

2013 年第二季度短期融资券 市场分析报告



2013 年第二季度短期融资券市场分析报告

联合资信评估有限公司 宿夏荻 阮 峥 聂 逆 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。

本季度：2013年4月1日~2013年6月30日

概 要

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 20868.1 亿元，较去年同期增长了 13.4%。国债放量发行；今年首批“由财政部代理发行地方政府债”发行；央票在暂停发行 17 个月后重回公开市场；中期票据的发行期数和发行规模均较去年同期有所增长；金融债券和企业债券的发行规模较去年同期有所下降；短券（含超短券）及证券公司短券发行期数及发行规模较去年同期大幅增长。4-5 月份，债券市场利率走势较为平稳，到 6 月份，由于银行体系的流动性面临较大压力，各债券品种的发行利率呈现较为明显的上升趋势。

本季度，银行间债券市场共有 289 家企业共发行短券 323 期（含超短券，下同），其中纯信用短券 319 期，有担保短券 4 期，短券合计发行规模为 4340.7 亿元。在本季度期末，资金面日趋紧缩的情况下，各信用级别主体短券的发行利率均出现不同幅度的上升。

一、债券市场发展情况

1、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 20868.1 亿元，较去年同期增长了 13.4%，较上一季度增长了 19.1%。截至本季度末，主要债券品种存量规模达 28.2 万亿元。

本季度国债及地方政府债发行规模合计 5914.2 亿元，较去年同期增长 21.6%，较上一季度大幅增长 152.7%，带动环比大幅增长的主导力量是本季度国债的放量发行，发行期数与规模较上一季度分别增长了 133.3%、124.4%。6 月份，今年首批“由财政部代理发行地方政府债”发行，发行规模合计 644.0 亿元，占本年度 3500 亿元计划发行总额的 19.0%。本季度，央票在时隔 17 个月后，于 5 月份重回公开市场，发行量合计 1140.0 亿元。央票重启的主要目的在于应对热钱流入和央票集中到期压力，维持我国货币市场稳定。

由于发改委在 4 月份对企业债实行分类审批的政策实施，使得企业债的发行规模较去年同期减少了 33.7%；金融债券的发行规模较去年同期减少了 38.1%；中期票据的发行规模较去年同期增长 22.3%。较上一季度，金融债券、企业债券和中期票据的发行规模分别减少了 26.2%、124.9%、9.5%。而短券（含超短券）和证券公司短券的发行规模较去年同期分别增加了 88.5%、925.0%，增幅较大，与上一季度相比，也分别增加了 20.1%、30.2%。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2012 年第二季度 发行情况		2013 年第二季度 发行情况		截至 2013 年第二季度 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	21	4865.1	24	5914.2	265	88435.1
国债	19	4449.1	21	5250.2	220	81799.1
地方政府债	2	416.0	3	664.0	45	6636.0
央行票据	0	0.0	11	1140.0	28	7870.0
金融债券	64	7086.8	84	4387.9	672	96958.9
政策性银行债	48	6242.8	61	3835.9	402	81772.4
商业银行债券	12	792.0	12	310.0	217	13372.7
非银行金融机构债券	4	52.0	11	242.0	53	1813.8

政府支持机构债券	0	0.0	0	0.0	64	7310.0
企业债券	92	1448.9	85	960.5	1500	22334.9
一般企业债	92	1448.9	84	956.5	1491	22303.2
集合企业债	0	0.0	1	4.0	9	31.8
中期票据	143	1879.5	169	2299.5	2013	35062.9
集合票据	11	26.95	1	3.2	89	209.5
短期融资券	204	2302.6	323	4340.7	1106	14198.5
一般短期融资券	188	1877.6	269	2354.7	988	9986.5
超级短期融资券	16	425.0	54	1986.0	118	4212.0
证券公司短期融资券	2	80.0	32	820.0	31	790.0
资产支持证券	0	0.0	7	63.6	76	364.9
公司债	54	627.2	51	938.5	432	6844.3
可转债	2	85.0	0	0.0	22	1420.3
外国债券	0	0.0	0	0.0	4	40.0
合计	593	18402.1	787	20868.1	6302	281839.3

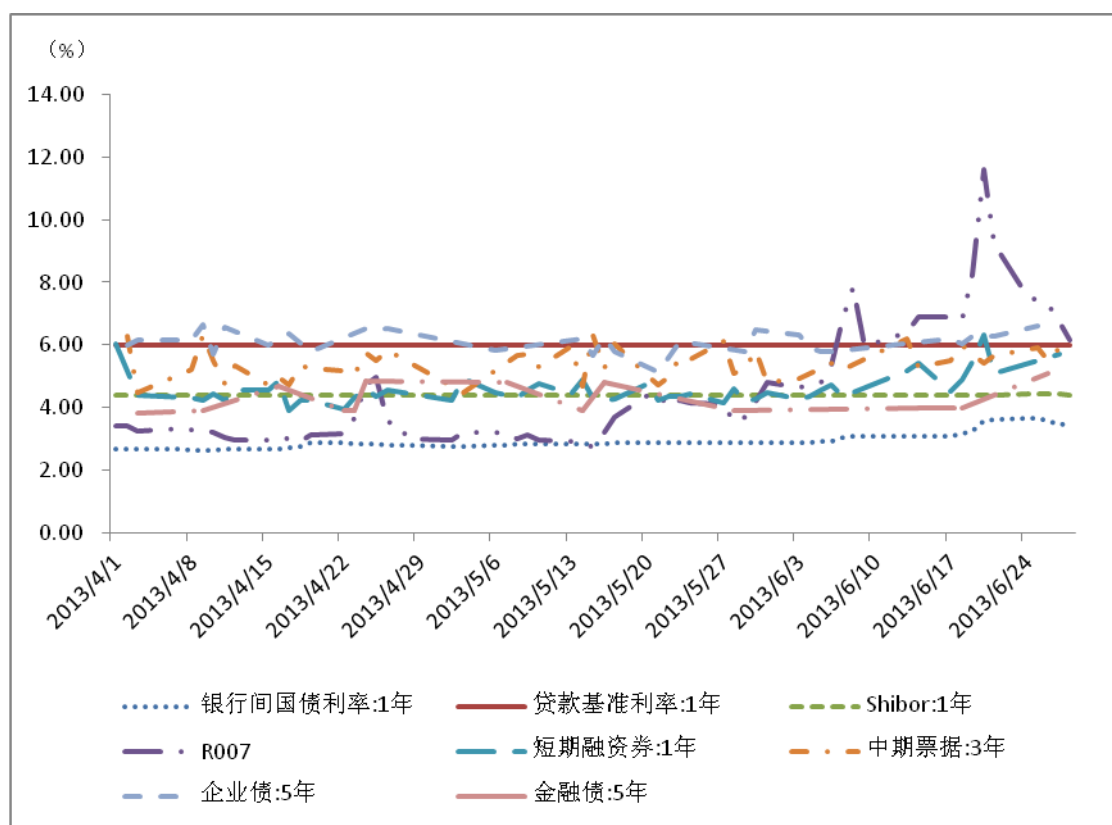
资料来源：中国债券信息网（其中资产支持证券、公司债、可转债的数据来源于 Wind 资讯；短期融资券的数据以起息日为统计口径并由联合资信整理）

2、债券产品发行利率

本季度央行通过公开市场操作，正回购到期、央票兑付和利息支付合计 8195.04 亿元，央票发行和正回购操作 6260 亿元，共实现资金净投放 1395.04 亿元，以维护货币市场利率平稳运行。本季度，一年期银行间固定利率国债发行利率在 2.6%~3.7% 的区间内波动，平均值为 2.9%，呈缓慢上升趋势；一年期贷款基准利率维持在 6.0%；一年期 Shibor 利率维持在 4.4%；银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）波动幅度很大，6 月份的平均值为 6.9%，远超过 4 月份 3.4%、5 月份 3.6 的平均值，利率上升趋势明显。

在季度期末财政存款和个别税种上缴等季节性紧缩因素背景下，5 月初外管局加强对热钱的监管、市场对美国量化宽松的货币政策退出的预期进一步增强导致美元空头头寸的解除以及央行采取中性的货币政策立场等多个因素的叠加效应，导致了 6 月份银行间市场流动性紧张，资金利率飙升。

具体来看，短期融资券的发行利率在 4、5 月份接近一年期 Shibor 利率，平均值为 4.5%，6 月份平均发行利率升至 5.0%，介于一年期 Shibor 利率与一年期贷款基准利率之间；企业债与中期票据的发行利率维持在 4.5%~6.6% 的区间范围内，与一年期贷款基准利率上下波动；金融债的平均发行利率为 4.3%，接近一年期 Shibor 利率。



资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、联合资信整理

图 1 2013 年二季度债券市场发行利率情况

二、短券发行市场情况

1、短券发行规模及期数均大幅增长

本季度，银行间债券市场共有 289 家企业共发行短券 323 期（含超短券）¹，其中纯信用短券 319 期，有担保短券 4 期。短券（含超短券）合计发行规模为 4340.7 亿元。与去年同期相比，本季度短券（含超短券）发行主体家数、发行期数及发行规模同比分别增长 41.0%、49.5%和 56.4%。与上一季度相比，本季度短券（含超短券）发行主体家数、发行期数及发行规模环比分别增长 27.9%、26.2%和 20.1%。

截至 2013 年 6 月末，银行间债券市场存续短券（含超短券）共 1106 期，存续短券总额达 14198.5 亿元。

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。

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			
	二季度	全年占比 (%)	二季度	全年占比 (%)	二季度	全年占比 (%)	二季度	全年占比 (%)	一季度	二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行规模 (亿元)	573.5	12.4	2055.5	29.7	2378.0	23.5	2775.6	19.6	3615.3	4340.7	56.4	20.1
发行期数 (期)	58	22.1	112	25.2	157	24.7	216	23.1	256	323	49.5	26.2
发行家数 (家)	56	26.8	100	29.8	145	30.9	205	32.5	226	289	41.0	27.9

注：短券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

本季度短券（含超短券）发行规模、期数及家数均较去年同期大幅增长，除受企业短期融资需求持续加大的影响外，主要是由于 2012 年度短券（含超短券）发行的宽松政策调整的延续效应，短券（含超短券）发行成本降低、审批流程缩短以及超短券的快速发展，使短券（含超短券）发行的期数和规模持续扩容。

自 2012 年下半年证券公司短券重启以来，证券公司短券发行量逐步增长。本季度共有 15 家证券公司发行证券公司短券 32 期，发行规模为 820 亿元，平均单笔发行额为 25.6 亿元，与上一季度相比，证券公司短券的发行规模、期数及发行主体环比分别增长 33.6%、39.1%和 23.1%。本季度证券公司短券的发行期限均为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；发行主体的地区分布按发行期数和发行规模排名依次是广东省、上海市、北京市及江苏省，其中广东省的证券公司发行期数占比 40.6%，发行规模占比 43.7%，仍位列第一。

2、短券结构分析

从短券的发行品种来看，本季度共发行短券 269 期，超短券 54 期，发行总额分别为 2354.7 亿元和 1986.0 亿元，平均单笔发行额分别为 8.8 亿元和 36.8 亿元。

从发行规模来看，本季度短券的发行规模较去年同期同比增长 20.7%，较上一季度环比增长 11.1%；而超短券的发行规模较去年同期有较大幅度增长，增幅为 140.7%，较上一季度环比增长 32.8%；超短券发行规模占短券（含超短券）发行总规模的 45.8%，分别较去年同期增加 16.1 个百分点和 4.4 个百分点，占比持续扩大。

从发行期数来看，本季度短券的发行期数较去年同期稳定增长，增幅为 34.5%，

较上一季度环比增长 31.9%；而超短券的发行期数较去年同期同比增幅较大，达 237.5%，较上一季度环比增长 3.9%。本季度超短券发行期数占短券（含超短券）发行总期数的比例为 16.7%，分别较去年同期和上一季度上升 9.3 个百分点。

从发行主体数量来看，本季度短券的发行家数较去年同期同比增长 32.3%，较上一季度环比增长 29.7%；而超短券的发行期数较去年同期同比增长达 184.6%，较上一季度环比增长 19.4%。

从发行期限来看，本季度所发行的短券仍以 1 年期为主。发行期限为 1 年期的短券共有 268 期，占比 99.6%；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 61.1%。

表 3 2013 年二季度短券各品种发行情况表

项目	短券					超短券				
	2012 年 二季度	2013 年 一季度	2013 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2012 年 二季度	2013 年 一季度	2013 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数（期）	200	204	269	34.5	31.9	16	52	54	237.5	3.9
发行规模（亿元）	1950.6	2120.3	2354.7	20.7	11.1	825.0	1495.0	1986.0	140.7	32.8
发行家数（家）	195	199	258	32.3	29.7	13	31	37	184.6	19.4
单笔发行规模（亿元）	9.8	10.4	8.8	-10.2	-15.4	51.6	28.8	36.8	-28.7	27.8

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

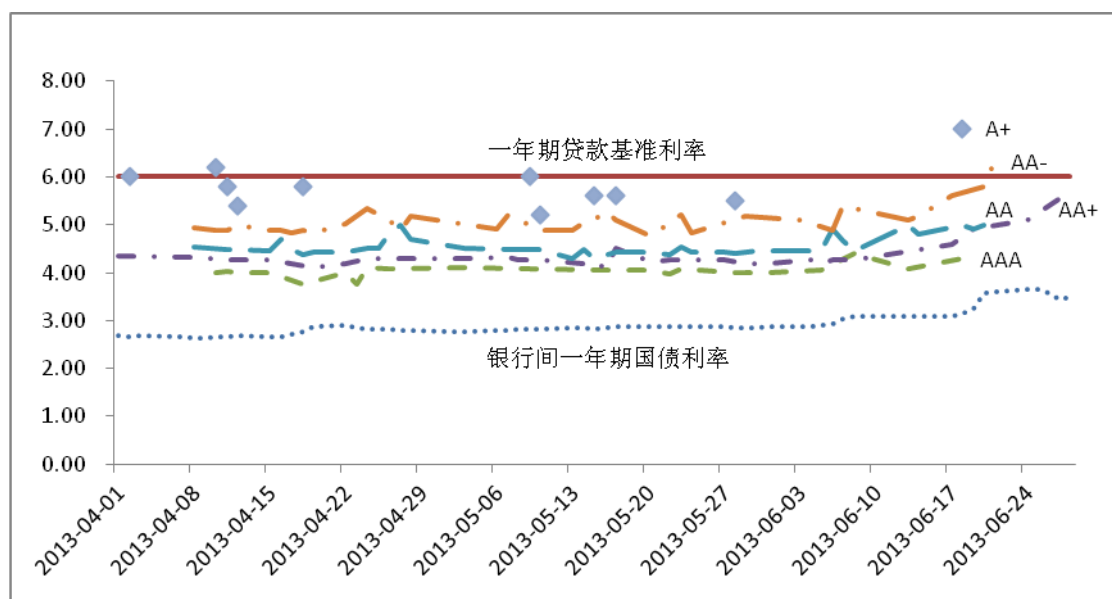
3、短券利率分析

从短券利率的发行方式来看，本季度所发短券（含超短券）均采用固定利率发行。

本季度期初，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²的发行利率延续上一季度平稳下行的发展趋势。但在季节性因素、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。相较其它信用级别主体所发的短券，主体为 AAA 级的短券的发行利率上升幅度较缓，突显了 AAA 级发行人的发债成本优势；主体为 A~AA+级的短券的发行利率到本季度末基本上升至上一季度期初的利率水平，尤其是主体为 AA-级的短券，出现了发行利率略高于贷款利率的情况；主体为 A+级的短券的发行利率大部分都等于或高于贷款利率。各信用级别主体所发短券的发行利率差

²此部分分析样本不包括超短券。

距加大。



注：剔除有担保的债券4期、发行期限在1年以下的短券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年二季度不同主体信用等级所发短券的发行利率与一年期贷款基准利率及银行间一年期国债利率走势情况图

4、短券发行规模分析

从发行规模来看，本季度短券的发行规模主要集中在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，体现了短券作为弥补企业流动性资金需求，发行额度相对较小的特点。与去年同期相比，除50亿元以上外，不同发行规模的短券发行期数都有所上升。

与去年同期相比，本季度发行规模在5~10亿元区间的短券发行期数增幅较大，50亿元以上的短券发行期数有所减少。与上一季度相比，本季度发行规模在30~50亿元区间的短券发行期数增幅较大，发行规模在20~30亿元区间和50亿元以上的短券发行期数略有减少。

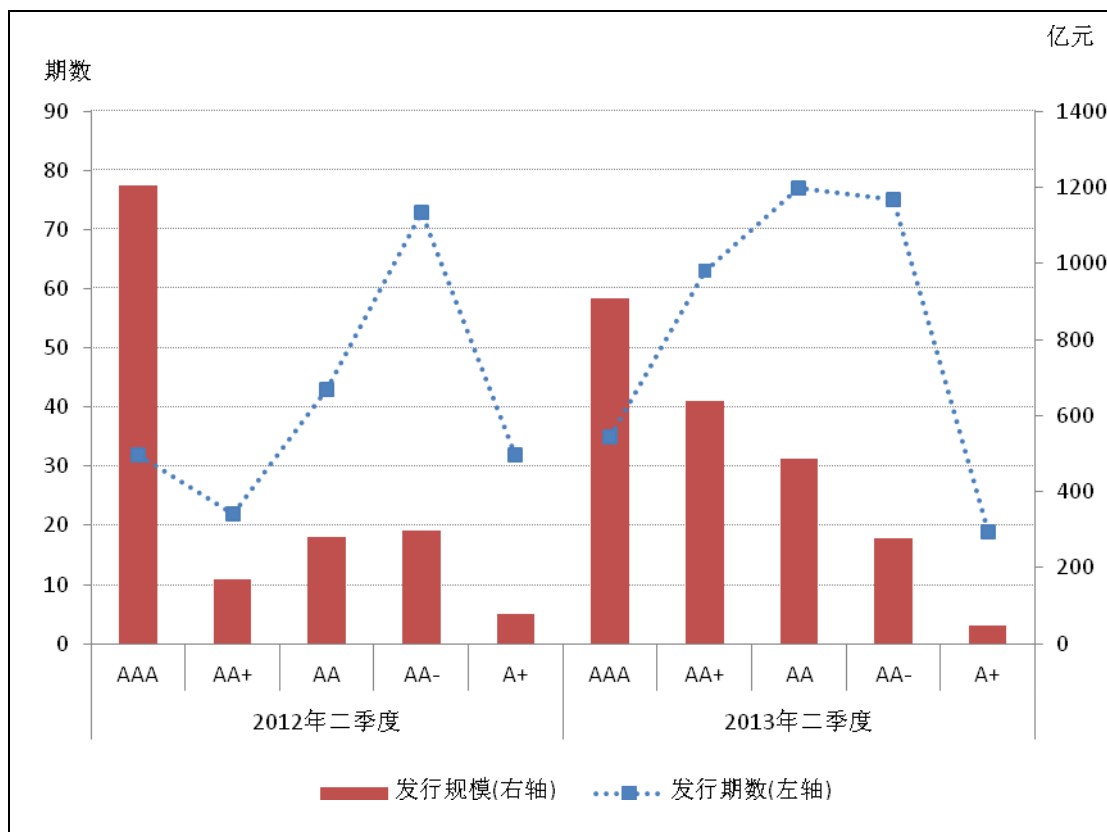
超短券具有发行频率高、发行金额高的特点，其发行规模主要集中在10~50亿元区间内。与去年同期相比，本季度不同发行规模的超短券的发行期数均有大幅度增长，但与上一季度相比，除在10~20亿元、50亿元以上规模的超短券的发行期数增幅较大外，其他发行规模的超短券的发行期数均出现不同程度的下降。

表 4 2013 年二季度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 二季度	2013 年 一季度	2013 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2012 年 二季度	2013 年 一季度	2013 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
1~5 (含 5)	129	97	151	17.1	55.7	0	2	0	—	-100.0
5~10 (含 10)	33	56	66	100.0	17.9	0	8	4	—	-50.0
10~20 (含 20)	20	34	34	70.0	0.0	2	11	18	800.0	63.6
20~30 (含 30)	8	11	10	25.0	-9.1	1	13	7	600.0	-46.2
30~50 (含 50)	5	3	6	20.0	100	9	16	19	111.1	18.8
50 以上	5	3	2	-60.0	-33.3	4	2	6	50.0	200.0

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



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2013 年二季度短券发行主体信用等级分布

发行主体信用等级分布方面³，与去年同期相比，本季度 AA 和 AA+ 级别主体所发短券的发行期数和发行规模均有大幅增长；AAA 和 AA- 级别主体所发短券的发行

³此部分分析样本不包括超短券。

期数有所增长，但发行规模有所下降；A+级别主体所发短券的发行期数和发行规模均有所下降。与上一季度相比，除 AAA 级主体所发短券的发行规模与发行期数均有所减少外，其他级别主体所发短券的发行期数和发行规模均有所增长。

在信用等级集中度方面，按发行期数统计，本季度所发短券的发行主体级别与上一季度的信用等级分布相似，主要集中在 AA 级别和 AA-级别，集中度达 56.5%；相较去年同期所发短券的主体级别主要集中在 AA-级，本季度短券发行主体级别分布较分散，AA-级别的集中度由去年同期的 36.1%下降至 27.9%，而 AA 级别和 AA+级别的集中度有较大幅度上升。按发行规模统计，本季度所发短券的发行主体级别主要集中在 AAA 级别和 AA+级别，集中度达 65.6%，其中 AAA 级别的集中度由去年同期的 59.4%下降至 38.5%，而 AA+级别的集中度由去年同期的 8.4%上升至 27.1%；与上一季度环比来看，AAA 级别的高集中度有所下降，级别由高至低成阶梯递减分布。

6、短券发行主体所有制性质分析

从短券（含超短券，下同）发行主体的所有制性质来看，本季度国有企业依然是短券发行的主要企业类型，所发短券的期数与规模分别占短券总发行期数与规模的 73.1%和 90.5%。较去年同期，由于短券发行期数总量的增长，除民营企业所发短券的期数略有下降外，其余各类企业所发短券的期数均有所增长，尤其是外商独资企业与中外合资企业增长幅度较大。较上一季度，国有企业所发短券的发行期数与规模分别增加了 27.6%和 21.9%；中外合资企业所发短券的发行期数与规模分别下降了 22.2%和 57.9%，下降幅度较大；其余各类企业所发短券的期数与规模均有小幅增长，发行占比变化不大。

表 5 2013 年二季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 年二季度				2013 年二季度			
	发行期数 (期)	占比 (%)	发行 规模 (亿元)	占比 (%)	发行期数 (期)	占比 (%)	发行 规模 (亿元)	占比 (%)
国有企业	144	65.9	2487.2	89.6	236	73.1	3927.8	90.5
民营企业	69	32.7	274.4	9.8	64	19.8	295.1	6.8
外商独资企业	1	0.5	4.0	0.2	14	4.3	77.8	1.8
中外合资企业	2	0.9	10.0	0.4	7	2.2	33.5	0.8
集体企业	-	-	-	-	2	0.6	6.5	0.2

总计	216	100	2775.6	100	323	100	4340.7	100
----	-----	-----	--------	-----	-----	-----	--------	-----

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

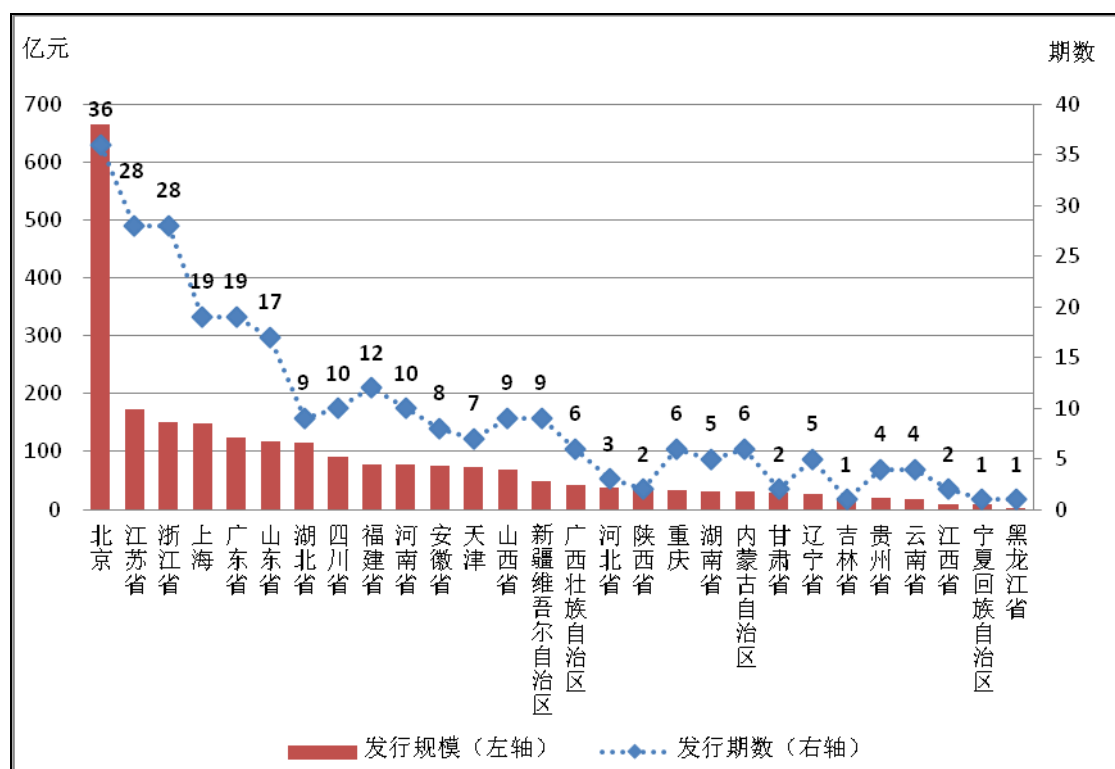
7、短券发行主体行业分布分析

短券（含超短券，以下同）发行主体行业分布方面，从发行期数和发行规模来看，本季度电力、公用事业、零售及贸易、医药、钢铁、有色金属和煤炭化工等行业位居前几位，较去年同期和上一季度行业排名有所变化，但其中电力行业的发行主体发行短券的发行期数和发行规模仍然以较大的优势位居首位，公用事业及钢铁行业的发行期数和发行规模较去年同期及上一季度增长较多。本季度，城投类企业共发行短券 38 期，发行规模为 457.6 亿元，发行期数和规模较上一季度均有所增加，发行期数和发行规模分别占总发行期数和规模的 11.8%和 10.5%，占比较上一季度基本保持一致。

8、短券发行主体地区分布分析

从短券发行主体所在地区来看，由于大型国企集中的优势，本季度北京市所发短券的发行规模共计 665.3 亿元、发行期数共计 36 期，发行规模和发行期数仍均位列全国首位；江苏、浙江、上海和广东凭借地区经济活跃、中小规模企业集中、潜在发行资源丰富等优势，本季度所发短券的发行规模与发行期数均分别位列 2~5 位。与去年同期及上一季度相比，北京、江苏和浙江地区的发行规模和发行期数均一直保持在前三位的水平，但由于本季度北京地区的发行规模较去年同期有所下降，其在全国发行总额中的占比也下降至 28.3%，较去年同期下降 7.0 个百分点。

超短券的发行主体仍集中在北京市。本季度北京市共发行超短券 41 期，发行规模为 1553.0 亿元，发行期数和发行规模较去年同期均大幅增长，发行期数和发行规模分别占超短券发行总期数和总规模的 75.9%和 78.1%，占比较去年同期分别上升 5.4 个百分点和 8.0 个百分点。与上一季度相比，本季度北京地区的发行期数、发行规模以及在总发行期数和发行规模中的占比均有小幅上升。本季度，除北京地区外，超短券的发行主体分别分布于广东省、上海市、辽宁省、山东省、湖北等地区，超短券的发行主体所在地区范围不断扩大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2013 年二季度全国各省市短券发行情况

9、短券发行主体新增企业分析

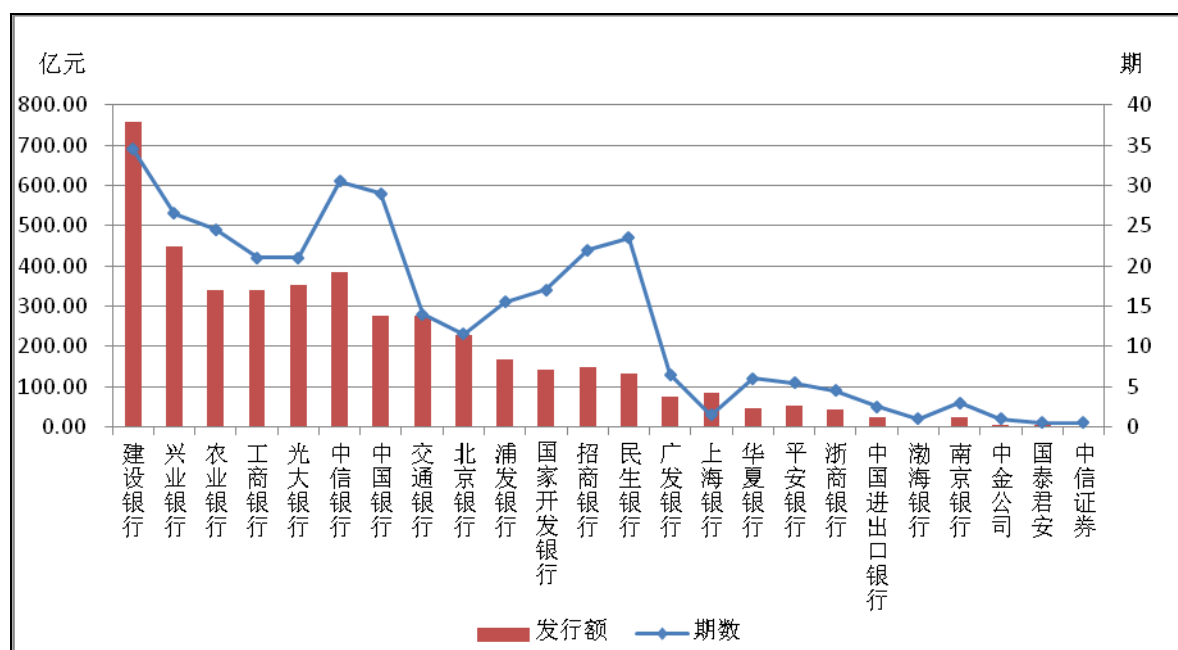
本季度共有 71 家企业首次发行短券共 72 期，合计发行规模达 455.9 亿元，首次发行短券的企业家数占本季度发行短券企业总家数的 24.6%。新增企业家数较去年同期下降了 6.6%，较上一季度下降了 26.0%。新增企业主要分布于公用事业、煤炭及煤化工和材料行业；新增企业以国有企业为主，共有 52 家；新增企业主体信用级别集中在 AA 级和 AA- 级，分别占总新增企业家数的 33.8%、32.4%。

10、短券承销情况分析

本季度共有 24 家主承销商参与承销短券（含超短券，以下同）发行。短券中有 88 期采用了联合主承销商的方式发行，较上一季度减少 55 期。按承销期数统计⁴，建设银行以承销 34.5 期位居首位，中信银行、中国银行、兴业银行和农业银行分别位列第 2~5 位，前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 44.9%；按承销额度统计，建设银行承销额为 756.5 亿元，居市场首位，兴业银行、中信银行、光大银行和工商

⁴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额度按 50% 计算。

银行分别位列第 2~5 位，前五位承销商的承销总额占总承销额度的 52.3%。本季度承销期数和承销额度排名前五位的承销商，与去年同期及上一季度相比均有所变化。从承销期数来看，建设银行、兴业银行一直保持在前五位，尤其是建设银行本季度取代去年同期和上一季度均排名第一的招商银行位列第一，而招商银行则跌出了前五名；从承销额度来看，建设银行的发行优势依然明显，本季度建设银行承销额超过第二名三百多亿元。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2013 年二季度短券市场各主承销商承销情况

本季度发行额度超过 50（含）亿元的短券共 18 期，合计发行额度达 1251 亿元，占总承销额度的 28.8%，占比较去年同期下降了 17.4 个百分点，较上一季度略有上升。本季度，发行额度超过 50（含）亿元的短券仍然采用联合承销的方式发行，承销商分布较为广泛，其中建设银行共承销 3.5 期（全部为超短券），领先优势仍较明显，工商银行、民生银行、中信银行和北京银行分别承销 1.5 期并列排名第二。

11、短券市场评级机构评级情况分析

本季度，有大公、联合资信、新世纪和中诚信这四家评级机构对新发短券⁵进行了

⁵ 此部分分析不包含超短券。

信用评级。从各评级机构所评短券规模来看，中诚信在国内短券评级市场上依然保持着领先地位，但其它家的市场份额较去年同期有所变化。本季度新世纪所评短券发行规模在市场上的占比较上一季度分别上升了 3.5 个百分点，而中诚信和联合资信的市场份额则略有下降。

表 6 2013 年二季度短券市场各评级机构评级情况

评级机构名称	2012 年二季度		2013 年一季度		2013 年二季度	
	发行规模（亿）	占比（%）	发行规模（亿）	占比（%）	发行规模（亿）	占比（%）
中诚信	865.8	44.4	935.8	44.1	976.3	41.5
联合资信	365.7	18.7	590.4	27.8	624.6	26.5
大公	574.7	29.5	333.5	15.7	382.4	16.2
新世纪	144.4	7.4	260.6	12.3	371.4	15.8
合计	1950.6	100.0	2120.3	100.0	2354.7	100.0

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理