

2015-7-29

2015 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 林青



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

2015 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 林青

摘要

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 56843.40 亿元，较上季度和上年同期均增长 40%以上。其中，政府债（包括国债和地方政府债）、商业银行债、超短融、资产支持证券和同业存单的发行量环比和同比均实现较大增长。

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 5 月 11 日和 6 月 28 日再次分别下调 0.25 个百分点；一年期和五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，七年期银行间固定利率国债到期收益率均值较上季度略有回升，仍远低于上年同期的利率水平。

本季度，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，证券公司短融发行量变动相对较小。一年期短融的平均发行利率呈现 V 型走势，其平均发行利率环比和同比均有所下降。短融发行主体的信用等级分布向高信用等级（AA 级（含）以上）集中趋势进一步明显。建筑与工程，电力，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿所发短融的期数和规模位居前五名。北京、江苏、浙江、广东、上海地区所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前五位。受超短融的扩容政策影响超短融新增发行主体的发行量环比和同比均有所增长，新增超短融的发行主体主要为国有企业。浦发银行在短融承销期数上表现优异，而建设银行在短融承销规模上仍然优势明显。

下半年，积极财政政策力度有望加大，货币政策也有进一步放松空间，资金面将持续宽松，短融市场将继续保持稳定增长的趋势，超短融发行量也将保持快速增长趋势。

一、本季度债券市场发展情况

1. 债券市场环境

(1) 放宽发债门槛，企业债和公司债有望迎来新一轮增长

2015 年 4 月，国家发展改革委员会（以下简称“发改委”）发布战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设四个专项债券发行指引，对四个重点领域发行企业债进行松绑。5 月中旬，发改委出台《项目收益债券试点管理办法（试行）》，规定项目实施主体符合公开发行债券条件的，项目收益债券可以在银行间债券市场以簿记建档形式公开发行。5 月 27 日，发改委发布《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》，放宽城投类企业债发行条件，包括降低资产负债率要求¹等，并提出鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资，同时还将支持县域企业发行企业债券融资。上述一系列政策调整，意味着企业债有望迎来新一轮快速增长。

此外，继 1 月份中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，将境内公司债券发行主体扩大至所有公司制法人，并建立非公开发行制度后，4 月 23 日，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，明确其负责非公开发行公司债券的事后备案工作，以及对非公开发行公司债券项目承接负面清单进行管理。5 月，沪、深交易所先后发布了《公司债券上市预审核工作流程》、《公司债券上市规则（2015 年修订）》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》以及《关于公开发行公司债券投资者适当性管理相关事项的通知》，对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。上述政策的发布，将有助于提高公司债券的市场化程度以及监管政策进一步向注册制改进，推动其发行量的增加。

(2) 完善地方政府债务管理，进一步化解地方债务风险

4 月 2 日和 17 日，财政部先后发布了《地方政府专项债券发行管理暂行办法》和《2015 年地方政府一般债券预算管理办法》，进一步规范了地方政府的融资渠道，有利于提高地方政府发行债券的市场化、规范化运作。

¹ 将城投类企业和一般生产经营类企业需提供担保措施的资产负债率要求分别放宽至 65%和 75%；主体评级 AA+的，相应资产负债率要求放宽至 70%和 80%；主体评级 AAA 的，相应资产负债率要求进一步放宽至 75%和 85%。

此外，为了进一步化解地方债务风险，5月15日，国务院转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》，《意见》为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了操作细则。6月初，财政部下达了第二批1万亿元地方政府债券置换存量债务额度，通过发行地方政府债券置换存量债务，可以在一定程度上降低地方政府举债成本，解决资金期限错配问题，缓解债务偿还压力。

（3）取消银行间债券市场债券交易流通审批，提高债券上市流通效率

5月26日，人民银行发布公告称，根据《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，取消银行间债券市场债券交易流通审批，所涉及的债券包括但不限于政府债券、中央银行债券、金融债券、企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，资产支持证券等。依法发行的各类债券，完成债权债务关系确立并登记完毕后，即可在银行间债券市场交易流通。这进一步提高了债券发行后上市流通效率，也是促进银行间债券市场不断扩容、发行量不断提高的重要举措。

（4）资产证券化注册制和信息披露制度相继落地，试点规模迎再扩容

4月3日，人民银行发布公告，宣布对信贷资产支持证券发行实行注册制管理，此举标志着我国信贷资产证券化产品“银监会备案+央行注册”模式正式确立，未来信贷资产证券化产品发行流程将实现较大简化。4月13日，国务院常务会议决定，新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，继续完善制度、简化程序，鼓励一次注册、自主分期发行，为资本市场注入了新的活力。

此外，由中国银行间市场交易商协会制定的《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》5月15日发布并开始实施，指引规范了发起机构、受托机构等资产支持证券信息披露义务主体在注册、发行和存续期间的信息披露行为，奠定了信贷资产证券化常规发展的基础。

(5) 中国首例国企债券违约，“刚性兑付”打破将是趋势

4月21日，由于中国保定天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付2011年度第二期中期票据的本年利息，开启了中国首例国企债券违约。此后，“12中富01”、“12蒙恒达”、“14中澳控股CP001”等债券先后暴露违约风险。

随着信用风险的深化，债券市场的风险兜底越来越难以为继，打破“刚性兑付”已成为共识，这有助于逐步引导资金的合理配置，强化违约常态化和市场化的预期，长期来看，打破刚性兑付是促进市场健康、良性发展的必然选择。

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56843.40亿元，较上季度和上年同期均增长40%以上。其中，政府债（包括国债和地方政府债）、商业银行债、超级短期融资券、资产支持证券和同业存单的发行量环比和同比均实现较大增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到39.80万亿元。

本季度，国债发行期数为26期，发行规模为6145.11亿元，发行期数和发行规模较上季度增长均达200%左右，增幅明显，较上年同期均增长25%以上。

自2014年5月21日十省市试点采取自发自还模式发行地方政府债券起，地方政府债券的发行和管理进行了持续的渐进式改革，其中2014年9月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文）的发布，标志着中国地方政府债券新运行机制的建立。今年上半年，财政部共下达了5000亿一般政府债券、1000亿专项债券和2万亿元地方政府置换存量债务债券，由于一季度地方政府债券零发行，财政部于4月发布公告要求加快地方政府债券的发行工作，本季度，地方政府债券发行期数为145期，发行规模为6145.11亿元，发行期数和发行规模同比增幅均超过500%，呈现井喷式发行。

本季度，央票仍然处于停发状态。

受到债市反腐和发改委提高企业债券发行门槛影响，自去年下半年起，企业债券的发行量下降明显，但本季度对于降低企业债发行门槛的一系列政策调整，使得企业债券的发行量略有好转，发行期数较上季度略有减少，但发行规模则环比增长9.94%；与上年同期相比，本季度企业债券的发行期数和发行规模仍有60%以上的降幅，未来企业债券发债门槛的放宽有望推动其发行量的增长。

本季度，中期票据的发行期数和发行规模较上季度的增幅均在 120%以上，增幅较大，这或是季节性因素所致；与上年同期相比，中期票据的发行期数和发行规模分别增长 5.63%和 10.64%，同比呈现平稳增长趋势。

本季度，金融债券发行期数和发行规模环比和同比增幅均在 20%以上。金融债的发行仍以政策性银行债为主，且政策性银行债发行期数和发行规模环比和同比均有 10%以上的增幅；商业银行债增幅更大，发行期数和发行规模环比增幅均在 200%左右，同比增幅也均在 50%以上；非银行金融机构债券的发行量环比增幅均在 500%以上，但同比则有所下降。

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 30%以上，其中短融发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在 50%左右，但同比降幅均在 10%以上；超短融自本年度起发行量环比和同比增幅均较大。证券公司短融的发行期数和发行规模环比和同比也有小幅上升。

表 1 2015 年第二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2014 年二季度 发行情况		2015 年一季度 发行情况		2015 年二季度 发行情况		2015 年二季度末 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	28	6280.00	9	1800.00	171	14827.76	441	112837.97
国债	20	4912.00	9	1800.00	26	6145.11	220	94097.22
地方政府债	8	1368.00	0	0.00	145	8682.65	221	18740.75
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	10	4281.72
金融债	145	7985.00	129	7539.60	186	9655.38	812	125193.73
政策性银行债	122	6715.00	118	7110.60	145	8133.48	481	106320.28
商业银行债券	16	813.00	10	419.00	35	1231.90	291	17482.45
非银行金融机构债券	7	457.00	1	10.00	6	290.00	40	1391.00
政府支持机构债券	8	1150.00	3	500.00	7	650.00	96	12425.00
企业债券	229	2742.40	85	867.22	82	953.40	2288	30776.60
一般企业债	225	2707.50	84	864.00	81	941.40	2271	30677.71
集合企业债	4	34.90	1	3.22	1	12.00	17	98.89
中期票据	231	3098.60	104	1348.80	244	3428.40	2363	34886.60
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	3	4.30	1	2.40	1	1.86	47	99.52
短期融资券	434	6111.70	445	6436.70	682	8498.50	1669	20422.53
短期融资券	345	3491.70	207	1764.80	308	2741.50	1002	9050.13
超级短期融资券	89	2620.00	238	4671.90	374	5757.00	667	11372.40
证券公司短期融资券	60	970.00	57	938.00	61	1044.60	61	1044.60
资产支持证券(银行间)	34	330.06	54	507.87	58	644.09	309	3578.34
资产支持证券(交易所)	49	148.97	76	148.22	179	334.37	374	896.26
非金融企业资产支持票据	7	10.00	5	20.00	3	12.00	47	182.90

非公开定向债务融资工具	393	3305.18	236	1948.90	259	2097.50	1941	19322.44
公司债	107	255.49	77	334.49	59	411.56	1188	7862.84
证券公司债	10	301.50	71	1720.90	117	4730.50	310	9734.95
可转债	3	43.72	1	60.00	1	24.00	7	173.72
可交换债	0	0	2	6.98	2	14.48	7	65.07
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	2	15.00	5	23.00
同业存单	78	1021.00	946	7107.40	1184	9500.00	1789	14142.60
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	1819	33757.92	2301	31287.48	3298	56843.40	13767	397981.69

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”不包含证券公司债券；

6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券。

7. 资产支持证券（银行间）指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券（交易所）指在交易所债券市场发行的资产支持证券。

8. “资产支持证券（银行间）”存量情况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；

9. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺失发行规模信息，本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2015 年 7 月 20 日已披露的本季度数据。

资料来源：中国债券信息网上，上海清算所，资产支持证券（交易所）、公司债、证券公司债、可转债、可交换债数据来源于 Wind 资讯

3、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面进一步宽松。继一季度降准、降息²后，本季度央行又进行了两次降息和两次降准³以释放流动性，公开市场操作共实现净投放 350 亿元⁴，并继续通过 PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了宽松的环境。在此背景下，本季度债券收益率普遍呈现 V 型走势。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年 11 月下调⁵后，于本年度 3 月 1 日、5 月 11 日和 6 月 28 日分别下调 0.25 个百分点，至 4.85%。一年期银行间固定利率国债到期收益率自 2014 年 1 月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，但

² 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。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。

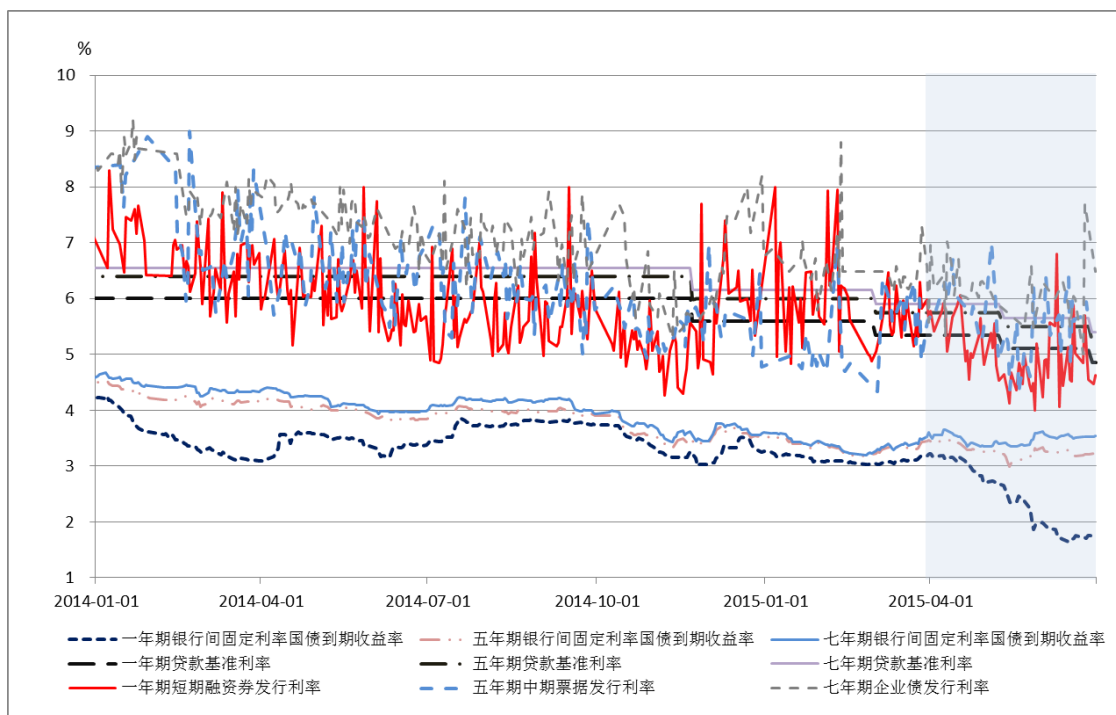
³ 2015 年 4 月 20 日，中国人民银行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。2015 年 5 月 11 日，中国人民银行将金融机构人民币一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金贷款利率相应调整。2015 年 6 月 28 日，中国人民银行将金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金贷款利率相应调整；并对“三农”、小微企业贷款达到一定标准的商业银行定向降准 0.5 个百分点，对财务公司定向降准 3 个百分点。

⁴ 数据来源：Wind 资讯。

⁵ 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。

本季度下降趋势较为明显（由本季度初的 3.22% 下降至季末的 1.74%），平均利率为 2.41%，较上季度（3.12%）和上年同期（3.41%）的降幅均超过 1 个百分点。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较为接近。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，2015 年上半年呈现波动下降的趋势，但 6 月份略有回升，本季度一年期短融的平均发行利率为 5.00%，且较上季度（5.88%）和上年同期（6.08%）的平均水平均有所下降，一年期短融发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。

五年期和七年期贷款基准利率也继 2014 年 11 月下调后，于本年度 3 月 1 日、5 月 11 日和 6 月 28 日分别下调 0.25 个百分点，分别至 5.25% 和 5.40%。五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，本季度降至 3.27% 的较低水平，但七年期银行间固定利率国债到期收益率均值为 3.48%，较上季度（3.40%）略有回升，仍远低于上年同期（4.13%）的利率水平。五年期中期票据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基本一致，但波动相对较大。五年期中期票据的平均发行利率继 2014 年持续下降后，本季度呈现先降后升的走势，本季度平均利率为 5.53%，仍然低于相应期间的五年期贷款基准利率，平均利率较上季度（5.39%）略有回升，但仍较上年同期（6.56%）有较大下降。七年期企业债的平均发行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 6.18%，略高于相应期间的七年期贷款基准利率，较上季度（5.39%）有所上升，但仍低于上年同期（7.46%）的利率水平。



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⁶发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 468 家企业发行短融 682 期（含超短融）⁷，合计发行规模为 8498.50 亿元，发行期数环比和同比增幅均在 50%以上，发行家数和发行规模环比和同比增幅均在 25%以上，增幅较大主要是由于超短融发行量增长显著。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1669 期，存续短融（含超短融）金额达 20422.53 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券⁸存量总规模的 18.17%。

⁶ 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。

⁷ 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。

⁸ 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 2015 年二季度短融（含超短融）发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数（期）	440	628	933	1076	1515	434	445	682	57.14	53.26
发行家数（家）	334	456	635	709	847	374	335	468	25.13	39.70
发行规模（亿元）	6067.35	8918.30	13981.47	15859.80	21517.53	6111.70	6436.70	8498.50	39.05	32.03

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 290 家企业累计发行短融 308 期，发行总额为 2741.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在 50%左右，主要是季节性因素所致；与上年同期相比，短融发行家数、发行期数和发行规模却仍有所减少，降幅均在 10%以上，一方面是由于经济下行导致企业融资需求有所降低，另一方面或是由于 2014 年 5 月超短融扩容导致部分 AA+级和 AA 级企业更倾向于利用发行较为便利的超短融进行融资（有 30 余家于上年二季度只发行短融的 AA+级和 AA 级企业本季度转向只发行超短融）。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为 8.90 亿元，环比增长 4.40%，但同比下降-12.05%。

本季度，城投类企业⁹所发短融的期数和规模分别为 88 期和 752.70 亿元，发行期数和发行规模环比增幅均在 130%以上，增幅较大，这主要是城投债融资政策的放松对城投类企业短融的发行有一定的带动作用；与上年同期相比，城投类企业所发短融的发行期数虽然增加 11.39%，但发行规模仍下降了-20.26%。

表 3 2015 年二季度短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数（期）	438	608	808	860	1072	345	207	308	-10.72	48.79
发行家数（家）	334	453	614	663	782	330	197	290	-12.12	47.21
发行规模（亿元）	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	3491.70	1764.80	2741.50	-21.49	55.34
单笔发行规模（亿元）	13.51	12.30	10.10	9.68	9.81	10.12	8.53	8.90	-12.05	4.40

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁹ 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 220 家企业发行 374 期超短融，发行规模为 5757.00 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 20%以上，但同比增幅均在 100%以上。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 2014 年 5 月第三次扩容以来的增发效应，另一方面 2014 年下半年以来企业债监管趋严以及降息预期逐渐增强也使部分企业更倾向于发行便利且期限较短的超短融进行滚动融资。本季度，超短融单笔发行规模为 15.39 亿元，环比和同比分别下降 21.58%和 47.71%。

本季度，城投类企业所发超短融的期数和规模分别为 65 期和 652.00 亿元，环比增幅均在 60%以上，同比增幅分别为 550.00%和 268.36%，增幅明显；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 17.38%和 11.33%，与上季度和上年同期相比占比均有所增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 14 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本季度超短融发行总期数的 61.50%。

表 4 2015 年二季度超短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数(期)	2	20	125	216	443	89	238	374	320.22	57.14
发行家数(家)	1	6	48	66	141	55	159	220	300.00	38.36
发行规模(亿元)	150.00	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	2620.00	4671.90	5757.00	119.73	23.23
单笔发行规模(亿元)	75.00	72.00	46.58	34.88	24.82	29.44	19.63	15.39	-47.71	-21.58

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 61 期，发行规模为 1044.60 亿元，平均单笔发行规模为 17.12 亿元。与上季度相比，证券公司短融发行家数没有变化，发行期数和发行规模均有小幅上升；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，但发行家数则有所减少，或是由于证券公司短期公司债¹⁰的替代作用影响。

¹⁰ 证券公司短期公司债，是指证券公司以短期融资为目的，约定在一年（含）以内还本付息的公司债券。2014 年 10 月，沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，允许获得中国证监会试点发行资质认可的证券公司和中国证券金融股份有限公司发行短期公司债券，这标志着证券公司短期公司债券试点正式启动。

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。发行期数和发行家数较多的是广东省、北京市和上海市，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 29.51% 和 45.38%。

表 5 2015 年二季度证券公司短融发行情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数 (期)	16	134	257	60	57	61	1.67	7.02
发行家数 (家)	5	33	41	36	30	30	-16.67	0.00
发行规模 (亿元)	561.00	2995.90	4246.90	970.00	938.00	1044.60	7.69	11.36
平均单笔发行规模 (亿元)	35.06	22.36	16.52	16.17	16.46	17.12	5.93	4.06

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进一步宽松，一年期短融的平均发行利率延续了上季度波动下降的趋势，仍然远低于上年同期水平，平均发行利率低于相应期间的一年期贷款基准利率。（参见上文“债券产品发行利率”部分）。

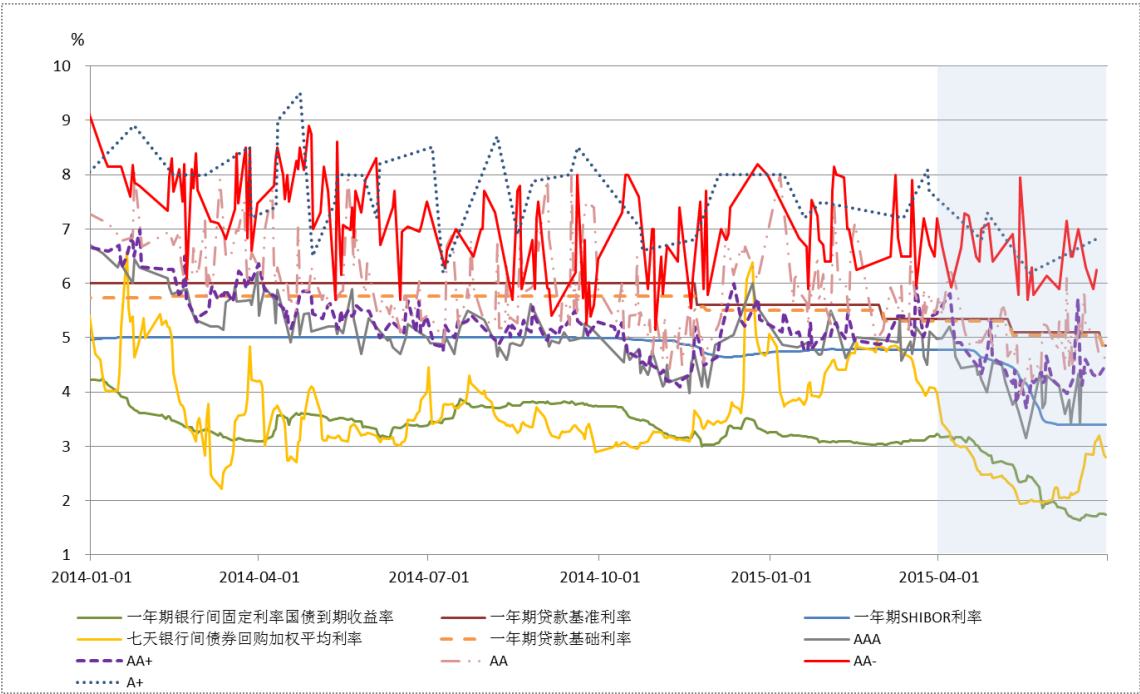
从图 2 可以看出，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）和一年期银行间固定利率国债收益率的走势较为接近，均呈现先跌后涨趋势，除 AAA 级和 AA+ 级，其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA 级~AA 级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA- 级及以下主体所发短融的发行利率则高于一年期贷款基准利率。

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	2014 年二季度		2015 年一季度		2015 年二季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	5.31	4.70-6.75	4.91	3.98-6.00	4.18	3.16-5.35
AA+	5.51	5.00-7.40	5.16	4.05-5.99	4.42	3.58-6.30
AA	5.95	5.10-8.50	5.86	4.15-7.90	5.00	3.93-7.50
AA-	7.46	5.70-9.00	7.07	5.00-8.20	6.53	5.09-8.50

A+	8.11	7.20-9.50	7.62	6.60-8.00	6.77	6.19-7.30
----	------	-----------	------	-----------	------	-----------

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 年第二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

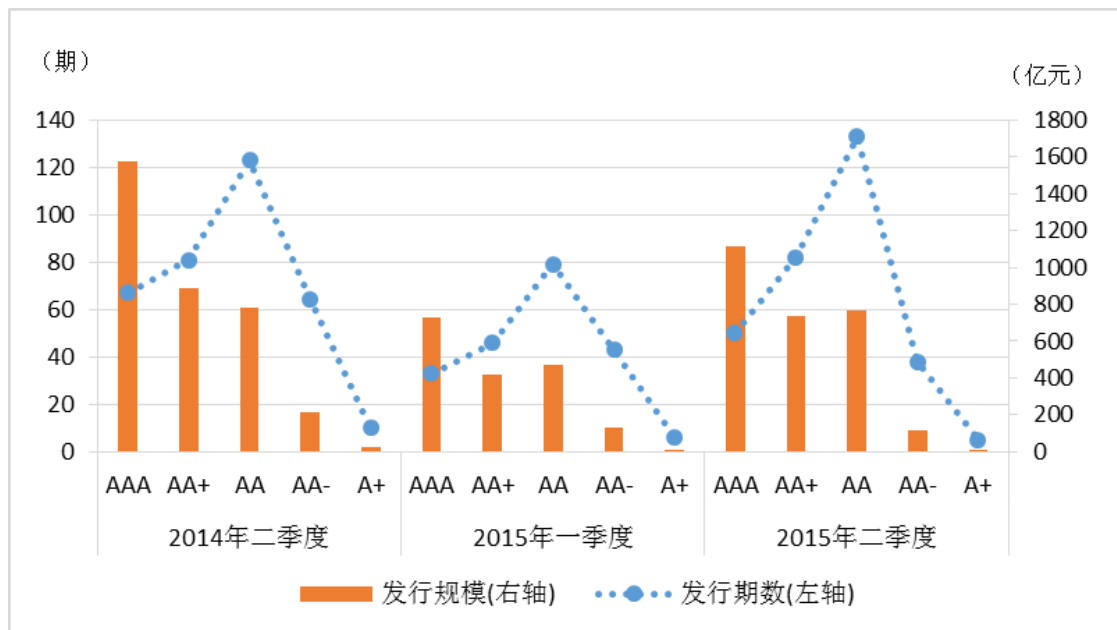
四、短融发行主体信用等级分布分析

本季度，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，本季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 AA 级主体所发短融期数仍然最多，在总发行期数中的占比升至 43.18%，发行优势进一步凸显。与上季度相比，本季度 AAA 级主体所发短融期数再度超过 AA-主体，短融发行主体的信用等级分布呈现向 AA 级（含）以上迁移的趋势；与上年同期相比，本季度 AA+级和 AA 级主体所发短融期数之和在总期数中的占比有所增加，级别分布更向上述级别集中。

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仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在发行总规模中的占比上升至 95.56%，其中 AAA 级主体所发短融的规模最大，占发行总规模的 40.71%，AA 级以上主体所发短融规模分布更加均匀。

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 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，短融发行规模主要集中在 1~20 亿元，其中发行规模为 1~5 亿元的短融发行期数最多，在发行总期数中的占比为 56.49%，该占比环比和同比均有所增加，集中度进一步提升。

本季度，超短融发行期数在各发行规模区间上的分布较短融略为均匀。其中，1~5 亿元和 5~10 亿元规模的超短融发行期数在总发行期数中的占比最大，发行规模呈现向小规模集中趋势，一方面可能是受到降息预期影响，企业更倾向于发行较

小规模短融，另一方面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，本季度短融和超短融的发行规模向较小规模区间集中。

表 7 2015 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						超短融发行期数					
	2014 年二季度		2015 年一季度		2015 年二季度		2014 年二季度		2015 年一季度		2015 年二季度	
	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)	168	48.70	110	53.14	174	56.49	4	4.49	53	22.27	104	27.81
5-10 (含 10)	94	27.25	57	27.54	75	24.35	6	6.74	54	22.69	116	31.02
10-20 (含 20)	52	15.07	30	14.49	36	11.69	23	25.84	56	23.53	80	21.39
20-30 (含 30)	19	5.51	6	2.90	14	4.55	28	31.46	38	15.97	39	10.43
30-50 (含 50)	7	2.03	3	1.45	7	2.27	26	29.21	30	12.61	30	8.02
50 以上	5	1.45	1	0.48	2	0.65	2	2.25	7	2.94	5	1.34

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

从短融（含超短融，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的主要企业类型，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的 79.62%和 89.39%，发行期数占比环比和同比有所增加，但发行规模占比环比和同比有所减小；民营企业在短融发行期数和发行规模上一直保持第二位，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的 14.96%和 6.71%，发行期数占比环比和同比均有所减小，发行规模占比环比有所减小，同比有所增加。与上季度和上年同期相比，除集体企业外，本季度其他类型企业所发短融的期数和规模均有所增长。

表 8 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

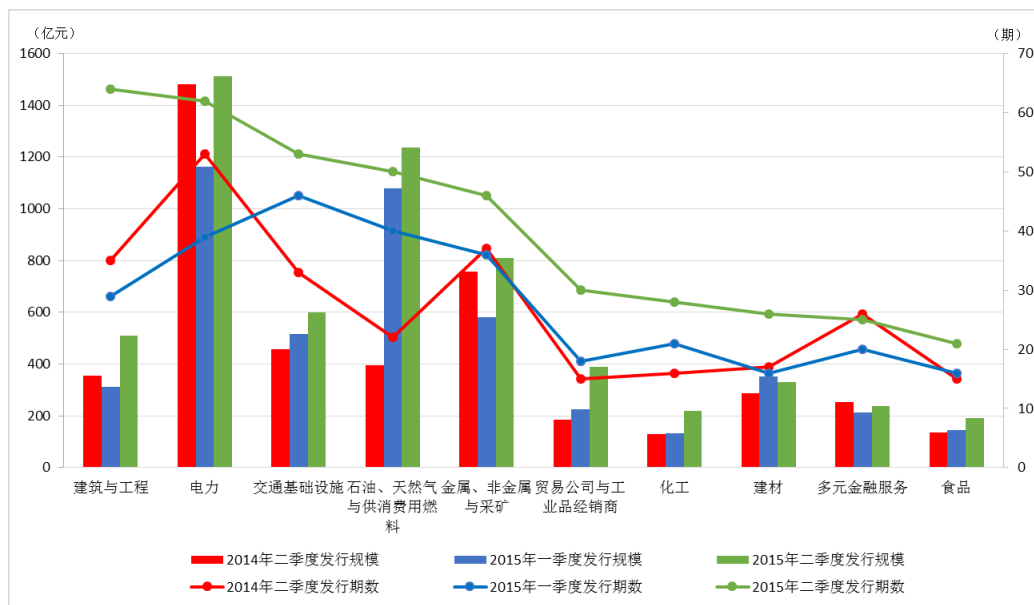
项目	2014 年二季度		2015 年一季度		2015 年二季度					
	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期数)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)	发行 规模 (亿元)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)
国有企业	345	5651.10	345	5801.20	543	57.39	57.39	7597.10	34.44	30.96
民营企业	66	336.10	81	473.10	102	54.55	25.93	570.40	69.71	20.57

外商独资企业	8	40.00	10	72.10	18	125.00	80.00	132.50	231.25	83.77
中外合资企业	9	57.50	5	78.30	12	33.33	140.00	147.00	155.65	87.74
集体企业	5	25.00	1	2.00	2	-60.00	100.00	13.50	-46.00	575.00
其他类企业	1	2.00	3	10.00	5	400.00	66.67	38.00	1800.00	280.00
总计	434	6111.70	445	6436.70	682	57.14	53.26	8498.50	39.05	32.03

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¹¹

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度建筑与工程，电力，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿所发短融的期数和规模位居前五名，其中建筑与工程行业（64 期）在发行期数方面的排名由上季度的第六位和上年同期的第四位跃居首位，而电力行业在发行规模（1510 亿元）方面继续保持领先优势。与上季度和上年同期相比，排名前十位的行业名称没有发生变化。与上季度相比，除建材行业外，其他行业的发行期数和发行规模均有所增加；与上年同期相比，仅多元金融行业的发行期数和发行规模出现下降，其他行业均有所增长，其中石油、天然气与供消费用燃料行业发行期数和发行规模增幅均超过 100%。



注：前十位排名以发行期数依据。以下同。

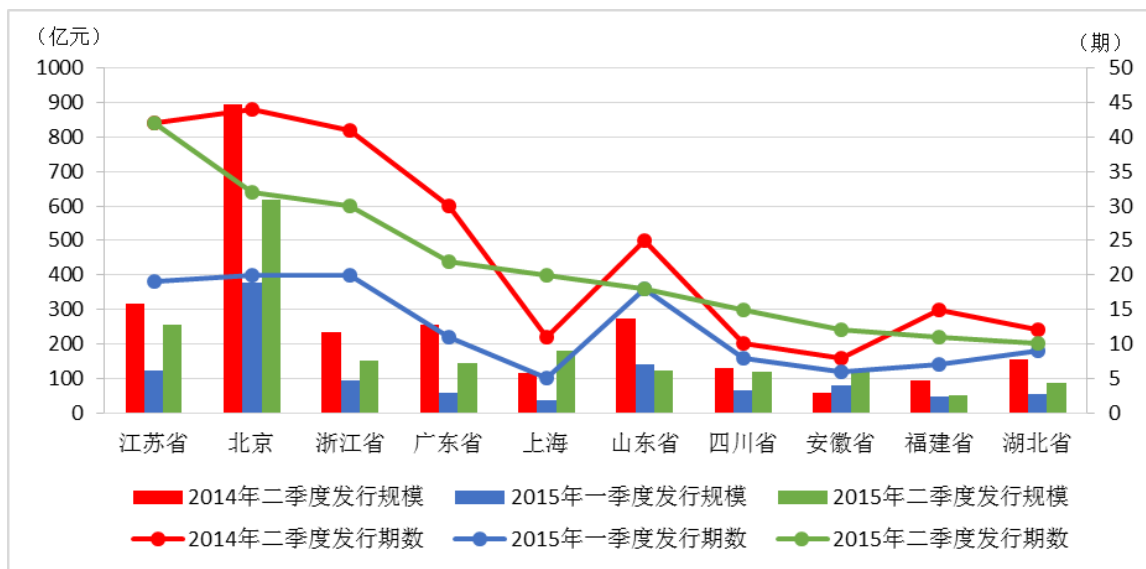
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 短融发行期数前十位主体行业分布情况

¹¹ 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。

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，北京、江苏、浙江、广东、上海地区本季度所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前五位，其中江苏发行短融 42 期，超过北京居全国第一位；北京地区的企业所发短融的发行规模（617.9 亿元）仍位列全国首位，发行优势仍较明显。从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上季度相比，本季度上海和江苏地区企业短融发行期数增幅较大，均在 100%以上；与上年同期相比，仅上海、四川和安徽地区企业短融发行期数有所增加。从前十位短融发行规模的地区分布来看，与上季度相比，本季度除山东省外其他地区企业所发短融规模均有所增长，其中上海、广东和江苏地区企业短融发行规模增幅均在 100%以上；与上年同期相比，多数地区的企业短融发行规模均有所下降，其中山东和福建地区的企业短融发行规模降幅较大，达 50%左右。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2015 年第二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，在超短融多次扩容政策的推动下，本季度共有 28 个省份（直辖市）发行超短融，发行省份数目较上季度（26 个）继续保持增长态势，较上年同期（9 个）明显增多。本季度，北京在超短融的发行方面仍然保持绝对优势，发行期数和发行规模分别为 104 期和 2564.00 亿元，环比和同比均有所上升，但发行期数和发行规模在总期数和总规模中的占比分别为 27.81%和

44.54%，环比略有下降，同比降幅均在 30%以上。除北京地区外，本季度超短融发行主体主要集中在江苏、浙江、山东、广东地区，其中江苏和浙江地区超短融发行期数增幅较大，发行期数排名跃居至第二名和第三名。此外，上海地区超短融发行期数排名降至第七名，但发行规模排名升至第二位；重庆和四川在发行期数上有明显增长，排名进入前十。整体看，随着各地超短融的发行量持续增加，超短融发行地区分布将更趋均衡。

九、短融新增发行主体分析

本季度共有 52 家企业首次发行短融 53 期，合计发行规模为 298.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度均有所增加，较上年同期均有所下降，其在发行短融企业总家数、总发行期数和发行规模总额的占比分别为 17.93%、17.21%和 10.89%，较上季度和上年同期均有所下降。本季度新增短融发行主体行业主要集中在建筑与工程、交通基础设施和化工行业；新增主体仍以国有企业为主，共 35 家，国有企业在新增主体中的占比高达 67.31%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA 级，在新增主体中的占比为 59.62%。

本季度共有 86 家企业首次发行超短融 130 期，合计发行规模为 1175.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度和上年同期均有所增加，其在发行短融企业总家数、总发行期数和发行规模总额的占比分别为 39.09%、34.76%和 20.42%，占比较上季度有所下降，但较上年同期有所增长。新增企业以国有企业为主，占比为 75.58%，较上季度和上年同期变化不大。本季度新增超短融发行主体信用等级分布较为均衡，AAA 级、AA+级和 AA 级的占比分别为 26.74%、39.53%和 33.72%。

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 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行家数（家）	77	36	52	-32.47	44.44	12	63	86	616.67	36.51
发行规模（亿元）	449.30	194	298.50	-33.56	53.87	307	1049.90	1175.50	282.90	11.96
发行家数占比（%）	22.32	18.27	17.93	-19.67	-1.86	21.82	39.62	39.09	79.15	-1.34

发行规模占比(%)	12.87	10.99	10.89	-15.38	-0.91	11.72	21.12	20.42	74.23	-3.31
-----------	-------	-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

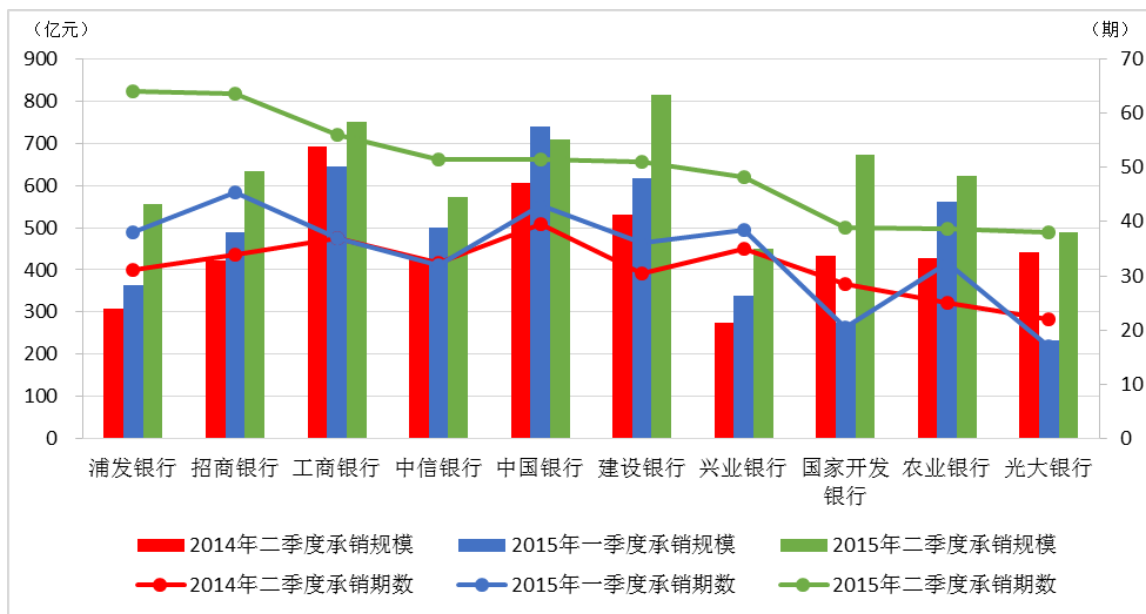
数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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），承销商数量较上季度（30 家）和上年同期（26 家）均有所增长。本季度共有 342 期短融采用了联合主承销商的方式发行，环比和同比增幅明显，联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 50.29%，环比和同比均有所上升。

按承销期数统计¹²，本季度浦发银行承销期数增幅明显，以承销 64 期位居首位，招商银行、工商银行、中信银行和中国银行分别位列第二至第五位。

按承销规模统计，本季度建设银行承销额为 816 亿元，位居市场首位，工商银行、中国银行、国家开发银行和招商银行位列第二至第五位。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 42.14%，占比较上季度和上年同期均有所下降，集中度有所下降。



数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

图 6 2015 年二季度短融承销期数前十位承销商情况

¹² 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承销总额平均分配，例如联合主承销为 n 家，各承销商的承销期数与承销规模均按 $(100/n)\%$ 计算。

本季度发行规模超过 50（含）亿元的短融共 22 期，总发行规模为 1420.00 亿元，分别占总发行期数和总发行规模的 3.22% 和 16.71%，占比同比均小幅下降，环比降幅明显。本季度大额短融以联合承销为主，其中建设银行、工商银行、农业银行、中国银行的承销期数位居前四位，合计承销期数在大额短融总期数的占比为 50.00%，国有银行在大额短融承销项目上仍具有显著优势。

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 308 期短融评级报告。中诚信在国内短融评级市场继续保持领先地位，大公、联合资信和新世纪的市场占有率则较为接近。

表 10 2015 年二季度各评级机构所评短融情况

评级机构名称	2014 年二季度				2015 年一季度				2015 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(%)
大公	121	35.07	1473.70	42.21	63	30.43	505.80	28.66	69	22.40	678.20	24.74
东方金诚	-	-	-	-	5	2.42	27.50	1.56	8	2.60	41.50	1.51
联合资信	79	22.90	827.50	23.70	39	18.84	380.20	21.54	65	21.10	589.50	21.50
新世纪	65	18.84	427.20	12.23	39	18.84	180.50	10.23	74	24.03	496.40	18.11
中诚信	80	23.19	763.30	21.86	61	29.47	670.80	38.01	92	29.87	935.90	34.14
总计	345	100.00	3491.70	100.00	207	100.00	1764.80	100.00	308	100.00	2741.50	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

从宏观基本面来看，本季度我国继续保持积极的财政政策和稳健的货币政策。本季度以来，央行两次降息、两次降准；政府加码基建投资，大力推动配合“一带一路”建设的国内铁路、电力、管网基建；发改委发布近 2 万亿元 PPP 推介项目，引导社会资本参与公共服务设施建设；国务院发布《推进财政资金统筹使用方案》，加速盘活上万亿元的财政存量资金，并将资金统筹用于棚户区改造、城市基础设施、铁路公路建设、重大水利工程等重点领域。在稳增长力度加大、财政政策

和货币政策协同发力的背景下，本季度主要宏观经济指标出现回升势头。本季度，GDP 增长为 7%，投资、消费、出口、工业增加值等主要经济指标呈现回升趋势。6 月份，官方制造业采购经理人指数（PMI）持平于上月的 50.2，连续两个月位于荣枯线上方，显示制造业企稳回升；全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 1.4%，涨幅温和；但工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 4.8%，表明工业领域仍然存在产能过剩、需求不足的问题。随着前期出台的各项稳增长政策和改革措施效果的进一步显现，经济好转态势有望延续，预计下半年经济有望企稳回升。

从市场资金面来看，本季度以来，央行利用多种工具维持货币市场资金充裕。下半年，货币政策也有进一步放松空间，流动性总体将继续保持宽松。

从债券市场来看，第一，国家对融资平台在重点领域、重点项目建设方面借债政策的放松，以及地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛的降低，有望推动城投债的发行继续增长。第二，超短融第三次扩容以来，其发行主体范围拓宽，发行规模持续增长，预计下半年较高信用等级主体超短融的发行仍将保持快速增长态势。第三，4 月份债券市场发生首例国企债券违约事件，随后又有多笔债券先后暴露违约风险，违约事件频现使市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高，低等级发行主体的发债成本有所上升，抑制了其债券的发行。第四，6 月末股票市场的剧烈震荡导致投资者避险情绪上升，风险偏好趋于降低风险，同时 IPO 的暂缓或将致使部分打新基金扩展到债券领域，整体来看债券市场需求向好，短融发行可能会受益。

整体来看，下半年积极财政政策力度有望加大，货币政策也有进一步放松空间，资金面将持续宽松，短融市场将继续保持稳定增长的趋势，超短融发行量也将保持快速增长趋势。此外，近年来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。