# 企业债券投资:今年会有多大变化与规模

□银河证券　戴旭

去年中国企业债券市场可谓精彩纷呈。针对宏观经济过热,货币政策出台频繁,两次加息、三次提高准备金率、四次定向发行票据,平均一两个月一次的紧缩性货币政策实属罕见。如此密集的政策性利空,对债券市场却鲜有负面影响,甚至不断拉动企业债券市场走出牛市。出现这种现象,要归因于中国经济良好的宏观运行环境,以及在此环境下物价运行稳定、资金市场流动性过剩以及投资者群体日益壮大等基本因素。

展望2007年企业债券市场规模将会继续扩大,日益壮大的机构投资者队伍构成了对于债券投资的稳定需求,为企业债券市场的发展创造了良好的外部环境,我们相信,随着我国经济的快速发展以及金融改革和创新的不断深化,2007年的企业债券市场必将迎来更大的发展。

## 一、2006年企业债券供给情况

在市场流动性过剩的背景下,2006年债券发行市场一片红火,全年发行总量创下了历史新高,达到57,960亿元,与2005年相比增长了37.38%(见表1)。

债券市场整体发行量创出新高,而这其中,企业债券的发行也取得了突破性进展,首次冲破千亿元关口,截至12月20日,全年共有43家发行主体发行了45支共计1,015亿元企业债券,无论是发行总额还是发行家数都为中国企业债券历史之最,其发行总额较2005年增长55.2%。加上企业短期融资券,企业在2006年通过债券市场融通资金总量接近4,000亿元,在债券市场的融资总量占比上升至6.77%,比去年增加近两个百分点。

企业债和短期融资券规模的上升,表明长期以来一直以国债和金融债为主的债券市场发行结构正在发生转变,债券市场作为企业直接融资平台的功能正在日益显现,除宏观环境的影响外,机构投资者队伍的不断壮大以及投资需求的快速增长成为企业债券市场发展壮大的催化剂。

## 二、2006年企业债券投资需求分析

伴随着企业债券市场发行量的激增,企业债券的投资者队伍也不断壮大。2003年保险机构全面投资企业债券,2005年商业银行获准参与企业债券交易,2006年中银监会批准邮政储蓄开展债券投资业务。从整个过程来看,越来越多的机构投资者参与了企业债券投资,成为了企业债券最主要的持有者。而截至2006年11月末,企业债券个人投资者持有量从2005年末的0.21%下降到了0.04%(见表2),在机构投资者的映衬下已经显得微不足道。

我们进一步研究企业债券投资者的结构状况,可以看出以下几个特征:

1、企业债券持有者集中度进一步提高。从2006年11月末的数据可以看出,企业债券机构投资者认购量的前四位分别为:保险机构、商业银行、基金和信用社。它们的总持有量已占到企业债市场总存量的77.41%,比去年同期上升了约18个百分点。受此影响,非金融机构投资者以及个人投资者的持有量出现了一定程度的下降。

2、保险机构拥有企业债券买方市场的最大份额,且占比还在不断提高。2005年8月,中国保监会发布了《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》,投资企业债上限由公司上季末总资产的20%提高到30%,且保险公司同一期单品种企业债券持有量的上限由该期单品种企业债券发行额的15%或保险公司上季末总资产的2%提高到该期单品种发行额的20%或保险机构上季末总资产的5%。受政策推动,保险公司在企业债券市场的占有比例由2005年底的37.83%上升到2006年11月底的50.48%,持有量接近1,400亿元。

3、机构投资者对企业债券的持有量在逐渐增大。除保险公司之外,众多其它类的机构投资者在近几年进一步扩大了对企业债券的持有量。以商业银行为例,虽然目前其仓位主要以国债和金融债为主,企业债占总投资的比例也不大,但仍有良好的迹象值得注意。自2006年企业债获得银行间债市准入资格以来,仅仅一年间,商业银行持有的企业债券总量从2005年末的82.98亿元上升到了2006年11月末的364.81亿元,增幅高达339.60%。随着企业债在银行间债市的发展,未来商业银行持仓中企业债比重上升空间依然很大。

4、新生力量的加入也带动了企业债券市场的发展。除了保险公司、商业银行这些企业债券市场投资的主力军,还有一些新生力量值得关注。2006年中银监会已批准邮政储蓄开办同业存款和国际开发机构人民币债券投资业务,这就意味着8,000亿元邮政储蓄资金自主运用资产余额已经被正式推向了市场。企业年金现在规模已超过1,000亿元,而根据预测,从2007年起每年的新增规模应在800亿元到1,000亿元之间,到2014年将达11,000亿元,这必将大大提高企业债券市场的买方总需求。

## 三、2007年企业债券供给预测分析

由于我国经济高速稳定发展的态势以及债券市场不断开放的格局在短期内不会发生变化,而流动性过剩的产生机制仍然存在,因此,资本市场"钱多于券"的状况在较长时期内还将持续。

1、债券市场总体发行规模有望达到6.35万亿。从机构资金供给来看,2007年银行体系扩充自有资金的进程将继续推进,银行存贷差仍将保持惯性增长,保险公司的保费收入也将平稳快速增长,这将为债券市场提供有利的资金环境。假设2007年债券占国内生产总值的比重保持2006年的水平不变,即29.2%,那么在预计2007年国内生产总值增长9.5%的基础上,2007年债券发行总额将达到63,500亿元(见表3)。

考虑到2007年继续实行稳健的财政政策,国债余额有小幅增加,预计2007年实际国债发行额将比2006年有所增长,达到9,300亿;截至目前几家大型国有商业银行已经上市,但2007年仍有一些中型商业银行和城市银行积极筹划上市,其通过发行次级债来提高资本充足率的需求仍然旺盛,因此我们预计2007年包括次级债在内的金融债的发行规模将达到9,100亿元;基于人民币升值压力持续存在和外汇储备规模继续膨胀的预期,我们预计2007年票据发行规模有可能达到40,000亿元。

2、企业债券发行规模也有望突破1,500亿元。企业债券作为债券市场的新生力量,发行规模也将取得一定的突破。首先,企业债券市场面临多项改革,新《企业债券管理条例》出台在即,可以预见,这次重新修订对企业债券市场必将产生巨大的影响;其次,主管部门核准程序有望按市场化原则进一步简化。加快额度核准与发行核准合二为一的步伐,使那些符合发行条件的企业能够直接上报发行申请,只需主管部门一次核准即可发行,这样不但提高了工作效率,也降低了中间成本;第三,企业债券投资者群体不断拓展,机构投资者日渐成熟,市场容量不断扩大。2006年全年总量超过1,000亿元和最大单支超过200亿元的发行规模证明我国企业债券市场已趋于成熟,完全有能力承接更大规模的发行。制度和法规的完善以及投资者队伍的壮大,为2007年企业债的发行提供了良好的契机。根据以上分析,我们预测2007年企业债券的发行规模将有望首次超过1,500亿元。

## 四、2007年企业债券市场需求预测分析

根据对2007年宏观经济形势和货币政策的判断,我们预计2007年整个债券市场仍将维持资金面宽松,债券需求旺盛的局面将可保持,全年债券需求预计可达64,950亿元(见表3)。

企业债券因期限较长,比较符合投资配置的特点故而仍将受到各大主要投资者的热烈追捧,预计需求量可达1,600亿元左右。各大机构投资者对企业债券的需求情况分析如下:

1、截至2006年9月,我国保险公司总资产规模达到18,096.59亿元,在保费收入和投资结构不发生重大变化的前提下,保险公司对中长期债券需求将持续增长,而这其中,企业债作为收益高、风险低的中长期投资产品,继续受到保险公司的青睐。预计2007年保险公司对企业债券的总需求将不会低于800亿元。

2、截至2006年9月,我国商业银行资产规模达到310,078.20亿元,而它的资金运用渠道主要是信贷投放和债券投资。受国家宏观政策影响,商业银行信贷投放受到严格限制,对债券投资需求旺盛。企业债券良好的收益率和较低的风险成为最受商业银行欢迎的品种之一。预计2007年商业银行对企业债券的总需求为350亿元。

3、信用社资金规模持续壮大。如果按照平均每个月80亿元的新增规模计算,2007年信用社新增的债券托管量预计将达到1,000亿,企业债可占其中的200亿元。

4、2006年,我国基金规模快速膨胀。截至2006年9月末,我国基金总规模为5,340.38亿元,由于股票市场的牛市格局使得基金投资在债券品种上的金额有限,预计2007年基金公司对企业债券的需求量在80亿元左右。

5、以邮政储蓄为代表的新兴大型投资主体的出现,使得目前众多非银行金融机构对企业债的需求旺盛,总需求额预计会增长至100亿元左右。

6、通过分析,我们预测其它机构2007年投资在企业债券市场的资金将非常有限,不会对市场资金面产生大的影响,投资在企业债券上的资金总额预计约为70亿元。

假设投资者的需求不受供给不足的限制,我们预计2007年企业债券总需求量将达到或有可能超过1,600亿元(各投资主体的投资需求情况见表4及图1)。

通过以上分析,我们看到2007年债券市场的资金供给将大于债券供给,为债券市场提供了有利的资金环境,资金主导市场的格局仍将延续。而企业债券作为债券市场的新生力量,随着制度建设的逐渐完善、投资者队伍的迅速壮大以及债券投资品种的不断丰富,在2007年整体资金和政策环境向好的背景下,必将跨入一个崭新的发展时代。

**表1:近两年债券发行规模统计表**　单位:亿元

| 品种 | 2006年末 | 2005年末 | 增幅 |
|---|---|---|---|
| 国债 | 8,883.30 | 5,042.00 | 76.19% |
| 央行票据 | 36,492.70 | 27,882.00 | 30.88% |
| 金融债券 | 8,485.70 | 7,117.00 | 19.23% |
| 企业债券 | 1,015.00 | 654.00 | 55.20% |
| 短期融资券 | 2,919.50 | 1,424.00 | 105.02% |
| 外资机构人民币债券 | 0.00 | 30.00 | – |
| 资产支持证券 | 164.04 | 41.77 | 292.72% |
| 合计 | 57,960.24 | 42,190.77 | 37.38% |

**表2:企业债券主要持有者结构**　单位:亿元

| | 资产总额 | 主要债券持有情况 | | | 企业债券持有情况 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2006年9月末 | | 2006年11月末 | 2005年末 | 2006年11月末 | 2005年末 | 增幅 |
| 保险公司 | 18,096.59 | 存量 | 5,832.90 | 4,059.35 | 1397.92 | 680.79 | 105.30% |
| | | 占比 | 10.38% | 8.53% | 50.48% | 37.83% | |
| 商业银行 | 310,078 | 存量 | 36404.17 | 30373.5 | 364.81 | 82.98 | 339.60% |
| | | 占比 | 64.76% | 63.84% | 13.17% | 4.61% | |
| 信用社 | – | 存量 | 2,054.96 | 1,515.65 | 157.49 | 119.03 | 32.00% |
| | | 占比 | 3.66% | 3.19% | 5.69% | 6.61% | |
| 基金 | 5,340.38 | 存量 | 1,994.73 | 2,002.07 | 223.42 | 180.81 | 24.10% |
| | | 占比 | 3.55% | 4.21% | 8.07% | 10.05% | |
| 证券公司 | 4400 | 存量 | 104.61 | 43.77 | 28.08 | 6.85 | 309.90% |
| | | 占比 | 0.19% | 0.09% | 1.01% | 0.38% | |
| 非银行金融机构 | – | 存量 | 2562.96 | 1978.95 | 129.96 | 91.38 | 42% |
| | | 占比 | 4.56% | 4.16% | 4.69% | 5.08% | |
| 个人投资者 | – | 存量 | 72.58 | 88.54 | 1.1 | 3.81 | –72.00% |
| | | 占比 | 0.13% | 0.19% | 0.04% | 0.21% | |
| 交易所托管量 | – | 存量 | 3,557.13 | 3,879.74 | 407.75 | 394.81 | 3% |
| | | 占比 | 6.33% | 8.15% | 14.73% | 21.94% | |
| 其它机构 | – | 存量 | 3629.43 | 3638.98 | 58.46 | 239.28 | –75.56% |
| | | 占比 | 6.46% | 7.65% | 2.11% | 13.29% | |
| 合计 | | | 56,213.47 | 47,580.56 | 2,768.99 | 1799.74 | 53.90% |

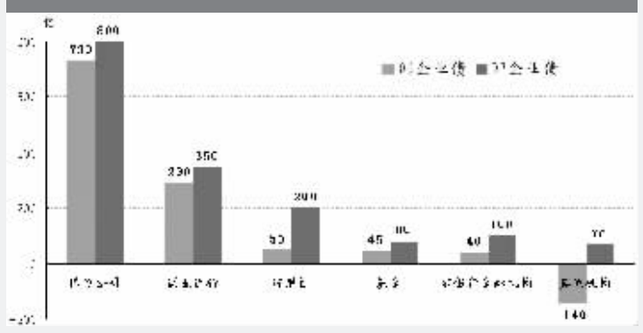
**表3:2007年债券发行和资金供给预测**　单位:亿元

| 发行品种 | 规模 | 资金供给 | 规模 |
|---|---|---|---|
| 国债 | 9,300 | 商业银行 | 22,000 |
| 金融债(包括次级债) | 9,100 | 保险机构 | 3,000 |
| 企业债 | 1,500 | 信用社 | 1,500 |
| 短期融资券 | 3,150 | 基金 | 1,000 |
| 证券化品种 | 450 | 非银行金融机构等 | 1,800 |
| 央行票据 | 40,000 | 债券到期 | 35,650 |
| 合计 | 63,500 | 合计 | 64,950 |

**表4:企业债券投资需求预测表**　单位:亿元

| 投资人 | 2006年企业债实际持有量增量 | 2007年企业债需求预测量 |
|---|---|---|
| 保险公司 | 730 | 800 |
| 商业银行 | 290 | 350 |
| 信用社 | 50 | 200 |
| 基金 | 45 | 80 |
| 非银行金融机构 | 40 | 100 |
| 其他 | –140 | 70 |
| 总计 | 1,015 | 1,600 |

**图1:2006–2007年企业债券投资需求图**



# 中国信托业:在生存与消亡的路径间选择

□中国人民大学信托与基金研究所执行所长　邢成

信托公司的功能定位是什么,信托公司的经营模式是什么,中国信托业将向何处去?这一自"一法两规"出台后就讨论不休的话题,伴随即将启动的新一轮信托公司管理体制的改革,再一次严酷的摆在信托业的面前。展望未来的市场趋势和政策趋势,中国信托公司的业态模式应有两种可能的路径可以选择。路径一:维持现有独立业态,全面实现功能重塑;路径二:信托功能得以弘扬,现有业态逐渐灭失。

## 一、制度性改革提上日程,信托公司定位面临颠覆

在刚刚逝去的2006年的中国信托业基本可谓波澜不惊。然而进入临近岁末的12月,一些媒体陆续报道了围绕信托公司的功能定位和业务发展方向一系列改革动向,内容主要针对现有规章中涉及"信托公司固有业务、信托业务、关联交易、资本金、合格投资人、受益权转让、资金信托合同份数、异地信托等"内容进行重大修改和调整,"核心是固有业务压缩、信托业务规范、关联交易清理。""还对取消200份限制,允许开展异地信托业务,资本金浮动管理,以及合格投资人、受益权转让等做出了相关规定。" 此讯息在业界引起了极大震动。的确,这样的重大转向性、颠覆性的改革,对目前70%以上的信托公司均依靠固有财产开展自营业务生存;又在已经开展的固有业务和信托业务中70%以上依靠贷款方式加以运用的信托公司来说,必将会产生重大影响。

中国信托业由于多种综合因素的影响,短期内欲基本达到银行、证券、保险三大机构的业态规模或市场影响几乎没有可能。同时,如不尽快转型为专业化的信托公司(类似产业基金管理公司)或发展为具备一定规模的金融控股集团的经营模式,其被边缘化的趋势将进一步加剧,某些业务领域的现有市场份额将进一步被瓜分,一些具有强烈同质性的业务甚至会被其他机构所取代。

## 二、趋势展望:两种业态模式可供选择

展望未来的市场趋势和政策趋势,中国信托公司的业态模式应有两种可能的路径可以选择。

路径一:维持现有独立业态,全面实现功能重塑

信托公司的本源业务模式主要有两大类:

1、 基金化、规模性资产管理类业务。结合中国信托业的整体现状和信托公司当前的实际情况,从中长期趋势分析,信托公司今后的核心业务结构应主要由产业投资基金业务、资产证券化业务和规模性资产管理业务三部分组成:

(1)产业投资基金业务。目前信托公司普遍采用的以多元化投资、综合性经营为经营模式,以项目融资为主要交易结构,以债权性贷款为主要运用方式,以"预期收益" 支出与贷款利息差额为主要盈利来源的业务模式。中长期而言,不仅无法构成信托公司的核心盈利模式,而且还会逐渐形成信托公司致命的风险隐患。

信托公司应尽快根据自身特点和资源优势,确定重点领域或行业为主要投资标的,并据此配置相关人力资源和专业结构,在某一两个领域逐渐形成专属优势,同时彻底摒弃传统的项目融资贷款业务模式,全面采用基金产品的设计原理和运作、管理流程,实现产品的标准化、品牌化、系列化,真正实现投资风险的市场化、投资方向的组合化、投资管理分工的专业化、发行,迅速作大总体规模,并积极探索建立产品的流动性机制,最终实现产品的公募化和上市交易、流通。

(2)资产证券化业务。以中国建设银行和国家开发银行推出的信贷资产证券化产品为标志,中国的资产证券化业务已经进入实质性操作阶段。又由于中国当前的法律体系现状,将特殊目的信托SPT作为目前唯一的选择模式,这无疑给信托公司带来了空前的发展机遇和市场机遇。

除已经推出的信贷资产证券化业务之外,其他形态的资产证券化业务也必将接踵而来,2005年"中金公司" 推出的中国联通CDMA收益权资产管理计划就已经证实了这一点,所以说中国的资产证券化市场对信托公司而言孕育着巨大的市场商机和盈利来源。

当然信托公司还需要清醒认识到的是,在这一庞大的市场空间面前,还有众多的竞争对手,证券公司、基金公司、保险公司、商业银行,无一不实力雄厚,虎视眈眈。因此,信托公司不仅要充分发挥和运用制度优势和政策优势,更要练好内功,全面提升自身的资产管理能力和投资管理能力。同时相关的政策扶持也是极为重要的因素。

(3)规模性资产管理业务。企业年金基金、保险资金、社保基金、公益基金以及社会闲散的巨额"风险厌恶型"的民间资金等诸多大规模或超大规模性的资产都急需专业理财机构对其进行专业化规划、整合、处置、运用和增值保值。信托公司应针对该类资产的特有属性和规律,尽快摸索建立起一套与之相适应的资产管理和运用机制,突出安全性和风险可控性,兼顾收益性,特别应以境内外货币市场、资本市场和金融领域作为重点投资领域。

需要指出的是,上述业务的开展对相当一部分的信托公司而言可能尚存在一定距离,特别是在试点阶段或启动初期,某些信托公司首先面临的就是业务资格的问题。即使对部分获得经营资格的信托公司而言,上述一些业务可能在短期内尚无法实现大规模的盈利,因此要正确处理好公司短期生存与长期发展之间的关系。

2、严格私募化的项目融资类业务。与上述模式逆流程的是项目融资业务。即"以资金需求方的融资需要为起点设计信托计划,信托公司募集信托资金投向是信托成立时已经事先指定的特定公司或项目"。该类业务如果允许信托公司保留的话,应严格限定为私募业务,推介方式、合格投资人身份、资产规模、参与人的规模、自然人投资者的比重均需做出严格规定和量化标准,要比现行资金信托暂行管理办法和 "314号文" 中对集合资金信托业务的要求门槛更高、更加严格和具有刚性。

由于该类业务明确定位为"风险偏好型",追求高收益高风险,委托人均具备较高的专业判断能力和较强得风险承担能力,加之双方可以做到信息对称,因此在其他投资领域已经形成惯例的 "市场有风险,进入需谨慎" "敢赌服输" 的风险理念自然会形成进而深入人心,而严重混淆和误解市场风险与政府信誉、动辄就找政府要说法的现象会迅速弱化直至彻底灭失。

路径二:信托功能得以弘扬,现有业态逐渐灭失

中国按照入世承诺将于2006年12月全面开放金融服务业,2006年11月8日国务院第155次常务会议通过《中华人民共和国外资银行管理条例》,并于2006年12月11日起施行。我国金融业与外资金融机构之间的竞争迫在眼前,一触即发。国内金融业将直接面对国外金融业的竞争。几乎是单一资本、单一业务范围的中国金融业,将如何应对这些以混业经营为背景,实力雄厚技术领先、管理科学、经验丰富的外来"金融航母"呢?混业经营是国际金融业发展的趋势,必然也是中国金融业发展模式的终极归宿。

1、金融控股集团中的下属子公司。相对于"一步到位"的混业模式,金融控股集团更符合中国的国情。在金融控股公司的框架下,原来的分业监管仍然有效,这更有利于监管水平的提高和资本市场的完善。中国已经存在若干形式的金融控股公司,而对中信信托与中信集团、平安信托与平安集团、上海国投与上海国集团等此类具有特定制度优势的信托公司而言,选择金融控股模式就显得极为自然和平滑。

2、全能银行中的中间业务部。商业银行视角的混业经营,亦即商业银行的全能银行化,是指商业银行全面提供银行信贷、证券、保险、信托等各类金融业务,并通过持股、行使委托投票权等方式涉足实业。尽管从目前我国的具体国情判断,选择一步到位的全能银行模式条件还不十分成熟,但金融业的综合化经营已经在"十一五"规划中明确提出,商业银行转换单一的经营模式,大力提升中间业务比例,增强盈利能力已经是十分紧迫的任务。从2006年多家商业银行开展的银信连接理财业务迅猛发展的态势看,商业银行运用信托原理和平台不仅具有可行性而且具有急迫性。而对一些规模较小、实力较弱,又与商业银行保持较密切业务关系的信托公司,在政策允许的条件下,吸收合并为银行的专业资产管理部门或理财部门,还是具有较大可能性的。

3、同业整合后的信托银行。上世纪90年代末,日本正式启动"大爆炸"式的金融改革,实施了"金融体系改革一揽子法",放宽了银行、证券和保险等行业的业务限制,废除了银行不能直接经营证券、保险的禁令,允许各金融机构跨行业经营各种金融业务。而日本的信托业选择了信托银行的特有模式。虽然日本信托银行以资产管理等信托业务为主,但也可以开展银行负债业务、房地产咨询业务以及证券代理业务等。如借鉴日本信托银行模式,则可以考虑在现有50多家信托公司的基础上,以市场化原则为主,主管部门加以适当规划和引导,通过业内整合、购并、重组,在全国成立3–5家规模较大、实力较强、运作规范的全国性的信托银行,进而一方面顺应了混业经营的潮流;另一方面也使我国的信托业态模式进一步与国际接轨。

4、独立翻牌为产业投资基金管理公司。目前,我国产业投资基金领域,无论是法律环境,还是实际操作机构均处在严重空白和缺失状态。而融资结构的失衡与经济建设的需求,又迫切呼唤规范的、有规模的产业基金面世。2005年11月下旬,在国家尚未出台《产业投资基金管理办法》的情况下,经国家发改委批复同意设立渤海产业投资基金,该基金是由国务院特批在天津滨海新区进行试点的全国第一支产业投资基金。这昭示着该领域的坚冰已经开始被打破,而信托型的产业投资基金必将显示出其巨大无比的优势。完全可以预期,近几年来一些始终以产业基金模式锐意创新,不断摸索专业化经营的信托公司,完全有可能在相应配套的法律法规出台后,利用业已形成的先发优势,整体转制为专业产业投资基金管理公司,构成我国一类全新的金融机构业态。