

联合研究报告

2010. 10. 12

2010 年第三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 年第三季度中期票据市场分析报告

报告编号: 20101012-1

概要

时间: 2010 年 10 月 12 日

分析师:

张晓斌

张 成

丁继平

吕明远

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

本季度,中国经济增速有所企稳,通胀预期和通胀压力仍在增强,在中国政府主动调控的背景下,中国宏观经济整体增速放缓趋势并没有改变,但这种经济下行风险具有可控性和递减性。本季度 7~8 月份资金面持续宽裕,8 月底开始,受多重因素影响,资金面出现紧张,债券市场收益率曲线在资金面和基本面的共同影响下,呈现出先抑后扬态势。

2010 年第三季度共有 56 家发行主体(集合中期票据发行主体按 1 家统计),累计发行中期票据 63 期(含 2 期集合中期票据),合计发行规模达到 1393.70 亿元,发行期数和家数环比有所增长,但发行总规模和单笔发行规模环比下降。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 企业的发行规模占比大。

2010 年第三季度,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,发行利率整体呈现先抑后扬趋势。同期,市场化定价估值体系运行效应显现,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出较强的正相关性,且相关度大幅提高。

展望 2010 年四季度,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继续大幅度上升会存在一定的难度。但各发行主体的发行规模将出现一定程度的分化,超 AAA 的发行主体由于显著的权益规模优势,仍存在加大发行规模的可能性。同时,国家将继续支持民营企业通过债券市场进行融资,鼓励中小企业的集合票据、有担保中期票据为代表的创新类金融产品的发行,将为后续中票市场带来新的活力,有利于推动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 7 月 1 日～2010 年 9 月 30 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

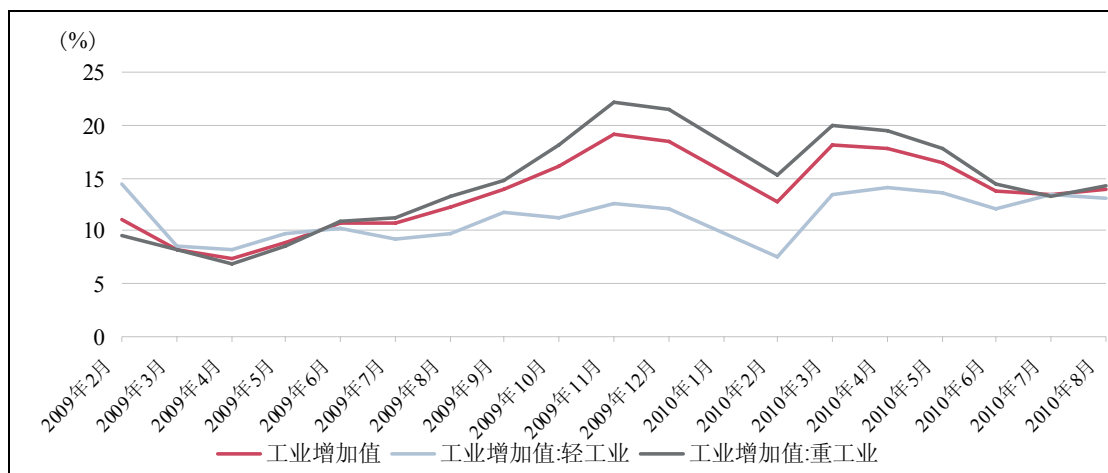
一、宏观经济环境

本季度，中国经济增速有所企稳，通胀预期和通胀压力仍在增强，在中国政府主动调控的背景下，中国宏观经济整体增速放缓趋势并没有改变，但这种经济下行风险具有可控性和递减性。本季度 7~8 月份资金面持续宽裕，8 月底开始，受多重因素影响，资金面出现阶段性紧张，债券市场收益率曲线在资金面和基本面的共同影响下，呈现出先抑后扬态势。

基本面——宏观经济主要指标由下滑转为企稳，但整体增速放缓趋势没有改变

本季度规模以上工业增加值在经历 7 月份的持续下滑后，于 8 月份止跌回升。根据国家统计局公布的数据，2010 年 1~8 月份，规模以上工业增加值同比增长 16.6%，增速比上年同期加快 8.5 个百分点，比 1-6 月份回落 1 个百分点。从第三季度的运行情况看，7 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，延续 4~6 月份同比增速逐月回落局面，7 月份规模以上工业增加值同比增速比 6 月份回落 0.3 个百分点，其中重工业和轻工业分别同比增长 13.3% 和 13.5%，重工业和轻工业增速年内首次出现倒挂；8 月份，受益于重工业的阶段性恢复增长，规模以上工业增加值同比增长 13.9%，比 7 月份加快 0.5 个百分点，扭转了连续四月下降的局面，其中重工业和轻工业分别同比增长 14.2% 和 13.1%；但受中秋节所在月份错位因素（2009 年中秋节在 10 月份）等因素的影响，预计 9 月份规模以上工业增加值同比增速小幅回落已成为大概率事件。由于规模以上工业增加值在 8 月份的反弹基础尚不稳固，在调结构政策背景下，整体增速放缓趋势还将延续。

图 1 工业增加值月度同比增速变化情况



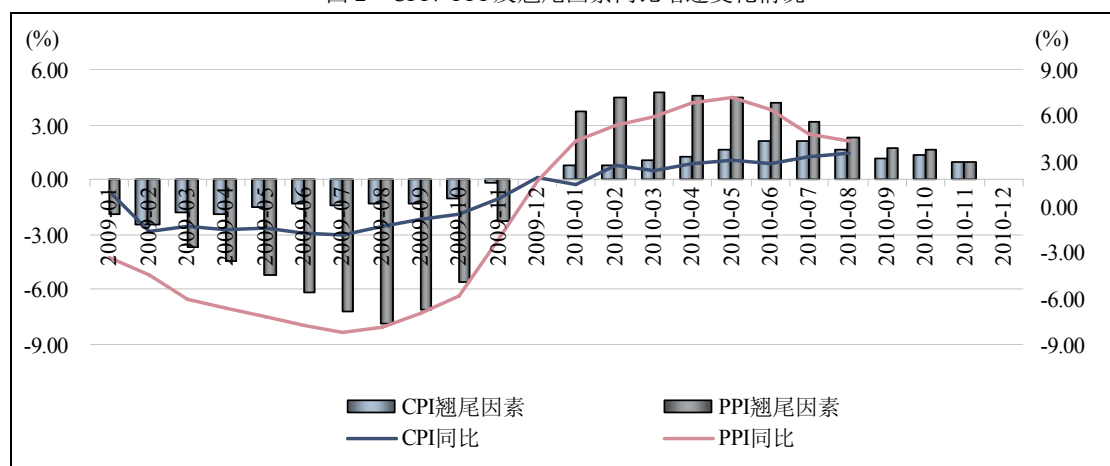
资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从三驾马车运行情况看，投资、消费在本季度也经历了止跌回升的发展阶段，而出口增速有所回落，贸易顺差缩窄。①投资：2010 年 1~8 月份，城镇固定资产投资 140998 亿元，同比增长 24.8%，比 1-6 月份回落 0.7 个百分点。分月度看，7 月份固定资产投资同比增长 22.4%，较 6 月大幅下降约 2.5 个百分点，当月投资的快速下滑，主要原因在于二季度陆续出台的融资平台清理、节能减排，以及房地产市场调控等政策实施，导致新开工项目和重工业投资的大幅下降；8 月由于房地产投资阶段性反弹，带动固定资产投资增速上升，8 月份固定资产投资同比增长 23.9%，较 7 月份增长 1.5 个百分点，其中 8 月份房地产投资环比上涨 9%，同比增长 31%。房地产投资环比增速

出现回升持续性较差，政府相关宏观调控政策作用仍将发力，预计 2010 年第四季度固定资产投资将呈现稳中有降走势。②消费：2010 年 1~8 月份，社会消费品零售总额 97492 亿元，同比增长 18.2%，与 1-7 月持平。分月度看，7 月份社会消费品零售总额同比增长 17.9%，比 6 月份回落 0.4 个百分点；受 8 月份房产下游产业以及汽车消费回暖拉动，社会消费品零售总额同比增长 18.4%，比 7 月份加快 0.5 个百分点。同时受双节影响，消费数据将在 9 月份出现明显的季节性上涨。③出口：2010 年 1~8 月，中国进出口总值 18755.8 亿美元，同比增长 40%，其中出口 9897.4 亿美元，同比增长 35.5%，进口 8858.4 亿美元，同比增长 45.5%，贸易顺差为 1039 亿美元，同比减少 14.6%。受 406 类商品在 2010 年 7 月下旬开始取消出口退税以及国外需求减弱影响，8 月份出口较 7 月放缓 3.68 个百分点，同时进口在 8 月份环比上升 12.5 个百分点，导致当月贸易顺差环比减少 30.4%。

本季度 CPI 和 PPI 同比指数呈现分化走势。其中 CPI 受翘尾因素和新涨价因素的叠加影响连创年内新高，7 月、8 月 CPI 同比分别增长 3.3%和 3.5%，其中 8 月份 CPI 在翘尾因素见顶回落的背景下再次冲高，这与食品价格的快速走高密切相关。根据商务部发布的每周食用农产品价格指数，9 月份食品价格仍呈现上行趋势，预计 9 月份 CPI 同比将继续创出年内新高，三季度通胀压力和通胀预期仍在增强。而 PPI，主要受翘尾因素的影响，自 6 月份开始逐步回落以及前期国际大宗商品价格快速回落的共同影响下，PPI 从 6 月份开始见顶回落，7 月份和 8 月份延续回落态势，同比增速分别为 4.8%和 4.3%。PPI 和 CPI 走势分化，随着 PPI 的回落，未来 PPI 向 CPI 传导通胀的压力有望缓解。

图 2 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

总体看，本季度中国经济在经历季初的温和回落之后，在 8 月份开始企稳，经济增长好于预期，但整体经济增速放缓的大趋势没有改变，通胀压力和通胀预期仍在增强。

政策面——宏观政策的主基调是保持政策的稳定

2010 年下半年宏观政策的主基调是保持政策的稳定，核心是处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系。

财政政策方面，本季度地方融资平台清理已取得初步进展，7 月下旬以来城投债的重新开闸也为地方基础设施建设提供了保证。2010 年 9 月 1 日，发改委提出“下半年要全力完成两年 4 万亿

的投资计划，要求加快推进中央投资项目建设，确保已下达投资计划的项目在中央检查组秋季检查前按要求如期开工”，“当前要全力推进中央投资项目顺利完成并发挥效益，在确保质量的前提下加快项目实施”。同时，住建部9月20日提出，为加大保障性安居工程建设力度，中央财政692亿元专项补助资金已全部下达，各地9月底前必须实现保障安居工程全部开工，年末建成或基本建成的要达到60%以上。发改委重申4万亿投资计划推进问题，住建部对于安居房在年内建设进度的明确，显示在当期经济增速放缓、固定资产投资回落的背景下，以上调控措施落实有助于确保经济的平稳过渡。同时根据财政部公告的财政收支情况，2010年1~8月中国实现财政收入5.67万亿，同比增长23.6%，完成预算收入的76.6%，实现财政支出4.60万亿，同比增长19.2%，低于财政收入增幅4.4个百分点，且仅完成预算支出的54%；2010年1~8月财政盈余1.07万亿，而年初制定的赤字计划为1.05万亿，预计2010年第四季度财政支出空间较大，财政政策将处于一个宽松的环境。

产业政策方面，节能减排和房地产调控仍是政策重点。①节能减排：根据“十一五”规划要求，2010年单位GDP能耗比2005年要降低20%左右。根据国家统计局公布的数据，2006至2009年中国累计单位GDP能耗降幅为15.69%，2010年上半年出现反弹，GDP单位能耗同比上升0.09%，因此5%左右的能耗下降指标将集中在2010年下半年，三季度各地出现的“拉闸限电”正是这一政策的反应。同时，2010年8月份工信部公告了水泥、造纸、印染、焦炭、炼铁、铁合金等18个工业行业2087家淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在2010年9月底前关闭。②房地产调控：自2010年4月17日中央出台了房产新政后，房地产投资高速增长态势有所回落，但8月份以来，全国部分城市房地产成交量迅速反弹，房价上升的内在驱动力也在增强，国土资源部、住建部在9月份联合下发《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，9月30日，国家有关部委分别出台遏制部分城市房价过快上涨的文件，内容上主要还是以重申、细化和加强落实“国十条”为主，其中信贷和税收政策更为严厉，中央对房地产的二次调控如期而至。节能减排和房地产调控政策的进一步落实，是宏观调控中调结构的重要举措，对于中国经济增速具有较强的拉低作用，结合相对宽松的财政政策对于未来经济的正面拉动作用，中国政府这些主动调控举措，使得中国经济整体增速放缓趋势具有可控性和递减性。

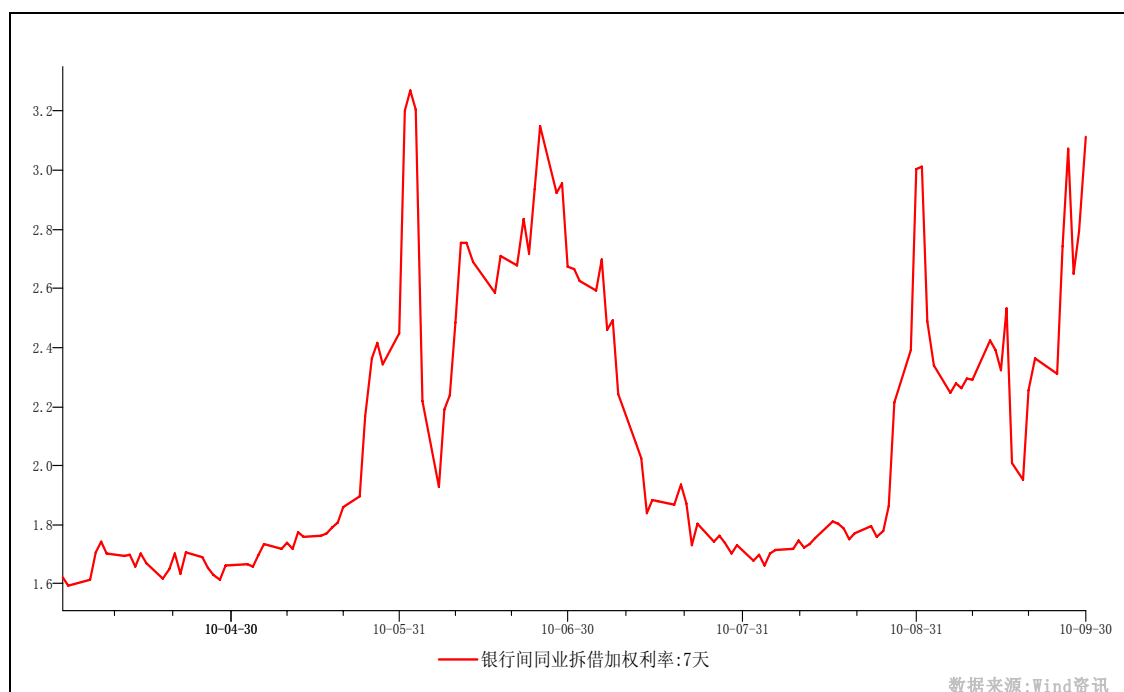
货币政策方面，央行实施适度宽松货币政策的整体思路未变，但在不同阶段货币政策工具的应用有所微调。从信贷政策来看，在投放节奏方面，虽然本季度7、8月份人民币新增贷款分别为5328亿元和5452亿元，信贷增量略超预期的5000亿元，但下半年整体投放量基本将控制在年初制定的“3:3:2:2”投放计划中；在贷款投向方面，银监会对房地产开发、高耗能产业等的贷款投向仍采取了控制措施。从公开市场操作来看，结合资金流动性需要以及货币投放总体目标，央行灵活应用公开市场操作业务，其中7月份实现1100亿元资金的净投放，8月份实现1090亿元的净回笼，9月份实现净投放1290亿元。在公开市场操作业务工具选择上，由于本季度CPI连创新高，在尚未动用利率工具之前，现阶段货币管理当局主要采用发行3年期央票作为其管理远期通胀预期的重要工具之一，继2010年4月8日重启3年期央票后，三季度3年期央票发行量合计5380亿元，高于二季度750亿元。

资金面——整体资金面相对宽裕，受多重因素影响，资金面出现阶段性紧张

以银行间同业拆借7天质押式回购利率R007为代表的货币市场利率与银行间市场资金面具有

较强的联动性，在此以 R007 来说明本季度资金面变化情况。本季度 7 月份起，银监会规范银信理财业务，要求表外资产在 2010-2011 年全部转入表内，以及央行在公开市场操作持续净投放资金，加上 6 月底季末效应的消除以及中行转债冻结资金解冻，6 月份出现的资金面紧张状况开始缓解，以 R007 为代表的货币市场利率由 7 月初的 2.66% 左右回落至 7 月底的 1.75% 左右；8 月份银行间市场资金持续宽裕，R007 主体区间运行在 1.80% 以下，8 月底受工行可转债发行（冻结资金约 2.6 万亿）及月末资金压力，短期资金受到阶段性冲击，R007 亦脉冲上行至 3.00% 左右；9 月初资金面得以缓解，但受中秋节和国庆节假日的现金需求影响，即使央行通过公开市场业务实行净投放，但节前资金面仍重现紧张局面，R007 在 9 月 20 日以后又呈现震荡上行趋势。总体而言，本季度资金面相对宽裕，受以上各因素影响，资金面出现阶段性紧张局面，货币市场利率 R007 在本季度呈现底部渐进抬高并夹杂较多脉冲变动特点。

图 3 货币市场利率—R007 变化情况（2010.4.1—2010.9.30）



债券市场——发行规模小幅下降，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率曲线先抑后扬

本季度债券市场发行规模合计 28444.93 亿元，同比下降 5.44%，其中以国债、代发地方政府债和央票为代表的利率产品整体发行规模合计 18549.30 亿元，同比下降 9.38%，以金融债、企业债、中票及集合票据、短券、公司债和可转债为代表的信用产品整体发行规模合计 9895.63 亿元，同比增长 2.95%，利率产品和信用产品中各细分品种增幅差异显著。具体表现在：

利率产品：（1）国债：2010 年以来，由于中央投资项目同比增速放缓，国债发行规模逐季度减少。2010 年三季度共发行国债 4556.30 亿元，同比减少 15.89%。（2）代发地方政府债：由于 2010 年计划发行的 2000 亿元代发地方政府债券于 6 月中下旬才启动，在三季度进入发行高峰期，受发行时间延后影响，三季度代发地方政府债券发行规模合计 1255 亿元，同比增长 268.04%，但全年计划发行规模与 2009 年相同。（3）央票：本季度央行在公开市场业务中以净投放为主，央票发行规模同比和环比均有所下降。本季度央票发行规模合计 12738.00 亿元，同比和环比分别下降 13.41%

和 18.24%，但央票发行规模占比仍稳居第一。

信用产品：本季度信用产品中除金融债券和公司债券发行规模下降外，其他各品种发行规模出现普涨，其中企业债和短券发行规模增速显著。（1）企业债：8 月份融资平台管理细则出台后，城投企业发债条件更趋明朗，发改委明确表示 2010 年下半年将加快企业债发行审批，计划完成 100-150 家企业审核。8 月份以来，以城投债为代表的企业债券发行提速，打破了本年二季度企业债券发行规模锐减的格局。三季度企业债券发行规模合计 1119.63 亿元，同比和环比分别增长 30.34%和 124.60%。（2）中票：本季度中票发行 1383.00 亿元，同比增长 4.22%。（3）短券：2010 年以来短券发行规模持续增长，本季度短券发行规模合计 2092.00 亿元，同比和环比分别增长 30.62%和 9.22%，其占比由 2009 年三季度的 5.32%提升至本季度的 7.35%。

表 1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年三季度		2010 年三季度		发行规模同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
国债	5417.30	18.01	4556.30	16.02	-15.89
地方政府债	341.00	1.13	1255.00	4.41	268.04
央票	14710.00	48.90	12738.00	44.78	-13.41
金融债	5395.30	17.94	5009.00	17.61	-7.16
企业债	859.00	2.86	1119.63	3.94	30.34
中票	1327.00	4.41	1383.00	4.86	4.22
集合票据	--	--	10.70	0.04	--
短券	1601.55	5.32	2092.00	7.35	30.62
公司债	361.00	1.20	5.00	0.02	-98.61
可转债	68.40	0.23	276.30	0.97	303.95
合计	30080.55	100.00	28444.93	100.00	-5.44

资料来源：中国债券信息网、wind 资讯、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短券发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，三季度债券市场收益率曲线整体呈现先抑后扬态势，但受资金面、基本面等多重因素的影响，收益率曲线走势阶段性明显，主要分为以下三个阶段：

第一阶段（7 月初-7 月底）：收益率快速下滑。这一阶段，银行监管压力释放，流动性重回宽松局面，虽然在 7 月下半月公开市场操作出现资金回笼迹象，股市反弹的“跷跷板”效应也进一步分流了市场资金，但整体资金面仍较为宽裕，资金面的回暖是该阶段债券市场收益率走势的主导力量。其中利率产品收益率降幅在 5-20BP 之间，信用产品收益率降幅在 25-35BP 之间，信用产品与利率产品的利差空间缩窄。

表 2 关键期限债券到期收益率变化情况（7.15-7.31）

债券品种	6 月 30 日 (%)	7 月 31 日 (%)	降幅 (BP)	债券品种	6 月 30 日 (%)	7 月 31 日 (%)	降幅 (BP)
国债 (1 年期)	2.12	1.93	19	中短期票据 AAA(1 期)	3.03	2.69	34
国债 (5 年期)	2.64	2.66	-2	中短期票据 AA+(1 年期)	3.22	2.88	34
央票(1 年期)	2.34	2.19	15	中短期票据 AA(1 年期)	3.40	3.02	38
央票 (3 年期)	2.72	2.67	5	中短期票据 AAA(5 年期)	4.08	3.82	26
企业债 AAA(5 年期)	3.94	3.73	21	中短期票据 AA+(5 年期)	4.43	4.11	32

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

第二阶段（8 月初-8 月底）：收益率短升长降，但波动较小。这一阶段，7 月份经济数据于 8

月中上旬公告，虽然 3.3% 的 CPI 创下年内新高，但由于本国经济增速放缓，加之银信合作的叫停，投资者对于债市尤其是信用类债券的热情并没有因通货膨胀预期而受到影响，债券收益率小幅走低。8 月底，由于股票、债券的密集发行尤其是 250 亿工行可转债的申购，资金面阶段性吃紧，短期债券收益率上涨明显（短期利率产品仍下降），而长期债券收益率在基本面主导下仍维持下滑态势。

表 3 关键期限债券到期收益率变化情况（7.31-8.31）

债券品种	7 月 31 日 (%)	8 月 31 日 (%)	增幅 (BP)	债券品种	7 月 31 日 (%)	8 月 31 日 (%)	增幅 (BP)
国债 (1 年期)	1.93	1.91	-2	中短期票据 AAA(1 期)	2.69	2.73	4
国债 (5 年期)	2.66	2.63	-3	中短期票据 AA+(1 年期)	2.88	2.90	2
央票(1 年期)	2.19	2.10	-9	中短期票据 AA(1 年期)	3.02	3.07	5
央票 (3 年期)	2.67	2.67	--	中短期票据 AAA(5 年期)	3.82	3.67	-15
企业债 AAA(5 年期)	3.73	3.66	-7	中短期票据 AA+(5 年期)	4.11	4.03	-8

资料来源: wind 资讯、联合资信整理

第三阶段（9 月初-9 月底）：收益率短暂下降后迅速反弹，短期债券收益率上升幅度更大。9 月初期，因工行转债申购资金解冻，加上央行通过公开市场业务实现净投放，导致债券收益率曲线出现短暂下降；9 月 11 日以后，8 月份经济数据公告，基本面好于预期，CPI 再创新高，市场对于加息预期较强，收益率开始向上调整；9 月 20 日以后，受中秋和国庆双节影响，以及季末考核因素影响，资金面重现紧张局面，同时 8 月份以来，信用类产品供给不断加大，在资金供求失衡的情况下，收益率曲线进一步抬升，其中短期信用品种收益率上行更为明显，9 月底银行间 1 年期中短期票据 AAA、AA+以及 AA 的收益率已经接近甚至超过 6 月底水平。

图 4 关键期限债券到期收益率三季度整体变化情况

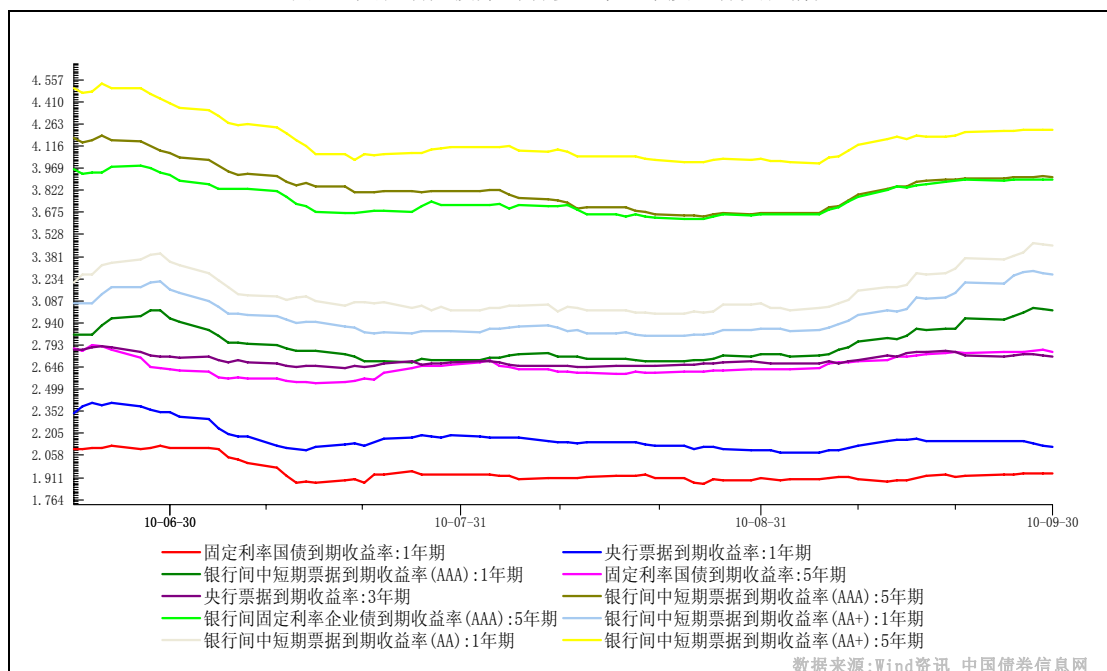


表4 关键期限债券到期收益率变化情况（8.31-9.30）

债券品种	8月31日(%)	9月30日(%)	增幅(BP)	债券品种	8月31日(%)	9月30日(%)	增幅(BP)
国债(1年期)	1.91	1.94	3	中短期票据 AAA(1期)	2.73	3.02	29
国债(5年期)	2.63	2.75	12	中短期票据 AA+(1年期)	2.90	3.26	36
央票(1年期)	2.10	2.12	2	中短期票据 AA(1年期)	3.07	3.45	38
央票(3年期)	2.67	2.72	5	中短期票据 AAA(5年期)	3.67	3.91	24
企业债 AAA(5年期)	3.66	3.90	24	中短期票据 AA+(5年期)	4.03	4.22	19

资料来源：wind 资讯、联合资信整理

二、 中期票据发行市场情况

中期票据发行期数和家数环比有所增长，但发行总规模和单笔发行规模环比下降。

从发行规模上看，2010年第三季度共有56家发行主体（集合中期票据发行主体按1家统计），累计发行中期票据63期（含2期集合中期票据），合计发行规模达到1393.70亿元，与2010年第二季度相比，发行总规模和单笔发行规模分别下降20.34%和29.19%，发行期数和发行主体分别增长12.50%和16.67%。

表5 中期票据发行基本情况

项目	2010年第一季度	2010年第二季度	2010年第三季度	环比增长率(%)
发行总规模(亿元)	1147	1749.50	1393.70	-20.34
发行期数(期)	62	56	63	12.50
发行主体(家)	58	48	56	16.67
单笔发行规模(亿元)	18.50	31.24	22.12	-29.19

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理，2010年第三季度发行期数含2期集合中票，统计以起息日作为统计口径。

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，为626.40亿元，占比44.95%，共发行20期，占比31.75%；发行规模超过100亿元的为4期，包括4家发行主体，分别为中国联合网络通信有限公司、中国国电集团公司、中国建筑股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司，均为中央直属企业，发行总规模为425亿元，占比为30.49%，单笔发行规模达到106.25亿元。

表6 2010年第三季度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	6	9.52	21.30	1.53	3.55
5亿元<发行规模≤10亿元	12	19.05	74.40	5.34	6.20
10亿元<发行规模≤20亿元	21	33.33	246.60	17.69	11.74
20亿元<发行规模≤50亿元	20	31.75	626.40	44.95	31.32
发行规模≥100亿元	4	6.35	425.00	30.49	106.25
合计	63	100.00	1393.70	100.00	22.12

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理，2010年第三季度发行期数含2期集合中票，统计以起息日作为统计口径。

总体看，2010年第三季度中期票据的参与主体数量环比均有所增加，但发行总规模和单笔发行规模环比出现较大幅度下降，主要是受大额中期票据发行规模下降影响（二季度大额中期票据

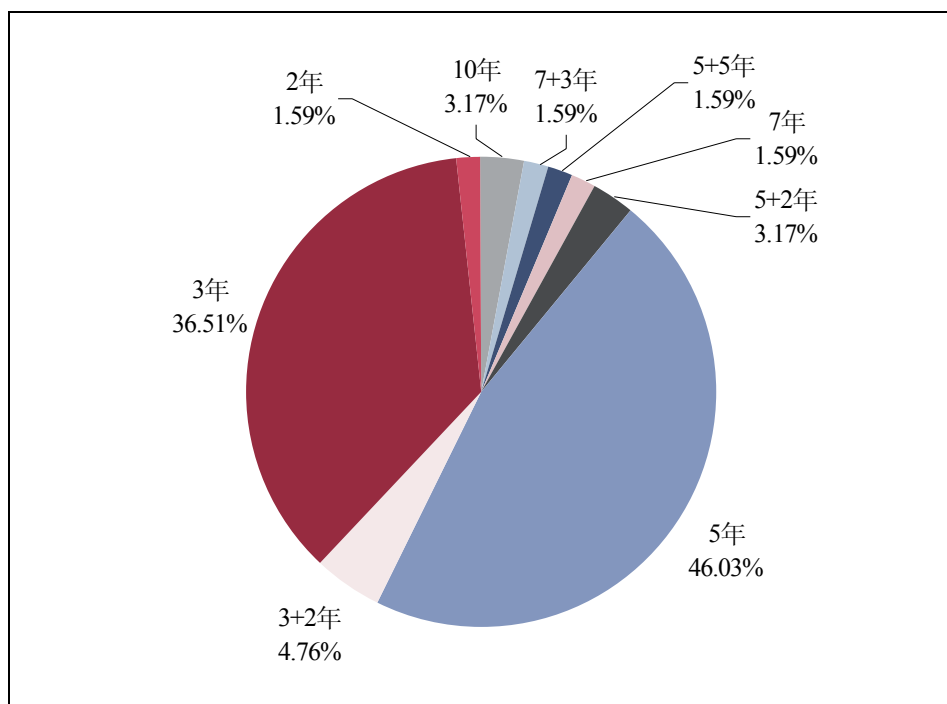
发行 850 亿元，三季度为 425 亿元，同比降幅达 50%)；若剔除大额中期票据发行影响，2010 年三季度中期票据发行规模为 968.70 亿元，与 2010 年二季度 899.50 亿元相比（剔除发行的大额中期票据），环比增长 7.69%。

发行期限以 5 年期为主，3 年期次之。

从发行期限来看，2010 年第三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 29 期和 23 期，分别占总发行期数的 46.03%和 36.51%；本季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 7 期，占发行总期数的 11.11%，其中 3+2 年的 3 期，5+2 年的 2 期，5+5 年的 1 期，7+3 年的 1 期；继铁道部和中国中信集团公司发行两期 10 年期中期票据后，三季度中出现了 4 期 10 年期中期票据，其中 10 年期 2 期，7+3 年、5+5 年各 1 期，分别为中国中信集团公司发行的 40 亿元中期票据（10 年）、中国远洋控股股份有限公司 50 亿元中期票据（10 年）、中国建筑股份有限公司 100 亿元中期票据（7+3 年）和中国冶金科工股份有限公司 100 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 2010 年第三季度总共发行的 63 期中期票据中，有 48 期采用固定利率方式发行，占比为 76.19%；有 15 期采用浮动利率（含累计利率）方式发行，占比为 23.81%。

图 5 2010 年第三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，发行主体的高等级占比高，AAA 企业的发行规模占比大。

2010 年第三季度发行中期票据（不含集合票据）的 54 家发行主体中，主体信用等级为 AAA 的 24 家，占比为 44.44%，AA⁺的 14 家，占比为 25.93%，AA 的 12 家，占比为 22.22%，AA⁻的 4 家，占比为 7.41%；中票发行主体信用等级以 AAA 和 AA⁺为主。从不同级别的发行规模看，AAA 的发行 1044 亿元，占比 75.49%；AA⁺发行 156 亿元，占比 11.28%；AA 发行 144 亿元，占比 10.41%；

AA⁻发行 39 亿元，占比 2.82%；AAA 信用等级的中期票据发行规模仍占据绝对主导地位。

2010 年 7 月 14 日，重庆化医控股（集团）公司发行 6 亿元，期限为 5 年的中期票据，其中 3 亿元为普通型中期票据，债项评级为 AA⁺，3 亿元为附有“中债合约 I 号”的信用增进型中期票据，债项评级为 AAA。发行结果为，普通型中期票据发行利率为 4.36%，百元面值的信用增进型中期票据发行价格为 101.6 元，其中“中债合约 I 号”价格 1.6 元。“中债合约 I 号”的亮点在于，赋予投资人一个信用增进选择权，投资人既可以选择发行人发行的纯信用的普通票据，也可以选择由合约与普通票据捆绑形成的信用增进型票据。本次可选择信用增进票据的成功发行上市，为未来推出信用风险缓释工具奠定了基础，信用级别较低的中小企业，今后在银行间发债将逐渐成为可能。

2010 年 9 月 20 日，华新水泥股份有限公司发行 3 年期 6 亿元中期票据，本期中期票据无担保，中诚信对华新水泥股份有限公司的主体评级为 AA⁻，债项评级为 AA⁻，发行利率为 3.95%；华新水泥股份有限公司中期票据的发行，打破了中期票据市场债项信用等级低于 AA 的下限。

发行主体性质方面，2010 年第三季度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，民营（包括外资控股）企业性质所占比重低（分别为浙江恒逸集团有限公司、华新水泥股份有限公司）。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。

集合中期票据继续发行，外部担保的方式快速增长

2010 年第三季度采用外部担保方式发行中期票据担保的有 11 期，同比 2010 年二季度增加 8 期；担保方分别为中债信用增进投资股份有限公司、国电电力发展股份有限公司、江苏省信用再担保有限公司，其中包括 1 期山东潍坊中小企业集合票据、1 期江苏省高新技术中小企业第一期集合票据。外部担保的引进，有利于推动中票市场的进一步扩容，预计未来外部担保方式将会呈现增长趋势。

表 7 2010 年 3 季度采用外部担保方式发行中期票据的情况

发行人	期限（年）	主体等级	担保人	担保方级别	债券等级	票面利率（%）
重庆化医控股（集团）公司	5	AA ⁺	中债公司	AAA	AAA	4.36
国电英力特能源化工集团股份有限公司	5	AA ⁻	国电电力	AAA	AAA	3.88
北京京城机电控股有限责任公司	5	AA ⁺	中债公司	AAA	AAA	3.8
山东潍坊中小企业	2	BBB ⁺ ~A	中债公司	AAA	AAA	3.15（一年定存利率+0.9%）
中国普天信息产业股份有限公司	3	AA	中债公司	AAA	AAA	3.37
中国普天信息产业股份有限公司	3	AA	中债公司	AAA	AAA	3.37
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	3	AA ⁻	中债公司	AAA	AAA	3.37
唐山国丰钢铁有限公司	5	AA	中债公司	AAA	AAA	4.05
浙江恒逸集团有限公司	3	AA ⁻	中债公司	AAA	AAA	3.68
江苏省高新技术中小企业	3	BBB ⁻ ~BBB ⁺	江苏再担保	AA ⁺	AA ⁺	4.10（一年定存利率+1.85%）
中国恒天集团有限公司	5	AA ⁺	中债公司	AAA	AAA	4.25

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

继发行 4 期集合中期票据后，2010 年 3 季度中期票据市场发行了 2 期集合中期票据，即 2010 年山东潍坊中小企业集合中期票据和江苏省高新技术中小企业集合中期票据，该票据仍采用“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。

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。

在评级机构中，中诚信、联合资信市场占有率名列前茅

2010 年第三季度，从评级机构市场占有率方面看，中诚信在发行规模、发行期数和发行主体的评级市场占有率中均处于第一，占比分别为 56.18%、46.03%和 44.64%；联合资信位居第二，占比分别为 25.92%、30.16%和 30.36%；大公和新世纪占比偏低。

表 8 2010 年第 3 季度评级机构市场情况

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
联合资信	361.3	25.92	19	30.16	17	30.36
大公	153.4	11.01	9	14.29	8	14.29
中诚信	783	56.18	29	46.03	25	44.64
新世纪	96	6.89	6	9.52	6	10.71
合计	1393.7	100.00	63	100.00	56	100.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理，2010 年第三季度发行期数含 2 期集合中票，统计以起息日作为统计口径。

三、 发行利率与利差分析

市场化定价估值体系运行效应显现，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出较强的正相关性，且相关度大幅提高。

定价机制方面，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 9 的相关性检验数据显示，2010 年三季度 AAA 和 AA⁺信用等级中票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。由于银行间交易商协会于 2010 年 6 月 4 日通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》，中票发行利率主要以非金融企业债务融资工具定价估值为基础，而非金融企业债务融资工具定价估值与同期银行间中短期票据收益率之间差异不大，因此中票发行利率与同期银行间中短期票据收益率之间相关度较 2010 年二季度大幅提高，市场化定价估值体系运行效应显现。

表 9 中期票据与同期银行间中短期票据收益率之间相关性

相关系数	AAA		AA ⁺		AA	
	3 年	5 年	3 年	5 年	3 年	5 年
2010 年第二季度相关系数 ρ^*	0.2405	0.5846		0.4074		
2010 年第三季度相关系数 ρ^*	0.5295	0.6538	0.6481	0.8884		

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

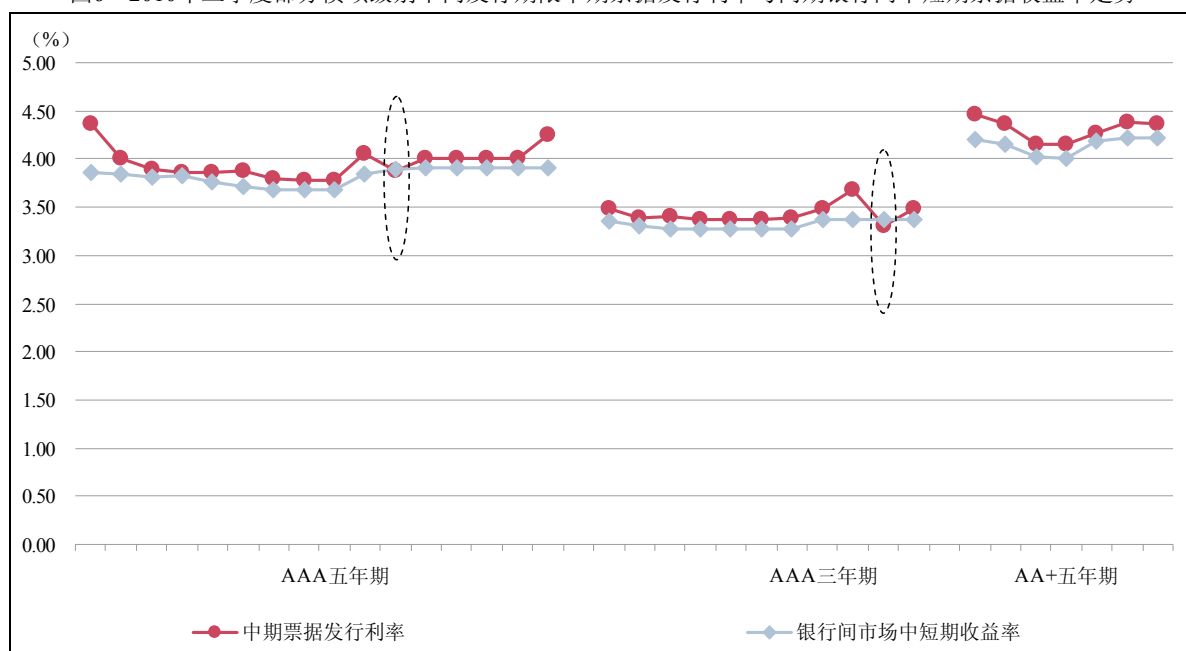
*注：在进行相关性检验时剔除了以浮动利率和含投资人选择权方式发行的中期票据样本数据；剔除以上数据后，对样本量不足的，未进行相关性检验。

中期票据发行利率整体呈现先抑后扬趋势。

从债券市场收益率表现来看，三季度债券市场收益率曲线整体呈现先抑后扬态势，但受资金面、基本面等多重因素的影响，收益率曲线走势阶段性明显。从图6可以看出，三年期AAA、五年期AAA和五年期AA⁺银行间中短期票据收益率呈现先抑后扬趋势，同期限、同级别发行主体利率也整体呈现同向变化。从发行利差看，基本保持平稳。

三季度，中期票据整体发行利率显著低于同期贷款基准利率，中期票据融资成本优势明显（见表10）。2010年三季度，共计发行的63期中期票据中（含2期集合票据），9期采用浮动利率方式发行，6期为累计利率，48期采用固定利率方式发行，采用固定利率方式发行的票面利率整体高于同期限、同信用等级中短期票据收益率。

图6 2010年三季度部分债项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，样本只包括固定利率发行主体。

注：1、AAA五年期中期票据发行利率低于中短期收益率为中国五矿集团公司发行的5年期中期票据；

2、AAA三年期中票票据发行利率低于中短期收益率为中国联合网络通信有限公司发行的3年期中期票据。

表10 2010年三季度不同债项级别的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：%）

月份	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
7月	3.49	4.09	3.80	4.41	--	--	5.40	5.76
8月	3.38	3.83	3.80	--	4.05	4.60	5.40	5.76
9月	3.47	4.03	3.79	4.26	4.05	4.52	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，样本只包括固定利率发行主体。

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，三季度中期票据3年期和5年期发行利率差别均在50BP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，不同级别在0~50BP之间。

表11 2010年三季度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	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差	
				均值 (BP)	标准差
AAA	3 年	3.31~3.68	3.43	11.52	8.61
	5 年	3.78~4.36	3.96	14.38	12.22
AA ⁺	3 年	3.79~3.80	3.80	14.35	6.56
	5 年	4.15~4.46	4.31	16.27	5.46
AA	3 年	4.05	4.05	--	--
	5 年	4.52~4.61	4.58	18.27	6.30

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理，样本只包括固定利率发行主体。

注：3 年期 AA 样本 3 个，发行利率均为 4.05%。

总体看，2010 年第三季度，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，发行利率整体呈现先抑后扬趋势。同期，市场化定价估值体系运行效应显现，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出较强的正相关性，且相关度大幅提高。

四、 市场展望

展望 2010 年四季度，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继续大幅度上升会存在一定的难度。但各发行主体的发行规模将出现一定程度的分化，超 AAA 的发行主体由于显著的权益规模优势，仍存在加大发行规模的可能性。同时，国家将继续支持民营企业通过债券市场进行融资，鼓励中小企业的集合票据、有担保中期票据为代表的创新类金融产品的发行，将为后续中票市场带来新的活力，有利于推动中期票据市场的进一步发展。