

2007 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 刘小平)

摘 要

2007 年度共有 216 家企业发行 264 期短期融资券(短融), 发行规模合计 3356.1 亿元。随着央行连续 6 次加息, 短融发行利率持续上升, 月均发行利率从 1 月份的 3.95% 上升到 12 月份的 6.43%。与 Shibor 利率相比, 2007 年短融的平均发行利差从第一季度的 79BP 增加至第四季度的 157BP, 平均首日交易利差从第一季度的 61BP 增加至第四季度的 158BP。第四季度短融利差快速升高, 一、二级市场之间的利差快速缩减, 甚至出现负值, 短融对投资者的吸引力大幅下降, 短融面临严峻的市场考验。2007 年短融利差与主体长期信用级别的相关性提高, 低级别企业信用利差快速增加, 特别是在 9 月份之后, 主体级别对短融利差的影响日益明显。短融利差与发行额度正相关, 但发行额度较大的企业主体信用级别普遍较高; 发行期限不同, 短融利差存在一定差异, 期限短于半年, 利差空间快速缩减。发行主体性质的不同, 其利差仍然相差较大, 国有企业利差普遍较低, 民营企业仍居高不下; 发行主体资产规模与主体信用等级有较大相关性, 因此, 发行主体资产规模不同, 其利差也存在一定差异; 发行主体所处行业不同, 短融利差存在一定差异, 国家基础能源和建设行业利差普遍较低, 而造纸、医药等完全竞争型行业利差普遍较高。总体看, 2007 年短融市场初具规模, 短融发行的市场化程度进一步提高, 发行主体长期信用等级已经成为决定短融利差的最主要因素。

1、短期融资券发行市场概况

1.1 短融发行市场概况

短融市场初具规模，已成为第四大债券市场

从 2005 年 5 月至 2007 年底，短融已累计发行 584 期，实际发行规模累计 7692.6 亿元，各年度发行情况如表 1 所示。截至 2007 年底，短融的市场存量为 3191.6 亿元。

表 1 各年度短融发行基本情况

	2005 年 5~12 月	2006 年	2007 年
发行规模（亿元）	1424	2912.5	3356.1
发行期数（期）	79	241	264
年均发行利率（%）	2.9092	3.6078	4.4815

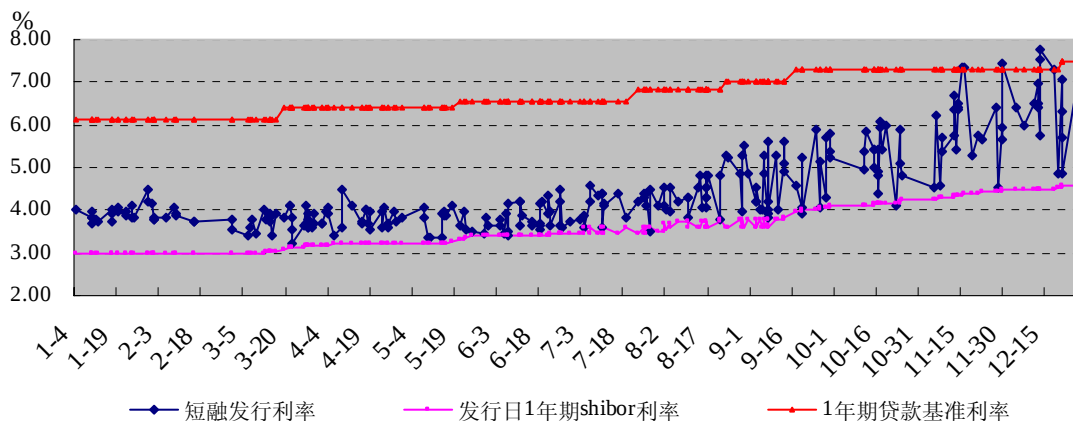
数据来源：中国债券网，联合资信整理

从表 1 可以看出，自 2005 年 5 月以来，短融市场快速成长，2005 年 5~12 月，共发行短融 1424 亿元，2006 年增至 2912.5 亿元，增长率超过 100%。2007 年共有 216 家企业发行短融 264 期，发行规模合计 3356.1 亿元，平均每月发行 279.7 亿元，平均每笔筹资金额 12.7 亿元。根据中国债券登记结算公司的统计，短融已成为继国债、央票、金融债之后的第四大债券品种。

短融发行利率快速上升，已逼近基准贷款利率

2007 年，中国人民银行（以下简称“央行”）于 3 月 18 日、5 月 19 日、7 月 21 日、8 月 22 日、9 月 15 日和 12 月 21 日连续 6 次分别上调金融机构人民币贷款基准利率 27BP、18BP、27BP、18BP、27BP 和 18BP，1 年期金融机构人民币贷款基准利率从年初的 6.12% 上调至年底的 7.47%，上升了 135BP。在人民币贷款利率不断上升的趋势下，1 年期 Shibor 利率也从年初的 3.0022% 上升至 12 月 29 日的 4.5825%，上升了 158.03BP。2007 年，短融及 1 年期 Shibor 走势情况如图 1 所示。

图 1：2007 年短融发行利率与 1 年期 Shibor 走势



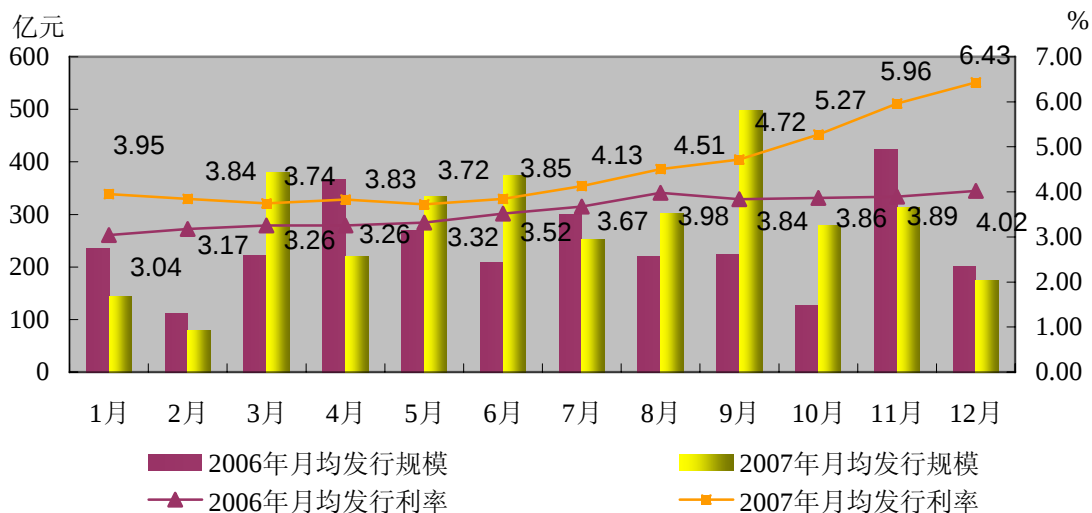
数据来源：中国债券网，联合资信整理

从图 1 可以看出，2007 年，随着央行连续 6 次加息，金融机构基准贷款利率一路走高，同时，短融发行利率整体上也呈现明显的快速增长趋势，特别是 2007 年下半年尤为明显，伴随第四季度发行数量锐减，短融发行利率屡创新高，11 月 14 日发行的“07 象屿 CP01”和 15 日发行的“07 津泰达 CP01”（期限 270 天）发行利率分别为 7.34% 和 7.35%，11 月 28 日发行的“07 辽水”发行利率高达 7.4247%，12 月 12 日，“07 大土河 CP02”发行利率高达 7.78%，成为有史以来短融发行利率之最，超出当时基准贷款利率 49BP。

短融市场年初年末规模缩减，发行利率相对偏高

图 2 为 2007 年短融各月平均发行规模和发行利率与 2006 年同期的比较情况。2007 年发行规模较大的月份依次是 9 月份、3 月份和 6 月份，发行规模均在 350 亿元以上，而 1 月份、2 月份和 12 月份的发行规模相对较小，主要原因是春节的因素以及年初、年末银行贷款紧缩，市场流动资金紧缺等造成。2006 年发行规模较大的是 4 月份、11 月份和 7 月份，发行规模在 400 亿元左右，而 2 月份和 10 月份发行的规模相对较小。综合 2006 年及 2007 年规律，年初、年末发行规模均较低。

图 2：2007 年和 2006 年各月平均发行规模和发行利率



数据来源：中国债券网，联合资信整理

从各月平均发行利率的走势来看，2007 年上半年短融发行利率在波动中有所下降，但从下半年开始持续上升，第四季度短融发行利率月平均增加 50BP 以上，12 月份平均发行利率高达 6.43%，较 2006 年同期的 4.02% 高 241BP。2006 年各月平均利率基本处于平稳增长的趋势，除 8 月份由于福禧事件影响导致当月发行利率偏高外，其余各月平均增加 10BP 左右。可见，2007 年短融市场规模增大，发行利率已呈现快速提高趋势。

短融发行主体仍以国企为主，但民营企业、集体企业等其他企业占比有所上升

按照发行主体的企业性质统计，在 2007 年发行的 216 家企业中，国有独资及控股公司 120 家，占 55.56%；股份公司 76 家，占 35.19%；民营企业、集体企业及中外合资企业合计

20 家，占 9.26%。从发行主体所占比率来看，2007 年第四季度国有独资及控股企业仍占大多数，但与 2007 年前三季度相比，国有独资及控股公司占比下降，民营企业、集体企业及中外合资企业占比均有所上升。

从发行主体的信用等级来看，A⁺ 级企业占比最高，在 2007 年发行的 216 家企业中，主体信用等级为 A⁺ 级的企业共有 54 家，占 25.00%，其次是 AA⁻ 级和 AA 级，分别占 22.22% 和 18.52%，AAA 级和 AA⁺ 级企业占比较低，分别为 11.57% 和 12.96%，A⁻ 级企业共有 3 家，占 1.39%。整体看，发行主体信用等级高的企业占比较低，信用等级低的企业占比高。

2、短融各主承销商及评级机构市场份额

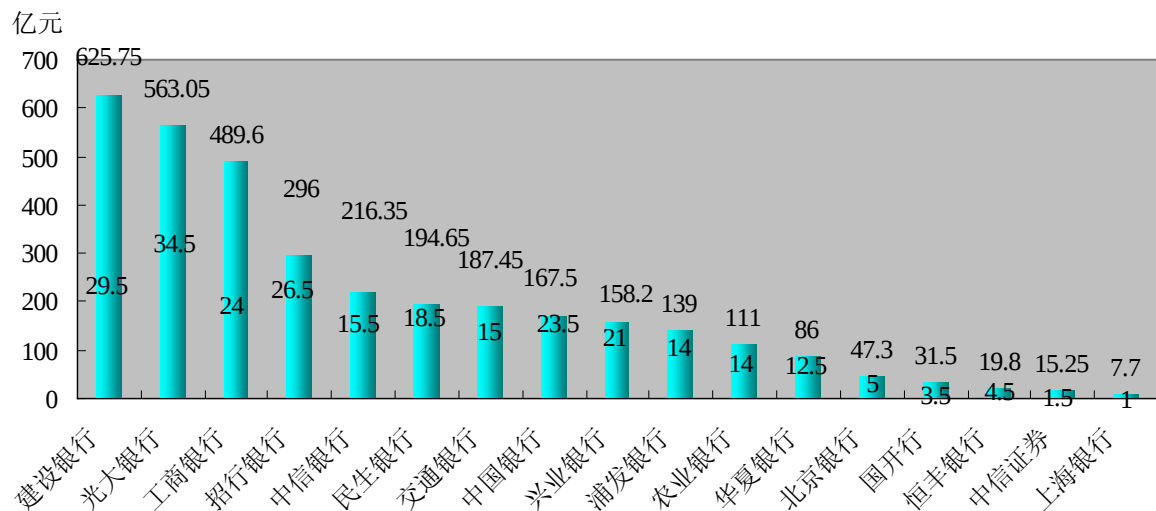
2.1 主承销商市场份额

建设银行和光大银行承销领先，上海银行、中信证券等承销情况仍不乐观

2007 年发行的短融中参与主承销以及副主承销的银行共 17 家，按承销规模统计，建设银行、光大银行和工商银行主承销规模在 500 亿元左右，主承销规模较大；上海银行、中信证券、恒丰银行和国开行等主承销规模低于 50 亿元，主承销规模较小；其余主承销规模均在 100、200 亿元左右，主承销规模一般。

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、建设银行、招商银行以、工商银行、中国银行和兴业银行承揽发行期数均在 20 期；上海银行、中信证券、恒丰银行和国开行等承揽发行期数在 5 期以下，其余各银行承销期数一般。

图 3：2007 年各主承销商承销情况



数据来源：中国债券网，联合资信整理

从主承销市场整体情况看，建设银行和光大银行在短融承销中均居处于领先地位，上海银行、中信证券、国开行和恒丰银行以及北京银行等主承销的期数和规模均相对较小。

2.2 评级机构市场情况

中诚信、联合和大公三家市场占有率高，新世纪的市场地位较弱

在 2007 年发行的短融评级市场中，参与短融评级的国内主要评级机构包括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），从 2007 年已发行的评级情况看，中诚信评级家数和期数以及评级规模均居于市场第一位，联合居第二位，新世纪和远东较低。

图 4：2007 年各评级机构市场情况（按家数）

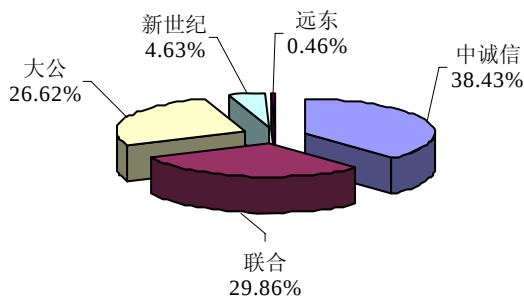


表 2 2007 年各评级机构短融
评级家数、期数和规模

评级机构	评级家数 (家)	评级期数 (期)	评级规模 (亿元)
中诚信	83	102	1449.9
联合	64.5	78.5	1015.7
大公	57.5	71.5	715.5
新世纪	10	11	166
远东	1	1	9
合计	216	264	3356.1

数据来源：中国债券网，联合资信整理

综合来看，从评级期数以及评级家数来看，中诚信、联合和大公三家市场占有率合计超过 94%，新世纪的市场地位较弱。

3、2007 年短融利差分析

3.1 2007 年短融利差概况

鉴于目前发行的短融大部分以 Shibor 利率为参考基准，而且作为央行重点培育的货币市场利率体系，Shibor 利率与央票利率相比，已经走出了市场化的一步，而且能保证数据的连续性和完整性，因此，本次利差分析选择以 1 年期 Shibor 利率为基准，将短融的发行利率与其发行日的 Shibor 利率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当日的 Shibor 利率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。

四季度短融利差持续升高，一、二级市场投资收益空间快速缩减

2007 年，央行连续 6 次加息，市场利率节节攀高，因此，按季度对于短融的平均利率和利差进行分析，能较为明显的反映市场特点。2007 年各个季度短融的发行利率均值、首日交易利率均值与 Shibor 利率均值的利差情况如表 3 所示。从表 3 可以看出，2007 年第二季度发行利率和利差相对偏低，上半年的加息并未对短融市场产生明显影响，但是下半年特别是第四季度，加息以及市场流动资金紧缺等因素对短融市场产生了十分明显的影响，第四季度短融平均利差超过 150BP，较第三季度增加了一倍多，短融的低成本优势逐渐减弱。

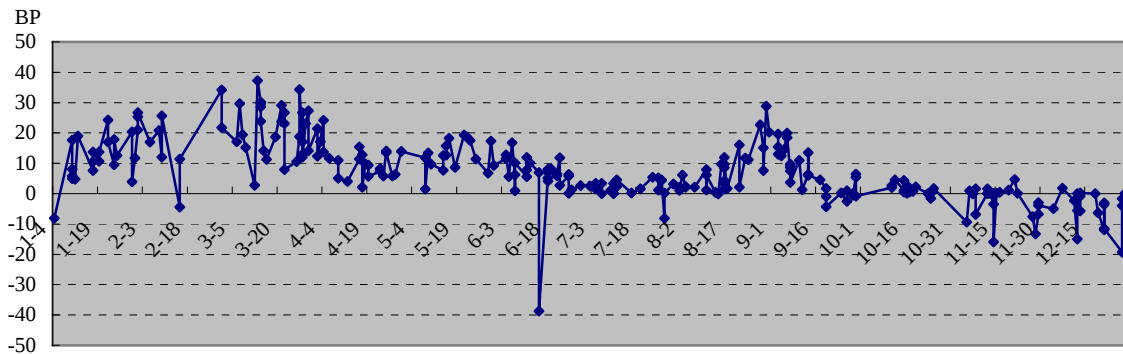
表 3 2007 年短融市场利差统计

		发行利率	发行日 Shibor 利	利差 I	首日上市 交易利率	首日上市 Shibor 利率	利差 II
第一季度	均值 (%)	3.83	3.04	0.79	3.66	3.05	0.61
	方差	0.047	0.004	0.056	0.060	0.004	0.072
第二季度	均值 (%)	3.79	3.23	0.55	3.67	3.24	0.43
	方差	0.061	0.003	0.071	0.065	0.004	0.077
第三季度	均值 (%)	4.32	3.62	0.70	4.26	3.63	0.64
	方差	0.343	0.036	0.237	0.334	0.038	0.228
第四季度	均值 (%)	5.90	4.34	1.57	5.93	4.35	1.58
	方差	0.779	0.024	0.658	0.797	0.024	0.668

数据来源：中国债券网，联合资信整理

将短融发行利率与首日交易利率之差定义为一、二级市场的交易利差，即为机构投资者在一级市场认购短融，在首日上市交易时售出所获得的收益空间，图 5 为短融一、二级市场的交易利差（短融发行利率与首日交易利率之差）情况。可以看出，第一季度短融一、二级市场的交易利差相对较高，大约 20BP 左右；第二季度交易利差有所降低，大约 10BP 左右，其中 6 月份发行的“07 首钢 CP01”交易利差为-38.76BP；第三季度普遍较低，只有 9 月份相对高一些，大约 10 BP；第四季度交易利差偏低，大部分为负值。可见，对于机构投资者来说，获得一、二级市场的交易利差已经极为有限，甚至出现负值。

图 5：2007 年短融一、二级市场市场交易利差



数据来源：中国债券网，联合资信整理

3.2 发行主体长期信用等级利差分析

短融利差与主体级别的相关性显著提高，低级别企业利差快速增加

2007 年发行的短融主体均具备长期信用等级，作为无担保信用债券，短融信用利差主要取决于其主体信用等级，表 4 为各个不同主体长期信用等级的平均发行利率以及利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况。可以看出，随主体长期信用等级的降低，除 A⁻ 级之外，其余各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定增长趋势，从各信用等级的级差情况看，AA 级与 AA⁺ 级的级差较小，低于 20BP，A⁺ 级与 AA⁻ 级的级差较低，低于 10BP，可以看出，AA 级与 AA⁺ 级、A⁺ 级与 AA⁻ 级的利差区间并未呈增加趋

势，而是比较接近，相互之间的利差空间并未完全体现出来。

表 4 发行主体长期信用等级利差

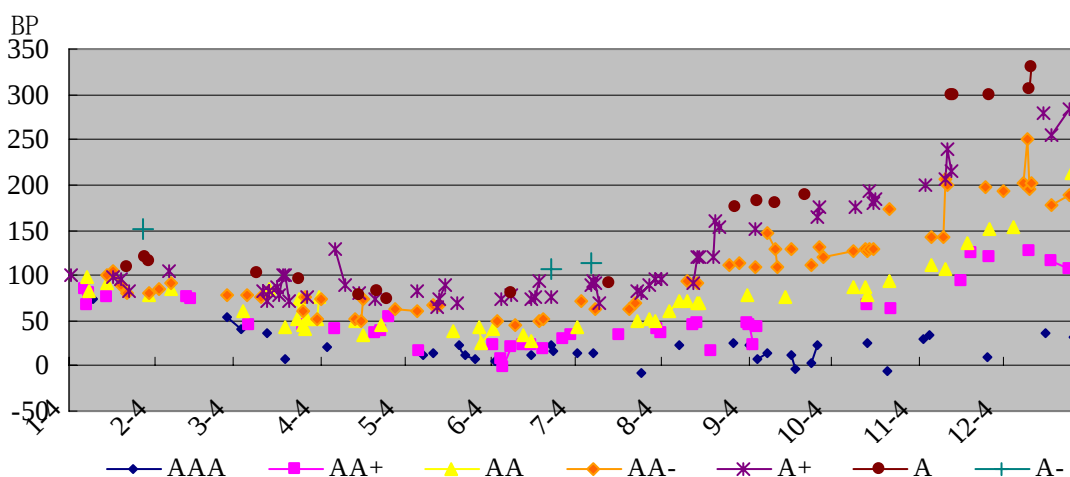
发行主体长期信用等级	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	35	3.84	21	--	0.037	15	--	0.027
AA ⁺	40	4.09	53	32	0.112	46	31	0.136
AA	45	4.26	72	19	0.136	62	16	0.170
AA ⁻	58	4.77	110	51	0.262	101	39	0.340
A ⁺	62* ¹	4.73	120	9	0.309	110	9	0.386
A	19* ²	5.32	169	59	0.848	162	52	0.903
A ⁻	3	4.53	123	-79	0.055	116	-46	0.015

数据来源：中国债券网，联合资信整理

注：*1 中不包括具有担保的“07 赣晨鸣 CP01”；*2 中不包括具有担保的“07 吉森工 CP01”。

图 6 为各个不同主体长期信用等级企业发行短融的利差 I 随时间的分布图。可以看出，第一季度，各个不同主体长期信用等级之间的利差 I 水平差别不明显；第二季度，各个等级的利差 I 水平逐步分化，AAA 级企业在 10~20BP 左右，A⁺ 级企业在 80~90BP 左右；第三季度，特别是季末，加息影响凸现，A⁺ 级企业发行的短融利差 I 上升至 100BP 左右；第四季度，受到市场流动资金紧缺以及市场较强的加息预期，各个不同信用等级的利差 I 水平明显分化，利差水平交替出现的情况明显减少，A⁺ 级企业利差 I 在 250BP 左右，A 级企业已经超过 300BP，但对于信用级别较高的 AAA 级企业，基本不受影响，全年基本稳定在 50BP 以内。可见，短融的发行定价市场化程度明显提高，主体长期信用等级对短融的发行利差产生十分重要的影响，主体信用级别相对较低的企业利差明显增高。

图 6: 各个不同信用等级的利差 I 走势图



数据来源：中国债券网，联合资信整理

3.3 发行额度和期限的利差分析

短融利差与发行额度正相关，主体级别起决定作用

发行额度不同，发行利率也会有所差异，发行规模越大，流动性越强，发行利率也就越低。表 5 为 2007 年不同发行额度的短融平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况，可以看出，随着发行额度的降低，平均发行利率呈增长趋势，利差亦呈明显的增长趋势。但发行额度较大的企业中，主体长期信用等级普遍较高，因此整体利差水平较低；发行额度较低的企业中，主体长期信用等级普遍较低，因此，整体利差较高。

表 5 2007 年发行额度利差分析

短融发行额度	发行期数 (期)	平均发行 利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
50 亿元及以上	10	3.81	10	0.009	8	0.011
10~50 亿元	99	4.16	60	0.190	52	0.207
5~10 亿元	105	4.57	100	0.310	90	0.373
低于 5 亿元	50	5.06	141	0.508	133	0.579

数据来源：中国债券网，联合资信整理

短融利差与发行期限关联相对较低，期限短于半年的利差空间紧缩

发行期限不同，发行利率不同，发行期限越短，流动性越强，发行利率也就越低。表 6 为 2007 年发行期限的短融平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况，可以看出，随着发行期限的降低，平均发行利率呈增长趋势，利差亦呈一定的增长趋势，但 1 年期的与半年至一年之间的相差较少，期限短于半年的，利差空间大幅紧缩。

表 6 2007 年发行期限利差分析

短融发行期限	发行期数 (期)	平均发行 利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
1 年期	230	4.49	91	0.336	83	0.378
半年至 1 年期之间	23	4.64	99	0.867	88	0.928
半年及以下	11	4.02	36	0.561	32	0.612

数据来源：中国债券网，联合资信整理

3.4 影响短融利差的其他因素

发债主体长期信用等级是影响短融利差的决定作用，而发债主体的企业性质以及主体资产规模等也对主体长期信用等级产生重要的影响，从而间接影响发行利差。

国企短融利差普遍低，民企短融利差居高不下

发债企业性质不同，其发行利率有较大差别。表 7 为 2007 年发行期限的短融平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况，可以看出，国有企业发行利率普遍较低，全年平均利率为 4.38%，发行利差平均为 78BP，而民营企业（不包括民营控股上市公司）年均发行利率为 6.39%，发行利差达到 223BP，特别是第四季度发行的民营企业短融的发行利差已经超过 300BP。可见，民营企业与国有企业的利差仍然很大，国有企业普遍较低，民营企业普遍较高。

表 7 2007 年发行主体性质的利差分析

发行主体性质	发行期数 (期)	平均发行 利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
国有独资及控股企业 (不包括国有控股上市公司)	157	4.38	78	0.340	69	0.363
上市公司 (包括国有控股、民营控股上市公司)	82	4.45	92	0.332	85	0.377
中外合资及集体企业	18	4.71	111	0.135	104	0.167
民营企业 (不包括民营控股上市公司)	7	6.39	223	1.085	225	1.203

数据来源: 中国债券网, 联合资信整理

短融利差与企业规模大小正相关, 较小企业利差波动较大

发债企业规模大小不同, 其发行利率有所不同。表 8 为 2007 年发行期限的短融平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况, 可以看出, 规模较大企业的利差偏低, 规模较小企业, 利差偏高, 但波动范围也加大, 主要由于在连续 6 次加息过程中, 规模较大企业的发行利差受影响相对较小, 对于规模较小企业来说, 下半年发行利差急速上升, 导致整年利差增加, 且波动性强。

表 8 2007 年发行主体资产规模的利差分析

发行主体 资产规模	发行期数 (期)	平均发行 利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
500 亿元及以上	50	3.96	35	0.133	29	0.149
100~500 亿元	110	4.43	88	0.261	77	0.310
50~100 亿元	63	4.82	116	0.436	109	0.479
50 亿元及以下	41	4.74	118	0.510	112	0.565

数据来源: 中国债券网, 联合资信整理

国家基础能源和建设行业利差较低, 竞争型行业利差较高

发行主体所处行业不同, 其利率也有所差异。表 9 为 2007 年发行主体所处几个主要行业的短融平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况, 可以看出, 对于国家基础能源和建设行业, 比如电力、钢铁、交通运输以及基础设施行业等, 其利差普遍较低, 而对于完全竞争型行业, 如建筑、造纸、医药等, 其利差普遍较高。

表 9 2007 年发行主体所处主要行业的利差分析

发行主体 所处行业	发行期数 (期)	平均发行 利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
电力行业	35	3.96	54	0.151	43	0.149
钢铁行业	19	4.48	80	0.462	77	0.545
交通运输业	27	4.44	83	0.386	74	0.404
基础设施行业	12	4.3	83	0.508	73	0.542
有色金属业	11	4.73	87	0.123	81	0.197
建筑业	11	4.58	106	0.319	94	0.364
造纸业	7	4.81	108	0.314	103	0.297
医药业	7	4.58	117	0.257	107	0.365

数据来源: 中国债券网, 联合资信整理

3.5 小结

通过以上分析可知，发行主体的信用等级是影响短融利差的首要因素，2007 年发行主体信用等级对短融利差的影响在第四季度得到充分体现，而一、二级市场之间的利差骤减也使得短融对投资者的吸引力大幅下降，短融面临严峻的市场考验。

4、结论

2007 年短融市场规模继续扩大，已经成为继国债、央票和金融债之后第四大债券品种。2007 年央行连续 6 次加息，其中前三次加息在短融发行中并未得到明显体现，从 9 月份开始，短融发行利率快速上升，到年底已有部分企业发行的短融利率超过同期基准贷款利率。

2007 年短融利差全年出现非常明显的变化，短融利差与发行主体的长期信用等级的关系在 9 月份之后得到了非常明显的显现，第四季度短融利差快速升高，一、二级市场之间的利差骤减，甚至出现负值。

短融利差与发行额度正相关，但发行额度较大的企业主体信用级别普遍较高；发行期限不同，短融利差存在一定差异，期限短于半年，利差空间快速缩减。

发行主体性质的不同，其利差仍然相差较大，国企利差普遍较低，民企仍居高不下；发行主体资产规模与主体信用等级有较大相关性，相对于同发行主体资产规模，其利差也存在一定差异；发行主体所处行业不同，短融利差存在一定差异，国家基础能源和建设行业利差较低，而造纸、医药等市场竞争型行业利差较高。

总体看，2007 年短融市场初具规模，短融发行的市场化程度进一步提高，发行主体长期信用等级已经成为决定短融利差的最主要因素。