

2009 年一季度宏观经济研究报告

联合资信评估有限公司

- 在政府一揽子经济刺激计划的带动下，2009 年一季度中国 GDP 同比增长 6.1%，经济增速仍处下滑区间，同时价格水平继续下降。新增贷款剧增推动投资高速增长，是拉动 GDP 增长的主要动力，政府基础设施和基本建设投资作用尤其明显。最终消费、第三产业增长、中西部高增长是一季度经济运行的主要特点。但由于需求不足，价格下降，企业经营利润和政府财政收入同时下降。
- 由于消费刚性和价格水平较低，在政府消费刺激政策的作用下，国内消费持续增长的基础依然存在。汽车、房屋等大宗消费有向好趋势，一般消费品需求将保持稳定增长。国际市场需求仍将持续萎缩，外贸下降幅度仍可能较大，出口型企业面临经营压力。
- 在充裕资金的推动下，投资需求对工业产生的拉动将有所加强。但行业分化明显。一些行业的产能过剩状况难以迅速改观。重点调整振兴的十大产业中，配套相应消费支持的产业率先走强，而因产能过剩而偏重于整合的产业，如钢铁等，其回暖尚需时日。
- 一季度在四万亿投资计划及积极财政政策和宽松货币政策的刺激下，企业债券融资需求强劲，市场资金充裕，债券发行规模大幅增长，发行结构调整较大。中期票据发行规模创新高；短期融资券发行规模同比环比均有所回落；企业债发行期数创季度发行新高，发行规模季度同比大幅增长。
- 经济发展速度的调整，会使企业盈利及现金流状况趋于恶化，可能使企业的信用基本面承受压力，企业信用状态总体上处于下滑态势，信用风险趋高，应保持相对谨慎的态度。未来固定资产投资增长将继续维持高位，而新增贷款规模将有所回落，企业债券发行规模可能继续增长，虽然目前市场利率水平较低，但由于信用风险高企，债券信用风险溢价相对水平应适当提高。

一、一季度宏观经济运行分析

1、宏观环境分析

2009 年第一季度，实现 GDP65745 亿元，同比增长 6.1%，比 2008 年一季度的增速下滑 4.5 个百分点，比上季度的增速下滑 0.7 个百分点。GDP 增速虽然仍在下行区间，但在其他主要经济体如美国、欧盟和日本的经济已进入负增长，经济总量陷入收缩的全球背景下，中国经济仍处于增长之中，而且增速下滑幅度比预期情况好，堪称一枝独秀于全球经济之林。这个结果是在 2008 年底国家出台四万亿投资计划，实施积极财政政策和适度宽松的货币政策等一揽子政策措施的刺激下实现的。

主要发达经济体陷入全面衰退，新兴市场经济体受到更大冲击，国际经济环境恶化。

一季度，美国 GDP 季节调整后环比折年率为-6.1%，连续第三个季度负增长，就业形势持续恶化，进出口大幅萎缩，价格继续回落，一季度各月 CPI 平均同比增长-0.2%，大幅低于上年同期的 4.2%，经济明显陷入衰退；欧元区一季度各月平均失业率为 8.6%，贸易逆差大幅提高，消费价格水平继续下滑，经济形势趋于恶化；日本经济从 2008 年进入负增长以后，经济总量持续收缩，贸易形势更趋恶化，一季度贸易总量大幅减少，同时转为贸易逆差。

新兴市场和发展中经济体受到的冲击加剧。金融体系的冲击和出口大幅下滑造成的实体经济冲击几乎同时发生，全球新兴市场和发展中经济体经济增长大幅减速，货币贬值，资本外流剧增，部分过渡依赖出口和外资流入的经济体受到更大冲击，自身经济中的结构性矛盾迅速显现。

财政方面，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的支撑，同时也使政府财政收入减少，收支矛盾加剧。

2008 年 4 季度出台 4 万亿投资计划并实施积极财政政策以来，中央财政已于 2008 年 4 季度和 2009 年一季度底之前分两批下拨中央投资 2300 亿元，其中 09 年一季度下达 1300 亿元；出口退税率也从去年 4 季度以来连续 6 次上调，今年一季度退税额即达到 1800 亿元；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；降低 1.6 升以下轿车购置税、对新能源汽车提供财政补贴；扩大“家电下乡”范围，取消二手房交易有关税费等刺激房屋汽车消费。这一系列财政政策的实施，对投资、消费、出口等的刺激作用无疑是积极巨大的。

积极财政政策还体现在今年大幅提高了政府财政预算赤字，达到 9500 亿元，为建国以来最高，发行国债将是募集资金的主要渠道。同时首次开闸地方政府债券，全国人大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，以便地方政府为四万亿投资计划中的项目提供配套资金。

财政部数据显示，由于实施四万亿投资计划，一季度全国财政支出大幅增加。一季度全国财政支出共计 12810.92 亿元，同比增加 3304.18 亿元，增长 34.8%。其中，中央本级支出 2449.46 亿元，同比增长 31.2%；地方本级支出 10361.46 亿元，同比增长 35.6%。

从结构看，新增财政支出主要集中在交通运输、环境保护、社会保障和就业、教育等领域（表 1），其中社会保障领域增加 670 多亿，主要投向可能是保障性住房；环保与交通运输领域增加加大，也是四万亿投资计划中的主要投资领域。

联合资信注意到，与中央财政支出增加

相比，地方财政支出增加更多，说明地方政府对地方建设项目的数量及投资额均有放大。在政府财政支出大幅提高的同时，财政收入却由于经济增长放缓、价格水平下降及企业效益滑坡而大幅减少，收支矛盾加剧，财政压力趋于增加。

表 1 2009 年一季度与 2008 年一季度全国主要财政支出项目比较（单位：亿元）

	财政预算支出	一般公共服务	科学技术	教育	社会保障和就业	医疗卫生	环境保护	交通运输
2008Q1	9,506.76	1,688.22	162.85	1,556.34	1,187.06	323.89	86.66	258.20
2009Q1	12,810.92	1,631.70	216.17	1,848.84	1,861.94	464.10	219.15	507.04

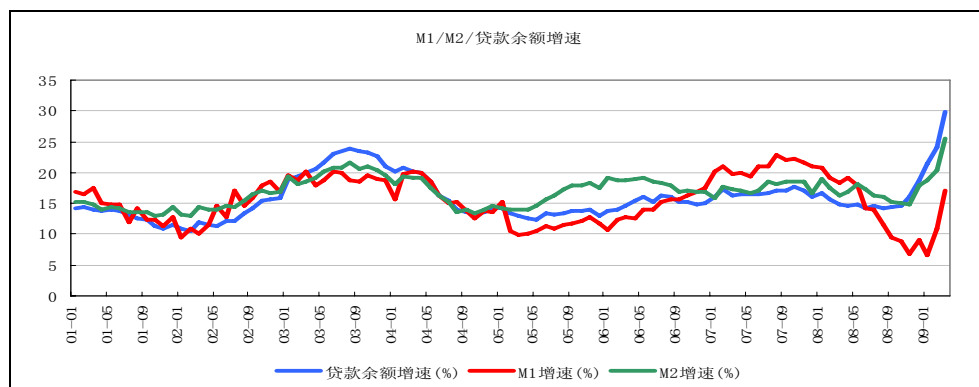
资料来源：WIND 资讯

货币方面，信贷规模急剧增长，流动性充裕，利率水平下降，为企业提供了较为宽松的资金来源，但资金主要流向“四万亿”投资计划所涵盖的政府项目及相关国有大型企业，非国有企业资金仍然匮乏。

一季度出现的井喷式的信贷增长：1 月份新增贷款 1.62 万亿，2 月份新增贷款 1.07 万亿，3 月份增长势头不减，新增达到 1.89

万亿，一季度新增人民币贷款总额 4.58 万亿，接近 08 年全年 5.94 万亿元的新增贷款总额，也达到了 09 年全年政府信贷增长计划 5 万亿元的 90% 以上。新增贷款规模的这种急剧增长为近年来所罕见（图 1）。联合资信注意到。在新增的 4.58 万亿元贷款中，中长期贷款新增 1.8 万亿元，占 39.30%，为投资增长提供了良好的资金来源。

图 1：M1/M2/贷款余额增长走势



资料来源：中国人民银行

新增贷款中居民户贷款稳步回升，非金融性公司及其他部门贷款增加明显加快。人民银行的数据显示，3 月末，居民新增贷款

比年初增加 4223 亿元，同比增长 16.9%，增速比上年同期低 8.7 个百分点，比上年末高 3.2 个百分点。其中居民户消费型贷款比

年初多增加 2027 亿元，同比多增 787 亿元，为 2008 年以来首次出现季度多增，反映了一季度住房、汽车销量回升的特点。本季度非金融性公司及其他部门贷款比年初增加 4.2 万亿元，同比增长 32.9%，增速比上年同期高 20.4 个百分点。主要是票据融资和中长期贷款增长较快，其中票据融资同比多增 1.6 万亿元，中长期贷款同比多增 1.0 万亿元。

中长期贷款的投向主要集中在基础设施行业、租赁和商务服务业、房地产业和制造业四大行业。因为基础设施行业（包括交通运输业、仓储和邮政业、电力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业）是国有银行主要支持的“四万亿”投资计划所涉及的行业，因而占据了新增贷款的较大份额，但同比份额有所下降，而制造业所占份额较小（表 2）。

表 2 09 年一季度新增贷款主要投向

	贷款规模 (亿元)	贷款占比 (%)	上年同期 占比
基础设施行业	8948	50.1	40.2
租赁和商务服务业	2207	12.4	4.5
房地产业	2006	11.2	19.9
制造业	1414	7.9	12.2

资料来源：中国人民银行

一季度新增贷款的井喷，一方面是银行配合政府四万亿投资计划加大信贷投放，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原因。而为了规避贷款风险，占据贷款份额较大的国有大型银行主要向国有企业贷款，大量中小企业仍难以获得贷款。

在信贷规模急剧扩张的同时，金融机构

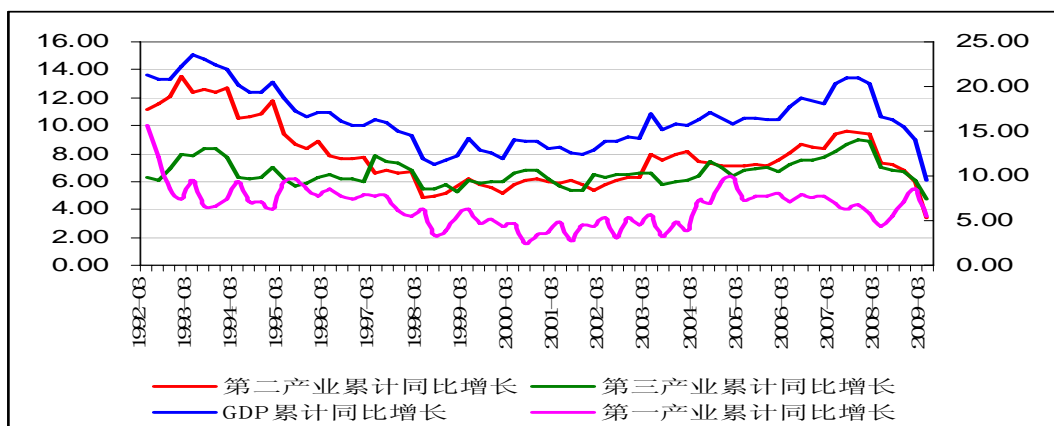
贷款利率继续下行。3 月份，非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为 4.7%，比年初下降 0.80 个百分点，比 2008 年 8 月降息前下降 2.63 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 5.70%，票据融资加权平均利率为 1.88%，比年初分别下降 0.53 个和 1.01 个百分点，比降息前分别下降 2.16 个和 4.02 个百分点。同时执行利率上浮的贷款比重明显下降，3 月该比例为 36.43%，比年初下降了 7.88 个百分点。联合资信认为，贷款利率的下降降低了企业的融资成本，同时对其他融资渠道也产生了较大的冲击。

2、总供需及价格水平分析

(1) 供给方面，第三产业对 GDP 增长的贡献最大，工业增长放缓，行业分化显现
一季度第三产业增加值增长最快，对 GDP 增长的贡献率也最大。

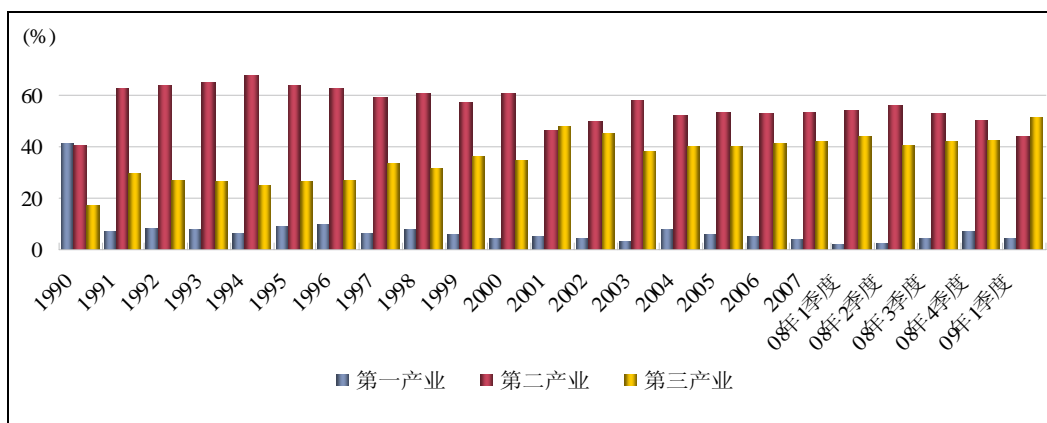
国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 65745 亿元，同比增长 6.1%。其中，第一产业增加值 4700 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 31968 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 29077 亿元，增长 7.4%。联合资信测算，本季度第一二三产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.44%、43.85% 和 51.71%，第三产业对 GDP 增长的贡献最大，超过第二产业 7.86 个百分点。联合资信注意到，我国长期以来第二产业的增长速度及其对 GDP 增长的贡献率在三次产业中领先，受亚洲金融危机影响，在 1997 年—2003 年间，第三产业增长多数时间略快于第二产业，但只有 2001 年第三产业增长对 GDP 增长的贡献超过第二产业（图 2、图 3）。据此我们推测，受本次金融危机影响，中国第三产业可能未来数年保持较高增长，其对 GDP 增长的贡献率也将有所提高，在近一两年可能超过第二产业贡献率。

图 2：1992 年一季度—2009 年一季度 GDP 及三大产业累计增长率



资料来源：国家统计局

图 3：三大产业对 GDP 增长的贡献率比较



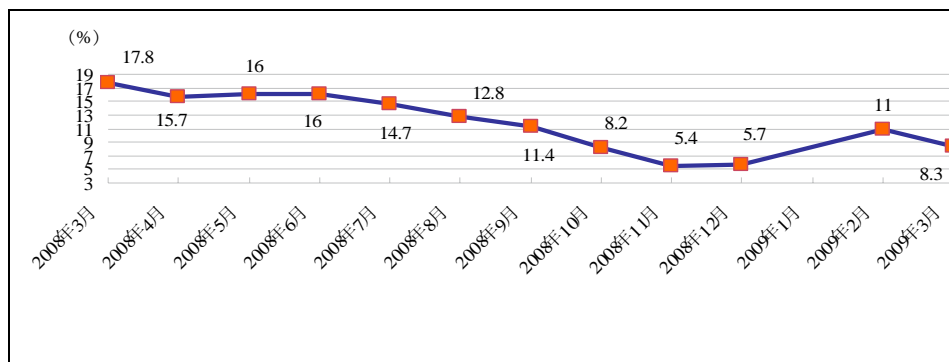
资料来源：国家统计局

工业增长波动较大，行业分化明显。

规模以上工业企业增加值在 2008 年 11 月创下当月同比最低增速 5.4% 以后开始缓慢回升，今年 2 月增速提高到 11%，但 3 月份增速又下滑至 8.5%，波动性比较明显（图 4）。从累计值看，1-2 月累计增长 3.8%，1-3 月累计增速为 5.8%，环比有所增长。同时，各行业增长的差异比较大。一季度，39 个行业大类中 33 个保持增长，6 个行业下降。具体看，矿物采选、轻工制造和装备制造

等行业增长恢复较为明显，而原材料加工制造、通信电子设备制造及电力等行业仍为负增长或增长速度仍然较低（表 3）。总体上看，保持增长的行业一方面受惠于四万亿投资计划产生的需求来动，一方面还受到国家支持农业发展、医疗改革等政策的积极促进；而受政策刺激较小，自身又存在较大过剩产能的行业，则由于停产半停产等原因，表现出增加值负增长的基本态势。

图 4：2008 年 3 月—2009 年 3 月规模以上工业企业增加值当月增速变化



资料来源：国家统计局

表 3 一季度增长最快和下降最大的前 10 大行业

增速提高最快的前 10 大行业	增速 (%)	增速下降最大的前 10 个行业	增速 (%)
其他采矿业	26.1	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-5.4
非金属矿采选业	17.9	通信、计算及其他电子设备制造业	-5.3
黑色金属矿采选业	16.2	化学纤维制造业	-4.3
农副食品加工业	15.5	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-2.5
医药制造业	15.1	工艺品及其他制造业	-0.8
燃气生产和供应业	14.4	橡胶制品业	-0.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	12.1	黑色金属冶炼及压延加工业	0.3
有色金属矿采选业	11.9	电力、热力的生产和供应业	1.5
专用设备制造业	11.3	交通运输设备制造业	2.8
非金属矿物制品业	10.8	有色金属冶炼及压延加工业	2.8

资料来源：国家统计局

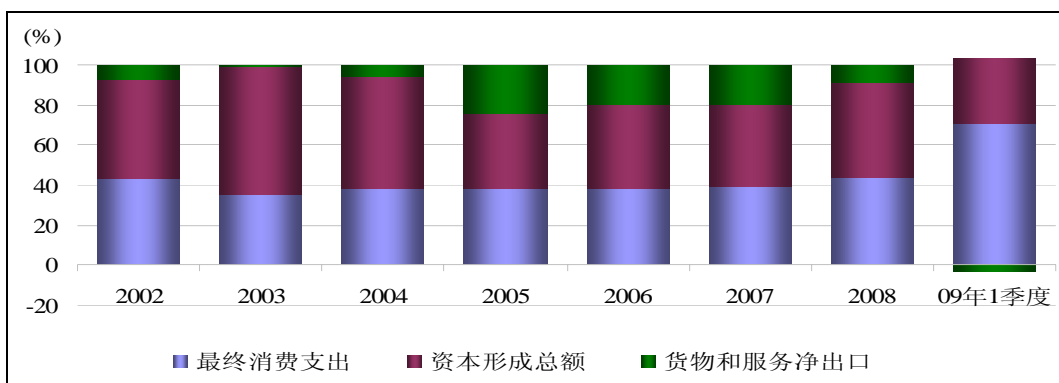
(2) 需求方面，国内投资和消费依然强劲，外需持续快速下滑

一季度最终消费对 GDP 增长的拉动作用最大，但投资的拉动作用不可低估。

金融危机以来，三大需求中除了消费保持稳定增长以外，投资和净出口增长均出现回落，在随后国家巨额投资计划的刺激下，投资增长又大幅增速，只有净出口持续下滑。按国家统计局的初步核算，一季度投资拉动 GDP 增长 2 个百分点，消费拉动 4.3 个百分点，净出口拉动-0.2 个百分点。消费对 GDP 增长的拉动作用最大。这是继 2007

年全年消费贡献率略高于投资贡献率滞后，五个季度以来首次超过投资贡献率。但考虑到支出法统计 GDP 的方法中，投资分为固定资产投资和存货投资两部分，本季度消化大量库存必然会抵消投资增长速度。联合资信认为，随着未来库存的减少，投资仍将回到其中国经济增长第一动力的地位。图 5 显示，在近年来经济持续高速增长，投资受到调控政策抑制的背景下，除了 2007 年投资和消费对 GDP 增长的贡献基本持平以外，投资一直为经济增长的主要拉动力，何况在政策方向已转变的未来时期。

图 5：2002 年以来三大需求对 GDP 增长的贡献



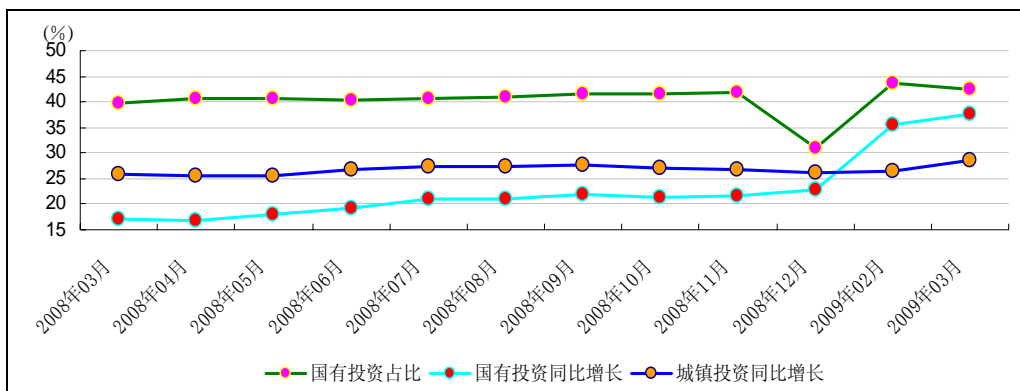
资料来源：国家统计局

投资增速创近年新高，投资结构出现明显变化。

数据显示，2009年一季度全社会固定资产投资完成28129亿元，同比增长28.6%，比上年同期加快4.2个百分点。按可比价格计

算，实际增速为30%以上，亦是1年以来的新高；城镇固定资产投资中，国有投资增长及其在投资总额中的占比，今年以来出现大幅提升（图6）。这说明投资高速增长主要在于政府推动，而民间投资依然乏力。

图6：2008年3月—2009年3月城镇固定资产投资及国有投资增长



资料来源：国家统计局

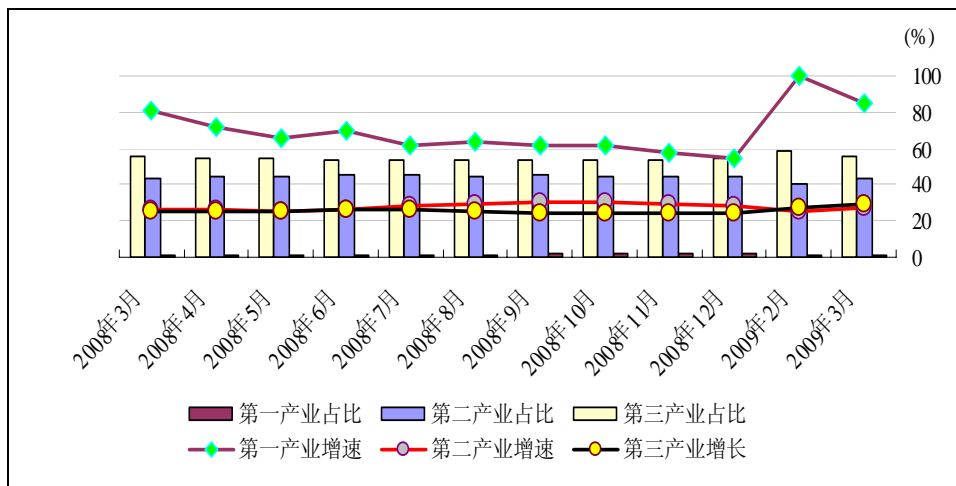
固定资产投资的特点还表现在其产业分布上。在三次产业的投资份额及增长速度上，一次产业投资增速虽然最高，但投资规模占比一直很小；二次产业投资增速和规模占比波动不大；三次产业的投资增速略有提高，占比自去年以来一直为最大（图 7）。第三产业投资增速较快，主要原因仍在于政府的巨额投资计划。第三产业投资中，房地产开发投资占比较大，因房地产开发投资增长

乏力，对第三产业投资增幅下拉效应明显。如扣除房地产开发投资，则增幅可能更高。另外，以政府投资为主导的与基础设施相关的行业增长较快，如占第三产业投资比重较大的交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业分别增长了 35.3%、18.6%，对第三产业投资增长贡献较大。而传统的第三产业，如批发与零售业、住宿和餐饮业投资则是下降的。

联合资信注意到，根据国家四万亿投资计划，投资领域主要集中在第三、第一产业，这两次产业的投资在政策及政府资金推动下实现高速增长，是显而易见的。但第二产业的投资在一季度不论是在占投资总规模的比例上，还是增长速度上，非但没有明显

下降，而是保持了较稳定的增长，一定程度上加剧了相关行业已经存在的产能过剩矛盾。因为固定资产投资中国有大型企业完成的比例较大，所以这个情况在国有经济中尤其突出，比如钢铁、石化等行业。

图 7：三大产业的固定资产投资增速及其投资额占比

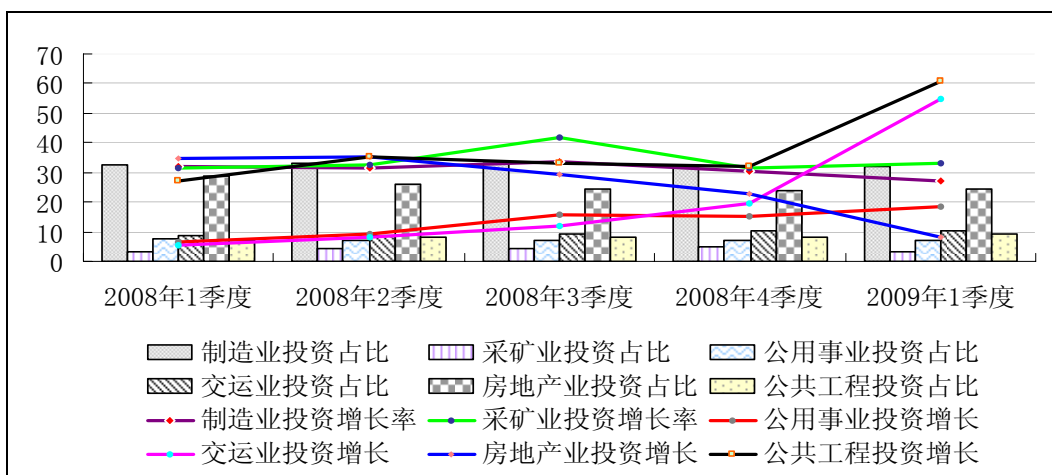


资料来源：国家统计局

进一步考察主要行业的投资增长及投资占比（见图 8），可以看到 2008 年占比最大的两个行业一直是制造业和房地产业。其中制造业的投资增长从 08 年第三季度开始出现缓慢下滑，房地产业投资从 08 年第二季度开始下滑，3 个季度里从原来的增长 30% 下滑为增长不到 10%，下滑幅度在主要行业中是最大的。交通运输业的投资占比基本稳定，但投资增长速度一直较快，今年一季度增速更有大幅度提高。公共工程投资额的

占比增长不大，但在一季度投资增速有大幅提高。交通运输和公共工程投资增速的大幅提高，是由于政府 4 万亿投资计划的项目，主要集中于这两个行业。工业部门中，制造业投资增速略有下滑，公用事业投资增长有所提高，采矿业投资增速基本持平，综合起来，一季度中国工业投资保持了去年以来的较高增长速度，进而保证了整个第二产业的稳定增长。

图 8：2008 年以来主要行业投资增长及投资额占比



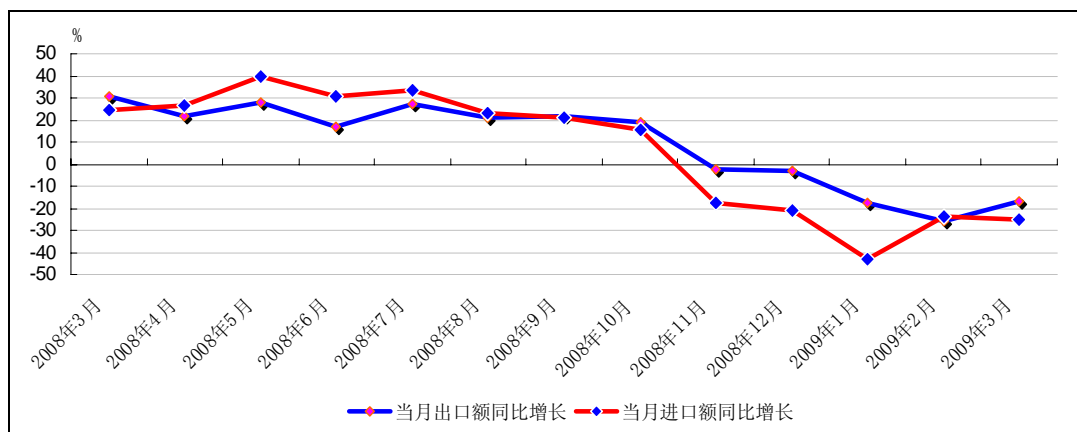
资料来源：国家统计局

对外贸易依然大幅下降。

一季度，对外贸易进出口总额 4287 亿美元，同比下降 24.9%。其中，出口 2455 亿美元，下降 19.7%；进口 1832 亿美元，下降 30.9%。进出口相抵，顺差 623 亿美元，同比增加 209 亿美元。图 6 表明，中国进出口增速于 2008 年 11 月双双出现大幅下降并进入负增长区间。到今年 3 月，出口和进口负增长的幅度虽然有所收窄，降幅依然较大（图 9）。由于出口收缩幅度小于进口收缩幅度，一季度贸易表现为顺差，而且据统计，贸易顺差增长也是近几个月来的新高，尤其是一般贸易项下顺差增长较快。

出口方面，劳动密集型产品出口有所增加，如服装及衣着附件累计出口下降幅度收窄；钢材出口深度下降，3 月当月成为净进口国；国别上看，对主要国家的出口下降均有回升：对主要贸易伙伴国出口额有所增加：3 月份对美国出口累计达 455.6 亿美元，同比下降 14.9%，当月出口额比上月增加 46.7 亿美元；对欧盟出口累计达 498.7 亿美元，同比下降 22.1%，当月出口额比上月增加 43.6 亿美元；对日本出口 218.7 亿美元，同比下降 16.2%，当月出口额比上月增加 24.2 亿美元。

图 9：08 年 3 月以来进出口增速变化情况



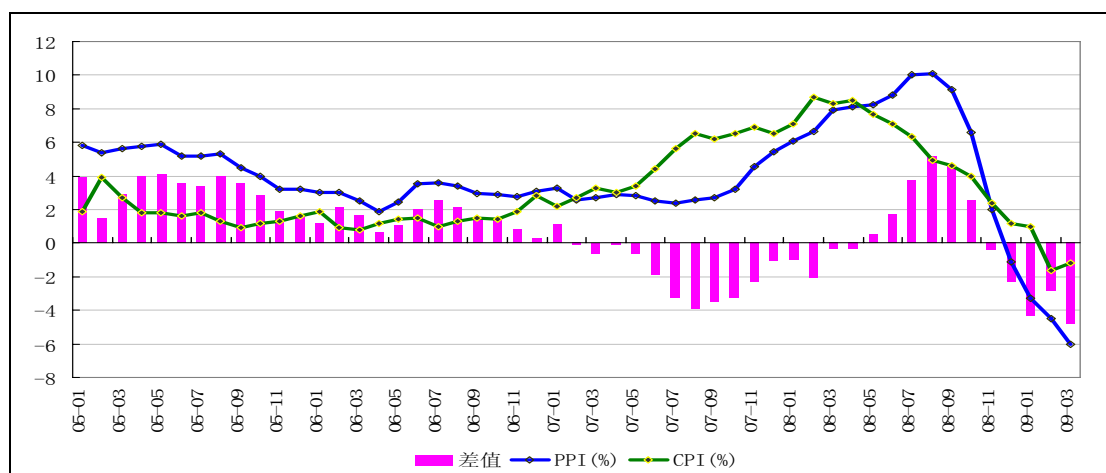
资料来源：海关总署

(3) 价格水平继续下降，CPI、PPI 双双负增长，原料、燃料、动力购进价格大幅下滑，表明有效需求不足，产能依然过剩

如图 10 所示，CPI 上涨速度从 08 年 2 月到达最高的 8.7% 以后持续下滑，于今年 2 月变为负增长，同比下降 1.6%，3 月份有所回升，同比下降 1.2%，1—3 月累计同比下降 0.6%；PPI 增长在去年 8 月达到同比增长

10.6% 的最高水平后开始持续快速下滑，12 月份同比下降 1.14%，短短 4 个月增速大幅下滑了 11.74 个百分点，今年 3 月份下降 6.1%，下降有所加快。1—3 月累计同比下降 3.6%。数据表明，价格总水平仍处于下行通道，总供需之间矛盾仍然突出，产能过剩以及库存较多的问题依然突出。

图 10：2005 年以来 CPI/PPI 月度涨跌幅走势



资料来源：国家统计局

进一步考察可以看出（表 4），居民消费价格中，由于季节因素影响，2 月份下降幅度较大，3 月份有所回升。居民居住价格持续下降，主要原因可能是房价持续小幅下降。原料、燃料、动力购进价格持续大幅下滑，1—3 月份下降了 3.6 个百分点。其中黑

色金属购进价格下降幅度较大，1—3 月下降了 6.5 个百分点。工业品出厂价格下降较平稳，生产资料出厂价下降幅度相对较大，为 3 个百分点。剔除翘尾因素影响，总体价格水平下降幅度将有所收窄，但工业品出厂价格因需求收缩而下降的因素更多一些。

表 4 2009 年一季度主要价格数据（单位：上年同月=100）

指标名称	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月
消费零售类			
居民消费价格指数	101.0	98.4	98.8
其中：居民食品消费价格指数	104.0	98.1	99.3
居民居住消费价格指数	97.7	97.1	96.5
购进及出厂类			
原材料燃料动力购进价格指数	94.7	92.9	91.1

其中：黑色金属材料类购进价格指数	95.3	93.7	88.8
有色金属材料类购进价格指数	71.6	70.3	68.2
工业品出厂价格指数	96.7	95.5	94.0
其中：生产资料出厂价格指数	95.6	94.3	92.6
生活资料出厂价格指数	100.1	99.6	98.6

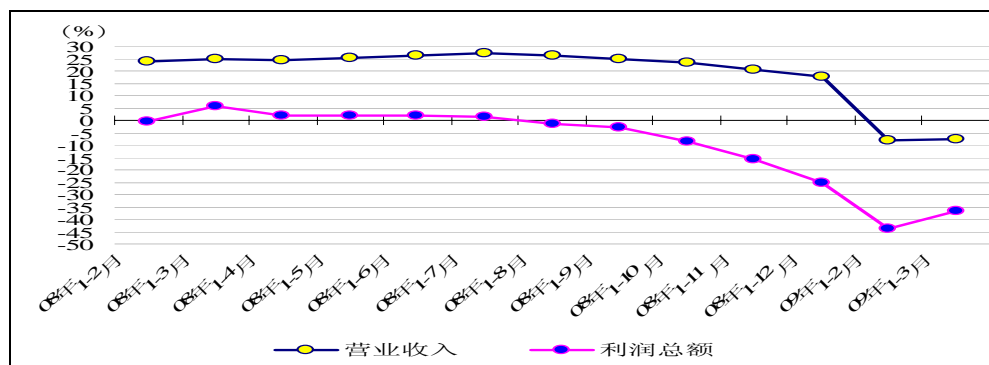
资料来源：中经网统计数据库

3、经济运行效益分析

在宏观经济总体上供大于求，价格水平持续大幅下降的背景下，企业收入和利润下滑明显，经营压力加大。财政收入则在企业利润下滑、结构性减税等因素的共同作用下下降更大。

企业收入方面，以国有企业为例，企业收入总额和利润仍延续去年下半年以来的下降态势，于 2008 年 2 月份降至最低点，3 月份降幅略有减小，但仍处下降区间，而且降幅依然较大（图 11）。

图11：2008年以来国有及国有控股企业收入和利润总额增长情况



资料来源：财政部网站

财政收入方面，据财政部数据显示，一季度累计，全国财政收入 14642.05 亿元，同比减少 1329.29 亿元，下降 8.3%，降幅有所收窄(图 12)。其中，中央本级收入 7212.99 亿元，完成年度预算的 20.1%，比去年同期进度低 7.6 个百分点；同比减少 1546.5 亿元，下降 17.7%。地方本级收入 7429.06 亿元，完成年度预算的 24.5%，比去年同期进度低 2.3 个百分点；同比增加 217.21 亿元，增长 3%。

财政收入中的税收收入 13023.58 亿元，同比下降 10.3%。其中，国内增值税同比下

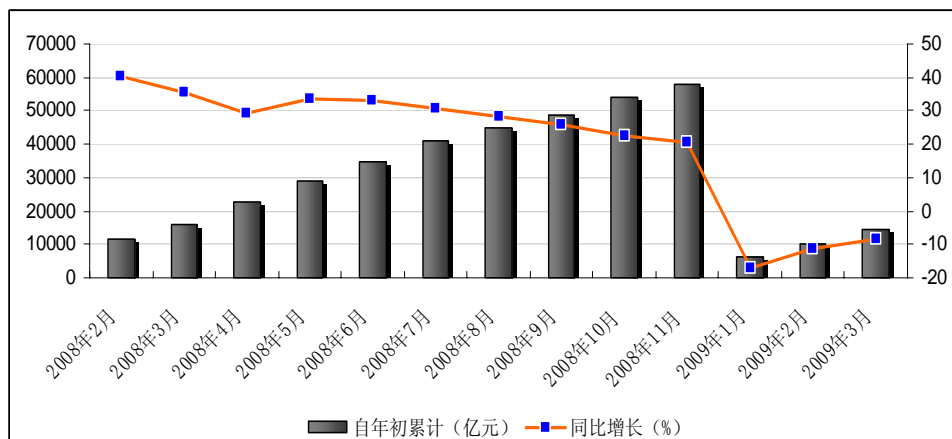
降 2.4%，国内消费税同比增长 38.5%（剔除成品油税费改革不可比因素后实际增长 3.3%），营业税同比下降 1.5%，企业所得税同比下降 16.7%，个人所得税同比下降 0.3%，进口货物增值税、消费税同比下降 15.8%，关税同比下降 23.9%，证券交易印花税同比下降 86.2%，车辆购置税同比下降 7.6%。另外，出口退税 1861.32 亿元，同比增长 29.7%，相应减少财政收入。

一季度财政收入同比下降的主要原因：一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施积极的财政政策，进

行结构性减税，包括下调证券交易印花税税率及单边征收、增值税转型改革减税、对小企业和高新技术企业所得税实行低税率、减免个人所得税、对小排量汽车调减车辆购置税、几次提高部分商品出口退税率等，政策性减收较多；三是工业品出厂价格指数、居民消费价格指数双下降，相应使以现价计算的财政收入减少。

3月份，全国财政收入4402.21亿元，比去年同月减少13.74亿元，下降0.3%。其中，中央本级收入2044.58亿元，下降10.3%；地方本级收入2357.63亿元，增长10.3%。3月份全国财政收入降幅比前两个月缩小，与清理、补缴收入入库较多及去年同月基数较低等非经济因素有较大关系，后期财政收入形势仍不容乐观。

图12：2008年2月以来国家财政收入增长情况



资料来源：财政部

联合资信注意到，相对于中央财政收入的下降，地方财政收入仍为增长态势。这可能是地方税收收入受结构性减税的影响较小，地方非税收入主要是土地出让收入有所增加的结果，但其持续性仍待观察。短期看，地方财政收入的增长，为地方基础设施建设提供了主要支撑。

4、区域差异分析

中国长期以来形成的区域发展格局及各区域之间经济结构、发展水平等方面的差异，决定了2008年下半年以来在金融危机冲击下各区域的不同表现。总体上讲，东部地区受冲击最大，经济增长放缓幅度大，中西部及东北地区受冲击相对较小，因而经济

增长减速较小。

综合上文分析可见，一季度工业增加值增长、城镇固定资产投资增长的区域差异比较明显（表5）。工业增加值增速西部远大于东部，从下滑速度来看，也是中西部下滑幅度小于东部。城镇固定资产投资方面，西部增长迅猛，今年一季度高达46%以上；东部地区增速有所降低，但仍保持较高增长态势。联合资信注意到，中西部地区增长速度超过东部地区已持续数年，中国经济增长格局已经改变，而本次经济的深度调整将进一步强化这种趋势，中西部个别地区有望因此而快速崛起，成为中国经济增长新的引擎。

表 5 2009 年一季度东中西部投资、工业增长比较

	工业增加值同比增长 (%)			城镇固定资产投资增长 (%)		
	09 年 1 季度	08 年 4 季度	08 年 1 季度	09 年 1 季度	08 年 4 季度	08 年 1 季度
东部	3.70	11.60	15.70	19.80	21.30	22.30
中部	5.20	15.8	19.66	34.30	33.50	35.20
西部	11.80	15.00	19.50	46.10	26.70	27.70

资料来源：国家统计局、国家发改委

以上对一季度宏观经济运行的分析，表明中央政府去年底以来为扩大内需、促进经济平稳较快发展的一揽子计划初显成效，形势好于预期，但经济稳定增长的深层结构问题依然存在。联合资信认为，中国经济中长期积累了大量深的结构性矛盾，如投资率过高、过渡依赖进出口、社会保障滞后、资源与能源价格形成机制不合理、环境压力增大、区域和城乡差距扩大、国有经济对资源和市场的垄断势力增强而效率下降等等，经过 10 多年的高速增长，这些矛盾已经开始显化，而国际经济金融危机的出现恰好促发甚至进一步激化了这些矛盾，从而制造成了目前艰难的国内经济形势。在这个意义上，我们认为国家当前采取的一篮子刺激计划有助于缓和矛盾，防止经济大落，但难以从根本上扭转经济增长放缓的趋势，个别行业产能过剩的问题将持续存在，导致企业效益低迷，甚至倒闭破产。

同时也应看到，中国目前仍处于工业化、城镇化的中早期，经济增长的动力仍然很强。中国经济长期以来的高速增长，主要是出口—投资推动下的产能扩张，而居民的有效需求及其对经济大拉动作用一直不足，在此情况下，劳动力成本优势产生的大量出口起到了较好的弥补作用。但随着我国人口结构的变化、人工

成本优势的逐渐丧失，外需的创造将会更多地转向技术进步和文化资源的挖掘上来，同时需要付出更长的时间成本。而由工业化和城镇化所推动的投资增长和消费升级，将自然成为我国经济发展的持续动力。

经验表明，区域政策也是当前保持经济稳定增长，扩大内需，防止出现大的滑落的有效措施。中国地域广阔，广大中西部地区工业化城镇化水平依然很低，这正好为中国经济主要依靠内需拉动提供了有利条件。10 年前亚洲金融危机以后西部大开发战略的实施，对此作出了有力印证。而此次金融危机以来中西部地区经济的较快发展及其对全国经济增长的贡献，对此有明显反映。如果中央政府在实施四万亿投资计划、调整振兴重要产业的同时出台新的区域开发开放政策，加快中西部地区工业化城镇化的进程，将可能取得更为明显的刺激效果。

联合资信同时认为，当前增长较快的第三产业，也将产生对第二产业尤其是工业的需求拉动，从而促使工业增长缓慢恢复。

二、宏观经济未来发展分析

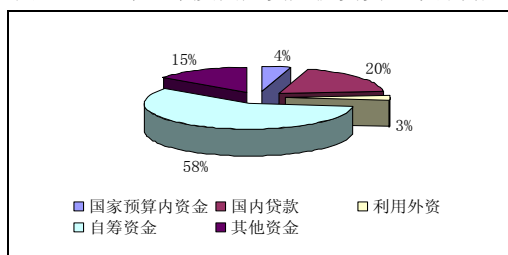
通过对一季度中国宏观经济运行的基本分析，结合进一步衰退的国际经济环境，联合资信倾向于认为我国的宏观经济政策将在未来保持稳定性和持续性，即继续实行

积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并有可能适时出台刺激居民消费、支持重点产业发展的相关政策，从而使未来经济运行仍处于良好的政策环境之中。

1、信贷和财政资金将推动固定投资继续高速增长

一季度固定资产投资的高速增长，主要源于充裕资金的推动。考察投资资金来源的构成，在政府投资、信贷资金以外，主要的来源仍是企业自有资金，其份额占一季度城镇投资总额的58%（图13），说明投资主体仍具有较强的自身实力及融资能力。我们还注意到，四万亿投资计划实施迄今，中央财政分两批共划拨资金2300亿元，投向主要是基础设施和民生工程。按照两年内中央财政投资1.18万亿的计划，今年尚有近3000亿元的中央投资；一季度新增贷款中，可用于城镇固定资产投资的中长期贷款为1.85万亿，按照WIND资讯统计，一季度用于固定资产投资的信贷资金仅为6785.38亿元，占中长期贷款额的36%。这说明，即使2季度信贷受到一定限制而规模收缩，一季度已放贷款中仍有大量资金可用。

图 13：09 年一季度固定资产投资资金来源构成



资料来源：WIND 资讯

财政资金受到财政收入的制约。2009 年 1 月延续了去年四季度以来的减收态势，同比下降 16.7%，创出了近几个月单月减收幅度的最低点。但 2 月份后税收收入跌幅逐

月收窄，其中，2 月份税收收入同比下降 6.4%，3 月份税收收入同比下降 3%。税收总收入继续减收，但分月跌幅逐步收窄。

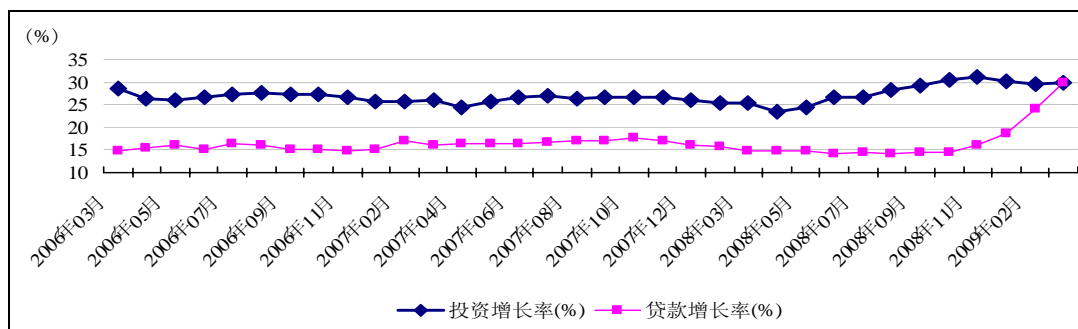
据财政部分析，一季度财政收入同比下降的主要原因：一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施积极的财政政策，进行结构性减税，包括下调证券交易印花税税率及单边征收、增值税转型改革减税、对小企业和高新技术企业所得税实行低税率、减免个人所得税、对小排量汽车减按 5% 的税率征收车辆购置税、几次提高部分商品出口退税率等，政策性减收较多；三是工业品出厂价格指数、居民消费价格指数双下降，相应使以现价计算的财政收入减少。由于以上影响因素难以在短时间内消除，财政收入减少的趋势可能持续，从而对财政投资产生一定的制约作用。但考虑到国家实施积极财政政策，预算赤字规模较大，我们认为至少中央政府预算资金能够到位，完成年初确定的中央投资计划应无悬念。

信贷资金方面。信贷在一季度表现为持续三个月的巨量增长，导致新增贷款量达到 4.58 万亿，几乎逼近全年 5 万亿的新增贷款额度，大规模新增的贷款对投资增长的推进，将在未来逐步显现。对贷款增长与固定资产投资增长的相关性观察可以看出，在贷款快速的推动下，投资增长也将维持在高位（图 15）。目前各方预测二季度的新增贷款将较一季度减少。根据目前经济运行状况，我们预计政府不会对信贷政策做大的调整，全年新增 5 万亿贷款的计划很可能扩大。即便二季度的新增贷款有所减少，已经贷出的信贷资金至少在下季度依然足以支持较高的投资增长率。

联合资信同时注意到，在 M2 大幅增长 25.5%，M1 增长 17% 和 M2、M1 的增速同比加快 7.7 个和 8 个百分点的同时，M0 只增长 10.9%，增速同比反而下降了 1.8 个百分点。这说明居民和企业的存款在持续增加

（而一季度的数据也反映了这个特点），这对投资增长虽有不利影响，但企业支付能力的提高对经济整体活跃程度的提高，从根本上来讲对投资和消费增长更有稳定的推动作用。

图 15：固定资产投资增长与贷款增长走势



资料来源：国家统计局、人民银行

2、投资拉动下工业增长可期，但产能过剩局面可能较长期存在

在国家扩大投资、刺激消费和出口的各项政策措施的积极作用下，今年 1-3 月工业增加值同比增长 5.8%，比 12 年来的最低增速——今年 1-2 的同比增长 3.8% 提高了 2 个百分点。其中，受益于国家扩大消费政策，消费品工业生产经营状况好于工业整体形势。一季度，规模以上消费品工业增加值同比增长 7.8%，其中 3 月份增长 9.8%，比头两个月加快 2.4 个百分点，家电、农机、汽车产销形势好转。受投资拉动，装备制造业和部分原材料行业出现转机。一季度，机械、有色、汽车、石化行业增加值同比分别增长 6.5%、4.2%、3.7% 和 4.5%，其中 3 月份增长均在 10% 以上。调高出口退税率，部分工业产品出口下降幅度减小。去年下半年以来，国家分六次调整部分轻工、纺织、机电产品出口退税率，涉及 7800 多个税号，综合平均退税率已高于 2007 年 7 月调低前的水平，对于稳定出口形势产生了积极效果。

3 月份，我国外贸出口同比下降 17.1%，降幅比头两个月缩小 4 个百分点，服装、家具等劳动密集型产品出口有所增长，机电产品出口降幅收窄。在各行业中出口比重较高的电子行业生产形势出现变化迹象，3 月份电子行业工业增加值由头两个月下降 9.4% 转为增长 1.2%；出口交货值下降 10.1%，降幅比头两个月减缓 8.9 个百分点。

但联合资信同时注意到，部分行业在产销下滑，产能本来过剩的情况下，在一季度仍进行了大量的固定资产投资以扩大产能（见表 6），如在工业增加值负增长的 6 大行业中，固定资产投资有的仍高达 30% 以上；工业增加值增速较高的行业，更是实现了高速的投资增长，像非金属和黑色金属采矿业的投资增速高达 60% 以上，一些增长势头稍好的制造业如非金属矿物制品业、专用设备制造业等的投资增速均在 30 以上。这无疑将使钢铁等上游制造业产能过剩的矛盾更为突出，而且难以在短时期内得到缓解。

表 6 一季度增长最快和下降最大前 12 大行业的投资增长

增速提高最快的前 10 大行业	工业增加值增长 (%)	投资增长 (%)	增速下降最大的前 10 个行业	工业增加值增长 (%)	投资增长 (%)
非金属矿采选业	17.9	63	石油加工、炼焦及核燃料加工业	-5.4	5.9
黑色金属矿采选业	16.2	60.6	通信、计算及其他电子设备制造业	-5.3	-2.4
农副食品加工业	15.5	37.7	化学纤维制造业	-4.3	-13.6
医药制造业	15.1	37.2	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-2.5	30.9
燃气生产和供应业	14.4	39.1	工艺品及其他制造业	-0.8	20
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	12.1	22.2	橡胶制品业	-0.6	24.2
有色金属矿采选业	11.9	21.3	黑色金属冶炼及压延加工业	0.3	-6.4
专用设备制造业	11.3	49.7	电力、热力的生产和供应业	1.5	15.2
非金属矿物制品业	10.8	57.7	交通运输设备制造业	2.8	32
食品制造业	10.7	27.6	有色金属冶炼及压延加工业	2.8	19
饮料制造业	10.6	15.4	文教体育用品制造业	3.2	18.2
纺织服装、鞋、帽制造业	9.7	6.8	化学原料及化学制品制造业	3.7	40.6

资料来源：国家统计局

3、消费刺激政策可能强化，受政策支持行业盈利前景较好

消费增长源于收入的提高。在经营环境恶化，企业利润大幅下降的背景下，一季度居民收入的增长，只能用国家政策加以解释。增加农民种粮的补贴，降低车辆购置税，家电下乡，汽车下乡，部分地区和城市发放消费券、购房补贴和购房退税等政策，相当于提高了城乡居民的收入；而提高养老金和低保补助的标准，以让百姓“看得起病”为导向的医疗卫生体制的推进，减轻人们的后顾之忧之忧，促使储蓄向现实消费的转化。一季度末，城乡居民金融机构储蓄存款余额达到 24.3 万亿人民币，人均达到 2 万多，说明储蓄的消费潜力十分巨大。此两者效应叠加，产生了较强的消费刺激效应，至少抵消了工资收入零增长或者负增长而产生的居民消费需求的下降。基于此，联合资信预计，只要就业率保持基本稳定，工资收入不出现大幅下降，在价格水平总体下降的背景下，居民消费，包括房屋汽车等大额消费将保持稳定增长。另一方面，由于政府消费的刚性和惯性，尽管财政收入在减少，但占社会消费额 25% 的政府消费难以出现下降趋势。居民消费和政府消费的这些特征，使得消费可能保持较平稳的增长，继续担当拉动 GDP 增长的主要角色。

4、外需疲软导致出口下降趋势延续，出口企业财务状况堪忧

从2008年9月金融危机大规模爆发开始，中国出口加速下滑。今年一季度，对外贸易进出口总额4287亿美元，同比下降24.9%。其中，出口2455亿美元，下降19.7%；进口1832亿美元，下降30.9%。进出口相抵，顺差623亿美元，同比增加209亿美元。虽然3

月份出口降幅有所收窄，但是未来的出口形势仍然不容乐观。尽管近期主要国际组织和世界主要经济体为抵御国际金融危机的不利影响，纷纷单独或联合采取一些措施，对稳定恢复世界经济发挥了积极作用，但当前国际金融危机仍处在调整之中，世界经济仍处在衰退之中，发达国家经济衰退加深，发展中国家经济增速明显减缓，我们面临的国际形势还十分严峻。联合资信预计，2009年全年，出口都将维持负增长，这对出口导向的行业及企业构成严峻的经营甚至生存压力。

5、价格水平可能继续下降，企业利润下降趋势难以逆转

3月份，中国CPI和PPI双双保持了下滑态势，CPI下降1.2%，PPI下降6%。根据目前的国内外经济形势，价格回升受到多种因素制约，其一经济增长速度还低于潜在的经济增长速度，也就是说，整个社会需求还没有达到引起总供给和总需求的失衡，价格上涨的动力受到一定的制约；其二国际价格水平仍在低位运行，据世界银行统计，1月份国际能源价格同比下降45.5%，2月份下降51.6%，3月份下降51.8%，相应的农产品价格、原材料价格、金属和矿产品价格都出现了20%、30%、40%的降幅；其三农产品特别是粮食供给还比较充裕，因为中国的价格每次上涨很大程度上都和农产品的供给有很大关系，特别是改革开放以来，出现几次大的价格上涨，都是和农产品涨价密不可分。中国粮食产量已连续五年增产，今年粮食播种面积增加已是第六个年头，同时肉类产量也在增加，食品的供应较为充裕，这对稳定价格发挥着极其重要的作用。在这些因素制约下，价格回升可能将是一个随着宏观

经济形势的发展而逐步调整的缓慢过程。

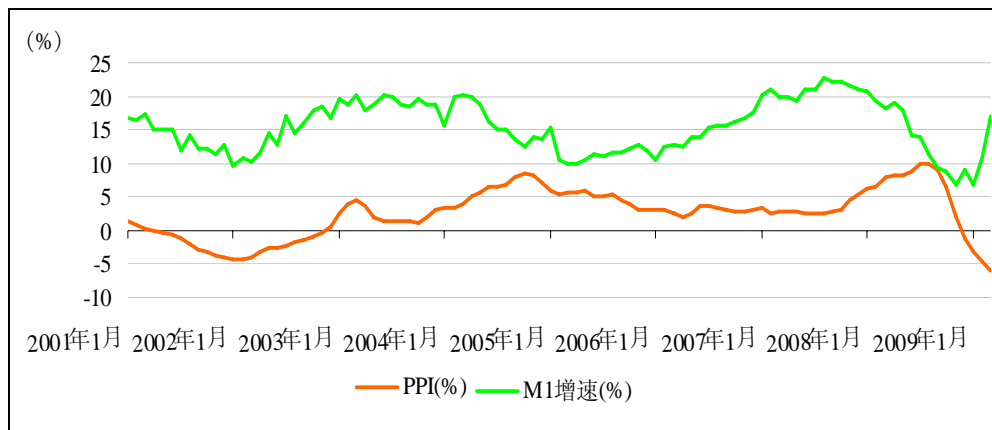
由于一季度新增贷款的规模巨大，人们担心会因此产生总体价格上涨倾向。考察2001年以来M1增长率与PPI增长率的走势

（图15）可以看到：2001年两条曲线基本上同步向上，但到2006年后，M1增速持续提高，而PPI增速却呈下滑趋势。08年后半年后，M1增速快速下滑，而PPI仍保持了一段惯性的走势。这说明，CPI增速与PPI增速并总是同向变化，或同周期变化，但PPI增速变化要滞后于CPI增速变化较长的时期；同

时也说明PPI增长还要受到其他诸如需求、国际商品价格、基础产品价格等等因素的影响，并非完全取决于货币供应量的变化。另外，根据银监会的消息，今年一季度信贷主要投放于政府主导的基建项目，这些项目对原材料及设备的需求，可能更多是消化大量的存货，因而也无力推动价格上升。

联合资信认为，价格水平持续下降，导致企业经济效益难以提高，利润水平下降甚至亏损，使企业偿债能力减弱，信用风险上升，同时也对财政增收产生了较大压力。

图15：2001年以来M1/PPI增长走势



资料来源：国家统计局

综合分析，联合资信预计中国宏观经济在09年第二季度仍将延续一季度的增长态势，但增速将维持在相对低位，投资仍将起到主要拉动作用。三季度可能是宏观经济重要的时间窗口，如果政府能适时出台更积极的居民消费刺激政策，同时CPI下降趋势得到扭转，则消费将发挥更大拉动，促使GDP增长在第四季度达到更高水平，但由于受国际经济形势不确定性的影响，以及自身结构

性问题的加剧，全年增长情况仍有待观察。

分产业看，房屋汽车消费在政策刺激和补贴下可能稳定增长，十大产业调整振兴效果将逐步显现，消费品行业、食品加工行业、工程机械行业等在政策和需求的推动下将有较大发展。分区域看，中西部增长高于东部的状况将延续，但中西部地区企业及政府的投资面临更大的资金压力。

三、企业债券发行市场分析

1、一季度在四万亿投资计划及积极财

政政策和宽松货币政策的刺激下，企业债券融资需求强劲，市场资金充裕，发行规模大

幅增长，发行结构调整较大

2009 年一季度，债券市场稳步发展，但结构性调整较大。国债、央票等无风险债券发行规模显著减少，其中，记帐式国债发行 3 期共计 749 亿元，同比下降 34.82%；央票发行 10 期，共计 4800 亿元，同比下降 72.99%，期限结构全部为 3 个月；经国务院批准，地方政府债获批开闸，新疆和安徽分别发行一只地方政府债，规模共 70 亿元。企业债券共发行 136 期，募集资金总额 3243 亿元，同比增长 143.83%。

由于央行执行适度宽松的货币政策，放缓了央票发行，再加上一季度为国债发行的传统淡季，发行量没有明显增加，导致一季度央票和国债发行量大幅下降。但在国家应对国际金融危机，实施一揽子保增长扩内需的政策措施背景下，企业债券融资需求强劲，市场资金在信贷急剧放大的推动下十分充裕，从而推动了企业债券发行的大幅增长，同时由于企业债券融资的目的及市场环境的变化，三大券种发行的结构发生较大变化（见表 7）。

表 7 一季度企业债券发行情况

债券品种	2009 年一季度发行期数	2009 年一季度发行规模（亿元）	2008 年一季度发行规模（亿元）	同比变化（%）
短期融资券	56	965	1109.90	-13.06
企业债	46	662	219.90	200.91
中期票据	34	1656	--	--

资料来源：中国债券信息网

从发行期数和规模上看，中期票据发行均创新高；企业债发行期数创季度发行新高，发行规模季度同比大幅增长；短期融资券发行规模同比环比均有所回落。

一季度短期融资券共发行 965.00 亿元，发行规模较上环比减少 17.11%，同比下降 33.19%。环比下降的原因在于本季度内额度较大的单只债券发行数量减少，以及部分债券融资需求转型中期票据市场。上季度有 5 只额度超过 100 亿元的短期融资券发行，而本季度只有 2 只规模类似的债券发行，导致本季度券均发行规模只有 16.82 亿元，较上季度的 22.7 亿元大幅回落。从发行主体特征看，短券发行主体主要集中于国有大型企业。分月度看，1 月份、2 月份和 3 月份分别发行 212 亿元、339 亿元和 374 亿元，月度发行规模呈攀升之势。

本季度发行中票 36 期，较上季度增加 15 期；发行总量 1671 亿元，环比增加 669 亿元，发行期数和规模均创新高。同时，小规模的中期票据频频出现，单笔发行的最小规模已经从去年的 12 亿元降低到今年的 3 亿元。发行主体仍主要为煤电油运等国民经济基础行业中的优质大型、特大型企业，上市公司发行规模增加。

一季度，43 家主体共发行 46 只企业债，共募集资金 662.30 亿元，同比增长 200%，但环比有所下降，主要在于上季度铁道部发行的 5 只企业债融资额高达 600 亿元。正因为这个原因，本季度企业债券均发行额大幅下降 22.1 亿元，仅为 14.40 亿元。本季度以地方城投公司为代表的地方企业债成为发行企业债的主要群体。为满足地方政府组建的城投公司的融资需求，发改委加大对地方

城投企业的支持，一批基础设施建设、节能减排、污水处理、民生工程等领域的地方城投企业进入企业债券市场融资，以地方城投公司为主体的地方企业债发行 40 期，募集资金 582.30 亿元，占本季度企业债发行总额的 87.92%。

从期限结构看，企业债发行期限趋于收缩，主要集中于 7 年以下；中期票据期限结构丰富化。

本季度发行的企业债期限集中于 7 年以上，占比 84.78%，较上季度提高 15.82 个百分点。中期票据从去年仅有的 3 年和 5 年两个品种扩大到了 2、3、5、8、10 年五个档次，期限结构更加丰富。

从企业债券发行人特点来看，三大品种均已形成了自身的差异化定位。

本季度，中期票据主要由 AA+至 AAA 企业发行，发行规模较大，风险较低，以信用债为主，期限宽松，对其他债券品种的替代效应明显，其发行规模已超过同期的短券及企业债券发行规模；企业债发行主体向从事基础设施建设投资的企业集中，该类企业公益性较强，盈利能力偏弱，但能获得政府在城市资源和财政上的支持，同时以财政支持资金作为增信保障；短券的发行主体性质与中期票据差异不大，但由于中期票据对于高信用等级企业的分流，目前短期融资券的发行主体主要向 AA-至 AA 信用等级企业倾斜，市场规模较去年同期有所萎缩。

由于全球主要经济体继续衰退，国内经济增长继续下滑，投资者对债券的信用风险和利率风险更趋谨慎，促使发行人缩短债券发行期限以吸引投资需求。企业债券发行结构的变化，可能源于企业债券融资用途的变化。从目前宏观形势及贷款基准利率水平

下，企业债券融资主要用于中长期投资，这对企业发行短期融资券产生了较大约束。中期票据发行机制趋于成熟，程序简便，期限灵活等特点，是大型企业选择中期票据融资的主要原因。企业债受惠于国家基础设施投资政策放松，地方基础设施投资加大等影响而大幅增长。

2、由于货币供应量和信贷投放规模的迅速增长导致本季度债券市场资金量非常充裕，主要债券产品利率持续回落，其中部分优质短券和中期票据的发行利率显著低于同期存款基准利率

尽管存贷比回升且股市升温分流部分资金，债券市场资金面依然宽松，导致市场一季度绝对利率水平处于低位，各类企业债券的发行利率均走低，高信用等级券种的信用利差出现收缩。高信用等级券种因绝对水平已经很低，发行利率下行较小，低信用等级券种发行利率下降幅度很大。高信用等级券种发行利率大幅下降到贷款基准利率以下，债券融资低成本优势明显。

短期融资券发行利率继续下行

由于市场资金充裕，需求旺盛，一季度 AA-和 AA 级别券种击穿了 2006 年以来短期融资券发行利率最低水平，A+ 级别券的发行利率也回落到 2006 年以来的发行利率水平。本季度内，短券平均发行利率由上季度的 4.47% 下降至 2.94%。

中期票据发行利率创出新低

其中，3 年期 AAA 级中票的平均发行利率为 2.6486%，5 年期 AAA 级中票平均发行利率为 3.6408%，较上季度的 3.585% 和 4.045% 均大幅下降。

企业债发行利率大幅下降

企业债由于担保增信措施的运用（46 只

企业债中37只提供担保，较上季度占比回升），发行利率大幅下降。也正是这个原因，使得同信用等级、同发行期限的企业债券的票面发行利差仍存在较大差异。

二级市场上，各券种收益率曲线更加陡峭化。由于国际经济恶化的趋势仍未得到有效逆转，国内尽管政府实施了一系列经济刺激措施但经济走势仍不明朗，加之市场资金充裕，短期限债券的收益率持续走低，投资者对中长期债券的投资保持谨慎。

总体看，尽管本季度实体经济复苏迹象尚不明显，但一系列的经济刺激政策正在逐渐发挥作用，快速增长的货币供应和信贷规模使得债券市场的资金量非常充裕。受此影响，本季度短券、中期票据等信用产品利率均出现明显下滑，债券市场整体利率水平处于低位。

联合资信注意到，虽然目前市场利率水平较低，但由于信用风险高企，债券信用风险溢价相对水平应适当提高，尤其对信用等级相对较低的企业（如AA级以下）。从一季度短期融资券的发行情况看，投资者对发行主体信用等级产生的信用利差敏感度下降，各级别主体所发行的短融利差未出现明显的差异化。

3、宏观经济对债券市场信用风险的影响分析

短期融资券AAA级券种发行占比下降，信用等级结构重心下移。

由于市场资金面宽松，部分经济指标回升，市场对低信用等级券种的信用风险有所降低。本季度共发行短期融资券56期，其中AAA级7期，AA+121期，AA级14期，AA-17期，A+5期。从信用等级结构分布看，AAA

级类券占比12.7%，较上季度大幅回落；AA级类券占比78.18%，较上季度大幅回升；A级类占比9.09%，较上季度有所下降。总体上，短期融资券信用等级结构重心下移。

中期票据发行主体信用等级多元化，上市公司发行规模增加。

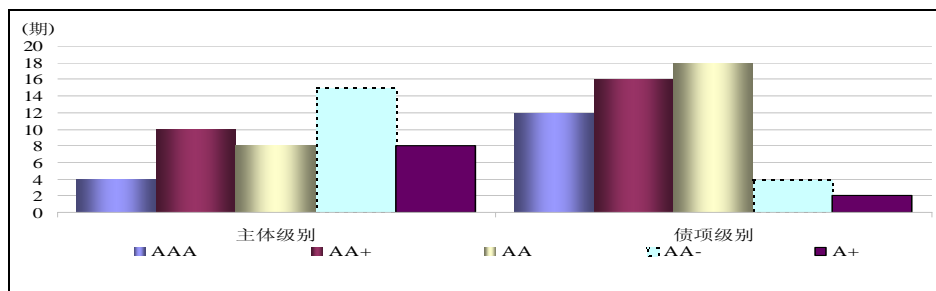
中期票据在经过一段时间的实践和适应后，各种机制已经相对健全并趋于稳定，市场开始出现AA+和AA级信用主体，极大的扩大了中期票据的发行主体范围。本季度，AA+和AA级中期票据分别发行10期和3期，发行额分别为142亿元和50亿元。另外，上市公司在股票市场融资暂停后，加大了从债券市场融资的力度，本季度有9家上市公司发行10期中期票据，筹资550亿元。

企业债普遍采取担保增信措施，债项信用等级有所提高。

企业债发行以地方城投类公司为主，主体信用等级分布于A到AAA之间。其中AAA级类主体主要是中央企业，地方企业发行主体主要分布在AA级类级别，A级类主体数量有所上升。但由于发行债券采用担保增信措施，债项信用等级有所提高（图16）。本季度发行的46期企业债中，9期为无担保发行，其余37期皆采用担保增信措施，其中多数城投债以发行主体未来对当地政府的应收帐款进行质押担保。与上季度相比，无担保债券占比明显下降。

联合资信注意到，地方政府投融资平台即城投类公司的资产负债比例普遍较高，对外融资需求趋增；而受房地产市场下滑和经济增速放缓的影响，地方政府财税收入有缩减的趋势，对政府类投融资平台的支持和保障程度有所减弱。

图16：2009年1—3月发行的企业债信用等级分布



资料来源：联合资信根据中国债券信息网数据整理

联合资信分析表明，在保持目前中期票据、企业债快速增长的同时，今年以来一度放缓的短期融资券发行，可能逐步加快发行节奏，提高发行规模，以解决企业未来趋于紧张的运营资金需求。同时，考虑到适度宽松的货币政策可能继续实行，债券发行利率水平总体上仍有下降空间，企业债券融资的成本也有望降低。同时，由于企业信用风险高企，不同信用等级主体的发行利率将有所分化，低信用等级主体的发债利率面临上行压力。

4、经济发展速度的调整，会使企业盈利及现金流状况趋于恶化，可能使企业的信用基本面承受压力，企业信用风险趋高

目前金融危机向实体经济扩散，世界主要经济体仍然处于衰退之中，中国经济增长明显减速的形势下，政府为保持经济稳定发展而采取的积极财政政策和适度宽松的货币政策将维持稳定，固定资产投资仍然是拉动经济增长的主要动力。在保证投资快速增长的资金来源中，信贷资金在一季度高速增长后可能回落，这为企业通过债券市场筹集资金提出了更高的要求。

可以预计，未来企业债券融资需求依然强劲，债券融资规模可能继续增长。由于受到新增贷款收缩的约束，市场需求将面临调整，从而影响到债券发行利率的走向。考虑

到债市利率持续下行后绝对水平已很低，今后利率继续下行的可能性不大，但与贷款相比，债券的低融资成本优势依然明显。同时，伴随经济发展速度的调整，企业盈利及现金流状况趋于恶化，可能使企业的信用基本面承受压力，企业信用状态总体上处于下滑态势，信用风险趋高，应保持相对谨慎的态度。虽然目前市场利率水平较低，但由于信用风险高企，债券信用风险溢价相对水平应适当提高。

联系人：

马顺福，+861085679696，分机：8887

Email: masf@lianheratings.com.cn