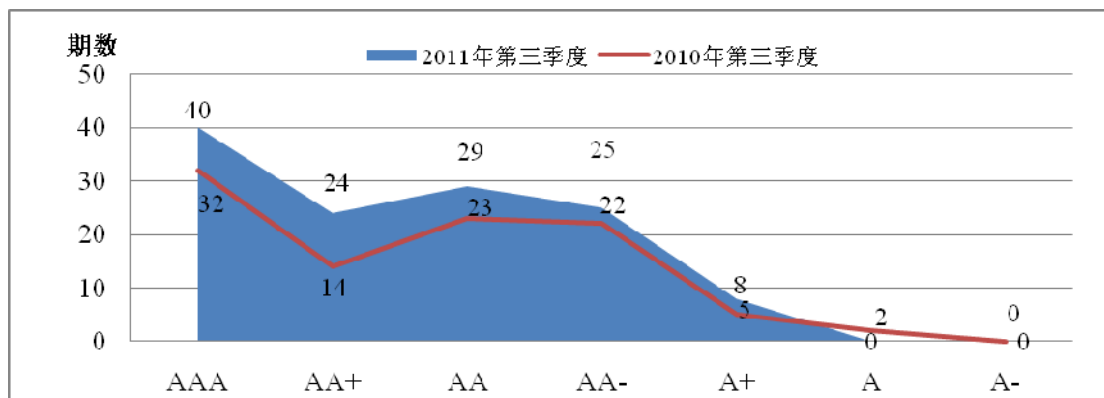
从平均单笔发行规模看，2011 年第三季度发行的短券平均单笔规模为 16.47 亿元，同比下降 4.80%，但环比增长 22.09%；发行期数同比基本持平，但环比下降 18.18%。上述环比变动的主要原因系本季度民营企业参与度下降导致。本季度民营企业发行期数为 19 期，而上一季度为 38 期。民营企业发行规模偏低，第三季度民营企业发行期数的大幅减少，使得本季度总发行期数环比减少的同时，平均单笔发行规模环比大幅上升。

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 年期的共有 124 期，占 98.41%；发行期限在 1 年以下的 2 期，占 1.59%。从发行方式来看，本季度采用固定利率发行的为 124 期，占 98.41%；采用附息式浮动利率发行的仅 2 期，较之上一年第三季度的 11 期减少 81.82%，原因在于现阶段银行间市场资金面偏紧，加之短期内加息的市场预期减弱，投资机构资金配置上更倾向于风险较低的高级别、固定利率产品。

本季度短券主体信用等级依然集中于 AA-级以上（含 AA-）的高信用等级（见图 6）。本季度 115 家企业累计发行的 126 期短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的发行主体共 118 期，占总发行期数的 93.65%，该比例基本与上年同期水平持平。与 2010 年第三季度相比，本季度 AAA 级、AA+级和 AA 级发行期数明显高于上年同期。本季度较低信用等级发行主体共发行短券 8 期，占总发行期数的 6.34%，信用等级均为 A+，一方面是由于伴随本季度短券发行利率的迅速上扬，A 级及以下发行主体发行成本上升尤为明显，另一方面，由于银行流动性紧张，投资者出于配置需要而降低了对低级别短券的需求。

债项信用等级方面，本季度新发行短券债项级别均为 A-1。但存续期内短券打破了原有一致的 A-1 等级局面，出现首例债项评级下调。9 月 16 日，联合资信将山东海龙主体长期信用等级由“A+”调降至“A-”，评级展望由“稳定”调整至“负面”，并将“11 海龙 CP01”的信用等级由“A-1”调降至“A-2”；9 月 19 日，中诚信将晶科能源有限公司主体信用等级及“11 晶科 CP01”、“11 晶科 CP02”和“11 晶科 CP03”的债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单，上述事件将可能导致低信用等级债券的信用利差进一步扩大。

图6 2011年第三季度短期融资券主体发行期数信用等级分布

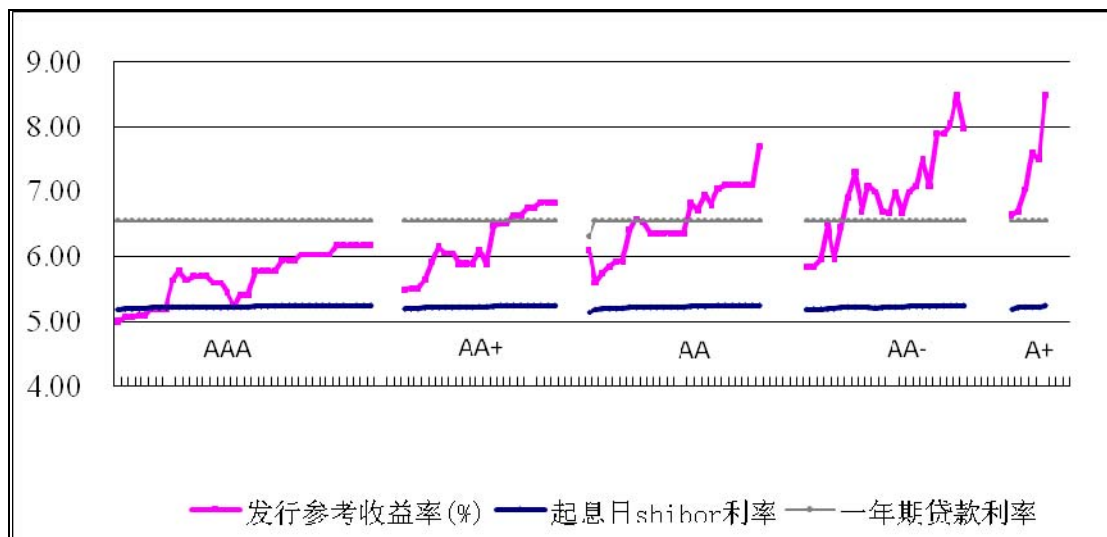


资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

资金面阶段性紧张，债券市场信用事件频出，导致短券发行利率震荡上行；AAA 以下级别发行利率攀升至一年期贷款利率之上，短券托管易主后 1 年期短券与 3~5 年期中票发行利率全面倒挂

本季度短券发行利率经历了“上升”、“波动下探”、“再上升”三个阶段（见图 7）。分月度来看，7 月，随着央行年内第三次加息，银行间市场资金面依然紧张，各主体信用级别短券发行利率均出现上涨。8 月，美债危机导致全球金融动荡，市场避险情绪浓厚，短券发行利率借机出现一轮短暂的下行。随即，8 月 16 日央行开始上调公开市场发行利率，从 3 个月到 3 年品种都上行 8 个 BP 左右，1 年央票发行利率提至 3.58%；8 月 19 日国电转债上市冻结资金 1500 至 2000 亿元；以及月底央行宣布将保证金纳入法定准备金缴纳基数。以上三项因素叠加，银行间市场资金再度收紧，从 8 月中旬开始，各主体信用级别短券发行利率开始迅速上升，并在整个 9 月居高不下。

图7 2011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：剔除担保债券、付息浮动式利率及 1 年以下期限的短期融资券合计 7 期。

表3 2011年第三季度各级别发行主体对应的发行利率情况(%)

主体级别	2011年7月		2011年8月		2011年9月	
	利率区间	平均发行利率	利率区间	平均发行利率	利率区间	平均发行利率
AAA	4.85~5.78	5.42	5.23~5.78	5.59	5.78~6.19	5.99
AA ⁺	5.49~5.92	5.74	5.70~6.47	6.03	6.50~6.83	6.68
AA	5.60~6.41	5.98	5.90~6.95	6.39	6.80~7.70	7.08
AA ⁻	5.85~6.90	6.32	6.68~7.50	6.94	7.10~8.50	7.54

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

本季度各主体信用级别短券发行利率均突破年内高点，AAA级以下主体级别发行利率皆攀升至一年期贷款利率之上。自9月1日起，新发短券在上海清算所登记托管清算。由于目前上清所开户数相对较少，新发短券流动性下降，短券与中期票据的利率出现了倒挂现象。从银行间市场交易商协会8月29日的定价估值数据来看，AA级别的短券定价估值首次超过3年期中票3个BP，AA⁺和AAA级短券定价估值也与3年期中票基本一致；9月19日，AAA级别的短券定价估值升至6%以上，除AA⁺级短券估值低于5年期中票外，短券定价估值已经全面高于中票。短券发行利率的上升是资金面阶段性紧张、资金成本高企和短券供给压力上升的充分体现；随着城投债信用事件造成的负面影响进一步传导至短券市场，同时“铁道部短券未足额认购”、“山东海龙降级”和“晶科能源主体信用等级及短券债项信用等级列入可能降级信用评级观察名单”等事件也凸显了短券市场信用风险，从而导致短券市场发行利率持续上涨。本季度在上海清算所托管的新发短券与中票利率出现倒挂属于短期现象，预计随着后续开户机构的增加将恢复正常。

表4 银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值

主体信用等级	2011年8月29日			2011年9月19日		
	1年(%)	3年(%)	5年(%)	1年(%)	3年(%)	5年(%)
重点AAA	5.43	5.47	5.54	5.81	5.69	5.77
AAA	5.63	5.65	5.73	6.03	5.90	5.95
AA ⁺	6.07	6.07	6.23	6.56	6.53	6.60
AA	6.47	6.44	6.72	7.09	6.90	7.04

资料来源：银行间市场交易商协会、联合资信整理

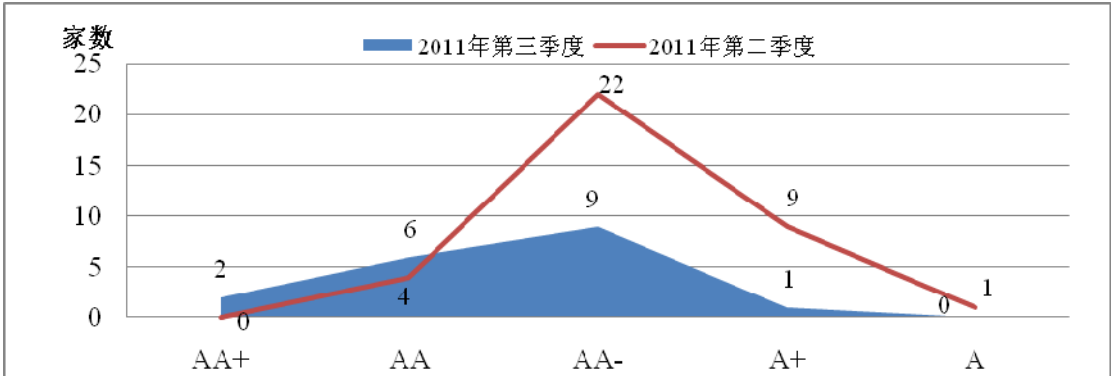
注：重点AAA是指铁道部、中国石油、中国石化、国家电网等主体长期信用资质相对更加优异的AAA级企业。

国有企业仍是短券最大的发行群体，民营企业发行主体出现发行家数减少和发行级别抬升的趋势

2011年三季度短券发行主体共计115家，按照所有制性质划分，国有企业95家，占80.61%；民营企业共计18家，环比下降51.35%。

从短券发行额看，本季度民营企业短券发行总额107亿元，占比5.16%；从发行期数看，民营企业占比15.87%；从发行主体级别看，AA⁺级和AAA级企业大多为国有企业，本季度除特变电工和横店集团两家AA⁺级民营企业外，其他民营企业主体级别多集中于AA及AA⁻级。环比来看（见图8），本季度民营企业短券发行主体呈现两个趋势：一是发行家数减少，二是发行级别抬升，其中AA⁺级和AA级主体比例上升，A⁺级及以下主体比例显著下降。

图8 民营企业短期融资券主体发行家数信用等级分布



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

华东和华北一直为重点发债地区，各地区发债集中度整体较高，北京地区发债企业尤为踊跃

从发行主体地区分布来看，2011年第三季度发行主体合计115家，华东和华北两大重点地区发债主体合计69家，占同期发债主体总家数的60.00%。

从各地区发行主体分布来看，集中度较高。华北地区短券发行主要集中在北京市，本季度北京市发行家数为29家，占华北地区的76.32%，较上年同期上升约5.5个百分点。华南地区和西南地区同样也是一家独大，其中广东省本季度发行12期，占该地区的70.59%；四川省发行8期，占该地区的61.54%。在另一重点发行地区华东，江苏省发行家数为10家，浙江省8家，山东省和上海市各5家。华中、西北、东北地区发债企业相对较少，本季度分别有9家、4家、5家。

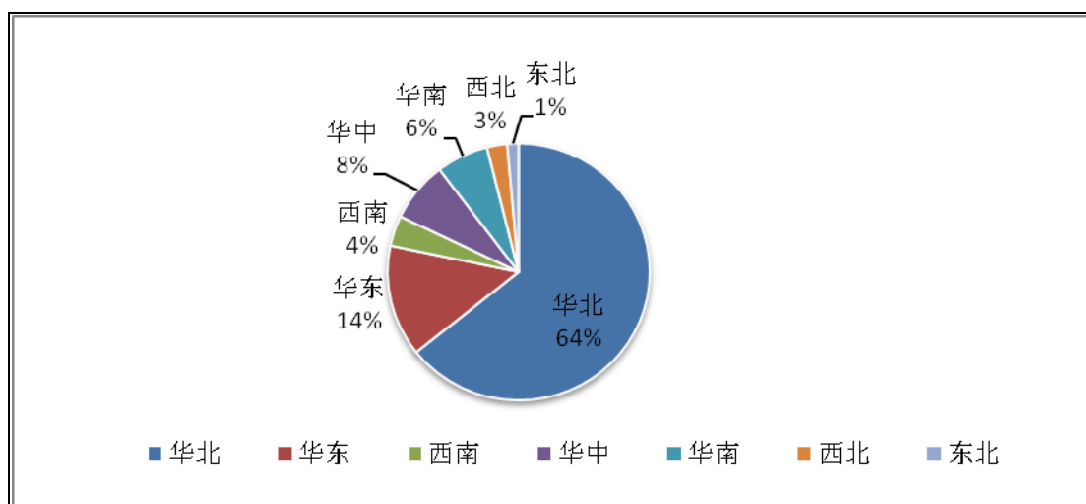
表5 2011年第三季度发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量 (家)	重点发债省市	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	37	北京市	29	76.32
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	32	江苏省	10	31.25
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	13	四川省	8	61.54
华中	河南省、湖北省、湖南省	9	湖北省	4	44.44
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	17	广东省	12	70.59
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	4	新疆	2	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	5	辽宁省	3	60.00

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1333.9亿元和290亿元，远高于其他地区，分别占当期发行总额的64.30%和13.98%。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1264.9亿元，占发行总额的60.97%。从平均单笔发行规模看，本季度华北地区的平均单笔发行规模为32.53亿元，远高于其他地区，华中、华南和华东三个地区的平均单笔发行规模分别为15.71亿元、7.86亿元和8.53亿元。

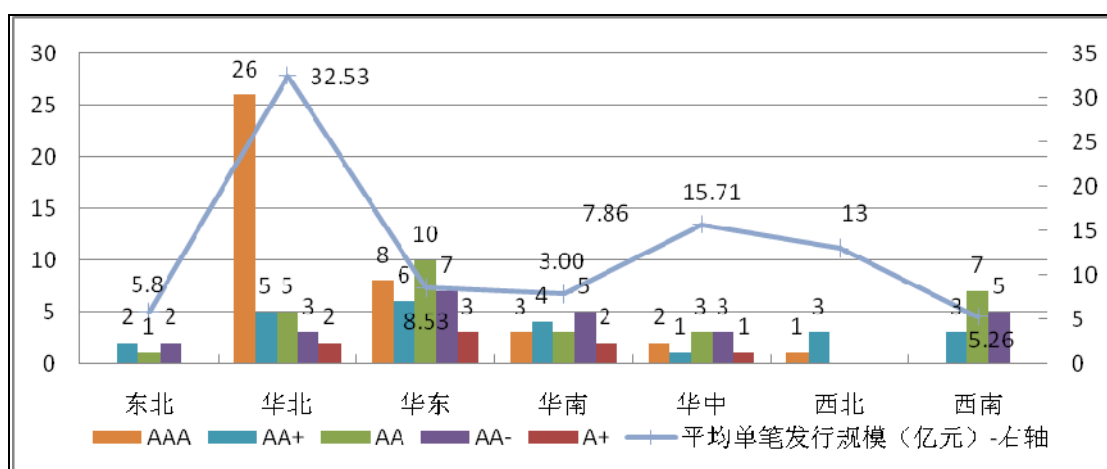
图9 2011年第三季度各地区短期融资券发行规模占比



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

从各地区企业主体信用等级来看，北京地区主体信用等级为 AAA 的企业共发行短券 25 期，占全部主体信用等级为 AAA 发行期数 73.33%；发行额 1228.3 亿元，占全部主体信用等级为 AAA 发行总额度的 77.63%。华东地区在主体信用级别为 AA-级、AA 级和 AA+级发行期数和发行额均位列各地区首位。

图10 2011年第三季度各地区短期融资券发行情况

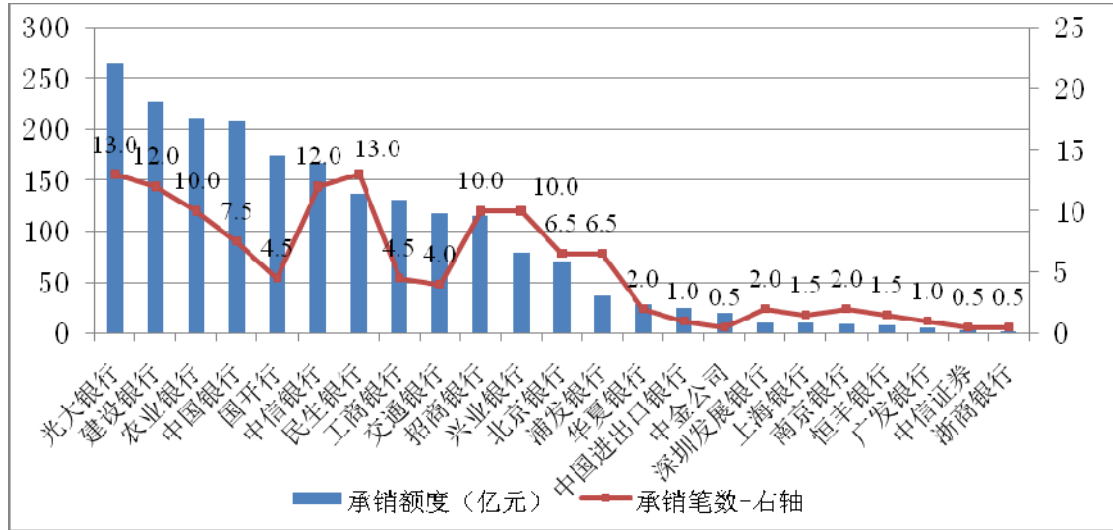


资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

光大银行承销规模位居第一，光大银行和民生银行承销期数位列榜首，中、农、工、建的主导地位受到挑战

2011年第三季度参与短券发行的主承销商共计23家，其中包括2家证券机构。按承销规模统计，光大银行承销规模最大，总承销额度达264.2亿元；承销额度超过100亿元的银行包括光大银行、建设银行、农业银行、中国银行、国开行、中信银行、民生银行等共计10家，而上季度为6家，其余银行承销额度均在100亿元以下，其中两家证券机构分别为中金公司和中信证券，承销额度为20亿元、3.5亿元。

图 11 2011 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 10 期（见表 6），合计发行额度达 887.3 亿元，占 2011 年三季度发行总额度的 42.77%。大额短期融资券联合主承销日趋普遍。本季度 10 期大额短券承销中，有 7 家采取联合承销的方式。中、农、工、建在大型承销项目中仍保持领先地位，同时光大银行在此领域的参与程度提高较快。

表 6 2011 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
11 铁道 CP03*	187.3	农业银行、国开行
11 联通 CP01	150	光大银行、工商银行
11 国电集 CP004	125	民生银行、交通银行
11 国电集 CP03	82	国开行、中信银行
11 武钢 CP02	70	中国银行
11 长电 CP003	65	建设银行、农业银行
11 中电投 CP004	58	光大银行
11 华能 CP002	50	中国银行
11 中铝业 CP03	50	招商银行、北京银行
11 中铝业 CP02	50	建设银行、光大银行

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

注：2011 年 7 月 21 日，铁道部发行的“11 铁道 CP03”意外流标，计划发行 200 亿，实际发行 187.3 亿，剩余 12.7 亿元由联席主承销商农业银行和国开行包销。

受益于差别化定位和灵活的发行策略，中型股份制银行在承销期数上保持优势。按照承销期数统计，光大银行和民生银行同为 13 期，位居榜首；建设银行和中信银行各为 12 期，排名紧随其后，农业银行、招商银行、兴业银行承销 10 家，其余各家银行承销均在 10 期以下，其中两家证券机构为 0.5 期，承销期数相对较小。

三、 短券利差分析

2011年第三季度短券发行期数为126期，其中浮动利率的短券2期，发行期限小于1年的短券2期，有担保的短券5期。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本后的117期¹样本。

从本季度基准利率SHIBOR走势来看，7月初期银行资金面短暂延续了上一季度的宽松态势，但很快由于7月7日上调金融机构人民币存贷款基准利率使得银行间资金面趋紧，8月中上旬，随着加息的影响逐渐被市场消化，资金面整体较为宽松，SHIBOR出现短暂的回调，但月末受存款准备金上缴基础调整等因素影响，资金面再次紧张，SHIBOR再次上行。9月，虽然央行持续货币净投放，但由于同时受季末因素、国庆长假、近期IPO发行等因素的影响，资金面稳中趋紧，SHIBOR维持在高位水平。

短券发行利率方面，本季度短券发行利率在7月呈现上升趋势，随后资金面略松，短券发行利率也出现一定程度的下降，8月中旬后随着资金面的再次紧张而持续走高。9月以来，短券发行利率仍保持高位，9月末发行的“11新乡化纤”（主体级别A+）、“11川恒鼎”（主体级别AA-）、“11京纺控”（主体级别AA-）发行利率已突破8%。发行利率对银行间资金面变化更为敏感，同时，本季度信用事件频繁出现，从而导致短券发行利率上升速度明显高于SHIBOR，发行利差呈不断扩大趋势。本季度各主体信用等级主体短券交易利率走势与发行利率基本保持一致。

表7 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	0.936	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.955	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA ⁺	发行利率		0.950	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.957	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA	发行利率		0.797	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.767	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA ⁻	发行利率		0.917	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.906	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

本季度短券的发行利率、首日交易利率与 SHIBOR 利率的相关性检验见表 7。从检验结果来看，本季度样本量较大的 AA-以上信用等级主体短券发行利率、首日交易利率与同期 SHIBOR 利

¹ 以下分析中，发行期限与利差分析部分采用剔除附息式浮动利率和有担保短券后的 119 期。

率均表现出较强的正相关性；A+信用级别发行主体由于样本量较小不具备检验条件。与第二季度相比，本季度发行利率与同期 SHIBOR 的相关性明显增强。

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明显扩大，尤其是低信用级别主体表现更为显著。

本季度，银行间市场资金面整体仍较为紧张，短券发行利率和交易利率基本呈现波动上升态势，利差明显扩大。

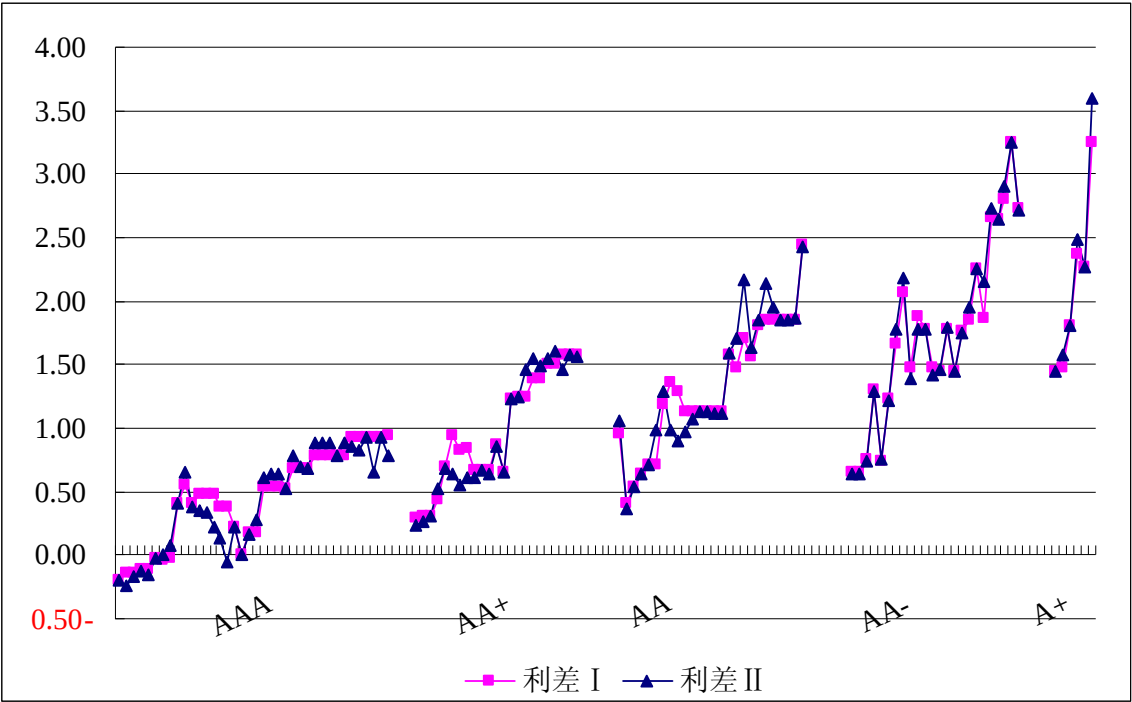
通过表 8 可以看出，本季度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系仍然显著，即主体长期信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。②由于资金面整体趋紧，信用事件频发，本季度各信用级别主体所发短券利差与第二季度相比明显扩大，尤其是低信用级别主体表现更为显著。其中级别为 A+ 的主体短券利差达到 211BP，比第二季度的 102.92BP 高出 108BP。③7 月初，由于资金面短暂延续上季度宽松态势，大部分 AAA 级主体所发短券的发行利差及交易利差均出现负值，后随着资金面趋紧，负利差消失。④本季度 AAA 级主体与 AA+ 之间的级差最大，说明投资对高信用等级债券的偏高有所加强。

表8 本季度各信用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(%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)
AAA	5.00~6.19	5.68	44.94		36.68	42.58		38.47
AA ⁺	5.49~6.83	6.21	97.24	52.30	44.64	95.52	52.95	49.01
AA	5.60~7.70	6.55	132.54	35.30	49.91	134.82	39.29	55.27
AA ⁻	5.85~8.50	6.98	175.68	43.14	70.81	177.85	43.04	72.93
A ⁺	6.65~8.50	7.33	210.54	34.86	67.86	219.83	41.97	79.34

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

图 12 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，以确定信用等级对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。表 9 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，不相邻的信用等级主体利差均值差异均显著，而相邻信用等级主体除 AAA 与 AA+ 主体外，其余相邻级别主体利差均未通过显著性检验。主要原因在于：①本季度利差呈现快速上升趋势，使得低级别主体在本季度前期所发短券的利差与相邻高级别主体在本季度后期所发短券的利差有较大程度的重合，从而使得相邻主体整体利差差别不大。②从发行时间看，AA+ 主体短券在利差最高的 9 月份发行量相对较大，AA- 主体短券则主要在利差相对较低的 7-8 月份发行，从而进一步减小了 AA+ 与 AA、AA 与 AA- 相邻主体间的利差差异。③主体级别为 A+ 的主体样本数不多（剔除担保样本后为 6 家），因此 A+ 和 AA- 级别检验结果不具统计意义。

表 9 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用等级-利差 I 显著性检验结果		信用等级-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+	-0.5230*	0.0069	-0.5295*	0.0129
	AA	-0.8760*	0.0000	-0.9224*	0.0000
	AA-	-1.3074*	0.0000	-1.3528*	0.0000
	A+	-1.6560*	0.0000	-1.7725*	0.0000
AA+	AAA	0.5230*	0.0069	0.5295*	0.0129

	AA	-0.3530	0.2233	-0.3929	0.1894
	AA-	-0.7844*	0.0001	-0.8233*	0.0001
	A+	-1.1330*	0.0003	-1.2431*	0.0002
AA	AAA	0.8760*	0.0000	0.9224*	0.0000
	AA+	0.3530	0.2233	0.3929	0.1894
	AA-	-0.4314	0.0724	-0.4304	0.1126
	A+	-0.7800*	0.0283	-0.8501*	0.0243
AA-	AAA	1.3074*	0.0000	1.3528*	0.0000
	AA+	0.7844*	0.0001	0.8233*	0.0001
	AA	0.4314	0.0724	0.4304	0.1126
	A+	-0.3486	0.6957	-0.4197	0.5929
A+	AAA	1.6560*	0.0000	1.7725*	0.0000
	AA+	1.1330*	0.0003	1.2431*	0.0002
	AA	0.7800*	0.0283	0.8501*	0.0243
	AA-	0.3486	0.6957	0.4197	0.5929

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，本季度资金面整体趋紧的状况，使得利差整体较上季度明显扩大。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。本季度利差呈现波动上升趋势，同时因发行时间分布不均匀或样本量较少等因素影响，除 AAA 与 AA+ 外其余相邻级别均未能通过显著性检验，但其他不同信用等级之间的利差均值表现出显著差异。

（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 10 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 亿元以上的主体利差与其他规模主体的利差差别明显，主要是由于规模 500 亿元以上的企业中，AAA 级信用等级企业较为集中，因此拉大了与其他主体规模发行利率的差异。

表 10 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	37	5.75	51.51	45.24	47.43	46.29
100~500 亿元	45	6.42	118.49	66.41	121.93	69.84
50~100 亿元	18	6.59	136.58	55.58	134.71	57.39
低于 50 亿元	17	7.10	186.65	67.81	190.63	76.54

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

本季度发行短券以国有企业为主，民营企业占比较上季度有所下降。总体而言，民营企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率 69BP，利差 I 和利差 II 均值较国有企业分别高出 69BP 和

75BP。民营企业与国有企业在发行利率及利差方面的差异较上季度有所扩大，一方面是由于国有企业高级别主体占比较高，另一方面是由于在资金紧张的情况下，市场对国有企业的偏好有所加强。

表 11 本季度企业性质对利差影响分析

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)
国有企业	96	6.21	97.53	67.91	96.81	72.55
民营企业/中外合资	21	6.90	166.97	75.85	172.07	76.36

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、建筑施工、机械制造等行业（见表 12）。从发行利率看，铁路建设、港口、高速公路、运输的平均发行利率和利差相对较低，电器、纺织、煤炭等行业平均发行利率和利差相对较高。铁路建设行业共 1 个样本，为“11 铁道 CP03”，港口行业为“11 天津港 CP01”，主体评级均为 AAA，发行利率较低；煤炭行业所发短券共两个样本，为“11 龙煤 CP01”和“11 川恒鼎 CP001”。其中，“11 川恒鼎 CP001”主体级别为 AA-，企业性质为民营企业，并在发行利率整体较高时期发行（起息日为 9 月 28 日），上述因素使得该短券发行利率高达 8.50%，从而拉高煤炭行业平均发行利率。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，本季度电力、运输、高速公路、港口、铁路建设行业债券发行主体信用等级主要分布于 AA+级和 AAA 级，而煤炭、纺织、电器等行业短券发行主体信用等级主要分布于 A+级至 AA+级。

表 12 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)
铁路建设	1	5.18	-3.97	--	0.69	--
港口	1	5.64	41.07	--	41.12	--
高速公路	3	5.65	42.8	56.91	46.06	58.65
运输	2	5.83	58.32	14.38	51.37	23.78
机械制造	10	5.91	67.17	51.06	69.2	56.15
钢铁	3	5.94	70.62	22.05	62.08	37.92
电力	19	5.99	75.34	49.02	71.06	54.03
有色金属	6	6.12	89.14	79.22	91.56	80.8
建筑施工	11	6.18	95.17	65.83	96.93	70.44
综合	6	6.18	94.9	88.61	97.82	93.74
农业	7	6.23	99.96	59.53	99.32	59.96
机场	2	6.34	110.32	80.2	120.71	80.66
电信	2	6.56	132.9	187.65	136.61	192.84
建材	3	6.61	137.28	70.48	146.26	76.25
化工	3	6.67	142.62	31.45	143.98	34.33
信息技术	2	6.67	143.65	19.69	137.53	11.50

汽车制造	3	6.68	144.4	72.39	135.72	79.44
医药	4	6.69	145.31	76.05	143.48	76.54
水务、燃气、供热	3	6.75	151.99	67.51	129.45	85.26
零售、物流、商贸	6	6.88	164.49	20.45	170.58	30.84
电气设备	4	6.92	168.7	84.69	167.43	86.06
电器	2	7.16	191.48	103.87	196.55	95.94
纺织	6	7.19	195.51	93.7	212.27	103.39
煤炭	2	7.20	195.45	182.61	194.30	183.95

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，因此仅剔除付息式浮动利率和有担保短券（含 2 期发行期限小于 1 年），合计 119 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 117 期，占 98.32%；发行期限在 1 年以下的 2 期，占 1.68%，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 13 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	117	6.33	110.00	74.06	110.32	78.47
一年期以下	2	5.85	62.15	137.77	62.09	137.64

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 14 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 14 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	10	5.63	39.59	40.54	38.50	41.03
10~50 亿元	38	5.84	60.92	44.85	58.08	46.95
1~10 亿元	69	6.70	147.23	67.55	149.50	72.38

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 15。

表 15 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	enter	0.987	0.974	0.974	.000
首日交易利率					
利差 I		0.987	0.974	0.973	.000
利差 II					

(1) 发行利率=0.425+0.932*首日交易利率

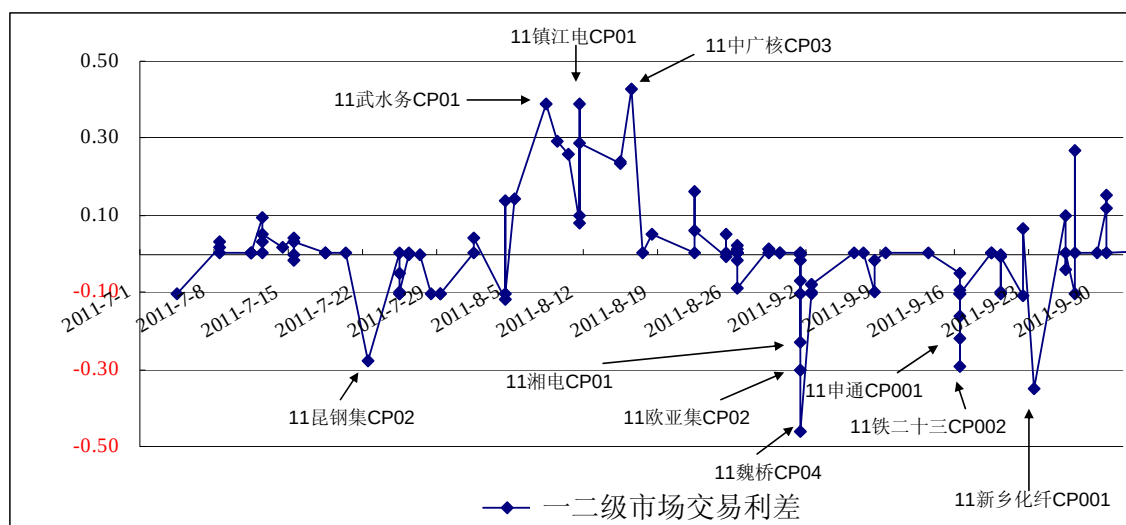
(2) 利差 I=0.073+0.931*利差 II

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

受资金面的变化影响，本季度短券一、二级市场交易利差波动很大：①8 月中上旬由于银行间市场流动性相对宽松，短券二级市场交易活跃，一、二级市场套利空间大，部分短券套利空间在 35BP 以上，分别为“11 中广核 CP03”（43BP）、“11 镇江电 CP01”（39BP）、“11 武水务 CP01”（39BP）。②在资金面较紧张阶段，套利空间减少，并出现大量的利率倒挂现象。其中，“11 魏桥 CP04”、“11 新乡化纤 CP001”、“11 欧亚集 CP02”一二级市场交易差分别达到-46BP、-35BP 和-30BP。9 月份倒挂现象更为显著，除资金面影响外，主要是很多机构尚未完成在上海清算所开户，短券供给压力较大所致。

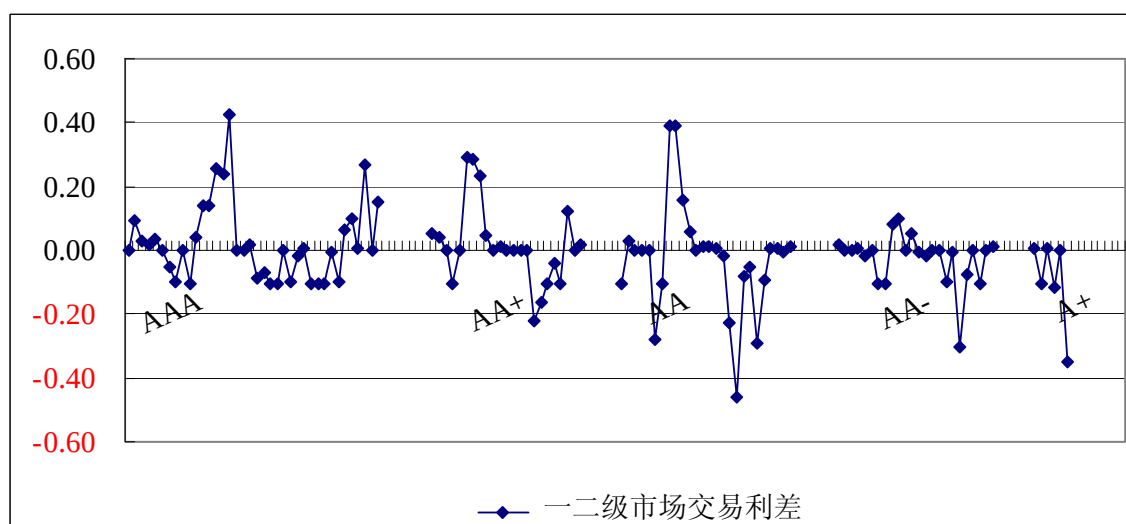
由于本季度资金面整体紧张，一二级市场利率倒挂期数较上季度大幅增加，共 50 期，占发行总期数（剔除后样本）的 42.74%。按发行时点看，7 月份一二级市场利率倒挂期数为 14 期。其中有 8 期的利差超过-10BP，尤其是“11 昆钢集 CP02”倒挂利差为-28BP（主体级别为 AA）。8 月份利率倒挂期数为 6 期，主要出现在 8 月下旬，其中有 3 期的利差超过-10BP。9 月份利率倒挂期数为 30 期，其中有 17 期利差超过-10BP，尤其是，“11 湘电 CP01”（-23BP，主体级别 AA）、“11 欧亚集 CP02”（-30BP，主体级别 AA-）、“11 魏桥 CP04”（-46BP，主体级别为 AA）、“11 申通 CP001”（-22BP，主体级别 AA+）、“11 铁二十三 CP002”（-29BP，主体级别 AA）、“11 新乡化纤 CP001”（-35BP，主体级别 A+）倒挂利差超过-20BP。从发行主体信用级别看，各主体信用级别均出现了利差倒挂现象。

图 13-1 本季度短券一、二级市场交易利差波动情况



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

图 13-2 本季度各级别主体所发短券一、二级市场交易利差波动情况



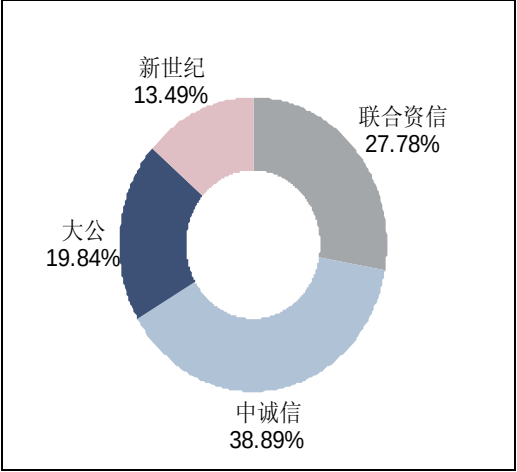
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

五、评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

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 126 期短券评级报告。其中，联合资信与中诚信在国内短券评级市场仍保持相对领先地位，市场份额之和接近 70%。从四家评级机构的客户质量来看（见表 16），客户的主体级别在 AA⁻及以上的占比分别为 91.43%、93.88%、96.00%和 94.12%。

图 14 本季度短券评级业务市场份额（期）



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

表 16 本季度主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	9	20	8	3	40
AA+	8	6	6	4	24
AA	7	11	6	5	29
AA-	8	9	4	4	25
A+	3	3	1	1	8
合计	35	49	25	17	126
其中：AA-以上占比	91.43%	93.88%	96.00%	94.12%	93.65%

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 17 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	标准差	均值	标准差
A+	大公	1	3.2457	--.	3.5958	--.
	联合	1	1.4522	--.	1.4437	--.
	新世纪	1	2.3715	--.	2.4910	--.
	中诚信	3	1.8543	0.3972	1.8864	0.3518
AA-	大公	4	1.7689	0.8383	1.8439	0.8841
	联合	8	1.8022	0.8292	1.7783	0.8337
	新世纪	3	<u>1.6227</u>	0.9604	<u>1.5992</u>	0.9589
	中诚信	9	1.7557	<u>0.5805</u>	1.8095	<u>0.6185</u>
AA	大公	5	1.4423	<u>0.3820</u>	1.5853	<u>0.4918</u>
	联合	6	<u>1.2336</u>	0.4922	<u>1.1608</u>	0.5241
	新世纪	5	1.2947	0.4477	1.2616	0.5068
	中诚信	10	1.3373	0.6240	1.3853	0.6435
AA+	大公	6	0.8670	0.5664	0.8678	0.6050
	联合	8	0.9257	0.3937	0.9165	0.4308
	新世纪	4	<u>0.7603</u>	0.3906	<u>0.7458</u>	0.5096
	中诚信	5	1.3434	<u>0.2670</u>	1.2897	<u>0.3817</u>
AAA	大公	8	0.5184	<u>0.2540</u>	0.5729	<u>0.2720</u>
	联合	9	0.4591	0.4421	0.3805	0.4540

新世纪	3	0.6742	0.2576	0.6591	0.2759
中诚信	18	0.3764	0.3869	0.3441	0.3973

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

注：剔除担保债券、付息浮动式利率及1年以下期限的短期融资券合计7期

本季度发行样本量大部分集中在 AA-~AAA，A+级别的发行主体相对较少。其中在 AAA 的主体级别上，中诚信利差 I 和利差 II 均值最小，大公的利差 I 和利差 II 标准差最小；在 AA+主体级别上，新世纪利差 I 和利差 II 均值最低，而中诚信的标准差最低；在 AA 的主体级别上，联合资信利差 I 和利差 II 均值均低于其他评级机构，而大公则在标准差方面低于其他评级机构；在 AA-主体级别上，样本数量决定了仅中诚信和联合资信具备可比性。发行市场中，中诚信利差 I 均值和标准差较低；在交易市场，联合资信利差 II 均值较低，中诚信利差 II 标准差较低，发行市场和交易市场对于两家评级机构的认可度出现一定的分歧。

总体而言，本季度短券市场中，联合资信和中诚信评级继续保持领先地位。根据利差检验结果分析，投资者对于各评级机构的评级结果认可度未表现明显的一致性，主要是由于：受信用事件频出、资金面阶段性紧张及短券托管场所变更的共同作用，本季度短券发行利率和交易利率震荡上行，且整体高于 SHIBOR 利率上行速度，导致短券利差持续扩大，另一方面，由于获得相同评级水平的各受评主体短券发行时点分布不均，利差扩大导致不同评级机构对于相同主体级别短券利差均值差异明显，而标准差变动出现异常。