

信用评级研究

第 54 期

2007 年 12 月 29 日

报告编号 2007016(R)

作者

韩 翔

010-66428877-513

xhan@ccxi.com.cn

其他联系人

研究咨询部

陈代娣

010-66428877-553

ddchen@ccxi.com.cn

公司评级部

任伟红

评级副总监

010-66420807

whren@ccxi.com.cn

客户关系部

刘 晖

010-66428877-508

hliu@ccxi.com.cn

公司网站

[www: ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

关于短期融资券发行及交易情况的分析 报告(2005-2007)

概要

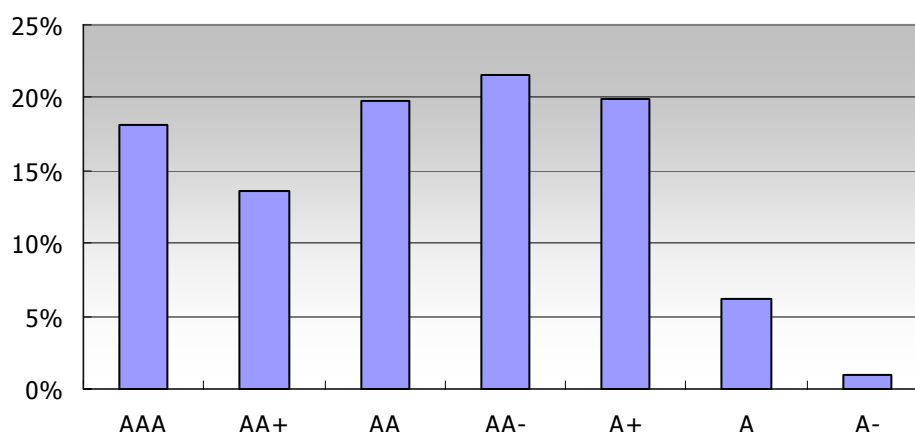
- 从信用评级情况来看,主体信用等级大致呈现出“两头少,中间多”的正态分布形态,但我国的短期融资券市场在一定程度上仍然呈现出“头重脚轻”的分布形态。
- 在信用等级的迁移方面,大多数的受评企业在三年间都维持在原有的信用等级之上,而未发生变化,保持了很高的稳定性。
- 从三年的平均水平来看,各等级短券的发行利率基本保持着随等级下降而上升的趋势。伴随着 SHIBOR、央行票据收益率等市场基准利率的上升,短期融资券的发行和交易利率也出现了稳步升高的态势,而且低等级债券的增幅大于高等级债券。
- 各信用等级间的利差差异均较为显著,说明信用评级结果充分体现了信用风险的差异,并为市场定价提供了参考。

自 2005 年 5 月第一笔短期融资券发行上市以来，截至 2007 年 12 月初，共累计发行短期融资券 566 笔，发行金额逾 7500 亿元，市场存量约 3250 亿元。

一、已发行短期融资券的主体长期等级分布及迁移情况

从信用评级情况来看，在 436 笔拥有对应主体长期信用等级的短券中，大致呈现出“两头少，中间多”的正态分布形态（见图 1）。但我们发现由于当前短券发行企业的个数仍不是很多，且市场准入门槛相对较高，因此在总体上，我国的短期融资券市场在一定程度上仍然呈现出“头重脚轻”的分布形态，即 AAA 等高信用等级所占比重偏大，A 及 A 以下较低信用等级所占比重较小。

图 1：主体长期信用等级的占比分布（2005 年 5 月—2007 年 11 月）



在信用等级的迁移方面，由于当前发行主体的信用质量普遍较高，经营状况较为稳定，因此，大多数的受评企业在三年间都维持在原有的信用等级之上，而未发生变化。具体而言，共有 14 家受评企业的主体长期信用等级发生了变化，其中有 11 家的等级得到了提升，3 家的等级则被下调（包括 1 家的评级展望由“稳定”调整为“负面”）。而这些等级的变化幅度均在一个子级以内。

表 1 给出了两年多以来整体市场的信用等级迁移概率。可以看出，各等级的停留概率都在 90% 以上，而 AAA、AA+ 和 A- 三个等级的稳定性则高达 100%。这说明从总体上看，发行人的信用质量稳中有升，而信用评级结果也保持了很高的稳定性。

表 1：主体长期信用等级迁移概率矩阵

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.0%						

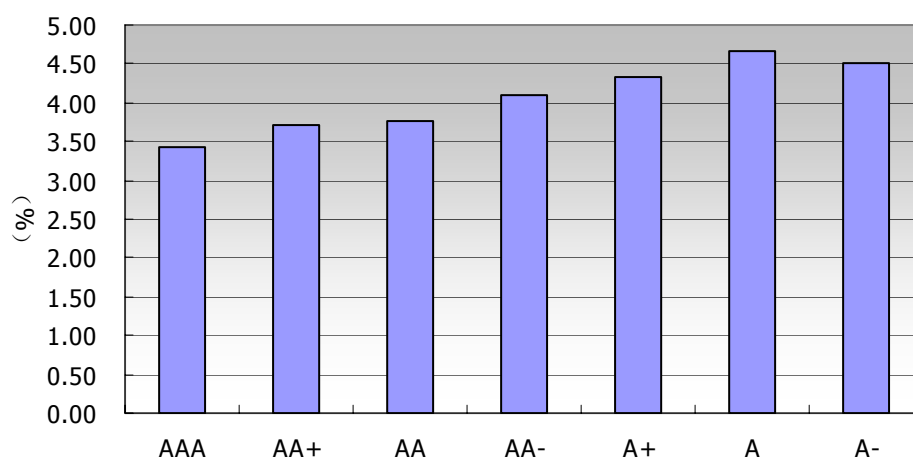
AA+		100.0%					
AA		3.5%	94.2%	2.3%			
AA-			2.1%	97.9%			
A+				5.7%	94.3%		
A					3.7%	96.3%	
A-							100.0%

二、短期融资券发行利差分析

1) 一级市场发行利差

从三年的平均水平来看，各等级短券的发行利率基本保持着随等级下降而上升的趋势。而由于 A-级短券较少，且多发于市场基准利率水平较低的时期，因此该等级的发行利率同总体趋势有一定偏离（见图 2）。

图 2：短期融资券发行时到期收益率分布（2005 年 5 月—2007 年 11 月）



在两年多的时间里，国内的经济、金融环境发生了较大的变化。尤其是进入 2007 年以来，经济运行偏热的趋势日渐明显，稳中偏紧的宏观调控政策使得市场利率水平出现了明显的上扬（见图 3 和图 4）。最新的 SHIBOR 已接近 4.5% 的历史高位，并在市场强烈的加息预期下呈现出继续上涨的趋势。

图 3：一年期 SHIBOR 走势（2006 年 10 月—2007 年 11 月）

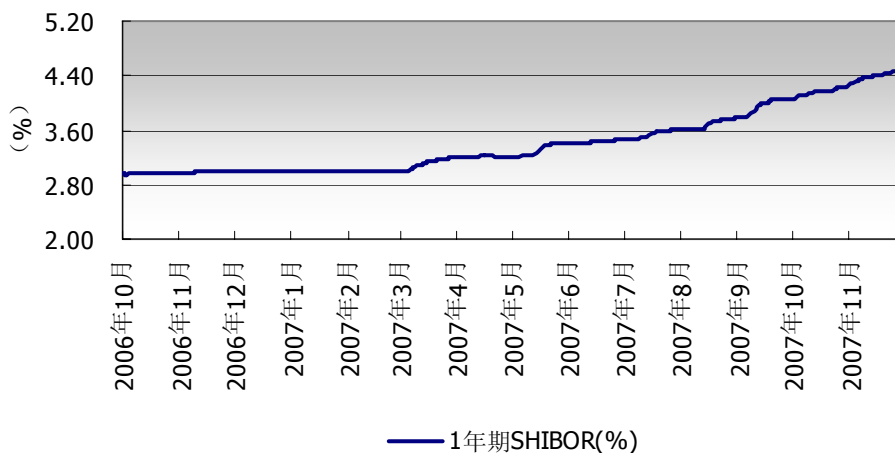
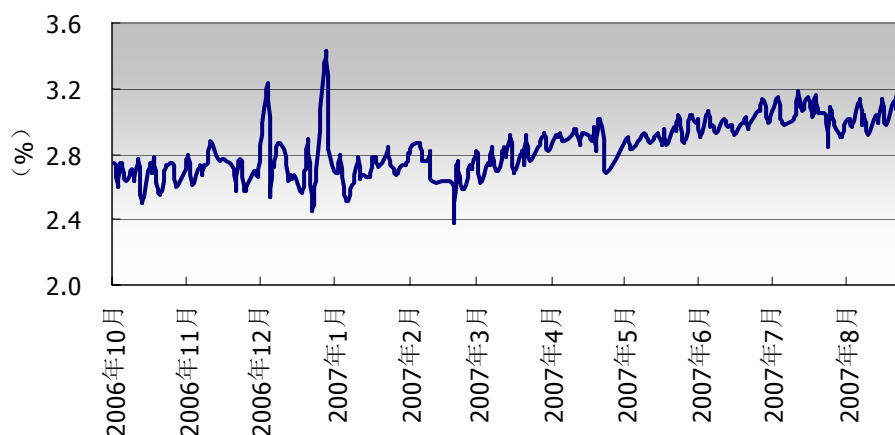


图 4：央票二级市场收益率（2006 年 10 月—2007 年 9 月）



伴随着 SHIBOR、央行票据收益率等市场基准利率的上升，短期融资券的发行和交易利率也出现了稳步升高的态势。从图 5 中可以看出，三年来，不同等级的短券的年度平均发行收益率都有不同程度的上升。而图 6 给出了各等级短券平均发行收益率在此期间的总体增幅。AA- 及其以下各等级短券的收益率增幅最为明显，都超过了 50%；而 AA 及其以上等较高等级短券的收益率增幅较小。可见，市场基准利率水平的不断上升增加了企业通过短券进行融资的成本，其中主体等级较低的企业所面临的融资成本压力则更大一些。

图 5：各等级短期融资券年度平均发行收益率

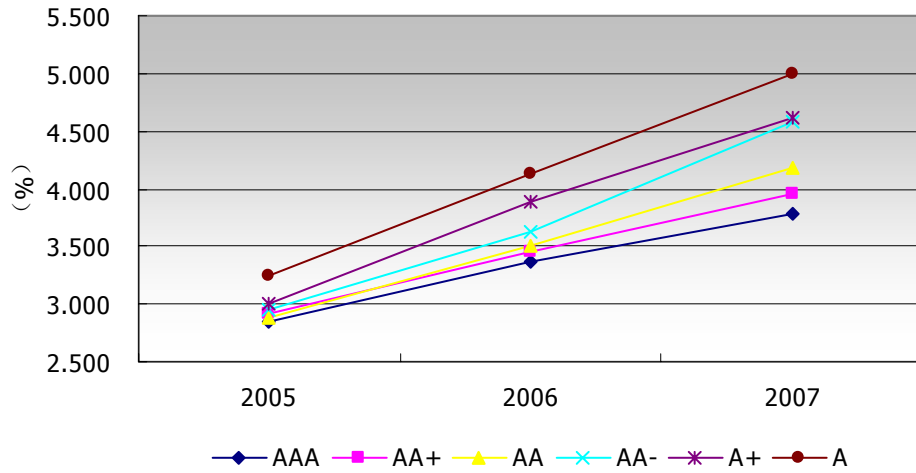
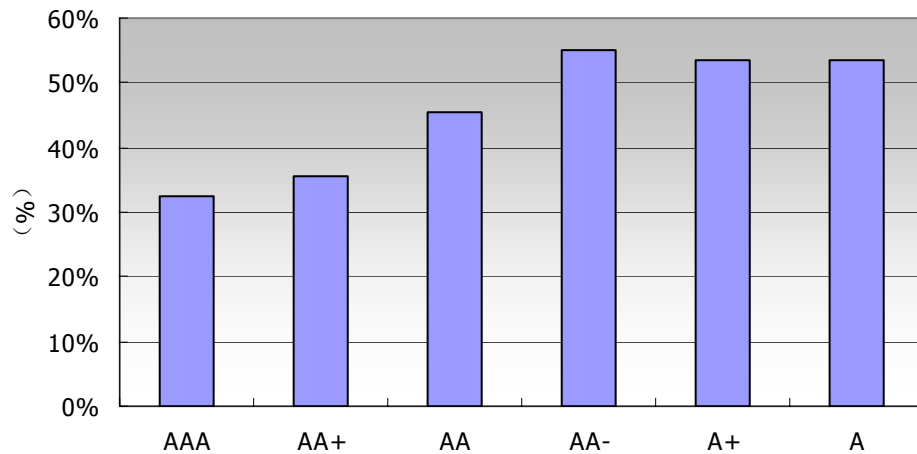


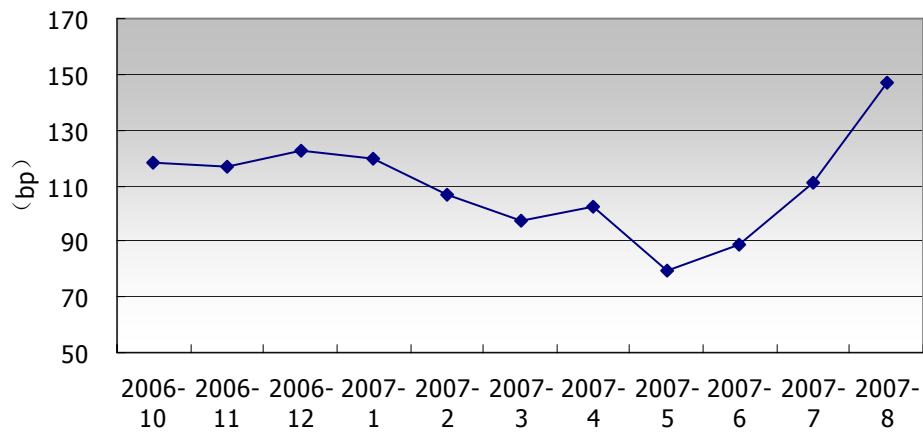
图 6：各等级短期融资券年度平均发行收益率增幅



从发行利差的演变趋势来看¹，自 2006 年 10 月起，月均发行利差逐步减小，至 2007 年 5 月时达到最低点（约 80 个 bp）；随后发行利差迅速升高，至 2007 年 8 月时则创出了约 150bp 的历史新高（见图 7）。

¹ 本文中所有利差的计算均采用当日央行票据的二级市场到期收益率作为基准利率。该基准利率的数据期间为 2006 年 10 月至 2007 年 8 月。

图 7：月均发行利差走势（2006 年 10 月—2007 年 8 月）



为了评估不同信用等级短券利差的差异情况，我们按照信用等级对短期利差进行了分类统计，并进行了方差分析²。表中用黑体标出了等级间均值差异不够明显的等级组合（按 5%的置信水平进行判断）。可以看出，除了 A+和 A 级短券以外，其它各信用等级间的利差差异均较为显著，说明信用评级结果充分体现了信用风险的差异，并为市场定价提供了参考。

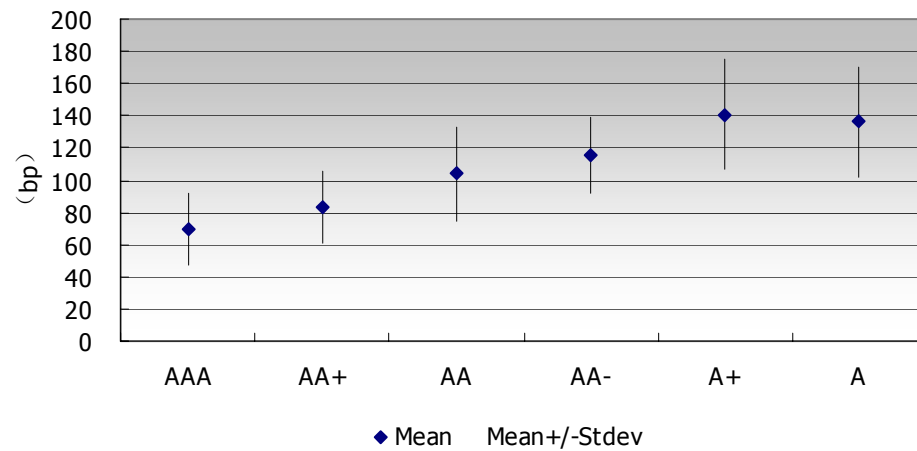
表 2：各信用等级短期融资券发行利差的方差分析

P 值（5%置信度）	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	1.000	0.015	0.000	0.000	0.000	0.000
AA+	0.015	1.000	0.001	0.000	0.000	0.000
AA	0.000	0.001	1.000	0.039	0.000	0.001
AA-	0.000	0.000	0.039	1.000	0.000	0.010
A+	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.620
A	0.000	0.000	0.001	0.010	0.620	1.000

而图 8 则具体给出了各信用等级短期融资券发行利差的均值和加减一个标准差的波动范围。

² 关于信用利差的方差分析，请参考“信用评级研究”第 49 期《短期融资券信用价差估测与应用》。

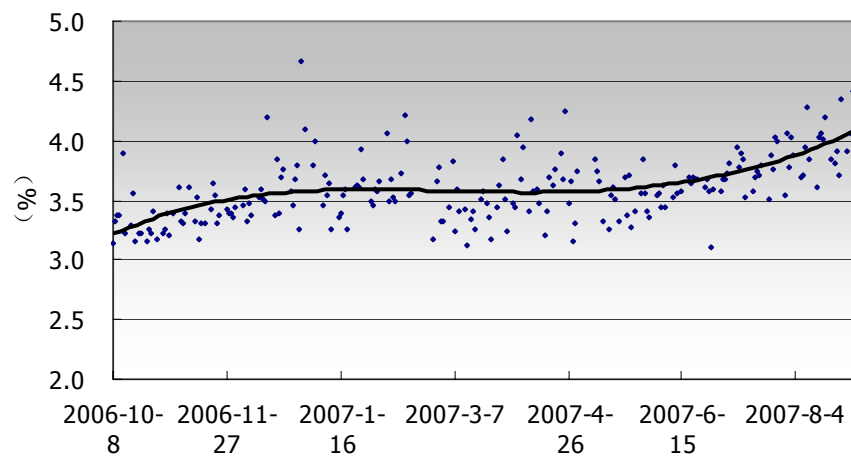
图 8：各等级短期融资券一级市场到期收益率均值与标准差（2006 年 10 月—2007 年 8 月）



2) 二级市场交易利差

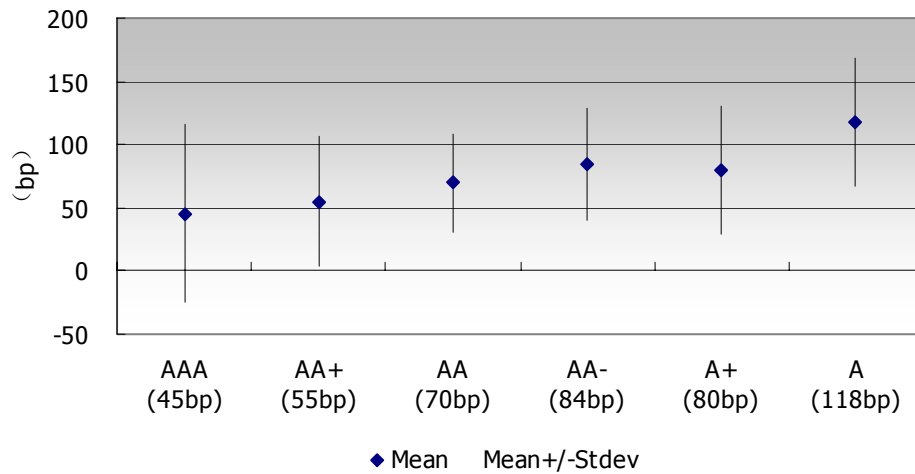
从二级市场的交易情况来看³，单日交易的平均到期收益率走势基本与基准利率保持一致（见图 9）。而采用同期央票二级市场交易到期收益率作为基准利率，计算得出的各等级利差水平如图 10 所示。

图 9：短期融资券二级市场到期收益率走势（2006 年 10 月—2007 年 8 月）



³ 囿于二级市场交易数据的收集问题，以下关于二级市场的数据分析仅以 2006 年 10 月至 2007 年 8 月为限。

图 10：各等级短期融资券二级市场到期收益率均值与标准差（2006 年 10 月—2007 年 8 月）



最后，我们对上述二级市场交易利差进行了方差分析，用以检验不同信用等级间的利差差异是否显著，如表 3 所示。P 值越小，则说明两者间利差均值相等的概率越低，因此也就说明上述两等级间的利差均值有显著的差异性。表中用黑体标出了等级间均值差异不够明显的等级组合（按 5%的置信水平进行判断）。

表 3：各信用等级短期融资券交易利差的方差分析

P 值（5%置信度）	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	1.000	0.190	0.000	0.000	0.000	0.000
AA+	0.190	1.000	0.005	0.000	0.000	0.000
AA	0.000	0.005	1.000	0.003	0.048	0.000
AA-	0.000	0.000	0.003	1.000	0.471	0.000
A+	0.000	0.000	0.048	0.471	1.000	0.000
A	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

而按照评级机构进行分类的二级市场交易利差，则在一定程度上说明了市场投资者对信用评级机构等级的认可程度。通常认为，利差较小意味着投资者对该评级机构给出的信用评级结果具有较大的认可度⁴。

表 4：各评级机构承评短券利差的方差分析

P 值（5%置信度）	中诚信	大公	联合	远东	新世纪
中诚信	1.000	0.015	0.093	0.000	0.021

⁴ 当然，影响二级市场交易利差的因素还有很多，此处只是一个粗略的比较。

大公	0.015	1.000	0.466	0.003	0.494
联合	0.093	0.466	1.000	0.001	0.237
远东	0.000	0.003	0.001	1.000	0.031
新世纪	0.021	0.494	0.237	0.031	1.000

图 11：各评级机构承评短期融资券二级市场到期收益率均值与标准差（2006 年 10 月—2007 年 8 月）

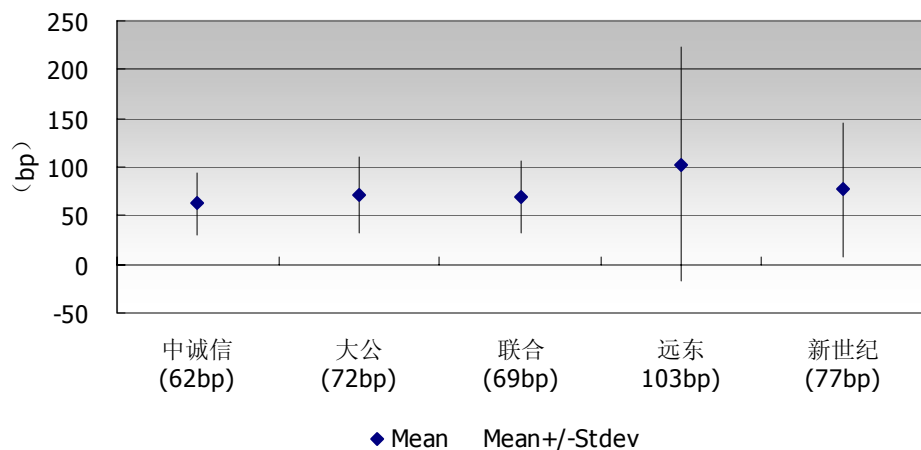


表 4 和图 11 给出了 5 家评级机构承评短券的利差均值、波动性和方差分析的结果。从表 3 中可以看出，远东和其余 4 家的利差差异均很显著，而从图 11 中也可以看出其利差均值 103 个 bp，显著高于其余 4 家。

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a)中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限公司
(穆迪投资者服务公司成员)
地址: 北京市复兴门内大街 156 号
北京招商国际金融中心 D 座 12 层
邮编: 100031
电话: (86010) 66428877
传真: (86010) 66426100
网址: www.ccxi.com.cn

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO., LTD
An Affiliate of Moody' s Investors Service
ADD: 12th Floor, Tower D.
Beijing Merchants International Finance Center
No. 156, Fuxingmennei Avenue, Beijing, PRC. 100031
Tel: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
<http://www.ccxi.com.cn>