

# 2014 年第一季度短期融资债券市场及利差分析报告

联合资信评估有限公司 李丹 伦杭 刘艳 聂逆

## 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 20798.07 亿元，较上年同期增长 10.64%，较上年第四季度增长 11.09%。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 30.28 万亿元。

本季度，国债发行期数为 9 期，与上年同期持平，较上年第四季度下降 40.00%；国债发行规模为 1940 亿元，较上年同期下降 17.09%，较上年第四季度下降 46.92%。此外，在经济增速低于预期的背景下，本季度央票维持停发状态。

与上年第四季度相比，企业债券的发行期数和发行规模分别环比增长了 51.04% 和 57.05%，主要是本季度银行间市场资金面较上年第四季度较为宽松、融资成本较低、核准节奏加快等所致。但与上年同期相比，本季度企业债的发行期数和发行规模分别减少了 0.68% 和 21.12%。与上年第四季度相比，中期票据的发行期数和发行规模分别环比增长了 26.51% 和 9.86%。本季度中期票据的发行期数和发行规模也较上年同期分别减少了 27.59% 和 44.30%；金融债券的发行仍然以政策性银行债券为主，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年同期有所回落，金融债券整体发行期数和发行规模较上年同期分别增长 36.84% 和 18.69%；与上年第四季度相比，金融债券的发行期数和发行规模分别环比增长了 44.44% 和 45.62%。

与上年第四季度相比，短融（含超短融）的发行期数和发行规模分别增加了 38.26% 和 28.64%；与上年同期相比，本季度短融（含超短融）的发行期数和发行规

模分别增加了 14.39% 和 38.81%。与上年第四季度相比，证券公司短融的发行期数和发行规模分别增加了 26.09% 和 24.23%；证券公司短融在 2012 年下半年才逐步开始发行，基数较小，因此与上年同期相比，证券公司短融的发行期数和发行规模增幅分别为 152.17% 和 62.46%，增幅较大。

### 2、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面较 2013 年下半年有所好转，流动性处于较为宽松的状态。一年期银行间固定利率国债到期收益率呈下行趋势，一季度末已跌至 3.09%，比本季度初的 4.23% 下降了 114bp；一年期贷款基准利率维持在 6.00%；一年期 Shibor 利率维持在 5.00%；银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）波动幅度较大，受春节前资金需求季节性增长因素影响，1 月中下旬明显走高，最高升至 6.59%，2 月至 3 月上半月，银行间流动性一直保持宽裕，R007 一度下跌至 2.2%，随着季末临近，资金需求有所回升，流动性逐渐收紧，加之央行坚持进行正回购操作回笼资金，R007 逐渐回升，但绝对水平仍处于 2013 年 6 月“钱荒”以来的低位。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率比较稳定，分别在 4.24% 和 4.42% 上下小幅波动。

本季度初期，在经济增速持续下行、流动性有所改善的背景下，各债券品种发行利率有所下降，但进入 3 月后，以超日债违约事件为代表的信用风险事件的出现，导致市场风险偏好明显下降，加之央行持续回收流动性，各债券品种的发行利率开始波动上升。具体来看，一年期短期融资券的发行利率处于 5.47%~8.30% 的波动区间，高于一年期 Shibor 利率，且大部分高于一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率<sup>1</sup>；五年期中期票据的发行

<sup>1</sup> 贷款基础利率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。贷款基础利率是金融机构对其资金成本、信用风险成本、管理费用、最低资本回报等因素进行综合衡量后，确定的贷款利率水平，可以真实地反映信贷市场的资金价格。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2013 年第一季度 发行情况		2013 第四季度 发行情况		2014 第一季度 发行情况		2014 年第一季度末 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	2340.00	23	4398.77	9	1940.00	260	91362.37
国债	9	2340.00	15	3654.77	9	1940.00	198	82746.37
地方政府债	0	0.00	8	744.00	0	0.00	62	8616.00
央行票据	0	0.00	3	214.00	0	0.00	17	5521.72
金融债	75	5523.40	90	4844.00	130	7054.00	711	106973.28
政策性银行债	61	5046.40	82	4426.00	115	6590.00	473	93134.28
商业银行债券	14	477.00	3	165.00	12	446.00	209	13239.00
非银行金融机构债券	0	0.00	5	145.00	3	18.00	29	600.00
政府支持机构债券	1	200.00	6	700.00	1	200.00	81	9900.00
企业债券	146	2161.00	96	1085.30	145	1704.50	1738	24719.14
一般企业债	146	2161.00	96	1085.30	144	1694.50	1729	24684.76
集合企业债	0	0.00	0	0.00	1	10.00	9	34.39
中期票据	145	2100.60	83	1065.10	105	1170.10	1767	28895.50
集合票据	2	1.97	7	10.49	0	0.00	80	173.12
美元中期票据	0	0.00	1	2.00	0	0.00	1	2.00
短期融资券	278	3544.30	230	3824.50	318	4919.90	1019	14076.80
短期融资券	226	2049.30	183	2009.50	230	2389.40	858	8577.30
超级短期融资券	52	1495.00	47	1815.00	88	2530.50	161	5299.50
证券公司短期融资券	23	630.00	46	823.90	58	1023.50	58	1023.50
资产支持证券	0	0.00	10	109.06	24	482.60	45	653.99
非金融企业资产支持票据	6	20.00	3	8.00	8	35.00	36	129.30
非公开定向债务融资工具	136	1588.50	135	1125.10	239	2099.10	930	11129.88
公司债	60	477.90	9	212.80	12	164.50	445	6664.49
可转债	3	209.70	3	301.00	1	4.87	27	1585.86
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	884	18797.37	744	18722.02	1050	20798.07	7215	302810.95

注：1. “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；2. “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站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；3. 美元中期票据以亿美元计，合计中不包含美元中期票据；4. “公司债”不包含私募债和证券公司债券；5. 发行数据为中国债券信息网站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站与上海清算所公布的债券托管量合计。

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

利率在春节过后有所回落，但季末波动回升，发行利率处于 5.74%~9.00% 的波动区间，均高于五年期银行间固定利率国债到期收益率，其中 AAA 级中期票据的发行利率本季度初回落至五年期贷款基准利率 6.4% 以下，但随着季末流动性趋紧，本季度末再次突破五年期贷款基准利率，最高回升至 8.3%；七年期企业债的发行利率走势相对较为平稳，发行利率处于 7.11%~9.20% 的波动区间，远高于七年期银行间固定利率国债到期收益率，各级别企业债的发行利率基本均超过七年期贷款基准利率 6.55% 的水平。

## 二、短融发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 269 家企业共发行短融 318 期（含超短融）<sup>2</sup>，合计发行规模为 4919.90 亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比增幅分别为 14.39%、9.35% 和 38.81%，而环比增幅均在 28% 以上。在本季度整体资金面相对宽松的情况下，发行人年初融资需求强劲，加上超日债违约事件爆发后，市场风险意识提升，机构情绪谨慎、配置需求向短端集中，导致短融（含超短融）发行量较大。

<sup>2</sup> 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。

截至 2014 年 3 月末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1019 期，存续短融（含超短融）金额达 14076.80 亿元，短融（含超短融）存量规模占债券市场存量总规模的 4.65%。

## 1. 短融发行情况分析

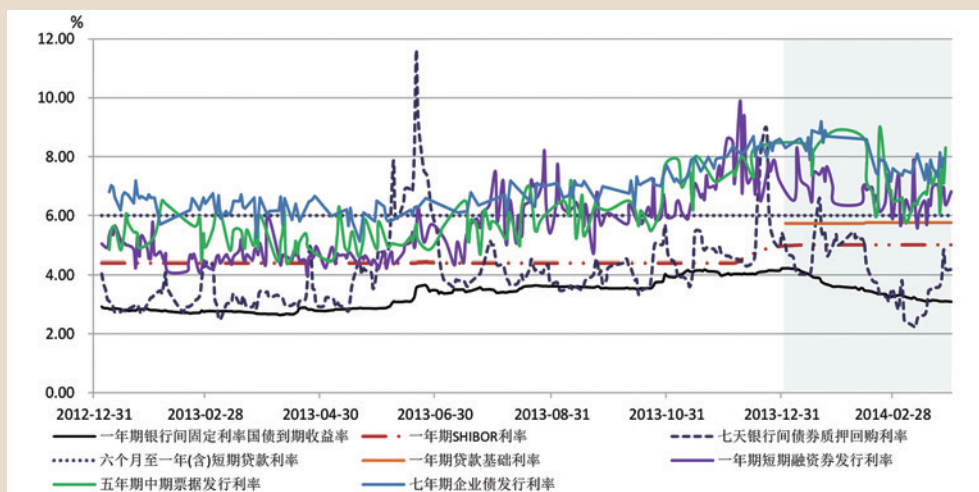
从发行期数来看，本季度短融共发行 230 期，较上年同期增长 1.77%，

较上年第四季度增长 25.68%，短融的发行期数在短融（含超短融）发行总期数中的占比为 72.33%，占比较上年同期和上年第四季度分别下降了 8.97 个百分点和 7.24 个百分点。

从发行家数来看，本季度短融的发行家数为 220 家，较上年同期增长 0.46%，较上年第四季度增长 25.71%。

从发行规模来看，本季度短融的发行规模为 2389.40 亿元，较上年同期增长 16.60%，较上年第四季度增长 18.91%。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为 10.39 亿元，较上年同期和上年第四季度分别增加了 14.57% 和 -5.39%。

本季度，城投类企业<sup>3</sup>所发短融的发行期数和发行规模分别为 45 期和 574.00 亿元，同比增幅均超过 60%，环比增幅均在 10% 左右，分别占总发行期数和发



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2014 年一季度债券市场发行利率情况

行规模的 19.57% 和 24.02%。城投类企业所发短融的发行规模和发行期数同比和环比均增长明显，可能是由于本季度交易商协会放开了对于发行短融和中期票据的地方政府融资平台的行政级别的限制。

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 222 期，占发行总期数的 96.52%。

## 2. 超短融发行情况分析

本季度有 55 家企业共发行超短融 88 期，发行总额为 2530.50 亿元。从超短融的发行期数、发行家数和发行规模来看，本季度超短融的发行量与上年同期、上年第四季度相比均大幅增加（见表 4）。超短融的持续

表 2 短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2013 年				2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
	一季度	全年占比 (%)	四季度	全年占比 (%)			
发行期数 (期)	278	25.84	230	21.38	318	14.39	38.26
发行家数 (家)	246	34.70	202	28.49	269	9.35	33.17
发行规模 (亿元)	3544.30	22.35	3824.50	24.11	4919.90	38.81	28.64

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

<sup>3</sup> 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

表 3 2014 年一季度短融发行情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	226	183	230	1.77	25.68
发行家数 (家)	219	175	220	0.46	25.71
发行规模 (亿元)	2049.30	2009.50	2389.40	16.60	18.91
单笔发行规模 (亿元)	9.07	10.98	10.39	14.57	-5.39

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 4 2014 年一季度超短融发行情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	52	47	88	69.23	87.23
发行家数 (家)	31	33	55	77.42	66.67
发行规模 (亿元)	1495.00	1815.00	2530.50	69.26	39.42
单笔发行规模 (亿元)	28.75	38.62	28.76	0.02	-25.54

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

放量增长主要是近两年监管层对于超短融的扩容政策 (2012 年 6 月超短融发行主体范围首次扩容至一般央企 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司, 2013 年 10 月再次扩大至地方 AAA 级企业) 以及超短融在成本和灵活性方面的优势所致。

本季度, 在超短融持续扩容的影响下, 城投类企业所发超短融的数量也实现较大增幅。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 14 期和 210.00 亿元, 分别占总发行期数和发行规模的 15.91% 和 8.30%。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) 和上年第四季度 (3 期 56 亿元) 均有大幅增长。

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 6 个月发行期限为主, 较上年同期

和上年第四季度发行期数最多的 9 个月期限有所缩短。

### 3. 证券公司短融发行情况分析

本季度共有 31 家证券公司发行短融 58 期, 发行规模达 1023.50 亿元, 与上年同期相比, 证券公司短融的发行期数、发行家数及发行规模分别增加 152.17%、158.33% 和 66.69%。较大的增幅主要有两方面原因, 一是由于 2012 年下半年证券公司短融才重启, 证券公司发行短融逐步走向常态, 二是近期管理层对于资本市场的各项制度创新与证券公司自身业务创新的全面推进, 导致其融资需求增加。与上年第四季度相比, 本季度证券公司短融的发行期数、发行家数及发行规模环比分别增长 26.09%、14.81% 和 24.23%。本季度证券公司短融的

表 5 证券公司短融发行基本情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	23	46	58	152.17	26.09
发行家数 (家)	12	27	31	158.33	14.81
发行规模 (亿元)	614.00	823.90	1023.50	66.69	24.23
平均单笔发行规模 (亿元)	26.70	17.91	17.65	-33.90	-1.47

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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29.31%，发行规模占比36.98%，仍位列第一。

### 三、短融利率分析

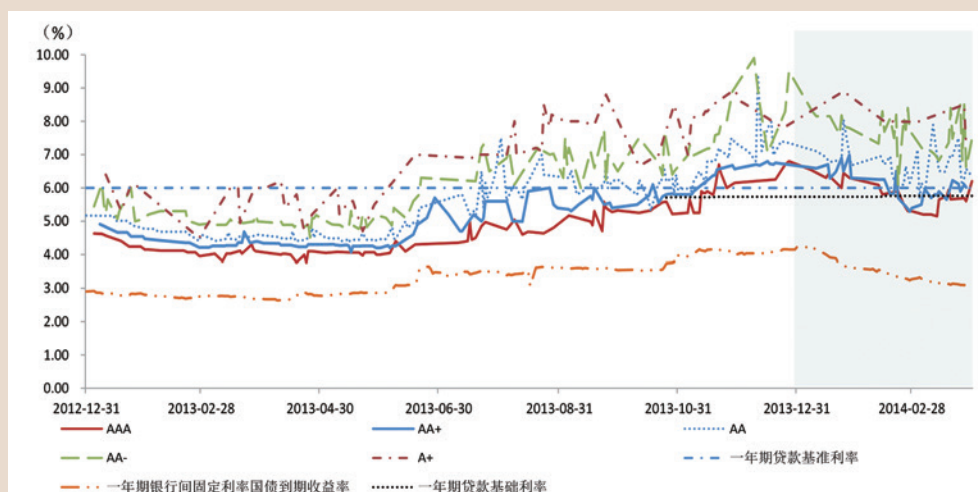
从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）均采用固定利率。

从短融发行利率来看<sup>4</sup>，除了AA<sup>-</sup>级和A<sup>+</sup>级外，本季度各级别主体所发短融的发行利率区分明显。本季度货币政策继续维持中性偏紧基调，同时美国QE退出及人民币贬值抑制了热钱的流入，导致社会融资成本仍然较高。春节后流动性供给的相对增强令流动性环境有所改善，AAA级发行人所发短融的发行利率自上年11月突破一年期贷款基准利率（6.00%）和一年期贷款基础利率（5.73%~5.76%）以来，于2月中旬左右首次低于一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率，但随着季末资金需求回升，流动性有所收紧，AAA级发行人所发短融的发行利率又有所回升，最高达6.20%。

与上年同期相比，各级别发行人所发短融的发行利率上升明显，发行利率均值上涨幅度均在150BP以上，其中AA<sup>-</sup>级短融的发行利率均值涨幅最大，为246BP；但与上年第四季度相比，AA级和以上级别发行人所发短融的发行利率有所回落，其中AA<sup>+</sup>级短融的发行利率均值回落25BP，回落幅度最大，AAA级和AA级短融的发行利率均值回落幅度较小。

### 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



注：剔除有担保的债券3期、发行期限在1年以下的短融8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年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

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，短融的发行期数与单笔发行规模呈现反向关系。与上年同期相比，本季度发行规模在30~50亿元区间的短融发行期数增幅最大，而10~20亿元的短融发行期数有所减少；与上年第四季度相比，本季度发行规模在5~10亿元区间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10~50亿元的区间内。与上年同期相比，各发行规模区间的发行期数较上年同期基本上均有所增长，尤其是10~30亿元和50亿元以上区间的超短融发行期数增幅较大，体现了企业更加倾向于利用期限相对更短且金额较高的超短融弥补流动性资金缺口来提高资金使用效率；与上年第四季度相比，本季度发行规模在1~30亿元区间的短融发行期数均有较大增幅，30亿元以上区间的短融发行期数则变化不大。

### 五、短融发行主体信用等级分布分析<sup>5</sup>

按发行期数统计，本季度AA级主体所发短融期数仍最多（67期），AA<sup>-</sup>级和AA<sup>+</sup>级主体所发短融期数分别为58期和54期，三者所发短融期数总和占总发行

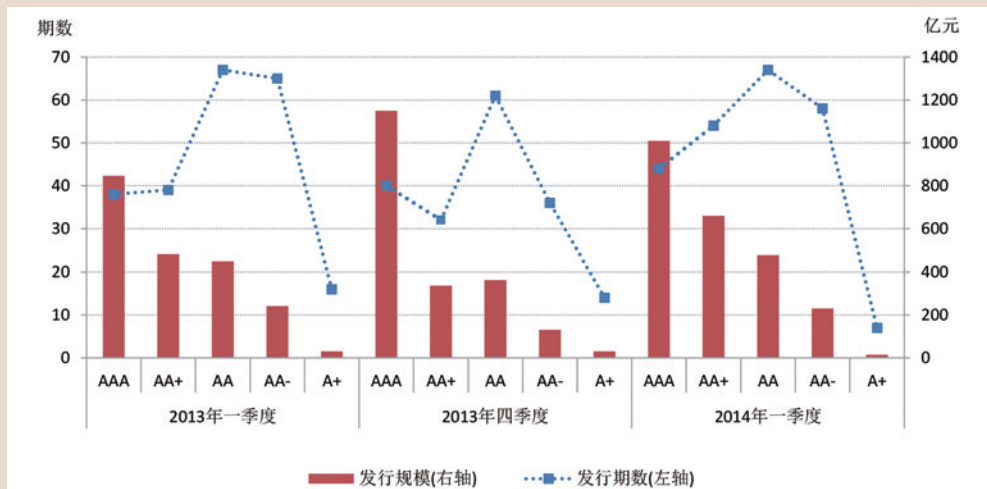
<sup>4</sup> 此部分分析样本不包括超短融。

<sup>5</sup> 此部分分析样本不包括超短融。

期数的 77.83%。与上年同期相比，本季度 AA<sup>+</sup> 级主体所发短融期数增幅达 38.46%，增幅最大，AA<sup>-</sup> 级主体所发短融期数下降 10.77%，降幅最大；AA<sup>-</sup> 级~AA<sup>+</sup> 级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年同期上升约两个百分点，级别分布较稳定。与上年第四季度相比，本季度 AA<sup>+</sup> 级和 AA<sup>-</sup> 级主体所发短融期数增幅均达到 60% 以上，增幅

较大，AAA 级和 AA 级主体所发短融期数增幅均在 10% 左右；本季度 AA<sup>-</sup> 级~AA<sup>+</sup> 级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年第四季度上升约七个百分点，级别分布更加均匀。

按发行规模统计，本季度 AAA 级主体所发短融规模总额为 1009.00 亿元，在短融发行总额中的占比为 42.23%，规模优势仍较明显。与上年同期相比，本季度 AA<sup>+</sup> 级主体所发短融规模增幅达 37.11%，增幅最大，AAA 级、AA 级和 AA<sup>-</sup> 级主体所发短融规模增幅分别为 19.27%、5.82% 和 -4.57%，同比变化幅度有所不同。与上年第四季度相比，本季度 AA<sup>+</sup> 级、AA<sup>-</sup> 级和 AA 级主体所发短融规模增幅达 95.70%、76.17% 和 31.48%，增幅均较大；本季度 AAA 级主体所发短融规模在短融发



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理  
注：此表未包含 2013 年一季度 A 级别主体发行短融 1 期。

图 3 短融发行主体信用等级分布

行总额中的占比较上年第四季度下降约 15 个百分点，规模优势有所下降。

## 六、短融发行主体所有制性质分析

短融（含超短融，以下同）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，与上年同期和上年第四季度相比，国有企业所发短融的期数和规模均有明显增长，在总发行期数和发行总额中的占比均变化较小；民营企业所发短融的期数和规模均有所增长，占比均变化较小；外商独资企业所发短融的期数、规模及其占比均有明显下降；中外合资企业所发短融的期数、规

表 6 不同所有制性质企业短融（含超短融）发行情况

项目	2013 年一季度		2013 年四季度		2014 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	192	3068.30	167	3542.90	247	128.65	147.90	4511.10	147.02	127.33
民营企业	61	319.00	52	215.90	58	95.08	111.54	335.80	105.27	155.53
外商独资企业	14	69.50	5	35.00	3	21.43	60.00	18.00	25.90	51.43
中外合资企业	10	84.50	5	27.70	6	60.00	120.00	31.00	36.69	111.91
集体企业	1	3.00	1	3.00	2	200.00	200.00	13.00	433.33	433.33
其他类企业	-	-	-	-	2	-	-	11.00	-	-
总计	278	3544.30	230	3824.50	318	114.39	138.26	4919.90	138.81	128.64

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

模及其占比同比均有所下降，所发短融的期数和规模环比有小幅上升，占比环比均有小幅下降；国有企业发行优势明显（见表6）。

## 七、短融发行主体行业分布分析

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，从短融的发行期数来看，本季度电力、交通运输、建筑工程、煤炭及煤化工和机械设备位居前五位。从短融的发行规模来看，本季度电力、煤炭及煤化工、交通运输、有色金属和建筑工程位居前五位。与上年同期和上年第四季度相比，煤炭及煤化工和建筑工程行业的主体所发短融的发行期数和发行规模增长较为明显，可能是由于煤炭及煤化工和建筑工程等行业在本季度的经营状况继续下滑，导致企业通过增加举债规模来满足融资需求。

## 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、广东、山东、浙江和四川地区的企业所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前6位，排名较上年同期和上年第四季度有所变化。

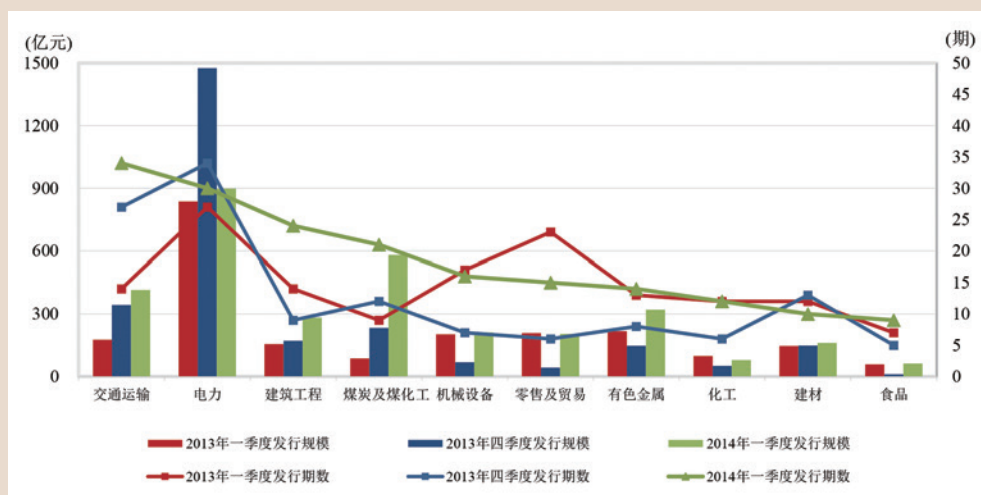
从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上年同期相比，江苏地区的企业所发短融的发行期数超过北京位列全国首位，广东、四川、山西、内蒙古和天津的企业所发短融的发行期数均有所增加，其中广东和天津地区的企业所发短融的发行期数增加最为明显；与上年第四季度相比，除福建外，其他各地区的企业所发短融的发行期数均有明显增加。

从前十位短融发行规模的地区分布来看，北京地区的企业所发短融的发行规模仍位列全国首位，且远超过其他地区企业所发短融的发行规模；与上年同期相比，除江苏和福建外，其他各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，其中广东、四川、山西和天津地区的企业所发短融的发行规模增幅明显；与上年第四季度相比，

除山东和福建外，其他各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，其中北京、广东、四川、山西和天津地区的企业所发短融的发行规模增幅明显。

总体来看，江苏地区的企业发行短融的期数优势逐渐增强从而超过北京，北京地区的企业发行短融的规模优势最为显著。广东、四川、山西和天津地区的企业发行短融的期数和规模均增长明显。

从超短融发行主体的所在地区来看，北京地区作为央企及大型国有企业的聚集中心，在超短融的发行方面仍占据绝对优势，所发超短融的发行期数和规模分别为56期及1917.50亿元，同比和环比增幅均达到50%左右，分别占本季度超短融总发行期数和总发行规模的63.64%和75.78%，其中发行期数占比同比和环比均下降约10个百分点，规模占比同比和环比基本不变。与上年同期



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

和上年第四季度相比，本季度山东地区的企业所发超短融的发行期数（6期）和规模（125.00亿元）大幅增加，超过广东成为超短融的第二大发行地区，广东地区的企业所发超短融的发行期数（5期）和规模（120.00亿元）均位列第三位。

## 九、短融发行主体新增企业分析

本季度共有54家企业首次发行短融共计55期，发行规模315.40亿元，首次发行短融的企业家数占本季度发行短融企业总数的24.89%；新增企业主要分布于建筑工程和煤炭及煤化工行业；新增企业以地方国有企业和民营企业为主，在新增主体中的占比分别达到55.56%

和 35.19%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA<sup>-</sup> 级和 AA 级，在新增主体中的占比分别达到 38.89% 和 29.63%。本季度共有 15 家企业首次发行超短融共计 20 期，发行规模 495.00 亿元，首次发行超短融的企业家数占本季度发行超短融企业总数的 27.27%。本季度新增短融的发行主体家数和发行规模同比和环比均有所下降；新增短融发行主体家数在短融发行主体总家数中的占比和新增短融发行规模在短融总发行规模中的占比较上年同期和上年第四季度均大幅下降。由于 2013 年 10 月交易商协会将超短融发行主体扩至地方 AAA 级企业，导致本季度新增超短融发行主体中有 10 家地方国有企业，超短融的新增发行主体家数和发行规模同比和环比均有大幅增加，同比增幅均达到 200% 以上，环比增幅均达到 100% 左右。

## 十、短融承销情况分析

本季度共有 24 家主承销商参与承销短融（含超短融，以下同）发行，同比增加 2 家（分别为渤海银行和国泰君安证券），环比减少 2 家（分别为中信建投证券和恒丰银行）。短融中有 169 期采用了联合主承销商的方式发行，同比增加 18 期，环比增加 64 期；联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 52.99%，同比和环比均有所增加。

按承销期数统计<sup>6</sup>，与上年同期相比，本季度排名前五位的仍是中国银行、兴业银行、招商银行、中信银行和建设银行，其中中国银行本季度承销 44 期，排名由第四位晋升为首位，兴业银行由第五位晋升为第二位，而招商银行、中信银行和建设银行排名略有下降。前五位承销商承销短融期数总和占总承销期数的 47.64%，同比保持基本稳定。与上年第四季度相比，本季度中国银行排名由第六位晋升为首位；招商银行和建设银行排名有

所下降。

按承销额度统计，与上年同期相比，本季度中国银行、建设银行、农业银行、兴业银行和中信银行仍排名前五位，其中中国银行由第四位晋升为首位，兴业银行由第十位晋升至第四位。前五位承销商承销短融额度总和占总承销额度的 48.58%，较上年同期上升 7.54 个百分点，承销规模优势有所增加。与上年第四季度相比，本季度中国银行和中信银行承销短融规模大幅增加从而进入前五位，其中中国银行由第六位晋升为首位。总体来看，本季度中国银行的承销短融期数优势和规模优势均显著。

本季度短融发行额度超过 50（含）亿元的短融共 15 期，占总发行期数的 4.72%，合计发行规模达 997.00 亿元，占总发行规模的 20.26%，同比均变化较小，期数环比有所增加，规模环比有所下降，期数占比和规模占比环比均有较大幅度下降。其中中国银行承销 3 期，工商银行承销 2 期，建设银行、农业银行分别承销 1.5 期，共占短融总发行期数的 50.65%，体现了国有商业银行在大额度的承销项目上占有优势。

## 十一、短融利差分析

本季度，银行间债券市场共发行短融 230 期，剔除 8 期发行期限在 1 年内的短融、3 期有担保的短融以及上市之后两周内无交易的短融 21 期（截至 4 月 4 日之前），剩余短融共计 198 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 198 期样本。

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。

表 7 2014 年第一季度利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2013 一季度	2013 四季度	2014 一季度	2013 一季度	2013 四季度	2014 一季度
AAA	139.33	182.91	247.07	134.12	192.78	252.71
AA <sup>+</sup>	164.81	229.15	262.78	157.46	236.93	265.68
AA	189.37	274.46	323.92	175.24	271.94	325.21
AA <sup>-</sup>	240.68	358.78	421.89	232.28	357.89	425.99
A <sup>+</sup>	332.82	408.30	491.02	332.54	406.60	477.28

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

<sup>6</sup> 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。



表 8 2014 年第一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	40	5.15~6.55	5.77	247.07	-	12.43	252.71	-	16.87
AA <sup>+</sup>	53	5.18~6.99	5.96	262.78	15.71	14.53	265.68	12.97	15.80
AA	56	5.64~9.00	6.60	323.92	61.14	18.34	325.21	59.53	19.42
AA <sup>-</sup>	46	5.80~8.70	7.57	421.89	97.98	14.66	425.99	100.78	14.61
A <sup>+</sup>	3	7.98~8.80	8.26	491.02	69.13	10.91	477.28	51.30	4.65

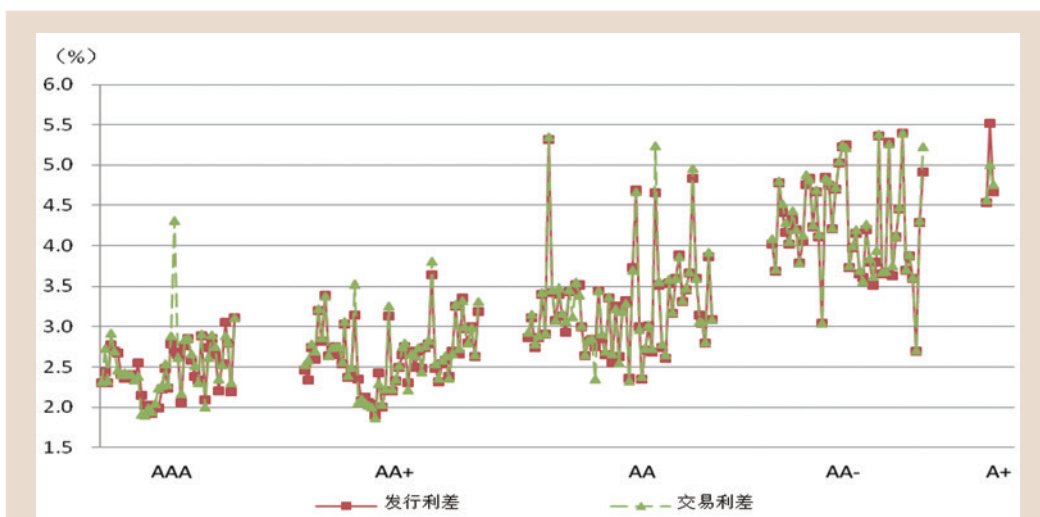
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度，各信用等级发行主体所发短融的发行利差<sup>7</sup>与交易利差<sup>8</sup>与上年同期相比均大幅扩大，与 2013 年第四季度环比也明显扩大（见表 7），主要原因可能是由于 3 月初超日债发生了近年来债券市场首例违约事件，造成投资者对债券风险溢价的要求更高所致。

通过表 8 及图 5 可以看出，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：一是发行人主体信用等级与短融利差之间呈现明显的负相关关系，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。二是除样本量较少的 A<sup>+</sup> 级外，随着发行人主体信用等级的降低，级差也随之扩大。三是与往期相比，本季度 AA<sup>+</sup> 级与 AAA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均较小，这两个主体信用等级对利差的区分程度不高。四是 AA 级发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数均最大，可能是因为投资者对该信用等级主体的认可度不统一所致。

我们进一步对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验<sup>9</sup>。从结果看，



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 5 本季度各级别发行主体短融利差分布情况

AAA 级与 AA<sup>+</sup> 级、AA<sup>-</sup> 级与 A<sup>+</sup> 级主体所发短融的利差 I 及利差 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。导致不同信用等级主体所发短融利差差异不显著的原因可能包括个别主体信用等级所发短融的风险定价的区分程度不强、市场对个别主体信用等级所发短融的风险认识差异不大以及样本量较少等因素。

## 十二、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

<sup>7</sup> 发行利差即利差 I，指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。

<sup>8</sup> 交易利差即利差 II，指短融上市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。

<sup>9</sup> 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。

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认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本季度所发短的样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪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：

从表 9 的利差检验结果来看，联合资信所评的 AA<sup>+</sup> 主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，新世纪所评的 AA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，表明就这两个主体级别来说，二级市场对上述两家评级机构出具的信用等级认可度更高。对于其它主体信用等级，各评级机构所评主体所发短融在利差均值和变异系数的表现不一，投资者对各评级机构出具的评级结果未表现出明显的一致性。但上述检验可能存在由于样本数量不多出现偏差的问题。



表 9 本季度各评级机构所评各等级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	中诚信	21	245.28	11.96	255.36	19.46
	联合资信	14	248.20	14.46	248.98	15.24
	大公	4	258.60	8.92	258.20	9.30
	新世纪	1	222.79	-	227.43	-
AA <sup>+</sup>	中诚信	19	273.08	14.66	277.28	15.52
	联合资信	10	248.31	8.08	252.56	9.66
	大公	16	257.79	14.35	256.72	15.81
	新世纪	8	266.39	19.14	272.45	20.68
AA	中诚信	11	336.10	23.03	338.88	23.23
	联合资信	23	325.32	17.66	324.97	17.94
	大公	12	328.02	18.45	333.31	21.56
	新世纪	10	302.35	13.41	301.02	14.48
AA <sup>-</sup>	中诚信	9	411.52	10.47	414.58	11.03
	联合资信	7	407.21	21.41	408.25	21.42
	大公	16	434.01	13.57	438.17	13.03
	新世纪	14	422.06	15.40	428.26	15.46
A <sup>+</sup>	中诚信	1	453.46	-	456.08	-
	大公	1	467.25	-	475.41	-
	新世纪	1	552.36	-	500.36	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理