

2016年第二季度短期融资券市场分析报告



2016/7/26

作者: 联合资信评估有限公司 林青 齐萌

 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

2016 年第二季度短期融资券市场分析报告

作者:联合资信评估有限公司 林青 齐萌

摘要

本季度，银行间债券市场共有 379 家企业累计发行短融（含超短融）582 期，发行总额为 7894.55 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度和上年同期均有所下降。其中，短融发行量较上季度和上年同期降幅均较大；超短融发行量环比有所下降，同比有所上升。短融新增主体家数及其所发短融的期数和规模同比和环比也均大幅下降。

本季度，在央行多种货币政策工具的作用下，银行间市场资金面保持适度宽松，一年期短融的平均发行利率呈现波动上升走势，平均发行利率同比大幅下降，环比有所上升。

本季度，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势愈加明显。电力行业所发短融在发行期数和发行规模方面排名均升至首位。江苏地区的企业所发短融的期数和规模均位居市场第一位。兴业银行和工商银行分别占据短融承销期数和承销规模的头名。

下半年积极财政政策将继续施行，稳健的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。在信用事件频发的背景下，短融发行主体信用等级分布有望进一步向较高信用等级集中。

一、债券市场环境

1. 经济运行平稳，但下行压力仍然较大

本季度，受益于前期稳增长政策的支撑，我国经济整体运行平稳，但经济自主增长的动力依然较弱。本季度，消费保持平稳增长，投资和出口持续下行，尤其是民间投资大幅放缓，二季度 GDP 增速为 6.7%，与一季度持平。6 月份居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.9%，为二季度首次涨幅跌破 2.0%，生产者价格指数（PPI）同比下降 2.6%，降幅继续收窄，但环比（-0.2%）出现近四个月首次下降，物价整体运行平稳；6 月份制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，仍然位于荣枯线临界点，总体呈现生产平稳特征。整体而言，我国经济运行较为平稳，但仍面临较大的下行压力。

2. 央行多措并举，维持资金流动性适度宽松

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，维持流动性合理充裕。本季度，资金外流压力下降，外汇占款降幅收窄，对央行流动性投放的扰动减轻；同时，财政部要求地方财政加快预算执行进度，缩减库款规模，这将加速存量财政资金释放，对流动性有正面影响。在此背景下，央行多次开展逆回购操作（其中有 21 日的逆回购投放量达到或超过千亿），加大了 MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等结构化或定向操作的频率，以引导和稳定市场预期，确保中短期流动性支持有力。尽管受到月末缴税、季末效应和 MPA（宏观审慎评估体系）考核等干扰因素的影响，流动性出现阶段性趋紧的现象，但在央行合理运用多种货币政策工具措施的保障下，本季度流动性整体上保持适度宽松的状态。

3. 银行间债市开放步伐加快，提振短融和超短融的投资需求

2016 年 5 月 6 日，央行发布〔2016〕第 8 号公告，进一步规范合格机构投资者进入银行间债券市场。住房公积金、养老金、慈善基金被首次明确作为独立非法人机构投资者参与银行间市场，而银行理财产品在银行间市场的开户范围也从 16 家上市银行大幅扩展至全部银行。2016 年 5 月 27 日，央行上海总部、国家外汇管理局、中央国债登记结算有限责任公司等相关单位相继发布关

于境外机构投资者投资银行间债券市场的细则，细则明确了对境外机构投资者备案管理、外汇管理、联网和开户操作的具体内容，银行间债市对境外投资者开放再进一步。上述政策从境内、外两个方面加速银行间债券市场开放，扩大银行间市场投资者范围，有利于完善银行间市场投资者结构，提高银行间债市的活跃度，也有助于增加短融和超短融的配置需求，或将从需求端促进短融和超短融发行。

4. 信用风险加速暴露，短融违约案例不断增加

本季度，债券市场违约事件频发，其中“15 东特钢 SCP001”、“15 华昱 CP001”、“15 国裕物流 CP002”、“15 春和 CP001”和“15 川煤炭 CP001”等短融和超短融相继暴露违约风险，随着债券市场信用风险加速暴露，短融违约案例呈现不断增加趋势。另外，本季度发生违约的短融和超短融主要集中于产能过剩的煤炭、钢铁等行业，在立足于调结构、去产能的供给侧改革背景下，产能过剩行业的部分企业面临较大的破产重组压力，或将成为违约集中高发的领域。

二、短融¹发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 379 家企业累计发行短融（含超短融）²582 期，合计发行规模为 7894.55 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 19% 以上，同比降幅分别为 19.02%、14.66% 和 7.11%。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）2157 期，存续短融（含超短融）金额达 25808.55 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券³存量总规模的 16.54%。

表 1 2016 年二季度短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度	2016 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	628	933	1076	1515	2535	769	582	-14.66	-24.32
发行家数(家)	456	635	709	847	1001	488	379	-19.02	-22.34
发行规模(亿元)	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	32427.30	9758.00	7894.55	-7.11	-19.10

注：短融发行统计以起息日作为统计口径，下同。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

¹ 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超短期融资券。下文同。

² 由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

³ 公司类债券包括企业债券、中期票据（不包括美元中期票据）、集合票据、短期融资券（含超短融）、非公开定向债务融资工具、公司债、可转债和可交换债。

1. 短融发行情况分析

本季度，共有 128 家企业累计发行短融 138 期，发行规模为 1092.65 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比和同比降幅均在 40% 以上，降幅较大，主要原因是受到违约事件频发影响，投资者态度较为谨慎，较低信用等级以及景气度低迷行业发行人发行债券难度增加，导致推迟或取消放行短融数量大幅增长。从单笔发行规模来看，本季度短融的平均单笔发行规模为 7.92 亿元，环比和同比分别下降 12.51% 和 11.04%。

表 2 2016 年二季度短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度	2016 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	238	138	-55.19	-42.02
发行家数(家)	453	614	663	782	799	225	128	-55.86	-43.11
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	1092.65	-60.14	-49.25
平均单笔发行规模(亿元)	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	9.05	7.92	-11.04	-12.51

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

2. 超短融发行情况分析

本季度，共有 268 家企业累计发行超短融 444 期，发行规模为 6801.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 10% 以上，同比增幅均在 20% 左右。超短融发行量的环比下降可能是受到取消或推迟发行超短融数量增加影响。本季度，超短融的平均单笔发行规模为 15.32 亿元，较上年同期基本维持稳定，较上季度小幅增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 7 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本季度超短融发行总期数的 57.88%。

表 3 2016 年二季度超短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度	2016 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数(期)	20	125	216	443	1430	531	444	18.72	-16.38
发行家数(家)	6	48	66.00	141	412	306	268	21.82	-12.42
发行规模(亿元)	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	7605.10	6801.90	18.50	-10.56
平均单笔发行规模(亿元)	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	14.32	15.32	-0.45	6.98

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

三、短融新增发行主体分析

本季度共有 30 家企业首次发行短融 34 期，总计发行规模为 205.00 亿元，新增主体家数及其所发短融的期数和规模同比和环比降幅均在 40% 左右，降幅较大；新增主体家数、发行期数和发行规模分别占发行短融企业总家数、总发行期数和总发行规模的 23.44%、24.64% 和 18.76%，占比同比增幅明显，环比小幅下降。本季度新增短融发行主体行业分布较广泛，排名前三位的行业依次为建筑与工程、多元金融服务以及石油、天然气与供消费用燃料；新增企业主体信用等级主要集中在 AA 级，在新增主体总数中的占比为 60%；国有企业在新增企业总数中的占比（70%）排名第一。

本季度共有 53 家企业首次发行超短融共计 66 期，发行规模为 595.50 亿元，新增企业家数、发行期数和发行规模环比和同比基本均有明显下降。新增企业家数、发行期数和发行规模分别占发行超短融企业总家数、总发行期数和总发行规模的 19.78%、14.86% 和 8.75%，占比较上季度基本均变化不大，较上年同期均有明显下降。新增主体依然以国有企业为主，在新增主体总数中的占比为 77.36%；新增主体的信用等级分布较为分散，AAA 级、AA+级和 AA 级的家数占比分别为为 26.42%，39.62% 和 32.08%。

表 4 新增企业的短融（超短融）发行情况

项目	短融					超短融				
	2015年 二季度	2016年 一季度	2016年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2015年 二季度	2016年 一季度	2016年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行家数(家)	52	59	30	-42.31	-49.15	86	56	53	-38.37	-5.36
发行期数(期)	53	63	34	-35.85	-46.03	130	80	66	-49.23	-17.50
发行规模(亿元)	298.50	407.80	205.00	-31.32	-49.73	1175.50	917.00	595.50	-49.34	-35.06
发行家数占比(%)	17.93	26.22	23.44	30.72	-10.61	39.09	18.24	19.78	-49.41	8.42
发行期数占比(%)	17.21	26.47	24.64	43.16	-6.92	34.76	15.01	14.86	-57.24	-0.97
发行规模占比(%)	10.89	18.94	18.76	72.28	-0.94	20.42	11.53	8.75	-57.13	-24.07

数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

四、短融利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）均采用固定利率发行。

本季度，央行综合运用多种货币政策工具，通过逆回购、中长期借贷便利

(MLF)、抵押补充贷款(PSL)和常备借贷便利(SLF)等措施实现资金净投放 1.35 万亿元,保障了银行间债券市场资金面的适度宽松,但受到财政存款上缴、MLF 到期、MPA(宏观审慎评估体系)考核等因素的影响,资金面出现阶段性趋紧的现象。在此背景下,利率整体呈现小幅上行走势。具体来看,经过 2015 年 5 次降息,一年期贷款基准利率本季度维持在 4.35%的水平;一年期银行间固定利率国债到期收益率改变了 2015 年以来的下行趋势,整体趋势出现小幅回升,本季度的平均水平(2.31%)较上季度(2.24%)小幅回升 0.07 个百分点,较上年同期(2.41%)下降 0.10 个百分点。

本季度,一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近,但在违约事件频发和流动性阶段性趋紧的影响下,本季度一年期短融的发行利率波动较大。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.94%,较上季度(3.79%)略有上升,较上年同期(5.00%)有所下降,一年期短融发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。

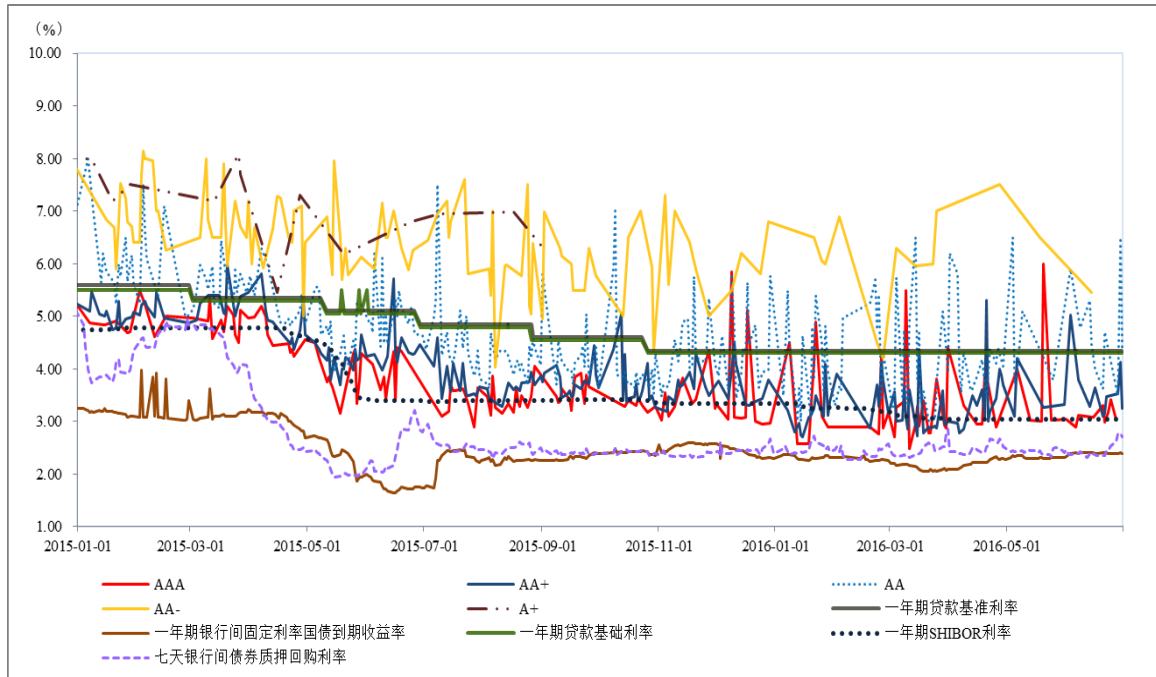
如图 1 所示,本季度,各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007(七天银行间债券回购加权平均利率)利率,均呈小幅波动上行态势。除 AAA 和 AA+级,其他级别主体所发短融的发行利率均有明显的区分度。AAA 级和 AA+级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率,AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷款基准利率波动,AA-级主体所发短融的发行利率基本高于一年期贷款利率。

表 5 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况表(单位:%)

项目	2015 年二季度		2016 年一季度		2016 年二季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	4.18	3.16-5.35	3.19	2.48-5.50	3.30	2.70-6.00
AA+	4.42	3.58-6.30	3.29	2.70-7.39	3.57	2.79-6.80
AA	5.00	3.93-7.50	4.11	2.80-8.00	4.34	3.10-7.50
AA-	6.53	5.09-8.50	5.95	4.20-7.00	6.48	5.45-7.50
A+	6.77	6.19-7.30	-	-	-	-

注:剔除有担保和发行期限在 1 年以下的短融。

资料来源:Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理



注：剔除有担保和发行期限在1年以下的短融。

资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 1 2016 年二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

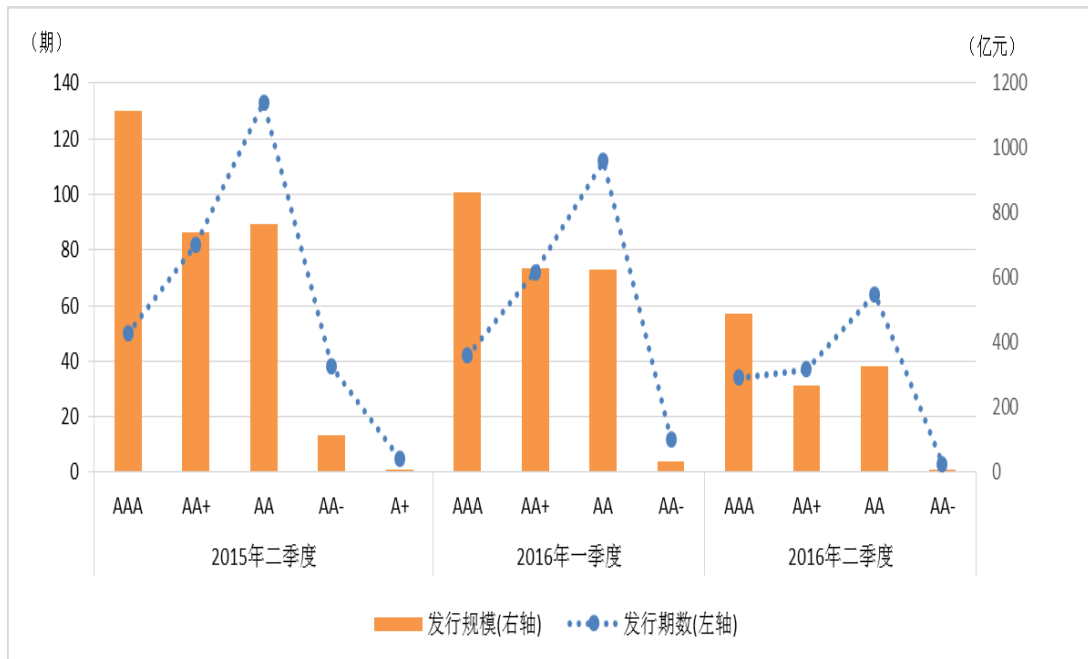
五、短融发行主体信用等级分布分析

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。本季度延续了 2015 年 4 季度以来无 A+级主体发行短融的趋势。

从发行期数来看，本季度 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 46.38%，环比变化不大，但同比有所上升；AAA 和 AA+级主体所发短融的期数相差不大，其中 AAA 级主体所发短融在总发行期数中的占比有较大幅增长；AA-级主体所发短融在总发行期数的占比环比降幅明显，同比略有增长。整体来看，AA 级（含）以上主体所发短融期数分布更加均匀。

从发行规模来看，本季度 AAA 级~AA 级主体所发短融的规模在发行总规模中的占比升至 99.22%。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，规模占比（44.62%）有明显上升，发行优势更加明显；AA+主体所发短融的规模占比有所下降；AA-级主体所发短融在总发行规模的占比环比有所下降，同比略有增长。整体来看，短融发行规模向 AA（含）级以上高等级集中趋势进一步凸显。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显，且高等级主体所发短融期数更趋均匀。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 2 短融发行主体信用等级分布

六、短融发行规模结构分析

本季度，短融的发行期数仍然呈现出随着发行规模的增大而减少的趋势，发行规模仍然主要集中在 1~20 亿元，在发行总期数中的占比升至 95.65%，其中 1~5 亿元规模短融的发行期数最多，在发行总期数的占比环比和同比均有所下降，集中度有所下降，5~10 亿元规模短融的发行期数占比环比和同比增幅明显。

本季度，超短融发行期数在规模区间上的分布较短融更为均匀，其中 1~5 亿元和 5~10 亿元规模的超短融发行期数在总发行期数的占比最高，分别为 32.21% 和 30.86%，与上年同期和一季度相比，本季度超短融发行规模呈现向小规模集中趋势。

表 6 2016 年二季度按发行规模分析短融（含超短融）情况表

发行规模 (亿元)	短融发行期数						超短融发行期数					
	2015年二季度		2016年一季度		2016年二季度		2015年二季度		2016年一季度		2016年二季度	
	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)
1-5 (含5)	174	56.49	126	52.94	72	52.17	104	27.81	164	30.89	143	32.21
5-10 (含10)	75	24.35	62	26.05	43	31.16	116	31.02	163	30.70	137	30.86
10-20 (含20)	36	11.69	36	15.13	17	12.32	80	21.39	118	22.22	73	16.44
20-30 (含30)	14	4.55	7	2.94	3	2.17	39	10.43	55	10.36	51	11.49
30-50 (含50)	7	2.27	5	2.10	2	1.45	30	8.02	25	4.71	26	5.86
50以上	2	0.65	2	0.84	1	0.72	5	1.34	6	1.13	14	3.15

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

七、短融发行主体所有制性质分析

从短融（含超短融，下同）发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业依然是短融发行量最大的企业类型，其所发短融的期数和规模在短融总发行期数和总发行规模中的占比（82.82%和 92.03%）较上季度和去年同期均小幅上升，发行优势更加明显；民营企业在短融发行期数占比上较上季度和去年同期降幅明显；外商独资企业、中外合资企业、集体企业和其他类企业所发短融的发行期数和规模仍然较少。

表 7 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

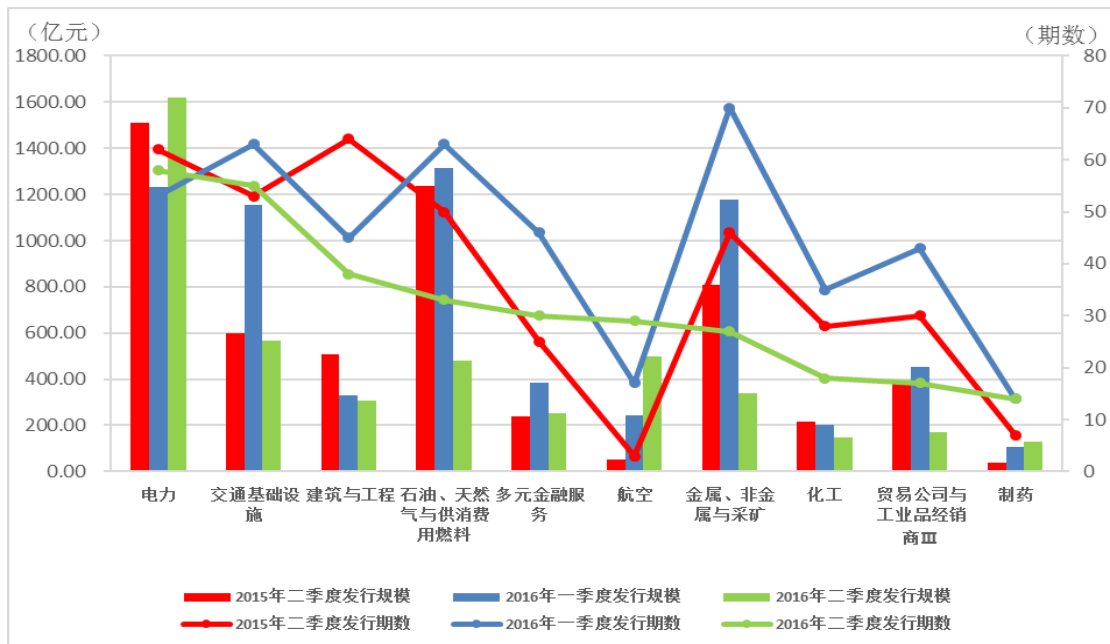
项目	2015年二季度		2016年一季度		2016年二季度					
	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)	发行 规模 (亿元)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)
国有企业	543	7597.10	606	8521.40	482	-11.23	-20.46	7265.25	-4.37	-14.74
民营企业	102	570.40	126	873.50	75	-26.47	-40.48	464.90	-18.50	-46.78
外商独资企业	18	132.50	15	110.60	7	-61.11	-53.33	51.40	-61.21	-53.53
中外合资企业	12	147.00	12	93.00	5	-58.33	-58.33	34.00	-76.87	-63.44
集体企业	2	13.50	2	9.50	2	0.00	0.00	8.00	-40.74	-15.79
其他类企业	5	38.00	8	150.00	11	120.00	37.50	71.00	86.84	-52.67
总计	682	8498.50	769	9758.00	582	-14.66	-24.32	7894.55	-7.11	-19.10

注：其他类型企业主要为 A 股或 H 股上市公司，流通股股东主要为机构投资者且持股较为分散。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

八、短融发行主体行业分布分析⁴

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度，电力行业所发短融在发行期数（58期）和发行规模（1620.40亿元）方面排名均升至首位。排名前十行业中，航空行业所发短融的期数和规模环比和同比均有大幅增长进入前十名；金属、非金属和采矿，石油、天然气与供消费用燃料行业所发短融的期数和规模环比和同比均降幅明显，这主要是受到行业景气度不高和行业内违约事件频发影响。



注：前十位排名以发行期数依据。以下同。
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

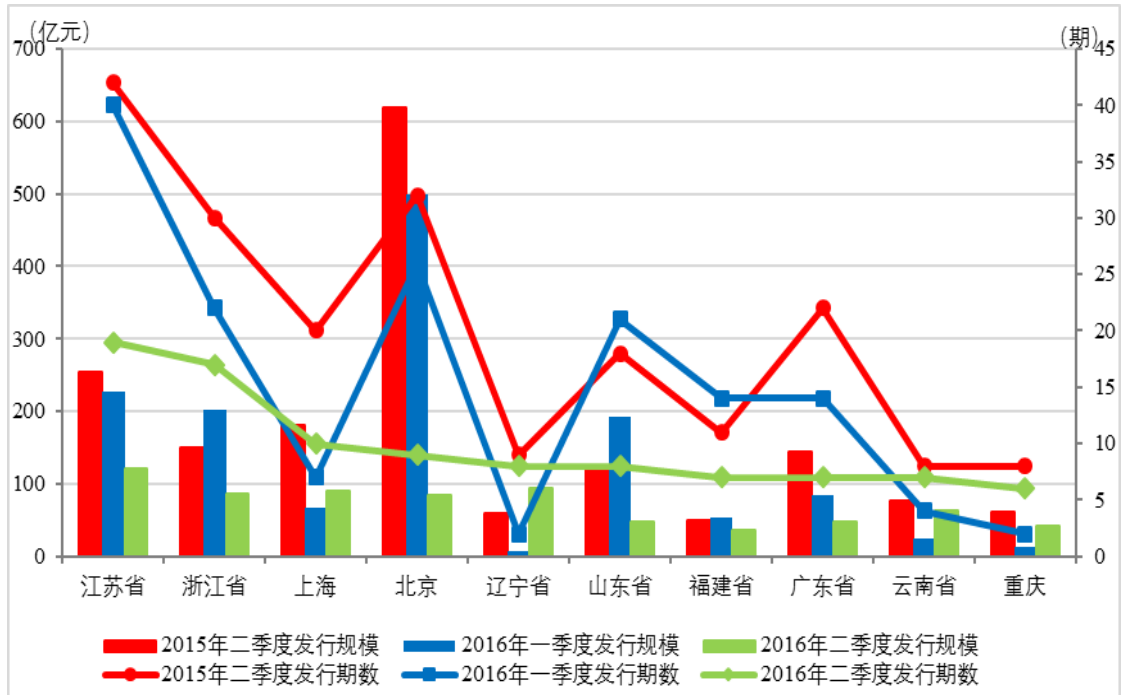
图3 2016年第二季度短融发行期数前十位主体行业分布情况

九、短融发行主体地区分布分析⁵

短融发行主体的所在地区方面，本季度，江苏、浙江、上海、北京和辽宁地区的企业所发短融的期数和规模均位列前五位，其中江苏地区的企业所发短融的期数和规模（19期和120.50亿元）均保持明显领先地位。排名前十位的地区中，除辽宁地区企业所发短融的期数和规模环比和同比基本均有明显增长外，其他地区企业所发短融的期数和规模大多出现较大幅度下滑，其中北京和山东地区降幅最为明显（约70%）。

⁴ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

⁵ 由于“16中芯国际CP001”是熊猫债，在发行主体地区统计中已被剔除出样本。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2016 年第二季度短融发行期数前十位主体地区分布情况

从超短融发行的地区分布来看，本季度，超短融发行地区主要集中在北京、福建、江苏、上海、山东、广东和浙江，合计发行期数和规模（361 期，5863.90 亿元）在超短融总发行期数和规模中的占比分别为 81.31% 和 86.21%，其中北京地区在发行期数（110 期）和发行规模（3197.00 亿元）上的领先优势依然较为明显；四川、辽宁、广西的发行期数和发行规模环比和同比均出现较大幅度的下降。整体而言，超短融的发行地区分布呈现明显的集中趋势。

十、短融承销情况分析

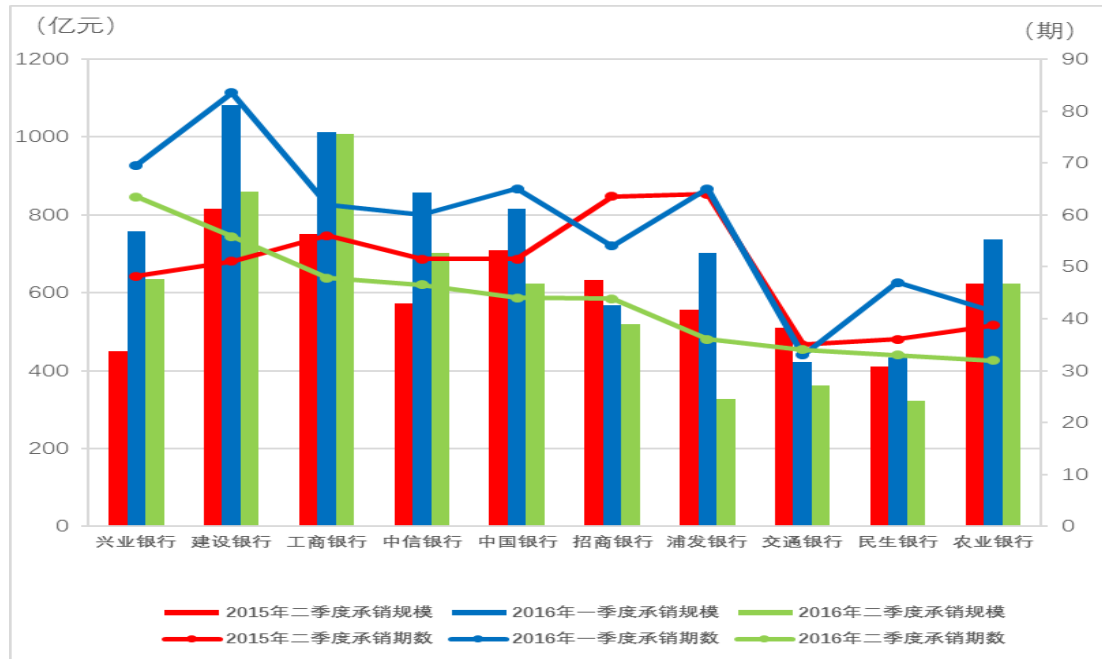
本季度，共有 44 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，下同），短融承销商数量环比增加 9 家，同比增加 10 家。本季度共有 274 期短融采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比（47.08%）环比略有增长，同比下降 6.38 个百分点。

按承销期数统计⁶，本季度兴业银行超过建设银行，以承销 63.5 期排名首位，建设银行、工商银行、中信银行和中国银行分别位列第二至第五位。其中建设银行承销期数（55.83 期）较上季度大幅下降 33.14%。本季度前五位承销

⁶ 对于采用联合主承销商形式发行的短融，各承销商的承销期数与承销额度按 50% 计算。

商的承销期数总和占总承销期数的 44.27%，同比环比均基本保持稳定。

按承销规模统计，本季度工商银行承销规模达 1008.37 亿元，超过建设银行成为市场首位。建设银行、中信银行、兴业银行和中国银行位列第二至第五位。本季度排名前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的比重为 48.51%，较上季度和上年同期均有所增加，集中度有所上升。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

图 5 2016 年二季度短融承销期数前十位承销商情况

本季度发行规模超过 50（含）亿元的短融共 24 期，合计发行规模达 1610.00 亿元，分别占总发行期数和总发行规模的 4.12% 和 20.39%，期数和规模占比较上季度和上年同期均有所上升。本季度，联合承销仍是大额短融的主要发行方式，其中工商银行、建设银行、农业银行、中信银行和中国银行在承销期数和承销规模方面均位列前五名，合计承销期数和承销规模在大额短融总期数和总规模中的占比分别为 75.00% 和 77.55%，占比环比和同比均增幅较大，短融大额承销的集中度有所上升。

十一、未来走势预测

在宏观经济方面，我国经济正面临经济增速放缓、产能总体过剩和债务率

居高不下等问题，下半年政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，着力推动供给侧改革，抑制产能过剩，维持基本平稳的经济运行态势。具体措施包括加大对基础设施建设的投资力度，大力扶持双创企业，全面推行营改增等。预计下半年，消费将继续保持平稳，固定资产投资增速可能出现回落，出口有望出现回暖，GDP 会维持在 6.5% 或以上的速度，CPI 预计在 1.8% 左右，PPI 降幅有望继续收窄。

从市场资金面来看，下半年央行将继续加大公开市场操作频率和规模，通过使用 SLO、SLF、MLF、PSL 等新型定向工具，引导市场利率，保持流动性的合理充裕。整体来看，预计下半年银行间资金面仍将维持合理宽松。

从债券市场来看，第一，随着银行间债券市场不断开放，投资者范围将进一步丰富，或将从需求端推动短融和超短融发行。第二，本季度银行间债券市场发行了 2016 年以来的首期短融熊猫债，伴随着熊猫债市场的发展，短融熊猫债发行量也可能会有所增加。第三，随着我国供给侧改革不断深化，预计下半年产能过剩行业违约风险将加速暴露，短融违约案例也将进一步增多。第四，相比民营企业，国有企业，尤其是城投类企业在出现债务危机时获得政府救助的可能性较高，导致投资者对其需求较大，带动了其发行量的增长，预计下半年国有企业仍然是短融发行的主要企业类型。第五，在违约事件频发的背景下，投资者的态度较为谨慎，信用级别较低的发行人发行短融可能会受到一定抑制，短融发行主体的信用等级分布将继续呈现向 AA 级（含）以上集中趋势。

整体而言，下半年积极财政政策将继续施行，稳健的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。在信用事件频发的背景下，短融发行主体信用等级分布有望进一步向较高信用等级集中。