

# 8月中票发行量创历史新高

企业热情上升 发债门槛下降 债市大扩容进行时

□本报记者 张勤峰

8月份债券市场保持较快扩容态势，尤其是信用类债券高频发行势头不减，中票单月发行量创历史新高。市场人士指出，融资成本优势提升企业发债意愿，与相关监管部门制度创新一道，共同推动企业信用债券发展进入快车道，未来一段时间债券扩容势头有望得到保持。

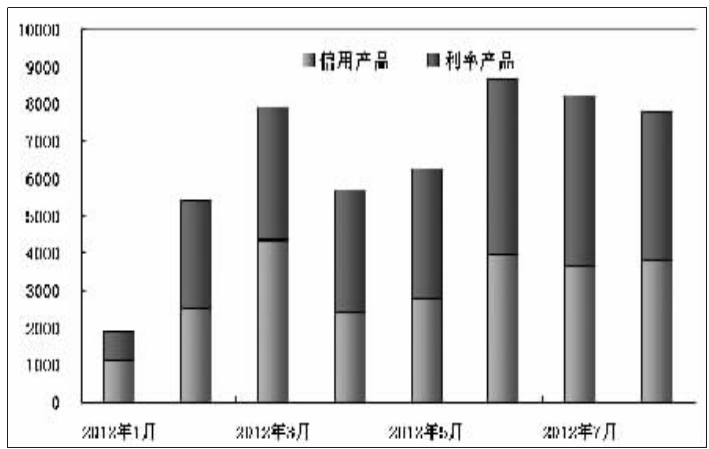
## 利率债信用债此消彼长

据Wind数据统计，8月份全市场共发行各类型债券251只（不含央票，下同），面值总额7777.48亿元。发行量虽比上月减少468.64亿元，但仍处于近两年来的较高水平。

当月债券供给下滑，主要因利率产品供应节奏有所放缓。数据显示，8月份利率产品发行量为4005.1亿元，比上月减少589.7亿元。分品种看，地方政府债发行526亿元，比上月减少162.6亿元，政策银行债发行量亦由2093.2亿元降至1848.5亿元，但国债比上月多发71.02亿元，发行量为1630.60亿元。

与此同时，信用类债券则延续6月以来的高频发行节奏，当月共发行3772.38亿元，比上月多发111.04亿元。其中，银行、券商、保险共发行金融债券（不含政策银行债）77亿元，与上月 79亿元）基本相当，非金融企业发行的信用类债券成为当月增量供给的主力，银行间中短期票据、企业债、交易所公司债等发行量均不同

1-8月份债券发行情况一览



程度增加。据统计，8月份银行间市场共发行中票1422.90亿元，环比上月增加648.36亿元，创出历史单月发行量新高；当月短融（含超短融）、中票合计发行2704.3亿元，同步刷新历史最高纪录。另外，8月份企业债发行425.78亿元，比上月增加113.68亿元；公司债发行320.3亿元，增加136.3亿元。

利率债信用债此消彼长，推动8月份信用债发行量占比进一步升至48.44%，创出最近5个月的新高。

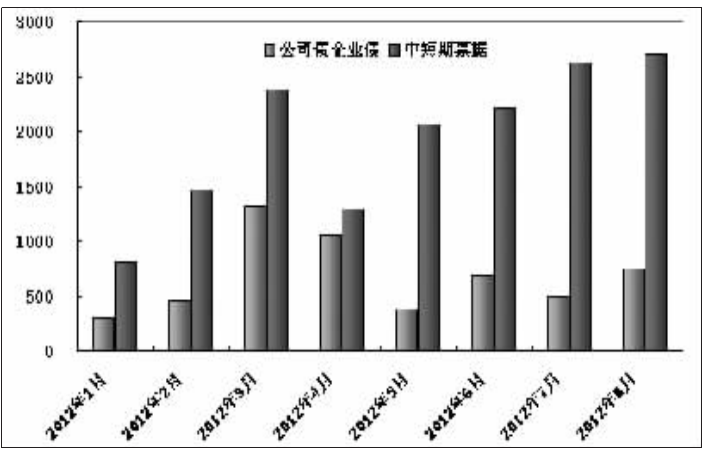
## 两轮驱动 大扩容或延续

市场人士指出，信用债券市场持续快速扩容，显示债券市场对于实体经济的支持作用进一步增强。这既源于企业直接融资意愿的上升，也与相关监管部门降低发行门槛、进行产品创

新，大力推动债券市场发展不无关系。

直观地看，信用债的高额供给态势，反映出企业寻求直接融资的意愿提升。其中，最主要的原因在于债券融资的成本更具吸引力。中投证券报告指出，从历史上信用债净供给与融资成本的的关系可以看出，融资成本的显著差异会影响到信用债的供给。在融资成本优势较为明显的2008年下半年至2009年上半年，信用债发行量上升较为明显。在信用债融资成本同期贷款相对利差较小的2010年至2011年，信用增长并不明显。由于上半年信用债收益率持续下降，目前信用债相对贷款利差处于较低水平，信用债仍有较为明显的成本优势，加之企业到期债务量增多且投资可能有所回升，因此信用债供给显著上升，预期

非金融企业发行的信用债券增长较快



这一趋势在未来一段时间将得到延续。除此以外，在经济增速下行，企业盈利预期恶化的背景下，信贷融资固有的顺周期与“嫌贫爱富”特点，将很多存在资金需求的中小型企业排除在放贷门槛以外，这其中一部分企业被迫转而寻求通过债券市场融资。

在企业举债融资意愿上升的背景下，为贯彻中央“稳增长”的要求，今年相关债券监管部门在制度创新、产品创新方面可谓动作频频。如，交易商协会允许短融中票发行额度互不占用、放松城投公司短融中票注册、推出资产支持票据等；发改委加快了绿色通道类、重点支持类债券审批流程，并有消息称，发改委计划将城投债发行范围从百强县扩展到非百强县，并可能推出私募企业债等

等；证监会则允许创业板公司发行私募债券，并推出了中小企业私募债。这一系列的创新举措客观上也为促进信用债券增长起到重要作用。据统计，自交易商协会推出资产支持票据以来，8月份各类企业已完成发行12笔，总额45亿元；自中小企业私募债推出以来，已累计完成发行36笔，总额36.83亿元。

市场人士表示，尽管高供给可能通过推升发行利率的方式，对潜在供给产生自我抑制的作用，不过鉴于债券融资成本优势依旧显著，银行信贷供求结构性失衡问题突出，且债市发展存在制度性创新的大力支持，未来债券发行规模特别是信用类债券供给规模仍将保持在较高水平。（注：发行数据统计以债券发行起始日为准，对尚在发行的债券统计计划发行量）。

# 中长债崛起改善企业融资结构

□华泰证券 郭春燕

今年以来，人民币信贷数据基本符合投放目标与投放节奏。但从结构上分析，一般企业中长期贷款占比一直处于低位，市场通常根据这一数据解读企业方需求。我们认为，仅以银行贷款评价企业债务融资需求是不全面的，企业经由其他渠道的融资也不可忽视。今年以来中长期企业债呈现放量状态。根据往年经验，中长期贷款增量在下半年将受全年贷款投放节奏影响而较上半年有所减少，同时企业债券的发行很可能继续提速，因此今年全年企业债券的发行量有望持平企业新增中长期贷款，企业融资结构将进一步改善。

## 中长期融资向债券分流

市场通常以信贷数据尤其是中长期信贷数据观察企业需求状态。但我们认为，除银行贷款外，企业经由其他渠道的融资也不可忽视。今年以来，中长期企业债呈现放量状态。到2012年7月，中长期企业债券净融资规模累计同比增速已由2011年末的22.6%升至33.8%。从融资额

来看，2011年合计新增企业中长期贷款和企业债券净融资分别为2.1万亿元和1.09万亿元，分别占同期社会融资总量的16.4%和8.5%；今年1-6月，这两项数据分别为1.09万亿元和0.65万亿元，分别占同期社会融资总量的13.5%和8.4%，相比之下两者差距已收窄许多。根据往年经验，中长期贷款增量在下半年将受全年贷款投放节奏影响而较上半年有所减少，同时企业债券的发行很可能继续提速，因此今年全年企业债券的发行量有望持平企业新增中长期贷款，从企业融资角度看，这种现象相比于往年有很大的变化。

综合来看，企业中长期贷款增长乏力确实是经济疲软、利润下滑和开工意愿不强所导致的必然结果。但同时应当看到，银行贷款只是企业融资和加杠杆的手段之一。在债市扩容逐步加速的当前，发行债券同样可以很好地满足企业对于中长期资金的需求。从另一个角度来说，债券融资对于银行贷款的分流也会在相当的程度上影响到贷款的增长速度。

## 成本控制是企业关注重点

今年以来，企业利润下滑已是不争的事实。从数据上看，规模以上工业企业主营业务收入累计同比增速在2011年初、2011年末和2012年6月分别为31.0%、27.2%和11.3%；利润增速分别为34.3%、25.4%和-2.2%，显示今年以来企业盈利能力削弱严重。而与此同时，企业的财务费用依然高企，利息支出的累计同比增速在这三个时点达到27.7%、36.6%和33.5%。不难预见，企业的盈利水平无法长期支撑如此高速增长的兴趣支出，成本控制是企业债务融资渠道选择的首要考量。

从历史数据来看，债券票息一直低于贷款利息，也就是说，从全部企业平均水平来看，债券融资的成本低于银行贷款。从成本控制角度考虑，发行债券相较于银行贷款更有优势。我们将2009-2011年间发行过中长期企业债券的企业进行统计后发现，在企业债券发行成本优势不明显且货币政策较为宽松的2009年，发行中长期债券的企业仅有407家，且其中77.4%的企业当

年长期贷款有所增加。407家企业中长期贷款平均增量达到47.15亿元，远高于债券的平均发行量26.97亿元。到了2010年之后，特别是2010年末至2011年货币政策收紧、企业债券发行成本较银行贷款优势拉大的时期，企业的中长期融资便逐步向发行债券倾斜。至2011年，已有725家企业发行中长期债券，而此中仅有52.3%的企业长期贷款较上年有所增加，平均增量也已少于中长期债券的平均发行量。

相较于银行贷款，企业债券发行还在另一些方面占据优势。首先，银行贷款一般被要求存入放贷银行，同时存款利率有可能被压低；而债券融资的存款则通常能享受较高的存款利息。其次，银行风险偏好的降低使得其更倾向于放出短期贷款而非长期贷款，这样企业很可能被要求一年一贷，不利于长期规划和锁定财务成本，而企业债券的期限一般在3年以上，多为5年期和7年期，如果选择利率下行的时点发行期限较长的债券，则对企业更为有利。

## 债券融资地位日益重要

2012年以来，债市扩容的各种政策一步步推出。其中包括交易所中小企业私募债开始发行，短融和中票发行额度互不占用，非金融企业发行资产支持票据启动，交易商协会全面放松城投公司发行中票和短融等等。这些措施的出台都显示出监管层大力发展债券市场的意图。

不过也需要看到，供给的大量增加必然在一定程度上推高票息，从而增加企业的发债成本；特别是在当前流动性并未完全放松，贷款利率有下调空间，以及机构投资者连续去杠杆的时期。因此，未来企业对于债务融资方式的选择将会是一个综合各方因素，全面考察的过程，也是企业和银行之间相互博弈的结果。

但不可否认的是，从成熟市场的发展经验和目前出台的相关政策来看，金融脱媒和债市扩容将是同步进行的两个进程，而这两方面合力作用的结果，必然是使得债券融资在企业中长期债务融资中的地位日益重要。

# 独具五优势 债市积极助推实体经济

□王宇 陈珊

显著提高直接融资比重，积极发展债券市场，既可以提高债券市场支持和服务实体经济的能力，也能防范金融市场潜在的系统性风险。我国债券市场自2007年以来的快速而长足的发展，不仅是贯彻中国人民银行提出超常规发展金融市场的思路，也是落实党中央国务院关于“大力发展直接融资”的指示，助推实体经济健康增长的结果。

债券市场之所以能够支持实体经济的快速发展，是由于债券市场能够迅速聚集大量闲散资金，引导社会储蓄转化为长期投资，发挥为实体经济输血的功能。此外，直接债务融资可以满足各类市场主体的资金需求，降低银行贷款对货币供应的影响，保持经济增长的活力与动力。“十一五”时期，我国企业直接债

务融资产品的发行量达5.05万亿元，有力地支持了实体经济发展。截至2011年底，我国信用债市场规模已达5.1万亿元，位居世界第三、亚洲第二。

债券市场之所以能够很好发挥支持实体经济的作用，是由于债市可以发挥为企业提供融资服务的五大优势：

第一，债券市场可以为多种类型企业提供融资服务，具有广覆盖的特征。不仅央企、其他国有企业、民营企业、中小企业都可以从债券市场获得融资，而且通过债券市场融资，可以有效化解银行系统风险积累，降低大型企业的融资成本，从而使得银行腾出更多信贷资金来支持中小企业和民营企业。此外，债券市场可配合国家宏观调控政策需要，如为支持国家重点行业振兴规划，交易商协会为相关企业注册发行，累计募集资金2.44万亿元。

第二，债券市场有助于推动金融市场多层次建设的作用。发达国家的经验表明，多层次资本市场在推动国家经济转型和战略性新兴产业发展中发挥着至关重要的作用。多层次一方面体现在债券市场的一二级市场可以发挥不同的功能，一级市场可以快速地为企业注入资金，二级市场的发展可以推动债券的交易和投资，在提高二级市场流动性的同时更好的发挥价格发现功能，从而为一级市场融资提供参考。另一方面体现在债券的基础产品市场以及信用衍生品市场，基础产品可以满足企业的不同融资需求，衍生品市场可以提高基础市场发展的“源头活水”。此外，多层次市场还体现在利率产品和信用产品市场的建设。

第三，债券市场可实现企业融资期限灵活化。相比于间接融资，通过债券市场融资可以根据

企业的资金短期和长期需求选择多种期限的债券。目前我国债券市场产品已经非常丰富，可以满足企业的不同期限的需求。比如，短期融资券可以满足企业3个月到1年的短期资金需求，中期票据和企业债可以满足企业中长期期的资金需求。由此，企业可以根据宏观经济形势的变化、企业自身的发展战略以及企业所处的行业特征等经济周期的因素和个体的因素来选择多种期限的债券发行。

第四，债券市场丰富了企业融资品种。随着我国债券市场近几年的快速发展，我国债券市场的债券品种已经比较丰富。不仅有超短期融资券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、区域集优债、私募债、资产支持票据、信用风险缓释工具等非金融企业债务融资工具，还有企业债、城投债、地方融资平台债、公司债、可转债、

中小企业私募债等。众多的品种可以满足企业的不同需求，企业也可以根据自己的融资偏好和个体特征选择不同品种的债券发行。

第五，债券市场可满足企业的多元化融资需求，具有个性化服务的特征。直接债务融资，特别是银行间市场非金融企业债务融资工具，对于满足企业多元融资需求具有独特优势：一是用款方式灵活，企业注册债务融资工具后，可以在两年内根据自身需要和市场情况灵活把握发债时机与规模；二是融资工具多样，发行人既可以通过资产支持等增信手段提高信用等级、降低发债成本，也可以利用可转换债等工具实现股权、债权的组合融资；三是提升资金效率，大量中介机构为企业提供市场分析等专业服务，有助于发债企业加强公司治理，不断提升资金的整体效率。

## 3440亿 8月净投放量创14个月新高 央行或继续大规模运用逆回购

□本报记者 王辉 上海报道

央行30日进行了8月最后一次の常规公开市场操作。当日央行通过7天和14天逆回购合计投放资金400亿元，本周公开市场实现净回笼540亿元，但8月份央行公开市场操作依然以高达3440亿元的净投放量落幕，净投放规模创近14个月新高。分析人士指出，如果降准继续后延，综合9月份到期资金分布、节假日等因素来看，央行仍有必要在公开市场持续开展较大规模的逆回购操作。

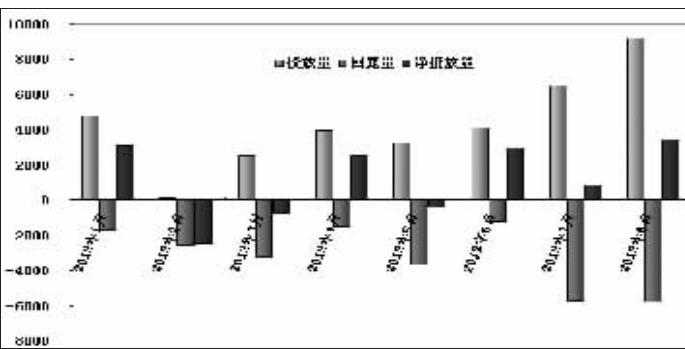
## 本周重见净回笼 资金面预期谨慎

公告显示，央行30日以利率招标方式开展了7天期和14天期逆回购操作。其中，7天期交易量100亿元，中标利率3.4%；14天期交易量300亿元，中标利率3.55%，两期限逆回购中标利率均与前次操作持平。

统计数据显示，本周公开市场有到期央票10亿元，到期正回购300亿元，到期逆回购2500亿元。分别在周二开展1250亿元、周四开展400亿元的逆回购操作后，本周央行将从市场净回收资金540亿元，终结此前公开市场连续三周净投放的局面。之前三周，央行通过公开市场操作分别净投放资金2780亿元、750亿元和440亿元。

在逆回购缩量、央行净回笼的影响下，30日货币市场中长期利率出现普涨。当日质押式回购市场7天至1个月期的中等期限回购利率

8月公开市场净投放量创年内新高



## 资金面频念“紧箍咒”

## 8月债市震荡下挫

□本报记者 王辉 上海报道

在流动性预期偏向谨慎、通胀担忧有所抬头、机构落袋为安心态浓厚的背景下，8月份债券市场表现疲弱。市场震荡下跌的运行特征突出，而且跌速有所加快。分析人士指出，自去年四季度以来的债券牛市行情或进入尾声，未来债市可能进入机会与风险交织的纠结状态。

据银行间固定利率国债收益率曲线数据显示，1年、3年、5年、7年、10年期国债收益率，分别从7月末的2.3077%、2.6257%、2.8614%、3.0997%和3.2915%，上扬至8月29日的2.6963%、2.9784%、3.0815%、3.2490%和3.3943%。跌幅最大的是1年和3年期国债，其收益率水平

在过去一个月中上涨了约39BP和35BP。政策性金融债方面，从几个关键期限的非国开金融债收益率来看，1年、5年、10年期国息金融债收益率则分别从7月末的2.8101%、3.6102%、3.9566%，上扬至8月29日的3.0612%、3.8035%和4.0707%。

对于近阶段债市的弱势表现，浦发银行、顺德农商行等机构认为，PMI等经济指标虽然低于预期，但短期内经济增长低迷对债市收益率推动力正在逐渐减弱；而与此同时，市场对于通胀的担忧正逐步增强。展望后市，一级市场收益率带动二级市场收益率上行的风险仍需重点防范，如果资金面趋紧的状况得不到更有力的实质性缓解，债市收益率中短期内延续震荡上行的可能性仍然较大。

## 交易员札记

## 月末交易清淡 债市维持弱势震荡

□长江证券 斯竹

周四债市交投维持清淡局面，临近月末，市场谨慎观望氛围增强，中高等级信用债及中期利率品种成交相对较多。资金面整体表现较为宽松，当日央行再次进行了100亿元7天和300亿元14天的逆回购操作，中标利率持平，受此影响，银行间质押式回购除了隔夜品种加权利率大跌20bp，其余均出现不同程度的上行，其中跨月品种7天和14天加权利率分别上行8bp和23bp。

央票交投较为清淡，在基金及银行等机构的推动下，短期限券种成交较多，如10央票32成交在2.94%-2.97%；国债交投集中在中长期品种，如5年期的12附息国债14成交在3.09%，略有上行，7年期的12附息国债10成交在3.23%附近，10年期的12附息国债15成交在3.40%附近；金融债成交集中在中短期券种，如1年期10国开23成交在3.20%附近，3年期非国开债则成交在3.61%，收益率略有上行，5年期12农发15成交在3.84%附近；

短融交投相对活跃，半年以内的短券成交较多，如1个月内的

AA券种11众众CP01成交在4.20%，3个月的AA券种11广汇汽车CP01成交在4.40%，稍长的AA-券种成交在5.05%-5.19%附近。此外，新发券种AA-的12中升CP02成交在5.53%，AA券种12辽成大CP02成交在4.66%；中票交投维持稳定，受益集中在AA以上券种，期限以3-5年为主，如4.4年的AA券种12太重MTN1成交在5.6%，3年的12武钢MTN3成交在4.40%；企业债整体收益率略有下行，中长期AA以上券种成交渐多，如AA券种12泉州路桥成交在6.51%，下行约13bp，9年多的12中石油02成交在4.88%，略长的12铁道01则成交在4.71%附近。

公开市场操作方面，本周到期资金为2190亿元，在周二1250亿元和周四400亿元的逆回购之后，净回笼资金540亿元。下个月将有大量逆回购到期，再加之下月及节假日因素的影响，资金面堪忧，债市仍将受此制约维持弱势震荡。从近期债市表现来看，资金面对于短端影响较大，而中长端的上行幅度较小，未来整体收益率曲线或将趋于逐步陡峭化，中期限品种及AA以上中高等级品种的防御价值相对较大。