

2009 年上半年中期票据 市场分析报告



2009 年上半年中期票据市场分析报告

报告编号：20090815

时间：2009 年 8 月 15 日

分析师：

张 成

010-85679696-8801

zhangcheng@lianheratings.com.cn

丁继平

010-85679696-8815

dingjp@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街
甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层
(100022)

www.lianheratings.com.cn

概要

得益于中国政府积极财政政策和适度宽松货币政策的有效配合，以及刺激经济的一揽子计划的逐步实施，2009 年上半年企业的经济效益触底回升，经济回暖预期增强。货币供应量和信贷规模急剧增长，流动性充裕，利率水平下降。银行间债券市场融资需求强劲，发行规模持续扩大，品种结构大幅调整、期限结构趋向长期化。

2009 年上半年中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长；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，其信用等级多元化，以 AAA 为主；并出现美元境内中期票据的新品种和担保增信的方式；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；各评级机构承担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 2009 年下半年，伴随经济整体回暖的预期，中期票据发行利率可能上升。由于中期票据发行主体基本为国有大型优质企业，且在上半年已集中大批量发行，下半年中期票据市场的发行速度可能相对放缓。从长期看，市场参与各方对于增信方式的创新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。

◆ 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。2007年9月3日，经国务院同意、民政部批准，成立由市场参与者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场自律组织，业务主管部门为中国人民银行。

◆ 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

2009年上半年，随着国际社会和各国经济刺激计划效果的逐步显现，美国、欧盟的经济下滑出现企稳迹象，全球股市、大宗商品价格均大幅反弹，消费者信心指数回升，工业生产下滑速度放慢，全球经济衰退速度减缓，为中国经济的企稳回升营造了良好的外部环境。2009年上半年，中国实现GDP为139862亿元，同比增长7.1%，分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%。自2009年第二季度以来，中国经济已呈现企稳回升势头。

基本面——得益于政府大规模经济刺激计划的实施和适度宽松的货币政策的大力推动，2009年上半年中国企业的盈利触底回升，但有效需求不足和产能过剩的局面短期内仍难以逆转。

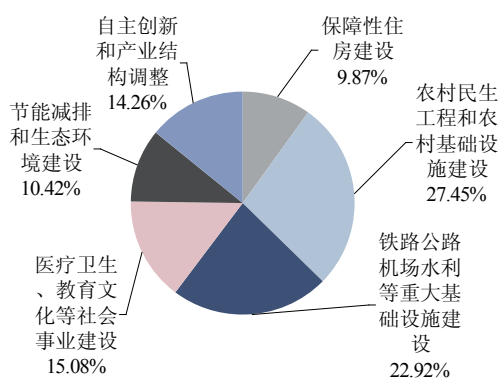
根据国家统计局公布的数据，2009年1~5月中国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业，下同）实现利润8502亿元，同比下降22.9%，降幅较1~2月份缩小14.4个百分点。但是联合资信也注意到，虽然目前工业企业效益下滑状况有所改观，但总体盈利能力仍然偏低，表明稳步回升的基础仍不牢固。

消费方面，2009年上半年，消费者物价指数（CPI）和工业品出厂价格指数（PPI）继续走低，物价仍处于底部徘徊，两大指数持续下降说明通缩的压力没有消除。消费价格方面，上半年CPI同比下降1.1%；上游生产价格方面，上半年PPI同比下降5.9%。总体看，中国国内有效需求不足和产能过剩的局面短期内仍难以逆转，全球经济短期内难以全面复苏，外需形势依旧严峻，第三季度乃至年内出现通胀的可能不大，但随着货币流动性作用的显现，物价上涨的压力将加大。

总体看，中国政府2008年下半年开始实施的一系列财政和货币政策对经济的刺激作用已逐步显现，经济回暖预期增强。

政策面——增加政府投资、结构性减税、提高出口退税率、扩大消费补贴等财政政策的实施，为扩大内需、促进出口、稳定经济增长提供了有力支撑，同时也使财政支出压力上升。

财政支出方面，2009年上半年，全国财政支出28902.56亿元，比去年同期增长26.3%。自2008年第四季度出台的四万亿投资计划并实施积极财政政策以来，中央财政已先后分四批下达投资合计3800亿元，其中2009年一季度下达1300亿元，二季度下达1500亿元，主要用于农村民生工程 and 农村基础设施建设、铁路公路机场水利等重大基础设施建设等领域，通过加大基础设施投资力度带动工业发展。



数据来源：国家发改委

图1 已实施的四万亿投资计划资金分布

税收政策方面，出口退税率从去年第四季度以来连续7次上调，2009年上半年出口退税同比增长21.9%；从

2008年1月1日开始的增值税转型改革，大大降低了企业的设备购置投资成本，同期内国内增值税完成收入9201.2亿元，同比下降3%；在消费领域，降低了1.6升以下轿车购置税、并对新能源汽车提供财政补贴；扩大“家电下乡”范围，推出汽车、家电“以旧换新”的补贴政策，减免二手房交易有关税费等刺激房屋、汽车、家电消费。

在中央财政加大投入的前提下，为缓解地方政府的财政支出压力，全国人大首次批准由财政部代全国省及计划单列市政府在年内发行总额2000亿元规模的地方政府债券，截至2009年6月底，地方政府债券已发行1659亿元，有效地保障了四万亿中央投资项目的配套资金来源。

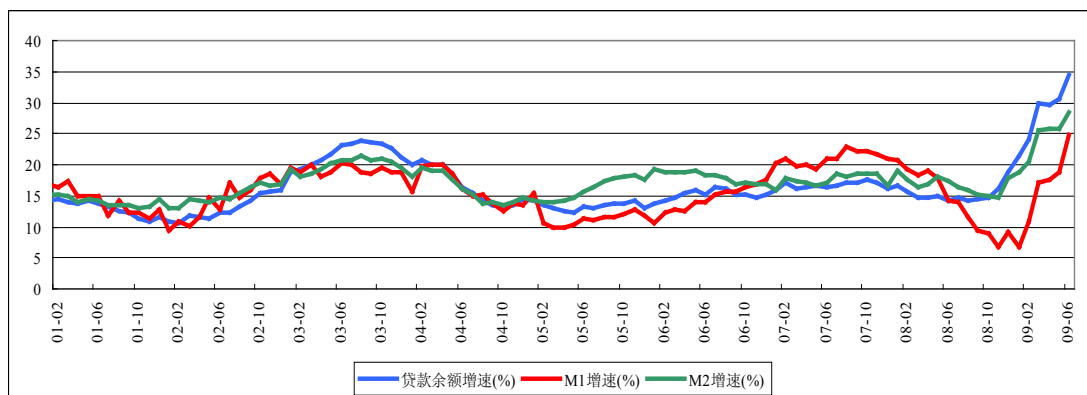
从财政政策实施效果来看，上半年一系列的消费刺激政策带动了部分行业的明显复苏。同期内中国汽车销量609万辆，同比增长17.7%；商品房销售面积同比增长31.7%，销售额增长53%，一系列的财政政策实施对拉动内需效果显著。

资金面——货币供应量和信贷规模急剧增长，流动性充裕，利率水平下降，为企业提供了宽松的货币环境，但资金流向尚需引导。

2009年上半年，货币信贷快速增长，宽松货币政策得到有效传导，对促进经济企稳向好发挥了重要的作用。

截至2009年6月底，全部金融机构人民币贷款余额为37.7万亿元，同比增长34.4%，增速分别比上年同期和第一季度末高20.2个和4.7个百分点。受中央投资项目分批下达落实、固定资产投资项目最低资本金比例下调等因素影响，2009年上半年金融机构新增人民币贷款7.37万亿元，同比多增4.9万亿元，远超今年全年新增5万亿元贷款的目标；其中第二季度人民币贷款仍保持较快增长势头，新增2.8万亿元，同比多增1.7万亿元，信贷规模增长势头非常迅猛，为经济体注入了充裕的流动性。

信贷规模的快速增长直接导致了货币供应量的大幅上升，2009年上半年，M2和M1增速快速上升，增速分别为1996年5月份以来和1995年5月份以来最高水平。截至2009年6月底，广义货币供应量M2余额为56.9万亿元，同比增长28.5%，增速比上年同期高11.2个百分点，比第一季度末高3.0个百分点。狭义货币供应量M1余额为19.3万亿元，同比增长24.8%，增速比上年同期高10.6个百分点，比第一季度末高7.8个百分点。M2和M1的迅速增长带来了充裕的货币供应，且自2009年初以来，M1和M2的“喇叭口”快速收窄，表明资金活期化程度和流动性有明显提高。



资料来源：中国人民银行

图2 M1/M2/贷款余额增长走势

整体看，上半年新增贷款的井喷，一方面是银行配合中央政府四万亿投资计划而加大信贷投放的必要举措，另一方面也有银行本身具有利用宽松的信贷环境扩大市场份额的主动行为。从贷款投向看，基础设施、房地产领域资金流入增长快速，而制造业新增贷款投放比例有所下滑。

市场利率方面，急剧扩张的信贷投放为货币市场提供了充裕的流动性，进而导致金融机构贷款利率继续下行，在市场化定价程度较高的票据融资方面体现的尤为明显。截至2009年6月，非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为4.98%，比年初下降0.58个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为5.70%，票据融资加权平均利率

为1.95%，比年初分别下降0.53个和0.94个百分点。个人住房贷款利率持续下行，6月份加权平均利率为4.34%，比年初下降0.6个百分点。联合资信认为，由于一般贷款和票据融资间存在着较大的利差空间，导致上半年票据融资出现较大规模增长；同时较低的市场利率环境也推动了直接债务融资工具的大量发行，有效地降低了企业的融资成本。

总体看，2009年上半年企业的经济效益触底回升，经济回暖预期增强。货币供应量和信贷规模急剧增长，流动性充裕，利率水平下降。银行间债券市场融资需求强劲，发行规模持续扩大，品种结构大幅调整、期限结构趋向长期化。

二、 中期票据发行市场情况

银行间债券市场融资需求强劲，市场资金充裕，发行规模持续扩大，品种结构大幅调整、期限结构呈长期化。

2009年二季度国债、代发地方债、央行票据等产品发行规模均较第一季度出现大幅增长，但非金融企业债券规模稳步增长，债券期限结构呈长期化。

债券市场具体表现为：（1）由于中央财政逐步贯彻落实4万亿元经济刺激计划，本季度国债发行量暴增，是本季度债市扩容的主要源头之一。二季度财政部共发行国债5969.4亿元，代发地方债1589亿元，二者合计发行总额为7558.4亿元，比一季度的1119.3亿元增加6440.1亿元，其在银行间债券市场发行总额中占比由一季度的10.39%上升至本季度的31.31%，新增额占全部新增额近二分之一；（2）由于一季度信贷增长过快，以及当期兑付央票规模较大，二季度央行加大了资金回笼力度，导致二季度央票发行规模快速增长，本季度央票发行规模9250亿元，较一季度的4800亿元增加近一倍。由于国债（地方债）占比的大幅攀升，央票发行规模占比由一季度的44.57%下降至本季度的38.32%，但央票发行量依然在银行间债券市场发行总量中排名第一；（3）非金融企业债务融资工具（企业债券、短券和中票）发行规模平稳增长，但债券期限结构变化较大。二季度合计发行4502.25亿元，较上季度增长38.19%，中长期债券——企业债和中期票据增速较快，短期债券——短券因受信用债中票替代效应的影响，其发行规模继续萎缩。二季度企业债券发行1174.53亿元，环比增长77.42%，发行主体仍以城市基础设施建设和公用事业经营企业为主；中期票据发行2754.22亿元，环比增长64.82%，发行主体仍以AA+和AAA级优质企业为主；短券发行573.5亿元，环比下滑38.00%。

表1 2009年上半年主要债券产品发行情况

债券品种	2009年二季度		2009年一季度		发行规模环比变化(%)
	发行额（亿元）	占比（%）	发行额（亿元）	占比（%）	
国债	5969.4	24.73	1049.3	9.74	468.89
地方债	1589	6.58	70	0.65	2170.00
央票	9250	38.32	4800	44.57	92.71
政策性银行债	2104.1	8.72	1103	10.24	90.76
商业银行债	617	2.56	490	4.55	25.92
非金融机构债	110	0.46	0	--	--
企业债	1174.53	4.87	662	6.15	77.42
中票	2754.221	11.41	1671	15.51	64.82
短券	573.5	2.38	9252	8.59	-38.00
合计	24141.75	100.00	10770.3	100.00	124.15

资料来源：wind资讯、联合资信整理

从债券市场利率表现看，债券发行利率略有波动。4月份中上旬，由于债券市场延续了一季度的充裕流动性，

短券、中期票据等信用债券产品发行利率持续保持在较低水平；自4月下旬至5月底，短券、中期票据等产品收益率出现阶段性上升，短券、3年期、5年期中期票据产品均较4月初上升了近30个BP；但进入6月份，随着货币政策的逐渐明朗，发行利率有所回落。造成4月下旬至5月底收益率曲线上移的主要原因包括：（1）由于一季度信贷投放过猛，导致市场产生的对央行回收流动性和未来可能出现加息的预期；（2）股票市场显著回暖引起的债券市场资金分流，二季度上证指数从4月初的2400点上升至超过3000点，在一定程度上分流了债券市场的资金。此外，6月底IPO业务的重启也吸引了更多的资金，资金分流效应和预期收益率上升均导致了二季度信用债券收益率的走高；（3）由于资产价格上涨引发的通货膨胀预期，进而推动市场收益率上升。从历史情况看，目前短券、中期票据发行利率仍处于较低水平。

中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长。

从发行规模上看，2009年上半年共有66家发行主体累计发行中期票据99期，合计发行规模达到4425.22亿元，与2008年全年相比，发行规模和发行期数分别大幅增长154.76%和141.46%。自2008年4月中期票据推出以来，2009年上半年中期票据发行规模、发行期数和发行主体数量均大幅增长。

表2 中期票据发行基本情况

项目	2009年上半年	2008年
发行规模（亿元）	4425.22	1737
发行期数（期）	99	41
发行主体（家）	66	26

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，2009年上半年所发行的中期票据以5年期为主，3年期次之，分别发行68期和26期，分别占总发行期数的68.69%和26.26%；2年期和8年期各发行2期；10年期发行1期，为铁道部发行的50亿元中期票据。从发行方式来看，全部采用附息式固定利率方式发行。

发行主体绝大部分为大型国有企业，其信用等级多元化，以AAA为主。

从发行主体情况看，信用等级方面，2009年上半年发行主体信用等级为AAA的39家，AA+ 18家、AA 7家、AA- 1家，另外，接受双评级企业1家（三一集团有限公司，级别为联合AA-，中诚信AA）。中期票据在经过一段时间的实践和适应后，市场开始出现AA+至AA-级信用主体，扩大了中期票据的发行主体范围，与2008年相比，2009年上半年中期票据发行主体信用等级不再全部为AAA，但仍以信用等级为AAA的发行主体为主，其发行规模占总发行规模的87.31%，为3871.35亿元；发行主体性质方面，2009年上半年发行中期票据的66家发行主体中，除铁道部外，国务院国资委直接管理的中央企业及下属控股企业为39家，地方国有企业为25家，民营企业为1家（三一集团有限公司）。发行主体仍主要集中于电力、石化、交通运输等国民经济基础行业中的优质大型、特大型企业。

表3 2009年上半年发行中期票据总额超过（含）100亿元的企业

企业	发行总额
国家电网公司	600
中国石油天然气集团公司	468.22
中国石油天然气股份有限公司	450

企业	发行总额
中华人民共和国铁道部	400
中国石油化工股份有限公司	300
中国海洋石油总公司	100
北京国有资本经营管理中心	200
中国远洋控股股份有限公司	100
宝山钢铁股份有限公司	100
中国第一汽车集团公司	100
广东恒健投资控股有限公司	100
合计	2918.22

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

出现美元境内中期票据的新品种和担保增信的方式。

2009年上半年，境内美元中期票据（“09中石油”募集10亿美元）开拓了新的外汇融资渠道；“09昊华”和“09长航”则采用外部担保方式发行中期票据，担保方式首次在中期票据品种中出现。

表4 采用外部担保方式发行中期票据的情况

发行人	担保方	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
中国昊华化工（集团）总公司	中国化工集团公司	AA -	AAA	15亿	2009.4.27	5年	4.99%
中国昊华化工（集团）总公司	中国化工集团公司	AA -	AAA	5亿	2009.5.6	5年	4.95%
中国长江航运（集团）总公司	中国外运长航集团有限公司	AA	AAA	20亿	2009.6.16	5年	4.40%
中国长江航运（集团）总公司	中国外运长航集团有限公司	AA	AAA	6亿	2009.6.29	5年	4.39%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

联合资信在评级机构中，市场占有率高。

从评级机构市场占有率方面看，2009年上半年，联合资信和中诚信两家评级机构在发行期数和发行主体数量的评级市场占有率较高，总共约占85%的市场份额，其中联合资信在发行期数和发行主体数量的评级市场占有率分别为47.47%和40.15%，分别位居第一和第二位。

表5 评级机构市场情况

评级机构	发行期数（期）	市场占有率(%)	发行主体（家）	市场占有率(%)
联合	47*	47.47%	26.5*	40.15%
中诚信	37*	37.37%	27.5*	43.18%
大公	8	8.08%	6	9.09%
新世纪	7	7.07%	5	7.58%
合计	99	100.00%	66	100.00%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

*三一集团有限公司发行2期中期票据接受联合和中诚信双评级，发行期数各算1期，发行主体各算0.5家

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年上半年中期票据发行利率有所波动，4月份以后小幅上升，整体发行利率处于低位。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（100BP左右）；其次，AAA和AA+中期票据发行利率明显低于AA中期票据发行利率。同期限同级别债券发行利率分化较2008年明显收窄，但仍略有分化，从“09沪电气”和“09中石油”来看，两者期限和主体、债项信用等级均相同，发行日期相近，后者发行利率比前者低39BP。同样，“09五矿”、“09铁道部”和“09电网”呈现一定的分化，前两者分别比后者高53BP和25BP；最后，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。

表6 2009年上半年不同主体级别的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

	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	2.70	3.64	—	4.65	—	5.32	5.40	5.76
2月	3.32	3.87	—	—	—	—	5.40	5.76
3月	2.50	3.50	3.29	4.06	—	5.15	5.40	5.76
4月	2.70	3.66	3.02	3.97	—	4.48	5.40	5.76
5月	2.55	3.84	3.18	4.28	4.80	4.67	5.40	5.76
6月	2.56	3.87	—	4.35	4.10	4.85	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

表7 2009年上半年部分同期限同级别中期票据发行利率比较（发行时间间隔在14天以内）

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限 (年)	利率 (%)	债券信用 等级	主体信用 等级	评级 机构	其他情况
上海电气总公司	20	2009-5-25	5	3.74	AAA	AAA	新世纪	无担保，无含权设计
中国石油天然气公司	150	2009-5-26	5	3.35	AAA	AAA	联合	无担保，无含权设计
中国五矿集团公司	2	2009-4-10	3	2.88	AAA	AAA	中诚信	无担保，无含权设计
铁道部	200	2009-4-23	3	2.6	AAA	AAA	联合	无担保，无含权设计
国家电网公司	300	2009-4-20	3	2.35	AAA	AAA	联合	无担保，无含权设计

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

中期票据发行利率主要参考近期二级市场利率水平确定

定价机制方面，由于中期票据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，在中期票据发行初期，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。根据联合信信的检验结果，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相关性，相关系数为0.93。而2009年上半年所发行的3年及5年期中期票据与同期央行票据及国债收益率之间表现为无相关性；同时，同样样本的变化量之间也表现为无相关性。目前，中期票据定价主要参考近期二级市场利率水平，在其基础上，根据企业主体信用等级、中期票据发行供应量、市场资金面情况以及承销商议价能力等多种因素进行调整。

三、 下半年中期票据发行市场展望

展望2009年下半年，伴随经济整体回暖的预期，中期票据发行利率可能回升。由于目前中期票据发行主体基本为国有大型优质企业，且在上半年已集中大批量发行，下半年中期票据市场的发行速度可能相对放缓，从长期看，市场参与各方对于增信方式的创新有助于中期票据市场的进一步发展。