

1999 年以来我国企业债券发行市场研究

(2005 年 7 月 31 日)

一、企业债券市场管理体制

我国企业债券市场始于 20 世纪 80 年代中期。在 1987 年 3 月国务院《企业债券管理暂行条例》颁布实施之前,少量企业开始自发地向社会或企业内部集资,但此时的集资行为既没有政府审批,也没有相应的法律法规制约,基本处于无监管状态。《企业债券管理暂行条例》是国内第一部关于企业债券发行与管理的法规性文件,规定中国人民银行是企业债券的主管机关,发行债券必须经人民银行批准。

1987 年,国家计委首次编制了全国企业债券发行计划;1990 年债券发行纳入国民经济和社会发展计划,将债券融资作为固定资产投资来源渠道。此后几年,发行企业债券曾出现了一些失控,并引发了一些社会问题。1993 年,国务院发布了关于坚决制止乱集资和加强债券发行管理的通知,同年 8 月《企业债券管理条例》出台。该条例规定,由国家计委会同中国人民银行、财政部、国务院证券管理委员会拟订全国企业债券发行的年度规模,报国务院批准。

1998 年底,中国人民银行提出了调整企业债券管理体制的建议,得到国务院领导原则同意,至此《企业债券管理条例》实际上停止了实施。

从 1999 年以来,企业债券的发行是通过国务院特批的形式进行。

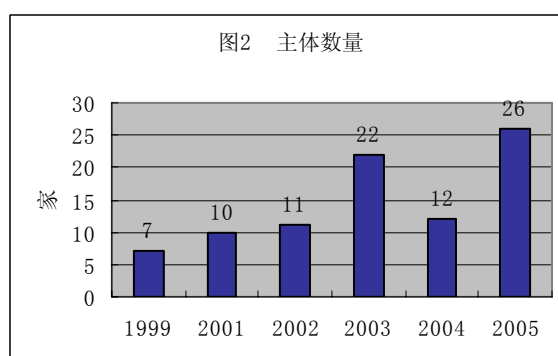
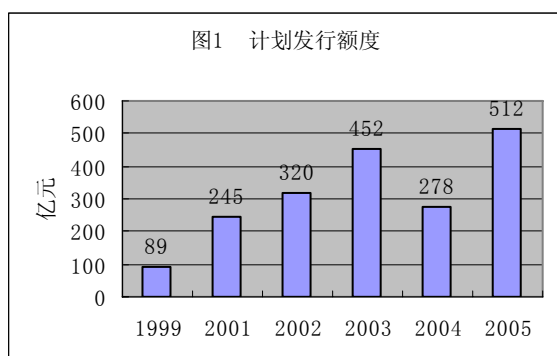
原国家计委,现国家发展和改革委员会从 2000 年起开始拟订新的《企业债券管理条例》,截止目前,新的《企业债券管理条例》仍未出台。

国家发展和改革委员会于 2004 年 6 月 21 日以“发改财金[2004]1134 号”文发布《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》。该文件指出:为了贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发[2004]3 号),继续推进我国企业债券市场的改革创新和稳步发展,为国民经济全面协调可持续发展服务,必须进一步做好企业债券发行和监督管理工作,在逐步扩大发行规模的同时,不断完善和规范发行程序,加强和改进债券管理,防范和化解兑付风险。该文件还对企业申请发行企业债券的条件、批准企业债券发行规模的程序、批准企业债券发行方案的程序、企业债券的担保、参与企业债券发行的中介机构的资格、企业债券的信息披露等进行了详细规定。在新的《企业债券管理条例》出台之前,该文件是现阶段企业债券发行管理的指导性文件。

二、企业债券计划发行情况

1999 年以来,国务院以特批形式共批准 88 家(次)企业总额为 1896 亿元的企业债券计划发行额度,具体企业债券发行主体及规模情况见表 1。

从计划发行额度看,1999 年仅为 89 亿元,2000 年没有下达发行计划,其中 2003 年分三次共批准 22 笔企业债券的发行计划,发行额度总计为 452 亿元。除 2004 年外,企业债券计划发行额总体上呈增长态势,2005 年达到 512 亿元,并有下达第二批企业债券发行计划的可能。发行主体数量增长情况与计划发行额度增长基本一致,1999 年仅为 7 家,2005 年截止目前达到 26 家。



从单个企业发行债券次数看,铁道部发行了 5 期企业债券共计 165 亿元,其次是三峡总公司 4 期共计 160 亿元,并有广东移动通信有限公司等多家企业发行了 2 期企业债券。

表 1 1999 年以来国务院批准发行企业债券计划状况

年代	序号	发债主体	规模(亿元)
1999 年	1	上海市城市建设投资开发总公司	10
	2	三峡总公司	30
	3	宝山钢铁公司	20
	4	浙江上三线工程公司	2
	5	铁道部	20
	6	江苏高速公路集团公司	3
	7	内蒙古包钢钢联股份有限公司	4
合 计			89
2001 年	1	广东移动通信有限责任公司	50
	2	三峡总公司	50
	3	中国广东核电(集团)有限公司	25
	4	铁道部	15
	5	中国金茂集团公司	10
	6	北京首都公路发展公司	15
	7	中国航空技术进出口公司	10
	8	国家电力公司	40
	9	中国远洋运输集团公司	20
	10	神华集团公司	10
合 计			245
2002 年	1	三峡总公司	50
	2	广东移动通信有限责任公司	80
	3	中国石油天然气股份有限公司	15
	4	重庆市城市建设投资公司	15

	5	武汉钢铁(集团)公司	20
	6	中国海运(集团)总公司	20
	7	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	10
	8	江苏交通控股有限公司	15
	9	上海久事公司	40
	10	上海浦东发展(集团)有限公司	15
	11	中国广东核电(集团)有限公司	40
	合 计		320
2003 年	1	中国华源集团有限公司	6
	2	江苏悦达投资股份有限公司	6
	3	铁道部	30
	4	东北高速公路股份有限公司*	10
	5	12 个高新技术产业开发区所属企业	8
	6	苏州工业园区地产经营管理公司	10
	7	中国长江三峡工程开发总公司	30
	8	国家电网公司	50
	9	中国网络通信集团公司	50
	10	中国石油化工股份有限公司	35
	11	国家电力公司南方公司	30
	12	中国电力投资集团公司	30
	13	中国华能集团公司	40
	14	鞍山钢铁集团公司*	25
	15	神华集团有限责任公司	10
	16	中国长江航运集团南京长江油运公司	10
	17	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	10
	18	中国节能投资公司*	10
	19	北京首都旅游集团有限责任公司	10
	20	江苏交通产业集团公司	18
	21	浙江省交通投资集团有限公司	14
	22	河南高速公路发展有限公司	10
	合 计		452
2004 年	1	铁道部	50
	2	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	18
	3	中国航空集团公司*	30
	4	中信国安集团公司	15
	5	中国国际贸易中心股份有限公司*	10
	6	北京市基础设施投资有限公司	20
	7	天津泰达投资控股有限公司*	20
	8	上海市申能(集团)有限公司	15
	9	山东兖矿集团有限公司	10
	10	中国国电集团公司	40
	11	中国华电集团公司	30
	12	中国海运(集团)公司	20
	合 计		278
2005 年	1	铁道部	50

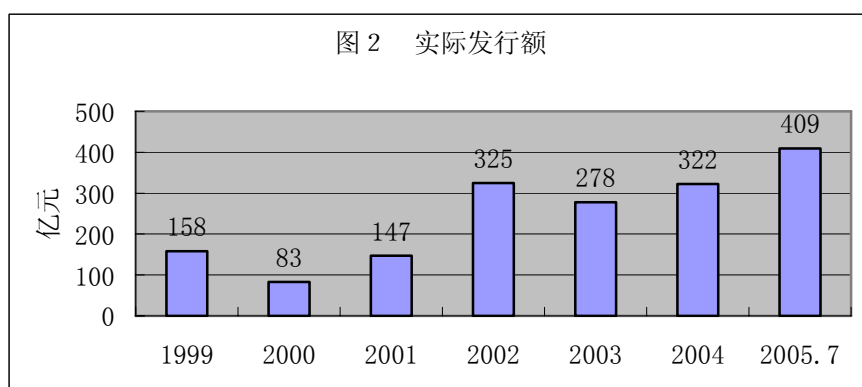
2	国家电网公司	40
3	中国大唐集团公司	30
4	中国远洋运输(集团)总公司*	20
5	中国石油天然气股份有限公司*	20
6	中国华润总公司	30
7	中国铁通集团有限公司*	10
8	首都机场集团公司	20
9	中国核工业集团公司	20
10	中国华能集团公司	20
11	中国电力投资集团公司	20
12	中国华电集团公司	20
13	北京能源投资(集团)有限公司	20
14	内蒙古自治区北方联合电力有限责任公司	20
15	吉林省长春城市开发(集团)有限公司*	8
16	上海市城市建设投资开发总公司	30
17	江苏省苏州工业园区地产经营管理公司	12
18	浙江省杭州市城市建设发展公司	10
19	福建省高速公路有限责任公司	20
20	河南省建设投资总公司*	10
21	湖北省武汉市城市建设投资开发集团有限公司*	10
22	广东省交通集团有限公司	15
23	广西投资集团有限公司*	10
24	四川省投资集团有限责任公司*	20
25	重庆市水务控股(集团)有限公司	17
26	宁夏煤业集团有限责任公司*	10
合 计		512
合 计		1896

注：表中带*者截止 2005 年 7 月 31 日尚未完成发行。

三、企业债券实际发行情况

在国家发改委下达企业债券发行计划后，大多数企业在当年或次年按计划发行了企业债券，1999 年至 2005 年 7 月底共发行了企业债券 1722 亿元（注：1999 年发行的企业债券包括 1998 年的计划）。

截止 2005 年 7 月底，在 2003 年下达的企业债券发行计划中，还有 3 家企业共计 45 亿元债券尚未发行；在 2004 年计划中，还有 3 家企业共计 60 亿元尚未发行；在 2005 年计划中，尚有 9 家企业的 118 亿元等待发行，以上具体参见表 1。（注：中国铁通集团有限公司 2005 年 10 亿元企业债券已于 2005 年 8 月 18 日发行）



四、企业债券上市情况

自 1999 年以来, 共有 36 只债券在上交所、深交所和银行间债券市场上市, 其中在上交所上市的债券数量较多, 在银行债券市场上市的企业债券只有铁道债和华润债两只。

表 2 上市流通的企业债券一览表

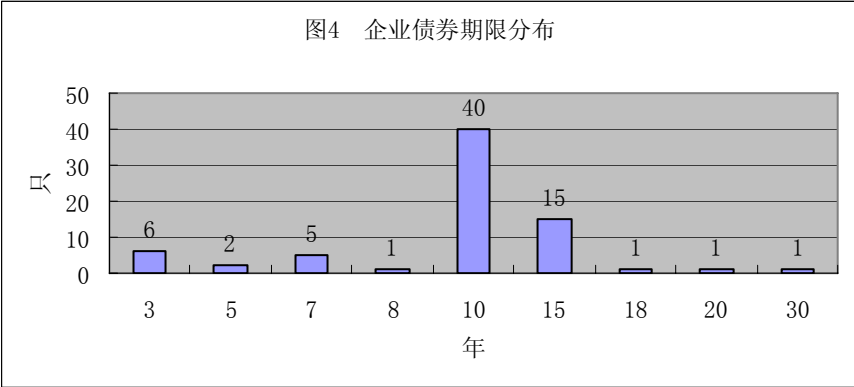
代码	债券全称	上市时间	代码	债券全称	上市时间
129805	98 三峡(8)	1999-6-18	120303	03 三峡债	2004-3-15
129902	98 中铁(3)	2000-11-21	120304	03 电网(1)	2004-9-10
129903	99 三峡债	2000-12-20	120305	03 电网(2)	2004-9-10
129904	98 中信(7)	2001-1-15	120482	04 通用债	2004-9-16
120001	99 宝钢债	2001-9-28	120483	04 中石化	2004-9-28
129905	98 石油债	2001-10-18	120306	03 中电投	2004-10-28
120101	01 中移动	2001-10-23	120501	05 申能债	2005-7-18
120102	01 三峡债	2002-4-19	120502	05 苏园建	2005-7-22
120201	02 三峡债	2003-1-13	120503	05 渝水务	2005-8-1
120202	02 中移(5)	2003-1-22	120308	03 沪杭甬	2005-8-12
120203	02 中移(15)	2003-1-22	111017	02 电网 3	2002-12-10
120204	02 苏交通	2003-4-18	111018	02 电网 15	2002-12-10
120288	02 金茂债	2003-4-21	111019	02 广核债	2003-8-18
120205	02 渝城投	2003-6-20	111020	03 华能 1	2004-11-19
120301	03 沪轨道	2003-9-4	111021	03 华能 2	2004-11-19
120206	02 武钢 (3)	2003-9-25	111022	04 首旅债	2004-11-16
120207	02 武钢 (7)	2003-9-25	048012	04 铁道债	2004-12-31
120302	03 苏园建	2003-12-5	058006	05 华润债	2005-5-27

五、企业债券发行条款

1. 债券期限

从 2001 年以来发行的企业债券期限分布看, 债券期限范围为 3 至 30 年, 最短的为 3 年, 最长

的为 30 年（2003 年三峡债券），债券期限以 10 年、15 年居多，并且 2004 年以来绝大多数企业债券的期限为 10 年或 15 年。债券期限的设定倾向于进行长期资金筹集，一方面说明经国务院特批发行债券的企业均有长远的发展计划，对资金有长期需求；另一方面也由于现阶段资金成本仍处于较低时期，通过发行长期企业债券，尤其是发行长期固定利率债券，将有利于企业规避市场利率风险，降低直接融资成本。



注：存在一家企业债券分两个品种发行

2. 发行利率

企业债券的发行利率分为固定利率和浮动利率两类。

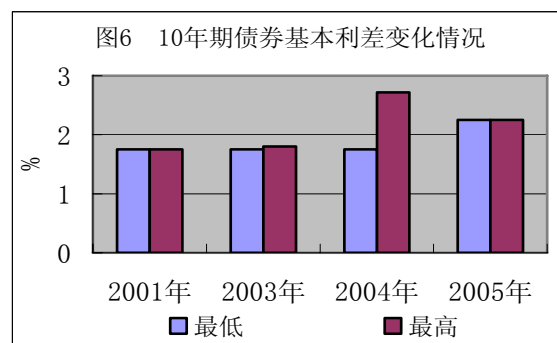
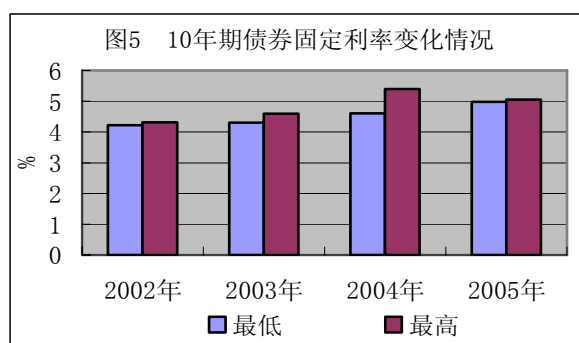
从表 3 可以看出，近年来发行的企业债券利率波动较大，这与债券的市场需求状况、发行人愿意承担的资金成本及主承销商的营销方式等有很大关系。

表 3 企业债券期限与发行利率间的对应关系

发行时间	债券期限	最低、最高发行利率（对应的发行月-日）
2001 年	3 年	3.78%
	7 年	4.12%
	10 年	浮动利率：基准利率+基本利差 1.75
	15 年	最低 5.1%（12-26）、最高 5.21%（11-08）
2002 年	3 年	最低 3.5%（6-17）、最高 3.51%（7-23）
	5 年	3.5%
	7 年	最低 4.02%（11-5）、最高 4.05%（6-17）
	10 年	最低 4.22%（4-28）、最高 4.32%（11-9）
	15 年	最低 4.5%（10-28）、最高 4.86%（6-19）
	20 年	4.76%
2003 年	3 年	3.52%
	8 年	4.1%
	10 年	最低 4.30%（7-18）、最高 4.61%（11-21） 浮动利率：基准利率+基本利差 基本利差：最低 1.75%（12-19），最高 1.80%（12-4）
	15 年	5.02%（12-8）

	18 年	4.63% (8-25)
	30 年	4.86% (8-1)
2004 年	5 年	3.9%
	7 年	基准利率+基本利差 (2.55%), 年利率不低于 5.30%
	10 年	固定利率: 最低 4.61% (02-28)、最高 5.40% (09-29) 浮动利率: 基准利率+基本利差 (保底年利率 5.05%~5.30%) 基本利差: 最低 1.75% (03-29), 最高 2.72% (11-16)
	15 年	5.60%
2005 年	5 年	4.80%
	7 年	4.95%
	10 年	最低 4.98% (7-7)、最高 5.05% (6-7) 浮动利率: 基准利率+基本利差 2.25% 货币市场基准利率参考指标 B2W 值加 200 个基点
	15 年	最低 4.85% (7-29)、最高 5.30% (7-2) 浮动利率: 基准利率+基本利差 2.7%

从固定利率看,以 10 年期债券为例,最低利率为 4.22% (2002 年 4 月),最高利率为 5.40% (2004 年 9 月),相差 1.18 个百分点。其中 2004 年受预期央行可能加息的影响,企业债券利率波动较大,如 2004 年 2 月发行的中石化债券利率为 4.61%,而同年 9 月份发行的华电债券利率达到 5.40%,上升了 0.79 个百分点。2005 年,企业债券利率波动幅度相对较小,10 年期债券利率最高为 5.05%,最低高 4.98%,相差仅 0.07 个百分点。



从浮动利率看,2004 年由于受预期利息变化的影响,企业债券的发行方式更多的采用了浮动利率方式。但 2005 年发行的企业债券仅有两只债券采用了浮动利率。从基本利差变化情况看,10 年期企业债券 2001 年基本利差为 1.75%,2004 年最高为 2.72%,高低相差 0.97 个百分点。2005 年基本利差为 2.25%,低于 2004 年的最高水平。企业债券的发行方式采用浮动利率比固定利率更受到市场的欢迎,尤其受到机构投资者的青睐,但对发行人会带来未来筹资成本的不确定性。

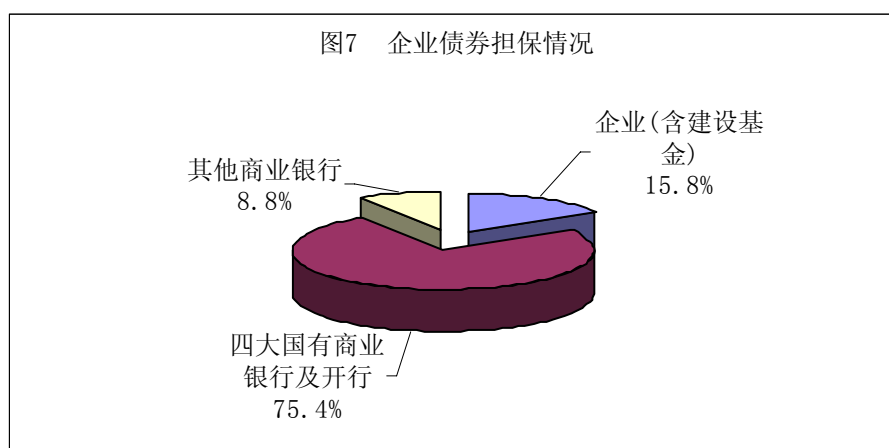
3. 付息方式

从付息方式看,大多数企业债券采取每年付息一次,但也有到期一次性还本付息或每半年付息一次。

4. 债券的担保

2001 年及 2001 年以前发行的企业债券大多数由企业提供担保。但从 2002 年起,发行的企业债券大多数由商业银行及国家开发银行提供担保。在 2002 年以来发行的 57 只企业债券中,由四大国有商业银行及国家开发银行担保的已超过四分之三,其中三峡债和铁道债(二期)分别由三峡建设基金和铁路建设基金提供担保。

国有商业银行和开行提供担保,这对提升企业债券的信用起到了积极作用。



5. 企业债券发行方式的创新

为了应对市场需求,2004 年以来企业债券的发行方式比往年有较多创新,除部分债券采用浮动利率,或部分固定利率加部分浮动利率外,还有如下创新:

(1) 通用债是国内第一支附有发行人选择权的浮动利率企业债券,期满 5 年,发行人有权全部赎回。

(2) 内蒙华电债券为附投资人定向转让选择权与回售选择权的浮动利率债券。

(3) 2004 年有 4 只债券为附保底条款的浮动利率债券。

(4) 04 铁道债设定了投资人可调换选择权。

(5) 2005 年首都机场集团公司推出了首只应用银行间市场 7 天回购利率为基准的企业债券。

(6) 企业债券上市地点从上海证券交易所和深圳证券交易所扩大到银行间债券市场。

六、企业债券信用评级

1. 企业债券信用评级机构认可

2003 年 6 月 3 日,中国保监会颁布《保险公司投资企业债券管理暂行办法》,其中规定保险公司购买企业债券需是“经国家主管部门批准发行,且经监管部门认可的信用评级机构评级在 AA 级以上的企业债券”,并同时认定两家机构的资格,之后又陆续认定三家机构的资格。被认定资格的

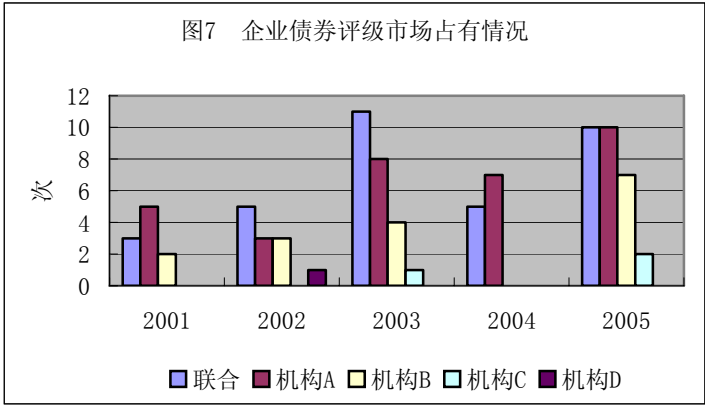
5 家机构分别为：联合资信、中诚信、大公、上海远东、上海新世纪。

2004 年 6 月 21 日，国家发改委“发改财金[2004]1134 号《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》”规定：“发行人应当聘请有资格的信用评级机构对其发行的企业债券进行信用评级，其中至少有一家信用评级机构承担过 2000 年以后下达企业债券发行规模的企业债券评级业务”。目前，符合上述条件的评级机构只有联合资信、中诚信、大公、上海远东、上海新世纪。

根据以上情况分析，估计近期内国内有资格从事企业债券评级的机构可能就上述五家评级机构。

2. 企业债券信用评级市场分布

2001 年以来，上述五家评级机构共进行了 87 次企业债券的信用评级（注：由于存在双评级，使得评级家数比实际发行家数要多）。从实际情况看，目前企业债券的评级业务主要由联合资信、机构 A 两家评级公司承担，2001 年~2005 年，联合资信和机构 A 合计市场占有率为 77%，其次是机构 D，其余两家评级机构的市场占有率较低。



联合资信的评级家数及市场占有率情况见表 4。

表 4 联合资信企业债券信用评级市场占有率情况

	2001	2002	2003	2004	2005	总计
评级家数（家）	10	12	24	12	29	87
联合资信评级家数(家)	3	5	11	5	10	34
市场占有率	30.0%	41.7%	45.8%	41.7%	34.5%	39.1%

联合资信企业债券评级客户：

2001年：

中华人民共和国铁道部（2001年债）

中国远洋运输（集团）总公司

中国航空技术进出口总公司

2002年：

中国石油天然气股份有限公司

重庆市城市建设投资公司
江苏交通控股有限公司
浙江沪杭甬高速公路有限公司
武汉钢铁(集团)公司

2003年:

中华人民共和国铁道部(2003年债)
中国石油化工股份有限公司
中国通用技术(集团)控股公司
中国高新技术产业开发区企业债券
中国长江航运南京长江油运有限公司
东北高速股份有限公司
江苏悦达股份有限公司
浙江省交通投资集团有限公司
北京首都旅游集团有限公司
河南高速公路发展有限责任公司
鞍山钢铁集团公司

2004年:

中华人民共和国铁道部(2004年债)
中国国电集团公司
中信国安集团公司
中国海运(集团)公司
中国国际贸易中心股份有限公司

2005年:

中国远洋运输(集团)总公司(2005年债)
中国石油天然气股份有限公司
中国华润总公司
北京能源投资(集团)有限公司
吉林省长春城市开发(集团)有限公司
河南省建设投资总公司
广东省交通集团有限公司
武汉市城市建设投资开发集团有限公司
广西投资集团有限公司
四川省投资集团有限责任公司

3、信用状况分析

1999年以来,除江苏高速公路集团公司(AA+,联合资信评定)和2003年高新技术产业开发区债券(AA,联合资信与中诚信双评级)外,其他发行的企业债券信用等级均为AAA。其原因,

一是这些企业都是国有大型企业，并且大多数企业在整个国民经济中占有重要地位，其本身具有很强的经济实力，经营状况良好；二是担保能力较强，进一步提升了企业债券的信用。

七、企业债券市场预测

在《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（即《九条意见》）和 2004 年 7 月 25 日颁布的《国务院关于投资体制改革的决定》中都明确的提出了“发展企业债券市场”的要求。从发达国家和地区的经验来看，企业债券作为企业直接融资方式之一，受到高度重视。在发达国家和地区，公司债券市场相对规模远远大于我国，2003 年底，美国公司债券余额占当年 GDP 的比重为 36%，香港为 30%，日本为 23%，而我国的这一比例仍低于 1%。因此，我国债券市场发展可用于支持社会和经济发展的潜力是巨大的。

企业债券除了可以在上交所和深交所上市交易外，2004 年 12 月 15 日，央行公布了《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》，为企业债券进入银行间债券市场铺平道路。根据《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》，企业债券只要达到如下条件，发行人就可以申请在银行间债券市场流通：债券依法公开发行业；债权债务关系确立并登记完毕；具有较完善的治理结构和机制，申请前两年没有重大违法、违规行为；债券的实际发行额不少于人民币 5 亿元；单个投资人持有量不超过该期债券发行量的 30%；中国人民银行规定的其他条件。目前在银行间债券市场上市的有铁道债和华润债。企业债券获得在银行间债券市场交易资格后，其需求者群体将大大扩充，将更有利于企业债券的发行。

通过以上分析，我们认为前几年我国企业债券发行市场一直处于调整阶段。进入 2005 年以来，企业债券市场发展形势较好，且销售状况良好。2005 年下达发行规模的 26 家中已发行 17 只，完成计划的 65%，预计剩余企业债券大部分将在今年三季度结束发行。

在企业债券加快发行的同时，我们发现 2005 年以来管理层明显加快了债市改革和创新的步伐，其中包括央行推出的企业短期融资券。自 2005 年 5 月份推出第一批企业短期融资券开始至 8 月上旬，已有 279 亿短期融资券发行，并且已有多家上市公司纷纷公布发行短期融资券的拟案。目前，业内人士普遍预期，国家发改委可能下达 2005 年第二批企业债券发行规模。在 2005 年以前还没有任何一年的企业债券发行额度超过 500 亿元，2005 年国家发改委下达第一批企业债券发行规模为 512 亿元，如还能下达第二批发行规模，则我国企业债券发行市场将真正取得实质性突破。

另外，目前业内普遍关心新的《企业债券管理条例》能否尽快颁布实施。

商业票据（CP）评级指标

（摘译自 S&P 公司评级指标，2004）

商业票据（CP）是公司为了短期融资而发行的无担保的承诺票据。由于 1989 年底垃圾债券市场上一些低质量、未评级债券的崩盘，通常只有具有很高商业信用的公司才能在货币市场上出售自己的商业票据。（公司发售的商业票据也有以银行开立的信用证（LOC）做备用支持（backed）的。这些票据的信用高低，完全依赖于交易的法律结构和开证行的信用状况，只要信用证是按正确的程序开立的，直接债务人的信用状况可以忽略不计。）

一、评级指标

评估一家发行人的商业票据（CP）反映了 S&P 对其基本信用状况的看法。分析方法几乎与公司长期信用评级一模一样，即短期债评级体系和长期债评级体系之间有密切的联系（见附图 1）。事实上，CP 的评级时间范围超过了 CP 通常 30 天的期限（美国常见的 CP 最长期限为 270 天），甚至超过了多数市场上用于区分短期债和长期债评级的“一年期限”。CP 评级趋向于持久，而不是经常变化。

事实上，达到“A-1+”的 CP 评级，公司的信用状况必须至少相当于“A+”的长期公司信用评级。类似的，CP 评级达到“A-1”，长期公司信用评级至少要是“A-”。（实际上，“A+”/“A-1+”和“A-”/“A-1”之间的组合很少，通常是“A-1”的 CP 评级与“A+”和“A-”的长期评级有很大的联系。）

相反地，考虑短期评级结果对应多个长期评级结果，知道长期评级也不能完全决定 CP 的评级。然而两者的对应范围总是很窄，考虑到两个 CP 评级结果可能是建立在一个给定的长期信用状况水平之上（例如，长期信用评级是“A-”），在同一长期信用等级下的相对信用实力是短期评级主要应考虑的。例如在 A 级长期信用等级下，发行人信用状况处于 A 级长期信用的下限，其发行的 CP 可能是评为“A-2”，在发行人信用状况处于 A 级长期信用的上限的情况下，其发行的 CP 几乎自动得到“A-1”。

有时 CP 评级可能更多地考虑近期因素。例如，一家公司可能具有充足的流动性（为短期或中期的偿债提供保护），但是从长期看，却影响公司的获利能力；或者，公司持有的大量现金可能用于收购，在收购完成后，在其长期评级中把公司在随后的几年中能恢复财务健康的因素考虑进去，然而近期内的财务压力可能导致一个相对较低的 CP 评级。由于长期评级和短期评级所考虑的期限存在差异，这就意味着要么短期要么长期的评级结果有可能改变。

二、备用支持（Backup）政策

自从 Penn Central 公司的破产导致商业票据市场的破坏后,一些公司发现他们被排除在发行新 CP 的市场之外。S&P 认为,为了审慎起见,公司发行 CP 时应提前做出其他流动性安排。其他流动性安排,即备用流动性保护,可以让发行人避免因无法滚动发行新的票据(不能发行新的票据原因可能是整个 CP 市场的萎缩,也可能是公司中出现的一些“乌云”使 CP 投资者紧张)来偿付到期债务而造成的违约。许多新事态影响一个公司或一批公司,这些新的事态包括不好的商务环境、诉讼问题、管理变革或评级变更等,这些因素都可能使 CP 投资者逃离这一信用市场。

(在一定的 CP 市场规模下,如果发生具有广泛破坏性事件,就不能高度相信备用工具。CP 市场发生一般性破坏事件就可能导致一个高度波动局面,在这种状态下,大多数银行的承诺将不可靠,虽然这些银行宣称任何现金都可以通过银行系统去支持 CP 市场。S&P 既不预测这种局面会出现,也不假定它永远也不会出现。)

因为不充足的备用流动性安排会导致违约,所以它不仅影响发行人的长期评级结果,也影响其短期评级结果,最终也会关联到公司的所有债务。所有信用敏感性债务都要求提供备用支持,而不仅仅是已评级的 CP。如果有其它债务到期,而这个到期债务没有备用支持,且其与 CP 有很大关联,只给已评级 CP 提供 100% 的备用支持是没有意义的。因此,备用支持的范围必须扩展到欧洲 CP、主票据(master notes)和短期银行票据(short term bank notes)。

长期以来,除信用最高的发行主体外,工业、公用事业类发行主体的备用支持标准要求 100% 地覆盖全部信用敏感性票据(见附表 1)。备用支持一般包括额外的流动性资产或银行信用支持,备用的总额要等于所有这些未清偿的票据。

(如果备用支持仅仅与未清偿的票据相关联,而不是全部的发行计划,公司需要预测未来的需求,比如,如果公司有将要到期的长期债务,需要用 CP 来再融资,这样的话,就要寻找更大数额的备用支持。)

可用的现金或可流通的证券是理想的备用工具(当然,需要考虑其价值的波动值、与销售有关的税额,并且能否立刻找到销路也很重要),然而,绝大多数的 CP 发行主体把银行备用信用支持作为其他流动性安排。

(上述高标准已经为 CP 市场提供了一定程度上的安全性,即使备用支持不同于担保(担保作为其他流动性安排最终是能变现的),例如,一家公司可能被拒绝提供资金,如果它的银行启用“实际性不利变化”条款(MAC)¹。另外,处在困境中的公司可以通过降低信用额度授信以满足其它的现金需求,这样就使得备用支持不能完全覆盖未偿付的已发行票据,或者发行超过授信期限的票据。

评级为“A-1⁺”的公司的备用支持覆盖率应该在 50%—75% 之间,准确的数取决于发行主体的整体信用和其在资本市场上的融资能力。对目前信用状况的评价主要考虑如下两个重要方面:

1) 发行主体曾经在 CP 市场上失去筹措资金的不同情景;

2) 如果公司不能进入资本市场筹资,安排其它筹资大概所需的时间。信用等级高的公司遭遇业务大逆转的可能性很小,在 CP 市场上的一般交易中,高信用级别的公司很少会失去投资者。事实上,高信用等级的公司是重视信用质量的净收益人。

注¹: Material-adverse-change clause “实际性不利变化”条款,即如果借款人的资信严重恶化以至于会危及给贷款机构的还款,那么银行有权利拒绝按授信额度进行贷款。

(1999 年, S&P 引入了一种新的方法, 该方法规定, 如果公司安排的流动性资源与按期偿还到期债务相匹配, 就可以给予公司在备用准备方面更高的灵活性。该方法把在仅仅几天之内滚动发行全部 CP 的公司与均匀发行较长期票据的公司区别开来。该方法的基本思想是, 如果公司不能进入 CP 市场融资时, 在做出其它的融资安排期间, 要有充足的流动性资源来保证任何即将到期债务的支付。

然而, 在执行新的方法时, 公司碰到了一些操作上的困难, 而且, 自那时起, 银行业环境的改变使得 S&P 更多地关注一家公司在面临压力时如何安排新的融资工具。)

所有的 CP 发行主体, 即使它们提供了 100% 备用覆盖的发行主体, 必须准备额外的现金或者可马上使用的融资, 以满足支付到期 CP 前几天的需要。

例如, 银行提供的备用支持就需要提前两天方可使用, 在这期间对支付到期票据没有什么作用。同样地, 如果需要用外汇支付, 也需要几天的缓冲期。此外, 如果一家公司在美国发行 CP, 却依赖欧洲银行的备用支持, 因时差和银行假日不同, 可能会得不到及时支持。很明显, 美国银行的备用支持也同样不能给到期的欧洲 CP 及时支持。所谓的“摆动区间 (swing lines)”相当于总发行量 (program size) 的 15% 到 20%, 用来支付任何 3—4 天内到期 CP 的最大数额。

可展期商业票据 (ECN) 通过允许发行主体在票据到期有支付困难时可展期几个月的方式形成了“一种内在的备用支持”, 因此就没有必要为其提供其它备用支持。但其他债务还需要备用支持, 支付不可再延期的 ECN 需要现金。这种风险就是周知的“漏损 (leakage)”。因此, 对于提供 100% 备用支持的 CP 发行主体而言, 没有备用支持的 ECN 的发行量不能超过未偿还传统 CP 备用支持的 20%。根据即将到期债务规模提供备用支持的发行主体不能发行没有备用支持的 ECN, 因为这样将使备用支持覆盖率降到最低水平以下。

三、备用支持质量

银行提供各种备用信用支持在不同情形下其事先承兑付现的程度存在很大的差距。(对发行主体来说) 成本低、承兑程度低的银行备用支持给银行随意改变其信用投向提供了很大的弹性。一些授信行为就像约定未来某日做交易一样。

S&P 期望所有的备用信用支持要谈好并且以书面形式确定。

未获准的授信或口头承诺的授信都被认为是不充分的, 专为 CP 备用支持做出的安排没有多大意义。

契约化的备用支持是我们想要的。在美国, 完全书面化的循环授信 (revolving credits) 代表了这类契约化承诺。S&P 慎重地认为, A-1、A-2、A-3 级 CP 发行主体的备用支持要有相当部分是用契约化的方式确定的。(信用状况越差, 就越需要可靠的流动性安排)。总的指导原则是, 如果契约化承诺工具包含了已发行票据 10—15 天的将要到期日, 这就认为其备用支持能力充足。

(即使契约化备用支持承诺通常也包括 MAC 条款, 银行在特定的情况下会收回承诺。尽管这样的“逃逸”条款弱化了承诺, 对于大多数要求删除 MAC 条款的借款人来说, S&P 不认为这是重要的, 或是实际的。)

在缺乏契约化承诺的情况下, 对银行提供备用支持的付费方式 (是交费还是差额) 就显得很

重要, 因为从银行角度来看, 这一般能带来某种程度上的道义上的承诺。实际上, 稳固的业务关系是银行是否站在客户同一边的关键。标准化的指标不可能描述或评估这种关系的强弱。因此, S&P 对能展示发行主体与银行关系的任何证据(那怕是主观的)感兴趣。从这方面来看, 分析人员也要考虑世界上不同区域的商业文化, 以及它们对银企关系和承诺关系的影响。

仅依靠于一家或少数几家银行同样被认为是存在无保障风险。除了银行没有足够的实力来贷款外, 还有可能就是银行不愿意贷款给发行主体。与多家银行有合作关系可以分散风险, 任何银行将不愿失信于借款人, 在提供资金支持方面不会犹豫。

集中往来银行提供的备用支持将增加银行的现金供应量, 随着银行现金供应量的增大, 银行将更不愿履行承诺。此外, 由于可能需要更高层的授权, 银行可能在迅速向发行主体提供资金方面存在操作上的困难。从另一个方面说, 如果一家公司与银行的业务很少, 没有建立起良好的银企关系, 它就不能从中获益。

从 364 天与 365 天期限的备用支持之间分析不出什么差别。

即使多年的备用信用支持, 随着其到期日的临近, 也只能提供短期的备用支持承诺。显然, 公司在银行备用支持失效前继续安排好备用支持是十分重要的。

需要反复重申的是, 即使备用支持最强, 像没有 MAC 条款的循环支持, 也不能提升发行主体的基础信用状况, 也不能获得超过公司自身信用状况的评级结果。只有 LOC 或其它能无条件地把债务转移给信用等级更高的主体身上的工具, 才能起到信用增级的作用。

为发行主体提供备用流动性支持的银行本身应该是较好的。银行的信用等级属“投资级”, 说明其有着充足的财务实力, 能为 CP 发行主体提供可靠的融资渠道。没有必要要求银行的信用等级与发行主体的一样, 尽管如此, S&P 还是要关注提供备用支持的银行是否处在投资级的边缘。如果银行处于“投资级”的边缘, 银行的信用可能会弱化, 落入非“投资级”, 这样依赖银行的备用支持是应谨慎的。

四、近期的创新

除了 ECN 之外, 最近又出现了几种新的备用支持方式。发行主体敏锐地把握了这些新产品, 这样就使在流动性资源的选择上具有了多样性, 也减少了对商业银行的依赖。

具有代表性的是, 通过创建一个实体(entity)为 CP 发行主体提供承诺。这个实体可以从商业银行、保险公司、共同基金、中小投资者, 甚至是 CP 市场本身获得资金。这些资金可以是提前筹集到的, 也可以是以合同形式安排好的; 银行企业(banking firm)可以通过提供短期支付承诺使发行主体获得及时的可用资金, 这样就为发行主体从资本市场获得资金提供了“过桥”。基于不是所有的支付承诺都需要兑现, 至少不是所有的承诺都要在同一时间兑现的原理, 这些实体可以发挥其资金能力的“杠杆效应”, 即支付承诺可几倍于其资金能力。

(S&P 将分析一家实体运用“杠杆效应”的程度, 主要包括有: 承诺支持公司的集中度; 这些公司的信用质量; 承诺期限; 公司需要的预付期限(可通过还款条款来决定)。S&P 将发函说明实体的承诺作为 CP 的备用支持是可接受的, 或者可能对实体进行评级(这个评级类似于交易对手评级), 以便说明承诺的信用质量。

随着非银行备用支持和 ECN 的出现,就需要考虑一家公司在使用备用支持后或展期后如何管理其偿债能力。以 ECN 为例,展期仅仅是给公司一个喘息的时间,最终还是要靠获得资金来支付这项票据。相对于银行提供的备用支持来说,不能再展期的 ECN 偿还刚性大,因为在正常的借贷关系下,银行提供的备用支持可延续。类似地,由结构化工具或资本市场合同提供的备用支持来支付 CP 的情况下,发行主体仍然面临在一定期内支付债务的问题。

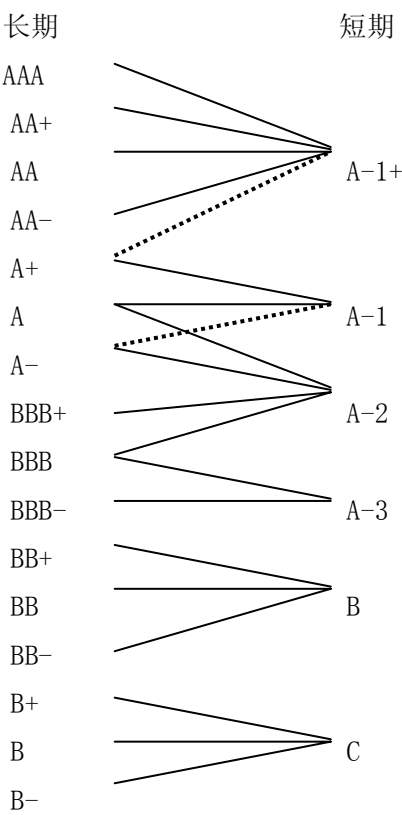
当备用支持只提供临时缓冲时,决定需要多久的喘息期以及首期需要多少备用支持,主要看发行主体安排更永久性融资需要多长时间?然而,备用支持的期限仅与发行主体已经失去了进入 CP 市场的情况有关。

因此,S&P 认为,任何具有刚性偿还期的备用支持的期限必须超过 180 天。当发行主体仍然在发行 CP 时,评级的高低就不是一个需要考虑的问题。

五、CP 评级所需资料

- 1、公司请求评级的函件;
- 2、董事会同意发行 CP 的文件的复印件;
- 3、同意发行的规模;
- 4、发行 CP 的类型(如 3(A)3, 4(2), ECN, 欧洲 CP);
- 5、募集资金的使用;
- 6、承销商名单(除非公司是自主发行);
- 7、备用流动性安排(包括银行授信额、期限、每家参与银行的名称、承诺支付的数额、承诺支付的形式等)。

附图 1:



注：虚线情况下的对应关系很少见。

附表 1:

美国工业、公共事业类全部未偿付 CP 备用支持覆盖率指引

信用等级	覆盖率（%）
A-1+/AAA	50
A-1+/AA	75
A-1	100
A-2	100
A-3	100

关于企业短期融资券信用评级问题

一、按照国际惯例，例如按照 S&P 的做法，企业评级分为主体（或称交易对手）评级和债项评级，同时，主体评级和债项评级又可分为本币（长期或短期）评级和外币（长期或短期）评级；

二、目前国际评级机构对我国机构开展的评级主要是外币国际长期评级（主体或债项）和外币国际短期评级（主体或债项），并且开展了少量本币国际主体长期评级，如 S&P 对国家开发银行的本币国际长期主体评级，Fitch 对我国主权的本币国际长期主体评级等。

三、如果在银行间债券市场发行的企业短期融资券的投资人主要是国内投资者，主要应开展债券（债项）本币国内短期评级，如果企业短期融资券的投资人包括部分国外投资人，也可开展债券本币国际短期评级。

四、应该说，目前在银行间债券市场发行企业短期融资券的投资人主要是国内投资者，所以主要应开展债券（债项）本币国内短期评级。因为目前国际评级机构对拟发行短期融资券并没开展评级，因此，应根据有关规定要求拟发行短期融资券企业接受此项评级。

五、根据国外有关监管要求，有关监管部门对投资短期融资券的限制应设定在 A-1+和 A-1。

六、企业短期融资券的信用等级划分和含义如下：

短期债信用评级是对发行主体特定短期债如约还本付息能力和偿还意愿的综合评价。短期债信用等级等级的设置采用六级制，其中可用 A-1+表示 A-1 类短期债中还本付息能力更高的短期债。

A-1 级：A-1 级短期债为最高级短期债，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：A-2 级短期债的还本付息能力令人满意，但其安全性不如 A-1 级短期债。

A-3 级：A-3 级短期债的还本付息能力一般，但与 A-1 和 A-2 级短期债相比，其安全性更易受内部状况和外部环境不良变化的影响。

B 级：属于投机性短期债。

C 级：C 级短期债的还本付息能力令人怀疑。

D 级：D 级短期债不能按期还本付息。

短期债信用等级与长期债信用等级的对应关系见上文。

（本期责任编辑：朱海峰，张的勇）