

2011年-2012年中国企业债券市场:规范与发展

——访中国银河证券董事总经理、债券业务负责人代旭博士

□本报记者 曹志为 王婷 王燕



2011年是“十二五”开局之年,在这一年里我国企业债券市场发展情况如何?2012年企业债券市场有哪些亮点值得期待?中国证券报记者就此专访了中国银河证券董事总经理、债券业务负责人代旭博士。

2011年企业债券市场很不平静

中国证券报:2011年我国企业债券发行呈现哪些特点?

代旭:概括地说,2011年企业债券市场很不平静,从发行情况看,主要有以下几个特征:

一是企业债券发行规模在宏观经济紧缩环境下基本保持稳定。

全年企业债券发行规模为3485.48亿元,比上年3627.03亿元仅减少3.90%;发行家数为189期,比上年161期增加17.39%。在中央和地方发行体发行规模方面,中央发行体对利率成本相对敏感,在低迷的市场情况下融资比较谨慎,全年企业债券发行规模为1234亿元,比上年上的1685亿元下降26.77%;地方发行体全年企业债券发行规模为2251.48亿元,比上年的1942.03亿元增加15.93%。

二是企业债券重点支持保障性住房建设。

为保证党中央、国务院提出的2011年开工建设1000万套保障性住房任务的完成,国家发改委于2011年6月9日专门下发了《国家发展改革委办公厅关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》,要求符合条件的地方政府投融资平台公司发行企业债券应优先用于保障性住房建设,对募集资金用于保障性住房建设的,优先办理企业债券核准手续。

2011年企业债券募集资金中用于保障房建设的约为316亿元,比2010年的150亿元激增一倍还多,为各地政府按时完成1000万套保障性住房项目开工任务、保障资金供给作出重要贡献。

三是企业债券继续发挥着支持国家重点规划铁路建设项目融资的作用。

改革开放以来,企业债券融资为我国铁路建设发挥重要作用。截至2011年末,铁道部共发行了59期、4887亿元企业债券,债券余额4720亿元,偿还正常。2011年7·23动车事故”后,出于对铁道部大规模融资偿付能力的担心,市场投资者有所疑虑,抬高了对铁道债的认购利率,债券发行出现困难。为保障国家重点规划的铁路项目能按时推进,资金及时到位,主管部门对铁道部发行企业债券融资给予极大支持。

国家发改委2011年10月份专门复函铁道部:经国务院批准,你部发行的中国铁路建设债券为政府支持债券”,你部发行募集时,可向投资人明确中国铁路建设债券为政府支持债券”。财政部和国家税务总局也联合发文明确,铁路建设债券利息收入企业所得税减半征收”等政策,政府的强力支持使铁路建设债券发行利率逐期下降,前三期七年期品种的利率分别为5.59%、4.93%和4.63%,市场投资者对铁路建设债券的信心迅速恢复。

最终铁道部2011年顺利以低成本完成企业债券融资1000亿元。应该说,企业债券融资期限长、成本低,对改善我国铁路项目建设资金结构、降低融资成本、舒缓铁路项目集中建设期银行信贷偿还压力等方面是不可替代的,所起的关键作用怎么形容都不过分。

四是企业债券继续成为我国城市化基础设施建设融资的重要渠道。

2011年宏观经济环境趋紧,房地产调控致使土地出让收入下降以及清理整顿地方政府债务促使商业银行为市政建设项目信贷进行了力度比较大的调整,多项紧缩政策重叠,许多城市基础设施包括一批节能减排、民生工程项目,因资金不到位面临停工或半拉子工程情况。

在我国目前信用债券品种中,只有企业债券核准时对发债资金用于项目有明确要求,在2011年比

较特殊的情况下,企业债券融资在那些符合国家产业政策、获得地方规划批准的市政项目建设中发挥了重要作用。企业债券核准时明确发债资金项目用途,又保证了募集专款专用,这一点显得尤为重要。

五是企业债券承销业务继续成为国内主要证券公司投行业务竞争的重要领域。

我国信用债中,金融债券特别是次级债券的承销基本少有承销佣金,企业债券市场近年来蓬勃发展,吸引了越来越多市场化的证券公司来分享企业债券承销佣金的“盛宴”。

2011年,共有53家证券公司参与了企业债券主承销,比2008年的29家增加了近一倍,企业债券承销已日渐成为国内主要证券公司投资银行业务的重要组成部分。

2011年中国银河证券以主承销规模266.50亿元的业绩再次拔得头筹,连续三年位列各券商之首,这也是中国银河证券第二次“三连冠”,部分老牌券商企业债券承销排名继续下滑,合资券商整体上排名未见起色;宏源证券、华林证券、国开证券等继续冲击老牌券商的传统优势领域;前五名券商主承销规模占比为29.30%,比2009年和2010年的37.19%、33.16%进一步下降,市场集中度降低,竞争更加激烈。

中国证券报:2011年企业债券二级市场走势如何?

代旭:2011年在国内外复杂经济形势下,货币政策调控的大环境下,我国企业债券二级市场大部分时间表现疲软,市场利率持续走高并于9月下旬达到全年最高水平;10月后在政策趋松预期下市场好转,但企业债券中产业类债券与城投债券利率走势分化。总体来看,2011年企业债券二级市场大致可以分为四个阶段:

第一阶段,1月至2月中旬。央行上调法定存款准备金率和存贷款基准利率各一次,逢春节假期,市场资金面出现超预期紧张,银行间7天回购利率于1月末一度冲破8.50%。债券投资意愿薄弱,二级市场发行利率抬升并带动二级市场利率走高,累计涨幅约40bp。

第二阶段,2月中旬至5月。物价水平持续上涨,抑制通胀成为货币政策调控第一目标,央行保持着每月一次提升法定存款准备金率的节奏,由于外汇占款每月数量较大及央行维持一定数量净投放,市场资金面没有受连续提升法定存款准备金率的影响,回购利率基本保持稳定,政策因素对债市影响反而不大,债券市场窄幅波动。

第三阶段,6月至9月。债券市场利率频出,债市收益率大幅上升至年内最高。6月由于银行系统半年考核促使银行全力揽储并借入资金,市场资金面极度紧张,回购利率再次冲高并超过春节水平,债券市场利率重拾涨势;进入7月,债券平台公司信用风险广泛传播,城投债券受到市场抛售,前期高杠杆超配城投债券的机构在回购利率依旧高位下被迫实施去杠杆,而城投债券因无人接盘从而迅速波及整个债券市场。三季度企业债券市场收益率累计涨幅约100bp。

第四阶段,10月至年底。随着通胀水平下降、国际债务危机加重,国内经济增速明显放缓以及货币增速持续走低,央行货币政策微调趋于宽松的预期得以确定,并于12月5日首次下调法定存款准备金率。在利好因素驱动下,年内一直苦苦挣扎的投资者开始做多,国债、金融债、高等级信用债券依次出现了利率下降行情,但出于对未来经济走势不确定性担忧,低等级城投债券依旧表现低迷,高等级企业债券与城投债券利差达到历史高位。



CFP图片

2009年至2011年企业债券主承销商业绩排名(前十名)								
排名	2011年		2010年		2009年		近三年合计	
	主承销商	主承销量	主承销商	主承销量	主承销商	主承销量	主承销商	主承销量
1	中国银河证券	266.50	中国银河证券	337.83	中国银河证券	394.33	中国银河证券	998.66
2	中信建投	202.53	中信建投	301.99	中信证券	321.49	国泰君安	725.98
3	宏源证券	199.50	国泰君安	248.32	中金公司	299.49	中信建投	724.33
4	国泰君安	183.83	国家开发银行	179.49	国泰君安	293.83	中信证券	568.98
5	华林证券	169.00	中银国际	168.33	瑞银证券	272.16	华林证券	531.90
6	中信证券	164.99	平安证券	156.50	中信建投	219.81	中银国际	508.16
7	国开证券	159.00	中国建投证券	147.50	华林证券	216.50	瑞银证券	466.48
8	西南证券	128.00	华林证券	146.40	中银国际	215.83	招商证券	452.49
9	招商证券	125.33	招商证券	130.00	招商证券	197.16	国家开发银行	450.65
10	中银国际	124.00	安信证券	126.66	中国建投证券	179.63	中金公司	448.65

注:统计主承销量时,联合主承销的债券主承销量按主承销商家数平均分配;也有统计将2011年铁道建设债券从企业债券中调出,为保持前后一致性,该表格未做调整。

城投债券发展成市政债券应是时间问题

中国证券报:“云投重组”引起了市场的广泛关注,这是2011年企业债券市场回避不了的问题,对此怎么看?

代旭:2011年6月,云南省投资控股集团有限公司表示将转划电力等重要资产到另一新成立的集团,引发市场对城投债券发行主体可能通过转移核心资产损害债券持有人利益的担忧。在一个宏观紧缩的市场环境下,这种担忧迅速被各方放大,导致城投债券价格较大幅度下跌,城投债券发行也一度陷入困局。客观分析,这是我国企业债券发展过程中不得不经历的一段“插曲”,即便不发生在云投集团身上,也可能发生在其他公司身上。

从事情本身来看,这类公司的资产重组无可厚非,但在具体操作方式上似乎可以做得更好,市场更关心的是地方重组主管部门及其所聘财务顾问《如有》在方案设计时如何摒弃传统行政手段,按市场公平原则,对债权人利益进行保护和尊重。

市场的反应很快引起了主管部门的重视,国家发改委于2011年7月21日专门发布了《国家发改委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管有关问题的通知》,对企业债券存续期内发行人募集资金用途变更、资产变更、还本付息、信息披露等方面的监管做出了明确的规范和要求。

该通知明确指出,发行人依法发债、合规运作、履约披露、保障兑付是企业债券市场健康发展的基石”,企业债券发行人及其中介机构应严格按照《公司法》、《证券法》等有关法规和债券交易市场所有要求,切实履行其在债券募集说明书及其他相关文件中承诺的信息披露义务”,并具体要求“对中介机构应承担相关义务但不作为的,取消其从事企业债券市场服务的相关资格”。通知规定具体、操作性强、责任明确、处罚清晰,对加强企业债券存续期监管起到关键性指导作用。

我认为“云投重组”从另一侧面有力推动了主管部门对企业债券存续期有关规则的制定,更加注重对债券投资人利益的保护。

中国证券报:2011年下半年城投债券的发行并不顺畅,您如何看待城投债券的未来发展?

代旭:随着欧洲国家主权债务危机蔓延,部分机构唱空我国,夸大我国地方政府负债风险程度,并在下半年影响到企业债券中的城投债券。

针对这一情况以及地方政府债务、城投债券在发展过程中出现的个别问题,政府部门不断加强监管力度,同时也进行了正面引导。

主管部门领导在2011年8月29日接受媒体专访时,从我国政府债务管理的高度,指出“我国地方政府债务的累积债务相对于偿付能力来看,风险是总体可控的”,随着各级政府和有关监管部门越来越重视对地方政府债务风险的防控,采取积极有效的措施化解部分地区和领域的债务风险,在我国出现政府性债务违约的可能性是不大的”;我国货币政策由适度宽松转向稳健,人民银行多次提高存款准备金率和存贷款基准利率”,城投债券发行不畅“是货币政策调整的正常结果”,城投

债券发行人是优质的,还本付息也是正常的”,投资者“出于对我国地方政府债务风险的不合理判断,并进而对城投债券进行唱空或做空是没有必要的”。中央电视台在早、午、晚几档新闻及财经专题中也安排了专门采访内容。我认为城投债券的发展可从两个方面认识。

一是,应科学认识近几年城投债券发展的战略意义。

自2008年开始应对国际金融危机以来,在“扩内需、保增长”的背景下,融资平台公司的快速崛起及其功能的发挥带动了一大批地方市政建设项目,缓解了大量农民工就业难问题。

融资平台公司通过贷款和发行城投债券在解决中央投资项目地方配套资金不足和为各地市政建设项目筹资等方面提供了有力的资金支持。城投债券的发行有效分散了融资平台公司由于短期内承接大量期限单一的银行贷款所带来的信贷结构性风险,改善了融资平台公司的融资结构,有利于增强整个金融体系的稳定性。

融资平台公司通过公开发行债券,在一定意义上成为公众公司,强制性的信息披露机制客观上对其形成外部市场约束,促使其按照规范的现代企业制度运作,并在市场参与各方的监督下,增强经营及财务透明度,市场在此次“云投重组”过程中实际上已经发挥了这种监督作用。

二是,从经济学方面分析,我国城投债券实际上承担了国外市政债券的职能。

除了传统的市政建设领域,近年来城市开始大规模建设的保

障性住房,其重要的融资渠道之一就是城投债券。由于保障性住房特别是廉租房、公租房本质上是一种准公共产品,未来现金流无法覆盖投资支出,因此项目本身不能进行纯粹的商业化融资。在地方财政一下子拿不出这么多钱的情况下,通过政府提供补贴的方式,由政府融资平台公司贷款或发行城投债券便使得为保障房建设融资成为可能。

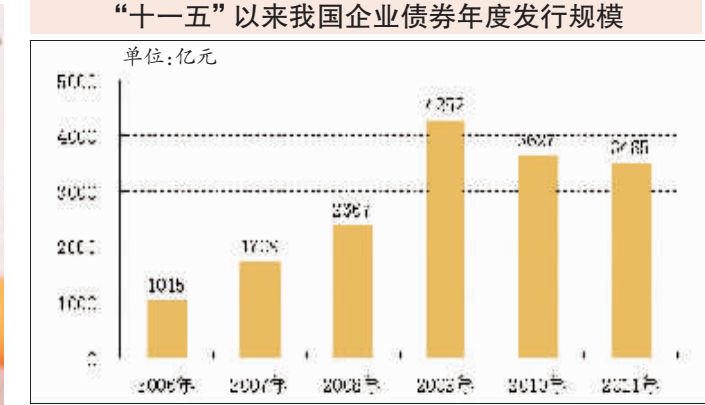
也就是说,地方融资平台公司发行的城投债券在很大程度上与政府财政对公共事业投资有较强的替代和补充作用。这也是《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》赋予清理整顿后的融资平台公司的重要职能。

在我国不断深入发展的城市化过程中,城投债券发展成市政债券应是时间问题。国家发改委财司徐林司长对此专门撰文指出,对待城投债券的未来,应该按照正视现实、规范运作、防范风险的原则,继续予以规范、完善与“发展”,并提出“将城投债券进一步规范发展为市政债券”,这将成为我国城投债券的发展方向。

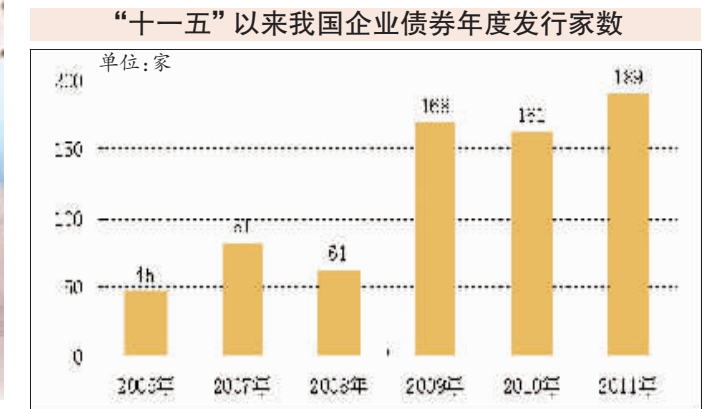
中国证券报:2011年11月,上海等四省市开始试点地方政府自行发债,这与我国目前发行的城投债券以及您刚才提到的西方国家市政债券之间是什么关系?

代旭:发行市政债券为公共产品或准公共产品筹措资金是发达国家城市化进程中之有效的资金筹措方式。

总体讲,西方国家的市政债券可以分为两大类:一类是地方政府以税收及其他财政收入为担



数据来源:国家发改委网站、中国债券信息网



数据来源:国家发改委网站、中国债券信息网

保直接发债,例如美国的一般责任债券以及日本的地方公债;另外一类是地方政府的授权机构或公共实体单位发行的市政项目建设债券,其偿债资金主要来源于特定项目的未来现金流,以美国的市政收入债券最为典型。若以美国的市政债券体系为蓝本,抛开两国政体与财税体制不同,目前我国试点的地方政府债券类似于其一般责任债券,城投债券则类似于其市政收入债券。

我国地方政府债券发行开始于2009年,当时在国际金融危机愈演愈烈的背景下,由财政部代理地方政府发行债券,用于扩大地方政府拉动投资能力。但这种代理发行、代办还本付息的发债模式在实际操作中存在问题。主要是偿债主体定位不清,发行主体和募集资金使用者均是地方政府,但由于采用代发代偿机制使得中央财政实际上担当了“最终还款人”的角色,地方政府债券的国债色彩较浓。

2011年11月开始的地方政府债券自行发债试点试图但实际并没有解决上述问题。目前,投资者有理由对地方政府按市场化方式发行债券、建立信息披露机制、评级和市场监督机制以及获得发债地方政府资产负债情况、偿债资金来源、募集资金投向及使用效率等情况期待更高。

目前,我国仍然处于城市化快速发展阶段,在城市基础设施建设和社会公共事业方面需要筹集大量资金,真正意义的市场化、真正意义的市场化(市政收入债券)之间边界清晰且并不矛盾。

雨绸缪,将搭建企业债券还本付息监管预警系统,组成各级政府主管部门、发行人、中介机构多层次参与的企业债券偿还监管体系。

五是,随着2012年货币政策逐步宽松,预计企业债券一级市场的发行规模会进一步扩大,二级市场一季度将有所萌动,二季度将迎来春天,投资机会增多,但三、四季度不确定性增加。

2012年企业债券市场将进一步得到大发展

券市场的基础性建设方面将实现突破,为未来企业债券市场的大发展下基调。

二是,自2008年发行核准程序简化释放了企业债券发展活力至今,企业债券在3,500亿元左右这一发行规模上已经运行了三年,主管部门在2011年规范融资平台公司发债条件并加强债券存续期间监管基础上,有望推出诸

如市场化的主承销商主办(推荐)制等有力措施,以进一步提高企业债券核准效率,推进企业债券市场化进程。

三是,2010年国内首只市政项目建设债券的问世曾在债券市场引起很大反响,但由于财政、税收等相关配套制度并未跟上,这一债券新品种有待进一步发展,期待主管部门在市政债券制度建

设方面实现真正突破,为我国城市化建设提供一条安全、可行、规范的融资渠道。

四是,企业债券偿债监管体系有望建立。2012年共有42个企业债券项目将进行还本,其中中央企业10个,还本金额183亿元,地方政府32个,还本金额308.15亿元,总体上,全国企业债券还本压力并不大,尚未进入还本高峰期,主管部门未

雨绸缪,将搭建企业债券还本付息监管预警系统,组成各级政府主管部门、发行人、中介机构多层次参与的企业债券偿还监管体系。

五是,随着2012年货币政策逐步宽松,预计企业债券一级市场的发行规模会进一步扩大,二级市场一季度将有所萌动,二季度将迎来春天,投资机会增多,但三、四季度不确定性增加。