

2008 年度短期融资券市场利差分析报告

联合资信 刘小平 李慧鹏 孙炜 黄静

一、 宏观环境

2008 年美国次贷危机转化为全球性金融风暴，对全球实体经济的冲击逐步显现。中国经济基本面出现较大波动，下半年经济增速放缓迹象逐渐显现；货币供应量增速下滑，但金融系统内流动性过剩压力仍有增加。中央政府迅速转变宏观调控政策基调，出台多项财政及货币政策力保经济平稳较快增长。中国债券市场快速发展，产品更加丰富，发行机制逐步改善，发展势头良好。受下半年央行连续降息的影响，债券市场利率呈下滑态势，长短期债券利率走势出现分化。

从中国债券市场未来发展看，根据中央政府提出的 4 万亿元投资计划，预计未来两年中国国债发行规模将增加近 1 万亿元，国债发行规模将继续扩大。企业债券方面，交易商协会、发改委、证监会等主管部门近期均表示将扩大所管理债券的发行规模；债券融资的成本优势也使企业发行的踊跃程度持续提升；金融系统内的流动性压力也将推动机构投资者增加对固定收益类产品的资金配置，这一系列因素均为企业债券市场创造了良好的成长环境。预计未来两年中国企业债券市场规模将持续增长，投资热情也将进一步高涨，债券市场将逐步成为企业外部融资的重要渠道。

二、 短券发行市场情况

短券发行规模持续增长，主体信用等级呈“锥型”分布

从 2005 年 5 月至 2008 年底，银行间市场共有 399 家企业累计发行短券 852 期，实际发行规模 11991.1 亿元。截至 2008 年底，短券市场存量 4203.1 亿元。

2008 年共有 214 家企业累计发行短券 268 期（纯信用债 264 期，有担保债 4 期），合计发行 4298.5 亿元，发行主体家数和发行期数与 2007 年基本持平；发行规模较 2007 年增长 28.07%。2008 年短券发行主体变动不大，但单笔发行规模持续增长，2008 年平均单笔发行规模 16.04 亿元，分别较 2006 年和 2007 年净增加 3.95 亿元和 3.32 亿元。总体看，短券市场已步入稳步发展时期。

从发行期限来看，2008 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 241 期，占 89.93%；发行期限在 1 年以下的 27 期，占 10.07%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 25 期，占 9.33%；采用单利（固定利率）发行的 243 期，占 90.67%。

2008 年短券发行主体信用质量较 2007 年明显提升，信用等级分布态势由“纺锤型”演变为“锥型”，短券发行主体逐步向高信用等级集中。2008 年 214 家企业累计发行的 268 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 219 期，占总发行期数的 81.72%，其中 AAA 级主体合计发行 49 期，占 18.28%；AA+为 44 期，占 16.42%；AA 为 60 期，占 22.39%；AA-为 66 期，占 24.63%，2008 年，主体信用等级在 A+级以下（含 A+）的企业共发行短券 49 期，占总发行期数的 18.28%，由于 2008 年首批 5 单中小企业获发短融，主体评级也出现短券发行历史上最低评级——BBB+。2008 年造成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,对信用等级较低的债券产品采取回避态度,因而导致主体信用等级较低的短券发行困难;②对于发行主体而言,较低的信用等级导致发行成本过高,部分甚至可能高于银行同期贷款利率,致使企业发行意愿降低。受此影响,2008 年高信用等级主体短券发行规模和发行期数显著放大,而较低信用等级主体发行规模和发行期数逐步减少。

货币政策逐步宽松导致发行利率曲线下移,各级别主体所发短券利率间距持续拉大

2008 年,在货币政策逐渐放宽的背景下,短券发行利率整体呈下降趋势。2008 年上半年,尽管存贷款基准利率仍然保持较高水平,自 5 月份开始,短券发行利率逐步呈现下降趋势。造成利率下滑的主要原因包括:①2008 年中国股市持续低迷,股票市场和债券市场的“跷跷板效应”导致大量资金流入债券市场;②全球经济增速放缓导致投资风险上升,投资者对于风险较低、收益相对稳定的债券市场需求增加;③中国金融机构系统内流动性压力增强,对低风险的投资产品需求上升。自 2008 年 9 月份存贷款基准利率下调后,短券发行利率下行趋势明显加速。

2008 年各主体信用等级对应的短券平均发行利率整体呈下降趋势:AAA 的平均发行利率由第一季度的 4.94%下降至第四季度的 3.15%,降幅为 179BP;AA+的平均发行利率由 5.65%下降到 4.25%,下降 140 BP;AA 平均发行利率由 5.88%下降到 9 月的 4.51%,下降 137 BP;AA-平均发行利率由 6.22%下降到 5.14%,下降 108 BP;A+平均发行利率由 7.14%下降到 6.09%,下降 105 BP;A 平均发行利率由 7.51%下降至 6.99%,下降 52 BP。需要注意的是,2008 年 10 月发行的 2 期主体级别为 BBB+的短券,由于存在第三方担保,导致其发行利率低于同期 A-和 A 主体对应的短券发行利率。

2008 年底金融机构人民币 1 年期贷款基准利率较 2008 年 9 月 16 日首次降息日下降 216 BP,2008 年的 5 次降息对短券发行利率影响非常明显,但各信用等级主体短券发行利率下降幅度明显分化。AAA 级信用等级的发行主体平均发行利率出现骤降,从 2008 年 9 月 16 日首次降息开始至 2008 年 12 月 23 日最后一次降息为止,AAA 级主体平均发行利率下降 229 BP,高于 1 年期基准贷款利率降幅;AA+信用等级的发行主体其平均发行利率下降幅度相对平缓,为 117 BP,远低于 1 年期基准贷款利率降幅和 AAA 级降幅,相对于 AAA 级发行主体短券发行利率降幅,AA+主体所发短券其资质水平和利率降幅明显不对称;AA 级以下信用等级的主体,随着信用等级降低,降息对其发行利率间距逐步拉大。联合资信认为,在经济增速放缓的形势下,投资者偏好安全性高的短券是造成利率间距拉大的主要原因;此外,由于对未来宏观经济形势的不确定性,机构投资者对投资产品选择也更为慎重,因此,安全性较高的产品更受投资者青睐。2008 年底发行的“08 申能股 CP01”、“08 中石化 CP01”等主体信用为 AAA 级短券,其发行利率已接近 1 年期人民币存款利率。

发行主体性质仍以国企为主,民营、外商独资、合资企业占比较小

2008 年短券发行主体共计 214 家,按照所有制性质划分,国有企业 188 家,占 87.85%;集体和民营企业合计 20 家,占 9.35%,外商独资和中外合资合计 6 家,占 2.80%。可见,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、山东省和江浙两省发债企业踊跃

从发行主体地区分布来看,2008 年发行主体合计 214 家,华东和华北两地区发债主体

合计 146 家，占同期发债主体总家数的 68.22%；东北地区发债企业相对较少，共 6 家，仅占同期发债主体总家数的 2.80%。从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，除华中地区发行主体集中度低于 50%外，其他发债地区的集中度较高，均超过 50%，其中华南、华东地区和华北地区所辖的重点省、直辖市集中度位居前三，分别为 86.36%、85.14%和 76.39%。

在全国各大重点发债省、直辖市中，北京市、广东省、上海市、山东省和江浙两省等经济发达地区发债企业踊跃：北京发行 55 家；广东省发行 19 家；上海市发行 18 家；浙江省发行 17 家；山东省发行 15 家；江苏省发行 13 家。列入前 6 位省、直辖市发行家数合计 137 家，占 2008 年度发行总家数的 64.02%。2008 年度未参与短券发行的省份和地区包括吉林省、宁夏回族自治区和西藏自治区。

大额度债券承销规模较大，国有大型股份制银行短券发行市场的地位优势显著

2008 年参与短券发行的主承销商共计 20 家，其中包括 1 家证券机构。按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 783.4 亿元；建设银行、光大银行、民生银行、兴业银行、交通银行、农业银行、中信银行、招商银行和中国银行分别位列 2~10 位，构成了 2008 年的承销的第一梯队，承销规模分别为 692.5 亿元、605 亿元、303.5 亿元、299.3 亿元、298.3 亿元、234 亿元、226.9 亿元、203.9 和 199.5 亿元，其余银行承销额度不足 150 亿元，其中南京银行和中国进出口银行承销额度最小，均为 6 亿元。

2008 年度发行额度超过（含 100 亿元）100 亿元的债券共 7 期，分别为：300 亿元“08 电网 CP01”，150 亿元的“08 电网 CP02”150 亿元的“08 电网 CP03”，150 亿元的“08 中石化 CP01”，100 亿元的“08 中石化 CP01”，100 亿元的“08 网通 CP01”，100 亿元的“08 铁道 CP01”，100 亿元的“08 中电信 CP01”，合计发行额度达 1150 亿元，占 2008 年发行总额度的 26.75%，以上 7 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 5 期和 4 期，显著地提升了该两家主承销商的承销规模。

按照承销期数统计，光大银行为 37.5 期，位居首位；建设银行 31 期、工商银行 27 期，兴业银行 25 期，招商银行 21.5 期，中信银行 19.5 期，中国银行 16.5 期，民生和浦发银行均为 15 期，交通银行 13 期，农业银行 12 期，位列 2~10 位；其余各家银行承销均在 10 期以下，其中，南京银行和中国进出口银行承销期数均为 1 期，承销期数相对较小。

总体看，2008 年度中、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，2008 年中、农、工、建、交等国有大型股份制银行合计发行额度 2207.7 亿元，占 2008 年发行总额度的 51.36%，国有大型股份制银行在短券市场的地位优势显著。

三、 短券利差分析

从2008年短券的发行利率、首日交易利率与Shibor利率的相关性检验结果来看，2008年发行的264期纯信用短券中，除A+和AA-信用等级主体所发短券的发行利率、首日交易利率与Shibor利率的相关性一般外，其他信用等级主体所发短券发行利率、首日交易利率与Shibor利率显著相关。以下利差分析均以剔除4期担保短券后的264期信用短券作为样本进行分析。

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”，同时在原《短券管理办法》中规定只有 A-1 级别的短券才能发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，而发行主体信用等级成为短券发行和交易定价的重要参考依据。因此在利差分析中，主要是针对主体信用等级与利差之间的关系进行分析和检验。

(1) 主体信用等级与利差

短券利差与主体级别的相关性较高，各等级对应级差分化

表 1 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。除 A-外，发行人主体级别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，但各级别利差分化明显，特别是 AAA 与 AA+、AA-与 A+以及 A-与 A 级别之间。利差分化产生的原因：①AAA 与 AA+：2008 年中国实体经济增速持续下滑导致投资者自 2008 年 10 月以来对 AAA 级别主体所发短券配置增多，而由于 AA+及以下级别主体所发短券流动性相对减弱，投资者对其配置相应降低。2008 年 9 月份以来的 5 次降息，显著拉低了 AAA 级别主体短券发行利率，助推了 AAA 与 AA+的级差的拉大及其利差的分化。②AA-与 A+：2008 年以来，一方面机构投资者对 A+级别企业的风险认识更为理性，信用风险溢价增加；另一方面大部分主承销商都将 AA-视为内部风险控制的底线标准，使得 A+及以下级别的短券市场需求清淡。以上因素导致 AA-与 A+的利差和级差出现明显的“分水岭”。③A 与 A-：2008 年全年共有 6 期主体级别为 A 的企业发行短券，其中 4 期发行时间集中在 2008 年 1-4 月利率高位时期，1 期于 2008 年 9 月 16 日降息前发行，其余 1 期于 2008 年第二次降息后发行；而 A-的发行主体，为央行 2008 年首批中小企业短券发行试点中获准发行的 3 家企业，其发行时间均在 2008 年第二次降息后。基准利率的变化和发行时间的差异导致了 A 与 A-级差出现了异常，即级别较高的 A 主体所发短券的利率、利差和级差高于级别较低的 A-主体所发短券的利率、利差和级差。

同时联合资信注意到，部分 AAA 信用等级主体所发短券的发行或交易利率低于同日 Shibor 利率，特别是 2008 年 9 月 16 日降息以来发行的 20 期 AAA 主体所发短券中，15 期债券的利差 I 均值和利差 II 均值均为负值，导致 2008 年全年 AAA 主体所发短券利差 I 均值和利差 II 均值为负值。AAA 主体所发短券利差 I 均值和利差 II 均值出现负值的主要原因是：一方面由于报价行中有部分银行的信用等级并没有达到 AAA，因此 Shibor 实际上包含了一定的信用风险溢价，这直接导致了 AAA 级高信用等级的主体所发短券，其自身的信用风险有时甚至会低于 Shibor 所代表的组合风险，或者对基准利率下调的敏感性更强，从而出现负利差；另一方面由于经济增速放缓，投资者偏好安全性很高的 AAA 级主体所发短券，二级市场需求很大，流动性很强，从而导致利差 II 负值绝对额更大。

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，但各等级对应级差分化。

表1 2008年各等级别发行主体对应的发行利率及利差I、利差II情况

主体级别	发行利率区间(%)	平均发行利率(%)	利差 I (BP)			利差 II (BP)		
			均值	级差	方差	均值	级差	方差

AAA	2.200~4.990	4.218	-1	-	24	-16	-	29
AA+	3.350~6.100	4.807	50	50	39	33	34	35
AA	4.030~6.202	5.339	88	38	44	54	21	63
AA-	4.950~6.600	5.853	126	38	42	102	48	46
A+	5.600~7.400	6.825	219	93	32	193	91	44
A	6.980~7.610	7.375	273	54	16	269	76	17
A-	6.930~7.020	6.987	243	-30	5	235	-34	12

数据来源：中国债券信息网，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 2 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 2 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

变量 (I)	变量 (J)	信用级别-利差 I 显著性检验结果		信用级别-利差 II 显著性检验结果	
		均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)
A-	A	-0.299	0.988	-0.339	0.993
	A+	0.241	0.992	0.424	0.930
	AA-	1.164*	0.000	1.331*	0.001
	AA	1.546*	0.000	1.810*	0.000
	AA+	1.925*	0.000	2.026*	0.000
	AAA	2.429*	0.000	2.515*	0.000
A	A-	0.300	0.988	0.339	0.993
	A+	0.541	0.163	0.763	0.042
	AA-	1.464*	0.000	1.669*	0.000
	AA	1.846*	0.000	2.149*	0.000
	AA+	2.222*	0.000	2.365*	0.000
	AAA	2.729*	0.000	2.853*	0.000
A+	A-	-0.241	0.992	-0.424	0.930
	A	-0.541	0.144	-0.763*	0.042
	AA-	0.923*	0.000	0.907*	0.000
	AA	1.305*	0.000	1.386*	0.000
	AA+	1.684*	0.000	1.602*	0.000
	AAA	2.188*	0.000	2.090*	0.000
AA-	A-	-1.164*	0.000	-1.331*	0.001
	A	-1.464*	0.000	-1.669*	0.000
	A+	-0.923*	0.000	-0.907*	0.000
	AA	0.382*	0.000	0.479*	0.000
	AA+	0.761*	0.000	0.696*	0.000
	AAA	1.265*	0.000	1.184*	0.000
AA	A-	-1.546*	0.000	-1.810*	0.000
	A	-1.846*	0.000	-2.149*	0.000
	A+	-1.305*	0.000	-1.386*	0.000
	AA-	-0.382*	0.000	-0.479*	0.000
	AA+	0.378*	0.000	0.216	0.584
	AAA	0.882*	0.001	0.705*	0.000
AA+	A-	-1.925*	0.000	-2.026*	0.000
	A	-2.224*	0.000	-2.365*	0.000
	A+	-1.684*	0.000	-1.602*	0.000
	AA-	-0.761*	0.000	-0.696*	0.000
	AA	-0.378*	0.001	-0.216	0.584
	AAA	0.505*	0.000	0.489*	0.001
AAA	A-	-2.429*	0.000	-2.515*	0.000

	A	-2.729*	0.000	-2.853*	0.000
	A+	-2.188*	0.000	-2.090*	0.000
	AA-	-1.265*	0.000	-1.184*	0.000
	AA	-0.883*	0.000	-0.705*	0.000
	AA+	-0.505*	0.000	-0.488*	0.001

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 2 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。从结果可见，①无论是采用利差 I、还是利差 II 作为自变量进行方差分析时，A-、A 和 A+这几组的差异性检验均无法通过，这表明 2008 年 A-、A 和 A+信用等级样本在利差方面并未表现出明显的差异性。究其原因主要是：主要是 A-、A 和 A+级别主体在 2008 年短券发行量相对较少，且主要集中在上半年发行，2008 年下半年贷款基准利率下调对短券利率影响较大，短券利率的调整促使同一等级的利率范围的扩大，等级间利率交集的形成。具体来看：2008 年共有 3 期信用等级为 A-的主体所发行的短券，为央行 2008 年首批中小企业短券发行试点中获准发行的 3 家企业，其发行时间均在 2008 年第二次降息后，3 期发行利率范围在 6.93%~7.02%；2008 年全年共有 6 期主体级别为 A 的企业发行短券，其中 4 期发行时间集中在 2008 年 1~4 月利率高位时期，发行利率范围在 7.45%~7.61%，1 期于 2008 年 9 月 16 日降息前发行，发行利率为 7.3%，其余 1 期于 2008 年第二次降息后发行，发行利率为 6.98%；2008 年全年共有 40 期主体级别为 A+的企业发行短券，其中 33 期发行时间集中在 2008 年 9 月 16 日降息之前，虽然从 2008 年 5 月份开始，短券市场利率曲线整体出现下移趋势，但由于 2008 年市场投资者对于 A+及以下需求极小，导致其发行利率和交易利率一直在高位运行，30 期发行利率范围在 6.70%~7.40%，其余 7 期于 2008 年首次和第二次降息后发行，发行利率范围为在 5.60%~6.53%。②AA+与 AA 在利差 I 作为自变量进行方差分析时通过检验，但以其利差 II 作为自变量进行方差分析，尚未通过检验，这说明二级市场投资者对其认可度不高，主要原因是：第二季度大公评级的“08 平煤 CP01”，其主体级别为 AA，首日交易利率为 4.2442%，低于交易日 Shibor 利率 47BP，以及第四季度中诚信评级的“08 沙钢 CP01”，其主体级别为 AA，首日交易利率为 3.708%，低于交易日 Shibor 利率 88BP，由于这两期短券二级市场交易利率下滑明显，对最终的检验结果产生了一定的影响。

总体而言，除以上原因导致 A-、A 与 A+的利差 I 和利差 II 未通过检验，以及 AA+与 AA 的利差 II 未通过显著性检验外，其他信用等级之间的利差数据均表现出明显的差异性，一、二级市场对于主体评级结果认可程度较高。

（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。

利差在企业性质上呈现显著的结构性差异

发债企业性质不同，其发行利率有较大差别。表 3 为 2008 年发行短券平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差情况。国有企业平均发行利率最低，利差均值最小，但由于国有企业的样本量占全年 87.85%，其信用等级从 A-至 AAA 均存在，导致国有企业利差方差波动范围较大；而中外合资、外商独资、民营和集体和外资企业发行利率及利差均值则依次增加，但由于其级别集中在 A-至 A+ 的范围内，相对于国有企业而言，其利差方差较低。总体而言，短券市场偏好国有企业，而中外合资、外商独资、民营和集体和外资企业的信用风险比较敏感。因而，国有企业债券融资更具成本优势。

表 3 2008 年发行主体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（BP）		利差 II（BP）	
			均值	方差	均值	方差
国有企业	233	5.35	91	78	67	167
中外合资	5	6.12	142	65	130	65
外商独资	2	6.46	176	71	145	53
民营企业	19	6.53	188	63	170	81
集体企业	5	7.17	248	27	243	42

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表 4 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 4 2008 年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（BP）		利差 II（BP）	
			均值	方差	均值	方差
500 亿元及以上	65	4.45	26	52	8	50
100~500 亿元	119	5.55	104	66	78	75
50~100 亿元	48	6.00	143	78	124	81
低于 50 亿元	32	6.60	194	56	167	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 2008 年发行主体行业分布情况看（见表 5），电力、煤气和水供应业、钢铁、采掘业、交通运输业主体发行利率低于 2008 年底一年期基准贷款利率水平，利差均值相对较低；而社会服务业、文化传播业、农林牧副渔行业发债企业，由于发行期数较少，或行业较散，行业结构性利率差异体现不足。房地产、批发和零售贸易业、制造业等行业主体发行利率和利差均值较高。

表 5 2008 年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（BP）		利差 II（BP）	
			均值	方差	均值	方差
电力、煤气和水供应业	45	5.04	62	0.87	36	0.81
钢铁	22	5.10	79	0.56	95	2.42
采掘业	35	5.21	77	0.67	51	0.69
交通运输业	30	5.26	80	0.68	46	0.54
社会服务业	3	5.31	60	0.19	48	0.14
综合类	19	5.49	103	0.64	81	0.63

信息技术业	6	5.50	122	0.94	108	0.94
制造业	75	5.97	141	0.76	113	1.02
文化传播业	3	6.14	148	1.07	141	1.09
房地产业	10	6.15	145	0.85	120	0.89
批发和零售贸易业	11	6.30	162	0.87	146	0.92
农林牧渔业	5	6.76	208	0.71	179	0.75

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

2008 年所发行的短券仍以 1 年期为主，剔除 4 期担保短券后，发行期限为 1 年期的共有 237 期，占 89.77%；发行期限在 1 年以下的 27 期，占 10.23%。一般来说，由于一年期以下短券流动性高于一年期短券，特别是目前发行期限为 6 个月以内的企业主要 AA+和 AAA 的企业，因此短期品种相对于长期品种有较低的发利率和利差均值。从 2008 年的情况来看（见表 6），一年期以下短券利差 I 均值 87BP，低于一年期短券利差 I 均值 17BP；一年期以下短券利差 II 均值 62BP，低于一年期短券利差 II 均值 20BP。发行期限对利差具有一定的影响程度。

表 6 2008 年短券期限结构对利差影响分析

发行期限	发行期数（期）	平均发利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
一年期以下	27	5.16	87	0.79	62	0.77
一年期	237	5.53	104	0.83	82	0.70

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 7 为 2008 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 7 2008 年发行规模对利差影响分析

发行额度	发行期数（期）	平均发利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
50 亿元及以上	14	4.09	-5	27	-20	33
10~50 亿元	120	5.03	63	62	40	66
5~10 亿元	82	5.79	123	69	102	73
低于 5 亿元	48	6.54	198	53	170	69

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（见表 8），2008 年短券发利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性较高，这表明一级市场定价市场化程度较高。

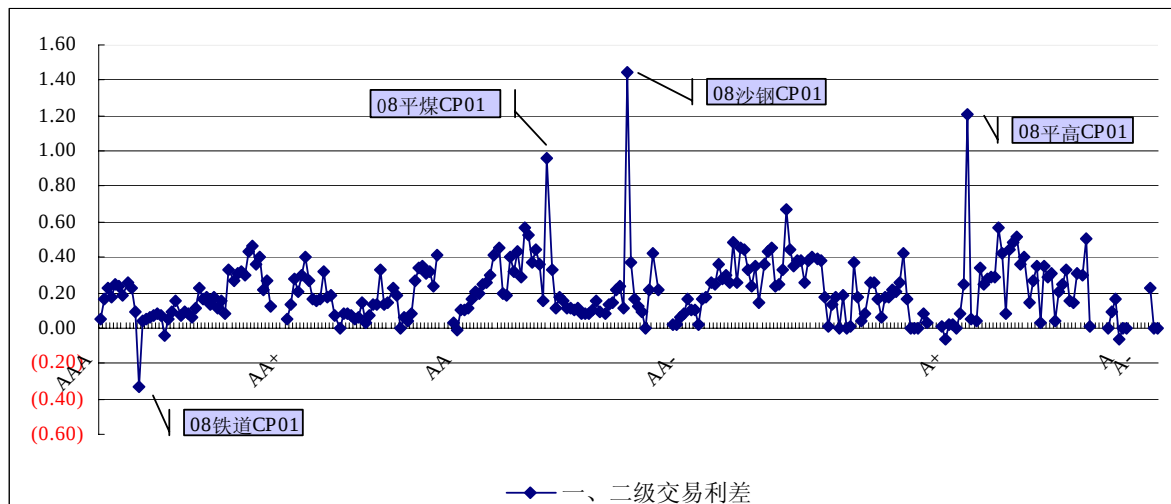
表 8 2008 年短券一、二级市场定价相关性检验结果

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	.992 ^a	.984	.983	.000
首日交易利率					
利差 I		.992 ^a	.984	.983	.000
利差 II					

数据来源：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 1），2008 年信用等级为 AAA 和 AA+ 的发行主体，一、二级交易利差整体保持在较低的水平，均值分别为 17BP 和 18BP，一、二级市场间的套利空间小，二级市场对发行利率认可程度较高。2008 年信用等级在 AA~AA 的发行主体，除“08 平煤 CP01”和“08 沙钢 CP01”外，其他短券交易利差波幅基本稳定，整体利差均值并未体现出明显的差异性。2008 年信用等级为 A+ 及以下级别的信用主体一、二级交易利差不稳定，波幅很大，一、二级市场套利空间极不稳定，市场对于主体级别在 A+ 以下的短券风险认知存在较大差异。

图 1 2008 年各级别主体所发短券一、二级交易利差波动情况



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

上述分析结果表明，2008 年短券发行利率和首日交易利率整体相关性较高。AA- 及以上信用等级主体所发短券一、二级市场利差空间相对较小，稳定性较强，一级市场发行定价市场化程度较高；A+ 及以下信用等级主体所发短券交易利差波动过大，二级市场交易对发行定价的认可程度仍不理想，一级市场发行定价市场化程度有待提高。

五、 信用等级迁移及二级市场反应

1、信用等级迁移情况

2005~2008 年底，共有 399 家非金融机构发行了短券，其中主体级别变动的涉及 52 家发行人，占全部发行人总数的 13.03%，其中 7 家于 2007 年进行的级别调整，且均为上调；45 家于 2008 年进行的调整，除联合资信对“08 兆光电 CP01”发行主体的信用等级进行下调外，其余 44 家全部为上调。

2008 年调整的 45 家主体级别中，新世纪上调级别 5 家，占其 2008 年全部发行人家数

的 27.78%；中诚信上调级别 18 家，占其 2008 年全部发行人家数的 20.93%；大公上调级别 9 家（其中 5 家因发行人将评级机构更换为大公后，发行人级别上调），占其 2008 年全部发行人家数的 17.71%；联合资信上调级别 12 家，下调级别 1 家，上调级别家数占其 2008 年全部发行人家数的 19.04%。

表 9 为 2008 年底主体级别迁移的具体情况。从表 9 可知，除 BBB+、AAA 未发行迁移外，其他级别均有不同程度的变化。2008 年级别迁移率最高的为 AAA-，因样本量只有新世纪评定的江苏宁沪高速公路股份有限公司一家，因此其主体级别迁移后，导致其迁移率为 100%；其次为 A+上调至 AA-的情况，迁移率为 36%。其他各个主体级别迁移率在 17%~33%之间。

表 9 发行人主体级别 2008 年平均迁移矩阵

级别	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA-	AAA
BBB+	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A-	0%	67%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	83%	17%	0%	0%	0%	0%	0%
A+	0%	0%	3%	61%	36%	0%	0%	0%	0%
AA-	0%	0%	0%	0%	77%	21%	2%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	82%	18%	0%	0%
AA+	0%	0%	0%	0%	0%	0%	83%	0%	17%
AAA-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、二级市场对于信用等级迁移的反应

表 10 为上述 45 家企业主体级别调整后，二级市场投资者对于其所发短券在收益率上产生的相关反应。从表 10 可以看出，其中 9 家企业主体级别调整后，其实际利差 II 较同期同等主体级别企业所发短券的二级市场周利差 II 相差较远，却与原有主体级别所对应的企业在同时期所发短券的二级市场周利差 II 接近，这说明二级市场投资者仍较认同原有主体级别；32 家企业主体级别调整后，其实际利差 II 接近同期同等主体级别企业所发短券的二级市场周利差 II，这说明二级市场投资者对于调整后的主体级别较为认可；4 家企业主体级别调整后，因同期同等主体级别对应的债券交易清淡，样本量较少，无法判断市场认可程度。

表 10 2008 年级别迁徙样本二级市场检验

债券简称	上市日/周内交易日	调整前级别	调整后级别	评级机构	实际交易利差	实际交易一周平均利差		
						AA+	AAA	
08 宁沪 CP01	2008-1-18	AAA-	AAA	新世纪	70	89	16	
08 中冶 CP01	2008-2-27	AA+	AAA	大公	67	68	5	
08 首钢 CP01	2008-5-13	AA+	AAA	大公	15	18	3	
08 同盛 CP01	2008-10-8	AA+	AAA	新世纪	-10	-13	-20	
08 浙能源 CP02	2008-10-27	AA+	AAA	中诚信	-63	-8	-63	
08 京投 CP01	2008-12-30	AA+	AAA	中诚信	-40	70	-43	
						AA-	AA	AA+

08 湘有色 CP01	2008-3-4	AA-	AA+	大公	94	88	64	36
08 国 药 CP01	2008-6-10	AA-	AA+	中诚信	16	--	42	16
08 方 正 CP01	2008-7-1	AA	AA+	联合	42	65	42	23
08 明 珠 CP01	2008-8-7	AA	AA+	中诚信	26	--	35	19
08 北 车 CP01	2008-9-9	AA	AA+	中诚信	17	--	33	18
08 淮南矿 CP02	2008-9-26	AA	AA+	联合	-21	--	25	-8
08 苏国信 CP03	2008-9-27	AA	AA+	中诚信	-9	--	26	-9
08 清控 CP01\CP02	2008-11-6/2008-11-10	AA	AA+	中诚信	21-29	--	42	31
08 广州港 CP01	2008-11-10	AA	AA+	大公	54	--	51	31
08 哈 药 CP01	2008-11-19	AA	AA+	中诚信	44	--	51	31
08 粤交通 CP01	2008-12-25	AA	AA+	联合	82	--	142	83
						AA-	AA	AA+
08 宁国资 CP01	2008-3-13	AA-	AA	中诚信	85	200	106	--
08 鲁晨鸣 CP01	2008-6-11	AA-	AA	联合	11	61	7	--
08 渝化医 CP01	2008-7-18	AA-	AA	联合	38	68	35	--
08 浦 发 CP01	2008-7-25	AA-	AA	新世纪	39	68	37	--
08 泰 达 CP01	2008-7-29	AA-	AA	中诚信	40	68	40	--
08 首 创 CP01	2008-8-6	AA-	AA	中诚信	39	64	38	--
08 中 铁 CP01	2008-8-6	AA-	AA	大公	34	64	38	--
08 南 玻 CP01	2008-9-12	AA-	AA	中诚信	33	46	19	--
08 天生桥 CP01	2008-10-9	AA-	AA	中诚信	4	53	6	--
08 沙 钢 CP01	2008-10-14	AA-	AA	中诚信	-88	25	-3	--
08 首创集 CP01	2008-12-30	AA-	AA	联合	122	208	158	--
08 长 航 CP02	2009-1-4	AA-	AA	联合	174	233	145	--
						A+	AA-	
08 铁四局 CP01	2008-1-31	A+	AA-	联合	-3	198	86	
08 北医药 CP01	2008-3-13	A+	AA-	中诚信	104	210	115	
08 昊 华 CP01	2008-6-6	A+	AA-	联合	40	185	50	
08 新希望 CP01	2008-6-26	A+	AA-	联合	109	198	86	
08 横 店 CP01	2008-6-12	A+	AA-	大公	97	185	62	
08 中农资 CP01	2008-7-15	A+	AA-	中诚信	61	192	68	
08 忠 旺 CP01	2008-7-16	A+	AA-	中诚信	119	192	68	
08 紫 江 CP01	2008-7-17	A+	AA-	新世纪	123	192	68	
08 中普天 CP01	2008-9-3	A+	AA-	联合	86	144	88	
08 鲁黄金 CP02	2008-10-10	A+	AA-	大公	26	138	28	
08 日照港 CP01	2008-10-10	A+	AA-	大公	19	138	28	
08 沪豫园 CP01	2008-10-20	A+	AA-	新世纪	140	127	53	
08 天医药 CP01	2008-12-17	A+	AA-	大公	217	268	222	
						A	A+	
08 兆光电 CP01	2008-1-11	A+	A	联合	到期无交易			
						A-	A+	
08 山 煤 CP01	2008-10-15	A-	A+	联合	143	245	133	
08 金东纸 CP01	2008-6-3	A	A+	中诚信	205	无参考	194	

数据来源：中国债券信息网，wind 资讯，联合资信整理

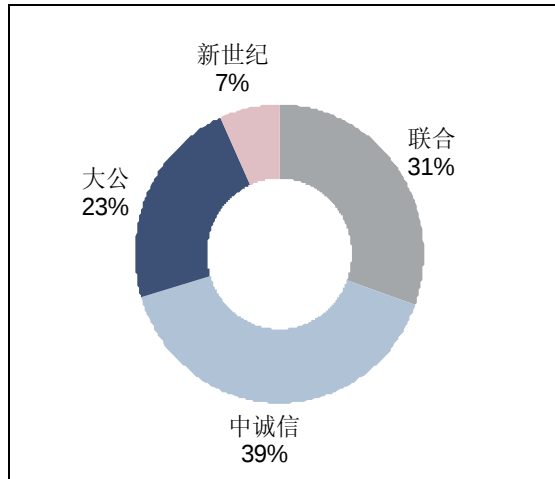
六、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

2008 年 4 家评级机构共出具 272 期短券评级报告，其中 4 期为双评级。从市场份额来看（见图 2），中诚信和联合资信在中国短券评级业务市场位居前两位，2008 年市场占有率分别为 39%和 31%。

从 4 家评级机构 2008 年的客户质量来看（见表 11），中诚信所评客户中，主体级别 AA- 及以上的期数合计占 95%；联合资信所评客户中，主体级别 AA- 及以上的期数合计占 80%；大公和新世纪则分别为 60% 和 72%。

图 2 2008 年度短券评级业务市场份额（期）



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 11 2008 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	15	26	4	2	47
AAA-				1	1
AA+	19	20	3	2	44
AA	17	22	16	4	59
AA-	15	35	15	4	69
A+	16	5	18	2	41
A	1		4	1	6
A-			1	2	3
BBB+			2		2
合计	83	108	63	18	272

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、信用等级认可度检验

通过 2008 年所发短券利差 I、利差 II 样本数据，对中诚信、联合资信、大公三家评级机构出具的各信用等级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等级的认可度越高。

表 12 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 (BP)			利差 II 检验 (BP)		
			均值	标准差	样本比例	均值	标准差	样本比例
A	联合	1	<u>260</u>	--	0.40%	<u>260</u>	--	0.40%
	大公	4	281	11	1.61%	276	17	1.61%
A+	联合	16	214	<u>27</u>	6.43%	184	<u>38</u>	6.43%
	中诚信	5	<u>204</u>	53	2.01%	<u>179</u>	52	2.01%
	大公	18	230	26	7.23%	206	<u>45</u>	7.23%
AA-	联合	15	<u>124</u>	<u>33</u>	6.02%	105	37	6.02%
	中诚信	36	125	46	14.46%	<u>100</u>	<u>48</u>	14.46%
	大公	15	134	47	6.02%	107	54	6.02%
AA	联合	15	103	46	6.02%	<u>45</u>	<u>87</u>	6.02%
	中诚信	21	<u>77</u>	45	8.43%	51	57	8.43%
	大公	16	89	<u>44</u>	6.43%	65	<u>54</u>	6.43%
AA+	联合	19	51	54	7.63%	33	34	7.63%
	中诚信	20	<u>42</u>	<u>39</u>	8.03%	<u>27</u>	<u>33</u>	8.03%
	大公	3	89	54	1.20%	62	34	1.20%
AAA	联合	15	<u>-12</u>	31	6.02%	<u>-33</u>	<u>35</u>	6.02%

	中诚信	26	6	<u>19</u>	10.44%	-9	22	10.44%
	大公	4	1	23	1.61%	-7	<u>28</u>	1.61%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：双评级各级别下各计一期，放入样本检验；剔除了 BBB+、A- 和 AAA- 的小样本情况

从表 12 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 A、AA- 和 AAA 主体信用级别上，联合资信利差 I 的均值和方差均最小，投资者对联合资信出具的以上三类信用级别认可度最高；在 AA 和 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 A+ 级别上，中诚信利差 I 的均值最小，但波动范围较大（标准差大），投资者对于中诚信出具的该级别的认可度存在一定差异。从交易市场来看，除 AA 外，投资者对于各评级机构的认可度与发行市场基本一致，即在交易市场上，联合资信在该级别上的利差 II 均值和方差均最小，投资者对于联合资信评定的 AA 级别认可度高于对中诚信评定的 AA 级别。整体上看，投资者对联合资信评级的认可度最高。

七、 总结

2008 年，美国次贷危机转化为全球性金融风暴，对全球实体经济的冲击逐步显现。中国经济基本面出现较大波动，下半年经济增速放缓迹象逐渐显现，中央政府迅速转变宏观调控政策基调，通过出台多项财政及货币政策以保证经济平稳较快增长。同期内中国债券市场快速发展，短券产品发行规模再创新高。受下半年央行连续降息的影响，短券市场利率曲线大幅下移，但各信用等级主体所发短券发行利率变化幅度明显分化。

2008 年短券的发行主体仍以国有企业为主，且主体信用质量较 2007 年明显提升，信用等级分布态势由“纺锤型”演变为“锥型”，短券发行主体逐步向高信用等级集中。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-、A 和 A⁺ 的短券因样本规模较小、连续性不够等因素未能通过显著性检验外，其他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，不同信用等级主体发行的短券利差明显分化，利差 I 和利差 II 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券利差的重要影响因素。

2008 年 AA- 及以上信用等级主体所发短券一、二级市场利差空间较小，稳定性较强，一级市场发行定价市场化程度较高；A+ 及以下信用等级主体所发短期融资券交易利差波动过大，二级市场交易对发行定价的认可程度仍不理想，一级市场发行定价市场化程度有待提高。

2008 年 4 家评级机构共对 45 家发行人主体信用等级进行了调整，二级市场投资者对其中 9 家级别认可度低，32 家较为认可，另有 4 家企业主体级别调整后，因同期同等主体级别对应的短券交易清淡，样本量较少，无法判断市场认可程度。

2008 年，联合资信在国内短券评级市场保持了较为领先地位，客户质量较高。从评级质量看，经过显著性检验，市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认知度，利差均值和标准差均有差异。在 2008 年发行的短券中，联合资信发布的 A、AA-、AA 和 AAA 主体信用级别市场认可度高。