

2008 年 1-2 月短期融资券市场综述

债券市场：CPI 创出新高，资金面较为宽裕，债市一路走强

2 月 22 日，央行发布 2007 年第四季度货币政策执行报告，强调将继续实行从紧的货币政策，同时，明确了数量型工具和利率、汇率等价格型工具并举的方针。在宏观经济方面，由于受到雪灾的影响，1 月份 CPI 同比上涨 7.1%。从农业部和商务部发布的监测数据来看，2 月份食品类 CPI 同比增幅将再创新高，预计 2 月份 CPI 同比指数将在 1 月份的基础上继续上行，环比涨幅或将接近 2%。为此，在 2 月份政策面基本平静的基础上，央行可能会在 3 月中旬，也即“两会”结束后，根据公布的经济统计数据，出台相应的货币政策措施。

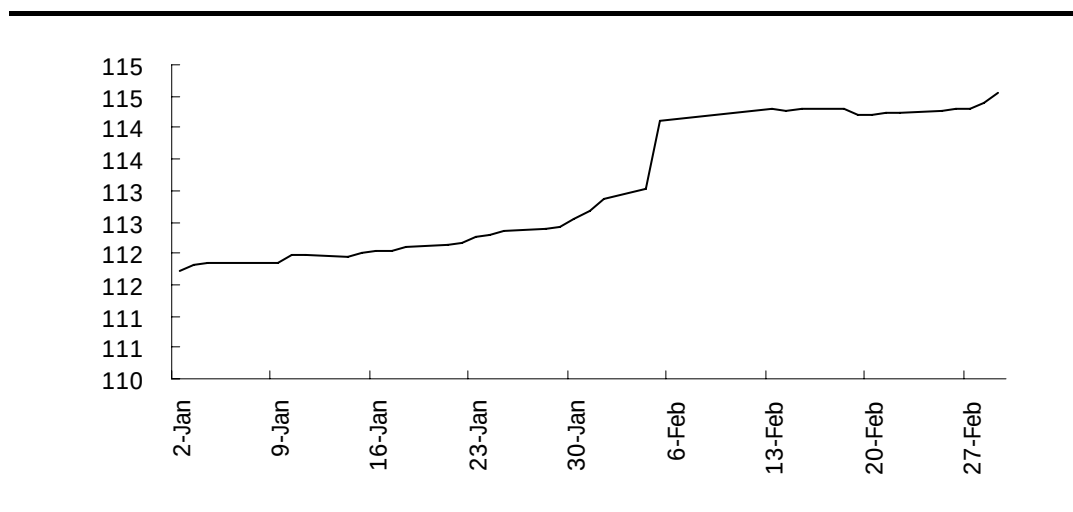
从货币投放来看，为了应对突发的雪灾和 2 月初春节期间的流动性需求，央行在 1 月份大量投放流动性，合计达 6100 余亿元。较为宽松的资金面和同期股市的低迷表现直接推动了春节前债券市场的走高。节后，央行加大了资金回笼力度，2 月份累计净回笼 5100 多亿元，债券市场也随之进入盘整行情。而考虑到“两会”结束后央行可能出台的各种调控措施，我们预计 3 月份债市将由强转弱。但是，由于资金面不会出现快速的紧缩，因此出现大跌的可能性较小。

表一：2008 年 1-2 月货币投放（回笼）统计

月份	正回购（亿元）			央行票据（亿元）			累计净回笼 （亿元）
	操作	到期	净回笼	发行	到期与付息	净回笼	
1 月	8860	12504	-3644	3552	6017	-2465	-6109
2 月	3170	2393	777	5702	1311	4391	5168

数据来源：Wind 资讯

图一：2008 年 1-2 月中证全债指数走势

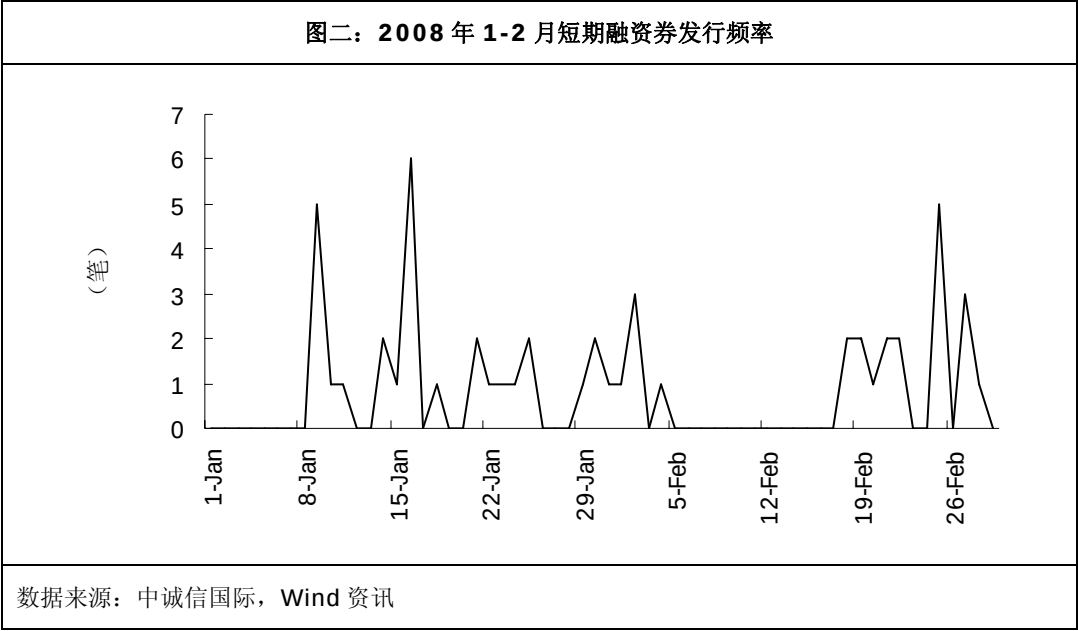


数据来源：Wind 资讯

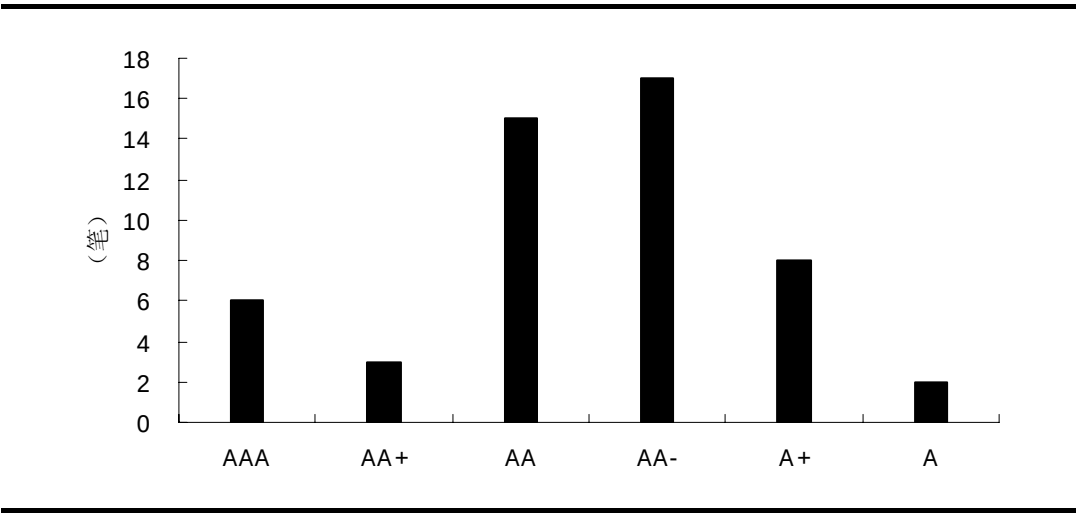
短期融资券发行：发行规模较往年显著增加

2008 年 1-2 月份，短券市场共发行短期融资券 51 只，发行规模合计 531.2 亿元，分别比上年同期增长 70%和 113%。从发行时间分布来看，主要集中在 1 月中旬和春节之后。

新发短券的信用等级依旧保持了“中间多、两头少”的形态，其中 AA 和 AA-只数共占到了全部新发短券的 63%左右。



图三：2008 年 1-2 月新发短期融资券信用等级分布



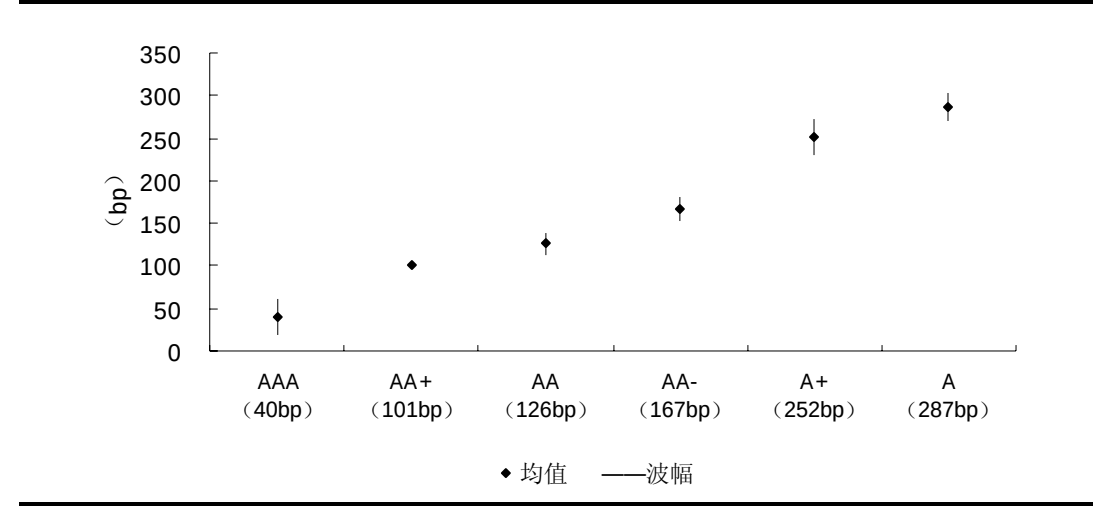
数据来源：中诚信国际，Wind 资讯

发行利率逐步走高，发行利差差异显著

随着利率上调，短期融资券发行利率逐渐走高，等级为 AAA 的发行人发行利率达到了 4.99%，较 07 年底提升 10 个 BP 左右，仍低于目前法定一年期短期贷款利率 7.47%。由于不同信用等级之间的利差逐步加大，08 年 2 月 28 日发行的浙江中大集团股份有限公司等级为 A，发行利率达到 7.45%，低信用等级企业发行成本明显上升，风险溢价效果明显。

从数据分析来看，在一级市场发行利差¹方面，各等级之间的利差差异极为显著。无论是总体还是等级两两间的利差差异，均通过了 10%显著性水平的方差分析检验²。其中，A 级短券发行时的平均利差是AAA级的 7 倍多，信用质量较好企业的融资成本优势十分明显。

图四：2008 年 1-2 月各等级短期融资券发行利差与波动范围



数据来源：中诚信国际，Wind 资讯

短期融资券交易：二级市场交易活跃度上升，各维度的利差差异均较明显

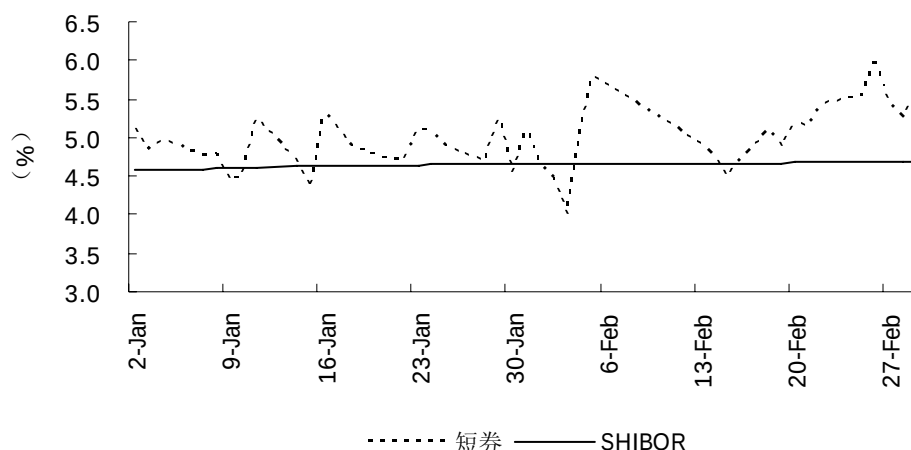
2008 年头两个月，一年期 SHIBOR 利率基本保持了稳定，一直维持在 4.6%左右。同期，短期融资券的二级市场交易却呈现出较大幅度的波动。二级市场交易的平均收益率约 5%，而标准差则突破了 40 个 bp；两个月平均交易利差约 32 个 bp，而波动幅度则高达 39 个 bp，甚至超过了均值水平。

同时，伴随着 CPI 高企和收益率曲线长端利率风险的上升，各类投资者对短期债券产品的需求有较大幅度的提高。而短期融资券作为信用债券中较好的短期组合配置对象，其二级市场的交易活跃度明显上升。2008 年头两月，共有 283 笔短券参与了二级市场交易，累计换手率约为 89%，日均换手率几乎是 2007 年同期的 2 倍，为 20.56%。

图五：2008 年 1-2 月短期融资券交易收益率与 SHIBOR 利率对比

¹ 以发行当日的SHIBOR作为基准利率。

² 这说明等级间利差存在显著差异的概率不低于 90%。

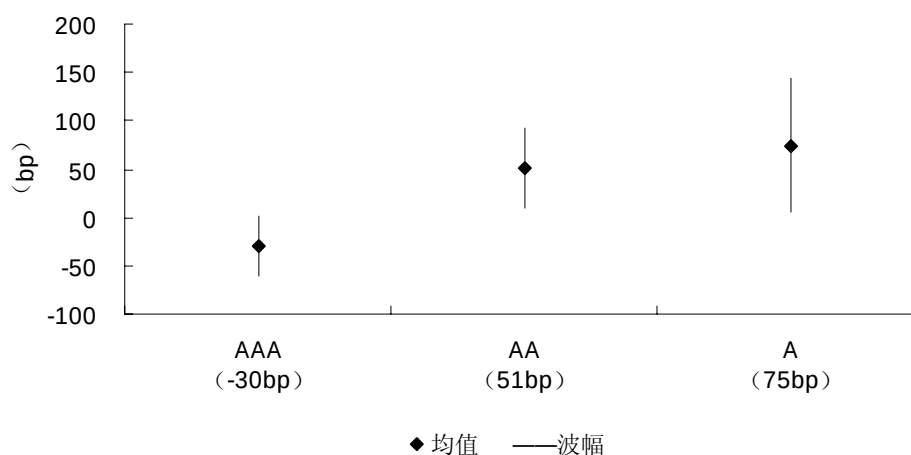


数据来源：中诚信国际，Wind 资讯

通过数据统计分析，我们发现发行主体的信用等级和所处行业等因素对短期融资券二级市场交易利差的影响较为显著。

2008 年 1 至 2 月，AAA、AA 和 A 级短券的平均二级市场交易利差分别为-30bp、51bp 和 75bp。其中，AAA 级短券的平均二级市场利差为负值，是由于在 SHIBOR 的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 高等级的短券，其自身的信用风险有时甚至会低于 SHIBOR 所代表的组合风险，从而出现负的利差。

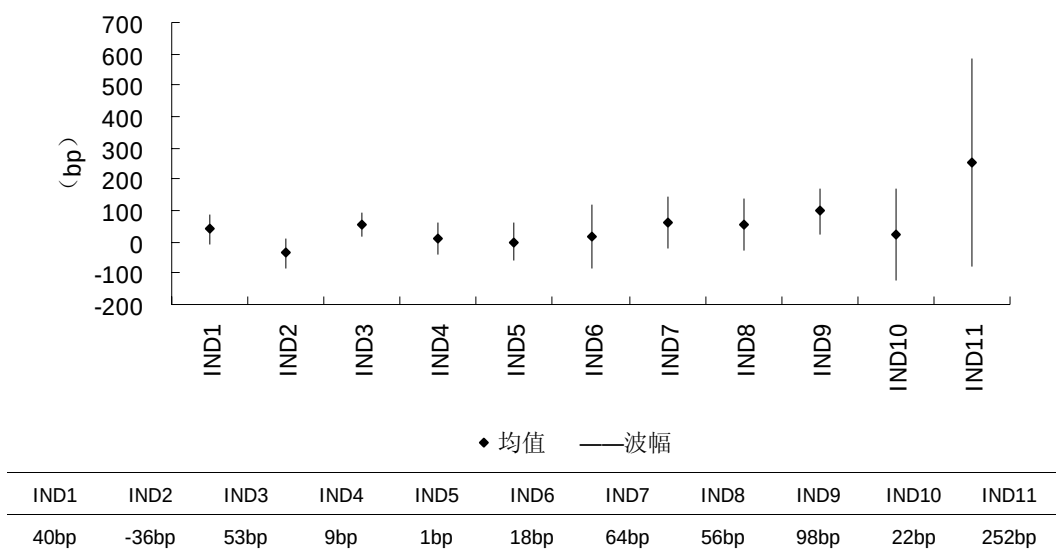
图六：不同信用等级短期融资券的交易利差对比



数据来源：中诚信国际，Wind 资讯

同时，行业也是影响短期融资券交易利差的重要因素。从我们的分析中可以发现，电信服务、公用事业和运输三个行业的利差水平较低；而日常消费和医疗保健两个行业的利差水平则较高，其中医疗保健行业的平均利差水平甚至高达 252 个 bp。

图七：不同行业短期融资券的交易利差对比



IND1 至 IND11 代表的行业依次为：材料、电信服务、工业（资本货物）、工业（运输）、公用事业、金融、可选消费、能源、日常消费、信息技术、医疗保健。
 数据来源：中诚信国际，Wind 资讯

短期融资券市场小结与展望：在振荡中维持现有走势

2008 年头两月，由于 CPI 接连攀上新高，市场对加息的预期日益强烈，使得短期债券品种更受投资者的青睐；另一方面，由于雪灾、春节和“两会”等因素的影响，央行并没有在此期间实施过度紧缩的货币调控政策，加之股市低迷和债券基金的批量发行，使得债市资金面较为宽裕，在很大程度上造成了此轮债市的“小牛市”行情。

但在 3 月上中旬“两会”召开后，为了对冲大量央票到期所释放的流动性和遏制大众的通胀预期，央行进一步提高法定存款准备金率的可能性加大，如通货膨胀压力过大，央行还可能会择机提高利率，这将对长期债券市场形成较大影响，对短期融资券市场的影响相对较小。

在当前较为复杂的宏观经济金融形势下，短期融资券以其较短的持有期、相对较好的信用品质和较高的收益水平，仍将得到市场的广泛关注，交易活跃度将进一步提高。我们预计，随着 3 月份央行调控政策的陆续出台，短期融资券市场的总体收益率水平将会在持续振荡中有所上升，企业融资成本上升的同时也提高了短期融资券对投资者的吸引力。而另一方面，由于当前国内外经济形势的不明朗，市场投资者对债券的信用质量要求可能会进一步加强，这可能会导致短期融资券信用等级间利差水平的进一步扩大，市场结构分化的趋势将日渐明显。

撰稿人：中诚信国际信用评级有限公司韩翔