

联合 研究报告

2009.08.10

2009 年上半年企业债券发行 市场分析报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2009 年上半年企业债券发行市场分析报告

报告编号: 20090810

时 间: 2009 年 8 月 10 日

分 析 师: 夏 阳
010-85679696-8802
xiayang@lianheratings.com.cn

传 真: 010-85679228

地 址: 北京市朝阳区建国门外
大街甲 6 号中环世贸中心 D 座
7 层 (100022)

www.lianheratings.com.cn

概要

2009 年上半年, 中国宏观经济出现积极变化, 继续朝着宏观调控的预期方向发展, 总体保持了平稳较快运行的态势, 资产价格显著回升, 经济复苏预期增强。在宽松的货币政策下, 货币供应量高速增长, 市场流动性不断增加; 尽管通胀及加息预期、股市资金分流等因素导致债券收益率有所波动, 但债券市场利率总体处于较低水平。

2009 年上半年, 企业债券发行规模和发行家数快速增长, 平均单笔发行规模和大企业发行规模占比有所下降; 发行期限呈多样化趋势, 含权设计被广泛使用。发行主体性质仍以国有企业为主, 民营企业占比较小。发行主体地区集中程度较高, 北京市、江苏省、浙江省等地区发债企业踊跃。从行业分布看, 发行主体以城市建设投资类企业为主。主承销商数量增多, 主承销份额市场集中度有所下降。

2009 年上半年, 企业债一级市场发行利率窄幅震荡, 信用等级分布范围“下移”。信用债成为市场的重要组成部分; 增信方式呈多样化趋势, 第三方担保、资产抵押、应收账款质押和组合增信方案设计灵活, 更符合发行人的经营特征和资源优势。市场对各种增信方式认可度不同, 定价机制仍需完善。

2009 年上半年, 各评级机构承担业务量均有较快增长, 联合资信在国内企业债评级市场占有率蝉联第一。投资者对评级认可度不同, 同期限同级别债券发行利率出现分化。

展望 2009 年下半年, 在经济整体回升的情况下, 企业债发行规模有望继续扩大, 发行利率呈上行趋势。从发行主体地区分布来看, 中西部地区发债企业有望增加; 从行业分布看, 城市建设投资类企业发行规模增速可能放缓。市场参与各方将进一步探索多种增信方式的综合运用, 同时, 各种创新产品 (如中小企业集合债券) 仍具备发展空间。

释 义

发 改 委： 国家发展和改革委员会

央 行： 中国人民银行

证 监 会： 中国证券监督管理委员会

银 监 会： 中国银行业监督管理委员会

地方政府债券： 2009年3月17日，财政部代理发行的2000亿元地方政府债券品种。

企业债券： 根据《国家发展改革委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》(发改财金[2008]7号)，由企业依照法定程序公开发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券，包括依照公司法设立的公司发行的公司债券和其他企业发行的企业债券。

短 券： 根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，由中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业，依照相关规定的条件和程序，在银行间债券市场发行的，约定在1年内还本付息的债务融资工具。

中期票据： 根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，由中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的债务融资工具。

联合资信： 联合资信评估有限公司

中 诚 信： 中诚信国际信用评级有限公司

大 公： 大公国际资信评估有限公司

新 世 纪： 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

鹏 元： 鹏元资信评估有限公司

远 东： 上海远东资信评估有限公司

一、宏观环境

2009年上半年，在积极财政政策和适度宽松的货币政策的大力推动下，中国宏观经济出现积极变化，资产价格显著回升，实体经济投资需求有所增长，但消费、出口形势依然低迷。2009年上半年货币供应量仍保持高速增长，金融系统内流动性充裕，尽管股票市场的回暖分流了部分资金，但债券利率仍维持在较低水平。

基本面——资产价格显著回升，但消费、出口形势依然低迷

2009年上半年，在积极财政政策和适度宽松的货币政策的大力推动下，中国宏观经济出现积极变化。根据国家统计局公布的数据，2009年1~5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8502亿元，同比下降22.9%，降幅较1~2月份缩小14.4个百分点。其中，石油加工及炼焦业、煤炭开采业、电力等基础能源行业利润同比出现增长，但钢铁、有色、化工、设备制造等行业利润下滑局面仍未改观。

消费方面，1月、2月CPI同比增长分别为1%和-1.6%，自2002年12月以来首次出现同比下降；3月、4月、5月CPI同比分别下滑1.2%、1.5%和1.4%；同期受主要工业品出厂价格下降影响，PPI同比降幅继续扩大，4月、5月PPI同比分别下降6.60%和7.20%，表明国内市场消费需求依然低迷，制造业企业仍面临较大的销售压力。对外贸易方面，出口形势依然低迷，根据海关总署公布的数据，4月、5月出口总值同比分别下降22.6%和26.4%，2009年1~5月累计实现贸易顺差887.9亿美元，增幅明显收窄。

2009年上半年，在国际市场大宗商品价格迅速反弹和国内宽松货币政策的配合下，充裕的流动性推动中国股票、地产等资产价格显著回升。截至2009年6月底，A股总市值已达20.43万亿元，较年初增长68.84%；与此同时，自2008年开始低迷一年多的房地产市场也明显回暖，根据国家统计局的统计数据，2009年1~5月，中国商品房销售面积和销售额同比分别增长25.5%和45.3%；5月70座大中城市房屋销售价格指数环比增长0.6%。

总体看，中国政府2008年下半年开始实施的一系列财政和货币政策对经济的刺激作用已逐步显现，充裕的货币供给推动了资产价格的攀升。据国家统计局上半年国民经济运行数据显示，2009年上半年GDP增速7.1%（一季度6.1%，二季度7.9%）；工业增加值增速7.0%（6月份10.7%，高于市场预期9.3%）；城镇固定资产投资同比33.6%（6月份35.3%，略高于市场预期）；消费品零售同比15%（6月份15%，符合市场预期）；CPI同比-1.1%（6月份-1.7%，低于-1.4%的市场预期）；PPI同比-5.9%（6月份-7.8%，低于-市场预期-7.5%）。从宏观数据上来看，二季度我国经济开始企稳回升，经济复苏预期增强。但受制于消费预期低迷和出口需求下滑的影响，以制造业为代表的实体经济回暖迹象尚不明朗。

从行业景气度来看，基础工业、原材料工业及成本有效传导的行业，表现出较好的业绩增长，如采掘、食品、汽车等；而产能过剩、对成本上升消化能力较弱，面临价格管制、并对出口依赖程度较重的中下游行业增势不佳，如纺织、电力、钢铁、外贸等。

政策面——适度宽松的货币政策基调不变

财政政策方面，国务院进一步细化了“4万亿投资计划”具体实施方案，计划于2年内投资4万亿元，用于灾后重建、基础设施、经济结构调整、节能减排、社会事业、农村建设、住房保障等领域。在此基础上，国家发改委、工业及信息化部等部门先后制定了钢铁、汽车、船舶、纺织、石化、物流、轻工、电子信息、有色金属、装备制造等十大产业振兴规划，力促这些国民经济支柱行业的尽快复苏。根据财政部公布的数据，截至2009年6月26日，新增中央投资已安排了5915亿元，约占中央计划投资总额的一半。

货币政策方面，央行大力增加货币供给，货币供应量和信贷投放规模出现大幅增长。同时，资产价格的显著上升和国内市场的消费低迷导致市场对于未来可能出现的通胀预期上升，进而形成加息预期。7月23日，中共中央政治局会议指出，要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面落实和充实完善刺激经济的一揽子计划和相关政策措施，巩固经济企稳回升势头，努力实现今年经济社会发展预期目标。由此可见，短期内货币政策仍将维持适度宽松基调；但未来管理层可能对资金流向实施调控，以增加实体经济的货币供应。

债券市场方面，1月19日，证监会和银监会联合发布《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》，试点期间，商业银行可以在证券交易所固定收益平台，从事国债、企业债、公司债等债券品种的现券交易，以及经相关监管部门批准的其他品种交易。已经在证券交易所上市的商业银行，经中国银行业监督管理委员会核准后，可以向证券交易所申请从事债券交易。这是自1997年国债违规回购风波以来，商业银行首次重返交

易所债券市场。此举有助于改变交易所债券市场投资机构的单一性，提高市场的活跃度和交易量，也为银行体系内充裕的资金丰富了投资渠道。

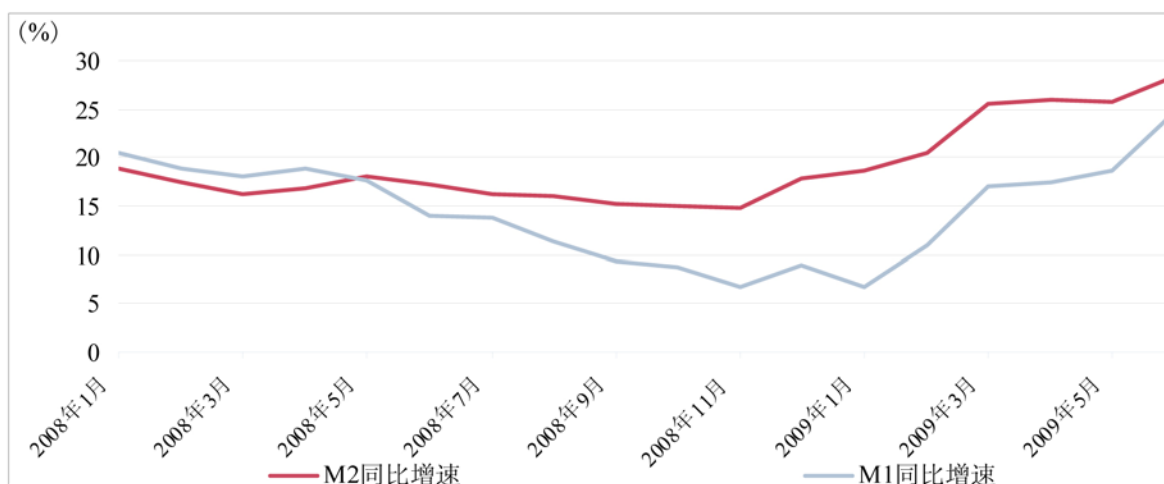
央行从7月16日开始允许证券公司为开展证券资产管理业务在全国银行间债券市场开立债券账户。银行间债券市场向券商资产管理业务敞开大门，对证券公司来说意味着更广阔的资产管理业务运营空间、更丰富的产品和更好的流动性，同时此举对促进交易所债券市场和银行间债券市场的融合也具有深远意义。

资金面——货币供应量持续增长，金融系统流动性压力保持稳定

在央行宽松货币政策的影响下，1月、2月广义货币供应量（M2）同比分别增长18.74%和20.48%；狭义货币供应量（M1）同比分别增长6.68%和10.87%，货币供应增长速度较2008年底显著回升。在经历了第一季度新增信贷投放迅猛增长后，4月、5月新增贷款规模有所回落，分别为5918亿元和6669亿元，但伴随着经济回暖预期的增强，6月新增贷款15304亿元，再次突破1万亿元。信贷投放规模的大幅增长推动货币供应量的持续攀升，3~5月广义货币供应量（M2）同比分别增长25.51%、25.95%和25.74%，处于历史高位；同期内狭义货币供应量（M1）也明显回升，同比分别增长17.04%、17.48%和18.69%，货币供应量喇叭口略有收窄，表明实体经济投资需求有所上升，货币供应传导效应良好。

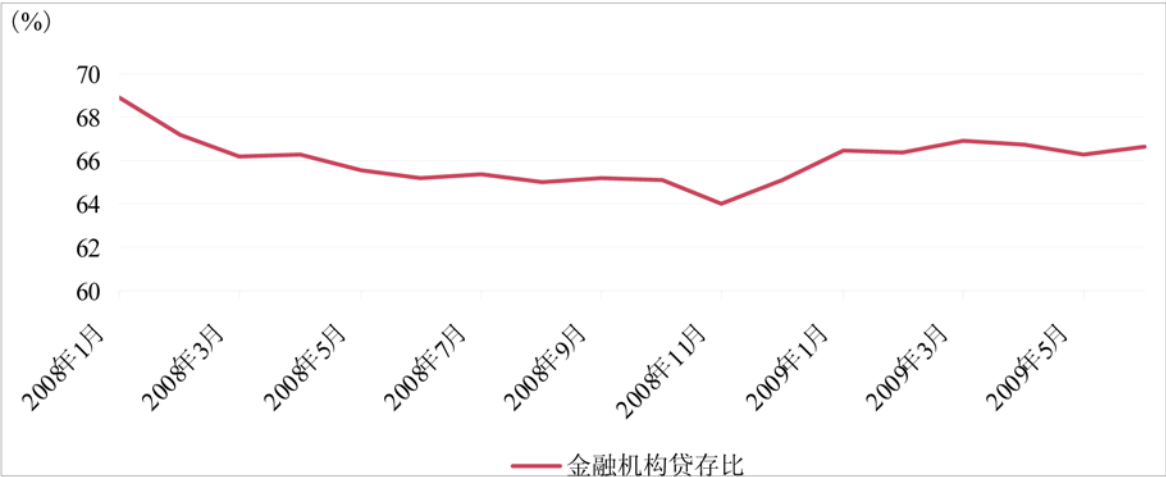
2009年上半年，尽管货币供应量大幅增加，但实体经济投资需求的增长对其起到了一定的舒缓作用，金融机构贷存比率仍保持稳定，对外投资压力不大。

联合资信认为，2009年上半年新增贷款人民币7.8万亿元（为2008年GDP的26%）足以支持今年全年GDP增长达到8%-10%的水平。中国总体经济以及企业和银行业盈利正处于复苏趋势当中；但贷款增速如果进一步加快可能令投资者担心潜在的过度投资以及不良贷款生成风险。短期内，监管机构可能采取窗口指导措施、公开市场操作以及/或提高审慎性标准（即针对贷款增长强劲银行的核心资本充足率和不良贷款拨备覆盖率要求，更为严格地执行二套房贷政策等）来避免信贷的过度增长。



资料来源：央行网站

图1 2008年~2009年6月M1、M2同比增速变动情况



资料来源：央行网站

图2 2008年~2009年6月金融机构贷存比率变动情况

债券市场——发行规模持续扩大，非金融企业债券期限结构呈长期化，发行利率低位窄幅震荡

2009年上半年银行间债券市场发行规模33365亿元，其中国债（含代发地方债）发行规模大幅增长，非金融企业债券规模稳步增长，债券期限结构呈长期化。具体表现在：（1）由于中央财政逐步贯彻落实4万亿元经济刺激计划，2009年上半年国债发行量增长较快，2009年上半年财政部共发行国债5529亿元，代发地方债1659亿元；（2）2009年上半年央票发行规模14050亿元，央票发行规模占比为42.11%，依然在银行间债券市场发行总量中排名第一；（3）非金融企业债务融资工具（企业债券、短券和中票）发行规模平稳增长，但债券期限结构变化较大。2009年上半年合计发行7703亿元，中长期债券——企业债和中期票据增速较快，短期债券——短券因受信用债中票替代效应的影响，其发行规模继续萎缩。

表1 2009年上半年主要债券产品发行情况

债券品种	2009年上半年		2008年		2009年上半年发行额占2008年比重(%)
	发行额（亿元）	占比（%）	发行额（亿元）	占比（%）	
国债	5529	16.57	8015	11.14	68.98
地方债	1659	4.97	--	--	--
央票	14050	42.11	42960	59.70	32.70
金融债	4314	12.93	11783	16.37	36.61
企业债	1837	5.51	2366	3.29	77.64
中票	4367	13.09	1622	2.25	269.24
短券	1499	4.49	4298	5.97	34.88
其他	110	0.33	920.85	1.28	11.95
合计	33365	100	71964.85	100	46.36

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

从债券市场利率表现看，2009年上半年债券发行利率略有波动。一季度和4月份中上旬，由于货币供应量和信贷投放规模的迅速增长导致债券市场资金量非常充裕，主要债券产品利率持续回落，其中部分优质短券和中期票据的发行利率显著低于同期存款基准利率。自4月下旬至5月底，短券、中期票据等产品收益率出现阶段性上升，短

券、3年期、5年期中期票据产品均较4月初上升了近30个bp；但进入6月份，随着货币政策的逐渐明朗，发行利率有所回落。造成4月下旬至5月底收益率曲线上移的主要原因包括：（1）由于一季度信贷投放过猛，导致市场产生的对央行回收流动性和未来可能出现加息的预期；（2）股票市场显著回暖引起的债券市场资金分流，2009年上半年上证指数从4月初的2400点上升至超过2900点，A股市值从年初的12.1万亿元上升至20.43万亿元，在一定程度上分流了债券市场的资金。此外，6月底IPO业务的重启也吸引了更多的资金，资金分流效应和预期收益率上升均导致了2009年上半年信用债券收益率的走高；（3）由于资产价格上涨引发的通货膨胀预期，进而推动市场收益率上升。从历史情况看，目前短券、中期票据发行利率仍处于较低水平。

联合资信认为，短期内充裕的资金面有助于支撑债券市场低成本局面；长期来看，由于货币市场收益率底部受制于超储利率，趋势受制于资金供给，金融机构超储率显示资金面宽松程度较前期收紧，有一定未来通胀压力；同时信用债（含中期票据）发行规模猛增，新股发行可能加大资金利率波动性，长期来看债券市场利率有上行压力。

总体看，2009年上半年，中国宏观经济出现积极变化，继续朝着宏观调控的预期方向发展，总体保持了平稳较快运行的态势，资产价格显著回升，经济复苏预期增强。在宽松的货币政策下，货币供应量高速增长，市场流动性不断增加；尽管通胀及加息预期、股市资金分流等因素导致债券收益率有所波动，但债券市场利率总体处于较低水平。

二、企业债发行市场情况

发行规模和发行家数快速增长

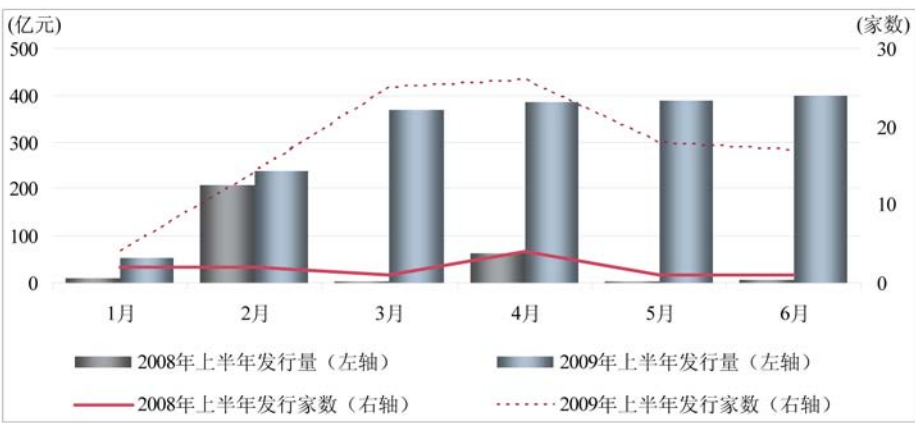
2008年下半年以来，国际经济环境发生变化，金融危机影响席卷全球，中国的经济增速放缓迹象逐渐显现，中央政府迅速转变宏观调控政策基调，财政政策从“稳健”转为“积极”，货币政策从“从紧”转为“适度宽松”；同时，市场在经历对新的企业债券管理体制以及创新类债券品种的接受和适应过程之后，市场参与各方在市场和技術上的积极尝试与创新对企业债的进展发挥了重要的推动作用。宏观经济形势及政策变化助推了机构投资者对于固定收益类债券需求的升温。受上述因素影响，2009年上半年，企业债券发行节奏明显加快，共有111家企业（含8家中小企业）累计发行104期114个品种（按照存续期限划分）企业债券，合计发行1836.83亿元，与2008年同期相比，发行总规模增长520.76%，发行期数增长845.45%；与2008年全年相比，发行总规模已达2008年全年的77.60%。

表2 企业债券发行基本情况

项 目	2009年上半年	与上年同期同比		与上年全年比较	
		2008年上半年	同比增长率（%）	2008年全年	2009年上半年占2008年全年比重（%）
发行规模（亿元）	1836.83	295.9	520.76	2366.9	77.60
发行期数（期）	104	11	845.45	61	170.49
发行家数（家）	111	11	909.09	57	194.74

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从月度发行情况来看，2009年上半年除1、2月发行量相对较小以外，其它各月发行量相对均匀。与2008年同期相比，除2月份发行量较为接近以外（2008年2月发行量较大主要是国家电网公司第一期200亿元企业债券所致），其它各月发行量均较2008年同期大幅增长。



资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

图3 2009年上半年企业债月度发行情况与2008年同期对比

平均单笔发行规模和大企业发行规模占比有所下降

2009年上半年，企业债券平均单笔发行规模为17.66亿元，比2008年同期下降34.35%；大企业发行规模占比下降，前5大发行人合计发行规模460亿元，占总发行规模的25.04%（2008年前5大发行人合计发行规模1450亿元，占总发行规模的61.26%）。

2008年发行企业债券规模最大的2家发行人中华人民共和国铁道部（800亿元）和国家电网公司（395亿元）2009年以来均未续发（铁道部2009年上半年已发行400亿元中期票据，国家电网公司2009年上半年已发行600亿元中期票据），是造成大企业发行规模占比下降的重要原因。

表3 2008年、2009年上半年企业债前5大发行人情况

2008年前5大发行人				2009年上半年前5大发行人			
序号	发行人	发期数 (期)	发行 规模 (亿元)	序号	发行人	发行 期数 (期)	发行 规模 (亿元)
1	中华人民共和国铁道部	4	800	1	北京国有资本经营管理中心	1	150
2	国家电网公司	2	395	2	中国铝业公司	1	100
3	首钢总公司	1	90	3	中国长江三峡工程开发总公司	1	100
4	华润股份有限公司	1	85	4	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	1	60
5	中国南方电网有限责任公司	1	80	5	华润股份有限公司	1	50
合计 (亿元)			1450	合计 (亿元)			460
占总发行规模比例 (%)			61.26	占总发行规模比例 (%)			25.04

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

发行主体性质仍以国有企业为主，民营企业占比较小

2009年上半年企业债券发行主体共计111家企业（含8家中小企业），在剔除“09大连中小债”后的103家发行人中，按照所有制性质划分，国有企业101家，占98.06%；民营企业2家，占1.94%。国有企业是目前企业债券的主要发行群体。

发行主体地区集中程度较高，北京市、江苏省、浙江省等地区发债企业踊跃

从发行主体地区分布来看，2009年上半年发行主体合计104家（“09大连中小债”视为1家），华东和华北两地区发债主体合计75家，占同期发债主体总家数的72.12%；北京、江苏、浙江、安徽、山东、河南、湖南等省市发债主体较多，上述地区合计71家，占同期发债主体总家数的68.27%。

表4 2009年上半年企业债发债主体区域分布情况

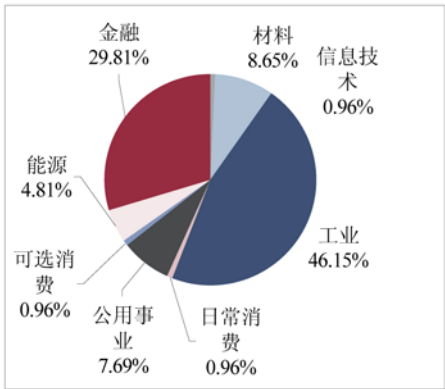
地区	包含省份	数量（家）	重点发债区域	数量（家）	占比（%）
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	23	北京	15	14.42
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	52	江苏	15	14.42
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	10	浙江	14	13.46
华中	河南省、湖北省、湖南省	14	安徽	9	8.65
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	1	山东	6	5.77
西北	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	1	河南	6	5.77
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	3	湖南	6	5.77
合计		104		71	68.27

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2009年上半年未参与企业债券发行的省份和地区仍较多，主要包括：山西省、西藏自治区、广东省、海南省、陕西省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区。

发行主体行业以城市建设投资为主

按照GICS(全球行业分类标准)一级行业划分，2009年上半年，企业债发行人中，信息技术行业1家，占比0.96%；材料（主要包括钢铁、化工、有色等行业）9家，占比8.65%；日常消费（主要包括医药行业）1家，占比0.96%；公用事业（主要包括电力、水务等行业）8家，占比7.69%；可选消费（主要包括汽车与汽车零部件行业）1家，占比0.96%；能源（主要包括煤炭行业）5家，占比4.81%；工业48家，占比46.15%；金融31家，占比29.81%，如图4所示。



资料来源：wind资讯 联合资信整理

注：“2009年大连市中小企业集合债券”8家大连市中小企业按1家发行人纳入统计，属于工业类

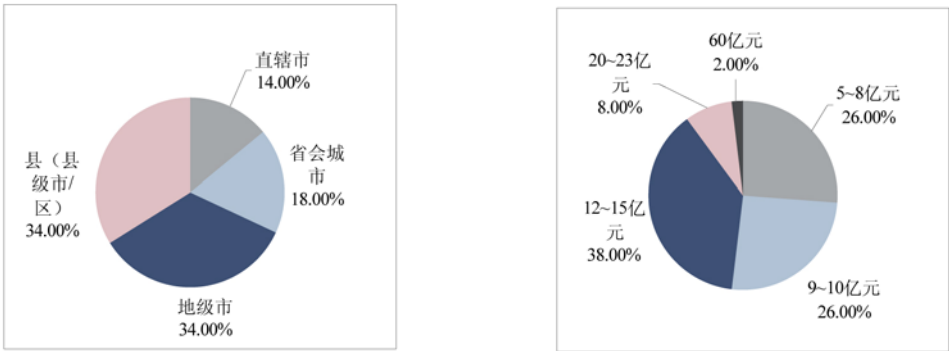
值得注意的是，工业和金融行业合计79家中，有50家为城市建设投资类企业（不包括水务行业企业和收费公路投资运营企业），该类企业一般为地方政府设立的投融资平台，主要职能为运用财政资金，或在政府支持下采取其他市场化方式筹集资金，从事公益性项目建设。由于其项目建设周期长，前期需要巨额资金投入，长周期的企业债券更适合该类企业资金配置需求；同时受制于公益性产品或服务对政府较高的依赖度，该类企业通常经营性现金流规模较小且存在明显的波动，低流动性决定其难以选择期限较短的融资工具。

图4 2009年上半年企业债发行人行业分布情况

上述50家企业占发行人总数104家的48.08%；发行规模总计634.5亿元，占发行总规模1836.83亿元的34.54%。

从50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7家（其中直属于直辖市国资委的企业有3家，其余为区一级的企业），占比14.00%；省会城市9家，占比18.00%；地级市17家，占比34.00%；县（县级市/区）17家，占比34.00%。

从50家城市建设投资类企业的发行额度来看，最小的5亿元，最大的60亿元（天津城投），其中，5~8亿元的13家，占比26.00%；9~10亿元的13家，占比26.00%；12~15亿元的19家，占比38.00%；20~23亿元的4家，占比8.00%；60亿元的1家，占比2.00%。



资料来源：wind资讯 联合资信整理

图5 2009年上半年城市建设投资类企业债发行人所依托的地方政府的行政级别及发行额度分布情况

发行期限呈多样化趋势，含权设计被广泛使用

如将同一支债券按照不同期限品种口径统计，2009年上半年共发行了104期114个品种（按照存续期限划分）企业债券，其中15年、7年+3年、5年+3年、5年+1年的均为1期，各占0.88%；4年+3年、4年+2年、3年+2年的均为2期，各占1.75%；3年的5期，占4.39%；6年的7期，占6.14%；5年+5年的8期，占7.02%；3年+3年的12期，占10.53%；5年的13期，占11.40%；10年的14期，占12.28%；7年的18期，占15.79%；5年+2年的27期，占23.68%。总体来看，使用了含权设计（一般为投资人回售选择权，少数同时附加了发行人上调票面利率选择权或全额赎回权）的债券期数合计56期，占总期数的49.12%。

表5 2009年上半年企业债券发行期限情况

发行期限	发行期数（期）	发行期数占比（%）	发行规模（亿元）	发行规模占比（%）
15年	1	0.88	20	1.09
10年	14	12.28	276.88	15.07
7年+3年	1	0.88	15	0.82
5年+5年	8	7.02	165	8.98
5年+3年	1	0.88	10	0.54
7年	18	15.79	323	17.58
5年+2年	27	23.68	328	17.86
4年+3年	2	1.75	35	1.91
6年	7	6.14	62	3.38
4年+2年	2	1.75	10.8	0.59
5年+1年	1	0.88	8	0.44

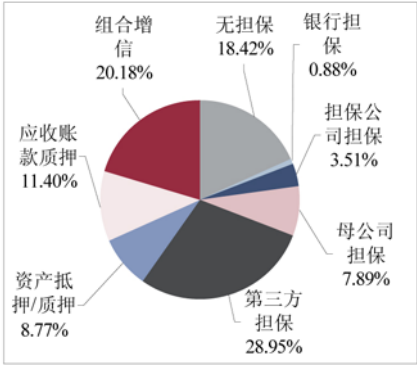
发行期限	发行期数（期）	发行期数占比（%）	发行规模（亿元）	发行规模占比（%）
3年+3年	12	10.53	145.15	7.90
5年	13	11.40	352	19.16
3年+2年	2	1.75	25	1.36
3年	5	4.39	61	3.32
合计	114	100	1836.83	100

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

增信方式呈多样化趋势，组合增信被广泛使用

2009年上半年共发行了104期114个品种（按照存续期限划分）企业债券，按品种口径统计，无担保21期，占比18.42%；银行担保1期，占比0.88%；担保公司担保4期，占比3.51%；母公司担保9期，占比7.89%；第三方担保33期，占比28.95%；资产抵押/质押10期，占比8.77%；应收账款质押13期，占比11.40%；组合增信23期，占比20.18%，如图6所示。

可以看到，增信方式呈多样化趋势，发行人和主承销商积极尝试多种增信方式，组合增信被广泛使用，以更好的迎合投资人的需求。



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图6 2009年上半年企业债增信方式结构分布

主承销商数量增多，主承销份额市场集中度有所下降

2009年上半年参与企业债券发行的主承销商共45家，比2008年全年的28家增长了60.71%；按照承销期数排序，前5名主承销商分别为银河证券、华林证券、中信建投、国泰君安、建银投资，比2008年排序有较大变动，其中华林证券、中信建投、建银投资增长较快；按照承销规模排序，前5名主承销商分别为银河证券、中信证券、华林证券、中金公司、中信建投，承销规模合计739.99亿元，占总发行规模的40.29%，比2008年的53.31%有所下降。

主承销商数量增多，一方面是由于2009年上半年企业债发行人数量和发行规模快速增长，另一方面，也和企业债发行结构有所变化（平均单笔发行规模和大企业发行规模占比有所下降），以及城市建设投资类企业地域特色更加明显等因素有关。

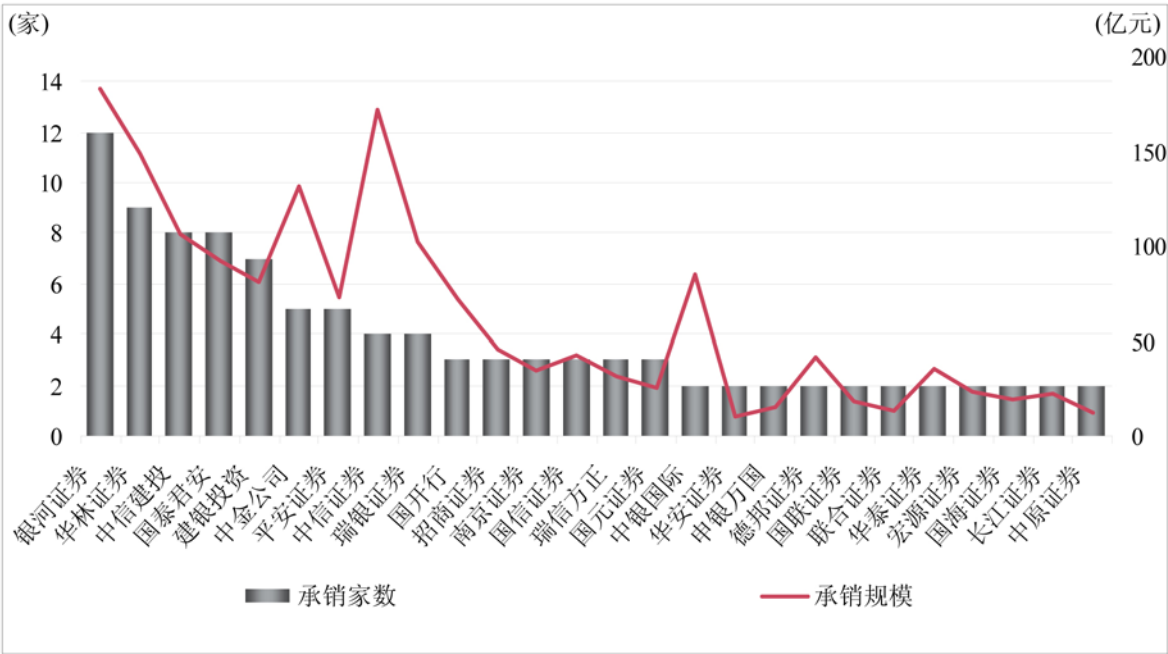
表6 2008年、2009年上半年企业债前5名主承销商情况

2009年上半年前5名主承销商情况							
按承销期数排序	主承销商	承销期（期）	承销规模（亿元）	按承销规模排序	主承销商	承销期（期）	承销规模（亿元）
1	银河证券	12	183	1	银河证券	12	183
2	华林证券	9	148.5	2	中信证券	4	171.5
3	中信建投	8	106.15	3	华林证券	9	148.5
4	国泰君安	8	92	4	中金公司	5	130.84
5	建银投资	7	81.3	5	中信建投	8	106.15
合计		44	610.95	合计		38	739.99
占比（%）		36.36	33.26	占比（%）		31.40	40.29

2008年前5名主承销商情况							
按承销期数 排序	主承销商	承销期数（期）	承销规模（亿元）	按承销规模 排序	主承销商	承销期数（期）	承销规模（亿元）
1	国泰君安	13	252.83	1	中信证券	11	319
2	中信证券	11	319	2	中金公司	7	255
3	银河证券	10	231.65	3	国泰君安	13	252.83
4	中银国际	10	203.33	4	银河证券	10	231.65
5	中金公司	7	255	5	中银国际	10	203.33
合计		51	1261.81	合计		51	1261.81
占比（%）		49.04	53.31	占比（%）		49.04	53.31

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



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 2009年上半年主承销2期以上的主承销商承销家数与规模

评级机构中联合资信市场占有率蝉联第一

2009年上半年，由于企业债发行期数和发行规模总体增长较快，因此各评级机构承担业务量均有较快增长。从发行期数看，联合资信承担企业债券信用评级35期，占比33.65%，市场占有率蝉联第一；大公承担29期，占比27.88%，位居第二；中诚信承担24期，占比23.08%，位居第三；新世纪承担12期，占比11.54%，位居第四；鹏元承担4期，占比3.85%，位居第五。从发行额度看，前三位分别为中诚信、大公、联合资信。无论从发行期数还是从发行额度来看，新世纪和鹏元的市场占有率均较低。

表7 2007-2009年上半年评级机构参与企业债券信用评级情况

评级机构	2009年上半年				2008年				2007年			
	发行期数 (期)	市场占有率 (%)	发行额度 (亿元)	市场占有率 (%)	发行期数 (期)	市场占有率 (%)	发行额度 (亿元)	市场占有率 (%)	发行期数 (期)	市场占有率 (%)	发行额度 (亿元)	市场占有率 (%)
联合资信	35	33.65	506.13	27.55	24	39.34	804.9	34.01	33	40.75	519.85	30.41
中诚信	24	23.08	586.7	31.94	20	32.79	1152	48.67	27	33.33	928.5	54.32
大公	29	27.88	526	28.64	12	19.67	268	11.32	18	22.22	201	11.76
新世纪	12	11.54	173	9.42	4	6.56	127	5.37	3	3.70	60	3.51
远东	0	0	0	0	1	1.64	15	0.63	0	0	0	0
鹏元	4	3.85	45	2.45	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	104	100	1836.83	100	61	100	2366.9	100	81	100	1709.35	100

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中小企业集合债券再次成功发行

继“2007年深圳市中小企业集合债券”和“2007年中关村高新技术中小企业集合债券”发行后，2008年没有新的中小企业集合债券发行。2009年4月28日，“2009年大连市中小企业集合债券”成功发行，发行规模为5.15亿元，期限为3年+3年（附投资人回售选择权及发行人全额赎回权），发行人为大连尚艺玻璃集团有限公司等8家大连市中小企业，由大连港集团有限公司对本期债券第一个债券存续年度至第三个债券存续年度内应支付的债券本金及利息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。和“2007年深圳市中小企业集合债券”和“2007年中关村高新技术中小企业集合债券”一样，本期债券同样由联合资信评级。本期债券的信用等级为AA级。发行人长期主体信用等级为BB+~BBB+，票面年利率为6.53%。

三、发行利率比较分析

一级市场发行利率窄幅震荡

2009年上半年，人民币贷款基准利率一直未作调整，企业债券一级市场发行利率窄幅震荡，如表8所示。

表8 2009年上半年企业债一级市场发行利率变动情况

单位:年利率%

月份	3年期	5年期	6年期	7年期	8年期	10年期	15年期	合计(笔)
1		3.85~5.04		7.08~8.13				4
2		3.98~5.04	5.5	4.60~6.13		5.10~8.10		14
3	3.0~4.15	3.18~4.60	4.28~7.10	4.70~7.16		3.88~7.08		28
4		3.45	4.95~6.53	4.05~7.90		4.60~6.55		27

月份	3年期	5年期	6年期	7年期	8年期	10年期	15年期	合计(笔)
5		3.80~4.72	5.90~6.46	4.40~6.70		4.35~6.50	4.6	22
6	3.25~3.87	4.1	3.98~5.89	4.10~6.30	506.00%	3.13~5.20		19
同期贷款基准利率	5.40	5.76	5.94					114

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

信用等级分布范围“下移”

2009年上半年，企业债发行人主体信用等级分布范围比2008年有较大变化。

表9 企业债债项及主体信用等级分布变化情况

信用等级	2008年				2009年上半年			
	债项		主体		债项		主体	
	发行期数（期）	占比（%）	主体数量（个）	占比（%）	发行期数（期）	占比（%）	主体数量（个）	占比（%）
AAA	42	59.15	16	28.07	33	28.95	8	7.21
AA+	12	16.90	7	12.28	33	28.95	17	15.32
AA	17	23.94	16	28.07	42	36.84	32	28.83
AA-	0	0	11	19.30	4	3.51	33	29.73
A+	0	0	6	10.53	2	1.75	12	10.81
A	0	0	1	1.75	0	0	1	0.90
A-及以下	0	0	0	0	0	0	8	7.21
合计	71	100	57	100	114	100	111	100

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：债项期数按品种（不同期限品种各算1期）口径统计；2009年上半年发行主体中包含了8家中小企业。

从表9可以看到，AAA级发行人占比大幅下降，AA-级发行人占比大幅上升，AA-、AA、AA+三个级别占比合计73.87%；债项信用等级分布范围也有较大变化，AAA级债券占比大幅下降，AA和AA+级债券占比大幅上升，AA、AA+、AAA三个级别占比合计94.74%。整体来看，信用等级分布范围“下移”趋势明显。

市场对各种增信方式认可度不同，定价机制仍需完善

2009年上半年，增信方式呈多样化趋势，发行人和主承销商积极尝试多种增信方式，组合增信被广泛使用，以更好的迎合投资人的需求。纵观2009年上半年各种增信方式下企业债券发行利率，市场对各种增信方式认可度不同，定价机制仍需完善。

◇ 信用债成为市场的重要组成部分

2009年上半年共发行无担保债券21期，主体长期信用级别均为AA以上，AAA的6期（发行人均为央企），AA+的8期，AA的7期。对比主体级别均为AAA、期限同为5年的有担保“09浙能债”和无担保“09中化债”、“09中铝业1”、“09三峡债01”，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“09京国资债01”和无担保“09三峡债02”的发行利率，也可说明类似的情况（如表10）。而主体信用等级相对较低的发行人，通过担保能适当降低发行成本。如“09许继债”与“09国联债”期限和债项信用等级相同，发行时间非常接近，前者主体信用等级低于后者，而利率比后者低40bp。

表10 2009年上半年相同期限、有担保与无担保AAA级企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构	担保情况
中国化工集团公司	23	2009-1-6	5年	3.85	AAA	AAA	联合	无担保
浙江省能源集团有限公司	47	2009-2-23	5年	3.98	AAA	AAA	中诚信	浙江省交通投资集团有限公司
中国长江三峡工程开发总公司	70	2009-4-8	5年	3.45	AAA	AAA	中诚信	无担保
中国铝业公司	80	2009-5-20	5年	3.80	AAA	AAA	中诚信	无担保
中国长江三峡工程开发总公司	30	2009-4-8	7年	4.05	AAA	AAA	中诚信	无担保
北京国有资本经营管理中心	80	2009-6-2	7年	4.10	AAA	AAA	大公	北京控股集团有限公司

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表11 2009年上半年相同期限、有担保与无担保AA级企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构	担保情况
无锡市国联发展（集团）有限公司	10	2009-3-24	3年+3年	5.00	AA	AA	中诚信	无担保
许继集团有限公司	8	2009-3-25	3年+3年	4.60	AA	AA-	联合	抵押担保

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

◇ 银行担保债券仅1期，受到市场青睐

2008年，尚有“08赣煤债”、“08皖华茂债”、“08兴沪债”、“08广纸债”、“08大连港债”等5支银行担保债券；2009年上半年，银行担保债券仅1期，为中国水利水电建设集团公司发行的13亿元5年期企业债（“09中水电债”），由中国建设银行股份有限公司授权其北京市分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保期限为自债券发行之日起至债券到期之日后二年止。由于其稀缺性，受到市场青睐。对比期限同为5年的“09中水电债”、“09津城投2”、“09三峡债01”，从发行利率来看，“09中水电债”利率不仅大幅低于主体级别同为AA+、债项级别同为AAA的“09津城投2”，也低于主体级别为AAA的无担保“09三峡债01”。

表12 2009年上半年相同期限、有担保与无担保AAA级企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构	担保情况
中国水利水电建设集团公司	13	2009-3-19	5年	3.18	AAA	AA+	大公	中国建设银行股份有限公司
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	20	2009-3-25	5年	3.75	AAA	AA+	联合	质押担保
中国长江三峡工程开发总公司	70	2009-4-8	5年	3.45	AAA	AAA	中诚信	无担保

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

◇ 母公司担保一般能有效提升信用等级，降低发行利率

2009年上半年，母公司担保债券9期，其中5家发行人的母公司为直属国务院国资委的中央企业；通过母公司担保，除了“09普天债”（主体、债项信用等级均为AA-）和发行人主体级别已到AAA的以外，均实现了信用等级的提升，其中2家提升到了AAA。与其它增信方式相比，母公司担保一般能有效提升信用等级，降低发行利率。如期限相同的“09苏创投债”和“09建发债”发行利率显著低于以土地抵押担保的“09六安城投债”，期限相同的“09华能水电债”发行利率显著低于以应收账款质押担保的“09淄博城运债”和第三方担保的“09开滦债”。

表13 2009年上半年相同期限、母公司担保与其它增信方式企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级 机构	担保情况
淄博市城市资产运营有限公司	15	2009-4-27	10年	5.45	AA+	AA	新世纪	应收帐款质押
开滦(集团)有限责任公司	20	2009-6-8	10年	5.15	AA+	AA	中诚信	河北钢铁集团有限公司
华能四川水电有限公司	9.88	2009-6-29	10年	3.13	AAA	AA	联合	中国华能集团公司
六安城市建设投资有限公司	15	2009-3-2	5年+2年	7.10	AA	A+	大公	土地抵押
建发房地产集团有限公司	6.3	2009-3-23	5年+2年	6.0	AA-	A+	联合	厦门建发集团有限公司
中新苏州工业园区创业投资有限公司	5	2009-4-30	5年+2年	6.70	AA	A+	中诚信	苏州工业园区国有资产控股 股发展有限公司

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

◇ 担保公司担保日渐增多，但能否有效降低发行利率水平并不一致

2008年，仅有“08蒙路债”、“08西基投债”2期债券由担保公司提供担保，提供担保的担保公司均为中国投资担保有限公司。2009年上半年，共有4家担保公司为6期债券提供了担保，其中，中国投资担保有限公司担保了5家。

从担保增信效果来看，经担保后的债券信用等级均为AA以上，但能否有效降低发行利率水平并不一致。

铜陵市城市建设投资开发有限责任公司同时发行的2个不同品种企业债券分别采用了不同的增信模式，“09铜城投债01”以应收账款质押进行担保，“09铜城投债02”由中国投资担保有限公司、安徽省信用担保集团有限公司共同提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保增信后债项级别均为AA。尽管“09铜城投债01”期限比“09铜城投债02”短，但利率水平却显著高于“09铜城投债02”，显示出投资者对担保公司担保的品种更为青睐。

表14 铜陵市城市建设投资开发有限责任公司2个不同品种企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
铜陵市城市建设投资开发有限责任公司	5	2009-3-10	6年	6.95	AA	AA-	大公	应收账款质押
铜陵市城市建设投资开发有限责任公司	10	2009-3-10	7年	5.90	AA	AA-	大公	中国投资担保有限公司、安徽省信用担保集团 有限公司

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

再从“09合海恒债”来看，该债同样由中国投资担保有限公司提供担保，与同期限同级别企业债券利率比较，在发行成本上仍具有一定优势。

此外，中国投资担保有限公司还为绍兴市水务集团有限公司、兰州市城市发展投资有限公司发行的企业债提供了担保，因发行人同时采取了其它的增信措施，计入了组合增信。

表15 “09合海恒债”与同期限同级别企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	10	2009-1-15	7年	7.08	AA	AA	大公	应收账款质押担保
重庆市水利投资（集团）有限公司	15	2009-2-9	7年	5.92	AA	AA	大公	重庆交通旅游投资集团有限公司
合肥海恒投资控股集团有限公司	10	2009-2-27	7年	5.80	AA	AA	大公	中国投资担保有限公司
长春城市开发（集团）有限公司	12	2009-3-9	7年	6.08	AA+	AA	大公	应收账款质押担保方式

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从“09柳州投控债”和“09哈城投债”来看，“09柳州投控债”由北京首创投资担保有限责任公司提供担保，主体级别为AA-，担保后增信至AA；“09哈城投债”由哈尔滨市信融风险资金担保有限公司提供担保，主体级别为AA，担保后债项级别仍为AA。“09柳州投控债”和“09哈城投债”与期限和债项级别相同、采用土地抵押增信、主体级别更低的“09青州企业债”相比，发行利率更高。

北京首创投资担保有限责任公司是北京市政府开展中小企业融资担保的运作平台，“09柳州投控债”是其在资本市场开展的第一单担保业务；哈尔滨市信融风险资金担保有限公司是哈尔滨市政府专门为“09哈城投债”提供担保而设，目前尚未开展其他担保业务。

表16 “09柳州投控债”和“09哈城投债”与同期限同级别企业债券利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
哈尔滨市城市建设投资集团有限公司	20	2009-3-12	10年	7.08	AA	AA	联合	哈尔滨市信融风险资金担保有限公司
柳州市投资控股有限公司	14	2009-4-28	10年	6.55	AA	AA-	大公	北京首创投资担保有限责任公司
山东省青州市宏源公有资产经营有限公司	6	2009-5-22	10年	6.50	AA	A+	新世纪	土地使用权进行抵押担保

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

综合来看，担保公司担保日渐增多，但能否有效降低发行利率水平并不一致。中国投资担保有限公司资本实力较为雄厚，开展资本市场的担保业务较多，受投资者认可程度相对较高。

◇ 第三方企业担保债券日渐增多。主要有两种实现形式：

资信水平相当的发行人之间提供担保。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：浙江省能源集团有限公司与浙江省交通投资集团有限公司，冀中能源集团有限责任公司与河北钢铁集团有限公司、河北省建设投资集团，湖南华菱钢铁集团有限责任公司与湖南有色金属控股集团有限公司，淮南矿业（集团）有限责任公司、安徽省能源集团有限公司与马钢（集团）控股有限公司，宁波城建投资控股有限公司与宁波交通投资控股有限公司，重庆市地产集团有限公司与重庆渝富资产经营管理有限公司，重庆市水利投资（集团）有限公司与重庆交通旅游投资集团有限公司，贵州开磷有限责任公司与贵州省开发投资有限责任公司，河南神火集团有限公司与郑州煤炭工业（集团）有限责任公司、平顶山煤业（集团）有限责任公司等。在承销商的挖掘与撮合下，也出现了跨地域或跨行业的互保，如江苏悦达集团有限公司和陕西煤业化工集团有限责任公司，福建省交通运输（控股）有限责任公司与吉林省高速公路集团有限公司。

由资信水平较高的非关联企业提供担保，如杭州市城市建设投资集团有限公司为临安市城建发展有限公司、杭州余杭城市建设集团有限公司提供担保，天津城市基础设施建设投资集团有限公司为天津滨海发展投资控股有限公司提供担保，北京国有资本经营管理中心为北京金隅股份有限公司提供担保，大连港集团有限公司为大连市中小企业集合债券提供担保，四川长虹电子集团有限公司为绵阳市投资控股（集团）有限公司提供担保，昆明钢铁控股有限公司为昆明滇池投资有限责任公司提供担保等。这种情形下，企业发债行为受地方政府支持力度大，一般由政府牵头协调促成担保。

通过观察可发现，采用第三方担保的债券33期中，通过第三方担保实现了信用等级提升的22期，占比66.67%。除去主体信用等级已达AAA的3期，还有8期未实现信用等级提升，不同评级机构对第三方担保增信的评级结果存在差异。

表17 通过第三方担保未实现信用等级提升的8期债券情况

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用 等级	主体信用 等级	评级机构	担保情况
重庆市水利投资（集团）有限公司	15	2009-2-9	7年	5.92	AA	AA	大公	重庆交通旅游投资集团有限公司
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	30	2009-2-17	5年+5年	5.20	AA+	AA+	大公	湖南有色金属控股集团有限公司
淮南矿业（集团）有限责任公司	15	2009-2-18	3年+2年	4.12	AA+	AA+	联合	马钢（集团）控股有限公司
重庆市地产集团有限公司	23	2009-3-3	5年+2年	5.46	AA	AA	大公	重庆渝富资产经营管理有限公司
贵州开磷有限责任公司	5	2009-3-27	3年+3年	5.39	AA-	AA-	大公	贵州省开发投资有限责任公司
河南神火集团有限公司	5	2009-4-1	5年+2年	5.85	AA-	AA-	联合	郑州煤炭工业（集团）有限责任公司
天津泰达投资控股有限公司	29	2009-4-30	5年+5年	4.98	AA+	AA+	中诚信	天津滨海新区建设投资集团有限公司
江苏悦达集团有限公司	10	2009-6-3	5年+3年	5.06	AA	AA	联合	陕西煤业化工集团有限责任公司

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发行利率来看，投资者对于因评级标准不同而反映出的信用风险差异已经有了一定的认识，如“09五凌债”、“09冀能债02”、“09华润债01”、“09冀建投债02”期限均为10年，发行时间接近，债项信用等级均为AAA，但“09冀能债02”和“09冀建投债02”的发行利率显著高于联合资信评级的“09五凌债”和“09华润债01”。

表18 采用不同评级标准对债券评级的发行利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
五凌电力有限公司	10	2009-4-23	10年	4.60	AAA	AA-	联合	中国电力投资集团公司
冀中能源集团有限责任公司	10	2009-5-6	10年	5.08	AAA	AA+	大公	河北钢铁集团有限公司
华润股份有限公司	30	2009-5-8	10年	4.40	AAA	AAA	联合	中国华润总公司
河北省建设投资公司	10	2009-5-18	10年	5.05	AAA	AA+	中诚信	冀中能源集团有限责任公司

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

◇ 资产抵押、应收账款质押和组合增信方案设计灵活，更符合发行人的经营特征和资源优势

2009年上半年，共发行资产抵押/质押10期，其中，以土地、房产抵押的7家，以股权质押的2家，以采矿权抵押的1家；应收账款质押13期，除重庆渝隆资产经营（集团）有限公司之外，均实现了1~2级的信用增级；组合增信23期，一般组合使用上述几种增信方式，部分发行人还使用了风险准备金、偿债基金、政府的回购承诺、相关债权人保护条款、银行流动性支持等多种增信方式。

表19 2009年上半年部分采用组合增信的债券情况

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
绍兴市水务集团有限公司	15	2009-2-9	5年+2年	5.78	AA+	AA-	联合	中国投资担保有限公司担保；设立专项偿债基金，从绍兴市财政预算内收入中逐年提取
昆山市创业控股有限公司	20	2009-3-30	7年	4.70	AAA	AA	中诚信	应收账款质押、昆山市财政回购款的提前拨付留存及工商银行苏州分行给予的流动性支持
潍坊市投资公司	7	2009-4-15	5年+5年	5.88	AA	AA-	联合	设立政府偿债基金，从潍坊市财政预算内收入中拨入；股权质押
池州城市经营投资有限公司	5	2009-4-20	7年	7.38	AA	A+	鹏元	应收账款质押担保；池州市财政局按月将当月已收土地出让金净收益的20%拨付到公司设立的偿债专户
成都市兴蓉投资有限公司	10	2009-6-5	3年+3年	3.98	AAA	AA	中诚信	成都工业投资集团有限公司担保；兴业银行成都分行提供流动性支持

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构	担保情况
常州市武进城市建设投资有限责任公司	22	2009-6-9	7年	5.42	AAA	AA	新世纪	常州投资集团有限公司担保；应收账款质押担保
淮南市城市建设投资有限责任公司	15	2009-6-26	5年+2年	5.88	AA+	AA-	大公	土地使用权抵押担保。淮南市政府同意淮南市政府将本期债券本息纳入2009~2016年财政预算，由市财政按计划拨付资金

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

◇ 投资者对评级认可度不同，同期限同级别债券发行利率出现分化

2009年上半年，共有联合资信、中诚信、大公、新世纪、鹏元五家评级公司承担了企业债券的信用评级。从债券实际发行情况来看，投资者对评级认可度不同，同期限同级别债券发行利率出现分化。

从“09绍兴水务债”和“09春华债”来看，两者期限和债项信用等级相同，发行日期相近，后者主体级别高于前者，而发行利率比前者高30bp。从“09绵阳投控债”和“09吴国资债”，以及“09蓉工投债”和“09赣州发展债”也能发现类似情况。

从“09海投债”和“09龙湖债”来看，两者期限和主体、债项信用等级均相同，发行日期相近，后者发行利率比前者高82bp。从“09昆创投债”和“09武进城投债”，以及“09扬州开发债”和“09华西债”也能发现类似情况。

表20 2009年上半年部分同期限同级别债券发行利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构	担保情况
绍兴市水务集团有限公司	15	2009-2-9	5年+2年	5.78	AA+	AA-	联合	中国投资担保有限公司
呼和浩特春华水务开发有限责任公司	10	2009-2-11	5年+2年	6.08	AA+	AA	鹏元	应收账款质押
绵阳市投资控股（集团）有限公司	15	2009-4-8	5年+2年	5.85	AA+	AA	鹏元	四川长虹电子集团有限公司
吴江市东方国有资产经营有限公司	8	2009-4-10	5年+2年	5.18	AA+	AA-	联合	应收账款质押
成都工业投资集团有限公司	15	2009-6-4	5年+2年	5.08	AAA	AA	大公	应收账款质押
赣州发展投资控股集团有限责任公司	15	2009-6-16	5年+2年	5.58	AAA	AA	鹏元	应收账款质押

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表21 2009年上半年部分同期限同级别债券发行利率比较

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信 用等级	主体信 用等级	评级机 构	担保情况
昆山市创业控股有限公司	20	2009-3-30	7年	4.70	AAA	AA	中诚信	应收账款质押
常州市武进城市建设投资有限责任公司	22	2009-6-9	7年	5.42	AAA	AA	新世纪	应收账款质押
扬州经济开发区开发总公司	8	2009-5-12	7年	5.80	AA	AA-	联合	应收账款质押
江苏华西集团公司	20	2009-5-15	7年	6.05	AA	AA-	新世纪	无锡市交通产业集团有限公司
厦门海沧投资总公司	6	2009-4-30	5年+2年	5.88	AA	AA-	联合	土地抵押
重庆龙湖企业拓展有限公司	14	2009-5-5	5年+2年	6.70	AA	AA-	新世纪	房产抵押

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

四、下半年企业债发行市场展望

展望2009年下半年，在经济整体回升的情况下，企业债发行规模有望继续扩大，发行利率呈上行趋势。从发行主体地区分布来看，中西部地区发债企业有望增加；从行业分布看，城市建设投资类企业发行规模增速可能放缓；市场参与各方将进一步探索多种增信方式的综合运用；同时，各种创新产品（如中小企业集合债券）仍具备发展空间。