



大公国际：青山常在焕生机，稳中求进行致远— 2021年《政府工作报告》对债市影响解读

涂文婕 | 技术研究部(研究院) | 010-67413348 | tuwenjie@dagongcredit.com 2021年03月08日

2021年3月5日李克强总理在第十三届全国人民代表大会第四次会议上作《政府工作报告》(以下简称《报告》),引发了全社会热烈反响。《报告》共分为三个部分,第一部分是2020年工作回顾,《报告》指出2020年中国疫情防控取得重大战略成果,中国经济在全球主要经济体中唯一实现正增长,脱贫攻坚战取得全面胜利,交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。第二部分为“十三五”发展成就和“十四五”主要目标,今年两会正逢“十四五”开局之年、全面建设社会主义现代化国家新征程开启之年,目标的实现将为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步发挥重要作用。第三部分是2021年重点工作,《报告》从今年发展主要预期目标和重点要做好的工作等方面对全年的经济社会发展做出部署。今年是我国现代化进程中具有特殊重要性的一年,《报告》中描绘的经济社会蓝图将对债券市场发展产生深远的影响。

2021年恢复设定经济增速目标,宏观政策强调连续性稳定性可持续性,促进经济运行在合理区间,GDP增速设定6%以上兼顾了眼前和长远。

经济增速目标兼顾了可实现性和平稳性,债券市场将保持平稳发展。《报告》指出,“经济增速是综合性指标,今年预期目标设定为6%以上,考虑了经济运行恢复情况,有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。”我们认为,政府将2021年的经济目标设定为6%是较为合理的,第一,从可实现性来看,随着经济的逐渐复苏、疫情影响的减弱及外部环境的日趋改善,我国社会生产力已经恢复和发展,政府工作报告对各项经济目标的设定应当回归正常;第二,从经济平稳性来看,去年国民生产总值增长2.3%是存在低基数效应的,今年GDP增速更多是反映了基础的扰动,因此设置过高的目标不利于保持目标的平稳,预期目标设定为6%是兼顾了眼前和长远,反映了质量和结构的目标实现。

2021年财政政策注重提质增效,不再发行特别国债,赤字率和专项债发行小幅降低,持续推进“两新一重”建设,老旧小区改造数量增加利好地方经济投资。

财政政策保持连续,赤字率有所降低。《报告》指出,“今年的财政赤字率拟按3.2%左右安排、比去年有所下调,不再发行抗疫特别国债”,扩大有效投资方面,“今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元,优先支持在建工程”。

第一,在经济逐步恢复的大背景下,财政赤字率和专项债券较2020年有小

幅降低，保证了财政支持力度“不急转弯”。2020年的财政赤字率在3.6%以上，同时发行1万亿元的抗疫特别国债，2020年地方债净增量为4.40万亿元，为抗击疫情、保障经济发展提供了重要的金融服务和支持。2021年政府将继续落实“六稳”、“六保”任务，但考虑到宏观经济的复苏较为平稳，抗疫特别国债不再继续新增。按照今年的运行目标，政府赤字规模将达到3.57万亿元，中央财政赤字规模和地方财政赤字规模将分别达到2.52万亿和1.05万亿元。《报告》中提及今年将新增专项债3.65万亿元仅比2020年小幅下降0.1万亿元，我们认为专项债仍然是财政政策保持稳定的着力点之一，基于以上分析再加上预估再融资债券规模2.50万亿和置换债券规模0.12万亿，我们估计2021年地方债发行总量约为7.32万亿元，扣除到期量约2.63万亿元，新增地方债规模约为4.69万亿元，将比2020年的净增量有小幅提升，保证了财政政策的连续稳定性。

第二，在财政资金的使用方面，今年仍然强调直达基层和提高使用效率两个方面。考虑到2021年是“十四五规划”的第一年，许多重大国家级项目面临启动，政府将继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重建设”。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，较2020年目标数量大幅增加1.4万个，2021年老旧小区改造仍是政策重点。结合财政部2月26日发布的《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》，2021年新增专项债券重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等九大领域。今年新增专项债券重点投向主要聚焦于国家的重大经济和社会发展领域。

2021年货币政策灵活精准、合理适度，年内加息的可能性不大，信用利差分化延续，重点把握好稳增长和防风险的平衡。

《报告》指出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。”

第一，从信用环境来看，今年信用环境从“加杠杆”向“稳杠杆”推进，未来一段时间货币政策将更加稳健，重点是把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱也不让市场的钱溢出来，信用环境将呈现一定的复杂性。我们认为货币投放要和名义GDP相匹配，而且要维持宏观杠杆率稳定，当GDP增速低于市场预期的时候，意味着2021年信贷和社融增速要比市场预期低一些，同时扩张政策稳步退出，经济过热的概率不大。

第二，从数量角度来看，M2、社会融资规模继续回落具有较高的确定性，全面通胀的概率较小，年内央行加息的可能性不大，考虑到2020年末信用市场波

动，对投资者的情绪产生一定冲击，整体投资风险偏好提升可能会比较缓慢，信用利差分化延续。一方面，民营企业、国有企业的净融资表现将愈发分化。永煤控股的非正常违约弱化了“国企信仰”的加持，金融机构的风险偏好显著下降，民企、国企中弱资质主体融资难度还将增大。另一方面，各行业从疫情冲击中恢复程度分化明显。截至2020年3季度，28个申万行业中，农林牧渔、电器设备、综合、医药生物等11个行业利润总额较去年同期有所增长，而商业贸易、休闲服务和交通运输等17个行业的利润总额仍较去年同期有明显减少。短期内全球经济还将受影响，行业间分化延续。

2021年债券市场制度建设不断完善，信用债注册制改革正式实施，将深化市场在资源配置中发挥决定性作用，有助于债券市场走向成熟，更好发挥多层次资本市场作用。

在今年的《报告》中，重点领域改革方面强调要“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道”。2021年2月23日，证监会正式发布《公司债券发行与交易管理办法》，单独设立“注册程序”章节落实简化发行。一方面实施注册制可以简化发行流程、提高发行效率，更好地让市场在资源配置中发挥决定性的作用。在行政审批从信用债券发行流程中淡出的同时，有助于培养投资者“谁投资，谁担责”的理性投资方式，回归价值理念，真正使债券定价取决于发行人和债券本身的资质。另一方面，注册制可以简化发行流程并有利于扩大企业债券的融资。在之前的核准制模式下，企业发行债券需过“审批关”和“市场关”，注册制下债券发行只需要经受市场的考验，缩短了融资周期，降低了融资难度，这是简政放权在破解企业“融资难、融资贵”难题中的体现，有助于债券市场走向成熟。

2021年政府要求坚决守住不发生系统性风险的底线，债券市场风险防范和违约处置将进一步完善，信用评级将发挥更大的作用，金融中介机构服务更加专业规范将推动实体经济的高质量发展。

在今年的《报告》中，着重强调了“完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线，金融机构要坚守服务实体经济的本分。”一方面随着我国债券市场的迅速发展和信用债发行规模的不断扩大，信用风险也成为债券市场的重要特征之一。从2014年首只债券违约至2020年，我国信用债市场共有494只债券违约，涉及170家违约主体，累计违约金额5,234.10亿元，中国债市违约常态化趋势更加明显，引发企业债务危机的因素也更加多样。另一方面，2020年底永煤事件的发生，降低了投资者的信心，提高了债券市场融资难度和成本，进一步加剧市场信用风险，且因债券市场信息传播较快，一旦发生重

大违约事件，易引发“羊群效应”，导致市场内部分流动性快速消失，可能带来局部风险和金融系统安全隐患。

坚决守住不发生系统性风险的底线，信用评级机构将发挥更大的作用。第一，由于发行人和投资者之间天然存在信息的不对称，因此需要外部力量来降低不对称性。实践中，对信息披露应当建立多层次的披露体系，共同发挥监管机构、中介机构和投资者等多方作用。评级机构作为传统的信息中介机构，在降低信息不对称性方面具有天然的优势，可以通过访谈、调研等方式和企业直接接触，及时了解企业的信息，同时拥有评级框架下的债券信息披露标准，对提升信息披露质量、保障投资者知情权起到积极的作用。第二，随着违约的日益复杂化，反应信用风险的评级价值会愈加重要，评级机构通过提升自身能力建设，在对企业进行信用评级时依据更准确和充分的信息、更及时和有效的途径、更专业和公正的技术，在债券市场的发展过程中不断提高信用评级质量，促进社会信用体系建设。第三，随着违约事件的增多，信用风险在债券投资中的地位不断上升，投资者将会更加注重评级结果的有效性。现有级别之间的界限将不能满足市场的需求，企业所处的宏观环境、行业竞争、经营状况是在随时变化的，评级机构也要在评级过程中不断创造新的评价模式和服务模式，满足不同风险偏好的投资者对风险收益的需求，助力债券市场健康规范发展。

青山常在焕生机，稳中求进行致远。面对新的任务和挑战，债券市场及中介机构将紧紧围绕服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革的战略部署，助力中国经济取得更加辉煌的成就。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。