

联合研究报告

2011.1.12

2010 年度短期融资券市场利差分析报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2010 年度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20110112

概要

时间: 2011 年 1 月 12 日

分析师:

孙恒志

刘雅南

戎伟伟

张 华

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

2010年以来,国内宏观经济平稳较快增长,向好势头不断巩固,但通货膨胀预期不断加强。为此,央行综合应用提高存款准备金率和上调基准利率等多种货币政策工具加强流动性管理,银行间市场资金面呈趋紧态势。2010年债券市场总体发行规模小幅增长,但各品种增幅差异显著,债券市场收益率整体呈现先抑后扬趋势,资金面对短期品种影响相对较大。

2010年度短券产品累计发行443期,发行规模再创新高,主体信用等级进一步向AA-及以上级别集中,同时,在通胀压力增强背景下,附息式浮动利率短券的发行逐季增多。受银行间市场资金面状况、供求关系和定价机制变化等影响,2010年度短券发行利率呈现波动,随着三季度末流动性逐步收紧,发行利率上行趋势明显加速,但与同期贷款利率相比,本年度短券发行利率整体仍处于较低水平,具有一定的成本优势。通过回归分析和显著性检验,联合资信发现,除主体信用等级为A和A+的短券因样本规模较小和发行时间分布不均导致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明显分化,主体信用等级对短券利差产生十分重要的影响。

从一、二级市场利差空间看,随着2010年6月非金融企业债务融资工具定价估值的全面推行,一级市场定价市场化程度提高,一、二级市场套利空间明显缩小;但随着三季度末资金面趋紧,而一级市场定价估值的周报模式相对滞后于交易利率的变化,一二级市场利差倒挂现象明显增多。

2010年度,联合资信在国内短券评级市场继续保持了领先地位。在评级质量方面,无论是发行市场还是交易市场,在AA-信用等级上,投资者对联合资信的认可度最高;在其他级别上,投资者未对四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。2010年,四家评级机构对截至2009年底具有主体信用等级的439家短券发行人中的95家发行人主体信用等级进行了调整,整体级别迁徙率延续了2009年的较高水平;同时,本年度新增的134家短券发行人中,也有部分企业主体级别在年内发生了上调。

展望2011年,中国将实施稳健的货币政策,受多重因素影响,短券发行利率可能呈现震荡上行态势。预计2011年短券市场总体规模呈现2010爆发式增长的可能性较低,但仍有望在2010年的基础上保持一定增长。

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 年 度：**2010 年 1 月 1 日~2010 年 12 月 31 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

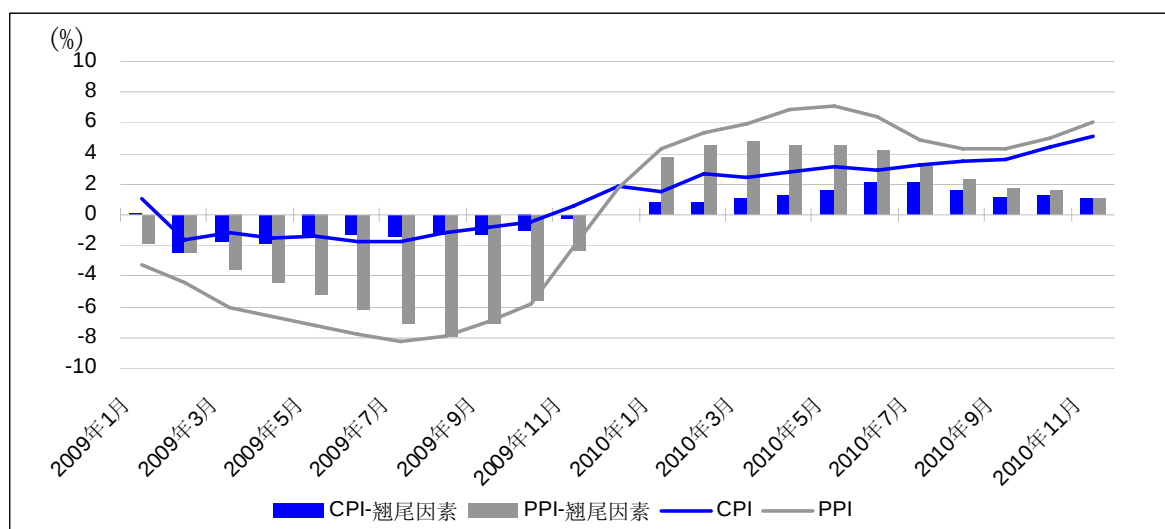
2010 年，中国经济增长势头不断巩固，经济结构调整力度加大，货币条件逐步回归常态，通货膨胀问题逐渐凸显，央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理，银行间市场资金面呈趋紧态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈现出先抑后扬态势。

基本面——宏观经济平稳增长，经济增长结构协调性增强，通货膨胀压力不断加大

2010 年以来，国内宏观经济平稳较快增长，向好势头不断巩固。根据国家统计局数据，2010 年前三季度，中国实现国内生产总值 268660 亿元，累计同比增长 10.60%，GDP 季度同比增速呈现“前高后低”态势，但季调后环比增速在经过一季度的下滑后，在三季度出现超预期回调，四季度小幅上升，宏观经济出现趋稳态势。2010 年 1~11 月，中国规模以上工业增加值同比增长 15.8%，较 2009 年同期加快 5.5 个百分点。规模以上工业企业（年主营业务收入在 500 万以上的企业，下同）实现利润 3.88 万亿元，同比增长 49.35%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，投资、消费和出口拉动经济的协调性增强，消费保持较快增长趋势，投资结构有所改善，对外贸易持续恢复。2010 年 1~11 月，社会消费品零售总额为 13.92 万亿元，同比增长 18.40%，同比增速呈稳步上升趋势，较 2009 年同期加快 3.1 个百分点。2010 年 1~11 月，全社会固定资产投资为 21.07 万亿元，同比增长 24.9%，较 2009 年同期降低 7.2 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第三产业投资增速快于第一、第二产业。对外贸易持续恢复，进口表现好于出口。2010 年 1~11 月，进出口总额为 2.68 万亿美元，同比增长 36.29%，其中出口金额同比增长 32.96%，进口金额累计同比增长 40.27%。进口中资源类大宗商品价格下半年价格环比呈较快增长速度，一定程度上加剧了国内通货膨胀预期。

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

2010 年全年 CPI 呈波动上升趋势，受翘尾因素、国内适度宽松货币政策下货币量增速较快、劳动报酬持续增长、资源性产品价格上升等多方面影响，国内通货膨胀预期不断加强，5 月 CPI 增幅超过 3% 的通货膨胀警戒线，6 月份小幅回落，随后在美国第二次量化宽松政策预期下，国际

大宗商品价格大幅攀升，CPI 呈持续上升趋势并于 11 月达到 5.1%，创 2008 年金融危机以来新高。从 CPI 分类指数看，食品类价格上涨影响远大于非食品类影响。2010 年上半年 PPI 受翘尾因素影响较大，2010 年 10 月后受国际大宗商品价格劲升逐步传导至生产环节影响，PPI 重拾上升势头。

政策面——保持积极财政政策的连续性，通货膨胀促使货币政策由“适度宽松”转向“稳健”

财政政策方面保持了较好的连续性和稳定性。2010 年 1~11 月，全国财政累计收入为 7.67 万亿元，财政累计支出为 7.16 万亿元，分别累计同比增长 21.10% 和 27.30%。积极财政政策较好地支持了国内经济结构调整和扩大内需等宏观调控目标的实施，包括实施系列区域振兴规划，实现产业转移和升级；鼓励民间投资进入新的产业领域，增强经济内生力量；继续推进结构性减税政策，刺激消费。2010 年中央政府公共投资规模为 9927 亿元，主要投向保障性住房、农村基础设施、教育和医疗卫生等社会事业、节能环保和生态建设以及自主创新、结构调整等领域和欠发达地区，完成预定新增中央投资 1.18 万亿目标。发展和改革委员会重申 2010 年下半年 4 万亿投资推进问题，保证投资项目的建设和收尾，保障了固定资产投资拉动经济增长的连续性。为控制地方融资平台债务规模快速增长带来的公共债务风险，2010 年 6 月国务院下发《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》，要求清理核实、规范并梳理地方融资平台债务。地方融资平台贷款增速和在新增贷款中占比均呈下降趋势，新增地方融资平台贷款主要投向具有经营性收入的城投企业，整体风险有望得到控制。

产业政策方面，调整经济结构和转变经济增长方式是政策重点。为达到“十一五规划”中单位 GDP 能耗降低指标和 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放量下降指标，发改委加大高耗能、高排放行业落后产能淘汰力度，叫停部分省份优惠电价政策，严控两高以及产能过剩行业投资力度。2010 年 10 月，国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确将出台一揽子政策支持节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大战略性新兴产业，争取 2015 年产值达到 GDP8% 的比重。为控制房价过快上涨和房地产行业固定资产投资过热，国务院和相关部门分别于 2010 年 4 月和 9 月两次出台房地产调控政策，房地产业固定资产投资和信贷增速出现回落趋势，受通货膨胀预期影响，房地产市场成交量和成交价格虽出现反复，但仍呈震荡上升趋势，随着房产税政策出台的预期以及央行上调基准利率和存款准备金率带来的流动性偏紧趋势，预期房地产行业投资力度将得到遏制，对宏观经济拉动效果进一步削弱。

货币政策方面，央行继续实施适度宽松的货币政策，并引导货币条件逐步回归常态水平，但受通货膨胀压力不断加大影响，货币政策将由“适度宽松”转向“稳健”。从信贷数量来看，全年货币信贷增长逐步向常态回归。2010 年度金融机构新增人民币贷款 7.95 万亿元，全年新增信贷投放总量略超年初预定 7.5 万亿信贷投放目标的 6%。人民币汇率方面，自 2010 年 6 月 19 日央行决定进一步推进人民币汇率形成机制以来，人民币兑美元汇率保持升值趋势，截至 2010 年底，人民币兑美元汇率中间价由 6.8257 升至 6.6227，升值幅度约 3.01%。人民币升值预期促使国外资本进入国内，2010 年 6 月起，央行每月外汇占款呈增长趋势，加剧了国内流动性过剩。为对冲外汇占款增加导致的被动流动性增长以及通货膨胀问题的显现，下半年央行主要采取数量型货币政策工具管理流动性，分别于 11 月 16 日和 29 日、12 月 20 日三次上调金融机构存款准备金率，大型金融机构存款准备金率达到创历史新高高的 18.5%。由于 CPI 在下半年不断攀升，并于 2010 年 11 月达到金融危机以来的高位（5.1%）。为稳定价格总水平，加强流动性管理和抑制通货膨胀，央行重新

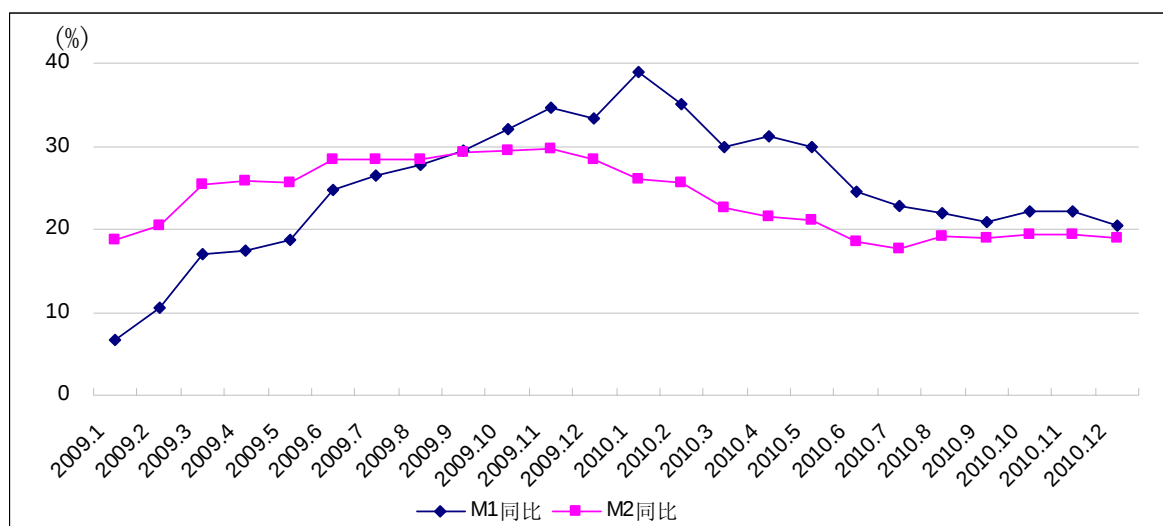
启用价格型货币政策工具，分别于 10 月 20 日和 12 月 26 日提高金融机构一年期存贷款基准利率各 25 个基点，2010 年 12 月 26 日，自金融危机后央行首次提高再贴现与再贷款利率以抑制商业银行信贷投放。从公开市场操作来看，央行考虑到季节性因素、农行 IPO 申购、上调金融机构存款准备金率等因素，灵活搭配使用央行票据和短期正回购开展对冲操作，加大公开市场操作利率弹性，3 个月期和 1 年期央行票据发行利率稳步上行。为控制外汇占款的快速增长、回收流动性和稳定利率预期，央行于 2010 年 4 月重启 3 年期央票，以缓解长期流动性压力。进入 2010 年第四季度以来，由于央行密集上调存款准备金率，货币市场利率急剧攀升，央票一二级市场价格倒挂严重，主要品种央票发行量下降至低位，央行通过提高存贷款基准利率以引导央票发行利率上行，恢复公开市场操作有效性。

总体来看，2010 年中国保持了积极财政政策的连续性，财政收支较好支持了经济结构调整政策的实施，地方融资平台债务问题得到清理和疏导；在产业政策方面，政府抑制高耗能、高排放行业以及产能过剩行业投资，房地产行业投资过热和房价过快上涨得到了一定程度的控制，引导资本投入战略性新兴产业，加快经济结构调整步伐；在货币政策方面，货币信贷逐步回归常态水平，通货膨胀问题显现，央行逐步由数量型货币政策工具转向综合使用数量型货币政策工具和价格型货币政策工具以加强流动性管理。

资金面——货币供应量增速下降，货币条件回归常态，资金面趋紧

截至 2010 年末，广义货币供应量（M2）72.58 万亿元，同比增长 19.7%，比上年末低 7.96 个百分点；狭义货币供应量（M1）26.66 万亿元，同比增长 21.2%，比上年末低 11.16 个百分点。其中 M2 增速自 2009 年 11 月以来呈回落走势，M1 增速在 2010 年 1 月达到历史高位，随即呈下降趋势，2010 年第三季度末开始，受美联储第二次量化宽松货币政策带来的美元贬值预期影响，新兴市场国家资本流入呈加快趋势，基础货币供应量随外汇占款同比增速提高而上升，M1 增速与 M2 增速呈企稳态势。

图 2 2009 年~2010 年 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，受信贷规模和信贷投向调控导致的新增贷款规模回落、央行综合采用数量型货币工具和价格型货币政策等因素影响，银行间市场资金面趋紧趋势明显。从银行间

同业拆借加权利率（R007）走势看，11月以前基本维持箱体震荡格局，受银行体系达到贷存比监管指标要求和6月中行可转债发行、农行IPO，8月末工行转债发行冻结资金影响，R007季度末均有所上行，11月突破平台并大幅攀升，主要有以下原因：①提高存款准备金率：央行分别于2010年1月、2月、5月、11月和12月六次上调大型金融机构存款准备金率各0.5个百分点，金融机构存款准备金率已创历史新高，银行间流动性趋紧；②提高存贷款基准利率及提高再贴现和再贷款利率，2010年第四季度，央行已全面使用价格型货币政策，提高了银行间资金成本，加剧了银行流动性紧缺局面；③超额存款准备金率持续下降。2010年以来金融机构超储率已由2009年末的3.13%降至2010年三季度末的1.70%。考虑到第四季度三次上调金融结构存款准备金率，2010年末超储率仍将继续降低。④银监会要求商业银行存贷比2010年年中达到低于75%的监管目标，同时2011年将月度日均存贷比纳入监管目标，一定程度上加剧了银行间流动性短缺状况。

图3 2010年1~12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——发行规模小幅上升，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率曲线先抑后扬

2010年债券市场主要债券品种发行规模合计96467.13亿元，同比增长10.51%，但各品种增幅差异显著。利率产品中国债和央行票据发行量同比上升，代发地方政府债券规模不变；信用产品中短期融资券发行规模增速迅猛，其他中长期债券受政策变动以及短券分流影响发行量大幅回落。

利率产品：随着中央政府投资项目推进，2010年国债发行规模为15878.18亿元，同比增长11.71%，受地方融资平台清理影响，2000亿元代发地方政府债券于二季度末启动，三季度进入发行高峰期。2010年央行票据发行量为46608亿元，同比增长17.28%，前三季度央票整体呈净投放状态，期间由于通胀预期变化以及央票到期量较大，一季度末呈现阶段性净回笼状态；进入第四季度，受通胀引起的加息预期影响，央票一二级市场利差倒挂，发行量呈缩减趋势。

信用产品：信用产品发行总量小幅增长，产品结构有所变化，短期融资券新增发行主体数量增长较快，其相对中期票据较低的利差使短券吸引力更强，2010年短期融资券发行规模为6742.35亿元，同比增长46.19%，其占比由2009年5.28%提升至本年度的6.99%。受铁道债和国家电网债因净资产限制发行额减少，以及受地方融资平台清理导致城投债发行放缓等两大因素影响，2010年企业债券总发行量为3627.03亿元，同比减少14.70%；受基数效应和短期融资券分流影响，2010年中期票据发行4924.00亿元，同比降低28.48%。

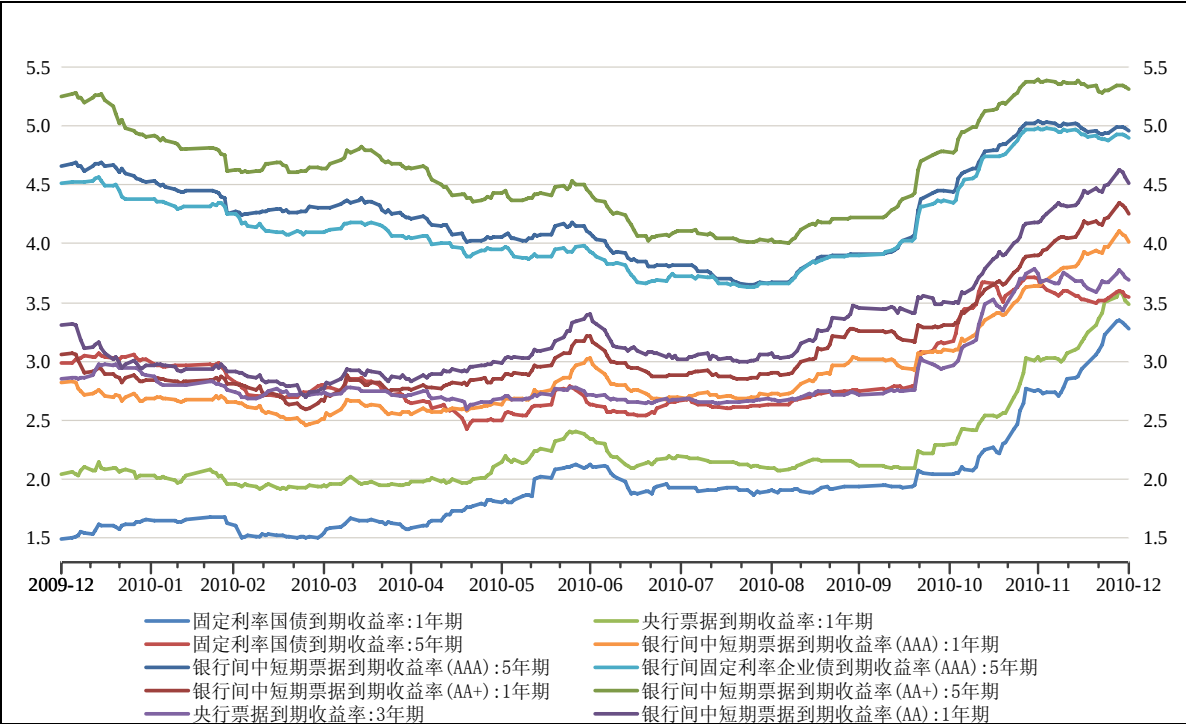
在创新品种方面，2010 年 10 月，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，11 月，首批信用风险缓释合约正式上线，丰富了债券市场投资者的信用风险管理手段。12 月，交易商协会推出面向高信用等级企业的超短期融资券，丰富了企业直接债务融资渠道，有利于丰富利率期限结构和推进利率市场化进程。

表 1 本年度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年		2010 年		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
政府债:	16213.58	18.57	17878.18	18.53	10.27
国债	14213.58	16.28	15878.18	16.46	11.71
代发地方政府债	2000.00	2.29	2000.00	2.07	0.00
央行票据	39740.00	45.53	46608.00	48.31	17.28
金融债(含中央汇金债)	14749.10	16.90	15262.20	15.82	3.48
非金融企业债务融资工具	16578.04	18.99	16718.75	17.33	0.85
超短期融资券	0.00	0.00	150.00	0.16	--
短期融资券	4612.05	5.28	6742.35	6.99	46.19
中期票据	6885.00	7.89	4924.00	5.10	-28.48
企业债	4252.33	4.87	3627.03	3.76	-14.70
公司债	739.40	0.85	511.50	0.53	-30.82
可转债	76.61	0.09	717.30	0.74	836.30
集合票据	12.65	0.01	46.57	0.05	268.14
外国债券	10.00	0.01	0.00	0.00	-100.00
合计	87290.72	100.00	96467.13	100.00	10.51

资料来源：中国债券信息网、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。

图 4 2010 年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

从债券市场收益率表现来看，2010 年债券市场收益率整体呈现先抑后扬态势，资金面对短期品种影响较大，一季度银行体系整体流动性充裕，受季度末银监会加强商业银行贷存比监管，6 月份中行可转债、农行 IPO、8 月末工行可转债发行冻结资金数量较大，利率产品（国债及地方政府债）的大量发行，年中银行体系资金面呈现阶段性紧张局面，短期信用产品收益率普遍上升。中长期品种方面，2010 年监管层对新增信贷规模的控制，以及 4 月份对房地产业的调控政策出台，银行体系资产配置需求较高，中长期信用债以及企业债品种受净资产指标对债券发行规模的限制、监管层针对地方融资平台进行清理，使中长期品种供应相对短缺，中长期品种收益率整体呈下行趋势，但从 2010 年第四季度，CPI 超预期的持续上升，央行动用提高存款准备金率和基准利率等一系列货币政策工具，市场流动性进一步趋紧，中长期债券收益率在短期债券收益率上涨行情的带动下也呈现大幅上扬。

二、 短券发行市场情况

短券发行家数和规模大幅增长，信用等级进一步集中，浮动利率债券发行增多

从 2005 年 5 月至 2010 年底，银行间市场共有 593 家企业累计发行短券 1558 期，实际发行规模 23385.50 亿元。截至 2010 年底，短券市场存量 6530.35 亿元。

2010 年全年共有 336 家企业累计发行短券 443 期（纯信用债 431 期，有担保债 12 期），合计发行 6767.35 亿元。与 2009 年相比，短券总发行规模、主体家数和发行期数均大幅增长，但单笔发行规模较 2009 年同期有所下降：发行期数增加 180 期，发行家数增加 127 家，发行规模较 2009 年增长 46.26%。2010 年短券平均单笔发行规模 15.28 亿元，分别较 2008 年和 2009 年净减少 0.76 亿元和 2.31 亿元。总体看，2010 年度短券的放量发行一方面来自短券市场参与主体的大幅增加，另一方面则是由于银行间债券市场短券和中期票据发行规模具有此消彼长效应，2010 年中票发行规模的快速回落为短券发行规模的释放性增长提供了空间。

2010 年 12 月 21 日，中国银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程（试行）》，并正式开始接受企业在银行间债券市场发行超短期融资券的注册。超短期融资券（简称“SCP”）是指具有法人资格、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，目前试点的发行主体主要为超 AAA 的重点企业，超短期融资券的推出将进一步丰富市场的利率期限结构，有望为投资者提供了多元化的投资选择。2010 年 12 月 28 日和 30 日，中石油集团分别发行 50 亿元的“10 中石油 SCP001”和 100 亿元“10 中石油 SCP002”，期限均为 270 天，票面利率分别为 3.80%和 3.95%。

表 2 2005-2010 年度短券发行基本情况

项目	2005 年 5-12 月	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
发行规模（亿元）	1424.00	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05	6767.35
发行期数（期）	79	241	264	268	263	443
发行家数（家）	61	185	216	214	209	336
平均单笔发行规模（亿元）	18.03	12.09	12.71	16.04	17.59	15.28

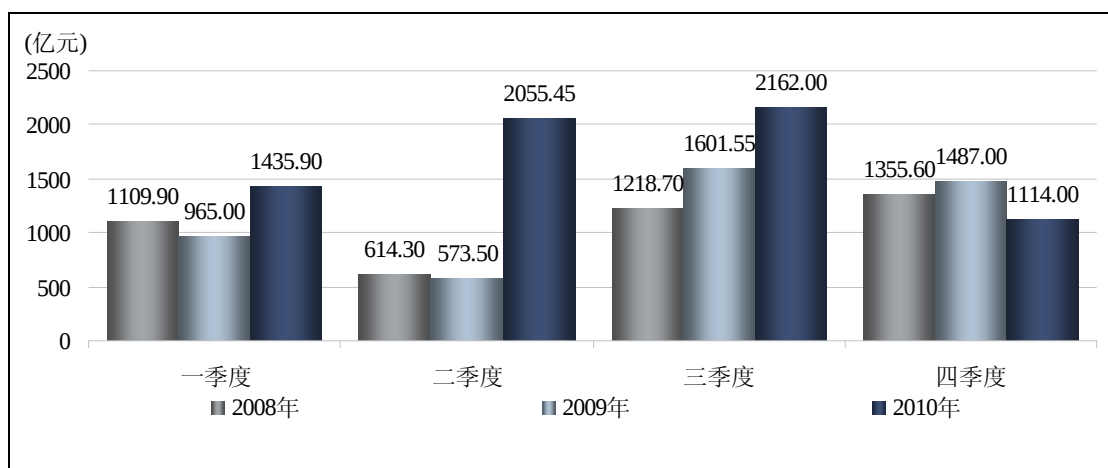
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：以上数据均未包含超短期融资券和期限在 1 年以内的中小企业集合票据，下同。

从不同季度的发行规模来看（见图 5），2010 年短券的放量发行主要集中在二、三季度，主要

是由于多笔大金额短券在本年二、三季度集中发行，其中铁道部全年发行的 5 期累计 850 亿元的短券，在二、三季度合计发行了 4 期累计 650 亿元；中国联通、中石油集团、中石化集团以及中国国电集团等大金额短券（100 亿元及以上）则全部在 4-9 月间发行。从历史年度短券发行情况看，二季度为短券发行低迷期，但 2010 年二季度共有 100 家企业累计发行短券 2055.45 亿元，与 2009 年同期相比，发行家数及规模均大幅上涨，同比分别增长 78.57% 和 258.40%。

图 5 2010 年度短券发行情况（分季度）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发行期限来看，2010 年所发行的短券仍以 1 年期为主，其中发行期限为 1 年期的共有 418 期，占 94.36%；发行期限在 1 年以下的 25 期，占 5.64%。从发行方式来看，在通胀压力和通胀预期增强的背景下，2010 年合计出现 36 期付息式浮动利率的债券和 3 期贴现式债券，占本年度发行总期数的 8.80%；采用单利（固定利率）发行的 404 期，占 91.20%。随着加息通道的打开，浮动利率债券的发行期数逐季呈现增多趋势，2010 年一季度至四季度分别为 5 期、9 期、11 期和 11 期。

从主体信用等级分布情况来看，2010 年短券发行主体信用等级较 2009 年继续提升，但同时出现 1 期主体信用等级为 BBB+ 的短券。2010 年 336 家企业累计发行的 443 期短券中，主体信用等级在 AA- 级以上（含 AA-）的发行主体共发行 413 期，占总发行期数的 93.23%，占比较 2009 年增加 1.21 个百分点。其中 AAA 级主体合计发行 106 期，占 23.93%；AA+ 为 75 期，占 16.93%；AA 为 122 期，占 27.54%；AA- 为 110 期，占 24.83%。2010 年，主体信用等级在 A+ 级以下（含 A+）的企业共发行短券 30 期，占总发行期数的 6.77%。债项信用等级方面：打破原有一致的 A-1 等级，出现 1 期 A-2 等级（10 浙中财 CP01，主体信用等级 BBB+），该等级债券发行利率为 4.98%，如考虑承销费和其他中介费用，其发行成本可能略高于同期贷款利率。

表 3 2010 年度短券主体信用等级分布情况

主体级别	2009 年		2010 年		变动率 (%)
	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	
AAA	49	18.63	106	23.93	116.33
AA+	44	16.73	75	16.93	70.45
AA	71	27.00	122	27.54	71.83
AA-	78	29.66	110	24.83	41.03

AA-及以上合计	242	92.02	413	93.23	70.66
A+	19	7.22	21	4.74	10.53
A	2	0.76	7	1.58	250.00
A-			1	0.23	
BBB+			1	0.23	
AA-以下合计	21	7.98	30	6.77	42.86
合计	263	100.00	443	100.00	68.44

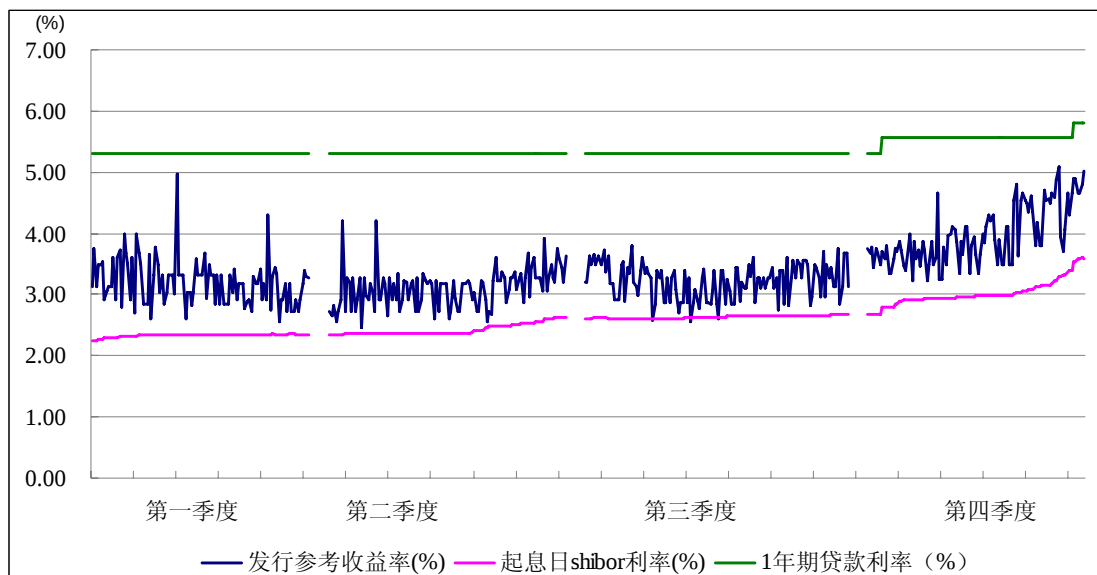
资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

注：2010 年双评级二期，分别为 10 辽通 CP01（均为 AA）和 10 广新 CP01（均为 AA-）。

多重因素影响短券发行利率反复震荡，银行间市场资金趋紧及央行加息推动利率整体上行

从短券发行利率看，受银行间市场资金面状况、短券供求关系和定价机制等多重因素影响，2010 年度短券发行利率呈现反复波动，随着三季度末流动性紧缺局面的加剧和四季度存贷款基准利率的提高，短券发行利率上行趋势明显加速。但与同期贷款利率相比，本年度短券发行利率整体仍处于较低水平，具有一定的成本优势，详见图 6。

图 6 本年度发行利率、SHIBOR（1Y）和一年期金融机构人民币贷款利率走势



资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

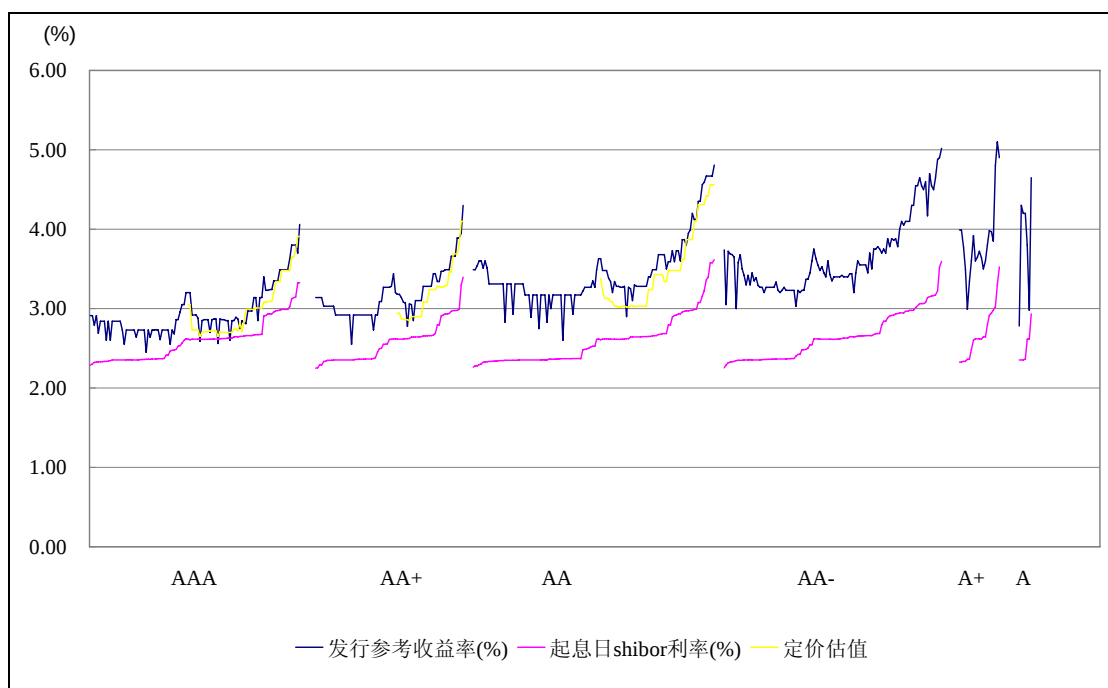
短券定价机制方面：2009 年 8 月 7 日起，交易商协会通过召开联席会议的形式对非金融企业债务融资工具的定价提供指导下限；进入 2010 年初，银行间市场充裕的流动性推动了短券二级市场的交易热情，导致短券一、二级市场套利空间增大，随之引发市场交易商协会分别于 1 月 27 日、3 月 10 日两次下调短券发行定价，AAA、AA+和 AA 信用等级的 1 年期短券指导利率下限分别下调至 2.73%、2.92%和 3.17%。

2010 年 4 月 27 日，为进一步完善短券定价机制，交易商协会决定首先针对超 AAA 尝试推进一级市场定价与估值中枢体系对接，其他信用等级主体在试点期内，仍参照联席会议的指导定价下限定价；在超 AAA 市场化定价试运行 1 个多月之后，交易商协会于 2010 年 6 月 4 日通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》，债券一级市场利率定价估值全面推行，标志着债务融资工具市场化定价迈出实质性步伐。改革后的定价机制引入不超过 22 家的市场机构（包括银行、保险、证券、基金等机构）参与估值，估值内容主要包含对非金融企业

债务融资工具 1、3、5 年期限的重点 AAA、AAA、AA+和 AA 级品种。2010 年 6 月 7 日，重点 AAA、AAA、AA+和 AA 信用等级的 1 年期短券定价估值分别为 2.62%、2.71%、2.89%和 3.02%。定价估值一方面对债务融资工具的发行定价具有价值标杆作用；另一方面，尽管定价估值不是实际成交数值，但作为理性预期下的均衡数值，能帮助投资者发现市场中值。此外，定价估值可解决投资者过于分散的预期，避免虚假成交和小额成交对市场价格的影响，提高银行间市场信用产品的流动性和交易效率，有利于债券市场健康持续发展。

从 2010 年全年短券发行利率走势来看，2010 年一季度，在交易商协会两次下调短券发行指导利率和充裕的银行流动性双重作用下，短券发行利率继 2009 年第四季度回升势头之后逐步呈现下降趋势；4-5 月份，短券发行利率走势受银行间市场资金面影响不大，主要参考 3 月 11 日交易商协会发行指导利率下限；进入 6 月后，随着中行可转债申购、地方政府债和国债的大规模发行、农行 IPO 的启动以及季末因素的影响，银行间市场资金面趋紧，同时债券一级市场利率定价估值也全面推行，受短券定价机制市场化改革以及银行间市场资金面趋紧因素的影响，6 月份短券发行利率明显走高；三季度短券发行利率经历“下探”、“波动上升”、“上升”三个阶段，其中 7 月份整体市场资金面宽松，加之短券发行供给相对较少，短券发行利率整体呈小幅下行趋势。8 月份，受资金面和基本面共同影响债券市场利率长降短升，加之 8 月短券供应规模集中释放，短券市场呈现供过于求的局面，进一步带动了短券整体发行利率的上涨。9 月份，通胀预期以及双节因素，导致市场资金层面紧张，而短券供给量仍延续放量态势，资金收紧和供求失衡导致短券发行利率继续上升；进入四季度后，央行时隔 3 年后首度加息，短券市场再次进入调整期，银行流动性进一步收缩，尽管四季度短券发行供给同比有所减少，发行利率仍陡峭化上行，详见图 6 和图 7。

图 7 2010 年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

从不同主体级别短券发行利率看，2010 年一季度，以 3 月 11 日为界的两个阶段中，第二阶段受政策对 AAA、AA+和 AA 主体级别利率下调指导的影响，该 3 个主体级别发行利率均呈现整齐

阶梯式下降趋势；自 6 月份债券一级市场利率定价估值全面推行后，由图 7 可见，AAA~AA 主体等级短券发行利率和定价估值走势表现出显著一致性。具体来看，6 月份定价估值实施后，各主体级别发行利率较 4、5 月份均呈现短期上扬。经过 7 月份短期盘整后，受三季度中下旬资金面趋紧及供求关系影响，各主体级别发行利率继续上涨，三季度 AAA~AA- 主体等级短券平均发行利率较二季度分别上升 13BP、15BP、14BP 和 19BP，涨幅基本随级别下降成扩大趋势（见表 4）。继 10 月 20 日上调存贷款准备金率 25BP 后，短券整体发行利率进一步上涨，但受发行时点影响，不同信用等级主体所发短券涨幅呈现差异：2010 年 10 月 20 日~11 月 9 日期间，AAA 等级短券发行利率较三季度均值上涨 37BP，而 AA+~AA- 分别上涨 26BP、29BP 和 33BP，其中 AAA 主体等级平均发行利率增长较快的原因一方面是受发行时机影响，另一方面则是 AAA 等级发行利率水平偏低，存在较大上调空间。11-12 月，受央行连续三次上调商业银行存款准备金率和再次加息的影响，各主体级别发行利率继续上行，其中 A+~AA 较 AA+ 和 AAA 高信用等级上涨更为明显。

表 4 2010 年度各主体级别短融发行利率均值变动情况（分阶段）

发行日	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2010 年第一季度(%)	2.81	3.01	3.33	3.50	3.99	4.30
第一阶段: 2010.1.1-2010.3.10(%)	2.83	3.07	3.39	3.66	3.99	--
第二阶段: 2010.3.11-2010.3.31(%)	2.73	2.92	3.17	3.35	--	4.30
2010 年第二季度(%)	2.78	3.03	3.24	3.30	3.76	4.20
第一阶段: 2010.4.1-2010.6.4(%)	2.71	2.92	3.17	3.24	--	4.20
第二阶段: 2010.6.5-2010.6.30(%)	2.95	3.24	3.33	3.43	3.76	--
2010 年第三季度(%)	2.91	3.18	3.38	3.49	3.69	3.80
2010 年第四季度(%)	3.51	3.61	4.15	4.25	4.42	4.65
2010 年全年(%)	2.97	3.19	3.49	3.68	4.05	4.23
2010 年历次存款准备金率/基准贷款利率变动对各信用等级发行人短券发行利率的影响						
2010 年 1 月 1 日~1 月 11 日(%)	--	3.14	3.49	3.74	--	--
2010 年 1 月 12 日~2 月 11 日(%)	2.83	3.09	3.42	3.69	3.99	--
2010 年 2 月 12 日~5 月 1 日(%)	2.75	2.94	3.22	3.35	--	4.23
2010 年 5 月 2 日~10 月 19 日(%)	2.89	3.18	3.34	3.46	3.72	3.80
2010 年 10 月 20 日~11 月 9 日(%)	3.28	3.44	3.67	3.82	3.89	4.65
2010 年 11 月 10 日~11 月 18 日(%)	3.35	3.72	3.97	4.11	--	--
2010 年 11 月 19 日~12 月 9 日(%)	3.61	3.89	4.30	4.55	4.80	--
2010 年 12 月 10 日~12 月 25 日(%)	4.06	4.30	4.64	4.77	5.10	--
2010 年 12 月 26 日~12 月 31 日(%)	--	--	4.72	4.96	--	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：以上均剔除附息式浮动利率、贴现、有担保及期限不足 1 年的债券样本。

发行主体性质仍以国企为主，民营、外商独资等占比较小

2010 年短券发行主体共计 336 家，按照所有制性质划分，国有企业 294 家，占 87.50%；民营及其他类型企业合计 42 家，占 12.50%，国有企业仍是目前短券的主要发行群体。

各地区短券发行热情普遍增温，除华北、华东外，其他地区发债活跃度也有所增强

在短券发行成本优势显著，及银行新增信贷收缩影响的双重作用下，2010 年发债企业积极性大幅提升。从发行主体地区分布来看，2010 年华东和华北两地区发债主体合计 195 家，占同期发债主体总家数的 58.04%，占比较 2009 年 60.77% 小幅下降；尽管西北、东北地区发债企业相对较少（合计占比 14.29%），但 2010 年度以上各地区分别有 26 家和 22 家企业参与短券发行，发债主体数量均较上年同期（11 家和 9 家）大幅提升。2010 年各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度处于较高水平，除西南地区集中度相对偏低外，其余地区均超过 60%。各地区重点发债省、直辖市详见表 5。

2010 年，在全国各大重点发债省、直辖市中，除发债一贯踊跃的北京市、广东省、上海市、山东省和江浙两省等经济发达地区企业外，西北、西南和东北等其他地区企业发债活跃度也有所增强：北京发行 59 家；广东省发行 30 家；上海市发行 29 家；浙江省发行 24 家；江苏省发行 21 家；辽宁省发行 16 家；山东省发行 12 家；云南省和新疆维吾尔自治区发行分别为 13 家和 11 家。发行超过 10 家的省、直辖市合计 9 省（市），较 2009 年的 5 省（市）明显增多。发行超过 10 家的省、直辖市发行家数合计 215 家，占 2010 年度发行总家数的 63.99%。2010 年度未参与短券发行的省份和地区包括宁夏回族自治区和西藏自治区。

表 5 2010 年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(%)
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	90	北京市	59	65.56
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	105	江苏省、浙江省和上海市	74	70.48
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	29	云南省	13	44.83
华中	河南省、湖北省、湖南省、广东省、海南省、广西壮族自治区	64	广东省和河南省	40	62.50
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	26	陕西省和新疆维吾尔自治区	18	69.23
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	22	辽宁省	16	72.73
合计		336		220	

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

建行、工行、农行三家银行在短券承销市场仍占据主导地位；光大和招商银行承销规模超越中行和交行，跻身五强

2010 年参与短券发行的主承销商共计 25 家，较 2009 年增加 1 家证券机构光大证券。按承销规模统计，建设银行超过工商银行成为承销规模最大的主承销商，总承销额度达 1179.50 亿元；工商银行、光大银行、农业银行、招商银行、中国银行、中信银行、兴业银行、浦发银行和交通银行总承销额度分别位列 2~10 位，构成了当年承销的第一梯队，其余银行总承销额度均低于 200 亿元，其中浙商银行承销额度最小，为 9 亿元。

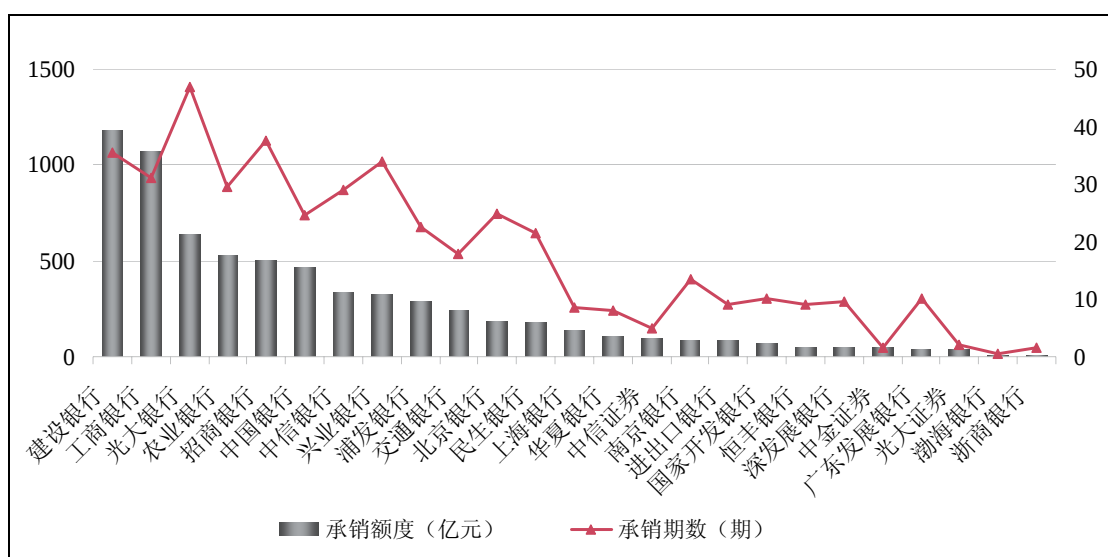
2010 年度发行额度超过（含 100 亿元）100 亿元的债券共 11 期，分别为：200 亿元“10 铁道 CP01”，150 亿元的“10 联通 CP01”，100 亿元的“10 中铝业 CP01”，200 亿元的“10 铁道 CP02”，200 亿元的“10 铁道 CP03”，150 亿元的“10 中石油 CP01”，100 亿元的“10 铁道 CP04”，125 亿元的“10 国电集 CP03”，150 亿元的“10 铁道 CP05”，100 亿元的“10 中石集 CP01”，100 亿元的“10 中冶 CP02”，合计发行额度达 1575 亿元，占 2010 年发行总额度的 23.27%，以上 11 期债券承销全部为联合主承，其中工商银行和建设银行参与较多，分别参与 7 期和 6 期，显著地提升了该两家机构

的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 47 期，位居首位；招商银行 37.5 期，建设银行 35.5 期，兴业银行 34 期，工商银行 31 期，农业银行 29.5 期，中信银行 29 期，北京银行 25 期，中国银行 24.5 期，浦发银行为 22.50 期，民生银行 21.50 期；其余各家银行承销均在 20 期以下，其中渤海银行承销期数为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，与 2009 年相比，2010 年度建行、工行、农行三家银行仍在短券承销市场占据主导地位，而光大银行和招商银行超越中国银行和交通银行跻身于前五强。上述主承销商承销额度均超过 500 亿元，合计额度 3919.20 亿元，占 2010 年发行总额度的 57.91%；中国银行、中信银行、兴业银行、浦发银行和交通银行 5 家银行承销规模位列六至十位，承销额度合计 1659.95 亿元，占比 24.53%，为市场第二大主力。

图 8 2010 年度短券市场各主承销商承销情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

三、 短券利差分析

2010年度短券发行期数为443期，剔除36期浮息、12期担保、3期贴现、25期期限在1年以内（含2期浮息）以及1期债项级别为A-2，剩余短券样本共计368期¹，样本量主要集中在AA-级以上（含AA-）高信用等级，占比达95.92%。

2010年度短券发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验见表6。从检验结果来看，AA-及以上信用等级主体所发短券的发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性均通过显著性检验。同时，由于2010年6月起中国银行间市场交易商协会推行短券定价估值体系，短券发行定价机制市场化程度提高，2010年度短券发行利率与SHIBOR利率整体相关性较2009年明显提高。

¹ 如无特别说明，第三、第四部分均采用剔除附息式浮动利率、贴现、有担保及期限不足 1 年的样本，合计 368 期。

表6 2010年度短券利率与1年期SHIBOR利率相关性检验结果

Enter:

主体级别	模型变量	2009 年		2010 年	
		复相关系数 R	显著性检验 Sig.	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
AA-	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.703	0.000	0.891	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.829	0.000	0.928	0.000
AA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.854	0.000	0.890	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.888	0.000	0.921	0.000
AA+	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.910	0.000	0.900	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.921	0.000	0.883	0.000
AAA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.853	0.000	0.887	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.852	0.000	0.905	0.000

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”，这在一定程度上导致发行企业的短券绝大部分集中在最高等级上（2010 年仅有一期短券债项级别为“A-2”），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

利差 I 和利差 II 均呈“两端高、中间低”形态

受短券定价政策、资金面以及货币政策等因素共同作用，利差 I 和利差 II 均呈“两端高、中间低”形态。

利差 I 方面，2010 年 1~5 月，银行间资金面较充裕，SHIBOR 利率处于较低水平，但短券发行定价受交易商协会制定的短券发行定价指导下限约束，整体处于高位，由此导致利差 I 处于较高水平；6 月份交易商协会实行短券定价机制市场化改革之后，利差 I 呈缩小趋势；9 月之后，银行间资金面趋紧，加之央行频繁运用提高存款准备金率及基准利率等紧缩性货币政策，短券发行利率陡然上升，其上升幅度快于 SHIBOR 利率上升幅度，由此导致利差 I 明显提高。利差 II 方面，2010 年度利差 II 整体走势同利差 I 一致，但由于二级市场对资金面变化敏感度更强，利差 II 提升幅度较利差 I 大，由此导致 2010 年四季度利差 II “上翘”更为明显。

表 7 2010 年各季度利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)				利差 II 均值 (BP)			
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
AAA	47	34	28	49	32	28	19	50
AA+	67	56	54	67	50	48	45	59
AA	99	77	74	107	66	65	61	99

AA-	116	89	86	125	77	80	78	122
A+	166	122	107	140	134	111	94	153
A	195	184	118	172	195	184	118	171

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

短券利差与主体级别的相关性较高，各信用等级主体级差仍存在分水岭

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、标准差等情况，图 9 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况。

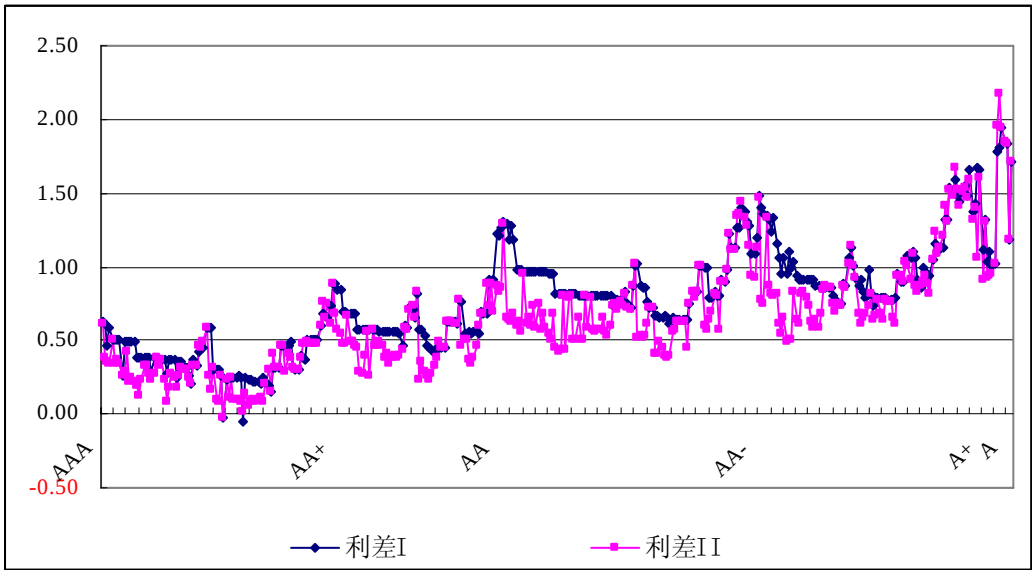
2010 年度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有显著性，即随着主体长期信用等级的降低，各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定增长趋势，详见表 8。②利差 I 和利差 II 级差仍存在分水岭，体现在 AA-与 A+之间。此外，相比于 2009 年，等级间级差最小值有所转移，即 2009 年度 AA+与 AA 利差 I 级差最小，为 31BP，而 2010 年度 AA 与 AA-利差 I 级差最小，为 14BP。

表8 2010年度各级别主体对应的利差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	2.56~4.06	2.97	38	--	14	30	--	16
AA+	2.92~4.30	3.19	62	24	12	51	21	17
AA	3.17~4.81	3.49	90	28	19	72	21	24
AA-	3.20~5.02	3.68	104	14	24	91	19	30
A+	3.60~5.10	4.05	135	31	34	129	38	47
A	3.80~4.65	4.23	171	36	30	170	41	30

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 9 2010 年度各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.)
AAA	AA+	-0.2399*	0.0000	-0.2047*	0.0000
	AA	-0.5247*	0.0000	-0.4186*	0.0000
	AA-	-0.6629*	0.0000	-0.6127*	0.0000
	A+	-0.9734*	0.0000	-0.9875*	0.0000
	A	-1.3287*	0.0000	-1.4021*	0.0000
AA+	AAA	0.2399*	0.0000	0.2047*	0.0000
	AA	-0.2848*	0.0000	-0.2138*	0.0000
	AA-	-0.4230*	0.0000	-0.4079*	0.0000
	A+	-0.7335*	0.0000	-0.7828*	0.0000
	A	-1.0888*	0.0000	-1.1974*	0.0000
AA	AAA	0.5247*	0.0000	0.4186*	0.0000
	AA+	0.2848*	0.0000	0.2138*	0.0000
	AA-	-0.1382*	0.0002	-0.1941*	0.0000
	A+	-0.4487*	0.0000	-0.5690*	0.0000
	A	-0.8040*	0.0000	-0.9835*	0.0000
AA-	AAA	0.6629*	0.0000	0.6127*	0.0000
	AA+	0.4230*	0.0000	0.4079*	0.0000
	AA	0.1382*	0.0002	0.1941*	0.0000
	A+	-0.3105*	0.0004	-0.3749*	0.0005
	A	-0.6658*	0.0000	-0.7894*	0.0000
A+	AAA	0.9734*	0.0000	0.9875*	0.0000
	AA+	0.7335*	0.0000	0.7828*	0.0000
	AA	0.4487*	0.0000	0.5690*	0.0000
	AA-	0.3105*	0.0004	0.3749*	0.0005
	A	-0.3553	0.0470	-0.4146	0.0694
A	AAA	1.3287*	0.0000	1.4021*	0.0000
	AA+	1.0888*	0.0000	1.1974*	0.0000
	AA	0.8040*	0.0000	0.9835*	0.0000
	AA-	0.6658*	0.0000	0.7894*	0.0000
	A+	0.3553	0.0470	0.4146	0.0694

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从结果可见，2010 年度 A+和 A 的利差 I 和利差 II 未通过检验。A+和 A 检验未通过的原因在于：①主体级别为 A+和 A 的主体样本数均不多（剔除附息式浮动利率和有担保样本，分别为 10

家和 5 家); ②发行时间不均匀, 主体级别为 A+的主体, 其短券发行主要集中在利差最高的第四季度和利差较高的第一季度, 而主体级别为 A 的主体, 其短券发行主要集中在二、三季度, 从而造成两级别发行利率出现一定程度的重合, 利差水平差异不显著。

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较高, 剔除因样本数量不多及发行时间分布不均匀导致 A+和 A 出现利率交集之外, 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, 但由于各类财务指标与主体信用级别相关度较高, 即主体级别已覆盖大部分财务指标信息, 因此本部分不再分析财务指标, 而是从企业规模、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。

利差在不同规模企业间的结构性差异

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 亿元及以上的主体表现最为显著。究其原因, 主要是由于规模 500 亿元及以上的企业中, 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 2010 年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	100	3.02	43.13	19	34.33	19
100~500 亿元	155	3.43	83.67	29	69.34	31
50~100 亿元	58	3.53	93.85	23	81.10	28
低于 50 亿元	55	3.69	105.31	36	92.57	45

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 2010 年发行主体行业分布情况看 (参见表 11), 铁路及城市轨道交通、电力生产及港口行业集中了较多信用等级较高发行主体, 其发行利率处于较低水平, 从而使得利差均值相对较低, 而农林牧渔及纺织业整体信用等级较低, 其发行利率和利差均处于相对高位。

表 11 2010 年度发行主体行业对利差影响分析

主体行业	期数 (期)	发行利率均值 (%)	利差 I 均值 (BP)	利差 II 均值 (BP)
铁路及城市轨道交通	10	2.91	39	34
电力生产	51	3.18	64	48
港口	12	3.21	64	52
医药	10	3.24	70	54
高速公路	24	3.28	65	52
建筑房产	15	3.29	60	52
综合类 (多元化控股)	15	3.33	72	62
机械设备	23	3.33	77	64
有色金属、稀土等	21	3.34	73	61
城投	7	3.35	73	60
化工	21	3.37	80	69
钢铁	24	3.39	76	63
煤炭	18	3.40	82	72

造纸	5	3.40	82	76
信息技术产业	15	3.47	83	76
零售、物流、贸易	19	3.51	94	83
公用事业	10	3.52	91	72
汽车	7	3.54	90	80
建材	4	3.61	111	84
农林牧渔业	26	3.71	99	87
纺织	9	3.91	127	114

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。2010 年一年期与一年以下期限发行利差 I 平均差值为 41BP，利差 II 平均差值为 31BP。

表 12 2010 年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）
一年期以下	23	2.96	36	28	34	30
一年期	368	3.37	77	35	65	37

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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 2010 年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 2010 年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	23	2.90	30	17	24	19
10~50 亿元	143	3.21	62	29	50	28
1~10 亿元	197	3.53	92	28	78	33
低于 1 亿元	5	4.23	169	34	169	34

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，2010 年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 14。

表 14 2010 年短券一、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	0.959	0.919	0.919	.000

首日交易利率					
利差 I					
利差 II		0.907	0.823	0.823	.000

(1) 发行利率=0.556+0.865*首日交易利率
(2) 利差 I=0.207+0.872*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；

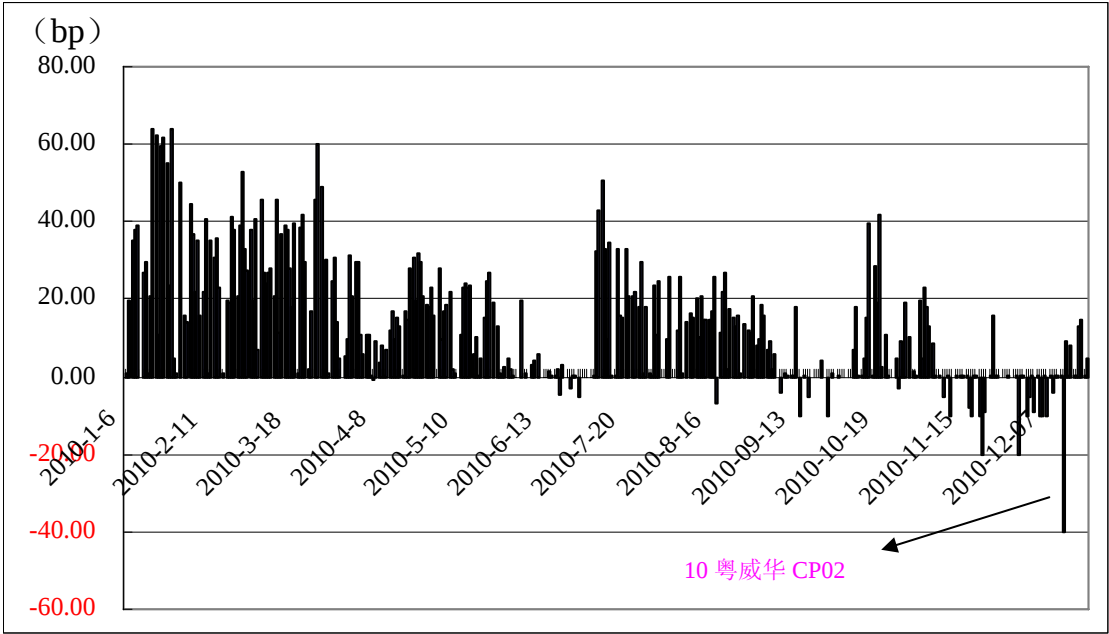
2010 年度短券一、二级市场交易利差走势呈现两个特点（参见图 10 和表 15）：①整体呈收窄趋势，2010 年 1~5 月，银行间市场流动性充裕，短券二级市场交易活跃，交易利率低；但发行市场受交易商协会指导下限约束，尽管 1 月和 3 月两次下调短券发行指导利率下限，但整体仍处于高水平，由此导致短券一、二级市场套利空间大；继 2010 年 6 月短券一级市场定价估值全面推行，一级市场定价市场化程度提高，一、二级市场套利空间明显缩小；②由于三季度末起资金面趋紧状况加剧，加之交易利率对资金面变化更为敏感，以及一级市场定价估值的周报模式相对滞后，一二级市场利差倒挂现象明显增多。2010 年一二级市场利率倒挂期数合计 38 期，占本年度发行总期数 10.33%；其中四季度一二级市场利率倒挂期数合计 20 期，占全年倒挂期数的 52.63%，且倒挂利差均值较前三季度提高。

表 15 2010 年短券一二级市场利率倒挂情况

时间	一二级市场利率倒挂期数(期)	一二级市场倒挂利差均值(BP)
2010Q1	1	--
2010Q2	9	-1
2010Q3	8	-5
2010Q4	20	-9
合计	38	-7

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 10 2010 年度短券一、二级市场交易利差波动情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：2010 年 12 月 21 日发行的 10 粤威华 CP02 倒挂利率达 40BP

五、信用等级迁移率分析

年度迁移率研究基于静态池分析。静态池是指某一时点具有有效评级的发行人集合，用于年度信用迁移分析的静态池时点通常为上年年底数，年内的新发行人则进入下一年度的静态池。

1、信用等级整体迁移情况

截至 2009 年底，具有主体信用等级的短券发行人共 439 家，其中 95²家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁移，均为上调，整体调整率在延续 2009 年 25.20%调整率的基础上继续向上调整 21.64%。从表 16 可知：①整体稳定性不高，除 AAA 级别未出现调整外，其他等级均出现向上调整；②A+~AA 三个信用等级向上迁移的比率较高，这也是导致 2010 年度主体信用等级进一步向 AA-及以上等级集中的原因之一；③仍存在调整幅度较大的现象，但主要集中在信用等级相对较低的 A 和 A+两级别，调整率较低。

表 16 2009 年底所有短券发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	2	50.00%	50.00%						
A-	4		100.00%						
A	21			85.71%	4.76%	4.76%	4.76%		
A+	56				71.43%	21.43%	7.14%		
AA-	117					65.81%	34.19%		
AA	99						72.73%	27.27%	
AA+	66							87.88%	12.12%
AAA	74								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为截至 2009 年底所有具有主体信用等级的发行企业。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年新增短券发行企业 134 家，其中有 7³家企业的主体级别在当年发生了调整，均为上调，占 2010 年新增发行主体家数的 5.22%，这 7 家企业都是在 2010 初进行的首次评级，评级机构在当年的跟踪或续发时对其进行了级别调整。从表 17 可知：①整体调整情况较为平缓，低于 2009 年新发新调企业 8.45%的调整率；②从 A+~AA+，各信用等级均有向上迁移，A+迁移到 AA-的比率最高。

表 17 2010 年新增发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	1	100.00%							
A-	--		--						

² 整个行业中级别调整家数并不等同于各机构调整家数的简单加总。

³ 同脚注 2。。

A	5			100.00%					
A+	14				78.57%	21.43%			
AA-	47					95.74%	4.26%		
AA	38						97.37%	2.63%	
AA+	19							94.74%	5.26%
AAA	10								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为 2010 年新增发行企业

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、不同评级机构信用等级迁移情况

纵观国内银行间市场以联合资信、中诚信、大公和新世纪为主的 4 家评级机构短券发行人主体信用等级调整情况，大致情况如下：①2009 年底具有主体信用等级的短券发行人主体信用等级调整情况中，调整比率由高到低分别为大公-新世纪-中诚信-联合资信；在信用等级迁移率较高的 A+~AA 三个级别上，中诚信由 A+迁移至 AA-的比率最高，大公由 AA-迁移至 AA 的比率最高，新世纪由 AA 迁移至 AA+的比率最高；②2010 年新增短券发行人中，调整比率由高至低分别为中诚信-联合资信-新世纪-大公，其中大公 2010 年新增短券发行人主体信用等级未发生迁移。在信用等级迁移率较高的 A+级别上，新世纪的迁移率最高。

联合资信：截至 2009 年底，联合资信评定的具有主体信用等级的短券发行人共 131 家，其中 21 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁移，整体调整率为 16.03%，低于行业 21.64%平均水平 5.61 个百分点，调整幅度为同期各家评级机构之最低。联合资信信用等级迁移主要发生在 A+~AA+之间，其中 A+、AA-和 AA 的稳定率均高于行业水平，但 AA+的稳定率低于行业平均水平 5-7 个百分点。从联合资信自身信用等级调整情况看，AA-向上迁移至 AA 的比率高于自身其他级别的迁移率。

表 18 联合资信 2009 年底所有短券发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	--		--						
A	4			100.00%					
A+	20				80.00%	15.00%	5.00%		
AA-	40					77.50%	22.50%		
AA	22						81.82%	18.18%	
AA+	23							82.61%	17.39%
AAA	22								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为截至 2009 年底所有具有主体信用等级的发行企业。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年联合资信新增短券发行主体 42 家，在发行当年内有 3 家调整，整体调整率 7.15%，高于行业 5.22% 的平均水平。2010 年新增发行企业信用等级的迁移体现在 AA-和 AA 两个等级上，其他信用等级未发生迁移，其中 AA-向上迁移的比率相对较高。

表 19 联合资信 2010 年新增发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	--		--						
A	1			100.00%					
A+	4				100.00%				
AA-	17					88.24%	11.76%		
AA	11						90.91%	9.09%	
AA+	4							100.00%	
AAA	5								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为 2010 年新增发行企业

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中诚信：截至 2009 年底，中诚信评定的具有主体信用等级的短券发行人共 168 家，其中 32 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁移，整体调整率为 19.05%，低于行业 21.64% 平均水平 2.59 个百分点。中诚信信用等级迁移主要发生在 A+~AA+之间，其中 AA+稳定率稍高于行业水平，但 A+和 AA 的稳定率低于行业平均水平 4-11 个百分点。从中诚信自身信用等级调整情况看，A+向上迁移至 AA-的比率高于自身其他级别的迁移率，也高于同行业其他评级机构在该信用等级上的迁移率，并且该等级存在 2 家调整至 AA 的情况。

表 20 中诚信 2009 年底所有短券发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	--		--						
A	2			100.00%					
A+	18				61.11%	27.78%	11.11%		
AA-	40					72.50%	27.50%		
AA	43						76.74%	23.26%	
AA+	31							87.10%	12.90%
AAA	34								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为截至 2009 年底所有具有主体信用等级的发行企业。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年中诚信新增短券发行主体 45 家，在发行当年内有 5 家调整，整体调整率 11.11%，高

于行业 5.22% 的平均水平 5.89 个百分点，调整幅度居同期各家评级机构之首。中诚信对于 2010 年新增发行企业涉及的各信用等级均有迁移，其中 A+ 向上迁移至 AA- 的比率最高。

表 21 中诚信 2010 年新增发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	--		--						
A	--			--					
A+	7				71.43%	28.57%			
AA-	8					87.50%	12.50%		
AA	17						94.12%	5.88%	
AA+	6							83.33%	16.67%
AAA	7								100.00%

① 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

② 样本为 2010 年新增发行企业

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

大公：截至 2009 年底，大公评定的具有主体信用等级的短券发行人共 107 家，其中 31 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁移，整体调整率为 28.97%，高于行业 21.64% 平均水平 7.33 个百分点，调整幅度居同期各家评级机构之首。在 BBB+~AAA 之间，除 A 信用等级保持稳定外，其他各信用等级均发生迁移。其中 AA- 和 AA 的迁移率高于行业平均水平 8-12 个百分点，其他各信用等级的稳定性稍高于同行业水平。从大公自身信用等级调整情况看，AA- 向上迁移至 AA 的比率高于自身其他级别的迁移率，也高于同行业其他评级机构在该信用等级上的迁移率。

表 22 大公 2009 年底所有短券发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	2	50.00%	50.00%						
A-	2		100.00%						
A	8			87.50%		12.50%			
A+	18				77.78%	16.67%	5.56%		
AA-	35					57.14%	42.86%		
AA	23						60.87%	39.13%	
AA+	9							88.89%	11.11%
AAA	10								100.00%

③ 列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

④ 样本为截至 2009 年底所有具有主体信用等级的发行企业。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年大公新增短券发行主体 25 家，在发行当年内未发生信用等级调整现象，稳定性较好。

新世纪：截至 2009 年底，新世纪评定的具有主体信用等级的短券发行人共 40 家，其中 8 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁徙，整体迁移率为 20.00%，低于行业 21.64%平均水平 1.64 个百分点。信用等级迁移主要发生在 A+~AA 之间，这几个信用等级的迁移率高于行业平均水平的 5-16 个百分点。从新世纪自身信用等级调整情况看，AA 向上迁移至 AA+ 的比率高于自身其他级别的迁移率，也高于同行业其他评级机构在该信用等级上的迁移率。

表 23 2009 年底新世纪所有短券发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	2		100%						
A	5			100%					
A+	3				66.67%	33.33%			
AA-	10					60.00%	40.00%		
AA	7						57.14%	42.86%	
AA+	10							100.00%	
AAA	3								100.00%

①列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

②样本为截至 2009 年底所有具有主体信用等级的发行企业。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年新世纪新增短券发行主体 34 家，在年内有 2 家调整，整体调整率 5.88%，高于行业 5.22% 的平均水平 0.66 个百分点，新世纪对于 2010 年新增发行企业的调整主要集中在 A+和 AA-两个信用等级上，其中 A+向上迁移至 AA-的比率最高。

表 24 新世纪 2010 年新增发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

级别	样本数	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
BBB+	--	--							
A-	--		--						
A	4			100%					
A+	4				75.00%	25.00%			
AA-	12					91.67%	8.33%		
AA	8						100.00%		
AA+	6							100.00%	
AAA	--								--

①列标题为初始级别，行标题为迁移后级别。

②样本为 2010 年新增发行企业

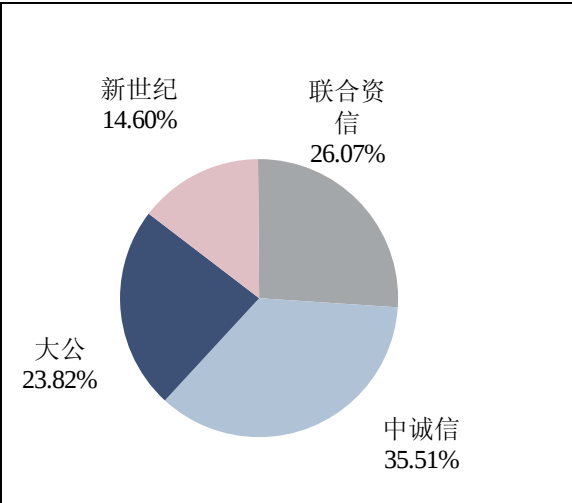
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

六、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

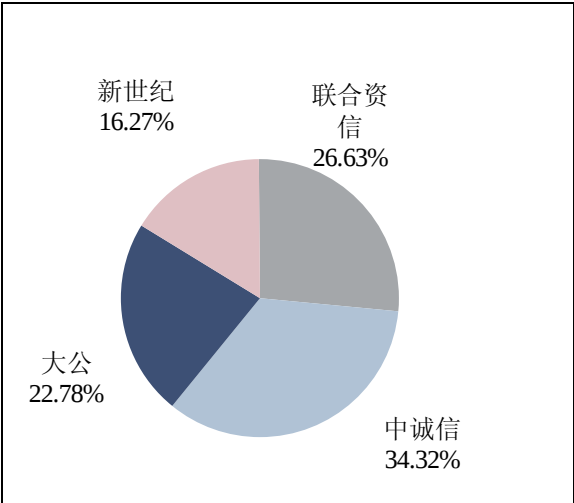
本年度 4 家评级机构共出具 445 期短券评级报告（含两期双评级，“10 广新 CP01”和“10 辽通 CP01”均由联合资信及中诚信双评，各按 1 期计算）。从市场份额变化趋势看，受新世纪以前年度短券评级市场占比很低，但在 2010 年上升较快的影响，其他三家中诚信、联合和大公短券评级市场份额有所摊薄，但从目前市场份额情况看，中诚信、联合资信和大公三家评级机构，无论是在发行期数，还是在发行主体家数上仍具有明显优势。并且从受评企业信用级别分布看，中诚信、联合资信和大公的受评企业中 AA-及以上信用等级占比均高于新世纪 6 个百分点以上。

图 11 2010 年度短券评级业务市场份额（期）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 12 2010 年度短券评级业务市场份额（家）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 25 2010 年主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	28	55	19	4	106
AA+	16	21	21	16	74
AA	27	46	31	20	124
AA-	36	29	30	16	111
A+	7	7	3	4	21
A	2	0	0	5	7
A-	0	0	1	0	1
BBB+	0	0	1	0	1
合计	116	158	106	65	445
其中：AA-以上占比	92.24	95.57	95.28	86.15	93.26

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：“10 广新 CP01”（联合和中诚信评级均为 AA-）和“10 辽通 CP01”（联合和中诚信评级均为 AA）为双评级，联合和中诚信各按 1 期计算。

2、信用等级认可度检验

通过本年度所发短券利差 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 26 2010 年度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	发行利差		交易利差	
			均值	标准差	均值	标准差
A	联合	2	.396500	.0444063	.396400	.0442649
	新世纪	5	1.706440	.3030876	1.703980	.3026606
A+	大公	3	1.207967	.2128555	1.220333	.2184339
	联合	7	1.046414	.3156118	.987443	.3040129
	新世纪	4	1.416200	.4149986	1.381650	.5476847
	中诚信	7	1.176457	.3005763	1.192571	.4086086
AA-	大公	30	1.051803	.2570094	.982700	.2942861
	联合	35	.984991	.2106596	.840151	.2450157
	新世纪	16	1.021144	.2913952	.910356	.3760823
	中诚信	29	.992666	.2388099	.908672	.3177197
AA	大公	31	.916771	.1829512	.754558	.2740466
	联合	27	.839233	.2421080	.638896	.2455743
	新世纪	20	.783730	.2030006	.681315	.2215859
	中诚信	46	.873454	.2447808	.695917	.2601528
AA+	大公	21	.577971	.1135060	.468124	.1573100
	联合	16	.649963	.1497555	.539869	.1597424
	新世纪	16	.541344	.2171218	.469619	.2051339
	中诚信	21	.616619	.0995741	.495295	.1721744
AAA	大公	19	.334463	.1779621	.279258	.1792640
	联合	28	.399414	.1250260	.323379	.1386850
	新世纪	4	.411775	.1647530	.403400	.1778132
	中诚信	55	.336198	.1560078	.264945	.1721029

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：以上数据中 A 信用等级样本量较少，不具有统计意义

从表 26 的利差检验结果来看，无论是发行市场还是交易市场，在 A 及 AA-信用等级上，投资者对联合资信的认可度最高，但 A 级别的样本数量相对较小；在其他级别上，投资者并未对以上四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。

七、 市场展望

中共中央政治局于 2010 年 12 月 3 日召开会议，要求 2011 年实施积极的财政政策和稳健的货币政策，标志着 2008 年金融危机后实施的“适度宽松”货币政策将正式转向“稳健”。由于短券品种发行利率受资金面影响较大，2011 年资金面的趋紧将可能带动短券发行利率震荡上行。

从短券市场发行规模来看，由于短券发行利率与同期贷款利率相比具有一定的成本优势，存量短券发行主体在 2011 年滚动发行的可能性很大，同时随着企业间接融资压力的加大，更多增量企业为弥补其流动资金需求将进入短券市场发行领域，但考虑到 2010 年底推出的超级短期融资券对于高信用等级发行人具有较强的吸引力，从而对 AAA 级别企业的短期融资券发行造成一定分流，预计 2011 年短券市场总体规模呈现 2010 爆发式增长的可能性较低，但仍有望在 2010 年的基础上保持一定增长。