2016年第一季度短期融资券市场分析报告



2016/4/19

作者: 联合资信评估有限公司 林 青 张婷婷 刘 艳

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

2016 年第一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 张婷婷 刘 艳

摘要

本季度，银行间债券市场共有 488 家企业累计发行短融（含超短融）769 期，发行总额为 9758.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比平稳增长，同比增幅显著。

本季度，央行灵活运用多种货币政策工具保障了银行间市场资金面的适度宽松，利率整体呈现波动下行趋势。具体来看，一年期贷款基准利率经过 2015 年 5 次降息，由 5.60%下调至 4.35%，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延续了 2015 年的下行趋势，本季度的平均水平较上年四季度（2.46%）和上年同期（3.19%）分别下降 0.22 和 0.95 个百分点。

本季度，短融发行量环比略有减小，但同比增幅较大；超短融发行量继续保持较快增长；证券公司短融发行量明显下降。一年期短融的平均发行利率呈现波动下降走势，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。金属、非金属与采矿，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料以及电力行业主体所发短融的期数和规模均位居前四位。江苏、北京、浙江、山东地区所发短融的期数和规模保持前四位。短融新增发行主体家数及其发行量同比增幅显著，但环比有所减少，新增短融的发行主体仍以国有企业为主。建设银行在承销期数和承销规模上均表现优异。

二季度积极的财政政策将进一步落地，货币政策将保持稳健，资金面将合理充裕，超短融对短融的替代作用将进一步显现，其发行规模有望保持快速增长趋势。

一、债券市场环境

1．托底政策效果显现，经济出现回暖迹象

本季度，我国在适度扩大总需求的同时，大力推进供给侧结构性改革，经济运行稳中向好因素增多。具体来看，本季度，消费增速整体较为平稳，地产去库存等利好政策带动投资增长加快，出口逐月回稳向好，一季度 GDP 增速为 6.7%，经济运行开局良好。同时，3 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.3%，表明消费者物价水平温和上涨；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比跌幅（-4.3%）进一步收窄，环比（0.5%）两年来首次出现正增长，预示大宗商品价格上涨带动工业效益反弹，显示经济出现回暖的迹象；制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，时隔 8 个月首次回到 50%荣枯线以上，显示工业运行状况有好转趋势。整体来看，我国经济出现企稳迹象。

2．央行多管齐下，保障流动性适度宽松

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，流动性保持合理充裕。具体来看，央行从 3 月 1 日起全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。在公开市场操作方面，央行在春节前后增加逆回购次数，灵活使用 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具稳定短端利率。此外，央行在 2016 年 1 月通过给出 1 个月 SLF 基准利率完善利率走廊上限，在市场利率触及上限时及时提供流动性；从 1 月 29 日起扩容 SLO 的质押品范围和参与机构范围，完善货币市场短期流动性风险防范措施体系。在春节现金需求上升、金融机构上缴税收、外汇占款下降、票据诈骗、季末宏观审慎评估体系（MPA）等因素影响下，本季度资金面波动性有所加大，但在央行各项措施的促进下，银行间市场流动性整体保持适度宽松的状态。

3．“分层管理”体系落地，超短融发行全面放开，推动短融和超短融发行

2016 年 2 月，中国银行间市场交易商协会发布了新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》，该规程主要包括两方面内容：对非金融企

业公开发行债务融资工具实行“分层分类”管理和全面放开超短融发行。“分层分类”是按照主体分层、产品分类的思路，根据主体资质、信息披露成熟程度、合规性等指标，将债券发行人分为第一类企业、第二类企业进行管理。第一类企业可就公开发行超短期融资券、短期融资券、中期票据等品种编制同一注册文件，进行统一注册，并在注册有效期内自主发行，对每种产品的发行规模、发行期限根据企业当时的融资需求灵活确定。这一举措可有效提升债务融资工具的注册效率，发行人可自主择机发行的融资方式也更加灵活，对短融和超短融的发行有一定的促进作用。全面放开超短融发行是指取消了对超短融发行 AA 评级、三年累计发行次数及金额等条件的门槛限制，这一举措将有助于信用等级较低的企业采用发行超短融的方式融资，推动超短融放量增长。

4. 加速银行间债市开放，增加短融和超短融的配置需求

2016 年 2 月 24 日，央行发布公告称，在中华人民共和国境外依法注册成立的各类金融机构及其依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场，并且没有额度限制。同时，对境外机构投资者的投资行为实施宏观审慎管理，符合条件的境外机构投资者通过银行间市场结算代理人完成备案、开户等手续后，即可成为银行间债券市场的参与者。这一政策的实施将进一步推动银行间债券市场对外开放，引入更多符合条件的境外机构投资者投资于银行间债券市场，有利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。

5．债市违约频发，违约常态化趋势明显

本季度，债券市场违约事件频发，其中“15 雨润 CP001”、“15 亚邦 CP001”、“15 宏达 CP001”等短融相继暴露违约风险，债券市场违约债券呈现向短期债券蔓延迹象。另外，本季度公募债券市场出现了首例地方国企东北特钢发行债券违约事件，地方国企的风险也逐渐开始暴露。在去产能、去杠杆加速的背景下，钢铁、煤炭等产能过剩行业风险暴露加速，违约将逐渐步入常态化。

二、短融[1]发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 488 家企业累计发行短融（含超短融）[2]769 期，发行规模为 9758.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度平稳增长，增幅分别为 10.41%、17.94%和 10.19%，较上年同期增幅均在 45%以上，增幅显著。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）2302 期，存续短融（含超短融）金额达 27358.80 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 18.23%。

表 1 2016 年一季度短融（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	同比增长（%）	环比增长（%）
发行期数（期）	628	933	1076	1515	2535	769	72.81	17.94
发行家数（家）	456	635	709	847	1001	488	45.67	10.41
发行规模（亿元）	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	32427.30	9758.00	51.60	10.19

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 225 家企业累计发行短融 238 期，发行规模为 2152.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度略有减小，但较上年同期增幅均在 14%以上，同比增幅较大的原因可能有，2015 年以来多次降息和降准使企业融资成本下降、监管层对于城投类企业发债条件放松带动其短融发行量大幅增长等。从单笔发行规模来看，本季度短融的平均单笔发行规模为 9.05 亿元，环比和同比分别增长 0.38%和 6.05%。

本季度，城投类企业[4]所发短融的期数和规模分别为 70 期和 513.30 亿元，发行期数和发行规模环比变动不大，但同比增幅均超 80%，同比增幅显著主要是受到城投企业融资政策放松影响。平均单笔发行规模环比和同比均有小幅上升。城投类企业所发短融的期数和规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 29.41%和 23.84%，与上年四季度基本持平，较上年同期占比均增加 10 个百分点左右。

[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。
[4] 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

表 2 2016 年一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	同比增长（%）	环比增长（%）
发行期数（期）	608	808	860	1072	1105	238	14.98	-5.18
发行家数（家）	453	614	663	782	799	225	14.21	-0.44
发行规模（亿元）	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	21.99	-4.82
平均单笔发行规模（亿元）	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	9.05	6.05	0.38

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 306 家企业累计发行超短融 531 期，发行规模为 7605.10 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 15%以上，同比增幅更为显著，分别为 92.45%、123.11%和 62.78%，超短融发行量增幅较大主要是原因有，超短融发行主体多次扩容、超短融具备发行便利和信息披露简洁的特点、企业融资成本下降和城投企业发债放松管制等。本季度，超短融的平均单笔发行规模为 14.32 亿元，环比和同比降幅均超 10%，这一方面可能是由于利率下行预期导致发行人倾向于采取滚动发行的模式减少融资成本，另一方面也可能是由于新增超短融发行主体规模较小导致其融资需求相对有限。

本季度，城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模分别为 100 期和 962.50 亿元，环比分别增长 26.58%和 37.40%，同比分别增长 203.03%和 137.95%，增幅明显，主要是受到城投企业发债政策放松的影响。城投类企业发行期数和发行规模在总发行期数和发行规模的占比分别为 18.83%和 12.66%，发行期数和发行规模占比环比变化不大，同比均上升 4 个百分点以上。

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 64.78%。

表 3 2016 年一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	同比增长（%）	环比增长（%）
发行期数（期）	20	125	216	443	1430	531	123.11	32.42
发行家数（家）	6	48	66.00	141	412	306	92.45	24.39
发行规模（亿元）	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	7605.10	62.78	15.34
平均单笔发行规模（亿元）	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	14.32	-27.04	-12.90

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 家证券公司累计发行短融 19 期，发行规模为 270.60 亿元，

发行家数、发行期数和发行规模环比和同比均有较大幅度下降，可能是受到股市走势低迷，券商融资需求下降影响。平均单笔发行规模为 14.24 亿元，环比略有增长，同比有所下降。

本季度，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；北京和上海地区证券公司短融的发行优势仍然较为明显，广东省证券公司短融的发行量则出现较大下滑。

表 4 2016 年一季度证券公司短融发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度	同比增长（%）	环比增长（%）
发行期数（期）	16	134	257	173	19	-66.67	-40.63
发行家数（家）	5	33	41	40	14	-53.33	-30.00
发行规模（亿元）	561.00	2995.90	4246.90	2795.60	270.60	-71.15	-37.94
平均单笔发行规模（亿元）	35.06	22.36	16.52	16.16	14.24	-13.45	4.53

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）均采用固定利率发行。

本季度，央行灵活运用多种货币政策工具，通过降准、公开市场操作、SLO、SLF、MLF 等措施保障了银行间市场资金面的适度宽松，利率整体呈现波动下行趋势。具体来看，一年期贷款基准利率经过 2015 年 5 次降息，由 5.60%下调至 4.35%，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延续了 2015 年的下行趋势，本季度的平均水平较上年四季度（2.46%）和上年同期（3.19%）分别下降 0.22 和 0.95 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下降趋势大致相同，但受到违约事件频发以及季末宏观审慎评估体系考核导致流动性趋紧等因素影响，本季度一年期短融的发行利率波动较大，且 3 月末略有上升。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.79%，仍然低于一年期贷款基准利率，且较上年四季度（4.05%）和上年同期（5.88%）的平均水平进一步下降。

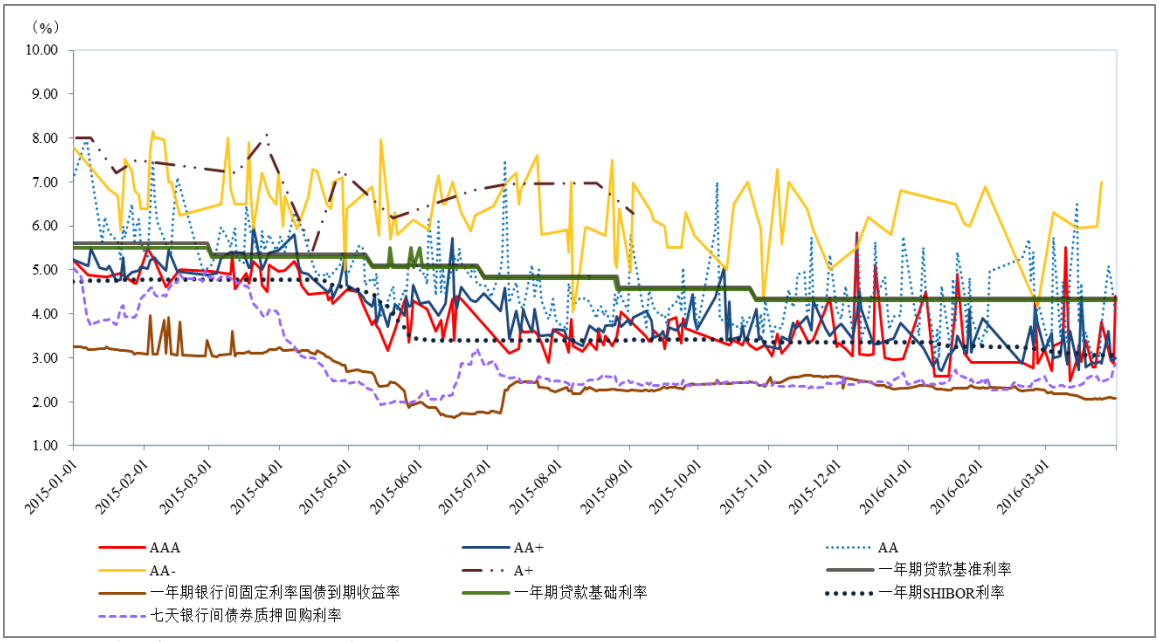
如图 1 所示，本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度

较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率波动走势比较相似。除了 AAA 和 AA+级主体发行利率重叠较多以外，各级别主体所发短融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 年一季度		2015 年四季度		2016 年一季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	4.91	4.25-5.49	3.54	2.96-6.20	3.19	2.48-5.50
AA+	5.16	4.70-7.00	3.64	3.00-5.20	3.29	2.70-7.39
AA	5.86	4.98-8.00	4.28	3.38-7.50	4.11	2.80-8.00
AA-	7.07	5.89-8.50	6.02	4.33-7.30	5.95	4.20-7.00
A+	7.62	7.20-8.09	-	-	-	-

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 年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

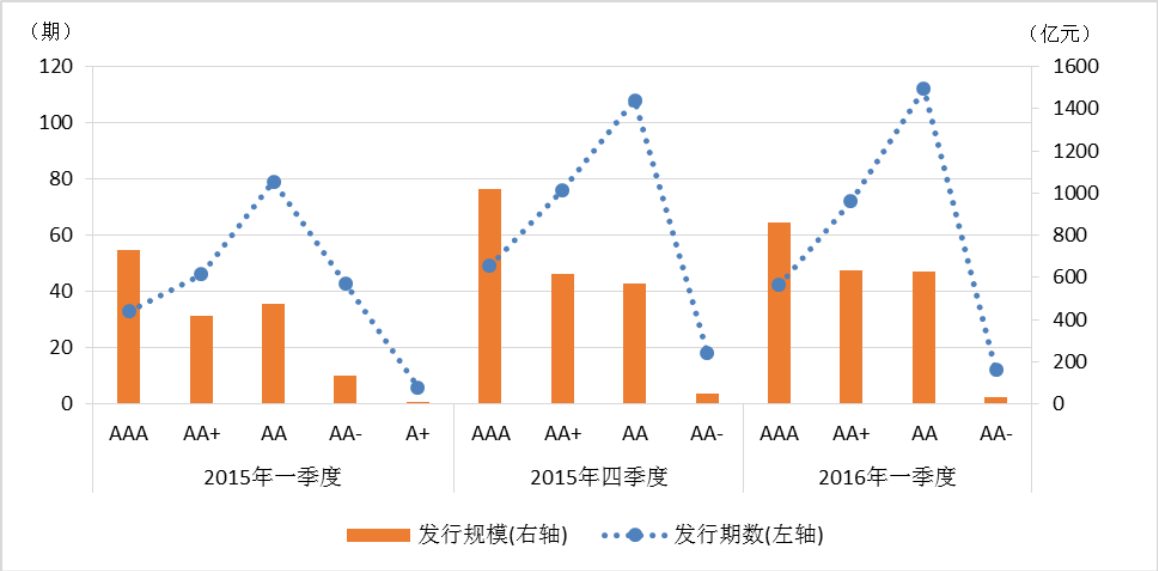
四、短融发行主体信用等级分布分析

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。与上年同期相比，本季度无 A+级主体发行短融。

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 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比上升至 47.06%，发行优势明显；AA 级（含）以上主体所发短融期数在总发行期数的占比环比和同比均有所升高，短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显。

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升至 98.41%。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但占比（40.04%）环比和同比均略有下降；AA+级和 AA 级主体所发短融的规模相差不大，AA 级（含）以上主体所发短融规模分布更为均匀。

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规模更趋均匀。



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

五、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（94.12%）较为稳定，其中 10~20 亿元规模短融的发行期数环比和同比均有所增长，占比环比和同比也均呈现小幅上升。

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 30.89%和 30.70%，占比环比变化不大，同比均有较大幅度上升。1~5 亿元规模的超短融发行期数环比和同比增幅均最大，分别为 42.61%和 209.43%。超短融发行规模呈现向小规模集中趋势。

表 6 2016 年一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 年一季度		2015 年四季度		2016 年一季度		2015 年一季度		2015 年四季度		2016 年一季度	
	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）	110	53.14	135	53.78	126	52.94	53	22.27	115	28.68	164	30.89
5-10（含 10）	57	27.54	66	26.29	62	26.05	54	22.69	131	32.67	163	30.70
10-20（含 20）	30	14.49	34	13.55	36	15.13	56	23.53	85	21.20	118	22.22
20-30（含 30）	6	2.90	9	3.59	7	2.94	38	15.97	38	9.48	55	10.36
30-50（含 50）	3	1.45	5	1.99	5	2.10	30	12.61	19	4.74	25	4.71
50 以上	1	0.48	2	0.80	2	0.84	7	2.94	13	3.24	6	1.13

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，本季度国有企业仍是短融发行的主要企业类型，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（78.80%和 87.33%）较为稳定；民营企业在短融发行期数和发行规模上仍保持第二位；外商独资、中外合资企业、集体企业和其他类企业所发短融的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

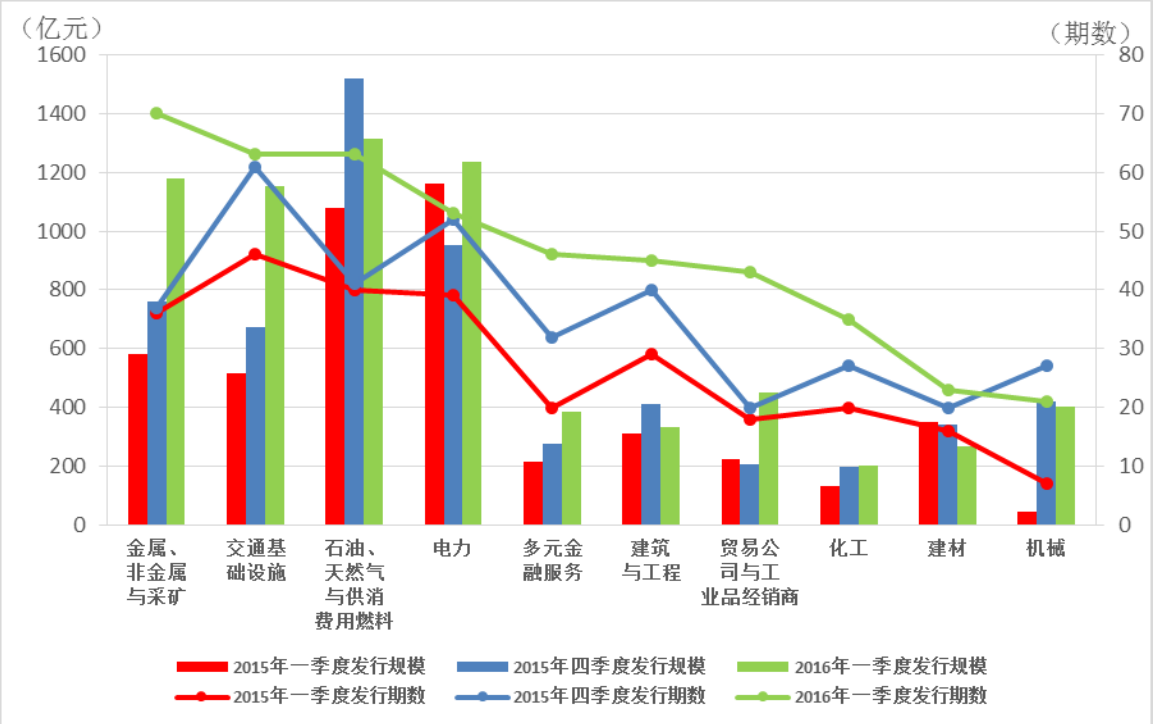
项目	2015 年一季度		2015 年四季度		2016 年一季度					
	发行期数（期数）	发行规模（亿元）	发行期数（期数）	发行规模（亿元）	发行期数（期数）	同比增幅（%）	环比增幅（%）	发行规模（亿元）	同比增幅（%）	环比增幅（%）
国有企业	345	5801.20	527	7969.00	606	75.65	14.99	8521.40	46.89	6.93
民营企业	81	473.10	91	607.50	126	55.56	38.46	873.50	84.63	43.79
外商独资企业	10	72.10	9	52.80	15	50.00	66.67	110.60	53.40	109.47
中外合资企业	5	78.30	14	116.30	12	140.00	-14.29	93.00	18.77	-20.03
集体企业	1	2.00	2	18.00	2	100.00	0.00	9.50	375.00	-47.22
其他类企业	3	10.00	9	92.00	8	166.67	-11.11	150.00	1400.00	63.04
总计	445	6436.70	652	8855.60	769	72.81	17.94	9758.00	57.04	14.14

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

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，金属、非金属与采矿，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料以及电力行业主体所发短融的期数和规模均位居前四位。其中，金属、非金属与采矿行业的发行期数和发行规模增幅均较大，在发行期数上（70 期）超过交通基础设施行业位居首位；石油、天然气与供消费用燃料行业在发行规模上（1313.50 亿元）仍然蝉联第一；另外，多元金融服务和贸易公司与工业品经销行业主体所发短融的发行期数和发行规模环比和同比增幅显著。



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

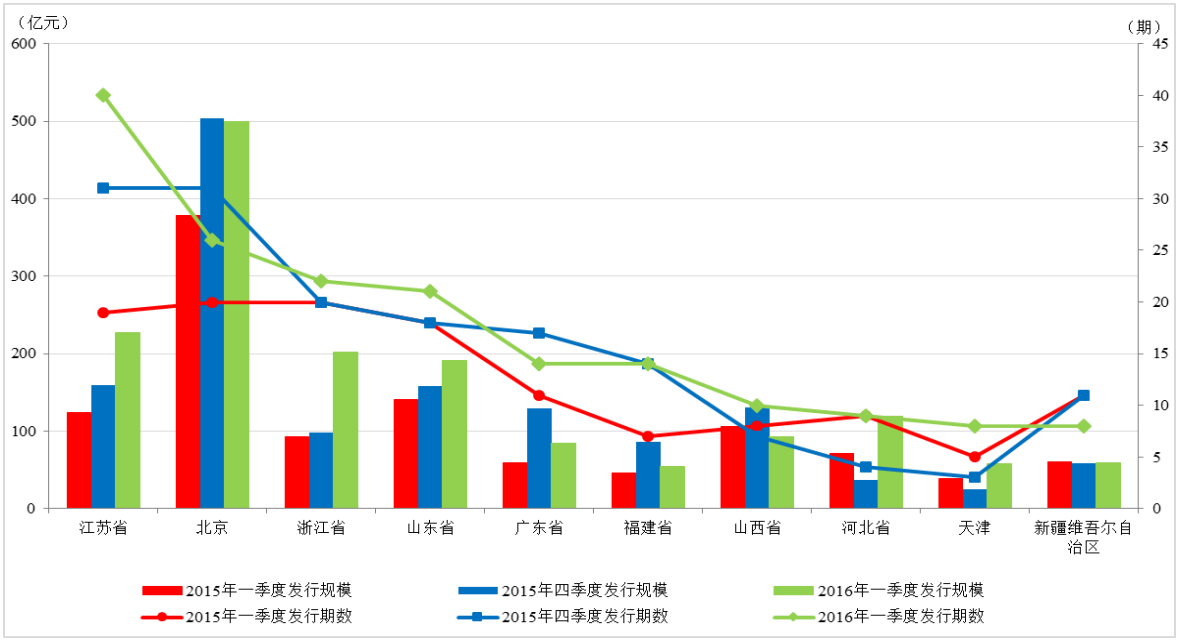
图 3　短融发行期数前十位主体行业分布情况

八、短融发行主体地区分布分析

短融发行主体的所在地区方面，本季度，江苏、北京、浙江、山东地区的企业所发短融的期数和规模均位列前四位。其中，江苏地区的企业所发短融的发行期数（40 期）增长明显，位居首位；北京地区凭借大型国有企业集中的优势，企业所发短融的发行规模（499.50 亿元）仍保持明显领先地位。此外，在

[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。

短融发行期数排名前十位的地区中，浙江、山东和天津地区企业所发短融的期数和规模环比和同比均有增长。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4　2015 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，本季度，超短融发行量较多的地区包括北京、江苏、山东、广东、福建、浙江和上海，其中排名首位的北京地区的企业所发超短融的发行期数（113 期）和发行规模（2538.00 亿元）在总发行期数和总发行规模的占比（21.66%和 33.37%）环比和同比均出现不同程度下降，发行优势有所降低；河北、新疆、内蒙古等地区的超短融发行量环比和同比均有明显增长。整体来看，超短融发行地区分布更趋均衡。

九、短融新增发行主体分析

本季度共有 59 家企业首次发行短融 63 期，合计发行规模为 407.80 亿元，新增主体家数及其所发短融的期数和规模同比增幅均在 60%以上，环比均有所减少；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 26.22%、26.47%和 18.94%，占比较上年同期显著上升，较上年四季度有小幅下降。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、多元金融服务以及交通基础设施行业。

本季度共有 56 家企业首次发行超短融共计 80 期，发行规模为 917.00 亿元，新增企业家数环比和同比均有所减少，发行期数和发行规模同比有所减少，环比则均有所增加。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 18.24%、15.01%和 11.53%，占比较上年同期下降明显，与上年第四季度相比，除发行规模占比略有上升外，发行家数和发行期数占比均有所下降。

新增短融和超短融的发行主体信用等级仍然主要分布在 AA+级和 AA 级，且均以国有企业为主，其中超短融新增主体中民营企业占比（27.50%）呈持续上升趋势。

表 8 新增企业的短融（超短融）发行情况

项目	短融					超短融				
	2015 年一季度	2015 年四季度	2016 年一季度	同比增长(%)	环比增长(%)	2015 年一季度	2015 年四季度	2016 年一季度	同比增长(%)	环比增长(%)
发行家数（家）	36	69	59	63.89	-14.49	63	61	56	-11.11	-8.20
发行期数（期）	37	77	63	70.27	-18.18	82	73	80	-2.44	9.59
发行规模（亿元）	194.00	550.80	407.80	110.21	-25.96	1049.90	673.50	917.00	-12.66	36.15
发行家数占比（%）	18.27	30.53	26.22	7.95	-4.31	39.62	24.80	18.24	-21.38	-6.56
发行期数占比（%）	8.31	30.68	26.47	18.16	-4.21	34.45	18.20	15.01	-19.44	-3.20
发行规模占比（%）	10.99	24.35	18.94	7.95	-5.41	21.12	10.21	11.53	-9.59	1.31

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

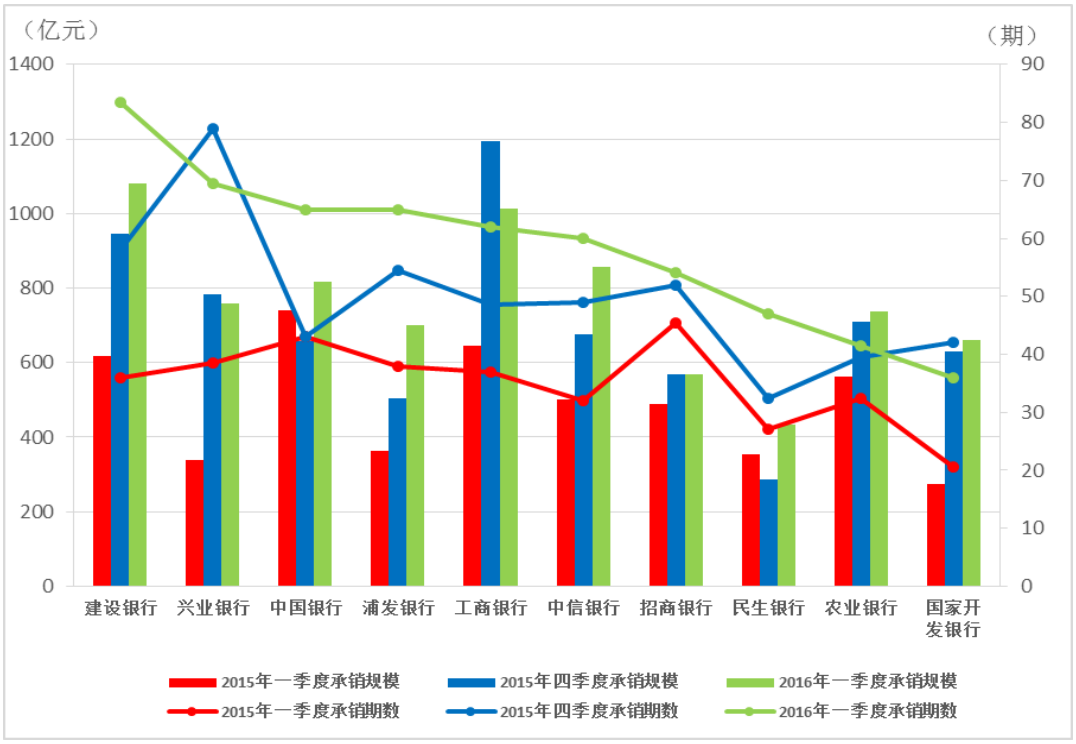
本季度，共有 35 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），占承销商总家数（135 家）的 25.93%，短融承销商数量环比增加 1 家，同比增加 5 家。本季度共有 356 期短融采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比（46.29%）环比和同比变动不大。

按承销期数统计[6]，本季度建设银行以承销 83.5 期位居首位，兴业银行、中国银行、浦发银行和工商银行分别位列第二至第五位。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 44.86%，占比与上年四季度和上年同期基本持平。

按承销规模统计，本季度建设银行以承销 1082.00 亿元位居市场首位，工商

[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。

银行、中信银行、中国银行和兴业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（46.37%）环比和同比均小幅下降。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

图 5　2016 年一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 22 期，合计发行规模达 1480.00 亿元，分别占总发行期数和总发行规模的 2.86%和 15.17%，期数和规模占比环比和同比均有所下降。本季度，发行规模超过 50（含）亿元的短融仍主要采用联合承销的方式发行，承销期数排名前五位的承销商依次为工商银行、建设银行、国家开发银行、农业银行和交通银行，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 63.64%和 65.20%，占比较上年四季度和上年同期均有所下降，短融大额承销的集中度有所下降。

十一、未来走势预测

从宏观经济层面来看，在我国经济处于“新常态”的背景下，二季度，政府将继续着力推进结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，加快新旧发展动能

转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底，具体措施包括适当增加财政支出，大力支持创新发展，加大重大基础设施工程建设，推动营改增等财税管理体系建设等。预计二季度房地产市场回暖和基建投资加速所带来的投资需求回升将继续拉动经济增长，我国经济或将企稳回升，GDP 增速可能在 6.8%左右，CPI 保持温和上升，PPI 负增长也将继续收窄。

从市场资金面看，在经济增长方式转型的大背景下，为保障去产能、去杠杆的经济结构改革，央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具。此外，美元加息的推迟缓解了人民币贬值和资本外流压力，有助于稳定资金面。预计二季度银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从债券市场看，第一，新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》推出“分层分类”管理，放开超短融发行，这些政策将有助于推动短融和超短融的发行，超短融对短融的替代作用也可能会更加凸显。第二，2016 年 4 月，协和风电投资有限公司成功在交易商协会注册国内首单绿色债务融资工具，成为国内市场首单非金融企业绿色债券，交易商协会也在研究完善绿色债务融资工具业务指引，未来绿色短期融资券有望发行。第三，我国债券市场开放程度不断加大，“熊猫债”的高速发展和对境外机构投资银行间债市的放开有助于从需求端和发行端同时推动短融的发行。第四，2016 年 2 月 16 日，中国人民银行等八部委[7]发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，意见要求加大工业企业直接融资的支持力度，支持其发行公司信用类债券用于调整债务结构，扩大公司信用类债券发行规模，该政策或可促进工业企业短融的发行。第五，本季度债券市场发生多起短融违约事件，投资者对短融的态度可能更加谨慎，导致市场对不景气行业和低等级发行主体所发短融的风险溢价有所提高，抑制了其短融的发行。

整体来看，二季度积极的财政政策将进一步落地，货币政策将保持稳健，资金面将合理充裕，超短融对短融的替代作用可能进一步显现。此外，短融发行主体信用等级分布一直向较高信用等级集中，但超短融主体评级门槛的取消有利于短融（含超短融）市场发行主体的多元化发展。

[7]中国人民银行、发改委、工信部、财政部、商务部、银监会、证监会、保监会