

债券市场利率回顾及展望（2018年1月）

研发部 徐永

摘要：2017年是金融监管明显强化的一年，监管部门全年密集出台了多项监管政策，防控金融风险，债券市场利率债¹及传统非金融类信用债²发行下降，金融类信用债³、资产证券化发行逆势增长。资金利率上涨，利率债收益走升，债券发行成本普遍上升，短期限、高等级信用债成本上升幅度大，信用利差年底反弹走高。

预期2018年M2继续保持低位，货币政策稳健中性，资金利率易上难下，国债和地方政府债净融资一增一减；2018年绿色债券和资产证券化继续看好，企业融资需求望继续保持一定速度，但债券发行的难度会加大，资金成本走高，同时发行人信用分化局面会更加明显。

城投信用和政府信用继续分离，产业债优胜劣汰效应增强，高信用等级、竞争能力强的企业有望继续获得融资支持，而低信用等级、竞争能力弱的企业信用风险可能提高，信用利差和评级利差扩大的内在动力增加。

2018年商业银行资产配置难度加大，债券需求可能继续受到挤压，但一旦债券资产相比信贷的配置价值提升，商业银行的债券需求将较为乐观，全年债券信用利差上升幅度预期可控。

一、金融监管强化，非金融类信用债券发行下降，发行成本上升

（一）债券市场金融监管强化

2010年以来，中国经济增长逐步换挡降速，货币政策环境相对宽松，金融自由化盛行，地方融资平台、影子银行风险积聚，金融机构资产管理业务快速扩张，宏观杠杆率走升，金融体系潜在系统性风险有所加大。

2017年是金融监管明显强化的一年，监管部门全年密集出台了多项监管政策，防控金融风险，同业、理财、表外、影子银行等成为监管重点，目的是提高金融核心竞争力，控制中国的宏观杠杆率风险，引导金融回归服务实体经济。

¹本报告利率债口径为国债、地方政府债和政策性银行债。

²本报告非金融类信用债不包括资产支持证券和国际机构债。

³本报告金融类信用债统计口径不包括同业存单和政策性银行债。

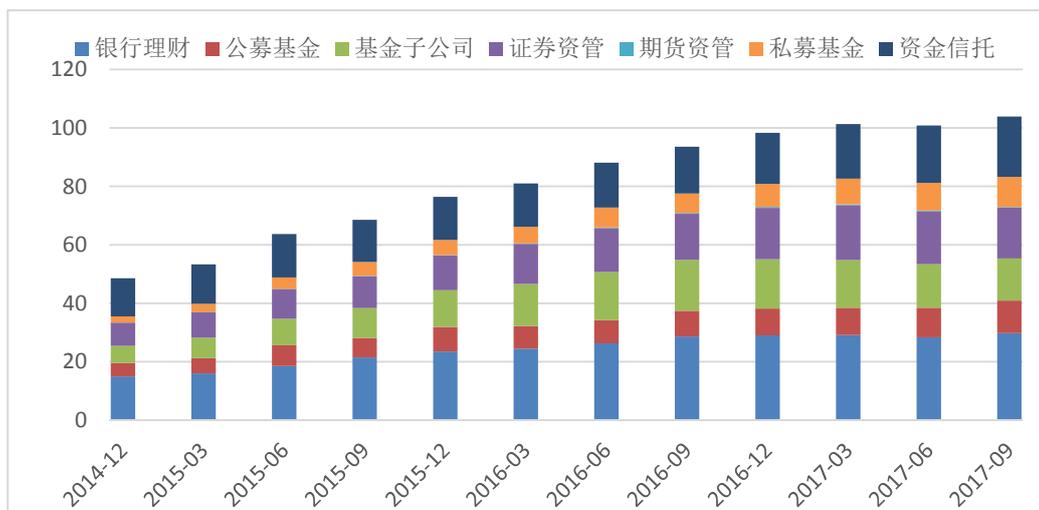
图表 1 2017 年主要金融监管政策

| 时间 | 监管部门/出处 | 主要内容 |
|------|----------|--|
| 1 月 | 央行 | 表外理财纳入 MPA 考核 |
| 4 月 | 银监会 | 陆续发布了 4 号、5 号、6 号、7 号、45 号、46 号、53 号等规范文件，涉及金融机构三大套利、三个违反以及四个不当等专项治理工作，同业、理财、表外等成为监管重点 |
| 7 月 | 全国金融工作会议 | 五年一度的金融工作会议，成立了国务院金融稳定发展委员会，强调了金融作为国家重要核心竞争力的低位，但明确要服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革。 |
| 8 月 | 央行 | 资产规模 5000 亿以上银行发行的 1 年以内 NCD 纳入 MPA 同业负债占比考核；9 月起金融机构不得发行超过 1 年的 NCD |
| 9 月 | 证监会 | 《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，货基只能接受 AAA、AA+ 的资产作为抵押品。 |
| 10 月 | 19 大 | 提高直接融资比重，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险底线。 |
| 11 月 | 一行三会 | 《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（征求意见稿）》，按照资管产品类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境 |
| 12 月 | 中央经济工作会议 | 今后三年要重点抓好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，重点是防控金融风险， |
| 12 月 | 银监会 | 《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，新引入三个量化指标，包括净稳定资金比例，优质流动性资产充足率和流动性匹配率等。 |
| 12 月 | 保监会 | 《保险资产负债管理监督管理办法（征求意见稿）》，保险公司应当建立健全资产负债管理体系，不断提升资产负债管理水平，及时监测资产负债匹配状况，防范资产负债错配风险。 |
| 12 月 | 银监会 | 《关于规范银信类业务的通知》，要求在银信类业务中，银行应按照实质重于形式原则，将穿透原则落实在监管要求中；要求在银信通道业务中，银行应还原业务实质，不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表。 |

数据来源：wind，新世纪评级整理

在政策持续高压监管下，资产管理市场受到了比较大的影响，资管行业规模（有重复统计）2017 年 9 月末约为 104 万亿元，增速从 2015 年末的接近 60% 降至 11%。

图表 2 资管行业规模走势（单位：万亿元）



数据来源：wind，新世纪评级整理

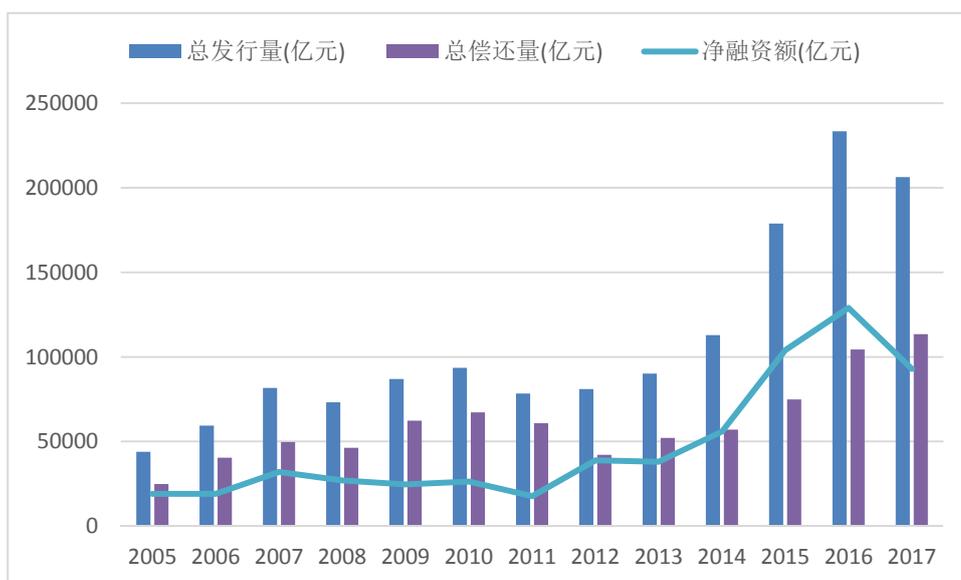
2017年12月的中央经济工作会议明确今后3年的工作重点是防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，重点是防控金融风险，预期金融机构及资产管理行业的高速扩张势头难以持续，金融脱虚入实，行业发展逐步规范。

债券作为资产管理机构标准化投资的重要工具，在继续提高直接融资占比的总体战略下，中长期发展前景继续看好，但在金融风险控制和资管行业收缩的情况下，全市场一级发行（剔除同业存单）出现收缩，发行成本和二级市场收益率大幅走升。

（二）金融类信用债、资产证券化发行逆势增长

2017年债券市场全部发行总额达到40.8万亿元，发行支数和发行人个数分别为37267和2952，除发行人个数负增长外，发行总额和发行只数均较去年持续增长。不过同业存单2017年发行总额达到20.18万亿，占到全部市场发行的半壁江山，剔除同业存单后，债券市场全年的发行量为20.6万亿元，发行支数和发行人个数为10152和2533，全部较去年下降。

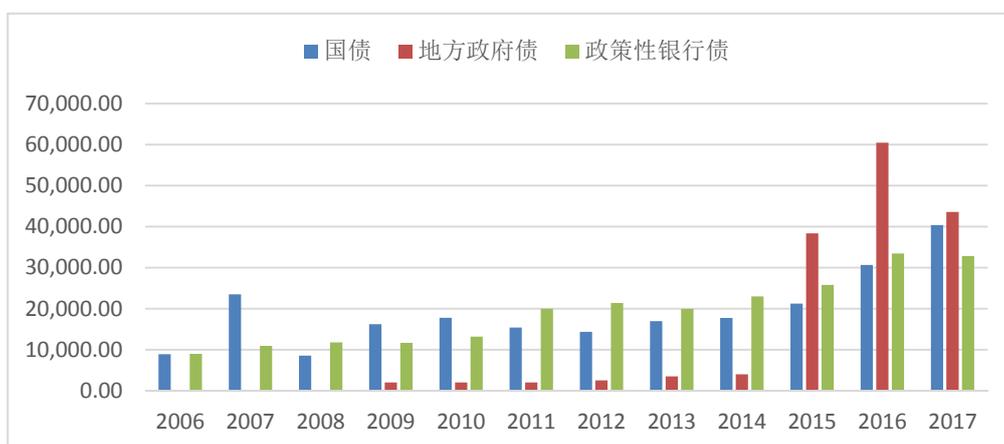
图表 3 债券市场发行情况 (剔除同业存单)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

分大类来看, 主要利率债发行规模较 2016 有所下降, 主要是地方政府债今年的发行规模明显减少, 由 2016 年超过 6 万亿下降到 2017 年的 4.4 万亿, 地方政府 2017 年置换债发行明显降速, 由 2016 年的 4.9 万亿, 下降到 2017 年的 2.8 万亿。

图表 4 利率债发行情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

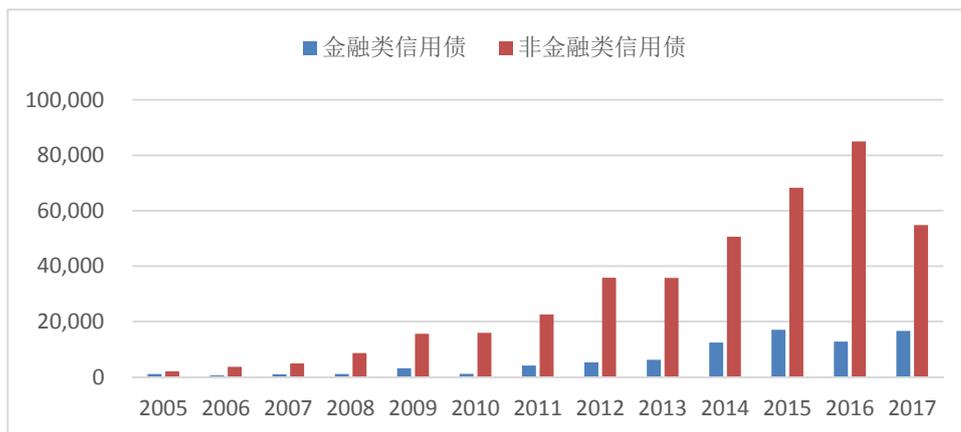
信用债方面, 金融类信用债 2017 年发行规模为 16637 亿元, 较 2016 年的 12762 亿元正增长, 主要增长贡献来自证券公司债和商业银行次级债的发行。

A 股 2017 年走势平稳上行、证券公司创新业务增长等推动了证券公司发债需求增加; 而表外业务计提风险资本、金融机构杠杆率监管趋严加大了银行等补充资本的需求。

非金融类信用债则发行规模明显降低，由 2016 年的 8.5 万亿，下降到 2017 年的 5.5 万亿。金融监管的强化、债券市场的调整，使得 2017 年债券融资的成本上升较多，而需求端受制去杠杆政策也在走弱，传统信用债发行 2017 年明显收缩，企业债、中期票据、短期融资券的发行均较 2016 年明显下降。

不过受益于债务杠杆控制大环境，可转债发行逆势上涨，2016 年发行规模为 212 亿元，2017 年则为 947 亿元。

图表 5 信用债发行情况 (单位: 亿元)



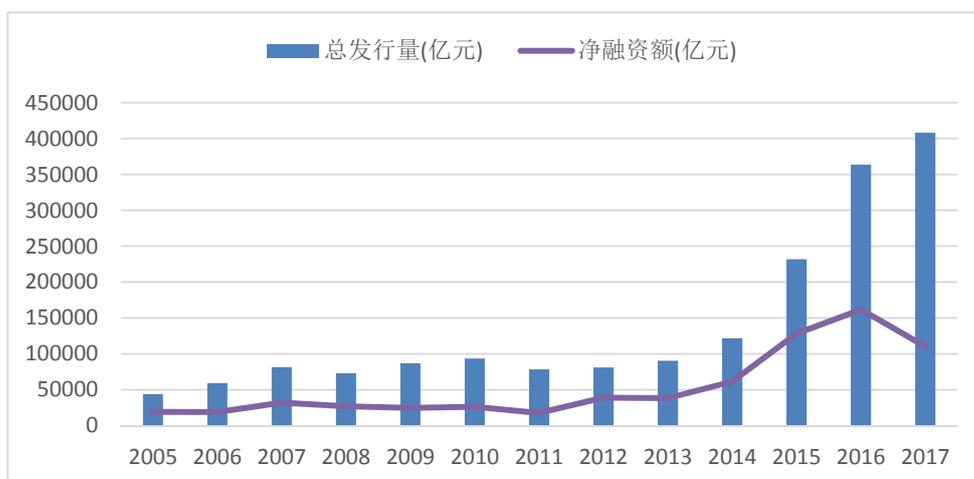
数据来源: wind, 新世纪评级整理

资产支持证券 2017 年发行规模为 1.4 万亿，较 2016 年的 0.88 万亿明显上涨，其中银监会主管 ABS 发行 5977 亿，证监会主管 ABS 发行 7820 亿，交易商协会 ABN 发行 585 亿。

(三) 金融类信用债净融资正增长，非金融类信用债净融资下滑九成

从净融资的走势来看，2017 年债券市场净融资额为 11.02 万亿，较 2016 年下降 32%；剔除同业存单后净融资额为 9.3 万亿，较 2016 年的 13 万亿下降 28.5%。债券市场经历 2015、2016 年的爆发性增长后，在宏观杠杆率持续控制的政策环境下，净融资 2017 年规模明显下降。

图表 6 债券市场发行与净融资情况

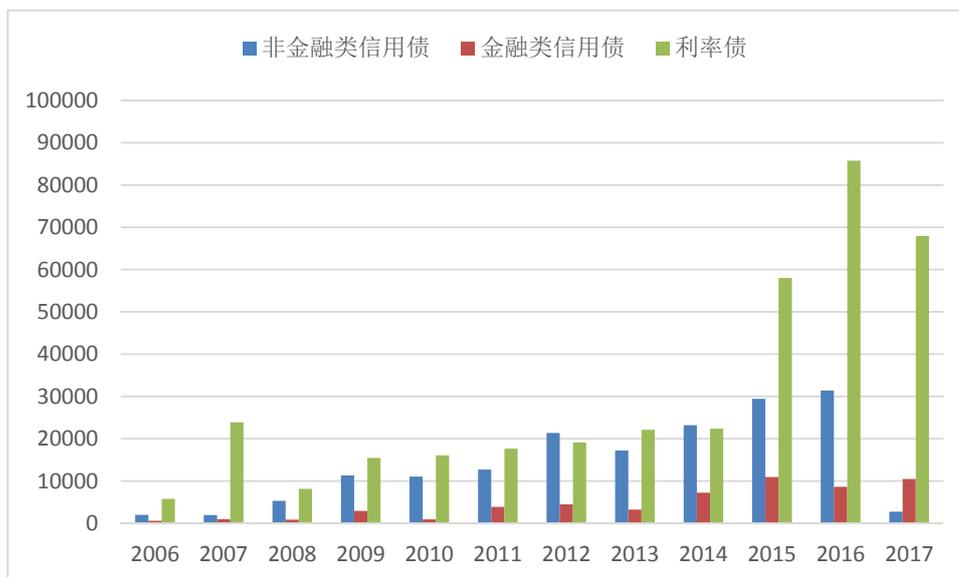


数据来源: wind, 新世纪评级整理

分类来看,利率债 2017 年净融资额为 6.8 万亿,较 2016 年的 8.6 万亿下降;金融类信用债的净融资较 2016 年增长,达到 1.05 万亿元;非金融类信用债的净增则大幅下滑,2017 年只有不到 2800 亿,较 2016 年的 3.2 万亿下跌超过九成,也是 2008 年以来最低的净融资量。

在去杠杆的压力下,非金融类信用债 2017 年的发行量基本只覆盖了当年的到期量,显示 2018 年发行人的现金流状况可能不容乐观。

图表 7 债券市场分类净融资情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

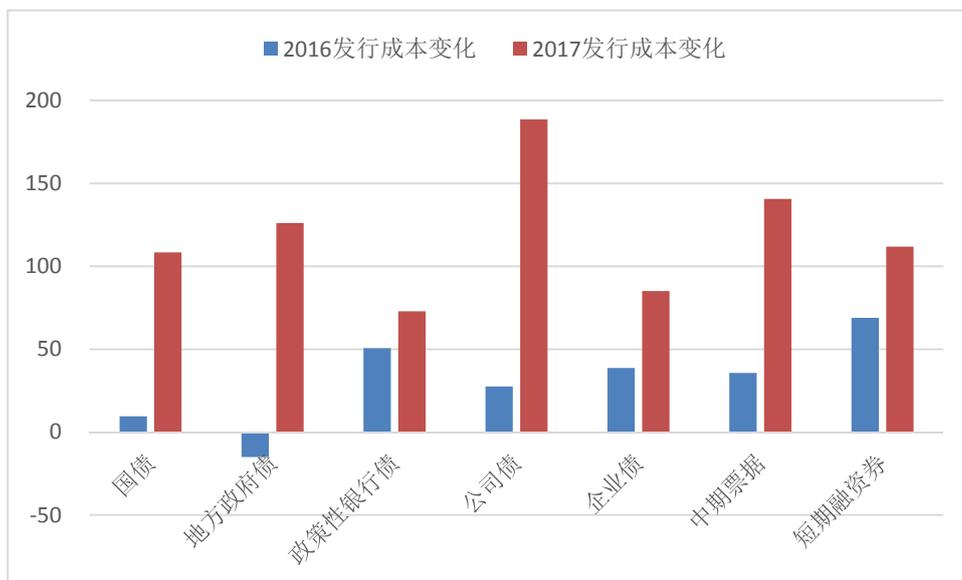
(四) 各类债券发行成本上升, 短期限、高等级信用债成本上升幅度大

2017 年债券市场的发行成本上升较为明显, 国债、地方政府债、政策性银行

债、公司债、企业债、中期票据和短期融资券年末发行成本较 2016 年末分别上涨 108BP、126BP、73BP、189BP、85BP、141BP 以及 112BP。

地方政府债 2016 年的发行成本是降低的，但 2017 年上涨 126BP，这成为当年地方政府债务置换推进较为缓慢的重要因素。

图表 8 主要债券发行成本变化 (单位: BP)

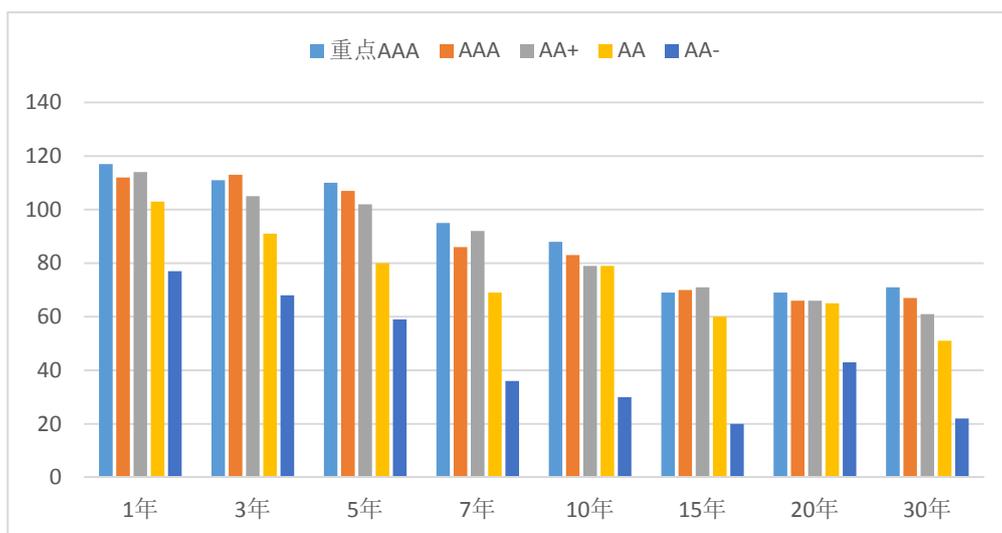


数据来源: wind, 新世纪评级整理

2017 年资金面中性平衡，交易所资金利率上涨明显，公司债的发行成本上升也最大，达到 189BP。相比而言，企业债发行人成本控制能力更强，发行成本上涨仅为 85BP。城投企业在地方债务置换推进下，现金流明显改善，融资动力有所弱化，2017 年企业债全年发行 3729 亿元，低于 2016 年的 5926 亿。

不同期限及评级的信用债发行成本变化也不尽相同，以非金融企业债务融资工具定价估值 2017 年的变化来看，短期限的成本上涨高于长期限，高等级的上涨幅度超过低等级。

图表 9 非金融企业债务融资工具定价估值情况 (单位: BP)



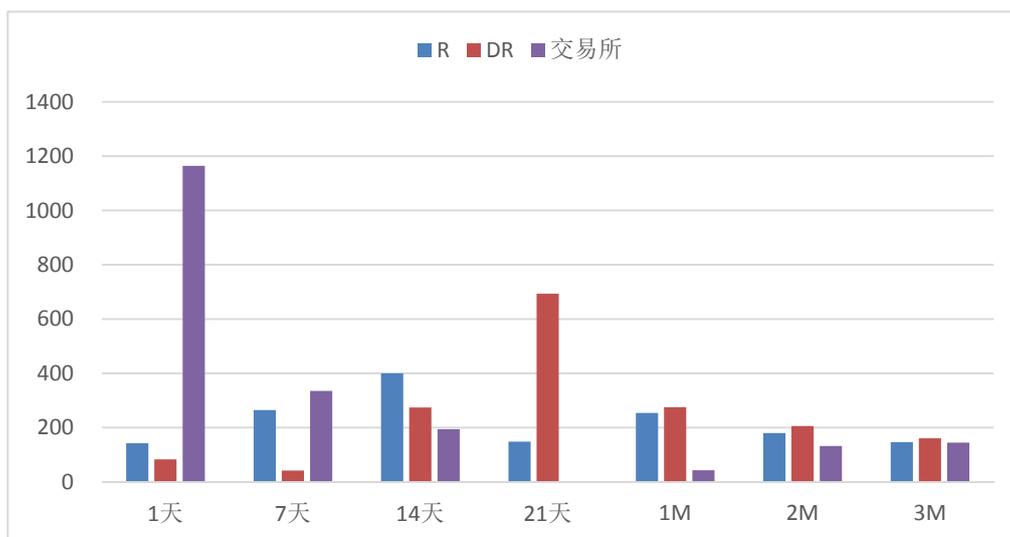
数据来源: wind, 新世纪评级整理

二、资金利率及债券二级收益率上升, 信用利差年末再反弹

(一) 资金利率上涨, 利率债收益走升

2017 年银行间资金利率整体是走升的, DR007 年末较年初上涨了 60BP, DR1 天、7 天及 14 天的利率涨幅普遍低于同期限 R 的利率涨幅, 但 21 天、1-3M 的利率涨幅 DR 高于 R, 显示非银金融机构的资金需求多为短端, 且资金成本高于同期银银间融资成本。交易所的利率则波动幅度更大, 涨幅较大的期限主要集中在短端, 2017 年末的隔夜利率水平较去年末上涨了超过 10%。

图表 10 资金利率变化 (单位: BP)

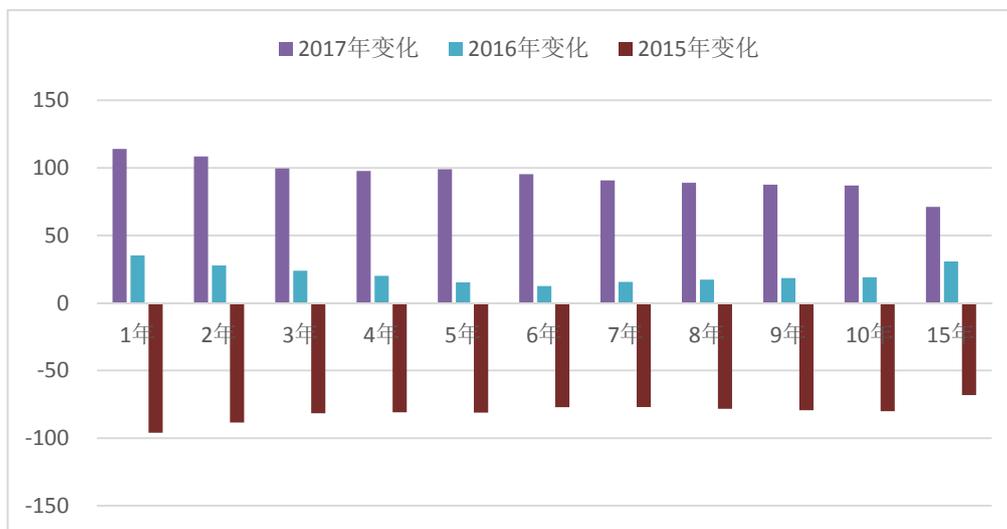


数据来源: wind, 新世纪评级整理

利率债方面, 和 2015 年的债券牛市, 2016 年全年的微调相比, 国债 2017 年

调整幅度较大，关键期限年末的二级收益率上涨幅度都在 80BP 以上。

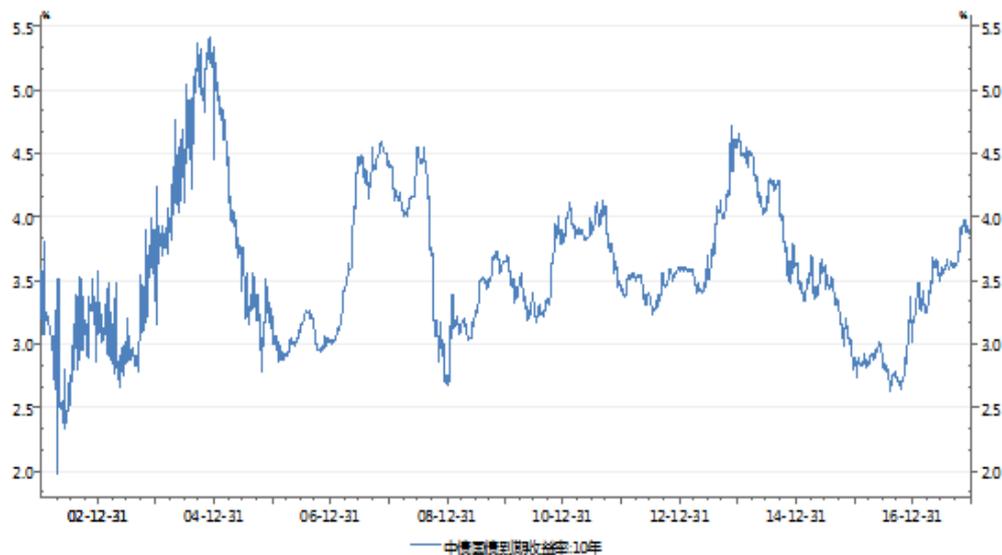
图表 11 国债收益率变化 (单位: BP)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

10 年国债自 2016 年 10 月底启动调整以来，目前时间已经超过 15 个月，且已接近 4% 的高位，2002 年以来，10 年国债超过 4% 以上的时间不超过总共不超过 4 年，收益率持续上行时间也一般在 1-1.5 年之间，预期明年 10 年国债继续大幅上行的空间会较为有限。

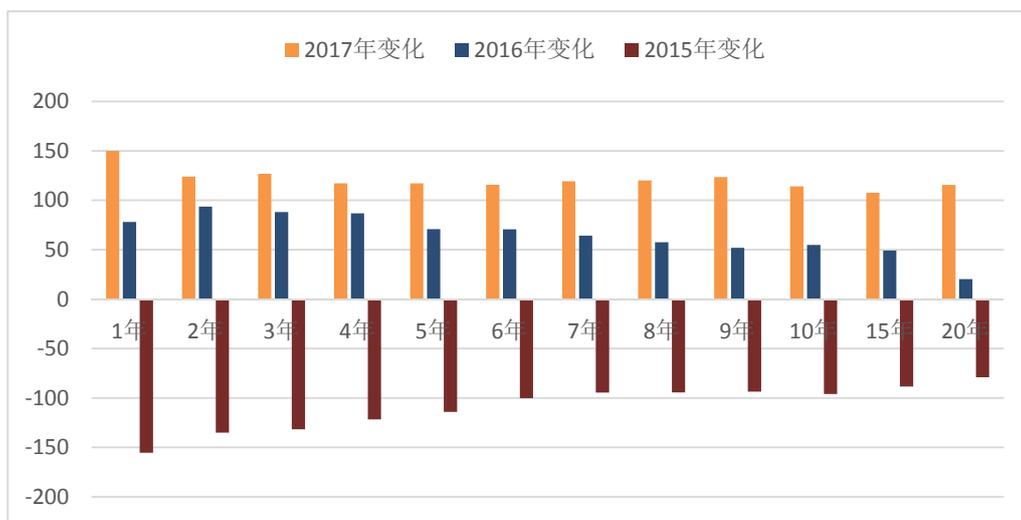
图表 12 10 年国债历年收益率 (单位: %)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

2017 年国开债的走势和国债类似，不过上涨幅度高于国债，10 年国开债 2017 年末收益率较年初上涨 114BP，同期国债收益率上涨 87BP。

图表 13 国开债收益率变化 (单位: BP)



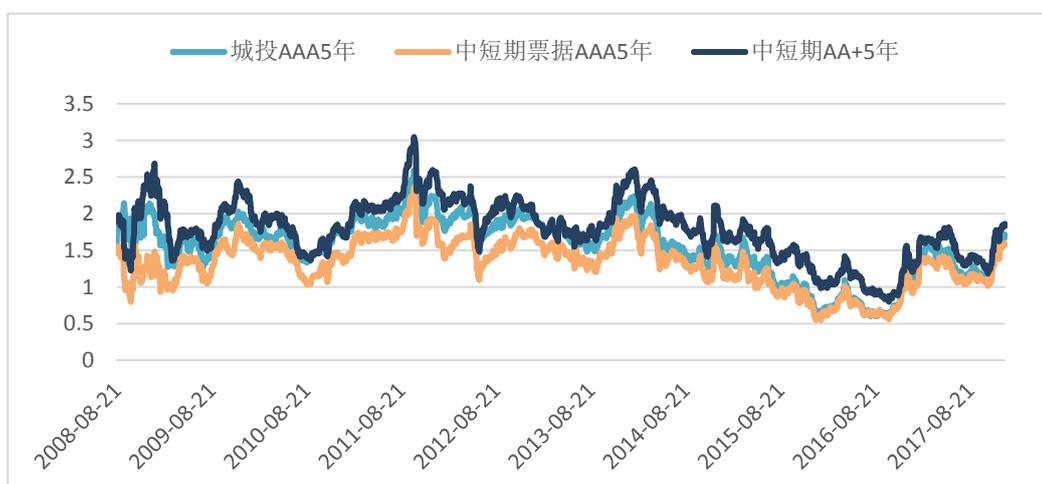
数据来源: wind, 新世纪评级整理

(二) 信用利差年末反弹

信用债方面, 2017 年信用利差整体走升, 但不同阶段走势不同。上半年在监管政策和信用事件频发的冲击下, 信用利差普遍走升; 6-10 月份去杠杆缓冲期, 央行采取“削峰填谷”政策, 流动性较为稳定, 信用利差整体回调; 年末各项监管政策再次密集警示风险, 利差再度走扩。

评级利差的走势和信用利差的走势大体相同, 全年也是先上后下再反弹的走势, 不同期限的评级利差整体较为稳定, 没有明显的分化走势; 行业利差方面, 从 2017 年末行业利差的分布来看, 有色金属、化工、采掘、轻工制造、房地产等行业的利差仍明显高于其他行业。

图表 14 主要债券信用利差走势 (单位: BP)



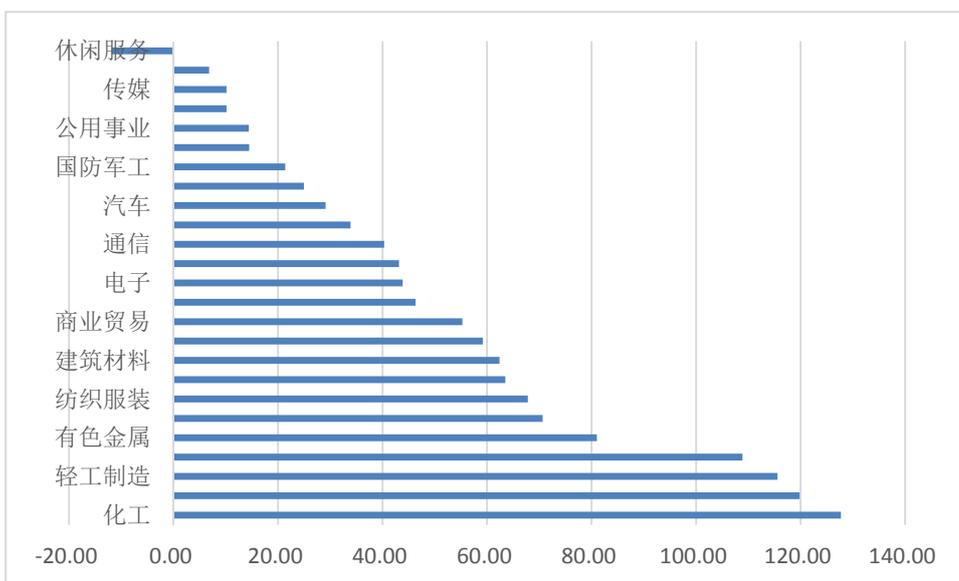
数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表 15 中短期票据评级利差 (单位: BP)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

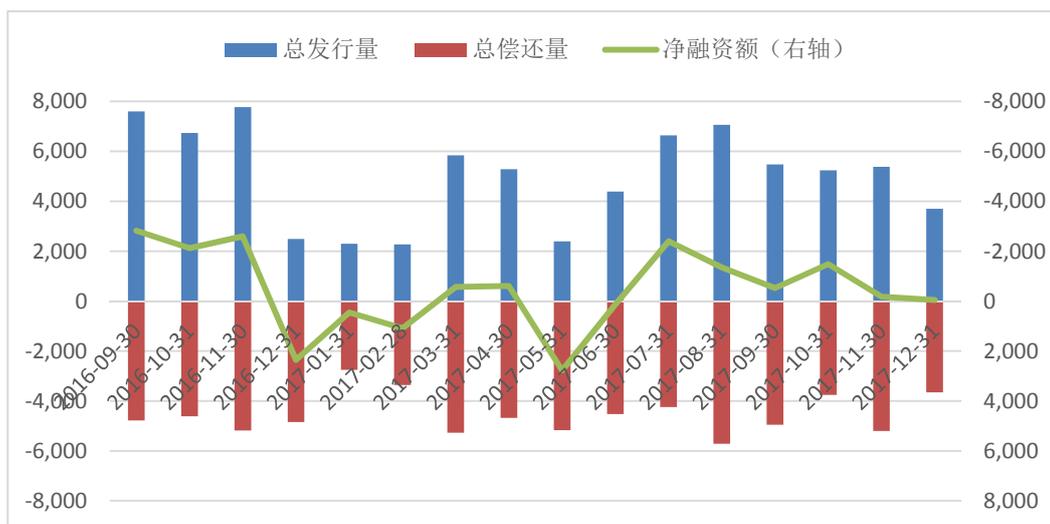
图表 16 主要债券 2017 年末行业利差情况 (单位: BP)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

值得注意的是,信用利差的走势与信用债的发行和净融资情况密切相关。从主要信用债(企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债、可分离债)2017年净融资的走势来看,在信用利差收窄的期间,由于机构配置需求增加,净融资规模明显走高;而在信用利差走扩的11、12月,净融资也明显降低。

图表 17 主要信用债净融资走势 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

三、2018 年债券市场展望

(一) 货币政策与利率债

1、M2 继续保持低位，货币政策中性稳健，资金利率易上难下

央行 2017 年货币政策中性稳健，并且加强与宏观审慎政策的配合，形成双支柱的调控框架。M2 年末为 8.2，低于 12% 的调控目标。

2017 年全年央行公开市场净投放量为 9992 亿元，较 2016 年的 4.5 万亿明显下降，不过 2017 年资本流出的情况也大为改善，央行投放流动性的必要性降低，2017 年全年外汇储备增加 1294 亿美元，2016 年则是减少 3198 亿美元。

图表 18 公开市场投放回笼情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

削峰填谷是央行 2017 年流动性调控的主要特点，全年公开市场的净投放，在考虑外汇占款、财政存款等调节因素后，相当于 2016 年的一半，维持了相对紧平衡的货币政策态度。

利率方面，央行分别在 2 月、3 月和 12 月提高了公开市场的操作利率，前两次为分别为 10BP，后一次为象征性的 5BP，但央行并没有调整存贷款的基准利率。

在金融监管预期保持高压状态的 2018 年，预计央行货币政策在中性稳健的总基调下，在考虑其他流动性影响后，会继续保持相对紧平衡的操作，这也意味着在没有超预期因素的前提下，2018 年资金利率整体也可能是易上难下。由于 2018 年美联储可能继续加息 2-3 次，如果以每次 5-10BP 的上调幅度预期，公开市场操作利率 2018 年可能会上涨 15-30BP 之间。

当然也不排除央行 2018 年调整存贷款基准利率的可能性，比如非对称的提高存款和贷款的基准利率，一方面保证居民的投资收益率，另一方面不至于使得企业的贷款成本上升过快。

具体工具上，延续 2017 年的结构性政策，预期 2018 年央行货币政策组合可能继续采取如定向降准、公开市场操作、SLF、MLF 等工具调节流动性。

2017 年 M2 增速走低与金融体系去杠杆等因素有关，虽然非标转贷和债券转贷现象较为普遍，但股权及其他投资等同比的大幅下降，仍然拖累了 M2 的增长，预期 2018 年在同业、非标续遭遇金融强监管的环境下，M2 会继续保持低位运行，不过 M2 在金融创新工具比如资产证券化等大规模使用的情况下，对货币松紧程度的指示作用在减弱，因此可淡化对 M2 指标的过分关注。

图表 19 商业银行股权及其他投资变化



数据来源：wind，新世纪评级整理

2、国债和地方政府债净融资预期一增一减

在 M2 继续保持低位，货币政策中性稳健，资金利率易上难下的环境下，总体预期 2018 年债券市场发展可能仍然面临一定挑战。

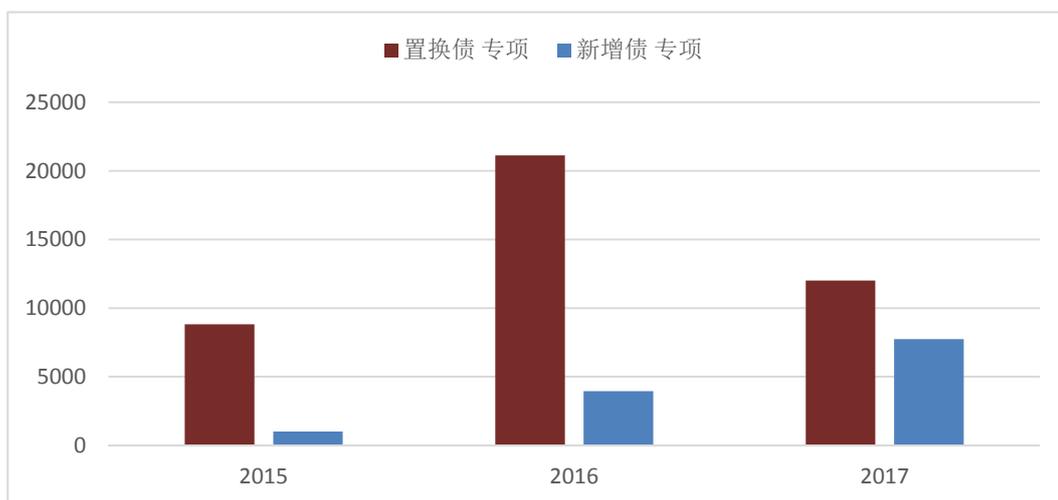
国债方面，2018 年关键期限记账式付息国债计划发行 60 期，与 2017 年持平，非关键期限国债计划发行 20 期，较去年增加 4 期，预期 2018 年国债的净融资量会较 2017 年小幅增长，以每期 300 亿的规模来算，最终净增量可能在 1000-2000 亿之间。

2017 年国债净融资 1.48 万亿，基本接近当年的中央财政 1.55 万亿的赤字规模，如果 2018 年净增量增加到 1.7 万亿，考虑 1.8 万亿的到期量，2018 年的国债发行将在 3.5 万亿左右。

地方债方面，在预期 2018 年赤字率继续保持在 3% 的情况下，2018 年的赤字总规模预计会在 2017 年 2.38 万亿的基础上增加到 2.6 万亿，留给地方政府一般债的赤字规模可能在 9000 亿左右，2018 年地方政府债务待置换的规模为 1.73 万亿元。

地方政府专项债截至 2017 年末已经发行了近 5.5 万亿，2017 年预算的规模是 8000 亿，较 2016 年增加 4000 亿，2018 年在继续增加 4000 亿的预期下，地方政府专项债的发行规模将达到 1.2 万亿。

图表 20 地方政府专项债新增情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

具体品种上，2017 年新增了土地储备、收费公路等专项债券品种，预期地方政府专项债会成为地方政府规范融资的重要分支，同时专项债类别会进一步细化和扩大。

考虑上述几类因素，2018 年地方政府债的发行规模将可能在 3.8 万亿，而由于 2018 年地方政府债到期量较 2017 年明显放大，预期净融资会较去年略有减少。

政策性银行债方面，2017 年政策性银行债合计发行债券为 3.2 万亿元，较 2016 年有所减少，其中仅国开行的发行较 2016 年正增长。由于政策性银行债的发行相对市场化，在债券收益率 2018 年可能走高的情况下，政策性银行今年发债融资的进程可能会放缓。预期 2018 年政策性银行债发行在 3-3.5 万亿规模，而由于 2018 年到期量较 2017 年多增了近 3000 亿，不排除 2018 年政策性银行发债净融资继续下降，但在棚改货币化安置继续推进的情况下，政策性银行其它渠道的融资可能继续增加。

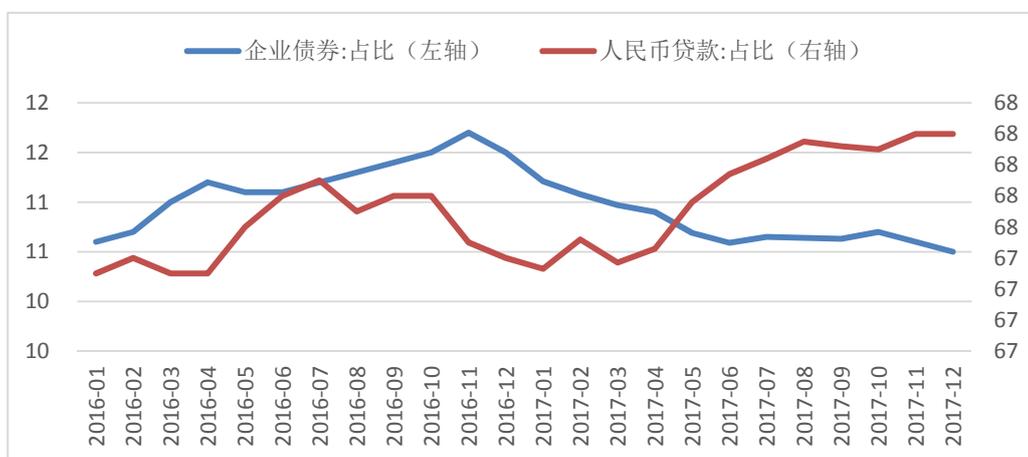
截至 2017 年末，记账式国债、地方政府债和政策性银行债的存量分别为 12.2 万亿、14.7 万亿和 13.5 万亿，地方政府债为存量规模最大的品种，利率债的合计存量规模已达 40.4 万亿，在上述分类预期下，2018 年利率债预计净融资增量在 6-7 万亿之间。

当然，影响 2018 年利率债发行及净融资的重要变量还有利率的走势，地方政府 2017 年置换债推进有所放慢，可能也有利率上行阶段发行节奏放缓的考虑，2018 年利率债的发行预期将继续受到利率成本的制约。

（二）融资环境及信用债

2017 年在金融监管风暴影响下，企业融资结构“债券转贷”特征较为明显，社会融资存量的结构中，人民币贷款占比走升，企业债券占比下降。其它几类融资形式中，除了信托贷款占比走升外，委托贷款、未贴现票据及外币贷款占比均下降，股票融资的占比相对比较稳定。

图表 21 社会融资规模结构（单位：%）



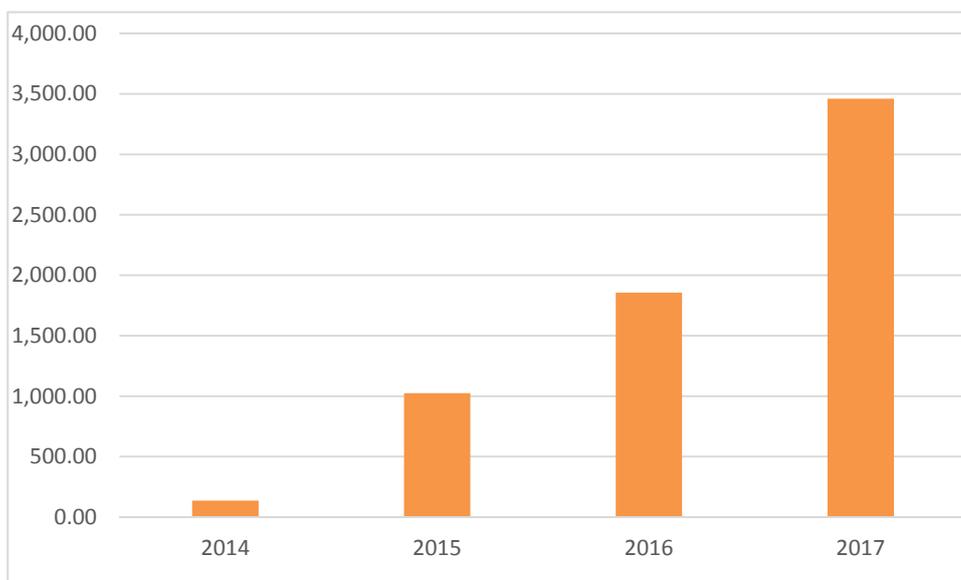
数据来源: wind, 新世纪评级整理

展望 2018 年，信用债券融资仍有望继续保持一定速度，债券发行一方面会受到经济周期、行业周期、企业资本开支、经营现金流、资金利率等因素的影响；另一方面金融监管政策、金融机构投资需求也会影响企业的融资环境。总体而言，资金利率走高，债券发行人的融资成本会提升，同时发行人信用分化的局面会更加明显，城投信用和政府信用继续切割，产业债优胜劣汰效应增强，高信用等级、竞争能力强的企业有望继续获得融资支持，而低信用等级、竞争能力弱的企业信用风险可能提高，信用利差和评级利差扩大的内在动力增加。

1、城投债展望：政府信用去化，但系统性风险仍低

2017 年城投债(wind 分类)发行规模为近 2 万亿，较 2016 年的 2.52 万亿下降明显，净融资额更是创下了 2012 年以来的新低。同时在地方政府债务置换等因素的影响下，城投债提前兑付的金额明显增加，达到 3460 亿，城投企业的筹资需求表面看起来有所下降。

图表 22 城投债提前兑付情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

但这是在地方政府债务置换政策影响下的阶段性成果，并非表明城投企业自身现金流和偿债能力明显改善，事实上，从 2017 年三季报的情况来看，大多数城投企业非筹资性现金净流入仍为负数，城投企业自身的造血能力仍有待提高。

不过从 2018 年和 2019 年偿付的情况来看，城投债总偿付规模分别为 1.3 万亿和 1.2 万亿，较 2017 年的 1.5 万亿的偿付量有所下降，城投企业未来两年的再融资压力预期不会显著增加。

从系统性风险的角度而言，当前城投债市场整体的违约风险仍然相对较低。虽然城投信用逐渐和政府信用隔离，但作为政府相关实体，整体还是受益于地方

政府债务控制的进展，2017 年地方政府债务在堵偏门和开正门方面突破颇多，同时地方政府债务置换接近尾声，地方政府债务风险整体可控。

从城投债 AA+和 AAA 之间的评级利差来看，当前仍然处在一个相对较低的水平，显示信用分化并不明显，不过当前地方政府财政压力都较大，越到后期，城投债逐渐往产业债转型后，其信用分化和违约风险的概率都可能增加，这是城投债市场较大的潜在风险。

图表 23 城投债 AA+与 AAA 评级利差 (单位: BP)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

2、产业债展望：信用风险降低，融资需求分化

得益于供给侧改革的推进，制造业利润增速 2017 年虽然有所下滑，但相比前几年仍然有很大的改观，因此产业债整体的信用风险是在降低的。

图表 24 工业利润走势 (单位: %)

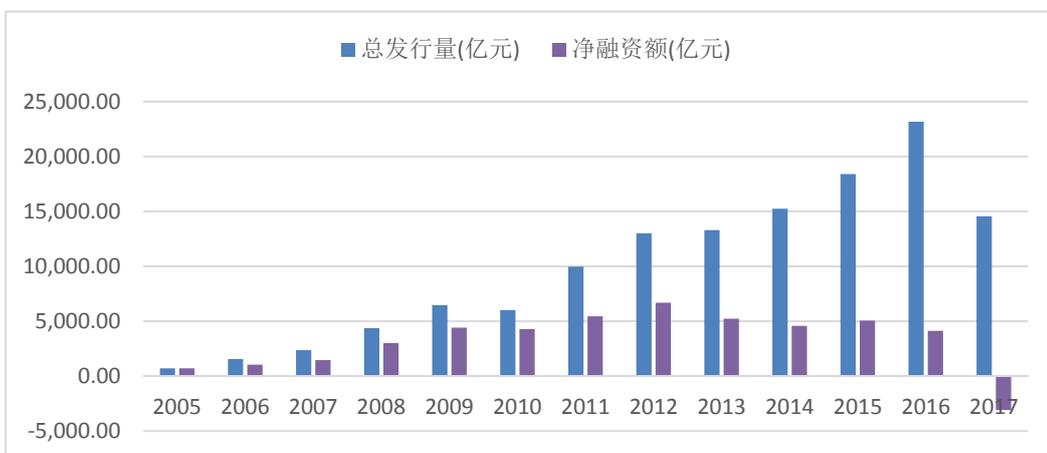


数据来源: wind, 新世纪评级整理

不过，在 2017 年行业整体发行萎缩的情况下，主要产业债（主要为制造、

基建、信息技术等行业，不包括房地产和城投企业）的发行规模仍然明显下降，净融资更是首次出现了-3078 亿的负值。

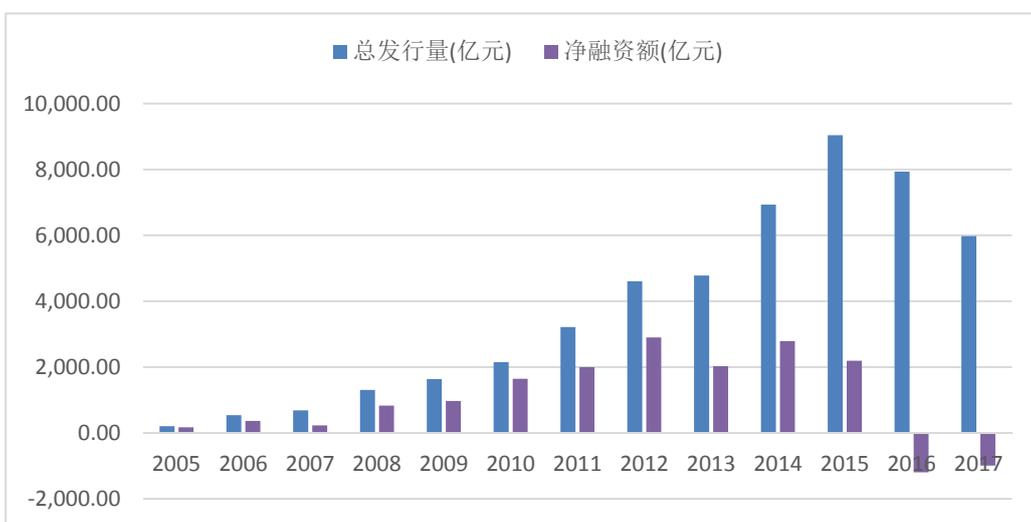
图表 25 主要产业债发行及净融资情况



数据来源：wind，新世纪评级整理

整体过剩产能行业（主要为采掘、及材料等部分制造业）发债萎缩则更加明显，2016 年和 2017 年连续两年发行下降，净融资负增长。

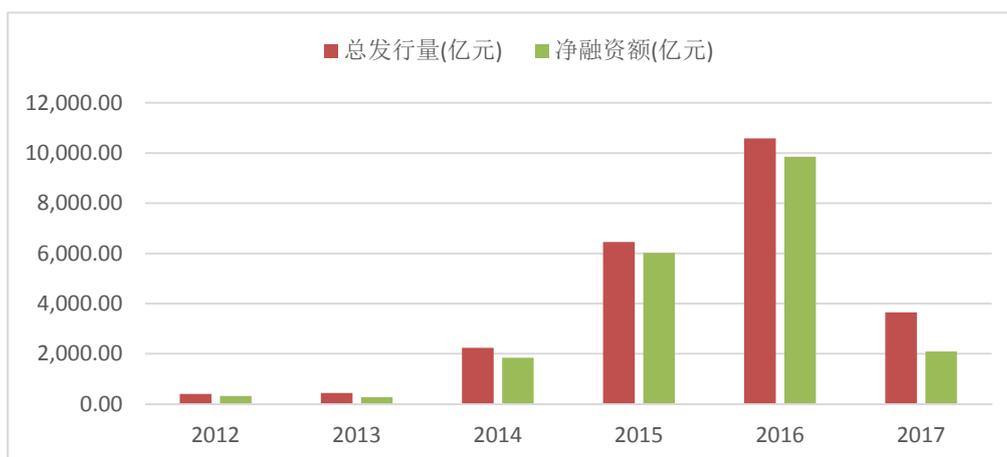
图表 26 过剩产能债发行及及净融资情况



数据来源：wind，新世纪评级整理

房地产债在 2014 年以来交易所公司债扩容的背景下，曾经有爆发性的行情，2016 年发行量超过 10000 亿元，但 2017 年整体只有 3650 亿元，不过在到期量较小的情况下，房地产行业仍然保持了发债净融资的正增长。

图表 27 房地产债发行及净融资情况



数据来源: wind, 新世纪评级整理

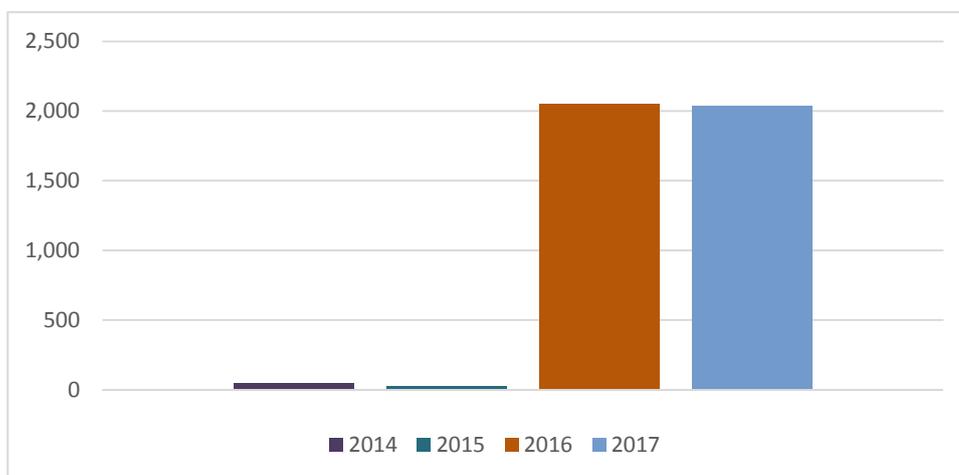
展望后期, 从到期量的情况来看, 2018、2019 年主要产业债的到期量分别 0.96 万亿和 0.72 万亿的规模, 低于 2016 和 2017 年分别 2 万亿和 1.8 万亿的到期量, 因此再融资需求可能会有所降低。

房地产行业相反, 2018 年和 2019 年的到期量分别有 2500 亿和 4000 亿规模, 显著高于此前几年的到期量, 因此今明两年房地产发债企业的再融资压力相对更高, 叠加房地产销售的下滑, 2018 年房地产行业的融资压力可能会有所提高, 并可能推动其发债成本走高, 及在监管高压下继续寻求多种其他渠道融资。

3、绿色债券和资产证券化前景乐观

在污染防治攻坚战和可持续发展理念推动下, 绿色债券 2016 年进入了快速发展通道, 2017 年发行额达到了 2040 亿元, 借助政策支持, 预期绿色债券将继续迎来一段高速发展期。

图表 28 绿色债券发行情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 新世纪评级整理

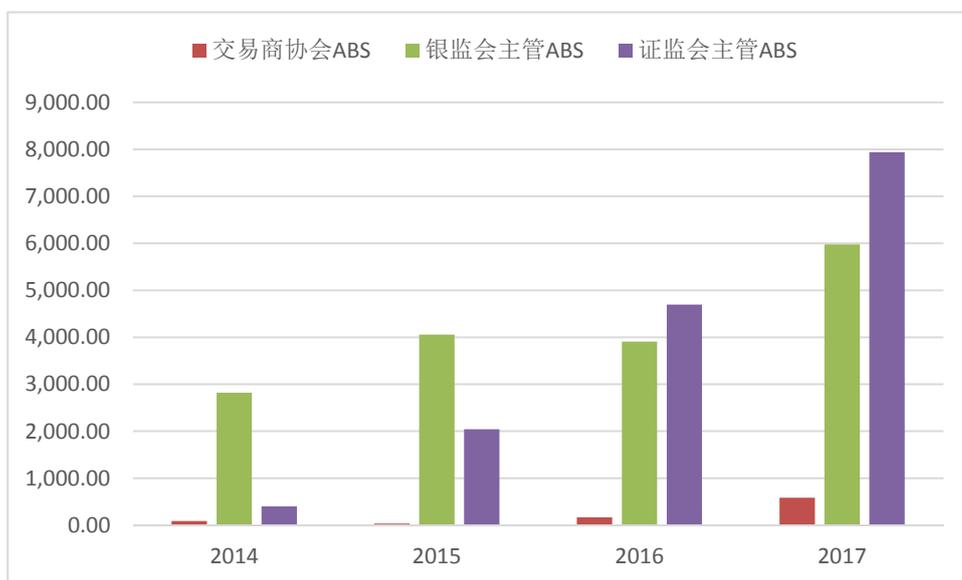
2016年人民银行等七部委发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，对中国绿色金融体系进行了顶层设计，绿色金融包括绿色信贷、绿色债券、绿色股票指数和相关产品、绿色发展基金、绿色保险、碳金融等金融工具。按照银监会的数据，截至2017年上半年，绿色信贷的余额已经达到7.26万亿，为绿色金融体系的最大分支。

绿色债券又分为绿色金融债券（多用于发放绿色信贷）和非金融绿色债券，有绿色信贷和绿色企业发展的双重推动，叠加行业认证评估的逐步规范，绿色债券未来的发展预期仍将处于快速通道。

2018年预期成为债券市场发行亮点的，还有资产支持证券。资产支持证券2017年发行规模较2016年增加近7000亿，成为债券市场发行的重要亮点。

在金融去杠杆的过程中，信贷类资产支持证券有望继续受到商业银行追捧；企业资产证券化方面，监管机构前期出台了“现金贷”整顿政策，提出以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行，各地不得进一步放宽或变相放宽小额贷款公司融入资金的比例规定，预计将对小额贷款类的ABS产生一定冲击，不过在增加资本、逐步规范的趋势下，预计其他类企业ABS如PPP资产证券化等将保持一定发展速度。

图表 29 资产支持证券发行情况（单位：亿元）



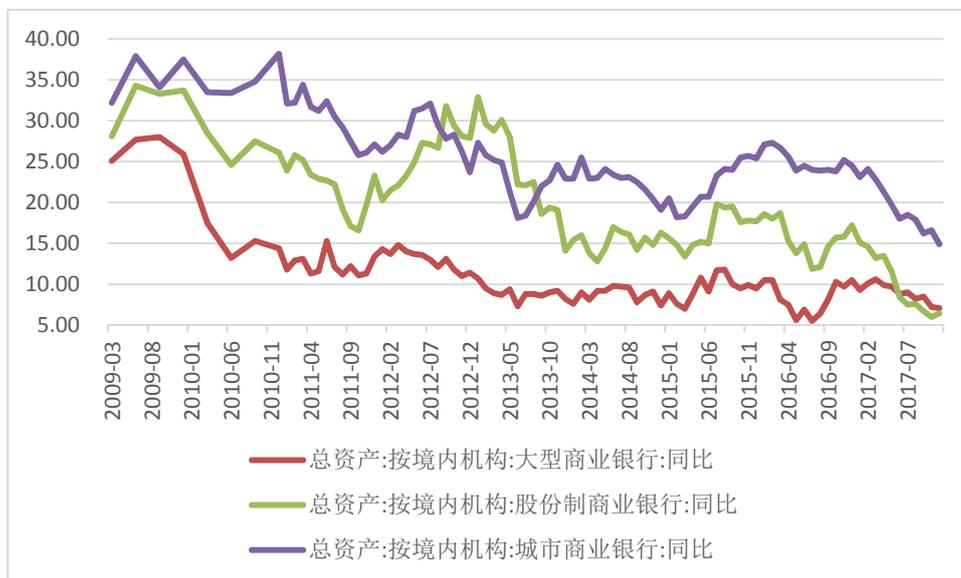
数据来源：wind，新世纪评级整理

（三）金融机构资产配置及债券需求展望：债券转贷可能逆转

影响2018年债券市场发行及利率走势的重要变量，还有金融机构的资产配置行为及其债券需求走势。

从资产端来看，大型商业银行、股份行和城商行 2017 年以来的资产降速是非常明显的，截至 2017 年 11 月末，城商行的资产增速已经降到 15% 以下，大型银行和股份行的增速则降到了 10% 以下。

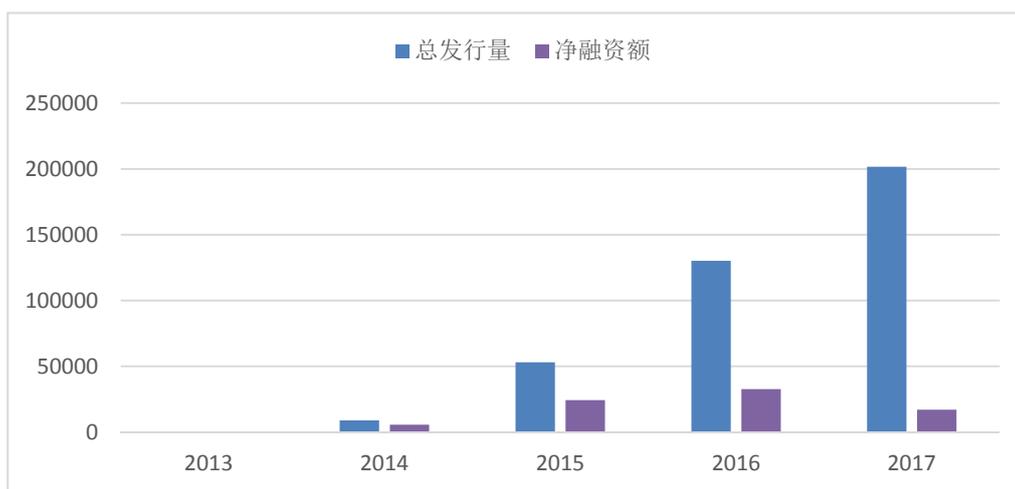
图表 30 商业银行资产增速（单位：%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

负债端的变化对银行业机构也不乐观，从 2018 年一季度起，资产规模 5000 亿以上的银行发行的同业存单将纳入同业负债的比例考核，这意味着 2013 年以来同业存单的发展高速将可能迎来拐点。

图表 31 同业存单发行和净融资情况（单位：亿元）



数据来源：wind，新世纪评级整理

作为短期资金的融资工具，同业存单的发行受限将可能推动其发行利率阶段性走高，同时推升银行业机构整体的负债成本，在非标和委外投资收缩的背景下，加剧银行资产端的配置压力。

对于债券市场而言，虽然去年末以来信用利差反弹明显，对发行人融资需求形成了压制，但从票息角度来说，其对银行的投资吸引力将提高，从而抑制其利差继续扩大的空间。因此 2018 年债券发行虽可能受流动性偏紧而整体有压力，但发行成本上升的空间可能较为有限，一旦债券资产相比信贷的配置价值提升，“债券转贷”的情况可能会有所逆转，商业银行的债券需求将较为乐观，利好债券发行。

预期 2018 年高等级信用债的信用债利差的扩大不会持续太长时间，而未来利差再度大幅走阔的动能，可能是来自于利率债收益率的下降空间再度打开，这种可能性来自于 2018 年经济的下行压力超预期。

全球经济的复苏势头虽然明显改善，但其中重要原因来自于资产价格的推动，内生性的增长潜力仍有待观察，中国同样面临类似的问题，供给侧改革带来的价格上涨效应，推动了工业企业利润增速的回升，但工业实际增速仍然有较大的放缓压力，2018 年基本面下行压力仍然未消。