



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

债券市场

彭兴韵
周莉萍、孙雨萌、彭林威

2024年2月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度2月份发布。

稳中有进，静水流深

摘要

2023年，美欧仍延续货币政策紧缩态势，但加息渐入尾声，超高限制性利率在抑制通胀的同时，也带来了金融信贷环境的持续收紧，美国受益于前期的宽松财政政策，居民、企业等部门资产负债表较为健康，同时疫情后服务型消费韧性较强，经济增长持续超预期。同样激进加息的欧洲经济则持续陷入困顿，长期在零增长附近徘徊。

在全面放开后的第一年，我国经济逐步恢复常态化运行，但内需不足仍是主要问题。2023年初，国家从政策层面大举推动经济修复预期管理，宏观调控组合政策发力效果显著，经济运行状态持续好转，三季度GDP同比增长4.9%，两年平均增长4.4%，较二季度加快1.1个百分点，全年5%的经济增长目标有望实现。

一级市场方面，2023年，财政政策仍持续发力，国债与地方债发行持续放量，特别是四季度发行特别国债1万亿元，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾短板；同业存单2023年受资金面宽松及商业银行配置政府债券、增加信贷投放引起的流动性需求，发行量止跌回升；以住房抵押贷款为代表的资产支持证券仍延续大幅下跌态势。二级市场方面，债券市场最大买家商业银行份额占比持续提升，国债流动2023年止跌回升，交易比数及规模大幅提升。债券违约方面，实质性违约只数与规模继续下跌，展期债券与违约债券合计规模小幅下滑，但展期债券占比持续攀升，信用风险收窄有限。

2023年，监管机构持续推动金融监管改革，推动债券市场优化开放，通过住房租赁金融、科创型票据、企业资产证券化等方式助力融资环境优化，北交所2023年启动公司债受理审核工作，债券市场供给体系进一步丰富。

本报告负责人：彭兴韵

本报告执笔人：

- 彭兴韵
国家金融与发展实验室副主任
- 周莉萍
国家金融与发展实验室高级研究员
- 孙雨萌
中国社会科学院大学硕士研究生
- 彭林威
中国社会科学院大学硕士研究生

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、2023 年债券市场面临的利率环境	1
(一) 发达经济体加息周期已近尾声，高利率带动通胀高位回落	1
(二) 国内中枢利率在经济弱预期中不断下行	4
二、2023 年我国债券市场发展平稳	10
(一) 债券发行规模、偿债规模均同比增长，净融资额较 2022 年 基本持平	10
(二) 国债二级市场流动性	15
(三) 债券市场信用风险事件冲击减弱	16
(四) 债券市场改革不断深化，密集出台支持债券融资的政策举 措	17
(五) 不断扩大债券市场高水平对外开放	19
三、展望	21

一、2023 年债券市场面临的利率环境

(一) 发达经济体加息周期已近尾声，高利率带动通胀高位回落

2023 年，面对高企的通胀，美联储延续了紧缩性货币政策，但加息频率与节奏有所放缓，2023 年 4 次共加息 100 个基点，联邦基准利率升至 5.50%（见图 1），为 2008 年以来最高位。分季度来看，美联储 2023 年一季度加息两次，共 50 个基点；二季度、三季度各加息一次，共 50 个基点；7 月加息后至今美联储已暂停加息。

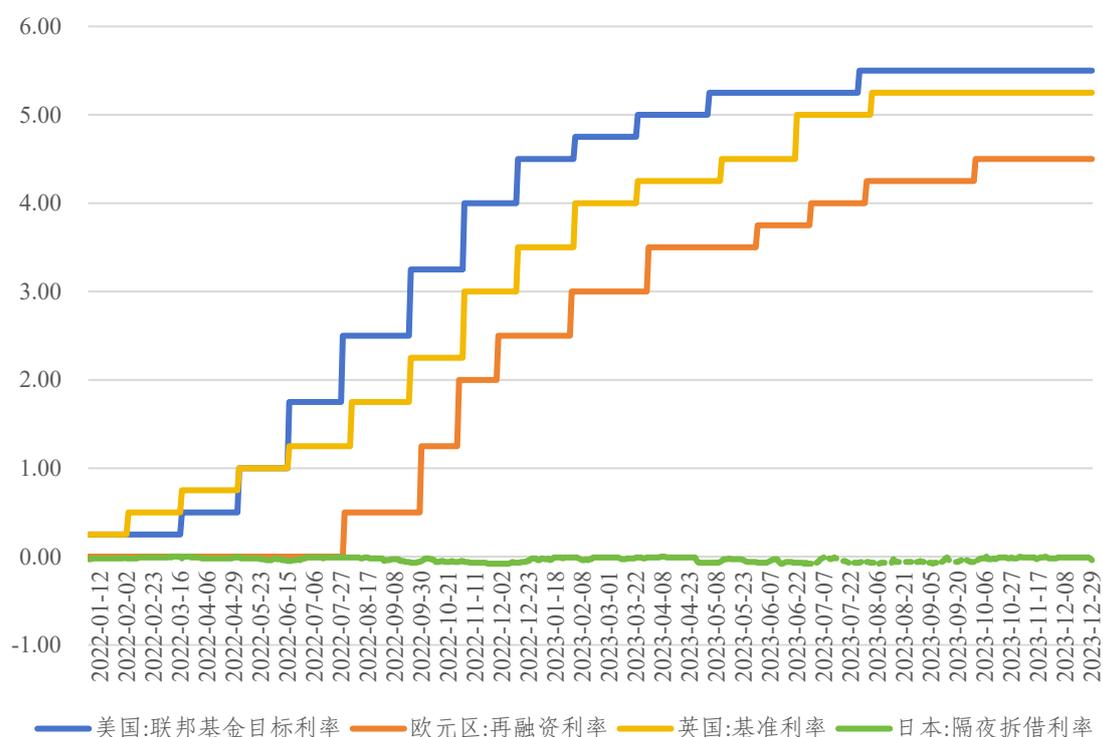


图 1 主要发达经济体政策利率 (%)

数据来源：Wind。

激进加息下通胀遏制已见成效。2023 年，美国通胀在美联储紧缩货币政策下一路回落，CPI 从 1 月的 6.40% 下降至 10 月的 3.20%（见图 2），三季度因油价上涨等因素短暂拉升徘徊，进入四季度后，因油价压力有所平复及住房等因素延续下行趋势，CPI 掉头下降。核心通胀从 1 月的 5.60% 下降至 12 月的 3.90%，但核心 CPI 下落速度明显低于 CPI 回落速度，且核心 CPI 从 3 月起高于 CPI 维持至今，服务、住房、核心商品等核心通胀黏性较强，显示美国劳动力市场及居民消费等因素韧性较强。

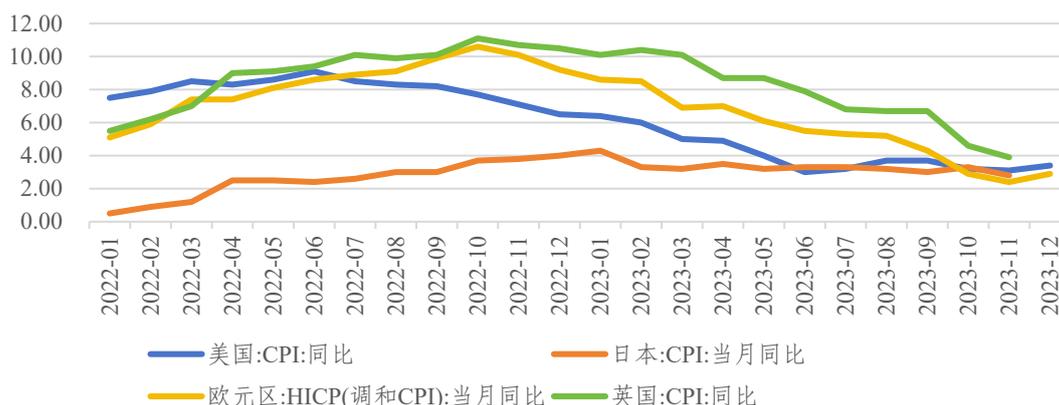


图2 主要发达经济体通胀水平（月同比、%）

数据来源：Wind。

尽管美联储大幅加息，但美国经济表现超出预期，美联储多次上调经济增长率预测。2023年一、二季度，美国实际GDP年化增速分别为2.20%、2.10%，三季度实际GDP环比折年率高达5.20%，剔除基期及库存扰动因素预计仍高于二季度数值。从各项对经济的拉动效果来看，私人消费与投资增长成为三季度GDP高增长的推动因素。个人消费支出与国内私人投资对美国实际GDP环比拉动率分别为2.44%、1.82%，保持强劲势头；政府消费支出与投资对美国实际GDP环比拉动率则波动较小，三季度维持在0.92%。美联储对美国2023年实际GDP增速预测由2023年初的0.4%，拉升至2.1%，对2024年的实际GDP增速也由1.2%增长至1.5%，美国经济的强韧性成为市场最大的预期差之一。失业率处于较低水平，职位空缺率一度出现边际上升。劳动力市场的紧俏反映到薪资增长上，表现为薪资增长幅度下降偏缓，支撑了美国居民消费，同时美国房地产市场及权益类资产价格上涨带来的财富效应也起到了支撑作用。从政策来看，美国财政支出虽然有所收缩，但仍相对宽松，在拜登政府一系列产业政策加持下，政策对经济增长托底效果明显。

美国国债利率创新高，国债实际利率快速上行。2022年以来，美国国债收益率总体呈上涨态势，尤其是在美联储加息后，国债收益率不断攀升。2021年末美国10年期国债收益率维持在1.60%左右，至2022年末上涨至3.80%，2023年年初短暂徘徊后快速上行，10月末升至本轮最高点，一度逼近5.00%。从短期影响因素看，美联储持续缩表减持美国国债，同时美国政府一系列产业政策扩张财政支出，增加了国债供给，造成国债供需有所失衡。从长期支撑因素看，美国国

债实际利率在 2023 年对国债收益率变动的主导效应越来越强。自本轮加息以来，联邦基金目标利率持续上升，同时美国经济表现出的强韧性提升了实际利率，从而提高了美国国债收益率。

2023 年欧央行持续加息以对抗通胀，累计 6 次共加息 200 个基点，主要再融资利率升至 4.50%。2023 年 10 月，在连续加息 10 次后按下暂停键。**连续的加息抑制了欧元区的信贷供应，收紧的金融条件使欧元区经济萎缩的风险不断上升。**欧元区通胀在欧央行高限制性利率下一路回落，2023 年上半年，受益于能源、食品价格下滑及全球供应链紧张的缓解，欧元区 HICP（调和 CPI）一路从年初的 9.20% 下滑至 6 月末的 5.50%，但核心 HICP 却在上半年不降反升，一路走高，在 7 月实现对 HICP 的反超。长期的通胀让欧元区各行业公会普遍要求涨薪以抵消通胀影响，普遍的涨薪加大了“工资-价格”螺旋上升的风险，形成了对核心通胀的强力支撑。步入三季度后，核心 HICP 才跟随 HICP 缓慢下降，但仍高于 HICP。较高的利率让经济增长前景愈发黯淡，欧元区实际 GDP 一季度环比零增长，二季度环比微增 0.20%，三季度掉头转负，环比下降 -0.10%，增长动能相对疲软，不断加大了欧元区陷入衰退的预期。尤其是与美国经济表现出较强韧性相比，欧洲经济愈发黯淡无光。三季度末，美国经济数据的超预期表现让欧元汇率承压。同时经济动能的回落让欧洲就业市场韧性消退，在一定程度上有助于通胀的缓解，但就业与工资的放缓对消费构成下行风险，高利率下信贷条件的收紧，欧洲消费与投资对经济的拉动形成拖累。

2022 年以来，日本通胀一路上升，逐渐摆脱长期以来超低通胀甚至通缩的局面。2023 年 CPI 始终位于 3% 以上，核心 CPI 也在 3% 附近波动，经济增长略有起色，一、二季度实际 GDP 环比折年率分别达 3.70%、4.50%，三季度受汇率贬值影响净出口下降导致实际 GDP 环比折年率转负。**汇率持续贬值，日本央行 2023 年两度调整 YCC 政策。**在欧美央行激进加息下，日本央行始终维持负利率政策，利差不断扩大让日元汇率一路下跌，在 11 月初跌破美元兑日元 1: 150 的心理关口，此后有所回升。同时，日本通胀及经济等因素让日本国债收益率不断抬升，一度逼近甚至超过原收益率曲线控制（YCC）政策定的 10 年期国债收益率 0.5% 的上限，日本央行不得不在 7 月和 10 月议息会议上两度调整 YCC 政策，7 月将利率上限由 0.5% 调整至 1.0%，10 月宣布上限 1.0% 仅为参考，取消了无限

购债的承诺，对 YCC 政策实现边际性松绑，摆脱了原先 YCC 政策下，通胀抬升引起国债收益率上行，央行维持承诺加大购债力度进一步放松货币，继而引起通胀的恶性循环。通胀方面，日本通胀自 2021 年下半年上升以来，由最初的能源输入型通胀，逐步转换为薪资增长、服务等内在通胀，尤其是 2023 年以，能源部分对日本通胀贡献率持续转负。日本央行也不断上调未来通胀预测，最新一次核心通胀预测（2024 年 3 月）已上调至 3.8%，显示日本央行对通胀超调的容忍度要高于通缩的容忍度。

（二）国内中枢利率在经济弱预期中不断下行

2023 年被视为疫后放开后的第一年。中国经济在恢复常态化运行后，仍略显疲态，内需不足仍是本轮“波浪式”复苏所面临的主要挑战。2023 全年保持中性偏宽松的政策基调，未来在注重跨周期与逆周期调节的同时更加强调与财政政策的配合。从货币供应量来看，自 2023 年 1 月以来，M₁ 同比增速持续走低，从年初的 6.7% 降至 12 月的 1.3%，同时，M₂ 增速维持高位，M₁-M₂ 剪刀差走阔（见图 3）。这也反映了本轮经济复苏中，我国内需仍然不足，资金流通速度低位徘徊。衡量货币流通速度的 GDP/M₂ 同比变动自 2023 年初以来就处于低位，货币政策对于资金流通速度的提振并未如预期明显，短期内货币政策仍有较大降息空间；中长期来看，更应坚持改革，将货币、财政以及相关产业政策更为紧密的结合，针对地方财政紧张的问题，应加快“土地财政”向“股权财政”的转型，保障债务如期偿还。

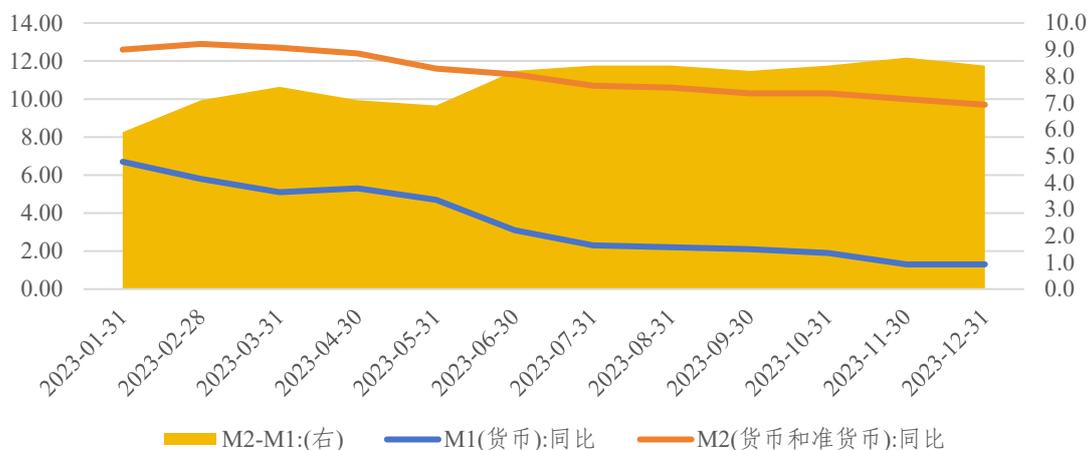


图 3 M₁、M₂ 同比及二者剪刀差 (%)

数据来源：同花顺。

企业活期存款增速下降成为 M1 同比最大拖累项。一方面，房地产销售市场遇冷，阻碍居民储蓄向企业活期存款的转换，1 月至 11 月我国商品房销售额与销售面积同比分别下降 5.20%、8.00%（见图 4）。2023 年以来，我国对房地产业的态度转向是多元化和综合化的，在坚持“房住不炒”的定位下逐渐松绑，落实“金融十六条”措施，“因城施策”实施差别化信贷政策，重视地产市场发展给经济增长与民生改善带来的积极作用。对地产业全年调控思路呈现“小幅但高频”的特点，城市分化较大，且政策持续性较弱，利好落地后经历 1-2 两周左右的“脉冲式”回暖。具体来看，央行两次降准、三次降息、下调公积金贷款利率以及阶段性放宽房贷利率下限，全年累计下调 LPR 共 35 基点，首套房房贷利率最低至 4.1%，下调首套房个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，引导居民房贷成本下降。2023 年下半年各大政策频繁出台，10 月底的中央金融工作会议再次明确要“一视同仁”，满足不同所有制房企合理的融资需求，提前对接相应需求，随后出台“房企白名单”、11 月中旬提出“三个不低于”，首次以量化指标的方式对于银行业房贷行为进行硬性规定，将触角细化至非国有房地产企业，调整供给侧融资支持结构，真正缓解房地产企业融资压力。预计后续也将继续围绕对民营房企的融资支持和满足居民的购房需求出台系列政策。

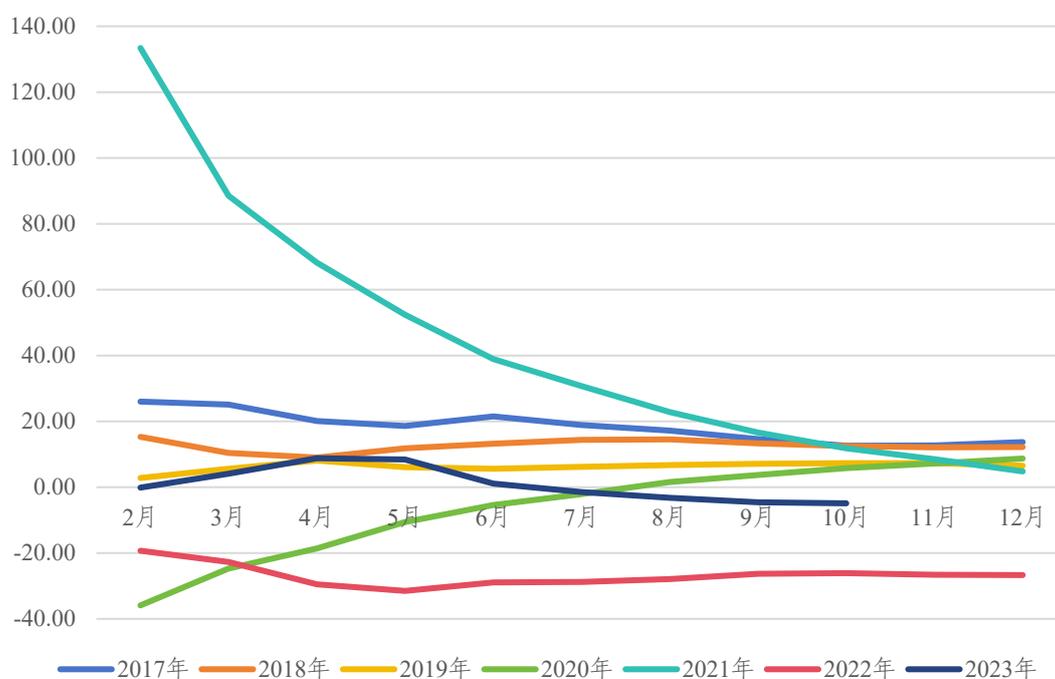


图 4 商品房销售额累计同比 (%)

数据来源：同花顺。

在“波浪式”复苏的背景下，企业短期内投资扩张意愿较弱，企业存款定期化趋势明显，且在经营面临压力的情况下资金多用于偿还利息，并未沉淀于活期存款中，导致 M₁ 与 M₂ 剪刀差持续走阔。

2023 年我国信贷总量增长较快，结构持续优化。2023 年全年人民币贷款增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元。其中，金融机构贷款同比多增 10.60%，贷款利率到达历史低位，金融机构对实体经济的支持力度不断加大。从结构来看，企事业单位中长期贷款较 2023 年初增加 13.57 万亿元，占全部企业贷款增加值的 75.78%。截至 11 月末，制造业和普惠小微贷款余额分别同比多增 38.2%与 24.1%，比全部贷款增速分别高出 27.3%与 13.2%。

2023 年度 CPI 与 PPI 走势明显背离，剪刀差延续走阔趋势。自 2023 年 6 月以来，我国 CPI 环比连续负增长（见图 5），同比在 6 月降至 0 附近，剔除食品与能源项的核心 CPI 也处于 0.4%左右的低位，猪肉和蔬菜价格走低是上半年食品项通胀回落的主要原因。下半年随着消费市场的恢复和部分商品价格的上涨，拉动 CPI 同环比有所上行。一些食品和非食品类商品的价格上涨较快，例如鲜果、鲜菜等食品项在季节效应下价格抬升明显，此外，在十一小长假的影响下服务类消费价格也有所上涨，前三季度 CPI 同比上涨 0.4%，12 月 CPI 环比上升 0.10%，物价运行总体平稳。

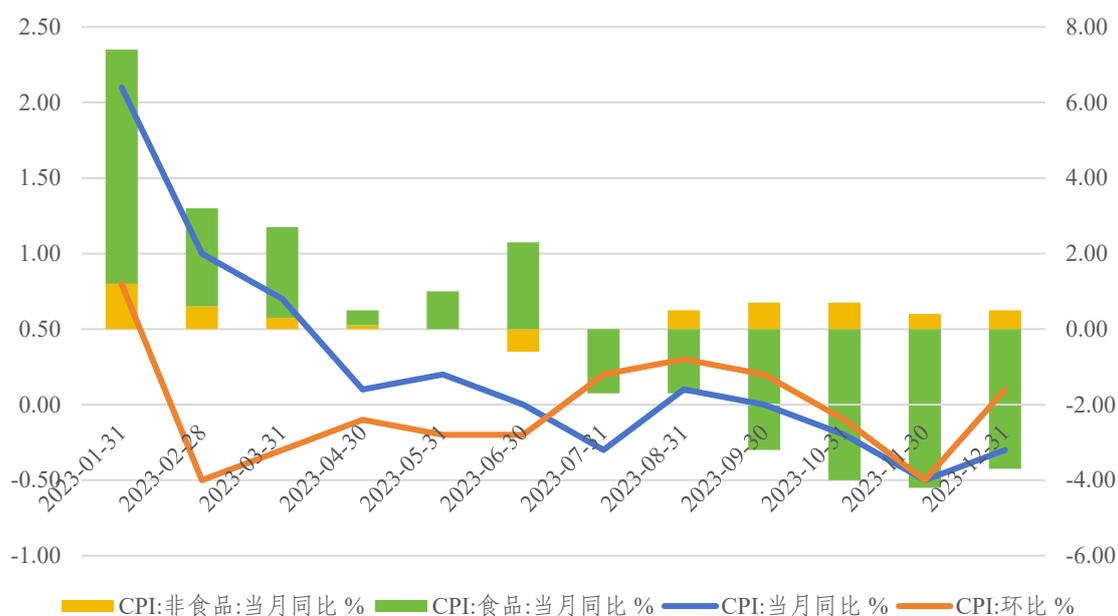


图 5 CPI 同环比及分项贡献 (%)

数据来源：同花顺。

由于国际原油等大宗商品价格的波动以及国内供需关系的调整，2023年全年PPI出现了一定下跌（见图6）。目前，我国工业品产能仍然过剩，商品价格受抑制的情况或将延续，预计2024年PPI同比增速或将继续低位运行，微观主体的弱预期与低需求可能导致通缩压力自产业链下游传导至上游，广谱利率中枢因此被拖累的可能性仍然存在。



图6 PPI同环比走势(%)

数据来源：同花顺。

结合PMI来看，2023年一季度制造业景气度在去库存周期的带动下，保持在荣枯线以上（见图7）；综合PMI在4月达到54.4%，较3月回落2.6%，当月制造业PMI降至荣枯线之下，制造业企业“订单-生产-价格-采购”下降趋势明显；三季末我国官方综合PMI产出指数52.0%，环比上升0.7pct。制造业PMI重返荣枯线上方，连续4个月景气回升，产需回暖共振，在三季末提升至50.20%。但需求不足仍然是制造业恢复发展面临的首要问题。迈入四季度后，制造业PMI连续下行且维持在景气收缩区间，12月制造业PMI环比下降0.4个百分点至49%。非制造业PMI为历史同期及年内最低值，其中建筑业景气度明显强于服务业（见图8），经济内生动能较弱的问题仍然突出，预计后续将提前出台“稳增长”系列政策，进一步巩固经济回升基础。

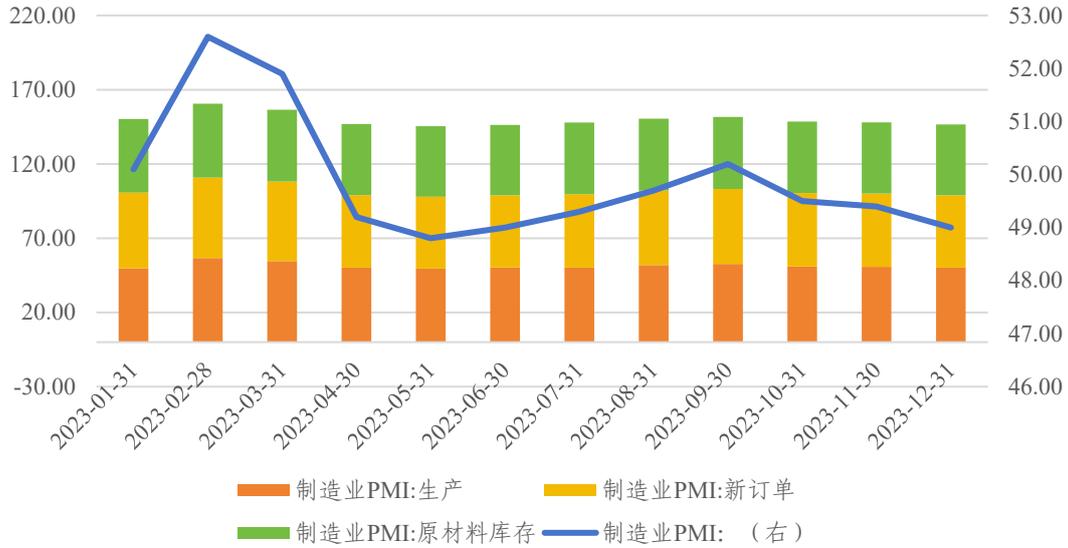


图7 制造业 PMI 及部分分项 (%)

数据来源：同花顺。

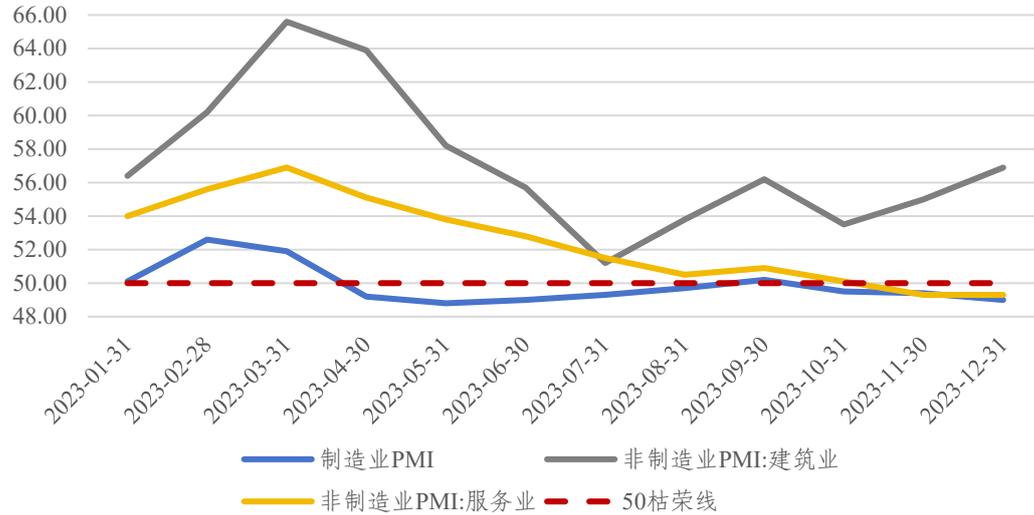


图8 非制造业 PMI 走势 (%)

数据来源：同花顺。

同时，国内消费与投资规模继续扩大。2023 年前三季度全国居民人均可支配收入为 2.9 万元，同比名义增长 6.3%，结构持续改善。前三季度社零总额同比增长 6.8%，其中服装粮油类等生活消费增长稳定，娱乐等升级类商品销售增长较快。前三季度固定资产投资 375035 亿元，同比增长 3.1%，制造业、基础设施与高技术产业投资分别增长 6.2%、6.2%与 11.4%，房地产开发投资下降 9.1%。

2023 年以来，央行利率政策的针对性和协同性明显增强，实体融资成本稳中有降。除了两次降准、三次降息之外，央行还引导主要银行下调一年

期以及以上存款利率 10-25 个基点，充分发挥存款利率市场化调整机制的作用，缓解存款长期化倾向，提高资金活化率。同时，积极顺应房地产市场供求关系新态势，适时调整优化房产利率政策，按季动态调整首套房贷款利率，调降二套房利率下限 40 个基点，降低居民还贷压力，促进存款向投资消费转化。

债券市场到期收益率在国内外经济形式和政策因素的影响下，呈波动下行态势。一方面，全球经济复苏乏力，以美国为代表的发达经济体持续宽松的货币政策和较低的利率水平对我国债券市场形成一定影响。另一方面，国内经济稳增长政策持续发力，货币政策保持宽松，推动债券市场利率下行。

具体来看，2023 年上半年，我国债券市场整体表现平稳，收益率呈现波动下行态势（见图 9）。受银行间市场流动性宽松和避险情绪的影响，国债收益率波动下行，10 年期国债利率分别在 1 月末和 8 月末达到全年高低点；企业债收益率在信用风险事件和资金面波动的影响下，呈现区间波动；可转债市场则受到股市波动和转债个券表现的影响，呈现结构性机会。

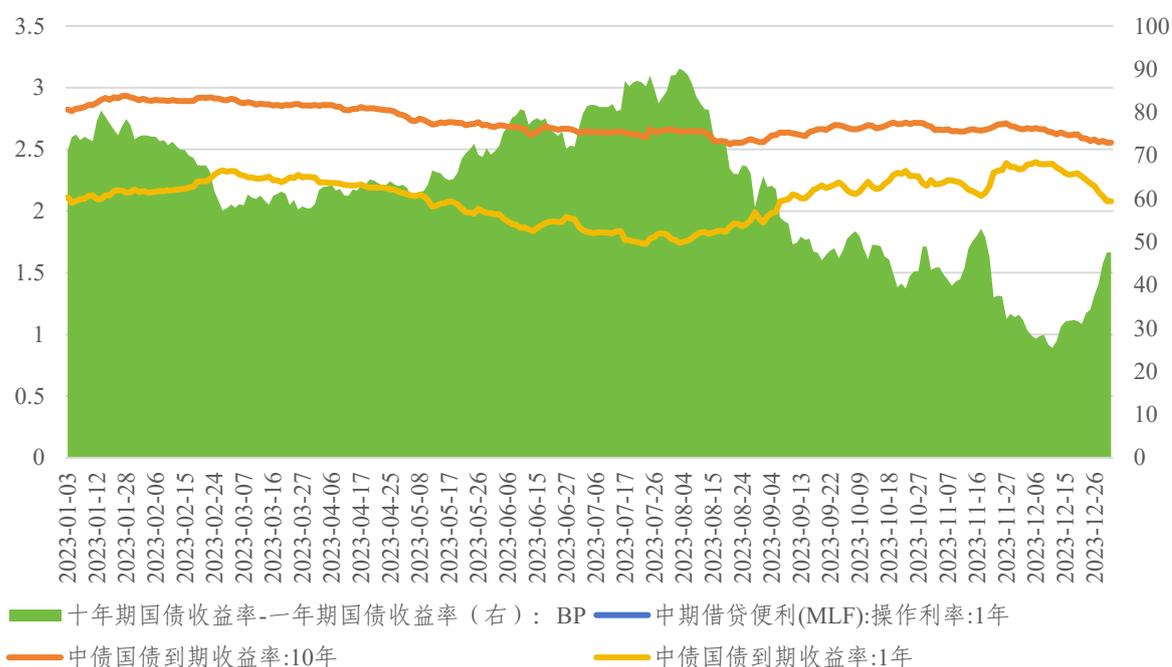


图 9 国债到期收益率与 MLF 走势 (%)

数据来源：同花顺。

进入 2023 年下半年，我国债券市场面临全球经济复苏乏力、国内经济稳增长政策持续发力等多重因素影响，利率呈现下行态势。9 月以来，政府

释放诸多积极信号刺激经济，如地产积极政策（降低购买首套房首付比例和贷款利率、个人住房贷款“认房不认贷”）、活跃资本市场政策等，经济企稳回升态势明显，叠加货币市场利率上行（见图 10）和债券市场供需失衡等因素影响，债券收益率出现阶段性上行。

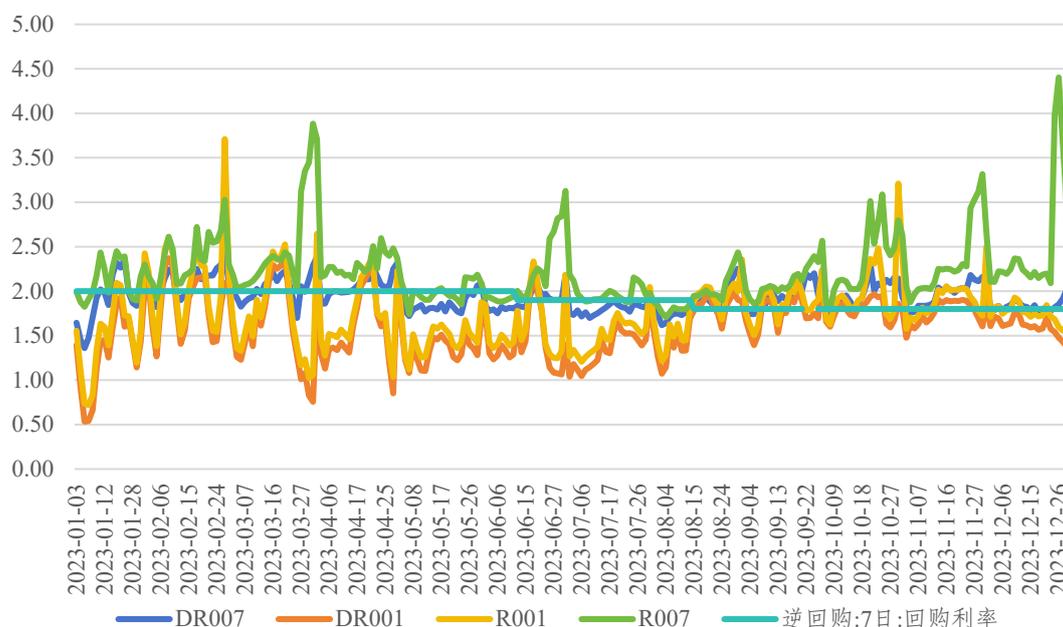


图 10 债券市场资金价格走势 (%)

数据来源：同花顺。

二、2023 年我国债券市场发展平稳

国内债券发行规模、偿债规模均同比增长，净融资额止跌回升。债券市场净融资在 2020 年达到最高值 17.18 万亿元后持续下滑，2023 年企稳回升，债券市场违约方面，信用风险暴露仍持续向房地产行业集中，但违约及展期规模均有所收窄，境外机构持有人民币债券 2023 年震荡企稳，受益于中国经济的复苏及欧美加息的终止，外资持有人民币债券预计将逐步提升。

（一）债券发行规模、偿债规模均同比增长，净融资额较 2022 年基本持平

2023 年，中国经济基本面修复不及预期，CPI 低位徘徊，地产延续 2022 年的收缩趋势，政策多次发挥逆周期调节优势，央行两度降准降息，增发 1 万亿元国债，国债与地方政府债加速发行支撑了债券市场的发行规模，债券市场多券种发行利率震荡下行。

2023 年，我国债券市场一级市场运行平稳，共发行各类债券 71.04 万亿元，发行规模较 2022 年同期增长 15.45%；总偿还规模合计 57.26 万亿元，同比增长 13.47%，增幅较快；全市场净融资额为 13.78 万亿元（见图 11），较 2022 年增长 24.44%，逐渐回归到新冠疫情前的水平并有所增长（2018 年全市场净融资额为 11 万亿元、2019 年全市场净融资为 11.48 万亿元）。

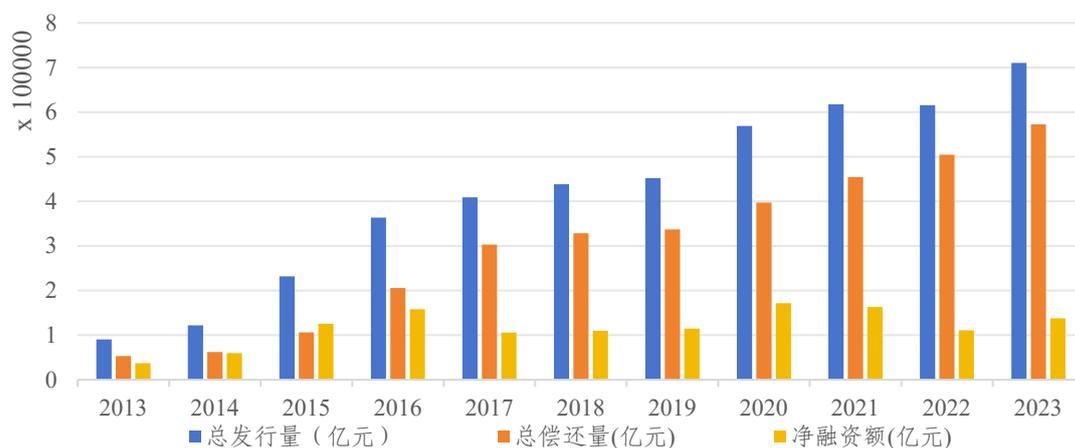


图 11 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

各券种发行分化，同业存单、地方债发行增幅明显。同业存单、地方政府债较 2022 年大幅增长，资产支持证券延续下滑趋势。其中，地方政府债的发行增速最快，2023 年共计发行 9.33 万亿元，同比大幅增长 26.78%；同业存单发行 25.69 万亿元，增幅 25.39%，国债发行 11.10 万亿元，增幅 14.18%；资产支持证券发行延续了 2022 年的下滑趋势，发行 1.87 万亿元，降幅 6.75%，较 2021 年最高点下降 40.37%；金融债与非金融企业债发行规模较 2022 年小幅增长，分别发行 9.99 万亿元、12.79 万亿元（见图 12）。

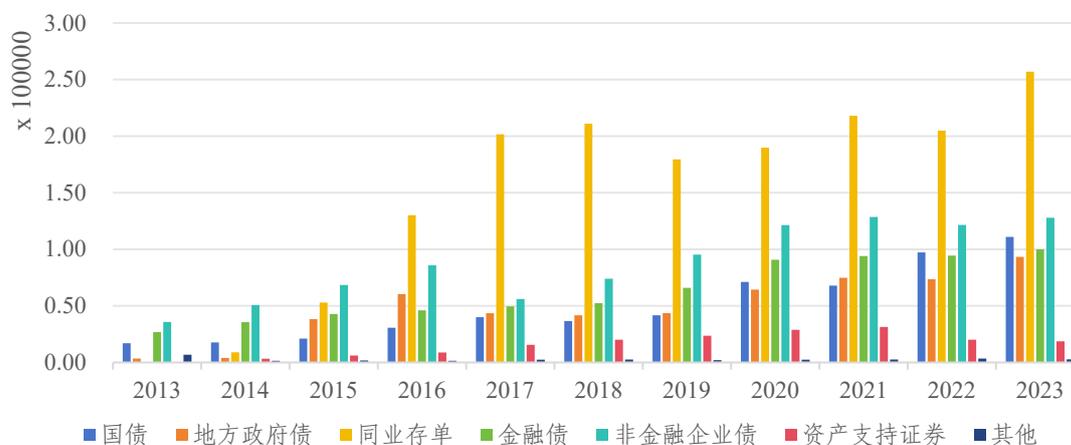


图 12 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

2023年，国内经济复苏缓慢，政策加大了逆周期调节力度，中央财政在四季度增发特别国债1万亿元，全国财政赤字由3.88万亿元增加到4.88万亿元，赤字率提升至3.80%。同时，在化解地方政府隐性债务风险上，2023年《政府工作报告》提出要“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”；4月，中共中央政治局会议再次指出要有效防范化解重点领域风险，加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务；7月，中共中央政治局会议上则首次提出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。为防止地方政府违约，2023年地方政府债发行增长明显，再融资债券发行占比升至48.84%，发行期限更加趋于长期化。

商业银行发行同业存单利率以同期限SHIBOR为基准，一年期同业存单发行利率锚定MLF利率，2023年央行两次下调MLF利率，同业存单利率整体呈下行趋势，受国债、地方债发行放量、信贷投放增多等多重因素影响，商业银行增加了发行同业存单进行主动负债以补充流动性。三季度，同业存单利率跟随资金面有所上升，但仍成为商业银行主动负债较低成本选项。金融债方面，2023年11月1日，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》，提高了银行二级资本债、同业存单和商业银行普通金融债持有的风险权重，对商业银行金融债发行需求形成一定影响，但整体影响较小，2023年商业银行绿色金融债与小微金融债增幅明显。

债券市场存量规模持续增长，地方债占比持续提升。截至2023年末，全国债券市场存量规模达155.73万亿元，较2022年增长9.69%，保持稳定增长的势头，增幅较2022年的8.46%有所回升。

从存量结构看，地方政府债自2022年存量余额超越金融债成为债市第一大品种后，份额持续升高，国债份额超越非金融企业债占比升至第三，金融债份额较2022年微增，其余债券占比则有所下滑。截至2023年末，地方债、金融债、国债、非金融企业债为存量余额前四的主要券种，年末余额分别为40.54万亿元、37.24万亿元、29.71万亿元、28.16万亿元，占全市场比重分别为26.03%、23.91%、19.08%、18.08%，四大券种占比合计达87.11%，较2022年上涨1.47%（见图13）。

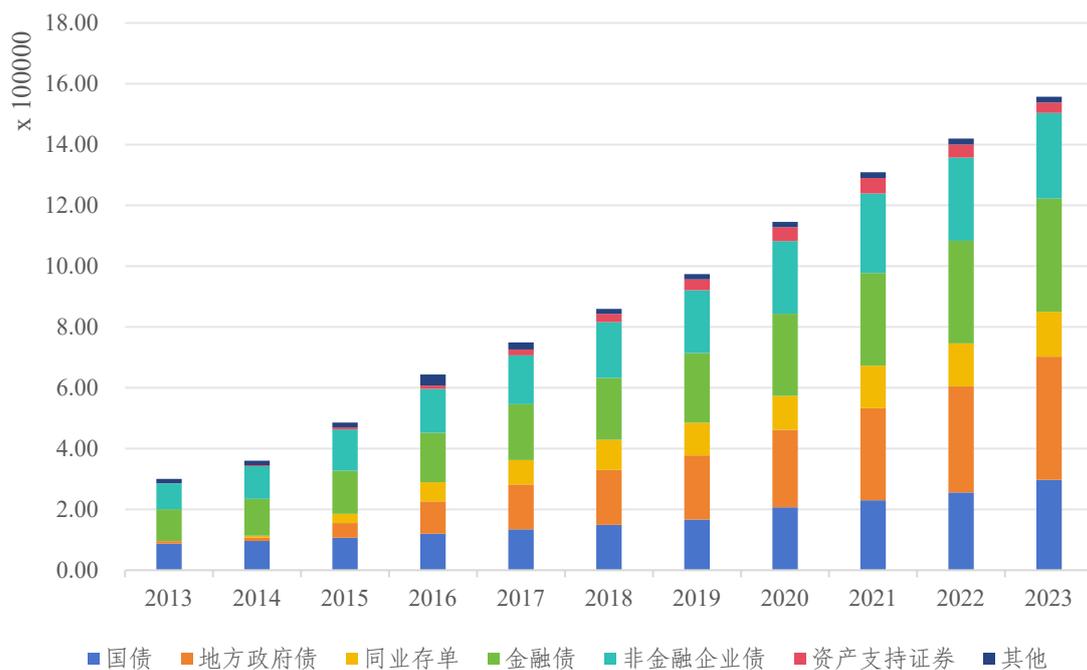


图 13 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

从存量同比增速看，除资产支持证券外，其余券种存量余额均有不同程度增长。其中，地方债的连续两年存量余额同比增速最快，国债次之，金融债第三，分别为 16.23%、16.12%、10.37%；非金融企业债、同业存单的同比增速较低，分别为 4.29%、2.88%；而资产支持证券存量连续同比下降 20.06%，下降幅度高于 2022 年。资产支持证券的大幅下滑主要是以住房抵押贷款为基础资产的信贷类 ABS 存量大幅下滑。2023 年，以住房抵押贷款为基础资产的资产支撑证券存量余额为 0.45 万亿元，较 2022 年末的 1.07 万亿元下滑 57.86%，较 2021 年的 1.35 万亿元下滑 66.78%。受房地产市场的影响，住房贷款抵押证券市场快速萎缩，此外以供应链应付账款、一般小额贷款债权等为基础资产的资产支持证券同样下滑严重。

现券交易规模稳步增长，交易持续活跃。2023 年银行间和交易所市场债券结算量为 2572.74 万亿元，同比增长 18.14%。其中，现券结算量 351.19 万亿元，交易占比 13.65%，交易量同比增长 14.50%；回购结算量 2131.66 万亿元，交易占比 82.86%；同业拆借结算量 89.89 万亿元，交易占比 3.49%（见图 14）。

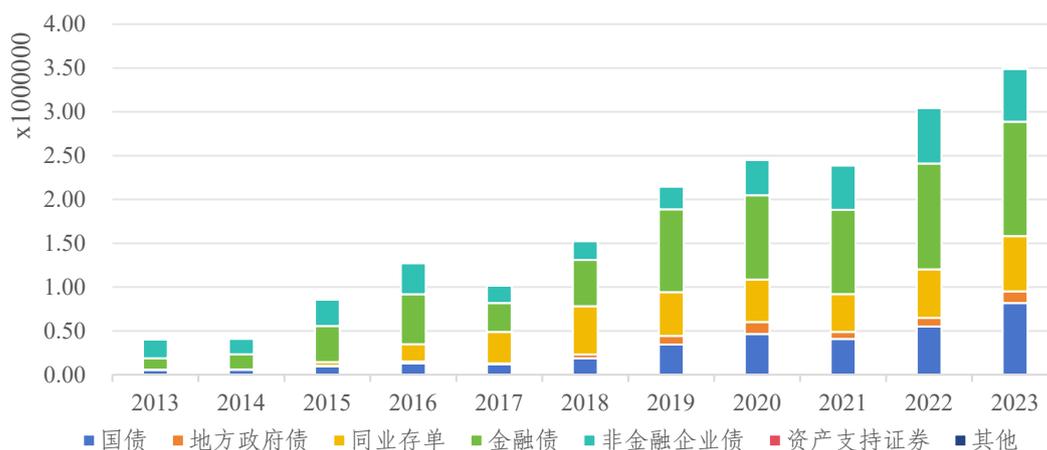


图 14 我国债券市场现券交易规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

从现券交易的结构来看, 银行间债券市场仍为现券交易最活跃的市场, 其成交量约占总交易量的 86.69%。从现券成交量来看, 2013 年以来, 我国债券市场现券成交量呈震荡上升趋势。2023 年, 我国债券市场现券成交量再创历年新高; 除资产支持证券、其他类型债券出现同比下跌外, 其余券种现券交易额均实现同比正增长, 其中, 国债与地方政府债现券交易量较 2022 年大幅增长, 分别实现 48.79%、36.24% 的涨幅。从债券品种看, 在现券交易中, 金融债交易较为活跃, 2023 年金融债成交量为 130.74 万亿元, 同比增长 8.28%, 成交额占比达 37.23%; 国债的成交量升至第二位, 全年现券结算额为 81.93 万亿元, 成交额占比达 23.33%; 第一大存量债地方政府债 2023 年全年现券成交额仅 13.30 万亿元, 活跃度较 2022 年大幅提升, 但整体交易表现活跃度仍较低、流动性较差, 成交额仅占 3.79%; 发行量大幅下滑的资产支持证券在 2023 年的现券交易额仅为 1.67 万亿元, 同比大幅下降 16.51%, 延续大幅下跌态势。

除地方政府外, 商业银行持有的各种债券比例持续提升 (地方政府债除外), 保险、证券及广义基金持有的地方政府债占比小幅上升。2023 年, 在银行间国债市场, 商业银行持有国债占比 69.66%, 险资、广义基金、境外机构占比均有小幅下滑, 证券公司持有占比小幅上涨。各机构国债持有量均有所上升, 其中, 证券公司持有量上升 27.73% 至 0.87 万亿元, 商业银行国债持有量增加 17.48% 至 18.64 万亿元。

2023 年, 地方债发行加速, 存量增长较快, 各机构持有量均实现 10% 以上增长。其中, 广义基金持债增长 38.27% 至 2.19 万亿元, 持有量增长位居第一;

保险、证券持债增长 31.79%、34.72%；商业银行持债增长 14.79%，占比小幅下滑，但仍持有近九成。金融债方面，商业银行与信用社占比上升，商业银行持有占比达到 51.45%，第二大持有人广义基金持有量与 2022 年基本持平，占比小幅下滑至 37.69%。2023 年，企业债发行量有所下滑，各机构持有企业债量均下滑明显，广义基金持有量跌破一半至 49.90%（见图 15）。

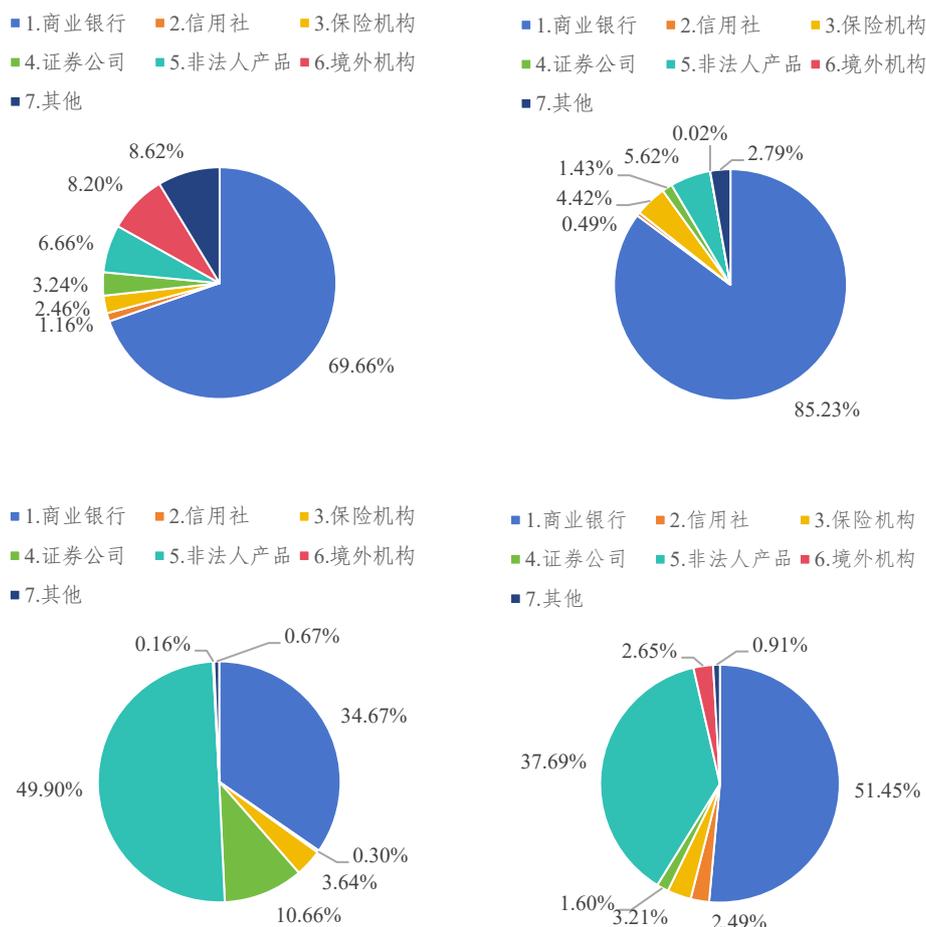


图 15 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行加商业银行债持有人结构（%）

数据来源：中国债券信息网。

（二）国债二级市场流动性

长期以来，国债交易始终保持上升势头，2022 年四季度受制于国债价格上行、债市转熊等因素影响，国债成交笔数与金额有所下滑，2023 年一季度跌至 2022 年同期水平，此后快速回升，至四季度末成交金额 69.85 万亿元，成交笔数 134.62 万笔（见图 16），创近年来新高。其中，四季度成交笔数较三季度环比增长 30.65%，成交金额较三季度环比增长 34.87%，增速明显。进入 2023 二季度以

来，受国债发行放量及政策利率下调、拉升交易情绪等因素影响，国债市场交易活跃度快速提升。

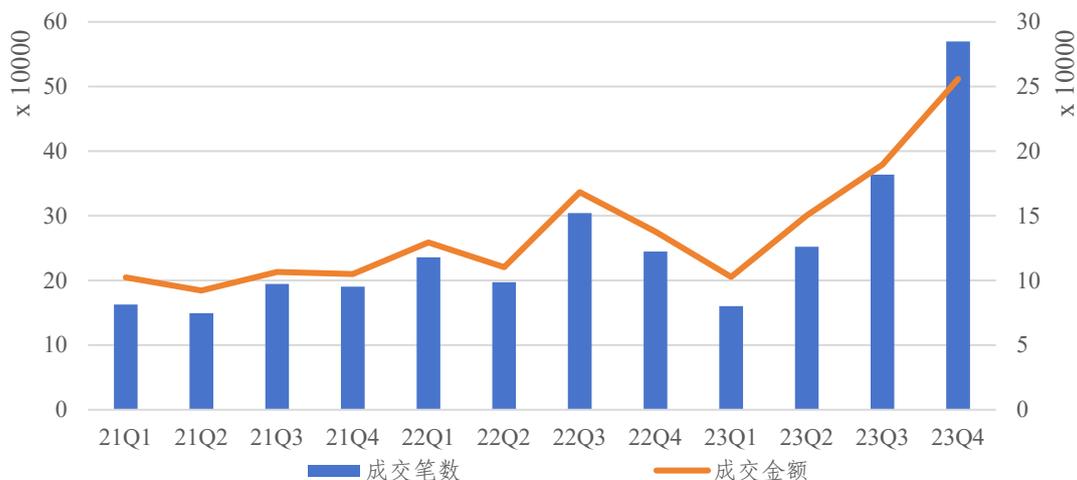


图 16 国债市场现券交易笔数及规模（笔、亿元）

数据来源：中国货币网。

（三）债券市场信用风险事件冲击减弱

2023 年违约主体、违约规模持续下降。2023 年，我国债券市场累计有 41 只债券主体发生违约，违约债券余额共计 308.19 亿元，违约主体数较 2022 年下降 46.75%。违约债券余额较 2022 年下降 41.94%，违约主体及违约债券规模均自 2020 年以来连续三年下降，实质性违约风险逐年下滑（见图 17）。2023 年以来，货币政策环境由宽货币向宽信用传导，金融条件较为宽松，企业债券融资成本持续回落，在一定程度上缓解了企业资金压力。

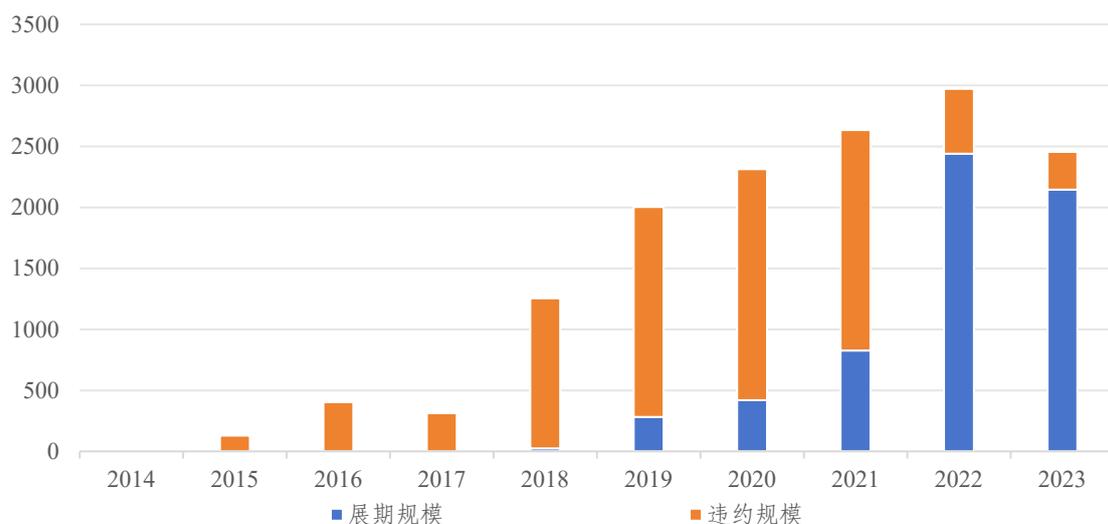


图 17 我国债券市场违约展期规模及实质性违约规模（亿元）

数据来源：Wind。

不过，值得注意的是，信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变，展期债券占比持续攀升，信用风险“明低暗高”。自2020年实质性违约债券主体数量及违约规模双双下降以来，展期债券数量与规模迅猛增长。2023年债券市场展期债券规模达2146.38亿元，较2022年轻微下滑12.06%，较2020年增加411.37%，年均复合增长率高达70.46%。同时，展期债券占比迅速提高，2020年债券市场实质性违约债券规模1894.13亿元，展期债券规模419.73亿元，展期债券规模占实质性违约与展期债券规模之和的18.14%。2023年展期债券规模占实质性违约与展期债券规模之和升至87.44%，两者占比调换次序。信用风险暴露形式从实质性违约向展期转变。

信用风险暴露仍持续向房地产行业集中。2023年41只债券违约主体中，与房地产相关的违约主体占比65.85%，较2022年上升7.41%，展期债券主体数量占比达72.35%。2020年，房地产相关行业仅占当年违约主体数量的7.43%，展期债券数量占比4.17%。2023年房地产行业整体仍延续下行态势，2023年TOP100房企销售总额为6.28万亿元，较2022年下降17.30%。房地产投资方面，TOP100房企拿地总额为1.32万亿元，较2022年微增1.70%。2023年，政策层面及时适应我国房地产市场供求关系发生的转变，持续调整优化房地产政策，明确房地产行业作为国民经济支柱产业地位不变，同时大力支持刚性和改善性住房需求，下调首套房最低首付比例，落实首套房贷款利率政策动态调整；房企层面支持房企合理融资诉求，同时积极防范化解房企风险，通过设立房企纾困专项再贷款等方式推动出险房企债务化解，各地政府也积极优化房地产市场管理细则，供需两端同时发力。但当前房地产企业风险仍需持续关注，从资金链角度看，房企销售尚未回暖，融资也未大幅改善，现金流断裂仍是房企“爆雷”的最大风险。

整体来看，2023年，在宽松货币政策环境下，信用主体融资利率均有不同程度下降。但在经济复苏进程较慢、房地产仍持续下滑的背景下，信用风险收窄相对有限，实质性违约与展期债券规模较2022年小幅下滑，出险风险主体通过展期方式寻求避免实质性违约发生。

（四）债券市场改革不断深化，密集出台支持债券融资的政策举措

金融监管改革持续深化，金融监督管理总局正式挂牌成立。2023年3月，十四届全国人民代表大会第一次会议表决通过了国务院机构改革方案，成立国家

金融监督管理总局，并重新调整了与证监会、中国人民银行的监管职能划分；7月，国家金融监督管理总局31家省级监管局和5家计划单列市监管局，以及306家地市监管分局迎来统一挂牌“金融监督管理局”；11月，中国机构编制网正式公布《国家金融监督管理总局职能配置、内设机构和人员编制规定》，明确了金融监管总局“三定”之后的内设机构、职能调整、人员编制等问题。在此次金融监管改革中，还将原来由发改委管理的公司债券改为由中国证券监督管理委员会监管，中国债券市场从多头监管向统一监管迈出了重大一步。

债券市场多举措发力促进融资回暖、经济企稳。2023年以来，中国经济企稳恢复受多重因素影响有所承压，货币政策与财政政策积极配合的同时，与债券市场相关的政策法规也在密集出台（见表1），不断促进投融资信心恢复，支持经济企稳增长。

表1 2023年国内债券市场主要监管政策

时间	监管政策
2月24日	中国人民银行发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》（征求意见稿）
4月28日	证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》
5月20日	上交所、深交所发布《科技创新公司债券上市规则指引》
6月30日	交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济发展质效的通知》
8月1日	发改委等多部门联合印发《国家发展改革委等部门关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》
10月20日	北交所首次发布公司债券（含企业债券）5项基本业务规则、16项配套指引指南
11月1日	国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》

资料来源：国家金融与发展实验室债券研究中心整理。

2月24日，中国人民银行发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》（征求意见稿），旨在支持住房租赁企业发行债务融资工具、公司债券、企业债券，专项用于租赁住房建设、购买和经营，为住房租赁企业提供融资便利。

4月28日，证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》，从五方面18项工作举措推动科技创新公司债券的发展，实行科创企业“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策，同时研究推出科创债ETF，给予优质科创债通用质押式回购融资最高档折扣系数。随后，5月20日，上交所、深交所发布《科

技创新公司债券上市规则指引》；7月20日，交易商协会推出混合型科创票据，增强了混合型科创票据对投资人的吸引力。

6月30日，交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济发展质效的通知》，提出重点支持科技型企业和民营小微企业、重点支持盘活不动产和PPP项目、重点支持与公募REITs试点区域高度一致的国家重大区域和债务压力较大地区。

8月1日，发改委等多部门联合印发《国家发展改革委等部门关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，提出28条举措促进民营经济高质量发展。文件提出，将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业并尽快形成更多示范案例。这意味着从2022年底试点的房地产民营企业债券增信模式转入常态化实施阶段。信用保护工具是债券市场创新出的新型增信产品，在央地合作增信模式下，国家级机构、地方机构等多方为民营企业提供联合增信，有助于分散民营企业信用风险，修复市场对民营企业债券信心，提升民营企业融资效率。

10月20日，北交所首次正式发布公司债券（含企业债券）5项基本业务规则及16项配套指引指南，北交所将于10月23日正式启动公司债券（含企业债券）受理审核工作。这一举措有利于丰富企业融资渠道，完善国内债券供给体系。

11月1日，国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》，调整了部分信用风险资产权重，按揭贷款信用风险权重整体下调，但不符合审慎要求的房开贷风险权重有所调增；政策行次级债权、股权投资等不同程度下调。对商业银行而言，部分优质企业、中小微企业贷款资本占用有所下降，有利于商业银行节约资本。从金融市场影响看，《资本管理办法》有利于约束同业空转，银行与金融机构开展回购业务，抵质押物的风险权重底线为20%，部分非银机构获取资金受限。一般地方债风险权重由现行的20%降至10%（专项债仍为20%不变），地方债配置意愿预计将有所提升。

（五）不断扩大债券市场高水平对外开放

2023年以来，我国债券市场不断扩大双向开放，降低境外投资者门槛，便利境外投资者入市渠道，不断优化入市机制与环境，在基础设施、产品服务、流程制度等方面持续发力。5月22日，首笔人民币玉兰债在上海清算所发行，国际

投资人可通过欧洲清算银行购买持有“玉兰债”。9月19日，中国银行间交易商协会发布《关于开展境外机构债券定价配售机制优化试点有关工作的通知》，对熊猫债规则不断进行优化调整，顺应熊猫债投资人和发行人诉求，发行金额与配售方式更加灵活。9月28日，中国人民银行、国家金融监督管理总局等多部门与中国香港金融管理局、中国澳门金融管理局等进一步优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点，优化投资者准入条件、扩大参与机构范围、扩大“南向通”“北向通”合格投资产品范围、进一步提高个人投资者额度。10月17日国家金融监督管理总局发布的《非银行金融机构行政许可事项实施办法》，进一步放宽了境外机构入股金融资产管理公司的准入条件。

境外机构持有人民币债券震荡下行，四季度起企稳回升。境外机构持有银行间市场债券在2023年一季度继续维持下行态势，一季度末下行至3.21万亿元，二季度有所震荡，小幅回升至3.28万亿元，三季度有所下行至3.19万亿元，四季度以来境外机构持有银行间市场债券开始回升。据中国人民银行上海总部最新披露，截至2023年底，境外机构持有银行间市场债券合计3.49万亿元，占债券市场托管量的2.60%，较一季度末增加0.28万亿元（见图18）。特别是进入四季度，美联储加息临近尾声，中美利差有所收窄，人民币升值预期增强，境外资本逐步加仓明显低配的人民币债券。

从持有债券结构来看，境外机构第一大持仓券种为国债，托管量为2.20万亿元，占比63.00%，并在2023年1月达到峰值67.90%，此后缓慢下滑。伴随着中国经济的复苏，外资持有偏好有所调整。第二大持仓券种政策性金融债的托管量为0.77万亿元，占比22.10%。

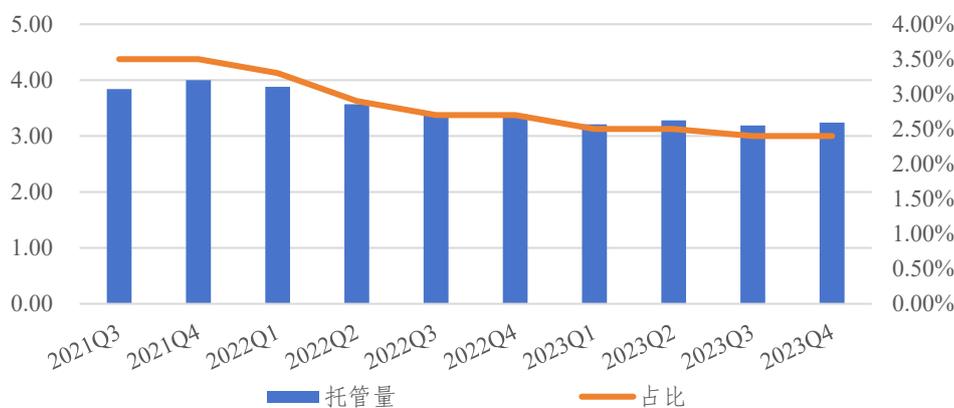


图18 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（亿元、%）

数据来源：中国人民银行上海总行。

三、展望

中央金融工作会议提出要促进债券市场高质量发展。展望后市，我们认为 2024 年的债券市场情绪与价格都将呈现正常化趋势。在需求回升基础尚未稳固的背景下，预计货币政策中性偏宽松的定调不会改变，或将兼顾配合“稳增长”以平衡金融风险。未来，将更加注重跨周期与逆周期调节，更加强调与财政政策的配合。财政收入是顺周期变量，财政支出作为逆周期调节工具的可能性较大，中央加杠杆的操作也暗示 2024 年“宽财政”或将提前发力，但仍需持续关注财政政策控制新增债务和化解隐债的实际效果。

在此政策预期下，2024 年，我国债券市场或将继续维持“震荡”格局。一方面，2023 年三季度货币政策报告提出要“统筹衔接年末年初的信贷工作”，表明资金压力仍然存在，不排除提前扩张信贷的可能性。短期来看，尽管增发 1 万亿元国债对于需求提振作用有限，但“稳地产”“宽信用”预期的不断强化，仍旧对债市情绪形成扰动，且叠加平滑信贷要求以及跨年资金需求，资金波动预期可能升温，对债市带来一定压力，或将维持窄幅波动，但上行风险可控。另一方面，从长期来看，宽松的货币政策仍然会持续，只是侧重点由充分发挥信贷效能转向保持货币政策的稳健性，后续在总量适度的情况下，更加关注结构性工具的使用，利率“趋势锚”的下探空间仍然存在，预计 2024 年债券市场利率债发行仍将高位运行。考虑到当前地方政府实际杠杆率及隐形债务影响，2024 年地方政府预计将通过一揽子化债方案降低杠杆率。在财政支出缺口面前，中央政府仍有一定加杠杆空间，预计国债发行与地方政府专项债发行仍将呈现放量发行状态。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。