

2010 年第三季度短期融资券市场
利差分析报告



2010 年第三季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20101008-3

概要

时间: 2010 年 10 月 8 日

分析师:

黄 静
刘小平
刘雅南
孙恒志

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

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.lhratings.com

本季度,中国经济增速有所企稳,通胀预期和通胀压力仍在增强,在中国政府主动调控的背景下,中国宏观经济整体增速放缓趋势并没有改变,但这种经济下行风险具有可控性和递减性。本季度 7~8 月份资金面持续宽裕,8 月底开始,受多重因素影响,资金面出现紧张,债券市场收益率曲线在资金面和基本面的共同影响下,呈现出先抑后扬态势。

从发行量看,本季度短券市场延续第二季度放量发行趋势,共有 115 家企业累计发行短券 125 期,合计发行规模 2162 亿元,其中 8 月和 9 月短券发行规模显著增大。

从发行方式看,本季度付息式浮动利率的短券合计发行 11 期,较二季度增多 3 期,占本期发行总期数的 8.80%,占比较二季度提升 0.76 个百分点。在通胀压力和通胀预期增强背景下,预计付息式浮动利率短券的发行占比可能进一步提高。

从发行利率走势看,本季度受市场货币资金量、短券市场供求等因素的影响,短券市场发行利率呈现先抑后扬的走势。各主体发行利率均值整体较第二季度有所上升。

从相关性检验看,本季度 AA~AAA 等级主体所发短券发行利率与同期 Shibor 利率整体相关性水平偏低,但与定价估值体系的报价利率的相关性显著。

从一、二级市场利差空间看,随着非金融企业债务融资工具定价估值全面推行,本季度短券一、二级市场套利空间较二季度进一步缩窄,125 期短券一二级市场交易利差均值为 8.76BP。其中一二级市场交易正负利差在 2BP 以下合计 50 期,占发行总期数的 40%。

从各评级机构表现看,本季度由于定价估值的推行,在一定程度上弱化了一级市场对各评级机构间信用等级的差异,使得四家评级机构在 AA~AAA 整体检验结果趋于相同。

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 7 月 1 日~2010 年 9 月 30 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

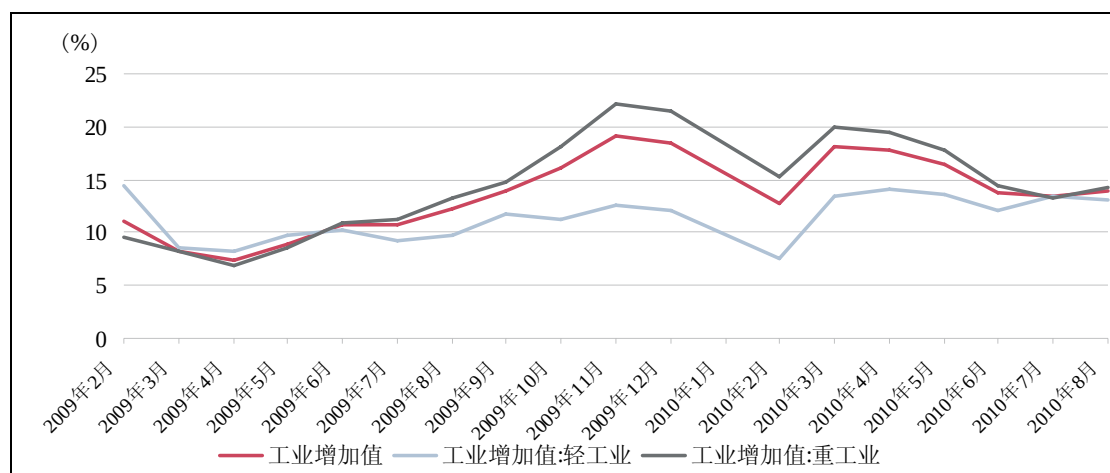
一、宏观环境

本季度，中国经济增速有所企稳，通胀预期和通胀压力仍在增强，在中国政府主动调控的背景下，中国宏观经济整体增速放缓趋势并没有改变，但这种经济下行风险具有可控性和递减性。本季度 7~8 月份资金面持续宽裕，8 月底开始，受多重因素影响，资金面出现阶段性紧张，债券市场收益率曲线在资金面和基本面的共同影响下，呈现出先抑后扬态势。

基本面——宏观经济主要指标由下滑转为企稳，但整体增速放缓趋势没有改变

本季度规模以上工业增加值在经历 7 月份的持续下滑后，于 8 月份止跌回升。根据国家统计局公布的数据，2010 年 1~8 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.6%，增速比上年同期加快 8.5 个百分点，比 1-6 月份回落 1 个百分点。从第三季度的运行情况看，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，延续 4~6 月份同比增速逐月回落局面，7 月份规模以上工业增加值同比增速比 6 月份回落 0.3 个百分点，其中重工业和轻工业分别同比增长 13.3% 和 13.5%，重工业和轻工业增速年内首次出现倒挂；8 月份，受益于重工业的阶段性恢复增长，规模以上工业增加值同比增长 13.9%，比 7 月份加快 0.5 个百分点，扭转了连续四月下降的局面，其中重工业和轻工业分别同比增长 14.2% 和 13.1%；但受中秋节所在月份错位因素（2009 年中秋节在 10 月份）等因素的影响，预计 9 月份规模以上工业增加值同比增速小幅回落已成为大概率事件。由于规模以上工业增加值在 8 月份的反弹基础尚不稳固，在调结构政策背景下，整体增速放缓趋势还将延续。

图 1 工业增加值月度同比增速变化情况



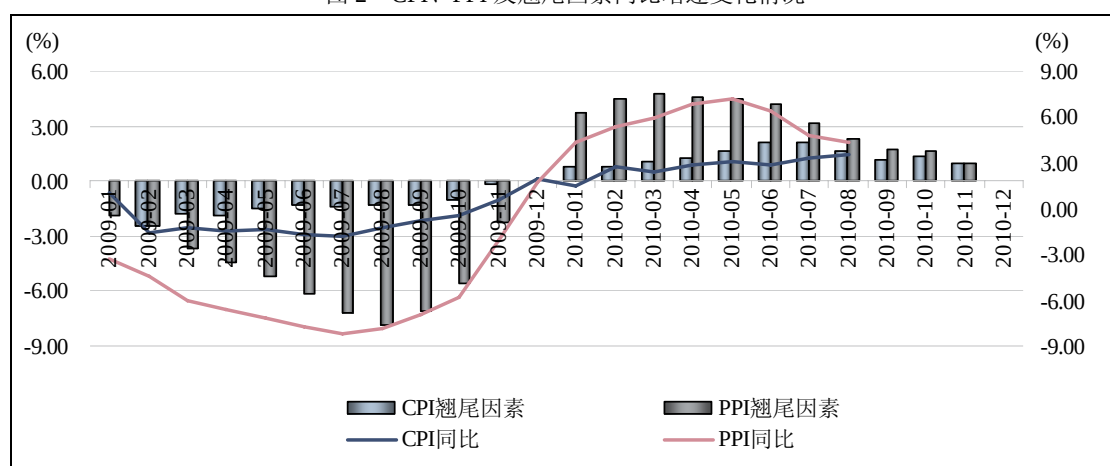
资料来源: wind 资讯、联合资信整理

从三驾马车运行情况看，投资、消费在本季度也经历了止跌回升的发展阶段，而出口增速有所回落，贸易顺差缩窄。①投资：2010 年 1~8 月份，城镇固定资产投资 140998 亿元，同比增长 24.8%，比 1-6 月份回落 0.7 个百分点。分月度看，7 月份固定资产投资同比增长 22.4%，较 6 月大幅下降约 2.5 个百分点，当月投资的快速下滑，主要原因在于二季度陆续出台的融资平台清理、节能减排，以及房地产市场调控等政策实施，导致新开工项目和重工业投资的大幅下降；8 月由于房地产投资阶段性反弹，带动固定资产投资增速上升，8 月份固定资产投资同比增长 23.9%，较 7 月份增长 1.5 个百分点，其中 8 月份房地产投资环比上涨 9%，同比增长 31%。房地产投资环比增速出现回升持续性较差，政府相关宏观调控政策作用仍将发力，预计 2010 年第四季度固定资产投资

将呈现稳中有降走势。②消费：2010年1~8月份，社会消费品零售总额97492亿元，同比增长18.2%，与1-7月持平。分月度看，7月份社会消费品零售总额同比增长17.9%，比6月份回落0.4个百分点；受8月份房产下游产业以及汽车消费回暖拉动，社会消费品零售总额同比增长18.4%，比7月份加快0.5个百分点。同时受双节影响，消费数据将在9月份出现明显的季节性上涨。③出口：2010年1~8月，中国进出口总值18755.8亿美元，同比增长40%，其中出口9897.4亿美元，同比增长35.5%，进口8858.4亿美元，同比增长45.5%，贸易顺差为1039亿美元，同比减少14.6%。受406类商品在2010年7月下旬开始取消出口退税以及国外需求减弱影响，8月份出口较7月放缓3.68个百分点，同时进口在8月份环比上升12.5个百分点，导致当月贸易顺差环比减少30.4%。

本季度CPI和PPI同比指数呈现分化走势。其中CPI受翘尾因素和新涨价因素的叠加影响连创年内新高，7月、8月CPI同比分别增长3.3%和3.5%，其中8月份CPI在翘尾因素见顶回落的背景下再次冲高，这与食品价格的快速走高密切相关。根据商务部发布的每周食用农产品价格指数，9月份食品价格仍呈现上行趋势，预计9月份CPI同比将继续创出年内新高，三季度通胀压力和通胀预期仍在增强。而PPI，主要受翘尾因素的影响，自6月份开始逐步回落以及前期国际大宗商品价格快速回落的共同影响下，PPI从6月份开始见顶回落，7月份和8月份延续回落态势，同比增速分别为4.8%和4.3%。PPI和CPI走势分化，随着PPI的回落，未来PPI向CPI传导通胀的压力有望缓解。

图2 CPI、PPI及翘尾因素同比增速变化情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

总体看，本季度中国经济在经历季初的温和回落之后，在8月份开始企稳，经济增长好于预期，但整体经济增速放缓的大趋势没有改变，通胀压力和通胀预期仍在增强。

政策面——宏观政策的主基调是保持政策的稳定

2010年下半年宏观政策的主基调是保持政策的稳定，核心是处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系。

财政政策方面，本季度地方融资平台清理已取得初步进展，7月下旬以来城投债的重新开闸也为地方基础设施建设提供了保证。2010年9月1日，发改委提出“下半年要全力完成两年4万亿的投资计划，要求加快推进中央投资项目建设，确保已下达投资计划的项目在中央检查组秋季检查前按要求如期开工”，“当前要全力推进中央投资项目顺利完成并发挥效益，在确保质量的前提

下加快项目实施”。同时，住建部9月20日提出，为加大保障性安居工程建设力度，中央财政692亿元专项补助资金已全部下达，各地9月底前必须实现保障安居工程全部开工，年末建成或基本建成的要达到60%以上。发改委重申4万亿投资计划推进问题，住建部对于安居房在年内建设进度的明确，显示在当期经济增速放缓、固定资产投资回落的背景下，以上调控措施落实有助于确保经济的平稳过渡。同时根据财政部公告的财政收支情况，2010年1~8月中国实现财政收入5.67万亿，同比增长23.6%，完成预算收入的76.6%，实现财政支出4.60万亿，同比增长19.2%，低于财政收入增幅4.4个百分点，且仅完成预算支出的54%；2010年1~8月财政盈余1.07万亿，而年初制定的赤字计划为1.05万亿，预计2010年第四季度财政支出空间较大，财政政策将处于一个宽松的环境。

产业政策方面，节能减排和房地产调控仍是政策重点。①节能减排：根据“十一五”规划要求，2010年单位GDP能耗比2005年要降低20%左右。根据国家统计局公布的数据，2006至2009年中国累计单位GDP能耗降幅为15.69%，2010年上半年出现反弹，GDP单位能耗同比上升0.09%，因此5%左右的能耗下降指标将集中在2010年下半年，三季度各地出现的“拉闸限电”正是这一政策的反应。同时，2010年8月份工信部公告了水泥、造纸、印染、焦炭、炼铁、铁合金等18个工业行业2087家淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在2010年9月底前关闭。②房地产调控：自2010年4月17日中央出台了房产新政后，房地产投资高速增长态势有所回落，但8月份以来，全国部分城市房地产成交量迅速反弹，房价上升的内在驱动力也在增强，国土资源部、住建部在9月份联合下发《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，9月30日，国家有关部委分别出台遏制部分城市房价过快上涨的文件，内容上主要还是以重申、细化和加强落实“国十条”为主，其中信贷和税收政策更为严厉，中央对房地产的二次调控如期而至。节能减排和房地产调控政策的进一步落实，是宏观调控中调结构的重要举措，对于中国经济增速具有较强的拉低作用，结合相对宽松的财政政策对于未来经济的正面拉动作用，中国政府这些主动调控举措，使得中国经济整体增速放缓趋势具有可控性和递减性。

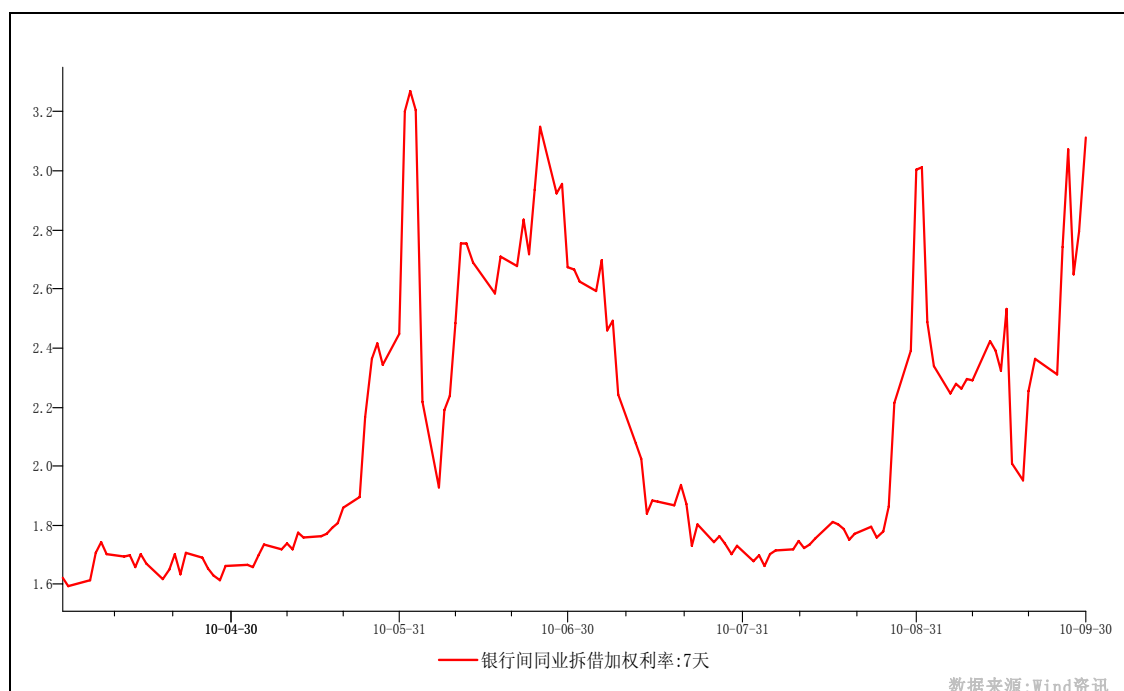
货币政策方面，央行实施适度宽松货币政策的整体思路未变，但在不同阶段货币政策工具的应用有所微调。从信贷政策来看，在投放节奏方面，虽然本季度7、8月份人民币新增贷款分别为5328亿元和5452亿元，信贷增量略超预期的5000亿元，但下半年整体投放量基本将控制在年初制定的“3:3:2:2”投放计划中；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、高耗能产业等的贷款投向仍采取了控制措施。从公开市场操作来看，结合资金流动性需要以及货币投放总体目标，央行灵活应用公开市场操作业务，其中7月份实现1100亿元资金的净投放，8月份实现1090亿元的净回笼，9月份实现净投放1290亿元。在公开市场操作业务工具选择上，由于本季度CPI连创新高，在尚未动用利率工具之前，现阶段货币当局主要采用发行3年期央票作为其管理远期通胀预期的重要工具之一，继2010年4月8日重启3年期央票后，三季度3年期央票发行量合计5380亿元，高于二季度750亿元。

资金面——整体资金面相对宽裕，受多重因素影响，资金面出现阶段性紧张

以银行间同业拆借7天质押式回购利率R007为代表的货币市场利率与银行间市场资金面具有较强的联动性，在此以R007来说明本季度资金面变化情况。本季度7月份起，银监会规范银信理财业务，要求表外资产在2010-2011年全部转入表内，以及央行在公开市场操作持续净投放资金，加上6月底季末效应的消除以及中行转债冻结资金解冻，6月份出现的资金面紧张状况开始缓解，

以 R007 为代表的货币市场利率由 7 月初的 2.66% 左右回落至 7 月底的 1.75% 左右；8 月份银行间市场资金持续宽裕，R007 主体区间运行在 1.80% 以下，8 月底受工行可转债发行（冻结资金约 2.6 万亿）及月末资金压力，短期资金受到阶段性冲击，R007 亦脉冲上行至 3.00% 左右；9 月初资金面得以缓解，但受中秋节和国庆节假日的现金需求影响，即使央行通过公开市场业务实行净投放，但节前资金面仍重现紧张局面，R007 在 9 月 20 日以后又呈现震荡上行趋势。总体而言，本季度资金面相对宽裕，受以上各因素影响，资金面出现阶段性紧张局面，货币市场利率 R007 在本季度呈现底部渐进抬高并夹杂较多脉冲变动特点。

图 3 货币市场利率—R007 变化情况（2010.4.1—2010.9.30）



债券市场——发行规模小幅下降，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率曲线先抑后扬

本季度债券市场发行规模合计 28444.93 亿元，同比下降 5.44%，其中以国债、代发地方政府债和央票为代表的利率产品整体发行规模合计 18549.30 亿元，同比下降 9.38%，以金融债、企业债、中票及集合票据、短券、公司债和可转债为代表的信用产品整体发行规模合计 9895.63 亿元，同比增长 2.95%，利率产品和信用产品中各细分品种增幅差异显著。具体表现在：

利率产品：（1）国债：2010 年以来，由于中央投资项目同比增速放缓，国债发行规模逐季度减少。2010 年三季度共发行国债 4556.30 亿元，同比减少 15.89%。（2）代发地方政府债：由于 2010 年计划发行的 2000 亿元代发地方政府债券于 6 月中下旬才启动，在三季度进入发行高峰期，受发行时间延后影响，三季度代发地方政府债券发行规模合计 1255 亿元，同比增长 268.04%，但全年计划发行规模与 2009 年相同。（3）央票：本季度央行在公开市场业务中以净投放为主，央票发行规模同比和环比均有所下降。本季度央票发行规模合计 12738.00 亿元，同比和环比分别下降 13.41% 和 18.24%，但央票发行规模占比仍稳居第一。

信用产品：本季度信用产品中除金融债券和公司债券发行规模下降外，其他各品种发行规模出现普涨，其中企业债和短券发行规模增速显著。（1）企业债：8 月份融资平台管理细则出台后，城投企业发债条件更趋明朗，发改委明确表示 2010 年下半年将加快企业债发行审批，计划完成

100-150 家企业审核。8 月份以来，以城投债为代表的企业债券发行提速，打破了本年二季度企业债券发行规模锐减的格局。三季度企业债券发行规模合计 1119.63 亿元，同比和环比分别增长 30.34%和 124.60%。（2）中票：本季度中票发行 1383.00 亿元，同比增长 4.22%。（3）短券：2010 年以来短券发行规模持续增长，本季度短券发行规模合计 2092.00 亿元，同比和环比分别增长 30.62%和 9.22%，其占比由 2009 年三季度的 5.32%提升至本季度的 7.35%。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年三季度		2010 年三季度		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
国债	5417.30	18.01	4556.30	16.02	-15.89
地方政府债	341.00	1.13	1255.00	4.41	268.04
央票	14710.00	48.90	12738.00	44.78	-13.41
金融债	5395.30	17.94	5009.00	17.61	-7.16
企业债	859.00	2.86	1119.63	3.94	30.34
中票	1327.00	4.41	1383.00	4.86	4.22
集合票据	--	--	10.70	0.04	--
短券	1601.55	5.32	2092.00	7.35	30.62
公司债	361.00	1.20	5.00	0.02	-98.61
可转债	68.40	0.23	276.30	0.97	303.95
合计	30080.55	100.00	28444.93	100.00	-5.44

资料来源：中国债券信息网、wind 资讯、联合资信整理

注：各债券品种统计起始日以发行日作为统计口径，与第二部分及以后按照起息日计算的短券发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，三季度债券市场收益率曲线整体呈现先抑后扬态势，但受资金面、基本面等多重因素的影响，收益率曲线走势阶段性明显，主要分为以下三个阶段：

第一阶段（7 月初-7 月底）：收益率快速下滑。这一阶段，银行监管压力释放，流动性重回宽松局面，虽然在 7 月下半月公开市场操作出现资金回笼迹象，股市反弹的“跷跷板”效应也进一步分流了市场资金，但整体资金面仍较为宽裕，资金面的回暖是该阶段债券市场收益率走势的主导力量。其中利率产品收益率降幅在 5-20BP 之间，信用产品收益率降幅在 25-35BP 之间，信用产品与利率产品的利差空间缩窄。

表 2 关键期限债券到期收益率变化情况（7.15-7.31）

债券品种	6 月 30 日 (%)	7 月 31 日 (%)	降幅 (BP)	债券品种	6 月 30 日 (%)	7 月 31 日 (%)	降幅 (BP)
国债（1 年期）	2.12	1.93	19	中短期票据 AAA(1 期)	3.03	2.69	34
国债（5 年期）	2.64	2.66	-2	中短期票据 AA+ (1 年期)	3.22	2.88	34
央票(1 年期)	2.34	2.19	15	中短期票据 AA (1 年期)	3.40	3.02	38
央票（3 年期）	2.72	2.67	5	中短期票据 AAA(5 年期)	4.08	3.82	26
企业债 AAA(5 年期)	3.94	3.73	21	中短期票据 AA+(5 年期)	4.43	4.11	32

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

第二阶段（8 月初-8 月底）：收益率短升长降，但波动较小。这一阶段，7 月份经济数据于 8 月中上旬公告，虽然 3.3%的 CPI 创下年内新高，但由于本国经济增速放缓，加之银信合作的叫停，投资者对于债市尤其是信用类债券的热情并没有因通货膨胀预期而受到影响，债券收益率小幅走低。8 月底，由于股票、债券的密集发行尤其是 250 亿工行可转债的申购，资金面阶段性吃紧，短期债券收益率上涨明显（短期利率产品仍下降），而长期债券收益率在基本面主导下仍维持下滑态势。

表 3 关键期限债券到期收益率变化情况 (7.31-8.31)

债券品种	7月31日 (%)	8月31日 (%)	增幅 (BP)	债券品种	7月31日 (%)	8月31日 (%)	增幅 (BP)
国债 (1 年期)	1.93	1.91	-2	中短期票据 AAA(1 期)	2.69	2.73	4
国债 (5 年期)	2.66	2.63	-3	中短期票据 AA+(1 年期)	2.88	2.90	2
央票(1 年期)	2.19	2.10	-9	中短期票据 AA(1 年期)	3.02	3.07	5
央票 (3 年期)	2.67	2.67	--	中短期票据 AAA(5 年期)	3.82	3.67	-15
企业债 AAA(5 年期)	3.73	3.66	-7	中短期票据 AA+(5 年期)	4.11	4.03	-8

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

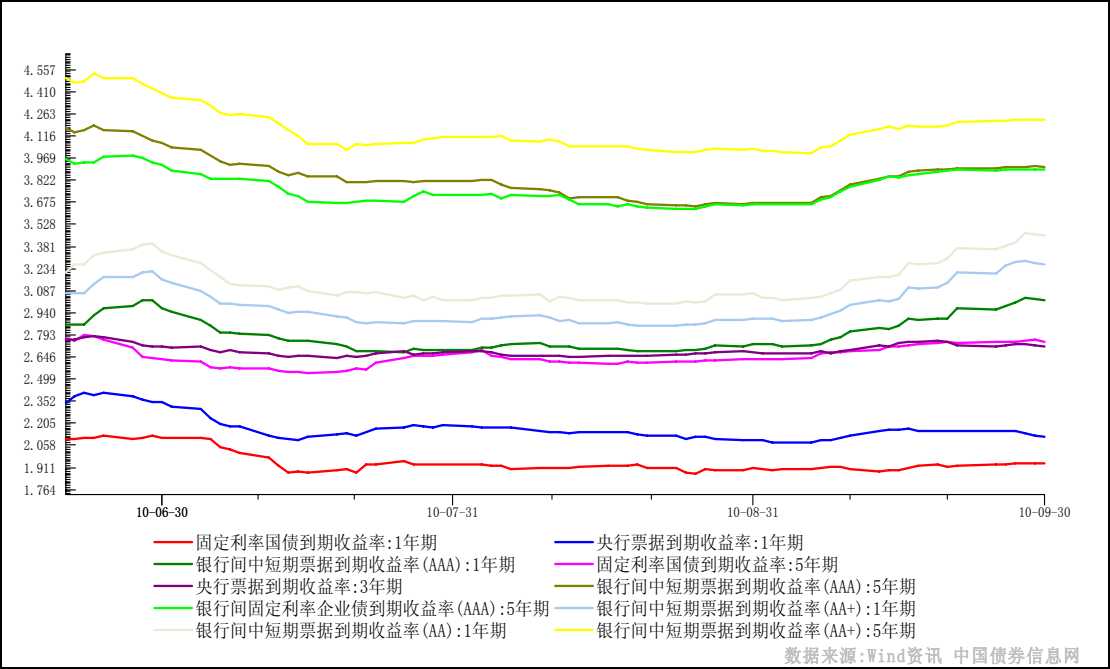
第三阶段 (9 月初-9 月底): 收益率短暂下降后迅速反弹, 短期债券收益率上升幅度更大。9 月初期, 因工行转债申购资金解冻, 加上央行通过公开市场业务实现净投放, 导致债券收益率曲线出现短暂下降; 9 月 11 日以后, 8 月份经济数据公告, 基本面好于预期, CPI 再创新高, 市场对于加息预期较强, 收益率开始向上调整; 9 月 20 日以后, 受中秋和国庆双节影响, 以及季末考核因素影响, 资金面重现紧张局面, 同时 8 月份以来, 信用类产品供给不断加大, 在资金供求失衡的情况下, 收益率曲线进一步抬升, 其中短期信用品种收益率上行更为明显, 9 月底银行间 1 年期中短期票据 AAA、AA+以及 AA 的收益率已经接近甚至超过 6 月底水平。

表 4 关键期限债券到期收益率变化情况 (8.31-9.30)

债券品种	8月31日 (%)	9月30日 (%)	增幅 (BP)	债券品种	8月31日 (%)	9月30日 (%)	增幅 (BP)
国债 (1 年期)	1.91	1.94	3	中短期票据 AAA(1 期)	2.73	3.02	29
国债 (5 年期)	2.63	2.75	12	中短期票据 AA+(1 年期)	2.90	3.26	36
央票(1 年期)	2.10	2.12	2	中短期票据 AA(1 年期)	3.07	3.45	38
央票 (3 年期)	2.67	2.72	5	中短期票据 AAA(5 年期)	3.67	3.91	24
企业债 AAA(5 年期)	3.66	3.90	24	中短期票据 AA+(5 年期)	4.03	4.22	19

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图 4 关键期限债券到期收益率三季度整体变化情况



二、 短券发行市场情况

短券发行家数和规模继续增长；高信用等级进一步集中；浮动利率债券发行增多

根据中国债券信息网统计数据，自 2005 年 5 月至 2010 年 9 月底，银行间市场累计发行短券 1455 期，实际发行规模 22271.50 亿元。截至 2010 年 9 月底，短券市场存量 6706.35 亿元。

表 5 本季度短券发行基本情况

项 目	2010 年三季度 (亿元)	与上年三季度同比 (亿元/%)		与本年二季度环比 (亿元/%)	
		2009 年三季度	同比增长率	2010 年二季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	2162	1601.55	34.99	2055.45	5.18
发行期数 (期)	125	71	76.06	112	11.61
发行家数 (家)	115	70	64.29	100	15.00
平均单笔发行规模 (亿元)	17.30	22.56	-23.33	18.35	-5.74

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：短券发行规模以起息日作为统计口径，下同。

本季度短券发行市场延续二季度快速增长态势。本季度共有 115 家企业累计发行短券 125 期。其中，信用债 122 期，有担保债 3 期，合计发行规模 2162 亿元。与 2009 年同期相比，发行期数、家数、规模均大幅增加；与 2010 年二季度环比，发行期数增幅不大，发行家数增加 15 家，发行规模增加 106.55 亿元。

分月度看，短券发行市场在 7 月份经历短暂低潮期后，8 月和 9 月发行规模放量增长，连续两月超过 800 亿元。其中，8 月新发短券规模达到 854 亿元，创 2010 年月度发行规模之最，剔除单只发行规模超过 100 亿的短券“10 国电集 CP03”（125 亿）和“10 铁道 CP05”（150 亿），8 月平均单笔发行规模达 17.03 亿元；9 月短券发行期数较 8 月大幅增加 18 期，发行规模较 8 月份略有下降，平均单笔发行规模下降。

表 6 本季度短券分月度发行情况

项 目	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月
发行规模 (亿元)	476	854	832
发行期数 (期)	35	36	54
发行家数 (家)	35	35	52
平均单笔发行规模 (亿元)	13.60	23.72	15.41
最大发行额度 (亿元)	100.00	150.00	100.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

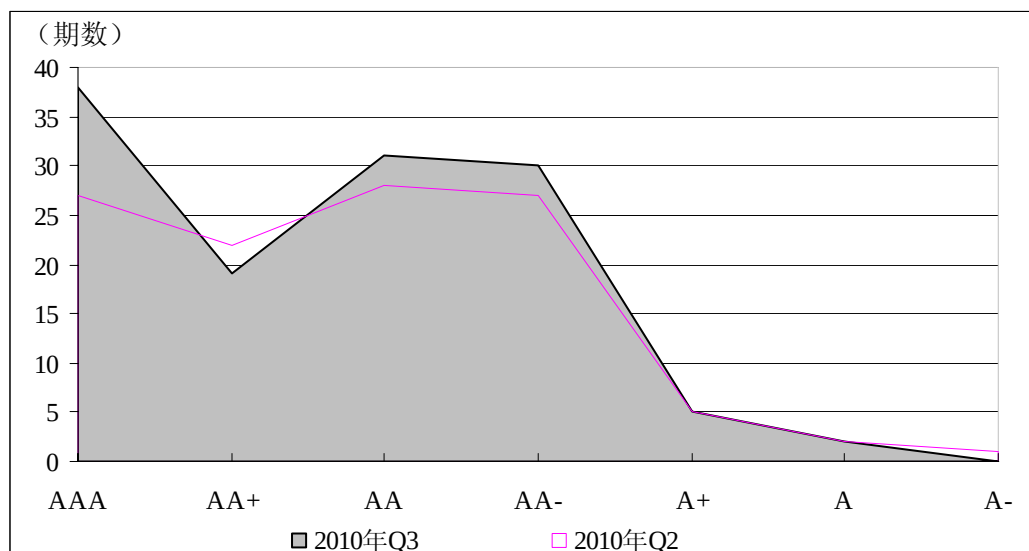
从发行期限看，本季度所发行的短券仍以 1 年期为主。其中，1 年期的共有 117 期，占 93.60%；1 年以下 8 期，占 6.40%。

从发行方式看，本季度出现 11 期付息式浮动利率的短券，较二季度增多 3 期，占本期发行总期数的 8.80%，占比较二季度提升 0.76 个百分点；采用单利（固定利率）发行的 114 期，占 91.20%。在通胀压力和通胀预期增强背景下，预计付息式浮动利率短券的发行占比可能进一步提高。

从图 5 可知，本季度短券主体信用等级继续向高信用等级集中，AAA 等级占比提升。本季度

115 家企业累计发行的 125 期短券中，AAA 级别发行 38 期，占 30.40%，较二季度提高 6.33 个百分点（见图 5）。

图 5 2010 年第三季度短券主体发行期数信用等级分布

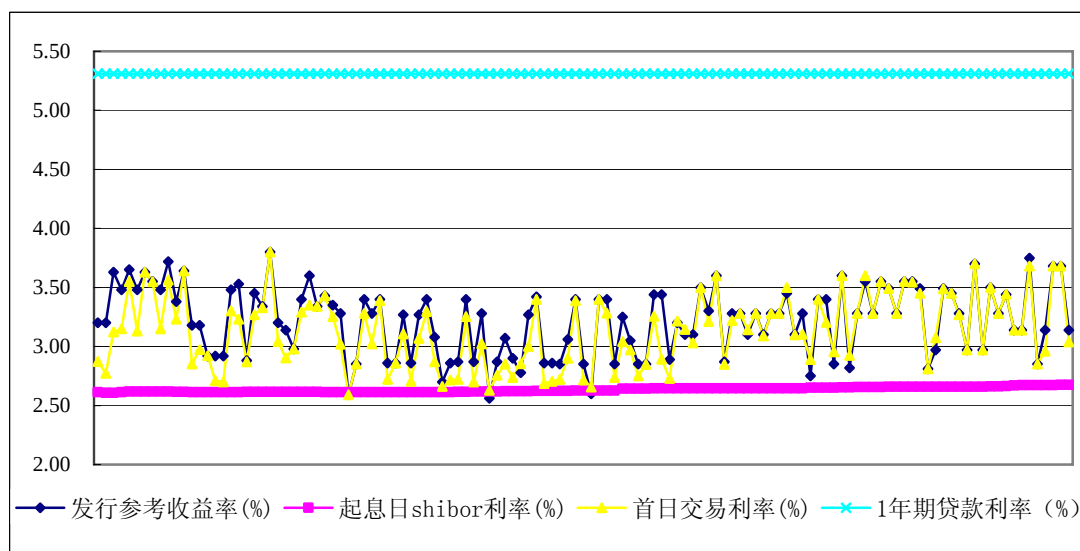


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

短券发行利率先抑后扬，定价估值对发行利率定价标杆作用显著

从短券发行利率看，本季度短券发行利率先抑后扬，整体小幅上行。但与同期贷款利率相比，本季度短券发行利率仍处于较低水平，仍具有一定成本优势（参见图 6）。

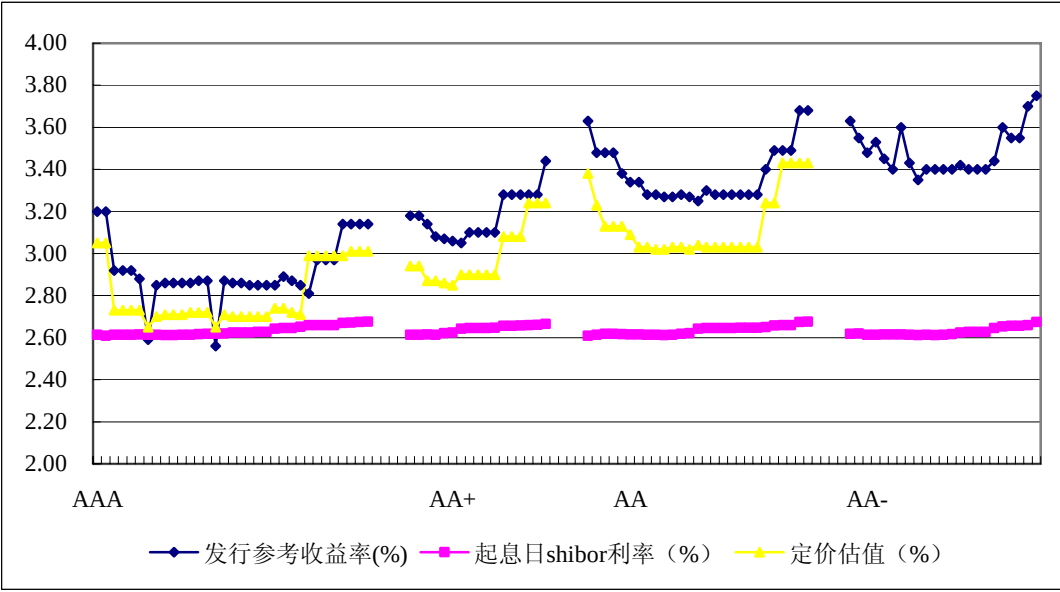
图 6 本季度短券发行利率与起息日 Shibor 利率、首日交易利率及一年期贷款基准利率对比



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

自 2010 年 6 月 4 日交易商协会通过《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》，债券一级市场利率定价估值全面推行。由图 3 可见，本季度 AAA~AA 主体等级短券发行利率和定价估值走势表现出显著一致性（详见图 7）。

图7 本季度各级别主体短券发行利率与 Shibor 和定价估值对比



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度短券发行利率经历“下探”、“波动上升”、“上升”三个阶段。7月份，尽管股市回暖，但整体市场资金面宽松，加之短券发行供给相对较少，短券发行利率整体呈小幅下行趋势，各主体平均发行利率均较6月有所下降。8月份，受资金面和基本面共同影响债券市场利率长降短升，加之8月短券供应规模集中释放，短券市场呈现供过于求的局面，进一步带动了短券整体发行利率的上涨，但受发行时点影响，不同信用等级主体所发短券涨幅呈现差异，AA-和AAA的发行利率较7月份有所上涨，AA基本持平，AA+反而有所下降。其中AAA主体等级平均发行利率增长最快，较7月平均增长25BP，其原因一方面来自发行时机，另一方面是AAA等级发行利率水平偏低，存在较大上调空间。9月份，通胀预期以及双节因素，导致市场资金层面紧张，而短券供给量仍延续放量态势，资金收紧和供求失衡导致短券发行利率继续上升（见表7）。

表7 本季度各级别发行主体对应的发行利率情况

主体级别	2010年6月		2010年7月		2010年8月		2010年9月	
	利率区间(%)	平均发行利率(%)	利率区间(%)	平均发行利率(%)	利率区间(%)	平均发行利率(%)	利率区间(%)	平均发行利率(%)
AAA	2.68~3.20	2.92	2.59~3.20	2.59	2.56~2.87	2.84	2.81~3.14	2.99
AA ⁺	2.92~3.44	3.19	3.14~3.18	3.14	3.05~3.08	3.07	3.10~3.44	3.22
AA	3.22~3.63	3.33	3.28~3.63	3.28	3.25~3.28	3.27	3.28~3.68	3.40
AA ⁻	3.20~3.75	3.39	3.35~3.63	3.35	3.40~3.42	3.40	3.44~3.75	3.60

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从本季度各信用等级平均发行利率看，由于本季度短券发行时点主要集中利率上行区间，9月短券发行期数占比达43.20%，使得本季度各主体级别下的发行利率平均值较上季度小幅上涨（15~19BP）。此外，受定价估值定价标杆作用影响，短券发行利率区间范围明显缩小。

表8 2010年2季度和3季度各级别发行主体对应的发行利率情况

主体级别	2010年2季度		2010年3季度		
	利率区间(%)	平均发行利率(%)	利率区间(%)	平均发行利率(%)	较上季度变化(BP)
AAA	2.45~3.20	2.76	2.56~3.20	2.91	15
AA ⁺	2.55~3.44	2.99	3.05~3.44	3.18	19
AA	2.60~3.63	3.20	3.25~3.68	3.38	18
AA ⁻	3.20~3.75	3.30	3.35~3.75	3.49	19

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

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年三季度短券发行主体共计115家，按照所有制性质划分，国有企业100家，占86.96%；民营企业合计15家，占14.04%。国有企业仍是目前短券的主要发行群体。

各地区短券发行热情高涨，华北、华东仍是短券主要发行地区

本季度发债企业积极性仍然较高。具体从发行主体地区分布来看，2010年第三季度发行主体合计115家，华东和华北两地区发债主体合计77家，占同期发债主体总家数的66.95%；华中地区发债主体为18家，占同期发债主体总家数的15.65%；西南、西北、东北地区发债企业相对较少，本季度分别有6家、8家、6家，其中新疆维吾尔自治区发债企业达6家，较上季度增加4家，同比增加较多。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，除华中地区外，其余地区发行主体地区集中占比仍保持60%以上。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、浙江省和上海市，其中北京市发行家数达到31家，占到本季度发行总家数的26.96%，较二季度占比明显上升。各地区重点发债省、直辖市详见表9。

2010年度三季度未参与短券发行的省份和地区相对上一季度由6个增加至本季度的7个，包括重庆市、贵州省、陕西省、青海省、黑龙江省、西藏自治区、宁夏回族自治区。

表9 2010年第三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	42	北京市	31	73.81
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	35	江/浙和上海市	25	71.43
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	6	四川省和云南省	6	100.00
华中	河南省、湖北省、湖南省、广东省、海南省、广西壮族自治区	18	广东省和湖南省	11	61.11
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	新疆维吾尔自治区	6	75.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	6	辽宁省和吉林省	6	100.00
合计	--	115	--	85	73.91

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中、农、工、建四家银行在短券承销市场仍占据主导地位

2010年第三季度参与短券发行的主承销商共计23家，其中包括3家证券机构。按承销额度统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达367亿元；工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、招商银行、中信银行分别位列前六位，承销额度均超过150亿元，其余银行承销额度不足150

亿元，其中恒丰银行和浙商银行承销额度最小，均为 5 亿元。

表 10 2010 年第三季度短券市场各主承销商承销情况

主承销排名	承销期数（期）			主承销排名	承销额度（亿元）		
	独立主承	联合主承	合计		独立主承	联合主承	合计
兴业银行	12	1.5	13.5	工商银行	82	285	367
光大银行	11	1.5	12.5	建设银行	45	303.5	348.5
农业银行	7	4	11	农业银行	39	195	234
招商银行	10	0.5	10.5	中国银行	138	48	186
中信银行	8	2.5	10.5	招商银行	142	25	167
建设银行	5	4.5	9.5	中信银行	89	64	153
工商银行	4	4.5	8.5	兴业银行	101	15	116
北京银行	7	1	8	交通银行	14	98	112
浦发银行	5	1	6	光大银行	73	17.5	90.5
中国银行	3	3	6	浦发银行	49	13.5	62.5
交通银行	3	2.5	5.5	北京银行	29	27.5	56.5
中国进出口银行	4	0.5	4.5	中信证券		56	56
民生银行	4		4	中国进出口银行	19	28.5	47.5
广发银行	3		3	光大证券	40		40
国开行	2	0.5	2.5	华夏银行		25	25
光大证券	2		2	民生银行	22		22
南京银行	1	1	2	中金		18.5	18.5
深发展	1	0.5	1.5	南京银行	15	2.5	17.5
中信证券		1.5	1.5	广发银行	13		13
中金		1	1	国开行	10	2.5	12.5
华夏银行		0.5	0.5	深发展	4	3	7
恒丰银行		0.5	0.5	恒丰银行		5	5
浙商银行		0.5	0.5	浙商银行		5	5
合计	92	33	125	合计	924	1238	2162

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：联合主承销期数和承销额度各家均按一半计算

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的短券共 12 期（见表 11），较二季度增加 6 期；合计发行额度达 1017 亿元，较二季度增加 167 亿元；占三季度发行总额度的 47.04%，较二季度占比提高 5.69 个百分点。以上 12 期债券中建设银行和工商银行分别参与 6 期和 4 期，显著提升了其承销规模。

表 11 2010 年第三季度大额短期融资券情况

债券简称	发行额度（亿元）	主承销商
10 华能 CP02	50	中国银行
10 中铝业 CP02	50	招商银行,北京银行
10 首钢 CP01	50	华夏银行,农业银行

10 中广核 CP02	57	建设银行,进出口银行
10 长电 CP04	75	建设银行,农业银行
10 武钢 CP02	80	中国银行
10 联通 CP02	80	建设银行,工商银行
10 铁道 CP04	100	工商银行,建设银行
10 中石集 CP01	100	建设银行,工商银行
10 中冶 CP02	100	中信银行,中信证券
10 国电集 CP03	125	农业银行,交通银行
10 铁道 CP05	150	建设银行,工商银行

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

按照承销期数统计，兴业银行为 13.5 期，位居首位；光大银行和农业银行分别为 12.5 期和 11 期，招商银行和中信银行均为 10.5 期，建设银行和工商银行分别为 9.5 期和 8.5 期，北京银行为 8 期，位列 2~8 位；其余各家银行承销均在 8 家以下，其中，华夏银行、恒丰银行和浙商银行均为 0.5 期，承销期数相对较小。

本季度，工、建、农、中四家银行仍在短券承销市场占据主导地位，承销规模位列本季度前四位。额度合计 1135.5 亿元，占 52.52%；招商银行、中信银行、兴业银行、交通银行、光大银行、浦发银行 6 家银行承销规模位列五至十位，承销额度合计 701 亿元，占比 32.42%，为市场第二大主力。

三、 短券利差分析

本季度发行的125期短券中，剔除11期付息式浮动利率、8期期限为1年内、3期担保债券，剩余短券样本共计103期，主体信用等级的样本量主要集中在AA-级以上（含AA-）高信用等级。

从短券的发行利率与同期 Shibor 利率相关性看，本季度 AA~AAA 等级短券发行利率与同期 Shibor 利率整体相关性水平偏低，其原因，一方面：Shibor 利率已处于低水平，下降空间有限，相比 7 月短券发行利率的下行走势，其变化平缓；另一方面：一级市场利率定价估值全面推行对主体 AA 等级以上（含 AA）发行利率具有显著的指导作用。通过检验，AA~AAA 主体定价估值体系的报价利率与对应发行利率相关性显著（见表 13）。

从短券的交易利率与同期 Shibor 利率相关性检验结果看，相对发行利率而言，其整体相关性水平较高。其主要原因是：二级市场对利率走势更为敏感，尽管定价估值对一级市场的发行利率具有较强的指导作用，但由于一、二级市场交易存在时间差，定价估值的周报模式相对日报的 Shibor 利率参考有所滞后。

表12 短券发行及交易利率与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
AA-	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	Enter	.658
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率		.703
AA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率		.360
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率		.760

AA+	发行利率		.634
	发行日 SHIBOR 利率		
	交易利率		.927
	交易日 SHIBOR 利率		
AAA	发行利率		.430
	发行日 SHIBOR 利率		
	交易利率		.725
	交易日 SHIBOR 利率		

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；

注：本季度发行的 125 期短券中，剔除 11 期附息式浮动利率、8 期期限为 1 年内、3 期担保债券，剩余短券样本共计 103 期，作为此处样本。

表13 短券发行利率与定价估值相关性检验结果

主体级别	模型变量	方法	复相关系数 R
AA	发行利率 发行日定价估值报价利率	Enter	.912
AA+	发行利率 发行日定价估值报价利率		.911
AAA	发行利率 发行日定价估值报价利率		.828

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理；各主体级别下样本均剔除发行期限不足 1 年、担保、浮动利率样本，其中 AAA 序列样本剔除 3 期重点 AAA 等级样本。

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。由于本季度短券债项级别全部为 A-1，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，利差呈现“两头高中间低”形态

通过表 14 可以看出，短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级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。②随着定价估值的推行，纳入定价估值体系的 AA~AAA 等级的发行利差空间较一季度略有缩小，其中 AA~AAA 等级利差 I 均值分别较二季度减少 3BP、2BP 和 6BP。此外 AA~AAA 等级发行利率区间波动范围也有明显收窄趋势。③AAA 至 AA+之间级差较第二季度增大 4BP，但 AA-至 A+之间级差较第二季度减小 12BP。其原因 AAA 等级中存在一部分超 AAA 等级，进而拉低发行利率的平均值，增大与 AA+的级差；本季度 A+发行样本量仅为 2 期（剔除浮息发行），且均在利率水平较低的 7 月发行，因此不具有实际参考价值。

表14 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	2.56~3.20	2.91	28	--	0.02	19	--	0.02
AA+	3.05~3.44	3.18	54	26	0.01	45	26	0.03
AA	3.25~3.68	3.38	74	21	0.02	61	16	0.03
AA-	3.35~3.75	3.49	86	12	0.01	78	17	0.02

A ⁺	3.65~3.72	3.69	107	21	0.00	94	16	0.00
A	3.80	3.80	118	12	--	118	25	--

注：统计数据为 2010 年三季度全样本中剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

资料来源：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 15 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 15 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。

表 15 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

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-	0.2061	0.25	0.1592	0.73
	AA	0.3217*	0.01	0.3300	0.07
	AA+	0.5300*	0.00	0.4906*	0.00
	AAA	0.7867*	0.00	0.7515*	0.00
AA-	A ⁺	-0.2061	0.25	-0.1592	0.73
	AA	0.1156*	0.03	0.1708*	0.01
	AA+	0.3239*	0.00	0.3314*	0.00
	AAA	0.5805*	0.00	0.5923*	0.00
AA	A ⁺	-0.3217*	0.01	-0.3300	0.07
	AA-	-0.1156*	0.03	-0.1708*	0.01
	AA+	0.2083*	0.00	0.1606*	0.03
	AAA	0.4650*	0.00	0.4215*	0.00
AA+	A ⁺	-0.5300*	0.00	-0.4906*	0.00
	AA-	-0.3239*	0.00	-0.3314*	0.00
	AA	-0.2083*	0.00	-0.1606*	0.03
	AAA	0.2567*	0.00	0.2609*	0.00
AAA	A ⁺	-0.7867*	0.00	-0.7515*	0.00
	AA-	-0.5805*	0.00	-0.5923*	0.00
	AA	-0.4650*	0.00	-0.4215*	0.00
	AA+	-0.2567*	0.00	-0.2609*	0.00

注：统计数据为 2010 年三季度全样本中剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

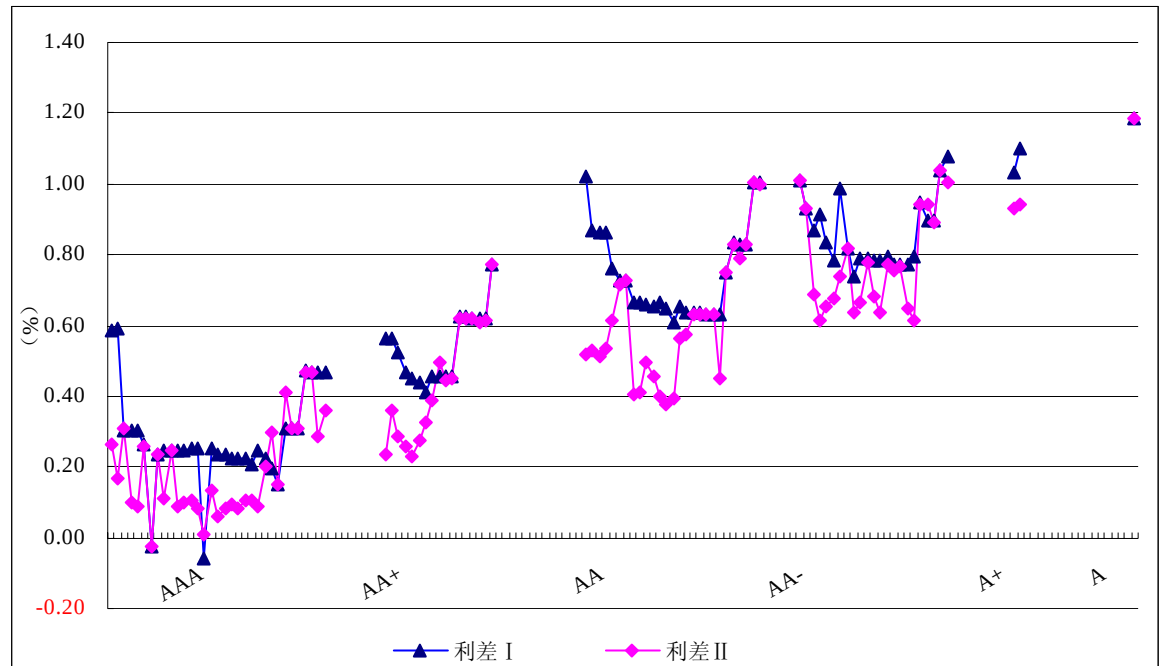
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 15 结果可见，一、二级市场方面，A⁺以下各信用等级主体短券的发行和交易利差均未能通过显著性检验。主要是 A⁺样本参考量少，且发行时期的整体利率水平相对偏低所致。

图 8 为本季度 103 期短券样本利差 I 和利差 II 走势，利差 I 和利差 II 均呈现两头高中间低形态，其中利差 I 更为显著，这吻合发行利率先抑后扬的走势。从利差 I 和利差 II 分布看，本季度 7、8 月，利差 II 整体分布于利差 I 下方，相对利差 I 水平较低，这主要是当时资金层面宽松，投资热

情相对高涨；但进入 9 月在资金收紧、双节因素以及通货预期等负面因素的影响作用下，投资逐渐趋于谨慎，致使利差 II 快速上移，与利差 I 重合，甚至超过利差 I 水平。

图 8 本季度各级别发行主体短券利差分布情况



注：统计数据为 2010 年三季度全样本中剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

总体看，短券发行人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很高，各主体级别短券发行利差差异化显著。

（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，以下仅从企业规模和所属行业两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 16 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 16 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 亿元及以上	34	2.95	32	0.03	22	0.03
100~500 亿元	41	3.32	68	0.05	57	0.06
50~100 亿元	16	3.45	82	0.02	71	0.03
低于 50 亿元	12	3.44	81	0.03	73	0.05

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

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 17），铁路、港口、电力、钢铁和石油化工行业发行利率均处于较低的利率水平，利差均值相对较低；纺织业整体信用等级偏低，且在人民币升值的背景下，其出口业绩受汇率影响的特点，使得其发行主体利率和利差处于相对高位。

表 17 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	3	2.75	12	0.08	15	0.07
港口	4	2.92	29	0.01	23	0.02
电力	13	3.11	48	0.06	32	0.08
钢铁	4	3.13	49	0.07	31	0.03
石油化工	3	3.13	50	0.07	47	0.03
基础设施投资	4	3.15	50	0.02	41	0.03
高速公路	7	3.16	53	0.08	39	0.05
交通运输	3	3.18	56	0.08	50	0.15
煤炭	3	3.22	58	0.01	49	0.01
有色金属	3	3.24	62	0.08	55	0.15
汽车	5	3.26	61	0.02	56	0.03
建筑	6	3.30	67	0.09	57	0.04
医药	4	3.31	69	0.06	52	0.10
制造	6	3.33	70	0.09	55	0.11
农业	7	3.39	75	0.06	70	0.09
造纸	4	3.42	79	0.06	78	0.06
物流贸易	4	3.47	84	0.03	72	0.06
纺织	3	3.65	102	0.04	95	0.07

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

2、发行期限与利差分析

发行期限在一定程度上影响短券的利差。发行期限越短，所发短券的平均利率水平越低，利差也随之减少。本季度所发行的短券仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期样本量的共有 103 期，占 92.79%；发行期限在 1 年以下的 8 期，占 7.21%，尽管 1 年期以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。

表 18 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	8	2.87	22	0.06	23	0.06
一年期	103	3.23	60	0.08	50	0.08

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率债券样本合计 14 期。

3、发行规模与利差分析

除发行主体的信用等级和期限结构外，发行规模也会在一定程度上影响短券的利差，表 19 为

本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 19 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	12	2.87	24	0.03	17	0.02
10~50 亿元	34	3.08	44	0.05	35	0.07
1~10 亿元	57	3.40	77	0.03	65	0.05

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

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 整体相关性很高，相关系数公式参见表 20。

表 20 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

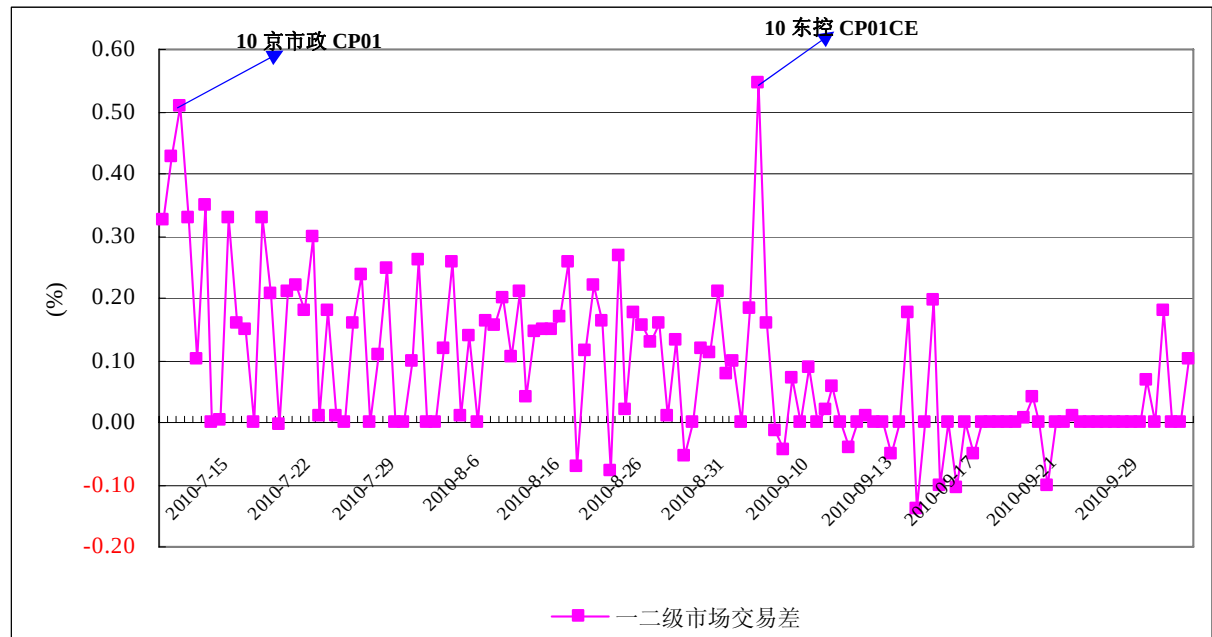
模型变量	方法	复相关系数 R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率 首日交易利率	enter	0.915	0.837	0.836	.000
利差 I 利差 II		0.913	0.833	0.832	.000

(1) 发行利率=0.532+0.862*首日交易利率

(2) 利差 I=0.165+0.873*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、期限为 1 年内债券样本合计 22 期。

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；数据为三季度全部样本。

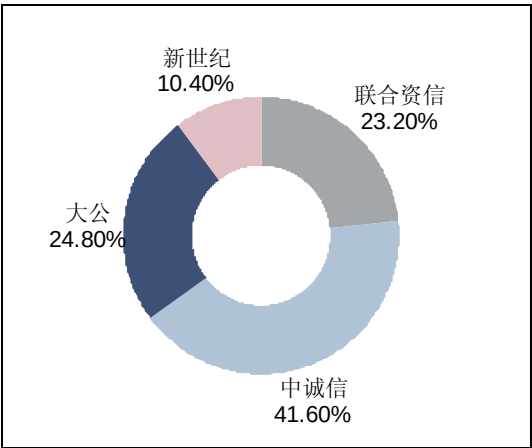
从不同信用等级的一、二级交易利差空间看（见图 9），随着非金融企业债务融资工具定价估值全面推行，本季度所发短券一、二级市场套利空间较二季度进一步缩窄，125 期短券一二级交易利差均值为 8.76BP，其中正负利差在 2BP 以下合计 50 期，占发行总期数的 40%；正负利差在 30BP 以上合计 8 期，且均为正值，占发行总期数 6.4%，其中包含一期担保债券。从一、二级交易利差走势看，由于债券发行与交易存在时间差，随着资金层面由宽转紧，一二级交易利差也呈现了由高至低，并逐渐趋于零界线，甚至低于零界线，呈现负利差。从本季度看，9 月以后的一二级交易利差为负的现象显著增多。

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 125 期短券评级报告，无双评级。从市场份额来看（见图 10），中诚信、大公和联合资信在中国短券评级业务市场仍处于领先地位。从 4 家评级机构本季度的客户质量看（见表 21），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 86.21%、98.08%、96.77%和 92.31%。

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 21 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	6	25	6	1	38
AA+	3	7	5	4	19
AA	4	12	12	3	31
AA-	12	7	7	4	30
A+	3	1	1	0	5
A	1	0	0	1	2
合计	29	52	31	13	125
其中：AA-以上占比	86.21%	98.08%	96.77%	92.31%	94.40%

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 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 22 各评级机构所评主体级别利差检验结

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
AA-	联合	10	0.8766	0.104	0.7737	0.143
	中诚信	5	0.8455	0.067	0.7688	0.140
	大公	6	0.8790	0.119	0.8421	0.146

	新世纪	2	0.7604	0.033	0.6368	0.003
AA	联合	3	0.6364	0.029	0.4770	0.132
	中诚信	11	0.6938	0.084	0.5915	0.141
	大公	11	0.8229	0.140	0.6702	0.215
	新世纪	2	0.7581	0.146	0.5497	0.022
AA+	联合	3	0.4947	0.113	0.4652	0.149
	中诚信	7	0.5553	0.079	0.4585	0.167
	大公	5	0.4701	0.031	0.3208	0.091
	新世纪	2	0.6997	0.106	0.6965	0.106
AAA	联合	6	0.2863	0.095	0.1981	0.110
	中诚信	20	0.3048	0.124	0.1954	0.132
	大公	6	0.1992	0.202	0.1411	0.158
	新世纪	1	0.2249	--	0.2029	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；剔除担保及浮动利率、期限为1年内债券样本合计22期。

发行市场方面，由于定价估值推行，四家评级机构在利差I均值和方差上的整体差异不大。AA-等级上，由于新世纪发行期数少，均值和方差最小，其他三家表现差异不大。交易市场方面，联合和大公表现相对较好。其中，联合在AA等级上的均值最小，在占比最大的AAA等级上的波动最小。整体看，定价估值在一定程度上弱化了一级市场对各评级机构间信用等级的差异，使得四家评级机构在AA~AAA整体检验结果趋于相同，不具有参考价值。