

2009 年第三季度短期融资券市场 利差分析报告



2009 年第三季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20091010

时间: 2009 年 10 月 10 日

分析师:

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@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

概要

本季度, 基于投资的有力支撑, 中国经济复苏加快, 但出口形势依然低迷, 中国经济复苏的持续性和有效性仍有赖于经济结构的持续调整。尽管本季度新增信贷规模环比明显下滑, 但货币供应量同比延续了高速增长的态势。受经济回暖对利率上升预期加大、货币政策微调、股市资金分流, 以及部分产品利率定价政策等诸多因素的影响, 债券市场整体利率水平显著上升。

本季度短券发行规模激增, 平均单笔发行规模放大, 主体信用等级仍集中在 AA-及以上级别; 短券发行利率在二季度探底后上行, 发行利差继续扩大, AAA 主体所发短券一二级市场利差倒挂现象有所改善。

通过回归分析和显著性检验, 本季度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; 此外, 本季度短券发行规模、期限结构对利差具有明显反向影响。本季度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性很高。

本季度联合资信在国内短券评级市场处于领先地位。在评级质量方面, 经过利差检验, 市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认可度, 利差均值和标准差均有差异。从发行市场看, 本季度 AA-和 AA 主体发行期数占比大, 在该两信用级别上, 联合资信利差 I 均值和标准差均最小, 投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高; 在 AA+的级别上, 投资者对中诚信的评级结果认可度最高; 在 A+的级别上, 投资者对大公的评级结果认可度最高。从交易市场来看, AA-和 AA 的主体级别上, 投资者对以上四家评级机构出具的评级结果并未表现出明显的认知一致性; 在 AAA 级别上, 投资者对联合资信出具的评级结果认可度最高; 在 AA+的级别上, 投资者对中诚信的评级结果认可度最高; 在 A+的级别上, 投资者对大公的评级结果认可度最高。

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。
- ◆ **本 季 度**：2009 年 7 月 1 日～2009 年 9 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。
- ◆ **地方政府债券**：2009 年 3 月 17 日，财政部代理发行 2000 亿元地方政府债券品种。
- ◆ **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，基于投资的有力支撑，中国经济复苏加快，但出口形势依然低迷，中国经济复苏的持续性和有效性仍有赖于经济结构的持续调整。尽管本季度新增信贷规模环比明显下滑，但货币供应量同比延续了高速增长的态势。受经济回暖对利率上升预期加大、货币政策微调、股市资金分流，以及部分产品利率定价政策等诸多因素的影响，债券市场整体利率水平显著上升。

基本面——经济回暖预期进一步强化，但出口形势仍不乐观，结构调整相对滞后

本季度中国经济继续延续了二季度以来的积极变化，根据国家统计局公布的数据，2009年1~8月中国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业，下同）实现利润16747亿元，同比下降10.61%，降幅较1~5月份缩小12.24个百分点，同比降幅呈连续收窄态势。工业增加值自5月份以来已经连续四个月加快增长，8月份增速达到12.30%，较上月快1.50个百分点，年内首次超过12.00%的临界点。其中，石油加工及炼焦业、煤炭开采业、电力等基础能源行业利润同比出现增长，但纺织、钢铁、化工、设备制造等行业利润下滑局面仍未改观。

从本季度拉动经济增长的三驾马车表现看，投资增长仍保持在高位，1~8月固定资产投资同比增长33%，为近年之最。消费方面，本季度尽管CPI、PPI同比仍呈现下降，但环比降幅收窄，国内消费逐步复苏。出口方面，根据海关总署公布的数据，7月、8月出口总值同比分别下降23.00%和23.40%，同比降幅较6月份有所扩大，环比金额也出现下滑，整体出口形势依然低迷。与此同时，美国、欧盟因国内失业率居高不下，接连发起对中国轮胎、钢管等产品的反倾销调查，贸易环境有恶化倾向，未来出口恢复增长仍面临很大挑战。

本季度，随着对下半年流动性预期的逐渐变化，以及IPO的重新开闸，股票、房地产等市场出现较大变动。上证指数自8月初突破3400点高位后进入调整通道，至9月底已跌至2800点以下；与此同时，上半年极度活跃的房地产市场陷入成交低迷，尽管商品房价格处于历史高位，但自8月以来，北京、上海、深圳房地产成交量环比分别下滑10.40%、12.90%和21.00%。

总体看，在大规模经济刺激政策的推动下，本季度中国固定资产投资仍保持高速增长，并继续形成对宏观经济的强劲拉动，国内消费逐步回暖，但出口形势依然低迷。此外，中国工业企业盈利能力出现恢复性增长的多集中于资源开发领域，主要得益于大宗商品价格的反弹；但受出口形势影响及成本压力的加大，制造业企业的盈利水平仍不乐观，产业结构矛盾可能成为未来经济持续回升的制约因素。可以说，本轮经济刺激计划中，“保增长”的任务已基本落实，但“调结构”的实施效应尚不明显。

政策面——适度宽松的货币政策基调不变，动态微调左右市场利率

财政政策方面，中央政府年初制定的4万亿元经济刺激计划作用明显，带动了固定资产投资迅猛增长，进而刺激了经济的全面复苏，上半年投资对GDP的拉动作用占比达到87.00%；但在“保增长”的同时，部分产能过剩的行业仍未得到应有的调控，经济结构调整效果并不理想。自2009年下半年开始，财政政策逐渐加大了对“调结构”侧重力度，9月底，国家发改委发布了抑制钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工等9大行业产能过剩的指导意见，明确了对产能过剩行业的

调控办法；并出台了对于再生能源、中小企业、个人消费信贷的扶植措施。

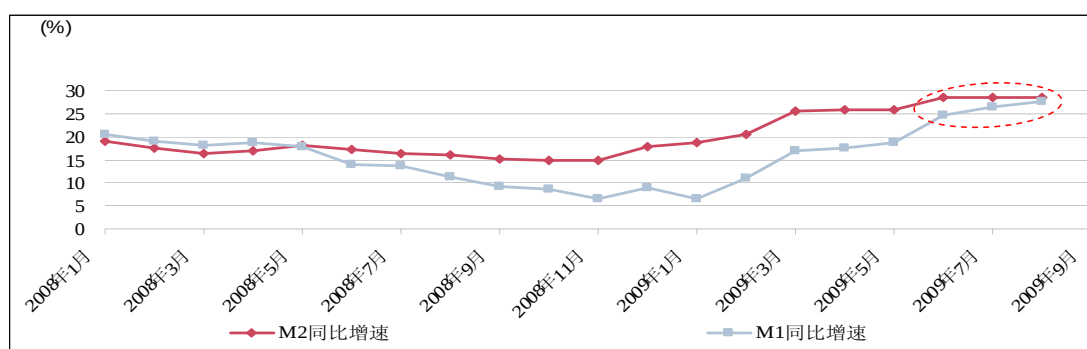
货币政策方面，由于2009年上半年信贷投放迅猛增长，下半年新增信贷明显放缓，尽管主管

部门不会改变适度宽松的政策基调，但从控制信用风险和提高资金使用效率的角度出发，货币政策动态微调对市场流动性形成了较大影响。6月底，银监会出台了加强对“二套房”贷款管理的有关文件，重申了首付比例和利率执行标准，对抑制房价过快上涨起到了重要作用；8月底，银监会《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》要求，商业银行持有其他银行的次级债，需从前者的附属资本中全数扣除，这一规定将溯及以往发行的所有次级债。若该政策最终实施，将对未来银行信贷规模，及银行间市场利率水平产生直接影响；9月，央行发行 2000 亿元定向央票，其中 1000 亿元不可交易、不可质押，尽管对银行系统资金供给难以构成实质性冲击，但发行利率上调和示范效应对市场影响明显。

资金面——实体经济复苏带动货币供应量持续增长，金融系统流动性压力获得缓解

在经历了 2009 年上半年信贷投放迅猛增长后，下半年新增贷款规模明显回落，7 月、8 月分别为 3559 亿元和 4104 亿元，但从近年信贷投放节奏和实体经济的资金需求看，“前松后紧”属于正常规律，并不意味货币政策会出现方向性变化。尽管期内新增信贷放缓，但由于经济回暖预期增强，企业投资意愿上升导致资金活化，6~8 月 M1、M2 同比增速继续加快，喇叭口持续收窄，实体经济投资意愿明显上升，资金活化程度提高，货币供应传导效应良好。

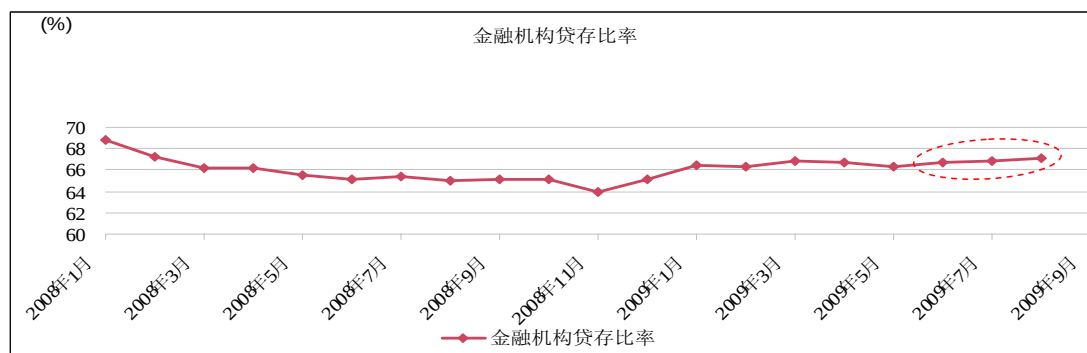
图 1 2008 年~2009 年 8 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

本季度，尽管货币供应量大幅增加，但实体经济投资需求的增长对此起到了很好的舒缓作用，金融机构贷存比率保持稳定增长，至 8 月底上升至 67.12%，对外放款压力不大，这也在一定程度上降低了金融机构对于金融资产的配置意愿，导致银行间市场债券利率阶段性上升。

图 2 2008 年~2009 年 8 月金融机构贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

债券市场——产品结构分化，短期债券发行规模增加，利率上浮明显

本季度内，中国债券整体发行规模持续扩大，国债、央行票据发行规模平稳增长，信用债结构性变化显著，期限结构呈短期化。具体表现在：（1）国债、央票发行规模平稳增长，本季度共发行国债 5126.1 亿元，较二季度增长 3.16%，央票发行规模 13210 亿元，环比增长 42.82%，体现了央行加大资金回笼力度和对商业银行信贷投放节奏调控的意图；（2）短券发行规模显著上升，本季度共发行 1601.55 亿元，环比增长 179.26%，主要是多笔大金额短券集中于本季度发行，其中包括“09 中油股 CP01”（300 亿元）、“09 中油股 CP02”（300 亿元）、“09 中石集 CP01”（100 亿元）、“09 中石化 CP01”（150 亿元），造成整体发行规模出现阶段性上升；（3）中期票据、企业债等中长期信用债券发行规模环比下降，其中中期票据季度发行规模自 2008 年以来首次出现环比下滑。

造成信用债期限结构短期化的主要原因包括：（1）发行人自身资金配置需要，用以补充流动资金；（2）经济回暖加速，利率上升预期加大，短期信用债券品种有利于投资者规避利率上升的风险，投资者对短期信用债券购买的意愿有所加大；（3）以商业银行为首的投资者受到央行、银监会政策调控的影响，对中长期债券配置热情有所下滑。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	本季度 发行期数	本季度发行规模 (亿元)	二季度发行规模 (亿元)	一季度发行规模 (亿元)	发行规模 环比变化
国债	24	5126.1	4969	749	3.16%
央票	25	13210	9250	4800	42.81%
商业银行金融债	18	1424.5	487	490	192.51%
短期融资券	71	1601.6	574	965	179.26%
企业债	25	859	1149	552	-25.24%
中期票据	39	1327	1807	1656	-26.56%

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

从债券市场利率表现看，本季度债券市场利率呈现上升趋势，其中短期利率升幅更为明显，1 年期国债利率较 7 月初上升近 40BP，1 年期央票利率上升近 30 个 BP，1 年期 SHIBOR 升幅约 30BP，1 年期短券升幅在 20~50BP 不等；与此相比，中长期债券利率上升主要体现部分 3 年期中期票据上，升幅在 50BP 左右，造成收益率曲线上移的主要原因包括：（1）央行、银监会等主管部门本季度加大了对商业银行流动性和信用风险的调控力度，导致其对债券配置意愿下降；（2）IPO 重启和创业板开闸引起的债券市场资金分流，本季度中国建筑、光大证券、中国国旅等企业首发上市，冻结资金量均超过 1 万亿元，再加上创业板开闸吸引的申购资金，对债券市场资金供给产生阶段性影响，对短期利率的冲击尤为明显；（3）银行间市场交易商协会于 8 月 7 日召开的债券融资工具定价联席会议，对 AAA 级企业的短券和中票发行利率设定了参考下限，其中 AAA 级企业 1 年期短券发行利率下限为 2.30%，3 年期中票发行利率下限为 3.35%、5 年期中票发行利率下限为 4.2%，导致了短券及中票整体发行利率的走高。

总体看，本季度，基于投资的有力支撑，中国经济复苏加快，但出口形势依然低迷，中国经济复苏的持续性和有效性仍有赖于经济结构的持续调整。尽管本季度新增信贷规模环比明显下滑，但货币供应量同比延续了高速增长的态势。受经济回暖对利率上升预期加大、货币政策微调、股

市资金分流，以及部分产品利率定价政策等诸多因素的影响，债券市场整体利率水平显著上升。

二、 短券发行市场情况

短券发行量激增，平均单笔发行规模放大，发行人主体信用等级分布范围仍集中在 AA-及以上

本季度共有 70 家企业累计发行短券 71 期，合计发行 1601.55 亿元，与 2008 年同期相比，发行总规模和平均单笔发行规模分别同比增长 33.05% 和 38.66%；与 2009 年二季度相比，发行总规模和平均单笔发行规模环比增长 179.26% 和 128.11%。本季度短券发行规模激增，一方面，发行人为规避年底资金收紧，减少利率成本增大的风险，都集中在三季度发行，其放量发行情况符合近几年短券季度发行规模的走势；另一方面，由于多笔大金额短券在本季度集中发行，其中石油股份、中石化股份以及中石油集团在本季度合计发行了 4 期累计 850 亿元的短券，大额短券的发行导致本季度短券发行规模激增的同时，也使得当期平均单笔发行规模显著放大。

表 2 短券发行基本情况

项 目	2009 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/%)	
		2008 年三季度	同比增长率	2009 年二季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	1601.55	1203.70	33.05	573.50	179.26
发行期数 (期)	71	74	-4.05	58	22.41
发行家数 (家)	70	71	-1.41	56	25.00
平均单笔发行规模 (亿元)	22.56	16.27	38.66	9.89	128.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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 63 期，占总发行规模的 88.73%；发行期限在 1 年以下的 8 期，占 11.27%。本季度短券均采用单利（固定利率）发行方式。

从主体信用等级分布情况来看，在本季度发行的短券中，主体信用等级在 AA-及以上（含 AA-）的 64 期，占总发行期数的 90.14%；主体信用等级在 A+及以下的 7 期，占总发行期数的 9.86%，由于本季度有 2 期中小企业获发短融，主体评级也出现了 A 的信用等级。总体来看，2009 年以来，短券发行主体信用等级分布范围进一步向 AA-及以上级别集中，造成发行主体信用等级分布变化的主要原因在于，在经济增速放缓的形势下，投资者更青睐于安全性较高的债券，对 A+及以下主体所发短券产品采取回避态度，因而导致 A+及以下主体短券发行困难。

表 3 主体信用等级分布变化情况

主体级别	2008 年		2009 年上半年		2009 年三季度	
	发行期数(期)	占比(%)	发行期数(期)	占比(%)	发行期数(期)	占比(%)
AAA	45	16.79	16	13.91	12	16.90
AAA-	1	0.37	--	--	--	--
AA+	43	16.04	25	21.74	7	9.86
AA	59	22.01	30	26.09	22	30.99
AA-	68	25.37	33	28.70	23	32.39
AA-及以上合计	216	80.60	104	90.43	64	90.14

A+	41	15.30	11	9.57	5	7.04
A	6	2.24	--	--	2	2.82
A-	3	1.12	--	--	--	--
BBB+	2	0.75	--	--	--	--
AA-以下合计	52	19.40	11	9.57	7	9.86
合计	268	100.00	115	100.00	71	100.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

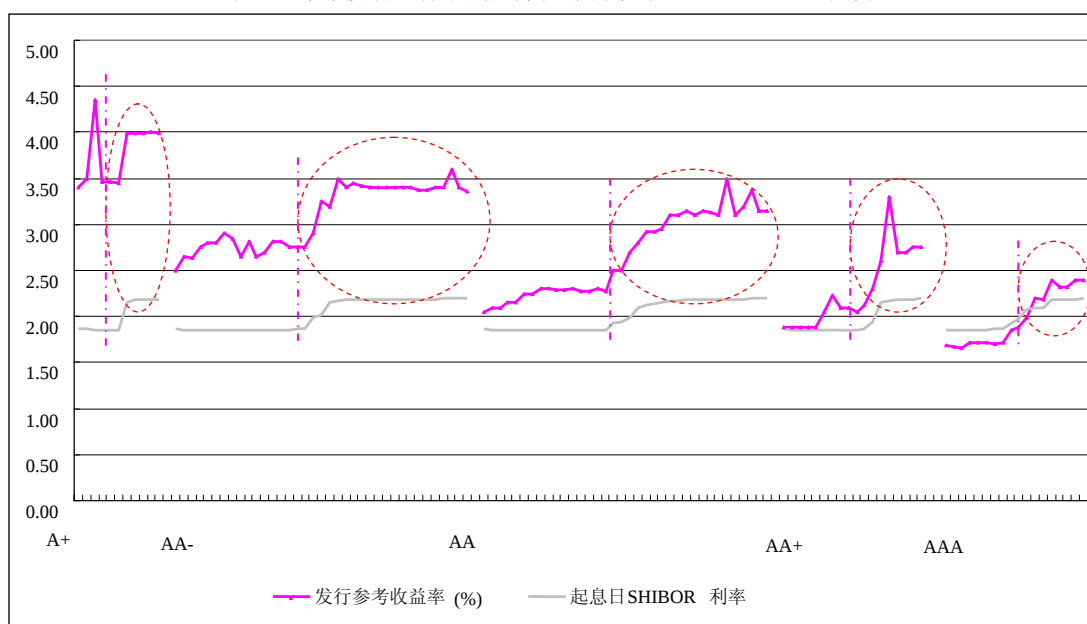
注：在统计企业主体信用等级时，双评级不同主体级别情况下按两期计算，其中 2008 年度共有 4 期双评，2009 年二季度共有 1 期双评。

发行利率探底后上行，发行利差继续扩大，AAA 主体所发短券一二级市场利差倒挂现象有所控制

2009 年上半年，宽松的货币政策下，货币供应量保持高速增长，市场流动性不断增加，货币市场利率维持极低水平，短券发行利率持续走低；2009 年三季度以来，受各种因素驱动，短券发行利率在二季度探底后整体攀升，详见图 3 和表 4。本季度短券发行利率的调整主要分为两阶段：

第一阶段：2009 年 7 月-8 月 6 日，以一年期央票重启为起点（2009 年 7 月 10 日发行一年期“09 央行票据 25”），其显著特征是货币市场利率显著提高，央行政策的转向预期充斥了市场，短券整体发行利率在二季度探底后不断上行，由 2009 年二季度的 2.39% 上升到 2.52%，其 13BP 的涨幅较同期 SHIBOR（1Y）14BP 的涨幅基本持平。

图 3 本季度各主体级别短券发行利率与 SHIBOR（1Y）走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；注：标注时间阶段为本季度 8 月 7 日之后。

第二阶段：2009 年 8 月 7 日至 9 月底，以 2009 年 8 月 7 日银行间交易商协会针对 AAA 级企业在银行间债券一、二级市场价格倒挂现象召开的债券融资工具定价联席会议为起点，其显著特征是对 AAA 级企业的短融和中票发行利率设定了参考下限，其中 AAA 级企业 1 年期短券发行利率下限为 2.30%，与二季度 AAA 级别企业短券 1.72% 的平均发行利率相比，上升 58BP。发行指导利率的上行直接推高了 AAA 级企业短券的发行利率，同时由于 AAA 级别主体短券发行利率具有标杆作用，其他信用等级企业短券发行利率也随之走高；同月 19 日，银监会下发了《关于完善商

业银行资本补充机制的通知》（征求意见稿）在宽松的信贷环境下，要求银行将交叉持有的次级债和混合债从附属资本中扣除，为了短期内提高资本充足率，商业银行一方面通过用国债、政策性金融债等风险权重较低的债券置换即将到期的贷款和信用债券，另一方面将通过加大对国债和政策性金融债的配置，减少信用债券的配置等措施来满足资本充足率的要求，商业银行作为短券最大的认购者，该征求意见稿的出台，加大了短券尤其是 AAA 级别以下信用等级企业短券发行利率的上行压力，通过表 3 可以发现，AA-至 AA+的短券发行利率上涨点数明显高于 AAA 企业短券。受以上两因素的驱动，本季度第二阶段的整体发行利率由本季度第一阶段的 2.52%上穿至 3.23%，其 71BP 的涨幅较同期 SHIBOR（1Y）18BP 的涨幅高出 53BP。

表 4 本季度各主体级别短券发行利率均值

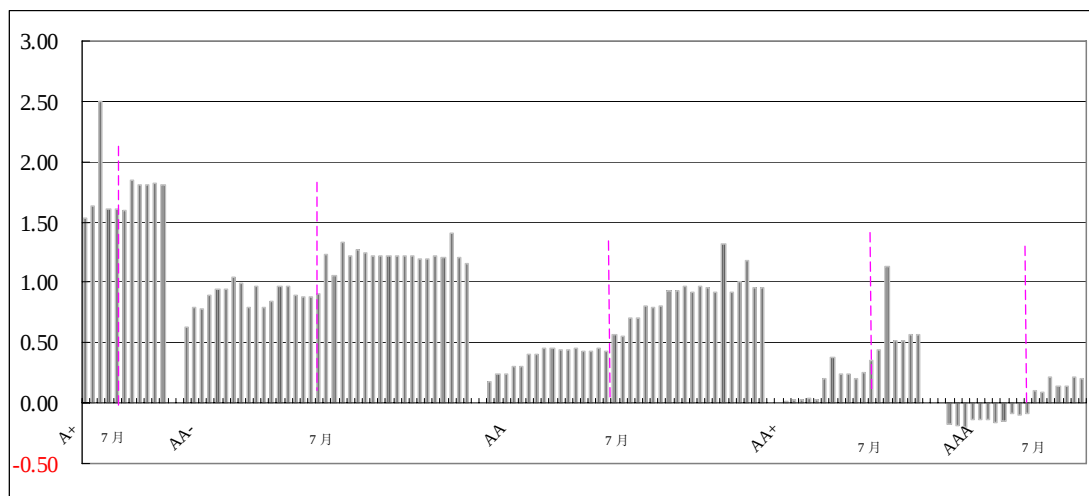
发行日	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
2009 年第二季度(%)	1.71	1.99	2.23	2.74	3.60	--	--
2009 年第三季度(%)	2.16	2.73	2.96	3.29	3.99	4.85	--
2009 年第三季度较 2009 年第二季度变动 (BP)	45	74	73	55	39	--	--
2009 年第三季度分两阶段调整情况:							
第一阶段:	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
2009.7.1-2009.8.7 (%)	2.02	2.30	2.62	2.89	--	--	--
第一阶段较 2009 年第二季度变动 (BP)	31	31	39	15	--	--	--
第一阶段平均发行利率较上季度变动与同期 SHIBOR（1Y）变动之差 (BP)	-1						
第二阶段:	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
2009.8.7-2009.9.30(%)	2.26	2.80	3.16	3.41	3.99	4.85	--
第二阶段较第一阶段变动 (BP)	24	50	54	52	--	--	--
第二阶段平均发行利率较第一阶段变动与同期 SHIBOR（1Y）变动之差 (BP)	53						

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从本季度短券发行利差来看，不同信用等级主体所发短券的发行利差均有继续扩大趋势，其中 AAA 主体所发短券与 SHIBOR 间的利差逐步由负转正，其他信用等级对应的发行利差亦呈继续扩大的趋势。此外，从发行人基本面来看，随着宏观经济的好转，企业盈利能力和偿债能力的增强，AA+及以下等级主体所发短券的预期违约率将下降，其发行利差具有收敛的可能，而 AAA 主体所发短券的发行利率由于目前仍处于低位，其发行利差收敛的可能性不大。

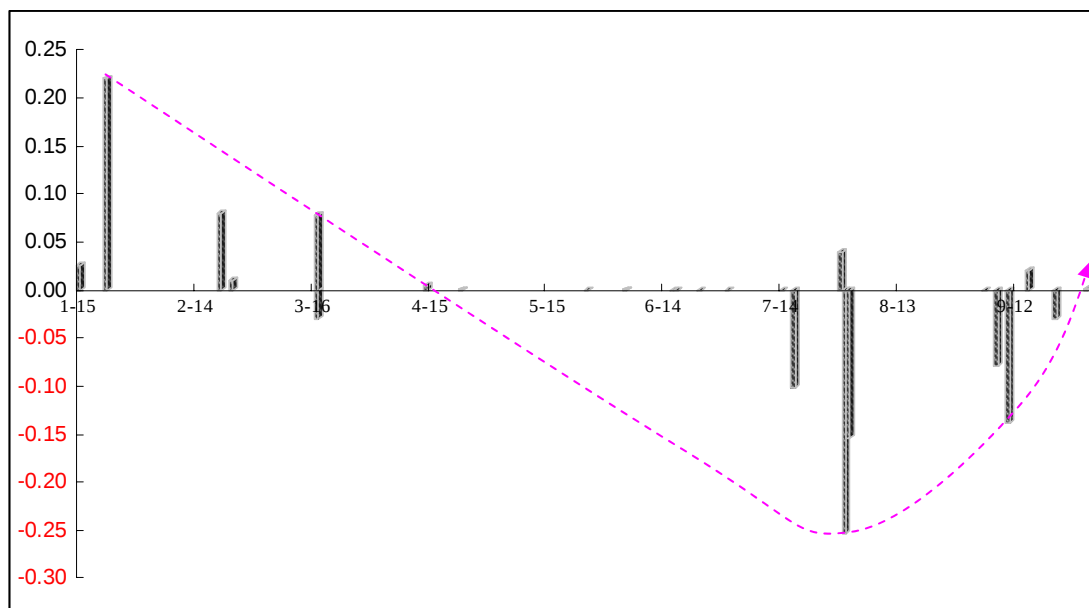
从本季度短券一二级市场利差来看，2009 年二季度以来，AAA 企业短券发行利率与二级市场收益率之间的利差呈现大幅下滑，并最终形成倒挂，在由银行间交易商协会召开的债券融资工具定价联席会议后，一二级市场利差下滑逐步得以控制，但联合资信同时也看到，目前部分 AAA 主体短券一二级市场利差仍为负值，二级市场定价来源于真实的市场需求，为引导 AAA 级企业所发短券一级市场利率向市场价值的理性回归，相关监管机构仍需进一步完善一级市场定价机制。

图4 2009年二季度以来各主体级别短券发行利差走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；注：标注时间阶段为本季度8月7日之后。

图5 2009年以来AAA主体所发短券一二级市场利差走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行主体性质仍以国企为主，但民营和外资企业占比有所提高

本季度短券发行主体共计 70 家，按照所有制性质划分，国有企业 59 家，占 84.29%；民营企业合计 8 家，占 11.43%，外资企业 3 家，占 4.29%，国有企业仍为短券发行的主要群体。同时也发现，由于中国宏观经济企稳向好势头明显，一些优质的民营和外资企业抗风险能力强化，该类企业在三季度也加入到短券发行队伍，与 2009 年上半年相比，民营及外资企业占比提高 6.39 个百分点。

发行主体地区集中程度较高，北京市短券发行期数排名第一

从发行主体地区分布来看，本季度发行期数合计 71 期，华北和华东两地区发债主体合计 37 期，占同期发行期数的 52.11%；东北和西北地区发债企业相对较少，分别为 3 期和 4 期，合计仅

占 9.86%。

从各地区所辖的重点省、直辖市短券发行集中度来看，短券发行期数占比排名第 1 的华北地区中北京市短券发行期数最多，其发行期数占华北地区发行期数的 65.00%，占全国发行期数的 18.31%；短券发行期数占比排名第 2 的华东地区，其所在省、直辖市中上海、江浙、山东和福建等 5 地短券发行期数基本相当。短券发行排名第 4 的华南地区，其发行主体基本上集中在广东省，其短券发行期数仅次于北京市。各地区重点发债省、直辖市详见表 5。

表 5 本季度发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量 (期)	重点发债区域	数量 (期)	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	20	北京市	13	65.00
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	17	浙江省	4	23.53
华中	河南省、湖北省、湖南省	11	河南省	5	45.45
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	9	广东省	8	88.89
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	7	云南省	4	57.14
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	新疆维吾尔自治区	2	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	3	辽宁省	2	66.67

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度未参与短券发行的省份和地区仍较多，主要包括：安徽省、贵州省、黑龙江省、西藏自治区、广西壮族自治区、宁夏回族自治区。

大额度短券承销规模较大，工、建、中、交、农等 5 家银行短券承销规模优势显著

本季度共有 20 家主承销商参与了 71 期短券的承销。其中独立承销期数 53 期，参与独立发行的主承销商共计 18 家，独立承销规模合计 549.55 亿元，平均每家独立承销 30.53 亿元；联合承销 18 期，参与联合发行的主承销商 15 家，联合承销规模合计 1052 亿元，平均每家承销 70.13 亿元。

按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 380 亿元；建设银行、中国银行、交通银行和农业银行分别位列 2-5 位，总承销额度在 270-180 亿元之间，以上五家主承销商构成了本季度承销规模的第一梯队。兴业银行、光大银行、浦发银行、招商银行、民生银行、中信银行、南京银行、进出口银行、渤海银行和北京银行分别位列 6-15 位，总承销额在 75-10 亿元之间，其余承销额度不足 10 亿元。

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的短券共 6 期，分别为：50 亿元的“09 华能 CP02”，60 亿元的“09 武钢 CP01”，100 亿元的“09 中石集 CP01”，150 亿元的“09 中石化 CP01”、300 亿元的“09 中油股 CP01”和 300 亿元的“09 中油股 CP02”，合计发行额度达 960 亿元，占本季度发行总额度的 59.94%，以上 6 期短券分别由工商银行、建设银行、中国银行、交通银行和农业银行 5 家银行联合主承销，大额度短券规模的承销显著提升了这 5 家主承销商的承销规模。

按照承销期数统计，兴业银行为 9 期，位居首位；建设银行、光大银行、工商银行和中国银行分别为 8.5 期、7 期、6 期和 5 期，分别位居 2-5 位；其余各家银行承销均在 5 期以下，承销期数相对较小。

总体看，本季度工、建、中、交、农等国有大型股份制银行凭借着自身良好的客户资源占据了发行规模的主导地位，以上 5 家银行本季度合计主承销 1261.50 亿元，占本季度发行总额度的 78.77%，国有大型股份制银行在短券市场的承销地位优势显著。

表6 本季度短券市场各主承销商承销情况

银行名称	单独主承		联合主承		合计			
	期次 (期)	额度 (亿元)	期次 (期)	额度 (亿元)	期次 (期)	排名 (位)	额度 (亿元)	排名 (位)
工商银行	2	45	4	335	6	4	380	1
建设银行	6	131	2.5	137	8.5	2	268	2
中国银行	3	73	2	165.5	5	5	238.5	3
交通银行	2	8	1.5	185	3.5	8	193	4
农业银行	3	22	1	160	4	7	182	5
兴业银行	9	72.55			9	1	72.55	6
光大银行	6	53	1	15	7	3	68	7
浦发银行	3	26	0.5	8.5	3.5	8	34.5	8
招商银行	3	20	0.5	10	3.5	8	30	9
民生银行	4	25	0.5	3.5	4.5	6	28.5	10
中信银行	2	10	1.5	10	3.5	8	20	11
南京银行	1	15			1	17	15	12
进出口银行	2	10	0.5	3.5	2.5	12	13.5	13
渤海银行	1	10	0.5	2	1.5	16	12	14
北京银行	2	10			2	13	10	15
恒丰银行	1	2	1	7	2	14	9	16
国开行	1	9			1	18	9	17
中金			0.5	8.5	0.5	19	8.5	18
广东发展银行	2	8			2	15	8	19
中信证券			0.5	1.5	0.5	20	1.5	20
合计	53	549.55	18	1052	71	--	1601.55	--

资料来源：中国债券信息网 联合资信整理

注：联合主承销情况下，计算各主承销商市场份额时，期次各按 0.5 计算，额度各按 50% 计算。

三、 短券利差分析

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，本季度发行的71期短券中，样本量较大的AA-和AA信用等级主体（合计发行45期，占63.38%）所发短券发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率均显著相关。

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	方法	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
AA	发行利率	Enter	0.949	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	交易利率		0.912	.000
AA-	发行利率	Enter	0.954	.000
	发行日 SHIBOR 利率			
	发行利率		0.955	.000
	发行日 SHIBOR 利率			

资料来源：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”，同时也在原《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，各信用等级主体级差持续收窄

表 8 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，图 6 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况。

本季度短券定价基准利率——SHIBOR 利率随着经济回暖，利率上升预期加大，走势较上一季度有所回升，但仍处于较低水平，维持在 1.8712%~2.2022%。短券发行利率方面，受 SHIBOR 利率的上升，AAA 主体等级发行利率最低参考设定政策，以及股市回暖和创业板的开启对资金分流等多重因素的影响，发行利率呈现快速上升的态势。

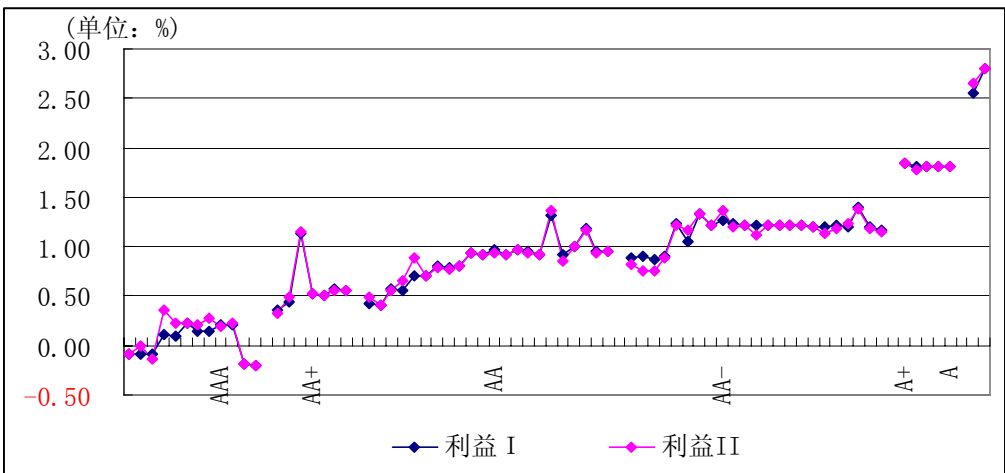
短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有显著性，即随着主体长期信用等级的降低，各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定增长趋势。②AA-至 AAA 之间级差较 2009 年第二季度有所放大，由第二季度的 103BP 增大至 113BP，主要体现在 AA+与 AAA 之间的级差扩大，由第二季度 28 个 BP 扩大至 55 个 BP；AA 与 AA+级差较第二季度变动不大；AA-与 AA 之间的级差由第二季度的 50BP 缩小至 32 个 BP；而 AA-以下级主体所发短券由于风险相对较高，级差仍较大。

表8 本季度各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)	方差	均值 (BP)	级差 (BP)	方差
AAA	1.85~2.40	2.16	4	--	0.16	9	--	0.20
AA+	2.30~3.30	2.73	59	55	0.25	59	50	0.26
AA	2.31~3.50	2.96	85	26	0.22	86	27	0.21
AA-	2.75~3.60	3.29	117	32	0.14	115	29	0.18
A+	3.99~4.00	3.99	182	65	0.01	181	66	0.02
A	4.70~5.00	4.85	267	85	0.18	272	91	0.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 6 本季度各级别发行主体短券利差分布情况



资料来源：中国债券网，wind 资讯，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 9 通过方差分析法进行检验，以确定信用级别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。

表 9 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用级别-利差 I 显著性检验结果		信用级别-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.)
A	A+	0.8560*	0.000	0.9137*	0.000
	AA-	1.5083*	0.000	1.5768*	0.000
	AA	1.8245*	0.000	1.8675*	0.000
	AA+	2.0889*	0.000	2.1357*	0.000
	AAA	2.6366*	0.000	2.6340*	0.000
A+	A	-0.8560*	0.000	-0.9137*	0.000
	AA-	0.6523*	0.000	0.6631*	0.000
	AA	0.9685*	0.000	0.9538*	0.000
	AA+	1.2329*	0.000	1.2220*	0.000
	AAA	1.7806*	0.000	1.7203*	0.000
AA-	A	-1.5083*	0.000	-1.5768*	0.000
	A+	-0.6523*	0.000	-0.6631*	0.000
	AA	0.3162*	0.000	0.2908*	0.001
	AA+	0.5806*	0.000	0.5589*	0.000
	AAA	1.1283*	0.000	1.0573*	0.000
AA	A	-1.8245*	0.000	-1.8675*	0.000
	A+	-0.9685*	0.000	-0.9538*	0.000
	AA-	-0.3162*	0.000	-0.2908*	0.001
	AA+	0.2644	0.062	0.2681	0.096
	AAA	0.8121*	0.000	0.7665*	0.000
AA+	A	-2.0889*	0.000	-2.1357*	0.000
	A+	-1.2329*	0.000	-1.2220*	0.000
	AA-	-0.5806*	0.000	-0.5589*	0.000
	AA	-0.2644	0.062	-2.2681	0.096
	AAA	0.5477*	0.000	0.4984*	0.000
AAA	A	-2.6366*	0.000	-2.6340*	0.000
	A+	-1.7806*	0.000	-1.7203*	0.000
	AA-	-1.1283*	0.000	-1.0573*	0.000
	AA	-0.8121*	0.000	-0.7665*	0.000
	AA+	-0.5477	0.000	-0.4984*	0.000

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从结果可见，本季度 AA 和 AA+ 的利差 I 和利差 II 难以通过检验。一方面，受银行间交易商

协会对 AAA 级主体短券发行利率参考下限的设定，以及各商业银行为应对监管机构要求，提高资本充足率实施措施的影响，加大了短券整体发行利率尤其是 AAA 级别以下主体所发短券利率上升压力，加之 AA 和 AA+ 间利率级差相对较小，短券利率的调整促使同一等级的利率范围的扩大，导致该两级别交集重合显著；另一方面，本季度 AA+ 主体所发短券中，“09 方正 CP02” 发行和交易利率出现异常，该期短券发行利率为 3.30%，较同期同级别发行利率值高出 57BP，发行利差为 113BP，交易利差达到了 116BP。

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，短券利差与主体级别整体相关性很高，但也出现个别短券表现异常，一二级市场投资者认为该债券风险溢价应显著高于该主体信用等级对应的风险水平。

（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、所属行业、发行期限、发行规模和企业性质等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。

利差在企业规模方面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 500 亿元以上与 500 亿元以下的主体短券利差最为显著；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）	方差	均值（BP）	方差
500 亿元及以上	15	2.37	24	0.43	36	0.47
100~500 亿元	32	3.06	94	0.32	88	0.37
50~100 亿元	16	3.19	107	0.43	108	0.40
低于 50 亿元	8	3.91	173	0.64	174	0.66

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业间的结构性差异

从本季度发行主体主要行业分布情况看（见表 11），电力和石油行业主体发行利率持续处于较低的利率水平，利差均值相对较低；钢铁、交通运输等行业对应发行主体利率和利差均值较第二季度有所提升；电信和医药由于发行主体信用等级相对较低，受其影响，平均发行利率和利差均值较高。

表 11 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）	方差	均值（BP）	方差
电力	8	2.08	59	0.45	62	0.45
石油	7	2.24	14	0.43	15	0.43
综合类	3	2.56	196	0.49	76	0.51
钢铁	7	2.86	73	0.49	76	0.46

有色金属	5	3.09	101	0.29	98	0.28
交通运输业	3	3.10	95	0.85	102	0.72
煤炭	6	3.21	104	0.51	104	0.5
医药	2	3.47	131	0.71	130	0.72
电信	3	3.81	163	0.79	165	0.87

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、发行期限与利差分析

表 12 可见发行期限在一定程度上影响短券的利差。发行期限越短，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，现阶段在利率上升预期增大的背景下，短券期限越短，越易于投资者规避利率上升风险，利于短券发行。

本季度，尽管所发行的短券仍以 1 年期为主，但发行期限在 1 年以下的由第二季度的 1 期增加至 8 期，占同期总发行期数的 11.27%。发行期限对利率水平影响也较第一季度和第二季度更为显著，一年期与一年以下期限发行利差 I 平均差值为 51BP；利差 II 平均差值为 26BP。

表 12 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）	方差	均值（BP）	方差
一年期以下	8	2.64	46	0.58	68	0.55
一年期	63	3.09	97	0.57	94	0.58

资料来源：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 为本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，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 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）	方差	均值（BP）	方差
50 亿元及以上	6	2.10	-3	0.17	22	0.49
10~50 亿元	23	2.83	71	0.45	66	0.47
1~10 亿元	40	3.21	108	0.38	108	0.37
低于 1 亿元	2	4.85	267	0.18	272	0.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

4、企业性质与利差分析

本季度发行短券以国有企业为主，民营企业和中外合资企业合计发行 11 期；从平均发行利率来看，民营企业和中外合资企业平均发行利率均高于国有企业。联合资信认为，从发行期数和发行利率来看，市场对国有企业的认可度明显高于民营和中外合资类企业。

表 14 本季度企业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
国有企业	60	2.95	82	0.53	83	0.52
民营企业	9	3.59	145	0.72	146	0.74
中外合资	2	3.07	103	0.22	96	0.30

资料来源：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，本季度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性很高，相关系数公式参见表 15。

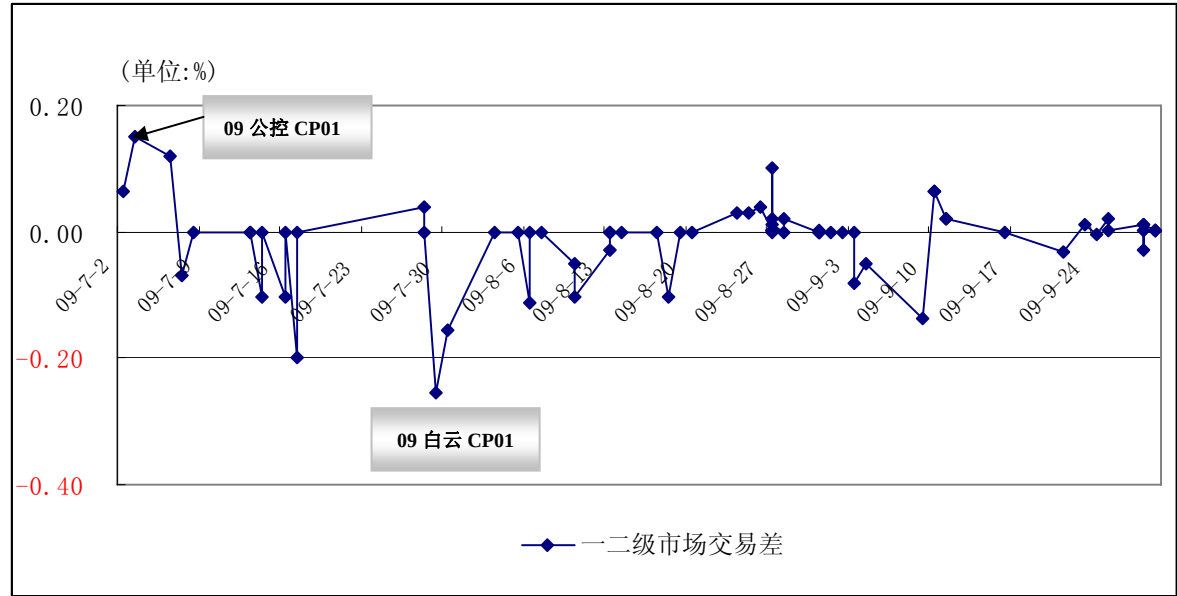
表 15 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

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	0.995 ^a	0.990	0.990	.000
首日交易利率					
利差 I		0.995 ^a	0.989	0.989	.000
利差 II					

(1) 发行利率=-0.042+1.010*首日交易利率
(2) 利差 I=-0.014+1.008*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 7 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，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），本季度所发短券一、二级市场套利空间较第二季度进一步缩窄，大部分短券套利空间在 6BP 以内，套利空间 10BP 以上仅三期分别为“09

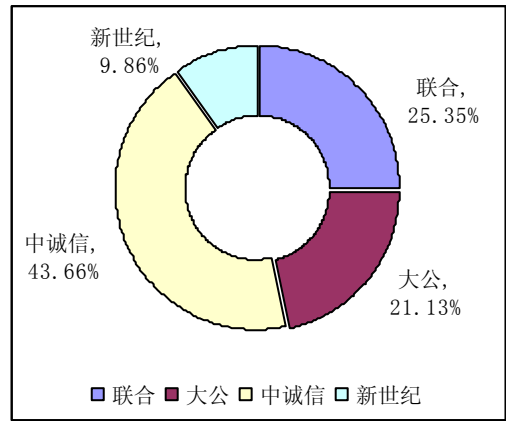
夏钨 CP02”（10BP）、“09 华新 CP01”（12BP）、“09 公控 CP01”（14BP），其发行主体均为 AA- 级别企业。本季度，首日套利空间为负值合计 20 期，较第二季度有所增多，但自银行间交易商协会对 AAA 级主体短券发行利率参考下限设定的政策实施之后，其首日套利负值均值有所减小，由本季度第一阶段（2009-7-1 至 2009-8-6）的 12 个 BP 下降至第二阶段（2009-8-7 至 2009-9-30）5 个 BP。具体看，套利亏损 10BP 以内的 11 期；套利亏损 10BP~20BP 之间 7 期；套利亏损 20BP 以上的 2 期，分别是“09 浙铁投 CP01”（-20BP）和“09 白云 CP01”（-25BP）。

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

本季度 4 家评级机构共出具 71 期短券评级报告，无双评级。联合资信在国内短券评级市场仍保持了相对领先地位，市场占有率为 25.35%。从 4 家评级机构本季度的客户质量来看（见表 16），联合资信所评客户中，主体级别 AA- 及以上的期数合计占 100.00%；其余依次为中诚信占 90.32%，大公占 86.67%，新世纪占 71.43%。

图 8 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。

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	6	6	--	--	12
AA+	3	2	1	1	7
AA	3	13	4	2	22
AA-	6	7	8	2	23
A+	--	3	2	--	5
A-	--	--	--	2	2
合计	18	31	15	7	71
其中：AA- 以上占比	100%	90.32%	86.67%	71.43%	90.14%

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 样本数据，对中诚信、联合资信、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	新世纪	2	2.6744	0.1807	2.7241	0.1090
A+	中诚信	3	1.8205	0.0188	1.8178	0.0163
	大公	2	<u>1.8151</u>	<u>0.0051</u>	<u>1.7992</u>	<u>0.0257</u>
AA-	联合	6	<u>1.1104</u>	<u>0.1621</u>	1.0690	0.2201
	中诚信	7	1.1762	0.1674	1.1660	0.1963

	大公	8	1.1883	0.1321	1.1746	0.1519
	新世纪	2	1.2087	0.0141	1.2077	0.0144
AA	联合	3	<u>0.6465</u>	<u>0.1911</u>	0.7196	0.2079
	中诚信	13	0.8924	0.2163	0.8965	0.2153
	大公	4	0.9471	0.0223	0.9205	0.0485
	新世纪	2	0.6835	0.3794	0.6743	0.3874
AA+	联合	3	0.6668	0.4116	0.6649	0.4372
	中诚信	2	<u>0.5465</u>	<u>0.0357</u>	<u>0.5344</u>	<u>0.0205</u>
	大公	1	0.5621	--	0.5647	--
	新世纪	1	0.4425	--	0.4906	--
AAA	联合	6	-0.0363	0.1746	<u>0.0184</u>	<u>0.1961</u>
	中诚信	6	0.1118	0.1081	0.1985	0.1531

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 17 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，从发行市场看，本季度 AA-和 AA 主体发行期数占比大，在该两信用级别上，联合资信利差 I 均值和标准差均最小，投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高；在 AA+的级别上，投资者对中诚信的评级结果认可度最高；在 A+的级别上，投资者对大公的评级结果认可度最高。从交易市场看，AA-和 AA 的主体级别上，投资者对以上四家评级机构出具的评级结果并未表现出明显的认知一致性；在 AAA 级别上，投资者对联合资信出具的评级结果认可度最高；在 AA+的级别上，投资者对中诚信的评级结果认可度最高；在 A+的级别上，投资者对大公的评级结果认可度最高。