专访国家发改委财政金融司司长徐林:

企业债对“扩内需、保增长”促进作用开始显现

徐林

来自中国债券信息网的数据显示，截至22日，今年全国共发行企业债84只，募集资金1405.25亿元。值得一提的是,去年同期全国才共发行企业债10只。

“今年大家对发企业债的热情很高，需求较大，发改委将在严格审核的基础上加快发债力度,继续扩大发债规模,积极配合国家扩内需、保增长的系列政策措施。”国家发改委财政金融司司长徐林在近日接受上海证券报专访时说。他同时表示,事实上,目前各地企业债密集发行,对国家提出的“扩内需、保增长”促进作用已开始显现,对4万亿元经济刺激计划的助力作用也日益彰显。

⊙本报记者 侯利红

今年申请发债规模预计达6000亿元

上海证券报:今年企业债市场表现亮眼,您能预估一下今年的发债规模吗?

徐林:中国的企业债券市场还处在一个逐步发展的过程中,虽然制度建设还有待完善,但近几年发展速度很快。

2004年,全国企业债发行规模只有300亿元,2005年为600亿元,2007年规模已达到1709亿元,2008年为2366.9亿元。今年企业债发展会更快一些,事实上到现在发债已经超过1400亿了，还有近1000亿元企业债券进入了会签程序,如果加上正在审核的铁道债、国家电网债这两个大债,今年发债规模将超4000亿。另外还有很多企业都在准备材料申请。我估计,今年全年申请发债的规模应该会达到6000亿元。不过,能核准发出来的到底有多少,还要根据市场情况而定,但规模会创历史新高。

上海证券报:您刚才说到,今年企业债发展速度还会比往年更快一些,原因是什么?是因为发改委一直在加快发债节奏吗?

徐林:企业债发展快的原因,不是因为我们主观想让它做得多大就能多大,而在于今年的宏观调控政策本身有扩大内需的要求。特别是4万亿元经济刺激计划的出台,使各地更加注重加快经济建设的步伐。由于在4万亿政府投资项目中，中央政府只能出1.18万亿,另外大概1.2万—1.3万亿是需要地方财政配套的,剩下的则需通过市场融资。这意味着,除了那1.18万亿,地方配套和市场融资的2.82万亿需要通过债券融资来解决一部分,所以市场对企业债券的需求在今年就明显加大。

另一方面,是因为随着企业债券市场的发展,越来越多的公司和发债主体认识到企业债券作为直接融资手段的便利之处和成本优势,他们开始更多地选择通过企业债券这种方式,来为当地的一些重大项目建设进行融资。应该说,这是资本市场不断完善的结果。

过去，很多地方甚至包括一些经济很发达的地区，利用企业债融资的意识都比较薄弱。比如,广东虽然是一个经济大省，但发行企业债券的规模却非常小。而江苏、浙江、重庆等地的企业和政府，多年前就十分重视发挥企业债券的融资功能，这两年更是有加大发债规模的趋势。我记得,江苏去年发债不到100亿元，但今年已经申报的发债规模达400亿元。

当然,从完善金融市场和融资结构角度本身也有加快发展企业债的要求。第二次全国金融工作会议、十七大报告等多次强调,要采取多种形式,进一步提高直接融资的比重。我们国家长期以来,企业融资一直是以间接融资为主,事实上,发展企业债是提高直接融资比例的一个重大举措,我们必须要站在解决直接融资和间接融资不匹配的角度来看待发展企业债问题。

积极稳妥地发展城投债很有必要

上海证券报:地方配套资金无法及时到位,可能会影响到国家经济刺激计划的效果。那么,加大企业债发行力度是否为解决地方配套资金不足的有效途径?

徐林:加大企业债发行力度,尤其是加快城投债发展节奏,对解决地方政府配套资金短缺的大问题确实起到了重要作用。如果去问问那些已发行了企业债的地方企业和政府,他们应该会有同样的感受。

当然,对解决地方配套资金缺乏这一大问题,发行企业债只是融资渠道之一，财政部代发的地方政府债、人民银行注册发行的中期票据,也是途径之一,但它们都不可能彻底解决资金问题,只能起到缓解作用。地方经济发展水平和政府配套资金能力,才是最关键的要素。

在整个债券类品种中,我们债券市场缺少一个很重要的品种,那就是“市政债”。在国外,整个工业化和城市化进程中解决城市建设资金不足的一个很有效的途径,就是发行市政建设债。但在我国,由于多方面原因,市政建设债一直未能作为一个独立的品种发出来。国家现在的政策是支持地方政府组建投融资平台，事实上,城投债除了具有纯粹商业债的特性,还具有市政债的特性,这也是中国特色。

城投债所募资金,一般都是用于发展城市的公共基础设施，如医院、学校、给排水、通讯、交通、廉租房项目的建设等。这些城市建设项目对资金需求往往规模较大,仅仅依靠当地财政积累资金,可能很多年都解决不了,从而导致项目难以顺利进行。但现在依靠城投债,可以在较大程度上加快项目的建设。

未来将加强风险控制

上海证券报:城投债今年发展迅猛，为解决地方政府配套资金不足问题起到了重要作用。但因此也有人担心其背后潜藏的风险问题，比如偿债机制不够完善。你怎么看待这个问题?

徐林:近几年企业债确实发展很快,但我们对债券市场的发展,并不是采取完全放任的态度,而是采取了积极稳妥的策略。债券市场的发展不是以规模来论英雄的。在企业债发行过程中，我们非常注意风险控制,努力处理好规模扩大、制度建设和风险控制之间的关系,任何一方面出现缺失,这个市场就可能出问题。规模小了,则不能适应市场需求;但如果单纯追求规模,而不是建立在制度完善上,则可能带来风险。

目前,对于城投债,投资者包括我们更关注的是今后偿债的措施安排和偿债能力是否具备。这类城投公司与一般的企业不同的是,它承担了政府的一些公共设施项目建设,经营性现金流非常有限,甚至有些项目根本就不收费,没有收入。正因为如此,一些城投债采取了政府逐年回购,用回购产生的现金流作为发债主体未来偿还利息和本金的来源。这种安排符合市政领域项目投资运作的特点。

关于偿债风险，我们非常注重这个问题。首先,在核准环节,我们对募集资金投向的项目有明确要求，必须符合相关条件。这可以保证项目不会因为不符合国家产业政策而出现风险。同时,企业累计发债不能超过净资产的40%，也是一个控制债务风险的“硬杠杠”，地方政府投融资平台的净资产规模不可能无限增大;此外,发债主体过去三年年均净利润必须足以覆盖债券发行的利息，如果地方政府选择补贴等方式把发债主体利润做大,必须付出高昂的财务成本，必须多交25%的所得税。相对于地方政府直接发债而言,企业债发行主体是企业,有一套商业化规则在起约束作用，企业每年必须做财务报表审计，公开发行后也必须持续披露相关情况，领导离任必须做离任审计,等等,这些市场化的措施都有利于加强对企业的财务约束和商业化约束。

最需要强调的是,企业债券是一个商业性融资工具,不是政策性融资工具,债券承销商在选择发债主体,评级机构进行评级时,必须高度关注企业未来各种现金流的有效性和可靠性,分析其背后涉及的诸多因素,如地方经济发展前景、财政可持续能力、企业财务健康状况、募集资金投向和合理性和可行性,并据此作出合理选择和出具客观可靠的各类承销文件。

当前企业债发行制度尚需完善

上海证券报:您认为当前的企业债发行制度还有什么需要规范和完善的地方?

徐林:当然,在企业债券发行制度规范上,确实还有很多值得完善的地方。

首先,选择发行主体的时候,我们要更好地发挥地方政府,特别是地方发改委的作用,因为地方发改委更了解地方企业的情况;其次就是承销商作为保荐人的作用,以及信用评级公司等其他中介机构的作用。只有他们在起到正常的作用后,我们拿到手里的审核材料才是可靠的,否则我们的压力很大,我们也将相应加大对低评级企业发债的审核力度,这些都是我们下一步需要进一步强化的。

针对最近贵报对岳阳城投债的报道,我们也加强了有关审核和调查,虽然按照现行法律法规,岳阳城投公司并不存在所谓“造假”问题,但地方城投公司在资产整合和发行承销“包装”过程中出现的一些问题,值得引起我们高度重视。从这个角度看,媒体对地方城投公司发行企业债券的关注,有利于我们更好地了解真实情况,并采取措施加强监管,减少漏洞。最近,我们已经加强了有关规范,并将在审核过程中予以严格把握。

其次,我们一直很注重对募集资金用途的导向,将来在核准上还会更加严格。比如,从去年以来,我们开始非常注重引导地方企业通过债券融资，来加快污水处理设施等环保设施的建设力度,取得了较好效果。

2008年南京市公用控股(集团)有限公司发行的20亿元企业债券,全部用于污水处理设施的建设;2009年绵阳市投资控股(集团)有限公司募集的15亿元资金将全部用于灾后恢复重建、城市基础设施建设提升工程、城市生活污水处理工程等;昆山市创业控股有限公司债募集的20亿元资金,全部用于当地污水管网完善工程项目、饮用水质提升工程项目的建设等。最近,太湖治理涉及的有关城市,也发行了规模不等的企业债券,专门用于太湖治理项目的投入。

到目前为止,我觉得这种引导效果很好,这也是国家发改委企业债券工作的一个特色。地方政府注意到发改委的导向之后,在选择项目上面就会体现出这方面的倾斜,由于发行企业债券还具有融资成本低、使用期限长等特点,可以大大节省企业投资运营的财务成本。这样一来,这就可以引导市场资金流向国家提倡的节能减排、民生工程等领域。

最后,要进一步加快制度完善的步伐。企业债券市场的健康发展,与整个国家市场经济制度的完善密切相关,需要有一个好的市场环境,不可能单兵突进。当前,信用体系不完善、利率不够市场化、对投资人过度监管、债券市场分割、监管规则不统一、现行法律法规过时等,都在不同程度上影响着债券市场的发展。因此,在发展过程中不断加大改革步伐,加快制度完善的步伐,对债券市场的又好又快发展至关重要。债券市场的所有参与者,都应该在发挥好各自职责基础上为此继续努力。

专访银河证券投行董事总经理代旭博士:

企业债对实体经济和资本市场具有战略意义

代旭

⊙本报记者 王文清 侯利红

今年企业债券预计规模进一步扩大在当前的经济背景下有何重要意义?特别是在拉动地方经济发展的过程中,企业债体现了哪些方面的特殊作用?迅速发展的企业债市场对中国资本市场的健康运行提供了哪些方面的有力支持?本报就上述问题专访了银河证券投行董事总经理代旭博士。

企业债券规模扩大，有利于推动地方实体经济发展

上海证券报:您从事投资银行特别是企业债券承销工作多年，请您谈一谈在金融危机大背景下，扩大企业债券规模对启动内需及刺激经济发展具有哪些积极意义。

代旭:我想积极意义主要体现在以下几个方面:

1、企业债券规模扩大促使企业融资结构更为合理。以前中国企业的融资方式主要以银行贷款这种间接融资方式为主,直接融资的比例很小,企业的融资结构过于单一。由于在我国一段时间内,企业债券规模较小,亦不能成为众多企业可选择的融资方式。近几年,其每年的发行规模逐渐扩大，我们预计今年将首次突破4000亿元，企业债券余额将很快超过一万亿,这是里程碑式的标志。在金融危机情况下,企业债的快速发展,保持了经济低迷时期企业融资结构的合理性。

2、企业债券已经成为当前拉动我国经济特别是地方经济的重要手段。为拯救全球性的经济下滑,各国纷纷出台各种手段来刺激经济。我国今年启动9500亿元特别国债，其中包含替地方政府发行的2000亿国债。尽管2000亿元在本期特别国债的占比不低，但是对于刺激内需、补充地方项目配套资金而言，仍远远不足。企业债券发行规模的迅速扩大,已经成为地方筹集建设资金的良好补充。从去年第四季度至今，企业债发行规模已达3000亿元,其中,大部分是地方建设债券。这些债券资金在解决地方项目建设配套资金不足的问题上起到了积极作用,成为本轮政府启动投资拉动内需的新动力和亮点之一。

3、企业债券募集资金用途主要用于项目建设，在经济低迷中更具积极意义,成为对实体经济最有力的支持。发行企业债券要求具有明确的项目建设资金用途,并且要经过较为严格的审核,这使得企业债融资对实体经济的增长具有更积极、更直接的意义。在当前社会资金裹足不前、银行信贷源于企业资本金不足难以被有效利用的情况下更加可贵。

4、企业债券规模扩大符合经济发展规律。从经济学的角度来看,在工业化和城市化过程中,债券融资的比重都是逐渐上升的,目前我国企业债的发展节奏符合这一规律,这是一国经济发展到一定水平后的必然结果。以往我国城市基础设施建设主要是靠财政资金投入,建设速度相对较慢,难以适应地方经济及城市化发展的客观需求。目前发行的地方城投类债券,依托政府的信用，集中筹集城市建设资金,加快市政项目建设是我国城市化快速发展的必然选择。尽管我国尚无地方(城市)市政建设债券这一品种,但结合我国实践发展起来的城投债券已经具有准市政债的特征。

企业债券规模扩大，有利于资本市场良性发展

上海证券报:那么,企业债券规模扩大对资本市场具有怎样的作用呢?

代旭:首先,我国企业债券规模的扩大是一个随经济发展渐进的过程,随着经济总量和市场容量的增加,仍有较大的发展空间,企业债券规模扩大,有力地促进资本市场良性发展。资本市场的壮大发展是市场参与者共同努力的结果,随着企业债券规模的扩大,市场参与主体都在不断提升自身水平。

主管部门时刻适应经济发展的客观要求，近年在不断地调整核准和监管方式。例如,率先在企业债中引入了发行主体和债项的双重评级制度使投资人能全面了解发行人与债券信用状况;适应债券发行的时效性需要,简化了企业债券发行审核的程序,通过核定发行利率区间的方式使发行人、主承销商可根据市场情况自主确定债券发行利率;面对商业银行担保受限的局面,积极引导和鼓励企业探索多渠道、多手段增信方式,并取得了积极的效果,得到了广大投资者的认可。从中介机构角度来说,随着企业债券,特别是地方企业债券的快速发展,他们也在不断地强化和提高自身的评价能力并充分各司其职。当然,企业债券发行规模的扩大也为投资银行业务提供了广阔的发展空间,使中国成为世界投行业务发展最迅速和最具潜力的地区。投资者风险研判能力大幅度提高,部分投资者风险评估达到相当高的水平,其购买债券已将由谁担任该债券的主承销商作为内核的重要评价指标。这些因素极大地促进了资本市场的健康发展。

其次,企业债券的迅速发展是投资者的重大利好。投资者是资本市场的核心,投资者的活跃与否也是衡量一个资本市场是否良性的重要标志。以往,由于企业债券规模较小，投资者的可选择余地不大,交易就不活跃。随着企业债券规模的不断扩大,收益率风险溢价差异化程度增加，投资者的活跃程度也发生了质的变化。总体上讲，企业债由于收益率较高,适应了近年来各金融机构对投资债券收益率的新要求,尤其是适应债券型基金、混合型基金以及保险公司、农信社对其成本及盈利性的考核要求。目前国内流动性过剩局面将持续,风险低的国债、央票等非信用债利率纷纷跌落到历史低点,甚至低于投资者的资金成本。越来越多的机构意识到低收益非信用债并不能作为其主力匹配品种而大幅增加收益,企业债自然成为投资债券市场提高收益率的首选券种。此外,本次金融危机使一些风险厌恶型资金进入债券市场,企业债券为其提供了很好的避风港,成为金融萧条时期这些资金的较佳投资选择。

更为重要的是,在中国资本市场建立初期，主管部门对企业债发行严格审批,为中国信用债券市场奠定了良好的开端;在企业债发展规模不断扩大、债券市场及机构投资者逐渐成熟后,主管部门适时对企业债由审批制改为核准制,在有关部门停止了银行对企业债进行担保以后,主管部门主动调整思路，推动信用债券发展,在各中介机构专业性的配合下,积极引导企业探索企业互保、政府应收账款质押担保、股权质押担保等多种增信方式,企业债的信用层次逐渐拉开,打造了中国特色的信用债市场。

必须指出,在企业债券适应宏观经济形势的需要迅速发展壮大的过程中,不可避免地会出现各种各样的不足和困难,这是资本市场发展必须承受的结果之一,当然，我们作为承销商亦应加强尽职调查,充分揭示和披露所观察到的可能存在的风险,不断改进承销工作。在实践中,主管部门以及中介机构已在不断及时总结企业债券特别是地方城投债券发行中的经验,使其不断规范和完善。

■记者观察

助力政府投资项目 地方企业债募资近千亿

⊙本报记者 侯利红

在今年发行的84只企业债中，地方企业债占到71只,募集资金额为99225亿元。

业内人士认为，今年企业债市场最大的特色,就是地方债特别是地方城投债成为发债主力。据介绍,由于企业债对解决4万亿政府投资计划中地方政府配套资金不足问题具有重要作用,目前各级地方政府以及城投公司发债热情都特别高,估计今年下半年地方企业债券发行频率将更为密集。

上述人士预估说,按照目前势头,今年仅城投债规模就有可能达到2000亿元左右。

来自各省市的数据，也颇能为上述人士的推断提供有力佐证。数据显示,今年以来江苏省获准发行的企业债券规模已达108亿元,超过去年全年规模(92亿元),创出历史新高。浙江、湖南、安徽、上海等省市也加大了企业债券的工作力度。

广东省过去企业债发行规模不大,但今年也加大了力度,许多城市开始关注企业债的发行。比如,中山市近期明确表示,准备加快发行企业债步伐,做大做强融资平台,市政府常务会议已开始着手研究发行企业债券工作方案。

5月18日，审计署的公告显示，截至2009年3月底,审计抽查的18个省(自治区、直辖市)335个新增投资项目,中央投资资金平均到位率为94%，但其中有的项目按工程进度地方配套资金到位仅为48%。很显然,地方配套资金无法及时到位,给中央经济刺激计划“拖了后腿”。

不过，在企业债尤其是地方城投债的鼎力相助下,这种情况或许会有所改观。

分析人士认为,许多省市积极加大发债力度的原因在于,他们逐渐明确认识到,这种类似于市政债的地方城投债不仅打通了基础设施、民生工程、公益项目建设等融资渠道,还大大减轻了地方财政负担，对当前“扩内需,保增长、调结构、惠民生”具有重要意义。