

# 联合研究报告

2012.01.16

## 2011 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.

## 2011 年度中期票据市场分析报告

报告编号: 20120116

时间: 2012 年 1 月 16 日

分析师:

肖 雪

钟 睿

姚德平

张 成

丁继平

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

2011 年受美欧债务危机影响, 全球经济增速普遍放缓。中国经济在外需不振的情况下继续保持了温和增长, 但 GDP 增速逐季缓慢回落。在央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀的努力下, 市场资金面整体偏紧, 通胀压力有所减轻。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下, 呈“倒 V”走势。

2011 年中期票据发行期数、发行主体数量和发行总规模均大幅增长, 但单笔发行规模较上年有所下降, 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, 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。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。2011 年中期票据发行利率整体呈现波动上升趋势, 固定利率方式发行的票面利率整体高于同期限同信用等级银行间中短期票据收益率。AA+~AAA 中期票据发行利率显著低于同期贷款基准利率, AA-~AA 中期票据下半年发行利率普遍接近或高于同期贷款基准利率。中期票据发行利率与同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差呈扩大趋势, 通过外部担保增信发行的票据品种利差普遍较大。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。2011 年中期票据发行主体信用级别迁徙以 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 2010 年有较大幅度的下降。

展望 2012 年, 信用级别为 AA+~AAA 的企业由于显著的权益规模优势, 仍具备加大发行规模的空间。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, 中票发行主体级别将进一步多元化。中小企业集合票据和 AA-~AA 信用等级中期票据的发行规模相对较小, 中期票据的发行总量依然更多地取决于国有大型优质企业的发行量, 预计 2012 年中期票据总体发行规模较 2011 年有所增长, 但增幅小于 2011 年。2012 年货币政策有望出现“定向宽松”的局面, 中期票据的发行利率在资金面改善的前提下有望震荡下行。

## 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：2011 年 1 月 1 日～2011 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

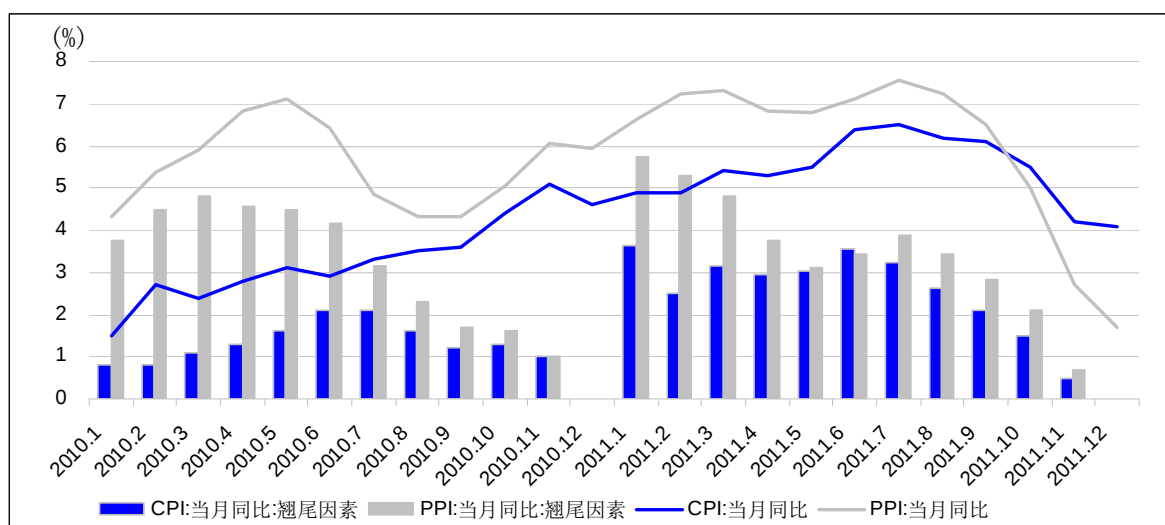
2011 年，中国宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展。在央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀的努力下，银行间市场资金面呈现整体偏紧的态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈“倒 V”走势。

**基本面——宏观经济整体运行良好，经济增长向预期调控方向发展，通胀压力有所减轻。**

2011 年以来，国内宏观经济整体运行良好，经济增速平稳回落。根据国家统计局数据，2011 年前三季度，中国实现国内生产总值 320692 亿元，同比增长 9.4%，GDP 季度同比增速逐步回落，一季度同比增长 9.7%，二季度同比增长 9.5%，三季度同比增长 9.1%。2011 年 1~11 月，中国规模以上工业增加值同比增长 12.4%，增速较 2010 年同期下降 3.4 个百分点。规模以上工业企业（年主营业务收入在 500 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 759338 亿元，同比增长 28.2%，增速连续三个月回落，回落幅度分别为 0.30、0.50 和 0.88 个百分点。规模以上工业企业实现利润 4.66 万亿元，同比增长 24.4%，增速连续五个月回落，回落幅度分别为 0.37、0.05、1.26、1.71 和 0.86 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求整体保持稳定，对外贸易增势放缓。具体而言：①消费继续保持平稳增长。2011 年 1~11 月，社会消费品零售总额为 16.35 万亿元，同比增长 17.0%，同比增速小幅回落 1.4 个百分点；②投资增速适度回落，结构持续优化。2011 年 1~11 月，固定资产投资（不含农户）26.95 万亿元，同比增长 24.5%，较 2010 年同期下降 0.4 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对外贸易增幅回落，贸易顺差不断收窄。2011 年 1~11 月，进出口总额为 3.31 万亿美元，同比增长 23.6%，增速同比下降 12.74 个百分点，其中出口金额同比增长 21.1%，增速同比下降 11.84 个百分点，进口金额同比增长 26.4%，增速同比下降 14.02 个百分点，贸易顺差收窄至 1384 亿美元，同比下降 18.2%。进口商品中资源类大宗商品下半年价格环比回落明显，一定程度上降低了国内通货膨胀预期。

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

2011 年全年 CPI 整体呈现高位回落走势，受翘尾因素、输入性通胀因素、劳动报酬持续增长、资源性产品价格上升等多方面影响，国内通货膨胀预期不断加强，前三季度 CPI 呈逐季攀升态势，7 月份达到年内峰值 6.5%。四季度以来随着调控政策措施效果逐步显现，加之翘尾因素快速消退，CPI 涨幅进入下行通道，并于 12 月份快速下降至 4.10%。从 CPI 分类指数看，食品类价格的上涨对 CPI 的拉动作用最为明显。2011 年上半年 PPI 受翘尾因素影响较大；2011 年下半年，受国际原材料价格回落、国内需求放缓、翘尾因素影响大幅减少等因素影响，PPI 下滑明显。

### 政策面——在通货膨胀压力下积极的财政政策重点有所调整，货币政策整体保持“稳健”。

财政政策方面，国家继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。2011 年 1~11 月，全国财政累计收入为 9.73 万亿元，累计支出为 8.90 万亿元，分别同比增长 26.8% 和 24.3%。积极的财政政策从主要通过扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，较好地支持了维持物价稳定、促进消费增长、调整经济结构等宏观调控目标的实施。具体措施包括重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度，支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级，继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2011 年中央政府公共投资主要用于保障性安居工程、以水利为重点的农业基础设施、教育卫生基础设施建设、节能减排和生态环保，优化投资结构和充实薄弱环节。9 月政府加快了基建投资的速度，中央项目投资同比增速从 8 月的 -29% 大幅反弹至 2%，对冲了房地产和制造业投资的下滑，使固定资产投资对经济增长拉动保持稳定。为解决地方融资平台债务问题，2011 年 10 月 17 日，财政部出台了《2011 年地方政府自行发债试点办法》，启动了地方政府自行发行地方债试点，允许地方政府自行发债虽不能直接解决现有的存量债务问题，但有助于缓冲地方融资平台的资金压力，并在促进地方债务透明化、控制地方债务风险等方面，起到积极的建设性作用。考虑到预算法尚未修订，真正实现地方政府自主发债还取决于制度规范和市场的发展。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，纲要中指出促进新兴科技与新兴产业深度融合，在继续做强做大高技术产业的基础上，把节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大战略性新兴产业培育发展成为先导性、支柱性产业，到“十二五”末战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 8% 左右。为落实纲要提出的“十二五”期间节能减排约束性指标，促进经济增长方式转变，2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确提出了严格控制高耗能、高排放和产能过剩行业新上项目，提高服务业在国民经济中的比重，推进排污权和碳排放权交易试点，推行污染治理设施建设运行特许经营等措施。为抑制房价过快上涨，实现中国房地产业的“软着陆”，2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落，加之央行加息和上调存款准备金率的影响，房地产市场成交量整体萎缩，成交价格开始有所松动，尽管有保障性住房建设的支撑，但在持续严厉的政策调控下，房地产投资逐步呈现高位放缓的态势，对宏观经济拉动效果进一步削弱。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，较好的抑制了物价过快上涨的势头，缓和了通货膨胀压力，货币条件基本符合宏观调控要求。从信贷数量来看，全年货币信贷增长继续向常态回归。2011 年金融机构累计新增人民币贷款 6.84 万亿元，预计全年新增人民币贷款约为 7.4 万

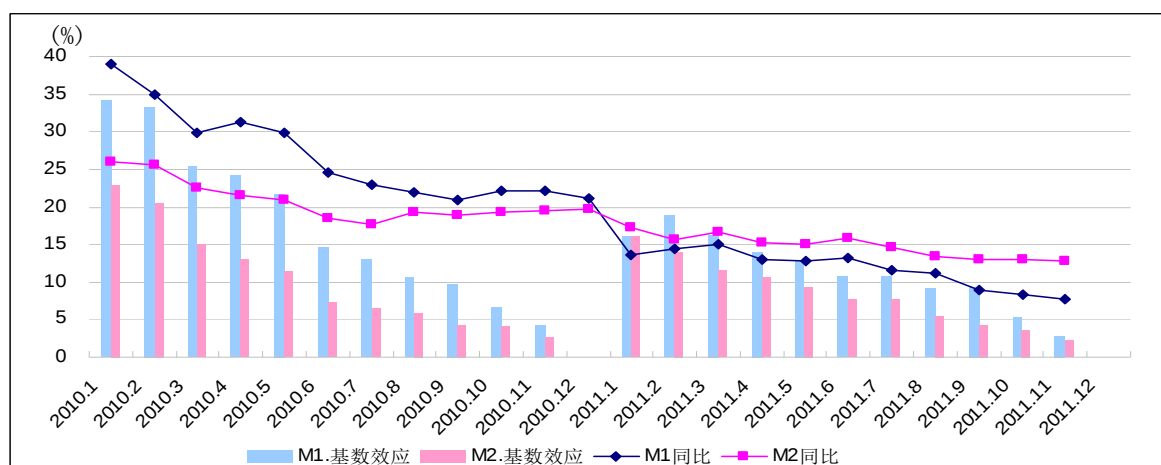
亿，低于去年 7.95 万亿的新增信贷投放总量。人民币汇率方面，人民币兑美元汇率升值趋势更加明显，截至 2011 年底，人民币兑美元汇率中间价由年初的 6.6215 升至 6.3009，人民币升值约 4.8%。人民币升值预期促使国外资本进入国内，2011 年 9 月，中国新增外汇占款冲高至 4067.69 亿元，创出自 2010 年 6 月以来的新高，加剧了国内流动性过剩。为对冲外汇占款增加导致的被动流动性增长以及严峻的通货膨胀压力，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具加强流动性管理和抑制通货膨胀，前三季度央行 6 次上调存款准备金率和 3 次加息。2011 年 6 月 20 日，央行年内第六次上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率达 21.5% 的历史高位，2011 年 7 月 7 日央行年内第三次提高一年期存贷款基准利率 25 个基点，金融机构一年期的存款利率提高至 3.5%。9 月初央行又将商业银行的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围，并分批上缴（执行跨度长达半年）。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，为对冲 10 月份以来外汇占款引发的流动性减少，2011 年 12 月 5 日，央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，这是近 3 年来存款准备金率首次走出“上调”区间。从公开市场操作来看，在通货膨胀压力下，2011 年国内货币政策整体紧缩，为缓解流动性压力，央行频频加大公开市场操作力度，向银行间市场释放流动性。全年央行通过公开市场操作向银行体系注入了 1.9 万亿元的流动性，较 2010 年增长 114%。2011 年第四季度以来，中国内部 GDP、CPI、PPI、PMI、M2 等指标均已掉头向下，经济形势有所变化，考虑到银行和企业银根均偏紧，外汇占款呈负增长，同时，存款准备金率“超调”使央行为此承受着高昂的利息成本等因素，2011 年 12 月 5 日央行年内首次下调存款准备金率，以缓和年底资金面的紧张状况。

总体来看，2011 年中国继续实施积极的财政政策，但着力点有所调整。积极的财政政策从主要以扩张投资需求来拉动经济增长，转变为更全面地发挥作用，启动了地方政府自行发行地方债试点，有助于缓冲地方融资平台的资金压力；在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策主线，房地产投资在持续严厉的政策调控下呈现高位放缓的态势；在货币政策方面，货币信贷向常态水平回归，在通货膨胀压力下，央行综合使用数量型货币政策工具和价格型货币政策工具以加强流动性管理和抑制通货膨胀，基本实现预期调控要求。

#### 资金面——货币供应量增速下降，货币条件基本符合宏观调控要求，资金面整体偏紧。

截至 2011 年底，广义货币供应量（M2）85.16 万亿元，同比增长 13.6%，较上年同期下降 6.1 个百分点；狭义货币供应量（M1）28.98 万亿元，同比增长 7.9%，比上年同期低 13.3 个百分点。M1、M2 增速延续了 2010 年以来的下降趋势，其中 M2 同比增速已经连续多月下跌，滑入历史低谷。考虑到过去两年为应对国际金融危机而形成的较高水平的货币存量，以及中国经济增速趋稳，现在的货币总量与实体经济的需要是基本相适应的。

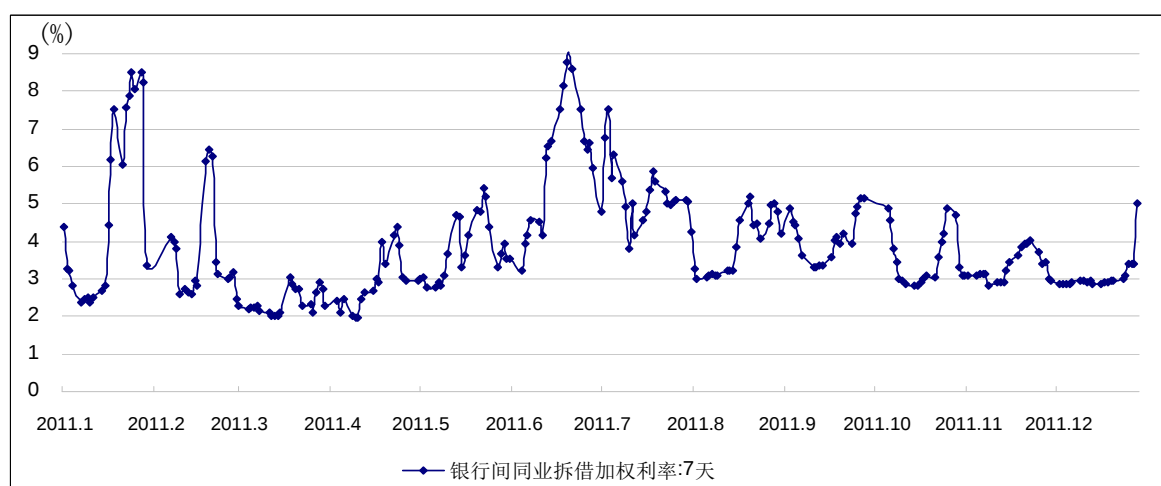
图2 2010年~2011年M1、M2同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，由于2011年以来紧缩政策的持续，整个银行体系的流动性对外部突发因素的敏感性大增，为应对年内流动性突发性紧张状况，央行除投放到期资金外，还视流动性情况借助短期工具，平滑移动到期资金，确保流动性在需求高峰时点得到补充。总体看，全年银行间市场资金面整体偏紧。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，2011年上半年，国内银行间市场资金面波动幅度较大，总体上经过了一个紧张、略微宽松、再次紧张的过程。2月初受提高法定存款准备金率的累积效应和机构紧缩预期影响，R007攀升至高位，随后由于国际资本的大量流入和公开市场票据大规模到期，尽管央行再度提高法定存款准备金率，但资金面重回略微宽松状态，R007大幅下跌，6月受法定存款准备金率意外上调以及正式的月度日均存贷比考核因素影响，银行资金不断趋紧，6月23日R007甚至超过9%的水平。随后为缓解资金紧张局面，央行暂停了6月23日三个月期央票的发行，并采取逆回购操作投放资金，R007逐步回落。2011年3季度，货币市场资金依然偏紧，受CPI公布、存款准备金补缴、加息预期、新股发行等突发性流动性紧张因素影响，R007一直高位震荡。2011年四季度随着通胀压力减轻、存款准备金下调等因素作用，货币市场资金紧张局面有所缓解。

图3 2011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——发行规模同比下滑，各品种规模增减差异显著；债券市场收益率曲线呈“倒V”走势。

2011 年债券市场主要债券品种发行规模合计 76244.63 亿元，同比下降 20.06%，但各品种规模增减差异显著。利率产品中国债规模有所减少，央行票据发行量同比大幅下降，代发地方政府债券规模不变；信用产品中短期融资券发行规模增速迅猛，其他中长期债券受政策变动影响发行量增速均有不同程度回落。

**利率产品：**由于中央投资项目同比增速放缓，2011 年国债发行规模为 13997.91 亿元，同比下降 10.52%，随着下半年保障房工程相继集中开工，地方政府债集中放量发行。2011 年央行票据发行量为 14140.00 亿元，同比大幅下降 69.66%，前三季度央票呈净投放状态，期间由于央票到期量较大，一季度末开始呈现净回笼状态；进入第四季度，受通胀压力减小和经济指标普遍下降影响，央票在连续两个多月的净投放后，发行量呈扩张趋势。

**信用产品：**在稳健的货币政策下，信贷规模整体收紧，受此影响，2011 年短期融资券（含超短期融资券）发行规模为 10105.60 亿元，同比增长 46.62%，其占比由 2010 年 7.14%提升至本年度的 13.25%。受管理层收紧对融资平台发债审批因素影响，2011 年企业债券总发行量为 2515.48 亿元，同比减少 20.78%；在监管部门审批绿色通道的支持下，公司债发行量大幅增长，2011 年公司债总发行量 1291.20 亿元，同比增长 152.43%；受资金面趋紧、高信用等级发行主体发债意愿增强和投资者购买意愿加强影响，2011 年中期票据发行 7269.70 亿元，同比增长 47.64%。

在创新品种方面，5 月，首单非金融企业债务定向融资工具发行，拓宽了企业融资渠道；8 月，信贷资产证券化扩大试点获批，推进了中小企业金融产品和服务创新；11 月，首单区域集优票据成功发行，通过在发行、信用增进和风险缓释等多方面的创新，较好适应了中小企业融资的特点。

表 1 本年度主要债券产品发行情况

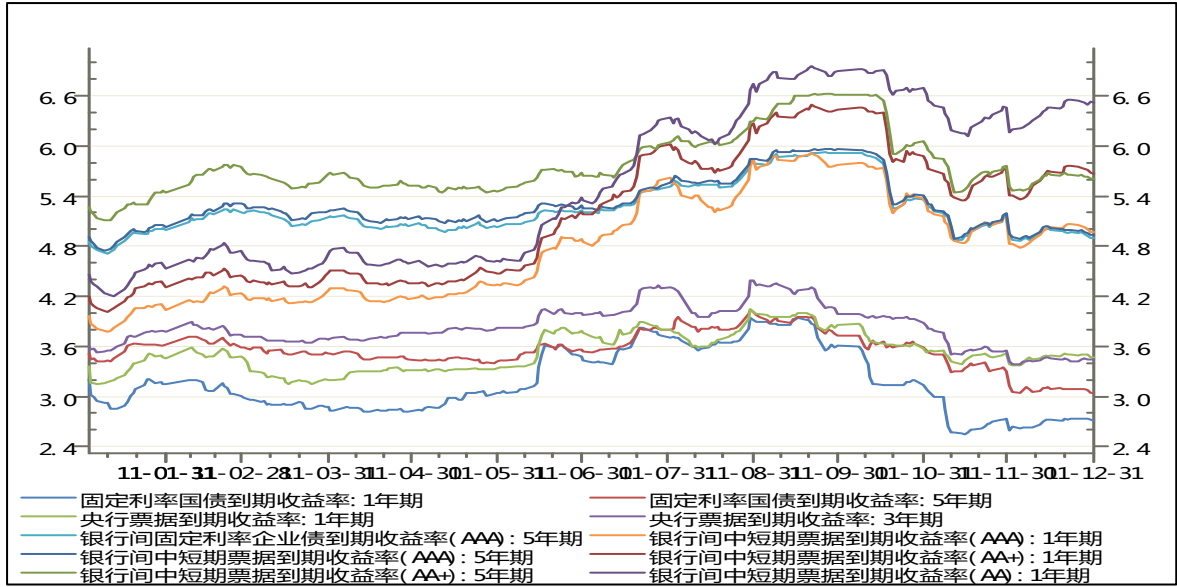
| 债券品种               | 2010 年          |              | 2011 年          |               | 发行规模同比变化(%)   |
|--------------------|-----------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|
|                    | 发行额(亿元)         | 占比(%)        | 发行额(亿元)         | 占比(%)         |               |
| <b>政府债：</b>        | <b>17878.18</b> | <b>18.53</b> | <b>15997.91</b> | <b>20.98</b>  | <b>-10.52</b> |
| 国债                 | 15878.18        | 16.46        | 13997.91        | 18.36         | -11.84        |
| 地方政府债              | 2000            | 2.07         | 2000.00         | 2.62          | 0.00          |
| <b>央行票据</b>        | <b>46608</b>    | <b>48.31</b> | <b>14140.00</b> | <b>18.55</b>  | <b>-69.66</b> |
| <b>金融债（含中央汇金债）</b> | <b>15262.2</b>  | <b>15.82</b> | <b>24101.2</b>  | <b>31.23</b>  | <b>57.91</b>  |
| <b>非金融企业债务融资工具</b> | <b>16718.75</b> | <b>17.33</b> | <b>22596.11</b> | <b>28.86</b>  | <b>31.62</b>  |
| 超短期融资券             | 150             | 0.16         | 2090.00         | 2.74          | 1293.33       |
| 短期融资券              | 6742.35         | 6.99         | 8015.60         | 10.51         | 18.88         |
| 中期票据               | 4924            | 5.1          | 7269.70         | 9.53          | 47.64         |
| <b>企业债</b>         | <b>3627.03</b>  | <b>3.76</b>  | <b>2515.48</b>  | <b>3.77</b>   | <b>-20.87</b> |
| 公司债                | 511.5           | 0.53         | 1291.20         | 1.69          | 152.43        |
| 可转债                | 717.3           | 0.74         | 413.20          | 0.54          | -42.40        |
| 集合票据               | 46.57           | 0.05         | 66.23           | 0.07          | 12.39         |
| <b>外国债券</b>        | <b>0</b>        | <b>0</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>   | <b>-</b>      |
| <b>合计</b>          | <b>96467.13</b> | <b>100</b>   | <b>76244.63</b> | <b>100.00</b> | <b>-20.96</b> |

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短券发行规模有差异。

资料来源：中国债券信息网（其中公司债、超短融和可转债为 wind 数据）；联合资信整理。

从债券市场收益率表现来看，2011 年债券市场收益率整体呈“倒 V”走势，前三季度由于经济增速平稳，物价不断上行，并在 7 月份达到了全年高位，央行 3 次加息和 6 次提高准备金率使债券市场资金面不断收紧，资金成本不断提高，市场通胀预期浓厚，信用产品收益率不断上涨。四季度以来，通货膨胀压力有所减轻，且 12 月初准备金率又出现了下调，在资金面相对宽松和经济数据普遍回落的情况下，市场收益率相应回落。中长期品种方面，上半年在严峻的通货膨胀压力下，央行多次上调基准利率与存款准备金率。此外，6 月到 9 月，相继爆发的城投债抛售危机、可转债暴跌等债市信用风险事件导致中长期债券收益率普遍大幅上行。进入 9 月份后，随着国内经济增速放缓、通胀压力有所减轻、外汇占款减少，市场收益率逐渐下行。

图 4 2011 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大幅增长，单笔发行规模较上年有所下降。

从发行规模上看，2011 年共有 335 家<sup>1</sup>发行主体累计发行中期票据 408 期和集合中票 22 期，合计发行规模达到 7345.93 亿元，与 2010 年全年相比，发行主体家数和发行期数分别增长 85.08% 和 83.76%，发行总规模较上年增长 48.44%，但单笔发行规模有所下降，较 2010 年下降 19.23%。

表 2 中期票据发行基本情况

| 项目         | 2011 年  | 2010 年  | 增长率（%） |
|------------|---------|---------|--------|
| 发行规模（亿元）   | 7345.93 | 4948.89 | 48.44  |
| 发行期数（期）    | 430*    | 234     | 83.76  |
| 发行主体（家）    | 335     | 181     | 85.08  |
| 单笔发行规模（亿元） | 17.08   | 21.15   | -19.23 |

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

\*：包括 22 期集合中票

1。 22 期集合票据的发行主体计为 20 家，常州市 2011 年度第 1-3 期中小企业集计为 1 家。

从中期票据发行规模分布情况看, 20 亿元到 50 亿元之间发行规模最大, 合计为 2253.70 亿元, 占比 30.68%, 共发行 67 期, 占比 15.58%; 50 亿元到 100 亿元之间发行规模合计 1577.00 亿元, 占比 21.47%, 共发行 18 期, 包括 12 家发行主体, 分别为中国建筑股份有限公司、中国中信集团有限公司、中国海运(集团)总公司、中国铁建股份有限公司、河北钢铁集团有限公司、中国中铁股份有限公司、中国长江三峡集团公司、中国首钢集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国石油天然气集团公司、华润股份有限公司、国家电网公司, 均为中央直属企业; 发行规模在 100 亿元以上的仅有 2 家, 分别为中国中煤能源股份有限公司和中华人民共和国铁道部, 发行规模合计 350.00 亿元, 占比 4.76%。

表 3 2011 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         | 106 | 24.65  | 410.83     | 5.59   | 3.88   |
| 5 亿元<发行规模≤10 亿元   | 143 | 33.26  | 1212.10    | 16.50  | 8.48   |
| 10 亿元<发行规模≤20 亿元  | 94  | 21.86  | 1542.30    | 21.00  | 16.41  |
| 20 亿元<发行规模≤50 亿元  | 67  | 15.58  | 2253.70    | 30.68  | 33.64  |
| 50 亿元<发行规模≤100 亿元 | 18  | 4.19   | 1577.00    | 21.47  | 87.61  |
| 发行规模>100 亿元       | 2   | 0.47   | 350.00     | 4.76   | 175.00 |
| 合 计               | 430 | 100.00 | 7345.93    | 100.00 | 17.08  |

资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

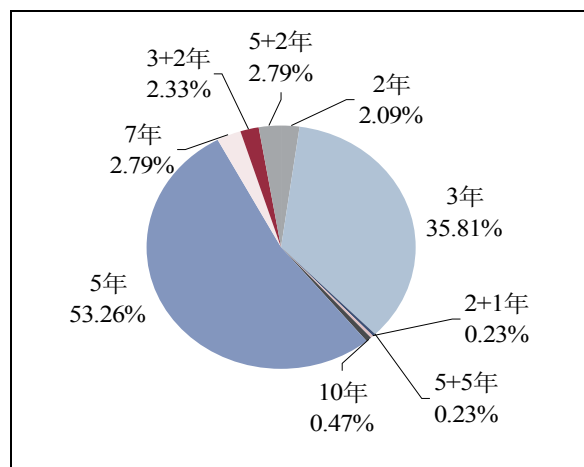
2011 年中期票据的单笔发行规模出现较大幅度下降, 主要是受小额中期票据发行期数大幅增长影响。2011 年, 发行规模≤5 亿元的小额中期票据合计发行 106 期, 是上年的 4.42 倍, 合计发行规模 410.83 亿元, 占总发行规模的 5.59%; 发行规模在 5 亿元到 10 亿元之间的中期票据合计 143 期, 是上年的 3.33 倍, 合计发行规模 1212.10 亿元, 占总发行规模的 16.50%; 两者合计发行规模占 2011 年总发行规模的 22.09%, 远高于 2010 年的 6.66%。

#### 发行期限以 5 年期为主, 3 年期次之。

从发行期限来看, 2011 年所发行的中期票据以 5 年期为主, 3 年期次之, 分别发行 229 期和 154 期, 分别占总发行期数的 53.26%和 35.81%; 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增加, 共 24 期, 占发行总期数的 5.58%, 其中 2+1 年的 1 期, 3+2 年的 10 期, 5+2 年的 12 期, 5+5 年的 1 期; 2011 年出现 2 期 10 年期中期票据和 1 期 5+5 年期中期票据, 分别为华润股份有限公司发行的 50 亿元中期票据(10 年)、中国中信集团有限公司发行的 60 亿元中期票据(10 年)和中国中铁股份有限公司发行的 80 亿元中期票据(5+5 年)。

从发行方式来看, 多数中期票据采用固定利率方式发行, 在 2011 年总共发行的 430 期中期票据中, 有 381 期采用固定利率方式发行, 占比为 88.60%; 有 49 期采用浮动利率(含 18 期累计利率)方式发行, 占比为 11.40%, 较 2010 年(234 期中期票据中只有 68 期采用浮动利率)大幅下降。

图5 2011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<sup>-</sup>企业占比提高。

2011年发行中期票据（不含集合票据）的315家发行主体中，主体信用等级为AAA的89家，占比为28.25%，AA<sup>+</sup>的102家，占比为32.38%，AA的96家，占比为30.48%，AA<sup>-</sup>的28家，占比为8.89%（2010年，主体信用等级为AA的占比为24.55%，AA<sup>-</sup>的占比为4.79%）；中票发行主体信用等级以AA<sup>+</sup>和AA主。从不同级别的发行规模看，AAA发行4603.00亿元，占比63.23%；AA<sup>+</sup>发行1610.70亿元，占比22.13%；AA发行895.70亿元，占比12.30%；AA<sup>-</sup>发行170.30亿元，占比2.34%；AAA信用等级中期票据发行规模仍占据绝对主导地位。

发行主体性质方面，2011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。

**集合中期票据发行数量增幅较大，外部担保增信发行的数量快速增长。**

2011年中期票据市场发行了22期集合中期票据，合计发行规模为66.23亿元，其发行期数和发行规模较2010年分别增长83.33%和89.83%。

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，降低了中小企业融资成本。然而，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。

表 4 2011 年采用外部担保方式发行中小企业中期票据的情况

| 发行人             | 期限<br>(年) | 主体等级     | 担保人                 | 担保方级别 | 债券等级 | 票面利率 (%)            |
|-----------------|-----------|----------|---------------------|-------|------|---------------------|
| 北京农业中小企业        | 3.00      | BB~A-    | 北京首创投资担保有限责任公司      | AA    | AA   | 5.80                |
|                 |           |          | 北京市农业担保有限责任公司       | AA-   |      |                     |
| 中关村高科技中小企业      | 2.00      | BBB~A    | 北京中关村科技担保有限公司       | AA    | AA   | 5.85                |
| 福建省晋江市中小企业      | 2.00      | BBB~BBB+ | 福建省中小企业信用再担保有限责任公司  | AA    | AA   | 8.30                |
| 江苏省宜兴市中小企业      | 2.00      | BBB+~A   | 江苏省信用再担保有限公司        | AA+   | AA+  | 5.40                |
| 江苏无锡南通中小企业      | 2.00      | BBB~BBB+ | 江苏省信用再担保有限公司        | AA+   | AA+  | 5.80                |
| 江苏省中小企业         | 3.00      | BBB+~A-  | 江苏信用再担保有限公司         | AA+   | AA+  | 6.60 (一年定存利率+3.1%)  |
| 济南市国资系统中小企业     | 2.00      | BBB+~A+  | 山东省再担保集团有限公司        | AA    | AA   | 5.95                |
| 山东潍坊中小企业        | 2.00      | BBB~A-   | 山东省再担保集团有限公司        | AA    | AA   | 8.10                |
| 上海浦东新区张江科技型中小企业 | 3.00      | BBB~A-   | 上海市再担保有限公司          | AA    | AA   | 5.99                |
| 上海市浦东新区中小企业     | 3.00      | BB~BBB   | 上海市再担保有限公司          | AA    | AA   | 7.50                |
| 郑州市中小企业         | 3.00      | BBB~A    | 深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司 | AA    | AA   | 6.40                |
| 上海杨浦中小企业        | 3.00      | BBB~A-   | 中国投资担保有限公司          | AA+   | AA+  | 5.40                |
| 湖北省武汉市中小企业      | 3.00      | BBB~A-   | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 5.50 (一年定存利率+2.25%) |
| 四川省成都市中小企业      | 3.00      | BBB~A-   | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 7.20                |
| 河南新乡特色装备中小企业    | 2.00      | BBB+~A-  | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.95                |
| 山东潍坊中小企业        | 3.00      | BBB~BBB  | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.20                |
| 佛山市中小企业         | 3.00      | BB+~BBB+ | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.20                |
| 哈尔滨市中小企业        | 3.00      | BBB~A-   | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 7.00                |
| 常州市中小企业         | 3.00      | BBB~BBB+ | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.18                |
|                 | 2.00      | BBB~BBB  | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.10                |
|                 | 3.00      | BBB~BBB+ | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 6.18                |
| 陕西省农业和科技中小企业    | 3.00      | BBB~BBB  | 中债信用增进投资股份有限公司      | AAA   | AAA  | 7.80                |

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2011 年采用外部担保方式发行中期票据担保的有 36 期，较 2010 年增加 9 期；担保方分别为中债信用增进投资股份有限公司、中国中材股份有限公司、中国投资担保有限公司、新华水利水电投资公司、深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司、上海市再担保有限公司、山东省再担保集团有限公司、宁波市电力开发公司、南通综艺投资有限公司、江苏省信用再担保有限公司、冀中能源集团有限责任公司、福建省中小企业信用再担保有限责任公司、北京中关村科技担保有限公司、北京首创投资担保有限责任公司，其中包括为 22 期中小企业集合票据提供担保。外部担保有力地推动了中小企业集合票据的发展，同时也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，中诚信、联合资信市场占有率居于前列。

从评级机构市场占有率方面看，2011 年中诚信和联合资信在发行规模、发行期数和发行主体

的评级市场占有率中均处于前列，占比分别为 32.72%和 39.88%、30.93%和 31.63%、31.34%和 29.25%；大公和新世纪占比相对较低。

表 5 2011 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  | 2403.50 | 32.72    | 133     | 30.93    | 105     | 31.34    |
| 联合资信 | 2929.60 | 39.88    | 136     | 31.63    | 98      | 29.25    |
| 大公   | 1400.03 | 19.06    | 93      | 21.63    | 72      | 21.49    |
| 新世纪  | 612.80  | 8.34     | 68      | 15.81    | 60      | 17.91    |
| 合计   | 7345.93 | 100.00   | 430     | 100.00   | 335     | 100.00   |

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

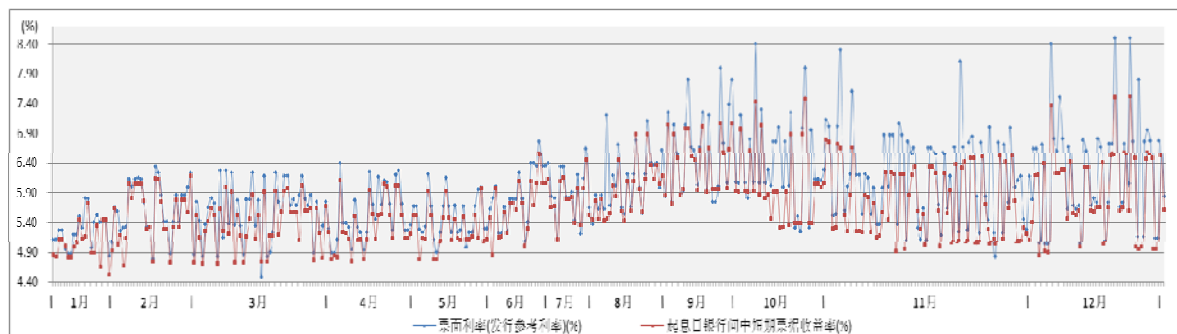
### 三、发行利率与利差分析

2011年共计发行430期中期票据（含22期集合票据），其中，31期采用浮动利率方式发行，18期为累进利率，381期采用固定利率方式发行。

中期票据发行利率整体呈现波动上升趋势，固定利率方式发行的票面利率整体高于同期限同信用等级银行间中短期票据收益率。

发行利率方面，2011年1~7月，中国人民银行先后6次调升金融机构存款准备金率、3次调升贷款基准利率，受货币政策时滞性影响及年初金融机构资金较为充裕影响，2011年上半年中期票据市场不同期限各主体级别发行利率基本保持稳定。随着货币政策逐渐紧缩，许多发行主体从二季度开始加大中期票据发行规模，中期票据发行规模自2011年6月起持续上升，受国内流动性趋紧、发行规模上升及欧美债务危机恶化、全球资本市场避险情绪上升的多重影响，三季度中期票据发行利率快速上升；四季度，中期票据发行利率有所下降，但仍高于上半年平均水平。

图 6 2011 年各期中期票据发行利率与起息日同期限同信用等级银行间中短期票据收益率比较



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

AA+~AAA 级别中期票据发行利率显著低于同期贷款基准利率，AA~AA 级别中期票据下半年发行利率普遍接近或高于同期贷款基准利率。

从融资成本来看，除极个别债项品种外（主要为中小企业集合票据及通过外部担保增信品种），

AA+~AAA 级别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。

相对地，AA-~AA 级别中期票据发行利率在下半年普遍接近或高于同期贷款基准利率。在经历了上半年连续的货币紧缩政策之后，许多企业在无法有效获得银行贷款的情况下，转而通过中期票据融资以替代银行贷款，受市场流动性偏弱影响，融资成本相对较高。

图 7 2011 年中期票据发行利率与起息日银行间中短期票据收益率及贷款基准利率比较



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

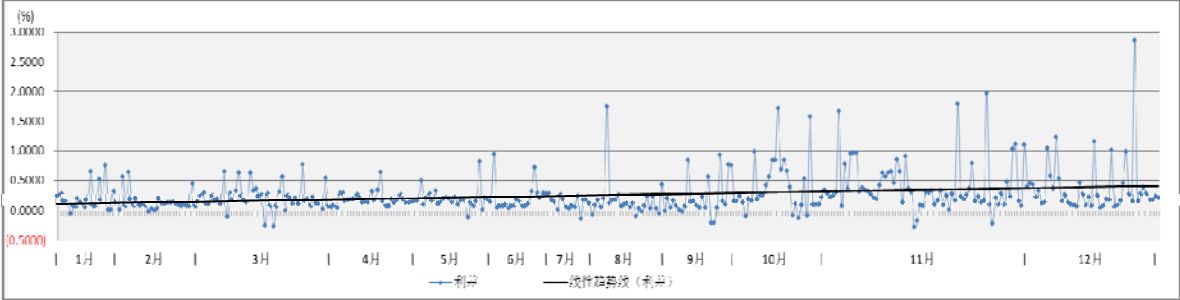
注：5年期AA-级别票据因样本数量不足，未列示。

中期票据发行利率与同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差呈扩大趋势，通过外部担保增信发行的票据品种利差普遍较大。

利差方面，2011年，采用固定利率方式发行的中期票据票面利率整体高于同期限、同信用等级中短期票据收益率，利差总体呈上升趋势。2011年上半年，不同信用级别及期限结构中期票据发行利差整体保持稳定；三季度，随着市场流动性趋紧及全球市场避险情绪上升，投资者倾向于配置低风险资产，AA+、AA、AA-级别中期票据利差有所扩大；四季度，单一发行主体中期票据发行利差整体回落，同时，随着多期中小企业集合票据的集中发行，3年期中小企业集合票据利差整体较大。

2011年，通过外部担保增信发行的中期票据合计36期（中小企业集合票据合计22期，单一发行主体票据合计14期），该类票据利差普遍较大。集合票据方面，“11陕中小SMECN1”（三年期、债项级别AAA、中债信用增进投资股份有限公司担保）与起息日同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差超过285BP，另外，“11成都SMECN1”、“11哈尔滨SMECN1”、“11新乡SMECN1”、“11晋江SMECN1”、“11潍坊SMECN1”等品种发行利差均超过150BP。单一发行主体票据方面，“11中材泥MTN1”（五年期、债项级别AAA、发行主体级别AA-、中国中材股份有限公司担保）与起息日同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差超过170BP，“11双良MTN1”（五年期、债项级别AA+、发行主体级别AA-、江苏省信用再担保有限公司担保）发行利差超过115BP，另外，“11通综投MTN1”、“11新天山MTN1”、“11峰峰MTN2”和“11甬开投MTN1”等品种发行利差均超过70BP。以上情况反映出，随着中期票据市场的发展，投资者风险偏好趋于谨慎，对票据发行定价除关注债项信用级别外，更侧重发行主体的信用基本面、担保方的主体信用状况以及担保方式差异的综合分析。

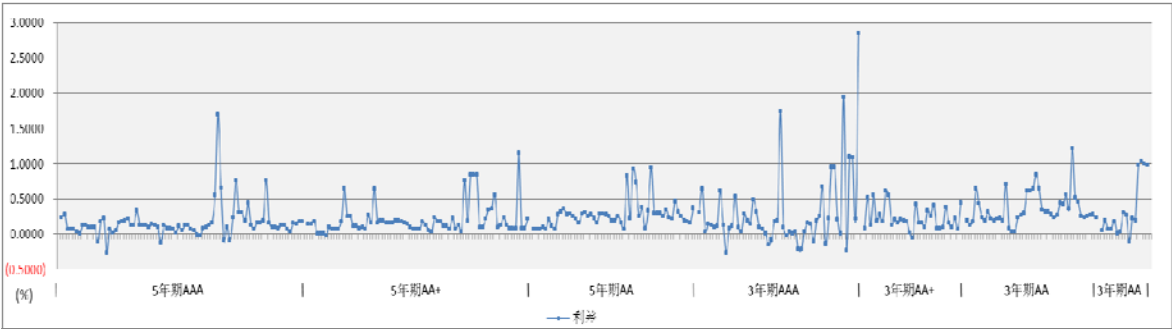
图 8 2011 年各期中期票据发行利率与起息日同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

另一方面，2011年，中票市场各信用等级主体均出现了发行利率与银行间中短期票据收益率呈负利差的情况。随着发行主体的增加，投资者对不同评级机构评定的相同级别的发行主体的认可度差异增大，而对同一信用等级中的部分优质企业认可程度高，反映出投资者对发行主体的信用基本面关注度有所增强。

图 9 2011 年中期票据分期限分级别发行利率与同期限同信用级别银行间中短期票据收益率利差走势



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：5年期AA-级别票据因样本数量不足，未列示。

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，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，同信用等级情况下，3年期发行利率加权均值低于5年期发行利率加权均值。另外，受部分3年期AAA级中小企业集合票据发行利率偏高影响，3年期AAA级别中期票据利率区间及利差标准差均较大。

表 6 2010 年各级别不同期限中期票据对应的利差情况

| 债项级别 | 发行期限 | 利率区间（%）   | 发行利率加权均值（%） | 利差     |       |
|------|------|-----------|-------------|--------|-------|
|      |      |           |             | 均值（BP） | 标准差   |
| AAA  | 3 年  | 4.48~7.80 | 5.297       | 31     | 0.566 |
|      | 5 年  | 4.87~7.00 | 5.316       | 16     | 0.237 |
| AA+  | 3 年  | 4.97~6.73 | 5.691       | 23     | 0.170 |
|      | 5 年  | 5.26~7.38 | 5.935       | 21     | 0.222 |
| AA   | 3 年  | 5.19~7.50 | 6.419       | 36     | 0.229 |
|      | 5 年  | 5.79~7.99 | 6.624       | 28     | 0.191 |

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

#### 四、信用等级整体迁徙情况

截至 2010 年底，存续期内中票发行主体共 235 家（不含私募、集合票据发行主体），其中，18 家主体发行的中票在 2011 年内到期。2011 年内，此 235 家主体中共有 22 家的主体信用等级发生迁徙，且全部为上调。从表 7 可以看出，除 AAA 以外，AA-、AA、AA+三个级别均发生了调整，其中 AA-迁徙至 AA 的比率为 44.44%，AA 迁徙至 AA+的比率为 22.45%，AA+迁徙至 AAA 的比率为 10.61%。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%，而 2009 年底全部存续期内中票发行主体在 2010 年度的整体迁徙率（扣除 AAA 主体）为 32.61%。

2011 年，新增中票发行主体 194 家（不含私募、集合票据发行主体），其中 14 家主体级别在 2011 年度发生了迁徙，且全部为上调，其中 AA-迁徙至 AA 的比率为 20.59%，AA 迁徙至 AA+的比率为 6.76%，AA+迁徙至 AAA 的率为 3.64%。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 8.59%。

表 7 截至 2011 年底所有存续期内中票发行人 2011 年主体信用等级迁移矩阵

| 2010 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁徙率矩阵 |      |        |        |        |         | 2011 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 | AA-    | AA     | AA+    | AAA     | 级别                       | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+    | AAA     |
| AA-                           | 9    | 55.56% | 44.44% |        |         | AA-                      | 34   | 79.41% | 20.59% |        |         |
| AA                            | 49   |        | 77.55% | 22.45% |         | AA                       | 74   |        | 93.24% | 6.76%  |         |
| AA+                           | 66   |        |        | 89.39% | 10.61%  | AA+                      | 55   |        |        | 96.36% | 3.64%   |
| AAA                           | 111  |        |        |        | 100.00% | AAA                      | 31   |        |        |        | 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

与 2010 年相比，2011 年新增中票发行主体数量大幅增长，迁徙率较上年大幅下降，年内新增中票发行主体由 AA-迁徙至 AA 为主。2010 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 年仍然全部向上迁徙，尤以 AA 主体为主。

#### 不同评级机构信用等级迁徙情况说明。

**联合资信：**截至 2010 年底，联合资信评定的具有主体信用等级的中票发行人共 71 家（含 2011 年到期的 6 家），其中 5 家发行人的主体信用等级在 2011 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 7.04%。从表 8 可知，AA+及 AAA 均未发生迁移，而 AA-迁移至 AA 的比率为 50.00%（样本量太小，其迁徙率不作为结论性依据），AA 迁移至 AA+的比率为 22.22%，与全行业平均值相当。

2011 年，联合资信新增中票发行主体 51 家，年内有 2 家调整，整体调整率为 3.92%，其中 AA-至 AA 的迁徙率为 10.00%，AA 至 AA+的迁徙率为 6.25%，均低于行业平均迁徙率。

表 8 截至 2011 年底联合资信所有存续期内中票发行人 2011 年主体信用等级迁移矩阵

| 2010 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |        |         |         | 2011 年新增中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |        |         |         |
|-------------------------------|------|--------|--------|---------|---------|--------------------------|------|--------|--------|---------|---------|
| 级别                            | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+     | AAA     | 级别                       | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+     | AAA     |
| AA-                           | 2    | 50.00% | 50.00% |         |         | AA-                      | 10   | 90.00% | 10.00% |         |         |
| AA                            | 18   |        | 77.78% | 22.22%  |         | AA                       | 16   |        | 93.75% | 6.25%   |         |
| AA+                           | 16   |        |        | 100.00% | 0.00%   | AA+                      | 17   |        |        | 100.00% | 0.00%   |
| AAA                           | 35   |        |        |         | 100.00% | AAA                      | 8    |        |        |         | 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

**中诚信：**截至 2010 年底，中诚信评定的具有主体信用等级的中票发行人共 99 家（含 2011 年到期的 8 家），其中 9 家发行人的主体信用等级在 2011 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 9.09%。从表 9 可知，除 AAA 外，其他级别均有不同程度的变化，其中，AA-至 AA 的迁徙率为 25.00%，低于全行业 44.44%的迁徙率；AA 至 AA+的迁徙率为 23.53%，与全行业 22.45%的迁徙率相当；而 AA+至 AAA 的迁徙率为 16.00%，高于全行业 10.61%的迁徙率。

2011 年，中诚信新增中票发行主体 64 家，年内共有 6 家出现上调，整体调整率为 9.38%，其中 AA-至 AA 的迁徙率为 57.14%，AA 至 AA+的迁徙率为 8.33%，均高于全行业的迁徙率。

表 9 截至 2011 年底中诚信所有存续期内中票发行人 2011 年主体信用等级迁移矩阵

| 2010 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |        |        |         | 2011 年新增中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |        |         |         |
|-------------------------------|------|--------|--------|--------|---------|--------------------------|------|--------|--------|---------|---------|
| 级别                            | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+    | AAA     | 级别                       | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+     | AAA     |
| AA-                           | 4    | 75.00% | 25.00% |        |         | AA-                      | 7    | 42.86% | 57.14% |         |         |
| AA                            | 17   |        | 76.47% | 23.53% |         | AA                       | 24   |        | 91.67% | 8.33%   |         |
| AA+                           | 25   |        |        | 84.00% | 16.00%  | AA+                      | 22   |        |        | 100.00% | 0.00%   |
| AAA                           | 53   |        |        |        | 100.00% | AAA                      | 11   |        |        |         | 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

**大公：**截至 2010 年底，大公评定的具有主体信用等级的中票发行人共 39 家（含 2011 年到期的 3 家），其中 7 家发行人的主体信用等级在 2011 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 17.95%。从表 10 可知，除 AAA 外，其他级别均有不同程度的变化，其中，AA-至 AA 的迁徙率为 100.00%（样本量太小，其迁徙率不作为结论性依据），AA 至 AA+的迁徙率为 25.00%，AA+至 AAA 的迁徙率为 21.43%，全部高于行业的平均迁徙率。

2011 年，大公新增中票发行主体 41 家，年内共有 5 家出现上调，整体调整率为 12.20%，其中 AA-至 AA 的迁徙率为 9.09%，低于全行业平均迁徙率，而 AA 至 AA+的迁徙率为 15.38%，AA+至 AAA 的迁徙率为 25.00%，两者均高于全行业平均迁徙率。

表 10 截至 2011 年底大公所有存续期内中票发行人 2011 年主体信用等级迁移矩阵

| 2010 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |       |         |        |         | 2011 年新增中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |        |        |         |
|-------------------------------|------|-------|---------|--------|---------|--------------------------|------|--------|--------|--------|---------|
| 级别                            | 主体数量 | AA-   | AA      | AA+    | AAA     | 级别                       | 主体数量 | AA-    | AA     | AA+    | AAA     |
| AA-                           | 2    | 0.00% | 100.00% |        |         | AA-                      | 11   | 90.91% | 9.09%  |        |         |
| AA                            | 8    |       | 75.00%  | 25.00% |         | AA                       | 13   |        | 84.62% | 15.38% |         |
| AA+                           | 14   |       |         | 78.57% | 21.43%  | AA+                      | 8    |        |        | 75.00% | 25.00%  |
| AAA                           | 15   |       |         |        | 100.00% | AAA                      | 9    |        |        |        | 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

**新世纪：**截至 2010 年底，新世纪评定的具有主体信用等级的中票发行人共 26 家（含 2011 年到期的 1 家），其中仅 1 家发行人的主体信用等级在 2011 年度由 AA 迁徙至 AA+，整体调整率为 3.85%。

2011 年，新世纪新增中票发行主体 38 家，年内仅有 1 家发行人的主体信用等级有 AA-迁徙至 AA，整体调整率为 2.63%。

表 11 截至 2011 年底新世纪所有存续期内中票发行人 2011 年主体信用等级迁移矩阵

| 2010 年底全部存续期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |         |        |         |         | 2011 年新增中票发行人主体信用等级迁移率矩阵 |      |        |         |         |         |
|-------------------------------|------|---------|--------|---------|---------|--------------------------|------|--------|---------|---------|---------|
| 级别                            | 主体数量 | AA-     | AA     | AA+     | AAA     | 级别                       | 主体数量 | AA-    | AA      | AA+     | AAA     |
| AA-                           | 1    | 100.00% | 0.00%  |         |         | AA-                      | 6    | 83.33% | 16.67%  |         |         |
| AA                            | 6    |         | 83.33% | 16.67%  |         | AA                       | 21   |        | 100.00% | 0.00%   |         |
| AA+                           | 11   |         |        | 100.00% | 0.00%   | AA+                      | 8    |        |         | 100.00% | 0.00%   |
| AAA                           | 8    |         |        |         | 100.00% | 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. 以上数据未包括私募中票及中小企业集合票据发行主体。

综上所述，截至 2011 年底，在四家评级机构中，联合资信评定的中票发行人主体信用等级迁徙主要集中在 AA 至 AA+，其迁徙率与全行业平均值相当；中诚信主要集中在 AA-至 AA，其迁徙率高于行业平均水平；大公评定的主体信用等级在各级别（除 AAA 外）上迁徙较为平均，其在 AA~AA+和 AA+~AAA 上的迁徙率高于行业平均水平；新世纪评定的中票发行人主要受客户数量相对较少、客户区域分布特征等因素影响，其所评定的主体信用等级迁徙率低于行业平均水平。

## 五、市场展望

展望 2012 年，从发行主体看，信用级别为 AA+~AAA 的企业由于显著的权益规模优势，仍具备加大发行规模的空间。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，中票发行主体级别有望进一步多元化，而中小企业集合票据、有担保的中期票据以及非公开定向发行的中期票据等创新型金融产品的发行将继续为中票市场带来新的活力，推动中期票据市场进一步发展。

从发行规模看，2012 年将有 65 期中期票据到期，合计规模为 3234 亿元，且即将到期的中期

票据的发行主体的信用等级均为 AA+~AAA，预计 2012 年该类企业滚动发行中票的可能性较大。2012 年中小企业集合票据和 AA-~AA 级别中期票据的发行规模有望继续扩大，但该类企业整体发行规模相对较小，中期票据的发行总量依然更多地取决于国有大型优质企业的发行量，预计 2012 年中期票据总体发行规模较 2011 年有所增长，但增幅低于 2011 年。

从发行利率看，2011 年，中国人民银行共加息 3 次，并在连续 6 次提高存款准备金率之后于 2011 年 12 月 5 日下调存款准备金率。2011 年持续的紧缩政策带动中期票据的发行利率总体上扬，AA+~AAA 级别中期票据的发行利率显著低于同期贷款基准利率，但 AA-~AA 级别中期票据在 2011 年下半年的发行利率则普遍接近或高于同期贷款基准利率。对 AA+~AAA 级别的企业而言，发行中期票据的成本优势较为明显；对 AA-~AA 级别的企业而言，发行中期票据的成本优势不甚明显。在经历了 2011 年的紧缩政策之后，CPI 指数出现了下行的趋势，经济增长也出现放缓迹象。根据 2011 年 12 月召开的“中央经济工作会议”相关精神，2012 年中国经济总基调为“稳中求进”，即“稳增长、控物价、调结构、惠民生、抓改革、促和谐”，而“积极的财政政策和稳健的货币政策”政策组合保持不变。2012 年货币政策有望出现“定向宽松”的局面，中期票据的发行利率在资金面改善的前提下有望震荡下行。