

**2009 年第三季度中国宏观经济
及债券市场研究报告**



2009 年第三季度中国宏观经济及债券市场研究报告

报告编号:

时间: 2009 年 11 月 18 日

分析师:

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

李志博

010-85679696-8838

lizb@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

本季度, 城镇固定资产投资在基建和地产带动下强劲增长, 工业增加值进一步恢复, 国内消费稳步回暖, 中国经济复苏趋势进一步确立, 年内保增长的任务基本落实。但中国经济增长对投资拉动依赖较高, 导致未来经济增长不确定性因素仍然存在。一方面, 以地方政府为主导的大规模投资, 导致地方财政支出迅速增长, 财政压力显著加大, 未来进一步投入的持续性和有效性有待观察。另一方面, 部分产业产能过剩情况依然明显, 产业结构矛盾可能成为未来经济持续回升的制约因素。此外, 受上半年信贷投放高速增长的影响, 通货膨胀预期再次抬头, 加之目前大宗商品价格仍处于上升通道, 外部输入性通胀压力有加大趋势。

受经济形势变化影响, 本季度宏观经济政策导向出现调整, “调结构”取代“保增长”成为宏观政策的重要着力点, 相关监管部门加大了对产能过剩行业的限制力度, 同时对货币政策实行“微调”, 加强资金回笼, 防范信贷高速增长和资产价格泡沫可能引发的信用风险。

本季度内, 中国债券市场发行规模持续扩大, 央行票据和金融债发行规模环比出现大幅增长; 非金融企业债务融资工具发行规模整体稍有增长, 但债券结构性变化显著, 短期融资券发行量激增, 中票和企业债发行规模缩减。受加息预期、货币政策微调、股市资金分流, 以及部分产品利率定价政策调整等诸多因素的影响, 债券市场整体利率水平显著上升。

展望下阶段, 在经济复苏日趋明朗的前提下, 宏观经济政策将更多地着力于经济结构的调整, 财政政策可能加大向消费领域、低收入群体的倾斜力度; 货币政策方面, 伴随着总量四万亿元的经济刺激计划的继续实施, 已开工的大量基础设施建设仍将持续产生大量的资金需求, 因此, 出于稳固经济基础的需要, 预计货币政策不会迅速转向为从紧; 但对信贷资金的流向, 可能出现更为严格的控制措施, 以抑制资产价格的迅速膨胀, 弱化通货膨胀的预期。

目 录

一、宏观经济分析	1
1. 国际经济环境—全球经济回暖信号增强，但尚未脱离危机	1
2. 国内经济环境—GDP 同比增速加快，经济回升趋势进一步巩固	3
二、宏观经济政策—政策导向调整，调结构成为重中之重	14
1. “保增长”转向“调结构”	14
2. 货币政策微调，市场利率回升	14
3. 未来的政策走势初探	15
三、债券市场分析	17
1. 发行规模及结构	17
2. 发行利率	20
3. 宏观经济对于企业信用风险和债券市场影响	23
4. 信用级别市场认可度分析	24

图表目录

图表 1 OECD 综合领先指标	1
图表 2 主要发达经济体 PMI 增长变动	1
图表 3 主要发达经济体失业率和 CPI 变动	1
图表 4 主要发达经济体 GDP 增长变动	1
图表 5 全球主要大宗商品价格走势	2
图表 6 全球主要股指变动	2
图表 7 2006 年一季度 - 2009 年三季度 GDP 总量及增长率	3
图表 8 2006 年一季度 - 2009 年三季度三次产业增长率	4
图表 9 2009 年前三季度分行业工业增加值增长率	4
图表 10 2007 年 1 月 - 2009 年 9 月规模以上工业企业增加值当月同比增长率	5
图表 11 2006 年 - 2009 年三季度投资、消费和出口对 GDP 的贡献率	5
图表 12 2006 年一季度 - 2009 年三季度全社会固定资产投资季度完成额	6
图表 13 2006 年一季度 - 2009 年三季度城镇固定资产投资季度完成额(产业投资结构)	6
图表 14 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月中国外贸进出口月度增速	8
图表 15 近期中国与主要经济体的贸易争端	9
图表 16 2007 年 1 月 - 2009 年 9 月货币供应量月度同比增速	9
图表 17 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月 CPI/PPI 月度同比增长走势	10
图表 18 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月国家财政收支增长情况	11
图表 19 2009 年前三季度全国主要财政支出项目比较	12
图表 20 本季度主要债券产品发行情况	15
图表 21 短券发行基本情况	16
图表 22 本季度中票发行基本情况	17
图表 23 本季度企业债发行基本情况	17

图表 24 本季度各主体级别短券发行利率均值-----19

图表 25 短期融资券 2-3 季度发行利率走势图-----19

图表 26 中期票据 2-3 季度发行利率走势图-----20

图表 27 2009 年三季度企业债发行利率变动情况-----21

图表 28 本季度短券发行主体所属行业对信用利差影响-----21

图表 29 各评级机构所评主体级别利差检验结果-----23

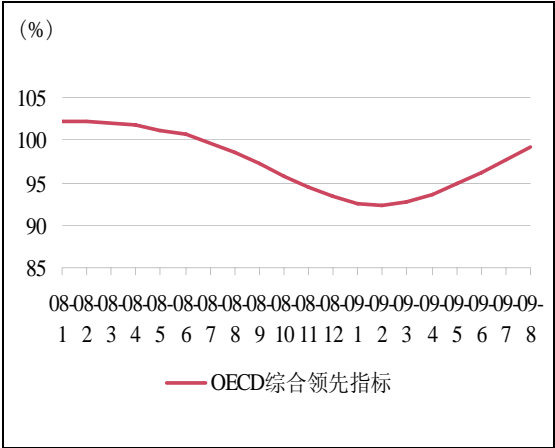
图表 30 本季度同期限同级别中期票据发行利率比较(发行时间间隔在 15 天以内)-----24

一、宏观经济分析

1. 国际经济环境—全球经济回暖信号增强，但尚未脱离危机

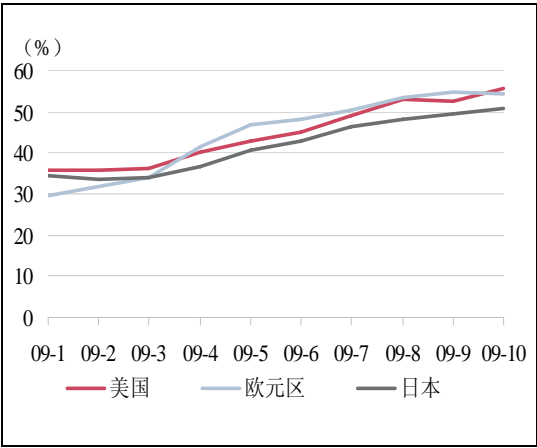
2009 年三季度以来，尽管部分先行和同步的经济指标，显示出良好的经济回暖趋势，但全球经济尚未脱离危机，中长期发展仍存在诸多隐患。

图表 1 OECD 综合领先指标



资料来源：WIND 资讯
注：OECD 经济合作发展组织

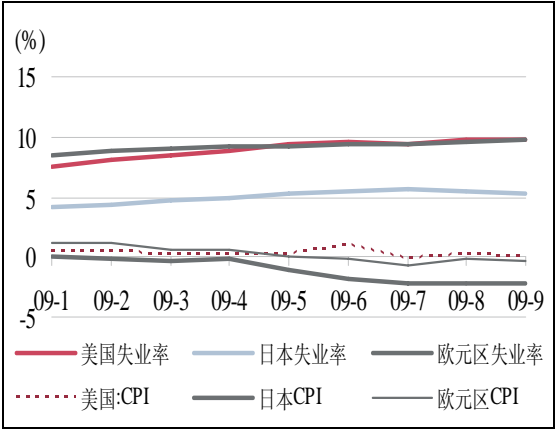
图表 2 主要发达经济体 PMI 变动



资料来源：WIND 资讯

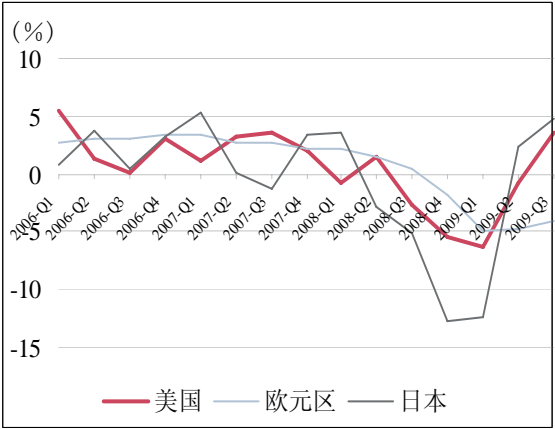
在宽松货币资金的支撑以及政府投资扩大需求的拉动下，主要发达经济体的 GDP 在 2009 年三季度继续保持上升势头，但严峻的就业形势仍成为经济复苏的主要障碍。

图表 3 主要发达经济体失业率和 CPI 变动



资料来源：WIND 资讯
注：GDP:环比折年率,季度调整

图表 4 主要发达经济体 GDP 增长变动



资料来源：WIND 资讯

消费方面，尽管各国采取了一系列的消费刺激方案，例如：美国“旧车换现金”和首次购房者 8000 美元税务优惠政策，但失业率持续上升削减消费需求，物价水平下降导致消费回升动力不足；投资方面，政府投资对经济增长的刺激得到了显著成效，工业增长加速，也带动全球大宗商品价格的上升，但政府财政赤字也随之增大，其投资的持续性值得担忧；出口方面，受主要发达经济体消费需求低迷的影响，出口成为了各主要发达经济体改善经济结构的重要方向，连美国这类长期贸易逆差国家也在积极提倡转向“出口型”经济，2009 年三季度，美国实现出口 14691 亿美元，较同年二季度增长 3.49%；日本自 2009 年二季度以来已连续两个季度实现贸易顺差，有力地推动日本经济的增长；欧元区也在出口复苏的带动下，经济缓慢回升。未来各国对出口市场的抢夺，以及对本国经济保护从而对进口的遏止，将继续加大全球贸易摩擦。

图表 5 全球主要大宗商品价格走势

名称	2009-11-06	2009年以来变动(%)
国际现货黄金（美元/盎司）	1095	+24.52
WTI 七月份原油期货（美元/桶）	78	+55.53
LME 铝（美元/吨）	1910	+21.66
LME 铜（美元/吨）	6490	+100.87
LME 铅（美元/吨）	2249	+106.33
LME 锡（美元/吨）	14750	+26.88
LME 锌（美元/吨）	2174	+69.84

资料来源：WIND 资讯

货币资金层面，宽松的货币政策，使得各国货币资金供应量大幅增加。在此推动下，全球股市一片繁荣，地产价格大幅回升。2009 年三季度以来，尽管美联储、欧洲央行、英国央行纷纷表示维持现有低利率政策不变，但高通胀的风险已迫使各国开始逐步回收流动性，来确保物价可控，经济的持续发展，澳大利亚中央银行 2009 年 10 月和 11 月两次加息行为，成为了全球货币政策的调整信号。

图表 6 全球主要股指变动

股票指数(%)	2009-11-13	2009年以来变动(%)
道琼斯工业平均	10270.47	+17.02
多伦多300	11407.68	+26.93
法兰克福 DAX	5686.83	+18.22
巴黎 CAC40	3806.01	+18.27
伦敦 FTSE100	5296.38	+19.44
东京日经 225	9770.31	+10.28
新加坡海峡指数	2727.23	+54.82

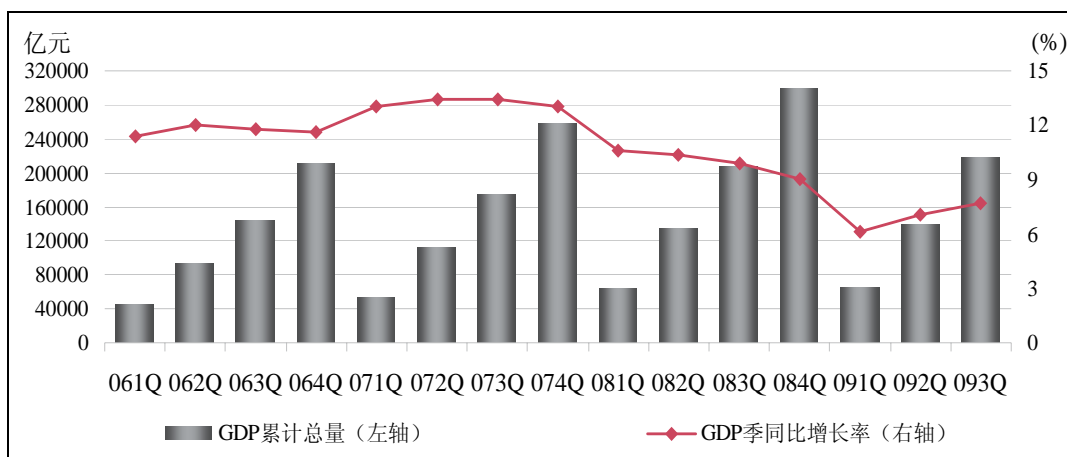
资料来源：WIND 资讯

2. 国内经济环境—GDP 同比增速加快，经济回升趋势进一步巩固

(1) 中国国民经济运行持续向好的积极因素继续增多。

2009 年第三季度，中国宏观经济继续保持了第二季度以来的企稳回升势头，国民经济运行的积极因素逐渐增多。根据国家统计局公布数据，2009 年前三季度，中国实现国内生产总值 217817 亿元，同比增长 7.7%（按可比价格计算），增速比上年同期加快 0.6 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%。

图表 7 2006 年一季度 - 2009 年三季度 GDP 总量及增长率

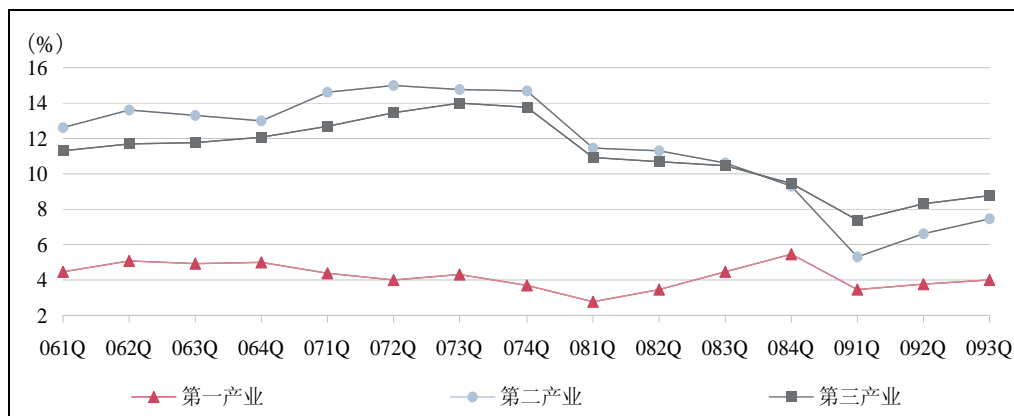


资料来源：国家统计局

(2) 三次产业呈现全面回暖，工业生产增速稳步提升。

分产业看，2009 年前三季度，国民经济三次产业呈现全面回暖态势。其中，第一产业前三季度实现增加值 22500 亿元，同比增长 4.0%；第二产业实现增加值 106477 亿元，同比增长 7.5%；第三产业实现增加值 88840 亿元，同比增长 8.8%；第一、二、三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.8%、49.4%和 45.8%。

图表 8 2006 年一季度 - 2009 年三季度三次产业增长率



资料来源：国家统计局

中国为工业主导型经济，经济发展情况主要取决于第二产业的发展情况。2009 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增速比上年同期回落 6.5 个百分点。其中，一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%，三季度增长 12.4%，工业增加值增速逐步加快，表明在政府经济刺激计划的带动下工业正稳步好转。从各行业表现看，受政府投资强力拉动以及国际市场基础资源价格大幅反弹的影响，黑色金属、非金属、其他矿采选业等资源开发类行业处于相对较高水平；而食品、纺织、化学原料制造等轻工业业绩增长则相对平缓。值得关注的是，以水泥、钢铁等为代表的非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业，产能过剩依然明显，其生产增速的集中大幅提高有可能导致相关产品价格未来面临进一步下行压力。

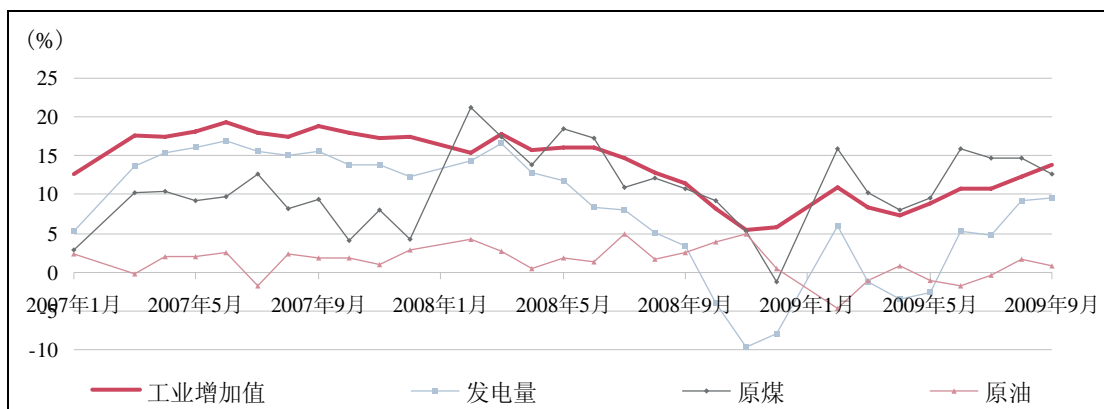
图表 9 2009 年前三季度分行业工业增加值增长率

行业类别	行业	工业增加值累计同比增长（%）
资源开采类	石油和天然气开采业	8.4
	黑色金属矿采选业	22.6
	有色金属矿采选业	13.1
	非金属矿采选业	18.4
	其他采矿业	37.6
加工制造类	食品制造业	12.1
	饮料制造业	12.9
	纺织业	7.5
	纺织服装、鞋、帽制造业	10.3
	造纸及纸制品业	7.4
	化学原料及化学制品制造业	10.5
	通用设备制造业	8.9
	专用设备制造业	11.6
	电气机械及器材制造业	10.7
	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1.8
公用事业类	电力、热力的生产和供应业	3.6
	燃气生产和供应业	12.5
	水的生产和供应业	5.7

资料来源：国家统计局

主要生产要素的供需是经济运行的风向标，2009 年前三季度主要生产要素供需量均呈现反弹回升趋势，其中发电量和原煤产量增长速度较为明显。2009 年 9 月，中国原煤产量和发电量分别为 26316 万吨和 3203 亿千瓦时，分别同比增长 12.68%和 9.54%；同期，中国原油产量 1.4 亿吨，同比下降 0.5%，降幅较上半年收窄 0.5 个百分点。能源生产的回升从结构上也反映了生产要素指标与工业生产指标之间的修复，一定程度上意味着能源消耗较大的重工业生产恢复好于预期。

图表 10 2007 年 1 月 - 2009 年 9 月规模以上工业企业增加值当月同比增长率

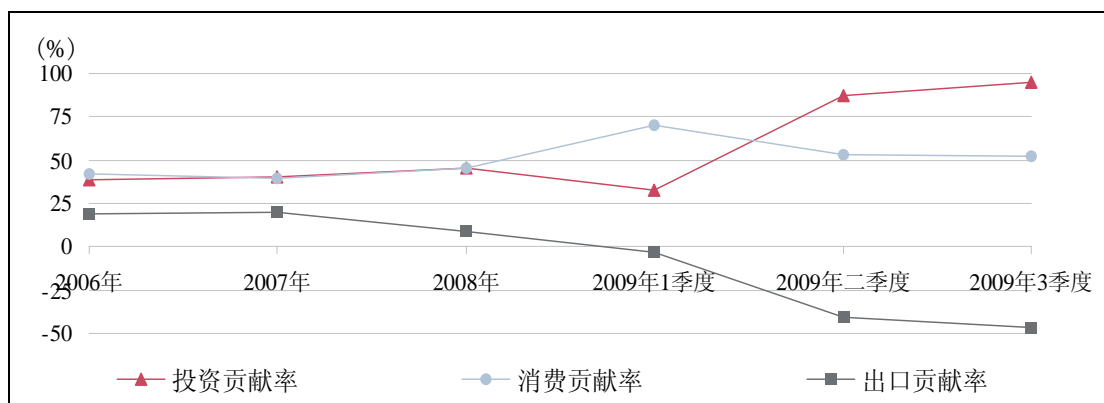


资料来源：国家统计局、WIND 资讯

(3) 经济运行格局不变，以投资为驱动的增长模式得到进一步强化。

从拉动宏观经济增长的“三驾马车”来看，投资仍是经济得以快速恢复的主力，并且对 GDP 增长的拉动作用进一步增强。而同期消费对经济贡献则表现相对平稳，净出口对经济的拖累仍较大。2009 年前三季度，投资、消费和出口对 GDP 的拉动作用分别为 7.3、4.0 和 -3.6 个百分点，贡献率分别为 94.81%、51.95%和 -46.75%，较 2009 年上半年分别增加 7.48、-1.57 和 -5.91 个百分点。总体而言，金融危机以来，为了有效遏制经济增速的快速下滑，中国投资驱动型的经济模式实际在一定程度上得到了强化。

图表 11 2006 年 - 2009 年三季度投资、消费和出口对 GDP 的贡献率



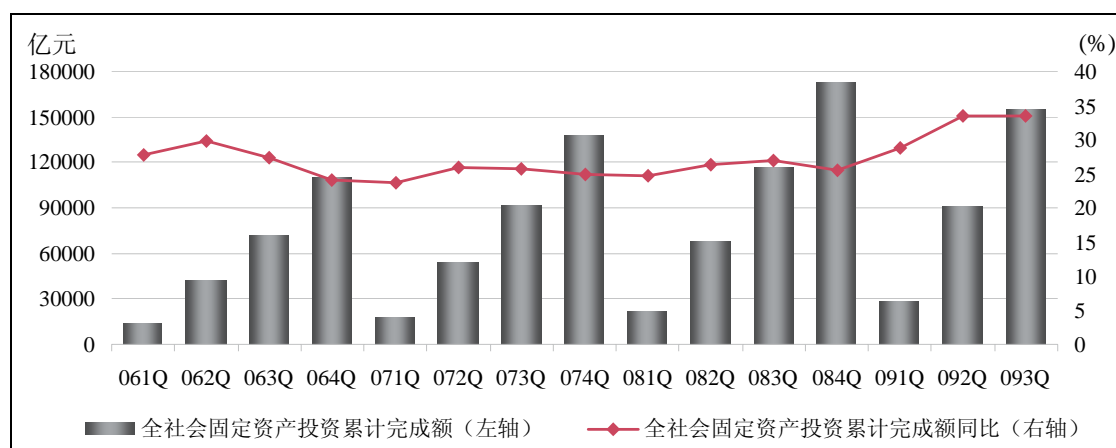
资料来源：国家统计局、WIND 资讯

投资仍是“保增长”的主要动力，但政府资金投入已呈现放缓趋势。

2009 年前三季度，全社会固定资产投资 155057 亿元，同比增长 33.4%，增速比上年同期加快 6.4 个百分点。其中，城镇固定资产投资 133177 亿元，增长 33.3%，同比加快 5.7 个百分点；农村固定资产投资 21880 亿元，增长 33.6%，同比加快 10.3 个百分点。从开工项目情况看，2009 年前

三季度,全国新开工累计项目 269263 个,比去年同期增加 78580 个,新开工项目计划总投资 112170 亿元,同比增长 82.95%;施工项目 376526 个,比去年同期增加 88200 个,施工项目计划总投资 360096 亿元,同比增长 37.13%。从历史经验看,固定资产投资存在一定的季节性规律,即一季度固定资产投资总量较少,二、三季度较一季度增长较快,第四季度为投资高峰期。据此判断,如不考虑资金因素,鉴于前三季度新开工项目较多,预计 2009 年四季度投资仍将保持较大规模。

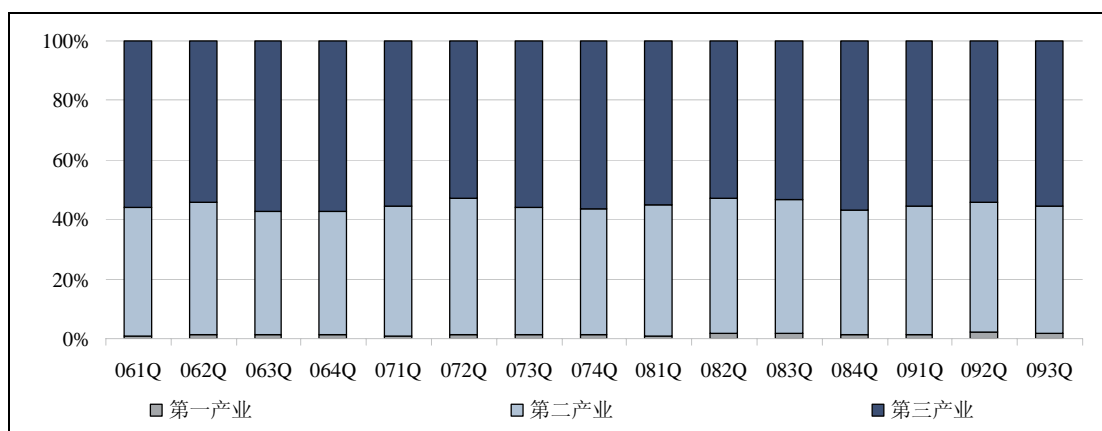
图表 12 2006 年一季度 - 2009 年三季度全社会固定资产投资季度完成额



资料来源:国家统计局

从固定资产投资结构和产业领域分布看,城镇固定资产投资为全社会固定资产投资的主要构成,2009 年前三季度实现 133177 亿元,占比 85.89%,比重较 2009 年上半年下降 0.41 个百分点。从城镇固定资产中产业投资结构看,以二、三产业投资为主,其中,第二产业投资占比为 42.80%,第三产业投资占 55.40%,两产业合计占 98.20%;分领域来看,前三季度投资增长较快领域仍然是基础设施建设类项目,其中铁路运输业增长 87.5%,道路运输业增长 50.7%,卫生、社会保障和社会福利业增长 72.9%,投资向基建领域倾斜明显。另外,本季度民间资本主导的房地产投资力度也有所加大,前三季度总投资达到 25050 亿元,同比增长 17.7%,增速比上半年加快 7.8 个百分点,有力支撑了三季度城镇固定资产投资增速的上行。

图表 13 2006 年一季度 - 2009 年三季度城镇固定资产投资季度完成额（产业投资结构）



资料来源：国家统计局、WIND 资讯

分地区看，2009 年前三季度，东部地区、中部地区和西部地区累计投资额分别增长 28.1%、38.3% 和 38.9%。2009 年前三季度，东部地区投资同比增幅从 15.4% 提高到 33.6%，中部地区投资同比增幅从 34.3% 提高到 44.9%，西部地区同比增幅从 46.7% 下降到 37.3%。虽然西部地区投资增速有所下降，但仍远快于东部地区，今年 6 月之后中部地区投资增速加快，导致中西部投资在总投资中的比重不断扩大，其中中部投资占总投资的比重从 1 月底的 21% 上升到 9 月底的 30%，西部投资的比重从 21% 上升到 24%，而东部投资的比重则从 56% 下降到 45%。西部地区的快速发展主要是受益于近些年国家对西部开发的政策支持，加之此次经济危机对西部地区影响小的原因。

从固定资产投资主体和资金来源看，2009 年前三季度，中央项目投资和地方项目投资分别占城镇固定资产投资总额的 8.80% 和 91.20%。其中，地方项目投资增幅较上半年继续攀升，达到 34.90%，增幅比上半年提高 0.8 个百分点，而同期中央项目投入则有所放缓，同比仅增长 18.90%，增幅比上半年回落 9.7 个百分点。总体而言，中央投资以前期引导拉动为主，固定资产投资增长主要还是依靠地方投资拉动；从资金来源看，随着中央投入的减缓，尽管国家预算内资金投入仍保持增长，但较上半年增幅已有所回落。这种政府投资的回落存在进一步延续的可能，一方面是因为随着民间投资尤其是房地产投资的恢复，政府投资进一步提升的必要性下降。另一方面则是因为在 2009 年 10 月 21 日的国务院常务会议中，政府对经济形势判断为“回升向好的趋势得到巩固”，有别于以往的“经济回稳基础还不牢固”的结论，另外结合同年 9 月政府提出的“保增长中更加注重推进结构调整”，表明政府在完成保增长任务后，政策调控重点有可能转移到经济结构调整以及更好的管理通货膨胀预期上，政府的资金投入呈现放缓的趋势。

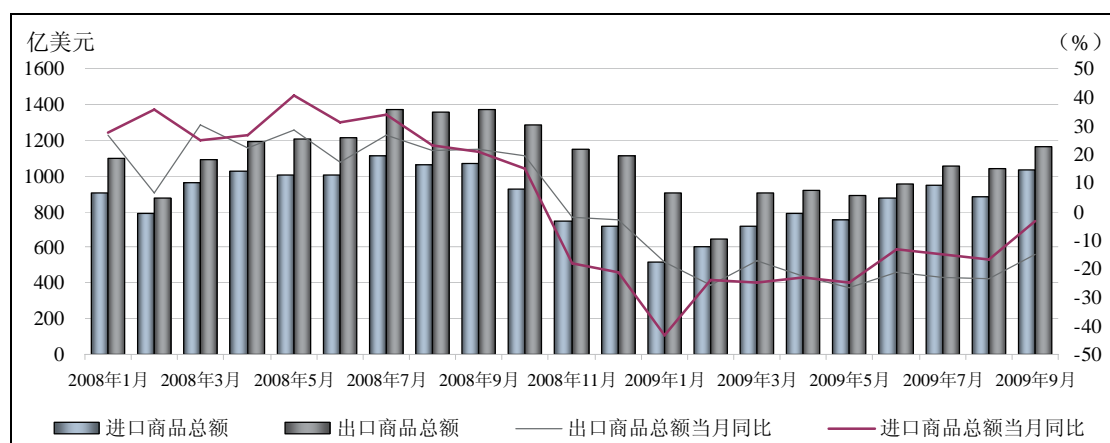
消费稳中趋升，出口环比继续向好，但总体出口形势依然不容乐观。

为启动消费，政府加大了民生投入，居民转移性收入的增多带动居民可支配收入的稳定增长。2009 年前三季度，城镇居民人均可支配收入为 1.3 万元，同比增长 9.3%，扣除价格因素，实际增

长 10.5%，增速比上年同期加快 3.0 个百分点；农村居民人均现金收入 4307 元，同比增长 8.5%，扣除价格因素，实际增长 9.2%，增速比上年同期回落 1.8 个百分点。城乡居民收入的提高，以及中国政府针对房地产、汽车、家电等大额消费品出台的一系列优惠政策，在不同程度上带动和刺激了居民消费需求的增长。2009 年前三季度，社会消费品零售总额 89676 亿元，同比增长 15.1%。扣除价格因素，实际增长 17.0%，比上年同期加快 2.8 个百分点，创历史最高水平。其中，城市消费品零售额 61013 亿元，增长 14.8%；县及县以下消费品零售额 28663 亿元，增长 16.0%，县域消费增速快于城市消费增速 1.2 个百分点，农村消费在消费政策引导倾向的作用下增长相对较快。值得关注的是，尽管目前社会消费品零售总额仍呈现稳中趋升的态势，但随着刚性需求的释放，价格的上涨以及政策刺激效应的减弱，其对经济拉升的持续性值得关注。

出口方面，2009 年第三季度，出口形势从表象看，国际金融危机和世界经济衰退趋于缓和的因素增多，欧美日等国家经济均出现了复苏迹象，各国救市措施的积极效果开始显现，中国出口降幅也呈现继续收窄态势，但整体出口形势依然不容乐观。2009 年前三季度，进出口总额 15578 亿美元，同比下降 20.9%。其中，一季度下降 24.9%，二季度下降 22.1%，三季度下降 16.5%，降幅逐季明显收窄；受 08 年四季度同期进出口额较低影响，进出口总额有望在 09 年四季度实现正增长。前三季度，出口 8466 亿美元，下降 21.3%；进口 7112 亿美元，下降 20.4%；顺差 1355 亿美元，同比减少 455 亿美元。从历史走势看，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。2009 年二、三季度，进口负增长幅度虽然有所收窄，但出口颓势仍然未改，并成为拖累经济增长的主要因素。目前，美、欧、日等主要经济体经济复苏缓慢，未来出口大幅回升可能性较小，在大规模经济刺激计划退出之际形成对投资拉动的替代作用可能性很小。

图表 14 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月中国外贸进出口月度增速



资料来源：海关总署、WIND 资讯

为应对国际金融危机对国内实体经济尤其是外贸出口的影响，2008 年以来，中国陆续出台了一系列宏观调控措施，先后提高了纺织服装、钢材、化工产品、机电产品等产品的出口退税率，

同期人民币有效汇率也总体呈现贬值趋势。但 2009 年第三季度以来，大规模的贸易争端和人民币升值压力逐渐升级，对出口环境造成潜在不利影响。据商务部统计，2009 年 1~8 月，已经有 17 个国家和地区对中国发起 79 起贸易救济调查，涉案总额约 100.35 亿美元，进入 9 月份，与主要经济体的贸易争端呈现集中爆发态势，欧盟、美国等经济体先后对中国产轮胎、钢管等产品征收惩罚性关税；中国则针对美国产肉鸡、PVC 等产品实施反倾销相关措施，贸易保护的抬头和贸易争端的加剧使中国未来的出口形势更加复杂化。

图表 15 近期中国与主要经济体的贸易争端

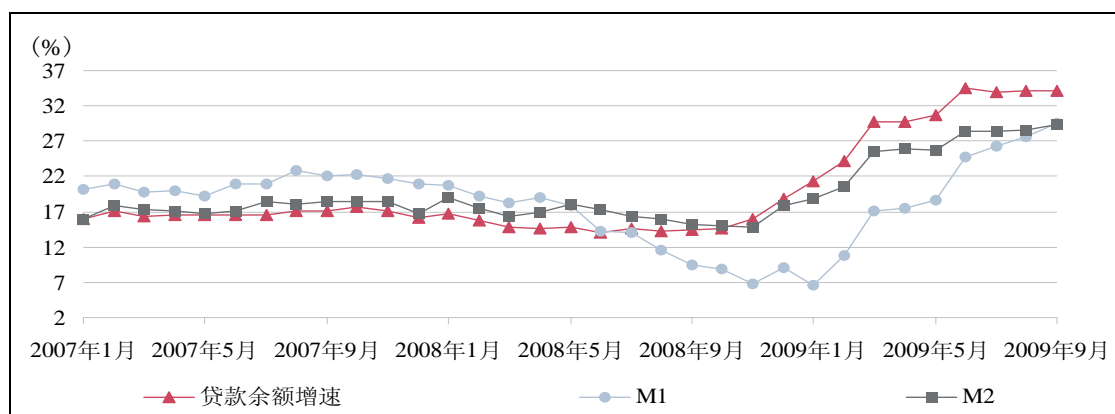
时间	涉及产品	实施方	被施方	相关措施
2009 年 9 月	轮胎	美国	中国	美国对中国出口的轮胎产品采取特殊保障措施，从 9 月 26 日起在原有 4% 关税的基础上，于今后 3 年分别加征 35%、30% 及 25% 的附加关税
2009 年 10 月	钢管	欧盟 美国	中国	欧盟对产自中国的无缝钢管征收为期 5 年的正式反倾销税，税率高达 39.2%；美国钢铁工人联合会发起的此次贸易救济申请，要求对华无缝钢管征收 98.37% 的反倾销税，同时加征反补贴税，美国商务部定于 12 月份就是否征收反补贴税作出初步裁定，明年 2 月将就是否征收反倾销税作出裁定。
2009 年 9 月	铝箔	欧盟 美国	中国	欧盟 9 月 24 日决定对产自中国的铝箔征收为期 5 年的反倾销税，税率高达 30%
2009 年 9 月	陶瓷	阿根廷	中国	阿根廷对原产于中国的陶瓷餐具及其他家用或卫生用瓷器作出反倾销终裁，采用最低限价措施，有效期为 5 年。
2009 年 9 月	聚氯乙烯	中国	美国、韩国、日本、 俄罗斯和台湾	继续对原产于美国、韩国、日本、俄罗斯和台湾地区的进口聚氯乙烯实施反倾销措施，实施期限为 5 年
2009 年 9 月	1, 4-丁二醇	中国	沙特阿拉伯和台湾	9 月 24 日商务部延长沙特阿拉伯和台湾进口的 1, 4-丁二醇反倾销案调查期限 3 个月
2009 年 9 月	肉鸡	中国	美国	对原产于美国的进口肉鸡产品发起反倾销和反补贴调查

资料来源：商务部

（4）货币供应量高速增长，CPI 和 PPI 环比由降转升，价格上涨压力初显。

从货币供给量看，在经历了 2009 年上半年信贷投放的迅猛增长后，本季度新增贷款规模已明显回落，但三个季度总额 8.67 万亿元新增信贷规模仍带动了货币供应的急速增长。截至 2009 年 9 月底，广义货币供应量(M2)余额为 58.54 万亿元，同比增长 29.31%，增幅比上年末高 11.49 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 20.17 万亿元，同比增长 29.51%，增幅比上年末高 20.45 个百分点。M1 同比增速已超过 M2，喇叭口持续收窄，由于经济回暖预期增强，企业和居民投资意愿上升，导致资金活期化，货币流通效率提高。同时，中国国内高速增长的货币供应以及相对狭窄的投资渠道也导致股票、房地产等资产价格大幅攀升。

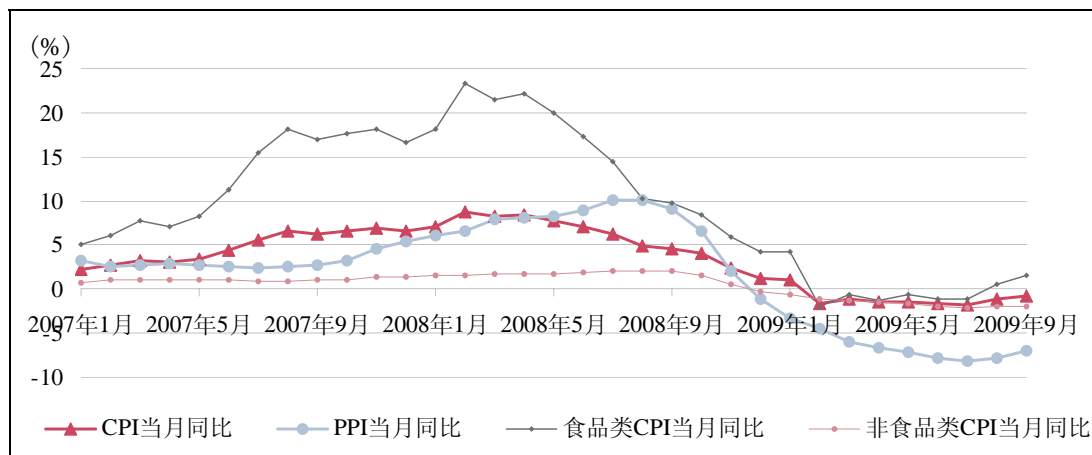
图表 16 2007 年 1 月 - 2009 年 9 月货币供应量月度同比增速



资料来源：人民银行

居民消费价格 (CPI) 和工业品出厂价格 (PPI) 方面, 本季度 CPI 和 PPI 虽然仍为负值, 但月度环比数据已由降转升, 并持续收窄。从 CPI 看, 2009 年前三季度, CPI 同比下降 1.1%, 其中 2009 年 9 月 CPI 同比下降 0.8%, 是连续第八个月负增长, 但是环比已连续两个月提高。CPI 从 2009 年 7 月由下降转为持平, 8 月和 9 月分别上涨 0.5% 和 0.4%, 特别是食品类 CPI 指数回升势头明显, 价格上涨压力已经开始显现; 从 PPI 看, 2009 年前三季度, PPI 仍有较大降幅, 同比下降 6.5%, 降幅比上半年扩大 0.6 个百分点, 其中 2009 年 9 月 PPI 同比下降 7.0%, 是自去年底连续第十个月负增长, 但是环比也已连续两个月提高, 其中 8 月和 9 月分别环比增长 0.3% 和 0.9%。受国际原油等大宗商品价格上涨, 以及国内经济企稳回升加大了对原材料的需求等因素影响, 生产价格同比降幅开始逐月收窄, 但中国工业生产系统仍处在修复状态, 短期内产能过剩仍将制约 PPI 的快速回升。需要关注的是, 目前大宗商品价格仍处于上升通道, 外部输入性价格上涨因素对未来中国物价的上涨存在一定压力, 可能出现的 PPI 传导效应, 将增加居民对于未来出现通胀的担忧。

图表 17 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月 CPI/PPI 月度同比增速



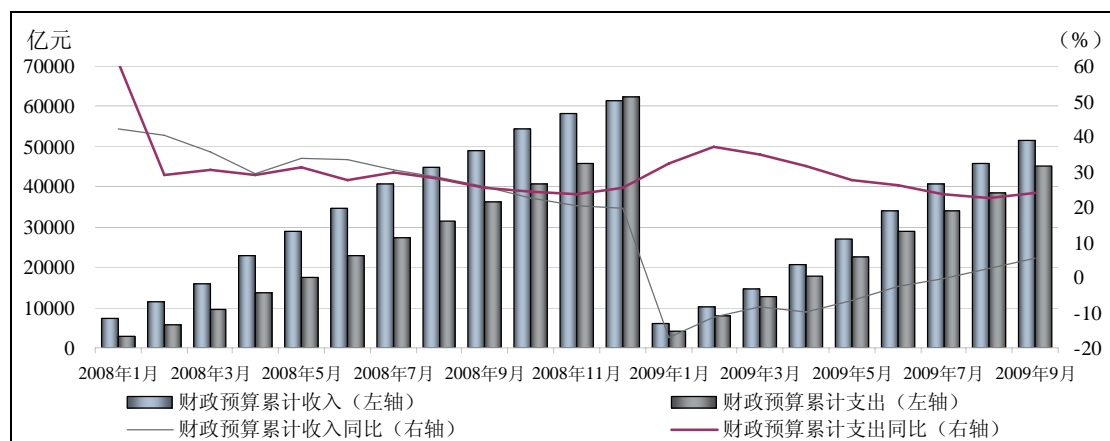
资料来源：国家统计局

(5) 中国企业的经济效益继续呈现转好趋势，同期财政收入得到恢复性增长。

得益于政府大规模经济刺激计划的实施和内需消费的持续拉动，自 2009 年二季度开始，中国企业经济效益开始出现好转，2009 年第三季度同比降幅继续呈收窄趋势。以国有企业为例，2009 年前三季度，全国国有企业累计实现营业收入 158361 亿元，同比下降 1.7%，降幅较上半年减少 4.2 个百分点。其中 9 月比 8 月环比增长 9.1%；同期，全国国有企业累计实现利润 9366.1 亿元人民币，同比下降 17.6%，降幅比上半年减少 9.4 个百分点。39 个工业大类中，36 个行业利润同比增长或降幅缩小，其中石化、汽车、施工房地产等行业利润增幅较大，电网企业和海运企业实现减亏，石油、钢铁、有色、电子等行业利润降幅进一步减缓，煤炭行业利润降幅持续扩大。由此可见，国有企业经济效益止跌回升态势已得到有效巩固和确立。

财政收入方面，2009 年前三季度，全国财政收入实现 51518.87 亿元，比去年同期增加 2572.01 亿元，增长 5.3%，累计收入实现正增长，但是增速比上年同期降低 20.5 个百分点，比上半年回升 7.7 个百分点。其中，中央本级收入 27526.8 亿元，同比增长 1.6%；地方本级收入 23992.07 亿元，同比增长 9.8%。财政收入中的税收收入 45057.56 亿元，同比增长 2.2%；非税收入 6461.31 亿元，同比增长 33.1%。主要收入项目：国内增值税同比下降 2.4%，国内消费税同比增长 79.1%(剔除成品油税费改革和卷烟消费税政策调整的增收因素后，实际增长约 6%)，营业税同比增长 13.6%，企业所得税同比下降 0.4%，个人所得税同比增长 4.1%，进口货物增值税、消费税同比下降 8%，关税同比下降 26.7%，证券交易印花税同比下降 59.6%，车辆购置税同比增长 4.4%，外贸出口退税同比增长 16%（相应减少财政收入）。

图表 18 2008 年 1 月 - 2009 年 9 月国家财政收支增长情况



资料来源：国家财政部

从前三季度财政收入走势看，自 2009 年 5 月开始，全国财政收入同比增长率由负转正，但受累于第一季度的大幅下滑，上半年全国财政收入仍然同比下降 2.4%。进入第三季度，财政收入增幅显著提高，其中 7 月、8 月和 9 月同比增长率分别达到 10.2%、36.1%和 33.0%。财政收入

大幅回升的主要原因：一是经济运行出现的一些积极变化，在营业税和消费税等相关税收上有所体现；二是成品油税费改革后消费税增长；三是近半年清理补缴去年欠缴的收入等增加了一些一次性收入，非税收入也相应增收；四是各级财税部门加强税收和非税收入征管，土地出让金等相关收入增长。总体看，近期财政收入增幅有所回升相当程度上是因为成品油税费改革后转移性消费税增加较多以及一些一次性收入增加的影响。特别值得注意的是，土地收入作为财政非税收入来源中的重要一项，在各地方政府财政中占有很大份额。2009 年楼市快速回暖带动土地市场升温，更使得地方政府的“土地财政”模式发挥了明显的作用。但是过渡依靠土地出让金作为地方政府财政收入的重要来源，除了不断催生土地市场泡沫外，也不利于经济的均衡发展。伴随高价地的屡被拍出，大量资金也从实体经济流入了地方政府的财政平台。然而，目前我国财政支出效率较低，相应的财政管理成本、行政成本居高不下，从而导致财政资金大量浪费，资金运用效率低下。

财政支出方面，全国财政支出 45202.78 亿元，比去年同期增加 8774.64 亿元，同比增长 24.1%，较上半年下降 2.2 个百分点。从结构看，财政支出继续加大对一系列保增长、扩内需、改善民生等政策措施的支持力度，增加交通运输、环境保护、农林水事务、医疗卫生以及社会保障等领域的投入规模。其中财政支出增长较快的项目主要包括：交通运输支出同比增加 985.97 亿元，增长 66.3%（主要是成品油税费改革后替代公路养路费等安排的支出增加较多）；环境保护支出同比增加 323.31 亿元，增长 56.4%；支出同比增加 1320.06 亿元，增长 51.2%；医疗卫生支出同比增加 477.49 亿元，增长 30.5%；科学技术支出同比增加 331.03 亿元，增长 28.7%；城乡社区事务支出同比增加 622.89 亿元，增长 25.9%；教育支出同比增加 960.69 亿元，增长 17.7%；社会保障和就业支出同比增加 779.75 亿元，增长 17.7%。上述重点支出增加额占同期财政支出增加额的 70% 左右。

图表 19 2009 年前三季度全国主要财政支出项目比较

项 目	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	农林水事务
支出规模（亿元）	5592.42	1486.17	6378.14	5187.06	2043.57	896.90	2474.22	3898.96
占比（%）	12.37	3.29	14.11	11.48	4.52	1.98	5.47	8.63

资料来源：WIND 资讯

联合资信注意到，大规模的投资和减税政策在一定程度上增加了财政的支出压力，而与中央财政支出增加相比，地方财政支出增长更为迅速。根据财政部的统计数据，同期地方本级财政支出 35574.47 亿元，同比增长 24.5%，与此同时，地方本级收入 23992.07 亿元，同比仅增长 9.8%，形成了较大规模赤字，财政压力显著上升。为缓解财政资金压力，地方政府加大了举债和土地出让力度，包括发行地方政府债、城投类企业债，并利用房地产市场的回暖扩大土地出让规模。这也使得在经济复苏尚未全面确立的情势下，财政收入得到了较好的增长。但是，从长期看单纯依靠举债或一次性财政收入的做法，无助于缓解财政收支矛盾，地方政府财政状况的潜在隐忧值得关注。

总体看，在大规模经济刺激政策的推动下，中国固定资产投资仍保持高速增长，并继续形成对宏观经济的强劲拉动；国内消费稳步回暖，但出口形势依然不容乐观。在目前外需不振，内需增长缓慢的前提下，中国经济增长不可避免地对投资拉动形成了较高依赖。以地方政府投资为主导的大规模投资，导致地方财政支出迅速增长，财政压力显著加大，未来进一步投入的持续性和有效性有待观察。此外，中国工业企业生产和经营出现恢复性增长的行业多集中于资源开发领域，但相关产业产能过剩情况依然明显，产业结构矛盾可能成为未来经济持续回升的制约因素。目前大宗商品价格将处在上升通道，外部输入性价格上涨因素对未来中国物价的上涨存在一定压力。可以说，本轮经济刺激计划中，“保增长”的任务已基本落实，但“调结构”的实施效应尚不明显。

二、宏观经济政策—政策导向调整，调结构成为重中之重

1. “保增长”转向“调结构”

自 2008 年第四季度开始至 2009 年上半年，中国对经济的刺激政策一直将“保增长”作为首要目标，即通过政府投资、刺激消费、降低税负、宽松信贷等多重措施推动宏观经济的企稳回升，并且取得了良好的刺激效果。但与此同时，经济结构不合理，部分行业产能过剩等突出问题并没有得到实质性的改善，制造业企业的盈利能力回升尚不显著，经济增长的持续性存在隐忧。

自 2009 年下半年开始，在 GDP 增长保八无忧的基础上，宏观政策逐渐加大了对“调结构”侧重视度，包括需求结构、国民收入分配结构、三次产业结构、产业内部结构、城乡结构、外贸结构、区域经济结构等等均纳入调整目标，首先受到调控的即是部分产能过剩行业。2009 年 9 月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅等 9 大行业列入产能过剩行业，并明确了对各产能过剩行业的调控办法。此后，国土资源部下发通知，要求坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头，对于未经国务院及国务院投资主管部门审批的产能过剩行业和重复建设项目，一律不得安排用地计划指标；对国家鼓励发展的高技术、高附加值、低消耗、低排放的新工艺和新产品项目用地，优先保障用地计划指标；对通过淘汰落后、兼并重组提升企业竞争力、促进产业良性发展需要用地启动周转的，给予计划指标支持。

国务委员马凯发表题为《在应对国际金融危机中加快推进经济结构调整》的文章，指出“从当前看，加快经济结构调整是夺取应对国际金融危机最终胜利的根本途径。只有坚定不移地推进经济结构调整，才能使增长更上层次、更有后劲、更可持续。从国际看，加快经济结构调整是应对后危机时代激烈国际竞争的关键举措”。由此可见，宏观政策的着力点已经由“保增长”转向“调结构”。

2. 货币政策微调，市场利率回升

货币政策方面，由于 2009 年上半年信贷投放迅猛增长，下半年新增信贷明显放缓，尽管主管部门多次表态不会改变适度宽松的政策基调，但信贷快速增长引发了管理层对于可能出现的信用风险上升和通货膨胀的担忧，需要通过货币政策的调整重新平衡信贷规模、信用风险和经济增长三者之间的关系。

（1）公开市场操作—回收流动性，提升市场利率

本季度央行共发行央行票据 1.3 万亿元，并于 7 月初重起了 1 年期央行票据的发行（截至 9 月底已发行 4830 亿元），开展正回购操作 8700 亿元，其中 9 月发行的 1000 亿元不可交易、不可质押央票，具有一定的惩罚性质，尽管对银行系统资金供给难以构成实质性冲击，但发行利率上调和示范效应对市场影响明显。10 月，货币供应调控力度继续加大，国庆后的第一个交易周，央行

在公开市场实现净回笼货币 730 亿元；第二周大举净回笼 1600 亿元，创出了 2009 年年内的单周净回笼量最高水平。近期一系列的微调政策体现了管理层对于货币政策的调控意图，尽管期内央行并没有加息等更加严厉的紧缩举措，但央行票据发行利率的上调对银行间市场的利率水平产生了直接影响，本季度银行间市场利率水平整体呈现明显上移态势，其中，1 年期国债利率较 7 月初上升近 40BP，1 年期央票利率上升近 30 个 BP，1 年期 Shibor 升幅约 30BP，市场对于未来出现货币政策转向的预期有所增强。

（2）窗口指导—确保资金供给符合“调结构”要求

伴随着整体宏观调控政策基调的转向，货币政策的微调也体现了“调结构”的要求，在央行发布的《第三季度货币政策执行报告》中明确指出，要认真做好中小企业、“三农”、就业、助学、服务外包、灾后重建等改善民生类信贷支持工作。鼓励发展消费信贷，落实好房地产信贷政策。加大对结构调整、自主创新、兼并重组、产业转移、民族区域经济协调发展的融资支持。严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业劣质企业的贷款。货币政策的微调举措与产业政策高度一致，有助于中央政府经济复苏过程中对产业结构、经济结构进行同步调控。

（3）防范信用风险—调控信贷投放领域和节奏

2009 年前三季度，金融机构新增信贷 8.67 万亿元，同比增长 5.19 万亿元，新增中长期贷款主要投向了基础设施建设、租赁和商务服务业、房地产和制造业领域，占比分别为 50.5%、14.0%、11.4% 和 10.2%，新增信贷在推动了经济复苏的同时，也累计了一定的信用风险。鉴于房地产领域的贷款主要为居民个人贷款，且房地产泡沫累计迅速，从防范信用风险的角度出发，银监会于 2009 年 6 月底出台了加强对“二套房”贷款管理的有关文件，重申了首付比例和利率执行标准。2009 年 10 月底，银监会《关于完善商业银行资本补充机制的通知》正式下发，要求商业银行在 2009 年 7 月 1 日以后持有的其他银行的次级债，需要从前者的附属资本中全数扣除，这一规定将对未来银行信贷规模，及银行间市场利率水平产生直接影响。银监会主席刘明康也在公开场合多次强调，加强对住房消费贷款、城市商业银行、商业银行资本充足率等重要风险点的监管。

3. 未来的政策走势初探

（1）大规模的经济刺激政策能否持续

自本季度以来，伴随全球整体经济形势的好转，部分经济体开始考虑大规模经济刺激计划的退出时机和退出机制，以色列、澳大利亚、挪威等国相继加息，以抵御量化宽松货币政策导致的通胀威胁。中国政府于 2008 年第四季度开始实施总规模达四万亿元的经济刺激计划，截至 2009 年 8 月底，中央投资部分已完成投资 5050 多亿元，占规划总投资的 50.5%，实现了时间过半、投资完成过半。其中，城乡住房投资完成规划任务的 73.4%，基础设施和公共服务设施完成 40% 以上，原定的三年目标任务有望在两年内基本完成。

目前来看，大规模的经济刺激计划在拉动经济增长的同时，也带来了货币供应的“井喷”，造成了地方政府的财政压力，并且为未来可能出现的通货膨胀埋下了伏笔。从未来的政策走向看，

第四季度及 2010 年仍将是四万亿经济刺激计划的重要实施期，预计基础实施领域的投资仍将保持较大规模，但政策重点已逐渐转向“调结构”，并且从缓解地方政府的财政压力，弱化通胀预期的角度出发，未来基建项目的实施节奏可能放缓；住房、汽车、家电等产品的消费优惠政策能否延续也存在一定的不确定性。

（2）货币政策在保障经济增长和抑制通胀预期之间如何抉择

自本季度开始，新增信贷投放规模较上半年已经明显收缩，银行间市场利率水平也显著上升，各大商业银行在贷款投放上也更为谨慎，货币政策宽松程度已较上半年明显下降。造成这一现象的原因，一方面是受历年信贷投放“前松后紧”的周期性规律影响，另一方面也是对防范通货膨胀的考虑。由前文分析可知，目前中国的通货膨胀预期表现为资产、资源价格快速回升引起的成本拉动效应，是结构性的，主要由于实体经济投资热情不旺的情况下，货币资金的大幅流入所导致，尚未导致生产资料和日常消费品价格的普遍上涨。而未来，总量四万亿元的经济刺激计划将继续实施，已开工的大量基础设施建设仍将持续产生大量的资金需求，因此，出于稳固经济基础的需要，预计货币政策不会出现从紧局面；但对信贷资金的流向，可能出现更为严格的控制措施，以确保宏观调控的意图能够实现。

三、债券市场分析

1. 发行规模及结构

(1) 发行规模

本季度内，中国债券市场发行规模持续扩大，央行票据和金融债发行规模环比出现大幅增长；非金融企业债务融资工具发行规模整体稍有增长，但债券结构性变化显著，短期融资券发行量激增，中票和企业债发行规模缩减。

本季度债券市场发行规模 30647.65 亿元，环比增长 27.86%，同比增长 71.15%，其中央行票发行 14710.00 亿元，金融债发行 5395.30 亿元，同比及环比均出现大幅增长。国债发行 5811.40 亿元，环比稍有下降，但同比增长 149.91%。代发地方政府债发行 341 亿元，2000 亿元的代发地方政府债发行规模在三季度全部发行完毕；非金融企业债务融资工具发行 4389.95 亿元，发行规模环比稍有增长，但债券结构性变化显著，其中公司债和可转债在三季度重启发行，短期融资券发行量激增，中票和企业债发行规模缩减，其中中期票据季度发行规模自 2008 年以来首次出现环比下滑。

图表 20 本季度主要债券产品发行情况

项 目	2009 年三季度(亿元)	与本年二季度环比 (亿元/%)		与上年三季度同比 (亿元/%)	
		2009 年二季度	环比增长率	2008 年三季度	同比增长率
政府债：	6152.40	7558.40	-18.60	2325.40	164.57
国债	5811.40	5969.40	-2.65	2325.40	149.91
代发地方政府债	341.00	1589.00	-78.54	--	--
央行票据（含定向央票）	14710.00	9250.00	59.03	9810.00	49.95
金融债（亿元）	5395.30	2831.10	90.57	3284.70	64.26
非金融企业债务融资工具：	4389.95	4329.38	1.40	2486.30	76.57
短期融资券	1601.55	573.50	179.26	1203.70	33.05
中期票据	1500.00	2581.35	-41.89	0.00	--
企业债	859.00	1174.53	-26.86	1015.00	-15.37
公司债	361.00	0	--	172	109.88
可转债	68.40	0.00	--	95.60	-28.45
资产支持证券	0.00	0.00	--	0.00	--
合计	30647.65	23968.88	27.86	17906.40	71.15

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

短期融资券

2009 年前三季度共有 160 家企业累计发行 185 期短券，发行规模 3140.05 亿元，较 2008 年同比增长 7.4%。其中本季度共有 70 家企业累计发行短券 71 期，发行规模 1601.55 亿元，与 2008 年同期相比，发行总规模和平均单笔发行规模分别同比增长 33.05% 和 38.66%；与 2009 年二季度相

比，发行总规模和平均单笔发行规模环比增长 179.26% 和 128.11%。本季度短券发行规模激增，一方面，发行人为规避年底资金收紧，减少利率成本增大的风险，都集中在三季度发行，其放量发行情况符合近几年短券季度发行规模的走势，加上通胀预期下投资者对短期债券偏好增强，短券市场需求旺盛；另一方面，由于多笔大金额短券在本季度集中发行，其中石油股份、中石化股份以及中石油集团在本季度合计发行了 4 期累计 850 亿元的短券，大额短券的发行导致本季度短券发行规模激增的同时，也使得当期平均单笔发行规模显著放大。

从三季度短券单月发行情况来看，7 月、8 月和 9 月分别发行 453 亿元，217.25 亿元和 931.30 亿元，9 月发行规模创历史新高。

图表 21 短券发行基本情况

项 目	2009 年三季度(亿元)	与上年三季度同比 (亿元/%)		与本年二季度环比 (亿元/%)	
		2008 年三季度	同比增长率	2009 年二季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	1601.55	1203.70	33.05	573.50	179.26
发行期数 (期)	71	74	-4.05	58	22.41
发行家数 (家)	70	71	-1.41	56	25.00
平均单笔发行规模 (亿元)	22.56	16.27	38.66	9.89	128.11

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：发行日按照起息日起算

中票

2009 年前三季度共有 95 家企业累计发行 139 期中票，发行规模 5817.35 亿元（其中 10 亿美元中票已折算成人民币），较去年同期的 735 亿元增加 5082.35 亿元。其中本季度共有 37 家企业累计发行中票 44 期，发行规模 1500 亿元。受通胀预期增强导致投资者期限偏好缩短、中票收益率一二级市场利差倒挂现象严重导致需求下降以及主管部门发行节奏合理控制等多重因素的影响，2009 年三季度中票发行规模和发行期数明显回落。与 2009 年二季度相比，发行总规模和平均单笔发行规模环比下降 41.89% 和 24.14%。发行主体为煤炭、钢铁、电力、航空航天等国民经济基础行业中的优质大型、特大型企业。

从三季度中票单月发行情况来看，7 月、8 月和 9 月分别发行 626.00 亿元，410.00 亿元和 464.00 亿元，从短券和中票的单月发行情况可以看出，两品种发行规模此消彼长。

图表 22 本季度中票发行基本情况

项 目	2009 年三季度（亿元）	2009 年二季度（亿元）	环比增长率（%）
发行规模（亿元）	1500	2581.35	-41.89
发行期数（期）	44	58	-24.14
发行家数（家）	37	46	-19.57
平均单笔发行规模（亿元）	34.09	44.51	-23.41

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：①发行日按照起息日起算；

②2008 年中票在 6 月下旬暂停后，于 2008 年 10 月恢复发行，因此 2008 年三季度无中票发行；

③2009 年二季度发行了 10 亿元美元中票。

企业债券

2009 年前三季度共有 125 家企业累计发行 139 期企业债，发行规模 2695.83 亿元，较去年同期的 1310.9 亿元增加 1384.93 亿元。其中本季度共有 21 家企业累计发行企业债 25 期，发行规模 859 亿元。一方面由于本季度监管部门对前期井喷式增长企业债券发行节奏的回调，另一方面由于通胀预期使得市场对中长期债券需求低迷，加之投资者从三季度以来对目前企业债券市场上占比最高的城投债风险担忧的日益显现，导致已经获取企业债券发行批文的发行人，其发行计划被动延后，以上因素导致 2009 年三季度企业债券的发行规模和发行期数同比及环比均较出现大幅回落。

图表 23 本季度企业债发行基本情况

项 目	2009 年三季度 (亿元)	与上年三季度同比（亿元/%）		与本年二季度环比（亿元/%）	
		2008 年三季度	同比增长率	2009 年二季度	环比增长率
发行规模（亿元）	859	1015	-15.37	1174.53	-26.86
发行期数（期）	25	30	-16.67	68	-63.24
发行家数（家）	21	25	-16.00	61	-65.57
平均单笔发行规模 (亿元)	34.36	33.83	1.57	17.27	98.96

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从城投债的发行情况看，2009 年上半年城投债发行增速迅猛，三季度发行明显放缓，主要是自 2009 年 5 月 6 日“09 岳城投债”、2009 年 7 月 7 日“09 淮城投债”等为代表的城投类企业过度包装事宜曝光后，监管部门对城投债审批节奏和规模减缓，投资者对城投债的需求亦大幅下滑。2009 年一季度共发行 26 期合计 344 亿元的企业债，超过 2008 年全年城投债发行量；2009 年二季度延续了一季度迅猛的增长趋势，发行 34 期合计 383.5 亿元的企业债；三季度以来，仅有 17 期合计 269 亿元的城投债发行。从城投债发行规模在企业债发行规模的比重来看，城投债占比逐季降低，由 2009 年一季度占比 51.94%、下降至二季度的 32.65%，到了三季度，这一比例继续降至 31.32%。可以看出，无论从发行期数、发行规模还是发行额度占比情况看，三季度城投债的发行出现了一定程度的萎缩。

从三季度企业债单月发行情况来看，7 月、8 月和 9 月分别发行 150 亿元，126 亿元和 583 亿

元，其中7月和8月发行规模较上季度锐减，9月份企业债发行规模有所回升，主要是铁道部和国家电网公司分别发行了300亿元和200亿元的企业债推高了单月发行额。

（2）发行结构

从期限结构看，久期较短、流动性较强的短券需求增加，中长期债吸引力趋弱，尤其是中期票据发行期限快速收缩。

2009年三季度以来，国内经济复苏迹象明显，CPI价格指数不断上涨，市场对通胀的预期日渐增强，投资者从规避利率上升风险的角度出发，缩短了久期，对流动性较好的短券需求增加，而对中长期债券配置热情有所下滑。2009年三季度发行的4266.95亿元非金融企业债务融资工具中，短券占比37.53%，较上季度的12.88%上升24.65个百分点；而以中票和企业债为代表的中长期债券占比由上季度的87.12%下降到本季度的62.47%。

从中长期债券中的中票期限结构来看，在2009年三季度发行的44期中票中，3年及以下的占23期，其占比由上季度的24.14%提升至本季度的52.27%，5年的占18期，其占比由上季度的75.86%回落至本季度的40.91%；从企业债券期限结构来看，企业债的发行期限仍集中在7年及以下期限，10年及以上期限的企业债券为一直超大型央企，占比极低，本季度债券期限并未发生实质性变化，但5年及以下期限占比由二季度的27.94%小幅提高到本季度的28.00%。

2. 发行利率

受经济回暖对利率上升预期加大、货币政策微调、股市资金分流，以及部分产品利率定价受政策干预等诸多因素的影响，债券市场整体利率水平显著上升。

本季度债券市场利率呈现上升趋势，其中短期利率升幅更为明显，1年期国债利率较7月初上升近40BP，1年期央票利率上升近30BP，1年期SHIBOR升幅约30BP，1年期短券升幅在20~80BP不等；与此相比，中长期债券利率上升主要体现部分3年期中票上，升幅在50BP左右，造成收益率曲线上移的主要原因包括：（1）一年期央票暂停一年后重启（2009年7月10日发行一年期“09央行票据25”），且其发行利率不断上涨是债券市场进入三季度以来出现大幅调整的导火索，央行政策转向预期充斥市场，债券一级市场发行认购低迷，二级市场交易冷清甚至出现恐慌性抛售；（2）央行、银监会等主管部门本季度加大了对商业银行流动性、资本充足率和信用风险的调控力度，导致其对债券配置意愿下降；（3）IPO重启和创业板开闸引起的债券市场资金分流，本季度中国建筑、光大证券、中国国旅等企业首发上市，冻结资金量均超过1万亿元，再加上创业板开闸吸引的申购资金，对债券市场资金供给产生阶段性影响，对短期利率的冲击尤为明显；（4）银行间市场交易商协会于8月7日召开的债券融资工具定价联席会议，对AAA级企业的短券和中票发行利率设定了参考下限，其中AAA级企业1年期短券发行利率下限为2.30%，3年期中票发行利率下限为3.35%、5年期中票发行利率下限为4.2%，导致了短券及中票整体发行利率的走高。

短期融资券—AAA 和 A+主体所发短券利率上涨幅度相对平缓，AA 和 AA+主体所发短券利率涨幅最大。

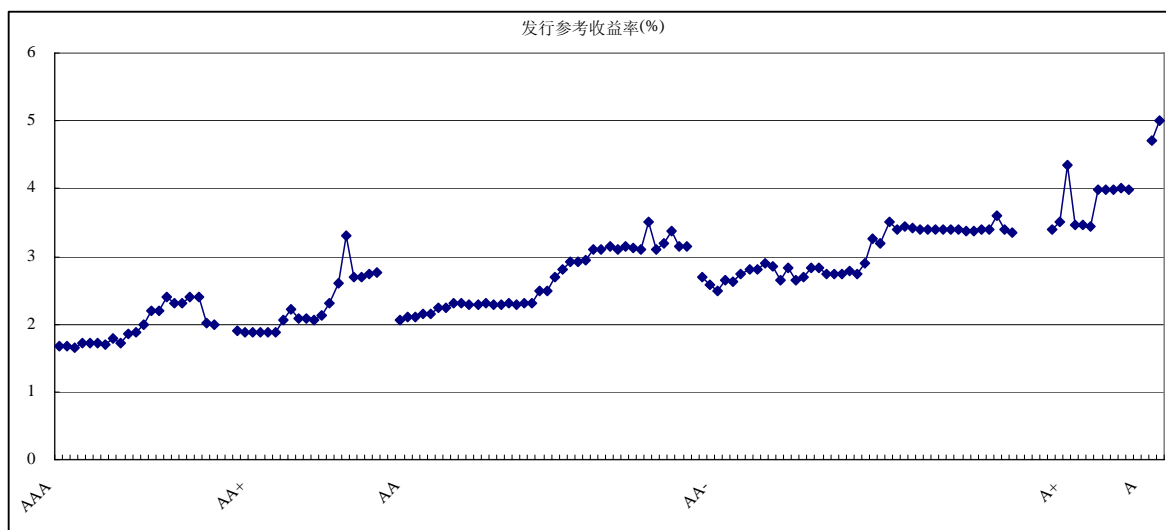
短券信用等级分布在 A 及 AAA 之间，因中小企业短券试点在去年底暂停后在本季度重启，主体信用等级为 A 的企业重现。本季度各信用等级短券发行利率逐步上升，其中 AAA 企业平均发行利率由上季度的 1.71% 上升至 2.16%，上升 45BP，A+企业平均发行利率由上季度的 3.60% 上升至 3.99%，上升 39BP，高信用等级的 AAA 和低信用等级的 A+涨幅相对平缓；AA 企业平均发行利率由上季度的 2.23% 上升至 2.96%，AA+企业平均发行利率由上季度的 1.99% 上升至本季度的 2.73%，AA 和 AA+企业平均发行利率分别较上季度上升 74BP 和 73BP，涨幅高居前 2 位。

图表 24 本季度各主体级别短券发行利率均值

发行日	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
2009 年第二季度(%)	1.71	1.99	2.23	2.74	3.60	--	--
2009 年第三季度(%)	2.16	2.73	2.96	3.29	3.99	4.85	--
2009 年第三季度较 2009 年第二季度变动 (BP)	45	74	73	55	39	--	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图表 25 短期融资券 2-3 季度发行利率走势图



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

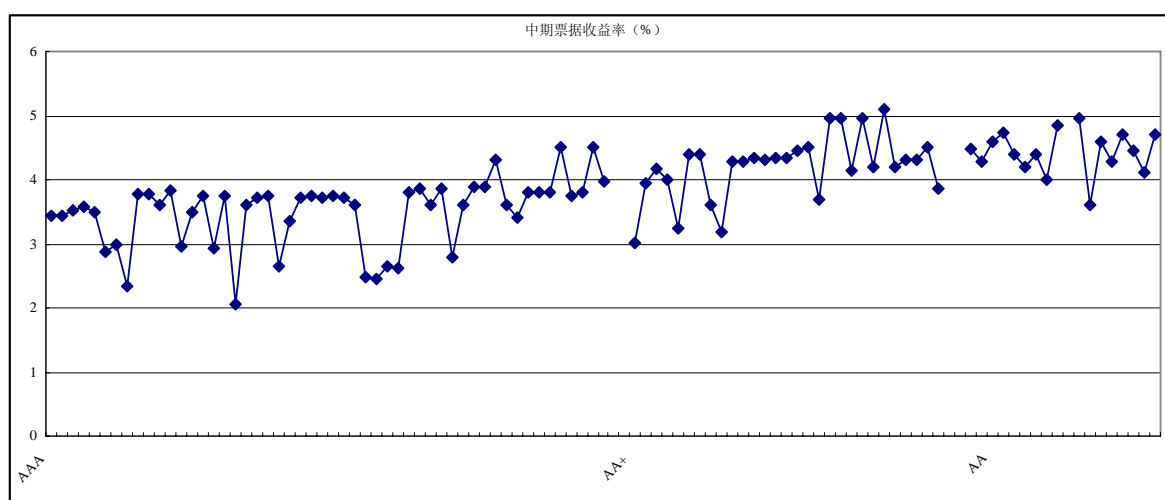
中票—3 年期中票利率涨幅最大，首现人民币浮动利率中票

中票信用等级均在 AA 以上，本季度 3 年期中票中 AAA 占比 47.62%，AA+占 38.10%，AA 占 14.26%；5 年期中票中 AAA 占 50%，AA+占 27.78%，AA 占 22.22%；信用等级在 3 年和 5 年中票中分布较为均匀，信用等级对本季度 3 年期和 5 年期中票平均发行利率影响不大。2009 年第三季度 3 年期和 5 年期中票平均发行利率分别为 3.84% 和 4.37%，与 2009 年 8 月 7 日银行间市场交

易商协会在债券融资工具定价联席会议中设定的 3 年期中票发行利率下限 3.35%、5 年期中票发行利率 4.2% 的参考下限^①相比，本季度 3 年期和 5 年期中票平均发行利率涨幅分别为 49BP 和 17BP；与 2009 年二季度相比，本季度 3 年期和 5 年期中票平均发行利率涨幅分别为 91BP 和 42BP，可以看出，3 年期中票在本季度上行幅度最大。

在通胀预期日益加强的背景下，利率风险凸现，交易商协会在适应投资者规避利率风险的需求下推出了创新产品浮动利率中票。本季度自中信国安集团公司发行首支人民币浮动利率中票后，共有 3 家企业发行 4 支、发行额度合计为 45 亿元的人民币浮动利率中票面世。

图表 26 中期票据 2-3 季度发行利率走势图



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

企业债—长端品种利率上涨快于中端品种，高信用等级债券票息保护溢价低于中低等信用等级票息保护溢价，期限在 6-7 年、债项级别为 AA-至 AA+ 的企业债券中 75% 的债券发行利率已超过同期基准贷款利率

本季度关键期限企业债券利率保持上升趋势，其中相同信用等级企业债券，期限越长，风险溢价越高，利率上涨越快，比如：AA 级债券，7 年期和 10 年期债券本季度平均发行利率涨幅分别为 33BP 和 75BP；AA+ 级债券，6 年期和 7 年期债券本季度平均发行利率涨幅分别为 77BP 和 106bp。同等期限、不同信用等级企业债券，信用等级越高，利率上涨的空间相对更平缓，比如，7 年期债券，AAA 级和 AA+ 级债券本季度平均发行利率涨幅分别为 70BP 和 106BP；10 年期债券，AA+ 级和 AAA 级债券涨幅分别为 18BP 和 38BP，远低于 AA 级债券 75BP 的涨幅。对于 AA-至 AA 中低等信用等级企业债券，在本季度 6 年和 7 年的关键期限中，合计发行 8 支，其中 6 支债券的发行利率以高于同期 5.94% 的基准贷款利率，说明投资者对中低等信用等级债券信用风险溢价体现为较高的票面利率补偿。

^① 2009 年 8 月 7 日，交易商协会针对中票和短券一二级市场价格倒挂现象，召开定价联席会议，对中票和短券票面利率设置下限，进行窗口指导。

图表 27 2009 年三季度企业债发行利率变动情况

债券级别/期限	5 年期			6 年期			7 年期			10 年期		
	二季度(%)	三季度(%)	增幅(BP)	二季度(%)	三季度(%)	增幅(BP)	二季度(%)	三季度(%)	增幅(BP)	二季度(%)	三季度(%)	增幅(BP)
AA-				--	7.05	--						
AA				5.74	--	--	6.06	6.39	33	5.95	6.70	75
AA+	4.66	4.4	-26	5.23	6.00	77	5.39	6.45	106	5.02	5.20	18
AAA	3.78	4.58	80	3.98	--	--	4.74	5.44	70	4.46	4.84	38
同期贷款利率(%)	5.76			5.94								

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

3. 宏观经济对于企业信用风险和债券市场影响

不同行业信用风险分化，信用利差具有结构性差异；在企业违约风险逐步降低的背景下，受债券市场需求不足的影响，利差较上季度拉大。

在大规模经济刺激政策的推动下，本季度中国固定资产投资仍保持高速增长，并继续形成对宏观经济的强劲拉动，国内消费逐步回暖，但出口形势依然低迷。此外，中国工业企业盈利能力出现恢复性增长的多集中于资源开发领域，主要得益于大宗商品价格的反弹。通过对本季度发行量最大的短券发行主体所属行业对信用利差的影响分析可知，本季度内，资源类细分行业中石油行业信用风险和风险溢价最低，信用利差空间最小；电力行业因用电量的回升、钢铁行业因固定资产投资的拉动，行业复苏较快，信用风险相对较低，信用利差次之；包含贸易在内的综合类企业，在外贸形势尚未实质性改善背景下，其信用风险相对较高，信用利差最大。

图表 28 本季度短券发行主体所属行业对信用利差影响

主体行业	平均发行利率(%)	利差 I		利差 II	
		均值(BP)	方差	均值(BP)	方差
石油	2.24	14	0.43	15	0.43
电力	2.08	59	0.45	62	0.45
钢铁	2.86	73	0.49	76	0.46
交通运输业	3.1	95	0.85	102	0.72
有色金属	3.09	101	0.29	98	0.28
煤炭	3.21	104	0.51	104	0.5
医药	3.47	131	0.71	130	0.72
电信	3.81	163	0.79	165	0.87
综合类	2.56	196	0.49	76	0.51

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

同时，联合资信也发现，在宏观经济复苏已近基本确立、企业盈利能力正在不断得到恢复、企业现金流得以改善的情况下，企业违约风险正逐步降低，而在这一背景下，由于本季度货币市场利率上扬、债券市场需求不足，本季度债券市场利率整体上行，且利差出现了大幅度的上升。比如，钢铁行业 2009 二季度年短券平均发行利率为 2.09%，利差 I 和 II 分别为 22BP 及 20BP，2009

年三季度已分别上升至 2.86%、73BP 和 76BP；交通运输业 2009 二季度年短券平均发行利率为 2.13%，利差 I 和 II 分别为 27BP 及 22BP，2009 年三季度已分别上升至 3.10%、95BP 和 102BP。

四季度非金融企业债务融资工具供需情况分化，债券利率上升是主基调，信用利差将进一步拉大。

2009 年上半年，由于利率保持低位，在短券和中票之间，更多的企业选择发行期限更长的中票，导致 2009 年上半年短券的发行量较去年同期有所减少，特别是高信用等级短券，中票的替代作用尤为明显。但自 2009 年 3 季度以来，由于债券市场需求低迷，中票包销情况频现，一二级市场利率倒挂现象严重，在货币市场利率走高的情况下，交易商协会针对该倒挂现象设定了利率参考下限，中票利率快速上升，部分企业转而发行短券，高信用等级短券发行量开始增加，由于需求方商业银行资本充足率监管问题和供给方发行人对中票快速攀升发行成本的考虑问题，四季度中票需求状况并不会明显改观，而短券发行量有望延续三季度态势保持高位。

企业债方面，2009 年三季度，除了铁道部、国家电网、中核、天津港等 4 家企业发行了 8 期企业债券以外，其他 17 期企业债券均为城投类企业发行，由于中期票据发行利率较同等级的企业债低（AAA 级债券，中票利率较企业债利率低 30BP 左右），而且发行速度相对较快，因此预期四季度企业债券发行主体分部情况难有改变，仍将以城投类企业为主。在目前各级财政基金预算收入主要来自于土地出让收入的情况下，城投类企业债务偿付能力很大程度依赖房地产行业的发展情况，城投债券的偿还能力强弱具有很大的不确定性。2009 年 10 月 15 日国家发改委财金司司长在“中国城投创新与发展研讨会”上明确指出城投债发行规模的空间上涨和地方政府负债超 5 万亿等因素可能引发的风险，同时强调发改委不会采取过去简单的“一刀切”应对方式来“停掉城投债”，只能通过继续完善现行体制和法规，“维持城投债发展”。可以判断，2009 年四季度城投类企业债发行将稳步推进，发行规模可能与三季度相当。

宏观经济在四季度有望加快复苏，CPI 涨幅进一步扩大并有望实现由负转正，通胀预期进一步加强，债券市场尤其是中长期债券发行利率在四季度继续上行的可能性极大；另外，四季度由于信贷收缩等因素，债市资金收缩将进一步推高债券市场利率。债券市场需求动力不足，银行间债券市场非金融企业债务融资工具四季度在利率上升的背景下，信用利差可能进一步加大。

4. 信用级别市场认可度分析

短券投资者对评级认可度不同，短券利差均值和标准差均有差异。

通过本季度所发短券利差 I、利差 II 样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪四家评级机构出具的各信用等级的市场认可度进行均值检验，原理为通过分析一、二级市场利差均值及波动范围，来判断投资者对各信用评级机构所评信用等级的认可程度。对于同一主体信用等级，所对应的利差均值越小、分布范围越窄（标准差越小），表明市场对该项主体评级的认可度越高。

图表 29 各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数	利差 I 检验		利差 II 检验	
			均值	标准差	均值	标准差
A	新世纪	2	2.6744	0.1807	2.7241	0.1090
A+	中诚信	3	1.8205	0.0188	1.8178	0.0163
	大公	2	1.8151	0.0051	1.7992	0.0257
AA-	联合	6	1.1104	0.1621	1.0690	0.2201
	中诚信	7	1.1762	0.1674	1.1660	0.1963
	大公	8	1.1883	0.1321	1.1746	0.1519
	新世纪	2	1.2087	0.0141	1.2077	0.0144
AA	联合	3	0.6465	0.1911	0.7196	0.2079
	中诚信	13	0.8924	0.2163	0.8965	0.2153
	大公	4	0.9471	0.0223	0.9205	0.0485
	新世纪	2	0.6835	0.3794	0.6743	0.3874
AA+	联合	3	0.6668	0.4116	0.6649	0.4372
	中诚信	2	0.5465	0.0357	0.5344	0.0205
	大公	1	0.5621	--	0.5647	--
	新世纪	1	0.4425	--	0.4906	--
AAA	联合	6	-0.0363	0.1746	0.0184	0.1961
	中诚信	6	0.1118	0.1081	0.1985	0.1531

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从利差检验结果来看，对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，从发行市场看，本季度 AA-和 AA 主体发行期数占比大，在该两信用级别上，联合资信利差 I 均值和标准差均最小，投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高；在 AA+的级别上，投资者对中诚信的评级结果认可度最高；在 A+的级别上，投资者对大公的评级结果认可度最高。从交易市场看，AA-和 AA 的主体级别上，投资者对以上四家评级机构出具的评级结果并未表现出明显的认知一致性；在 AAA 级别上，投资者对联合资信出具的评级结果认可度最高；在 AA+的级别上，投资者对中诚信的评级结果认可度最高；在 A+的级别上，投资者对大公的评级结果认可度最高。

中期票据、企业债同期限同级别债券发行利率差异性较小，信用等级对发行定价参考性较强。

本季度中票和企业债分别由联合资信、中诚信、大公和新世纪评定，同一时间段发行的同期限同级别中票和企业债发行利率差异性较小，以 2009 年 9 月 1 日至 15 日发行的 4 支 3 年期债项级别为 AA+的中票为例，其发行利率在 4.2 和 4.3 之间；以 2009 年 9 月 3 日至 18 日发行的 3 支 3 年期债项级别为 AAA 的中票为例，其发行利率在 3.75 和 3.80 之间；其他关键期限相同信用等级的中票和企业债之间利率差异亦很小。本季度信用等级对中票及企业债券发行定价的参考性增强。

图表 30 本季度同期限同级别中期票据发行利率比较（发行时间间隔在 15 天以内）

企业名称	发行规模（亿元）	起息时间	期限	利率	债券信用等级	主体信用等级	评级机构
华侨城集团公司	30	2009-9-1	3	4.20	AA+	AA+	联合
电信科学技术研究院	15	2009-9-4	3	4.20	AA+	AA+	中诚信
山西太钢不锈钢股份有限公司	20	2009-9-11	5	4.30	AA+	AA+	大公
山东钢铁集团有限公司	50	2009-9-15	5	4.30	AA+	AA+	中诚信
中国航空工业集团公司	40	2009-9-3	3	3.80	AAA	AAA	中诚信
中国电力投资集团公司	29	2009-9-11	3	3.80	AAA	AAA	大公
中国航天科工集团公司	30	2009-9-18	3	3.75	AAA	AAA	联合

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理