

如今的信用债，需要新产品，需要新机制

——信用债市场发展探讨——

内容摘要:

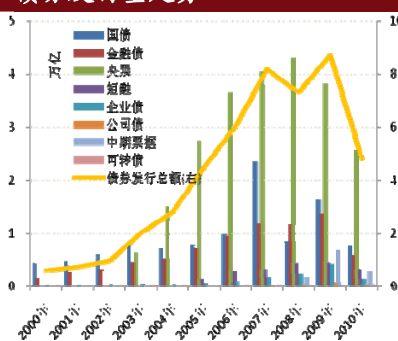
- **冲规模前，先调结构。**我们的债券市场，其实规模已经不小，在股市低迷的年份中，债市的成交量会超过股市；信用债市场也在近两年中短期票据和城头债的兴起下，扩容了不少。但是，我们的债券市场提供给实体经济，也就是中型企业的机会不多，如果说我们发展了中小企业集合票据和集合债券，解决了迷你企业的融资问题，那么下一步，我们是否应该考虑引入高收益债券，给广大的中型企业提供更多的融资机会；作为已经试点的资产支持证券，我们是否可以引导汽车金融公司和消费金融公司发行 ABS，让它们离开金融债市场，单独建立起一个更适合它们的团体。
- **增加债权融资，降低信贷融资。**对比美国的成熟市场，我们的实体经济，对于信贷的依存度过高，05年到07年，我们的信贷融资量占整个社会企业融资的70%以上，个别年份甚至达到90%，这样的融资结构，使得银行承担的压力很大，也使得企业融资的渠道受限。同时，增加债权融资，也为降低每年的新增信贷额度提供了一个很好的缓释出口。
- **融合交易市场，可以从中间清算机构做起。**由于监管部门分裂，交易场所分裂，我国的信用债市场牵涉到3个部门2个交易市场，对提高债券的全流动性是很大的阻碍，我们认为，先建立中间清算机构，逐步缩小交易市场间套利的机会，促进价格融合，是讨论如何统一市场的前提。
- **提供更宽泛的对冲工具。**除了即将推出的风险缓释工具，我们认为，时隔十余年，可以考虑针对银行间市场开放国债做空机制，为大机构投资者提供使用范围更广的对冲工具。

研究员

王剑辉
执业证号: S1250200010075
电话: 010-57631186
邮箱: wjhui@swsc.com.cn

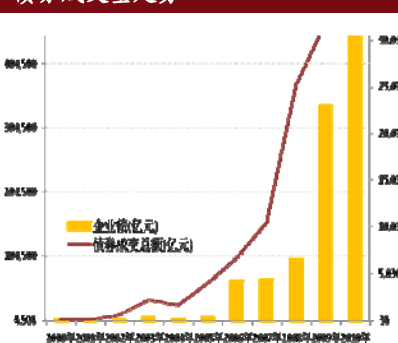
薛娇
执业证号: S1250110030165
电话: 010-57631195
邮箱: xjiao@swsc.com.cn

债券发行量走势



资料来源: 西南证券研发中心

债券成交量走势



资料来源: 西南证券研发中心

目 录

一、信用债券市场：原本空间很大 我们利用太少	1
（一）当前形势：初具规模 结构失衡.....	1
（二）展望建议：先调结构 再扩规模.....	3
二、债券市场面临的课题.....	6
如何恰当的提供风险对冲工具——谨慎为上.....	6
如何促进交易市场的融合——建立交易市场间清算机制.....	6
背景数据图表	8

插图目录

图 1: 中国市场十年成交额对比 (债券、股票)	1
图 2: 信用债历年发行规模趋势	2
图 3: 国内货币供应量增长率	8
图 4: 美国货币供应量增长率	8
图 5: 人民币当月新增存贷款	8
图 6: 美国计入 M2 的两项存款	8
图 7: 债券型基金发行额	8
图 8: 保险行业保费收入和赔付	8

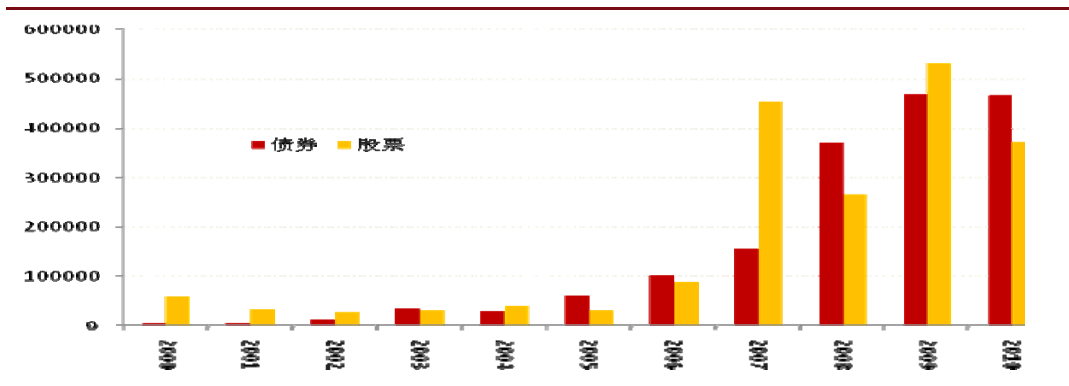
表格目录

表 1: 我国信用债市场发行结构	3
表 2: 美国信用债券市场年发行额	3
表 3: 美国债券市场结构	4
表 4: 美国实体经济融资结构	7
表 5: 我国实体经济融资结构	7

一、信用债券市场：原本空间很大 我们利用太少

即便不算上世纪 50 年代发行的 6 批国债，自 1981 年恢复国债发行以来，我国的债券市场也即将走完自己的第三个十年。相比股市二十年来的发展，债券市场走得有点委屈。95 年 2 月 23 日的“国债 327 事件”，是债券历史上仅有的不光彩事件，但却断送了债券市场的发展。从那以后，债券市场被冷落在整个资本市场的角落里，直到 2002 年，国债的成交量才勉强跨过万亿，企业债的年成交量还不到百亿，而同年 A 股市场的成交额已经接近 3 万亿。在过去的 10 年中，只有当股市行情疲软的时候，整个债券市场的成交量才能超越股票成交量。而美国市场上，仅公司债券的日成交额就与所有交易所股票成交量之和持平，甚至略微超越。

图 1：中国市场十年成交额对比（债券、股票）（单位：亿元）



资料来源：WIND，西南证券研发中心

如果说是 327 事件阻碍了债市的发展，那么股市上出现的丑闻早应该让 A 股被打进冷宫了。其实，固定收益市场原本就是一个比较复杂的市场，由它引出的市场波动远比股市来得凶猛，比如 1998 年大名鼎鼎的美国长期资本管理公司 LTCM，由于对新兴市场债券收益率方向判断错误，直接导致该对冲基金倒闭，被摩根和美林收购，再如 2008 年雷曼兄弟由于次贷危机清盘，那场金融危机的冲击波至今还未消散。如果让固定收益市场充分的发展，既满足实体经济融资的需要，又满足金融体系对冲风险的需要，必然要允许它有杠杆，有衍生，这就使得固定收益市场的监管难上加难，这也许就是为什么我国债券市场迟迟得不到发展的原因。

——一来这些年我们的机构投资者没有完全成熟，还没有能力把玩复杂的工具；二来我们的资本市场环境也没有成熟，还不需要如此复杂的工具。但是，想真正建立起一个世界金融中心的国家，必须要让固定收益市场活跃起来，这才是国际资本和国际智慧角逐的舞台。

（一）当前形势：初具规模 结构失衡

信用债供给规律：审批的松紧影响了发债需求的正常释放

2007 年以后，我国的信用债券市场才相对活跃，从 07 年信用债发行量的季度数据来看，目前由于我们的发程序是核准制，因此发行量不仅受到企业需求的影响，也受到监管机构发行的影响，因而也容易出现发行量突然放量 and 突然缩量这样不利于稳定收益率的状况。

具体到今年，短期融资券就一改往年二季度发行量是全年低点的态势，发行额度一路增长，目前为止，前 10 个月的短融发行量已经超过去年全年发行量 1000 亿，8 月份以来仅有两周的

发行量低于 100 亿。造成这一现象的主要原因是今年上半年在低成本的吸引以及银行贷款困难的双重因素下,企业倾向于选择短融来融资;二是交易商协会今年放宽了对中短期票据的审批,提出全年中短期票据发行超过 2 万亿的目标。

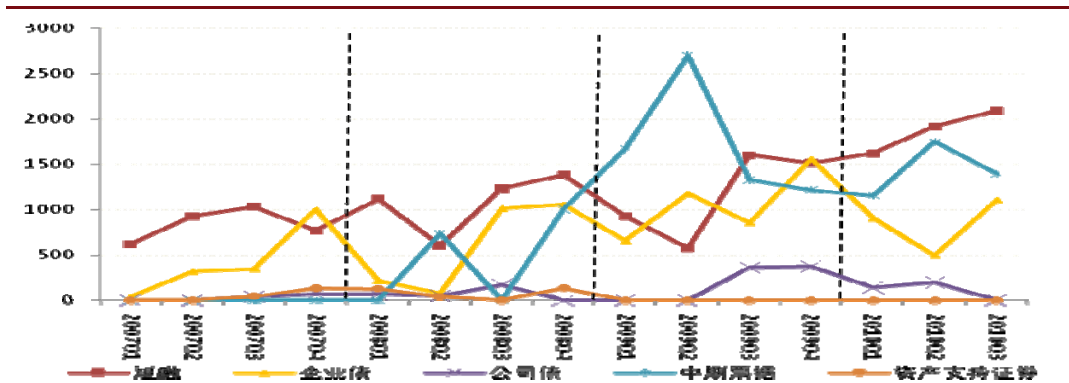
相对而言,中期票据今年的发行量预计将不敌去年,今年二季度的高点和去年相差将近 1000 亿,前 10 个月的发行量据去年全年还有 2600 亿的差距。由于目前中期票据存量 1.3 万亿,占整个债券存量的 6.88%,在信用债中仅低于企业债,加上四季度信贷政策不会回到上半年的紧张状态,因而我们认为四季度中票的供给量也不需要太大,维持在千亿水平足以。

企业债的发行在往年都是下半年发力。今年在二季度见低点,是受到了城投债发行减少的影响,同样 7 月初暂停了城投债的审批,但是 8 月份城投债被放行,第三季度的发行量就一跃超过了二季度。今年前 10 个月企业债的发行量据去年全年发行量还有 1600 亿的差距,即便未来的两个月城投债审批放行,也很难超过去年的量。

我们将短融、中票、企业债和资产支持证券的发行量加和,作为信用债发行规模,通过计算,2006 年至 2009 年,我国信用债市场发行额同比增长分别为 87.6%, 30.5%, 68.9% 和 82.8%。

其余信用债市场,比如公司债和资产支持证券,尚未形成规模,这里暂不作回顾,在后面的债券发行结构建议中将作详细的探讨。

图 2: 信用债历年发行规模趋势 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 西南证券研发中心

资金供给规律

即便在信用债市场上,商业银行也是持仓和交易的主力,因此我们主要来分析他们对于债市的资金供给。

我们的估算方法如下,通过 16 家上市银行自 2007 年以来公布的季报、中报和年报,我们计算了(可供出售金融资产+持有到期投资)/吸收存款,得出 14 个财报披露信息的平均值是 23.6%,但是自 2009 年开始,这一比率就没有超过 20%,这是由于 2009 年全年依然处在低息时代,也没有存款准备金的上调,加上经济刺激计划导致银行疯狂放贷,因此正常配置在债券的资金减少,进入 2010 年,1 月份就上调了存款准备金率,加上最近的一个针对性上调,10 个月内上调了 4 次,降低了银行可用存款,所以自 09 年以后,商业银行配置债券的比例下降。10 月下旬,央行宣布加息,并且 1 年期以上存款上调的幅度大于贷款,进一步压缩了银行可用于贷款的资金,进而也压缩债券配置的比例,因此在后面的估算中,我们采用 20% 的比率。

其次，我们推算金融机构存款增长幅度，07年以来，各项存款余额月同比增速为1.48%，而今年的前9个月平均增速为1.79%，在此次加息后，中长期定期存款利率大幅提高，有利于银行吸收定期存款，因此我们保守的用1.8%估计存款余额，经计算截至2011年6月份，各项存款余额将增长10.8万亿。按照20%的投资比例计算，商业未来半年将有2万亿的资金投入债券市场，加之银行会配置相当一部分国债，因此我们认为明年信用债的发行量在1.7万亿至2万亿比较合适。

明年发行量建议：我们认为，结合目前的经济环境，信用债市场规模在1.7~2万亿之间比较合适，明年的重点应当是调整信用债的发行结构，而不是扩容。之所以认为这个规模比较合适，是因为我们认为，目前中国企业的整个融资结构，应当把银行信贷削减，增加债券融资规模，考虑到明年全社会的融资需求量，我们才确定了这个债券市场的供给规模。

（二）展望建议：先调结构 再扩规模

信用债供给结构：让企业债真正发行起来

首先，我们来回顾一下07年以来，信用债市场的发行结构：

表1：我国信用债市场发行结构（单位：% 系占信用债发行总额的比例）

日期	短融	企业债	公司债	中期票据	资产支持证券
2000年		100.00			
2005年	66.51	29.93			3.56
2007年	62.62	31.96	2.09		3.33
2009年	27.93	25.75	4.45	41.86	

资料来源：BLOOMBERG，西南证券研发中心

从表1看出，进入2009年，我国信用债券市场的发行结构从期限角度看，才步入正常状态，也就是说，各类期限的发行量逐步完善，与资本市场资产期限逐步匹配。但是，需要注意的是，企业债中包括了城投债和铁道部债，真正的企业债券占比不足一半，中期票据中包含了7只中小企业集合票据，目前来说占比较少。

我们以美国市场为成熟市场的代表，通过分析美国信用债市场的发行状况可以发现，我国目前的信用债相当于表2里的公司债券，而我们目前没有高收益债券和资产抵押债券（ABS）。

表2：美国信用债券市场年发行额（发行总额单位：百万美元）

	美国信用债券		美国公司债券		美国高收益债券		占美国债券比例（%）	
	发行总额	费率%	发行总额	费率%	发行总额	费率%	公司债券	高收益债券
2000	818954	0.406	536849	0.543	42304	1.849	65.55	5.17
2005	1301517	0.33	880528	0.529	102324	1.726	67.65	7.86
2007	1725912	0.477	1247843	0.674	148770	1.482	72.30	8.62
2009	195295	0.348	1292569	0.513	162693	2.084	661.85	83.31

资料来源：BLOOMBERG，西南证券研发中心

从美国的证券行业和金融市场协会的统计数据中,我们计算了包括美国付息国债在内的全部债券发行量占总发行量的比例,发现在美国的债券市场中,即便算上公共项目债、国债和联邦政府证券,以国家和政府为主体发行的债券占比也小于 50%,而我国,目前仅国债就占据了半边天下。

表 3: 美国债券市场结构

	国债	房产抵押债	公司债	资产抵押债
1996	29.44%	23.68%	16.52%	8.10%
1997	22.72%	25.42%	19.60%	9.38%
1998	13.04%	34.02%	18.16%	8.52%
1999	11.83%	33.27%	20.42%	9.32%
2000	12.43%	27.23%	23.38%	11.20%
2001	8.69%	38.13%	17.71%	7.44%
2002	10.93%	43.00%	12.17%	7.15%
2003	11.12%	45.81%	11.57%	6.88%
2004	19.29%	40.21%	17.65%	14.73%
2005	14.09%	37.13%	14.21%	14.23%
2006	13.78%	34.73%	18.50%	13.17%
2007	12.95%	35.28%	19.40%	8.77%
2008	22.54%	29.21%	15.37%	3.03%
2009	32.53%	29.14%	13.43%	2.18%
2010 前三季度	36.30%	24.26%	15.44%	1.68%

资料来源: SIFMA, 西南证券研发中心

信用债结构存在的问题

经过今年的发展,我国的信用债券市场已经部分调整了结构,但是较为单一的发债结构已经无法满足我国实体经济的融资需求,原因如下:

- ✓ 我国的短期融资券和中期票据,是丰富企业融资结构的最主要的力量,和银行信贷有相当的替代关系。大力发展中短期票据的发行,一来有利于将对企业的监督权力从银行释放至债券市场的所有机构投资者,促进企业治理和募集资金使用的规范化,二来有利于降低企业融资的成本,减少针对银行的公关人力和费用消耗,三来有利于平衡我国的企业融资结构,改变过度依赖银行贷款的现状。
- ✓ 我国的企业债没有真正发挥对于企业长期融资的作用,企业债的发行门槛比较高,一般来说只有国有企业或者少数超大型企业有发行资格,屏蔽了一批资质良好的中大型企业。
- ✓ 受到企业债发行利率上限管制的限制,我国目前没有高收益债券,这就使得广大的急需融资的中小型企业无法获得债券市场融资。

信用债结构的调整建议

针对上述现状，我们认为信用债的结构应当调整如下：

- 短融和中票的规模经过 09 年的调整，已经比较恰当，今后维持正常的增速就可以。但是，交易商协会应当促进评级企业对短期融资券的评级问题，清一色的 A-1 评级显然是不恰当的。
- 企业债中，应当尽快解决城投债问题，将其剥离出来，放低企业债让真正的实体经济中的中大型企业发行长期债券。
- 资产支持证券应当面向汽车金融公司作试点。目前上海通用汽车金融公司发行的金融债获得 AAA 评级，主要是由于中行上海分行的担保，这笔 15 亿元 3 年期的浮息债，发出了 3% 的低价格，充分显示了资金对该类债券的需求是比较旺盛的。但是，借鉴美国市场的经验，我们认为让汽车金融公司作为发行资产支持债券 ABS 的试点是比较恰当的，也有利于利率市场化的进一步深化。
- 目前发展高收益债券的时机已经成熟。可以由交易商协会牵头，将高收益债券作为短融和中票的另一个补充，这样就完善了各信用级别企业融资的需求，也为券商、基金等风险偏好较大的机构投资者提供了恰当的债权投资工具。在初期，为了防止风险过度膨胀，可以对投资高收益债权的资金杠杆做出限定。同时，投资高收益债券是需要风险对冲工具的，一方面，我们可以将 CDS 引入高收益债券，另一方面，意义更重大的是，恢复对于国债的做空机制，因为从宽泛的对冲方式来看，国债的做空机制就可以满足当前我国机构投资者对冲风险的需要。

信用债的开放路径

如果说上面提出的结构调整的设想是品种的开放，那么，随之而来的就是对于债市投资资金的开放。10 月份，汇丰和渣打银行已经拿到进入国内银行间债券市场的资格，这是我国债券市场开放的重要一步。但是，外资银行的资金准入过程需要特别的谨慎，因为外资银行债券交易的经验远比我们丰富，他们的进入，可能会对交易盘产生影响。

另外，交易商协会可以加大对企业的财务公司，尤其是中型企业的财务投资管理人员的培训，让这些配置资金更恰当的运用，这也会给整个银行间交易市场创造一个流动性更加好的交易环境。

二、债券市场面临的课题

正如文章开始所说的，债券市场的投资者都是职业素养很高的机构投资人，要开放一个活跃的交易平台给他们，就必须提前作好监管的准备，另外，如何促进目前银行间市场和交易所市场的融合，是挡在国内债券市场充分发展前的一大障碍。

如何恰当的提供风险对冲工具——谨慎为上

暂时禁止 CRS 裸卖空

目前，交易商协会促进的风险缓释工具的发行，对机构投资者来说是非常有力风险对冲工具。对于是否允许裸卖空机制，我们认为，由于明年对流动性的控制尤为关键，为了减少扰动资本市场的情况，裸卖空机制目前是不适合被允许的。

重新开放国债做空机制

对于 CRS 这样比较难以监管的对冲工具，重新开放国债的做空机制，显得相对保守，也更加有利于活化资本市场。例如，如果开放了高收益债券的发行，依据美国市场的管理，承销商在余额包销高收益债券和资产抵押债券时，都会做空国债来缓释风险。从广义对冲的角度来说，国债的做空机制应用范围更广，也比信用掉期交易易于管理。

如何促进交易市场的融合——建立交易市场间清算机制

我国目前分裂的债券发行审批权和割裂的交易市场，不利于债券市场流动性的提高。债券市场从传统上来说就是一个 OTC 市场，就我国目前的体制和现状，更适宜将债券的审批和交易集中到交易商协会，和股票市场一样，以行业自律的方式监管、审批和交易。但是，市场融合的困难是显而易见的。因此，我们建议先建立交易市场间的清算机制，以此作为切入口，将交易所市场并入银行间市场。

具体的操作可以如下，由交易商协会建立一个中间的清算机制，对同时在两个市场上市交易的企业债，进行市场间交易，交易频率可以暂定每周一次，这样可以逐渐促进两个市场价格的融合，时机成熟时，就可以暂停交易所企业债的上市，已经上市的等到债券到期自动离场，在最后的时间段里，交易所的投资者可以通过中间的清算机制保证持仓债券的流动性。

对于交易所的个人投资者，交易商协会可以在时机成熟时，打开个人投资者投资的渠道，考虑到债券投资的特性，可以届时设立最低准入门槛。

我们之所以认为交易商协会适合扛起债券市场的大旗，是因为股票、债券和银行信贷是企业融资的三大渠道，而债券和信贷都属于定期融资，与股市的终身融资相比，更能够调节社会的流动性，如果将债券和信贷的额度监控都集中到央行，有利于央行配合公开市场操作调节社会的流动性。同时，我国企业目前过度以来银行信贷融资，将债券的监控放在央行，央行可以在减少信贷的同时放宽债券市场融资门槛，自如的调节整个经济体的流动性，无需像现在这样协调部门利益。

下面我们对比国内目前实体经济的融资结构和美国实体经济的融资结构，以此来说明我们提倡需要扩大债券融资，减少信贷融资的合理性。

表 4: 美国实体经济融资结构 (单位: 十亿美元)

Billion	信用债	股票	信贷
各类融资方式年新增融资额			
2000	1,754.2	158.941	1170.4
2005	3,881.2	122.251	2017.8
2007	4,116.8	138.584	2292.6
2009	3,414.8	151.636	-419.3
融资方式占融资总额比例			
2000	56.89%	5.15%	37.96%
2005	64.46%	2.03%	33.51%
2007	62.87%	2.12%	35.01%
2009	108.51%	4.82%	-13.32%

资料来源: Bloomberg, SIFMA, 西南证券研发中心

注: 这里的信用债发行量, 我们是来自 SIFMA 的债券发行总额, 减去付息国债和联邦政府证券的发行量; 股票的新增额度是当年美国市场所有交易所新上市股票的融资额度; 新增信贷是美联储公布的总借款减去联邦政府借款所得。我们这样估算, 意在揭示美国实体经济的融资结构, 由于居民借贷额度比较难估算, 所以在新增信贷中, 我们没有做进一步的估计

表 5: 我国实体经济融资结构 (单位: 亿元)

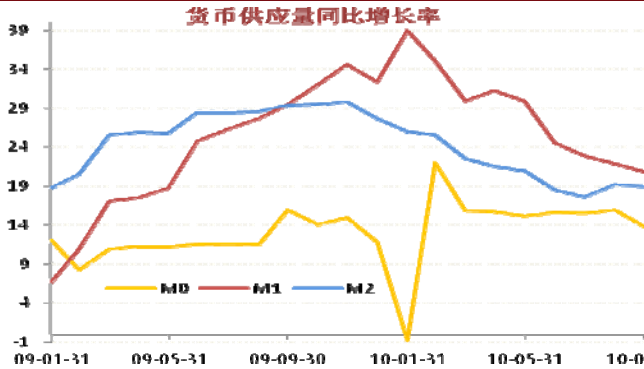
	信用债	股票	信贷
全年新增融资额度			
2000 年	105.30	1,508.57	
2005 年	2,184.74	333.21	23,455.00
2007 年	5,348.53	7,865.77	36337
2009 年	16,511.93	5,012.09	95769
各项融资方式占融资总额比例			
2005 年	8.41%	1.28%	90.31%
2007 年	10.79%	15.87%	73.33%
2009 年	14.08%	4.27%	81.65%

资料来源: WIND, 西南证券研发中心

注: 这里的信用债包括短融、中票、资产抵押债券、企业债和公司债; 股票包括 IPO, 增发和配股。

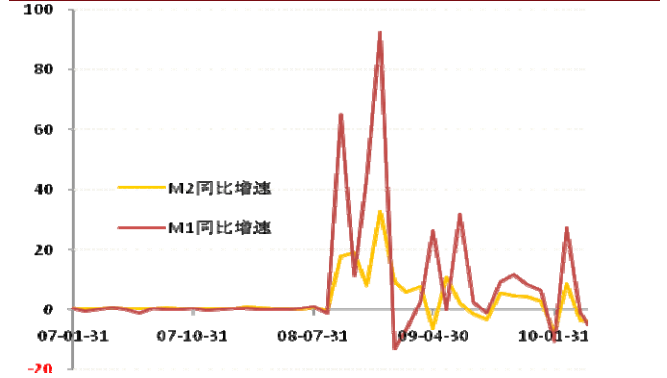
背景数据图表

图 3: 国内货币供应量增长率



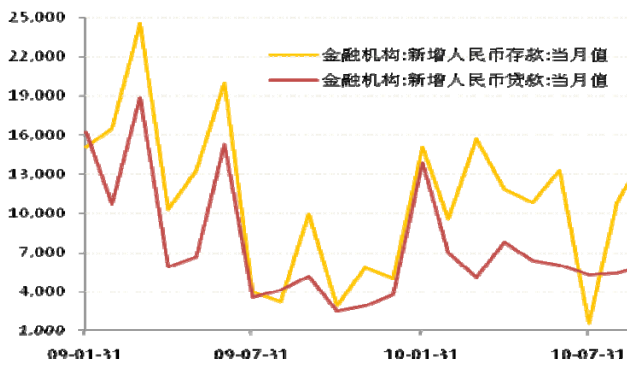
资料来源: WIND, BLOOMBERG, 西南证券研发中心

图 4: 美国货币供应量增长率



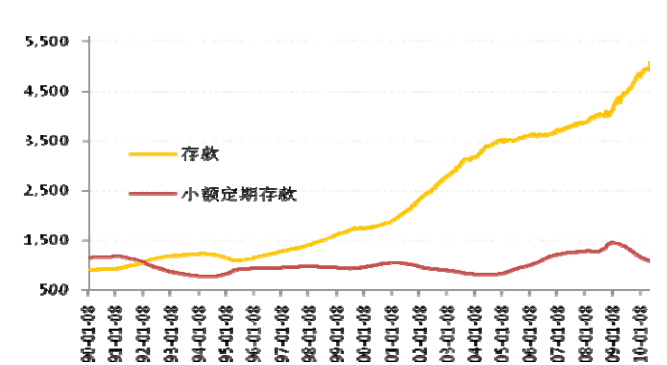
资料来源: WIND, BLOOMBERG, 西南证券研发中心

图 5: 人民币当月新增存贷款



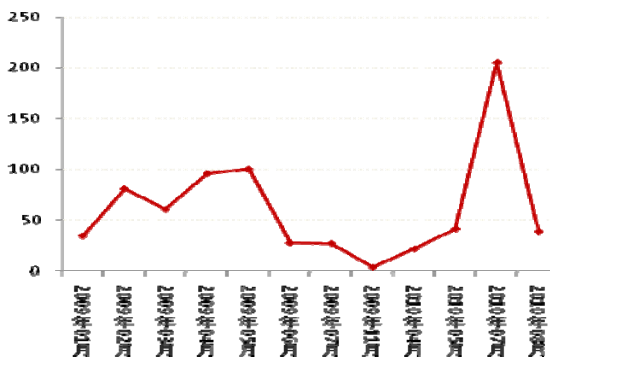
资料来源: WIND, BLOOMBERG, 西南证券研发中心

图 6: 美国计入 M2 的两项存款



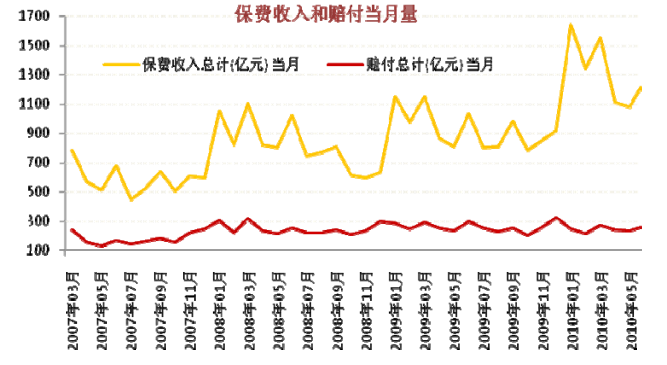
资料来源: WIND, BLOOMBERG, 西南证券研发中心

图 7: 债券型基金发行额



资料来源: WIND, 西南证券研发中心

图 8: 保险行业保费收入和赔付



资料来源: WIND, 西南证券研发中心

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>