

联合 研究报告

2014.07.23



2014 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

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2014 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 刘艳 王柠 余雷 李丹

摘 要

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 32136.90 亿元，同比和环比增幅均在 50%左右，发行量增加较多的债券品种包括金融债券、企业债券、中期票据、短融以及在银行间债券市场发行的私募债券。在央行货币政策稳健偏宽松、货币市场资金面和流动性较为充裕的背景下，本季度各基准利率稳中有降。银行间债券回购加权平均利率（R007）2013 年受年中和年末流动性趋紧的影响出现两次峰值，2014 年上半年波动下行；一年期银行间固定利率国债到期收益率走势相对平稳，2014 年年初达到最高点后平稳走低；一年期 Shibor 利率自 2013 年末上升后一直维持在 5%左右的水平；五年期和七年期银行间固定利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率走势相似但波动相对较大，本季度震荡下行。

本季度，短融发行量同比和环比增幅均较大，其中环比增幅超过超短融，超短融的发行趋缓，城投类企业所发短融增长显著，证券公司短融发行量趋于平稳。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走势基本相同，本季度小幅波动下行。AA 级主体发行期数增幅明显，发行主体级别分布呈现出向高级别集中的现象。电力行业的短融发行期数和发行规模仍位居首位，增幅远高于其他行业。新增企业数量增速有所放缓且均为国有企业，主要分布于建筑工程、多元金融服务和交通基础设施行业。在承销商方面，中国银行和工商银行的短融承销有明显优势，排名前五位承销商的承销占比有所回落，市场格局趋向均衡。

预计下半年政府维持积极财政政策和稳健货币政策的总体基调不会改变，银行间流动性整体仍将保持较为宽松，这有利于短融发行的持续增长，但违约风险的加剧或将降低投资者的风险偏好，进而推高中低等级发行人的发债成本，抑制短融发行。

一、本季度债券市场发展情况

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 32136.90 亿元，较上季度增长 54.52%，较上年同期增长 48.31%。本季度，发行量增加较多的债券品种包括金融债券、企业债券、中期票据、短融以及在银行间债券市场发行的私募债券。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 31.91 万亿元。

本季度，国债发行期数为 20 期，较上季度大幅增加 122.22%，与上年同期基本持平；国债发行规模为 4912.00 亿元，较上季度大幅增加 153.20%，较上年同期略有下降。此外，本季度央票继续维持停发状态。

本季度，企业债券的发行期数和发行规模较上季度分别增长了 57.93%和 60.89%，与上年同期相比分别大幅增长了 169.41%和 185.52%，主要是本季度银行间市场资金面较为宽松、融资成本较低以及发改委在 5 月份为了支持棚户区改造，推出的包括增加棚改相关的城投发债指标、放宽棚改概念企业债发行条件、推出项目收益类债券等措施促进了企业债券的发行。中期票据的发行期数和发行规模较上季度分别大幅增长了 120.00%和 164.81%，较上年同期相比分别增长了 31.25%和 30.06%。金融债券的发行仍然以政策性银行债券为主，但其中商业银行债券和非银行金融机构债券的发行期数和发行规模较上季度和上年同期均有较大增长，金融债券发行期数和发行规模较上季度分别增长 11.54%和 13.20%，与上年同期相比，金融债券的发行期数和发行规模分别增长了 72.62%和 81.98%。

本季度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模较上季度分别增加了 36.48%和 24.22%，较上年同期分别增加了 44.67%和 45.11%；证券公司短融的发行期数和发行规模较上季度分别增加了 3.45%和-5.23%，较上年同期分别增长了 81.82%和 16.31%。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2013 年第二季度 发行情况		2014 第一季度 发行情况		2014 第二季度 发行情况		2014 年第二季度 末存量情况	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债	24	5914.20	9	1940.00	28	6280.00	271	94611.28

国债	21	5250.20	9	1940.00	20	4912.00	203	85148.28
地方政府债	3	664.00	0	0.00	8	1368.00	68	9463.00
央行票据	11	1140.00	0	0.00	0	0.00	15	4891.72
金融债	84	4387.90	130	7054.00	145	7985.00	730	111267.38
政策性银行债	60	4732.90	115	6590.00	122	6715.00	480	96750.38
商业银行债券	12	310.00	12	446.00	16	813.00	217	13690.00
非银行金融机构 债券	2	20.00	3	18.00	7	457.00	33	827.00
政府支持机构债券	0	0.00	1	200.00	8	1150.00	87	10850.00
企业债券	85	960.50	145	1704.50	229	2742.40	1954	27098.94
一般企业债	84	956.50	144	1694.50	225	2707.50	1942	27033.85
集合企业债	1	4.00	1	10.00	4	34.90	12	65.09
中期票据	176	2382.50	105	1170.10	231	3098.60	1932	30255.60
美元中期票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	2.00
集合票据	8	17.55	0	0.00	3	4.30	80	169.22
短期融资券	300	4211.70	318	4919.90	434	6111.70	1141	15497.90
短期融资券	246	2225.70	230	2389.40	345	3491.70	951	9765.90
超短期融资券	54	1986.00	88	2530.50	89	2620.00	190	5732.00
证券公司短期融资 券	33	834.00	58	1023.50	60	970.00	60	970.00
资产支持证券及票 据	0	0.00	24	482.60	34	330.00	77	978.57
非金融企业资产支 持票据	9	20.00	8	35.00	7	10.00	42	138.80
非公开定向债务融 资工具	134	1616.98	239	2099.10	393	3305.18	1281	14020.86
公司债	24	183.55	12	164.50	14	106.00	457	6732.94
可转债	0	0.00	1	4.87	3	43.72	30	1621.57
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	888	21668.88	1050	20798.07	1589	32136.90	8160	319136.08

注：1. 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；

2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；

3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；

4. 美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；

5. “公司债”不包含私募债和证券公司债券；

6. “资产支持证券”只包括中国债券信息网公布的资产支持证券，不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券。

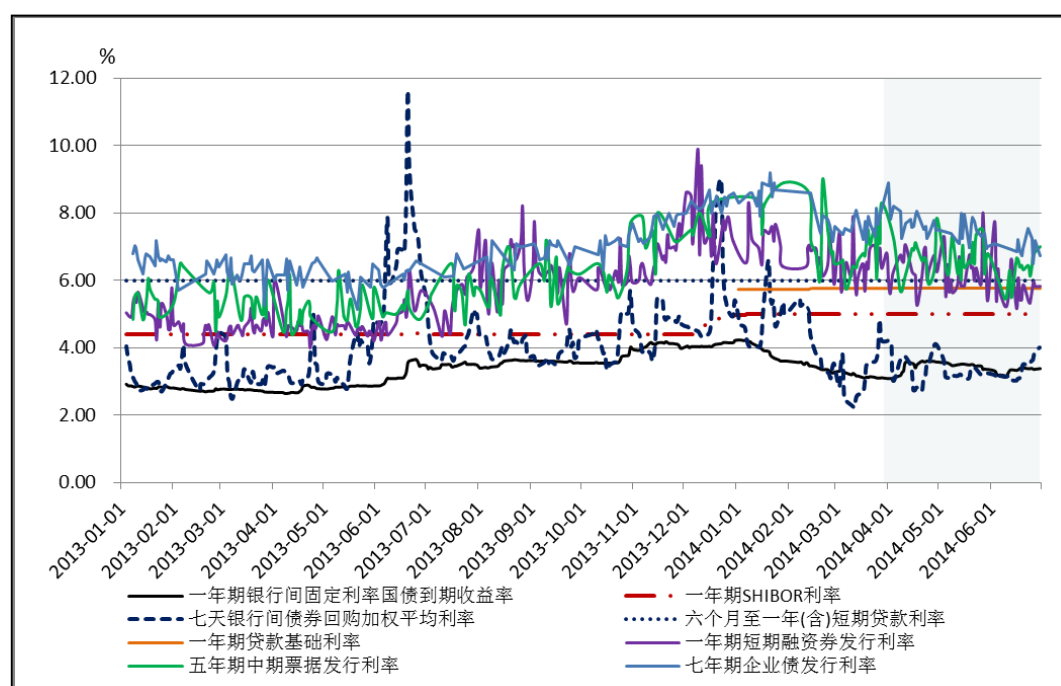
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、公司债、可转债数据来源于 Wind 资讯

2、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面保持平稳宽松的状态。4 月 25 日和 6 月 16 日，中国人民银行两度定向降准，5 月 16 日，人民银行、银监会等机构联合发布《关

于规范金融机构同业业务的通知》，进一步规范了银行同业业务，提出了限制非标资产作为买入返售的标的，总体上利好债市，有利于债券利率的回落。

具体来看，银行间债券回购加权平均利率（R007）从 2013 年至今呈现出 M 型走势，由于 R007 对于银行间市场流动性的敏感性较大，受 2013 年 6 月和 12 月流动性趋紧的影响，银行间债券回购加权平均利率（R007）在 2013 年出现了两次峰值，分别达到 11.62% 和 8.94%，2014 年上半年在银行间流动性持续宽裕的背景下，R007 呈现波动下行趋势，本季度 R007 利率保持在 3.35% 的较低水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率则整体相对平稳，2013 年年中由于流动性趋紧导致其有所上升，且下半年一直呈现出平稳上升的趋势，至 2014 年年初达到 4.25% 的最高点，之后又呈现平稳走低态势，本季度基本维持在 3.41% 的平均水平；一年期贷款基准利率一直维持在 6.00%；一年期 Shibor 利率在 2013 年前 11 个月维持在 4.40%，年末上升至 4.96%，2014 年上半年一直约为 5.00% 的利率水平；五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率与一年期银行间固定利率国债到期收益率走势较为相似，但波动相对较大，2013 年上半年均较为平稳，6 月起至年末呈现上升趋势，2014 年上半年平稳下行，本季度五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率分别在 4.00% 和 4.13% 上下小幅波动。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2014 年二季度债券市场发行利率情况

在各债券品种发行利率走势方面，一年期短期融资券的平均发行利率从 2013 年至今也呈现出 M 型走势，峰值分别出现在 2013 年 9 月（7.75%）和 12 月（9.90%）（主要原因是个别低等级发行主体发行短融的成本明显提高）。总体来看一年期短期融资券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变动趋势较为一致，但 2013 年下半年一年期短期融资券的平均发行利率波动性较大，且高于一年期贷款基准利率（6.00%）；2014 年上半年短期融资券的平均发行利率呈波动下行趋势，并逐步回落至一年期贷款基准利率的水平。五年期中期票据的平均发行利率与五年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致相同，但波动性相对较大，2013 年 6 月至 12 月呈现波动上行趋势，且大部分突破五年期贷款基准利率（6.4%），2014 年上半年有所下降，本季度 AAA 级中期票据的发行利率均处于五年期贷款基准利率 6.4% 以下。七年期企业债的平均发行利率与五年期中期票据的平均发行利率走势大致相同，但相对较为平稳，从 2013 年下半年突破七年期贷款基准利率（6.55%）以来，本季度末仅有个别 AAA 级和 AA+ 级企业债的发行利率低于七年期贷款基准利率 6.55% 的水平。

二、短融¹发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 374 家企业共发行短融 434 期（含超短融）²，合计发行规模为 6111.70 亿元，发行期数、发行家数和发行规模较上季度分别增长 36.48%、39.03% 和 24.22%，而较上年同期增幅均在 40% 以上。本季度，受政府对经济持续进行微刺激以及央行定向宽松政策导致发行人债券融资成本降低，发行人融资需求较强，3 月份传出的银行间市场交易商协会拟放宽省级以下城投类企业发债条件，对发行主体所在地方的行政级别没有限制，同时不设通道限制的消息，以及 3 月份超日债违约事件导致投资者的资金需求向短端配置倾斜的持续作用和 5 月份超短融发行主体的第三次扩容（发行主体采用不同付费方式双评级的，其中一个评级达到 AA 级的即可发行超短融）等因素影响，短融（含超短融）发行量增幅较大。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1141 期，存续短融

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。

（含超短融）金额达 15497.90 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 16.24%。

表 2 短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2013 年 二季度	占 2013 年 全年比重 (%)	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	300	27.88	318	434	44.67	36.48
发行家数（家）	266	37.52	269	374	40.60	39.03
发行规模（亿元）	4211.70	26.56	4919.90	6111.70	45.11	24.22

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

从发行期数来看，本季度共发行短融 345 期，环比和同比增幅均在 40%以上，增幅较大。短融的发行期数在包含超短融的发行总期数中的占比为 79.49%，占比较上季度上升了 7.17 个百分点，但较上年同期有小幅下降。

从发行家数来看，本季度短融的发行家数为 330 家，发行家数环比和同比增幅也均在 40%以上。

从发行规模来看，本季度短融的发行规模为 3491.70 亿元，较上季度和上年同期分别增长 46.13%和 56.88%。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为 10.12 亿元，较上季度下降了 2.58%，较上年同期增加了 11.86%。

本季度，城投类企业⁴所发短融的发行期数和发行规模分别为 79 期和 944.00 亿元，同比增幅均超过 100%，环比增幅均在 20%以上，分别占总发行期数和发行规模的 22.90%和 27.04%。城投类企业短融发行增长的原因可能是 5 月 16 日人民银行等部门联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文），禁止非标融资的规定将会导致地方政府的融资需求逐渐向城投债转移，以及之前交易商协会对城投类企业发行条件的放松所致。

从发行期限来看，本季度所发短融仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的短融共有 338 期，占发行总期数的 97.97%。

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、可转债和外国债券。

⁴ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

表 3 2014 年二季度短融发行情况表

项目	2013 年 二季度	占 2013 年 全年比重 (%)	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	246	28.60	230	345	40.24	50.00
发行家数 (家)	235	35.44	220	330	40.43	50.00
发行规模 (亿元)	2225.70	26.74	2389.40	3491.70	56.88	46.13
单笔发行规模 (亿元)	9.05	-	10.39	10.12	11.86	-2.58

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

本季度有 55 家企业共发行超短融 89 期, 发行总额为 2620 亿元。与上年同期及上季度相比, 本季度超短融的发行期数和发行规模均有所增加。本季度超短融发行期数和发行规模环比分别增长 1.14% 和 3.54%, 基本保持稳定增长态势(见表 4)。受 5 月份超短融第三次扩容的影响(发行主体采用不同付费方式双评级的, 其中一个评级达到 AA 级的即可发行超短融), 未来超短融发行量增速有望加快。

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 10 期和 177.00 亿元, 分别占总发行期数和发行规模的 11.24% 和 6.76%。本季度城投类企业所发超短融的期数和规模较上年同期(0 期)有所增加, 但较上一季度(14 期 210 亿元)有所下降。

从发行期限来看, 本季度超短融的发行期限为 3 个月至 9 个月不等, 其中以 9 个月发行期限为主, 与上年同期发行最多为 9 个月期限保持一致, 较上一季度发行期数最多的 6 个月期限有所延长。

表 4 2014 年二季度超短融发行情况表

项目	2013 年 二季度	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	54	88	89	64.81	1.14
发行家数 (家)	37	55	55	48.65	0.00
发行规模 (亿元)	1986.00	2530.50	2620.00	31.92	3.54
单笔发行规模 (亿元)	28.75	28.76	29.44	2.39	2.36

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 36 家证券公司(占我国证券公司总家数的 31.30%)发行短融 60

期，发行规模为 970.00 亿元，平均单笔发行额为 16.17 亿元。与上季度相比，证券公司短融发行期数与发行家数环比分别增长 3.45%和 16.13%，增速较上季度放缓，呈稳步发展态势，发行规模环比下降 5.23%，平均单笔发行规模持续减少。本季度证券公司短融的发行期限均为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；发行主体地区分布按发行期数和发行规模的排名依次是广东省、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 26.67%，发行规模占比 34.90%，仍位列第一。

表 5 2014 年二季度证券公司短融发行基本情况表

项目	2013 年 二季度	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	33	58	60	81.82	3.45
发行家数(家)	16	31	36	125.00	16.13
发行规模(亿元)	834.00	1023.50	970.00	16.31	-5.23
平均单笔发行规模(亿元)	25.27	17.65	16.17	-36.03	-8.39

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。从短融发行利率来看，本季度央行继续维持稳健的货币政策，央行在 4 月份和 6 月份分别进行了两次“定向降准”，下调县域农村商业银行、县域农村合作银行以及符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行的存准率，市场整体流动性较为平稳，各基准利率稳中有降。一年期短融的平均发行利率走势与市场化程度较高的 R007 和一年期银行间固定利率国债到期收益率走势基本相同，2013 年上半年在低位波动，受到 2013 年 6 月份流动性趋紧的影响短融平均发行利率开始上升并于 7 月底超过一年期贷款基准利率，随后一直在一年期贷款基准利率附近波动，11 月份随着 R007 和一年期银行间固定利率国债到期收益率的走高，短融的平均发行利率也随之升高，至 12 月份达到峰值后开始回落。至 2014 年 2 月，短融的平均发行利率重新回到一年期贷款基准利率的水平，并且本季度继续稳定在此水平附近进行小幅波动。

从各级别发行人所发短融的发行利率来看，各级别主体所发短融的发行利率

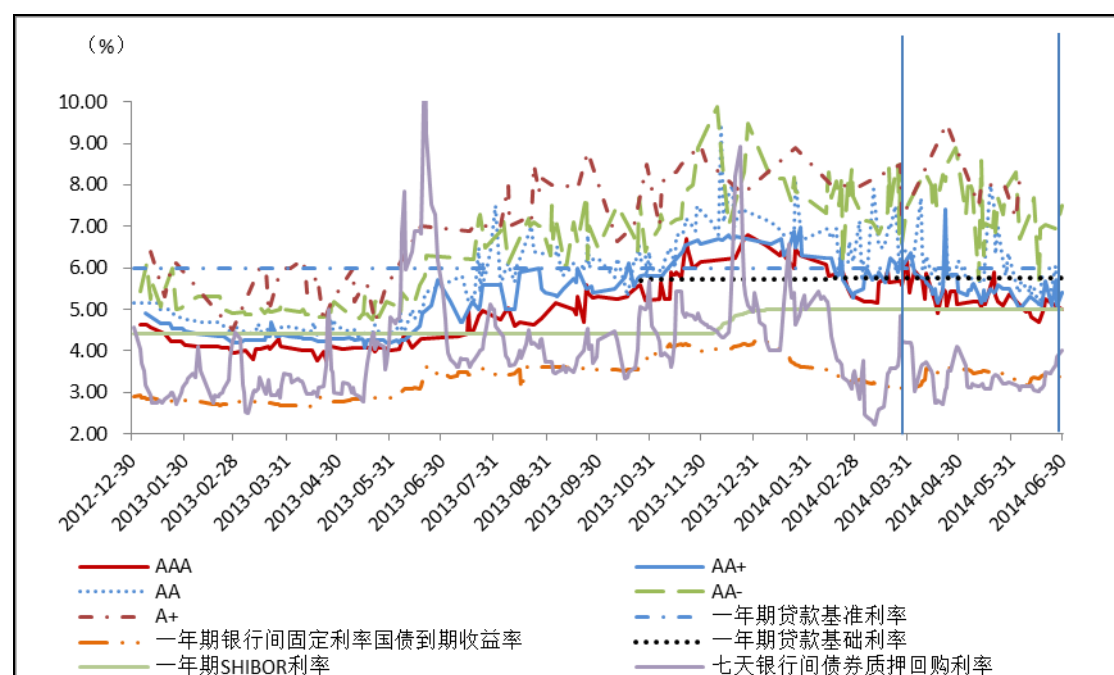
走势也与银行间一年期固定利率国债收益率的走势相同，从 2013 年第二季度开始逐步上升，于 2014 年年初开始回落。其中，AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大（见表 1），AA-级和 A+级短融的平均发行利率均值回落幅度较小。这说明投资者对于低级别发行人风险溢价要求较高，投资者更倾向于高级别发行人，对高级别发行人风险溢价要求有所降低。

表 6 2014 年二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	2013 年二季度		2014 年一季度		2014 年二季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	4.04	3.77-4.40	5.77	5.15-6.55	5.31	4.70-6.75
AA+	4.32	4.07-5.70	5.97	5.18-6.99	5.51	5.00-7.40
AA	4.56	4.26-5.40	6.66	5.64-9.00	5.95	5.10-8.50
AA-	5.03	4.77-6.30	7.63	5.80-8.70	7.46	5.70-9.00
A+	5.84	5.20-7.00	8.27	7.20-9.50	8.11	7.20-9.50

注：剔除有担保的债券 6 期、发行期限在 1 年以下的短融 7 期。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理



注：剔除有担保的债券 6 期、发行期限在 1 年以下的短融 7 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 2014 年二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

四、短融发行规模结构分析

从发行规模来看，本季度短融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 亿元的短融发行期数仍然最多，短融的发行期数与发行规模呈现反向关系。与上季度相比，除 30~50 亿元的短融发行期数有所减少外，其他各发行规模区间短融发行期数均有增加，其中 1~5 亿元和 50 亿元以上规模的短融发行期数增幅最大。与上年同期相比，本季度各发行规模区间的短融期数均有所增长，其中 20~30 亿元和 50 亿元以上规模的短融发行期数增幅最大。整体看，本季度短融发行规模分布更均匀。超短融具有发行频率高、发行金额高的特点，本季度其发行规模仍主要集中在 10~50 亿元区间内。由于本季度超短融发行期数环比增幅较小，因此与上季度相比，只有 1~5 亿元和 20~50 亿元规模的超短融发行期数有所增长，其它发行规模区间的超短融发行期数均有所减少。其中 30~50 亿元规模的超短融发行期数增幅较大，说明发行人主要倾向于发行中大规模的超短融。与上年同期相比，除 50 亿元以上发行规模的超短融发行期数有所下降外，其余各发行规模区间的超短融发行期数均有所上升，其中 20~30 亿元的超短融发行期数增幅最大。

表 7 2014 年二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（期）					超短融发行期数（期）				
	2013 年 二季度	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2013 年 二季度	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
1~5（含 5）	135	103	168	24.44	63.11	0	3	4	-	33.33
5~10（含 10）	60	69	94	56.67	36.23	4	11	6	50.00	-45.45
10~20（含 20）	33	33	52	57.58	57.58	18	26	23	27.78	-11.54
20~30（含 30）	10	16	19	90.00	18.75	7	26	28	300.00	7.69
30~50（含 50）	6	8	7	16.67	-12.50	19	16	26	36.84	62.50
50 以上	2	1	5	150.00	400.00	6	6	2	-66.67	-66.67

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

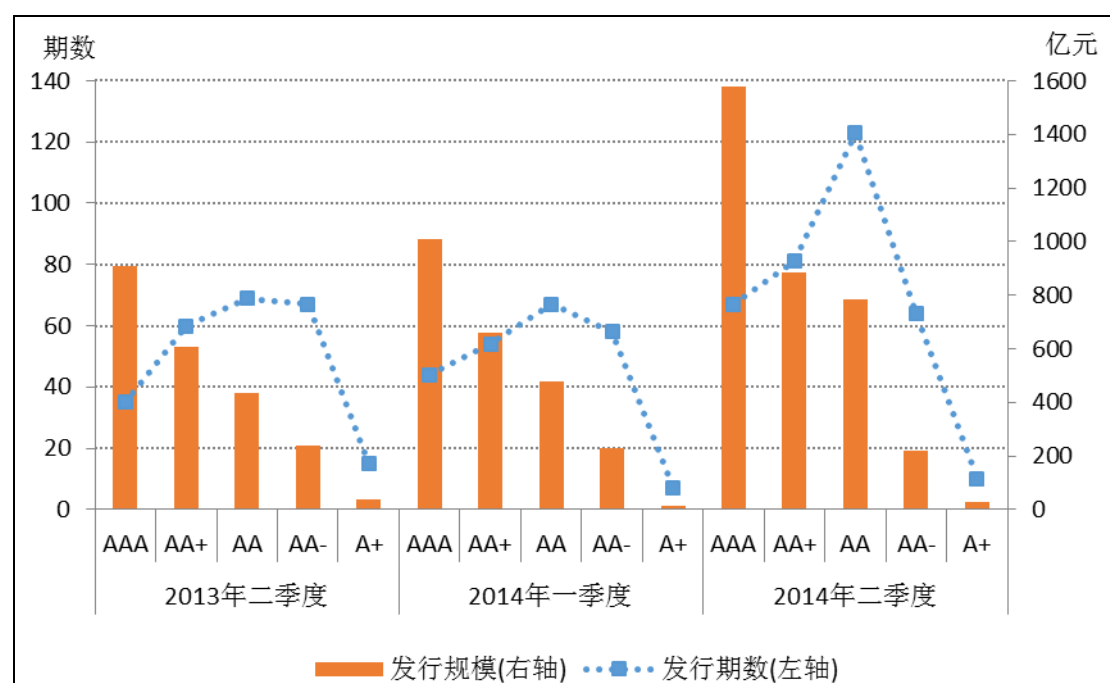
五、短融发行主体信用等级分布分析⁵

短融发行主体信用等级分布方面，按发行期数统计，本季度 AA 级主体所发短融期数仍最多（123 期），在总发行期数中的占比仍然最大，达到 35.65%。与上季度相比，本季度各级别主体所发短融期数均有所增长，其中 AA 级主体所发

⁵ 此部分分析样本不包括超短融。

短融期数增幅最大（83.58%），在总发行期数中的占比上升约 7 个百分点，占比进一步上升。与去年同期相比，本季度 AAA 级和 AA 级主体所发短融期数增幅较大（分别为 91.43%和 78.26%），而 AA-级和 A+级主体所发短融期数有所减少。整体看，本季度 AA 级主体发行期数以及在发行期数总和中的占比增幅明显，且 AA+级和 AAA 级主体所发短融期数在总发行期数中的占比超过 AA-级主体，即短融的发行主体级别分布呈现出向高级别集中的现象。

按发行规模统计，本季度短融发行主体信用等级分布仍呈现下梯型，即信用等级越高，发行规模越大，AA 级以上主体所发短融规模在短融发行总额中的占比达 92.99%。与上季度相比，本季度除 AA-级主体发行规模有所减少外，各等级主体短融发行规模均有所增加，且 AAA 级和 AA 级主体所发短融规模在发行总额中的占比也有所上升。与上年同期相比，本季度 AAA 级和 AA 级主体所发短融规模增幅在 70%以上，增幅较大，而 AA-级和 A+级主体所发短融规模有所减少。整体看，本季度 AAA 级主体所发短融规模优势更加明显，且 AA 级以上主体所发短融规模更加集中。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 短融发行主体信用等级分布

六、短融发行主体所有制性质分析

短融（含超短融，下同）发行主体的所有制性质方面，从短融的发行期数和发行规模来看，本季度国有企业仍是短融发行的主要企业类型，国有企业所发短融的期数与规模分别占短融总发行期数与规模的 79.49%和 92.46%，占比变化不大。与上季度相比，本季度外商独资企业和集体企业所发短融的期数和规模大幅上升，而民营企业所发短融期数和规模增幅较小。与上年同期相比，本季度国有企业和集体企业所发短融期数和发行规模增幅均较大；整体看，本季度国有企业依然具有明显发行优势，且短融发债企业类型更加丰富。

表 8 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

项目	2013 年二季度		2014 年一季度		2014 年二季度					
	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	228	3881.80	247	4511.10	345	51.32	39.68	5651.10	45.58	25.27
民营企业	53	236.60	58	335.80	66	24.53	13.79	336.10	42.05	0.09
外商独资企业	11	58.30	3	18.00	8	-27.27	166.67	40.00	-31.39	122.22
中外合资企业	6	28.50	6	31.00	9	50.00	50.00	57.50	101.75	85.48
集体企业	2	6.50	2	13.00	5	150.00	150.00	25.00	284.62	92.31
其他类企业	-	-	2	11.00	1	-	-50.00	2.00	-	-81.82
总计	300	4211.70	318	4919.90	434	44.67	36.48	6111.70	45.11	24.22

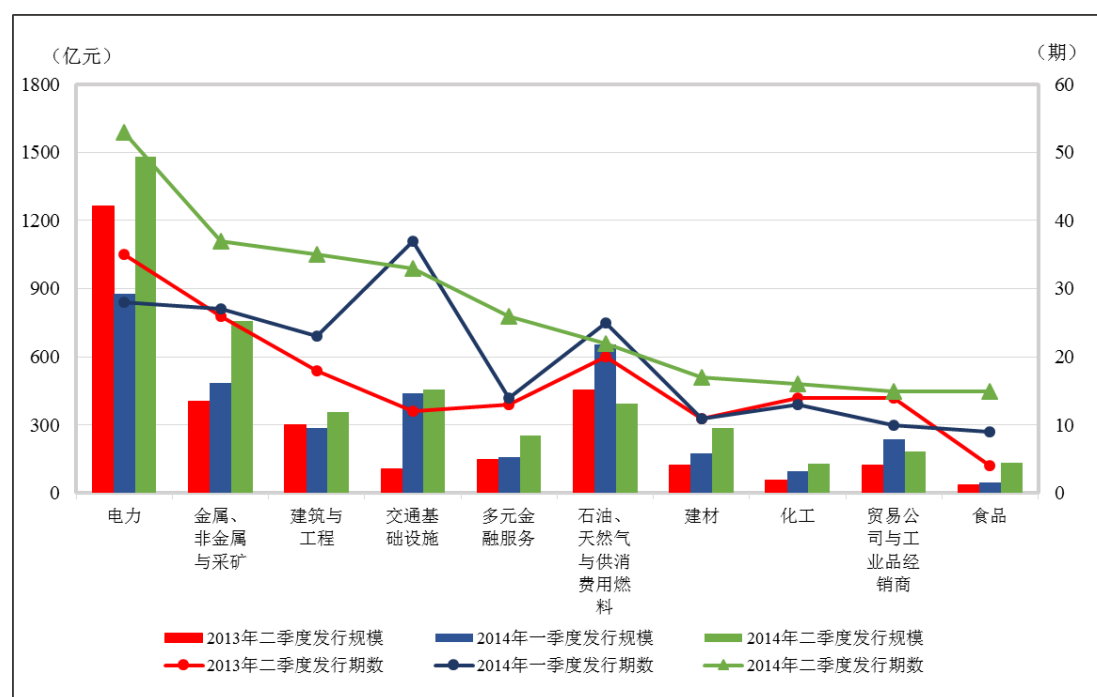
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

七、短融发行主体行业⁶分布分析

短融（含超短融，下同）发行主体行业分布方面，本季度电力行业的短融发行期数和发行规模均以较大优势位居首位，金属、非金属与采矿，建筑与工程，交通基础设施，多元金融服务和石油，天然气与供消费用燃料行业主体所发短融期数和规模均位居前六位。与上季度和上年同期相比，本季度短融发行期数和发行规模位居前六位的行业没有变化，排名略有变化；其中电力行业的主体所发短融规模继续保持领先，且增长幅度较大，远高于其它其他行业，主要原因是电力

⁶ 本文采用全球行业分类系统（GICS）三级行业分类标准，分析中“综合类”行业不予考虑。

企业投资规模增加、资金需求量大，需通过融资来补充短期运营资金需求；多元金融服务行业短融发行期数同比和环比增幅均较大；交通基础设施行业继上季度发行期数大幅增长后，本季度发行期数较上季度略有下降；石油、天然气与供消费燃料行业的主体所发短融的发行期数较上季度略有下降，总发行规模和平均单笔发行规模环比、同比均有所减少。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2014 年第二季度短融发行期数前十位主体行业分布情况

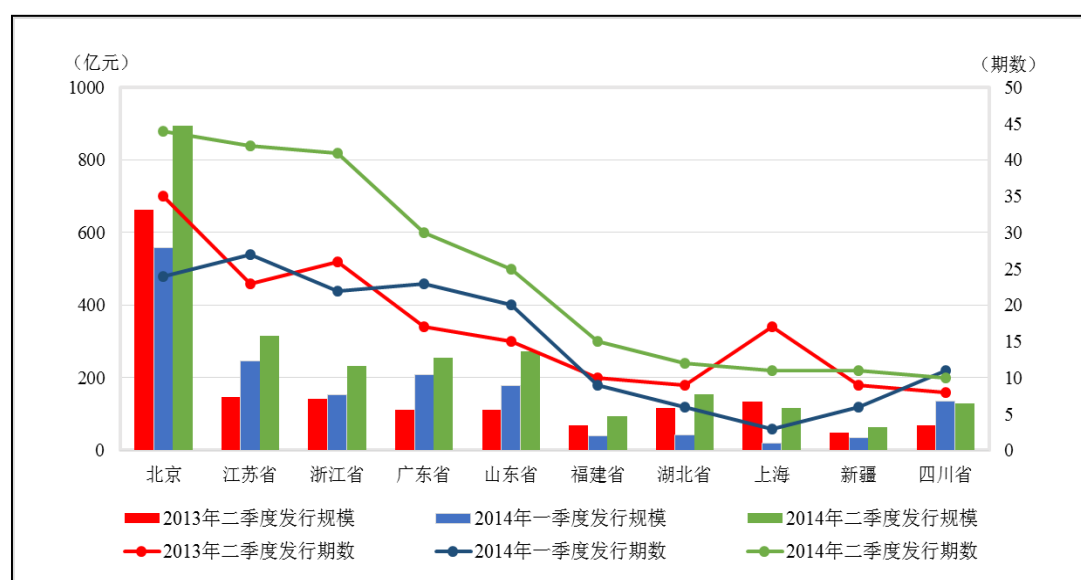
八、短融发行主体地区分布分析

从短融发行主体的所在地区来看，由于大型国有企业集中的优势，本季度北京地区的企业所发短融的期数和规模仍位列全国首位（发行期数共 44 期，合计发行规模 893.60 亿元），并在发行规模上大大领先其它地区；江苏、浙江、广东和山东等地区经济发达，本季度所发短融的期数和发行规模均位列全国前五位。

从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上季度相比，除四川外，其它各地区的企业所发短融的发行期数均有明显增加；北京地区的企业所发短融的发行期数增加数量最多，环比增长 83.33%。与上年同期相比，除上海外，各地区企业短融发行期数均有所增加，其中江苏地区增幅最为明显。

从前十位短融发行规模的地区分布看，与上季度相比，福建、湖北、上海地区的企业所发短融的发行规模增幅均超过 100%，北京、浙江、山东和新疆地区发行规模增幅均超过 50%，四川地区企业所发短融的发行规模有所下降。与上年同期相比，除上海外，其它各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，江苏、山东和广东地区的企业所发短融的发行规模增幅较大。

从超短融发行主体的所在地区来看，本季度共有九个省（直辖市）地区的企业发行超短融。由于北京地区大型国有企业较为集中，本季度北京在超短融的发行方面仍占据绝对优势，共发行 55 期，发行规模共计 1729.00 亿元，但发行期数和发行规模环比均有所下降，而同比均有所上升。本季度北京地区超短融发行期数和发行规模分别占超短融总发行期数和总发行规模的 61.80% 和 65.99%；占比较上季度和上年同期均有所下降，本季度发行超短融的企业地区集中度有所下降。其它地区方面，本季度超短融发行主体主要分布于上海、广东、江苏、辽宁等地区，与上季度和上年同期相比，上海地区的企业所发超短融期数（10 期）增幅较大，发行期数超过广东（8 期）位居发行期数第二位；而广东地区发行规模（300.00 亿元）高于上海（230.00 亿元）位列发行规模第二位；山东地区在发行期数和发行规模较上季度均大幅下降，发行期数排名由上季度的第二位下降至第八位。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2014 年第二季度短融发行期数前十位主体地区分布情况

九、短融发行主体新增企业分析

本季度共有 77 家企业首次发行短融共计 77 期，合计发行规模为 449.30 亿元，首次发行短融的企业家数占本季度发行短融企业总数的 22.32%。由于今年第一季度交易商协会放开了对于发行短融的地方政府融资平台的行政级别限制，同时地方政府面临较大的债务兑付压力、房地产行业持续低迷，本季度新增企业主要分布于建筑工程、多元金融服务和交通基础设施行业，仍以地方国有企业为主，共 52 家（含 20 家城投公司），在新增主体中的占比高达 67.53%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA+级、AA 级和 AA-级，在新增主体中的占比分别为 18.18%、45.45%和 27.27%。本季度首次发行短融的企业家数和发行规模较上一季度均有所增加，与上年同期相比则有所下降；新增短融发行主体家数在短融发行主体总家数的占比较上季度和上年同期均有所下降，而新增主体所发短融规模在短融总发行规模中的占比较上季度和上年同期均变化不大。

本季度共有 10 家主体首次发行超短融共计 12 期，发行规模为 307.00 亿元，新增企业均为地方国有企业或中央国有企业，新增超短融发行主体的信用等级主要为 AAA 级（含一家 AA+级企业）。与上季度相比，本季度超短融的新增发行主体数量有所下降、增速减缓，且发行规模有所下降；与上年同期相比，新增发行主体的家数和发行规模较上年同期均有大幅度增加。

表 9 2014 年二季度短融发行主体新增企业的短融发行情况

项目	2013 年 二季度	2014 年 一季度	2014 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行家数（家）	80	54	77	-3.75	42.59
发行规模（亿元）	594.50	315.40	449.30	-24.42	42.45
发行家数占比（%）	30.08	24.89	22.32	-25.80	-10.33
发行规模占比（%）	14.12	12.18	12.87	-8.87	5.65

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

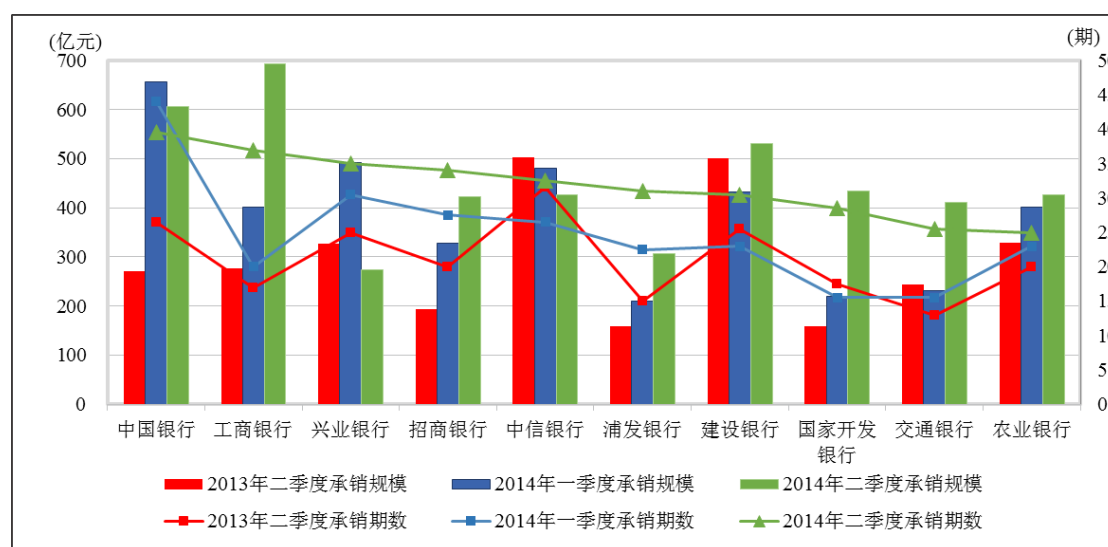
本季度共有 26 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，下同），承销商

数量同比和环比均增加 2 家。短融中共有 209 期采用了联合主承销商的方式发行，环比和同比均增幅明显；联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 48.16%，环比和同比均有所下降。

按承销期数统计⁷，本季度中国银行以承销 39.5 期位居首位，工商银行、兴业银行、招商银行和中信银行分别位列 2~5 位。与上季度相比，本季度中国银行仍稳居首位，但承销期数有所下降；工商银行由第八位晋升为第二位，其他几家承销商的排名略有下降。与上年同期相比，排名前五位的承销商变化较大，仅中国银行和中信银行一直位居前五位。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 41.01%，较上季度和上年同期均略有下降。

按承销额度统计，本季度工商银行承销额为 693.00 亿元，位居市场首位，中国银行、建设银行、光大银行和国家开发银行分别位列 2~5 位。与上季度相比，本季度工商银行和招商银行排名有所上升，其中工商银行由第六位晋升为首位，而农业银行和建设银行则跌出前五位。与上年同期相比，去年同期排名第一的中信银行跌出了前五名，国家开发银行和中国银行则跻身前五，建设银行和光大银行排名略有下降。本季度前五位承销商的承销额度总和占总承销额度的 44.28%，较上季度和上年同期分别下降 13.95 和 3.32 个百分点。

总体来看，本季度中国银行和工商银行的短融承销有明显优势，排名前五位承销商的承销期数和承销额度的总和在本季度总承销期数和总承销额度中的占比均有所下降，承销优势有所回落，市场格局趋向均衡。



⁷ 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 6 2014 年二季度短融承销期数前十位承销商情况

本季度短融发行额度超过 50（含）亿元的短融共 18 期，占发行总期数的 4.15%，合计发行规模达 1096.00 亿元，占总发行规模的 17.93%，期数占比和规模占比较上季度和上年同期均有所下降。本季度，发行额度超过 50（含）亿元的短融仍主要采用联合承销的方式发行，承销商分布较为广泛；其中工商银行承销 3 期，中国银行、农业银行和建设银行分别承销 2.5 期，共占本季度发行额度超过 50（含）亿元的短融总发行期数的 58.33%，国有商业银行在大额度的承销项目上继续保持优势。

十一、短融市场评级机构评级情况分析

本季度，大公、联合资信、新世纪和中诚信四家评级机构共出具了 345 期短融评级报告。中诚信在国内短融评级市场上仍保持相对领先地位。在发行期数和发行规模方面，联合资信和大公分别占据第二的市场份额。

表 10 2014 年二季度各评级机构所评短融情况

评级机构名称	2013 年二季度				2014 年一季度				2014 年二季度			
	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(%)	期数(期)	发行期数占比(%)	发行规模(亿元)	发行规模占比(%)
中诚信	81	32.93	924.80	41.55	70	30.43	934.50	39.11	121	35.07	1473.70	42.21
联合资信	55	22.36	611.60	27.48	58	25.22	732.20	30.64	80	23.19	763.30	21.86
大公	58	23.58	364.40	16.37	62	26.96	528.00	22.10	79	22.90	827.50	23.70
新世纪	52	21.14	324.90	14.60	40	17.39	194.70	8.15	65	18.84	427.20	12.23
合计	246	100.00	2225.70	100.00	230	100.00	2389.40	100.00	345	100.00	3491.70	100.00

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

从宏观经济趋势来看，在上半年出口和房地产低迷的情况下，政府出台了多

项微刺激政策，其中包括稳定外贸的“国 16 条”、发改委为吸引民资参与制定的多项稳定投资政策、具有结构性减税作用的营改增扩围政策、以及鼓励“三农”和小微企业发展的两次定向降准，对经济“稳增长”具有积极作用，本季度经济增速、物价、PMI 等指标数据显示经济运行总体有所企稳。总的来看，未来政府维持积极财政政策和稳健货币政策的总体基调不会改变，但仍会继续有针对性地进行微调，预计下半年我国的经济运行情况可能会呈现稳中有升的态势。

从市场资金面来看，2013 年的钱荒事件使商业银行等机构对于资金的运用趋于谨慎，2014 年上半年央行运用多种政策工具保持流动性稳定，预计下半年银行间流动性整体将保持较为宽松。但考虑到美国将逐渐退出 QE3 以及利率市场化推进等因素的影响，融资成本短期波动性较大的可能性仍将存在。

从债券市场环境来看，5 月份超短融第三次扩容（发行主体采用不同付费方式双评级的，其中一个评级达到 AA 级的即可发行超短融）将有利于未来超短融发行量的增加。5 月 22 日，财政部发布《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，宣布上海、浙江、广东、深圳等共十个省市试点采取自发自还的模式发行地方政府债券，下一步试点还将扩围，地方债自发自还机制的建立以及发行的常规化有助于缓解地方政府的短期周转压力，增加债务增量的透明度。预计下半年城投债受此利好影响，收益率可能联动降低，短期内地方政府债对于城投债的替代作用较弱。6 月以来，交易所“戴帽”、“限购”和“质押收紧”等政策的推出或将推高中低等级发行人的债券发行成本，抑制其债券的发行。此外，3 月份超日债发生首例债券市场违约事件，给债券市场带来巨大冲击，7 月份再次出现“13 华通路桥 CP001”到期兑付存在不确定性的风险提示公告，此债券一旦违约，则将成为首只本金违约债券，违约事件或将再次加剧投资者的谨慎心理，推高风险溢价，提升民营企业和中低等级发行人的发债成本。

其他方面，2 月 13 日，央行发布了《关于商业银行理财产品进入银行间债券市场有关事项的通知》，规范了商业银行理财产品投资银行间债券市场的行为。5 月 16 日人民银行、银监会等机构联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》，其中禁止非标融资的规定将会导致地方政府的融资需求逐渐向城投债转移，总体上利好债市。6 月底，银监会发布《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》，对存贷比计算口径进行调整，此举将使银行释放出一部分信贷额度，引导银行资

金转向信贷业务，对投向债券市场的资金可能产生分流。

总体看，我国宏观经济较为稳定，央行货币政策稳健偏宽松，流动性和资金面仍较充裕，债券市场表现相对平稳，这些因素将有利于短融发行的持续增长，但违约风险的加剧或将降低投资者的风险偏好，进而推高中低等级发行人的发债成本，抑制其债券的发行。