

2003 年企业债券市场及其信用评级研究

一、债券市场情况

1. 市场管理体制

新的《企业债券管理条例》仍未出台，国家发改委曾于下半年为此召开过专门会议，进一步研究落实新《条例》中涉及的相关问题，但具体颁布时间仍不确定，预计 2004 年年内有望出台。2003 年企业债券的发行仍是通过国务院特批的形式进行。

2. 批准发行企业债券的计划情况

2003 年分三次共批准 22 笔企业债券的发行计划，发行额度总计为 452 亿元。

(1) 国家发展计划委员会“计经调〔2003〕115 号”文批准 6 笔债券发行计划，共计 70 亿元，具体见表 1。

表 1 2003 年原国家计委批准的 6 笔企业债券计划规模

序号	主 体	规模（亿元）	信用评级
1	中国华源集团有限公司	6	远东 AAA
2	江苏悦达集团有限公司	6	联合资信 AAA
3	中华人民共和国铁道部	30	联合资信 AAA/大公 AAA
4	东北高速公路股份有限公司	10	联合资信 AAA
5	12 个高新技术产业开发区所属企业	8	联合资信 AA/中诚信 AA
6	苏州工业园区地产经营管理公司	10	大公 AAA

其中 12 个高新技术企业及具体发行额度见表 2。

表 2 12 个高新技术产业开发区所属企业债券发行规模

序号	发债主体名称	发债额 (万元)
1	天津海泰控股集团有限公司	10000
2	保定国家高新区发展有限公司	3000
3	沈阳南湖科技开发集团公司	10000
4	大连市高新技术创业服务中心	5000
5	鞍山热电新材股份有限公司	4000
6	苏州新区经济发展集团公司	5000
7	青岛东亿实业总公司	10000
8	洛阳高新实业总公司	3000
9	武汉高科国有控股集团有限公司	5000
10	中山市张家边企业集团有限公司	10000
11	成都高新区投资有限公司	5000
12	重庆渝高科技产业（集团）股份有限公司	10000

(2) 国家发展和改革委员会“发改财金[2003]445号”文批准中国长江三峡工程开发总公司 30 亿元企业债券的发行规模。

(3) 国家发展和改革委员会“发改财金[2003]1179号”文批准国家电网等 15 家企业的债券发行计划，共计 352 亿元。具体见表 3。

表 3 国家发改委批准国家电网等 15 家企业的债券规模

序号	主 体	规模	信用评级
1	国家电网公司	50	中诚信 AAA
2	中国网络通信集团公司	50	中诚信 AAA
3	中国石油化工股份有限公司	35	联合资信 AAA
4	国家电力公司南方公司	30	中诚信
5	中国电力投资集团公司	30	大公 AAA
6	中国华能集团公司	40	中诚信 AAA
7	鞍山钢铁集团公司	25	联合资信
8	神华集团有限责任公司	10	中诚信
9	中国长江航运集团南京长江油运公司	10	联合资信 AAA
10	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	10	联合资信 AAA
11	中国节能投资公司	10	大公
12	北京首都旅游集团有限责任公司	10	联合资信 AAA
13	江苏交通产业集团公司	18	大公 AAA
14	浙江省交通投资集团有限公司	14	联合资信 AAA
15	河南高速公路发展有限公司	10	联合资信

从近 3 年的债券发行计划额度看，1999 年、2001 年 2002 年和 2003 年的总计划额度分别为：89 亿元、245 亿元、320 亿元和 452 亿元，涉及的主体数量分别为：7 家、10 家、11 家和 22 家。可以看出，2003 年企业债券的计划额度和涉及主体数量较前几年均有较大幅度增长。

3. 2003 年企业债券的实际发行情况

截止 2003 年 12 月底，共有 15 家企业成功发行企业债券，发行总规模为 358 亿元。其中 2002 年取得计划额度于 2003 年发行的有 4 家，发行总额为 80 亿元，2003 年当年额度发行 11 家，发行总额为 278 亿元。具体见表 4。

表 4 2003 年实际发行的企业债券情况汇总

表 4-1 2002 年计划额度于 2003 年发行的债券

序号	主 体	规模	发行时间	债券期限	利 率	担保及担保条款	主承销商
1	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	10	2003-1-24 至 2-17	10	4.29%，每年付息一次，到期一次还本并付最后一期利息	建设银行浙江分行	中科信
2	上海久事公司(“03 上海轨道交通债”)	40	2003.2.19 至 3.18	15	4.51%。每年付息一次	建设银行上海分行	国家开发银行/银河证券
3	上海浦东发展(集团)有限公司	15	2003.1.13-1.24	10	4.29%，每年付息，到期一次还本		国家开发行

4	中国石油天然气股份有限公司	15	2003-10-28 至 11-5	10	4.11%每年付息一次	中油财务有限责任公司	中银国际证券有限责任公司、华夏证券股份有限公司
---	---------------	----	-------------------	----	-------------	------------	-------------------------

表 4-2 2003 年计划额度于年内发行的债券

序号	主 体	规模	发行时间	债券期限	利 率	担保及担保条款	主承销商
1	苏州工业园区地产经营管理公司	10	2003-7-18 至 7-13	10	4.30%，固定利率	国家开发银行	国家开发银行
2	12 个高新技术产业开发区所属企业	8	2003-7-24 至 8-6	3	3.52%，到期一次还本付息	分别担保	国家开发银行
3	中国长江三峡工程开发总公司	30	2003-8-1 至 8-14	30	4.86%，每年付息一次	中国工商银行为本期债券提供不可撤销的全额担保	中信证券
4	中华人民共和国铁道部	30	2003-8-25 至 29	18	4.63%，每年付息一次	铁路建设基金	国家开发银行、中信证券
5	中国华源集团有限公司	6	2003-9-19 至 10-9	8	4.1%，每年付息一次	中国建设银行上海市分行	申银万国
6	江苏悦达投资股份有限公司	6	2003-11-4 至	10	4.32%，每年付息一次	广东发展银行	国泰君安
7	江苏交通产业集团公司	18	2003-11-21 至 12-4	10	4.61%，每年付息一次	工商银行授权江苏省分行	中国银河证券
8	中国网络通信集团公司	50	2003-12-4 至 12-17	10	4.60%固定利率(40 亿元)/浮动利率以每年计息日一年期利率加利差 1.8%(10 亿元)	中国建设银行提供无条件不可撤销的连带责任担保	中信证券、中金公司、国家开发银行
9	中国电力投资集团公司	30	2003-12-8 至 12-16	15	5.02%每年付息一次	中国工商银行提供本息全额无条件不可撤销连带责任担保	银河证券
10	中国华能集团公司	40	2003-12-9 至 12-22	10	4.6%固定利率(30 亿元)/浮动利率以每年计息日一年期利率加利差 1.8%(10 亿元)	中国银行提供无条件不可撤销连带责任担保	长城证券
11	国家电网公司	50	2003-12-29 至 2004-1-14	10	4.61%固定利率(30 亿元)/浮动利率以一年期固定利率上浮 1.75 个百分点(10 亿元)	中国银行	中国电力财务有限公司

4. 2003 年企业债券上市情况

2003 年共有 9 只企业债券在沪深两市挂牌上市。具体见表 5。

表 5 2003 年企业债券上市情况

债券名称	上市时间	交易所
02 三峡债	2003.01.13	上交所
02 中移动	2003.01.22	上交所
02 苏交通	2003.04.18	上交所
02 金茂债	2003-04-21	上交所
02 广核债	2003-08-18	深交所
02 渝城投	2003-06-20	上交所
03 沪轨道	2003-09-04	上交所

02 武钢	2003-09-25	上交所
03 苏园建	2003-12-05	上交所

二、对发行条款的几点分析

1. 债券期限

从上述已发行债券的发行条款看，债券期限的设定仍倾向于进行长期资金筹集，除由 12 家主体组成的 3 亿元高新区企业债券和中国华源集团 6 亿元债券分别为 3 年和 8 年期限外，其余均为 10 年及以上期限，其中三峡债券期限更达到 30 年，创下我国企业债券发行历史上期限最长记录。上述情况一方面说明经国务院特批发行债券的企业均有长远的发展计划，对资金有长期需求，另一方面也由于现阶段资金成本仍处于较低时期，通过发行长期企业债券，尤其是发行长期固定利率债券，将有利于企业规避市场利率风险，降低直接融资成本。

2. 发行利率

发行利率与债券期限之间的对应关系见表 6。

表 6 债券期限与发行利率间的对应关系

债券期限	发行利率（对应的发行日）
3 年	3.52%（7-24）
8 年	4.1%（9-19）
10 年	4.29%（1-1/1-2） 4.30%（7-18） 4.11%（10-28） 4.32%（11-4） 4.61%（11-21/12-31） 4.60%（12-4/12-9） 一年期利率加 1.8%利差浮动（12-4/12-9） 一年期利率加 1.75%利差浮动（12-31）
15 年	4.51%（2-1） 5.02%（12-8）
18 年	4.63%（8-25）
30 年	4.86%（8-1）

从表 6 反映的利率看，2003 年 9 月之前发行的债券，其利率与 2002 年发行的同期限债券利率基本接近。2003 年 8 月底开始，由于二级市场债券价格出现不断下滑，债券的到期收益率不断提高，致使自 9 月以后发行的债券利率均较以前同比提高，以 15 年期的债券利率为例，2002 年年底发行的 15 年期债券利率为 4.51%，而 2003 年 12 月发行的同期限债券的利率已达 5.02%，提高了 11.31%。从另一方面看，2003 年 8 月发行的 18 年期债券利率为 4.63%，而到 11 月发行的 10 年期债券利率却已达 4.61%，即发行时间前后虽仅相差了 3 个月，但 10 年期债券利率却与之前的 18 年期债券利率基本相同。

浮动利率债券虽然广受市场推崇，但似乎并不为发行主体所青睐，虽然 2003 年已发行债券中有两笔债券设计了浮动利率方式，但其规模无论从占发行主体自身的发行规模比重看，还是从占市场总发行规模的比重看，均较低，分别为 28.6%(40/140)和 11.2%(40/358)。

3. 债券的担保

从已发行债券的担保情况看，高新债由于其组成性质的特殊而采取 12 家主体分别担保，铁道债采取由铁路建设基金担保（这一担保强于所有其他担保）。除上述之外，所有发行主体均采由银行进行担保，且主要由国家政策性银行或四大国有商业银行进行担保，这对提升债券信用起到了积极作用。这一趋势预计将会继续沿续下去。

三、企业债券信用评级

1. 企业债券信用评级的市场管理

2003 年 6 月 3 日，中国保监会颁布《保险公司投资企业债券管理暂行办法》，其中规定保险公司购买企业债券需是“经国家主管部门批准发行，且经监管部门认可的信用评级机构评级在 AA 级以上的企业债券”，并同时认定两家机构的资格，之后又陆续认定三家机构的资格。被认定资格的 5 家机构分别为：中诚信、大公、联合、上海远东、上海新世纪。

2003 年 9 月 11 日，国家发改委“发改财金[2003]1179 号”文件中，明确了具有企业债券信用评级资格的评级机构的含义，“指自 2000 年以来承担过国务院特批企业债券信用评级业务的信用评级机构”。符合这一条件的评级机构分别为联合、中诚信、大公、上海远东、上海新世纪。

2. 2003 年企业债券信用评级市场分布

2003 年批准发行额度的企业债券的评级情况具体参见表 1 和表 3。评级主要由联合资信及其他 3 家机构承担，按评级的主体家数计算，4 家机构的评级家数和市场份额见表 7。

表 7 2003 年企业债券评级市场分布统计

评级机构	评级家数	市场份额
联合资信评估有限公司	11	45.8%
评级机构 1	7	29.2%
评级机构 2	5	20.8%
评级机构 3	1	4.2%
合 计	24*	100%

* 由于高科债及铁道债为双评级使得评级总家数增加 2 家

四、债券市场的未来发展

预计新的《企业债券管理条例》将会于 2004 年颁布实施，企业债券市场将会走向正常发展轨道，企业债券市场的发行总规模将会适度增长，债券发行主体将会更加多样化，随之而来的是债券的市场风险将会较特批时期加大，利率将可能出现多样化，信用评级在债券发行过程中的作用将会进一步加强。