

联合研究报告

2013.03.29

2012 年度中期票据市场分析报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2012 年度中期票据市场分析报告

报告编号：20130329

时间：2013 年 3 月 29 日

分析师：

肖 雪
钟 睿
姚德平

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

概要

2012 年以来，各地区各部门按照中央提出的稳中求进的工作总基调，着力稳增长、调结构、促转型，经济运行整体上由缓中趋稳向企稳回升方向发展，产业结构调整稳步推进。央行综合应用多种货币政策工具加强预调微调，营造了相对宽松的货币环境。银行间市场资金面呈现整体宽松的态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈先抑后扬走势。

2012 年中期票据发行期数、发行主体数量和发行总规模均有所增长，发行主体绝大部分为大型国有企业，AAA 级企业的发行规模占比大，但单笔发行规模较上年有所下降。发行主体信用等级继续呈现多元化，AA⁻~AA 级企业占比提高，首现 AA⁻ 以下企业发行中票。固定利率品种仍是中期票据的主要发行方式，发行利率整体呈现先抑后扬趋势，总体低于同期贷款基准利率，融资成本优势明显。集合中期票据发行增幅较大，采用外部担保增信发行的票据期数快速增长，但发行利差普遍偏大，外部担保增信作用整体偏弱。2012 年中期票据发行主体信用等级迁徙以 AA⁻ 至 AA 为主，全年中期票据发行主体整体的信用等级迁徙率较 2011 年有所下降。

2013 年宏观经济政策调控空间加大，调控手段将更为灵活，在积极财政和稳健货币的政策组合下，资本市场流动性有望保持稳定。中期票据市场存量及发行增量将保持增长，发行主体更加多元化，但大型国有企业仍是发行市场的中坚力量。预计 2013 年 CPI 整体水平可控，可能出现前低后高走势；在资金面和通胀因素共同作用下，中期票据发行利率总体有望保持稳定，季节性因素将成为中期票据发行利率波动的主要诱因。

2013 年政府融资平台相关企业对中期票据的融资需求将持续上升，政策变动是市场风险偏好及系统性风险的主要触发因素，但短期系统风险仍可控；省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路和水利建设类融资平台面临相对宽松的融资环境；县区级平台融资在银行间市场再融资压力有所加大，县区级平台与高行政级别平台间信用利差将相应扩大。

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：2012 年 1 月 1 日~2012 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、宏观环境

2012年，中国宏观经济整体稳中有进，经济增速于四季度温和回升，全年物价水平维持低位，央行综合应用多种货币政策工具加强预调微调，为“稳增长”目标营造宽松的货币环境。银行间市场资金面呈现整体宽松态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈先抑后扬走势。

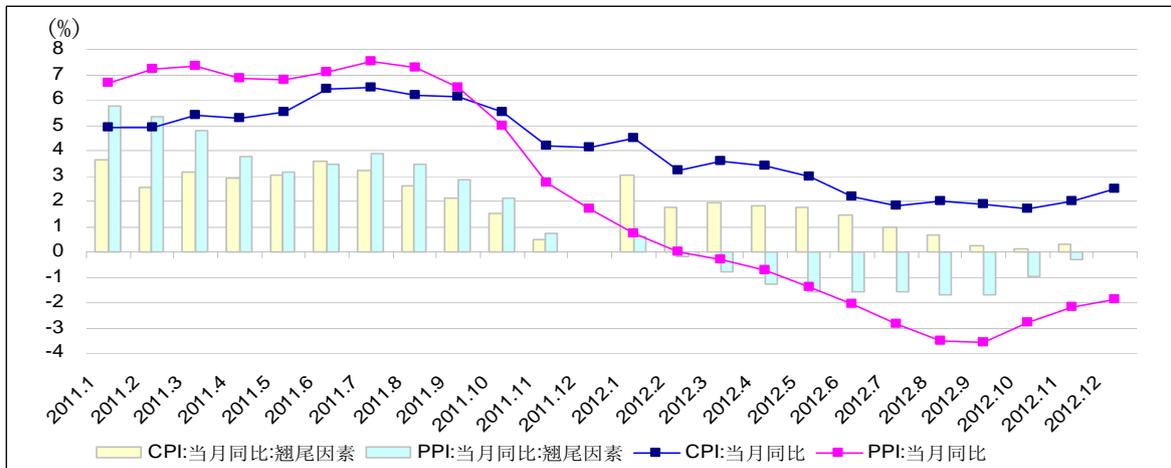
基本面——宏观经济整体运行稳中有进，经济增长于四季度温和回升，物价水平维持低位

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012年前三季度，中国实现国内生产总值353480.0亿元，同比增长7.7%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.8%，三季度增长7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年1~12月，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，其中12月单月同比增速达10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为0.3、0.4、0.5和0.4个百分点。2012年1~11月规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入823325亿元，同比增长10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为0.1、0.5个百分点。规模以上工业企业实现利润46625亿元，同比增长3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为1.3、2.3和2.5个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年1~12月，社会消费品零售总额为20334亿元，同比增长15.2%，同比增速小幅回落2.9个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年1~11月，固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易

顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

图 1 CPI、PPI 及翘尾因素同比增速变化情况



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理。

2012 年 CPI 整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点 -3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达 -1.9%。

政策面——继续执行积极的财政政策和稳健的货币政策，保障“稳增长”目标实现

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年 1~11 月全国教育支出 16394 亿元，同比增长 32.9%；医疗卫生支出 6027 亿元，同比增长 19.7%；社会保障和就业支出 11089 亿元，同比增长 15.7%；住房保障支出 3688 亿元，同比增长 16.8%。2012 年 1~11 月，全国财政累计收入为 108903 万亿元，累计支出为 104896 亿元，分别同比增长 11.9%和 17.9%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试

点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，我国将对进出口关税进行部分调整，我国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 11 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年 12 月 26 日，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

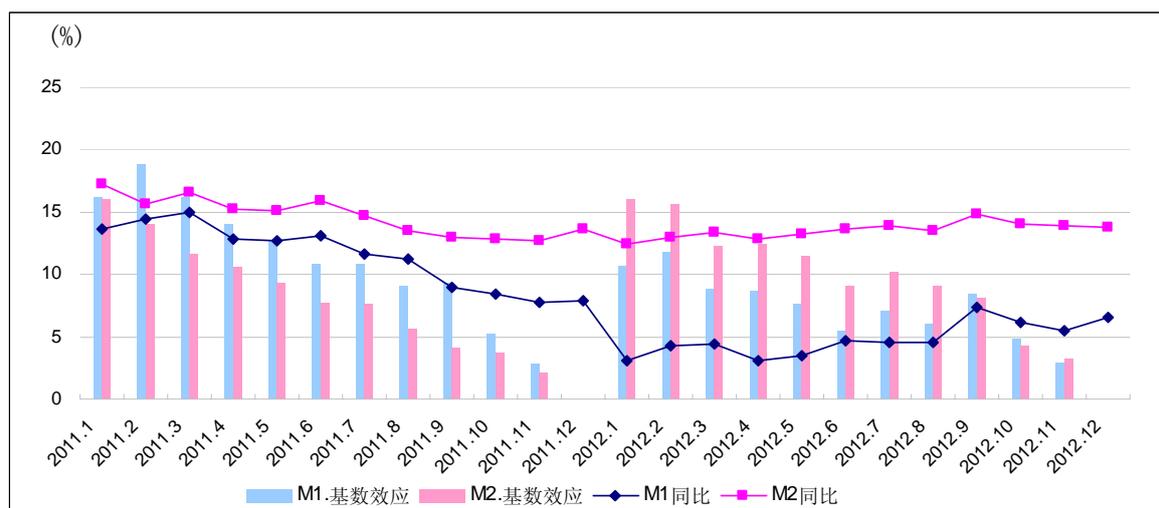
总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开

支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

资金面——货币供应量增速保持平稳，社会融资规模增幅较大，资金面整体宽松

截至 2012 年末，广义货币供应量（M2）97.42 万亿元，同比增长 13.8%，较上年同期增加 0.2 个百分点，增速整体平稳；狭义货币供应量（M1）30.87 万亿元，同比增长 6.5%，虽较上年同期低 1.3 个百分点，但较上月提高 1.00 个百分点，且环比增长 3.98%，呈持续扩张态势，反映经济温和回升进一步确立。从社会融资规模看，2012 年全年社会融资规模为 15.76 万亿元，比上年多 2.93 万亿元，增幅较大。从结构上看，全年人民币贷款占同期社会融资规模的 52.1%，同比低 6.1 个百分点；外币贷款占比 5.8%，同比高 1.3 个百分点；信托贷款占比 8.2%，同比高 6.6 个百分点；企业债券占比 14.3%，同比高 3.7 个百分点。信托贷款和债券融资是全年社会融资规模增量的主要贡献方式。

图 2 2011 年~2012 年 M1、M2 同比增速变动情况

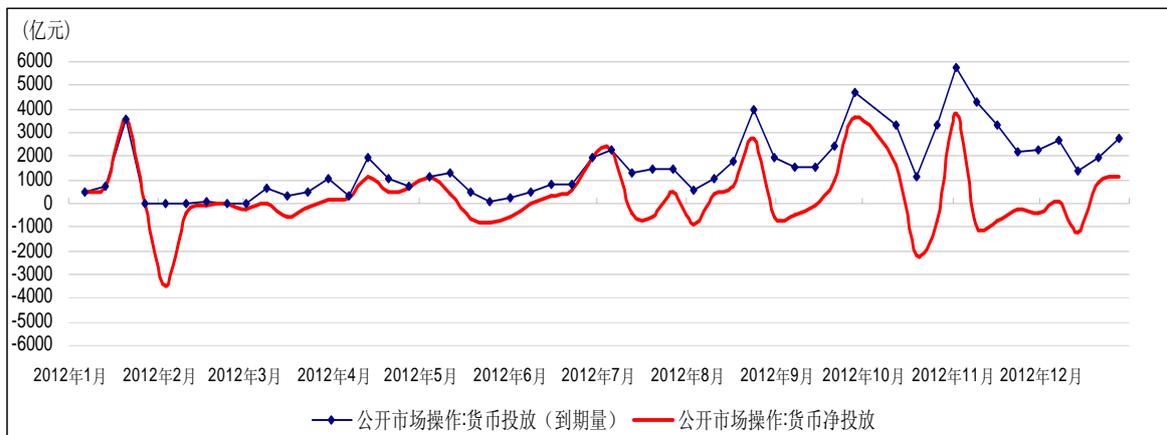


资料来源：Wind 资讯、联合资信整理。

从银行间市场资金面来看，在经过年初季节性资金紧绷以及上半年持续的货币政策放松之后，尽管外汇占款增长未现大幅反弹，但在央行以净投放为主的频繁公开市

场操作下，全年资金面呈适度宽松状态，资金成本整体维持在较低水平。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，2012 年年初，因受春节前资金备付压力、财政存款上缴、中小金融机构补缴存款准备金以及外汇占款减少等多重因素影响，资金面较为紧张，2012 年 2 月 17 日 R007 一度升至 5.49%，为缓解资金压力，央行于 2 月末下调存款准备金 0.25 个百分点，流动性趋于宽松，R007 持续回落。进入二季度由于宏观经济持续放缓态势未改，为释放宽松信号，央行于 5 月再次下调存款准备金 0.5 个百分点，同时央行公开市场操作仍以逆回购为主，维持市场资金净投放，以平抑突发性资金面紧张情况，维持较低的资金成本，R007 于 5 月 31 日一度降至 2.160% 的全年最低值。下半年开始央行谨慎使用降息和降准等的调控工具，并继续停发央票，仅通过频繁大量实施逆回购的公开市场操作平抑阶段性资金紧张局面，R007 基本在 3%~4% 之间波动，进入年末受年末考核、财政上缴存款、两节临近等季节因素影响，市场的资金面趋于紧张，R007 翘尾回升，于 12 月 31 日达 4.80%。

图 3 2012 年公开市场到期量与央行货币净投放情况



资料来源: Wind 资讯、联合资信整理。

图4 2012年1~12月银行间同业拆借加权利率（7天）波动情况



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理。

债券市场——利率产品与信用产品发行规模增减差异显著，债券市场收益率曲线呈先抑后扬走势

2012年债券市场主要债券品种发行规模合计76168.29亿元，与上年基本持平，但信用产品与利率产品发行规模增减异常显著。利率产品中地方政府债券规模增长较快，但由于央行票据停发，国债规模略有减少，整体发行规模大幅下降；信用产品受政策鼓励，发行规模快速增长，超短券、企业债和公司债尤为显著。

利率产品：2012年在“稳增长”政策下，中央投资逐步回升，全年国债发行规模为16062.26亿元，同比下降3.3%，降幅较上年收窄。同时地方政府基础投资加大，地方政府债增长较快，较上年大幅增长25%。此外，由于2012年以来外汇占款持续减少，加之实体经济走弱，使得主要用于对冲外汇占款的央票工具基本不具备发行条件，全年央票维持停发状态。

信用产品：2012年在“稳增长”的政策下，央行通过不断释放流动性，维持较低的资金成本，受此影响中、短期融资利率不断走低，成本优势明显，此外为优化社会融资结构，扩大直接融资规模、提高直接融资占比，管理层出台鼓励政策，并加快审批速度，全年短期融资券（含超短期融资券）和中票发行规模分别为14742.47亿元和8423.30亿元，同比分别增长45.88%和15.87%，均呈增长态势。其中短期融资券增长幅度较大主要是超短期融资券发行规模激增所致，全年超短期融资券发行规模达5822.00亿元，较2011年增长178.56%。企业债和公司债方面，发行规模更是呈井喷态势，分别达6474.31亿元和2599.43亿元，涨幅均超过100%，分别增长160.49%和101.32%。

在创新品种方面，中小企业私募债的试点办法于2012年5月份正式公布，上海

深圳证券交易所 6 月起正式接受私募债的备案。这种面对非上市中小企业，不设财务指标限制，不强制要求信用评级的新型融资方式，成为解决中小企业融资难问题的又一创新途径。截至 2012 年 10 月底，中小企业私募债已经完成发放总额 57.73 亿元。

表 1 本年度主要债券产品发行情况

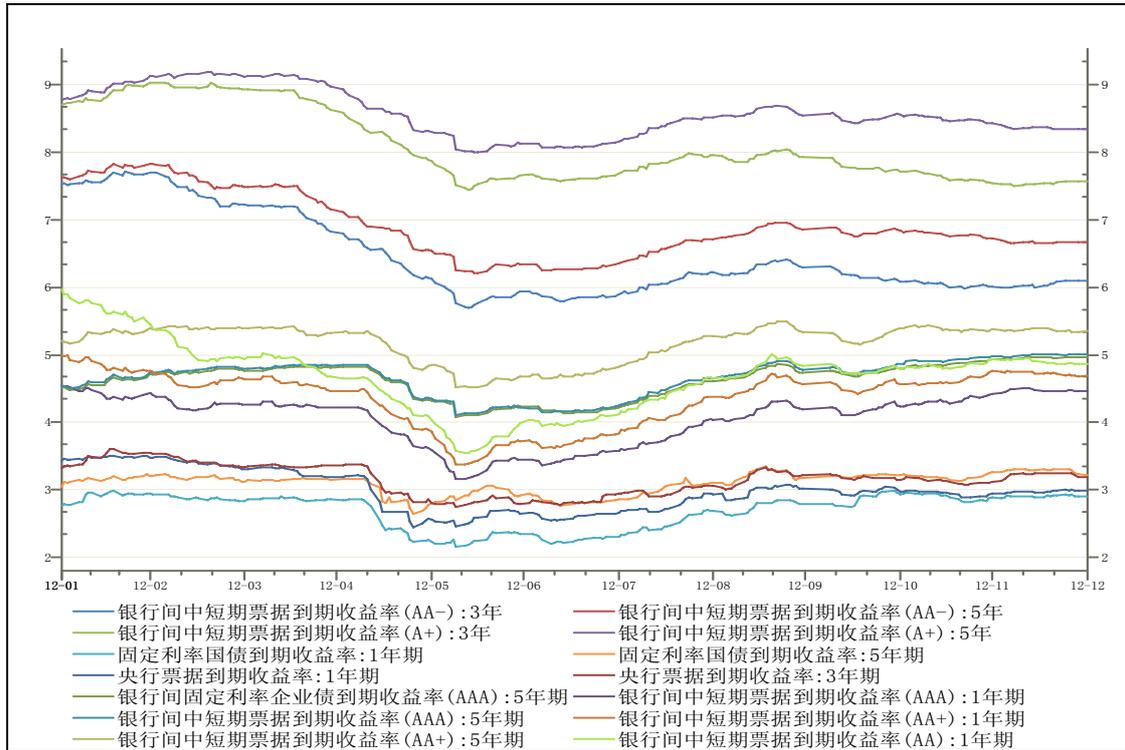
债券品种	2011 年		2012 年		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
政府债:	15997.91	20.98	16062.26	21.09	0.40
国债	13997.91	18.36	13562.26	17.81	-3.11
地方政府债	2000.00	2.62	2500.00	3.28	25.00
央行票据	14140.00	18.54	0.00	0.00	-100.00
金融债(含中央汇金债)	23501.20	30.82	26132.10	34.31	11.19
政府支持债券	1000.00	1.31	1500.00	1.97	50.00
非金融企业债务融资工具	21617.52	28.35	32473.93	42.63	50.22
超短期融资券	2090.00	2.74	5822.00	7.64	178.56
短期融资券	8015.60	10.51	8920.47	11.71	11.29
中期票据	7269.70	9.53	8423.30	11.06	15.87
企业债	2485.48	3.26	6474.31	8.50	160.49
公司债	1291.20	1.69	2599.43	3.41	101.32
可转债	413.20	0.54	163.55	0.21	-60.42
集合票据	52.34	0.07	70.87	0.09	35.40
外国债券	0.00	0.00	0.00	0.00	--
合计	76256.63	100.00	76168.29	100.00	-0.12

资料来源：中国债券信息网（其中公司债、超短券和可转债为 Wind 数据），联合资信整理。

注：各债券品种统计起始日以发行日作为统计口径，与第二部分及以后按照起息日计算的中票发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，2012 年债券市场收益率整体呈先抑后扬走势。其中，利率产品及高信用产品受资金面影响较大，伴随上半年持续宽松的资金面，收益率走势平坦下行，下半年资金面虽较上年略紧，但整体仍维持宽松局面，收益率抬升有限。中、低信用等级产品方面，中长端品种受基本面影响较大，上半年因国内外宏观经济增长普遍放缓，央行连续两次降息，引导利率下行，加之管理层放宽发债条件、资金面持续改善等因素影响，中、低信用等级产品收益率呈持续走低态势。三季度，宏观经济放缓态势未有实质性变化，市场避险情绪增加，加之中长端品种发行规模大幅增长，带动收益率曲线上行，进入四季度宏观经济呈温和回升态势，收益率曲线趋于平坦。

图表 5 2012 年关键期限债券到期收益率整体变化情况



资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网。

二、中期票据发行市场情况

中期票据发行期数、家数和发行总规模均有所增长，发行规模分布较为分散，单笔发行规模较上年有所下降。

从发行规模上看，2012 年共有 486 家¹发行主体累计发行中期票据 606 期，其中 449 家单一企业发行中票 565 期，37 家中小企业发行主体发行集合票据 41 期，合计发行规模达到 8547.45 亿元，与 2011 年全年相比，发行主体家数和发行期数分别增长 45.07%和 40.93%，发行总规模较上年增长 16.36%，但单笔发行规模有所下降，较 2011 年下降 17.45%。

表 2 中期票据发行基本情况

项目	2012 年	2011 年	增长率 (%)
发行规模 (亿元)	8547.45	7345.93	16.36
发行期数 (期)	606*	430*	40.93
发行主体 (家)	486	335	45.07
单笔发行规模 (亿元)	14.10	17.08	17.45

资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理。

*: 2012 年含 41 期集合票据, 2011 年含 22 期集合票据。

1、41 期集合票据的发行主体计为 37 家, 常州市 2012 年度第 1-2 期中小企业集合计为 1 家, 山东省潍坊市 2012 年度第 1-4 期中小企业集合计为 1 家。

从中期票据发行规模分布情况看，与 2011 年 20 亿元~50 亿元发行规模占比最大的情况不同，2012 年发行规模分布更为分散，5 亿元~10 亿元、10 亿元~20 亿元、20 亿元~50 亿元的发行规模分别占总发行规模的 16.94%、21.77%和 23.93%。50 亿元~100 亿元之间发行规模合计 1010.00 亿元，占 11.82%，较上年的 21.47%有所下降。同时，发行规模在 100 亿元以上的占比显著提升，由去年的 4.76%上升至 15.21%，主要系中国石油天然气集团公司新发行 4 期 200 亿元中票所致；发行主体有 3 家，分别为中华人民共和国铁道部、中国石油天然气集团公司和国家电网公司，发行规模合计 1300 亿元。

表 3 2012 年中期票据发行规模分布情况

发行规模范围	总期数	占比 (%)	总发行规模 (亿元)	占比 (%)	单笔发行规模
发行规模≤5 亿元	240	39.60	884.05	10.34	3.68
5 亿元<发行规模≤10 亿元	176	29.04	1448.00	16.94	8.23
10 亿元<发行规模≤20 亿元	112	18.48	1860.4	21.77	16.61
20 亿元<发行规模≤50 亿元	59	9.74	2045.00	23.93	34.66
50 亿元<发行规模≤100 亿元	12	1.98	1010.00	11.82	84.17
发行规模>100 亿元	7	1.16	1300.00	15.21	185.71
合 计	606	100.00	8547.45	100.00	14.10

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

2012 年中期票据的单比发行规模较 2011 年有所下降，主要是受小额中期票据发行期数大幅增长影响。2012 年，发行规模≤5 亿元的小额中期票据合计发行 240 期，是上年的 2.26 倍；发行规模在 5 亿元到 10 亿元之间的中期票据合计 176 期，是上年的 1.23 倍；两者合计发行规模占 2012 年总发行规模的 27.28%，高于 2011 年的 22.09%。

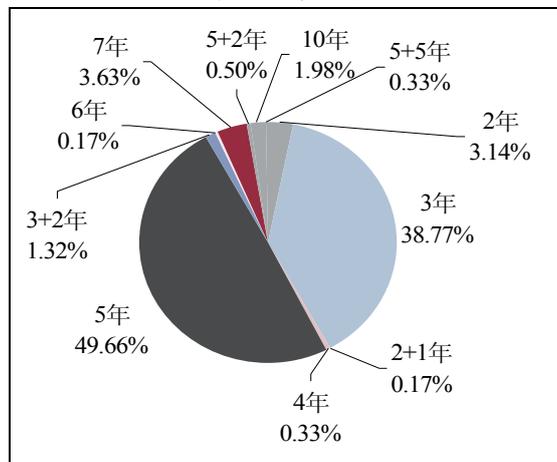
发行期限以 5 年期为主，3 年期次之。

从发行期限来看，2012 年所发行的中期票据以 5 年期为主，3 年期次之，分别发行 301 期和 235 期，分别占总发行期数的 49.26%和 38.46%；本年度包含投资人回售选择权（或发行人赎回选择权）的中期票据发行数量略有减少，共 14 期，占发行总期数的 2.29%，其中 2+1 年的 1 期，3+2 年的 8 期，5+2 年的 3 期，5+5 年的 2 期；2012 年出现 12 期 10 年期中期票据和 2 期 5+5 年中期票据，较 2011 年数量大幅增长。

从发行方式来看，多数中期票据采用固定利率方式发行，在 2012 年总共发行的 606 期中期票据中，有 580 期采用固定利率方式发行，占 95.71%，较上年的 88.60%显著上升；有 26 期采用浮动利率（含 14 期累进利率）方式发行，占 4.29%，较 2011

年显著下降。

图 6 2012 年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，AAA 企业的发行规模占比大；发行主体信用等级继续呈现多元化，AA~AA-企业占比提高，首现 AA-以下企业发行中票。

2012 年发行中期票据（不含中小企业集合票据）的 449 家发行主体中，主体信用等级为 AAA 的 87 家，占 19.38%；AA+的 129 家，占 28.73%；AA 的 175 家²，占 39.98%；AA-的 54 家，占 12.03%，较上年的 4.79%大幅上升。此外，2012 年还出现了 3 家主体信用等级为 A+的企业及 1 家主体信用等级为 A 的企业，通过采取不同的增信方式成功发行中期票据。

从不同级别的发行规模看，AAA 的发行 4766.80 亿元，占 56.39%，较去年的 63.23%有所下降，但仍占据绝对主导地位；AA+发行 1868.60 亿元，占 22.10%；AA 发行 1520.00 亿元，占 17.98%，较去年的 12.30%有所提升；AA-发行 284.00 亿元，占 3.36%；AA-以下级别发行规模 13.90 亿元，占 0.17%。AAA 信用等级中期票据发行规模仍占据绝对主导地位，AA-信用等级的发行规模较去年有所提升。

发行主体性质方面，2012 年发行主体主要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、煤炭、石化、钢铁、交通运输等国民经济基础行业中的优质大型企业。

²四川华西集团有限公司及广西建工集团有限责任公司主体长期信用等级于 2012 年内由 AA-调至 AA，按 AA 统计。

表 4 2012 年中期票据发行主体企业性质分布情况

发行规模范围	总家数	占比 (%)	总发行规模 (亿元)	占比 (%)
中央国有企业	81	18.04	3596.00	42.54
地方国有企业	296	65.92	3835.20	45.37
集体企业	2	0.45	26.00	0.31
民营企业	40	8.91	404.70	4.79
外商独资企业	13	2.90	152.50	1.80
中外合资企业	16	3.56	138.90	1.64
其他	1	0.22	300.00	3.55
合 计	449	100.00	8453.30	100.00

资料来源：中国债券信息网，wind 资讯，联合资信整理。

注：其他项为中华人民共和国铁道部。

集合中期票据发行增幅较快，区域集优模式将进一步促进中小企业集合票据发展；外部担保的方式快速增长

2012 年中期票据市场发行了 41 期集合中期票据，合计发行规模为 94.15 亿元，其发行期数和发行规模较 2011 年分别增长 86.36%和 42.16%。

中小企业集合票据的发行，有利于丰富银行间债券市场的发行主体和产品结构，增加债务融资工具的信用层次；拓宽了中小企业融资渠道，降低了企业融资成本；同时对扩大银行间市场融资规模，繁荣银行间市场均具有重要意义。但由于中小企业个体抗风险能力相对较弱，自身信用水平较低，存在一定的违约风险。中小企业集合票据一般采用外部担保的方式实现债项的增信。2012 年下半年，区域集优模式的推进，将进一步促进中小企业集合票据市场的发展。

2012 年采用外部担保方式发行中期票据担保的有 64 期，较 2011 年增加 26 期；担保方分别为安徽省信用担保集团有限公司、北京首创投资担保有限责任公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司、广东省融资再担保有限公司、河南省中小企业担保集团股份有限公司、淮北矿业（集团）有限责任公司、冀中能源集团有限责任公司、嘉兴市文化名城投资集团有限公司、江苏省信用再担保有限公司、山东省再担保集团有限公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、上海市再担保有限公司、深圳市投资控股有限公司、深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司、四川省交通投资集团有限责任公司、苏州国发中小企业担保投资有限公司、天津海泰投资担保有限责任公司、中国长城资产管理公司、中国恒天集团有限公司、中国铝业公司、中国南山开发（集团）股份有限公司、中国投资担保有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、

中债信用增进投资股份有限公司、重庆市三峡担保集团有限公司，其中包括为 41 期中小企业集合票据提供担保。外部担保有利地推动了中小企业集合票据的发展，同时，推动了中票市场的整体扩容，预计未来外部担保方式将会继续呈现增长趋势。

在评级机构中，联合资信、中诚信市场占有率领先

从评级机构市场占有率方面看，2012 年联合资信在发行规模评级市场占有率上位居第一，占比 39.72%；在发行期数及发行主体的评级市场占有率上，中诚信最高，联合资信与大公次之，新世纪较去年有所提升。

表 5 2012 年评级机构市场情况

评级机构	发行规模	市场占有率	发行期数(期)	市场占有率(%)	发行主体(家)	市场占有率(%)
中诚信	2821.30	33.01	190	31.35	155	31.89
联合资信	3394.90	39.72	162	26.73	126	25.93
大公	1543.00	18.05	143	23.60	109	22.43
新世纪	788.25	9.22	111	18.32	96	19.75
合计	8547.45	100.00	606	100.00	486	100.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

三、发行利率与利差分析

固定利率品种是中期票据的主要发行方式。

2012 年发行中期票据合计 606 期，其中，580 期采用固定利率方式发行，26 期采用浮动利率（含 14 期累进利率）方式发行。采用固定利率发行的票据期数占总期数比例及发行额占发行总额比例分别为 95.71%和 97.74%，较 2011 年的 88.60%和 92.44%均有所上升，反映出市场对固定利率品种的一定偏好。

2012 年采用固定利率发行的 580 期中期票据中，5 年期品种合计 293 期，3 年期品种合计 232 期（含 32 期集合票据），表明上述两类品种的期限结构设置受市场认可程度较高，能够有效反应中期票据市场的基本走势，本节内容将主要针对上述两类品种进行分析。

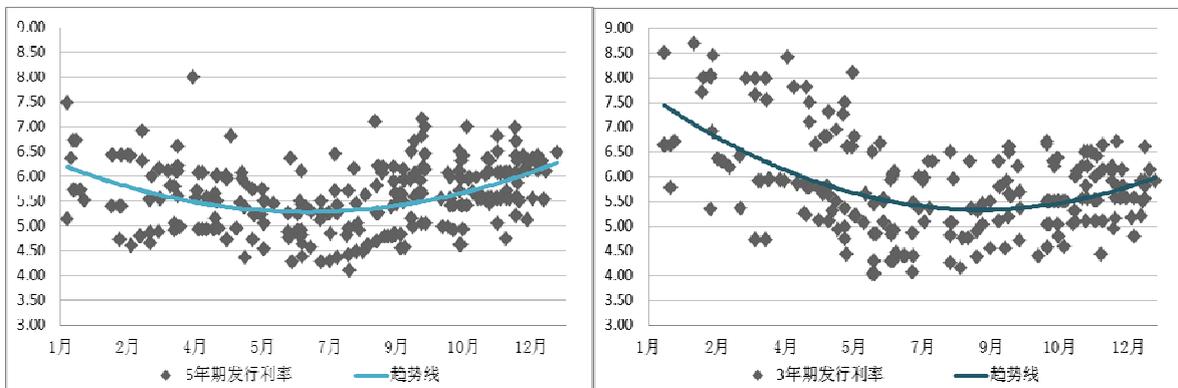
中期票据发行利率整体呈现先抑后扬趋势，3年期品种发行利率波动范围大于5年期品种。

发行利率方面，2012 年 1~6 月，央行 2 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动

性。在宏观经济增速减缓及相应政策刺激预期下，2012年1~9月实体经济流动性持续增强，5年期及3年期中期票据发行利率均呈下降趋势。进入2012年四季度，受年末季节性因素影响，国内流动性趋紧，中期票据发行利率再次进入上行通道。

2012年3年期中票和5年期中票出现一定程度的利率倒挂现象，在2012年上半年尤为突出，主要是由于3年期中票发行主体整体信用级别分布较5年期发行主体偏低。2012年下半年，3年期品种与5年期品种发行利差低于2012年上半年，反映出在经历连续的货币宽松政策后，市场降息预期明显减弱，不同期限的中期票据发行利差有所收窄。

图7 2012年分期限发行利率走势散点图



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

中期票据发行利率总体低于同期贷款基准利率，融资成本优势明显。

从融资成本来看，除部分AA-及AA品种外，2012年单一主体发行中期票据普遍低于同期银行贷款利率，显示在市场流动性宽松时期，中期票据具备融资成本优势。其中，高信用级别（AAA/AA+）发行主体的融资成本显著低于同期人民币贷款利率，中期票据是债务融资的较优选择；AA级别发行主体的融资成本略低于同期人民币贷款利率，中期票据成为银行借款的有效补充；AA-级别发行主体的融资成本围绕同期人民币贷款利率浮动，中期票据是相关主体拓宽融资渠道的重要途径。

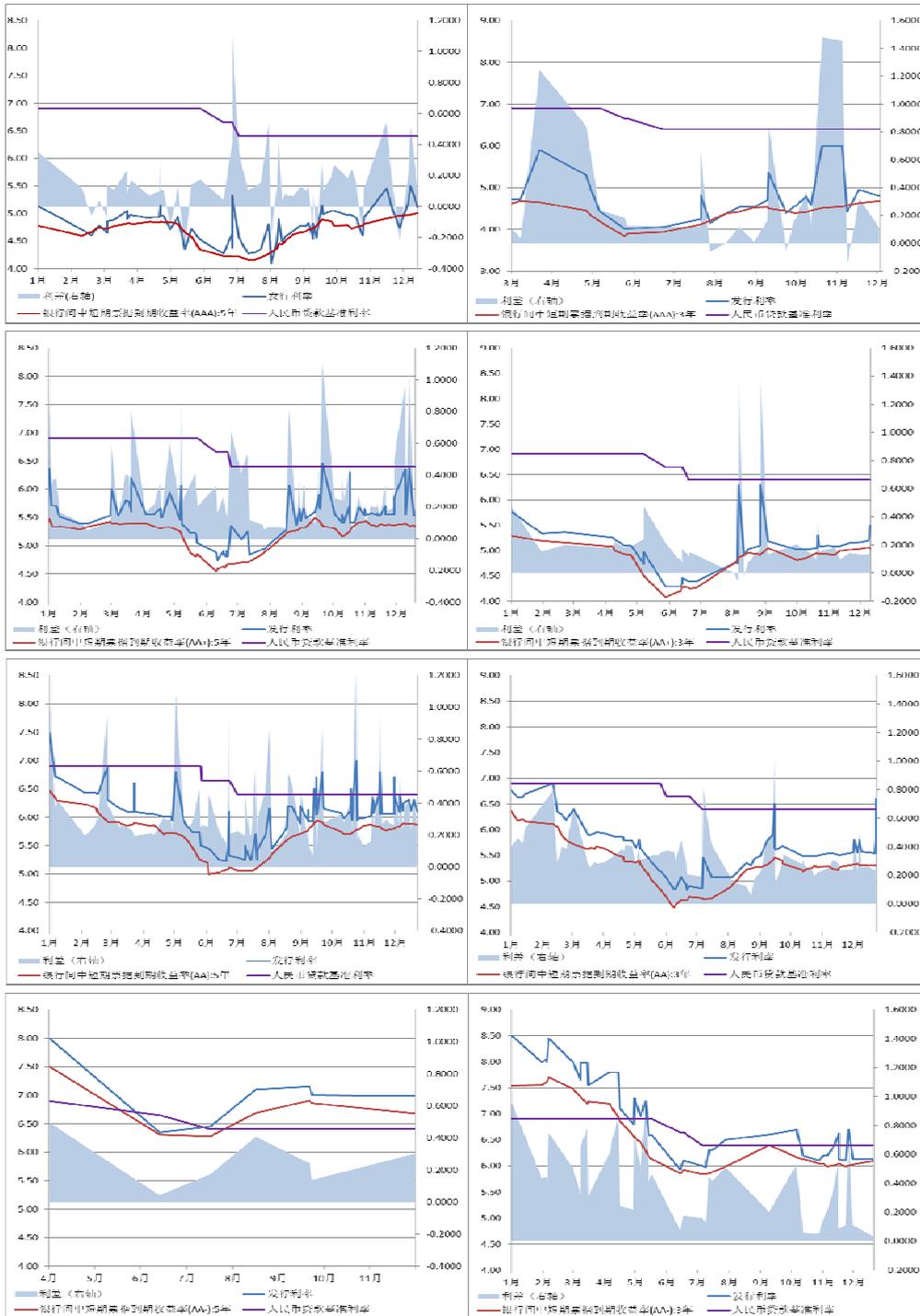
单一主体发行利差全年保持稳定，集合票据发行利差普遍偏大，外部担保增信作用整体偏弱。

利差方面，2012年，采用固定利率方式发行的中期票据票面利率整体高于基准利率³，利差总体保持稳定，利差偏离率回归趋势线全年保持在5%~7%之间，反映出中

³ 如无特别说明，本节中基准利率均指票据起息日同级别同期限银行间中短期票据到期收益率，该指标由中国债券信息网编制。

期票据相较于银行间中短期票据组合的风险溢价。

图8 2012年单一发行主体分级别分期限利率走势



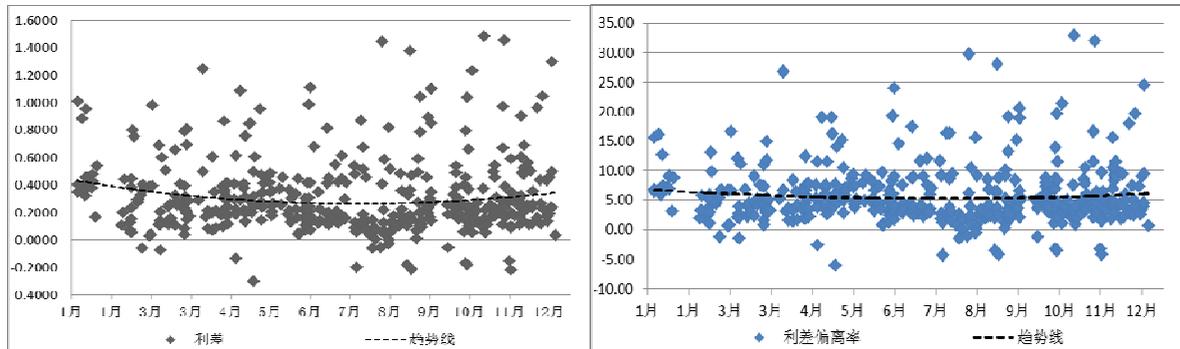
资料来源：中国人民银行、中国债券信息网，联合资信整理

注：利差 = 发行利率 - 基准利率（单位：100BP）

2012年，市场中仍然存在发行利率与基准利率呈负利差的情况，与2011年相比，债项级别集中在AAA，AA+及AA级别品种的负利差情况大幅减少。反映出发行利

率与债项级别的匹配度有所增强，信用级别对发行利率的参考作用有所上升。

图9 2012年单一发行主体发行利率利差及偏离率散点图



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

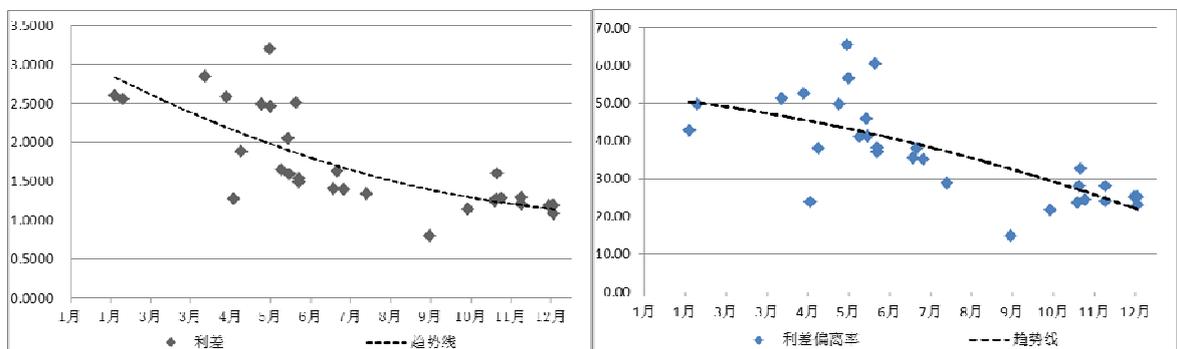
注：利差 = 发行利率 - 基准利率（单位：100BP）

利差偏离率 = 利差 / 基准利率（单位：%）

值得关注的是，2012年通过外部担保发行的单一主体中期票据合计20期，其中，通过外部担保获得信用增进的票据合计19期，该19期中票利差区间及算术平均值分别为[28, 148]BP和80BP，利差偏离率区间及算术平均值分别为[5.15, 24.71]%和14.19%。两项指标均明显高于单一发行主体票据整体水平。反映出债项外部担保的信用增进作用仍然较弱，发行主体的信用基本面仍然是判断债券风险溢价的主要标准。

集合票据方面，2012年共发行固定利率集合票据32期，全部为3年期品种，尽管各期票据均通过不同的外部担保增信获得了不低于AA的债项信用级别，但该类票据的利差及利差偏离率普遍偏高，其中，于2012年5月28日发行的“12河南SMECN1”利差达320BP，利差偏离率达65.36%。

图10 2012年集合票据发行利率利差及偏离率散点图



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：利差 = 发行利率 - 基准利率（单位：100BP）

利差偏离率 = 利差 / 基准利率（单位：%）

信用等级和期限结构是中期票据发行利率分化的主要因素。

首先，债项信用等级是中期票据发行利率分化的主要动因，不同信用等级发行利率加权均值差别较大，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。其次，同信用级别情况下，3 年期发行利率加权均值低于 5 年期发行利率加权均值。

表 6 2012 年各级别不同发行期限中期票据对应的利差情况

债项级别	发行期限 (年)	发行利率区间 (%)	发行利率加权均值 (%)	利差 (BP)	
				均值	标准差
AAA	3	4.02~6.00	4.454	34	43.4
	5	4.09~5.50	4.699	13	20.0
AA ⁺	3	4.29~6.30	5.083	23	29.2
	5	4.75~6.48	5.516	28	22.9
AA	3	4.83~6.90	5.671	35	18.0
	5	5.23~7.48	6.060	37	24.5
AA ⁻	3	5.97~8.50	6.994	38	25.5
	5	6.35~8.00	7.032	26	14.6

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理。

注：统计样本中不含集合票据。

四、信用等级整体迁徙情况

截至 2011 年底，存续期内中票发行主体共 445 家（不含私募、集合票据发行主体），其中，6 家发行人在其已发行的中票于 2012 年到期后未继续发行中票。2012 年，新增中票发行主体 250 家（不含私募、集合票据发行主体）。

表 7 中票市场发行人概况

2011 年底存续 (家)	2012 年到期未发行 (家)	2012 年新发行 (家)	2012 年底存续 (家)
445	6	250	689

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理。

2012 年内，此 445 家主体中共有 44 家的主体信用级别发生迁徙，且以上调为主。从表 8 可以看出，除 AAA 以外，A+、AA-、AA、AA+四个级别均发生了调整，其中 AA-迁徙至 AA 的比率为 30.77%，AA 迁徙至 AA+的比率为 13.22%（有一家发行人的信用级别从 AA 迁徙至 BBB+，迁徙率为 0.83%），AA+迁徙至 AAA 的比率为 11.19%。2011 年底全部存续期内中票发行主体在 2012 年的整体迁徙率（扣除 AAA 主体）为 14.92%，而 2010 年底全部存续期内中票发行主体在 2011 年的整体迁徙率（扣除 AAA

主体) 为 17.74%。

2012 年, 新增中票发行主体 250 家 (不含私募、集合票据发行主体), 其中 6 家主体级别在 2011 年度发生了迁徙, 其中 AA-迁徙至 AA 的比率为 7.84%, AA 迁徙至 AA+的比率为 1.68%(有一家发行人的信用级别从 AA 迁徙至 AA-, 迁徙率为 0.84%)。2011 年底新增中票发行主体在 2011 年的整体迁徙率 (扣除 AAA 主体) 为 2.63%。

表 8 截至 2012 年底所有存续期内中票发行人 2012 年主体信用等级迁移矩阵

2011 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁徙率矩阵								2012 年新增中票发行人主体信用等级迁徙率矩阵							
级别	主体数量	BBB+	A+	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
A								A	1	100%					
A+	1			100%				A+	3		100%				
AA-	39			69.23%	30.77%			AA-	51			92.16%	7.84%		
AA	121	0.83%			85.95%	13.22%		AA	119			0.84%	97.48%	1.68%	
AA+	134				0.75%	88.06%	11.19%	AA+	54					100%	
AA A	150						100%	AAA	22						100%

资料来源: Wind 资讯, 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

2011 年底全部存续期内中票发行主体 (扣除 AAA 主体) 的信用等级在 2011 年仍然以向上迁徙, 尤以 AA-主体为主。与 2011 年相比, 2012 年新增中票发行主体数量大幅增长, 迁徙率较上年明显下降, 年内新增中票发行主体迁徙依然是 AA-迁徙至 AA 为主。

五、市场展望

展望 2013 年, 从发行主体看, 基于较为明显的融资成本优势, 伴随权益规模的稳步增长, 高信用级别发行主体 (AAA~AA+) 仍将保持滚动发行。市场新增发行主体将以 AA 及以下为主。同时, 在国家政策的支持下, 民营企业发行中期票据的数量有望继续增加, 中票发行主体性质有望进一步多元化。中小企业集合票据、有担保的中期票据以及非公开定向票据等创新型金融产品经过 2012 年的发展完善和市场检验, 其市场认可度有所提升, 低信用等级发行主体可能逐步增加, 进而丰富中期票据市场

的产品种类。

从发行规模看，伴随发行主体权益规模增长及发行主体数量的增加，中期票据市场容量有望继续上升，中央国有企业及地方国有企业持续发行仍将是市场增量的主要来源。在相关政策支持下，中小企业集合票据发行规模有望继续扩大，但该类品种的发行总量占市场总量的比例仍将维持较低水平。鉴于 2011 年和 2012 年中期票据发行规模同比高速增长，预计 2013 年中期票据总体发行规模同比增幅将可能低于 2012 年水平。

从发行利率看，根据 2012 年 12 月“中央经济工作会议”相关精神，2013 年仍将维持积极财政和稳健货币的政策组合，资本市场流动性有望维持适度宽松水平。同时，考虑 2012 年四季度国民经济整体复苏迹象较为明显，且 CPI 已降至较为合理水平，2013 年政策调控空间将有所加大，调控手段将更为灵活，中期票据发行利率总体有望保持稳定，季节性因素将成为 2013 年中期票据发行利率波动的主要诱因。发行利差方面，考虑到实体经济的温和复苏和市场流动性水平，发行利差有望延续收窄趋势，负利差情况将有所减少。

联合资信关注到，2012 年底至今，监管机构对地方政府融资平台出台多项监管政策：2012 年 12 月，财政部联合多部委出台《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463 号），对 2012 年以来城投类企业通过信托、租赁、保险机构等表外融资行为明令禁止；2013 年 3 月，银监会内部下发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿），延续“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体监管思路，新增实施平台层级差异化管理、平台资产负债率差异化管理和隔离风险的监管政策。另一方面，根据“十八大”相关精神，城镇化是全面建设小康社会的重要载体之一，是实现经济发展方式转变和扩大内需的最大潜力，城投类企业仍将面临较好的中长期外部环境。

整体上，2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，可能促使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投类债券仍将保持较大发行规模，相关企业对中期票据的融资需求将持续上升，政策变动是市场风险偏好及系统性风险的主要触发因素，但短期系统风险仍可控；省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路和水利建设类融资平台面临相对宽松的融资环境；县区级平台在银行间市场再融资压力有所加大，县区级平台与高行政级别平台间信用利差将相应扩大。