

2009 年第二季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20090701

时间: 2009 年 7 月 6 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

符 正

010-85679696-8830

fuzheng@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

2009 年二季度中国宏观经济出现积极变化, 资产价格显著回升, 经济复苏预期增强。宽松的货币政策下, 货币供应量仍保持高速增长, 市场流动性不断增加; 尽管通胀及加息预期、股市资金分流等因素导致债券收益率有所波动, 但本季度债券市场利率仍处于较低水平。

本季度短券发行规模同比和环比均有所下降, 主体信用等级仍集中在 AA-及以上级别。在资金面充裕的背景下, 本季度短券发行利率持续处于较低水平, 尽管中期略有波动, 但各信用等级主体所发短券的发行利率仍较一季度有所下降。其中, AAA 主体平均发行利率降幅较小; 其余信用等级主体发行利率较一季度降幅明显。

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对利差具有明显反向影响, 而期限结构对利差影响并不显著。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, 表明一级市场定价市场化程度很高。

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。从发行市场来看, 在 AAA 主体信用级别上, 联合资信利差 I 和利差 II 的方差均最小, 投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高; 在 AA+级别上, 中诚信利差 I 的均值和方差均最小, 投资者对中诚信出具的该级别认可度最高; 在 AA 和 AA-级别上, 分别是新世纪和大公均值最小, 但标准差相对较大; 在 A+级别上, 由于样本数量太小, 缺乏系统可比性。从交易市场来看, 在 AA-和 AAA 级别上, 投资者对联合资信出具的评级结果表现较高的认可度; 在 AA+的级别上, 投资者对中诚信的评级结果表现较高的认可度; 在其他级别上, 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。

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4月1日~2009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。
- ◆ **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，在积极财政政策和适度宽松的货币政策的大力推动下，中国宏观经济出现积极变化，资产价格显著回升，实体经济投资需求有所增长，但消费、出口形势依然低迷。本季度货币供应量仍保持高速增长，金融系统内流动性充裕，尽管股票市场的回暖分流了部分资金，但信用债券利率仍维持在较低水平。

基本面——资产价格显著回升，但消费、出口形势依然低迷

本季度在积极财政政策和适度宽松的货币政策的大力推动下，中国宏观经济出现积极变化。根据国家统计局公布的数据，2009 年 1~5 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 8502 亿元，同比下降 22.9%，降幅较 1~2 月份缩小 14.4 个百分点。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，但钢铁、有色、化工、设备制造等行业利润下滑局面仍未改观。

消费方面，本季度 CPI、PPI 仍处于下降通道，4 月、5 月 CPI 同比分别下滑 1.50%和 1.40%；同期受主要工业品出厂价格下降影响，PPI 同比降幅继续扩大，4 月、5 月 PPI 同比分别下降 6.60%和 7.20%，表明国内市场消费需求依然低迷，制造业企业仍面临较大的销售压力。对外贸易方面，出口形势依然低迷，根据海关总署公布的数据，4 月、5 月出口总值同比分别下降 22.6%和 26.4%，2009 年 1~5 月累计实现贸易顺差 887.9 亿美元，增幅明显收窄。

本季度，在国际市场大宗商品价格迅速反弹和国内宽松货币政策的配合下，充裕的流动性推动中国股票、地产等资产价格显著回升。截至 2009 年 6 月底，A 股总市值已达至 20.43 万亿元，较年初增长 68.84%；与此同时，自 2008 年开始低迷一年多的房地产市场也明显回暖，根据国家统计局的统计数据，2009 年 1~5 月，中国商品房销售面积和销售额同比分别增长 25.5%和 45.3%；5 月 70 座大中城市房屋销售价格指数环比增长 0.6%。

总体看，中国政府 2008 年下半年开始实施的一系列财政和货币政策对经济的刺激作用已逐步显现，充裕的货币供给推动了资产价格的攀升，经济回暖预期增强。据国家统计局预测，本季度 GDP 增速有望由一季度的 6.1%回升至 8%。但受制于消费预期低迷和出口需求下滑的影响，以制造业为代表的实体经济回暖迹象尚不明朗。

政策面——适度宽松的货币政策基调不变

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正在迅速落实，根据财政部公布的数据，截至 2009 年 6 月 26 日，新增中央投资已安排了 5915 亿元，约占中央计划投资总额的一半。

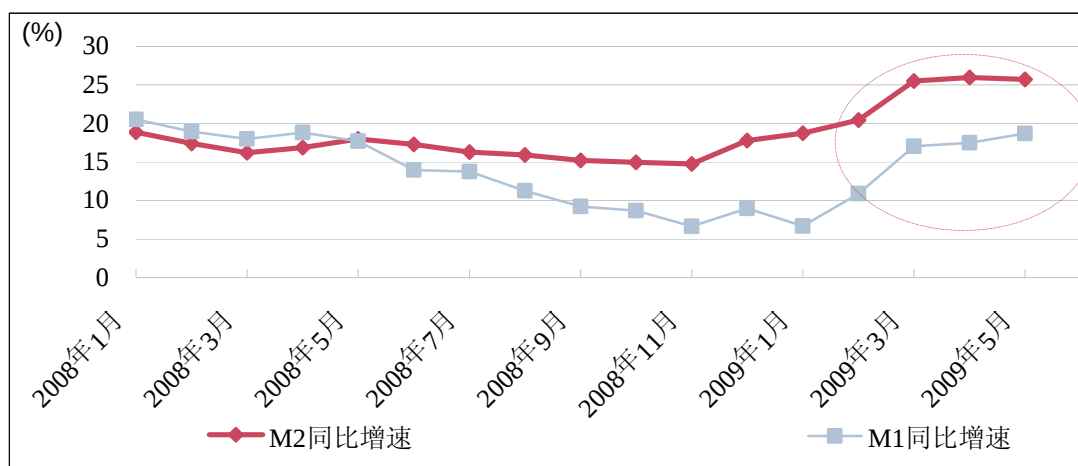
货币政策方面，资产价格的显著上升和国内市场的消费低迷导致市场对于未来可能出现的通胀预期上升，进而形成加息预期。但在 6 月 19 日，温家宝总理在河北考察时强调，中国经济正处在企稳回升的关键时期，要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划；在 6 月 17 日的国务院常务会议对于目前经济形势的评估是：虽然出现积极变化，但回升的基础还不够稳固，因此要做好在较长时间内应对各种困难和

复杂局面的准备，要根据形势变化不断丰富和完善应对国际金融危机的一揽子计划。由此可见，短期内货币政策仍将维持宽松基调；但未来管理层可能对资金流向实施调控，以增加实体经济的货币供应。

资金面——货币供应量持续增长，金融系统流动性压力保持稳定

在经历了第一季度新增信贷投放迅猛增长后，4月、5月新增贷款规模有所回落，分别为5918亿元和6645亿元，但伴随着经济回暖预期的增强，预计6月新增贷款将再次突破1万亿元。信贷投放规模的大幅增长推动货币供应量的持续攀升，3~5月广义货币供应量（M2）同比分别增长25.51%、25.95%和25.74%，处于历史高位；同期内狭义货币供应量（M1）也明显回升，同比分别增长17.04%、17.48%和18.69%，货币供应量喇叭口略有收窄，表明实体经济投资需求有所上升，货币供应传导效应良好。

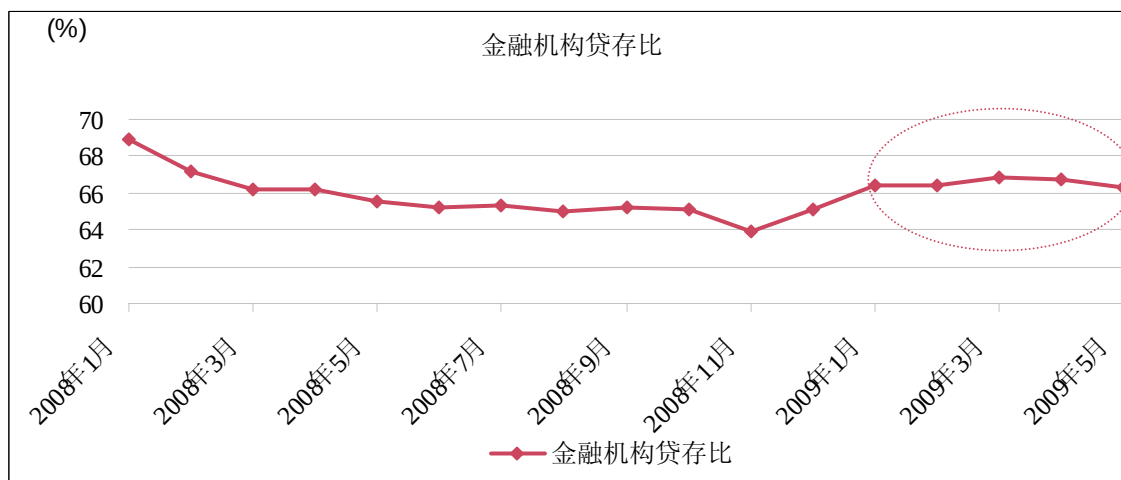
图1 2008年~2009年5月M1、M2同比增速变动情况



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对其增长起到了一定的舒缓作用，金融机构贷存比率仍保持稳定，对外投资压力不大。

图2 2008年~2009年5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——发行规模持续扩大，非金融企业债券期限结构呈长期化，发行利率低位窄幅震荡

本季度债券市场发行规模 24141.75 亿元，较一季度增长 124.15%，其中国债、代发地方债、央行票据等产品发行规模均较第一季度出现大幅增长，但非金融企业债券规模稳步增长，债券期限结构呈长期化。具体表现在：（1）由于中央财政逐步贯彻落实 4 万亿元经济刺激计划，本季度国债发行量暴增，是本季度债市扩容的主要源头之一。本季度财政部共发行国债 5969.4 亿元，代发地方债 1589 亿元，二者合计发行总额为 7558.4 亿元，比一季度的 1119.3 亿元增加 6440.1 亿元，其在银行间债券市场发行总额中占比由一季度的 10.39% 上升至本季度的 31.31%，新增额占全部新增额近二分之一；（2）由于一季度信贷增长过快，以及当期兑付央票规模较大，本季度央行加大了资金回笼力度，导致本季度央票发行规模快速增长，本季度央票发行规模 9250 亿元，较一季度的 4800 亿元增加近一倍。由于国债（地方债）占比的大幅攀升，央票发行规模占比由一季度的 44.57% 下降至本季度的 38.32%，但央票发行量依然在银行间债券市场发行总量中排名第一；（3）非金融企业债务融资工具（企业债券、短券和中票）发行规模平稳增长，但债券期限结构变化较大。本季度合计发行 4502.25 亿元，较上季度增长 38.19%，中长期债券——企业债和中期票据增速较快，短期债券——短券因受信用债中票替代效应的影响，其发行规模继续萎缩。本季度企业债券发行 1174.53 亿元，环比增长 77.42%，发行主体仍以城市基础设施建设和公用事业经营企业为主；中期票据发行 2754.22 亿元，环比增长 64.82%，发行主体仍以 AA+ 和 AAA 级优质企业为主，且目前中票也采用了担保发行（昊华 MTN 和长航 MTN）、含权发行（中色 MTN、浙交投 MTN 和港中旅 MTN）的模式，首现中石油美元债券；短券发行 573.5 亿元，环比下滑 30.00%。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年二季度		2009 年一季度		发行规模环比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
国债	5969.4	24.73	1049.3	9.74	468.89
地方债	1589	6.58	70	0.65	2170.00
央票	9250	38.32	4800	44.57	92.71
政策性银行债	2104.1	8.72	1103	10.24	90.76
商业银行债	617	2.56	490	4.55	25.92
非金融机构债	110	0.46	0	--	--
企业债	1174.53	4.87	662	6.15	77.42
中票	2754.22(2696 ^①)	11.41	1671	15.51	64.82
短券	573.5	2.38	925 ^②	8.59	-38.00
合计	24141.75	100.00	10770.3	100.00	124.15

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从债券市场利率表现看，本季度债券发行利率略有波动。4 月份中上旬，由于债券市场延续了一季度的充裕流动性，短券、中期票据等信用债券产品发行利率持续保持在较低水平；自 4 月下旬至 5 月底，短券、中期票据等产品收益率出现阶段性上升，短券、3 年期、5 年期中期票据产品

^① 中石油募集 10 亿美元，此处如根据中国债券网，只做简单加减统计，未换算中票发行总额为 2696 亿元；如根据发行日 5 月 11 日人民币汇率中间价 1 美元=6.822 元人民币计算，发行额为 68.22 亿元，总发行额为 2754.22；以下涉及比例计算总额剔除该期发行量。

^② 短券的发行日与起息日具有一定的时间差，在此处统计中主要以发行日为计算起点。

均较 4 月初上升了近 30 个 BP；但进入 6 月份，随着货币政策的逐渐明朗，发行利率有所回落。造成 4 月下旬至 5 月底收益率曲线上移的主要原因包括：（1）由于一季度信贷投放过猛，导致市场产生的对央行回收流动性和未来可能出现加息的预期；（2）股票市场显著回暖引起的债券市场资金分流，本季度上证指数从 4 月初的 2400 点上升至超过 2900 点，A 股市值从年初的 12.1 万亿元上升至 20.43 万亿元，在一定程度上分流了债券市场的资金。此外，6 月底 IPO 业务的重启也吸引了更多的资金，资金分流效应和预期收益率上升均导致了本季度信用债券收益率的走高；（3）由于资产价格上涨引发的通货膨胀预期，进而推动市场收益率上升。从历史情况看，目前短券、中期票据发行利率仍处于较低水平。

联合资信认为，短期内充裕的资金面有助于支撑债市低成本局面；长期来看，由于货币市场收益率底部受制于超储利率，趋势受制于资金供给，金融机构超储率显示资金面宽松程度较前期收紧，有一定未来通胀压力；同时信用债（含中期票据）发行规模猛增，新股发行可能加大资金利率波动性，长期来看债券市场利率有上行压力。

总体看，本季度中国宏观经济出现积极变化，资产价格显著回升，经济复苏预期增强。货币供应量仍保持高速增长，金融系统内流动性充裕；尽管通胀及加息预期、股市资金分流等因素导致债券收益率有所震荡，但本季度债券市场利率仍处于较低水平，从长期来看，债券市场利率具有一定的上行压力。

二、 短券发行市场情况^⑨

短券发行规模进一步回落，主体信用等级分布范围仍集中在 AA-及以上等级

本季度共有 56 家企业累计发行短券 58 期，合计发行 573.5 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下降 6.64% 和 22.73%；与 2009 年一季度相比，发行总规模和平均单笔发行规模分别下降 68.67% 和 74.22%。本季度短券发行规模延续了 2009 年一季度同比下滑趋势，发行规模显著下降。

表 2 短券发行基本情况

项 目	2009 年二季度(亿元)	与上年二季度同比（亿元/%）		与本年一季度环比（亿元/%）	
		2008 年二季度	同比增长率	2009 年一季度	环比增长率
发行规模（亿元）	573.5	614.30	-6.64	965	-68.27
发行期数（期）	58	48	20.83	56	3.45
发行家数（家）	56	44	27.27	51	8.93
平均单笔发行规模（亿元）	9.89	12.80	-22.73	17.23	-74.22

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 57 期，占总发行规模的 98.26%；发行期限在 1 年以下的仅 1 期。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 1 期，发行规模占比 3.49%；采用单利（固定利率）发行的 57 期，占 96.51%。

与 2009 年一季度相比，本季度主体信用等级分布范围保持稳定，短券发行持续集中于高信用

^⑨ 在短券发行市场情况部分，发行期数统计为 58 期，双评级计 1 期。

等级主体。在本季度发行的短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的 53 期，占总发行期数的 89.03%；主体信用等级在 A+及以下的 6 期，占总发行期数的 10.17%。与前 2008 年相比，短券发行主体信用等级分布范围进一步“上移”，分界线由前两年的 A+上升至 AA-。造成 2009 年上半年发行主体信用等级分布变化的主要原因包括：①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；②对于发行主体而言，在信贷较为宽松的环境下，A+及以下信用等级的短券综合发行成本接近甚至高于同期贷款成本，致使企业发行意愿降低。

表 3 主体信用等级分布变化情况

主体级别	2008 年		2009 年一季度		2009 年二季度	
	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	7	12.50	9	15.25
AAA-	1	0.37	--	--	--	--
AA+	43	16.04	13	23.21	12	20.34
AA	59	22.01	14	25.00	16	27.12
AA-	68	25.37	17	30.36	16	27.12
AA-及以上合计	216	80.60	51	91.07	53	89.83
A+	41	15.30	5	8.93	6	10.17
A	6	2.24	--	--	--	--
A-	3	1.12	--	--	--	--
BBB+	2	0.75	--	--	--	--
AA-以下合计	52	19.40	5	8.93	6	10.17
合计	268	100.00	56	100.00	59	100.00

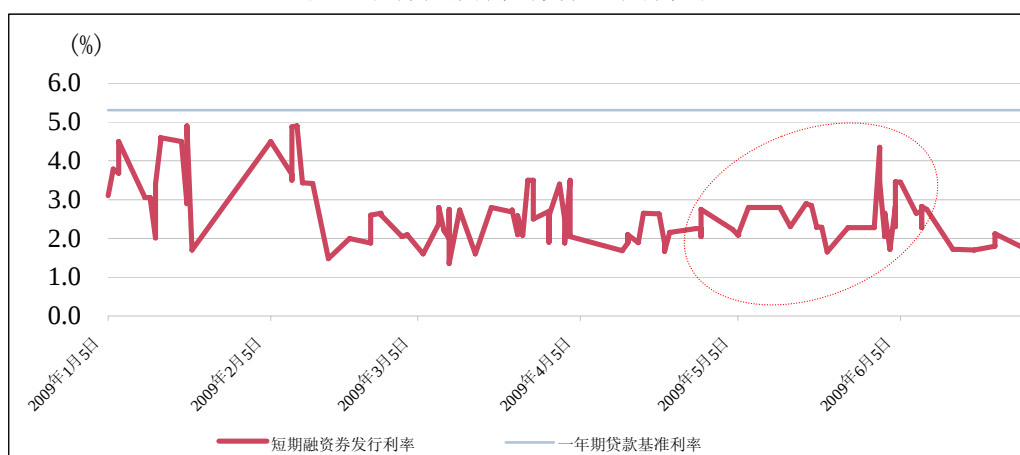
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：在统计企业主体信用等级时，“09 同盛 CP01”主体由中诚信和新世纪双评级，统计中各按 1 期计算，下同。

发行利率继续下探，AA+及以下主体发行利率降幅显著

在宽松的信贷环境下，本季度短券发行利率延续了自 2009 年 3 月份以来的低水平。本季度短券发行利率整体波动区间在 1.65~4.35%范围内，显著低于一年期银行贷款基准利率（5.31%），其中 AAA 级主体所发短券利率区间为 1.65%~1.80%，AA+级主体所发短券利率区间为 1.80%~2.23%，均显著低于 1 年期定期存款利率（2.25%），可见在经济增速放缓，以及债券市场短期内资金充裕的多重背景下，资金对安全性相对较高的主体所发短券追捧力度很大，市场过度的资金配置造成廉价债券行情。

图 3 短券发行利率与贷款基准利率对比



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从利率走势情况看，4月上旬，发行利率延续了一季度的下滑趋势；自4月下旬至5月底，受通胀、加息预期和资金分流效应影响，短券等产品收益率略有上升，部分产品利率一度较4月初上涨20~30个基点，但整体变化并不显著；进入6月份，发行利率有所回落。

本季度短券发行利率持续处于较低水平，尽管中期略有波动，但各信用等级主体短券发行利率仍较一季度有所下降。其中，AAA主体平均发行利率为1.71%，较第一季度下降1个BP，降幅较小，收益率已处于底部；其余信用等级主体发行利率较一季度降幅明显，在货币政策宽松以及经济回暖预期带动发债主体信用状况改善的前提下，投资者对于AAA级以下主体所发短券产品具有较高的投资热情，且信用风险溢价收窄，发行利率明显回落。

表4 各主体级别短券发行利率均值及变动情况

发行日	AAA (%)	AA+ (%)	AA (%)	AA- (%)	A+ (%)	A (%)	A- (%)
2008年第一季度	4.94	5.65	5.88	6.22	7.14	7.51	--
2008年第二季度	4.77	5.03	5.41	5.74	6.93	7.45	--
2009年第一季度	1.72	2.54	2.92	3.44	4.34	--	--
较2008年同期点差(BP)	-322	-311	-296	-278	-280	--	--
2009年第二季度	1.71	1.99	2.23	2.74	3.60	--	--
较2008年同期点差(BP)	-306	-304	-318	-300	-333	--	--
较2009年第一季度点差(BP)	-1	-55	-69	-7	-74		

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，民营企业占比较小

本季度短券发行主体共计56家，按照所有制性质划分，国有企业54家，占96.43%；民营企业合计2家，占3.57%。国有企业是目前短券的主要发行群体。

发行主体地区集中程度较高，北京市、广东省、上海市地区发债企业踊跃

从发行主体地区分布来看，本季度发行主体合计56家，华东和华北两地区发债主体合计34家，占同期发债主体总家数的60.71%；西南地区发债企业相对较少，为3家，仅占5.36%。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，各地区发行主体集中度较高，均高于50%。华北和华东两大重点发行地区主要集中在北京市、上海市和江苏省，其中北京市发行家数达到10家，占到本季度发行总家数的17.86%。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 (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	19	北京市	10	52.63
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	15	上海市和江苏省	8	53.33
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	3	重庆市	2	66.67
华中	河南省、湖北省、湖南省	4	湖北省	2	50.00
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	5	广东省	5	100.00
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	5	陕西省和新疆维吾尔自治区	4	80.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	5	辽宁省	3	60.00

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，但较一季度有所减少，主要包括：贵州省、云南省、西藏自治区、海南省、广西壮族自治区、甘肃省、宁夏回族自治区。

工行、光大等行短券承销市场地位显著

本季度共有 18 家主承销商参与了 58 期短券的承销。其中独立承销期数 47 期，参与独立发行的主承销商共计 16 家，独立承销规模合计 375.5 亿元，平均每家独立承销 23.47 亿元；联合承销 11 期，参与联合发行的主承销商 12 家，联合承销规模合计 198 亿元，平均每家承销 16.50 亿元。

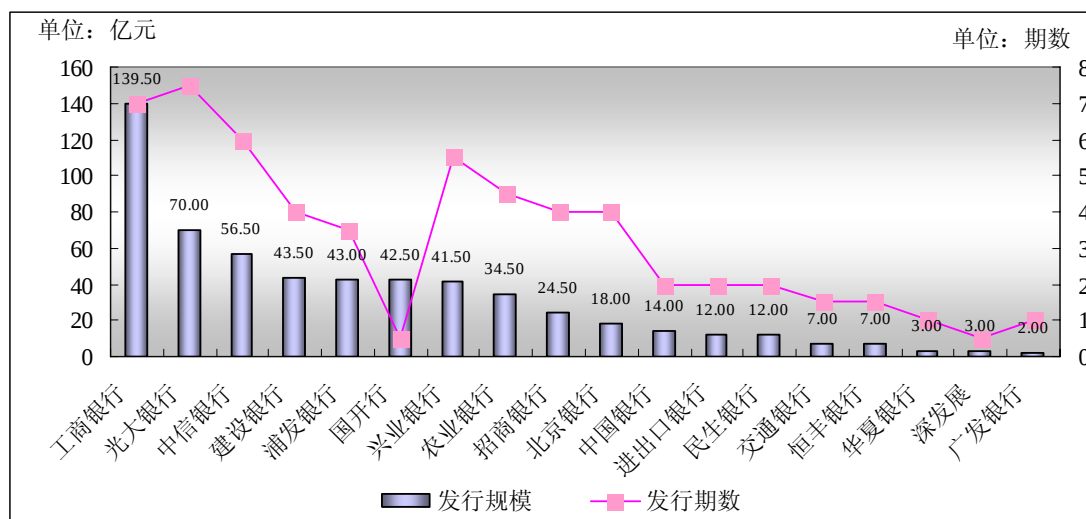
按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 139.50 亿元；光大银行、中信银行、建设银行、浦发银行、国开行、兴业银行、农业银行、招商银行和北京银行分别位列 2~10 位，构成了本季度承销的第一梯队，承销规模在 20-70 亿元；其余银行承销额度不足 15 亿元，其中广发银行承销额度最小，为 2 亿元。

本季度发行额度超过（含 40 亿元）40 亿元的债券共 2 期，分别为：40 亿元“09 华能集 CP01”，85 亿元的“09 中广核 CP01”，合计发行额度达 120 亿元，占 2008 年发行总额度的 20.92%，以上 2 期债券中工商银行参与较多，显著地提升了工商银行主承销商的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 7.5 期，位居首位；工商银行 7 期，中信银行 6 期，兴业银行 5.5 期，农业银行 4.5 期，建设银行、招商银行、北京银行均为 4 期，浦发银行 3.5 期，中国银行、民生银行、进出口银行均为 2 期，位列 2~10 位；其余各家银行承销均在 2 期（含 2 期）以下，其中，国开行、深发展均为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，本季度中、农、工、建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，本季度中、农、工、建等国有大型股份制银行合计发行额度 231.50 亿元，占 2009 年第一季度发行总额度的 40.37%，国有大型股份制银行在短券市场的地位优势显著。

图 4 本季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

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 6。从检验结果来看，本季度发行的 58 期短券中，样本量较大的 AA 信用等级主体所发短券发行利率、首日交易利率与

Shibor利率均显著相关。

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	显著性检验 Sig.
AA	发行利率 发行日 shibor 利率	Enter	.662	.000
	交易利率 交易日 shibor 利率		.695	.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”，同时原《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，图5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 利率整体维持在较低水平^④（1.8511%~1.8734%），短券发行利率延续了2009年一季度下降趋势。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年第一季度持续收窄，其中AAA与AA+的级差水平收窄幅度最大，为28BP（2009年第一季度为77BP），而A+级极差水平变化相对稳定。可以看出，由于AAA级短券收益率较低，投资价值有限，银行和基金等机构未来可能增大AA-至AA+级短券配置比例（AA与AAA级差为53BP，AA-与AAA级差为103BP），而A+级短券由于风险相对较高，级差仍较大。

同时联合资信关注到，本季度A+主体所发短券中，由新世纪评级的“09金山CP01”表现异常，发行利率达到4.35%，较同期同级别发行利率均值高出75BP，发行利差为250BP，二级市场同样表现异常，交易利率达到239BP。

表7 本季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

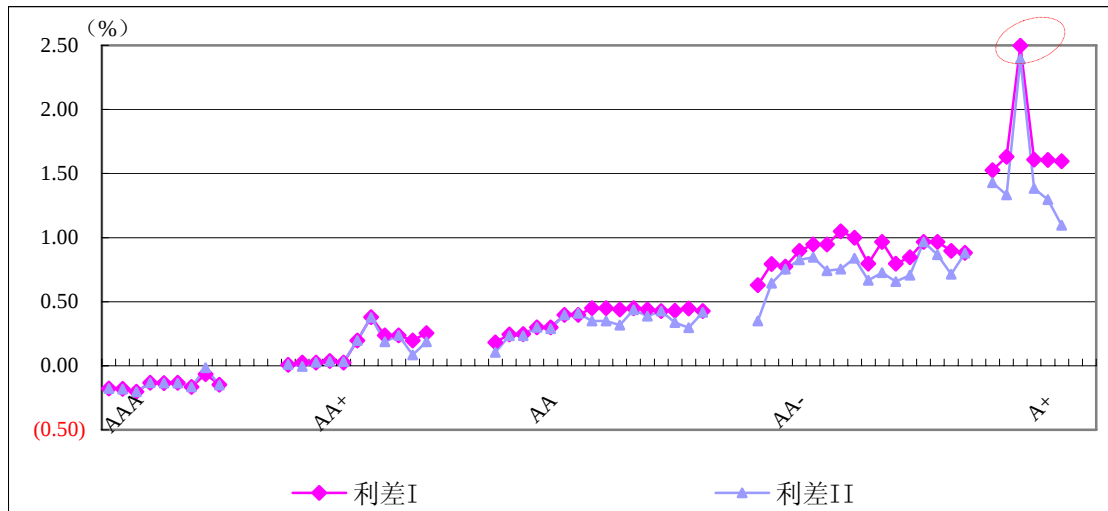
主体级别	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差 (BP)	方差	均值 (BP)	级差 (BP)	方差
AAA	1.65~1.80	1.71	-15	--	0.04	-14	--	0.05
AA+	1.80~2.23	1.99	13	28	1.14	11	25	0.12
AA	2.05~2.30	2.23	38	25	0.09	33	22	0.09
AA-	2.50~2.90	2.74	88	50	0.11	75	52	0.14
A+	3.40~4.35	3.60	174	86	0.37	149	74	0.46

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：①“09同盛CP01”由新世纪和中诚信双评级，级别分别为AAA和AA+，各计为一期。

^④ 2009年6月中旬，由于受通货膨胀预期等因素影响，基准利率小幅提高，截至6月30日为1.8709%，但整体仍维持较低水平。

图5 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

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，但也出现个别债券表现异常，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均值。

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，以确定信用级别对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。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。

表 8 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

变量 (1)	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 (1-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (1-J)	显著性 (Sig.)
A+	AA-	0.8596*	0.000	0.7422*	0.000
	AA	1.3680*	0.000	1.1580*	0.000
	AA+	1.6149*	0.000	1.3754*	0.000
	AAA	1.8934*	0.000	1.6326*	0.000
AA-	A+	-0.8596*	0.000	-0.7422*	0.000
	AA	0.5084*	0.000	0.4158*	0.000
	AA+	0.7553*	0.000	0.6331*	0.000
	AAA	1.0338*	0.000	0.8903*	0.000
AA	A+	-1.3680*	0.000	-1.1580*	0.000
	AA-	-0.5084*	0.000	-0.4158*	0.000
	AA+	0.2469*	0.002	0.2174*	0.042
	AAA	0.5254*	0.000	0.4745*	0.000
AA+	A+	-1.6149*	0.000	-1.3754*	0.000

	AA-	-0.7553*	0.000	-0.6332*	0.000
	AA	-0.2469*	0.002	-0.2174*	0.042
	AAA	0.2785*	0.003	0.2571*	0.035
	A+	-1.8934*	0.000	-1.6326*	0.000
AAA	AA-	-1.0338*	0.000	-0.8903*	0.000
	AA	-0.5254*	0.000	-0.4745*	0.000
	AA+	-0.2785*	0.003	-0.2571*	0.035

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、为保证统计分析的准确性，“09 同盛 CP01”由新世纪和中诚信双评级，级别分别为 AAA 和 AA+，各计为一期。

从结果可见，本季度各级别主体所发行短期融资券利差 I 和利差 II 均呈现出明显的差异化，相邻信用等级主体利差 I 和利差 II 的显著性水平均通过检验。

总体看，通过对各信用等级发行主体所发短券利差 I、利差 II 的均值比较和显著性检验，联合资信认为，虽然利差持续下探，极差收窄，但利差对发行主体信用等级的敏感性越来越高，除个别短券外，投资者对主体信用级别认可度较高。随着下半年一系列不确定因素显现，资金面和宏观经济运行态势仍将是决定短券下半年发展方向的最主要因素，收益率具有一定的上行压力。

（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 9 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 9 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	10	1.82	-4	0.15	-5	0.14
100~500 亿元	28	2.29	43	0.39	38	0.35
50~100 亿元	16	2.75	89	0.62	73	0.56
低于 50 亿元	4	3.11	125	0.38	105	0.38

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

从本季度发行主体行业分布情况看（见表 10），交通运输业、电力、煤气和水供应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；而钢铁、建筑及房地产等行业发债企业，由于行业景气程度较一季度显著回暖，发行主体利率和利差均值下滑至低位。

表 10 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
钢铁	2	2.09	22	0.31	20	0.27
交通运输业	8	2.13	27	0.56	22	0.49
建筑和房地产业	5	2.16	30	0.5	24	0.47
综合类	5	2.3	45	0.22	39	0.16
电力、煤气和水供应业	8	2.41	56	0.88	49	0.83
采掘业	8	2.47	61	0.49	53	0.47
制造业	16	2.48	62	0.5	52	0.41
批发和零售贸易业	4	2.54	68	0.64	58	0.51
农林牧渔业	1	2.75	90	--	71	--
信息技术业	1	3.46	161	--	130	--

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

本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 57 期，占 98.25%；发行期限在 1 年以下的只有 1 期“09 上石化 CP01”，占 1.75%，由于本季度 1 年期以下短券发行期数较少，样本空间小，其对利差影响表现并不明显。

表 11 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	1	2.05	18	--	11	--
一年期	57	2.39	54	0.57	46	0.50

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 12 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 12 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	1	1.72	-13	--	-13	--
10~50 亿元	22	2.01	16	0.39	13	0.34
1~10 亿元	34	3.39	148	0.96	99	0.99
低于 1 亿元	1	4.35	250	--	239	--

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，民营企业只有内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司和沈阳金山能源股份有限公司两家，共发行两期；从平均发行利率来看，民营企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率 124BP，利差 I 达到 173BP，特别是沈阳金山能源股份有限公司，发行利率及利差明显高于同级别平均值。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企业，目前民营企业债券市场直接融资规模小，难度大。

表 13 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	56	2.35	49	0.50	41	0.43
民营企业	2	3.59	173	1.08	163	1.08

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，这表明一级市场定价市场化程度很高，相关系数公式参见表 14。

表 14 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

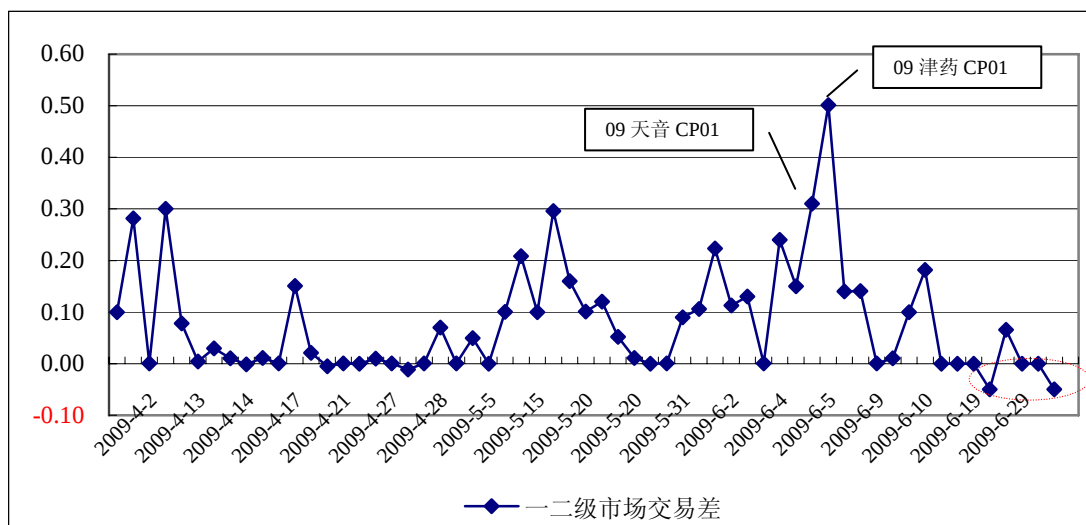
模型变量	方法	复相关系数 R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率	enter	.988 ^a	.976	.975	.000
首日交易利率					
利差 I		.988 ^a	.976	.975	.000
利差 II					

(1) 发行利率 = -0.208 + 1.125 * 首日交易利率

(2) 利差 I = 0.023 + 1.125 * 利差 II

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6），本季度所发短券一、二级市场套利空间均波动范围缩小，大部分短券套利空间在30BP以内，出现较大套利空间的“09津药CP01”（50BP）、“09天音CP01”（31BP），均为A+级别企业；同时，套利空间为负值的是“09赣粤CP01”、“09粤交通CP01”、“华联CP01”和“09同盛CP01”。由此可见，尽管市场内资金量较为充裕，但主承销商的承销能力和投资者的议价能力还是体现了一定的差异。

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58期短券评级报告，其中1期（09同盛CP01）为双评级。从市场份额来看（见图7），联合资信在中国短券评级业务市场位居首位，本季度市场占有率达到30.51%。

从4家评级机构本季度的客户质量来看（见表15），中诚信所评客户中，主体级别AA-及以上的期数合计占93.75%；联合资信所评客户中，主体级别AA-及以上的期数合计占88.89%；大公和新世纪则分别为88.24%和87.50%。

图7 本季度短券评级业务市场份额（期）

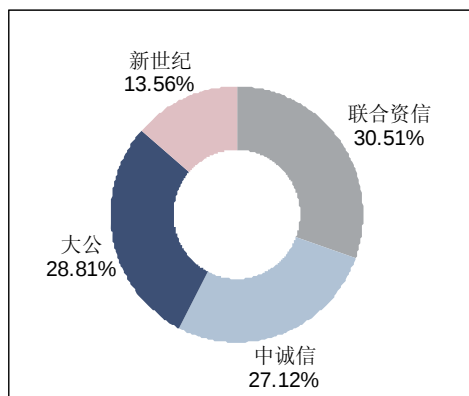


表15 本季度主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	4	3	0	2	9
AA+	3	5	4	0	12
AA	4	6	3	3	16
AA-	5	1	8	2	16
A+	2	1	2	1	6
合计	18	16	17	8	59
其中：AA-以上占比	88.89%	93.75%	88.24%	87.50%	89.83%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理 注：“09同盛CP01”由新世纪和中诚信双评级，级别分别为AAA和AA+，各计为一期。

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	均值	标准差
A+	联合	2	1.6138	0.0245	1.2145	0.1684
	中诚信	1	1.5266	--	1.4282	--
	大公	2	1.6069	0.0005	1.3403	0.0617
	新世纪	1	2.4981	--	2.3914	--

AA-	联合	5	0.9114	<u>0.1111</u>	0.7366	<u>0.0845</u>
	中诚信	1	0.9463	--	0.8459	--
	大公	8	<u>0.8573</u>	0.1116	0.7405	0.1826
	新世纪	2	0.8969	0.1446	0.7415	0.1381
AA	联合	4	0.3960	0.1003	0.3346	0.0832
	中诚信	6	0.4078	0.0566	0.3510	0.0521
	大公	3	0.4215	<u>0.0214</u>	0.4030	<u>0.0212</u>
	新世纪	3	<u>0.2417</u>	0.0590	<u>0.2096</u>	0.0939
AA+	联合	3	0.2133	0.1782	0.1989	0.1723
	中诚信	5	<u>0.0778</u>	<u>0.1159</u>	<u>0.0591</u>	<u>0.0865</u>
	大公	4	0.1309	0.1324	0.1153	0.1134
	新世纪	0	--	--	--	--
AAA	联合	4	<u>-0.1654</u>	<u>0.0205</u>	<u>-0.1667</u>	<u>0.0205</u>
	中诚信	3	-0.1495	0.0273	-0.1499	0.0280
	大公	0	--	--	--	--
	新世纪	2	-0.1159	0.0701	-0.0916	0.1060

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：“09 同盛 CP01”由新世纪和中诚信双评级，级别分别为 AAA 和 AA+，各计为一期。

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，从发行市场来看，在 AAA 主体信用级别上，联合资信利差 I 和利差 II 的方差均最小，投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高；在 AA+ 级别上，中诚信利差 I 的均值和方差均最小，投资者对中诚信出具的该级别认可度最高；在 AA 和 AA- 级别上，分别是新世纪和大公均值最小，但标准差相对较大，在 A+ 级别上，由于样本数量太小，缺乏系统可比性。从交易市场来看，在 AA- 和 AAA 级别上，投资者对联合资信出具的评级结果表现较高的认可度；在 AA+ 的级别上，投资者对中诚信的评级结果表现较高的认可度；在其他级别上，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。