

联合研究报告

2012.1.13

2011 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.

2011 年度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20120113

时间: 2012 年 1 月 13 日

分析师:

胡岩

王妮娜

李洁

黄滨

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

概要

2011 年受美欧债务危机影响, 全球经济增速普遍放缓。中国经济在外需不振的情况下继续保持温和增长, GDP 增速逐季缓慢回落, 通胀压力有所减轻。央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀, 市场资金面整体偏紧。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下, 呈“倒 V”走势。

2011 年短券产品累计发行 611 期, 发行规模达到 8015.6 亿元, 短券单笔发行规模持续下降, 主体 A⁺信用等级发行期数显著增长。2011 年度短券的放量发行, 一方面来自于短券市场参与主体的增加, 特别是民营企业参与度提高; 另一方面, 在 2011 年全年流动性偏紧、信贷规模收缩的背景下, 发行短券成为企业缓解短期营运资金压力的替代选择。

受银行间市场资金面整体偏紧、资金成本高企及短券供给压力上升等多重因素影响, 2011 年短券发行利率整体呈现上涨趋势。通过回归分析和显著性检验, 联合资信发现, 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影响显著。

一、二级市场利差方面, 在资金面较为紧张的第三季度和第四季度利差倒挂期数明显增多。1 年期短券与 3 年期中期票据的利率也出现倒挂现象, 主要是自 2011 年 9 月 1 日起, 新发行短券在上海清算所登记托管清算, 新发短券由于开户数较少致流动性下降, 四季度以来倒挂现象已逐步逆转。

展望 2012 年, 中国经济总基调为“稳中求进”, 鉴于管理层的大力推动, 债券供给仍有望增长, 发行利率在资金面改善的前提下有望震荡下行。在间接融资渠道短期内无法迅速扩大的背景下, 存量短券发行主体在 2012 年滚动发行的可能性很大, 也将促使更多增量企业为弥补其流动资金需求进入短券市场。但由于 2011 年短券发行主体数已经高速扩张, 2012 年短券发行主体继续大幅扩容的可能性降低。

由于资金面趋紧, 投资者避险情绪上升, 2011 年发行利差和交易利差的级差均较 2010 年迅速扩大, 预计随着 2012 年上半年货币政策逐步调整和信用环境趋于稳定, 级差或将缩小。

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**：2011 年 1 月 1 日~2011 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

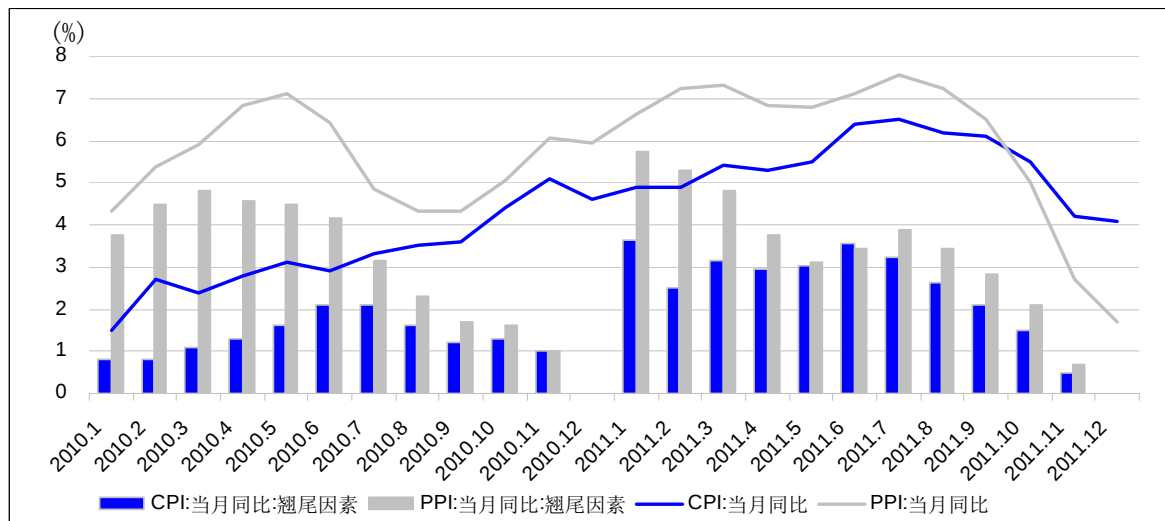
2011 年，中国宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展，通胀压力有所减轻，央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀，银行间市场资金面呈现整体偏紧的态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈“倒 V”走势。

基本面——宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展，通胀压力有所减轻

2011 年以来，国内宏观经济整体运行良好，经济增速平稳回落。根据国家统计局数据，2011 年前三季度，中国实现国内生产总值 320692 亿元，同比增长 9.4%，GDP 季度同比增速逐步回落，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%。2011 年 1~11 月，中国规模以上工业增加值同比增长 12.4%，增速较 2010 年同期下降 3.4 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）实现主营业务收入 759338 亿元，同比增长 28.2%，增速连续三个月回落，回落幅度分别为 0.30、0.50 和 0.88 个百分点。规模以上工业企业实现利润 4.66 万亿元，同比增长 24.4%，增速连续五个月回落，回落幅度分别为 0.37、0.05、1.26、1.71 和 0.86 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求整体保持稳定，对外贸易增势放缓。具体而言：①消费继续保持平稳增长。2011 年 1~11 月，社会消费品零售总额为 16.35 万亿元，同比增长 17.0%，同比增速小幅回落 1.4 个百分点。②投资增速适度回落，结构持续优化。2011 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）26.95 万亿元，同比增长 24.5%，较 2010 年同期下降 0.4 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，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增幅回落，贸易顺差不断收窄。2011 年 1~11 月，进出口总额为 3.31 万亿美元，同比增长 23.6%，增速同比下降 12.74 个百分点，其中出口金额同比增长 21.1%，增速同比下降 11.84 个百分点，进口金额同比增长 26.4%，增速同比下降 14.02 个百分点，贸易顺差收窄至 1384 亿美元，同比下降 18.2%。进口商品中资源类大宗商品下半年价格环比回落明显，一定程度上降低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

2011 年全年 CPI 整体呈现高位回落走势，受翘尾因素、输入性通胀因素、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，前三季度 CPI 呈逐季攀升态势，7 月份达到年内峰值 6.5%。四季度以来随着强化房地产调控下调等政策措施效果逐步显现，加之翘尾因素快速消退，CPI 涨幅进入下行通道，并于 12 月份快速下降至 4.1%。从 CPI 分类指数看，食品类价格的上涨对 CPI 的拉动作用最为明显。2011 年上半年 PPI 受翘尾因素影响较大；2011 年下半年，受国际原材料价格回落、国内需求放缓、翘尾因素影响大幅减少等因素影响，PPI 下滑明显。

政策面——在通货膨胀压力下积极的财政政策重点有所调整，货币政策整体保持“稳健”

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。2011 年 1~11 月，全国财政累计收入为 9.73 万亿元，累计支出为 8.90 万亿元，分别同比增长 26.8% 和 24.3%。积极的财政政策从主要通过扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，较好地支持了维持物价稳定、促进消费增长、调整经济结构等宏观调控目标的实施。具体措施包括重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2011 年中央政府公共投资主要用于保障性安居工程、以水利为重点的农业基础设施、教育卫生基础设施建设、节能减排和生态环保，优化投资结构和充实薄弱环节。9 月政府加快了基建投资的速度，中央项目投资同比增速从 8 月的 -29% 大幅反弹至 2%，对冲了房地产和制造业投资的下滑，使固定资产投资对经济增长拉动保持稳定。为解决地方融资平台债务问题，2011 年 10 月 17 日，财政部出台了《2011 年地方政府自行发债试点办法》，启动了地方政府自行发行地方债试点，允许地方政府自行发债虽不能直接解决现有的存量债务问题，但仍有缓冲地方融资平台的资金压力，并在促进地方债务透明化、控制地方债务风险等方面，起到积极的建设性作用。考虑到预算法尚未修订，真正实现地方政府自主发债还取决于制度规范和市场的发展。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，纲要中指出促进新兴科技与新兴产业深度融合，在继续做强做大高技术产业基础上，把节能环保、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培育发展成为先导性、支柱性产业，到“十二五”末战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 8% 左右。为落实纲要提出的“十二五”期间节能减排约束性指标，促进经济增长方式转变，2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确提出了严格控制高耗能、高排放和产能过剩行业新上项目，提高服务业在国民经济中的比重，推进排污权和碳排放权交易试点，推行污染治理设施建设运行特许经营等措施。为抑制房价过快上涨，实现中国房地产泡沫的“软着陆”，2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落，加之央行加息和上调存款准备金率的影响，房地产市场成交量整体萎缩，成交价格开始有所松动，尽管有保障性住房建设的支撑，但在持续严厉的政策调控下，房地产投资逐步呈现高位放缓的态势，对宏观经济拉动效果进一步削弱。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，较好的抑制了物价过快上涨的势头，缓和了通货膨胀压力，货币条件基本符合宏观调控要求。从信贷数量来看，全年货币信贷增长继续向常

态回归。2011 年金融机构累计新增人民币贷款 6.84 万亿元，预计全年新增人民币贷款约为 7.4 万亿，低于去年 7.95 万亿的新增信贷投放总量。人民币汇率方面，人民币兑美元汇率升值趋势更加明显，截至 2011 年底，人民币兑美元汇率中间价由年初的 6.6215 升至 6.3009，人民币升值约 4.8%。人民币升值预期促使国外资本进入国内，2011 年 9 月，我国新增外汇占款冲高至 4067.69 亿元，创出自 2010 年 6 月以来的新高，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严峻的通货膨胀压力，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀，前三季度央行 6 次上调存款准备金率和 3 次加息。2011 年 6 月 20 日，央行年内第六次上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率达 21.5% 的历史高位，2011 年 7 月 7 日央行年内第三次提高一年期存贷款基准利率 25 个基点，金融机构一年期的存款利率提高至 3.5%。9 月初央行又将将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，并分批上交（执行跨度长达半年）。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，为对冲 10 月份以来外汇占款引发的流动性减少，2011 年 12 月 5 日，央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，是近 3 年来，存款准备金率首次走出“上调”区间。从公开市场操作来看，在通货膨胀压力下，2011 年国内货币政策整体紧缩，为缓解流动性压力，央行频频加大公开市场操作力度，向银行间市场释放流动性。全年央行通过公开市场操作向银行体系注入了 1.9 万亿元的流动性，较 2010 年增加了 114%。2011 年第四季度以来，中国内部 GDP、CPI、PPI、PMI、M2 等指标均已掉头向下，经济形势有所变化，考虑到银行和企业银根均偏紧，外汇占款呈负增长，同时，存款准备金率“超调”使央行为此承受着高昂的利息成本等因素，2011 年 12 月 5 日央行年内首次下调存款准备金率，以缓和年底资金面的紧张状况。

总体来看，2011 年中国继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。积极的财政政策从主要以扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，启动了地方政府自行发行地方债试点，有助于缓冲地方融资平台的资金压力；在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策主线，房地产投资在持续严厉的政策调控下呈现高位放缓的态势；在货币政策方面，货币信贷向常态水平回归，在通货膨胀压力下，央行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和抑制通货膨胀，基本实现预期调控要求。

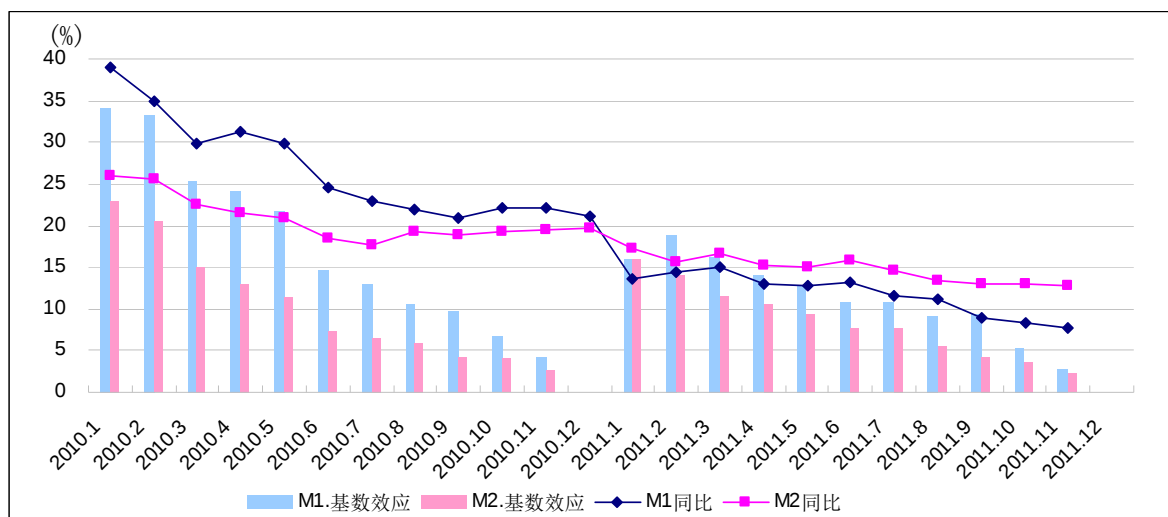
资金面——货币供应量增速下降，资金面整体偏紧

截至 2011 年底，广义货币供应量（M2）85.16 万亿元，同比增长 13.6%，较上年同期下降 6.1 个百分点；狭义货币供应量（M1）28.98 万亿元，同比增长 7.9%，比上年同期低 13.3 个百分点。M1、M2 增速延续了 2010 年以来的下降趋势，其中 M2 同比增速已经连续多月下跌，滑入历史低谷。考虑到过去两年为应对国际金融危机而形成的较高水平的货币存量，以及中国经济增速趋稳，现在的货币总量与实体经济的需要是基本相适应的。

从银行间市场资金面来看，由于今年以来紧缩政策的频频使用，整个银行体系的流动性对外部突发因素的敏感性大增，为应对年内流动性突发性紧张状况，央行除投放到期资金外，还视流动性情况借助短期工具，平滑移动到期资金，确保流动性在需求高峰时点得到补充。总体看，全年银行间市场资金面整体偏紧。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，2011 年上半年，国内银行间市场资金面波动幅度较大，总体上经过了一个紧张、略微宽松、再次紧张的过程。2 月初受提高法定准备金率的累积效应和机构紧缩预期影响，R007 攀升至高位，随后由于国际资本的大量流入和公开市场票据大规模到期，尽管央行再度提高法定存款准备金率，但资金面重回略微宽

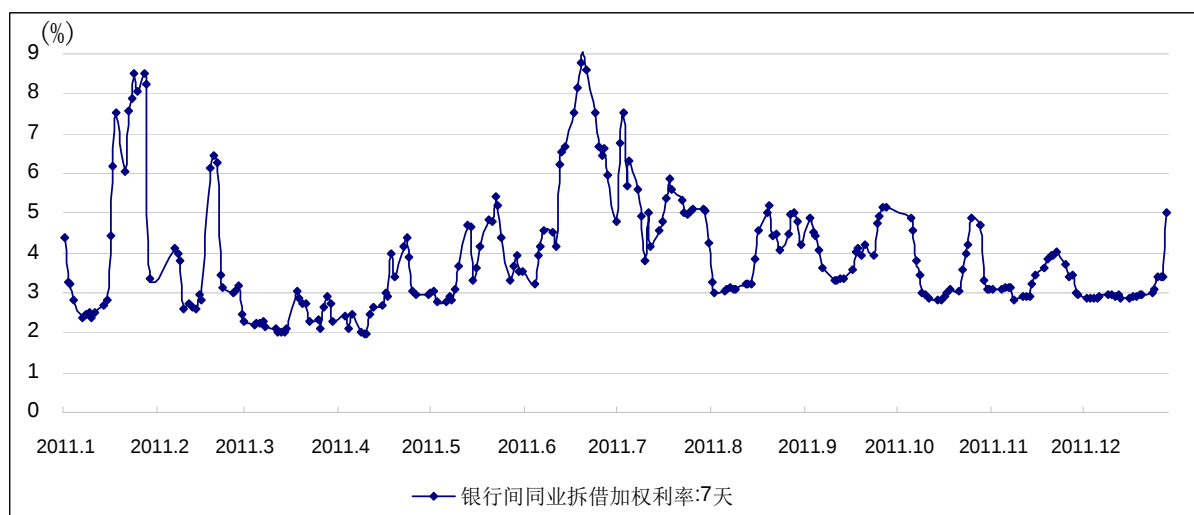
松状态，R007 大幅下跌，6 月受存款准备金率意外上调，以及正式的月度日均存贷比考核因素影响，银行资金不断趋紧，6 月 23 日 R007 甚至超过 9% 的水平。随后为缓解资金紧张局面，央行暂停了 6 月 23 日三个月期央票的发行，并采取逆回购操作投放资金，R007 逐步回落。2011 年 3 季度，货币市场资金依然偏紧，受 PI 公布、存款准备金补缴、加息预期、新股发行等突发性流动性紧张因素影响，R007 一直高位震荡。2011 年四季度随着通胀压力减轻、存款准备金下调等因素作用，货币市场资金紧张局面有所缓解。

图 2 2010 年~2011 年 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图 3 2011 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——发行规模同比下滑，各品种规模增减差异显著；债券市场收益率曲线呈“倒 V”走势

2011 年债券市场主要债券品种发行规模合计 76244.63 亿元，同比下降 20.06%，但各品种规模增减差异显著。利率产品中国债规模有所减少，央行票据发行量同比大幅下降，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影响发行量

均有不同程度回落。

利率产品：由于中央投资项目同比增速放缓，2011 年国债发行规模为 13997.91 亿元，同比下降 10.52%，随着下半年保障房工程相继集中开工，地方政府债集中放量发行。2011 年央行票据发行量为 14140.00 亿元，同比大幅下降 69.66%，前三季度央票呈净投放状态，期间由于央票到期量较大，一季度末开始呈现净回笼状态；进入第四季度，受通胀压力减少，和经济指标普遍下降影响，央票在连续两个多月的净投放后，发行量呈扩张趋势。

信用产品：在稳健货币政策下，信贷规模整体收紧，受此影响，2011 年短期融资券（含超短期融资券）发行规模为 10105.60 亿元，同比增长 46.62%，其占比由 2010 年 7.14%提升至本年度的 13.25%。受管理层收紧对融资平台发债审批因素影响，2011 年企业债券总发行量为 2515.48 亿元，同比减少 20.78%；在监管部门审批绿色通道的支持下，公司债发行量大幅增长，2011 年公司债总发行量 1291.20 亿元，同比增长 152.43%；受资金面趋紧、高信用等级发行主体发债意愿增强和投资者购买意愿加强影响，2011 年中期票据发行 7269.70 亿元，同比增长 47.64%。

在创新品种方面，5 月，首单非金融企业债务定向融资工具发行，拓宽了企业融资渠道；8 月，信贷资产证券化扩大试点获批，推进了中小企业金融产品和服务创新；11 月，首单区域集优票据成功发行，通过在发行、信用增进和风险缓释等多方面的创新，较好适应了中小企业融资的特点。

表 1 本年度主要债券产品发行情况

债券品种	2010 年		2011 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：	17878.18	18.53	15997.91	20.98	-10.52
国债	15878.18	16.46	13997.91	18.36	-11.84
地方政府债	2000	2.07	2000.00	2.62	0.00
央行票据	46608	48.31	14140.00	18.55	-69.66
金融债（含中央汇金债）	15262.2	15.82	24101.2	31.23	57.91
非金融企业债务融资工具	16718.75	17.33	22596.11	28.86	31.62
超短期融资券	150	0.16	2090.00	2.74	1293.33
短期融资券	6742.35	6.99	8015.60	10.51	18.88
中期票据	4924	5.1	7269.70	9.53	47.64
企业债	3627.03	3.76	2515.48	3.77	-20.87
公司债	511.5	0.53	1291.20	1.69	152.43
可转债	717.3	0.74	413.20	0.54	-42.40
集合票据	46.57	0.05	66.23	0.07	12.39
外国债券	0	0	0.00	0.00	-
合计	96467.13	100	76244.63	100.00	-20.96

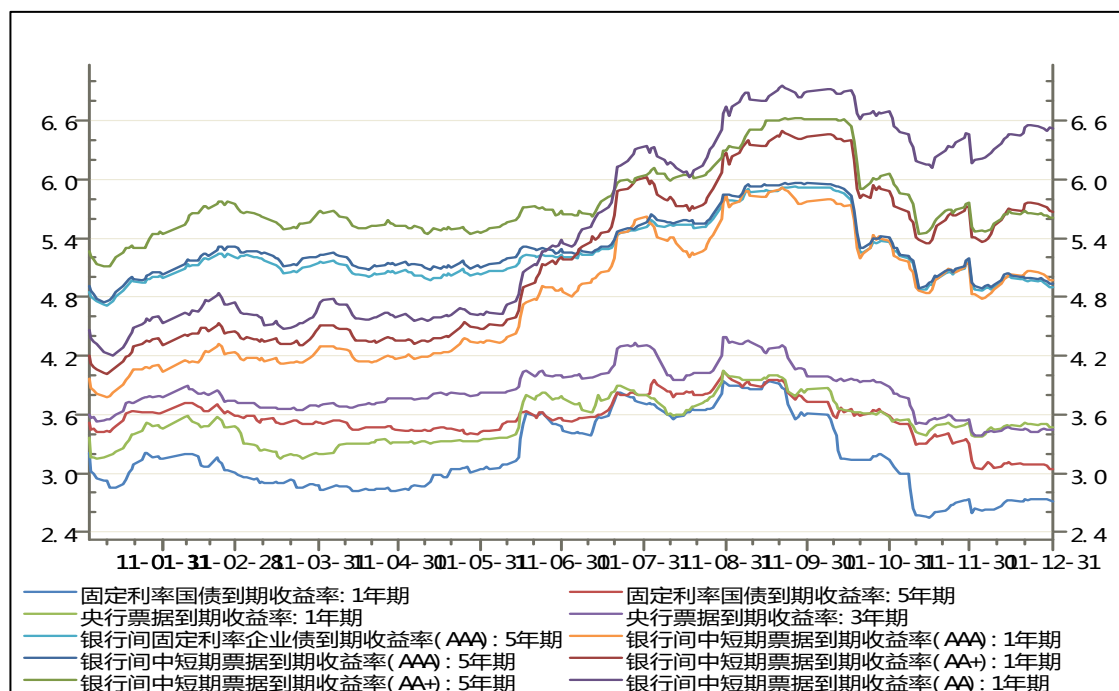
注：各债券品种统计起始日以发行日作为统计口径，与第二部分及以后按照起息日计算的短券发行规模有差异。

资料来源：中国债券信息网（其中公司债、超短融和可转债为 wind 数据）；联合资信整理。

从债券市场收益率表现来看，2011 年债券市场收益率整体呈“倒 V”走势，前三季度由于经济增速平稳，物价不断上行，并在 7 月份达到了全年高位，央行 3 次加息和 6 次提高准备金率使债券市场资金面不断收紧，资金成本不断提高，市场通胀预期浓厚，信用产品收益率不断上涨。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，且 12 月初准备金率又出现了下调，在资金面相对宽松和经

济数据普遍回落的情况下，市场收益率相应回落。中长期品种方面，上半年在严峻的通货膨胀压力下，央行多次上调基准利率与存款准备金率。此外，6月到9月，相继爆发的城投债抛售危机、可转债暴跌等债市信用风险事件导致中长期债券收益率普遍大幅上行。进入9月份后，随着国内经济增速放缓、通胀压力有所减轻、外汇占款减少，市场收益率逐渐下行。

图4 2011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

二、 短券发行市场情况

短券发行家数和规模创新高，单笔发行规模持续下降，A⁺等级发行期数显著增长，浮动利率债券大幅减少

从2005年5月至2011年底，银行间市场累计发行短券2169期，实际发行规模31401.1亿元，发行情况见表2。截至2011年底，短券市场存量7843.6亿元。

银行间市场清算所股份有限公司2011年8月22日公告称，9月1日起上海清算所开办短期融资券的登记托管结算业务。由于短券发行期限基本在一年期以内，此举标志着短券登记托管结算业务将在2012年9月1日左右，全部由中央国债登记结算有限责任公司转至上海清算所开办。2011年12月19日，上海清算所向银行间市场提供现券交易净额清算服务。这是上海清算所实施的银行间债券市场第一项中央对手集中清算业务，标志着银行间债券市场集中清算机制的正式建立。

2011年共有452家企业累计发行短券611期（纯信用债597期，有担保债14期），合计发行8015.6亿元。与2010年相比，短券总发行规模、发行主体数和发行期数均大幅增长：发行规模较2010年增长18.88%，发行家数增加116家，发行期数增加168期。总体看，2011年度短券的放量发行，一方面来自于短券市场参与主体的增加，特别是民营企业参与度提高；另一方面，在2011

年全年流动性偏紧、信贷规模收缩的背景下，发行短券成为企业缓解短期营运资金压力的替代选择。

单笔发行规模方面，2011 年短券平均单笔发行规模 13.12 亿元，较 2010 年减少 2.16 亿元。从发展趋势看，短期融资券自 2009 年以来平均发行规模呈逐年下降趋势，联合资信认为主要有以下三点原因：首先，近年来随着银行间市场的不断发展，短期融资券逐步被市场参与者熟悉，考虑到资金偿还以及使用效率等因素，发行方从单笔大额的发行方式向小额多笔滚动发行的方式转变；其次，随着民营企业的发展，短券发行主体中民营企业日益增加，其发行规模普遍小于国有大型企业；第三，随着超级短期融资券的引入，部分原有的大额短券发行主体（主要为中石油、中石化、铁道部和中国联通等国有大型企业）通过发行超级短期融资券替代发行部分短期融资券，导致平均单笔发行规模下降。

表 2 2005-2011 年度短券发行基本情况

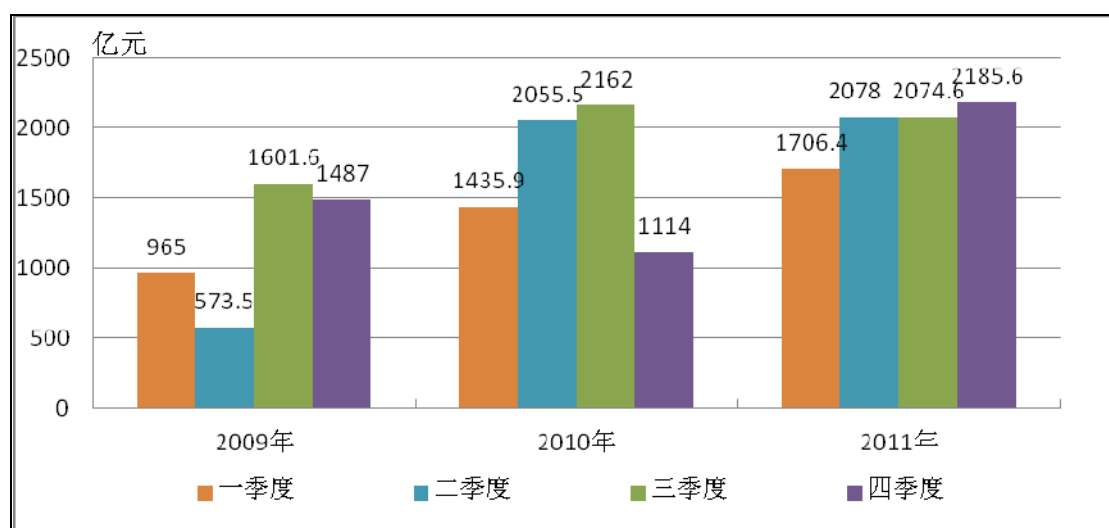
项目	2005 年 5-12 月	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
发行规模（亿元）	1424.00	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05	6767.35	8015.60
发行期数（期）	79	241	264	268	263	443	611
发行家数（家）	61	185	216	214	209	336	452
平均单笔发行规模（亿元）	18.03	12.09	12.71	16.04	17.59	15.28	13.12

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

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

从不同季度的发行规模来看，2011 年短券自二季度开始放量发行，二至四季度均保持 2000 亿以上的发行规模。从短券发行历史情况看，一、四季度短券发行较上季度会出现回落，但 2011 年一季度和四季度均出现环比增长，并且四季度发行规模创出历史新高，累计发行短券 2185.60 亿元，与 2010 年同期相比，大幅上涨 96.19%。

图 5 2009~2011 年短券分季度发行情况



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

从发行期限来看，2011 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 582 期，占 95.25%；发行期限在 1 年以下的 29 期，占 4.75%。从发行方式来看，2011 年合计出现 16

期付息式浮动利率债券和 1 期贴现式债券，合计占 2011 年度发行总期数的 2.78%；采用单利（固定利率）发行的 594 期，占 97.22%。由于 2011 年银间市场资金面整体偏紧，投资机构资金配置上更倾向于风险较低的固定利率产品，浮动利率债券的发行期数由 2010 年的 36 期下降至 2011 年的 16 期。

从主体信用等级分布情况来看，与 2010 年相比，除 A⁺级别发行期数出现较大幅度增长外，2011 年短券各信用等级发行期数保持大体相似的增长速度。2011 年 452 家企业累计发行的 611 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 551 期，占总发行期数的 90.18%，占比较 2010 年降低 3.05 个百分点。2011 年，主体信用等级在 A⁺级以下（含 A⁺）的企业共发行短券 60 期，占总发行期数的 9.82%。

债项信用等级方面，2011 年新发行短券债项级别均为 A-1。但存续期内短券打破了原有一致的 A-1 等级局面，出现首例债项评级下调。2011 年 9 月 16 日，联合资信将山东海龙主体长期信用等级由“A⁺”调降至“A⁻”，评级展望由“稳定”调整至“负面”，并将其于二季度发行的“11 海龙 CP01”的信用等级由“A-1”调降至“A-2”。2011 年 12 月 19 日，联合资信再次将山东海龙主体长期信用等级由“A⁻”调降至“BB⁺”，评级展望“负面”，并将“11 海龙 CP01”的信用等级由“A-2”调降至“B”。这是继“福禧事件”中福禧投资的债券被直接降至“C”级之后，中国债券市场中首只分阶段被大幅度调低级别的债券。此次主体、债项级别已下调至投机级，反映出山东海龙违约风险显著上升。

表 3 2010~2011 年度短券主体信用等级分布情况

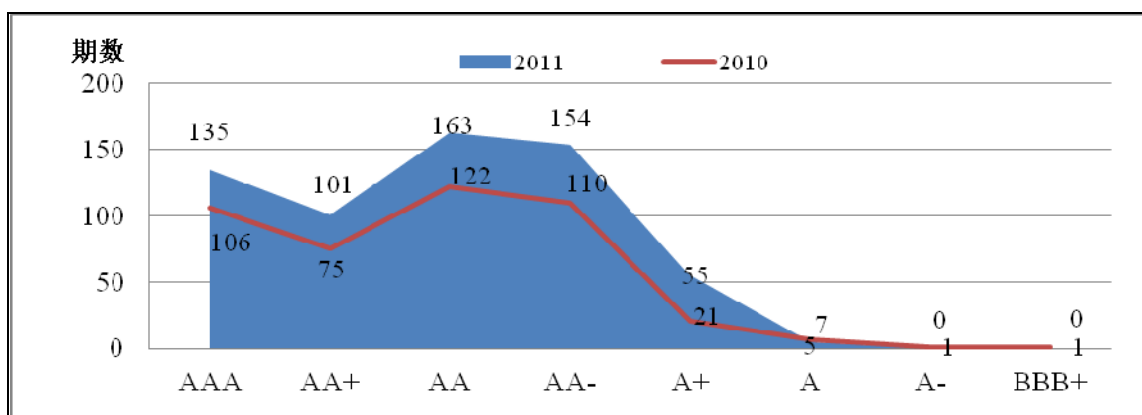
主体级别	2010 年		2011 年		变动率 (%)
	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	
AAA	106	23.93	134	21.93	26.42
AA ⁺	75	16.93	101	16.53	34.67
AA	122	27.54	162	26.51	32.79
AA ⁻	110	24.83	154	25.20	40.00
AA-及以上合计	413	93.23	551	90.18	33.41
A ⁺	21	4.74	55	9.00	161.90
A	7	1.58	5	0.82	-28.57
A ⁻	1	0.23	0	--	--
BBB ⁺	1	0.23	0	--	--
AA-以下合计	30	6.77	60	9.82	100.00
合计	443	100.00	611	100	37.92

注：①2010 年双评级二期，分别为 10 辽通 CP01（均为 AA）和 10 广新 CP01（均为 AA⁻），均由联合资信及中诚信双评，各按 1 期计算；下同。

②主体级别均为发行时信用等级，下同。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

图6 2010~2011年短券主体发行期数信用等级分布



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

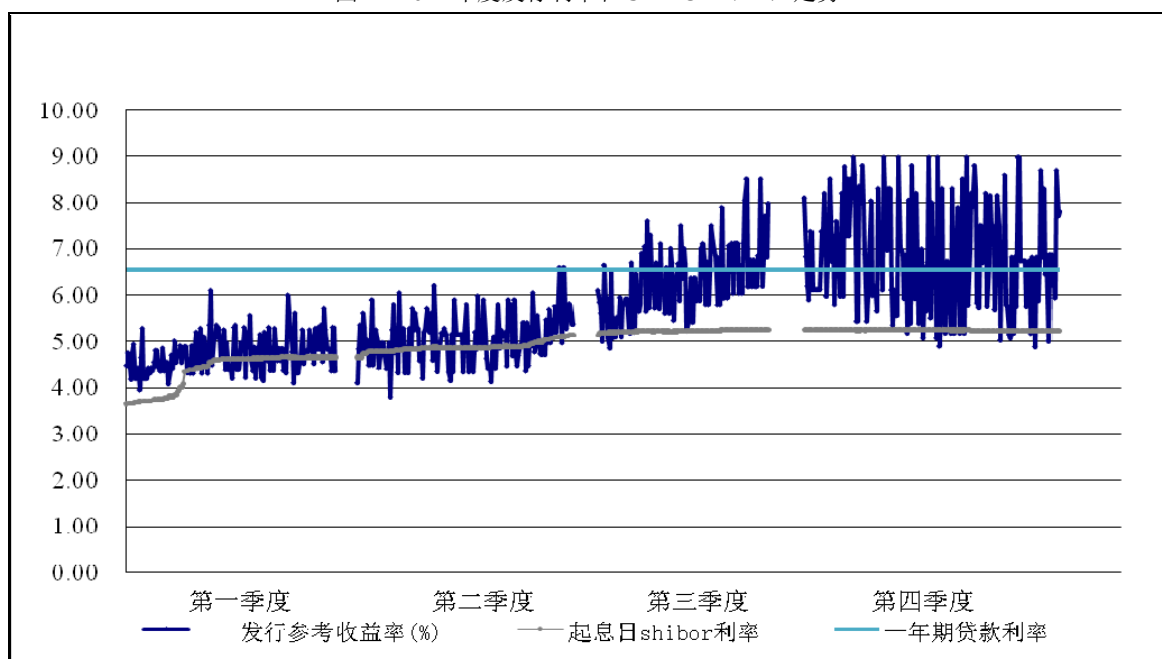
银行间市场资金趋紧，短券发行利率整体呈上涨趋势，短券与3~5年期中票发行利率曾出现全面倒挂

从短券发行利率看，受银行间市场资金面整体偏紧、资金成本高企及短券供给压力上升等多重因素影响，2011年度短券发行利率整体呈现上涨趋势。同时，随着城投债信用事件造成的负面影响进一步传导至短券市场，“铁道部短券未足额认购”和“山东海龙降级”等事件凸显了短券市场的信用风险，也导致短券市场发行利率持续上涨。

从2011年短券发行利率走势来看，一季度短券发行利率走势相对平稳。1月初，银行间资金面宽松，短券发行利率略有下降。随后，受准备金缴款和春节临近以及通胀预期较强等因素的影响，银行间资金紧张程度加剧，发行利率曲线有所上移。4~5月，短券发行利率走势平稳，6月份银行间资金面开始趋于紧张，各主体信用级别短券发行利率上行趋势明显，A⁺级企业短券发行利率已开始超过一年期贷款利率。三季度短券发行利率经历了“上升”、“波动下探”、“再上升”三个阶段。7月，随着央行年内第三次加息，银行间市场资金面紧张持续，各主体信用级别短券发行利率均出现上涨。8月上旬，美债危机导致全球金融动荡，市场避险情绪浓厚，短券发行利率借机出现一轮短暂的下行。随即，8月16日央行开始上调公开市场发行利率，从3个月到3年品种都上行8个BP左右，1年央票发行利率提至3.58%；8月19日国电转债上市冻结资金1500至2000亿元；8月底央行宣布将保证金纳入法定准备金缴纳基数，以上三项因素叠加，从8月中旬开始，各主体信用级别短券发行利率开始迅速上升，并在整个9月居高不下。进入四季度后，短券发行利率进入调整期，发行利率震荡幅度较大，但整体保持高位。

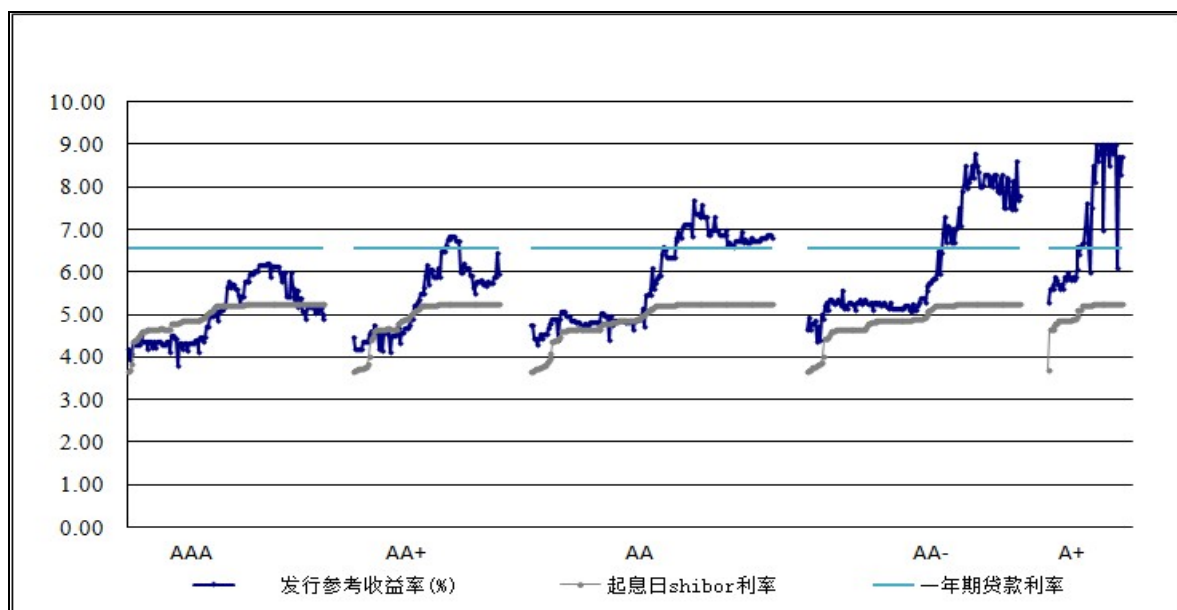
从不同主体级别短券发行利率看，从二季度开始，银行间市场资金趋紧，AAA级企业短券发行利率与SHIBOR负利差减小，AA⁺级主体短券发行在6月下旬结束负利差状态，AA级企业短券发行在6月中旬起恢复明显正利差状态，同时，6月下旬A⁺级企业短券发行利率超过一年期贷款利率。三季度，AA⁺级以下主体级别发行利率皆攀升至一年期贷款利率之上，短券资金成本优势已不再明显。10月31日，各级别短券定价估值已低于3年期中票。进入四季度，资金市场出现回暖迹象，12月5日存款准备金率下调释放了近4000亿元，资金陆续回流至银行体系，同时年末银行信贷规模较小，机构配置资金需求变得较为旺盛，银行间资金面由紧张逐步宽松，从而带动了短券发行利率下行。从不同级别主体的短券发行利率看，随着主体信用等级的提高，其短券发行利率波动下降幅度逐级增加。

图7 2011年度发行利率和SHIBOR（1Y）走势



注：剔除担保债券、附息浮动式利率及1年以下期限的短期融资券合计56期；
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

图8 2011年度各主体级别短券发行利率与SHIBOR（1Y）走势



注：剔除担保债券、附息浮动式利率及1年以下期限的短期融资券合计56期；
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

8月22日，上海清算所宣布，经央行批准，自2011年9月1日起，新发行短券从中央国债登记结算公司转至上海清算所登记托管清算。由于目前上海清算所开户数相对较少，新发短券流动性下降，短券与中期票据的利率出现了倒挂现象。从银行间市场交易商协会2011年8月29日的定价估值数据来看，AA级别的短券定价估值首次超过3年期中票3个BP，AA⁺和AAA级短券定价估值也与3年期中票基本一致；2011年9月19日，除AA⁺级短券估值低于5年期中票外，短券定价估值已经全面高于中票。短券与中期票据的利率出现倒挂，是资金面阶段性紧张、资金成本

高企和短券供给压力上升的体现，但更为重要的原因则是短券托管从中央国债登记结算公司突然变更至上海清算所，并且过渡期较短，不少机构措手不及。由于目前上海清算所开户数相对较少，新发短券流动性下降，导致短券与中央国债登记结算公司托管的中期票据的利率出现倒挂。进入四季度，随着开户机构的逐渐增加，上海清算所托管的新发短券与中票利率倒挂现象逐步逆转。2011年10月31日，各主体级别的3年期中票定价估值已高于短券定价估值。

发行主体性质仍以国企为主，民营企业发行主体占比增加

2011年短券发行主体共计452家，按照所有制性质划分，国有企业344家，占76.11%；民营及其他类型企业合计108家，占23.89%，其中，民营企业98家，占21.54%，而2010年民营企业仅为40家，占11.49%。总体看，国有企业仍是目前短券的主要发行群体，但民营企业发行主体占比有增加趋势。

各地区短券发行积极性增加，除华北、华东外，其他地区发债活跃度有所增强

在银行信贷紧缩的背景下，2011年发债企业积极性大幅提升。从发行主体地区分布来看，2011年华东和华北两地区发债主体249家，占同期发债主体总数的54.85%，较2010年的58.04%小幅下降。2011年各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度处于较高水平，其中广东省集中度相对较高，2011年度共有47家企业发行短融，发行集中度高达83.93%；北京市发行家数为67家，在全国发债的省、直辖市中排名第一，主要原因为北京市大型国有企业较为集中，而大型国有企业一直是短券发行的主力；华东地区发行家数在七个地区中排名第一，其中上海市发行25家，浙江省发行44家，江苏省发行33家；西北和西南等地区企业发债活跃度也有所增强，四川省和新疆维吾尔自治区发行分别为19家和15家，均高于去年同期水平。2011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。

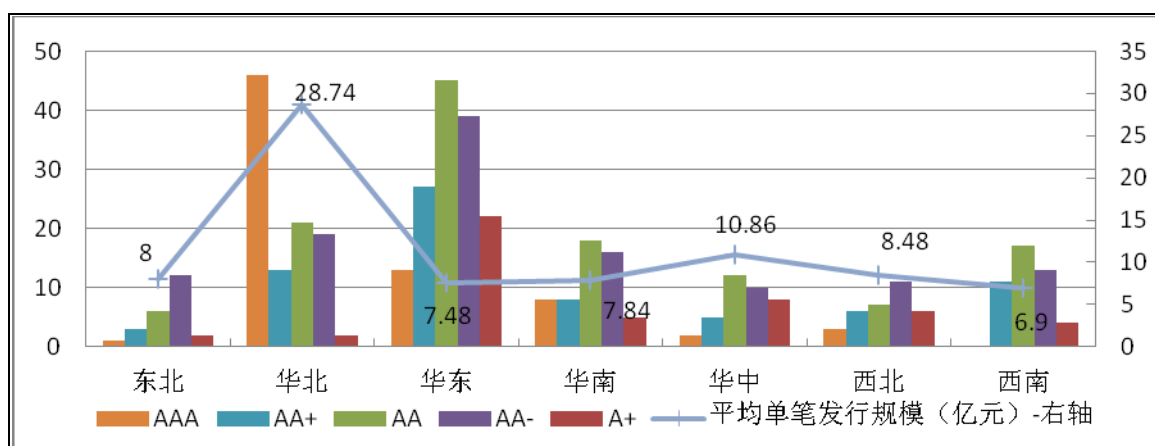
表4 2011年发债主体区域分布情况

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	100	北京市	67	67.00
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	149	江苏省、浙江省和上海市	102	68.46
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	45	四川省	19	42.22
华中	河南省、湖北省、湖南省	39	湖南省	15	38.46
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	56	广东省	47	83.93
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	33	新疆维吾尔自治区	15	45.45
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	24	辽宁省	17	70.83

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

从各地区企业主体信用等级来看，华北地区主体信用等级为AAA的企业（北京地区的大型央企为主）共发行短券82期，占全部主体信用等级为AAA发行期数的61.19%；发行额3881.3亿元，占全部主体信用等级为AAA发行总额度的75.60%。华东地区在主体信用级别为AA⁺级、AA级和AA⁺级发行期数和发行额均位列各地区首位。

图9 2011年各地区短期融资券发行期数情况



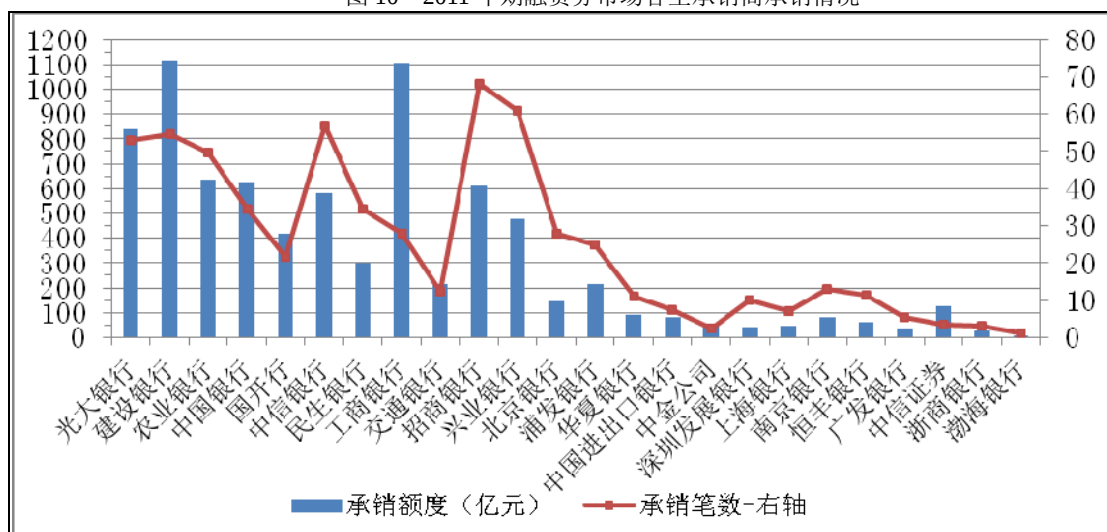
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

建行和工行在短券承销市场保持优势，光大银行承销规模超越农行，跻身三强

2011年参与短券发行的主承销商共计24家。按承销规模统计，建设银行总承销额度1117.50亿元，继续排名第一；工商银行、光大银行、农业银行、中国银行、招商银行、中信银行、兴业银行、国家开发银行和民生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300亿元。两家证券承销机构分别为中金公司和中信证券，承销额度分别为57.5亿元、125亿元。

2011年度发行额度超过（含100亿元）100亿元的债券共12期，分别为：200亿元的“11铁道CP01”，187.3亿元的“11铁道CP03”，150亿元的“11铁道CP02”，150亿元的“11联通CP01”，150亿元的“11中石油CP002”，150亿元的“11中石油CP003”，125亿元的“11国电集CP004”，100亿元的“11电信集CP01”，100亿元的“11三峡CP01”，100亿元的“11中冶CP003”，100亿元的“11电网CP001”，100亿元的“11电网CP002”，合计发行额度达1612.3亿元，占2011年发行总额度的20.11%。以上12期债券除“11中石油CP002”由工商银行单独承销外，其余全部为联合承销，其中工商银行参与8期，在大额项目中占据优势。

图10 2011年期融资券市场各主承销商承销情况



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

按照承销期数统计，招商银行为 68 期，位居首位；兴业银行 61 期，中信银行 57 期，建设银行 54.5 期，光大银行 53 期，农业银行 49.5 期，中国银行和民生银行同为 34.5 期；其余各家银行承销期均在 30 期以下，其中渤海银行承销期数为 1 期，承销期数相对较小。

总体看，2011 年度建设银行和工商银行仍在短券承销市场占据主导地位，光大银行超越农业银行跻身三甲。

三、 短券利差分析

2011 年全年短券发行期数共 611 期，剔除 16 期计息方式为浮息的样本及 1 期计息方式为贴现的样本，14 期担保样本及 29 期期限在 1 年内的样本（其中含担保样本 1 个），剩余短券样本共计 552 期¹，样本量主要集中在 AA⁺ 级以上（含 AA⁺）的高信用等级，占比达 91.12%。

2011 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 5。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。

表 5 2011 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	2010 年		2011 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	0.891	0.000	0.742	0.000
	发行日 SHIBOR 利率				
	交易利率	0.928	0.000	0.739	0.000
	交易日 SHIBOR 利率				
AA	发行利率	0.890	0.000	0.800	0.000
	发行日 SHIBOR 利率				
	交易利率	0.921	0.000	0.787	0.000
	交易日 SHIBOR 利率				
AA ⁺	发行利率	0.900	0.000	0.800	0.000
	发行日 SHIBOR 利率				
	交易利率	0.883	0.000	0.788	0.000
	交易日 SHIBOR 利率				
AAA	发行利率	0.887	0.000	0.795	0.000
	发行日 SHIBOR 利率				
	交易利率	0.905	0.000	0.805	0.000
	交易日 SHIBOR 利率				

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、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，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

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 年后的样本，合计 552 期。

全年利差处于较高水平，并在第三季度达到峰值

2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。受货币政策等因素影响，银行间市场资金面整体偏紧，与 2010 年相比，全年利差处于较高水平，并在第三季度达到峰值。从第四季度开始，货币政策出现松动迹象，尤其是 12 月 5 日存款准备金率年内首次下调，受此影响，高信用等级主体所发短券利差水平有所回落。

具体而言，2011 年一季度，资金面相对宽松，加上受信贷规模的影响，银行间市场对高信用等级主体债券需求较大，使得高信用等级发行主体一度出现负利差现象。从 4 月份开始，存款准备金率连续上调的累积作用逐渐显现，资金面逐步趋紧，第二季度后期利差逐步扩大。进入第三季度，债券市场信用事件频发，加上年度内第三次加息，美债危机爆发等因素的共同作用，市场资金面紧张，各信用等级利差明显扩大并维持在高位，除少量 AAA 级别主体外，负利差现象基本消失。从第四季度开始，欧债危机逐渐恶化，国内通胀压力放缓，货币政策出现松动迹象，高信用等级的短券利差水平有所回落，而低信用等级主体所发短券的利差水平则有所上升。

表 6 2011 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)			
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
AAA	-18.58	-41.73	44.94	28.42	-29.82	-49.26	42.58	16.91
AA ⁺	21.53	-9.75	97.24	75.71	7.95	-19.34	95.52	68.05
AA	42.50	11.04	132.54	166.85	29.12	-4.11	135.21	159.52
AA-	73.12	40.21	171.77	285.58	66.27	32.76	173.72	288.67
A ⁺	112.16	102.92	210.54	356.90	113.05	102.39	219.83	362.12
A	144.14	128.09	--	--	143.65	127.44	--	--

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 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、标准差等情况，图 11 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况。

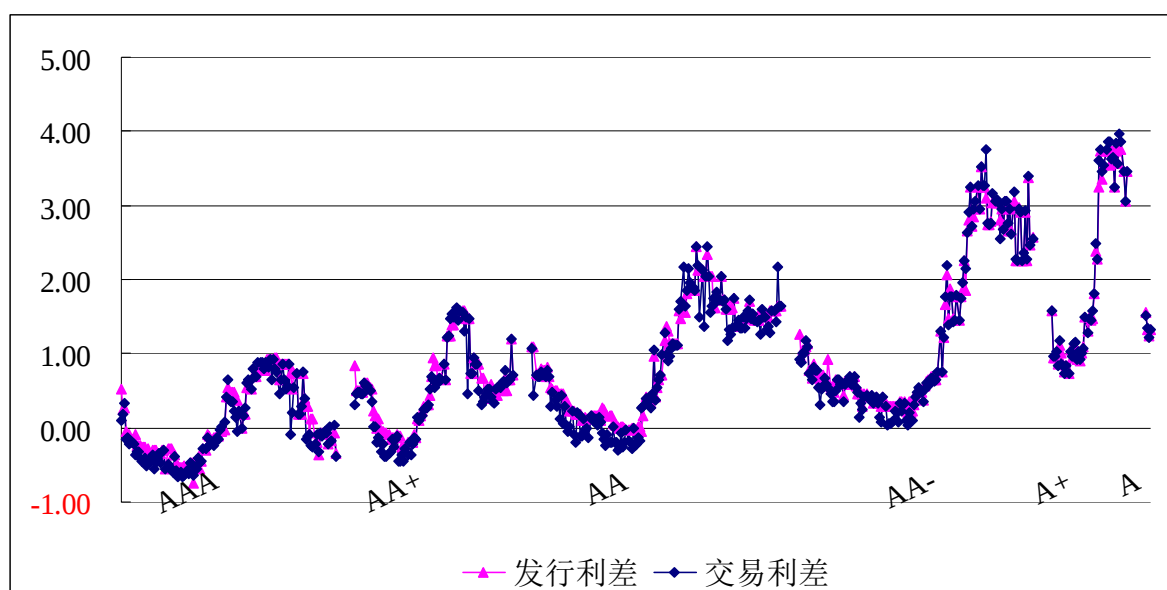
2011 年度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系显著性，即随着主体长期信用等级的降低，各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定增长趋势，详见表 7。②利差 I 和利差 II 级差仍存在分水岭，体现在 AA⁻与 A⁺之间。此外，2010 年，AA 与 AA⁻间利差 I 及利差 II 的级差最小，分别为 14BP 和 19BP。2011 年 AA 与 AA⁻间利差 I 的级差仍为最小值，为 39.30BP；AA⁺与 AA 间利差 II 的级差最小，为 40.30BP。与 2010 年相比，2011 年受地方融资平台和中小企业资金断裂等事件冲击，利差 I 和利差 II 的级差迅速扩大，尤其是 AA 与 AA⁻间利差 I 与利差 II 的级差自第四季度以来上升很快。级差的扩大说明不同信用等级的短券在发行利率及交易利率方面的区分度有所加强，AA⁺与 AA 间级差的分水岭更为明显。整体而言，在信用环境恶化时，低信用评级间的级差较之高信用评级间的级差上升更快。

表7 2011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	3.95~6.19	5.10	8.67	--	47.53	0.83	--	48.15
AA ⁺	4.19~6.83	5.44	52.36	43.69	52.10	44.20	43.37	56.32
AA	4.43~7.70	5.86	93.37	41.01	71.91	84.50	40.30	78.10
AA ⁻	4.65~8.78	6.26	132.67	39.30	106.19	129.63	45.13	111.46
A ⁺	5.28~8.98	7.11	208.39	75.72	120.76	211.34	81.71	124.34
A	6.00~6.20	6.09	136.11	-72.28	13.43	135.54	-75.80	12.46

注：A 级别主体所发短券数量较少，且集中在资金面相对宽松的上半年发行，因此利差 I 和利差 II 反而低于 A⁺ 级别主体所发短券的利差。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 11 2011 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 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 为 Scheffe 方差分析法对各信用等级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，2011 年度各信用等级主体短券的利差 I 和利差 II 全部通过置信度为 95% 的显著性检验，说明发行主体信用等级对利差产生显著影响。

表 8 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	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 (I-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)
AAA	AA ⁺	-0.4368*	0.0068	-0.4338*	0.0141
	AA	-0.8470*	0.0000	-0.8367*	0.0000

	AA ⁻	-1.2400*	0.0000	-1.2880*	0.0000
	A ⁺	-1.9972*	0.0000	-2.1051*	0.0000
AA ⁺	AAA	0.4368*	0.0068	0.4338*	0.0141
	AA	-0.4102*	0.0103	-0.4029*	0.0226
	AA ⁻	-0.8032*	0.0000	-0.8543*	0.0000
	A ⁺	-1.5604*	0.0000	-1.6714*	0.0000
AA	AAA	0.8470*	0.0000	0.8367*	0.0000
	AA ⁺	0.4102*	0.0103	0.4029*	0.0226
	AA ⁻	-0.3930*	0.0045	-0.4513*	0.0012
	A ⁺	-1.1502*	0.0000	-1.2684*	0.0000
AA ⁻	AAA	1.2400*	0.0000	1.2880*	0.0000
	AA ⁺	0.8032*	0.0000	0.8543*	0.0000
	AA	0.3930*	0.0045	0.4513*	0.0012
	A ⁺	-0.7572*	0.0000	-0.8171*	0.0000
A ⁺	AAA	1.9972*	0.0000	2.1051*	0.0000
	AA ⁺	1.5604*	0.0000	1.6714*	0.0000
	AA	1.1502*	0.0000	1.2684*	0.0000
	AA ⁻	0.7572*	0.0000	0.8171*	0.0000

注：2011 年度，主体级别为 A 的短券共 4 期，由于样本量较小，不具有统计意义，因此此处的分析不涉及 A 级别样本；

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

整体看，2011 年资金面整体偏紧，短券发行利差处于较高水平，负利差现象逐步减少。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。

（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企业规模、所属行业、企业性质、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、所属行业和企业性质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。

利差在不同规模企业间的结构性差异

2011 年，主体规模在 500 亿元以上的短券发行期数最多，占全部发行短券的 30.62%。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 9 2011 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	169	5.21	23.57	55.84	15.82	56.97
100~500 亿元	146	5.90	94.88	86.29	88.02	92.13
50~100 亿元	123	6.01	108.73	98.83	102.66	105.52
低于 50 亿元	114	6.42	145.04	110.69	142.60	116.32

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 2011 年发行主体行业分布情况看（参见表 10），资源类（石油、有色金属）、电力、钢铁及交通运输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，而家电、新能源、新技术、造纸及传媒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 10 2011 年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)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
石油	4	5.34	18.46	70.66	11.45	65.66
电力	61	5.35	40.14	65.09	28.19	69.49
有色金属	25	5.36	40.64	86.40	31.52	91.23
钢铁	19	5.36	59.48	90.23	47.73	96.63
综合	23	5.47	59.94	88.32	57.20	91.86
交通运输	42	5.53	53.56	76.01	48.55	78.86
港口	11	5.64	78.90	72.69	63.15	71.33
煤炭	21	5.66	75.55	102.17	64.04	108.28
公用事业	19	5.77	85.83	93.50	80.65	97.32
信息技术	24	5.80	88.89	93.15	84.94	94.98
零售、物流、贸易	33	5.88	93.06	92.50	86.27	101.62
酒店及旅	9	5.92	102.36	125.45	102.42	127.68
汽车、零部件及摩托车	11	5.99	88.01	85.24	76.57	79.22
医药	14	6.00	102.13	103.86	95.27	110.69
农林牧副渔	46	6.04	104.03	97.58	98.49	102.37
建筑施工	34	6.05	103.65	101.77	97.73	102.47
机械设备	55	6.05	104.68	115.59	102.15	121.27
化工	32	6.06	115.58	109.73	112.70	114.71
纺织服装	15	6.10	117.31	92.93	122.27	109.92
建材	16	6.20	124.42	110.18	119.01	115.47
传媒	6	6.41	124.21	90.80	118.50	91.90
造纸	6	6.41	127.13	96.56	128.21	102.38
新能源、新技术	12	6.58	165.87	92.75	166.78	92.65
家电	7	6.82	186.73	124.68	181.36	134.67
其他	7	5.59	73.95	109.46	67.22	112.75

利差在不同企业性质间的结构性差异

本年度发行短券以国有企业为主，其次是民营企业，外资（外商独资和中外合资）企业占比较 2010 年有较大幅度提高；从平均发行利率来看，民营和外资企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率，国有企业主体信用等级较高，市场对国有企业的认可度明显高于民营和外资企业。

表 11 本季度企业性质对利差影响分析

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)
国有企业	420	5.66	70.29	88.78	62.60	93.12
民营企业	121	6.28	134.94	106.58	133.78	111.38
外商独资	1	5.90	66.37	--	76.96	--
中外合资	8	6.77	159.79	129.13	161.40	133.14
集体企业	2	7.99	274.18	141.78	280.37	148.11

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

本部分分析涉及发行期限，因此仅剔除附息式浮动利率和有担保短券（含 1 期发行期限小于 1 年），合计 580 期。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。本年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 552 期，占 95.17%；发行期限在 1 年以下的 28 期，占 4.83%，尽管 1 年期以下短券发行规模较少，但发行利率和利差方面均明显低于 1 年期短券，期限因素对利差的影响较为明显。

表 12 2011 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	552	5.82	86.49	98.17	80.45	103.29
一年期以下	28	5.09	34.46	96.76	30.66	99.03

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 2011 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，因此发行额度对利差的影响，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 2011 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)
低于 1 亿元	4	7.35	237.64	110.39	236.79	110.93
1~10 亿元	355	6.12	116.97	100.42	112.04	106.44
10~50 亿元	162	5.27	31.67	56.03	23.42	58.76
50 亿元及以上	31	5.05	4.46	52.25	-3.46	50.96

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，2011 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 2011 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 首日交易利率	Enter	0.993	0.985	0.985	.000
利差 I 利差 II		0.989	0.979	0.979	.000
(1) 发行利率=0.326+0.953*首日交易利率					
(2) 利差 I=0.108+0.940*利差 II					

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；

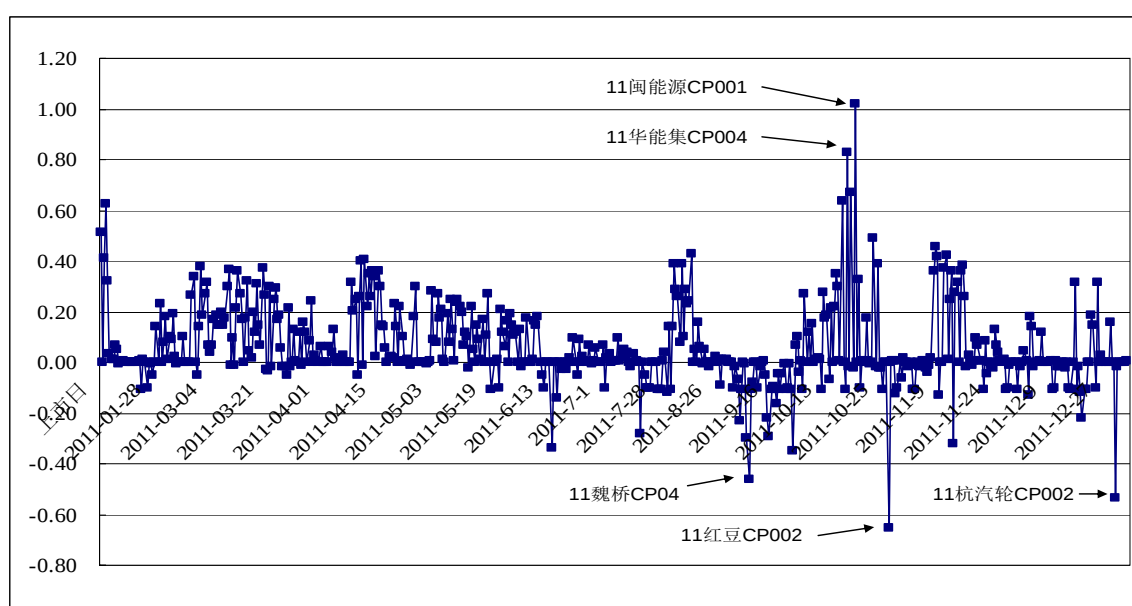
2011 年度短券一、二级市场发行利率和交易利率走势呈现两个特点（参见图 12 和表 15）：①一二级市场利率倒挂期数显著增加，全年利率倒挂期数为 142 期，其中在资金面较为紧张的第三季度和第四季度利差倒挂期数分别为 48 期和 56 期，而 2010 年全年一二级市场利率倒挂期数为 38 期。在资金面紧张的情况下，投资者对二级市场的价格更为敏感，从而使得交易利率上升的幅度大于发行利率上升的幅度，造成一二级市场利率倒挂。②一二级市场交易差的波动幅度增大，明显高于上年水平。其中，2011 年 10 月 21 日上市的“11 闽能源 CP01”的交易差达到 101.89BP；2011 年 10 月 28 日上市的“11 红豆 CP02”的交易差达到-65.12BP。

表 15 2011 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)
2011Q1	18	-3.01
2011Q2	20	-5.46
2011Q3	48	-10.53
2011Q4	56	-8.62
合计	142	-8.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 12 2011 年度短券一、二级市场交易利差波动情况



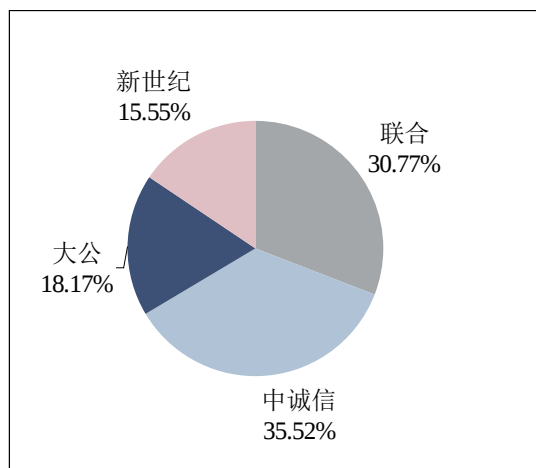
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

五、 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 611 期短券评级报告。与上年相比，中诚信和联合资信在短券市场仍保持领先优势，市场份额较高。从市场份额的变化看，联合资信市场份额上升较明显，中诚信和新世纪的市场份额变化不大，大公的市场份额则有较明显下降。从级别的变化看，由于 2011 年民营企业主体发债明显增加，各评级公司 AA⁻以上级别占比均下降了 3 个百分点左右。

图 13 2011 年短券评级业务市场份额（期）



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

表 16 2010-2011 年各评级机构市场份额情况（期）

	2010 年	2011 年	增减变动
中诚信	35.51%	35.52%	0.01%
联合	26.07%	30.77%	4.70%
大公	23.82%	18.17%	-5.65%
新世纪	14.60%	15.55%	0.95%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

表 17 2010-2011 年主体级别情况（期）对比

机构	2010 年					2011 年				
	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	28	55	19	4	106	36	66	25	7	134
AA ⁺	16	21	21	16	74	34	33	17	17	101
AA	27	46	31	20	124	57	53	22	30	162
AA ⁻	36	29	30	16	111	41	49	39	25	154
A ⁺	7	7	3	4	21	19	13	8	15	55
A	2	0	0	5	7	1	3	0	1	5
A ⁻	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
BBB ⁺	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
合计	116	158	106	65	445	188	217	111	95	611
其中：AA ⁻ 以上占比	92.24%	95.57%	95.28%	86.15%	93.26%	89.36%	92.63%	92.79%	83.16%	90.18%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

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 18 2011 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
AAA	大公	25	0.1852	0.5034	0.1606	0.5218
	联合	34	<u>0.0103</u>	0.4839	-0.0923	0.4718
	新世纪	6	0.2790	0.4644	0.2629	0.4772
	中诚信	61	0.0700	<u>0.4596</u>	<u>-0.0231</u>	<u>0.4582</u>
AA ⁺	大公	16	0.7195	0.5285	0.6567	0.5592
	联合	31	0.5833	0.4477	0.5048	<u>0.4932</u>
	新世纪	15	<u>0.3192</u>	<u>0.4300</u>	<u>0.2812</u>	0.5019
	中诚信	32	0.4634	0.5953	0.3494	0.6340
AA	大公	20	1.0784	0.7154	1.0491	0.8214
	联合	52	0.9137	0.7196	0.8125	0.7678
	新世纪	28	1.0802	<u>0.7049</u>	0.9751	<u>0.7677</u>
	中诚信	46	<u>0.8043</u>	0.7245	<u>0.7137</u>	0.7817
AA ⁻	大公	34	<u>1.0285</u>	0.9008	<u>0.9846</u>	<u>0.9479</u>
	联合	39	1.3212	1.1392	1.3022	1.1961
	新世纪	22	1.5727	1.1636	1.5263	1.2137
	中诚信	42	1.4444	1.0346	1.4227	1.0916
A ⁺	大公	7	2.8106	1.3581	2.8918	1.4189
	联合	13	2.0454	1.3072	2.0471	1.3125
	新世纪	14	2.3933	1.1803	2.4403	1.2277
	中诚信	11	<u>1.2732</u>	<u>0.4694</u>	<u>1.2803</u>	<u>0.4742</u>
A	联合	1	1.3327	--	1.3534	--
	新世纪	1	1.5501	--	1.5195	--
	中诚信	2	1.2809	0.0687	1.2744	0.0808

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，统计意义较弱，仅供参考。

从表 18 的利差检验结果来看，在不同信用等级上，投资者对不同评级机构的认可度有所差异。在 AA⁻信用等级上，投资者对大公的认可度最高，在 A⁺信用等级上，投资者对中诚信的认可度最高；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。

六、 市场展望

1、宏观环境展望

根据 2011 年 12 月 12 日至 14 日召开的“中央经济工作会议”相关精神，2012 年中国经济总基调为“稳中求进”，即“稳增长、控物价、调结构、惠民生、抓改革、促和谐”十八字经济方针，而“积极的财政政策和稳健的货币政策”双政策组合保持不变。

从基本面来看，受美、欧债务危机冲击，世界经济形势趋于复杂，加之美、德、法、俄等大国面临政府选举，各种不确定因素明显增加；国内需求存在放缓压力，中小企业信贷环境仍不容乐观，潜在风险加大。在稳增长的前提下，通胀将有所下行，CPI 趋势性回落，未来经济增速将放缓。从政策面来看，积极的财政政策和稳健的货币政策将得以延续，信贷政策的适度宽松也会降低企业面临的信用风险。从资金面来看，考虑到资本外流和资产价格泡沫等因素，央行释放流动性的空间存在约束，节奏不会太快，鉴于政策的大力推动，债券供给仍有望增长，发行利率在资金面改善的前提下有望震荡下行。

2、短券发行与交易展望

2011 年短券放量发行，合计发行 8015.60 亿元、共 611 期。与 2010 年相比，短券总发行规模、发行主体数和发行期数分别同比增长 18.88%、34.52%和 37.92%。长期来看，短券发行与到期数量较为平衡，这由短融的滚动发行所决定。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，在间接融资渠道在短期内无法迅速扩大的大环境下，存量短券发行主体在 2012 年滚动发行的可能性很大，也将促使更多增量企业为弥补其流动资金需求将进入短券市场。但由于 2011 年短券发行主体数已经高速扩张，2012 年短券发行主体继续大幅扩容的可能性降低。

相邻信用等级间利差的级差代表不同信用等级间发行利率和交易利率的分化程度。2011 年由于资金面趋紧，投资者避险情绪上升，发行利差和交易利差的级差均较 2010 年迅速扩大，预计随着 2012 年货币政策逐步调整和信用环境趋于稳定，级差或将缩小。