

联合 研究报告

2014.10.22



2014 年第三季度短期融资券 市场及利差研究报告



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

2014 年第三季度短期融资券市场及利差研究报告

联合资信评估有限公司 刘 艳 余 雷 王 柠 常茜菲 林 青

一、本季度债券市场发展情况

1. 债券市场政策回顾

从本季度债券市场相关政策来看，8 月初，证监会专门召开视频会议，对国务院 7 月 23 日常务会议部署的“多措并举缓解企业融资成本高问题”予以落实，会议决定将从十个方面降低企业融资成本，即所谓“融十条”，包括扩大公司债发行主体范围，丰富债券发行方式，且允许新三板的挂牌公司发行中小企业私募债，提供多元化的融资渠道，债市将再迎扩围。

8 月 31 日，全国人民代表大会常务委员会表决通过了修改《中华人民共和国预算法》的决定，有限放开地方政府发债，限制控制发债主体、审批、用途和风险，并把地方债纳入预算规范管理，这是规范地方政府债务管理的一个重大突破。

9 月 1 日交易所债市 ST 新规施行，“08 奈伦债”成为首只 ST 债券，此后有“戴帽”预期的债券可能将会面临流动性危机，甚至引发债券投资人的提前抛售。

9 月底，发改委下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，《意见》从严格发债企业准入条件、规范和强化偿债保障措施，发改委对企业债，特别是城投债的审核方面，正在趋于严格。

9 月 30 日，央行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，支持符合条件的房地产企业在银行间发行债券，此举将拓宽房地产企业融资渠道，利好债券市场的发行。

10 月初，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》，与《预算法》相互配合，规范地方政府举债融资机制，明确地方政府对其举措的债务负有偿还责任，中央不予救助，《意见》的出台也将会对传统城投债的发行产生影响。

总体看，我国规范债券风险监管和风险责任承担制度逐渐成熟，有利于债券市场的健康发展。

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 29940.88 亿元，较上季度减少 6.83%，较上年同期增长 16.79%。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 35.66 万亿元。

本季度，政府债发行量有所增长，主要是由于地方政府债发行期数和发行规模增幅较大，两者环比分别增加 300.00%和 89.33%，同比分别增加 146.15%和 23.80%；国债发行期数和发行规模较上季度变化不大，较上年同期分别增长 23.53%和 13.40%。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减少 40.61%和 38.41%，与上年同期相比分别大幅增长了 189.36%和 209.62%，企业债券发行量环比下降或是由于受到本季度债市反腐和发改委提高企业债券发行门槛的影响；但企业债券发行量同比仍有较大增幅，主要是由于上年同期监管部门对企业债券发行的分类审核和专项核查以及银行间债券市场资金面趋紧、发行成本上升导致企业债券发行量明显下降，基数较小。中期票据的发行期数和发行规模较上季度分别下降 18.18%和 24.84%，较上年同期相比分别增长 81.73%和 70.23%。金融债的发行仍然以政策性银行债为主，商业银行债的发行量同比和环比均有较大增长，金融债券发行期数和发行规模较上季度分别下降 5.52%和 1.25%，较上年同期分别增长 47.31%和 32.39%。

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减少 7.60%和 14.89%，较上年同期分别增加了 49.63%和 21.55%；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 18.33%和 15.41%，较上年同期分别增长了 121.88%和 58.12%。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2013 年第三季度 发行情况		2014 第二季度 发行情况		2014 第三季度 发行情况		2014 年第三季度末 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	30	6391.00	28	6280.00	53	7465.00	311	100151.41
国债	17	4299.00	20	4912.00	21	4875.00	212	88279.41
地方政府债	13	2092.00	8	1368.00	32	2590.00	99	11872.00
央行票据	6	4008.00	0	0.00	0	0.00	12	4681.72

金融债	93	5956.00	145	7985.00	137	7885.00	747	114871.23
政策性银行债	82	5755.00	122	6715.00	109	5569.00	485	98702.28
商业银行债券	6	180.00	16	813.00	26	2264.00	231	15356.95
非银行金融机构债券	6	36.00	7	457.00	2	52.00	31	812.00
政府支持机构债券	6	800.00	8	1150.00	3	450.00	90	11300.00
企业债券	47	545.50	229	2742.40	136	1689.00	2085	28679.08
一般企业债	47	545.50	225	2707.50	135	1686.00	2072	28611.41
集合企业债	0	0.00	4	34.90	1	3.00	13	67.67
中期票据	104	1368.00	231	3098.60	189	2328.80	2067	31119.70
美元中期票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	2.00
集合票据	1	1.30	3	4.30	0	0.00	75	160.52
短期融资券	268	4279.30	434	6111.70	401	5201.60	1258	16351.20
短期融资券	205	2040.30	345	3491.70	278	2438.60	1023	10138.20
超级短期融资券	63	2239.00	89	2620.00	123	2763.00	235	6213.00
证券公司短期融资券	32	708.00	60	970.00	71	1119.50	65	1032.50
资产支持证券	0	0.00	34	330.00	73	885.00	142	1807.59
非金融企业资产支持票据	0	0.00	7	10.00	9	21.20	48	152.40
非公开定向债务融资工具	129	1337.50	393	3305.18	306	2544.78	1525	16106.14
公司债	10	200.80	14	106.00	29	257.40	2074	28528.42
可转债	3	40.61	3	43.72	5	88.60	32	1663.41
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	2	5.00	2	5.00
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	729	25636.01	1589	32136.90	1414	29940.88	10534	356636.62

注：1. 发行数据为中国债券信息网上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上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上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上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、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，银行间市场资金面继续保持宽松的状态。继 2014 年上半年两次定向降准后，本季度货币政策再趋宽松，具体包括：7 月 1 日起存贷比计算口径的调整¹，使得银行释放更多的流动性，并且引导金融机构将信贷配置到“调结构”领域；7 月中下旬，国开行从央行获得 3 年期 1 万亿元的 PSL（抵押补充贷款），用于棚户区改造；7 月 31 日央行下调了 14 天期正回购利率 10BP；8 月 8 日央行增加再贴现额度 120 亿元，要求全部用于支持金融机构扩大“三农”、小微企业

¹ 2014 年 6 月 30 日银监会公布《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》。

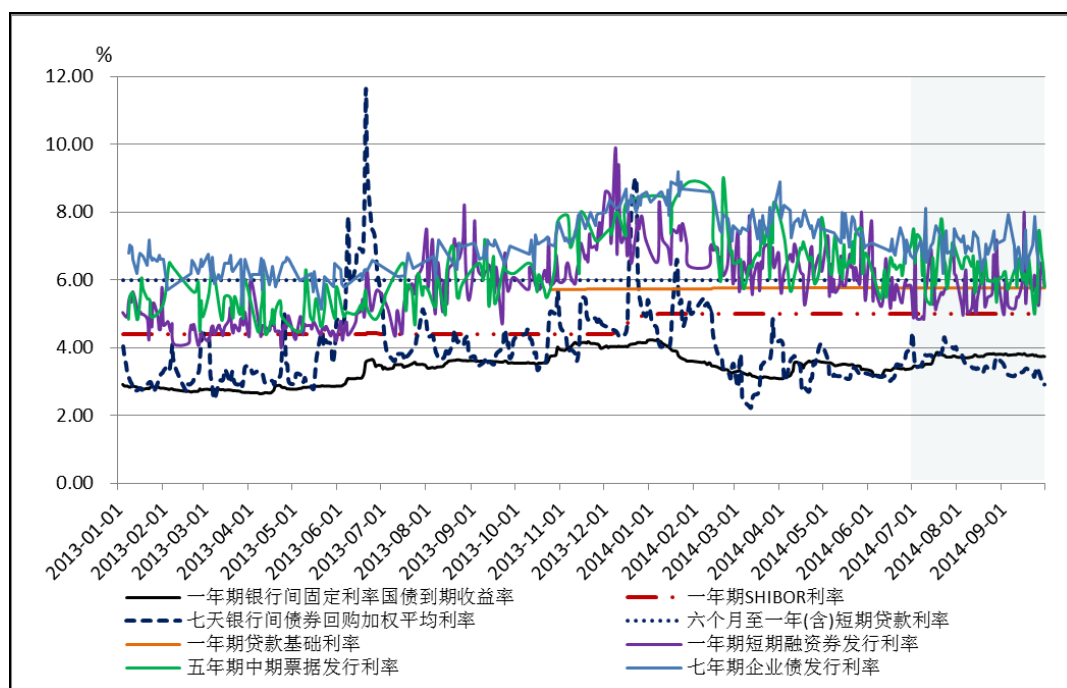
信贷投放；8 月下旬央行增加支农再贷款 200 亿，并定向降息（对贫困地区符合条件的农村金融机构的支农再贷款利率可在优惠利率基础上再降 1 个百分点）；9 月中旬央行对五大行进行 5000 亿 SLF（常设借贷便利），期限为 3 个月（此次操作性质类同基础货币的投放）；9 月 18 日央行再次下调了 14 天期正回购利率 20BP。本季度，宽松的货币政策也使银行间市场资金面继续维持宽松状态，利率水平整体有所回落，债券利率较为平稳，债市总体向好。

具体来看，从 2013 年至今，银行间债券回购加权平均利率（R007）总体来看仍呈现 M 型走势。受流动性趋紧的影响，R007 分别在 2013 年 6 月（11.62%）和 12 月（8.94%）出现两次峰值，2014 年以来，银行间流动性持续宽裕，R007 呈现波动下行趋势，本季度 R007 利率均值为 3.54% 的较低水平，较上季度 3.35% 的利率均值有小幅回升，较上年同期 4.01% 的利率均值也有所回落。

一年期银行间固定利率国债到期收益率较为平稳。2013 年年中至年末呈现平稳上升趋势，2014 年年初达到最高值 4.25%，此后有所回落。本季度利率走势进一步平坦化，利率均值为 3.72%，较上季度（3.41%）和上年同期（3.53%）有小幅上涨，这或是由于经济增速趋缓和 IPO 重启后，市场存在降息预期，而较短久期国债产品在利率下降时的票息保护作用有限，导致市场对其需求有所下降。

一年期贷款基准利率一直维持在 6.00%。一年期贷款基础利率自 2013 年 10 月 25 日公布之日起至 2014 年 2 月中旬，均在 5.73% 上下，此后有所上升，一直维持在 5.76% 上下。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 年前三季度一直约为 5.00% 的水平。

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，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 3.98% 和 4.14% 上下小幅波动，较上季度均基本相同，较上年同期均有所上升。



注：贷款基准利率（Loan Prime Rate，简称 LPR）是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。2013 年 10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，运行初期向社会公布一年期贷款基准利率。

资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2014 年三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与一年期银行间固定利率国债到期收益率的变动趋势基本一致，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 年前三季度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（6.00%）和一年期贷款基准利率（5.76%）以下，本季度一年期短期融资券发行利率均值为 5.71%，较上季度（6.13%）和上年同期（6.03%）均有所下降。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，但波动性较大，2013 年下半年呈现波动上行趋势，且大部分突破五年期贷款基准利率（6.4%），2014 年前三季度有所下降，本季度利率均值为 6.26%，较上季度利率均值（6.55%）有所回落，但较上年同期（5.84%）有所上升，其中 AAA 级中期票据的发行利率基本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，从 2013 年下半年突破七年期贷款基准利率（6.55%）以来，本季度小部分七年期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²发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 324 家企业共发行短融 401 期（含超短融）³，合计发行规模为 5201.60 亿元；短融的发行期数、发行家数和发行规模较上季度分别下降 7.60%、13.37%和 14.89%，但较上年同期均出现大幅增长，其中发行期数、发行家数同比增幅较大，分别增加 49.63%和 46.61%。

本季度，央行继续采取定向宽松的货币政策，市场流动性较好，发行人债券融资成本较上年同期有所下降。但本季度受华通路桥兑付危机事件和市场流动性暂时趋紧的影响，先后两次出现了短融集中推迟发行或取消发行的情况，导致本季度的短融发行期数环比有所下降。本季度，地方政府债券自发自还试点顺利推进，在一定程度上缓解了地方政府的融资需求，对城投类企业的短融发行可能有影响。另外，具有发行频率高、发行金额高等特点的超短融也被越来越多的高信用等级主体青睐，且信用风险事件的出现也导致机构对高级别债券的配置需求增强，本季度超短融的发行期数增幅较大。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1258 期，存续短融（含超短融）金额达 16351.20 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券⁴存量总规模的 13.33%。

表 2 短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2013 年 三季度	占 2013 年 全年比重 (%)	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	268	24.91	434	401	49.63	-7.60
发行家数（家）	221	31.17	374	324	46.61	-13.37
发行规模（亿元）	4279.30	26.98	6111.70	5201.60	21.55	-14.89

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 260 家企业累计发行短融 278 期，总发行额为 2438.60 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度分别下降 21.21%、19.42%和 30.16%，而较上年同期分别增长 34.72%、35.61%和 19.52%。从单笔发行规模来看，本季

² 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。

³ 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。

⁴ 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。

度短融的单笔发行规模为 8.77 亿元，环比、同比分别下降 13.34%和 11.86%。

出现在 7 月末和 9 月末的短融集中推迟发行或取消发行的情况是导致本季度短融的发行期数环比下降的重要原因。7 月末，受华通路桥的兑付危机事件、市场流动性暂时趋紧等因素影响，债市融资成本有所上升，有数十家企业发布公告称“因市场波动较大”决定推迟或取消原定的短融发行计划，还出现了发行时在原协商利率区间内认购不足的情况，导致企业最终取消短融的发行。9 月末，货币市场再次出现波动，又有多家企业临时决定取消短融发行，认购不足的情况也有发生。

本季度城投类企业⁵所发短融的发行期数和发行规模环比亦有所下降，分别为 63 期和 613.50 亿元，环比分别下降 20.25%和 35.01%，分别占总发行期数和总发行规模的 22.66%和 25.16%；但发行期数和发行规模较上年同期均有所增加。对于本季度城投类企业所发短融环比下降的原因，除了由于短融推迟或取消发行所致外，超短融的替代效应和地方政府债券自发自还的开展对城投类企业的短融发行也有一定的影响。

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 273 期，占发行总期数的 98.20%。

表 3 2014 年三季度短融发行情况表

项目	2013 年 三季度	占 2013 年 全年比重 (%)	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	205	23.84	345	278	35.61	-19.42
发行家数(家)	193	29.11	330	260	34.72	-21.21
发行规模(亿元)	2040.30	24.51	3491.70	2438.60	19.52	-30.16
单笔发行规模(亿元)	9.95	-	10.12	8.77	-11.86	-13.34

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 75 家企业共发行超短融 123 期，发行总额为 2763.00 亿元；超短融的发行期数、发行家数和发行规模环比、同比均出现增长，其中超短融的发行期数和发行家数同比增幅较大；超短融的平均发行规模较上季度和上年同期均有所下降。2014 年 5 月份超短融第三次扩容后，超短融的发行主体条件扩大至双

⁵ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

评级 AA 级企业，本季度已有 1 家 AA 级企业发行超短融。在此情况下，将有越来越多的企业选择这种期限更短、流动性更强的资金管理工具，预计未来超短融的发行期数增速有望继续加快。

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 17 期和 239.00 亿元，分别占总发行期数和发行规模的 51.22%和 22.20%。本季度城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模较上季度（10 期 117.00 亿元）和上年同期（0 期）增幅很大。

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，仍以 9 个月发行期限为主，占本季度超短融发行总期数的 75.61%。

表 4 2014 年三季度超短融发行情况表

项目	2013 年 三季度	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	63	89	123	95.24	38.20
发行家数(家)	34	55	75	120.59	36.36
发行规模(亿元)	2239.00	2620.00	2763.00	23.40	5.46
单笔发行规模(亿元)	35.50	29.44	22.46	-36.73	-23.71

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 38 家证券公司（占我国证券公司总家数的 33.04%）发行短融 71 期，发行规模为 1119.50 亿元，平均单笔发行额为 15.77 亿元。与上季度相比，本季度证券公司短融发行期数和发行规模环比分别增长 18.33%和 15.41%；发行家数环比增加 5.56%，增速有所放缓；平均单笔发行规模环比略有下降。与上年同期相比，证券公司短融的发行期数、发行家数和发行规模均增幅较大，平均单笔发行规模则有所下降。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；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，与上季度情况相同；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 25.35%和 34.52%。

表 5 2014 年三季度证券公司短融发行基本情况表

项目	2013 年 三季度	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	32	60	71	121.88	18.33
发行家数(家)	19	36	38	100.00	5.56
发行规模(亿元)	708.00	970.00	1119.50	58.12	15.41
平均单笔发行规模(亿元)	22.13	16.17	15.77	-28.74	-2.47

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。

从图 2 可以看出,今年以来,银行间流动性持续宽松,各基准利率稳中有降。短融的平均发行利率仍在一年期贷款基准利率附近波动,但较上季度有所回落(参见上文“债券产品发行利率”部分)。

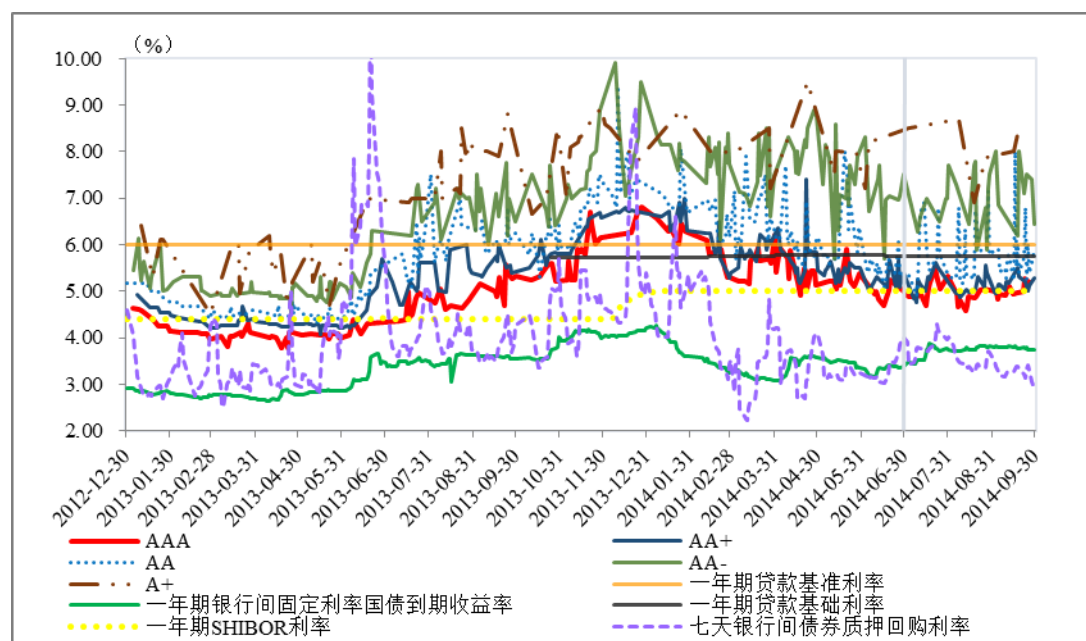
从各级别发行人所发短融的发行利率来看,各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007 和一年期银行间固定利率国债收益率的走势大致相同。AAA 级和 AA+ 级主体所发短融的发行利率均区分程度不高,但均低于一年期基准贷款利率和一年期贷款基础利率,平均发行利率均值环比降幅均超过 30 个 BP; AA 级主体所发短融的发行利率与一年期贷款基准利率大致相当,但波动幅度较大,平均发行利率环比、同比均有所下降; AA- 级及以下主体所发短融的发行利率则高于一年期贷款基准利率,平均发行利率环比变化不大,同比则有所上升。

表 6 2014 年三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 年三季度		2014 年二季度		2014 年三季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	4.96	4.35-5.98	5.31	4.70-6.75	4.99	4.59-5.55
AA+	5.44	4.70-6.00	5.51	5.00-7.40	5.16	4.75-5.90
AA	6.09	5.10-7.50	5.95	5.10-8.50	5.76	4.90-8.00
AA-	6.89	6.00-8.00	7.46	5.70-9.00	6.95	5.89-8.00
A+	7.75	6.90-8.80	8.11	7.20-9.50	8.08	6.90-8.70

注:剔除有担保的债券 4 期、发行期限在 1 年以下的短融 5 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4期、发行期限在1年以下的短融5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年第三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，本季度短融的发行仍然呈现随着发行规模增大而发行期数减少的局面，发行规模仍主要集中在1~20亿元区间内，占短融发行总期数的93.88%，该占比环比、同比均有所增加。与上季度相比，本季度各发行规模区间短融发行期数均有所下降。与上年同期相比，除发行规模为20~30亿元的短融发行期数有所下降外，本季度各发行规模区间的短融期数均有所增长或持平，其中10亿元以下规模的短融发行期数增幅较大。

本季度超短融发行规模主要集中在5~50亿元区间内，发行规模分布较上季度和上年同期分布更均匀。本季度除了发行规模在20~30亿元的超短融的发行期数环比有所减少外，其它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5~10亿元的超短融发行期数增幅很大，环比、同比分别增加400.00%和500.00%。

整体看，本季度短融的发行规模分布更集中于10亿元以下的规模区间，而超短融发行规模分布更均匀。

表 7 2014 年三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 三季度	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2013 年 三季度	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
1~5 (含 5)	103	168	147	42.72	-12.50	2	4	9	350.00	125.00
5~10 (含 10)	49	94	75	53.06	-20.21	5	6	30	500.00	400.00
10~20 (含 20)	31	52	39	25.81	-25.00	23	23	34	47.83	47.83
20~30 (含 30)	15	19	10	-33.33	-47.37	11	28	24	118.18	-14.29
30~50 (含 50)	6	7	6	0.00	-14.29	15	26	26	73.33	0.00
50 以上	1	5	1	0.00	-80.00	7	2	0	-100.00	-100.00

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

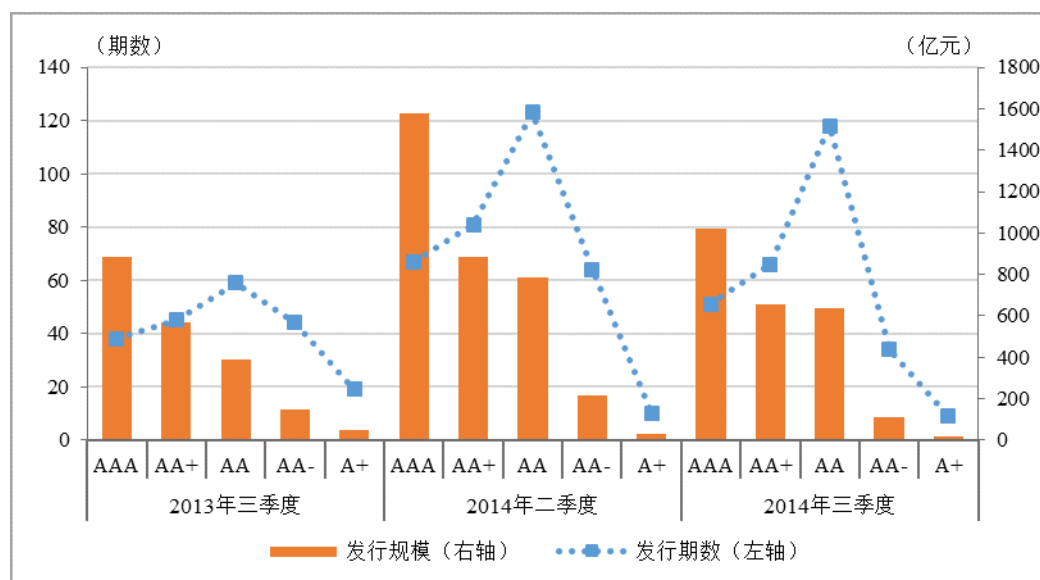
短融发行主体的信用等级主要有 AAA、AA+、AA、AA-、A+，发行主体最低信用等级仍为 A+。

短融发行主体信用等级分布方面，按发行期数统计，本季度各级别主体所发短融的发行期数分布与上季度和上年同期基本一致；AA 级主体所发短融期数仍最多（118 期），在总发行期数中的占比仍然最大，达到 42.45%。与上季度相比，本季度各级别主体所发短融期数均有所下降，其中 AA-级主体所发短融期数降幅最大；与上年同期相比，本季度 AA 级主体所发短融期数增幅最大，AA-级和 A+级主体所发短融期数有所减少。

按发行规模统计，本季度各级别主体的短融发行规模和平均发行规模仍随着主体信用等级的降低而减少；AA 级及以上主体所发短融规模在短融发行总额中的占比仍高达 94.67%。与上季度相比，本季度各级别主体短融发行规模亦有所下降，其中 AAA 级和 AA-级主体所发短融规模降幅较大，同比分别下降 35.49% 和 49.29%；与上年同期相比，本季度 AA 级及以上主体所发短融规模有所增加，AA-级和 A+级主体所发短融规模则有所下降。

整体看，本季度 AA 级主体发行期数和发行规模在发行期数和发行规模总和中的占比继续增加，而低信用等级主体（AA-级及以下）所发短融的期数和发行规模占比均有所回落，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级集中的趋势进一步

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

从短融（含超短融，以下同）发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业仍然是短融发行主体的主要企业类型，其短融发行期数和发行规模在总期数和总规模中的占比分别为 81.80%和 92.59%，占比较上年同期和上季度均略有增加。与上季度相比，本季度各类型企业所发短融的发行期数均有所下降，但外商独资企业和集体企业的短融发行规模有所增加（主要由于基数较小所致）。与上年同期相比，国有企业和民营企业所发短融的发行期数均有所增加，除了中外合资企业的短融发行规模有所下降外，其他各类型企业所发短融规模同比均出现增长，其中国有企业所发短融期数和规模均出现增长且增幅较大。可以看出，本季度国有企业的短融发行优势进一步提升。

表 8 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

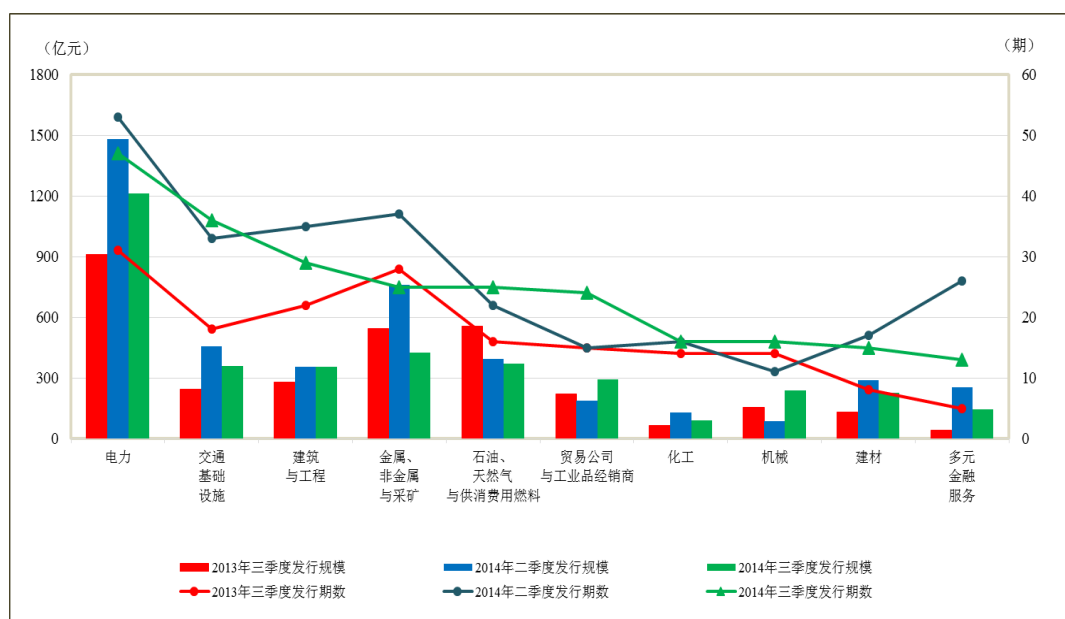
项目	2013 年第三季度		2014 年二季度		2014 年第三季度					
	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)	发行规模 (亿元)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)
国有企业	194	3904.90	345	5651.10	328	69.07	-4.93	4816.30	23.34	-14.77
民营企业	52	269.90	66	336.10	60	15.38	-9.09	291.80	8.11	-13.18
外商独资企业	7	32.50	8	40.00	6	-14.29	-25.00	52.00	60.00	30.00

中外合资企业	11	53.00	9	57.50	3	-72.73	-66.67	9.50	-82.08	-83.48
集体企业	4	19.00	5	25.00	3	-25.00	-40.00	27.00	42.11	8.00
其他类企业	-	-	1	2.00	1	-	0.00	50.00	-	150.00
总计	268	4279.30	434	6111.70	401	49.63	-7.60	5201.60	21.55	-14.89

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，以下同）发行主体行业分布方面，本季度电力行业仍以较大优势位居首位，但较上季度发行期数和发行规模均有所减少；交通基础设施建设与工程，金属、非金属与采矿，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五位。与上季度相比，机械行业在发行期数和发行规模上取代食品行业进入前十名，其他排名前十位的行业没有变化，排名略有所变化。与上年同期相比，多元金融服务（其中城投类企业占 69.23%）在发行期数和发行规模上分别取代食品行业和消费品经销商行业进入前十名。本季度贸易公司与工业品经销商在发行期数和发行规模上环比增幅明显，增速加快；多元金融在经历了上季度快速增长后，增速有所放缓；机械行业较上季度发行规模环比大幅增长，单笔发行规模增长明显；金属、非金属与采矿行业相比上季度发行期数和发行规模均有所下降。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图4 2014年第三季度短融发行期数前十位主体行业分布情况

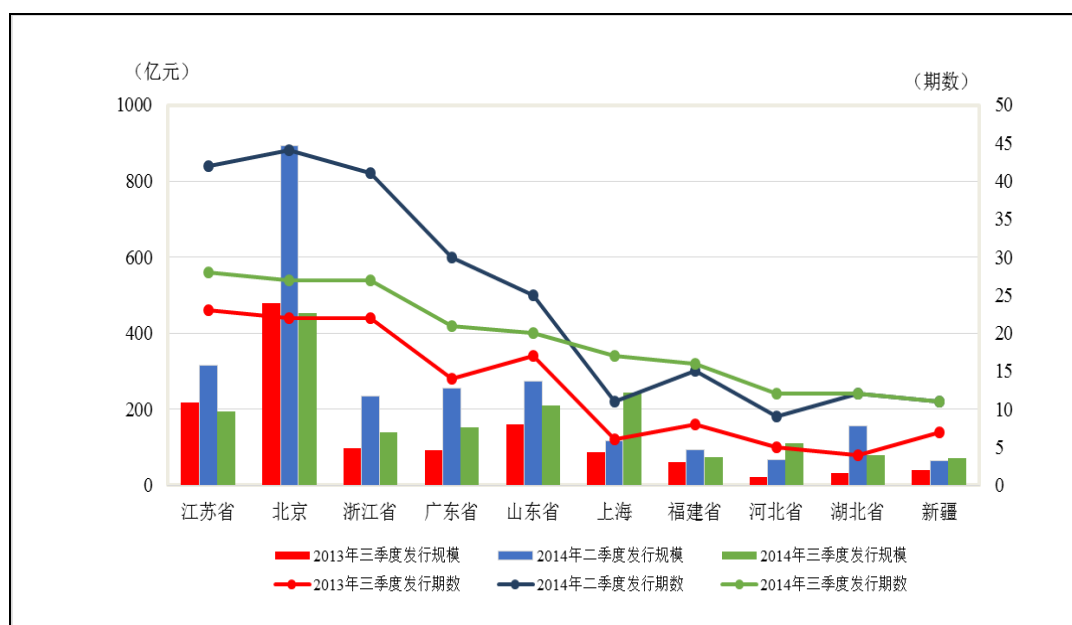
⁶ 本文采用全球行业分类系统（GICS）三级行业分类标准，分析中“综合类”行业不予考虑。

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发行规模 453.7 亿元，仍位列全国首位，发行期数 27 期，降至全国第二位，发行优势仍较明显；江苏、浙江、广东和山东等地区本季度所发短融的期数位列全国前五位，其中江苏发行短融 28 期，超过北京居全国第一位。

从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上季度相比，发行期数排名前五位的地区发行期数均有所减少；与上年同期相比，发行期数排名前十位地区的企业短融发行期数均有所增加，上海、湖北、河北、福建地区企业所发短融期数增幅均超过 100%，广东地区增幅为 50%。

从前十位短融发行规模的地区分布看，与上季度相比，上海、河北、新疆地区企业所发短融规模均有所增长，其中上海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，除江苏和北京外，其它各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，河北、湖北和上海地区的企业所发短融的发行规模增幅较大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2014 年第三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，本季度共有十三个省份发行超短融，超短融的发行主体仍集中在北京市。北京地区企业发行超短融 64 期，发行规模 1749.0 亿元，发行期数环比和同比均有所增加，发行规模同比有所降低。北京地区企业所发超短融期数和规模在超短融发行总期数和总规模中的占比分别为 52.0%和 63.3%，占比较上季度分别减少 9.8%和 2.69%，较上年同期分别减少 32.1%和 24.6%，集中度降低较明显。本季度，除北京地区外超短融的发行主体主要集中在安徽、山东、上海、广东、江苏等地区，发行超短融省份数量较上季度和上年同期明显增多，安徽地区首次发行超短融 8 期，在发行期数上同上海、山东并列全国第二位，发行规模 120 亿，排名全国第三位；山东地区超短融发行期数和规模较上季度均有明显回升，发行规模 140 亿，仅次于上海（195 亿），位居全国第三位；广东地区发行规模为 101 亿元，较上季度有明显回落（300 亿元），排名由全国第二位降至第五位。

九、短融发行主体新增企业分析

本季度共有 58 家企业首次发行短融共计 60 期，合计发行规模为 355.70 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 22.31%。首次发行短融的企业家数和发行规模较上一季度均有所减少，与上年同期相比则有所增加；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变化不大，较上年同期有所增加，增速较稳定。本季度新增企业主要分布于资本货物、运输和材料行业，仍以地方国有企业为主，共 37 家，在新增主体中的占比为 63.79%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA 级和 AA-级，在新增主体中的占比分别为 36.67%和 23.33%。

本季度共有 27 家企业首次发行超短融共计 36 期，发行规模为 447.00 亿元。新增企业主要为地方国有企业或中央国有企业，与上季度和上年同期相比本季度新增一家外商独资企业发行超短融。新增超短融发行主体的信用等级主要为 AAA 级和 AA+级企业，含 1 家 AA 级企业。本季度超短融的新增发行主体数量及其发行规模同比和环比增幅均较大。

表 9 2014 年三季度短融发行主体新增企业的短融发行情况

项目	2013 年 三季度	2014 年 二季度	2014 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行家数(家)	43	77	58	34.88	-24.68
发行规模(亿元)	304	449.30	355.7	17.01	-20.83
发行家数占比(%)	20.96	22.32	22.31	6.44	-0.04
发行规模占比(%)	14.90	12.87	14.59	-2.08	13.39

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

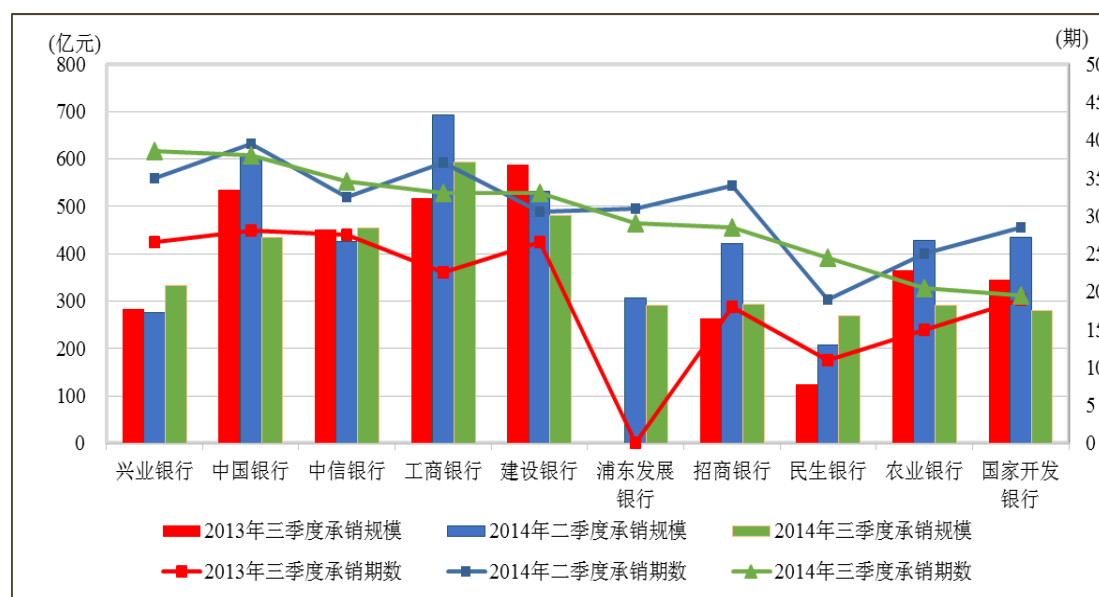
本季度共有 34 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，下同），承销商数量同比和环比均增加 8 家。短融中共有 149 期采用了联合主承销商的方式发行，较上季度减少了 60 期；联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 37.16%，环比和同比均有所下降。

按承销期数统计⁷，本季度兴业银行以承销 38.5 期位居首位，中国银行、中信银行、工商银行和建设银行分别位列第二至第五位。与上季度相比，民生银行排名进入前十位，其他排名前十位的承销商没有变化。本季度招商银行跌出前五名降至第七位，建设银行由第七位升至第五位。与上年同期相比，排名前五位的承销商没有变化，排名有所不同。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 44.10%，环比有所上升，同比下降。

按承销额度统计，本季度工商银行承销额为 480.75 亿元，位居市场首位，兴业银行、招商银行、中信银行和建设银行分别位列第二至第五位。与上季度相比，本季度招商银行和中信银行排名有所上升，其中兴业银行与上季度和上年同期相比首次跃进前五位，位列第二位，而国家开发银行和光大银行则跌出前五位。与上年同期相比，除中国银行外，其他上年同期排名前五的承销商排名基本有所下降，其中工商银行和农业银行跌出前五位，建设银行由第一位降至第五位，招商银行由第八位晋升至第三位。本季度前五位承销商的承销额度总和占总承销额度的 29.86%，较上季度和上年同期降幅明显，排名前十位的承销商承销额度基本有较大幅度减少。

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。

总体看，本季度兴业银行在短融承销期数及额度上表现优异，其他股份制银行排名普遍有所提升，国有商业银行的优势被抢占，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下降明显，市场格局趋向均衡。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图6 2014年三季度短融承销期数前十位承销商情况

本季度发行额度超过50（含）亿元的短融共12期，占发行总期数的3.00%，合计发行规模达650.00亿元，占总发行规模的12.94%，期数占比和规模占比较上季度和上年同期均明显下降。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但国有商业银行大额度承销优势依然明显，但排名前五位的承销商承销期数差距减小，市场格局趋于均衡。

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278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。新世纪和联合资信在发行期数和发行规模上分别占据第二的市场份额。

表 10 2014 年三季度各评级机构所评短融情况

评级机构名称	2013 年三季度				2014 年二季度				2014 年三季度			
	发行期数 (期数)	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	77	37.56	1023.70	50.17	121	35.07	1473.70	42.21	95	34.17	1040.50	42.67
新世纪	37	18.05	204.10	10.00	65	18.84	427.20	12.23	67	24.10	501.40	20.56
联合资信	40	19.51	413.00	20.24	80	23.19	763.30	21.86	60	21.58	512.70	21.02
大公	51	24.88	399.50	19.58	79	22.90	827.50	23.70	56	20.14	384.00	15.75
合计	205	100.00	2040.30	100.00	345	100.00	3491.70	100.00	278	100.00	2438.60	100.00

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十二、利差分析

本季度，银行间债券市场共发行短融 278 期，剔除 5 期发行期限在 1 年内的、4 期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融 1 期（截至 10 月 10 日之前），剩余短融共计 268 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 268 期作为样本。

目前，短融的信用评级包括主体信用等级的评定和债项信用等级的评定。由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

从表 11 可以看到，本季度各信用等级发行主体所发短融的发行利差和交易利差均较上季度大幅缩小，较上年同期也有所收窄（除样本数量较小的 A+ 级主体），反映了投资者对风险溢价的要求有所降低。

表 11 2014 年三季度短融利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2013Q3	2014Q2	2014Q3	2013Q3	2014Q2	2014Q3
AAA	146.52	186.81	124.26	162.10	189.11	129.04
AA+	189.85	203.78	142.52	192.06	204.80	144.69
AA	253.51	248.09	199.60	254.50	248.53	201.79
AA-	327.73	397.94	321.00	329.63	400.46	323.36
A+	424.99	471.27	436.04	427.67	473.06	439.41

注：1. 利差 I：发行利差，短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，反映在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平；

2. 利差 II：交易利差，短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

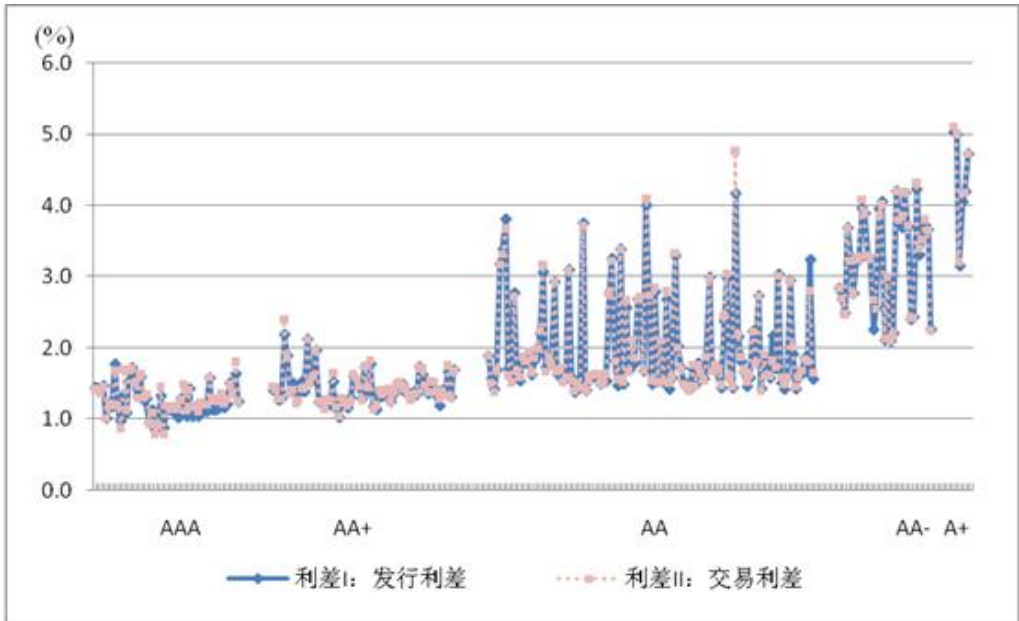
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

从表 12 和图 7 可以看到，本季度短融发行主体信用等级对短融利差的影响主要体现在以下方面：一是主体信用等级与短融利率、利差仍呈现明显反向关系，即主体信用等级越低，平均发行利率越高、利差 I 和利差 II 越大；二是除样本数量较少的 A+ 级，其他各级别主体所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均随信用等级下降而扩大，表明主体信用等级越低，投资者对风险溢价的要求越高；三是 AA+ 级与 AAA 级主体所发短融的级差较小，表明 AA+ 级与 AAA 级对利差的区分度不高；四是 AA 级主体所发短融的变异系数大于其他级别主体所发短融，表明 AA 级主体所发短融利差的波动性较大，可能是由于投资者对 AA 级主体的认可度不统一所致。

表 12 2014 年三季度各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 情况

主体 级别	样本数 (个)	发行利率 区间 (%)	平均发 行利率 (%)	利差 I			利差 II		
				均值 (BP)	级差(BP)	变异 系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异 系数 (%)
AAA	51	4.59-5.55	4.99	124.26	-	17.47	129.04	-	17.83
AA+	64	4.75-5.90	5.16	142.52	18.26	15.68	144.69	15.65	16.58
AA	114	4.90-8.00	5.76	199.60	57.08	33.42	201.79	57.10	33.36
AA-	33	5.89-8.00	6.95	321.00	121.40	21.37	323.36	121.57	21.05
A+	6	6.90-8.70	8.08	436.04	115.04	16.46	439.41	116.05	15.95

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理



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 7 2014 年第三季度各级别发行主体短融利差分布情况

我们进一步对不同信用等级主体所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验⁸（见表 13）。从检验结果看，AAA 级与 AA+ 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的差异不显著，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著，反映了 AAA 级与 AA+ 级对短融风险定价的区分度不高，其他各信用等级对短融风险定价均表现出良好的区分度。此外，A+ 级样本数量较少，可能对检验结果的准确性有所影响。

表 13 2014 年三季度各级别发行主体利差的显著性水平

利差 I：发行利差					利差 II：交易利差				
主体级别	AAA	AA+	AA	AA-	主体级别	AAA	AA+	AA	AA-
AA+	0.496				AA+	0.655			
AA	0.000	0.000			AA	0.000	0.000		
AA-	0.000	0.000	0.000		AA-	0.000	0.000	0.000	
A+	0.000	0.000	0.000	0.000	A+	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十三、二级市场对评级机构信用等级认可度检验

从一定意义上说，对于同一信用等级（主体），其所对应的利差均值越小、波动范围越窄，表明市场对该信用等级的认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本季度所发短融的样本数据，对大公、联合资信、新世纪、中诚信这四家评级机构出具的各主体信用等级的利差 I 和利差 II 的计算结果如下：

表 14 2014 年三季度各评级机构所评各级别主体所发短融利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数（个）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	变异系数（%）	均值（BP）	变异系数（%）
AAA	大公	8	131.62	16.70	135.55	17.68
	联合资信	9	127.12	12.45	131.78	10.25
	新世纪	5	121.22	28.72	122.43	28.46
	中诚信	29	121.86	17.41	127.53	18.42
AA+	大公	12	134.65	9.52	136.25	10.77
	联合资信	14	146.28	18.44	149.36	18.49
	新世纪	15	135.53	9.11	135.84	8.96

⁸ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

	中诚信	23	148.90	17.79	152.03	18.99
AA	大公	23	220.77	29.68	220.94	29.46
	联合资信	30	191.88	38.49	194.63	39.56
	新世纪	29	202.16	35.35	205.46	34.94
	中诚信	32	189.32	28.71	191.43	27.96
AA-	大公	10	343.03	18.41	343.46	18.36
	联合资信	4	321.99	24.13	321.66	23.71
	新世纪	13	297.18	22.88	301.94	22.23
	中诚信	6	335.25	22.20	337.42	22.87
A+	大公	3	460.45	10.91	466.30	9.88
	联合资信	1	499.86	-	499.49	-
	新世纪	1	315.26	-	320.89	-
	中诚信	1	419.76	-	417.16	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

从表 14 的利差检验结果来看，对于 AAA 级主体所发短融，新世纪的利差均值较低，联合资信的变异系数较小；对于 AA+级主体所发短融，大公、新世纪的利差均值和变异系数较小；对于 AA 级主体所发短融，中诚信的利差均值和变异系数较小；对于其他信用级别主体，各评级机构所评短融在利差均值和变异系数的表现不一，表明市场对评级结构出具的评级结果未表现出明显的一致性。但上述检验可能由于样本数量不多而出现偏差。

十四、未来走势预测

从宏观经济趋势来看，本季度微刺激策略仍在推进。财政政策方面，政府通过大力简政放权、深化预算管理制度改革和财税改革、完善现行固定资产加速折旧政策等，进一步进行结构优化，对实体经济和新兴产业加大支持力度；货币政策方面，央行灵活运用多种货币政策工具（如 PSL、SLF、降低回购利率等），推动经济稳定、结构调整和利率市场化改革。国家统计局发布最新数据显示，9 月份，全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 1.6%，创下 56 个月以来的新低；生产者物价指数（PPI）同比下降 1.8%，连续 31 个月同比负增长，预示通缩风险在加剧。短期来看，未来货币政策仍有放松空间，央行仍将维持稳健偏宽松的货币政策，政府仍将有“微刺激”、定向宽松等政策出台，推动经济稳定增

长以及结构调整和发展方式的转变，总体上有利于短融发行的增长。

从市场资金面来看，本季度较为宽松的货币政策使银行间流动性维持宽松状态，预计四季度银行间流动性整体将保持稳中偏松。但美联储将在 10 月结束量化宽松政策，这或将导致由于美元升值而引起的短期流动性发生方向性转变，对我国银行间流动性带来冲击。

从债券市场来看，一方面，《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台和《中华人民共和国预算法》的修订进一步规范了地方政府发债的风险监管，长期来看将会对短融市场中城投类企业的发债产生一定的影响。另一方面，《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》对房地产企业融资渠道的拓宽或将推动房企发行短融，有利于短融发行量的增长。此外，近期“13 华珠债”、“10 中钢债”、“11 华锐 01”、“11 华锐 02”等先后爆出违约事件，同时债市反腐风暴并未平息，债市风险事件的暴露或将对行业风险和自身经营风险较大的企业的短融发行认购产生一定的抑制作用。