



# 债券市场利率回顾及展望

■ 文 / 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<sup>1</sup>及传统非金融类信用债<sup>2</sup>发行量下降，金融类信用债<sup>3</sup>、资产证券化发行量逆势增长。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。

<sup>1</sup>本报告利率债口径为国债、地方政府债和政策性银行债。

<sup>2</sup>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。

<sup>3</sup>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。

## 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。

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%。

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

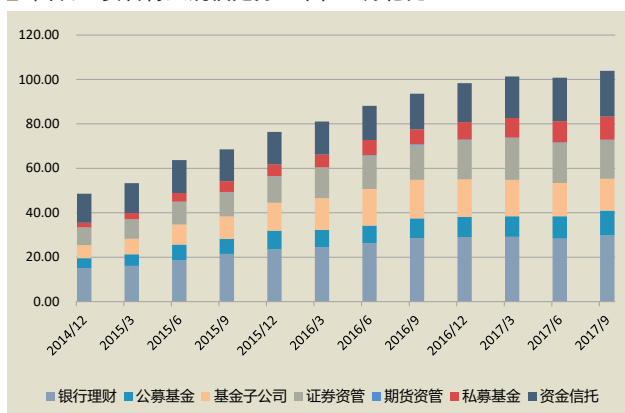
期发展前景继续看好，但在金融风险控制和资管行业收缩的情况下，全市场一级发行（剔除同业存单）出现收缩，发行成本和二级市场收益率大幅走升。

■ 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地位，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5000亿元以上银行发行的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 | 十九大      | 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

■ 图表2 资管行业规模走势（单位：万亿元）



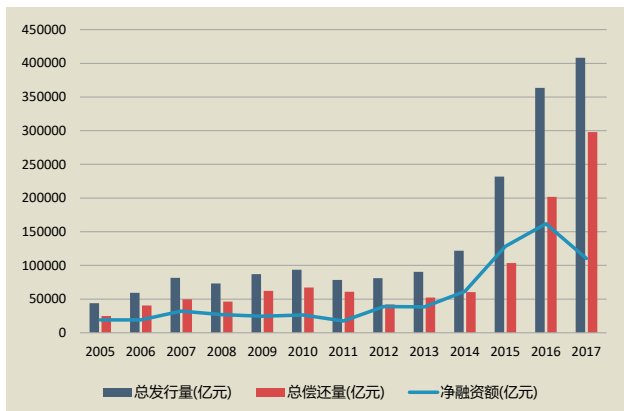
数据来源：WIND，新世纪评级整理

(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继续增长。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支和2533个，全部较去年下降。

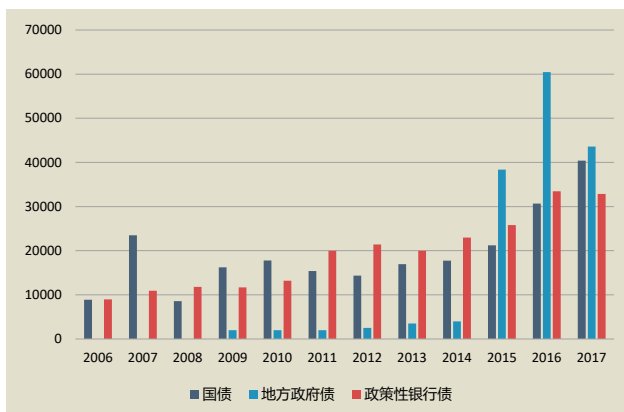
分大类来看，主要利率债发行规模较2016有所下降，主要是地方政府债的发行规模明显减少，由2016年超过6万亿下降到2017年的4.4万亿，地方政府2017年置换债发行明显降速，由2016年的4.9万亿，下降到2017年的2.8万亿。

图表3 债券市场发行情况



数据来源：WIND，新世纪评级整理

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

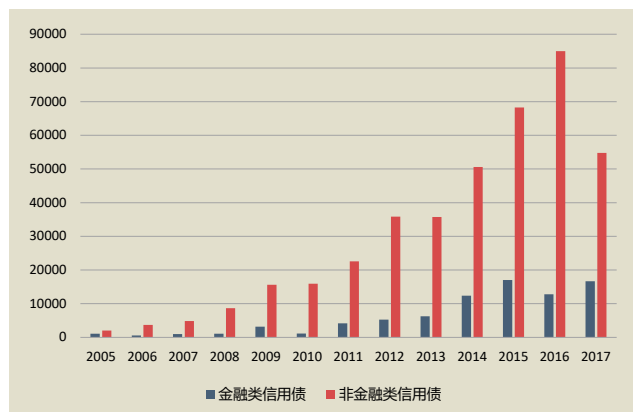
信用债方面，金融类信用债2017年发行规模为16637亿元，较2016年的12762亿元正增长，主要增长贡献来自证券公司债和商业银行次级债的发行。A股2017年走势平稳上行、证券公司创新业务增长等推动了证券公司发债需求增加；而表外业务计提风险资本、金融机构杠杆率监管趋严加大了银行等补充资本的需求。

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。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

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

增长后，在宏观杠杆率持续控制的政策环境下，净融资规模在2017年明显下降。

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。

（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

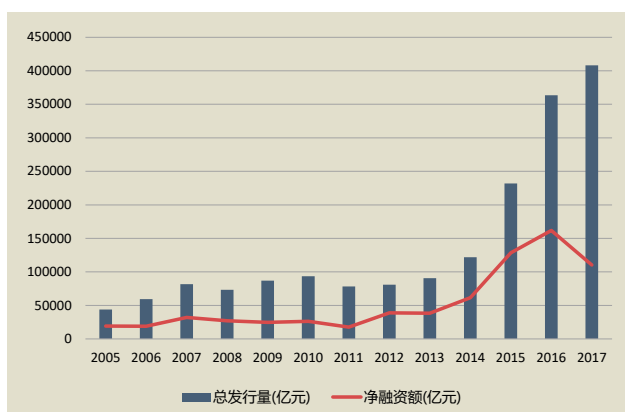
债、地方政府债、政策性银行债、公司债、企业债、中期票据和短期融资券年末发行成本较2016年末分别上涨108BP、126BP、73BP、189BP、85BP、141BP以及112BP。地方政府债2016年的发行成本是降低的，但2017年上涨126BP，这成为当年地方政府债务置换推进较为缓慢的重要因素。

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年城投类企业全年发行债券3729亿元，低于2016年的5926亿。

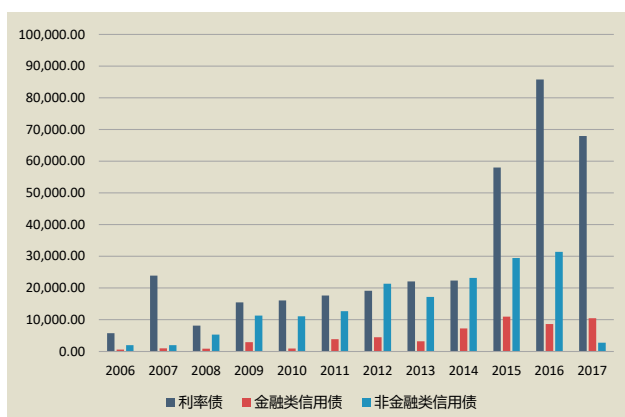
不同期限及评级的信用债发行成本变化也不尽

■ 图表6 债券市场发行与净融资情况



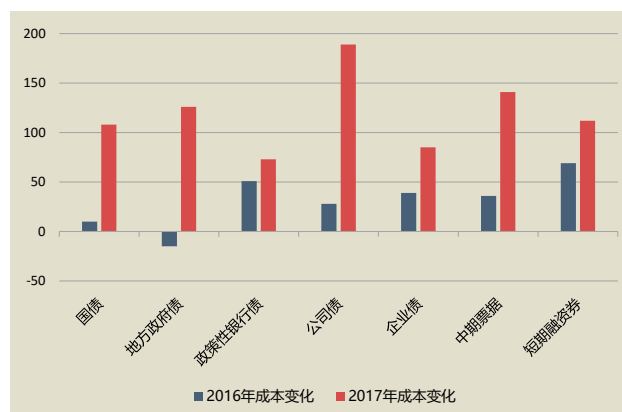
数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 图表7 债券市场分类净融资情况（单位：亿元）



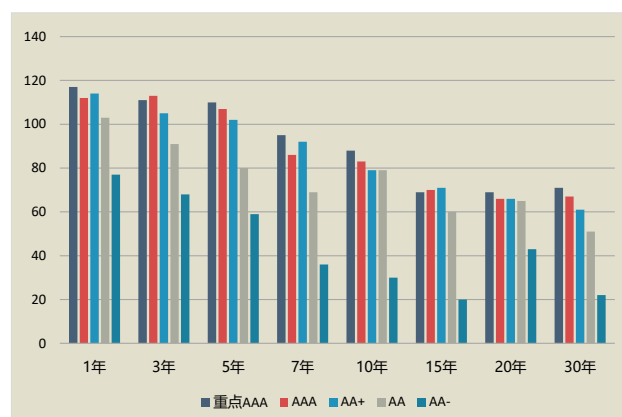
数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 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

■ 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

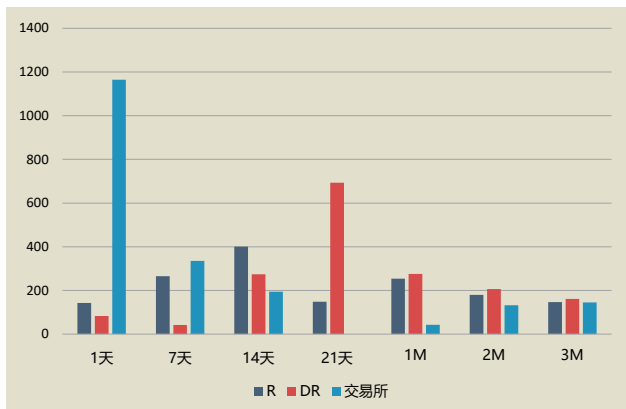
相同，以非金融企业债务融资工具定价估值2017年的变化来看，短期限的成本上涨高于长期限，高等级的上涨幅度超过低等级。

## 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

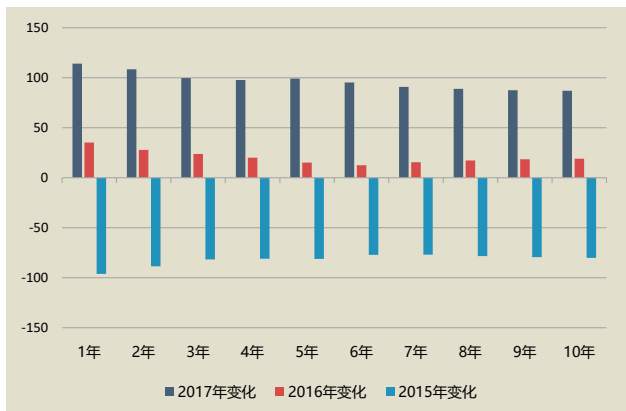
2017年银行间资金利率整体是走升的，DR007年末较年初上涨了60BP，DR1天、7天及14天的利率涨幅普遍低于同期限R的利率涨幅，但21天、1-3M的利率涨幅DR高于R，显示非银金融机构的资金需求多为短端，且资金成本高于同期银行间融资成本。交易所的利率则波动幅度更大，涨幅较大的期限主要集中在短端，2017年末的隔夜

■ 图表10 资金利率变化（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 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

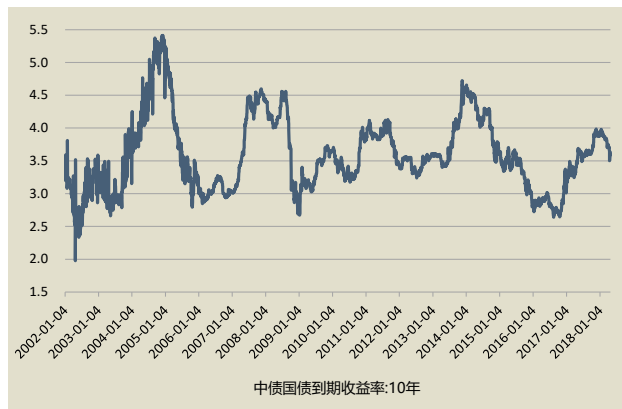
利率水平较去年末上涨了超过10%。

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。

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2018年10年国债继续大幅上行的空间会较为有限。

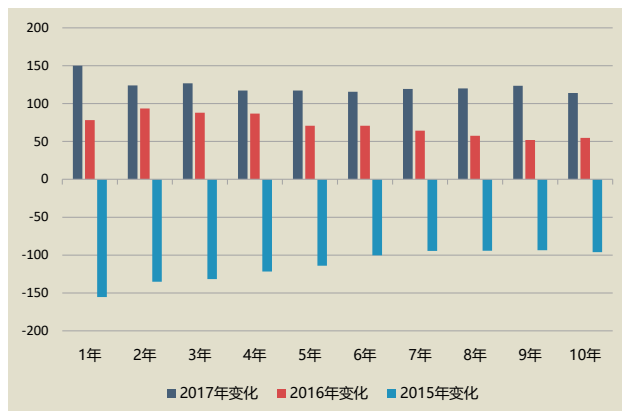
2017年国开债的走势和国债类似，不过上涨幅度高于国债，10年国开债2017年末收益率较年初上涨114BP，同期国债收益率上涨87BP。

■ 图表12 10年国债历年收益率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 图表13 国开债收益率变化（单位：BP）



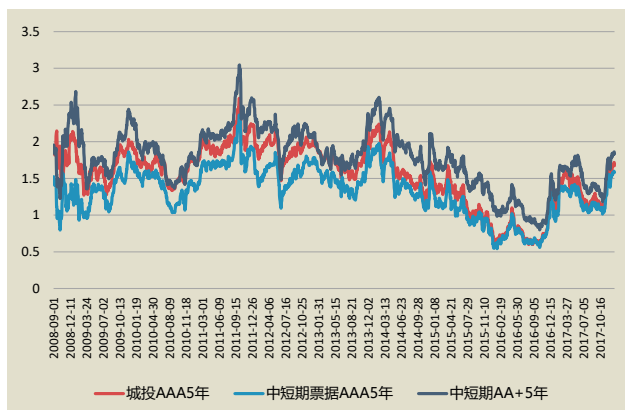
数据来源：WIND，新世纪评级整理

## （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。

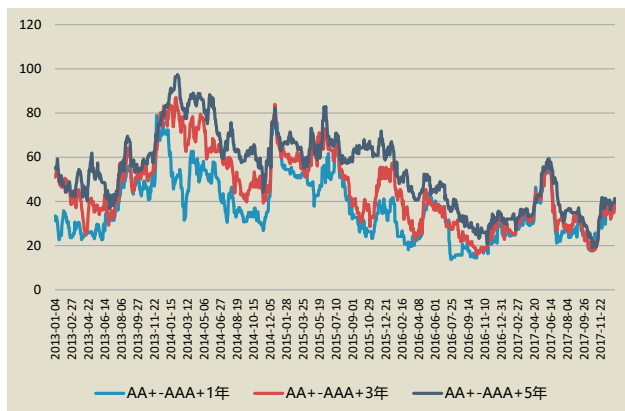
评级利差的走势和信用利差的走势大体相同，全年也是先上后下再反弹的走势，不同期限的评级利差整体较为稳定，没有明显的分化走势；行业利差方面，从2017年末行业利差的分布来看，有色金属、化工、采掘、轻工制造、房地产等行业的利差仍明显高于其他行业。

■ 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

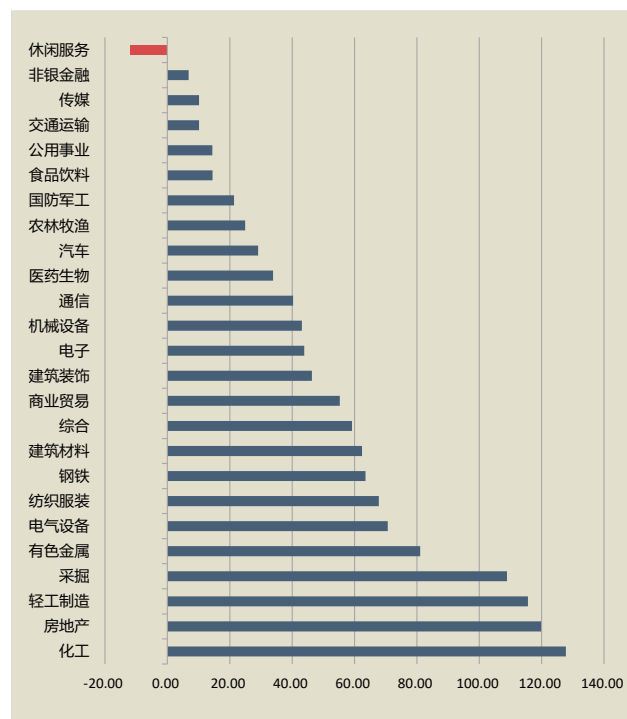
■ 图表15 中短期票据评级利差（单位：BP）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

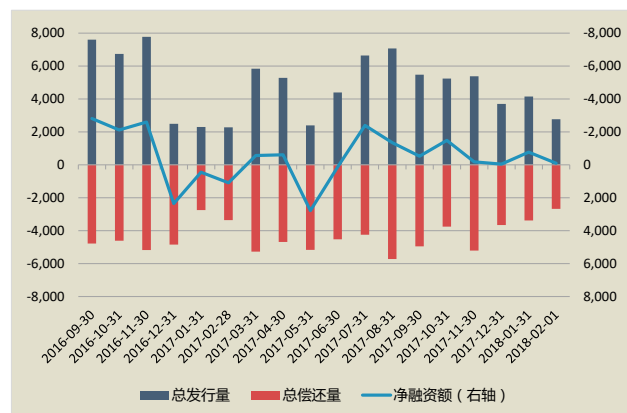
值得注意的是，信用利差的走势与信用债的发行和净融资情况密切相关。从主要信用债（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债、可分离债）2017年净融资的走势来看，在信用利差收窄的期间，由于机构配置需求增加，净融资规模明显走高；而在信用利差走扩的11、12月，净融资也明显降低。

■ 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

■ 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

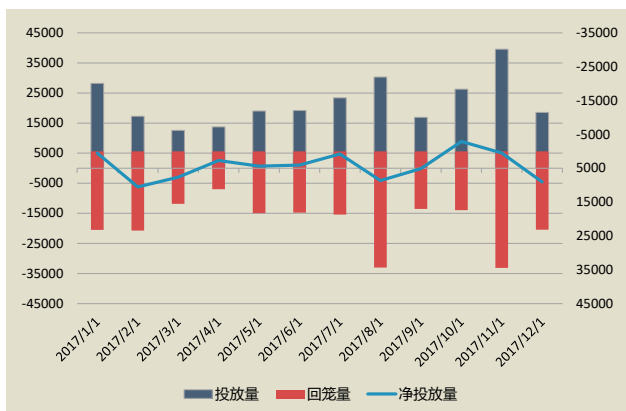
#### (一) 货币政策与利率债

1. M2增速继续保持低位，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

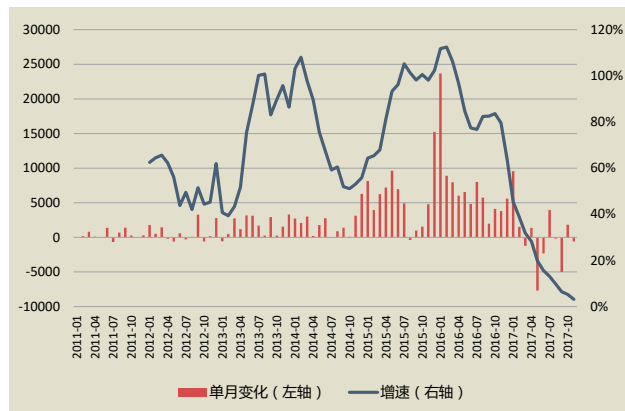
资金利率整体也可能是易上难下。由于2018年美联储可能继续加息2-3次，如果以每次5-10BP的上调幅度预期，公开市场操作利率2018年可能会上涨15-30BP之间。

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。

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。

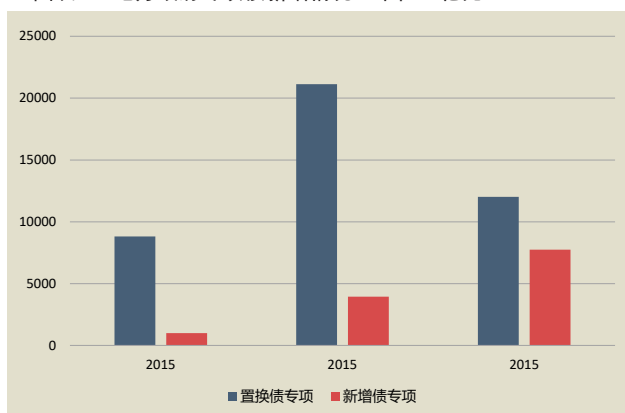
截至2017年末，记账式国债、地方政府债和政策性银行债的存量分别为12.2万亿、14.7万亿和13.5万亿，地方政府债为存量规模最大的品种，利率债的合计存量规模已达40.4万亿，在上述分类预期下，2018年利率债预计净融资增量在6-7万亿之间。

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

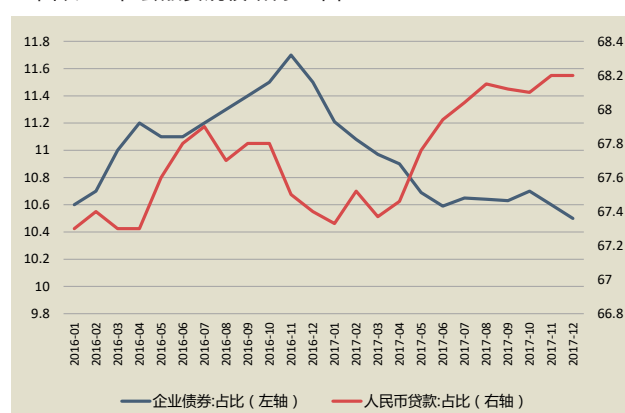
2017年在金融监管风暴影响下，企业融资结构“债券转贷”特征较为明显，社会融资存量的结构中，人民币贷款占比走升，企业债券占比下降。

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

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



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。

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。

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。

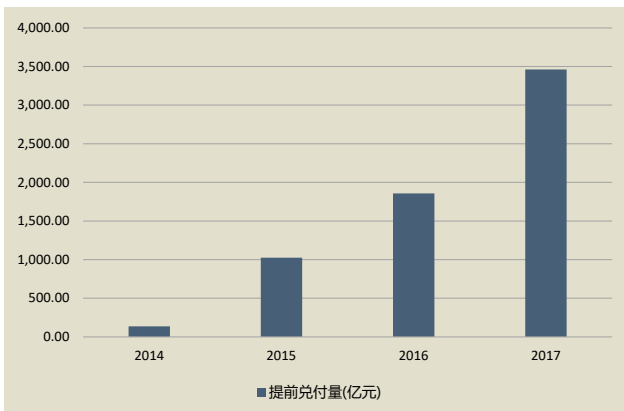
从系统性风险的角度而言，当前城投债市场整体的违约风险仍然相对较低。虽然城投信用逐渐和政府信用隔离，但作为政府相关实体，整体还是受益于地方政府债务控制的进展，2017年地方政府债务在堵偏门和开正门方面突破颇多，同时地方政府债务置换接近尾声，地方政府债务风险整体可控。

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。

2. 产业债展望：信用风险降低，融资需求分化

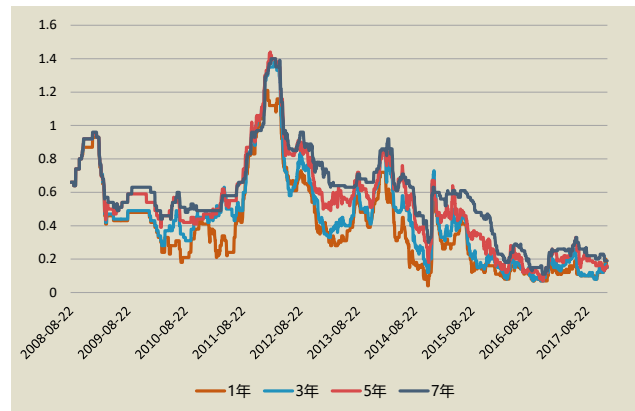
得益于供给侧改革的推进，制造业利润增速2017年虽然有所下滑，但相比前几年仍然有很大的改观，因此产业债整体的信用风险是在降低的。

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

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

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。

整体过剩产能行业（主要为采掘、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。

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。

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

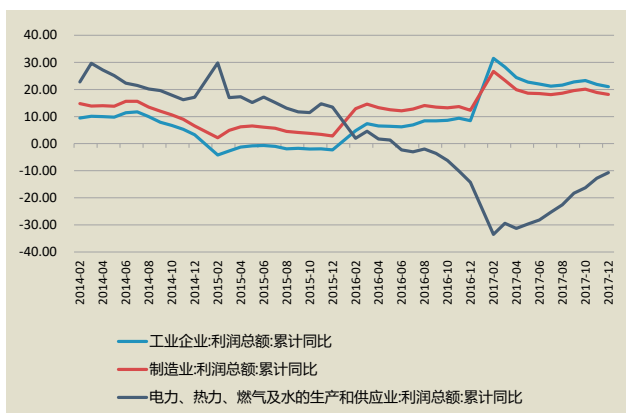
万亿的规模，低于2016和2017年分别2万亿和1.8万亿的到期量，因此再融资需求可能会有所降低。

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

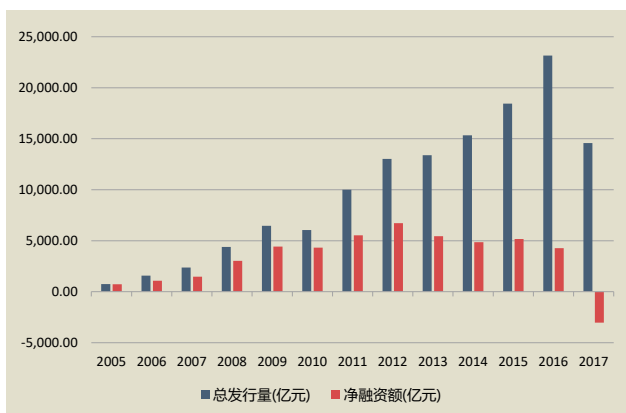
在污染防治攻坚战和可持续发展理念推动下，绿色债券2016年进入了快速发展通道，2017年发行额达到了2040亿元，借助政策支持，预期绿色债券将继续迎来一段高速发展期。

■ 图表24 工业利润走势（单位：%）



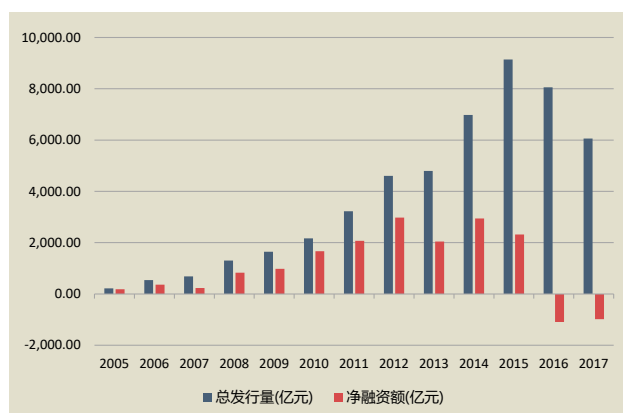
数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 图表25 主要产业债发行及净融资情况



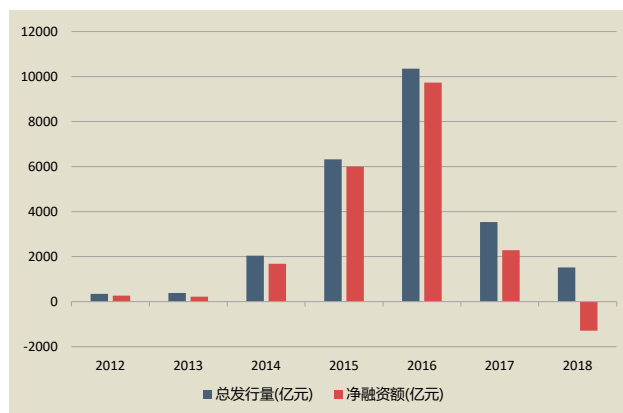
数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 图表26 过剩产能债发行及净融资情况



数据来源：WIND，新世纪评级整理

■ 图表27 房地产债发行及净融资情况



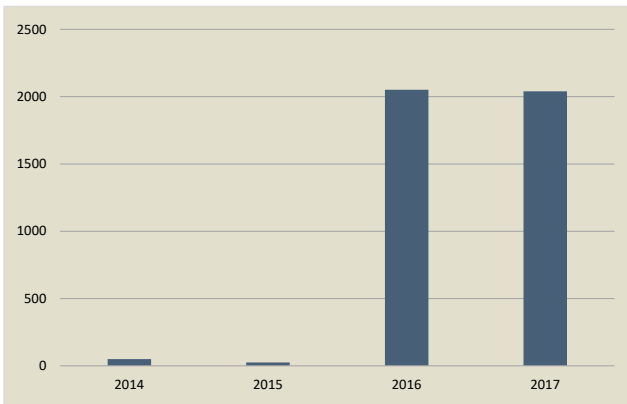
数据来源：WIND，新世纪评级整理

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。

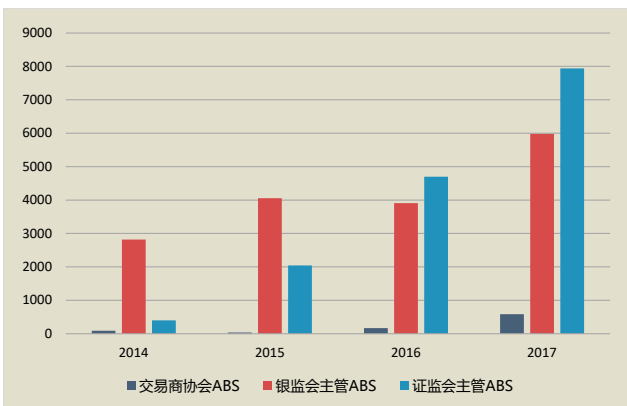
2018年预期成为债券市场发行亮点的，还有资产支持证券。资产支持证券2017年发行规模较2016年增加近7000亿，成为债券市场发行的重要亮点。

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

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

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。

### （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。

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。

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。

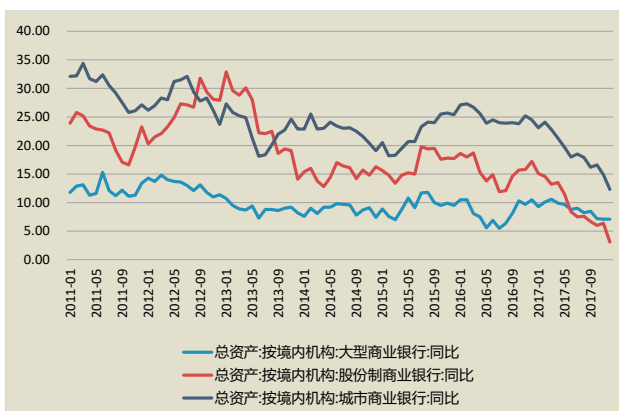
因此2018年债券发行虽可能受流动性偏紧而整体有压力，但发行成本上升的空间可能较为有

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。

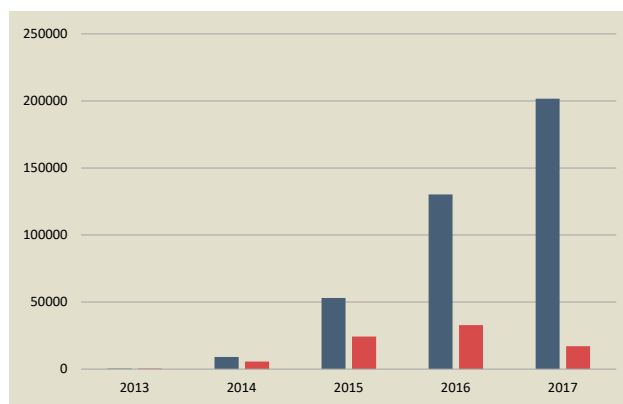
全球经济的复苏势头虽然明显改善，但其中重要原因来自于资产价格的推动，内生性的增长潜力仍有待观察，中国同样面临类似的问题，供给侧改革带来的价格上涨效应，推动了工业企业利润增速的回升，但工业实际增速仍然有较大的放缓压力，2018年基本面下行压力仍然未消。

■ 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

■ 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