

联合 研究报告

2010. 05. 06

2010 年第一季度企业债券市场分析报告



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

2010 年第一季度企业债券市场分析报告

报告编号: 20100506

概要

时间: 2010 年 05 月 06 日

分析师:

李志博

010-85679696-8838

lizb@lhratings.com

夏 阳

010-85679696-8802

xiayang@lhratings.com

梁秀国

010-85679696-8829

liangxg@lhratings.com

张 莉

010-85679696-8817

zhangli@lhratings.com

传真: 010-85679228

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.lianheratings.com.cn

2010 年第一季度, 中国宏观经济复苏势头强劲, 投资、消费、出口三驾马车中, 投资的拉动效应有所减弱, 但同期出口表现突出。目前, 通胀压力已开始逐步显现, 管理层也加大了货币政策的调控力度, 通过上调存款准备金率及公开市场业务等回笼货币, 但调控手段仍相对温和。

2010 年第一季度, 企业债券一级发行市场整体延续了 2009 年以来的发行节奏, 共有 35 家企业累计发行企业债券 41 期, 合计发行额度 907 亿元。伴随国家积极财政政策的落实和各地区民生工程的稳步推进, 本季度城市建设投资类 (“城投类”) 企业依然是企业债券市场的发行主力, 但发行范围已向更高信用质量的省会城市和地级市投融资平台靠拢。

在宽松的资金面和高涨的配置热情等因素影响下, 本季度债券市场收益率全面下行, 同期发行的 41 期企业债券平均利率和利差水平呈现较为明显的下探行情。定价机制方面, 目前, 企业债券的发行利率与国债收益率等市场上利率产品的相关系数依然较低, 产品定价的信用利差空间与债项信用级别、发行人主体信用级别以及债项增信方式等均有一定关联。本季度城投债依然是市场主要品种, 但其利差却逆市上扬, 特别是单纯依靠应收账款质押增信的债券表现更为明显, 其利率和信用利差显著高于同期采用其他方式增信的同信用级别债券, 显示机构投资者在认购此类债券时表现出更为谨慎的态度。

在经历了 2009 年市场大幅扩容后, 2010 年中国企业债券将有望进入一个相对平稳的发展期。考虑到政策的连续性及市场需求, 本年度企业债券市场构成大致将延续 2009 年格局, 但城投债的发行节奏将趋缓。但另一方面, 中小企业集合债等其他创新类债券品种仍具备一定的发展空间, 本年度企业债券发行市场将更趋多元化。鉴于宏观经济复苏态势日趋明朗, 基本面的改善对企业信用质量形成了较为有利的支撑, 预计市场信用利差难以有进一步扩大的可能。考虑到目前逐步显现的通胀压力, 央行很有可能会进一步加强货币回笼力度, 加息预期逐步增强, 前期导致债市供需失衡的因素将有望逐渐消退, 2010 年企业债券市场利率预计将延续 2009 年的 “前低后高” 的走势。

一、宏观经济环境

2010 年第一季度，中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车中，投资效应有所减弱，但出口及消费上行。伴随着宏观经济的强劲复苏，通胀压力也逐步攀升，央行自年初以来采取了较为温和的调控措施。但由于金融机构仍保有充裕的流动性，资金配置压力较大，导致信用债产品需求旺盛，整体利率水平较 2009 年底有所回落。

宏观经济保持强劲复苏，出口逐步接力投资成为新引擎

2010 年一季度，中国经济继续延续 2009 年下半年以来的复苏势头，规模以上工业增加值（年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）同比增长 19.6%，比上年同期和上季分别提高 14.5 和 1.6 个百分点；规模以上工业企业实现利润 4867.4 亿元，同比增长 119.7%，工业品出厂价格同比上涨 4.9%，较上年同期降幅 3.9% 有明显改善。

从拉动经济增长的三大引擎表现来看，2010 年一季度，中国城镇固定资产投资 29793 亿元，同比增长 26.4%，增速较 2009 年同期回落 2.2 个百分点；城镇新开工项目 58787 个，比上年同期增加 5882 个，新开工项目计划总投资 30482.7 亿元，比上年同期增长 34.5%，比 1-2 月低 8.2 个百分点，更显著低于 2009 年 12 月的 67.2%。无论从中央项目和地方项目投资来看，其固定资产投资规模均较 2009 年有明显回落，由此反映了政府对于投资的控制和对新增信贷投放的谨慎，预计未来随着经济政策的回归，固定资产投资增速将逐步回落至正常水平，对宏观经济的拉动作用将逐步弱化。出口方面，2010 年一季度累计出口金额 3161.7 亿美元，同比增长 28.7%，增速较上年同期提高 48.4 个百分点，进口 3016.8 亿美元，同比增长 64.6%，增速较上年同期提高 95.5 个百分点。从季节调整后绝对额看，出口基本恢复到危机前水平，而进口已超过危机前最高水平。但全球经济尚未完全走出金融危机的阴影，欧美等国的失业状况依然严重，欧洲部分国家面临主权债务和货币贬值的双重危机，导致人民币升值压力和贸易环境恶化，中国出口的持续回升仍面临很大挑战。消费方面，一季度社会消费品零售总额累计 36374 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.9 个百分点，比上季度提高 1.3 个百分点，国内消费增长稳步回升。同期内汽车等大宗消费品仍保持良好的销售势头；食品价格受春节、大雪、干旱等因素影响较大，导致 CPI 同比增长 2.2%，保持在相对高位。

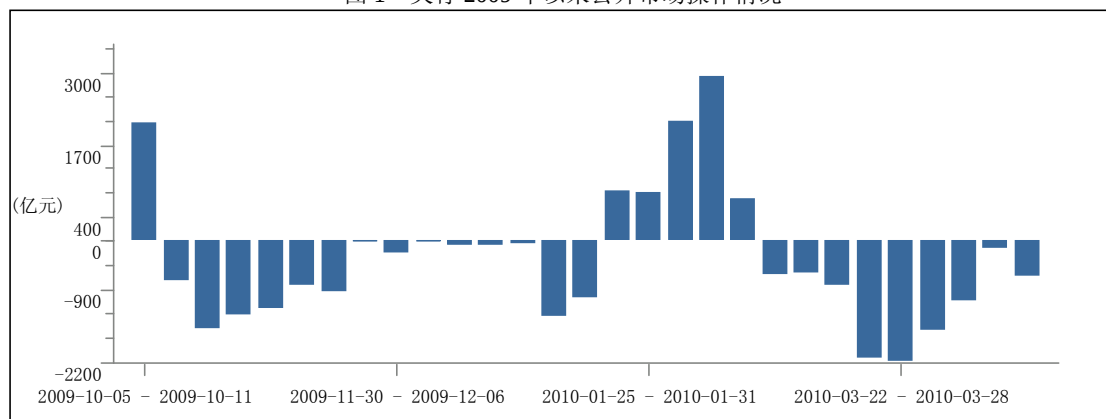
总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，从结构上看，投资的拉动效应较 2009 年有所减弱；出口表现较为突出，其拉动效应较 2009 年已出现明显提升。但联合资信也关注到，受国际经济环境、贸易摩擦加剧等不利因素影响，出口持续回升的趋势尚不明朗；短期来看，在投资增速逐步回落时能否形成对宏观经济拉动的替代效应尚不确定。此外，人民币升值压力加大、通胀预期强化等问题也增加了宏观经济政策取舍的难度。

货币政策回归“适度宽松”，信贷投放节奏放缓，银行间市场资金依然充裕

由于中国经济强劲的复苏势头及通胀预期的逐渐抬头，管理层已开始逐步调整原有的货币政策回归“适度宽松”，具体举措包括：（1）压缩信贷投放总量，2010 年计划新增信贷投放 7.5 万亿元，较 2009 年 9.6 万亿元的实际增幅下调 22%；（2）上调金融机构存款准备金率，本季度内央行分别于 1 月 18 日和 2 月 25 日两次上调存款类金融机构人民币存款准备金

率 0.5 个百分点，其传递的政策信号远大于对流动性的实际回收，有利于弱化企业和居民对资产价格的追捧和通胀预期；（3）通过公开市场操作回收流动性，自 2009 年 10 月以来，央行在公开市场操作方面持续以回收流动性为主（除春节前、后两周考虑到居民消费因素，回笼力度有所减弱），央票的发行利率也逐步上升，1 年期央票发行利率由 1 月的 1.76% 升至 1.926%，3 个月央票由 1 月的 1.33% 升至 1.4088%；（4）通过窗口指导稳定信贷投放节奏和贷款投向，在贷款投放节奏上更加注重均衡性，改变原有的“4:3:2:1”投放节奏为“3:3:2:2”，在 1 月新增信贷 1.39 万亿的情况下，控制 2、3 月份的信贷投放规模，以避免年初信贷大量投放导致的通胀压力加剧；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、按揭等业务的贷款也采取了有意的控制措施，降低房地产价格虚高产生的坏账风险。

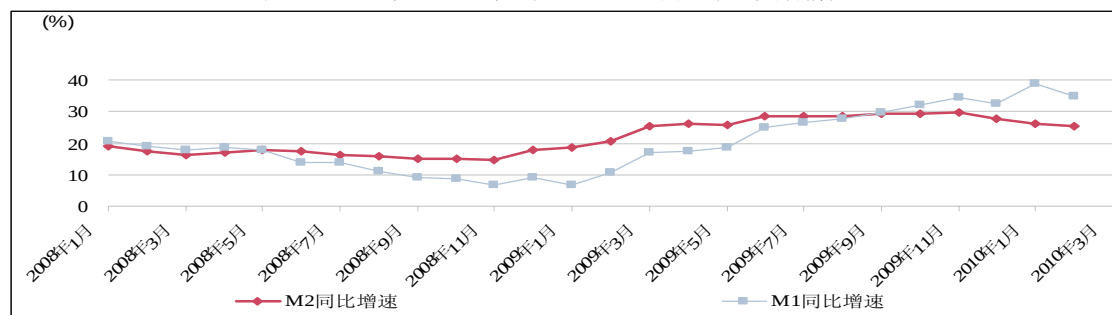
图 1 央行 2009 年以来公开市场操作情况



资料来源：wind 资讯

2010 年 1~3 月份，金融机构新增贷款分别为 1.39 万亿元、0.7 万亿元和 0.51 万亿元，一季度累计新增规模为 2.60 万亿元，较上年同期（2009 年一季度新增贷款 4.58 万亿元）显著下降，由此直接导致了同期货币供应量同比增速下滑。截至 2010 年 3 月末，广义货币供应量（M2）余额为 65.0 万亿元，同比增长 22.5%，增幅较上年平均水平回落 5.2 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 22.9 万亿元，同比增长 29.9%，增幅较上年平均水平回落 2.4 个百分点。其中 M2 增速继续自 2009 年 11 月以来的回落走势，M1 增速也在 1 月份达到历史峰值时显著回落，央行在货币政策方面的适度收紧效应已逐渐显现。但 M1 与 M2 增速缺口仍处于较高位置，表明资金活期化仍在持续。本季度央行的调查数据也显示，实体经济对资金的需求处于快速增长阶段，其中制造业贷款需求指数增长最快，为 65%，较上季提高 3.1 个百分点；农业、非制造业贷款需求指数分别为 62.3% 和 63.8%，较上季提高 2.1 和 2.0 个百分点，实体经济的资金需求依然旺盛。

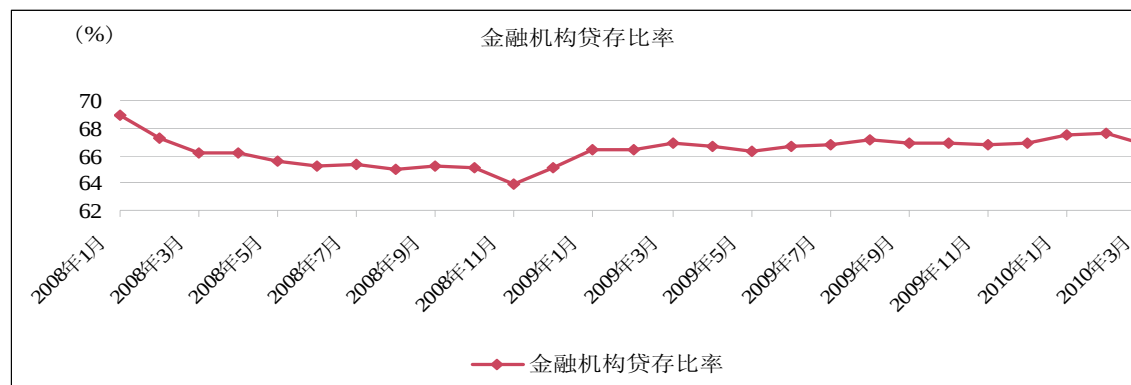
图 2 2008 年~2010 年 3 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

从金融机构内部来看，尽管本季度央行两次上调存款准备金率，并通过公开市场操作回笼货币，但由于新增信贷压缩，导致金融机构内部出现了阶段性的流动性过剩，商业银行资产配置压力有所上升。同时，通胀预期的上升也降低了居民和企业的储蓄意愿，导致金融机构贷存比率持续上升。在通胀压力持续上升的情况下，第二季度加息可能性正在增加，若央行采取进一步紧缩政策，目前银行间市场流动性充裕的局面将受到抑制。

图3 2008年~2010年3月金融机构贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

债券市场发行规模继续保持较快增长，流动性充裕导致信用债利率阶段性回落

本季度中国债券市场整体发行规模同比继续保持较快增长，其中，国债、央票等利率产品发行规模显著扩大，短券、企业债等信用产品发行规模稳步增长，但信用产品中期票据发行规模同比有所下降；受益于金融机构内部充裕的流动性供给及资产配置压力，债券市场整体利率水平较2009年底有所下降。具体表现在：（1）国债、央票发行规模较2009年同期显著增长，升幅分别为140%和197%，一方面体现了管理层量化紧缩、回笼货币的调控意图；另一方面也是为去年以来中央政府大规模的基础设施建设提供后续的资金支持；（2）信用债发行规模整体仍保持增长，其中七成以上是城投类债券；（3）中期票据发行规模同比有所下降，一方面由于银行间债券市场短券和中期票据发行规模具有此消彼长的现象，导致本季度短券发行规模大幅上涨的同时，中票发行规模同比有所下滑；另一方面，由于部分中票发行主体发行规模已经达到其净资产的40%，融资空间受限。

本季度尽管央票发行利率逐渐走高，但债券市场利率较2009年底整体有所下滑，其中二级市场表现尤为明显，导致一二级市场利差呈扩大走势。主要表现为：（1）银行间市场充裕的流动性，如前所述，新增信贷紧缩导致系统内资金配置压力上升，债券投资热情高涨。为此，银行间市场交易商协会本季度两次下调短券、中期票据发行指导利率（基本下调至2009年三季度利率低点），确保一二级市场利差处于合理区间。（2）企业债方面，自年初以来，企业债市场迎来了一波鲜见的牛市，大部分高收益企业债涨幅均超过了5%。联合资信认为，在债券市场供需相对失衡的条件下，投资者对于债券本身的信用风险敏感度降低，进而导致对高收益债券的追捧；预计未来货币政策的紧缩力度有望加强，市场将逐渐回归理性，目前的投资热情难以持续。

表 1 银行间市场交易商协会最新指导利率

主体 信用	1 年期		3 年期		5 年期	
	调整结果 (%)	调整幅度 (BP)	调整结果 (%)	调整幅度 (BP)	调整结果 (%)	调整幅度 (BP)
(超) AAA	2.64	-9	3.73	-17	4.37	-18
AAA	2.73	-11	3.87	-21	4.48	-21
AA ⁺	2.92	-11	4.23	-22	4.93	-22
AA	3.17	-14	4.59	-24	5.29	-23

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

(超) AAA 是指铁道部、中国石油、中国石化、国家电网等主体长期信用资质相对更加优异的 AAA 级企业。

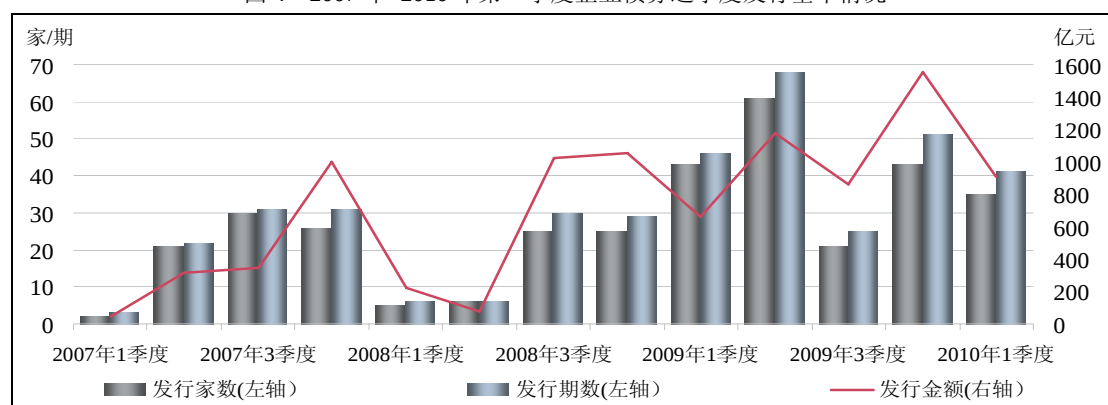
总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，但 CPI 的超预期增长及房地产泡沫的继续膨胀进一步强化了通胀预期，也增加了宏观经济的政策取舍难度。期内尽管央行通过上调存款准备金率及公开市场操作等方式回笼货币，但调控手段仍较为温和。银行间市场充裕的资金供给推动了债券市场的火爆，信用债交易利率较 2009 年底显著下滑。预计未来随着货币政策的进一步收紧，市场整体利率水平也有望出低谷。

二、 企业债发行市场运行分析

企业债券市场继续保持平稳发展，发债规模稳步增长

2009 年，为减缓国际金融危机对国内经济的冲击，中国开始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了债券市场的升温，同期企业债券发行节奏明显加快，债券发行期数和规模均呈现了较快的增长态势，全年累计发行企业债 190 期，合计发行 4252.33 亿元，分别较上年增长 211.48%和 79.66%。2010 年第一季度，企业债券一级发行市场整体延续了 2009 年以来的发行节奏，共有 35 家企业累计发行企业债券 41 期，合计发行额度 907 亿元。与 2009 年同期相比，本季度企业债券的发行主体家数和期数有所下滑，分别同比下降 18.60%和 10.87%，但发行金额同比增长 36.95%，主要是国家电网公司和南方电网公司合计 400 亿元企业债券在本季度集中发行所致。

图 4 2007 年~2010 年第一季度企业债券逐季度发行基本情况



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

发行规模重心区间稳定，中央企业依然占有绝对比重

2010 年第一季度，企业债券平均单期发行规模为 22.12 亿元，与 2009 年全年平均发行

规模（22.38 亿元）相当，其中 10 亿元（含 10 亿元）以下发行了 18 期，占比 43.90%；10～30 亿元（含 30 亿元）发行了 18 期，占比 43.90%；30 亿元以上发行了 5 期，占比 12.20%。总体看，本季度企业债券发行规模重心未发生较大变化，基本延续了 2009 年的格局；从发行规模重要主体构成看，2010 年第一季度前五大主体发行规模为 506 亿元，占总量的 55.79%，较 2009 年全年占比提高 14.27 个百分点，大型中央企业仍然占有绝对比重，其中前两位的国家电网公司和南方电网公司合计发债额度就已达 400 亿元。由于铁道部内部项目审批和招标程序的安排，其大部分项目投资会集中在下半年开展，与之相配套的企业债券也往往选择在同期发行，所以本季度铁道部未有企业债券发行。

表 2 2009 年和 2010 年第一季度企业债券前 5 大发行人情况

2009 年全年前 5 大发行人			2010 年第一季度前 5 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	1000	1	国家电网公司	300
2	国家电网公司	400	2	南方电网公司	100
3	北京国有资本经营管理中心	150	3	国家开发投资公司	40
4	中国铝业公司	100	4	华润电力投资有限公司	38
5	中国长江三峡工程开发总公司	100	5	广州市建设投资发展有限公司	28
合计		1750	合计		506
占总发行规模比例（%）		41.52	占总发行规模比例（%）		55.79

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行期限呈延长趋势，7 年期以上企业债券占比有所提高

2010 年第一季度发行企业债券 41 期，其中较长期限债券品种占比大幅提高，债券长期限发行的趋势明显，在当前相对较低的发行利率背景下，发行人更愿意选择长期限结构债券用以锁定融资成本。从不含选择权债券期限分布来看，其发行期限已全部在 7 年以上，主要以 7 年期和 10 年期为主，共计发行了 12 期，占比 29.27%；从含选择权债券期限分布来看，也呈现类似特点，主要以 5+2 年、5+5 年和 7+3 年等较长期限债券为主，共计发行了 22 期，占比 53.66%。

表 3 2010 年第一季度企业债券期限分布结构

分类	不含选择权债券				含选择权债券						
	7 年	8 年	10 年	15 年	3+2 年	3+3 年	4+2 年	4+3 年	5+2 年	5+5 年	7+3 年
发行期数	8	1	4	1	1	2	1	1	13	5	4
期数占比（%）	19.51	2.44	9.76	2.44	2.44	4.88	2.44	2.44	31.71	12.20	9.76
合计占比（%）	34.15				65.85						

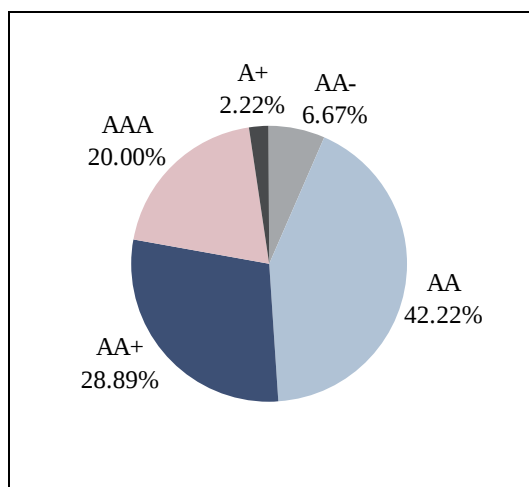
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

信用等级分布有所上移，AA 及以上级别债券占比集中

从信用级别分布看，2010 年第一季度发行的 41 期企业债券中，除“10 贵州债”信用等级为 AA-外，其余 40 期债券全部达到 AA 或以上级别，其中 AA+和 AAA 级债券占比分别为 39.02%和 36.59%，比重较 2009 年同期均有大幅提高（参见下图）。同期，发行主体信用等级分布也存在类似情况，较低信用等级（A+级别及以下）的发行主体本季度占比仅为

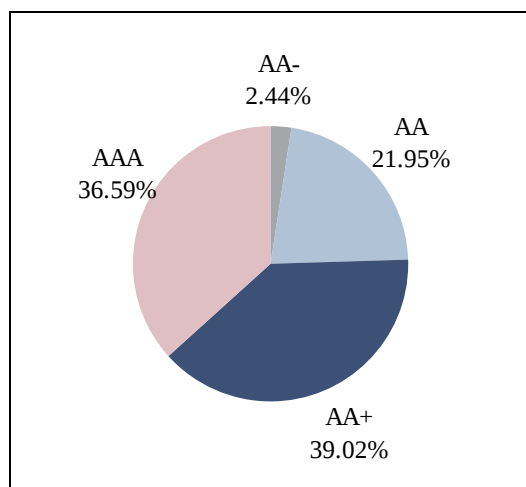
8.57%，较 2009 年同期下降 7.71 个百分点，而 AA+和 AAA 信用等级企业占比则同比提高了 8.71 个百分点，至 34.29%，等级分布呈现较为明显的“上移”趋势。

图 5 2009 年第一季度债项信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 6 2010 年第一季度债项信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

城投类企业发债依然较为活跃，但发行主体的高等级化趋势明显

2010 年第一季度，企业债券发行主体共计 35 家，按照所有制性质划分，全部为国有企业。从发债主体分布区域来看，全国共有 13 个省市的企业发行了企业债券，发行主体地域仍然主要分布在北京、江苏等地区；从中央和地方企业发债比重来看，2010 年第一季度，共有 7 家中央企业发行了共计 525 亿元的企业债券，分别占总发行家数和规模的 20.00%和 57.88%，尽管中央企业发行主体数量占比较小，但由于单笔发行金额大，其规模总量仍然处于优势地位。在地方企业债券中，受益于国家积极财政政策刺激和各地区大量民生工程建设，地方城投债依然表现较为活跃。

表 4 2010 年第一季度企业债券发行主体区域分布情况

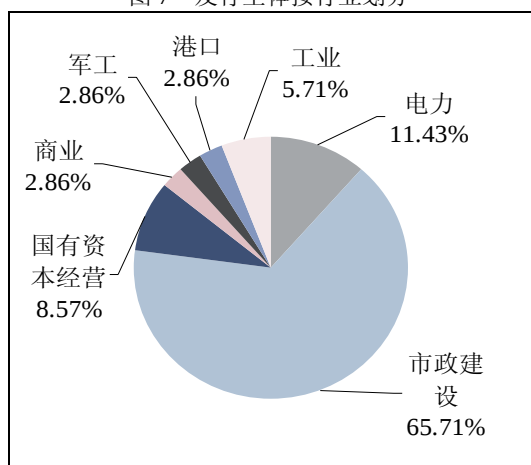
地区	包含省份	数量 (家)	重点发债 区域	数量 (家)	占比(%)
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	11	北京	9	25.71
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	14	江苏	6	17.14
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	1	安徽	4	11.43
华中	河南省、湖北省、湖南省	4	湖南	3	8.57
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	2	天津	2	5.71
西北	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	2	广东	2	5.71
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	1	山东	2	5.71
合计		35	合计	28	80.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010 年第一季度，共有 23 家城市建设投资类企业发行企业债券，占总发行期数的 56.10%。从 23 家城市建设投资类企业所依托的地方政府的行政级别来看，直辖市 2 家（其中直属于直辖市国资委的企业有 1 家，其余 1 家为区一级的企业），占比 8.70%；省会城市 8 家，占比 34.78%；地级市 11 家，占比 47.83%；县（县级市/区）2 家，占比 8.70%。总体看，2010 年第一季度，城投企业债券发行门槛有所提高，发行主体以省会城市和地级城市政府投融资平台为主，其占比合计为 82.61%，较 2009 年上升 11.73 个百分点。尽管本季度仍有两家县级城投公司发债，但都位于经济相对发达的江苏省，且其占比也已较 2009 年全

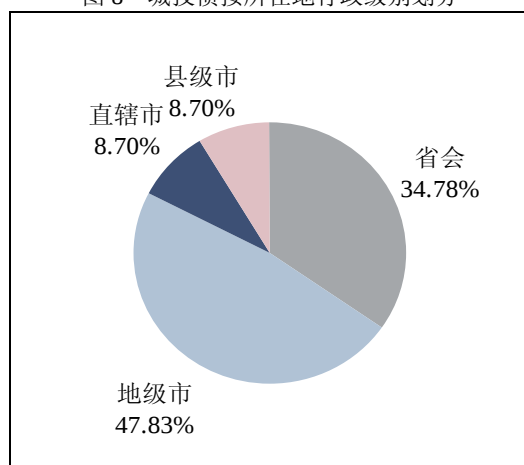
年平均比重下降 6.83 个百分点。

图 7 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 8 城投债按所在地行政级别划分

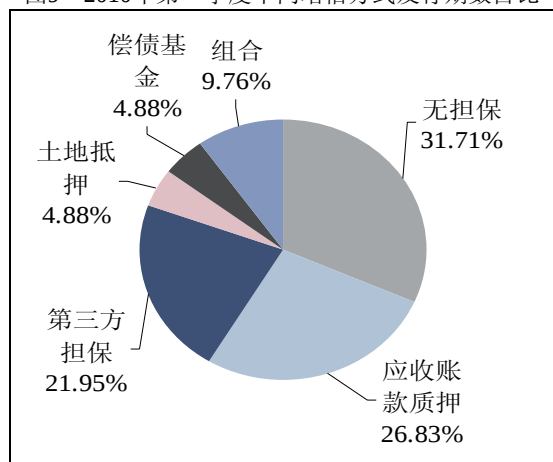


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

增信方式继续呈现多样化，但应收账款质押等增信模式存在一定政策性风险

近两年，企业债券增信方式多元化趋势增强，2010 年第一季度发行的 41 期企业债券共涉及了第三方担保、应收账款质押、土地使用权抵押以及偿债基金等多种增信方式。由于市场参与机构对上述增信方式认可程度上的差异，本季度企业债券仍主要以第三方担保和应收账款质押的增信方式为主，其发行期数分别为 9 期和 11 期，占比分别为 21.95%和 26.83%。在具体操作上，为了达到更好的增信结果，吸引投资者，降低发行成本，发行人往往会采用组合增信方式，比如在采用抵质押资产担保的同时，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偿债资金，并委托银行对偿债专户进行监管等。增信措施继续呈现多样化趋势，具体方案的设计也增加了灵活性和合理性。但是值得关注的是，2010 年 3 月，一份由财政部起草、发改委等部门会签的《国务院关于规范地方政府及其融资平台公司的举债和担保承诺行为有关问题的通知》上报至国务院，其中明确提出“严禁地方政府、经费补助事业单位等违反相关法律法规，以财政性收入、行政事业单位国有资产、承诺函、回购协议等方式，为企业各种融资行为提供直接或变相担保。”如果相关政策未来得以落实，那么目前通过应收账款质押等方式绑定地方政府信用的债券发行模式未来存在较大的不确定性。

图9 2010年第一季度不同增信方式发行期数占比

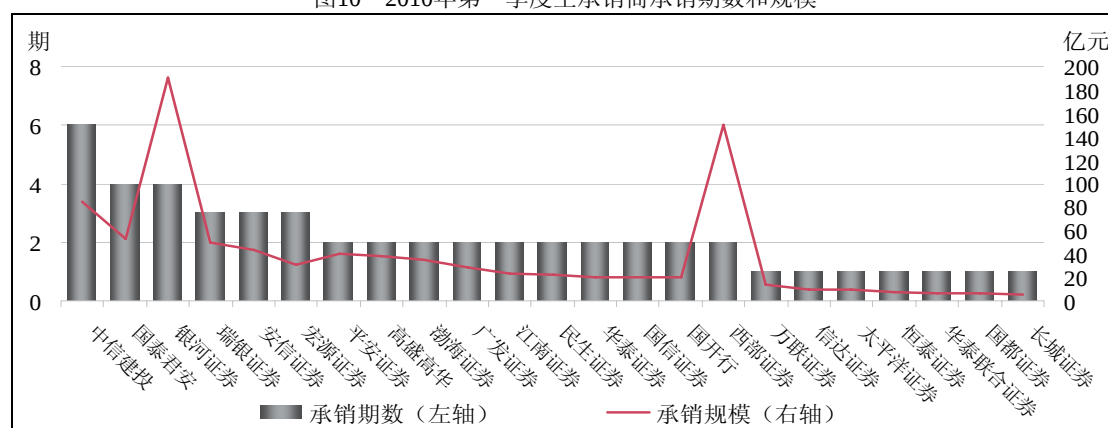


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

承销市场集中度有所回升

2010 年第一季度参与企业债券发行的主承销商共 23 家，较 2009 年同期减少 14.81%。按照承销期数排序，前 5 位主承销商依次为中信建投、国泰君安、银河证券、瑞银证券和安信证券，其中前 3 名承销机构席次相对稳定，与 2009 年变化不大，依然被中信建投、国泰君安和银河证券三家机构所包揽；按照承销规模排序，前 5 位主承销商分别为银河证券、西部证券、中信建投、国泰君安和瑞银证券，由于银河证券和西部证券联席主承了国家电网公司的 300 亿元企业债券，故在本季度承销规模排名中跃居至前两位。与 2009 年相比，除西部证券外，其余 4 家券商席次基本保持稳定。从承销规模集中度看，前五位主承销商本季度承销规模合计为 527.66 亿元，占总发行规模的 58.18%，较 2009 年的 35.40% 上升 22.78 个百分点，发行市场的主承销业务向排名前列券商集中，市场集中度有所回升，体现出其承销实力以及因此而获得的发行人及投资者认可。

图10 2010年第一季度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

保险机构资金投资无担保企业债券获得政策性突破

经国家发改委核准，中国南方电网有限责任公司于 2010 年 1 月 21 日通过银行间债券市场债券发行系统公开发行 2010 年南方电网企业债券 100 亿元，成为中国第一只采用招标方式发行并引入保险机构参与发行认购的企业债券。本期“10 南网债”共分为 5+2 年期和 7+3 年期两个品种，其中 5+2 年期品种 40 亿元，7+3 年期品种 60 亿元，通过银行间市场招标系统采用的单一利率（荷兰式）招标方式发行。与以往信用债券认购情况不同，本期债券参与认购的投资人出现保险公司。保监会曾于 2009 年 12 月 31 日公布了《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》，该通知对保险机构购买无担保企业债予以放行，但同时又规定保险机构投资无担保债券需要具有国内信用评级机构评定的 AAA 级或者相当于 AAA 级的长期信用级别，且应当采取公开招标方式进行。本期“10 南网债”获得了已具备无担保信用债投资资格 6 家保险机构的积极参与，其成功发行拓展了保险机构资金投资无担保企业债券的渠道。对于有长期融资需求的高信用级别企业，未来在融资期限选择上可以更加灵活，同时也满足了保险资金的长期限债券品种的配置需求，从而使得中短期高信用等级债券品种的利率定价更加充分和公允，未来将成为高信用级别企业债券发行的主流方式。

三、 市场发行利率和利差分析

本季度债券市场资金面较为充裕，相关产品收益率全面下行

2010 年第一季度，中国经济继续保持了 2009 年下半年以来的良好复苏势头，但伴随经济的回暖，同期通胀压力也开始逐步显现。央行自年初开始采取了较为温和的调控措施，两

次上调存款准备金率，并通过公开市场操作回笼货币，但由于新增信贷压缩，导致金融机构内部出现了阶段性的流动性过剩，商业银行资产配置压力有所上升。在宽松的资金面和高涨的配置热情等因素影响下，本季度债券市场收益率全面下行。利率产品在银行资产配置中占据重要地位，同时较高信用等级的优质信用类债券也成为被追逐的热点。中债银行间固定利率国债、政策性银行债、企业债（AAA）和中短期票据（AAA）关键期限点收益率曲线分别较 2009 年底平均大幅下行 11.61BP、23.70BP、35.52BP 和 37.54BP。

表 6 2010 年第一季度银行间主要债券品种收益率曲线较 2009 年底涨跌情况

单位：BP

期限	利率类产品		信用类产品	
	国债	政策性金融债	企业债（AAA）	中短期票据（AAA）
1 年	5.48	-16.25	-27.72	-31.12
3 年	-10.56	-16.64	-38.62	-42.99
5 年	-16.69	-32.42	-41.80	-35.51
7 年	-20.26	-31.13	-37.41	-40.54
10 年	-16.04	-22.08	-32.05	--
平均	-11.61	-23.70	-35.52	-37.54

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从企业债券一级发行市场表现看，受债券市场整体收益率下滑的影响，本季度发行的 41 期企业债券平均利率水平呈现较为明显的下探行情，并且对于 2009 年下半年出现的部分中低信用等级企业债券发行利率高于同期限基准贷款利率的现象实现一定程度纠正。由于潜在的加息预期以及目前相对较低的发行成本，更多的发行人选择放长债券期限结构以锁定融资成本，导致本季度企业债券市场大量涌现 7 年期以上产品，其本季度 90.24% 的占比远高于 2009 年全年 72.10% 的比例。从投资人市场选择结果看，机构投资者更为青睐高信用等级债券产品，对于同等期限企业债券，AAA 信用等级债券利率下降空间要明显大于 AA+ 和 AA 信用等级债券。

表 7 2010 年企业债券一级市场发行利率变动情况

单位：%

债券级别	5 年期					7 年期					10 年期				
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
AA	4.60	--	--	5.00	--	6.37	6.06	6.39	7.83	6.94	7.59	5.95	6.70	6.90	--
AA+	4.58	4.66	4.40	--	--	5.64	5.39	6.45	6.97	6.36	4.99	5.02	5.20	6.21	6.22
AAA	3.69	3.78	4.58	--	3.91	4.74	4.74	5.44	5.60	4.49	4.49	4.46	4.84	4.85	4.67
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

信用债券利率单边下行，城投债利差空间加大

定价机制方面，相较市场上其他债券品种，目前企业债券增信方式和期限设计的多样化特征明显，尽管其对于丰富市场供给，有效拓展企业融资渠道，减少对银行担保依赖等方面存在积极意义，但个性化的产品设计也导致市场投资者和评级机构对增信方式的认可程度和评级标准出现判断分歧，并增加债券定价一致性的难度。从目前的情况看，企业债券的发行

利率与国债收益率等市场上利率产品的相关系数依然较低，主要定价模式依然采用同类产品利率比较和“Shibor+利差空间”的方式确定，其信用利差空间与债项信用级别、发行人主体信用级别以及债项增信方式等均有一定关联。

信用债方面，2010年第一季度发行的41期企业债券中，共有9家企业选择了信用债，其中AAA主体信用等级企业6家，并且全部为央企，剩余3家企业也均具备AA+级别。与2009年信用债发行人中AA+和AA级别企业占有较大比例的情况相比，本季度信用债发行人信用资质更为良好。从发行利率来看，信用债利率在本季度呈现较为鲜明的下降走势，相同期限，相同信用等级企业债券，其发行时间越接近季末，其利率和基本利差也越低，反映出本季度市场需求的旺盛以及投资人对高评级信用债的偏好。

表8 2010年第一季度相同期限、有担保与无担保AAA级企业债券利率比较

企业名称	债项/主体信用等级	发行金额(亿元)	发行期限(年)	发行时间	利率(%)	基本利差(BP)
华润电力投资有限公司	AAA	5	7+3	2010-1-8	4.95	128
中国南方电网	AAA	60		2010-1-20	4.60	96
国家开发投资公司	AAA	30		2010-3-24	4.35	94
华润电力投资有限公司	AAA	33	5+5	2010-1-8	4.70	103
中国航天科工集团公司	AAA	20		2010-2-2	4.40	89

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

非信用债方面，2010年第一季度发行的28期非信用债，主要涉及了第三方担保、应收账款质押、土地使用权抵押以及设置偿债基金等增信方式，但是依然以第三方担保和应收账款质押方式为主，其占总发行期数比重分别为21.95%和26.83%。究其原因，主要是由于外部担保增信效果易于识别，销售便利；而应收账款质押则是强化了政府的偿债意愿，而且操作方案较为成熟。

对于担保债券，本季度未出现AAA信用等级企业发行担保债券的情况，由于保监会在2009年底出文放开了对AAA信用等级非担保企业债券的投资限制，保险机构投资人认购此类债券已不存在政策性障碍。从市场表现看，本季度首单由保险机构参与投标的“10南网债”取得了很好的发行效果，预计未来AAA信用等级企业将更多的采用此类方式发行。从利率发行情况看，在相同债项信用级别下，担保债券的发行利率要高于非担保债券，显示高信用等级发行人被认可能够有效提高债券的安全性。

表9 2010年第一季度相同期限、有担保与无担保企业债券利率比较

债券名称	债项信用等级	主体信用等级	发行时间	期限(年)	担保人	利率(%)	基本利差(BP)
10南网债01	AAA	AAA	2010-1-20	5+2	--	4.37	100
10顺国国债2	AAA	AA+	2010-1-28		首钢集团总公司	4.53	121
10朝国国债02	AAA	AA+	2010-2-1		北京市基础设施投资有限公司	4.53	127

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

对于应收账款质押债券，由于机构投资者对此类债券风险预期的普遍升级，债券定价时需要参考的信用利差空间也呈现放大趋势，尽管本季度债券市场整体收益率和利差有所下降，但城投债仍呈现逆势上行趋势，以 AA 级城投债为例，其一季度利差均值为 386BP，较 2009 年的 371BP 仍然有所抬升。另外，由于政策面对于应收账款质押等政府担保行为潜在的不确定性，目前市场对于单纯依赖应收账款质押增信的债券也相对谨慎，其利率和信用利差显著高于同期采用混合式增信或无担保的同信用级别债券，显示机构投资者在认购此类债券时表现出更为谨慎的态度。

表 10 2010 年第一季度不同增信模式 AA+级企业债券利率比较

债券名称	债项信用等级	主体信用等级	发行时间	增信模式	利率 (%)	基本利差 (BP)
10 乌城债	AA+	AA	2010-1-15	应收账款质押	6.50	310
10 长高新债	AA+	AA	2010-1-25	应收账款质押+长沙市城市建设投资开发有限责任公司担保	6.08	272
10 郴州债	AA+	AA-	2010-1-21	应收账款质押	7.10	372
10 萍乡债	AA+	AA-	2010-1-27	应收账款质押+土地使用权抵押	6.62	332
10 北汽投债	AA+	AA+	2010-1-29	无担保	5.18	248

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

三、市场展望

展望 2010 年中国企业债券市场，总量方面，为配合国家 4 万亿投资计划的落实，2009 年以地方城投债为代表的企业债券市场得到快速发展，同期发行总规模突破 4000 亿元。在经历了市场大幅扩容的背景下，2010 年中国企业债券市场有望进入一个相对平稳的发展期。

从发行结构看，考虑到发行审核政策的连贯性以及市场的刚性需求，本年度企业债券市场构成将有望延续 2009 年格局，其中铁道债和国网债将继续在发行总量中占有较大比重。城投债方面，出于对地方政府性债务上升的担忧，2009 年下半年以来，城投类企业债券发行节奏已明显放缓，这种趋势在 2010 年第一季度得到了延续。但考虑到国家 4 万亿元投资计划中地方后续的配套资金需求仍然较大，城投债在本年度企业债市场预计将继续保持一定规模和占比，但审核标准可能会更为严格，发行主体也将向高信用等级企业靠拢。另外，目前城投债普遍采用与地方政府信用绑定的方式进行增信，如何将城投债的发行规模限制在地方财力增长和偿债能力可接受范围内，将是后续城投债探索完善的主要方向之一。此外，中小企业集合债等其他创新类债券品种仍具备一定的发展空间，本年度企业债券发行市场将更趋多元化。

鉴于宏观经济复苏态势日趋明朗，基本面的改善对企业信用质量形成了较为有利的支撑，预计市场信用利差难以进一步扩大。考虑到目前逐步显现的通胀压力，央行很有可能会进一步加强货币回笼力度，加息预期逐步增强，前期导致债市供需失衡的因素将有望逐渐消退，2010 年企业债券市场利率预计将延续 2009 年的“前低后高”的走势。