

联合研究报告

2010. 04. 20

2010 年第一季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.

2010 年第一季度中期票据市场分析报告

报告编号: 20100420

概要

时间: 2010 年 4 月 20 日

分析师:

丁继平

010-85679696-8815

dingjp@lhratings.com

吕明远

010-85679696-8892

lvmy@lhratings.com

张 成

010-85679696-8801

zhangcheng@lhratings.com

张晓斌

010-85679696-8839

zhangxb@lhratings.com

传真: 010-85679228

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.lianheratings.com.cn

2010 年第一季度, 中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头, 从结构上看, 投资的拉动效应较 2009 年有所减弱; 出口表现较为突出, 其拉动效应较 2009 年已出现明显回升。

伴随着宏观经济的强劲复苏, 通胀压力也逐步攀升, 央行自年初以来采取了较为温和的调控措施。但由于金融机构仍保有充裕的流动性, 资金配置压力较大, 导致债券产品需求旺盛, 整体利率水平持续走低。

2010 年一季度共有 58 家发行主体累计发行中期票据 62 期, 合计发行额度 1147 亿元, 整体发行规模和单笔发行额度均有所下降, 发行主体参与数量显著增加, 仍以 AAA 和 AA+ 等高信用等级主体为主, 但 AA 发行主体占比有所增长。

本季度, 银行间市场充裕的资金供给推动了中票市场的活跃交易, 市场利率水平持续走低, 银行间市场交易商协会两次下调中期票据发行指导利率, 中期票据发行利率整体呈下行趋势。目前, 资金供求、期限结构和信用等级是影响中期票据发行利率的主要因素, 同时交易商协会规定指导利率下限对发行定价也有显著的参考作用, 在本季度宽松的资金环境下, 多数高信用等级中期票据发行利率与指导利率下限一致。

展望 2010 年全年, 中期票据市场新增高信用等级发行主体数量相对有限, 存量发行主体债务融资工具额度已被大量占用, 预计 2010 年中期票据市场的发行规模同比可能会相对出现一定程度的缩减。但国内继续实施积极财政政策和适度宽松的货币政策为信用债发行提供了较好的利率环境, 同时市场参与各方对产品的开拓和创新也有助于中期票据市场的进一步发展。

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 季 度：2010 年 1 月 1 日～2010 年 3 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：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

2010 年第一季度，中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车中，投资效应有所减弱，但出口及消费上行。伴随着宏观经济的强劲复苏，通胀压力也逐步攀升，央行自年初以来采取了较为温和的调控措施。但由于金融机构仍保有充裕的流动性，资金配置压力较大，导致信用债产品需求旺盛，整体利率水平较 2009 年底有所回落。

基本面——宏观经济保持强劲复苏，出口逐步接力投资成为新引擎

2010 年一季度，中国经济继续延续 2009 年下半年以来的复苏势头，规模以上工业增加值（年主营业务收入 500 万元以上的企业，下同）同比增长 19.6%，比上年同期和上季分别提高 14.5 和 1.6 个百分点；规模以上工业企业实现利润 4867.4 亿元，同比增长 119.7%，工业品出厂价格同比上涨 4.9%，较上年同期降幅 3.9%有明显改善。

从拉动经济增长的三大引擎表现来看，2010 年一季度，中国城镇固定资产投资 29793 亿元，同比增长 26.4%，增速较 2009 年同期回落 2.2 个百分点；城镇新开工项目 58787 个，比上年同期增加 5882 个，新开工项目计划总投资 30482.7 亿元，比上年同期增长 34.5%，比 1-2 月低 8.2 个百分点，更显著低于 2009 年 12 月的 67.2%。无论从中央项目和地方项目投资来看，其固定资产投资规模均较 2009 年有明显回落，由此反映了政府对于投资的控制和对新增信贷投放的谨慎，预计未来随着经济政策的回归，固定资产投资增速将逐步回落至正常水平，对宏观经济的拉动作用将逐步弱化。出口方面，2010 年一季度累计出口金额 3161.7 亿美元，同比增长 28.7%，增速较上年同期提高 48.4 个百分点，进口 3016.8 亿美元，同比增长 64.6%，增速较上年同期提高 95.5 个百分点。从季节调整后绝对额看，出口基本恢复到危机前水平，而进口已超过危机前最高水平。但全球经济尚未完全走出金融危机的阴影，欧美等国的失业状况依然严重，欧洲部分国家面临主权债务和货币贬值的双重危机，导致人民币升值压力和贸易环境恶化，中国出口的持续回升仍面临很大挑战。消费方面，一季度社会消费品零售总额累计 36374 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.9 个百分点，比上季度提高 1.3 个百分点，国内消费增长稳步回升。同期内汽车等大宗消费品仍保持良好的销售势头；食品价格受春节、大雪、干旱等因素影响较大，导致 CPI 同比增长 2.2%，保持在相对高位。

总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，从结构上看，投资的拉动效应较 2009 年有所减弱；出口表现较为突出，其拉动效应较 2009 年已出现明显提升。但联合资信也关注到，受国际经济环境、贸易摩擦加剧等不利因素影响，出口持续回升的趋势尚不明朗；短期来看，在投资增速逐步回落时能否形成对宏观经济拉动的替代效应尚不确定。此外，人民币升值压力加大、通胀预期强化等问题也增加了宏观经济政策取舍的难度。

政策面——货币政策回归“适度宽松”，“负利率”环境强化加息预期

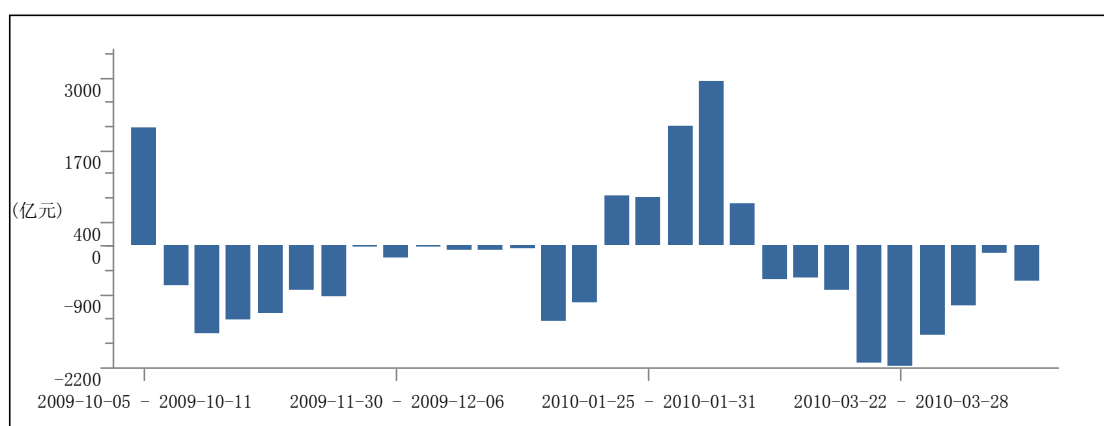
由于中国经济强劲的复苏势头及通胀预期的逐渐抬头，管理层已开始逐步调整原有的货币政策回归“适度宽松”，具体举措包括：（1）压缩信贷投放总量，2010 年计划新增信贷投放 7.5 万亿元，较 2009 年 9.6 万亿元的实际增幅下调 22%；（2）上调金融机构存款准备金率，本季度内央行

分别于 1 月 18 日和 2 月 25 日两次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，其传递的政策信号远大于对流动性的实际回收，有利于弱化企业和居民对资产价格的追捧和通胀预期；

（3）通过公开市场操作回收流动性，自 2009 年 10 月以来，央行在公开市场操作方面持续以回收流动性为主（除春节前、后两周考虑到居民消费因素，回笼力度有所减弱），央票的发行利率也逐步上升，1 年期央票发行利率由 1 月的 1.76% 升至 1.926%，3 个月央票由 1 月的 1.33% 升至 1.4088%；

（4）通过窗口指导稳定信贷投放节奏和贷款投向，在贷款投放节奏上更加注重均衡性，改变原有的“4:3:2:1”投放节奏为“3:3:2:2”，在 1 月新增信贷 1.39 万亿的情况下，控制 2、3 月份的信贷投放规模，以避免年初信贷大量投放导致的通胀压力加剧；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、按揭等业务的贷款也采取了有意的控制措施，降低房地产价格虚高产生的坏账风险。

图 1 央行 2009 年以来公开市场操作情况



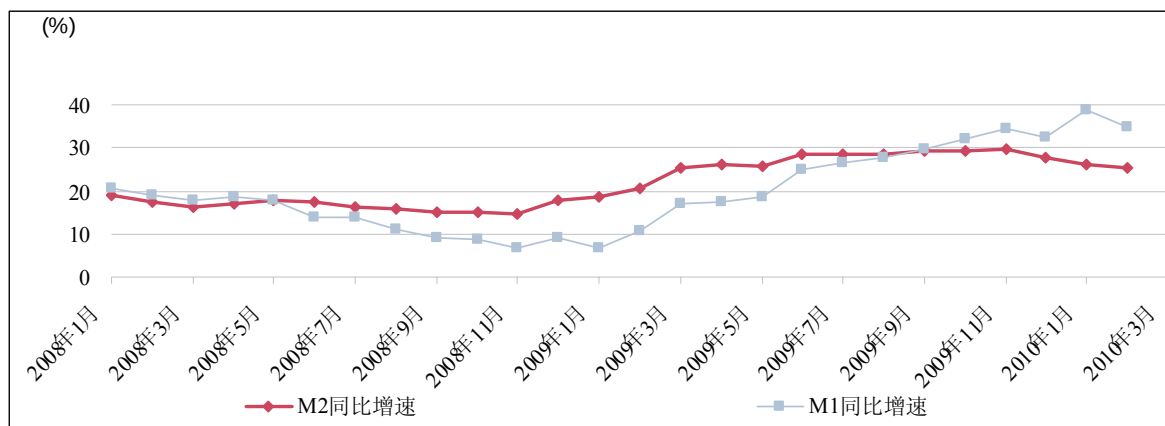
资料来源: wind 资讯

总体看，本季度内一系列货币政策和公开市场操作体现了央行在保持经济增长和防止通胀风险方面的权衡，其传递的政策信号远大于对经济的实际影响，调控力度仍较为温和。但 2 月 CPI（同比增长达 2.7%）已高于一年期存款利率，资产泡沫仍有进一步膨胀的趋势，再加上原有的输入型通胀及人民币升值压力，预计未来通胀的势头将进一步显化，“负利率”的货币环境也使得加息的可能性正在逐步累加。

资金面——信贷投放节奏放缓，银行间市场资金依然充裕

2010 年 1~3 月份，金融机构新增贷款分别为 1.39 万亿元、0.7 万亿元和 0.51 万亿元，一季度累计新增规模为 2.60 万亿元，较上年同期（2009 年一季度新增贷款 4.58 万亿元）显著下将，由此直接导致了同期货币供应量同比增速下滑。截至 2010 年 3 月末，广义货币供应量（M2）余额为 65.0 万亿元，同比增长 22.5%，增幅较上年平均水平回落 5.2 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 22.9 万亿元，同比增长 29.9%，增幅较上年平均水平回落 2.4 个百分点。其中 M2 增速继续自 2009 年 11 月以来的回落走势，M1 增速也在 1 月份达到历史峰值时显著回落，央行在货币政策方面的适度收紧效应已逐渐显现。但 M1 与 M2 增速缺口仍处于较高位置，表明资金活期化仍在持续。本季度央行的调查数据也显示，实体经济对资金的需求处于快速增长阶段，其中制造业贷款需求指数增长最快，为 65%，较上季提高 3.1 个百分点；农业、非制造业贷款需求指数分别为 62.3% 和 63.8%，较上季提高 2.1 和 2.0 个百分点，实体经济的资金需求依然旺盛。

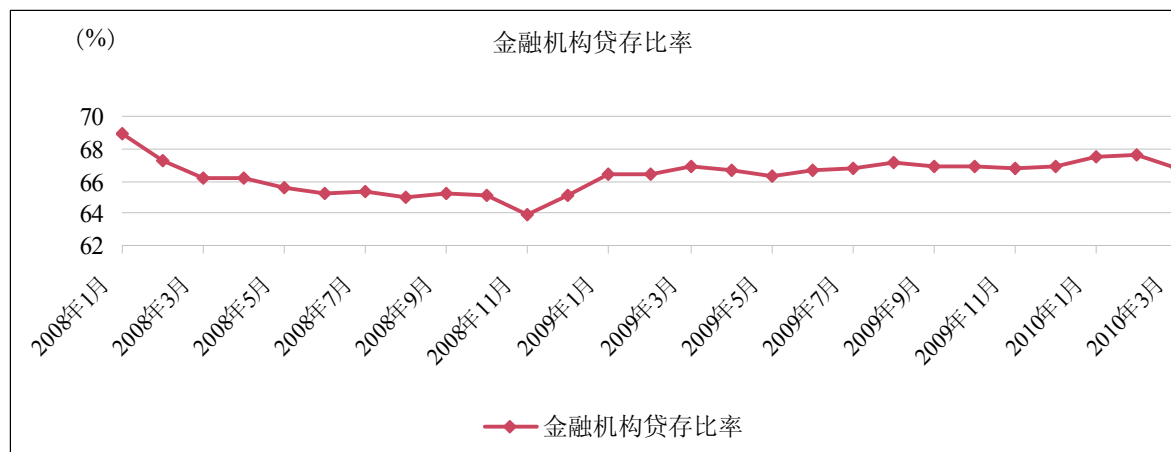
图2 2008年~2010年3月M1、M2同比增速变动情况



资料来源: 央行网站

从金融机构内部来看, 尽管本季度央行两次上调存款准备金率, 并通过公开市场操作回笼货币, 但由于新增信贷压缩, 导致金融机构内部出现了阶段性的流动性过剩, 商业银行资产配置压力有所上升。同时, 通胀预期的上升也降低了居民和企业的储蓄意愿, 导致金融机构贷存比率持续上升。在通胀压力持续上升的情况下, 第二季度加息可能性正在增加, 若央行采取进一步紧缩政策, 目前银行间市场流动性充裕的局面将受到抑制。

图3 2008年~2010年3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——流动性充裕导致信用债利率阶段性回落, 高收益债券受热捧

本季度中国债券市场整体发行规模同比继续保持较快增长, 其中, 国债、央票等利率产品发行规模显著扩大, 短券、企业债等信用产品发行规模稳步增长, 但信用产品中期票据发行规模同比有所下降; 受益于金融机构内部充裕的流动性供给及资产配置压力, 债券市场整体利率水平较2009年底有所下降。具体表现在: (1) 国债、央票发行规模较2009年同期显著增长, 升幅分别为140%和197%, 一方面体现了管理层量化紧缩、回笼货币的调控意图; 另一方面也是为去年以来中央政府大规模的基础设施建设提供后续的资金支持; (2) 信用债发行规模整体仍保持增长, 其

中企业债同比增长 64%，其中七成以上是城投类债券；（3）中期票据发行规模同比有所下降，一方面由于银行间债券市场短券和中期票据发行规模具有此消彼长的现象，导致本季度短券发行规模大幅上涨的同时，中票发行规模同比有所下滑；另一方面，由于部分中票发行主体发行规模已经达到其净资产的 40%，融资空间受限。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2010 年一季度发行规模（亿元）	2009 年一季度发行规模（亿元）	发行规模同比变化（%）
国债	1800	749	140.32
央票	14270	4800	197.29
商业银行金融债	331.5	490	-32.35
短期融资券	1410.9	965	46.21
企业债	907	552	64.31
中期票据	1142	1656	-31.04

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

本季度尽管央票发行利率逐渐走高，但债券市场利率较 2009 年底整体有所下滑，其中二级市场表现尤为明显，导致一二级市场利差呈扩大走势。主要表现为：（1）银行间市场充裕的流动性，如前所述，新增信贷紧缩导致系统内资金配置压力上升，债券投资热情高涨。为此，银行间市场交易商协会本季度不得不两次下调短券、中期票据发行指导利率（基本下调至 2009 年三季度利率低点），确保一二级市场利差处于合理区间。（2）企业债方面，管理层对城投债的治理，导致市场对未来高收益债券供应的担忧，作为“稀缺品种”的高收益城投债受到市场热捧，自年初以来，企业债市场迎来了一波鲜见的牛市，大部分高收益企业债涨幅均超过了 5%。联合资信认为，在债券市场供需相对失衡的条件下，投资者对于债券本身的信用风险敏感度降低，进而导致对高收益债券的盲目追捧；预计未来货币政策的紧缩力度有望加强，市场将逐渐回归理性，目前的投资热情难以持续。

表 2 银行间市场交易商协会最新指导利率

主体 信用	1 年期		3 年期		5 年期	
	调整结果（%）	调整幅度（BP）	调整结果（%）	调整幅度（BP）	调整结果（%）	调整幅度（BP）
超 AAA	2.64	-9	3.73	-17	4.37	-18
AAA	2.73	-11	3.87	-21	4.48	-21
AA ⁺	2.92	-11	4.23	-22	4.93	-22
AA	3.17	-14	4.59	-24	5.29	-23

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

超 AAA 是指中国石油、中国石化、国家电网等主体长期信用资质相对更加优异的 AAA 级企业。

总体看，2010 年一季度中国经济延续了 2009 年下半年以来的复苏势头，投资、消费、出口三驾马车继续保持对宏观经济的强劲拉动，但 CPI 的超预期增长及房地产泡沫的继续膨胀进一步强化了通胀预期，也增加了宏观经济的政策取舍难度。期内尽管央行通过上调存款准备金率及回收流动性的量化紧缩方式回笼货币，但调控手段仍较为温和，对市场影响有限。银行间市场充裕的

资金供给推动了债券市场的火爆，信用债交易利率较 2009 年底显著下滑。预计未来随着货币政策的进一步紧缩，市场将逐渐回归理性，整体利率水平也将走出低谷。

二、 中期票据发行市场情况

中期票据发行期数和家数大幅增长，但发行总规模和单笔平均发行规模大幅下降。

从发行规模上看，2010 年第一季度共有 58 家发行主体累计发行中期票据 62 期（含 1 期集合中票），合计发行规模达到 1147 亿元，与上年同期相比，发行总规模和单笔平均发行规模下降 30.74%和 59.50%，发行期数和发行主体数量上升 63.16%和 87.10%；与 2009 年全年相比，发行总规模、发行期数、发行主体以及单笔平均发行规模分别为全年的 16.39%、35.23%、49.15%和 46.53%。从中期票据发行规模分布情况看，5 亿元到 20 亿元之间发行期数最多，为 42 期，占比为 67.74%，发行规模为 564 亿元，占比为 49.17%；发行规模超过 100 亿元的只有 2 家，分别为神华集团有限责任公司和中国石油天然气股份有限公司，发行规模分别为 108 亿元和 110 亿元。总体看，2010 年第一季度中期票据的发行主体显著增加，但受债务融资工具额度限制以及企业资信水平影响，发行总规模以及单笔平均发行规模整体呈下降趋势。

表 3 2010 年第一季度中期票据发行基本情况

项目	2009 年	2009 年一季度	2010 年第一季度	同比增长率	占 2009 年的比重
发行总规模（亿元）	6997.36	1656	1147	-30.74%	16.39%
发行期数（期）	176	38	62	63.16%	35.23%
发行主体（家）	118	31	58	87.10%	49.15%
单笔平均发行规模（亿元）	39.76	45.68	18.50	-59.50%	46.53%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理，2009 年含 2 期集合中票，2010 年第一季度含 1 期集合中票。

表 4 2010 年第一季度中期票据发行规模分布情况

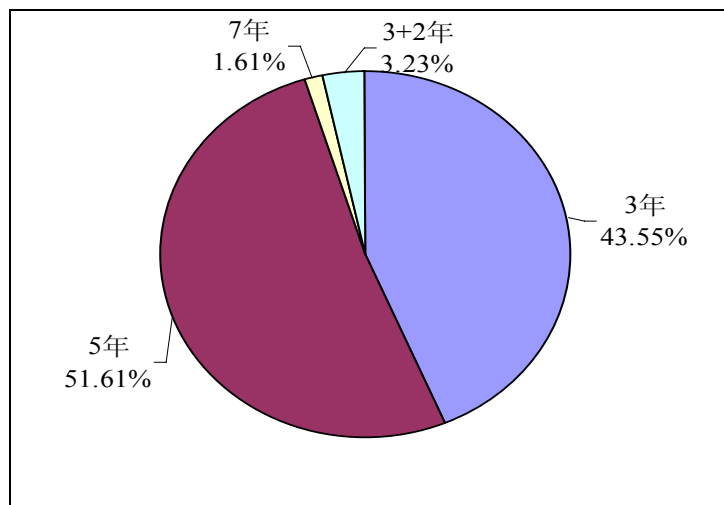
发行规模范围	总期数	总发行规模（亿元）	单笔发行规模
发行规模≤5 亿元	9	40	4.44
5 亿元<发行规模≤10 亿元	16	144	9.00
10 亿元<发行规模≤20 亿元	26	420	16.15
20 亿元<发行规模≤50 亿元	9	325	36.11
发行规模≥100 亿元	2	218	109.00
合 计	62	1147	18.50

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行期限以 5 年期为主，3 年期次之。

从发行期限来看，2010 年第一季度所发行的中期票据以 5 年期为主，3 年期次之，分别发行 32 期和 27 期，分别占总发行期数的 51.61%和 43.55%；7 年期发行 1 期，为中国石油天然气股份有限公司发行的 110 亿元中期票据；3+2 年的 2 期，分别为中国商用飞机有限责任公司和中国诚通控股集团有限公司。从发行方式来看，大部分中期票据采用固定利率方式发行，在 2010 年第一季度总共发行的 62 期中期票据中，仅有 17 期采用浮动利率方式发行。

图 4 2010 年第一季度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，发行主体的高等级化趋势比较明显，AAA 信用等级发行人的发行规模占据主要地位。

2010 年第一季度 57 家中期票据（不含集合票据）发行主体中，主体信用等级为 AAA 的 21 家，占比为 36.84%，AA+ 的 24 家，占比为 42.11%，AA 的 12 家，占比为 21.05%。中票发行主体信用等级以 AAA 和 AA+ 为主，发行主体的高等级化趋势比较明显。从不同级别的发行规模看，AAA 的发行 607 亿元，占比为 53.15%，AA+ 的发行 323 亿元，占比为 28.28%，AA 的发行 212 亿元，18.57%，AAA 的发行规模占据主要地位。发行主体性质方面，民营企业有 3 家，分别是江苏沙钢集团有限公司、美的集团有限公司、内蒙古伊泰集团有限公司，其它为国务院国资委直接管理的中央企业及其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大型优质企业。

集合中期票据继续发行，中债信用增进投资股份有限公司担保的中期票据增多。

2010 年第一季度采用外部担保方式发行中期票据担保的有 5 期，其中 1 期是上海闵行中小企业集合中期票据，担保方为上海闵行城市建设投资开发有限公司，其余 4 期担保方为中债信用增进投资股份有限公司。中债信用增进投资股份有限公司担保的引进，有利于推动中票市场的进一步扩容，预计未来该担保方式将会呈现增长趋势。

表 5 采用外部担保方式发行中期票据的情况

发行人	担保方	担保方级别	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
上海闵行中小企业	上海闵行城市建设投资开发有限公司	AA+		AA+	5	2010-2-25	3	4.45
中国中材股份有限公司	中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AA+	AAA	17	2010-3-10	5	4.48
中国重型汽车集团有限公司	中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AA+	AAA	25	2010-3-16	3	3.87
广西投资集团有限公司	中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AA	AAA	18	2010-3-29	5	4.48
徐州矿务集团有限公司	中债信用增进投资股份有限公司	AAA	AA	AAA	12	2010-2-9	3	4.08

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

继 2009 年 11 月发行山东寿光“三农”中小企业和山东省诸城市两期集合中期票据后，2010 年第一季度又发行了上海闵行中小企业集合中期票据，该集合中期票据采用“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行，联合发行人按照分别负债原则对投资人承担按时还本付息义务；担保方上海闵行城市建设投资开发有限公司承担连带责任保证担保义务，联合发行人共 7 家，主体信用级别在 BBB~A+ 之间，担保人的主体信用级别为 AA+，本期集合票据的债项信用级别为 AA+。

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，同时对支持中小企业融资、创新融资渠道，促进国内债券市场的进一步发展具有积极意义。

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，本季度发行利率下限调整滞后使二者相关性有所下降。

定价机制方面，在中期票据发行初期，由于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，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。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。根据表 7 的相关性检验数据显示，2010 年一季度中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率之间仍呈现出较强的正相关性，但同期内，由于以银行为主的银行间市场机构投资者充裕的资金供给，中短期票据收益率持续走低，而中票发行利率受利率指导下限的框定，无法及时反映二级市场变化，由此导致 AAA 和 AA+ 信用等级中票发行利率与银行间中短期票据收益率之间相关性较 2009 年均不同程度降低（本季度 3 年期 AA 中期票据发行利率与中短期票据收益率之间相关性增强一定程度上是受样本量较小的影响）。

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
2009 年相关系数 ρ	0.9196	0.7510	0.8142	0.8528	0.9299	0.9299
2010 年一季度相关系数 ρ^*	0.8585	0.6653	0.7371	0.4369	0.9443	

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

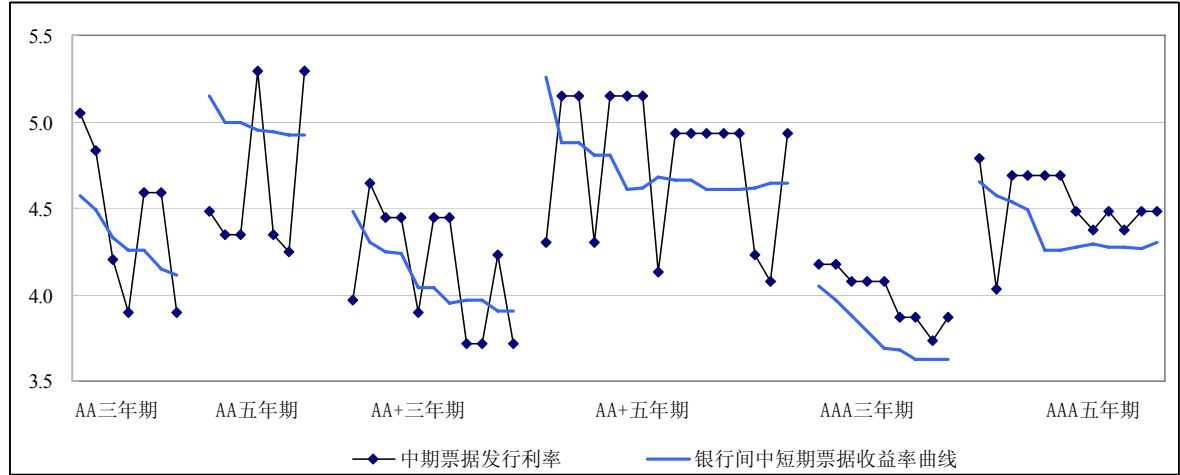
*注：在进行相关性检验时剔除了以浮动利率和含投资人选择权方式发行的中期票据样本数据；由于剔除以上数据后，本季度 5 年期信用等级为 AA 中期票据样本量不足，未进行相关性检验。

利率下限定价指导作用显著，中期票据发行利率持续下行。

2010 年一季度，由于新增信贷压缩，国内金融机构资金充裕，对债券产品配置需求增加，同时在年初央行两度上调存款准备金率之后，市场中加息预期有所缓解，二级市场交易活跃，银行间中短期票据收益率持续走低（见图 5），而中票发行利率受利率指导下限的框定，无法及时反映二级市场变化，由此导致一二级市场利差呈扩大走势，一定程度上抑制了企业的融资需求，部分

主体推迟发行计划。为顺应二级市场变化，保证中票的融资成本优势，交易商协会分别于2010年1月27日和3月10日对中短期票据发行利率下限进行了调整，其中不同期限各信用等级中期票据发行利率累计下调幅度均超过30个BP。本季度，中期票据整体发行利率显著低于同期贷款基准利率，且利差呈逐步扩大趋势，中期票据融资成本优势明显（见表8）。2010年一季度共计发行的62期中期票据中（含集合票据），17期采用浮动利率方式发行，2期为固定利率并附投资人选择权，以上两类中期票据第一年的票面利率都低于同期限银行间中短期票据收益率，而剩余的44期以单纯固定利率方式发行的中票票据的票面利率均高于同期限、同信用等级中短期票据收益率，但由于市场充裕的资金供给，以及一级二级的利差空间，42期单纯固定利率方式发行的中期票据票面利率均与指导利率下限一致，其中AA+和AAA（含超AAA）等高信用等级中期票据尤为明显。

图5 2010年一季度各主体级别不同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

表 8 2010 年第一季度不同主体级别的 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	4.18	4.50	4.35	4.30	4.94	--	5.40	5.76
2 月	4.08	4.69	4.27	4.94	4.20	4.48	5.40	5.76
3 月	3.84	4.48	3.97	4.76	4.25	4.65	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因素，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（30~60BP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 2010年第一季度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	3.73~4.18	3.99	2	0.09
	5 年	4.03~4.79	4.52	15	0.25
	7 年	4.84	4.84	4.84	--
AA+	3 年	3.72~4.64	4.15	6	0.34
	5 年	4.08~5.15	4.77	5	0.47
AA	3 年	3.90~5.05	4.43	13	0.35
	5 年	4.25~5.29	4.78	-31	0.49

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：7 年期 AAA 中期票据样本仅一期

总体看，目前资金供求、期限结构和信用等级是中期票据发行利率的主要因素，交易商协会规定的指导利率下限对中票发行定价也具有显著指导作用。本季度，银行间市场资金供给充裕，二级市场利率水平持续下行，交易商协会两次下调中票发行指导利率下限，中期票据市场发行利率整体呈下行趋势。在目前的资金环境下，中期票据一、二级市场仍存在一定利差，导致多数高信用等级中期票据发行利率与同期指导利率下限保持一致。

三、市场展望

展望 2010 年全年，中期票据市场新增高信用等级发行主体数量相对有限，存量发行主体债务融资工具额度已被大量占用，预计 2010 年中期票据市场的发行规模同比可能会相对出现一定程度的缩减。但国内继续实施积极财政政策和适度宽松的货币政策为信用债发行提供了较好的利率环境，同时市场参与各方对产品的开拓和创新，如集合中期票据、有担保中期票据的相继增多，也有助于中期票据市场的进一步发展。