

2008 年第一季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20080401

时间: 2008 年 4 月 1 日

分析师:

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

孙炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

黄静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@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

2008 年一季度,受货币供应量持续增长、股市资金回流、银行存款增加等因素的影响,债券市场资金供给更加充裕;鉴于短期融资券期限结构短、流动性强、投资回报率相对较高的特点,以及新一轮债券型基金的批量发行,短期融资券市场需求强劲。

受货币政策调控以及短期融资券发行成本比较优势的影响,短期融资券成为企业直接融资、缓解流动性的重要手段。2008 年一季度短期融资券发行规模较往年显著增加,月均发行利率先升后降,除“08 宁南纺 CP01”发行利率(7.61%)略高外,其余利率均低于一年期贷款利率。

2008 年第一季度短期融资券的发行主体仍以国有企业为主,主体信用级别仍呈现“中间多,两头少”的分布态势。通过回归分析和显著性检验,除受双评级以及发行时间等多重因素影响使得 AA+和 AA 尚未通过检验外,其他主体信用等级与利差之间的反向关系具有显著性,即主体信用等级与利差存在明显差异,并且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影响短期融资券利差的重要因素。2008 年第一季度发行的短期融资券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

2008 年第一季度,AA-及以上信用等级主体所发短期融资券一、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 年第一季度,联合资信、中诚信和大公占据了短期融资券 90%以上的评级市场;联合资信、中诚信客户信用等级分布相对较为合理。此外不同评级机构所评短期融资券的利差均值和标准差表现有所差异,2008 年一季度所发短期融资券中,AA-的样本量最多,联合资信在该信用等级的利差均值和标准差均最小,投资者认可度高。

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《短期融资券管理办法》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。

一季度：2008年1月1日~2008年3月31日

发行日：短券起息日

Shibor：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

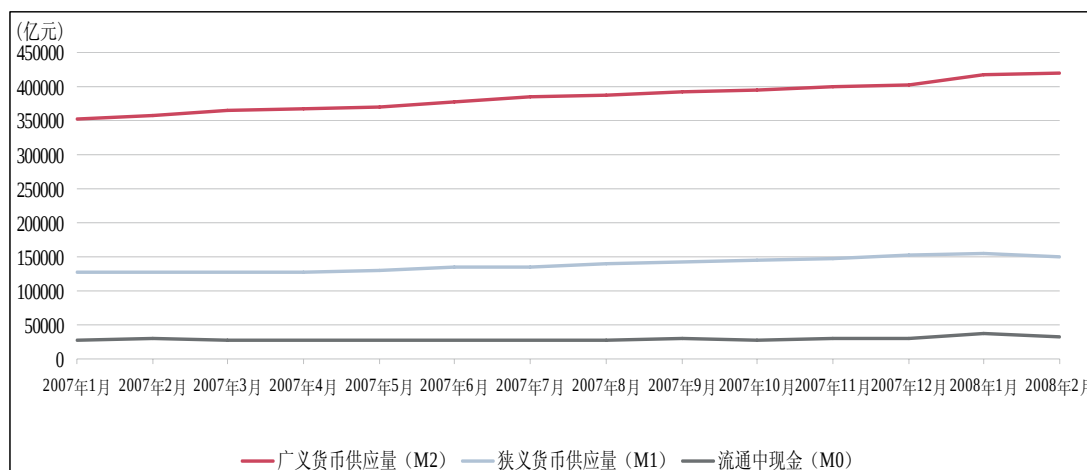
一、 宏观环境与债券市场运行情况

一季度中国债券市场所处的宏观环境较为复杂，一方面外汇占款不断增加引起货币供应量继续攀升，股市低迷导致资金分流至债券市场，以及居民存款回流银行，多重因素影响使得债券市场资金供给更加充裕；另一方面，中国政府决定实行“从紧的货币政策”，强调对信贷的控制，一季度内两次上调存款准备金率，同时加大对直接融资和债券市场的支持力度。在两方面因素共同作用下，债券市场较为活跃。

三大因素引致债市资金供给增加

根据央行的统计数据，一季度中国货币供应量仍保持持续增长，截至 2008 年 2 月底，广义货币供应量(M2)余额为 42.10 万亿元，当月同比增长 17.48%，增幅比上年末高 0.74%，比上月末低 1.46%；狭义货币供应量(M1)余额为 15.02 万亿元，当月同比增长 19.20%，增幅比上年末低 1.85%，比上月末低 1.52%；市场货币流通量(M0)余额为 3.25 万亿元，当月同比增长 5.96%。

图 1 中国货币供应量（月度）增长情况



数据来源：央行、联合资信

2008 年 1~2 月中国货币市场净投放现金 2079 亿元，同期全国实际使用外资金额 181.28 亿美元（根据 2008 年 3 月 31 日银行间外汇市场公布的美元对人民币汇率的中间价，以上外资金额折合人民币为 1271.44 亿元），同比增长 75.19%，外资流入势头持续增长，外汇占款增加仍然是货币供应增长的主要诱因。

2008 年 1~2 月，中国金融机构人民币各项存款余额为 40.49 万亿元，同比增长 17.22%，比上月末高 2.10 个百分点。当月人民币各项存款增加 13351 亿元，增加额同比上升 8045 亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 9712 亿元，增加额同比上升 600 亿元；非金融性公司存款增加 1290 亿元，增加额同比上升 5019 亿元(去年同期下降 3729 亿元)，财政存款增加 1586 亿元，增加额同比上升 1662 亿元(去年同期下降 76 亿元)。1~2 月人民币各项存款增加 15599 亿元，增加额同比上升 5647 亿元。人民币存款的增加，尤其是居民户存款的回流增加了银行系统的资金供给。作为银行间债券市场主要的投资者，银行可投资资金充裕。

2008 年一季度，中国境内股市场陷入低迷，上证指数从年初（2008 年 1 月 2 日）的 5272.81 点跌至 3472.71 点（2008 年 3 月 31 日），跌幅达 34.14%。股票市场的持续低迷，客观上促进了部分资金分流进入债券市场，增加了债市的资金供给。同期，证监会还批准发行了 9 只债券型基金，

预计募集资金额可能超过千亿元人民币，有望为债券市场提供进一步的资金支持。

“从紧”的货币政策产生加息预期

2007年底的中央经济工作会议，中国政府确定了2008年将实施稳健的财政政策和从紧的货币政策，定下了紧缩性货币政策的基调。会议指出，2008年，中国将进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏。

从一季度已发布的中国宏观经济数据看，物价水平仍处于高位增长态势。1月份CPI同比增长7.1%，环比2007年12月增长1.2%；2月CPI同比增长8.7%，环比增长2.6%，CPI同比增幅连续创下11年来历史新高，物价上涨压力大。而在3月初召开的两会上，温家宝总理在政府工作报告中明确强调了将CPI增幅控制在4.8%左右的调控目标，进一步强化了市场对于紧缩货币政策的预期。一季度内，人民币贷款增量波动较大，2008年1月新增贷款8036亿元，创下有数据统计以来的历史新高，2月新增贷款急剧下降至2434亿元，在3月份的两会期间，银监会主席刘明康表示，2008年贷款增量应该基本与去年持平。CPI指数的居高不下强化了市场的加息预期，进而导致了1~2月新增贷款规模的剧烈波动。

一季度，央行连续两次上调法定存款准备金率至15.50%，但并未调整存贷款基准利率。但同期美联储持续大幅降息（2008年1月23日和1月31日，美联储连续两次下调隔夜拆借利率，从4.25%降至3%，达到自2005年春季以来的最低水平，预计未来仍有下调的可能），在一定程度上压制了央行的加息空间。而在央行2008年2月份发布的《2007年第四季度货币政策执行报告》中，“合理运用价格型工具实施调控，稳妥运用利率工具”也表明了央行对使用利率工具的谨慎心态。

债券市场与直接融资受到政策鼓励

2008年2月，由央行、中国银监会、中国证监会、中国保监会等一行三会共同制定的《金融业发展和改革“十一五”规划》（以下简称“规划”）发布，规划中明确指出，大力发展债券市场特别是企业（公司）债券市场。建立健全以市场化为导向的债券发行机制，逐步创造条件最终实现注册制发行。打破各类合格机构投资者投资债券的限制，大力发展企业（公司）债券市场，发展住房抵押证券、项目支持证券等资产证券化市场，探索发展政府引导和市场机制相结合的市政项目收益债券。构建银行间市场和交易所市场互为补充，安全、高效、相互联通的债券市场。提高不同证券登记结算机构间的转托管效率，扩大跨市场交易的债券品种，促进债券市场互通互联。规划中提及了未来五年中国债券市场发展的具体目标，针对债券产品、发行条件、投资和监管机制等方面现存的障碍提出了初步的发展规划，随着日后具体支持政策的出台，中国债券市场将面临良好的发展机遇。

中国证监会主席尚福林也在2007年底传达中央经济工作会议精神时明确表示，要准确把握资本市场的发展规律和阶段性特征，把大力发展资本市场，扩大直接融资比重作为当前和今后一个时期的重要工作任务。债券作为企业直接融资的重要渠道，也将在今后一段时期受到监管部门的大力扶持。

主要债券品种发行情况

截至一季度末，中国债券市场存量情况如下：国债余额46644亿元、央票39670亿元、金融债37504亿元、企业债4699亿元、短券3698亿元。

国债

一季度内，财政部共发行五期国债，总计发行量1149.10亿元，其中记账式国债三期，凭证式国债两期，最长期限为15年期，最短为3年（见表2）。所发行的三期记账式国债中，有两期都获

得了一定额度的追加认购，中标利率也低于此前市场预期，国债市场有所回暖，截至一季度末，国债存量已达 46211 亿元。

表 1 一季度国债发行情况

发行日	项目	期限	计划发行量	实际发行量	票面利率	利率方式	付息方式
2008 年 2 月 13 日	记账式国债	7 年期	260 亿元	289.7 亿元	3.95%	固定利率	按年付息
2008 年 2 月 28 日	记账式国债	15 年期	280 亿元	280 亿元	4.16%	固定利率	按半年付息
2008 年 3 月 20 日	记账式国债	10 年期	260 亿元	279.4 亿元	4.07%	固定利率	按半年付息
2008 年 3 月 1 日	凭证式国债	3 年期	240 亿元	240 亿元	5.74%	固定利率	到期一次性还本付息
2008 年 3 月 1 日	凭证式国债	5 年期	60 亿元	60 亿元	6.34%	固定利率	到期一次性还本付息

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

央行票据

一季度内，央行公开市场业务共发行央票 36 期，总发行量 17770 亿元，同比 2007 年（18230 亿元）略有减少。从期限结构来看，其中 3 个月期、1 年期、3 年期央票发行量分别为 4880 亿元、7180 亿元，5710 亿元，与 2007 年同期相比，1 年期央票发行额度减少，3 年期所占比重有所增加。从收益率水平看，一季度央票参考收益率较 2007 年底略有上升，各期限央票发行参考收益率均较 2007 年底上升 7~9bp。此外，一季度内，央行公开市场业务共展开正回购操作 45 笔，回购金额 18350 亿元。截至一季度末，央票余额为 3.97 万亿元，较 2007 年底（3.49 万亿元）增加 4800 亿元，央行继续加强对流动性的回收力度。

表 2 一季度央行票据发行情况

发行期限	期数	2008 年一季度 发行量（亿元）	2007 年一季度 发行量（亿元）	参考收益率	参考收益率 （2007 年 12 月）
3 个月	12	4880	3570	3.40%	3.3162%
1 年	12	7180	10020	4.06%	3.9933%
3 年	12	5710	4640	4.56%	4.47%
总计	36	17770	18230		

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

其他债券

根据中国债券信息网的统计数据，一季度内其他债券产品发行情况如下：政策性金融债发行 12 期，发行规模共计 2255 亿元；短券发行 84 期，共计 1109.90 亿元；企业债发行 5 期，共计 219.90 亿元；商业银行债发行 3 期，共计 77 亿元。相比企业债而言，短券市场规模成长更加迅速，已经成为非金融机构企业发行的主要债券品种。

总体来看，一季度宏观货币供应量的增长和中国资本市场的结构化差异增加了债券市场的资金供给，尽管仍然受到紧缩性的货币政策和加息预期的影响，短券市场规模仍持续增长，是继国债、央票和金融债之后的第四大债券产品，并正在发展成为非金融机构企业直接融资的重要渠道。

二、 短券发行市场情况

短券发行规模显著增加，主体信用等级仍然呈现“中间多两头少”态势

从 2005 年 5 月至一季度末，共有 345 家累计发行短券 668 期，实际发行规模 8802.5 亿元，各年度发行情况见表 3。截至一季度末，短券市场存量 3698 亿元。

表 3 各年度短券发行基本情况

	2005 年 5~12 月	2006 年	2007 年	2008 年 1~3 月
发行规模（亿元）	1424	2912.5	3356.1	1109.90
发行期数（期）	79	241	264	84
发行家数（家）	61	185	216	76

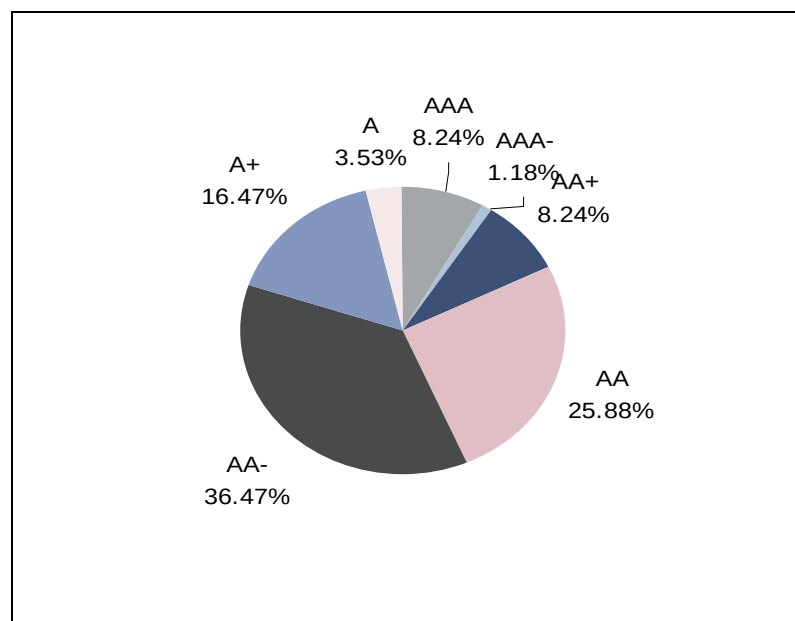
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

一季度内共有 76 家企业发行短券 84 期，发行主体数量和发行期数较 2006 年同期分别增长 55.10%和 61.53%，较 2007 年同期分别增长 35.71%和 42.37%，发行期数快于发行主体增长幅度是由于受一季度短券市场趋暖、银行信贷紧缩以及加息预期等多重因素的影响，个别发行主体缩短一、二期短券发行间隔时间所致；一季度实际发行规模合计 1109.90 亿元，较 2006 年和 2007 年同期分别增长 94.99%和 83.48 %；一季度平均每笔筹资 13.21 亿元，较 2006 年和 2007 年同期分别增长 20.64%和 28.88 %。

从发行期限来看，一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 77 期，占 91.67 %；发行期限在 1 年以下的 7 期，占 8.33%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 12 期，占 14.29 %；采用单利（固定利率）发行的 72 期，占 85.71 %。

一季度新发短券的主体信用等级依旧保持了“中间多、两头少”的态势（见图 2），其中 AA 和 AA-支数共占到了全部新发短券的 62.35%左右。

图 2 一季度主体信用等级分布情况



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

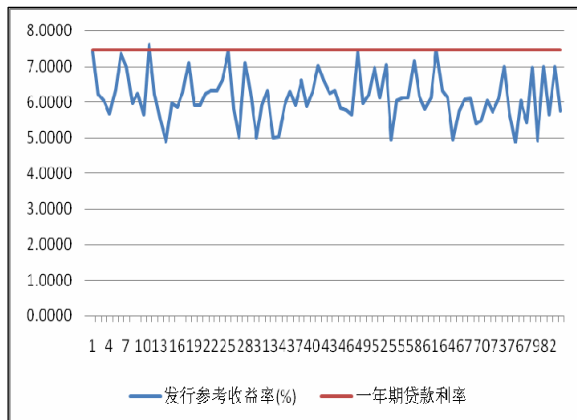
可见，一季度短券发行主体数量显著增加，发行规模明显扩大，发行短券的吸引力增大，但主体信用级别仍旧保持向中等级别集中的情况。

短券发行利率先升后降，成本优势依然明显

央行分别于2008年1月25日和3月25日两次上调存款准备金率至15.50%，在紧缩的货币政策背景下，一季度Shibor利率持续攀升，一年期Shibor利率由期初的4.58%小幅升至一季度末的4.70%左右；而存款准备金率的调整对一季度短券市场发行利率冲击并不明显；一季度内金融机构贷款基准利率也未发生变动，一年期贷款利率仍然维持在7.47%的水平。

2008年一季度各月平均发行利率呈下降趋势（见图3），其中2008年1月、2月和3月分别为6.24%，6.14%和6.03%。从2月份开始，不同主体信用级别短券平均发行利率均较期初有所下降（见表4），其中AAA的平均发行利率由2月上旬的4.99%下降到3月下旬的4.86%，AA的平均发行利率由5.90%下降到5.70%，A的平均发行利率由7.61%下降到7.46%。联合资信认为，在紧缩的货币政策背景下，发行利率出现下降的主要原因有以下几点：第一，一季度股票市场不甚景气，资金向债市回流迹象明显；第二，央行实行紧缩性货币政策抑制信贷投放量，但外汇占款仍然推动货币供应量增加，并且银行存款一季度增加较快，以上原因造成银行系统内流动性过剩，部分资金流向债券市场；第三，2007年底短券利率已上升至较高水平，显现出较高的投资价值；第四，从期限结构来看，在加息预期的作用下，短期债券产品对投资者更有吸引力。受以上因素的影响，一季度短券市场趋暖，利率水平有所下降。

图3 一季度发行利率走势



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表4 一季度不同主体信用等级平均发行利率情况

发行日	AAA(%)	AA+(%)	AA(%)	AA-(%)	A+(%)	A(%)
2008-1-10		5.67	6.12		7.40	
2008-1-20	4.89	5.65	5.92	6.26	7.17	7.61
2008-1-31	4.99		5.87	6.34	7.25	
2008-2-10	4.99		5.90	6.28	7.10	
2008-2-20			5.89	6.28		
2008-2-29		5.64	5.86	6.37	6.99	7.45
2008-3-10	4.95	6.10		6.10	7.05	
2008-3-20	4.95	5.42	5.76	6.10	7.15	7.46
2008-3-31	4.86	5.40	5.70	6.02	6.98	

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

一季度短券发行利率整体波动区间在4.86~7.61%范围内，除1月17日南京纺织品进出口股份有限公司发行的“08宁南纺CP01”发行利率（7.61%）略高外，其余所发短券利率均低于一年期贷款利率，短券成本优势依然明显，市场环境也较2007年底有所好转。

短券发行主体性质仍以国企为主，民营、集体企业占比较小

一季度内短券发行主体共计76家。其中国有独资企业36家（含9家中央企业），占47.37%；国有控股企业（不含上市公司）14家，占18.42%；上市公司21家，占27.63%；民营企业及外资企业合计5家，占6.58%。可见，国有独资及控股企业数占发行主体总数的65.79%，仍然是目前短券的主要发行群体。

华东地区、北京等地发债主体踊跃，东北等地发债主体较少

从发行主体区域分布来看，华东地区仍是发行主体最为密集的地区，除上海市（共有 6 家）外，共有 22 家企业发行短券；北京市居于次席，共有 16 家发行，其中有 9 家为中央企业；其余地区发行主体相对分散，其中东北地区发行主体最少，为 1 家。短券市场发行主体仍以经济发达的华东地区、北京市等地的企业为主。

表 5 一季度发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量(家)	地区	包含省份	数量(家)
北京	北京市	16	东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	1
上海	上海市	7	华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区	5
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省	22	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	6
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	6	西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	7
华中	河南省、湖北省、湖南省	6	总计	76 家	

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

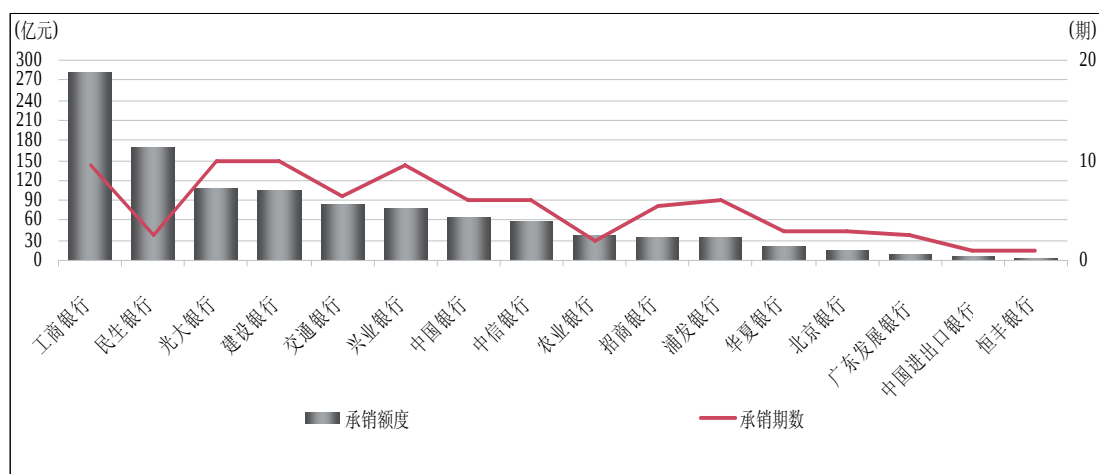
工行、光大、建行等行承销份额领先，恒丰银行等行承销份额仍不乐观

一季度参与短券发行的主承销商共 16 家。按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 282.90 亿元；民生银行、光大银行、建设银行分列 2~4 位，承销规模分别为 169.50 亿元、107.50 亿元和 106 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 3.3 亿元。一季度国家电网公司发行额度为 300 亿元的“08 电网 CP01”短券，由工商银行和民生银行联合主承，显著提升了这两家承销商的承销规模（由两家承销商联合承销的，承销额度和期数均按 50% 计算）。

按照承销期数统计，光大银行和建设银行分别为 10 期，并列首位；工商银行和兴业银行各为 9.5 期；其余各家银行表现一般，其中中国进出口银行和恒丰银行承销期数均为 1 期，承销期数相对较小。

总体来看，工商银行、光大银行、建设银行仍位居短券市场承销的第一梯队，优势较为明显。

图 4 一季度短券市场各主承销商业绩排名



数据来源：中国债券信息网 联合资信整理

三、 短券利差分析

目前发行的短券大部分以Shibor 利率为定价参考基准。作为央行重点培育的货币市场利率体系, Shibor 利率与央票利率相比, 已经走出了市场化的一步, 而且能保证数据的连续性。央行在2008年2月份发布的《金融业发展和改革“十一五”规划》中提出: 逐步将上海银行间同业拆放利率(Shibor)和国债收益率培育为中国短期和中长期金融市场的基准利率, 疏通货币市场、债券市场与信贷市场的利率传导管道, 构建完整的金融市场收益率曲线。联合资信选取了一季度信用等级为AA的企业, 对一季度短券的发行利率、交易利率与Shibor的相关性进行检验。从检验结果来看, 两者与Shibor利率显著相关(见表6), 说明以Shibor利率为基准的短券发行市场化定价机制已经逐步形成。

表6 短券利率与1年期Shibor利率相关性检验结果

模型变量	方法	复相关系数 R 主体级别=AA	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 发行日 shibor 利率	enter	.797 ^a	.636	.615	.000
交易利率 交易日 shibor 利率		.882 ^a	.777	.765	.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”, 同时在《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。因此我们的在用利差分析中, 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, 低级别企业利差快速增加

表7 为各个不同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。与 2007 年第四季度相比, 利差 I、利差 II 均值均较 2007 年第四季度有所下降, 但利差绝对值仍处于高位。

从表 7 和图 5 可以看出, 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, 除 AA+ 之外, 其余各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、级差均呈明显的稳定增长趋势。其中 AAA 的利差 I 为 27BP, 利差 II 为 8BP; A 的利差 I 为 283BP, 利差 II 为 274BP。但由于各级别主体在发行时间上存在差异, 受市场利率环境影响, 部分级别利差分布区间存在重叠。

总的来看, 短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响, 不同主体信用等级的利差具有显著差异, 低级别主体信用利差快速增加。

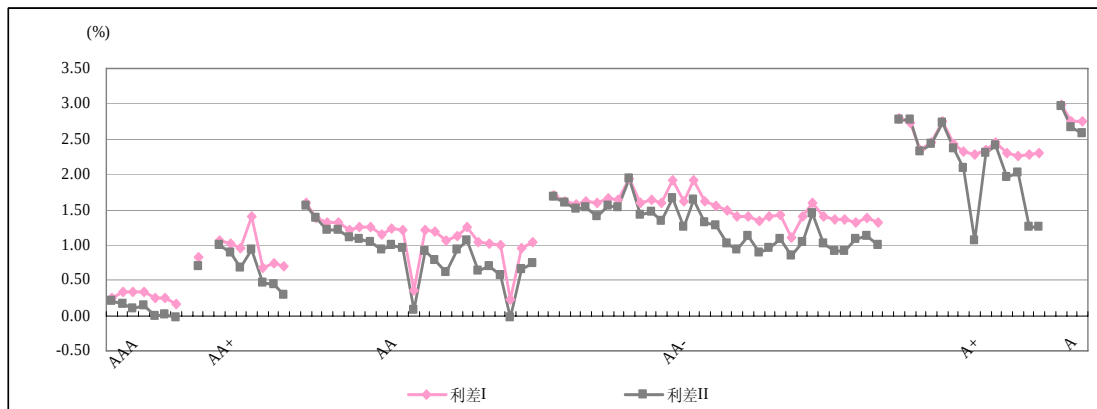
表7 一季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

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	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	4.86~4.99	4.94	27	-	0.06	8	-	0.09
AAA-	5.45	5.45	82	55	-	70	62	-
AA+	5.38~6.10	5.65	93	11	0.26	67	-3	0.28
AA	5.65~6.20	5.88	119	26	0.15	96	29	0.27
AA-	5.80~6.60	6.22	153	34	0.19	127	31	0.29
A+	6.97~7.40	7.14	243	90	0.19	212	85	0.57
A	7.45~7.61	7.51	283	40	0.13	274	62	0.20
A-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：湖北省能源集团有限公司和深圳市能源集团有限公司发行的“08 鄂能源 CP01”和“08 深能源 CP01”两期短券分别由中国建设银行湖北省分行和中国建设银行分行进行担保，短券利率无法真实反应发行主体信用状况，故并未计入该表。

图5 一季度各级别发行主体短券利差分布情况



数据来源：中国债券网 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，以下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 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

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.)
A	A+	.3969048*	0.043	.6137905*	0.006
	AA-	1.2993462*	0.000	1.4656237*	0.000
	AA	1.6371933*	0.000	1.7845333*	0.000
	AA+	1.8957619*	0.000	2.0663762*	0.000
	AAA	2.5601048*	0.000	2.6560048*	0.000
A+	A	-.3969048*	0.043	-.6137905*	0.006
	AA-	.9024415*	0.000	.8518332*	0.000
	AA	1.2402886*	0.000	1.1707429*	0.000
	AA+	1.498857*	0.000	1.4525857*	0.000
	AAA	2.1632000*	0.000	2.0422143*	0.000
AA-	A	-1.2993462*	0.000	-1.4656237*	0.000
	A+	-.9024415*	0.000	-.8518332*	0.000

	AA	.3378471*	0.000	.3189097*	0.002
	AA+	.5964157*	0.000	.6007525*	0.000
	AAA	1.2607585*	0.000	1.1903811*	0.000
AA	A	-1.6371933*	0.000	-1.7845333*	0.000
	A+	-1.2402886*	0.000	-1.1707429*	0.000
	AA-	.3378471*	0.000	-.3189097*	0.002
	AA+	0.2585686	0.068	0.2818429	0.061
	AAA	.9229114*	0.000	.8714714*	0.000
AA+	A	-1.8957619*	0.000	-2.0663762*	0.000
	A+	-1.4988571*	0.000	-1.4525857*	0.000
	AA-	-.5964157*	0.000	-.6007525*	0.000
	AA	-0.2585686	0.068	-.2818429	0.061
	AAA	.6643429*	0.000	.5896286*	0.002
AAA	A	-2.5601048*	0.000	-2.6560048*	0.000
	A+	-2.1632000*	0.000	-2.0422143*	0.000
	AA-	-1.2607585*	0.000	-1.1903811*	0.000
	AA	-.9229114*	0.000	-.8714714*	0.000
	AAA	-.6643429*	0.000	-.5896286*	0.002

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、由于信用级别在 AAA-的发行主体只有一家，样本量太少，经检验后在样本空间中剔除；

2、为保证统计分析的准确性，湖北省能源集团有限公司和深圳市能源集团有限公司发行的两期短券在样本空间中剔除。

表 8 为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，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，AA+和 AA 的差异性检验均无法通过，也就是说在一季度，AA+和 AA 信用等级在利差方面并未表现出明显的差异性。联合资信认为，一季度主体级别为 AA+的样本量较少（仅有 7 个），缺乏代表性，而主体级别为 AA 的短券发行时间多集中于 2 月下旬以后，发行利率有所下降，利差空间收窄，可能在一定程度上影响了检验结果；此外，一季度湖南有色金属控股集团有限责任公司获得中诚信 AA-和大公 AA+的双评级结果，最终发行的“08 湘有色 CP01”发行利率为 6.10%，首日交易利率为 5.6375%，其利差空间较其余 AA+级别明显放大，也对最终的检验结果产生了一定的影响。

除 AA+和 AA 以外，其他信用等级之间的利差数据均表现出了明显的差异性，发行主体信用等级对利差 I、利差 II 具有显著影响。由此也可以判断，一季度短券市场对于发行主体信用级别的认可程度较高。

（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企业性质、企业规模、行业、财务指标等因素的影响，由于各类财务指标与利差的映射关系分析相对复杂，以下仅从其他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 9 为一季度发行的短券平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差等情况。可以看出，央企短券的平均发行利率最低，利差均值最小，其他非央企的国有独资或控股企业所发短券的利率和利差水平略高，民营企业则普遍偏高。短券市

场对于民营企业的信用风险更加敏感，相比较而言，国有企业的融资成本更具优势。

表9 一季度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		利差 II	
			均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
央企	9	5.46	78	0.54	53	0.52
国有独资	28	6.17	150	0.56	121	0.57
国有控股	18	6.01	133	0.59	107	0.63
上市公司	23	6.20	152	0.69	130	0.72
民营（除上市公司外）	6	7.03	238	0.48	231	0.58

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 10 可以看出，主体规模越大，发行短券的利率和利差水平越低。其中规模在 500 亿元以上与 500 亿元以下的主体发行的短券利差存在显著差异；而规模在 500 亿元以下的不同规模之间的企业利差差异相对较小。

表 10 一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	11	5.28	59	0.41	37	0.40
100~500 亿元	43	6.15	147	0.60	121	0.64
50~100 亿元	19	6.29	162	0.57	142	0.63
低于 50 亿元	11	6.63	197	0.59	75	0.75

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在行业上结构性差异仅仅表现在个别行业上

从一季度发行主体行业分布情况看（见表 11），采掘业、电力、煤气和水供应业行业主体发行利率和利差水平相对较低，建筑业、农林牧渔业等行业主体发行利率和利差较高，其余行业主体发行利率和利差并未体现出明显差异。

表 11 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
采掘业	9	5.90	123	0.56	95	0.59
电力、煤气和水供应业	14	5.71	103	0.9	75	0.9
钢铁	6	6.04	138	0.24	119	0.32
建筑业	4	6.80	211	0.80	189	0.85
交通运输业	9	6.13	144	0.42	108	0.24
农林牧渔业	2	7.19	253	0.37	240	0.53
批发和零售贸易业	5	6.1	155	0.95	146	1.04
文化传播业	2	6.7	205	0.57	199	0.63
信息技术业	2	6.1	143	0.25	117	0.11

制造业	25	6.27	136	0.51	159	0.61
综合	6	5.93	124	0.67	103	0.74

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

一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77期，占91.67%；发行期限在1年以下的7期，占8.33%。一般来说，长期限品种相对于短期限品种有较高的利差。从一季度的情况来看（见表12），短券利差并未随期限结构的缩短呈现下降趋势，主要原因是一季度发行期限在一年以下的短券较少，且由于受到发行时机、发行主体信用级别等多种因素的影响，期限结构对利差的影响效果并不显著。

表12 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	77	5.71	149	0.68	125	0.73
一年期以下	7	6.17	103	0.44	78	0.38

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13为一季度内不同发行额度的短券利差分布。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，一季度二者相关系数达0.98，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 短券发行规模对利差影响分析

发行额度	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	2	4.91	20	0.06	-1	0.03
10~50亿元	33	5.83	116	0.60	92	0.58
5~10亿元	27	6.20	153	0.49	131	0.60
低于5亿元	22	6.61	193	0.63	164	0.77

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

从二级市场来看，随着短券市场规模的扩大，发行人数量的增多，以及投资者信用分析水平的提高，短券交易收益率水平的市场化程度较高，并且被认为能够更加真实地反映投资者对各发行人信用水平和及其发行的短券流动性的评估。因此，二级市场短券交易价格以及一、二级市场交易利差水平在一定程度上能够检验一级市场短券发行定价的市场化程度。

从整体情况看（见表14），一季度短券发行利率和首日交易利率相关性较高，相关系数达0.952，

说明一级市场发行定价市场化程度相对较高。

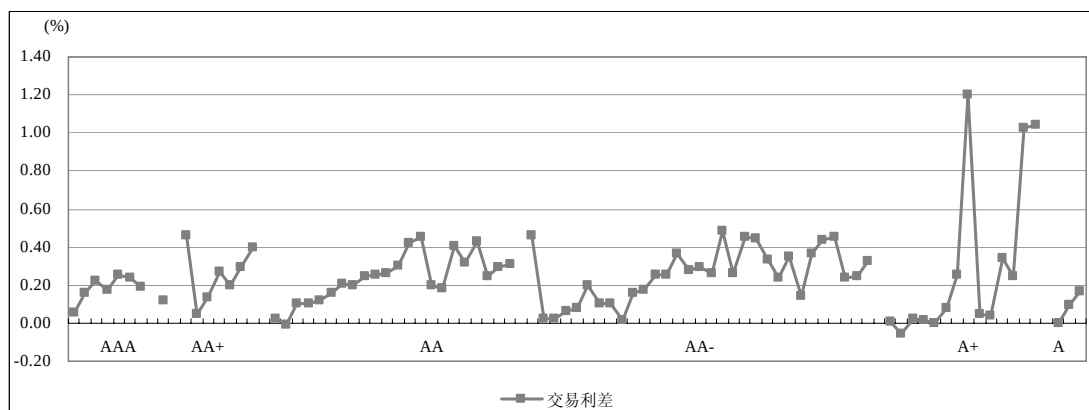
表 14 一季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

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	.952 ^a	.905	.904	.000
利差 I 利差 II		.950	.902	.901	.000

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 6），不同信用等级发行主体发行短券一、二级交易利差存在较大差别。一季度信用等级最高的 AAA 发行主体，一、二级交易利差整体保持在较低的水平，均值为 19BP，一、二级市场间的套利空间比较稳定，二级市场对发行利率认可程度相对较高。一季度信用等级在 AA~AA+ 的发行主体，交易利差波动幅度相对较大，最高利差超过 50BP，但整体利差均值并未体现出明显的差异性。一季度信用等级为 A+ 的信用主体交易利差波动幅度 -6BP~105BP，波幅过大，一、二级市场套利空间极不稳定，甚至出现负值。对于信用等级为 AAA- 和 A 的发行主体，因其样本量较少，在此不作分析。

图 6 一季度各级别主体短券交易利差波动情况



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，一季度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、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

联合资信、中诚信和大公三家市场占有高，新世纪的市场地位较弱

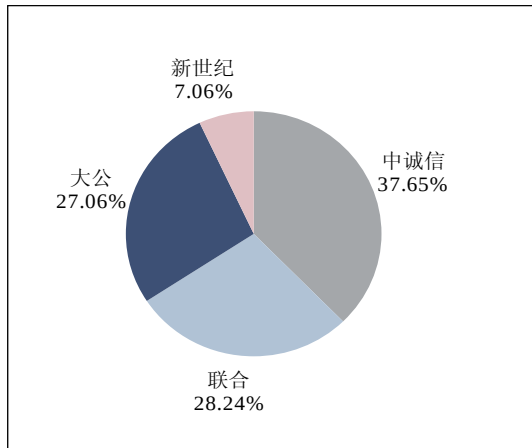
一季度内 4 家评级机构共出具 85 期发行主体信用评级报告，其中湖南有色金属控股集团有限公司获得中诚信 AA- 和大公 AA+ 的双评级结果，均计入统计样本。从市场份额来看（见图 7），中

诚信、联合资信、大公三家机构在中国短券评级业务市场仍占主导地位，占总业务量的 92.94%，中诚信共出具主体级别 32 期，居首位；联合资信和大公分别为 24 和 23 期，市场份额比较接近。

联合资信和中诚信的受评主体信用等级分布更为合理

从主体信用等级分布情况看（见表 15），中诚信和联合 AA 级以上（含 AA 级）分别为 14 和 13 期，分别占各自业务总量的 43.75%和 54.17%，整体受评主体信用等级分布较为合理。

图 7 一季度短券评级业务市场份额



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 15 一季度各评级机构出具主体级别情况（期）

机构	中诚信	联合资信	大公	新世纪	合计
AAA	5	2			7
AAA-				1	1
AA+	3	2	1	1	7
AA	6	9	6	2	23
AA-	15	8	7	1	31
A+	3	3	6	1	13
A			3		3
A-					0
合计	32	24	23	6	85

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

以下利用一季度所发短券的利差 I、利差 II 数据，对中诚信、联合资信、大公三家评级机构出具的信用等级的市场认可度进行均值检验，基本思路为：通过分析一、二级市场利差波动范围，检验同一信用级别的发行主体所发行短券市场利率分布的集中度，以此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趋向一致。

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	样本比例	均值	标准差	样本比例
A	大公	3	2.8303	0.1277255	3.90%	2.7399	0.204223	3.90%
	Total	3	2.8303	0.1277255	3.90%	2.7399	0.204223	3.90%
A+	联合	3	2.5274	0.2303568	3.90%	2.4872	0.2517307	3.90%
	中诚信	3	2.3021	0.027238	3.90%	1.7618	0.4438573	3.90%
	大公	7	2.4607	0.2034503	9.10%	2.1023	0.6904651	9.10%
	Total	13	2.4395	0.19126	16.90%	2.1125	0.5896458	16.90%
AA-	联合	8	1.5082	0.1290824	10.40%	1.3053	0.2581181	10.40%
	中诚信	15	1.5283	0.2259357	19.50%	1.2718	0.3205127	19.50%
	大公	7	1.5854	0.1878223	9.10%	1.2954	0.2868121	9.10%
	Total	30	1.5363	0.1918252	39.00%	1.2862	0.2879636	39.00%
AA	联合	7	1.1576	0.1462658	9.10%	0.887	0.2989748	9.10%
	中诚信	5	1.2371	0.208729	6.50%	1.0269	0.3438037	6.50%

	大公	6	1.2339	<u>0.0995429</u>	7.80%	1.0245	<u>0.182347</u>	7.80%
	Total	18	1.2051	0.1491222	23.40%	0.9717	0.2719749	23.40%
AA+	联合	2	0.8586	0.2300925	2.60%	0.5923	0.4142939	2.60%
	中诚信	3	0.7877	<u>0.1451562</u>	3.90%	0.5293	0.1248798	3.90%
	大公	1	1.4047	.	1.30%	0.9409	.	1.30%
	Total	6	0.9141	0.2792267	7.80%	0.6189	0.257671	7.80%
AAA	联合	2	0.1997	0.0634275	2.60%	-0.0146	0.0249609	2.60%
	中诚信	5	0.2984	<u>0.0402343</u>	6.50%	0.1233	0.0794846	6.50%
	Total	7	0.2702	0.0637789	9.10%	0.0839	0.0940779	9.10%
总体	联合	22	1.3576	0.6231315	28.60%	1.1486	0.7130852	28.60%
	中诚信	31	1.2862	0.593034	40.30%	1.0226	0.5687935	40.30%
	大公	24	1.9009	0.6234567	31.20%	1.6288	0.7318553	31.20%
	Total	77	1.4982	0.662583	100%	1.2475	0.7068788	100%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、新世纪所占市场份额较少，样本量不足，经检验后剔除；

2、为保证分析结果的准确性，湖北省能源集团有限公司和深圳市能源集团有限公司发行的两期短券在样本空间中剔除。

3、大公和中诚信关于湖南有色的双评级按 2 家计算。

从表 16 的利差检验结果来看，短券市场对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，在 AA-主体信用级别上，投资者对联合资信出具的信用级别认可度高，利差 I 和利差 II 标准差为三家机构的最小值；在 AA 级别上，投资者对大公的认可度较高；在 AAA 和 AA+级别上，中诚信所出具的级别更受市场认可；对于 A+级别，发行市场对中诚信认可程度较高，而二级交易市场则更认同联合资信出具的级别。

六、 总结

2008 年第一季度，受货币供应量持续增长、股市资金回流等因素的影响，债券市场资金供给量更加充裕；短券由于期限结构短、流动性强、投资回报率相对较高，以及新一轮债券型基金的批量发行，使得短券市场需求强劲。

受货币政策调控以及短券发行成本比较优势的影响，短券成为企业直接融资、缓解流动性的重要手段。2008 年一季度短券发行规模较往年显著增加，月均发行利率先升后降，除“08 宁南纺 CP01”发行利率（7.61%）略高外，其余利率均低于一年期贷款利率。

2008 年一季度短券的发行主体仍以国有企业为主，信用级别仍呈现“中间多，两头少”的分布态势。通过回归分析和显著性检验，除受双评级以及发行时间等多重因素影响使得 AA+和 AA 尚未通过检验外，其他信用等级的短券与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券利差的重要影响因素。2008 年一季度短券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

2008 年一季度，高级别信用主体一、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很高；低级别信用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。

2008 年一季度，联合资信、中诚信与大公占据了短券 90%以上的评级市场，其中联合资信、

中诚信整体受评主体信用等级分布更为合理。此外不同评级机构所评短券均值和标准差有所差异，2008 年一季度所发短券中，AA-的样本量最多，联合资信评级的均值和标准差均最小，投资者认可度高。