

联合研究报告

2010. 07. 08

2010 年上半年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 年上半年企业债券市场分析报告

报告编号: 20100708

概要

时间: 2010 年 7 月 8 日

分析师:

夏 阳
李志博
梁秀国
张 莉

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

2010 年上半年, 中国经济仍处于平稳较快增长通道, 但增速已趋缓。经济增长的三驾马车中, 投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。为调控流动性、管理通胀预期, 调整经济结构, 政府相机抉择出台了多项调控措施。

2010 年上半年, 企业债券一级发行市场的发行主体家数、期数和发行金额均有所下滑, 共有 63 家企业 (“10 武中小债” 计为 1 家) 累计发行企业债券 72 期, 合计发行额度 1405.5 亿元。中央企业和城市建设投资类 (“城投类”) 企业依然是企业债券市场的发行主力。受中长期债券品种收益率走低影响, 上半年发行的企业债券平均利率和利差水平呈现较为明显的下探走势。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等级、发行人主体信用等级以及债项增信方式等均有一定关联。由于潜在的加息预期以及目前相对较低的发行成本, 更多的发行人选择更为长期的债券期限结构以锁定融资成本, 导致上半年企业债券市场大量涌现 7 年期以上产品。

2009 年 12 月 31 日, 保监会发布《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》, 对保险机构购买无担保企业债予以放行, 2010 年上半年 AAA 信用等级企业发行的债券均无担保, 无担保债券未来有望成为高信用等级企业发行企业债券的主流方式。

2010 年 6 月 10 日, 国务院发布了《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》(国发〔2010〕19 号), 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。后续相关政策的落实情况, 对城投类企业债券的发行模式将产生直接的影响。预计下半年中央企业和地方大型国有企业仍将是企业债的发行主力。同时, 鉴于政策面对中小企业发展及融资环境改善的大力倡导与支持, 中小企业集合债等其他创新类债券品种有望成为企业债新的成长点, 本年度企业债券发行市场将更趋多元化。

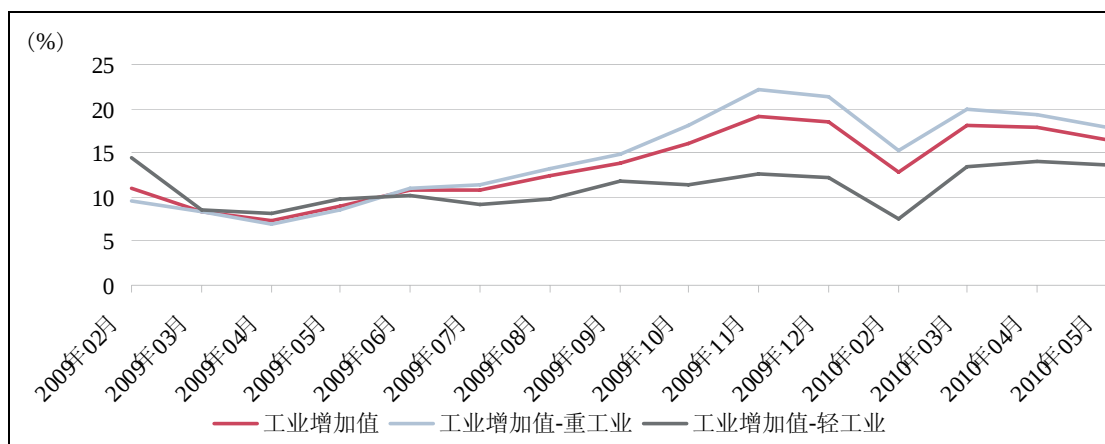
一、宏观经济环境

2010 年上半年，中国经济仍处于平稳较快增长通道，但增速趋缓。经济增长的三驾马车中，投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。为调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构，政府相机抉择采取多项调控措施。

基本面——宏观经济总体继续保持平稳较快增长，三驾马车对经济的拉动作用更为平衡

2010 年上半年，宏观经济总体保持平稳较快增长，但减速趋势已经显现。根据国家统计局公布的数据，2010 年 1~5 月份，规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增速比上年同期加快 12.2 个百分点，比 1~4 月份回落 0.6 个百分点。从二季度的运行情况看，4 月份，规模以上工业增加值同比增长 17.8%，增速比 3 月份小幅回落 0.3 个百分点；5 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.5%，比 4 月份回落 1.3 个百分点，工业增加值同比增速连续两个月回落。由于补库存及投资快速拉动经济增长的阶段过去，预计下半年工业增加值将逐步回落，经济增长的动能有所减弱。

图 1 工业增加值同比增速变化情况



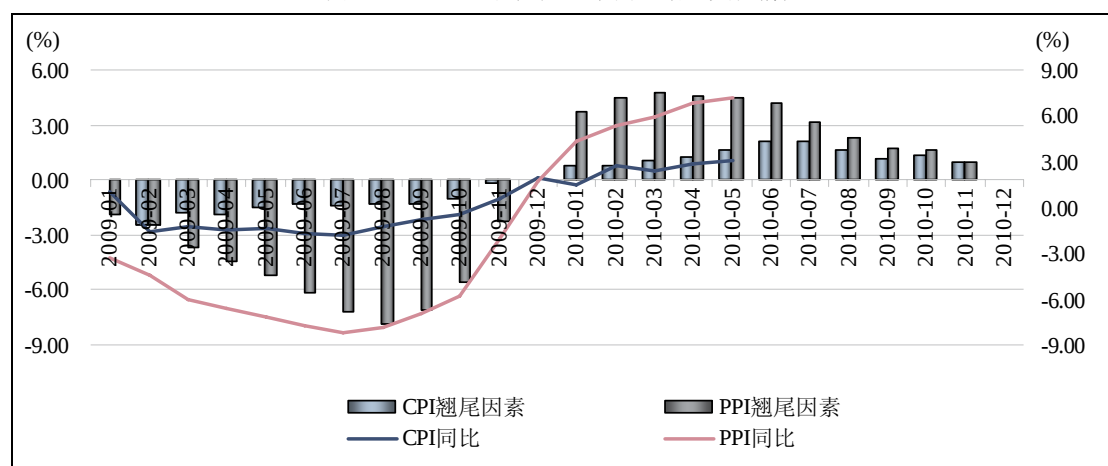
资料来源：wind 资讯、联合资信整理

主要受翘尾因素影响，上半年 CPI、PPI 涨幅继续扩大，1~5 月 CPI 同比分别增长 1.5%、2.4%、2.7%、2.8%和 3.1%；PPI 同比分别增长 6.1%、5.4%、5.9%、6.8%和 7.1%，5 月 CPI 和 PPI 同创年内新高，其中 5 月当月 CPI 增幅已超过 3%的通货膨胀警戒线。由于 CPI 在 6~7 月份翘尾因素达到高点（均为 2.11%），新涨价因素回落的空间有限，预计未来 2 个月 CPI 继续上涨；而 PPI，由于目前受外围市场调整的影响，大宗商品价格整体大幅下挫，加上投资放缓导致中上游产业对原材料的需求不足，PMI 购进价格出现回调，以及受翘尾因素自 6 月份开始逐步回落影响，预计 PPI 有望见顶回落，但现阶段仍处于高位。总体来看，未来通胀压力犹存，但由于经济增长的放缓，通胀压力有望缓解。

从三驾马车的作用来看，投资、消费和出口的作用更为平衡。①投资增速有所回落。2010 年 1~5 月份，城镇固定资产投资 67358 亿元，同比增长 25.9%，比 1~4 月份回落 0.2 个百分点。从中央和地方投资看，中央投资有所回升，地方投资继续回落，但回落幅度放缓。值得关注的是，在固定资产投资占比最大的（20%左右）房地产开发投资完成额，累计同比增幅并未出现下降，2010 年前五月比 1~3 月份上升了 2 个百分点。4 月中旬出台的房地产新政对

房地产投资降温影响从 5 月下旬才初现端倪，随着房产新政的不断发力，预计下半年其影响将逐步显现，下半年固定资产投资将延续逐步回落的态势；②消费增长态势平稳。2010 年 1~5 月份，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1~4 月加快 0.1 个百分点。从实际增速来看，扣除商品零售价格指数上涨后，5 月份社会消费品零售总额同比增长 15.6%，连续 4 个月在 15% 以上的较快增长水平；③出口强力反弹。2010 年 5 月份，中国进出口总值达 2439.9 亿美元，增长 48.4%，其中出口同比增长 48.5%，比上月加快 18.1 个百分点，并创出年内新高，进口同比增长 48.3%，比上月降低 1.4 个百分点。2010 年 5 月份中国贸易顺差升至 195.33 亿美元，在 2010 年 3 月份出现月度逆差后连续第二个月回升，并创下年内新高，同比增长 49.86%。考虑到 2010 年 4 月份欧洲债务危机迅速恶化并蔓延带来的去消费化效应增强、汇改组合拳政策的推出，预计下半年出口的高速增长难以为继。

图 2 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

总体看，上半年中国经济仍处于平稳较快增长通道，但减速趋势已经显现，通胀压力有望缓解。经济增长的三驾马车中，消费增长平稳，出口需求的强劲反弹部分抵消了投资需求放缓所带来的负面影响，投资、消费和出口对经济增长的拉动作用更为平衡。

政策面——多项政策相机抉择，主要在于调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构

为调控流动性、管理通胀预期，调整经济结构，2010 年上半年政府相机抉择，出台了系列调控政策，主要表现如下：

货币政策方面，上半年央行通过运用公开市场操作、法定存款准备金率、汇率改革、调整信贷规模和结构等手段进行调控。①公开市场操作：为控制外汇占款的快速增长、回收流动性和稳定利率预期，央行于 2010 年 4 月 8 日在时隔 22 个月之后重启 3 年期央票，旨在用更长期的资产锁定短期的流动性，上半年共发行 3 年期央票 4630 亿元。此外，从公开市场净投放量看，1~4 月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），5 月份以来由于数量调控型货币政策作用的显现，以及人民币被动升值导致外汇占款增量明显萎缩，资金面出现过度紧张局面，为了缓解流动性紧张、支持农行 IPO 申购资金的需要，央行从 5 月 24 日开始，连续 6 周通过净投放

向市场注入流动性，2010年5月和6月央行分别向市场投放2240亿元和5710亿元，但这一操作并非意味着政策转向，具有暂时性。2010年5月货币净回笼1005亿元，较4月力度有所减缓，但同比多回笼307亿元。②提高法定存款准备金率：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，5月10日再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至17%，距2008年6月17.5%的高点仅0.5个百分点。此次上调0.5个百分点，直接冻结资金3000亿元左右，同时通过降低货币乘数，减少了货币供应量，推动M2加速下行，降低国内过剩货币规模，有利于抑制资产价格泡沫。③汇改：2010年6月19日，央行宣布将进一步推动人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，这是自人民币汇率在2008年7月与美元重新挂钩近2年来，管理层首次表态将恢复2005年7月汇改以来的汇率运行机制，即实行以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。汇改重启可视为对近期外部压力的一种策略性回应，人民币在年内将步入缓慢升值阶段。由于人民币升值压力的持续，热钱很可能重新流入，市场有可能重新面临外部流动性压力。④调控信贷规模和信贷结构。2010年央行通过窗口指导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季度投放规模2.6万亿元人民币贷款的基础上，第二季度的贷款规模回落，其中4月份和5月份分别投放7740亿元和6399亿元人民币贷款，预计二季度新增贷款规模在2万亿左右，总体贷款规模同比环比均出现大幅回落，有利于避免因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、投融资平台、高耗能产业等的贷款投向采取了控制措施。上述系列货币政策的推出，体现了货币当局在管理通胀预期、防范经济超预期下行，以及通过对信贷投向的调整减少银行信贷风险之间的平衡。尽管数量型货币政策可部分锁定国内过剩流动性，但其调控已至高点，加息预期进一步增强。

房地产市场调控政策方面，自2010年4月14日召开的国务院常务会议对房地产按揭贷款进行调整开始，针对房地产调控的一系列紧缩政策出台了系列政策，其中最为严厉的为2010年4月17日出台的《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。系列地产新政的实施，**首先**，直接导致银行对地产信贷收缩，致使银行体系流动性更为充裕，因此央行后续通过系列公开市场操作业务和提高准备金率回收流动性；**其次**，股市因受地产政策调控拖累也大幅下挫，国内资产价格的预期收益率明显下滑，同期，热钱由4月份较大的流入转向为5月份大规模的流出，市场流动性被动收缩；**再次**，由于房地产市场降温，使得其资产价格泡沫难以持续，通胀预期有所缓解；最后，由于房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，地产新政效应逐步显现后，下半年城镇固定资产投资增速动能将减弱，经济增速较上半年放缓。

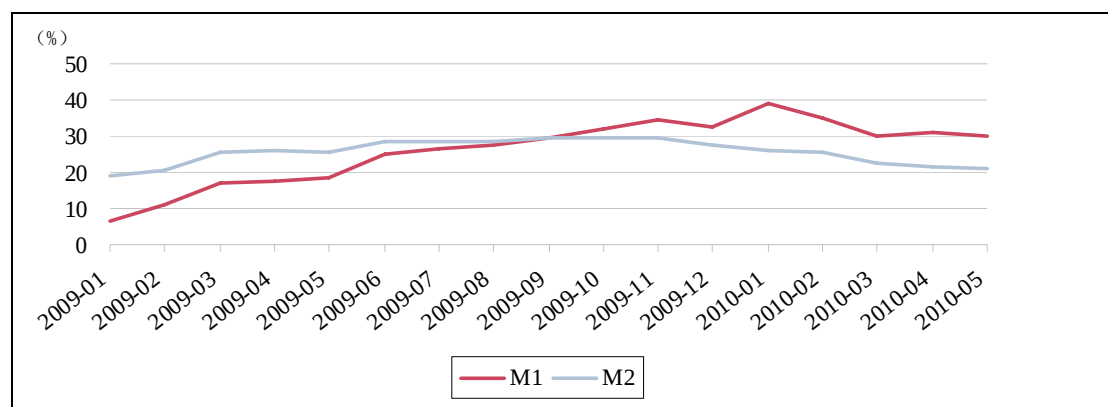
地方融资平台治理方面，在积极财政政策和适度宽松货币政策推动下，中国地方政府投融资平台的大规模投资拉高了其基于地方政府信用的债务规模。基于此，各监管部门加大了对城投企业债务的风险控制，并出台了系列的政策和规定，其中2010年6月10日，国务院下发《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》，从清理核实地方融资平台债务、对地方融资平台进行规范、加强融资平台贷款管理、制止地方政府违规担保承诺、加强组织领导确保落实五方面进行了明确，该政策的出台，一方面规范了政府投融资平台的运作，防范了地方政府的债务风险，但另一方面银行对投融资平台信贷的进一步收缩导致银行体系流动性较为充裕，地方政府投资的放缓也将减弱固定资产投资动能，进而拉低宏观经济未来的整体增速。

经济结构调整方面，2010 年上半年以来，政府实施了系列区域振兴规划，实现产业转移和升级；鼓励民间投资进入新的产业领域，增强经济内生力量；继续推进家电下乡、汽车下乡，刺激消费。产业政策方面，出台资源税改革、取消部分产品出口退税（6 月 22 日财政部和国家税务总局联合下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，明确从 7 月 15 日起，取消包括部分钢材、有色金属建材等在内的 406 个税号的产品出口退税）、对高耗能企业实施差别电价和差别信贷措施，增强产业结构调整力度，同时大力发展战略性新兴产业，发展现代服务业。

资金面——货币供应动力减弱，银行间市场资金面趋紧

2010 年上半年，受上述货币政策因素影响，货币供应动力减弱，货币供给量 M1 和 M2 同比增速持续下滑，整体资金面有所收紧。截至 2010 年 5 月末，广义货币（M2）余额 66.34 万亿元，同比增长 21%，比上月末低 0.5 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额 23.65 万亿元，同比增长 29.9%，比上月低 1.4 个百分点。其中 M2 增速继续自 2009 年 11 月以来的回落走势，M1 在 2010 年 1 月冲高后有所回落，4 月份出现反弹，但 5 月份以来下滑回落加快，央行在货币政策方面的适度收紧效应已逐渐显现。M1 与 M2 增速缺口（M1-M2）在 5 月份有所收窄，但仍处于较高位置，资金活期化仍在持续。

图 3 2009 年~2010 年 5 月 M1、M2 同比增速变动情况

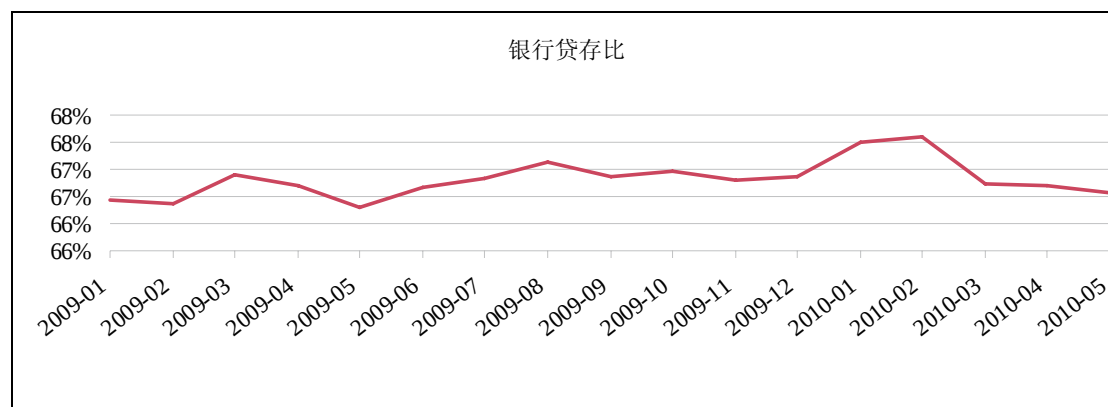


资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，受信贷规模和信贷投向调控导致的新增贷款规模回落，以及银监会在 2010 年初规定的各银行贷存比不得高于 75%、在 2010 年 6 月底之前要达标的监管规定等因素的影响，3 月份以来银行贷存比逐月下滑，2010 年 5 月底贷存比为 66.58%，账面反映银行间市场资金流动性较为充裕，但考虑到以下因素，二季度以来银行间市场资金面实际趋紧：①2010 年二季度以来，新增企业存款持续下降，新增存款结构发生变化，月均新增居民存款处于低位水平，而新增财政存款连续两个月保持高位，由于财政存款存放于央行，这在一定程度上抽紧了其流动性。②超额存款准备金率进一步下降。2010 年以来金融机构超储率已由上年末的 3.13%降至 1.96%，这对金融机构的流动性具有一定的影响。③6 月初中行发行的 400 亿元可转债进行申购，由于申购需求较大，共冻结资金 1.74 万亿元，市场资金面进一步收紧，在申购结束后，银行间市场资金面曾有短暂缓解，但由于中下旬大规模的利率产品-地方政府债和国债的发行，农行 IPO 的启动，以及部分银行为在 6 月底达到贷存比要求，加大了吸储，银行资金由融出转为融入，银行间市场资金面紧张程度加大。

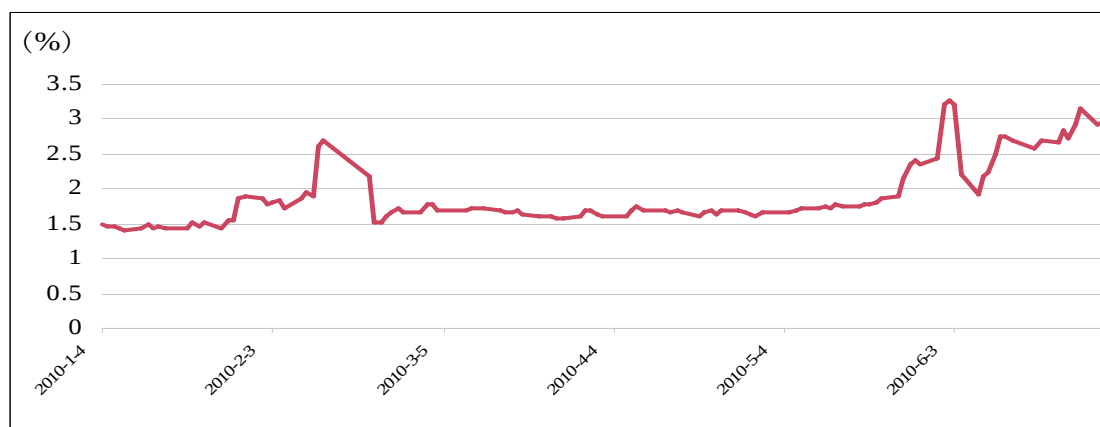
二季度受银行间市场资金面逐步趋紧的影响，银行间同业拆借短期资金成本（7 天回购利率）1 季度末为 1.68%（3 月份 7 天品种加权平均利率为 1.67%），4 月份在 1.31%~1.74 之间小幅震荡（4 月份 7 天品种加权平均利率为 1.65%），5 月份由 1.67%一直上行至 2.45%（5 月份 7 天品种加权平均利率为 1.95%），6 月上旬冲高至 3.28%，随后有所回落，但仍在 2.5%左右徘徊（6 月份 7 天回购利率为 2.7%左右）。与 2010 年一季度相比，二季度短期资金成本明显上升，银行间市场资金面较为紧张进一步得以印证。

图 4 2009 年~2010 年 5 月金融机构贷存比变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图 5 2010 年 1~6 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——发行规模小幅增长，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率出现分化，短端品种收益率显著上升，中长端品种收益率逆势下降

上半年主要债券品种的发行规模合计 51071.65 亿元，同比增长 53.19%，整体增幅较大，但各品种增幅差异显著。利率产品中代发地方债发行规模同比下降、国债和央票发行规模大幅提升；信用产品中短券发行规模增速迅猛，其他中长期债券发行规模大幅回落。具体表现在：

利率产品：（1）国债：2010 年上半年共发行国债 6957.80 亿元，同比增长 26.18%。（2）代发地方政府债：2010 年 6 月 18 日，代发地方政府债发行正式启动，共有 9 个省区市列入首次发行计划，发行额度为 438 亿元。2009 年单期最大的发行规模为 169 亿元，2010 年度首期发行规模远高于 2009 年，主要原因在于地方融资平台受限后，地方政府的融资需求非

常强劲，而且原计划二季度开始发行的代发地方政府债券，后一直到6月中下旬才推出，也是促使本次代发地方政府债券单期发行规模较高的原因之一。但由于本年度地方债券发行启动较晚，导致上半年发行规模比上年同期有所下降。(3) 央票：上半年央行加大了资金回笼力度，导致央票发行规模快速增长，上半年央票发行规模 29850.00 亿元，同比增长 112.46%，央票发行规模占比也迅速提升至银行间债券市场总体发行规模的 58.45%，稳居第一。

信用产品：上半年非金融企业债务融资工具（企业债券、中票和短券）发行规模合计 7831.85 亿元，同比增长 1.81%，不同期限债券发行规模变化各异，其中中长期债券——企业债和中票发行规模萎缩，短期债券——短券发行规模大幅攀升。(1) 企业债：上半年企业债券发行 1405.50 亿元，同比下降 23.48%。2009 年企业债券的发行主体主要集中在地方政府融资平台，而 2010 年以来随着政府及相关监管部门对于地方政府融资平台的整顿和治理措施的逐步落实，尤其是 6 月 10 日国务院《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》的下发，城投债发行规模和发行频率锐减，这直接导致了企业债券发行规模的萎缩。(2) 中票：上半年中票发行 2890.00 亿元，同比下降 33.67%，中票发行规模同比下滑，主要原因在于：①由于 2009 年加息预期较强，中票成本优势明显，加上中票发行效率较高，为平衡债务结构，优质企业基本选择了期限较长的中期票据这一融资工具，导致 2009 年同期中票发行量大幅上升，受高基数影响，2010 年同期中票发行规模同比回落；②上半年短券发行增量对中票形成了分流；③2010 年 6 月份启动的地方政府债券，发行规模较大，对中票分流作用明显，2010 年 6 月份中票仅发行 342.60 亿元，较 2010 年 4、5 月分别减少 342 亿元和 379 亿元，6 月份发行规模的锐减也加剧了上半年中期票据发行规模同比下降的幅度。(3) 短券：上半年短券发行 3536.35 亿元，同比增长 135.99%，其占比由 2009 年上半年的 4.49%提升至 6.92%，短券发行规模大幅提升。

表 1 2010 年上半年主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年上半年		2010 年上半年		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
国债	5514.18	16.54	6957.80	13.62	26.18
地方债	1659.00	4.98	438.00	0.86	-73.60
央票	14050.00	42.14	29850.00	58.45	112.46
金融债	4424.30	13.27	5980.00	11.71	35.16
企业债	1836.83	5.51	1405.50	2.75	-23.48
中票	4357.00	13.07	2890.00	5.66	-33.67
短券	1498.50	4.49	3536.35	6.92	135.99
其他	0.00	0.00	14.00	0.03	--
合计	33339.81	100.00	51071.65	100.00	53.19

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从债券市场收益率表现来看，上半年债券市场收益率波动出现分化，其中短端品种收益率先降后升，而中长端品种收益率持续走低。短券品种收益率主要由资金面决定，而中长端品种收益率受基本面影响较大。二季度资金面的逐步趋紧，带动了短端品种收益率的上行，而中长端品种到期收益率逆势走低的原因主要如下：①现阶段国际国内宏观经济增长普遍放缓，市场经济预期悲观并对“二次探底”担忧加大，实体经济需求预期下降导致资金成本有走低预期；②资金面紧张属于阶段性的，市场预期未来资金面有望缓解；③本季度重启的 3 年期央票与 1 年期央票的利差处于高位（70BP 左右，而历史均值在 40BP 左右），3 年期央票发行利率的持续走低属于利率的合理回归。由于 3 年期央票发行利率对于中长期债券具有

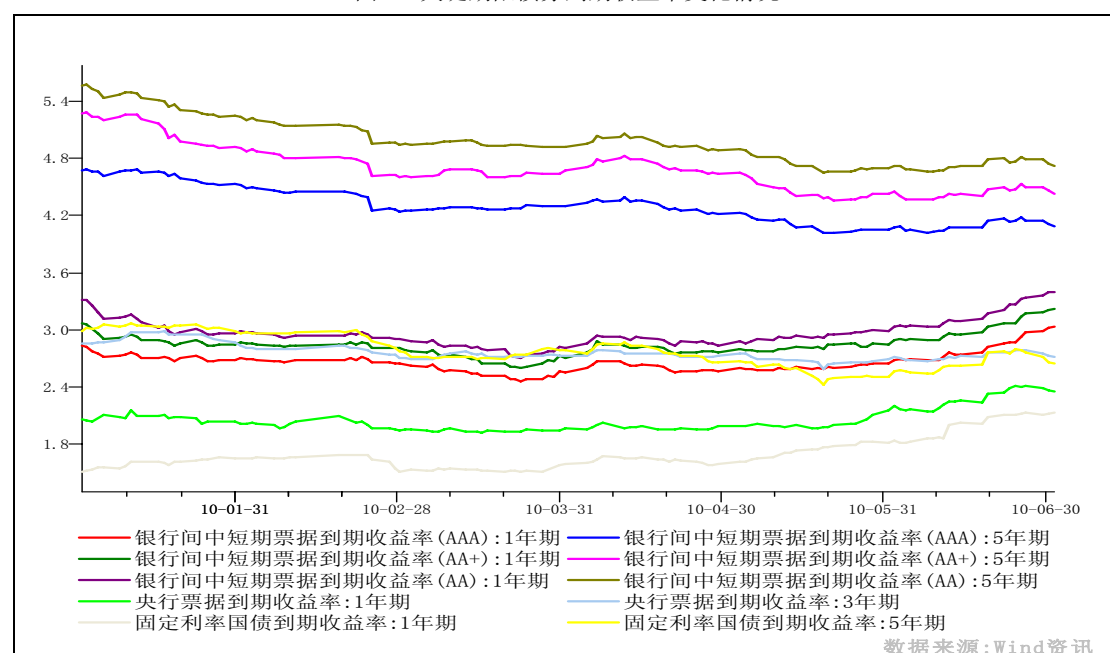
风向标的作用，其下降引导了其他中长期债券的下滑。从收益率曲线来看，1 年期短期票据、央票和国债到期收益率在一季度逐月下降后，在二季度逐月上行，6 月份涨幅更为明显，6 月末到期收益率基本上突破了年初的高点；3 年期央票、5 年期国债和 5 年期银行间债券等中长期债券到期收益率延续了下滑趋势，其收益率低于一季度的平均水平。

表 2 关键期限债券到期收益率月度均值涨幅

指标/月份	1 月 (%)	2 月 (%)	3 月 (%)	4 月 (%)	5 月 (%)	6 月		
						当月 (%)	较 3 月增 幅 (BP)	较 1 月增 幅 (BP)
中短期票据 AAA(1 年期)	2.72	2.68	2.55	2.59	2.60	2.80	25	8
中短期票据 AA+(1 年期)	2.91	2.84	2.70	2.79	2.81	3.01	31	10
中短期票据 AA(1 年期)	3.08	2.95	2.81	2.88	2.93	3.16	35	8
央票 (1 年期)	2.07	2.01	1.94	1.96	2.01	2.27	33	20
国债 (1 年期)	1.59	1.66	1.52	1.62	1.73	1.98	46	39
中短期票据 AAA(5 年期)	4.63	4.45	4.28	4.31	4.10	4.09	-19	-54
中短期票据 AA+(5 年期)	5.12	4.82	4.64	4.72	4.46	4.44	-20	68
中短期票据 AA(5 年期)	5.41	5.15	4.95	4.96	4.74	4.73	-22	68
央票 (3 年期)	2.92	2.81	2.72	2.74	2.67	2.72	0	-20
国债 (5 年期)	3.03	2.96	2.74	2.77	2.55	2.65	9	-38

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

图 6 关键期限债券到期收益率变化情况

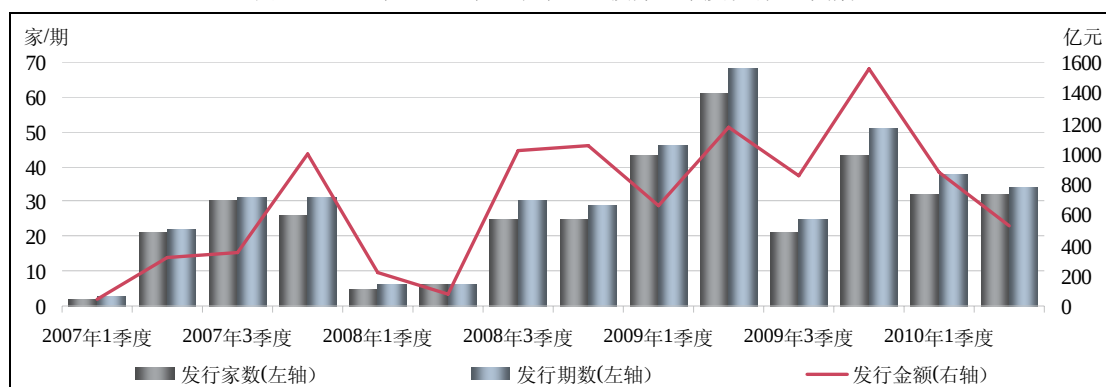


二、 企业债发行市场运行分析

企业债券发行规模有所下滑

2010 年上半年，共有 63 家企业（“10 武中小债”计为 1 家）累计发行企业债券 72 期，合计发行额度 1405.5 亿元。与 2009 年同期相比，上半年企业债券的发行主体家数、期数和发行金额均有所下滑，分别同比下降 39.42%、36.84%和 23.48%。

图7 2007年~2010年上半年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年上半年，企业债券平均单期发行规模为19.52亿元，比2009年全年平均发行规模（22.38亿元）有所下滑，其中10亿元（含10亿元）以下发行了32期，占比44.44%；10~30亿元（含30亿元）发行了33期，占比45.83%；30亿元以上发行了7期，占比9.72%。总体看，上半年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年上半年前五大主体发行规模为606亿元，占总量的43.12%，较2009年全年占比提高1.60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到500亿元。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，所以上半年铁道部未有企业债券发行。

表3 2009年和2010年上半年企业债券前5大发行人情况

2009年全年前5大发行人			2010年上半年前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	400
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		606
占总发行规模比例(%)		41.52	占总发行规模比例(%)		43.12

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年上半年发行企业债券72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6年以上，主要以7年期和10年期为主，共计发行了31期，占比43.06%；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24期，占比33.33%。

表 4 2010 年上半年企业债券期限分布结构

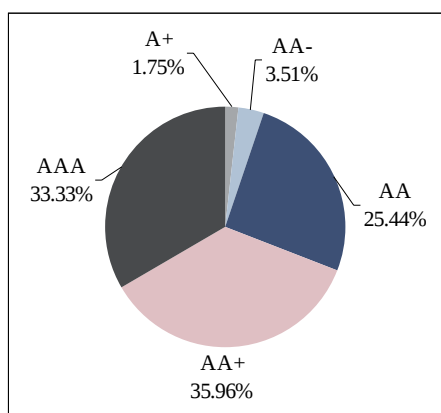
分类	不含选择权债券					含选择权债券							
	6 年	7 年	8 年	10 年	15 年	3 年	3+2 年	3+3 年	4+2 年	4+3 年	5+2 年	5+5 年	7+3 年
发行期数	5	19	3	12	2	1	1	3	1	1	14	6	4
期数占比 (%)	6.94	26.39	4.17	16.67	2.78	1.39	1.39	4.17	1.39	1.39	19.44	8.33	5.56
合计占比 (%)	56.94					43.06							

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

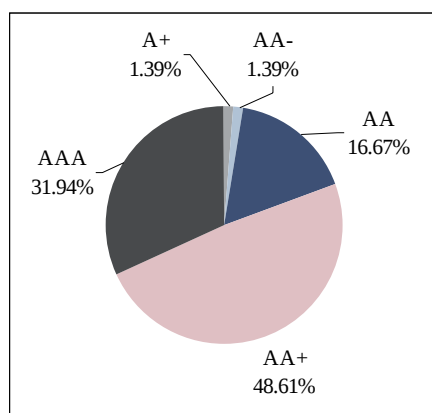
从信用等级分布看，2010 年上半年发行的 72 期企业债券中，除“10 武中小债”信用等级为 A+、“10 贵州债”为 AA-外，其余 70 期债券全部达到 AA 或以上级别，其中 AA+和 AAA 级债券占比分别为 48.61%和 31.94%，比重较 2009 年同期均有大幅提高（参见下图）。

图 8 2009 年上半年债项信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

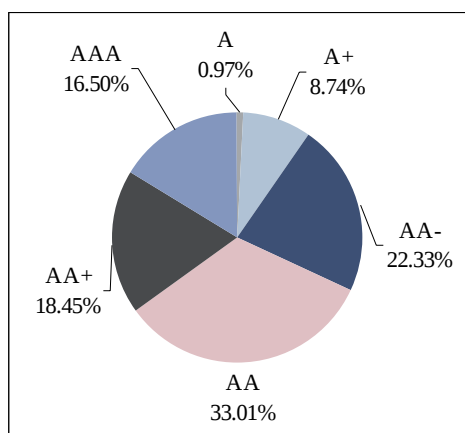
图 9 2010 年上半年债项信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

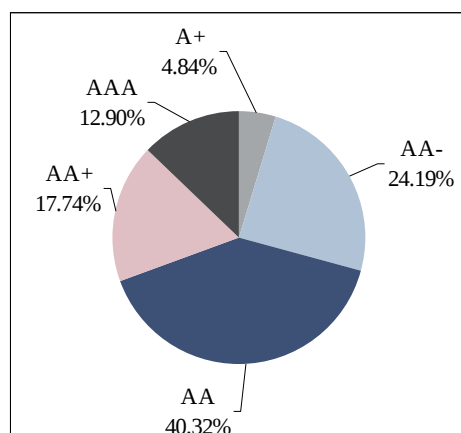
同期，发行主体信用等级分布也存在类似情况。2010 年上半年 62 家发行主体中（未计入“10 武中小债”），较低信用等级（A+级别及以下）的发行主体上半年占比仅为 4.84%，较 2009 年同期下降 4.87 个百分点；AA-占比同比提高了 1.86 个百分点，至 24.19%；AA 占比同比提高了 7.31 个百分点，至 40.32%，等级分布呈现较为明显的“上移”趋势。

图 10 2009 年上半年主体信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 11 2010 年上半年主体信用等级分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：2009 年上半年共 103 家发行主体（未计入“09 大连中小债”8 家发行主体），2010 年上半年共 62 家发行主体（未计入“10 武中小债”5 家发行主体）。

发行主体地区集中程度较高，北京市、江苏省等地区发债企业踊跃

2010 年上半年，企业债券发行主体共计 62 家（未计入“10 武中小债”5 家发行主体），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 20 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 年上半年，共有 8 家中央企业发行了共计 645 亿元的企业债券，分别占总发行家数和总额度的 12.70%和 45.89%，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。

表 5 2010 年上半年企业债券发行主体区域分布情况

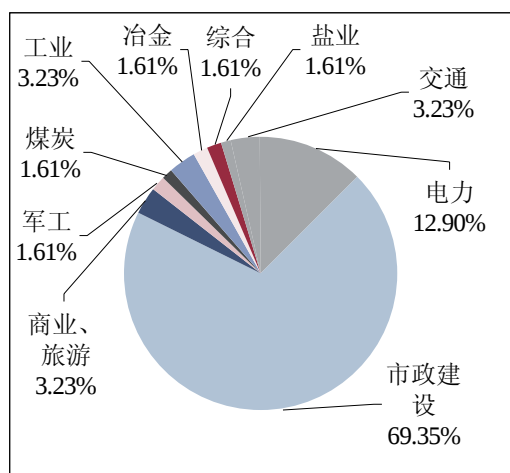
地区	包含省份	数量 (家)	重点发 债区域	数量 (家)	占比(%)
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	16	江苏	11	17.46
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	21	北京	10	15.87
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	3	湖南	5	7.94
华中	河南省、湖北省、湖南省	11	安徽	4	6.35
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	4	江西	4	6.35
西北	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	2	湖北	4	6.35
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	6	辽宁	4	6.35
合计		63	合计	42	66.67

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

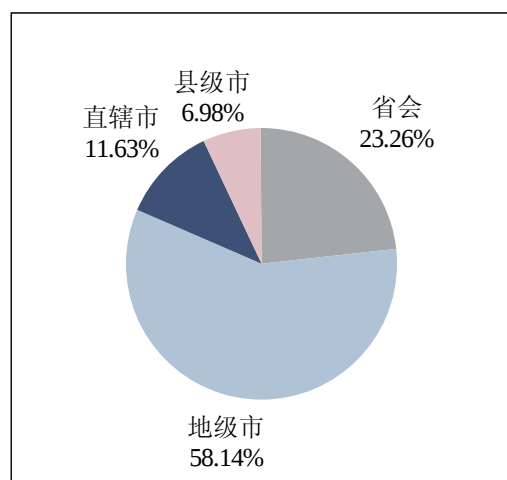
地方企业债券仍以城投债为主。2010 年上半年，共有 43 家城市建设投资类企业发行 45 期企业债券，发行额度 592 亿元，家数、期数、发行额分别占总量的 69.35%、62.50%和 42.12%。从 43 家城市建设投资类企业所依托的地方政府的行政级别来看，直辖市 5 家（均为区一级的企业），占比 11.63%；省会城市 10 家，占比 23.26%；地级市 25 家，占比 58.14%；县（县级市/区）3 家，占比 6.98%。总体看，2010 年上半年，城投企业债券发行门槛有所提高，发行主体以省会城市和地级城市政府投融资平台为主，其占比合计为 81.40%，较 2009 年上升 10.52 个百分点。尽管仍有 3 家县级城投公司发债，但都位于经济相对发达的江苏省。

图 12 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 13 城投债按所在地行政级别划分

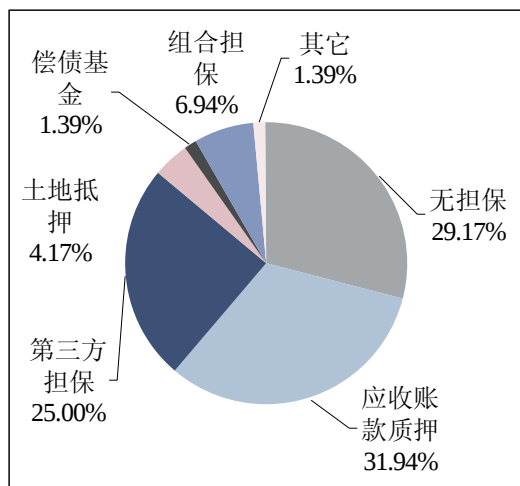


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

增信方式继续呈现多样化，无担保债券占比提升

近年来，企业债券增信方式多元化趋势增强，2010年上半年发行的72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组合担保等多种增信方式。

图14 2010年上半年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

与去年同期相比，无担保债券占比明显提高，由18.42%提升至29.17%。值得注意的是，21期无担保债券中，除了“2010年南通产业控股集团有限公司公司债券”和“2010年鄂尔多斯市国有资产投资经营有限责任公司公司债券”2支信用等级为AA的城投债以外（尽管2家发行主体均为地方国有资产投资公司，并非完全意义上的城市建设投资类企业，但债券募集资金均主要投向基础设施建设，还款来源主要为地方财政收入，因此仍将其视为城投债），其余20期债券均为AA+或AAA信用等级，且发行人均为非城市建设投资类企业。这种现象说明，一方面，投资者对高信用等级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。2010年1月，2010年中国南方电网有限责任公司公司债券成功发行，成为自保监会2009年12月31日发布《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》，对保险机构购买无担保企业债予以放行后，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。预计无担保债券未来有望成为高信用等级企业发行企业债券的主流方式。

由于市场参与机构对各种增信方式认可程度上的差异，2010年上半年发行的企业债券仍主要采用第三方担保和应收账款质押以达到增信效果，其发行期数分别为18期和23期，占比分别为25.00%和31.94%。考虑到采用组合增信的5期企业债券中，有4期为“应收账款质押+土地抵押”，则实际上采用了应收账款质押增信方式的债券占比更高。

应收账款质押等增信模式存在一定政策性风险

目前，采用了应收账款质押增信方式的债券全部为城投债。45期城投债中的增信方式情况见下表。可以看到，应收账款质押和由城投企业的母公司或其它城投企业提供担保是目前城投债的主要增信方式。

表 6 2010 年上半年城投债增信方式情况

增信方式	期数(期)	期数占比(%)	备注
应收账款质押	23	51.11	
应收账款质押+土地抵押	4	8.89	
土地抵押	3	6.67	
第三方担保(母公司或其它城投企业)	10	22.22	
第三方担保(其它非城投企业)	2	4.44	2010 年北京市顺义区国有资本经营管理中心企业债券(7 年和 5 年 2 个品种, 计为 2 期), 由首钢总公司担保
第三方担保(担保公司)	1	2.22	2010 年江苏省太仓港港口开发建设投资公司企业债券, 由北京首创投资担保有限责任公司担保
偿债基金	1	2.22	2010 年漯河市城市建设投资有限公司公司债券, 由公司设立专项偿债基金, 资金由漯河市财政局拨付
其它	1	2.22	2010 年广州市建设投资发展有限公司公司债券, 由公司设立专项偿债账户, 资金来源于相关土地开发的增值收入和计划投资建设项目的财政资金
合 计	45	100	

资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

值得关注的是, 2010 年 6 月 10 日, 国务院发布了《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》(国发〔2010〕19 号, 下称《通知》), 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。《通知》要求: 坚决制止地方政府违规担保承诺行为; 地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任, 实现融资平台公司债务风险内部化; 要严格执行《中华人民共和国担保法》等有关法律法规规定, 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。

《通知》公布后, 截至目前尚无新的城投债发行。后续相关政策的落实情况, 对城投类企业债券的发行模式将产生直接的影响。

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”、“2007 年中关村高新技术中小企业集合债券”和“2009 年大连市中小企业集合债券”成功发行后, 又一支中小企业集合债券——“2010 年武汉市中小企业集合债券”于 2010 年 4 月 28 日成功发行。该债券发行规模为 2 亿元, 期限为 3 年, 发行人为武汉当代科技产业集团股份有限公司、武汉思远投资有限公司、武汉青江化工股份有限公司、湖北三环发展股份有限公司、武汉启瑞药业有限公司等 5 家武汉市中小企业, 由武汉信用风险管理有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 由武汉国有资产经营公司提供再担保。本期债券设置了投资人定向转让选择权: 本期债券投资人享有 5 次全部或部分转让本期债券给武汉国有资产经营公司的权利, 行权的频率为从本期债券的首个起息日起每半年一次, 转让净价为本期债券面值。

联合资信承担了目前已面世的全部中小企业集合债券的评级, 武汉中小企业集合债券的信用等级为 A+。发行人长期主体信用等级为 BB+~BBB-, 票面年利率为 4.66%。

承销市场较为分散

2010 年上半年参与企业债券发行的主承销商共 38 家，较 2009 年同期减少 15.56%。按照承销期数排序，前 5 位主承销商依次为中国银河证券股份有限公司、中信建投证券有限责任公司、国家开发银行股份有限公司、华泰联合证券有限责任公司、渤海证券股份有限公司，与 2009 年相比变化较大；按照承销规模排序，前 5 位主承销商分别为中国银河证券股份有限公司、中信建投证券有限责任公司、国家开发银行股份有限公司、中国建银投资证券有限责任公司、招商证券股份有限公司。从承销规模集中度看，前五位主承销商上半年承销规模合计为 519 亿元，占总发行规模的 36.93%，较 2009 年同期的 40.29%有所下降。

表 7 2010 年上半年企业债承销情况

主承销商	承销规模 (亿元)	承销期数 (期)	主承销商	承销规模 (亿元)	承销期数 (期)
中国银河证券股份有限公司	167.5	7	中银国际证券有限责任公司	27	2
中信建投证券有限责任公司	119	6	光大证券股份有限公司	25	1
国家开发银行股份有限公司	100	5	中信证券股份有限公司	25	1
中国建银投资证券有限责任公司	67.5	3	江南证券有限责任公司	23	2
招商证券股份有限公司	65	2	国信证券股份有限公司	20	2
高盛高华证券有限责任公司	63	2	齐鲁证券有限公司	20	1
渤海证券股份有限公司	56	4	信达证券股份有限公司	20	2
国泰君安证券股份有限公司	53.33	2	财富里昂证券有限责任公司	14	1
西部证券股份有限公司	50	1	万联证券有限责任公司	14	1
中国国际金融有限公司	50	1	国盛证券有限责任公司	12	1
瑞银证券有限责任公司	49.33	2	长江证券承销保荐有限公司	10	1
平安证券有限责任公司	44.5	3	太平洋证券股份有限公司	10	1
安信证券股份有限公司	43.33	2	国海证券有限责任公司	8	1
广发证券股份有限公司	41.5	3	国联证券股份有限公司	8	1
华泰联合证券有限责任公司	41	5	南京证券有限责任公司	8	1
华林证券有限责任公司	36	2	恒泰证券股份有限公司	7	1
民生证券有限责任公司	36	3	国都证券有限责任公司	6	1
宏源证券股份有限公司	31	3	长城证券有限责任公司	5	1
第一创业证券有限责任公司	27.5	2	海通证券股份有限公司	2	1

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。联合承销的，期数各计1期，额度按比例折算。

三、 市场发行利率和利差分析

从企业债券一级发行市场表现看，受中长期债券品种收益率走低影响，上半年发行的 72 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，更多的发行人选择更为长期的债券期限结构以锁定融资成本，导致上半年企业债券市场大量涌现 7 年期以上产品。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 信用等级债券成本优势要明显大于 AA+和 AA 信用等级债券。

表 8 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	10Q2	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
AA	4.60	--	--	5.00	--	--	6.37	6.06	6.39	7.83	6.94	6.25	7.59	5.95	6.70	6.90	7.10	6.08
AA+	4.58	4.66	4.40	--	--	--	5.64	5.39	6.45	6.97	6.36	5.78	4.99	5.02	5.20	6.21	6.22	5.70
AAA	3.69	3.78	4.58	--	3.91	--	4.74	4.74	5.44	5.60	4.49	4.65	4.49	4.46	4.84	4.85	4.67	4.77
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

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，并增加了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”的方式确定，其信用利差与债项信用等级、发行人主体信用等级以及债项增信方式等均有一定关联。

信用债方面，2010 年上半年发行的 72 期企业债券中，共有 15 家企业选择了信用债，其中 AAA 主体信用等级企业 8 家，除江苏交通控股有限公司外全部为央企。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，上半年信用债发行人信用资质更为良好。从发行利率来看，信用债利率在上半年呈现较为鲜明的下降走势，相同期限，相同信用等级的企业债券，其发行时间越接近期末，其利率也越低，反映出上半年市场需求的旺盛以及投资人对高评级信用债的偏好。

表 9 2010 年上半年相同期限、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 (%)
华润电力投资有限公司	AAA	5	7+3	2010-1-8	4.95
中国南方电网	AAA	60		2010-1-20	4.60
国家开发投资公司	AAA	30		2010-3-24	4.35
华润电力投资有限公司	AAA	33	5+5	2010-1-8	4.70
中国航天科工集团公司	AAA	20		2010-2-2	4.40
国家电网公司	AAA	200	10	2010-2-5	4.74
国家电网公司	AAA	50		2010-4-6	4.35
国家电网公司	AAA	100	15	2010-2-5	4.80
国家电网公司	AAA	50		2010-4-6	4.45

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

非信用债方面，2010 年上半年发行的 51 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。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，上半年未出现 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，上半年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，信用债的发行人往往主体信用等级较高，因此信用债的发行利率反而低于相同债项信用等级的担保债券，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 10 2010 年上半年相同期限、有担保与无担保企业债券利率比较

企业名称	债项信用等级	主体信用等级	发行时间	期限(年)	担保人	利率(%)
中国南方电网有限责任公司	AAA	AAA	2010-1-20	5+2	--	4.37
北京市顺义区国有资本经营管理中心	AAA	AA+	2010-1-28		首钢集团总公司	4.53
北京市朝阳区国有资本经营管理中心	AAA	AA+	2010-2-1		北京市基础设施投资有限公司	4.53
湖北清江水电开发有限责任公司	AAA	AA	2010-5-24	10	湖北能源集团股份有限公司	4.64
中国广东核电集团有限公司	AAA	AAA	2010-5-12		--	4.60
长沙市城市建设投资开发有限责任公司	AAA	AA+	2010-2-1		应收账款质押担保	5.50

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，其利率显著高于同期采用混合式增信或无担保的相同债项信用等级的债券。

表 11 2010 年上半年不同增信模式 AA+级企业债券利率比较

企业名称	债项信用等级	主体信用等级	发行时间	增信模式	利率(%)	期限(年)
乌鲁木齐城市建设投资有限公司	AA+	AA	2010-1-15	应收账款质押	6.50	5+2
长沙高新技术产业开发总公司	AA+	AA	2010-1-25	应收账款质押+长沙市城市建设投资开	6.08	
郴州市城市建设投资经营有限责任公司	AA+	AA-	2010-1-21	应收账款质押	7.10	
萍乡市城市建设投资发展公司	AA+	AA-	2010-1-27	应收账款质押+土地使用权抵押	6.62	
北京汽车投资有限公司	AA+	AA+	2010-1-29	无担保	5.18	
南昌城市建设投资发展有限公司	AA+	AA	2010-4-30	土地使用权抵押	6.13	7
盐城东方投资开发集团有限公司	AA+	AA	2010-6-8	应收账款质押	5.75	
赤峰市城市基础设施投资开发有限公司	AA+	AA	2010-5-18	应收账款质押	6.18	
金坛市建设资产经营有限公司	AA+	AA-	2010-5-12	专项偿债基金+常州市城市建设(集团)有限公司担保	6.20	
镇江市水利投资公司	AA+	AA	2010-5-6	应收账款质押+镇江市城市建设投资集团有限公司担保	5.86	
宜春市城市建设投资开发总公司	AA+	AA	2010-4-30	应收账款质押+土地使用权抵押	6.36	

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

四、市场展望

2010 年 6 月 10 日，国务院发布了《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》（国发〔2010〕19 号），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。后续相关政策的落实情况，对城投类企业债券的发行模式将产生直接的影响。预计下半年中央企业和地方大型国有企业仍将是企业债的发行主力。同时，鉴于政策面对中小企业发展及融资环境改善的大力倡导与支持，中小企业集合债等其他创新类债券品种有望成为企业债新的成长点，本年度企业债券发行市场将更趋多元化。