

联合研究报告

2012. 1. 20

2011 年度企业债市场分析



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

2011 年度企业债市场分析

报告编号: 20120120

时间: 2012 年 1 月 20 日

分析师:

陈 静
谢凌艳
王丽娟
李娟娟
张 莉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679688

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

www.lhratings.com

概要

2011 年受美欧债务危机影响, 全球经济增速普遍放缓。中国经济在外需不振的情况下继续保持温和增长, GDP 增速逐季缓慢回落, 通胀压力有所减轻。央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀, 市场资金面整体偏紧。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下, 呈“倒V”走势。

2011 年上半年企业债发行节奏较快, 但三季度受“云南城投”、“铁道部短券未足额认购”等信用事件造成的负面影响, 发行期数和规模大幅减少。本年度企业债券发行市场呈V型态势, 全年累计发行204期, 发行规模达3485亿元, 发行期数保持增长, 发行规模略有减少。

本年度, 国家清理整顿地方政府债务, 市场资金面整体偏紧, 企业债发行利率整体呈现先平稳后上涨趋势。全年发行利差波动较大, AA及AA+级企业债下半年发行利差较上半年明显扩大, 并于四季度与国债利率下行走势发生背离, 导致企业债和国债利率相关系数为负。

2011年10月, 经国务院批准, 上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。有助于丰富国内债券市场品种, 拓宽地方政府的融资渠道、优化地方政府债务的期限结构, 从而使地方在财政收支上实现时间结构和区域结构上的平衡; 此外, 地方政府自行发债, 使得相应区域城投企业债务扩张压力减小, 债务显性化下的地方政府违约意愿下降。但地方政府及地方融资平台债务规模上升, 2012年进入集中偿付期; 以保障房为代表的固定资产投资将进一步拉动政府债务的增长, 可能引发投资者对于地方政府债务借新换旧的质疑, 对现阶段推出的市政债可能带来一定的负面影响。

为加强债券存续期监管, 促进债券市场健康发展, 2011 年 7 月国家发改委颁布《国家发改委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管有关问题的通知》。2012 年第四次金融工作会议上提出了要“建设规范统一的债券市场”、“防范化解地方政府性债务风险”、“规范地方政府举债融资机制”, 这有助于推进企业债券市场化规范化的进程, 促进企业债券市场的长期健康发展。管理层的政策引导及规范, 有助于化解债券市场的系统性风险, 但也不排除随着宏观调控的深入, 流动性压力加大, 个体信用风险增加的可能。

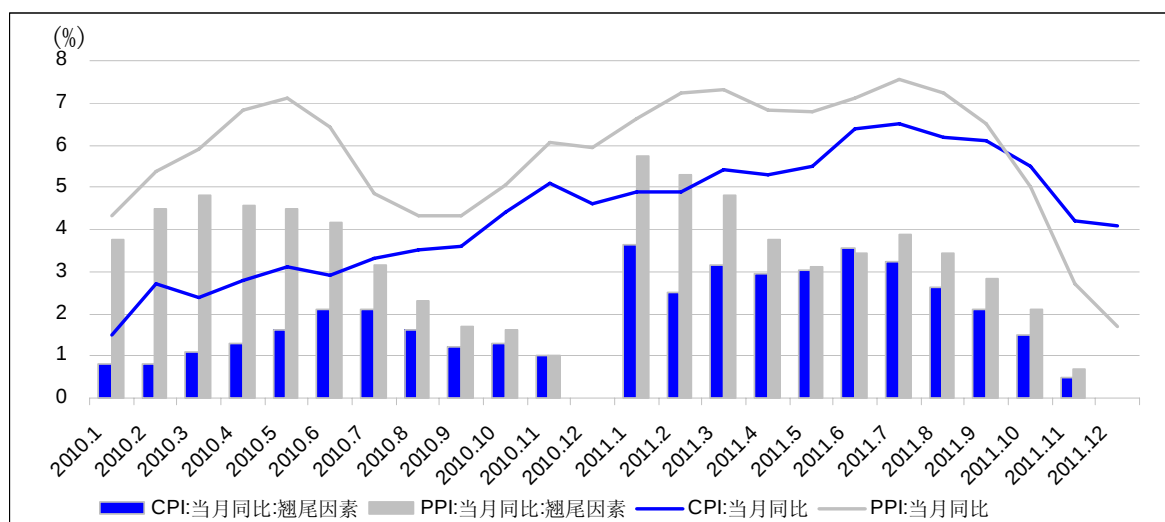
一、宏观环境

2011 年，中国宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展，通胀压力有所减轻，央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀，银行间市场资金面呈现整体偏紧的态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈“倒 V”走势。

基本面——宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展，通胀压力有所减轻

2011 年以来，国内宏观经济整体运行良好，经济增速平稳回落。根据国家统计局数据，2011 年前三季度，中国实现国内生产总值 320692 亿元，同比增长 9.4%，GDP 季度同比增速逐步回落，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%。2011 年 1~11 月，中国规模以上工业增加值同比增长 12.4%，增速较 2010 年同期下降 3.4 个百分点。规模以上工业企业（年主营业务收入在 500 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 759338 亿元，同比增长 28.2%，增速连续三个月回落，回落幅度分别为 0.30、0.50 和 0.88 个百分点。规模以上工业企业实现利润 4.66 万亿元，同比增长 24.4%，增速连续五个月回落，回落幅度分别为 0.37、0.05、1.26、1.71 和 0.86 个百分点。

图 1 CPI、PPI 及翘尾因素同比增速变化情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求整体保持稳定，对外贸易增势放缓。具体而言：①消费继续保持平稳增长。2011 年 1~11 月，社会消费品零售总额为 16.35 万亿元，同比增长 17.0%，同比增速小幅回落 1.4 个百分点。②投资增速适度回落，结构持续优化。2011 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）26.95 万亿元，同比增长 24.5%，较 2010 年同期下降 0.4 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增幅回落，贸易顺差不断收窄。2011 年 1~11 月，进出口总额为 3.31 万亿美元，同比增长 23.6%，增速同比下降 12.74 个百分点，其中出口金额同比增长 21.1%，增速同比下降 11.84 个百分点，进口金额同比增长 26.4%，增速同比下降 14.02 个百分点，贸易顺差收窄至

1384 亿美元，同比下降 18.2%。进口商品中资源类大宗商品下半年价格环比回落明显，一定程度上降低了国内通货膨胀预期。

2011 年全年 CPI 整体呈现高位回落走势，受翘尾因素、输入性通胀因素、劳动报酬持续增长、资源性产品价格上升等多方面影响，国内通货膨胀预期不断加强，前三季度 CPI 呈逐季攀升态势，7 月份达到年内峰值 6.5%。四季度以来随着强化房地产调控下调等政策措施效果逐步显现，加之翘尾因素快速消退，CPI 涨幅进入下行通道，并于 12 月份快速下降至 4.1%。从 CPI 分类指数看，食品类价格的上涨对 CPI 的拉动作用最为明显。2011 年上半年 PPI 受翘尾因素影响较大；2011 年下半年，受国际原材料价格回落、国内需求放缓、翘尾因素影响大幅减少等因素影响，PPI 下滑明显。

政策面——在通货膨胀压力下积极的财政政策重点有所调整，货币政策整体保持“稳健”

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。2011 年 1~11 月，全国财政累计收入为 9.73 万亿元，累计支出为 8.90 万亿元，分别同比增长 26.8%和 24.3%。积极的财政政策从主要通过扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，较好地支持了维持物价稳定、促进消费增长、调整经济结构等宏观调控目标的实施。具体措施包括重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2011 年中央政府公共投资主要用于保障性安居工程、以水利为重点的农业基础设施、教育卫生基础设施建设、节能减排和生态环保，优化投资结构和充实薄弱环节。9 月政府加快了基建投资的速度，中央项目投资同比增速从 8 月的-29%大幅反弹至 2%，对冲了房地产和制造业投资的下滑，使固定资产投资对经济增长拉动保持稳定。为解决地方融资平台债务问题，2011 年 10 月 17 日，财政部出台了《2011 年地方政府自行发债试点办法》，启动了地方政府自行发行地方债试点，允许地方政府自行发债虽不能直接解决现有的存量债务问题，但仍有助缓冲地方融资平台的资金压力，并在促进地方债务透明化、控制地方债务风险等方面，起到积极的建设性作用。考虑到预算法尚未修订，真正实现地方政府自主发债还取决于制度规范和市场的发展。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，纲要中指出促进新兴科技与新兴产业深度融合，在继续做强做大高技术产业基础上，把节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大战略性新兴产业培育发展成为先导性、支柱性产业，到“十二五”末战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 8%左右。为落实纲要提出的“十二五”期间节能减排约束性指标，促进经济增长方式转变，2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确提出了严格控制高耗能、高排放和产能过剩行业新上项目，提高服务业在国民经济中的比重，推进排污权和碳排放权交易试点，推行污染治理设施建设运行特许经营等措施。为抑制房价过快上涨，实现中国房地产泡沫的“软着陆”，2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落，加之央行加息和上调存款准备金率的影响，房地产市场成交量整体萎缩，成交价格开始有所松动，尽管有保障性住房建设的支撑，但在持续严厉的

政策调控下，房地产投资逐步呈现高位放缓的态势，对宏观经济拉动效果进一步削弱。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，较好的抑制了物价过快上涨的势头，缓和了通货膨胀压力，货币条件基本符合宏观调控要求。从信贷数量来看，全年货币信贷增长继续向常态回归。2011 年金融机构累计新增人民币贷款 6.84 万亿元，预计全年新增人民币贷款约为 7.4 万亿，低于去年 7.95 万亿的新增信贷投放总量。人民币汇率方面，人民币兑美元汇率升值趋势更加明显，截至 2011 年底，人民币兑美元汇率中间价由年初的 6.6215 升至 6.3009，人民币升值约 4.8%。人民币升值预期促使国外资本进入国内，2011 年 9 月，我国新增外汇占款冲高至 4067.69 亿元，创出自 2010 年 6 月以来的新高，加剧了国内流动性过剩。为对冲外汇占款增加导致的被动流动性增长以及严峻的通货膨胀压力，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀，前三季度央行 6 次上调存款准备金率和 3 次加息。2011 年 6 月 20 日，央行年内第六次上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率达 21.5% 的历史高位，2011 年 7 月 7 日央行年内第三次提高一年期存贷款基准利率 25 个基点，金融机构一年期的存款利率提高至 3.5%。9 月初央行又将将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，并分批上交（执行跨度长达半年）。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，为对冲 10 月份以来外汇占款引发的流动性减少，2011 年 12 月 5 日，央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，是近 3 年来，存款准备金率首次走出“上调”区间。从公开市场操作来看，在通货膨胀压力下，2011 年国内货币政策整体紧缩，为缓解流动性压力，央行频频加大公开市场操作力度，向银行间市场释放流动性。全年央行通过公开市场操作向银行体系注入了 1.9 万亿元的流动性，较 2010 年增加了 114%。2011 年第四季度以来，中国内部 GDP、CPI、PPI、PMI、M2 等指标均已掉头向下，经济形势有所变化，考虑到银行和企业银根均偏紧，外汇占款呈负增长，同时，存款准备金率“超调”使央行为此承受着高昂的利息成本等因素，2011 年 12 月 5 日央行年内首次下调存款准备金率，以缓和年底资金面的紧张状况。

总体来看，2011 年中国继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。积极的财政政策从主要以扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，启动了地方政府自行发行地方债试点，有助于缓冲地方融资平台的资金压力；在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策主线，房地产投资在持续严厉的政策调控下呈现高位放缓的态势；在货币政策方面，货币信贷向常态水平回归，在通货膨胀压力下，央行综合使用数量型货币政策工具和价格型货币政策工具以加强流动性管理和抑制通货膨胀，基本实现预期调控要求。

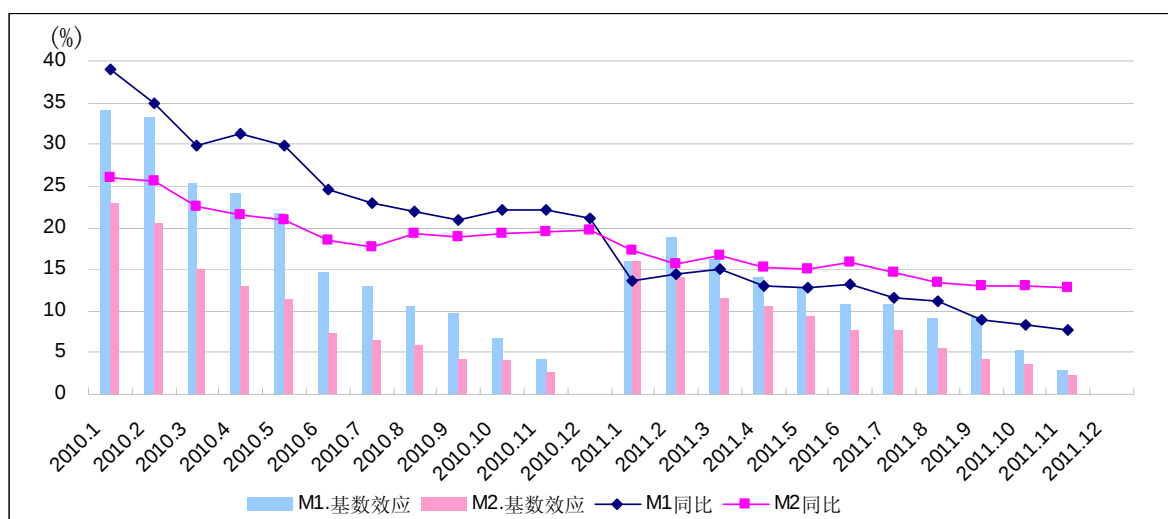
资金面——货币供应量增速下降，资金面整体偏紧

截至 2011 年底，广义货币供应量（M2）85.16 万亿元，同比增长 13.6%，较上年同期下降 6.1 个百分点；狭义货币供应量（M1）28.98 万亿元，同比增长 7.9%，比上年同期低 13.3 个百分点。M1、M2 增速延续了 2010 年以来的下降趋势，其中 M2 同比增速已经连续多月下跌，滑入历史低谷。考虑到过去两年为应对国际金融危机而形成的较高水平的货币存量，以及中国经济增速趋稳，现在的货币总量与实体经济的需要是基本相适应的。

从银行间市场资金面来看，由于今年以来紧缩政策的频频使用，整个银行体系的流动性对外部突发因素的敏感性大增，为应对年内流动性突发性紧张状况，央行除投放到期资金外，还视流动性情况借助短期工具，平滑移动到期资金，确保流动性在需求高峰时点得到补充。总体看，全

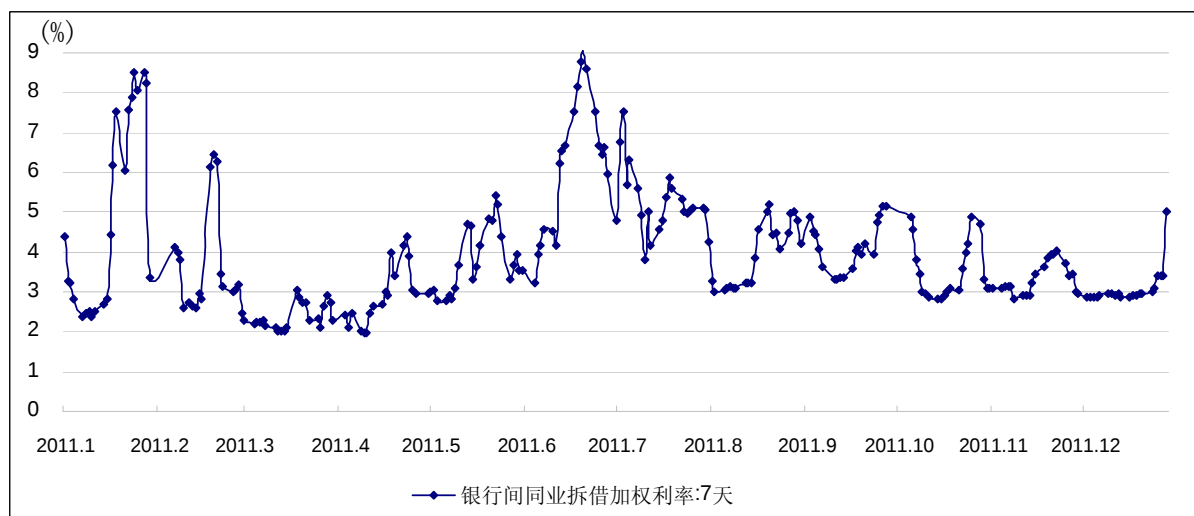
年银行间市场资金面整体偏紧。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，2011年上半年，国内银行间市场资金面波动幅度较大，总体上经过了一个紧张、略微宽松、再次紧张的过程。2月初受提高法定准备金率的累积效应和机构紧缩预期影响，R007攀升至高位，随后由于国际资本的大量流入和公开市场票据大规模到期，尽管央行再度提高法定存款准备金率，但资金面重回略微宽松状态，R007大幅下跌，6月受存款准备金率意外上调，以及正式的月度日均存贷比考核因素影响，银行资金不断趋紧，6月23日R007甚至超过9%的水平。随后为缓解资金紧张局面，央行暂停了6月23日三个月期央票的发行，并采取逆回购操作投放资金，R007逐步回落。2011年3季度，货币市场资金依然偏紧，受PI公布、存款准备金补缴、加息预期、新股发行等突发性流动性紧张因素影响，R007一直高位震荡。2011年四季度随着通胀压力减轻、存款准备金下调等因素作用，货币市场资金紧张局面有所缓解。

图2 2010年~2011年M1、M2同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图3 2011年1~12月银行间同业拆借加权利率（7天）波动情况

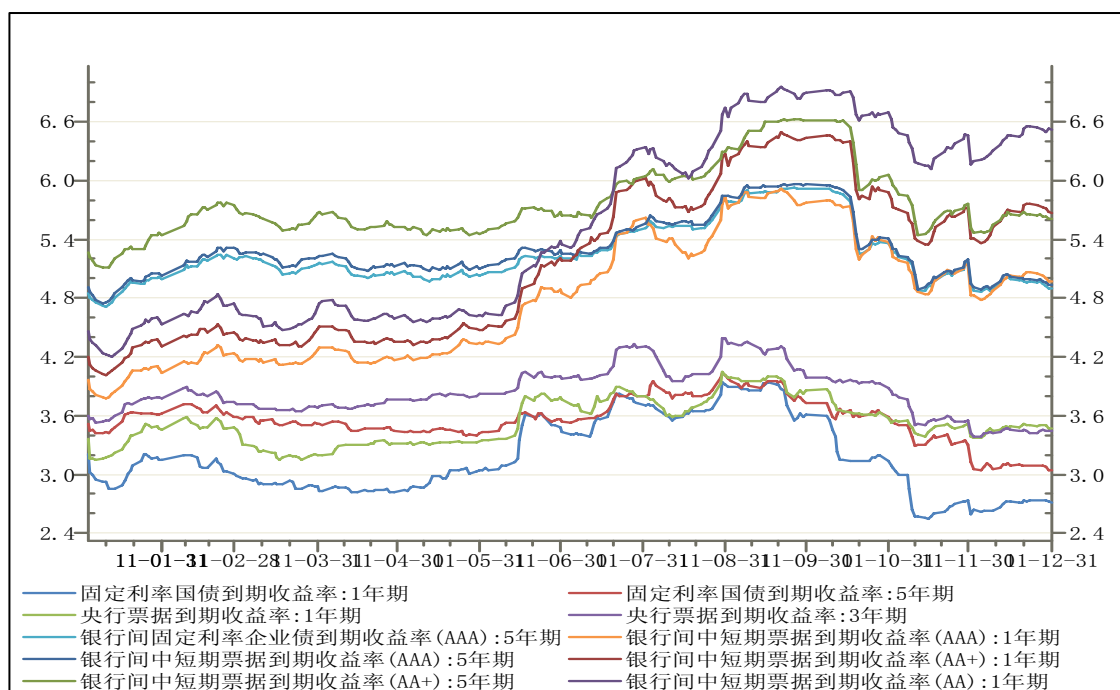


资料来源：wind 资讯、联合资信整理

债券市场收益率曲线呈“倒 V”走势

从债券市场收益率表现来看，2011 年债券市场收益率整体呈“倒 V”走势，前三季度由于经济增速平稳，物价不断上行，并在 7 月份达到了全年高位，央行 3 次加息和 6 次提高准备金率使债券市场资金面不断收紧，资金成本不断提高，市场通胀预期浓厚，信用产品收益率不断上涨。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，且 12 月初准备金率又出现了下调，在资金面相对宽松和经济数据普遍回落的情况下，市场收益率相应回落。中长期品种方面，上半年在严峻的通货膨胀压力下，央行多次上调基准利率与存款准备金率。此外，6 月到 9 月，相继爆发的城投债抛售危机、可转债暴跌等债市信用风险事件导致中长期债券收益率普遍大幅上行。进入 9 月份后，随着国内经济增速放缓、通胀压力有所减轻、外汇占款减少，市场收益率逐渐下行。

图 4 2011 年关键期限债券到期收益率整体变化情况



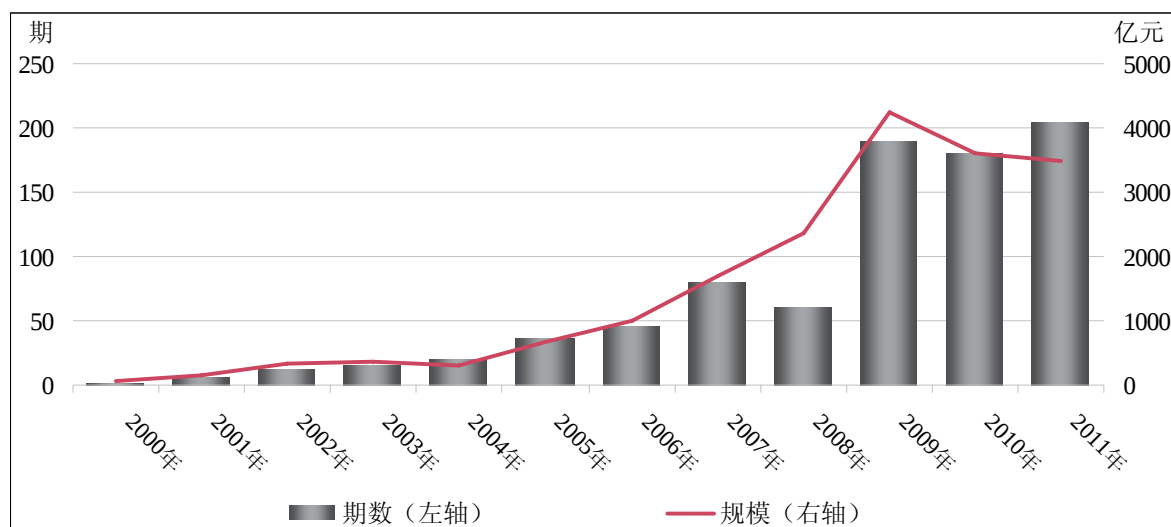
资料来源：wind 资讯、中国债券信息网

二、 企业债发行市场运行分析

发行期数增加，发行规模有所下降

2011 年企业债券市场平稳发展，全年共有 186 家企业（集合债按 1 家）累计发行企业债 204 期，发行企业同比增加 29 家，期数同比增长 12.09%；合计发行 3485.48 亿元，发行规模同比下降 3.90%，主要由于央企合计发行企业债 1233 亿元，较上年（1640 亿元）下降 24.82%，其中国家电网发行 150 亿元，较上年减少 250 亿元，南方电网和中国石油天然气集团公司均未发行企业债，合计较上年减少 300 亿元。

图5 近年来企业债券发行期数与规模

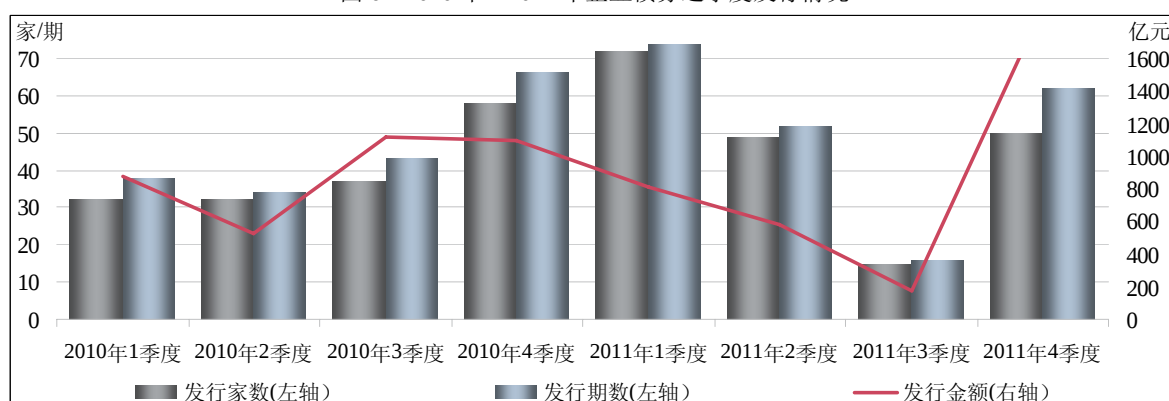


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：中小企业集合债按1家计算

本年度企业债券发行市场呈V型态势：2011年信贷环境趋紧，房地产调控致使土地出让收入下降以及清理整顿地方政府债务促使商业银行对市政建设项目信贷进行调整，多项紧缩政策重叠，许多城市基础设施建设项目通过发行企业债券融资，上半年，企业债券的发行主体家数和期数较2010年同期分别大幅增长89.06%和75.00%，但发行规模同比下降0.57%，主要由于2010年上半年国家电网公司和南方电网公司合计500亿元企业债券集中发行，而本年度同期央企发行规模较小；三季度，受“云南城投”、“铁道部短券未足额认购”等信用事件造成的负面影响，以及央企未发行企业债影响，本季度发行期数和规模大幅减少，同比分别下降62.79%和84.02%。四季度，受铁道部集中发行1000亿元铁路建设债券以及三季度待批和待发行的存量集中于四季度发行影响，企业债发行规模同比大幅增长74.19%，发行期数较三季度增长287.50%。

图6 2010年~2011年企业债券逐季度发行情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

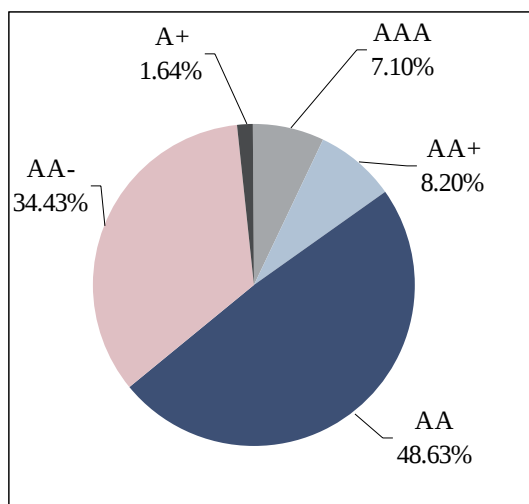
注：中小企业集合债按1家计算

AAA级企业债券发行规模下降，AA级和AA-级企业债券发行规模上升

本年度，主体评级为AA的企业债券的发行持续增加，全年共89家，发行规模合计1146.30亿元，同比分别增长14.10%和14.30%；市场规模占比为33.02%，较上年提高5.32个百分点。主

体评级为 AA-的企业债券的发行明显增加，全年共 63 家，发行规模合计 600 亿元，同比分别增长 80.00%和 66.99%；市场规模占比为 17.28%，较上年提高 7.35 个百分点。主体评级为 AAA 的企业债券的发行规模有所下降，合计 1509 亿元，同比下降 14.65%；市场规模占比为 43.47%，较上年下降 5.43 个百分点。低信用等级地方企业债券的发行与去年相比基本持平，其中主体 A+级产品共发行 3 支，发行规模合计 20 亿元，市场规模占比仅为 0.58%。

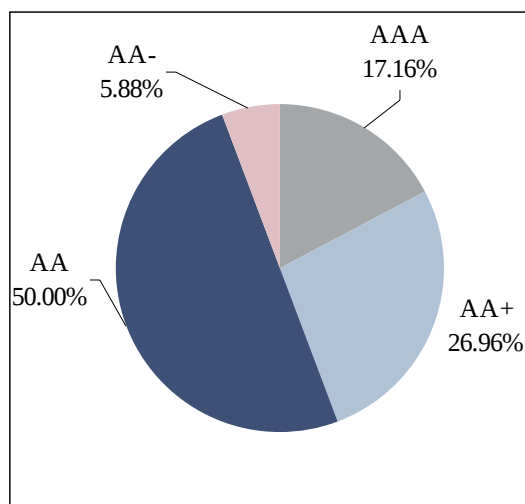
图 7 2011 年主体分级别家数占比



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：图 7 不包括集合债

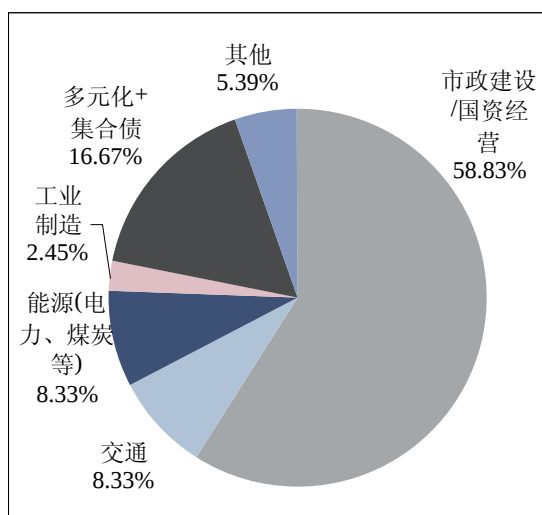
图 8 2011 年债项分级别期数占比



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

城投债发行期数和规模与上年持平

图 9 发行期数按行业分布情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2011 年度，包括市政建设和国有资产经营在内的城投发行人仍为重要的发行主体，共发行 120 期，合计规模为 1539 亿元，较上年分别小幅增长 3.45%和 0.59%，主要由于一方面，2011 年宏观经济环境趋紧，房地产调控致使土地出让收入下降以及清理整顿地方政府债务促使商业银行对市政建设项目信贷进行调整，多项紧缩政策重叠，许多城市基础设施建设项目通过发行企业债券融

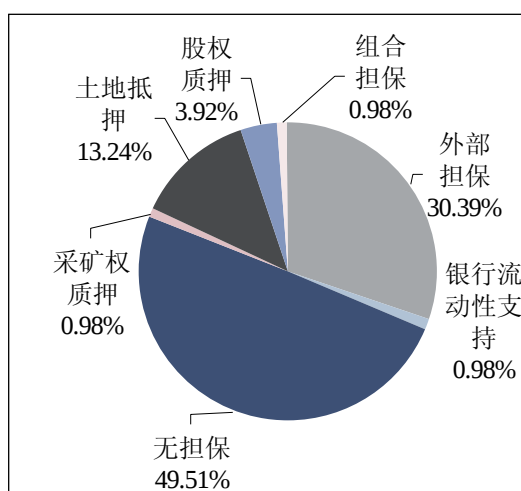
资；另一方面，为保证党中央、国务院提出的 2011 年开工建设 1000 万套保障性住房任务的完成，国家发改委于 2011 年 6 月 9 日专门下发了《国家发展改革委办公厅关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，用于保障性住房建设的企业债券发行规模明显上升。

无担保债券和土地质押债券占比上升

企业债券增信方式涉及外部担保、土地使用权抵押、股权质押、采矿权抵押、组合担保等多种方式。本年度，无担保信用债券发行规模达到了 2410.50 亿元，同比增长 50.66%，占比从 2010 年 44.11% 上升到 2011 年的 69.16%；发行期数达到 101 期，占总发行期数的比重从 2010 年的 39.01% 上升到 2011 年的 49.51%。同时，土地质押方式发行的企业债券 27 期，同比增加 19 期；发行规模 281 亿元，同比增长 441.43%，占总发行规模的比重从 2010 年的 1.43% 达到 2011 年的 8.06%。

一方面，优质企业更加倾向于发行无担保债券，以简化发行程序，降低发行成本。另一方面，部分企业为了降低发行成本，通过土地抵押方式进行增信。

图10 增信方式按期数分布情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

地方政府自主发债试点放行

2011 年 10 月 20 日，经国务院批准，2011 年上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券，2011 年试点省（市）政府债券由财政部代办还本付息。试点省（市）自行发债收支实行预算管理。试点省（市）应当建立偿债保障机制，在规定时间内将财政部代办债券还本付息资金足额缴入中央财政专户。

地方政府债券的自主发行，有助于丰富国内债券市场品种，拓宽地方政府的融资渠道、优化地方政府债务的期限结构，从而使地方在财政收支上实现时间结构和区域结构上的平衡；此外，地方政府自行发债，使得相应区域城投企业债务扩张压力减小，债务显性化下的地方政府违约意愿下降。

但联合资信也注意到，欧债危机尚在蔓延、欧美国家主权信用等级下调；国内地方政府及地方融资平台债务规模上升，2012 年进入集中偿付期；同时以保障房为代表的固定资产投资将进一步拉动政府债务的增长，可能引发投资者对于地方政府债务借新还旧的质疑，对现阶段推出的市政债具有一定的负面影响。

三、 发行利率与利差分析

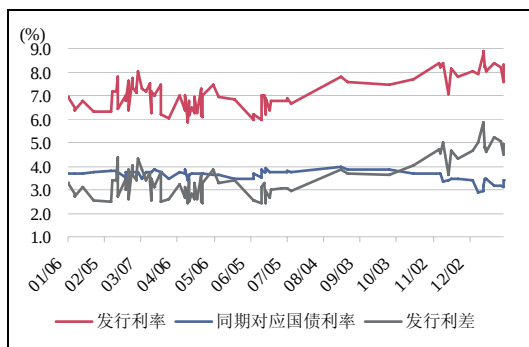
2011 年企业债发行 204 期，期限主要集中在 3 年期、5 年期和 7 年期，相比上年 3 年期企业债期数增加，而 10 年以上企业债发行期数减少，主要因 2011 年宏观资金面偏紧，投资者对较长期限的企业债券需求较少，而对较短期限的企业债券需求相对增加所致。在 204 期企业债中，剔除 31 期非关键期限债券，12 期债项级别为 AA- 的债券以及 2 期计息方式为浮息的样本，剩余样本共计 159 期，样本量主要集中在债项级别 AA 级以上（含 AA）的高信用等级，其中 AA、AA+ 和 AAA 级分别占 53.46%、33.33% 和 13.21%。

从发行利差看，2011 年企业债发行利差明显扩大，三个级别利差均值分别为 350BP、313BP 和 198BP，较 2010 年分别增加 55BP、33BP 和 90BP。造成 2011 年利差扩大的主要因素包括：（1）央行年内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率，银行间市场资金面整体偏紧，造成信用债市场资金供给不足，发行利率走高并带动利差加大；（2）2011 年 6 月中旬，云南省公路投资公司对其银行短期贷款延期支付本金，随后引发了一系列城投债负面消息，信用债二级市场利率大幅上行，拖累企业债一级市场连续 6 周停发，并导致后续发行的企业债利率升高；（3）“铁道部短券未足额认购”和“山东海龙降级”等事件造成的负面影响传导到企业债市场，投资者对企业债要求的风险补偿增加。

2011 年全年发行利差波动较大，受 6 月底城投债信用事件影响，AA 及 AA+ 级企业债下半年发行利率明显上升，利差较上半年明显扩大；进入四季度，资金市场出现回暖迹象，12 月 5 日央行下调存款准备金率释放了近 4000 亿元流动性，资金陆续回流至银行体系，同时年末银行信贷规模较小，机构配置资金需求较为旺盛，银行间资金面由紧张逐步宽松，带动国债利率下行，但投资者对信用市场的信心未恢复，AA 及 AA+ 级企业债发行利率继续走高，导致利差进一步扩大。

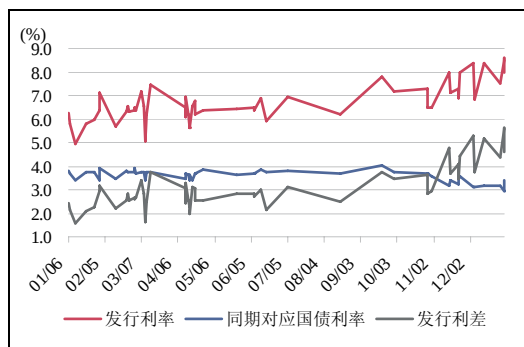
AA 及 AA+ 级企业债利差在不同季度的波动，致使其标准差较 2010 年扩大，AA 和 AA+ 级别企业债利差的标准差分别较 2010 年增加 0.195、0.274。而对于 AAA 级企业债券，利差标准差较 2010 年扩大，但原因区别于 AA 及 AA+ 级企业债：10 月 26 日发行的“11 南平高速债”以及 7 月 7 日发行的“11 杨开债”的主体级别分别为 AA- 和 AA，担保方为中债信用增进投资股份有限公司，投资者对其担保债券认知度有所偏差，同时，受“云南公投”事件影响，投资者对高速公路行业要求的风险补偿较高，致使上述两期债券发行利率 7.90%、6.10% 明显高于年内发行的其他 AAA 级企业债；另外，四季度铁道部发行的具有政府支持的企业债利差明显低于四季度发行的其他 AAA 级企业债券。以上原因共同导致了 AAA 级企业债利差波动较 2010 年增大。

图 11 AA 级企业债发行利率及利差



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 12 AA+ 级企业债发行利率及利差



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2011 年企业债发行利率与国债的相关系数较低，且 AA 级和 AA+ 级企业债发行利率与国债利率呈现负相关，主要与 2011 年四季度国债利率下行，但投资者对于城投债为主的 AA 和 AA+ 级别债券仍存担忧有关，造成样本与国债利率的负相关。对于 AAA 级企业债，发行利率与国债利率仍为正相关，主要因为 AAA 级别企业债的发行主体一般为主体级别为 AAA 的大型央企，信用风险相对较低；另外，4 季度铁道部发行的 4 期企业债券因具有政府支持，发行利率与同期国债利率之间的差异一度低于 0.99%。但由于样本数较少，未能剔除担保债券等特殊情况的影响，相关系数仍较低。

表 1 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	样本数	利率区间(%)	利差均值	标准差	利率与国债相关系数
AA	85	5.83-8.90	350	0.854	-0.4589
AA+	53	4.97-8.60	313	0.968	-0.4228
AAA	21	4.63-7.90	198	0.643	0.3482

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。统计样本只包含了 3 年、5 年和 7 年关键期限债券

四、 市场展望

2008 年底 4 万亿投资计划带动了城投债发行升温，地方融资平台债务规模上升，导致各界对融资平台及其地方政府债务风险关注也与日俱增；2011 年 6 月 27 日，国家审计署发布《关于全国地方政府性债务审计情况的报告》：截至 2010 年底，政府债务余额 10.7 万亿，其中融资平台举借的债务 4.97 万亿，政府负有直接偿还责任或担保责任的债务占到平台负债的 79.48%，偿债高峰期从 2012 年开始。2011 年以来宏观调控政策导致土地出让收入锐减，同时紧缩的信贷政策导致平台企业再融资压力加大，平台企业现金流压力倍增，外界对于政府及融资平台债务风险担忧增加。

2011 年企业债券发行主体增加至 186 家，但发行规模小幅下降；城投债发行规模持续增加，市场占比有所提高。受“云南城投”重组事件影响，投资者对城投债券的认可程度有所下降，政府负债风险受到市场关注，企业债券发行规模及节奏相应有所反映。为加强债券存续期监管，促进债券市场健康发展，2011 年 7 月国家发改委颁布《国家发展改革委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管有关问题的通知》（“1765 号”文），监督企业债券规范运作程序，及时诚信披露信息，合规使用债券资金。2012 年第四次金融工作会议上提出要“建设规范统一的债券市场”、“防范化解地方政府性债务风险”、“规范地方政府举债融资机制”，有助于推进企业债券市场化规范化的进程，促进企业债券市场的长期健康发展。

2012 年中国经济总基调为“稳中求进”，维持“积极的财政政策和稳健的货币政策”双政策组合保持不变。2012 年是“十二五”规划的第二年，保增长的任务依然艰巨，国家规划的一些重大建设项目所需资金仍将有一部分通过债券市场途径解决，发行人通过企业债券配置长期限资金的意愿仍较强，预计 2012 年企业债券市场仍具备发展空间。国内财政收入增长势头不减，财政运行未出现根本性恶化，中央政府对于地方政府的转移支付占地方财政收入比重也在加大，地方融资平台和地方政府债务风险相对可控；管理层的政策引导及规范，有助于化解债券市场的系统性风险。但也不排除随着宏观调控的深入，流动性压力加大，发债个体实体差异导致抗风险能力的不同，个体信用风险增加的可能。