

2015-4-20

2015 年第一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 林青 余雷 王柠



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

2015 年第一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 林青 余雷 王柠

摘要

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 29285.84 亿元，与上年第四季度基本持平，较上年同期增长 38.48%。

本季度，银行间市场资金面整体较为宽松。各期限贷款基准利率于 3 月 1 日再次下调 0.25 个百分点；一年期、五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率均值均延续了 2014 年的下降趋势，环比和同比均进一步下降。

本季度，短融和证券公司短融发行量环比和同比均有所下降，超短融则呈现较大增幅。一年期短融的平均发行利率呈现先跌后涨的趋势，其平均发行利率环比略有上升，但仍远低于上年同期水平。AA-级主体所发短融期数和其在总期数中的占比有较大幅度增长，短融发行期数的主体级别分布更加均匀；AAA 级主体所发短融的规模优势更为明显。交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料，电力以及金属、非金属与采矿行业主体所发短融的期数和规模位居前四位。北京、浙江、江苏、山东和广东地区的企业所发短融的发行期数和发行规模位列前五位。受超短融的扩容政策影响新增超短融的发行量保持快速增长态势，新增超短融的发行主体主要为地方国有企业。招商银行在短融承销期数上表现优异，而中国银行在短融承销规模上仍然优势明显。

鉴于财政政策在 2015 年二季度有望加码，货币政策有望进一步宽松，在市场资金面持续宽松的情况下，短融市场将继续保持稳定发展的态势，超短融的发行量快速增长的局面也将持续。此外，短融市场发行主体信用等级的多元化发展仍有待改善。

一、本季度债券市场发展情况

1. 债券市场环境

(1) 债券品种不断丰富，推动债券发行量的增长

1 月 15 日，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，该办法扩大了发行主体范围、丰富了债券发行方式、简化了发行审核流程，进一步强化了信息披露、承销、评级、募集资金使用等重点环节监管要求，并在持有人权益保护等方面做出了改进。上述规定进一步丰富了我国交易所债券品种，促进了交易所市场的发展，未来公司债券发行有望放量增长。

(2) 加强地方政府债务管理，进一步规范和推动地方政府债券发行

2 月 17 日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，要求企业发行企业债券，不能新增政府债务，企业应该主要依托自身信用，完善偿债保障措施。3 月 16 日和 20 日，财政部连续发布《地方政府一般债券发行管理暂行办法》和《关于做好 2015 年地方政府一般债券发行工作的通知》，就 2015 年地方政府一般债券的发行、承销、信用评级和信息披露等工作做出了详细的规定。3 月 25 日，财政部公布《2015 年地方政府专项债券预算管理办法》，该管理办法针对地方政府专项债券的特殊性，在发行要求、预算编制和调整、预算科目设置以及预算执行等多个方面提出了明确要求。从上述政策可以看出，一般债券和专项债券将成为中国地方政府融资的主要形式。

此外，财政部近期下达了地方存量债务 1 万亿元置换债券额度，用以部分置换截至 2013 年 6 月 30 日地方政府负有偿还责任的存量债务中将于今年到期的 1.86 万亿债务。另外，监管层还通过金融支持来推进 PPP 项目扩容，借此化解地方政府性债务。3 月 10 日，发改委、国家开发银行联合印发《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》，对发挥开发性金融积极作用、推进 PPP 项目顺利实施等工作提出具体要求，《通知》明确，开发银行在监管政策允许范围

内，给予 PPP 项目差异化信贷政策。上述政策和措施的出台有助于防范地方政府债务风险，避免区域性金融风险的发生。

（3）债券质押式协议回购开闸，有助提高二级市场流动性

2 月 16 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）正式发布《上海证券交易所债券质押式协议回购交易暂行办法》以及相关指引，标志着债券质押式协议回购正式推出。《暂行办法》规定，协议回购的参与者应为符合规定的合格投资者；协议回购的质押券包括在上交所交易或转让的各类债券、资产支持证券等固定收益产品；协议回购的违约处置方式主要由市场自主协商解决。交易双方对质押券处置达成一致的，中国结算所提供快速处置渠道，可采取解除质押登记或非交易过户至守约方的方式处置质押券；上交所将加强对恶意违约行为的自律监管。此外，《暂行办法》在交易时间和存续期及到期管理等方面也做出了具体规定。

协议回购是上交所现有债券质押式回购的有益补充，可为各类债券提供更为灵活的回购交易、结算机制。协议回购的推出有助于提高债券二级市场流动性，促进公司债券和资产证券化市场健康发展。

（4）企业违约风险呈上升之势，监管层强化债市风险管控

本季度，债务违约风险事件时有发生。“13 沈阳 SMECN1”、“08 奈伦债”、“14 扬州中小债”、“13 青岛 SMECN1”等债券风险事件先后暴露。同时违约事件接踵而至，“12 致富债”、“12 东飞 01”、“12 蓝博 01”、“12 湘鄂债”先后出现本金或/和利息违约。可以看出，企业的违约风险呈现上升之势。这一方面是由于 2015 年是偿付高峰期，偿债压力较大；另一方面则是由于部分顺周期行业和中小企业本身抗风险能力较弱，经济下行对其负面冲击较大。

为了防控债市违约风险，1 月 7 日，上交所发布《关于加强中小企业私募债券风险防控工作相关事项的通知》。根据通知，私募债的合格投资者范围明显收窄，三类投资者不再是私募债合格投资者，分别为个人投资者、针对个人投资者的非主动管理的金融产品、全部资金仅用于购买单一私募债券的金融产品及有限合伙企业。前两类规定旨在杜绝私募债违约风险向个人投资者蔓延，第三类规定则旨在限

制目前流行的银行信贷借私募债通道出表业务。此外，3月20日上交所和深交所官网分别发布了《公司债券上市规则（2015修订）（征求意见稿）》等三份文件，具体内容主要包括建立新的合格投资者标准和投资范围，设立公募债相关条件和私募债系统规则等。该文件对于投资者的划分和可投范围都做了较为明确的规定，特别是对公众投资者投资端要求较为严格，可以看出监管层通过风险分层和隔离的方式逐步强化债市风险管控。

2、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 29285.84 亿元，与上年第四季度基本持平，较上年同期增长 38.48%。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 36.00 万亿元。

本季度，国债发行期数为 9 期，较上年第四季度下降 52.63%，与上年同期持平；国债发行规模为 1800 亿元，较上年第四季度下降 60.18%，较上年同期下降 7.22%。本季度，地方政府债和央票均处于停发状态。

自去年下半年起受到债市反腐和发改委提高企业债券发行门槛影响，企业债券的发行量下降明显，本季度企业债券的发行期数和发行规模较上年第四季度分别增长 18.06%和 6.17%，但仍较上年同期有较大降幅。

本季度，中期票据的发行期数和发行规模较上年第四季度的降幅均在 40%以上，降幅较大；中期票据的发行期数与上年同期持平，发行规模较上年同期增长 32.38%；在本季度银行间资金面宽松的背景下，中期票据的单笔发行额有所增加。

本季度，金融债的发行仍以政策性银行债为主，且政策性银行债环比和同比均有上升，商业银行债和非银行金融机构债券的发行量环比和同比均有下降，金融债券发行期数和发行规模较上年第四季度分别增长 6.61%和 36.67%，较上年同期变化不大。

本季度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模环比和同比均增长 20%以上，其中短融发行量环比和同比均有所下降，超短融发行量环比和同比增幅均达到 50%以上；证券公司短融的发行期数和发行规模较上年第四季度均下降 17%左右，较上年同期变化不大。

表1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2014年一季度 发行情况		2014年四季度 发行情况		2015年一季度 发行情况		2015年一季度末 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	9	1940.00	22	4562.10	9	1800.00	309	102628.94
国债	9	1940.00	19	4520.10	9	1800.00	212	91005.44
地方政府债	0	0.00	3	42.00	0	0.00	97	11623.50
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	10	4281.72
金融债	130	7054.00	121	5516.52	129	7539.60	780	119531.45
政策性银行债	115	6590.00	80	4106.52	118	7110.60	483	102032.90
商业银行债券	12	446.00	35	880.00	10	419.00	262	16392.55
非银行金融机构债券	3	18.00	6	530.00	1	10.00	35	1106.00
政府支持机构债券	1	200.00	6	750.00	2	300.00	90	11025.00
企业债券	145	1705.00	72	816.80	85	867.22	2216	29981.13
一般企业债	144	1695.00	70	800.80	84	864.00	2200	29894.24
集合企业债	1	10.00	2	16.00	1	3.22	16	86.89
中期票据	105	1170.00	186	2770.90	105	1548.80	2211	33214.30
美元中期票据(亿美元)	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	2.00
集合票据	0	0.00	0	0.00	1	2.40	60	131.61
短期融资券	318	4919.90	362	5284.33	445	6436.70	1483	18868.73
短期融资券	230	2389.40	219	2201.83	207	1764.80	1035	9765.33
超级短期融资券	88	2530.50	143	3082.50	238	4671.90	448	9103.40
证券公司短期融资券	58	1024.00	68	1133.90	57	938.00	57	938.00
资产支持证券	24	483.00	93	1095.80	54	507.87	268	3151.04
非金融企业资产支持票据	8	35.00	4	23.00	5	20.00	47	175.90
非公开定向债务融资工具	239	2099.00	261	2231.10	236	1948.90	1836	18603.94
公司债	12	165.00	21	231.60	18	208.95	478	6613.05
可转债	1	5.00	4	183.00	1	60.00	20	552.47
项目收益票据	0	0.00	1	3.00	0	0.00	3	8.00
同业存单	15	348.00	547	4904.00	946	7107.40	1283	10256.30
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	1065	21148.00	1768	29506.05	2093	29285.84	11154	359992.88

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

3、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面整体较为宽松。央行先后通过降准¹、降息²方式释放流动性，公开市场共进行三次正回购利率下调（由 3.85%下调至 3.55%），共实现净投放 450 亿元³，远高于同期季节性投放水平，并通过 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常设借贷便利）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了较宽松的环境。在此背景下，本季度银行间市场流动性较为充足，利率整体上呈现先跌后涨的趋势。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年 11 月下调⁴后，于本季度 3 月 1 日再次下调 0.25 个百分点至 5.35%。一年期银行间固定利率国债到期收益率相对较为平稳，自 2014 年 1 月份达到峰值 4.25%后有所回落，且走势进一步平坦化，上年年末受降息影响波动性略有增加，本季度整体上维持平稳低位水平，平均利率为 3.12%，较上年第四季度（3.33%）和上年同期（3.52%）均有下降。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变动趋势关联度仍然较大。一年期短融的平均发行利率于 2014 年二季度起逐步降至一年期贷款基准利率以下，此后进一步回落，年末受流动性趋紧的影响略有回升，本季度呈现先跌后涨的趋势，平均利率为 5.88%，再次突破一年期贷款基准利率，平均利率较上年第四季度 5.40%的平均水平略有回升，但较上年同期 6.72%的平均水平有较大幅度下降。

五年期和七年期贷款基准利率也继 2014 年 11 月下调后，于本季度再次下调 0.25 个百分点分别至 5.75%和 5.90%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率均值延续了 2014 年的下降趋势，本季度分别降至 3.35%和 3.40%的较低水平。五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的变动趋势基本一致。五年期中期票据的平均发行利率继 2014 年持续下降后，本季度初仍然呈现平稳下降的态势，但 3 月有所回升，整体上本季度的平均利率为 5.39%，仍然低于五年期贷款基准利率，平均利率较上年第四季度（5.56%）和上年同期（7.17%）均有不同程度的下降。七年期企业债的平均发行

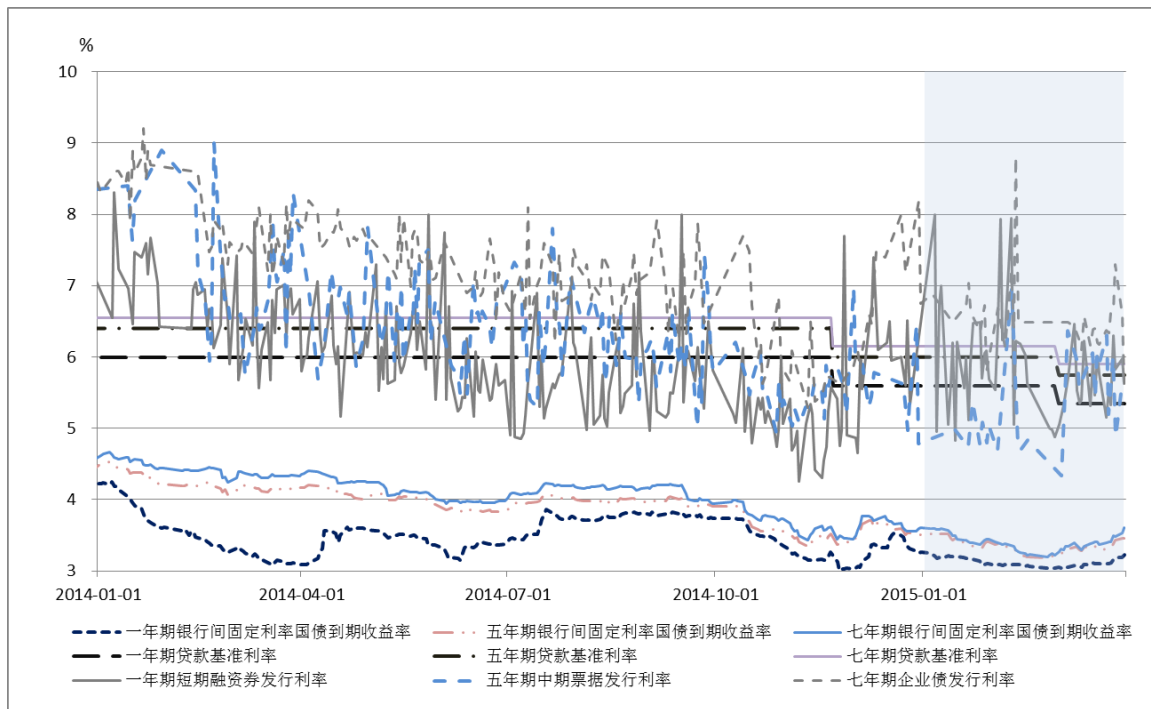
¹ 2015 年 2 月 5 日，中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。

² 2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

³ 数据来源：Wind 资讯。

⁴ 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

利率走势与五年期中期票据的平均发行利率走势基本相同，本季度的平均利率为5.39%，仍然低于七年期贷款基准利率，较上年第四季度（6.39%）和上年同期（7.99%）均有所下降。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图1 债券市场利率走势情况图

二、短融⁵发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 335 家企业发行短融 445 期（含超短融）⁶，合计发行规模为 6436.70 亿元，发行期数、发行家数和发行规模较上年第四季度分别增长 22.93%、16.72%和 21.81%，较上年同期增幅则均在 24%以上，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）1483 期，存续短融（含超短融）金额达 18868.73 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券⁷存量总规模的 17.48%。

⁵ 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。

⁶ 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。

⁷ 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。

表 2 短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2014 年 一季度	占 2014 年 全年比重 (%)	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	318	20.99	362	445	39.94	22.93
发行家数（家）	269	31.76	287	335	24.54	16.72
发行规模（亿元）	4919.9	22.86	5284.33	6436.7	30.83	21.81

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 197 家企业累计发行短融 207 期，发行总额为 1764.80 亿元，发行期数、发行家数和发行规模较上年第四季度和上年同期均出现下降，环比下降幅度分别为 5.48%、2.96%和 19.85%，同比则分别下降 10.00%、10.45%和 26.14%。短融发行量减少可能是因为超短融发行便利，部分短融发行人更倾向于发行超短融。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为 8.53 亿元，环比和同比分别下降 15.20%和 17.93%。

本季度，城投类企业⁸所发短融的期数和规模分别为 37 期和 252.50 亿元，环比和同比均有所下降，其中环比降幅均达到 40%以上，发行期数和发行规模分别占总发行期数和总发行规模的 17.87%和 14.31%。从发行期限来看，本季度所发短融仍以一年期为主，发行期限为 1 年期的短融发行期数为 205 期，占短融总期数的 99.03%。

表 3 2015 年一季度短融发行情况表

项目	2014 年 一季度	占 2014 年 全年比重 (%)	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	230	21.46	219	207	-10.00	-5.48
发行家数（家）	220	28.13	203	197	-10.45	-2.96
发行规模（亿元）	2389.4	22.71	2201.83	1764.80	-26.14	-19.85
单笔发行规模（亿元）	10.39	-	10.05	8.53	-17.93	-15.20

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁸ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

2. 超短融发行情况分析

本季度共有 159 家企业发行 238 期超短融，发行规模为 4671.90 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 50%以上，同比增幅更加显著，分别同比增长 170.45%、189.09%和 84.62%。本季度超短融发行量大幅增长，一方面是延续了超短融发行主体第三次扩容以来发行量持续增长的趋势，另一方面是由于超短融具备发行便利、信息披露简洁等优势，部分发行主体由发行短融转为发行超短融。本季度，超短融单笔发行规模为 19.63 亿元，环比和同比分别下降 8.94%和 31.74%。

本季度，在超短融发行量持续增长的情况下，城投类企业所发超短融发行量也保持增长。本季度，城投类企业所发超短融的期数和规模分别为 33 期和 404.50 亿元，较上年第四季度增长 13.79%和 26.01%，较上年同期增长 135.71%和 92.62%；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 13.87%和 8.66%，与上年第四季度相比有所下降，与上年同期相比变化不大。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 28 天至 9 个月不等，仍以 9 个月为主，占本季度超短融发行总期数的 60.92%。

表 4 2015 年一季度超短融发行情况表

项目	2014 年 一季度	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	88	143	238	170.45	66.43
发行家数(家)	55	97	159	189.09	63.92
发行规模(亿元)	2530.50	3082.50	4671.90	84.62	51.56
单笔发行规模(亿元)	28.76	21.56	19.63	-31.74	-8.94

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 30 家证券公司（占我国证券公司总家数的 25%）发行短融 57 期，发行规模为 938.00 亿元，平均单笔发行规模为 16.46 亿元。与上年第四季度相比，证券公司短融发行期数、发行家数和发行规模均有所下降，降幅分别为

16.18%、6.25%和 17.28%；与上年同期相比，证券公司短融发行期数、发行家数和发行规模变化不大。

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。发行主体地区分布按照发行期数和发行家数排名依次是广东省、北京市和江苏省，广东省发行的证券公司短融期数和规模依然保持领先，分别占总期数和总规模的 29.82%和 44.83%，与上年第四季度和同期不同的是，上海市发行的证券公司短融期数和规模有较大幅度减少，排名下滑较大。

表 5 2015 年一季度证券公司短融发行基本情况表

项目	2014 年 一季度	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	58	68	57	-1.72	-16.18
发行家数(家)	31	32	30	-3.23	-6.25
发行规模(亿元)	1023.50	1133.90	938.00	-8.35	-17.28
平均单笔发行规模(亿元)	17.65	16.68	16.46	-6.75	-1.31

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。

本季度银行间市场资金面整体较为宽松，利率整体上呈现先跌后涨的趋势，一年期短融的平均发行利率改变了上年年末的上升趋势，回落至一年期贷款基准利率以下，但在本季度末再次上涨并突破一年期贷款基准利率，较上年第四季度水平略有回升，但仍远低于上年同期水平。（参见上文“债券产品发行利率”部分）。

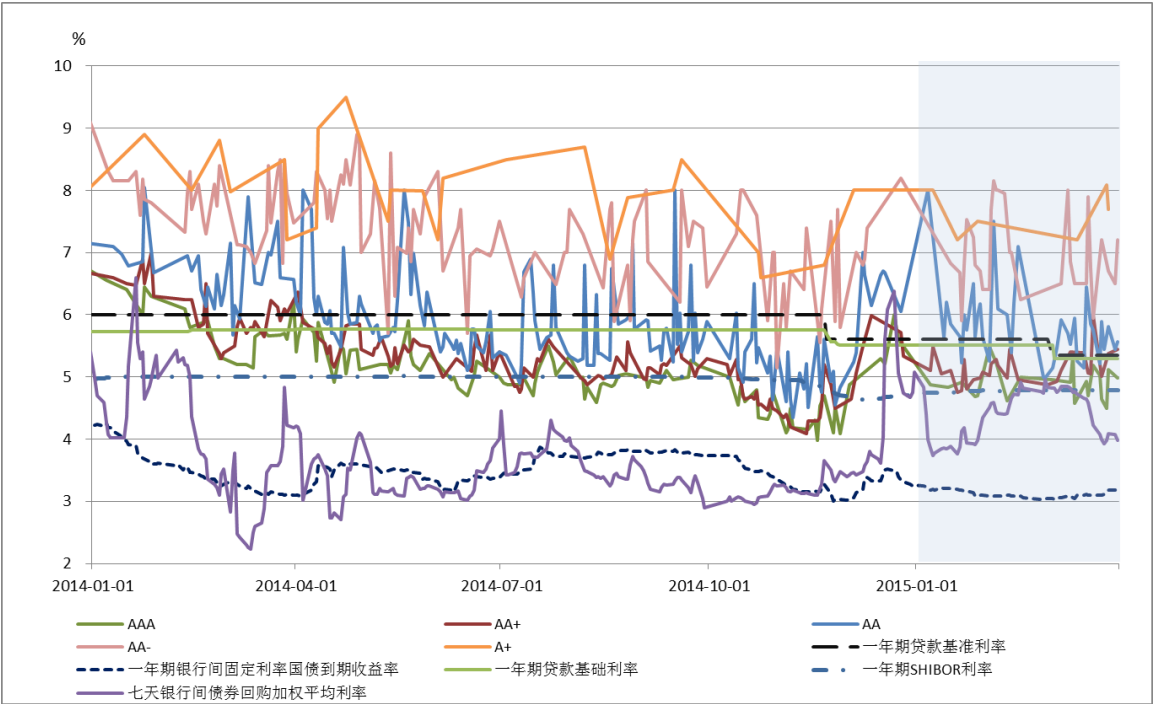
从图 2 可以看出，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）和一年期银行间固定利率国债收益率的走势大致相同，均呈现先跌后涨趋势，除 AAA 级和 AA+级，其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA 级和 AA+级主体所发短融的发行利率基本低于一年期贷款基准利率，AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷

款基准利率大幅波动，AA-级及以下主体所发短融的发行利率则高于一年期贷款基准利率。

表 6 2015 年一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 年一季度		2014 年四季度		2015 年一季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	5.77	5.15-6.55	4.58	3.98-6.00	4.91	4.25-5.49
AA+	5.97	5.18-6.99	4.75	4.05-5.99	5.16	4.70-7.00
AA	6.66	5.64-9.00	5.31	4.15-7.90	5.86	4.98-8.00
AA-	7.63	5.80-8.70	6.69	5.00-8.20	7.07	5.89-8.50
A+	8.27	7.20-9.50	7.10	6.60-8.00	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

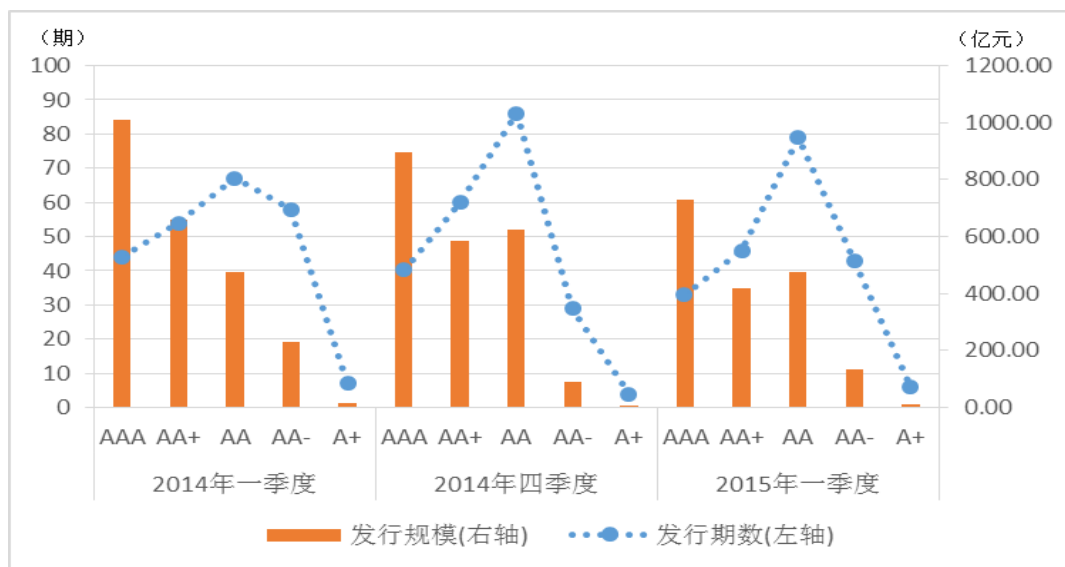
图 2 2015 年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

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仍主要分布在 AAA 级~AA 级。

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仍主要集中在 AA+~AA-级，发行期数占发行总期数的 81.16%，其中 AA 级主体发行的短融期数仍然最多，占总期数的 38.16%。与上年第四季度相比，AA-级主体所发短融期数和其在总期数中的占比有较大幅度增长，短融发行主体级别分布更加均匀。与上年同期相比，AA 级主体所发短融期数优势更加凸显，AA+级主体所发短融期数超过 AA-级。

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主要集中在 AAA 级~AA 级，占发行总规模的 91.88%，其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，占发行总规模的 41.42%。与上年第四季度相比，AAA 级和 AA-级主体所发短融规模在总规模的占比有所升高，AAA 级主体所发短融的规模占比优势更为明显。与上年同期相比，AA 级主体所发短融规模在总规模的占比有所升高，且其占比超过 AA+级。



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

五、短融发行规模结构分析

本季度，短融发行期数仍然呈现随发行规模增大而减少的趋势，发行规模仍主要集中在 1~20 亿元区间内。发行规模为 1~5 亿元的短融发行期数仍然最多，占短融发行总期数的 53.14%，发行期数占比环比和同比均有所增加；发行规模为 10~20 亿元的短融发行期数环比也有所增加；其他各区间的短融发行期数环比和同比均有所减少。

本季度超短融发行期数在各发行规模区间分布较上年第四季度和上年同期更加均匀，各发行规模区间的超短融发行期数环比、同比均有所增加。其中发行规模在 1~5 亿元区间的超短融发行期数增幅尤为显著，其发行期数已经超过上年全年该区间发行期数，可能是由于新扩容的超短融发行主体信用级别相对较低，偏好于相对较小的单笔发行规模。

整体看，本季度短融发行期数更加集中于 5 亿元以下规模区间；超短融的发行期数在各发行规模区间分布更加均匀，5 亿元以下发行规模的发行期数增长显著。

表 7 2015 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					
	2014年一季度		2014年四季度		2015年一季度		2014年一季度		2014年四季度		2015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)	103	44.78	105	47.95	110	53.14	3	3.41	21	14.69	53	22.27
5-10 (含10)	69	30.00	62	28.31	57	27.54	11	12.50	35	24.48	54	22.69
10-20 (含20)	33	14.35	27	12.33	30	14.49	26	29.55	43	30.07	56	23.53
20-30 (含30)	16	6.96	17	7.76	6	2.90	26	29.55	25	17.48	38	15.97
30-50 (含50)	8	3.48	6	2.74	3	1.45	16	18.18	12	8.39	30	12.61
50以上	1	0.43	2	0.91	1	0.48	6	6.82	7	4.90	7	2.94

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

本季度短融（含超短融，下同）的发行企业仍以国有企业为主，其所发短融的发行期数和发行规模在总期数和总规模中的占比分别为 77.53%和 90.13%，占比较上年第四季度和上年同期均略有下降。与上年第四季度和上年同期相比，本季度民营企业 and 外商独资企业所发短融的发行期数和发行规模均增幅较大。总体看，本季度民营企业的短融发行情况有所好转。

表 8 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

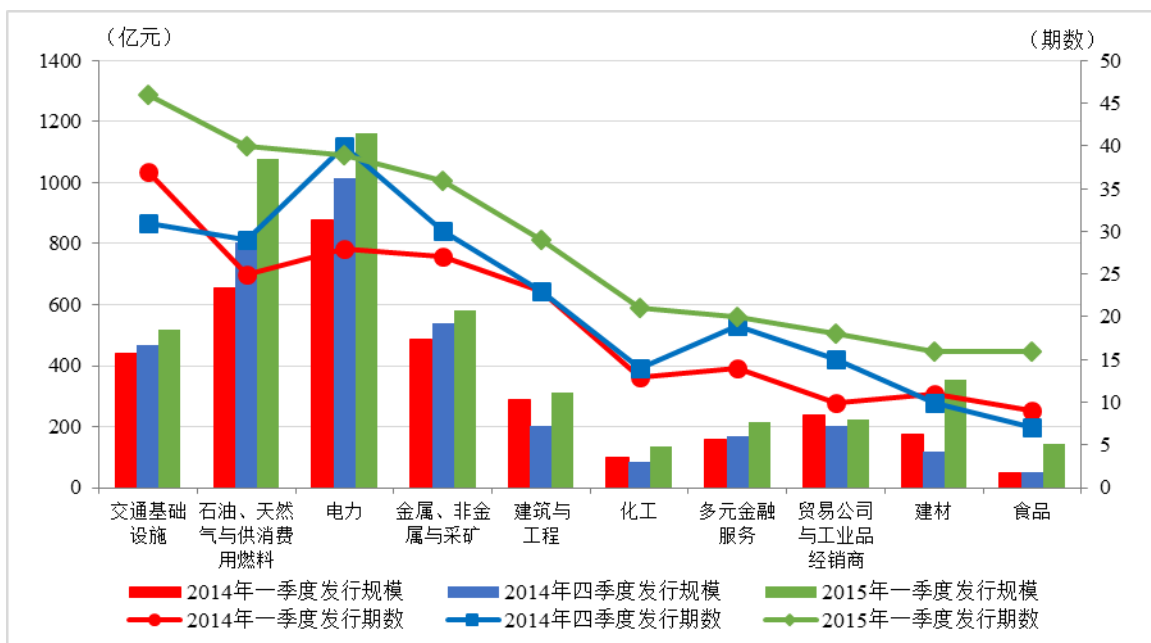
项目	2014 年一季度		2014 年四季度		2015 年一季度					
	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)	发行规模 (亿元)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)
国有企业	247	4511.10	302	4840.25	345	39.68	14.24	5801.20	28.60	19.85
民营企业	58	335.80	45	279.08	81	39.66	80.00	473.10	40.89	69.52
外商独资企业	4	22.00	5	39	10	150.00	100.00	72.10	227.73	84.87
中外合资企业	6	32.00	6	112	5	-16.67	-16.67	78.30	144.69	-30.09
集体企业	2	13.00	-	-	1	-50.00	-	2.00	-84.62	-
其他类企业	1	6.00	4	14	3	200.00	-25.00	10.00	66.67	-28.57
总计	318	4919.90	362	5284.33	445	39.94	22.93	6436.70	30.83	21.81

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⁹

短融（含超短融，下同）发行主体行业分布方面，本季度交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料，电力以及金属、非金属与采矿行业主体所发短融的期数和规模位居前四位，其中交通运输行业和天然气与供消费用燃料行业在发行期数上（46 期）超过电力行业位居前两位，而电力行业在发行规模上（1162.60 亿元）继续保持领先位居第一。另外，本季度建材行业在发行规模上环比增幅最大进入前五名；食品行业主体所发短融的期数和规模大幅增长使其进入前十名。

⁹ 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依据。以下同。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 短融发行期数前十位主体行业分布情况

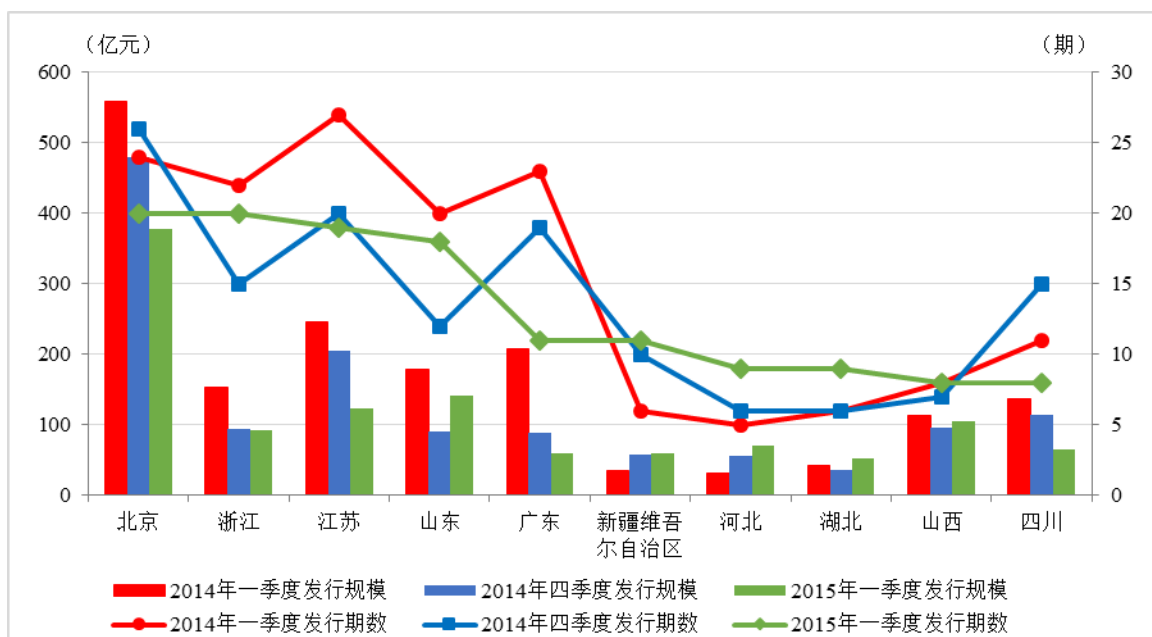
八、短融发行主体地区分布分析

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在发行期数（20 期）和发行规模（378.00 亿元）上均位列全国首位；浙江、江苏、山东和广东地区经济活跃度高，本季度所发短融期数位列 2~5 位。

从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上年第四季度相比，本季度浙江、山东、河北和湖北地区企业的短融发行期数增幅均超过 30%，四川和广东地区企业短融发行期数降幅均超过 40%；与上年同期相比，新疆和河北地区企业所发短融期数增幅明显，增幅均超过 80%。本季度，发行期数排名前五位地区企业的短融发行期数总和占短融发行总期数的 42.51%，该比例环比、同比均有所下降，市场格局趋向均衡。

从前十位短融发行规模的地区分布看，与上年第四季度相比，本季度山东、新疆、河北、湖北和山西地区企业所发短融规模均有所增长，其中山东地区短融发行规模增幅明显，发行规模排名跃至全国第二位，其他发行规模排名前十位的地区短

融发行规模均有所下降；与上年同期相比，除新疆、河北和湖北外，其它各地区的企业所发短融的发行规模均有所下降，其中广东、江苏和四川地区的企业所发短融的发行规模降幅较大。本季度，发行规模排名前五位地区企业的短融发行规模总和占短融发行总规模的 47.80%，该比例环比、同比亦有所下降。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2015 年一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，得益于超短融的多次扩容，本季度共有 26 个省份发行超短融，发行省份较上年第四季度（20 个）和上年同期（11 个）明显增多。本季度北京地区企业所发超短融的发行期数（73 期）和发行规模（2500.00 亿元）仍然最多，其发行期数和发行规模在超短融发行总期数和总规模中的占比分别为 30.67%和 53.51%，占比较上年第四季度变化不大，但与上年同期相比降幅较大。除北京地区外，本季度超短融的发行主体主要集中在广东、江苏、山东和上海地区。此外，浙江、福建和湖北在超短融发行期数和发行规模上也呈现良好的增长态势。整体看，随着各地超短融的发行量持续增加，市场格局将更加趋向均衡。

九、短融新增发行主体分析

本季度共有 36 家企业首次发行短融 37 期，合计发行规模为 194.00 亿元，分别占发行短融企业总家数、总发行期数和总发行规模的 18.27%、8.31%和 10.99%，占比较上年第四季度和上年同期均出现较大幅度下降。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石油、天然气与供消费用燃料，水务以及房地产管理与开发行业；新增主体仍以国有企业为主，共 25 家（包括 3 家中央国有企业），在新增主体中的占比为 69.44%；新增企业主体信用等级仍主要分布在 AA 级和 AA-级，分别占新增主体数量的 47.22%和 27.78%。

本季度共有 63 家企业首次发行超短融共计 82 期，发行规模为 1049.90 亿元，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 34.45%、39.62%和 21.12%，占比较上年第四季度和上年同期均有所增加。新增超短融的发行主体仍主要为地方国有企业，在新增主体中的占比为 60.32%，其次是中央国有企业和民营企业，占比均为 14.29%。由于监管层对超短融发行主体信用评级要求有所降低，本季度新增超短融发行主体的信用等级主要为 AA+和 AA，分别占新增超短融发行主体数量的 44.44%和 38.10%，与上年第四季度和上年同期新增超短融发行主体信用等级主要集中在 AAA 和 AA+的情况相比，本季度新增超短融发行主体的信用等级分布整体下移。

表 9 新增企业的短融（超短融）发行情况

项目	短融					超短融				
	2014 年 一季度	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2014 年 一季度	2014 年 四季度	2015 年 一季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行家数（家）	54	52	36	-33.33	-30.77	11	34	63	472.73	85.29
发行规模（亿元）	315.4	459.7	194	-38.49	-57.80	325.00	630.50	1049.90	223.05	66.52
发行家数占比（%）	24.55	25.62	18.27	-25.55	-28.66	20.00	35.05	39.62	98.10	13.04
发行规模占比（%）	13.20	20.88	10.99	-16.72	-47.35	12.84	20.45	21.12	64.49	3.28

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

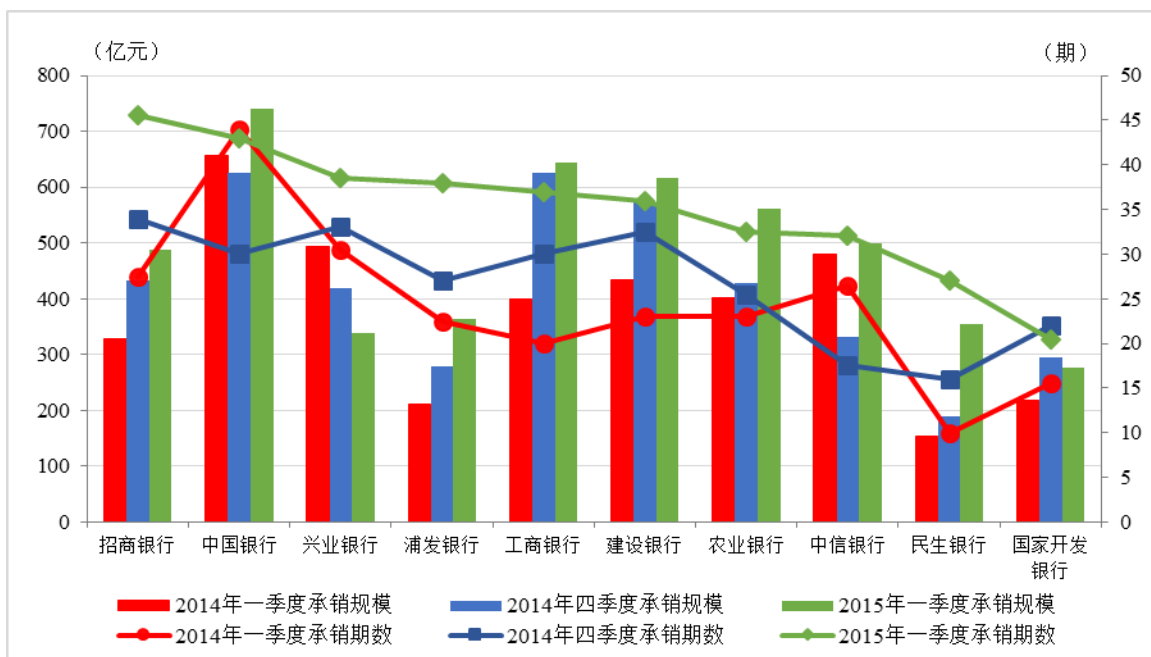
本季度，共有 30 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），承销商数量环比持平，同比增加 6 家。本季度共有 208 期短融采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 46.74%，该比例环比、同比均有所下降。

按承销期数统计¹⁰，本季度招商银行以承销 45.5 期位居首位，中国银行、兴业银行、浦发银行和工商银行分别位列第二至第五位。与上年第四季度和上年同期相比，本季度民生银行替代了光大银行进入前十位，其他排名前十位的承销商没有变化，排名略有变化。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 45.39%，该比例环比、同比变化不大。

按承销规模统计，本季度中国银行以承销 740.65 亿元位居市场首位，工商银行、建设银行、农业银行和中信银行位列第二至第五位。与上年第四季度和上年同期相比，本季度兴业银行、中信银行和招商银行排名有所下降，国有四大银行排名整体有所上升。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 47.60%，该比例较上年第四季度的 50.79%和上年同期的 50.09%有所下降。

总体看，本季度招商银行在短融承销期数上表现优异，而中国银行在短融承销规模上仍然优势明显，国有商业银行在承销规模上优势扩大，排名前五位承销商的承销规模的总和在本季度总承销规模中的占比有所下降，市场集中度有所下降。

¹⁰ 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 2015 年一季度短融承销期数前十位承销商情况

本季度共有 13 家主承销商参与承销大额短融（发行规模超过 50（含）亿元的短融，发行期数共 19 期，总发行规模为 1251.00 亿元），承销商数量环比、同比均增加 2 家，仍以联合承销的方式发行为主。其中农业银行、中国银行、工商银行和建设银行的大额短融承销期数位居前四位，四大银行的大额短融承销期数占大额短融总期数的比为 63.16%，该占比较上年略有上升，国有银行的大额短融承销优势仍然明显。

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、中诚信五家评级机构共出具了 207 期短融评级报告。大公在国内短融评级市场上的市场份额超过中诚信位居第一；中诚信则在发行规模方面仍保持第一；继上年第四季度东方金诚首次跻身短融评级市场后，本季度其短融评级业务量继续增长。

表 10 2015 年一季度各评级机构所评短融情况

评级机构名称	2014 年一季度				2014 年四季度				2015 年一季度			
	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(%)
大公	62	26.96	528.00	22.10	42	19.18	382.08	17.35	63	30.43	505.80	28.66
中诚信	70	30.43	934.50	39.11	77	35.16	814.05	36.97	61	29.47	670.80	38.01
联合资信	58	25.22	732.20	30.64	61	27.85	737.00	33.47	39	18.84	380.20	21.54
新世纪	40	17.39	194.70	8.15	38	17.35	260.70	11.84	39	18.84	180.50	10.23
东方金诚	-	-	-	-	1	0.46	8.00	0.36	5	2.42	27.50	1.56
总计	230	100.00	2389.40	100.00	219	100.00	2201.83	100.00	207	100.00	1764.80	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

从宏观基本面看，目前我国经济正处经济增速换挡期和结构调整阵痛期，尽管 2015 年以来“稳增长”政策频出，包括扩大基础设施投资建设，加速推进“一带一路”、长江经济带和京津冀协同发展三大战略，下调购房首付比例及营业税免征年限等，还加大了货币政策的调控力度以促进社会融资成本的降低，但当前我国经济仍面临较大下行压力。本季度 GDP 总量同比增长 7.0%，该增速为 2009 年第二季度以来最低；3 月，全国居民消费价格总水平（CPI）同比增长 1.4%；工业生产者出厂价格（PPI）同比降幅小幅缩窄至 4.6%，为连续 37 个月下滑。可以看出，目前我国经济下行压力和通缩压力仍然存在，这为短期财政政策和货币政策进一步放松提供了空间：一是鉴于投资增长仍然是当前我国经济增长的主要力量，积极财政政策在二季度有望加码，基建投资增长有望进一步提速；二是央行近日也表示将更加注重货币政策的松紧适度，降低社会融资成本，货币政策有望进一步宽松。随着“稳增长”政策效应逐步释放，预计 2015 年二季度 PPI 降幅将逐步收窄，货币政策仍将保持适度宽松，经济下行压力或将有所改善，总体上利于债券市场发展。

从市场资金面看，本季度，央行灵活运用多种货币政策工具引导社会融资成本下降，市场流动性也得到释放，资金面整体较为宽松。此外，随着世界各国央行陆续采取了货币宽松的举措，欧洲央行也于 2015 年 3 月全面开启量化宽松货币政策，而近期美国加息预期也有所降温，亦有助于市场资金面的稳定。预计 2015 年二季度

流动性也将继续维持宽松的态势，央行将继续灵活运用各种货币政策工具组合调节市场资金面，再次降准的可能性仍存在，利于短融的发行。

从债券市场来看，第一，随着《地方政府一般债券发行管理暂行办法》和《地方政府专项债券发行管理暂行办法》的相继出台以及 PPP 模式的推广，地方政府融资方式正走向规范化，地方政府融资平台的政府性融资职能也将逐渐剥离，但这对城投类企业的短融发行短期内的影响不大。第二，在监管层对超短融发行主体条件逐步放宽以及融资成本持续下行的背景下，超短融正获越来越多企业青睐，预计未来超短融的发行将继续保持快速增长的态势。第三，本年度是债券偿付高峰期，近期“ST 湘鄂债”成为国内第一单本金违约的公募债券，同时中小企业私募债违约事件也相继发生，在经济新常态背景下，个别行业景气度难以迅速提升，信用风险事件暴露将更加频繁，投资者也将继续对低信用等级债券发行人保持较高警惕，推高这类企业的短融发行成本从而抑制其发行短融。

整体看，鉴于财政政策在2015年二季度有望加码，货币政策有望进一步宽松，在市场资金面持续宽松的情况下，短融市场将继续保持稳定发展的态势，而超短融的发行量快速增长的局面也将持续。此外，目前短融发行主体信用等级分布仍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。