

# 我国企业债券一级半市场利差研究报告

安融信用评级有限公司

## 第一篇：我国企业债券一级半市场利差

### 统计分析

为了全面考察我国各省、自治区及直辖市的企业债券一级半市场利差状况，本报告从实证的角度出发，对 2010 年之后发行的企业债券依照行政区域划分进行统计分析，以便深入地了解各地区一级半债券市场的利差特征。

**样本期间：**2010 年 1 月至 2013 年 5 月

**样本范围：**全国各省、自治区、直辖市

**样本总量：**1042 只企业债券

**统计结果：**

(1) 全国企业债券一级半市场平均利差为 93.29BP，远远高于同时期中期票据和短期融资券一级半市场平均利差的 9.43BP 和 4.46BP。

(2) 全国各地企业债券市场普遍存在一级半市场利差，其中，14 个地区所发的债券中有 50%以上超过当月全国平均一级半市场利差；9 个地区发的债券中有 40%以上超过当月全国平均一级半市场利差。

(3) 个别省份（自治区、直辖市）的企业债券一级半市场利差比较突出，无论是超过比重还是超过幅度都明显高于其他地区。

#### 一、总体概况

本报告选取 2010 年 1 月至 2013 年 5 月发行的所有企业债券作为研究样本，采用债券票面利率与债券首日到期收益率之差作为一级半市场利差。经统计，在样本期间内全国共发行 1042 只企业债券，全国企业债券一级半市场平均利差为 93.29BP，利差超过这一水平的债券共计 476 只，占样本总数的 45.68%，利差超出幅度平均为 32.30BP。

表 1 企业债、中期票据和短期融资券一级半市场利差情况

(利差单位：BP)

年度	企业债	中期票据	短期融资券
2010	75.53731	6.576048	8.497322
2011	104.1297	11.26022	3.365935

2012	100.3655	9.23719	4.839536
2013	81.06401	8.984221	1.945345
平均	93.29	9.43	4.46

其中，各省、自治区、直辖市的企业债券一级半市场利差情况各不相同，本报告运用“样本总数”、“超过次数”、“超过比例”、“超过幅度总和”、“超过幅度均值”及“最大超过幅度”这六个指标对各地区的利差特征进行描述性统计。统计结果如表 2 所示（按照“超过比例”排序）：

**表 2 全国一级半市场利差统计结果表（幅度单位：BP）**

地区	样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
吉林	10	8	80.00%	386.3969	48.29961	157.8847
黑龙江	20	14	70.00%	504.0352	36.00252	120.3779
贵州	26	17	65.38%	352.3237	20.72492	64.58576
安徽	40	26	65.00%	1366.157	52.5445	190.0723
云南	34	22	64.71%	893.3458	40.60663	222.1806
甘肃	5	3	60.00%	78.79232	26.26411	47.8816
内蒙古	31	18	58.06%	566.0932	31.44962	79.8789
广西	21	12	57.14%	237.3796	19.78164	64.43879
四川	39	22	56.41%	417.3194	18.96906	65.77243
福建	36	20	55.56%	792.864	39.6432	225.1142
新疆	15	8	53.33%	263.6519	32.95649	124.0254
湖北	29	15	51.72%	453.744	30.2496	81.73825
浙江	97	49	50.52%	1229.813	25.09823	136.2129
宁夏	6	3	50.00%	106.3202	35.44008	54.86975
湖南	43	21	48.84%	538.2205	25.62955	114.0859
重庆	42	20	47.62%	627.856	31.3928	79.17252
天津	22	10	45.45%	259.9124	25.99124	57.9491
山东	71	32	45.07%	921.9875	28.81211	86.10242
江苏	148	66	44.59%	2184.309	33.09559	161.2802

陕西	25	11	44.00%	324.7732	29.52484	45.48609
河南	28	12	42.86%	441.7309	36.81091	109.6487
海南	7	3	42.86%	16.1463	5.382101	7.239002
辽宁	41	17	41.46%	737.0465	43.35568	184.0016
广东	32	12	37.50%	151.5035	12.62529	28.77711
江西	32	11	34.38%	688.7509	62.61372	190.98
上海	21	7	33.33%	256.7101	36.67288	109.4319
青海	3	1	33.33%	55.00609	55.00609	55.00609
河北	22	7	31.82%	334.1322	47.73318	118.7317
山西	24	7	29.17%	177.8154	25.4022	47.27255
北京	72	2	2.78%	11.29045	5.645226	8.389834
合计	1042	476	45.68%	15375.43	32.30132	225.114

其中，样本总数指：该省于此次考察期间发行的企业债总数；  
超过次数：该省个债的利差超过当月全国平均水平的个债数；  
超过比例：超过次数占该省总发债量（样本总数）的比例；  
超过幅度总和与均值：分别为该省所有利差高于当月全国水平的个债的超出幅度总和与均值。

**就超过比例而言**，吉林省企业债券一级半市场利差超过全国平均水平的比例最大，高达 80%，在所发行的 10 只企业债券中有 8 只债券的一级半市场利差超过当月全国过平均水平。其次是黑龙江省，共发行 20 只企业债券，超过只数有 14 只，超过比例为 70%。此外，还有四个地区的超过比例超过了 60%，它们分别是贵州、安徽、云南和甘肃，这些地区发行的企业债券出现较大利差的现象比较多见。各地区中，超过比例最低的是北京，在过去 41 个月内北京共发行企业债券 72 只，超过全国平均利差水平的仅有 2 只，超过比例为 2.78%。

**就超过幅度而言**，江西、青海和安徽的平均超出幅度最大，均在 50BP 以上；吉林、河北、辽宁和云南的超过平均幅度在 40BP 以上；超过幅度均值最小的是海南和北京，分别为 5.38BP 和 5.36BP；超过幅度最大的债券出现在福建和云南，最高超过幅度都达到 200BP 以上。

**将超过比例与超过幅度综合分析**，我们发现，依据全国企业债券一级半市场

利差的分布情况可以将各地区划分为四个区域（详见图 1）。区域一为重点关注区域，主要特征是一级半市场的利差超过比例高于 40%和平均超过幅度高于 40BP，包括吉林、安徽、云南和辽宁，可归为重点关注区域；区域二为较高关注区，主要特征是一级半市场的利差超过比例低于 40%，但是平均超过幅度高于 40BP，包括江西、青海和河北；区域三较低关注区，主要特征是一级半市场的利差超过比例低于 40%，平均超过幅度低于 40BP，包括北京，山西、上海和广东；区域四为一般关注区域，主要特征是一级半市场的利差超过比例高于 40%，平均超过幅度低于 40BP，这些地区的利差超过比例和平均超过幅度相对居中，包括除以上四个区域之外的其他地区，这个区域集中了全国的 19 个地区，占总地区数的 63.33%；

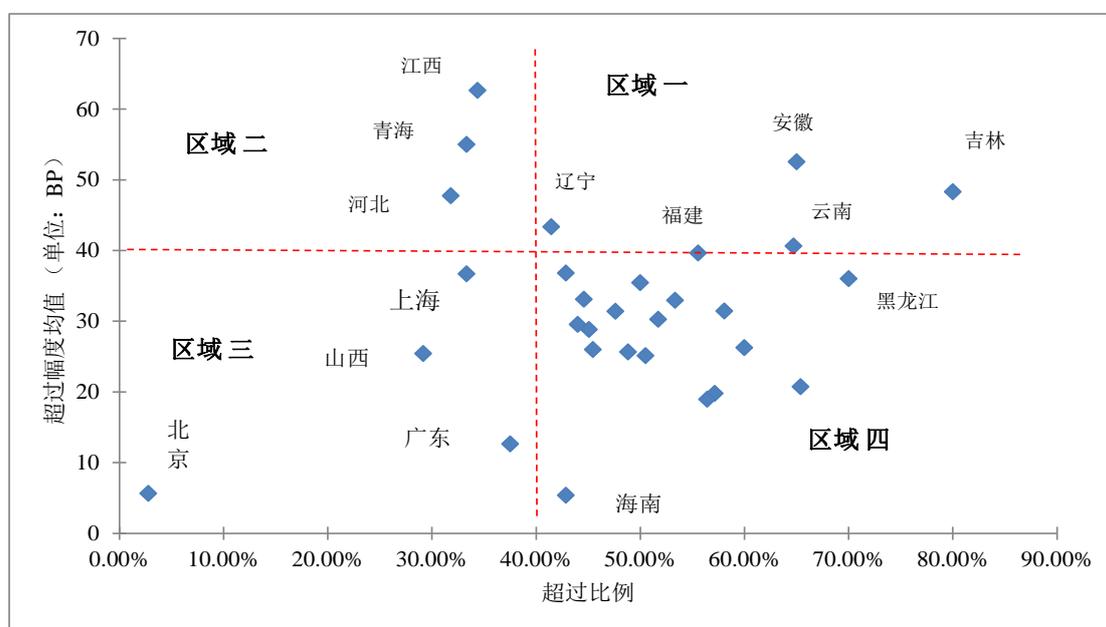


图 1 全国各地一级半市场利差超过比例与超过幅度均值

需要说明的是，部分地区的企业债券发行数量较少，即样本总数较小，从统计意义上讲其统计结果的解释能力相对较弱。为此，我们将样本总数小于等于 20 的地区暂时剔除，重点分析大样本（样本总数大于 20）地区的一级半市场利差情况，这样样本范围缩小至江苏、浙江、北京等 23 个省区市。在这 23 个省区市中，贵州、安徽和云南的超过比例最高，均超过了 60%，其次是内蒙古、广西、福建、四川、湖北和浙江等六个地区，超过比例均在 50%以上。以平均超过幅度来讲，排在前两位的地区是江西和安徽，平均超过幅度达到 50BP 以上，其次为河北、辽宁和云南，它们的超过幅度均值均在 40 BP 以上。

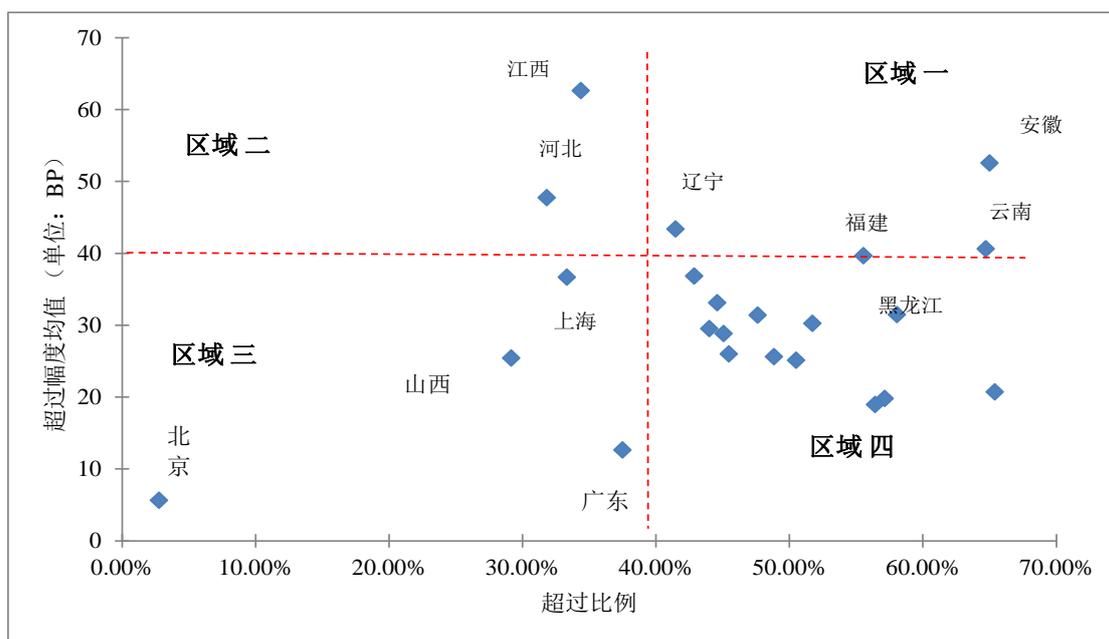


图 2 扣除小样本后的全国部分地区一级半市场利差超过比例与超过幅度均值

## 二、各省详细统计结果

接下来，我们就各个省份的详细统计结果进行分析。

### 1、山西省

山西，总共发了 24 只债券，其中 7 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 29.17%，低于全国平均(45.68%)，平均利差超出幅度为 25.40BP，未超全国平均超出幅度(32.3BP)，其中 10 天脊债的超过幅度最大，为 47.27BP。

表 3 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 山西

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
24	7	29.17%	177.8154	25.4022	47.27255

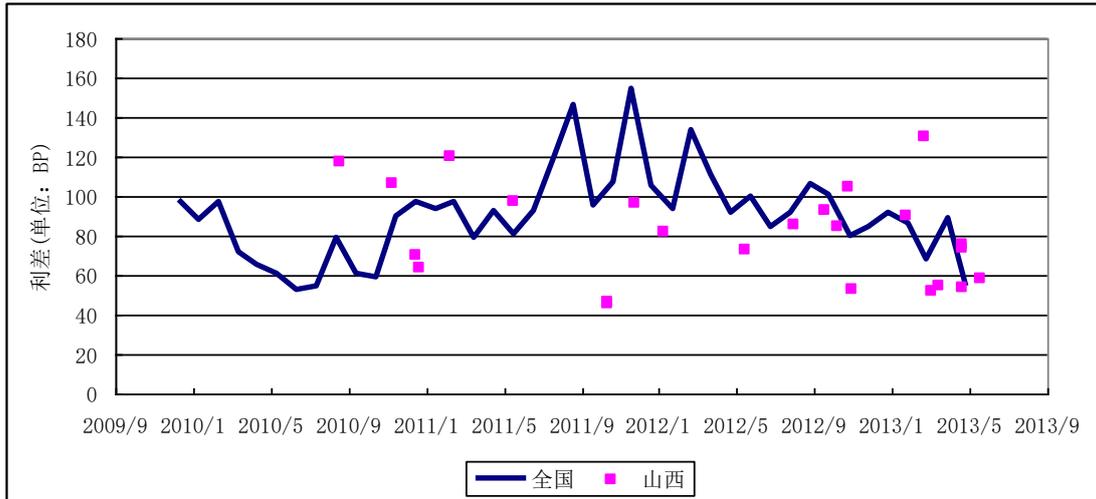


图3 个债一级半市场利差散点图 山西

注：图中，“全国”为当月全国一级半市场利差均值，下同。

表4 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 山西

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080107. IB	10 并高铁债	37.57576	是
1080148. IB	10 天脊债	47.27255	是
1180030. IB	11 临汾投建债	26.57501	是
1180110. IB	11 大同建投债	16.3727	是
1280365. IB	12 并高铁债	3.54095	是
1380069. IB	13 长投建债	43.29025	是
1380206. IB	13 临汾投资债	3.18817	是

## 2、浙江省

浙江，总共发了97只债券，其中49只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比50.52%，超全国平均(45.68%)，平均利差超出幅度为25.098BP，低于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中11丽水城投债的超过幅度最大，为136.21BP。

表5 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 浙江

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
------	------	------	--------	--------	--------

97	49	50.52%	1229.813	25.09823	136.2129
----	----	--------	----------	----------	----------

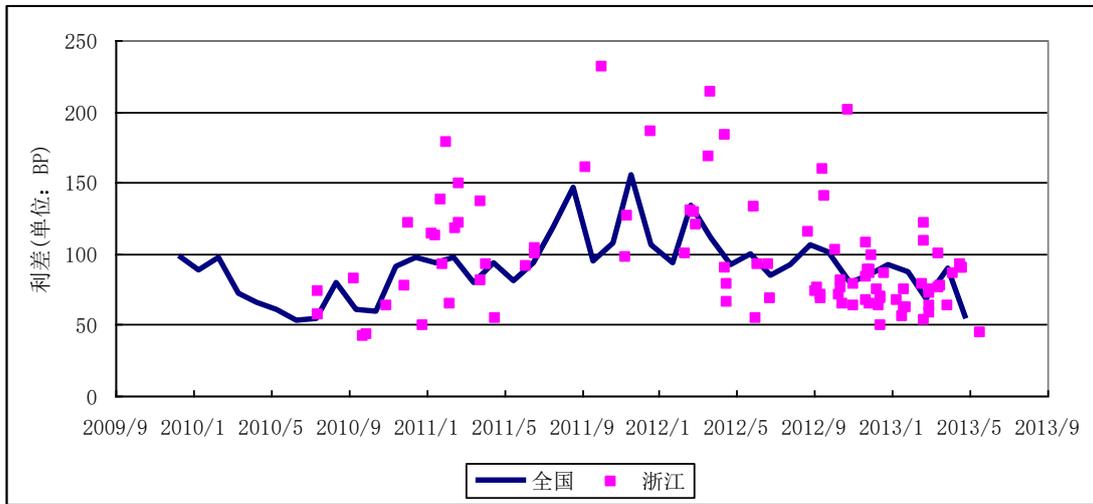


图4 个债一级半市场利差散点图 浙江

表6 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 浙江

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080084. IB	10 平湖债	2.306488	是
1080085. IB	10 嵊州债	2.076443	是
1080088. IB	10 嘉建投债	18.62944	是
1080115. IB	10 绍黄酒债	2.804524	是
1080144. IB	10 开元债	4.4571	是
1080169. IB	10 湖州城投债	30.45457	是
1180017. IB	11 横店债	15.3832	是
1180021. IB	11 桐庐债	14.0699	是
1180022. IB	11 甬交投债	44.35192	是
1180028. IB	11 南太湖债	83.8693	是
1180049. IB	11 富阳债	19.9381	是
1180054. IB	11 三门债	23.54771	是
1180056. IB	11 长交债	51.6833	是
1180076. IB	11 镇投债	57.2725	是

1180080. IB	11 德清债	2.382777	是
1180091. IB	11 舟山交投债	13.0759	是
1180122. IB	11 吉利债	10.49497	是
1180127. IB	11 嘉发债	6.849414	是
1180129. IB	11 诸暨债	11.07317	是
1180138. IB	11 海宁债	14.44257	是
1180144. IB	11 丽水城投债	136.2129	是
1180170. IB	11 新光债	18.74037	是
1180202. IB	11 宁海城投债	31.37985	是
1280019. IB	12 浙五金债	6.190269	是
1280091. IB	12 余姚建债	34.54245	是

### 3、重庆市

重庆，总共发了 42 只债券，其中 20 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 47.62%，超过全国平均(45.68%)，平均利差超出幅度为 31.39BP，略低于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中 10 渝交通债的超过幅度最大，为 79.17BP。

表 7 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 重庆

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
42	20	47.62%	627.856	31.3928	79.17252

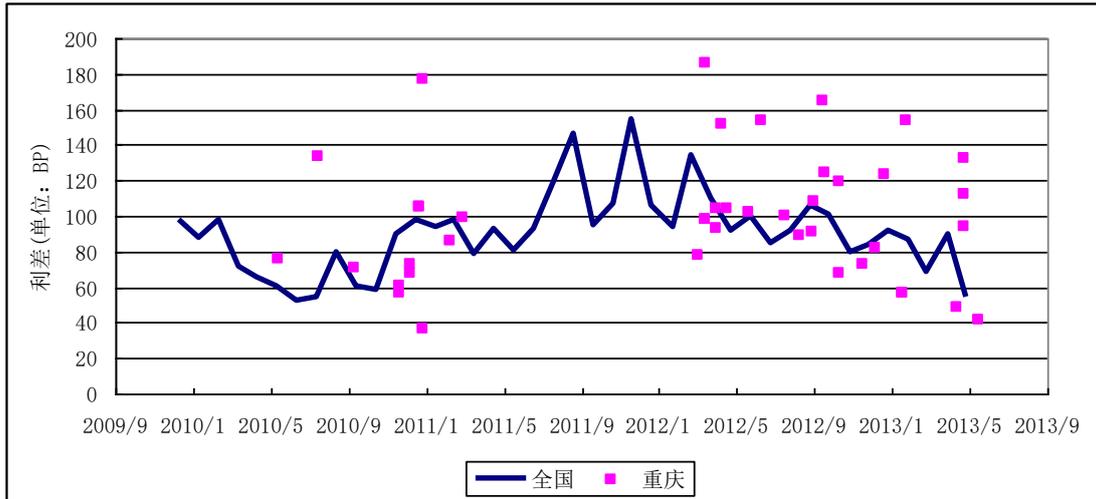


图 5 个债一级半市场利差散点图 重庆

表 8 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 重庆

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080069. IB	10 渝大晟债	15.54562	是
1080087. IB	10 渝交通债	79.17252	是
1180002. IB	11 渝华信债	7.23815	是
1180003. IB	11 合川城投债	7.201592	是
1180012. IB	11 渝轻纺债	79.03847	是
1180061. IB	11 永川惠通债	1.325329	是
1280067. IB	12 渝南债	51.8093	是
1280113. IB	12 兴荣债	40.80127	是
1280166. IB	12 渝隆债	9.770175	是
1280181. IB	12 渝缙云债	53.63598	是
1280215. IB	12 西永微电债	14.73682	是
1280271. IB	12 渝惠农债	2.060868	是
1280294. IB	12 渝江津债	58.75068	是
1280304. IB	12 长寿开投债	18.08224	是
1280319. IB	12 渝江北债	18.12084	是
1280482. IB	12 重庆北飞债	38.79555	是

1380049. IB	13 綦江东开债	62.22286	是
1380189. IB	13 渝大足债	43.21891	是
1380187. IB	13 渝双桥债	4.013855	是
1380191. IB	13 渝南发债	22.31501	是

#### 4、江苏省

江苏，总共发了 148 只债券，为本报告样本期间发行企业债最多的省份，其中 66 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 44.59%，略低于全国平均 (45.68%)，平均利差超出幅度为 33.1BP，略高于全国平均超出幅度 (32.3BP)，其中 11 皋交投债的超过幅度最大，达到了 161.28BP。

表 9 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 江苏

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
148	66	44.59%	2184.309	33.09559	161.2802

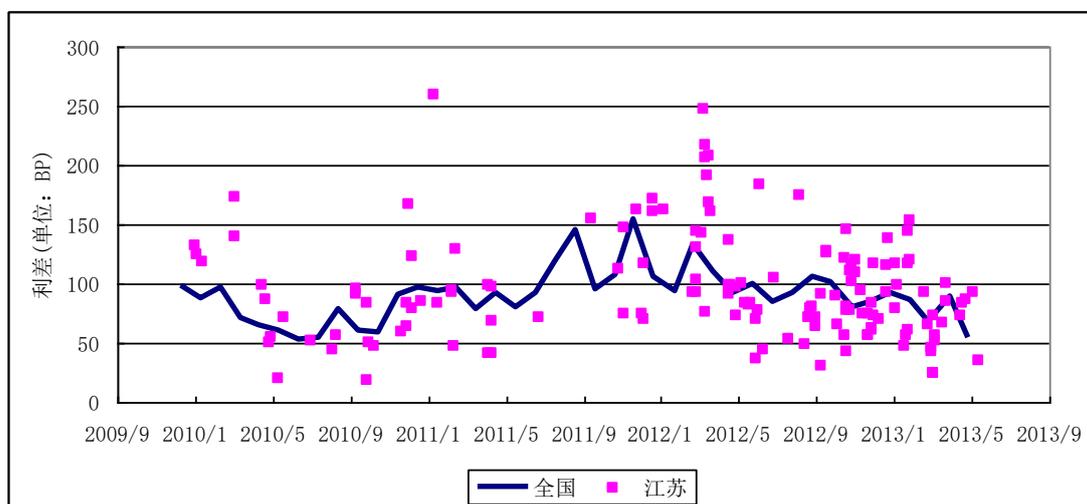


图 6 个债一级半市场利差散点图 江苏

表 10 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 江苏

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080007. IB	10 太仓港债	34.30773	是

1080009. IB	10 泰州债	25.64718	是
1080020. IB	10 宁河西债	29.79197	是
1080038. IB	10 淮开控债	75.15789	是
1080040. IB	10 扬中城投债	41.59383	是
1080054. IB	10 镇江水投债	33.32668	是
1080059. IB	10 金坛债	21.03417	是
1080070. IB	10 盐城东方债	10.56534	是
1080099. IB	10 锡产业债	1.17772	是
1080113. IB	10 苏海发债	11.56384	是
1080114. IB	10 华靖债	16.33627	是
1080122. IB	10 徐州债	23.25444	是
1080166. IB	10 镇城投债	75.56423	是
1080171. IB	10 吴江发展债	31.68447	是
1180016. IB	11 皋交投债	161.2802	是
1180034. IB	11 鑫泰债	0.063169	是
1180041. IB	11 太仓恒通债	35.3656	是
1180092. IB	11 泰医高债	20.00604	是
1180098. IB	11 江阴开投债	18.28511	是
1180140. IB	11 苏新区债	7.719615	是
1180157. IB	11 溧城发债	4.482994	是
1180159. IB	11 大丰港债	38.85045	是
1180175. IB	11 吴国资债	7.958385	是
1180198. IB	11 昆花桥债	6.170767	是
1180201. IB	11 太仓资产债	15.97587	是
1280006. IB	12 常熟经营债	56.08614	是
1280030. IB	12 丹投债	9.448075	是
1280045. IB	12 金坛债	7.957518	是
1280053. IB	12 三胞债	112.7181	是
1280056. IB	12 海城投债	82.69759	是

1280061. IB	12 海陵债	71.67219	是
1280072. IB	12 江都债	57.07173	是
1280078. IB	12 宿迁开发债	73.27893	是
1280087. IB	12 泰兴债	33.89177	是
1280088. IB	12 海安债	26.37906	是
1280127. IB	12 扬化工债	25.77627	是
1280146. IB	12 徐州新盛债	4.808448	是
1280149. IB	12 太仓港债	7.368467	是
1280178. IB	12 仪征债	83.29779	是
1280196. IB	12 东台交投债	20.12478	是
1280229. IB	12 鑫泰债	82.93835	是
1280296. IB	12 如东东泰债	21.86984	是
1280300. IB	12 邳州润城债	19.79953	是
1280350. IB	12 兴化债	19.98795	是
1280361. IB	12 盐城城南债	44.3384	是
1280374. IB	12 吴江交投债	10.12759	是
1280377. IB	12 苏科发债	20.93102	是
1280376. IB	12 锡山债	34.75241	是
1280382. IB	12 苏海集团债	39.01672	是
1280381. IB	12 昆创控	29.31398	是
1280396. IB	12 张经开发债	13.19566	是
1280447. IB	12 金湖债	32.33152	是
1280488. IB	12 淮城资债	8.007284	是
1280484. IB	12 东台债	31.38133	是
1280490. IB	12 吴江经开债	54.15869	是
1380003. IB	13 通港闸债	25.68863	是
1380010. IB	13 太仓城投债	7.511225	是
1380041. IB	13 锡新城债	52.74442	是
1380046. IB	13 宁机场债	25.25631	是

1380050. IB	13 镇水投	27.99165	是
1380052. IB	13 皋投债	66.13231	是
1380061. IB	13 建湖债	5.659287	是
1380103. IB	13 溧城发债	4.488036	是
1380143. IB	13 三福船舶债	32.02737	是
1380146. IB	13 苏海发债	17.16974	是
1380196. IB	13 大丰港债	37.74875	是

## 5、河北省

河北，总共发了 22 只债券，其中 7 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 31.82%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 47.73BP，高于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中 12 保定高新债的超过幅度最大，为 118.73BP。

表 11 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 河北

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
22	7	31.82%	334.1322	47.73318	118.7317

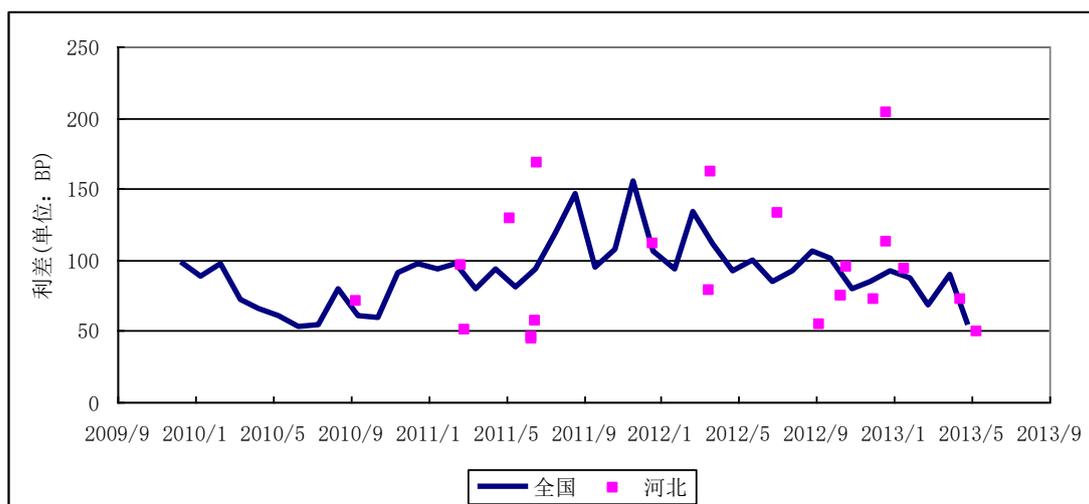


图 7 个债一级半市场利差散点图 河北

表 12 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 河北

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1180107. IB	11 冀渤海债	35.46263	是
1180130. IB	11 通泰债	75.70113	是
1280090. IB	12 冀东物贸债	27.43828	是
1280203. IB	12 迁安债	47.59191	是
1280477. IB	12 邯郸城投债	27.87018	是
1280479. IB	12 保定高新债	118.7317	是
1380028. IB	13 沧州建投债	1.336418	是

## 6、内蒙古自治区

内蒙古，总共发了 31 只债券，其中 18 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 58.1%，超出全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 31.45BP，略低于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，13 通辽债的超过幅度最大，达到 79.88BP。

表 13 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 内蒙古

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
31	18	58.06%	566.0932	31.44962	79.8789

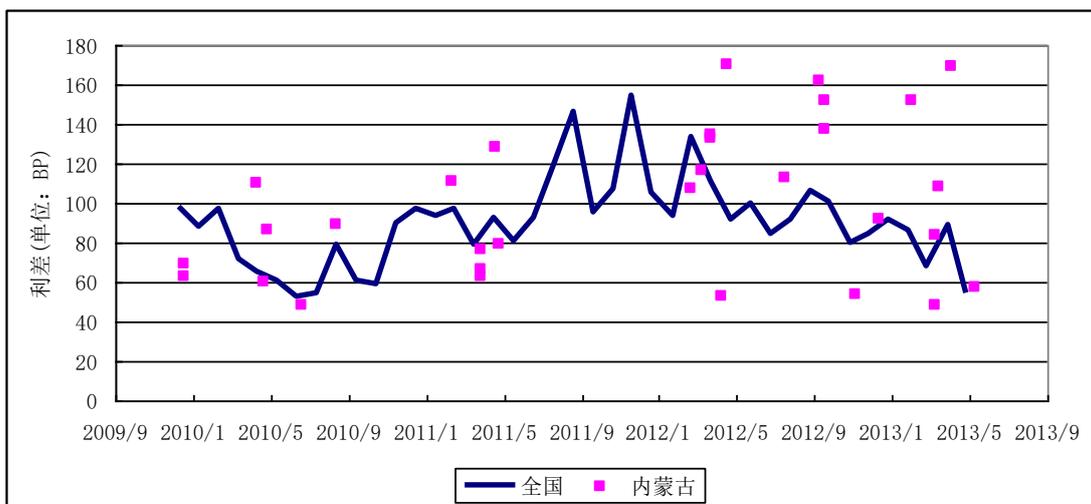


图 8 个债一级半市场利差散点图 内蒙古

表 14 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 内蒙古

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080046. IB	10 内蒙高新债	38.63503	是
1080060. IB	10 赤城投债	21.40686	是
1080102. IB	10 通辽债	9.320548	是
1180038. IB	11 锡盟债	17.23209	是
1180105. IB	11 蒙奈伦债	34.8705	是
1280024. IB	12 东胜债	13.66121	是
1280096. IB	12 乌海城投债	0.331582	是
1280133. IB	12 乌兰察布债	59.52808	是
1280214. IB	12 赤峰红山债	28.03199	是
1280290. IB	12 包国资债	55.33707	是
1280297. IB	12 通辽天诚债	45.59349	是
1280302. IB	12 内蒙高新债	30.93032	是
1280468. IB	12 鄂华研债	8.106878	是
1380055. IB	13 万正债	65.33004	是
1380117. IB	13 阿城投债	15.43142	是
1380125. IB	13 集宁债	39.89628	是
1380150. IB	13 通辽债	79.8789	是
1380197. IB	13 海拉尔债	2.57091	是

## 7、黑龙江省

黑龙江,总共发了 20 只债券,其中 14 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平,占比 70%,远超全国平均水平(45.68%),为全国第二高超出比例,平均利差超出幅度为 36BP,亦高于全国平均超出幅度(32.3BP),其中,12 兴安林业债的超过幅度最大,为 120.38BP。

表 15 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 黑龙江

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度

20	14	70.00%	504.0352	36.00252	120.3779
----	----	--------	----------	----------	----------

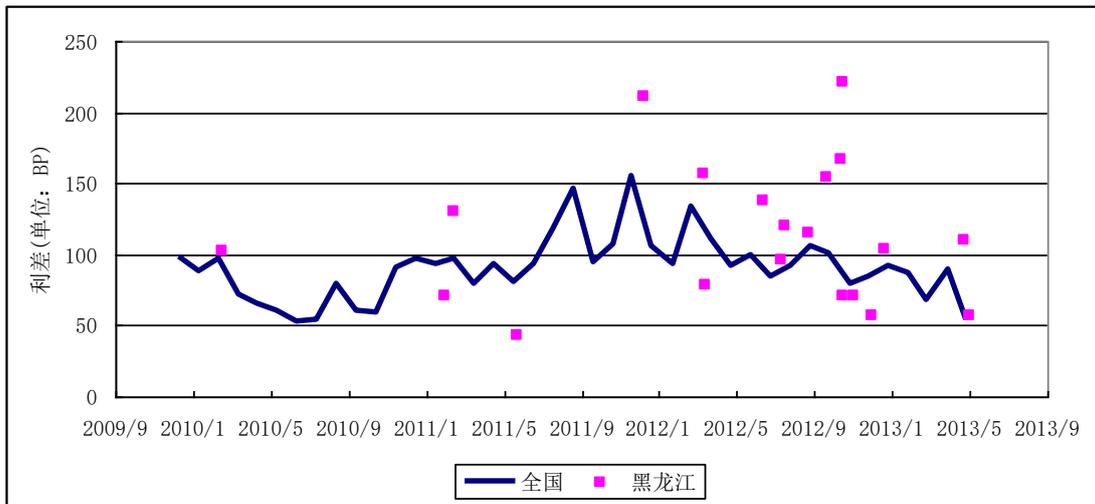


图9 个债一级半市场利差散点图 黑龙江

表16 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 黑龙江

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080030. IB	10 佳城投债	4.911115	是
1180040. IB	11 绥化城投债	36.36996	是
1180190. IB	11 双鸭山债	56.59985	是
1280063. IB	12 佳城投债	22.81143	是
1280186. IB	12 鹤城投债	37.28751	是
1280210. IB	12 鹤岗债	11.45323	是
1280213. IB	12 伊城投债	35.72222	是
1280258. IB	12 牡国投债	22.91483	是
1280305. IB	12 合力债	47.45054	是
1280332. IB	12 七台河债	65.74241	是
1280342. IB	12 兴安林业债	120.3779	是
1280480. IB	12 双鸭山债	19.49651	是
1380192. IB	13 绥芬河债	20.62405	是
1380193. IB	13 哈水投债	2.273641	是

## 8、云南省

云南，总共发了 34 只债券，其中 22 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 64.71%，超出全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 40.61BP，超过全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 五华国投债的超出幅度最大，达到了 222.18BP，为全国最大超出幅度超过 200BP 的两个省之一。

表 17 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 云南

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
34	22	64.71%	893.3458	40.60663	222.1806

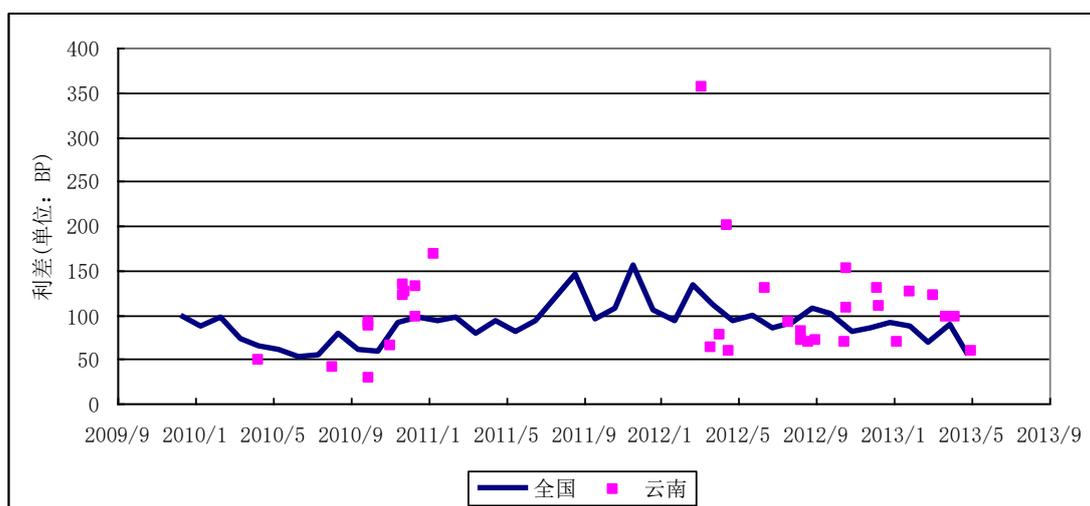


图 10 个债一级半市场利差散点图 云南

表 18 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 云南

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080123. IB	10 楚雄开投债	25.87141	是
1080126. IB	10 昆交投债	31.12353	是
1080146. IB	10 云建工债	4.879435	是
1080159. IB	10 红河开投债 01	31.79405	是
1080160. IB	10 红河开投债 02	43.01613	是

1080161. IB	10 云城投债	34.02423	是
1080179. IB	10 玉溪开投债 02	41.55538	是
1080178. IB	10 玉溪开投债 01	6.011096	是
1180018. IB	11 云南铁投债	70.26772	是
1280048. IB	12 五华国投债	222.1806	是
1280121. IB	12 大理债	90.24907	是
1280185. IB	12 普洱国资债	28.45723	是
1280217. IB	12 丽江债	6.201841	是
1280354. IB	12 云城投债	49.95449	是
1280362. IB	12 曲公路债	5.225182	是
1280454. IB	12 保山债	45.16594	是
1280466. IB	12 祥鹏航空债	25.27319	是
1380053. IB	13 滇投债	39.27106	是
1380101. IB	13 大理旅游债	52.27179	是
1380145. IB	13 楚雄开投债	29.30829	是
1380153. IB	13 临沧债	7.48895	是
1380194. IB	13 红河公路债	3.755179	是

## 9、天津市

天津，总共发了 22 只债券，其中 10 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 45.45%，接近全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 26BP，未超全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 汉滨投资债的超过幅度最大，为 57.95BP。

表 19 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 天津

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
22	10	45.45%	259.9124	25.99124	57.9491

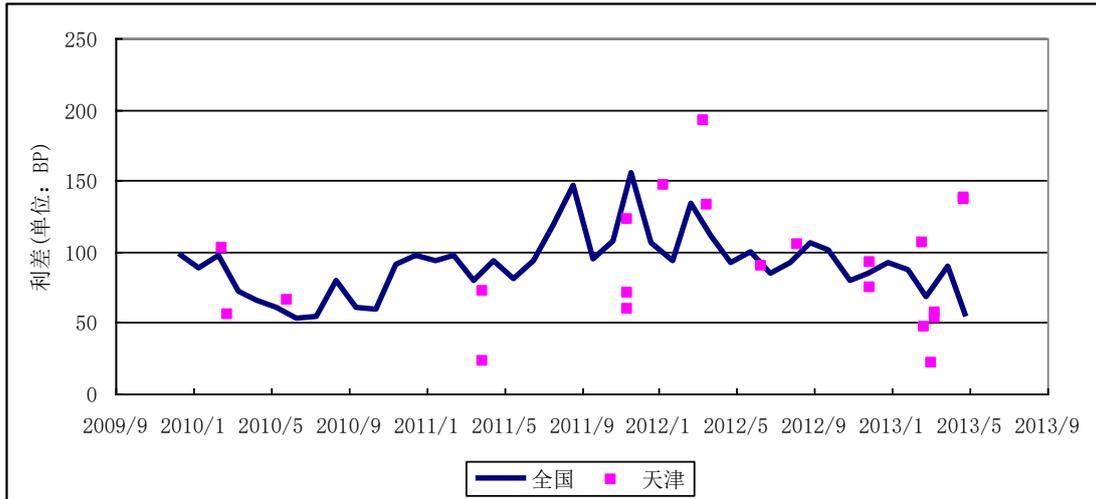


图 11 个债一级半市场利差散点图 天津

表 20 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 天津

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080027. IB	10 津海泰债	5.067763	是
1080072. IB	10 津能债	4.821747	是
1180171. IB	11 东方财信债	14.8008	是
1280008. IB	12 津市政债	41.05827	是
1280062. IB	12 汉滨投资债	57.9491	是
1280231. IB	12 生态城债	13.44599	是
1280434. IB	12 津开债 01	8.634264	是
1380060. IB	13 津广成债	19.44158	是
1380170. IB	13 津滨投债	47.78115	是
1380190. IB	13 泰达建设债	46.91175	是

## 10、福建省

福建，总共发了 36 只债券，其中 20 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 55.56%，超出全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 39.64BP，大于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中 12 榕京福债的超过幅度最大，达到了 225.11BP，为全国最大超过幅度。

表 21 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 福建

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
36	20	55.56%	792.864	39.6432	225.1142

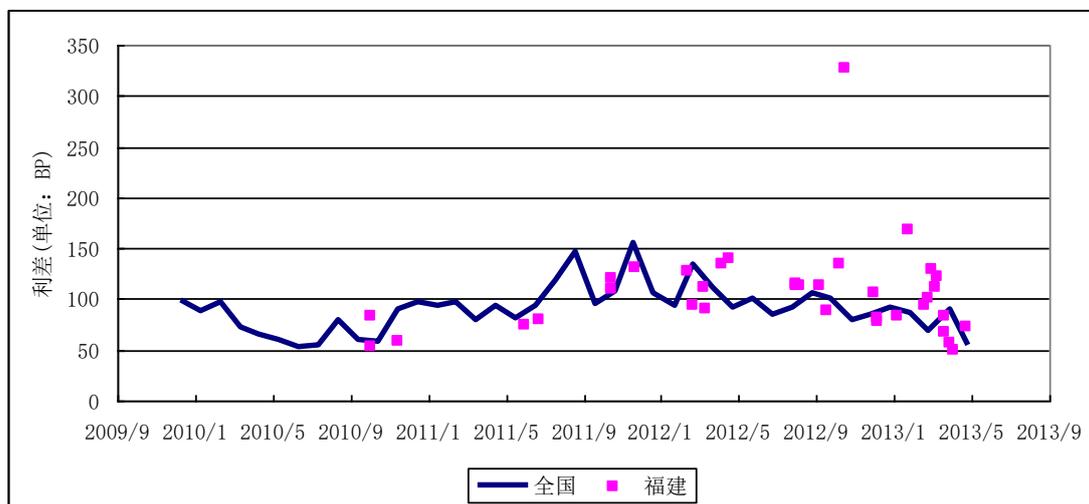


图 12 个债一级半市场利差散点图 福建

表 22 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 福建

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080131. IB	10 宁德国投债	23.38788	是
1180149. IB	11 南平高速债	25.18916	是
1180150. IB	11 厦门建发债	15.12889	是
1280022. IB	12 晋江能源债	33.31923	是
1280108. IB	12 泉港石建债	23.57852	是
1280130. IB	12 南安债	28.51467	是
1280225. IB	12 泉州路桥债 01	21.37696	是
1280226. IB	12 泉州路桥债 02	23.63604	是
1280233. IB	12 龙岩城投债	22.00288	是
1280284. IB	12 石狮国投债	7.640241	是
1280316. IB	12 惠安国投债	33.71544	是
1280348. IB	12 榕京福债	225.1142	是

1280441. IB	12 三明国投债	21.69389	是
1380039. IB	13 南平高速债	75.89032	是
1380062. IB	13 厦门杏林债	7.83553	是
1380081. IB	13 融国投债	33.14066	是
1380088. IB	13 三明城投债	61.4116	是
1380105. IB	13 龙岩工发债	42.55785	是
1380119. IB	13 平潭国投债	53.00588	是
1380139. IB	13 闽西兴杭债	14.72414	是

## 11、四川省

四川，总共发了 39 只债券，其中 22 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 56.41%，高于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 18.97BP，小于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，13 资阳城投债的超过幅度最大，为 65.78BP。

表 23 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 四川

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
39	22	56.41%	417.3194	18.96906	65.77243

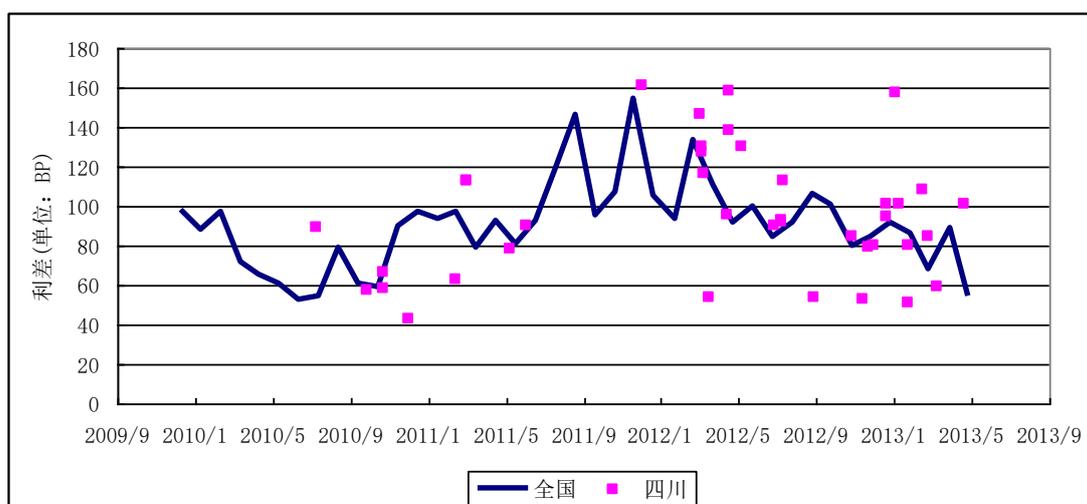


图 13 个债一级半市场利差散点图 四川

表 24 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 四川

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080083. IB	10 攀国投债	36. 12379	是
1080142. IB	10 川发展债 02	7. 208185	是
1180067. IB	11 乐国资债 02	14. 70984	是
1180066. IB	11 乐国资债 01	14. 70984	是
1180119. IB	11 自贡债	9. 530381	是
1180181. IB	11 香城建投债	6. 322593	是
1280044. IB	12 攀国投	12. 27504	是
1280125. IB	12 广安投债	27. 89028	是
1280132. IB	12 南化债	47. 40463	是
1280148. IB	12 绵阳科发债	37. 91551	是
1280195. IB	12 雅安国资债	5. 312572	是
1280206. IB	12 蓉经开债 01	7. 17467	是
1280207. IB	12 蓉经开债 02	8. 093612	是
1280211. IB	12 内江投资债	27. 85364	是
1280378. IB	12 蓉工投债	4. 512871	是
1280481. IB	12 达州投资债	16. 43631	是
1280489. IB	12 德阳建投债	9. 982974	是
1380005. IB	13 资阳城投债	65. 77243	是
1380013. IB	13 蓉城投债	9. 232013	是
1380057. IB	13 蓉文旅债	21. 46687	是
1380082. IB	13 川港航债	16. 05779	是
1380184. IB	13 遂发展债	11. 33354	是

## 12、辽宁省

辽宁, 总共发了 41 只债券, 其中 17 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平, 占比 41. 46%, 未超全国平均(45. 68%), 该省平均利差超出幅度为 43. 36BP, 超过全国平均超出幅度(32. 3BP), 其中, 12 瓦国资债的超过幅度最大,

达到 184BP。

表 25 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 辽宁

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
41	17	41.46%	737.0465	43.35568	184.0016

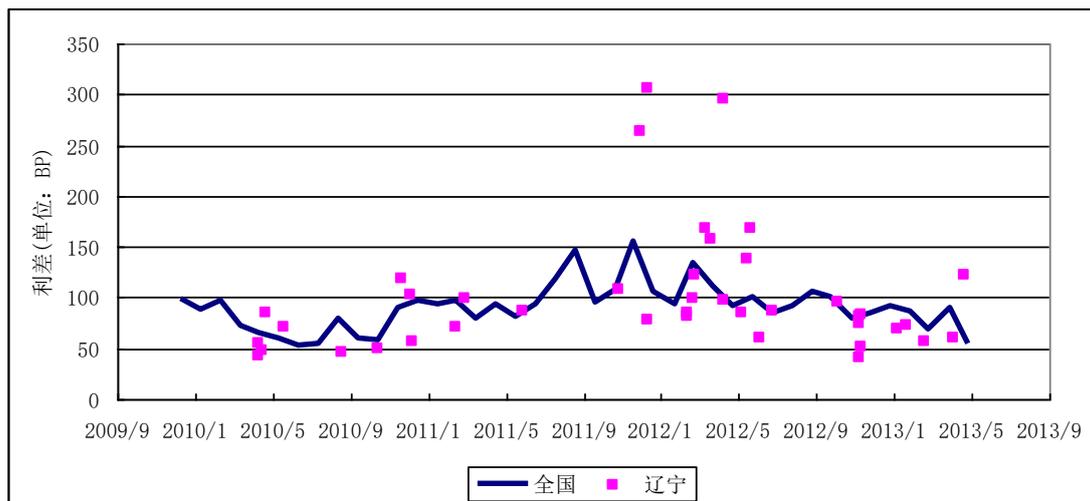


图 14 个债一级半市场利差散点图 辽宁

表 26 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 辽宁

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080056. IB	10 抚顺城投债	19.14403	是
1080071. IB	10 营口债	9.946064	是
1080156. IB	10 本溪债	28.46209	是
1080168. IB	10 沈煤债	11.46328	是
1180065. IB	11 沈国资债	1.022886	是
1180115. IB	11 辽阳债	5.46544	是
1180180. IB	11 普兰店债	109.1059	是
1180192. IB	11 本溪债	150.6998	是
1280065. IB	12 抚顺城投债	34.12101	是
1280093. IB	12 融强债	24.08264	是

1280114. IB	12 瓦国资债	184.0016	是
1280159. IB	12 朝阳建投债	44.84105	是
1280162. IB	12 铁岭债	75.7899	是
1280191. IB	12 旅顺建发债	2.643052	是
1280389. IB	12 辽阳债	1.716617	是
1280398. IB	12 营口沿海债	2.345141	是
1380185. IB	13 鞍山城投债	32.19595	是

### 13、湖南省

湖南，总共发了 43 只债券，其中 21 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 48.84%，高于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 25.63BP，未超全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，11 永州城投债的超过幅度最大，为 114.1BP。

表 27 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 湖南

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
43	21	48.84%	538.2205	25.62955	114.0859

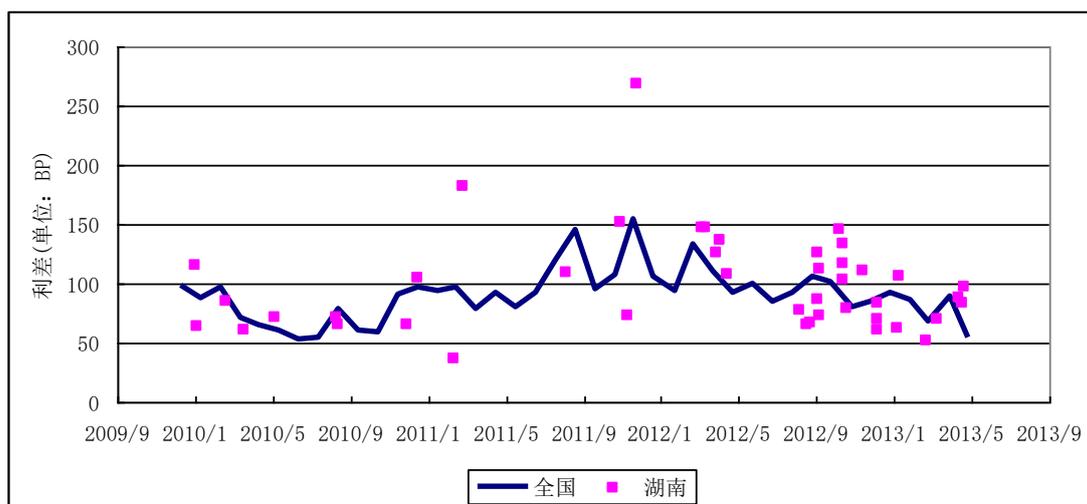


图 15 个债一级半市场利差散点图 湖南

表 28 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 湖南

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080004. IB	10 郴州债	17.55954	是
1080066. IB	10 长沙城投债	6.361392	是
1080101. IB	10 邵阳城投债	17.58811	是
1080180. IB	10 黑金时代债	14.26726	是
1180062. IB	11 娄底城投债	83.46331	是
1180158. IB	11 株城发债	43.78519	是
1180173. IB	11 永州城投债	114.0859	是
1280049. IB	12 潭城建债	13.56999	是
1280064. IB	12 怀化债	12.89075	是
1280098. IB	12 长建投债	15.43704	是
1280104. IB	12 长经开债	25.64105	是
1280281. IB	12 邵阳债	19.6107	是
1280283. IB	12 常德经投债	6.121178	是
1280317. IB	12 湘临港债	43.5679	是
1280331. IB	12 张家界经投债	16.02675	是
1280330. IB	12 常德德源债	1.992175	是
1280336. IB	12 娄底债	32.75469	是
1280401. IB	12 株云龙债	30.38149	是
1380015. IB	13 湘潭高新债	14.92232	是
1380114. IB	13 益高新债	1.391684	是
1380182. IB	13 汝城水电债	6.802115	是

#### 14、上海市

上海，总共发了 21 只债券，其中 7 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 33.33%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 36.67BP，高于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 乌经开债的超过幅度最大，为 109.43BP。

表 29 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 上海

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
21	7	33.33%	256.7101	36.67288	109.4319

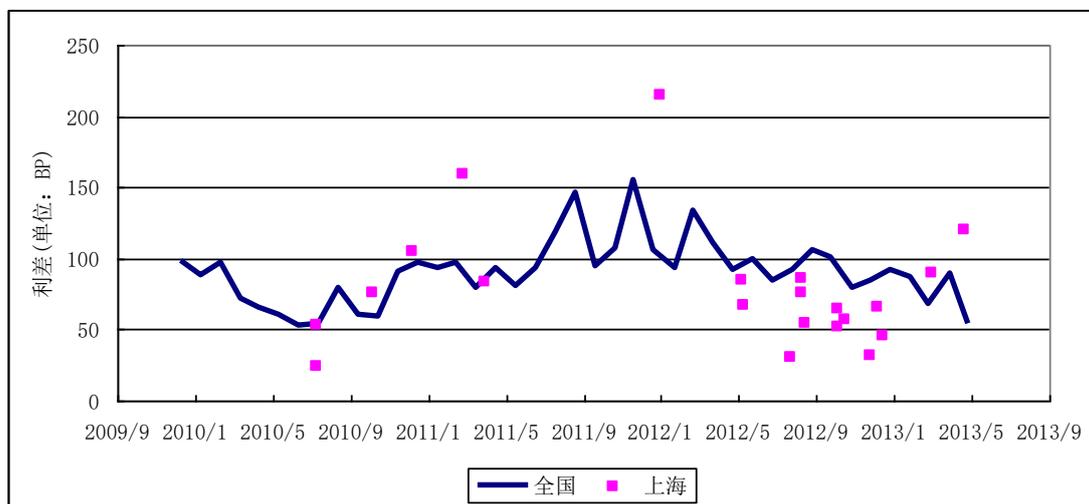


图 16 个债一级半市场利差散点图 上海

表 30 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 上海

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080132. IB	10 沪化工区债	15.76394	是
1080174. IB	10 复星债	13.83654	是
1180058. IB	11 外滩债	61.19372	是
1180086. IB	11 申江债	4.469179	是
1280004. IB	12 乌经开债	109.4319	是
1380087. IB	13 奉贤南桥债	21.39562	是
1380173. IB	13 金外滩债	30.61929	是

## 15、贵州省

贵州，总共发了 26 只债券，其中 17 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 65.38%，远高于全国平均水平(45.68%)，为全国第三。平均利差超出幅度为 20.72BP，未超全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 黔开投债的超过幅度最大，为 64.59BP。

表 31 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 贵州

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
26	17	65.38%	352.3237	20.72492	64.58576

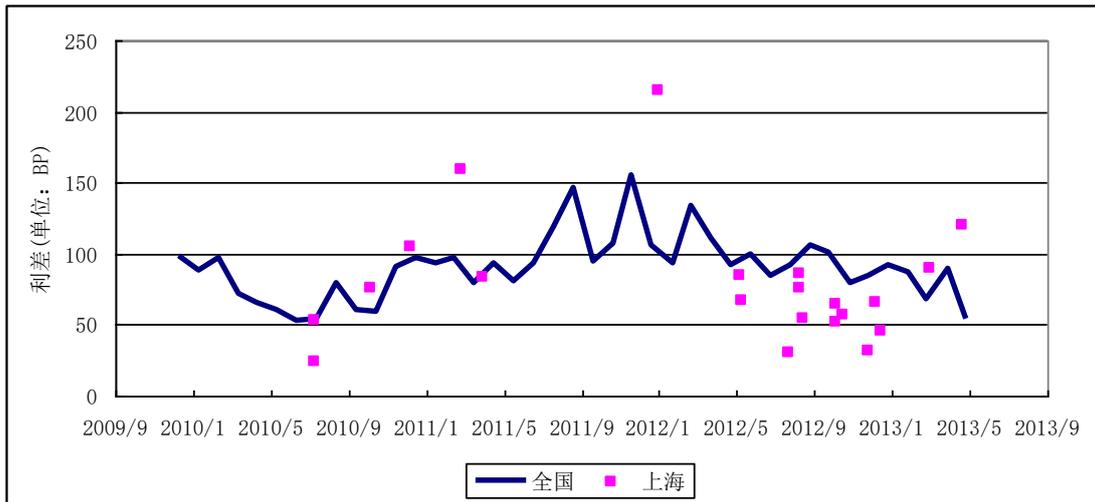


图 17 个债一级半市场利差散点图 贵州

表 32 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 贵州

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080019. IB	10 贵投债	62.10915	是
1080139. IB	10 开磷集团债	14.24749	是
1080155. IB	10 安顺国资债 02	0.570076	是
1280040. IB	12 遵义投资债	41.67515	是
1280081. IB	12 贵阳经开债	20.82167	是
1280136. IB	12 黔开投债	64.58576	是
1280222. IB	12 梵投债	16.76162	是
1280241. IB	12 遵义道桥债	2.394209	是
1280368. IB	12 黔东南债	32.33296	是
1280380. IB	12 筑住投债	22.7143	是
1280397. IB	12 筑工投债	22.14578	是

1280408. IB	12 黔宏升债	22.22246	是
1280431. IB	12 六盘水开投债	2.036932	是
1280485. IB	12 遵国投债	4.565764	是
1380008. IB	13 安顺国资债	10.52227	是
1380036. IB	13 贵州高速债	8.603569	是
1380181. IB	13 遵汇城投债	4.014562	是

## 16、湖北省

湖北，总共发了 29 只债券，其中 15 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 51.72%，高于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 30.25BP，未超全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 鄂州城投债的超过幅度最大，为 81.74BP。

表 33 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 湖北

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
29	15	51.72%	453.744	30.2496	81.73825

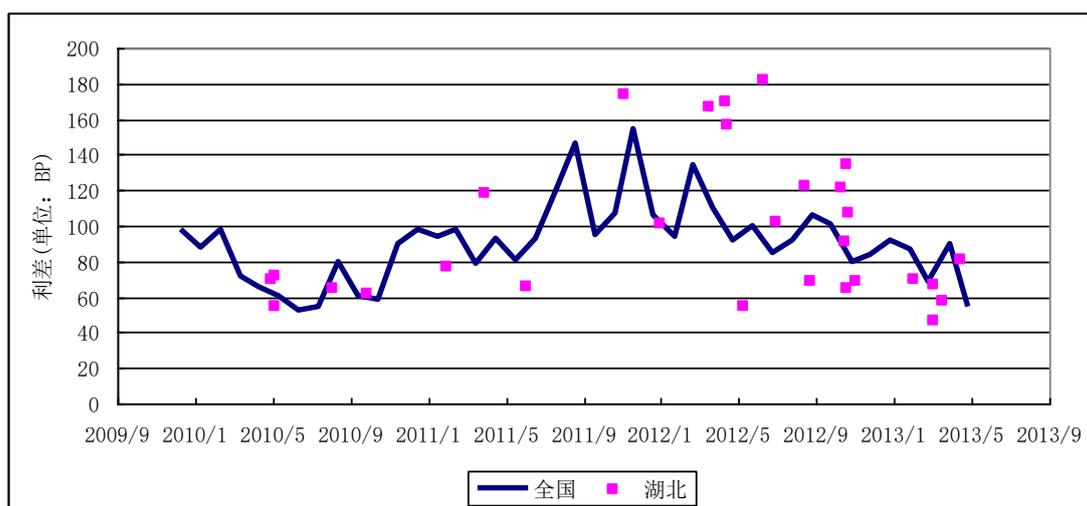


图 18 个债一级半市场利差散点图 湖北

表 34 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 湖北

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080062. IB	10 襄投债	4. 211932	是
1080065. IB	10 武汉高科债	6. 213742	是
1080094. IB	10 凯迪债	10. 56122	是
1080121. IB	10 大冶有色债	1. 121741	是
1180083. IB	11 汉江水电债	39. 2593	是
1180162. IB	11 宜昌城投债	65. 9285	是
1280073. IB	12 孝城投债	32. 26007	是
1280115. IB	12 十堰城投债	59. 36293	是
1280122. IB	12 荆州城投债	45. 7301	是
1280183. IB	12 鄂州城投债	81. 73825	是
1280200. IB	12 荆门债	17. 19697	是
1280248. IB	12 随州债	30. 37362	是
1280320. IB	12 宜昌财投债	20. 37185	是
1280355. IB	12 黄石城投债	33. 56466	是
1280366. IB	12 鄂西圈投债	5. 849078	是

## 17、广西壮族自治区

广西，总共发了 21 只债券，其中 12 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 57.14%，超过全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 19.78BP，小于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 柳州东城债的超过幅度最大，为 64.44BP。

表 35 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 广西

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
21	12	57.14%	237.3796	19.78164	64.43879

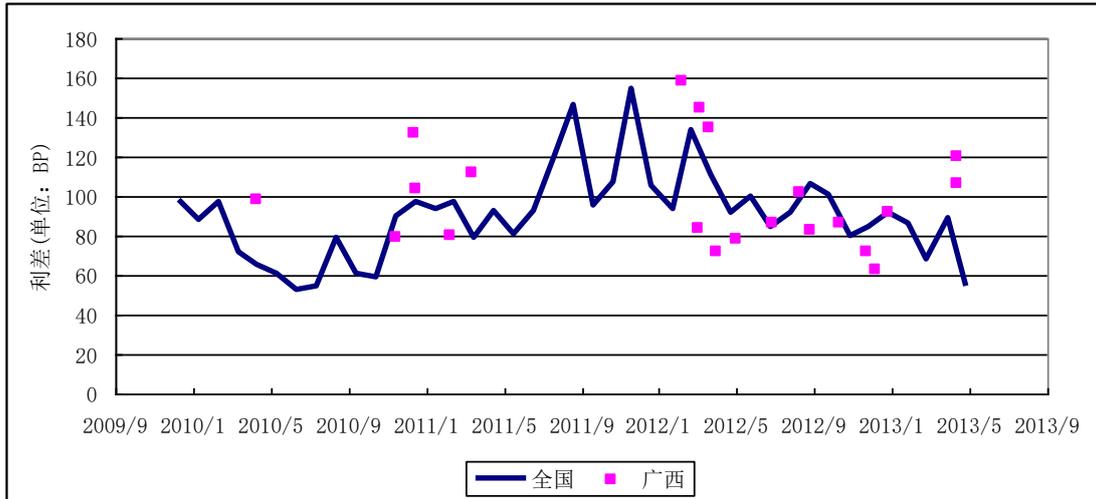


图 19 个债一级半市场利差散点图 广西

表 36 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 广西

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080049. IB	10 钦州开投债	26.63746	是
1080177. IB	10 桂林经投债	41.55538	是
1080181. IB	10 南宁城投债	13.25996	是
1180073. IB	11 北部湾港债	13.77466	是
1280013. IB	12 柳州东城债	64.43879	是
1280046. IB	12 来宾债	10.21084	是
1280092. IB	12 桂铁投债	0.60791	是
1280193. IB	12 百色开投债	1.470777	是
1280235. IB	12 柳州投控债	9.940003	是
1280492. IB	12 柳州城投债	7.585777	是
1380164. IB	13 桂水电债 01	16.9451	是
1380165. IB	13 桂水电债 02	30.95301	是

## 18、山东省

山东, 总共发了 71 只债券, 其中 32 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平, 占比 45.07%, 接近全国平均水平(45.68%), 平均利差超出幅度为 28.81BP, 小于全国平均超出幅度(32.3BP), 其中, 11 高密国投债的超过幅度最

大，为 86.1BP。

表 37 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 山东

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
71	32	45.07%	921.9875	28.81211	86.10242

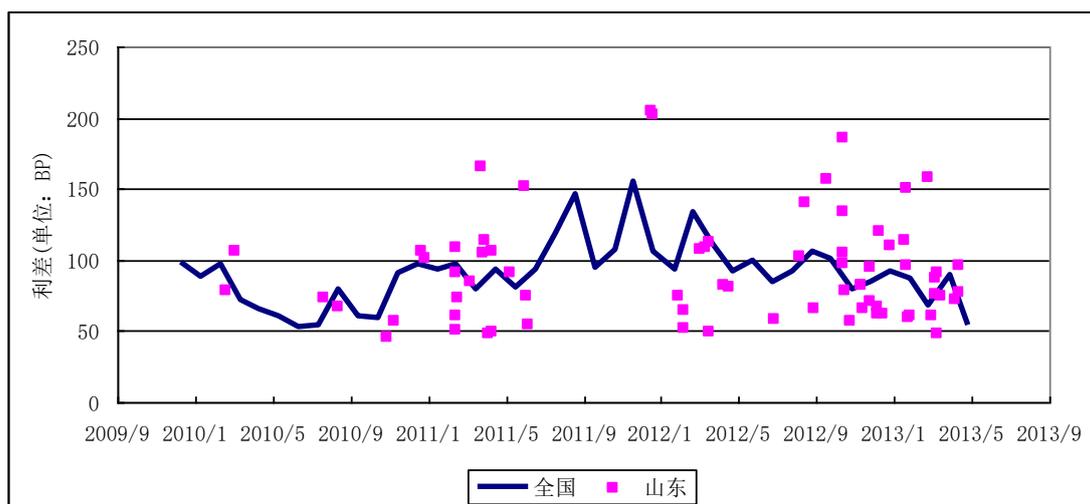


图 20 个债一级半市场利差散点图 山东

表 38 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 山东

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080039. IB	10 临沂城投债	8.944052	是
1080089. IB	10 德州城投债	19.56547	是
1180005. IB	11 微矿集团债	7.811246	是
1180011. IB	11 邹城国资债	3.610429	是
1180048. IB	11 泰山债	10.57561	是
1180074. IB	11 高密国投债	86.10242	是
1180077. IB	11 潍东方债	25.80647	是
1180085. IB	11 晨鸣控股债	34.6802	是
1180102. IB	11 邹平债	26.54729	是
1180118. IB	11 潍坊滨投债	70.44129	是

1180197. IB	11 兖城投债	49.53873	是
1180203. IB	11 济宁债	47.20477	是
1280230. IB	12 肥城资债	11.08178	是
1280249. IB	12 淄博城运债	48.45093	是
1280295. IB	12 临沂经开债	50.99469	是
1280333. IB	12 德州城投债	33.27113	是
1280339. IB	12 青州债 01	3.550279	是
1280337. IB	12 黄冈城投债	85.05205	是
1280393. IB	12 高密债 01	2.120674	是
1280394. IB	12 高密债 02	1.464363	是
1280424. IB	12 诸城债	14.54123	是
1280464. IB	12 新查矿债	36.29306	是
1280493. IB	12 招远国资债	25.98495	是
1380026. IB	13 济宁供水债	21.92368	是
1380035. IB	13 胶州城投债	58.56536	是
1380034. IB	13 泰山债	4.223535	是
1380077. IB	13 翔宇债	71.49146	是
1380113. IB	13 泰矿债	8.046861	是
1380111. IB	13 邹城债	19.21791	是
1380115. IB	13 微矿集团债	22.88046	是
1380123. IB	13 荣成经开债	5.63972	是
1380161. IB	13 潍滨投债	6.365429	是

## 19、安徽省

安徽，总共发了 40 只债券，其中 26 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 65%，超出全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 52.54BP，超过全国平均超出幅度(32.3BP)，为全国第三，其中，11 六安债的超过幅度最大，为 190.07BP。

表 39 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 安徽

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
40	26	65.00%	1366.157	52.5445	190.0723

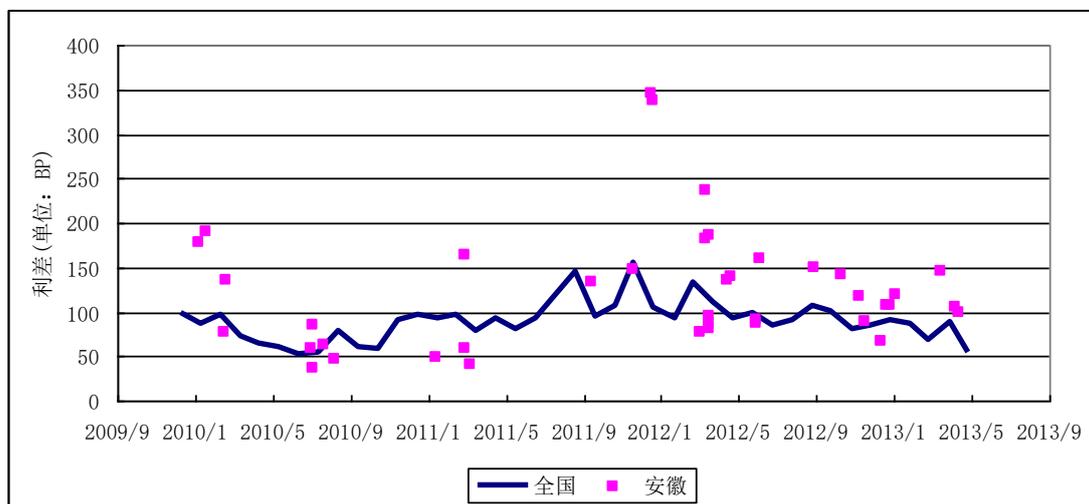


图 21 个债一级半市场利差散点图 安徽

表 40 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 安徽

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080012. IB	10 巢湖债	79.05968	是
1080025. IB	10 黄山债	102.0819	是
1080034. IB	10 合肥高新债	37.85362	是
1080077. IB	10 马建投债	5.279427	是
1080079. IB	10 芜湖建投债 01	30.96064	是
1080090. IB	10 蚌埠城投债	7.747616	是
1180059. IB	11 淮北建投债	65.67786	是
1180172. IB	11 滁州城投债	40.52774	是
1180196. IB	11 六安债	190.0723	是
1180199. IB	11 淮南产投债	182.6925	是
1280058. IB	12 宣城债	102.8118	是
1280066. IB	12 合肥高新债	48.81293	是

1280086. IB	12 合桃花债	52.21382	是
1280117. IB	12 鑫城债	25.21899	是
1280142. IB	12 铜陵建投债	28.1883	是
1280176. IB	12 合海恒债	58.75732	是
1280269. IB	12 亳州建投债	43.44532	是
1280327. IB	12 池州债	40.13017	是
1280392. IB	12 芜湖新马债	37.95115	是
1280411. IB	12 滁州城投债	9.262006	是
1280478. IB	12 巢湖城投债	22.90468	是
1280496. IB	12 宜城投债	23.56941	是
1380002. IB	13 滁州同创债	27.90181	是
1380129. IB	13 合工投债	76.97632	是
1380155. IB	13 南翔债	16.50777	是
1380163. IB	13 宿建投债	9.551804	是

## 20、河南省

河南，总共发了 28 只债券，其中 12 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 42.86%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 36.81BP，高于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，11 万基债的超过幅度最大，为 109.64BP。

表 41 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 河南

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
28	12	42.86%	441.7309	36.81091	109.6487

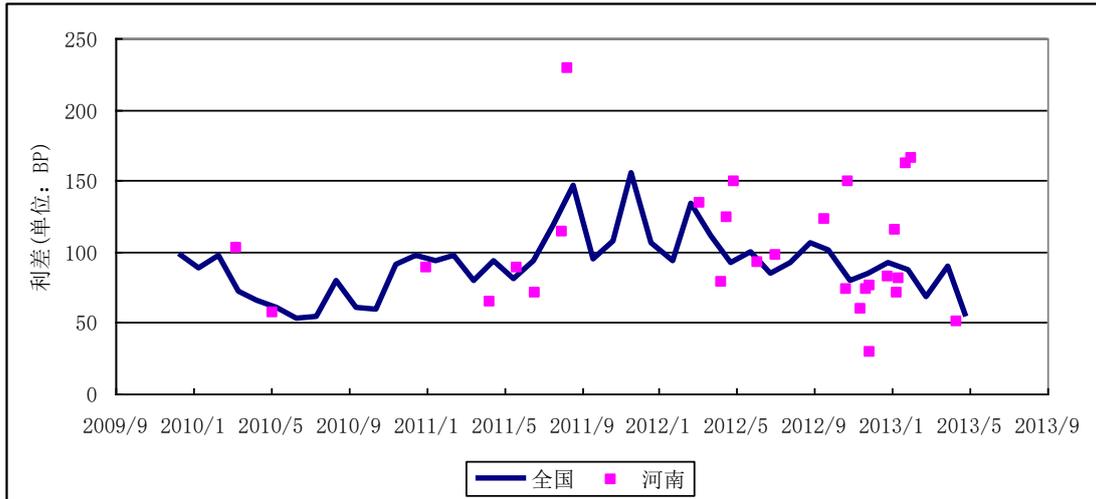


图 22 个债一级半市场利差散点图 河南

表 42 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP)河南

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080041. IB	10 漯河城投债	5.025082	是
1180114. IB	11 焦作建投债	7.401672	是
1180137. IB	11 万基债	109.6487	是
1280047. IB	12 郑新债	0.49389	是
1280138. IB	12 许昌投资债	12.91197	是
1280144. IB	12 平发投债	57.34698	是
1280202. IB	12 开封发投债	12.6455	是
1280301. IB	12 济源建投债	16.42286	是
1280370. IB	12 漯河城投债	48.10426	是
1380006. IB	13 豫盛润债	22.55263	是
1380048. IB	13 三门债	70.21785	是
1380054. IB	13 天瑞水泥债	78.95944	是

## 21、海南省

海南，总共发了 7 只债券，其中 3 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 42.86%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 5.38BP，远小于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，最大值的 12 海资债的超出幅度都小

于全国平均，仅为 7.24BP。不过由于发债数量少，可认为该省的统计结果比较意义较弱。

表 43 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 海南

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
7	3	42.86%	16.1463	5.382101	7.239002

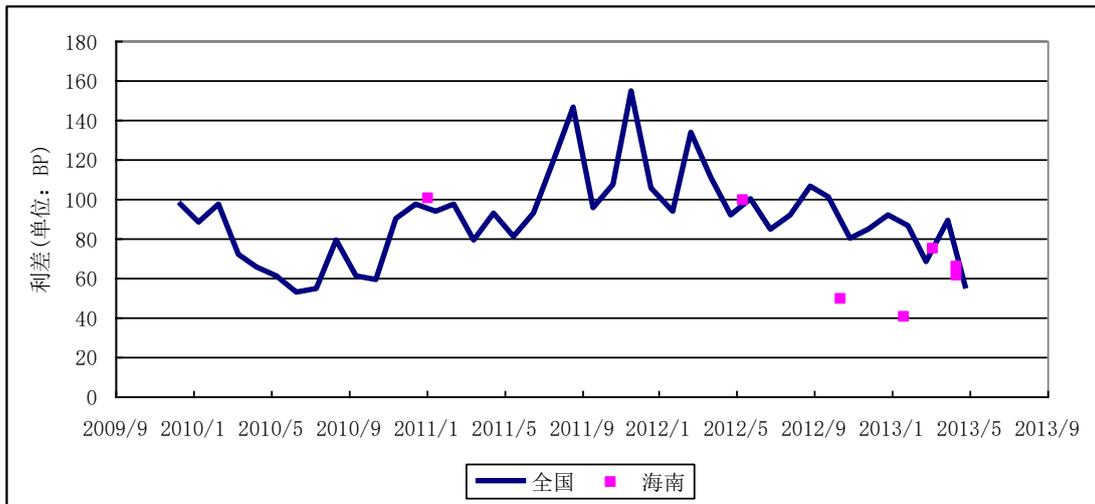


图 23 个债一级半市场利差散点图 海南

表 44 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 海南

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1180015. IB	11 海控债	2.359089	是
1280156. IB	12 海资债	7.239002	是
1380106. IB	13 洋浦债	6.548213	是

## 22、广东省

广东，总共发行了 32 只债券，其中 12 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 37.5%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 12.63BP，小于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 珠海交通债 02 的超过幅度最大，为 28.78BP。

表 45 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 广东

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
32	12	37.50%	151.5035	12.62529	28.77711

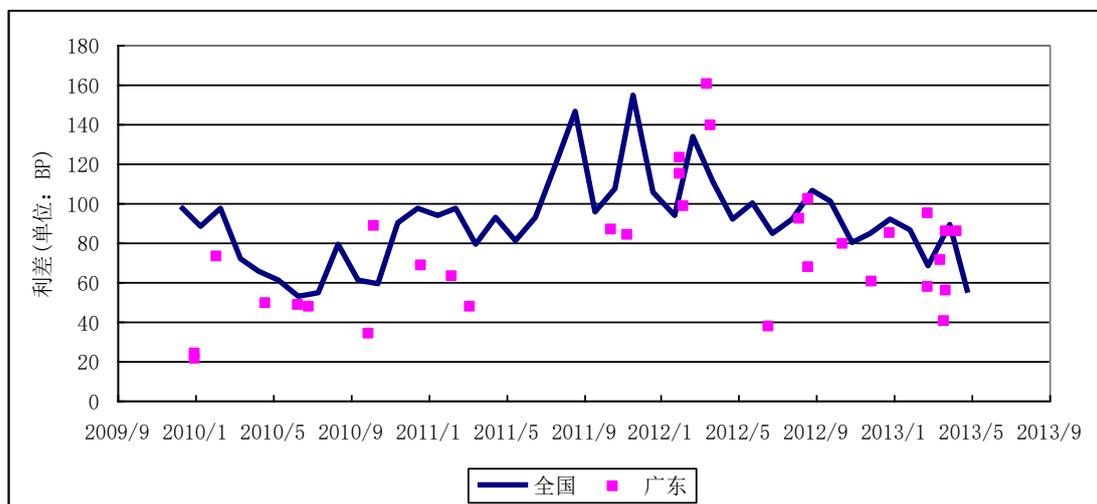


图 24 个债一级半市场利差散点图 广东

表 46 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 广东

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080134.IB	10 广晟债	27.36178	是
1280011.IB	12 珠海交通债 01	21.06673	是
1280012.IB	12 珠海交通债 02	28.77711	是
1280014.IB	12 华发集团债	3.929257	是
1280068.IB	12 汕头城开债	26.38072	是
1280089.IB	12 联泰债	4.762218	是
1280232.IB	12 穗经开债	0.31228	是
1280254.IB	12 中山交通债	9.988071	是
1280495.IB	12 中山兴中债	0.545684	是
1380078.IB	13 江门债	8.481402	是
1380128.IB	13 河源城投债	2.417412	是
1380141.IB	13 龙岗区投债	17.48084	是

### 23、北京市

北京，总共发了 72 只债券，其中 2 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，仅占比 2.78%，低于全国平均水平(45.68%)，为全国最低超出比例。同时平均利差超出幅度为 5.65BP，远小于全国平均超出幅度(32.3BP)，为全国第二小平均超过幅度，其中，最大值的 10 中盐债的超出幅度都小于全国平均，仅为 8.39BP。综合超过比例、超过幅度均值两项指标来看，北京为一级半市场利差最小的地区，这在文章最开头的图 1 中已有明显体现。

表 47 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 北京

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
72	2	2.78%	11.29045	5.645226	8.389834

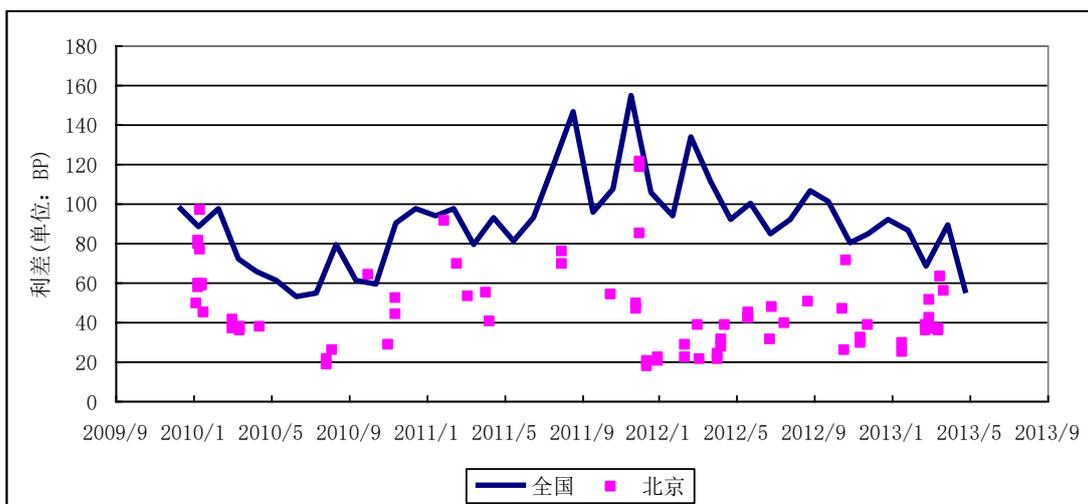


图 25 个债一级半市场利差散点图 北京

表 48 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 北京

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080021. IB	10 中盐债	8.389834	是
1080129. IB	10 中钢债	2.900617	是

### 24、陕西省

陕西，总共发了 25 只债券，其中 11 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 44%，略低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 29.52BP，小于全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，11 渭南债 02 的超过幅度最大，为 45.49BP。

表 49 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 陕西

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
25	11	44.00%	324.7732	29.52484	45.48609

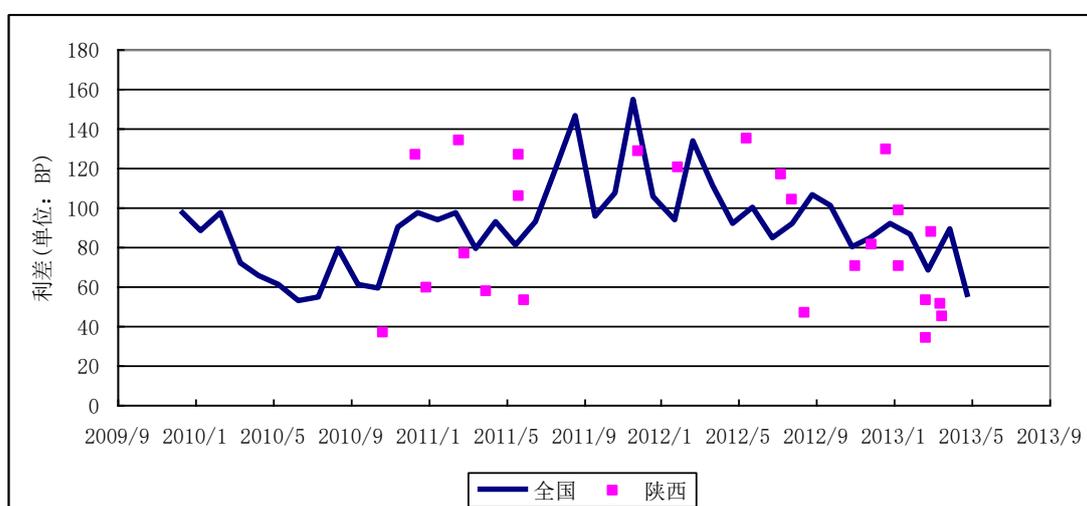


图 26 个债一级半市场利差散点图 陕西

表 50 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 陕西

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080176. IB	10 榆城投债	35.66772	是
1180053. IB	11 宝城投债	36.47278	是
1180113. IB	11 渭南债 02	45.48609	是
1180112. IB	11 渭南债 01	25.18677	是
1280009. IB	12 延城投债	26.34942	是
1280157. IB	12 杨农债	42.31462	是
1280204. IB	12 铜川债	31.19773	是

1280224. IB	12 西安浐灞债	11.91643	是
1280486. IB	12 宝城投债	44.83279	是
1380016. IB	13 渭南债	6.625609	是
1380092. IB	13 安康国资债	18.72324	是

## 25、江西省

江西，总共发了 32 只债券，其中 11 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 34.38%，低于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 62.61BP，超出全国平均超过幅度(32.3BP)，为全国最高水平，其中，13 晶科债的超过幅度最大，达到了 190.98BP，排名全国第三。

表 51 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 江西

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
32	11	34.38%	688.7509	62.61372	190.98

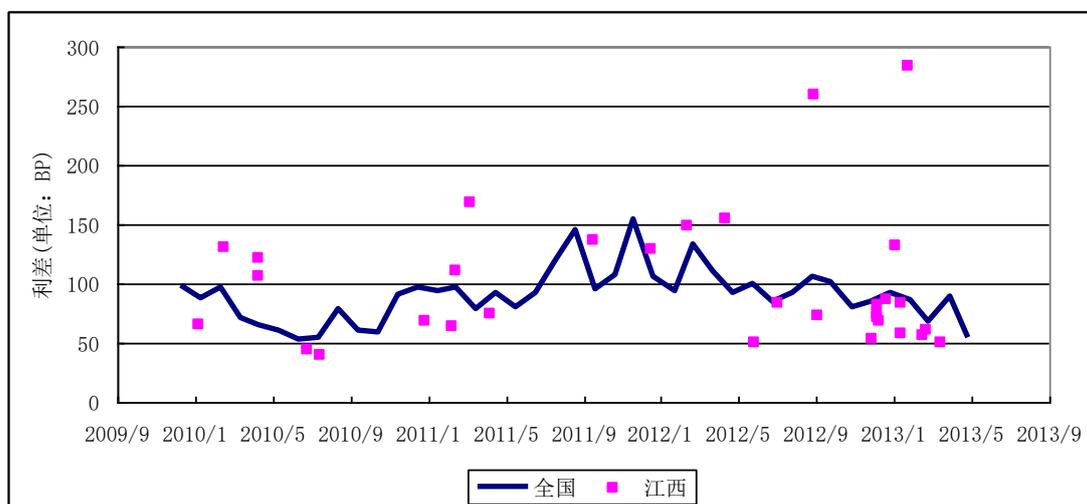


图 27 个债一级半市场利差散点图 江西

表 52 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 江西

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080031. IB	10 红谷城投债	33.56367	是

1080047. IB	10 南昌城投债	34.40906	是
1080050. IB	10 宜春城投债	50.16066	是
1180042. IB	11 抚州债	16.55008	是
1180071. IB	11 景德镇国资债	69.9518	是
1280023. IB	12 九城投债	54.46626	是
1280116. IB	12 吉安城投债	43.69646	是
1280266. IB	12 赣和济债	153.4538	是
1280483. IB	12 赣开债	2.047319	是
1380004. IB	13 南昌经开债	39.4718	是
1380047. IB	13 晶科债	190.98	是

## 26、甘肃省

甘肃，总共发了 5 只债券，其中 3 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 60%，高于全国平均水平 (45.68%)，平均利差超出幅度为 26.26BP，小于全国平均超出幅度 (32.3BP)，其中，11 兰城投债的超过幅度最大，为 47.88BP。由于发债数量少，可认为该省的统计结果比较意义较弱。

表 53 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 甘肃

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
5	3	60.00%	78.79232	26.26411	47.8816

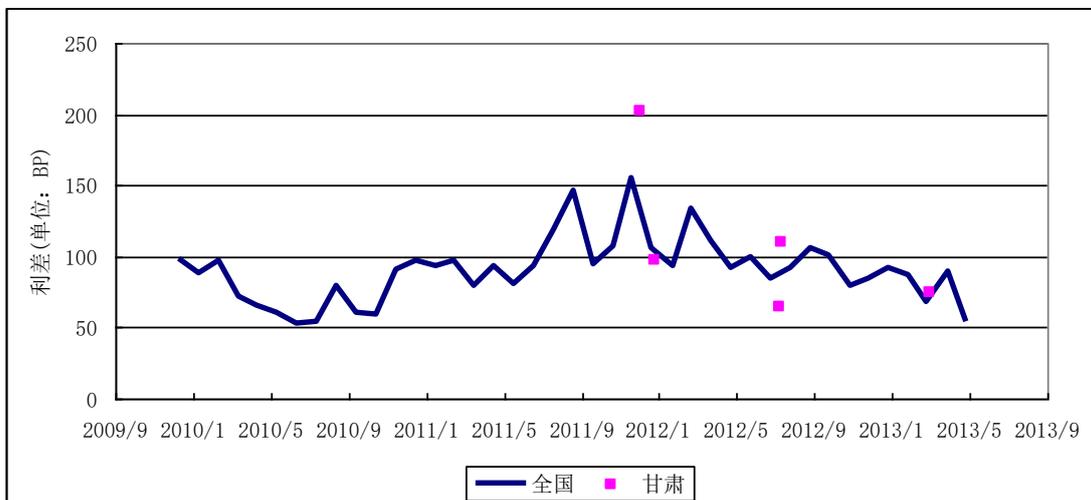


图 28 个债一级半市场利差散点图 甘肃

表 54 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 甘肃

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1180186. IB	11 兰城投债	47.8816	是
1280208. IB	12 甘公投债	25.25102	是
1380090. IB	13 甘投债	5.659694	是

## 27、吉林省

吉林，总共发了 10 只债券，其中 8 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 80%，远超全国平均水平(45.68%)，为全国超出比例最高的省份，该省 80%债券的一级半市场利差都超过全国平均水平。平均利差超出幅度为 48.3BP，亦超出全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，10 辽源债的超过幅度最大，达到了 157.89BP 的高位。虽然吉林的超过比例全国最高、超过幅度均值亦在全国高位，但由于发债数量少，可认为该省的统计结果的比较意义较弱。

表 55 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 吉林

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
10	8	80.00%	386.3969	48.29961	157.8847

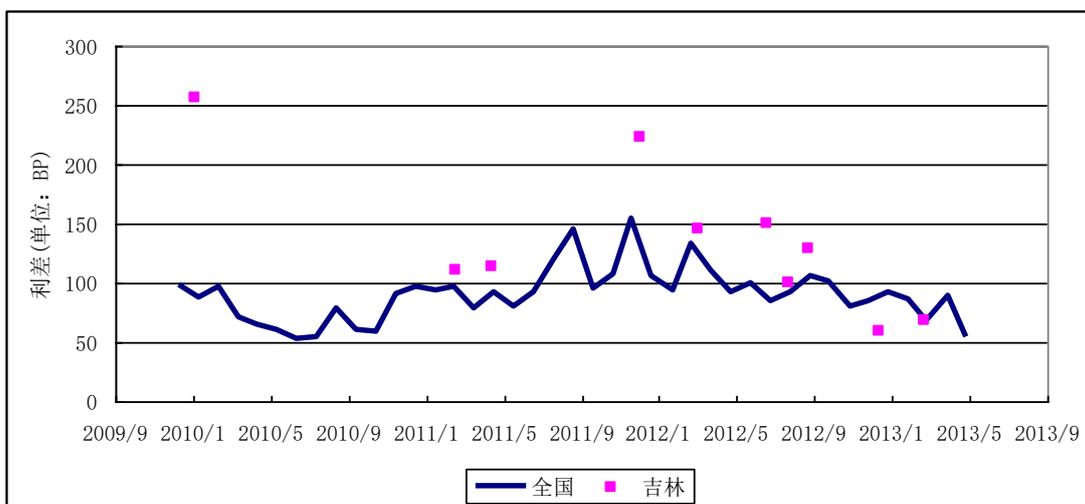


图 29 个债一级半市场利差散点图 吉林

表 56 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 吉林

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080010. IB	10 辽源债	157. 8847	是
1180050. IB	11 吉城建债	12. 56891	是
1180103. IB	11 四平债	34. 49892	是
1180184. IB	11 通化债	68. 25899	是
1280041. IB	12 辽源国资债	10. 95448	是
1280187. IB	12 吉林铁投债	50. 52943	是
1280221. IB	12 白山债	15. 22541	是
1280256. IB	12 松原城开债	36. 47601	是

## 28、新疆维吾尔自治区

新疆，总共发了 15 只债券，其中 8 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 53. 33%，超过全国平均水平(45. 68%)，平均利差超出幅度为 32. 96BP，略高于全国平均超出幅度(32. 3BP)，其中，12 兴锦债的超过幅度最大，为 124. 03BP。

表 57 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 新疆

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
15	8	53. 33%	263. 6519	32. 95649	124. 0254

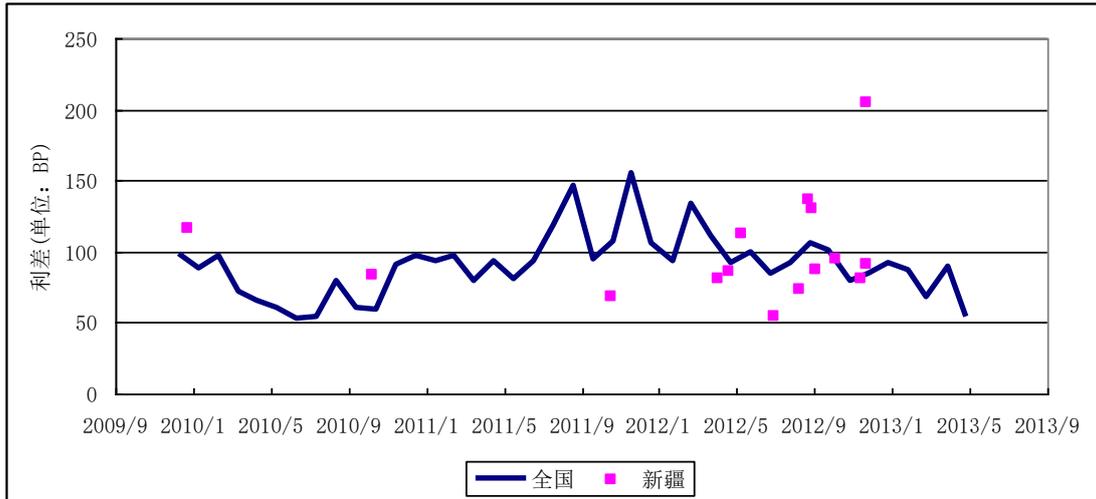


图 30 个债一级半市场利差散点图 新疆

表 58 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 新疆

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1080003. IB	10 乌城投债	17.35404	是
1080133. IB	10 天业债	22.22541	是
1280153. IB	12 天富电力债	20.6003	是
1280255. IB	12 石经开债	44.14933	是
1280267. IB	12 克城投债	23.67485	是
1280406. IB	12 伊犁债	0.633468	是
1280416. IB	12 喀什建投债	10.98913	是
1280417. IB	12 兴锦债	124.0254	是

## 29、宁夏回族自治区

宁夏，总共发了 6 只债券，其中 3 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 50%，远高于全国平均水平(45.68%)，平均利差超出幅度为 35.44BP，亦远超出全国平均超出幅度(32.3BP)，其中，12 宁夏上陵债的超过幅度最大，为 54.87BP。因其发债数量少，该统计结果本身的比较意义较弱，因此在综合分析各省时，基本可以将宁夏的影响剔除。

表 59 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 宁夏

样本总数	超过次数	超过比例	超过幅度总和	超过幅度均值	最大超过幅度
6	3	50.00%	106.3202	35.44008	54.86975

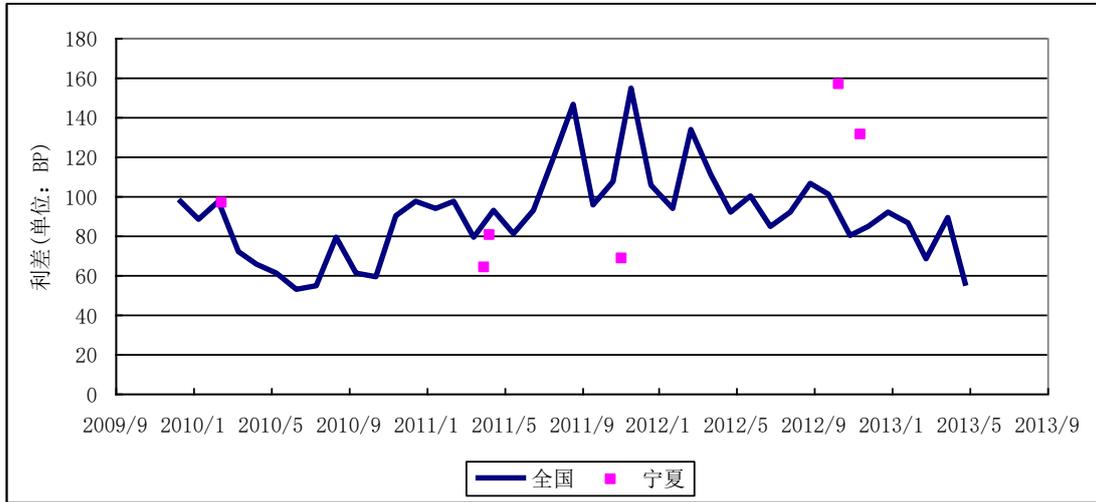


图 31 个债一级半市场利差散点图 宁夏

表 60 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表(幅度单位:BP) 宁夏

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1180101. IB	11 宁交通债	0.961587	是
1280321. IB	12 宁夏上陵债	54.86975	是
1280404. IB	12 宝丰能源债	50.48891	是

### 30、青海省

青海，总共发了 3 只债券，其中 1 只债券的一级半市场利差高于当月全国平均水平，占比 33.33%，低于全国平均水平(45.68%)，该只债券为 12 西宁城投债，利差幅度为 55BP，高于全国平均超出幅度(32.3BP)。该只债券的超过幅度让青海省成为全国超过幅度均值第二高的省份，但由于发债数量非常少，可认为该省的统计结果无比较意义。

表 61 一级半市场利差超过全国平均的个债统计表(幅度单位:BP) 青海

样本总	超过次	超过比	超过幅度总	超过幅度均	最大超过幅
-----	-----	-----	-------	-------	-------

数	数	例	和	值	度
3	1	33.33%	55.00609	55.00609	55.00609

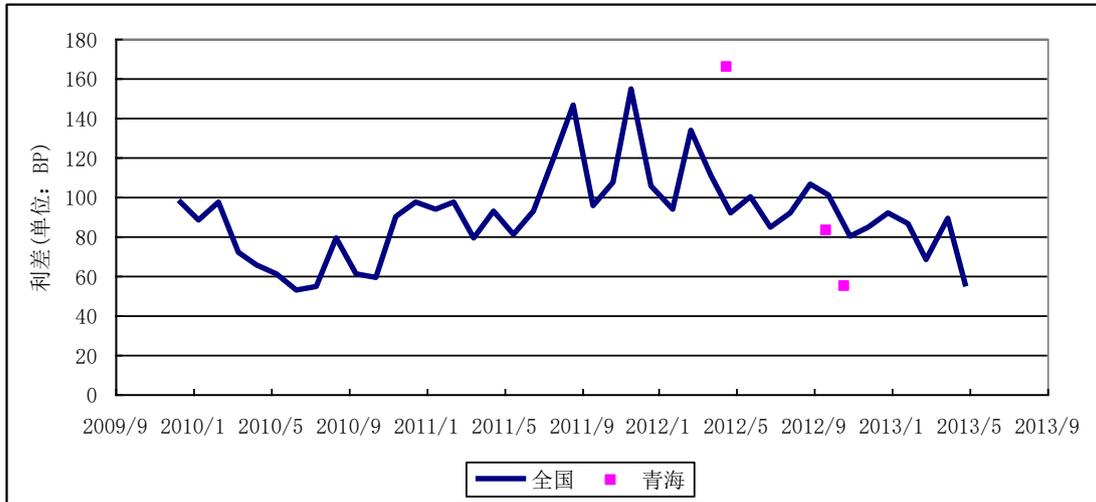


图 32 个债一级半市场利差散点图 青海

表 62 一级半市场利差超过全国平均的个债明细表 (幅度单位:BP) 青海

债券代码	债券简称	超过幅度	是否超过全国均值
1280137. IB	12 西宁城投债	55.00609	是

### 三、结论

综合发债数量、超过比例和超过幅度来看，安徽、云南、辽宁的一级半市场利差明显高于全国水平，列为重点关注地区。而北京情况最好，各项指标都处于全国低位。

## 第二篇：企业债与中票短融一级半市场利差差异的原因分析报告

由于信息不对称原因，一级半市场利差现象是普遍存在的。一级半市场利差的存在，一方面带来了债市寻租中的重要灰色地带，也增加了企业的融资成本，但只要利差不是太大，一级半市场利差的存在有利于债券的成功发行。不仅是在中国，美国债券市场上同样广泛存在着一级半市场利差。989年以前，美国债券一级半市场利差平均值为87BP。自该年起美国金融混业经营的限制逐步放开，商业银行控股子公司逐渐开展债券承销业务，这种来自商业银行的竞争使得美国债券市场一级半市场利差有所降低，大概为73BP左右，但仍然无法消除债券市场一级半市场利差。至今，一级半市场利差依然是美国债券市场上普遍的现象。

目前我国企业债与中票短融的一级半市场利差相差非常悬殊（图1），企业债的利差平均达到了93.29BP之高，而中票利差为9.43BP，短融更甚仅有4.46BP（表1）。

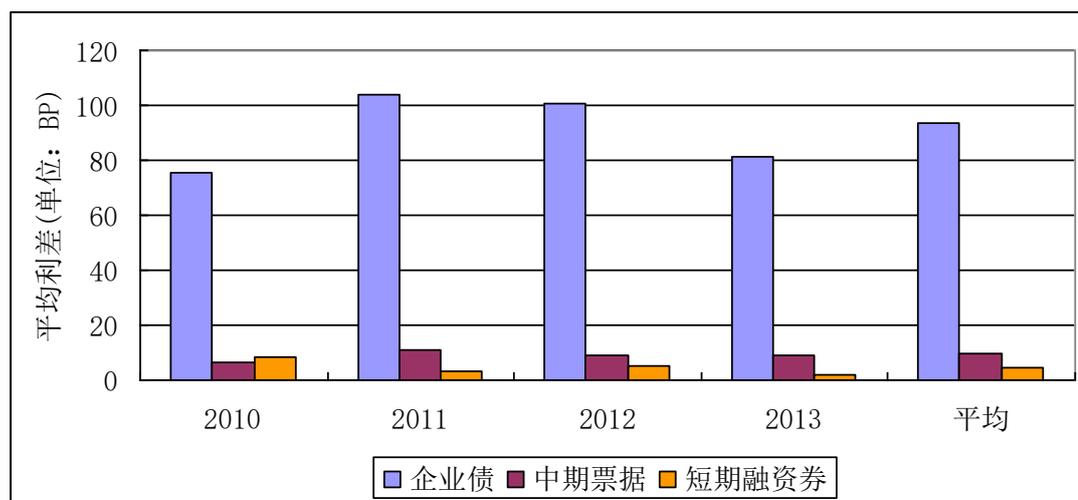


图1 企业债、中期票据和短期融资券一级半市场利差对比图

表1 企业债、中期票据和短期融资券一级半市场利差情况（利差单位：BP）

年度	企业债	中期票据	短期融资券
2010	75.53731	6.576048	8.497322
2011	104.1297	11.26022	3.365935
2012	100.3655	9.23719	4.839536
2013	81.06401	8.984221	1.945345

平均	93.29	9.43	4.46
----	-------	------	------

究其原因有六点：

- 1、**定价机制不同** 协议定价因其定价过程不透明，承销商易提高发行利率获取一级半市场利差，而企业债以协议定价为主，因此企业债的一级半市场利差大于以簿记建档为主的中票短融；
- 2、**定价基准利率不同** 企业债的发行定价基准利率多元化不统一致使发行价格波动很大，而中票短融统一以交易商协会估值为基准利率，波动较小；
- 3、**承销机构承销能力不同** 中票短融的主要承销机构是商业银行，商业银行资金雄厚，资源丰富，承销能力更强一些；
- 4、**承销机构面临的承销风险不同** 市场交易量大的品种市场波动性小，承销商面临的承销风险较小，而中票占信用债券总成交量的 49%，企业债仅占 26%；
- 5、**承销机构的承销动机不同** 作为中票短融主要承销商的银行为将表内风险转移到表外，会以低利率鼓励客户发行中票短融，而企业债的承销券商无此利益驱动；
- 6、**债券的发行效率不同** 企业债通常发行至上市之间间隔时间较长，在这期间将面临很大的流动性风险，因此更高的风险溢价进一步加大了一级半市场利差。

下面，我们针对这 6 点原因来做一下详细的分析。

#### 1、 定价机制不同

我们统计了自 2009 年以来中票短融和企业债的各招标方式数量情况。企业债主要是协议定价，2013 年后企业债也开始向簿记建档转向，但依然是协议定价占主导（图 2），而中票短融则主要是簿记建档定价发行，尤其自 2010 年后基本就没有再用簿记建档发行过（图 3、4）。

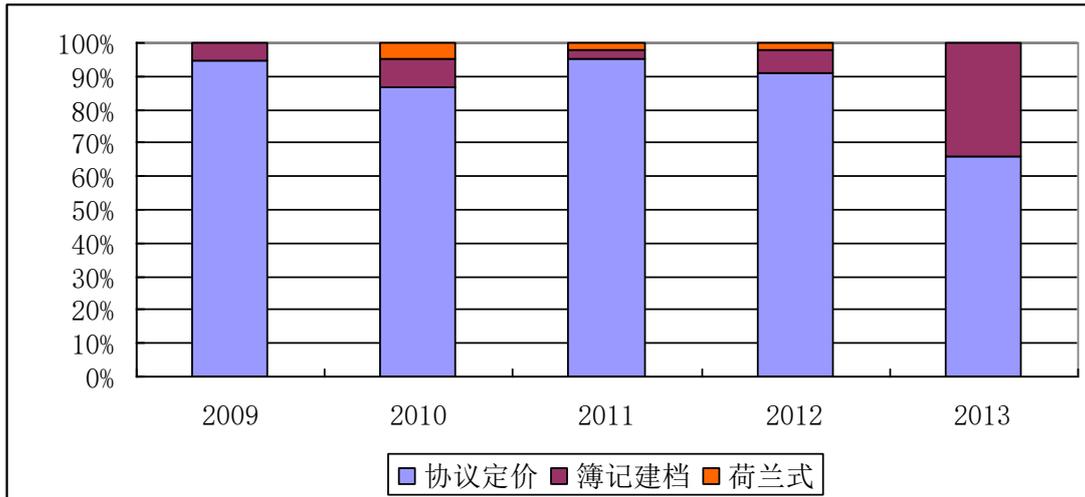


图2 各定价方式发行期数占比——企业债

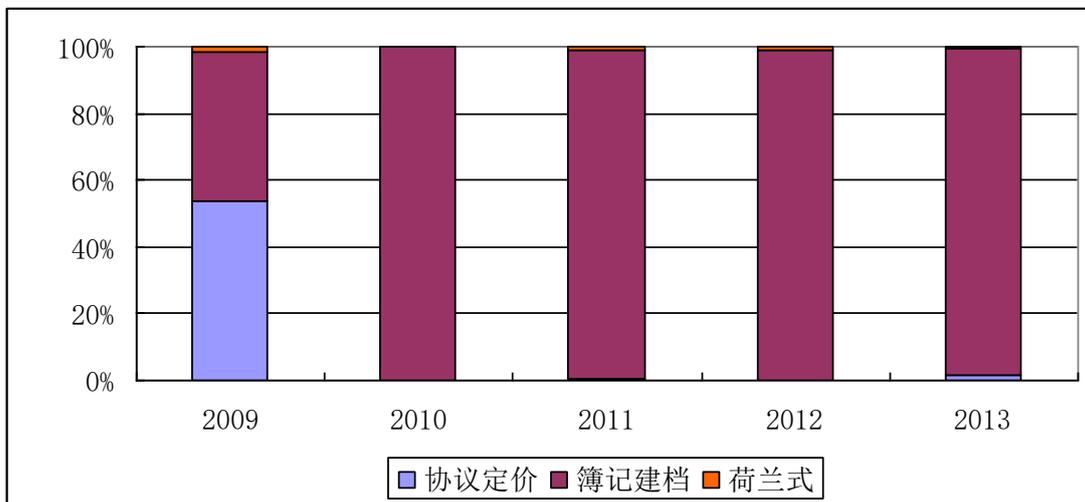


图3 各定价方式发行期数占比——中票

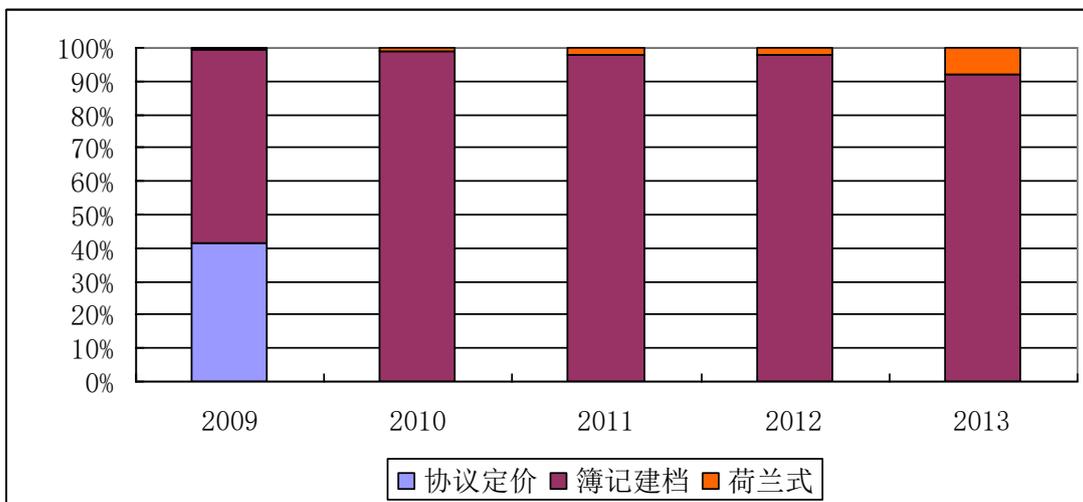


图 4 各定价方式发行期数占比——短融

其次，我们来看下这些不同品种的信用债券在发行上市首日净价的表现。经统计，企业债中采取协议定价的有 45.5% 的上市首日净价是上涨的，采取簿记建档中持平占大多数有 41.1%，上涨的仅 26.2%，而荷兰式全部下跌（图 5）。平均涨幅方面，协议定价方式平均上涨 0.28%，簿记建档为 0.11%，而荷兰式则下降 0.3%（图 6）。

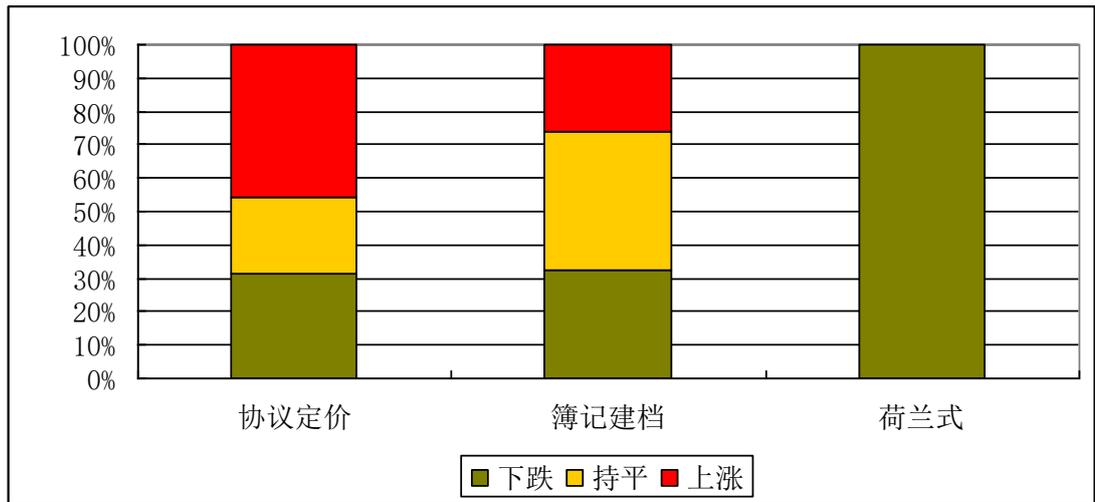


图 5 企业债首日净价表现（只数占比）

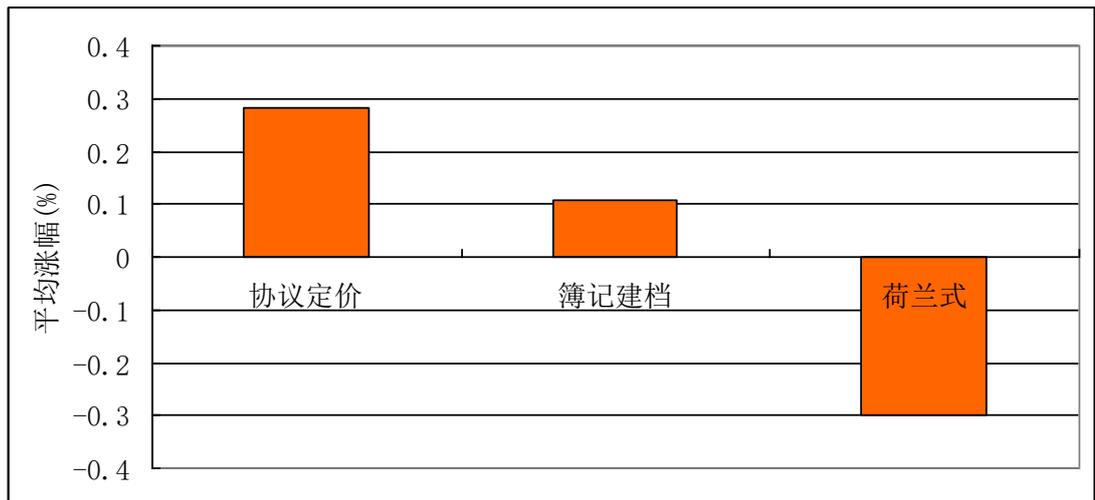


图 6 企业债首日净价平均涨幅（单位：%）

中票和短融，采取协议定价方式债券的首日净价全部持平（注：短融

中协议定价仅 1 只债券)，采取簿记建档的以持平为主占到了 50%左右，而荷兰式公开招标以下跌为主（图 7、9）。平均涨幅方面，协议定价方式的中票短融全部持平，簿记建档平均上涨 0.14%（中票）和 0.035%（短融），而荷兰式则下跌 0.02%到 0.03%。中票短融首日净价变化幅度明显小于企业债（图 8、10）。

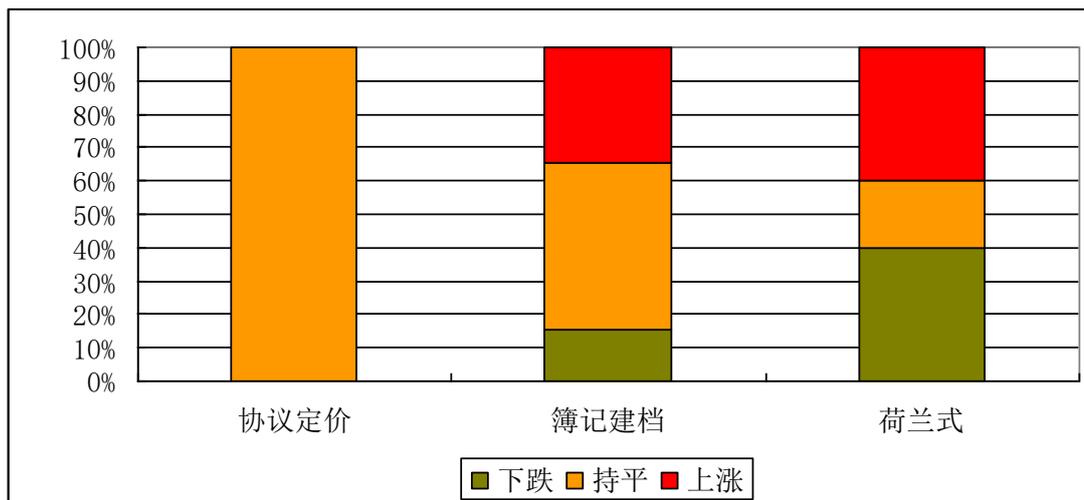


图 7 中票首日净价表现（只数占比）

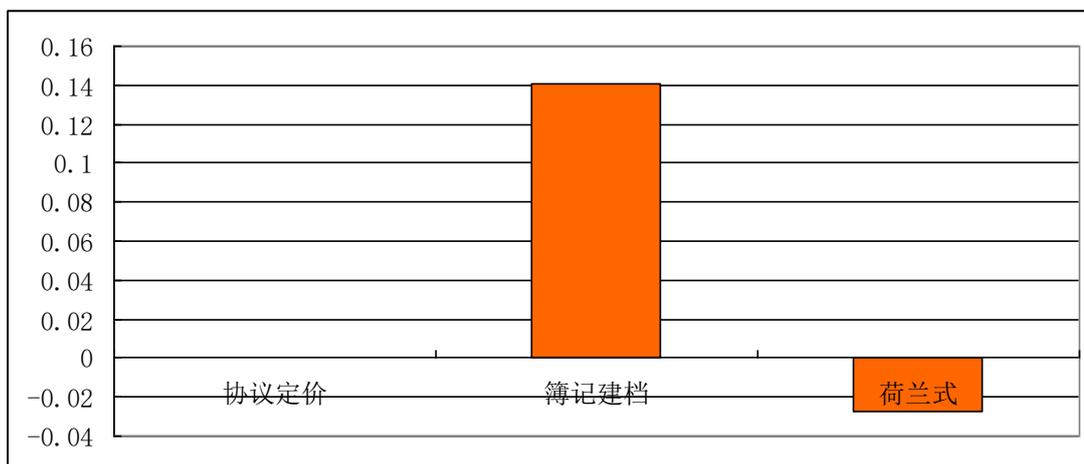


图 8 中票首日净价平均涨幅（单位：%）

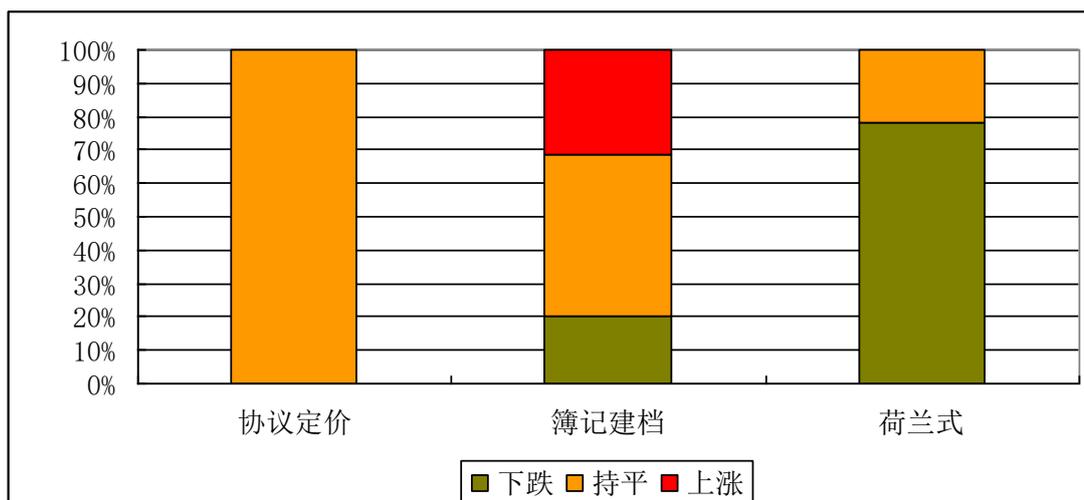


图9 短融首日净价表现（只数占比）

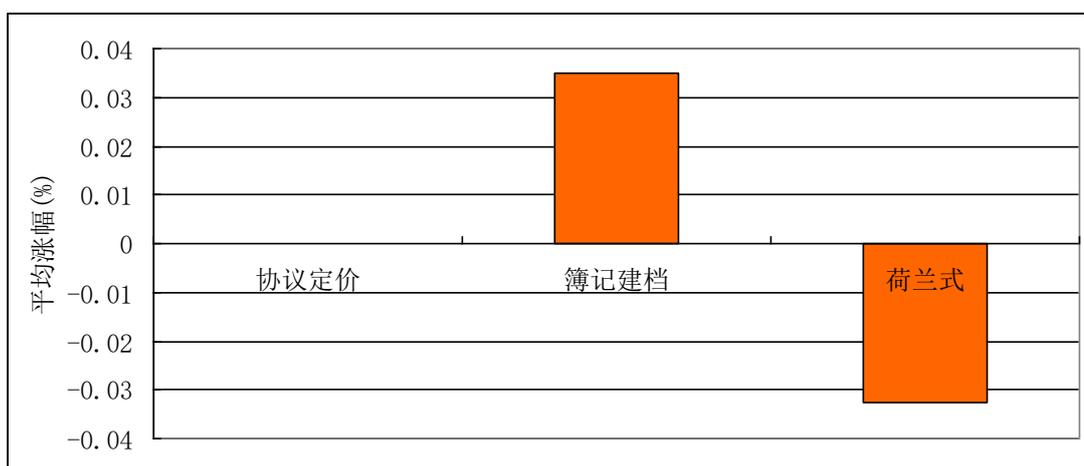


图10 短融首日净价平均涨幅（单位：%）

再进一步，我们选取了2008年至2013年6月发行的企业债来进行不同定价机制下一级半市场利差的比较。研究表明在同等发行年限、同等级别的条件下，簿记建档发行的债券一级半市场利差要明显小于同期发行的协议定价债券（图11）。可见这两种定价方式会导致不同的一级半市场利差。

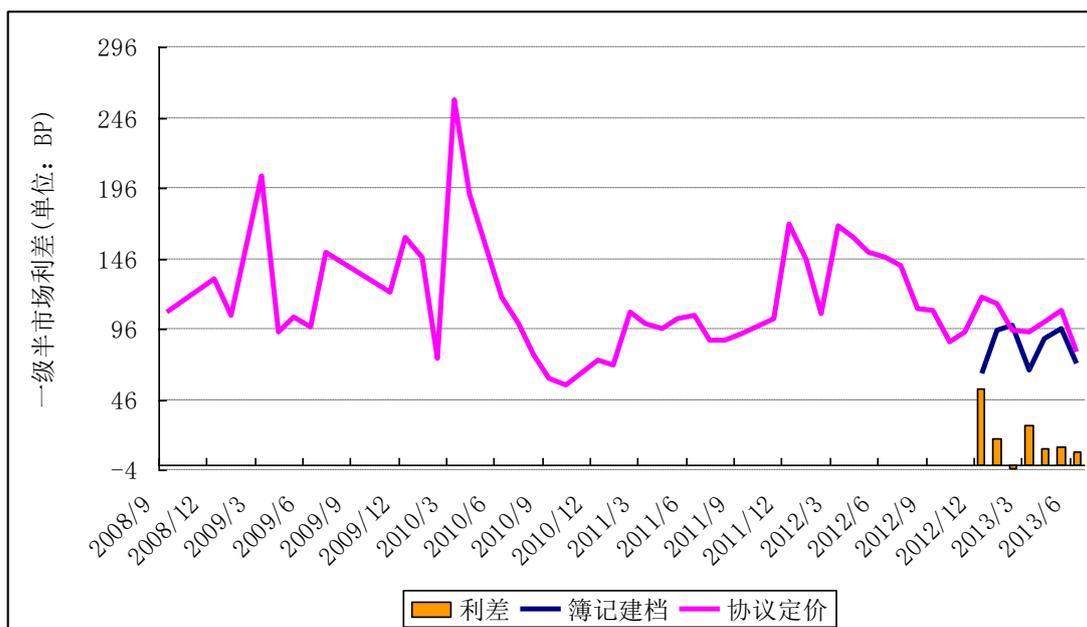


图 11 AA7 年期企业债券一级半市场利差

究其原因，簿记建档是一种系统化、市场化的发行定价方式，是以主承销商为桥梁在债券发行人与投资人之间进行询价和询量，需要首先进行预路演，根据反馈信息并参照市场状况，簿记建档人和发行人共同确定申购价格区间，然后与投资人进行一对一的沟通，最后开始簿记建档工作，由公证机关全程监督。簿记建档人将每一个价位上的累计申购金额录入电子系统，形成价格需求曲线，并与发行人最终确定发行价格。

而协议定价只是承销机构跟发行人一对一的决定发行利率，然后向机构投资者发行。虽然协议定价也需要向机构投资者进行询价，但相比簿记建档，协议定价不会有询价过程的留底，协议定价没有簿记建档信息披露得完善，导致透明度较低，发行利率的形成过程较为隐蔽，在该定价机制下承销机构出于自身利益的考虑，更有可能提高一级半市场利差来实现无风险套利。

由上可以看出，中票短融和企业债的一级半市场利差相差幅度较大在一定程度上要归结于主要定价发行方式的不同。

## 2、定价基准利率不同

企业债与中票短融的基准利率不同导致一级半市场利差不同。固定利率及累进利率企业债是采用 Shibor 为基准利率外加一定利差的定价方式，而浮动利率

企业债的基准利率更为多元化，有 shibor 和 1 年期定期存款利率，还有少量的债券以 7 天回购利率平均值为基准利率；且利差的确定过程也有不同标准和办法，有用企业债二级市场到期收益率的间接利差法、也有用国债与 shibor 之间利差来做调整的直接利差法。而中票短融则都是以交易商协会的估值为基础进行定价的，有统一的定价基准利率，利差加点也控制在 10bp 至 20bp 之间。因此，企业债定价基准利率的多元化也加剧了企业债一级半市场利差的差异化。

### 3、承销机构承销能力不同

中票短融的主要承销机构是商业银行，商业银行资金雄厚，资源丰富，承销能力更强一些。

由于企业债承销商主要为券商，资金实力相对较弱，采取协议定价的方式发行可能是为了保证企业债的顺利发行。通过确定较高的发行收益率吸引更多的机构投资者，以降低发行风险。若采取簿记建档发行方式，随着企业债发行利率与二级市场利差收窄，市场利率的小幅波动，就会加大券商的承销风险，从而降低承销商的承销动力。再加上目前企业债整体收益率降至低位，就更加考验承销商和投资人的定价能力，我们估计买卖双方都将经历调整或适应阶段，或使一级市场供给短时间形成真空。近期企业债供给明显收缩或是对这一发行方式变革的一种反应。

### 4、承销机构面临的承销风险不同

交易量大的信用品种通常市场波动性也小，相对来说承销商需要承担的风险也比较小。中票从 2009 年至今总成交 24.6 万亿元，占信用品种总成交量的 49%，企业债仅占 26%（图 12），因此中票相对更为稳定，企业债波动比较大，对承销商来说承销风险也大。

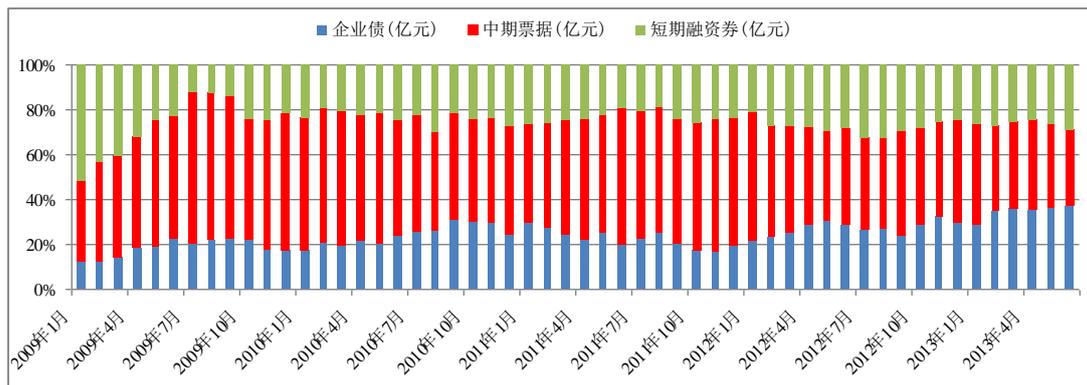


图 12 不同信用品种成交量走势图

### 5、承销机构的承销动机不同

中票和短融的主要承销机构是银行，银行一般会鼓励自己的客户去发行中票短融，用于替换承销机构以前发放的银行贷款，这样银行就把自身的表内风险转移到资本市场了。而企业债的承销机构一般是券商，券商没有这方面的利益驱动。

因此，一般中票短融的承销费用都要远远低于企业债，即使中票短融承销费用是零，银行出于自身风险考虑也会鼓励动员发行人去发行中票短融来替换银行贷款。

### 6、债券的发行效率不同

我们进一步统计了三个市场债券从发行到挂牌上市的间隔天数，2009 年以来企业债平均间隔天数为 14.4 天，即意味这投资人在一级市场申购后至少需承担两个星期二级市场波动风险。事实上，企业债发行到上市间隔超过 14.4 天的债券有 428 只，占到了企业债总发行量的 34%，间隔在 30 天以上的也有 38 只，间隔最长甚至达到 128 天，这导致投资人在这期间面临非常大的流动性风险。而中票短融，从发行到上市间隔天数平均为 3.2 天，短融最长为 12 天，中票最长为 10 天，无论平均间隔、还是最长间隔都明显短于企业债（图 13），因此投资人不用承担更多的二级市场波动以及流动性风险，对于企业债要求风险溢价成为投资人理性的选择，这也进一步推高了企业债的一级半市场利差。

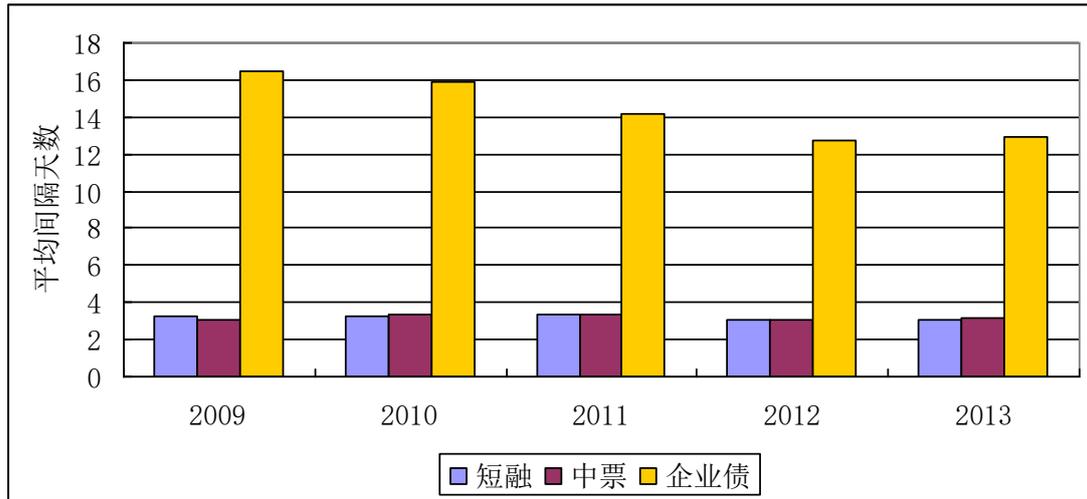


图 13 发行日至上市日间隔天数