

**2010 年第一季度短期融资券市场
利差分析报告**



2010 年第一季度短期融资券市场利差分析报告

概要

报告编号: 20100413

时间: 2010 年 4 月 13 日

分析师:

李慧鹏

010-85679696-8881

lih@lhratings.com

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lhratings.com

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lhratings.com

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lhratings.com

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.lianheratings.com.cn

2010 年第一季度, 中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头, 投资、消费、出口三驾马车继续保持对宏观经济的强劲拉动, 从结构上看, 投资的拉动效应较 2009 年有所减弱; 出口表现较为突出, 其拉动效应较 2009 年已出现明显提升。

伴随着宏观经济的强劲复苏, 通胀压力也逐步攀升, 央行自年初以来采取了较为温和的调控措施。但由于金融机构仍保有充裕的流动性, 资金配置压力较大, 导致信用债产品需求旺盛, 整体利率水平较 2009 年底有所回落。

本季度共有 98 家企业累计发行短券 102 期 (纯信用债 100 期, 有担保债 2 期), 合计发行 1410.90 亿元。本季度短券发行主体评级继续向 AA-及以上的高信用等级集中, 银行间市场充裕的资金供给推动了短券市场的活跃交易, 市场利率水平较 2009 年底显著下滑。银行间市场交易商协会两次下调短券、中期票据发行指导利率 (基本下调至 2009 年三季度利率低点), 推动一二级交易利差回归合理区间。

在现有的短券定价机制和宽松的资金环境下, 本季度各主体级别短券发行利差基本能够实现显著差异化; 但由于市场充裕的资金环境, 二级市场投资者对短券主体信用等级敏感度下滑, 相邻信用等级主体所发行的短券交易利差均未通过显著性检验。

本季度, 联合资信与中诚信在国内短券评级市场继续保持相对优势地位, 市场占有率领先, 投资者对其评级结果认可程度也相对更高。

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**：2010 年 1 月 1 日～2010 年 3 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 年第一季度，中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车继续保持对宏观经济的强劲拉动，投资效应有所减弱，但出口及消费上行。伴随着宏观经济的强劲复苏，通胀压力也逐步攀升，央行自年初以来采取了较为温和的调控措施。但由于金融机构仍保有充裕的流动性，资金配置压力较大，导致信用债产品需求旺盛，整体利率水平较 2009 年底有所回落。

基本面——宏观经济保持强劲复苏，出口逐步接力投资成为新引擎

2010 年一季度，中国经济继续延续 2009 年下半年以来的复苏势头，1-2 月规模以上工业增加值（年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）同比增长 20.7%，比 2009 年 12 月份加快 2.2 个百分点；规模以上工业企业实现利润 4867.4 亿元，同比增长 119.7%。工业品出厂价格同比上涨 4.9%（上年同期为下降 3.9%），考虑到去年初的低基数效应，预计一季度 GDP 增长仍将维持在较高水平。

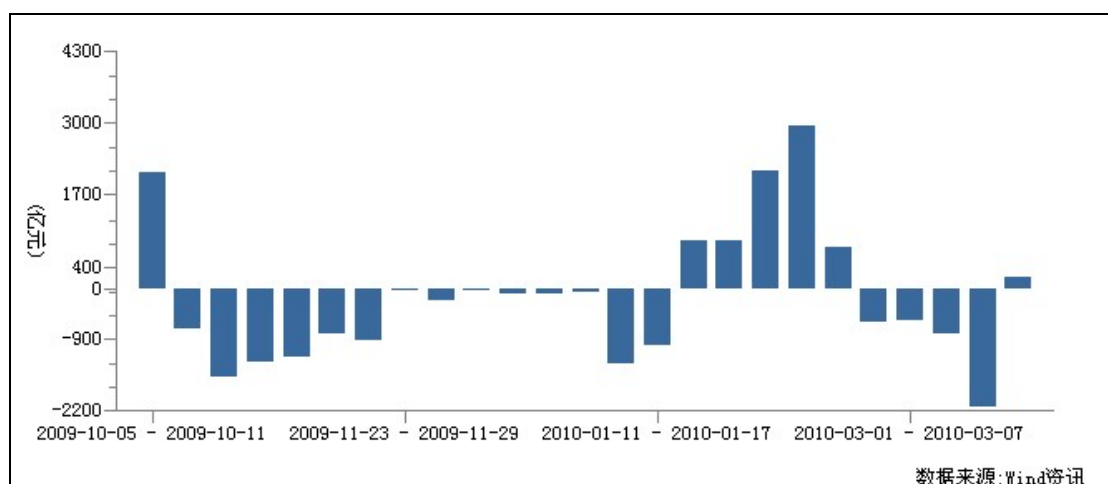
从拉动经济增长的三大引擎表现来看，2010 年 1-2 月，中国城镇固定资产投资 13014 亿元，同比增长 26.6%，增速较 2009 年大幅回落 4 个百分点；其中新开工项目受影响较大，项目数量同比减少 71 个，计划总投资 10616 亿元，同比增长 42.7%（显著低于 2009 年 12 月的 67.2%）。无论从中央项目和地方项目投资来看，其固定资产投资规模均较 2009 年有明显回落，由此反映了政府对于投资的控制和对新增信贷投放的谨慎，预计未来随着经济政策的回归，固定资产投资增速将逐步回落至正常水平，对宏观经济的拉动作用将逐步弱化。出口方面，2010 年 1-2 月份累计出口金额较 2009 年、2008 年同期分别增长 31.4%、3.5%，进口同比增长 63.6%、7.6%，显示外贸规模已经基本恢复到危机前的水平。但全球经济尚未完全走出金融危机的阴影，欧美等国的失业状况依然严重，欧洲部分国家面临主权债务和货币贬值的双重危机，导致人民币升值压力和贸易环境恶化，中国出口的持续回升仍面临很大挑战。消费方面，1-2 月社会消费品零售总额累计 25052 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.7 个百分点，国内消费增长稳步回升（不过这其中也有去年年初基数较低的原因）。同期内汽车等大宗消费品仍保持良好的销售势头；食品价格受春节、大雪、干旱等因素影响较大，导致 2 月份 CPI 同比增长 2.7%，环比大幅上升 1.2%，超出市场预期，预计 3 月份仍会保持在高位；尽管自年初以来调控政策密集出台，但由于货币环境依然宽松，以房地产为代表的资产价格仍保持在高位。以上因素进一步强化了通胀预期，增加了经济刺激政策的取舍难度。

总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车继续保持对宏观经济的强劲拉动，从结构上看，投资的拉动效应较 2009 年有所减弱；出口表现较为突出，其拉动效应较 2009 年已出现明显提升。但联合资信也关注到，受国际经济环境、贸易摩擦加剧等不利因素影响，出口持续回升的趋势尚不明朗；短期来看，在投资增速逐步回落时能否形成对宏观经济拉动的替代效应尚不确定。此外，人民币升值压力加大、通胀预期强化等问题也增加了宏观经济政策取舍的难度。

政策面——货币政策回归“适度宽松”，“负利率”环境强化加息预期

由于中国经济强劲的复苏势头及通胀预期的逐渐抬头，管理层已开始逐步调整原有的货币政策回归“适度宽松”，具体举措包括：（1）压缩信贷投放总量，2010 年计划新增信贷投放 7.5 万亿元，较 2009 年 9.6 万亿元的实际增幅下调 22%；（2）上调金融机构存款准备金率，本季度内央行分别于 1 月 18 日和 2 月 25 日两次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，其传递的政策信号远大于对流动性的实际回收，有利于弱化企业和居民对资产价格的追捧和通胀预期；（3）通过公开市场操作回收流动性，自 2009 年 10 月以来，央行在公开市场操作方面持续以回收流动性为主（除春节前、后两周考虑到居民消费因素，回笼力度有所减弱），央票的发行利率也逐步上升，1 年期央票发行利率由 1 月的 1.76% 升至 1.926%，3 个月央票由 1 月的 1.33% 升至 1.4088%；（4）通过窗口指导稳定信贷投放节奏和贷款投向，在贷款投放节奏上更加注重均衡性，改变原有的“4:3:2:1”投放节奏为“3:3:2:2”，在 1 月新增信贷 1.39 万亿的情况下，控制 2、3 月份的信贷投放规模，以避免年初信贷大量投放导致的通胀压力加剧；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、按揭等业务的贷款也采取了有意的控制措施，降低房地产价格虚高产生的坏账风险。

图 1 央行 2009 年以来公开市场操作情况



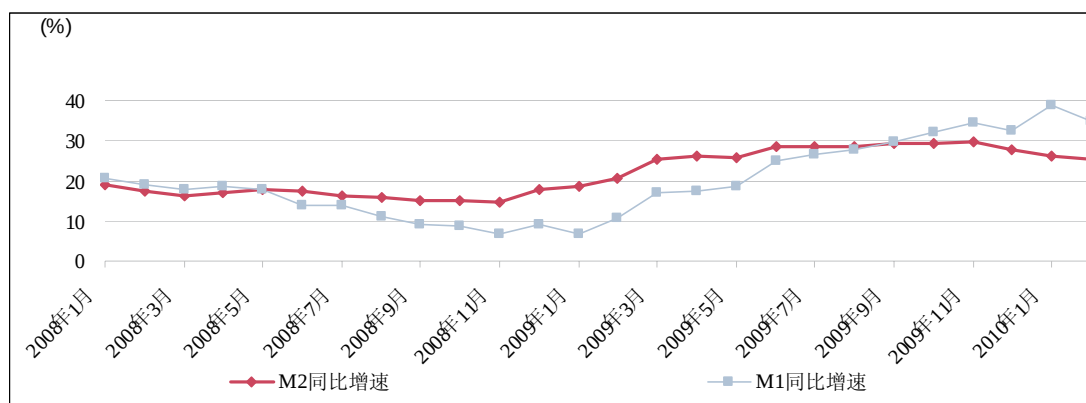
总体看，本季度内一系列货币政策和公开市场操作体现了央行在保持经济增长和防止通胀风险方面的权衡，其传递的政策信号远大于对经济的实际影响，调控力度仍较为温和。但 2 月 CPI（同比增长达 2.7%）已高于一年期存款利率，资产泡沫仍有进一步膨胀的趋势，再加上原有的输入型通胀及人民币升值压力，预计未来通胀的势头将进一步显化，“负利率”的货币环境也使得加息的可能性正在逐步累加。

资金面——信贷投放节奏放缓，银行间市场资金依然充裕

2010 年 1、2 月份，金融机构新增贷款分别为 1.39 万亿元和 0.7 万亿元，预计 3 月新增规模在 6000 亿元左右，整体新增贷款规模较上年同期（2009 年一季度新增贷款 4.58 万亿元）显著下滑，由此直接导致了同期货币供应量同比增速下滑。截至 2010 年 2 月末，广义货币供应量（M2）余额为 63.6 万亿元，2 月同比增长 25.52%，增幅比上月末低 0.56 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 22.43 万亿元，2 月同比增长 34.99%，增幅比上月末低 3.97 个百分点。其中 M2 增速继续自 2009 年 11 月以来的回落走势，M1 增速也在 1 月份达到历史峰值时显著回落，央行在货币政策

方面的适度收紧效应已逐渐显现。但 M1 与 M2 增速缺口仍处于较高位置，表明资金活期化仍在持续。本季度央行的调查数据也显示，实体经济对资金的需求处于快速增长阶段，其中制造业贷款需求指数增长最快，为 65%，较上季提高 3.1 个百分点；农业、非制造业贷款需求指数分别为 62.3% 和 63.8%，较上季提高 2.1 和 2.0 个百分点，实体经济的资金需求依然旺盛。

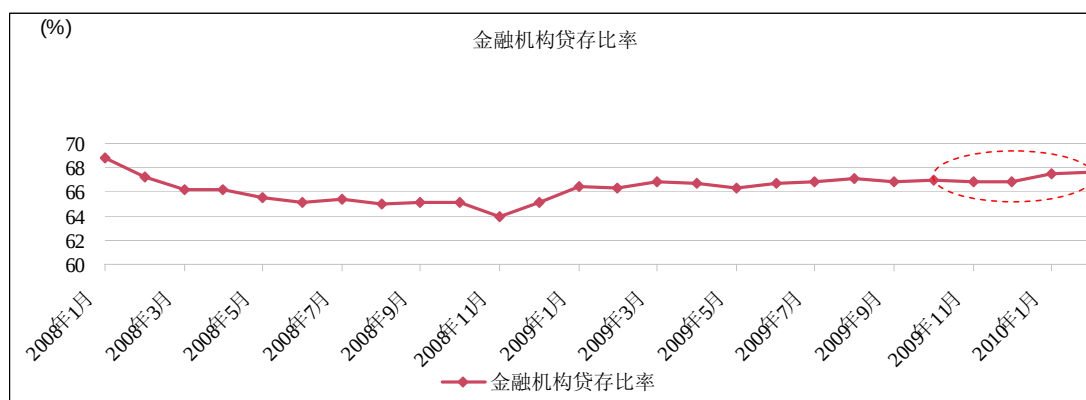
图 2 2008 年~2010 年 2 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

从金融机构内部来看，尽管本季度央行两次上调存款准备金率，并通过公开市场操作回笼货币，但由于新增信贷压缩，导致金融机构内部出现了阶段性的流动性过剩，商业银行资产配置压力有所上升。同时，通胀预期的上升也降低了居民和企业的储蓄意愿，导致金融机构贷存比率持续上升。在通胀压力持续上升的情况下，第二季度加息可能性正在增加，若央行采取进一步紧缩政策，目前银行间市场流动性充裕的局面将受到抑制。

图 3 2008 年~2010 年 2 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——流动性充裕导致信用债利率阶段性回落，高收益债券受热捧

本季度中国债券市场整体发行规模同比继续保持较快增长，其中，国债、央票等利率产品发行规模显著扩大，短券、企业债等信用产品发行规模稳步增长，但信用产品中期票据发行规模同比有所下降；受益于金融机构内部充裕的流动性供给及资产配置压力，债券市场整体利率水平较 2009 年底有所下降。具体表现在：（1）国债、央票发行规模较 2009 年同期显著增长，升幅分别为 140% 和 197%，一方面体现了管理层量化紧缩、回笼货币的调控意图；另一方面也是为去年以来

中央政府大规模的基础设施建设提供后续的资金支持；（2）信用债发行规模整体仍保持增长，其中企业债同比增长 64%，其中七成以上是城投类债券；（3）中期票据发行规模同比有所下降，一方面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的现象，导致本季度短券发行规模大幅上涨的同时，中票发行规模同比有所下滑；另一方面，由于部分中票发行主体发行规模已经达到其净资产的 40%，融资空间受限。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2010 年一季度发行规模（亿元）	2009 年一季度发行规模（亿元）	发行规模同比变化（%）
国债	1800	749	140.32
央票	14270	4800	197.29
商业银行金融债	331.5	490	-32.35
短期融资券	1410.9	965	46.21
企业债	907	552	64.31
中期票据	1142	1656	-31.04

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

本季度尽管央票发行利率逐渐走高，但债券市场利率较 2009 年底整体下滑，其中二级市场表现尤为明显，导致一二级市场利差呈扩大走势。主要表现为：（1）银行间市场充裕的流动性，如前所述，新增信贷紧缩导致系统内资金配置压力上升，债券投资热情高涨。为此，银行间市场交易商协会本季度不得不两次下调短券、中期票据发行指导利率（基本下调至 2009 年三季度利率低点），确保一二级市场利差处于合理区间。（2）企业债方面，管理层对城投债的治理，导致市场对未来高收益债券供应的担忧，作为“稀缺品种”的高收益城投债受到市场热捧，自年初以来，企业债市场迎来了一波鲜见的牛市，大部分高收益企业债涨幅均超过了 5%。联合资信认为，在债券市场供需相对失衡的条件下，投资者对于债券本身的信用风险敏感度降低，进而导致对高收益债券的盲目追捧；预计未来货币政策的紧缩力度有望加强，市场将逐渐回归理性，目前的投资热情难以持续。

表 2 银行间市场交易商协会最新指导利率

主体 信用	1 年期		3 年期		5 年期	
	调整结果（%）	调整幅度（BP）	调整结果（%）	调整幅度（BP）	调整结果（%）	调整幅度（BP）
AAA ⁺	2.64	-9	3.73	-17	4.37	-18
AAA	2.73	-11	3.87	-21	4.48	-21
AA ⁺	2.92	-11	4.23	-22	4.93	-22
AA	3.17	-14	4.59	-24	5.29	-23

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

AAA⁺是指中国石油、中国石化、国家电网等主体长期信用资质相对更加优异的 AAA 级企业。

总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车继续保持对宏观经济的强劲拉动，但 CPI 的超预期增长及房地产泡沫的继续膨胀进一步强化了通胀预期，也增加了宏观经济的政策取舍难度。期内尽管央行通过上调存款准备金率及回收

流动性的量化紧缩方式回笼货币，但调控手段仍较为温和，对市场影响有限。银行间市场充裕的资金供给推动了债券市场的火爆，信用债交易利率较 2009 年底显著下滑。预计未来随着货币政策的进一步紧缩，市场将逐渐回归理性，整体利率水平也将走出低谷。

二、 短券发行市场情况

短券发行家数和规模大幅增长；AA-及以上主体信用等级进一步集中，A-2 债项信用等级首次浮现

从 2005 年 5 月至 2010 年 3 月底，银行间市场累计发行短券 1218 期，实际发行规模 18029.05 亿元，发行情况见表 3。截至 2010 年 3 月底，短券市场存量 5333.95 亿元。

表 3 短券发行基本情况

项 目	2005 年 5~ 12 月	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年一 季度
		全年	一季度	全年	一季度	全年	一季度	全年	一季度	
发行规模（亿元）	1424	2912.5	627.7	3356.1	604.9	4298.5	1109.9	4627.05	965	1410.90
发行期数（期）	79	241	56	264	59	268	84	263	56	102
发行家数（家）	61	185	53	216	56	214	76	209	51	98
平均单笔发行规模（亿元）	18.03	12.09	11.21	12.71	10.25	16.04	13.21	17.59	17.23	14.40

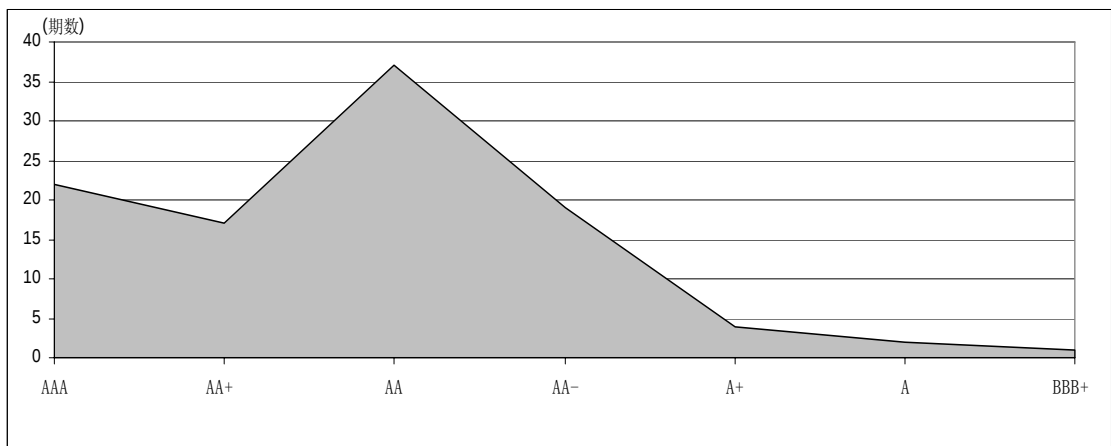
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度共有 98 家企业累计发行短券 102 期（纯信用债 100 期，有担保债 2 期），合计发行 1410.90 亿元。与 2009 年同期相比，本季度短券总发行规模、主体家数和发行期数均大幅增长，但单笔发行规模显较 2009 年同期有所下降。

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 96 期，占 94.12%；发行期限在 1 年以下的 6 期，占 5.88%。从发行方式来看，由于现阶段短券发行利率处于加息预期上行通道，本季度出现 5 期附息式浮动利率的债券，占本期发行总期数的 4.91%；采用单利（固定利率）发行的 97 期，占 95.10%。未来随着加息预期的增大，预计浮动利率债券的发行将随之增多。

从图 3 可知，本季度短券主体信用等级继续向 AA-级以上（含 AA-）高信用等级集中，但同时出现 1 期主体信用等级为 BBB+ 的短券。本季度 98 家企业累计发行的 102 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 95 期，占总发行期数的 93.14%；主体信用等级在 A+ 级以下（含 A+）的企业共发行短券 7 期，占总发行期数的 6.86%。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%，如考虑承销和其他中介费用，其发行成本甚至可能略高于同期贷款利率。造成本季度信用等级范围扩大的主要原因包括：①对于发行主体而言：本季度银行新增信贷的压缩增强了市场货币资金紧缩的信号，进而加大企业拓展融资渠道压力。更多企业进入短券市场发行领域，其具有的融资渠道的战略意义相对高于对利率成本的控制意义；②对于投资者而言：一方面随着银行间债券市场发展，投资者已逐步呈现多元化，信用等级范围扩大对应差异的收益债券品种可满足不同投资者投资偏好的需求；另一方面，市场的加息预期逐步增大，但受累于银行流动性充裕对短券市场利率下拉的强势作用，部分非银行投资者则逐步接受并转向信用风险相对偏大，但具有相对较高收益的债券品种，以获得更多的利率风险补偿。

图 4 2010 年第一季度短券主体发行期数信用等级分布



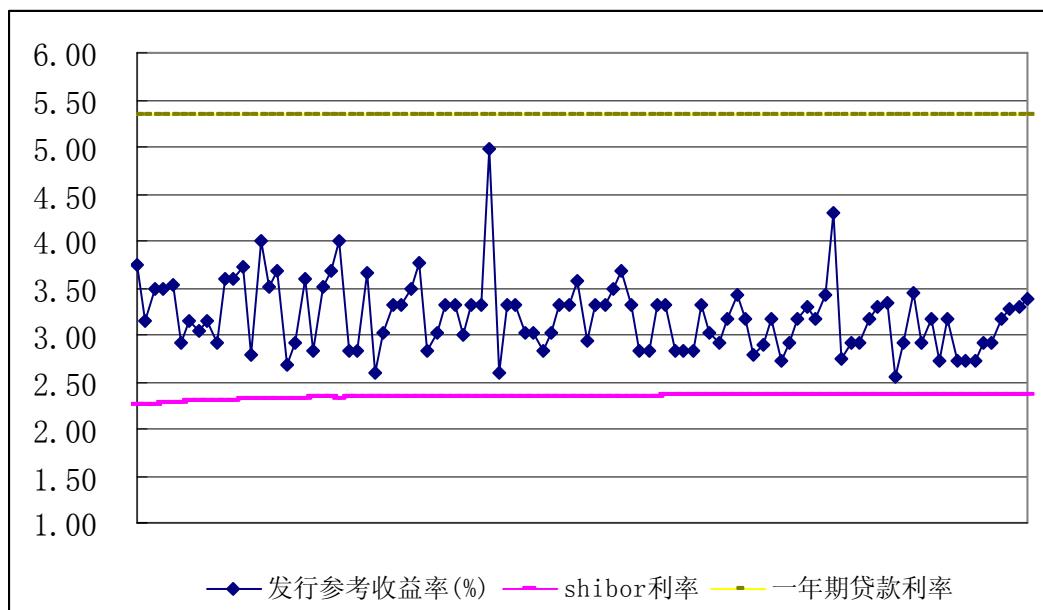
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注，双评级统计采取就低原则，2010 年第一季度双评级一期，为 10 辽通 CP01,中诚信和联合给予主体信用等级一致，均为 AA。

发行利率呈下降趋势，利率指导政策对 AA 以上主体级别利率走势作用显著

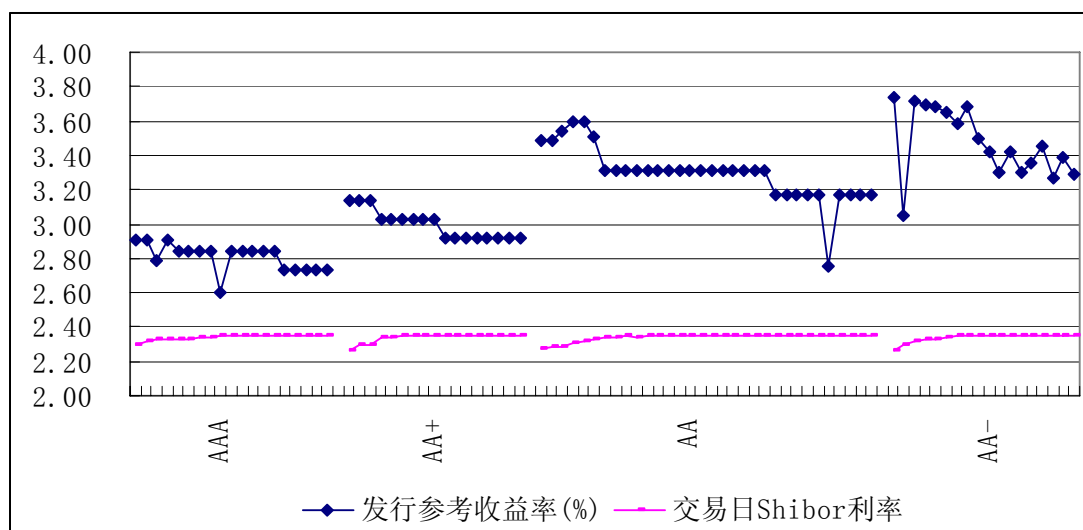
银行间市场充裕的流动性推动了短券二级市场的交易热情，随之引发银行间市场交易商协会两次对债券发行利率的下调，用以控制一二级市场交易利差的合理空间。在政策和银行流动性双重作用下。本季度短券发行利率继 2009 年第四季度回升势头之后逐步呈现下降趋势。短券发行成本优势显著，详见图 5。

图 5 短券发行利率与 Shibor 和贷款基准利率对比



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

图6 2010年第一季度主要主体级别短券发行利率与SHIBOR（1Y）走势



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

剔出4期发行期限1年以下，2期担保债券和3期附息浮动式利率。

从不同主体级别短券发行利率看，2010年第一季度，发行主体范围主要分布在AA~AAA，其对应发行利率均呈现下降趋势。其中本季度，受政策对AAA、AA+和AA主体级别利率两次明确下调指导的影响，该3个主体级别发行利率均呈现整齐阶梯式下降趋势。

发行主体性质仍以国企为主，其他所有制性质企业占比较小

2010年一季度短券发行主体共计98家，按照所有制性质划分，国有企业92家，占93.88%；民营企业合计6家，占6.12%。可见，国有企业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，地区发债集中度有所降低

受本季度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，本季度发债企业积极性大幅提升。具体从发行主体地区分布来看，2010年第一季度发行主体合计98家，华东和华北两地区发债主体合计59家，占同期发债主体总家数的60.20%；尽管西北、西南地区发债企业数量仍保持相对较少的地位，但发债主体数量也均较上年同期大幅提升，均有6家企业参与本季度短券发行。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，较上年同期有所分散，尽管除华中地区外，其余地区发行主体地区集中占比仍保持50%（含50%）以上，但地区绝对或高集中占比现象有所缓解。具体看，华北和华东两大重点发行地区仍主要集中在北京市、江苏省和上海市，其中北京市发行家数达到19家，占到本季度发行总家数的19.39%，较去年同期占比有所下降。各地区重点发债省、直辖市详见表4。

2010年度一季度未参与短券发行的省份和地区相对上年同期14个地区减少至4个地区，包括，江西省、西藏自治区、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区。

表 4 2010 年第一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	28	北京市	19	67.86
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	31	江苏省和上海市	18	58.06
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	6	云南省	3	50.00
华中	河南省、湖北省、湖南省	7	湖北省	3	42.86
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	11	广东省	8	72.73
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	8	陕西省	4	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	7	辽宁省	5	71.43

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

国有大型股份制银行短券发行市场的地位优势显著

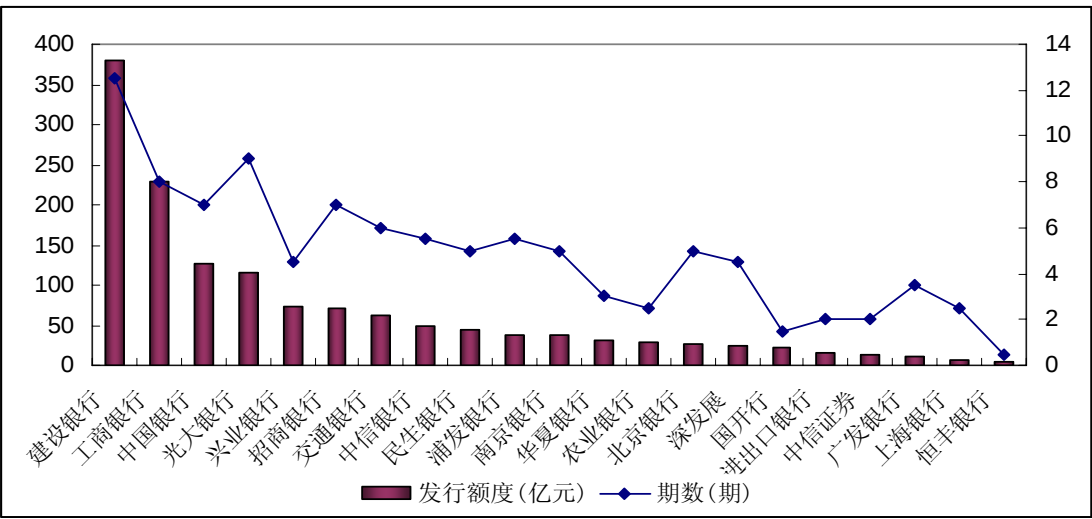
2010 年第一季度参与短券发行的主承销商共计 21 家，其中包括 1 家证券机构。按承销规模统计，建设银行承销规模最大，总承销额度达 279 亿元；建设银行、工商银行、中国银行、光大银行分别位列前四位，承销规模均超过 100 亿元，其余银行承销额度不足 100 亿元，其中恒丰银行承销额度最小，为 5 亿元。

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的债券共 3 期，分别为：200 亿元“10 铁道 CP01”，50 亿元的“10 华能 CP01”，50 亿元的“10 中铝 CP01”，合计发行额度达 300 亿元，占 2010 年一季度发行总额度的 21.26%，以上 3 期债券中建设银行参与最多，显著地提升该家银行的承销规模。

按照承销期数统计，建设银行为 12.5 期，位居首位；光大银行为 9 期、工商银行 8 期，中国银行和招商银行均为 7 期，位列 2~4 位；其余各家银行承销均在 6 期（含 6 期）以下，其中，恒丰银行为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，本季度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行凭借着自身良好的客户资源占居了发行规模的主导地位，本季度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行合计发行额度 829.50 亿元，占本季度发行总额度的 58.79%，在短券市场的地位优势显著。

图 7 2010 年第一季度短券市场各主承销商承销情况



数据来源：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5。从检验结果来看，由于银行间市场交易商协会对短期融资券发行利率的多次调整，导致短期融资券发行利率和首日交易利率与同期Shibor利率的相关性显著下降。

表5 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		.650	.000
	交易利率 交易日 shibor 利率		.466	.000

数据来源：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绝大部分短券全部集中在最高等级上（本季度仅有一期7000万元的“A-2”短券发行），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

资金充裕推动二级市场收益率持续下降，定价调整推动发行利差回归合理区间

本季度，由于以商业银行为首的银行间市场机构投资者充裕的资金供给，直接推动了二级交易市场的火爆行情，导致短券二级市场交易利差（利差II）重回历史低位（仅次于2009年第一季度），部分AAA级主体发行短券产品利差II几近于零。受此影响，导致一二级市场利差显著扩大，其中主体信用级别相对较低短券表现尤为明显（部分产品利差I、利差II差值曾拉大到近60BP）。为此，银行间市场交易商协会分别于1月27日、3月10日两次下调短券和中期票据的发行定价，以确保一二级市场利差回归合理区间。由于银行间市场充裕的资金供给，以及一二级市场的利差空间，导致短券实际发行利率基本处于指导利率下限。

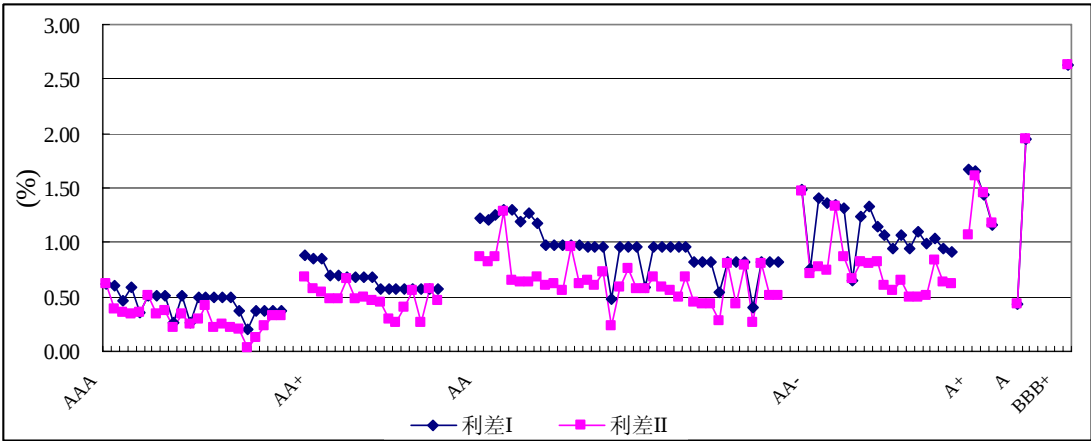
表6 本季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

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	2.55~2.91	2.78	44	--	0.01	31	--	0.02
AA ⁺	2.92~3.14	3.00	66	22	0.01	48	17	0.02
AA	2.75~3.60	3.28	94	28	0.05	63	15	0.04
AA ⁻	3.00~3.74	3.45	111	17	0.05	76	13	0.07
A ⁺	3.49~3.99	3.81	148	37	0.06	133	57	0.06
A	2.78~4.30	3.54	119	-29	1.15	119	-14	1.15
BBB ⁺	4.98	4.98	264	145	--	263	144	--

注：统计数据为2010年一季度全样本，包括2期担保，发行利率较同级别利率显著偏低发行利率较低，

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图8 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，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。

由于银行间市场交易商协会本季度内两次调整短券发行指导利率，导致各信用等级主体短券发行和交易利差出现阶段性分割，因此，为确保利差分析结果的准确，以 3 月 10 日（第二次指导利率下调日）为结点，分两个阶段研究。另外，对于有担保短券及浮动利率产品，在本次利差分析中予以剔除。

表 7 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果（3 月 10 日以前）

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+	AA-	0.3984*	0.03	0.4108	0.10
	AA	0.5923*	0.00	0.6249*	0.00
	AA+	0.9121*	0.00	0.7882*	0.00
	AAA	1.1915*	0.00	0.9647*	0.00
AA-	A+	-0.3984*	0.03	-0.4108	0.10
	AA	0.1938*	0.04	0.2141	0.09
	AA+	0.5137*	0.00	0.3774*	0.00
	AAA	0.7931*	0.00	0.5539*	0.00
AA	A+	-0.5923*	0.00	-0.6249*	0.00
	AA-	-0.1938*	0.04	-0.2141	0.09
	AA+	0.3199*	0.00	0.1633	0.34
	AAA	0.5993*	0.00	0.3397*	0.00
AA+	A+	-0.9121*	0.00	-0.7882*	0.00
	AA-	-0.5137*	0.00	-0.3774*	0.00

	AA	-0.3199*	0.00	-0.1633	0.34
	AAA	0.2794*	0.01	0.1764	0.37
AAA	A+	-1.1915*	0.00	-0.9647*	0.00
	AA-	-0.7931*	0.00	-0.5539*	0.00
	AA	-0.5993*	0.00	-0.3397*	0.00
	AA+	-0.2794*	0.01	-0.1764	0.37

注：2010 年 1-2 月份数据样本，剔除担保及浮动利率债券、单个级别样本主体（单一主体不符合组别检验条件）

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 8 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果（3 月 10 日以后）

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.)
AA-	AA	0.1733*	0.00	0.0470	0.88
	AA+	0.4221*	0.00	0.1843*	0.04
	AAA	0.5904*	0.00	0.3592*	0.00
AA	AA-	-0.1733*	0.00	-0.0470	0.88
	AA+	0.2488*	0.00	0.1373	0.14
	AAA	0.4171*	0.00	0.3122*	0.00
AA+	AA-	-0.4221*	0.00	-0.1843*	0.04
	AA	-0.2488*	0.00	-0.1373	0.14
	AAA	0.1683*	0.00	0.1749*	0.04
AAA	AA-	-0.5904*	0.00	-0.3592*	0.00
	AA	-0.4171*	0.00	-0.3122*	0.00
	AA+	-0.1683*	0.00	-0.1749*	0.04

注：2010 年 3 月份数据样本，剔除担保及浮动利率债券、单个级别样本主体（单一主体不符合组别检验条件）

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从结果可见，一级市场方面，由于现有发行定价机制中主体信用对短券发行定价的决定性影响，两个阶段各信用等级主体短券的发行利差均能通过显著性检验；二级市场方面，相邻信用等级主体所发行的短券交易利差均未通过显著性检验，表明在资金充裕的环境下，二级市场投资者对短券主体信用等级敏感度下滑，导致各信用等级级差收窄，无法通过显著性检验。

总体看，本季度充裕的资金供给推动了短券二级交易市场利差的持续收窄，银行间市场交易商协会对发行指导利率的及时调整避免了一二级市场利差进一步拉大。在现有的短券定价机制和宽松的资金环境下，各主体级别短券发行利差基本能够实现显著差异化，但由于市场充裕的资金环境，二级市场投资者对短券主体信用等级敏感度下滑。

（2）债项信用等级与利差分析

本季度发行的“10 浙中财 CP01”债项信用等级为 A-2，主体信用等级 BBB+，该笔债券发行利率为 4.98%，发行利差 263.55BP，首日交易利差 263.20BP，发行利率及利差均显著高于其他短券产品（见表 6），表明投资者对于债项信用的认可程度很高。

（3）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，以下仅从所属行业、企业性质和企业规模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。

利差在企业规模上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 亿元以上	22	2.81	47	0.13	33	0.15
100~500 亿元	49	3.25	92	0.30	65	0.39
50~100 亿元	16	3.27	93	0.32	66	0.31
低于 50 亿元	15	3.35	116	0.54	86	0.62

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业的结构性差异

从本季度发行主体行业分布情况看（见表 10），以铁道部、中国石油、中国石化等超级 AAA 主体为主的铁路、石油石化行业发行利率均处于较低的利率水平，利差均值相对较低；而钢铁、有色金属等行业发债主体，由于行业景气程度较 2009 年初明显回升，发行主体利率和利差均值相对收窄。

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
铁路	1	2.60	26	--	25	--
石油	1	2.91	58	--	35	--
有色金属	7	2.96	61	0.25	40	0.22
钢铁	7	3.04	70	0.36	51	0.18
医药	2	3.05	69	0.17	35	0.12
交通运输业	7	3.09	77	0.38	51	0.27
综合类	2	3.10	75	0.1	49	0.03
煤炭	5	3.10	76	0.37	51	0.23
电力	16	3.13	79	0.3	50	0.22
纺织	3	3.65	131	0.14	115	0.33

数据来源：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 96 期，占 94.12%；发行期限在 1 年以下的 6 期，占 5.88%，尽管 1 年期一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逐渐显化。

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	6	3.00	66	0.52	59	0.58
一年期	96	3.21	87	0.78	62	0.36

数据来源：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 为一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	3	2.63	28	0.09	14	0.11
10~50 亿元	45	3.06	72	0.29	50	0.22
1~10 亿元	52	3.30	96	0.31	68	0.30
低于 1 亿元	2	4.64	229	0.48	229	0.48

数据来源：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 整体相关性较高，相关系数公式参见表 13。

表 13 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 首日交易利率	enter	0.884	0.782	0.780	.000
利差 I 利差 II		0.887	0.788	0.786	.000

(1) 发行利率=-0.484+0.918*首日交易利率

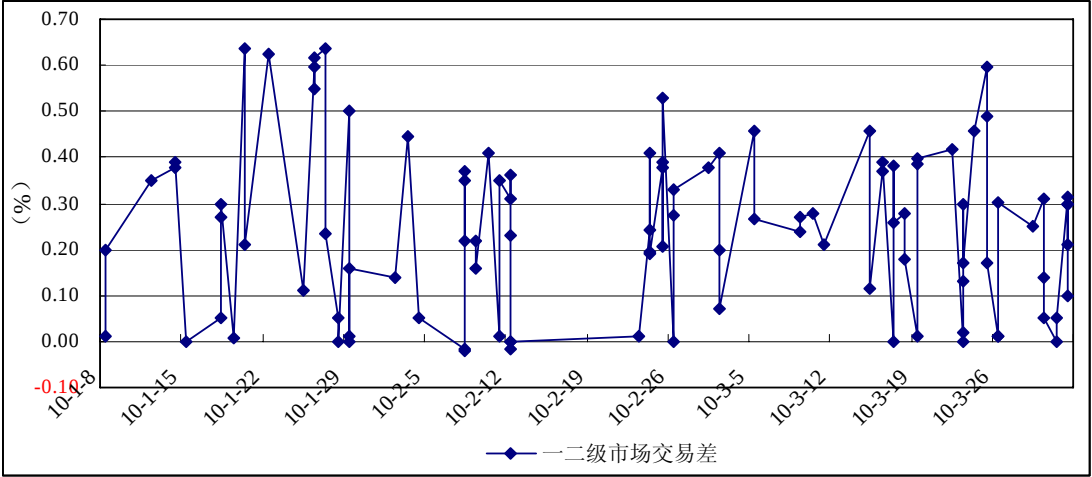
(2) 利差 I=-0.292+0.922*利差 II

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 9），本季度所发短券一、二级市场套利空间增大，其中套利空间在 60BP 以上四期分别为“10 澜沧江 CP01”（64BP）、“10 西特钢 CP01”（62BP）、“10 江淮 CP01 ”（62BP）和“10 厦机电 CP01 ”（64BP），其发行主体为 AA-或 AA 级别企业。

自银行间交易商协会短券发行利率参考下限设定的政策实施之后，本季度其首日套利负值明显减少，仅为4期，为“10 恒逸 CP01”(-2BP)， “10 恒逸 CP02” (-2BP)， “10 辰州矿 CP01” (-2BP)， “10 铁道 CP01” (-0.19BP)，其中前3期均为附息式浮动利率，该品种在利率确定上，弹性越来越大，打破了传统的固定利率，使利率确定趋于市场化，受到二级市场机构投资者的青睐。

图9 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



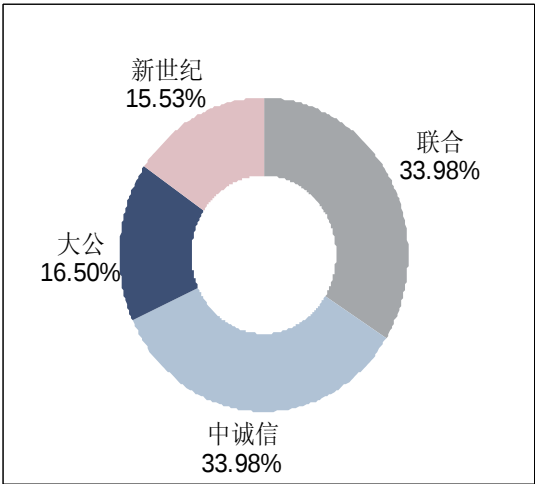
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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102期短券评级报告，其中1期为双评级（各计一期）。联合资信与中诚信在国内短券评级市场仍保持了相对领先地位，市场占有率均为33.98%。从4家评级机构本季度的客户质量来看（见表14），联合资信、中诚信、大公和新世纪所评客户中，主体级别AA-及以上的期数合计占比分别为94.29%、100.00%、82.35%和87.50%。

图10 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14 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	7	10	4	1	22
AA+	5	6	2	4	17
AA	12	14	5	7	38
AA-	9	5	3	2	19
A+	1	0	2	1	4
A	1	0	0	1	2
BBB+	0	0	1	0	1
合计	35	35	17	16	103
其中：AA-以上占比	94.29%	100%	82.35%	87.50%	94.29%

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 全样本数据，对联合资信、中诚信、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 15 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
BBB+	大公	1	2.6355	--	2.6320	--
A	联合	1	0.4279	--	0.4277	--
	新世纪	1	1.9470	--	1.9465	--
A+	联合	1	1.6614	--	1.6095	--
	大公	2	1.2999	0.04	1.3175	0.04
	新世纪	1	1.6662	--	1.0659	--
AA-	联合	9	1.1290	0.05	0.7936	0.05
	中诚信	5	1.1106	0.11	0.8755	0.13
	大公	3	1.1002	0.05	0.6311	0.01
	新世纪	2	<u>1.0218</u>	<u>0.01</u>	<u>0.4938</u>	<u>0.00</u>
AA	联合	12	0.9424	0.07	0.6301	0.08
	中诚信	14	1.0256	0.03	0.6897	<u>0.04</u>
	大公	5	0.9818	<u>0.02</u>	0.6305	<u>0.04</u>
	新世纪	7	<u>0.7796</u>	0.06	<u>0.5930</u>	0.05
AA+	联合	5	0.6713	0.01	0.4996	<u>0.00</u>
	中诚信	6	<u>0.6240</u>	<u>0.00</u>	0.4292	0.02
	大公	2	0.6310	0.01	<u>0.3812</u>	0.01
	新世纪	4	0.7171	0.03	0.5733	0.01
AAA	联合	7	0.4733	<u>0.00</u>	0.3335	<u>0.01</u>
	中诚信	10	<u>0.4071</u>	0.01	<u>0.2569</u>	<u>0.01</u>
	大公	4	0.4280	0.02	0.3049	<u>0.01</u>
	新世纪	1	0.6231	--	0.6182	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度发行样本量最大的主体级别集中在 AA-至 AAA。其中在 AAA 的主体级别上，发行市场中，中诚信利差 I 均值最小，联合及大公利差 I 均值与中诚信差别很小，联合资信利差 I 标准差最小，可以看出投资者对以上评级机构出具的以上信用级别认可度较高；从交易市场看，AAA 的主体级别上，中诚信利差 II 均值最小，标准差 3 家评级机构表现一致，均为 0.01；AA+主体级别上，发行市场中，中诚信利差均值和标准差最小，但交易市场中大公的利差均值最小，联合信标的标准差最小；AA 主体级别上，不论是发行市场还是交易市场，投资者对于各评级机构的认可度均表现出较大的差异性；AA-主体级别上，发行市场和交易市场中，新世纪的利差均值和标准差最小，但由于其 AA-的样本仅有 2 个，检验结果可比性不强。总体而言，一季度短券市场中，投资者对于各评级机构的评级结果认可度未表现明显的一致性，主要是由于发行指导利率调整前后，相邻级别主体发行的短券利差有较大的重合空间，再加上浮息短券的发行，导致不同评级机构所

评短券利差均值及标准差变动出现异常。