

# 超短融放量增长 替代短融或成趋势

## 一、我国超短融发展的简要历程

2010 年 12 月 21 日，我国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）发布《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程（试行）》，正式推出超短期融资券业务品种。根据交易商协会的界定，超短期融资券（Super & Short-term Commercial Paper，简称“超短融”）是指具有法人资格、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。在试点阶段，超短融发行主体受到严格限定，只有重点 AAA 级央企<sup>1</sup>才有资格发行。

2012 年 6 月交易商协会将超短融发行主体扩充至一般中央 AAA 级企业及其一级 AAA 级核心子公司。

2013 年 10 月，超短期融资券向地方企业放开，要求新增发行人进行双评级，按照不同收费模式进行评级的主体评级均为 AA+（含）以上；同时满足近一年经交易商协会注册公开发行过债务融资工具<sup>2</sup>，且近三年累计公开发行债券（包括债务融资工具、公司债、企业债）3 次（含）、累计发行规模 50 亿元（含）以上等。

2014 年 5 月，交易商协会进一步放宽发行人准入门槛，规定在满足原发行条件的前提下，信用评级采用不同付费方式双评级，其中一个评级达到 AA 级即可发行超短期融资券。

超短融的三次扩容促进了其发行量的大幅增长，为众多央企、地方企业注入了大量流动性资金，在促进金融服务实体经济方面发挥了重要作用。

## 二、超短融的基本特征

作为银行间市场的创新金融产品，超短融与短融都属于短期债务融资工具。但与

---

<sup>1</sup> 超短期融资券最先试点的范围仅包括九家大型国有企业及中国铁道部，九家大型企业为中国国家电网公司、中国南方电网有限责任公司、中国石油天然气集团公司、中国石油化工股份有限公司、中国海洋石油总公司、神华集团有限责任公司、中国电信集团公司、中国联通集团及中国移动有限公司。

<sup>2</sup> 债务融资工具是指非金融企业通过交易商协会注册发行的信用债，包括短融、超短融、中票、定向工具、中小企业集合票据、区域集优票据和资产支持票据等诸多品种。

短融相比，超短融具有发行准入高、周期更短、发行效率高等特征（见表1）。随着发行超短期融资券的准入条件不断降低，超短融受到越来越多发行人的青睐。

表1 超短融和短融的区别

项目	超短融	短融
发行准入	采用不同付费方式双评级，其中一个评级达到AA级；同时满足近一年经交易商协会注册公开发行过债务融资工具，近三年累计公开发行债务融资工具3次（含）、累计发行规模50亿元（含）以上。	为中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业。
发行约束	对于超短融虽无明确规定，但实际中，超短融和短融的待偿还余额合计不得超过企业净资产的40%。	明确规定短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的40%。
发行期限	不超过270天	不超过1年
评级要求	债项无需评级；需要具有有效的主体评级（即主体评级在有效期内就不用进行主体评级）。	主体和债项都要评级。
发行效率	采取注册制，注册期一般在两周内；额度2年内有效；发行后2个工作日向交易商协会备案公告；发行前1个工作日挂网公布发行文件。	采取注册制，注册期一般需2~3个月；额度2年内有效；发行前5个工作日公布发行文件（备案3个工作日）。
资金用途	符合国家法律法规及政策要求的流动资金需要，不得用于长期投资。	符合国家相关法律法规及政策要求的企业生产经营活动。

### 三、超短融发行现状

#### 1. 发行量大幅增加

随着发行主体的不断扩容，超短融发行量逐年大增，尤其是2014年，超短融发行家数首次突破三位数，全年发行期数和发行规模也近乎成倍增长，发行规模更是首次突破万亿元大关，超过了一般短融的发行规模。2015年上半年，超短融市场进一步发展，发行家数和发行期数已经超过2014年全年水平，发行规模也基本达到2014年全年的水平；超短融发行规模在短融（包括一般短融和超短融）发行总规模中的占比接近70%，超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。

表2 超短融发行情况表

项目	短融			超短融		
	发行家数 (家)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行家数 (家)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
2010年	334	438	5917.35	1	2	150

2011 年	453	608	7478.30	6	20	1440
2012 年	614	808	8159.47	48	125	5822
2013 年	663	860	8324.80	66	216	7535
2014 年	782	1072	10521.53	141	443	10996
2015 年上半年	454	515	4506.3	281	612	10428.9
同比增长 (%)	-7.72%	-10.43%	-23.38%	260.26%	245.76%	102.48%
环比增长 (%)	3.18%	3.62%	-2.89%	119.53%	130.08%	78.41%

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

## 2. AA+级和 AA 级新增超短融发行主体家数居多

2015 年上半年，共有 155 家企业首次发行超短融 277 期，合计发行规模为 3178.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较 2014 年下半年和上年同期首次发行超短融的发行家数和发行量增幅均在 1 倍以上，其在发行超短融企业总家数、总期数和发行总额的占比分别为 55.16%、45.26%和 30.48%，占比环比和同比均有所增长。新增企业以国有企业为主，占比为 76.13%，该占比环比和同比均有所下降。2015 年上半年，新增超短融发行主体信用等级分布在 AAA 级、AA+级和 AA 级的占比分别为 23.87%、40.65%和 35.48%，AA+级和 AA 级新增超短融发行主体家数居多。

表 3 新增发行主体的超短融发行情况

项目	2014 年 上半年	2014 年 下半年	2015 年 上半年	环比增长 (%)	同比增长 (%)
发行家数(家)	26	63	155	146.03	496.15
发行期数(期)	43	115	277	1.41	544.19
发行规模(亿元)	927.00	1633.50	3178.90	0.95	242.92
发行家数占比(%)	33.33	49.22	55.16	-	-
发行期数占比(%)	24.29	43.23	45.26	-	-
发行规模占比(%)	18.00	27.94	30.48	-	-

数据来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

近年来，很多以往仅发行短融的企业也逐渐发行超短融。2015 年上半年，仅发行超短融的主体家数为 195 个，较 2014 年全年的 65 个增长 2 倍；与此同时，仅发行短融的主体家数为 368 家，仅为 2014 年全年的一半有余，并且有 69 家（主要分布于交通基础设施、建材和食品等行业）于上年同期只发行短融的企业本期转向只发行超短融（其中 AA+级和 AA 级企业占比分别为 40.58%和 33.33%），超短融对于短融的替代

作用逐渐显现。

表 4 超短融和短融发行主体家数情况表（单位：个）

发行主体家数	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年
仅发行短融的主体家数	333	450	588	643	706	368
仅发行超短融的主体家数	0	3	21	46	65	195
同时发行短融和超短融的主体家数	1	3	26	20	76	86
发行短融或超短融的主体家数	334	456	635	709	847	649

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

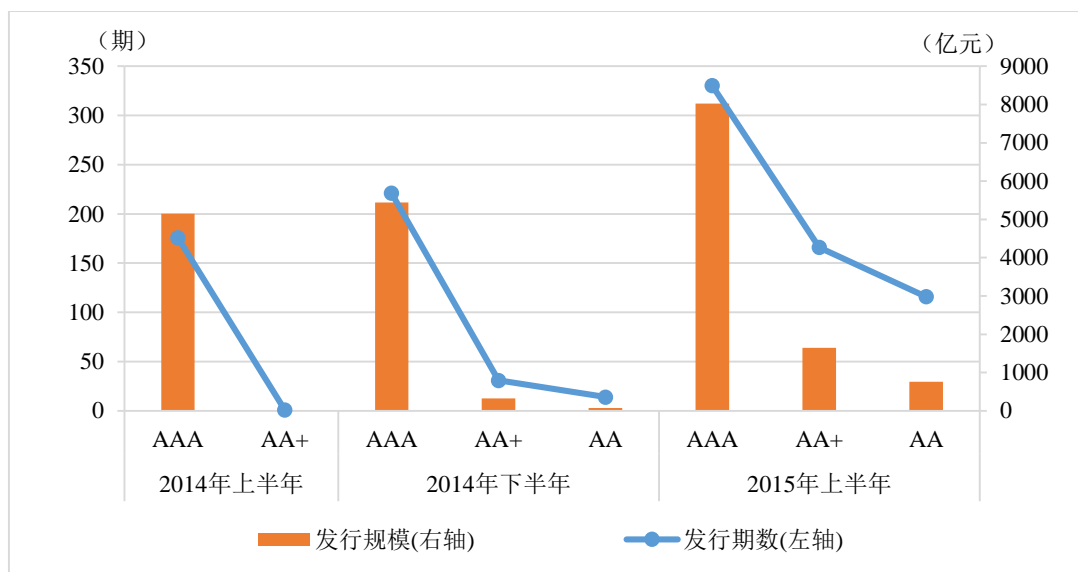
### 3. 发行期限以 9 个月为主

2015 年上半年，超短融的发行期限为 14 天至 270 天不等，仍以 9 个月（270 天）为主，占本季度超短融发行总期数的 51.31%。

### 4. AA+级和 AA 级主体的超短融发行量增长显著

自 2014 年下半年以来，超短融发行主体的信用等级扩展到 AAA 级~AA 级。2015 年上半年，超短融的发行期数和规模分布仍主要集中在 AAA 级主体，AA+级和 AA 级主体所发超短融期数和规模增长显著。

具体来看，2015 年上半年，AAA 级主体所发超短融的期数和规模分别为 330 期和 8021.00 亿元，环比和同比增幅均在 40% 以上；AA+级主体所发超短融的期数和规模分别为 166 期和 1648.00 亿元，环比增幅均达 4 倍以上，较上年同期（发行期数 1 期、发行规模 5.00 亿元）更是大幅增加；AA 级主体所发超短融的期数和规模分别为 116 期和 759.90 亿元，环比增幅均在 7 倍以上。



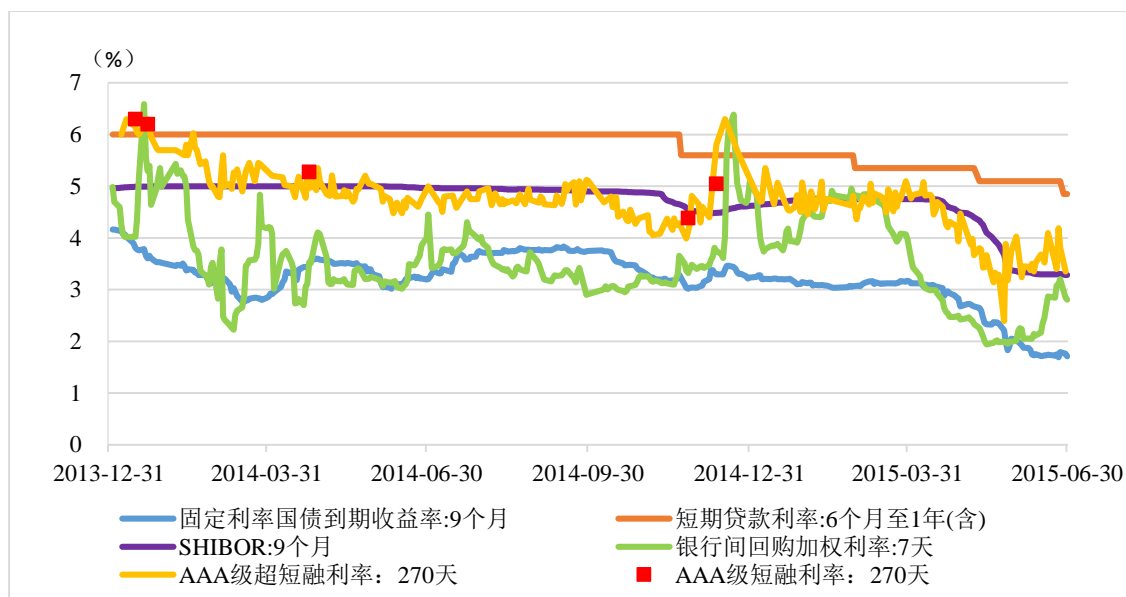
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 超短融发行主体信用等级分布

## 5. 同期限 AAA 级的超短融与短融发行成本相差不大

2015 年上半年，银行间市场资金面保持宽松状态。自 2014 年 11 月降息以来，2015 年上半年，央行进行了三次降息和三次降准以释放流动性，并通过 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。

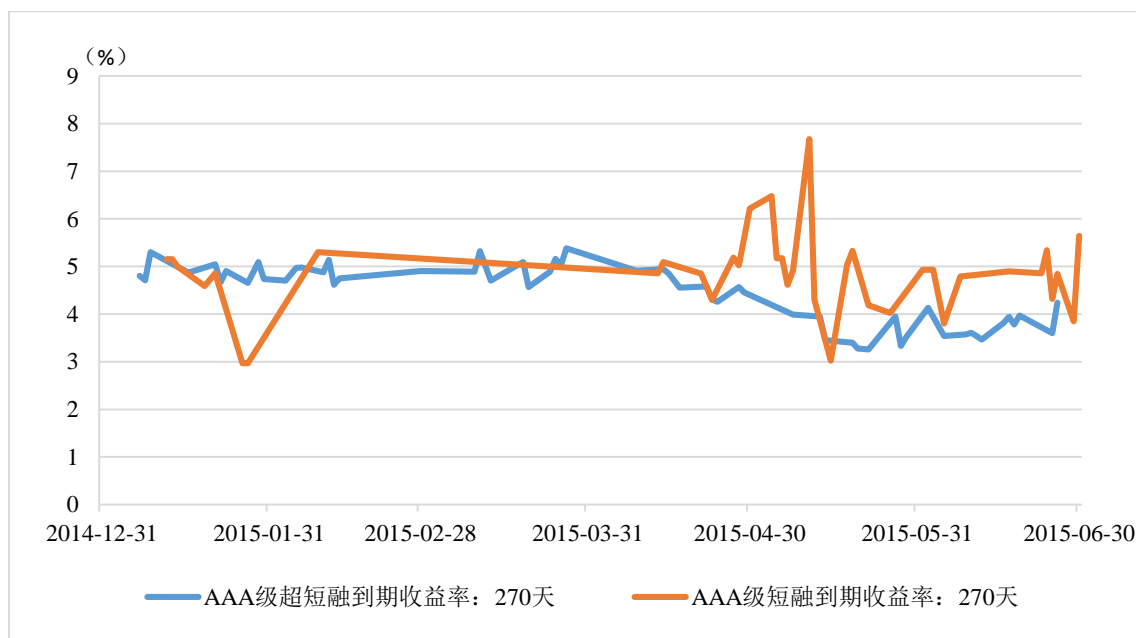
在此背景下，2015 年上半年，9 个月期超短融的平均发行利率与 9 个月期银行间固定利率国债到期收益率的走势基本一致，延续了 2014 年以来的波动下降趋势；9 个月期超短融的平均发行利率为 4.63%，较上年同期（5.18%）和上年下半年（4.80）的利率水平进一步回落，且绝大部分低于同期贷款利率水平。与短融利率相比，2014 年以来，9 个月期 AAA 级主体所发超短融的平均发行利率与同期限的 AAA 级主体所发短融平均发行利率相差不大。



资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、联合资信整理

图 2 债券市场利率走势情况图

在二级市场方面，与短融利率相比，2015 年上半年，AAA 级主体所发超短融的 9 个月到期收益率大部分低于 AAA 级主体所发短融的同期限到期收益率，说明投资者对于超短融的风险溢价要求较低。



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

图 3 2015 年上半年短融和超短融 9 个月到期收益率情况

## 四、结论与建议

从上述发行情况可以看出，受到 2014 年 5 月扩容的持续效应影响，AA+级和 AA 级新增超短融发行主体家数明显增多，超短融与短融的发行利率相差不大，基本均低于同期贷款利率水平。但相较于短融，超短融因期限灵活、发行效率高等优势，越来越受到发行人的青睐，对于短融的替代效应也逐渐凸显，目前超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。随着超短融市场的不断发展，我国超短融市场应积极探索新的发展改革举措：

第一，完善超短融的信用评级披露。由于超短期融资券具有发行规模大、发行频率高、发行期限短等特点，对发行人的发行兑付风险有必要强化监督管理，进一步加强和完善超短融市场的信息披露机制。因此，建议借鉴美国商业票据的相关规则，要求超短融披露其债项的信用等级，并且增加现有短期信用等级的类别，即增加 A-1+级，进一步增强信用风险程度的区分度（见附表）。

第二，应将超短融的发行优势推广至整个短融市场。短融与超短融都属于短期债务融资工具，与国外的商业票据属于同一类产品。在美国，商业票据是企业重要的短期融资工具，由于发行商业票据可以规避 1933 年证券法关于发行注册及信息披露的诸多要求，程序较为简单，可以节约时间和发行成本，因此美国商业票据获得了发行人的持续欢迎。目前，我国短融市场经过十年的发展，已经日趋成熟，而且超短融发行量的大幅增加说明市场对于超短融的需求巨大，因此建议超短融和短融进行融合，将超短融发行优势逐步推广至整个短融市场，同时鼓励更多的发行人能够自主选择发行短融，推动短融市场向深度和广度进一步发展。

附表 美国商业票据的信用评级符号

类型	穆迪	标准普尔	惠誉
投资级		A-1+	F1+
	P-1	A-1	F1
	P-2	A-2	F2
	P-3	A-3	F3
投机级	NP	B	B
		C	C
违约级		D	RD/D

资料来源：国际三大评级机构网站