

2008 年第二季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号：20080701

概要

时间：2008 年 7 月 1 日

分析师：

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街甲 6
号中环世贸中心 D 座 7 层
(100022)

www.lianheratings.com.cn

2008 年第二季度，在货币供应增加和信贷紧缩的双重影响下，金融体系内流动性更加充裕，资金释放压力较大，推动短期融资券利率整体下滑，同时中期票据的发行对短期融资券产品产生了一定的替代效应，导致短期融资券整体发行规模较第一季度明显减少。

定价方面，由于前期短期融资券利率定价水平过高，二季度利率水平有所回归，发行利率曲线整体下滑明显，进而与 Shibor 利率走势出现阶段性背离。利差方面，二季度 AA- 以上级别利差空间收窄，利差 I、利差 II 均值明显下降；但 AA- 和 A+ 的级差进一步拉大，形成明显的“分水岭”；此外，二级市场对发行定价的反应也很不稳定，一级市场定价水平仍有待提高。

2008 年二季度短期融资券的发行主体以国有企业为主，信用等级呈现“纺锤型”的分布态势。通过回归分析和显著性检验，除“08 白云 CP01”发行利率与同等级别平均发行利率偏移大，“08 铁道 CP01”发行利率与交易利率倒挂和“08 平煤 CP01”套利空间偏大等个别异常现象，使得 AA+ 与 AA、AAA 与 AA+ 未通过显著性检验外，其他主体信用等级与短期融资券利差之间的反向关系具有统计显著性，即不同信用等级主体所发行的短期融资券利差存在明显差异，级差随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势。主体信用等级已经成为短期融资券利差的重要影响因素。2008 年二季度短期融资券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

联合资信预计，未来短期融资券市场发行规模将回升，但伴随持续紧缩性货币政策和加息预期，短期融资券发行利率可能上升。

2008 年第二季度，联合资信评估有限公司（“联合资信”）短期融资券评级业务市场份额位居首位。从评级质量看，经过显著性检验，市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认知度，利差均值和标准差均有差异，在二季度发行的短期融资券中，联合资信发布的主体信用级别在一、二级市场认可度高。

释 义

- ◆ **央 行：**中国人民银行
- ◆ **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《短期融资券管理办法》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。
- ◆ **一 季 度：**2008年1月1日~2008年3月31日
- ◆ **二 季 度：**2008年4月1日~2008年6月30日
- ◆ **发 行 日：**短券起息日
- ◆ **交 易 日：**短券上市交易日
- ◆ **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。
- ◆ **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

二季度影响短券市场的资金供给、产品结构、行政审批等多个因素都出现了不同程度的变化。

资金方面，二季度内，中国市场广义货币供应量（M2）持续增加，但流通中现金量（M0）处于下降趋势，金融系统内流动性更加充裕，资金压力较大，为短券市场提供了充足的流动性支撑；但同期中期票据高调推出，国债发行规模大幅增加，A 股市场 IPO 的密集发行，引致部分资金流入股市和其他债券市场。

产品方面，央行与 4 月份正式推出“中期票据”融资产品，丰富了债券市场产品结构，但同时也分流了部分债市资金。

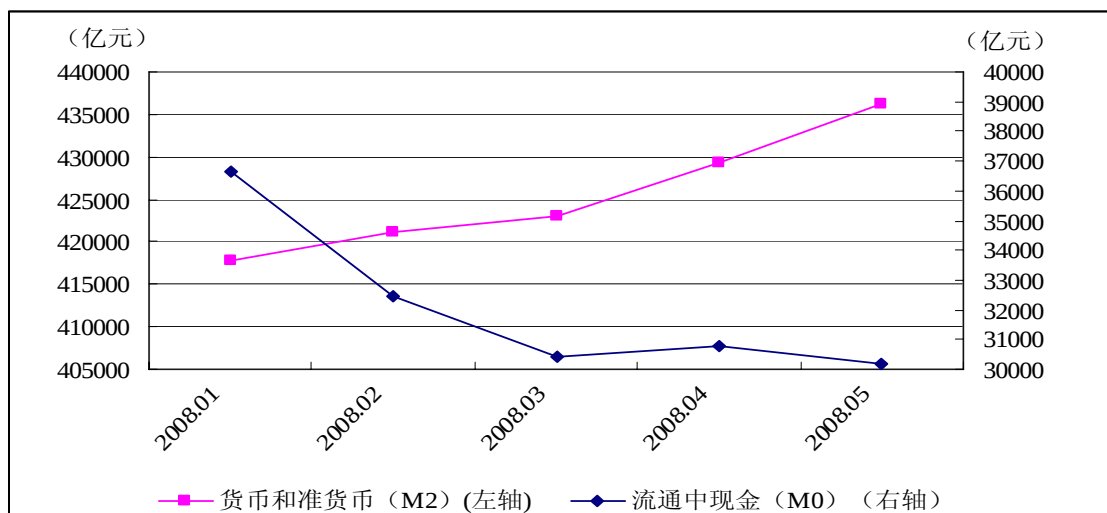
政策方面，法定存款准备金率连续上调，进一步抑制市场货币供给；交易商协会接手央行债务融资管理中属于自律约束性、日常程序性的事务，对银行间债券市场债务融资工具的发行改为注册管理，债券发行市场化改革迈出重要一步。

信贷紧缩导致 M0 减少——金融系统流动性压力增加

二季度在人民币持续升值的预期下，外汇占款仍处于持续增加态势，增速较第一季度有所加快，导致广义货币供应量（M2）出现大幅增长，根据央行的统计数据，截至 2008 年 5 月底，M2 余额为 43.62 万亿元，较上一季度末增长 3.11%。二季度 M2 增速较第一季度明显加快，4、5 月份环比增长分别为 1.48% 和 1.61%，显著高于 2、3 月份的 M2 增速。

但在央行紧缩货币政策的背景下，各金融机构在货币资金投放上都更为谨慎，从而导致流通领域中的现金（M0）供给处于下降趋势，截至 2008 年 5 月底，M0 余额为 30169.30 亿元，较上一季度末下降了 0.87%。

图 1 2008 年 1~5 月货币供应量增长情况



数据来源：央行

总体来看，由于外汇占款增加，以及紧缩性货币政策的持续作用，导致 M2 显著增长的同时 M0 投放受限，双重因素使得金融机构系统内流动性更加充裕，以商业银行为主的金融机构面临一定的资金释放压力。

投资渠道分散——资金分流效应明显

(1) 中期票据

2008年4月15日,交易商协会正式开始接受企业在银行间债券市场发行中期票据的注册,当天交易商协会接受了7家企业发行注册,注册额度1190亿元,首期发行392亿元。截至二季度末,共有14家企业注册发行20期中期票据,发行规模合计735亿元,发行规模和速度远远超过了当期企业债券以及短期融资券;从发行和交易情况看,目前已完成注册发行的均为信用等级在AAA级的优质企业,信用等级高,发行规模大,二级市场交易比较活跃,发行和交易利率处于较低水平。无论是发行人还是投资者,对中期票据的认可度均很高;加之中期票据期限相对较长,对短券产品具有一定的替代作用。

(2) 国债

二季度内,财政部共发行10期国债,实际发行总规模2741.19亿元,是第一季度的2.18倍,其中记帐式国债7期,凭证式国债2期,储蓄式国债1期。从期限结构来看,1年以内的共2期,发行规模551.1亿元;3~10年的7期,发行规模1910.19亿元;30年期的1期,发行规模280亿元,债券期限结构仍以3~10年的中期国债为主。

表1 二季度内国债发行情况(单位:亿元)

发行日	项目	期限	计划 发行量	实际 发行量	票面利率	利率方式	付息方式
2008年4月11日	凭证式国债	3年、5年	400	3年期320亿元, 5年期80亿元	3年期5.74%; 5年期6.34%	固定利率	到期一次性 还本付息
2008年4月14日	记帐式国债	3年期	260	260.70	3.56%	固定利率	按年付息
2008年4月21日	记帐式国债	5年期	280	280.00	3.69%	固定利率	按年付息
2008年5月8日	记帐式国债	30年期	280	280.00	4.50%	固定利率	按半年付息
2008年5月19日	记帐式国债	7年期	260	271.50	4.01%	固定利率	按年付息
2008年5月16日	储蓄式国债	3年期	300	231.39	5.74%	固定利率	按年付息
2008年5月26日	记帐式国债	3个月	280	280.00	3.112%	贴现发行	按面值兑付
2008年6月10日	记帐式国债	1年期	260	271.10	3.42%	固定利率	到期一次性 还本付息
2008年6月10日	凭证式国债	3年、5年	200	3年期160亿元 5年期40亿元	3年期5.74%; 5年期6.34%	固定利率	到期一次性 还本付息
2008年6月23日	记帐式国债	10年期	260	266.50	4.41%	固定利率	按半年付息

数据来源:中国债券信息网

从二季度国债发行利率来看,季度末中期国债利率较第一季度有所攀升,2008年6月23日发行的10年期记帐式国债票面利率4.41%,较3月20日发行的10年期记帐式国债利率(4.07%)高34BP,中期国债利率曲线陡峭上行,在一定程度上反映了债券市场对于中长期利率走势的预期。

(3) 央票及其他债券品种

二季度内,央行共发行39期央票,累计回笼货币资金11670亿元,从央票期限结构看,3月期、1年期、3年期各发行13期,分别回笼资金2990亿元、4710亿元、3970亿元。二季度央票发行规模较第一季度下降32.62%,发行利率并无变化。二季度内,政策银行债发行12期,实际发

行量 1756 亿元，商业银行债发行 4 期，实际发行量 85 亿元，金融机构债券发行规模较第一季度略有下降。

表 2 二季度内央行票据发行情况（单位：亿元）

发行期限	期数	发行量（亿元）	参考收益率
1 年	13	4710	4.06%
3 个月	13	2990	3.40%
3 年	13	3970	4.56%
总计	39	11670	

数据来源：中国债券信息网

企业债券市场方面，二季度由于中期票据的推出对原有债券市场结构影响较大，二季度共发行中期票据 20 期，发行规模 735 亿元；发行短券 48 期，发行规模 614.30 亿元，发行中央和地方企业债券 6 期，共计 76 亿元。从市场结构来看，二季度中期票据的推出对短券和企业债券市场产生替代效应。

（4）股票市场

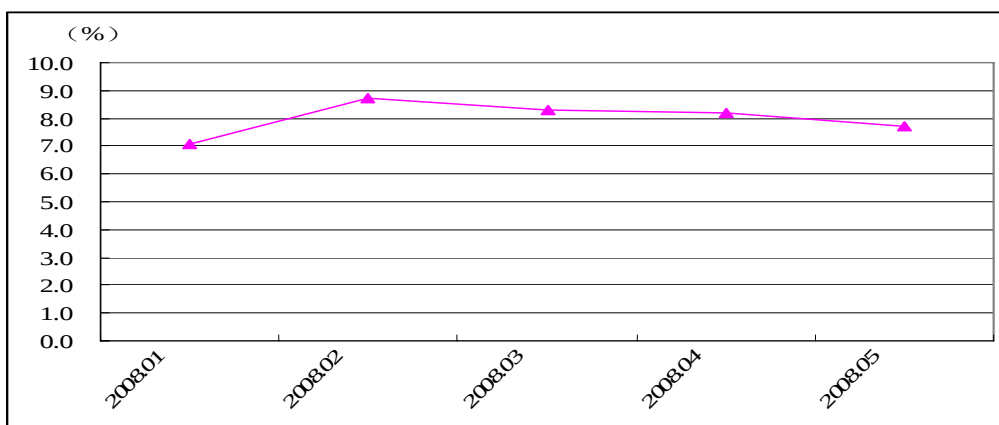
根据和讯网的统计数据，二季度内，中国 A 股市场 IPO 发行股票共 36 支，一级市场累计冻结申购资金 20.82 万亿元，发行密集程度和筹资规模较第一季度明显增长，也对金融市场资金配置结构带来较大影响。二季度 A 股市场继续大幅下挫，上证综指从 3472.71 点跌至 2736.10 点，市值蒸发近 5 万亿元。总体来看，二季度 IPO 密集发行对债市资金面构成一定程度的阶段性冲击，但由于二级市场的持续低迷，股市资金外流迹象明显，在一定程度上扩大了债市资金供给。

存款准备金继续上调——紧缩货币政策基调不改

二季度内，央行于 4 月 25 日和 6 月 15 日分两次上调存款类金融机构人民币存款准备金率，上调幅度分别为 0.5% 和 1%。

根据国家统计局 6 月初公布的数据，2008 年 5 月中国居民消费价格指数（CPI）同比增幅为 7.7%，这是今年来 CPI 指数的首次大幅回落，通胀压力有所减轻。在此基础上，考虑到雪灾、震灾对国民经济增长的影响，以及人民币升值压力导致热钱大量涌入等国内外动因，市场对于加息的预期曾一度回落，但 6 月 15 日存款准备金率再次上调 1%，继续显示了央行实施紧缩性货币政策的决心。

图 2 2008 年 1~5 月中国 CPI 增速变动情况



数据来源：国家统计局

2008 年 6 月 19 日，国家发改委发出通知，上调成品油、电力价格，其中，汽油和柴油价格每吨提高 1000 元，航空煤油价格每吨提高 1500 元，自 6 月 20 日起执行；电力价格上调 2.5 分/度，自 7 月 1 日起执行。成品油、电力等基础资源型产品价格上调，可能导致此前略有减缓的通胀压力回升，在这种情况下，市场对于加息的预期更加强烈。

总体来看，二季度内存款准备金率的上调表明央行紧缩货币政策的基调没有改变，而此后成品油、电力价格的上调也进一步强化了投资者对于加息的预期。

交易商协会注册管理——短券发行机制更加灵活

2008 年 4 月 9 日，根据央行制定的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令[2008]第 1 号，下称“管理办法”），短券发行统一纳入非金融机构债务融资工具管理范畴，发行方式由原来的审批制改为注册制，相应管理部门也由央行改为交易商协会，银行间债券市场成员由交易商协会组织进行自律管理。此次改革是短券发行市场化改革的重要一步，对于进一步强化金融市场运行效率、完善市场自身的平衡机制、提高发行主体信息披露透明度和中介机构的专业化水平都具有明显的推动作用。

从二季度短券发行情况看，由于采用新的发行管理办法，交易商协会对于发行人报送的注册材料在格式和内容要求上有所调整，审查也更为严格，从而导致短券发行速度和发行规模受到一定程度的影响。预计未来随着发行机制的理顺，发行人及各中介机构对相关制度规范更加熟悉，注册制的高效、便捷优势有望得到体现。

总体来看，二季度短券市场外部环境变动较大，金融体系内流动性更加充裕，同时中期票据的发行也对短券产品产生了一定的替代效应，导致短券发行规模较第一季度明显减少。未来由于中期票据的暂停发行，以及新的发行管理机制效率优势的发挥，短券市场有望回暖。但在紧缩性货币政策和加息预期的笼罩下，发行利率可能上升。

二、 短券发行市场情况

短券缩量发行，主体信用等级呈现“纺锤型”分布

从 2005 年 5 月至 2008 年第二季度末，共有 356 家累计发行短券 716 期，实际发行规模 9416.8 亿元，发行情况见表 3。截至第二季度末，短券市场存量 3154 亿元。

表 3 2005 年~2008 年 6 月短券发行基本情况

	2005 年 5~12 月	2006 年	2007 年	2008 年 1~3 月	2008 年 4~6 月
发行规模（亿元）	1424	2912.5	3356.1	1109.90	614.30
发行期数（期）	79	241	264	84	48
发行家数（家）	61	185	216	76	44

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

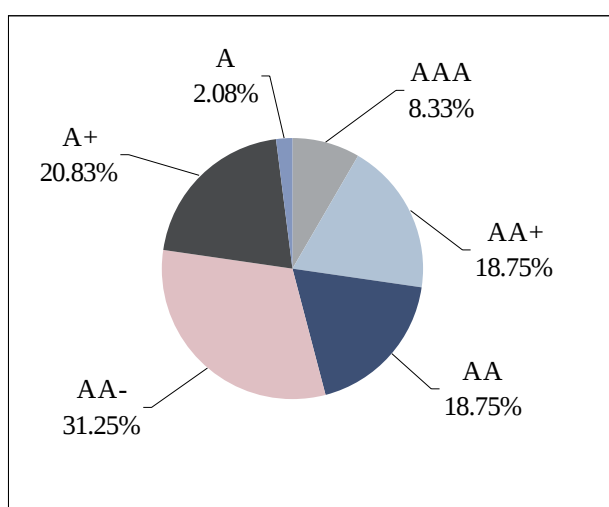
二季度内共有 44 家企业发行短券 48 期，发行主体数量和发行期数较 2006 年同期分别减少 31.82%和 27.08%，较 2007 年同期分别减少 45.45%和 37.50%，较 2008 年一季度分别减少 42.86%和 42.11%，主要原因包括：①第二季度中期票据的推出，分流了部分 AAA 级的优质企业；②央行向交易商协会移交了债务融资管理中属于自律约束性、日常程序性的事务，交易商协会对短券注册材料的要求有所变化，延长了短券的发行周期；③个别发行主体（如“中石化”）缩短短券发

行间隔时间。第二季度实际发行规模合计 614.30 亿元，较 2006 年和 2007 年同期分别减少 37.78% 和 50.90%，较 2008 年第一季度减少 44.65%；第二季度平均每笔筹资 12.80 亿元，较 2006 年和 2007 年同期分别减少 8.44% 和 9.77%，较 2008 年一季度减少 3.14%。

从发行期限来看，第二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 40 期，占 83.33%；发行期限在 1 年以下的 8 期，占 16.67%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 7 期，占 14.58%；采用单利（固定利率）发行的 41 期，占 85.42%。

第二季度新发短券的主体信用等级呈现“纺锤型”态势，A 为 1 期、AAA 为 4 期、主要发行级别集中在 A+ 至 AA+ 之间。其中，A+ 为 10 期，占 20.83%；AA- 最多，为 15 期，占 31.25%；AA 和 AA+ 均为 9 期，均占 18.75%。

图 3 第二季度主体信用等级分布情况



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

第二季度新发短券的主体信用等级与 2007 年同期相比，AAA 级别数量下降尤为明显，减少了 150%，由于此类企业发行额度占比大，发行主体的减少同时拉动第二季度发行额度的迅速下滑。

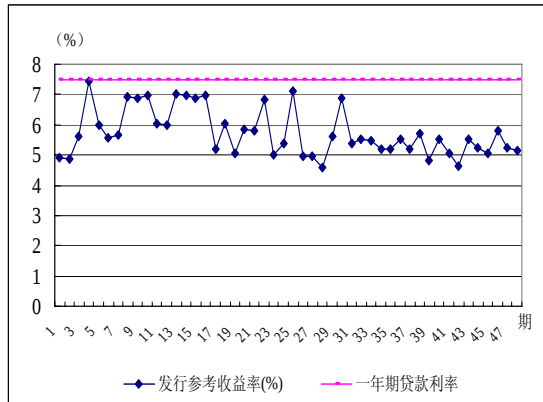
短券发行利率曲线整体大幅下移，发行利率进一步下探

央行存款准备金率的调整对第二季度短券市场发行利率冲击并不明显；第二季度内金融机构贷款基准利率也未发生变动，一年期贷款利率仍然维持在 7.47% 的水平。

2008 年第二季度平均发行利率呈明显下降趋势，其中 2008 年 6 月发行利率下降尤为明显（见图 4），并且 AA+ 和 AA- 两个级别的发行利率下降明显，分别下降了 62BP 和 46BP。从第二季度各主体信用级别短券平均发行利率上来看（见表 4），其中 AAA 的平均发行利率由 4 月的 4.88% 下降到 6 月的 4.65%，下降 23BP；AA+ 的平均发行利率由 4 月的 5.13% 下降到 6 月的 5.07%，下降 6BP；AA 平均发行利率由 4 月的 5.61% 下降到 6 月的 5.21%，下降 40BP；AA- 平均发行利率由 4 月的 5.98% 下降到 6 月的 5.55%，下降 43BP；A+ 平均发行利率由 4 月的 6.94% 下降到 6 月的 6.90%，下降 4BP。联合资信认为，在紧缩的货币政策背景下，发行利率出现下降的主要原因有以下几点：①二季度股票二级市场持续不景气，债市资金相对充裕；②央行实行紧缩性货币政策抑制信贷投放量，但外汇占款仍然推动广义货币供应量增加，造成银行系统内流动性过剩，部分资金流向债券市场；③二季度中期票据对于优质短券产生一定的替代效应，优质短券供给明显下降，而投资者对于级别较高的短券需求较大，导致 AA- 以上的优质短券发行利率明显下降。④2007 年底短券利率已上

升至较高水平，显现出较高的投资价值，2008年一季度虽有所回落，但仍处于高位；⑤从期限结构来看，目前仍存在加息预期的作用，短期债券产品对投资者更有吸引力。上述因素的影响，导致第二季度短券市场利率水平大幅下降。

图4 第二季度发行利率走势



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表4 第二季度不同主体信用等级平均发行利率情况

发行日	AAA (%)	AA+ (%)	AA (%)	AA- (%)	A+ (%)	A (%)
2008年1季度	4.94	5.65	5.88	6.22	7.14	7.51
2008年2季度	4.77	5.03	5.41	5.74	6.93	7.45
2008-4-30	4.88	5.13	5.61	5.98	6.94	7.45
2008-5-31	--	4.88	5.40	5.70	6.97	--
2008-6-30	4.65	5.07	5.21	5.55	6.90	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

第二季度短期融资券发行利率整体波动区间在 4.60~7.45%范围内，均低于一年期贷款利率。除 2008 年 4 月 1 日发行的“08 陕东岭 CP01 ”发行利率（7.45%）略高外，其余短券发行利率的成本优势进一步凸显。

发行主体性质仍以国企为主，民营、集体企业占比较小

第二季度内短券发行主体共计 44 家，其中，中央企业 4 家，占 8.33%；国有独资企业 22 家，占 45.83%；国有控股企业（不含上市公司）3 家，占 6.25%；上市公司 12 家，占 25.00%；民营企业、集体及外资企业合计 7 家，占 14.58%。可见，中央企业、国有独资企业和国有控股企业仍然是目前短券的主要发行群体，三类企业合计占发行主体总数的 60.42%。

发行主体地区集中程度较高，北京市、浙江省、江苏省和广东省发债企业踊跃

从发行主体区域分布来看，第二季度发行主体合计 44 家，其中，华东和华北地区仍是发行主体最为密集的地区，两地区发债主体合计 31 家，占同期发债主体总家数的 70.45%；东北和西北地区发行主体最少，各为 1 家。从发行区域集中度来看，除西南地区发行主体分布较为平均外，其他发债地区的集中度较高，华东发行主体主要集中在浙江和江苏两省；华北发行主体主要集中在北京市；华南发行主体主要集中在广东省；华中、东北和西北地区因发债主体较少，难以判断地区集中程度。总体看，第二季度发行主体的地区集中程度较高，北京市、浙江省、江苏省和广东省经济发达地区发债企业踊跃，四地区发行主体合计占到同期总数的 54.55%。

表5 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 (%)
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	16	浙江和江苏省	10	62.5
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	15	北京市	10	66.67
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	5	广东省	4	80.00
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	4	除西藏自治区，其他地区各 1 家		25.00

华中	河南省、湖北省、湖南省	2	河南省	2	100
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	1	辽宁省	1	100
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	1	陕西省	1	100

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

光大、工行、兴业等行承销份额领先，恒丰银行等行承销份额较小

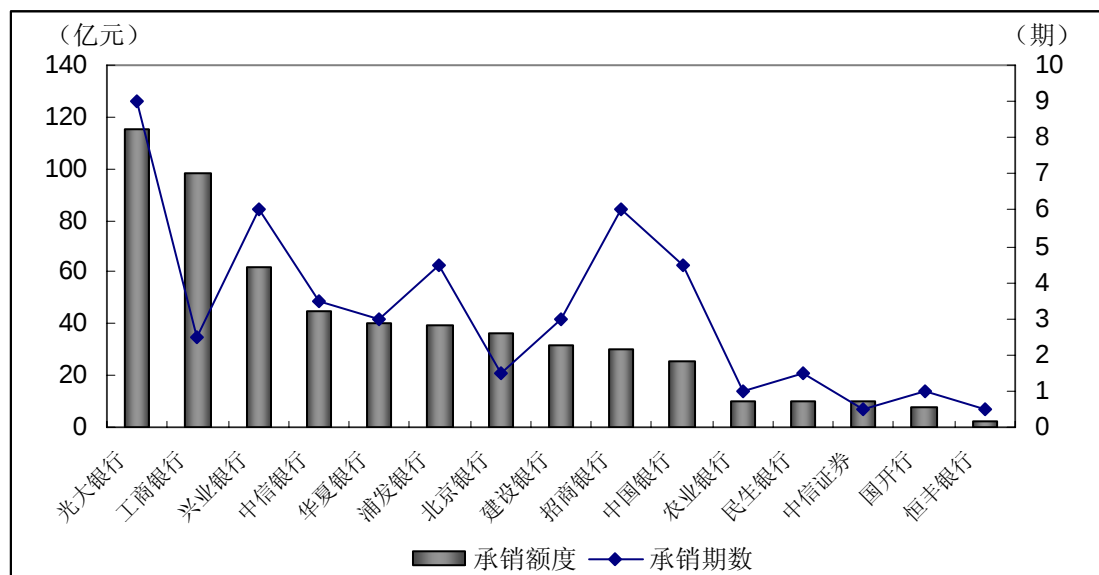
第二季度参与短券发行的主承销商共计 15 家（由两家承销商联合承销的，承销额度和期数均按 50% 计算）。按承销规模统计，光大银行承销规模最大，总承销额度达 115.50 亿元；工商银行、建设银行、兴业银行分列 2~4 位，承销规模分别为 98.50 亿元、82.00 亿元和 62.00 亿元；其余银行承销额度不足 50 亿元，其中恒丰银行承销额度最小，为 2.00 亿元。第二季度铁道部发行额度为 100 亿元的“08 铁道部 CP01”短券，由工商银行和建设银行联合主承，显著提升了这两家承销商的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 10 期，位居首位；兴业银行和招商银行各为 6 期；其余各家银行都为 5 家以下，其中，中信证券和恒丰银行承销期数均为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，第二季度光大银行、工商银行和兴业银行位居短券市场承销的第一梯队，优势较为明显。

同时，联合资信也注意到，二季度中期票据推出后，中、农、工、建四大行将业务重点转移到中期票据的承销方面，使得以上四大行尤其是建行在短券市场的承销份额有所下降。

图 5 第二季度短券市场各主承销商承销情况



数据来源：中国债券信息网 联合资信整理

三、 短券利差分析

联合资信选取了第二季度各信用等级发行主体做为分析样本，对第二季度短券的发行利率、交易利率与 Shibor 利率的相关性进行检验。从检验结果来看，AA-和 AA 级别发行利率与发行日 Shibor 利率显著相关（见表 6），但其他级别与发行日 Shibor 利率相关性较差，在二级市场上，各

级别下交易利率与交易日Shibor利率相关性都较差。总体看，二季度内短券发行利率与交易利率走势与Shibor利率走势背离，主要原因在于一季度短券利率处于高位，在金融体系流动性过剩压力下逐步回归。

表6 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	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.
A+	发行利率	enter	.109 ^a	.012	-.112	.763
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.301 ^a	.091	-.023	.397
	交易日 shibor 利率					
AA-	发行利率		.756 ^a	.571	.538	.001
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.233 ^a	.055	-.018	.402
	交易日 shibor 利率					
AA	发行利率		.955 ^a	.912	.900	.000
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.439 ^a	.193	.077	.237
	交易日 shibor 利率					
AA+	发行利率		.322 ^a	.397	-.025	.399
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.142 ^a	.020	-.120	.715
	交易日 shibor 利率					
AAA	发行利率		.033 ^a	.001	-.498	.967
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.684 ^a	.468	.202	.337
	交易日 shibor 利率					

数据来源：中国债券信息网，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《信用评级管理指导意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，同时在《短券管理办法》中规定只有A-1级别的短券才能发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，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。因此在利差分析中，主要是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，A+与AA-级差显著拉大

表7为各主体信用等级的发行利率以及利差I和利差II的均值、方差等情况。与2008年第一季度相比，AA-以上级别利差空间收窄，利差I、利差II均值明显下降；但AA-和A+的利差进一步出现分化，形成明显的“分水岭”，联合资信认为主要原因为：①机构投资者对A+级别企业的风险认识更为理性，信用风险溢价增加；②大部分主承销商都将AA-视为内部风险控制的底线标准，使得A+及以下级别的短券市场需求清淡。

从表7和图6可以看出，发行人主体级别与短券利差之间的反向关系具有显著性，即随着主体长期信用等级的降低，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，同时各级别利差分布区间分化明显，特别是AA-与A+级别之间。但是，联合资信注意到，在图5中，利差I分布出现1个异常点，为广州白云国际机场股份有限公司（主体级别AA+）发行的“08白云CP01”，发行利率4.600%，低于AA+级别平均发行利率40BP；利差II分布也出

现 1 个异常点，为平顶山煤业（集团）有限责任公司（主体级别 AA）发行的“08 平煤 CP01”首日交易利率（4.2442%），低于交易日 shibor 利率 47BP，差价显著；利差 I 与利差 II 综合分布中，铁道部发行的“08 铁道部 CP01”利差 I 与利差 II 倒挂，呈现反向剪刀差。

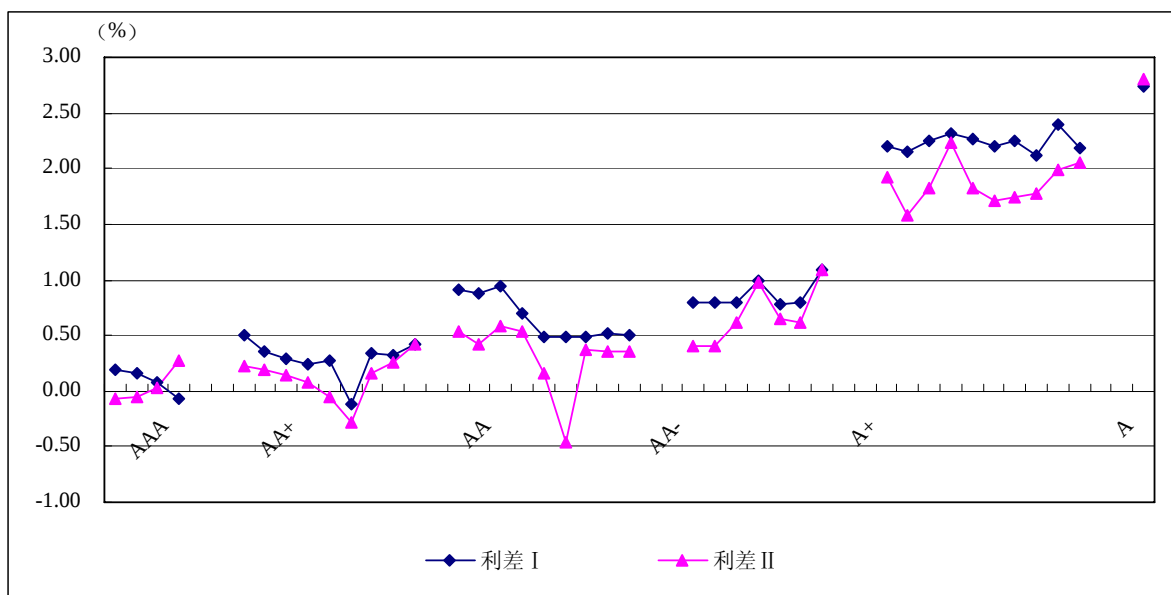
总体看，短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，不同主体信用等级的利差具有显著差异，低信用等级主体利差快速增加。

表7 第二季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

主体级别	发行利率区间 (%)	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	4.6500~4.8988	4.81	9	-	0.05	4	-	0.08
AA+	4.60~5.20	5.00	29	20	0.06	13	9	0.06
AA	5.1967~6.6500	5.37	66	37	0.07	32	9	0.11
AA-	5.40~6.05	5.71	99	33	0.06	70	38	0.65
A+	6.83~7.10	6.94	223	124	0.02	186	116	0.06
A	7.45	7.45	275	52	--	281	95	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

图6 第二季度各级别发行主体短券利差分布情况



数据来源：中国债券网 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，表 8 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8 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

变量 (1)	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 (1-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (1-J)	显著性 (Sig.)
A+	AA-	1.2269900*	0.000	1.1598733*	0.000
	AA	1.5759500*	0.000	1.5465244*	0.000
	AA+	1.9424278*	0.000	1.7386022*	0.000

	AAA	2.1425500*	0.000	1.8211050*	0.000
AA-	A+	-1.2269900*	0.000	-1.1598733*	0.000
	AA	.3489600*	0.002	.3866511*	0.011
	AA+	.7154378*	0.000	.5787289*	0.000
	AAA	.9155600 *	0.000	.6612317 *	0.001
AA	A+	-1.5759500*	0.000	-1.5465244*	0.000
	AA-	-.3489600*	0.002	-.3866511*	0.011
	AA+	.3664778*	0.004	.1920778	0.571
	AAA	.5666000*	0.000	.2745806	0.457
AA+	A+	-1.9424278*	0.000	-1.7386022*	0.000
	AA-	-.7154378*	0.000	-.5787289*	0.000
	AA	-.3664778*	0.004	-.192077	0.571
	AAA	.2001222	0.516	.0825028	0.987
AAA	A+	-2.1425500*	0.000	-1.8211050*	0.000
	AA-	-.9155600*	0.000	-.6612317*	0.001
	AA	-.5666000*	0.000	-.2745806*	0.457
	AA+	-.2001222	0.516	-.0825028	0.987

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、由于信用级别在A的发行主体只有一家，样本量太少，经检验后在样本空间中剔除；

表8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。从结果可见，无论是采用利差I、还是利差II作为自变量进行方差分析时，AA+和AAA的差异性检验均无法通过，这表明第二季度，AA+与AAA两组信用等级样本在利差方面并未表现出明显的差异性。究其原因主要是：第二季度主体级别为AAA的样本量较少（仅有4个），而获得中诚信AA+的“08白云CP01”短券发行利率仅为4.60%，低于同时期发行的AAA级别企业水平；同样现象也发生在二级市场，相应首日交易利率为4.4233%，也远低于交易日Shibor利率29BP，其利差空间较其余AA+级别明显放大。此外，在二级市场，AA与AA+也未通过差异性检验，其主要原因是获得大公评级的“08平煤CP01”首日交易利率为4.2442%，低于交易日Shibor利率47BP，一二级市场套利空间明显，对最终的检验结果产生了一定的影响。

除AA+与AA、AAA与AA+以外，其他信用等级之间的利差数据均表现出明显的差异性，发行主体信用级别对利差I、利差II具有显著影响。总体判断，第二季度短券市场对于发行主体信用级别的认可程度较高。

（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，以下仅从所属行业、企业性质和企业规模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。

利差在企业性质上呈现显著的结构性差异

发债企业性质不同，其发行利率有较大差别。表9为第二季度发行短券平均发行利率、利差I和利差II的均值、方差情况。央企（4期）的平均发行利率最低，利差均值最小，其他非央企的国有独资或控股企业所发短券的利率和利差水平略高，而民营、集体和外资企业则普遍偏高。这

表明，短券市场偏好央企、国有独资和国有控股企业，而对于民营、集体和外资企业的信用风险比较敏感，因而，国有企业债券融资更具成本优势。

表 9 第二季度发行主体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）	方差	均值（BP）	方差
央企	4	4.90	28	0.18	21	0.08
国有独资（不含央企）	22	5.44	73	0.36	46	0.26
国有控股	3	5.44	73	0.29	67	0.28
上市公司	12	6.01	143	0.90	113	0.74
民营/集体/外资	7	6.75	205	0.60	185	0.64

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

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，短券的发行利率和利差水平越低。其中规模在 50 亿元以上与 50 亿元以下的主体短券利差存在显著差异；而规模在 50~500 亿元以上的不同规模之间的企业利差差异相对较小。此外，因 50~100 亿元发行主体样本量少，加之该区域各发行主体信用等级差异化较大，因此该区域一、二级市场利差波动较大。

表 10 第二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）	方差	均值（BP）	方差
500 亿元及以上	8	5.05	34	41	19	0.21
100~500 亿元	27	5.58	87	52	59	0.55
50~100 亿元	4	5.80	109	120	93	1.32
低于 50 亿元	9	6.75	205	51	168	0.46

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业的结构性差异

从第二季度发行主体行业分布情况看（见表 11），交通运输业、钢铁、采掘业和建筑业行业主体发行利率和利差水平相对较低，农林牧渔业等行业主体发行利率和利差较高，其余行业主体发行利率和利差并未体现出明显差异。

表 11 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）	方差	均值（BP）	方差
采掘业	5	5.27	55	0.32	21	0.44
电力、煤气和水供应业	8	5.85	114	0.72	75	0.68
钢铁	4	5.91	48	0.22	35	0.22
建筑业	3	5.28	57	0.28	27	0.14
交通运输业	5	5.20	49	0.67	37	0.52
农林牧渔业	2	6.93	222	0.04	173	0.01
批发和零售贸易业	1	5.86	116	0.00	78	0.00
综合	17	6.10	139	0.87	113	0.89

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、发行期限与利差分析

第二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40期，占83.33%；发行期限在1年以下的8期，占16.67%。一般来说，长品种相对于短品种有较高的利差。从二季度的情况来看（见表12），短券利差并未随期限结构的缩短呈现下降趋势，主要原因是第二季度发行期限在一年以下的短券较少，且由于受到发行时机、发行主体信用级别等多种因素的影响，期限结构对利差的影响效果并不显著。

表12 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）	方差	均值（BP）	方差
一年期	40	5.72	104	0.74	84	0.70
一年期以下	8	5.78	124	0.91	101	0.80

数据来源：中国债券信息网，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13为二季度内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主体规模的影响，短券发行额度和主体规模高度相关，一季度二者相关系数达0.897，因此额度对利差的影响，实际上源于主体规模以及信用级别对市场定价的作用，主体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13 第二季度发行规模对利差影响分析

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	1	4.65	20	6	3	
10~50亿元	12	5.16	44	0.35	31	0.22
5~10亿元	25	5.65	98	0.58	75	0.60
低于5亿元	10	6.75	204	0.51	168	0.57

数据来源：中国债券信息网，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（见表14），第二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，相关系数均达0.962，较第一季度有所提高，说明一、二级市场整体市场化程度正在不断提高。

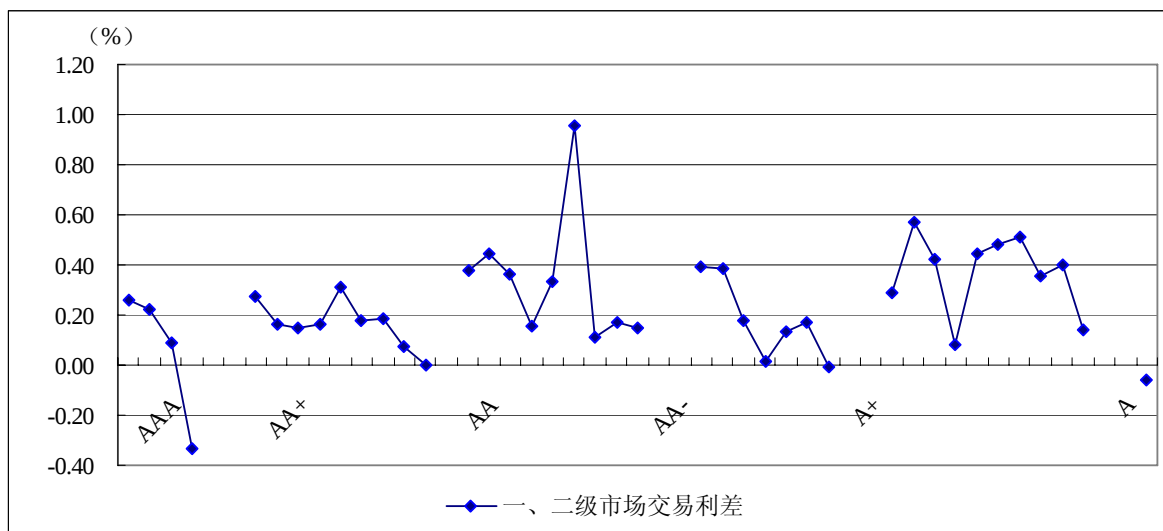
表14 第二季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

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	.962 ^a	.925	.923	.000
首日交易利率					
利差 I		.962 ^a	.925	.923	.000
利差 II					

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

从不同信用等级的一、二级交易利差看（见图 7），不同信用等级发行主体发行短券一、二级交易利差存在较大差别。第二季度信用等级最高的 AAA 发行主体，一、二级交易利差整体保持在较低的水平，均值为 25BP，但“08 铁道 CP01”发行利率与交易利率倒挂，出现负值；AA+发行主体一、二级市场间的套利空间比较稳定，二级市场对发行利率认可程度相对较高；AA~A+发行主体在第二季度，一、二级交易利差波动幅度较大，最高利差超过 96BP，为“08 平煤 CP01”套利空间极不稳定。对于信用级别为 A 的发行主体，因其样本量较少，在此不作分析。

图 7 第二季度各级别主体短券交易利差波动情况



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

上述分析结果表明，第二季度短券发行利率和首日交易利率整体相关性较高。AA+的信用等级主体所发短券一、二级市场交易利差空间稳定性最强，一级市场发行定价市场化程度较高；而其他级别主体所发短券一、二级市场交易利差波动较大，特别是“08 铁道 CP01”和“08 平煤 CP01”二级市场交易对发行定价的认可程度仍不理想，一级市场发行定价市场化程度有待提高。

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

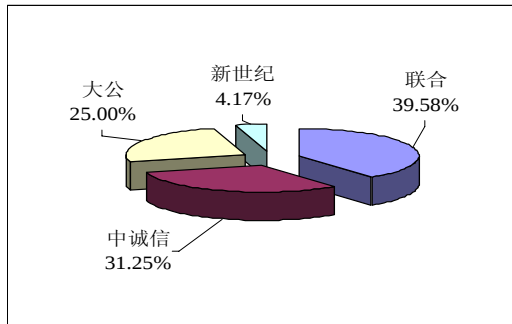
联合资信在短券市场地位保持领先

第二季度内 4 家评级机构共出具 48 期发行主体信用评级报告，均计入统计样本。从市场份额来看（见图 8），联合资信在中国短券评级业务市场居首位，占总业务量的 39.58%；中诚信和大公分别为 15 期和 12 期，位居第 2 与第 3 位；新世纪为 2 期，市场份额小。

联合资信受评主体信用等级分布合理

从主体信用等级分布情况看（见表 15），联合资信和中诚信 AA 级以上（含 AA 级）分别为 9 和 8 期，分别占各自业务总量的 47.37%和 53.33%，整体受评主体信用等级分布较为合理。

图8 第二季度短券评级业务市场份额



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表15 第二季度各评级机构出具主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	1	2	1		4
AA+	6	2		1	9
AA	2	4	2	1	9
AA-	4	6	5		15
A+	6	1	3		10
A			1		1
合计	19	15	12	2	48

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、信用等级认可度检验

通过第二季度所发短券利差 I、利差 II 全样本数据，对中诚信、联合资信、大公三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、二级市场利差波动范围，检验同一信用等级的发行主体所发行短券市场利率分布的集中度，以此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16 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	样本比例	均值	标准差	样本比例
A	大公	1	2.7462	--	2.1%	2.8077	--	2.1%
	Total	1	2.7462	--	2.1%	2.8077	--	2.1%
A+	联合	6	2.1963	0.0491	12.5%	1.7580	0.1114	12.5%
	中诚信	1	2.1905	--	2.1%	2.0515	--	2.1%
	大公	3	2.3230	0.0642	6.3%	2.0134	0.2040	6.3%
	Total	10	2.2338	0.7780	20.8%	1.8640	0.1870	20.8%
AA-	联合	4	0.9550	0.1961	8.3%	0.7310	0.2877	8.3%
	中诚信	6	0.9456	0.2822	12.5%	0.5677	0.2071	12.5%
	大公	5	1.1215	0.1943	10.4%	0.8463	0.1952	10.4%
	Total	15	1.0068	0.2335	31.3%	0.7041	0.2436	31.3%
AA	联合	2	0.4994	0.0136	4.2%	0.3676	0.0151	4.2%
	中诚信	4	0.7415	0.1939	8.3%	0.4145	0.1796	8.3%
	大公	2	0.5048	0.0202	4.2%	-0.0589	0.5757	4.2%
	Total	8	0.6578	0.2004	18.8%	0.3174	0.3210	18.8%
AA+	联合	6	0.3556	0.0909	12.5%	0.2012	0.1164	12.5%
	中诚信	2	0.1089	0.3113	4.2%	-0.0460	0.3845	4.2%
	Total	8	0.2913	0.1696	18.8%	-0.0163	0.1998	18.8%
AAA	联合	1	0.1620	--	2.1%	-0.0604	--	2.1%
	中诚信	2	0.1325	0.08839	4.2%	-0.0178	0.0619	4.2%
	大公	1	-0.0622	--	2.1%	0.2674	--	2.1%
	Total	4	0.0912	0.1151	8.3%	0.0428	0.1552	8.3%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、新世纪所占市场份额较少，样本量不足，经检验后剔除；

从表 16 的利差检验结果来看，对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，从发行市场（即一级市场）上来看，在 AA 和 AA+ 主体信用级别上，投资者对联合资信出具的信用级别认可度最高，在 A+ 和 AA- 主体信用级别上，投资者对联合资信认可度较高；从交易市场上来看，在 A+、AA 和 AA+ 主体信用级别上，投资者对联合资信出具的信用级别认可度均为最高，标准差为三家机构的最小值；在 AA- 级别上，投资者对大公的认可度最高。综合看，无论在发行市场还是交易市场，投资者对联合资信评级的认可度最高。

六、 总结

2008 年第二季度，在货币供应增加和信贷紧缩的双重影响下，金融体系内流动性更加充裕，资金释放压力较大，推动短券利率整体下滑，同时，中期票据的发行也对短券产品产生了一定的替代效应，短券整体发行规模较第一季度明显减少。

定价方面，由于前期在加息预期和信贷紧缩的影响下短券利率定价水平过高，二季度利率水平有所回归，发行利率曲线整体下滑明显，进而与 Shibor 利率走势出现阶段性背离。利差方面，二季度 AA- 以上级别利差空间收窄，利差 I、利差 II 均值明显下降；但 AA- 和 A+ 的级差进一步拉大，形成明显的“分水岭”；此外，二级市场对发行定价的反应也很不稳定，一级市场定价水平仍有待提高。

2008 年二季度短券的发行主体仍以国有企业为主，信用级别呈现“纺锤型”的分布态势。通过回归分析和显著性检验，除“08 白云 CP01”发行利率与同等级别平均发行利率偏移大，“08 铁道 CP01”发行利率与交易利率倒挂和“08 平煤 CP01”套利空间偏大等个别异常现象，使得 AA+ 与 AA、AAA 与 AA+ 未通过显著性检验外，其他主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有统计显著性，即不同信用等级主体所发行的短券利差存在明显差异，级差随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势。主体信用等级已经成为短券利差的重要影响因素。2008 年二季度短券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

联合资信预计，未来短券市场发行规模将回升，但在紧缩性货币政策和加息预期的笼罩下，发行利率可能上升。

2008 年第二季度，联合资信短券评级业务市场份额位居首位。从评级质量看，经过显著性检验，市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认知度，利差均值和标准差均有差异，在二季度发行的短券中，联合资信发布的主体信用级别在一、二级市场认可度高。