



**NIFD**

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

# NIFD季报

主编:李扬

---

## 债券市场

彭兴韵

周莉萍 张飞凤 孙铭伟

2022年7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、特殊资产行业运行等领域的动态，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。

# 通胀高企，债市承压

## 摘要

2022年二季度，世界滞胀风险上升，主要经济体纷纷加息，货币政策趋向收紧。美联储自2022年3月正式开启加息周期，截至6月末已加息3次，并于6月1日启动缩表计划，预计每月将减持475亿美元资产；韩国和加拿大央行分别将其政策利率提高125个基点；英国央行自2021年底开始连续加息5次，共计115个基点，将政策利率提高至1.25%；欧洲央行于6月初表示将于7月份开始加息25个基点，并从7月1日起停止净资产购买；而日本央行则表示仍将维持宽松的利率政策不变。

随着“稳增长”政策发力，2022年二季度国内债券市场流动性较为宽松，利率中枢有所下行。债券总发行量同比持续增长，全市场净融资额同比大幅增长。积极财政政策靠前发力，地方政府债发行继续加速，各券种发行增速分化。“稳增长”政策效果显现，拉动债券市场存量规模同比增长，交易结算量同比显著增长，现券交易结算量也普遍增长。2022年二季度，债券市场新增首次违约主体数同比下降，整体债券违约规模连续4个季度逐季下降，违约风险可控且有所改善。但房地产行业信用风险持续暴露，仍是违约重灾区，同时，国企、民企信用风险分化加剧，需警惕民营企业信用风险进一步扩散。

债券市场法制建设持续提速。2022年二季度，《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式发布，推动债券市场基础设施互联互通，发展统一的资本市场。政府工作报告中指出要“完善民营企业债券融资支持机制”，证监会、深交所推

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
- 张飞凤  
中国社会科学院大学  
硕士研究生
- 孙铭伟  
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  
特殊资产行业运行

出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道，增强服务民营经济发展质效。沪深两市交易所修订发布多项审核业务指引，完善公司债券发行上市审核规则体系，持续推进全面深化公司债券发行注册制改革。央行、证监会、外汇局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》，坚定深入推进中国债券市场制度型开放，构建高水平金融开放格局。二季度境外机构持有银行间市场债券规模同比、环比均表现为下降，境外机构连续 2 个季度减持人民币债券，尽管短期市场波动持续，但中国债市中长期配置价值仍在，外资持续增配人民币资产是大势所趋。

从经济基本面看，市场信心恢复较慢，经济循环速度明显放缓，叠加输入性通胀压力下原材料成本上升以及新冠疫情反弹扰动，后续经济复苏过程或较为脆弱。展望下半年，货币政策仍需维持稳健基调，通过总量和结构性工具来进行相机抉择，为经济复苏提供适应的金融环境。

# 目 录

一、主要国家货币政策及利率走势 .....	1
(一) 主要经济体的货币政策及利率 .....	1
(二) 我国央行货币政策及利率走势 .....	5
二、我国债券市场发展分析 .....	7
(一) 债券市场发行、存量及交易 .....	7
(二) 债券市场违约情况 .....	11
(三) 债券市场法制建设 .....	13
(四) 债券市场对外开放 .....	15
三、展望 .....	17

## 一、主要国家货币政策及利率走势

### (一) 主要经济体的货币政策及利率

世界滞胀风险上升，主要经济体纷纷加息，货币政策趋向收紧。美联储自今年3月正式开启加息周期，截至6月末已经加息3次，分别提升联邦基金目标利率25bp，50bp和75bp，将利率推升至1.50%~1.75%的区间。同时，美联储亦于6月1日启动缩表，计划每月减持475亿美元资产（包括300亿美元国债和175亿美元抵押贷款支持证券MBS），并预计在9月增加至每月减持950亿美元（600亿美元国债+350亿美元MBS）。与上一轮美联储紧缩货币政策周期相比，本轮加息步伐明显加快，其根本原因是快速上涨的通胀。

2022年以来，美国CPI（居民消费价格指数）月度同比涨幅均高于7.5%，6月同比上涨高达9.1%，创下四十年来新高；欧元区通胀急速上行，调和CPI由1月份的5.1%快速上涨至6月份的8.6%，创1997年有该项统计以来新高；日本通胀水平创新高，6月份除生鲜食品以外的居民消费价格指数（即核心CPI）同比上涨2.2%，连续三个月涨幅超过2%（见图1）。

在价格占比中，能源、交通运输和食品价格是推升本轮通胀的主要因素。而本轮国际通胀愈演愈烈的原因主要有以下三个方面：**从需求端来看**，新冠疫情后欧美国家采取超常规宽松货币政策。2020年为应对新冠疫情，美欧等发达经济体出台了多项超宽松货币政策，实施量化宽松措施，大规模投放流动性。宽松的财政政策和货币政策，有效刺激了消费需求，但同时也推高了大宗商品价格，成为推升本轮通胀的重要因素。**从供给端来看**，新冠疫情对生产和物流造成干扰，影响全球产业链和供应链的正常运转，导致了更为严重的供需错配，进一步推升商品价格。**最后是地缘政治冲突引发了短期能源和粮食供给压力**。俄罗斯是全球重要能源、化肥、工业金属出口大国，是全球第二大原油和天然气生产国，乌克兰和俄罗斯均是世界重要的农业出口大国，乌克兰是全球小麦第五大和玉米第四大出口国，俄罗斯是全球小麦第二大和玉米第七大出口国。俄乌冲突导致原油、天然气和粮食等产品供应紧张，加之多国加强对农产品的出口管制，加剧了粮食危机，导致多种大宗商品价格一涨再涨。

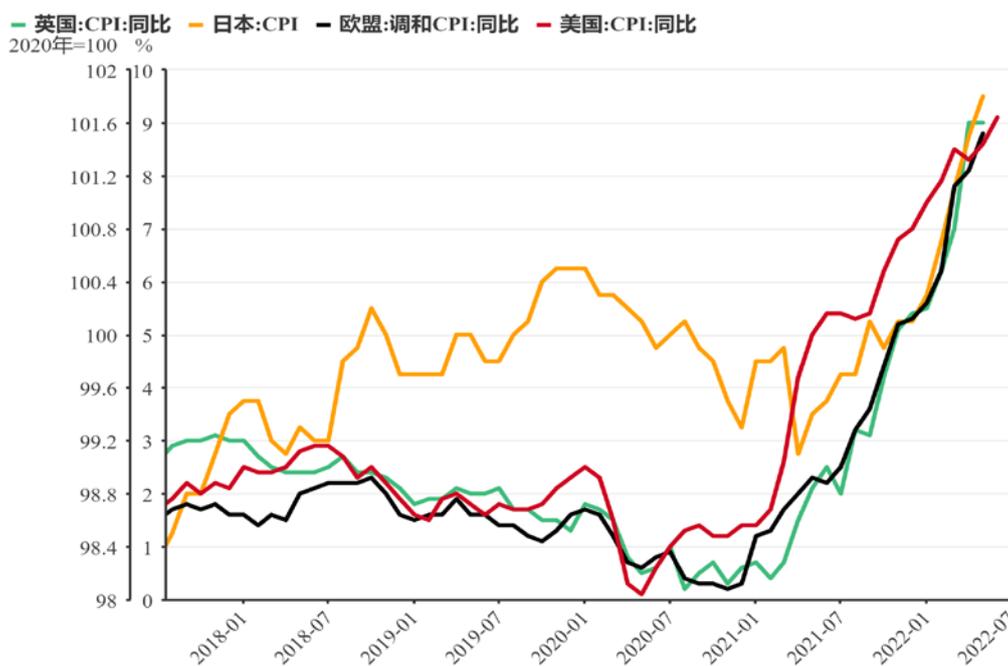


图1 主要发达经济体通胀水平（同比）

数据来源：Wind。

为面对棘手的治理通胀难题，此次美联储加速收紧货币政策，引发了市场对美国经济可能出现衰退的担忧，当前数据也显示美国商业投资已经开始放缓，房地产活动也表现疲软。不过，新冠疫情期间美国个人账户积累了大量储蓄存款，二季度家庭消费依然保持韧性。由于家庭消费占美国GDP的70%左右，对美国经济起到了十分关键的作用，消费仍有望在近期内支持美国经济。根据美国国债收益率曲线预测的美国经济衰退风险目前也仍处于相对较低的水平。不过，美联储快速加息同样带来了许多负面影响，美国经济下行风险显著加大。美国作为世界最大的经济体，历次美联储货币政策调整都对全球经济和金融市场带来了显著影响。本轮美联储加息和缩表力度明显超出历史以往的步伐，给全球主要经济体的货币政策、国际资本流动、汇率等带来了一系列冲击。在货币政策方面，面对全球通货膨胀水平持续高升、美联储加速收紧货币政策，多国央行也追随式地开启了加息周期。2022年上半年，9个发达经济体中有7个已经上调了政策利率，平均上调幅度为89个基点。23个新兴市场经济体中有18个经济体上调了政策利率，上调幅度相对更大，平均加息291个基点。

发达经济体方面，韩国和加拿大央行分别将其政策利率提高了125个基点。欧洲地区为应对物价水平的上涨和能源限制供应带来的能源价格飙升，英国央行

自2021年年底开始连续加息了5次,共计115个基点,将政策利率提高至1.25%。由于持续高升的通胀和潜在的债务风险加大,欧洲央行于6月初表示将于7月份开始加息25个基点,并从7月1日起停止净资产购买,为欧元区十余年来的首次加息。日前,欧洲央行行长拉加德再次表明,将根据中期通胀前景,于9月适当提高加息幅度。需要特别注意的是,随着欧央行启动加息时间表,日本将成为主要发达经济体中唯一保持政策利率不变的国家。近期,日本贸易逆差持续扩大,日元出现快速贬值。如果日本央行加息,或将推高国债付息和企业融资成本,使增速已经放慢的日本经济面临进一步衰退的风险。同时,根据经典的不可能三角理论,在资本自由流动、独立货币政策和维持汇率稳定三者中,日本央行选择了前两者,放弃了维持汇率稳定,从而引发了日元暴跌,日元也不再拥有之前几次危机中的避险属性。目前,日本央行表示仍将维持宽松的利率政策不变,但随着通胀水平的不断抬升,日本货币政策将面临两难的选择。

**新兴市场经济体方面**,既有应对本国通胀上涨的压力,也有面对美元加息带来的资本流出压力。一些新兴经济体的通胀水平自2021年就开始提升,使得其更早进入加息周期。此外,在2015年上一轮美联储货币政策收紧的周期中,一些新兴市场经济体遭受了流动性危机,为了更好地应对此次美联储加息,稳定本国货币汇率,预防国际资本外流,尽管当前经济复苏动能仍较为疲软,一些新兴市场经济体也采取了预防性加息的政策。从全球来看,拉美地区加息幅度相对较大。截至6月末,阿根廷将货币政策利率提升了14个百分点,巴西自2021年3月开始累计加息11.25个百分点,智利的政策利率也自2021年7月起提高了8.5个百分点。相比之下,亚太新兴地区各国央行加息幅度相对温和。

**外汇市场方面**,自美联储3月17日开始加息以来,美元保持强劲持续升值,截至6月末,美元指数较3月下旬上涨6.2%。受美元强势影响,全球主要经济体货币均出现一定程度贬值。发达经济体中,日本、英国、澳大利亚、欧元区的货币贬值幅度相对较大,主要与其经济增速放慢、地缘政治等因素有关。英国统计局的数据显示,由于消费者信心回落,需求减少,自2022年3月以来,英国GDP已经连续第二个月下降。澳大利亚2022年一季度GDP增速也较上年四季度有所放缓,5月最新的制造业PMI指数有所回落,结束了此前4个月的增长势头,较上月回落3个百分点至55.7,或与加息导致企业未来投资意愿下降有关。欧

元相对于美元汇率的贬值幅度同样处于较高水平，达到了 5.7%。欧元区贸易逆差持续扩大、供应链紧张、能源需求不足，叠加地缘政治冲突，或将影响消费和投资信心，进一步拖累经济复苏步伐。

**值得注意的是**，在俄乌冲突爆发初期（2月24日），发达国家十年期国债收益率并未出现显著的上行趋势（见图2）。这主要是因为该时间段的俄乌冲突仍处于事件发酵期，以美国为代表的发达国家通胀水平并未出现陡峭的上涨。因此，投资者们乐观预期了美联储的加息节奏，长期债券收益率并未出现显著的上涨趋势。然而，随着俄乌冲突进一步升级，俄罗斯作为重要的能源出口国，其能源出口被美国制裁，伴随而来的就是欧洲发达国家日益高企的通胀水平（以原油和天然气为代表），美联储见通胀有难以控制之势，便于二季度议息会议释放了更加鹰派的加息和缩表信号。接着，市场便加大了美联储可能更加鹰派的预期，从而出现二季度国债收益率显著陡峭上升的结果。因此，债券市场在二季度开始计入节奏更快的缩表预期，推升了期限溢价。如果按照现在美国通胀水平推算，2022年缩减规模预计达 5100 亿美元，2023 年缩减规模预计达 1.9 万亿美元，缩表带来的美债需求减弱预期，势必要引发长端美债期限溢价上行。



图2 主要发达经济体 10 年期国债收益率

数据来源：Wind。

## （二）我国央行货币政策及利率走势

“稳增长”政策发力，市场流动性较为宽松，利率中枢有所下行。2022 年二季度，中国经济仍然面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，叠加 3 月以来新冠疫情反复以及俄乌冲突，宏观经济复苏进程受阻，经济面临较大的下行压力。在此背景下，货币政策维持稳健基调，政策操作稳中偏松，共进行 1 次降息操作，1 次全面降准操作，1 次下调 1 年期 LPR 操作，2 次下调 5 年期 LPR 操作。其中，二季度受资金面逐步转松影响，公开市场操作边际收紧。具体看，年初经济下行压力较大，央行下调 MLF 利率和逆回购利率各 10BP，利率走廊上限 SLF 利率同样调降 10BP，1 年期及 5 年期 LPR 跟随下调；同时，1 月~2 月受春节取现需求增加以及地方债发行节奏加快等因素影响，资金面边际收紧，央行加大公开市场投放力度，共计投放资金 7000 亿元；3 月~6 月中上旬，银行间流动性边际宽松，尤其是 4 月之后，全面降准落地叠加实体融资需求不振，银行间流动性较为宽松，央行公开市场操作边际收紧；临近 6 月末，受半年末资金面边际收紧等因素影响，央行公开市场投放力度有所加大，24 日至月底净投放资金 4000 亿元。

2022 年上半年，受央行降息、全面降准等因素影响，银行间流动性较为宽松，叠加利率走廊上限 SLF 利率压降，资金利率中枢下行。具体看，上半年资金利率波动下行，临近 6 月末有所回升。截至 6 月 30 日，DR007 和 R007 分别为 2.29%、2.71%。其中，一季度受降息落地等因素影响，利率走廊上限 SLF 利率进一步调降。加大资金价格的精准调控下，利率中枢有所下行。DR007 和 R007 均值分别较去年同期下行 11.20BP、11.44BP 至 2.10%、2.29%，助力降低综合融资成本。二季度全面降准落地释放长期资金 5300 亿元，实体融资需求疲弱下，部分资金淤积在银行间市场，资金面整体较为宽松，DR007 均值为 1.72%，较 2021 年同期下行 43.44BP、较前一季度下行 37.06BP；R007 均值为 1.85%，较 2021 年同期下行 44.29BP、较前一季度下行 39.84BP。

2022 年以来，美联储加息进程加快，中美利差自 4 月以来持续倒挂。截至 6 月 30 日，中美利差倒挂 16BP，较此前有所收窄，考虑到下半年美联储大概率继续加息，后续资本流出压力仍存。不过，目前我国债市收益率对中美利差容忍度较高，后续我国收益率跟随美债收益率大幅上行的概率或较低，中美利差或仅对

我国债市收益率形成一定的底部约束作用。从国内流动性看，截至6月30日，新增专项债剩余额度为2400亿元，7月~8月发行规模相对较低，供给压力相对较小，叠加下半年货币政策操作仍难大幅收紧，即使新发特别国债，也较难对流动性形成较大的扰动，对收益率影响相对较小。从经济走势看，伴随宏观政策稳增长效果逐步显现，下半年经济基本面或继续修复，考虑到新冠疫情常态化防控下较难出现4月时大规模停工停产的情况，因此，经济基本面或较上半年边际好转，收益率中枢将有所上行，但受制于市场信心恢复不足、企业成本压力仍存等因素，经济修复速度较缓，收益率上行幅度或有限。

2022年上半年，国内经济面临“三重压力”，叠加新一轮新冠疫情冲击上海、北京等核心城市，总体表现疲弱。随后，在稳增长政策逐步发力的作用下，经济总体处于复苏周期之中。但是，一方面经济仍然面临周期性压力，地产投资继续疲弱，出口增速放缓，消费恢复需要时间，因而经济回升是较为漫长的过程。另一方面，稳增长政策持续发力，而财政总预算尚未调整，下半年地方债额度增加空间存在不确定性。国家统计局公布数据显示，疫情冲击减缓之后，5月经济数据虽然有所恢复，但幅度非常有限。5月工业增加值同比增长0.7%，增速较上月提升3.6个百分点，依然处于较低水平。而服务业依然处于大幅收缩状态，5月服务业生产指数同比下跌5.1%，增速依然大幅下滑。因此，下半年在外需被动放缓、地产投资继续下行与基建投资面临资金来源不足等三重压力下，中国经济复苏将面临挑战，下半年经济表现将是疫情后恢复、稳增长发力与周期性压力叠加的结果。

考虑到全球经济放缓和我国出口份额的回落，外部需求将被进一步遏制。2022年以来，美国通胀高企，美联储超预期加息并试图以大幅快速加息来抑制通胀。在快速实现控制通胀目标的同时，也可能较快地将其经济带入衰退甚至危机。此外，海外供给在新冠疫情得到控制后逐步恢复，我国出口份额将逐步回落，出口增速亦将逐步放缓。考虑到出口以及企业盈利放缓对制造业投资的滞后影响，制造业投资也将逐步回落。

当前，我国地产投资依然处于深度下跌区间。2022年上半年，相对于土地购置面积、新开工面积以及地产销售等40%左右的下跌，房地产投资近期10%以内的跌幅较为有限。投资表现相对平稳的主要原因是土地市场不景气，地方政府为

出让优质地块，导致土地出让单价较 2021 年显著上涨。但考虑到整体行业改善幅度有限，施工面积会继续下降，地价也难以持续上升，这意味着地产投资继续面临放缓压力，预计下半年地产投资跌幅将在 10%左右。此外，本轮地产投资相对于销售的反映可能更为滞后。从先导指标来看，地产销售是地产行业内部的先行指标，地产销售回升将改善房企资金面，进而向地产企业拿地和新开工传导，并带动地产投资增速回升。但过去一年内，地产企业经营状况剧烈恶化，前 50 房企的货币资金在 2021 年下半年减少 23.2%，且 2022 年上半年下降势头并未改变，甚至万科、保利等头部央企也未能幸免。2022 年一季度，货币资金环比下降 19.8%，而在此前十年，房企货币资金从未出现过同比下降。当前如此幅度的下降意味着即使周期回升，初期房企也和此前周期不同，受资金约束，难以有效的扩张投资，下半年地产投资存在继续下行压力。尽管 6 月 30 日出台了 3000 亿元补充项目资本金政策，按照测算可能拉高基建投资，但基建投资仍面临资金来源不足的压力。

综上所述，2022 年上半年，国内货币政策保持了相机抉择的中性特征，经济下行压力加大，货币政策加码维稳，若经济修复，则静观其变。相机抉择的中性策略主要体现在以下几个方面：一是在宽松节奏上，没有采取大水漫灌的方式刺激经济增长，而是根据经济波动灵活选择货币工具和对冲力度；二是在操作方式上，没有激进地刺激信用大幅放量，而是通过宽货币的方式促进宽信用；三是货币政策对人民币汇率的波动也比较隐忍，没有刻意调节汇率促进出口稳经济，同样体现了货币政策的中性特征。如果下半年经济再次承压，货币延续宽松的概率较大，降准和降息仍有空间。如果经济内生动力持续修复，在美联储加息和国内通胀抬头的背景下，内外兼顾的政策关注或将促使货币政策由宽松向中性回归。

## 二、我国债券市场发展分析

### （一）债券市场发行、存量及交易

债券发行量同比持续增长，全市场净融资额同比大幅增长。随着国际环境更趋复杂严峻、俄乌冲突深化演变、国内经济下行压力突出，二季度我国经济总体呈现缓慢修复态势。4 月是受本轮疫情影响最为严重的月份，上海、北京、吉林等地疫情反弹加剧经济下行压力；5 月疫情稍微好转，经济呈现初步的复苏势头；

6月疫情基本得到控制，“稳经济”政策效果显现，经济呈现企稳回升态势。为缓解经济下行压力，4月15日，央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，借此释放长期资金约5300亿元；与此同时，央行上半年上缴结存利润9000亿元，与其他货币政策操作相配合，有效改善了企业和居民的资产负债表，提振消费需求，宽松的流动性环境成为二季度支撑债市净融资改善的重要因素之一。

2022年二季度，全国债券市场共发行各类债券12385只，同比少发922只；发行金额合计16.56万亿元，同比增长8.17%；单只债券平均融资额约为13.37亿元，同比增长16.22%。全市场净融资额为4.01万亿元，较2021年同期多增5756.15亿元，同比增长16.76%，净融资持续改善（见图3）。

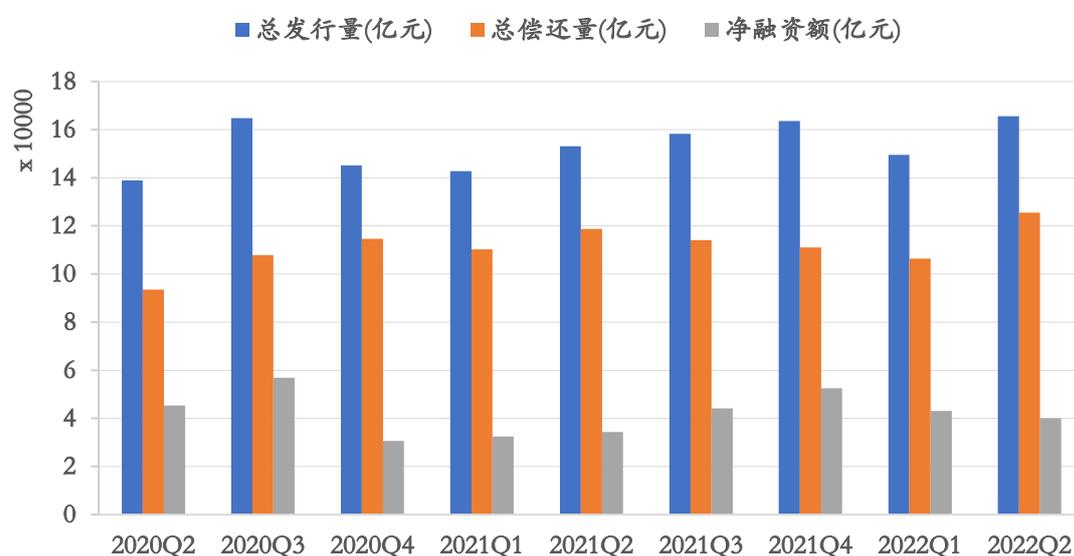


图3 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

地方政府债发行继续加速，各券种发行增速分化。应积极财政政策靠前发力要求，5月31日国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，明确要求在6月底前基本完成新增专项债的发行工作。二季度地方政府债发行继续加速，从发行进度来看，截至6月底，已下达的34500亿元新增专项债基本发行完毕，成为支撑二季度全市场净融资持续改善的重要因素。与此同时，新冠疫情反弹、房地产行业下行压力及城投债融资监管趋严导致实体经济融资需求疲弱，市场风险偏好有所降低，金融债、非金融企业债、资产支持证券均出现不同程度的同比下降。而受益于较宽松的资金面，二季度同业存单的发行同比仅小幅增长。

从券种结构来看，同业存单、地方政府债、非金融企业债、金融债是 2022 年二季度发行量最大的四类券种，市值占比分别为：33.11%、20.69%、17.90%、13.39%，合计发行规模占总规模的 85.10%。其中，同业存单发行 5.48 万亿元，同比增长 3.17%；地方政府债发行 3.43 万亿元，同比增长 40.04%；非金融企业债发行 2.96 万亿元，同比下降 1.09%；金融债发行 2.22 万亿元，同比下降 6.24%；国债发行 1.83 万亿元，同比增长 32.83%；资产支持证券发行 5516.55 亿元，同比下降 28.26%；其他债券合计发行 835.00 亿元，同比增长 138.57%（见图 4）。

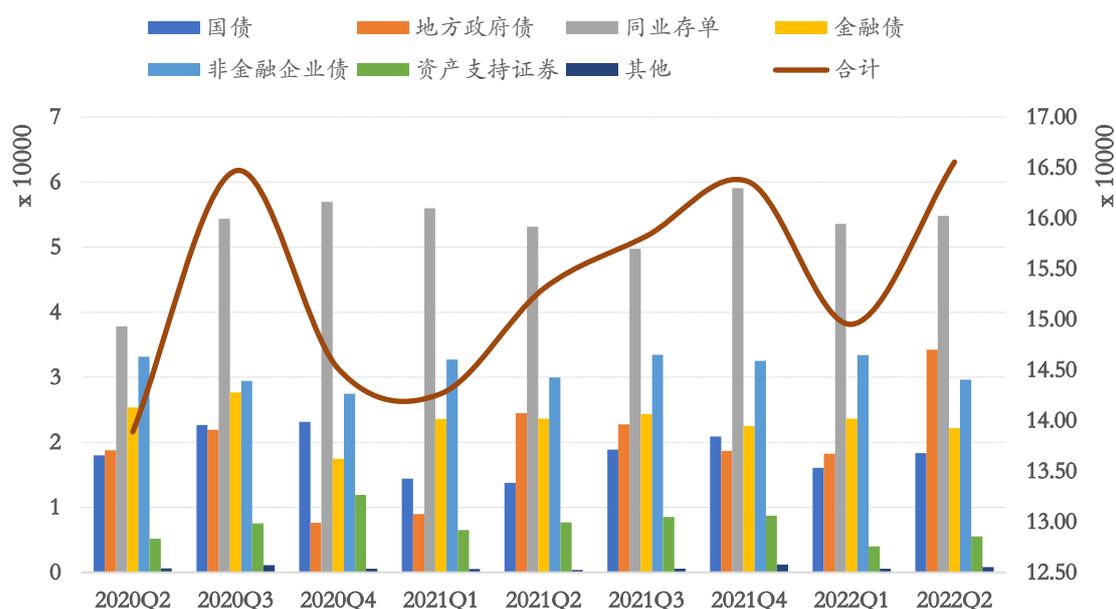


图 4 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

债券市场存量规模同比增长，存量券种结构整体保持稳定。受益于财政政策集中前置发力、经济环境复苏回暖及消费需求逐步修复，二季度全市场净融资额同比、环比均实现增长，拉动债券市场存量规模同比增长。

截至 2022 年 6 月末，全国债券市场存量余额 138.31 万亿元，较 2021 年同期多增 17.60 万亿元，同比增长 14.58%。从存量券种结构看，地方政府债、金融债存量余额占比较大，两者合计占比达总存量债券余额的 47.87%。与此同时，各存量券种结构总体稳定，与上年同期相比变化不大。其中，地方政府债存量余额 34.40 万亿元，占总存量债券的 24.87%，同比增长 25.69%，环比增长 7.88%；金融债存量余额 31.81 万亿，占总存量债券的 23.00%，同比增长 11.06%，环比增长 1.28%；非金融企业债存量余额 27.19 万亿元，占总存量债券的 19.66%，同比

增长 10.75%，环比增长 1.75%；国债存量余额 23.63 万亿元，占总存量债券的 17.08%，同比增长 11.28%，环比增长 2.76%；同业存单余额 14.66 万亿元，占总存量债券的 10.60%，同比增长 18.78%，环比增长 0.45%；资产支持证券和其他类债券存量余额分别为 4.73 万亿元、1.91 万亿元，合计占总存量债券的 4.80%，而资产支持证券同比下降 0.64%、归属其他的债券同比小幅增长 4.74%，两者的环比增速均表现为负增长，分别为-2.38%、-1.49%（见图 5）。

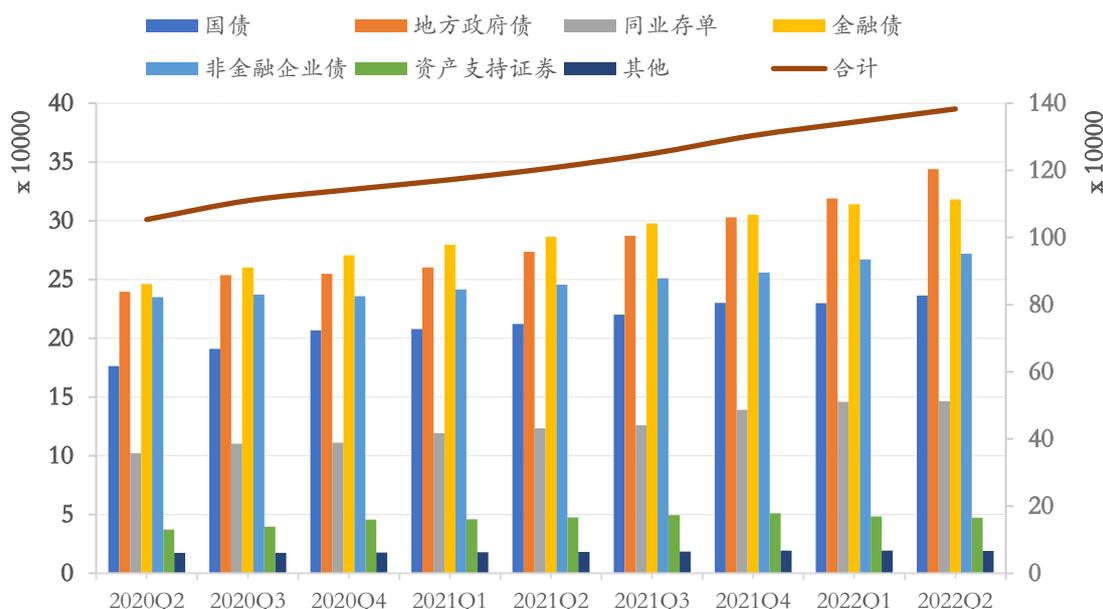


图 5 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

交易结算量同比显著增长，现券交易结算量普遍增长。2022 年二季度，银行间和交易所市场债券结算量为 320.10 万亿元，同比增长 20.42%。其中，现券交易结算 70.52 万亿元，同比增长 31.39%；回购结算 228.78 万亿元，同比增长 19.39%；同业拆借结算 20.80 万亿元，同比增长 1.28%（见图 6）。

2022 年二季度现券结算中，金融债的现券结算量最大，达 26.70 万亿元，占总结算规模的 37.86%，同比增长 19.69%；其次为非金融企业债券，现券结算规模达 15.22 万亿元，占总结算规模的 21.58%，同比增长 64.54%；同业存单的现券结算量排名第三，为 14.71 万亿元，占总结算规模的 20.87%，同比增长 44.92%。结算前三的券种结算规模合计占整体的 80.31%，而作为市场第一大存量券种的地方政府债二季度结算总规模 2.36 万亿元，占整体的 3.34%，同比下降 1.82%，相对较低。

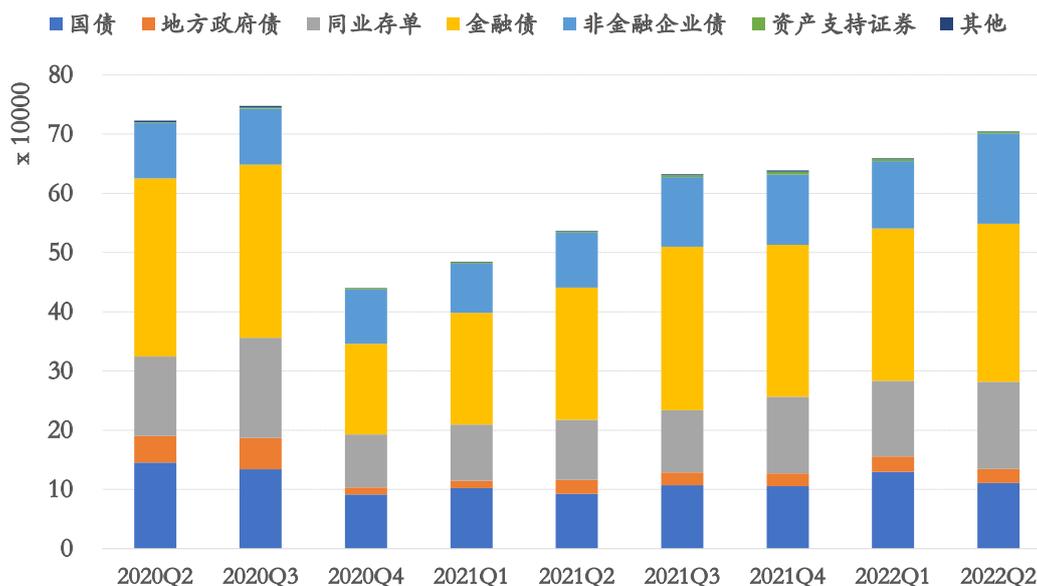


图6 我国债券市场现券交易规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

## (二) 债券市场违约情况

债券市场整体债券违约规模、新增首次违约主体数同比下降。2022 年二季度以来, 国际形势演变加剧, 叠加国内新冠疫情多点连续散发, 经济下行压力增强, 企业信用基本面有所恶化, 但受益于“稳增长”一揽子政策实施落地, 融资环境明显改善, 债券市场信用风险暴露整体可控, 整体债券违约余额规模呈下降趋势。二季度违约债券 31 只, 违约债券规模合计 178.92 亿元, 涉及 12 家发行主体。与 2021 年同期数据相比, 违约债券数、违约余额规模、违约主体数均明显下降, 分别为-47.83%、-52.83%、-18.42%。与 2022 年一季度数据相比, 虽违约债券数、违约主体数有所回弹, 但整体违约规模减少 27.13 亿元, 环比下降 13.17%, 违约规模连续 4 个季度呈逐季下降趋势, 违约风险可控且有所改善。

二季度新增 4 家首次违约主体, 分别为北京鸿坤伟业房地产开发有限公司、阳谷祥光铜业有限公司、武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司、武汉当代科技产业集团股份有限公司, 企业性质均为民营企业。与 2021 年同期的 5 家新增首次违约主体相比, 违约主体数量有所减少, 且本季度新增的 4 家首次违约主体没有明显的行业集中性, 主要的违约原因包括发行人盈利能力大幅下降、短期债务规模较大且集中偿付压力大、外部融资困难等 (见图 7)。

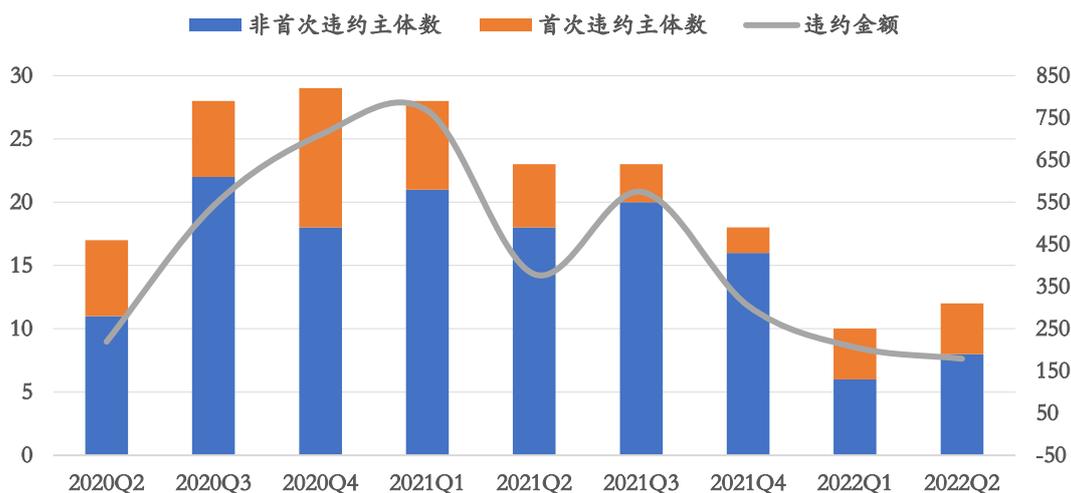


图7 我国债券市场违约企业数量及违约金额规模 (个、亿元)

数据来源：Wind。

房地产行业信用风险持续暴露，仍是违约重灾区。为防止房地产行业信用风险失控，2022年以来，对房地产行业的监管政策明显放松，但房地产行业的信用风险仍在持续暴露，行业内流动性困境逐渐向上扩散至部分行业龙头企业，行业基本面加速下行。2022年第二季度的12家违约发行人中有5家发行人属于房地产行业，占总违约个体数的41.67%（见图8）。5家房企涉及违约债券17只，占总违约债券数的54.84%；违约规模合计106.19亿元，占总违约规模的59.35%。其中，有3家已在2022年一季度违约。这表明已经陷入流动性危机的房企，市场信任度的丧失将使其难以在短期内摆脱再融资受限的困境。

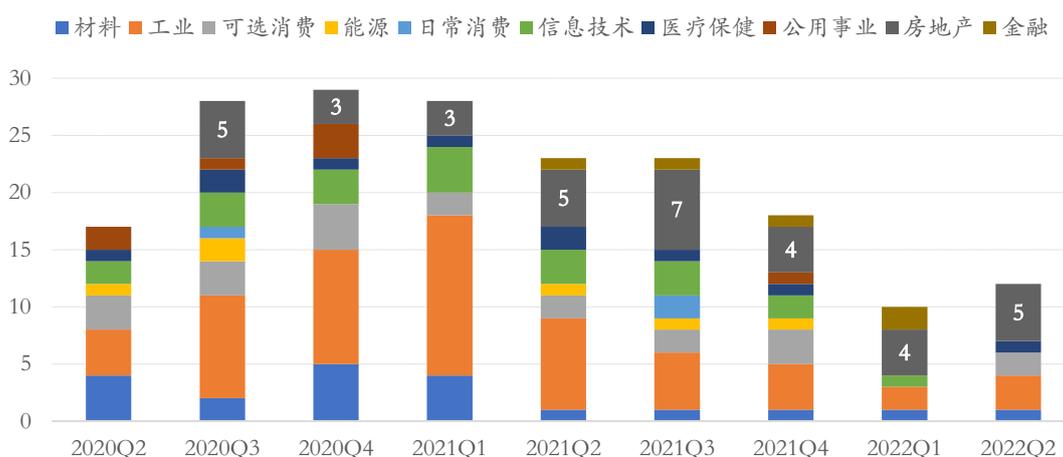


图8 我国债券市场违约企业行业分布<sup>1</sup> (个)

数据来源：Wind。

<sup>1</sup> 违约企业按照《Wind行业分类标准2017年3月》行业分类标准分类。

2022 年二季度房地产行业国内违约规模比虽然上季度有所减少，但房地产行业的信用风险仍需警惕。同时，随着美联储加息脚步加快，中资美元债的滚续面临着更高的融资成本压力，预期短时间内房地产行业的信用风险会进一步暴露。

**国企、民企信用风险分化加剧。**虽然 2022 年二季度市场资金面较宽松，但俄乌地缘政治冲突加剧叠加国内多地新冠疫情反复，导致大宗商品价格飞涨、供应链受损，而民营企业集中在产业链的中下游，受到的冲击会更为明显，经营盈利能力恶化更快，信用能力弱化导致再融资能力受限，进而引发流动性危机。国有企业拥有隐形的政府信用支持，在同样恶劣的外部融资环境之下，面临的融资约束压力相对更小；在较为宽松的资金面时，融资能力修复更快。

2022 年二季度的 12 家违约主体中，有 10 家民营企业，占总违约主体的 83.34%；涉及违约债券 29 只，占总违约债券的 93.55%；违约金额合计 172.42 亿元，占总违约金额的 96.37%，民营企业的违约风险仍然较高（见图 9）。

从经济发展的环境来看，世界滞胀风险上升，主要经济体政策趋向收紧，外部不稳定不确定因素明显增加，国内新冠疫情影响还没有完全消除，需求收缩与供给冲击交织，结构性矛盾和周期性问题叠加，市场主体经营仍比较困难，经济持续恢复基础不稳固，需警惕民营企业信用风险的进一步扩散。

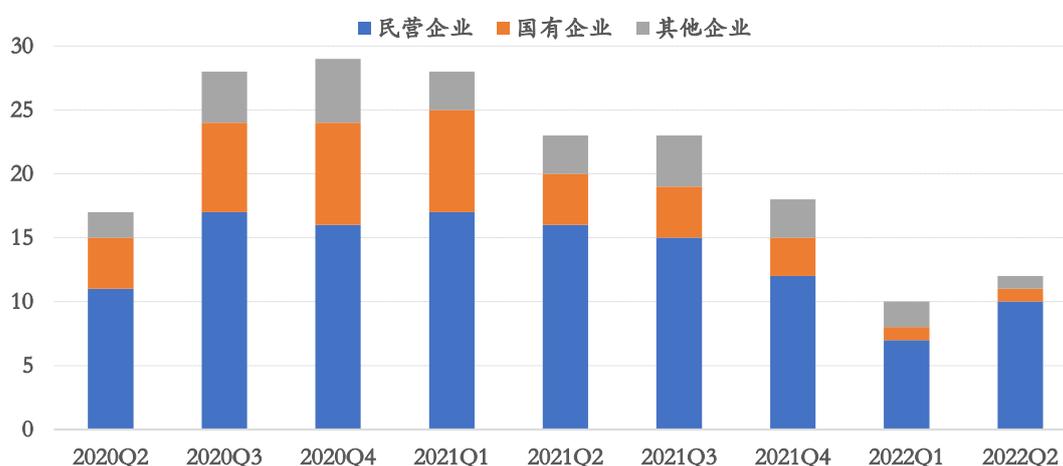


图 9 我国债券市场违约企业属性分布 (个)

数据来源：Wind。

### (三) 债券市场法制建设

推动债券市场基础设施互联互通，加快发展统一的资本市场。4 月 10 日，中共中央、国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，指出要加快发

展统一的资本市场，强化重要金融基础设施建设与统筹监管，统一监管标准，健全准入管理。选择运行安全规范、风险管理能力较强的区域性股权市场，开展制度和业务创新试点，加强区域性股权市场和全国性证券市场板块间的合作衔接。推动债券市场基础设施互联互通，实现债券市场要素自由流动。加大对资本市场的监督力度，健全权责清晰、分工明确、运行顺畅的监管体系，筑牢防范系统性金融风险安全底线。坚持金融服务实体经济，防止脱实向虚。为资本设置“红绿灯”，防止资本无序扩张。

**优化民营企业债券融资机制，增强服务民营经济发展质效。**3月5日，政府工作报告中指出要“完善民营企业债券融资支持机制”，落实支持民营经济发展的政策措施。3月27日，证监会发布《推动完善民企债券融资支持机制，增强服务民营经济发展质效》公告，将从优化融资服务机制、发挥市场化增信作用等7个方面进一步拓宽民营企业债券融资渠道，增强服务民营经济发展质效。4月6日，上交所召开“2022年上交所推进产业债及民营企业债券发行座谈会”，聚焦企业融资难点，完善产业企业和民营企业债券融资支持机制。4月12日，沪深交易所召开“信用保护工具支持民营企业债券融资座谈会”，并指出将通过市场化的信用保护工具，引导市场修复对民企债券的投资信心，改善民营企业融资环境，助力民营企业健康发展。4月22日，交易商协会推出多次发行人注册发行新模式——“常发行计划”（Frequent Issuer Program, FIP），优化信息披露制式要求，提升注册发行便利。4月26日，深交所牵头召开“信用保护工具买方机构专题研讨会”，就强化信用保护工具对民营企业债券融资的支持作用以及买方机构其他关切问题进行充分讨论。5月11日，证监会推出民营企业债券融资专项支持计划，以稳定和促进民营企业债券融资。5月13日，中证协、中基协发布《证券行业支持民营企业发展资产管理计划规范运作指引》，规范证券行业支持民营企业发展资产管理计划发展运作。5月17日，交易商协会推出“中债民企债券融资支持工具”，进一步释放对民企债券融资的政策支持信号，提振市场对民企债券投资信心。6月29日，证监会决定进一步降低交易所债券市场交易成本，对民营企业债券融资交易费用应免尽免，持续提升服务实体经济能力。

**完善公司债券发行上市审核规则体系，全面深化公司债券发行注册制改革。**4月9日，深交所发布《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号

——审核重点关注事项（2022年修订）》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——申请文件及其编制要求》，旨在规范公司债券发行上市审核工作，提高审核工作效率和透明度。4月22日，深交所发布《公司债券发行上市审核规则》《公司债券上市规则（2022年修订）》《非公开发行公司债券挂牌规则（2022年修订）》《债券市场投资者适当性管理办法（2022年修订）》等四项基本业务规则以及上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则》，旨在进一步完善发行上市审核规则体系，压实市场主体责任，着力健全投资者保护机制。4月29日，上交所修订发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》，旨在深化“放管服”改革，持续提升债券审核透明度。5月27日，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第6号——知名成熟发行人优化审核》，深交所发布《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第3号——优化审核安排》，旨在规范公司债券审核实施程序，提高企业债券融资效率。6月2日，为规范公司债券发行审核工作程序，提升公司债券发行审核透明度，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第5号——审核程序》。

#### **（四）债券市场对外开放**

**深入推进中国债券市场制度型开放，构建高水平金融开放格局。**5月27日，央行、证监会、外汇局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》。在现行制度框架下，从程序、投资范围和交易范围、托管、资金管理等方面进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场，统一资金跨境管理。该公告将境外机构投资者的投资范围进一步扩充到了交易所债券市场，有助于吸引更多境外投资者参与交易所债券市场，健全多元化投资者队伍，提升债券市场的流动性与稳健性。6月28日，上交所、中国结算共同发布《上海证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司境外机构投资者债券交易及登记结算业务实施细则》，旨在便利和规范境外机构投资者参与上海证券交易所债券投资业务，拓宽境外资金参与债券市场渠道。6月29日，深交所、中国结算联合发布《深圳证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司境外机构投资者债券交易及登记结算业务实施细则》，明确获准进入银行间债券市场的境外机构投资者参与债券市场的具体安排。7月1日，外汇交易中心发布公告称将从提升投资便利、优化服务内

容、降低投资成本等不同维度，提高境外机构投资境内债券市场效率，持续优化境外机构投资环境。

2022 年二季度，境外机构持有银行间市场债券规模同比、环比均表现为下降，境外机构连续 2 个季度减持人民币债券。美联储自 2022 年 3 月正式开启加息周期，美元指数持续走强，10 年期美债收益率在 4 月一路攀升至 3%，中美 10 年期国债利差自 2010 年 6 月以来首次出现倒挂；人民币汇率从 4 月中旬开始快速贬值，5 月 13 日，在岸人民币对美元汇率盘中触及 6.8150，离岸人民币对美元汇率盘中触及 6.8364，创下 2020 年 10 月以来的新低。中国与各主要经济体之间的货币政策偏差、地缘政治风险攀升、国内疫情多地反弹恶化等背景叠加影响了境外投资者对人民币资产的短期信心，是本轮人民币债券被减持的重要因素。

截至 2022 年 6 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.57 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.90%，较 2021 年同期减少 1700 万亿元，同比下降 4.55%，环比 2022 年一季度减持 3100 万亿元，环比下降 7.99%。2022 年上半年境外投资者连续 2 个季度减持人民币债券，累计减持人民币债券近 4300 亿元。从境外机构的持仓结构看，第一大持仓券种仍是国债，托管量为 2.32 万亿元，占比 63.40%，托管量同比多增 1900 亿元，环比减少 1100 亿元；第一大持仓券种为政策性金融债，托管量为 0.86 万亿元，占比 23.60%，托管量同比减少 1700 亿元，环比减少 1500 亿元（见图 10）。

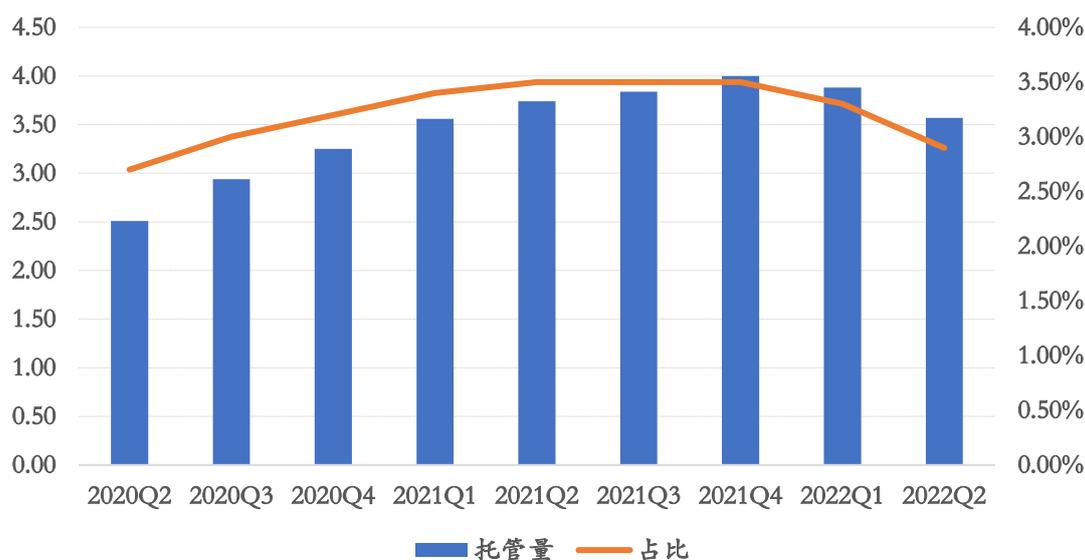


图 10 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元）

数据来源：中国人民银行上海总行。

尽管短期市场波动持续，但我国债市中长期配置价值仍在。目前，我国债券市场的外资持仓比率不足 3%，这与我国的经济体量和在国际贸易中的重要性不匹配，我国债券市场未来境外投资者的增长潜力仍然较大。随着中国在全球经济中的重要性进一步提升、金融基础设施的持续完善和债券市场的进一步开放，外资持续增配人民币资产是大势所趋。

### 三、展望

回望 2022 年二季度，俄乌冲突陷入消耗战，欧盟对俄制裁升级，能源、粮食价格高企，全球通胀水平持续上升。**展望 2022 年三季度，美国方面**在通胀高企、连续加息和外部冲击共同影响之下，下半年存在经济增速放缓风险，但短期内仍保有一定韧性。同时，美国短期通胀水平大概率已经见顶，下半年的通胀会有所缓和，加之劳动力市场的部分缓和，可能会使美联储在下半年“鹰声”转弱。当前美债的实际收益率已到达相对高位，美联储继续长时间高强度的加息动作可能会与预想的政策效果背道而驰。此外，美国中期大选后，拜登政府能否继续掌握美国国会主导权，也可能影响美联储加息步伐。因此，预计 2022 年下半年美联储的紧缩货币政策或将出现边际放松。

**英国方面**，与其他发达经济体相比，英国正面临着高通胀和经济衰退的混合局面。受俄罗斯能源制裁和美联储加息资本外逃影响，英国上半年通胀超过 10%，使英国央行通胀目标（2%）的五倍。因此，英国为实现央行承诺的货币政策目标，可能需要采取更大的加息举措来抑制通胀。

**欧元区方面**，受俄乌冲突和长期宽松政策的双重影响，6 月欧洲 HICP 通胀率同比增速升至 8.6%，续创新高，远超欧央行的货币政策目标，输入性通胀风险显著上升。欧央行或会告别零利率时代，结束超过 11 年的超宽松货币政策长跑，预计 2022 年下半年欧央行的加息步伐会快于美联储，欧元币值大概率会抬升。

**日本方面**，在全球加息潮的背景下，日本是唯一一个仍然维持超宽松负利率货币政策的国家。美日利差大幅走扩，日元暴跌。日元贬值之前被视为“有利于经济”，可现在却让日本企业和家庭叫苦不迭。伴随着日本国内情况的变化，需要重新评估日元的贬值。但高额的政府债务不支持日央行提高利率，国内的低需求、劳动力结构欠缺多样性及结构性通缩，也难以提振日本经济，日本经济已经常年陷入流动性陷阱。由于面临着较大的通胀压力以及日元贬值压力，2022 年

下半年日本央行可能会进行缓慢加息政策。

预期我国下半年货币政策主题围绕“稳货币+宽信用”展开，继续保持流动性合理充裕。结合最新社融信贷的强劲表现以及央行连续7天30亿元的逆回购操作，货币流动性最为宽松的时刻已经过去，但尚未到转向的时候。由于地产景气度仍略显低迷，输入性通胀压力增加，出口亦有下行压力，整体经济修复基础偏弱。下半年货币政策的主要着力点还在于稳定经济，通过总量和结构性工具来进行相机抉择，择机降准以修复经济。在货币政策工具选择上，预期未来央行仍将注重政策操作的灵活性和精准性，在灵活开展公开市场操作的同时，也将综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕。

从债券收益率来看，美国长期收益率或在下半年出现回落，美国10年期实际国债收益率已经于2022年4月末转为正值。随着商品零售增速的回落，核心商品通胀进入下行趋势，同时能源对通胀驱动的走弱，也将使通胀逐步回落。预期美联储会在2022年下半年放缓加息节奏，因此，美国长期收益率或在下半年出现回落。

对于国内债市，预计2022年下半年10年期国债收益率的区间为2.7%~3.15%。随着国内疫情后经济温和复苏、融资需求缓慢恢复，流动性将边际收紧，债券利率中枢将温和抬升；但预计本轮流动性的回笼相对缓慢，债券利率难以快速上行。考虑到央行已经多次表明当前国内的利率水平较低，而经济恢复势头短期内势将延续。因此，课题组对短期债市利率水平仍持谨慎态度。

**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。