

# 2009 年二季度宏观经济 研究报告



# 2009 年二季度宏观经济研究报告

报告编号：20090808

时间：2009 年 8 月 8 日

## 宏观研究小组：

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

李志博

010-85679696-8838

lizb@lianheratings.com.cn

传真：010-85679228

## 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

## 观点概要

受益于积极财政政策和适度宽松货币政策的有效配合，以及一揽子计划的逐步实施，2009 年二季度中国经济运行领域出现了一系列积极变化，投资保持高速增长态势，并对 GDP 形成明显的拉动效应；内需消费逐步启动，房产、汽车等部分大额消费品市场显著回暖；但由于国际经济尚未探明周期底部，出口形势依然不容乐观。二季度中国企业效益出现好转，收入和盈利水平逐渐回升；财政收入则因经济运行好转、税费改革出现恢复性增长，但由于支出规模较大，仍需开源节流，缓解财政收支矛盾。

二季度中国债券市场融资需求强劲，发行规模持续扩大，其中国债、代发地方债、央行票据等产品发行规模均较一季度出现大幅增长；非金融企业债券规模稳步增长，债券期限结构呈长期化。由于货币供应量和信贷投放规模的迅速增长，债券市场资金量依然充裕，主要债券产品利率持续回落。

展望 2009 年下半年，由于经济回升的基础尚不稳固，中国的宏观经济政策有必要保持稳定性和持续性，并根据国内外经济走势，运用市场化手段进行动态微调，以进一步增强宏观调控的针对性。目前政府投资成为有效拉动中国经济增长的引擎，在 2009 年上半年 GDP 已经增长 7.1% 的基础上，中国经济增长率年度“保 8”的目标实现可能性很高。但联合资信也注意到，中国经济复苏乃至增长的持续性，仍有赖民间投资、消费和出口等方面的进一步改善。

从中国债券市场发展看，在内需启动尚需时日、外需依旧疲软的背景下，政策受益程度不同和复苏的节奏差异将导致不同行业企业的信用风险出现分化，依托高负债运营的企业，其整体盈利能力及信用水平仍将面临挑战。由于未来大规模资本支出计划，预计发行主体对于外部融资需求依然强劲，债券发行规模有望持续扩大；同时，考虑到近期货币政策微调的动向，债券市场利率水平可能稳中有升。

## 2009 年二季度宏观经济研究报告

一、上半年宏观经济运行分析.....	4
1. 宏观环境分析.....	4
1.1 外部经济环境.....	4
1.2 财政政策.....	4
1.3 货币政策.....	5
2. 总供需及价格水平分析.....	7
2.1 供给方面.....	7
2.2 需求方面.....	9
2.3 价格.....	15
3. 经济运行效益分析.....	16
二、宏观经济未来发展分析.....	18
1. 国际经济未来发展.....	19
1.1 美国.....	19
1.2 欧元区.....	19
1.3 日本.....	19
1.4 新兴经济体.....	19
2. 中国经济未来发展.....	20
2.1 货币政策.....	20
2.2 财政政策.....	21
2.3 投资.....	21
2.4 消费.....	21
2.5 出口.....	22
三、债券发行市场分析.....	22
1. 发行规模及结构.....	22
1.1 发行规模.....	22
1.2 发行结构.....	25
2. 发行利率.....	25
2.1 短期融资券.....	25
2.2 中期票据.....	26
2.3 企业债.....	27
3. 宏观经济对债券市场信用风险的结构影响.....	27
3.1 短期融资券.....	27
3.2 中期票据.....	28
3.3 企业债.....	28
4. 宏观经济对于企业信用风险影响.....	29
5. 信用级别市场认可度分析.....	30
5.1 短期融资券.....	30
5.2 中期票据.....	31
5.3 企业债.....	31

## 图表目录

图表 1	已实施的四万亿投资计划资金分布 .....	5
图表 2	M1/M2/贷款余额增长走势 .....	6
图表 3	2009 年上半年新增贷款流向 .....	6
图表 4	上半年新增中长期贷款主要投向 .....	6
图表 5	2006 年一季度 - 2009 年二季度 GDP 总量及增长率 .....	8
图表 6	2006 年一季度 - 2009 年二季度 GDP 及三次产业增长率 .....	8
图表 7	2008 年 2 月 - 2009 年 6 月规模以上工业企业增加值当月同比变化 .....	9
图表 8	2006~2009 年上半年三大需求对 GDP 的贡献 .....	9
图表 9	2006~2009 年二季度全社会固定资产投资季度完成额 .....	10
图表 10	2006~2009 年 1-6 月城镇固定资产投资季度完成额（产业投资结构） .....	11
图表 11	2006~2009 年 1-6 月城镇固定资产投资季度增幅（产业投资增幅） .....	11
图表 12	2008 年以来主要行业投资增长及投资额占比 .....	11
图表 13	中央和地方投资情况 .....	12
图表 14	2008 年以来固定投资资金来源 .....	13
图表 15	2008 年以来社会消费品零售季度总额及其增长率 .....	13
图表 16	2008 年 1 月~2009 年 6 月中国外贸进出口和顺差月度增速 .....	15
图表 17	CPI/PPI 月度同比增长走势 .....	16
图表 18	2007 年 7 月以来国有及国有控股企业收入和利润总额增长情况 .....	17
图表 19	2008 年 6 月以来国家财政收入增长情况 .....	18
图表 20	2009 年上半年全国主要财政支出项目比较 .....	18
图表 21	本季度主要债券产品发行情况 .....	23
图表 22	本季度短券发行基本情况 .....	24
图表 23	本季度中票发行基本情况 .....	24
图表 24	本季度企业债发行基本情况 .....	24
图表 25	本季度企业债券发行期限情况 .....	25
图表 26	短券发行利率与贷款基准利率对比 .....	26
图表 27	2009 年上半年 3 年期和 5 年期中票发行利率与同期贷款基准利率比较 .....	26
图表 28	2009 年 1-6 月企业债发行利率变动情况 .....	27
图表 29	短券主体信用等级分布变化情况 .....	28
图表 30	2009 年上半年企业债增信方式结构分布 .....	28
图表 31	各评级机构所评主体级别利差检验结果 .....	30
图表 32	2009 年上半年部分同期限同级别中期票据发行利率比较 .....	31
图表 33	2009 年上半年部分同期限同级别企业债发行利率比较（1） .....	31
图表 34	2009 年上半年部分同期限同级别企业债发行利率比较（2） .....	32

## 一、上半年宏观经济运行分析

### 1. 宏观环境分析

2009 年上半年，中国实现 GDP139862 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，中国经济已呈现出企稳回升势头。与此同时，随着国际社会和各国经济刺激计划效果的逐步显现，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。

#### 1.1 外部经济环境

欧美等发达经济体衰退速度减缓，亚太地区新兴市场经济体也出现复苏迹象，国际经济环境有所好转。

2009 年二季度，美国 GDP 季节调整后环比折年率为-1.0%，较第一季度的-6.4%明显回升，其主要动力来自于实体经济的投资和消费，6 月份美国制造业采购经理人指数（PMI）连续 6 个月回升至 44.8%，新订单和产出指数分别反弹至 49.2%和 52.5%，工业生产出现复苏迹象。但就业情况仍不乐观，失业率继续攀升，较一季度上升 1.2 个百分点；但政府主导的大规模经济刺激计划仍导致财政状况继续恶化，2009 财年前 9 个月累计赤字达 1.086 万亿美元；物价水平逐渐企稳，二季度月均 CPI 为-0.9%。

同期内欧元区经济衰退放缓，GDP 季节调整后环比下滑 2.5%，但 5 月份季节调整后的工业生产环比上升 0.5%，增速 9 个月以来首次“转正”，累计贸易逆差有所缩小，但失业率仍处于高位。日本经济仍然低迷，GDP 环比折年率大幅下滑 14.2%，为战后最大降幅；就业形势持续恶化，6 月失业率达 5.4%，创 6 年来新高；价格水平缓慢下降，第二季度月均同比下降 1.0%。

与此同时，部分新兴市场经济体和发展中国家（地区）经济在急剧恶化后也出现微弱的复苏迹象。从第二季度起，在各国政府大规模救市举措刺激下，亚洲新兴市场经济率先出现微弱复苏迹象，新加坡二季度 GDP 初值同比下降 3.7%，降幅较第一季度（9.6%）明显收窄；韩国贸易顺差和百货商店销售额均连续 4 个月同比回升；香港二季度消费者信心指数从 81 点上升至 87 点。一系列的经济数据均表明亚洲新兴经济体出现的复苏迹象，此外，良好的经济预期和大量资金的回流也带动新兴市场国家股市大幅回升，中国、香港、新加坡等地的股票市场均较年初涨幅巨大。

总体看，二季度世界经济环境已有所好转，部分发达经济体和新兴市场国家均出现了不同程度的复苏迹象，但联合资信认为，发达经济体失业率仍处于高位，消费意愿和消费能力仍将受到抑制；新兴市场国家经济对外依赖程度仍然较高，出口指标仍未获得显著改善，复苏基础仍不牢固。

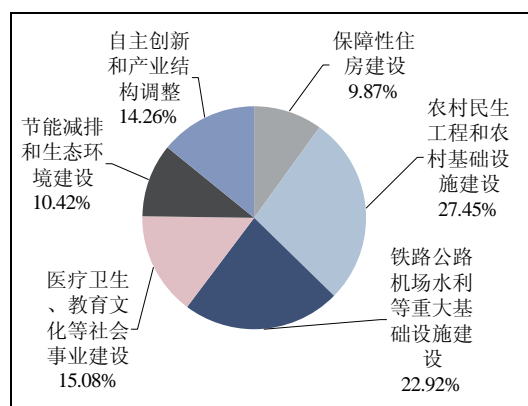
#### 1.2 财政政策

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，同比增长 26.3%。其中，中央本级支出 5904.89 亿元，同比增长 22.7%；地方本级支出 22997.67 亿元，同比增长 27.3%。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和农村基础设施建设、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上游及相关产业的发展。

图表 1 已实施的四万亿投资计划资金分布



数据来源：国家发改委

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 年上半年出口退税税额同比增长 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，同期国内增值税完成收入 9201.2 亿元，同比下降 3%；在消费领域，继一季度推出“降低轿车购置税”、“对新能源汽车提供财政补贴”、“扩大家电下乡范围”、“减免二手房交易有关税费”等政策后，二季度又陆续出台了“汽车、家电以旧换新的补贴政策”等消费刺激政策。

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。

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。

### 1.3 货币政策

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，满足了大量固定资产投资项目的资金需求，成为保障 GDP 的增长重要因素。

2009 年上半年，中国货币信贷快速增长，宽松货币政策得到有效传导，金融支持经济发展力度不断加大，对促进经济企稳向好发挥了至关重要的作用。

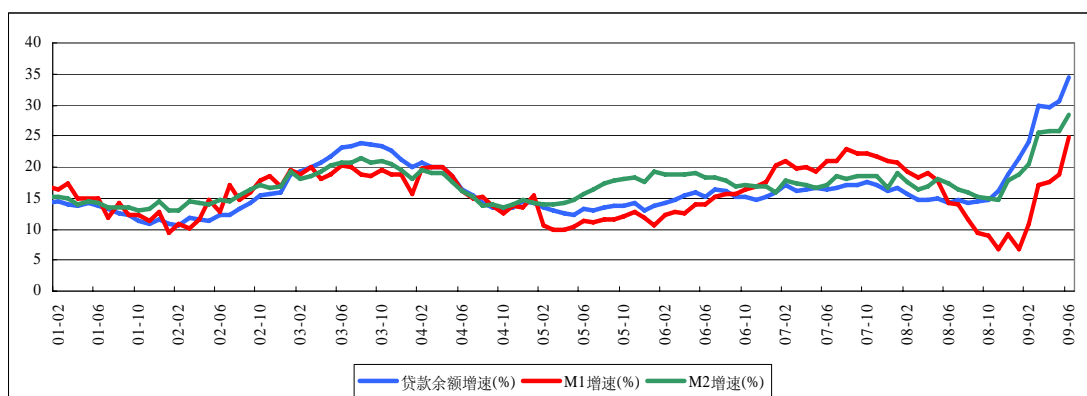
截至 2009 年 6 月底，全部金融机构人民币贷款余额为 37.7 万亿元，同比增长 34.4%，增速较上年同期高 20.2 个百分点。2009 年上半年中国金融机构新增人民币贷款 7.37 万亿元，同比多增 4.9 万亿元，远超今年全年新增 5 万亿元贷款的目标；其中第二季度人民币贷款仍保持较快增长势头，新增 2.8 万亿元，同比多增 1.7 万亿元，总体看，上半年受四万亿投资计划分批实施，固



定资产投资项目最低资本金比例下调等因素影响，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；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。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。

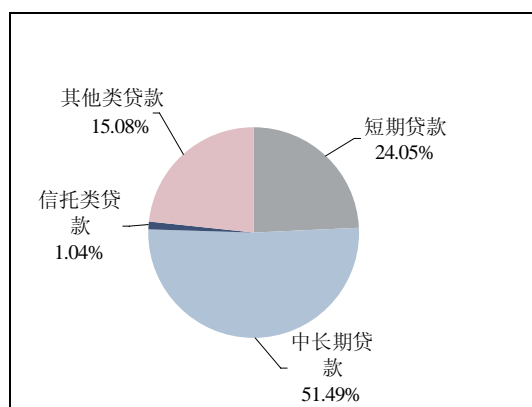
图表 2 M1/M2/贷款余额增长走势



资料来源：中国人民银行

从上半年新增贷款流向看，居民户贷款比年初增加 1.1 万亿元，增长 23.8%，其中个人住房贷款比年初增加 4662 亿元，同比多增 2835 亿元；居民户经营性贷款比年初增加 4101 亿元，同比多增 2071 亿元。同期非金融性公司及其他部门贷款较年初增加 6.3 万亿元，同比增长 37.0%，增速比上年同期高 24.4 个百分点，主要是中长期贷款和票据融资增长较快。2009 年上半年，非金融性公司及其他部门中长期贷款较年初增加 3.1 万亿元，同比多增 2.0 万亿元，占该部门全部新增贷款的 49.21%；票据融资同比多增 1.7 万亿元，但增量规模已得到很好的控制，占比自第二季度以来逐月快速下降，主要与金融机构加大资产结构调整力度有关。

图表 3 2009 年上半年新增贷款流向<sup>1</sup>



资料来源：中国人民银行

图表 4 上半年新增中长期贷款主要投向

行业领域	贷款规模 (亿元)	贷款占比 (%)	上年同期占比 (%)
基础设施行业	16000	51.6	47.8
租赁和商务服务业	4246	13.7	6.0
房地产业	3501	11.3	19.2
合计	23747	76.6	73.0

资料来源：中国人民银行

<sup>1</sup> 该图仅反映新增贷款结构，未涉及居民和非金融性公司的部门分类，故部分数据与正文口径存在差异。

上半年中长期贷款的投向主要集中在基础设施行业（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）、租赁和商务服务业和房地产业。其中，基础设施行业新增贷款 1.6 万亿元，占比 51.6%，主要为水利、环境、交通等四万亿投资计划所涉及的领域；租赁和商务服务业新增贷款 4246 亿元，占比 13.7%，比上年同期分别高 3.8 个和 7.7 个百分点；投向房地产业的中长期贷款为 3501 亿元，占新增中长期贷款的比重为 11.3%，是 2008 年全年房地产业中长期贷款增量的 1.5 倍，随着房地产市场的回暖，信贷资金流入明显回升。

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，显著拉动了固定资产投资增长及相关产业的需求。信贷资金的大规模投放成为保障 GDP 的增长重要因素。

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。

## 2. 总供需及价格水平分析

### 2.1 供给方面

国民经济运行中的积极因素不断增多，经济总量增长稳步回升，企稳向好势头趋于明显。

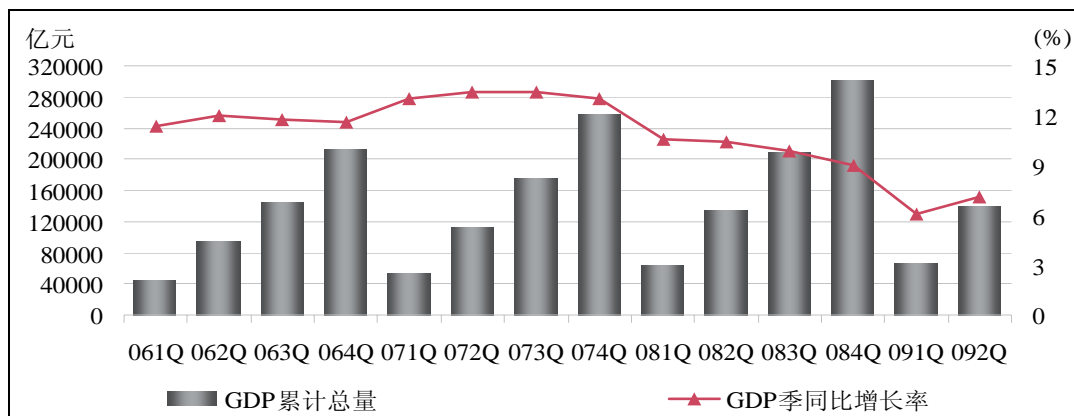
根据国家统计局初步核算，2009 年上半年国内生产总值(GDP)139862 亿元，同比增长 7.1%，增速同比回落 3.3 个百分点。其中，2009 年二季度 GDP 同比增长 7.9%，增速比一季度回升 1.8 个百分点，实现了国际金融危机爆发以来的首次回升。从数据看，GDP 增速自 2008 年一季度开始出现大幅下滑，降幅从 2008 年一季度的 2.4 个百分点递增至 2009 年一季度的 4.5 个百分点。2009 年二季度 GDP 增速降幅收窄到 3.3 个百分点。

分产业看，2009 年上半年，第一产业增加值 12025 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 70070 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 57767 亿元，增长 8.3%。根据人民银行统计，第一、二、三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.0%、48.6%和 47.4%。从产业角度分析，国民经济生产总值受二、三次产业发展影响大。从各产业增长趋势看，第一产业增加值变化受国内消费需求影响较大，2008 年间，第一产业在国内消费需求增长和消费价格上升的推动下，增速呈现上升趋势，对同期 GDP 增速下滑产生了一定抑制作用，进入 2009 年，受消费价格下降的影响，第一产业整体增速出现下滑；第二产业，受外需萎缩，库存增多滞缓投资的影响，增速呈现下降趋势，降幅从



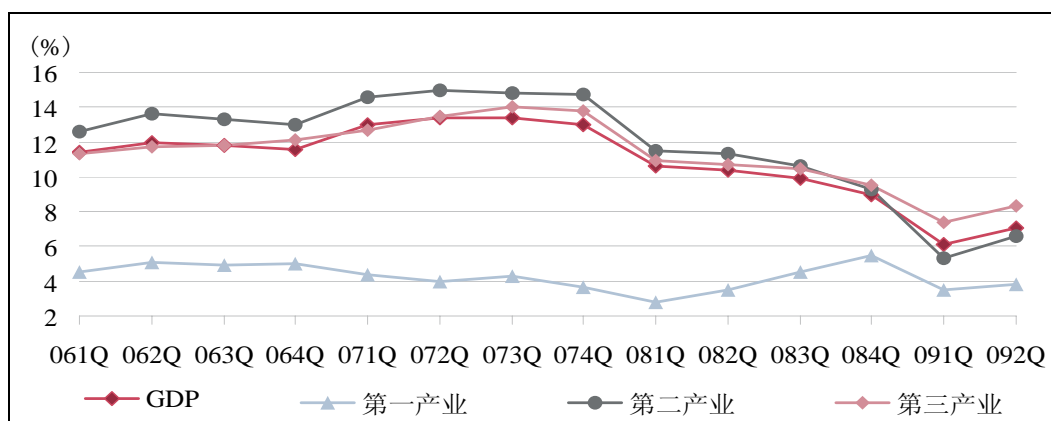
2008 年一季度的 3.1 个百分点递增至 2009 年一季度的 6.3 个百分点，后在投资加大的内需作用下，2009 年二季度收窄到 4.7 个百分点。第三产业方面，与第二产业经历了类似过程，受出口，以及同期房地产投资下滑影响，增速出现下滑，后在政府主导的基础设施投资，以及房地产投资回升的带动下，增幅呈现回升。

图表 5 2006 年一季度—2009 年二季度 GDP 总量及增长率



资料来源：国家统计局

图表 6 2006 年一季度—2009 年二季度 GDP 及三次产业增长率

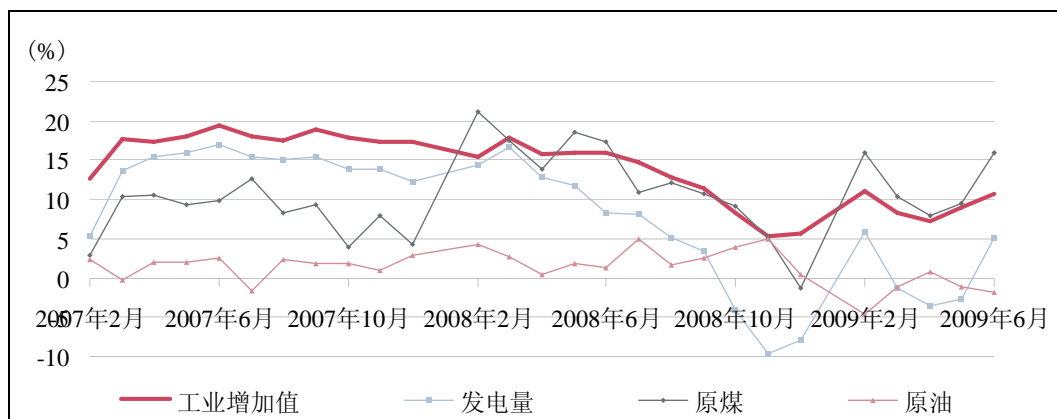


资料来源：国家统计局

主要生产要素消耗量回升，工业生产企稳回升。

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 年上半年，规模以上工业增加值同比增长 7.0%（6 月份增长 10.7%），增速比上年同期回落 9.3 个百分点。其中，一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%。作为经济运行的风向标，国内煤电油运供求形势总体宽松，2009 年上半年原煤产量和发电量呈现 U 字回升趋势。

图表 7 2008 年 2 月—2009 年 6 月规模以上工业企业增加值当月同比变化



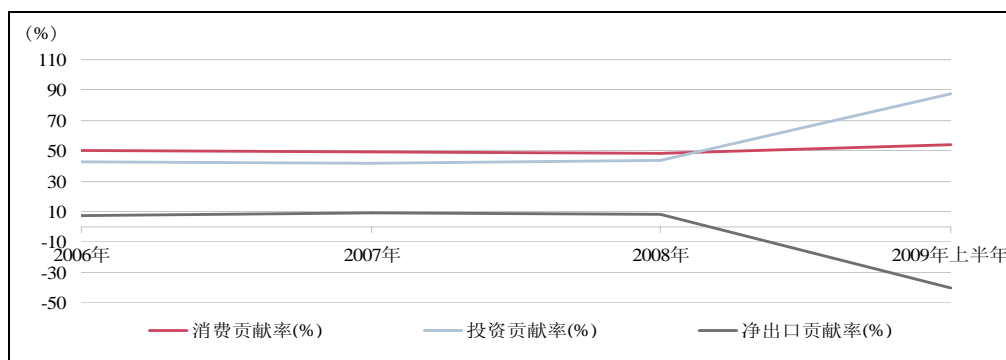
资料来源：国家统计局

整体看，随着国家宏观经济政策积极影响的进一步显现，经济稳步回升，但值得关注的是，外需的持续下滑，进一步加大内需消耗压力，以投资带动内需成为现阶段二、三产业增长的核心动力，投资的持续性和方向已成为产业未来可否持续发展的重要因素。

## 2.2 需求方面

2009 年上半年，投资、消费和出口对 GDP 的拉动作用出现分化，其中投资增长快速，2009 年上半年投资对 GDP 的贡献占 87.6%，拉动 GDP 增长 6.2 个百分点；消费相对稳定，2009 年上半年消费对 GDP 的贡献占 53.4%，拉动 3.8 个百分点；净出口持续下滑，对 GDP 的贡献占 -41%，下拉 2.9 个百分点。2009 年上半年中国经济的增长主要靠投资增长的拉动，投资的增长在很大程度上抵消了出口对 GDP 的下拉作用。

图表 8 2006~2009 年上半年三大需求对 GDP 的贡献



资料来源：国家统计局

### (1) 投资

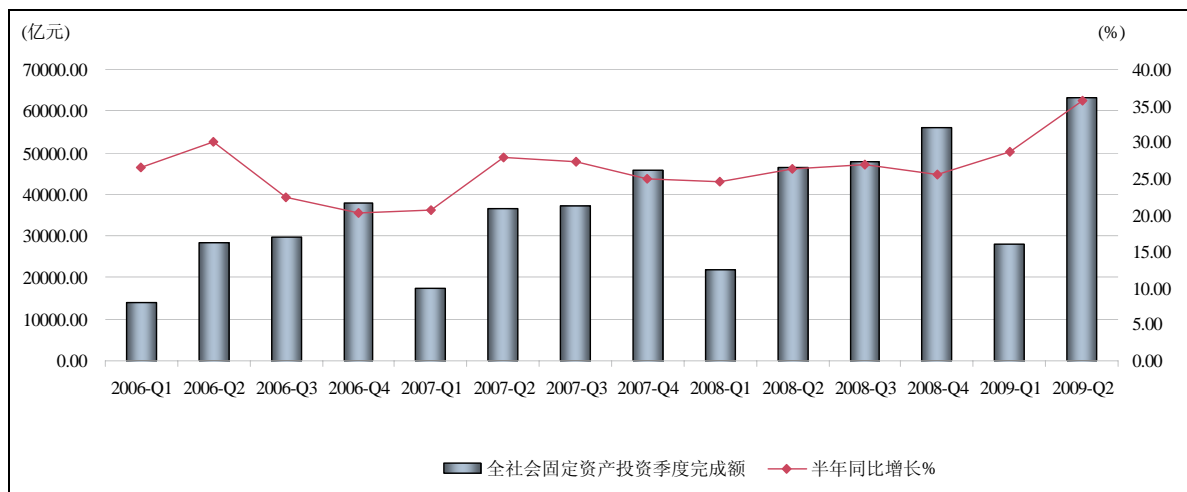
投资是拉动经济发展的主动力，新增项目的增多将推动投资继续增长。

近几年，随着城市化、工业化水平的不断提升，中国投资对经济贡献率一直保持着较高水平，出于稳定的消费和良好的出口表现，投资增长相对稳健。自 2008 年下半年开始，为应对全球经济危机，弥补外需出口下滑给中国经济带来的不利冲击，投资在宏观政策和充足货币资金的支撑下

飞速增长，成为拉动和支撑经济的主要动力。投资快速增长动力来源：一方面，随着企业去库存化工程的完成，新增产能投入开始增加，对经济拉动效应开始凸现；另一方面，宏观政策驱动，加之信贷资金放量推动固定资产投资大幅增长。

2009 年上半年，全社会固定资产累计完成 91321.16 亿元，比上年同期增长 33.51%，增幅同比提高 7.23 个百分点。其中，2009 年二季度全社会固定资产投资完成 63192.06 亿元，比上年同期增长 26.32%，同比提高了 8.67 个百分点，增幅为近五年来最高点。

图表 9 2006~2009 年二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

从开工项目情况看，2009 年上半年，全国新开工累计项目 176090 个，比去年同期增加 53049 个，新开工项目计划总投资 73829.66 亿元，同比增长 87.3%；施工项目 275259 个，比去年同期增加 61269 个，施工项目计划总投资 307630.15 亿元，同比增长 36.1%。

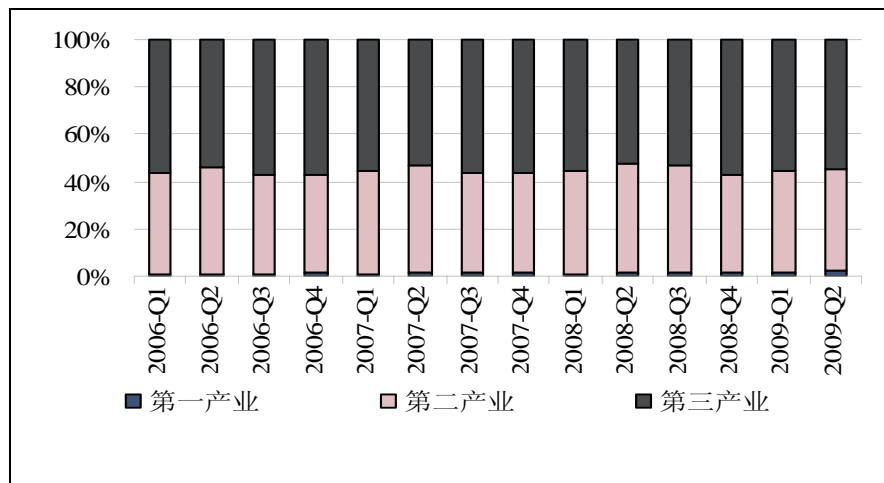
从历史经验看，固定资产投资存在一定的季节性规律，即一季度固定资产投资总量较少，二、三季度较一季度增长较快，第四季度为投资高峰期。据此判断，如不考虑资金因素，鉴于上半年新开工项目规模较大，预计 2009 年三、四季度投资仍将保持快速增长态势。

#### 房地产投资回升、基础设施建设投入增大推动第三产业投资的增长。

从固定资产投资结构和产业分布看，城镇固定资产投资为全社会固定资产投资的主要构成，2009 年二季度实现 54536.35 亿元，占 86.30%，同比增长 35.94%，较上年同期提高 8.71 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 43.60%，第三产业投资占 54.39%，两产业合计占 97.99%。从产业投资增长看，第一产业自 2008 年以来保持快速增长势头，但 2008 年下半年投资增幅开始下滑，进入 2009 年一季度随着政府 4 万亿资金对农业投入的加大，第一产业出现大幅回升，但 2009 年二季度增幅又有所回落；第二产业受经济危机的影响，2008 年四季度投资增幅出现下滑，尽管 2009 年上半年投资开始回升，但整体增幅低于同期城镇固定资产投资增幅；第三产业自 2008 年第二季度开始，受占比较大的房地产业投资下滑影响，投资增幅减少，2008 年第四度，随着政府对基础设施投资的加大，交通运输业、公用事

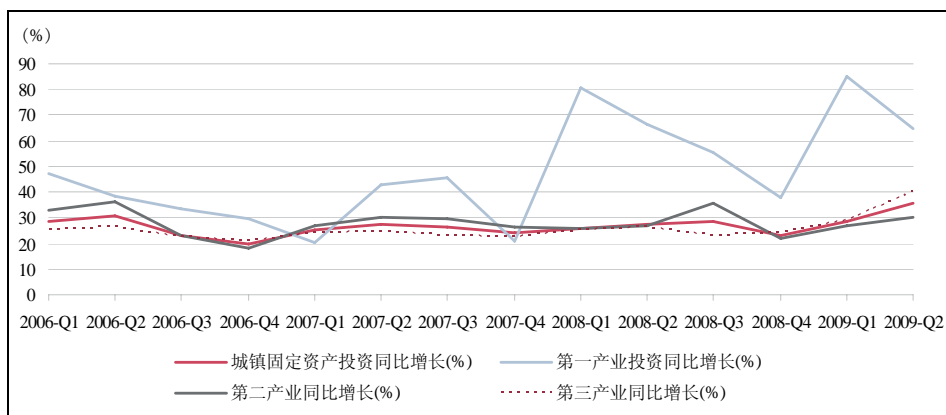
业和公用工程等相关行业投资出现大幅增长，第三产业投资增幅开始回升，进入 2009 年第二季度，第三产业在房地产业的投资回升带动下增幅显著，快于同期城镇固定资产投资增幅。

图表 10 2006~2009 年二季度城镇固定资产投资季度完成额（产业投资结构）



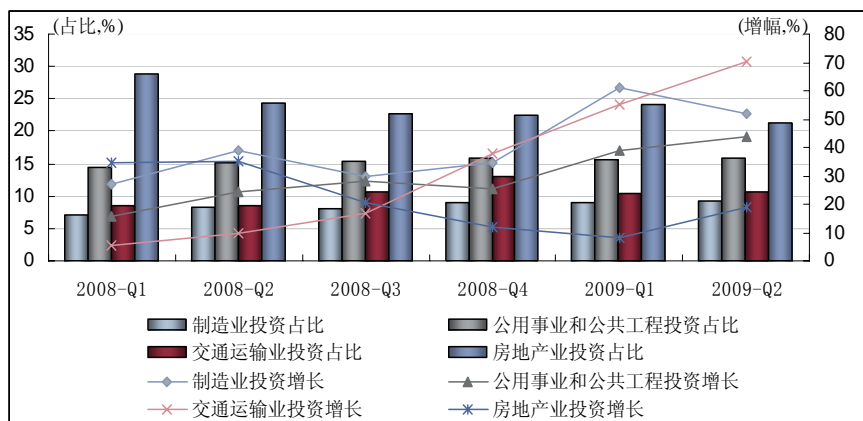
资料来源: 国家统计局

图表 11 2006~2009 年二季度城镇固定资产投资季度增幅（产业投资增幅）



资料来源: 国家统计局

图表 12 2008 年以来主要行业投资增长及投资额占比

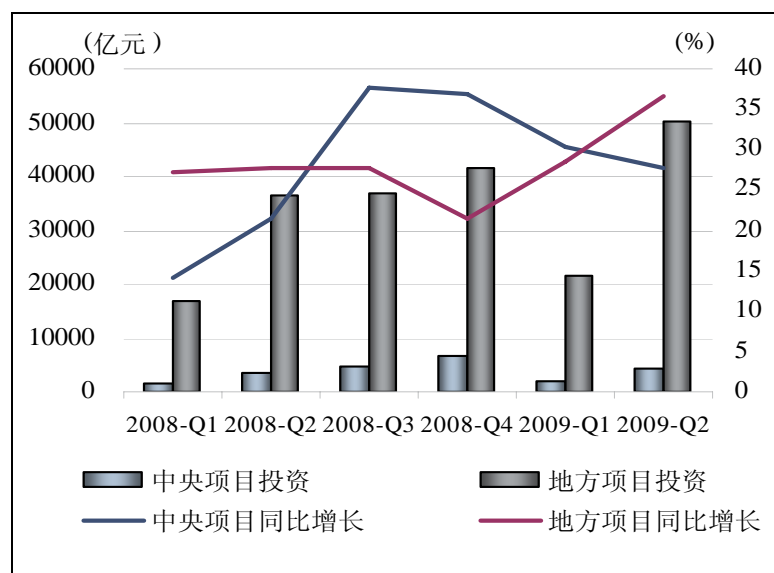


资料来源: 国家统计局

中央投入减缓，民间投入不足，地方投资面临较大资金压力，对信贷依赖程度较大。

从固定资产投资主体看，固定资产投资增长主要依靠地方投资拉动，2009 年二季度地方项目投资增幅较第一季度持续攀升，而中央项目投入自 2008 年下半年高速增长后有所放缓，中央投资前期引导拉动作用凸现。

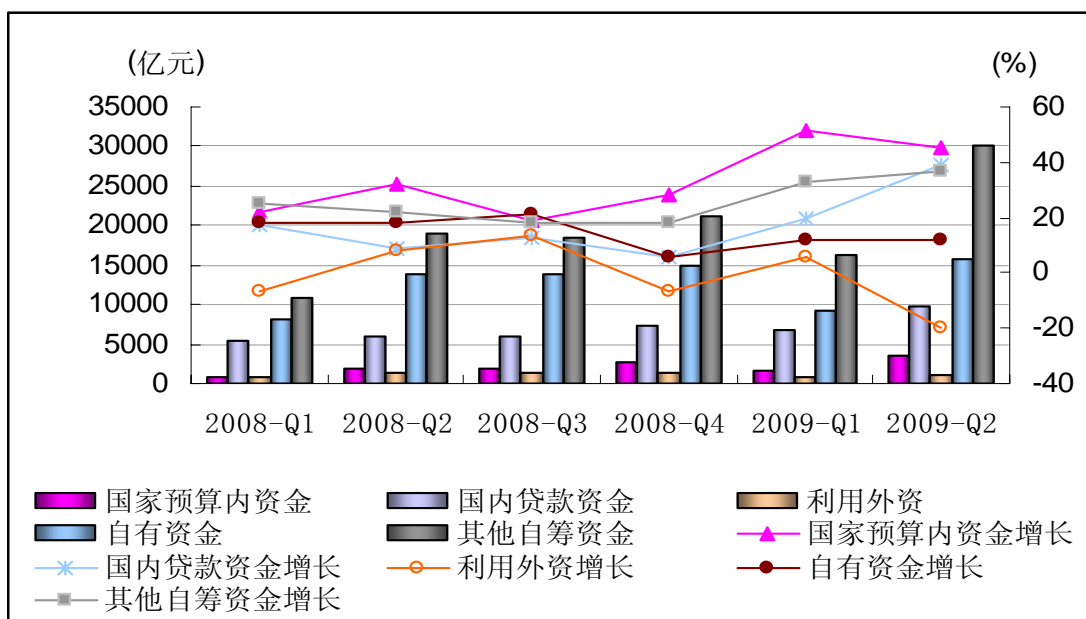
图表 13 中央和地方投资情况



资料来源:WIND 资讯和国家统计局

从固定投资资金来源看，2009 年二季度，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，但较第一季度增幅有所回落；企业单位自有资金相对于高速增长的投资来看，增幅缓慢，民间资本投入动力不足，其原因：第一，现阶段资金投向以政府主导投资的基础设施项目为主，由于该类项目投资周期长，收益偏低，民间资本参与积极性不强；第二，外需下降，导致去库存进程减缓，显现的产能过剩制约了企业投资；第三，股市回暖活跃了金融体系内的投资，减退了参与实体固定资产投资的热情；第四，民间资本投入方式，参与方式和退出方式相对单一，也在一定程度上影响了民间资本投入。外资方面，继 2009 年第一季度以来增幅继续下滑。其他自筹资金（指项目资金安排中自筹资金中剔除自有资金的部分）和贷款资金成为了本季度投资快速增长的主要支撑，但由于其他自筹资金主要来源股权融资和各类举债资金，以举债为主，其主要渠道仍源于银行信贷资金，因此信贷资金的增长是推动本季度投资快速增长的核心动力。

图表 14 2008 年以来固定资产投资资金来源



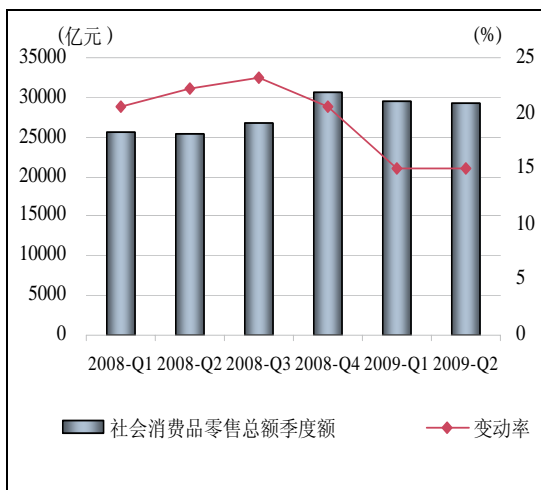
资料来源:WIND 咨询和国家统计局

整体看, 2009 年二季度, 中央投入有所减缓, 民间资本投入动力不足, 以信贷推动地方投资的快速增长将直接加重地方债务负担, 加之现阶段以政府主导基础设施项目建设为主, 该类项目投资周期长, 回收慢, 进而加大地方偿债风险。

## (2) 消费

在多重宏观消费刺激政策的作用下, 2009 年上半年, 社会消费品零售总额累计实现 58711.20 亿元, 较上年同期净增加 7668.50 亿元, 但受整体消费价格下降的影响, 增幅较上年同期下降了 6.38 个百分点, 为 15.02%。其中, 2009 年二季度社会消费品零售总额实现 29313.20 亿元, 较上年同期增长 15.01%, 增幅下降 7.20 个百分点, 同一季度增长基本持平。

图表 15 2008 年以来社会消费品零售季度总额及其增长率



资料来源:WIND 资讯



从消费地区和行业结构分布看，2009 年上半年城市消费品零售额累计实现 39833.30 亿元，较上年同期增长 14.40%，增幅减少了 7.70 个百分点，县及县以下消费零售额累计实现 18877.90 亿元，较上年同期增长 16.36%，增幅下降 3.65 个百分点，但增幅快于同期社会消费品零售总额的增长，政府加大启动农村消费刺激政策效应作用显著。行业分布上，批发零售业务实现 49406.40 亿元，较上年同期增长 14.72%，餐饮和其他行业实现 9941.60 亿元，较上年同期增长 16.68%。

2009 年二季度，城市消费品零售额实现 19999.30 亿元，较去年同期增长 14.67%，与一季度相比增长持平，县及县以下消费零售额实现 9313.90 亿元，较去年同期增长 15.67%，与一季度相比有所下降。行业分布上，批发零售业务实现 24779.70 亿元，较上年同期增长 12.92%，与一季度相比略有增长，餐饮和其他行业实现 4533.50 亿元，较上年同期增长 13.76%，与一季度相比略有下降。

从居民可支配收入看，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 年上半年城市居民人均可支配收入累计为 8856 元，较上年同期人均累计净增加 791 元，增幅为 9.81%；农村居民人均可支配收入累计 2733 元，较上年同期人均累计净增加 205 元，增幅为 8.11%。

2009 年二季度，城市居民人均可支配收入累计为 4022 元，较上年同期人均累计净增加 343 元，增幅为 9.32%；农村居民人均可支配收入累计 1111 元，较上年同期人均累计净增加 77 元，增幅为 7.45%。

整体看，2009 年上半年，政府消费刺激方案成效显著，尽管消费增幅名义上较上年同期有所下降，但如扣除价格因素(2008 年前三季度价格指数上涨，2009 年上半年价格下降)，2009 年上半年消费基本保持平稳略升的发展态势。其中，2009 年二季度消费整体情况与一季度基本持平，消费总量和增幅变动不大。2009 年上半年，农村消费在消费政策引导倾向的作用下增长相对较快，但主要来源一季度增长，二季度则呈下降趋势，这表明农村消费后续动力不足。2009 年上半年政府民生投入带来转移性收入的增多，带动了居民可支配收入的增长，该部分收入的持续性值得关注，是未来支撑消费增长的重要动力。

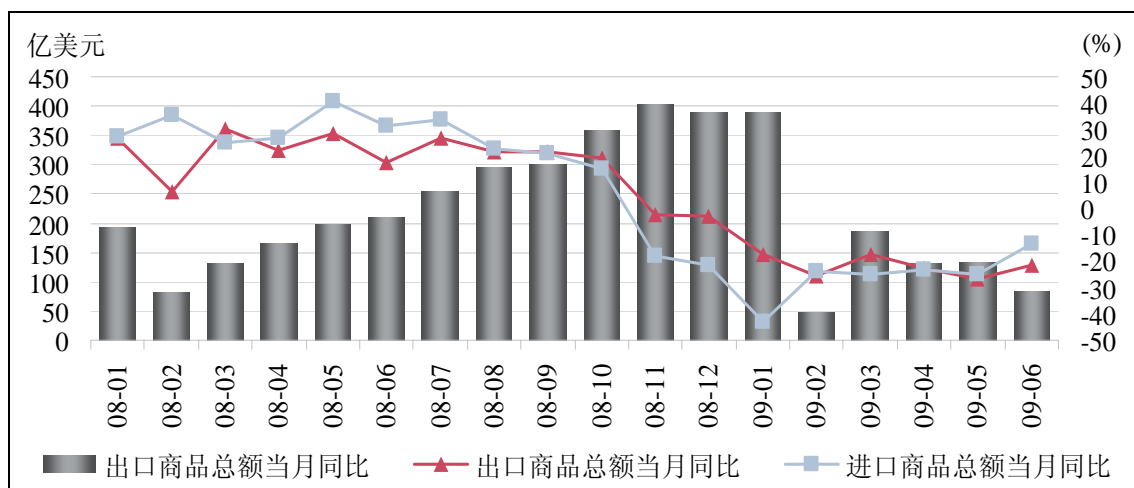
### (3) 出口

中国外贸发展的国际环境未发生明显改善，出口形势依然不容乐观，对外贸易持续大幅下降已经成为拖累经济增长的主要因素。

2009 二季度，出口进一步下滑，形势依然不容乐观，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，但另外一方面，目前国际市场需求的绝对水平还很低，再加上受贸易保护主义的抬头以及各国对内需导向型政策的实施等因素影响，2009 年二季度，中国对外贸易进出口累计实现 9462.4 亿美元，同比下降 23.4%，降幅比第一季度收窄 1.6 个百分点。其中，出口 5216.3 亿美元，同比下降 21.8%，降幅比第一季度扩大 2.0 个百分点；进口 4246.1 亿美元，同比下降 25.4%，降幅比第一季度收窄 5.6 个百分点。贸易顺差 970.2 亿美元，比上年同期减少 12.1 亿美元，比第一季度

增加 347.3 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。根据国家统计局公布数据，2009 年上半年净出口对经济增长的贡献率为负 41%，下拉 GDP 增长负 2.9 个百分点。

图表 16 2008 年 1 月~2009 年 6 月中国外贸进出口和顺差月度增速



资料来源：海关总署、WIND 资讯

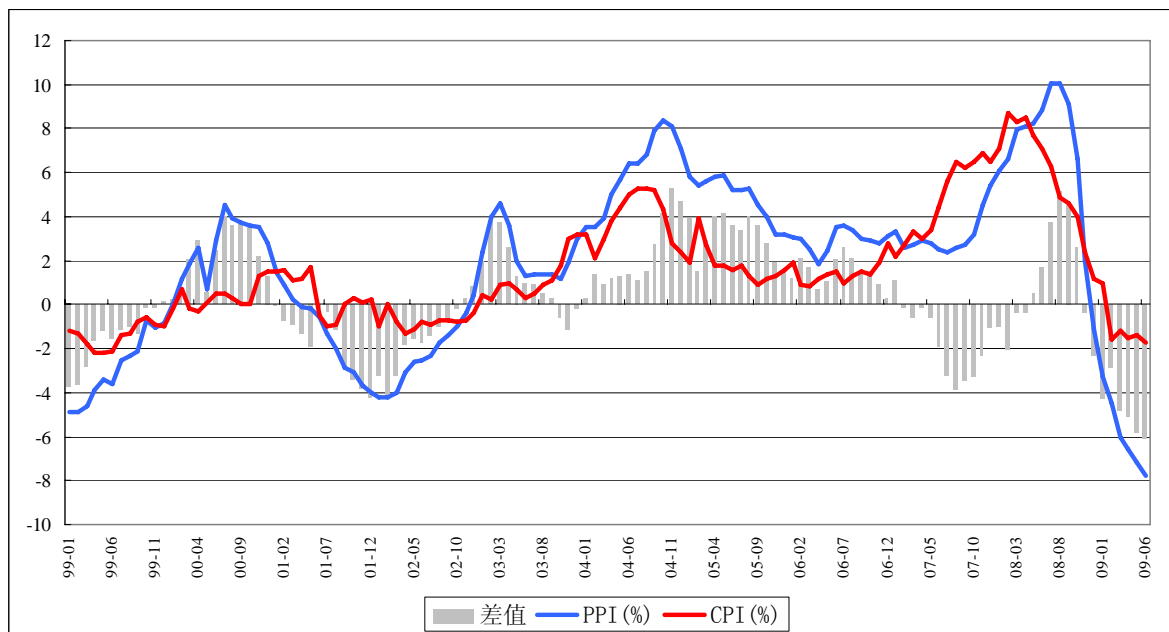
为应对国际金融危机对国内实体经济尤其是外贸出口的影响，2008 年以来，中国陆续出台了一系列宏观调控措施，进出口税收政策调整是其中一项重要措施。2008 年，中国一年内 4 次调整出口退税政策，先后提高了纺织服装、钢材、化工产品、机电产品等总计超过 6500 种产品的出口退税率。2009 年上半年，国家又分 3 次上调了部分纺织服装、轻工、钢铁、有色金属、石化和电子信息产品 6 大行业的出口退税率，提高出口买方信贷额度，积极推动企业扩大出口。但受累于国际市场需求低迷、贸易投资保护措施增多以及人民币有效汇率升值等不利因素影响，出口形势仍未有明显起色，稳定外需和促进外贸发展的政策力度有待进一步加强。

### 2.3 CPI、PPI 双双负增长，价格水平低位徘徊。

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，表明货币因素对上半年 CPI 暂未形成上涨的压力，虽然信贷规模的扩大和资产价格的持续上扬造成了未来通胀的预期，但两大指数同比的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%，其中基期因素和新涨价因素分别为-1.5%和 0.4%。自 2009 年 2 月份以来 CPI 月同比和环比一直处于下降通道，其中 6 月份 CPI 同比下降 1.7%，降幅较 5 月份扩大 0.3 个百分点，环比下降 0.5%。下降反映了目前国内总需求依然不足的状况，考虑到夏粮丰收、国际农产品价格回落等因素影响，短期内对 CPI 影响较大的食品价格预计仍将维持低位；上游生产价格方面，上半年 PPI 同比下降 5.9%，其中 6 月 PPI 同比下降 7.8%，降幅较 5 月扩大 0.6 个百分点，环比上升 0.3%。PPI 同比下降主要是受国际大宗商品价格相对去年的大幅下滑，导致原材料、燃料、动力购进价格的降幅较大所拖累。

受美元指数的走强以及国内燃油价格上调的影响，未来 PPI 的跌幅将趋缓，呈现企稳的迹象。总体看，中国有效需求不足和产能过剩的局面短期内仍难以逆转，加上国内农业丰收，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性较小，但随着货币流动性作用的显现，物价上涨的压力将进一步加大。

图表 17 CPI/PPI 月度同比增长走势



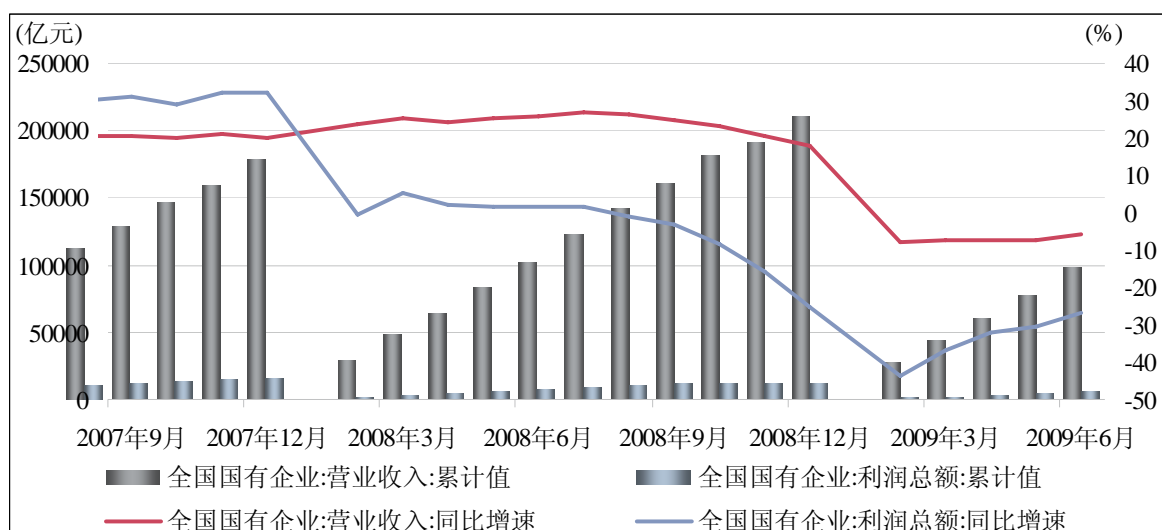
资料来源：国家统计局

### 3. 经济运行效益分析

得益于政府大规模经济刺激计划的实施和内需消费的逐步启动，二季度中国企业的经济效益出现好转，收入和盈利水平逐渐回升。财政收入则因经济运行好转、税费改革出现恢复性增长，但由于支出规模较大，仍面临一定的资金压力。

得益于政府大规模经济刺激计划的实施和内需消费的逐步启动，自 2009 年二季度开始，中国企业经济效益出现好转，以国有企业为例，2009 年上半年全国国有企业累计实现营业收入 97941.8 亿元，同比下降 5.9%，降幅比 1-5 月减小 1.5 个百分点，其中 6 月比 5 月环比增长 19.7%。同期内全国国有企业累计实现利润 5534 亿元，同比下降 27%，降幅比 1-5 月减小 3.3 个百分点，其中 6 月比 5 月环比增长 29.4%。由此可见，国有企业经济效益持续下滑的态势已得到有效遏制，回升势头明显。

图表 18 2007 年 7 月以来国有及国有控股企业收入和利润总额增长情况



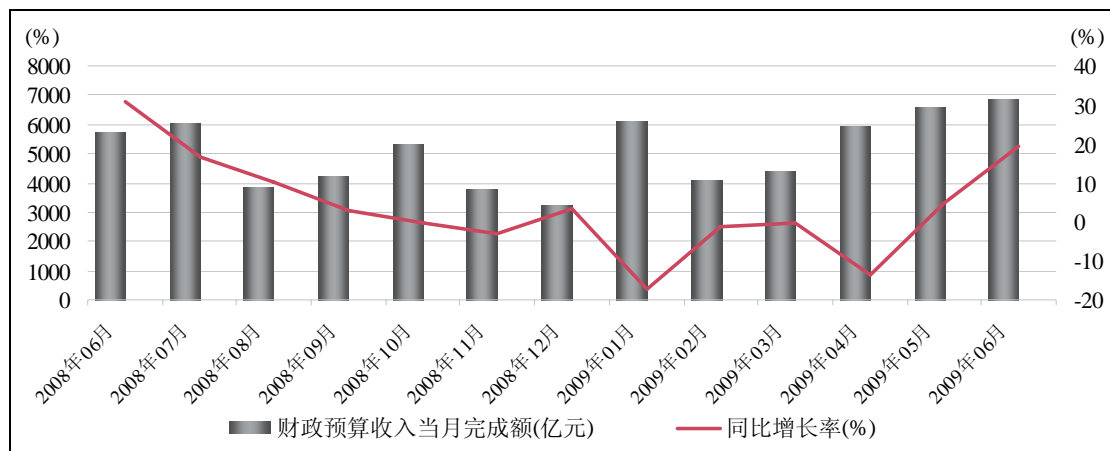
资料来源：财政部网站

财政收入方面，2009 年上半年，全国财政收入 33976.14 亿元，比去年同期减少 832.05 亿元，下降 2.4%。其中，税收收入 29530.07 亿元，同比下降 6%；非税收入 4446.07 亿元，同比增长 31.4%。主要收入项目中：国内增值税同比下降 3%，国内消费税同比增长 63.1%（剔除成品油税费改革后转移性收入因素实际增长 7.4%），营业税同比增长 6.4%，企业所得税同比下降 13.8%，个人所得税同比增长 0.7%，进口货物增值税、消费税同比下降 14.9%，关税同比下降 29.9%，证券交易印花税同比下降 74.5%（主要受年初印花税税率大幅下调影响），车辆购置税同比下降 6.2%，外贸出口退税同比增长 21.9%（相应减少财政收入）。

从上半年财政收入走势看，前 4 个月全国财政收入同比下降 9.9%，但 5、6 月份出现显著回升，其中 5 月份同比增长 4.8%，6 月份增长 19.6%。据财政部相关分析资料显示，财政收入回升的主要原因包括：一是经济形势好转，营业税等相关税收增加；二是 5、6 月份清理补缴去年欠缴的收入等增加了一些一次性收入，导致非税收入增加；三是成品油、烟草税费改革带来的消费税增长；四是土地出让市场回暖，促进相关非税收入增长。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，以及一些一次性收入增加的影响，财政收入持续增长的基础尚不牢固。

财政支出方面，上半年全国财政支出 28902.56 亿元，比去年同期增加 6020.54 亿元，增长 26.3%。从结构看，支出增长较快的项目包括：农林水事务支出同比增加 1065 亿元，增长 5.5%；交通运输支出同比增加 587 亿元，增 67.8%（主要是成品油税费改革后替代公路养路费等收费的转移性支出增加较多）；环境保护支出同比增加 205 亿元，增长 63.4%；科学技术支出同比增加 331 亿元，增长 57.1%；医疗卫生支出同比增加 370 亿元，增长 40.3%。

图表 19 2008 年 6 月以来国家财政收入增长情况



资料来源：财政部

图表 20 2009 年上半年全国主要财政支出项目比较

	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）	3524.28	909.57	4090.04	3605.84	1288.13	528.09	1452.62	2474.10
占比（%）	12.19	3.15	14.15	12.48	4.46	1.83	5.03	8.56

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，同期内地方本级财政支出 22997.67 亿元，同比增长 27.3%，与此同时，地方本级收入 16272.14 亿元，同比仅增长 6.6%，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，2009 年上半年，全国财政共实现非税收入 4446.07 亿元，同比增长 31.4%，土地出让收入是其主要来源。

总体看，得益于政府大规模经济刺激计划、适度宽松货币政策的实施，2009 年第二季度中国经济运行领域出现了一系列积极变化，投资需求继续保持高速增长态势，并对 GDP 形成明显的拉动效应；内需消费的逐步启动，房产、汽车等部分大额消费品市场显著回暖；企业经济效益得到改善，国民经济逐渐企稳回升。

## 二、宏观经济未来发展分析

国际货币基金组织 2009 年 7 月预测，全球经济开始走出二战以来最严重的衰退，但复苏仍将疲软。基金组织预计，2009 年全球经济增长率将从 2008 年的 3.1% 大幅放缓至 -1.4%，美国、欧元区、日本的经济增长率将分别从 2008 年的 1.1%、0.8% 和 -0.7% 下降至 -2.6%、-4.8% 和 -6.0%；新兴市场与发展中经济体增长率也将从 6.0% 放缓至 1.5%。从 2009 年上半年情况来看，尽管经济



企稳的大趋势已基本确定，但全球经济复苏过程将需要很长一段时间，这需要全球继续保持经济刺激政策以保证宏观经济良好的运行环境。

## 1. 国际经济未来发展

2009 年上半年，随着国际社会和各国大规模经济刺激政策效果逐步显现，全球经济衰退初步出现放缓迹象，其中 2009 年 7 月份召开的 G8+G6 会议中，主要发达经济体的首脑们一致对当前经济形势做出了“有所企稳”的判断。但未来仍面临许多不可确定的因素及不少的困难，世界经济整体复苏将需要一个较长的过程。

### 美国：

美国商务部公布的二季度数据表明美国经济好转的速度远超市场预期，经济下滑程度温和，并且作为美国经济复苏重要基础的住房市场最近也出现积极变化。虽然美国目前还面临着失业率继续攀升、消费依旧疲软等问题，但美国经济即将走出衰退成为大概率事情。另一方面，虽然美国经济已经初步显露出企稳复苏的迹象，但由于失业率高企将对消费支出构成威胁，美国央行仍将在相当长时间内以刺激经济复苏为目标，维持高度宽松的货币政策。从历史情况来看，美国失业率处于高位，通常联邦基准利率会维持在低位，只有当失业率显著下降时，美联储才会进入加息周期。因此联合资信预计，在 2009 年年底之前，美联储加息的可能性不大，宽松货币政策的“退出”，仍要视经济复苏的稳固程度以及压制通胀的因素消失等方面而定。

### 欧元区：

欧元区 7 月份公布的统计数据显示，6 月份的制造业 PMI 指数、服务业指数均创 2008 年 10 月以来最高位；综合指数、经济信息指数、消费者信息指数、工业信息指数均实现连续第三个月回升。这些先行指标的持续反弹，预示欧元区经济衰退的步伐正在逐步放缓。但目前欧元区也面临与美国相似的境况，即在部分经济数据好转的同时，失业率和消费数据却依然疲软，为此，2009 年 7 月份欧洲央行宣布维持基准利率 1.00% 不变，并且从 2009 年 7 月 6 日起开始推行购买 600 亿欧元资产担保债券的计划。

### 日本：

日本从 2009 年 2 月至 2009 年 6 月连续 5 个月保持贸易顺差，并且进出口同比降幅已经有所趋缓，表明全球经济的缓慢复苏正在对日本出口乃至日本经济整体产生正面的影响。另外，日本二季度大型制造业指数为两年半来首次回升，反映出伴随生产和出口逐渐恢复，大型制造企业信心也在开始恢复。日本央行公布的 2009 年 6 月货币政策会议纪要指出，虽然日本国内需求仍将持续下降，但是随着出口的复苏，日本经济进一步平稳发展的态势更加明朗，且 2009 年下半年的物价将实现上涨，日本央行连续第二个月上调经济评估，在经历了“糟糕到无法想象的”第一季度之后，汽车、钢铁、电机等行业正引领经济反弹，2010 年日本经济将恢复增长。

### 新兴经济体：

据《中国货币政策执行报告（2009 年第二季度）》资料显示，主要新兴市场经济体和发展中国家（地区）在经济急剧恶化后出现复苏迹象，但由于其对外依赖程度依然较高，在外部环境尚



未稳定前，复苏基础仍不牢固，且新兴经济体内部也开始出现分化趋势。亚洲国家由于财政和国际收支状况好，外债负担较轻，有望首先开始复苏，拉美和东欧国家复苏将相对较慢。

## 2. 中国经济未来发展

受益于积极的财政政策和适度宽松的货币政策有效配合，以及一揽子计划逐步实施，2009 年二季度中国经济在持续下滑后首现回升，但影响中国经济平稳较快发展的风险和挑战依然存在。一是国际环境未发生明显改善，实现复苏需要较长的过程，出口形势依然不容乐观，外需严重萎缩对中国经济的影响仍将持续；二是内需回升的基础还不牢固，部分行业和企业生产经营情况还比较困难，部分行业产能过剩，经济结构不合理、自主创新能力弱的问题依然存在；三是经济增长对政府投资的依赖性过高，而民间投资意愿偏低，消费需求如不能有效提升，投资拉动经济增长的持续性将受到影响。

联合资信认为，中国的宏观经济政策将在未来保持一定的稳定性和持续性，并且中国政府将根据国内外经济走势，运用市场化手段进行动态微调，以进一步增强宏观调控的针对性。

**继续落实宽松的货币政策，运用市场化手段进行动态微调。**

2009 年上半年新增贷款总额激增，尽管贷存比率保持稳定，但存贷款结构发生改变，主要表现为存款活期化带来的流动性迅速上升，并向房地产、股票市场溢出。信贷规模快速扩张将不仅增加了银行系统的潜在风险，而且在一定程度上推动了资产价格的快速上升，加剧了中国经济发展的结构性问题。

对于上半年信贷速度增长过快带来的潜在风险，央行通过一系列手段对货币政策进行微调，一方面加大资金回笼力度，小幅抬升回购利率（从 7 月份隔天和 7 天回购利率来看，分别上升 20.23BP 和 76.79BP），另一方面重新启动一年期央票的发行（2009 年 7 月 9 日重启 1 年期央票，明确发出回笼资金防止快速扩张的信号）；通过定向回收流动性、提高市场利率、监控信贷资金流向等方式调节信贷投放规模和信贷结构，提高信贷资金的使用效率，保障货币政策的实施效果。

此外，央行在 2009 年 8 月 5 日发布的《中国货币政策执行报告（2009 年第二季度）》中明确提出：“当前中国经济正处于企稳回升的关键时刻，保持经济平稳较快发展仍是我们面临的首要任务。下一阶段，中国人民银行将按照党中央、国务院的统一部署，坚定不移的继续落实适度宽松的货币政策，根据国内外经济走势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调，把握好适度宽松货币政策的重点、力度和节奏，及时发现和解决苗头性……一是灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长；二是继续引导金融机构优化信贷结构；三是继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制。”

联合资信认为，无论是从监管机构近期对于信贷激增进行的窗口指导和货币政策操作上来看，还是从信贷投放的历史趋势上看，2009 年下半年信贷增速较上半年大幅放缓已经成为一个大概率事件。然而，由于信贷投放惯性的存在，政府在收紧信贷的初期往往难以取得理想的效果，加上目前仍处于“经济复苏回升基础不稳固”的阶段，也是民间投资启动的关键时刻，过早紧缩流动性会导致复苏的反复性，因而货币政策在今年年内难以发生根本性的转向，但将会加强调整信贷

结构、控制信贷流向等方面有所动作，并根据经济复苏情况通过市场化手段对货币政策进行动态微调。

**坚定不移地实施积极的财政政策，加大对保障和改善民生的支持。**

根据财政部网站资料显示，自积极的财政政策实施以来，政府公共投资明显加快，各项重点建设得到加强；结构性减税政策扎实实施，企业和居民负担减轻；对低收入群体的补贴大幅增加，居民消费能力明显增强；财政支出结构继续优化，保障和改善民生取得新进展；支持科技创新和节能减排力度进一步加大，推动了经济结构调整和发展方式转变。

2009年7月，国务院总理温家宝就当前全国财政工作做出重要批示：财政部门认真贯彻落实中央关于应对国际金融危机、促进经济平稳较快发展的一系列方针、政策和措施，为保增长、调结构、促改革、惠民生作出了重要贡献，取得显著成效。当前中国经济正处在企稳回升的关键时期，财政工作面临的形势仍然十分严峻。要继续坚定不移实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面落实“一揽子计划”，特别要加大对保障和改善民生的支持。要狠抓增收节支，坚决控制一般性支出，把有限的财力真正用到促进经济社会发展的关键领域，努力实现经济又好又快发展。

此外，财政部部长谢旭人近日指出，2009年下半年将继续实施积极的财政政策，在保增长的同时，更加注重推进结构调整，更加注重加快自主创新，更加注重加强节能环保，更加注重城乡统筹和区域协调发展，更加注重深化改革开放，更加注重保障和改善民生。

联合资信认为，2009年上半年中国经济财政回升的基础尚不稳固，未来积极财政政策仍将持续。其中，四万亿元的经济刺激计划中央投资部分目前仅实施了三成，未来将继续发挥对基础设施建设及相关产业的拉动作用；汽车、家电等消费产品的税收优惠和补贴政策将逐步落实，刺激相关市场逐步回暖。但大规模刺激政策的实施或将对财政带来较大的支出压力。

**投资对 GDP 的贡献依然首当其冲，民间投资或被激发。**

4万亿投资中，中央新增的1.18万亿分配到2009年的预算是0.5万亿，截至2009年6月底，已经下发0.38万亿，剩余的0.12万亿将在2009年下半年下发，可以看出，2009年下半年中央投资将有所回落，但由于目前投资为中国GDP增长的重要引擎，下半年中国经济增长除了依赖于政府投资之外，目前被逐步激发的以房地产投资为代表的民间投资将成为下半年投资拉动主力。

从房地产业的情况来看，2009年上半年新开工面积和施工面积的单月同比增速在6月份出现了明显反弹，其中新开工面积由前5个月的连续负增长在6月份正增长12.08%，施工面积增速也止住了逐渐递减的趋势，6月份增速达到24.28%。并且从房地产开发投资的明细指标看，开发商设备工程购买投资增速由负转正，开发商在经历前几个月去库存化、改善现金流之后，已经进入买地开工的新一轮开发周期。

资金方面，尽管2009年上半年新增贷款总额激增，但贷存比率保持稳定，表明目前信贷对投资的推动作用尚未完全释放，前期放贷的大部分资金仍存留在银行间，未来固定资产投资在资金上仍有保证。联合资信预计，2009年年内固定资产投资仍能维持30%左右的增长。

**深化消费刺激政策，提高其对 GDP 的贡献度。**

消费增长源于收入的提高。二季度居民收入的增长，很大程度上可以用国家政策给予的“转移性收入”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，促使储蓄向现实消费的转化；二季度中国股票市场的回暖以及宏观经济的反弹，也提升了居民可支配收入。二季度末，城乡居民金融机构储蓄存款余额达到 24.9 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。以上因素的叠加，促使消费平稳增长。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，在当前消费刺激政策引导下，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 增长的重要角色。

同时联合资信注意到，中国现阶段的经济增长主要是靠投资来拉动，但投资的高增长是不能持续的，同时投资对经济的增长也需要通过最终消费来体现，因此，只有进一步扩大消费，进一步深化消费刺激政策，才能保证中国经济的持续稳定增长。

**外需疲软导致出口下降趋势延续，出口企业经营状况仍不容乐观。**

虽然二季度出口降幅有所收窄，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采取了相关措施抵御经济危机的不利影响，外部经济有回稳迹象，但市场信心依然疲软，未来仍面临诸多不确定性因素。联合资信预计，2009 年下半年中国贸易总额和贸易顺差将会维持震荡下降趋势，出口导向型企业仍将面临较大的经营压力。

综合分析，2009 年下半年，基于目前政府投资为中国 GDP 增长的重要引擎，在 2009 年上半年 GDP 已经增长 7.1% 的水平上，如果投资能够保持 30% 左右的增长，中国经济增长实现年度“保 8”的目标实现可能性很大。但联合资信也注意到，中国经济复苏乃至增长的持续性，仍有赖民间投资、消费和出口等方面的进一步改善。中国经济在保增长的同时，需要激活民间投资、促进内需和释放出口压力。

### 三、债券发行市场分析

#### 1. 发行规模及结构

##### 1.1 发行规模

二季度在四万亿投资计划及积极财政政策和宽松货币政策基调不变的刺激下，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。

本季度债券市场发行规模 24141.75 亿元，较一季度增长 124.15%，其中国债、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。本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，本季度央行加大了资金回笼力度，导致本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。本季度合计发行 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。本季度企业债券发行 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%。

图表 21 本季度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	2754.22(2696 <sup>2</sup> )	11.41	1671	15.51	64.82
短券	573.5	2.38	925 <sup>3</sup>	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

本季度短券共有 56 家企业发行 58 期，合计发行 573.5 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下降 6.64% 和 22.73%；与 2009 年一季度相比，发行总规模和平均单笔发行规模分别下降 68.67% 和 74.22%。本季度短券发行规模延续了 2009 年一季度同比下滑趋势，发行规模显著下降。

<sup>2</sup> 中石油募集 10 亿美元，此处如根据中国债券网，只做简单加总统计，未换算中票发行总额为 2696 亿元；如根据发行日 5 月 11 日人民币汇率中间价 1 美元=6.822 元人民币计算，发行额为 68.22 亿元，总发行额为 2754.22；以下涉及比例计算总额剔除该期发行量。

<sup>3</sup> 短券的发行日与起息日具有一定的时间差，在此处统计中主要以发行日为计算起点。



图表 22 本季度短券发行基本情况

项 目	2009 年二季度 (亿元)	与上年二季度同比 (亿元/%)		与本年一季度环比 (亿元/%)	
		2008 年二季度	同比增长率	2009 年一季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	573.5	614.30	-6.64	965	-68.27
发行期数 (期)	58	48	20.83	56	3.45
发行家数 (家)	56	44	27.27	51	8.93
平均单笔发行规模 (亿元)	9.89	12.80	-22.73	17.23	-74.22

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度中票共发行 63 期，较上季度增加 27 期；发行总量 2754.22 亿元，环比增加 1082.22 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 亿元降低到本季度的 2 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，其中国家电网、铁道部、中海油、中石油、中石化、中国远洋六家共发行 1450 亿元，占本季度发行总额的 53.98%。

图表 23 本季度中票发行基本情况

项 目	2009 年二季度 (亿元)	与上年二季度同比 (亿元/%)		与本年一季度环比 (亿元/%)	
		2008 年二季度	同比增长率	2009 年一季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	2754.22(2696)	735	266.80%	1671	61.34%
发行期数 (期)	63	20	215.00%	36	75.00%
平均单笔发行规模 (亿元)	43.72	36.8	16.28%	46.42	-7.82%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度企业债共 61 家主体发行 68 期，募集资金 1174.53 亿元，环比增长 77.42%，同比增长 1445.43%，发行期数和发行规模均创历史最高点。单笔发行规模为 17.27 亿元，环比增长 19.93%。本季度以地方城投公司为代表的地方企业债仍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，发改委对地方城投企业的支持力度不变，一批基础设施建设、民生工程、灾后重建等领域，以地方城投公司为主体的地方企业债发行 31 期，募集资金 547.15 亿元，占本季度企业债发行总额的 46.58%。此外，企业债发行主体出现创业投资企业（“09 苏创投债”）债券融资试点和中小企业集合主体（“09 大连集合债”）采用二级担保机构与发债企业点对点落实反担保新担保措施，融资模式进一步创新。

图表 24 本季度企业债发行基本情况

项 目	2009 年二季度 (亿元)	与上年二季度同比 (亿元/%)		与本年一季度环比 (亿元/%)	
		2008 年二季度	同比增长率	2009 年一季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	1174.53	76	1445.43	662	77.42
发行期数 (期)	68	6	1033.33	46	47.83
发行家数 (家)	61	6	916.67	43	41.86

平均单笔发行规模 (亿元)	17.27	12.67	36.31	14.39	20.01
------------------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

## 1.2 发行结构

从期限结构看，企业债、中期票据发行期限结构呈现多样化，含权设计被广泛应用。

本季度中期票据共发行 63 期，从发行期限来看，2009 年上半年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 年五个品种，期限结构更加丰富，并且包含“09 浙交投”、“09 港中旅”和“09 中色”在内的 3 期中票使用“3+2”含权设计，但主要期限集中在 5 年期。

本季度发行的 68 期企业债，19 期期限在 7 年以上，占比 27.94%，较上季度提高 12.72 个百分点，其余都集中在 7 年以下。联合资信注意到，从期限设计来看，5 年期含“3+2”，6 年期含“5+1”、“4+2”、“3+3”；7 年期含“5+2”、“4+3”，8 年期含“5+3”，10 年期含“7+3”、“5+5”含权设计，总体来看，2009 年上半年使用了含权设计（一般为投资人回售选择权，少数同时附加了发行人上调票面利率选择权或全额赎回权）的债券期数合计 56 期，占总期数的 49.12%。

图表 25 本季度企业债券发行期限情况

期 限	2009 年二季度 (期数)	占比(%)	与上年二季度同比(期数)		与本年一季度环比(期数)	
			2008 年二季度	期数增长(期)	2009 年一季度	环比增长(期)
3 年期	2	2.94	0	2	3	-1
5 年期	5	7.35	3	2	10	4
6 年期	12	17.62	0	12	10	2
7 年期	30	44.12	1	29	16	14
8 年期	1	1.47	0	1	0	1
10 年期	17	25.00	1	16	7	10
15 年期	1	1.47	1	0	0	1
总计	68	100	6	62	46	22

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

## 2. 发行利率

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依然充裕，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，导致市场二季度利率水平持续处于低位，各类债券的发行利率均持续走低，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。

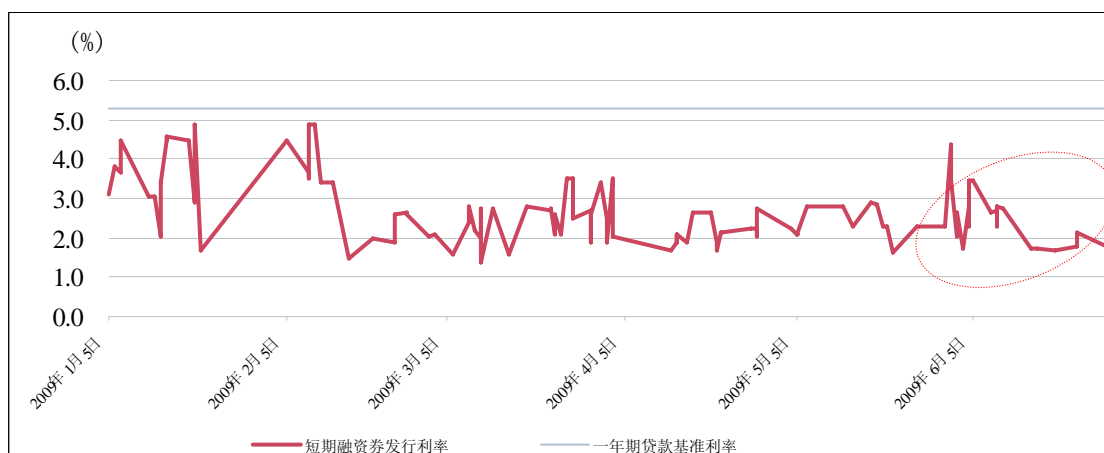
### 2.1 短期融资券发行利率继续下探，AA+及以下主体发行利率降幅显著。

在宽松的信贷环境下，本季度短券发行利率延续了自 2009 年 3 月份以来的低水平。本季度短券发行利率整体波动区间在 1.65~4.35% 范围内，显著低于一年期银行贷款基准利率（5.31%），其中 AAA 级主体所发短券利率区间为 1.65%~1.80%，AA+ 级主体所发短券利率区间为 1.80%~2.23%，均显著低于 1 年期定期存款利率（2.25%），可见在经济增速放缓，以及债券市场短期内



资金充裕的多重背景下，资金对安全性相对较高的主体所发短券追捧力度很大，市场过度的资金配置造成廉价债券行情。从利率走势时间段情况看，4月上旬，发行利率延续了一季度的下滑趋势；自4月下旬至5月底，受通胀、加息预期和资金分流效应影响，短券等产品收益率略有上升，部分产品利率一度较4月初上涨20~30个基点，但整体变化并不显著；进入6月份，发行利率有所回落，月底又呈现上扬趋势。

图表 26 短券发行利率与贷款基准利率对比



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

## 2.2 中期票据发行利率仍处低位。

本季度3年期AAA级中票的平均发行利率为2.66%，5年期AAA级中票平均发行利率为3.61%，较上季度变化幅度较小，仍处于低位。从2009年上半年来看，中票发行利率有所波动，4月份以后小幅上升。首先，高信用等级（AAA和AA+）中票3年期和5年期发行利率差别较大（100BP左右）；其次，AAA和AA+中票发行利率明显低于AA中票发行利率；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。

图表 27 2009 年上半年 3 年期和 5 年期中票发行利率与同期贷款基准利率比较 单位:年利率%

	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：各月中票发行利率为每月所发行中票利率的算数平均值

## 2.3 企业债发行利率持续下降。

同样在宽松的信贷环境和国家对投资拉动支持的情况下，同时企业债运用各种增信措施，发行利率持续下降。以发行期数较多的 7 年期和 10 年期为例，7 年期债券发行利率区间分别从 2009 年 1 月份的“7.08%~8.13%”下降至 2009 年 6 月份的“4.10%~6.30%”；10 年期债券发行利率区间分别从 2009 年 2 月份的“5.10%~8.10%”下降至 2009 年 6 月份的“3.13%~5.20%”，降幅十分明显，均达到 180~197BP 左右。

图表 28 2009 年 1-6 月企业债发行利率变动情况

单位:年利率%

月份	3 年期	5 年期	6 年期	7 年期	8 年期	10 年期	15 年期	合计(笔)
1		3.85~5.04		7.08~8.13				4
2		3.98~5.04	5.5	4.60~6.13		5.10~8.10		14
3	3.0~4.15	3.18~4.60	4.28~7.10	4.70~7.16		3.88~7.08		28
4		3.45	4.95~6.53	4.05~7.90		4.60~6.55		27
5		3.80~4.72	5.90~6.46	4.40~6.70		4.35~6.50	4.6	22
6	3.25~3.87	4.1	3.98~5.89	4.10~6.30	506.00%	3.13~5.20		19
同期贷款基准利率	5.40	5.76	5.94					114

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

总体看，本季度实体经济复苏迹象开始显现，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依然非常充裕。受此影响，本季度短券、中期票据、企业债券发行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）。

联合资信认为，短期内充裕的资金面有助于支撑债市低成本局面；长期来看，由于货币市场收益率底部受制于超储利率，趋势受制于资金供给，金融机构超储率显示资金面宽松程度较前期收紧，未来有一定通胀压力；同时中期票据和企业债发行规模猛增，新股发行可能加大资金利率波动性，长期来看债券市场利率有上行压力。

## 3. 宏观经济对债券市场信用风险的结构影响

### 3.1 短期融资券发行持续集中于高信用等级主体，但 AAA 级券种发行比例有所下降，呈现信用等级结构重心下移，分界线上移并存现象。

本季度主体信用等级分布范围较 2009 年一季度保持稳定，短券发行持续集中于高信用等级主体。在本季度发行的短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的 53 期，占总发行期数的 89.03%；主体信用等级在 A+及以下的 6 期，占总发行期数的 10.17%。与 2008 年相比，短券发行主体信用等级 AAA 级别发行比例由 16.79%下降至 15.25%，分界线由前两年的 A+上升至 AA-。

图表 29 短券主体信用等级分布变化情况

主体级别	2008 年		2009 年一季度		2009 年二季度 <sup>4</sup>	
	发行期数（期）	占比（%）	发行期数（期）	占比（%）	发行期数（期）	占比（%）
AAA	45	16.79	7	12.50	9	15.25
AAA-	1	0.37	--	--	--	--
AA+	43	16.04	13	23.21	12	20.34
AA	59	22.01	14	25.00	16	27.12
AA-	68	25.37	17	30.36	16	27.12
<b>AA-及以上合计</b>	<b>216</b>	<b>80.60</b>	<b>51</b>	<b>91.07</b>	<b>53</b>	<b>89.83</b>
A+	41	15.30	5	8.93	6	10.17
A	6	2.24	--	--	--	--
A-	3	1.12	--	--	--	--
BBB+	2	0.75	--	--	--	--
<b>AA-以下合计</b>	<b>52</b>	<b>19.40</b>	<b>5</b>	<b>8.93</b>	<b>6</b>	<b>10.17</b>
<b>合计</b>	<b>268</b>	<b>100.00</b>	<b>56</b>	<b>100.00</b>	<b>59</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

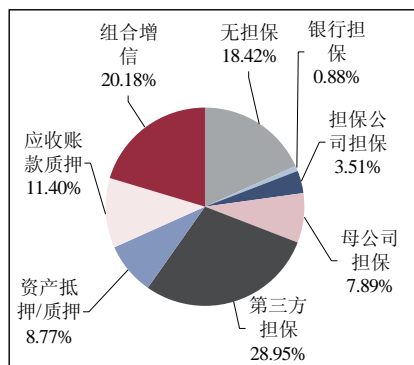
### 3.2 中期票据发行主体信用等级多元化，首现美元债和担保方式增信。

中期票据在经过一段时间的实践，市场开始出现 AA+至 AA-级信用主体，中期票据的发行主体范围得以扩大，本季度 AA+、AA 和 AA-主体级别中期票据分别发行 10 期、9 期和 3 期，发行额分别为 221 亿元 96 亿元和 30 亿元，分别占发行总额的 8.23%、3.57%和 1.12%。另外，本季度中期票据中 1 期为美元债券（“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。

### 3.3 企业债增信方式呈多样化趋势，预计城投类企业发行门槛将提高。

本季度发行的 68 期企业债，其中 13 期为无担保发行，1 期为专业担保公司担保“09 柳州控股债”，其余 54 期采用企业担保，从 2009 年上半年来看，共发行了 104 期 114 个品种（按照存续期限划分）企业债券，按品种口径统计，无担保 21 期，占比 18.42%；银行担保 1 期，占比 0.88%；担保公司担保 4 期，占比 3.51%；母公司担保 9 期，占比 7.89%；第三方担保 28.95%；资产抵押/质押 10 期，占比 8.77%；应收账款质押 13 期，占比 11.40%；组合增信 23 期，占比 20.18%。

图表 30 2009 年上半年企业债增信方式结构分布



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

<sup>4</sup>注：在统计企业主体信用等级时，“09 同盛 CP01”主体由中诚信和新世纪双评级，统计中各按 1 期计算，下同。

本季度，企业债发行人主体信用等级分布范围也同样出现信用等级结构重心下移，分界线上移并存现象，AAA级发行人占比大幅下降，AA-级发行人占比大幅上升，AA-、AA、AA+三个级别占比合计79.41%；债项信用等级分布范围也有较大变化，除1期为A+级外，其余级别都在AA级以上（含AA级）。

从发行主体性质来看，央企发行13期，69.23%主体级别为AAA，其余全部为AA级以上；地方企业债发行57期，主体级别为AAA的只有1家，由于地方企业债发行主体城投类公司占比很大，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，预计城投类企业发行门槛将提高，其总体发行规模增速可能放缓。

联合资信认为，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，考虑到近期的政策动向，预计下半年宽松的货币环境可能有所收紧，不同信用等级主体的利率级差将拉大，低信用等级主体的发债利率面临上行压力，城投类企业发行门槛将提高。

#### 4. 宏观经济对于企业信用风险影响

政策受益程度不同和复苏的节奏差异将导致不同行业信用风险出现分化；未来债券产品利率可能整体回升，不同信用等级主体利率级差将拉大。

自2009年第二季度以来，欧美等发达经济体衰退速度减缓，亚太地区新兴市场经济体出现复苏迹象，国际经济环境有所好转，中国经济已呈现明显的企稳回升势头，企业经济效益也逐步好转。但中国经济复苏回升基础尚不稳固，企业收入和盈利的回升目前主要依赖政府投资的带动和信贷投放的增加，由于政府投资和信贷投放的高增长难以持续，同时投资对经济的增长也需要通过最终的国内消费和国外需求来体现，在内需启动尚需时日、外需依旧疲软的背景下，政策受益程度不同和复苏的节奏差异将导致不同行业企业的信用风险出现分化，依托高负债运营的企业，其整体盈利能力及信用水平仍将面临挑战。

现阶段固定资产投资仍然是拉动经济增长的主要动力；而出口低迷的形势尚未明显回暖。受此影响，第二产业中钢铁、水泥、有色、汽车等与固定资产投资、内需消费联系紧密的工业企业经营压力得到显著缓解，信用风险得到改善；而第二和第三产业中纺织、外贸、海运等出口相关的企业仍面临较大的经营和财务压力。

可以预计，未来债券融资需求依然强劲，债券融资规模有望继续增长。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，工业企业生产显著改善，经济震荡上行趋势逐渐确立，但工业企业利润收窄，影响其整体盈利能力及现金流状况，可能使企业的信用基本面承受压力，企业信用水平回升基础并不稳固，仍应保持相对谨慎的态度。特别是财政支出增长迅猛、财政压力趋增，加之地方政府财税

收入的缩减，对政府类投融资平台的支持和保障程度有所减弱，加大地方偿债风险，城投类企业发行门槛可能提高，其总体发行规模增速可能放缓。

## 5. 信用级别市场认可度分析

### 5.1 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 31 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+	联合	2	1.6138	0.0245	<u>1.2145</u>	0.1684
	中诚信	1	<u>1.5266</u>	--	1.4282	--
	大公	2	1.6069	0.0005	1.3403	0.0617
	新世纪	1	2.4981	--	2.3914	--
AA-	联合	5	0.9114	<u>0.1111</u>	<u>0.7366</u>	<u>0.0845</u>
	中诚信	1	0.9463	--	0.8459	--
	大公	8	<u>0.8573</u>	0.1116	0.7405	0.1826
	新世纪	2	0.8969	0.1446	0.7415	0.1381
AA	联合	4	0.3960	0.1003	0.3346	0.0832
	中诚信	6	0.4078	0.0566	0.3510	0.0521
	大公	3	0.4215	<u>0.0214</u>	0.4030	<u>0.0212</u>
	新世纪	3	<u>0.2417</u>	0.0590	<u>0.2096</u>	0.0939
AA+	联合	3	0.2133	0.1782	0.1989	0.1723
	中诚信	5	<u>0.0778</u>	<u>0.1159</u>	<u>0.0591</u>	<u>0.0865</u>
	大公	4	0.1309	0.1324	0.1153	0.1134
	新世纪	0	--	--	--	--
AAA	联合	4	<u>-0.1654</u>	<u>0.0205</u>	<u>-0.1667</u>	<u>0.0205</u>
	中诚信	3	-0.1495	0.0273	-0.1499	0.0280
	大公	0	--	--	--	--
	新世纪	2	-0.1159	0.0701	-0.0916	0.1060

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：“09 同盛 CP01”由新世纪和中诚信双评级，级别分别为 AAA 和 AA+，各计为一期。

从图表 31 的利差检验结果来看，对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，从发行市场来看，在 AAA 主体信用级别上，联合资信利差 I 和利差 II 的方差均最小，投资者对联合资信出具的以上信用级别认可度最高；在 AA+ 级别上，中诚信利差 I 的均值和方差均最小，投资者对中诚信出具的该级别认可度最高；在 AA 和 AA- 级别上，分别是新世纪和大公均值最小，但标准差相对较大，在 A+ 级别上，由于样本数量太小，缺乏系统可比性。从交易市场来看，在 AA- 和 AAA

级别上，投资者对联合资信出具的评级结果表现较高的认可度；在 AA+ 的级别上，投资者对中诚信的评级结果表现较高的认可度；在其他级别上，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。

## 5.2 中期票据同期限同级别债券发行利率略有分化。

2009 年上半年中期票据整体发行利率处于低位，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。

图表 32 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	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

## 5.3 企业债投资者对评级认可度不同，同期限同级别债券发行利率分化明显。

2009 年上半年，共有联合资信、中诚信、大公、新世纪、鹏元五家评级公司承担了企业债券的信用评级。从企业债实际发行情况来看，投资者对评级认可度不同，同期限同级别债券发行利率分化明显。

从“09 绍兴水务债”和“09 春华债”来看，两者期限和债项信用等级相同，发行日期相近，后者主体级别高于前者，而发行利率比前者高 30BP。从“09 绵阳投控债”和“09 吴国资债”，以及“09 蓉工投债”和“09 赣州发展债”也能发现类似情况。

图表 33 2009 年上半年部分同期限同级别企业债发行利率比较（1）

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用 等级	主体信用 等级	评级机构	担保情况
绍兴市水务集团有限公司	15	2009-2-9	5 年+2 年	5.78	AA+	AA-	联合	中国投资担保有限公司
呼和浩特春华水务开发有限责任公司	10	2009-2-11	5 年+2 年	6.08	AA+	AA	鹏元	应收账款质押
绵阳市投资控股（集团）有限公司	15	2009-4-8	5 年+2 年	5.85	AA+	AA	鹏元	四川长虹电子集团有限公司
吴江市东方国有资产经营有限公司	8	2009-4-10	5 年+2 年	5.18	AA+	AA-	联合	应收账款质押
成都工业投资集团有限公司	15	2009-6-4	5 年+2 年	5.08	AAA	AA	大公	应收账款质押
赣州发展投资控股集团有限责任公司	15	2009-6-16	5 年+2 年	5.58	AAA	AA	鹏元	应收账款质押

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理



从“09 海投债”和“09 龙湖债”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高 82 BP。从“09 昆创投债”和“09 武进城投债”，以及“09 扬州开发债”和“09 华西债”也能发现类似情况。

图表 34 2009 年上半年部分同期限同级别企业债发行利率比较（2）

企业名称	发行规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	债券信用 等级	主体信 用等级	评级机构	担保情况
昆山市创业控股有限公司	20	2009-3-30	7 年	4.70	AAA	AA	中诚信	应收账款质押
常州市武进城市建设投资有限责任公司	22	2009-6-9	7 年	5.42	AAA	AA	新世纪	应收账款质押
扬州经济开发区开发总公司	8	2009-5-12	7 年	5.80	AA	AA-	联合	应收账款质押
江苏华西集团公司	20	2009-5-15	7 年	6.05	AA	AA-	新世纪	无锡市交通产业集团有 限公司
厦门海沧投资总公司	6	2009-4-30	5 年+2 年	5.88	AA	AA-	联合	土地抵押
重庆龙湖企业拓展有限公司	14	2009-5-5	5 年+2 年	6.70	AA	AA-	新世纪	房产抵押

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理