



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 彭林威 刘琦

2024年8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、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。

债市流动性充裕，收益率整体下行

摘要

2024 年二季度，3 月超预期通胀及非农等数据推迟了美联储降息，其仅在 6 月议息会议中选择放缓缩表，但二季度以来通胀温和下降，劳动力市场紧张也不断缓解，支撑了美联储在本年度第三、第四季度至少降息一次的市场预期。欧央行出于经济增长考量，在二季度率先降息，但是否连续降息仍需数据验证。日本二季度汇率深跌，二季度末美元兑日元汇率突破 1:160 关口，但日本银行并未及时采取行动。

中国人民银行则通过推动存款降息、疏通利率传导、调整金融核算等多种方式推动社融综合融资成本下降，积极盘活存量资金，防止资金沉淀和空转。一系列措施对市场产生影响深远。部分存款“搬家”让非银资金阶段性主导债市，新增社融罕见为负，提醒市场应重质轻量，淡化“规模”情节。同时，面对加速下行的长债利率，央行通过多种途径提示利率风险。

债券市场发行规模同比下降，但总发行金额和净融资额都有上升，地方政府债发行继续收缩。同业存单发行量再创历史新高，现券交易结算量延续增长势头，现券和回购总体交易量起伏不定。国债市场成交金额与成交数量回归相对正常的水平，平均成交天数保持平稳，但平均换手率大幅提升。除房地产行业外，债券违约开始出现在基础化工、家用电器等其他行业。

国务院再发“国九条”，要求完善发行上市制度，对已上市的公司加强信息披露，严格管理退市制度，切实保护中小投资者的利益；中国人民银行和国家金融监督管理总局联合发布了一系列重大房地产行业提振政策，涉及住房贷款利率下限、首付款比例、公积金贷款利率等，有利于房地产销售市场的活跃，也有助于全面提振房地产市场的复苏。

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
- 彭林威
中国社会科学院大学硕士研究生
- 刘琦
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、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	15
(一) 债券市场发行、存量及交易	15
(二) 国债二级市场流动性	19
(三) 债券市场违约情况	20
(四) 债券市场改革及法制建设	22
(五) 债券市场对外开放	24
三、央行公开市场操作中的政府债券——国际比较	25
(一) 美联储	25
(二) 欧洲央行	27
(三) 日本央行	29
(四) 英格兰银行	30
四、展望	32

一、主要国家货币政策及利率走势

2024 年二季度，美联储在一季度末超预期回升的通胀及经济数据推动下，一再推迟降息，仅在 6 月选择放缓缩表。欧央行在二季度率先降息，持续的限制性利率让经济增长承压，但在仍然存在回升风险的通胀面前，连续降息有较大不确定性。日元汇率二季度迎来大幅下跌，继续创新低。中国人民银行二季度持续推动社会综合融资成本下降，多次提示市场长债收益率风险，拟采取借券卖出的方式维护债券市场稳健运行。

（一）主要经济体的货币政策及利率

美国 6 月通胀广泛回落，欧元区保持相对稳定。美国通胀在经历 3 月超预期回升之后，二季度一直呈现缓步降温态势。2024 年 4 月~6 月 CPI 同比分别录得 3.4%、3.3%及 3.0%，核心 CPI 分别录得 3.6%、3.4%及 3.3%，尤其是 6 月通胀广泛放缓（见图 1）。一方面，6 月以来石油价格下跌导致能源通胀大幅降温，另一方面，新车、二手车及家具家电等核心商品通胀稳步回落，住房通胀在维持一定时间后，也在 6 月迎来小幅下降，服务通胀同比值也较 5 月下降有所加快。欧元区 4 月~6 月调和 CPI 分别录得 2.4%、2.6%及 2.5%，二季度通胀保持相对平稳。英国 4 月~5 月 CPI 分别录得 2.3%及 2.0%，4 月通胀同比较前值大幅下降 0.9%，5 月 CPI 更是首次达到 2%的目标。日本 4 月~5 月 CPI 分别录得 2.5%及 2.8%，二季度日本通胀稳步上升，其中食品通胀略有下滑，但核心通胀保持平稳。

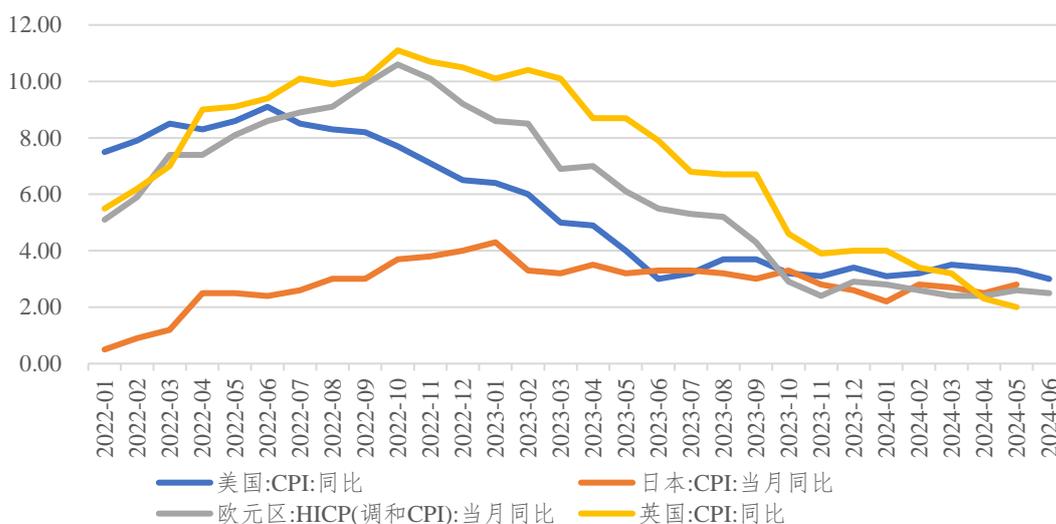


图 1 主要发达经济体通胀水平 (%)

数据来源：Wind。

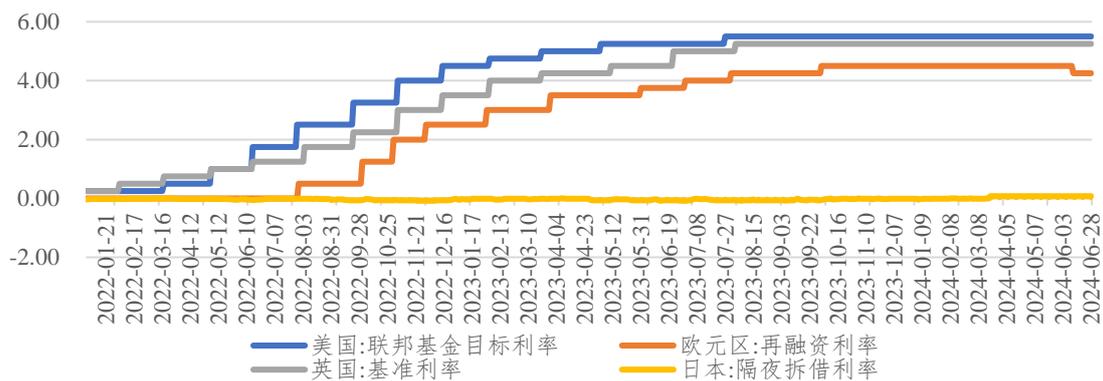


图 2 主要发达经济体政策利率 (%)

数据来源: Wind。

美联储缩表退坡，劳动力市场紧张持续缓解。2024 年二季度，一再出现的超预期数据让美联储降息一推再推，两次议息会议均如市场预期选择维持当前利率水平不变（见图 2）。5 月议息会议透露将于 6 月放缓缩表速度，并将美债月度赎回上限由 600 亿美元降至 250 亿美元，MBS 维持 300 亿美元赎回上限规模不变。6 月议息会议除认可通胀回落取得一定进展外，其余表述与前次信息一致。尽管承认通胀回落取得进展，美联储仍在 6 月公布的 SEP 中，调升了通胀预期，将 2024、2025 年 PCE 由 3 月预测的 2.4%、2.2%调升至 2.6%、2.3%，核心 PCE 也相应有所调升，但对实际经济增速则预期不变。在经济韧性较强的背景下，美联储也认为距离 2024 年通胀预目标值 2%渐行渐远。6 月 FOMC 议息点阵图显示，2024 年中位数降息预期下降至 1 次，较 3 月预期再次下降。在美联储当前数据驱动原则指导下，市场对降息预期更直接依赖于通胀等经济数据。除通胀回落在一定程度上支撑美联储降息预期外，就业方面，美国 4 月~6 月失业率分别为 3.9%、4.0%及 4.1%，6 月失业率创 2022 年以来新高。此外，6 月新增季调非农 20.6 万人，4 月~5 月新增非农业大幅下修，显示劳动市场紧张持续缓解。

整体来看，二季度以来，美联储虽然基本面降温信号增多，叠加通胀有所下行，但仍需时间及数据验证。下半年，美联储降息空间仍相对有限，预计三、四季度降息 1~2 次概率较大。

欧央行率先降息，恐难引发降息潮。欧央行在 4 月议息会议仍维持原状之后，于 6 月议息会议中宣布将三大政策利率同时下调 25 个 BP，成为主要经济体中第二个开始降息的央行（一天前加拿大央行宣布降息 25 个 BP）。欧央行在声明中努力淡化首次降息后会有连续降息的预期，表态偏鹰，强调“不对任何特定

的利率路径做预先承诺”“只要有必要，就会把利率维持在足够限制性的水平”。同时，欧央行将 2024 年的 GDP 增长预测由此前 0.6%上调为 0.9%，将 2024 年通胀预测由 2.3%上调为 2.5%。通胀、薪资增速反弹是欧央行表态偏鹰的重要原因。进入二季度后，欧元区通胀回落难言取得显著进展，5 月 HICP 反而相较 4 月 HICP 上涨 0.2%至 2.6%，5 月、6 月核心 HICP 持平一季度末的 2.9%，薪资增速上行带来服务价格快速上涨，进而企稳通胀，欧元区一季度每小时劳工成本指数较 2023 年四季度末上升 1.7%至 5.1%。此次欧央行短暂降息可能更多来源于对经济增长的担忧，与美国不同，欧元区国家经济表现一直较弱，欧元区一季度实际 GDP 增速为 0.1%，较 2023 年四季度有所增长，但自 2023 年年中增速回落以来，始终难逃经济衰退梦魇。同时，欧洲企业高度依赖信贷，持续的限制性利率对经济的影响远大于美国。展望后续，欧央行降息决策仍依赖于实际数据，后期降息具有不确定性。

英格兰银行在 5 月及 6 月的议息会议中选择继续维持当前 5.25%的利率水平，英国 5 月 CPI 首次降至其目标水平 2%。进入 2024 年以来，英国通胀回落迅速，出现超预期下降，核心通胀也从 2023 年末的 5.1%降至 5 月的 3.3%。但从通胀细项来看，英格兰银行仍有一定隐忧，5 月服务通胀高达 5.7%，较 2023 年末下降 0.7%，下降幅度远不及通胀整体下降水平，此外薪资增长仍保有韧性，服务价格的快速上涨是英格兰银行不愿追随欧央行降息的重要原因。

日央行在二季度的两次议息会议中选择按兵不动，维持政策利率在 0~0.1%的区间，同时以 8:1 的投票结果决定在下次议息会议时公布具体缩表细节，核心参数是每月购买 JGB 规模及期限。此前，在 3 月议息会议中，日本央行决定启动利率正常化进程，但并未对购债规模进行调整。在利率正常化过程中，日本央行整体表现过于“谨慎”，每次调整力度及时间均不及市场预期。3 月加息普遍被市场视为“鸽派加息”，6 月议息也未能如市场所愿明确表态国债调整规模。由于日本央行需要在多目标之间艰难平衡，政策可预见性的下降也使市场预测变得困难。自 2023 年 12 月末以来，日元兑美元持续贬值，在 2024 年 3 月上旬小幅回升后，一路高歌猛进。截至 6 月末收盘，东京市场美元兑日元即期汇率已突破 1:160 关口，日元汇率创 38 年来新低。据国际清算银行公布的双边实际有效汇率来看，2020 年 1 月~2024 年 4 月，日元实际有效汇率贬值幅度达 27.23%，位居

主要国家货币贬值前列。除美联储反复推迟的降息预期外，日央行长期口头干预汇率，对日元空头势力威慑力不足，同时货币政策收紧力度不及预期均加剧了日元的贬值。二季度以来，日本政府加大了对外汇的干预，仅 2024 年 4 月 26 日至 5 月 29 日，日本政府外汇干预规模高达创纪录的 9.8 万亿日元，但 6 月 20 日美国财政部宣布，再次将日本列入“汇率操纵监测名单”，无疑加大了日本政府对外汇干预的顾虑。经济方面，日央行认为日本经济已现温和复苏。进入二季度以后，日本经济数据出现一定程度改善。5 月制造业 PMI 时隔一年重新站上荣枯线以上，显示增长动能有所改善；受汽车停产等因素影响，日本 4 月出口同比增速下滑至 7.19%，5 月即大幅回升至 11.88%；同时，日本劳工市场仍然偏紧，2024 年日本涨薪率达到 5% 左右，创 31 年来新高，失业率维持低位，对消费支出增长形成一定支撑。整体来看，2024 年三季度，日本央行有望在缩减国债购买规模上采取一定措施，但力度具有不确定性。

主要发达经济体 10 年国债收益率整体上行，日本涨幅居前。2024 年二季度，发达国家 10 年期国债收益率延续一季度整体上行趋势，日本涨幅扩大至 33BP（见图 3），10 年期国债收益率稳定在 1% 以上，美英涨幅二季度有所下滑，分别上涨了 16BP、25BP，欧元区基本持平。但 6 月第一周，在美债利率带领下，发达经济体国债收益率迎来一波下跌调整，主要为 5 月公布的职位空缺及制造业 PMI 不及预期，加深了市场对美联储降息的预期，引发美债利率回调，6 月中公布的 5 月 CPI 超预期下降，加剧了美债利率下调。但 6 月下旬以来，因美国大选辩论及欧盟选举等政治因素，美债利率有所回升。

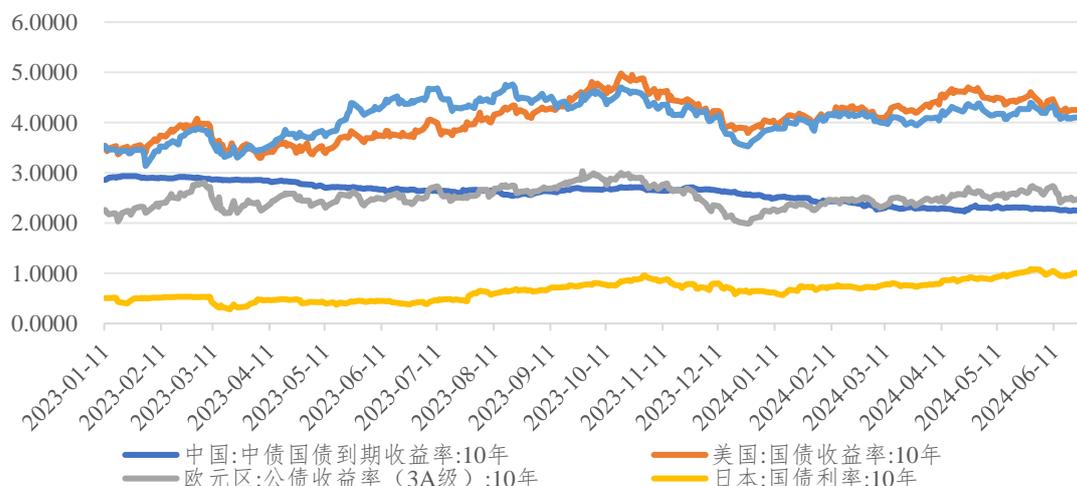


图 3 主要经济体 10 年期国债收益率 (%)

数据来源: Wind。

（二）我国央行货币政策及利率走势

央行多举措推动社会综合融资成本下降。2024 年二季度经济温和复苏，生产端景气度有所回落，但整体“强生产弱需求”格局延续。二季度初，市场热议当前名义利率虽偏低，但考虑到通胀低迷，实际利率或仍然偏高。叠加 4 月、5 月金融数据低迷，市场对央行降息有所期待，但央行并未在二季度采取降息措施，其认为从结构上看，重点支持的行业实际利率是低的，与房地产有关的黑色金属等行业产品价格跌幅较大，金融机构给出的实际贷款利率稍高，也有助于企业控产能、去库存。整体来看，当前国内利率水平或已进入央行合意区间，利率过低容易加剧资金空转。同时，二季度以来央行已采取多种结构性措施推动社会综合融资成本下降，降息需求并不迫切。自 2023 年以来，在央行的引导下，由国有大银行及头部全国性银行带队，商业银行存款利率已进行多轮下调。6 月以来，广东、广西、湖南等地中小型银行开始下调活期存款及定期存款利率，有利于进一步稳定商业银行净息差。4 月 8 日，存款自律组织向银行下发了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》。长期以来，部分大型银行通过对业务操作进行勘误的手工补充计息环节，为企业及非银金融机构等提供灵活高息的选择，据初步测算，涉及存款补息的商业银行存款接近 20 万亿元。在禁止手工补息的背景下，大量存款流向以银行理财为代表的市场化产品，仅 4 月理财规模较往年同期多增近万亿元。以银行理财为代表的非银资金充裕，成为 4 月中下旬以来债市重要影响力量。此外，二季度央行联合多部门出台房地产行业支持措施，在 5 月 17 日国新办发布会上宣布，取消全国层面首套房和二套房贷利率下限，将最低首付比例下降 5 个百分点，首套房和二套房分别降至 15%和 25%，下调公积金贷款利率 0.25 个百分点。同时拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，一系列组合拳降低了居民购房成本，对需求形成一定刺激。

央行多次发声提示长债风险，借券维护长端收益率。自 2020 年年末以来，10 年期国债及超长国债收益率整体振荡下行，尤其是在 2024 年以来，长期国债收益率下行速度加快。2024 年二季度，10 年期国债一度下降至 2.20%新低点，30 年期国债收益率一度低于一年期 MLF 利率。长端利率的快速下行引起了央行的警觉，其通过各种途径密集发声提示长端国债收益率风险。3 月末召开的货币政策委员会一季度例会提出“在经济回升过程中，要关注长期收益率的变化”。

4月23日，央行有关负责人通过《金融时报》发声认为长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，同时提示长债利率风险。5月11日，央行一季度《货币政策执行报告》专栏讨论当前长期国债利率，并认为长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的。5月30日，《金融时报》再发文认为10年期国债收益率合理区间约在2.5%至3%。6月19日，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上发声，认为“当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用”。整体来看，除4月23日市场对央行发声做了有效反应外，长期收益率均没有改变振荡下行的趋势，30年期国债收益率在6月28日创出2.43%的新低。7月1日，央行在午后发布公告，决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，直接拉升长端国债收益率。2023年中央金融工作会议提出“充实货币政策工具箱”，引发市场对央行新货币政策工具猜想。4月23日央行有关负责人提出“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”。6月19日，潘功胜行长在陆家嘴论坛上指出“随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟”。整体来看，央行在公开市场买卖国债合理合法，有较为明确的法律依据。《中国人民银行法》第二十三条第五条款明确规定，“央行为执行货币政策，可以在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”。此前，在2000~2003年期间，央行曾多次进行现券买卖调控流动性，随着外汇的大量增加及央票的发行，现券买卖必要性下降。此后，除定向购买及特别国债外，央行并未在二级市场上买卖国债。截至2024年5月末，央行资产中对政府债券为1.52万亿元，占央行总资产的3.55%，这一比例长期保持稳定，远低于发达经济体央行国债在央行资产中占比。目前，央行并未持仓太多长债，只能透过一级交易商借入，然后择机卖出。7月5日，《金融时报》求证央行，证实了“目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。”整体来看，央行此次借入国债进行卖出较美日等发达国家有所不同，美日等经济体在量化宽松时通过向一级交易商大量买入国债将利率控制在较低

位，一级交易商因手中国债升值而获益，并可以通过二级市场买入再卖给央行获益，动力足、逻辑顺畅，供应接近无限。此次中国人民银行借入债券卖出为抬升长债收益率，不仅会降低一级交易商借给人民银行的债券价值，手中其他国债也会因利率上升而贬值，一级交易商激励不足，即使持仓债券全部借出，也难激励其继续在二级市场买入借给央行。截至5月末，商业银行在银行间债券市场持有国债20.31万亿元，占银行间市场国债托管量的66.7%，短时间供应不成问题。

《公开市场业务暨一级交易商管理暂行规定》中规定，一级供应商的义务包含“在宏观调控特殊需要时，完成中国人民银行指定的交易任务，及时传导货币政策意图”。整体而言，在资产荒背景下，债券利率下行或难以根本改变，债券市场利率持续显著上行缺乏支撑因素，央行借券信号意义更浓。2020年以后，发达国家因利率快速上行引发银行业危机，前有硅谷银行破产，近有日本农林中金银行过度依赖海外债券投资巨额亏损。在久期倍数效应下，长债价格对利率变动十分敏感，金融机构整体拉长久期追逐长债，金融体系面临的利率风险敞口过大，及时提示并采取一定行动有利于警示金融机构未来潜在的利率上行风险。

2024年二季度，市场资金价格表现较为平稳，资金面分层阶段性弱化，央行在月末及季末加大逆回购投放力度，调控精准度提升。4月~5月，在“禁止手工补息”等政策加持下，非银资金充裕，R007-DR007利差多在10BP以内，尤其是在4月末及5月末跨月时段，资金分层近乎消失，非银资金成为市场阶段性主导力量。6月中下旬以来，伴随着理财资金回表及6月跨季、缴税扰动，资金面分层有所回归，R007利率大幅上行（见图4）。

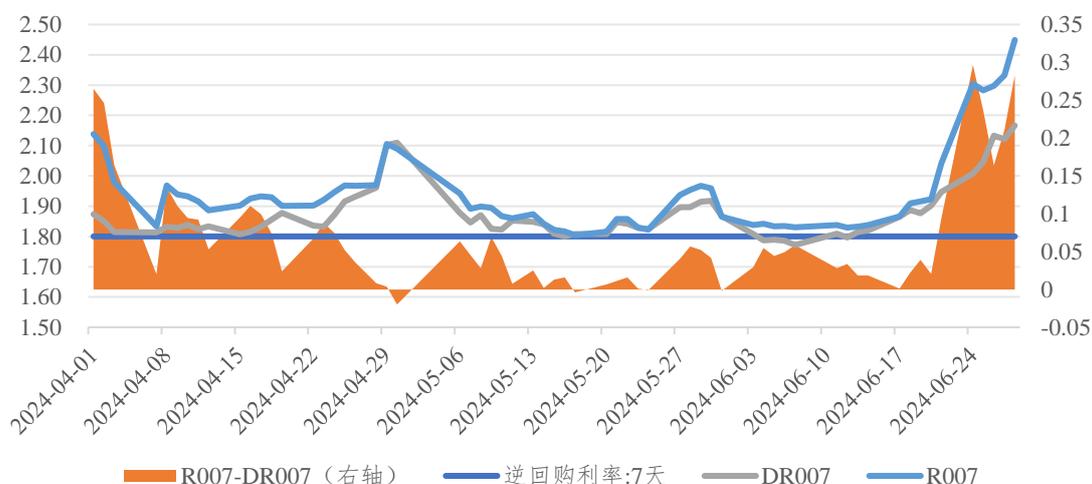


图4 二季度市场资金价格走势 (%)

数据来源: Wind。

央行资金投放方面，二季度公开市场操作总投放量 28410 亿元，到期量 31460 亿元，净回笼资金 3050 亿元（见图 5）。分月来看，在逐渐消化一季度降准降息释放的流动资金，二季度逆回购操作及 MLF 投放均呈现逐渐加量态势。4~6 月，逆回购投放量分别为 4820 亿元、6460 亿元及 11660 亿元，MLF 投放量分别为 1000 亿元、1250 亿元及 1820 亿元，叠加国库现金定存到期，4~6 月公开市场净投放分别为-5500 亿元、2340 亿元及 110 亿元。

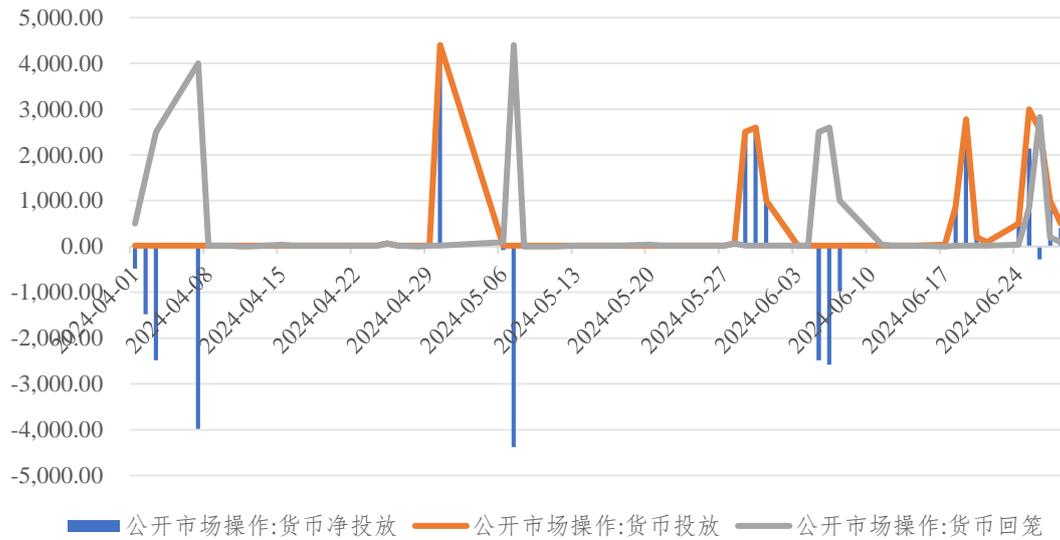


图 5 二季度货币投放/回笼统计 (亿元)

数据来源：Wind。

季度债市多空因素交织，非银资金充裕推动债市收益率振荡下行。4 月初至 4 月 23 日，债券市场整体延续一季度下行趋势。一季度经济增长超预期，但除制造业投资外，各项数据均出现 1 月、2 月冲高，3 月回落的情形。叠加债券市场供给仍旧偏慢，地方政府债发行节奏弱于同期，城投债等高票息资产持续呈现净偿还态势，债券市场收益率整体下行，3 年期 AAA 城投债收益率快速从 4 月初 2.58% 的位置下行至 4 月 23 日的 2.27%（见图 6），其他信用债收益率也整体下行。4 月 24 日至 4 月 30 日，债券市场收益率出现一波急速回调。4 月 23 日，央行部门有关负责人通过《金融时报》提示长债风险，固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感。4 月 25 日，国家发改委也表示“将推动发行超长期特别国债尽快落实到位”。在政策预期扰动下，债市多空分歧加大，债券市场收益率整体大幅上行，直至 4 月 30 日政治局会议提及“降低社会综合融资成本”，债市收益率缓慢下降行

情。5月初至6月末，债券市场恢复慢牛行情，3年期AAA城投债收益率从4月末的2.40%下行至2.19%，3年期AAA企业债、商业银行普通债也分别下行至2.14%、2.06%的低位。5月13日，财政部公布2024年超长期特别国债发行计划，发行节奏呈现“多频小额”特点，单次发行量较小，对债市冲击小于预期，有助于恢复债券市场做多情绪。5月17日，多部门发布房地产新政，力度远超以往，引发市场预期，债市出现横盘情绪。但4月以来，监管部门禁止手工补息，银行存款出现转移至非银态势，最终回流到债市。在资金面宽松的背景下，债券市场收益率缓慢下行。二季度信用利差在非银资金整体充裕的背景下也缓慢下行，信用利差（3年期中短期票据收益率（AAA）到期收益率-3年期国开债到期收益率）从4月初的30BP到6月中旬的14BP。随着季末缴税、理财回表及禁手工补息影响减弱，信用利差回升至20BP左右。

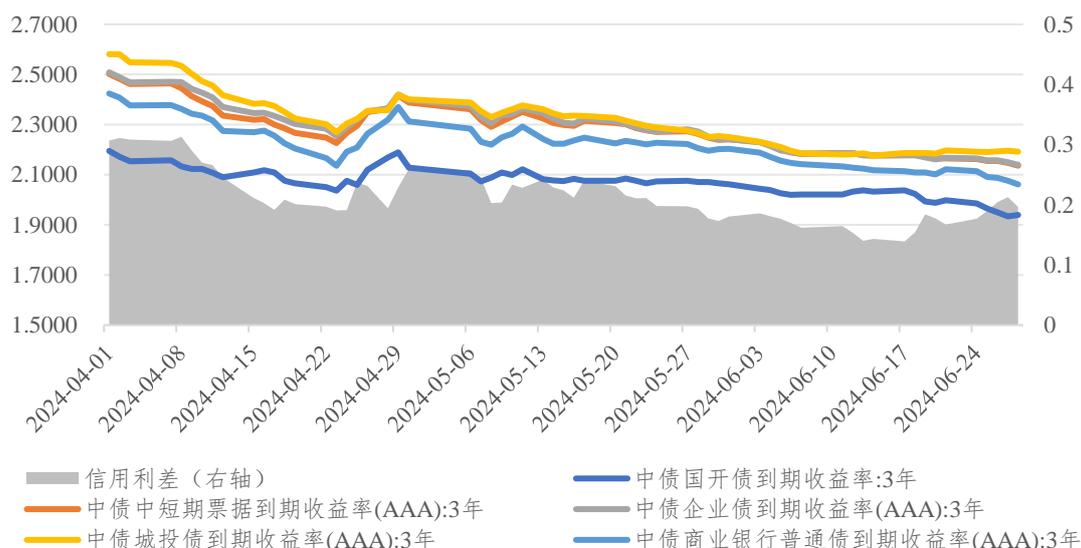


图6 主要券种到期收益率及信用利差 (%)

数据来源：Wind。

制造业 PMI 收缩至荣枯线以下，出口高位运行。4~6月制造业 PMI 分别为 50.4%、49.5%及 49.5%（见图 7），制造业 PMI 在 3~4 月短暂回复至荣枯线上之后，重新回落。新订单指数 4~6 月分别为 51.1%、49.6%及 49.5%，连续两个月收缩，市场需求不足仍是制约经济稳健运行的重要因素。从生产端看，4~6 月生产指数分别为 52.9%、50.8%及 50.6%，仍位于景气区间，但受需求不足影响有所下滑。6 月企业调查显示，反映市场需求不足的制造

业企业比重为 62.4%，较上月上升 1.8 个百分点，表明制造业企业对市场需求偏弱的感受强烈。非制造业方面，服务业及建筑业景气度在 6 月均有所回落，分别录得 52.3% 及 50.2%。外贸需求方面，4~6 月以美元计出口金额当月同比分别为 1.4%、7.6% 及 8.6%，尤其在 6 月，我国重点出口商品出口增速普遍回升，技术密集型产品受益于计算机电子产业链需求回暖，6 月机电产品出口同比较前月回升 6.9 个百分点至 14.1%，但 4~6 月进口分别为 8.3%、1.8% 及 -2.3%，进口金额的下滑侧面反映国内需求不足。整体来看，PMI 及进出口数据均显示国内需求有待提振。

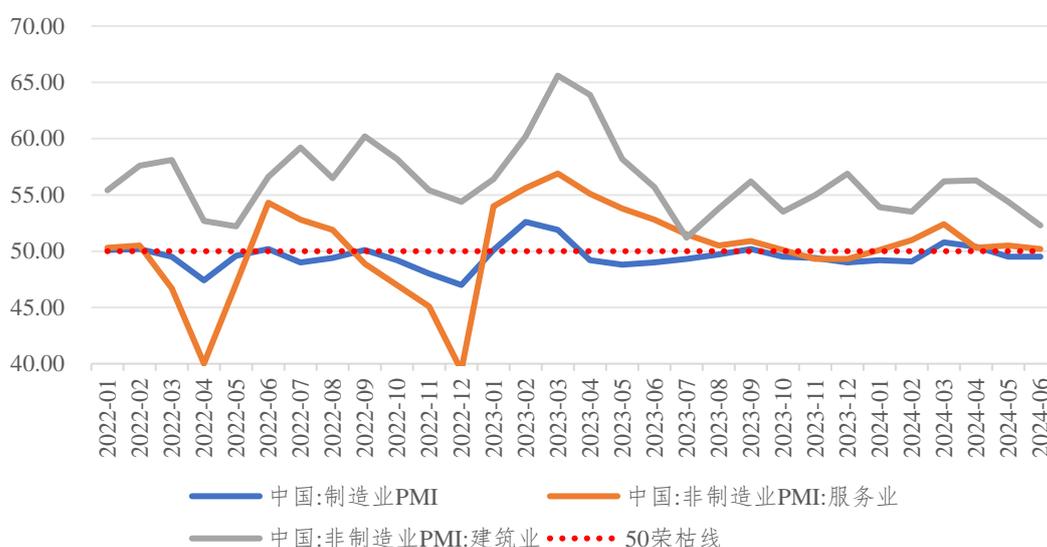


图 7 采购经理指数 (%)

数据来源：Wind。

CPI 二季度回升，CPI-PPI 剪刀差缩小。2024 年 4 月 CPI 录得 0.3%，较 3 月前值回升 0.2%，5 月 CPI 持平（见图 8）。从分项数据看，核心 CPI 仍低位运行，4~5 月核心 CPI 分别为 0.7%、0.6%，较 3 月的 0.6% 变化不大，显示居民持续的消费需求仍待改善，消费品以旧换新及“5·17”房地产新政对需求的提振仍需等待时间显现。二季度 CPI 回升主要依赖于食品价格的上涨，尤其是猪肉价格的回升。一方面，进入二季度后受南方暴雨等极端天气影响，鲜菜等食品价格回升，另一方面，在持续的供给调整下，猪肉价格因供给下降而改善，自 2023 年四季度开始，受供给支撑，猪肉价格基本面改善，猪肉 CPI 也逐步由 1 月的 -17.3% 回升至 5 月的 4.6%，正向拉动通胀。6 月 CPI 录得 0.2%，略低于前值，食品价格仍是主要贡献项。但

除猪肉外，鲜菜等价格出现一定下跌，拖累 CPI 数据。能源方面，一季度的油价通胀进入二季度难以持续，本轮油价上涨在进入 4 月后便宣告终结。PPI 在 4~6 月分别录得-2.5%、-1.4%及-0.8%，降幅持续收窄，在 5 月出现一定程度抬升。主要受有色及黑色大宗商品价格上涨因素影响，对 PPI 回升形成支撑，但 6 月黑色和有色价格高位回落，工业品价格整体有所放缓。6 月 PPI 同比回升主要受益于 2023 年低基数影响，6 月 PPI 环比 5 月下降 0.2%。整体来看，中下游行业价格仍旧较低，需求传导弱，下半年 PPI 同比降幅或有所扩大。但随着房地产刺激政策的逐步显效，预计建筑等实物工作量逐渐上升，有望带动黑色系商品、建材、木材等价格回升，后续 PPI 有较大改善空间，受 PPI 回升幅度大于 CPI 幅度影响，CPI-PPI 剪刀差在二季度有所收缩。

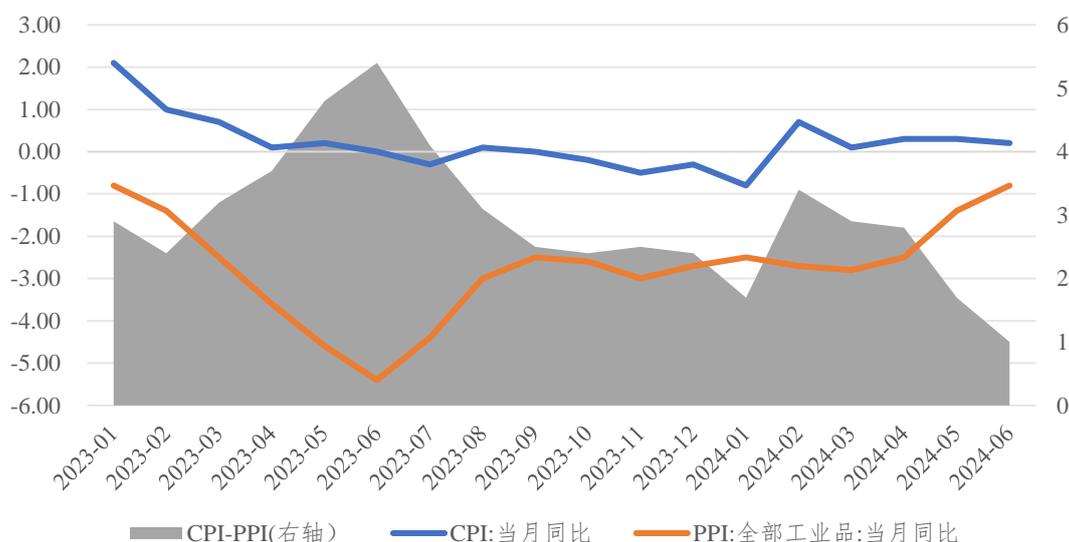


图 8 CPI、PPI 当月同比 (%)

数据来源：Wind。

金融数据“挤水分”，4月新增社融罕见为负。2024年4月，新增社融初值录得-1987亿元（见图9），修正值为-658亿元。这是自统计社融以来首次录得的负值。从各分项上看，新增人民币贷款同比少增1125亿元，新增未贴现银行承兑汇票少增3139亿元，可能与央行在2024年年初以来推动季度金融业增加值核算方式转变有关。2024年年初，央行基于存贷款增速的推算法改成了收入法，更多加入了商业银行利润等指标，贷款数据形成“挤水分”效应，同时也抑制了商业银行通过银行承兑汇票冲规模的冲动。

此外，4月政府债券发行进度偏慢以及企业债融资大幅下滑也是导致4月新增社融转负的重要原因。6月19日，潘功胜行长在“陆家嘴财经论坛”上提及优化季度金融业增加值核算方式时认为，“规范市场行为的措施会对金融总量数据产生‘挤水分’效应，但并不意味着货币政策立场发生变化，而是更加有利于提升货币政策传导效率”。5月，新增社融录得2.07万亿元，6月录得3.30万亿元，6月社融数据仍呈偏弱趋势，从各分项来看，6月新增人民币贷款2.20万亿元，较2023年同期大幅少增1.05万亿元。受2023年高基数影响，投向实体经济的人民币贷款是拖累社融的主要因素，政府债券融资8487亿元，较2023年同期多增3116亿元，对新增社融形成一定带动。但难以抵消贷款少增影响，企业债新增社融2047亿元，与历年同期基本持平，未贴现银行承兑汇票减少2047亿元，同比少增1356亿元，到期规模较大、企业开票需求较弱加之向表内转化，表外票据规模延续负增。

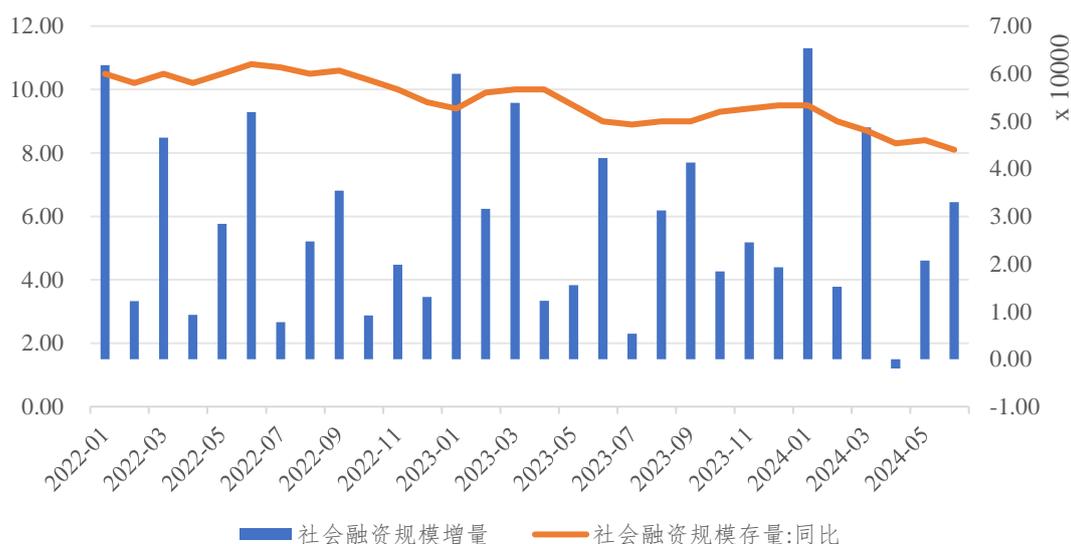


图9 社会融资规模增量与社融规模同比增速（亿元、%）
数据来源：Wind。

M1、M2 增速持续下滑，居民、企业存款向非银“搬家”逐渐弱化。二季度同样受禁手工补息及存贷款“挤水分”等多因素影响，M1、M2 增速持续下滑。4~6月M1同比增速分别为-1.4%、-4.2%及-5.0%；M2同比增速分别为7.2%、7.0%及6.2%，4月M2增速下降1.1%至7.2%（见图10）。从各部门存款看，居民、企业与非银存款分别多减6500亿元、17317亿元及6212亿元，远超过往季节性波动。非金融企业及非银金融机构因利息下降将存款

分流至理财及基金，同时居民部门多减并未转化为企业存款，反映消费和投资有待提升。此外，4月财政存款少增4047亿元，突显4月财政支出发力而政府融资偏慢。M1同比增速转负，也主要受企业活期存款大幅转向理财影响。6月，我国M1、M2同比增速进一步下滑。但从边际变化上看，6月M1绝对规模较5月环比增加，显示高息揽储行为带来的大行存款外流影响或逐渐缓和。过去国内货币金融指标增长较快，不可避免带来资金沉淀、“低贷高存”空转套利等现象。此次监管机构的针对性规范有利于进一步畅通货币政策传导机制，优化资金配置。与此同时，M1及M2增速的下行也反应货币的派生能力偏弱，资金活化效果不佳仍在持续，“M2-M1”增速差保持在高位反映出存款定期化现象较为明显。

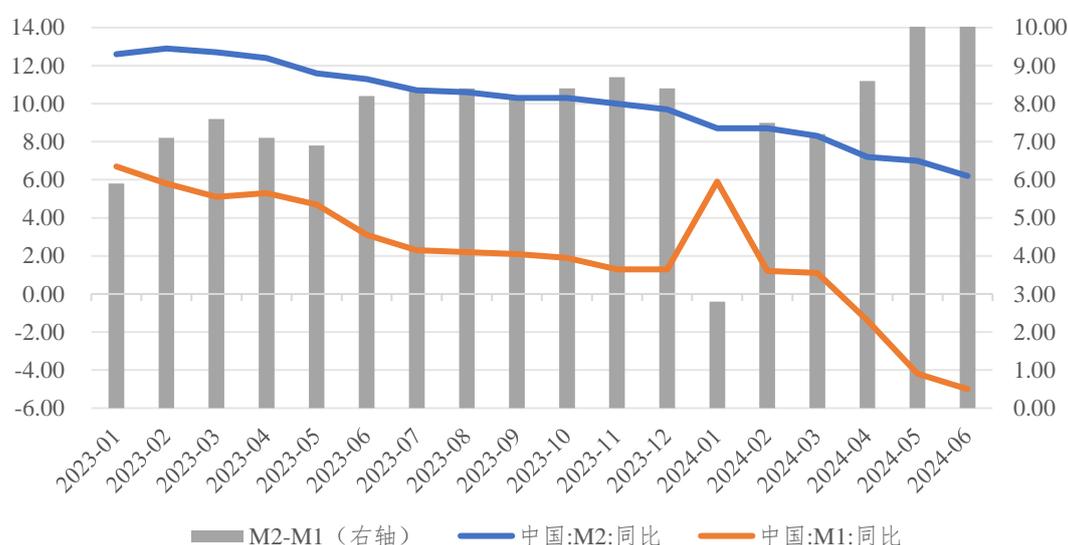


图 10 货币供应量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

居民中长期信贷整体偏弱，企业部门新增信贷动力不足。2024年二季度，居民部门中长期信贷仍然偏弱。4月居民部门新增中长期信贷-1666亿元，下降幅度高于2023年同期，5~6月居民部门新增中长期信贷分别为514亿元及3202亿元，均弱于历年同期（见图11）。楼市“5·17”一揽子政策落地后，购房市场情绪有所改善，但目前对居民中长期信贷数据改善有限。同时，新发按揭贷款与存量贷款间的利差较大，存款利率及金融市场产品利率较低，居民提前还款意愿仍然较为浓厚，中长期贷款新增需求动力明显不足。4~6月企业部门新增中长期贷款分别为4100亿元、5000亿元及9700亿元，较2023年同期分别少增2569

亿元、2698 亿元及 6233 亿元（见图 12）。6 月，企业部门少增幅度进一步加大，在当前有效需求不足的背景下，企业信贷偏弱运行，缺乏扩大生产经营的动力，贷款需求不足。同时，企业利润改善速度下降，1~5 月全国规模以上工业企业实现利润同比增速 3.4%，整体仍位于低位。

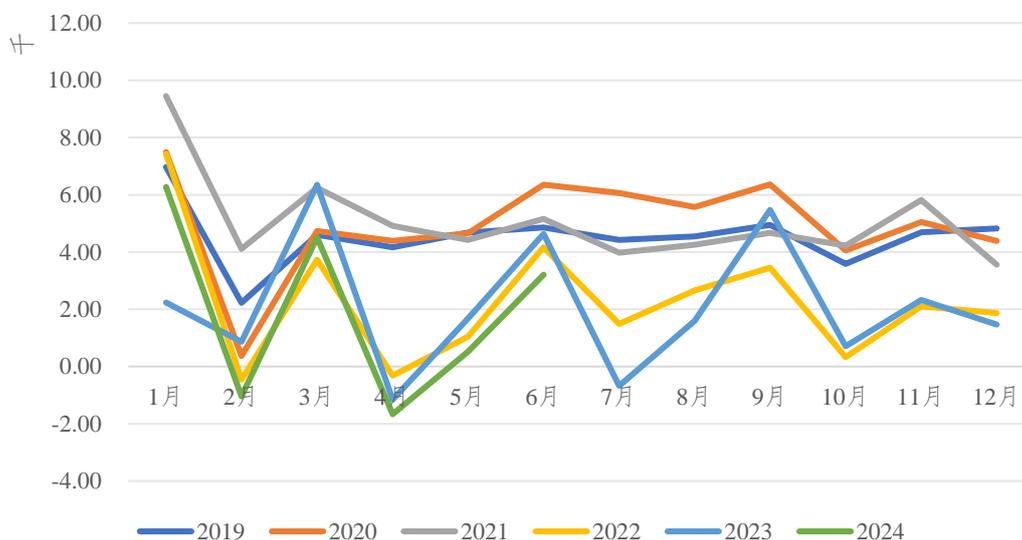


图 11 居民部门中长期新增贷款 (亿元)

数据来源：Wind。

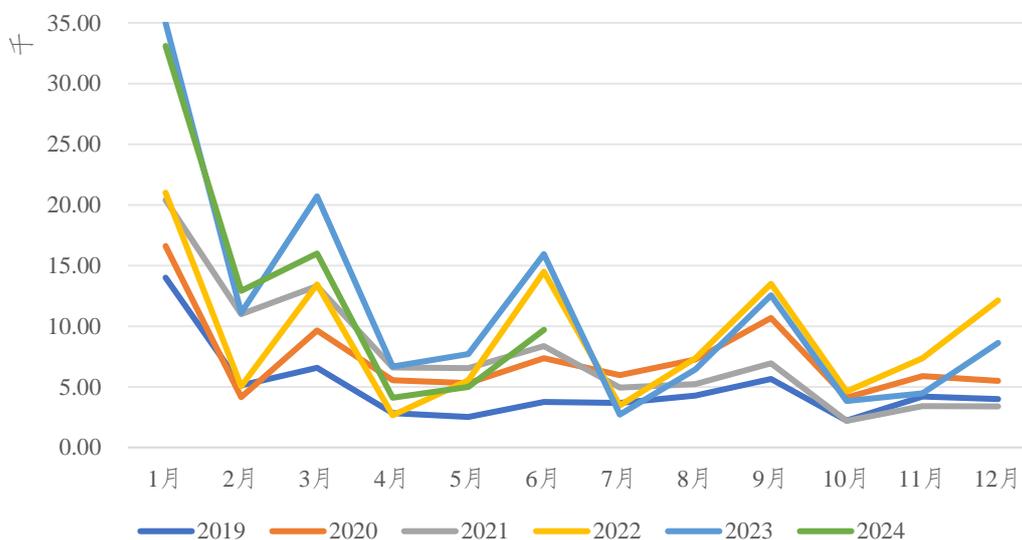


图 12 企业部门中长期新增贷款 (亿元)

数据来源：Wind。

整体来看，二季度我国经济“强生产弱需求”格局延续，中国人民银行持续推动社会综合融资成本下降。调整金融业数据核算方法有利于进一步盘活低效资金，淡化市场金融数据规模情节。同时，面对债券市场长债利率的持续下行，央

行拟启动借入卖出机制对冲收益率快速下行。三季度，中国人民银行或持续发力货币政策改革，LPR 定价、利率走廊收窄，货币政策调控精准度有望进一步提升。

二、我国债券市场发展分析

2024 年二季度，债券发行数量下降，但总发行金额和净融资额都有增加；地方政府债发行继续收缩，债券市场存量规模继续增长，地方政府债存量突破 30%；国债市场成交金额与成交数量回归相对正常的水平，平均成交天数保持平稳，但平均换手率大幅提升；债券市场违约企业仍以房地产行业为主，境外机构持有人民币债券托管量再创新高。

（一）债券市场发行、存量及交易

债券发行只数同比减少，但总发行金额和净融资额都有增加，净融资额同比环比均有一半以上的提升。2024 年二季度，我国债券市场共发行债券 12732 只，较 2023 年同期减少 397 只；发行规模合计约 20.96 万亿元，较 2023 年同期有所上涨，同比增加 15.96%，环比增加 20.75%；债券市场总偿还量为 16.11 万亿元，同比 2023 年二季度增加 7.14%，环比 2024 年一季度增加 12.79%；净融资额 4.86 万亿元，较 2023 年同期增加 1.81 万亿元，增幅 59.53%，较 2024 年一季度增加 1.78 万亿元，环比增加 57.69%，市场融资情况由减转增，总发行量的增加是净融资额大幅增加的主要动力（见图 13）。

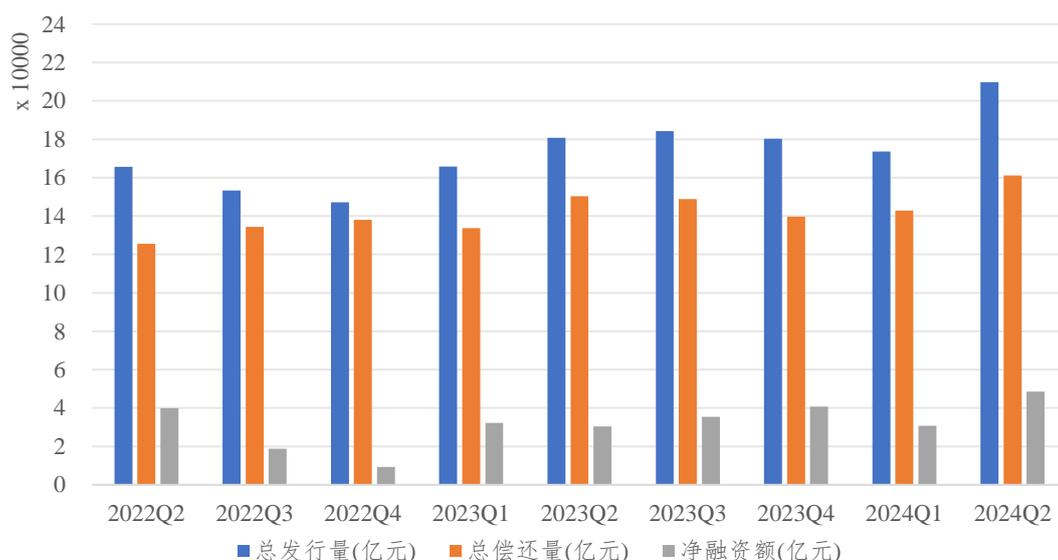


图 13 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

地方政府债发行继续收缩，同业存单发行量再创历史新高。2024 年二季度新发地方政府债 1.92 万亿元，同比减少 15.03%。地方政府债务困境有所缓解，一方面与往年应对疫情冲击等特殊因素影响有关，另一方面也与地方项目建设资金需求、冬春季节施工条件、债券市场利率等因素相关。同时，财政部也在提高专项债项目质量、加强项目前期准备等方面做了大量工作。总体来看，全年发行规模符合预期。分券种来看，2024 年二季度同业存单、国债、非金融债券为发行量最大的三个种类，面额占比均超过了 15%，其中同业存单面额占比达 42.78%。除同业存单、国债、金融债券外，其他券种发行量均同比减少，同业存单发行规模同比增长 32.41%至 8.97 万亿元，再创历史新高。国债发行规模同比增长 44.11%至 3.37 万亿元，近两年来仅次于 2023 年四季度的 3.55 万亿元，金融债发行规模同比增长 5.12%，环比增长 39.67%（见图 14）。

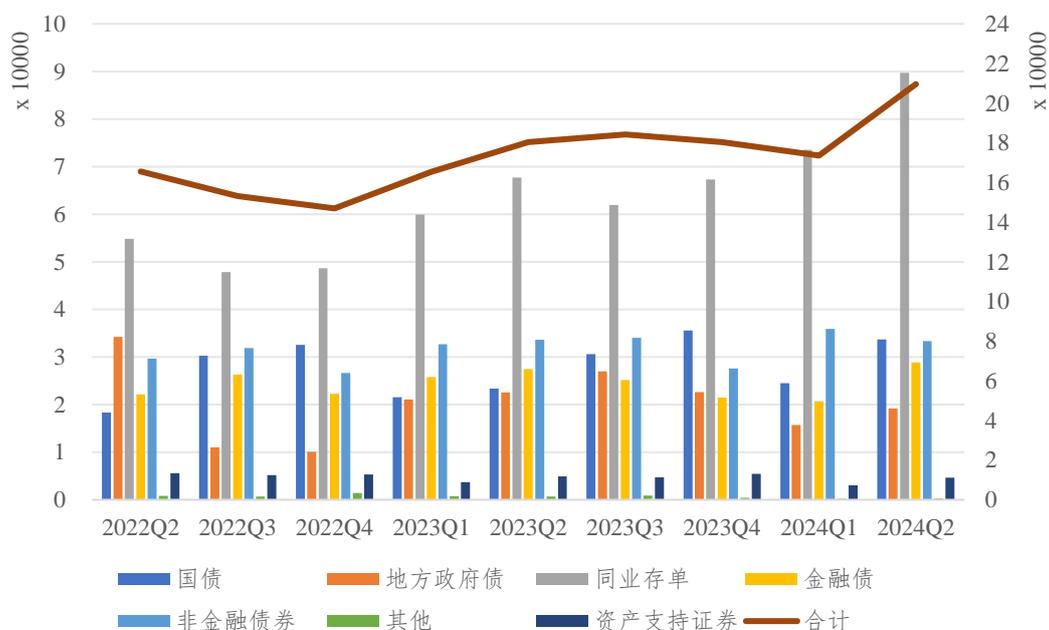


图 14 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

债券市场存量规模继续增长，地方政府债增量仍旧保持首位。截至 2024 年二季度末，我国债券市场存量规模高达 163.67 万亿元，较 2023 年同期增长 15.54 万亿元，同比增长 10.7%，较 2024 年一季度增长 4.84 万亿元，环比增长 3.10%（见图 15）。分券种来看，2024 年二季度末，地方政府债存量占比持续上升，继续保持我国债券市场第一大存量债券的地位，地方政府债余额目前为 42.41 万亿元，较 2023 年同期增长 4.80 万亿元，同比增长 12.76%，占债券市场增量比重达

30.89%，比 2023 年同期有所缓解。据财政部消息，2024 年 1~5 月，全国发行新增地方政府债券 14527 亿元，其中，一般债券 2919 亿元、专项债券 11608 亿元。第二大存量债券仍为金融债，存量余额为 38.32 万亿元，同比增长 7.85%。第三大存量债券为国债，存量余额为 31.27 万亿元，同比增长 17.76%。第四大存量债券为非金融企业债，存量余额为 29.26 万亿元，同比增长 4%。

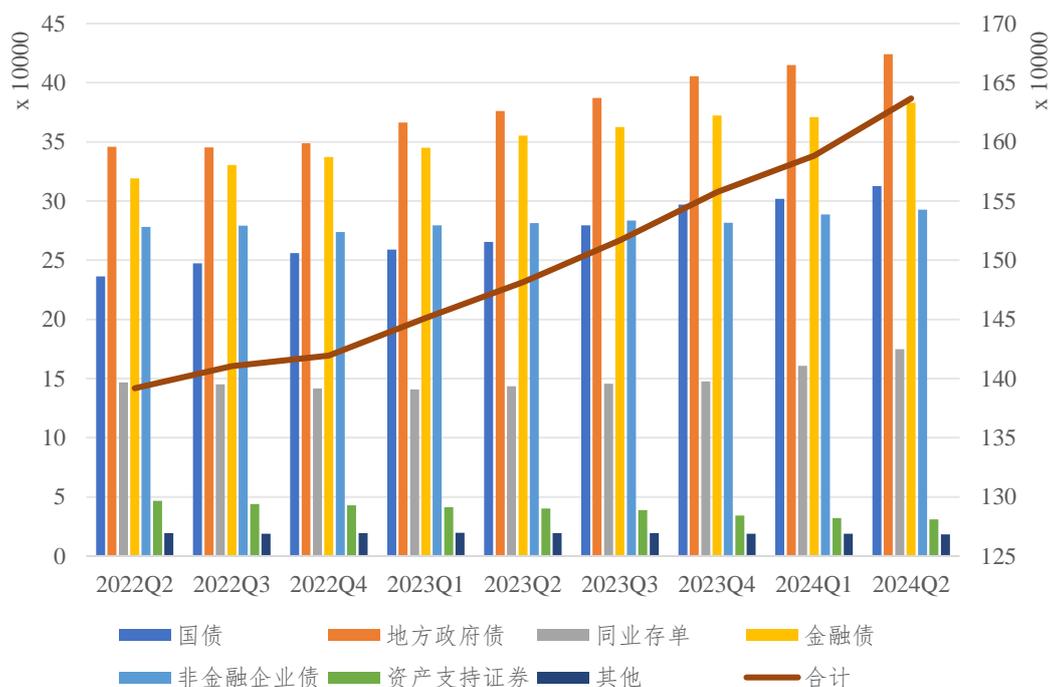


图 15 我国债券市场存量规模及结构 (亿元)

数据来源：Wind。

银行间债券市场商业银行持有国债超过七成，境外机构持有比例略有下降。截至 2024 年 5 月末，商业银行持有银行间债券市场国债占比 70.56%，与 2024 年一季度的 69.40%相比略有提升，突破 70%大关。境外机构持有国债 7.79%，较 2024 年一季度减少了 0.53%。

银行间债券市场地方政府债方面，商业银行持有占比几乎不变，非法人产品持有量提升。截至 5 月末，商业银行持有银行间债券市场地方政府债占比 84.53%，环比 2024 年一季度略有下滑，第二大持有人为非法人产品，占比 6.11%。

非法人产品持有企业债占比继续提升，商业银行持有占比下降。截至 5 月末，非法人产品持有银行间债券市场企业债份额为 53.08%，较 2024 年一季度上升 1.52 个百分点，第二大持有人商业银行持有占比下降 1.07 个百分点至 32.71%，证券公司持有占比稍有回升。

政策性银行债加商业银行债方面，商业银行和非法人产品持有合计近九成，境外机构持有占比稍有提升。截至5月末，政策性银行债加商业银行债的第一和第二大持有人分别为商业银行和非法人产品，占比分别为50.02%和38.82%，境外机构持有量为9342.93亿元，占比上升至3.17%（见图16）。

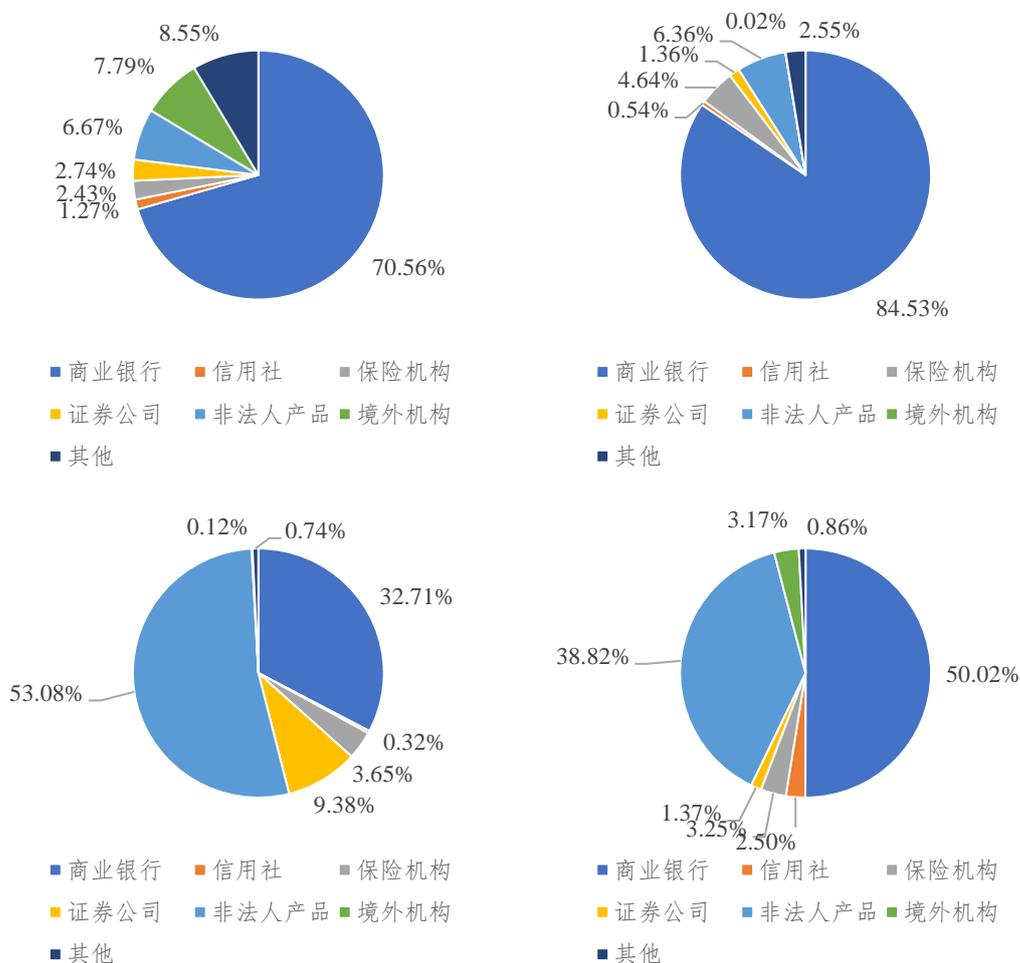


图 16 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行加商业银行债持有人结构 (%)

数据来源：Wind。

现券交易结算量延续增长势头，现券和回购总体交易量起伏不定。2024 年二季度，银行间市场和交易所市场现券交易和回购交易结算量共 603.96 万亿元，较 2023 年同期减少 39.03 万亿元，同比减少 6.07%，较 2024 年一季度减少 38.88 万亿元，环比减少 6.05%。分交易方式来看，现券交易结算量为 110.94 万亿元，占总成交金额的 18.37%，同比增长 26.85%，占交易量的比重较 2023 年同期增加 4.77%；回购交易结算量为 493.02 万亿元，占总成交金额的 81.63%，同比减少 11.25%（见图 17）。

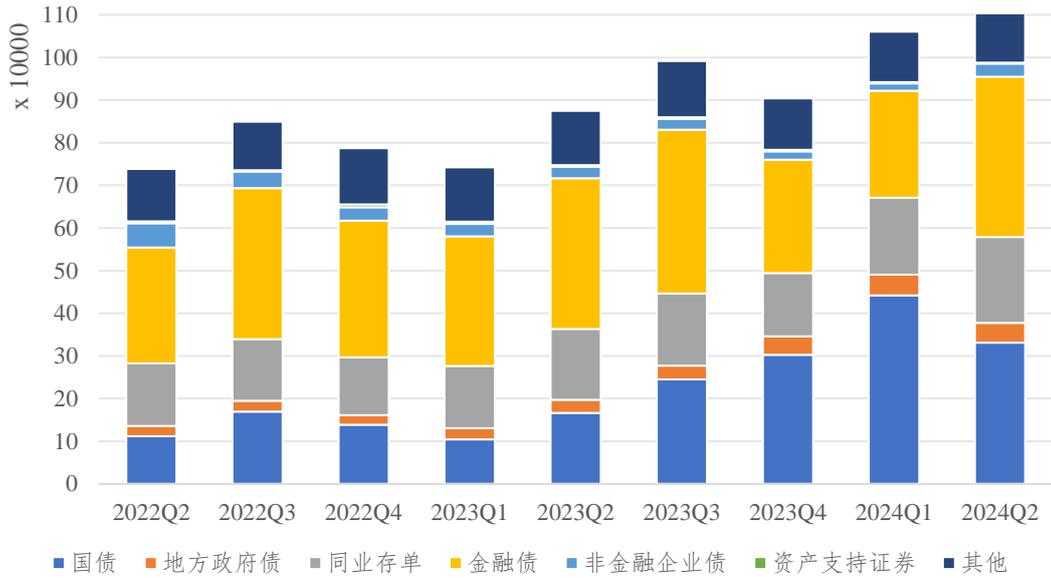


图 17 债券市场现券交易规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

(二) 国债二级市场流动性

国债市场成交笔数同比增加, 成交金额同比减少。2024 年债券市场国债二季度共成交 746917 笔, 同比 2023 年二季度增加 494631 笔, 同比增加 196.06%, 环比 2024 年一季度减少 303128 笔; 成交金额 315479.04 亿元, 同比 2023 年二季度增加 165248.26 亿元 (见图 18)。

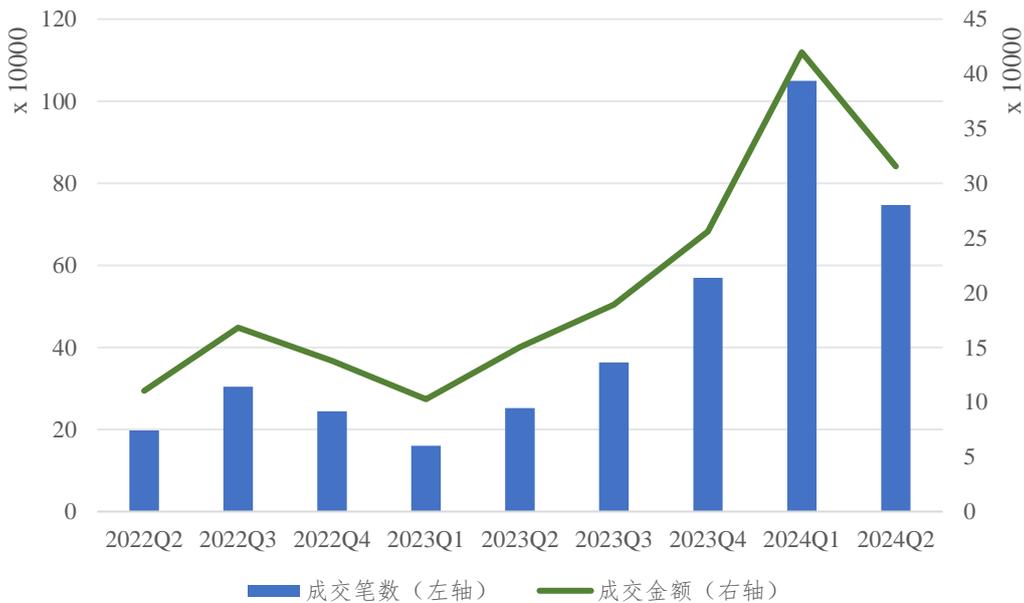


图 18 国债市场现券交易笔数及规模 (笔、亿元)

数据来源: 中国货币网。

银行间国债市场平均成交天数保持平稳，但平均换手率大幅提升。2024 年二季度，银行间国债市场有成交国债平均成交天数为 34.46 天，同比增加 4.59 天，环比增加 1.12 天；有成交国债平均换手率为 75.17%，同比上涨 32.54%，增速达 76.33%，但环比下降 13.78%，结束了过去一年多的增长势头，表明银行间国债流动性减弱，这可能与央行买卖国债的预期有关（见图 19）。

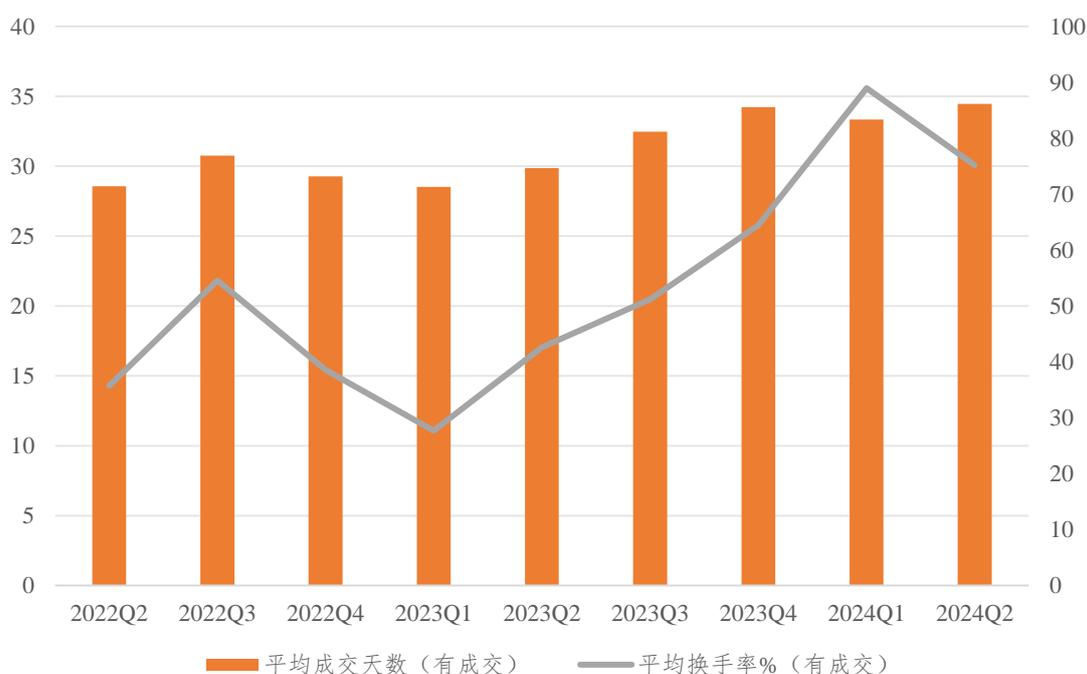


图 19 银行间国债市场有平均成交天数及换手率
数据来源：Wind。

（三）债券市场违约情况

新增首次违约企业涉及多个行业，但仍有一半来自房地产行业。2024 年二季度债券市场新增 6 家违约主体，分别为鸿达兴业股份有限公司、国美电器有限公司、上海宝龙实业发展（集团）有限公司、武汉当代科技产业集团股份有限公司、重庆市迪马实业股份有限公司、金科地产集团股份有限公司，涉及行业种类较多，包括基础化工、家用电器、西药和房地产开发。其中，上海宝龙实业发展（集团）有限公司为外商独资企业，重庆市迪马实业股份有限公司为外资企业，其他 4 家则为民营企业，逾期本金总计达 36.51 亿元。图 20 列出了过去 2 年中首次违约主体和非首次违约主体数量及违约金额的变化情况。



图 20 我国债券市场违约企业数量及违约金额 (个、亿元)
数据来源：Wind。

民营企业和房地产企业仍为违约主体。2024 年二季度实质性违约主体数量略有下降，不含海外发债主体共 8 家，6 家违约主体为民营企业，其中首次违约主体 6 家，5 家违约主体从事房地产开发相关业务（见图 21）。二季度违约金额同比 2023 年二季度下降 29.12%，环比下降 40.93%，主要违约主体是鸿达兴业股份有限公司和阳光城集团股份有限公司，分别违约 24.27 亿元和 12 亿元。鸿达兴业发行的可转换公司债券因资金紧张，存在无法兑付回售债券面值及当期应计利息的风险。2024 年 3 月 18 日，鸿达兴业股票被深圳证券交易所摘牌，摘牌前公司股票收盘价格已连续 23 个交易日低于当期转股价格的 70%。由于受到控股股东信用违约影响，公司融资渠道受限、资金链断裂，大量借款逾期未偿还，目前，其多家子公司正在破产重整程序中，生产经营困难。

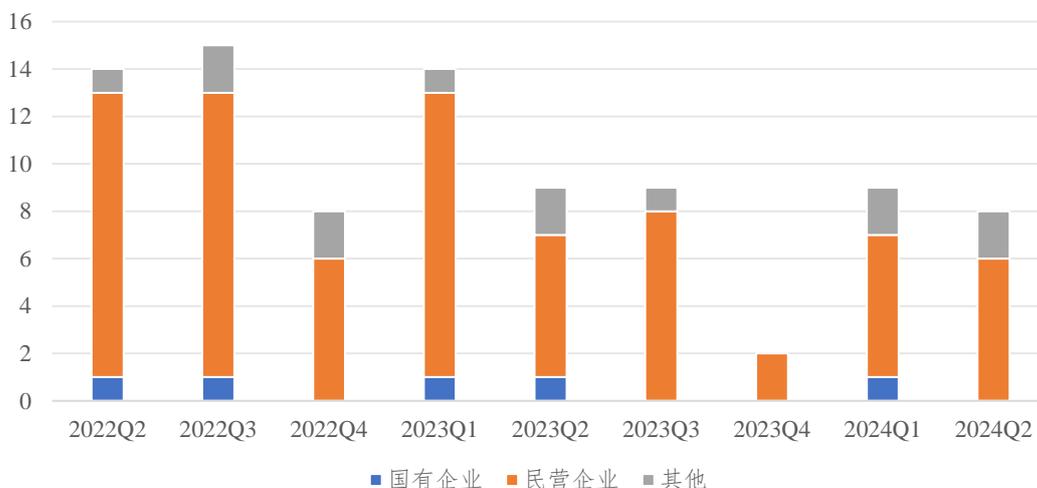


图 21 债券市场违约企业性质
数据来源：Wind。

二手房价格连续 26 个月下跌,6 月环比下跌 0.73%,100 个城市环比均下跌。百城新房价格受改善项目入市带动,环比上涨 0.15%,但涨幅收窄。上半年重点 100 城新房销售面积同比降幅约 40%,6 月同比下降约 20%,降幅较 5 月收窄约 10 个百分点,各项新政效果显现仍需时间检验。

房地产市场出现一些积极信号,但难改整体低迷态势。国家统计局数据显示,2024 年上半年,全国房地产开发投资规模同比下降 10.1%,房地产企业开发房屋施工面积同比下降 12%。在销售端,新建商品房销售面积同比下降 19%,商品房待售面积同比增长 15.2%,重点城市新房成交累计同比降 39%,二手房成交面积累计同比下降 8%。据不完全统计,2024 年上半年,地方 222 个省份及城市共发布 341 次宽松政策,购房限制性政策持续松绑,财税端购房激励政策批量发布。在一系列政策之下,重点城市出现止跌企稳信号,目前市场仍处于存量需求释放周期,加之当前供应、成交基本也降至阶段性低位,后期大概率延续企稳态势。2024 年上半年,受改善项目入市带动,中国百城新建住宅价格累计上涨 1.24%,重点 30 城 6 月供应量、成交量环比分别增长 7%和 2%,高于一季度月均水平三成以上,在“以价换量”的背景下,二手房成交量好于新房,6 月周均成交套数环比增长 14.5%,较 2023 年同期增长 24.1%。

截至二季度末,国内债券市场与房地产开发相关处于展期状态的债券有 218 只,违约债券余额为 3619.23 亿元,占有展期债券余额的 71.63%,房地产行业未来一段时间内仍会有暴露新的风险主体的可能性,存在较大风险。

(四) 债券市场改革及法制建设

国务院时隔十年再发“国九条”,剑指严监管、防风险,保护中小投资者利益。2024 年 4 月 12 日,国务院印发《关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》,这是自 2004 年、2014 年以来的第三次国务院层面出台资本市场指导性文件。新“国九条”以中国式现代化为中心,锚定金融强国建设的奋斗目标,分阶段提出了未来 5 年、2035 年和本世纪中叶资本市场发展目标,从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面对资本市场运行情况进行了规制。具体来看,新“国九条”要求完善发行上市制度、提高上市标准、强化发行上市全链条责任,并对已上市的公司加强信息披露和公司治理监管,严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为,从严

打击操纵市场、内幕交易等违法违规行为。在当前融资环境下，企业上市后追逐超额收益，赚短钱快钱，容易造成追涨杀跌的结果，“羊群效应”明显，投机炒作氛围较浓，易引发股市大起大落。新“国九条”提出建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系，吸引中长期机构投资，促进资本市场高质量发展。

房地产市场迎来提振政策，或将成为楼市低迷的转折点，推动房地产业走向良性循环。2024年5月17日，中国人民银行和国家金融监督管理总局联合发布了一系列重大房地产行业提振政策，业内称之为楼市“5·17新政”。政策提到，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。这些政策对于后续购房者积极入市会产生实质性影响，未来将形成“低首付+低商贷利率+低公积金利率”的购房模式，有利于房地产销售市场的活跃，也有助于全面提振房地产市场的复苏。

深化金融供给侧结构性改革，助力金融支持制造业高质量发展。2024年4月16日，国家金融监督管理总局、工业和信息化部、国家发展改革委联合发布《关于深化制造业金融服务 助力推进新型工业化的通知》，强调要聚焦推进新型工业化重点任务，推动更多金融资源用于促进先进制造，加大金融支持力度，优化金融服务模式，增强金融专业化能力。具体来看，一是优化金融供给，单列制造业信贷计划，强化制造业中长期贷款和信用贷款支持，在依法合规、风险可控的前提下，开发适应制造业特点的信贷产品和服务。二是完善服务体系，健全多层次金融服务体系，推动银行、保险、非银等各类金融机构协同发力。改善制造业金融服务机制，优化制造业金融激励约束，加强金融服务的科技支撑。三是加强风险防控，树立审慎经营理念，加强内控合规建设和全面风险管理。坚持自主决策、独立审贷、自担风险原则，做实贷款“三查”，落实好还款来源，严格制造业贷款分类，真实反映风险情况，避免过度竞争和“搭便车”“垒大户”等行为，营造良好金融市场秩序。

证监会加强对程序化交易的管理，努力维护资本市场的公平性。2024年5月11日，中国证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，提出对证

券市场的高频交易等程序化交易技术系统进行管理，并督促证券公司加强对客户程序化交易行为的监控，及时识别、管理和报告客户涉嫌异常交易的行为，并配合证券交易所采取相关措施。我国资本市场程序化交易起步比较晚，但发展速度较快，目前程序化交易投资者持股市值占 A 股总流通市值的比重在 5% 左右，交易金额占比约 29%。程序化交易一方面有助于提升市场活跃度，提高交易效率，在一定程度上改善了市场流动性；另一方面，相对中小投资者有明显的技术、信息和速度优势，程序化交易特别是高频交易在一些时点存在策略趋同、交易共振等问题，容易加大市场波动，不利于资本市场的稳定。因此，证监会此举旨在强化对程序化交易监管的适应性和针对性，降低程序化交易的消极影响，切实维护市场交易公平。

（五）债券市场对外开放

境外机构继续增持人民币债券，托管量再创近年新高。截至 2024 年 5 月末，境外机构持有银行间市场债券达到 4.22 万亿元，再创近年来新高，约占银行间债券市场总托管量的 3%，较 2023 年同期相比增加 9400 亿元，同比上涨 28.66%，环比 2024 年一季度增持 2200 亿元，环比上涨 5.5%（见图 22）。自 2023 年三季度起，境外机构投资者已连续 3 个季度增持人民币债券，累计增持人民币债券接近 1 万亿元，上涨约 32.29%。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 2.24 万亿元，占比 53.1%，占比继续下降，托管量同比减少 900 亿元，环比保持不变；第二大持仓券种为政策性金融债，托管量为 0.93 万亿元，占比 22%，托管量同比增加 2000 亿元，环比增加 900 亿元。

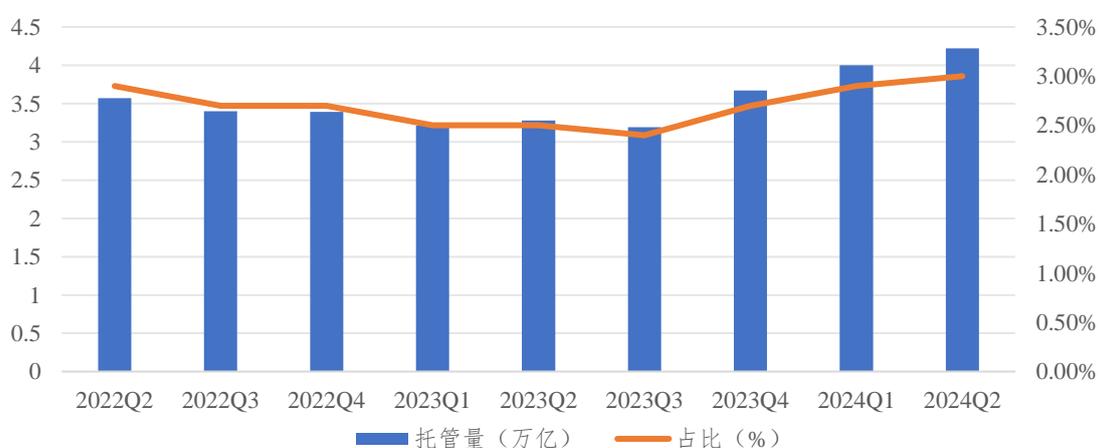


图 22 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元、%）
数据来源：中国人民银行上海总行。

三、央行公开市场操作中的政府债券——国际比较

公开市场操作是国债参与中央银行货币政策调控的主要方式，在过去一个世纪左右的时间，主要发达国家和地区已经形成了较为成熟的操作框架，政府债券（尤其是国债）在其中发挥着无可替代的作用，也因此增强了财政部门与中央银行的紧密联系和合作。本部分主要分析近年来美国、欧元区、日本和英国中央银行公开市场操作中的政府债券规模和结构变化，以期待对国内市场有所借鉴。

（一）美联储

美联储的公开市场操作（Open Market Operations, OMO）是其调节货币供应量和影响市场利率的主要工具。通过联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC）的决策，美联储可以购买或出售政府债券，从而影响金融体系中的货币流通规模，达到控制货币供应量、影响利率水平的目的，进而实现其货币政策目标。

美联储的公开市场操作分为永久性操作和临时性操作。永久性操作涉及政府债券的直接买卖，以调整自身的资产组合。这些操作通过改变市场上的货币供应量来实现对利率的长期控制，特别是影响联邦基金利率（FFR）。临时性操作则主要通过回购协议（Repo）和逆回购协议（Reverse Repo）进行，用于临时性调整银行系统内的可用准备金量。

除此以外，在金融危机和疫情等特殊情况下，美联储会采取非常规的公开市场操作，如量化宽松（QE）政策，进行无限制的资产购买计划，包括国债和抵押贷款支持证券（MBS），以稳定金融市场并提供充足的市场流动性，进一步降低长期利率，促进经济复苏。

根据美联储公布的《公开市场操作 2023》年报，美联储公开市场操作委员会在 2023 年进行了对到期国债的再投资、回购和逆回购协议以及证券借贷计划等操作，以支持国债市场的平稳运行。在息票到期日低于月度上限的月份，国库券被赎回的金额需要满足月度上限，联邦公开市场委员会继续在拍卖中对超过每月赎回上限的到期美国国债的所有本金进行再投资。自 2022 年以来，主要的国债交易都是对到期国债的再投资。

随着过去几年美联储大肆实施量化宽松政策和银行放贷放缓，美国金融市场的流动性正在枯竭。自 2024 年 3 月末以来，美国货币供应量约已收缩 2000 亿美元。造成这一现象的主要因素有三方面：美联储持续的量化紧缩政策、美联储逆回购机制使用量增加、以及美国银行贷款增长放缓。随着美国政府大举发债，货币市场基金将多余资金投入美国政府债券，美国财政部向市场注入大量新票据，鼓励资金从逆回购工具中转移出来，尤其是在国会同意提高美国债务上限后，政府努力填补 TGA 账户。

2024 年，美联储在历次公开市场操作委员会会议声明中都提到，委员会将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，致力于将通胀率恢复到 2% 的目标和维持最大就业。从 6 月开始，委员会将通过把每月美国国债的赎回上限从 600 亿美元降至 250 亿美元来减缓其证券持有量的下降速度。委员会设定维持机构债务和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限为 350 亿美元，对于超过上限的部分，美联储将进行拍卖滚动或赎回操作，同时将来自机构债务和机构抵押贷款支持证券(MBS)的本金支付超过 35 亿美元上限的部分再投资到国债中，以匹配现存国债的到期结构。美联储国债持有量自 2022 年 6 月 8 日达到 57714 亿美元的高点后一路下跌，截至 2024 年 7 月 3 日，美联储国债持有总量为 44379 亿美元，同比 2023 年同期减少 6685.66 亿美元（见图 23）。

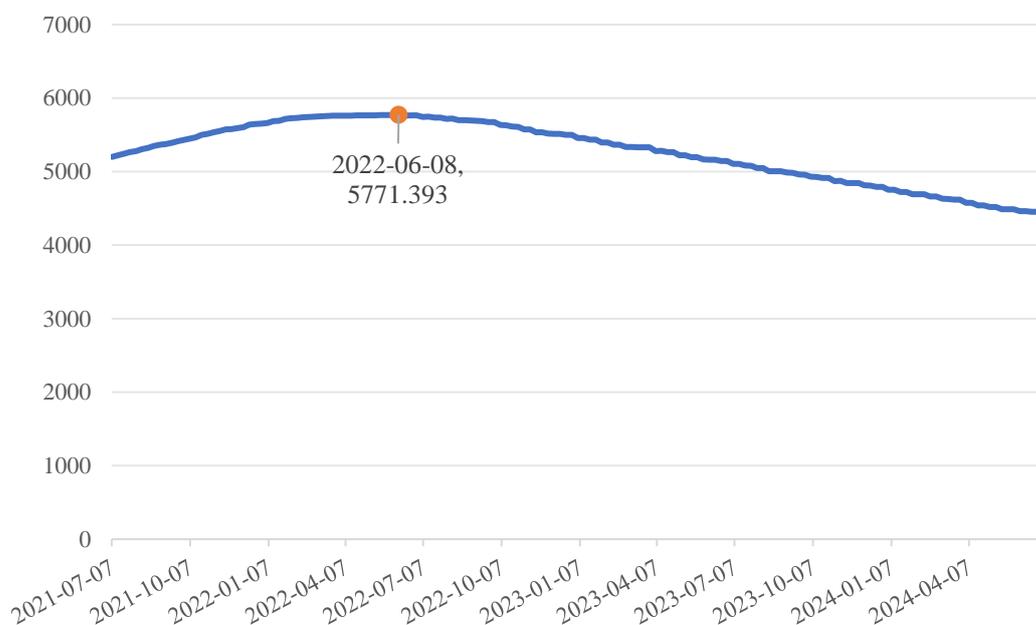


图 23 美联储国债持有量（十亿美元）

数据来源：美联储官网。

从国债持有种类来看，美联储持有量最大的是中长期国债（Notes and bonds, nominal），持有量为 37727 亿美元，占比 85.01%；其次是通胀保值债券（Notes and bonds, inflation-indexed），持有量为 3511 亿美元，占比 7.91%；短期国债（Bills）持有量只有 1953 亿美元，占比 4.40%（见图 24）。

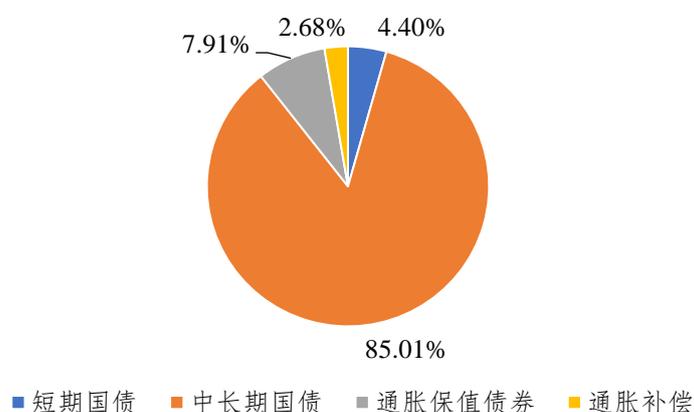


图 24 美联储国债持有量（十亿美元）

数据来源：美联储官网。

（二）欧洲央行

欧央行公开市场操作较为丰富，常规公开市场操作包括提供一周以内流动性的主要再融资操作（MRO）、三个月流动性的长期再融资操作（LTRO）以及临时执行的微调操作、直接进行资产购买的资产购买计划（APP）。此外，欧央行还设立了许多非常规货币政策工具，主要包括结构性流动性提供工具，如旨在通过提供长达 4 年的长期资金进一步放宽民间信贷条件，刺激银行对实体经济贷款的定向长期再融通（TLTRO），针对疫情设立的大流行紧急情况长期再融资业务（PELTROs）等。

欧央行主要再融资操作与长期再融资操作均通过回购协议向市场投放或回收流动性，适用标准程序，即各国央行在交易日前一天向市场招标，频率大致为每周一次及每月一次，抵押资产需满足欧央行合格资产评估框架 ECAF。此外，欧央行微调操作可通过直接交易来应对临时流动冲击。欧央行资产购买计划 APP 开始于 2014 年 10 月，主要为应对当政策利率存在下限时，欧央行能够通过包含资产购买计划在内的一些措施，确保实际利率处于合意水平，APP 项目下主要分为四类，涉及政府类债券的公共部门采购计划（PSPP）、企业部门采购计划（CSPP）、资产支持证券购买计划（ABSPP）以及担保债券购买计划 3（CBPP3）。

PSPP 购买债券主要包括固定利率的各国国债以及通胀指数国债，以及欧元区公认机构、地区和地方政府、国际组织和多边开发银行发行的债券。PSPP 投资决策主要和欧央行利率调控决策有关，主要采取净购买、到期再投资、到期部分投资以及停止购买到期再投资等方式。如在 2022 年 7 月以来的加息阶段，欧央行仅对到期证券的本金再投资，至 2023 年 7 月，欧央行已停止了所有的 PSPP 再投资。

截至 2024 年 6 月末，欧央行 PSPP 项目下仍持有 2.26 万亿欧元债券，较持有高峰 2022 年 8 月下降 0.32 万亿欧元。整体来看，PSPP 项目下，持有政府类债券加权期限有所缩短，至 5 月末欧央行 PSPP 项目持有债券平均期限为 6.99 年，而 2015 年初其为 8.55 年，持有债券加权期限整体呈下降趋势（见图 25）。2020 年初至 2022 年 6 月末，欧央行通过 PSPP 项目共计购买 0.55 万亿欧元，购进前三位的分别为德国、法国及意大利国债，分别占 25.43%、19.43%及 15.41%，规模与成员国经济体量呈正相关。虽然欧央行 APP 项目下资产购买广泛，包括政府债券、私人企业债券及资产支持证券等各类金融产品，但整体上仍以 PSPP 项目下的政府类债券为主。据公开披露的 2024 年 5 月末数据值，欧央行 APP 项目下政府类债券持有占总资产的 79.45%，自 2017 年期基本稳定在 80%左右。

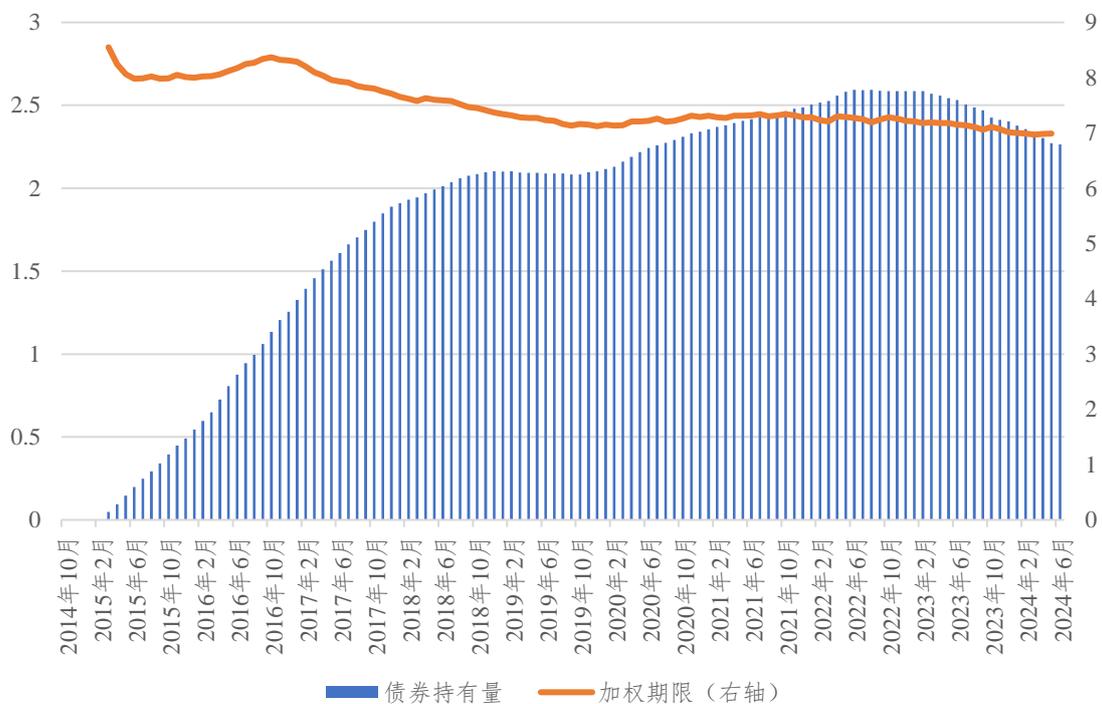


图 25 欧央行 PSPP 项目下政府债券持有量及加权期限（万亿欧元、年）
数据来源：欧央行官网。

（三）日本央行

日本央行公开市场操作类型主要包括现券交易及基于回购协议的买卖。涉及政府类债券的主要包含三类，第一类是直接购买日本国债，其日常方式为竞争性购买，即商业银行针对期望收益率价差（期望收益率-基准收益率）进行投标，购买对象为日本政府发行的付息债券，包括期限为2年、5年、10年、20年、30年、40年的日本国债、日本气候转型债券、浮动利率债券及通胀指数债券。通常日本央行于每个月的最后一个工作日提前公布下一个月的采购计划，购买数量将以区间形式公布。在利率快速上行时，可采用固定利率法通过固定收益率直接进行买卖，数量可根据市场情况设定为固定金额或无限金额，对象主要为2~40年期付息债券，不含气候转型及浮动利率债券等。日本央行与金融机构需于约定交割当天完成国债与欠款交割。

第二类是国库贴现票据购买以及出售，对于1年以内的国库贴现票据，日本央行将根据对金融市场的影响来决定每次拍卖的购买规模，包括日期、买卖证券数量、交易对手和买卖发行，购买或销售方式为多价竞争性拍卖。日本央行从符合条件的金融机构中选出并通知要约金额等事项，按照收益率从高到底（或从低到高）直至满足所有金额。日本政府国库贴现票据持有量占比较小，2024年6月末仅1.69万亿日元。

第三类是通过回购协议购买或出售日本政府债券。日本央行专门制定了《合格抵押品指引》，每年原则上根据金融市场情况，对符合条件的抵押品的种类和价格进行审查，必要时进行修改。符合条件的具有政府信用的债券包括：国债（包括浮动利率债券、本息分离债券和通货膨胀指数债券），但专门为个人投资者发行的国债除外；所有的国库贴现票据、政府担保债券市政债券，主要为公开发行的债券，但被视为公开发行且可交易的私募债也可能符合交易条件；境内法人发行的或者被认为具有类似特征的且原存期不超过一年的政府担保非实体商业票据。抵押品的价格根据剩余期限、市场价格、面值及以历史价格或理论价格计算的保证金未偿还本金余额计算得出。日本央行根据回购协议交易日本政府债券，交易方式为多价竞争性拍卖，标的为持有期间收益率。适当情况下，其允许抵押品进行替换，按照收益率从高到底（或从低到高）直至满足所有金额。买卖日期较为灵活。日本央行可根据金融市场的情况，确定每次买卖所需的规格，包括日

期、买卖证券数量、交易对手、买卖发行量等。购买的证券应在购买日期的第二天起至一年内回售，出售的证券应在出售日期的次日起至六个月内回购。

截至 2024 年 6 月末，日本央行共持有日本国债 575.49 万亿日元，较 2007 年末增长了 12.23 倍（见图 26）。持有量占比前三的国债分别为 10 年期、20 年期及 5 年期日本国债，分别占比 46.86%、21.29%及 17.05%。整体来看，2008 年以来，日本央行持有日本国债的品种不断丰富，2007 年以前主要持有 20 年期及以更短期限的日本国债，2008 年以来逐渐增加 30 年期、40 年期，同时额外增加浮动利率债、通胀指数债券，2024 年起又逐渐增加 5 年期及 10 年期日本气候转型债券。同时，不同品种间持有更加均衡，持有第一大品种为 10 年期国债，逐渐由 2007 年末的 51.02%，降至 2024 年 6 月末的 46.86%，其余各期限及品种国债占比均小幅增长。

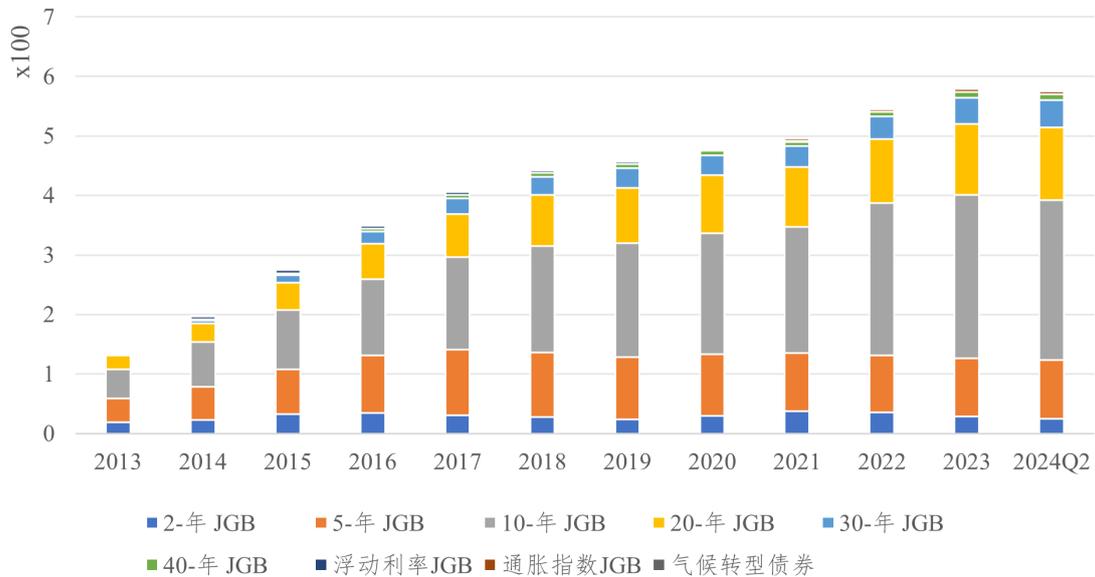


图 26 日本央行国债持有量 (万亿日元)

数据来源：日本央行官网。

(四) 英格兰银行

英格兰银行主要通过购买和出售政府债券 (gilts) 等公开市场操作调节市场流动性和影响利率，实现其货币政策和金融稳定目标。

近年来，英格兰银行的公开市场操作主要集中在量化宽松 (QE) 和量化紧缩 (QT) 以及金融稳定干预措施，其主要手段是资产购买工具 (Asset Purchasing Facility, APF)。通过购买长期政府债券 (主要是英国国债，即金边债券 gilts) 和

其他一些私人部门资产来降低长期利率，增加市场上的资金供应和流动性，鼓励投资和消费。2012年11月9日APF宣布将金边债券的息票支付转给财政部。2020年3月19日，为应对新冠肺炎疫情冲击，英国货币政策委员会同意扩大APF，将英国国债和英镑非金融投资级公司债券的存量增加2000亿英镑，达到6450亿英镑。随后，货币政策委员会决定扩大APF，在2020年6月增加1000亿英镑，然后在2020年11月再增加1500亿英镑，使资产购买总额达到8950亿英镑。随着经济状况的改善，英格兰银行可能会通过出售持有的资产或停止购买新资产来逐步退出量化宽松政策。2022年9月21日，货币政策委员会投票决定开始出售APF持有的金边债券库存。英国国债随后于2022年11月1日开始销售，到2023年9月将放缓至800亿英镑。

在英格兰银行公布的《资产购买工具季度报告（2024Q1）》中，根据货币政策委员会的决定，英格兰银行继续出售APF为货币政策目的持有的金边债券。1月8日至3月25日期间，总共进行了11次金边债券销售业务。金边债券在短期、中期和长期期限部门的拍卖中出售，不同部门的拍卖规模不同。到期部分被定义为剩余期限在3年~7年（短期）、7年~20年（中期）或20年以上（长期）之间的金边债券。这些销售加上本季度到期的金边债券导致为货币政策目的持有的金边债券存量减少了158亿英镑（以初始收益计算）。截至2024年7月10日，APF出于货币政策目的持有的资产总存量为6932.14亿英镑（见图27）。

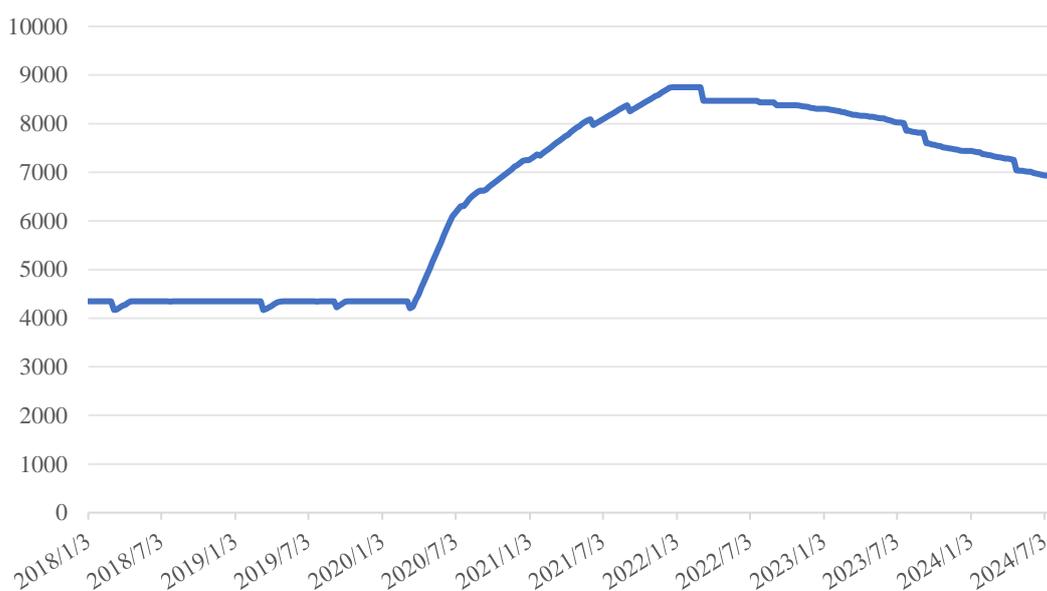


图 27 英格兰银行国债持有量（亿英镑）

数据来源：英格兰银行官网。

除此之外，英格兰银行与英国债务管理办公室（简称 DMO）达成协议，英格兰银行将向 DMO 提供通过资产购买工具（简称 APF）购买的大量英国国债，以便通过 DMO 的正常回购市场活动转贷给市场。DMO 可以根据其现行条款和法律协议将这些金边债券回购给现有的回购交易对手，其细节将不受此安排的影响。可用金额将至少为 APF 持有的每只股票的 10%，如果 APF 的持股量大于自由流通量的 50% 则更多。此外，英格兰银行将根据相关条款和条件，将 APF 的金边债券用于 DMO 的常备回购工具和任何相关的 DMO 特别融资的特定库存。这项安排是为了缓解因银行购买特定金边债券而产生的市场运作中的任何不良摩擦。DMO 将仅以短期方式借出金边债券，期限最长为一周。作为 APF 金边债券贷款的回报，DMO 将向英国银行交付等值的政府证券，因此 APF 持有的英国政府证券不受影响，不会对 DMO 的现金管理产生净影响。在 2024 年一季度，APF 借给 DMO 的日均金边债券总价值为 25.5 亿英镑，同比略有上涨。

英格兰银行通过公开市场操作，在实现其货币政策目标和维护金融市场稳定方面发挥了关键作用。近期的操作展示了其应对市场波动和维护金融稳定的能力。通过灵活运用公开市场操作工具，英格兰银行在面对市场压力时能够迅速采取行动，确保金融系统的稳定和有效运行。

四、展望

2024 年二季度，我国央行并未进行降息，而是持续通过推动存款利率调整、疏通利率传导等方式推动社会综合融资成本下降。展望三季度，7 月是我国政策出台较为密集的“大月”。同时，伴随着经济数据的放缓，不排除进一步稳增长措施出台。在汇率承压加大的背景下，三季度我国短端利率下行空间有限，但随着美联储三季度降息概率的加大，汇率上的缓解或为三季度短端利率下调打开空间。二季度我国央行禁止手工补息、金融数据调整等一系列举措略超市场预期，对债市产生了深刻影响。三季度或出台借券卖出、利率走廊调整及 LPR 改革等相关政策，值得期待。三季度债券市场利率下行动能或将持续减弱。但考虑存款搬家及当前市场整体低风险偏好，市场利率上行缺乏根本支撑因素，大概率进入阶段性下行与多空博弈交织阶段。

对于国内债市而言，央行可能通过借入国债增加持有国债的规模，为后续在公开市场开展国债卖出、维持市场稳定做准备。随着国家金融部门出台的相关政

策落地实施，债市融资能力有望持续回升，境外机构连续 3 个季度增持人民币债券，托管量创近年来新高。但也需要持续警惕房地产企业及房地产以外行业企业债券违约情况的发生，关注可能暴露风险的主体，维持经济平稳健康发展。市场预期美联储 9 月将开启降息，届时国内央行货币放松空间增大，叠加存款搬家、非银欠配影响，三季度末到四季度债市仍可能重现小机会。

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。