

联合研究报告

2011. 1. 13

2010 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.

2010 年度中期票据市场分析报告

报告编号: 20110113-1

概要

时间: 2011 年 1 月 13 日

分析师:

张 成

王 佳

王立婷

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

2010 年度,中国经济增长势头不断巩固,经济结构调整力度加大,货币条件逐步回归常态,通货膨胀问题逐渐凸显,央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理,银行间市场资金面呈趋紧态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下,呈现出先抑后扬态势。

2010 年中期票据发行期数和发行主体数量均有所增长,但总体发行规模同比有所下降;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;并出现可选择信用增进票据;集合中期票据发行期数和发行规模大幅增加;发行利率呈先抑后扬趋势,但仍显著低于同期贷款基准利率,融资成本优势明显;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仍存在负利差情况,且在第四季度较为集中;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很强的正相关性;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,尤以 AA 和 AA⁺主体向上迁徙为主。2010 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 2011 年,中票发行主体级别有望进一步多元化,这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。中小企业集合票据的发行规模有望加大,但该类企业整体发行规模相对较小,中期票据的发行总规模更多地仍取决于国有大型优质企业的发行量,预计 2011 年中期票据总体发行规模较 2010 年稳定中有小幅增长。受货币政策由宽松转为稳健影响,2011 年中期票据发行利率有望呈现“先上升后平稳”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：2010 年 1 月 1 日～2010 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

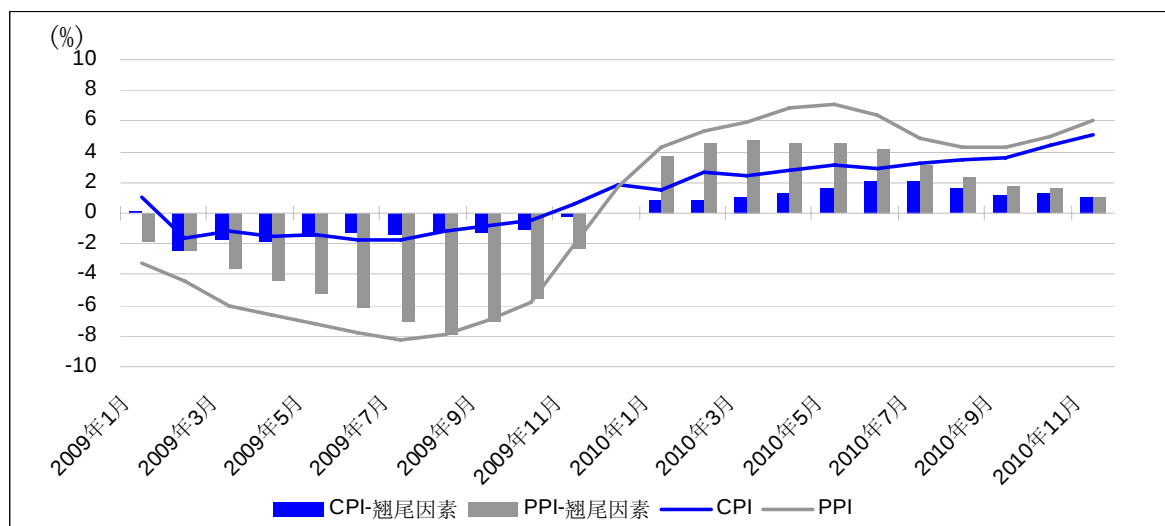
2010 年，中国经济增长势头不断巩固，经济结构调整力度加大，货币条件逐步回归常态，通货膨胀问题逐渐凸显，央行综合应用多种货币政策工具加强流动性管理，银行间市场资金面呈趋紧态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈现出先抑后扬态势。

基本面——宏观经济平稳增长，经济增长结构协调性增强，通货膨胀压力不断加大

2010 年以来，国内宏观经济平稳较快增长，向好势头不断巩固。根据国家统计局数据，2010 年前三季度，中国实现国内生产总值 268660 亿元，累计同比增长 10.60%，GDP 季度同比增速呈现“前高后低”态势，但季调后环比增速在经过一季度的下滑后，在三季度出现超预期回调，四季度小幅上升，宏观经济出现趋稳态势。2010 年 1~11 月，中国规模以上工业增加值同比增长 15.8%，较 2009 年同期加快 5.5 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）实现利润 3.88 万亿元，同比增长 49.35%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，投资、消费和出口拉动经济的协调性增强，消费保持较快增长趋势，投资结构有所改善，对外贸易持续恢复。2010 年 1~11 月，社会消费品零售总额为 13.92 万亿元，同比增长 18.40%，同比增速呈稳步上升趋势，较 2009 年同期加快 3.1 个百分点。2010 年 1~11 月，全社会固定资产投资为 21.07 万亿元，同比增长 24.9%，较 2009 年同期降低 7.2 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，第三产业投资增速快于第一、第二产业。对外贸易持续恢复，进口表现好于出口。2010 年 1~11 月，进出口总额为 2.68 万亿美元，同比增长 36.29%，其中出口金额同比增长 32.96%，进口金额累计同比增长 40.27%。进口中资源类大宗商品价格下半年价格环比呈较快增长速度，一定程度上加剧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

2010 年全年 CPI 呈波动上升趋势，受翘尾因素、国内适度宽松货币政策下货币量增速较快、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，5 月 CPI

增幅超过 3% 的通货膨胀警戒线，6 月份小幅回落，随后在美国第二次量化宽松政策预期下，国际大宗商品价格大幅攀升，CPI 呈持续上升趋势并于 11 月达到 5.1%，创 2008 年金融危机以来新高。从 CPI 分类指数看，食品类价格上涨影响远大于非食品类影响。2010 年上半年 PPI 受翘尾因素影响较大，2010 年 10 月后受国际大宗商品价格劲升逐步传导至生产环节影响，PPI 重拾上升势头。

政策面——保持积极财政政策的连续性，通货膨胀促使货币政策由“适度宽松”转向“稳健”

财政政策方面保持了较好的连续性和稳定性。2010 年 1~11 月，全国财政累计收入为 7.67 万亿元，财政累计支出为 7.16 万亿元，分别累计同比增长 21.10% 和 27.30%。积极财政政策较好地支持了国内经济结构调整和扩大内需等宏观调控目标的实施，包括实施系列区域振兴规划，实现产业转移和升级；鼓励民间投资进入新的产业领域，增强经济内生力量；继续推进结构性减税政策，刺激消费。2010 年中央政府公共投资规模为 9927 亿元，主要投向保障性住房、农村基础设施、教育和医疗卫生等社会事业、节能环保和生态建设以及自主创新、结构调整等领域和欠发达地区，完成预定新增中央投资 1.18 万亿目标。发展和改革委员会重申 2010 年下半年 4 万亿投资推进问题，保证投资项目的建设和收尾，保障了固定资产投资拉动经济增长的连续性。为控制地方融资平台债务规模快速增长带来的公共债务风险，2010 年 6 月国务院下发《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》，要求清理核实、规范并梳理地方融资平台债务。地方融资平台贷款增速和在新增贷款中占比均呈下降趋势，新增地方融资平台贷款主要投向具有经营性收入的城投企业，整体风险有望得到控制。

产业政策方面，调整经济结构和转变经济增长方式是政策重点。为达到“十一五规划”中单位 GDP 能耗降低指标和 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放量下降指标，发改委加大高耗能、高排放行业落后产能淘汰力度，叫停部分省份优惠电价政策，严控两高以及产能过剩行业投资力度。2010 年 10 月，国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确将出台一揽子政策重点支持节能环保、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，争取 2015 年产值达到 GDP8% 的比重。为控制房价过快上涨和房地产行业固定资产投资过热，国务院和相关部门分别于 2010 年 4 月和 9 月两次出台房地产调控政策，房地产业固定资产投资和信贷增速出现回落趋势，受通货膨胀预期影响，房地产市场成交量和成交价格虽出现反复，但仍呈震荡上升趋势，随着房产税收政策出台的预期以及央行上调基准利率和存款准备金率带来的流动性偏紧趋势，预期房地产行业投资力度将得到遏制，对宏观经济拉动效果进一步削弱。

货币政策方面，央行继续实施适度宽松的货币政策，并引导货币条件逐步回归常态水平，但受通货膨胀压力不断加大影响，货币政策将由“适度宽松”转向“稳健”。从信贷数量来看，全年货币信贷增长逐步向常态回归。2010 年度金融机构新增人民币贷款 7.95 万亿元，全年新增信贷投放总量略超年初预定 7.5 万亿信贷投放目标的 6%。人民币汇率方面，自 2010 年 6 月 19 日央行决定进一步推进人民币汇率形成机制以来，人民币兑美元汇率保持升值趋势，截至 2010 年底，人民币兑美元汇率中间价由 6.8257 升至 6.6227，升值幅度约 3.01%。人民币升值预期促使国外资本进入国内，2010 年 6 月起，央行每月外汇占款呈增长趋势，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通货膨胀问题的显现，下半年央行主要采取数量型货币政策工具管理流动性，分别于 11 月 16 日和 29 日、12 月 20 日三次上调金融机构存款准备金率，大型金

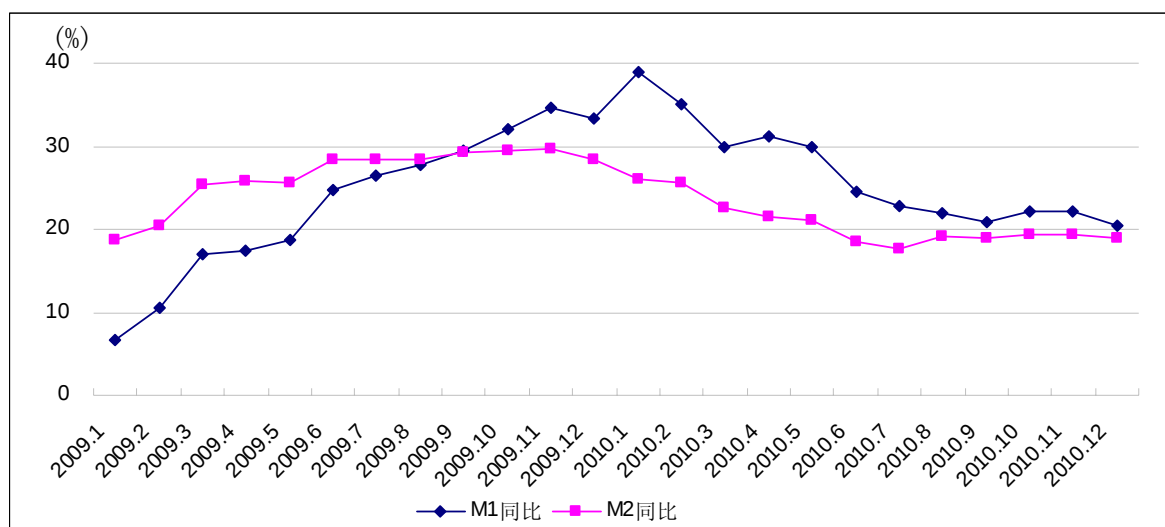
融机构存款准备金率达到创历史新高的 18.5%。由于 CPI 在下半年不断攀升，并于 2010 年 11 月达到金融危机以来的高位（5.1%）。为稳定价格总水平，加强流动性管理和抑制通货膨胀，央行重新启用价格型货币政策工具，分别于 10 月 20 日和 12 月 26 日提高金融机构一年期存贷款基准利率各 25 个基点，2010 年 12 月 26 日，自金融危机后央行首次提高再贴现与再贷款利率以抑制商业银行信贷投放。从公开市场操作来看，央行考虑到季节性因素、农行 IPO 申购、上调金融机构存款准备金率等因素，灵活搭配使用央行票据和短期正回购开展对冲操作，加大公开市场操作利率弹性，3 个月期和 1 年期央行票据发行利率稳步上行。为控制外汇占款的快速增长、回收流动性和稳定利率预期，央行于 2010 年 4 月重启 3 年期央票，以缓解长期流动性压力。进入 2010 年第四季度以来，由于央行密集上调存款准备金率，货币市场利率急剧攀升，央票一二级市场价格倒挂严重，主要品种央票发行量下降至低位，央行通过提高存贷款基准利率以引导央票发行利率上行，恢复公开市场操作有效性。

总体来看，2010 年中国保持了积极财政政策的连续性，财政收支较好支持了经济结构调整政策的实施，地方融资平台债务问题得到清理和疏导；在产业政策方面，政府抑制高耗能、高排放行业以及产能过剩行业投资，房地产行业投资过热和房价过快上涨得到了一定程度的控制，引导资本投入战略性新兴产业，加快经济结构调整步伐；在货币政策方面，货币信贷逐步回归常态水平，通货膨胀问题显现，央行逐步由数量型货币政策工具转向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。

资金面——货币供应量增速下降，货币条件回归常态，资金面趋紧

截至 2010 年末，广义货币供应量（M2）72.58 万亿元，同比增长 19.7%，比上年末低 7.96 个百分点；狭义货币供应量（M1）26.66 万亿元，同比增长 21.2%，比上年末低 11.16 个百分点。其中 M2 增速自 2009 年 11 月以来呈回落走势，M1 增速在 2010 年 1 月达到历史高位，随即呈下降趋势，2010 年第三季度末开始，受美联储第二次量化宽松货币政策带来的美元贬值预期影响，新兴市场国家资本流入呈加快趋势，基础货币供应量随外汇占款同比增速提高而上升，M1 增速与 M2 增速呈企稳态势。

图 2 2009 年~2010 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，受信贷规模和信贷投向调控导致的新增贷款规模回落、央行综合采用数量型货币工具和价格型货币政策等因素影响，银行间市场资金面趋紧趋势明显。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，11月以前基本维持箱体震荡格局，受银行体系达到贷存比监管指标要求和6月中行可转债发行、农行IPO，8月末工行转债发行冻结资金影响，R007季度末均有所上行，11月突破平台并大幅攀升，主要有以下原因：①提高存款准备金率：央行分别于2010年1月、2月、5月、11月和12月六次上调大型金融机构存款准备金率各0.5个百分点，金融机构存款准备金率已创历史新高，银行间流动性趋紧；②提高存贷款基准利率及提高再贴现和再贷款利率，2010年第四季度，央行已全面使用价格型货币政策，提高了银行间资金成本，加剧了银行流动性紧缺局面；③超额存款准备金率持续下降。2010年以来金融机构超储率已由2009年末的3.13%降至2010年三季度末的1.70%。考虑到第四季度三次上调金融结构存款准备金率，2010年末超储率仍将继续降低。④银监会要求商业银行存贷比2010年年中达到低于75%的监管目标，同时2011年将月度日均存贷比纳入监管目标，一定程度上加剧了银行间流动性短缺状况。

图3 2010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——发行规模小幅上升，但各品种增幅差异显著；债券市场收益率曲线先抑后扬

2010年债券市场主要债券品种发行规模合计96467.13亿元，同比增长10.51%，但各品种增幅差异显著。利率产品中国债和央行票据发行量同比上升，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以及短券分流影响发行量大幅回落。

利率产品：随着中央政府投资项目推进，2010年国债发行规模为15878.18亿元，同比增长11.71%，受地方融资平台清理影响，2000亿元代发地方政府债券于二季度末启动，三季度进入发行高峰期。2010年央行票据发行量为46608亿元，同比增长17.28%，前三季度央票整体呈净投放状态，期间由于通胀预期变化以及央票到期量较大，一季度末呈现阶段性净回笼状态；进入第四季度，受通胀引起的加息预期影响，央票一二级市场利差倒挂，发行量呈缩减趋势。

信用产品：信用产品发行总量小幅增长，产品结构有所变化，短期融资券新增发行主体数量增长较快，其相对中期票据较低的利差使短券吸引力更强，2010年短期融资券发行规模为6742.35亿元，同比增长46.19%，其占比由2009年5.28%提升至本年度的6.99%。受铁道债和国家电网债因净资产限制发行额减少，以及受地方融资平台清理导致城投债发行放缓等两大因素影响，2010

年企业债券总发行量为 3627.03 亿元，同比减少 14.70%；受基数效应和短期融资券分流影响，2010 年中期票据发行 4924.00 亿元，同比降低 28.48%。

在创新品种方面，2010 年 10 月，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》，11 月，首批信用风险缓释合约正式上线，丰富了债券市场投资者的信用风险管理手段。12 月，交易商协会推出面向高信用等级企业的超短期融资券，丰富了企业直接债务融资渠道，有利于丰富利率期限结构和推进利率市场化进程。

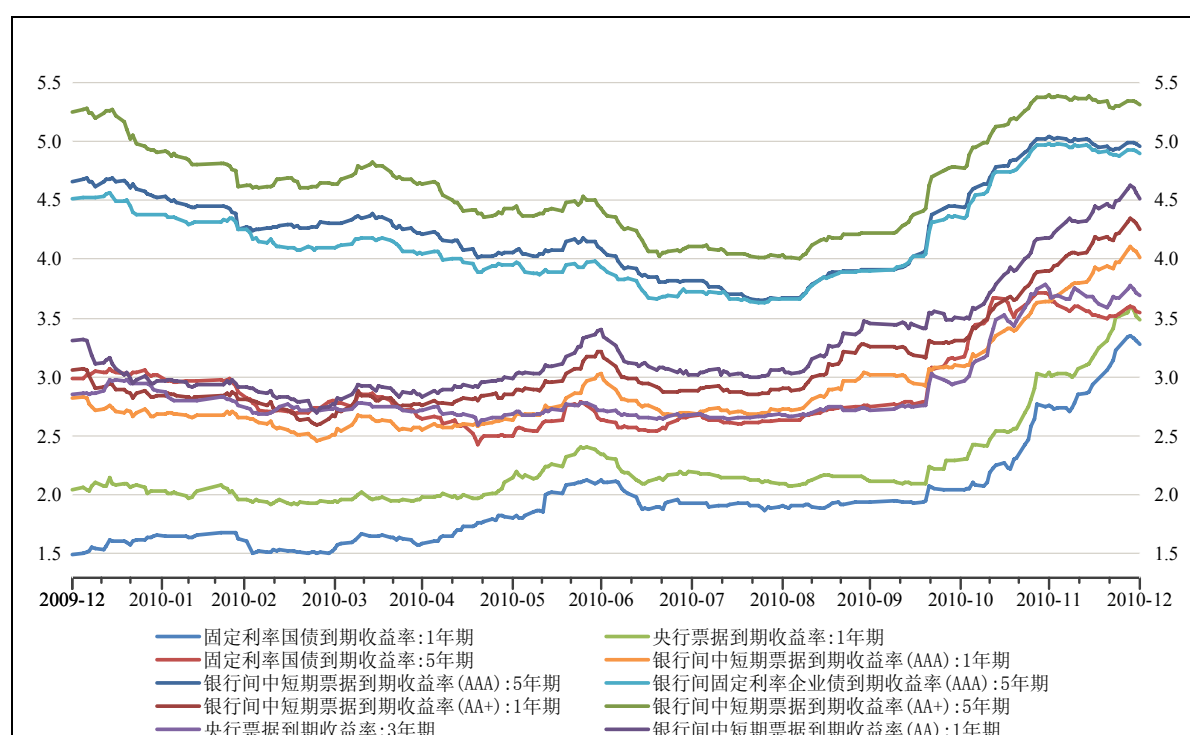
表 1 本年度主要债券产品发行情况

债券品种	2009 年		2010 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:	16213.58	18.57	17878.18	18.53	10.27
国债	14213.58	16.28	15878.18	16.46	11.71
代发地方政府债	2000.00	2.29	2000.00	2.07	0.00
央行票据	39740.00	45.53	46608.00	48.31	17.28
金融债(含中央汇金债)	14749.10	16.90	15262.20	15.82	3.48
非金融企业债务融资工具	16578.04	18.99	16718.75	17.33	0.85
超短期融资券	0.00	0.00	150.00	0.16	--
短期融资券	4612.05	5.28	6742.35	6.99	46.19
中期票据	6885.00	7.89	4924.00	5.10	-28.48
企业债	4252.33	4.87	3627.03	3.76	-14.70
公司债	739.40	0.85	511.50	0.53	-30.82
可转债	76.61	0.09	717.30	0.74	836.30
集合票据	12.65	0.01	46.57	0.05	268.14
外国债券	10.00	0.01	0.00	0.00	-100.00
合计	87290.72	100.00	96467.13	100.00	10.51

资料来源：中国债券信息网、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。

图 4 2010 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

从债券市场收益率表现来看，2010 年债券市场收益率整体呈现先抑后扬态势，资金面对短期品种影响较大，一季度银行体系整体流动性充裕，受季度末银监会加强商业银行贷存比监管，6 月份中行可转债、农行 IPO、8 月末工行可转债发行冻结资金数量较大，利率产品（国债及地方政府债）的大量发行，年中银行体系资金面呈现阶段性紧张局面，短期信用产品收益率普遍上升。中长期品种方面，2010 年监管层对新增信贷规模的控制，以及 4 月份对房地产业的调控政策出台，银行体系资产配置需求较高，中长期信用债以及企业债品种受净资产指标对债券发行规模的限制、监管层针对地方融资平台进行清理，使中长期品种供应相对短缺，中长期品种收益率整体呈下行趋势，但从 2010 年第四季度，CPI 超预期的持续上升，央行动用提高存款准备金率和基准利率等一系列货币政策工具，市场流动性进一步趋紧，中长期债券收益率在短期债券收益率上涨行情的带动下也呈现大幅上扬。

二、 中期票据发行市场情况

中期票据发行期数和家数有所增长，但发行总规模和单笔发行规模有所下降。

从发行规模上看，2010 年共有 181 家^①发行主体累计发行中期票据 234 期，其中包括集合中期票据 12 期，合计发行规模达到 4948.89 亿元，与 2009 年全年相比，发行主体家数和发行期数分别增长 53.39%和 32.95%，但发行总规模有所下滑，较 2009 年下降 29.27%。

表 2 中期票据发行基本情况

项目	2010 年	2009 年	增长率 (%)
发行规模 (亿元)	4948.89	6997.36	-29.27
发行期数 (期)	234*	176	32.95
发行主体 (家)	181	118	53.39
单笔发行规模 (亿元)	21.15	39.76	-46.81

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

*：包括 12 期集合中票

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 1830.40 亿元，占比 36.99%，共发行 61 期，占比 26.07%；发行规模超过 100 亿元的为 8 期，包括 5 家发行主体，分别为中国石油天然气集团公司、中国石油天然气股份有限公司、中国联合网络通信有限公司、神华集团有限责任公司、中国国电集团公司，均为中央直属企业，发行总规模为 1193 亿元，占比为 24.11%，单笔发行规模达到 149.13 亿元。发行总规模和单比发行规模出现较大幅度下降，主要是受大额中期票据发行规模大幅下降影响（2009 年，发行规模 ≥ 100 亿元的大额中期票据合计发行规模为 4353.22 亿元）；若剔除大额中期票据发行影响，2010 年中期票据发行规模为 3455.89 亿元，与 2009 年的 2644.14 亿元相比（剔除发行的大额中期票据，发行规模 ≥ 100 亿元），增长 30.70%。

① 12 期集合票据的发行主体按 12 家处理。

表3 2010年中期票据发行规模分布情况

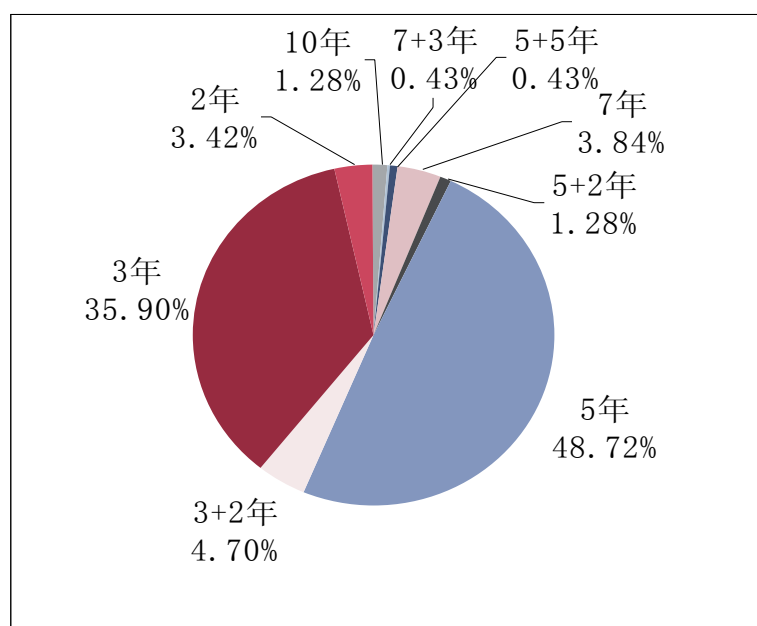
发行规模范围	总期数	占比(%)	总发行规模(亿元)	占比(%)	单笔发行规模
发行规模≤5亿元	24	10.26	71.99	1.45	3.00
5亿元<发行规模≤10亿元	43	18.38	257.90	5.21	6.00
10亿元<发行规模≤20亿元	93	39.74	1148.60	23.21	12.35
20亿元<发行规模≤50亿元	61	26.07	1830.40	36.99	30.01
50亿元<发行规模≤100亿元	5	2.13	447.00	9.03	89.40
发行规模>100亿元	8	3.42	1193.00	24.11	149.13
合 计	234	100.00	4948.89	100.00	21.15

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；加息后，2年期和3年期占比提升。

从发行期限来看，2010年所发行的中期票据以5年期为主，3年期次之，分别发行114期和84期，分别占总发行期数的48.72%和35.90%；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16期，占发行总期数的6.84%，其中3+2年的11期，5+2年的3期，5+5年的1期，7+3年的1期；2010年出现5期10年期中期票据，其中10年期3期，7+3年、5+5年各1期，分别为中国中信集团公司发行的30亿元中期票据（10年）和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）。2010年10月20日，中国人民银行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率，自此，发行人加息预期提升，分别缩短中期票据发行期限，自2010年11月以来，中期票据合计发行42期，其中2年期和3年期分别为8期和14期，合计占比47.62%，5年期中期票据占比42.86%，较全年的48.72%有所下降。

图5 2010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

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 年总共发行的 234 期中期票据中，有 166 期采用固定利率方式发行，占比为 70.94%；有 68 期采用浮动利率（含 18 期累计利率）方式发行，占比为 29.06%，较 2009 年（176 期中期票据中只有 12 期采用浮动利率）大幅提升，有利于降低发行人发行成本。

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。

2010 年发行中期票据（不含集合票据）的 169 家发行主体中，主体信用等级为 AAA 占比为 36.53%，AA⁺占比为 34.13%，AA 24.55%，AA⁻占比为 4.79%（2009 年，主体信用等级为 AA 占比为 13.04%，AA⁻占比为 0.87%）；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 3428 亿元，占比 69.76%；AA⁺发行 886 亿元，占比 18.03%；AA 发行 526 亿元，占比 10.70%；AA⁻发行 74 亿元，占比 1.51%；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，为推出信用风险缓释工具奠定了基础。

发行主体性质方面，2010 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，民营（包括外资控股）企业所占比重有所提高，合计 8 家，分别为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、新希望集团有限公司、山东金晶科技股份有限公司、浙江恒逸集团有限公司、华新水泥股份有限公司、丹东港集团有限公司）。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。

集合中期票据发行增幅较快，外部担保方式快速增长

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，继 2009 年发行的山东寿光三农集合票据和山东诸城 09 集合票据（“09 寿光 SMECN1”）2 期集合中期票据后，2010 年中期票据市场发行了 12 期集合中期票据，合计发行规模为 34.89 亿元，其发行期数和发行规模较 2009 年大幅增长。

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；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 2010年采用外部担保方式发行中小企业集合中期票据的情况

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(%)
上海闵行中小企业	3	BBB~A ⁺	上海闵行城投	AA ⁺	AA ⁺	4.45
广州市中小企业	3	BB ⁺ ~BBB ⁺	中债公司	AAA	AAA	3.55(一年定存利率+1.3%)
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%)
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%)
西安市文化和科技中小企业	3	BBB ⁻ ~A	中债公司	AAA	AAA	4.30
山东省威海中小企业	3	BBB~A ⁻	山东再担保	AA	AA	4.95
重庆市中小企业	3	BB ⁺ ~A ⁻	中债公司	AAA	AAA	4.10(一年定存利率+1.6%)
内蒙古自治区中小企业	2	BBB ⁺	东北再担保	AA ⁺	AA ⁺	4.50
北京经济技术开发区中小企业	2	BBB ⁻ ~A ⁻	首创担保	AA	AA	4.90
江苏省中小企业	2	BBB ⁻ ~BBB ⁺	江苏再担保	AA ⁺	AA ⁺	4.50
北京市顺义区中小企业	2	BBB ⁻ ~BBB ⁺	首创担保	AA	AA	5.10
黑龙江省中小企业	3	BBB~BBB ⁺	深圳中小企业担保 东北中小企业担保	AA AA ⁺	AA ⁺	6.0

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2010年采用外部担保方式发行的中期票据有29期，较2009年增加18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、上海闵行城市建设投资开发有限公司、江苏省信用再担保有限公司、山东省再担保集团有限公司、东北中小企业信用再担保股份有限公司、北京首创投资担保有限责任公司深圳市中小企业信用担保中心有限公司，其中包括为12期中小企业集合票据提供担保。外部担保有效提升了中小企业集合票据的信用水平，对推动中票市场的整体扩容具有积极意义，预计以未来外部担保作为中期票据增信方式，将会呈现增长趋势。

在评级机构中，中诚信、联合资信市场占有率名列前茅

从评级机构市场占有率方面看，2010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，大公和新世纪占比偏低。

表5 2010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	1982.68	40.06	97	41.45	71	39.23
联合资信	1995.01	40.31	66.5	28.42	53	29.28
大公	646.08	13.06	47.5	20.30	35	19.34
新世纪	325.12	6.57	23	9.83	22	12.15
合计	4948.89	100.00	234	100.00	181	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

市场化定价估值体系运行效应逐步显现，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很强的正相关性。

根据表 6 的相关性检验数据显示，2010 年一季度中票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。2010 年 4 月 27 日，银行间交易商协会决定首先针对超 AAA 类企业尝试推进一级市场定价与估值中枢体系对接，在试运行 1 个多月之后，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，除超 AAA 企业以外，其他主体级别企业发行指导利率自 2010 年 3 月 11 日至 6 月 4 日未做出调整，受市场资金面影响，二级市场收益率下降，导致银行间中短期票据收益率曲线整体呈下降趋势，进而二季度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未明显提高，其中，二季度三年期 AAA 信用等级中期票据由于集中在 6 月 4 日之前发行，发行利率仍参考指导利率，未反映二级市场利率变化，导致相关系数出现负值。三季度，市场化估值体系运行效应显现，中票发行利率与同期银行间中短期票据收益率之间的相关度较二季度大幅提高。四季度，进行相关性检验的各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相关性均较三季度进一步提高。整体看，2010 年度各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呈现很强的正相关性。

表 6 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
2010 年第一季度相关系数 ρ^*	0.8286	0.2056	0.4541	0.6220		
2010 年第二季度相关系数 ρ^*	-0.4945	0.7058		0.4517		
2010 年第三季度相关系数 ρ^*	0.5295	0.6538	0.6481	0.8884		
2010 年第四季度相关系数 ρ^*	0.6933	0.9093	0.7554			0.9938
2010 年相关系数 ρ^*	0.8376	0.8687	0.8843	0.9448	0.7616	0.9833

资料来源：中国债券信息网站，联合资信整理

注 1：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。

注 2：各季度相关系数 ρ^* 计算时样本量有限，可能与年度 ρ^* 值存在较大差异。

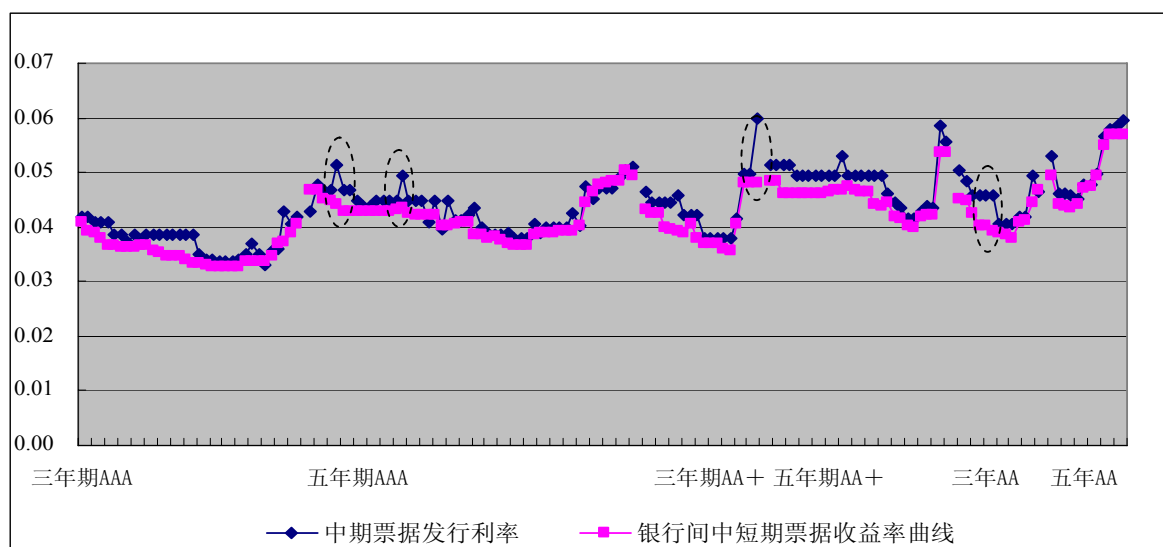
中期票据发行利率整体呈现先抑后扬趋势；高信用等级中期票据发行利率与同期银行间中短期票据收益率仍存在负利差情况，且在第四季度较为集中。

2010 年前三季度中期票据市场不同期限各主体级别发行利率均呈振荡下行趋势，一季度由于国内金融机构资金较为充裕，对债券产品配置需求增加，同时年初央行两度上调存款准备金率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，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，导致一二级市场利差扩大，部分抑制了企业的融资需求。为顺应二级市场变化，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，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。二季度，受宏观经济基本面以及资金面影响，中短期票据二级市场收益率继续走低，但中票一级市场发行利率在 2010 年 6 月 4 日之前仍采用 2010 年 3 月 11 日的指导定价下限（除超 AAA 外），

导致该期间中期票据利差继续扩大；2010年6月4日以后定价估值体系全面实施后，利差有所缩窄。三季度，中短期票据收益率曲线呈现先抑后扬，经过一段时间运行，中票发行利率定价估值效应已充分体现，中票发行利率走势与中短期票据收益率基本一致，利差较二季度明显收窄。受第四季度央行两次加息政策影响，年底中短期票据收益率与各主体不同期限中期票据发行利率均大幅走高，其中，“10黑龙江SMECN1”（期限三年、债项级别AA⁺）与同期中短期票据收益率利差达到120BP。2010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仍出现了负利差情况，一方面因为超AAA发行主体市场议价能力较强；另一方面四季度受市场资金面影响中票一、二级市场利率出现倒挂。

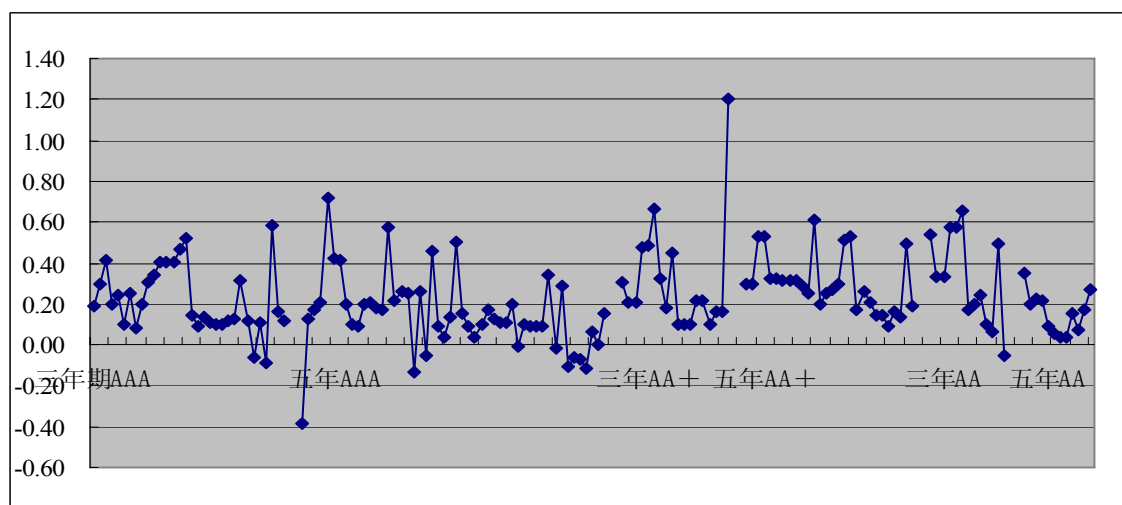
2010年共计发行的234期中期票据中（含12期集合票据），50期采用浮动利率方式发行，18期为累计利率，166期采用固定利率方式发行，采用固定利率方式发行的票面利率整体高于同期限、同信用等级中短期票据收益率。

图6 2010年各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

图7 2010年各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利差走势



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先抑后扬趋势，尤以 11 月份以后上升趋势明显，整体发行利率显著低于同期贷款基准利率，发行中期票据融资成本优势明显。

表 7 2010 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	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
4 月	3.85	4.42	4.23	4.99	4.59	--	5.40	5.76
5 月	3.87	4.23	4.23	4.93	4.59	--	5.40	5.76
6 月	--	4.16	--	4.60	--	--	5.40	5.76
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
10 月	3.82	4.38	4.15	--	4.45	4.84	5.60	5.96
11 月	4.13	4.77	4.98	--	4.63	5.72	5.60	5.96
12 月	--	5.11	6.00	5.71	--	5.90	5.85	6.22

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（50~70BP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8 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	3.31~4.30	3.77	21	0.16
	5 年	3.78~5.15	4.36	15	0.19
AA+	3 年	3.79~6.00	4.38	31	0.27
	5 年	4.15~5.85	4.86	30	0.14
AA	3 年	4.05~5.05	4.49	33	0.23
	5 年	4.52~5.95	5.11	16	0.10

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

四、中票信用等级迁徙分析

信用等级整体迁徙情况

截至 2009 年底，续存期内中票发行主体共 127 家（不包括 2 期集合票据发行主体），其中 2009 年新增中票发行主体 101 家中（不包括 2 期集合票据发行主体）的 15 家主体级别在 2010 年度再

次发生迁徙，全部为上调，从表 9 可以看出，除 AAA 以为，AA⁻、AA 和 AA⁺三个级别均发生了调整（由于 AA⁻的主体样本量小，其迁徙至 AA 的比率不作为结论性依据），其中是 AA 迁徙至 AA⁺的比率为 28.57%，AA⁺迁徙至 AAA 的比率为 32.26%。2009 年底全部续存期内中票发行主体在 2009 年的整体迁徙率（扣除 AAA 主体）为 42.37%，同样主体在 2010 年的整体迁徙率（扣除 AAA 主体）为 32.61%，继续保持较高的迁徙率。

2010 年，新增中票发行主体 108 家（不包括 12 期集合票据发行主体），其中 6 家主体级别在 2010 年度发生了迁徙，全部为上调，其中 AA 迁徙至 AA⁺的比率为 0，AA 迁徙至 AA⁺的比率为 7.32%，AA⁺迁徙至 AAA 的比率为 6.67%。

与 2009 年相比，2010 年新增中票发行主体数量略有增长，年内迁徙率较上年大幅下降；而 2009 年底全部续存期内的中票发行主体（扣除 AAA 主体）在 2010 年仍保持较高的迁徙率，尤以 AA 和 AA⁺主体向上迁徙为主。迁移因素主要包括企业信用基本面的变化、评级机构出于竞争市场的信用政策调整等。

表 9 截至 2010 年底所有续存期内中票发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

2009 年底全部续存期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵						2010 年新增中票发行人主体级别迁徙情况					
级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	1	0.00%	100.00%			AA-	8	100.00%	0.00%		
AA	14		71.43%	28.57%		AA	41		92.68%	7.32%	
AA+	31			67.74%	32.26%	AA+	45			93.33%	6.67%
AAA	81				100.00%	AAA	14				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. 以上数据未包括中小企业集合票据发行主体。

不同评级机构信用等级迁徙情况

联合资信：截至 2009 年底，联合资信评定的具有主体信用等级的中票发行人共 40 家，其中 8 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 20.00%。从表 10 可知，除 AAA 未发生迁移外，其他级别均有不同程度的变化。扣除 AA⁻至 AA 迁徙率 100%（由于主体样本量小，其迁徙至 AA 的比率不作为结论性依据），2010 年最高迁徙率为 AA⁺至 AAA 的 75.00%，高于全行业的 32.26%平均迁徙率；其次是 AA 至 AA⁺迁徙率，为 14.29%，低于全行业 28.57%的平均迁徙率。

表 10 截至 2010 年底联合资信所有续存期内中票发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

2009 年底全部续存期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵						2010 年新增中票发行人主体级别迁徙情况					
级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	1	0.00%	100.00%			AA-	2	100.00%	0.00%		
AA	7		85.71%	14.29%		AA	14		92.86%	7.14%	
AA+	8			25.00%	75.00%	AA+	13			84.62%	15.38%
AAA	24				100.00%	AAA	4				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. 以上数据未包括中小企业集合票据发行主体。

此外，2010 年联合资信新增中票发行主体 33 家，在年内有 3 家调整，整体调整率 9.09%，其中 AA+至 AAA 的迁徙率为 15.38%，高于全行业的 6.67%平均迁徙率；其次是 AA 至 AA⁺迁徙率，为 7.14%，略低于全行业 7.32%的平均迁徙率。

中诚信：截至 2009 年底，中诚信评定的具有主体信用等级的中票发行人共 63 家，其中 6 家发行人的主体信用等级在 2010 年度发生了不同程度的迁徙，均为上调，整体调整率为 9.52%。从表 11 可知，除 AA⁻未发行迁移外，其他级别均有不同程度的变化，其中 AA 至 AA⁺的迁徙率为 50.00%，高于全行业 28.57%的平均迁徙率；其次是 AA⁺至 AAA 迁徙率，为 23.08%，低于全行业 32.26%的平均迁徙率。

此外，2010 年中诚信新增中票发行主体 35 家，上调家数 2 家，整体调整率为 5.71%，主要是 AA 和 AA⁺的级别发生了向上迁徙，迁徙率分别为 7.14%和 7.14%，与全行业 2010 年新增发行人主体信用等级平均迁徙率接近。

表 11 截至 2010 年底中诚信所有续存期内中票发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

2009 年底全部续存期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵						2010 年新增中票发行人主体级别迁徙情况					
级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	0	0.00%	0.00%			AA-	3	100.00%	0.00%		
AA	6		50.00%	50.00%		AA	14		92.86%	7.14%	
AA+	13			76.92%	23.08%	AA+	14			92.86%	7.14%
AAA	44				100.00%	AAA	4				100.00%

资料来源：中国债券信息网站，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. 以上数据未包括中小企业集合票据发行主体。

大公：截至 2009 年底，大公评定的具有主体信用等级的中票发行人共 16 家，其中仅有 1 家发行人的主体信用等级在 2010 年度由 AA⁺向上迁徙至 AAA，整体调整率为 6.25%。此外，2010 年大公新增中票发行主体 24 家，其中仅有 1 家发行人的主体信用等级在年内由 AA 向上迁徙至 AA⁺，整体调整率为 4.17%。

表 12 截至 2010 年底大公所有续存期内中票发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

2009 年底全部续存期内中票发行人主体信用等级迁移率矩阵						2010 年新增中票发行人主体级别迁徙情况					
级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	0	0.00%	0.00%			AA-	2	100.00%	0.00%		
AA	1		100.00%	0.00%		AA	7		92.31%	7.69%	
AA+	5			80.00%	20.00%	AA+	13			100.00%	0.00%
AAA	10				100.00%	AAA	2				100.00%

资料来源：中国债券信息网站，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. 以上数据未包括中小企业集合票据发行主体。

新世纪：截至 2009 年底新世纪评定的具有主体信用等级的中票发行人 8 家以及 2010 年新增中票发行主体 16 家在 2010 年度均未发生迁徙率。

表 13 截至 2010 年底新世纪所有续存期内中票发行人 2010 年主体信用等级迁移矩阵

2009 年底全部续存期中票发行人主体信用等级迁移率矩阵						2010 年新增中票发行人主体级别迁徙情况					
级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA	级别	主体数量	AA-	AA	AA+	AAA
AA-	0	0.00%	0.00%			AA-	2	100.00%	0.00%		
AA	0		0.00%	0.00%		AA	4		100.00%	0.00%	
AA+	5			100.00%	0.00%	AA+	7			100.00%	0.00%
AAA	3				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. 以上数据未包括中小企业集合票据发行主体。

五、 市场展望

展望 2011 年，从发行主体看，超 AAA 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，国家继续支持民营企业通过债券市场进行融资，鼓励中小企业集合票据、有担保中期票据为代表的创新类金融产品的发行，中票发行主体级别有望进一步多元化，这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。

从发行规模看，中小企业集合中期票据的发行规模有望加大，但该类企业整体发行规模相对较小，中期票据的发行总量仍更多地取决于国有大型优质企业的发行量，预计 2011 年中期票据总体发行规模较 2010 年稳定中有小幅增长。

从发行利率看，中国人民银行于 2010 年 10 月 20 日和 12 月 25 日分别两次上调金融机构存贷款基准利率，相应带动中票发行利率上扬，但仍明显低于同期贷款利率，中期票据成本优势较为明显；2011 年中央经济工作会议明确提出积极的财政政策和稳健的货币政策，受政策面影响，2011 年中期票据发行利率有望呈现“先上升后平稳”的走势。