

联合研究报告

2009. 01. 08

2009 年度企业债发行市场分析



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

2009 年度企业债发行市场分析

报告编号: 20100108

时间: 2010 年 1 月 8 日

分析师:

张 莉

010-85679696-8817

zhangli@lhratings.com

梁秀国

010-85679696-8829

liangxg@lhratings.com

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层
(100022)

www.lianheratings.com.cn

概要

2009 年度, 受益于政府四万亿投资、信贷大幅投放、十大产业振兴规划等系列政策的刺激, 中国经济在波动中保持了较快增长, 但出口形势仍较为严峻, 经济结构调整步伐滞后, 给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。在适度宽松的货币政策环境中, 货币供应量延续了高速增长的态势, 充裕的流动性推动了信用债市场的爆发式增长。

在宽松货币政策和积极财政政策的大背景下, 大规模基础设施建设资金需求带动企业债市场升温, 发行制度变革以及债券增信方式创新在本年度被广泛应用并进一步深化, 企业债市场发行总量突破 4000 亿, 规模和期数均创历史新高。伴随各地区民生工程的启动, 城投类企业发债踊跃并成为本年度最大的企业债发行群体, 范围向地级和县级市拓展, 发行人信用资质更趋多元。债券增信措施中, 外部担保和应收账款质押担保最受青睐, 具体增信方案的设计更加灵活和合理。

一级市场全年发行利率整体呈上升态势。上半年企业债密集发行, 市场资金面充裕, 总体供需平衡; 下半年受加息预期、股市资金分流、监管部门加大对商业银行调控力度、市场对城投债偿还机制及能力产生隐忧等因素影响, 企业债发行利率快速上升, 中低信用等级企业债券发行利率超过同期限基准贷款利率。尽管企业盈利有所改善, 但信用利差持续扩大, 影响其关键因素已由信用风险转化为供求关系。

通过企业债与国债利差检验, 信用利差不仅与债券信用等级相关, 也于发行主体信用等级及其所属行业存在较强的相关性。城投债利差高于相同评级的一般工商企业。目前企业债发行利率与国债收益率相关系数较低, 以国债为基准的定价机制尚未完全形成。

展望 2010 年, 中国经济复苏有望得以延续, 企业盈利能力同比相应改善, 有助于企业债市场信用风险降低; 中国继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 政策面为信用债提供了较好的利率环境, 短期内通胀预期不会对债券市场形成冲击。短期企业债发行利率上行空间有限, 信用利差有望回落。

一、宏观经济运行及政策回顾

政策驱动中国经济复苏，企业经济效益得以好转

2009 年，得益于中国政府大规模经济刺激计划和适度宽松货币政策的实施，在出口形势持续低迷的情况下，大规模投资带动了国内整体经济的复苏，根据国家统计局公布的数据，前三季度中国 GDP 同比增速分别为 6.1%、7.9%和 8.9%，预计全年完成 8%的 GDP 增长目标能够实现。2009 年 1~11 月中国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）实现利润 25891 亿元，同比增长 7.8%；工业增加值同比增长 10.3%，自 5 月份以来同比增速连续加快，11 月份增速达到 19.2%，工业企业经济效益较年初出现明显好转。

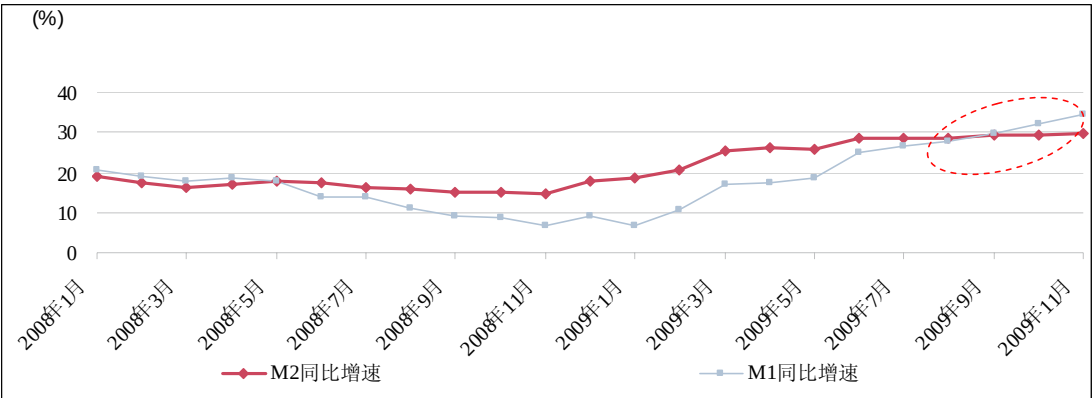
投资是拉动 GDP 增长的最主要力量，1~11 月全社会固定资产投资 168634 亿元，同比增长 32.1%，为近年之最。消费方面，得益于消费刺激政策实施及下半年经济复苏，居民及企业消费需求逐渐启动，汽车、家电等大宗消费品市场明显回暖，CPI 月度同比数据逐月稳步回升，并于 11 月份由负转正；同期受石油、有色、煤炭等主要生产资料价格回升及下游消费市场回暖影响，PPI 同比降幅将呈收窄态势，至 11 月为-2.1%。考虑到上年同期主要生产资料价格正处于历史低位，以及未来国内消费需求的持续恢复，预计未来 1-2 个月 PPI 同比数据转正可能性很大。

由于欧、美、日等主要发达经济体尚未完全摆脱经济危机阴影，失业率处于高位，消费市场依然疲弱，整体出口增长较为乏力。美国、欧盟接连发起对中国出口产品的反倾销调查，贸易环境有恶化倾向，出口恢复增长仍面临挑战。

天量信贷造就市场充裕资金供给，通货膨胀预期增强

2009 年前 11 个月，中国新增信贷规模创历史天量，人民币各项贷款增加 9.21 万亿元，同比多增 5.06 万亿元。截至 2009 年 11 月底，广义货币供应量(M2)余额为 59.46 万亿元，同比增长 29.74%，增幅比上年末高 11.92 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 21.25 万亿元，同比增长 34.63%，增幅比上年末高 20.45 个百分点。M1 同比增速已显著超过 M2，喇叭口持续收窄，呈现“倒剪刀差”，由于经济回暖预期增强，企业和居民投资意愿上升，导致资金活化，货币流通效率提高，通货膨胀预期也因此增强。

图 1 2008 年~2009 年 11 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

由于 2009 年上半年信贷投放迅猛增长，下半年新增信贷明显放缓，尽管主管部门多次表态不会改变适度宽松的政策基调，但信贷快速增长引发了管理层对于可能出现的信用风险上升和通货膨胀的担忧，需要通过货币政策的“微调”重新平衡信贷规模、信用风险和经济增长三者之间的关系。9 月，央行发行 2000 亿元定向央票，其中 1000 亿元不可交易、不可质押，具有一定的惩罚性质，尽管对银行系统资金供给难以构成实质性冲击，但发行利率上调和示范效应对市场影响明显；10 月，货币供应调控力度继续加大，央行连续 12 周在公开市场实现净回笼货币，共计回笼货币 5040 亿元。

保增长转向调结构，适度宽松的货币政策基调不变

自 2008 年第四季度开始至 2009 年上半年，中国对经济的刺激政策一直将“保增长”作为首要目标，并且取得了良好的刺激效果。但与此同时，经济结构不合理，部分行业产能过剩等突出问题并没有得到实质性的改善，经济结构调整步伐滞后，增长持续性存在隐忧。

自 2009 年下半年开始，宏观政策逐渐加大了对“调结构”侧重视度，包括调整需求结构、国民收入分配结构、三次产业结构、产业内部结构、城乡结构、外贸结构、区域经济结构等。9 月国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅等 9 大行业列入产能过剩行业，并明确了对各产能过剩行业的调控办法；此后，国土资源部下发通知，要求坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头，并在用地指标方面给予区别对待；12 月，央行会同“三会”出台抑制产能过剩行业的指导意见，对产能过剩行业的信贷政策和融资支持均有所限制。

二、企业债发行市场运行分析

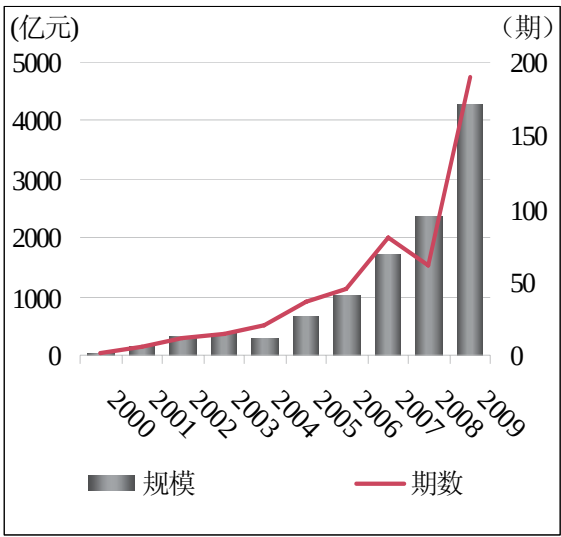
发行总量突破 4000 亿，规模和期数均创历史新高

近年中国经济快速增长带动债券融资需求上涨，伴随企业债发行制度逐步市场化，市场规模迅猛扩大，发行主体日益多元化，发行期数从 2000 年的 2 期增至 2009 年的 190 期，发行规模从 50 亿攀升至 4252.33 亿。

2008 年，企业债发行制度发生重大变革，债券增信方式得到创新，突破了以往单一的银行担保增级，市场首现无担保信用债，推动了企业债市场化进程。2009 年，中国实施宽松的货币政策和积极的财政政策，大规模基础设施建设资金需求带动企业债市场升温；同时在经历 2008 年债券创新的接受和适应过程后，增信方式进一步丰富并得到广泛应用。企业债券发行节奏明显加快，全年共有 163 家企业（集合债按 1 家统计）累计发行企业债 190 期，合计发行 4252.33 亿元，分别较上年增长 211.48% 和 79.66%。

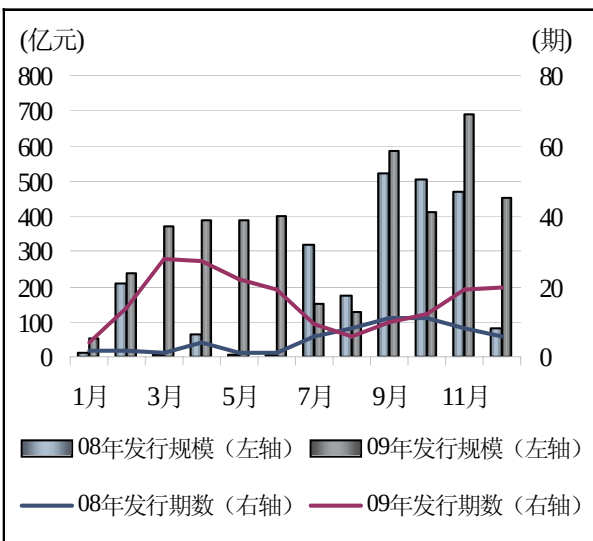
2009 年发行市场活跃度总体呈前高后低态势：上半年发行主体和规模爆发式增长，共发行 104 期 1836.83 亿元，其中 3 月发行期数最长达 28 期。下半年发行节奏放缓，发行期数明显回落，一方面是由于监管部门对前期井喷式增长进行收缩，另一方面通胀预期使得市场对中长期债券需求相对低迷，加之投资者从三季度以来对城投债风险隐忧的增加，导致已经获取企业债券发行批文的发行人被迫延后发行计划。下半年共发行了 86 期 2415.5 亿元，其中国家电网发行 400 亿元，铁道部发行 1000 亿，规模合计占比近六成。

图2 2000~2009年企业债发行期数和发行规模



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图3 2009年月度发行规模与期数



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

单笔发行规模重心下移，铁道部和国家电网仍为最大发行人

全年平均单期发行规模 22.38 亿元，较 2008 年下降 16.80%，其中 10 亿(含 10 亿)以下的发行了 75 期，占比 39.47%，较 2008 年上升 2.68 个百分点；10~30 亿发行了 95 期，占比 50.00%，较 2008 年上升 16.47 个百分点；50 亿元以上 13 期，较 2008 年下降 13.75 个百分点。单笔发行规模重心下移，主要是随着债券市场发展日益成熟，发行主体大幅增加，信用资质趋于多样化。

从发行规模重要主体构成看，2009 年发行规模前五主体发行规模为 1750 亿元，占总量的 41.15%，较 2008 年占比下降 20.11 个百分点，前两位依然为铁道部和国家电网。

表1 2008~2009年发行规模前五名

2008 年前 5 大发行人			2009 年前五大发行人		
序号	发行人	发行规模 (亿元)	序号	发行人	发行规模 (亿元)
1	中华人民共和国铁道部	800	1	中华人民共和国铁道部	1000
2	国家电网公司	395	2	国家电网公司	400
3	首钢总公司	90	3	北京国有资本经营管理中心	150
4	华润股份有限公司	85	4	中国铝业公司	100
5	中国南方电网有限责任公司	80	5	中国长江三峡工程开发总公司	100
合计(亿元)		1450	合计 (亿元)		1750
占总发行规模比例 (%)		61.26	占总发行规模比例 (%)		41.52

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行期限分布呈多样化，含权设计被广泛应用

2009 年发行企业债 190 期，在期限结构上呈现多元化趋势，其中含期限选择权的企业债共发行了 96 期，占比 50.53%，发行规模为 1367.45 亿元，占比 32.16%。从不含选择权债券期限分布来看，2009 年企业债期限结构以 7 年和 10 年期为主，合计发行 59 期，占比 31.05%；从含选择权债券期限分布来看，2009 年企业债期限结构中 5+2 年和 5+5 年占比较高，共发行了 60 期，占比 32.08%。

表 2 2009 年企业债期限分布结构

发行期限	3 年	5 年	6 年	3+3 年	7 年	5+2 年	10 年	5+5 年	15 年	其他
发行期数	5	17	7	14	34	45	25	15	6	22
发行期数占比 (%)	2.63	8.95	3.68	7.37	17.89	23.68	13.16	7.89	3.16	11.58

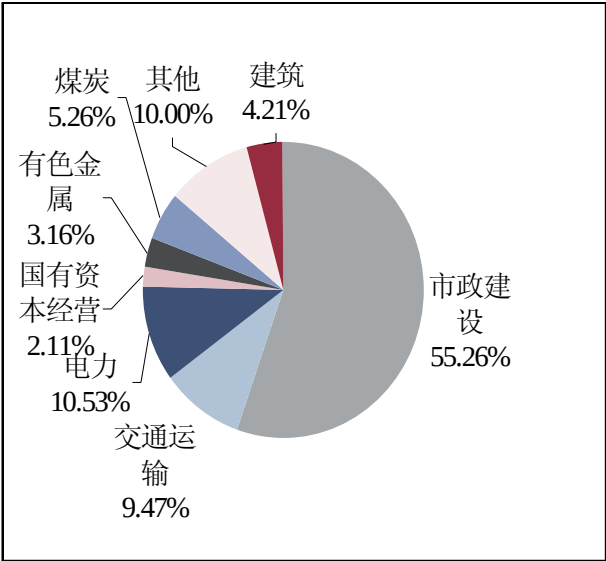
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

城投发行人成为最重要主体，范围向地级和县级市拓展

受益于国家积极财政政策刺激和各地区大量民生工程启动，城投债的发行期数大幅增长，该类企业一般为地方政府的投融资平台，主要职能为运用财政资金或在政府支持下采取其他市场化方式筹集资金，从事公益性项目建设。由于其项目建设周期长，前期需要巨额资金投入，长年限的企业债券更适合该类企业资金配置需求。

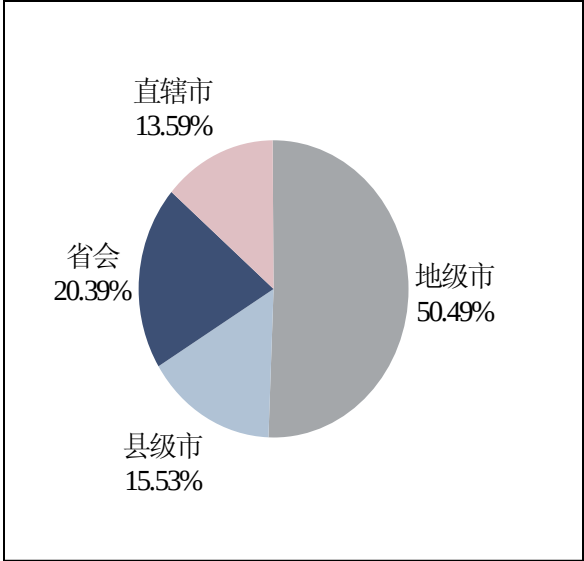
2009 年共有 103 家城市建设投资类企业发行企业债 105 期，占总发行期数的 55.26%。其范围从以往的直辖市、省会、计划单列市进一步拓展到行政级别较低的地级市及以下城市投融资平台，省会、计划单列市等大多有发债记录，北京、上海、重庆等地区存在多个市政建设投融资平台，发债较为活跃。地级市城投公司成为发行主角，在全部城投债中占比约 5 成；县级市城投公司首次亮相，共有 16 家成功发行。

图 4 发行主体按行业划分



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 5 城投债按所在地行政级别划分



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

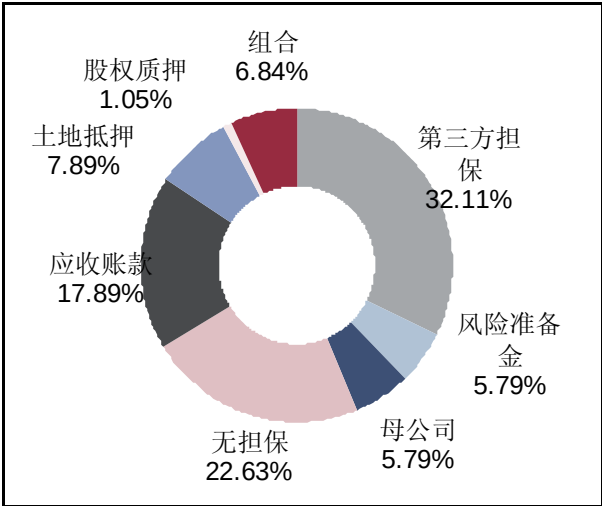
债券增信方式灵活，外部担保和应收账款质押担保受青睐

增信方式的多样化有效拓展了企业融资的渠道，减少了企业债对银行担保的依赖。但目前各评级机构对增信方式的评级标准差异较大，市场投资者对其认可度不同，外部担保最受青睐主要是因为增信效果易于识别，并具有销售便利；应收账款质押担保应用较广，主要是因为应收账款质押强化了政府的偿债意愿，相对于土地抵押方式在资产价值辨认和变现能力方面具有优势，市场认可度较高。

2009 年，以第三方担保和应收账款质押担保增信的企业债券分别为 61 和 34 期，占比为 32.11%

和 17.89%。在组合增信措施中，包括采用股权质押和土地抵押相结合、偿债基金和土地抵押结合、资产抵押和第三方担保结合、偿债基金与第三方担保结合等不同方式。在采用抵质押资产担保同时，发行人大多设立了专项偿债基金，承诺在债券存续期内提前归集并固化，并委托银行对偿债专户进行监管。总的来看，企业债券增信措施呈现多样化，具体方案的设计增加了灵活性和合理性。

图 6 2009 年不同增信方式发行期数占比



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中小券商积极参与，主承销份额市场集中度下降

2009 年参与企业债券发行的主承销商共 49 家，较上年的 28 家增加 75.00%。从承销规模来看，前 5 名主承销商依此为银河证券、中信证券、国泰君安、瑞银证券和中银国际，承销规模合计为 1505.16 亿元，占总发行规模的 35.40%，较 2008 年的 53.31%下降 17.91 个百分点。由于 2009 年城投企业发债规模大幅增长在预期之内，券商均加大了项目储备和开发力度，中小券商积极参与其中，主承销市场集中度有所下降。

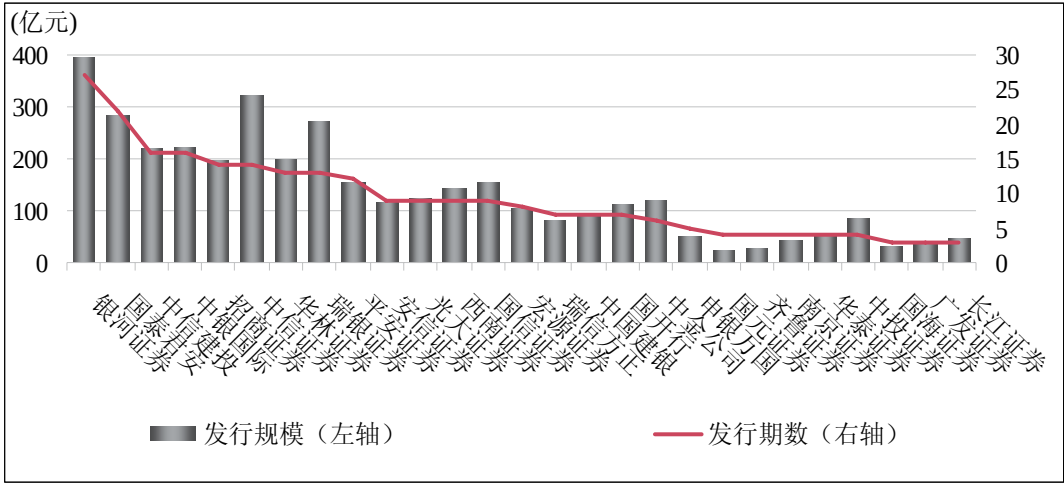
表 3 2008 ~ 2009 年承销规模前五名

2008 年			2009 年		
序号	主承销商名称	承销规模（亿元）	序号	主承销商	承销规模（亿元）
1	中信证券	319	1	银河证券	394.33
2	中金公司	255	2	中信证券	321.50
3	国泰君安	252.83	3	国泰君安	283.83
4	银河证券	231.65	4	瑞银证券	272.17
5	中银国际	203.33	5	中银国际	223.33
合计（亿元）		1261.81	合计（亿元）		1505.16
占总发行规模比例（%）		53.31	占总发行规模比例（%）		35.40

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：在联合主承销的情况下，承销家数各算一家，承销规模按参与主承销家数平均统计

图7 承销3期以上的主承销商承销期数和规模



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：在联合主承销的情况下，承销家数各算一家，承销规模按参与主承销家数平均统计

评级机构市场集中度降低，大公与联合资信市场份额领先

2009 年，联合资信、中诚信和大公 3 家机构评级市场主导地位不变，共评级 133 家，较上年增加 79 家；市场份额合计 81.58%，较上年下降 9.65 个百分点。新进入评级机构有鹏元 1 家，基数较低的新世纪企业债评级发展迅速，整体市场集中度有所下降。

从评级家数看，2009 年联合资信承担评级 48 家，较上年增加 25 家；大公评级 50 家，增加 38 家，二者市场占有率处于领先；从评级企业发行企业债规模看，中诚信评级企业发行规模达 1858.7 亿元，占比 44.10%，主要与承担铁道部评级有关。

表4 2008~2009 年评级机构参与企业债券信用评级情况

评级机构	2008 年				2009 年			
	评级家数 (家)	市场占有率 (%)	发行额度 (亿元)	市场占有率 (%)	评级家数 (家)	市场占有率 (%)	发行额度 (亿元)	市场占有率 (%)
联合资信	23	38.99%	804.9	34.01%	48	29.44%	732.13	17.22%
中诚信	19	32.20%	1152	48.67%	35	21.47%	1858.7	43.71%
大公	12	20.34%	268	11.32%	50	30.67%	1230	28.93%
新世纪	4	6.78%	127	5.37%	22	13.50%	345	8.11%
远东	1	1.69%	15	0.63%	0	0	0	0
鹏元	--	--	--	--	8	3.07%	86.5	2.03%
合计	59	100.00%	2366.9	100.00%	163	100.00%	4252.33	100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

三、发行利率与利差分析

一级市场全年发行利率整体呈上升态势，发行利差波动中有所扩大

- 2008 年 4 季度中国进入降息周期，受经济周期变化和货币政策调整影响，企业债券发行利率下降。2009 年初基准利率已经降至最低，中长期国债市场需求降温导致收益率陡然上行。加之在经济增长放缓预期下，机构投资者对较低信用等级企业债券要求更高的信用风险补偿，

- 企业债券发行利率呈上升趋势。
- 2 季度，中国大规模经济刺激计划陆续启动，作为重点工程建设配套资金来源的城投债爆发式增长；但急剧扩张的信贷投放为货币市场提供了充裕的流动性，债券市场资金面较为宽松。与此同时，宏观经济各项指标逐渐好转显示经济复苏迹象，企业收入和盈利大幅下滑态势得到遏制，信用风险不确定程度减弱，企业债信用利差和发行利率均有所回落，特别是中低信用等级债券出现明显降幅，主要是修正前期上涨过快的信用利差。5 年期企业债发行利率显著低于同期贷款基准利率，AAA 级债券融资成本优势显著。
 - 7 月，在央行上调 1 年央票发行利率影响下国债收益率平均上移 50BP，之后走势相对平缓；进入 9 月以来，国内通胀担忧和加息预期增强，国债收益率继续上升，以长期限国债上升较多。与此同时，伴随 IPO 重启和创业板开闸，债券市场受资金分流影响流动性下降；加之央行、银监会等主管部门加大了对商业银行流动性、资本充足率和信用风险的调控力度，导致其对债券配置意愿下降。

虽然经济环境复苏前景日益明朗，企业盈利普遍处于改善之中，但企业债发行利率和利差都经历了一轮快速上涨行情，在此阶段需求形势的变化已演化为影响利率的更关键因素。此外，从 3 季度以来市场投资者对于城投债偿还机制及能力的隐忧，也助推了企业债发行利率的上涨。

- 从平均利率变化幅度来看，机构投资者通过缩短债券期限结构应对通胀预期，同一信用等级债券 10 年和 7 年期债券利率上升幅度高于 5 年期；对于同等期限企业债券，高信用等级债券利率上涨空间相对较低等级债券平缓；对于部分 AA-至 AA 中低等信用等级的企业债券发行利率已高于同期限基准贷款利率。
- 4 季度，在通胀预期和市场流动性不足因素影响下，企业债发行利率保持上升，AA 和 AA+ 级债券发行利差继续扩大，AAA 级利差上涨并不明显，这与 9 月以来铁道部和国家电网债券密集发行对利差均值的拉低作用有关。目前企业债利差处于历史高位。

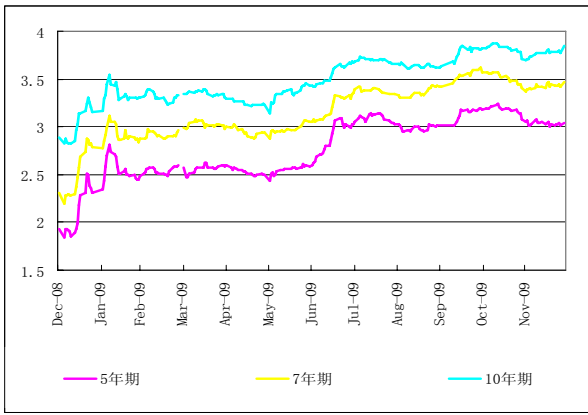
表 5 2009 年企业债券一级市场发行利率变动情况（%）

债券级别	5 年期				7 年期				10 年期			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
AA	4.6	--	--	5	6.37	6.06	6.39	7.83	7.59	5.95	6.7	6.9
AA+	4.58	4.66	4.4	--	5.64	5.39	6.45	6.97	4.99	5.02	5.2	6.21
AAA	3.69	3.78	4.58	--	4.74	4.74	5.44	5.6	4.49	4.46	4.84	4.85
贷款利率	5.76				5.94							

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

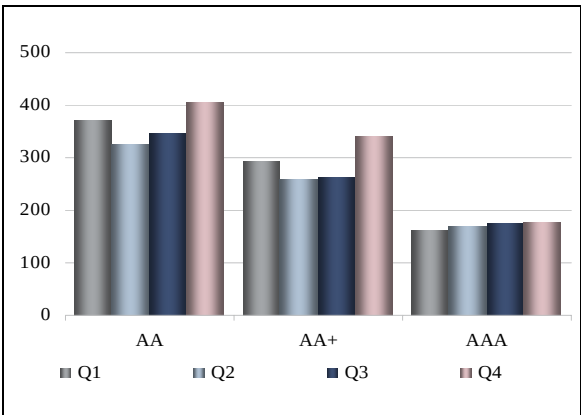
从 5 年、7 年、10 年关键期限企业债券发行利率与交易所国债收益率的利差均值来看，信用利差不仅和债券信用等级相关，与发行主体长期信用等级也存在相关性，在相同级别债项下，主体信用等级分布与利差呈现明显负相关，这是因为市场在定价时将违约率和损失率均纳入了信用风险考量。从统计样本数较多的 AA、AA+和 AAA 级债券利差来看，AA 级债券利差均值高于 AA+ 级债券 64BP，而 AA+级债券利差均值高于 AAA 级 123 BP，级差显著增大。在所选取的 49 个 AAA 级样本中，有 25 个主体信用等级为 AAA，高信用水平发行人被认为可显著提高债券的安全性。

图8 交易所固定利率国债收益率曲线（%）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

图9 2009 企业债发行利差分季度变化（BP）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

债券利差均值的标准差普遍较高，主要和债券增信方式的多样性及市场认可度存在差异有关。例如 9 个 A+/AA 级债券全部为城投债，增信方式包括土地抵押、应收帐款质押、股权质押、第三方担保以及两种方式组合增信，其中“长兴债”比“青州债”利差高出 290BP。对城投发行人而言，由于自身盈利能力和经营现金流较弱，偿债能力更多取决于地方财政支持，经济欠发达地区的财政收入主要来源于基金收入，而土地出让对房地产市场具有依赖性，不确定性较大。从利差检验结果来看，城投债利差高于评级相同的一般工商企业债，例如在 45 个 AA 级样本中，城投债样本为 35 个，利差均值 371BP，高于所有 AA 级债券 355 BP 的利差；对于债项和主体级别均相同的情况，利差检验也支持上述结论。

目前企业债券的发行利率与国债收益率相关系数较低，主要受以下因素影响：一是目前企业债券定价主要采用“Shibor+利差区间”的方式，虽然利差区间含有期限因素，但是利率形成机制仍处于探索阶段，以国债为基准的定价机制尚未完全形成；二是债券在定价时对信用风险补偿的要求不完全参照评级机构给出的信用等级结论，例如对相同信用等级城投债券与一般工商企业债券的信用风险判断存在差异，对通过不同增信措施达到相同信用等级的认可度不同；三是各评级机构的信用政策差异降低了不同信用等级债券发行利率与定价基准利率的相关性；四是债券发行价格与主承销商议价能力、不同时期市场资金宽松程度等因素有关。

表 6 不同信用等级企业债券发行利率与国债利差分布

债项信用等级	主体信用等级	样本数（个）	利差均值(BP)	标准差	利率与国债相关系数
AA-	Total	6	367	0.685	0.064
	A+	3	408	0.636	--
	AA-	3	326	0.515	--
AA	Total	45	355	0.952	0.227
	A+	9	447	0.980	-0.078
	AA-	22	355	0.733	0.230
	AA	14	294	0.791	0.224
AA+	Total	50	291	0.834	0.217
	AA-	16	344	0.660	0.242
	AA	16	316	0.788	0.125

	AA+	18	225	0.561	0.050
AAA	Total	49	168	0.727	0.293
	AA	14	250	0.750	0.355
	AA+	10	155	0.465	0.293
	AAA	25	127	0.340	0.283

资料来源：www.chinabond.com.cn，联合资信整理。统计样本只包含了 5 年、7 年和 10 年关键期限债券。

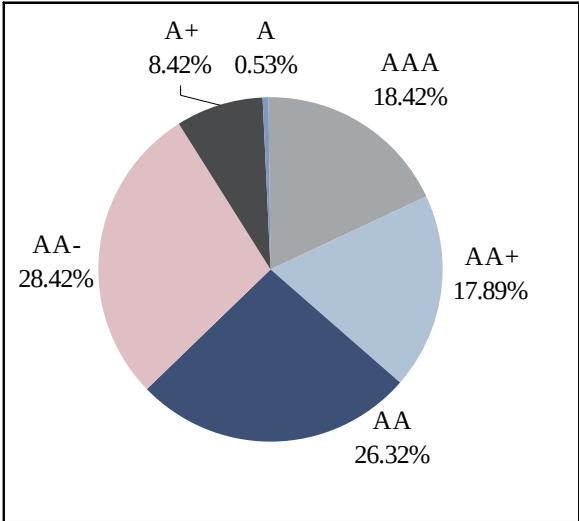
四、信用评级分布与迁移分析

伴随企业债市场发行体制逐步走向市场化，信用评级已成为债券定价的重要参照因素。2008 年以来，评级机构积极参与了形式多样化的新型增信产品评级，为配合新的企业债券管理体制以及企业债券品种创新提供了技术支撑。2009 年，更多城投类企业进入企业债市场，主体信用等级覆盖从 A 到 AAA 共 6 个信用等级，发行主体更趋于多元化。

由于大量城投债采取了土地抵押、应收账款质押、政府偿债基金等增信措施，增信效果受抵押资产质量、流动性、具体交易结构设计等多种因素影响而存在差异，企业债券信用等级分布也表现为多元化趋势，2009 年发行市场首度出现了 A+和 AA-债项级别的低级别债券。

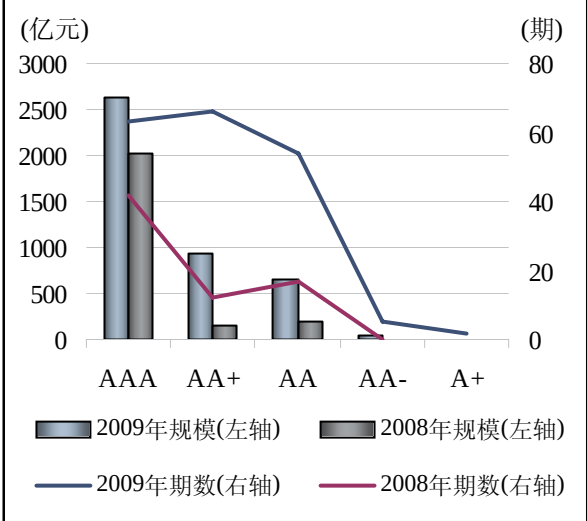
截至 2009 年底，存在主体评级记录的企业债券发行人共计 267 家(未含中小集合债发行主体)，其中 2009 年以前发行的 121 家，2009 年新增发行企业 143 家，主体信用等级分布在 A 至 AAA。2009 年，264 家企业有 41 家主体信用等级发生迁移，分布在 A+至 AA+区间，均为向上迁移。其中迁移率最高的为 AA+级，移向 AAA 的比率为 22.50%，A+和 AA 级迁移率也较高。迁移因素主要包括企业信用基本面的变化、评级机构出于竞争市场的信用政策调整等。

图 10 2009 年企业债发行人主体级别期数分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 11 2008~2009 年企业债券级别分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 7 2009 年企业债市场主体信用等级迁移率矩阵

主体级别	主体个数	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
A	6	100.00%	0.00%				
A+	27		77.78%	22.22%			
AA-	74			86.67%	13.33%		
AA	80				80.00%	20.00%	
AA+	39					77.50%	22.50%
AAA	38						100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：以上数据未包括中小集合债发行主体。

五、市场展望

2009 年，在发行人和承销商、评级公司等中介机构的共同参与和推动下，企业债市场在探索中逐步发展完善，城投债发行主体和方案设计更趋多元化。在此基础上，联合资信预计 2010 年中国企业债市场将呈现以下发展趋势：

总体发行规模基本保持平稳，城投发行人仍是重要组成部分

铁道债和国网债发行规模对企业债市场整体规模影响较大。由于 2010 年积极财政政策有望延续，铁路建设和电网建设资金压力仍然很大，企业债作为铁道部和国家电网的重要融资渠道之一，仍将保持在较大规模。对城投债的发行，尽管监管机构为防患地方财政赤字风险对其审批趋于严格，2009 年下半年发行节奏已然放缓，但已开工的大量基础设施建设项目需要继续推进，地方政府配套资金需求仍然很大，城投公司发行企业债具有一定刚性需求。考虑经济欠发达地区的城投公司续发需求降低，联合资信预计 2010 年企业债市场供给规模基本保持平稳，城投公司依然是最重要的发行主体。

2009 年下半年，商业银行在监管机构资本充足率的要求下已经开始收缩风险较高的权益类资产，并于年底转向增加配置具有投资价值的企业债品种。2010 年由于驱动保费收入增长的动力强劲，保险公司资金将会比较充裕；2009 年 7 月保监会在《关于增加保险机构债券投资品种的通知》中允许有条件的保险公司投资无担保信用债，又于 9 月将保险机构投资企业债额度由总资产的 30% 上调到 40%，政策放宽有助于保险机构增加符合要求的企业债配置。另一方面，2009 年中国股市已从单边上扬行情演化为震荡格局，尽管上市公司整体业绩改善趋势确立，但资金供给、加息、新股发行、政府调控房地产、海外经济复苏进程等一系列不确定因素将加剧股指震荡，促使保险公司和银行将部分股票投资转而配置收益率相对较高的信用债。

短期企业债发行利率上行空间有限，信用利差有望回落

2010 年中央经济工作会议明确提出要保持政策的稳定性和连续性，继续执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，政策面为信用债提供了较好的利率环境，短期内通胀预期不会对债券市场形成冲击。从宏观经济全面复苏和政策退出进程考虑，2010 年信贷规模将呈现前高后低的走势，上半年处于公开市场操作和信贷控制回收流动性阶段，下半年则可能是货币政策的敏感期。2009 年企业债收益率高企，短期内 AAA 级债券发行利率仍存在上行空间，中低信用等级债券发行利率已超过同期贷款利率并接近上限；下半年收益率变化则主要取决于通胀走势。

2010 年，中国经济复苏有望得以延续，企业盈利能力同比相应改善，有助于企业债市场信用风险降低，处于历史高位的信用利差存在回落要求，但也取决于市场供需形势变化，上半年利差缩小的概率较大。