

2015-10-29

2015 年第三季度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 林青 王柠 张婷婷 刘艳



2015年第三季度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 林青 王柠 张婷婷 刘艳

摘要

本季度，银行间债券市场共有 499 家企业发行短融 756 期（含超短融），合计发行规模为 8636.50 亿元，发行量环比增幅趋缓，同比则实现大幅增长。

本季度，短融发行量环比和同比均有所上升，超短融环比增幅明显放缓，证券公司短融发行量降幅明显。本季度，银行间市场资金面仍然较为宽松，各期限贷款基准利率于 8 月 26 日再度分别下调 0.25 个百分点；一年期短融的平均发行利率呈现波动下行的走势，平均发行利率环比和同比均有所下降。短融发行主体的信用等级分布进一步向 AA 级（含）以上高等级集中。交通基础设施，电力，金属、非金属与采矿，石油、天然气与供消费用燃料，建筑与工程行业的企业所发短融的期数和规模位列全国前五名。江苏、北京、浙江、山东、广东地区所发短融的期数和规模均位居全国前五位。短融新增发行主体的发行量环比和同比均有所增长，新增短融的发行主体仍以国有企业为主。短融承销方面，兴业银行和建设银行分别在承销期数和承销规模上表现优异。

四季度，积极财政政策仍将加码，货币政策将进一步放松，在宽松的资金面下短融和超短融发行都将保持较稳定增长的态势。

一、债券市场环境

1. 经济增速放缓，下行压力较大

本季度，中国经济仍然较为低迷，经济增速进一步放缓。在经济下行压力持续存在的情况下，本季度财政部加大降税清费力度、积极盘活存量资金、缓释地方政府融资压力；发改委部署多项举措促投资稳增长。在国际金融市场震荡、总体需求疲软的背景下，9月份，全国居民消费价格总水平（CPI）继上月达到2%后重回到“1时代”，涨幅降至1.6%；制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，相比上两个月的回落出现微幅回升，但仍位于枯荣线下方，表明制造业下行压力仍较大；工业生产者出厂价格（PPI）同比下降5.9%，显示出国内产能过剩和内需不振。整体来看，本季度经济整体态势仍较为疲弱，GDP增长为6.9%，低于全年增长目标，这也是自2009年以来GDP首次跌破7%，消费稳中有增，但投资和出口均有一定程度的放缓，短期内经济下行压力仍然较大。

2. 央行多措并举，维持市场流动性宽松状态

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性。自2015年8月26日起，央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点，并自9月6日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。这是央行今年的第四次降息和第四次降准。在公开市场操作方面，央行还频繁开展了逆回购、短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷款（PSL）向市场投放流动性。多措并举之下，市场资金流动性保持宽松状态。

3. 推动债券市场需求端扩容，利于短期融资券发行

7月15日，央行下发《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，取消了原来的额度限制，相关境外机构投资者可自主决定投资规模，只需备案管理，同时交易品种由只能投资于现券和回购拓展到了借贷、远期以及利率互换等。此外，8月23日，国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确养老基金可投资于国债，政策性、开

发性银行债券，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券等。上述政策均有助于债券市场需求端的扩容，在推动债券市场发展的同时，也有利于促进短期融资券的发行。

4. 证券公司短期债券发行主体的扩容，或将影响证券公司短融的发行

2014年10月，证监会下发《关于证券公司试点发行短期公司债券有关事宜的通知》，允许20家具有良好风险控制能力和合规经营意识、资本实力较强、有偿债保障能力的证券公司发行证券公司短期债。2015年7月，证监会表示，在前期20家证券公司开展发行短期公司债券试点取得良好效果基础上，将试点扩大到所有证券公司，允许其通过沪深交易所、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所发行与转让证券公司短期公司债券。这一措施拓展了证券公司短期债券发行主体，利好证券公司短期债券的发行，但对证券公司短融的发行可能产生一定的抑制作用。

5. 违约风险向央企蔓延，信用风险暴露加速

继4月21日中国首例国企债券违约事件发生，9月15日，具有央企背景的二重集团和其子公司二重重装发布公告称，由于公司收到债权人的重整申请，其公司债“08二重债”和“12二重集MTN1”可能无法按期支付本息。随后，二重集团和二重重装被法院裁定受理重整申请，大股东国机集团受让其全部债券。此次事件表明违约风险已逐步蔓延至中央企业。此外，本季度“12飞达债”、“12中富01”等债券也相继暴露出信用风险。在中国经济下行压力加大的背景下，部分企业财务状况逐渐恶化，个体企业信用风险暴露将进一步加速，未来债券市场违约将步入常态化。

二、短融¹发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 499 家企业发行短融 756 期（含超短融）²，合计发行规模为 8636.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅均超过 50%，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 6.62%、10.85%、和 1.62%，增幅趋缓，主要是受到本季度超短融增速放慢影响。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1992 期，存续短融（含超短融）金额达 23531.93 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 24.22%。

表 1 2015 年三季度短融（含超短融）发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	440	628	933	1076	1515	756	88.53	10.85
发行家数(家)	334	456	635	709	847	499	54.01	6.62
发行规模(亿元)	6067.35	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	8636.50	66.04	1.62

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

本季度，共有 307 家企业累计发行短融 339 期，发行总额为 2714.70 亿元。可能是受到经济下行压力下企业融资需求有所降低的影响，本季度短融发行家数和发行期数环比分别增长 5.86% 和 10.06%，环比增幅较上季度放缓，发行规模环比略有下降，主要是由于 AAA 级短融发行规模有所减少所致；本季度短融发行家数、发行期数和发行规模同比增长均超过 10%，主要是由于上年同期风险事件和流动性趋紧导致基数较小。单笔发行规模方面，本季度短融的单笔发行规模为 8.01 亿元，环比和同比分别下降 10.02% 和 8.69%。

本季度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为 81 期和 617.00 亿元，发行期数和发行规模较上季度均有所减少，尤其发行规模环比减少 18.03%，或是受到

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、非公开定向债务融资工具、公司债和可转债。

⁴ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

经济下滑影响；与上年同期相比，城投类企业所发短融的发行期数增长 28.57%，发行规模变化不大。城投类企业短融发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 23.89%和 22.73%，与上季度相比占比均有所增加，与上年同期相比发行期数占比略有增加，发行规模占比则有所下降。

表 2 2015 年三季度短融发行情况表

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	438	608	808	860	1072	339	21.94	10.06
发行家数(家)	334	453	614	663	782	307	18.08	5.86
发行规模(亿元)	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	2714.70	11.32	-0.98
单笔发行规模(亿元)	13.51	12.30	10.10	9.68	9.81	8.01	-8.69	-10.02

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 248 家企业发行超短融 417 期，发行规模为 5921.80 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 12.73%、11.50%和 2.86%，环比增幅较一、二季度呈现明显放缓的趋势；与上年同期相比，超短融同比增幅则均超过 100%，同比大幅增长主要是由于超短融对短融发行的替代作用（有 30 余家去年三季度只发行短融的企业本季度只发行超短融）和 2015 年以来多次降息融资成本较低的影响。本季度，超短融单笔发行规模为 14.20 亿元，环比和同比有不同程度的下降。

本季度，城投类企业所发超短融的期数和规模分别为 83 期和 677.00 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 27.69%和 3.83%，同比增幅则均超过 180%，增幅明显。城投类企业发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 19.90%和 11.43%，与上季度和上年同期相比占比均有所增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 19 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 72.18%。

表 3 2015 年三季度超短融发行情况表

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 三季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数(期)	2	20	125	216	443	417	239.02	11.50
发行家数(家)	1	6	48	66	141	248	230.67	12.73
发行规模(亿元)	150.00	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	5921.80	114.33	2.86
单笔发行规模(亿元)	75.00	72.00	46.58	34.88	24.82	14.20	-36.77	-7.73

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

本季度, 共有 14 家证券公司(占我国证券公司总家数的 11.67%) 发行短融 23 期, 发行规模为 377.00 亿元, 平均单笔发行规模为 16.39 亿元。与上季度和上年同期相比, 证券公司短融发行家数、发行期数和发行规模均有所减少, 且降幅均超过 50%, 可能是受 A 股市场调整和不少券商流动性充裕的影响, 导致券商融资需求有所降低。

本季度, 证券公司短融的发行期限仍以三个月为主; 发行利率均采用固定利率。发行期数和发行家数较多的仍为广东省、北京市和上海市, 其中广东省发行证券公司短融期数跌至第二位, 位于北京(期数占比为 39.13%) 之下, 期数占比下滑至 21.74%, 但发行规模依然保持优势, 占发行总规模的 37.67%。

表 4 2015 年三季度证券公司短融发行情况表

项目	2012年	2013年	2014年	2015年 三季度	同比增 长 (%)	环比增 长 (%)
发行期数(期)	16	134	257	23	-67.61	-62.30
发行家数(家)	5	33	41	14	-63.16	-53.33
发行规模(亿元)	561.00	2995.90	4246.90	377.00	-66.32	-63.91
平均单笔发行规模(亿元)	35.06	22.36	16.52	16.39	3.94	-4.26

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, 本季度所发短融(含超短融) 有 1 期采用浮动利率发行, 其余均采用固定利率发行。

本季度，银行间市场资金面仍然较为宽松。继 2015 年上半年多次降准、降息后，央行本季度又分别进行了一次降息和降准以释放流动性，并继续通过公开市场逆回购、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了宽松的环境。在此背景下，债券到期收益率普遍呈现波动下行走势。具体来看，一年期贷款基准利率 2015 年经过多次下调后，自 8 月 26 日起维持在 4.60%。一年期银行间固定利率国债到期收益率 2015 年二季度下降趋势较为明显（由二季度初的 3.22% 下降至季末的 1.74%），本季度初大幅上升至 2.46% 后呈波动下行走势，至季末维持在 2.39%。

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，绝大多数时间低于一年期贷款基准利率，但季末波动回升至与一年期贷款基准利率持平的水平上。2015 年以来一年期短融的平均发行利率除 6 月份略有回升外整体保持波动下行的走势，本季度一年期短融的平均发行利率为 4.38%，仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率，且较上季度（5.00%）和上年同期（5.72%）的平均水平均有所下降。

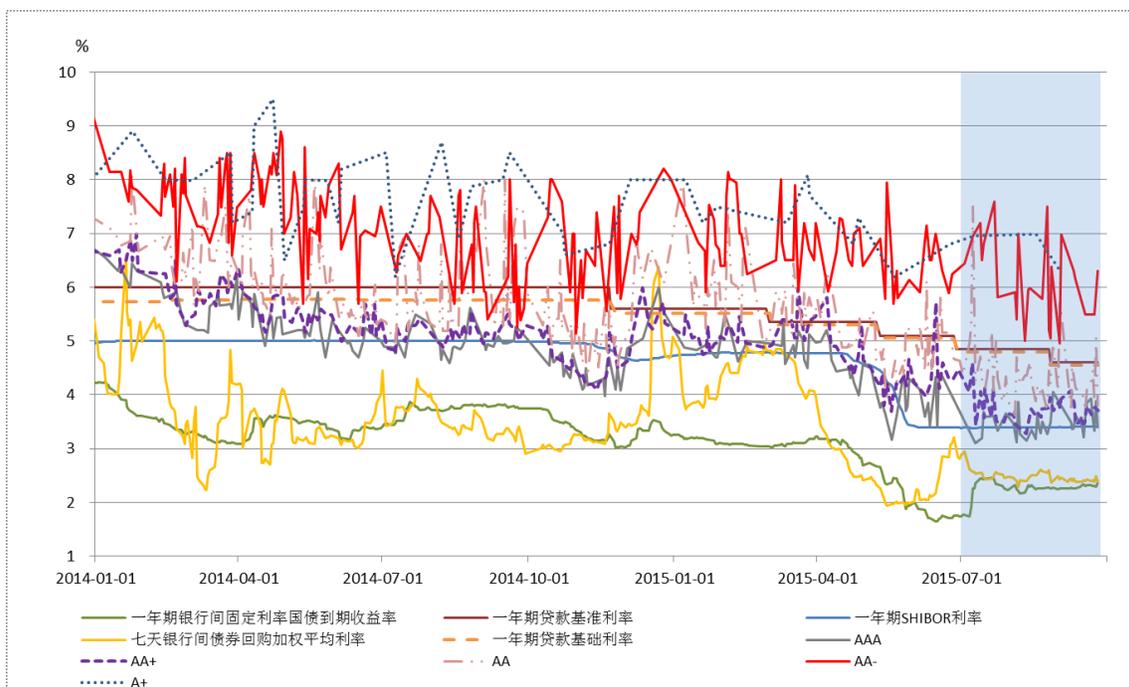
从图 1 可以看出，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）的走势较为一致，呈波动下行态势。除 AAA 级和 AA+ 级，其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA 级~AA 级主体所发短融的发行利率普遍低于一年期贷款基准利率，AA- 级及以下主体所发短融的发行利率均高于一年期贷款基准利率。

表 5 2015 年三季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况表（单位：%）

项目	2014 年三季度		2015 年二季度		2015 年三季度	
	均值	均值	均值	区间	均值	区间
AAA	4.99	4.59-5.55	4.18	3.16-5.35	3.47	3.05-4.30
AA+	5.16	4.75-5.90	4.42	3.58-6.30	3.77	3.28-5.30
AA	5.76	4.90-8.00	5.00	3.93-7.50	4.35	3.60-7.50
AA-	6.95	5.89-8.00	6.53	5.09-8.50	6.15	4.80-7.60
A+	8.08	6.90-8.70	6.77	6.19-7.30	6.74	6.28-6.98

注：剔除有担保、发行期限在 1 年以下和采用浮动利率发行的短融。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理



注：剔除有担保、发行期限在1年以下的短融和浮动利率的短融。

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 2015 年第三季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

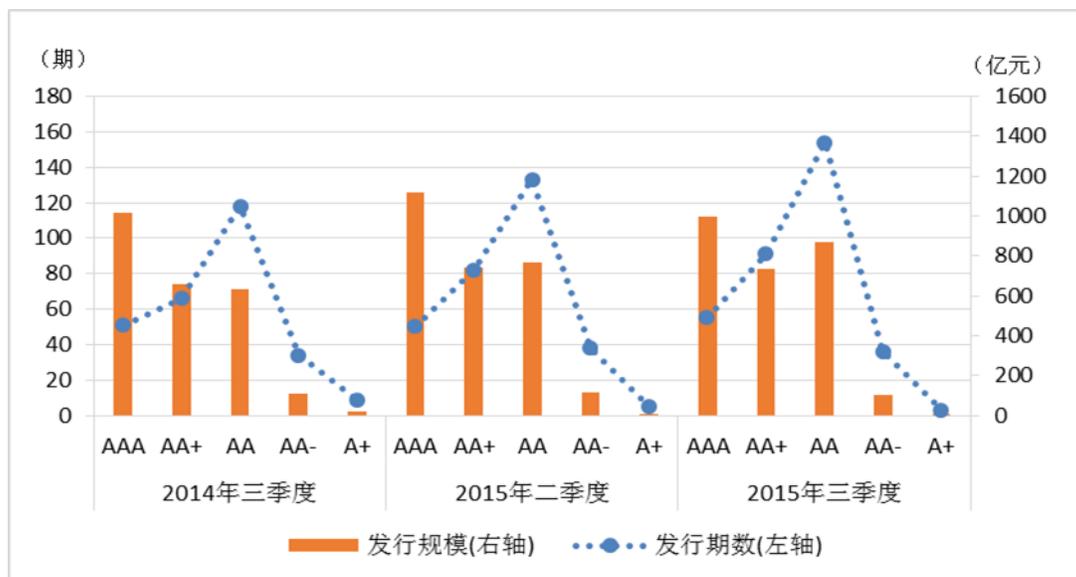
四、短融发行主体信用等级分布分析

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~A+级（见图 1），其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。

从发行期数来看，本季度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级~AA 级，其中 AA 级主体所发短融期数仍然最多，其在总发行期数中的占比升至 45.43%，发行优势更加明显，A+级所发短融期数（3 期）进一步下降。本季度 AA 级（含）以上发行主体所发短融期数占总发行期数的比重环比和同比均进一步升高，级别分布继续向高等级集中。

从发行规模来看，本季度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在发行总规模中的占比上升至 95.84%，其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比降至 36.76%，而 AA 级主体所发短融规模占比则有明显上升，A+级规模占比则进一步下降。AA 级以上主体所发短融规模分布更为均匀。

总体看，短融发行主体的信用等级分布进一步向 AA 级（含）以上高等级集中。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 2 2015 年第三季度短融发行主体信用等级分布

五、短融发行规模结构分析

本季度，短融发行期数依然随发行规模增大而递减，短融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（94.69%）进一步上升，其中发行规模为 5~10 亿元的短融发行期数同比和环比均增加 41.33%，增幅较为显著。

本季度，超短融发行规模继续向小规模集中，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中的占比同比和环比均有所上升，其中 1~5 亿元规模的超短融发行期数增加明显，在总发行期数中的占比上升至最大。

短融及超短融发行规模向小规模集中趋势更加明显，主要原因一是经济整体态势持续疲软、下行压力较大，企业融资需求可能有所降低，二是持续降息导致企业更倾向于发行较小规模短融，三是新增的发行主体中以 AA 和 AA+ 级主体企业占比较大，其单笔发行规模相对较小。

整体看，本季度短融和超短融的发行规模向较小规模区间集中的趋势更加明显。

表 6 2015 年三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					
	2014年三季度		2015年二季度		2015年三季度		2014年三季度		2015年二季度		2015年三季度	
	期数 (期)	占比 (%)										
1-5 (含5)	147	52.88	174	56.49	178	52.51	9	7.32	104	27.81	139	33.33
5-10 (含10)	75	26.98	75	24.35	106	31.27	30	24.39	116	31.02	132	31.65
10-20 (含20)	39	14.03	36	11.69	37	10.91	34	27.64	80	21.39	79	18.94
20-30 (含30)	10	3.60	14	4.55	14	4.13	24	19.51	39	10.43	34	8.15
30-50 (含50)	6	2.16	7	2.27	3	0.88	26	21.14	30	8.02	25	6.00
50以上	1	0.36	2	0.65	1	0.29	0	0.00	5	1.34	8	1.92

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

从短融（含超短融，以下同）发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业仍然是短融发行的主要企业类型，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的 78.17% 和 88.02%，发行期数和发行规模占比同比和环比均有所减小；民营企业在短融发行期数和发行规模上仍然保持第二位，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的 15.87% 和 7.79%，发行期数和发行规模占比同上季度和上年同期相比均有所增大；外商独资企业和中外合资企业所发短融的期数和规模在总发行期数和发行总额中的占比（4.37%，3.08%）较上年同期均有所上升，较上季度均略有下降。

表 7 2015 年三季度不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

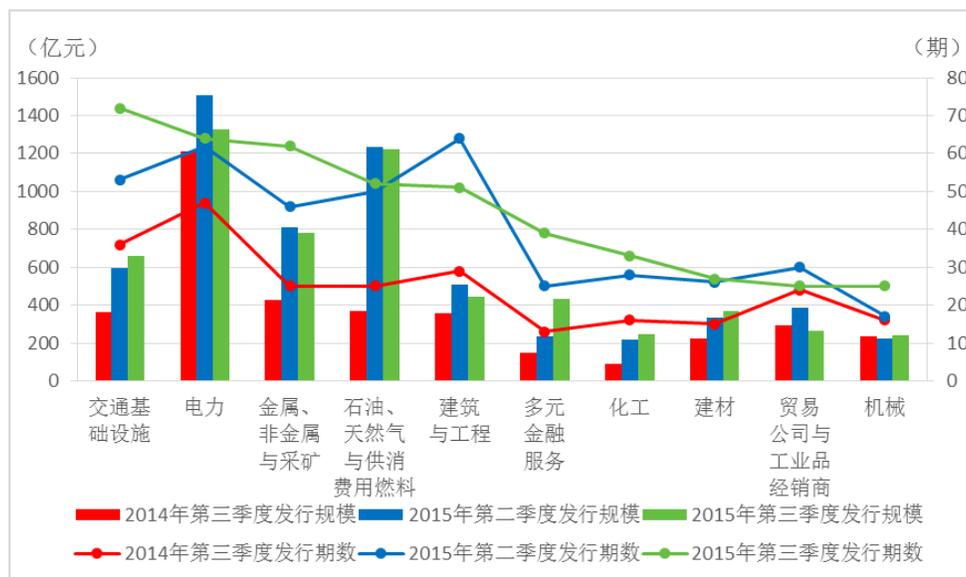
项目	2014年三季度		2015年二季度		2015年三季度					
	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)	发行 规模 (亿元)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)
国有企业	328	4816.3	543	7597.1	591	80.18	8.84	7602.1	57.84	0.07
民营企业	60	291.8	102	570.4	120	100.00	17.65	672.5	130.47	17.90
外商独资企业	6	52	18	132.5	16	166.67	-11.11	125.9	142.12	-4.98
中外合资企业	3	9.5	12	147	17	466.67	41.67	140	1373.68	-4.76

集体企业	3	27	2	13.5	5	66.67	150.00	36.5	35.19	170.37
其他类企业	1	50	5	38	7	600.00	40.00	59.5	19.00	56.58
总计	401	5201.6	682	8498.5	756	88.53	10.85	8636.5	66.04	1.62

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⁵

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度交通基础设施，电力，金属、非金属与采矿，石油、天然气与供消费用燃料，建筑与工程行业的企业所发短融的期数和规模位居前五名。其中，交通基础设施行业中的企业在发行期数方面跃居首位（72期）；电力行业的企业在发行规模（1329.4亿元）方面虽环比有所下降（11.96%），但仍继续保持领先优势。与上季度相比，机械行业取代上季度第十位的食品行业进入前十名；多元金融服务行业在发行期数和发行规模上均增幅明显；建筑工程行业和贸易公司与工业品经销商行业经历了上季度的较快增长后，本季度发行期数和发行规模均呈下降趋势。与上年同期相比，本季度交通基础设施行业，石油、天然气与供消费用燃料行业，多元金融服务行业以及化工行业的企业所发短融的期数和规模增幅均超过100%。



注：前十位排名以发行期数为依据。以下同。

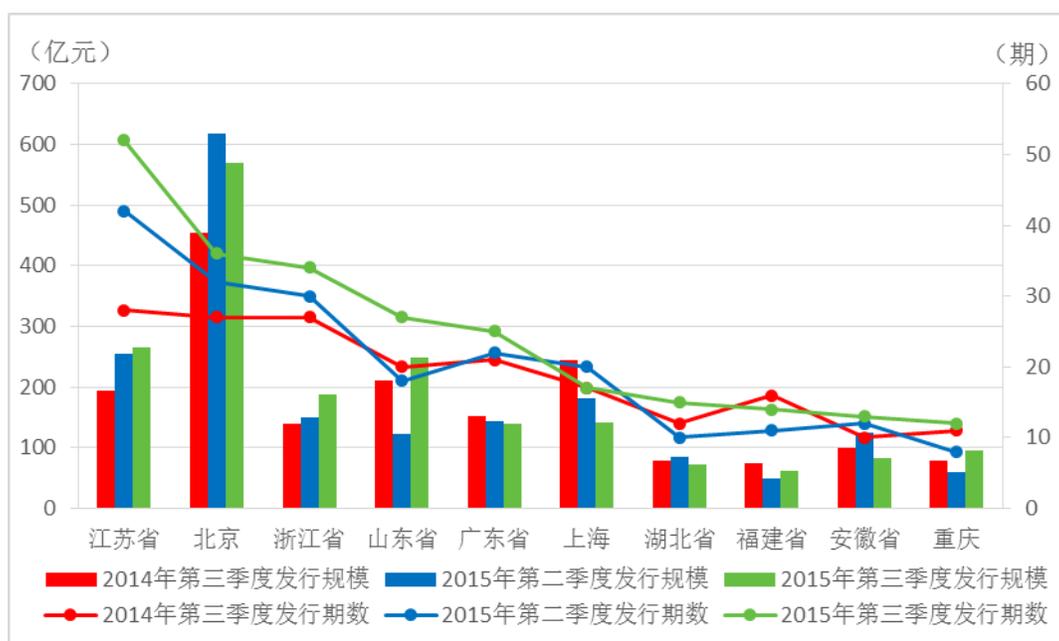
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图3 2015年第三季度短融发行期数前十位主体行业分布情况

⁵ 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。

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，江苏、北京、浙江、山东、广东地区本季度所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前五位，其中江苏地区的企业所发短融的期数（52期）继续保持领先地位，北京地区的企业所发短融的发行规模（569.5亿元）仍然具有明显优势。从前十位短融发行的地区分布来看，与上季度相比，山东和重庆地区企业所发短融的发行期数和发行规模增幅较大，均超过50%。与上年同期相比，上海地区的企业所发短融的发行规模降幅（42.45%）较大，北京和江苏地区的企业所发短融的发行规模上升较为明显（约30%）。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2015 年第三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，本季度共有 26 个省份（直辖市）的企业发行超短融，发行省份数目较上季度（28 个）略有减少，较上年同期（14 个）明显增多。本季度，超短融发行主体主要集中在北京、山东、上海、广东和江苏地区，其中排名首位的北京地区超短融的发行期数和发行规模分别为 96 期和 2590.00 亿元，其发行期数和发行规模在总期数和总规模中的占比分别为 23.02%和 43.74%，占比同比和环比均呈持续下降趋势，发行优势进一步降低。此外，山西、辽宁、广

西、安徽、江西和河北地区企业所发超短融的发行期数和发行规模均有明显增加。总体来看，超短融发行地区分布更加趋于均衡。

九、短融新增发行主体分析

本季度共有 60 家企业首次发行短融 64 期，合计发行规模为 376.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比和环比均有所增加，其在发行短融企业总家数、总发行期数和发行总额的占比分别为 19.54%、18.88% 和 13.85%，占比较上年同期均有所下降，较上季度均有所上升。本季度新增企业主要分布于建筑与工程、交通基础设施和房地产管理与开发行业，仍以国有企业为主，共 48 家，在新增主体中的占比为 80.00%；新增企业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 41.67% 和 31.67%。

本季度共有 64 家企业首次发行超短融 92 期，合计发行规模为 896.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅较大，均在 100% 以上，环比均显著减少。本季度新增企业中绝大部分为国有企业，占比为 75.00%；新增超短融发行主体信用等级为 AAA 级、AA+级和 AA 级，占比分别为 23.44%、42.19% 和 34.38%，其中，新增超短融发行主体为 AAA 级的占比较上年同期和上季度均有所下降。

表 8 2015 年三季度新增企业的短融、超短融发行情况

项目	短融					超短融				
	2014年三季度	2015年二季度	2015年三季度	同比增长(%)	环比增长(%)	2014年三季度	2015年二季度	2015年三季度	同比增长(%)	环比增长(%)
发行家数(家)	58	52	60	3.45	15.38	27	86	64	137.04	-25.58
发行期数(期)	60	53	64	6.67	20.75	36	130	92	155.56	-29.23
发行规模(亿元)	355.70	298.50	376.00	5.71	25.96	447.00	1175.50	896.70	100.60	-23.72
发行家数占比(%)	22.31	17.93	19.54	-12.42	8.98	36.00	39.09	25.81	-28.31	-33.97
发行期数占比(%)	21.58	17.21	18.88	-12.51	9.70	29.27	34.76	22.06	-24.63	-36.54
发行规模占比(%)	14.59	10.89	13.85	-5.07	27.18	16.18	20.42	15.14	-6.43	-25.86

数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十、未来走势预测

从宏观经济层面来看，本季度虽然我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，但宏观经济指标依然示弱，短期经济下行压力较大。随着第三批债务置换、加快固定资产折旧和降税清费等前期各项政策措施的推进，以及四季度稳增长、促改革、调结构政策的出台，预计四季度经济增速有望企稳回升。

从市场资金面来看，四季度，央行将继续采取多种货币工具相结合，维持货币市场的流动性。目前内需乏力、通缩压力加大、出口负增长等不利因素使央行有进一步降息降准的可能，同时10月10日起信贷资产质押再贷款在9省市推广以及美联储延迟加息的预期，都将使我国四季度货币市场继续保持宽松状态。

从债券市场来看，首先，随着地方政府债务置换规模的不断扩大和经济下行压力的加大，在稳增长、促投资的需求下国家鼓励融资平台发债用于重点投资领域和重点项目建设，发改委进一步降低地方融资平台的发债要求⁶，推动城投债发行总量增长，同时城投债风险溢价的下降或将带动城投类企业短融的发行稳步增长。其次，今年上半年超短融对短融发行的替代作用逐渐显现，同时在多次降息导致融资成本下降的推动作用下，其发行量实现快速增长，发行需求得到较大释放，本季度超短融的发行增速明显放缓，预计超短融发行将进入稳定增长的状态。第三，取消境外机构投资者进入银行间市场的额度限制以及放宽养老基金投资范围，意味着债券市场发行和投资主体的多元化不断扩大，熊猫债券有望迎来发行增长，债券市场的扩容可能将带动短融的发行。第四，本季度受A股市场动荡影响，券商融资需求下降，证券公司短融发行明显下降，但进入10月以来，A股市场连续上涨，券商融资余额也有所回升，预计四季度券商短期融资券的发行或将有所回暖。另一方面，证券公司短期债券发行主体的扩容，未来或对证券公司短融的发行形成一定抑制。第五，9月份债券市场发生首例央企债券违约，随后天威英利发生违约，苏飞达控股、南京雨润、中钢股份也相继暴露信用风险，经济下行压力下债券风险事件将不断暴露，市场对于违约风险的认识日趋成熟，对风险较大的低等级发行主体所

⁶10月13日发改委公布《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，企业债的审批流程大大放松，如果企业符合主体或债券信用等级为“AAA级的债券”“由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级不低于AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券”和“使用有效资产进行抵、质押，且债项级别在AA+以上债券”等三个条件还可实现豁免复审。

发债券的风险溢价有所提高，推高低等级发行主体的发债成本，一定程度上抑制了其债券的发行。

整体来看，四季度积极财政政策仍将加码，货币政策将进一步放松，在宽松的资金面下短融和超短融发行都将保持较稳定增长的态势。此外，短融发行主体信用等级分布持续向较高信用等级集中，短融市场发行主体的多元化有待改善。