



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 韩梦彬

2021 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、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。

道阻且长，行则将至

摘要

2020 年，新冠肺炎疫情在全球蔓延。为缓解新冠肺炎疫情对全球经济及金融市场的冲击，自 3 月份以来，全球主要国家和地区的央行纷纷实施超低利率政策，同时扩大资产购买的规模，央行资产负债表快速扩张。另外，美联储为达到 2% 的长期通货膨胀目标水平，决定对货币政策目标进行调整，允许通胀率适度高于 2%。就主要经济体债券收益率而言，由于各主要经济体的经济发展受疫情冲击较大，10 年期国债收益率整体趋于下降。

2020 年以来，面对新冠肺炎疫情冲击，我国央行实施总体稳健的货币政策，通过降低存款准备金率、增加再贷款再贴现额度、下调再贷款再贴现利率、创设直达实体经济的货币政策工具等，支持实体经济发展。并且，央行结合多种措施，保持市场流动性合理充裕，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行；畅通货币政策传导渠道，有效引导贷款利率逐步下行。债券市场收益率先下后上，整体呈 V 型走势；收益率曲线趋于平坦，我国经济增长仍面临较大挑战。

在国债、地方政府债发行量大幅增加的带动下，债券市场发行规模再创新高，净融资规模也突破前期高点，市场存量规模首超百万亿元达到 114.31 万亿元，债券现券交易量也保持一定增速。2020 年，债券市场新增违约情况整体较 2019 年稍有好转，但是由破产重

本报告负责人：

● 彭兴韵

国家金融与发展实验室
副主任

本报告执笔人：

● 周莉萍

国家金融与发展实验室
高级研究员

● 韩梦彬

国家金融与发展实验室
中国债券论坛研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

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

整导致的违约快速增加、国有企业债券违约风险提升、新增违约主体评级中枢加速上移等现象不容忽视，债券市场风险仍需警惕。同时，2020 年我国在债券市场法制建设方面取得较大进展，杭州中院对五洋建设债券纠纷案件作出审判，对维护债券投资人合法权益、完善债券市场法制建设具有重大意义。

在疫情防控积极高效、经济前景持续向好、国内外利差相对较高、汇率总体保持稳定、金融基础设施服务不断完善等诸多优势的驱动下，人民币资产吸引力显著增强，境外投资者加大对我国债券市场的持有规模。截至 2020 年末，境外机构持有我国债券规模达到 3.25 万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到 2.84%。其中，国债在境外机构的持有规模中始终位居首位，政策性银行债持有规模在近两年得到显著提升。

展望 2021，疫情发展仍将主导全球经济走势，预计全球经济将在 2021 年上半年实现弱复苏，下半年或将伴随疫苗的大规模使用而出现真正复苏。全球主要央行料将维持宽松货币政策不变，各经济体债券收益率总体将出现上行。我国经济在持续复苏的同时也面临较多挑战，央行货币政策将坚持稳健取向不变，并更加注重稳增长与防风险之间的平衡。国内债券收益率很可能呈现前高后低的走势，债券发行不排除出现小幅回落的可能，债券市场新增违约预计将出现增加。人民币资产吸引力不断增加，境外投资者也会继续增持我国债券。

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) 债券市场违约分析	11
(三) 债券市场法制建设	15
(四) 债券市场对外开放	18
三、展望.....	20

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

2020 年之前，全球贸易摩擦和地缘政治紧张局势不断加剧，给原本低迷的经济增长添加更大的下行压力。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发并迅速蔓延至全球各地，由于疫情对消费和生产活动带来负面影响，冲击需求、供给两侧，势必将加速经济的下滑。作为应对，3 月份以来，主要发达国家和地区央行相继宣布降息+QE 等宽松货币政策，增加市场流动性，为家庭、企业和金融机构提供有效支撑。

全球主要央行纷纷实施超低利率政策。为缓解新冠肺炎疫情对经济及金融市场的冲击，全球央行迅速而有力地做出反应，主要国家或地区央行开始实施或维持基准利率在 0 附近的超低水平。2020 年 3 月，美联储两次紧急操作，将联邦基金利率的目标范围降低 150 个基点至 0%~0.25%；英格兰银行两次紧急出台刺激措施，将基准利率下调 75 个基点至 0.1%；欧央行在疫情前的主要再融资利率为 0%，日本央行在疫情前的基准利率为-0.1%，疫情发生后，两者均维持之前的超低利率水平。之后，随着全球疫情的反复以及新增确诊人数的快速增长，主要央行维持超低利率不变。

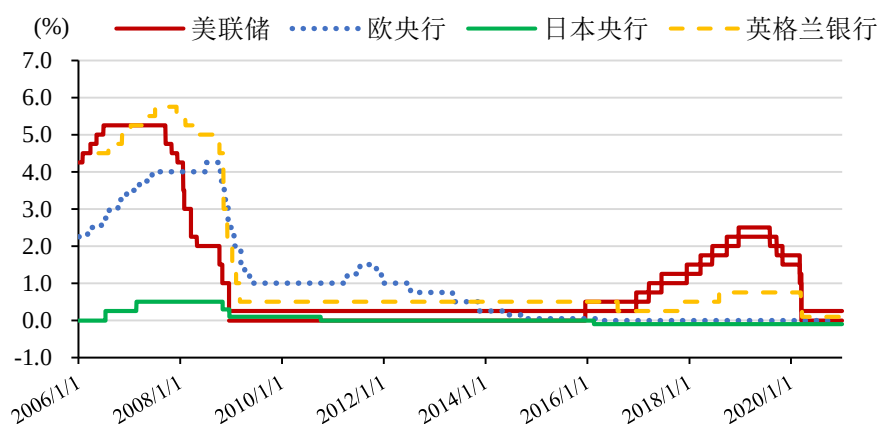


图 1 全球主要央行基准利率

数据来源：各国央行，Wind。

主要央行资产负债表快速扩张。除了实施超低利率政策，各主要央行还进行了大规模的资产购买。美联储3月先是启动7000亿美元的资产购买计划，而后取消额度限制变为“无限量QE”，并且还建立商业票据融资便利机制（CPFF），6月以来维持每月购买至少800亿美元的美国国债、400亿美元的抵押贷款支持证券；欧央行3月宣布7500亿欧元的紧急资产购买计划，6月扩大至1.35万亿欧元，12月再次扩大至1.85万亿欧元；日本央行也在3月扩大资产购买计划，并于4月决定实施包括无限量购买国债在内的进一步宽松政策；英格兰银行在3月增加购买国债、公司债共2000亿英镑，6月、11月分别增加购买国债1000亿英镑、1500亿英镑，2020年底维持购买国债、公司债的存量规模达8950亿英镑。在此影响下，全球主要央行的资产规模在2020年极速扩张，与2019年末相比，2020年四大央行资产规模平均增加了50%左右。

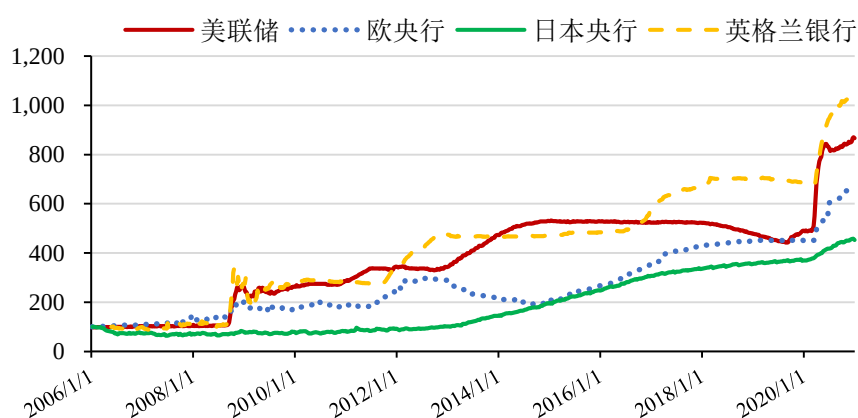


图2 全球主要央行资产规模 (2006年初=100)

数据来源：各国央行，Wind。

美联储决定实行平均通胀目标制。面对当前超低利率短期内难以改变、持续低迷的经济发展又遭受疫情冲击的困境，提高通胀率以及通胀预期成为美联储的一个选择。2020年8月27日，美联储对长期目标和货币政策策略声明进行调整，决定实行“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于2%。但实际效果究竟如何，还有待市场进一步验证。

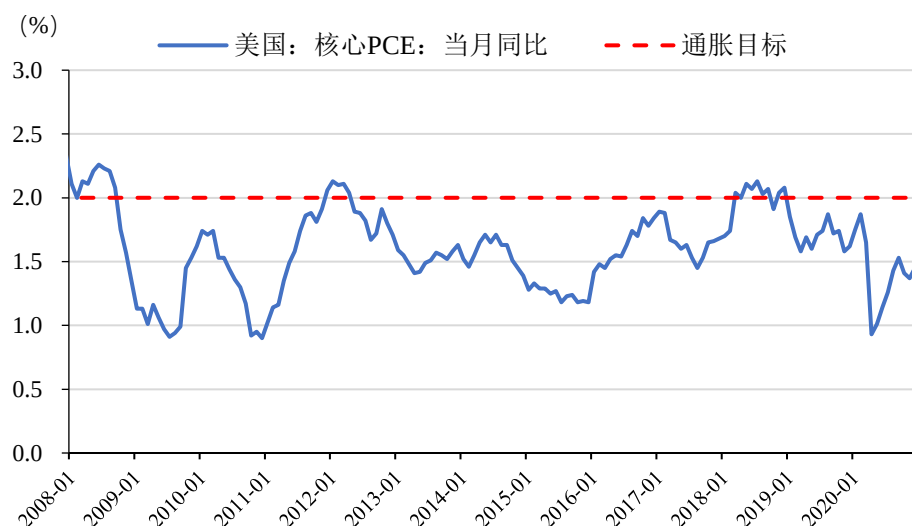


图3 美国通货膨胀率

数据来源：Wind。

不同经济体国债收益率整体趋于下降。2020 年债券市场收益率的变动受新冠肺炎疫情的影响较大，各主要经济体的经济发展也受到较大冲击。随着 3 月份新冠肺炎疫情在全球蔓延，主要经济体政策利率纷纷下降，市场避险情绪升温，不同经济体债券市场收益率表现略有分化。由于美国国债资产相对于新兴经济体而言更加安全，3 月份，在疫情冲击、美元回流、原油暴跌等背景下，美国国债资产得到全球投资者追逐，美国国债收益率下行，而巴西、俄罗斯的国债遭到抛售，国债收益率快速上行。之后，各经济体债券市场收益率走势与本地区疫情防控、经济增长形势的关系更为密切。整体来看，2020 年主要经济体债券市场收益率走势虽然有所差异，但总体难以改变下行趋势。与 2019 年末相比，2020 年末，发达经济体中的美国、英国、欧元区 10 年期国债收益率分别下行 99BP、64BP、43BP，日本则小幅上行 5BP；新兴经济体中的印度、俄罗斯 10 年期国债收益率分别下行 66BP、32BP，中国、巴西分别小幅上行 1BP、14BP。

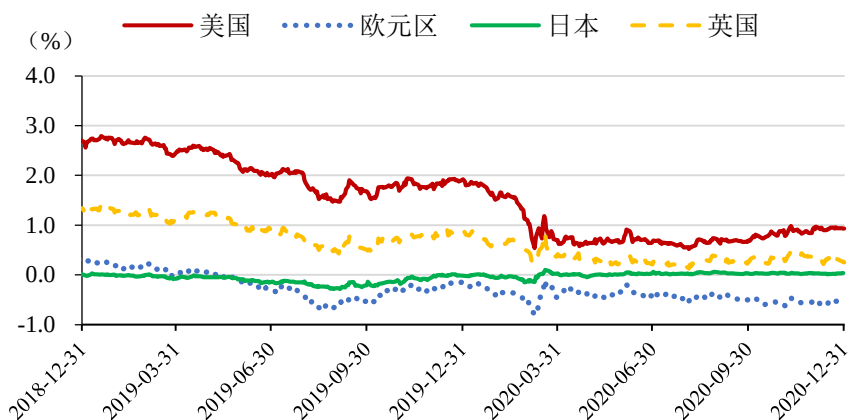


图4 主要发达经济体10年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

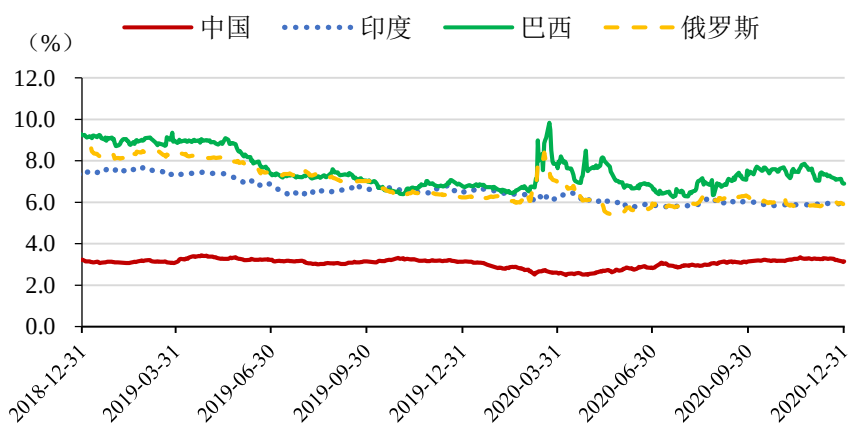


图5 主要新兴经济体10年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

（二）我国央行货币政策及利率走势

货币政策更加灵活适度，支持实体经济发展。2020 年前三季度，面对新冠肺炎疫情冲击，我国央行实施适度宽松的货币政策，三次降准释放 1.75 万亿元长期流动性、新增 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、下调再贷款再贴现利率、创设两个直达实体经济的货币政策工具，以支持实体经济发展。四季度，在我国疫情防控总体较好、经济持续复苏的情况下，货币政策渐回常态化。总体来看，央行实施的稳健货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，直接降低了商业银行的资金成本，进而降低三农、中小微企业等群体的融资成本，支持了实体经济发展。

表 1 央行为应对疫情冲击采取的主要货币政策

时间	事件
1 月 6 日	全面降准 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 多亿元
1 月 31 日	安排 3000 亿元低成本专项再贷款资金
2 月 26 日	下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点 增加再贷款、再贴现专用额度 5000 亿元
3 月 16 日	实施普惠金融定向降准 0.5 至 1 个百分点，释放长期约资金 5500 亿元
4 月 7 日	下调超额存款准备金利率至 0.35%
4 月 15 日 5 月 15 日	分别定向降准 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元
4 月 20 日	增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元
6 月 1 日	创设普惠小微企业贷款延期支持工具 创设普惠小微企业信用贷款支持计划
7 月 1 日	下调再贴现利率 0.25 个百分点 下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点 下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点

资料来源：根据公开资料整理。

保持市场流动性合理充裕，引导货币市场利率平稳运行。在新冠肺炎疫情冲击下，国内外金融市场剧烈波动。为保持银行间市场流动性，央行下调发挥短期市场利率中枢作用的公开市场操作利率，下调作为利率走廊上下限的常备借贷便利利率、超额准备金利率，此外还不断加强预期管理，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。3 月下旬至 5 月下旬，受主要发达经济体实施超低利率和超宽松货币政策的影响，以 DR007 为代表的货币市场利率略低于公开市场操作利率，之后随着央行放缓货币政策宽松节奏，叠加债券市场供给规模加大，货币市场利率上行至公开市场操作利率附近。11 月至 12 月，受永煤控股、华晨集团等高等级国企信用风险事件的影响，DR007 出现上行，随之央行释放流动性进行对冲，货币市场利率下行。2020 年其他时间，货币市场利率均在公开市场操作利率附近小幅波动。

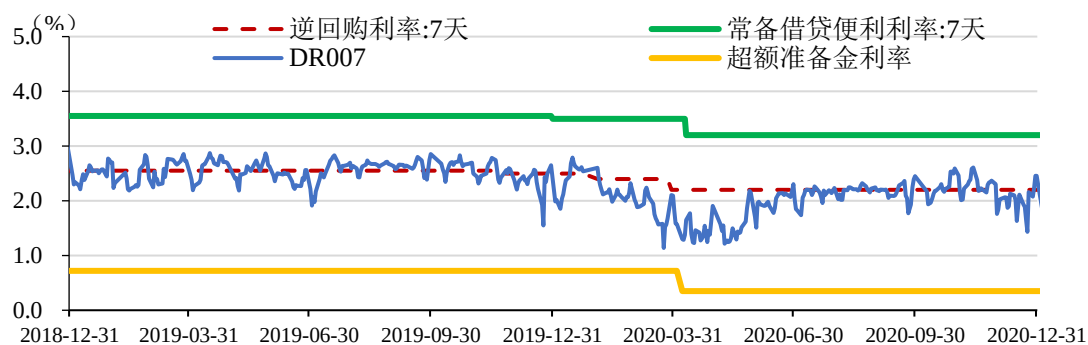


图6 货币市场关联利率走势

数据来源：Wind。

提高货币政策传导效率，引导贷款利率逐步下行。2019年8月，央行改革完善LPR形成机制，由报价行根据自身对最优质客户实际发放贷款的利率水平，在MLF利率基础上加点报价。改革以来，隐性贷款利率下限被打破，货币政策传导效率进一步提升，通过“逆回购利率→MLF→LPR→贷款利率”引导贷款利率逐步下行，降低社会融资成本。2020年，7天逆回购利率在年末下降至2.20%，与2019年同期相比下降30BP；1年期MLF在年末下降至2.95%，与2019年同期相比下行30BP；1年期LPR在年末下降至3.85%，与2019年同期相比下行30BP；金融机构人民币贷款加权平均利率在三季度末下降至5.12%，与2019年同期相比下降0.5个百分点。一年多的实践表明，LPR改革促进了金融结构优化，畅通了货币政策传导渠道，有效引导贷款利率市场化运行。

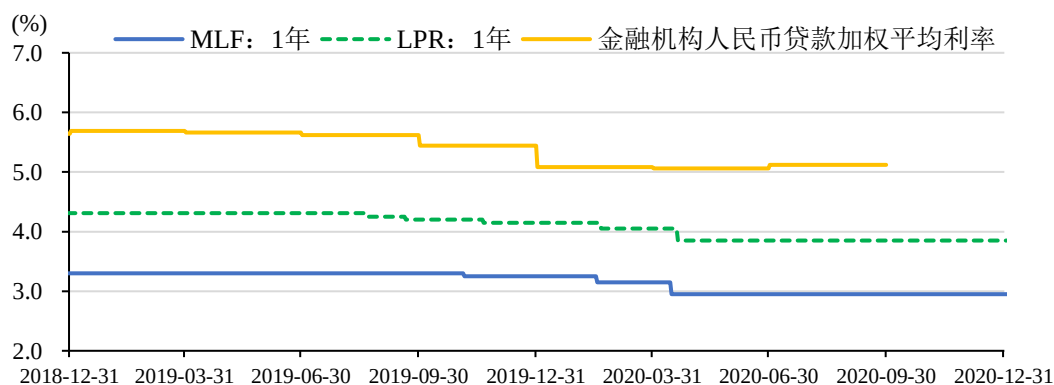


图7 贷款市场关联利率走势

数据来源：Wind。

债券收益率先下后上，整体呈 V 型走势。2020 年 1 至 4 月，在新冠肺炎疫情冲击下，国内外市场利率纷纷下降，叠加市场避险情绪增加，债券收益率一路下行。进入 5 月份，随着国内疫情逐渐得到有效控制，全面复工复产有序推进，国内经济复苏迹象明显，同时市场出现资金空转套利现象，银保监会加强监管，我国货币政策也开始边际收紧，债券市场收益率随市场利率转向上升。6 至 11 月，随着国内疫情得到有效控制，在经济基本面持续修复、货币政策回归常态化、债券供给继续增加等背景下，债券市场收益率不断上行。其中，11 月高等级国企违约事件引发市场流动性紧张，债券收益率上行。进入 12 月，为缓解信用风险事件的影响，央行货币政策超预期宽松，同时国外发现新冠病毒变异毒株，债券市场收益率出现下降。

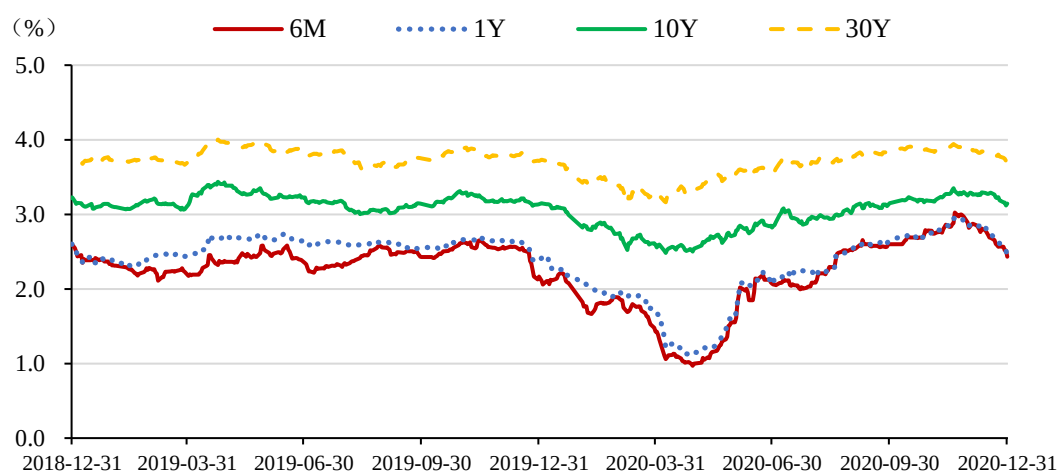


图 8 国债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

债券收益率曲线趋于平坦，我国经济增长仍面临较大挑战。2020 年一季度，新冠肺炎疫情严重冲击实体经济增长，长短期债券收益率纷纷下降；二、三季度，国内疫情防控形势持续向好，经济社会秩序有序恢复，长短期收益率整体上行；四季度，在国内外风险事件的影响下，收益率先升后降。2020 年末，6 个月期、1 年期国债收益率分别较 2019 年末上行 27BP、11BP，10 年期、30 年期国债收益率分别较 2019 年末上行 1BP、1BP。与 2019 年

末相比，2020 年末收益率曲线趋于平坦，表明我国经济增长虽然在 2020 年后期较一季度有较大好转，但是整体经济前景仍然面临较多不确定性，明年的国内经济增长所应对的风险和挑战犹存。

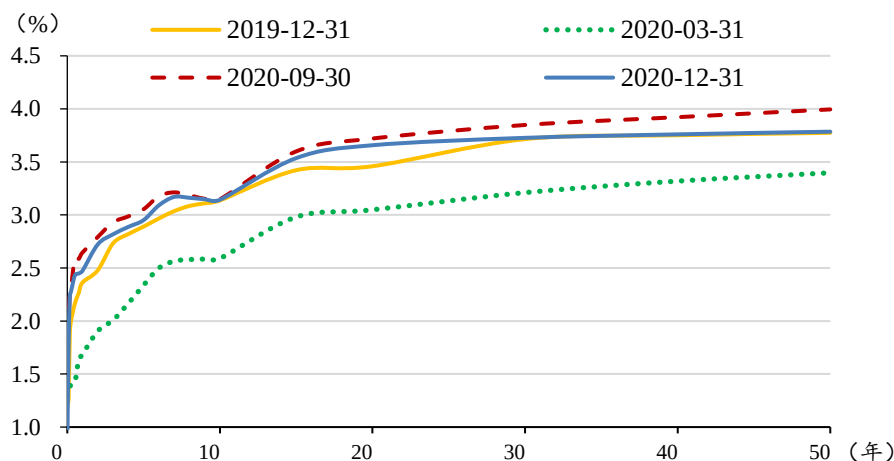


图 9 国债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

二、我国债券市场发展分析

（一）债券市场发行、存量及交易

国债、地方政府债发行规模大幅增加，债券市场发行再创新高。2020 年年初，新冠肺炎疫情的爆发对我国正常运转的经济社会生活造成严重冲击。为对冲疫情冲击、加快复工复产、支持实体经济发展，从国家到地方，各级政府加大财政支出力度，债券发行规模出现较快增长。2020 年，我国国债发行规模达 7.12 万亿元（含 1 万亿元特别国债），比 2019 年增加 2.95 万亿元，同比增长 70.9%；地方政府债发行规模达 6.44 万亿元，比 2019 年增加 2.08 万亿元，同比增长 47.7%。国债、地方政府债等发行规模的大幅增加，引起 2020 年债券市场发行总量首次跨越 50 万亿元，达到 56.90 万亿元的历史新水平。

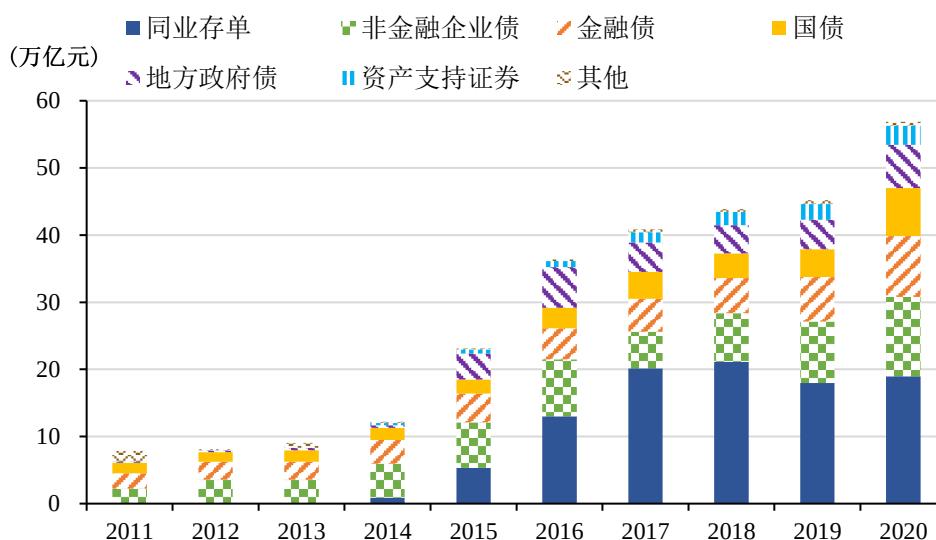


图 10 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

债券市场发行大增，带动净融资规模突破前期高点。2020 年，国债、地方政府债发行量大幅增加，引起债券发行速度加快增长，而由于到期偿还量要相对滞后，带动净融资规模突破前期高点，达到 17.31 万亿元的新高度。

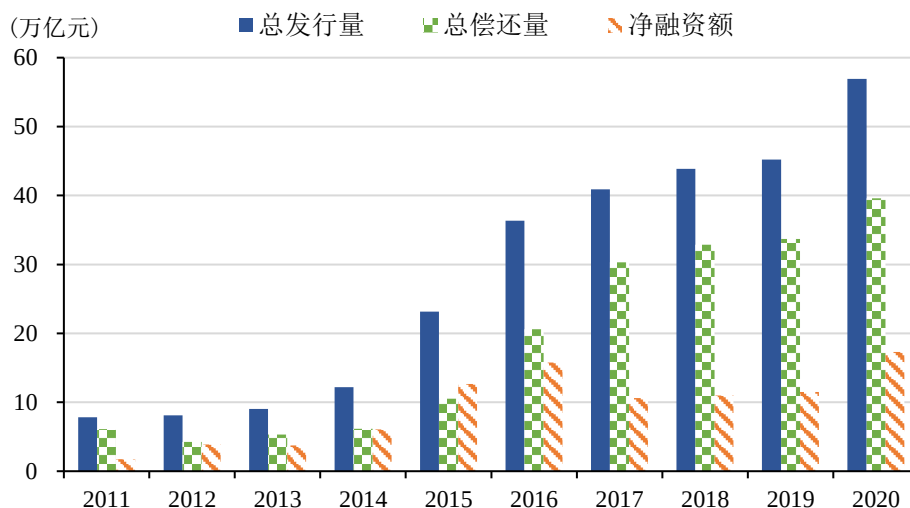


图 11 我国债券市场发行、偿还及净融资规模

数据来源：Wind。

债券市场存量规模继续保持扩张势头，并首超百万亿元。我国在超越日本成为全球第二大债券市场之后，市场存量规模继续

保持较快速度增长。2020 年，在债券发行提速增量带动净融资规模增长的同时，也引起债券存量规模的增长。截至 2020 年末，我国债券市场存量规模突破百万亿元，达 114.31 万亿元，同比增加 17.21 万亿元，增长 17.7%。在债券存量规模中，第一大存量债券金融债余额 27.07 万亿元，同比增长 18.6%；第二大存量债券地方政府债余额 25.49 万亿元，同比增长 20.7%；第三大存量债券非金融企业债余额 22.92 万亿元，同比增长 15.3%；第四大存量债券国债余额 20.69 万亿元，同比增长 24.2%。特别国债再次发行、地方政府专项债提速增量，引起国债、地方政府债的存量规模出现较快增长，同时也带动整个债券市场存量规模的上升。

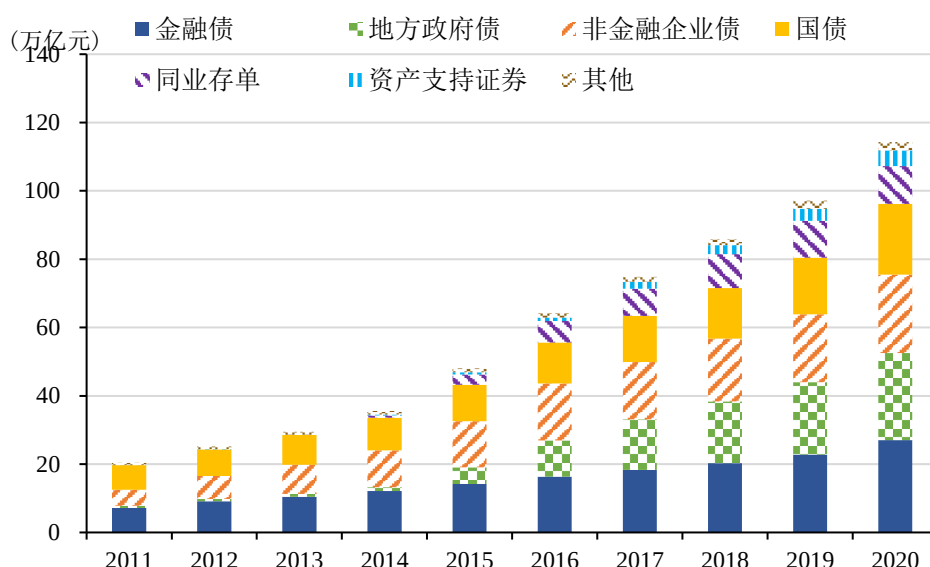


图 12 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

债券现券交易规模增加，资本市场支持实体经济作用明显提升。2020 年，银行间市场和交易所市场债券交易规模中，现券交易和回购交易共 1135.0 万亿元，其中，现券交易占比已连续三年上升，占比超过 20%，显示我国债券市场的资本市场功能逐渐显现。2020 年债券现券交易规模 241.09 万亿元，同比增长 12.9%，略低于前两年的增长速度。从现券交易金额的占比来看，金融债、

同业存单、国债的交易规模占比较大，三者合计交易规模达 190.48 万亿元，占交易总额的 79.0%；从现券交易金额的增速来看，地方政府债、国债增速较快，地方政府债的现券交易规模同比增长 38.1%，国债的现券交易规模同比增长 34.8%。

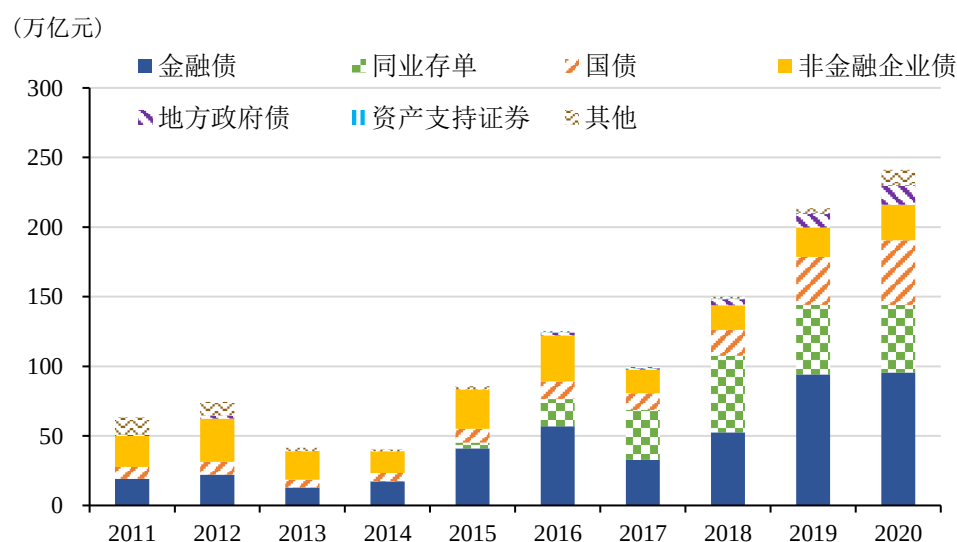


图 13 我国债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

（二）债券市场违约分析¹

新增首次违约企业数量略有下降。2020 年第四季度，我国债券市场新增包括华晨集团、永煤控股、福建福晟、紫光集团等在内的 15 家首次违约企业，行业涉及工业、可选消费等，企业属性包括国有企业和民营企业，企业所属区域主要为我国东部各省市。加上前三季度 25 家首次违约企业，2020 年共新增 40 家首次违约企业。2018 和 2019 年我国债券市场新增首次违约企业数量分别为 45 家、47 家，与前两年相比，2020 年新增首次违约企业数量略有下降。

¹ 按照中国人民银行 2019 年 12 月 30 日发布的公告《关于开展到期违约债券转让业务有关事宜》，到期违约是指，在债券发行文件中约定的到期兑付日，债券本金或利息未能得到按时足额偿付，以及因破产等法定或约定原因导致债券提前到期且债券本金或利息未能得到按时足额偿付的情形。

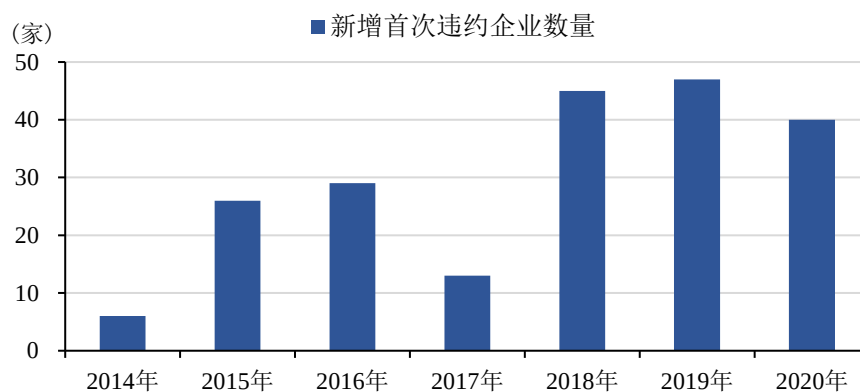


图 14 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind，作者整理。

新增债券违约金额略有下降。2020 年第四季度，我国债券市场新增违约金额 464.37 亿元。其中，华晨集团、中信国安、永煤控股为前三大违约企业，三者合计新增违约金额占四季度的 62%。加上前三季度 939.26 亿元新增债券违约金额，2020 年共新增 1403.63 亿元债券违约金额，与 2019 年的 1539.21 亿元相比稍有下降。2020 年的新增违约金额，主要是由北大方正、华晨集团、中信国安、泰禾集团、东旭集团、康美实业等企业的债券违约导致的，违约既受新冠肺炎疫情冲击、行业整体下行影响，也与企业自身债务规模庞大、资金周转困难、债务集中到付有关。

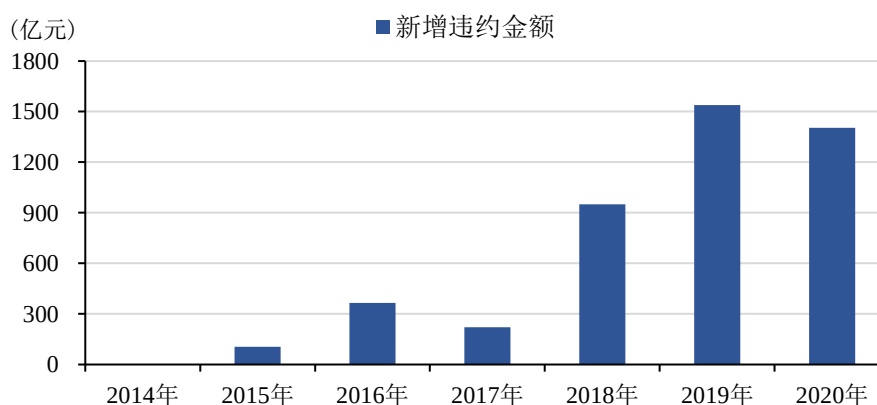


图 15 债券市场新增违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

虽然 2020 年债券市场新增违约情况稍有好转，但违约仍处于历史高位。此外，分结构来看，一些违约趋势不容忽视：

第一，由破产重整导致的违约快速增加。2014 至 2018 年，由破产重整因素导致债券违约的现象较少，但是近两年，因发行人被法院裁定受理破产重整申请，导致存量债券立即到期并造成违约的债券明显增加。2019 年因破产重整、破产清算导致的债券违约金额为 363.09 亿元，占当年新增债券违约金额的 24%。2020 年，因破产重整导致违约的债券共 53 只，涉及 7 家企业，债券违约金额 599.21 亿元，占新增债券违约金额的比重达到 43%，比 2019 年高出 19 个百分点。

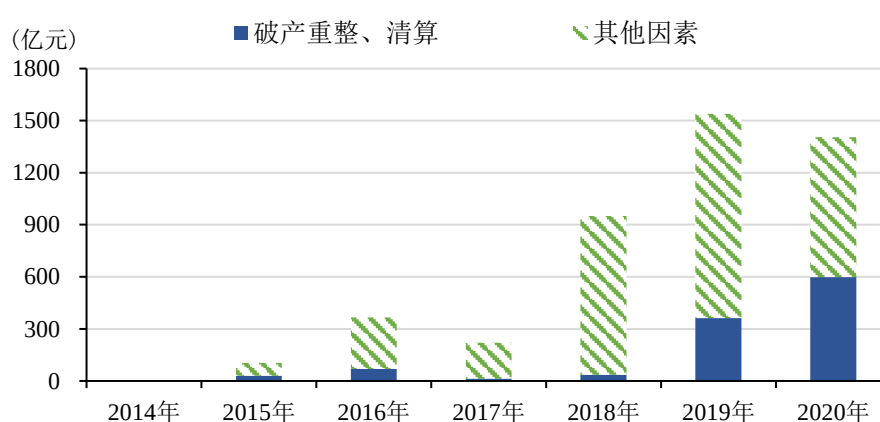


图 16 债券市场新增违约金额的触发因素

数据来源：Wind，作者整理。

第二，国有企业债券违约风险有所提升。2015、2016 年，受周期性因素影响，钢铁、煤炭等行业的部分国有企业经历了一轮违约。2017 年以来，随着金融供给侧改革的深化，市场整体融资环境趋紧，由于民营企业在融资方面较国有企业存在诸多天然劣势，导致在 2017 至 2019 年出现民营企业违约潮，民营企业的违约金额占比均超过当年的 3/4。与此同时，国有企业的违约虽然占比较少，但是违约金额却在逐年增加。进入 2020 年，国有企业的信用风险进一步暴露，新增违约金额 718.02 亿元，超过之前年份国企违约总和，并占有企业新增债券违约金额的 51%。

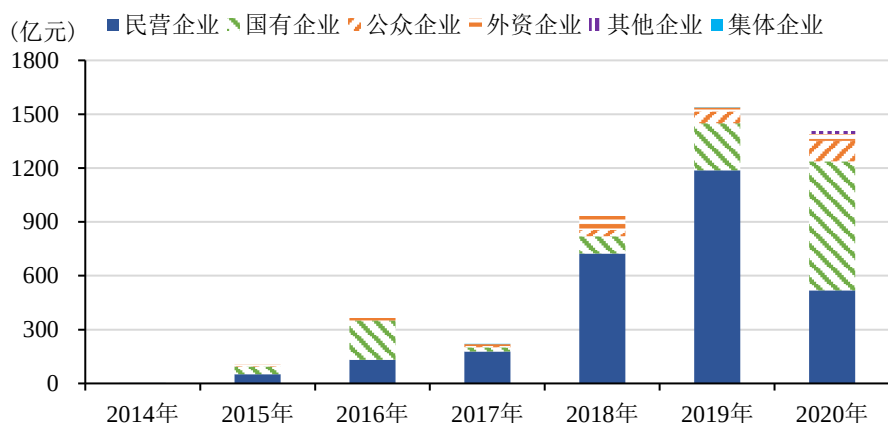


图 17 债券市场新增违约金额的企业属性

数据来源：Wind，作者整理。

第三，新增违约主体评级中枢加速上移。自 2014 年 3 月“11 超日债”打破债券市场刚兑，之后 4 年我国债券市场没有出现过 AAA 级最高等级的发债主体违约事件。2018 年 5 月，发行时主体评级为 AAA 级的“17 沪华信 SCP002”发生违约，此后，债券违约开始向高等级债券蔓延，并在近两年加速扩散。2018 至 2020 年，发行时主体评级为 AAA 级的债券违约金额由 131.15 亿元快速增加至 664.89 亿元，占比也由 14% 提高到 47%。如果加上 AA+ 级债券，2020 年的债券违约金额中有 82% 发生在高等级发债主体中。

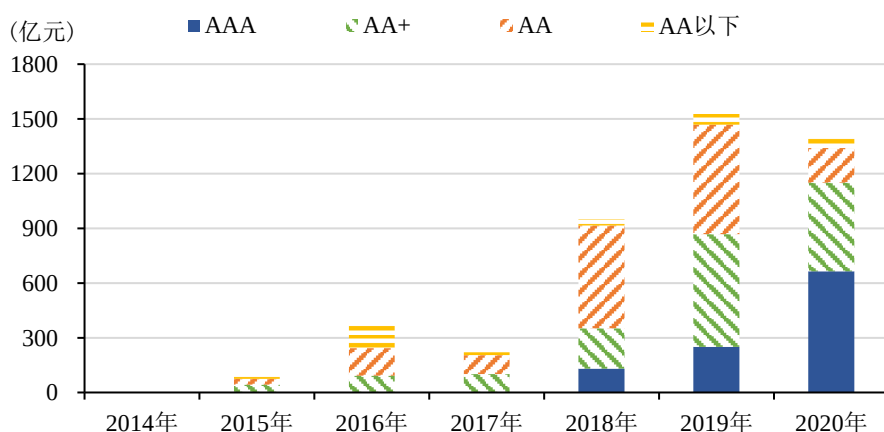


图 18 债券市场新增违约金额的主体评级

数据来源：Wind，作者整理。

分季度来看，债市违约风险仍需警惕。2020 年新冠肺炎疫情的爆发和反复，使我国经济遭受较大挑战，不过在全国上下的共同努力下，我国 GDP 突破 100 万亿元，同比增长 2.3%。同时，在各项政策支持下，债券市场违约情况较 2019 年也略有改善，新增违约金额有所下降。但是，从季度违约数据来看，债券市场违约风险仍然需要引起密切关注。2020 年一季度，北大方正破产重整导致新增违约金额创新高；二季度，违约情况在流动性宽松的背景下大幅回落；三季度，新增违约金额环比增长 92%；四季度，新增违约金额环比增长 60%。三季度以来，随着政策逐步回归常态化，债券市场季度新增违约金额加速增长较为明显，个别债券违约甚至引发了市场对区域性信用风险上升的担忧。如，2020 年四季度，华晨集团、永煤控股等国企的违约严重冲击了信用债市场，其中存在恶意逃废债的嫌疑更是超出市场预期，导致信用债市场波动加大，甚至引发市场对于“区域性系统性风险”的讨论。

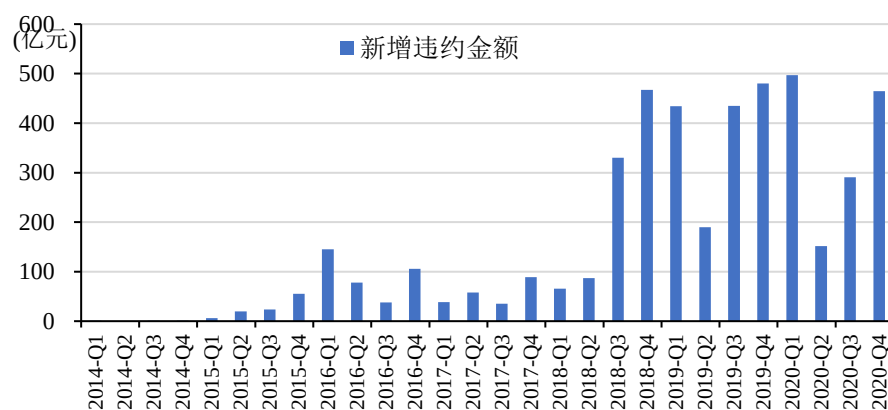


图 19 债券市场新增违约金额（季度）

数据来源：Wind，作者整理。

（三）债券市场法制建设

近年来，债券市场欺诈发行、虚假陈述、信披违规等事件频发，但由于缺少严格的法律法规依据，债券投资人维权问题突出。为更好地维护债券投资人的合法权益，促进债券市场健康平稳发展，2020 年 3 月 1 日，新《证券法》正式实施，在强化债券发行

人信用约束、提高市场主体违法违规成本、保护投资人合法权益等方面与之前的法规条文做出了诸多改进。为进一步畅通司法诉讼途径、统一法律适用，2020年7月15日，最高人民法院经商发改委、人民银行、证监会同意，制定印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》。这些措施，使得债券投资者、持有人在司法维权时以及法院在审理债券纠纷案件时，能够有法可依，有助于保护债券投资人的合法权益。

2020年7月13日，杭州中院对原告王放等487人与五洋建设、陈志樟、德邦证券、大信会计、锦天城律所、大公国际证券虚假陈述责任纠纷案件进行立案受理，并于2020年9月4日公开开庭进行了审理进行了审理。2020年12月31日，杭州中院对案件作出一审判决，对债券发行人、实际控制人、承销商、会计师事务所、律师事务所应承担的民事责任给予判定。

此次案件的审判，对维护债券投资人合法权益、完善债券市场法制建设具有重大意义：**第一，有助于震慑债券发行人违法违规行为。**新《证券法》大幅提高对证券违法行为如欺诈发行、虚假陈述、信息披露违法的处罚力度，明确了发行人的控股股东、实际控制人在欺诈发行、信息披露违法中的过错推定、连带赔偿责任等。此次案件的判决结果中，五洋建设以虚假财务数据骗取债券发行资格，构成欺诈发行、虚假陈述，陈志樟应与五洋建设承担连带赔偿责任。这对于债券市场试图或正在进行违法违规行为的发行人及实控人起到极大的震慑作用，强化债券市场主体的信用约束，使发行人切实履行、落实在债券发行、债券兑付、信息披露等过程中的责任。**第二，有助于压实中介机构法律职责。**新《证券法》提高证券服务机构未履行勤勉尽责义务的违法处罚幅度，明确保荐人、承销商及其直接责任人员未履行职责时对受害投资者所应承担的过错推定、连带赔偿责任等。此次案件的判决结果中，承销商、会计师事务所未勤勉尽职，对案涉债券得以发行、交易存在重大过错，对五洋建设应负债务承担连带赔偿责

任；评级机构、律师事务所未勤勉尽职，存在一定过错，承担部分连带责任。法院对中介机构怠于勤勉履职行为进行严惩，彰显维护债券市场信用、秩序和投资者合法权益的信心，有助于压实中介机构尽职履责、遵纪守法，从而更好促进债券市场发展。

第三，有助于维护投资者合法权益。长期以来，中小债券投资者权益一旦受损，面临诉讼难、成本高、周期长等诸多维权难题，在新《证券法》、《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》的基础上，杭州中院对代表人诉讼制度进行初探，降低众多中小债券投资者维权门槛，使得债券投资者能够通过合法途径反映自身诉求。从诉讼结果来看，其较好地维护了投资者合法权益。未来，债券投资者在面临债券纠纷案件时，有法可依、有例可循，能够更好地维护自身的合法权益。

第四，有助于进一步完善债券市场相关法律法规。杭州中院审判的此次债券纠纷案件，是全国首例债券欺诈发行案，也是证券纠纷领域全国首例适用代表人诉讼制度审理的案件，以及首个判定承销商承担连带责任的案例，开创了多个业内第一，也推进了我国债券纠纷处置的法制化进程。未来，法院会收到更多的债券投资者司法维权申请，案件的受理、审理、判定以及债券发行人、控制人、中介机构等市场主体的责任认定等也将使法院面临更多挑战，因此，与之相匹配的债券市场相关法律法规有望得到进一步完善。

第五，有助于推动债券市场早日实现统一监管。近几年，债券市场互联互通得到积极推进，监管协调也得到加强，确立了证监会牵头对债券市场违法行为开展统一执法，但债券市场仍没有实现统一监管，阻碍了债券市场发展，也不利于债券纠纷案件审理和违约风险防范。随着债券违约的常态化以及此次债券纠纷案例的审判，预期未来会有更多类似案件的审理，为更好地维护投资者合法权益，促进债券市场稳健发展，对债券市场更深层次的监管提出要求，各部门在监管方面的协同配合将得到进一步加强，势必推动债券市场统一监管格局的早日实现。

(四) 债券市场对外开放

经济增长、利率、汇率等优势,显著增强人民币资产吸引力。

进入 2020 年,随着我国在经济增长以及利率、汇率等方面表现出的明显优势,使得人民币资产的国际吸引力不断增强。第一,经济增长优势。2020 年,我国经济虽然在一季度受疫情影响较为严重,但随后疫情便得到有效控制,后三个季度经济强劲反弹,全年 GDP 实现 2.3% 的正增长,成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。第二,利率优势。在新冠肺炎疫情冲击下,降息、扩表成为主要央行的无奈之举,主要经济体实体经济受损严重,政策利率、市场利率纷纷走低。与此同时,我国利率水平仍然留有较大的政策调整空间,主要利率也逐步恢复至疫情之前的水平,在国际市场拥有较大的利差优势。第三,汇率优势。在新冠肺炎疫情、货币政策、财政政策的主导下,美元指数连续下跌,由 3 月份约 103 的高点下降至年底不到 90 的低点;人民币自 5 月底以来兑美元持续升值,从 7.1 上方一路走强,到年底已来到 6.5 附近。

不断优化完善金融基础设施服务,为境外债券投资者提供便利。近年来,在央行和相关部门的努力下,我国债券市场对外开放力度不断加大,外资投资我国债券市场的通道已经有 QFII 与 RQFII、直接投资银行间债券市场(CIBM Direct)、债券通(Bond Connect)中的“北向通”三大类,并且均没有投资额度限制。2020 年,为进一步便利境外投资者进入我国债券市场,各部门不断优化完善金融基础设施服务。1 月 13 日,外管局发布《国家外汇管理局关于完善银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》,为银行间债券市场境外机构投资者提供更多外汇对冲渠道;7 月 19 日,人民银行、证监会发布《中国人民银行 中国证券监督管理委员会公告〔2020〕第 7 号》,决定同意银行间债券市场与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作,为境内外债券投资者提供便利,提高市场运行效率;

9月2日，人民银行、证监会、外管局发布《中国人民银行中国证监会国家外汇管理局关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告(征求意见稿)》，进一步便利境外机构投资者配置人民币债券资产；9月21日，人民银行、外管局发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》，统一境外机构投资者投资中国债券市场资金管理。

境外机构加大对我国债券市场的持有规模，政策性银行债增持速度加快。在经济前景持续向好、国内外利差相对较高、人民币汇率总体稳定以及债券市场基础设置不断优化完善的背景下，境外机构对人民币资产尤其是我国债券表现出了极大的兴趣，持有规模快速增加。截至2020年末，境外机构持有我国债券规模达到3.25万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到2.84%。分结构来看，国债在境外机构的持有规模中始终位居首位，所持份额连续多年达到一半以上，2020年的占比为58%；政策性银行债持有规模在近两年得到显著提升，其在境外机构持有国内债券规模的占比由2018年的19%提高至2020年的28%。在我国政策性银行债又被称为准国债，其安全性与国债相媲美，同时在收益性方面优于国债，因此逐渐获得境外机构投资者的青睐。

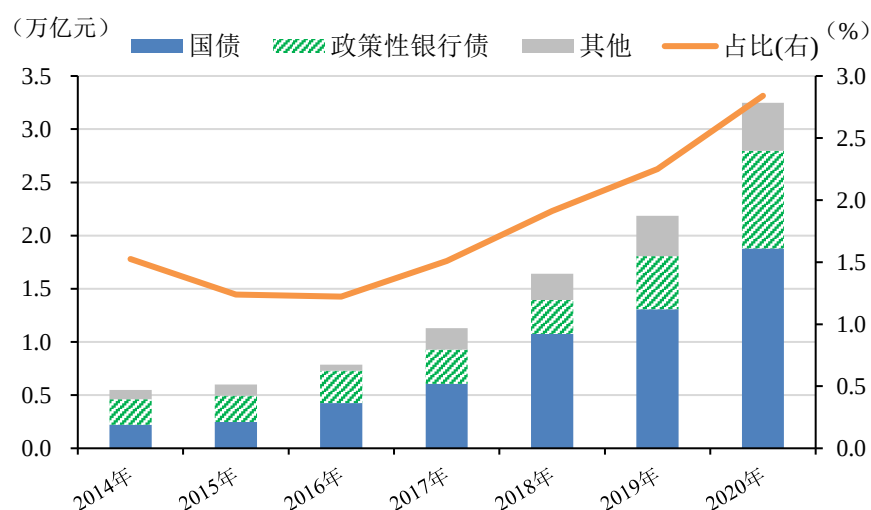


图 20 境外机构持有的国内债券规模及结构

数据来源：Wind。

债券市场对外开放不断深化,全球三大主流指数纷纷纳入人民币债券。随着我国债券市场改革开放发展稳步推进,国际投资者对我国债券的需求与日俱增,全球债券主流指数也纷纷纳入人民币债券。彭博巴克莱全球综合指数(BBGA)、摩根大通—全球新兴市场多元化指数(GBI-EMGD)、富时全球政府债券指数(WGBI)被称为全球三大债券指数,主要发达经济体债券均已被纳入其中。2018年3月,彭博宣布从2019年4月开始将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入BBGA,分20个月完成。完成纳入后,以人民币计价的债券份额在该指数中占比6.06%,将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。2019年9月,摩根大通宣布从2020年2月开始将人民币计价的高流动性中国政府债券纳入GBI-EMGD,分10个月完成。完成纳入后,中国债券在GBI-EMGD指数中的权重将升至10%。2020年9月25日,富时罗素宣布将我国国债将被纳入WGBI,预计将于2021年10月生效。全球三大债券指数将悉数包含我国债券,表明我国债券市场的改革开放逐渐得到世界的认可,势必将带动国际投资者配置我国债券,同时,我国债券市场也为国际投资者提供了新的获取收益、分散风险的机会。

三、展望

当前,全球经济仍处在疫情的阴霾之下,前期研发的疫苗效果还有待观察,新冠病毒变异毒株却已在多国被发现,世界经济增长前景依然严峻,新冠肺炎疫情是当前最大的风险,疫情发展和防控效果将继续主导各国经济增长形势。鉴于2020年上半年全球经济受新冠肺炎疫情冲击较为严重,预计全球经济将在2021年上半年实现弱复苏,下半年或将伴随疫苗的大规模使用而出现真正复苏。主要发达经济体央行料将继续维持宽松货币政策,基准利率大概率保持超低水平,短期债券收益率上行亦存在障碍,长期债券收益率也许会随经济复苏出现上行;新兴经济体债券市场收益率总体将出现上行,但在一些不确定性事件的叠加

影响下，不同国家债券收益率波动也将各异。

我国债券市场收益率目前已处于疫情之前的水平，叠加国内外利差影响，债券收益率难以大幅上升，同时，我国经济增长形势向好也使得收益率大幅下行的概率较低。预计 2021 年债券市场收益率将呈现前高后低的走势，整体波动幅度较小。债券市场发行在经历了 2020 年的大幅增长之后，预计 2021 年发行规模增速承压，不排除出现债券发行量小幅回落的可能。存量债券规模将继续保持增长，债券市场交易金额也有望得到增加。

2021 年，社会融资环境趋于收紧，企业偿债压力偏向上升，预计债券市场新增违约将出现增加。为此，相关部门应进一步完善债券违约处置机制，遇到信用风险事件，要能够做到短期内平稳化解，中长期内有序释放，牢牢守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。此外，债券违约的增加，也导致更多债券投资人的合法权益受损，倒逼债券市场法制建设进一步完善，未来债券市场会出台更多债权纠纷处置的法律法规，各部门在监管方面的协同配合也有望得到加强。

人民币资产吸引力将不断增加，境外投资者也会继续增持我国债券。这是因为，与主要经济体实行超低利率、大规模甚至无限制的宽松政策相比，我国是少数实施正常货币政策的国家，并且 2021 年我国有望继续在经济增速、内外利差、汇率稳定等方面彰显优势，加上相关部门持续推出便利境外投资者进入我国金融市场的措施，预计人民币资产将得到更多全球投资者的青睐。在债券资产中，国债、政策性银行债具有安全性高、风险较低、收益稳定等特点，将继续吸引全球投资者的目光。

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。