

## 2008 年度企业债发行市场分析

联合资信 张莉

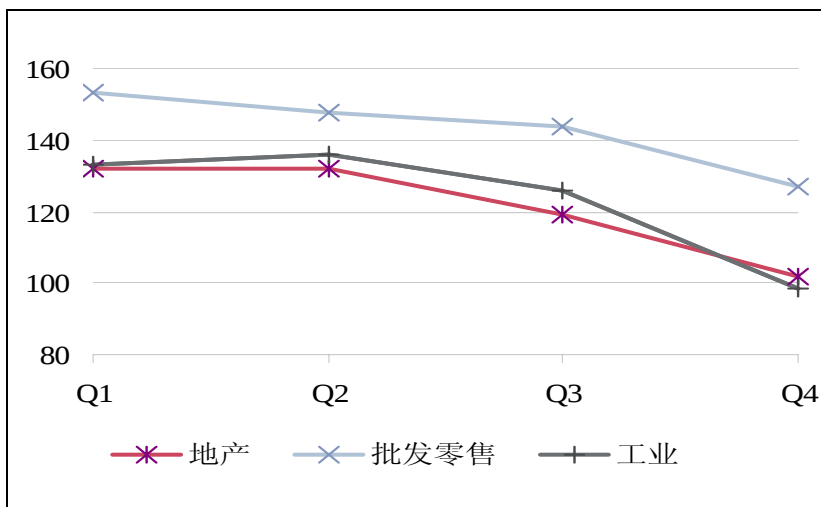
### 一、宏观经济及政策分析

#### 外部环境持续恶化，中国经济增速明显回落

2008 年上半年，中国经济延续了高速增长态势，第一、二季度 GDP 同比增速分别为 10.6% 和 10.1%，2 月份 CPI 同比增速达到 8.5% 的历史高位。

下半年国内外经济基本面发生显著变化。美国次贷危机引发的金融市场动荡进一步加剧，并逐步传导至实体经济。受外部环境持续恶化影响，中国经济下行压力加大。2008 年三季度，中国 GDP 增速下滑至 9.0%；第四季度增速降幅扩大，同比仅增长 6.8%；全年 GDP 同比增长 9.0%，是 2003 年以来首次出现个位数增长。同期，国内 CPI、工业增加值、出口总额、固定资产投资总额同比增速均出现明显下降；房地产市场持续恶化，钢铁、汽车、批发零售等行业景气度呈不同程度下滑。国家统计局数据显示，2008 年规模以上工业增加值同比增长 12.9%，增速比上年回落 5.6 个百分点。

图 1 2008 年 1-4 季度部分行业企业景气指数



数据来源：国家统计局网站

#### 政府宏观调控政策基调及时调整，财政和货币政策陆续出台力保经济增长

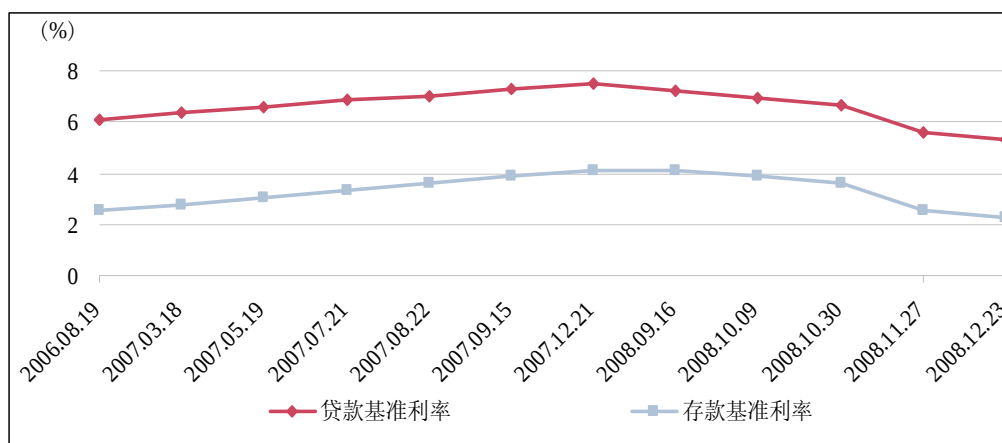
2008 年上半年，在国民经济、物价水平仍保持高速增长的情况下，中央政府继续采取紧缩性货币政策，控制货币市场供应规模和融资成本，央行共 4 次上调金融机构存款准备金率，至 17.50% 的历史高点；金融机构人民币 1 年期贷款基准利率仍保持在 7.47% 的较高水平。下半年，为应对外部环境恶化对中国经济的冲击，中央政府将宏观调控的政策基调由前期的“防止物价过快上涨、防止通货膨胀”及时调整为“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”，并实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，力保经济增长。

■ 财政部、国家税务总局分别于 2008 年 8 月和 11 月两次上调部分纺织品、服装等商品的出口

退税率；2008 年 11 月，国务院提出了投资规模近 4 万亿元的扩大内需、促进经济增长的十项措施；并计划在中国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担。

- 自 2008 年 9 月 16 日起，央行先后 5 次下调金融机构人民币存、贷款基准利率，3 次下调金融机构存款准备金率，至 12 月 25 日，金融机构人民币 1 年期贷款基准利率为 5.31%，较 2008 年初下降 216 个基点；大型金融机构存款准备金率为 14.50%，较 2008 年 6 月底下降 3%。货币政策的调整有效地增加了金融机构的资金供给能力，同时降低了企业的外部融资成本。

图 2 2007-2008 年金融机构人民币 1 年期存贷款基准利率变化



数据来源：中国人民银行网站

### 企业债发行管理制度发生重大变化

- 2008 年 1 月 4 日，国家发改委下发了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财经[2008]7 号文），在企业债发行核准程序、募集资金投向方面进行了较大程度调整，将先核定规模、后核准发行两个环节简化为直接核准发行一个环节；发债筹集资金的用途也较以往拓宽，且不同用途有不同比例，增大了企业债券发行额度提高的潜力。《通知》还明确表示，企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券和第三方担保债券。新规定向市场传递了政府大力发展直接融资和对企业债市场发展高度重视的政策信号，审批效率的提高和发行门槛的降低对缩短企业债发行周期和扩大发行规模具有积极影响。
- 企业债券发行政策重要变化的另一方面是中国银监会发布了《中国银监会关于有效防范企业债担保风险的意见》，叫停银行对企业债的担保。尽管文件发布于 2007 年 10 月，但由于 2007 年底发行的企业债券大都在此之前已经与商业银行等机构签订了担保函，故影响主要在 2008 年体现。

## 二、发行市场运行分析

### 发行市场从困境中突破，全年发行规模保持较快增长

2008 年，共有 57 家公司发行企业债券 61 期，较上年的 81 期减少 24.69%；发行规模累计 2366.90 亿元，较上年的 1709.35 亿元增长了 38.47%。

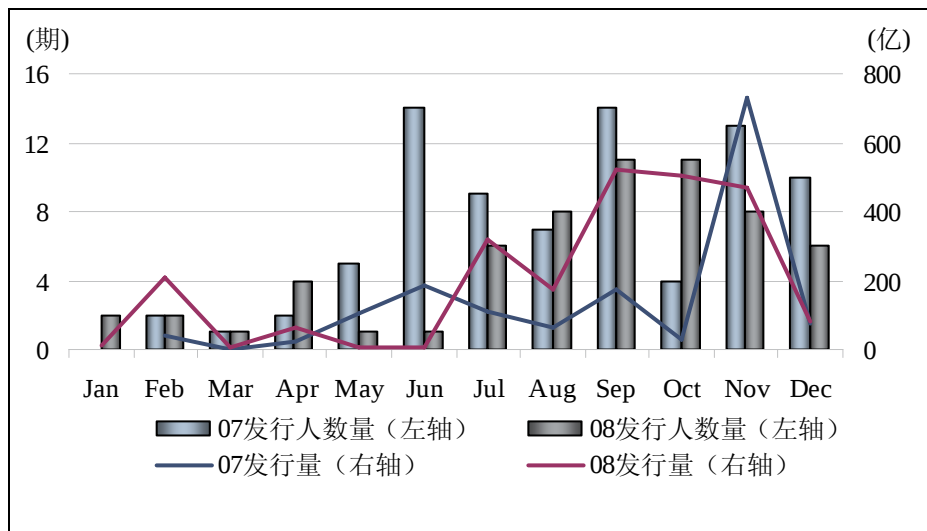
2008 年上半年，企业债券发行市场处于对新的企业债券管理体制以及创新类债券品种的探索和适应初期，发行市场异常清淡，共发行 11 期，为 2007 年同期的 45.83%。

- 1-3 月共发行企业债券 5 支，均为 2007 年批准的企业债券，除特批的国家电网第一期企业债（“08 国网债 01”）采用非银行担保方式外，其他 4 支均为银行担保企业债券。
- 4 月共发行企业债券 4 支，除“08 大连港债”采用传统的银行担保方式外，其他三支债券开始出现创新，分别为第三方企业担保的“08 昆建债”、首次引入担保公司担保的“08 西基投债”、以及首支无担保信用债“08 中材债”，在银监会叫停银行担保数月之后，企业债券市场以市场化方式陆续做出回应。
- 5 月和 6 月各发行一支，明显低于上年同期的 5 支和 14 支。一方面是 2007 年在加息政策背景下企业债发行利率持续上升，影响到部分企业的融资决策；另一方面，在取消银行担保之后，一些 2007 年已获发行批文但未拿到银行担保的企业债项目被迫延期。

2008 年下半年，国际经济环境发生变化，金融危机影响席卷全球，中国的经济增速放缓迹象逐渐显现，中央政府及时转变宏观调控政策基调，财政政策从“稳健”转为“积极”，货币政策从“从紧”转为“适度宽松”。宏观经济形势及政策变化，促使机构投资者对于固定收益类债券需求的升温。

与此同时，承销商和评级公司在市场和技术上的积极尝试与创新对企业债的发展起到了重要的推动作用。市场在经历对新的企业债券管理体制以及创新类债券品种的接受和适应过程之后，下半年企业债券发行节奏明显加快，共发行 50 期，为上年同期的 87.72%，为 2008 年上半年的 4.54 倍。其中，7 月和 8 月分别发行 6 期和 8 期，9 月和 10 月各发行 11 支债券，12 月发行 6 支；8 月和 10 月发行期数远超过上年同期数。

图 3 2008 年月度发行情况与 2007 年同期对比



数据来源：中国债券信息网 联合资信整理

#### 发行规模分布重心向高额度区间移动，50 亿元以上债券期数和规模扩大

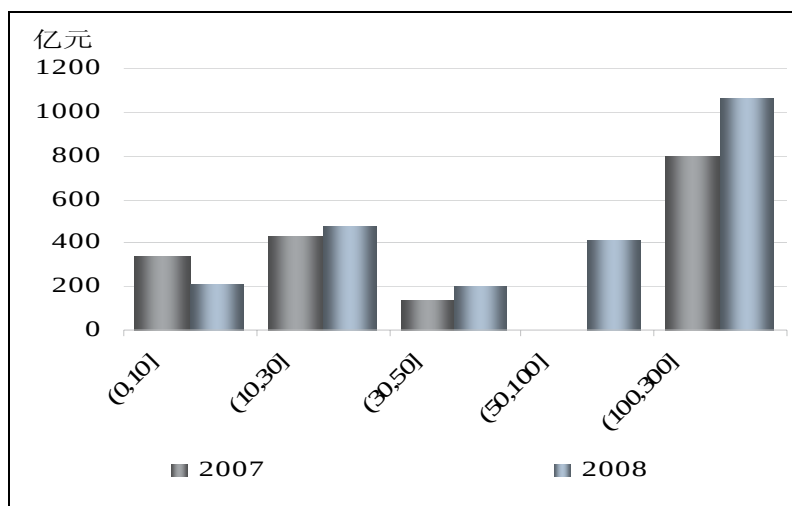
受益于企业债券管理体制的变化，2008 年企业债券单笔发行规模为 38.80 亿元，较上年的 21.10 亿元增长 83.87%。

- 从（0,10]亿元区间来看，2008 年发行 23 期，占全年期数的 37.70%；累计发行 207.9 亿元，占全年发行量的 8.78%。而 2007 年发行期数和规模分别为 49 期和 339.85 亿元，占比分别为 60.49%和 19.88%。10 亿元以下债券期数和规模分布比例明显降低。

- 2008 年，单笔发行规模在 (50,100] 亿元的债券共 5 期，合计 415 亿元，填补了上年该区间的空白。发行人主体信用级别均为 AAA，除上海城投和首钢外，南方电网、华润等均为大型央企；单笔发行规模超过 100 亿元的债券为 5 期，其中，铁道部发行 3 期，合计 700 亿元；国家电网发行 2 期，合计 365 亿元。

2008 年，50 亿元以上的债券规模合计 1480 亿元，占发行总量的 62.53%，较上年 46.80% 的比例大幅上升。由于单笔发行规模大，存续期相对较长，50 亿元以上债券在期限设计上，除第四期铁路债之外，其他均由 2 个期限品种构成。

图 4 2008 年发行规模分布与 2007 年对比



数据来源：中国债券信息网 联合资信整理

#### 发行期限呈缩短趋势，5 年和 7 年期企业债占比提高

如将同一支债券按照不同期限品种口径统计，2008 年共发行了 61 期 71 个品种（按照存续期限划分）企业债券，其中 15 年期企业债券，占总数的 12.68%；10 年期和 7 年期企业债，均占 28.17%；5 年期企业债券，占 26.76%；3 年和 6 年期企业债券，共占 4.23%。而 2007 年发行的 10 年及以上期限企业债品种占总发行期数的 88.51%，10 年期以下企业债券占比不到 15%。

2008 年企业债券发行期限有所缩短，从以 10 年及以上期限为主明显向较短期限的 7 年期和 5 年期品种分化，主要是因为：在取消银行担保后，其他增级方式难以将债的信用等级提升到 AAA，出于对市场的担忧和财务成本的考虑，部分发行人选择了较短的发行期限；无担保的发行人即便有很好的资信状况，仍然有 72.73% 选择了 5 年或 7 年期。

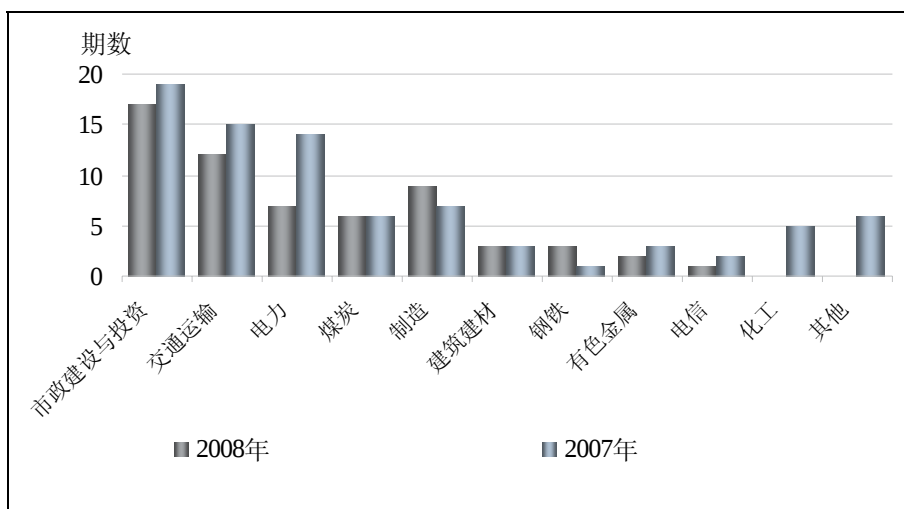
#### 发行人以市政建设投资和交通运输企业为主，电力发行人明显减少

2008 年，企业债发行人仍以市政建设投资、交通运输、制造、电力、煤炭行业为主，与上年相比，电力和化工企业发行期数明显减少，发行人分布更加向市政建设和交通运输两大板块聚集，二者在全年总发行期数中占比分别从 2007 年的 23.45% 和 17.28% 上升至 28.33% 和 20.00%，2008 年合计发行期数约占全年总数的近半壁江山（图 5-7）。

- 2008 年，为支付昂贵的燃料货款，火电企业经营性现金流受到不同程度的削减，而以往年度受扩张动机驱使的大量投资项目建设仍需得到持续的资金支持。在此运营环境下，电力企业强烈的外部融资需求并未减弱，但更倾向于选择中期票据和短融等替代种类，以加快筹资进度。

- 市政建设投资和交通运输类企业项目建设周期更长，前期需要巨额资金投入，长期限的企业债券更适合其资金配置需求；同时受制于公益性产品或服务对政府较高的依赖度，城投类企业通常经营性现金流规模较小且存在明显的波动，低流动性决定其难以选择期限较短的融资工具。
- 尽管电力企业发行数由 2007 年的 14 期减少为 8 期，但其发行量仅次于交通运输企业稳居第二。2008 年，除山东鲁能集团和陕西省投资集团外，其他发行人如国家电网、南方电网、大唐、中国华润、国家开发投资公司等均为资质很高的大型央企，单笔发行规模大，发行期限较长。其中国家电网、大唐、中国华润、国开投在 2006 和 2007 年均有连续成功发行记录，对企业债融资有一定偏好。
- 2008 年，铁道部共发行了 4 期企业债券，发行总量 800 亿元，单笔发行量和发行期数均居于首位，在交通运输行业 940 亿元发行总量中占比达 85.11%，相应地，交通运输行业发行总量远高于其他行业。

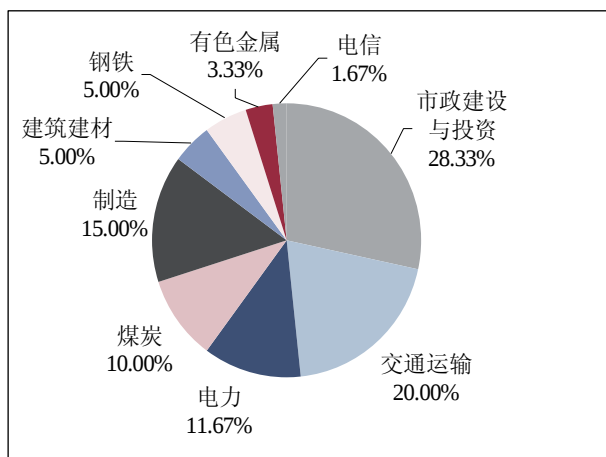
图 5 2008 年 vs. 2007 年企业债发行人所属行业



数据来源：中国债券信息网

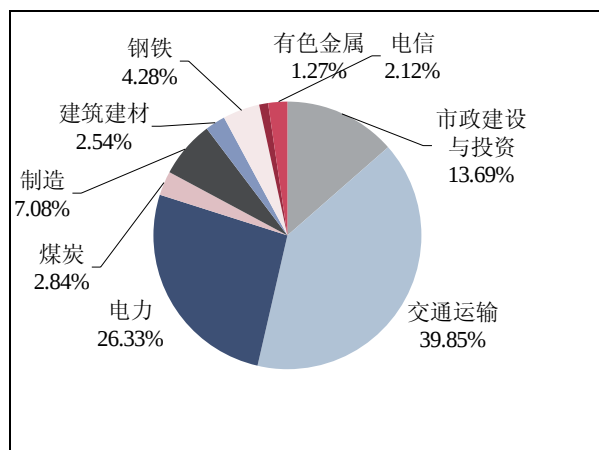
注：根据发行期数口径计算，涉及多元产业的企业按照主要行业进行归类。

图 6 2008 年企业债发行期数按行业分布



数据来源：中国债券信息网

图 7 2008 年企业债发行量按行业分布

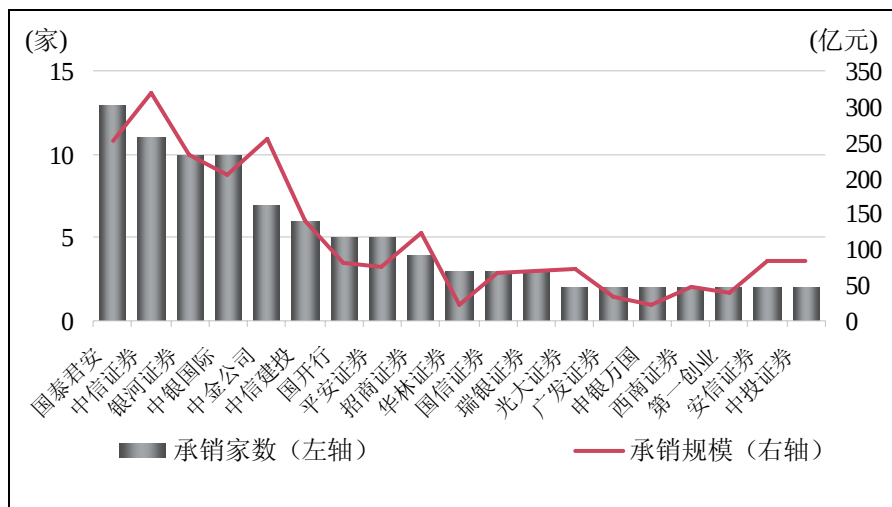


### 主承销市场集中度显著提高

2008 年参与企业债券发行的主承销商共 28 家，其中前 5 名主承销商合计承销了 31.9 期企业债券，占比由 2007 年的 39.51% 提高到 54.07%。其中，国泰君安从 2007 年承销家数排名第四跃居 2008 年首位，包括联合主承销在内共主承销了 13 家企业债券，参与了市场五分之一以上企业债券的主承销业务。从发行规模看，中信证券位居第一，主承销 319 亿元，占据 13.51% 的市场份额。

发行市场的主承销业务向排名前列的券商集中，市场集中度进一步提高，体现出其承销实力以及因此而获得发行人及投资者的认可。发行体制和政策的重大变化在促使券商竞争加剧的同时，也为其中善于探索者创造了更多的市场机遇。

图 8 2008 年主承销 2 期以上的券商承销家数与规模



数据来源：中国债券信息网

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

### 评级机构中联合资信市场占有率领先，评级技术创新突出

2008 年，联合资信与中诚信承担企业债券信用评级合计 44 期，占比 72.13%；合计发行额度 1956.9 亿元，占比 82.68%，继续保持突出的市场地位，投资者及发行主体对其认可度高。

从评级期数来看，联合资信从 2006 年承做企业债评级期数 16.67% 的市场占有率迅速扩展到 2007 年的 40.75%，排名从第三跃居首位；2008 年市场份额稳固，以 39.34% 的占有率蝉联第一。从企业债券累计发行额度来看，铁道部年内 4 期合计 800 亿元的企业债券的发行，提升了中诚信按照债券发行额度进行排名的市场占有率，2008 年中诚信所提供评级服务的企业共发行企业债券 1152 亿元，该分类标准下其市场占有率位居第一，联合资信所提供服务的企业共发行企业债券 804.9 亿元，位居第二。

联合资信从承揽国内首支抵押债券“07 湘泰格债”信用评级以来，2008 年参与了形式更加多样化的新型增信产品评级，特别是在资产抵质押、组合增信等方面的探索较为活跃，并形成了业内认可度较高的抵质押债券评级办法，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。

表 1 2007-2008 年评级机构参与企业债券信用评级情况

| 评级机构 | 2008 年 |         |        |         | 2007 年 |         |         |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
|      | 发行期数   | 市场占有率   | 发行额度   | 市场占有率   | 发行期数   | 市场占有率   | 发行额度    | 市场占有率   |
| 联合资信 | 24     | 39.34%  | 804.9  | 34.01%  | 33     | 40.75%  | 519.85  | 30.41%  |
| 中诚信  | 20     | 32.79%  | 1152   | 48.67%  | 27     | 33.33%  | 928.5   | 54.32%  |
| 大公   | 12     | 19.67%  | 268    | 11.32%  | 18     | 22.22%  | 201     | 11.76%  |
| 新世纪  | 4      | 6.56%   | 127    | 5.37%   | 3      | 3.70%   | 60      | 3.51%   |
| 远东   | 1      | 1.64%   | 15     | 0.63%   |        |         |         |         |
| 合计   | 61     | 100.00% | 2366.9 | 100.00% | 81     | 100.00% | 1709.35 | 100.00% |

数据来源：根据中国债券信息网整理

表 2 评级机构承做企业债评级所涉及增信方式对比

| 债券增信方式 | 联合资信 | 中诚信 | 大公 | 新世纪 | 远东 |
|--------|------|-----|----|-----|----|
| 担保公司担保 | 1    |     |    |     |    |
| 企业担保   | 10   | 9   | 8  | 1   | 1  |
| 资产抵押   | 2    |     | 1  |     |    |
| 应收账款抵押 | 1    | 1   | 1  |     |    |
| 铁路建设基金 |      | 4   |    |     |    |
| 风险准备金  | 1    |     |    |     |    |
| 组合增信   | 3    |     |    |     |    |

数据来源：根据中国债券信息网整理 按发行期数统计

注：未考虑银行担保

### 三、发行利率与增信方式比较分析

#### 一级市场发行利率窄幅震荡，全年发行利率整体走低

从不同月份相同期限的企业债券发行利率看，债券一级市场发行利率全年表现为“前升后降”态势。分阶段来看，全年走势大体划为 3 个阶段：

- 1-3 月，中国经济保持着快速发展，但已经呈现出偏热趋势。CPI 处于高位，通胀恶化势头有所抬头，央行两度上调准备金率，旨在收紧流动性，控制通胀风险。这个阶段，企业债券市场发行品种以 10 年期为主，并延续了 2007 年底较高的发行利率。
- 4-8 月，宏观经济数据持续高位徘徊，国际油价继续攀升，人民币延续升值态势。央行在 4 月份上调准备金率 0.5 各点后，在 5 月至 6 月份一个月左右的时间内连续三次上调准备金率。7 月份通胀风险已经有缓和的趋势，但市场对通胀的忧虑仍未消除。此阶段发行的企业债券，以 10 年期、7 年期和 5 年期三个品种为主，一级市场发行利率在高位窄幅震荡。
- 9-12 月，CPI 数据回落趋势非常明显，货币政策和财政政策开始转向，进入降息周期，同时下调准备金率。受货币政策影响，企业债券发行利率出现下降，但与短期债券利率大幅下降的态势相比，由于企业债券受到经济周期的影响，且在目前经济增长放缓的预期下，企业债券发行利率下降幅度较为理性。

表 3 2008 年一级市场发行利率变动情况

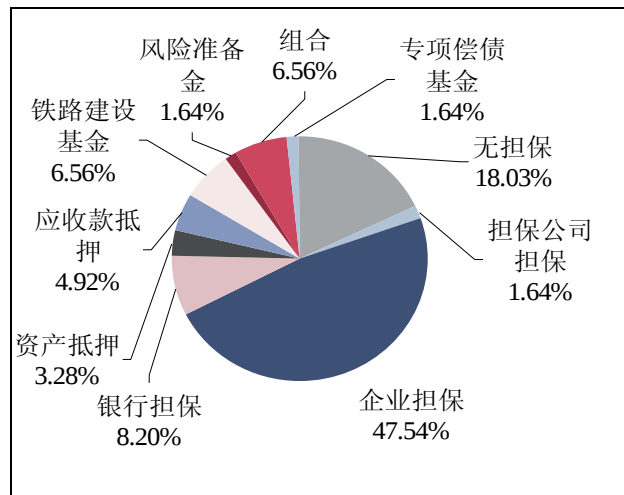
| 月份 | 15 年期      | 10 年期      | 7 年期       | 6 年期  | 5 年期       | 3 年期  | 合计(品种) |
|----|------------|------------|------------|-------|------------|-------|--------|
| 1  |            | 6.20~6.52% |            |       |            |       | 2      |
| 2  |            | 5.35~6.55% | 5.25%      |       |            |       | 3      |
| 3  |            | 6.45%      |            |       |            |       | 1      |
| 4  |            | 5.35%      |            |       | 6.12~6.70% |       | 4      |
| 5  |            |            | 8.00%      |       |            |       | 1      |
| 6  |            | 6.20%      |            |       |            |       | 1      |
| 7  | 5.90%      | 5.71~6.10% | 5.6~7.85%  |       | 6.90%      |       | 7      |
| 8  | 6.00%      | 5.90~7.50% | 6.70~8.35% |       | 5.18~6.65% |       | 10     |
| 9  | 4.59~5.50% | 4.59~5.40% | 5.15~7.00% |       | 5.20~5.29% | 5.60% | 13     |
| 10 | 4.03~4.36% | 3.85~5.80% | 4.36~6.30% |       | 4.25~6.14% | 6.16% | 14     |
| 11 | 4.05%      | 3.96~5.88% | 3.58~5.79% |       | 4.95~6.48% |       | 9      |
| 12 |            |            | 6.30~7.10% | 6.78% | 4.28~5.41% |       | 6      |
| 合计 | 9          | 20         | 20         | 1     | 19         | 2     | 71     |

数据来源：中国债券信息网

### 市场对各种增信方式认可度不同，定价机制亟需完善

2008 年，除 5 支银行担保增信的企业债券外，其他包括企业和担保公司担保、资产抵押、应收账款抵押、风险准备金、专项偿债基金，以及担保与高速公路收费权质押/应收账款质押组合增信的方式。其中，企业担保占发行总数的 47.54%，成为 2008 年的主流方式。纵观 2008 年全年各种增信方式下企业债券发信利率，市场对各种增信方式认可度不同，定价机制仍需完善。

图 9 2008 年企业债增信方式分布



数据来源：中国债券信息网

- 信用债成为市场的重要组成部分。在 2008 年发行的 61 支企业债中，有 11 家企业选择了发行信用债，其中 7 家为央企。11 家发行人均有较好的信用状况，其中 7 家主体信用等级为 AAA，1 家为 AA+、3 家为 AA。对于主体级别均为 AAA、期限同为 5 年的有担保“08 网通债”和无担保“08 京投债”，发行时间相隔一天，从发行利率来看，信用风险极低的公司发行信用债未必会比有担保的债成本更高，投资者认为在此情形下外部担保已经不能进一步增强债券偿

付安全性。通过比较有担保“08 中船重工债”和无担保“08 兵器装备债”的发行利率，也可说明类似的情况（如表 4）。

表 4 2008 年相同期限、有担保与无担保企业债 AAA 级企业债券利率比较

| 债券简称  | 发行<br>额度 | 发行首<br>日 | 期限  | 发行利<br>率(%) | 基本利<br>差(BP) | 主体<br>级别 | 评级机<br>构 | 担保情况     |
|-------|----------|----------|-----|-------------|--------------|----------|----------|----------|
| 网通债   | 50       | 08-9-3   | 5 年 | 5.29        | 59           | AAA      | 中诚信      | 国家电网     |
| 中船重工债 | 35       | 08-9-3   | 7 年 | 5.60        | 90           | AAA      | 大公       | 中国航空科技集团 |
| 京投债   | 20       | 08-9-5   | 5 年 | 5.20        | 50           | AAA      | 中诚信      | 无担保      |
| 兵器装备债 | 40       | 08-9-22  | 7 年 | 5.15        | 46           | AAA      | 联合       | 无担保      |

数据来源：中国债券信息网

■ 企业担保债券受到市场青睐。主要有三种实现形式：

- 资信水平相当的发行人之间提供互保，是最常见的担保方式。互保发行人通常处于相同行业或同一地域，具备对等的实力和相互的需求，相对容易合作。如：大唐集团和国家开发投资公司、晋煤集团与潞安集团、舞阳钢铁和邯钢集团等。在承销商的挖掘与撮合下，也出现了跨地域跨行业的互保，如吉林高速和福建省交通控股公司。
- 由关联企业如母公司提供担保。如“08 华润债”发行人华润股份有限公司由母公司中国华润提供担保；“08 鲁能债”发行人山东鲁能集团由母公司山东电力集团为提供担保。
- 由资信水平较高的非关联企业提供担保，如“08 西宁城投债”、“08 陕投债”等。这种情形下，企业发债行为受地方政府支持力度大，由政府牵头协调促成担保。

通过观察可发现：

- 在 29 支由企业担保的债券中，有 8 家发行人主体级别为 AAA，占比 27.59%。发行人之间的互保或母公司担保更多地出于满足保险公司不能投资无担保债券的政策，只是形式上的担保。
- 由于不同评级机构对债券增信是基于不同的违约理论，对担保增信的评级结果存在差异。从发行利率来看，投资者比较依赖于评级结果（表 5），并没有充分识别因评级标准不同而反映出的信用风险差异，市场定价机制尚需完善。

表 5 采用不同评级标准对债券评级的发行利率比较

| 债券简称      | 发行<br>额度 | 发行<br>首日 | 期限  | 发行利<br>率(%) | 基本利<br>差(BP) | 债项<br>级别 | 主体<br>级别 | 评级机<br>构 | 担保人<br>(主体级别) |
|-----------|----------|----------|-----|-------------|--------------|----------|----------|----------|---------------|
| 08 福煤债    | 10       | 8-6      | 5 年 | 6.18        | 147          | AAA      | AA       | 中诚信      | 福建高速 (AA)     |
| 08 晋煤债 01 | 12       | 8-14     | 5 年 | 6.30        | 159          | AA+      | AA+      | 联合       | 潞安集团(AA+)     |

数据来源：中国债券信息网

■ 资产抵押和多重增信组合方案设计灵活，更符合发行人的经营特征和资源优势。2008 年累计发行了 2 支抵押债券，“08 蒙奈伦债”以发行人拥有的土地抵押担保；“08 连云发展债”以发

行人拥有的海域使用权和股票进行质押担保。除此之外，还发行了 3 支以应收账款作为质押担保的债券，以及 4 支由两重以上保障措施进行增信的债券。

表 6 2008 年各种资产抵押、准备金、组合等增信债券

| 债券简称  | 额度 | 发行时间  | 期限   | 利率   | 基本利差(BP) | 债券级别 | 主体级别 | 评级机构 | 增信方式       |
|-------|----|-------|------|------|----------|------|------|------|------------|
| 蒙奈伦债  | 5  | 5-20  | 7 年  | 8.00 | 329      | AA   | A    | 联合   | 土地抵押       |
| 连云发展债 | 10 | 7-22  | 7 年  | 7.85 | 314      | AA+  | AA-  | 联合   | 海域使用权和股票质押 |
| 铁岭债   | 6  | 8-21  | 7 年  | 8.35 | 364      | AA   | A+   | 联合   | 组合         |
| 诸城债   | 8  | 8-25  | 10 年 | 7.50 | 279      | AA   | A+   | 大公   | 组合         |
| 嘉城投债  | 17 | 8-27  | 7 年  | 7.05 | 236      | AA+  | AA-  | 联合   | 组合         |
| 合肥建投债 | 17 | 8-28  | 10 年 | 6.91 | 220      | AAA  | AA+  | 大公   | 应收账款质押     |
| 天保投资债 | 28 | 9-5   | 7 年  | 7.00 | 230      | AA   | AA   | 联合   | 应收账款质押     |
| 常城建债  | 25 | 9-24  | 7 年  | 6.30 | 162      | AA+  | AA   | 联合   | 城市建设风险准备金  |
| 苏高新债  | 10 | 10-9  | 5 年  | 6.14 | 146      | AAA  | AA-  | 中诚信  | 应收账款质押     |
| 蒙路债   | 15 | 11-26 | 5 年  | 6.48 | 229      | AA+  | AA   | 联合   | 组合         |

数据来源：中国债券信息网 发行文件

➤ “08 铁岭债”采用设立偿债基金+股权质押+政府回购承诺来保障债券偿付的组合增信措施。铁岭市政府成立“沈铁工业走廊开发基金”，将“08 铁岭债”列为偿债基金的优先债务，每年通过将 25% 的开发基金收入纳入债券的偿债准备金；发行人将其持有的 72.77% 的铁岭市商业银行股权作为质押资产担保，资产评估价值为是债券发行规模的 1.50 倍；同时铁岭市政府与发行人签署了企业债募集资金投资项目回购承诺书，在质押物的处置及偿债基金仍无法偿付企业债本息时，铁岭市政府将回购债券募集资金所投资项目中发行人投资所取得的所有权部分。

从发行利率看，“08 铁岭债”与“08 诸城债”发行时间相近，发行人主体级别均为 A+，增级后债项级别均为 AA，但 7 年期的“08 铁岭债”较 10 年期的“08 诸城债”发行利率高出 85BP。由于地方商业银行信息透明度有限，股权的定价与转让均存在困难；铁岭市政府承诺回购的项目投资 37.71 亿元，而当地财政实力相对较弱。利差主要反映了投资者基于上述措施对债券回收安全性的保障程度的谨慎态度。

➤ “08 诸城债”采用设立专项偿债基金+土地抵押的组合增信措施。由诸城市人大决议同意市政府拨付治污减排项目建设资金，作为企业债专项偿债基金；同时发行人以评估价值 16.72 亿元的土地进行抵押担保，抵押资产对债券的覆盖倍数为 2.09 倍。

“08 诸城债”与“08 连云发展债”发行时间相隔 1 个月，前者主体级别和债项级别均低于后者，发债期限长于后者，而发行利率较后者低 35BP。从“08 诸城债”与“08 连云发展债”及“08 铁岭债”的利差对比来看，投资者认为土地作为抵押资产担保较长期股权、海域使用权等资产质押具有一定优越性。但同时，由于以土地资产作为抵押担保在资产变现价值和变现时间上存在不确定性，也将影响对债权人利益的保障。

➤ “08 合肥城建债”经合肥市人大常委会批准，合肥市政府授权合肥市财政局与发行人签署 BT 协议；以发行人代建项目产生的应收账款做质押担保。代建项目投资总额 34.56 亿元，产生的应收账款 68.53 亿元，是发行规模的 4.03 倍。

“08 合肥城建债”与“08 沪建债 01”发行时间相隔 10 天，前者发行人主体级别低 1 个小级，通过应收账款质押增信债项级别达到 AAA，但与同期限的“08 沪建债 01”相比，利差高出 150BP。由于“08 合肥城建债”是以未来应收账款进行质押，其确认存在不确定性因素。投资者认为，这种方式的增信效果不及企业担保。

表 7 合肥建投债与沪建债发行利率比较

| 债券简称   | 发行<br>额度 | 发行首<br>日 | 期限   | 发行利<br>率(%) | 基本利<br>差(BP) | 债项<br>级别 | 主体<br>级别 | 评级机<br>构 | 担保情况 |
|--------|----------|----------|------|-------------|--------------|----------|----------|----------|------|
| 合肥建投债  | 17       | 8-28     | 10 年 | 6.91        | 220          | AAA      | AA+      | 大公       | 资产质押 |
| 沪建债 01 | 30       | 9-8      | 10 年 | 5.40        | 70           | AAA      | AAA      | 新世纪      | 上海久事 |

数据来源：中国债券信息网 发行文件

## 四、市场展望

2008 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，企业债市场注入了更多的创新气息，在市场化发展方面取得了进展。在此基础上，联合资信预计 2009 年中国企业债市场将呈现以下发展趋势：

### ■ 总体发行规模继续增长

从市场供求来看，一方面，股票市场仍将处于反复震荡调整期，融资功能弱化；尽管近期央行已取消对商业银行信贷硬约束，明确要“合理扩大”信贷规模。但由于中国宏观经济存在下行可能，从风险控制角度考虑，商业银行对于信贷投放总量将保持谨慎态度。另一方面，中国金融机构系统内资金充裕，流动性压力将进一步加大，对低风险的债券产品需求也将上升，企业债券成为主要投资配置品种之一。

从政策面来看，为应对全球经济危机对中国的影响和全力促进经济增长，2008 年 11 月央行明确提出要进一步发挥债券市场的融资功能，大力发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等非金融企业债务融资工具，拓宽企业融资渠道；同月，国家发改委在“2009 年中国行业发展报告会”表示，2009 年将扩大企业债券的发行规模、控制风险并完善发行制度。扩大规模既包括发行数量的增加，也包括推出不同的债券品种。

此外，经过 2008 年的初步探索和适应阶段，信用产品市场取得重要进展，发行设计更趋多元化，券商已在下半年提前加大了项目储备，国家发改委对企业债审核的简化，这些都将为 2009 年市场规模的进一步增长奠定基础。

### ■ 基础设施建设和公用事业行业发债比例进一步上升

2008 年 11 月，国务院常务会议研究通过了进一步扩大内需，促进经济增长的十项措施。在计划到 2010 年底完成的 4 万亿投资总额中，中央拟安排 1.18 万亿左右，其余的近 3 万亿需要地方和

社会投资。

统计数据显示，中国历年固定资产投资的资金来源中，自筹和其他资金占比为 70—80%。本次“4 万亿”计划主要是基础设施和公共事业方面的投资，其中基础设施和民生工程方面项目可能是非经营性的公共产品，主要是依靠或完全由政府投资，在目前中国基础设施建设的投融资体制下，地方政府通过城投类公司等城市建设的投融资平台，以发行企业债券方式来募集投资资金；其余如铁路、公路等公用事业，大都为垄断行业，将可能主要依靠国有企业的自有自筹资金，对于铁路投资而言，铁路债是铁道部历年来铁路建设资金的主要来源，未来随着投资规模的加大，铁路债发行规模将继续扩大。

■ 企业债信用利差进一步扩大，债券定价将更趋于市场化

受国际金融风暴蔓延至实体经济的影响，中国宏观经济增速已经回落，许多行业因需求萎缩面临主动减产、产成品库存积压的困境，那些依靠高负债运营的制造类企业，经营性现金流状况将持续恶化；一贯采取激进的财务政策并对土地出让收益依赖度较高的城投类企业，财务风险将快速上升。安全性成为机构投资者配置信用产品的首要考虑，铁路债、央企债仍将受到市场的追捧；而对于信用状况相对较弱的发行人，市场对其违约风险的担忧增加，将要求更高风险的补偿。