

2015-1-29

2014 年度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 刘艳 常茜菲 王柠 余雷 李丹



2014 年度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 刘艳 常茜菲 王柠 余雷 李丹

摘要

本年度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 107087.33 亿元，较上年增加 24.77%。其中，资产支持证券、商业银行债券、超短融和非公开定向债务融资工具发行量实现较大增长。

本年度宽松的货币政策使银行间市场资金面较为充足，利率整体上呈现波动回落趋势，但受到年末时点流动性压力影响，利率略有回升。各期限贷款基准利率于 11 月下调 0.40 个百分点；一年期银行间固定利率国债到期收益率于 1 月份达到最高值 4.25% 后全年波动回落；五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率趋于下降，并于四季度逐渐回落至 2013 年上半年的较低水平。

本年度，短融（含超短融）、证券公司短融发行量同比增幅较大。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走势大致相同，呈现波动下降趋势，但 12 月有所上升。AA 级（含）以上主体所发短融的发行期数和发行规模占比均有所增加，短融发行主体的信用等级分布向高信用等级（AA 级（含）以上）集中的趋势进一步明显。电力，交通基础设施，金属、非金属与采矿，建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料行业主体所发短融期数和规模位居前五位。北京地区的企业所发短融的发行期数和发行规模仍位列全国首位。中国银行在短融承销期数及规模上表现优异，国有商业银行在承销业务上仍保持优势。

2015 年，积极的财政政策、稳健的货币政策和宽松的资金面都有利于短融的发行，预计短融市场将继续保持稳定增长的趋势，但信用风险的暴露或将使投资者降低对较低信用等级主体所发短融的认购需求，抑制其发行数量。

一、本年度债券市场发展情况

1. 债券市场环境

(1) 债市监管日趋完善，引导债市健康发展

2014 年，监管部门不断完善债市监管制度，对债市的健康发展具有重要的导向作用。2 月 13 日中国人民银行（以下简称“央行”）发布《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场有关事项的通知》，首次明确理财产品进入银行间债券市场的规范。2 月 21 日证监会机构调整新增设了公司债券监管部，其主要职责是拟订监管债券市场的规则、实施细则，审核债券市场的自律管理规则，拟订资产证券化产品发行上市交易的监管规则、实施细则并监管其发行上市活动，监管证券中介和服务机构的债券业务活动等，此举为证监会力推债券市场改革迈出的一步。4 月 24 日，发改委发布《企业债券簿记建档发行业务指引（暂行）》，要求将原来主承销商自行簿记建档改为主承销商在中央结算公司簿记建档，并对整个企业债的发行过程进行了规范，压缩并且杜绝了企业债发行过程中的寻租空间，明确参与人不得进行不正当利益输送、破坏市场秩序。5 月 8 日《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新“国九条”）正式发布，明确提出“积极发展债券市场”、“强化债券市场信用约束”、“深化债券市场互联互通”、“加强债券市场监管协调”等任务部署，进一步明确以市场化的方向和意志推进资本市场建设，对于债券市场的发展与完善具有长远利好的意义。9 月底，发改委下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，提出通过严格规范发债准入、加强债券存续期监管、强化偿债保障以及规范和约束承销商、信用评级机构行为等措施，强化了企业债券的风险防范力度。11 月，银监会和证监会先后发文公布将资产证券化业务由审批制改为业务备案制，不再进行逐笔审批，有望推动我国资产证券化进入快速发展时期。国务院也发布了《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，提出“建立健全政府和社会资本合作（PPP）机制”、“支持重点领域建设项目采用企业债券、项目收益债券、公司债券、中期票据等方式通过债券市场筹措投资资金”，在缓解企业融资难问题的同时也将促进债市规模的进一步扩大。

（2）明确地方政府债务举债主体和形式，促进地方政府性债务规范发展

2014 年，为了妥善处理地方政府存量债务，化解债务风险，监管层出台了多项法律法规对地方债进行甄别与清理，规范地方政府性债务管理机制。5 月财政部公布《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，宣布上海、浙江、广东、深圳等共十个省市试点采取自发自还的模式发行地方政府债券，地方政府发行政府债券实行年度发行额管理，推动了地方政府性债务的全口径预算管理。此后，随着《深化财税体制改革总体方案》、《预算法》修订案的出台，政府加快了建立规范的地方政府举债融资机制的步伐。10 月 2 日，国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），从举债主体、举债规模、举债方式以及债务管理等多个方面对地方政府举债融资体制进行了规范，未来地方政府债券、项目收益债将得到大力发展。随后各监管部门纷纷出台各种政策（例如财政部发布《地方政府债务纳入预算管理的甄别方法》，发改委提高城投债的审批门槛，交易商协会收紧主承对城投企业融资工具的尽调口径等）以配合 43 号文精神。12 月“14 天宁债”与“14 乌国投”两只地方城投债先后被剔除出政府债务范围，城投企业被剥离政府融资职能后，城投债将逐渐被地方政府的一般债务及专项债务、项目收益债及普通企业债等替代，同时也将导致存量城投债的信用风险出现分化。

（3）债市创新产品层出，直接融资稳步扩容

2014 年债市创新产品层出不穷，项目收益票据、并购票据、碳收益票据、非公开定向可转债融资工具、供应链票据、永续债、公募型可交换债等多个创新产品的发行，进一步满足了企业的多元化融资需求，降低了企业融资成本。此外，柜台债券业务品种增加和开启尝试做市业务，也对债券市场的完善和创新具有一定的推动作用。

在证券发行主体扩容方面，5 月超短融发行主体迎来第三次扩容¹，即发行主体采用不同付费方式双评级的，其中一个评级达到 AA 级的即可发行超短融。9 月 30 日，央行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，支持符合条件的房地产企业在银行间发行债券，拓宽了房地产企业融资渠道。10 月，上交所和深交所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，允许获得中国证监会

¹ 2012 年 6 月超短融发行主体范围首次扩容至一般央企 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司；2013 年 10 月再次扩大至地方 AAA 级企业。

试点发行资质认可的证券公司发行短期公司债券。上述政策的实施将在一定程度上促进债券发行量的增长，有利于直接融资稳步扩容。

另外，财政部 11 月 24 日开始正式每日公布中国关键期限国债收益率曲线，完善了债券的市场化发行定价机制；四季度乙类和丙类账户重返银行间债券市场，债市参与主体的扩容也对促进债券市场规范发展和债券交易具有一定的利好作用。

（4）信用评级风险警示作用有所增强，但仍存在评级依赖和不合理使用情况

2014 年，为了加强信用风险管理，监管机构进一步加强了信用评级在债券信用风险管理中的作用。5 月 7 日保监会发布了《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》，提出保险资金投资的固定收益类的集合资金信托计划，信用等级不得低于国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级的信用级别。7 月，中国银监会下发《关于加强农村合作金融机构资金业务监管的通知（征求意见稿）》，规范农村合作金融机构的资金业务和债券投资行为，只有监管评级在三级（含）以上，并具有专门的资金业务部门和资金业务信息管理系统农村商业银行和农村合作银行，才能开展 AA 级（含）以下债券以及信托产品、资管计划投资业务。10 月，保监会发布《关于保险资金投资优先股有关事项的通知》，要求保险资金投资的优先股，应当具有 A 级或者相当于 A 级的长期信用等级，并逐步建立企业和行业内部的优先股信用评估机制。本年度，中国证券登记结算有限公司多次下调了部分回购质押券折扣系数，最后一次调整为 12 月 8 日发布的《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，规定“暂时不受理新增企业债券回购资格申请，已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库；同时规定债项评级达不到 AAA 级的企业债券不得新增入库，有新增入库的将强行出库”，近 6 成企业债丧失质押回购资格。6 月 17 日，沪深交易所发布了《关于对公司债券实施风险警示有关事项的通知》，将在实施风险警示的公司债券简称前冠以“ST”字样，并对 ST 的债券设置了买入权限。

虽然上述规定进一步提高了债券市场参与者对于信用级别的重视程度，增强了信用评级的风险警示作用，但同时也导致了信用等级在债券的发行、审批、交易等环节成为一道门槛，较高的信用等级要求以及没有将企业其他指标（如资产负债率、资产和收入等）与信用等级相结合的规定，使得监管部门仍存在单一和机械地

依赖信用评级结果，并且会加剧信用等级虚高的问题。

（5）债券违约事件频现，促进债市走上良性循环的轨道

近年来，债券品种不断丰富，发债门槛逐渐降低，这一方面促进了债券市场的快速发展，但也在一定程度上加速了债市信用风险的累积。2014 年，宏观经济增速放缓、经济结构调整深化以及利率市场化改革等金融环境不断变化，部分产能过剩行业需求下滑严重，一些强周期行业运行情况恶化。在此背景下，2014 年成为中国债券市场的信用违约元年，“11 超日债”、“12 华特斯”、“13 中森债”、“12 金泰债”、“12 津天联”、“13 华珠债”、“11 常州中小债”和“13 常德 SMECNII001”等多只债券发生了违约风险事件，同时债市反腐风暴并未平息，债市信用风险不断增加。在宏观经济周期性波动、市场规模扩大、发行主体日趋多元化等情况下，个别企业出现违约，是债券市场发展进程的正常现象，有助于推动市场走上良性循环的轨道。

2、债券产品发行情况

本年度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 107087.33 亿元，较上年增加 24.77%。其中，资产支持证券、商业银行债券、超短融和非公开定向债务融资工具发行量实现较大增长。截至本年度末，主要债券品种存量规模达到 34.54 万亿元。

本年度，政府债发行量有所增长，主要是由于地方政府债发行期数和发行规模增幅较大，同比分别增加 79.17%和 14.29%；国债发行期数和发行规模较上年增幅不大，同比分别增长 11.29%和 4.52%。此外，本年度央票继续维持停发状态。

本年度，企业债券的发行期数和发行规模均较上年增加 50%左右，增幅较大的原因一是上年同期监管部门对企业债券发行的分类审核和专项核查以及银行间债券市场资金面趋紧、发行成本上升导致企业债券发行量明显下降，基数较小；二是 5 月份棚改概念企业债发行条件有所放宽促进了企业债券的发行。

在资金流动性宽松、债券市场利率总体下行、融资成本降低的背景下，中期票据的发行期数和发行规模同比增幅也在 35%以上。金融债的发行仍然以政策性银行债为主，但在资本金的监管压力下，商业银行债（其中二级资本工具发行量增幅最大）和非银行金融机构债券的发行量同比增幅均较大，金融债券发行期数和发行规模较上年分别增加 60.06%和 32.89%。

本年度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模均较上年增长 35%以上；证券公司短融的发行期数和发行规模较上年分别增加了 91.79%和 41.76%，增幅均较大。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2012 年发行情况		2013 年发行情况		2014 年发行情况		2014 年年末存量情况	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债	77	16062.26	86	19044.01	112	20247.35	317	103075.49
国债	59	13562.26	62	15544.01	69	16247.35	220	91451.99
地方政府债	18	2500.00	24	3500.00	43	4000.00	97	11623.50
央行票据	0	0.00	20	5362.00	0	0.00	10	4281.72
金融债	246	25854.70	333	21401.30	533	28440.02	773	116787.55
政策性银行债	175	21400.00	285	19960.30	426	22980.52	482	99574.40
商业银行债券	57	3933.70	35	1132.00	89	4402.50	257	16117.15
非银行金融机构债券	14	521.00	13	309.00	18	1057.00	34	1096.00
政府支持机构债券	15	2000.00	14	1900.00	16	2150.00	90	11675.00
企业债券	484	6499.31	374	4752.30	583	6961.98	2148	29366.51
一般企业债	479	6484.50	373	4748.30	575	6898.50	2133	29282.84
集合企业债	5	14.81	1	4.00	8	63.48	15	83.67
中期票据	563	8153.30	507	6716.20	711	9368.40	2178	32913.30
美元中期票据(亿美元)	0	0.00	1	2.00	0	0.00	1	2.00
集合票据	45	100.02	31	66.39	3	4.30	64	138.99
短期融资券	933	13981.47	1076	15859.80	1515	21517.53	1364	17565.43
短期融资券	808	8159.47	860	8324.80	1072	10521.53	1060	10565.93
超级短期融资券	125	5822.00	216	7535.00	443	10996.00	304	6999.50
证券公司短期融资券	16	561.00	134	2995.90	257	4246.90	68	1133.90
资产支持证券	0	0.00	10	109.06	224	2793.50	229	2688.93
非金融企业资产支持票据	14	57.00	18	48.00	28	89.20	50	171.40
非公开定向债务融资工具	251	3813.30	534	5668.08	1199	10180.16	1708	17756.24
公司债	181	2492.00	94	1361.85	76	759.00	474	6655.52
可转债	5	163.55	8	544.81	13	320.99	30	1162.99
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	3	8.00	3	8.00
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	2830	79737.91	3239	85829.70	5273	107087.33	9509	345412.27

注：1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计；

2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；

3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；

4. 美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；

5. “公司债”不包含私募债和证券公司债券；

6. “资产支持证券”只包括中国债券信息网公布的资产支持证券，不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券。

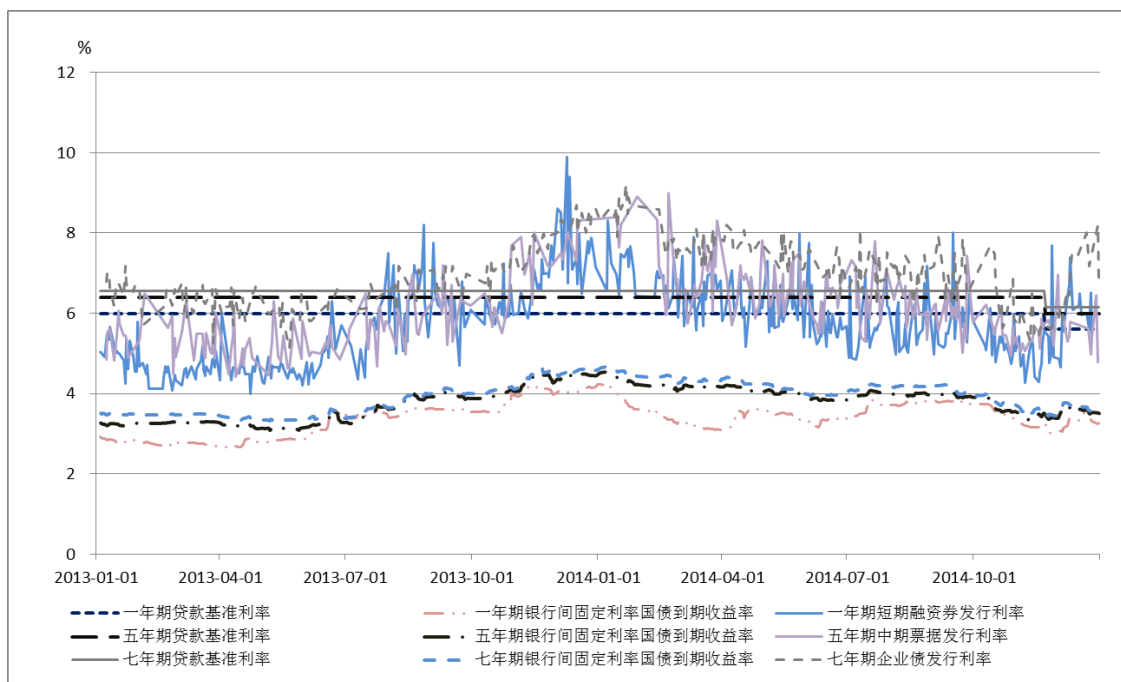
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、公司债、可转债数据来源于 Wind 资讯

3、债券产品发行利率

本年度，银行间市场资金面整体较为宽松，各主要基准利率保持相对平稳。本年度，央行实施了稳健的货币政策，灵活运用各种工具组合，保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷对实体经济发展和结构调整的适度支持。具体来看，一是引导金融机构将信贷资金配置到“三农”、小微企业等领域。央行先后在 4 月和 6 月分别针对县域农村商业银行、农村合作银行以及符合要求且“三农”和小微企业贷款达标的商业银行降低存款准备金率；7 月调整存贷比计算口径；8 月央行对部分分支行增加支农再贷款额度以支持金融机构扩大对“三农”和小微企业信贷投放，使得银行对“三农”、小微企业等领域释放更多的流动性。二是降低正回购利率。7~11 月央行先后四次调降 14 天正回购利率至 3.20%，以降低企业融资成本，刺激和扩大融资需求，减缓经济下行压力。三是降息。11 月 22 日，央行分别下调金融机构一年期贷款基准利率和一年期存款基准利率 0.40 和 0.25 个百分点至 5.60%和 2.75%，同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍，其他各档次贷款和存款基准利率也相应调整。此外，为了促进产业升级转型，定向解决实体经济融资难的问题，央行还进一步创新调控方式，使用 PSL（抵押补充贷款）、SLF（常设借贷便利）和 MLF（中期借贷便利）为市场提供流动性。本年度，宽松的货币政策使银行间市场资金面较为充足，利率水平整体上呈现波动回落趋势，但受到年末时点流动性压力影响，市场利率略有回升。

具体来看，一年期贷款基准利率于 11 月 22 日下调 0.40 个百分点至 5.60%。一年期银行间固定利率国债到期收益率较为平稳，2014 年年初延续了 2013 年年中以后的平稳上升趋势，于 1 月份达到最高值 4.25%，此后有所回落，走势进一步平坦化，四季度受降息影响，波动性略有增加，且平均利率继续下降，但仍高于 2013 年上半年的利率水平。

五年期和七年期贷款基准利率也于 11 月 22 日下调 0.40 个百分点分别至 6.00%和 6.15%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率均值分别由一季度的 4.24%和 4.43%降至四季度的 3.56%和 3.66%，逐渐回落至 2013 年上半年的较低水平。整体来看，五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率本年度呈现更为明显的波动下降趋势。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 债券市场利率走势情况图

在各债券品种发行利率走势方面，一年期短期融资券、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的变动趋势较为相近，且均自 2013 年下半年超过相应期限的贷款基准利率后，本年度呈波动下行趋势。一年期短期融资券的平均发行利率于二季度起逐步降至一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率以下，且下半年进一步回落，虽然 12 月受年末流动性趋紧的影响略有回升，但四季度发行利率均值仍仅为 5.40%，环比和同比均有所下降。五年期中期票据的平均发行利率由一季度的 7.17% 降至四季度 5.56%，但仍略高于上年初的水平，其中 AAA 级中期票据的发行利率从下半年起基本处于五年期贷款基准利率以下。七年期企业债的平均发行利率由一季度的 7.99% 降至四季度的 6.39%，四季度已回落至上年初的利率水平，下半年较大部分七年期企业债的发行利率也回落至七年期贷款基准利率水平以下。

二、短融²发行市场概况

本年度，银行间债券市场共有 847 家企业累计发行短融（含超短融）³1515

² 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。

³ 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。

期，合计发行规模为 21517.53 亿元，发行期数、发行规模和发行家数较上年度分别增长 40.80%、35.67%和 19.46%，增幅较大。本年度短融（含超短融）的发行情况增幅较大的原因除 2013 年基数较小外，主要是受到融资成本下行、投资者需求增大和发行主体扩容的影响。

从表 2 可以看出，近五年短融（含超短融）的发行期数和发行规模持续上涨，且发行家数也不断扩大，短融（含超短融）已经成为企业直接融资的重要渠道。截至本年末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1364 期，存续短融（含超短融）金额达 17565.43 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券⁴存量总规模的 16.64%。

表 2 2010~2014 年短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	440	628	933	1076	1515	40.80
发行规模 (亿元)	6067.35	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	35.67
发行家数 (家)	335	456	635	709	847	19.46

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. 短融发行情况分析

本年度，共有 782 家企业累计发行短融 1072 期，发行总额为 10521.53 亿元，发行期数、发行规模和发行家数较上年分别增长了 24.65%、26.39%和 17.95%，增长幅度较大。发行量同比增幅较大的主要原因可能有：一是 2013 年受市场低迷的影响，债券发行量增长较慢，导致同比基数较低；二是本年度央行采取定向宽松的货币政策，使得市场流动性较好，债券融资成本整体上较去年有所下降；三是本年度监管部门对短融发行主体的限制有所放开；四是风险事件的出现使得机构情绪谨慎、配置需求倾向于短期债券。

分季度来看，短融发行期数、发行规模和发行家数在本年度呈现出先升后降的趋势。本年年初开始，受到融资成本下行、机构投资配置趋短以及监管机构放开城投类企业行政级别限制的影响，短融的发行情况一直呈现上升状态，短融发行期数、发行规模和发行家数在第一季度和第二季度均环比增加；但从第三季度开始，

⁴ 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、非公开定向债务融资工具、公司债和可转债。

由于受到华通路桥兑付危机事件的影响，市场上出现了短融集中推迟发行或取消发行的情况，另外投资人的投资策略也更加谨慎，这使得短融的发行期数和发行规模有所下降；第四季度以来，市场上降息预期的增加使得发行人的发行意愿进一步下降，观望态度加大，再加上年末流动性紧张使得融资成本有所上行，短融的发行情况延续了第三季度下降的趋势。

本年度城投类企业⁵所发短融的期数和规模分别为 252 期和 2762.50 亿元，与上年相比分别增长 75.00%和 60.82%，增幅超过了短融整体的增幅；其发行期数和发行规模分别占短融总发行期数和总发行规模的 23.51%和 26.26%，占比均较上年上升 6 个百分点左右。本年度城投类企业所发短融增长较快主要是监管机构相关政策的放开，年初交易商协会放开发行短融和中期票据的地方政府融资平台的行政级别的限制，这使得本年地方政府融资平台所发短融的期数和规模大幅上升。从季度环比和同比来看，城投类企业所发短融的发行期数和发行规模与短融整体的发行情况基本一致，但第四季度并没有出现环比下降的情形，与上一季度基本一致。

从单笔发行规模来看，本年度短融的平均单笔发行规模为 9.81 亿元，较上年有小幅上升。从发行期限来看，本年度所发短融仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的短融共有 1044 期，占发行总期数的 97.39%，占比情况与上年基本一致。

表 3 2010~2014 年短融发行基本情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	438	608	808	860	1072	24.65
发行规模 (亿元)	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	26.39
发行家数 (家)	334	453	614	663	782	17.95
平均单笔发行规模 (亿元)	13.51	12.30	10.10	9.68	9.81	1.39

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

本年度共有 141 家企业累计发行超短融 443 期，发行总额为 10996.00 亿元；超短融的发行期数、发行规模和发行家数与上年相比均增幅较大，主要原因可能与融资成本下行和超短融发行主体扩容有关；超短融的平均单笔发行规模较上年有较

⁵ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

大下降，主要原因可能是融资成本在本年度处于下行阶段，发行人倾向于采取滚动发行的模式控制融资成本。

超短融发行期数、发行规模和发行家数在本年度均呈现出逐渐升高的趋势。本年一季度，受到超短融发行主体第二次扩容（2013 年 10 月超短融的发行主体扩大至地方 AAA 级企业）的影响，超短融发行情况有较大的增长；第二季度超短融的发行情况环比略有增加，基本保持稳定增长；第三季度超短融的发行期数和发行家数较上一季度有较大增幅且发行规模也有所上升，不同于短融的发行情况走势，主要原因可能是超短融发行主体第三次扩容（2014 年 5 月发行主体采用不同付费方式双评级的，其中一个评级达到 AA 级的即可发行超短融）的影响在本季度开始显现，此外超短融的发行主体级别较高，市场上风险事件对其融资成本的影响不大；第四季度延续了第三季度的发行趋势。预计 2015 年超短融的发行情况受到超短融发行主体第三次扩容的影响有望继续增长。

本年度，城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模分别为 70 期和 947.00 亿元，分别占总发行期数和发行规模的 15.80%和 8.61%。本年度城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模较去年（4 期和 56.00 亿元）增幅很大。

从发行期限来看，本年度超短融的发行期限为 14 天至 9 个月不等，仍以 9 个月发行期限为主，占本年度超短融发行总期数的 61.17%。与上年相比，本年度发行的超短融增加了期限为 14 天的种类，体现了超短融在发行期限上的灵活性。

表 4 2010~2014 年超短融发行基本情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	2	20	125	216	443	105.09
发行规模 (亿元)	150.00	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	45.93
发行家数 (家)	1	6	48	66.00	141	113.64
平均单笔发行规模 (亿元)	75.00	72.00	46.58	34.88	24.82	-28.85

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

3. 证券公司短融发行情况分析

本年度共有 41 家证券公司（占我国证券公司总家数的 35.04%）累计发行短融 257 期，发行规模为 4246.90 亿元。与上年相比，本年度证券公司短融发行期数、发行规模和发行家数分别增长 91.79%、41.76%和 24.24%；平均单笔发行规模有所

下降。证券公司短融发行量大幅增加可能有两方面原因：一是证券公司短融的发行从本年度开始进入常态化；二是本年度股票二级市场较为活跃，证券公司进一步补充营运资金，证券公司发行短融的意愿不断提高。本年度证券公司短融的发行期数、发行规模和发行家数在各个季度的分布较为均匀，但三、四季度略高于一、二季度。

本年度，证券公司短融的平均单笔发行额为 16.52 亿元，较上年有所下降；证券公司短融的发行期限仍主要为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；发行主体地区分布按发行期数和发行规模的排名依次是广东省、上海市、北京市及江苏省，与去年情况相同；由于广东省的证券公司较多，该地区证券公司短融的发行期数和发行规模上仍保持领先地位，其证券公司短融的发行期数和发行规模分别占证券公司短融发行总期数和总规模的 26.85% 和 35.70%，占比较去年有所减少，集中度下降。

表 5 2012~2014 年证券公司短融发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	16	134	257	91.79
发行规模 (亿元)	561.00	2995.90	4246.90	41.76
发行家数 (家)	5	33	41	24.24
平均单笔发行规模 (亿元)	35.06	22.36	16.52	-26.09

注：证券公司短融从 2012 年开始发行。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

三、短融利率分析

从短融利率的种类来看，本年度所发短融（含超短融）均采用固定利率发行。

从图 2 可以看出，今年以来，央行一直维持稳健的货币政策，并通过“定向降准”、“调整存贷比”和“不对称降息”等方式释放流动性，使得本年度银行间流动性持续宽松，各基准利率稳中有降。短融的平均发行利率也从年初开始震荡下行，并在第二季度降至一年期贷款基准利率以下，但 12 月初开始流动性紧张使得平均发行利率有所上升（详见上文“债券产品发行利率”部分）。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债收益率和市场化程度较高的 R007 利率走势大致相

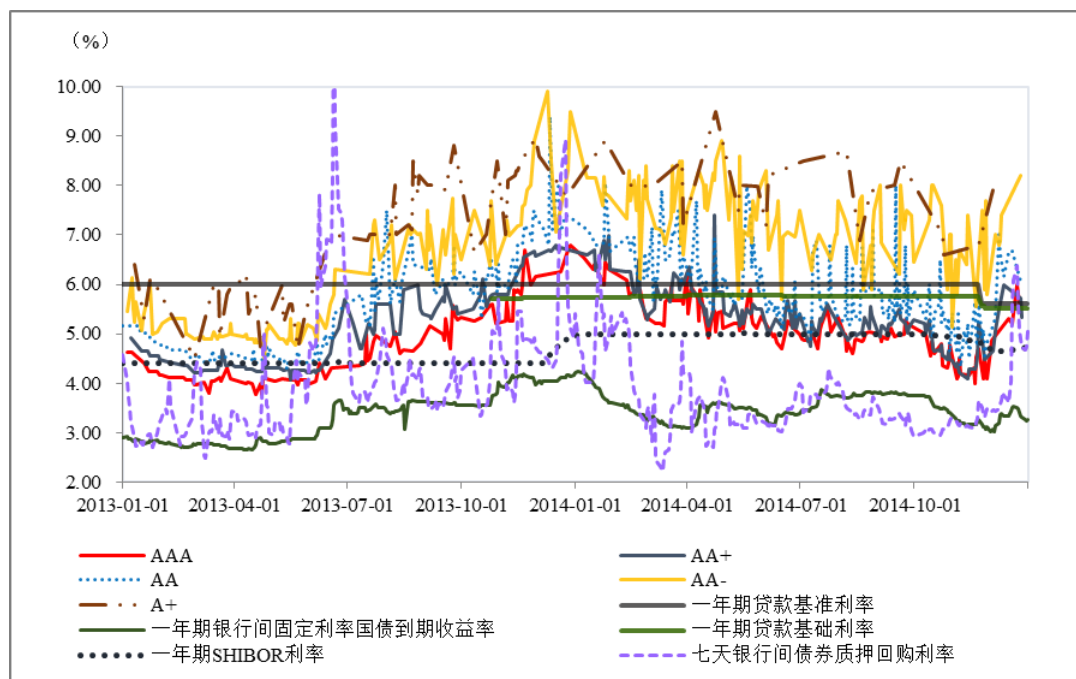
同，从本年初起改变了 2013 年二季度以来的上升趋势，呈现震荡下行的走势，并且除了 AAA 和 AA+级主体发行利率重叠较多以外，各等级主体所发短融利率有明显区分度。其中，AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大，降幅均在 20%以上（见表 6），AA-级和 A+级短融的平均发行利率均值回落幅度则相对较小。这说明受到债市风险事件频发的影响，投资者更倾向于信用风险较低的高级别发行人，对于低级别发行人所发短融的风险溢价要求相对较高。

表 6 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况表（单位：%）

项目	2013Q4		2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
	均值	区间	均值	区间	均值	均值	均值	区间	均值	区间
AAA	5.78	5.20-6.80	5.77	5.15-6.55	5.31	4.70-6.75	4.99	4.59-5.55	4.58	3.98-6.00
AA+	6.18	5.50-6.80	5.97	5.18-6.99	5.51	5.00-7.40	5.16	4.75-5.90	4.75	4.05-5.99
AA	6.66	5.60-9.40	6.66	5.64-9.00	5.95	5.10-8.50	5.76	4.90-8.00	5.31	4.15-7.90
AA-	7.54	6.30-9.90	7.63	5.80-8.70	7.46	5.70-9.00	6.95	5.89-8.00	6.69	5.00-8.20
A+	7.99	6.65-8.95	8.27	7.20-9.50	8.11	7.20-9.50	8.08	6.90-8.70	7.10	6.60-8.00

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 2 2014 年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

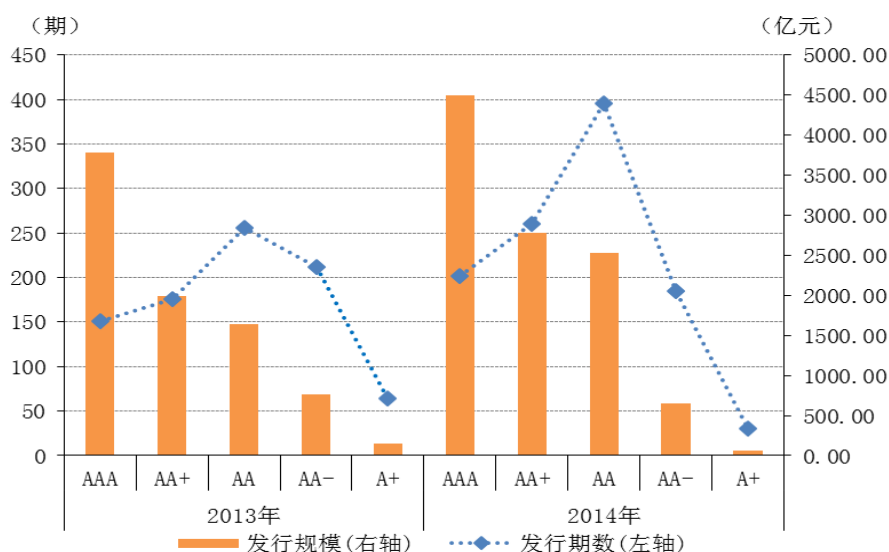
四、短融发行主体信用等级分布分析

本年度，短融发行主体的信用等级主要位于 AAA 级~AA 级。

从发行期数来看，本年度短融发行最多的仍为 AA 级别主体，占比升至 36.85%，发行优势更加明显，AA+级别主体短融发行期数超过 AA-级别主体短融发行期数，A+级主体短融发行期数降幅明显（仅存 30 期），短融发行呈现向 AA（含）级以上高等级集中的态势。

从发行规模来看，本年度 AA+和 AA 级主体所发短融的规模增幅显著，级别分布更加均匀，AAA~AA 级别主体短融的发行规模在各信用等级主体短融发行总额中的占比升至 93.19%，A+级主体短融发行规模（65.90 亿元）占比进一步下降，仅占 0.63%。整体看，AAA~AA 级主体短融发行占比有所提升，AA 级（含）以上主体短融发行集中度进一步提高。

总的来看，本年度 AA 级（含）以上主体所发短融的发行期数和发行规模占比均有所增加，而 AA-级及以下所发短融的发行期数和发行规模占比均继续下降，短融发行主体的信用等级分布向高信用等级（AA 级（含）以上）集中的趋势进一步明显，A+级主体短融发行受到明显抑制，需要出台扩容政策以促进短融市场发行主体的多元化。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 短融发行主体信用等级分布

五、短融发行规模结构分析

本年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走势。本年度发行规模为 0~5 亿元的短融发行期数在总发行期数中的占比仍然最高，但较上年有所下降。从发行规模的结构变动看，本年度发行规模为 5~10 亿元的短融发行期数在总发行期数中的占比较上年上升幅度最大，说明企业更加趋向于此类规模短融的发行。

相比于短融，超短融的发行期数分布相对分散。本年度发行规模为 10~20 亿元和 20~30 亿元的超短融发行期数在总发行期数中的占比较高，而上年超短融的发行期数则主要集中在发行规模为 10~20 亿元和 30~50 亿元的区间。从发行规模的结构变动看，本年度发行规模为 5~10 亿元的超短融发行期数在总发行期数中的占比较上年上升幅度最大，可能是受到 5 月发行主体扩容的影响，新扩容的 AA 级主体所发行的超短融单笔规模较小。

表 7 2014 年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(期)				超短融发行期数(期)			
	2013 年	占比 (%)	2014 年	占比 (%)	2013 年	占比 (%)	2014 年	占比 (%)
0~5 (含 5)	445	51.75	523	48.78	5	2.31	37	8.35
5~10 (含 10)	213	24.77	300	27.99	20	9.26	82	18.51
10~20 (含 20)	123	14.30	151	14.09	65	30.09	126	28.44
20~30 (含 30)	48	5.58	62	5.78	37	17.13	103	23.25
30~50 (含 50)	23	2.67	27	2.52	67	31.02	80	18.06
50 以上	8	0.93	9	0.84	22	10.19	15	3.39

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

六、短融发行主体所有制性质分析

短融（含超短融，下同）发行主体的所有制性质方面，本年度国有企业仍是短融发行的主要企业类型，其所发短融期数与规模占短融发行总期数与总规模比例进一步提升；民营企业所发短融期数和规模虽有小幅增加，但发行期数和发行规模在所有企业中的占比均继续下降；外商独资企业所发短融的期数、规模及其占比均有所回落；中外合资企业短融发行规模有所增加，但发行期数和占比均有所下降。可以看出，本年度国有企业短融发行优势进一步明显。

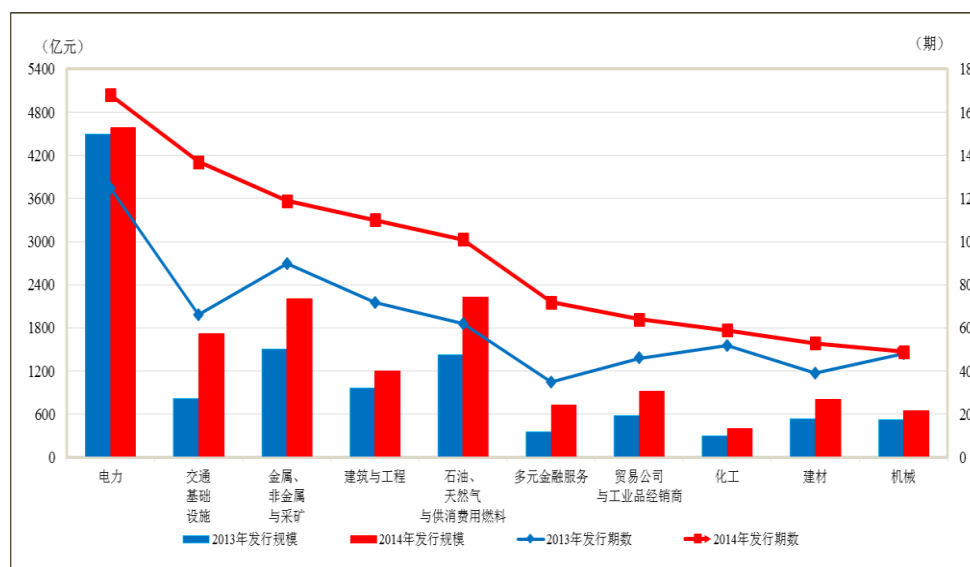
表 8 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

项目	2013 年				2014 年			
	发行期数 (期数)	占比 (%)	发行规模 (亿元)	占比 (%)	发行期数 (期数)	占比 (%)	发行规模 (亿元)	占比 (%)
国有企业	780	72.49	14395.90	90.77	1221	80.59	19811.75	92.07
民营企业	216	20.07	1037.60	6.54	229	15.12	1242.78	5.78
外商独资企业	40	3.72	208.10	1.31	25	1.65	160.50	0.75
中外合资企业	30	2.79	182.70	1.15	24	1.58	215.50	1.00
集体企业	8	0.74	31.50	0.20	10	0.66	65.00	0.30
其他类企业	2	0.19	4.00	0.03	6	0.40	22.00	0.10
总计	1076	100.00	15859.80	100.00	1515	100.00	21517.53	100.00

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

七、短融发行主体行业分布分析

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本年度电力行业仍以绝对优势位居首位，发行规模变动不大；交通基础设施，金属、非金属与采矿，建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料行业主体所发短融的期数和规模均位居前五位，与上年保持一致，排名略有变化。整体来看，除化工和机械行业主体所发短融的期数和规模变动较小外，排名前十位的行业主体所发短融的期数和规模均有较大增长，其中交通基础设施和多元金融服务行业主体（其中城投类企业占比 62.50%）所发短融的发行期数和发行规模增幅均超过 100.00%。



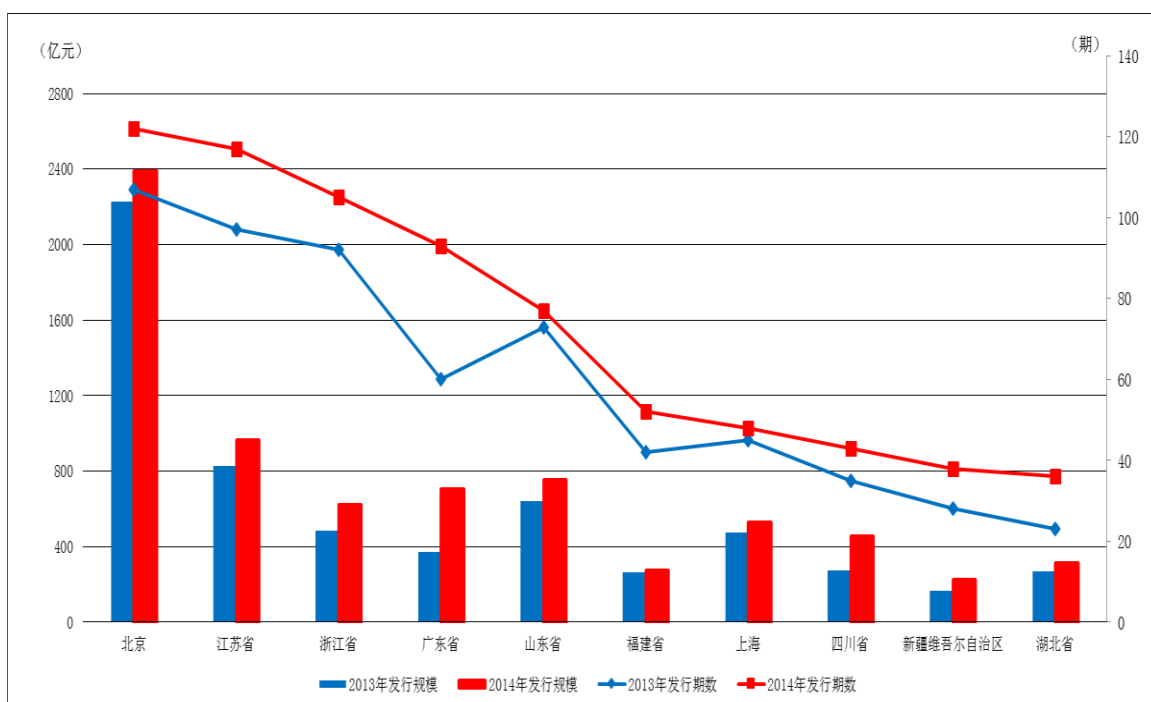
注：前十位排名以发行期数依据。以下同。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 短融发行期数前十位主体行业分布情况

八、短融发行主体地区分布分析

从短融发行主体的所在地区来看，受益于大型国有企业集中的优势，本年度北京地区的企业所发短融在发行期数（122 期）和发行规模（2389.80 亿元）上均仍位列全国首位；江苏、浙江、广东、山东和上海地区经济活跃度高，本年度所发短融期数和规模均仍位列 2~6 位，排名较上年略有变化。从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上年相比，发行期数排名前十位的地区企业短融发行期数均有所增加，其中广东和湖北地区企业短融发行期数增幅最大，增幅均超过 50.00%。从前十位短融发行规模的地区分布来看，与上年相比，发行规模排名前十位的地区企业短融发行规模均有所增加，其中山西地区企业短融发行规模增幅超过 100.00%，广东、天津和四川地区企业短融发行规模增幅均超过 65.00%，北京和福建地区企业短融发行规模变动较小。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2014 年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，得益于超短融的多次扩容政策，本年度共有 20 个省份发行超短融，发行省份较上年明显增多，且发行省份的超短融发行期数和规模均有所增加。本年度超短融发行主体仍集中在北京地区，发行期数（224 期）和发行规模（7037.50 亿元）均有所增加，但发行期数和发行规模在超短融发

行总期数和总规模中的占比分别为 50.56%和 64.00%，较上年分别下滑 27.21 和 16.81 个百分点，集中度有所降低。上海地区超短融发行量由上年的第三位跃至本年度第二位，发行期数和发行规模同比分别大幅增长 218.18%和 172.41%（主要由于上年基数较小），发行占比亦有明显抬升。江苏地区本年度首次发行超短融 31 期，发行规模 378.00 亿元，在发行期数和发行规模上分别位列第三位和第五位；此外，山东、安徽和江西省在超短融发行期数与发行规模亦呈现良好的增长态势。

九、短融新增发行主体分析

本年度共有 248 家企业首次发行短融 298 期，合计发行规模为 1914.60 亿元，首次发行短融的企业家数占本年度发行短融企业总数的 31.71%。首次发行短融的企业家数、发行规模以及新增短融发行主体家数在短融发行主体总家数的占比较上年均有所减少。本年度新增短融发行主体行业分布较广泛，排名前五位的行业依次为建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料，多元金融服务，交通基础设施以及金属、非金属与采矿行业；新增主体仍以地方国有企业为主，共 195 家，在新增主体中的占比为 65.43%；新增主体信用等级主要分布在 AA 级和 AA-级，在新增主体中的占比分别为 42.28%和 23.49%。

本年度共有 81 家企业首次发行超短融共计 180 期，发行规模为 2892.50 亿元。新增超短融发行企业仍主要为地方国有企业和中央国有企业。新增超短融发行主体的信用等级主要为 AAA 和 AA+。受超短融第三次扩容的影响，本年度超短融的新增发行主体数量及其发行规模较上年增幅明显。

表 9 新增企业的短融发行情况

项目	短融			超短融		
	2013 年	2014 年	年变动率 (%)	2013 年	2014 年	年变动率 (%)
发行家数 (家)	319	248	-22.26	24	81	237.50
发行规模 (亿元)	2222.50	1914.60	-13.85	975.00	2892.50	196.67
发行家数占比 (%)	48.11	31.71	-16.4	36.36	57.45	21.09
发行规模占比 (%)	26.70	18.20	-8.5	12.94	26.31	13.37

注：发行家数和发行规模占比的年变化率分别为各自 2014 年与 2013 年的占比之差。

数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

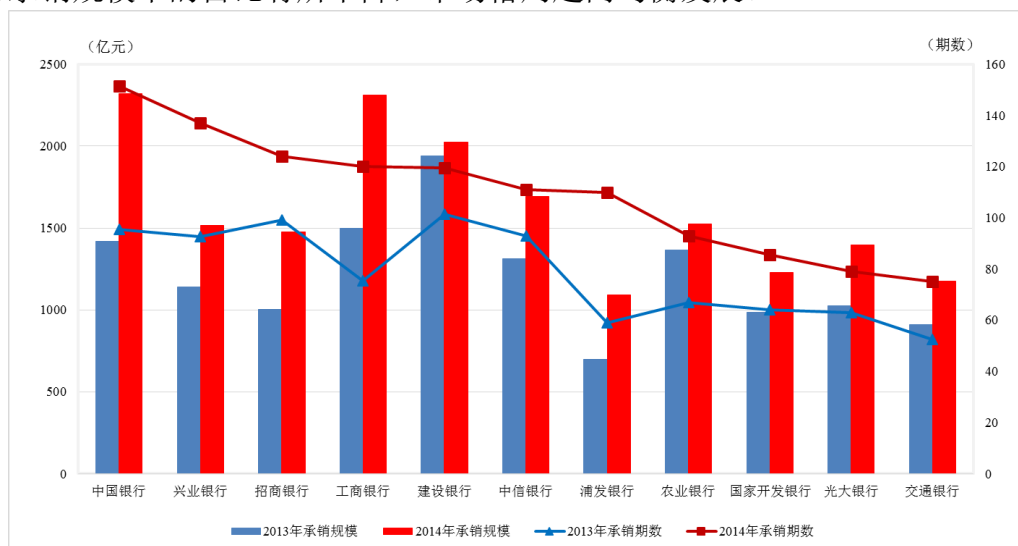
十、短融承销情况分析

本年度，共有 32 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），承销商数量较上年增加 3 家（其中新增承销商 5 家，但有 2 家上年的短融承销商未参与本年度的短融承销）。本年度共有 759 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为 50.10%，该比例与上年相比有所上升。

按承销期数统计⁶，本年度中国银行以承销 151.5 期位居首位，兴业银行、招商银行、工商银行和建设银行分别位列第二至第五位。与上年相比，本年度排名前六位的承销商没有变化，但排名略有变化；本年度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.04%，该比例与上年基本持平。

按承销规模统计，本年度中国银行以承销 2320.55 亿元位居市场首位，略高于工商银行的短融承销额（2311.75 亿元），建设银行、中信银行和农业银行位列第三至第五位。本年度排名前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的 38.79%，该比例较 2013 年的 47.53% 有所降低，市场集中度有所下降。

总体看，本年度中国银行在短融承销期数及规模上优势明显，国有商业银行在承销规模和承销期数上仍然保持优势，排名前五位承销商的承销规模的总和在本年度总承销规模中的占比有所下降，市场格局趋向均衡发展。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

图 6 2014 年短融承销期数前十位承销商情况

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。

本年度发行规模超过 50（含）亿元的短融共 65 期，总发行规模为 4018.00 亿元，仍以联合承销的方式发行为主，承销商分布较为广泛。其中工商银行、中国银行、建设银行和农业银行的大额短融承销期数位居前四位，四大银行的大额短融承销期数占大额短融总期数的比为 53.08%，该占比较上年略有上升，国有银行的大额短融承销优势仍然显著。

十一、短融市场评级机构评级情况分析

本年度，大公、东方金诚、联合资信、新世纪、中诚信五家评级机构共出具了 1072 期短融评级报告。中诚信在国内短融评级市场上的市场份额仍保持领先地位；联合资信所评短融的发行期数和发行规模的市场份额较上年均有所增加，位居第二；东方金诚首次跻身短融评级市场并出具了 1 期短融评级报告。

表 10 2014 年各评级机构所评短融情况

评级机构 名称	2013 年				2014 年			
	期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)	期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)
中诚信	302	35.08	3754.80	44.95	363	33.86	4262.75	40.51
联合资信	177	20.56	1888.00	22.60	259	24.16	2745.20	26.09
大公	197	22.88	1617.90	19.37	239	22.29	2121.58	20.16
新世纪	185	21.49	1093.10	13.09	210	19.59	1384.00	13.15
东方金诚	-	-	-	-	1	0.09	8.00	0.08
合计	861	100.00	8353.80	100.00	1072	100.00	10521.53	100.00

注：2013 年有 1 只短融（“13 湘高速 CP003”）为大公和联合资信进行了双评级，大公和联合资信所评短融的发行期数和发行规模分别统计一次。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十二、未来走势预测

从宏观基本面看，2014 年度，我国经济步入了“新常态”，正处经济增速换挡期和结构调整阵痛期，全年 GDP 总量同比增长 7.4%，增速较上年有所回落；全国居民消费价格总水平（CPI）比上年上涨 2.0%，为 2009 年负增长以来新低，工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 1.9%，存在一定的通缩风险。在经济增速下行压力持续存在和通缩风险加大的情况下，12 月中央经济工作会议明确了 2015 年经济

工作的主要任务，包括稳增长、积极发现培育新增长点、优化经济结构等。会议还提出继续实施积极的、有力度的财政政策和稳健的、松紧适度的货币政策。国家层面也已经建立了重大基础设施建设项目推进机制，包含 420 多个项目，预计投资超过 10 万亿元。预计 2015 年我国经济仍将保持平稳增长的态势，通货膨胀将继续维持在低水平，货币政策仍将保持适度宽松，创新性的货币政策工具仍可能是央行的主要选择，也不排除全面降准、降息的可能性。总的来看，2015 年较大规模的基建投资计划、较低的通胀水平和宽松的货币政策将在一定程度上促进债券的发行。

从市场资金面看，12 月 27 日央行正式下发《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》，将原属于同业存款项下的存款纳入各项存款范围，还规定同业存款暂不缴存款准备金，有利于市场流动性的释放。预计 2015 年将继续维持流动性宽松的状态，但短期的市场资金面波动或流动性趋紧仍有可能发生，总体上利于债券的发行。

从债券市场来看，《关于加强地方政府性债务管理的意见》和《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》出台后，在地方政府融资平台的政府性融资职能的剥离以及地方政府融资方式规范的情况下，未来城投类企业的短融发行将受到影响。由于监管层对超短融发行主体条件逐步放宽，2015 年超短融的发行将继续保持快速增长的态势。由于交易所市场加大力度发展债券市场，广大的发行主体发行短期债券的可能性大增，将与银行间市场产生一定的竞争关系。需求方面，本年度四季度乙类和丙类账户重返银行间债券市场，债市参与主体得到扩容，预计 2015 年短融发行量有望随着二级市场需求的提升而进一步增加。此外，随着债券市场日趋成熟、监管层逐步推动市场风险暴露，以及经济下行背景下个别行业景气度较低、产能过剩严重，部分行业风险持续积累，预计 2015 年债券市场发生信用风险事件将有所增加，这将推高较低信用等级发行主体的发债成本，抑制其短融的发行。

整体看，2015 年，积极的财政政策、稳健的货币政策和宽松的资金面都有利于短融的发行，短融市场将继续保持稳定增长的趋势。此外，近年来短融发行主体信用等级分布呈现向较高信用等级集中的趋势，AA-级及以下级别主体所发短融不断减少，我们建议监管层出台扩容政策以使更多的符合短融发行条件的企业发行短融，促进短融市场发行主体的多元化发展。