

# 2018 年债券市场发展基调确定

## ——评“两会”对债市发展的影响

作者：联合资信、联合评级研究部

2018 年 3 月 5 日，国务院总理李克强作政府工作报告，结合我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段的实际提出了 2018 年我国 GDP 增速等发展主要预期目标，并从深入推进供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、深化基础性关键领域改革、积极扩大消费和促进有效投资等九个方面对全年政府工作提出了建议。随后，国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）、财政部、中国人民银行（以下简称“央行”）等多部门分别举行记者会，对社会各界关注的热点问题作出解析。政府工作报告及相关监管部门负责人所透露出的政策取向将会对未来一段时间债券市场的发展产生影响，值得关注。根据对相关内容的梳理和总结，我们认为 2018 年债券市场发展的基调已经确定，主要包括以下五个方面。

### 1、货币政策保持稳健中性，债券市场利率水平将相对稳定

2018 政府工作报告中提出的 GDP 增速预期目标与上年目标“6.5%左右”保持一致，略低于上年完成情况（6.9%），表明政府追求经济高增长的动力有所减弱，更加注重高质量发展；对货币政策的表述延续了 2017 年中央经济工作会议稳健中性的说法，提出要“松紧适度”，同时淡化了对广义货币 M2、信贷、社会融资规模增长指标的要求，根据易纲的解释，松紧适度的货币状态是看实体经济能不能得到各个方面有效的支持、能不能创造一个防风险并且能够平稳推进金融改革的外部环境。根据以上表述，出于对经济平稳增长、支持实体经济发展以及 2018 年国际市场流动性或将趋紧等因素的考虑，未来监管层将使用多种货币政策工具保持市场资金面合理适度，利率不大可能出现持续上行的状况，债券市场利率水平将保持相对稳定。

### 2、利率水平较高将抑制债券发行，符合国家政策导向的债券品种发行量有望增加

根据“两会”期间政策面的相关内容，或对 2018 年债券发行产生以下几方面影响：一

是在稳健中性货币政策背景下，虽然利率不大可能出现持续上行的情况，但受经济去杠杆以及美联储缩表、加息等因素影响维持在相对高位的可能性较大，一定程度上对债券发行产生抑制作用；二是政府淡化经济增速目标，铁路建设投资预期目标（7320 亿元）较上年预期目标及实际值均有所减少，加上当前经济稳中向好以及政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都有所减弱，基础设施建设投资增速或将有所回落，投资需求的减少或导致建筑与工程、钢铁、水泥等相关行业债券发行量的减少；三是随着脱贫攻坚、污染防治、乡村振兴等相关政策的逐步落实，扶贫专项债、绿色债券、农村产业融合发展专项债、创新创业专项债、“一带一路”专项债等发行量或将有所增加，其它与国家政策导向一致的专项债新品种也有望继续推出。

### 3、债券市场体制机制将继续完善，对外开放步伐有望继续加快

2018 年政府工作报告提出要提高直接融资比重，深化多层次资本市场改革，推动债券市场发展。未来监管层有望从多角度继续完善债券市场体制机制，促使债市服务实体经济的功能得到更好发挥。对外开放方面，潘功胜表示“我国债券市场开放的潜力还是比较大的”，下一步将完善法律、税收、评级等方面的制度安排，为境外投资者投资中国债券市场提供一个更加便利和友好的制度环境，同时推动金融市场基础设施互联互通和跨境合作，再加上政府工作报告中提到的深化汇率市场化改革，这些都将进一步推动我国债券市场的对外开放。

### 4、制造业、交通运输业信用风险或有所下降，面板玻璃、水泥以及房地产行业信用风险值得关注

目前我国增值税有 6%、11%和 17%三档，制造业和交通运输业分别适用 17%和 11%的税率，此次政府工作报告中提出将“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业和交通运输等行业税率”。根据改革方向，预计制造业和交通运输业的增值税负担将有所减轻，一定程度上改善行业内企业盈利状况、降低信用风险。

此外，供给侧结构性改革深入推进下煤炭、钢铁等过剩产能行业集中度有所提高，部分具备经营优势的大型企业有望进一步扩大生产规模、降低成本、提高经济效益，但一些产能规模小、生产成本较高的企业或被加速出清，信用风险将进一步分化。与此同时，发改委主任何立峰在答记者问时指出，“钢铁、煤炭去产能和防范煤电过剩所采取的一些措施，为下

一步的供给侧结构性改革提供了一个示范样本，像平板玻璃、水泥、电解铝等，一方面淘汰落后的产能，关停一批不适合未来发展需求的产能，另一方面大力发展一批新的产能”。这表明在钢铁、煤炭去产能取得显著成效的背景下供给侧结构性改革的行业范围有望扩大，平板玻璃、水泥、电解铝等行业或将迎来更加激烈的优胜劣汰，行业内企业的信用风险将有所分化，值得重点关注。房地产行业方面，虽然央行副行长潘功胜在答记者问时指出我国房地产金融“风险可控”，但在 2018 年地产债迎来到期高峰、房企融资渠道受限且融资成本较高的背景下，房企尤其是抗风险能力较弱的中小房企信用风险仍将有所加大。

## 5、风险管控仍是债市监管重点，地方政府债务风险防范仍将加强

政府工作报告指出 2018 年将“推动重大风险防范化解取得明显进展”、“强化金融监管统筹协调”，央行也表示“防风险、防危机历来都是金融改革的重要组成部分”。由此可见，风险管控仍将是未来我国金融市场、债券市场的监管重点。此外，未来“一行两会”的体制将使得我国金融监管更加协调有效，有利于风险防范以及债券市场的长远健康发展。

地方政府债务风险防范方面，将继续采取“开前门”和“堵后门”并举的措施，进一步规范和加强地方政府债务管理。一方面，防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保等行为，财政部明确指出将加大督查问责的力度，做到终身问责、倒查责任。另一方面，政府工作报告提出“今年安排地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5500 亿元”并将“合理扩大专项债券使用范围”，除高速公路、土地储备、轨道交通外，地方政府专项债品种有望进一步拓宽至更多公共服务领域。除开通地方政府专项债融资通道保证地方经济建设的合理融资需求外，此次政府工作报告中提到的深化财税体制改革、推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革也有利于从根本上缓解地方政府债务压力，防控地方政府债务风险。