

2013.04.17

2013 年第一季度短期融资券 市场分析报告



2013 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 李 丹 宿夏荻 聂 逆

释 义

央行：中国人民银行

交易商协会：中国银行间市场交易商协会

短券：短期融资券，指中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业，依照相关规定的条件和程序，在银行间债券市场发行并约定在一年期限内还本付息的有价证券。

超短券：超级短期融资券，指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的、期限在270天以内的短期融资券。

本季度：2013年1月1日~2013年3月31日

概 要

本季度，受宏观经济数据向好，通胀预期回落等因素影响，我国银行间市场资金面延续了去年下半年以来的宽松局面，信用债融资规模持续增长，各债券品种的发行利率呈现小幅波动的态势。债券市场主要债券品种发行规模合计 17520.8 亿元，较去年同期增长 18.6%。利率产品方面，央行票据停发，国债整体发行规模上升；信用产品方面，受政策鼓励，发行规模快速增长，超短券、企业债和公司债尤为显著。

本季度，短券（含超短券）发行呈大幅增长态势，共有 226 家企业发行短券 256 期，其中纯信用短券 250 期，有担保短券 6 期，合计发行规模 3615.3 亿元。其中，超短券发行量增幅较大，对短券的分流效应逐渐增大。在资金面宽松的背景下，短券发行利率趋于下行，凸显了短券发行的低成本优势。在国内短券评级市场上，中诚信、联合资信领先地位稳固。

一、债券市场发展情况

1、债券产品发行情况

本季度，债券市场主要债券品种发行规模合计 17520.8 亿元，比上一年同期增长 18.6%，存量规模达到 26.9 万亿元。

利率产品方面，央行票据停发，国债规模增长较快，整体发行规模上升。在积极财政政策下，国债发行规模为 2340.0 亿元，同比上升 7.3%。此外，由于 2012 年以来外汇占款增速呈现下滑趋势，加之实体经济走弱，使得主要用于对冲外汇占款的央票工具基本不具备发行条件，本季度央票维持停发状态。

信用产品方面，超短券、企业债和公司债受到政策鼓励，发行规模快速增长。为优化社会融资结构，扩大直接融资规模、提高直接融资占比，管理层出台鼓励政策，并加快审批或注册速度，本季度短券（含超短券）和中期票据发行规模分别为 3615.3 亿元和 2100.6 亿元，同比分别增长 36.3%和 54.9%，呈大幅增长态势。企业债和公司债方面，发行规模分别达 2161.0 亿元和 477.9 亿元，同比分别增长 28.9%和 21.6%。可转债由于获批额度增长，发行规模大幅超去年同期，达 209.7 亿元，去年同期仅有 4.5 亿。

表 1 债券市场发行和存量情况

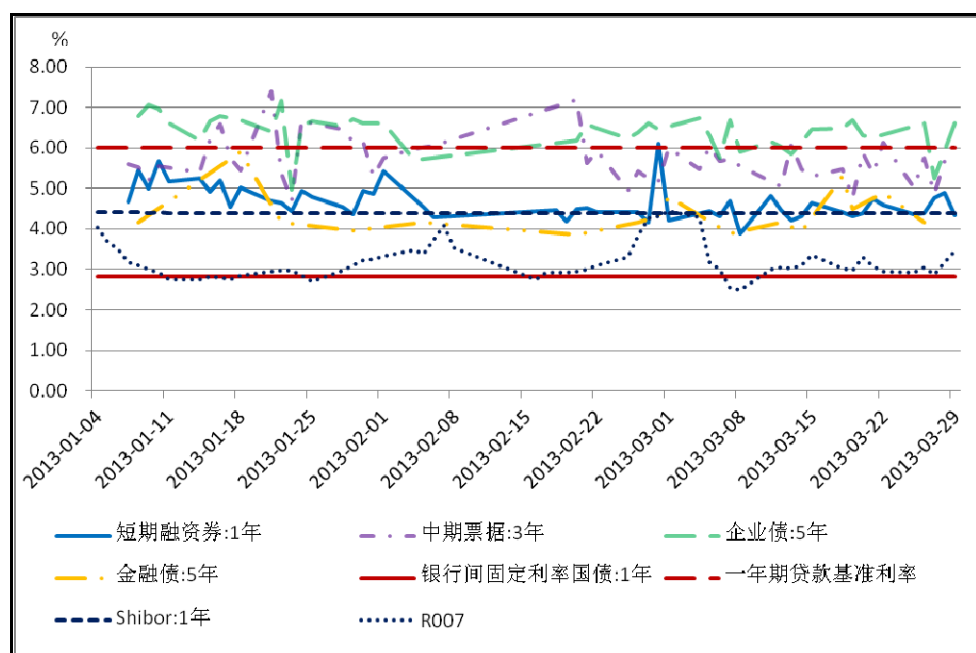
券种类别	2012 年第一季度 发行情况		2013 第一季度 发行情况		截至 2013 年第一季度 存量情况	
	期数(期)	规模 (亿元)	期数(期)	规模 (亿元)	期数(期)	规模 (亿元)
政府债	8	2180.0	9	2340.0	251	88258.3
国债	8	2180.0	9	2340.0	182	70170.3
地方政府债	0	0.0	0	0.0	45	6508.0
央行票据	0	0.0	0	0.0	24	11580.0
金融债	36	6321.1	95	5943.4	626	92684.3
政策性银行债	24	5097.6	60	4896.4	378	77943.5
商业银行债券	12	1223.5	14	477.0	207	13122.8
非银行金融机构债券	0	0.0	21	570.0	41	1618.0
政府支持机构债券	0	0.0	0	0.0	63	7300.0
企业债券	96	1676.0	146	2161.0	1413	21364.7
一般企业债	96	1676	146	2161.0	1403	21329.9
集合企业债	0	0.0	0	0.0	10	34.8

中期票据	94	1356.1	145	2100.6	1432	26545.3
集合票据	5	14.3	2	1.97	56	130.6
短期融资券	187	2825.2	256	3615.3	963	13251.1
一般短期融资券	177	1725.2	204	2120.3	842	8915.1
超级短期融资券	10	1100.0	52	1495.0	121	4336.0
证券公司短期融资券	0	0.0	23	630.0	23	614.0
资产支持证券	0	0.0	4	40.9	18	249.2
公司债	36	392.9	60	477.9	542	6455.4
可转债	1	4.5	3	209.7	24	1449.1
外国债券	0	0.0	0	0.0	4	40.0
合计	463	14770.1	743	17520.8	5439	269922.0

资料来源：中国债券信息网（其中资产支持证券、公司债、可转债数据来源于 Wind 资讯；短期融资券数据以起息日作为统计口径并由联合资信整理）

2、债券产品发行利率

本季度，受宏观经济数据向好，通胀预期回落等因素影响，银行间市场资金面延续了去年下半年以来的宽松局面。一年期银行间固定利率国债发行利率维持在 2.8%；一年期贷款基准利率维持在 6.0%；一年期 Shibor 利率维持在 4.4%；银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）波动幅度较大，1 月一度走低后，受春节前资金需求季节性增长因素影响，2 月份升至 4.1%，随后为缓解资金压力，央行通过公开市场操作净投放 6620.0 亿元致 R007 持续回落。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2013 年一季度债券市场发行利率情况

在央行公开市场操作频繁，资金面持续宽松的背景下，各债券品种发行利率呈现稳定波动的态势。具体来看，短期融资券的发行利率维持在 4.0%~5.0% 的区间内，接近一年期 Shibor 利率，远低于一年期贷款基准利率；企业债与中期票据的发行利率在 5.0%~7.0% 的区间，接近一年期贷款基准利率。

二、短券发行市场情况

1、短券发行规模及期数均大幅增长

2013 年本季度，银行间债券市场共有 226 家企业共发行短券 256 期（含超短券）¹，其中纯信用短券 250 期，有担保短券 6 期。短券（含超短券）合计发行规模为 3615.3 亿元。与 2012 年一季度相比，本季度短券（含超短券）发行主体家数和发行期数同比分别增长 36.1% 和 43.8%，发行规模同比增长 36.3%，增幅较大。截至 2013 年 3 月末，银行间债券市场存续短券（含超短券）963 期，存续短券金额达 13251.1 亿元。

表 2 短券（含超短券）发行基本情况表

项目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 一季度	同比 增长 (%)
	一季度	全年 占比 (%)	一季度	全年 占比 (%)	一季度	全年 占比 (%)	一季度	全年 占比 (%)		
发行规模 (亿元)	965.0	20.9	1410.9	20.9	1706.4	22.0	2652.2	18.6	3615.3	36.3
发行期数 (期)	56	21.3	102	23.0	152	24.9	178	19.0	256	43.8
发行家数 (家)	51	24.4	98	29.2	139	30.8	166	17.7	226	36.1

注：短券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

本季度短券（含超短券）发行规模及期数大幅增长除受企业短期融资需求持续加大的影响外，主要是由于 2012 年度短券（含超短券）发行的宽松政策调整的延续效应，以及短券（含超短券）发行成本进一步降低，使短券（含超短券）发行的期数和规模持续扩容。

自 2012 年下半年证券公司短券重启以来，证券公司短券发行量逐步增长。本季

¹ 由于证券公司发行的短券和一般企业发行的短券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券。

度共有 12 家证券公司发行证券公司短券 23 期，发行规模为 614.0 亿元，平均单笔发行额为 26.7 亿元，发行量较去年四季度大幅增长。本季度证券公司短券的发行期限均为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；发行主体的地区分布为广东省、上海市和北京市，其中，广东省的证券公司发行期数占比 56.5%，发行规模占比 64.4%，均位列第一。

2、短券结构分析

从短券发行品种来看，本季度共发行短券 204 期，超短券 52 期，发行总额分别为 2120.3 亿元和 1495.0 亿元，平均单笔发行额分别为 10.4 和 28.8 亿。从发行规模来看，短券和超短券的发行规模较去年本季度均有较大幅度增长，增幅分别为 36.6%和 35.9%；超短券发行规模占短券发行总规模的 41.0%，占比依然较大。从发行期数来看，短券的发行期数稳定增长，而超短券的发行期数同比增长很大，增长幅度达 420.0%，超短券发行期数占短券发行总期数的比例较去年一季度也有所上升。本季度超短券发行期数同比大幅度增长，主要是因为交易商协会于 2012 年 5 月将超短券的发行主体范围扩大至一般 AAA 级央企及其一般 AAA 级核心子公司，使得超短券的发行量从去年下半年开始出现大幅增长。从 2012 年第四季度的超短券发行期数来看，本季度超短券的发行期数呈现稳定增长态势，超短券对短券的分流效应持续明显。

从发行期限来看，本季度所发行的短券仍以 1 年期为主。发行期限为 1 年期的短券共有 200 期，占比 98.0%；超短券发行期限为 2 个月至 9 个月不等，其中以 9 个月发行期限为主。

表 3 2013 年一季度短券各品种发行情况表

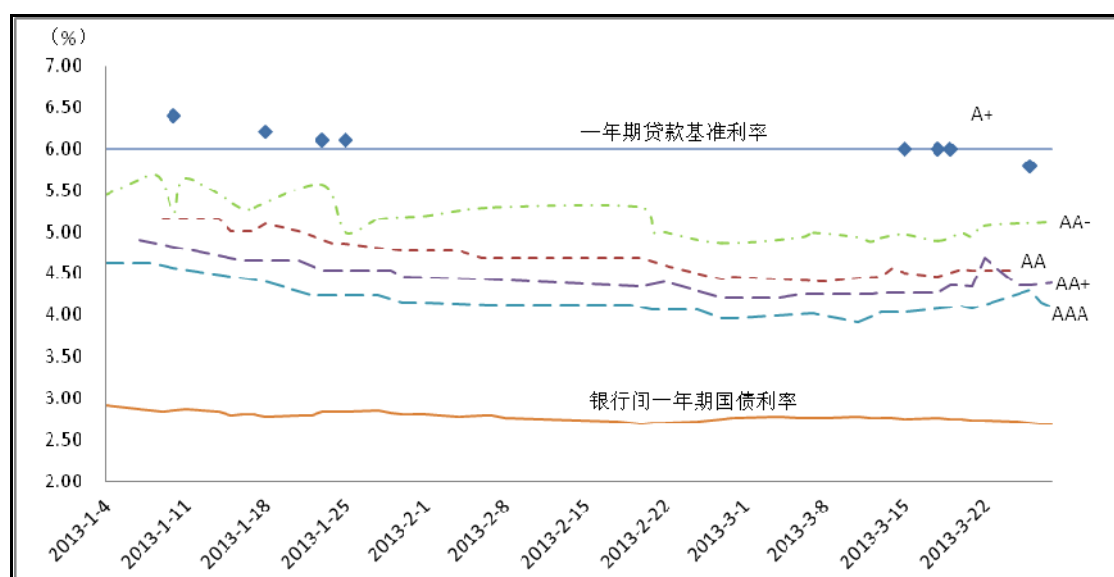
项目	短券			超短券		
	2012 年一季度	2013 年一季度	同比增长	2012 年一季度	2013 年一季度	同比增长
发行期数（期）	168	204	21.4%	10	52	420.0%
发行规模（亿元）	1552.2	2120.3	36.6%	1100.0	1495.0	35.9%
发行家数（家）	163	199	22.1%	3	31	933.3%
单笔发行规模（亿元）	9.2	10.4	13.0%	110.0	28.8	-73.8%

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

3、短券利率分析

从利率发行方式来看，本季度所发短券（含超短券）均采用固定利率发行。

从短券发行利率来看²，本季度货币市场流动性良好，资金面较宽松，短券利率趋于下行。AA~AAA 级发行人发行的短券的发行利率远低于一年期贷款基准利率，AA-级发行人中只有两期发行利率等于或略高于贷款利率，A+级发行人的发行利率则普遍略高于贷款利率。与 2012 年一季度相比，各级别发行人的发行利率明显下降，短券的发债成本优势突显。



注：剔除有担保的债券 6 期、发行期限在 1 年以下的短券 4 期和主体级别为 A 级的短券 1 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 2013 年一季度不同主体信用等级所发短券的发行利率与一年期贷款基准利率及银行间一年期国债利率走势情况图

4、短券发行规模分析

从发行规模来看，本季度短券的发行规模主要集中在 1~20 亿元区间内，其中发行额为 1~5 亿元的短券发行期数最多，体现了短券作为弥补企业流动性资金需求，发行额度相对较小的特点，并且短券的发行期数随着债券发行规模的不断上升呈现相反的发行业务趋势。与 2012 年一季度相比，本季度发行规模在 10~20 亿元区间的短券发行期数增幅较大，同时由于本季度超短券的放量导致发行规模在 30~50 亿元的短券发行数量较上年同期有所减少。

由于超短券具有发行频率高、发行金额高的特点，导致超短券发行规模越高，其发行期数越多。

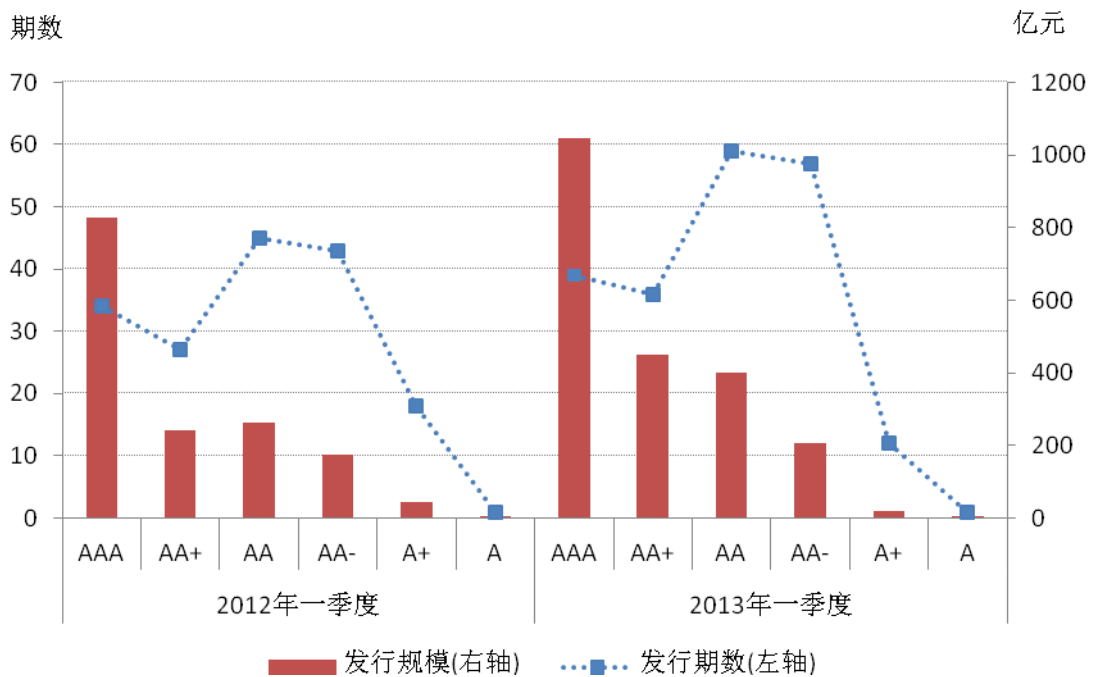
²此部分分析样本不包括超短券。

表 4 2013 年一季度按发行规模分析短券（含超短券）情况表

发行规模 (亿元)	短券发行期数(期)			超短券发行期数(期)		
	2012 年 一季度	2013 年 一季度	同比 增长	2012 年 一季度	2013 年 一季度	同比 增长
1~5 (含 5)	91	97	6.6%	0	2	-
5~10 (含 10)	45	56	24.4%	0	8	-
10~20 (含 20)	12	34	183.3%	0	11	-
20~30 (含 30)	11	11	-	1	13	1200.0%
30~50 (含 50)	8	3	-62.5%	2	16	700.0%
50 以上	1	3	20.0%	7	2	-71.4%

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

5、短券发行主体信用等级分析



资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2013 年一季度短券发行主体信用等级分布

发行主体信用等级分布方面³，与 2012 年一季度发行的短券相比，本季度 AA~AAA 级别主体所发短券的发行期数和发行规模均有所增长，A+ 级别主体所发短券的发行期数和发行规模有所下降，A 级别主体所发短券的发行期数无变化，但发行

³此部分分析样本不包括超短券。

规模有小幅增长。从发行期数看，本季度短券发行主体级别仍集中在 AA 级别和 AA- 级别，集中度达 56.9%⁴，同比上升 14.0 个百分点。从发行规模看，发行主体级别仍集中在 AAA 级别，集中度达 49.3%，同比下降 4.0 个百分点。

6、短券发行主体所有制性质分析

从发行主体所有制性质来看，本季度国有企业与民营企业所发行短券（含超短券，下同）的发行期数和发行规模较上一年同期均有所增长，但占比均有所下降；外商独资企业与中外合资企业的短券发行量持续增长。本季度，国有企业共发行短券 185 期，总发行规模为 3222.3 亿元，同比分别增长 43.4%和 33.3%；民营企业共发行短券 50 期，总发行规模为 260.5 亿元，同比分别增长 4.2%和 13.6%；外商独资企业与中外合资企业共发行短券 20 期，总发行规模 79.5 亿元，分别占比 7.8%和 3.6%。由于 2012 年下半年短券市场对 AA 级（含 AA 级）以上发债企业所有制性质和发债额度的放宽，外商独资企业和中外合资企业的发行量大幅增长；从 2012 年四季度的发行量来看，本季度外商独资企业与中外合资企业的短券放量呈现持续增长态势。

表 5 2013 年一季度按不同所有制性质企业分析短券（含超短券）发行情况

项目	2012 年本季度				2013 年本季度			
	发行期数 (期)	占比 (%)	发行 规模 (亿元)	占比 (%)	发行期 数(期)	占比 (%)	发行 规模 (亿元)	占比 (%)
国有企业	129	72.5	2417.9	91.2	185	72.3	3222.3	89.1
民营企业	48	26.9	229.3	8.6	50	19.5	260.5	7.2
外商独资企业	1	0.6	5.0	0.2	11	4.3	50.0	1.4
中外合资企业	-	-	-	-	9	3.5	79.5	2.2
集体企业	-	-	-	-	1	0.4	3.0	0.1
总计	178	100	2652.2	100	256	100	3615.3	100

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

7、短券发行主体行业分布分析

短券（含超短券）发行主体行业分布方面，从发行期数和发行规模来看，本季度电力、零售及贸易、机械设备、交通运输和有色金属等行业位居前 5 位，其中电力行业的发行主体发行短券的期数和规模居首。超短融的发行主体主要集中于电力、机械

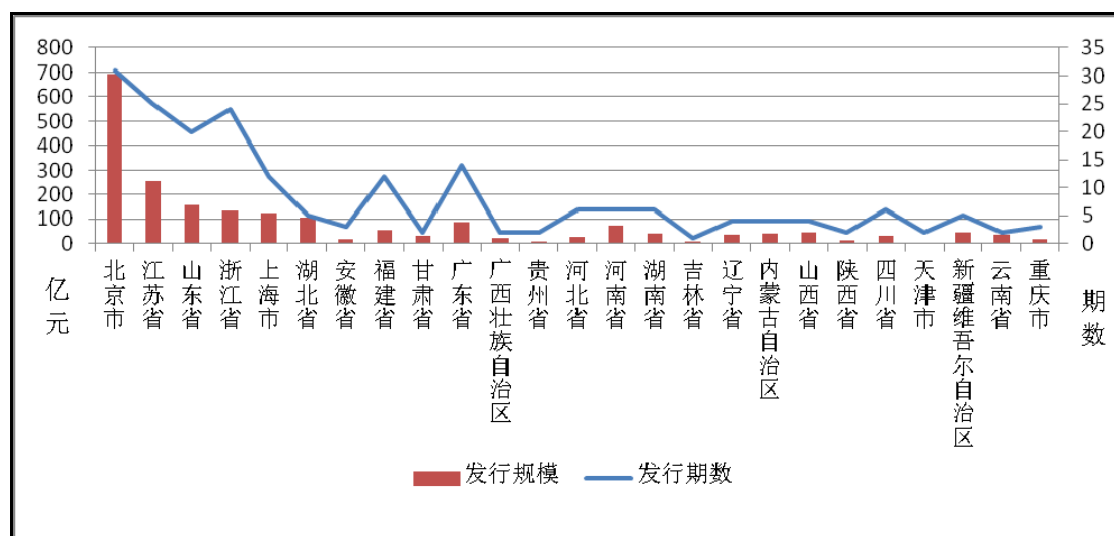
⁴ 集中度=某类主体所发短券期数或规模/短券发行总期数或总规模。

设备和航天航空等工业类行业。城投类企业本季度共发行 28 期短券，发行规模为 346.5 亿元，分别占总发行期数和规模的 10.9%和 9.6%。

8、短券发行主体地区分布分析

从短券发行主体所在地区来看，由于大型国企集中的优势，本季度北京市短券发行规模共计 660.0 亿元、发行期数 27 期，发行规模和发行期数均位列全国首位；由于地区经济活跃、中小规模企业集中、潜在发行资源丰富等优势，江苏省发行短券规模与期数位列全国第二，浙江省、山东省和上海市所发短券规模分别位列 3~5 位。

超短券的发行主体主要集中在北京市。本季度北京市共发行超短券 39 期，发行规模为 1146.0 亿元，在超短券发行总期数和总规模中分别占比 75.0%和 76.7%。其余超短券发行主体分别分布于广东省、上海市、辽宁省、山东省等地区。与 2012 年一季度相比，超短券的发行主体所在地区范围不断扩大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

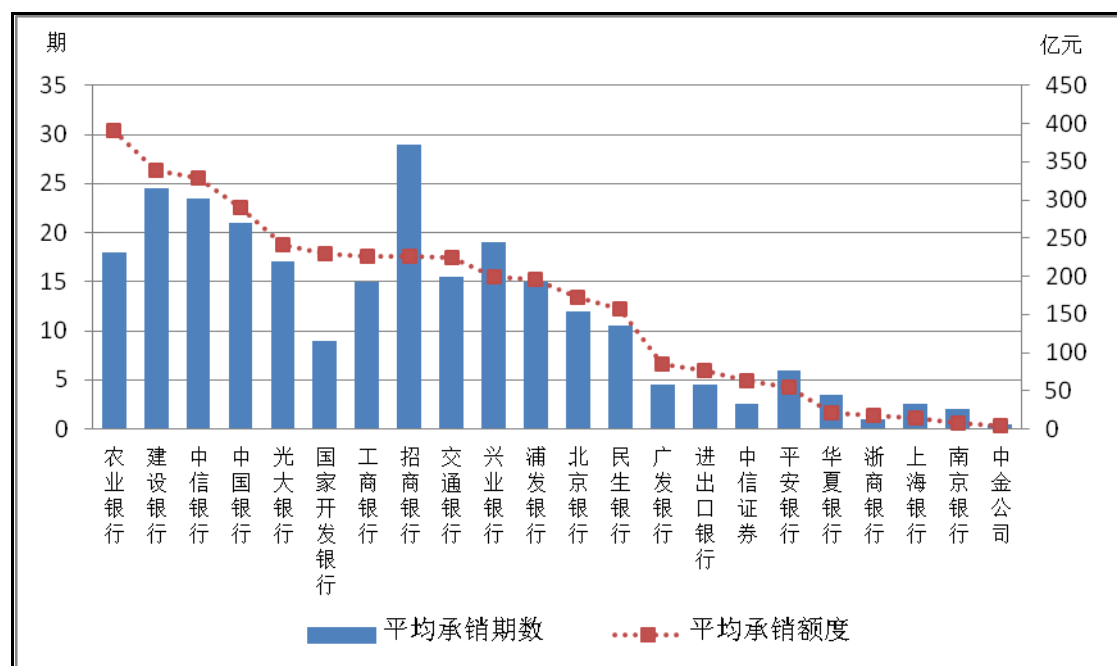
图 4 2013 年一季度全国各省市短券发行情况

9、短券承销情况分析

本季度共有 22 家主承销商参与承销短券（含超短券，以下同）发行，其中 143 期短券采用联合主承销商的方式发行。按承销期数统计⁵，招商银行以承销 29 期位居首位，建设银行、中信银行、中国银行和兴业银行分别位列第 2~5 位，前五位承销商

⁵对于采用联合主承销商形式发行的短券，各承销商的承销期数与额度按 50%计算。

的承销期数总和占总承销期数的 45.7%；按承销额度统计，农业银行承销额为 390.0 亿元，居市场首位，建设银行、中信银行、中国银行和光大银行分别位列第 2~5 位，前五位承销商的承销总额占总承销额度的 44.6%。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2013 年一季度短券市场各主承销商承销情况

本季度短券发行额度超过 50（含）亿元的短券共 14 期，合计发行额度达 918.0 亿元，占总承销额度的 25.8%，其中农业银行和中信银行各承销 2.5 期，国家开发银行和中国银行各承销 1.5 期，这四家银行在大额度的承销项目上占有优势。

10、短券市场评级机构评级情况分析

本季度联合资信、中诚信、大公和新世纪四家评级机构共出具了 204 期短券评级报告⁶。中诚信在国内短券评级市场上仍保持相对领先地位，新世纪的市场份额较上年同期增幅较大。

⁶ 此部分分析不包含超短券。

表 6 2013 年一季度短券市场各评级机构评级情况

评级机构名称	2012 年一季度		2013 年一季度	
	期数（期）	占比（%）	期数（期）	占比（%）
中诚信	54	32.1	81	39.7
联合资信	47	28.0	45	22.1
大公	41	24.4	36	17.6
新世纪	26	15.5	42	20.6
合计	168	100.0	168	100.0

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理