联合研究报告

2014.1.24

2013 年度短期融资券
市场分析报告

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

2013 年度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 祁志伟 阮 峥 刘 艳 李 丹

释　义

央行：中国人民银行

交易商协会：中国银行间市场交易商协会

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和交易，并约定在一年期限内还本付息的有价证券。

超短券：超级短期融资券，指具有法人资格，信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的，期限在270天以内的短期融资券。

本年度：2013年1月1日~2013年12月31日

概　要

本年度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 80182.5 亿元，较上年增长了 5.4%。国债和地方政府债的发行规模和发行期数较上年均有上升；为对冲热钱流入、保持货币市场的稳定性，央票发行于 2013 年重新启动；企业债的发行规模和发行期数较上年均有一定程度的下降，主要系受发改委对企业债实行分类审批政策影响及发债成本上升所致；发行成本上行同样对中期票据形成较大冲击，中期票据的发行规模和发行期数较上年均有所下滑；本年度受监管机构政策导向的影响，商业银行债券发行规模同比大幅回落带动金融债券整体发行规模较上年度有所下降，但政策性银行债小批量、多批次发行的趋势使得金融债券整体发行期数实现较快增长。

本年度，各期限债务融资工具发行利率整体均呈现不同幅度的上行，其中短券因期限短、敏感性更强，受流动性趋紧制约波动更为剧烈，其发行利率上升幅度较大。

本年度，短券发行家数、发行期数和发行规模均有所增长。银行间债券市场共有709家企业共发行短券1076期（含超短券）[1]，发行家数和发行期数较上年增长9.8%和15.3%，其中纯信用短券1058期，有担保短券18期；合计发行规模为15859.8亿元，同比增长13.4%。受益于证监会重启证券公司短融发行以及证券公司较为强烈的内在融资需求，证券公司短券的发行期数和发行规模与上年度相比大幅增加。本年度短券发行市场利率以6月份“钱荒”为节点，呈现缓慢下行和全线攀升两大阶段。进入11月下旬后，受流动性、年末时点因素以及利率市场化等综合因素影响，各级别短券发行利率均已突破一年期贷款基准利率，短券的发行成本较年初明显上升。

[1]由于证券公司发行的短券和一般企业发行的短券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券。

一、债券市场发展情况

1、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 80182.5 亿元，较上年增长 5.4%。截至 2013 年末，主要债券品种存量规模达 28.4 万亿元。

本年度国债及地方政府债发行规模合计 1.9 万亿元，较上年增长 18.6%；发行期数合计 86 期，较上年增加 11.7%。本年度地方政府债发行规模合计 3500.0 亿元，完成本年度的发行计划。本年度央票发行规模合计 5362.0 亿元，发行期数为 20 期，6 月份央行再度发行央票是为了保持基础货币平稳增长以及货币市场利率基本稳定。

本年度企业债的发行规模和发行期数较上年分别减少了 26.9%和 22.7%，主要是由于发改委在第二季度开始对企业债实行分类审批的政策以及发债成本上升所致；发行成本上行同样对中期票据形成较大冲击，中期票据的发行规模和发行期数较上年分别减少了 15.2%和 9.8%；本年度金融债券的发行期数和规模依然以政策性银行债为主，但受本年度监管机构政策导向的影响，商业银行债券发行规模同比大幅回落带动金融债券整体发行规模较上年度下降 17.3%，但政策性银行债小批量、多批次发行的趋势使得金融债券整体发行期数实现较快增长，同比增幅达到 35.0%。

与上年相比，本年度短券（含超短券）的发行规模和发行期数分别增加了 13.4%和 15.3%；而证券公司短券的发行规模和发行期数与上年相比有大幅增加，分别为 434.0%和 737.5%，主要是由于监管部门开放证券公司融资限制和证券公司通过举债融资需求强烈所致。

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		截至 2013 年存量情况	
	期数（期）	规模（亿元）	期数（期）	规模（亿元）	期数（期）	规模（亿元）
政府债券	**77**	**16062.3**	**86**	**19044.0**	**266**	**91780.7**
国债	59	13562.3	62	15544.0	204	83164.7
地方政府债	18	2500.0	24	3500.0	62	8616.0
央行票据	**0**	**0.0**	**20**	**5362.0**	**17**	**5521.7**
金融债券	**246**	**25854.7**	**332**	**21386.3**	**673**	**102239.6**
政策性银行债	175	21400.0	285	19960.3	448	88719.6
商业银行债券	57	3933.7	34	1117.0	199	12938.0
非银行金融机构债	14	521.0	13	309.0	26	582.0

政府支持机构债券	**15**	**2000.0**	**13**	**1700.0**	**82**	**9800.0**
企业债券	**484**	**6499.3**	**374**	**4752.3**	**1609**	**23358.7**
中央及地方企业债	479	6484.5	373	4748.3	1600	23325.7
集合企业债	5	14.8	1	4.0	9	33.0
中期票据	**563**	**8153.3**	**508**	**6916.2**	**1718**	**28839.5**
集合票据	**45**	**100.0**	**31**	**66.4**	**85**	**190.8**
短期融资券	**933**	**13981.5**	**1076**	**15859.8**	**986**	**13158.2**
短期融资券	808	8159.5	860	8324.8	856	8429.2
超短期融资券	125	5822.0	216	7535.0	130	4729.0
证券公司短期融资券	**16**	**561.0**	**134**	**2995.9**	**45**	**809.9**
资产支持证券及票据	**34**	**249.6**	**31**	**193.0**	**69**	**280.7**
公司债	**181**	**2465.0**	**94**	**1361.9**	**443**	**6538.6**
可转债	**5**	**163.6**	**8**	**544.8**	**26**	**1641.4**
外国债券	**0**	**0.0**	**0**	**0.0**	**3**	**31.3**
合计	**2599**	**76090.2**	**2707**	**80182.5**	**6022**	**284190.9**

注：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。
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

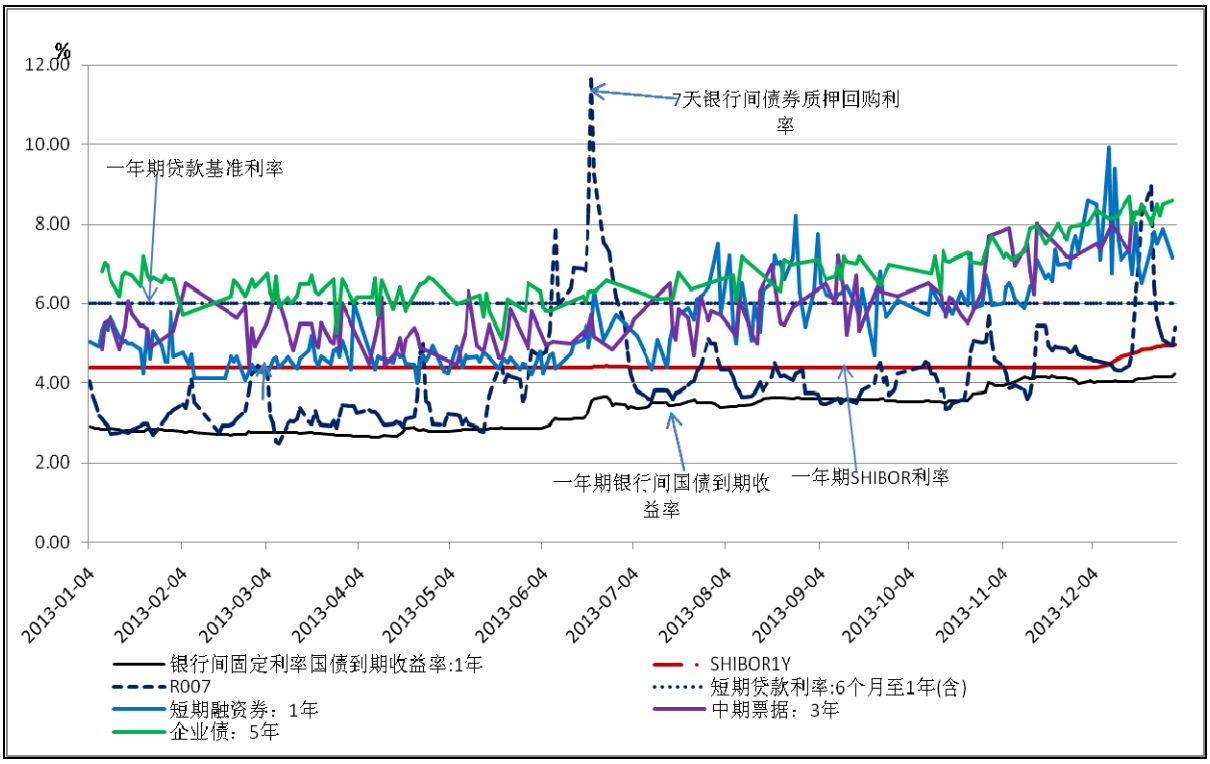
2、债券产品发行利率

本年度 1~5 月，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。6 月中旬，国内宏观经济数据低于预期、美国 QE 退出预期升温引发全球流动性回流担忧，外汇占款一度出现负增长，从而在宏观层面引发利率上升预期。微观层面，因季末效应、税费清缴、商业银行补交准备金等时点性因素影响以及央行监管政策集中出台并拒绝主动“出手”释放流动性等诸多因素叠加，短期 7 天银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）大幅飙升，一度达到 11.6%的高位，同时一年期银行间固定利率国债发行利率亦顺势上行至 3.7%的水平。6 月下旬以后，随着央行采取一系列措施稳定市场利率，以及时点性、情绪性因素的逐步消除，市场整体趋稳，R007 逐步恢复正常。三季度，银行间市场保持相对平稳，一年期银行间固定利率国债收益率小幅攀升，R007 在一年期银行间固定利率国债收益率与一年期 Shibor 利率间小幅波动。2013 年 7 月，央行全面开放金融机构贷款利率管制，取消了金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。为进一步推进利率市场化改革，促进定价基准由央行确定（一年期贷款基准利率）向市场化决定的平稳过渡，

本年度 10 月，央行推出一年期贷款基础利率[2]，为金融机构信贷产品定价提供参考。从发布日起至 12 月底，一年期贷款基础利率仅从 5.71%小幅升至 5.73%，运行平稳。12 月中旬，受年末效应、财政放款投放速度减缓以及央行逆回购操作落空引发市场预期变差，货币市场资金面持续偏紧格局再次显现。R007 再次大幅攀升，但幅度已明显弱于 6 月中旬的第一次；在前 11 个月基本稳定在 4.4%左右的一年期 Shibor 利率亦呈小幅上行态势，而一年期银行间固定利率国债发行利率反映不敏感。整体看，本年度短端 R007 在半年及年度末波动剧烈，各基准利率均呈现不同程度的上升。

本年度，以 6 月中旬为间隔，1~5 月短期融资券（不含超短券）的发行利率保持相对平稳，以 6 月中下旬和 12 月中下旬为波峰，发行利率整体呈现“M”形态，重心不断抬高，发行成本上升较为显著，且在利率市场化因素持续作用下，从 11 月下旬起已超过一年期贷款基准利率。2013 年四季度，短期融资券发行利率季度均值达 6.9%，超过年初第一季度均值 2.1 个百分点；3 年期中期票据上半年在一年期 Shibor 利率和一年期贷款基准利率间波动，10 月中旬后随着央行“锁长放短”政策实施以及利率市场化因素的叠加效应，其发行成本上行较为显著，四季度均值较第一季度均值上升 1.5 个百分点；5 年期企业债发行利率走势与中期票据趋同，其四季度均值达 7.7%，超过第一季度发行均值 1.2 个百分点。整体来看，本年度，各期限债务融资工具发行利率整体均呈现不同幅度的上行，其中短期融资券因期限短、敏感性更强，受流动性趋紧制约波动更为剧烈，其发行利率上升幅度较大。一年期贷款基础利率自发布日起运行平稳，未来随着报价机制的逐步完善，其对贷款利率的市场化波动敏感性将进一步增强，对实际贷款端成本的标尺作用将逐渐提升，而一年期贷款基准利率的作用或将有所减弱。

[2] 贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。贷款基础利率是金融机构对其资金成本、信用风险成本、管理费用、最低资本回报等因素进行综合衡量后，确定的贷款利率水平，可以真实地反映信贷市场的资金价格。



注：因本年度剔除政策性银行债券后的金融债券样本量较少，故不再单独计算其发行利率

资料来源： Wind 资讯、中国人民银行、联合资信整理

图 1　2013 年债券市场发行利率情况

二、短券发行市场情况

1、短券发行规模、家数及期数均有所增加

本年度，银行间债券市场共有 709 家企业共发行短券 1076 期（含超短券）[3]，发行家数和发行期数较上年增长 9.8%和 15.3%，其中纯信用短券 1058 期，有担保短券 18 期；合计发行规模为 15859.8 亿元，同比增长 13.4%。本年度短券发行家数、发行期数和发行规模均有所增长，主要有两方面原因，一是企业短期融资需求有所加大，二是由于 2012 年度短券（含超短券）发行的宽松政策调整的延续效应，本年度上半年短券（含超短券）发行成本降低导致发行规模增加，虽然下半年短券发行利率的上升抑制了企业发债，但上半年的发行数量增幅奠定了全年的增势基础。

截至本年度末，银行间债券市场上存续短券（含超短券）共 986 期，存续短券总额达 13158.2 亿元，较上年末存量规模有所增加。

表 2　短券（含超短券）发行基本情况表

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2013 年同比增长（%）
发行规模（亿元）	4627.1	6917.4	9918.3	13981.5	15859.8	13.4
发行期数（期）	263	445	635	933	1076	15.3
发行家数（家）	209	336	469	646	709	9.8

注：1. 短券发行统计以起息日作为统计口径，下同。
2 .因 2013 年铁道部改制为铁路总公司，其所发债券归类为政府支持债券，故从 2012 年起剔除铁道部或铁路总公司发行的短券或超短券，以前年度包含此部分数据。
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

证券公司短券方面，本年度共有 33 家证券公司发行短券 134 期，发行规模达 2995.9 亿元，与上年度相比，证券公司短券的发行期数、发行规模及发行主体家数分别增加 737.5%、434.0%和 560.0%，较大的增幅主要是 2012 年下半年证券公司短券重启后持续作用所致。本年度证券公司短券的发行期限仅 1 期发行期限为 69 天，其他均为 3 个月；发行利率方式均为固定利率。

[3]由于证券公司发行的短券和一般企业发行的短券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券。

表 3　证券公司短券发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	同比增长（%）
发行规模（亿元）	561.0	2995.9	434.0
发行期数（期）	16	134	737.5
发行家数（家）	5	33	560.0

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

2、短券结构分析

从短券的发行品种来看，本年度银行间债券市场发行短券共 860 期，超短券共 216 期，发行规模分别为 8324.8 亿元和 7535.0 亿元，平均单笔发行额分别为 9.7 亿元和 34.9 亿元。

从发行规模来看，本年度短券和超短券的发行规模较上年分别增长了 2.0%和 29.4%。其中，短券上半年发行规模增幅较大，但下半年在利率上涨的情况下，发行规模受到抑制；超短券的发行规模全年则实现持续增长，本年度超短券的发行规模占短券（含超短券）发行总规模的 47.5%，占比较上年增加了 5.9 个百分点，占比持续扩大。超短券增长的主要原因，一是超短券发行主体的持续扩容（包含 2012 年 6 月超短券首次扩容至一般央企 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司后的持续作用以及 2013 年 10 月银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）再次将发行主体进一步扩至地方 AAA 级企业）；二是在整体市场发行利率持续上涨的环境下，企业更加倾向于采用成本相对较低、期限更短和更灵活的超短券融资方式。从单笔发行规模来看，本年度短券和超短券的单笔发行规模分别较上年下降 4.1%和 25.1%，体现出企业日趋重视资金的使用效率，小额多笔滚动发行方式渐趋流行。

从发行期数来看，本年度短券和超短券的发行期数较上年均有所增加，增幅分别为 6.4%和 72.8%。其中，短券发行期数上半年增势明显，下半年在货币市场趋紧的形势下，短券发行期数同比与环比均出现不同幅度的下降，但超短券依然呈现较大幅度的增长，体现了超短券对短券的分流效应。本年度超短券的发行期数占短券（含超短券）发行总期数的比例为 20.1%，较上年上升了 6.7 个百分点。

从发行家数来看，本年度短券和超短券的发行家数较 2012 年分别增长了 6.3%和 37.5%，超短券的发行家数增幅明显，说明交易商协会对于超短券的扩容政策效果明显，预计 2014 年将进一步得到体现，超短券的替代效应将不断增强。

从发行期限来看，本年度所发行短券仍以 1 年期为主。发行期限为 1 年期的短券共有 839 期，占比 97.6%；超短券的发行期限为 2 个月至 9 个月不等，其中以 9 个月发行期限为主，占比 52.3%，体现了短券与超短券对于发行主体融资需求发挥了不同的期限配置作用。

表 4　2013 年短券和超短券发行情况表

项目	短券			超短券		
	2012 年	2013 年	同比增长（%）	2012 年	2013 年	同比增长（%）
发行期数（期）	808	860	6.4	125	216	72.8
发行规模（亿元）	8159.5	8324.8	2.0	5822.0	7535.0	29.4
发行家数（家）	624	663	6.3	48	66	37.5
单笔发行规模（亿元）	10.1	9.7	-4.1	46.6	34.9	-25.1

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

3、短券利率分析

从短券利率的种类来看，本年度所发短券（含超短券）均采用固定利率。

从短券的发行利率来看[4]，本年度 1~5 月货币市场流动性良好，资金面较宽松，短券利率趋于下行。但自 6 月份“钱荒”开始，受企业季末资金回笼、美国退出 QE3 预期增强等多重因素影响，市场资金面不断吃紧，短券发行利率全线攀升。下半年，短券利率持续震荡上行。整体来看，本年度短券发行市场利率呈现缓慢下行和全线攀升两大阶段。

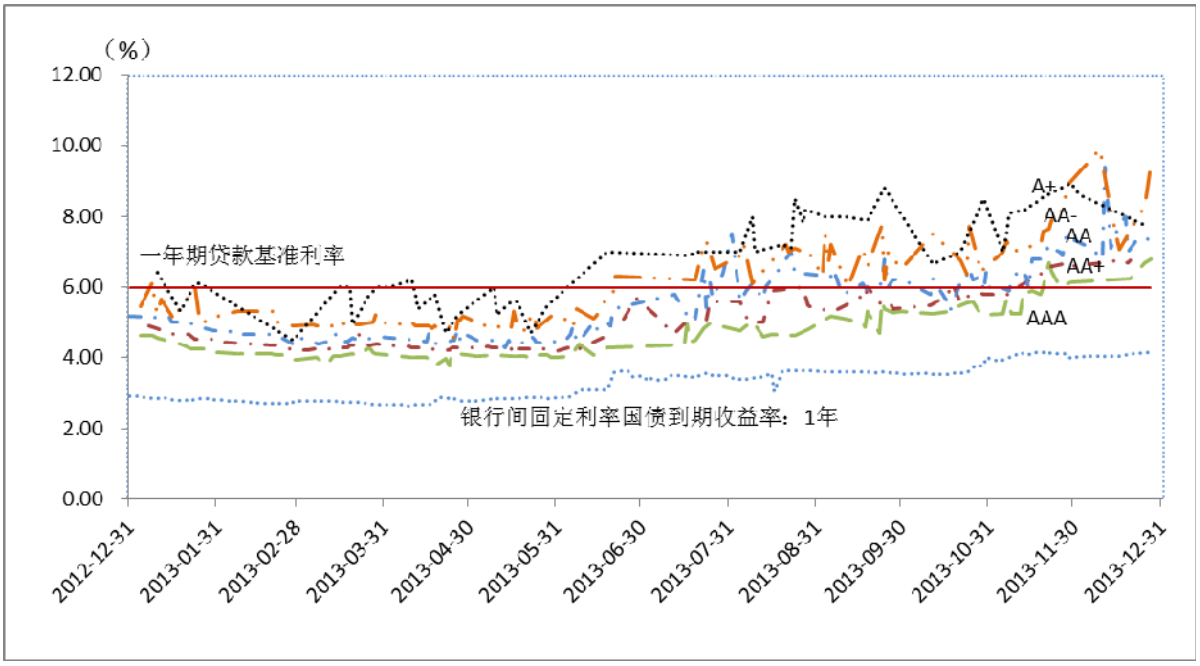
一季度在巨量外汇占款的影响下，流动性亦显温和，在经济下行预期推动下，短券利率呈缓慢下行态势。AA~AAA 级主体发行的短券利率远低于一年期贷款基准利率，AA-级主体中只有两期发行利率等于或略高于贷款利率，A+级发行人的发行利率则普遍略高于贷款利率。短券的发债成本优势较为明显。

二季度初在市场资金面较为宽松的情况下，各信用级别主体所发短券的发行利率延续上一季度平稳下行的发展趋势。但在季度性因素、外管局加强对热钱的流入监管等多个紧缩因素叠加以及央行的中性偏紧货币政策影响下，银行间市场资金面自 6 月份明显趋紧，触发金融市场资金利率全线攀升，各信用级别主体所发短券的发行利率均出现不同幅度的上升态势。

三季度延续上一季度后期金融市场资金利率全线攀升的态势，各信用级别主体所

[4]此部分分析样本不包括超短券。

发短券的发行利率较上一季度均出现不同幅度的上升态势。其中 AAA 级别主体所发短券的发行利率上升幅度较缓，突显了 AAA 级发行人相对低等级发行主体的发债成本优势；AA 级别主体所发短券的大部分发行利率高于一年期贷款利率；而 AA-级和 A+级别主体所发短券，其发行利率均高于一年期贷款利率。各信用级别主体所发短券的发行利率差距加大。四季度，银行间市场资金面继续维持中性偏紧格局，整体资金面紧张，社会融资成本整体上行，实际贷款利率已超过贷款基准利率，短券利率亦延续震荡上行趋势。进入 11 月下旬后，包括 AAA 级主体的各信用级别主体所发短券的利率全部高于一年期贷款利率，短券的发行成本较年初明显上升。



注：剔除有担保的短券 18 期、发行期限在 1 年以下的短券 21 期和主体级别为 A 级的短券 1 期。
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　2013 年不同主体信用等级所发短券的发行利率走势情况图

4、短券发行规模分析

从发行规模来看，本年度短券发行规模仍主要集中在 1~20 亿元区间内，其中发行额为 1~5 亿元的短券发行期数最多，短券的发行期数与发行规模呈现反向关系。与上年相比，本年度发行规模在 5~30 亿元区间的短券发行期数均有所上升，其中发行规模在 10~20 亿元区间的短券发行期数增幅最大；而发行规模在 30~50 亿元及 50 亿元以上的短券发行期数均降幅明显，说明企业更加趋向于中小额短券的发行。

本年度，超短券发行规模实现较大增幅。超短券具有发行频率高、发行规模较大

的特点，本年度超短券发行规模主要集中在 10~20 亿元和 30~50 亿元的区间内。本年度超短券各发行规模区间的发行期数较上年基本上均有所增长，尤其是 5~10 亿元区间的超短券发行期数增幅较大，且 1~5 亿元区间实现零的突破。说明一方面超短券发行主体的扩容对发行期数的增长有较大的促进作用，其中 5~10 亿元区间的超短券发行主体由上年的 6 家增长到本年度的 14 家；另一方面在目前短券利率高企和未来经济存在不确定因素的情况下，企业更加倾向于利用期限相对更短的超短券弥补流动性资金缺口来提高资金使用效率。

表 5　2013 年按发行规模分析短券（含超短券）情况表

发行规模（亿元）	短券发行期数（期）			超短券发行期数（期）		
	2012 年	2013 年	同比增长（%）	2012 年	2013 年	同比增长（%）
1~5（含 5）	455	445	-2.2	0	5	-
5~10（含 10）	184	213	15.8	6	20	233.3
10~20（含 20）	87	123	41.4	35	65	85.7
20~30（含 30）	36	48	33.3	20	37	85.0
30~50（含 50）	30	23	-23.3	42	67	59.5
50 以上	16	8	-50.0	22	22	0.0

注：“-”表示无效的计算结果。
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

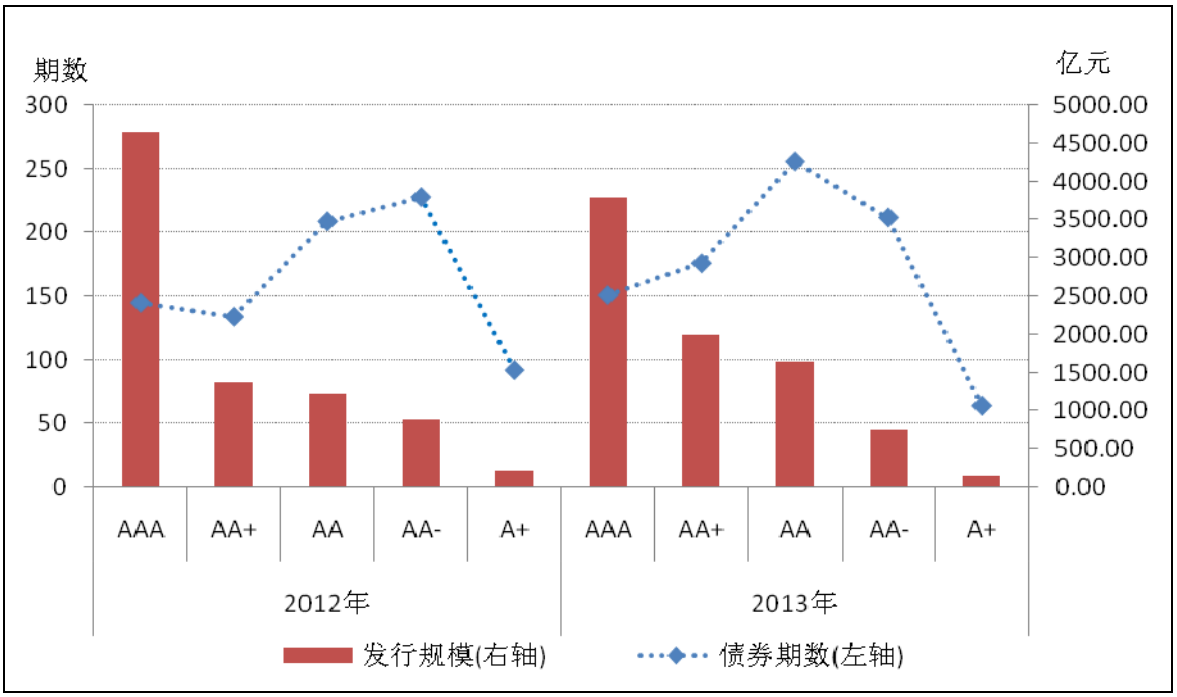
5、短券发行主体信用等级分析[5]

发行主体信用等级分布方面，按发行期数统计，本年度，短券的发行主体级别分布与上年有所不同，AA+和 AA 级别发行主体的发行期数较上年分别增加 31.3%和 22.5%，而 AAA 和 AA-级别发行主体的发行期数变动幅度较小。本年度发行期数最多的发行主体由上年的 AA-级别上升至 AA 级别，发行主体主要集中在 AA+~AA-级别，发行期数占所有级别主体发行期数总和的 75.0%，级别分布较上年有所集中，但 AAA 级别主体所发短券期数在所有级别主体发行期数总和中的占比与上年相比基本保持稳定。

按发行规模统计，本年度，AA+和 AA 级别发行主体的发行规模较上年分别增加 44.4%和 34.6%，在发行总额中的占比分别上升至 23.9%和 19.7%，而 AAA 和 AA-级别发行主体的发行规模分别减少 18.6%和 15.0%，在发行总额中的占比分别下降至

[5]此部分分析样本不包括超短券。

45.5%和 9.1%。本年度短券的发行主体级别主要集中在 AAA~AA 级，三者发行规模在发行总额中的占比达 89.1%，较上年的 86.7%有略微上升。但由于 AA 和 AA+级主体发行规模大幅增加，使得 AAA 级与 AA 级和 AA+级主体所发短券规模差距较上年明显缩小。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理
注：此表未包含 2012 年 A-级别主体发行 1 期短券；2013 年 A 级别主体发行短券 1 期。

图 3　2012~2013 年度短券发行主体信用等级分布

6、短券发行主体所有制性质分析

从短券（含超短券，以下同）发行主体的所有制性质来看，本年度国有企业依然是短券发行的主要企业类型，其所发短券的期数与规模分别占短券总发行期数与规模的 72.5%和 90.8%。与上年相比，本年度国有企业的发行期数及发行规模均有不同程度的上升，但其在所有发行企业中的占比基本稳定；与上年相比，本年度民营企业的发行期数及发行规模均有不同程度的回落，与此同时，其所发短券的期数和规模在所有发债企业中的占比均有所下降，主要包括以下三点原因：民营企业整体信用级别偏低，在本年度短券发行利率上升的背景下其发行成本有所上行，且本年以来部分民营企业信用等级被调降，进一步加大了其发行成本压力；由于短券发行存在一定的门槛，在经历了上年度短券市场快速发展后，本年度满足条件的潜在民营企业短券发行主体数量或有所减少；民营企业或通过其他债务融资工具对短券形成一定程度的替代。受

国内社会消费品需求以及固定资产投资上升的影响，促使相关行业中的中外合资企业和外商独资企业加大对融资的需求，从而使其短券的发行期数和发行规模较上年均有大幅上升，在所有发行企业中的占比也有所上升；此外，本年度新增集体企业和其他类企业发行短券。

表 6　2012~2013 年度按不同所有制性质企业分析短券（含超短券）发行情况

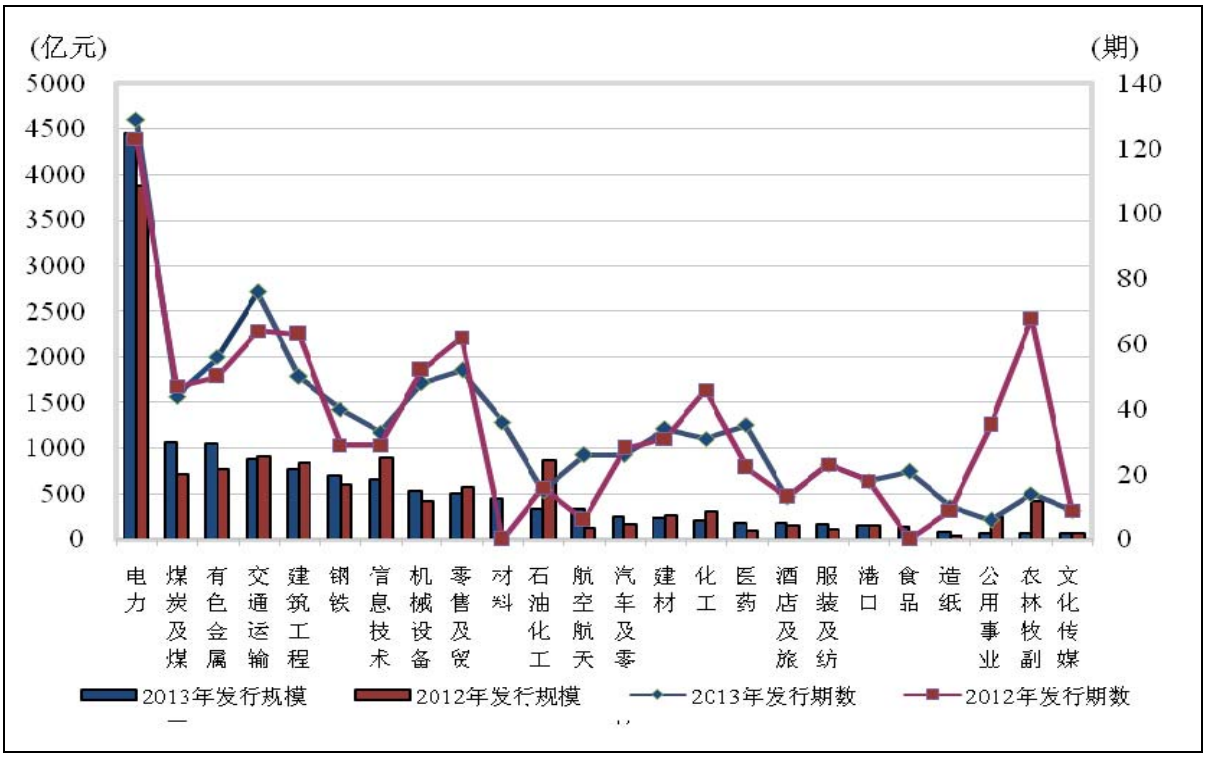
项目	2012 年				2013 年			
	发行期数（期数）	占比（%）	发行规模（亿元）	占比（%）	发行期数（期数）	占比（%）	发行规模（亿元）	占比（%）
国有企业	674	72.2	12975.6	91.5	779	72.5	14393.9	90.8
民营企业	243	26.0	1084.4	7.6	216	20.1	1037.6	6.5
外商独资企业	6	0.6	37.5	0.3	40	3.7	208.1	1.3
中外合资企业	11	1.2	84.0	0.6	30	2.8	182.7	1.2
集体企业	-	-	-	-	8	0.7	31.5	0.2
其他类企业	-	-	-	-	2	0.2	4	0.0
总计	**934**	100.0	**14181.5**	100.0	**1075**	100.0	**15857.8**	100.0

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

7、短券发行主体行业分布分析

短券（含超短券，以下同）发行主体行业分布方面，本年度，电力、交通运输、煤炭及煤化工、有色金属和建筑工程行业短券发行规模位居前五位；电力、交通运输、有色金属、零售及贸易和建筑工程行业短券发行期数名列前五位，行业排名较上年均有所变化；由于煤炭和有色金属等行业在本年度的经营状况继续下滑，导致企业通过增加举债规模来满足融资需求，但电力行业的短券发行期数和发行规模仍以绝对优势占居首位；石油化工行业的发行规模和农林行业的发行期数与上年相比大幅减少。此外，本年度新增材料和食品行业发行短券。

本年度，城投类企业共发行短券 147 期，较上年增加 29.0%；发行规模为 1773.8 亿元，较上年增加 61.5%；分别占总发行期数和发行规模的 13.7%和 11.2%。城投类企业发行短券的规模和期数均较上年有所增加，体现了城市基础设施建设投入继续加大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

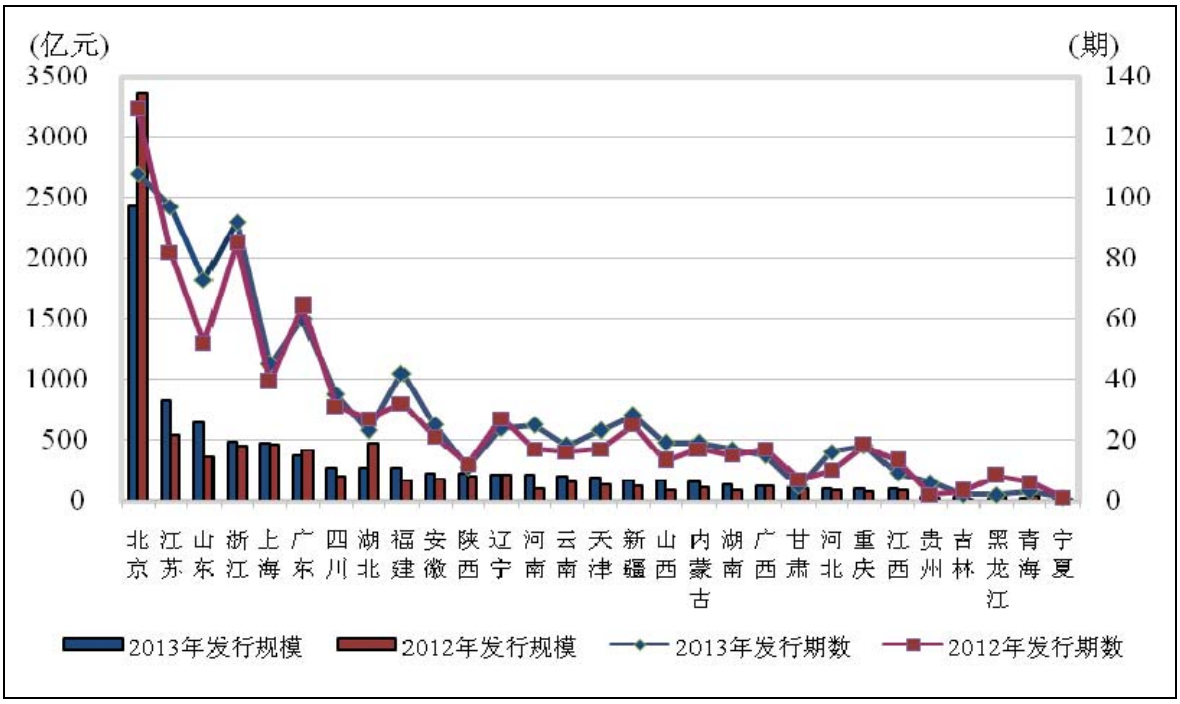
图 4　2012~2013 年度短券发行主体行业分布

8、短券发行主体地区分布分析

从短券发行主体的所在地区来看，北京作为大型企业的集中注册地，聚集优势较为显著。本年度北京地区企业短券的发行规模共计 2227.8 亿元、发行期数共计 107 期，发行规模及发行期数仍均位列全国首位；江苏、山东、浙江、上海和广东地处东部沿海地区，经济总量规模较大、经济活跃度较高，本年度所发短券的发行规模及发行量排名均位列于第 2~6 位间，排名与上年相比变动不大，作为重点短券发行区域的地位相对牢固。从短券发行期数和发行规模绝对数量情况看，除北京受超短券替代作用导致短券发行量及期数同比均大幅回落外，其他江苏、山东、浙江和上海 4 个省份发行绝对数量较上年均有不同程度的上升，广东发行规模同比基本保持稳定。

与上年同期相比，本年度安徽短券发行规模及发行期数均首次跻身前十名的行列，其中发行规模同比增加 54.7 亿元（增幅达 31.7%），发行期数同比增加 4 期（增幅为 19.0%）。本年度前十名之外的省份中，主要因河南煤业化工集团有限责任公司（2013 年 9 月 29 日已更名为河南能源化工集团有限公司）和中国平煤神马能源化工集团有限责任公司等大型国企 2013 年首次发行短券，河南本年度发行规模同比增加

105.5 亿元。同时，受益于中小发行主体的增多，本年度河南发行期数同比增加 8 期。作为中部经济大省，本年度河南及安徽短券发行呈良好的增长态势。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5　2013 年全国各省市短券发行情况

北京作为央企及大型国有企业的聚集中心，本年度超短券发行规模及期数分别达到 6089.0 亿元和 168 期，较上年同期均有增长，其中发行期数增幅较为显著，达到 52.3%。北京地区超短融发行规模及期数在总体中的占比（分别为 80.8%和 77.8%）均约下滑了 10 个百分点，但较其他地区的发行优势仍相当显著。广东作为超短券的第二大发行省份本年度发行规模及期数增幅显著（因上年度基数较小，本年同比分别增长 191.8 个百分点和 200.0 个百分点）。同时，广东虽然发行排名较上年同期仍均处于第二位，但发行占比均有所提升，超短券的发行地位得到进一步巩固和提升。本年度，北京超短融发行期数与发行规模的增长在一定程度上表现出对其短券发行期数与发行规模下降的替代效应和分流作用。本年度，受益于超短券的扩容政策，超短券发行范围进一步扩大，本年度湖北、安徽及江西省首次进入超短券的发行统计范围，但以上三个省份发行规模及期数对本年度总量贡献均很小。

9、短券发行主体新增企业分析

本年度共有 94 家企业首次发行短券共计 294 期，发行规模 470.4 亿元，首次发行短券的企业家数占本年度发行短券企业总数的 14.2%；本年度共有 24 家企业首次发行超短券共计 42 期，发行规模 974.0 亿元，首次发行超短券的企业家数占本年度发行短超短券企业总数的 36.4%，交易商协会超短券扩容作用较为显著。

整体看，本年度市场整体流动性趋紧，短券发行利率较上年同期上行趋势较为显著。同时，由于短券对发行人主体信用等级通常以 A+为门槛，使得在 2012 年短券市场快速发展之后，满足条件的短券潜在发行者数量或有所减少。发行人可通过发行私募、信托等债务融资工具对短券产生一定程度的替代。因此，受制于高利率成本、较高的门槛限制及其他类债务融资工具替代效应的综合作用，本年新增短券企业发行家数及发行规模同比均呈大幅回落的态势，累计降幅分别达 68.9%和 70.8%。新增企业主要分布于交通运输、电力、机械设备和综合行业。新增短券发行主体以地方国有企业和民营企业为主，在新增主体中的占比分别达到 44.7%和 27.7%，主体信用等级主要分布在 AA 级和 AA-级。

由于 2013 年 10 月交易商协会才将超短券发行主体进一步扩至地方 AAA 级企业，故整体看全年新增 24 家超短券发行主体中，央企达到 21 家，仍占较大优势。

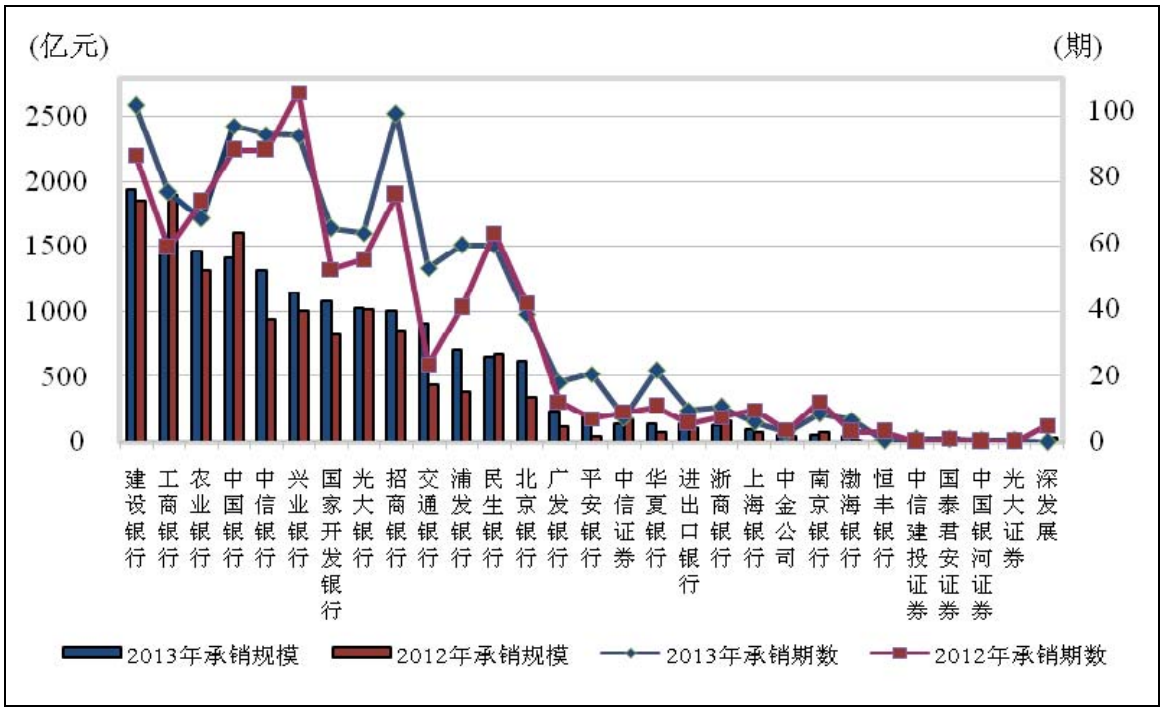
10、短券承销情况分析

本年度共有 28 家主承销商参与承销短券（含超短券）发行，较上年主承销商数增加 2 家。因 2012 年 11 月银行间交易商协会新批准 10 家证券公司获得银行间市场主承销商业务资格，故与上年同期相比增加 3 家承销商。同时，因深圳发展银行被平安银行收购，本期较上年同期减少银行承销商 1 家。短券中有 490 期采用了联合主承销商的方式发行，较上一年度增加 161 期，联合承销在总债券承销中的占比同比上升 10.3 个百分点，至 45.5%的水平，主要系短券市场承销业务竞争日趋激烈，具有一定规模的发行企业为平衡各主承销商利益而对承销方式进行的调整。2013 年 11 月，交易商协会启动非金融企业债务融资工具主承销商分层机制，未来短券承销商队伍或将进一步扩容。

按承销期数统计[6]，中国建设银行以承销 101.5 期位居首位，招商银行屈居次席，中国银行、中信银行和兴业银行则分别位列第 3~5 位，但前五位承销商承销期数差距不明显。作为第一梯队，前五位承销商承销短券期数总和占总承销期数的 44.7%，同比保持基本稳定。对比承销期数的年度变化，2013 年承销期数前五位承销商范围无变化，但承销期数差距呈缩小态势。兴业银行成为其中唯一承销期数同比下滑的承销商，其排名亦由上年的第一位降至本年度的第五位，建设银行和招商银行承销期数与上年度相比均增长较快，并分别位列本年度承销期数榜的前两位。

按承销额度统计，2013 年度，四大国有银行占据前四的排位，其中建设银行以 1941.3 亿元的承销额位居市场首位，与分别位列第 2~4 位的工商银行、农业银行和中国银行差距约 500 亿元，建设银行承销额优势明显。前五位承销商的承销额度占总承销额度的 47.5%，较上年度下滑约 7.0 个百分点，承销规模优势有所削弱。从承销额度前五名情况看，本年度中信银行由上年度的第 7 名上升至本年度的第 5 名，承销额度同比增长 376.5 亿元，增幅达 40.1%，而上年排名第 5 的光大银行虽承销额度同比保持稳定，但排序已下滑至第 8 位；本年度排名前四的主承销商范围较上年同期无变化，仍为四大国有商业银行。从本年度承销规模变化情况看，四大国有商业银行间竞争激烈，且列第五位的股份制银行呈较快的追赶态势，其承销额度绝对量同比上涨较快，且与第一名和第四名的承销额度差距较上年度均呈缩小态势。

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



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 6　2013 年度短券市场各主承销商承销情况

从平均单笔承销额度看，五大国有商业银行和政策性银行因客户资源优势，单笔承销额度规模较大，股份制银行和城商行相对单笔承销额度较小。2013 年度，因中石油未发行短券，导致本年度发行额度超过（含）100 亿元的短券发行期数及合计发行规模同比均有较大幅度的回落（本年期数仅 12 期，合计发行额度 1500 亿元，同比分别下滑 42.9%、50.4%，合计发行金额仅占全年发行总额度的 9.5%，较上年度下降 11.8 个百分点）。以上 12 期均采用联合承销方式，其中农业银行参与 4.5 期，工商银行和建设银行分别参与 4 期，国有商业银行在大额项目承销中仍占据优势。