



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、孙雨萌、彭林威

2023年7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、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。

政策空间充足，利率或未探底

摘要

2023 年二季度，主要经济体通胀水平持续回落，美国通胀重回 3% 时代，但核心通胀仍然坚挺，美联储 6 月短暂停止连续加息，非农新增人数较前值大幅下降，一季度经济增长上修至 2% 超市场预期，表明美国经济增长仍保持韧性。欧元区二季度则连续两次加息，通胀回落慢于美国，经济增长低于预期，制造业数据低于荣枯线，经济增长现疲软态势。

二季度我国经济延续恢复态势，较一季度的良好修复更多呈现边际改善。在全球需求回落的背景下，由于微观主体资产负债表的受损以及对未来的弱预期，经济内生修复动能放缓。上半年经济数据表明，服务业增速高于工业、餐饮消费高于商品消费、二季度末信贷增长略超预期，但居民企业部门中长期贷款可持续性有待进一步观察、CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大，阶段性通缩压力增大、季末制造业 PMI 小幅企稳，但回升基础尚不稳固。下一阶段“结构性货币政策”或将继续发力，加快我国微观主体资产负债表的修复进程，进而迈入全面内生经济增长阶段。

债券市场发行量继续保持增长，但地方政府债发行进度不及同期，预计三季度将迎来增长，净融资受债券偿还量大增影响同比下滑，现券结算占比小幅下滑，国债交易结算增幅明显。国债二级市场流动性上升，成交笔数、成交金额由跌转增，平均成交天数、平均换手率提升明显，债券违约仍以房地产行业为主。

国资委修改央企债券发行管理办法，将“一事一批”改为年度计划管理，增大了央企债券发行自主权，内地与香港利率互换市场互联互通合作 5 月正式上线，有利于境内利率衍生品市场发展。

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
- 孙雨萌
中国社会科学院大学硕士研究生
- 彭林威
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	4
二、我国债券市场发展分析	18
(一) 债券市场发行、存量及交易	18
(二) 国债二级市场流动性	23
(三) 债券市场违约情况	25
(四) 债券市场改革及法制建设	26
(五) 债券市场对外开放	28
三、展望	29

一、主要国家货币政策及利率走势

2023 年二季度，国外货币政策仍主要围绕通胀保持紧缩态势。美国二季度通胀回落明显，6 月暂停连续加息；欧元区及英国通胀下降有限，未改连续加息态势；日本方面，央行行长换帅，但仍承诺将继续实施收益率曲线控制（YCC）下的宽松货币政策。二季度，我国货币政策在“适度、可持续”基础上加大逆周期调节力度，央行于 6 月 13 日下调逆回购利率 10BP 至 1.9%，本轮经济弱势复苏进一步打开政策空间。

（一）主要经济体的货币政策及利率

主要经济体通胀继续回落，美国通胀有所下降，欧元区仍处高位。2023 年二季度，主要发达经济体通胀持续保持回落，美国 6 月 CPI 同比为 3.00%，较 5 月下降 1 个百分点，自 2021 年 4 月通胀率破 4 后，首次回到 4% 以下，核心 CPI 为 4.8%，较 5 月下降 0.5 个百分点，较 2023 年 1 月下降 0.8 个百分点，出现缓慢下降态势；欧元区 HICP（调和 CPI）为 5.50%，较 5 月数据下降 0.6 个百分点，核心 HICP 为 5.40%，较 5 月上涨 0.1 个百分点，连续 7 个月大于 5%，未见下落迹象。英国 6 月 CPI 为 7.90%，较 5 月下降 0.8%，日本 6 月东京地区 CPI 为 3.10%，进入 2023 年后保持相对稳定。

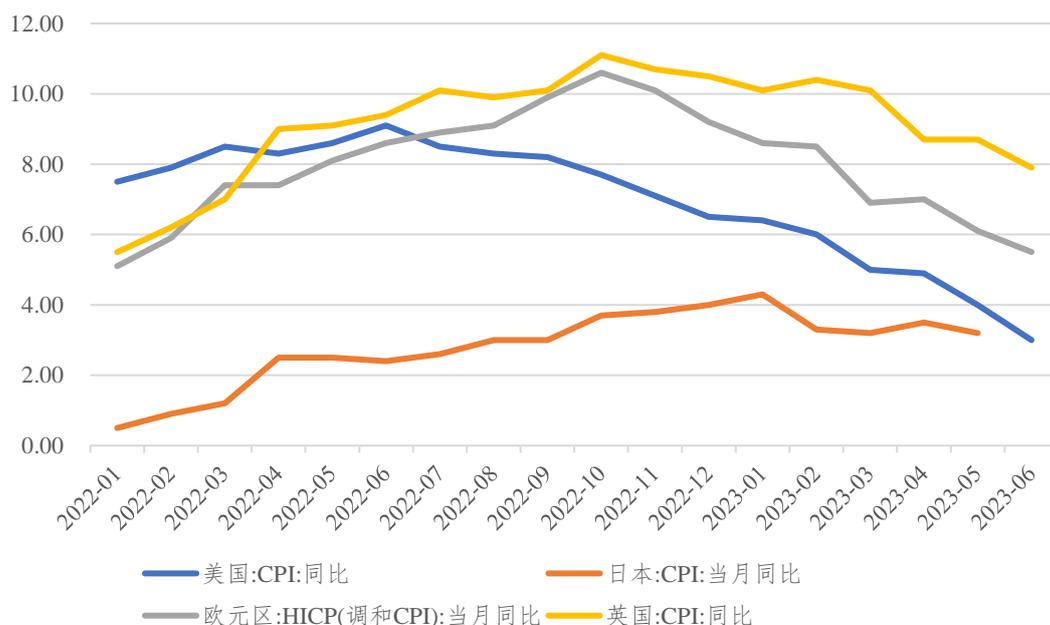


图1 主要发达经济体通胀水平（月同比）

数据来源：Wind。

美欧加息短暂分化，年内预计仍将继续加息。二季度，美联储于5月4日如期加息25个基点，将联邦基金利率维持在5%至5.25%区间，也是自2022年3月以来的第10次加息操作，已累计加息500个基点，但6月15日，美联储暂停了连续加息，将联邦基金利率维持在5%至5.25%的区间。劳动力市场方面，6月美国非农数新增就业人数20.9万，较前值大幅回落，低于市场预期，为美联储加息以来最低值，但6月小时工资环比维持在0.4%，高于市场预期，其中制造业小时工资环比大幅回升0.4个百分点至0.7%，服务业则略有下降，劳动力市场紧张有所放缓，但仍具有一定韧性。从核心CPI驱动因素上看，6月核心CPI下降的主要驱动因素为二手车价格的回落及住房价格涨幅的收窄，二手车和卡车月环比增速（季调）由连续两个月保持的4.4%下降至-0.5%，住房价格环比增速降至0.4%，较上月下降0.2%，自3月以来住房价格环比增速开始回落，业主等价租金环比增速降至0.4%，住宅通胀有所放缓，此外6月通胀同比下滑的另一个重要原因在于此前的高基数，后期通胀继续下行难度加大。

根据美联储6月FOMC会议纪要，几乎所有与会官员都预计年内至少还有一次加息，且认为由于通胀远高于长期目标，劳动力市场虽有所缓解但依旧紧张，通胀前景的上行风险，或持续高通胀导致预期失控的可能性仍存在。根据会议点阵图分析，年内利率有望达到5.5%至5.75%区间。

与美国不同的是，进入二季度，欧洲央行在5月加息25个基点后，6月仍坚持选择加息25个基点，将隔夜存款利率升至3.5%、边际借贷利率升至4.25%、主要再融资利率升至4.00%，完成2022年7月以来的第八次连续加息，同时声明在6月底前将继续按150亿欧元/月的速度对资产购买计划（APP）的债券进行缩减，7月起停止3.2万亿欧元资产购买计划（APP）项下的再投资，缩表进程预计将迎来提速。同时，英国也于5月11日、6月22日分别宣布加息25个基点、50个基点，将基准利率从4.25%提升至5%，创下2008年以来的最高水平，这是2021年12月以来英国央行第十三次加息。

欧洲央行行长拉加德6月27日在参加欧洲央行年度经济论坛时表示，当前欧元区的通胀已进入新阶段，高通胀仍将持续一段时间，欧元区需长期对抗价格的上涨。6月，欧元区HICP当月同比为5.50%，较5月下降0.6%，自2022年2月上涨后重新回到5%水平，但欧元区核心通胀仍旧坚挺，核心HICP当月同比

为 5.40%，较 5 月上涨 0.1%，长期在 5.0%至 5.5%徘徊，且由于长时间的通胀，2023 年年初欧元区多国遭遇多次大罢工要求涨薪，实际工资的上涨也助推了通胀的维持，预计年内仍将继续加息。

二季度，日本新央行行长植田和男上任，表示短期内仍将继续维持宽松货币，二季度日本核心通胀相对温和，6 月东京地区核心 CPI 当月同比为 2.30%，较一季度数据微涨，连续四个月保持在 2%以上，短时间内预计宽松货币政策环境不会发生改变。

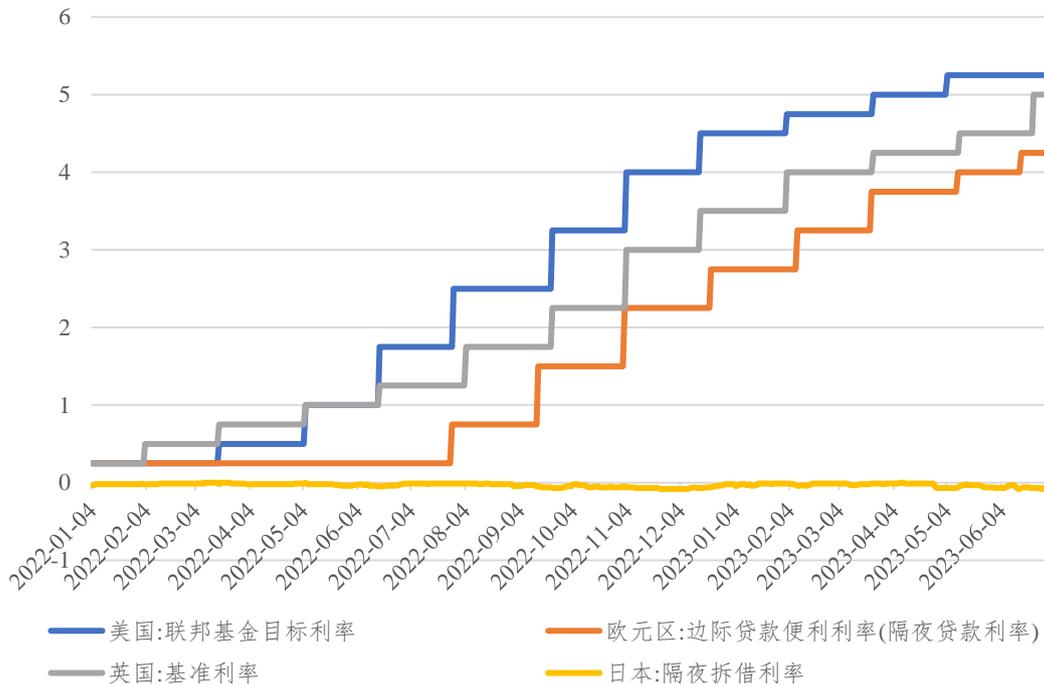


图 2 主要发达经济体政策利率 (%)

数据来源: Wind。

主要发达经济体国债利率整体上行，中美 10 年期国债利差震荡走阔。2023 年一季度美国 GDP 上行，实际 GDP 终值年化环比 2%，较此前上行 0.7 个百分点。这显示出美国经济的韧性，叠加美联储继续加息预期，美债利率持续上行，二季度末 10 年期国债收益率较一季度末上行 33 个 BP 至 3.81%，而二季度由于经济复苏的进程较慢及宽松货币预期，中国 10 年期国债收益率下行 22 个 BP 至 2.64%，中美 10 年期国债利差由一季度的 0.62%走阔至当前的 1.17%。欧元区、英国二季度 10 年期国债收益率也有所上行，分别上涨 10 个 BP、90 个 BP。

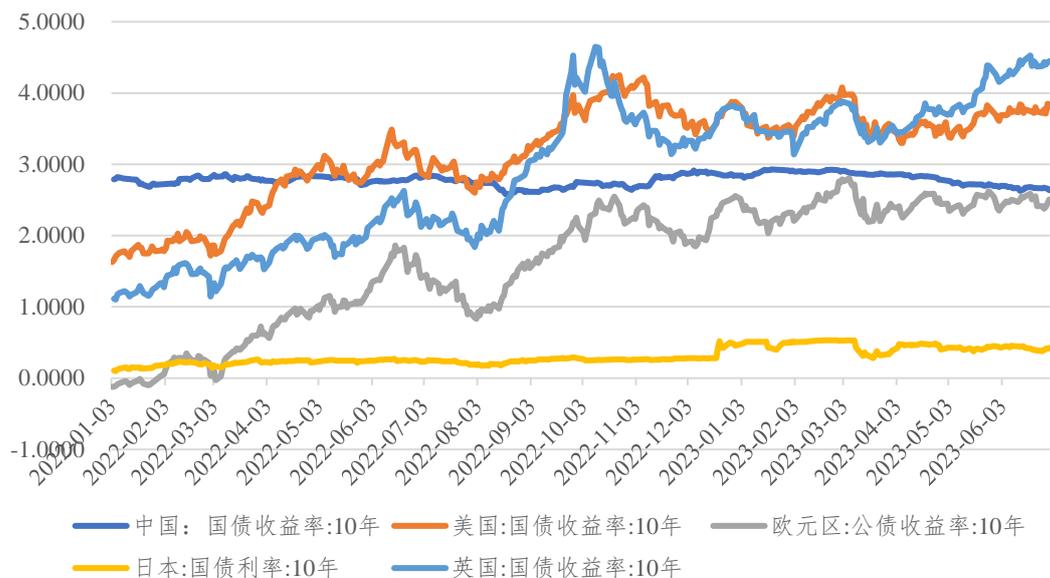


图3 主要经济体10年期国债收益率 (%)

数据来源: Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

稳增长货币政策提前加码,进一步疏通“宽货币”向“宽信用”的传导渠道。步入二季度以来,我国召开多次会议,明确目前经济呈逐步恢复态势,但受制于微观主体预期较弱以及有效需求相对不足,经济动能修复边际有所放缓。4月28日政治局会议以及5月15日央行《2023年第一季度中国货币政策执行报告》均明确“稳健的货币政策要精准有利,总量适度,节奏平稳,搞好跨周期调节”。但从主要经济指标来看,5月民间投资同比下降0.15%,为2020年11月以来的首次转负;16-24岁失业率继续上行至20.8%,环比上行0.4%,较2022年同期高出2.4个百分点,亟需政策端加力。易纲行长在6月7日重提“逆周期”货币政策,暗示货币政策发力提前;6月8日起,多家大行下调存款利率,代表新一轮存款利率下调的起点;6月12日,多家股份银行跟随调整,本次活期存款利率下调5BP,2年期定期存款利率下调10BP,而3年期和5年期均下调15BP,呈现出定期下调幅度大于活期、长期限存款下调幅度更大的特征;6月13日,央行宣布下调逆回购利率10BP至1.9%,当日10年国债收益率下行至2.63%左右,与MLF利率等量下调之后的2.65%较为接近。二季度以来,我国债券市场狭义流动性维持宽松,基于此,课题组认为本轮降息提前落地更多的是起到“稳预期”“稳信用”的作用,或是后续系列托底经济政策的起点,意在疏通“宽货

币”向“宽信用”的传导，为后续引导 LPR 下调做铺垫，实际作用于贷款利率层面，为实体融资成本下行打开空间，有效提振微观主体内生性需求。同时，在结构性工具方面，6 月 30 日央行再次补充支农、支小再贴现、再贷款。再贴现的额度共计 2000 亿元，明确了对小微、三农企业提供专项金融支持的政策意图。在降准与降息落地的背景下，后续总量工具的使用或将进入政策观察期，再贷款、再贴现等结构性政策工具或将成为“精准有力”货币政策的主要发力点。

流动性管理方面，伴随降息落地以及税期临近，以 6 月 12 日至 6 月 18 日这一周为分界点，央行加大公开市场操作力度，净投放资金 770 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，到期 100 亿元；MLF 投放 2370 亿元，回笼 2000 亿元。资金面由 5 月的充裕状态逐渐向 3 月至 4 月的平衡水平恢复。同时，央行又于季末以 2.75% 的利率发行 1DMLF 共计 30.41 亿元、以 2.90% 的利率发行 7DMLF 共计 5 亿元，保证市场平稳跨季。

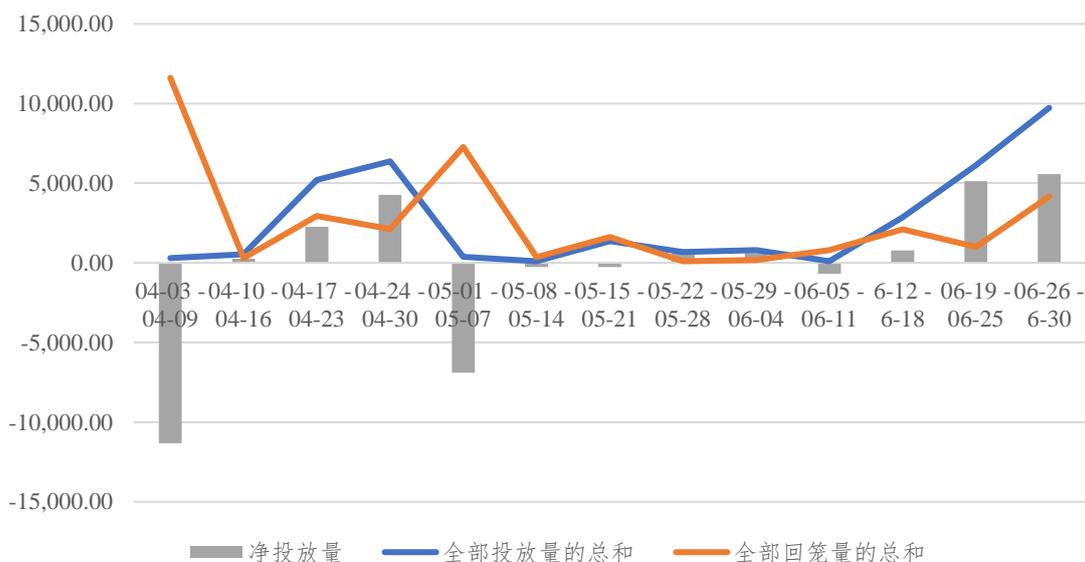


图4 二季度货币投放/回笼统计 (亿元)

数据来源：Wind。

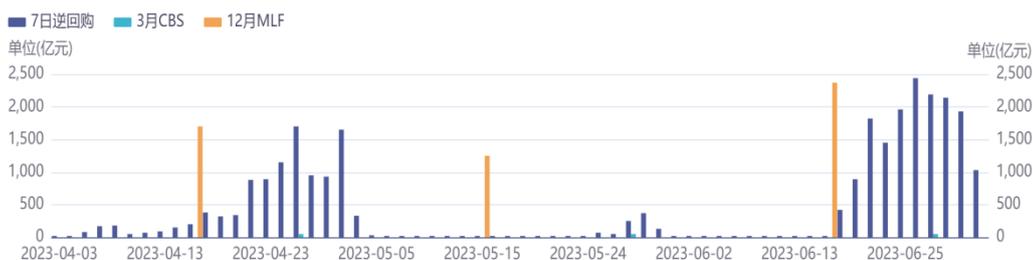


图5 发行总量走势图 (亿元)

数据来源：同花顺 iFind。

利率方面，2023年二季度债市整体延续一季度走强态势，结构性“资产荒”演绎趋势逐步加深。4月11日公布的通胀数据低于市场预期，4月30日公布的PMI数据回落至于49.2%，反映出经济内生动能仍然不足，十年期国债利率突破下行。在4月经济数据出炉以及5月17日人民币对美汇率“破7”的共同作用下，债券市场收益率曲线在5月中旬进一步陡峭化，市场对于经济环比修复走弱的定价较为充分。6月中旬降息落地后，市场快速交易导致长短利率下行至2.61%，但随后快速转至交易政策预期。

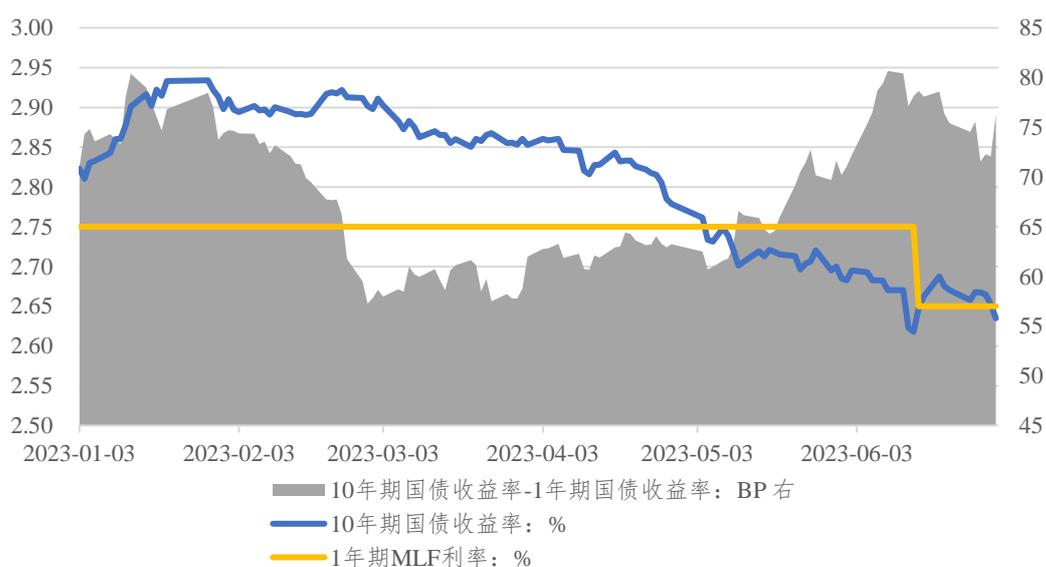


图6 2023年上半年国债收益率与MLF利率走势（%）

数据来源：Wind。

从狭义流动性来看，二季度我国债券市场资金面较为平稳，流动性处于自发平衡状态。

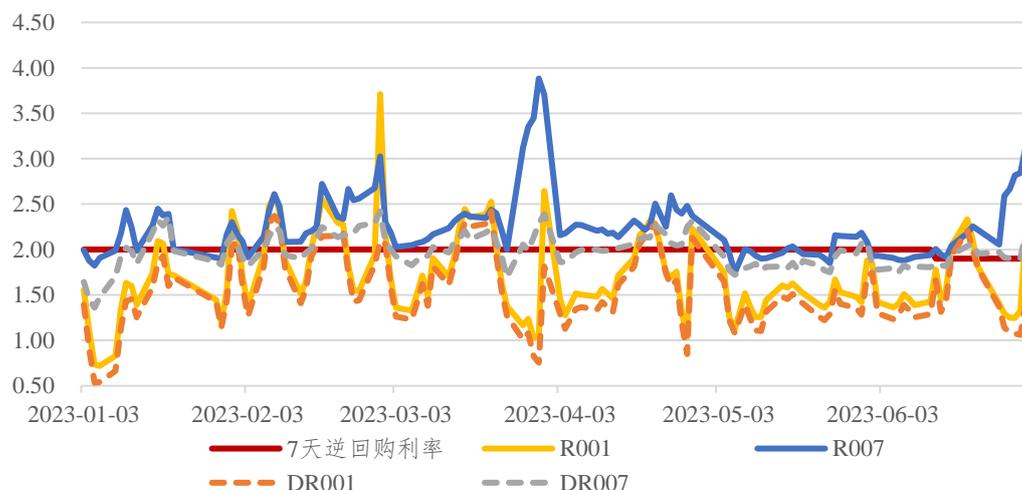


图7 2023年上半年债券市场资金价格走势（%）

数据来源：Wind。

从广义流动性来看，受全球需求回落以及政策错位等影响，我国经济本轮复苏更需内生经济动能的拉动。外需方面，受高基数与全球需求回落影响，我国出口增速在5月由正转负，单月出口增速同比大幅回落至-7.5%。同时，伴随前期外贸订单释放结束以及全球PMI的进一步下行（比5月下行1.7BP至52.7%），我国出口同比增速在6月继续回落，跌幅从7.5%扩大至12.40%。分国别来看，2023年6月，我国对东盟及美欧三大贸易伙伴的出口同比均为负且增速都进一步放缓，其中对于发达国家与地区的出口同比回落-18.4%，相较于5月的-13.8%，外需回落进一步扩大；对亚洲主要新兴经济体的出口从5月的-5.4%进一步回落至-7.4%。从出口欧美的高落差来看，我国贸易结构重心正不断转移，与东盟双边合作愈发紧密，同时也表明欧美经济体快速大幅度的加息严重抑制进口需求。

展望后市，伴随全球产业链布局的改变以及欧美高利率政策的副作用逐渐显现，下半年我国出口或将继续承压，这也更加凸显稳内需的必要性，正如5月15日央行在《2023年第一季度货币政策执行报告》中所提及的“全球经济增速放缓”背景下，我国需以消费与投资为两大抓手，综合施策释放内需潜能。

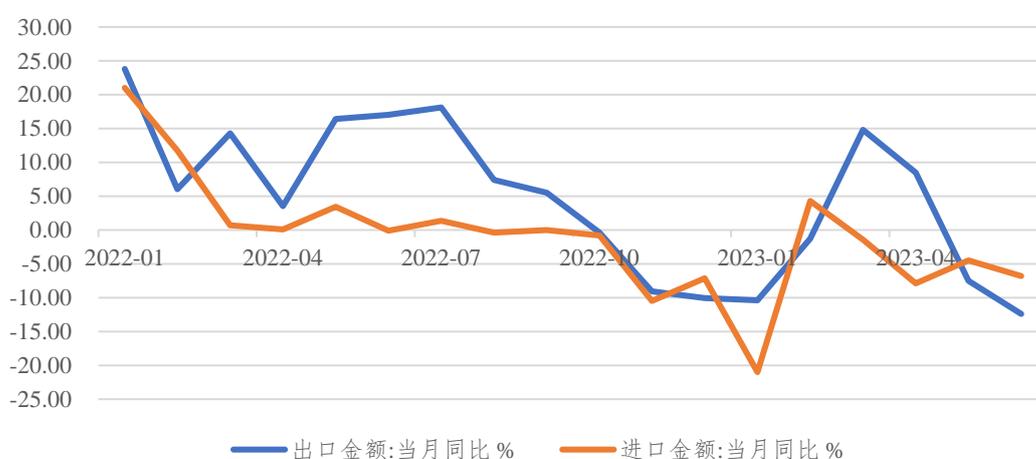


图8 进出口金额当月同比 (%)

数据来源：Wind。

内需方面，服务消费有走强态势，但投资需求依然低迷。消费端，在前期政策扶持下，企业融资端先行改善，企业贷款需求恢复至疫情前水平，中长期贷款余额增速抬升，但后续转化为投资的动能不足，新增中长期贷款与固定资产投资增速差额扩大。究其原因，或是居民端投资意愿不强，企业方下游需求尚未释放。从居民端来看，收入预期尚未完全恢复，低风险偏好带来较高的储蓄意愿；同时，高杠杆率也制约着居民投资消费行为，2022年年末高达61.90%，成为历年最高。

本次复苏中房地产行业的错位也使得居民大额消费需求动力不足，拖累整体资金活性。截至 2023 年一季度，全国房地产开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%；商品房销售额 30545 亿元，增长 4.1%；房地产开发企业到位资金 34708 亿元，下降 9.0%。

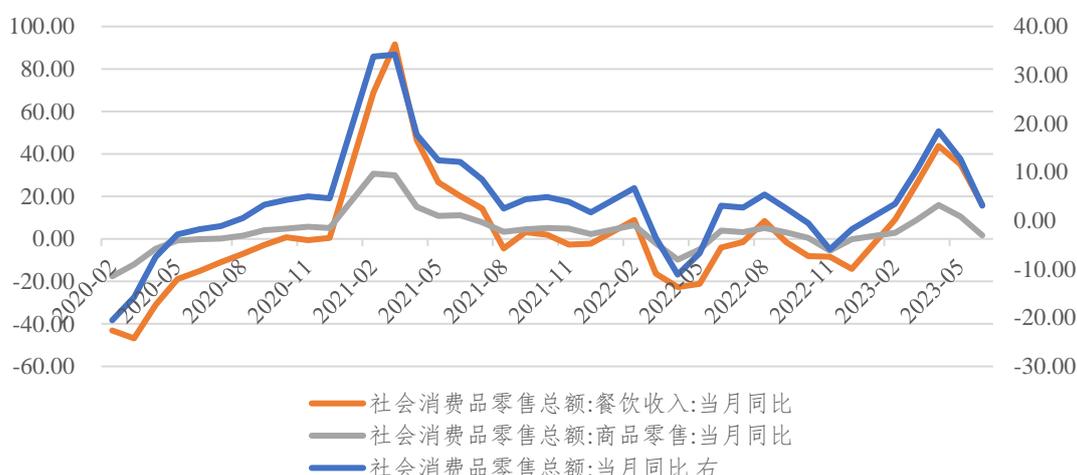


图 9 社会消费品零售总额当月同比 (%)

数据来源：Wind。

投资端，房地产销售持续偏弱，叠加恶劣天气影响建筑施工，后续增速或将继续放缓。2023 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）243113 亿元，同比增长 3.8%。其中，民间固定资产投资 128570 亿元，同比下降 0.2%，投资需求仍然低迷。分产业来看，第三产业投资 163123 亿元，增长 1.6%，其中对于基础设施建设的投资同比增长 7.2%。从地产相关销售数据来看，景气度下行趋势尚未明显改善，商品房销售面积虽在 6 月冲至高位，但仍明显小于往年同期、二手房挂牌指数延续一季度走势，在 6 月末降至 185，2021 年、2022 年同期指数分别为 198.66 与 192.74，销售端持续偏弱。

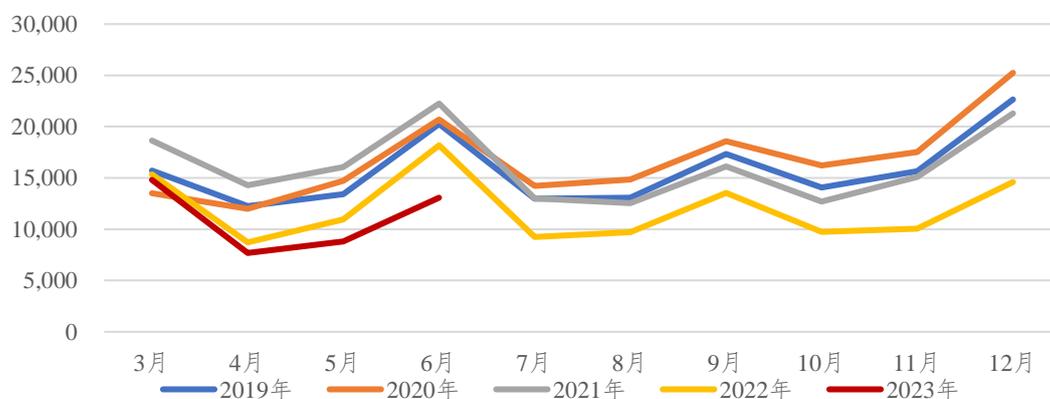


图 10 商品房销售面积单月增加值 (万平方米)

数据来源：Wind。

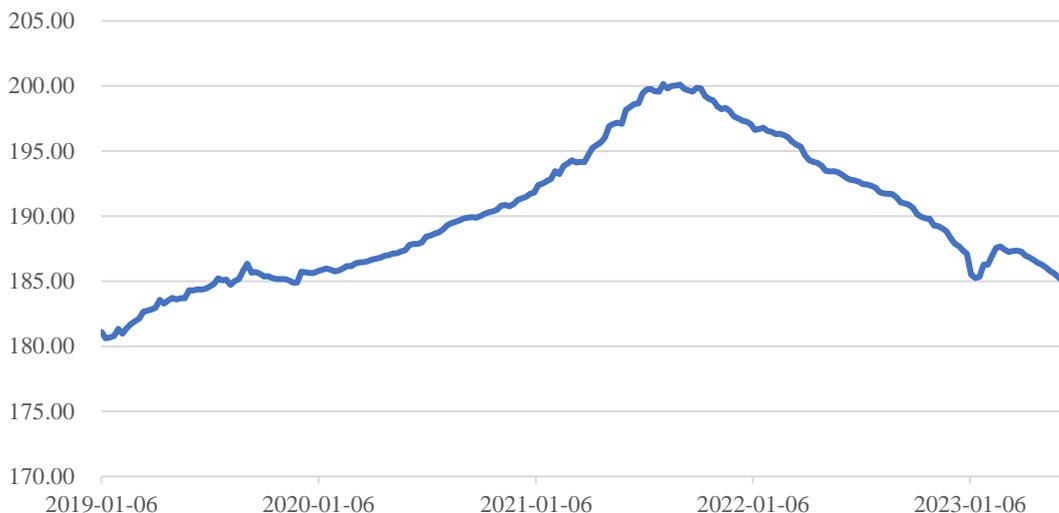


图 11 全国二手房挂牌价格指数

数据来源：Wind。

从金融数据来看，2023 年上半年国内生产总值 593034 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%，比一季度加快 1.0 个百分点。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，二季度国内生产总值环比增长 0.8%。2023 年上半年社融增量为 21.55 万亿元，同比多增 4754 亿元，6 月金融数据较 4 月、5 月有所好转。从社融增速来看，下行趋势明显，6 月增速较比 5 月的 9.5% 继续下降 0.5 个百分点，回落至历史低位。

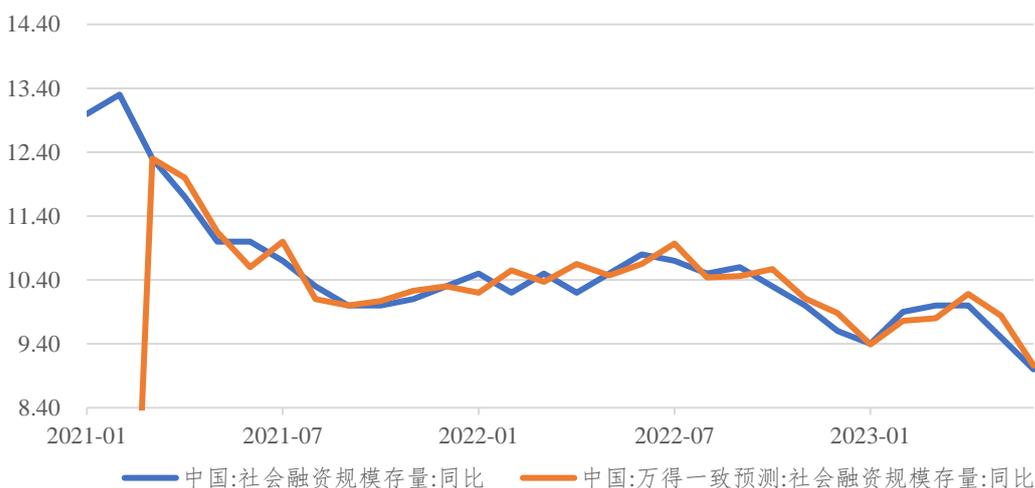


图 12 社融规模同比实际增速与预期增速 (%)

数据来源：Wind。

从分项来看，一般贷款同比多增 3091 亿元，是当前社融的主要支撑项，超出市场普遍预期，反映出当前积极刺激融资需求的各项举措初显成效；政府债券

与未贴现票据为主要拖累项,分别同比少增 10828 亿元和 1758 亿元,主要系 2023 年政府债券发行节奏放缓而 2022 年 6 月为地方债发行高峰所致。

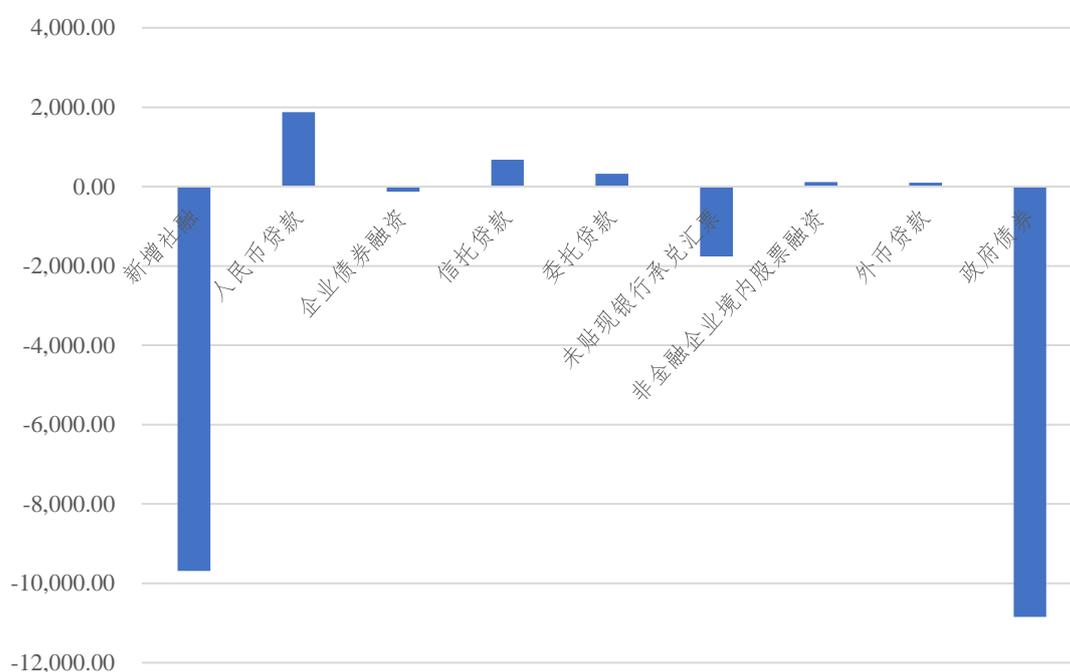


图 13 2023 年 6 月社融规模分项数据 (亿元)

数据来源: Wind。

从信贷投放总量来看,2023 年上半年我国信贷投放节奏加快;从结构来看,本轮投放仍具备一定分化特征。企业端投放积极,中长期维持一定韧性。6 月企业部门中长期贷款新增 15933 亿元,同比多增 1436 亿元,处于季节性偏高水平。在基建与制造业投资增速放缓的背景下,凭借前期较为充足的项目储备,企业中长期贷款连续十一个月维持同比多增态势。但拉长时间线来看,由于宏观环境整体需求不足,二季度企业贷款需求指数从一季度的 78.4 下滑至 62.2,综合 PMI 产出指数在 4 月达到 54.4%,较 3 月回落 2.6%,当月制造业 PMI 降至枯荣线之下,制造业企业“订单-生产-价格-采购”下降趋势明显;从 PMI 分项来看,6 月生产分项环比上升 0.7%回升至 50.3%,高于新订单指数约 1.7%,去化斜率明显提速,这说明生产的改善多因企业正处于主动去库存阶段,新增订单对生产的贡献不高。当月在手订单指数仅为 45.2%,环比下降 0.9%,后续企业端中长贷对整体信贷的支持力度可能边际下滑。

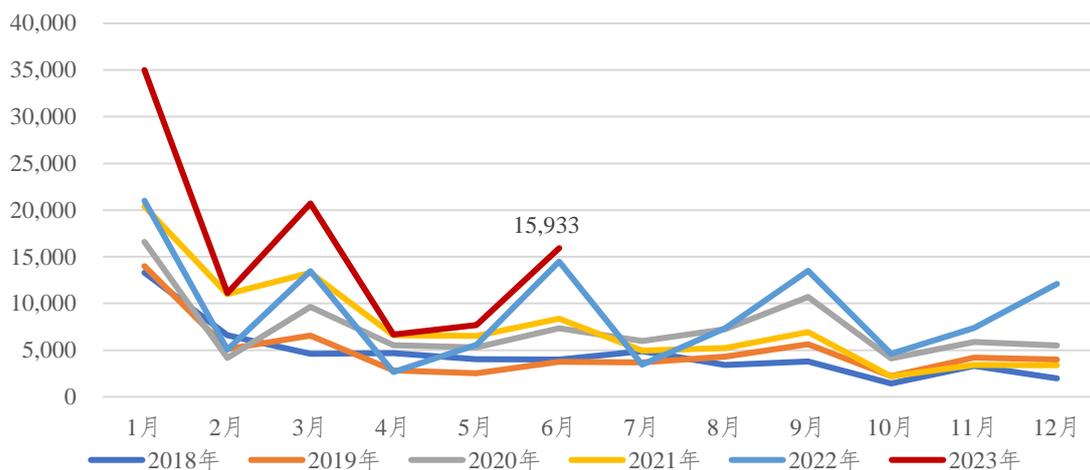


图 14 企业部门中长期新增贷款走势 (亿元)

数据来源: Wind。

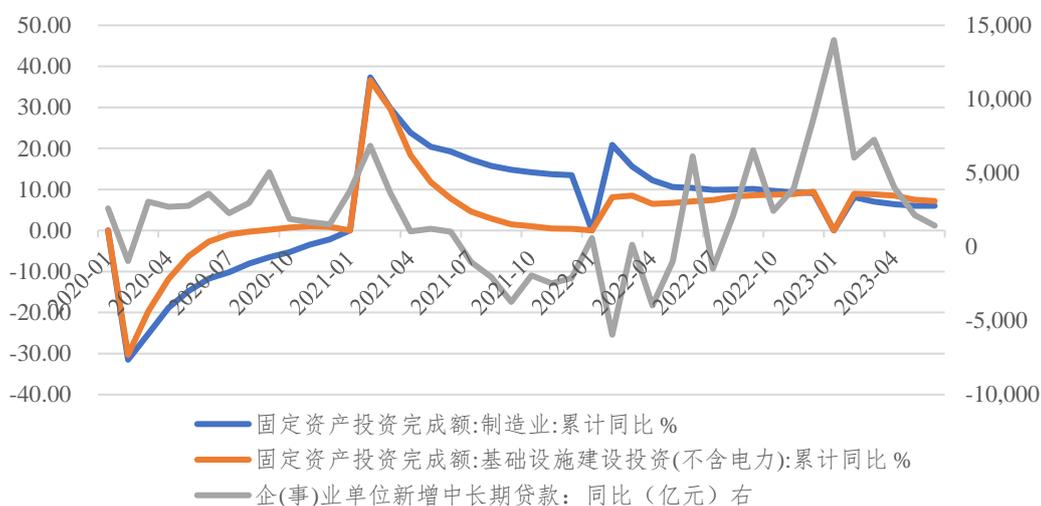


图 15 企业新增中长期贷款与固定资产投资完成额累计同比 (亿元、%)

数据来源: Wind。

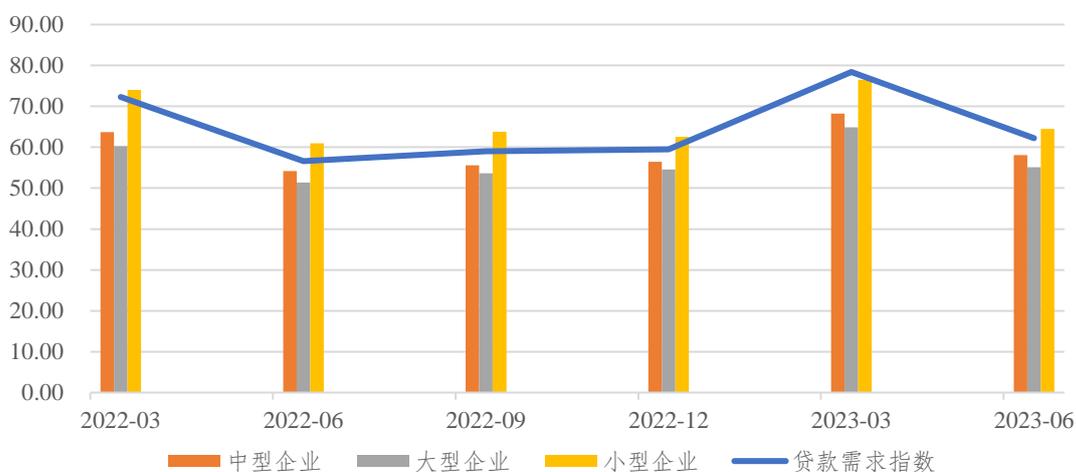


图 16 企业贷款需求指数

数据来源: Wind。

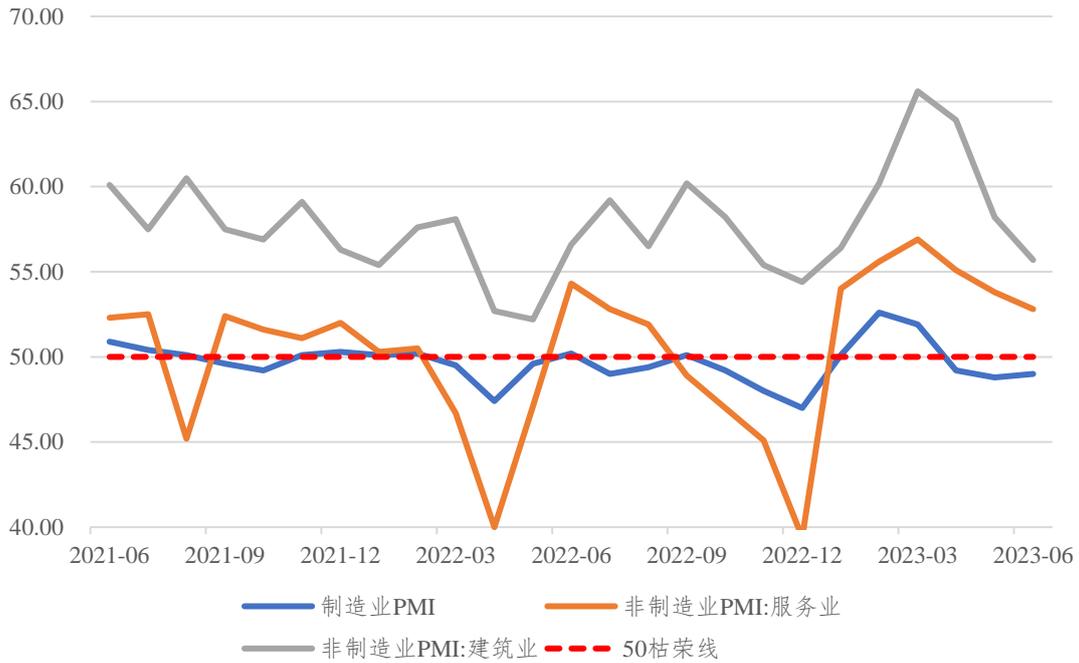


图 17 制造业 PMI 低于枯荣线 (%)

数据来源: Wind。

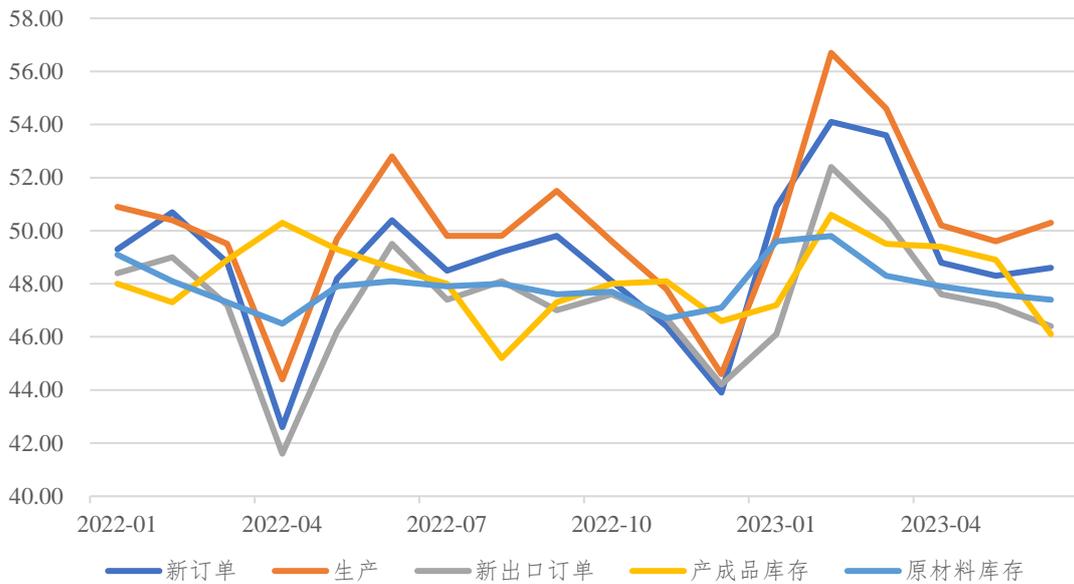


图 18 制造业 PMI 分项走势 (%)

数据来源: Wind。

同样,从票据市场利率来看,半年期国股转贴利率虽有小幅回升但仍处于低位,与同业存单利差-0.6BP 上下浮动,反映出实际贷款需求仍不足,6 月信贷超预期改善或更多受季末考核冲量的供给侧驱动。

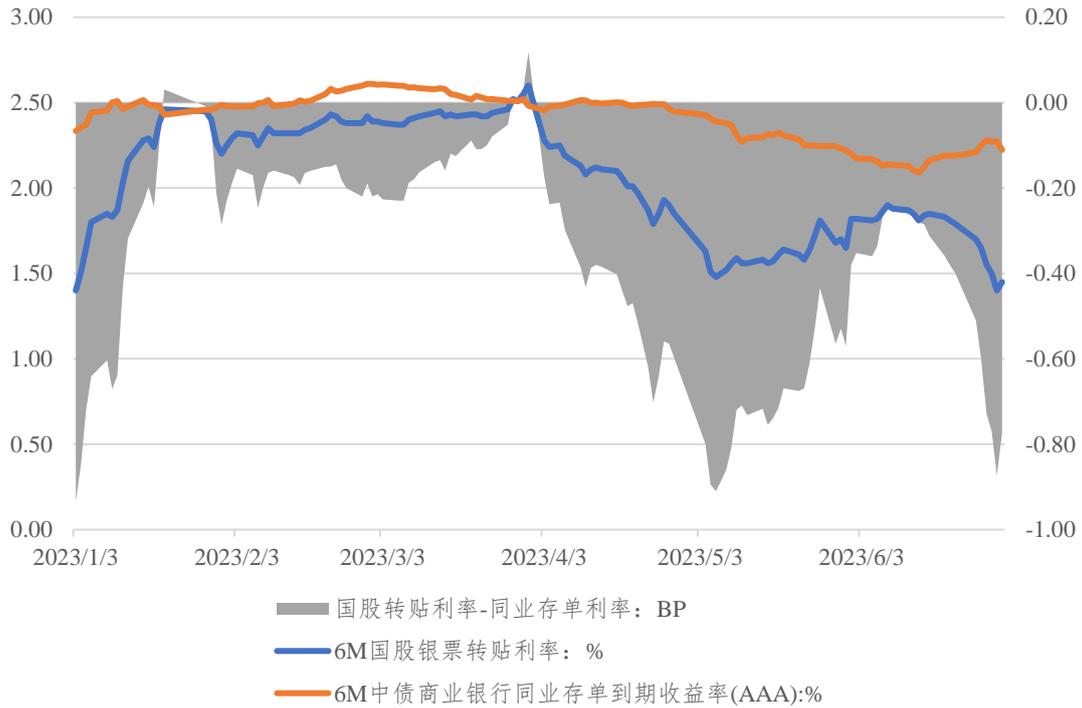


图 19 票据利率-同业存单利率（%）

数据来源：Wind。

居民端资产负债表收缩明显，中长期信贷修复动能仍较弱。从总量来看，相较于 2023 年 4 月、5 月，6 月居民端信贷超预期改善，单月新增人民币贷款 9639 亿元，环比多增 5967 亿元，接近上半年峰值；同时存款数据显示 4 月至 5 月居民端新增人民币存款分别同比少增 4968 亿元与 2029 亿元，一改 11 个月以来多增态势，二季度存贷差有所下降，但仍维持高位，居民存款活化度有待进一步提升。从结构来看，本次居民端新增信贷多为短期季节性消费反弹，中长端贷款修复有限。6 月新增短期贷款 4914 亿元，在 2022 年高基数基础上仍同比多增 632 亿元，主要系线下活动的修复以及“五一”“端午”等小长假带来的需求边际改善；新增中长期贷款 4630 亿元，绝对值虽有大幅上升，但同比仅多增 463 亿元。同时，课题组关注到本次居民中长贷回暖与高频地产成交数据明显背离，6 月 30 日大中城市商品房成交面积为 1239.82 万平方米，明显低于过去五年同期均值的水平，结合明显下降的 RMBS 条件早偿率指数分析，本轮居民中长期贷款的同比多增，更多是按揭贷款早偿减少导致的，中长期贷款扩张持续性有待观察。

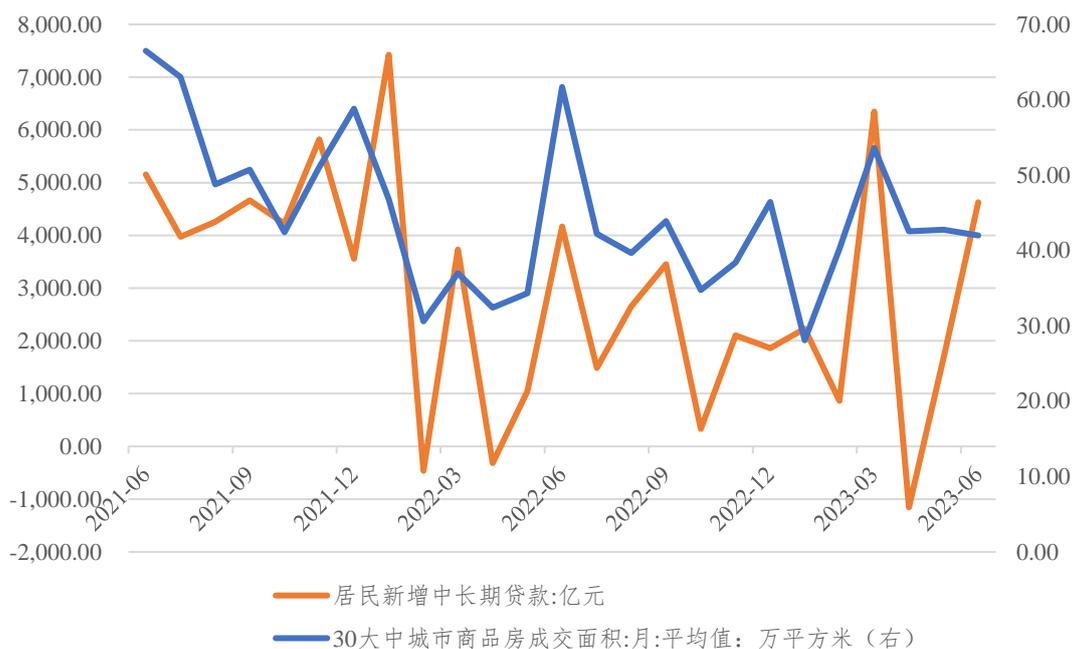


图 20 居民新增中长期贷款与商品房销售走势背离 (亿元、万平方米)
数据来源: Wind。

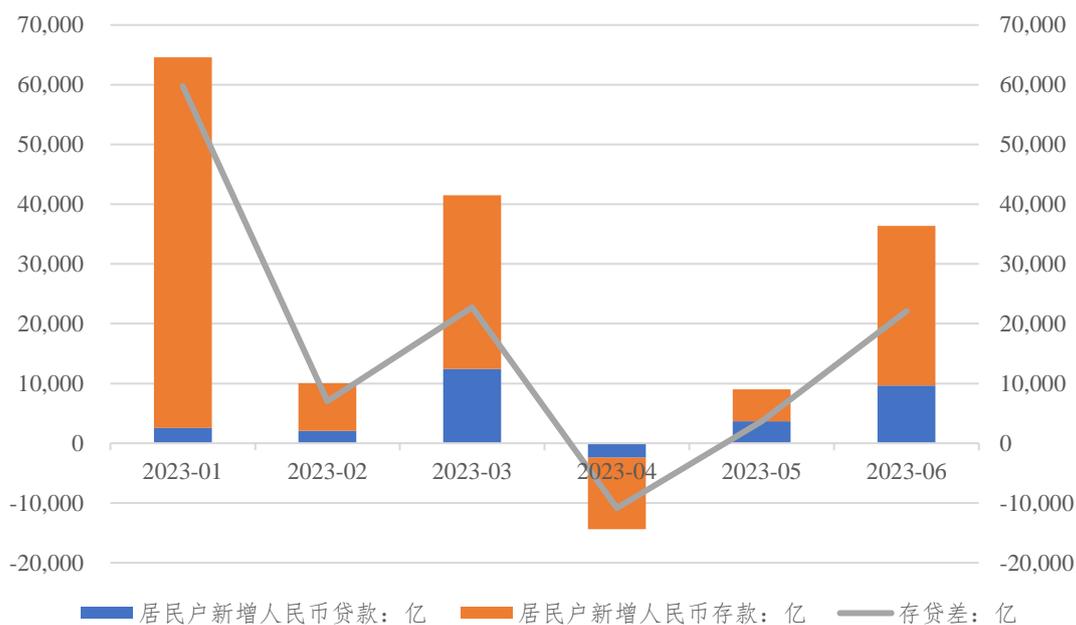


图 21 居民新增人民币存贷款走势 (亿元)
数据来源: Wind。

央行二季度城镇储户问卷显示,居民消费倾向有所改善但储蓄倾向仍然刚性,且对投资的偏好再度下降。在支出选择上,更多青睐旅游等短期消费,对于大宗商品和购房的支出意愿再度回落,与新增信贷结构交叉印证了本轮经济复苏内生性不足,居民主动扩表意愿低迷。

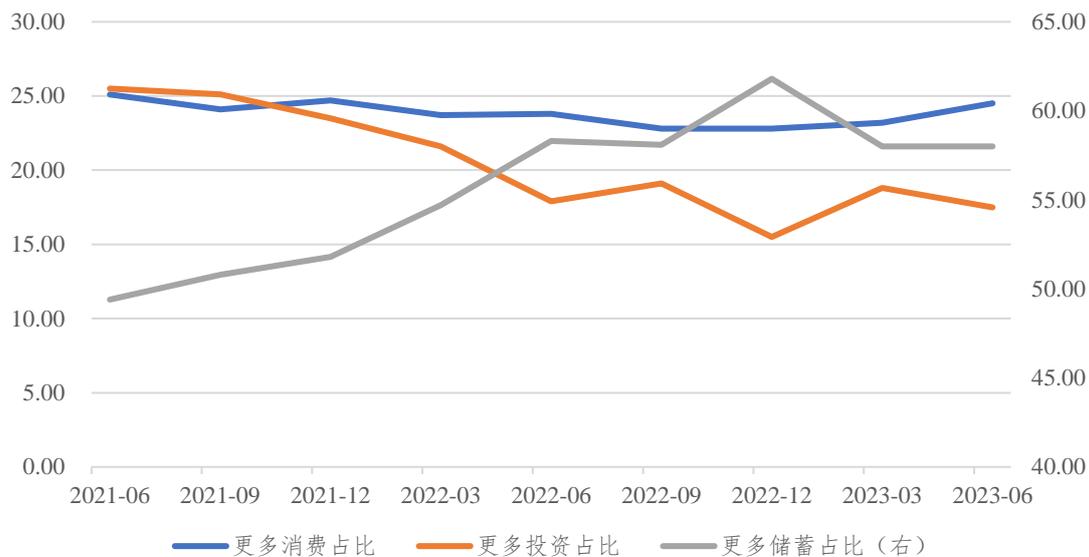


图 22 央行城镇储户问卷调查 (%)

数据来源：Wind。

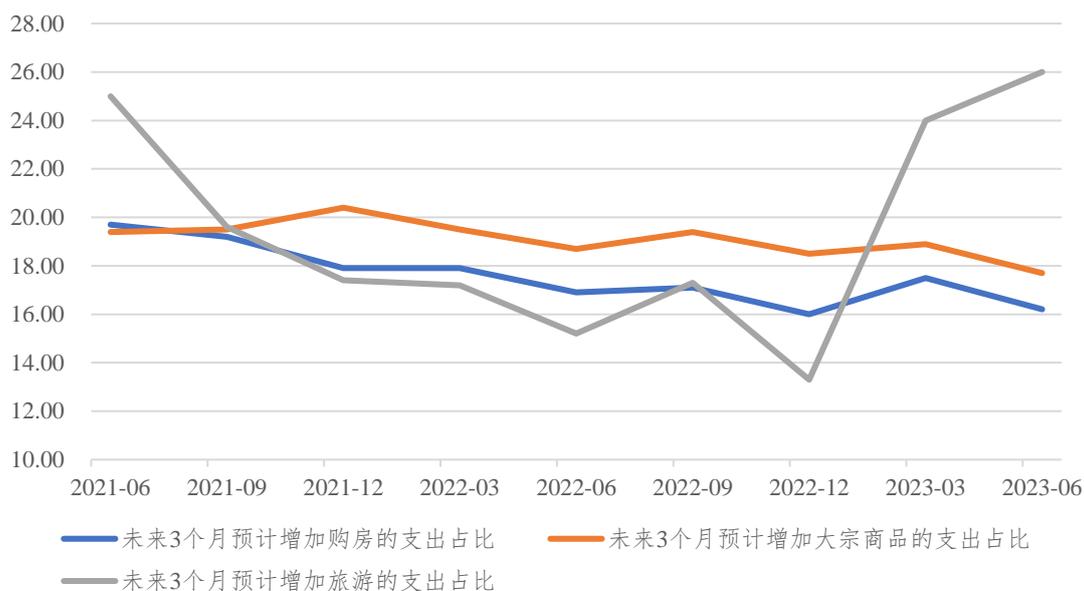


图 23 居民消费支出意愿投向 (%)

数据来源：Wind。

同时，“M₂-M₁”剪刀差不断扩大，再次印证本轮复苏信贷转化效率不足。6月 M₂ 增速 11.3%，较 5 月份回落 0.3 个百分点，M₁ 增速 3.1%，较 5 月份回落 1.6 个百分点，“M₂-M₁”剪刀差为 8.2%，较 5 月份继续扩大。一方面，微观主体或受 6 月以来存款利率下调预期影响，有将存款久期拉长的趋势，以便提前锁定收益；另一方面，持续走阔的剪刀差也表明大量资金淤积在银行体系，不排除资金套利行为的出现，较难推动经济大幅复苏反弹。实际上，衡量货币流通速度的

GDP/M₂ 同比变动自 2023 年年初以来就处于低位，货币政策对于资金活性的提振并未如预期明显，短期内货币政策仍有较大降息空间；中长期来看，更应坚持改革，将货币、财政以及相关产业政策更为紧密地结合，针对地方财政紧张的问题，应加快“土地财政”向“股权财政”的转型，保障债务如期偿还。

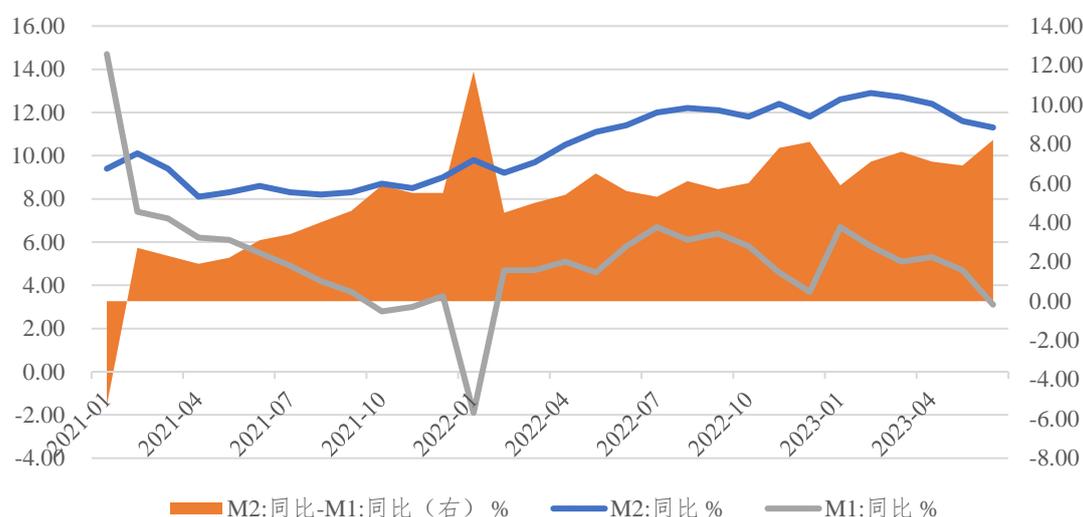


图 24 货币供应量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

经济内生动力不足进一步加剧国内通缩压力，二季度 CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大。剔除春节错位效应等影响，2 月至 6 月以来，我国 CPI 环比连续负增长，同比在 6 月降至 0 附近，剔除食品与能源项的核心 CPI 也处于 0.4% 左右的低位，猪肉和蔬菜价格走低是 2023 年上半年食品项通胀回落的主要原因，伴随第二次中央收储的启动，下半年通缩压力或将得到缓解。

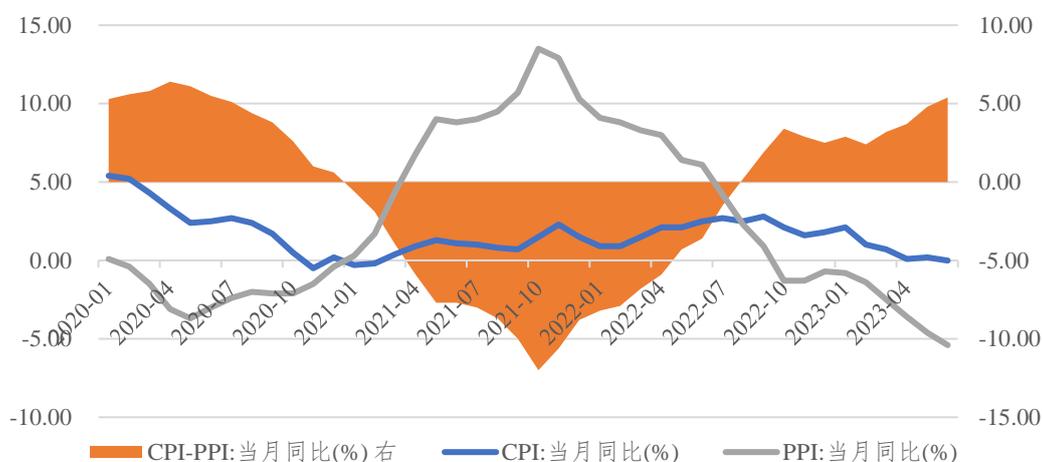
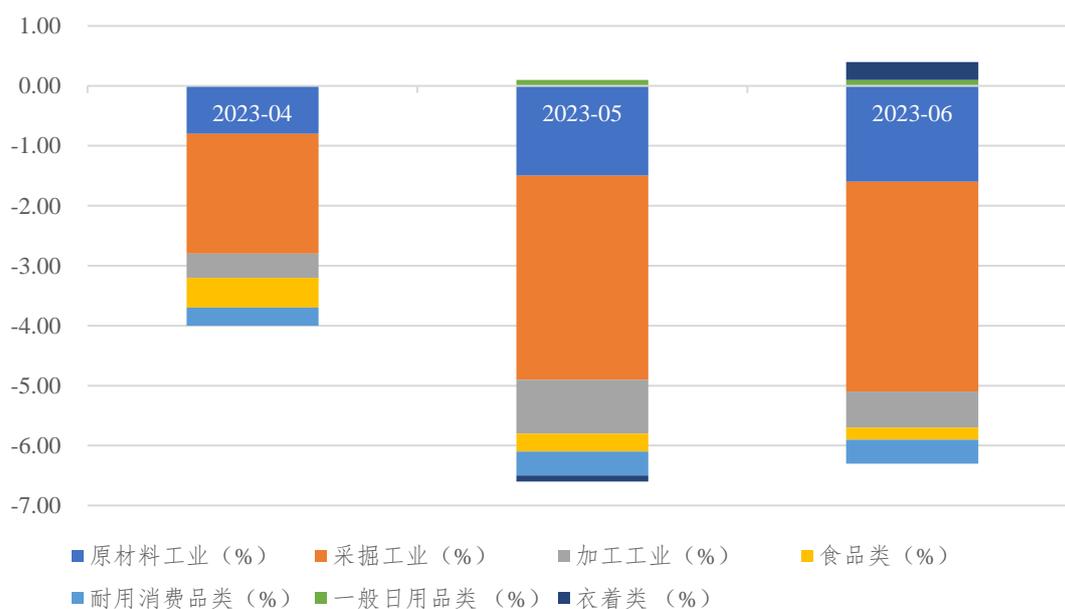
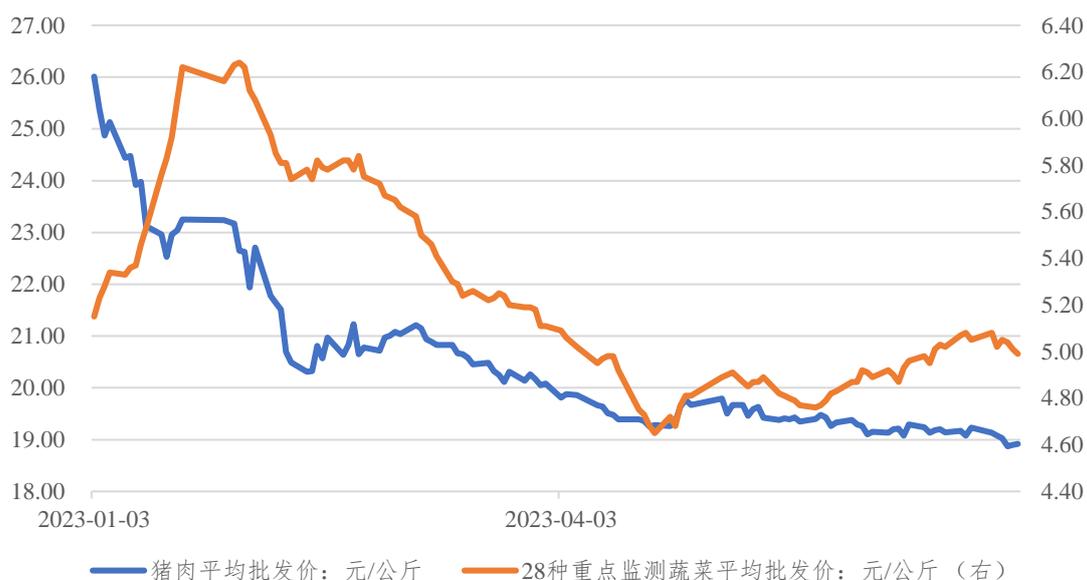


图 25 CPI 和 PPI 当月同比 (%)

数据来源：Wind。



PPI 同比降幅连续扩大，6 月跌至-5.4%，为近年低位；环比持续负增长，生产资料中的原材料与采掘工业为 PPI 环比主要拖累项。同时，微观主体的弱预期与低需求使得通缩压力自产业链下游传导至上游，进而导致 CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大，全面通缩的风险增加。

整体来看，我国经济在 2023 年上半年延续恢复发展态势，但经济内生动能

有待提升，需求驱动较为不足。上半年国内生产总值 593034 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%，分季度来看，二季度增长 6.3%；社会消费品零售总额与全国固定资产投资数据表明目前服务消费有走强态势，但实际投资需求依然低迷。2023 年上半年社融增量为 21.55 万亿元，同比多增 4754 亿元；人民币各项贷款增加 15.73 万亿元，比 2022 年同期多增 2.02 万亿元，居民企业中长期信贷支持可持续性有待进一步观察；CPI、PPI 环比增速为负，阶段性通缩压力增大；M₁ 与 M₂ 剪刀差进一步走阔，存款活化率较低，“宽货币”向“宽信用”的传导受阻；制造业 PMI 指数在 4 月跌至枯荣线以下，6 月制造业 PMI 小幅企稳，但回升基础尚不稳固。二季度以来，我国货币政策基调在“适度、稳固、可持续”的基础上加大“逆周期调节”的力度。预计未来仍有较大降幅空间，或更多向结构性政策工具让位，7 月政治局会议及相关财政、产业政策的出台或将成为后续关注重点。

二、我国债券市场发展分析

2023 年二季度债券市场保持相对平稳，债券发行量继续保持增长，地方政府债发行进度不及同期，受偿还量大增影响，融资量明显收缩。宽松货币环境叠加经济数据走弱，收益率曲线整体下移，信用债违约仍以房地产行业为主。

（一）债券市场发行、存量及交易

债券发行量同比持续增长，净融资额同比、环比均大幅下降。2023 年二季度国内 CPI、PPI 等经济数据持续走低，经济企稳复苏面临一定压力，房地产、出口及民间投资持续拖累经济。二季度，我国债券市场共发行债券 12959 只，较 2022 年同期多发 541 只；发行规模约 16.93 万亿元，较 2022 年同期微增 1.47%；总偿还量为 15.06 万亿元，创近年来新高，较 2022 年同期多还 2.51 万亿元，同比增长 20.04%。受此影响，二季度净融资额 1.86 万亿元，较 2022 年同期同比减少 2.27 万亿元，同比降幅为 54.91%，较一季度净融资减少 1.15 万亿元，环比下降 38.25%，整体融资环境有所恶化。进入 6 月份以来，中国人民银行相继对 7 天逆回购操作利率、MLF 利率降息 10 个 BP，预计宽松的货币环境将有利于融资环境的改善。

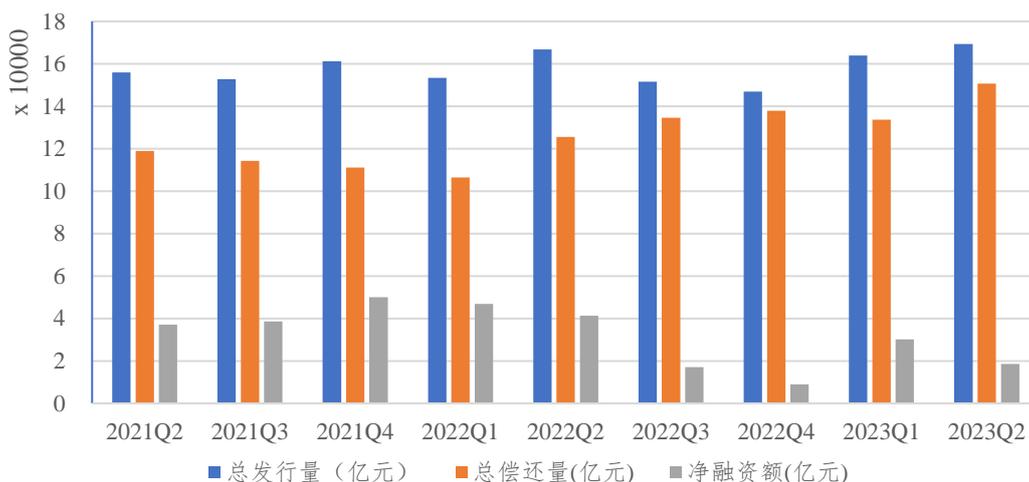


图 28 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

地方政府债发行较同期大幅放缓、绿色金融债发行大幅增加。2023 年地方债发行一季度发力明显，提前批额度多，下达时间为 2022 年 11 月初，为历年最早，进入二季度后，部分省市二季度发行计划低于同期，且在一季度发行提速的背景下，二季度地方政府债较同期有所放缓。2023 年二季度共发行地方政府债 558 只，较 2022 年同期减少 357 只；发行规模合计 2.26 万亿元，较 2022 年同期减少 1.17 万亿元，下降 34.07%。1 月至 6 月新增专项债约 2.17 万亿元，占政府工作报告新增专项债额度的 57%，发行进度落后于近年来同期。三季度，在发行计划与稳增长因素的影响下，政府专项债发行预计有所增长。

分券种看，二季度发行增长较多的有国债、金融债、同业存单，其中，国债二季度发行规模为 2.34 万亿元，较 2022 年同期增长 27.59%，环比一季度增长 8.60%；金融债发行 2.74 万亿元，较 2022 年同期增长 23.75%，环比一季度增长 6.32%。从不同金融债类型看，政策银行债比 2022 年同期多发 2311 亿元，增长 15.77%；商业银行债较 2022 年同期多发 2232 亿元，增长 84.29%；商业银行次级债则由于《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》将权重法下次级债/二级资本债券的风险权重从 100%上调至 150%，需求有所下滑，较 2022 年同期下降 867 亿元，下降 34.62%；此外，证券公司债、证券公司短期融资券、保险公司债均较 2022 年同期有不小增长。整体上看，金融债发行也较一季度增长 6.32%，延续增长态势。自 2022 年 10 月以来，政策上放开了对非资本属性金融债券的审批，商业银行为改善负债结构，在长周期的利率低位上选择发行普通金融债券、小微企业金融债券、绿色金融债券等。值得注意的是，受益于绿色信贷需求增长与宽松

利率环境,2023 年以来绿色金融债发行迎来较快增长。二季度绿色金融债较 2022 年同期多发 437 亿元,增长 99.74%,较一季度多发 223 亿元,增长 34.15%。同业存单二季度发行 6.77 万亿元,较 2022 年同期增长 23.55%,环比一季度增长 13.03%,主要原因在于当前央行维持宽松流动性环境,市场利率处于低位,吸引银行发行同业存单。同时,部分全国性大型商业银行 2022 年发行的存单于 2023 年 5 月集中到期,以及银行理财、基金等市场机构对同业存单配置加强,也利好同业存单的发行。此外,非金融企业债发行 3.36 万亿元,较 2022 年同期增长 13.50%。受房地产市场因素影响,资产支持证券二季度发行 4899 亿元,较 2022 年同期下滑 11.79%,但较一季度有所恢复,增长 33.31%。

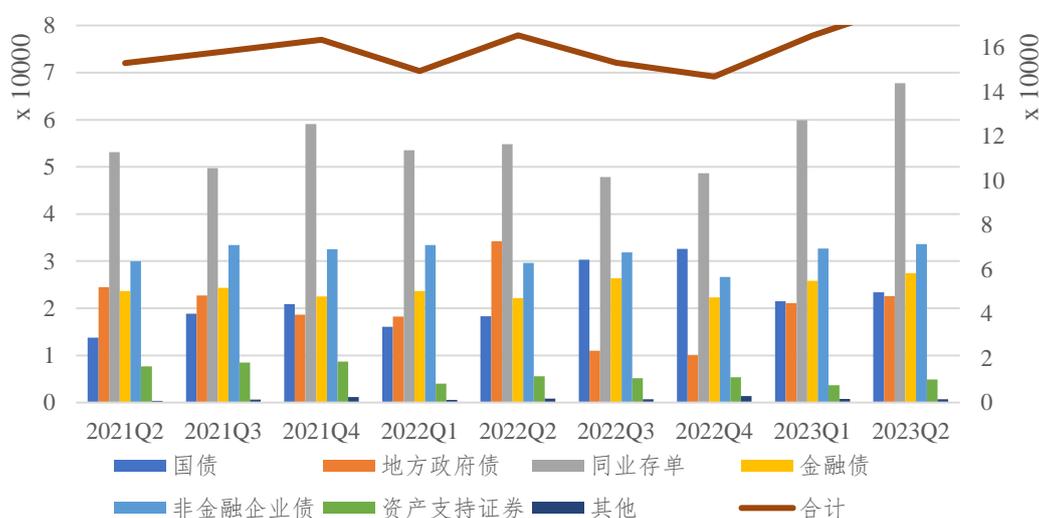


图 29 我国债券市场发行规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

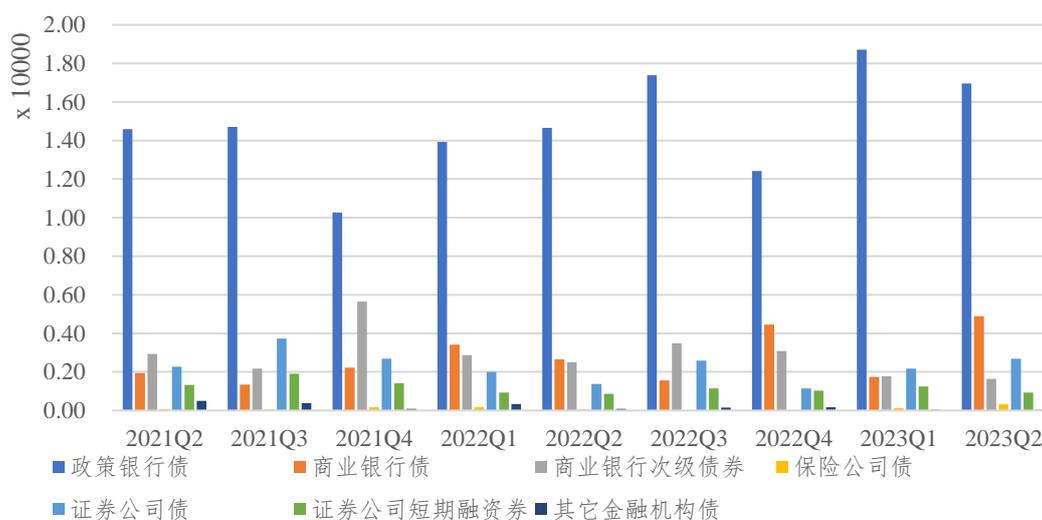


图 30 我国金融债发行规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

债券市场存量规模继续保持增长，金融债增量明显，国债存量占比升至第三。截至 2023 年二季度末，我国债券市场存量规模达 146.86 万亿元，较 2022 年同期增长 8.57 万亿元，同比增长 6.19%，较一季度增长 2.88 万亿元，环比增长 1.96%。地方政府债占比持续提升，但增幅小于一季度。截至二季度末，地方政府债存量为 37.46 万亿元，继续保持债券存量市场第一大债券，占比 25.51%，对债券市场增量贡献 35.78%，低于一季度数据；第二大存量债券为金融债，规模为 35.46 万亿元，同比增长 11.49%，占债券市场存量的 24.15%，对二季度债券市场增量贡献 42.66%，缩小了与地方债占比差距；第三大存量债券为国债，规模为 26.29 万亿元，占债券市场存量的 17.90%，略高于第四大存量债券——非金融企业债（占比 17.87%）。

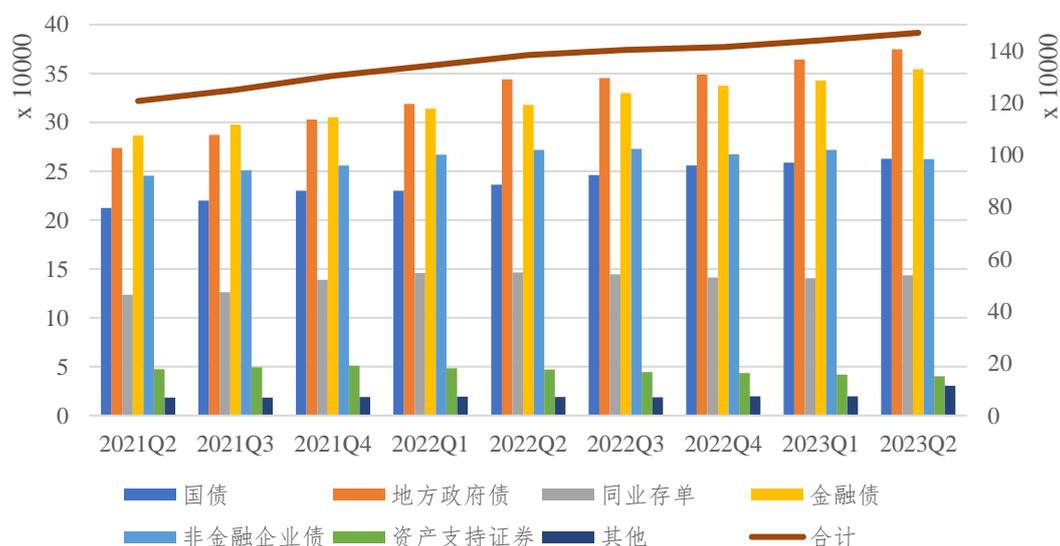


图 31 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

银行间国债市场中，商业银行占比持续提升，境外机构持有小幅下滑。最新的公开数据显示，截至 5 月末，银行间国债市场中商业银行持有债券占比为 68.84%，较一季度末占比上升 0.19%，二季度经济预期的转弱，助推了避险需求对国债的持有。境外机构持有方面，由于欧美与国内利差较大，持有占比仍连续下滑，二季度为 8.80%，较一季度末下降 0.14%。此外，保险机构持有国债量下降 3.80%，占比由 2.72%降至 2.65%。

银行间地方债市场中，证券公司持有量增加 11.85%，商业银行持有占比第一。截至 5 月末，银行间地方债市场中商业银行持有占比为 85.54%，较一季度

末略微下降 0.15%，持有增量仍为第一。随着地方债定价市场化的深化，定价区间逐渐拉大，对市场化机构吸引力增强。二季度，地方债持有量非法人产品持有占比第二，为 5.34%；保险机构持有占比第三，微增至 4.07%；证券公司持有量增加 11.85%，但占比仍较小，仅 1.33%。

银行间企业债市场中，非法人产品持有占比过半，持有结构相对稳定。截至 5 月末，非法人产品持有银行间企业债市场份额为 50.50%，较一季度末下降 0.70%；商业银行持有 33.13%，占比微增 0.70%；证券公司持有 11.63%，占比下降 0.23%。

银行间政策性银行及商业银行类金融债市场中，商业银行持有占比过半，境外机构持有占比微升。商业银行持有占比 57.09%，较一季度占比下降 0.40%；非法人产品占比 31.84%，占比提升 0.72%；境外机构持有占比第三，为 3.13%，占比较一季度末增加 0.31%。

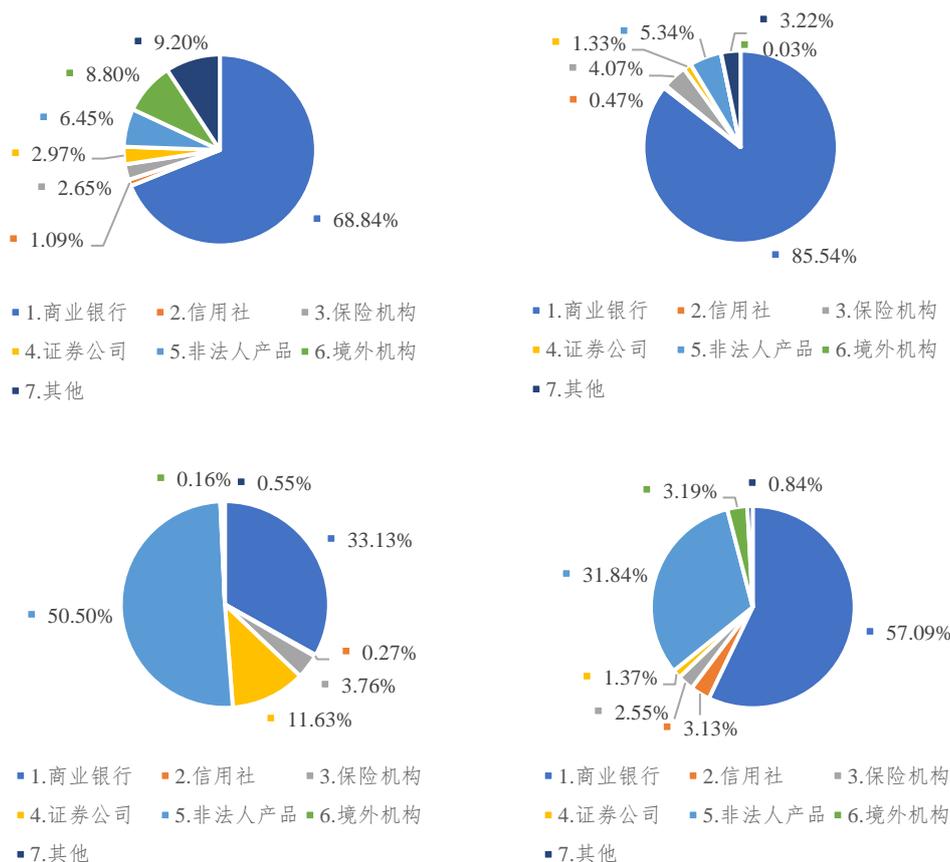


图 32 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行债加商业银行债持有人结构 (%)

数据来源：Wind。

现券结算占比小幅下滑，国债交易结算增幅明显。2023 年二季度我国现券交易和回购交易结算量共 642.99 万亿元，较一季度增加 102.62 万亿元，增长 18.99%。其中，现券交易量为 87.45 万亿元，较一季度增加 13.26 万亿元，增长 17.87%，占总交易结算量的 13.60%，较一季度下滑 0.13 个百分点；回购结算量 555.53 万亿元，较一季度增加 89.36 万亿元，增长 19.17%。

2022 年二季度现券结算中，金融债的现券结算量最大，达 35.39 万亿元，较一季度增加 16.24%，占现券结算规模的 40.47%；第二大现券结算量券种为国债，达 16.64 万亿元，较一季度增长 59.03%，占现券结算规模的比重由一季度的 14.10% 升至 19.03%；第三大现券结算量券种为同业存单，二季度结算量为 16.60 万亿元，较一季度增长 14.04%，占现券结算规模的 18.98%。

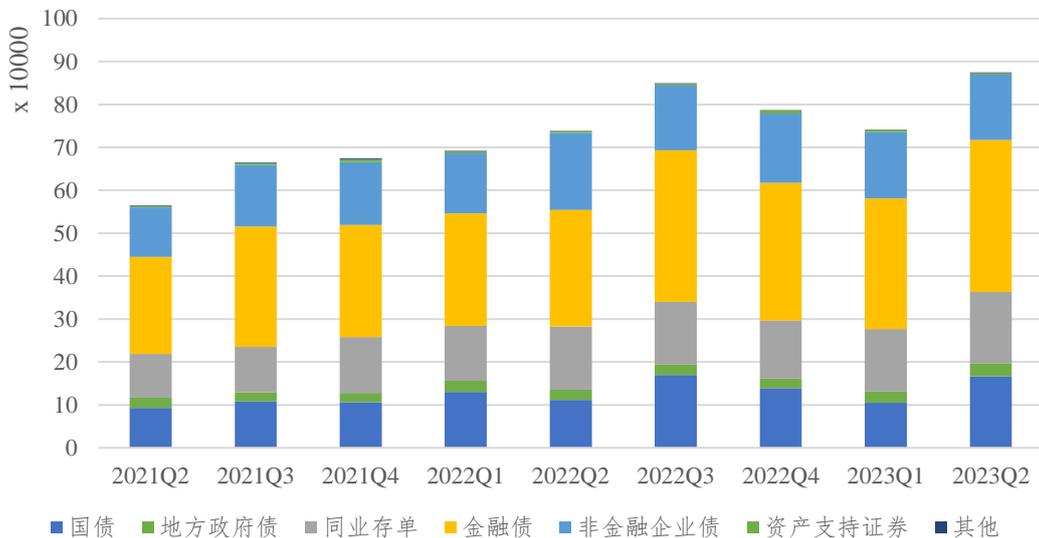


图 33 债券市场现券交易规模及结构 (亿元)

数据来源：Wind。

(二) 国债二级市场流动性

国债市场成交笔数、成交金额企稳回升。2023 年二季度，国债市场共成交 252286 笔，成交金额 15.02 万亿元，结束自 2022 年三季度创新高后的连跌势头，其中成交笔数较一季度环比增长 57.29%，成交金额较一季度环比增长 46.28%，增速明显。二季度，随着经济数据的转弱，保险、基金、理财等市场机构趋于保守，加仓购买利率债、同业存单等产品，同时，存款利息的下调也支撑了银行理财子规模的扩张。此外，经济的转弱带来降息预期的逐渐走高，进入 6 月后，随着央行降息的兑现，市场机构止盈情绪浓厚，证券公司国债交易由净买入转为

净卖出，主力买盘来自国有大行、政策行及农村金融机构，助推了二季度国债成交金额与成交笔数的大幅上涨。

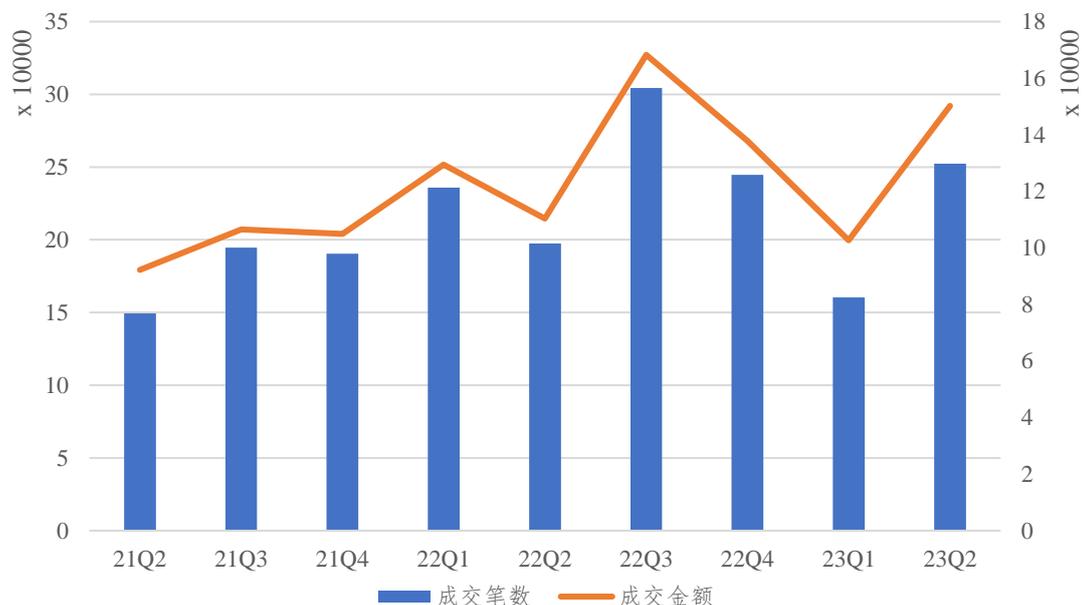


图 34 国债市场现券交易笔数及规模 (笔、亿元)

数据来源：中国货币网。

国债平均成交天数保持相对稳定，平均换手率有所提升。2023 年二季度，国债市场国债平均成交天数为 27.10 天，较 2022 年同期上涨 2.37 天，较一季度上涨 0.99 天；国债平均换手率 32.57%，较 2022 年同期提升 11.18%，环比一季度提升 8.36%，国债流动性整体呈稳步上升趋势。

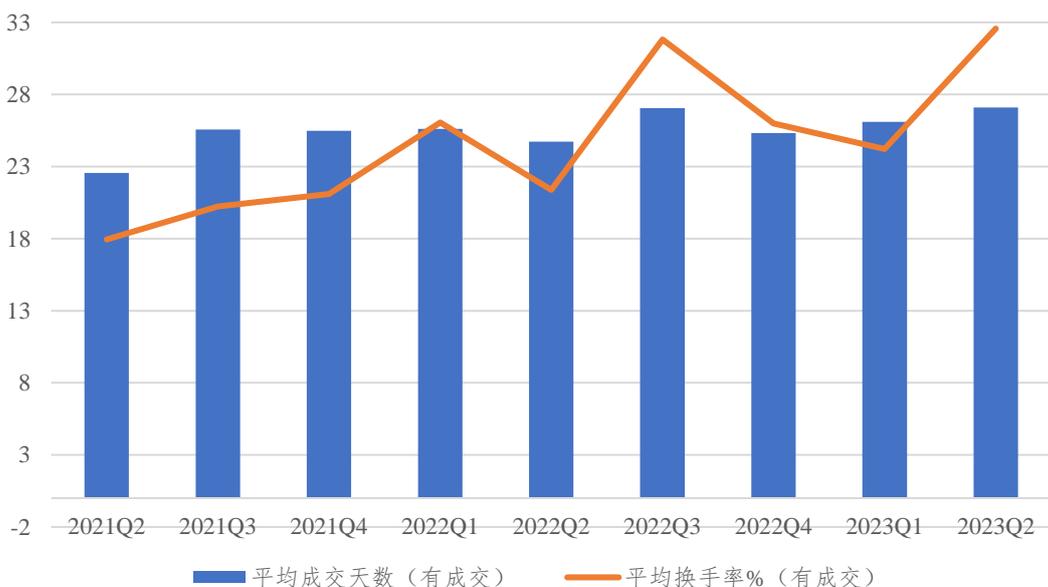


图 35 国债市场平均成交天数及换手率 (天、%)

数据来源：Wind。

（三）债券市场违约情况

债券违约主体数量有所下降，房地产市场债券违约风险仍不容忽视。2023 年二季度新增 2 家违约主体企业，分别为中国泛海控股集团有限公司和上海世茂股份有限公司，两家企业分别从事综合行业（主营收入来自金融与房地产开发）、房地产开发行业。中国泛海控股集团有限公司于 5 月 17 日在 2022 年年报中披露，15 泛海债、18 泛海 F3、19 泛海 F1 以及 18 泛海 F1 四只私募债到期未兑付，构成实质性违约，逾期金额共计 65.94 亿元；上海世茂股份有限公司于 5 月 30 日公告，20 沪世茂 MTN001、21 沪世茂 MTN001 及 21 沪世茂 MTN002 三只债券未能到期兑付，构成实质性违约，逾期金额共计 21.1 亿元。二季度首次违约债券共 13 只，发行规模共计 117.99 亿元，较一季度违约债券发行规模微增 3.44 亿元，环比上升 3.00%，较 2022 年同期减少 6.14 亿元，下降 4.94%。其中，12 只违约债券为房地产行业债券。

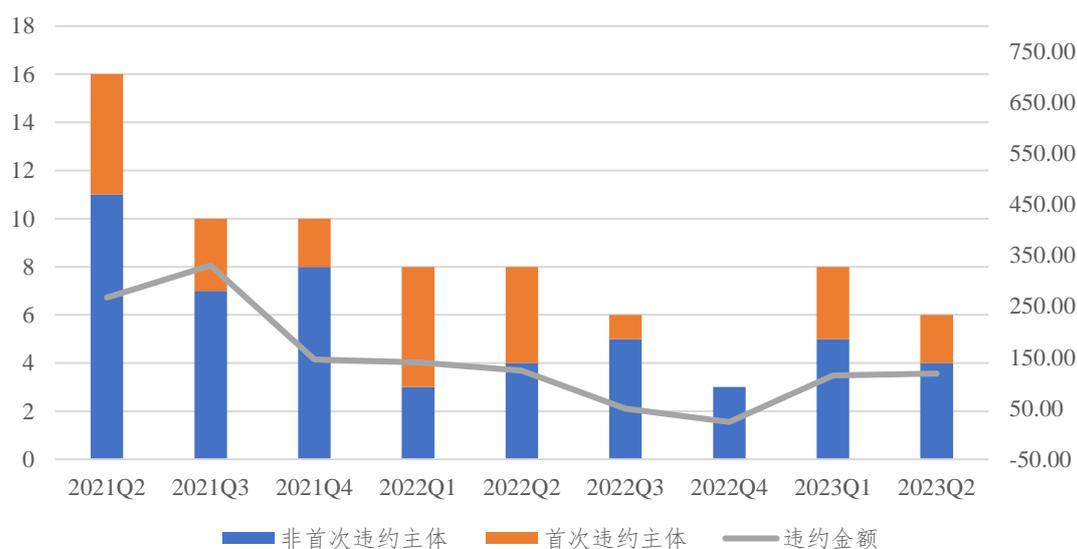


图 36 我国债券市场违约企业数量及违约金额规模（个、亿元）
数据来源：Wind。

2023 年二季度展期债券共 42 只，展期债券发行规模为 718.24 亿元，较一季度环比下降 2.74%，较 2022 年同期增长 4.04%，保持相对稳定，二季度展期债券中与房地产相关的债券占比 59.52%，二季度与房地产相关的信用风险暴露仍处高位。当前，房地产市场销售复苏并不明朗，4 月至 5 月商品房销售存在一定程度降温。中国人民银行 6 月 29 日公布的《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示，未来三个月准备增加支出的项目中，仅 17.7% 居民选择购房，与一季

度比例基本保持一致,这说明近年来居民购房意愿总体呈下降态势。从政策端看,2023年以来全国已有超40个城市调整首套房贷利率下限至4%以下,部分新一线城市及二线城市也在限贷及公积金政策方面作出调整,当前房地产政策环境处于相对宽松期,但市场预期持续转弱,部分民营房地产企业现金流持续紧张,债券市场房地产行业风险仍需持续关注。

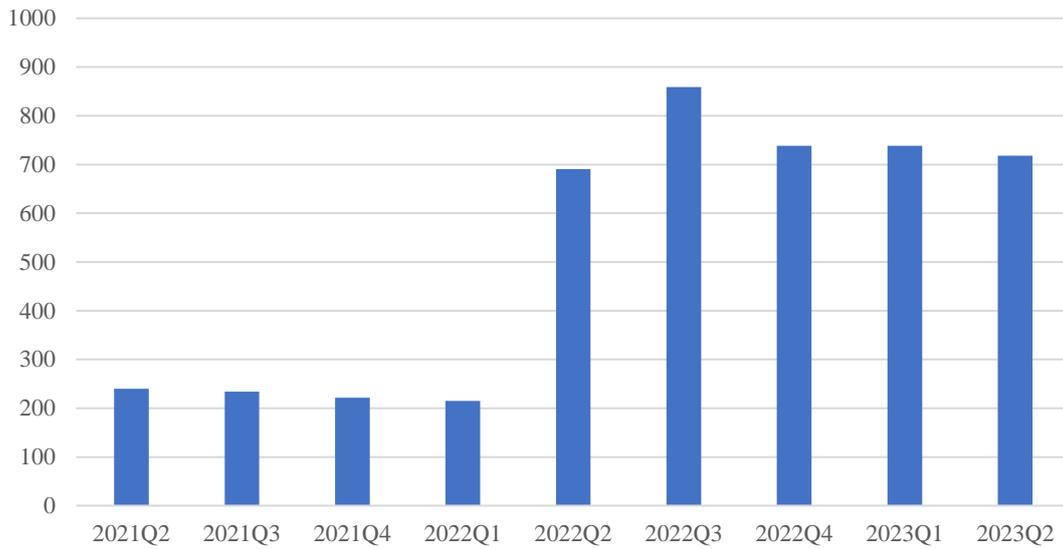


图 37 我国债券市场展期债券金额规模 (亿元)

数据来源: Wind。

(四) 债券市场改革及法制建设

“一事一批”改年度计划管理,《中央企业债券发行管理办法》印发。2023年5月6日,国资委印发了《中央企业债券发行管理办法》(以下简称《管理办法》),从计划管理、债券全流程监管、风险防范等方面作出规定。在计划管理上,相较于此前的《中央企业债券发行管理暂行办法》,新管理办法将中央企业债券发行由“一事一批”修改为年度债券计划审批,极大提升了审批效率,减少了审批频次;在流程监管上,债券发行管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的各类公司信用类债券,实现对各类债券品种的全覆盖;在风险防范上,《管理办法》要求央企债券发行落实管理主体责任,综合考虑子企业行业领域、财务指标、资产负债水平等条件确定发行债券的子企业标准或名单,防范子企业债务风险。此外,《管理办法》还要求央企逐步提高中长期债券发行占比,防止短债长投、兑付期限过度集中等问题,优化债券融资结构。

内地与香港特别行政区利率互换市场互联互通合作正式上线。2023年5月15日,内地与香港特别行政区利率互换市场互联互通合作(以下简称“互换通”)正式上线运行,北向互换通自2022年7月宣布开始建设,2023年4月28日《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》正式落地,5月15日正式上线。互换通的正式建立意味着境外投资者可以通过香港特别行政区参与到内地银行间金融衍生品市场中,便捷地完成人民币利率互换交易和集中清算,推动了境内利率衍生品市场的发展,也为境外投资者提供了更为便利的利率风险管理渠道。

证监会发布指导意见,推动债券市场注册制改革全面落地。2023年6月21日,中国证监会接连发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》(以下简称《注册制改革指导意见》),以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》(以下简称《中介机构债券执业指导意见》),对深化债券注册制改革作出系统性制度安排。《注册制改革指导意见》强调了以偿债能力为重点的信息披露要求,严格划分了交易所与证监会审核职能,强化“受理即纳入监管”的全链条监管制度安排,同时压实发行人主体责任,督促中介机构履职尽责,对债券存续期加强管理,完善债券购回、债券置换、回售转售等债务管理工具相关制度安排以提升债券违约风险处理。《中介机构债券执业指导意见》则立足于提升中介机构执业质量与专业水平,强化履职尽责,压实中介机构责任。从强化承销受托机构债券业务执业规范,提升证券服务机构执业质量,强化质控、廉洁要求和投资者保护,依法加强监管、促进行业优胜劣汰以及完善立体追责体系,持续优化发展生态等五方面作出详细规定。

交易商协会发布新举措提升债务融资工具融资服务质效。2023年6月29日,银行间市场交易商协会发布《关于进一步提升债务融资工具融资服务质效有关事项的通知》(以下简称《通知》),提出了十六条举措提升债市服务经济质效,推动高质量发展。在支持民营企业方面,《通知》强调从注册发行、增信支持、提高流动性等多方面支持民营企业发债,增信支持重点在于用好“第二支箭”,如信用风险缓释凭证(CRMW)的运用。在注册机制优化方面,《通知》提出拓展注册主承销商团适用范围,提升中长期品种发行便利,推广“常发行计划”使用,减少重复性披露,有效降低信息披露成本。在创新发展方面,积极支持企业以应

收账款、融资租赁债权等资产发行不动产信托资产支持票据（银行间类 REITs）等机构化产品。在拓展业务模式、提升服务质效方面《通知》也提出了具体举措。

（五）债券市场对外开放

全球首单人民币玉兰债成功发行，国际投资者人民币投资新渠道。2023年5月22日，中国银行通过其澳门分行在上海清算所发行了全球首笔人民币“玉兰债”，发行规模20亿元，期限2年，发行利率2.85%，认购倍数达2.92倍，获得来自多个地区的多种类型投资者认购。上海清算所与欧洲清算银行于2020年合作推出“玉兰债”业务，“玉兰债”通过上海清算所直接服务中资发行人，提供债券无纸化登记服务，国际投资人直接或间接通过欧洲清算银行持有“玉兰债”，人民币“玉兰债”的推出，为国际投资者参与中国市场提供了更加丰富的投资渠道，便利了国内企业海外融资，助推了人民币国际化及债券市场高水平对外开放。

境外机构继续减持国债，二季度有所放缓。最新的公开数据显示，截至2023年5月末，境外机构持有银行间债券市场债券共3.19万亿元，约占银行间债券市场总托管量的2.50%，较一季度下降0.02万亿元，环比下降0.62%，减持幅度有所放缓。自2022年一季度以来，境外投资者已连续六个季度减持人民币债券，累计减持人民币债券近8100亿元，下降近20.25%。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2.12万亿元，占比66.70%，占比有所下滑，托管量同比减少2000亿元，环比减少100亿元；第二大持仓券种为政策性金融债，托管量为0.71万亿元，占比22.30%，托管量同比减少1500亿元。

自2022年美联储加息以来，人民币债券持续遭到外资减持。截至6月末，美联储已完成第10轮加息，中美两国货币政策方向迥异。进入2023年以来，人民币兑美元汇率持续贬值，2023年6月30日人民币兑美元汇率一度跌破7.25，创下2022年11月以来的新低。经济复苏不理想以及美元走强的预期成为近期人民币贬值的重要因素，也在一定程度上造成了境外机构对人民币债券的减持。同时，中美货币政策的迥异也带来了中美利差缺口，6月30日，中国十年期国债到期收益率报2.64%，美国十年期国债到期收益率报3.81%，相差1.17%，长期的中美利差缺口增大了资本外流的压力。

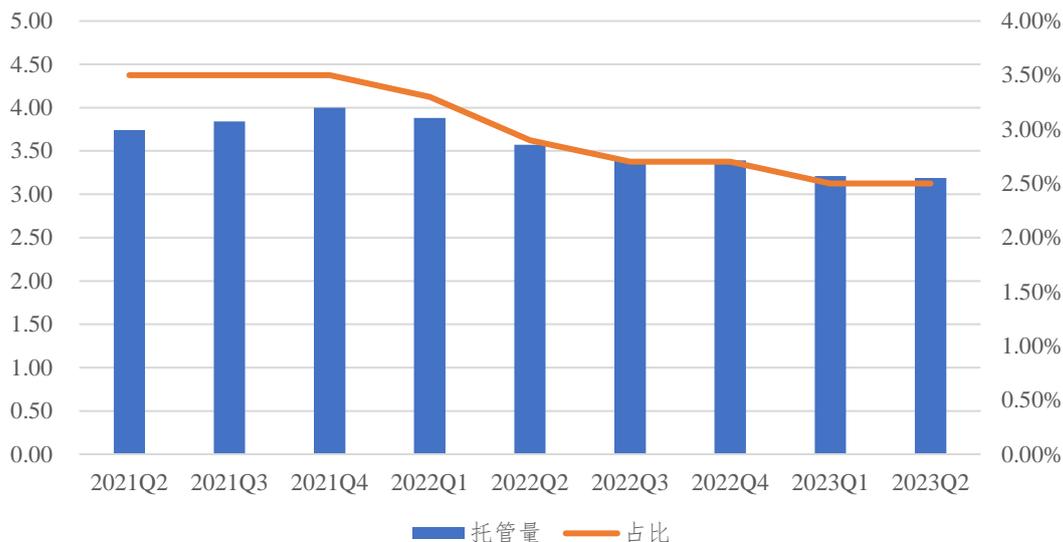


图 38 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元、%）

数据来源：中国人民银行上海总行。

三、展望

弱势复苏进一步为政策打开空间，在降准与降息落地的背景下，预期 2023 年下半年我国对于货币政策总量工具的使用或将进入观察期，“再贷款，再贴现”等结构性政策工具或将成为“精准有力”货币政策的主要发力点。为解决微观主体资产负债表受损及预期扭转造成的内需不足，稳增长政策应兼顾短期调节与中长期改革，聚焦青年失业率高攀、地方政府财政紧张、房地产市场复苏不如预期等热点问题，加大“逆周期调节力度”。目前，中央政府杠杆率为 21.40%，相较于世界平均水平仍有加杠杆的空间，或可通过发放消费券、央行扩大降息幅度、增加优质民企房产企业贷款投放量等财政、货币与产业政策切实修复各部门资产负债表。

国内债券市场方面，2023 年三季度，在经济企稳及发行进度的影响下，地方债发行预计将迎来增长，货币政策环境的进一步宽松以及债券市场全面注册制的推进优化，使得债券市场融资能力有望回升。二季度，房地产市场未能延续一季度回暖态势，居民收入预期偏弱、房价下跌预期较强，债券市场违约仍需持续关注房地产风险；境外机构减持人民币债券有所放缓，但中美货币政策周期分化，汇率的持续下跌，仍带来一定减持压力。**利率方面**，票据利率在季末下行至低位，与同业存单利差持续走扩，表明目前机构负债端压力可控，2023 年下半年债券市场资金面收敛的可能性不大。受制于经济基本面，预计后续政策突然转向的可

能性较小，长债利率中枢下行空间依然存在。超预期的 6 月信贷数据或将开启资金面变化的篇章，在市场交易政策预期的背景下，下半年更应警惕因信贷需求阶段性企稳拐点出现而带来的短期调整压力。

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。