



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 张飞凤 孙铭伟

2022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。

外紧内松，中国利差反转

摘要

2022年三季度，俄乌局势陷入胶着，欧洲能源危机加剧，主要发达经济体通胀持续走高，美欧央行大幅加息，美联储7月和9月连续加息75BP；欧央行分别于7月和9月大幅加息50BP和75BP，基准利率水平由负利率大幅抬升至0.75%；英国央行在8月大幅加息50BP，为2021年四季度以来连续第六次加息。日本通胀水平总体适中，日央行维持零利率和收益率曲线控制。我国为“稳增长”继续保持宽松的货币政策，8月降息10BP，DR007总体保持在政策利率以下的水平。

三季度，国内债券市场经历了7月宽松资金面、8月央行降息和9月经济小幅复苏，收益率整体呈先降后升的趋势。本季度债券发行总量同比小幅下降，但偿还压力较大，导致全市场净融资同比大幅收缩，创2018年二季度来新低；各券种发行增速继续分化，国债发行放量，地方政府债发行缩量，资产支持证券连续四个季度同比大幅下降；债券市场存量规模同比稳步增长，各存量券种结构整体保持稳定；现券交易量同比大幅增长，金融债成交最为活跃。与此同时，得益于“稳增长”政策持续发力，本季度国内债券市场违约情况较去年同期大幅减少，信用违约风险有所收敛，但仍需警惕房地产行业的违约风险。

债券市场改革取得稳步进展，一是继续完善证券执法司法体制机制，持续“零容忍”打击证券违法活动；二是切实防控资本市场风险，健全债券违约及风险处置机制；三是沪深交易所落地多项细则，推动债券市场高质量发展；四是深化“放管服”改

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
- 张飞凤
中国社会科学院大学
硕士研究生
- 孙铭伟
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

革，简政放权提升监管质效。与此同时，债券市场高水平双向开放也在稳步推进。一是拓宽境外资金参与债券市场渠道；二是持续优化境外机构投资机制，提升市场效率；三是继续完善内地与香港两地金融市场互联互通机制。

回望三季度，受到新冠疫情反复和高温限电等不利因素冲击，加之地产风波扰动，市场对经济的预期走弱，货币政策延续宽松。展望四季度债券市场，我们认为，从国内外情况来看，基本面环境利空债市，四季度预计延续震荡走势；但融资需求减弱和经济不确定性预计限制利率上行空间；结构性通胀压力和稳增长政策的落实预计限制利率大幅下行空间。

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 | 9 |
| (一) 债券市场发行、存量及交易 | 9 |
| (二) 债券市场违约情况 | 12 |
| (三) 债券市场改革 | 14 |
| (四) 债券市场对外开放 | 16 |
| 三、展望 | 19 |

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

回顾 2022 年三季度，虽然全球新一轮疫情降至较低位，但俄乌冲突继续“拉锯”。俄罗斯暂停对欧盟输送天然气，欧洲能源危机加剧，全球通胀压力较大，迫使欧美主要经济体加快收紧货币政策。

全球新冠疫情冲击减弱。纵观三季度，新一轮疫情冲击降至较低水平，本轮疫情源自更强传染性的“奥密克戎”BA.4 和 BA.5 变异病毒全球扩散，但海外各国已形成较强免疫力，并未大幅加强防控措施。三季度末，美国、欧元区和日本疫情均已降至较低水平，日本也开始推动针对“奥密克戎”的新冠疫苗接种。然而，从往年的经验来看，“奥密克戎”病毒在冬季传播较快。随着天气转冷，疫情传播的风险将有所增大（无论是全球还是国内，过去两年的 12 月份左右到次年一季度，都出现了疫情的小高峰）。

国际局势动荡，地缘冲突加剧。俄罗斯暂停对欧输送天然气，美欧继续加大对乌克兰的军事援助，虽然俄罗斯在乌东地区攻占了部分土地，但推进进度较为缓慢，俄乌局势陷入胶着状态。8 月底，俄罗斯宣布扩军 13.7 万人；9 月以来，乌克兰展开了反攻，据乌方表示，其已收复乌东地区约 8000 平方公里领土。与此同时，欧盟对俄罗斯继续展开制裁，至三季度末，制裁轮次已达七轮。俄罗斯则继续在能源领域对欧盟展开反制，不断缩减“北溪一号”天然气管道输送量。9 月 30 日，“北溪一号”天然气运输管道发生爆炸，本次北溪天然气管道泄漏事件发生在瑞典和丹麦的专属经济区海域。尽管这起爆炸事件的真相还未盖棺定论，但主流观点认为，这是美国为制裁俄罗斯经济活动所采取的违反国际法行为。“北溪一号”是全球最大的天然气运输管道，每年向欧洲输送 550 亿立方米的天然气，此次泄露将会对欧洲造成史诗级的能源灾难。

大宗商品整体在动荡中下行。三季度，全球原油、粮食价格有所下行，全球天然气价格大幅上冲，石油价格从高位有所回落。由于俄罗斯大幅缩减对欧天然气供给，纽约天然气期货价格再次上冲，并突破 9 美元/百万英热单位。由于全球需求明显下滑，国际油价从高位明显回落，布伦特原油由 110 美元/桶左右降至 90 美元/桶左右，但仍处在历史较高水平。出于人道主义考虑，俄罗斯对乌克

兰粮食出口有所放行，全球粮食价格进一步下降，但仍处于历史偏高水平。全球原油、粮食价格的回落能一定程度缓解各国的高通胀，但通胀水平从高位下行的速度可能较为缓慢。

各发达经济体通胀处于高位，但后劲减弱。三季度，除欧元区外，主要发达经济体生产端高通胀出现触顶迹象。随着石油价格的回落，美英和日本生产端通胀从高位略有下行；但受天然气危机影响，欧元区生产端通胀仍在上行。美欧终端通胀“高烧不退”，在美联储大幅收紧政策推动下，美国终端通胀从高点小幅回落，7月、8月、9月的CPI同比增速均在8%以上，且9月最新数据高于预期；英国CPI同比增速继续上冲至10%附近；欧元区CPI同比增速上冲至8月的9.1%，尚未有见顶迹象。而日本通胀水平较为温和，7月CPI增速仅略上行至2.6%，日央行维持零利率和收益率曲线控制，但总资产规模有所下降，日元大幅贬值，随着通胀的持续攀升以及美日利差趋于见顶，美元兑日元可能先延续下跌后有所回升（见图1）。美欧央行控通胀压力较大，均大幅收紧货币政策。美联储“鹰”派态度十分强硬，欧央行则受制于欧洲能源危机而无法大幅走“鹰”，日本央行控通胀压力相对较小。

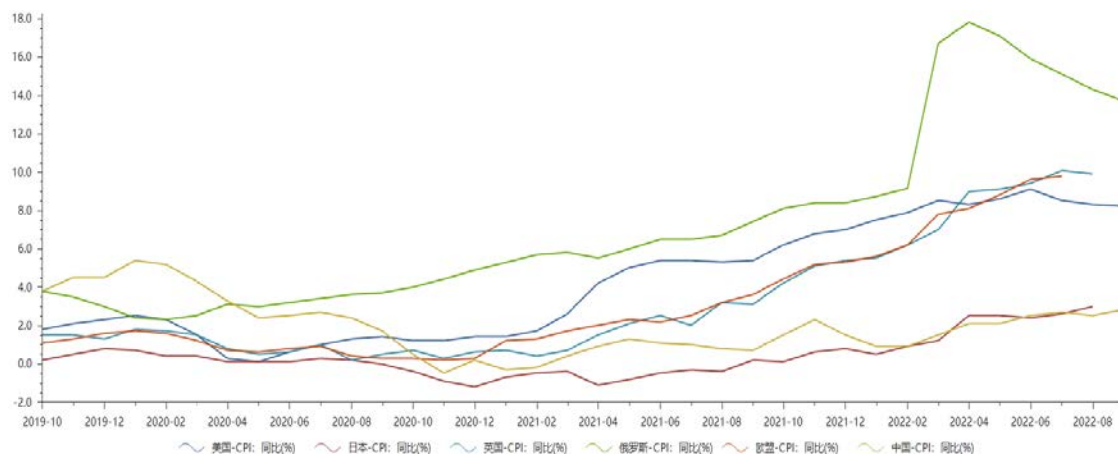


图1 主要发达经济体通胀水平（月同比）

数据来源：Choice。

三季度各发达经济体货币政策不断加码紧缩，市场流动性收紧。美国失业率继续维持在历史低位，同时，薪资增速保持历史高位，显示美国通胀具有顽固性。8月以来，美联储官员接连发表“鹰派”言论，美联储大力度强化收紧货币政策的市场预期。鲍威尔在全球央行年会上表态，将不惜以让美国经济承受痛苦的方式加息，以实现通胀目标。三季度，美联储继续大幅加息，与此同时推进缩表计

划。7月，美联储连续第二次将基准利率提高75BP至2.5%，且9月再次加息75BP。美联储总资产由二季度末的8.96万亿美元削减至9月14日的8.88万亿美元，共缩减近800亿美元。

欧央行连续大幅加息以抑制上冲的通胀，但维持资产规模不变。欧央行分别于7月和9月大幅加息50BP和75BP，基准利率水平由负利率大幅抬升至0.75%。欧央行9月会议预测2022年欧元区平均通胀率为8.1%，2023年为5.5%。拉加德在9月会议后表示，加息75个基点不是常态，经济仍面临下行风险。欧元区消费呈下滑态势，景气指数也已降至较低水平。在高通胀冲击下，欧央行阶段性加快政策收紧，随着能源危机持续冲击，欧元区将逐步步入衰退，四季度欧央行的收紧政策会受到经济大幅下滑的制约。

英国央行进一步大幅加息并缩表。三季度，英国劳动力参与率继续保持偏低水平，劳动力供给紧张令薪资水平维持历史高位，这加剧了英国通胀的顽固性。由于英国通胀水平继续上冲，英国央行在8月大幅加息50BP，为2021年四季度以来的连续第六次加息。与此同时，英国央行资产持有规模有所削减，自二季度末的8845亿英镑缩减至9月上旬的8741亿英镑，共缩减104亿英镑。

日本央行维持负利率，总资产有所缩减。三季度日本通胀水平总体适中，核心CPI同比增速平稳上行至8月的2.6%，稍高于日央行目标水平。名义薪资增速则仍然较弱，7月为1.8%，明显低于3%目标水平。由于通胀压力较小，日央行维持收益曲线控制和负利率，但总资产则悄悄削减。日央行国债持有规模扩大至549万亿日元，总资产则由二季度末的733万亿日元缩减至9月10日的708万亿日元，这可能是考虑到日元大幅贬值和核心CPI有步入过热趋向（见图2）。

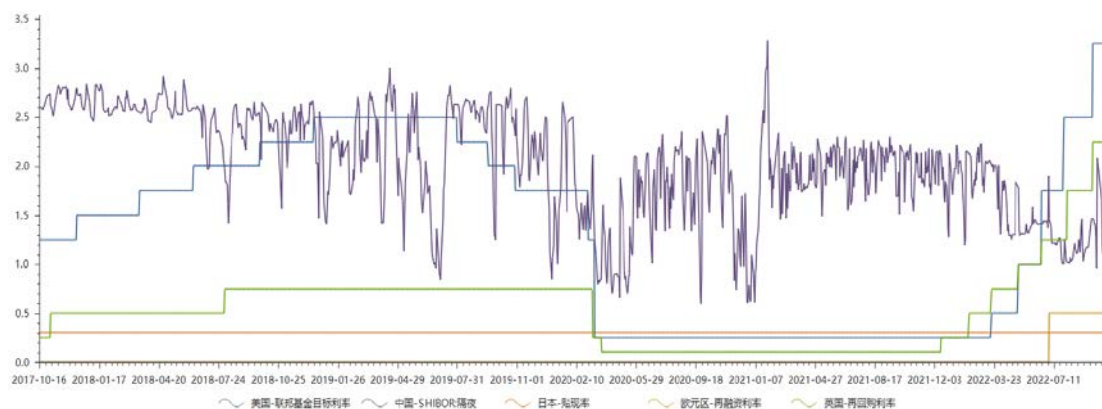


图2 发达国家短期政策利率水平

数据来源：Choice。

需求方面，三季度全球经济增长动能减弱，主要发达经济体通胀“高烧不退”，叠加全球主要经济体加快收紧货币政策，全球需求明显降温。对全球需求有重要指示意义的韩国出口增速较前一季度明显下降。四季度，随着美欧央行继续大幅收紧政策，全球需求预计将继续降温。

总体来看，高通胀和发达经济体货币政策收紧令全球经济趋于疲弱。三季度，随着高通胀和美欧央行大幅加息推进，主要发达经济体景气状况持续放缓，美欧制造业和服务业的扩张大幅放缓。由于乌克兰危机的直接冲击和能源危机加剧，欧元区 and 英国制造业与服务业均跌入收缩。美国经济韧性较强，ISM 制造业和服务业 PMI 仍处在稍高于 50 荣枯线的水平。日本经济在日央行政策宽松支持下，同样保持一定韧性，制造业景气度仍稍高于荣枯线，服务业景气度受疫情冲击影响稍有收缩。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

2022 年三季度我国整体维持“稳增长”以来的宽松资金面。

在经济增长受到原有的三重压力以及国内新冠疫情仍有反复的背景下，资金面整体宽松。三季度公开市场操作相比二季度更具弹性，逆回购和 MLF 缩量传递控杠杆信号。8 月 15 日 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点，政策利率和资金利率利差收敛。预计四季度 MLF 到期量为 20000 亿元，高于三季度的 13000 亿元，到期压力不小。

三季度利率水平低，资金淤积在银行间市场，三季度短期资金价格整体较二季度下行，DR007 总体在政策利率以下的水平运行（见图 3）。宽货币传递至宽信用受阻，资金淤积银行间市场。宽货币环境下，三季度流动性分层较二季度有所缩窄，银行与非银金融机构的流动性压力均不大，宽货币环境下银行主动负债意愿不强。同时，宽货币的环境维持不变，银行获取资金成本较低且压力不大，主动负债水平持续下降。预计四季度单月月均同业存单偿还量为 1.5 万亿元左右，偿还压力尚可。短期内预计宽货币环境不变，银行暂无更多主动负债的动力。

央行超预期降息并非对称调降 LPR 利率。7 月社融、人民币贷款新增数据大幅不及预期，制造业 PMI 降至临界点以下，新冠疫情的连续反复制约了消费需求。8 月 15 日 MLF 和逆回购操作利率均下降 10BP，推动企业综合融资成本降低。8 月 22 日 LPR 跟随调降，其中，1 年期 LPR 下调 5BP 到 3.65%，5 年期以上 LPR 下

调 15BP 到 4.3%。随着政策性金融工具逐步发力，信贷总量有所反弹，企业融资需求回暖，居民中长期贷款同比少增，需求仍待提振。9月中旬，多家银行下调存款利率，幅度普遍在 10~15BP。银行间质押式回购量进一步抬升，在宽货币的环境下，债市交易热情高涨，延续了资产荒的格局，杠杆水平较一季度进一步上行。中长期来看，资金利率将回归至中性，围绕政策利率波动。但近期新冠疫情仍有反复，在稳增长措施真正见效之前（经济、金融数据边际好转且有持续性），货币政策客观上仍较保持宽松，较高的债市杠杆水平预计会在短期内持续。

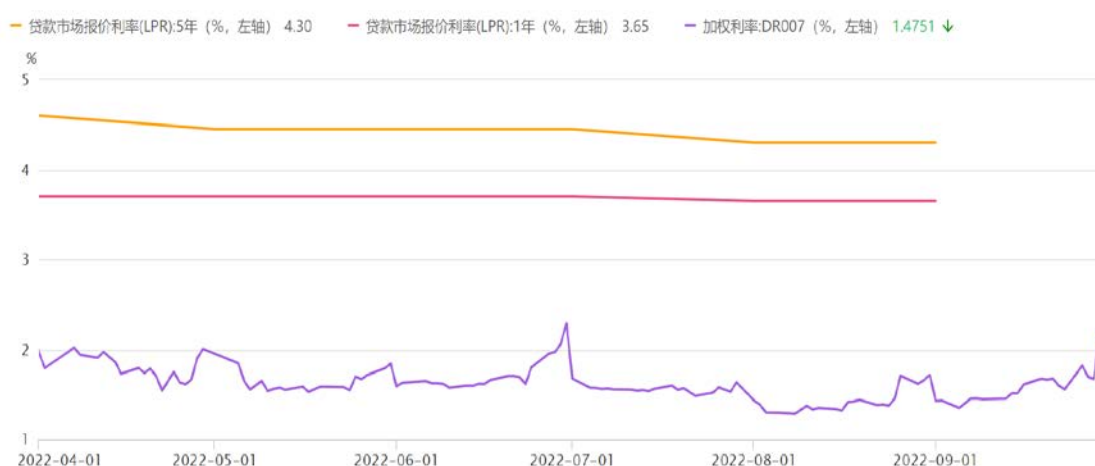


图3 我国货币市场基准利率 DR007 与 LPR 利率走势图

数据来源：Wind。

总体而言，资金面预计将从宽松走向边际收敛。从基本面来看，尽管 8 月经济、金融数据显示经济呈逐步修复的征兆，但数据细项仍显示出经济复苏的持续性有待考察。如青年团体就业压力仍大、居民中长期贷款同比少增等，叠加疫情仍有反复，保交楼尚未完成，客观上要求货币政策短期内保持宽松。从央行态度来看，其最新发言表明将实施好稳健的货币政策，大力巩固经济恢复发展基础，同时强调不搞大水漫灌、不透支未来，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。同时，海外货币政策收紧对我国货币政策形成制约，人民币汇率近期破 7，贬值压力加大，预计资金面将从宽松走向边际收敛，更多结构性政策可期。从长期来看，资金利率有着回归均值的特征，市场利率大概率围绕着政策利率波动，资金价格长时间在政策利率以下持续运行的概率较小。因此，待本轮经济修复展现出其持续性，资金面会回归中性，在没有显现出经济修复迹象的情况下，宽货币的环境仍会持续。

实际上，2022年3月以来债券市场走出了三轮行情，利率三次触底，三次触顶。从十年期国债利率来看，明确的上限是2.85%，4月、5月、8月分别走出三个低点。在这个过程中，实际上市场在交易几个预期差。**第一，新冠疫情的变化**，疫情政策信号驱动利率见顶，疫情好转则带来了利率的阶段性底部。**第二，在交易市场预期和实际政策力度之间存在预期差**。在“稳增长”的大背景下，政策行为和力度是引领市场的关键。表现行为和力度的指标是社融和PMI，前者体现行为，后者体现预期。如果这两个指标保持连续改善，对应利率就会向上调整。市场对于疫情冲击之后政策加码稳增长有较高预期，一开始还围绕特别国债交易。但随着时间推移，市场开始调整预期，特别是在地产问题更趋严重之后。在此过程中，市场始终抱有对增量政策和经济修复的期待，但在看到一些相关信息后反而出现悲观情绪（因为当前所面临的一些困难或许比2020年还要严峻，而在疫情变化、财政政策、地产政策等方面，市场对前期一些受到关注或者广为期待的问题仍然还在期盼解决方案）。**第三，面对不断下行的经济压力，市场不断调整经济预期**。伴随多重压力和各种问题，市场在不断调整全年经济增长预期。起初关注能否达到全年5.5%的目标，后续伴随宏观数据变化，预期逐步下调。6月数据公布后市场预期一度恢复性改善，但是7月数据公布后，市场预期进一步大幅下调到3%，甚至3%以下。**第四，利率的波动体现出市场对市场利率是否向政策利率收敛的担忧**。在二季度新冠疫情冲击下，资金利率快速走低，大幅低于政策利率。从逻辑看，疫情冲击后市场有降息预期，这种偏离可以视作政策滞后，但是海外联储加息、美元指数和美债收益率快速走高，导致市场有所顾虑，特别是市场仍忌惮2020年以来利率总体围绕政策利率作中枢波动这一特征。自二季度以来，市场在较多时间内都在担心资金利率位置偏低和向政策利率收敛的可能。

综上所述，债市利率反复波动的背后主要是**五个方面：疫情、地产、财政政策、出口和外围环境**的相互交积、相互作用。疫情、地产和财政政策是内因，出口、外围环境是外因。

首先，进入10月后新冠疫情有所反弹。10月8日当天新增确诊和新增无症状病例数分别攀升至441例和1307例。相应地，全国有中、高风险地区的城市数分别上升至16个和58个。按地级市口径划分，辖区内有中高风险地区的城市GDP总和占全国GDP比重约为35%。疫情挥之不去，企业生产和居民生活仍然受

限，线下消费依然阻力重重。

其次，房地产仍处于深度调整之中。所谓内需看地产，地产困境的关键在于居民部门缺乏加杠杆的支点。刚需型房贷家庭的金融资产负债率最高。如果按家庭资产分组，虽然高资产家庭有负债的比例最高，但需要注意的是，低资产家庭一旦拥有负债，其平均负债率会远超其它分组，已经超过 100%。这意味着，刚需型、低资产家庭加杠杆的能力和意愿不足，或是负债压力已经显著高企。而地产销售的主力客群恰是此类家庭，再加上新冠疫情对其经济状况的冲击，该群体整体购房需求已被显著削弱。当前住户活期存款占比处于历史低位，与此同时，消费者信心指数今年以来整体呈下降趋势，从 1 月的 121.5 下降至 8 月的 87.0，位于该指数自 1991 年编制以来的历史低水平，说明出于对未来经济的担忧，居民部门有强烈的预防性储蓄倾向，不愿意过多消费（见图 4）。

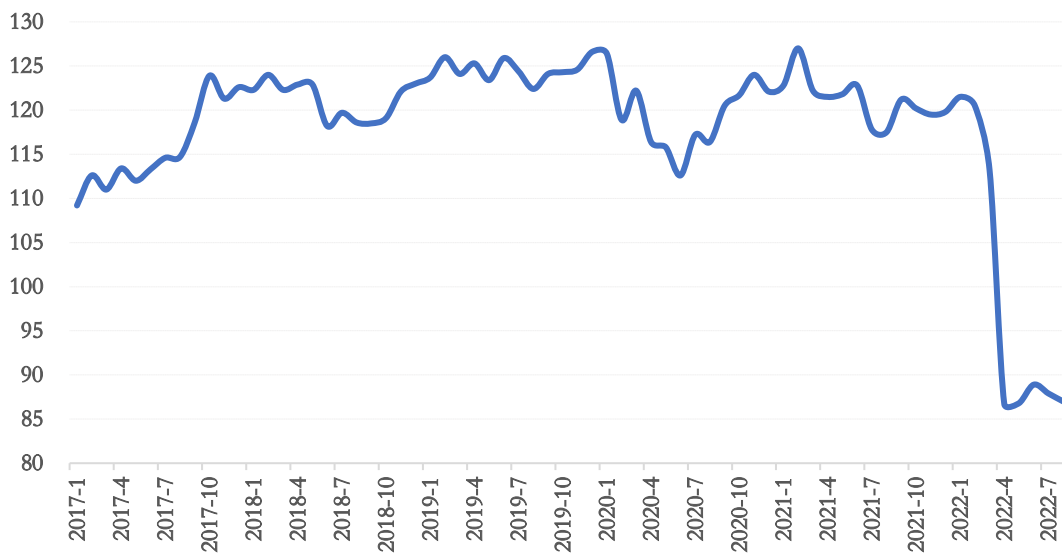


图 4 我国月度消费者信心指数

数据来源：Wind。

疫情和地产决定了增长缺口，这个缺口要弥补，只能实施更大力度的财政补贴和刺激。但当前的困扰在于财政收支缺口巨大，且情况与 2020 年的情形完全不同，难点在于税收和土地出让收入同时收缩。参考 2020 年预算执行情况，当年的国有土地出让收入是收入端明显的拉动项，带动整体基金收入同比增长 10.6%、完成预算的 114.8%。而 2022 年的土地出让收入明显弱于 2020 年，1~9 月地方政府性基金预算中国有土地使用权出让收入 38507 亿元，低于 2020 年同期的 49360 亿元以及 2021 年同期的 53634 亿元。此外，经济修复不足和大规模

留抵退税情形下，税收收入也难言乐观，1~9月全国税收收入124365亿元，较2021年同期少收16337亿元，同比大幅下降11.6%。在此背景下，1~9月宽口径财政收支差额已达7万亿元，财政收支矛盾进一步加大（见图5）。

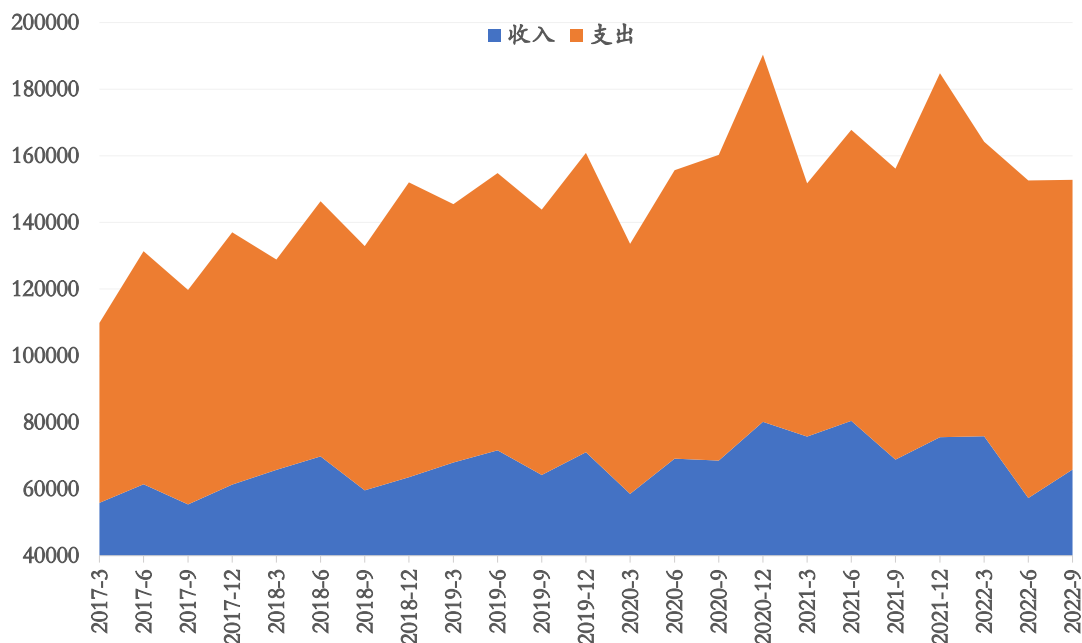


图5 我国季度宽口径财政收支情况¹ (单位: 亿元)

数据来源：财政部、Wind。

第三，我国出口仍保持良好的势头，得益于相对较低的生产成本、完整的产业链和供应链体系，近年来我国始终保有出口大国的绝对地位。特别是新冠疫情以后，占全球出口份额的比例不断上升。但一方面全球地缘政治冲突加剧、贸易摩擦加大；另一方面海外率先走出疫情影响，产业链和供应链有所修复，尤其是高通胀迫使海外货币政策加快收紧，叠加海外需求萎缩导致出口持续下滑，无疑会进一步增大经济复苏压力。

最后，汇率承受了巨大的贬值压力。人民币贬值的宏观起点是国内经济压力或者预期较弱，目前这一宏观前提并无显著改善。同时，人民币汇率总体跟随美元变化，人民币贬值压力往往因中美经济周期错位导致政策反向而上升。美元方面，美联储加息仍在继续，欧洲经济则受制于地缘政治冲突下的能源危机和碎片化风险。预计未来一段时间美元仍将延续强势，由此，人民币汇率可能会持续贬值态势。至于利差，无论是短端还是长端，中美利差都是持续倒挂的状态，市场担心这一状态会进一步加大汇率贬值和资金外流压力，从而约束货币政策行为和

¹ 宽口径财政特指全国一般公共预算与全国政府性基金预算合并计算。

空间。虽然从过往历史观察，汇率贬值和利差收窄甚至倒挂并没有限制央行宽松操作与维持资金利率宽松的能力，但不能因此而否定对央行行为节奏和力度的影响，包括未来政策进一步宽松的幅度和节奏，如资金利率的下限位置等。

二、我国债券市场发展分析

（一）债券市场发行、存量及交易

2022 年三季度债券发行总量同比小幅下降，全市场净融资规模同比大幅收缩，创 2018 年二季度以来新低。三季度，债券市场发行各类债券共 11639 只，同比少发 2165 只；发行金额合计 15.33 万亿元，同比小幅下降 3.14%；全市场总偿还量 13.45 万亿元，同比大增 17.73%，环比增长 7.19%，创历史新高，整体偿还压力较大。受发行量减少及偿还压力增加影响，本季度全市场净融资额 1.88 万亿元，同比大幅下降 57.31%，创 2018 年二季度以来新低，拖累社融整体增速（见图 6）。分月来看，7~8 月全市场总发行量有所萎缩，净融资规模大幅收缩明显，同比大幅下降 97.30%、76.49%；而 9 月经济小幅复苏，多部门出台措施推进“保交楼、稳民生”工作以及受监管机构季末指标考核影响，同业存单发行放量，全市场总发行量有所反弹，全市场净融资额同比小幅增长 3.06%。

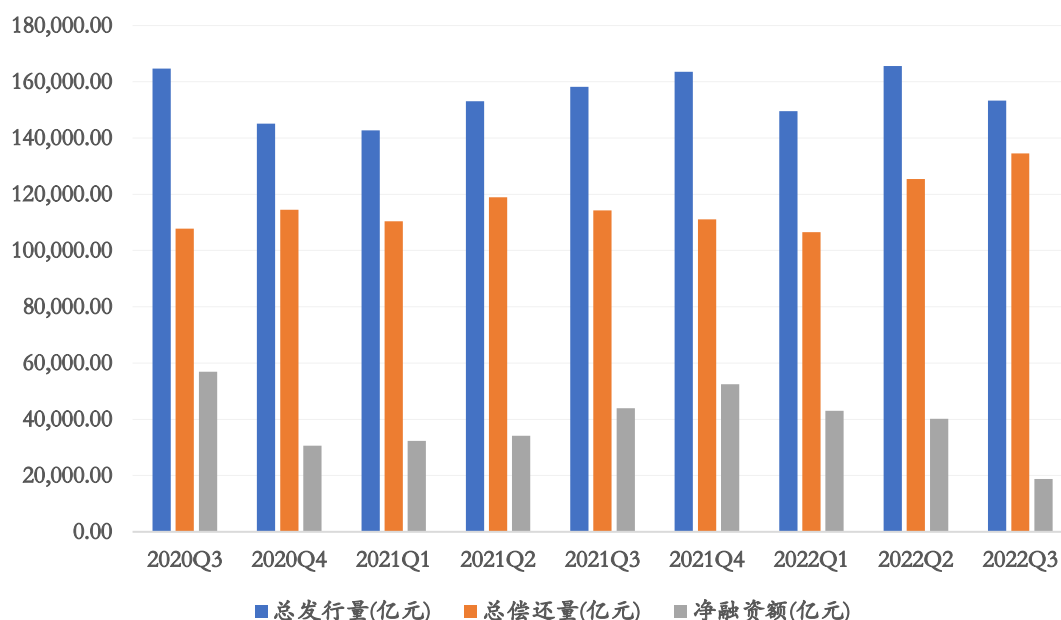


图 6 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（单位：亿元）

数据来源：Wind。

2022 年三季度各券种发行增速分化，国债发行有所放量，地方政府债发行明显缩量，资产支持证券连续四个季度同比大幅下降（见图 7）。从各券种发行同比增速看，国债发行同比增速最快，三季度国债登记发行 3.03 万亿元，同比增长 60.58%。国债发行放量主要是因为 2022 年以来经济下行压力增强，“稳增长”政策要求带动财政支出增大，与此同时，大规模留抵退税政策及房地产行业基本面下行引发的土地出让收入下降造成财政收入减少，通过国债筹资强化财政资金保障的需求上升。其次，其他类型债券、金融债分别同比增长 19.33%、8.39%，商业银行二级资本债发行提速拉升金融债同比增速。而地方政府债、资产支持证券、非金融企业债、同业存单的增速则表现为同比下降。其主要原因在于，2022 年上半年，“稳增长”政策发力，地方政府债发行节奏明显前置。到 6 月末，中央下达的 2022 年新增专项债额度基本发行完毕，三季度地方政府债发行量明显萎缩，同比大幅下降 51.71%；8 月央行降息，整个三季度市场的流动性都较为充裕，银行补充负债的压力相对减弱，同业存单发行量同比稍降 3.81%；主要受疫情反复影响及市场预期悲观影响，消费需求疲软，非金融企业扩大投资与融资意愿有所减弱，非金融企业债同比小幅下降 4.76%；而资产支持证券整体发行表现较差，同比大幅下降 39.14%，且连续四个季度表现为同比下降。其中，交易商协会 ABN、银保监会主管 ABS、证监会主管 ABS 发行量均同比大幅下降，分别为 47.49%、56.42%、29.61%，主要是受经济下行叠加新冠疫情影响导致居民风险偏好下降、消费复苏偏弱、企业端融资需求减弱以及房地产下行带来的连锁反应。

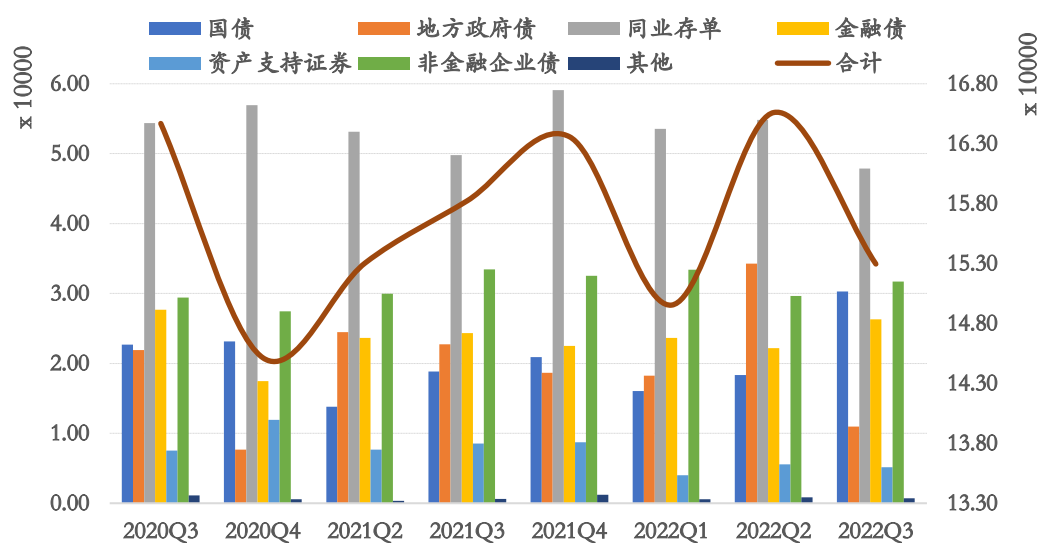


图 7 我国债券市场发行规模及结构 (单位: 亿元)

数据来源: Wind。

2022年三季度债券市场存量规模同比增长12.21%，各存量券种结构整体保持稳定。截至2022年9月末，全国债券市场存量余额140.26万亿元，同比增长12.21%，呈稳步增长趋势，增幅较上年同期的12.62%相比基本持平。但受净融资规模收缩影响，环比仅小幅增长1.41%。

从存量结构看，地方政府债、金融债、非金融企业债、国债为存量余额前四的主要券种，季末余额分别为34.53万亿元、33.01万亿元、27.30万亿元、24.62万亿元，占全市场比重分别为24.62%、23.53%、19.47%、17.55%，四大券种占比合计达85.17%。2022年三季度地方政府债、同业存单的余额占比较去年同期数据相比，分别上升了1.65、0.21个百分点；而资产支持证券、非金融企业债、金融债、国债、其他类型债券的余额占比均出现不同程度的下降，其中，资产支持证券余额占比下降最多，下降了0.77个百分点；其次为非金融企业债，下降了0.63个百分点（见图8）。

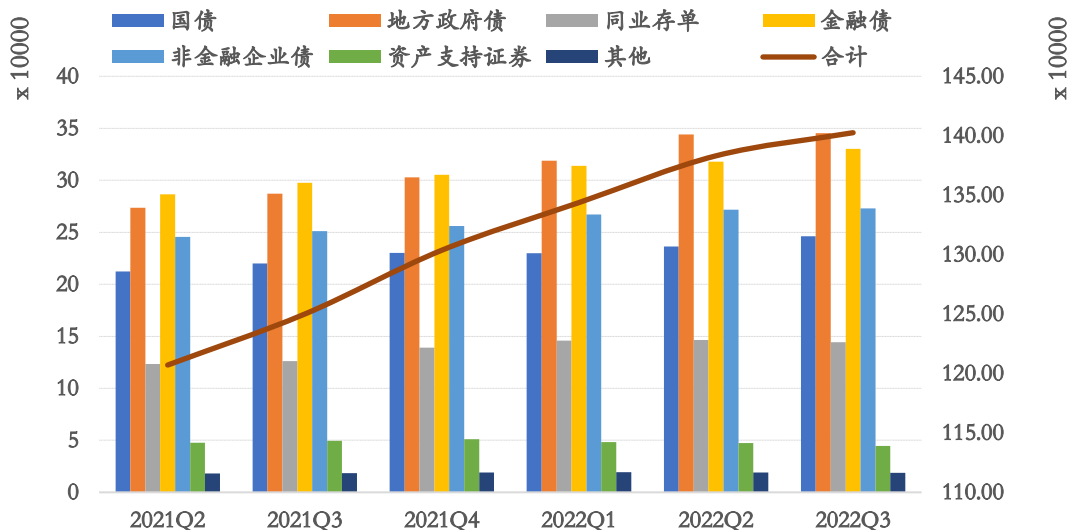


图8 我国债券市场存量规模及结构（单位：亿元）

数据来源：Wind。

2022年三季度交易规模稳步增长，交易持续活跃。银行间和交易所市场债券结算量为364.22万亿元，同比大幅增长20.41%，环比增长13.78%。其中，现券结算量81.64万亿元，交易占比22.42%，同比增长29.17%；回购结算量255.42万亿元，整体占比70.13%，同比增长17.76%；同业拆借结算量27.15万亿元，整体占比7.45%，同比增长21.28%。三季度现券交易较活跃主要是因为2022年以来，新发行债券利率整体呈下行趋势，加之经济复苏态势偏弱、市场流动性较充裕，市场机构看多债市，更倾向于在二级市场交易以赚取价差收益。

2022年三季度现券交易中，金融债成交最为活跃，成交量达到34.99万亿元，同比增长26.83%，占总成交量的比重为42.86%。国债的交易活跃度仅次于金融债，三季度国债的现券结算额为16.91万亿元，整体占比20.71%，同比增长57.85%；同业存单的现券结算额为14.45万亿元，整体占比17.70%，同比增长37.51%；非金融企业债的现券结算额为12.44万亿元，整体占比15.23%，同比增长5.96%。由于地方政府债偏配置盘的属性，三季度地方政府债现券结算额仅为2.48万亿元，整体占比3.04%，虽交易量同比增长13.44%，但与其第一大存量债券的体量相比，整体交易表现活跃度不高、流动性较差；资产支持证券现券结算额为0.26万亿元，整体占比0.32%，同比大幅下降23.60%；其他债券现券结算额合计0.11万亿元，整体占比0.14%，同比下降13.34%（见图9）。

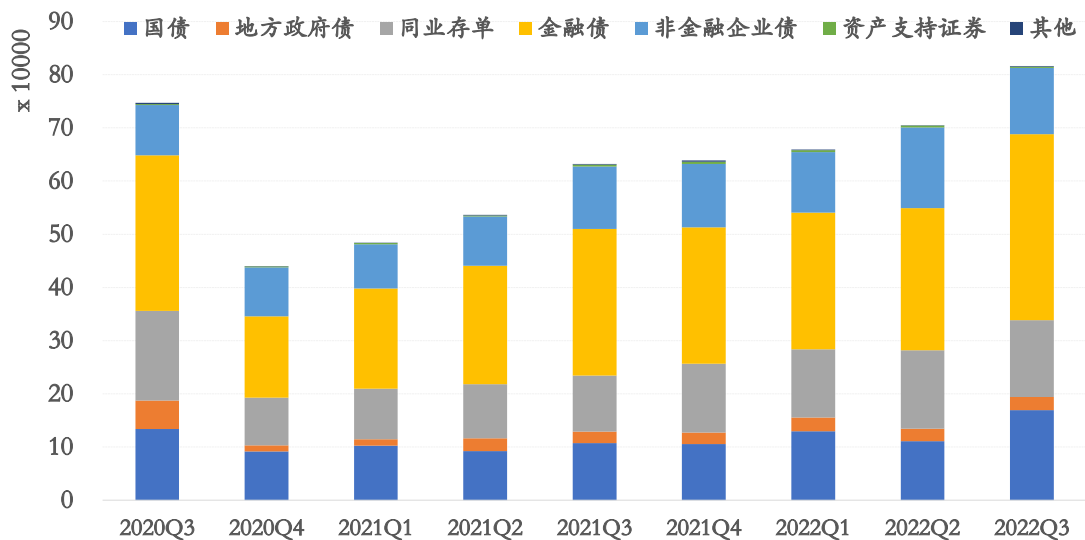


图9 我国债券市场现券交易规模及结构（单位：亿元）

数据来源：Wind。

（二）债券市场违约情况

2022年三季度国内债券市场违约情况较去年同期大幅减少，信用违约风险有所收敛。2022年以来，虽经济下行压力增强，但得益于“稳增长”政策靠前发力，货币政策宽松带动信用环境明显改善，企业融资成本明显下降。与此同时，大规模留抵退税政策有效缓解了企业资金压力，债市违约风险有所收敛，违约规模呈逐季回落趋势。2022年三季度违约债券13只，违约债券规模合计94.48亿元，涉及10家发行主体。与去年同期相比，违约债券数、违约规模、违约主体数均大幅下降，分别为-73.47%、-83.56%、-56.52%；与2022年二季度相比，违

约债券数、违约规模、违约主体数均出现不同幅度下降，分别为-58.06%、-47.20%、-16.67%，违约规模连续四个季度下降，整体违约风险改善明显（见图10）。

2022年三季度国内债市新增首次违约主体由二季度的4家减少至2家，分别为广西万通房地产有限公司、声赫（深圳）商业保理有限公司，其在Wind所属行业为房地产经营公司、特殊金融服务；涉券规模由二季度的35.42亿元减少至14.38亿元。

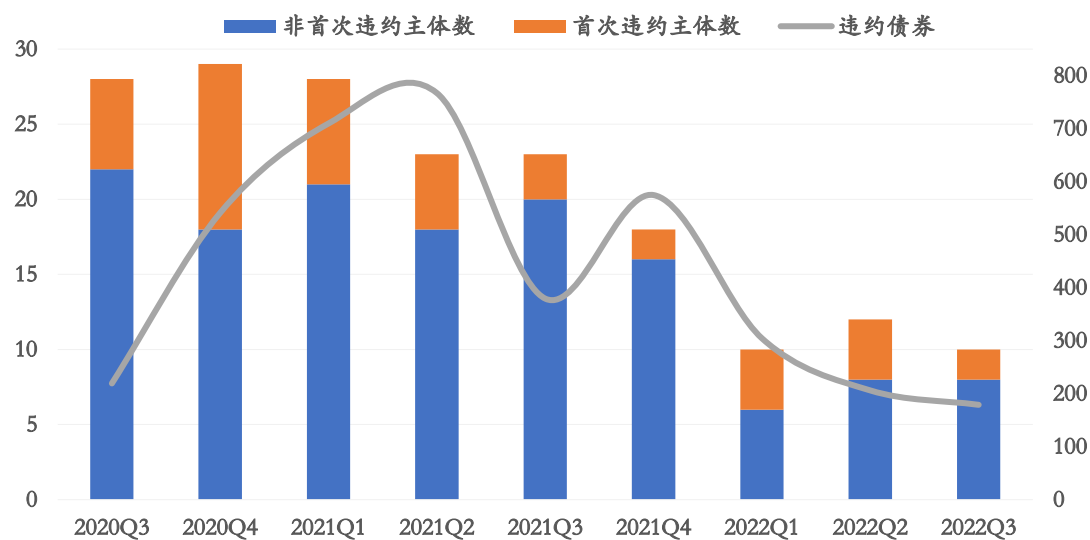


图10 我国债券市场违约企业数量及违约金额规模 (单位: 个、亿元)

数据来源: Wind。

房地产行业违约风险仍需警惕。2022年7月，部分地区烂尾楼及“集体断供”风波发酵。7月28日，中央政治局会议首提“保交楼”。三季度以来，中央及各部门层层推进，不断释放房地产行业利好政策，稳定市场预期（见表1）。

表1 保交楼政策梳理

| 日期 | 主体 | 事件 |
|-------|------------|--|
| 7月14日 | 银保监会 | 引导金融机构市场化参与风险处置，加强与其他部门工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。 |
| 7月28日 | 中央政治局 | 要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。 |
| 8月20日 | 住建部、财政部、央行 | 针对各地保交楼的资金压力，以政策性银行专项借款的方式，支持有需要的城市推进已售逾期难交付的住宅项目建设交付。 |
| 8月31日 | 国常会 | 支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。 |
| 9月22日 | 国家开发银行 | 国家开发银行向沈阳支付全国首笔“保交楼”专项借款。 |

| | | |
|-------|------------|--|
| 10月8日 | 央行、三大政策性银行 | 央行发布《2022年9月抵押补充贷款开展情况》，表示9月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）1082亿元。 |
| 7~9月 | 各地方政府、国企 | 郑州地产集团有限公司与河南资产联合设立郑州市地产纾困基金；郑州市“保交楼”专项行动；华融与阳光集团签署《纾困重组框架协议》等。 |

数据来源：新华社、笔者整理。

尽管房地产行业基本面未见明显好转，房企再融资困境依然严峻，但伴随着保交楼、PSL等系列政策落实，国内债市新增首次违约房企数量、违约规模均有明显改善。与国内债市不同的是，房企中资美元债的违约形势依然严峻，前三季度累计新增首次中资美元债违约主体34家，其中房企30家；2022年三季度合计新增首次中资美元债违约主体9家，其中房企8家。2022年以来，美联储多次连续加息，美元指数不断走强，美债收益率快速上行，人民币贬值压力加剧，美元债还本付息以及再融资成本被大幅抬升。这对已经深陷流动性泥沼的中资美元债房企而言，无疑是雪上加霜、火上添油。房企再融资受限，“保交楼”政策下政府加强预售资金监管，叠加销售下滑与回款放缓，短期内房企流动性压力仍然较大，房地产行业风险仍然较高。

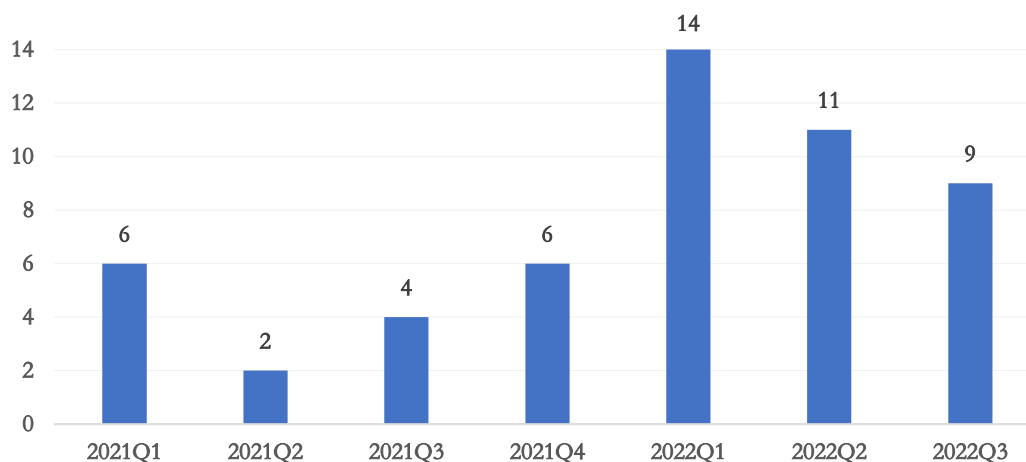


图 11 中资美元债新增首次违约主体（单位：个）

数据来源：Wind。

（三）债券市场改革

完善证券执法司法体制机制，持续“零容忍”打击证券违法活动。为认真贯彻落实中共中央办公厅、国务院《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，依法从严打击资本市场违法犯罪活动，优化证券执法体制机制，推动资本市场高质

量发展。7月25日，最高法发布《关于为加快建设全国统一大市场提供司法服务和保障的意见》，提出要支持发展统一的资本市场，依法严惩操纵市场、内幕交易、非法集资、贷款诈骗、洗钱等金融领域犯罪，依法妥善处理各类金融纠纷，完善新型纠纷审理规则，助力防范化解金融风险，服务保障金融业创新发展，促进金融市场健康发展。9月9日，最高法、最高检、公安部、证监会联合发布《关于印发依法从严打击证券犯罪典型案例的通知》，通过发布5件证券犯罪典型案例以案释法，警示上市公司董监高、证券机构及中介机构从业人员要依法依规从业、履职。对违法犯罪行为，执法司法机关将坚决依法从严惩处，为建设良好资本市场生态提供保障。9月16日，最高检、证监会签署《关于建立健全资本市场行政执法与检察履职衔接协作机制的意见》，表示要加强“行刑衔接”，常态化做实行政执法与刑事司法双向衔接机制，提升资本市场执法司法协作质效。

切实防控资本市场风险，健全债券违约及风险处置机制。6月28日，上清所发布《银行间市场清算所股份有限公司债券违约及风险处置操作指引（2022年修订版）》，进一步完善违约债券登记托管、清算结算及付息兑付服务，健全债券违约及风险处置机制。7月21日，发改委召开全国企业债券本息兑付风险排查和存续期监管工作视频会议，要求持续完善和发展企业债券风险防范“早识别、早预警、早发现、早应对、早处置”工作机制，切实防范化解风险隐患。7月29日，财政部通报八起融资平台违规融资新增地方政府隐性债务问责典型案例，严肃查处违法违规举债行为，对融资平台公司等参与地方政府违法违规举债的相关单位和责任人员予以严肃问责，坚决遏制新增隐形债务风险。9月10日，证监会发布《中共中国证监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》，表示将健全资本市场风险预防预警处置问责制度体系，完善覆盖资本市场各领域、各环节的风险防范化解制度机制，提高预见能力、应对能力、处置能力；主动加强跨境、跨市场、跨领域的监管协同，发挥各方合力，积极稳妥化解债券违约、“伪私募”等风险，深入推进“伪金交所”整治工作，消除监管真空。9月13日，银保监会发布《中共中国银保监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》指出，要有序推进高风险中小金融机构风险处置，加强对派出机构的监督指导，推动常态化风险处置机制建设，加快形成“严紧硬”的监管氛围，毫不松懈防范化解金融风险。

多项细则落地，推动债券市场高质量发展。7月11日，交易商协会建立银行间债券市场交易行为信息档案，收集市场参与者交易和结算行为相关信息，同时发布《银行间债券市场交易行为信息档案实施指南（试行）》，有助于丰富市场服务手段，提升交易效率，营造良好的债券交易环境。7月15日，深交所修订发布《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第1号——确认程序》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第5号——非公开发行公司债券挂牌条件确认程序》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第4号——公开发行公司债券审核程序》，以进一步规范资产支持证券挂牌条件确认工作，规范公开发行公司债券发行上市审核工作，提升审核透明度。7月15日，上交所发布《上海证券交易所信用保护工具交易业务指引（2022年修订）》，在前期信用保护合约试点基础上，开展组合型信用保护合约（以下简称CDX）业务试点。7月29日沪深两市交易所正式发布《可转换公司债券交易实施细则》《上市公司自律监管指引——可转换公司债券》，规范可转换公司债券上市与挂牌、转股、赎回、回售、信息披露等相关业务，防范可转债交易风险，维护证券市场秩序，保护投资者合法权益。8月5日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露文件示范文本（2022版）》，旨在提升披露信息的规范性与可读性。

深化“放管服”改革，简政放权提升监管质效。9月2日，银保监会印发《中国银保监会关于修改部分行政许可规章的决定》，指出将缩减银行高管人员任职资格核准范围，取消部分部门负责人任职资格核准，改为报告制；优化银行发行债券审批的范围和机制，取消募集发行非资本类债券的行政许可，改为应在非资本类债券募集发行后10日内向银保监会或所在地省级派出机构报告；明确资本类债券储架发行机制，相关机构可在批准额度内，自主决定具体工具品种、发行时间、批次和规模，机构应于批准后的24个月内完成发行。此举有利于持续推进简政放权，优化银行业市场准入工作程序，构建内外一致的市场准入规则体系，提升监管质效。

（四）债券市场对外开放

债券市场高水平双向开放稳步推进。作为全球第二大债券市场，我国债券市场有序接入全球市场，有助于优化资本要素全球配置，2022年三季度债券市场

落地多项举措继续推进“引进来”和“走出去”的高水平双向开放。一是**拓宽境外资金参与债券市场渠道**。6月28日、29日，沪深两市交易所分别联合中国结算发布《境外机构投资者债券交易及登记结算业务实施细则》，进一步明确境外机构投资者参与交易所债券市场的托管、开户、交易、登记、结算、信息报送等事项，为境外机构投资者营造便捷、高效的投资环境。二是**持续优化境外机构投资机制，提升市场效率**。7月1日，外汇交易中心发布公告指出，要推出境外机构跨境认购服务，包括与债券通公司合作推出面向境外投资者和境内承销商的银行间债券跨境认购业务；优化收盘价交易机制（拟于7月初将收盘价交易的成交单更新时间提前至17:30左右，并于8月将收盘价交易机制扩展到国际付费模式）；完善汇兑机制安排（经向交易中心备案后，境外机构可选择多家银行办理资金汇兑和外汇风险对冲业务，支持境外投资者通过主经纪业务模式、代理模式、交易分账进入银行间外汇市场管理汇率风险）；外汇交易中心与港交所合资的债券通公司于7月11日下调服务费，降费幅度达到25%。三是**继续完善内地与香港两地金融市场互联互通机制**。7月4日，央行、中国香港证监会、中国香港金管局联合公告将开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（简称“互换通”），将于公告发布之日起6个月后正式启动。“互换通”以两个金融市场基础设施连接方式，允许境外投资者通过境内外电子交易平台、中央对手方清算机构的互联参与境内人民币利率互换市场，初期先开通“北向通”，未来将适时研究扩展至“南向通”。“互换通”的开通有利于境外投资者管理利率风险，减少利率波动对其持有债券价值的影响，平缓资金跨境流动；有利于推动境内利率衍生品市场发展。8月12日，经国务院同意，中国证监会、中国香港证监会批准上交所、深交所、港交所、中国结算和中国香港结算开展沪深港通交易日历优化工作。本次交易日历优化后，预计可将目前无法交易的天数减少约一半，更好地保障投资者交易连续性。

境外机构连续8个月减持人民币债券，2022年以来已累计减持6700亿元。截至2022年9月末，境外机构持有银行间市场债券3.40万亿元，约占银行间债券市场总托管量的2.7%。分月来看，2022年境外机构的减持力度整体呈逐月有所下降后又有所反弹的趋势，从最高每月减持1100亿元降至8月的300亿元后又反弹至9月的800亿元。分结构来看，境外机构的主要托管券种是国债，托管

量为 2.29 万亿元，占比 67.2%；其次是政策性金融债，托管量为 0.79 万亿元，占比 23.2%。相比国债而言，政策性金融债被减持的力度更大。

导致本轮人民币债券被减持的主要因素有二：一是美元指数不断走高，人民币贬值压力加剧。截至 2022 年 9 月末，美联储年内已加息 5 次，累计加息 300 个基点，其中于 7 月 28 日、9 月 22 日分别加息 75 个基点，连续大幅加息带动美元指数持续走强，于 9 月 28 日站上 114.79 的高位，创下 20 年来新高。与此同时，9 月 28 日，人民币对美元汇率跌破 7.2 关口，盘中触及 7.2458%，人民币贬值压力加剧。二是中美利差倒挂缺口持续扩大。中美货币政策分化导致中美利差倒挂缺口在 2022 年三季度持续走阔，美联储连续大幅度加息带动 10 年期美债收益率快速上行，于 9 月 27 日触及 3.97% 的高位，中美利差倒挂缺口也进一步下探至 -1.2649%，这无疑增大了资本外流压力。

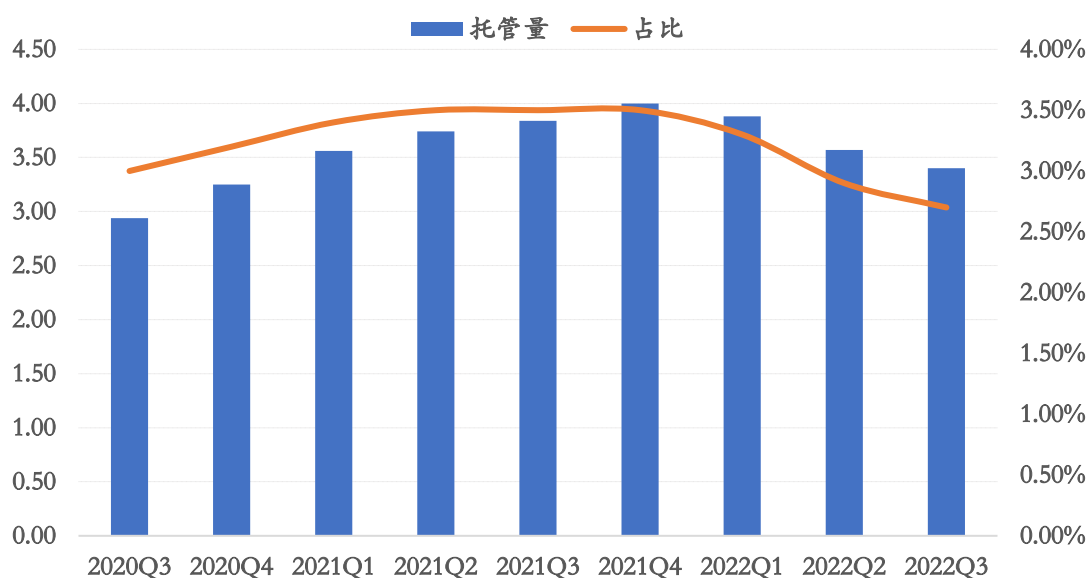


图 12 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（单位：万亿元）

数据来源：中国人民银行上海总部。

美欧主要发达经济体通胀“高烧不退”，美联储前瞻性指引整体偏“鹰”，但从近期出台的外汇存款准备金下调、远期售汇风险准备金上调、逆周期因子调升中间价及外汇掉期管理外币流动性等政策看，抑制人民币单边贬值信号明显。当前，货币当局保持人民币汇率稳定的手段丰富，存在一定的政策空间，人民币后续贬值空间有望收窄。随着市场对一些短期因素的消化和预期的释放，境外机构对中国债券投资有望回归稳态，长期价值投资仍然是主要的考虑因素。

三、展望

回顾 2022 年三季度，受到新冠疫情反复和高温限电等不利因素冲击，加之地产风波扰动，市场对经济的预期走弱，货币宽松政策延续。展望四季度债券市场，我们判断：

首先，从国内外情况来看，基本面环境利空债市，四季度预计延续震荡。海外层面，美联储“鹰派”加息预期不减，中美利差倒挂、美元走强影响下人民币贬值依旧面临压力，制约宽松货币政策空间。总体而言，长债利率缺乏进一步大幅下行动力。在当前的利率点位上，债市对利空反应或更迟缓、对利多反应或更敏感，长债利率或难摆脱区间震荡格局。尽管基本面对于债市的利多较少，但四季度长债利率趋势性上行的可能性也不高。国内疫情仍处于散点多发的态势，预计疫情对于经济修复的扰动会持续一段时间，因此经济修复节奏很难超越潜在增速。此外，居民端信心不足，融资需求恢复缓慢，宽信用难以一蹴而就，进而资金需求端将持续偏弱。尽管央行存在收紧流动性供给的政策空间，但在居民端杠杆意愿修复前预计供需错配的局面难以改善，资金面并不会快速收紧。由此可见，在缺乏强烈利空催化的环境下，四季度债市可能较难摆脱震荡为主的格局。

融资需求减弱和经济的不确定性预计限制利率上行空间。从社融增长来看，2022 年上半年社融增长对政府债券的依赖较重，1~7 月地方政府专项债达到 5.05 万亿元，较去年同期多增 2.4 万亿元。后续政府债券发行减少，而企业预期较弱，居民资产负债表修复，信用扩张意愿不强。央行二季度问卷调查显示，贷款需求指数下跌至 56.6%，接近 2016 年低位水平，后续社融增速有一定下行压力。从基本面来看，后续面临内外需的双重压力。内需方面，地产周期、库存周期双双下行，同时疫情多地散发也带来扰动，将对内需形成拖累。外需方面，8 月出口增速已经开始回落，发达经济体景气度也持续下滑，后续外需下行的趋势也比较确定。在经济修复不稳定的背景下，青年团体失业率持续攀升，16~24 岁青年团体失业率上升至 19.9%。

结构性通胀压力和稳增长政策的落实，将限制利率大幅下行的空间。从基本面来看，稳增长的预期持续存在，将对债市形成一定压制。2022 年二季度以来，多项稳增长政策陆续落实，效果初现。基建一直保持较高增速，地产方面压实地方政府责任，促进“保交楼”，限购政策也在放松，预计后续销售有所回暖。汽

车方面呈现产销两旺的局面，2022 年下半年以来，乘用车销售同比增速保持在较高水平。除此之外，四季度通胀也有结构性上行压力。一方面，猪肉上行周期开启，但由于国家对存栏母猪最低量的控制，本轮价格涨幅或低于 2019 年。另一方面，国际地缘政治冲突下，粮食价格持续上涨，能源价格不确定性较强，国内物流成本三季度以来已经出现较大幅度抬升。对货币政策而言，目前通胀的影响有限，但需保持关注。

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。