



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

2020 年 4 月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，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

本报告负责人：彭兴韵

2020 年初，新冠肺炎疫情首先在中国爆发，并迅速蔓延至全球各地。为缓解新冠疫情对全球经济及金融市场的冲击，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。美联储两次紧急降息至 0%，并开启无限量 QE；欧洲央行维持主要再融资利率为 0%，扩大量化宽松力度；日本央行维持政策利率为-0.1%，进一步扩大宽松力度；英格兰银行两次降息至 0.1%，并扩大资产购买规模。受此影响，主要发达国家债券收益率在一季度也进一步下探，全球进入超低利率时代。

为大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，我国央行也采取了一系列的货币政策措施，前后实施三次降准共释放 1.75 万亿元的长期流动性，安排 3000 亿元的专项再贷款、1.5 万亿元的再贷款再贴现额度。总体来看，我国贷款市场报价利率（LPR）逐步下行，金融市场保持稳定，货币政策调控有效支持了疫情防控、复工复产和实体经济发展。

2020 年第一季度，我国债券市场发行金额 12.02 万亿元，同比增长 15.73%，一季度末，债券市场存量规模达 100.86 万亿元。分类别来看，国债发行规模加大，特别国债将再次发行；为稳增长、保民生，地方政府债券发行再度提速增量；金融机构补充资本需求加大，金融债发行加速；非金融企业债在一季度的发行量也创新高。

在国内外市场利率下降以及避险情绪增加的影响下，我国债券市场收益率整体大幅下行，并且与上年末相比，一季度末的债券收益率曲线陡峭化，表明我国经济后期走势将出现好转。此外，利率下降导致短期收益率降幅较大，但受未来不确定性因素

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

中国资金流动

地方政府债务

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

影响，长期利率降幅相对较小，期限利差走阔；市场短期流动性充裕，信用差走势分化，短期信用利差下行，长期信用利差上行。

受多重因素影响，一季度，债券市场的新增违约金额再创新高，违约规模为 514.17 亿元。经济下行压力较大叠加新冠肺炎疫情冲击，部分行业企业经营困难，资金周转严重不足，导致企业流动性危机，债券到期兑付困难，构成违约。在新增违约金额中，北大方正破产重整导致的违约金额占比较大，也引起国有企业违约金额大增。此外，随着债券违约的常态化，违约债券发行时的主体评级开始以 AA 及以上等级为主，并向 AAA 等级蔓延。

未来一段时间，世界经济难以改变下行走势，超低利率将成为新常态，避险情绪仍将主导各类资产价格，债券收益率可能将维持低位。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表现出来的独特优势，使得人民币资产表现出了较强的韧性和一定的避险特征，我国国债在全球范围内具有较强吸引力。

目 录

一、全球进入超低利率时代	1
(一) 主要发达国家的货币政策	1
(二) 主要发达国家债券市场概况	4
(三) 中国的货币政策与利率走势	9
二、债券市场发展分析	10
(一) 债券市场发行分析	10
(二) 债券收益率曲线与利差分析	15
(三) 债券市场违约分析	18
三、债券市场展望	20

一、全球进入超低利率时代

（一）主要发达国家的货币政策

2008 年全球金融危机爆发后，主要发达国家实施宽松的货币政策，利率水平大幅下降。虽然政策刺激力度较大，但是经过十多年的发展，发达国家的经济增速总体上表现颓势。2019 年以来，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，新冠肺炎疫情首先在中国爆发，并迅速蔓延至全球各地，由于疫情消费和生产活动带来的负面影响，同时形成供给冲击和需求冲击，势必将加速经济的下滑。为缓解新冠疫情对全球经济及金融市场的冲击，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。

美联储两次紧急降息至 0%，并开启无限量 QE。3 月 3 日，美联储紧急操作，将联邦基金利率的目标范围降低 50 个基点，为自 2008 年金融危机以来，美联储首次在非政策会议期间实施降息；随着疫情对经济、金融市场造成的冲击增大，3 月 16 日美联储再次紧急操作，决定将联邦基金利率目标区间下调 100 个基点至 0%~0.25%，同时启动 7000 亿美元的资产购买计划，以应对疫情对经济造成的影响；为向企业和家庭提供信贷，3 月 18 日美联储宣布建立商业票据融资便利机制（CPFF），这是其自 2008 年全球金融危机以来首次使用 CPFF；3 月 23 日，美联储宣布，将继续购买国债和 MBS 以支持经济和金融系统的稳定，并且不进行额度限制，被市场称为“无限量 QE”。

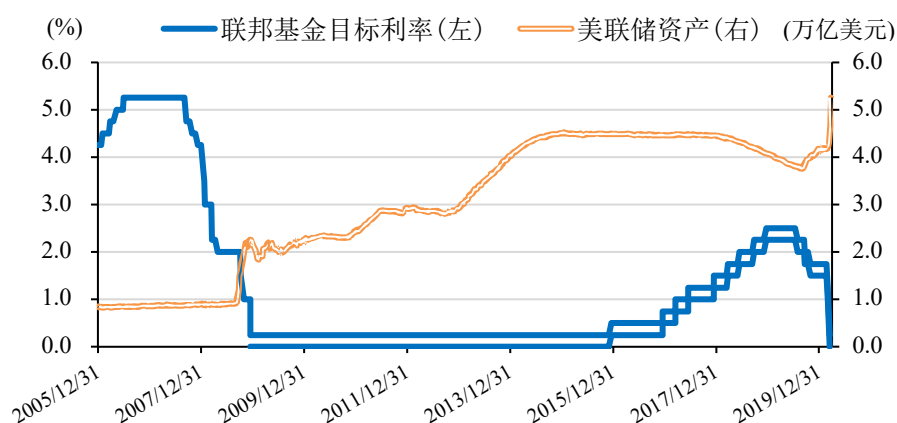


图1 美联储基准利率和资产规模

数据来源：Wind。

欧洲央行维持主要再融资利率为 0%，扩大量化宽松力度。

3月12日，欧洲央行决定维持欧元区主导利率不变，在2020年底额外增加1200亿欧元资产购买计划，同时使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施，为欧元区注入额外流动性。3月18日，为应对新冠肺炎疫情对经济的冲击，欧洲央行宣布7500亿欧元的紧急资产购买计划，该计划包括购买私人部门和公共部门资产，将持续至2020年底，涵盖现有资产购买计划下所有合格的资产类别。此外，欧洲央行还表示，将继续密切监测新冠肺炎疫情蔓延对经济的影响，随时准备根据需要适当调整所有措施，保证银行体系的流动性，确保货币政策在欧元区顺利传导。

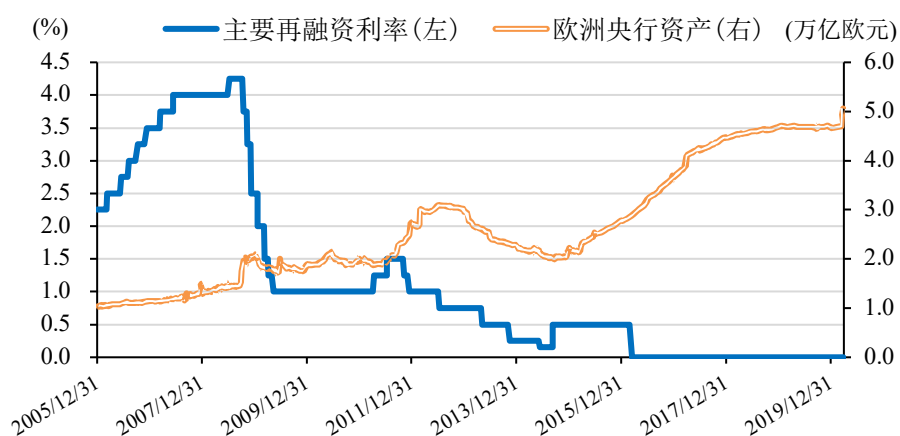


图2 欧洲央行主要再融资利率和资产规模

数据来源：Wind。

日本央行维持政策利率为-0.1%，进一步扩大宽松力度。3月

16 日，日本央行提前召开货币政策例会，决定通过扩大资产购买计划等手段进一步加大货币政策宽松力度。具体举措包括：将交易型开放式指数基金（ETF）年购买规模增加一倍至 12 万亿日元，将房地产投资信托基金（REITs）年购买规模增加一倍至 1800 亿日元，同时承诺到今年 9 月底，增加购买 2 万亿日元的商业票据和企业债。3 月 19 日，日本央行宣布在计划外购买 1 万亿日元的日本国债。其中 2000 亿日元购买 1-3 年期国债，3000 亿日元购买 3-5 年期国债，4000 亿日元购买 5-10 年期国债，1000 亿日元购买 10-25 年期国债。

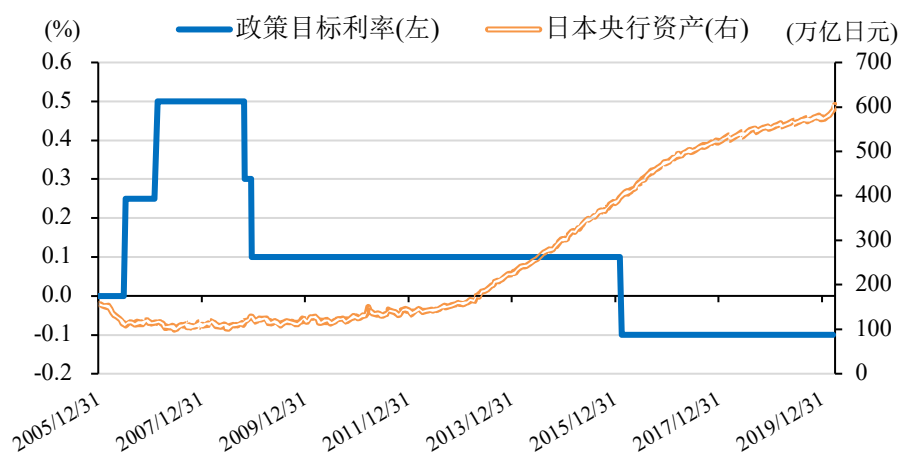


图 3 日本央行政策利率和资产规模

数据来源：Wind。

英格兰银行两次降息至 0.1%，并扩大资产购买规模。3 月 11 日，英格兰银行宣布应对新冠肺炎疫情冲击紧急方案：将基准利率下调 50 个基点至 0.25%，维持对非金融投资级公司债券 100 亿英镑、国债 4350 亿英镑的购买规模；决定引入新的定期融资计划（TFSME），通过央行储备为中小企业提供超过 1000 亿英镑资金支持；立即将逆周期资本缓冲率削减至银行对贷款需求方风险敞口的 0%，并持续至少 12 个月，将为企业提供高达 1900 亿英镑的银行贷款。3 月 19 日，英格兰银行在特别会议上宣布进一步降息 15 个基点至 0.1%，并决定增加 2000 亿英镑英国政府债券和非金融投资级公司债券的持有量，扩大 TFSME 计划。

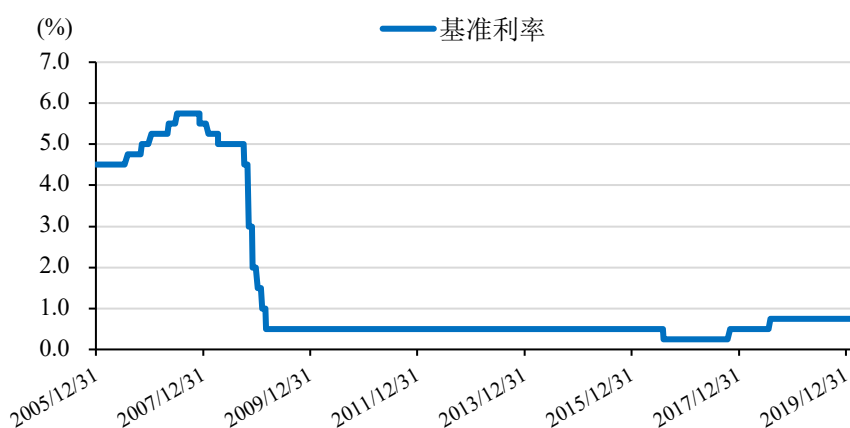


图 4 英格兰银行基准利率

数据来源: Wind。

(二) 主要发达国家债券市场概况

截至 2019 年三季度末, 全球债券市场余额 (含国际债券) 共 114.94 万亿美元, 同比增长 4.10%, 环比略有下降。美国作为全球第一大债券市场, 其债券市场规模长期位于全球第一的位置, 中国近两年超越日本成为全球第二大债券市场, 日本则成为全球第三大债券市场。据 BIS 统计, 截至 2019 年三季度末, 美国、中国、日本的债券市场规模分别为 40.77 万亿美元、13.87 万亿美元、12.80 万亿美元, 三个国家合计占全球市场的 58.7%。全球前三大债券市场中, 中国债券市场规模继续保持强劲增长势头, 同比增长 11.7%, 高于日本的 6.9% 和美国的 4.5%。

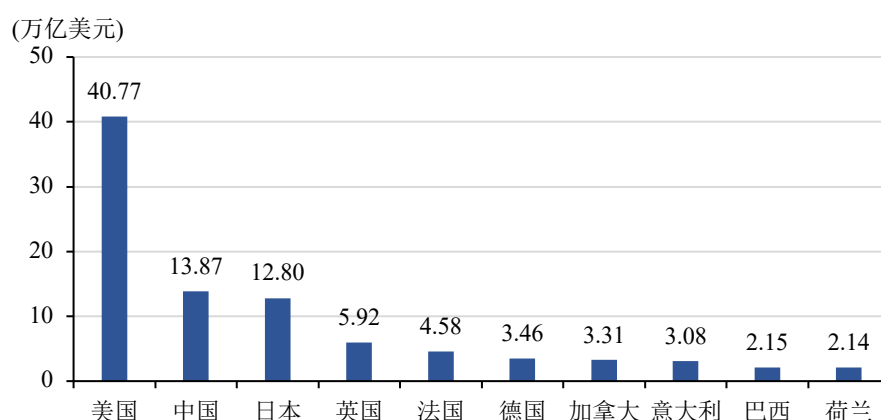


图 5 全球前十大债券市场国

数据来源: BIS。

美国债券市场发行量稳步增长，存量结构以国债、抵押贷款相关债券、企业债券为主。美国债券市场经过多年发展，已经成为全球影响力最大的债券市场，也是美国政府和企业最重要的融资场所之一。长期以来，债券因具有融资、投资、避险等功能是资本市场的重要种类，作为发展最为成熟的美国债券市场，在全球范围内得到密切关注。美国债券市场的发行量一直保持稳步增长，债券市场规模也已超过 40 万亿美元。截至 2019 年三季度末，在美国债券市场存量规模中，国债占比为 36.5%，抵押贷款相关债券占比为 23.1%，企业债券占比为 21.4%，三者合计占美国债券存量规模的 81.0%。

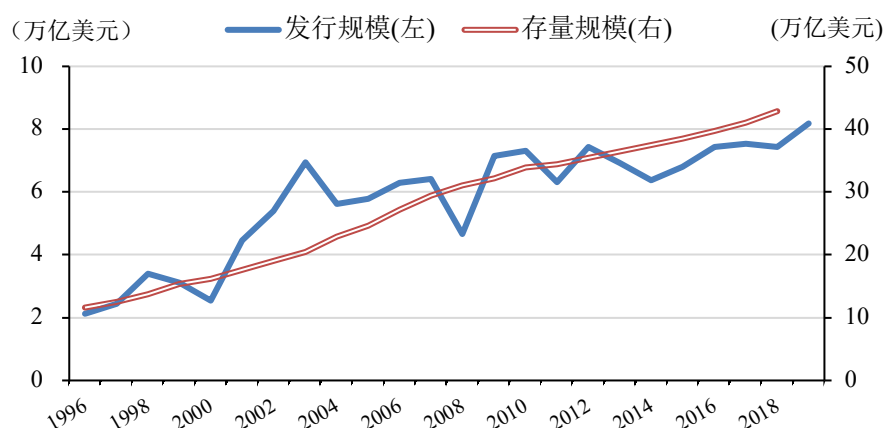


图 6 美国债券市场发行及存量规模

数据来源：Wind。

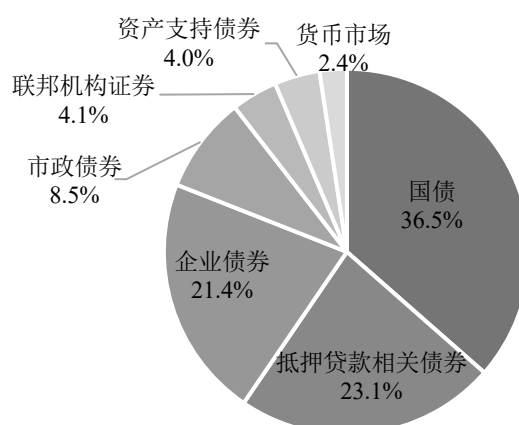


图 7 美国债券市场存量结构 (2019 年 9 月)

数据来源：Wind。

日本债券市场发行速度放缓，存量结构以国债为主。在 20 世纪 90 年代初，日本经济泡沫破灭之后，为应对经济危机带来的负面影响，日本政府推出了大规模的财政刺激措施。但日本经济长期低迷，叠加老龄化现象严重，导致财政收入减少的同时，财政支出迅速增长。为此，日本政府依靠发行债券来弥补财政巨额赤字，引起国债存量规模快速增加，其占日本债券市场存量规模的比例也屡创新高。近几年，为了实现较长期债券收益率下降以及维持在 0 附近的目标，债券市场发行量出现下降，但在存量规模中，国债的占比依然在增长。截至 2019 年 12 月，在日本存量债券规模中，国债占比 82.03%，并仍将长期处于存量债券规模中第一的位置。

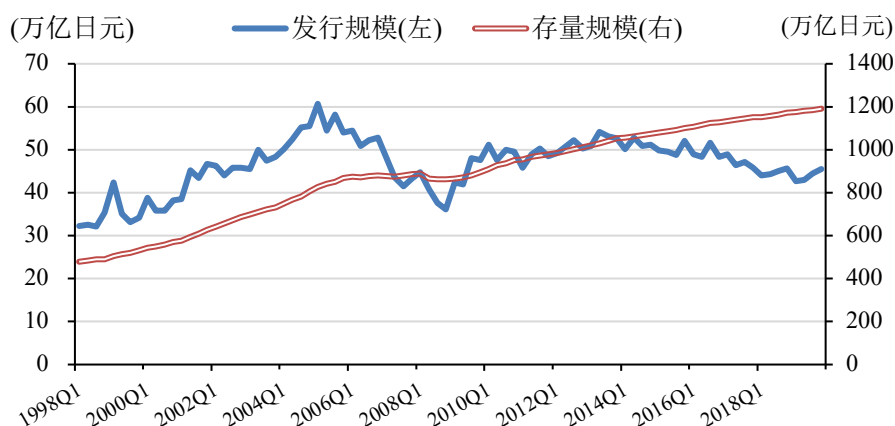


图 8 日本债券市场发行及存量规模

数据来源：日本证券业协会。

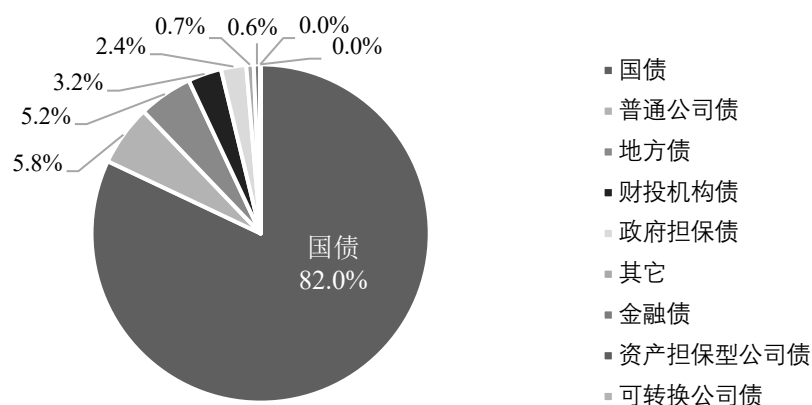


图 9 日本债券市场存量结构（2019 年 12 月）

数据来源：日本证券业协会。

欧元区债券发行规模趋于稳定，存量结构以政府债、金融债为主。1999 年元旦，欧盟国家开始实行单一货币欧元和在实行欧元的国家实施统一货币政策，欧元区债券市场迅速发展，欧元区债券市场发行和存量规模大幅扩张。2008 年全球金融危机发生后，欧元区债券市场发行量出现下降。随后欧洲债务危机爆发，因发行人偿债能力下降对欧元区债市场形成强烈冲击，欧元区债券发行量明显回落，至今欧元区债券市场的发行仍处于缓慢恢复阶段。截至 2019 年末，在欧元区债券市场存量规模中，占比最大的为政府债，其中中央政府债券占全部债券的 43.0%，一般政府债券占比 3.9%；其次是金融债，货币金融机构（MFIs）占比 24.8%，除 MFIs 外的金融企业占比 20.3%；非金融企业债券占有所有存量债券规模的 8.0%。

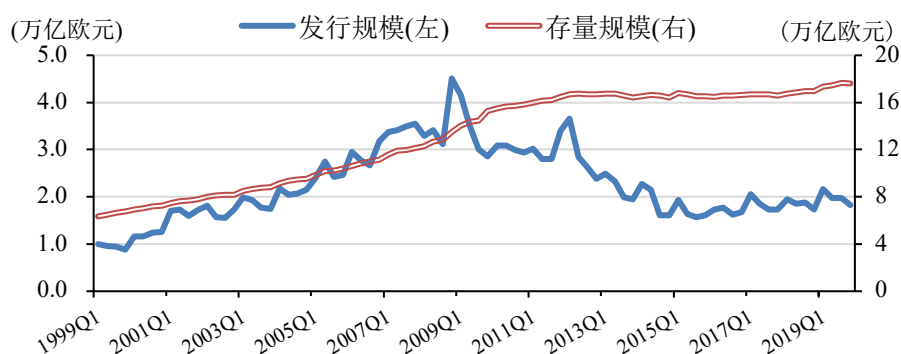


图 10 欧元区债券市场发行及存量规模

数据来源：Wind。

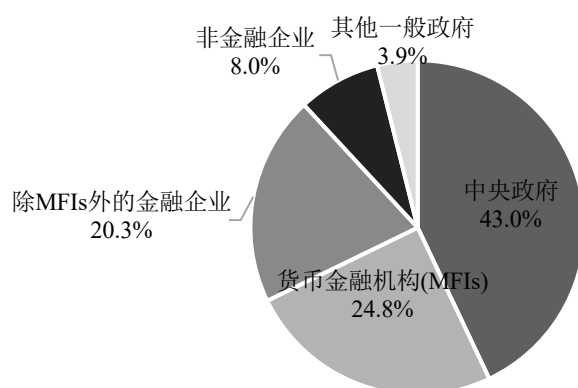


图 11 欧元区债券市场存量结构（2019 年 12 月）

数据来源：Wind。

主要发达国家债券收益率总体下行，2020 年一季度进一步下探。2008 年全球金融危机发生后，全球主要发达国家长短期国债收益率迅速下降，部分国家和地区随后也开始探索实施负利率政策，带动债券市场收益率持续下降。2016 年-2018 年，受美国经济出现好转以及美联储不断加息影响，美国债券收益率上升，但其他发达国家和地区经济依然低迷，债券市场收益率进一步下探。2019 年以来，世界经济增长面临的不稳定性、不确定性因素增多，市场对未来经济的前景表示担忧，越来越多国家和地区加入降息行列，债券市场收益率持续走低。在全经济下行压力加大的背景下，新冠肺炎疫情肆虐全球，给各国经济和金融市场造成巨大冲击，在降息和避险情绪增加的推动下，主要发达国家债券市场收益率 2020 年一季度进一步下降。美国 10 年期国债收益率更是历史首次跌破 1%，3 月 9 日的 10 年期美国国债收益率曾一度跌至 0.5% 下方。

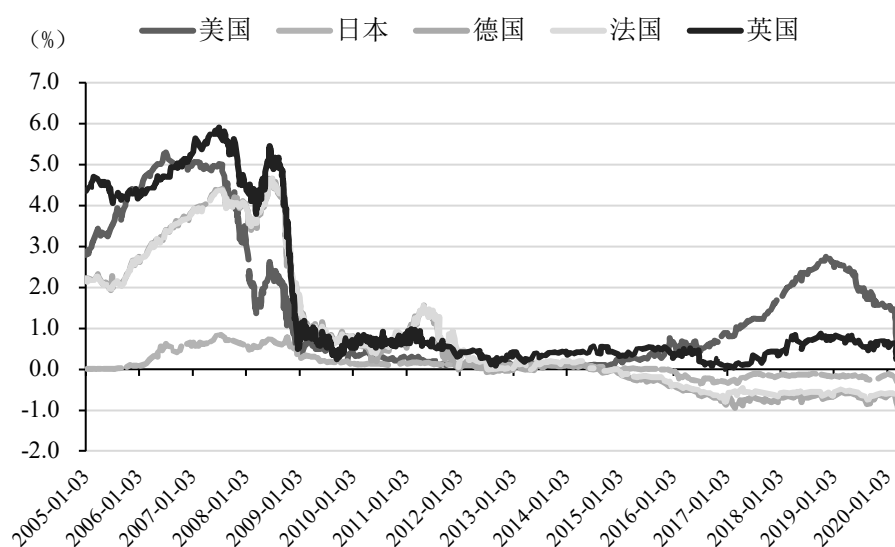


图 12 主要发达国家 1 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。



图 13 主要发达国家 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

(三) 中国的货币政策与利率走势

为大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，央行采取了一系列货币政策措施。

2020 年 1 月 6 日，央行全面降准，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金约 8000 多亿元。1 月 31 日，央行安排 3000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款。2 月 26 日，央行决定增加再贷款、再贴现专用额度 5000 亿元，同时宣布下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。3 月 16 日，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。4 月 3 日，央行表示将增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步实施对中小银行定向降准，加大债券融资支持。4 月 3 日，央行对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿

元；并且决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。

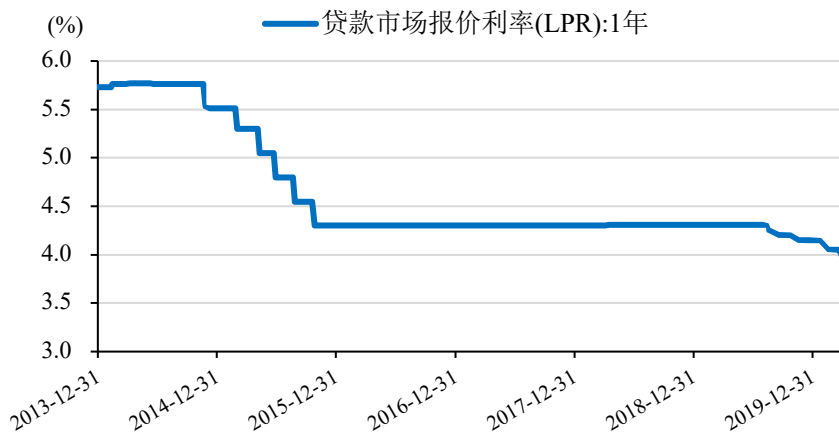


图 14 贷款市场报价利率(LPR)

数据来源：Wind。

应对疫情冲击，降低社会融资成本，加大对中小微企业的支持力度，央行前后实施三次降准共释放 1.75 万亿元的长期流动性，安排 3000 亿元的专项再贷款、1.5 万亿元的再贷款再贴现额度。在第一季度，我国贷款市场报价利率（LPR）下行，金融市场保持稳定，并且一季度末，疫情逐步得到防控，复工复产有序进行。总体来看，货币政策调控有效支持了疫情防控、复工复产和实体经济发展。

二、债券市场发展分析

（一）债券市场发行分析

2020 年一季度，我国债券市场发行金额 12.02 万亿元，同比增长 15.73%。我国债券市场发行量在 2015 年出现大幅增长，是由于在新预算法开始实施以及存款利率市场化的背景下，地方政府为置换非债券形式举借的存量债务而发行置换债券，金融机构也在银行间市场大规模发行同业存单，从而引起债券市场发行规模大增。2020 年一季度，债券市场共发行 12.02 万亿元，同比增加 1.63 万亿元，增长 15.73%；环比增加 0.64 万亿元，增长 5.66%。其中，同业存单发行 4.08 万亿元，占比 33.9%，为第一大发行债

券类别；非金融企业债发行 3.14 万亿元，占比 26.1%，为第二大发行债券类别；金融债发行 2.03 万亿元，占比 16.9%，为第三大发行债券类别；地方政府债发行 1.61 万亿元，占比 13.4%；国债发行 0.74 万亿元，占比 6.1%；资产支持证券发行 0.41 万亿元，占比 3.4%。

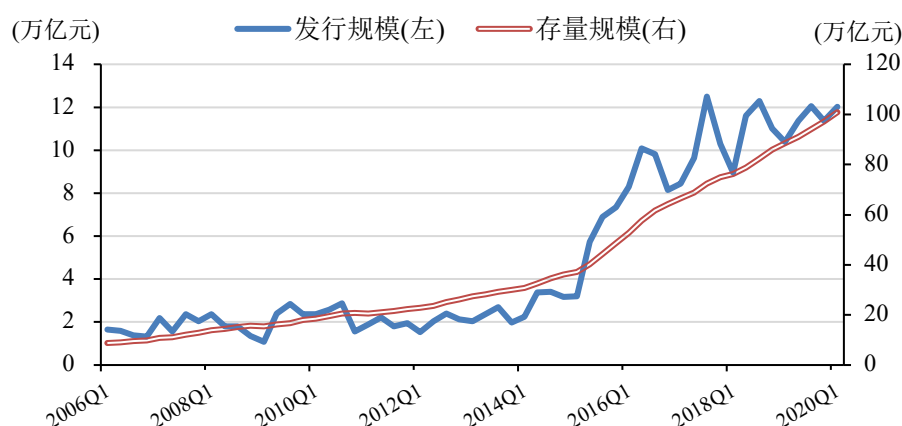


图 15 我国债券市场发行及存量规模

数据来源：Wind。

截至 2020 年一季度末，我国债券市场存量规模达 100.86 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。我国债券市场近些年得到快速发展，债券市场规模在 2019 年超过日本，成为仅次于美国的全球第二大债券市场。截至 2020 年一季度末，我国债券市场规模达 100.86 万亿元，同比增加 12.50 万亿元，增长 14.14%；环比增加 3.72 万亿元，增长 3.83%。在存量规模中，金融债存量 23.51 万亿元，占比 23.3%，为第一大存量债券类别；地方政府债存量 22.55 万亿元，占比 22.4%，为第二大存量债券类别；非金融企业债存量 22.16 万亿元，占比 22.0%，为第三大存量债券类别；国债存量 16.79 万亿元，占比 16.7%；同业存单存量 10.53 万亿元，占比 10.4%；资产支持证券存量 5.39 万亿元，占比 3.6%。

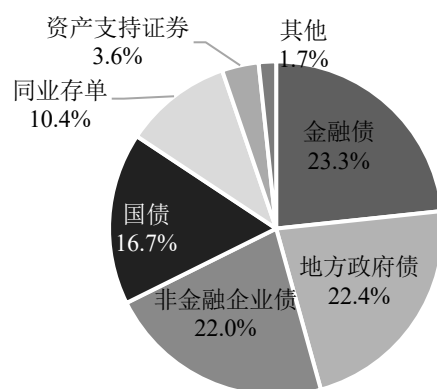


图 16 我国债券市场存量结构（2020 年 3 月）

数据来源：Wind。

国债发行规模加大，特别国债将再次发行。自 2007 年以来，第一季度的国债净融资额长期为负值。但是到了 2020 年第一季度，国债发行量 7350 亿元，偿还量 5922.2 亿元，净融资额达到 1427.8 亿元，净融资金额为 21 世纪以来的最大值。除了国债发行规模明显加大之外，2020 年 3 月 27 日，中央政治局会议提出将发行特别国债。历史上，我国曾发行过两次特别国债，第一次是 1998 年，财政部向四大国有银行发行了 2700 亿元长期特别国债，用于补充四大国有银行资本金；第二次是 2007 年，财政部获批发行 15500 亿元特别国债，用于购买外汇作为中投公司的资本金。在国内外经济下行明显、新冠肺炎疫情蔓延全球的背景下，今年拟发行的特殊国债规模将超万亿元，预计将用于补充金融机构资本金、援助中小企业、支持重大基础设施建设等。

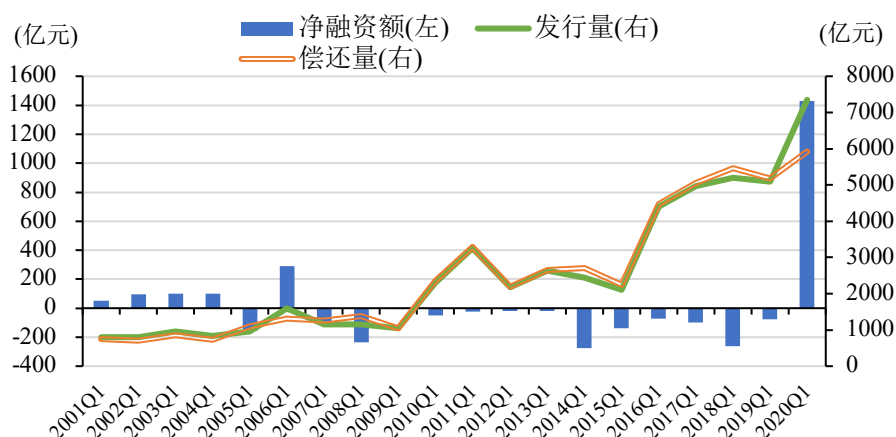


图 17 国债发行与偿还量（一季度）

数据来源：Wind。

地方政府债发行提速增量。经济下行压力加大叠加新冠肺炎疫情的爆发，为稳增长、保民生，地方政府债券发行再度提速增量。2019 年底，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，较上年提前下达的 8100 亿元有所增加。2020 年 1 月 2 日，河南省、四川省率先发行今年新增地方政府专项债券，较去年首批发行时间提前了 20 天。2 月 11 日，财政部第二次提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元。3 月 31 日，国常会确定再提前下达一批地方政府专项债额度，并力争二季度发行完毕。2020 年一季度，地方政府债发行 1.61 万亿元，同比增长 14.5%。从地方政府债资金投向来看，主要包括基础设施建设、民生工程等领域，聚焦稳投资、扩内需、补短板。

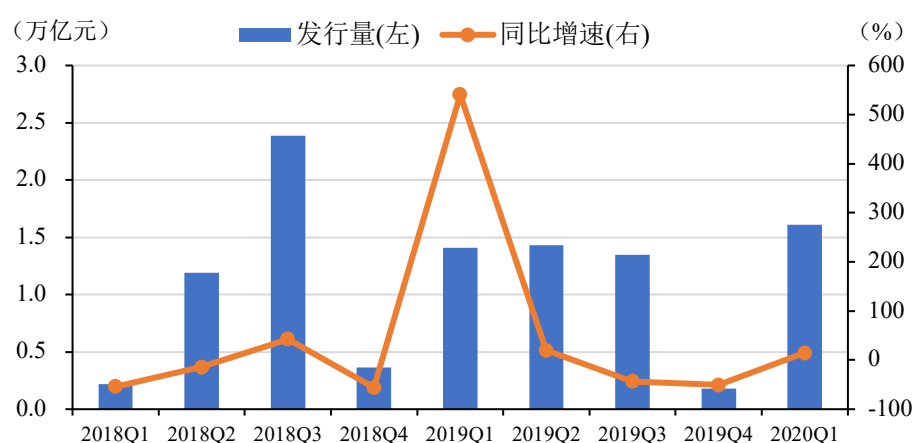


图 18 地方政府债发行规模

数据来源：Wind。

金融机构补资本需求加大，金融债发行加速。受新冠肺炎疫情的冲击，部分企业经营困难，为对其给予援助，提供更多信贷支持，金融机构提高债券发行规模，加大资本补充力度。2020 年一季度，金融债发行 2.03 万亿元，同比增长 20.2%。下一阶段，随着国内疫情逐步得到控制，企业复工复产进度加快，前期受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业的融资需求将增加，作为支持中小微企业主力的中小银行，其资本补充需求也将随之加大；并且，央行也支持中小银行通过发行永续债、二级资本债等多渠

道补充资本实力，增强抵御风险和信贷投放能力。因此，金融债的发行将进一步加速。

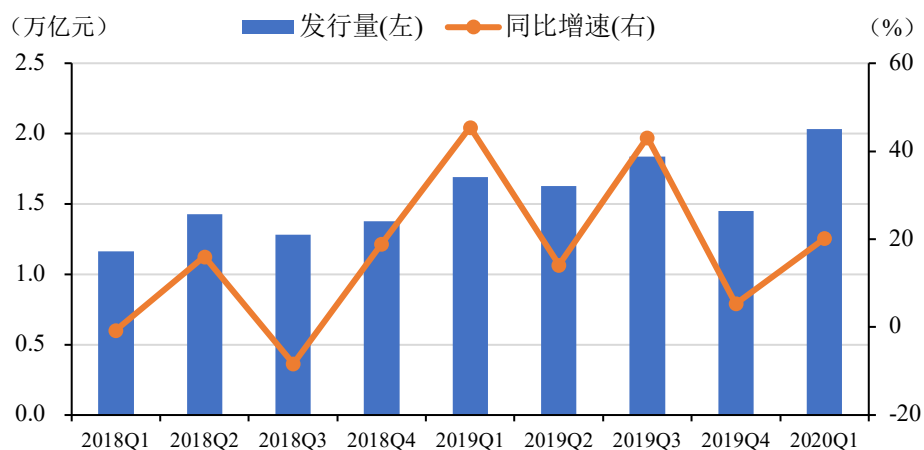


图 19 金融债发行规模

数据来源：Wind。

非金融企业债一季度发行量创新高，以国有企业为主。伴随着国内疫情防控形势持续向好，企业为复工复产开始融资。在市场利率整体下降的同时，债券市场的发行利率也进一步下探，此时通过发行债券直接融资成为企业获取低成本资金的一种方式。2020年一季度，非金融企业债发行量为3.14万亿元，同比增长32.6%，净融资是1.78万亿元，同比增长119.6%，一季度的发行量、净融资额皆创下历史新高。其中，公司债、短期融资券增速较快，发行量同比增速分别为80.4%、45.3%。分月度来看，3月份发行1.58万亿元，约占一季度发行量的一半，并且其中90%的债券是由国有企业贡献的，表明国有企业在疫情得到一定控制的前提下，带头复工复产保障民生。

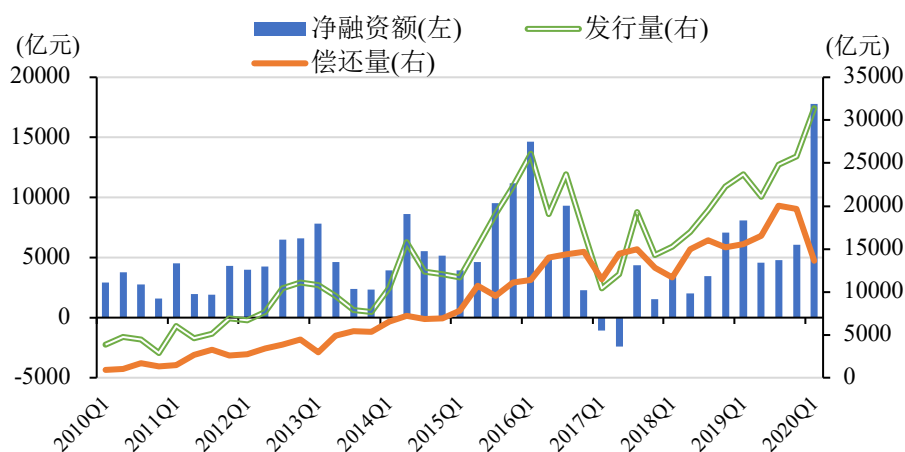


图 20 非金融企业债发行与偿还量

数据来源：Wind。

（二）债券收益率曲线与利差分析

债券收益率整体大幅下行。一方面，国内外市场利率下降引导债券收益率下行。为大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，我国央行采取了一系列货币政策措施，引导市场利率下行；随着疫情在全球蔓延，多数国家在面对疫情冲击时，也纷纷采取紧急措施降低市场利率。另一方面，避险情绪增加和相对高收益压低了我国债券收益率。新冠肺炎疫情爆发、原油价格暴跌给全球金融市场造成巨大冲击，市场避险情绪提升增加了投资者对固定收益类资产的需求，而我国债券尤其是国债收益率在全球范围内具有较大吸引力，导致债券市场收益率的整体下行。

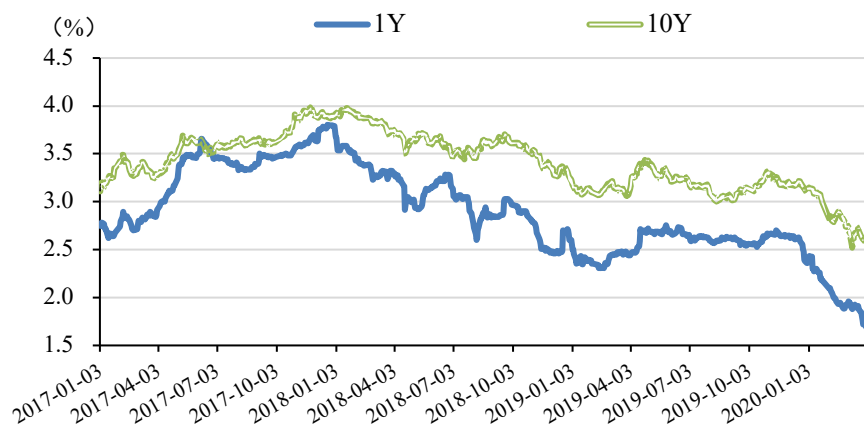


图 21 国债收益率走势

数据来源：Choice。

债券收益率曲线陡峭化，我国经济后期走势将出现好转。

2020 年一季度，债券收益率下降幅度较大。一季度末与上年末相比，短期收益率下降幅度较大，长期收益率下降幅度较小，债券收益率曲线趋于陡峭，表明在经历新冠肺炎疫情冲击后，市场情绪已经从恐慌逐步转向正常，加上市场对政策刺激预期较强，预计我国经济后期走势将出现好转。一季度末，6 个月期国债、AAA 企业债收益率分别较上年末下行 74BP、85BP，1 年期国债、AAA 企业债分别下行 68BP、76BP；10 年期国债、AAA 企业债分别下行 55BP、33BP，30 年期国债、AAA 企业债分别下行 50BP、36BP。

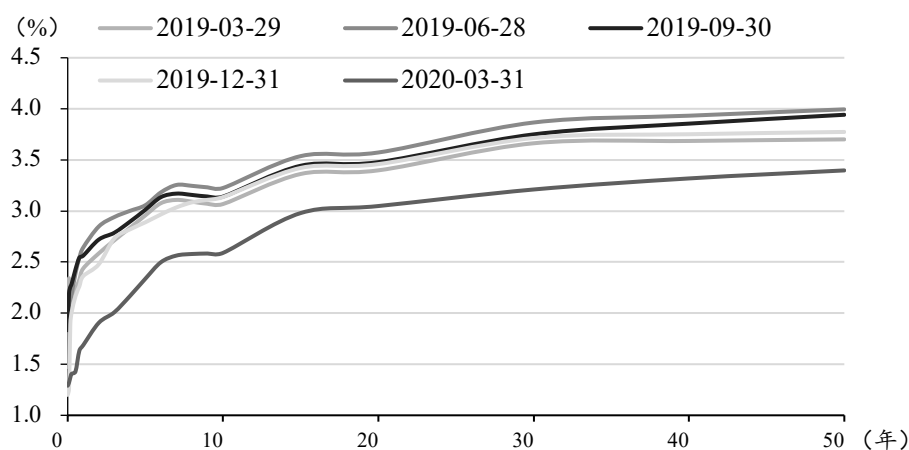


图 22 国债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

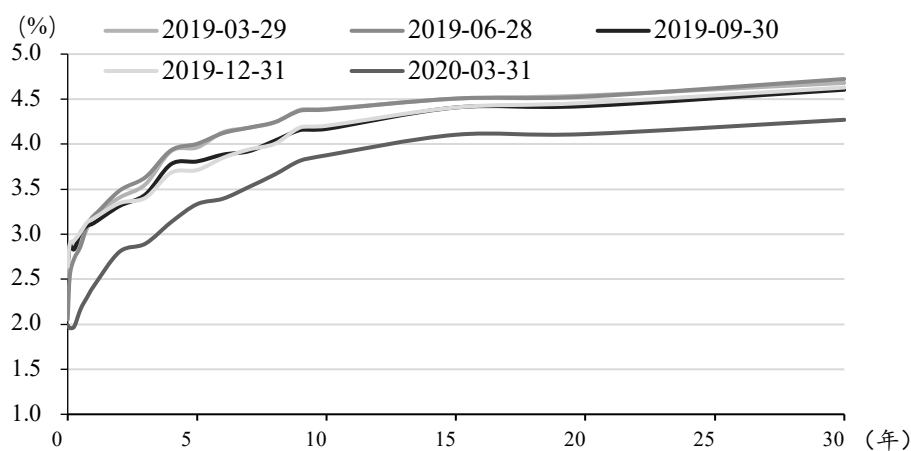


图 23 AAA 企业债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

短期收益率降幅较大，期限利差走阔。在国内外环境和不同政策影响下，我国长短期国债到期收益率连续下行，2020 年一季度末与上年末相比，期限利差扩大 13BP。在经济下行阶段，长短期国债收益率对市场利率下降的敏感性不同。短期国债收益率的反应时间更快、下降幅度更大，长期利率由于受未来不确定性因素的影响，下降幅度相对较小，从而导致期限利差走阔。



图 24 国债收益率走势及期限利差变化

数据来源：Choice。

市场短期流动性充裕，信用利差走势分化。2020 年第一季度，不同期限、不同等级信用利差走势分化，短期信用利差下行，长期信用利差上行。一季度末，1 年期、10 年期 AAA 企业-国债信用利差分别为 73BP、129BP，与上年末相比，1 年期信用利差下行 8BP，10 年期信用利差上行 22BP。期限利差走阔，短期信用利差下行，表明短期内市场流动性充裕，政策对企业的支持力度较大。

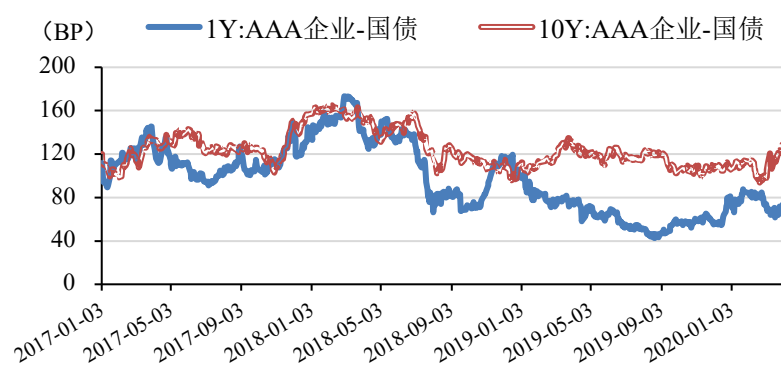


图 25 不同期限信用利差

数据来源：Choice。

（三）债券市场违约分析

2020 年一季度，新增 10 家首次违约企业。截至 2020 年一季度末，债券市场已有 166 家企业发生违约，其中一季度新增 10 家首次违约企业，与上季度持平。新增的 10 家首次违约企业分别为大连天神娱乐、康美药业、宁夏远高实业、中融新大、北京桑德环境、新华联控、北京北大科技园、力帆集团、山东如意科技、三亚凤凰国际机场，涉及贸易、纺织、机场服务等领域。经济下行压力较大叠加新冠肺炎疫情冲击，部分行业企业经营困难，资金周转严重不足，导致企业流动性危机，债券到期兑付困难，构成违约。

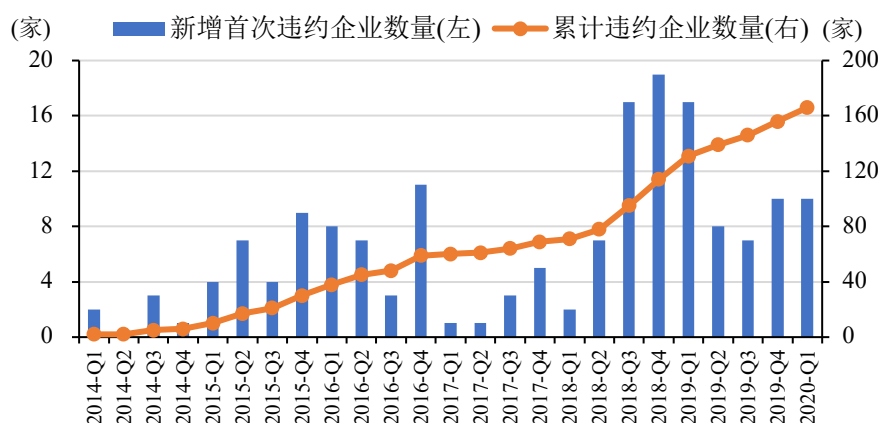


图 26 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind。

新增违约金额再创新高，累计违约达 3377.39 亿元。截至 2020 年一季度末，债券市场违约金额达 3377.39 亿元，其中 2020 年第一季度新增违约金额 514.17 亿元，超越 2018 年第四季度的违约高峰。一季度违约金额的增加，与北大方正集团有限公司破产重整有关。因为我国破产法规定，“未到期的债权，在破产申请受理时视为到期”，所以当企业被法院裁定受理破产重整申请时，其存量债券会提前到期，在企业明显缺乏清偿能力的前提下，提前到期的债券不可避免会发生违约。2020 年一季度，北大方正违约本息共 358.04 亿元，占一季度新增违约金额的 70%。

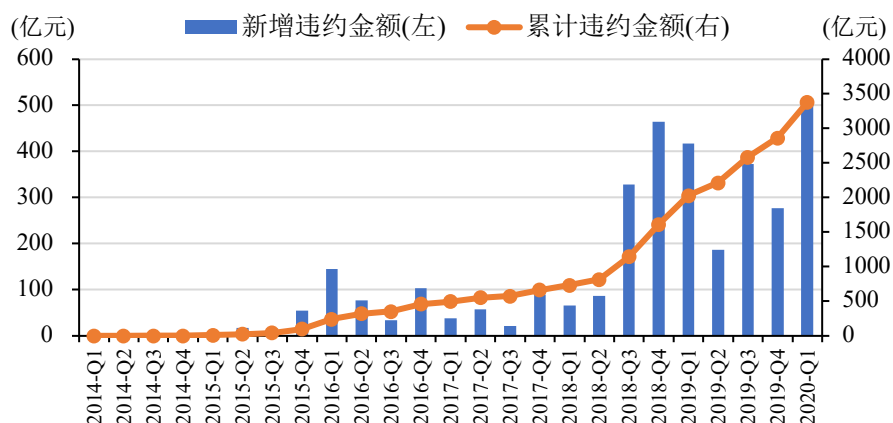


图 27 债券市场违约金额

数据来源：Wind。

北大方正破产重整导致国有企业违约金额大增。2020 年一季度，国有企业违约金额达 386.7 亿元，占一季度新增违约金额的 75.2%，为有史以来的最高值。2019 年 12 月 2 日，北大方正集团有限公司发布公告称，因流动性紧张，未能按时足额偿付“19 方正 SCP002”债券本息，引起市场一片哗然。2020 年 2 月 19 日，北京市第一中级人民法院依法裁定北大方正进入重整程序。作为央企，直接导致一季度国有企业违约金额大增。此外，北京北大科技园和三亚凤凰国际机场的违约，也提高了一季度国有企业的违约占比。

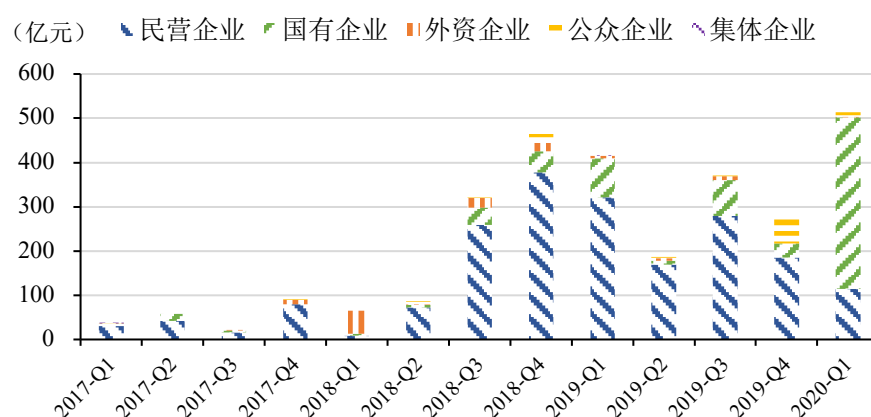


图 28 新增违约企业属性分布

数据来源：Wind。

违约债券主体评级全部为 AA 及以上。随着债券违约的常态

化，违约债券发行时的主体评级开始以 AA 及以上等级为主。近三年来，发行时主体评级为 AA 及以上的债券，其违约金额占当年违约总金额的比例均在 90% 以上。2018 年，上海华信国际成为我国第一个债券发行时评级为 AAA 等级的违约企业。2020 年一季度，上海华信国际破产清算、北大方正破产重整，北京北大科技园建设开发有限公司、中融新大集团有限公司也因无法按时偿还本息导致旗下债券违约。高等级债券发行主体频现违约，表明当前经济形势下企业面临的经营问题依然严峻，尤其是此次新冠肺炎疫情导致全球经济下滑，对企业的正常经营造成严重冲击。

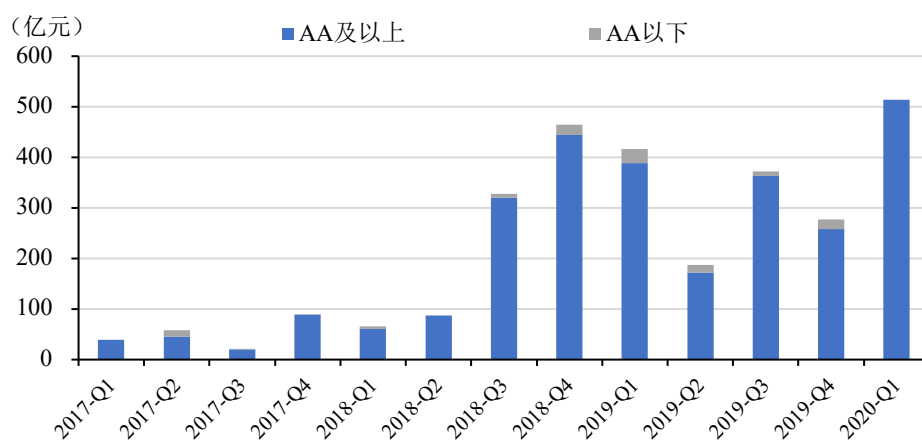


图 29 新增违约债券发行时主体评级分布

数据来源：Wind。

三、债券市场展望

我国持续推进利率市场化改革，汇率弹性不断增强，资本市场开放稳步推动，金融市场得到进一步开放。债券市场作为金融市场的重要组成部分，近年来也得到了快速发展，现已成为全球第二大债券市场。随着我国债券市场规模的壮大和体制机制的完善，境外投资者对人民币债券的需求不断上升，我国债券市场也稳步开放，为外资持有人民币债券提供多种渠道，国际主流债券指数也相继纳入人民币债券。

2020 年第一季度，新冠肺炎疫情肆虐全球，给原本处于下行

趋势中的世界经济施加更大的压力，主要经济体纷纷下调市场利率，并扩大量化宽松力度。随着市场避险情绪持续升温，债券市场收益率也一路下行。未来一段时间，世界经济难以改变下行走势，超低利率将成为新常态，避险情绪仍将主导各类资产价格，债券收益率可能将维持低位。

我国市场利率、债券收益率在新冠肺炎疫情冲击下也出现了一定下降，但是与主要经济体利率降到零附近、同时实施大规模甚至无限量的宽松政策相比，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表现出来的独特优势，使得人民币资产表现出了较强的韧性和一定的避险特征。我国政治局势稳定、经济持续发展，加上债券市场的相对高收益，未来，我国国债在全球范围内或具有较强吸引力。

下一阶段，债券市场的发行将继续保持增长，尤其是面对经济下行压力以及此次肺炎疫情的冲击，为保障就业和民生，缓解部分地区的财政压力，国债和地方政府债的发行有望继续提升。我国政府明确提出支持金融机构通过多种渠道补充资本金，作为低成本融资工具的债券，金融债的发行量也将保持增长。非金融企业在疫情得到控制的前提下，也将加大债券发行规模。

虽然债券市场的发行规模有望进一步增长，但经济下行趋势短期内难以改善，此次肺炎疫情又导致部分企业生产经营受阻，一些资金周转困难的企业将遭遇偿债危机，市场出清在所难免。长期来看，经济结构转型升级仍将进行，一些增长动力不足的企业将被市场淘汰，债券市场的违约也将因此保持在高位。这要求我们健全和完善债券违约后续处置机制，及时防范化解债券市场风险，守住不发生系统性金融风险的底线。

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。