



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 许蕴

2021 年 11 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。

行而不辍，未来可期！

摘要

2021年7月下旬，德尔塔毒株变异引发全球新冠疫情加重，影响全球经济复苏进程，三季度主要发达经济体仍维持上半年的资产购买和政策利率水平。随着通货膨胀预期的高企，部分发达国家央行开始释放缩减购债和加息的信号，美联储称最早将于11月开始缩减购债，市场预期英格兰银行将于2021年年底前加息一次。新兴经济体中，巴西、俄罗斯等国选择加息以对抗通货膨胀压力。由于货币政策收紧的预期，三季度美国、英国10年期国债收益率较二季度末上行。巴西、土耳其等国三季度债券收益率也大幅上行。

2021年三季度，我国央行维持常规货币政策操作，每日开展逆回购操作，每月开展MLF操作。7月15日，央行下调金融机构存款准备金率，7月国债收益率、企业债收益率均下行。由于能源紧张、受“双控”政策等影响，8、9月债券市场收益率震荡上行企稳。总体来看，三季度国内10年期国债收益率下降了20个BP。

2021年三季度，我国债券发行规模约为15.78万亿元，较二季度有所增长。2021年年初至三季度新增专项债占新增专项债务总限额的64.86%，专项债发行速度较上半年有所提升。截至2021年三季度末，债券市场存量规模达125.04万亿元，债券余额保持稳定增长，金融债是存量债券中规模最大的类别。受政策和房企违约事件影响，房地产行业出现较大的债券融资缺口。

2021年三季度，我国债券市场违约主体数量保持稳定，违

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
● 许蕴
北京市化学工业研究院
有限责任公司投资助理

【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

地方区域财政

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

约债券只数和逾期本息金额大幅上升，信用风险攀升。民营业仍然是我国债券市场大部分违约事件发生的企业类别，需要防范相关的风险。三季度发生少数国企违约事件，房地产行业违约事件频发，需防止风险传染和市场恐慌情绪出现。

9月24日，“南向通”上线，为内地投资者投资香港地区债券市场提供了渠道，有利于加深内地与香港地区金融市场和金融监管的交流与合作，推动了我国债券市场双向开放的进程。

展望未来，在经济逐渐复苏的前提下，主要发达国家将考虑对抗通货膨胀高企的措施，采取缩减购债或加息的政策。我国将继续采取正常货币政策，暂不需要资产购买操作，维持稳健的货币政策，灵活精准，合理适度，保持流动性合理充裕。受降准预期减弱影响，四季度债券收益率或将维持9月份的上行趋势。债券市场余额将保持稳定增长态势，房地产企业违约风险得到控制，境外投资者继续增持人民币债券。

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.....	3
二、我国债券市场发展分析.....	5
（一）债券市场发展.....	5
（二）债券市场违约情况.....	7
（三）“南向通”上线与债券市场双向开放历程.....	9
三、展望.....	11

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

发达经济体央行维持宽松货币政策，助力经济复苏。2021 年三季度，德尔塔毒株引发新冠肺炎疫情反复，使得全球经济的复苏过程步履维艰，大部分发达经济体选择继续维持宽松的货币政策。美联储下调 2021 年美国经济增长预期至 5.9%，同时 2021 年通胀预期将达到 4% 以上。英格兰银行下调三季度经济增长预期，同时预期通货膨胀率在 2021 年底达到 4% 以上。2021 年第三季度，美联储、英格兰银行、欧洲央行等均维持资产购买计划和基准利率水平不变。2021 年 9 月 22 日，美联储联邦公开市场委员会会议决定，将维持 0%-2.5% 的基准利率水平、每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 债券的资产增持计划；2021 年 9 月 23 日，英格兰银行货币政策委员会投票决定维持 0.1% 的基准利率水平和 8750 亿英镑的购债规模；欧洲央行议息会议决定，2021 年第四季度将维持基准利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率三大利率水平不变，在保持紧急抗疫购债计划规模的同时，第四季度放缓购债速度。

部分央行释放缩减购债、加息信号，宽松货币政策或有变化。经济复苏乏力与高通胀预期叠加下，各国央行的应对态度出现分化。美联储、英格兰银行表现出收紧货币政策、减少资产购买与加息的倾向。美联储主席表示将最早于 2021 年 11 月开始缩减购债，2022 年完成整个缩减购债的过程。根据公开信息，市场预期英格兰银行将分别于 2021 年年底和 2022 年 2 月、5 月加息。在英美央行展现收紧货币政策的趋势时，欧洲央行仍然维持宽松货币政策的立场，认为通胀预期高企是疫情反复与能源危机等暂时性因素造成的短期结果，中长期通货膨胀预期将回归目标值，通胀率维持在目标值之下的风险将会大于通胀率暂时性高企的风险。全球性的通货膨胀对长期处于经济增长乏力、通货紧缩、物价疲软状态的日本也造成了一定的影响，日本国内消费者价格指数和批发价格指数出现罕见的增长，但日本央行仍维持宽松货币政策的立场。

主要经济体三季度国债收益率表现出抬升趋势。从 2020 年年初新冠肺炎疫情爆发以来，主要经济体均采取宽松的货币政策，以刺激国内经济复苏。2021 年，全球经济在疫情反复中逐步复苏，在供应链危机、能源危机等因素的交互影

响下,主要经济体通货膨胀率高企。各发达国家央行在继续宽松货币政策的同时,开始着眼于物价飙升的问题,多个国家央行表示将在 2021 年四季度或 2022 年开始紧缩货币政策的过程。面对通货膨胀压力,新兴经济体中,巴西、俄罗斯等国央行选择了加息的手段,以控制物价的快速上涨。英美央行释放缩减购债或加息信号引发全球投资者抛售政府债券,三季度多数国家国债收益率呈现上升趋势。主要发达国家中持偏鹰派立场的美国 10 年期国债收益率上行,三季度末较二季度末上升约 7BP,持相似货币政策立场的英国三季度末 10 年期国债收益率上浮 16BP,日本、欧元区三季度末较二季度末收益率变化不大,分别上浮 1BP、下降不到 1BP,见图 1。在主要的新兴经济体中,巴西、土耳其 10 年期国债收益率变化较大,三季度末较二季度末分别上涨 205BP、105BP,印度、俄罗斯国债收益率上涨幅度偏小,分别为 17BP、11BP,见图 2。

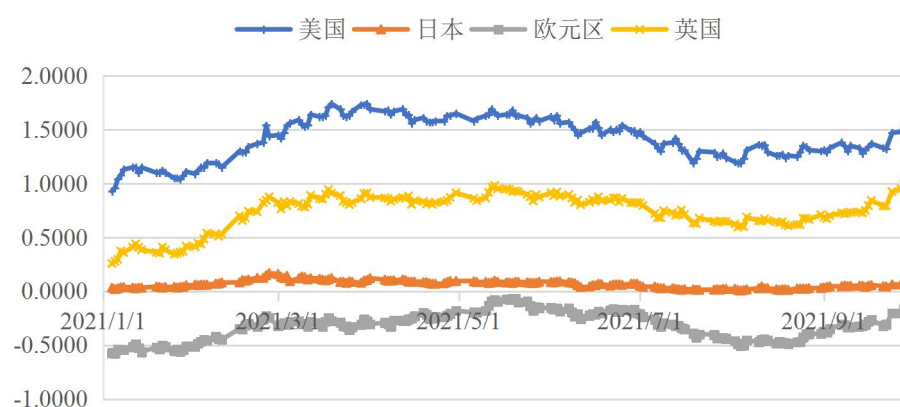


图 1 主要发达经济体 10 年期国债收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind。

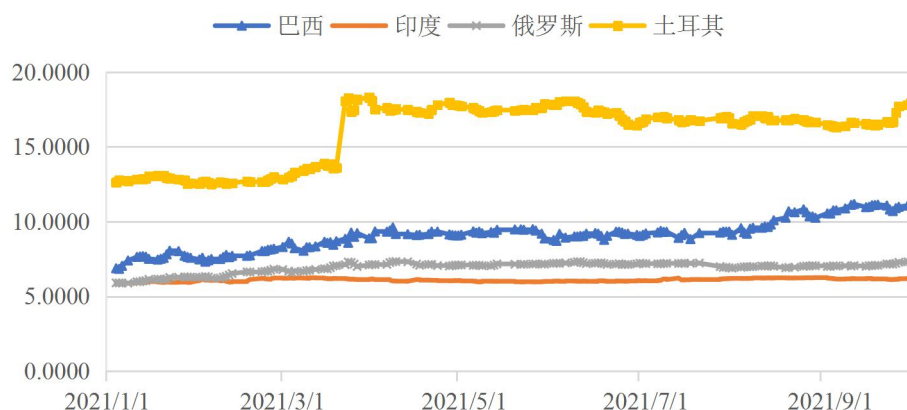


图 2 主要新兴经济体 10 年期国债收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind。

（二）我国央行货币政策及利率走势

中国人民银行开展货币政策操作，维持货币政策灵活精准、合理适度。2021年三季度，我国央行逆回购操作投放 1.86 万亿元，到期 1.17 万亿元，实现净投放 6900 亿元；央行开展 CBS 操作，三季度共发行 150 亿元，到期 150 亿元；三季度央行对金融机构开展 MLF 操作 1.3 万亿元，回笼 1.7 万亿元，净回笼 4000 亿元；财政部、央行国库现金管理商业银行定期存款操作三季度共开展 2100 亿元，定存到期 1400 亿元，国库现金定存净投放资金 700 亿元。2021 年三季度，央行公开市场操作实现净投放 2900 亿元，加上国库现金定存净投放，国库现金净投放总额为 3600 亿元。2021 年 7 月 15 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%，精准发力，加大对小微企业的支持力度。

稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性。9 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，要健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系。中国人民银行行长易纲在《金融研究》2021 年第 9 期刊发署名文章《中国的利率体系与利率市场化改革》，指出资产购买工具不属于常规货币政策工具，而是央行在市场出现问题时的被迫选择，中国有条件实施正常货币政策，将尽可能地延长实施正常货币政策的时间，目前不需要实施资产购买操作。中国人民银行将继续完善中央银行政策利率体系，继续巩固以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系，着力完善利率走廊机制，持续强化市场基准利率培育。央行每日开展逆回购操作，通过 7 天逆回购利率引导 DR007 回购利率运行，最终影响货币市场利率的形成；央行每月开展 MLF 操作，通过“MLF 利率→LPR 利率→信贷市场利率”、“MLF 利率→国债收益率→债券市场利率”的传导机制分别影响信贷市场和债券市场利率的形成。2021 年三季度，国内公开市场操作（OMO）利率（7 天）和中期借贷便利（MLF）利率（1 年期）分别维持在 2.2%和 2.95%的稳定水平，见图 3。

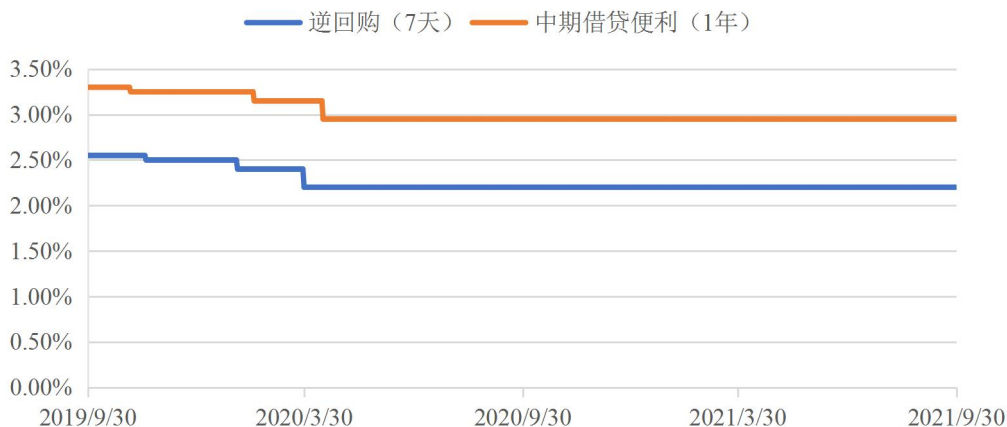


图3 国内政策利率走势

数据来源：Wind。

债券收益率陡峭下行后趋稳。2021年三季度，受疫情反复、汛情频发等因素影响，经济增速预期下调，我国债券市场收益率大体呈现出下行趋势。7月，债券收益率延续上一季度的下行趋势，债券收益率下降幅度较大。8月初至9月末，受全球债券市场利率上行、“双控”政策、大宗商品价格持续上涨等因素的影响，债券收益率趋向平缓，出现窄幅震荡上行的趋势。2021年三季度末，6个月期、1年期、10年期、30年期国债收益率分别较2021年二季度末下降2BP、10BP、20BP、23BP，见图4；三季度末，6个月期、1年期、10年期、30年期AAA级企业债收益率分别较二季度末下降2BP、10BP、16BP、14BP，见图5。

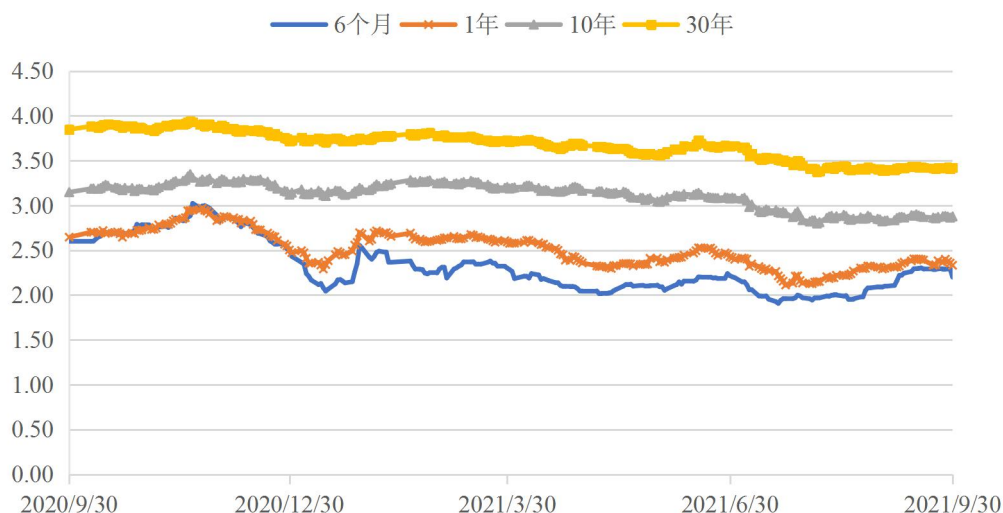


图4 国内国债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind。

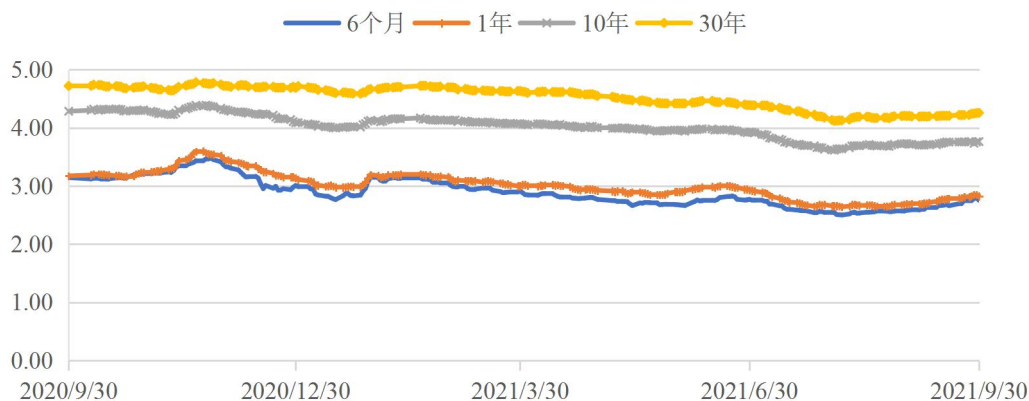


图 5 国内 AAA 企业债收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind。

二、我国债券市场发展分析

(一) 债券市场发展

2021 年三季度, 债券市场发行规模增加。2021 年三季度, 我国债券市场发行规模约为 15.78 万亿元, 二季度发行规模约为 15.3 万亿元, 同比下降约 4.22%, 环比增长约 3.09%。从各种债券类型分别来看, 国债发行规模同比下降 16.83%, 主要是由于 2020 年同期为支持疫情有效控制之后的复工复产, 国债发行量较大, 国债发行规模环比增长 36.73%, 主要是由于三季度疫情多点散发, 经济增长预期下调, 财政支持力度较大; 地方政府债同比增长 3.73%, 环比下降 7.02%; 同业存单同比下降 8.48%, 环比下降 6.33%; 金融债同比下降 12.08%, 环比增长 2.73%; 非金融企业债同比增长 15.36%, 环比增长 13.62%; 资产支持证券同比增长 6.87%, 环比增长 5.05%, 见图 6。

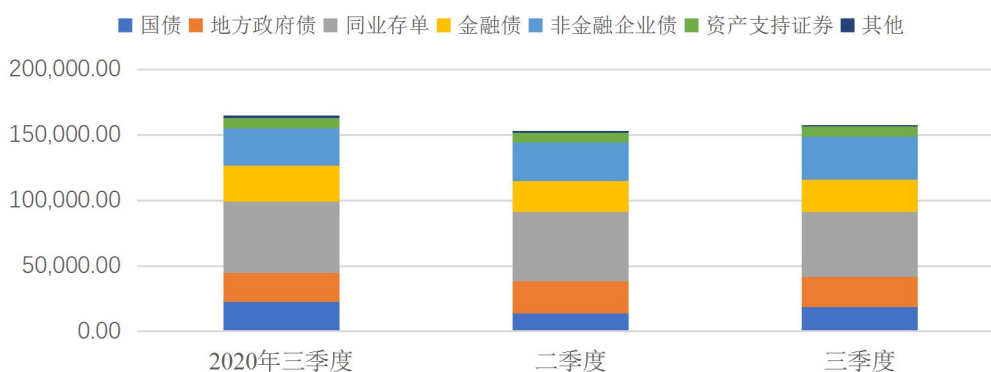


图 6 国内债券市场发行规模及结构 (单位: 亿元)

数据来源: Wind。

前三季度地方政府专项债发行速度放缓。经十三届全国人大四次会议审议批准,2021 年预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元,其中一般债务限额 8200 亿元、专项债务限额 36500 亿元。2021 年年初至三季度末,新增地方政府专项债发行额为 23673.26 亿元,占新增专项债务限额比例的 64.86%。去年同期新增专项债 33652 亿元,完成额度的 94.8%,今年前三季度专项债发行速度放缓。2021 年前三季度,新增一般债余额为 6818.86 亿元,占新增一般债务限额的 83.16%,新增地方政府发行额为 30501.12 亿元,占新增地方政府限额的 68.24%。

债券市场存量规模保持增长。截至 2021 年三季度末,国内债券市场存量规模达 125.04 万亿元,环比增长 3.53%。从存量结构来看,金融债余额 29.77 万亿元,占比 23.81%,为第一大存量债券类别;地方政府债余额 28.71 万亿元,占比 22.96%,为第二大存量债券类别;非金融企业债余额 24.39 万亿元,占比 19.51%,为第三大存量债券类别;国债余额 22.01 万亿元,占比 17.6%;同业存单余额 12.62 万亿元,占比 10.09%;资产支持证券余额 4.92 万亿元,占比 3.94%,见图 7。

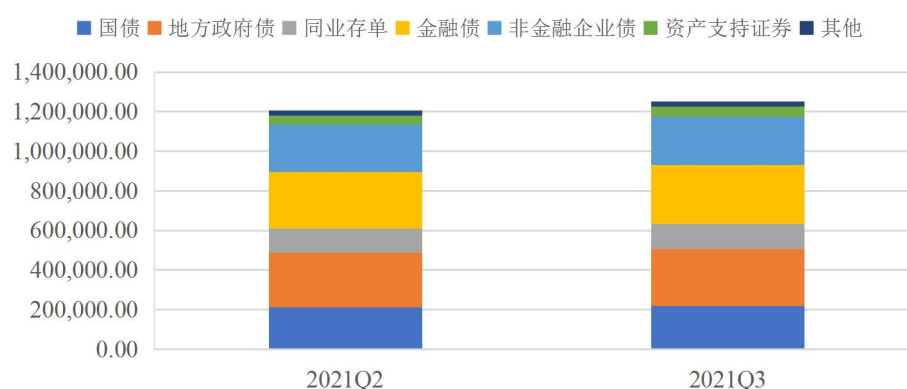


图 7 国内债券市场存量规模及结构（单位：亿元）

数据来源：Wind。

房地产行业债券融资缺口扩大。2021 年三季度,受 2020 年度债券违约事件影响的地区和行业融资情况转好,建筑装饰、综合、交通运输、公用事业、化工等行业净融资额排在前列,医药生物、电子、食品饮料、采掘、商业贸易、房地产等行业出现数额较大的融资净流出。三季度净融资额最多的行业为建筑装饰行业,净融资额达到 721 亿元,融资净流出最多的行业为房地产行业,净流出的融资额为 581 亿元,主要受到三季度房地产企业违约事件频发的影响,其中 AAA 级房地产企业债券融资净流出额度最大,达到 307 亿元,见图 8。

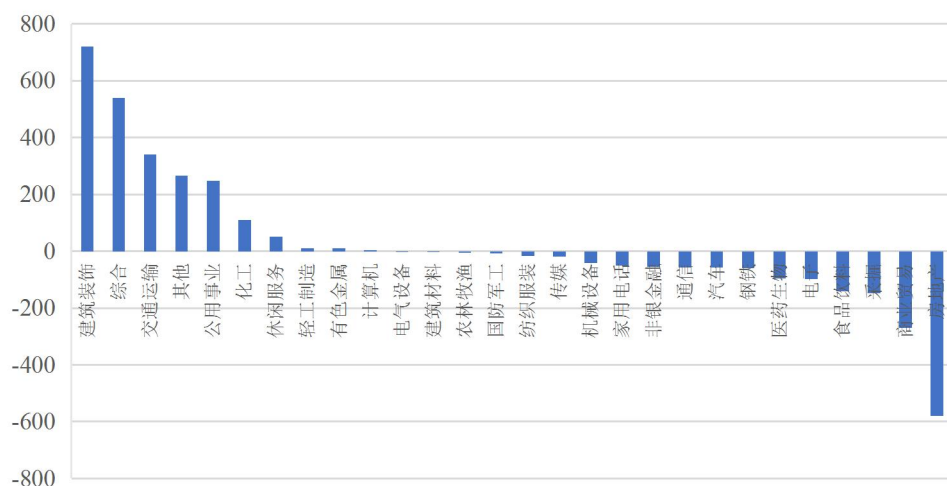


图 8 产业债分行业净融资额（单位：亿元）

数据来源：Wind。

（二）债券市场违约情况

违约主体数量保持稳定，违约债券只数和逾期本息金额大幅上升。本节的债券违约类型包括未按时兑付利息、未按时兑付本息、未按时兑付回售款和利息、触发交叉违约、提前到期未兑付等情况，排除本息展期的情形。2021 年三季度，共有 50 只债券发生违约，较上一季度上升 51.5%，涉及 23 个债券发行主体，逾期本息共计 345 亿元，较上一季度上升 148.48%，债券市场信用风险攀升，见图 9。2021 年三季度，3 个债券发行主体产生首次违约事件：泛海控股、宜华生活和蓝光发展，泛海控股为北京民营企业，所属行业为其他多元金融服务，宜华生活为广东省民营企业，所属行业为家庭装饰品，蓝光发展为四川省民营企业，所属行业为房地产开发。三季度首次违约主体已实质违约债券余额为 106.34 亿元，其中蓝光发展违约债券余额 81.34 亿元，三个发行主体均为民营企业，其中泛海控股和蓝光发展为上市公司。

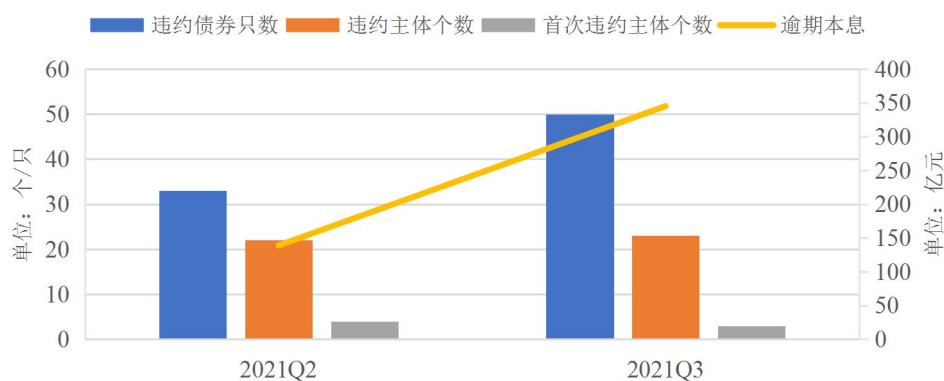


图9 债券违约情况

数据来源：Wind。

民营企业违约风险聚集，少数国企发生违约事件。从企业性质来说，2021年三季度，中外合资企业违约主体2个，中央国有企业违约主体2个，地方国有企业违约主体1个，公众企业违约主体1个，外商独资企业违约主体1个，民营企业违约主体16个，占违约主体总数的70%，见图10。民营企业违约主体占比较上一季度民营企业违约比例略有下降，仍处于比较高的水平。民营企业债券逾期本息金额约为196.42亿元，约占债券市场逾期本息金额总和的56.9%。民营企业是本季度信用债违约风险暴露的集中点。除此之外，发生债券违约事件的3家国有企业分别为天津房地产集团有限公司、北大方正集团有限公司、紫光集团有限公司，涉及6只违约债券，逾期本息金额119.9亿元，占三季度债券市场逾期本息金额总和的34.7%，见图11。国有企业违约事件相对较少，但影响更为广泛，大规模国企违约事件的爆发可能会对整个信用市场的融资活动造成较大的影响。

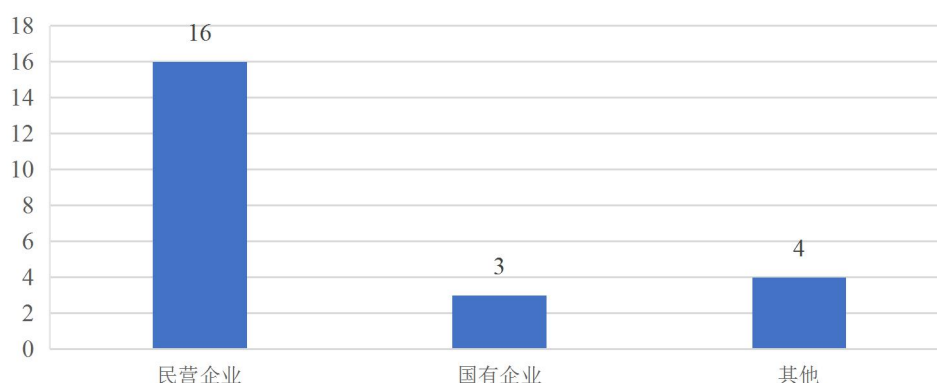


图10 三季度违约主体个数

数据来源：Wind，作者整理。

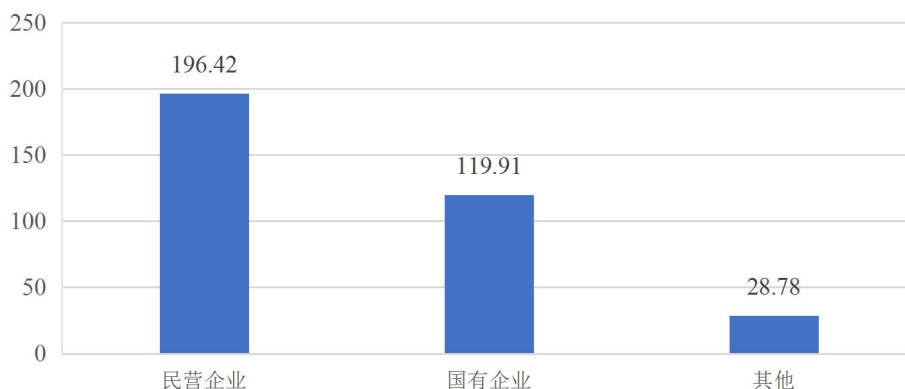


图 11 三季度逾期本息和（单位：亿元）

数据来源：Wind，作者整理。

房地产行业债券违约风险高企。2021 年第三季度，违约发行主体所属的行业包括房地产开发、食品加工与肉类、综合类、通信设备等，其中房地产开发行业违约主体有 6 个，占违约主体总数的 26%。从总体违约情况和首次违约情况来看，房地产行业出现较为集中的债券违约现象，主要受宏观经济环境、行业环境、融资环境叠加影响，房地产开发企业公开市场再融资受阻，经营性现金流回速放缓，公司流动性出现阶段性紧张，加之部分金融机构提前宣布到期，导致出现债务未能如期偿还的情况。

（三）“南向通”上线与债券市场双向开放历程

当前，我国债券市场主要由交易所债券市场和银行间债券市场组成，前者以交易信用债为主，后者以交易利率债为主。中国债券市场自 2001 年以来开始开启对外开放历程。

2001 年，中国加入世界贸易组织，我国的对外开放水平迈上新的台阶。2002 年，交易所债券市场允许合格境外投资者（QFII）在批准额度内投资交易所挂牌的股票和债券，我国债券市场开始了对外开放的历程。2005 年，央行批准泛亚基金和亚债中国基金进入银行间债券市场，境外机构开始参与银行间债券市场利率债的现券交易。2010 年 8 月，央行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，允许境外人民币清算行、港澳人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行三类机构运用人民币投资银行间债券市场。2011 年 12 月，我国启动人民币合格境外机构投资者（RQFII）

制度，允许试点境外机构投资于银行间债券市场和交易所债券市场，RQFII 的投资范围由 QFII 的仅限交易所市场扩大为交易所市场和银行间市场两个债券市场。从向境外投资者开放以来，两个债券市场开放的进程并不同步，相对来说，银行间债券市场发布的对外开放政策措施更为密集，交易所债券市场开放的历史更长，进度更慢。截至 2021 年 9 月 30 日，境外机构持有银行间债券市场余额达到 3.84 万亿元，较二季度末上涨了 10.34%，见图 12。境外机构连续 34 个月增持人民币债券，预计未来将持续增持。

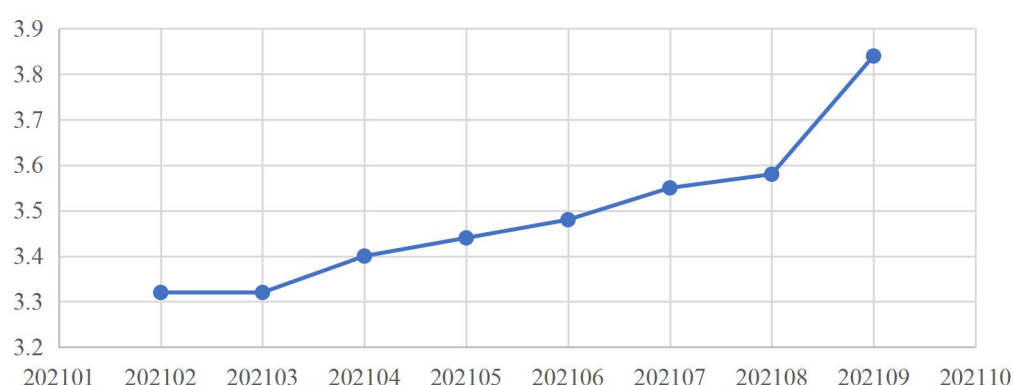


图 12 境外机构持有的国内银行间市场债券余额（单位：万亿元）

数据来源：Wind。

2017 年 7 月，中国人民银行与中国香港金融管理局发布公告，批准香港地区与内地“债券通”上线，其中“北向通”于 2017 年 7 月 3 日上线试运行。“北向通”上线以来运行平稳高效，已经成为境外机构入市的重要渠道，交易日趋活跃，两地监管合作顺畅。“北向通”开通前，境外投资者持有我国债券约为 8500 亿元人民币。截至 2021 年三季度末，这一规模已经飙升到 3.84 万亿元人民币，年均增速超过 40%。其中，“北向通”的境外投资者持债规模约 1.1 万亿元人民币，四年以来累计成交量为 12.3 万亿元人民币。自国内债券市场开放以来，境外投资者可投资的范围由交易所市场扩展到银行间市场，从债券现券交易扩展到债券回购、债券借贷、债券远期、利率互换、远期利率协议等业务，境外投资者准入范围逐渐放宽，从少数获批准的机构扩展到国际金融组织、主权财富基金、境外商业银行、保险公司、证券公司等，境外投资者投资债券市场由审核制改为备案制，投资额度、投资比例逐渐放宽。

2021 年 9 月 15 日，中国人民银行与中国香港金融管理局发布联合公告，为促进内地与香港地区债券市场共同发展，中国人民银行、中国香港金融管理局决

定同意开展香港与内地债券市场互联互通南向合作，“南向通”于 2021 年 9 月 24 日上线。起步阶段，“南向通”先开通现券交易，采用国际通行的名义持有人制度安排，内地债券登记结算机构、托管清算银行通过在香港地区开立名义持有人账户的方式，为内地投资者提供债券托管结算服务。“北向通”为境外投资者提供了一条投资于国内金融市场的途径，推动了我国债券市场的国际化，“南向通”则为合格境内投资者提供了更多的投资渠道，有利于稳步推动我国金融市场双向开放，有利于支持香港地区提升竞争优势，巩固国际金融中心地位。内地与香港地区债券市场监管机构、基础服务机构将在现有法律法规和机制安排下展开合作，一方面有利于完善我国债券市场双向开放的制度安排，进一步拓展国内投资者在国际金融市场配置资产的空间；另一方面有利于巩固香港地区联接内地与世界市场的桥头堡与枢纽地位，助力香港地区融入国家发展大局，维护香港地区的长期繁荣稳定。

三、展望

2021 年三季度，新冠肺炎病毒变异造成疫情反复，叠加能源危机与供应链危机，全球经济复苏不及预期，四季度经济调整方向存在不确定性。主要发达经济体仍然维持宽松货币政策，预计四季度开始，美、英等国将开始布局收紧货币的政策，在经济企稳后对抗通货膨胀预期的高涨。美国或于今年 11 月开启 Taper，美联储 FOMC 会议 1/2 的委员预期将于 2022 年底前加息。市场预期英格兰银行将于今年年底前加息一次，并将于 2022 年继续加息。欧洲央行认为通货膨胀高企源于暂时性因素，收紧货币政策的概率不大；日本长期处于通货紧缩状态，预计将不会布局加息政策。

三季度，在降准支持刺激下，我国债券收益率在 7 月整体陡峭下行，之后逐渐上浮企稳。10 月初，10 年期国债收益率调整到接近降准前的水平。四季度，央行将继续维持稳健的货币政策，灵活精准、合理适度、稳字当头，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的平稳性。疫情反复与经济下行压力、能源价格上涨与 PPI 通胀压力等叠加影响下，加之 10 月 15 日央行表态，市场对降准的预期减弱，市场预期央行将采取宽信用而不是宽货币的手段刺激经济复苏，加上受全球债券市场收益率上扬影响，四季度债券收益率预计将维持上升趋势。

债券存量将继续保持增长趋势，境外机构持有人民币债券预计将继续保持增

长。针对房地产行业的风险暴露，央行在第三季度金融统计数据发布会上释放出信贷政策纠偏信号，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。预计四季度房地产行业信用风险将得到缓释，违约事件发生频率降低，违约风险可控。要重视民营企业违约风险集中的问题，同时注重化解国有企业和平台企业信用风险，布局风险预警措施，防止违约事件蔓延和引起市场恐慌情绪。

未来，我国债券市场将继续加快双向开放的步伐，一方面逐步放宽境外投资者投资国内金融市场的限制，另一方面打通合格境内投资者投资国际金融市场的渠道，支持境内机构“走出去”。目前，境外投资者主要通过合格境外投资者制度（QFII/RQFII）参与交易所债券市场交易，通过合格境外投资者制度（QFII/RQFII）、直接投资（CIBM Direct）和债券通（Bond connect）三种渠道参与银行间市场交易。今后，预计将布局更多交易所债券市场与银行间债券市场互联互通的政策，为境内外投资者的债券交易提供便利性，保护金融消费者的合法权益，助力我国债券市场的发展。

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。