

2007 年第一季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)

摘 要

2007 年第一季度共有 56 家企业发行 59 期短期融资券(短融),发行规模累计 604.9 亿元。随着央票发行利率的不断走高以及银行贷款基准利率的上调,短融的发行利率并未如期上浮,而是在波动中有所下降,其一方面由于短融发行主体本身实力较强,信用风险较低;另一方面,资本市场流动性仍然较为充裕,资金供给量大。短融发行利率从期初的周平均 4.00%在波动中降至期末的周平均 3.76%,2007 年第一季度短融平均发行利率 3.83%,与 2006 年同期相比,短融发行利率平均增加 60BP。与一年期银行贷款基准利率相比,短融发行利率仍较一年期银行贷款平均低 250BP。与一年期央票利率相比,2007 年第一季度短融的平均发行利差为 98BP,平均首日交易利差 80BP。影响短融发行利率和首日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、发行规模、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首日交易利差影响不明显。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 95%。

1、 2007 年第一季短期融资券发行市场概况

1.1 短融发行市场概况

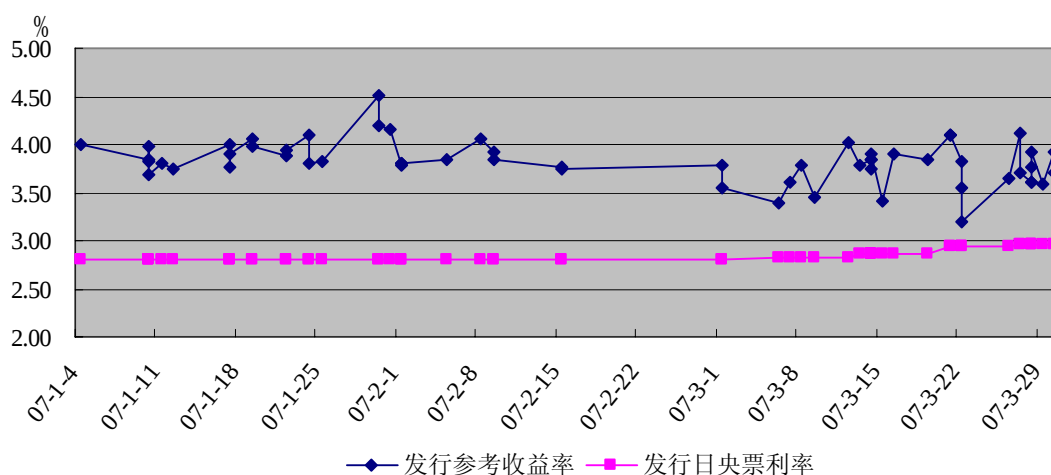
短融的推出不仅拓宽了企业直接融资的渠道，解决了企业长期以来银行贷款的间接融资瓶颈，同时也迅速扩大了资本市场的资金融通规模，改善了资本市场融资的结构不平衡问题。从 2005 年 5 月至 2007 年第一季度末，短融已累计发行 379 期，发行规模累计 4941.4 亿元，市场存量 2658.8 亿元。

2007 年第一季度，共有 56 家企业发行短融 59 期，发行规模累计 604.9 亿元，平均每月发行 201.6 亿元，平均每笔筹资额 10.25 亿元。按发行期限统计，2007 年第一季度发行的 59 期短融中，发行期限为 365 天的有 52 期，占 88.14%；发行期限为 10 个月的 1 期，占 1.69%；发行期限为 280 天的 1 期，占 1.69%；发行期限为 9 个月的 2 期，占 3.39%；发行期限为 6 个月的为 3 期，占 5.09%。已发行的 59 期短融中，选择贴现方式的 32 期，占 54.24%；选择单利方式发行的有 27 期，占 45.76%。

按照发行主体的企业性质统计，在 2007 年第一季度发行的 56 家企业中，国有独资及控股企业 34 家，占 60.71%；上市公司 16 家，占 28.57%；中外合资及集体企业 6 家，占 10.72%。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 89.29%，集体企业和中外合资企业等占比相对较低。

2007 年第一季度，1 年期央票利率从期初的 2.80% 一直上升至期末的 2.97%，上升了 17BP。短融的发行利率从期初的 4.00% 在波动中降至期末的 3.70%，短融发行利率与发行日央票利率历史走势情况如图 1 所示。

图 1 2007 年第一季度短融发行利率整体走势



1.2 短融发行按月份统计分析

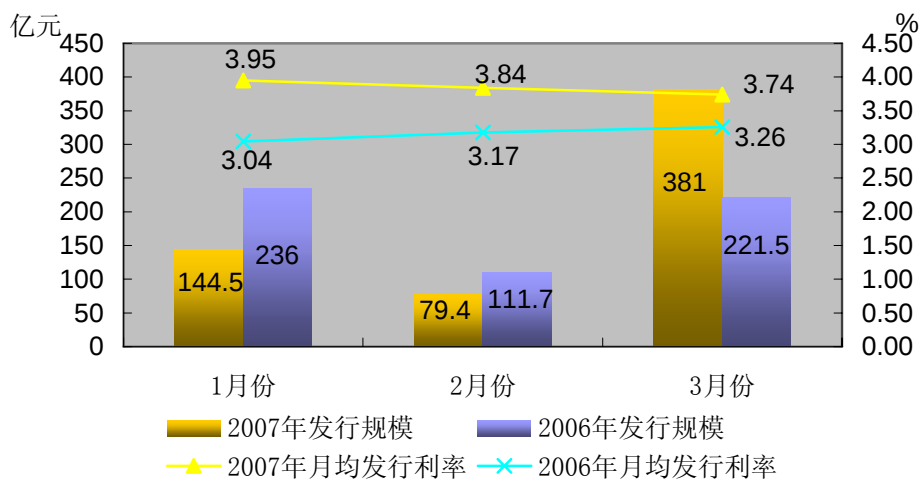
2007 年第一季度，短融平均发行利率 3.83%，高于 2006 年第一季度平均发行利率（3.23%）60BP。2007 年和 2006 年第一季度各月短融的发行情况如图 2 所示。

1 月份有 20 家企业发行 20 期共 144.5 亿元短融，较 2006 年同期的 236 亿元减少 91.5 亿元；平均发行利率 3.95%，较 2006 年同期增加 91BP，其中发行利率最低的是浙江省交通投资集团（主体级别 AA⁺ 级）发行的 1 年期 22 亿元短融，为 3.68%，发行利率最高的是杭州中策橡胶有限公司（主体级别 A⁻ 级）发行的 1 年期 3.6 亿元短融，为 4.50%。

2 月份有 9 家企业发行 9 期共 79.4 亿元短融，较 2006 年同期的 111.7 亿元减少 32.3 亿元；平均发行利率 3.84%，较 2006 年同期增加 67BP，其中发行利率最低的是中国南山开发（集团）股份有限公司（主体级别 AA⁺ 级）发行的 1 年期 9.5 亿元短融，为 3.75%，发行利率最高的是北京科技园建设（集团）股份有限公司（主体级别 A 级）1 年期 5 亿元短融，为 4.15%。

3 月份发行 30 期共 381 亿元，较 2006 年同期的 221.5 亿元增加 159.5 亿元；平均发行利率为 3.74%，较 2006 年同期增加 38BP。其中发行利率最低的是中国石油化工集团（主体级别 AAA 级）发行的半年期 100 亿元短融，为 3.20%，发行利率最高的是山东鲁北企业集团总公司（主体级别 A 级）1 年期 5 亿元短融，为 4.11%。2007 年第一季度与 2006 年同期短融发行情况如图 2：

图 2 2007 年和 2006 年第一季度各月发行规模和月均发行利率对比情况

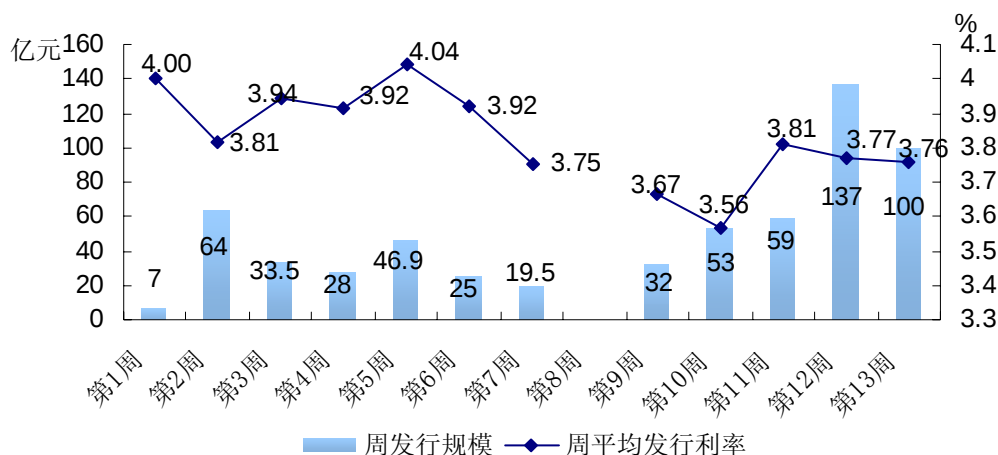


从各月平均发行利率来看，2007 年第一季度短融各月平均利率均高于 2006 年同期水平。但从各月平均发行利率的走势来看，2006 年 1 月、2 月和 3 月，短融平均利率呈逐步走高的趋势，而 2007 年 1 月、2 月和 3 月短融平均利率呈降低趋势，从 1 月的平均 3.95% 降至 3 月的平均 3.74%。

1.3 短融发行按周统计分析

为了更为明确的反映 2007 年第一季度短融发行利率的变动情况，每周的发行规模、平均发行利率和平均首日交易利率变动情况如图 3 所示。

图 3 各周发行规模、平均发行利率和首日交易利率



从图 3 可以看出，在 2007 年第一季度的 13 周中，第 8 周（春节）以前各月发行规模均较小，并在波动中逐步减小；第 8 周以后各月发行规模呈逐步递增的趋势，第 12 周发行量最大，主要因为中国石化集团发行 100 亿元短融所致。

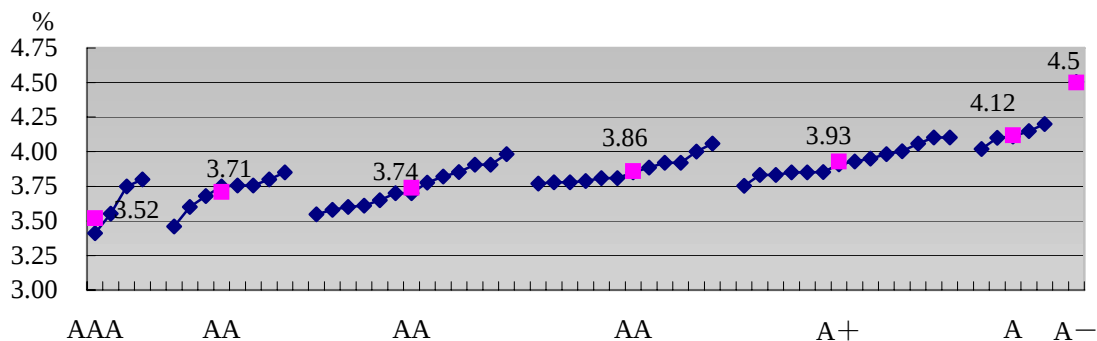
2007 年 3 月 7 日（第 10 周），福禧投资短融如期兑付，短融一级市场发行开始提速，接下来三周共计发行 296 亿元，接近 2007 年第一季度发行总规模的一半，短融发行明显提速，短融发行市场规模快速扩大。

2007 年 3 月 18 日（第 11 周末），人民银行上调贷款基准利率 27 个百分点，1 年期银行贷款利率从以前的 6.12% 调至 6.39%。贷款基准利率上调后，短融发行规模快速增加，第 12 周和第 13 周短融发行量骤增，但实际发行利率并未明显上升，其主要原因是市场流动性充足，短融市场供给并未如期减少。

1.4 短融发行利率与主体信用等级关系

2007 年第一季度发行的 59 期短融的债项级别均为 A-1 级，而主体级别范围均在 A⁻ 级到 AAA 级之间，其发行利率也随主体长期信用级别的差异而不同。按照不同信用等级以及相同信用等级下发行利率的高低顺序排列的短融发行利率及信用等级之间的关系如图 4 所示。

图 4 短融发行利率与信用等级关系



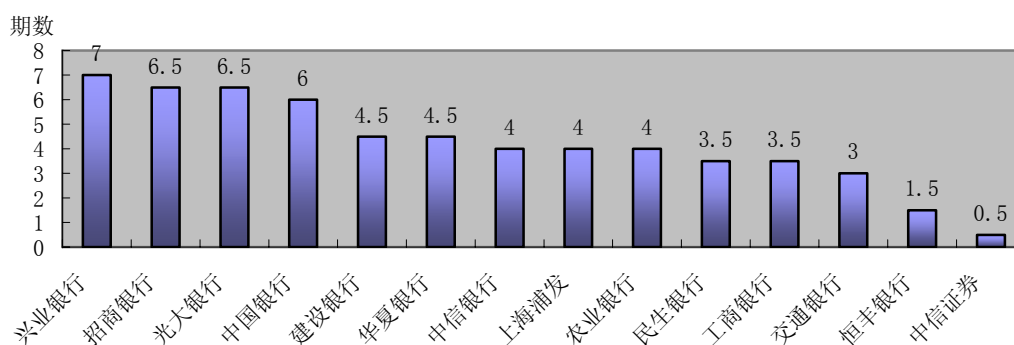
从图 4 可以看出，随着信用等级的逐步降低，短融发行利率呈逐步上升的趋势。从各个不同信用等级短融的平均发行利率来看，最高级 AAA 级平均发行利率为 3.52%、AA⁺ 级为 3.71%、AA 级为 3.74%、AA⁻ 级为 3.86%、A⁺ 级为 3.93%、A 级为 4.12%、A⁻ 级为 4.50%。但是同时也可以看到，由于各信用等级标准的不统一，也出现不同信用等级下的企业的短融发行利率相同的情况或相同信用等级下短融发行利率相差较大的情况。但总体看，随着信用等级的降低，短融的发行利率呈逐步升高的趋势。

2 短融各主承销商及评级机构市场情况

2.1 主承销商市场情况

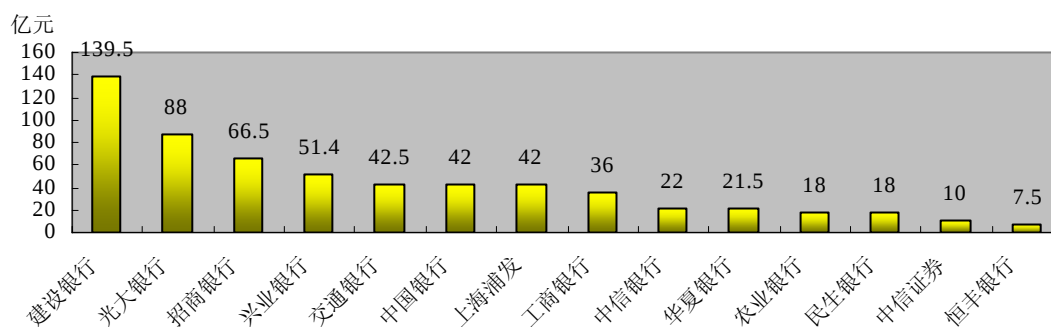
按发行期数（两家联合承销的短融，各算 0.5 期）统计，兴业银行以承揽发行 7 期的短融领先；其次，招商银行和光大银行分别主承销 6.5 期；中国银行主承销 6 家，建设银行、华夏银行、中信银行、上海浦发、农业银行、民生银行和交通银行等主承销的短融发行业务在 3~4 期之间；恒丰银行独立承销 1 期，与中信银行联合主承销 1 期，中信证券联合主承销 1 期。

图 5 2007 年第一季度各主承销商发行期数承揽情况



按各主承销商的主承销规模（两家联合主承销的规模，各占一半）统计情况如图 6 所示，建设银行主承销的短融总规模最大为 139.5 亿元，其中主承销中石化集团 100 亿元，其次是光大银行、招商银行和兴业银行，主承销规模均超过 50 亿元，恒丰银行主承销的发行规模最小，为 7.5 亿元。

图 6 2007 年第一季度各主承销商承销的发行规模情况



2.2 评级机构市场情况

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），其中远东与联合、大公各分别共同评级 1 期，无独立评级。表 1 及图 7 反映了 2007 年第一季度各评级机构所承担的已发短融信用评级情况。

图 7 2007 年第一季度各评级机构市场情况

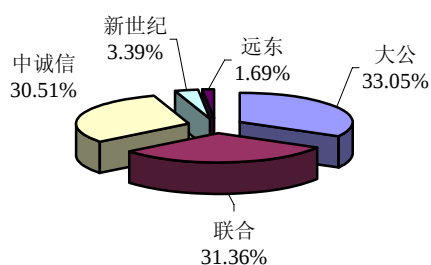


表 1 2007 年第一季度各评级机构
所承担的短融评级期数

评级机构	评级期数
大公	19.5
联合	18.5
中诚信	18
新世纪	2
远东	1
合计	59

注：双评级项目按每家 0.5 期考虑。

由于福禧事件导致远东的评级业务受较大影响，其业务规模迅速缩减。从整体市场占有率看，按期数计，前三家评级机构合计占市场总体的 95%。

3、2007 年第一季度短融利差分析

3.1 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。

2007 年第一季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 2007 年第一季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	利差 II
均值 (%)	3.83	2.85	0.98	3.65	2.85	0.80
方差	0.047	0.005	0.059	0.060	0.005	0.076

2007 年第一季度短融的平均发行利率为 3.83%，较 2006 年第一季度的平均发行利率 3.23% 上升了 60BP，虽然短融的发行利率随着央票利率的走高而逐步提高，但是与 1 年期银行贷款基准利率

* 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。

率相比，仍然相差约 250BP，短融的低成本优势更加明显。从短融的利差情况看，利差 I 均值为 98BP，利差 II 均值为 80BP，利差 II 比利差 I 平均多 18BP，短融首日交易市场与发行市场之间的收益空间虽然逐步缩小，但目前仍有 18BP 左右的空间不断吸引各类机构投资者。

总体看，随着央票利率的逐步提升，短融发行利率亦有一定幅度的提升。但与银行贷款利率相比因此，短融的低成本、低风险优势更为突出。

3.2 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，2007 年第一季度发行的 59 期短融中，信用等级为最高级别 AAA 级的有 6 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	6	0.68	0.078	0.51	0.050
AA ⁺	8	0.88	0.027	0.77	0.052
AA	13	0.86	0.043	0.68	0.070
AA ⁻	12	1.03	0.016	0.84	0.035
A ⁺	14	1.07	0.015	0.85	0.718
A	5	1.27	0.012	1.18	0.023
A ⁻	1	1.71	--	1.50	--

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 68BP，而信用等级较低的 A⁻ 级利差 I 为 171BP，最高等级与最低等级利差 I 均值相差 103BP；从 AA⁺ 级与 AA 级的利差 I 均值看，出现了 AA 级利差 I 均值高于 AA⁺ 级的情况，其主要原因一方面在于两个信用级别的统计样本数量有限，另一反面由于评级结果为 AA⁺ 级的短融发行时间大部分在 1~2 月份，整个市场发行利率较高，央票利率也稳定在 2.80%，而评级结果为 AA 级企业的短融发行时间集中在 3 月中下旬，短融市场整理利率有所降低，同时央票利率升高至 2.97%，因此，出现 AA 级利差 I 均值高于 AA⁺ 级的情况。而 AA⁻ 级与 A⁺ 级的利差 I 均值比较接近，低于 AA 级的利差 I 均值约 20BP；从 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 20BP，而低于 A⁻ 级利差 I 44BP。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 51BP，最低信用级别 A⁻ 级的杭州中策橡胶有限公司的利差 II 为 151BP，最高等级与较低等级的利差 II 均值相差 100BP。

从各个等级的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各个信用等级短融的利差 II 均值均低于利差 I 均值约 10~20BP 之间。可见，随着短融市场的日渐成熟，首日交易市场与发行市场之间的收益空间越来越小。

综合来看，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。

3.3 发行主体性质的利差分析

2007 年第一季度发行的 59 期短融中，按期数考虑，有 36 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 17 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 6 期为中外合资及集体企业。目前的短融发行主体中，国有独资、控股企业以及上市公司仍然占绝大多数。2007 年第一季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）	36	0.91	0.056	0.71	0.065
上市公司（包括国有控股、民营控股上市公司）	17	1.03	0.031	0.90	0.048
中外合资及集体企业	6	1.24	0.074	1.08	0.087

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 91BP 和 103BP，而中外合资及集体企业的利差 I 均值分别高达 124BP，比国有独资及控股性质企业高 21~33BP。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中外合资企业及集体企业的发行利率，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 71BP，上市公司和中外合资及集体企业的利差 II 均值分别为 90BP 和 108BP。因此，在首日交易市场，发行主体的性质也是影响首日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利差 II 比利差 I 平均低 20 BP，上市公司的利差 II 比利差 I 平均低 13 BP，中外合资企业及集体企业的利差 II 比利差 I 平均低 16BP。可见，中外合资企业及集体企业发行的短融仍然被要求有更高的风险补偿。

3.4 发行主体资产规模的利差分析

2007 年第一季度发行的 59 期短融中，发行主体资产规模超过 500 亿元的有 7 期，发行主体资产规模在 100~500 亿元之间的有 30 期，发行主体资产规模在 50~100 亿元之间的有 13 期，发行主体资产规模低于 50 亿元的有 9 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
500 亿元及以上	7	0.67	0.053	0.52	0.059
100~500 亿元	30	0.95	0.033	0.74	0.043
50~100 亿元	13	1.06	0.038	0.92	0.057
50 亿元及以下	9	1.21	0.050	1.07	0.075

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 121BP；主体资产规模超过 500 亿元的利差 I 均值为 67BP，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 540BP。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 107BP，而发行主体资产规模超过 500 亿元的，其利差 II 均值为 52BP，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 55BP。

从发行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 15BP；资产规模较小企业的利差 II 比利差 I 平均低 14BP。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，发行主体的资产规模对投资者的收益空间基本没有影响。

3.5 发行主体所属行业的利差分析

2007 年第一季度发行的 59 期短融中，电力行业、制造业以及建筑、运输企业相对较多，综合类主要包括毛纺行业、家用电器、橡胶等以及其他综合投资类。各主要行业利差 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
电力行业	8	0.88	0.071	0.69	0.113
制造业	14	1.04	0.069	0.88	0.085
建筑、交通运输业	9	1.01	0.054	0.83	0.056
医药、化工行业	7	1.04	0.026	0.85	0.071
物资流通业	6	1.05	0.036	0.83	0.078
其他综合类	15	0.91	0.069	0.74	0.069

从表 6 可以看到，在发行市场，电力行业利差 I 均值相对较低，为 88BP，其他行业的利差 I 均值均比较接近；在首日交易市场，电力行业的利差 II 均值相对较低，为 69BP，其他行业的利差 II 均值相对比较接近。

从各行业的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各个行业的利差 II 均值和利差 I 均值相差均在 20BP 左右。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基本没有影响。

3.6 短融发行规模的利差分析

2007 年第一季度发行的 59 期短融中，发行规模超过 10 亿元的有 24 期，其中发行规模超过 50 亿元的 1 期，为中石化集团发行的 100 亿元短融；发行规模在 5~10 亿元之间的有 24 期，发行规模低于 5 亿元的有 11 期。各发行规模利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 7 所示。

表 7 发行规模利差分析

短融发行规模	发行期数	利差 I		利差 II	
		均值 (%)	方差	均值 (%)	方差
10 亿元及以上	24	0.84	0.046	0.67	0.058
5~10 亿元 (不包括 10 亿元)	24	1.03	0.033	0.84	0.060
低于 5 亿元	11	1.17	0.062	1.02	0.069

从表 7 可以看出, 在发行市场, 随着发行规模逐步增加, 利差 I 呈逐步降低的趋势。发行规模低于 5 亿元, 其利差 I 为 117BP; 发行规模超过 10 亿元, 其利差 I 平均为 84BP, 发行规模较小的短融利差 I 均值比发行规模较大的短融利差 I 均值高 33BP。在首日交易市场, 随着发行规模的增加, 利差 II 均值亦呈降低的趋势, 发行规模低于 5 亿元, 其利差 II 均值为 102BP; 发行规模超过 10 亿元, 其利差 II 均值为 67BP, 发行规模较大和规模较小的利差 II 均值相差 35BP。可见, 短融的发行规模对短融发行利差和首日交易利差均有较为一定影响。

从不同发行规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言, 发行规模低于 5 亿元, 利差 II 比利差 I 平均低 15BP; 发行规模超过 10 亿元, 利差 II 比利差 I 平均低 17BP。从一级市场投资者的收益空间看, 各种发行规模的短融差异较小。

3.7 短融发行期限的利差分析

2007 年第一季度发行的 59 期短融中, 发行期限为 1 年的有 52 期, 发行期限短于 1 年的有 7 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	52	1.02	0.048	0.85	0.066
1 年期以下	7	0.71	0.062	0.50	0.045

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 102BP, 发行期限短于 1 年的平均利差 I 为 71BP。在首日交易市场, 发行期限为 1 年的短融 II 均值为 85BP, 发行期限短于 1 年的短融 II 均值为 50BP。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 17BP, 1 年期以下短融的首日交易利差较发行利差低 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。

3.8 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、短融的发行规模、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，资产规模、发行规模和发行期限的不同对投资者的收益空间基本没有影响，除电力行业外，其余行业发行主体所发行短融的发行利差和首日交易利差以及一级市场投资者的收益空间均没明显影响。

4、各评级机构利差波动对比

2007 年第一季度发行的 59 期短融中，参与信用评级的机构共有 5 家。各家评级机构的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 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	61 [§]	(0.26~1.71)	1.45	0.98	0.059	(0.18~1.36)	1.18	0.79	0.067
中诚信	18	(0.55~1.35)	0.80	0.98	0.054	(0.38~1.24)	0.86	0.78	0.063
联合	19 ^{*1}	(0.26~1.30)	1.04	0.91	0.056	(0.28~1.21)	0.93	0.77	0.069
大公	20 ^{*2}	(0.57~1.71)	1.14	1.06	0.062	(0.35~1.50)	1.15	0.88	0.093
远东	2	(0.99~1.05)	0.60	1.02	0.002	(0.73~0.81)	0.08	0.81	0.012
新世纪	2	(0.73~1.00)	0.27	0.87	0.037	(0.39~0.75)	0.36	0.57	0.066

从表 9 可以看出，对于利差 I，中诚信的均值与市场平均保持一致，而且利差区间较小；联合低于市场均值 7BP，其利差区间相比中诚信大 16BP，主要由于联合评级的中石化集团利差较小；大公高于市场均值 8BP，利差区间较大，主要因其评级的杭州中策橡胶短融利差较大；远东和新世纪由于评级期数较小，利差区间较小，方差波动也很小。

对于利差 II，中诚信和联合的均值与市场均值最为接近，分别低于市场均值 1BP 和 2BP，利差区间也相对较小；大公均值高于市场均值 5BP，利差区间为 101BP，方差波动相对较大；远东和新世纪由于评级期数有限，利差区间和方差均较小。

从发行市场和首日交易市场整体来看，中诚信、联合和大公三家评级机构评级结果比较接近，从利差波动范围看，中诚信最小，联合次之。

5、结论

2007 年第一季度短融累计发行 604.9 亿元，平均每月发行约 200 亿元，平均发行利率 3.83%。短融发行利率从期初的周平均 4.00%在波动中降至期末的周平均 3.76%，从各月发行情况看，2007 年各月平均发行利率呈逐步下降的趋势。与 2006 年同期相比，短融发行利率平均增加 60BP，但与一年期银行贷款基准利率相比，仍较一年期银行贷款平均低 250BP。与一年期央票利率相比，2007 年第一季度短融的平均发行利差为 98BP，平均首日交易利差 79BP。

§ 共同评级各算 1 期；

*1 其中 1 期为联合与远东进行双评级；

*2 其中 1 期为大公与远东进行双评级。

随着央票发行利率的不断走高以及银行贷款基准利率的上调，短融的发行利率并未如期上浮，而是在波动中有所下降，其一方面由于短融发行主体本身实力较强，信用风险较低；另一方面，资本市场流动性仍然较为充裕，资金供给量大。

从短融发行主体的长期信用级别看，随着信用等级的降低，其短融的发行利率逐步增加。信用等级最高的 AAA 级平均发行利差 68BP，平均首日交易利差 51BP；信用等级较低的 A 级平均发行利差 127BP，平均首日交易利差 118BP。发行主体的信用等级对短融的发行利差、首日交易利差以及一级市场投资者的收益空间的影响均较明显。但由于评级标准不统一等原因，仍出现不同信用级别企业的短融发行利率相同的情况。

从短融发行主体的企业性质、所处行业、主体资产规模已经发行的规模和期限来看，企业性质、主体资产规模、短融的发行规模、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，企业性质的不同对投资者的收益空间有一定影响，资产规模、发行规模和发行期限的不同对投资者的收益空间基本没有影响。除电力行业外，其余行业发行主体所发行短融的发行利差和首日交易利差以及一级市场投资者的收益空间均没明显影响。

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、发行规模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。