

联合研究报告

2009. 01. 12

2009 年中期票据市场分析报告

2009 年中期票据市场分析报告

报告编号：20100108

概要

时间：2010 年 1 月 8 日

分析师：

丁继平

010-85679696-8815

dingjp@lhratings.com

张成

010-85679696-8801

zhangcheng@lhratings.com.cn

吕明远

010-85679696-8892

lvmy@lhratings.com

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 17 层（100022）

www.lianheratings.com.cn

2009 年度，受益于政府四万亿投资、信贷大幅投放、十大产业振兴规划等系列政策的刺激，中国经济在波动中保持了较快增长，但出口形势仍较为严峻，经济结构调整步伐滞后，给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。在适度宽松的货币政策环境中，货币供应量延续了高速增长态势，充裕的流动性推动了债券市场的爆发式增长。尽管全年债券市场整体利率处于较低水平，但受下半年货币政策微调、股市资金分流，以及部分产品利率定价政策影响，年度市场利率水平呈上升趋势。

2009 年中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长；发行期限以 5 年期为主，3 年期次之；发行主体绝大部分为大型国有企业，其信用等级多元化，以 AAA 为主；并出现境内美元中期票据、集合中期票据等新品种和担保增信的方式；发行利率呈振荡上行趋势，但仍显著低于同期贷款基准利率，融资成本优势明显；中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率之间相关性高，高信用等级中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率出现负利差情况；期限结构和信用等级是中期票据发行利率分化的主要因素；全年中期票据发行主体信用等级整体迁徙率较高，主要集中于煤炭、电力、交通等行业。2009 年各评级机构业务量均有较快增长，联合资信在国内中期票据评级市场中处于领先地位。

展望 2010 年，由于中期票据发行主体基本为国有大型优质企业，于 2009 年已集中大批量发行，且新增高信用等级发行主体数量有限，2010 年中期票据市场的发行规模相比 2009 年可能会存在一定程度的缩减。中国将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，政策面为信用债提供了较好的利率环境，加快市场参与各方对于产品的开拓和创新将有助于中期票据市场的进一步发展。随通胀预期对债券市场的冲击的逐步显现，中期票据发行利率可能会延续 2009 年“前低后高”的走势。

释 义

- ◆ 央 行：中国人民银行
- ◆ 中期票据：是指根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，由具有法人资格的非金融企业（以下简称企业）在银行间债券市场按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的债务融资工具。
- ◆ 本 年 度：2009 年 1 月 1 日~2009 年 12 月 31 日
- ◆ 发 行 日：中期票据起息日
- ◆ 交 易 日：中期票据上市交易日
- ◆ 交易商协会：即中国银行间市场交易商协会。
- ◆ 联合资信：联合资信评估有限公司
- ◆ 中 诚 信：中诚信国际信用评级有限公司
- ◆ 大 公：大公国际资信评估有限公司
- ◆ 新 世 纪：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

一、宏观经济环境

2009年，得益于中国政府大规模经济刺激计划和适度宽松货币政策的实施，在出口形势持续低迷的情况下，大规模的投资拉动带动了国内整体经济的强劲复苏，全年完成GDP增速“保八”的目标已无悬念。但与此同时，经济结构调整步伐滞后、地方政府财政压力加大以及通货膨胀预期抬头也给中国经济复苏的持续性和有效性带来隐忧。

基本面——宏观经济波动中实现较快增长，投资拉动是主要动力，经济结构调整相对滞后

根据国家统计局公布的数据，2009年前三季度，中国实现国内生产总值217817亿元，同比增长7.7%，增速比上半年加快0.6个百分点。分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%，三季度增长8.9%，预计全年完成8%的GDP增长目标能够实现。2009年1~11月中国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业，下同）实现利润25891亿元，同比增长7.8%，电力、汽车等行业盈利能力增幅显著；工业增加值同比增长10.3%，自5月份以来同比增速连续加快，11月份增速达到19.2%，工业企业经济效益较年初出现明显好转。

实体经济投资环境波动及适度宽松的货币投放政策，推动资金向资产领域的快速集中，直接导致本年度中国资产价格迅速攀升。其中，房地产市场迅速复苏，北京、上海、深圳、广州等一线城市商品房价格均已创出历史新高，1~11月七十个大中城市房屋销售价格指数同比上涨5.7%；A股市场反弹势头强劲，上证综指较年初上涨近80%。此外，受主要发达经济体“量化宽松”货币政策影响，本年度美元的持续贬值助推了石油、有色金属、贵金属等大宗商品价格的迅速反弹，导致输入型通胀压力上升。

总体看，在大规模经济刺激政策的推动下，本年度中国固定资产投资仍保持高速增长，并继续形成对宏观经济的强劲拉动；国内消费稳步回暖，价格指数企稳回升；但出口形势依然低迷，在外需不振，国内消费增长缓慢的前提下，中国经济增长不可避免地对投资拉动形成较高依赖，影响了其复苏的持续性和有效性，现有经济增长结构仍存在隐忧。此外，中国工业企业盈利能力恢复性增长多集中于资源开发领域，主要得益于大宗商品价格的反弹；但受出口形势及成本压力加大的影响，制造业企业的盈利状况仍不乐观，产业结构矛盾可能成为未来经济持续回升的制约因素。

政策面——调结构成为重中之重，适度宽松的货币政策基调不变

“保增长”转向“调结构”

自2008年第四季度开始至2009年上半年，中国政府对经济的刺激政策一直将“保增长”作为首要目标，即通过政府投资、刺激消费、降低税负、宽松信贷等多重措施推动宏观经济的企稳回升，并且取得了良好的刺激效果。但与此同时，经济结构不合理，部分行业产能过剩等突出问题并没有得到实质性的改善，制造业企业的盈利能力回升尚不显著，经济增长的持续性存在隐忧。

自2009年下半年开始，在GDP增长保八无忧的基础上，宏观政策逐渐加大了对“调结构”侧重力度，包括调整需求结构、国民收入分配结构、三次产业结构、产业内部结构、城乡结构、外贸结构、区域经济结构等等，首先受到调控的即是部分产能过剩行业。2009年9月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅等9大行业列入产能过剩行业，并明确了对各

产能过剩行业的调控办法；此后，国土资源部下发通知，要求坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头，并在用地指标方面给予区别对待；12月，央行会同“三会”出台抑制产能过剩行业的指导意见，对产能过剩行业的信贷政策和融资支持均有所限制。

货币政策基调不变，微调动作明显，市场利率回升

货币政策方面，由于2009年上半年信贷投放迅猛增长，下半年新增信贷明显放缓，尽管主管部门多次表态不会改变适度宽松的政策基调，但信贷快速增长引发了管理层对于可能出现的信用风险上升和通货膨胀的担忧，需要通过货币政策的“微调”重新平衡信贷规模、信用风险和经济增长三者之间的关系。

2009年6月底，银监会出台了加强对“二套房”贷款管理的有关文件，重申了首付比例和利率执行标准，以控制由于房地产市场交易火爆而引发的银行信贷风险；9月，央行发行2000亿元定向央票，其中1000亿元不可交易、不可质押，具有一定的惩罚性质，尽管对银行系统资金供给难以构成实质性冲击，但发行利率上调和示范效应对市场影响明显；10月，货币供应调控力度继续加大，根据wind资讯的统计数据，国庆后至年末央行连续12周在公开市场实现净回笼货币，共计回笼货币5040亿元；银监会主席刘明康也在公开场合多次强调，加强对住房消费贷款、城市商业银行、商业银行资本充足率等重要风险点的监管；12月，尽管中央经济工作会议再次强调了保持适度宽松货币政策的基调，但信贷窗口的收紧，以及银行间债券市场利率的持续走高均预示了2010年的货币政策可能不会如2009年宽松。

未来的政策走势——经济刺激政策仍将持续，但力度和节奏趋于缓和

自2009年第四季度以来，伴随全球整体经济形势的好转，部分经济体开始考虑大规模经济刺激计划的退出时机和退出机制，以色列、澳大利亚、挪威等国相继加息，以抵御量化宽松货币政策导致的通胀威胁。

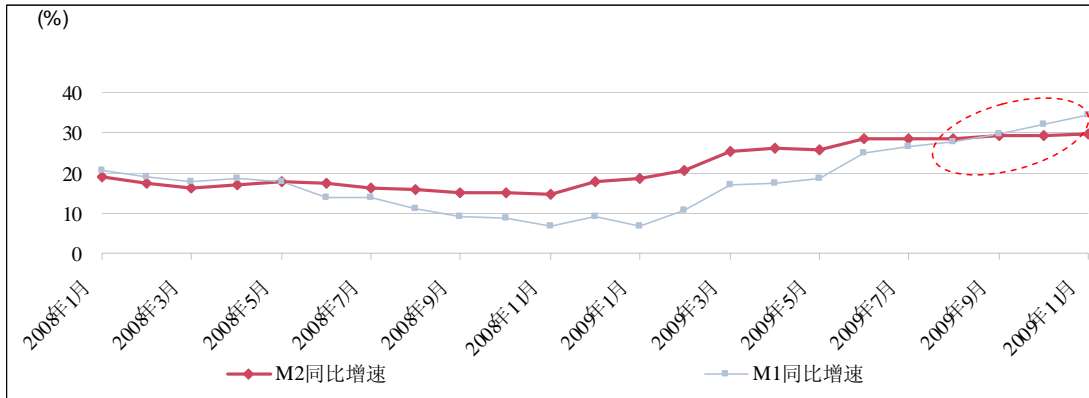
中国政府于2008年第四季度开始实施总规模达四万亿元的经济刺激计划，截至2009年8月底，中央投资部分已完成投资5050多亿元，占规划总投资的50.5%，实现了时间过半、投资完成过半。其中，城乡住房投资完成规划任务的73.4%，基础设施和公共服务设施完成40%以上，原定的三年目标任务有望在两年内基本完成。大规模的经济刺激政策实施带动了固定资产投资和GDP的高速增长，同时也带来了货币供应的“井喷”，以及地方政府的财政压力，并且为未来可能出现的通货膨胀埋下了伏笔。2009年底的中央经济工作会议明确了未来的政策基调不变，在一定程度上缓解了企业和居民对于经济刺激政策退出的担忧。但从实际情况看，2009年固定资产投资已处于历史高位，未来若继续保持这一水平已非常困难；地方政府已经面临显著的财政压力，未来配套资金能否到位尚存不确定性；加之基建投资产生的对于产能过剩行业的拉动效应，预计未来政府对于基建项目的投资热情可能降温，高速增长信贷投放也有望在“微调”的货币政策指引下出现回调。此外，在经济复苏的大环境下，若资产价格和通货膨胀预期继续高涨，不排除未来央行加强对货币供应的调控力度。

资金面——天量信贷造就市场充裕资金供给，实体经济先抑后扬带动资金活化率提高

2009年前11个月，中国新增信贷规模创历史天量，人民币各项贷款增加9.21万亿元，同比多增5.06万亿元。截至2009年11月底，广义货币供应量(M2)余额为59.46万亿元，同比增长29.74%，

增幅比上年末高 11.92 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 21.25 万亿元，同比增长 34.63%，增幅比上年末高 20.45 个百分点。M1 同比增速已显著超过 M2，喇叭口持续收窄，并在 9 月份以后呈现“倒剪刀差”，由于经济回暖预期增强，企业和居民投资意愿上升，导致资金活化，货币流通效率提高，通货膨胀预期也因此增强。

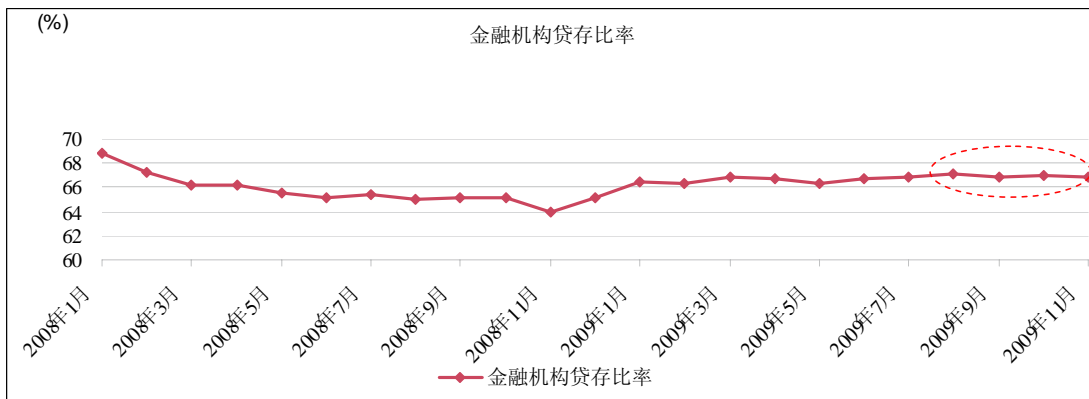
图 1 2008 年~2009 年 11 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

本年度，尽管货币供应量大幅增加，但实体经济投资需求的增长对流动性扩张起到了很好的舒缓作用，金融机构贷存比率保持稳定增长，至 11 月底上升至 66.79%，对外放款压力不大，这也在一定程度上降低了金融机构对于金融资产的配置意愿，导致银行间市场债券利率阶段性上升。

图 2 2008 年~2009 年 11 月金融机构贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

债券市场——信用债发行规模大幅攀升，市场利率逐渐走高

2009 年中国债券市场整体发行规模持续扩大，信用债市场迅速成长，品种创新势头良好；得益于适度宽松的货币环境，全年债券市场利率均处于较低水平。具体表现在：（1）源于经济刺激计划带动的政府融资需求上升，政府债券发行规模显著增长。本年度共发行国债 14229 亿元，同比增长 77.53%；同时，2009 年初国务院批准发行总规模为 2000 亿元的地方政府债券，该由财政部通过现行国债发行渠道代理发行，已于 2009 年三季度前全部发行完毕。（2）央票发行规模同比略有下滑，体现了宽松货币政策背景下央行对于回收流动性的谨慎操作，不过自 9 月份以来，央票发行利率已有显著提升。（3）非金融企业债务融资工具发行规模显著上升，债券品种创新力度

进一步加大。从发行规模来看，本年度非金融企业债务融资工具发行规模为 16706.05 亿元，同比增长 79.21%，其中短期融资券、中期票据、企业债等主力非金融企业债务融资工具发行规模均较上年有明显增幅，一方面源于发债主体融资需求的上升；另一方面则是低利率背景下，该等信用债融资明显的低成本优势，以 AAA 级一年期短期融资券产品为例，年初发行利率不足 2%，甚至低于同期存款利率，至年底仍不足 3%，较同期金融机构贷款利率仍具备明显的成本优势。从债券产品创新情况来看，首先，中小企业集合票据于 2009 年第四季度在银行间债券市场首现，并采用结构化的增信方式，对丰富中小企业直接融资渠道具有很好的借鉴意义，同时增信方式的创新对降低债券的损失率也具有较好的保障机制；其次，中期票据首推浮息债券、境内美元中期票据、集合中票等新品种和担保增信的方式；再次，企业债产品增信方式逐渐多元化，除传统的第三方担保外，包括资产抵押、股权质押、应收款质押、偿债基金等增信模式均被采用。

表 1 2009 年度主要债券产品发行情况

项目	2009 年发行规模 (亿元)	2008 年发行规模 (亿元)	同比增长 (%)
政府债:	16229	8015	102.48
国债	14229	8015	77.53
代发地方政府债	2000	--	--
央行票据 (含定向央票)	38240	42960	-10.99
金融债	13748.5	11783	16.68
非金融企业债务融资工具:	16690.90	9321.85	79.05
短期融资券	4627.05	4298	7.66
中期票据	6997.36*	1737	302.84
企业债	4252.33	2366	79.73
公司债	734.9	288	155.17
可转债	76.61	632.85	-87.89
集合票据	2.65	--	--
资产支持证券	--	302	--
合计	84908.40	72381.85	17.31

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

*: 包括 2 期集合中票

尽管 2009 年金融机构存贷款基准利率和存款准备金率均保持稳定，但受市场资金及政策预期的影响，债券市场利率逐渐走高。截至 2009 年年底，各期限国债发行利率较年初低点（2 月底）上升约 50BP；1 年期央票利率上升近 30 个 BP；1 年期 Shibor 升幅约 40BP，1 年期短券升幅约 70BP；与此相比，中长期信用债券利率上浮更为明显，3 年、5 年期中期票据升幅约 100BP。造成债券市场利率走高的主要原因包括：（1）央行、银监会等主管部门自下半年起加大了对商业银行流动性和信用风险的管理力度，导致其对债券配置意愿下降；（2）下半年 IPO 重启和创业板开闸引起的债券市场资金分流，对债券市场资金供给产生阶段性影响，对短期利率的冲击尤为明显；（3）银行间市场交易商协会分别于 8 月、11 月、12 月召开债券融资工具定价联席会议，连续提高 AAA 级企业的短券和中票发行利率的参考下限，直接导致短券和中期票据整体发行利率走高。

二、 中期票据发行市场情况

中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长

从发行规模上看，2009 年共有 118 家^①发行主体累计发行中期票据 174 期和 2 期集合中票，合计发行规模达到 6997.36 亿元，与 2008 年全年相比，发行规模和发行期数分别大幅增长 302.84% 和 329.27%。自 2008 年 4 月中期票据推出以来，2009 年中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长，其中 2009 年上半年发行规模占全年的 63.24%。

表 2 中期票据发行基本情况

项目	2009 年	2009 年上半年	2008 年
发行规模(亿元)	6997.36	4425.22	1737
发行期数(期)	176*	99	41
发行主体(家)	118	66	26

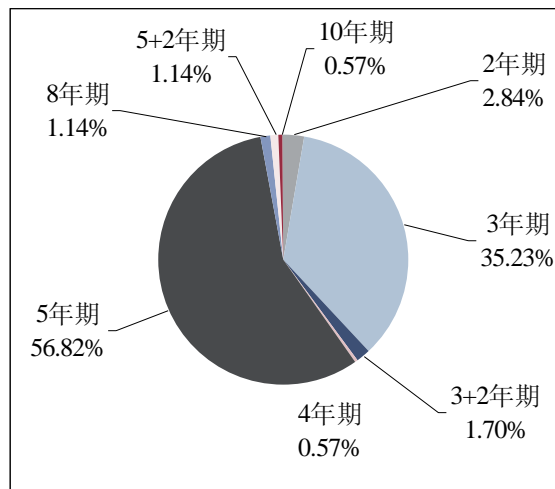
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

*：包括 2 期集合中票

发行期限以 5 年期为主，3 年期次之。

从发行期限来看，2009 年所发行的中期票据以 5 年期为主，3 年期次之，分别发行 100 期和 62 期，分别占总发行期数的 56.82% 和 35.23%；10 年期发行 1 期，为铁道部发行的 50 亿元中期票据。从发行方式来看，绝大部分中期票据采用付息式固定利率方式发行，在 2009 年总共发行的 176 期中期票据中，只有 12 期采用付息式浮动利率方式发行。

图 2 2009 年所发行中期票据期限结构



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行主体绝大部分为大型国有企业，其信用等级多元化，以 AAA 为主

2009 年发行中期票据（不含集合票据）的 116 家发行主体中，主体信用等级为 AAA 的 64 家，AA+35 家、AA15 家、AA- 1 家、接受双评级且主体信用等级不一致的企业 1 家（三一集团有限公司，级别为联合 AA-，中诚信 AA）。中期票据在经过一段时间的实践和适应后，市场开始出现

①。 2 期集合票据的发行主体计为 2 家。

AA+至 AA-级信用主体，扩大了中期票据的发行主体范围，与 2008 年相比，2009 年中期票据仍以信用等级为 AAA 的发行主体为主，其发行规模占总发行规模的 84.78%，为 5932.36 亿元；发行主体性质方面，2009 年发行中期票据（不含集合票据）的 116 家发行主体中，除铁道部外，只有 1 家民营企业（三一集团有限公司），其它为国务院国资委直接管理的中央企业及下属控股企业或地方国有企业。发行主体仍主要集中于电力、石化、煤炭、钢铁、交通运输等国民经济基础行业中的优质大型、特大型企业。

表 3 2009 年发行中期票据总额超过（含）100 亿元的企业

企业	发行总额（亿元）
国家电网公司	900
中国石油天然气集团公司	468.22
中国石油天然气股份有限公司	450
中华人民共和国铁道部	400
中国电信股份有限公司	300
中国石油化工股份有限公司	300
北京国有资本经营管理中心	200
神华集团有限责任公司	200
大秦铁路股份有限公司	135
宝山钢铁股份有限公司	100
甘肃省国有资产投资集团有限公司	100
广东恒健投资控股有限公司	100
中国第一汽车集团公司	100
中国海洋石油总公司	100
中国航空工业集团公司	100
中国南方电网有限责任公司	100
中国铁建股份有限公司	100
中国远洋控股股份有限公司	100
中粮集团有限公司	100
合计	4353.22

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

出现境内美元中期票据、集合中期票据新品种和担保增信的方式

2009 年 5 月中国石油天然气集团公司发行了 10 亿美元境内美元中期票据，开创了国内非金融企业发行境内美元信用债的先河，12 月中国中化集团发行了第二单境内美元中期票据。上述两期美元中期票据均为附息式浮动利率债券，每年付息两次，均以伦敦同业拆借市场的 6 个月美元拆放利率（6 个月美元 LIBOR）作为参考的基准利率，“09 中石油 USD1 “的利差为 62 个 BP，“09 中化 USD1 “的利差为 100 个 BP，其中“09 中化 USD1 “为 5 年期，并在第三年末设置了发行人上调利率选择权和投资人回售选择权。境内美元中期票据的出现，丰富了中期票据市场的融资币种，为国内企业开拓了新的外汇融资渠道，有利于国内债券市场的发展和外汇储备的运用。

“09 昊华”和“09 长航”则采用外部担保方式发行中期票据，担保方式首次在中期票据品种中出现，上述中期票据的担保方均为发行主体的母公司。有担保中期票据的出现有利于降低较低

信用等级主体的发行成本，同时也助于推动中票市场的进一步扩容。

表 4 美元中期票据和采用外部担保方式发行中期票据的情况

发行人	担保方	主体信用等级	债项信用等级	发行额度	发行时间	期限	发行利率
中国石油天然气集团公司	--	AAA	AAA	10 亿美元	2009.5.11	3 年	6 个月美元 LIBOR+0.62%
中国中化集团公司	--	AAA	AAA	5 亿美元	2009.12.24	3+2 年	6 个月美元 LIBOR+1.00%
中国昊华化工（集团） 总公司	中国化工集团公司	AA-	AAA	15 亿	2009.4.27	5 年	4.99%
中国昊华化工（集团） 总公司	中国化工集团公司	AA-	AAA	5 亿	2009.5.6	5 年	4.95%
中国长江航运（集团） 总公司	中国外运长航集团 有限公司	AA	AAA	20 亿	2009.6.16	5 年	4.40%
中国长江航运（集团） 总公司	中国外运长航集团 有限公司	AA	AAA	6 亿	2009.6.29	5 年	4.39%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2009 年 11 月，在国家倡导着力解决中小企业融资难题的大背景下，中期票据市场出现了以中小企业为发行主体的集合票据新品种，包括山东寿光三农集合票据和山东诸城 09 集合票据（“09 寿光 SMECN1”），两只集合票据各包括了 8 家发行主体，均有外部增信措施，采用“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的原则。其中山东寿光三农集合票据 8 家发行主体的信用等级均在 BBB~A 之间，债券的增信措施为单一第三方担保，由寿光市金财公有资产经营有限公司提供担保，担保方的主体级别和债项级别均为 AA-。山东诸城 09 集合票据增信 8 家发行主体的信用等级间与 BBB~A 之间，主体信用状况略好于“09 寿光 SMECN1”，并采用了更丰富信用增级措施。山东诸城 09 集合票据总发行额度为 5 亿元，由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供 3 亿元非足额的连带责任保证担保，并设立了偿债基金，同时通过内部分层将债券划分为优先级（3 亿元）和高收益级（2 亿元）两部分，优先级相比于高收益级具有优先受偿权，优先级和高收益级的债项信用分别为 AAA 和 AA-，二者的发行利差相差 155 个 BP（见表 5）。山东诸城 09 集合票据为 3 年期，附息浮动利率，以一年定期存款利率作为基准利率，其优先级第一年票面利率为 4.45%，略高于同期发行的同期限部分 AAA 级纯信用中期票据（09 中核建 MTN1 4.20%，09 中海发 MTN2，4.18%）。

中小企业集合票据的成功发行，丰富了银行间债券市场的发行主体和产品结构，增加了债务融资工具的信用层次、开拓了新的发行方式，对有效发挥市场资源配置功能，支持企业融资，促进国内债券市场的发展具有重要意义。

表 5 采用外部担保方式发行中期票据的情况

债券名称	增信方式	担保方信用等级	债项信用等级	发行额度	发行时间	期限	发行利率
09 诸城 SMECN1 (优先级)	偿债基金/第三方担保 (非全额担保)	AAA	AAA	3 亿元	2009.11.23	3 年	1 年定存利率 +2.20%
09 诸城 SMECN2 (高收益级)		AAA	AA-	2 亿元	2009.11.23	3 年	1 年定存利率 +3.75%
09 寿光 SMECN1	第三方担保	AA-	AA-	5 亿元	2009.11.23	2 年	5.10%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

联合资信在评级机构中，市场占有率领先

从评级机构市场占有率方面看，2009 年联合资信和中诚信两家评级机构在发行期数和发行主体数量的评级市场占有率较高，总共约占 80% 的市场份额，其中联合资信在发行期数和发行主体数量的评级市场占有率分别为 37.78% 和 32.20%。

表 6 评级机构市场情况

评级机构	发行期数 (期)	市场占有率 (%)	发行主体 (家)	市场占有率 (%)
联合	66.5*	37.78%	38*	32.20%
中诚信	74*	42.05%	55.5*	47.03%
大公	20.5*	11.65%	13.5*	11.44%
新世纪	15	8.52%	11	9.32%
合计	176	100.00%	118	100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

*：三一集团有限公司发行 2 期中期票据接受联合和中诚信双评级，淮北矿业 (集团) 有限责任公司发行 1 期中期票据接受联合和大公双评级。对于参与双评级的评级机构，发行期数各算 0.5 期，发行主体各算 0.5 家。

三、 发行利率与利差分析

中期票据发行利率主要参考银行间中短期票据收益率水平确定

定价机制方面，由于中期票据推出时间较短以及期限结构相近的债券品种较少，可作为参考定价的债券收益率曲线不多，在中期票据发行初期，多以 3 年期央行票据和 5 年期国债收益率曲线作为定价主要参考依据。根据联合资信的检验结果，2008 年所发行的 3 年及 5 年期中期票据与同期央行票据及国债收益率呈现高度的正相关性，相关系数为 0.93。2009 年以来，中期票据发行利率主要以银行间中短期票据收益率曲线作为定价参考依据，全年所发行的 3 年及 5 年期中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率之间呈现高度的正相关性。在其基础上，根据企业主体信用等级、中期票据发行供应量、市场资金面情况、监管部门政策变化、以及承销商议价能力等多种因素进行调整，例如，2009 年 8 月份、11 月份和 12 月份，银行间交易商协会定价会三次上调中期票据发行利率下限；以及 2009 年 11 月 19 日，保监会通过四家保险资产管理公司有关信用风险管理能力备案申请材料，标志着这四家保险机构开始可以投资中期票据等。

表7 中期票据与同期银行间中短期票据收益率之间相关性

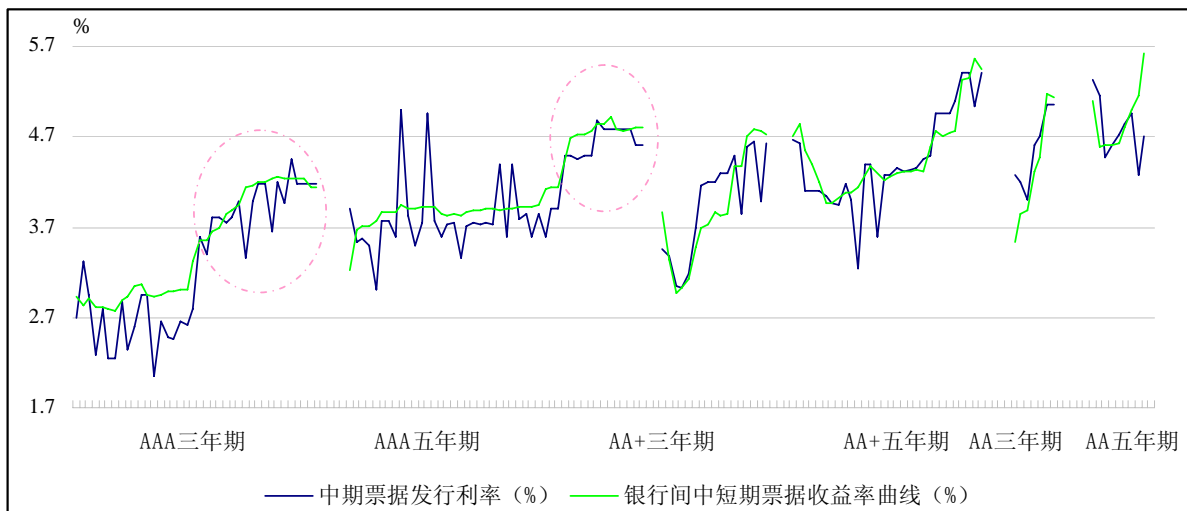
	AAA		AA+		AA	
	3年	5年	3年	5年	3年	5年
相关系数 ρ	0.9196	0.7510	0.8142	0.8528	0.9299	0.9299

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中期票据发行利率呈振荡上行趋势，高信用等级中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率出现负利差情况

2009年中期票据市场不同期限各主体级别发行利率在全年均呈振荡上行趋势，其中年初的振荡走势主要是受宏观经济复苏预期不明朗和充裕流动性的影响，从下半年开始在宏观经济复苏预期强化、股市资金分流效应和货币政策微调预期等因素作用下，中票市场发行利率进入上升通道。2009年，中票市场高信用等级主体发行利率与同期银行间中短期票据收益率曲线间出现负利差情况，在上半年AAA发行主体中显的更为突出，主要是由于经济在一季度进入低谷，二季度经济回升的迹象不是很明显，投资者偏好高等级债券，同时受宽松的货币政策影响，银行间市场对其需求很大，流动性很强；另一方面是由于上半年AAA发行主体以超大型的央企为主，市场议价能力较强。从下半年开始AAA主体所发中期票据负利差情况得以改善主要原因在于：一方面在于经济回暖趋势明显，市场中对AAA以下级别中票配置需求增大，另一方面在于银行间交易商协会在8月针对AAA级企业的中票发行利率设定了参考下限，发行利率明显提高。

图3 2009年各主体级别不同发行期限中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中期票据发行利率显著低于同期贷款基准利率，融资成本优势明显

2009年中期票据发行利率呈振荡上行趋势，尤以8月份以后上升趋势较为明显，整体发行利率显著低于同期贷款基准利率，但利差呈收窄趋势，发行中期票据融资成本优势明显。

表8 2009年不同主体级别的3年期和5年期中期票据发行利率与同期贷款基准利率比较（单位：%）

	AAA		AA+		AA		贷款基准利率	
	3年	5年	3年	5年	3年	5年	3年	5年
1月	2.70	3.64	—	4.65	—	5.32	5.40	5.76

2月	3.32	3.87	—	—	—	—	5.40	5.76
3月	2.50	3.50	3.29	4.06	—	5.15	5.40	5.76
4月	2.70	3.66	3.02	3.97	—	4.48	5.40	5.76
5月	2.55	3.84	3.18	4.28	4.28	4.67	5.40	5.76
6月	2.56	3.88	—	4.35	4.19	—	5.40	5.76
7月	2.69	3.74	3.70	4.50	4.00	4.90	5.40	5.76
8月	3.50	3.90	4.15	4.95	4.60	—	5.40	5.76
9月	3.83	4.50	4.23	5.03	4.70	4.49	5.40	5.76
10月	3.35	4.45	4.58	5.40	—	—	5.40	5.76
11月	4.05	4.67	—	5.40	—	—	5.40	5.76
12月	4.18	4.73	4.42	5.22	5.05	—	5.40	5.76

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：各月中期票据发行利率为每月所发行中期票据利率的算数平均值

期限结构和信用等级是中期票据发行利率分化的主要因素

首先，期限结构是中期票据发行利率分化的主要动因，高信用等级（AAA和AA+）中期票据3年期和5年期发行利率差别较大（50~80BP左右）；其次，高信用等级中期票据发行利率明显低于同期限低信用等级中期票据发行利率。

表9 2009年各级别不同发行期限中期票据对应的利差情况

主体级别	发行期限	利率区间（%）	平均发行利率（%）	利差	
				均值（BP）	标准差
AAA	3年	2.05~4.45	3.28	-20	0.30
	5年	2.58~4.99	3.94	-5	0.35
AA+	3年	3.02~4.65	3.95	3	0.36
	5年	3.25~5.40	4.45	-6	0.27
AA	3年	4.00~5.05	4.55	22	0.29
	5年	4.28~5.32	4.78	11	0.23

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：统计数据以3年和5年期AAA、AA+和AA信用等级中期票据作为样本

四、中票信用等级迁徙分析

信用等级整体迁徙情况

2008年，发行中票的主体26家，主体级别均为AAA，其主体级别在2009年末发生迁徙，说明2008年作为中票的首发年，发行主体的资信普遍高，并且这种高资信的主体级别稳定性好。

2009年，新增中票新增发行主体101家（不包括2期集合票据发行主体），其中25家主体级别在2008年~2009年间发生了迁徙，全部为上调，整体迁徙率为24.75%。表1是2009年新增中票发行人主体级别在2008年~2009年间迁徙情况，从表1可以看出，除AAA以为，AA-、AA和AA+三个级别均发生了调整，其中AA-的迁徙率最高，其迁徙至AA的比率为75.00%（这与样本量过少也有一定关系，整体样本量为4家），其次是AA的迁徙率，其迁徙至AA+的比率为42.86%，迁徙至AAA的比率为4.76%，AA+迁徙至AAA的比率为35.29%。考虑到中票主体级别的集中性

以及 AAA 级别的不可调整性，中票整体级别迁徙度较高，如扣除初始主体级别为 AAA 的发行主体，中票整体迁徙率为 42.37%。

表 10 2009 年新增中票发行人主体级别在 2008 年~2009 年间迁徙情况

级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	4	25.00%	75.00%		
AA	21		52.38%	42.86%	4.76%
AA+	34			64.71%	35.29%
AAA	42				100%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：1.列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别；

2.考虑到 2008 年中票发行人级别均为 AAA，未发生迁徙，样本选取为 2009 年新增中票发行人。

不同评级机构信用等级迁徙情况

联合：2009 年联合新增中票发行主体 33 家，其中 9 家发生迁徙，整体迁徙率为 27.27%。表 2 为迁徙情况，其中 AA-迁徙率最高，其迁徙至 AA 的比率为 66.67%，低于整体 75%的水平；AA+迁徙率其次，其迁徙至 AAA 的比率为 40%，高于整体 35.29%的水平，AA 的整体迁徙率为 37.50%，低于整体 47.62%的水平。

表 11 2009 年联合新增中票发行人主体级别在 2008 年~2009 年间迁徙情况

级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	3	33.33%	66.67%		
AA	8		62.50%	25.00%	12.50%
AA+	10			60.00%	40.00%
AAA	12				100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：1.列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别；

2.考虑到 2008 年中票发行人级别均为 AAA，未发生迁徙，样本选取为 2009 年新增中票发行人。

中诚信：2009 年中诚信新增中票发行主体 49 家，其中 10 家发生迁徙，整体迁徙率为 20.41%。表 3 为迁徙情况，其中 AA-迁徙率最高，其迁徙至 AA 的比率为 100%（样本数为 1 家），；AA+迁徙率其次，其迁徙至 AAA 的比率为 35.29%，与整体水平一致，AA 的整体迁徙率为 33.33%，低于整体 47.62%的水平。

表 12 2009 年中诚信新增中票发行人主体级别在 2008 年~2009 年间迁徙情况

级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	1		100%		
AA	9		66.67%	33.33%	
AA+	17			64.71%	35.29%
AAA	22				100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：1.列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别；

2.考虑到 2008 年中票发行人级别均为 AAA，未发生迁徙，样本选取为 2009 年新增中票发行人。

大公：2009 年大公新增中票发行主体 13 家，其中 4 家发生迁徙，整体迁徙率为 30.77%，高于整体 24.75% 的水平。表 4 为迁徙情况，其中 AA 迁徙率最高，其迁徙至 AA+ 的比率为 75%；AA+ 迁徙率其次，其迁徙至 AAA 的比率为 33.33%，略低于整体 35.29% 的水平。

表 13 2009 年大公新增中票发行人主体级别在 2008 年~2009 年间迁徙情况

级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	3				
AA	6		25.00%	75.00%	
AA+	4			66.67%	33.33%
AAA	3				100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：1. 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别；

2. 考虑到 2008 年中票发行人级别均为 AAA，未发生迁徙，样本选取为 2009 年新增中票发行人。

新世纪：2009 年新世纪新增中票发行主体 8 家，其中 2 家发生迁徙，整体迁徙率为 25.00%，略高于整体 24.75% 的水平。表 5 为迁徙情况，其中 AA 迁徙率最高，其迁徙至 AA+ 的比率为 100%（样本数为 1 家），AA+ 迁徙率其次，其迁徙至 AAA 的比率为 20.00%，低于整体 35.29% 的水平。

表 14 2009 年新世纪新增中票发行人主体级别在 2008 年~2009 年间迁徙情况

级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-					
AA	1			100.00%	
AA+	5			80.00%	20.00%
AAA	2				100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：1. 列标题为初始级别，行标题为迁徙后级别；

2. 考虑到 2008 年中票发行人级别均为 AAA，未发生迁徙，样本选取为 2009 年新增中票发行人。

从整体迁徙率看，如扣除初始主体级别为 AAA 的发行主体，中票整体迁徙率为 42.37%。从发生迁徙的行业看，主要集中于煤炭、电力、交通等行业的大型国有企业，反映评级机构在整体宏观经济不景气的 2008 年和 2009 年，看好关系国计民生的基础性行业内龙头企业的稳定增长，对中国整体经济未来发展潜力充满信心。级别迁徙率较高的原因比较复杂，与竞争压力、市场监管以及投资者偏好有关，在现阶段应更多地依托监管机构对评级行业的政策支持、外部监管及引导，从而使评级机构的地位得以明确，评级机构的话语权得以提高，进而促进评级行业的健康发展。

五、 市场展望

2009 年，在参与各方的共同努力下，中期票据市场得以快速发展。展望 2010 年，由于中期票据发行主体基本为国有大型优质企业，于 2009 年已集中大批量发行，且新增高信用等级发行主体

数量有限，在高等级发行主体仍占据主导地位的中期票据市场，2010 年的总体发行规模可能会存在一定程度的缩减。

联合资信也注意到，中央经济工作会议特别提出 2010 年要从资金方面加大对中小企业的支持力度。各金融机构不断创新体制机制、优化资源，开发和丰富适合中小企业融资特点的金融产品。随着中债信用增进投资股份有限公司业务的进一步展开，在 2009 年四季度推出的针对中小企业的集合票据产品可望在 2010 年迎来更大的发展。而政策放宽部分保险机构可以投资中期票据，有助于保险机构增加符合要求的中期票据配置，加快市场参与各方对于产品的开拓和创新将有助于中期票据市场在探索中逐步完善与发展。

2010 年中央经济工作会议明确提出要保持政策的稳定性和连续性，继续执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，政策面为信用债提供了较好的利率环境。但鉴于通胀预期的逐步升温，发行人倾向于尽早发行以节约成本，因此发行量将向 2010 年上半年倾斜，使得前两个季度供给压力加大。而在 2010 年年初，贷款余额有望保持高速增长，而短券及中票市场资金面相对紧张，进而导致出现一定程度的供需不平衡的状况。在进入 2010 年的下半年后，由于贷款增速出现趋势性的增速回落，市场资金面也将逐渐放松。但随通胀预期对债券市场的冲击的逐步显现，中期票据发行利率可能会延续 2009 年“前低后高”的走势。