

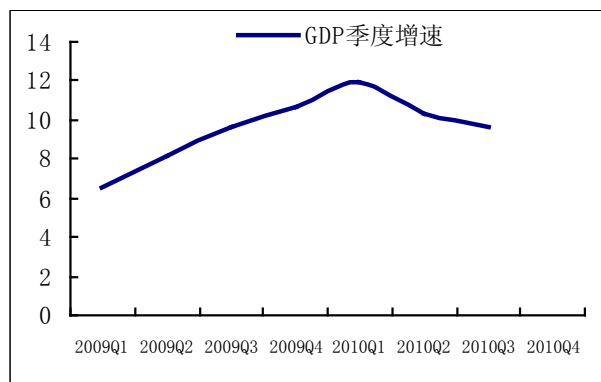
2010 年中国债券市场发行与评级研究

文 / 鞠海龙 王海燕

一、宏观经济环境

2010 年，面对复杂深刻的国内外经济环境，我国继续实施应对国际金融危机影响的积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快推进经济发展方式转变和经济结构调整，全年经济快速回升后转向稳定增长，国民经济运行态势总体良好。

图表 1：2009 年 -2010 年 GDP 季度走势（单位：%）



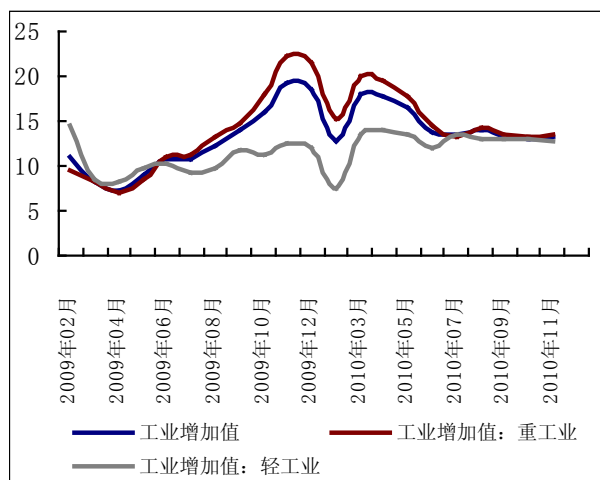
数据来源：国家统计局

2010 年，全国经济快速回升后转向稳定增长。按可比价格计算，第一、二、三季度 GDP 分别增长 11.9%、10.3% 和 9.6%，GDP 增速高位趋缓。GDP 季度增速趋缓的主要原因为：第一，国家主动进行宏观调控的结果。国家为了推动经济结构调整，先后出台了抑制房价过快上涨、强化节能减排和规范地方政府融资平台等宏观调控政策，经济快速回升后转向稳定增长，但经济稳定增长的基础更为稳固。第二，2009 年 GDP 基数逐季抬高的影响。基数的抬高一定程度上拉低了 2010 年 GDP 的同比增长速度。

2010 年工业生产增长较快，全国规模以上工业增加值在上半年企稳回升后保持稳定增长。数据显示，全年的工业增加值增速在年初从谷底反转上升后在 6 月份有所回落。

这是因为，自 2010 年 6 月以来，由于经济结构调整、各地节能减排力度加大等影响，高耗能行业的工业增加值回落速度较快，带动了工业增长速度的一定回落。此外，2009 年工业增速呈现前低后高的走势，也对 2010 年的月度同比增速产生一定的影响。但 6-10 月工业增速基本保持在 13%-14% 之间，并没有出现因基数抬高导致增速明显下降的情况，显示工业内在增长动力仍然强劲。

图表 2：规模以上工业增加值月度同比变化情况（单位：%）

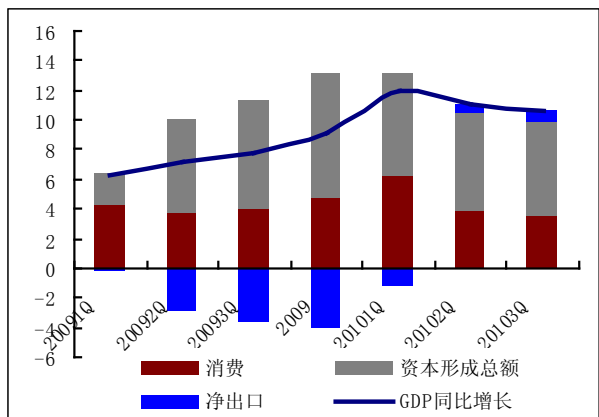


数据来源：国家统计局

从拉动经济增长的三大需求来看，2010 年社会消费总额呈稳步上扬态势。由于通货膨胀率上升促使消费增长以及家电下乡和汽车以旧换新等鼓励消费政策的作用，1-11 月份社会消费品零售总额实现 139224 亿元，同比增长 18.4%；投资仍为拉动经济增长的主要动力，1-11 月份全国城镇固定资产投资 210698 亿元，同比增长 24.9%。分产业看，第一产业投资同比增长 16.6%，第二产业投资增长 22.7%，第三产业投资增长 26.9%。但由于中央继续控制计划内新开工项目、规范地方政府融资平台等举措的实施，

政府投资额趋于收缩，固定资产投资增速在下半年有所回落。受国内需求回升、出口产品结构改善影响，1-11月份进出口总额实现 26772.8 亿美元，同比增长 36.3%；其中出口 14238.5 亿美元，同比增长 33%；进口 12534.3 亿美元，同比增长 40.3%。

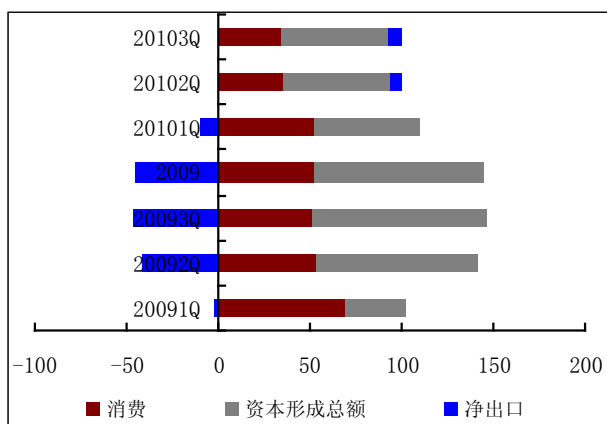
图表 3：消费、投资、净出口对 GDP 增长的拉动（单位：%）



数据来源：国家统计局

从对 GDP 的贡献看，2010 年投资仍为拉动经济增长的主要力量，全年对 GDP 的贡献率基本维持在 59% 左右；消费对 GDP 的贡献在第二季度开始回落至 35% 左右，相比之前的 52% 有较大幅度的下降，这与居民人均实际可支配收入同比下降有关；净出口额在经历了国际金融危机的严峻考验后，随着世界经济的缓慢复苏和中国经济的强劲增长，在 2010 年二季度由负转正，对 GDP 的贡献由一季度的 -9.9% 恢复为三季度的 6.8%。

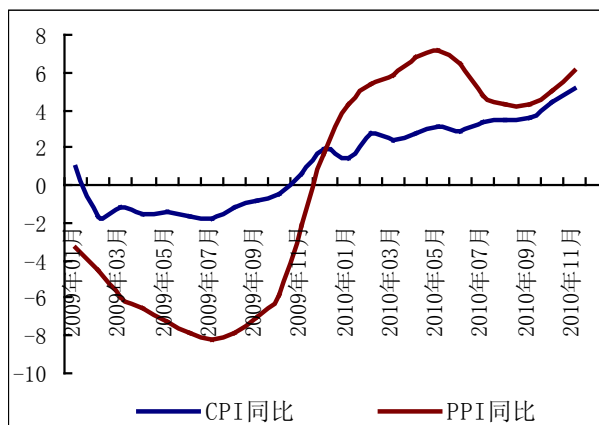
图表 4：消费、投资、净出口对 GDP 的贡献（单位：%）



数据来源：国家统计局

2010 年通货膨胀预期的压力不断加大。2010 年中期以来，CPI 单月同比持续上涨，环比增幅扩大，11 月份 CPI 上行至 5.1%。与 2003 年下半年至 2004 年上半年、2007 年至 2009 年第三季度的两轮通货膨胀相似，本轮通胀依然表现为食品价格和非食品价格的同时上涨，但生成的深层次原因却不尽相同。导致 2010 年通货膨胀预期增强的原因主要有：第一，货币信贷的超常规增长。宽松的货币信贷政策在有效应对国际金融危机的冲击中发挥了重要作用，但也增加了国内市场的流动性；同时由于近期外汇占款增加较多，流动性充裕的问题进一步突出，从根本上推动了物价水平的上涨。2010 年中央经济工作会议已经决定将货币政策由适度宽松转为稳健，央行为管理通胀预期连续多次提高了存款准备金率和存贷款利率，但从时滞效应看，流动性充裕对价格上涨的影响可能还要持续一段时间。第二，用工成本的增加也是推动 CPI 上涨的深层次因素。目前我国的人口和劳动力结构正在发生逆转，用工成本上升，由此带来的累积效应增加了物价上涨的压力。第三，输入性因素增强了国内的通货膨胀预期。全球流动性充裕、美元等主要货币量化宽松，主要农产品减产、供求关系失衡，资本投机炒作等，导致国际市场大宗商品价格大幅走高，直接推高了国内相关商品价格。

图表 5：CPI、PPI 同比变化情况（单位：%）



数据来源：国家统计局

二、债券市场发行情况

2010年全国债券市场（包括银行间债券市场、交易所债券市场、柜台市场）共发行各类债券1207期，发行金额合计93484.85亿元，比2009年增加6494.71亿元，同比增长7.47%。其中，以国债、地方政府债和央行票据为代表的利率产品发行规模合计62231.9亿元，同比增长9.84%；以金融债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债为代表的信用产品发行规模合计31252.95亿元，同比增长3.04%。

信用产品发行规模中，企业债和中期票据降幅较大，短期融资券和公司债升幅较大。原因是：第一，国家在2010年加强了对地方政府融资平台公司的管理，城投类企业债的发行量比2009年有了较大的缩减，直接导致企业债的发行规模下降；第二，中国银行和工商银行两家发行了650亿元的可转债，致使公司债的发行规模比去年同期大幅增长。第三，经过了2009年极度宽松的货币环境，国内经济较好复苏和通货膨胀压力显现，市场普遍预期未来利率将进入上行通道，因此企业在发行债券时多选择滚动发行低利率的短期融资券，以降低融资成本。短期融资券的放量发行对中期票据形成了一定的替代，中期票据发行量下降27.94%。

图表6：2010年主要债券产品发行情况

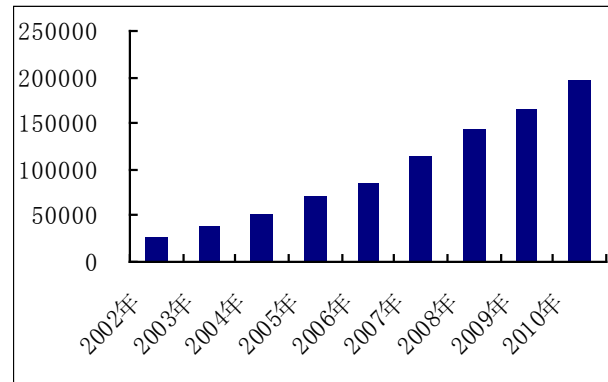
债券品种	2010年		2009年		发行金额 同比变化 (%)
	发行金额 (亿元)	占比(%)	发行金额 (亿元)	占比(%)	
国债	17881.90	19.13	16418.10	18.87	8.92
地方政府债	2000.00	2.14	2000.00	2.30	0.00
央行票据	42350.00	45.30	38240.00	43.96	10.75
金融债	14534.20	15.55	13758.50	15.82	5.64
企业债	3627.03	3.88	4252.33	4.89	-14.70
中期票据	4970.57	5.32	6897.65	7.93	-27.94
短期融资券	6892.35	7.37	4612.05	5.30	49.44
公司债	1228.80	1.31	811.51	0.93	51.42
合计	93484.85	100.00	86990.14	100.00	7.47

注：公司债统计包括公司债券、可转换公司债券、可分离交易可转债

数据来源：WIND 资讯

截至2010年末，债券市场债券余额195956.28亿元，同比增加30878.86亿元。

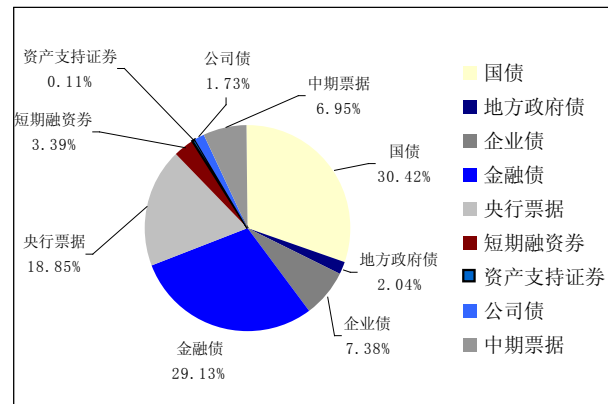
图表7：债券市场各年度债券余额（单位：亿元）



数据来源：WIND 资讯

从债券市场余额券种分布看，国债、地方政府债和央行票据为主的利率产品合计占比51.31%，以金融债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债为主体的信用产品合计占比48.69%，券种分布与上年基本相似，仅有微量变化。

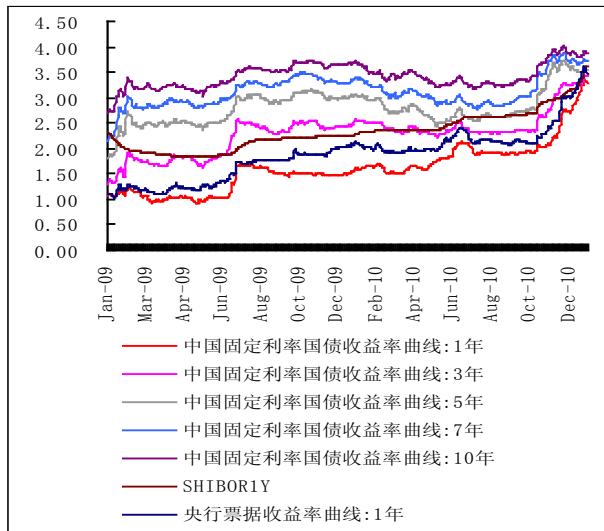
图表8：2010年末债券市场余额券种分布



数据来源：WIND 资讯

从债券市场收益率看，2010年1-9月份的资金面延续了2009年的宽裕状况，同时由于房地产紧缩政策的连续出台，市场流动性总体充裕，债券市场收益率全面下行；10月份以来CPI持续走高，央行两次上调存贷款基准利率，三次上调存款准备金率，货币环境开始收紧，债券市场收益率随之跃升，各期限利率利差也处于收缩中。

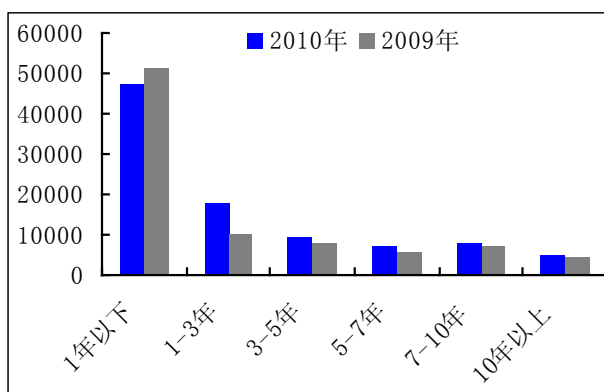
图表 9：债券市场重要收益率曲线（单位：%）



数据来源：WIND 资讯

从发行期限看，1 年以下期限品种发行量最大，合计 4.74 万亿，占同期债券发行量的 49.81%。1-3 年、3-5 年期、5-7 年期、7-10 年期以及 10 年以上期限占比分别为 18.73%、9.95%、7.67%、8.32% 和 5.52%。与上年相比，由于 1-3 年央行票据在 2009 年没有发行、2010 年重启发行，导致 1-3 年期债券的总发行量升幅较大，在同期债券发行量中占比上升 7.13%。

图表 10：债券市场主要期限品种发行量（单位：亿元）



数据来源：WIND 资讯

三、非金融企业债务融资工具市场发行与评级情况

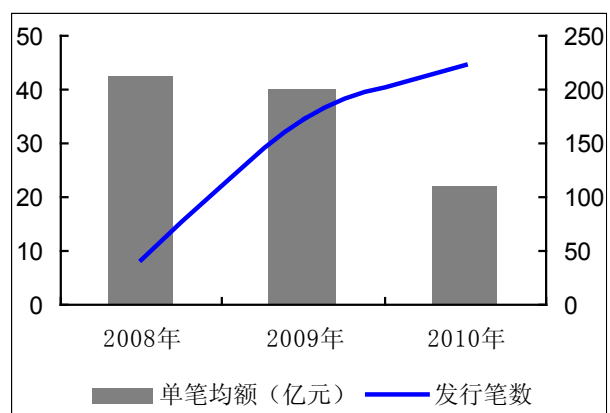
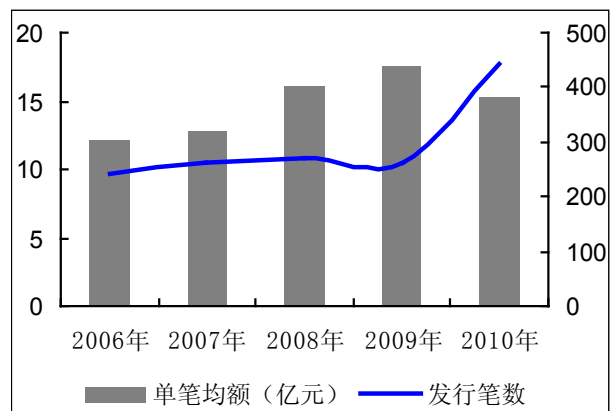
（一）短期融资券和中期票据市场分析

1、发行规模

2010 年短期融资券继续保持快速增长态势，全年发行短期融资券 442 笔，募集资金规模达 6742.35 亿元，同比大幅增加 46.19%。截至 2010 年 12 月末，短期融资券市场存量总额为 6530.35 亿元，较 2009 年末增加了 1969.30 亿元。

2010 年短期融资券发行规模大幅增加主要原因包括：一方面短期融资券依然由于其成本优势成为高信用等级企业替换短期银行借款的理想产品；另一方面在下半年随着加息预期的逐渐增强，中期票据的发行利率快速上升，级别在 AA 级及以下的发行人发行中期票据的成本优势已经不明显，甚至在第四季度部分低评级发行人的发行利率已然高于同期限银行贷款利率，因此通过短期融资券滚动发行替代中期票据成为部分发行人的选择，由此进一步推动了短期融资券发行规模的扩大。

图表 11：短期融资券和中期票据发行情况（上为短期融资券数据，下为中期票据，下文同）

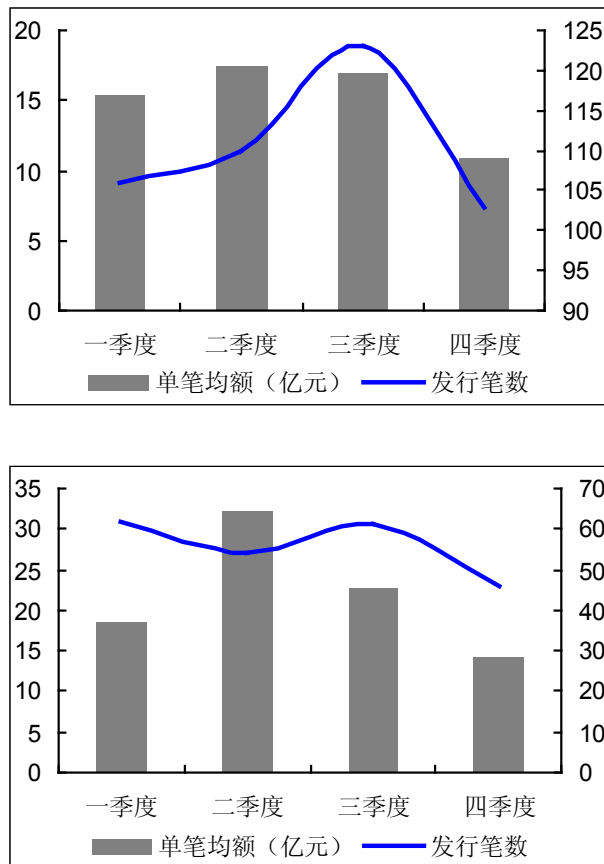


数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

而对中期票据市场而言，进入 2010 年后，一方面大多数高等级发行人已经通过发行中期票据募集了所需的部分长期资金，其后续发行规模有限，新增发行额度有较大幅度降低；另一方面随着下半年以来发行成本的增加，债项级别低于 AA 级的发行人通过中期票据募集资金的优势有所减小，也对中期票据的发行规模形成了一定影响。整体来看，2010 年全年中期票据市场共发行债券 223 笔，募集资金总额 4924 亿元，同比下降 28.48%。

从 2010 年各季度的发行情况看，由于市场年初普遍预期全年的发行成本将进入上升通道，因此，多数短期融资券和中期票据的发行均集中在前三季度。进入四季度后，这两种债券的发行总额和发行笔数明显下降。

图表 12：2010 年各季度短期融资券和中期票据发行情况



数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

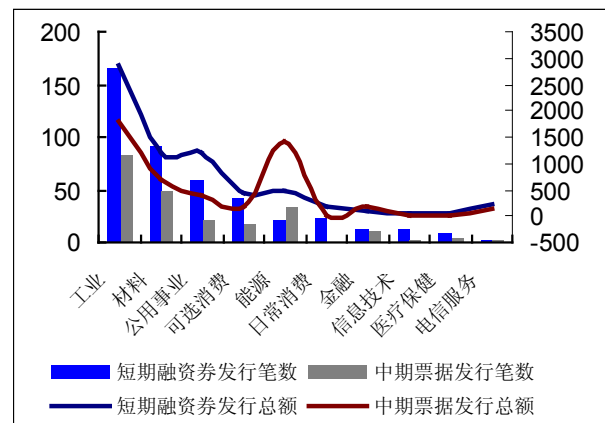
2010 年 12 月 22 日，交易商协会推出超短期融资券（SCP），首批三家石油集团、铁道部、中石化股份注

册额度分别达到 1000 亿元、800 亿元和 300 亿元，其中中石油集团已经在 12 月 28 日和 12 月 30 日分别发行 50 亿元和 100 亿元超短期融资券，期限均为 270 天。超短期融资券的这种期限结构将对短期融资券起到一定的替代作用，某种程度上降低了四季度短期融资券的发行总量。我们预计 2011 年超短期融资券的发行主体可能会有所增加，将对高质量 AAA 级发行主体短期融资券的发行总量起到一定替代作用。

2、发行人行业分布

以全球行业分类标准（GICS）一级行业作为分类依据，2010 年短期融资券和中期票据的行业分布与以往几年相比并无太大变化，发行人主要涉及 10 大行业，尤其集中于工业领域，其发行笔数和发行额度在短期融资券中占比分别达到 37.56% 和 42.37%，在中期票据中占比分别达到 37.22% 和 36.54%。

图表 13：2010 年短期融资券和中期票据行业分布情况



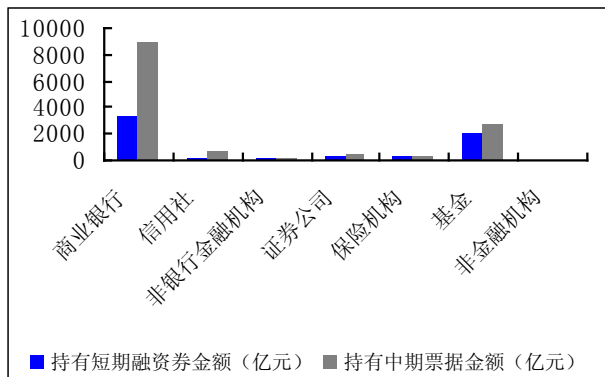
数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

3、持有者结构

截至 2010 年末，商业银行依然是短期融资券和中期票据最大的持有者，其持有短期融资券规模为 3457.97 亿元，占比达到 52.95%；持有中期票据规模为 8984.85 亿元，占比达到 66.38%。基金公司次之，持有短期融资券规模为 1993.73 亿元，占比 30.53%；持有中期票据规模为 2783.19 亿元，占比 20.56%。信用社、保险机构、证券公司和其他持有人的持有规模相对较小。与 2009 年末相比，商业银行

的持有比例有所下降，而基金公司的持有比例则有所上升。

图表 14：2010 年短期融资券和中期票据持有者结构

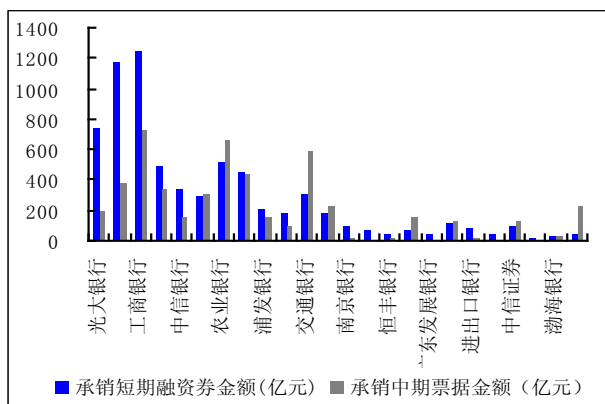


数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

4、主承销商分布

2010 年共有 22 家商业银行和 2 家证券公司参加了短期融资券和中期票据的主承销或联席主承销。从承销金额来看，由于建设银行、工商银行、农业银行等在铁道部、中石油、中石化等大型发行主体承销中均占有较高的承销比例，其承销总金额排名处于前列。

图表 15：2010 年短期融资券和中期票据主承销商分布



数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

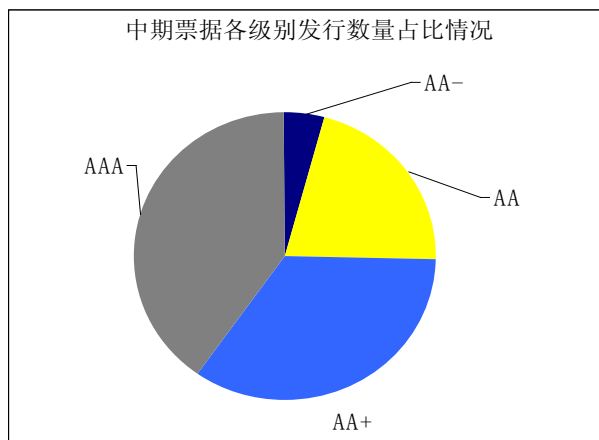
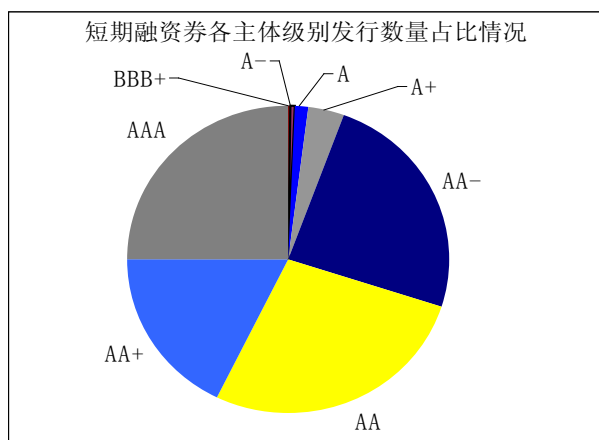
5、信用等级

2010 年发行的短期融资券的主体信用等级共有 8 个级别，涵盖了从 BBB+ 至 AAA 的所有信用等级。同 2009 年相比，低信用等级债券的占比有所增加，尤其是 BBB+、A-、A、A+ 这四个主体级别的发行数量虽仍然很少，但已经较去年同比有所增加。但从整体来看，无论是发行笔数还是

发行规模，AA- 及以上等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，低信用等级发行人则因发行门槛和发行成本等原因很难大幅提高其占比情况。

2010 年发行的中期票据的信用等级共有 4 个级别，分别为 AA- 级、AA 级、AA+ 级、AAA 级。同 2009 年相比，AA- 级和 AA 级债券的占比有所增加。从整体来看，无论是发行笔数还是发行规模，AA- 及以上等级债券依然是中期票据市场最主要的债券品种，但 AA- 级以下主体级别的债券也存在逐步放开的可能。

图表 16：2010 年短期融资券和中期票据信用等级分布情况



数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

6、发行利率

在短期融资券和中期票据的发行定价机制方面，2009 年下半年开始，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）开始对银行间债券市场的主要信用产品（主

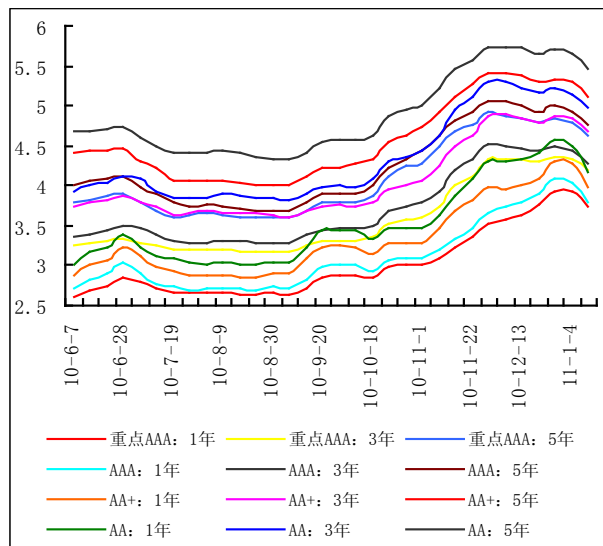
要是短期融资券和中期票据）发行利率进行窗口指导。

具体来看，交易商协会对利率下限的指导又可分为两个阶段。第一阶段是2009年8月初至2010年6月初，这期间，交易商协会主要通过不定期召开由其牵头的定价联席会议，主要是针对主要信用等级（AA、AA+、AAA和超级AAA）、主要期限（1年期、3年期、5年期）的信用产品给出发行时的利率下限窗口指导标准。2010年分别在1月和3月进行了窗口指导。出现这种指导价格机制后，同级别发行人的发行利率基本都确定在利率下限上，很少有高于利率下限的情况。

但由于这种指导机制时间跨度大，无法及时地对市场利率变化进行反应，交易商协会在2010年6月份启动了新的发行价格指导体系。新的办法类似于Shibor报价机制，即估值机构周一上午向交易商协会报送其认为的估值数据，交易商协会将各承销商报送的数据进行处理，并确定出最终的定价估值，于周一下午向成员机构公布。

在这个过程中，各家机构的报价是对当期各主要信用等级、关键期限非金融企业债务融资工具二级市场均衡收益率的估计值。也就是说各机构报的是二级市场收益率，发行人的发行成本是在这个二级市场收益率基础上上浮一定的基点。在这种定价机制下，发行人的发行利率与信用等级高度相关，各级别间的利差愈发明显。

图表 17：交易商估值定价机制估值走势图



数据来源：WIND 资讯，中国债券信息网

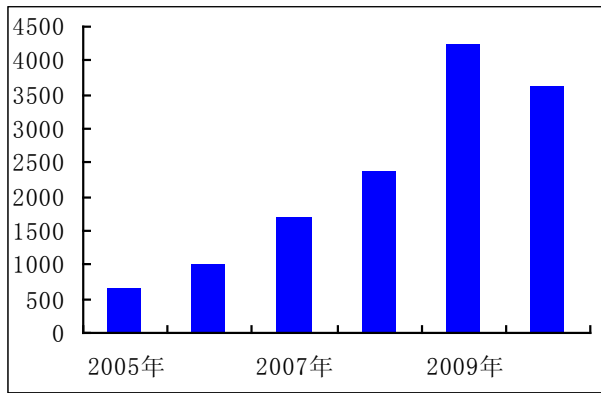
而从全年的短期融资券和中期票据发行利率来看，受加息预期影响及四季度资金量有所收紧等因素影响，两种债券的发行成本在10月中旬后呈现明显的上升趋势。在当前的宏观经济形势下，2011年短期融资券和中期票据的发行利率预计仍将保持较高水平，低等级发行主体发行短期融资券和中期票据替换银行借款的成本优势难以显现，市场仍将以高等级发行主体为主。

（二）企业债券市场分析

1、发行规模

2010年累计发行企业债券182期（包括2期中小企业集合债），合计发行金额3627.03亿元。相比于上年企业债券192期、4252.33亿元的发行规模，市场发行量降幅达14.7%，主要原因可归结为：第一，2008年底政府启动的4万亿投资计划于今年收官结束，各已经审批的项目陆续完工或在建设期中但已完成项目融资，中央企业债券和地方企业债券的市场供给相较于去年企业债井喷式的增长有所减缓。第二，为配合中央政府的经济刺激计划，主管部门在去年加快了企业债券的审批速度，但是今年以来，地方政府融资平台公司债务风险成为各方关注的焦点，发改委于6月份暂停了城投类企业债的审批。虽然8月份城投类企业债发行审批重启，然而谨慎的政策环境仍然影响到了全年企业债的发行规模。第三，一级市场发行利率上升，增加了企业债券的发行成本，降低了企业债券的发行意愿。去年宽松的流动性和低利率的市场环境为企业债券创造了明显优越于银行贷款的吸引力。如5年期09津城投2（主体AAA级）票面利率为3.75%，比同期限贷款利率低2.01个百分点；今年CPI持续走高，通货膨胀的压力上升，货币资金环境也有收紧的趋势，债券市场的利率在下半年有较大的升幅，债券的成本优势相对减弱。

图表 18: 2005-2010 年企业债券发行情况 (单位: 亿元)

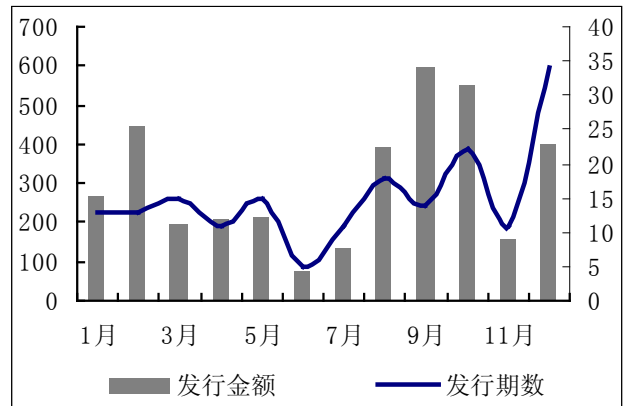


数据来源: WIND 资讯

从各月的发行情况看, 企业债券在 2010 年 1、2 月份基本延续了 2009 年的发行节奏, 但进入 3 月份后, 由于监管层日渐重视地方政府融资平台隐含的债务风险, 城投类企业债券的发行节奏放缓。6 月 10 日, 国务院下发了《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), 该文件表达了中央政府对地方融资平台公司过度负债及运作不规范的风险的关注, 要求地方政府和相关部门在年内清查融资平台公司债务, 并对地方融资平台公司进行清理规范。同日起, 国家发改委暂停了城投类企业债券的审批。因此, 6、7 月份的企业债券仅有少量发行。7 月 30 日, 财政部、发改委、人民银行、银监会联合发布了《关于贯彻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相关事项的通知》(财预〔2010〕412 号), 实现了加强地方政府融资平台的管理从指导原则到实施细则的过渡。在该实施细则中, 四部委对国发 19 号文的相关问题做出了进一步明确, 超出市场预期的是, 细则中对城投类企业债券的发行规定仍较为宽松。通知颁布后, 发改委加快了企业债券(其中主要是城投债)审批进度, 审批暂停期积累的存量规模得以集中释放, 因此在 8、9、10 月份企业债券放量发行, 出现了全年的发行高峰。10 月份以来, 国内的通货膨胀压力进一步加大, 居民消费价格指数 10 月同比上升 4.4%, 11 月同比上升 5.1%。为了控制通货膨胀的上升势头, 央行于 10 月 20 日和 12 月 26 日两次上调金融机构人民币存款基准利率各 0.25 个百分点。10 月 12 日的利率上调是时隔 34 个月之后、金融危机后中国的首次加息, 代表着货币政策实质上的转向; 此外, 央行于 11 月 16 日、11 月 29 日、12 月 20 日连续三次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点, 大型

金融机构的存款准备金率达到 18.5%, 市场的流动性进一步收紧。货币资金市场流动性趋紧和利率上行使得债券的发行成本不断攀升, 发行主体的发行意愿减弱, 因此 11、12 月份的企业债券发行金额有较大幅度的下降。

图表 19: 2010 年企业债券各月发行情况 (单位: 亿元)

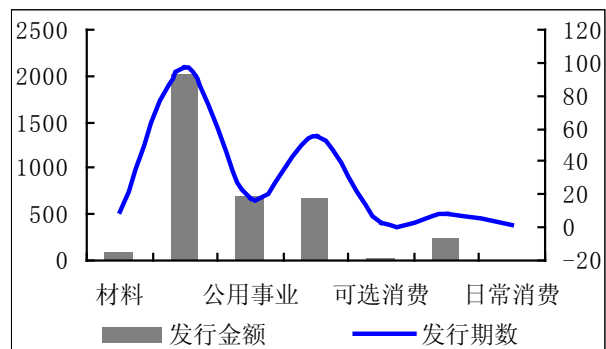


数据来源: WIND 资讯

2、发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看, 2010 年企业债券发行人主要集中于工业、公用事业和金融领域。从细分行业看, 企业债券主要为以铁道债为代表的公路与铁路债、以国网债为代表的电力债以及各城投类企业债; 其中城投类企业仍为重要的发行群体。在本年度企业债券 3627.03 亿元的发行量中, 城投类企业债 1625.33 亿元, 占比 44.81%; 铁道债 800 亿元, 占比 22.06%; 国网债 400 亿元, 占比 11.03%。

图表 20: 2010 年企业债券发行行业分布 (GICS 一级行业)

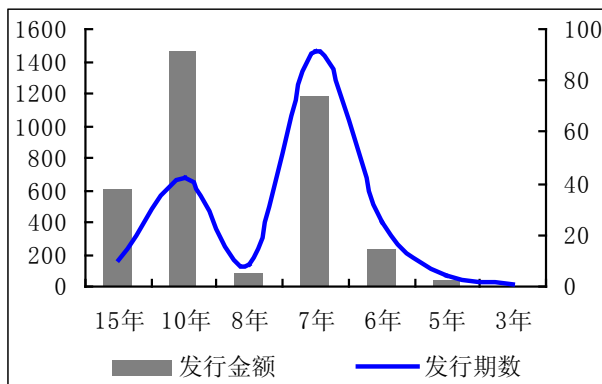


数据来源: WIND 资讯

3、发行期限结构

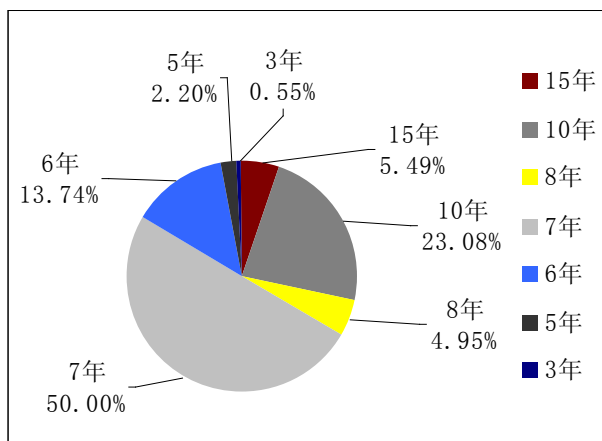
从企业债券的期限结构看，2010年企业债券发行期限以7年期为主，在全年182期债券中占比为50%；7年及以上债券合计占比为83.52%，期限呈现长期趋势。在2010年相对较低的发行利率环境下，发行人倾向于选择长期结构债券锁定融资成本。另外，10年期和15年期期限品种的单期发行规模高于平均的单期发行规模，分别为61亿元和34.87亿元。这是因为：从需求方面讲，发行人多为国有大型或超大型企业，信用等级较高，所发行的债券既有较好的市场流动性，又能满足保险类金融机构的资产配置要求；从供给方面讲，此类企业的项目投资回收期一般较长，如国家电网、铁道部的基建项目，在预期未来利率上升的情况下，企业倾向于选择长期债券，锁定融资成本。

图表 21：2010 年企业债券发行期限结构（单位：亿元）



数据来源：WIND 资讯

图表 22：2010 年企业债券各期限发行期数占比



数据来源：WIND 资讯

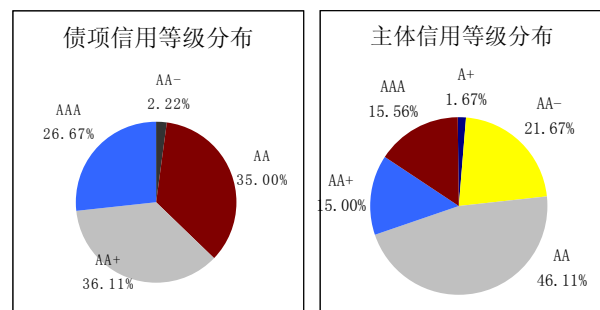
4、信用等级分布

从信用等级分布看，2010年发行的180期企业债券（不含中小企业集合债）中，发行主体信用等级除3只是A+级以外，其余均为AA-及以上级别，其中AA级占比最高，为46.11%；发行债项信用等级除4只在AA级以下外，其余均为AA及以上级别，其中AA+级占比最高，为36.11%。

与2009年相比，2010年发行的企业债券信用等级分布呈现明显的上移趋势。主体最低信用等级从2009年的A级提高到2010年的A+级，同时AA-级以下占比从2009年的7.41%下降为1.67%；主体信用等级向AA级集中，占比从上年度的29.10%提高至46.11%。从债项信用等级看，AA及以上级别合计占比近一步提高，从2009年的96.31%上升至97.78%。

本年度发行的企业债券信用等级上移，主要原因为：去年企业债券发行在国家经济刺激计划下出现了井喷式的增长，转入今年以来，监管层日渐重视和防范企业债券重要发行群体——地方政府融资平台公司的债务风险，隐形提高了企业债券的发行门槛；部分发行主体在2010年经济的企稳回升中业绩改善，信用品质提高，信用等级上移。

图表 23：2010 年企业债券发行主体及债项信用等级分布（按发行期数）



数据来源：WIND 资讯

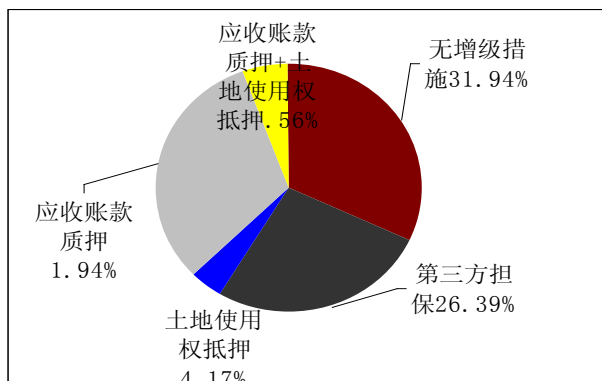
5、增信方式

从增信方式看，企业债券的增信方式在2010年的上半年和下半年因《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）的发布而出现了根本性的变化，主要表现为应收账款质押增信方式的取消。

2010年上半年发行的72期企业债券中，应收账款质押是主要的增信方式，占比高达31.94%；若考虑组合增信方式中的“应收账款质押+土地使用权质押”，则实际上采用应收账款质押增信方式的债券占比更高，为37.50%；第三方担保和无担保的债券占比分别为26.39%、31.94%。

6月10日国务院下发《国务院关于加强地方融资平台公司管理有关问题的通知》，明确提出“坚决制止地方政府违规担保承诺行为”，“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”。但对于地方政府提供担保的细节问题和具体操作层面的问题，该通知并没有明确。可预期的是，原主要应用于城投类企业债券的增信方式——应收账款质押的使用力度会大幅度下降，市场对第三方担保的依赖程度会有所上升。随后，发改委对城投类企业债的审批进入暂停期。7月30日财政部、发改委、人民银行、银监局等四部委发布了《关于贯彻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相关事项的通知》。在《通知》中公布的落实国发19号文件的操作细则中显示，禁止地方政府以“直接、间接形式为融资平台公司提供担保”，包括但不限于下列各种形式：“为融资平台公司融资行为出具担保函；承诺在融资平台公司偿债出现困难时，给予流动性支持，提供临时性偿债资金；承诺当融资平台公司不能偿付债务时，承担部分偿债责任；承诺将融资平台公司的偿债资金安排纳入政府预算。”因此，自8月份城投类企业债审批重启以来，不再有应收账款质押增信的方式。

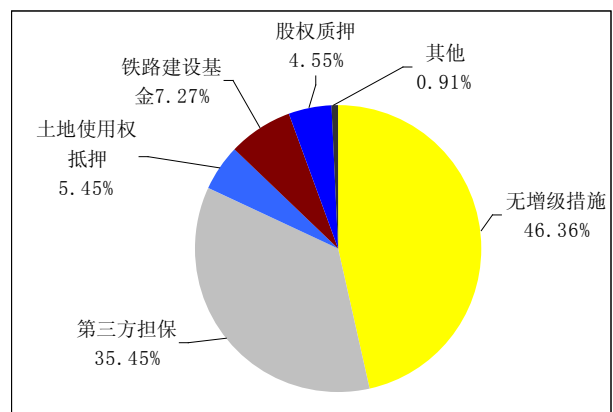
图表 24：2010 年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



数据来源：WIND 资讯

2010年下半年发行的110期企业债券涉及第三方担保、土地使用权抵押、股权质押以及偿债基金等多种增信方式，应收账款质押方式不再出现。其中，无增级措施和第三方担保成为主要方式，分别占比46.36%、35.45%。无担保债券日渐成为高信用等级企业发行企业债券的主流方式。原因是，一方面监管层放宽了有关机构投资者对无担保债券的投资限制。2010年7月31日，保监会发布了《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（保监发〔2010〕66号），对保险基金投资国内无担保企业（公司）类债券的信用等级，从此前的“AAA级”调整为具有国内信用评级机构评定的“AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别”；另一方面，优质企业也更倾向于发行无担保债券，以降低发行费用，简化发行程序。下半年发行的企业债券中，第三方担保增信方式的比例也有较大的上升，但据统计，第三方担保的担保方多为与发债企业位于同一地区的其他企业，除中小企业集合债以外，很少有专业的担保公司。这主要与当前国内担保公司规模较小、难以满足发行企业债券的担保要求有关；另外，发债企业对担保方的选择可能更多地考虑地缘相近的大型企业，以减少担保费用。

图表 25：2010 年下半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



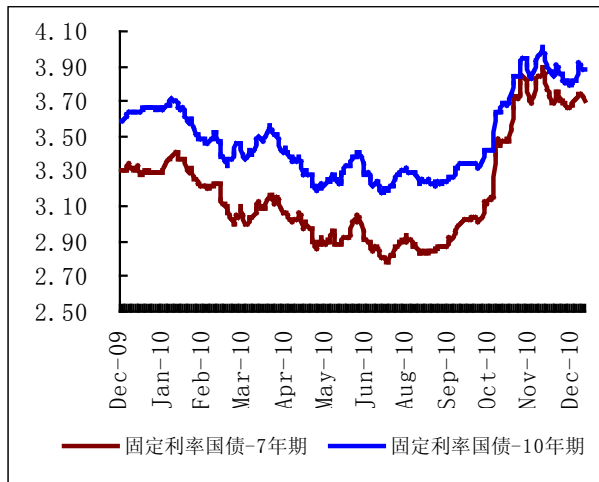
数据来源：WIND 资讯

6、发行利率与利差分析

2010年企业债券以7年期和10年期为主。与短期债券相比，长期债券的收益率受基本面影响较大。1至8月份，7年期和10年期的固定利率国债收益率呈下行走势。原因

主要为国际国内宏观经济增长放缓，市场经济预期悲观，对“二次探底”的担忧加大，我国 GDP 增长率环比下降，实体经济需求预期下降导致资金成本走低预期。9 月份以来，通货膨胀水平不断攀升，CPI 处于高位且环比上升加快，市场的加息预期日渐强烈，国债收益率曲线整体上行。10 月 20 日起，央行上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，债券市场收益率随之跃升。11、12 月份，市场通货膨胀的压力不减，央行连续上调存款准备金率；12 月 26 日央行再次上调基准利率 0.25 个百分点，市场对加息的预期依然强烈，7 年期和 10 年期固定利率国债总体呈现上行态势。

图表 26：2010 年固定利率国债收益率曲线（单位：%）



数据来源：WIND 资讯

从发行利率看，7 年期和 10 年期企业债券的发行利率总体走势与债券市场长期品种到期收益率变化方向一致，前三季度发行利率震荡下行，第四季度各级别品种发行利率有较大的抬升。其中，AAA 级 10 年期四季度发行利率低于同期 7 年期发行利率，是因为四季度发行了 200 亿元 10 年期的铁道债。

从发行利差看，企业债券主要债项级别 AA、AA+、AAA 级的平均信用利差在前三季度处于收敛阶段。信用利差的回落与同期城投类企业债的发行量减少、企业债券发行主体平均信用风险相对下降有关。四季度，城投类企业债券的供给增加，信用利差环比微量上升。其中，三季度 AAA 级信用利差明显回落，是因为三季度发行的 AAA 级

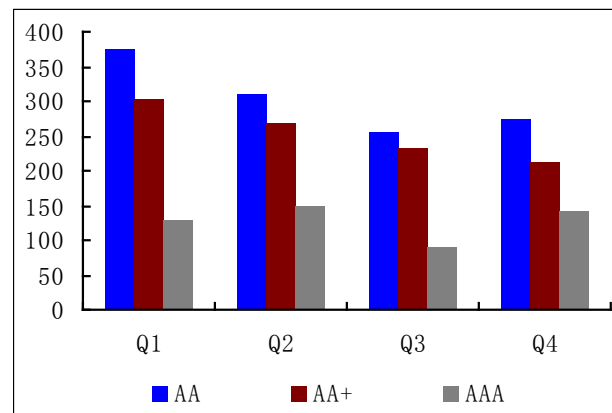
债券主要为 100 亿的中石油债和 300 亿的铁道债，此类债券的信用利差一般很小。

图表 27：2010 年企业债券一级市场发行利率（关键期限与关键级别），单位：%

债券期限	7 年期				10 年期			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
AA	7.03	6.25	5.41	6.29	7.10	6.08	5.84	7.17
AA+	6.41	5.78	5.20	5.55	6.20	5.70	5.65	5.86
AAA	4.77	4.65	-	5.07	4.67	4.77	4.02	4.55

数据来源：WIND 资讯

图表 28：2010 年企业债券发行利差（单位：BP）



数据来源：WIND 资讯

注：图中发行利差取 7 年期和 10 年期企业债券发行利差的平均值

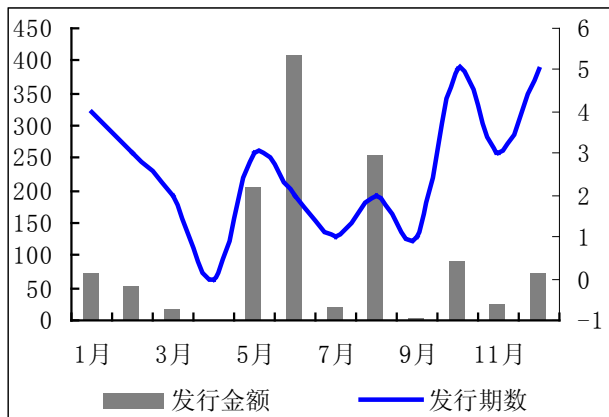
（三）公司债券市场分析

1、发行规模

2010 年发行公司债券合计 31 期，金额 1228.8 亿元，发行金额比上年增长 51.42%。其中，公司债 23 期，合计 511.5 亿元；可转换公司债 8 期，合计 717.3 亿元。本年度公司债券发行金额大幅增长是因为 6 月份中国银行发行 400 亿元可转债，8 月份工商银行发行 250 亿元可转债，以上两期债券在本年公司债券发行金额中占比达 52.90%。

从各月发行情况来看，公司债券在全年的发行并无一定的规律性。5、6、8 月发行金额比较高，分别是由于 200 亿元石化债、400 亿元中行转债、250 亿元工行转债发行的结果。

图表 29：2010 年公司债券各月发行情况（单位：亿元）

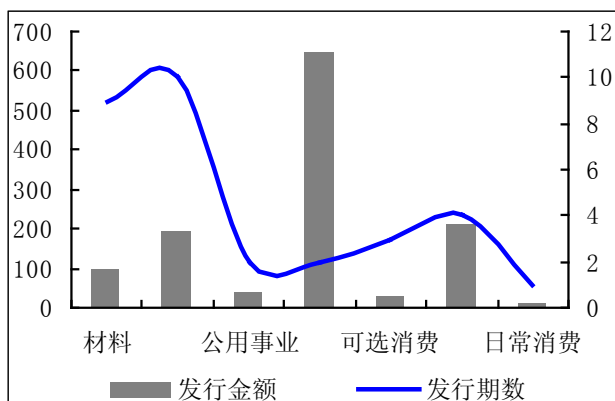


数据来源：WIND 资讯

2、发行人行业分布

从所属行业看，2010 年公司债券发行人主要集中在工业、材料和能源领域。从细分行业看，工业领域公司债券以交通运输类债券为主。此外，不同于 2009 年公司债券发行人以房地产企业为主的情况，2010 年公司债券发行市场难寻房地产企业的踪迹。原因主要为 2010 年国家密集出台了一系列调控房地产行业的政策，从上调房贷首付比例到限购、加息，从计划出台房产税到打击囤地和惜售行为，调控力度大、涉及范围广。受此影响，房地产企业在资本市场再融资、借壳上市的政策口径再度收紧；实际上，证监会在 2010 年暂停了房地产企业的再融资申请，因此本年度新发行的公司债券中未见有一只房地产企业债券。

图表 30：2010 年公司债券发行所属行业分布（GICS 一级行业）

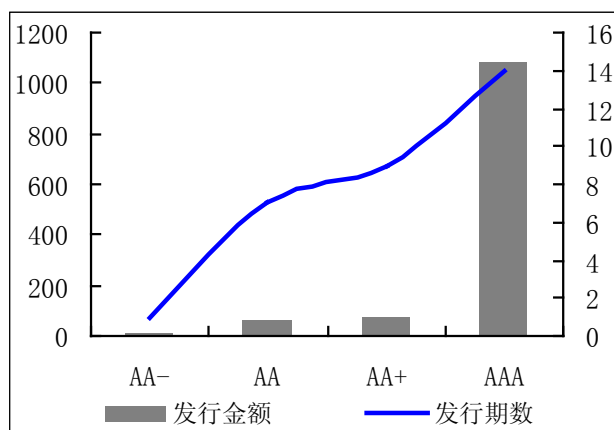


数据来源：WIND 资讯

3、信用等级分布

从信用等级来看，2010 年公司债券的债项信用等级包括 AA-、AA、AA+、AAA 四个级别。其中，AAA 级的比重最高，发行期数和发行金额占比分别为 45.16% 和 87.89%；AAA 级债券的发债主体多为大型中央企业和金融机构，发债金额也较大。

图表 31：2010 年公司债券发行债项信用等级分布



数据来源：WIND 资讯

四、市场展望

2011 年，世界经济有望继续恢复性增长，但不稳定和不确定性因素仍然较多；发达经济体和新兴市场经济体的经济增长将继续呈现不平衡性。从国内来看，2011 年是国家经济社会发展第十二个五年规划的开局之年，加快经济结构战略性调整、增强经济发展协调性和竞争力成为 2011 年经济工作的主要任务。根据 2010 年 12 月中央经济工作会议作出的部署，2011 年中国将在收入分配改革、民生保障、所得税改革等多方面作出新的调整。除此之外，2010 年出台的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》在 2011 年将进入具体实施阶段，一系列相配套的扶植政策有望陆续出台，新的经济增长动力很可能在 2011 年形成。其中，收入分配政策调整推进消费持续升级，新型城镇化带动房地产相关行业持续增长，产业结构升级提高高端装备制造业，新能源和节能环保行业等有望形成新的经济增长点。

2010 年我国经济企稳回升，复苏势头稳固，但预期通

胀压力依然较大。从四季度开始，货币条件逐步回归常态，为了回笼市场流动性、管理通胀预期，央行连续多次上调存款准备金率和基准利率。2011年货币政策将回归稳健，在通胀压力短期内不能缓解的情况下，预计央行在2011年将继续上调基准利率，全年M2增速目标降至16%左右，全年新增信贷目标与2010年持平；同时，积极的财政政策保持不变，具体财政倾斜方向和补贴政策将主要集中在收入分配改革、增强内需、拉动民间投资、节能减排以及经济结构调整与升级上。

2011年宏观经济的政策取向预计将对债券市场价格构成压力。通货膨胀预期短期内未见有缓解迹象，可能仍会持续较长时间，CPI预计全年在4%左右；加快转变经济发展方式和经济结构战略性调整，可能造成经济增速的短期中性维稳；货币政策回归稳健，基准利率、存款准备金率、公开市场业务等多种货币政策工具预计组合运用，市场利率因之攀升，资金环境回归常态。

在债券市场产品方面，2011年货币信贷环境回归常态，基准利率呈现上行趋势，企业更倾向于滚动发行具有相对较低利率优势的短期融资券，因此短期融资券（包括超短期融资券）将对中期票据形成一定的替代，预计短期融资券发行规模同比将有较大幅度上升，中期票据发行量与2010年持平；受宏观调控的影响，企业债券2010年的发行量比2009年有较大的下降，这对2011年企业债券的发行形成了一定的累积效应，随着监管层对城投类企业债的放行，预计企业债券的发行量同比将有明显的上升。

