

联合 研究报告

2010. 10. 12

2010 年 3 季度企业债券发行市场分析



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

2010 年 3 季度企业债券发行市场分析

报告编号: 20101012-2

概要

时间: 2010 年 10 月 12 日

分析师:

张 莉

夏 阳

李志博

梁秀国

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

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.lhratings.com

本季度,中国宏观经济主要指标由下滑转为企稳,但在政府主动调控背景下,整体增速放缓趋势未改;政府大力推动和促进保障性住房投资、中西部基础设施建设投资增长,以对冲出口和房地产投资放缓导致的经济下行风险。本季度,农产品价格上涨导致 CPI 大幅上扬,通胀压力处于高位。7-8 月债券市场资金面宽裕,但受通胀压力增强等因素影响 8 月底以来出现阶段性紧张,债市收益率曲线呈先抑后扬态势。

7 月份,四部委关于地方融资平台清理的征求意见稿细则公布。城投债暂停 1 月后重启发行,企业债市场重归活跃,发行期数和总量均环比提高。城投类企业仍为重要发行群体,城投债发行节奏呈加快趋势。在债券增信方式上,外部担保债券占比高,以往应收账款质押方式难再现。

伴随经济基本面、政策面和资金面的变化,企业债市场发行利率先抑后扬,但整体呈现环比下降趋势,长期限特别是 AA+ 级以上企业债券仍有明显的成本优势。在企业盈利预期发生转向、债券供给量加大、发行人平均信用资质下降等因素影响下,企业债利差先收敛后扩大。企业债券不同增信方式受到机构认可度不同,从发行利差来看,资产抵质押方式高于平均值。

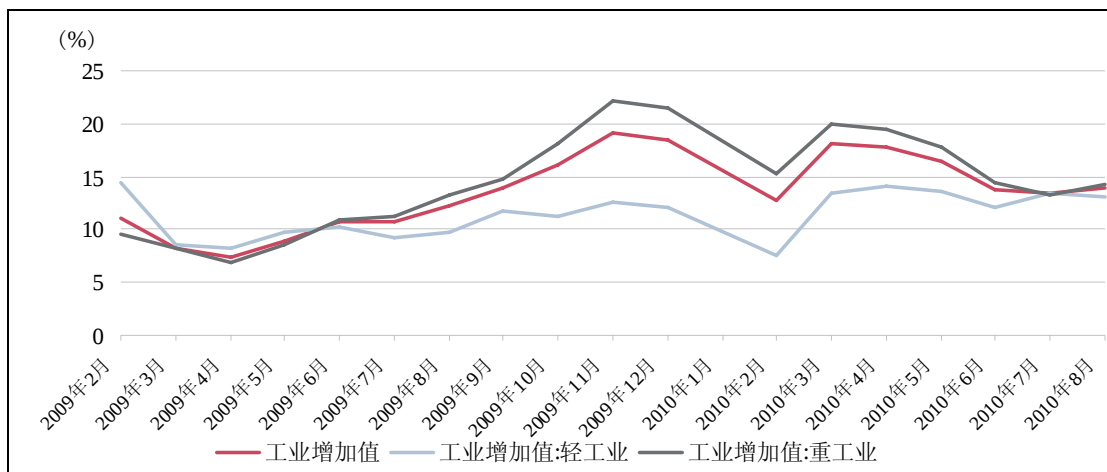
预计未来城投债发行将保持活跃,前期以应收账款质押担保为主要增信方式的城投债将转向资产抵押担保、设立专项偿债基金、或多重方式组合增信等保障措施。四季度,经济基本面和政策面对债券市场资金面多空因素参半,企业债收益率在经历 9 月份一轮陡峭上行之后,已将加息和企业信用风险上升预期部分反映,短期发行利率和利差上行空间有限。

一、宏观经济环境

宏观经济主要指标由下滑转为企稳，但整体增速放缓趋势未改

本季度规模以上工业增加值在经历 7 月份的持续下滑后，于 8 月份止跌回升。根据国家统计局公布的数据，2010 年 1-8 月，规模以上工业增加值同比增长 16.6%，增速比上年同期加快 8.5 个百分点，比 1-6 月份回落 1 个百分点。从三季度的运行情况来看，7 月规模以上工业增加值同比增长 13.4%，规模以上工业增加值同比增速比 6 月份回落 0.3 个百分点；8 月重工业阶段性恢复增长，规模以上工业增加值同比增长 13.9%，比 7 月份加快 0.5 个百分点，扭转了连续四月下降的局面；但受中秋节月份错位因素影响，预计 9 月份规模以上工业增加值同比增速小幅回落。由于规模以上工业增加值反弹基础尚不稳固，在调结构政策背景下，整体增速放缓趋势将延续。

图 1 工业增加值月度同比增速变化情况



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

投资、消费在本季度也经历了止跌企稳的发展阶段，而出口增速有所回落，贸易顺差缩窄。投资：2010 年 1-8 月，城镇固定资产投资 140998 亿元，同比增长 24.8%，比 1-6 月份回落 0.7 个百分点。分月度看，7 月份固定资产投资同比增长 22.4%，较 6 月大幅下降约 2.5 个百分点，主要原因在于二季度陆续出台的融资平台清理、节能减排，以及房地产市场调控等政策实施，导致新开工项目和重工业投资的大幅下降；8 月由于房地产投资阶段性反弹，固定资产投资同比增长 23.9%，较 7 月份增长 1.5 个百分点。

消费：2010 年 1-8 月，社会消费品零售总额 97492 亿元，同比增长 18.2%，与 1-7 月持平。分月度看，7 月份社会消费品零售总额同比增长 17.9%，比 6 月份回落 0.4 个百分点；8 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，比 7 月份加快 0.5 个百分点。同时受双节影响，消费数据将在 9 月份出现明显的季节性上涨。

出口：2010 年 1-8 月，中国进出口总值 18755.8 亿美元，同比增长 40%，其中出口 9897.4 亿美元，同比增长 35.5%，进口 8858.4 亿美元，同比增长 45.5%，贸易顺差为 1039 亿美元，同比减少 14.6%。受 406 类商品在 2010 年 7 月下旬开始取消出口退税以及国外需求减弱影响，8 月份出口较 7 月放缓 3.68 个百分点，同时进口在 8 月份环比上升 12.5 个百分点，导致当月贸易顺差环比减少 30.4%。

CPI 和 PPI 同比指数呈现分化走势。其中 CPI 受翘尾因素和新涨价因素的叠加影响连创年内新

高，7月、8月CPI同比分别增长3.3%和3.5%，其中8月份CPI与食品价格的快速走高密切相关。根据商务部发布的每周食用农产品价格指数，9月份食品价格仍呈现上行趋势，预计9月份CPI同比将继续创出年内新高。而PPI主要受翘尾因素以及前期国际大宗商品价格快速回落的影响下，从6月份开始见顶回落。未来PPI向CPI传导通胀的压力有望缓解。

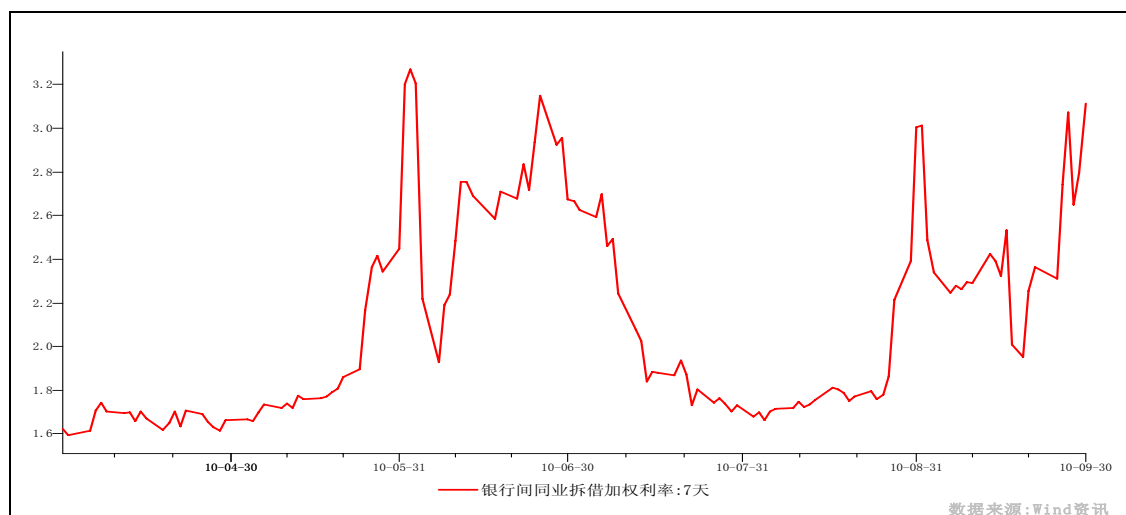
政策面上，中国宏观决策依然是在经济平稳发展、调结构和管理通胀三者之间平衡，政府曾多次表明调整经济结构必须在经济稳定增长的前提下进行。从外需来看，欧美等海外市场需求依然疲软；而9月份国家相关部委再次出台遏制部分城市房价过快上涨的文件，表明房地产市场调控短期内不会放松。为稳定经济增长，政府大力推动和促进保障性住房投资、中西部基础设施建设投资增长，以对冲出口和房地产投资放缓导致的经济下行风险。

整体资金面相对宽裕，受多重因素影响，资金面出现阶段性紧张

本季度央行实施适度宽松货币政策的整体思路未变，但在不同阶段货币政策工具的应用有所微调。在投放节奏方面，7、8月份人民币新增贷款分别为5328亿元和5452亿元，1-8月累计新增贷款5.7万亿，已实现全年7.5万亿目标的76%。从公开市场操作看，央行7月份实现1100亿资金的净投放，8月份实现1090亿元的净回笼，9月份实现净投放1290亿元。

以银行间同业拆借7天质押式回购利率R007为代表的货币市场利率与银行间市场资金面具有较强的联动性。7月份银监会规范银信理财业务，以及央行在公开市场持续净投放，R007由7月初的2.66%回落至月底的1.75%左右；8月份银行间市场资金持续宽裕，R007主体区间运行在1.80%以下，8月底受工行可转债发行及月末资金压力，短期资金受到阶段性冲击，R007亦脉冲上行至3.00%左右；9月长假效应使得资金面重现紧张，R007在20日以后呈现震荡上行趋势。

图2 货币市场利率—R007变化情况（2010.4.1—2010.9.30）



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

本季度债券市场发行规模小幅下降，合计28444.93亿元，同比下降5.44%，其中以国债、代发地方政府债和央票为代表的利率产品整体发行规模合计18549.30亿元，同比下降9.38%，以金融债、企业债、中票及集合票据、短券、公司债和可转债为代表的信用产品整体发行规模合计9895.63亿元，同比增长2.95%。

二、 企业债发行政策分析

地方融资平台清理细则公布，城投债暂停 1 月后重启发行

2010 年 6 月 10 日，国务院发布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（19 号文），要求地方政府和相关部门在年内清查地方融资平台债务，并对融资平台公司进行清理规范。明确规定，除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保。国家发改委对城投企业债暂停审批发行。

7 月，四部委关于地方融资平台清理细则的征求意见稿公布，对 19 号文“新老划断、分类管理、区别对待”作了进一步明确，并对地方融资平台的认定及 19 号文中三类平台债务划分标准进行明确，规定经营收入 70% 以上来自当地政府的地方投资融资平台在向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息后可以发行债券。

7 月 15 日发行的上饶市城市建设投资开发集团有限公司企业债券为征求意见稿细则公布后第一支获批的城投债，增信方式为土地使用权抵押担保。城投债在暂停 1 月之后重启发行，并自 8 月以来节奏呈加快趋势，根据国家发改委受理已审批和待审批债券规模，四季度城投债仍可能扩容，而以地方财政变相担保的应收帐款质押增信方式将被其他保障措施取代。

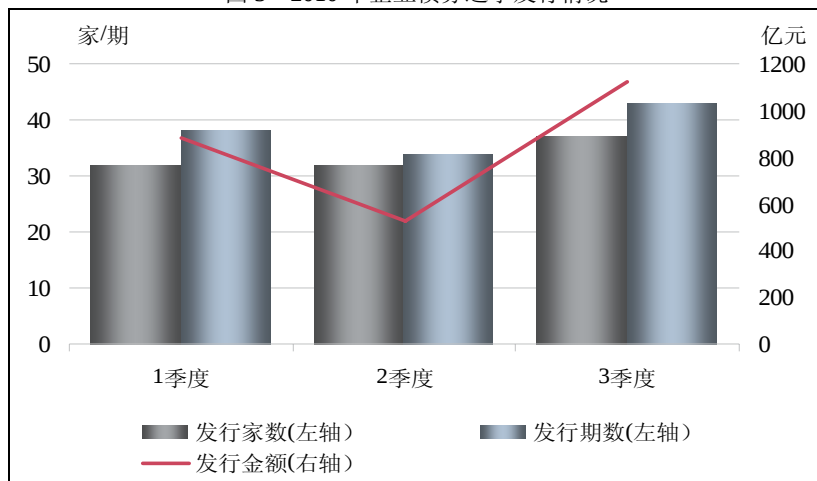
三、 企业债发行市场运行分析

发行市场重归活跃，期数和规模环比提高

本季度共有 37 家企业（集合债计为 1 家）累计发行企业债券 43 期，合计发行额度 1119.63 亿元。相比于上季度 32 家发行人、524.5 亿元的发行规模，市场活跃度明显回升，主要归因于 7 月份城投企业债重启。从逐月发行期数看，7、8、9 月分别发行 11 期、18 期、14 期，扣除 9 月份的节假日因素，整体发行节奏呈加快趋势。

本季度总体规模较大，主要是铁道部发行了 4 期合计 450 亿元的企业债券，而上半年未有发行，这与铁道部内部项目审批和招标程序的安排有关，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。如扣除铁路债，三季度发行规模仍较上季度增加了 27.67%。

图 3 2010 年企业债券逐季发行情况



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

本季度平均单期发行规模为 26.03 亿元，高于 2009 年的 22.38 亿元；如剔除铁路债因素，单期发行规模为 17.17 亿元，略低于上半年 19.52 亿元的单期规模。

发行期限较长，以 5+2 和 7 年期品种为主

本季度企业债券发行期限以 5+2 年、7 年品种为主，在 43 期中分别占比 30.23%和 23.26%。7 年及以上债券合计 35 期，占比 81.39%，期限呈延长趋势。在目前相对较低的发行利率背景下，发行人倾向于选择长期限结构债券锁定融资成本。

信用等级分布有所上移，债券信用等级均在 AA 及以上

本季度发行的 43 期企业债券信用等级均在 AA 及以上，其中 AA 和 AA+级更为集中，分别为 17 和 16 家，合计占比 76.74%。与上半年相比，A+和 AA-较低等级债券不复存在。

同期，发行主体信用等级全部在 AA-及以上，除中小集合债主体外，单一债券发行主体无 A+级别。同上半年相比，AA-级发行人占比下降 2.57 个百分点至 21.62%，AA 级发行人占比上升 13.73 个百分点至 54.05%。信用等级分布呈现较为明显的“上移”趋势。

图 4 发行主体信用等级分布

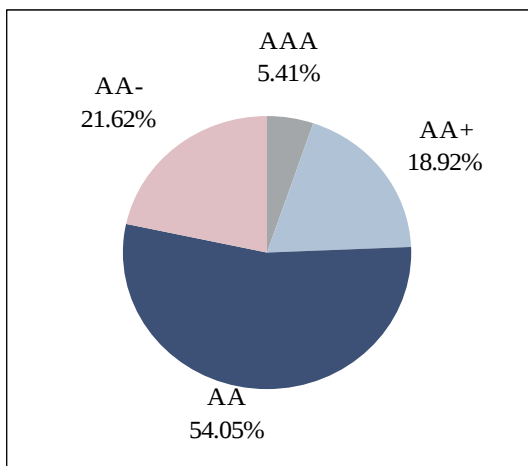
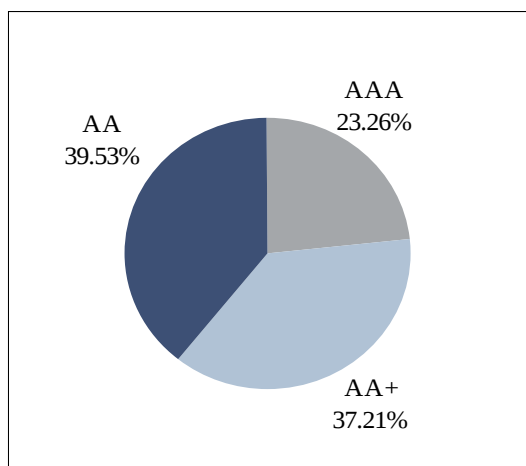


图 5 债项信用等级分布

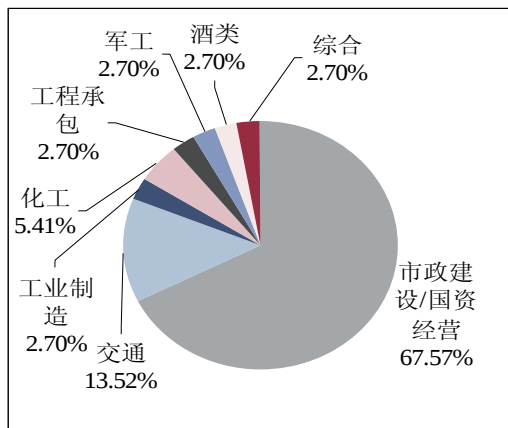


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：发行主体信用等级按家数统计，未计入中小集合债；债项信用等级分布按期数统计

城投类企业仍为重要发行群体

图 6 发行人按行业分布情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：发行主体未计入中小集合债

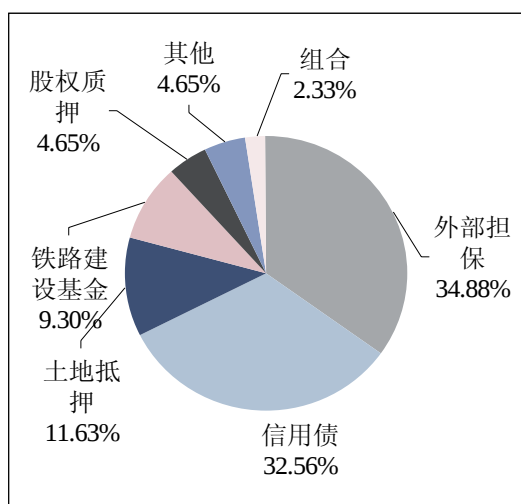
本季度城投债重启发行后，共有 25 家企业合计发行 344 亿元企业债券，在 37 家发行人中占比 67.57%；按发行规模统计占比 30.72%，仅次于交通业的 46.49%，主要是交通业中铁路债发行规模大。除城投和交通行业外，其他行业分布均衡、总体较少。城投债予以放行后发行节奏呈加快趋势，主要因上半年城投债发行政策收紧，处于待批和待发行的存量规模较大。

无担保和外部担保债券占比高，以往应收账款质押方式难再现

本季度发行的 43 期企业债券涉及外部担保、土地使用权抵押、股权质押以及组合担保等多种增信方式，无担保和外部担保为主要方式，分别占比 32.56%和 34.88%。无担保债券正成为高信用等级企业发行企业债券的主流方式。一方面，投资者对高信用等级的无担保债券的投资限制逐渐减少，认可度增加，另一方面，优质企业也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。

上半年发行的企业债券采用应收账款质押担保增信的占比高达 31.94%，如考虑采用组合增信的 5 期中有 4 期为“应收账款质押+土地抵押”，则实际上采用应收账款质押增信方式的债券占比更高。而企业债发行政策变化后，应收账款质押担保方式难以再现，将被其他方式取代。

图7 企业债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

四、 市场发行利率和利差分析

一级市场发行利率和信用利差先抑后扬，但整体延续下降趋势

企业债收益率在 7-8 月继续保持上半年的震荡下降走势，9 月下旬则快速反弹，本季度总体上处于回落阶段。

7 月银行监管压力释放，债券市场整体资金面较为宽裕。固定利率国债收益率持续下滑，关键期限收益率平均降幅为 18.01BP；加之城投企业债发行较少，AAA 级企业债关键期限收益率平均降幅达 22.39BP。8 月公布的 7 月 CPI 数据虽然创出 3.3%的年内新高，但经济增速放缓、取消银信合作均弱化了加息预期，债券市场收益率小幅走低。长端固定利率国债和企业债收益率下降较多，7 年期和 10 年期国债收益率下降 3.77 BP 和 6.95 BP；同期限 AAA 级企业债收益率则下降 8.93 BP 和 10.02 BP。

9月公布的8月CPI涨幅继续扩大为3.5%，创出22个月的新高，加息预期再度升温，国债中长端利率明显上行。月底受长假来临和银行季末考核因素影响，资金面重现紧张局面，7年期和10年期国债收益率较月初上涨14.9BP和8.3BP；加之本月企业债发行密集，总体规模达595亿元，也对一级市场收益率形成一定压力，AAA级企业债7年期和10年期收益率较月初上升19.7BP和12.8BP。

整体上，三季度债市资金面较为宽裕，虽然企业债发行总量较大，但从7年期和10年期不同信用等级债券平均发行利率来看，均较2季度有所下降，以7年期债券降幅更明显，相比于同期限贷款利率，长期企业债券特别是AA+级以上债券仍有明显的成本优势。

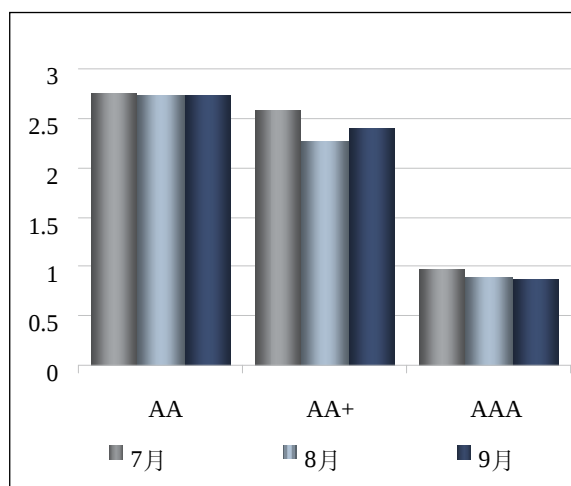
从发行利差来看，7-8月为企业中期业绩集中发布时间，盈利情况普遍同比大幅增长，信用风险预期仍处于收敛阶段；加之8月中旬以前城投债供给较少，企业债较国债收益率曲线下降更为陡峭。AA、AA+和AAA企业债券平均发行利差均有不同程度回落；9月以来，伴随城投债供给增加，城投发行人占比提高导致企业债发行主体平均信用资质有所下降；另一方面，多数周期性行业盈利状况在本年度中期已经见顶，而未来回落程度尚存不确定性，企业债信用利差转而上升。从图9来看，AA、AA+级债券发行利差均符合这种趋势，而AAA级利差较上月略有下降，主要和9月铁道债密集发行对平均利率的拉低有关。

表1 企业债券一级市场发行利率变动情况(%)

债券期限	7年期			10年期		
债券级别	10Q1	10Q2	10Q3	10Q1	10Q2	10Q3
AA	6.94	6.25	5.50	7.10	6.08	5.91
AA+	6.36	5.78	5.22	6.22	5.70	5.65
AAA	4.49	4.65	--	4.67	4.77	4.06

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图8 三季度企业债券发行市场信用利差情况(BP)



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

同等级不同增信方式企业债券利差存异，资产抵质押方式高于平均

在本季度发行的企业债中选取期限和增信方式相对集中的债券作为统计样本，对资产抵质押

（本季度主要含土地、非流通股及二者组合）、外部担保和无担保债券平均利差进行比较。结果显示信用债利差较低，资产抵押较高，外部担保增信利差介于二者之间，反映出同一信用等级债券因增信方式不同从而市场认可度存在差异。

无增信措施的信用债利差较低，主要是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，高信用等级水平发行人被认为可显著提高债券的安全性。

外部担保增信效果易于识别，并具有销售便利，市场认可度高；土地抵押和非流通股质押方式在资产价值辨认和变现时间上具有不确定性，AA 和 AA+级企业债券平均利差明显高于相同增信效果的外部担保债券。从用于抵押的资产来看，由于土地所处区域、用途以及评估依据不同，市场对其增信效果认可度也存在较大差异。

表 2 三季度企业债券不同增信方式信用利差比较（BP）

债券级别	平均利差	样本数	资产抵质押	外部担保	信用债
AA	2.71	12	2.91	2.72	2.57
AA+	2.48	11	2.78	2.42	2.18
AAA	0.87	9	--	1.06	0.71

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

五、 市场展望

中国 9 月 PMI 为 53.8%，较上月大幅回升 2.1 个百分点，显示宏观经济回落的趋势正在减缓。尽管出口风险仍存，但内需将保持平稳增长；下半年住建部加大推进保障性安居工程投资、中西部基础设施建设以及城投债重启对地方投资的带动，均有望部分对冲商业住宅地产投资规模下滑风险，并对固定资产投资形成一定支撑。按照全年“3:3:2:2”的信贷投放计划，四季度将投放 1.5 万亿，月均规模 5000 亿，信贷环境继续宽松。

三季度 CPI 大幅上扬主要是由农产品因高温、洪水、资金炒作等因素涨价传导而来，随着自然灾害消退、秋粮丰产、猪肉蔬菜等供应重归充足，农产品价格趋于平稳，四季度由食品推动的通胀压力将有所缓解；但伴随近期美元贬值，国际大宗商品价格大幅上涨将导致输入型通胀压力有所增强。在宏观经济放缓、通胀压力尚可控制的背景下，央行货币政策有望保持温和，宽松程度主要取决于未来通胀走势的进一步明朗。但若四季度通胀压力仍保持上升趋势，央行即便不加息，也会采取数量型工具回收流动性，届时债券市场资金面将面临考验。

根据证监会基金募集申请核准进度，13 支债券型基金及 2 支货币型基金已提交申请材料，将为四季度债券市场提供增量资金。从 A 股市场走势看，四季度创业板限售股集中解禁、房地产新一轮调控等利空因素可能加剧指数震荡并结束 7 月以来的反弹行情，从而再现“跷跷板”效应。

根据三季度城投债的发行节奏，预计四季度发行将保持活跃，在上半年因政策变化导致已审批但未发行或拖延审批的企业债券将陆续获批发行，城投企业仍为重要发行群体，预计前期以应收账款质押担保为主要增信方式的城投债将转向资产抵押担保、设立专项偿债基金、或多种方式组合增信等保障措施。

从宏观经济和政策基本面来看，利多债券市场的因素犹存。企业债收益率在经历 9 月份一轮陡峭上行之后，已经将加息和企业信用风险上升预期部分反映，尽管四季度企业债将保持较大发行规模，但预计短期发行利率和利差上行空间有限。