



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 4 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。

流动性宽松，债牛行情延续

摘要

2024 年一季度，美联储和欧央行选择按兵不动，维持当前利率水平，日本退出收益率曲线控制及负利率政策。美国通胀连续超预期回升，新增非农就业也大超市场预期，预计二季度开启降息路将大大延迟；欧元区通胀回落但始终难逃弱复苏梦魇；日本通胀仍在一定区间内波动运行，内需驱动通胀有所提升但弱于能源、食品等外部因素主导。

一季度我国经济延续恢复态势，PMI 时隔 5 个月重回扩张区间，一季度 GDP 同比增速 5.3% 超市场预期，出口实现较好增长，同时大规模设备更新与以旧换新消费持续发力，固定资产投资有所回升。在平衡全年信贷投放等指导下，一季度社融等较 2023 年同期有所下滑，但较历年仍处于较高区位。其中，居民中长期贷款需求仍旧疲软，M1 增速回落显示企业存款活化未见明显改善，春节后通胀回落，也未见明显趋势性支撑或仍将低位运行。中国人民银行降准、降息、不对称调整 LPR，扩大让利实体经济空间。

债券市场发行量继续环比下降，净融资规模有明显下降，地方政府债发行量有所收缩，同业存单发行量再创历史新高，现券交易结算量继续延续增长势头。国债市场成交量和成交金额均有明显提升，平均成交天数保持稳定，平均换手率大幅提升，债券违约仍以房地产行业为主。

证监会连发四文，旨在提高上市公司质量、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管，防范金融风险的发生；国家金融监督管理总局将推进中小金融机构改革化险设为年度重点任务目标，强化信用风险管理，加大不良资产处置力度，加快推进城市房地产融资协调机制落地见效。

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	13
(一) 债券市场发行、存量及交易.....	13
(二) 国债二级市场流动性.....	17
(三) 债券市场违约情况	18
(四) 债券市场改革及法制建设.....	20
(五) 债券市场对外开放	22
三、展望.....	22

一、主要国家货币政策及利率走势

2024 年一季度美欧等发达经济体选择继续暂停利率调整，维持限制性利率水平不变。日本 3 月大幅调整货币政策，退出负利率政策，停止 YCC（收益率曲线控制），但操作仍然相对谨慎，转向与力度已被市场预期。瑞士 3 月超市场预期开启降息政策，但发达经济体整体降息潮或仍需等待 6 月及以后。中国央行一季度降准又降息，经济景气度回升，债市利率整体下行，延续债牛行情。

（一）主要经济体的货币政策及利率

美国通胀超预期回升，欧元区英国显著回落。2024 年 3 月美国 CPI 同比增速有所反弹，较前值增 0.3%至 3.5%，核心通胀与前值 3.8%持平，连续第三个月超出市场预期且持续回升。欧元区 3 月 HICP（调和 CPI）为 2.4%。较 2 月下降 0.2%，较 2023 年四季度末下降 0.5%，欧元区 3 月核心 HICP 也在高通胀后首次回归 3.0%以下，录得 2.9%，稳步下降。英国 3 月 CPI 为 3.2%，保持稳步下落态势，3 月 CPI 也是英国时隔 23 个月后首度低于美国，英国 3 月核心 CPI 为 4.2%，仍高于美国。日本 3 月东京都地区 CPI 同比为 2.6%，整体维持波动趋势，2022 年以来日本通胀水平提升主要由外部因素主导，更多来源于食品及能源方面的驱动，通胀内生动能有限，暂未形成趋势性支撑。

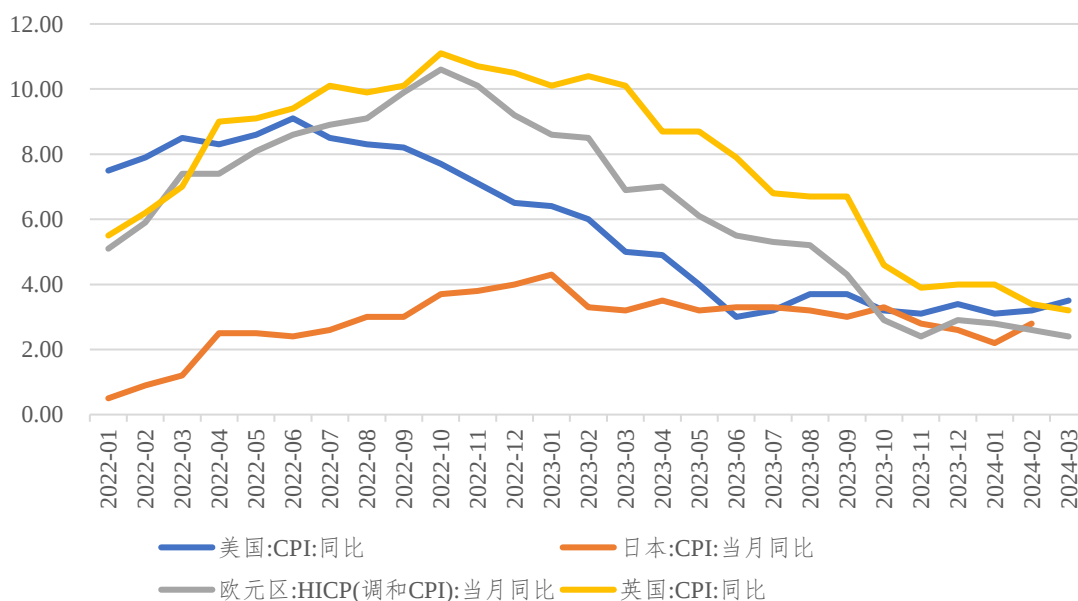


图 1 主要发达经济体通胀水平（%）

数据来源：Wind。

美欧按兵不动，日本央行退出负利率。2024 年一季度，美联储两次议息会议均如市场预期选择维持当前利率水平不变，缩表上限维持每月 950 亿美元(600 亿美元国债+350 亿美元 MBS)。自 2023 年 7 月最后一次加息后，联邦基金利率目标区间至今一直稳定在 5.25~5.50%的水平。1 月议息会议纪要显示，美联储总体认为政策利率已经见顶，但对降息操作持审慎态度，缩表与降息仍需等待通胀等数据验证，鲍威尔也在记者会上强调 3 月降息并非基准情形。3 月议息会议仍选择维持利率水平不变，利率点阵图与 12 月点阵图利率中值一致，但认为应降息三次或以上的人数减少至 10 人，多数官员仍预计年内将降息三次。美联储声明与经济预测概要（简称 SEP）较 12 月 SEP 上修经济增长预测，2024、2025、2026 年 GDP 增速分别调升 0.7%、0.2%、0.1%至 2.1%、2.0%、2.0%；预测 2024 年失业率为 4.0%，较 12 月预测降低 0.1%；预测核心 PCE 也有所调升，2024 年核心 PCE 预测至 2.6%，较 12 月预测上升 0.2%，同时，长期名义中性利率预测也升至 2.6%。3 月议息会议后，鲍威尔重申相机抉择政策原则，也表示未来相当迅速地 QT Taper（量化紧缩放缓）将是适宜的，整体上看，在经济增长预测、通胀预测调升的情况下，美联储仍维持年内降息三次的预期，态度偏“鸽”。

3 月，美国新增非农就业人数录得 30.3 万人，大幅高于市场预期，反映了就业市场需求依旧强劲。自 2023 年 10 月降至 15 万人后，5 个月来美国新增非农就业人数大幅回升，其中服务部门新增就业 19 万人，政府部门与建筑业新增就业 7.1 万、3.9 万，与服务部门合计成为主要支撑项，3 月失业率回落 0.1%至 3.8%，有韧性的就业市场将推迟美联储的降息时间。3 月，美国通胀率为 3.5%，从边际贡献上看，能源价格回升是 2024 年以来美国通胀回升的重要推手，1~3 月美国能源 CPI 环比分别为 0.4%、2.2%及 3.1%，呈上升趋势。3 月核心 CPI 为 3.8%，也略高于市场预期，核心服务环比上升 0.5%，核心商品环比却录得负值，呈现“弱商品、强服务”的通胀局面。综合来看，当前美国通胀外部能源推动回升，内部服务仍有韧性，通胀水平回归 2.0%预计将有所延迟。在美国超预期的通胀及非农新增等数据的夹击下，美联储 6 月开启降息或将延迟，降息时点推迟至 9 月的概率大幅升高，同时考虑 QT Taper 需先公布计划后择机实施，预计也将在二季度后开始实施。

欧元区方面，欧洲央行在一季度的两次议息会议中同样选择按兵不动，主要

再融资利率、边际贷款便利及存款便利利率分别维持在 4.50%、4.75%及 4.00% 不变。两次会议均认可了通胀控制取得的进展，但在 3 月会议中认为工资增速偏高，受工资驱动的内部通胀仍未回落，自 2023 年 10 月份欧元区 HICP 首度低于 3.0%后，欧元区 HICP 已逐渐向 2.0%目标靠拢。3 月议息会议中，欧央行再次下调了 2024 年通胀与经济增长预期，2024、2025 年通胀分别下修 0.4%、0.1%至 2.3%、2.0%，2026 年维持在 1.9%，2024 年 GDP 增速预测下修 0.2%至 0.6%，2025 年 GDP 增速预测维持 1.5%，2026 年 GDP 增速预测则有所上调。关于降息时间点，欧洲央行行长拉加德表示，此次会议没有讨论降息，4 月会议时欧洲央行能看到多一些数据，6 月会议则会更多，暗示最早将会在 6 月开启降息。进入 2024 年以来，欧元区 HICP 与核心 HICP 均稳步下降，3 月综合 PMI 自 2023 年 5 月后首次上升至 50 以上，通胀回落与弱复苏将支撑欧洲央行在 6 月议息会议中讨论是否采取行动。

英格兰银行在 2 月、3 月的议息会议中也选择继续维持当前基准利率 5.25% 不变，受益于核心商品与食品分项的回落，英国通胀在 2 月出现超预期下降，2 月 CPI 与核心 CPI 均较 1 月下降 0.6%，分别至 3.4%、4.5%，英国央行在 3 月议息会议中表示目前的通胀水平低于前期预测，劳动力市场的紧张程度也有所放缓，但降息需要更明确的通胀下行趋势。进入 2024 年后，英国经济增长有所边际改善，但通胀高于欧洲大陆国家，是否降息仍有待观察。

日本央行在 3 月议息会议中对货币政策做出了一系列重大调整：退出了实施八年的负利率政策，引导政策利率从-0.1%~0 提升 10BP 至 0~0.1%，作为新的无担保隔夜拆借利率范围；放弃 YCC（收益率曲线控制），取消对 10 年期日本国债收益率 1.0%的参考上限；停止购买日股 ETF 和房地产投资信托基金（J-REITs），但将继续进行与此前数量大致相当的国债购买，同时可在长端利率快速上升的情况下允许灵活操作，加大购买量。通胀和薪资增长或是日本此次货币政策调整的重要原因，日本通胀已自 2022 年 4 月起持续高于 2.0%目标，进入 2024 年 3 月后，日本最大工会 Rengo 宣布，下属工会在今年的工资谈判中争取到了平均 5.28%的总工资涨幅，大幅高于往年，日本央行行长植田和男也确认了薪资和物价之间的良性循环。但总体而言，此次日本央行货币政策调整对市场影响较小，由于日本央行在 2022 年底起已逐步调整 YCC，2022 年 12 月将 10 年国债利率

区间由 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.5\%$ ，2023 年 7 月又升至 $\pm 1.0\%$ ，当年 10 月又将 1%的绝对上限改为参考上限，YCC 政策早已有些“名存实亡”。同时，此次日央行货币政策操作仍相对谨慎，日本通胀未见显著上涨压力，呈波动态势，经济增长仍具有不确定性。日本央行的声明中也承认私人消费与生产出现了一定程度的疲软，后续连续大幅加息可能性较小，且市场已充分预期日本央行此次货币政策转向。在日本央行公布利率决议后，日元汇率反而有所下跌。

2024 年 3 月 21 日，瑞士央行将主要利率从 1.75%下调 25BP 至 1.50%，成为 G10（十国集团）首个开启降息周期的国家，但瑞士长期通胀压力较小，3 月通胀仅 1.0%，降息也有利于支撑其出口行业发展。相比之下，美欧等发达国家通胀较预期仍有一定距离，预计最早将于 6 月开始集中讨论利率调整。

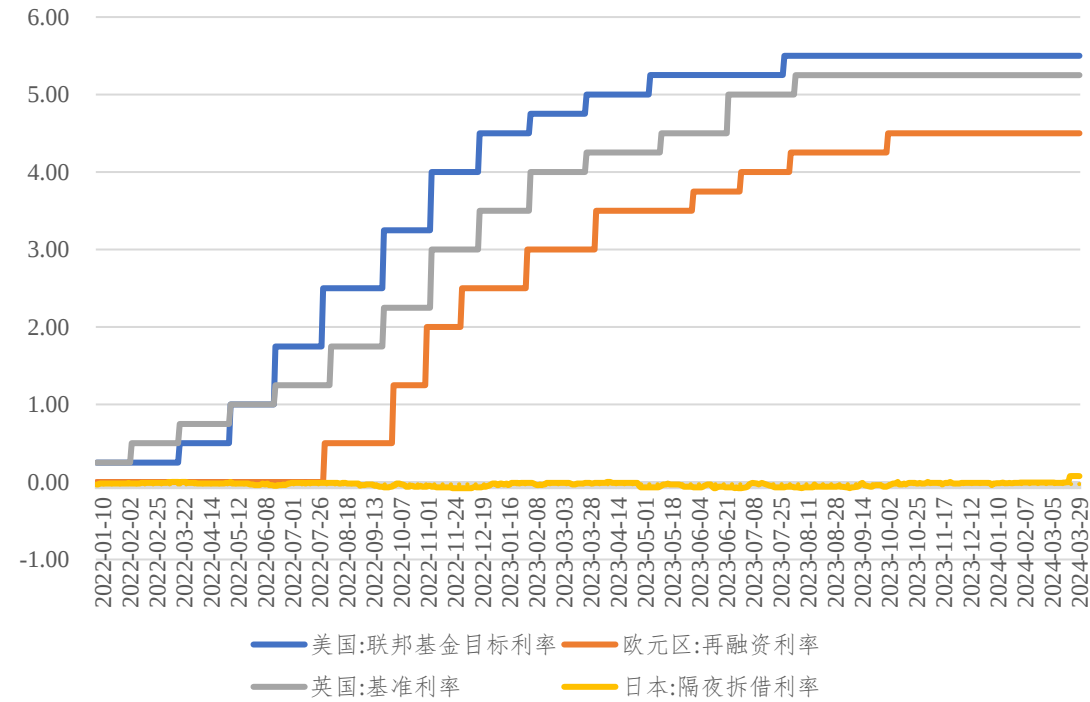


图 2 主要发达经济体政策利率 (%)

数据来源：Wind。

主要发达经济体 10 年国债收益率整体上行，美英涨幅居前。2024 年一季度，美国 10 年期国债收益率在自 2023 年 11 月下跌 2 个月 after 止跌回升，至一季度最后一个交易日，已经较季度初上涨了 25 个 BP。英国 10 年期国债涨幅季末较季初上涨 23 个 BP，欧元区 10 年期公债（3A 级）、日本 10 年期国债也分别上涨了 15、10 个 BP。

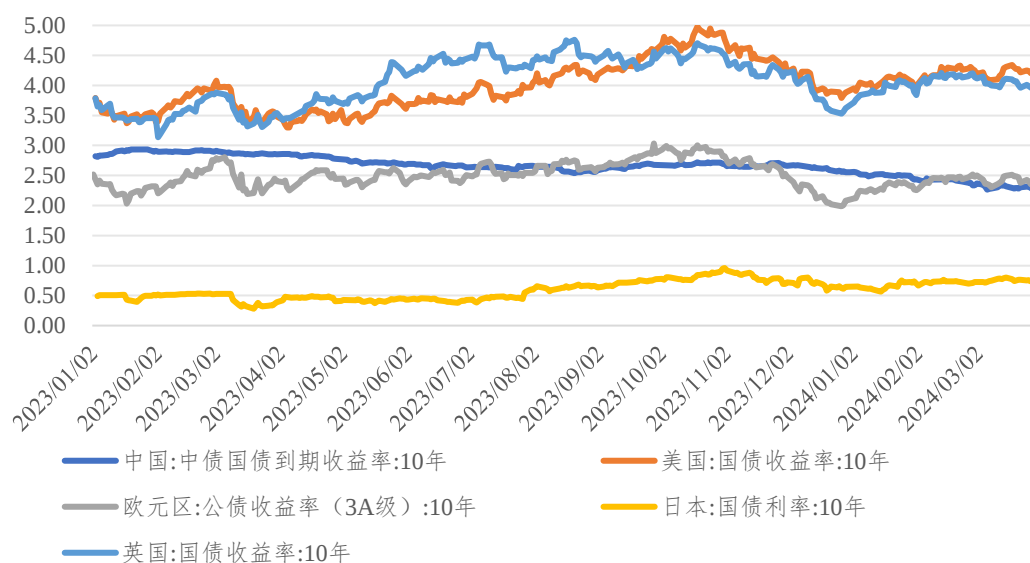


图3 主要经济体10年期国债收益率(%)

数据来源: Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

2024年一季度,中国人民银行降准又降息,实体空间让利进一步扩大。2024年政府工作报告提出,稳健的货币政策要灵活适度、精准有效,社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配,促进社会综合融资成本稳中有降。近年来,伴随着商业银行净息差持续收窄,一定程度上掣肘了社会综合融资成本的进一步下降。一方面,中国人民银行通过利率自律管理,逐步形成存款利率的市场化调整机制,部分商业银行先后多次主动下调存款挂牌利率,2023年12月部分商业银行存款挂牌利率迎来较大一轮调整。另一方面,中国人民银行也通过降准、降息等操作为商业银行提供低成本资金。2024年2月5日,下调存款准备金率0.5个百分点,预计释放流动性近万亿元,相较于此前0.25个百分点的幅度,步伐有所加快;同时,于1月25日结构性降息,将支农支小再贷款、再贴现利率由2.0%下调至1.75%,更好贯彻落实中央金融工作会议等关于“切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”要求,支持“三农”、民营、小微企业发展。2月20日,中国人民银行公布的LPR(贷款市场报价利率)超预期非对称下调,1年期维持不变为3.45%,5年期LPR下调25个BP报3.95%,降幅高于市场预期,长端利率的大幅下调,有利于支撑以房地产为代表的长久期资产。中国人民银行行长潘功胜于3月6日在全国人大二次会议经济主

题记者会上表示：中国银行业的存款准备金率平均是 7%，后续仍然有降准空间，人民银行将综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕。

流动性管理方面，2024 年一季度，市场资金价格表现较为平稳，在央行的精准调控下，DR007 略高于政策利率运行，市场资金利率仅在一季度末面临跨季需求及春节前部分时点时小幅上行。央行自 3 月 25 日起加大公开市场逆回购投放力度，3 月 25 日至 3 月 31 日这一周净投放资金 8280 亿元，有效对冲了市场对跨季资金的需求。

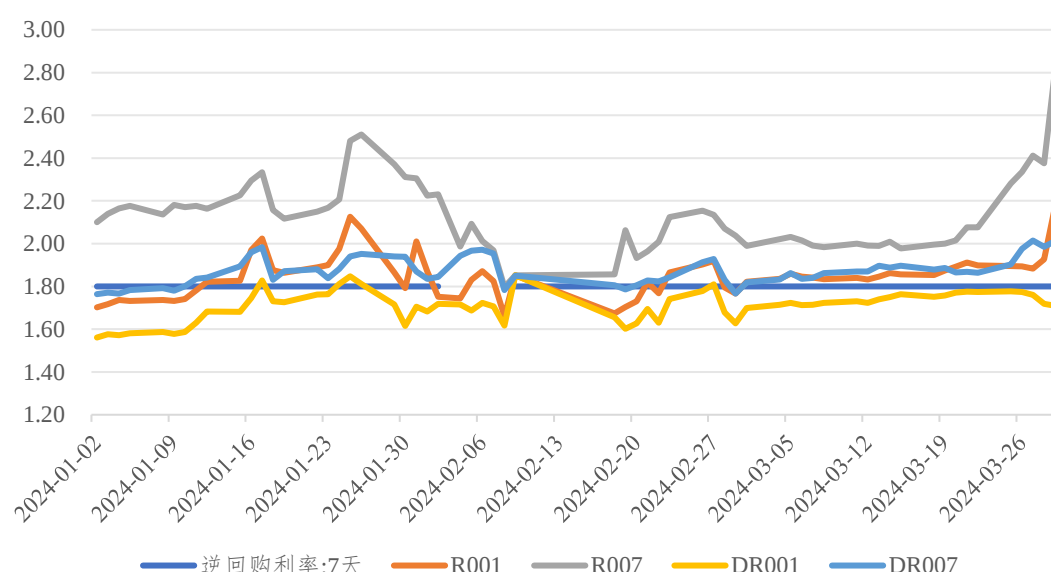


图 4 一季度市场资金价格走势（%）

数据来源：Wind。

2024 年一季度，央行资金分月投放情况如下：1 月逆回购总投放量 56240 亿元，到期量 59290 亿元，净回笼资金 3050 亿元；1 月 MLF 投放 9950 亿元，到期 7790 亿元，净投放 2160 亿元；1 月 PSL 净增 1500 亿元。2 月逆回购总投放量 31900 亿元，到期量 43230 亿元，净回笼 11130 亿元，2 月 MLF 投放 5000 亿元，到期 4990 亿元，净投放 10 亿元；2 月无 PSL 操作。3 月逆回购总投放量 9760 亿元，到期量 15270 亿元，净回笼资金 5510 亿元；3 月 MLF 投放 3870 亿元，到期量 4810 亿元，净回笼 940 亿元；3 月 PSL 净减少 322 亿元。一季度，中国人民银行公开市场操作整体净回笼资金，但 1 月及前期 MLF、PSL 超额续作叠加降准操作已释放较多中长期流动性，2~3 月 MLF 净回笼 950 亿元，2~3 月 MLF 的净回笼也侧面说明了银行体系流动性处于偏充裕的状态。

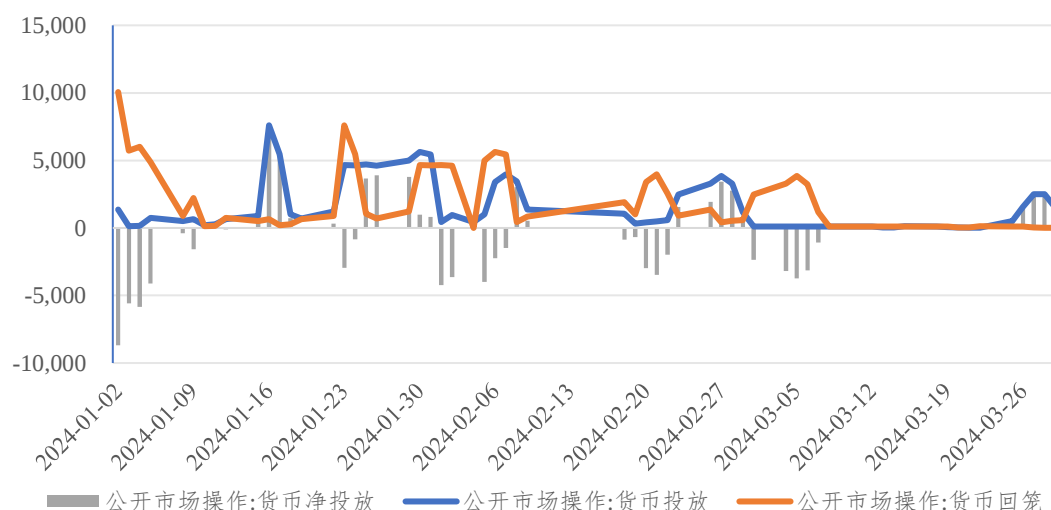


图5 一季度货币投放/回笼统计（亿元）

数据来源：Wind。

2024 年一季度债牛行情延续，债市呈现利率债“资产荒”与信用债“结构荒”。1~2 月，主要债券收益率在降准降息等因素影响下快速下行，3 月受 PMI 等经济数据超预期及季末资金扰动等多重因素影响，收益率下行动能减弱，利率债与信用债走势有所分化。2024 年一季度，10 年期国债维持持续下行趋势，一季度末 10 年期国债报 2.29%，较季度初下降 27 个 BP。发行方面，一季度政府债发行 4.02 万亿元，净融资 1.44 万亿元。其中，国债净融资 0.48 万亿元，地方政府债净融资 0.96 万亿元。整体来看，受 2023 年下半年增发超长期特别国债结转资金充裕及项目储备不足影响，一季度政府债供给小于历史同期，发行量不及计划，政府债融资压力有限，政府债尚未放量之下对银行间流动性占用并不显著，发行进度偏慢在供求上对利率形成进一步压制。信用债方面，城投严监管下信用债资产荒持续，叠加季初债市对经济“强刺激”预期的落空以及年初基金、券商等机构投资者配置压力较大，信用债收益率同样进一步下行。1~2 月主要信用债收益率快速下行，3 月起受季末资金需求及经济数据回暖等因素影响小幅上行，3 年期中短期票据收益率（AAA）季末报 2.50%，较季初下行 21BP。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）与信用债收益率走势趋同，1~2 月随着信用债到期收益率的下降有所收窄，3 月以来又随着信用债收益率的回升而回复至季度初值，震荡于 22BP~32BP 之间。3 年期 AAA 级商业银行债、城投债及企业债等一季度末多位于 2.50%

附近，一季度信用债发行有所上升，但发行利率整体下行，且结构上“高票息”的低评级、弱区域的城投债发行供给日益稀缺，“高票息”资产稀缺加剧了债市资金对部分券种的追逐。

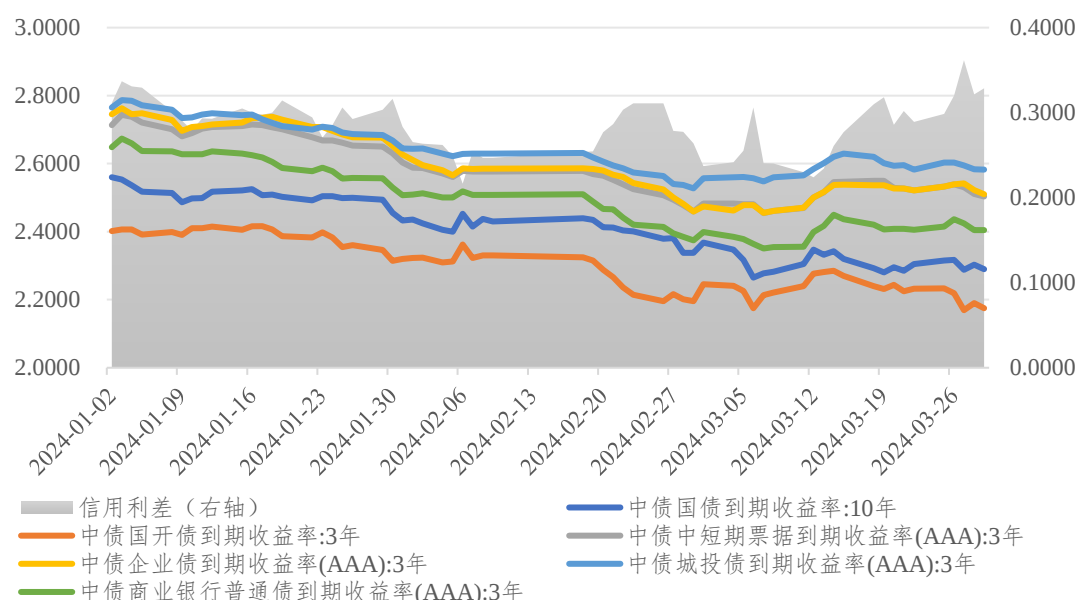


图6 主要券种到期收益率及信用利差（%）

数据来源：Wind。

3月PMI强势反弹，制造业订单强劲。3月制造业PMI为50.8%，环比回升1.7%，前值49.1%，时隔5个月重回扩张区间，2024年春节位于2月偏前，节后返乡及复工复产主要集中于2月，对3月PMI形成一定支撑。剔除春节因素外，制造业PMI的回升也反映供需有所回暖，新订单指数与新进口订单指数双双大幅回升，较前值环比分别上升4.0%、5.0%至53.0%、51.30%，回升至荣枯线以上，显示需求面有所修复。一方面，2023年8月以来，全球贸易景气度有所回升，全球制造业PMI新订单指数逐步回升，全球需求呈现温和复苏带动中国出口有所增长。中国自2023年11月起，出口金额同比转负为正，呈上升趋势，1月、2月出口金额当月同比分别为8.2%及5.6%，3月出口金额同比虽转负至-7.5%，但主要由于春节异位下高基数及外贸出口复工影响。从两年年均增速看，出口增速仍在上行。另一方面，大规模设备更新及消费品以旧换新作用初步显现，2月固定资产投资完成额中的设备工器具购置累计同比增速达到17.0%，创近年来新高。随着大规模设备更新及消费品以旧换新等政策的持续细化落地，预计对制造业需求形成持续支撑，助力经济企稳向好。

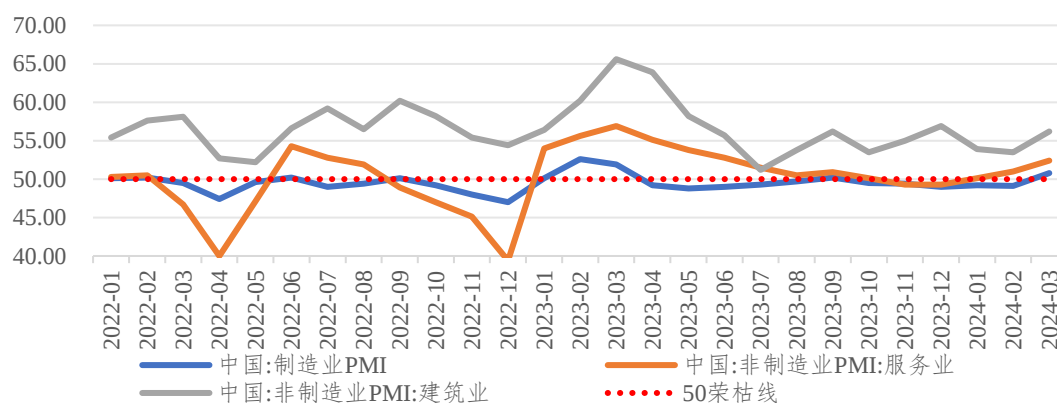


图7 采购经理指数 (%)

数据来源：Wind。

春节过后 CPI 再次回落，或将维持低位运行。2024 年一季度，1 月 CPI 数据为-0.8%，2 月受春节影响时隔 4 个月后回正至 0.7%，3 月再次回落，较前值下降 0.6%至 0.10%。春节冲击后，通胀再次回落，核心通胀方面，1~3 月核心 CPI 分别为 0.4%、1.2%及 0.6%，从分项边际变动来看，通胀主要拖累项食品价格由于需求季节性回落及供应上升环比再次转跌，3 月环比回落至-3.2%，旅游项目在春节假期结束后 3 月环比下降-14.2%，此外，交通与通信也环比再次转跌。自 2023 年 12 月份以来国际原油价格有所走高，对国内燃料价格涨幅形成一定支撑，但长远看，在国际需求低迷的背景下，本轮油价小幅上涨缺乏长期性支撑因素，整体来看，国内通胀尚无明显趋势性回升压力。PPI 方面，1~3 月，全部工业品 PPI 分别为-2.5%、-2.7%及-2.8%，工业品价格总体仍维持弱势。在房地产恢复偏慢的背景下，黑色品种价格回升仍然承压，外部主导因素较多的有色及石油预计将有所上涨，但难以支撑 PPI 趋势性回升。

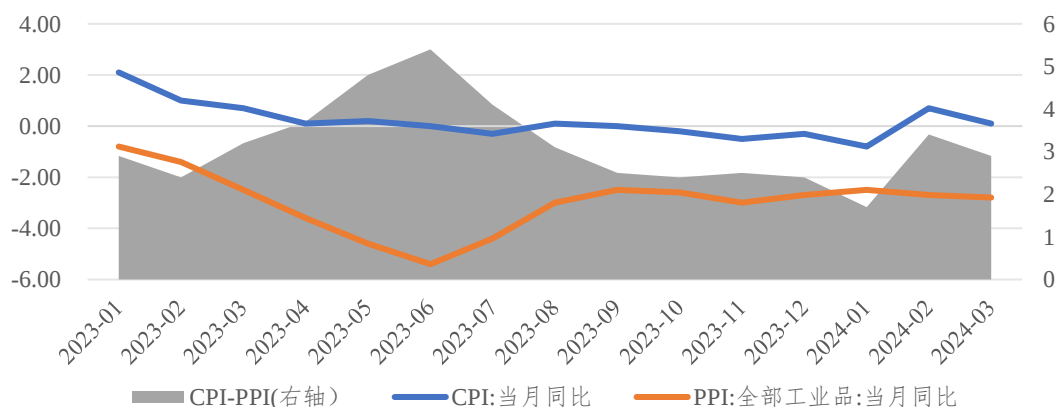


图8 CPI、PPI 当月同比 (%)

数据来源：Wind。

M2、M1 增速双双回落，M2-M1 剪刀差有所收窄。2024 年一季度 M2、M1 增速仍延续 2023 年以来的下滑态势，1 月 M1 增速由于春节错位因素影响跳升至 5.9%，2 月回落至 1.2%，3 月较前值继续回落 0.1%至 1.1%。M1 中企业活期存款占比 80%以上，M1 增速的降低反映了企业存款活期化倾向不高，也揭示了当前企业经营活动复苏信号尚不明确。M2 增速在 1~3 月分别为 8.7%、8.7%及 8.3%。整体看，一季度 M2 增速放缓或来源于政府债发行滞后及信贷增速放缓，同时，债牛行情及存款利率下调背景下，理财和债基对存款形成分流。受一季度 M2 增速回落快于 M1 增速的影响，M2-M1 剪刀差有所收窄。

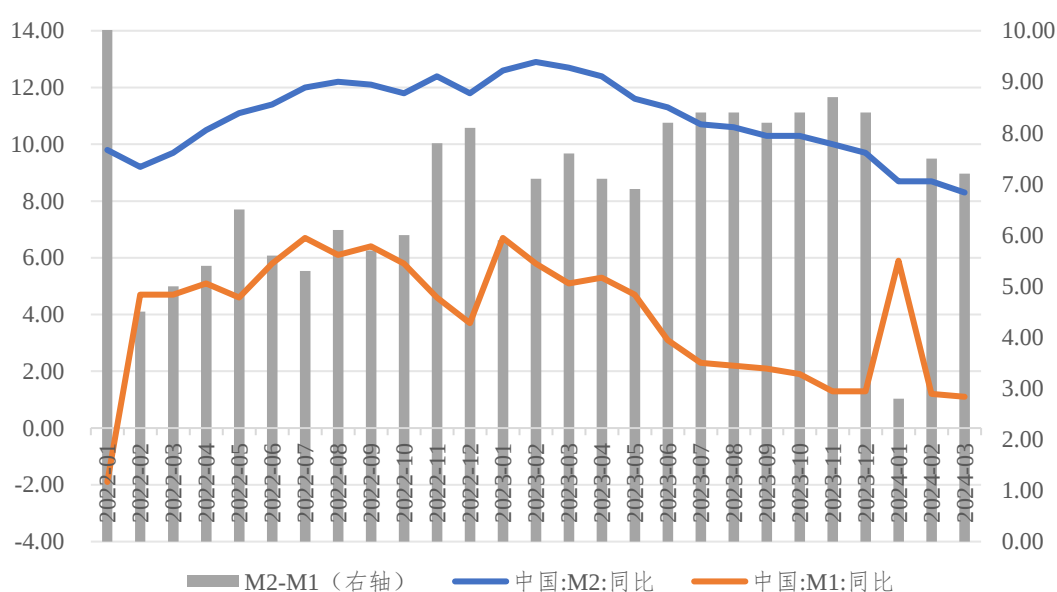


图 9 货币供应量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

信贷增速放缓及政府债券发行节奏较慢致社融增速回落。2024 年一季度，新增社融 12.93 万亿元，较 2023 年同期下降 1.61 万亿元，新增人民币贷款 9.11 万亿元，较 2023 年同期下降 1.59 万亿元。1~3 月社会融资存量增速分别为 9.5%、9.0%及 8.7%。从 3 月的数据看，3 月新增社融 4.87 万亿元，较 2023 年同期少增 5142 亿元，其中主要拖累项为信贷及政府债券融资；3 月新增人民币贷款 3.29 万亿元，较 2023 年高基数少增 6561 亿元，但较 2022 年增加 635 亿元，3 月信贷少增可能与地产销量低迷、节后复工较慢及央行引导信贷合理增长、均衡投放等因素有关；3 月政府债券净融资 4642 亿元，较 2023 年同期下降 1373 亿元，政府债发行进度晚于同期，由

此拖累社融增量；3月新增未贴现承兑汇票及新增企业债券融资分别多增1760亿元及1251亿元至3552亿元、4608亿元，在一定程度对冲了信贷和政府债券融资的下滑。

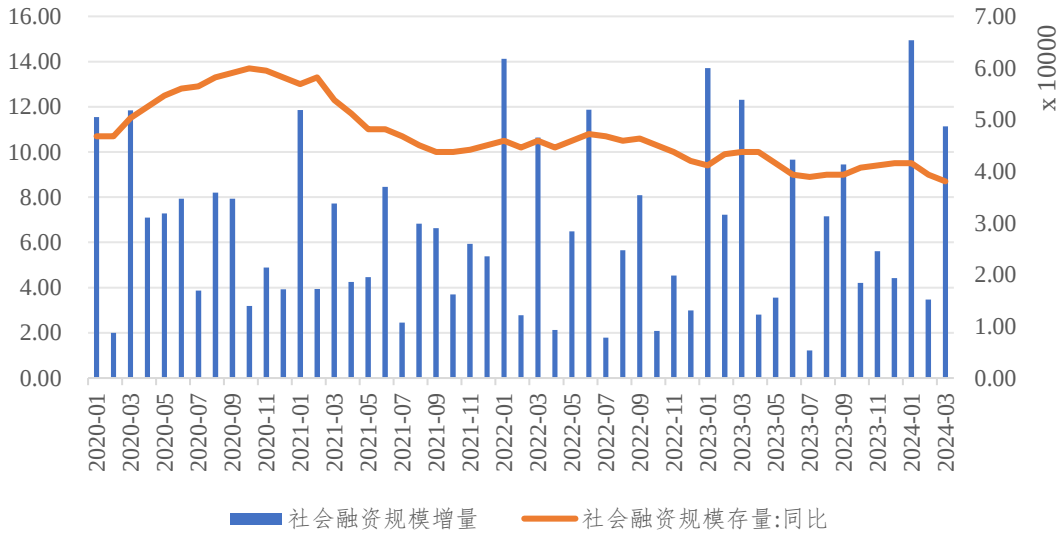


图 10 社会融资规模增量与社融规模同比增速（亿元、%）
数据来源：Wind。

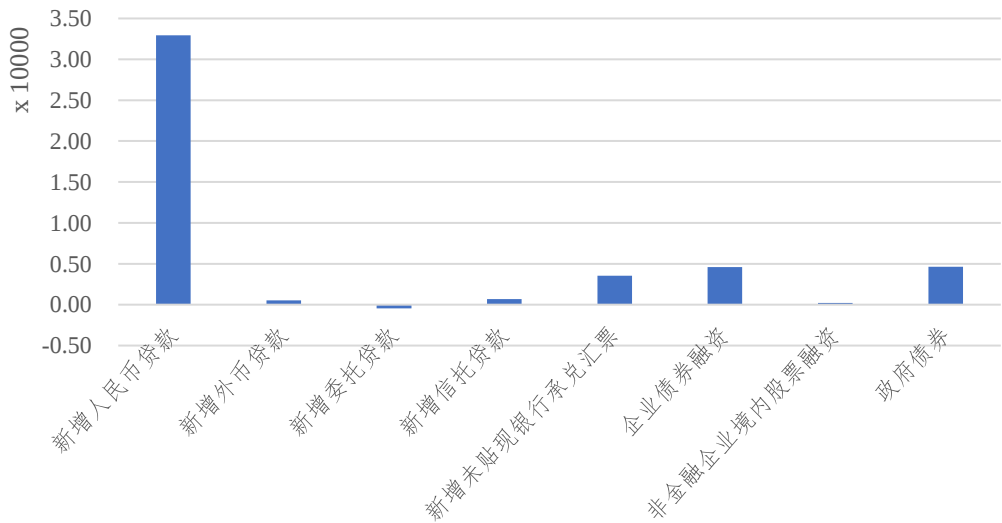


图 11 3月新增社融规模分项数据（亿元）
数据来源：Wind。

居民中长期信贷偏弱，企业部门中长期信贷遇高基数仍为历年次高。中长期信贷方面，2024年一季度，居民部门中长期信贷整体偏弱，1月居民部门新增中长期信贷6272亿元，较2023年同期大增4041亿元。但从历年角度看，2023年基数偏低，2024年1月居民部门新增中长期信贷对比历年仍处正常偏低水平，2

月居民中长期信贷转负至-1038 亿元，3 月回升至 4516 亿元，2 月数值为近 6 年来新底，3 月为近 6 年来次低。居民部门中长期贷款中按揭贷款占比较高，当前房地产市场销售仍整体低迷，房地产销售的疲软拖累了居民中长期贷款的回升，未来需提振居民部门融资需求。除房地产政策外，增量及存量房贷利率下调或仍有一定空间。1~3 月企业部门新增中长期信贷分别为 3.31 万亿元、1.29 万亿元及 1.60 万亿元，除 2 月外，1 月、3 月企业部门新增中长期信贷均较 2023 年高基数有所下滑，但从历年看，2024 年一季度企业部门新增中长期信贷仍为近 6 年来次高。

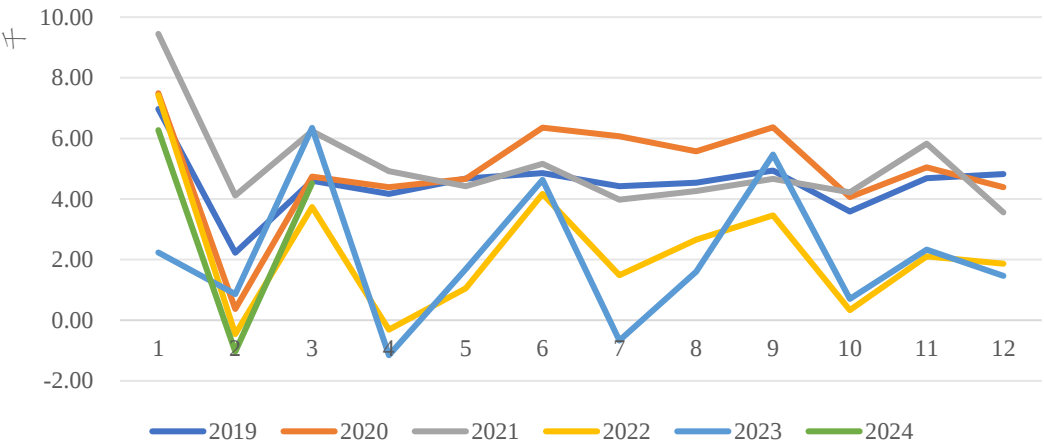


图 12 居民部门中长期新增贷款走势（亿元）

数据来源：Wind。

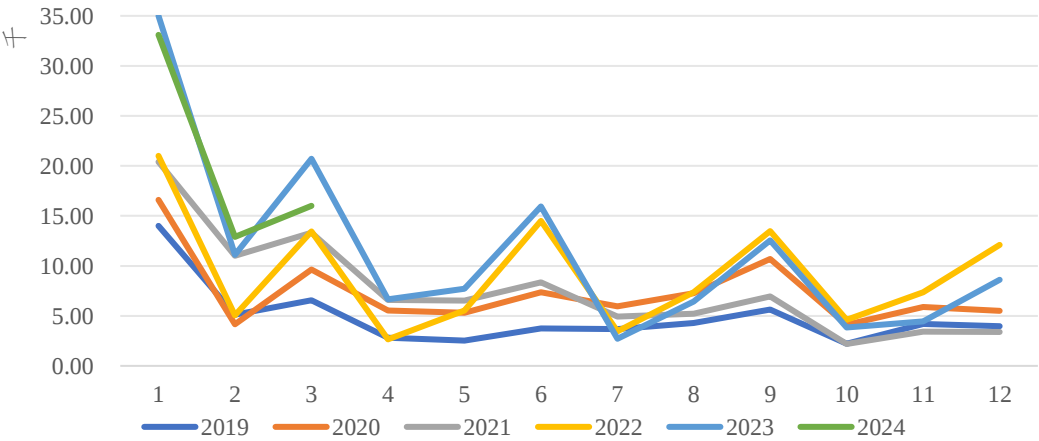


图 13 企业部门中长期新增贷款走势（亿元）

数据来源：Wind。

整体来看，一季度我国经济延续恢复势头，经济数据有较好表现，金融数据偏中性有分化。由于驱动经济增长主要来源于出口、制造业生产，对融资敏感度

较低，同时在央行平滑信贷投放，不唯增量、调整结构等指导方针下，一季度信贷投放并未像 2023 年一样快速增长。二季度，政府债发行进度较慢的格局有望被打破，增量财政或将开始发力，同时大规模设备更新及消费品以旧换新政策的细化落地将对企业部门与居民部门需求端形成持续刺激。

二、我国债券市场发展分析

2024 年一季度债券市场发行量环比有所下降，地方政府债发行也有所收缩，全市场净融资规模明显下降，现券交易结算量延续增长势头，国债市场成交金额与成交数量均有较大幅度上升，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

债券发行总量同比小幅上涨，全市场净融资规模同比小幅下降，环比下降更加明显。2024 年一季度，我国债券市场共发行债券 12578 只，较 2023 年同期减少 176 只；发行规模合计约 17.36 万亿元，较 2023 年同期略微上涨，同比增加 4.66%；债券市场总偿还量同比和环比均有所提升，为 14.26 万亿元，同比 2023 年一季度增加 6.71%，环比 2023 年四季度增加 2.16%；净融资额 3.1 万亿元，同比 2023 年减少 0.12 万亿元，降幅 3.84%，较 2023 年四季度减少 0.97 万亿元，环比下降 23.9%，市场融资情况有所下降，发行额的减少与偿还额的增加共同导致净融资额的大幅下降。

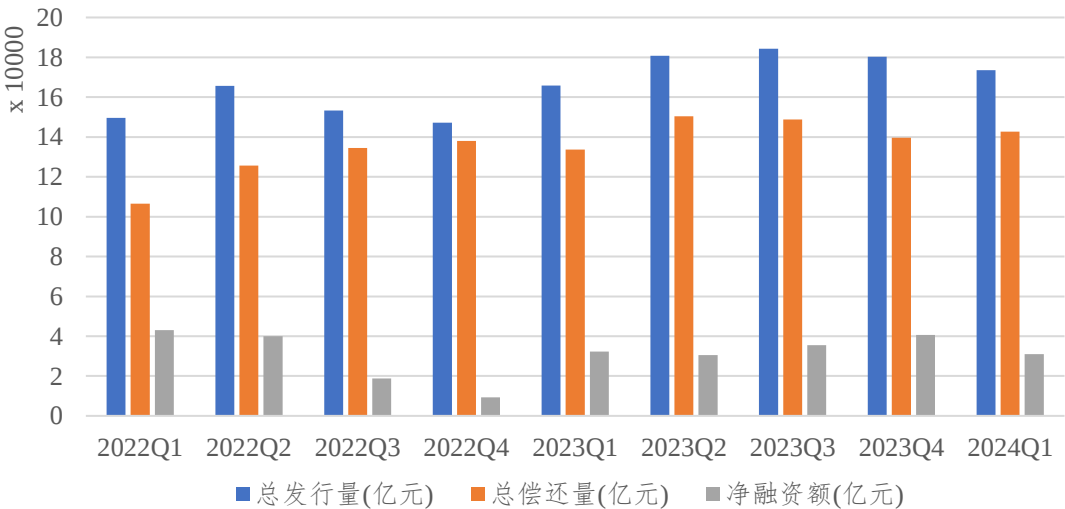


图 14 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

地方政府债发行有所收缩，同业存单发行量再创历史新高。2024 年政府工作报告指出要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，安排赤字率 3%，与 2023 年的目标一致，地方政府专项债券 3.9 万亿元，较 2023 年的 3.8 万亿元略有上升。2024 年一季度新发地方政府债 303 只，较 2023 年同期减少 205 只；发债规模 1.57 万亿元，同比减少 25.6%，地方政府融资困境有所缓解。分券种来看，2024 年一季度同业存单、国债、金融债为发行量最大的三个种类，面额占比均超过了 10%，其中同业存单面额占比达 42.35%；除同业存单、国债、非金融企业债外，其他券种发行量均同比减少，同业存单发行规模同比增长 22.71%至 7.35 万亿元，再创历史新高，国债发行规模同比增长 13.85%至 2.45 万亿元，非金融企业债发行规模同比增长 9.91%。

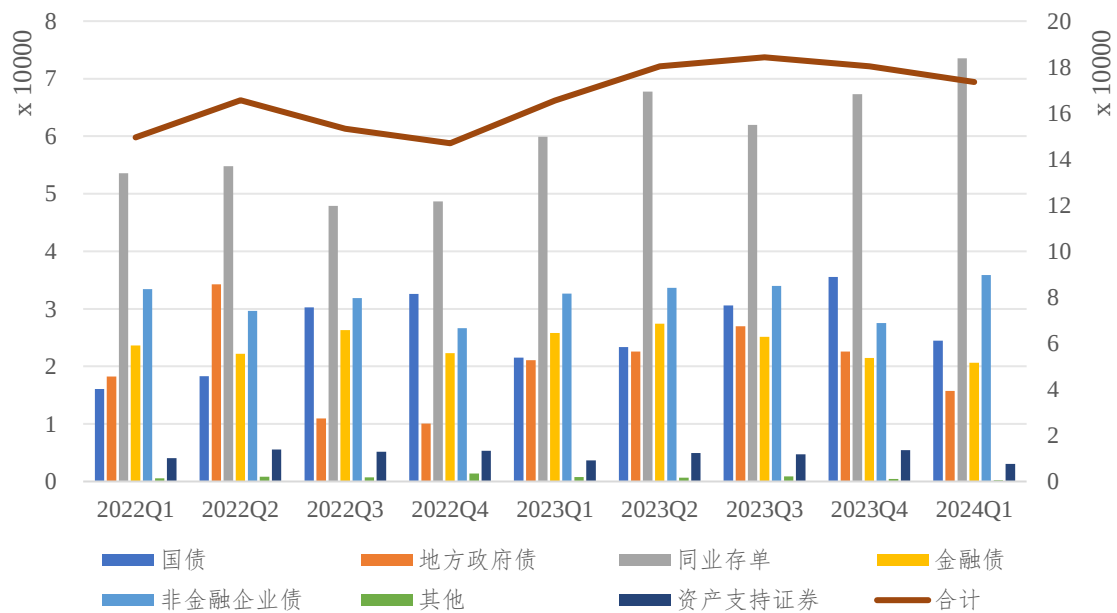


图 15 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

债券市场存量规模保持增长，地方政府债增量仍旧保持首位。截至 2024 年一季度末，我国债券市场存量规模高达 158.83 万亿元，较 2023 年同期增长 13.7 万亿元，同比增长 9.44%，较 2023 年四季度增长 3.09 万亿元，环比增长 1.98%。分券种来看，2024 年一季度末，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 41.5 万亿元，较 2023 年

同期增长 4.87 万亿元，同比增长 13.29%，同比增速位居所有券种首位，占债券市场增量比重达 35.54%，比 2023 年同期有所缓解。据财政部信息显示，2024 年 1~2 月全国新增地方政府债券 5759 亿元，专项债券 4034 亿元。第二大存量债券为金融债，存量余额为 37.1 万亿元，同比增长 14.15%。与 2023 年同期相比，国债反超非金融企业债成为第三大存量债券，存量余额为 30.2 万亿元，同比增长 16.65%。第四大存量债券为非金融企业债，存量余额为 28.85 万亿元，同比增长 3.27%。

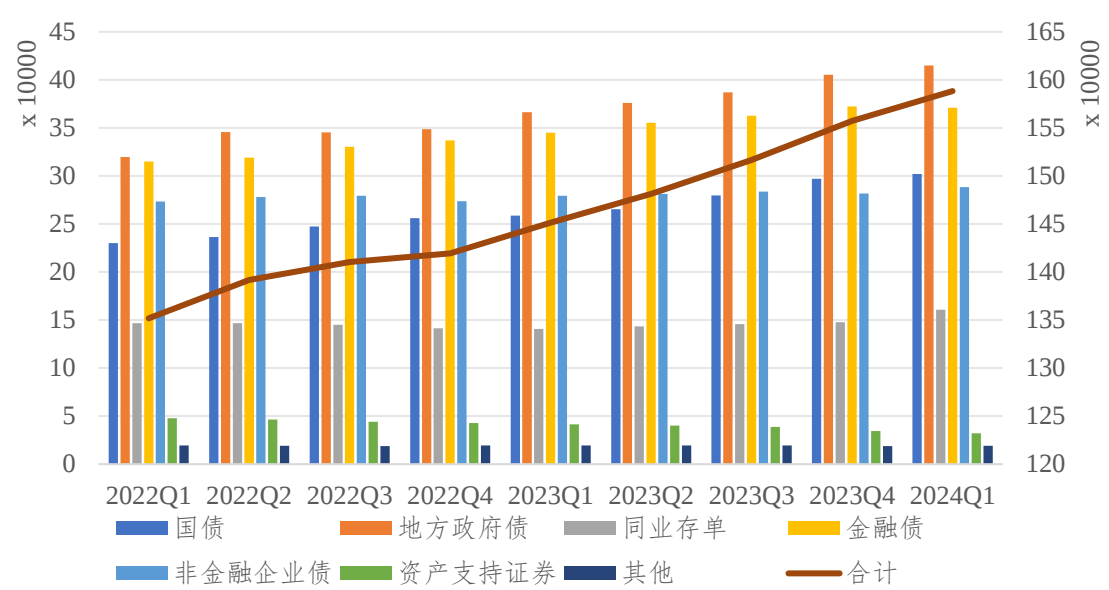


图 16 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

商业银行持有银行间债券市场国债近七成，境外机构持有比例略有提升。截至 2 月末，商业银行持有银行间债券市场国债占比 69.40%，与 2023 年底的 69.38% 相比几乎一致；境外机构持有国债 8.32%，较 2023 年底增加 0.01 个百分点。

商业银行持有银行间债券市场地方政府债占比下滑，境外机构持有量增长 6.84%，但份额占比只有 0.02%。截至 2024 年 2 月末，商业银行持有银行间债券市场地方政府债占比 84.67%，不及 2023 年底的 85.05%，第二大持有人为非法法人产品，占比 6.11%。

非法人产品持有企业债占比稍有提升，商业银行持有占比下降。截至 2024 年 2 月末，非法人产品持有银行间债券市场企业债份额为 51.56%，较 2023 年底上升 1.08 个百分点，第二大持有人商业银行持有占比下降 0.58 个百分点至 33.78%，证券公司持有占比下降至不足 10%。

商业银行和非法人产品持有的政策性银行债及商业银行债合计近九成，境外机构持有占比稍有提升。截至 2024 年 2 月末，政策性银行债及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 49.94%和 39.14%，境外机构在 2024 年 1~2 月增持 324.67 亿元，占比 2.88%。

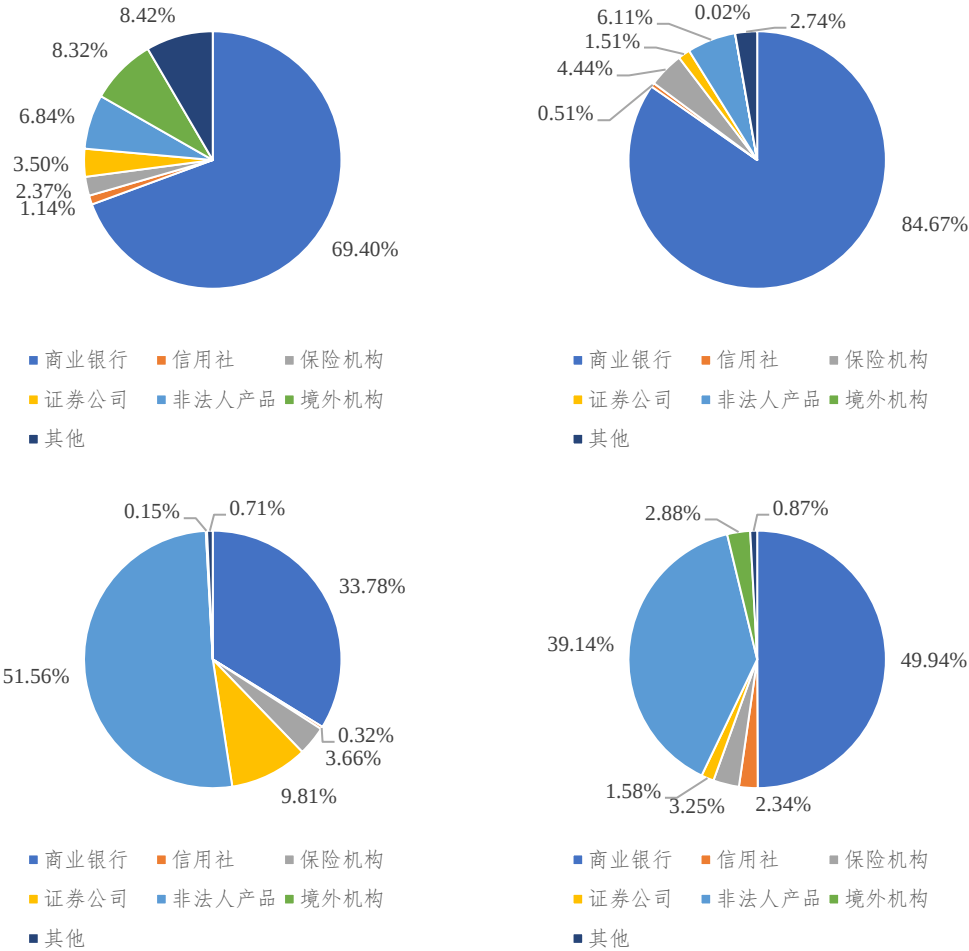


图 17 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行加商业银行债持有人结构 (%)

数据来源：Wind。

现券交易结算量延续增长势头。2024 年一季度，银行间市场和交易所市场现券交易和回购交易结算量共 642.83 万亿元，较 2023 年同期增加 102.46 万亿元，同比增长 18.96%，较 2023 年四季度增加 34.06 万亿元，环比增长 5.6%。分交易方式来看，现券交易结算量为 106.05 万亿元，占总成交金额的 16.5%，同比增长 42.93%，占交易量的比重比 2023 年同期增加 2.77%，延续了从 2023 年二季度以来的增长势头；回购交易结算量为 536.79 万亿元，占总成交金额的 83.5%，同比增长 15.15%，回购交易占总成交金额的比重环比下降 1.65%。

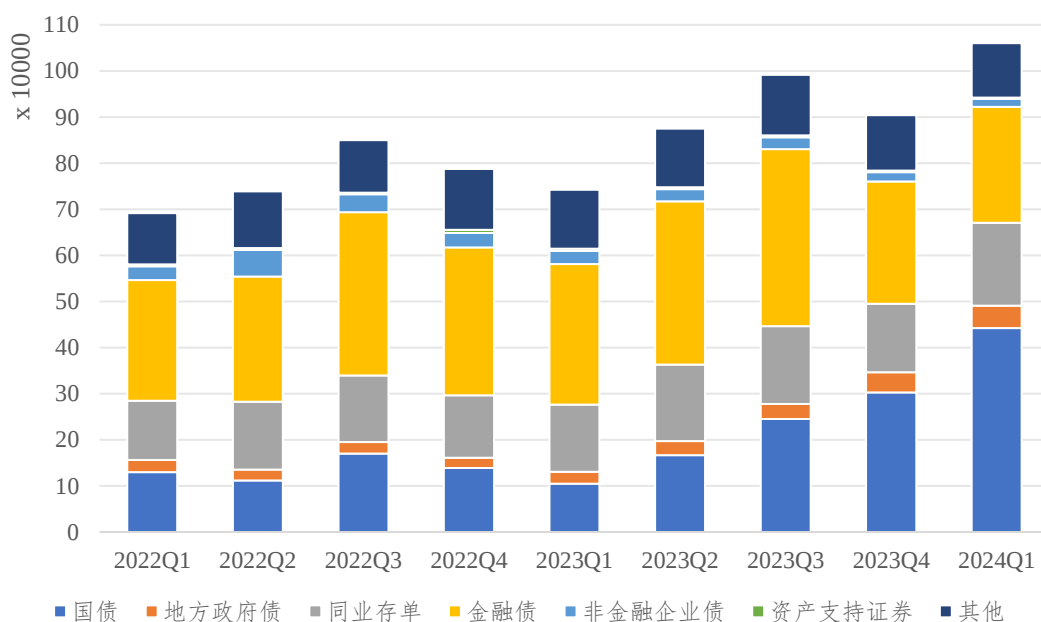


图 18 债券市场现券交易规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

（二）国债二级市场流动性

国债市场成交笔数、成交金额均大幅提升。2024 年一季度债券市场国债共成交 1050045 笔，较 2023 年一季度同比增加 889651 笔，同比增加 554.67%；成交金额 419726.11 亿元，同比 2023 年一季度增加 317023.14 亿元，同比增加 159.54%。

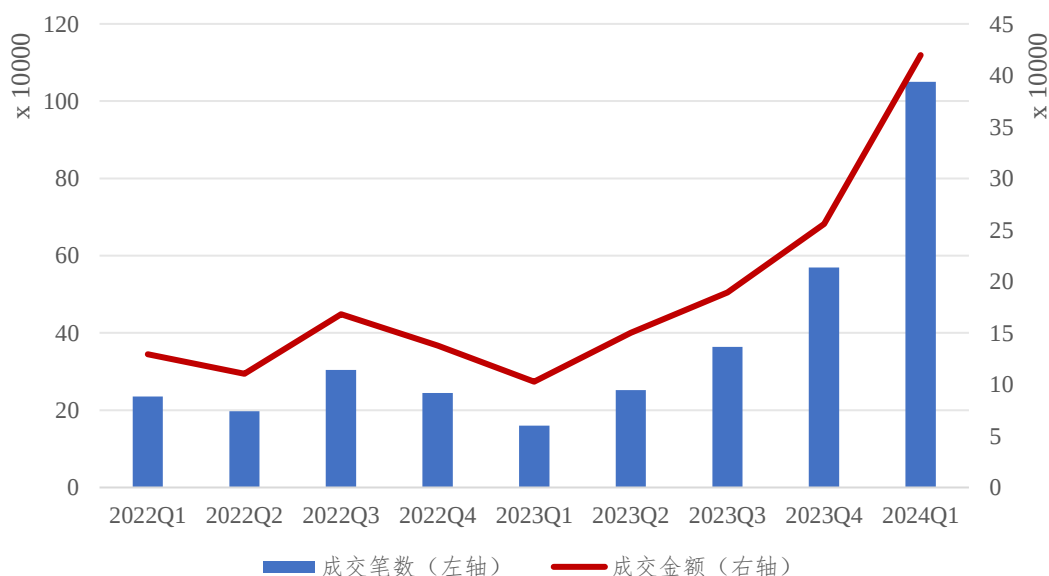


图 19 国债市场现券交易笔数及规模（笔、亿元）

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 年一季度银行间国债市场有成交国债平均成交天数为 33.34 天，较 2023 年度同比增加 4.83 天，环比减少 0.89 天。有成交国债平均换手率为 88.96%，较 2023 年同期上涨 61.26%，增速达 221.24%，环比 2023 年四季度也有 24.53% 的提升，延续了自 2023 年一季度以来的上涨态势，再创历史新高，表明银行间国债市场交易频繁，流动性较好。

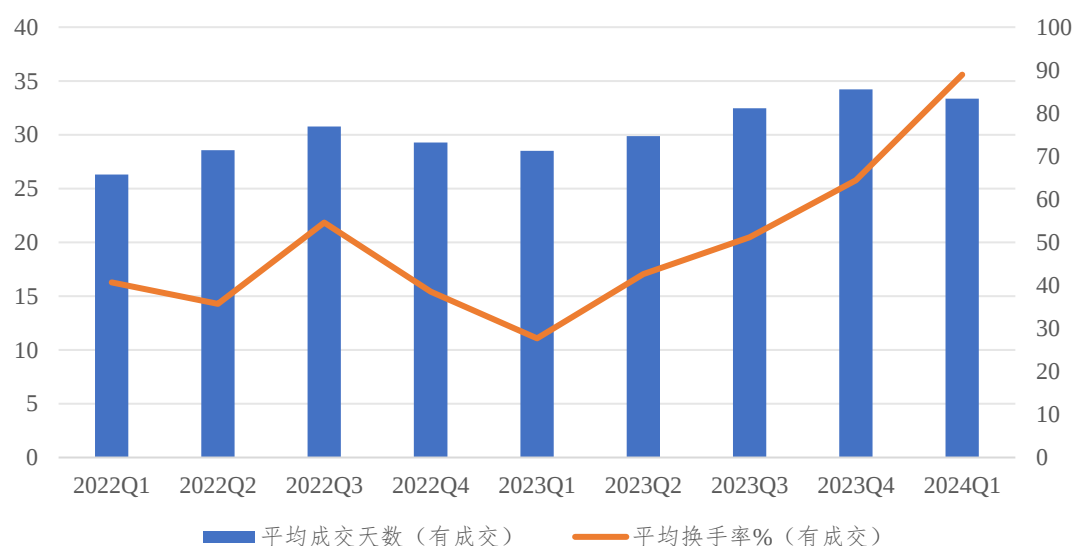


图 20 银行间国债市场有平均成交天数及换手率
数据来源：Wind。

（三）债券市场违约情况

新增首次违约企业大多来自房地产行业。2024 年一季度债券市场新增 6 家违约主体，分别为新力地产集团有限公司、上海世茂股份有限公司、搜于特集团股份有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、上海宝龙实业发展（集团）有限公司、远洋控股集团（中国）有限公司，其中只有搜于特集团股份有限公司为服装、服饰与奢侈品行业，其他 5 家均为房地产行业；远洋控股集团（中国）有限公司为中央国有企业，上海宝龙实业发展（集团）有限公司和上海世茂股份有限公司分别为外商独资企业与外资企业，其他 3 家则为民营企业，逾期本金总计达 33 亿元。

民营企业和房地产企业仍为违约主体。2024 年一季度实质性违约主体数量较 2023 年四季度有所上升，不含海外发债主体共 7 家，6 家违约主体从事房地产开发相关业务，5 家违约主体为民营企业；违约金额同比 2023 年一季度上涨

2.62%，环比 2023 年四季度上涨 739.64%，主要违约主体是上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司和远洋控股集团（中国）有限公司，分别违约 21.5 亿元和 30 亿元。1 月 26 日，远洋集团已经公布全部境内信用债的展期方案，9 只债券余额 182.66 亿元均展期 30 个月，从第 15 个月开始按照本金 5%、10%、15%、15%、20%、35% 的节奏，每个季度分期摊还本金。

2024 年以来，新房市场整体延续调整态势，全国商品房销售面积和销售额同比降幅较大，一季度重点 100 城新房成交面积同比降幅在四成左右，二手房市场表现仍好于新房，重点城市成交量同比降幅相对较小。根据中指研究院相关数据，2024 年 1~2 月百城新房价格累计上涨 0.29%，二手房价格延续调整态势，累计下跌 0.93%，跌幅较 2023 年同期扩大 0.80 个百分点。尽管监管部门持续优化房企融资政策，但受新房销售较弱影响，2024 年 1~2 月房企到位资金同比降幅较大，企业资金仍承压，优势地区企业开发投资意愿相对较好。但不同房地产企业分化也在加大，部分央企国企增速显著高于同期市场平均水平，部分民营房地产企业销售额呈下降态势。

截至 2024 年一季度末，国内债券市场与房地产开发相关处于展期状态的债券有 191 支，违约债券余额为 3326.85 亿元，占有展期债券余额的 71.88%，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。

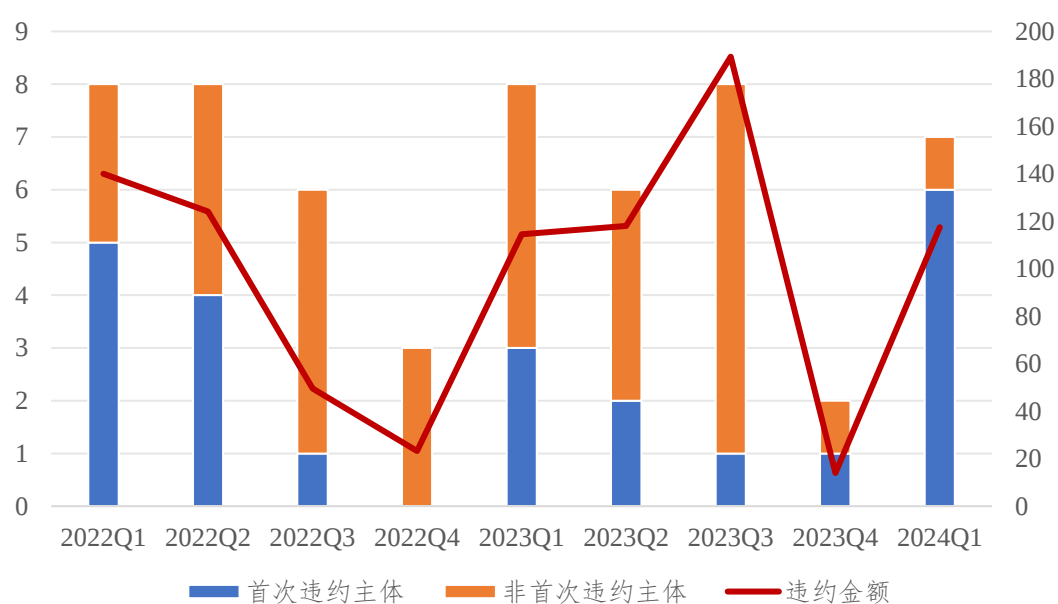


图 21 我国债券市场违约企业数量及违约金额（单位：个、亿元）
数据来源：Wind。

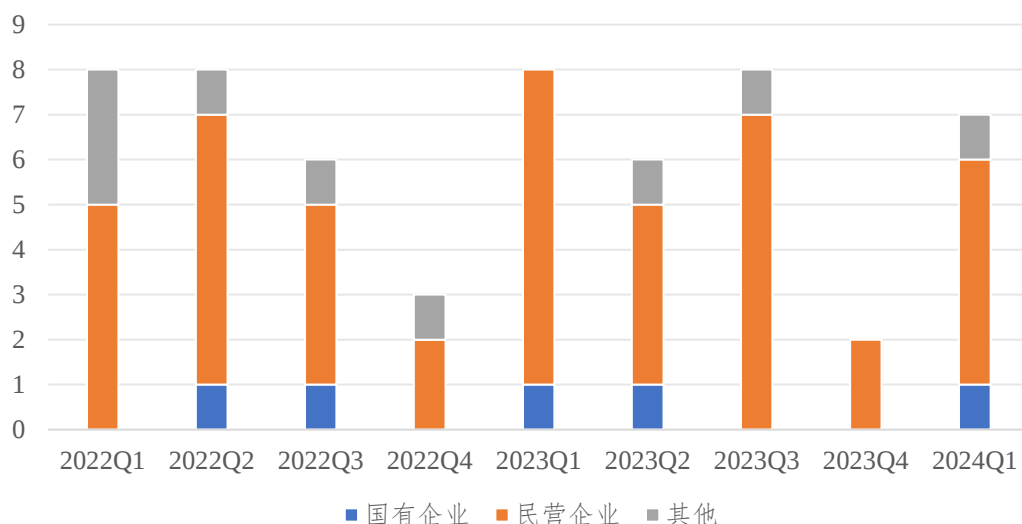


图 22 债券市场违约企业性质

数据来源：Wind。

(四) 债券市场改革及法制建设

国家金融监督管理总局将推进中小金融机构改革化险设为年度重点任务目标。1月30日，国家金融监督管理总局召开2024年工作会议，认为当前经济金融风险隐患仍然较多。就积极稳妥防控重点领域风险而言，金融监管总局提出强化信用风险管理，加大不良资产处置力度，加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，督促金融机构大力支持保障性住房等“三大工程”建设、落实经营性物业贷款管理要求，配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。在地方金融监管方面，金融监管总局指出要强化央地监管协同，加强信息交流共享和重点任务协同，切实做到同责共担、问题共答、同向发力。同时，着力防范打击非法金融活动，强化抓早抓小，保持高压震慑，加快健全横向到边、纵向到底的责任体系。

国家金融监督管理总局加强对银行业贷款发放的监管。1月30日，国家金融监督管理总局发布《个人贷款管理办法》《流动资金贷款管理办法》和《固定资产贷款管理办法》，旨在规范银行业金融机构的贷款业务行为，加强审慎经营管理，促进贷款业务的健康发展，内容涵盖贷款的申请条件、受理与调查、风险评价与审批、合同签订、贷款发放与支付、贷后管理、法律责任等方面，以确保贷款活动的合法性、合理性和安全性，保护借款人和贷款人的合法权益，促进金融市场的稳定和发展。

证监会“四箭齐发”，突出“强本强基”和“严监严管”。3月15日，证监会制定并集中发布了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》和《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等四项政策文件，旨在提高上市公司质量、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管以及加强证监会系统自身建设。对于拟上市公司，监管要求对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为及时依法严肃追责；对于中介机构，监管要建立常态化滚动式现场监管机制，以三年为一个周期；对于交易机构，监管要求严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等相关情形，从严监管高价超募。在服务国家战略层面，通过做好中央金融工作会议“五篇大文章”、加强国家政策宣传力度以及协助金融风险防范等方式将公司发展与国家发展有机结合，提升金融队伍战斗力。

柜台业务开办机构应明确与投资者之间的风险权责关系，充分揭示风险，有效保障投资者合法权益。2月29日，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》。文件指出，投资者通过柜台业务开办机构投资银行间债券市场，需符合投资者适当性规定，可投资国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等品种。柜台业务开办机构应为投资者开立债券账户，并提供报价交易服务。银行间债券市场登记托管结算机构应做好债券付息兑付资金划转安排。柜台业务开办机构应制定柜台业务规则，加强内控管理，明确风险权责关系。

金融机构加强住房租赁金融创新和管理，维持住房市场平稳健康发展。1月5日，中国人民银行发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》。文件指出，为支持住房租赁市场发展，金融机构应重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，并建立健全住房租赁金融支持体系。金融机构应加大住房租赁开发建设信贷支持力度，满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求，并支持发放住房租赁经营性贷款。同时，拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道，增强金融机构住房租赁贷款投放能力，拓宽住房租赁企业债券融资渠道，支持发行住房租赁担保债券，稳步发展房地产投资信托基金，引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。

（五）债券市场对外开放

境外机构继续增持人民币债券，托管量创近年新高。截至 2024 年 3 月末，境外机构持有银行间市场债券达到 4 万亿元，创近年来新高，约占银行间债券市场总托管量的 2.90%。较 2023 年同期相比增加 7900 亿元，同比上涨 24.61%，环比 2023 年四季度增持 3300 亿元，环比上涨 8.99%。自 2023 年三季度起，境外机构投资者已连续 2 个季度增持人民币债券，累计增持人民币债券约 8000 亿元，上涨约 25%。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 56.00%，占比有所下降，托管量同比增加 1100 亿元，环比减少 500 亿元；第二大持仓券种为政策性金融债，托管量为 0.84 万亿元，占比 21.00%，托管量同比增加 1400 亿元，环比增加 400 亿元。

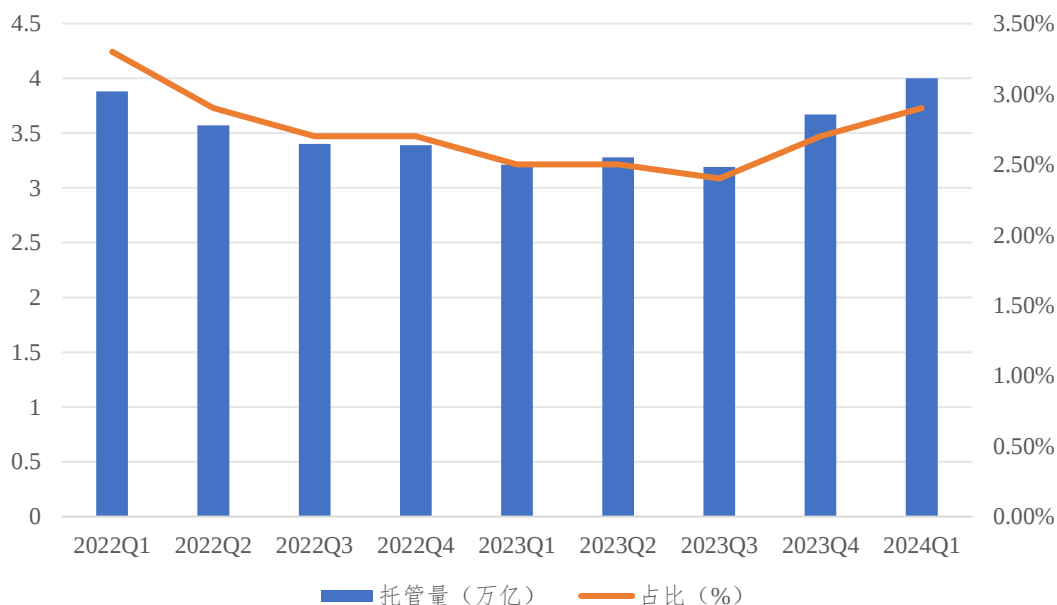


图 23 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（亿元、%）

数据来源：中国人民银行上海总行。

三、展望

2024 年一季度央行先后执行定向降息、降准、非对称 LPR 降息措施，力度超预期，对债券市场影响预计仍将持续。在货币政策“靠前发力”后二季度进入效果观察期，未来 MLF 存降息空间。二季度债券市场利率下行趋势或将难以改变，但大概率转入震荡区间。一方面，宽松货币环境仍在，叠加降准降息预期，利率上行空间有限；另一方面，一季度经济数据出现结构性修复，制造业、出口

数据由于国际贸易需求回升及国内大规模更新政策支撑回升明显，但消费增长相对缓慢，内需消费信心修复仍有较大提升空间，叠加二季度后政府债供给增加等因素，下行空间也将进一步受到限制。

对于国内债市而言，二季度债券市场国债成交量与流动性将维持一季度的势头。随着国家金融部门出台的相关政策落地实施，以及经济面的好转，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。

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。