

2016-1-27

2015 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 林青 齐萌 张婷婷



2015 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 林青 齐萌 张婷婷

摘要

本年度，银行间债券市场共有 1001 家企业累计发行短融（含超短融）2535 期，合计发行规模为 32427.30 亿元，其中短融发行量同比仅小幅增加，超短融发行量较上年增长显著，发行家数、发行期数和发行规模增幅超过 100%。

本年度银行间市场资金面整体较为宽松，利率整体上呈现波动下降的趋势。具体来看，本年度，央行共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP；一年期贷款基准利率经过 5 次下调后，由年初的 5.60% 下降至 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率上半年波动下降，下半年走势趋于平坦，较上年有所回落。

本年度，短融（含超短融）发行量同上年相比增幅较大，证券公司短融发行量较上年则明显下降。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大致接近，保持波动下行的走势。AA 级主体所发短融的期数和规模占比均明显上升，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上进一步集中，且短融发行规模向较小规模区间集中的趋势更加明显。交通基础设施，电力，建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿行业主体所发短融的期数和规模均位居前五位；江苏、北京、浙江、山东、广东和上海地区所发短融的期数和规模均位居前六位。兴业银行在承销期数上表现优异，工商银行在承销规模上位居首位，国有银行的承销优势仍然较为明显。

2016 年，积极的财政政策将加大力度，货币政策也有进一步放松的空间，资金面仍将保持宽松，超短融对短融的替代作用将进一步显现，超短融发行量有望保持快速增长。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，短融市场发行主体的多元化发展程度仍有待进一步改善。

一、债券市场环境

1. 经济状况较为疲弱，下行压力持续加大

本年度，我国进入经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期，下行压力较大。在中国经济发展新常态下，我国继续实行稳健的货币政策和积极的财政政策，共进行了五次降息和降准引导社会融资成本的下降，并推出了一系列稳增长措施，包括深入推进税制改革，加强对实体经济特别是小微企业的支持，缓解企业资金负担；积极盘活财政存量资金，加强地方政府债务管理，强化预算执行管理，促进提高财政资金使用效率；在公共服务领域积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供资金支持。本年度，GDP 增速为 6.9%，较 2014 年下滑 0.4 个百分点；第二产业增速回落幅度进一步加大，第三产业增长较为强劲；消费需求较为平稳，但投资和出口增速的回落较为明显；全年 CPI 增速为 1.4%，创六年来新低；工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 5.2%，较 2014 年多下滑 3.3 个百分点，显示出国内产能过剩和内需不振。

2. 央行多管齐下，维持流动性宽松

2015 年，央行灵活运用多种货币政策工具，加强和改善宏观审慎管理，保持流动性的适度充裕。央行共进行了 5 次降息和 5 次降准，一年期存款基准利率和一年期贷款基准利率分别下调 125 个 BP 至 1.50% 和 4.35%，大型机构存款准备金率下调 300 个 BP 至 17.00%。在公开市场操作方面，央行频繁开展逆回购，并通过中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场投放资金 12308 亿元和 6980.89 亿元。此外，自 2015 年 10 月起，人民银行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年年末，人民银行分支机构以信贷资产质押方式向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元。整体来看，2015 年流动性持续保持较为宽松的状态。

3. 债券市场国际化进程提速，促进短融发展

本年度，在人民币国际化发展的背景下，我国债券市场国际化发展水平不断提升，投资主体多元化和债券品种多样化取得重要进展。

2015 年 5 月，央行发布通知，允许三类机构中的境外人民币清算行和境外参加行开展债券回购交易。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。上述政策的出台有利于吸引更多境外资金进入我国债券市场，提高我国债市的交投活跃度，并促进短融的发展。

2015 年 6 月 11 日，央行发布《人民币国际化报告》，“支持境外机构在境内发行人民币债券”，在政策促进下，有多家境外金融机构、非金融企业、外国地方政府及中央政府成功在国内银行间债市发行“熊猫债”。11 月 2 日，招商局香港成功在银行间市场公开发行人 5 亿元人民币短期融资券，这是境外非金融企业在银行间市场首单公开发行的熊猫债，也是首单以短期融资券形式发行的熊猫债。“熊猫债”的发展将推动短期融资券发行主体的扩容。

4. 养老基金入市，增加短融投资需求

2015 年 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。该政策在一定程度上增加了对短融的投资需求，或有利于促进短期融资券发行规模的增长。

5. 信用风险不断暴露，违约步入常态化

本年度，债市信用风险不断暴露，债券违约已由私募债扩展至公募债、由民营企业扩展至国有企业，并且违约债券品种也在逐渐扩大。在中国经济下行压力加大的背景下，伴随着经济调结构、企业去杠杆的过程，信用风险逐步显性化，债市违约的常态化迹象愈发明显，这有助于促进市场健康、良性发展。

二、短融¹发行市场概况

本年度，银行间债券市场共有 1001 家企业累计发行短融（含超短融）²2535 期，合计发行规模为 32427.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年分别增长 18.18%、67.33%和 50.70%，增幅较大主要是由于超短融发行量增长显著。从近五年的发行情况看，短融（含超短融）的发行期数和发行规模持续增长，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）2081 期，存续短融（含超短融）金额达 24186.40 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 18.52%。

表 1 2011~2015 年短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长（%）
发行期数（期）	628	933	1076	1515	2535	67.33
发行家数（家）	456	635	709	847	1001	18.18
发行规模（亿元）	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	32427.30	50.70

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 799 家企业累计发行短融 1105 期，较上年分别小幅增长 3.08% 和 2.17%，增速整体上较为平稳；发行规模为 9483.00 亿元，较上年下降 9.87%。短融发行规模下降的主要原因是，超短融发行主体扩容，发行较为便利，超短融对短融的替代作用和分流作用明显。从单笔发行规模来看，本年度短融的平均单笔发行规模为 8.58 亿元，较上年降幅明显。分季度来看，受到 2014 年 5 月超短融扩容后对于短融替代效应的延续作用影响，本年度第一、二季度，短融的发行家数、发行期数和发行规模均同比下降 10%以上，但二季度环比增长（均在 50%以上）有较大回升；第三季度起，短融的发行家数、发行期数和发行规模均实现不同程度的同比增长，主要是上年同期风险事件和流动性趋紧导致基数较小所致。但短融发行量环比增幅逐渐回落，第四季度环比降幅均在 10%以上。

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。

本年度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为 289 期和 2229.70 亿元，发行期数较上年增长 14.68%，但发行规模下降 19.29%，平均单笔发行规模下降近三成。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 26.15%和 23.51%，与上年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 2011~2015 年短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	608	808	860	1072	1105	2.17
发行家数 (家)	453	614	663	782	799	3.08
发行规模 (亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	-9.87
平均单笔发行规模 (亿元)	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	-12.54

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 412 家企业累计发行超短融 1430 期，发行总额为 22944.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模与上年相比增幅均超过 100%，增幅较大可能与超短融发行主体扩容有关。本年度，超短融的平均单笔发行规模较上年下降逾三成，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。

超短融发行家数、发行期数和发行规模在本年度均呈现出逐渐升高至趋稳的状态。2015 年各季度，超短融发行期数、发行规模和发行家数的同比增幅基本均在 100%以上，一季度的环比增幅超过 50%，之后增幅收窄，三四季度环比增幅均低于 15%。

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 261 期和 2437.00 亿元，较上年（70 期和 947.00 亿元）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发行规模的占比分别为 18.25%和 10.62%，与上年相比占比均有小幅增加。

⁴ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

从发行期限来看，本年度超短融的发行期限为 7 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本年度超短融发行总期数的 65.24%。与上年相比，本年度发行的超短融增加了期限为 7 天的种类，体现了超短融在发行期限上的灵活性。

表 3 2011~2015 年超短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	20	125	216	443	1430	222.80
发行家数 (家)	6	48	66.00	141	412	192.20
发行规模 (亿元)	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	108.66
平均单笔发行规模 (亿元)	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	-35.37

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 40 家证券公司累计发行短融 173 期，发行规模为 2795.60 亿元。与上年相比，本年度证券公司短融发行期数、发行规模均下降 30%以上，发行家数和平均单笔发行规模变动不大。2015 年第一、二季度，证券公司短融发行情况较为稳定，环比和同比变化均不大，但是第三、四季度证券公司短融发行量大幅缩水，较上年同期下降了 40%左右，主要是由于受到股票二级市场波动的影响，证券公司的资金需求萎缩，发债意愿不强。

本年度，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；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、北京市及上海市，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 24.28%和 38.26%。

表 4 2013~2015 年证券公司短融发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	16	134	257	173	-32.68
发行家数 (家)	5	33	41	40	-2.44
发行规模 (亿元)	561.00	2995.90	4246.90	2795.60	-34.17
平均单笔发行规模 (亿元)	35.06	22.36	16.52	16.16	2.18

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）有 1 期采用浮动利率发行，其余均采用固定利率发行。

本年度，银行间市场资金面整体较为宽松，利率整体上呈现波动下降的趋势。具体来看，本年度，一年期贷款基准利率经过 5 次下调后，由年初的 5.60% 下降至 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率上半年波动下降，下半年走势趋于平坦，较上年有所回落。

本年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，保持波动下行的走势。一季度受信用风险事件影响，一年期短融的平均发行利率较上年四季度环比有所上升，但此后逐渐下降，由一季度的 5.88% 降至四季度 4.14%，较上年利率水平明显回落，并且绝大多数时间低于一年期贷款基准利率。从各级别主体所发短融的发行利率来看，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较有明显的区分度。AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大，年末较年初降幅均在 20% 以上，AA- 级和 A+ 级短融的平均发行利率均值降幅则相对较小。这说明受到债市风险事件频发的影响，投资者避险意愿较强，对于低级别发行人所发短融的风险溢价要求相对较高。

表 5 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况表（单位：%）

年份	级别	第一季度		第二季度		第三季度		第四季度	
		均值	区间	均值	区间	均值	区间	均值	区间
2014 年	AAA	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+	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	5.64-9.00	5.95	5.10-8.50	5.76	4.90-8.00	5.31	4.15-7.90
	AA-	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+	8.27	7.20-9.50	8.11	7.20-9.50	8.08	6.90-8.70	7.10	6.60-8.00
2015 年	AAA	4.91	4.25-5.49	4.16	3.00-5.35	3.44	2.90-4.30	3.54	2.96-6.20
	AA+	5.17	4.70-7.00	4.43	3.58-6.30	3.77	3.28-5.30	3.64	3.00-5.20
	AA	5.85	4.98-8.00	4.98	3.93-7.50	4.33	3.39-7.50	4.28	3.38-7.50
	AA-	7.07	5.89-8.50	6.48	5.00-8.50	6.09	4.04-7.60	6.02	4.33-7.30
	A+	7.62	7.20-8.09	6.51	5.45-7.30	6.74	6.28-6.98	-	-

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

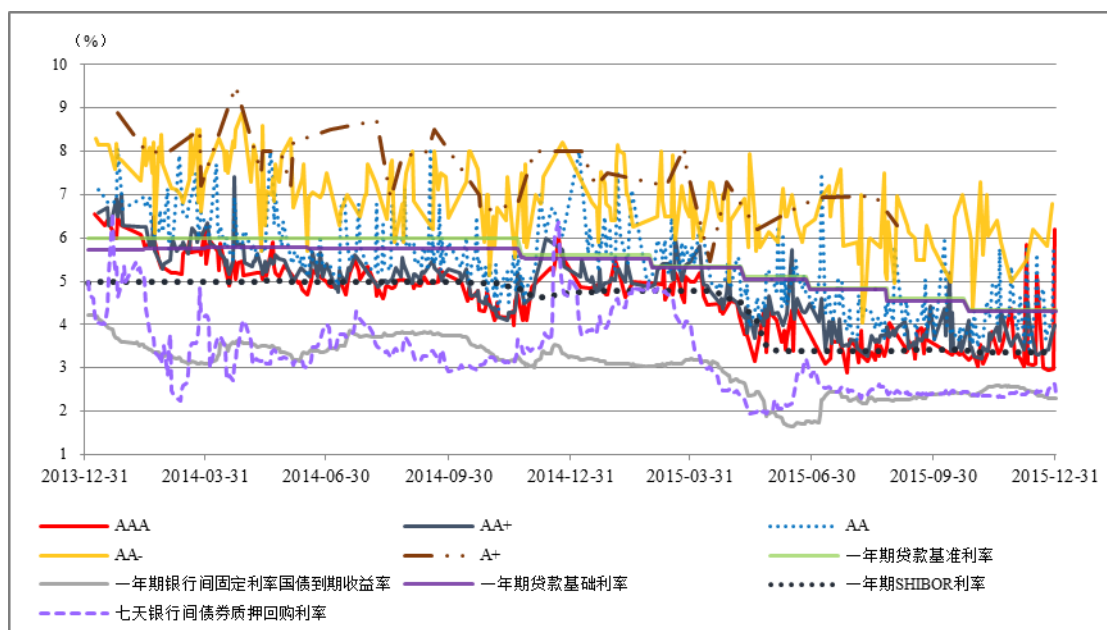


图 1 2015 年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

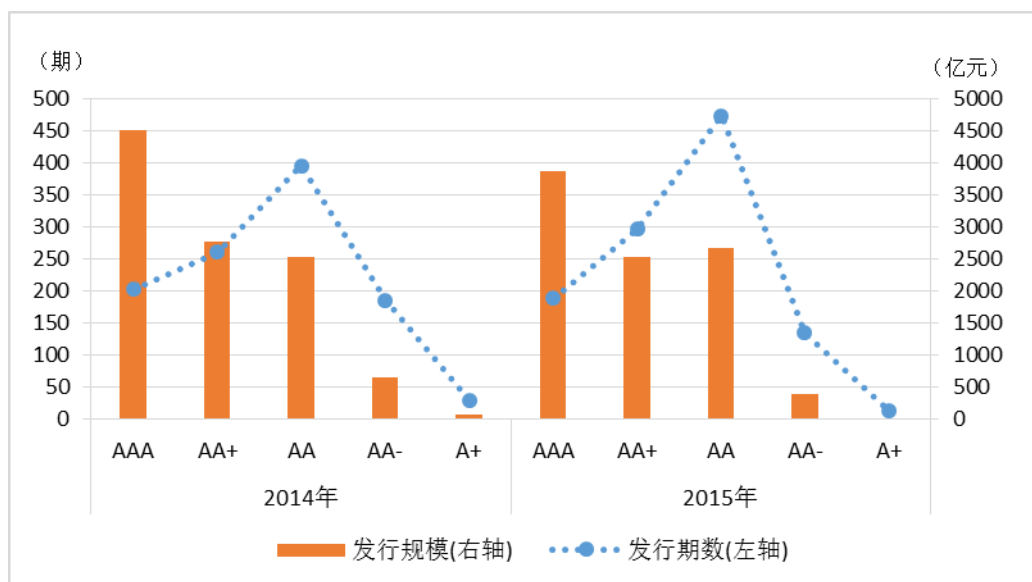
四、短融发行主体信用等级分布分析

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~A+级，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，本年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，其中短融发行期数最多的仍为 AA 级别主体，在总发行期数中的占比由上年的 36.84%升至 42.81%，A+级主体短融发行期数降幅明显（仅存 14 期），短融发行期数呈现向 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为 95.49%，较上年小幅上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比小幅下降至 40.77%；AA 级主体所发短融规模占比有明显上升，并且超过 AA+级主体所发短融规模占比；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。

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。



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趋势，短融发行规模仍然主要集中在 0~20 亿元，在发行总期数中的占比（93.94%）进一步上升，其中发行规模为 0~5 亿元的短融发行期数增幅较为显著。

本年度，超短融的发行期数呈现向小规模集中的趋势，0~10 亿元规模的超短融发行期数在总发行期数中的占比有显著上升，其中 0~5 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。10~20 亿元规模的超短融发行期数也增长逾一倍，但占比却略有下降。

表 6 2015 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				超短融发行期数			
	2014 年 (期)	占比 (%)	2015 年 (期)	占比 (%)	2014 年 (期)	占比 (%)	2015 年 (期)	占比 (%)
0~5 (含 5)	523	48.78	597	54.03	37	8.35	411	28.74
5~10 (含 10)	300	27.99	304	27.51	82	18.51	433	30.28
10~20 (含 20)	151	14.09	137	12.40	126	28.44	300	20.98
20~30 (含 30)	62	5.78	43	3.89	103	23.25	149	10.42
30~50 (含 50)	27	2.52	18	1.63	80	18.06	104	7.27
50 以上	9	0.84	6	0.54	15	3.39	33	2.31

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，以下同）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虽明显增加，但占短融总发行期数与总发行规模的比例（79.61%，89.82%）同上年相比均有所下降；民营企业在短融发行期数和发行规模上稳居第二位，所发短融的期数和规模在短融总发行期数与总发行规模的占比同比略有上升；外商独资企业、中外合资企业和其他类企业所发短融的期数和规模较上年均明显增加。

表 7 2015 年不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

项目	2014 年				2015 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 (%)	同比增幅 (%)	发行规模 (亿元)	占比 (%)	同比增幅 (%)
国有企业	1221	80.59	19811.75	92.07	2018	79.61	65.27	29126.40	89.82	47.02
民营企业	229	15.12	1242.78	5.78	390	15.38	70.31	2307.50	7.12	85.67
外商独资企业	25	1.65	160.50	0.75	53	2.09	112.00	383.30	1.18	138.82
中外合资企业	24	1.58	215.50	1.00	44	1.74	83.33	354.60	1.09	64.55
集体企业	10	0.66	65.00	0.30	10	0.39	0.00	70.00	0.22	7.69
其他类企业	6	0.40	22.00	0.10	20	0.79	233.33	185.50	0.57	743.18
总计	1515	100.00	21517.53	100.00	2535	100.00	67.33	32427.30	100.00	50.70

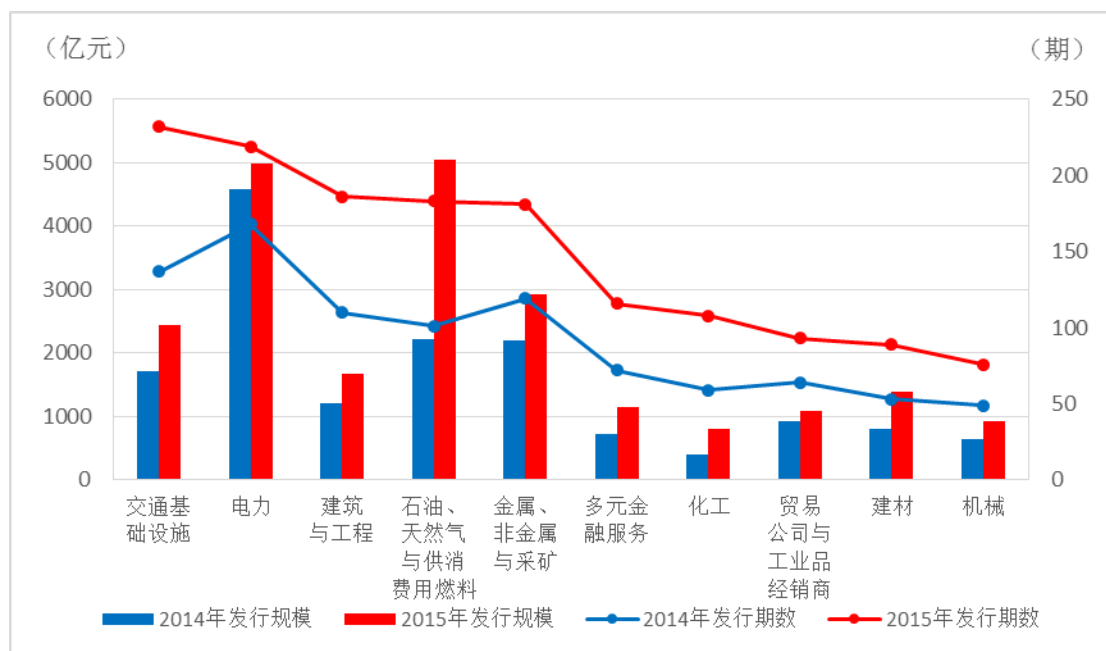
注：其他类型企业主要为 A 股或 H 股上市公司，流通股股东主要为机构投资者且持股较为分散。

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

从短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面看，本年度交通基础设施，电力，建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿行业主体所发短融的期数和规模均位居前五位。与上年相比，排名前五位的行业没有变化，排名略有变化，其中交通基础设施行业中的企业在发行期数方面超过电力行业跃居首位。总体来看，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，其中石油、天然气与供消费用燃料行业主体所发短融的发行期数和发行规模增幅尤为显著。

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。

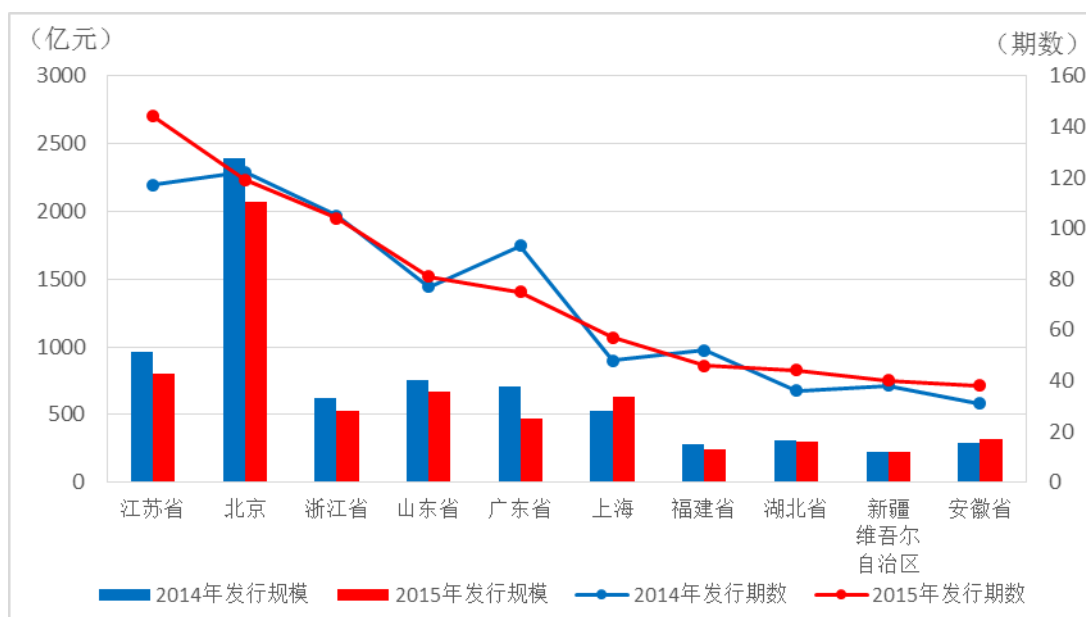


注：前十位排名以发行期数为依据。以下同。
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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，江苏、北京、浙江、山东、广东和上海地区本年度所发短融的期数和规模均位列前六位。其中，江苏地区的企业所发短融的发行期数（144 期）明显增加，超过北京位居首位；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（2069.10 亿元）虽同比有所减少，但仍然保持明显领先地位。排名前十位的地区中，广东地区企业所发短融的期数和规模均较明显地减少。



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，随着超短融的多次扩容，本年度共有 30 个省份（直辖市）的企业发行超短融，发行省份数目较上年增加 10 个。本年度，发行超短融较活跃的地区仍然包括北京、江苏、浙江、山东、广东和上海地区。与上年相比，江苏、浙江、山东、福建、广西、重庆和山西等地区企业所发超短融的发行期数和发行规模显著增加，增幅均超过 200%。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

本年度共有 211 家企业首次发行短融 267 期，合计发行规模为 1653.80 亿元。同上年相比，本年度首次发行短融的企业家数、发行期数和发行规模以及其分别在发行短融企业总家数、总发行期数和发行总额中的占比（26.41%、24.16%和 17.44%）均有所减少。本年度共有 273 家企业首次发行超短融 733 期，合计发行规模为 7621.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年显著增加，增幅均在 150% 以上。本年度短融和超短融新增主体中绝大部分为国有企业，占比均在 75% 以上；新增短融和超短融发行主体信用等级均主要分布在 AA 级和 AA+ 级，其在

短融新增主体中的占比分别为 50.24%和 25.12%，在超短融新增主体中的占比分别为 38.46%和 35.53%。

表 8 2015 年新增企业的短融（含超短融）发行情况

项目	短融			超短融		
	2014 年	2015 年	年变动率(%)	2014 年	2015 年	年变动率(%)
发行家数（家）	248	211	-14.92	81	273	237.04
发行期数（期）	298	267	-10.40	180	733	307.22
发行规模（亿元）	1914.60	1653.80	-13.62	2892.50	7621.30	163.48
发行家数占比（%）	31.71	26.41	-16.71	57.45	66.26	15.34
发行期数占比（%）	27.80	24.16	-13.09	40.63	51.26	26.16
发行规模占比（%）	18.20	17.44	-4.18	26.31	33.22	26.26

数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

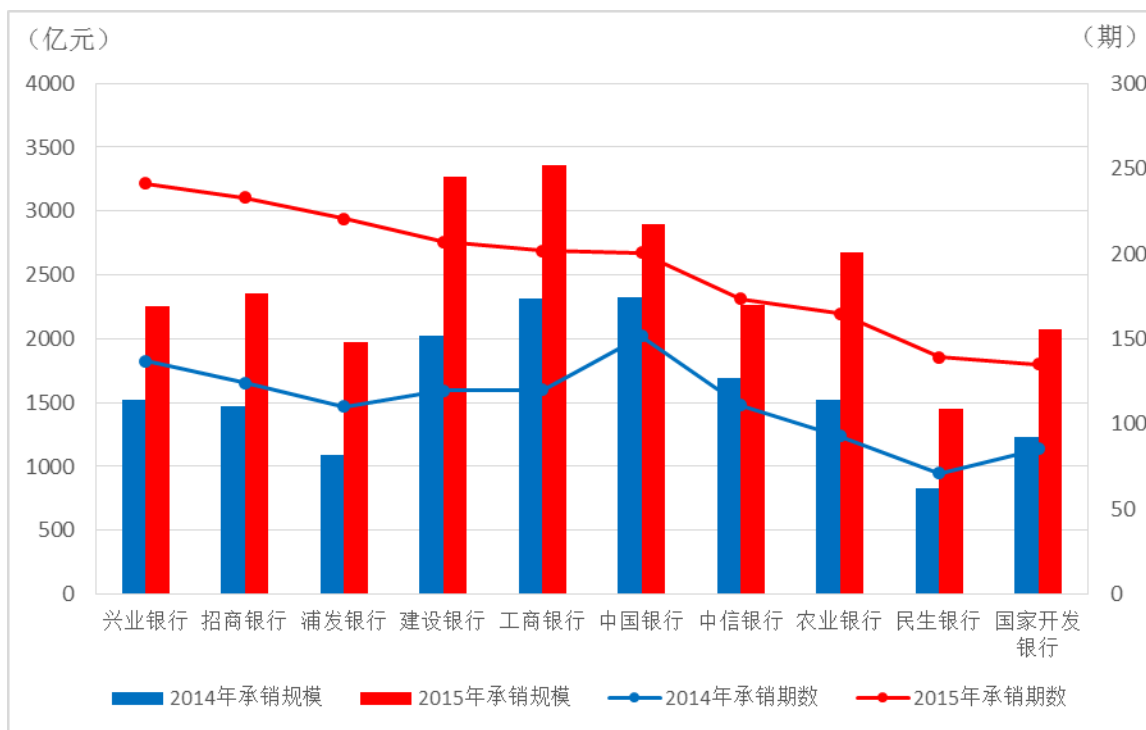
十、短融承销情况分析

本年度，共有 39 家主承销商参与承销短融（含超短融，以下同），承销商数量较上年增加 7 家。本年度共有 1211 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虽同比明显增加，但在短融总发行期数中的占比（47.77%）较上年略有下降。

按承销期数统计⁶，本年度兴业银行承销期数增幅明显，以承销 241 期跃居首位，招商银行、浦发银行、建设银行和工商银行分别位列第二至第五位。本年度排名前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.52%，同上年相比变化不大。

按承销规模统计，本年度工商银行承销额为 3362.25 亿元，位居市场首位，建设银行、中国银行、农业银行和招商银行分别位列第二至第五位。本年度前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的 44.90%，占比较上年（38.79%）有所增加，集中度有所上升。

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。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

图 5 2015 年短融承销期数前十位承销商情况

本年度发行额度超过 50（含）亿元的短融共 81 期，占总发行期数的比例（3.20%）较上年略有下降；合计发行规模达 5858.00 亿元，占发行总额的 18.07%，同比变化不大。本年度，发行额度超过 50（含）亿元的短融仍以联合承销的方式发行为主，承销期数排名前五位的承销商依次为工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和国家开发银行，其中四大国有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 56.79%和 60.82%，占比较 2014 年（53.08%，57.14%）有所上升，大额度承销呈向国有商业银行进一步集中的趋势。

十一、短融市场评级机构评级情况分析

本季度，大公、东方金诚、联合资信、新世纪和中诚信五家评级机构共出具了 1106 期短融评级报告。中诚信和联合资信在国内短融评级市场分别位居第一名和第二名，但所评短融的发行期数占比和发行规模占比均有所下降；大公所评短融的

发行规模占比同比虽有所上升，但发行期数占比较上年则变化很小；新世纪所评短融的发行期数和发行规模的市场份额均有所上升。

表 9 2015 年各评级机构所评短融情况

评级机构名称	2014年				2015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(%)
大公	239	22.29	2121.58	20.16	248	22.42	2095.80	22.04
东方金诚	1	0.09	8.00	0.08	22	1.99	112.50	1.18
联合资信	259	24.16	2745.20	26.09	258	23.33	2390.40	25.14
新世纪	210	19.59	1384.00	13.15	246	22.24	1450.10	15.25
中诚信	363	33.86	4262.75	40.51	332	30.02	3459.20	36.38
合计	1072	100.00	10521.53	100.00	1106	100.00	9508.00	100.00

注：若债券为双评级，则按两家评级机构统计。

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

从宏观经济层面来看，我国经济的发展正处在“三期叠加”的关键期，经济运行中结构性和周期性问题仍然明显。11 月中央财经领导小组会议强调，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。随后召开的国务院常务会议也提出以消费升级促进产业升级，培育形成新供给新动力扩大内需。但目前来看，供给侧结构调整尚未成为带动经济走出低迷的主导力量。预计 2016 年宏观经济将继续保持降中趋稳，基本面改善的空间有限，财政政策和货币政策方面都将进一步走向积极和宽松，使新供给能够更好地满足新需求，GDP 有继续探底的可能，CPI 将继续低位运行，但工业领域通缩或略有缓解，PPI 跌幅有望收窄。

从市场资金面看，2015 年 10 月 1 日起，商业银行 75% 的存贷比指标正式取消，这将在一定程度上有助于流动性的释放，同时自 2015 年 9 月 15 日起，存款准备金制度将由时点法改为平均法，这一政策的实施也将有助于缓解市场流动性波动，保持资金面平稳。此外，自 2016 年起央行将实施“宏观审慎评估体系”，并对金融机构进行季度数据评估，按月给予监测和引导，该体系将有助于防范系统性金融风险，促进存款准备金率的定向调整，维持流动性的合理充裕。2016 年，美

国正处于加息周期中，再加上国内出口低迷、稳增长压力较大，人民币相对美元仍将贬值，预计央行将通过降准对冲资金外流引起的流动性紧张。整体来看，2016 年市场资金面将继续保持较为宽松状态，有利于短融的发行。

从债券市场看，第一，2015 年 11 月，交易商协会完成了对基础性制度文件⁷的修订，修订后的制度体系将对发行人实行“分层分类管理”，并允许资质较好的第一类发行人注册“储架发行”的资格（DFI）⁸，这一模式将有助于提高债券发行的市场化程度和效率，推动短融和超短融的发行。第二，2015 年 10 月银行间交易商协会通过了《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》，根据方案，超短融发行主体已经扩容到全部具有法人资格的非金融企业，超短融发行量有望快速增长，其对短融的替代作用也会愈加凸显。第三，2016 年 1 月 8 日，国家发改委发布《绿色债券发行指引》，指引提出，企业申请发行绿色债券，可适当调整审核准入条件，包括债券募集资金占项目总投资比例放宽至 80%、不受发债指标限制等，指引的发布促进了绿色债券的发展，并在一定程度上有利于短期融资券类绿色债券的发行。第四，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，发改委进一步降低地方融资平台的发债要求⁹，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发行的增长。第五，随着人民币国际化步伐加快，我国债券市场开放程度将进一步提升，人民币资产配置需求加强和“熊猫债”的发展有助于从需求端和发行端同时推动短融的发行。第六，2015 年 7 月，在前期 20 家证券公司开展发行短期公司债券试点¹⁰取得良好效果基础上，证监会将试点扩大到所有证券公司，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替代作用。第七，2015 年爆发了多起债券违约事件和信用风险事件，导致市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高，加大了低等级信用主体的发行成本压力，抑制了低等级信用主体发行短融。

⁷ 包括《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册发行规则》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》等。

⁸ 发行人可以对短融、超短融和中票三个品种实行“打包注册”，在其注册有效期内随时自主选择发行融资工具，没有注册额度限制。

⁹ 2015 年 10 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。

¹⁰ 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。

整体来看，2016 年积极的财政政策将加大力度，货币政策也有进一步放松的空间，资金面仍将保持宽松，超短融对短融的替代作用将进一步显现，超短融发行规模有望保持快速增长。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，短融市场发行主体的多元化发展程度仍有待进一步改善。