



**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 韩梦彬

2021年8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。

## 摘要

在全球经济逐步复苏的同时，新冠变种病毒的蔓延使全球面临更大的挑战。2021年二季度，主要发达经济体央行维持宽松货币政策，加拿大央行、英格兰银行宣布放缓购债速度；选择加息的国家逐渐增多，俄罗斯、巴西央行在二季度继续加息，匈牙利、捷克、墨西哥央行也加入加息队伍；二季度，各国债券收益率表现分化，其中美国10年期国债收益率下行。

我国货币政策继续以我为主，总体保持稳健；央行进行常规货币政策操作，市场流动性合理充裕，市场利率平稳运行；债券收益率在二季度整体下行，二季度末的10年期国债收益率较一季度末下行11BP。

二季度，债券市场共发行15.29万亿元，总体发行规模有所增加；地方政府债发行增速较快，但地方专项债发行依然较慢；债券现券交易和回购交易共245.29万亿元，现券交易呈上升趋势。二季度末，债券市场余额为120.29万亿元，存量规模稳步增长；人民币债券在全球金融市场吸引力依旧，境外机构继续增持人民币债券，二季度末已持有3.74万亿元我国债券。

我国债券市场新增违约金额在连升三个季度后出现下降，信用风险略有缓释，但民营企业的新增违约金额呈上升趋势，需要对民营企业的违约风险给予关注。我国绿色债券市场在近几年迎来了快速发展，《绿色债券支持项目目录（2021年版）》的出台，进一步规范了国内绿色债券市场，有助于我国绿色债券市场更好的发展。

未来，高通胀风险以及新冠变种病毒的出现，使全球经济复苏的前景依然面临高度不确定性。主要发达经济体央行料将维持宽松货币政策，新兴经济体国家货币政策更加注重防风险，我

**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
- 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  
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

国央行货币政策将继续以我为主。我国债券收益率或许将小幅震荡下行；债券发行、交易、存量规模有望继续增长，境外机构也将继续增持人民币债券；债券市场新增违约金额在未来可能继续保持高位，但风险总体可控。

# 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 .....   | 2  |
| 二、我国债券市场发展分析 .....        | 4  |
| (一) 债券市场发展 .....          | 4  |
| (二) 债券市场违约情况 .....        | 8  |
| (三) 我国绿色债券发展的政策演进历程 ..... | 10 |
| 三、展望 .....                | 12 |

## 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，部分央行放缓购债速度。2021 年二季度，在全球经济逐步复苏的同时，新冠变种病毒的蔓延也使全球面临更大的挑战，主要央行如美联储、日本央行、欧央行、英格兰银行、加拿大央行等宣布维持政策利率不变。但随着经济前景的不断改善，也有部分央行开始逐渐调整资产购买速度。2021 年 4 月，加拿大央行宣布放缓资产购买计划，将加拿大国债的每周净购买目标由 40 亿加元下调至 30 亿加元；5 月，英格兰银行宣布维持 8950 亿英镑的购债总规模不变，但决定放慢紧急购债步伐，将每周 44 亿英镑的购债计划下降至约 34 亿英镑。虽然部分国家央行放缓资产购买速度，但并不影响整体的货币政策宽松立场，并且在疫情仍具不确定性的情况下，各国经济发展与其目标仍存差距，各发达经济体央行还将维持宽松货币政策立场不变。

部分国家央行未雨绸缪，选择加息的国家越来越多。2021 年以来，全球经济在逐渐复苏，叠加流动性充裕、大宗商品价格上涨等因素，多数国家面临的通胀问题越来越严重，央行在制定货币政策时也不得不考虑通胀及其预期不断抬升带来的风险。除了高通胀以及通胀预期抬升，美债收益率上行带来的影响也构成了部分新兴经济体边际收紧货币政策的主要原因，如汇率贬值、资本外流压力等。第一季度，巴西、土耳其、俄罗斯央行宣布上调基准利率以应对高通胀。进入二季度，不断飙升的 CPI 指数迫使俄罗斯、巴西央行又接连两次加息。并且，除了已经加息的国家连续加码，也有匈牙利、捷克、墨西哥央行纷纷选择加入加息队伍。

主要经济体国债收益率表现分化。2021 年二季度，鉴于全球经济仍笼罩在新冠疫情的阴霾之下，叠加近期的高通胀，各国经济复苏还将面临诸多挑战。主要经济体的国内经济增长形势不同，二季度的债券收益率也表现分化。受新冠变种病毒引发避险情绪升温、大宗商品价格调整、就业数据修复速度不及预期、美联储强调暂时性通胀等因素的影响，美国 10 年期国债收益率下行，2021 年二季度末与一季度末相比下行 29BP。发达经济体中，日本、欧元区、英国的 10 年期国债收益率窄幅震荡，分别变动-3BP、6BP、4BP；新兴经济体中，土耳其的 10

年期国债收益率变动较大，二季度末较一季度末下行 140BP，印度、巴西、俄罗斯分别变动-13BP、23BP、10BP。

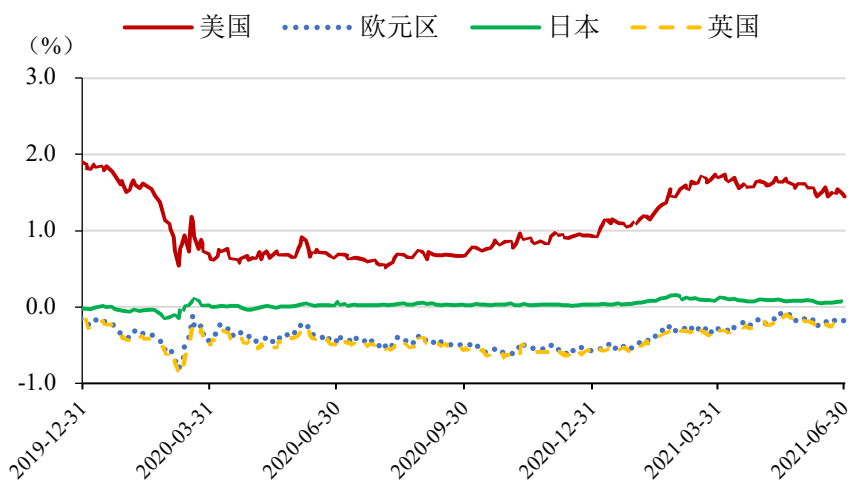


图 1 主要发达经济体 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

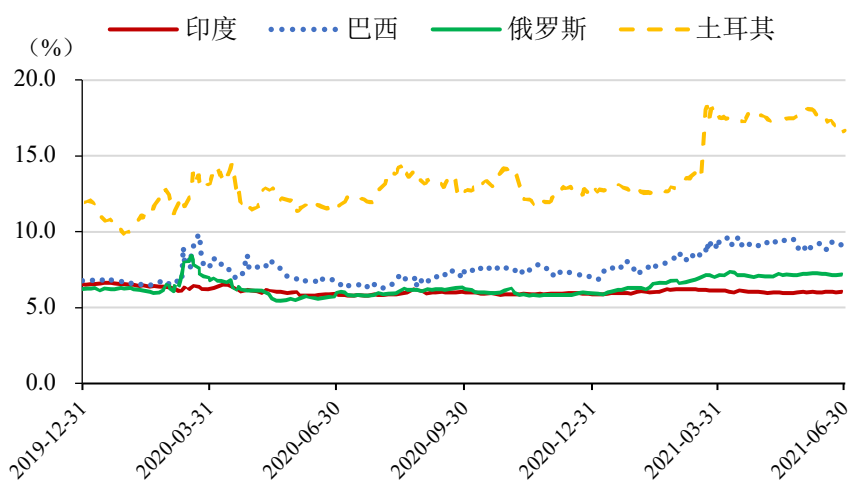


图 2 主要新兴经济体 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

## (二) 我国央行货币政策及利率走势

央行进行货币政策操作，保持流动性合理充裕。2021 年二季度，央行维持常态化的逆回购操作，投放 7200 亿元，到期 6200 亿元，实现净投放 1000 亿元；为支持中小银行发行永续债补充资本，央行连续开展 CBS 操作，二季度共开展 150 亿元；为促进离岸人民币市场持续健康发展，央行在香港特别行政区常态化

发行人民币央行票据，二季度共发行 300 亿元。2021 年二季度，为满足金融机构临时性流动性需求，央行对金融机构开展 SLF 操作 105.5 亿元；为维护银行体系流动性合理充裕，央行对金融机构开展 MLF 操作，投放 4500 亿元，到期 4561 亿元，净回笼 61 亿元；央行未对国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行发放 PSL，三家银行净归还 1014 亿元。另外，为提高中央国库现金使用效益，加强财政政策与货币政策的协调配合，财政部、央行进行中央国库现金管理商业银行定期存款操作，二季度共开展 2100 亿元。

**货币政策保持稳健，市场利率平稳运行。**2021 年二季度，我国货币政策继续以我为主，总体保持稳健。4 月 30 日，中共中央政治局会议强调，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯；6 月 25 日，央行货币政策委员会 2021 年第二季度例会指出，稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性。近年来，我国央行政策利率体系逐步清晰明确，形成了以公开市场操作利率为短期政策利率、以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系。在货币市场，央行以 7 天逆回购利率为主开展公开市场操作，引导以 DR007 为代表的货币市场利率平稳运行；在信贷市场，央行发挥中期政策利率信号作用，通过“MLF→LPR→贷款利率”渠道引导贷款利率市场化运行。2021 年二季度，央行未对 7 天逆回购利率、MLF 进行调整，市场利率平稳运行。

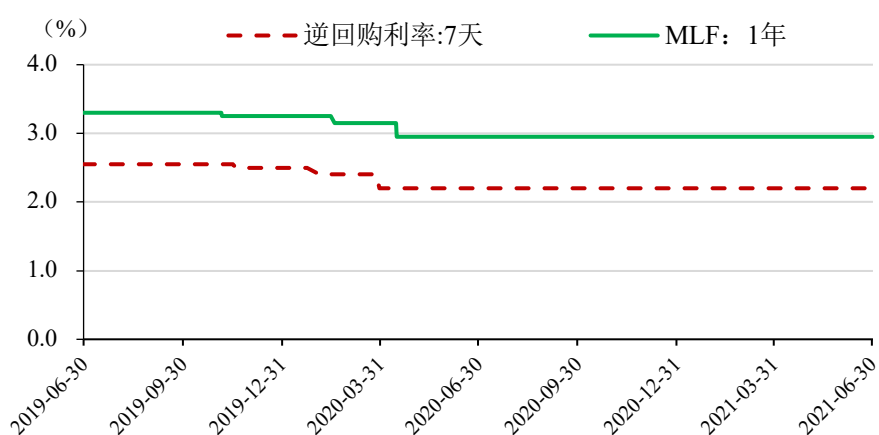


图 3 政策利率走势

数据来源：Wind。

**债券收益率整体下行。**2021 年二季度，我国债券市场收益率经历了先下行后震荡的走势，二季度末债券收益率整体较一季度末下行。4 月初至 5 月底，我国宏观经济金融数据弱于预期，叠加市场通胀担忧较前期有所缓解，债券收益率



整体走低。6月以来，债券收益率整体呈震荡走势。整体而言，2021年二季度末与一季度末相比，6个月期、1年期、10年期、30年期国债到期收益率分别变动-7BP、-15BP、-11BP、-5BP，6个月期、1年期、10年期、30年期AAA企业债到期收益率分别变动-11BP、-9BP、-13BP、-23BP。

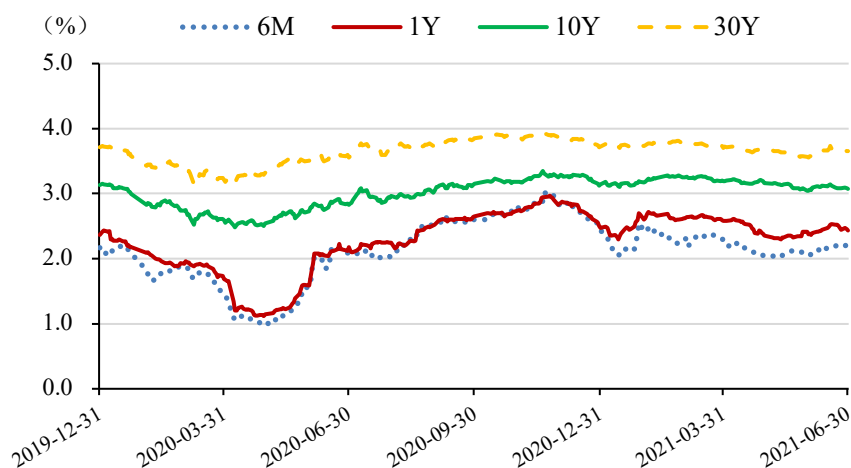


图4 国债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

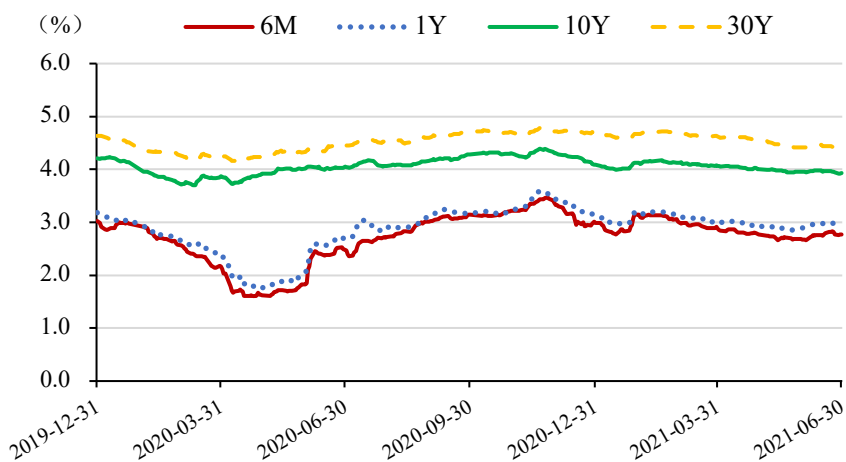


图5 AAA企业债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

## 二、我国债券市场发展分析

### (一) 债券市场发展

2021年二季度，债券发行规模总体增加。2021年二季度，我国债券市场发

行规模达 15.29 万亿元，同比增长 10.1%、环比增长 7.3%。具体来看，2021 年二季度，地方政府债发行规模环比增长 173.3%，由于一季度提前批额度下达较晚，地方政府债在二季度迎来了较大规模的发行；同业存单发行规模同比增长 40.6%，增速较快主要源于近期银行结构性存款被压降以及到期偿还量增加；国债发行规模同比减少 23.3%，源于去年同期为支持疫情防控和复工复产，财政支持力度较大；非金融企业债同比减少 10.7%，主要是去年同期债券发行利率较低，企业在低成本优势下加大了债券发行量。

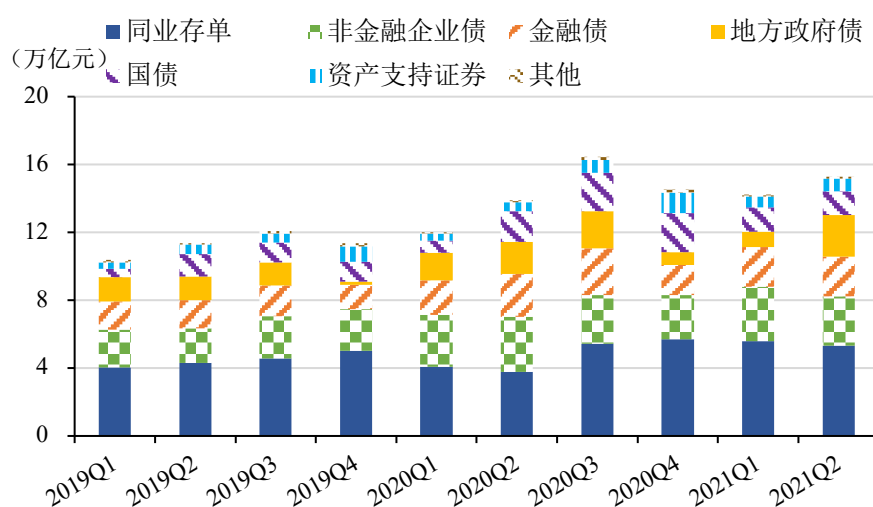


图 6 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

2021 年上半年，专项债发行减速，地方政府债总体发行规模仅完成三分之一。经全国人大批准，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 年新增限额虽然与 2020 年相比减少了 2600 亿元，但仍高于 2019 年的水平，如此安排有利于保持宏观政策的连续性、稳定性以及积极财政政策的力度。不过，就新增地方政府专项债券发行进度而言，2021 年上半年较前两年放缓。截至 6 月末，2021 年新增专项债券发行额为 10143 亿元，占新增专项债务限额的比例为 28%；新增地方政府债券发行额为 14800 亿元，占新增地方政府债务限额的比例为 33%。专项债发行速度放缓，主要是因为前两年发行量较大，引起部分资金闲置，加上今年上半年稳增长压力下降，监管部门对专项债对应的项目审核更加严格，导致 2021 年专项债的发行推迟。

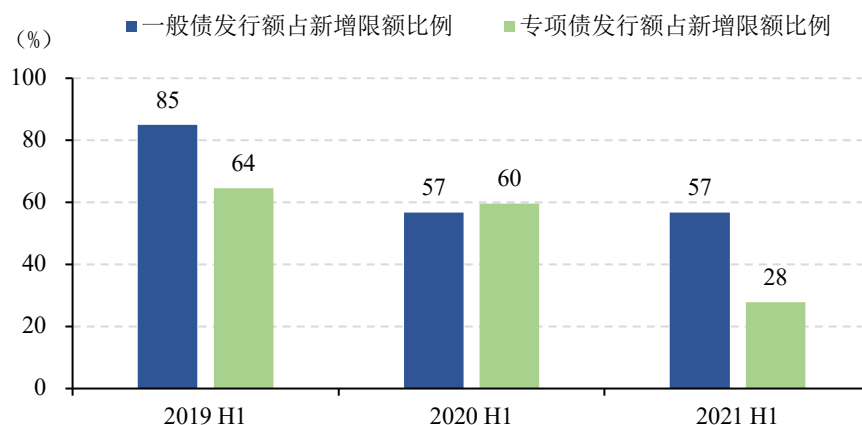


图7 一般债、专项债发行额占新增限额比例

数据来源：Wind。

债券市场现券交易呈上升趋势。2021年二季度，银行间市场和交易所市场债券交易规模中，现券交易和回购交易共245.29万亿元，其中，现券交易占比21.9%，回购交易占比78.1%。就现券交易而言，2021年二季度交易规模53.67万亿元，环比增加10.8%，自2020四季度以来，现券交易规模已实现连续两个季度增长。在现券交易规模中，以金融债、国债、同业存单为主，三者合计占我国债券市场现券交易规模的77.7%。

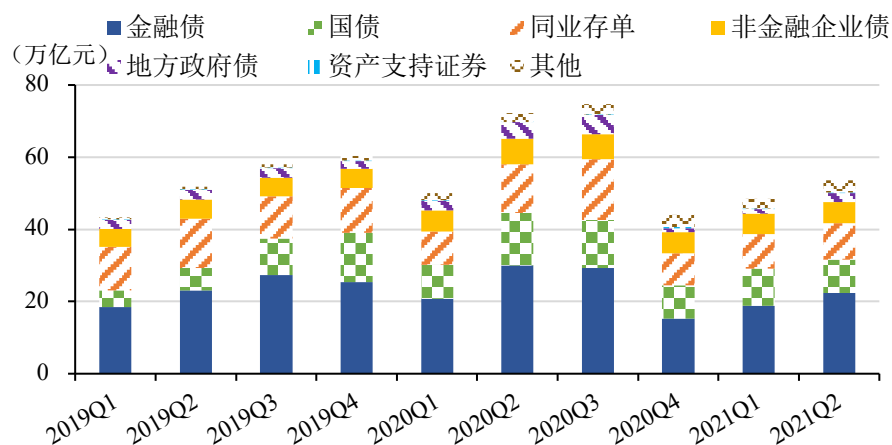


图8 我国债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

债券市场存量规模稳步增长。长期以来，我国债券市场存量规模持续保持增长势头。截至2021年二季度末，债券市场存量规模达120.29万亿元，环比增长2.5%。从存量结构来看，金融债余额28.62万亿元，占比23.8%，为第一大存量债券类别；地方政府债余额27.20万亿元，占比22.6%，为第二大存量债券类别；非金融企业债余额23.71万亿元，占比19.7%，为第三大存量债券类别；国债余

额 21.22 万亿元，占比 17.6%；同业存单余额 12.18 万亿元，占比 10.1%；资产支持证券余额 4.73 万亿元，占比 3.9%。

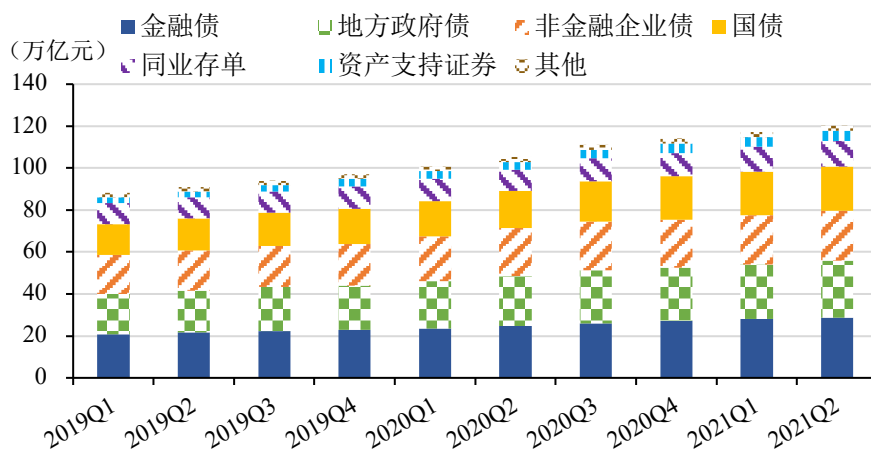


图 9 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

**境外机构继续增持人民币债券。**近几年，在我国债券市场基础设置不断优化完善、全球主流债券指数纷纷纳入人民币债券的背景下，人民币债券在全球金融市场中的吸引力持续增加。2021 年以来，随着我国疫情防控成效显著、经济发展前景向好、中外利差保持高位、人民币汇率总体稳定，境外机构继续增持我国债券。截至 2021 年二季度末，境外机构持有我国债券的规模达到 3.74 万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到 3.11%。分结构来看，安全性较高的国债、政策性银行债一直是境外机构的重点投资对象，二者在境外机构持有债券规模中的占比分别为 57.45%和 27.95%。

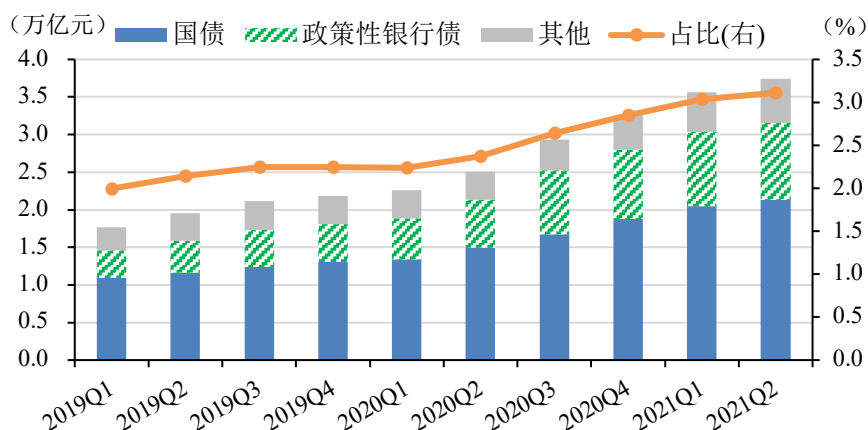


图 10 境外机构持有的国内债券规模及结构

数据来源：Wind。

## （二）债券市场违约情况

违约企业数量保持高位，新增首次违约主体数量较上季度增加。2021 年二季度，我国债券市场共有 27 家企业发生违约，其中 8 家为新增首次违约企业，均为非上市企业。苏宁电器为江苏民企，所属行业为可选消费；九通基业为河北民企，所属行业为工业；宁夏晟晏为宁夏民企，所属行业为材料；北京紫光通信为北京央企，所属行业为信息技术；中国泛海控股为北京民企，所属行业为工业；隆鑫控股为重庆民企，所属行业为可选消费；同济堂医药为湖北民企，所属行业为医疗保健；华夏幸福基业控股为河北民企，所属行业为房地产。截至二季度末，累计违约企业数量达到 218 家。

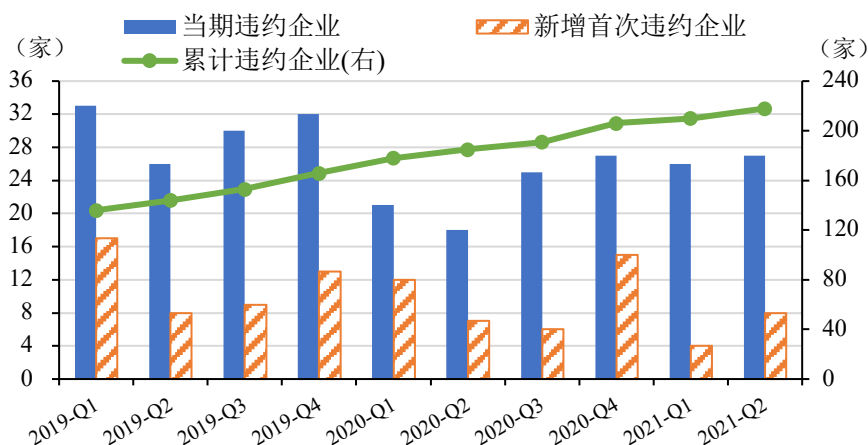


图 11 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind，作者整理。

新增债券违约金额较上季度有所下降，债券市场信用风险略有缓释。2021 年二季度，我国债券市场新增违约金额 407.80 亿元。其中，康美药业股份有限公司为第一大债券违约主体，其违约金额为 131.00 亿元，接近二季度新增违约金额的 1/3。康美药业成为违约大户，主要源于前期债券发生违约触发交叉违约条款导致部分债券提前到期，并且康美药业已严重缺乏偿债能力，被债权人申请破产重整，法院裁定受理破产重整申请，导致存续债券立即到期，造成违约。华夏幸福为第二大违约主体，自 2021 年以来已有多只债券发生违约，截至二季度末，未能如期偿还债券本息已达 196.84 亿元。从季度数据来看，2021 年二季度债券市场新增违约金额较一季度下降了 34.2%，债券市场信用风险略有缓释。

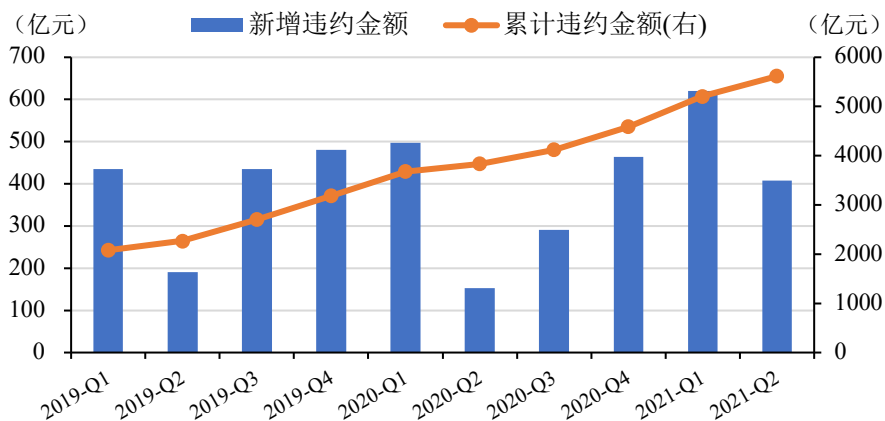


图 12 债券市场违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

民营企业在二季度新增债券违约金额中占比较高，信用风险需要引起关注。2021 年二季度，民营企业新增债券违约金额 360.19 亿元，占新增债券违约金额的 88.3%，为近两年的最高占比，前两大违约主体康美药业、华夏幸福均为民营企业。2020 年以来，国有企业出现北大方正、华晨汽车、永城煤电、紫光集团、海航等债券违约大户，由于国有企业债券发行金额较大，一旦发生违约事件所牵涉的金额较多，尤其是大型国企引发的大面积违约，会迅速拉升国有企业在新增债券违约金额中的占比，国企违约也成为了近两年的市场焦点。但从民营企业的季度新增违约金额来看，近期呈现上升的趋势，民营企业的信用风险值得市场关注。

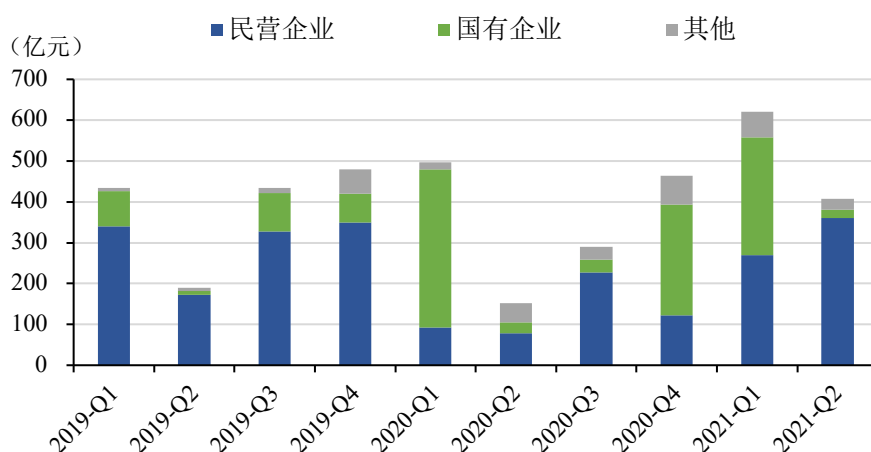


图 13 不同主体企业属性的新增债券违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

### （三）我国绿色债券发展的政策演进历程

近些年来，气候变化问题已经成为全球关注的焦点问题，越来越多的国家或地区也开始把绿色作为经济社会发展过程中的一大理念。为积极应对气候变化、促进绿色发展，各国纷纷出台了绿色金融支持体系。绿色债券作为一项重要的绿色金融工具，在全球范围内的发行量也逐渐增加。我国于 2015 年开始建立绿色发展的顶层设计，之后绿色债券在我国迎来了快速发展期，截至 2020 年末已成为全球第二大绿色债券发行国。

“绿色”是我国五大新发展理念之一，绿色债券则是我国绿色发展的重要金融支持体系，目前已经形成了比较完备的绿色债券的制度框架。与国际市场通过市场实践和行业性自律组织“自下而上”地推动绿色债券相关政策制定不同，中国的绿色债券政策主要由政策层“自上而下”推动形成。2015 年 5 月，中共中央、国务院发布《中共中央 国务院关于加快推进生态文明建设的意见》，强调了绿色发展，首次提出“绿色化”的概念，同时注重配套的制度体系建设，并将其纳入政绩考核，推进建立责任追究制度。2015 年 9 月，中共中央、国务院发布《生态文明体制改革总体方案》，首次明确了建立中国绿色金融体系的顶层设计，并将发展绿色债券市场作为其中的一项重要内容。至此，我国绿色债券发展的顶层设计初步建立。2015 年 12 月，人民银行和发展改革委相继发布《绿色债券支持项目目录（2015 年版）》和《绿色债券发行指引》，为界定绿色债券支持项目范围、规范绿色债券市场发展发挥了重要作用。

自 2016 年开始，中国的绿色债券市场迅速崛起并吸引了众多投资者，成为境内债券市场上不可或缺的重要组成部分，由此，2016 年也被称为我国绿色债券市场发展的元年。之后，围绕绿色债券发展的市场体系和制度不断完善，相关部委相继出台了多项促进绿色债券市场健康发展的政策文件。如，2016 年央行等七部委发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》，为进一步发展绿色债券市场指明了方向；2017 年央行、证监会发布《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》，对绿色债券评估认证机构资质、业务承接、评估认证内容、评估认证意见等方面作出规范。



表 1 我国绿色债券主要政策梳理

| 时间          | 发布机构       | 主要文件   |
|-------------|------------|--|
| 2015年5月5日   | 中共中央、国务院   | 《中共中央 国务院关于加快推进生态文明建设的意见》                    |
| 2015年9月21日  | 中共中央、国务院   | 《生态文明体制改革总体方案》                               |
| 2015年12月15日 | 央行         | 《中国人民银行公告〔2015〕第39号》<br>《绿色债券支持项目目录（2015年版）》 |
| 2015年12月31日 | 发改委        | 《绿色债券发行指引》                                   |
| 2016年8月31日  | 央行等七部委     | 《关于构建绿色金融体系的指导意见》                            |
| 2017年3月2日   | 证监会        | 《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》                       |
| 2017年12月13日 | 央行、证监会     | 《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》                           |
| 2018年3月6日   | 央行         | 《中国人民银行关于加强绿色金融债券存续期监督管理有关事宜的通知》             |
| 2019年2月14日  | 发改委等七部委    | 《绿色产业指导目录（2019年版）》                           |
| 2020年7月8日   | 央行、发改委、证监会 | 《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020年版）〉的通知（征求意见稿）》         |
| 2021年4月2日   | 央行、发改委、证监会 | 《绿色债券支持项目目录（2021年版）》                         |

资料来源：公开网络整理。

随着我国绿色债券市场的快速发展，市场对统一绿色债券界定标准、对接国际主流绿色标准、优化绿色债券支持范围等的呼声越来越高。相关部委开始着手解决绿色债券发展路上遇到的问题，并于 2019 年发布了《绿色产业指导目录（2019 年版）》，2020 年起草了《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020 年版）〉的通知（征求意见稿）》。为进一步规范国内绿色债券市场，引导更多资金支持绿色产业和绿色项目，助力实现碳达峰、碳中和目标，2021 年 4 月，人民银行、发改委、证监会联合发布《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》（以下简称《绿债目录（2021 年版）》）。

《绿债目录（2021 年版）》具有以下特点：

一是统一国内绿色项目界定标准。在此之前，市场上存在着人民银行发布的《绿债目录（2015 年版）》、发改委发布的《绿色债券发行指引》两个对绿色债券的界定标准。《绿债目录（2021 年版）》的发布，统一了绿色债券相关管理部门对绿色项目的界定标准，为界定和遴选符合各类绿色债券支持和适用范围的绿色项目和绿色领域提供依据。

二是促进绿色项目界定标准与国际主流趋同。煤炭等化石能源在本质上仍属



于高碳排放项目，国际主流绿色债券标准均未将其纳入支持范围。《绿债目录（2021年版）》不再将煤炭等化石能源清洁利用等高碳排放项目纳入支持范围，并且采纳国际通行的“无重大损害”原则，使我国绿色债券标准更加规范、严格，实现了与国际主流标准的趋同。

**三是增加细化绿色债券支持项目目录。**与《绿债目录（2015年版）》相比，新版本增加了有关绿色农业、绿色建筑、可持续建筑、水资源节约和非常规水资源利用等新时期国家重点发展的绿色产业领域类别，由原来的38项三级目录细化到现在的204项四级目录，并且项目说明更加细致、严谨，对绿色债券的评估认证做了详细介绍，有利于绿色债券市场扩大规模、规范发展。

**四是为我国绿色债券发展提供了稳定框架和灵活空间。**《绿债目录（2021年版）》二级和三级目录与国际主流分类标准基本一致，有助于境内外主体更好地识别、查询和投资我国绿色债券。并且，随着经济社会、国家战略和国际合作的发展，还可在二级和三级目录中增加新的分类层次，进一步拓展绿色债券支持领域。

《绿债目录（2021年版）》的发布，有助于扩大绿色债券发行主体的范围，扩大绿色债券市场的规模，同时也将吸引更多的境外绿色资金流入，更好地促进我国绿色债券市场发展。随着碳达峰、碳中和目标的提出，《绿债目录（2021年版）》也使我国绿色债券更加聚焦绿色低碳发展战略，更好地为我国绿色金融发展赋能，推动绿色金融领域的国际合作。

### 三、展望

2021年上半年，随着疫苗接种范围的扩大，世界经济在新冠疫情的笼罩下缓慢复苏，但高通胀以及新冠变种病毒的出现，使全球经济复苏的前景依然面临高度不确定性。下半年，主要发达经济体将继续维持宽松货币政策，基准利率也将保持超低水平；在通胀持续、就业数据向好的前提下，美联储或许将对缩减购债规模进行讨论，美债收益率可能在小幅下行后于四季度回升。

由于部分宏观数据低于预期，为更好支持实体经济，央行7月决定全面降准，坚持货币政策的自主性。下一步，我国央行货币政策将继续以我为主，实施稳健的货币政策，保持政策的连续性、稳定性、可持续性，同时保持流动性合理充裕，引导市场利率平稳运行。预计下半年，在国内外环境的综合影响下，我国债券市

场收益率将小幅震荡下行。

地方政府债有望继续发力，带动债券市场发行规模在三季度延续上涨势头；债券市场现券交易呈现出上升趋势，三季度的交易量将继续增加；债券市场存量规模将继续保持增长势头，不断创新高；随着金融市场的进一步开放和制度的完善以及人民币资产在各方面表现出的独特优势，境外机构料将继续增持人民币债券。

债券市场新增违约金额在未来可能继续保持高位，但风险总体可控。鉴于民营企业违约有上升的趋势，需要对其信用风险引起关注。未来，对于有市场影响力的企业出现偿债能力不足时，应多方协作防范违约发生，如若发生超预期违约事件，也应提前做好预案，及时化解风险，严防风险的外溢和蔓延。

**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。