



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 韩梦彬

2020年10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、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、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、财富管理市场等领域的动态，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。

摘要

2020年三季度，新冠肺炎疫情继续在全球蔓延。为缓解新冠疫情对全球经济及金融市场的冲击，主要发达国家和地区央行决定维持宽松货币政策立场不变，基准利率保持低位，主要央行的资产规模三季度继续保持扩张势头。就主要经济体债券收益率而言，依据疫情防控形势和经济复苏情况，收益率走势不尽相同，发达经济体国债收益率小幅震荡，新兴经济体国债收益率整体上行。

三季度，为支持实体经济发展，我国央行下调再贷款、再贴现利率，以降低银行从央行获得资金的成本，进而降低三农、中小微企业等群体的融资成本；央行开展公开市场操作、常备借贷便利操作维护银行体系流动性合理充裕，货币市场利率平稳运行；逆回购利率、MLF利率、LPR利率维持不变，贷款市场利率有望保持低位。央行保持货币政策稳健的同时，更加注重精准导向，而且随着利率市场化改革的推进，政策传导效率也进一步提升。

虽然国内北京、新疆出现二次疫情，但很快就得到有效控制，并且在经济基本面持续修复、货币政策保持稳健、债券供给继续增加等背景下，市场风险偏好增加，三季度债券市场收益率不断上行。与二季度末相比，长期债券收益率上行幅度小于短期，导致三季度末收益率曲线趋于平坦，这也表明我国经济增长仍面临较大挑战。另外，与二季度末相比，期限利差、信用利差在三季度末均出现收窄。

本报告负责人：彭兴韵

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
国内宏观经济
中国宏观金融
宏观杠杆率
中国财政运行
房地产金融

债券市场

股票市场
银行业运行
保险业运行
财富管理市场
特殊资产行业运行

2020年以来，我国债券市场发行规模持续增加。第三季度，债券市场共发行各类债券16.43万亿元，环比增长18.35%，同业存单、利率债、金融债发行规模持续增加，非金融企业债发行被挤出。截至三季度末，我国债券市场存量规模达111.01万亿元，金融债、地方政府债、非金融企业债为前三大债券类别。随着债券收益率的不断走高，回购交易金额下降，债券交易规模出现回落。三季度，债券市场违约保持近两年低位，但企业经营环境仍不容乐观，债市违约风险还需警惕。最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，债券违约处置机制得到进一步完善。

在货币政策保持正常、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等诸多优势的驱动下，人民币持续升值，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年三季度末，境外机构持有我国债券规模达到2.93万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到2.64%。其中，国债持有规模和占比在近些年得到显著提升。此外，随着近几年我国债券市场改革开放发展稳步推进，在国际投资者增加对我国债券需求的同时，全球债券主流指数也纷纷纳入人民币债券，继彭博、摩根大通之后，富时罗素宣布将纳入我国国债。

未来一段时间，疫情发展仍将主导全球经济走势。四季度，新冠肺炎疫苗大规模投入使用概率较低，全球主要央行料将维持宽松货币政策不变，发达经济体债券收益率可能将低位震荡，新兴经济体债券收益率将依据各国形势出现不同程度波动。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出现震荡走势，债券发行、存量规模将继续增长，债券市场交易规模预计增加，债券市场风险也将有序释放。人民币资产表现出较强的韧性和一定的避险特征，吸引力将不断增加，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	4
二、债券市场发展分析	6
(一) 债券收益率曲线与利差分析	6
(二) 债券市场发行、存量及交易	10
(三) 债券市场违约分析	12
(四) 债券市场对外开放	14
三、展望	16

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

三季度，全球主要央行维持宽松货币政策不变，基准利率保持低位，资产规模继续扩张。为缓解新冠疫情对全球经济及金融市场的冲击，2020年上半年，主要发达国家和地区央行迅速而有力地做出反应，增加市场流动性，为家庭、企业和金融机构提供支撑，确保金融市场的稳定。进入三季度，前期实施的宽松货币政策逐渐发挥效用，但实体经济复苏还面临多重障碍，并且考虑到疫情发展仍具有不确定性，主要央行决定保持宽松货币政策立场不变。2020年三季度，美联储将联邦基金利率维持在（0%~0.25%）区间，并继续以不低于现有速度增持国债和抵押贷款支持证券；欧央行维持欧元区主要再融资利率为0%，总额1.35万亿欧元的紧急资产购买规模和节奏维持不变；日本央行维持政策利率为-0.1%，继续购买资产维护金融市场稳定；英格兰银行将基准利率维持在0.1%，维持目标为7450亿英镑的购债规模和节奏不变。在此影响下，全球主要央行的资产规模在三季度继续保持扩张势头。其中，随着美元流动性危机缓解，美联储回购以及与部分国家央行货币互换规模下降，一定程度上抵消了增持国债和抵押贷款支持证券的规模，导致美联储在短期内出现被动缩表。但考虑到美国疫情发展仍面临较大不确定性，尽管美国部分经济指标有所反弹，美国经济复苏依然面临较大考验，美联储短期内也难以开启主动缩表进程。

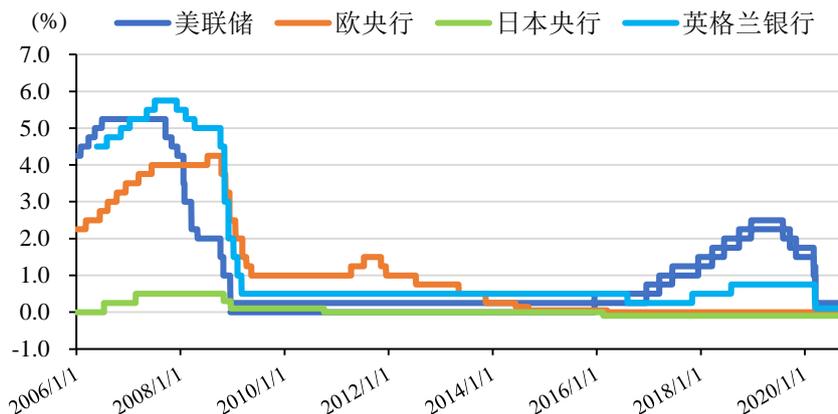


图 1 全球主要央行基准利率

数据来源：各国央行，Wind。



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。

为提高长期通胀预期，美联储决定实行平均通胀目标制。由于美国通胀率持续低于 2% 的长期目标水平，而通胀持续过低会导致长期通胀预期下降，通胀预期下降又反过来拉低实际通胀水平。通胀预期和利率水平的双低将制约央行为提振经济而进行降息的空间。鉴于低通胀对经济的不利影响，2020 年 8 月 27 日，美联储宣布对长期目标和货币政策策略声明进行更新，将寻求实现平均 2% 的长期通胀目标，即“平均通胀目标制”。在经历一定时期低通胀后，将允许接下来的一段时期内出现稍高的通胀。此举意味着，即便今后失业率降低，美联储可能也不会像以前那样因担心物价上涨而同步提高利率。可见，美联储将在一定时期

内继续实施超低利率政策。

发达经济体国债收益率小幅震荡,新兴经济体国债收益率整体上行。三季度,依据主要经济体疫情防控形势和经济复苏情况,债券市场收益率走势不尽相同。在发达经济体中,欧洲疫情二次反弹,经济复苏遇阻;美日疫情在7月加重,之后减弱,经济呈现弱复苏。同时,由于全球疫情仍在继续,新增确诊人数不断创新高,市场避险情绪不减,美欧日等发达经济体债券市场收益率难以走高。三季度末,美国国债收益率为0.69%,较二季度末上升3BP;欧元区公债收益率为-0.50%,较二季度末下降4BP;日本国债收益率为0.03%,较二季度末下降2BP。就新兴经济体而言,我国疫情防控效果最佳,印度疫情不断恶化,土耳其、巴西疫情保持稳定,俄罗斯疫情在9月出现上升,虽然各新兴经济体疫情形势不同,但经济相较于二季度都出现了一定好转,债券市场收益率也整体上行。三季度末,我国国债收益率为3.15%,较二季度上升33BP;印度国债收益率为6.02%,较二季度上升13BP;巴西国债收益率为7.34%,较二季度上升63BP;俄罗斯国债收益率为6.27%,较二季度上升32BP;土耳其国债收益率为12.93%,较二季度上升143BP。



图3 主要发达经济体10年期国债收益率走势

数据来源: Wind。

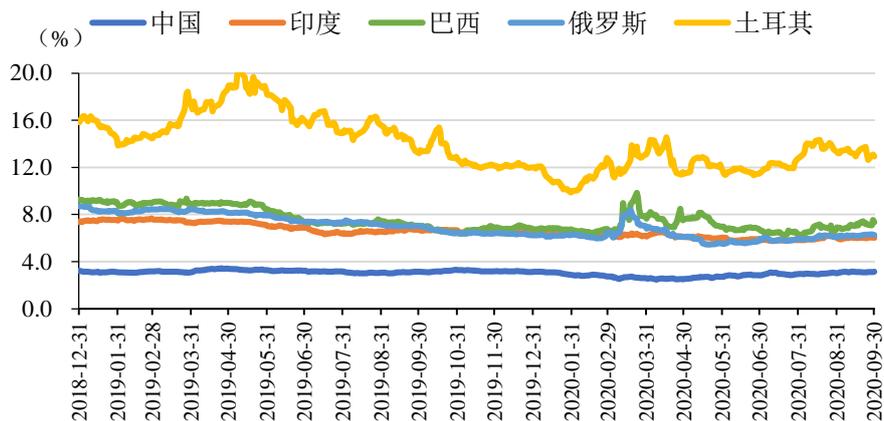


图4 主要新兴经济体10年期国债收益率走势

数据来源: Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率

下调再贷款、再贴现利率,支持实体经济发展。进入三季度,中国人民银行继续“以我为主”进行货币政策调控。为缓解疫情冲击,支持实体经济发展,2020年7月1日,央行决定下调再贷款、再贴现利率。其中,支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点,调整后,3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%;再贴现利率下调0.25个百分点至2%。此外,央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点,调整后,金融稳定再贷款利率为1.75%,金融稳定再贷款(延期期间)利率为3.77%。央行采取的一系列措施,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,支持实体经济发展。

市场流动性合理充裕,货币市场利率平稳运行。三季度以来,我国经济的主要指标数据不断好转,经济发展逐渐回归常态。为维护银行体系流动性合理充裕,央行开展公开市场操作,总投放量51425亿元,总回笼量48650亿元,净投放量2775亿元;开展常备借贷便利操作共60.3亿元,三季度末余额为24.5亿元。同时,央行为发挥公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用,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。三季度，公开市场 7 天、14 天逆回购中标利率分别保持在 2.20%、2.35%不变，银行间市场存款类机构 7 天质押式回购加权利率中位数为 2.33%，货币市场利率在公开市场操作利率附近小幅波动，整体运行平稳。此外，超额存款准备金利率在 4 月下调至 0.35%，三季度维持不变；常备借贷便利利率也在 4 月下降至 3.20%，预计三季度也将保持不变。与二季度相比，三季度 DR007 中位数上行 71BP，表明随着经济逐渐复苏，货币政策回归正常，市场利率也有所回升。

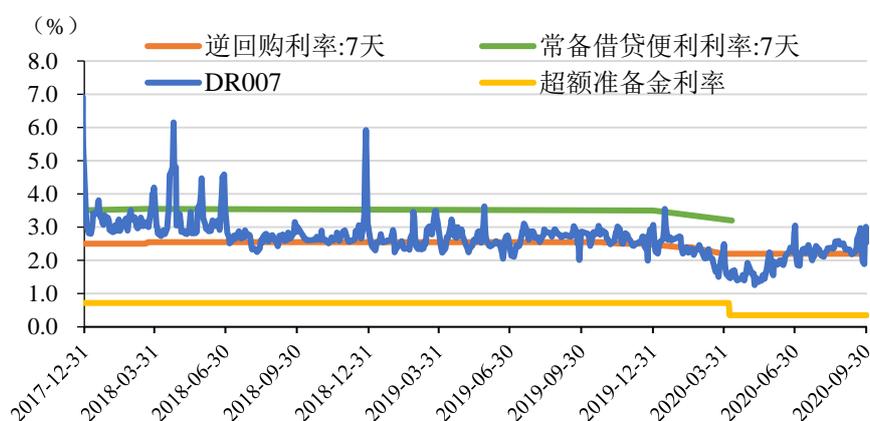


图 5 货币市场关联利率走势

数据来源：Wind。

MLF 操作利率、LPR 报价利率维持不变，贷款利率有望保持低位。三季度，央行开展中期借贷便利操作共 17000 亿元，期限均为 1 年期，利率维持 2.95%不变，期末 MLF 余额为 41000 亿元；1 年期 LPR 维持在 3.85%，5 年期 LPR 维持在 4.65%。随着贷款利率市场化改革的推进，利率传导机制效率不断提高，第三季度的贷款利率也有望保持在低位运行。

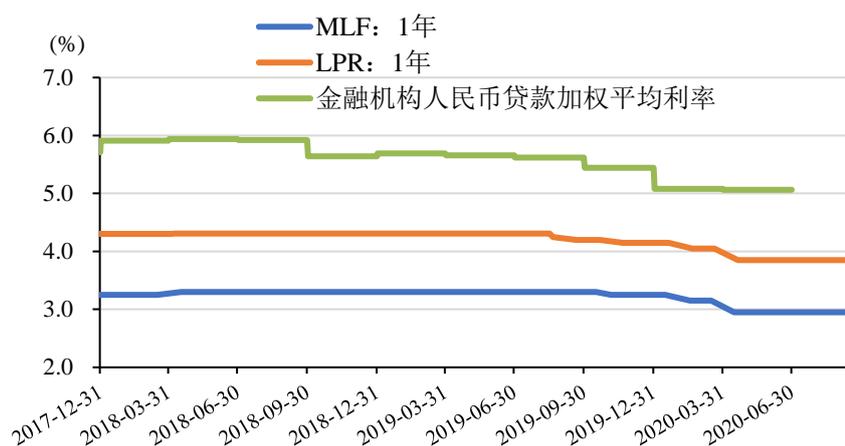


图6 贷款市场关联利率走势

数据来源：Wind。

二、债券市场发展分析

(一) 债券收益率曲线与利差分析

三季度，债券收益率延续上行走势。2020年1~4月份，由于国内外市场利率纷纷下降以及市场避险情绪增加，债券收益率整体下行。进入5月份，全面复工复产有序推进，国内经济复苏迹象明显，我国货币政策开始边际收紧，而债券市场供给不断增加，导致不同期限债券价格下跌、收益率上行。6月以来，虽然北京、新疆出现二次疫情，但很快得到有效控制，并且在经济基本面持续修复、货币政策保持稳健、债券供给继续增加等背景下，市场风险偏好增加，债券市场收益率不断上行。截至9月末，1年期国债到期收益率上行至2.65%，10年期国债到期收益率上行至3.15%；1年期AAA企业债到期收益率上行至3.17%，10年期AAA企业债到期收益率上行至4.28%。

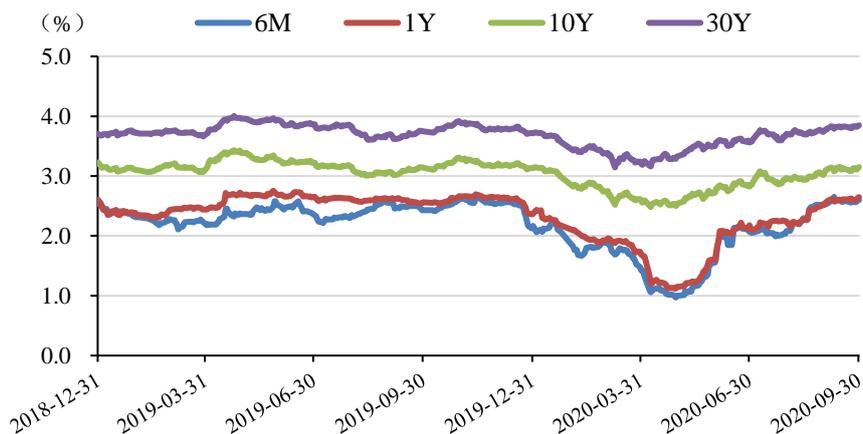


图7 国债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

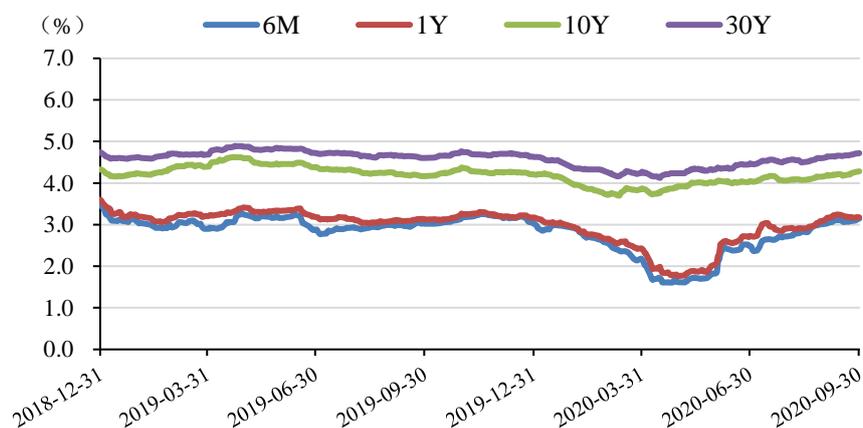


图8 AAA企业债收益率走势

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。随着货币政策边际收紧以及近期债券供给量有所增加，短期债券收益率上行幅度较大；境外疫情形势依然严峻，我国三季度部分经济指标略低于预期，国内经济增长面临的风险和挑战犹存，长期收益率上行幅度有限。因而，最终导致收益率曲线趋于平坦。三季度末，6个月期国债、AAA企业债收益率分别较二季度末上行53BP、66BP，1年期国债、AAA企业债分别上行47BP、44BP；10年期国债、AAA企业债

分别上行 33BP、23BP, 30 年期国债、AAA 企业债分别上行 29BP、25BP。

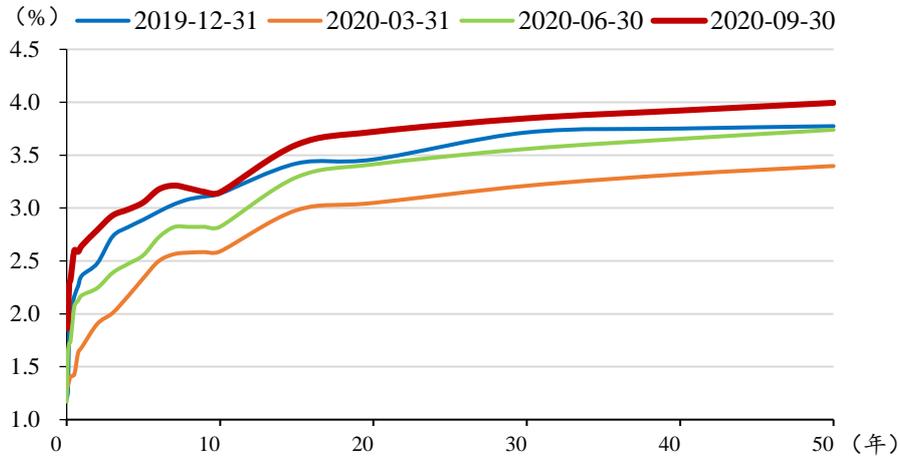


图 9 国债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

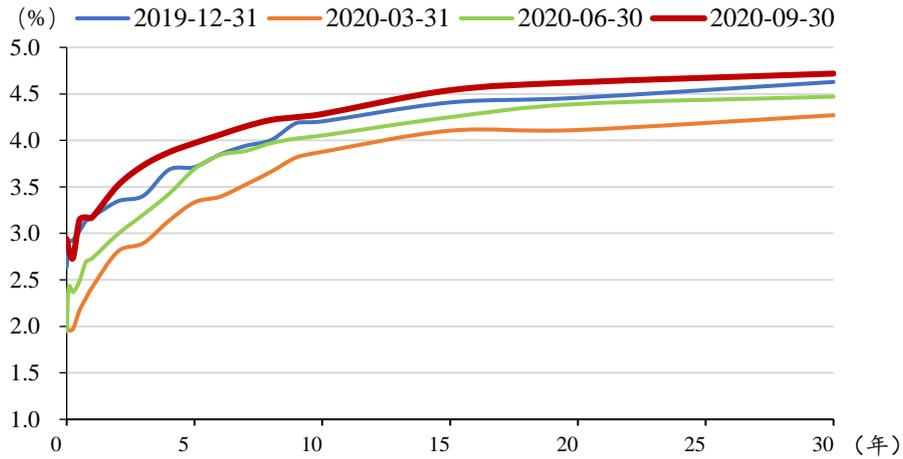


图 10 AAA 企业债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

短期收益率上行幅度较大，期限利差收窄。三季度，我国经济持续复苏，并且在各种因素影响下，短期收益率上行幅度较大，期限利差逐渐收窄。以 10 年期 - 1 年期国债到期收益率为例，二季度末期限利差为 65BP，三季度末期限利差下降至 50BP。与二季度末相比，三季度末的期限利差收窄 15BP。



图 11 国债收益率走势及期限利差变化

数据来源：中债估值中心。

信用利差总体收窄，不同期限信用利差走势基本一致。不同期限信用利差与二季度末相比有所收窄，见图 12。2020 年三季度末，1 年期 AAA 企业 - 国债信用利差为 53BP，与二季度末相比收窄 3BP；10 年期 AAA 企业 - 国债信用利差为 114BP，与二季度末相比收窄 9BP。主要原因有二：一方面，虽然债券市场收益率整体上行，但由于信用债流动性相对利率债较弱，市场调整滞后，信用债收益率上行幅度要小于利率债。另一方面，自 2020 年初以来的货币宽松和结构性货币政策工具，使市场流动性保持充裕；同时，国家大力支持企业通过债权、股权融资，债券市场违约形势较前期也有所好转，对信用债利率的上行形成阻力。



图 12 不同期限信用利差

数据来源：中债估值中心。

(二) 债券市场发行、存量及交易

2020年第三季度，债券市场共发行各类债券16.43万亿元，环比增长18.35%。2020年一、二季度，我国债券市场发行规模持续增长，第三季度，债券市场继续保持增长势头。监管层要求压降结构性存款，银行为补充负债端缺口，积极发行同业存单；财政支持力度加大，国债、政策性金融债发行规模扩大；财政部发文要求加快专项债发行进度，地方政府债发行提速；金融机构存在补资本需求，二级资本债、永续债等金融债发行规模持续增加；在货币政策回归常态、市场利率上升、其他主要债券供给规模未减的情况下，非金融企业债发行量出现下降。具体来看，2020年第三季度，同业存单发行5.44万亿元，环比增长43.86%；非金融企业债发行2.86万亿元，环比下降12.14%；金融债发行2.77万亿元，环比增长9.08%；国债发行2.27万亿元，环比增长26.02%；地方政府债发行2.19万亿元，环比增长16.90%；资产支持证券发行0.71万亿元，环比增长39.26%。

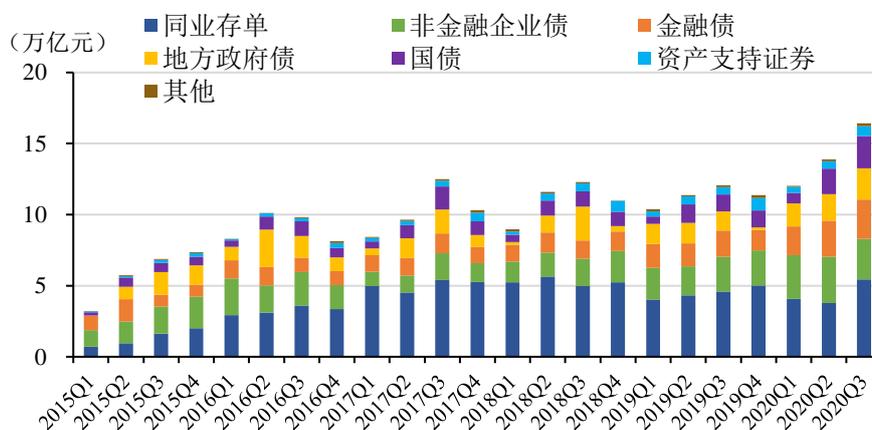


图 13 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

三季度末，我国债券市场存量规模达111.01万亿元，金融债、地方政府债、非金融企业债为前三大债券类别。截至2020年三季度末，我国债券市场存量规模达111.01万亿元，同比增加16.89万亿元，增长17.94%。其中，金融债存量26.04万亿元，

占比 23.46%，为第一大存量债券类别；地方政府债存量 25.37 万亿元，占比 22.85%，为第二大存量债券类别；非金融企业债存量 23.11 万亿元，占比 20.82%，为第三大存量债券类别；国债存量 19.10 万亿元，占比 17.21%；同业存单存量 11.03 万亿元，占比 9.94%；资产支持证券存量 3.94 万亿元，占比 3.55%。

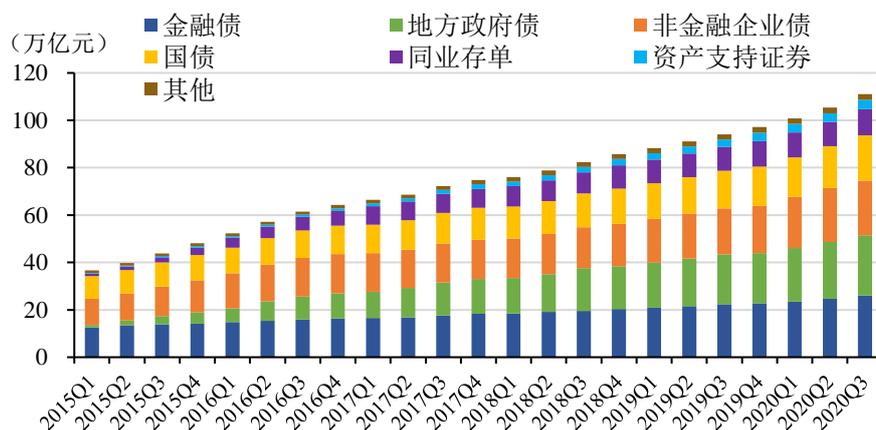


图 14 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

债券现券交易规模增加，回购交易规模下降。2020 年三季度，现券交易和回购交易共 281.04 万亿元，其中现券交易 74.75 万亿元，回购交易 206.29 万亿元。随着三季度债券收益率的不断走高，债券市场交易规模出现了回落，交易总金额同比下降 16.44%、环比下降 13.07%。这主要是由回购交易规模下降导致的，现券交易规模仍保持一定的增速。从三季度现券交易的品种结构来看，金融债、同业存单的交易规模占比较大，国债的交易规模在近两年也出现了增长。具体来看，金融债的交易额为 29.23 万亿元，占比 39.11%；同业存单的交易额为 16.89 万亿元，占比 22.60%；国债的交易额为 13.40 万亿元，占比 17.93%；非金融企业债的交易额为 6.83 万亿元，占比 9.14%；地方政府债的交易额为 5.31 万亿元，占比 7.11%；资产支持证券的交易额为 0.19 万亿元，占比 0.26%。

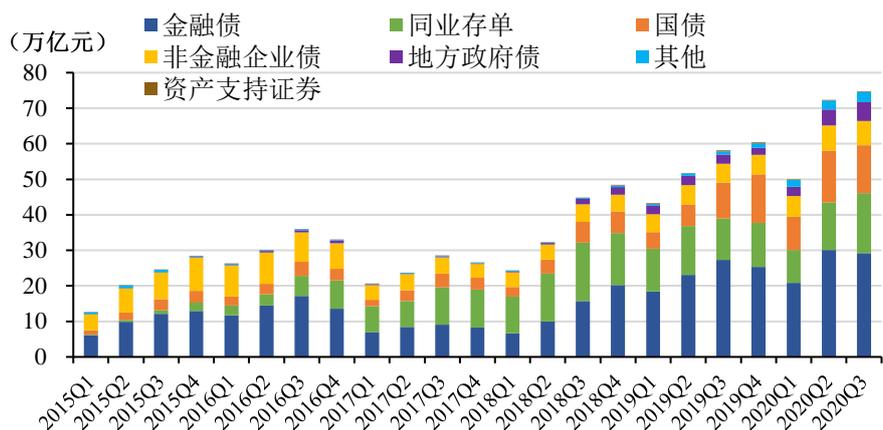


图 15 我国债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

(三) 债券市场违约分析¹

2020 年三季度，新增 6 家首次违约企业，与二季度持平。

截至 2020 年三季度末，我国债券市场已有 190 家企业出现过违约情形，其中，2020 年前三季度分别新增 12 家、6 家、6 家首次违约企业。三季度新增的 6 家首次违约企业分别为泰禾集团、华讯方舟、天津航空、三盛宏业、渤海租赁、天房信托，涉及领域包括受疫情影响较为严重的航空、房地产等行业，企业属性既包含国有企业，也有民营企业，三季度新增首次违约企业大多分布在东部地区。

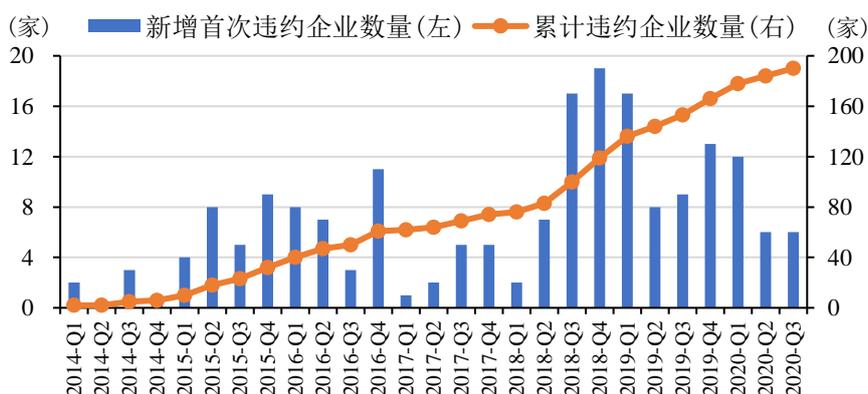


图 16 债券市场违约企业数量

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。

数据来源：Wind，作者整理。

注：本统计所属违约包含债券展期的情形，历史数据会进行微调。

部分企业难逃违约命运，新增债券违约金额转向增加。2020年二季度，我国债券市场新增违约金额较一季度大幅下降，同时也创下了近两年以来的低点。进入三季度后，一些企业债务集中到期，又遇自身现金流紧张、外部融资受限，债券市场新增违约金额再度转向增加。具体而言，2020年前三季度新增违约金额分别为497.15亿元、141.05亿元、275.01亿元。在三季度的新增违约金额中，泰禾集团、康美实业、东旭集团为前三大违约企业，新增债券违约金额分别为77.95亿元、33.15亿元、21.16亿元。就违约原因来看，泰禾集团发生大规模违约既与自身债务规模庞大、资金周转困难、债务集中到付有关，又受所属房地产行业整体下行、新冠肺炎疫情冲击的影响；康美药业和东旭集团此前已经有多只债券发生违约，近期遇到部分债券到期，兑付较为困难，从而也增加了三季度的违约金额。

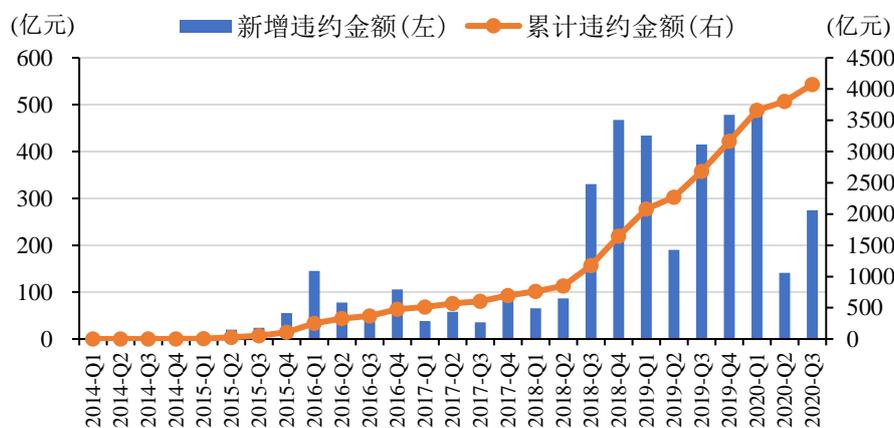


图 17 债券市场违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

注：本统计所属违约包含债券展期的情形，历史数据会进行微调。

债券市场违约虽有所改善，但企业经营环境仍不容乐观，债市违约风险还需警惕。虽然2020年爆发了新冠肺炎疫情，使我国经济遭受较大挑战，但在多项政策支持下，我国债券市场违约情况整体有所改善，除去北大方正破产重整导致一季度新增违约

金额大幅上升，与前两年相比，二、季度的新增债券违约金额均处于低位。但同时也应看到，尽管一些面临流动性危机的企业在政策支持下能够渡过当前的困难时期，但并没有从根本上解决企业的财务问题，只是暂时缓解了偿债压力，企业后期仍需依靠盈利能力与收益质量改善对债务进行还本付息。当前，国内经济持续复苏，企业生产经营已基本恢复至疫情前水平，一些企业现金流得到改善，但部分企业仍面临自身债务危机以及行业周期调整、产业结构变更、货币政策收紧等诸多挑战，并且考虑到境外疫情尚未得到有效控制、疫苗投入使用还需时日，我国“外防输入、内防反弹”的压力依然存在，一些债务集中到期而缺乏足够现金流的企业能否顺利渡过难关，仍面临较多不确定性，债券市场违约风险还需要引起关注。

随着债券违约常态化，债券违约处置机制进一步完善。为更好地保护债券市场投资人的合法权益，强化对债券发行人的信用约束，依法提高债券市场违法违规成本，促进债券市场的健康平稳发展，2020年7月15日，最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《纪要》）。《纪要》的发布有利于畅通债券纠纷司法救济渠道，统一债券纠纷案件裁判思路，增强债券审判的公开性、透明度以及可预期性，对于完善债券市场基础制度、防范化解债券市场金融风险、提升债券风险处置机制的市场化法治化水平均具有重要意义。下一步，监管层将继续健全和完善相关法规和文件，提高违约债券处置效率，更加充分保护债券持有人、投资者的合法权益。

（四）债券市场对外开放

人民币资产吸引力增加，境外机构加大对我国债券市场的持有规模。近年来，随着我国利率、汇率市场化改革稳步推进以及资本项目逐步开放，外资投资渠道更加多样化，投资额度限制逐渐取消，加上我国国家主权评级较高，经济增长潜力较大，境外投资者对我国债券市场的投资规模逐渐增长。进入2020年，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，债券收益率纷纷走低。我国经济虽然在一季度受疫情影响较为严重，但随后疫情得到有效控制，二、三季度经济强劲反弹，债券收益率也恢复至疫情前的水平。在货币政策保持正常、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等诸多优势的驱动下，人民币持续升值，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 年三季度末，境外机构持有我国债券规模达到 2.93 万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到 2.64%。分结构来看，国债持有规模和占比在近些年得到显著提升，目前占境外机构持有债券规模的 57%，政策性金融债也得到了境外机构的青睐，占比达 29%。

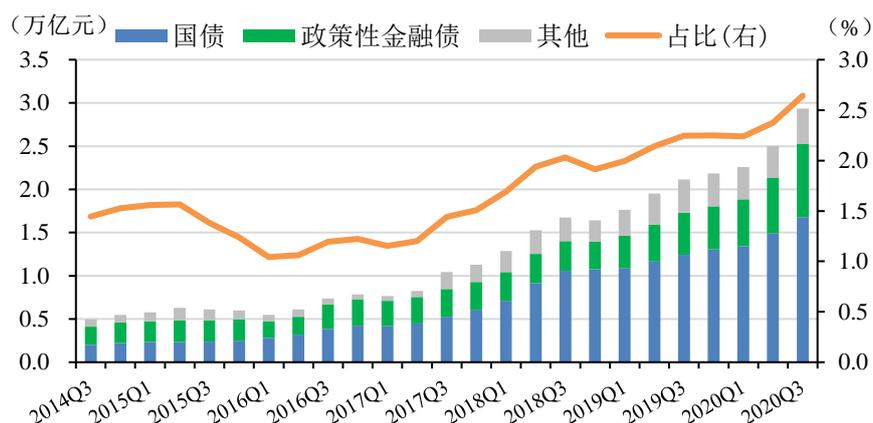


图 18 境外机构持有的国内债券规模

数据来源：Wind。

继彭博、摩根大通之后，富时罗素宣布将纳入我国国债。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（WGFI）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。2020 年 9 月 25 日，富时罗素宣布我国国债将被纳入 WGFI，在此之前，彭博和摩根大通已经宣布纳入我国债券，并且两者均将

于今年 11 月完成纳入。至此，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

全球疫情形势依然严峻、美国大选结果不确定性上升、英国脱欧谈判变数增加等，给深陷衰退的世界经济增长带来多重严峻挑战。未来一段时间，经济形势将极大程度上取决于新冠疫情的发展态势。在疫苗大规模投入使用之前，全球经济增长前景仍不容乐观。四季度，主要发达经济体央行料将继续维持宽松货币政策不变，基准利率保持超低水平，债券收益率上行亦存在障碍，可能将在低位震荡；新兴经济体经济增长仍将由国内疫情发展情况主导，并且各国内部宏观数据表现不同，在四季度全球一些不确定性事件的叠加影响下，各国债券收益率可能波动较大。

2020 年前三季度，我国央行货币政策坚持“以我为主”，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。央行综合运用多种货币政策，并加强预期管理，货币市场流动性整体保持合理充裕；进一步完善利率传导机制，传导效率明显提升，贷款市场利率适度下降。四季度，随着我国经济的复苏，央行货币政策将坚持稳健取向不变，并将灵活运用货币政策工具，引导资金流向实体经济。同时，货币政策在执行过程中，将更注重稳增长与防风险之间的平衡，维护经济持续复苏的势头。

由于收益率已基本恢复至疫情之前的水平，四季度，我国债券市场收益率难以再次出现大幅上升现象，可能出现震荡走势，具体还将取决于国内外形势的变化。同业存单、国债、金融债供给有继续增加的动力，将引起债券市场的发行规模以及存量规模的进一步上升。同时，随着债券收益率出现震荡以及债券发行和存量规模的增长，债券市场交易规模在四季度预计增加。另外，在政策支持下，2020 年二、三季度债券市场并没有出现大规模违

约，企业信用风险暂时得到缓释和延后，但未来仍需警惕债券市场风险积聚，综合运用多种方式防范化解债市风险。

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，并且我国在金融稳定、疫情防控和复工复产方面均表现出独特优势，IMF也预测我国将是主要经济体中唯一实现正增长的国家。这使得人民币资产表现出了较强的韧性和一定的避险特征，因此得到全球投资者的青睐。未来，人民币对主要可兑换货币仍将保持较高利差，人民币资产对于全球资产配置具有很大吸引力，而债券具有安全性高、风险较低、收益稳定等特点，国债、政策性金融债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。