



**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

国家金融与发展实验室  
债券研究中心课题组

2022年5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。

# 多空交织，国内债券市场持续震荡

## 摘要

2022 年一季度，全球新冠疫情出现反复，叠加俄乌冲突，全球能源和粮 价格暴涨，全球性通胀加剧，各主要发达经济体陆续加息，国债收益率先降后升。美联储如期加息 25BP，10 年期美债收益率 升至 2.35%；欧央行缓慢加息，德国 10 年期国债收益率升至 0.55%；英格兰银行在一季度连续两次加息 25 个 BP，基准利率攀升至 0.75%，10 年期国债收益率升至 1.61%；日本央行重新推行无限量 QE 政策，有意捍卫 0.25%的债券收益率上限。

2022 年一季度国内债券市场先抑后扬，走出“小 V 型”走势。债券市场总发行量保持增长，偿还减少，净融资改善明显。一季度地方政府债发行前置，地方政府债贡献主要增量；资产支持证券发行规模收缩明显。得益于稳增长政策发力，一季度债券发行市场同比增长，净融资情况改善，带动存量债券规模上升，现券交易结算量同比大幅增长。2022 年一季度，新增违约债券只数、违约金额规模、违约发行人数量均大幅减少，违约情况明显改善，但民营企业目前仍是违约主体。同时，一季度违约企业房地产行业居多，仍需警惕房地产行业风险。

国内债券市场制度建设取得稳步进展。一季度新颁布的抑制逃废债行为等的政策包括《上海市关于依法从严打击证券违法活动的方案》《关于推进社会信用体系建设 质量发展促进形成新发展格局的意见》。沪深交易所等联合发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，推动境内债券市

本报告负责人：彭兴韵

本报告执笔人：

- 国家金融与发展实验室债券研究中心课题组

### 【NIFD 季报】

宏观经济金融形势

频监测

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

场互联互通。中国证券业协会修订发布公司债券受托管理三项自律规则，强化受托管理人要求，压实受托管理人责任。境外机构积极“入场”购买人民币债券的热情不变，外资增配人民币资产的总体趋势不变。

展望未来，2022年二季度国内债券市场面临的环境仍然是多空交织，所以大概率仍然呈现震荡走势。利多因素主要集中在国内端，货币政策和财政政策的精准发力是经济企稳复苏的关键。

# 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 .....	4
二、我国债券市场发展分析 .....	8
(一) 债券市场发行、存量及交易 .....	8
(二) 债券市场违约情况 .....	12
(三) 债券市场法制建设 .....	14
(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

一季度全球经济复苏势头减弱，IMF 下调全球经济增长预期，俄乌冲突爆发，各国通胀水平延续高位。从全球发达国家视角来看，一季度全球新冠疫情形势经历了从好转到恶化的总体态势，美日疫情趋于好转，欧洲和韩国疫情反弹，东南亚多国疫情严重恶化；2月中旬，俄乌冲突全面爆发，美欧各国对俄罗斯进行了极限制裁，包括以石油、天然气为主的能源禁令和以将俄罗斯剔除 SWIFT 结算系统为主的金融制裁等。

俄乌冲突之下，全球能源和粮食价格暴涨，全球性通胀趋势加剧。黄金价格在俄乌冲突和各国通胀持续飙升的背景下继续走高。

美国内需强劲，俄美元储备冻结和美联储加息预期发酵令美元流动性出现紧张，美国 3 月 CPI 同比上涨 8.5%，创下四十年以来的最高通胀水平。在此背景下，美元在政策加快收紧预期和资金避险因素的双重作用下大幅走强，美债收益率大幅上行，期限结构上凸。美联储于 3 月如期加息 25BP，并在后续的时间窗口极有可能践行鹰派加息言论，加快货币政策收紧，抑制通胀。在此背景下，10 年期美债收益率飙升至 2.35%。

欧元区出现了严重的通胀问题。受俄乌冲突影响，俄罗斯“北溪二号”天然气管线被架空，而以德国为代表的欧元区国家大量依赖俄罗斯天然气进口，造成了欧洲能源价格的飙升。欧央行采取缓慢的加息动作，积极缓解能源危机，欧元大幅走贬，德国 10 年期国债收益率升至 0.55%。同样受到通胀的恶性影响，英格兰银行在一季度连续两次加息 25 个 BP，基准利率攀升至 0.75%，10 年期国债收益率升至 1.61%。

日本在本轮新冠疫情下防控措施较为严格，由此导致经济持续受挫。日本央行重新推行无限量 QE 政策，与美国背道而驰。日本央行有意捍卫 0.25% 的债券收益率上限，美日利差走扩，日元暴跌。

在此背景下，IMF 将下调全球经济预期，下调美国经济预期至 4.0%，下调中国经济预期至 4.8%，上调核心 CPI 至 5.9%。

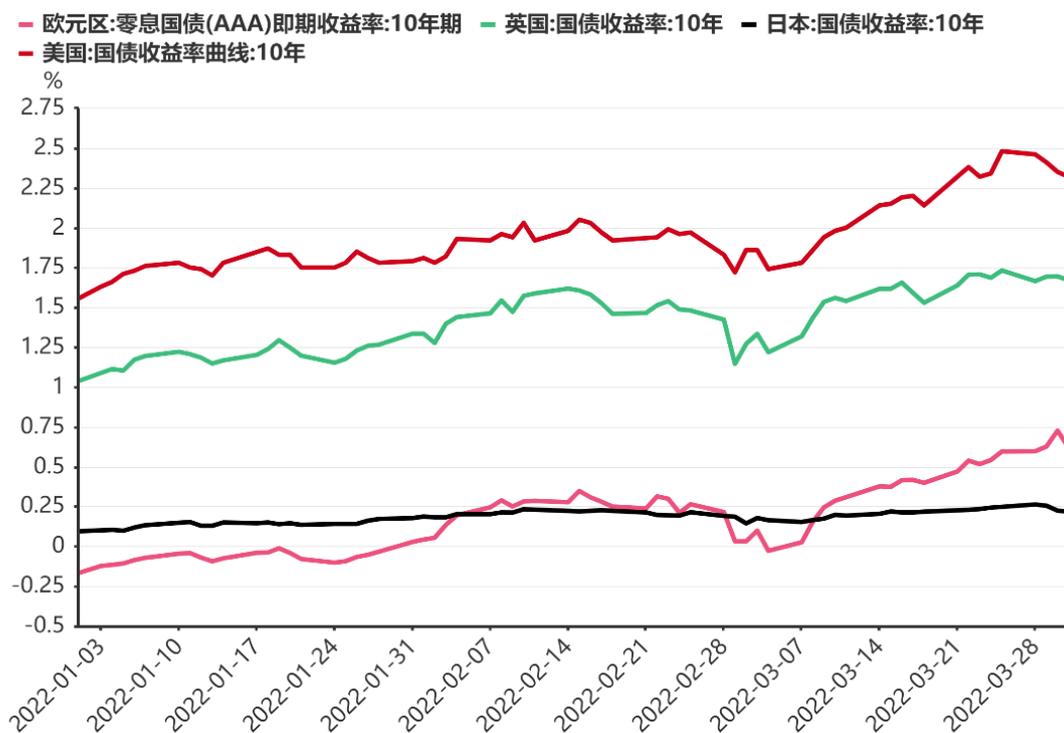


图1 主要发达经济体10年期国债收益率走势

数据来源: Wind。

俄乌冲突爆发叠加美联储加息预期发酵, 在市场避险情绪与通胀担忧博弈下, 各主要发达经济体国债收益率先降后升。自2月24日俄罗斯总统普京下令对乌克兰顿巴斯地区展开军事行动以来, 俄罗斯与乌克兰战况越加胶着, 除了从克里米亚半岛出发的南部战线外, 其他战线陆上推进缓慢。2月27日, 美欧将俄银行踢出SWIFT结算系统, 并限制俄央行利用外汇储备削弱对其制裁, 德国宣布暂停“北溪二号”天然气管道项目, 战局恶化的概率逐步加大。短期内, 俄乌紧张局势仍将持续, 这也意味着受到资金避险情绪的影响, 各国股市会出现暴跌。而美债收益率则出现了短暂下跌后的企稳反弹, 可以看出, 市场面对如此高昂的通胀, 纷纷选择押注美联储加息, 推高美债收益率。同时, 俄罗斯和乌克兰作为全球主要的能源出口国和重要的粮食出口国, 国际能源与粮食价格受到供给溢价的推动持续上行, 造成全球多国的通胀水平持续攀升。欧洲天然气价格飙升超22%, 布油现货价格创下8年来首次突破百元的大关, 芝加哥玉米期货价格上冲至3月11日的762.5美分/蒲式耳。市场交易主线由之前的战争避险转移到对通胀走高的进一步担忧, 能源、粮食价格冲高令全球本已高企的通胀压力进一步加

大，美欧央行控制通胀迫切性很强，开始纷纷发表鹰派言论。3月16日，美联储政策会议将基准利率上调25BP，各国央行纷纷跟随加息。在通胀目标制下，美联储利率预期点阵图显示，2022年其一共可能加息7次，并宣布最快5月开始缩表，缩表速度比上次更快。欧央行3月会议则宣布将以更快速度结束QE进程，最终可能在第三季度结束资产购买计划以应对地缘政治冲突带来的通胀压力。

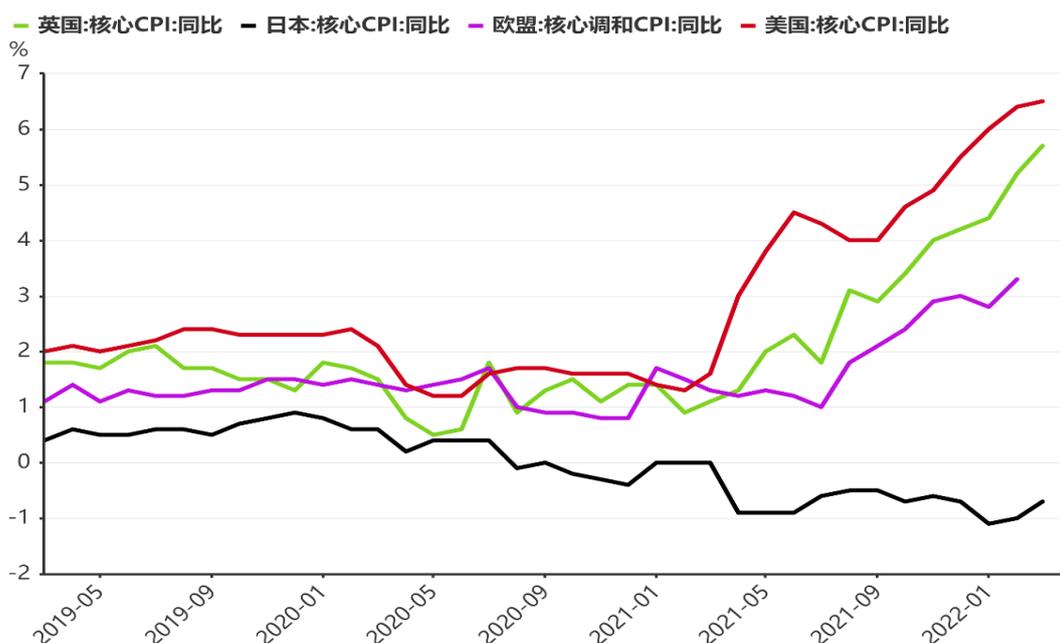


图 2 主要发达经济体核心 CPI 走势

数据来源：Wind。

全球新冠疫情出现反复，各国经济增速放缓，叠加美联储加息政策落地，避险资金与制造业可能大幅回流美国。一季度，在“奥密克戎”及其变种病毒的扰动下，全球疫情经历从大幅恶化到大幅好转，再到有所反弹的几次大波动。部分国家放松疫情防控措施，以及传染性更强的“奥密克戎”变种病毒 BA.2 的扩散是疫情 2 月底再度反弹的重要原因。全球疫情防控形势在二季度上半段时间仍面临挑战。

全球疫苗接种率处于适中水平，美、欧、日等发达经济体疫苗接种率较高，部分发展中国家疫苗接种率仍相对偏低。美国疫苗接种落后欧洲、日本和中国。2 月下旬以来，随着“奥密克戎”BA.2 变种病毒的扩散，发达经济体疫情出现分化，美国和日本疫情持续好转，英国和欧元区疫情有所反弹。韩国疫情大幅恶化。除美国外，发达经济体死亡率均较低，由于“奥密克戎”较低的死亡率，美欧对

疫情防控措施较为松散，自 2 月开始部分国家及地区不断放松疫情防控，因此，一季度美欧经济受疫情冲击较为有限，其制造业和服务业均继续呈现较好扩张。日本对疫情防控较严，经济扩张因此受到大幅制约，服务业步入收缩。

在美债收益率高企的背景下，美国政客一直宣扬的制造业回流美国意图可能变为现实，逆全球化可能在俄乌冲突和通胀高企的大背景下上演。

## （二）我国央行货币政策及利率走势

一季度我国债券市场先抑后扬，走出“小 V 型”走势。自去年 12 月降准以来，市场预估央行或将维持一定的观察期，但是实际降息落地较早，1 月上旬我国债券市场上演降息预期发酵，带动年初收益率犀利下行，债券市场利率创下新低。降息的提前启动主要源于我国房地产投资的断崖式下跌，1 月 17 日公布的经济数据中，房地产投资两年复合增速-3.0%，较上月下滑 6.0 个百分点，同日，央行开展 7000 亿元 MLF 操作和 1000 亿元 7 天 OMO，中标利率均下降 10BP。同时，央行发布会明确释放宽松信号——“把货币政策工具箱开得更大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”。2022 年 2 月，随着宽信用信号从预期过渡到止盈，节后引发债券市场调整至降息前的点位，带动长端利率重回 2.8% 以上，这主要源于 2 月我国公布的 1 月社融和信贷总量开门红。1 月新增社融同比多增 9816 亿元，存量增速 10.5%，进一步确认了“社融筑底”；全口径新增企业融资 4.05 万亿元，规模大幅扩张。2 月社融数据则大幅低于预期，新增规模仅 1.19 亿元，同比少增 5343 亿元，其中，居民中长贷和企业中长贷成为“重灾区”，同比少增 4572 亿元和 5948 亿元。此外，2022 年 2 月外资减持我国债券 800 多亿元，显示出我国宽信用成色不足，地产领域宽信用继续加码，股债赎回负反馈，两会政府工作报告定下了 2022 年“稳增长”和经济增速 5.5% 的经济工作目标，国务院金融稳定发展委员会发声释放积极信号。然而，新冠疫情在我国多点爆发，俄乌冲突对我国造成的能源粮食价格高企，美联储加息落地且缩表进程加快，市场对 3 月 MLF 和 LPR 降息预期落空等诸多因素，多空交织带动了债券市场的震荡行情。综合来看，2022 年一季度债券市场收益率走出了先降后升的“V 型”走势，1 月 1 日~2 月 10 日，我国 1 年期国债和 10 年期国债分别下行 35BP 和 10BP；2 月 10 日~3 月 28 日，我国 1 年期国债和 10 年期国债分别上行 28BP 和 6BP。



图3 中国10年期国债收益率曲线

数据来源：中国外汇交易中心。

宽财政、宽信用、宽货币将成为后续政策重点。2月12日召开的中央经济工作会议强调我国经济面临的三重压力是需求收缩、供给冲击和预期转弱。2022年，我国实体回报率下降，银行息差偏低，叠加美联储加息预期，美国意图推动制造业回流，海外政策加速转向促使了国内央行降息窗口期提前至1月。考虑到本轮疫情影响和房地产市场的不景气，货币宽松的重要性更加凸显。3月召开的全国两会政府工作报告定调“稳增长”，但宽信用政策效果尚未完全显现，短期内房地产市场风险在加速出清，中资美元债面临到期高峰，城投风险隐现，地方政府债发行可能存在挤出效应。从货币政策进入宽松周期到宽信用效果显现往往存在时滞，且本轮宽信用政策发力面临防范化解地方政府债务风险和“房住不炒”底线的刚性约束。3月以来，国内多地疫情明显反弹，深圳、上海等地实施封控，或对经济造成短期冲击。地缘政治冲突进一步导致大宗商品价格飙升，企业成本压力仍在加大，制约信用基本面修复。故本轮信用扩张的效果显现仍需时日，有待后续月份的金融数据进一步验证。

俄乌冲突叠加新冠疫情反复是债市3月转熊的重要原因。具体来看，在春节

之前，债券市场笼罩着降息和对经济的悲观预期，10年期国债利率一度向下突破2.7%。然而，在春节之后，债券市场由牛转熊，多重因素带动10年期国债收益率一度站上2.85%。其中，有两个原因尤为重要：一是春节期间国内人员流动强于2021年，二是央行公布的1月金融数据明显走强，投资者稳增长信心增强。3月债市则呈现出了震荡走势格局，多重因素相互交织。我们认为，3月影响债市最核心的逻辑是俄乌冲突爆发对我国经济的冲击。由于俄罗斯和乌克兰是世界重要的能源和农产品出口国，美欧对其制裁的直接恶果便是能源和粮食出口受阻，供给溢价带来了输入型通胀。此时，美国经历了自2020年QE以来最大规模的通货膨胀，在通胀率大幅高于美债收益率的情况下，纽约黄金价格上冲至2000美金/盎司上方，美联储加息预期在市场中发酵，美债收益率大幅冲高，带动世界各国债市收益率上升。随着3月美联储加息预期落地和我国MLF与LPR降息预期的落空，我国债券市场利率仍然高企，股市大跌，反映出投资者对“稳增长”信心不足，即使国务院金融稳定发展委员会释放了诸多积极的流动性信号，市场仍然认为经济企稳尚不牢靠。财政部于1月就已经公布了“政策发力可以适度靠前”的论调，表明了政府对2022年财政政策带领经济企稳复苏的决心。但是目前来看，3月BCI数据为51.3，较上月回落2.6个点，这一环比回落幅度较大，主要是由于疫情扩散冲击消费和基建施工。所以，关于经济是否企稳复苏的论点尚需时日。

**2年期中美利差倒挂，境外机构大幅减持。**今年以来中美利差持续收窄，3月28日中美10年期国债利差33BP、2年期利差已倒挂至-1BP。2月境外机构减持债券803亿元，减持力度创新高。这主要源于中美政策不同步、经济周期错位。利差见底与美债下行往往同步。在加息、缩表、通胀处于高位等多因素作用下，美债利率上行压力仍大，2年期中美利差倒挂或加大、10Y利差或继续收窄，且后续不排除倒挂的可能性。

我国货币政策和债市在国际局势动荡的背景下坚持“以我为主”。人民币贬值压力有限，中美债市相关性减弱，外资减持并非常态。整体来看，我国债市仍将以国内因素为主导，短期或受干扰、但不改中期趋势。

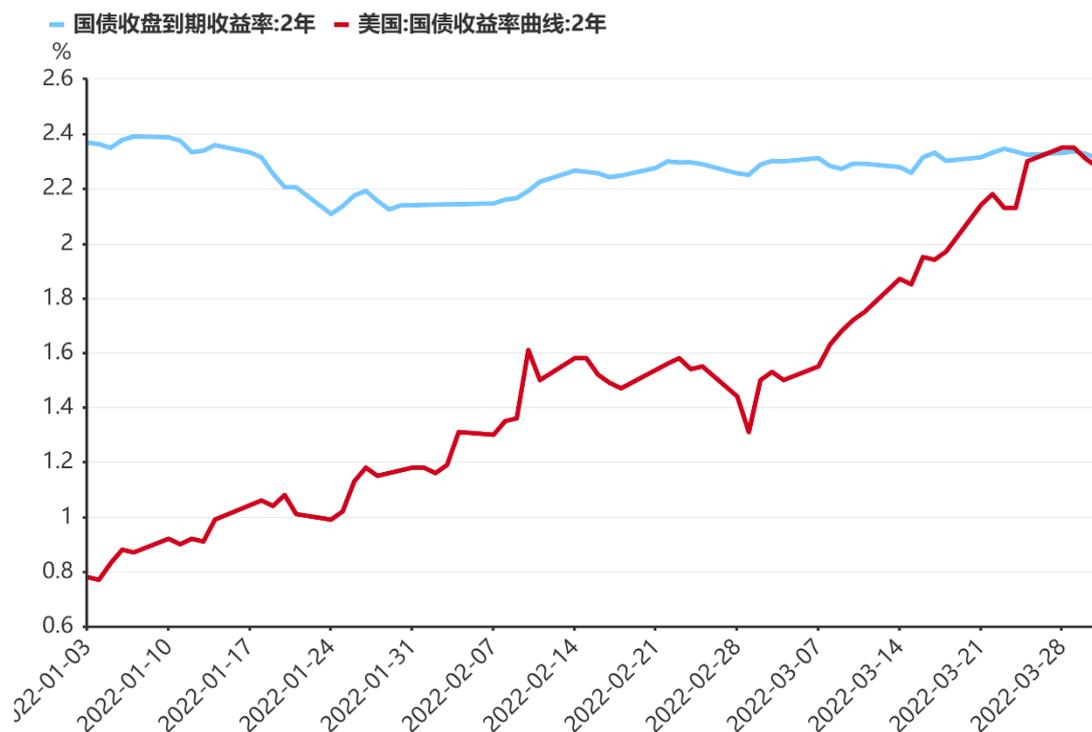


图4 中美2年期国债收益率曲线 次倒挂

数据来源：中国外汇交易中心。

**3月疫情扰动经济的复苏节奏。**本轮疫情确诊病例多，蔓延范围广，3月以来的本轮内地新增病例累计确诊已超过除了2020年首轮之外的数轮疫情，波及28个省（直辖市/自治区），且多在经济较为发达城市散发（以上海为代表）。由于我国对新冠疫情的管控措施较为严格，疫情的多点爆发对经济影响较大，3月1日至27日，新增确诊病例和无症状感染者合计超过100例、500例的省份分别为21个、14个，占2021年GDP比重分别为82.55%、58.30%。疫情影响下，3月需求端高频数据开始转弱，30城地产销售和百城土地成交面积增速降幅扩大，汽车批零销量增速转负，国内地铁客流量大幅下滑；生产端整体影响较为有限，但沿海八省日均耗煤量已开始表现偏弱。

**三驾马车中，基建投资或成2022年经济复苏主线逻辑。**纵观1季度经济数据，基建投资数据迎来开门红，高频数据环比改善。1~2月新旧口径基建投资增速分别为8.1%和8.6%，与建筑业PMI大幅改善较为一致。从高频数据来看，生产类基建指标已连续5周上升，且螺纹钢主要钢厂产量大幅上升至60%分位数，但其他类指标仍处历史低位；从库存类指标来看，沥青库存率和LME铜库存环比均转降。从资金来源看，预算内+基金收入资金占比46%，其他贷款自筹资金占

比 54%。缺项目、自筹资金少增、预算内资金低导致 2021 年基建投资低迷。2022 年财政前置，基建资金较为充足，加之财政部释放的积极政策信号，预计上半年基建投资保持改善态势。

**地产投资虽然短期回暖，但后续可能继续承压。**1~2 月地产投资增速大幅回升至 3.7%，商品房销售面积减少 10%，新开工率、施工率和竣工率分别为 12%、2%和-10%。考虑到地产销售新开工依然负增，房企违约蔓延，叠加高基数，二季度地产投资仍承压。消费 3 月或走弱，Q2 有望恢复。1~2 月消费增速 6.7%。2 月失业率回升至 5.5%、创 21 年 3 月以来新高。3 月国内多地疫情发散，消费或将转弱。全年来看，消费增速恢复程度取决于地产恢复情况、疫情改善情况，由于去年基数偏低，预计全年消费增速中枢 6%~7%。

综上所述，在俄乌冲突和新冠疫情反复的大环境下，我国经济的企稳复苏仍是市场博弈的焦点，近期疫情的扩散冲击消费和制造业投资，居民购房意愿和信心仍处于低谷期。截至目前来看，市场逻辑给出的观点仍然认为我国经济下行压力较大。我们认为，央行选择在 3 月按兵不动的原因主要是考虑到国际局势和防止外资出逃，但是，此轮宽信用周期才刚刚开始，政府的宽松信号仍然需要加强，带给投资者充分的信心。

## 二、我国债券市场发展分析

### （一）债券市场发行、存量及交易

债券市场总发行量保持增长，偿还减少，净融资改善明显。2022 年中央经济工作会议指出“2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。从整体融资环境看，一季度我国宏观经济延续修复的态势，货币政策边际向宽，市场流动性充裕偏松，债券市场贡献一定的融资增量，融资环境有所改善。

2022 年一季度，我国债券市场新发行债券 12343 只，同比少发债券 462 只；发行规模合计 14.95 万亿元，较去年同期增加 0.68 万亿元，同比增长 4.78%。与去年同期相比，虽 2022 年一季度债券的发行数量有所减少，但整体筹资规模有所增加。与此同时，2022 年一季度债券市场偿还压力有所减少，共偿还债务

10.64 万亿元，同比少还 0.39 万亿元，净融资额为 4.31 万亿元，较去年同期增加 1.07 万亿元，同比增长 33%，整体净融资情况有所改善。

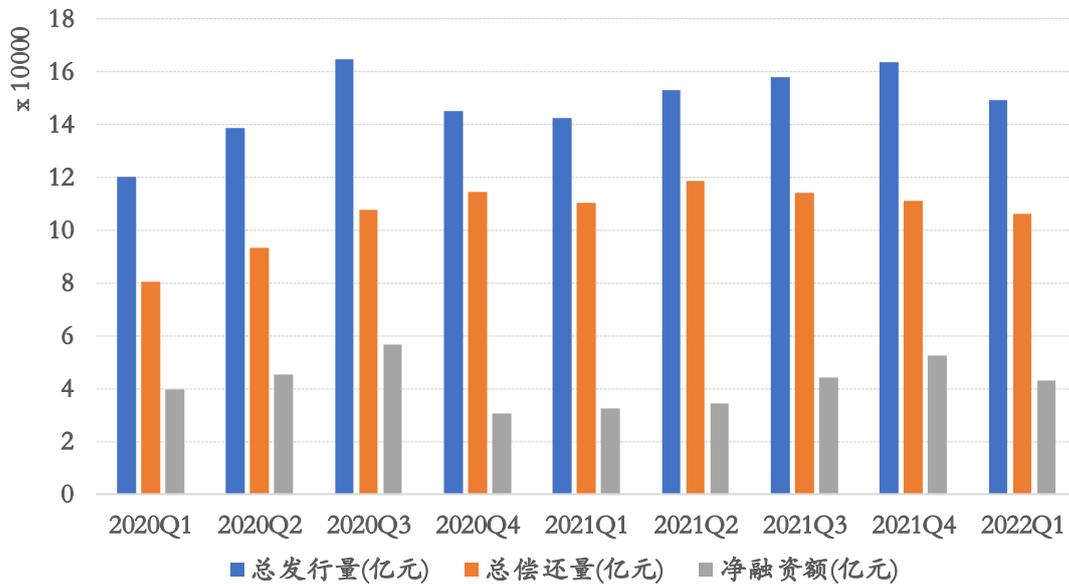


图 5 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

2022 年一季度地方政府债发行前置，地方政府债贡献主要增量；资产支持证券发行规模收缩明显。2022 年政府工作报告指出要继续做好“六稳”“六保”工作，强调强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑，提升积极的财政政策效能，安排赤字率 2.8%，地方政府专项债 3.65 万亿。往年地方政府债发行节奏集中在 6~8 月，而 2021 年底财政部提前下达 2022 年新增地方政府债务限额 1.79 万亿元，叠加 2021 年地方政府债发行节奏后置导致的剩余额度结转，今年地方政府债发行节奏明显提速，发力较早。地方政府债对一季度债券发行市场的增量贡献明显。与此同时，受疫情多点散发影响，目前我国本土新增病例（含无症状感染）超 30 万例，市场消费需求疲弱，叠加房地产企业暴雷冲击，对资产支持证券的影响较为明显。

2022 年一季度新发地方政府债 589 只，较去年同期多发债券 485 只，环比去年四季度少发债券 21 只；发债规模合计 1.82 万亿元，较去年同期增加 0.93 万亿元，同比增长 103.84%，较去年四季度减少 0.04 万亿元，环比下降 2.28%。2022 年一季度发行资产支持证券 832 只，较去年同期少发 452 只，环比上年四

季度少发 619 只；筹资规模合计 0.40 万亿元，较去年同期减少 0.25 万亿元，同比下降 38.23%，环比下降 53.95%，整体降幅明显。

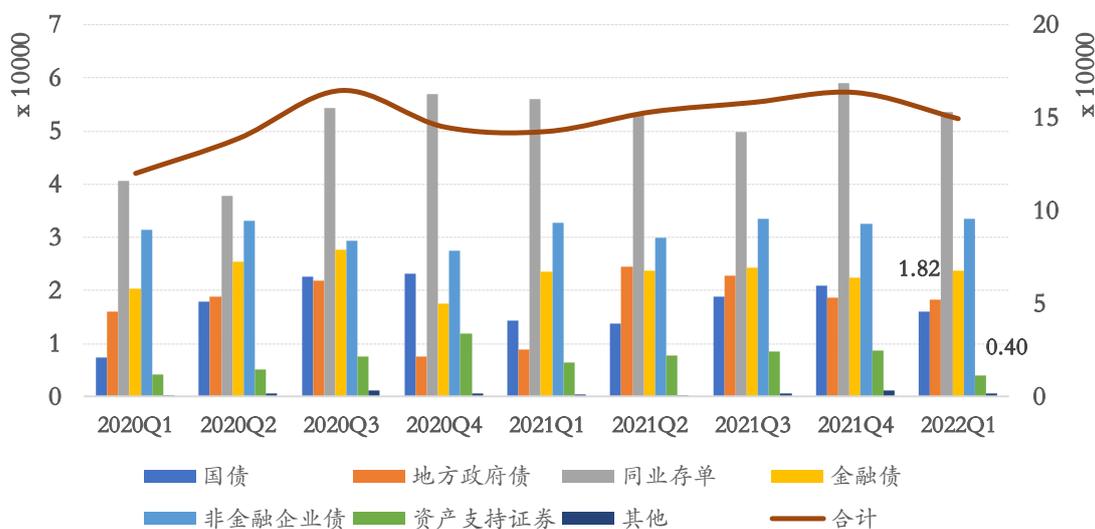


图6 我国债券市场发行规模及结构(亿元)

数据来源：Wind。

债券市场存量规模继续保持扩张势头，同比显著增长。得益于稳增长政策发力，一季度债券发行市场同比增长，净融资情况改善，带动存量债券规模上升。

截至2022年一季度末，我国债券市场存量规模达134.38万亿元，较去年同期增长17.14万亿元，同比增长14.62%，较去年四季度增长4万亿元，环比增长3.07%。分券种看，由于今年地方政府债发行提速，发行增量带动地方政府债存量规模增长。2022年一季度末，地方政府债超越金融债成为我国债券市场第一大存量债券，目前地方政府债余额为31.89万亿元，较去年同期增长5.87万亿元，同比增长22.57%，同比增速位居所有券种首位。第二大存量债券为金融债，存量余额为31.40万亿元，同比增长12.37%。第三大存量债券为非金融企业债，存量余额为26.72万亿元，同比增长10.58%。第四大存量债券为国债，存量余额为23.00万亿元，同比增长10.58%。

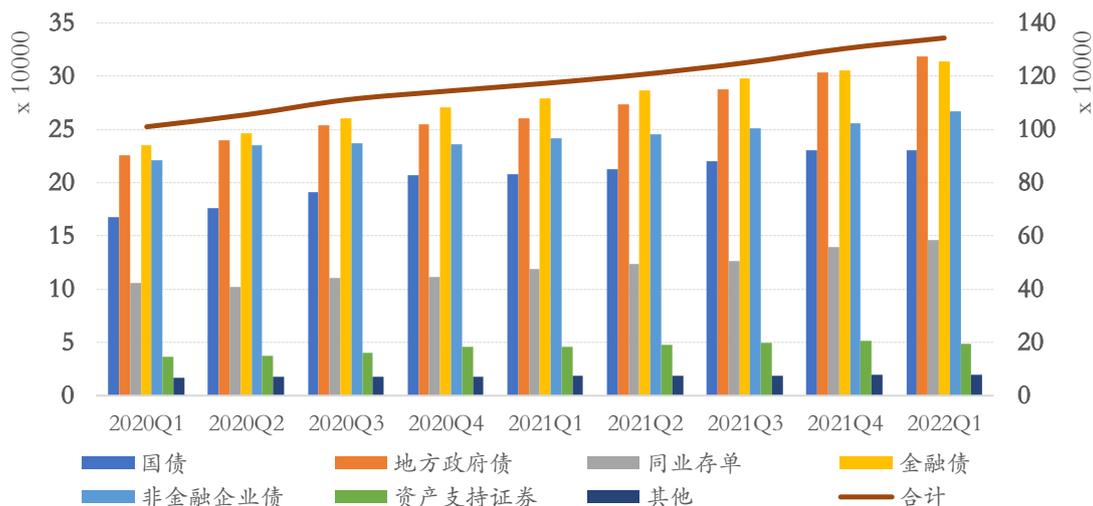


图7 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

2022年现券交易结算量同比大幅增长。2022年一季度，银行间市场和交易所市场现券交易和回购交易结算量共274.91万亿元，较去年同期增加51.93万亿元，同比上升23.29%。其中，现券交易结算量为65.93万亿元，占总成交金额的23.98%，同比增长36.14%；回购交易结算量为208.98万亿元，占总成交金额的76.02%，同比增长19.72%，现券结算量和回购结算量同比均有所增长。

从现券交易的结构来看，金融债、同业存单、国债三者的交易规模占比较大，2022年一季度三者规模合计51.48万亿元，占总现券交易金额的78.09%。与此同时，从增量角度看，以上涵盖统计的券种的现券交易规模较去年一季度均实现了不同程度的增长。其中，地方政府债的现券交易同比增长最快，为113.00%。

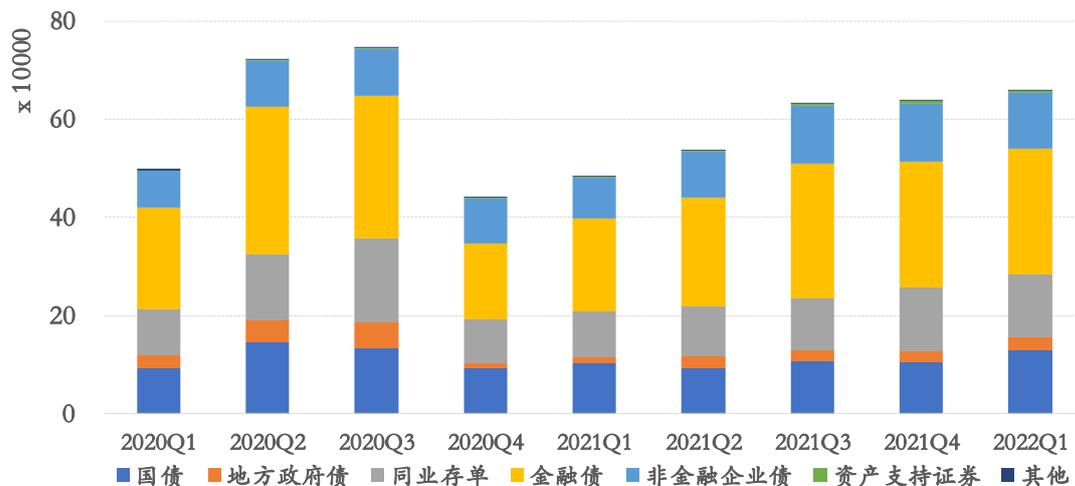


图8 债券市场现券交易规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

## （二）债券市场违约情况

一季度新增违约债券只数、违约金额规模、违约发行人数量均大幅减少，违约情况明显改善。2022 年以来，“稳增长”政策发力，宏观政策调控力度加大，企业融资难度有所下降，融资环境明显回暖，房地产调控政策较前期边际放松，一季度债券市场信用风险的释放较去年同期明显减缓，新增违约债券只数、违约金额规模、违约发行人个数均大幅减少。

2022 年一季度，新增违约债券 30 只，违约金额规模合计达 207.63 亿元，涉及 11 家发行人，其中 4 家为新增首次违约主体，相关违约债券 22 只。与去年同期数据相比，债券市场新增违约债券只数同比下降 56.52%，违约金额规模同比下降 72.36%，违约发行人数量同比下降 60.71%，整体来看，2022 年一季度新增违约债券只数、违约金额规模、违约发行人个数均大幅下降。同时，从过去 8 个季度的债券违约情况来看，2022 年一季度新增违约债券只数、违约金额规模、违约发行人个数均处于相对较低水平，信用风险有所改善，违约形势总体可控。

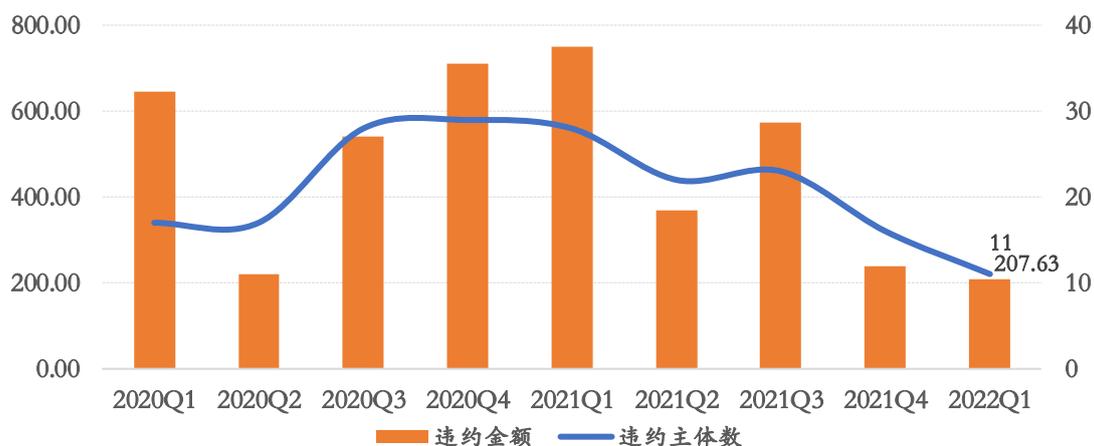


图 9 债券市场违约企业数量及违约金额规模（个、亿元）

数据来源：Wind。

**新增首次违约企业数量同比下降。**2022 年一季度债券市场新增 4 家首次违约主体，分别是哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司、阳光城集团股份有限公司、福建阳光集团有限公司、渤海租赁股份有限公司。与去年同期相比，新增首次违约主体数量有所下降。此次 4 家新增首次违约主体分布区域涉及黑龙江省、福建省和新疆维吾尔自治区；行业范围涉及信息科技咨询与其它服务、房地产开发和其他多元金融服务；企业性质均为民营企业；涉及违约的债券共 22 只，违约债券余额 145.55 亿元，其中的 16 只违约债券，属于阳光城集团股份有限公

司、福建阳光集团有限公司两家房地产开发关联企业，违约债券余额合计 134.80 亿元，占比 92.61%。随着经济下行压力增强，受行业政策调控、融资环境影响较大的高杠杆房地产民营企业行业风险持续显露。

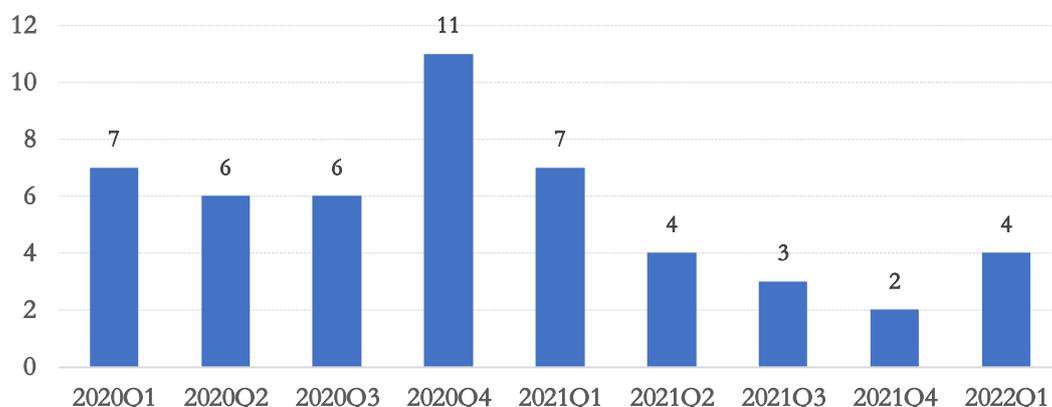


图 10 债券市场新增 次违约企业数 (个)

数据来源：Wind。

民营企业仍是违约主体。2022 年一季度共有 7 家民营企业违约，占总违约主体数的 63.64%；违约债券 22 只，占总违约债券数的 73.33%；违约债券规模合计 187.86 亿元，占总违约规模的 90.48%。国有企业的违约显著减少，一季度仅有 1 家国有企业违约，违约债券 1 只，违约余额 4.02 亿元，国企民企信用风险分化进一步加剧。其主要原因是在“稳增长”总基调、防范化解金融风险的政策引导下，地方政府对国有企业的债务风险防范和处置能力明显加强。同时，在资金面相对宽松的环境下，国有企业的融资能力改善更明显，国有企业的信用风险有所降低，而民营企业(特别是民营房地产企业)再融资能力仍未见实质性改善。

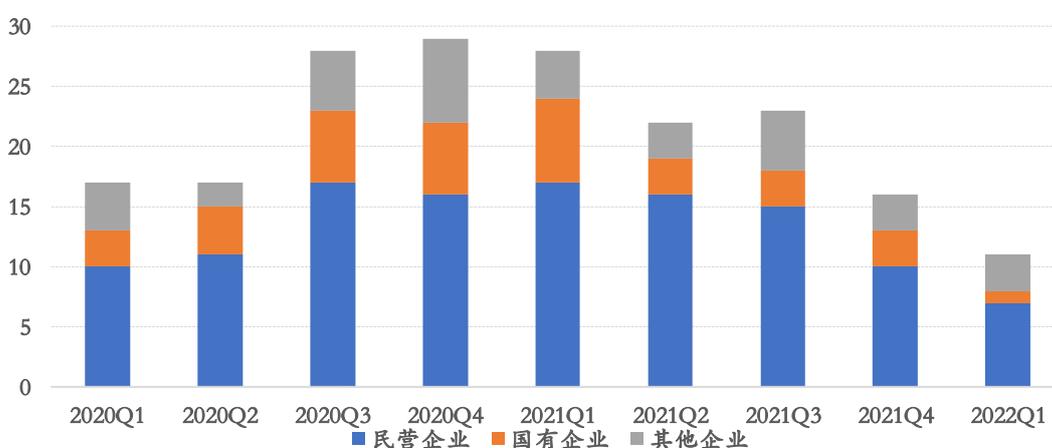


图 11 债券市场违约企业性质 (个)

数据来源：Wind。

一季度违约企业房地产行业居多，仍需警惕房地产行业风险。2020 年下半年开始，监管部门加大对房地产行业的政策调控力度，2021 年 1 月 1 日正式实施“三道红线、四档管理”房地产行业调控政策。伴随着监管政策收紧、外部经济环境下行、市场需求迅速下滑、销售回款大幅受限，房地产行业的再融资能力受限，流动性承压明显，行业信用风险持续暴露。

2022 年一季度共有 11 家发行人违约，其中 5 家发行人属于房地产企业，较去年同期增加 2 家违约发行人，较去年四季度增加 2 家违约发行人。5 家违约房企涉及违约债券 20 只，占整体的 66.67%，违约规模 162.86 亿，占整体的 86.70%，仍需警惕房地产行业风险。

随着房地产行业(特别是个别大型房企)风险持续暴露，市场避险情绪升温。虽然 2022 年房地产行业监管边际放松，利好政策不断，但高杠杆民营房企的再融资能力仍未见实质性改善，房地产行业未来一段时间内仍会暴露新的风险主体。

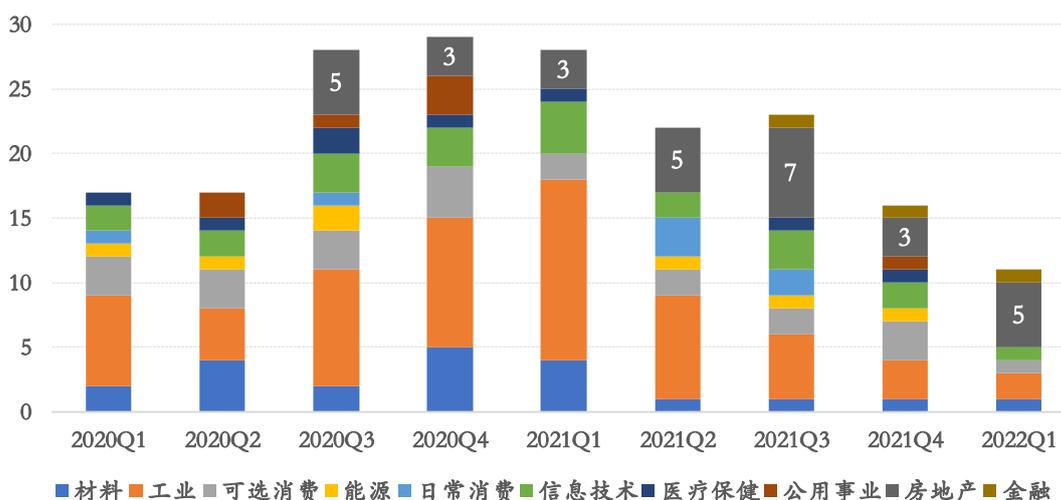


图 12 债券市场违约企业行业分布<sup>1</sup> (个)

数据来源：Wind。

### (三) 债券市场法制建设

依法严惩逃废债行为，维护资本市场秩序。为进一步贯彻落实中共中央办公厅、国务院办公厅《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，2 月 28 日，上海市印发《上海市关于依法从严打击证券违法活动的方案》，将依法从严打击证券违法活动与有效防范化解风险、加强市场诚信建设相结合，深化证券监管部门与

<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。

公安司法机关全方位的协同配合，强化打击证券违法活动合力，坚决清理非法证券业务；加强债券市场统一执法和跨市场信息统筹监管，严厉查处各类“逃废债”行为。3月29日，中办、国办印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，要求坚持“严监管、零容忍”，依法从严从快从重查处欺诈发行、虚假陈述、操纵市场、内幕交易等重大违法案件，加大对侵占挪用基金财产行为的刑事打击力度，健全债务违约处置机制，依法严惩逃废债行为。

**推动境内债券市场互联互通，构建统一的债券市场制度。**1月20日，沪深交易所、全国银行间同业拆借中心、银行间市场清算所股份有限公司、中国证券登记结算有限责任公司共同发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，明确交易所和银行间市场互联互通，可通过名义持有人账户模式进行，即尊重两个市场现有挂牌流通模式、现有账户体系及交易结算规则，参与对方市场的债券现券认购及交易，从而实现债券市场在交易层面的互通，在一定程度上便利债券跨市场发行与交易，实现债券市场要素自由流动，提高证券定价的有效性、风险揭示能力和债券流动性，促进债券市场健康发展，提高融资效率。

**中国证券业协会修订发布公司债券受托管理三项自律规则，强化受托管理人要求，压实受托管理人责任。**1月17日，中证协修订发布《公司债券受托管理人执业行为准则》《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》和《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》，对公司债券受托管理的行为提出更为明确的监管框架和监管要求。通过修订公司债券受托管理系列制度，压实受托管理人责任，强化发行人配合义务，完善市场化法治化债券违约处置机制，加强债券投资者合法权益保护。

#### **（四）债券市场对外开放**

**境外机构持有银行间市场债券规模跌破4万亿元。**受国际环境影响，外资投资境内债券波动有所加大。在美联储加息预期持续升温背景下，中美利差收窄和人民币汇率走弱双重因素使外资减缓购债步伐。但是，从长期来看，外资减持人民币债券只是短暂波动，我国境外机构持债占比依然偏低，加之中国债券的偏高性价比，未来外资增配人民币资产的总体趋势不变。

截至2022年3月末，境外机构持有银行间市场债券3.88万亿元，约占银行间债券市场总托管量的3.30%，较去年同期相比增加0.32万亿元，但环比去

年四季度减持 0.12 万亿元。从券种看，境外机构偏好的主要托管券种是国债，托管量为 2.43 万亿元，占比 62.70%，托管量同比增长 0.39 万亿元，环比减持 0.02 万亿元；其次是政策性金融债，托管量为 1.01 万亿元，占比 26.10%，同比增长 0.01 万亿元，环比下降 0.08 万亿元。

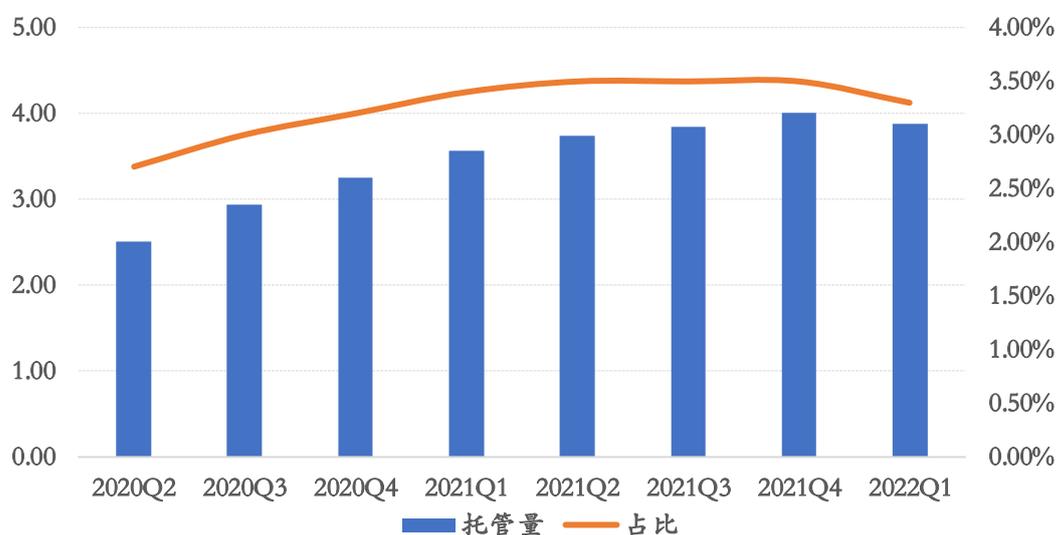


图 13 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元）

数据来源：中国人民银行上海总行。

境外机构积极“入市”，外资增配人民币资产的总体趋势不变。虽然境外机构持债总量较 2021 年四季度有所减少，但境外机构积极“入场”购买人民币债券的热情不变。截至 2022 年 3 月末，共有 1034 家境外机构主体入市，较去年同期增加 108 家，较去年四季度增加 18 家。其中，有 286 家通过直接投资渠道入市，520 家通过“债券通”渠道入市，228 家同时通过两个渠道入市。

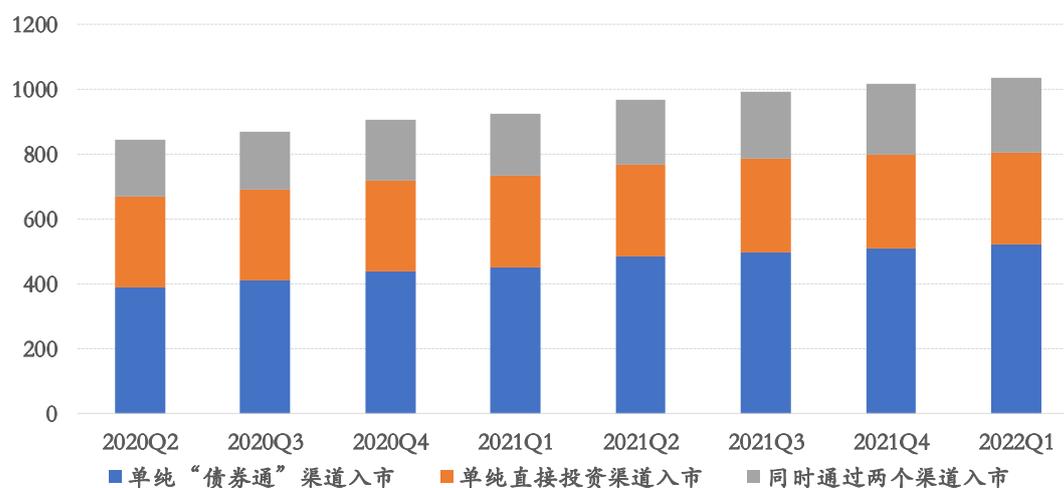


图 14 进入银行间债券市场境外机构主体数（个）

数据来源：中国人民银行上海总行。

### 三、展望

2022 年一季度，宏观经济虽然有企稳的迹象，但是伴随着俄乌冲突带来的输入型通货膨胀和疫情扩散的风险，债券市场的交易逻辑仍然在经济企稳还是恶化之间摇摆。接下来要重点关注的逻辑重点在于两个方面：一是经济何时能够进入回升通道？二是在美联储加息、全球通胀和疫情蔓延的背景下，央行是否还能够继续实现加码宽松的政策目标？

我们认为，二季度债券市场面临的环境仍然是多空交织，所以大概率仍然呈现震荡走势。利多因素主要集中在国内端，货币政策和财政政策的精准发力是经济企稳复苏的关键。

**利率债**方面，我们认为，**债券市场的利多因素主要包括以下几点**：一是我国两会政府工作报告提出的经济增速目标。政府工作报告定调 2022 年全年经济增长目标 5.5%，这就意味着货币政策也需要配合财政政策与其他部门的稳增长行动，宽货币是债券市场走“牛”的关键。二是房地产市场景气度仍在低谷期，2 月居民中长贷首次出现负增长，居民对房地产行业的信心仍然较为低迷，需要政府调降 LPR 长端贷款利率，增强购房人的信心。三是新冠疫情扩散给我国经济带来的冲击，3 月各地疫情出现集中性的全面爆发，预计会对消费、交通运输和基建施工形成扰动。

同时，**债券市场的主要利空因素有以下几点**：一是“宽信用”政策的持续落实，减税降费、房地产信贷和支农小等领域均有可能新增宽信用措施。二是输入型通货膨胀风险带来的全球央行加息，俄乌冲突等因素带动海外大宗商品价格持续上涨，油价一度触及 130 美元。由于目前很难对地缘政治局势做判断，因此，这是债券市场面临的潜在风险点。三是美联储加息缩表的路径尚不明确，随着中美利差进一步拉大，国内央行政策空间将受到限制。

**信用债**方面，信用债一级市场整体呈现“供需两旺”的态势，发行成本下行至历史偏低位置。在结构性“资产荒”背景下，短久期、弱资质的城投平台认购情绪较高；在防风险背景下，城投融资监管政策延续偏紧态势，再融资压力仍较高，需警惕相关主体过度下沉的资质，并适当控制久期。

地产行业方面，随着多个城市限购、限贷政策陆续变动，政策逐步落地，地产销售边际或将回暖。但疫情再起对部分市场恢复形成扰动，且当前收并购政策

主要是金融端发力较多，真正达成收并购意愿的项目并不多，效果还需要进一步观察。因此，地产债券投资可待二季度房地产销售和价格端稳定后再逐步参与。

如果排除俄乌冲突和输入型通胀压力对债券市场的影响，本轮疫情也是二季度债券市场需要关注的焦点。本轮疫情严重程度超过 2021 年任何一次，对经济的影响不可忽视，高频数据尚无法完全体现疫情冲击。目前，国内的中高风险地区数目超过 2021 年最高水平，消费和施工都缺乏高频跟踪，预计自 4 月起才能观察到疫情对经济的影响。卫健委提出的疫情消失四大条件（病毒变异减弱、疫苗有效率提升、特效药上市、外防输入压力）是否以及何时满足均不确定。

综上所述，2022 年二季度我国经济所处的整体环境仍然较为复杂。整体来看，经济依然面临较大下行压力，制造业恢复基础仍不牢固，稳增长仍是重中之重。但总体而言，在稳增长的目标下，预计后续将会继续出台相关政策，经济中长期好转的趋势不变。

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。