



**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5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。

# 内外通胀不一，利率上行有限

## 摘要

2023 年一季度，在美联储大幅加息背景下，欧美银行业风险持续暴露，硅谷银行破产、瑞士信贷被收购、德意志银行股价暴跌。同时，主要发达经济体通胀仍然高企，美国通胀九连降之后仍达 5%，欧盟英国通胀仍旧在高位徘徊，美国市场劳动力稍露缓和迹象，但核心 CPI 仍旧坚挺。银行业危机与通胀压力两难下，美联储加息节奏放缓，但仍可能选择继续紧缩货币以对抗通胀。

2023 年开年以来，我国坚持稳字当头、稳中求进的宏观政策，货币政策传导效率增强，降息、降准后的利率中枢有所下降。经济态势总体向好但结构恢复不均，社融总量上升同时结构有所修复，信贷超预期增长；CPI、PPI 分项升降不一，服务消费需求回升，文娱旅游价格抬升对冲猪肉鲜果等商品消费项的价格下跌；服务业、建筑业、综合 PMI 指数上升。同时，M2 与 CPI、社融走势背离也表明现阶段资金淤积情况较为严重，在预期不足、高杠杆率等因素的影响下，居民储蓄意愿维持高位，“居民存款—企业存款—固定资产投资”的传导链条受阻，拖累 2023 年一季度整体货币流速，降低资金流动性。下一阶段“结构性”货币政策工具或将向居民端倾斜，带动居民从“高储蓄”向“高投资”“高消费”的转化，引导债券收益率水平回落。

从市场发行量来看，发行总量同比小幅下降，全市场净融资规模环比大幅增长，但仍未达 2022 年同期。地方债发行创历年同期新高，发行前置趋势依旧明显。存量规模持续保持增长，地

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

方债增量占比接近一半。现券交易结算量占比由升转跌；从二级流动性来看，2023年一季度银行间国债市场平均成交天数、平均换手率保持相对平稳。从违约主体来看，新增首次违约企业均来自房地产行业。

金融监管迎重大改革，债券市场改革及法治建设持续推进。一是国务院机构改革持续强化央行宏观审慎职能，建立金融监督管理总局，统筹非证券类金融市场监管，企业债划归证监会持续优化债券市场监管体制。二是交易所正式启动债券市场做市业务，债券市场流动性将进一步加强，为实体融资能力得到进一步提升。三是通过银行间资产证券化，拓宽金融产品渠道，推动银行间市场资产证券化业务高质量发展。

# 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 .....	12
(一) 债券市场发行、存量及交易 .....	12
(二) 国债二级市场流动性 .....	16
(三) 债券市场违约情况 .....	17
(四) 债券市场改革及法制建设 .....	19
(五) 债券市场对外开放 .....	21
三、展望 .....	22

## 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

主要经济体通胀有所回落，但仍处高位。2023 年一季度，美国通胀继续保持回落态势。3 月，美国 CPI 同比为 5%，较 2 月下降 1 个百分点，是自 2022 年 6 月高位以来，连续第九个月下滑，较 2022 年 9 月下降 4.1 个百分点；剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比值为 5.6%，较 1 月微涨 0.1 个百分点。欧元区 CPI 同比为 8.5%，较 2 月下降 1.6 个百分点。日本 2 月 CPI 同比为 3.3%，较 1 月下降 1 个百分点。英国 2 月 CPI 同比为 10.40%，较 1 月上升 0.3 个百分点为，并已连续 6 个月 CPI 同比大于 10%，抗通胀压力较大。尽管美国及欧元区通胀水平均存在一定程度下降，但与历史相比，美欧等发达经济体通胀仍远超 2% 的央行目标值，抗通胀仍是当下关键任务。

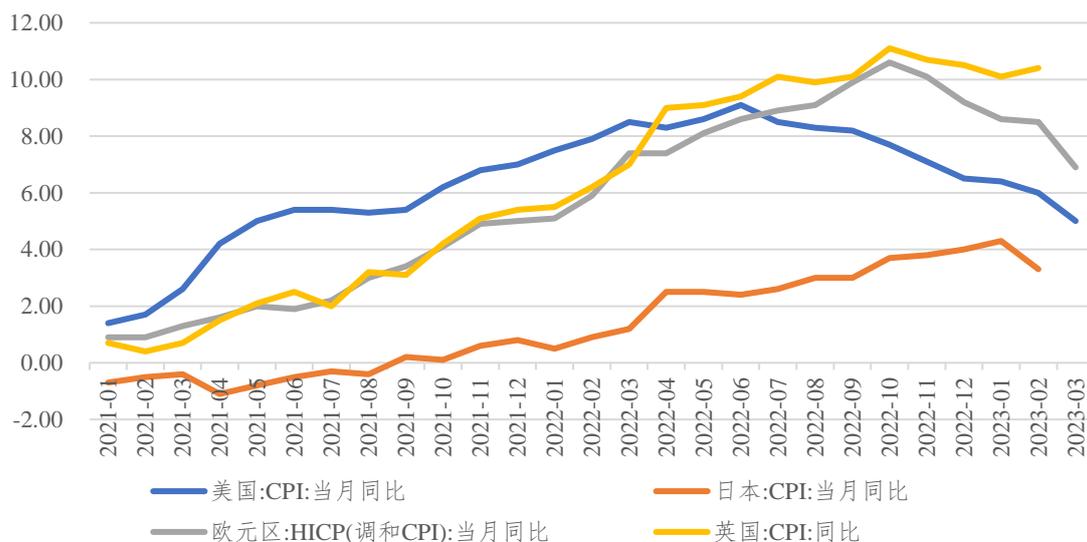


图 1 主要发达经济体通胀水平（月同比）

数据来源：Wind。

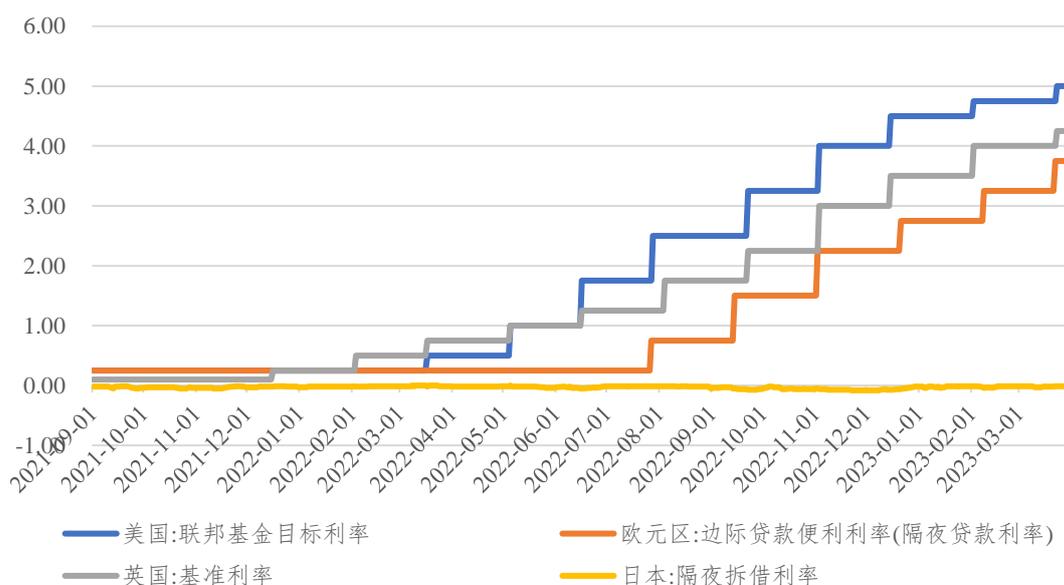
持续加息背景下欧美银行业危机初现。进入 2023 年 3 月以来，硅谷银行破产、瑞信银行被收购等事件引发全球关注，持续加息背景下银行业出现动荡。作为全美排名 16 位的具有科创特色的中型银行，截至 2022 年底，硅谷银行总资产约 2090 亿美元。3 月 8 日，为补充流动性，硅谷银行宣布以亏损 18 亿美元的代价卖出 210 亿美元持有证券并拟发行 22.5 亿美元新股融资，从而引发市场恐慌，单日股价跌幅超 60%，存款客户恐慌性挤兑规模超 420 亿美元。3 月 10 日，硅

谷银行宣布破产，危机发展十分迅速。自身经营、资产配置策略及宽松货币政策后的持续加息是其破产的内外部原因。2020年3月，美联储推出无限量量化宽松，随后承诺将长时间维持零利率水平，截至2022年3月美联储宣布加息时，美联储资产负债表累计增长110%，达到9万亿美元峰值，硅谷银行2020年以来存款规模也急剧膨胀，在两年内增长约200%。硅谷银行将资金大量配置于以美国国债为主的债券，其证券投资占总资产的57%，贷存比仅43%，随着2022年美联储开启加息进程，硅谷银行持有的大量债券账面价值持续走低，同时加息背景下产业周期下行，科技公司提取早期存款，恶化了硅谷银行的流动性，硅谷银行被迫出售资产以弥补流动性，账面亏损转为实际亏损。

不同的是，瑞士信贷的爆雷似乎有迹可循。2023年3月14日，瑞信承认财报存在重大缺陷，普华永道对财务报告的内控有效性发表否定意见，同一天，瑞信最大股东——沙特国家银行拒绝注资增持。15日，瑞信股价跌幅为13.9%，创历史新低；针对瑞信债券的5年期信贷违约互换利差（CDS）上涨102%，至创纪录的983.66点。同时，瑞士央行及瑞士金融监管机构也表示，必要时为瑞信提供信贷资金。3月16日，瑞信官网声明，以优质资产担保形式获得瑞士央行500亿瑞士法郎的流动性支持，市场情绪略有缓和，瑞信股价暂时止跌。3月19日晚，瑞士信贷、瑞银及瑞士政府分别公告瑞信重组方案，宣布瑞信和瑞士银行合并。主要条款包括：瑞士信贷由瑞士银行全资收购，所有瑞士信贷股票将自动按照22.48:1的比例转换为瑞士银行股票，相当于每股0.76瑞士法郎；约160亿瑞士法郎的AT1债券价值将被减记为零；瑞士央行在现行工具内提供无限制的流动性支持，向瑞银提供1000亿瑞士法郎的流动性援助贷款，并为接管资产可能造成的潜在损失提供90亿瑞士法郎担保；该笔交易由监管批准推动，无需双方股东同意。翻看瑞信历年财报，自2021年以来，瑞信业绩表现持续走低，2021年和2022年营业收入同比分别下降19.6%和25.1%。2022年其投行业务、财富管理、资产管理、商业银行业务均出现不同程度下降，尤以投行业务和财富管理业务降幅最大。同时，2021年，Archegos爆仓事件、Greensill倒闭事件也让瑞信产生了巨大损失，数据泄露、洗钱等事件更让瑞信备受质疑。2022年以来，美联储货币政策持续收紧，瑞信流出资金高达1232亿瑞士法郎。进入2023年，硅谷银行倒闭、黑石违约等事件引发了市场恐慌情绪。硅谷银行破产、瑞信危机虽短

暂平息，但导致的金融市场恐慌情绪仍持续蔓延，德意志银行股价大跌，欧洲银行业信心备受打击，短期内金融体系的脆弱性不可忽视。

**加息节奏放缓，但美联储仍延续加息态势。**2023 年一季度，美联储仍不减鹰派作风，2 月加息 25 个基点，步入 3 月后，在欧美银行业连发危机的背景下，3 月 22 日 FOMC 会议仍宣布加息 25 个基点，保持紧缩态势。英国于 2 月 2 日加息 50 个基点，3 月 23 日，又宣布加息 25 个基点至 4.25%，至此已连续第 11 次加息，英国基准利率已经达到 2008 年以来的最高水平。欧洲央行于 2 月 8 日、3 月 22 日分别加息 50 个基点，将存款便利利率升至 3%、边际借贷利率升至 3.75%、主要再融资利率升至 3.5%，完成 2022 年 7 月以来的第六次连续加息。相较于其他西方国家，日本通胀压力相对较小，当前仍继续维持量化宽松政策，但已于 2022 年年底允许日本 10 年期国债收益率从 0.25% 升至 0.5% 左右，提高利率上限，变相加息。



**图 2 主要发达经济体政策利率 (%)**

数据来源：Wind、Choice。

2023 年 3 月，美国新增非农就业人数 23.6 万人，呈现一定下滑趋势；平均时薪的同比增长率也略有放缓，降至 4.2%，为自 2021 年 6 月以来的最低增速。3 月，非农就业人数增长与预期大致相符，劳动力市场显示出越来越多的放缓迹象。就美国 CPI 各部分而言，能源、食品贡献大幅回落，但核心 CPI 仍较为稳定，租房、住宅及服务通胀涨幅较为稳定，与 CPI 相较，均高出 2~3 个百分点，

目前联邦基金利率为 5%。根据会议点阵图分析，截至 2023 年年底，基准利率有望达到[5,5.25]%水平，因此预测美联储很有可能在下次选择加息 25BP 并维持该水平到 2023 年年末。截至目前，美联储本轮加息幅度大、频率高且与缩表相结合，对各大经济体的影响达到前所未有的程度。



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

偏积极货币政策补充各期流动性，保证我国经济稳定跨季。央行通过采取降准、超额续作 MLF 等系列操作，熨平全球加息周期带来的国内经济超常波动，促进实体经济平稳运行。从短期流动性来看，央行适度加大逆回购力度，共进行 118030 亿元的逆回购操作，7 天期逆回购总额为 100440 亿元，14 天逆回购总额为 17590 亿元，中标利率分别为 2%与 2.15%；同时，为避免海外银行业市场恐慌情绪的蔓延，边际改善我国市场风险偏好，央行于 3 月 27 日宣布降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）；此外，央行积极使用 SLF 货币走廊上限的功能，截至 2023 年一季度末，常备借贷便利余额为 50.60 亿元。从中长期流动性来看，2023 年一季度央行超额放量续作 MLF 为银行补充中长期资本，2022 年 12 月至 2023 年 3 月投放量分别为 6500 亿元、7790 亿元、4990 亿元、4810 亿元，而 2021 年及 2022 年同期投放量分别为

5000 亿元、7000 亿元、3000 亿元、2000 亿元；同时，央行在 2 月同步调降 1、5 年期 LPR 利率 15BP，带动实体经济融资成本的下降。

以“双循环”视角回顾我国 2023 年一季度利率走势：外需方面，欧美一季度持续高通胀，银行业危机波及链条拉长，美国消费者信心指数不断下降，导致我国外需下降，CCFI 指数连续下跌，并在 3 月 17 日跌破 1000 点，进出口对我国经济复苏的拉动作用有限；一季度 PMI 新订单同比增速大于新出口订单，本次经济复苏内需拉动作用优于外需，且后续伴随美联储加息预期减弱，中美利差有望收敛。内需方面，在降准与降息影响下，市场利率中枢有所下降，流动性成为研判利率未来走势的重要指标。一季度以来，我国银行间隔夜回购利率宽幅波动，债市杠杆率较高，截至季末 R007 与 DR007 加权平均利率分别为 3.0831% 与 2.3877%，月末资金流动性分层明显，新增人民币贷款连续 5 个月上升的同时存款增速放缓，加大银行业季末融入需求，非银机构负债端短期内承压，R001 季末飙升至 4.65%。但从整体来看，债市流动性环境较为充裕，同业存单利率走势平稳，1~2 月呈上升态势，3 月 LPR 保持不变且 3 月 27 日降准进一步缓解银行负债端压力；反映信贷投放量的票据利率持续上升，与同业存单利率走势分化明显，在贷款需求强支撑下银行发票冲量动机转弱，二者利差扩大，市场充分预期信贷投放增加，这也解释了经济数据出炉后，债市波动不大，对于经济好转所带来的利空有所钝化。

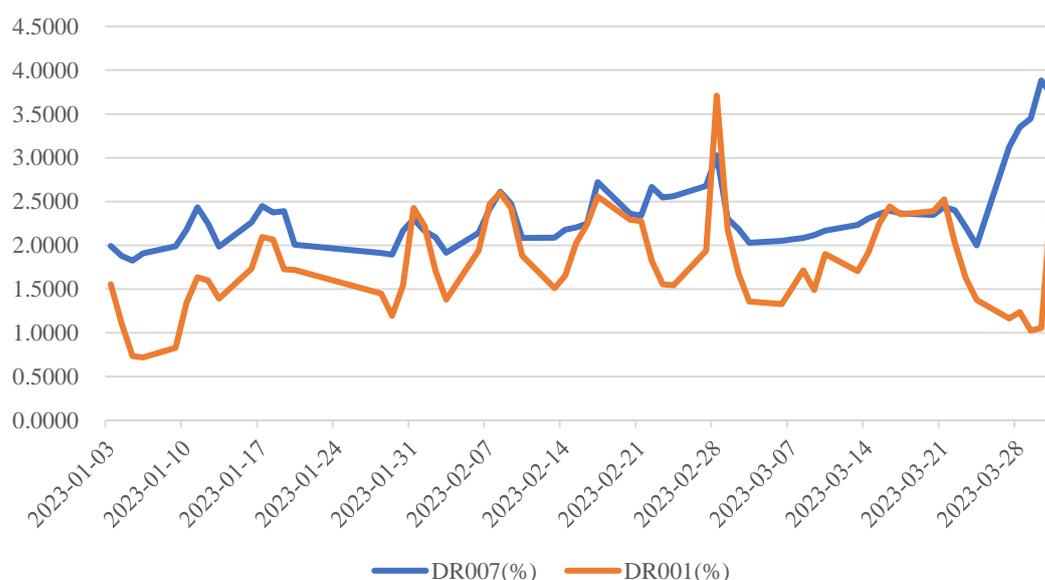


图 4 银行间质押回购利率走势

数据来源：Wind。

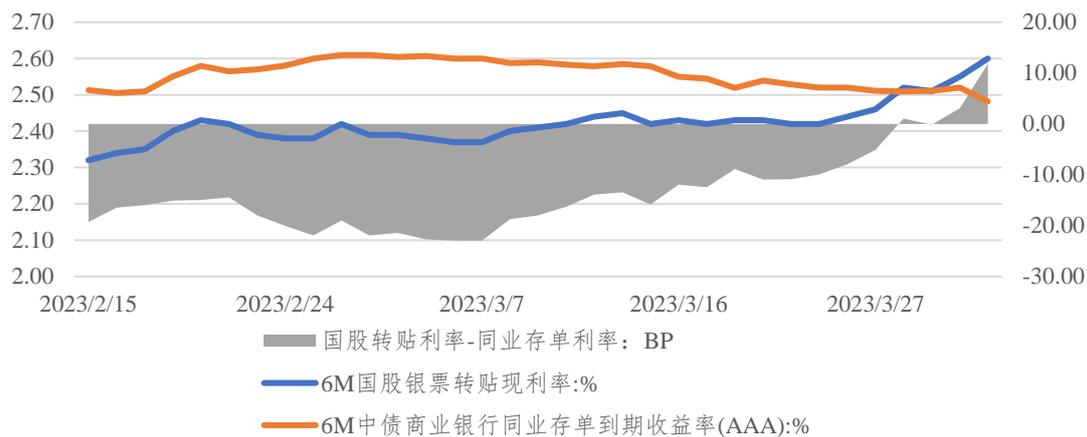


图5 票据利率-同业存单利率（%）

数据来源：Wind。

金融数据方面，社融总量上升同时结构有所修复，2023年一季度GDP同比增长4.5%。1月，我国新增社融规模5.98万亿元，同比少增1893亿元，主要受企业债券拖累，同比少增4290亿元，人民币贷款同比多增732亿元，2023年1月延续了2022年6月以来社融增速放缓的节奏。进入2月，社融规模新增3.16万亿元，升至353.97万亿元，同比增长9.9%，较1月上升0.5个百分点，较2022年同期多增1.95万亿元。剔除春节错位效应导致的低基数因素，节后开工速度加快，实体融资需求恢复带动数据上涨。3月，社融单月增量5.38万亿元，人民币贷款项同比多增7497亿元，宽信用政策效果显现。从结构上看，本次信贷多增集中在前期稳基建政策资金推动的企业中长期贷款，与居民住房按揭相关的中长期贷款增速提升较小，居民与企业中长期贷款成为主要拉动项，新增中长期居民贷款0.63万亿元，新增中长期企业贷款2.07万亿元。

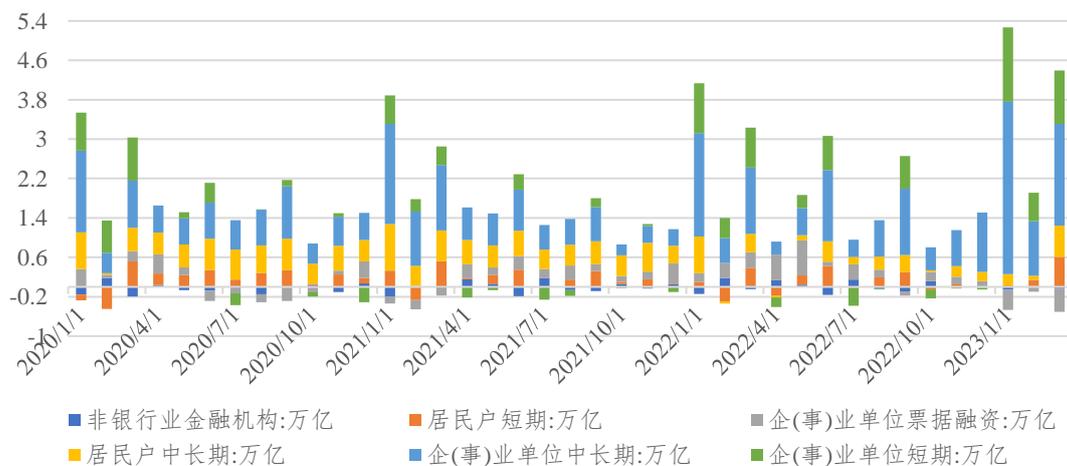
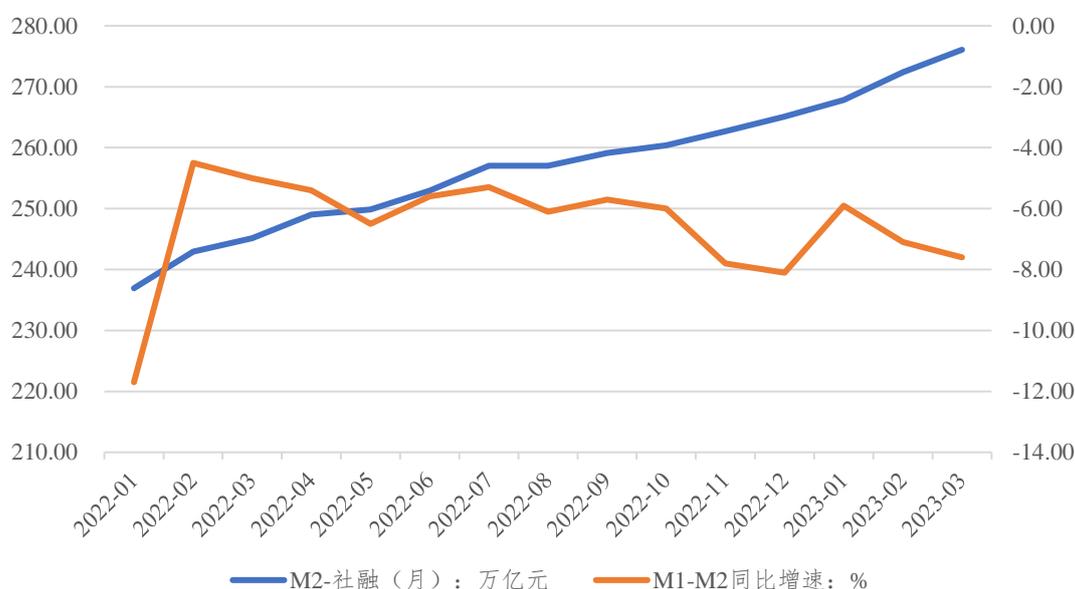


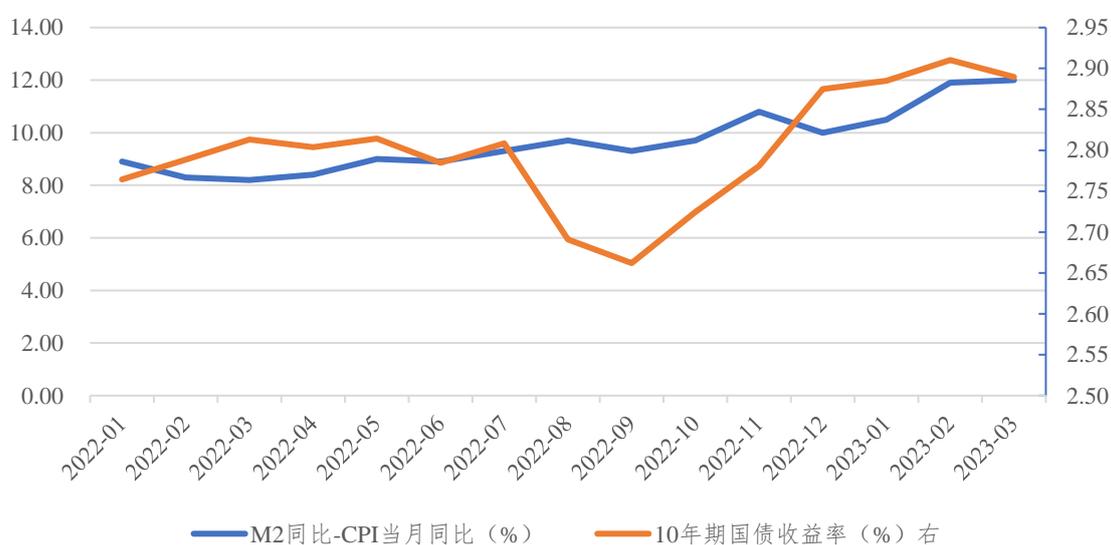
图6 新增人民币贷款结构

数据来源：Wind。

从货币供应角度来看，我国资金流速较低，“资产荒”现象持续。M<sub>2</sub>与社融持续背离，M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>增速差值扩大且GDP/M<sub>2</sub>数值降低。1月，M<sub>2</sub>增速突破历史高位，同比增长12.60%，3月M<sub>1</sub>同比从2月的5.8%回落至5.1%，M<sub>2</sub>同比较2月的12.9%小幅回落至12.7%，M<sub>2</sub>和M<sub>1</sub>同比增速之差小幅扩大至7.6个百分点。



**图7 M<sub>2</sub>-社融当月新增及M<sub>1</sub>-M<sub>2</sub>同比增速（万亿元，%）**  
数据来源：Wind。



**图8 M<sub>2</sub>同比-CPI当月同比 (%)**  
数据来源：Wind。

综合新增信贷结构来看，居民储蓄意愿仍保持高位，存款活化率较低导致企业投资积极性受挫。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，究其根本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%。

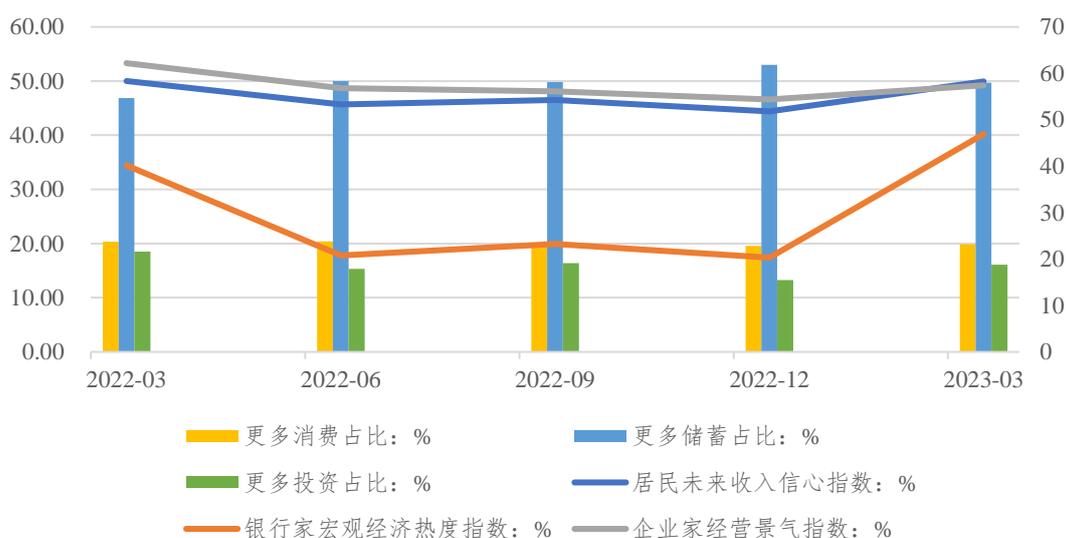


图9 央行居民、银行家、企业家问卷调查结果

数据来源：Wind。

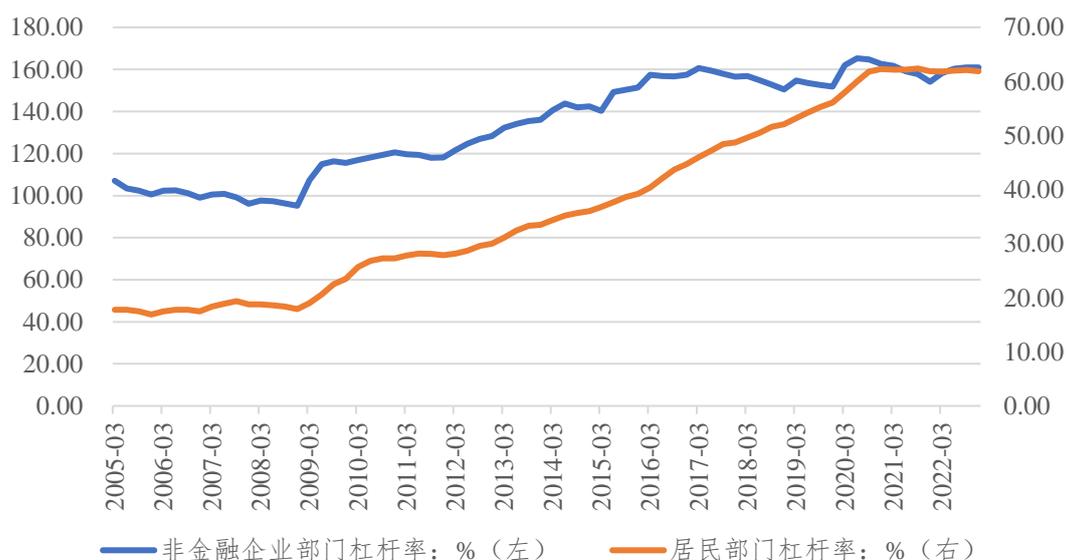
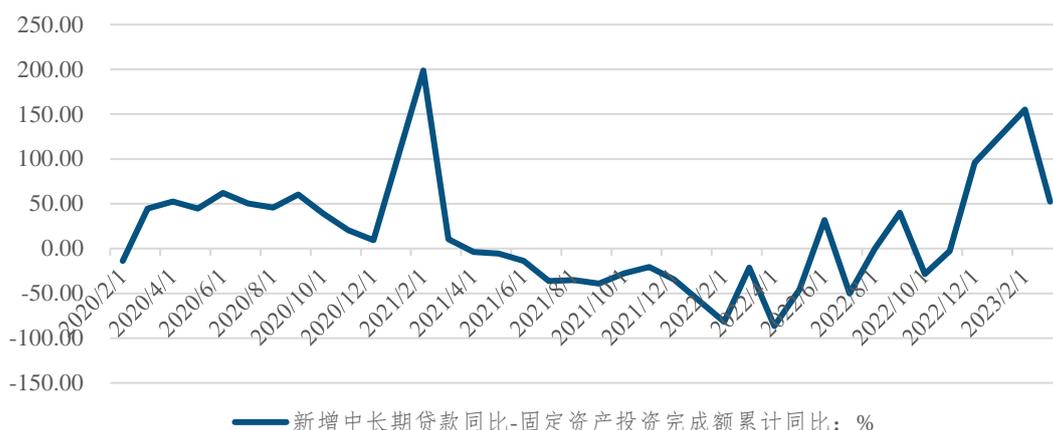
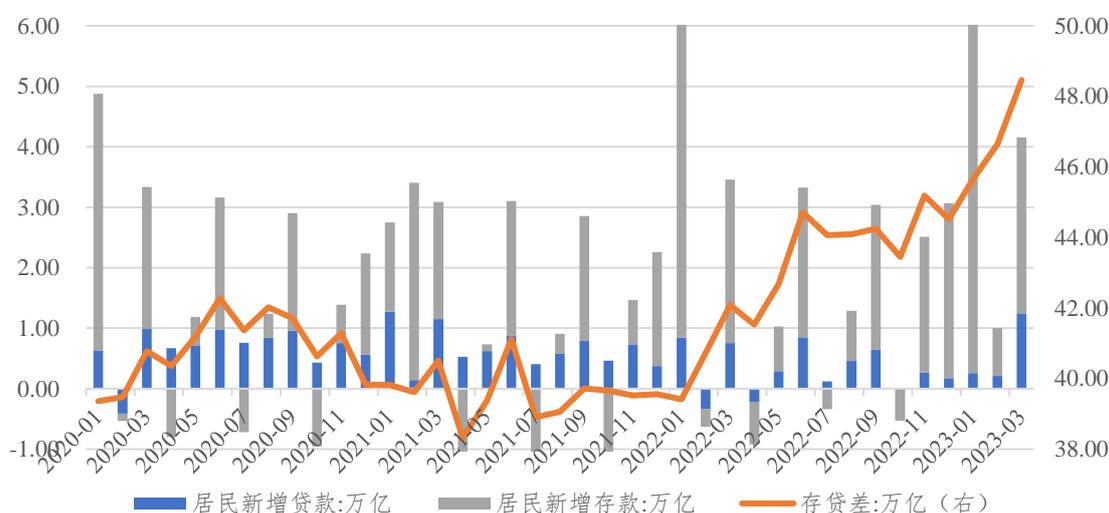


图10 居民、非金融企业部门杠杆率 (%)

数据来源：Wind。



**图 11 新增中长期贷款同比-固定资产投资额月度累计同比 (%)**  
数据来源：Wind。



**图 12 居民新增存款与新增贷款走势 (万亿)**  
数据来源：Wind。

进出口方面，2023 年一季度呈现结构性改善，稳外贸政策成果显现。2 月，出口增速触底反弹，降幅收窄至-1.3%；对于东盟及日韩的出口增速分别上升至 33.69%、26.44%和 17.11%，部分弥补了美欧出口需求回落。

社零数据好转、服务业增加值同比上涨，CPI、PPI 分项升降不一，再证本轮经济非对称恢复。我国 2023 年一季度服务业增加值同比上涨 5.4%，住宿餐饮、信息传输、软件和信息技术服务业成强拉动项，分别为 13.6%和 11.2%。整体消费来看，市场销售较快恢复，升级类商品大幅增长。2023 年一季度社会消费品零售总额 11.49 万亿元，同比增长 5.8%，其中商品零售增长 4.9%，餐饮收入增长 13.9%，限额以上金银珠宝增长 13.6%，疫后消费状况有所改善，但持久性值得

关注。3月，CPI同比上涨0.7%，环比下降0.3%。食品分项受猪肉、鲜果价格下跌拖累，环比下降1.4%，猪肉、鲜果项分别影响0.06、0.17个百分点。后续随着猪肉需求端季节性回暖，以及生猪存栏量增长率骤降（2022年由10.59%降至0.74%）导致的供给端回落，排除“早春”效应的影响下，2023年二季度鲜果及猪肉价格有望上升。非食品分项环比较2月多增0.2个百分点，商品消费与服务消费端修复分化，多因素对冲下回稳至0%。伴随换季、旅游文娱等服务消费的需求回升，衣着、交通工具使用和维修分别贡献0.5、0.1个百分点，旅游环比较2月多增6.1个百分点。受柴油等油价下跌及车企降价促销潮的影响，交通工具与燃料成为拖累3月CPI的两大项，环比分别为-1.6%与-0.3%，后续需关注国六B标准能否推迟实行。3月PPI同受高基数影响，同比继续下行，环比维持在0附近。加工工业价格上涨，其余下跌，产业链下游的生活资料价格保持不变，对于PPI影响较小。从行业看，钢材水泥相关行业价格上涨成重要支撑项，石油与煤炭行业成主要拖累项，海外银行业波动带来的避险情绪升温导致原油产业链价格下跌，石油和天然气开采业下降0.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下跌0.4%，橡胶和塑料制品业价格下跌0.3%，化学纤维制造业价格涨幅回落至0.3%。**2023年一季度物价下跌是经济非对称恢复的体现，并不具备普遍与持续性。**

同时，本轮复苏还有明显的级别特征。以房地产销售为例，二线城市商品房销售面积增速恢复明显高于其他城市，且北上广深等一线城市文娱服务价格上涨远远领先二三线城市，CPI基数重新编制也导致大中城市需求回暖无法完全显现。

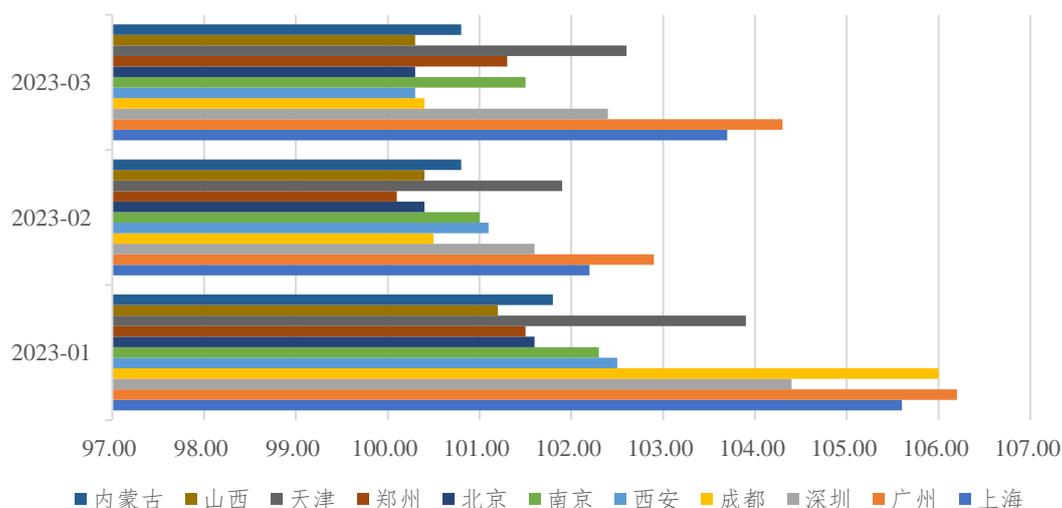


图 13 各大城市教育文化娱乐 CPI 同比变化趋势

数据来源：Wind。

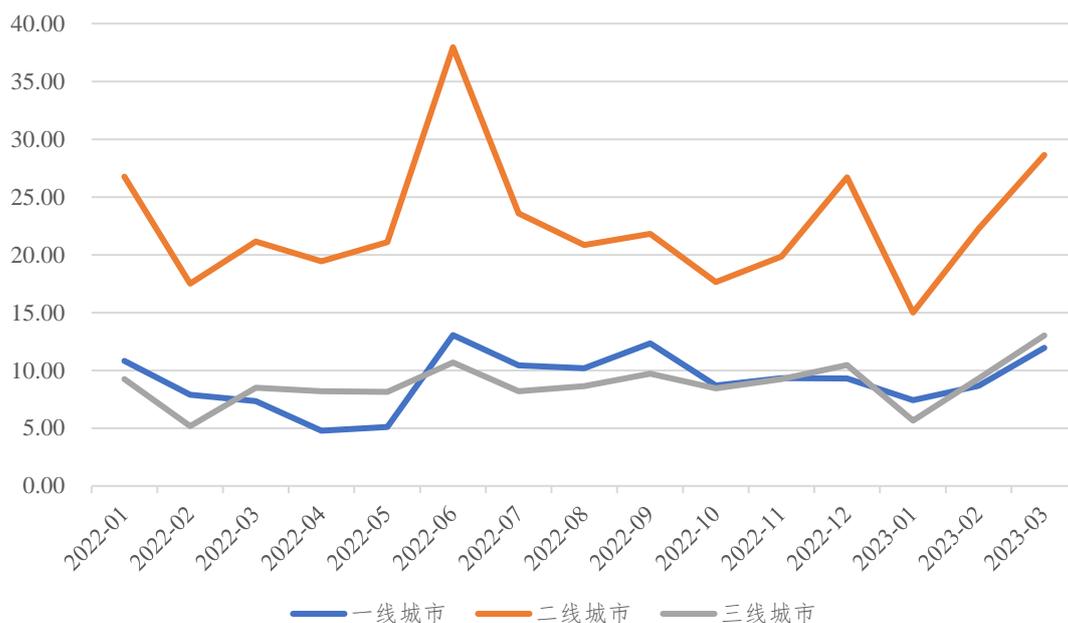


图 14 各级城市房产销售面积

数据来源: Wind。

从经济周期来看,我国 PMI 指数自 2023 年开年持续上升;与投资需求相关的金属与建材 PPI 同环比呈上行趋势;与消费需求关联度较高的服务与核心价格 CPI 回升势头迅猛,证明我国目前正处于价格回升缓慢、需求阶段性释放的复苏初期。

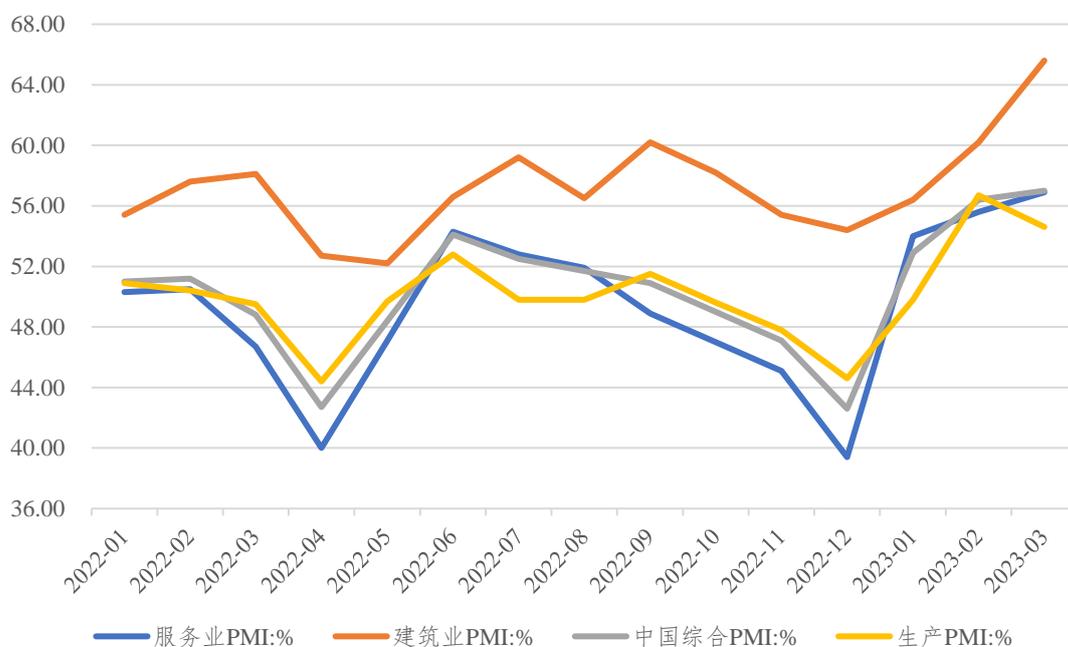


图 15 PMI 指数走势 (%)

数据来源: Wind。

综上，2023 年一季度以来我国始终坚持**稳字当头、稳中求进**的宏观政策，采用精准有力的货币政策管理市场预期，有效防范金融风险，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，贷款利率明显下降。**2023 年一季度我国经济态势总体向好但恢复结构不均**，基建制造业投资有所上升、以文教旅游为主的服务业改善明显，成为本次复苏的最大增长动能。社融总量保持增长，信贷结构修复改善，居民贷款项的超预期增长对社融形成有利支撑。 $M_2$  与 CPI、社融走势背离，作为衡量流通速度的  $GDP/M_2$  低位徘徊，由于居民等微观主体避险化导致的货币低活性成为制约政策的最大阻碍，后续或将政策倾斜与居民端，加大对于毕业生青年群体就业支持力度，在增加持久性收入的同时适度引导存款利率回落，带动居民“高储蓄”向“高投资、高消费”的转化，引导债券收益率水平回落。

## 二、我国债券市场发展分析

在国内稳增长政策的作用下，2023 年一季度债券市场表现相对平稳，逐渐从 2022 年理财赎回风波中修复，净融资额有所改善，存量规模继续保持增长，地方债贡献较大份额，违约金额有所上升，但仍以房地产企业为主。3 月，央行超额续作 MLF，超预期降准，同时连续大额逆回购投放，整体流动性较充裕。

### （一）债券市场发行、存量及交易

2023 年一季度债券发行总量同比小幅下降，全市场净融资规模环比大幅增长，但仍未达 2022 年同期。一季度，我国债券市场共发行债券 12453 只，较 2022 年同期增加 16 只；发行规模合计约 14.92 万亿元，较 2022 年同期略微下降，同比减少 2.75%；债券市场总偿还量在 2022 年四季度创新后，2023 年一季度小幅下降，为 13.39 万亿，环比较 2022 年四季度下降 2.94%；净融资额 1.53 万亿元，同比较 2022 年减少 3.20 万亿元，同比降幅 67.31%，较 2022 年四季度增长 0.66 万亿元，环比上升 74.83%，整体融资情况有所改善，但仍未达 2022 年同期水平。

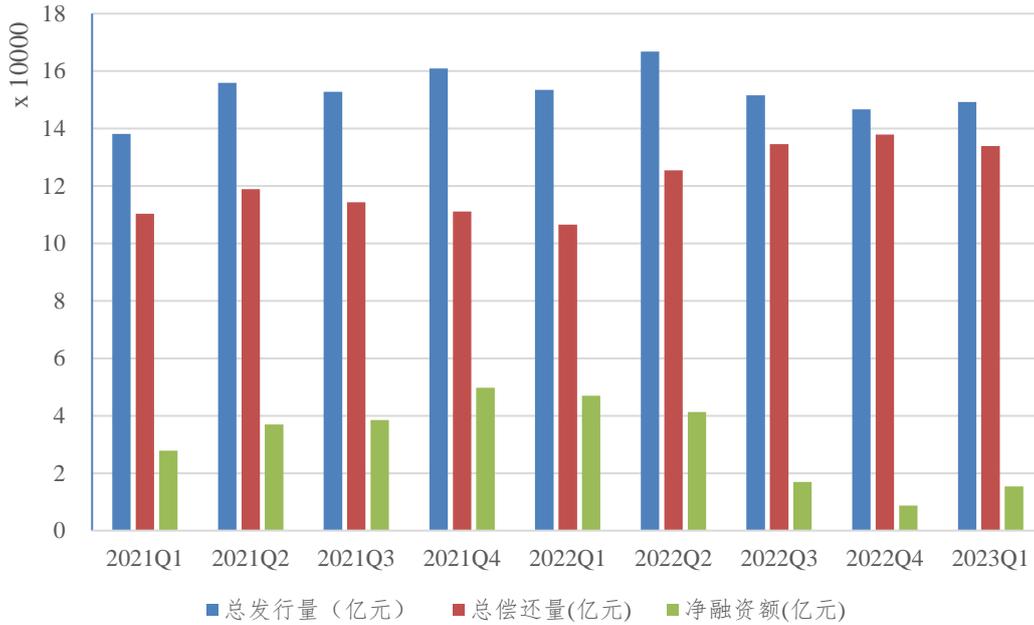


图 16 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

地方债发行创历年同期新高，发行前置趋势依旧明显。2023 年政府工作报告指出，要保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展，安排赤字率 3%，地方政府专项债券 3.8 万亿元，较之 2022 年同期的安排赤字率为 2.8%，地方政府专项债券为 3.65 万亿元，均有所上升。2023 年一季度，新发地方政府债 508 只，较 2022 年同期少发债券 81 只，环比较 2022 年四季度多发债券 113 只；发债规模合计 2.11 万亿元，在 2022 年同期发行数量减少的情况下，金额较 2022 年同期增加 0.29 万亿，同比增长 15.62%，创历年同期新高。据财政部信息显示，1~2 月全国新增地方政府专项债 8269 亿元，同时 3 月全国发行约 8900 亿元地方债，地方政府专项债发行进度预计已超发行计划三分之一。分券种看，2023 年一季度同业存单、非金融企业债、金融债为当季发行量最大的三种券种，除非金融企业债、资产支持证券外，其余券种发行量均保持增长，其中，同业存单发行规模同比增长 11.89%至 5.99 万亿元，创近两年新高，金融债发行规模同比增长 9.11%，国债发行规模同比增长 34%至 2.15 万亿元，较 2022 年同期发行规模增加 5460 亿元，资产支持证券发行规模则同比下降 10.08%。

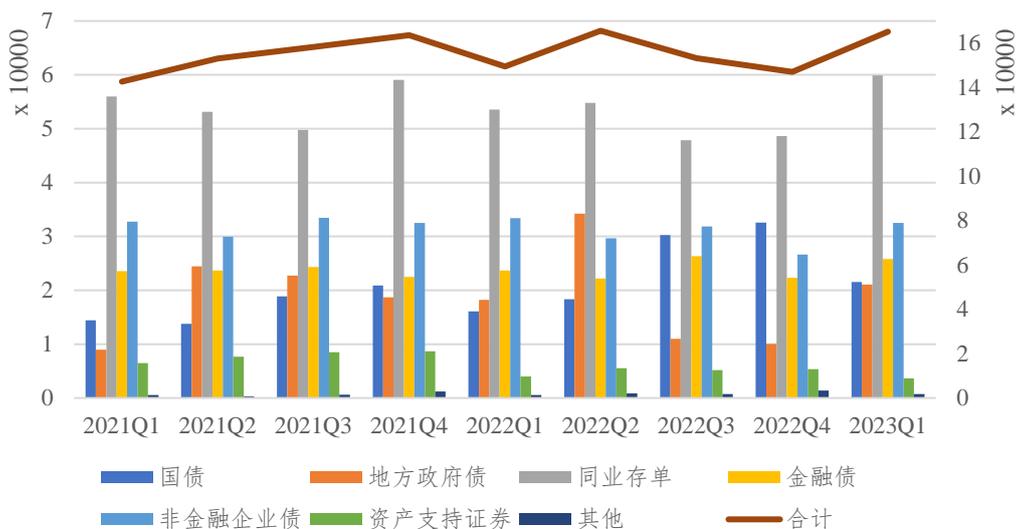


图 17 我国债券市场发行规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

债券市场存量规模持续保持增长，地方债增量占比接近一半。截至 2023 年一季度末，我国债券市场存量规模高达 143.98 万亿元，较 2022 年同期增长 9.65 万亿元，同比增长 7.18%，较 2022 年四季度增长 2.63 万亿元，环比增长 1.86%。分券种看，2023 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，目前地方政府债余额为 36.44 万亿元，较 2022 年同期增长 4.55 万亿元，同比增长 14.28%，同比增速位居所有券种首位，占债券市场增量比重达 47.18%。第二大存量债券为金融债，存量余额为 34.29 万亿元，同比增长 9.18%。第三大存量债券为非金融企业债，存量余额为 27.19 万亿元，同比增长 1.92%。第四大存量债券为国债，存量余额为 25.89 万亿元，同比增长 12.59%。

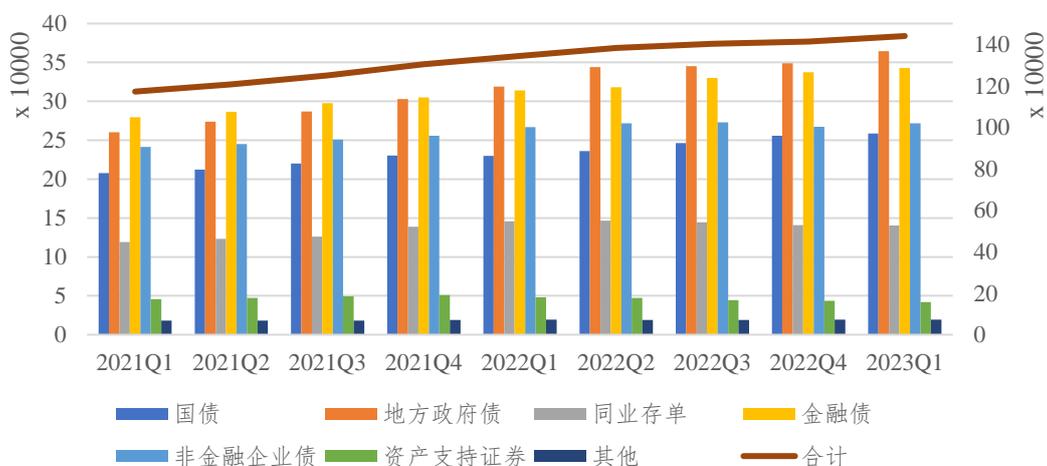


图 18 我国债券市场存量规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

银行间市场商业银行持有国债近七成，境外机构减持不足10%。截至2023年2月末，商业银行持有银行间市场国债68.81%，占比较2022年四季度上升1.49个百分点，境外机构持有国债比例9.11%，较2022年四季度下降0.62个百分点。银行间地方债商业银行占比86%，境外机构持有量增长25.45%，但份额仍较小。截至2023年2月末，商业银行持有银行间地方债85.90%，第二大持有人为非法人类产品，占比4.96%。企业债非法人类产品持有占比过半，商业银行占比提升。截至2023年2月末，非法人类产品持有银行间市场企业债份额为52.27%，持有份额较2022年四季度下降1.59个百分点，持有金额下降471.52亿元，不同的是，第二大持有人商业银行持有占比提升1.38个百分点至11.68%。政策性银行及商业银行类金融债商业银行及非法人类产品持有合计近九成，境外机构持续减持。截至2023年2月末，政策性银行及商业银行类金融债第一大持有人和第二大持有人为商业银行、非法人类产品，占比分别为51.19%、37.77%，境外机构1~2月减持402.3亿元，占比2.53%。

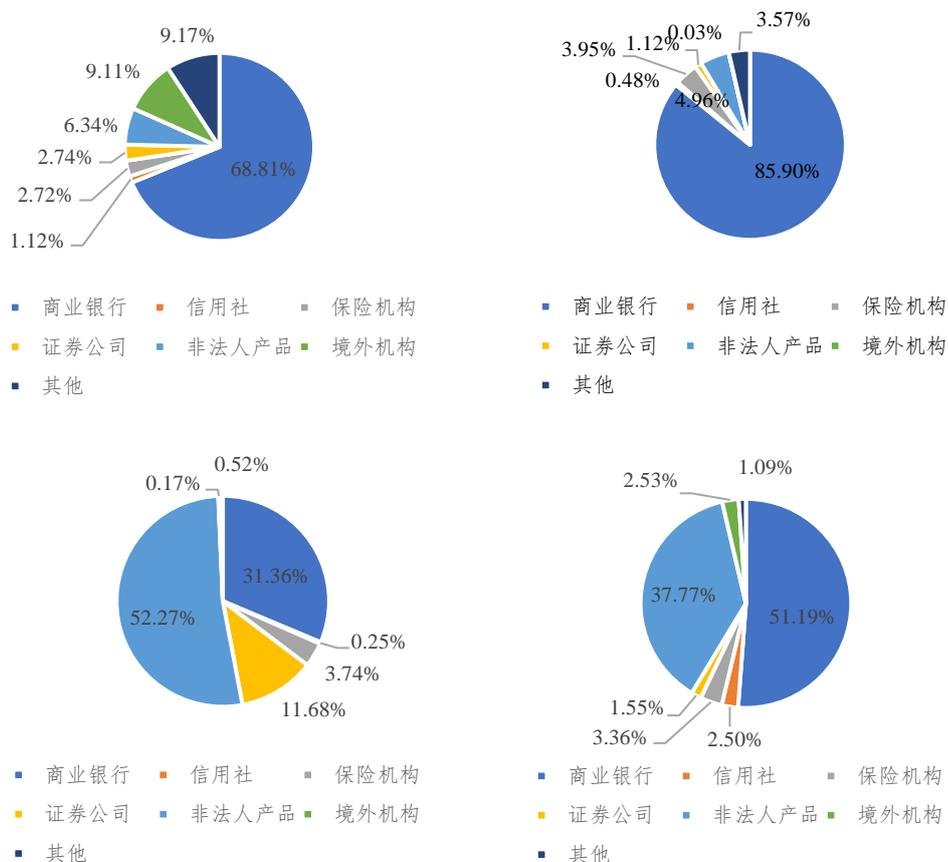
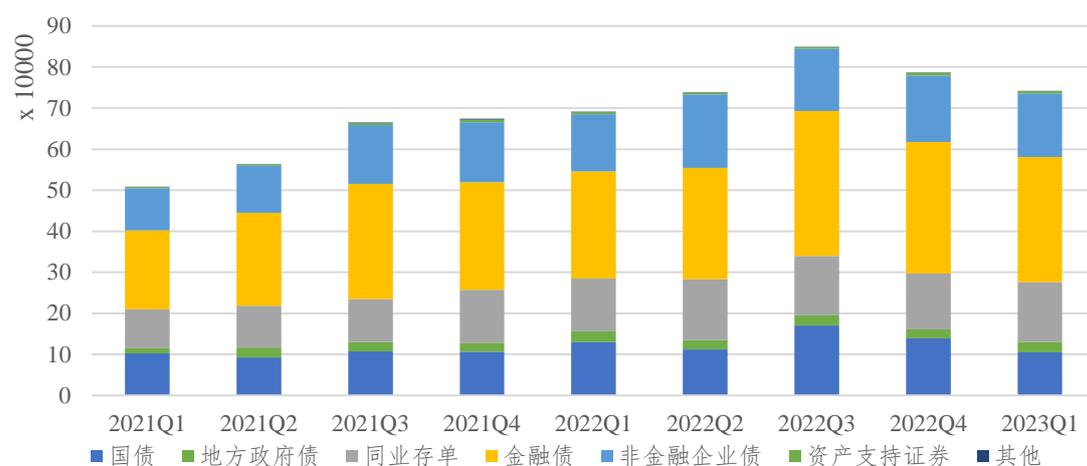


图19 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行债加商业银行债持有人结构(%)

数据来源：Wind。

**2023 年一季度现券交易结算量占比由增转跌。**2023 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 318.61 万亿元，较 2022 年同期增加 43.70 万亿元，同比上升 15.90%。其中，现券交易结算量为 69.88 万亿元，占总成交金额的 21.93%，同比增长 6.00%，但占交易量的比重较 2022 年同期下滑 2.05%，环比较 2022 年四季度占比下滑 2.98%，结束连续增长势头；回购交易结算量为 248.72 万亿元，占总成交金额的 78.07%，同比增长 19.02%，现券结算量和回购结算量同比均有所增长。

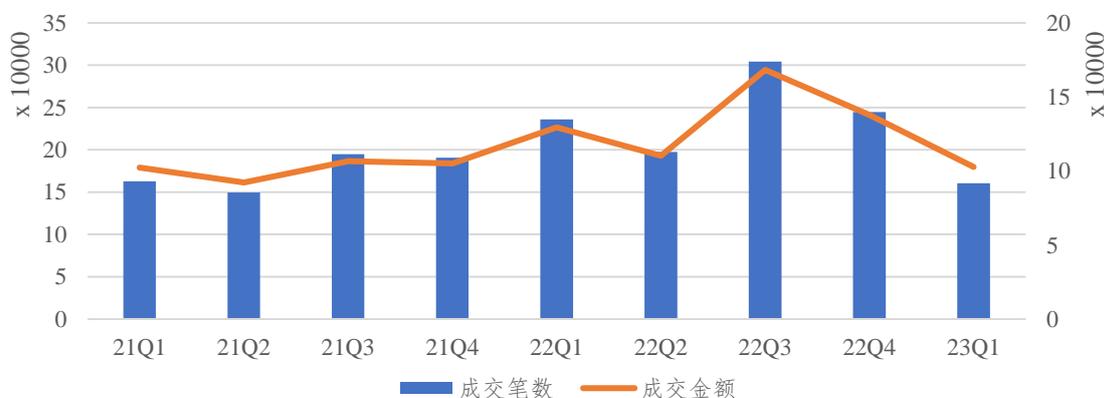


**图 20 债券市场现券交易规模及结构 (亿元)**

数据来源：Wind。

## (二) 国债二级市场流动性

**国债市场成交笔数、成交金额双双下滑。**2023 年一季度，国债共成交 160394 笔、成交金额 102702.97 亿元，较 2022 年一季度同期减少 75464 笔、26693.03 亿元，同比分别下降 32.00%、27.13%。



**图 21 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、平均换手率保持相对平稳。2023 年一季度，银行间国债市场有成交国债平均成交天数为 26.11 天，较 2022 年度同比增长 0.48 天，环比较 2022 年四季度增长 0.77 天。有成交国债平均换手率为 24.21%，较 2022 年同期下降 1.86%，较 2022 年四季度下降 1.78%，降幅较小，呈正常波动范围。值得注意的是，自 2021 年一季度以来，我国银行间国债市场流动性日益增长，有成交债券季度平均成交天数上涨了 5.28 天，平均换手率增长了近 8 个百分点。



图 22 银行间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

新增首次违约企业均来自房地产行业。2023 年一季度债券市场新增 3 家债券市场违约主体，分别为恒大地产集团有限公司、金科地产集团股份有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司。此次新增 3 家首次违约主体均来自房地产行业，且均为民营企业，涉及地区包括广东、重庆、河北。已实质性违约债券共计 70.15 亿元，同时恒大地产集团有限公司存续期债券余额仍有 558.63 亿元。

民营企业（特别是从事房地产开发相关业务的企业）仍为违约主体。2023 年一季度实质性违约主体数量较 2022 年四季度有所上升，共有 10 只债券新发生违约，涉及的违约主体共有 8 家，其中，7 家违约主体为民营企业。2023 年一季度违约金额同比 2022 年一季度下降 18.24%，环比 2022 年四季度上涨 393.75%，其中来自恒大地产集团有限公司债券（简称“20 恒大 04”）发行规模为 40 亿元，占一季度违约金额的 34.92%。值得注意的是，4 月 3 日晚间，恒大公告与债权人

特别小组的成员签订了三份重组支持协议（债务本金总额合 191.485 亿美元），同时呼吁所有债权人支持协议并加入适用的重组支持协议，迈出了债务重组的一小步。根据中指研究院相关数据，2023 年一季度我国 TOP100 房企销售总额为 17589.5 亿元，同比增长 8.2%，是 2022 年以来首次实现正增长，全国百城一线和二线城市住宅平均价格已连续两个月同比实现正增长。房地产销售市场逐步回暖，但同时不同房地产企业分化持续加大，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，尤其是持续未达到“三道红线”要求的部分民营房地产企业，销售额呈下降态势，截至 2023 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 163 只，违约债券余额为 2592.22 亿元，占所有展期债券余额的 74.44%，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。

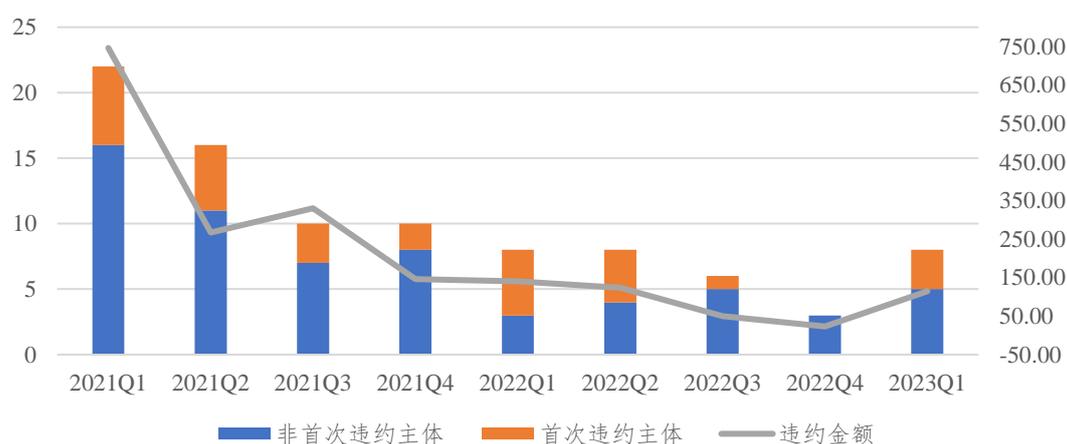


图 23 我国债券市场违约企业数量及违约金额规模（个、亿元）  
数据来源：Wind。

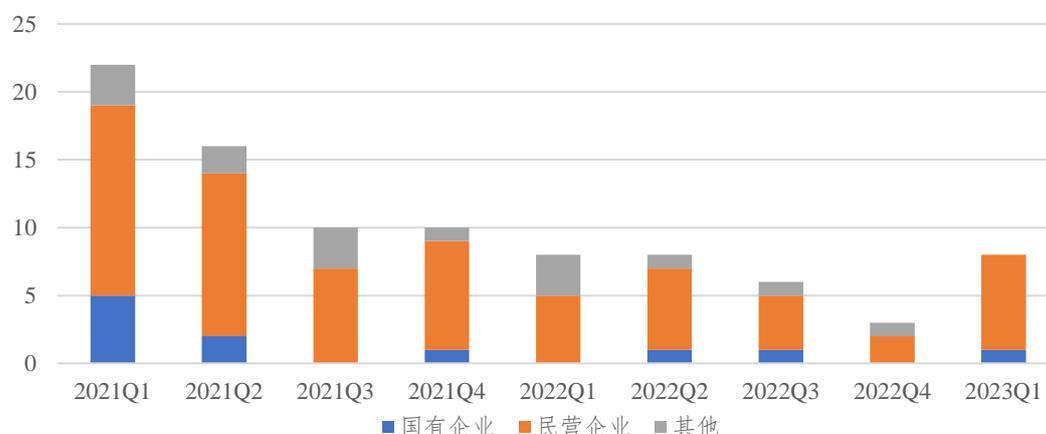


图 24 债券市场违约企业性质（家）  
数据来源：Wind。

#### (四) 债券市场改革及法制建设

成立国家金融监督管理总局，企业债划归证监会，金融监管迎重大变革。2023年3月10日，第十四届全国人民代表大会第一次会议表决通过了国务院机构改革方案，在金融发展及监管领域作出重大调整，在原中国银行保险监督管理委员会基础上，组建国家金融监督管理总局，统筹除证券业以外的金融监管，强化混业监管理念。在地方金融监管方面，建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制；针对债券发行，将原发改委企业债券发行审核职责改由证监会负责，改变了长期以来债券发行三方主管的局面；对中国人民银行分支机构进行改革，取消大区分行制，设立省级分行，同时剥离人民银行及证监会投资者保护职能，使中国人民银行更专注于货币政策与宏观审慎监管职能。

表 1 国务院机构改革涉及金融领域内容

方式	机构/领域	改革内容
调整	中国人民银行	将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责划入国家金融监督管理总局。
		撤销中国人民银行大区分行及分行营业管理部、总行直属营业管理部和省会城市中心支行，在 31 个省（自治区、直辖市）设立省级分行，在计划单列市设分行，不再保留中国人民银行县（市）支行，相关职能上收至中国人民银行地（市）中心支行。
	中国证券监督管理委员会	将投资者保护职责划入国家金融监督管理总局。
		将国家发展和改革委员会的企业债券发行审核职责划入，由中国证券监督管理委员会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。
	地方金融监管	建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。地方政府设立的金融监管机构专司监管职责，不再加挂金融工作局、金融办公室等牌子。
国有金融资本管理	按照国有金融资本出资人相关管理规定，将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构，由其根据国务院授权统一履行出资人职责。	
组建	国家金融监督管理总局	在中国银行保险监督管理委员会基础上组建，统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。
		划入中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，中国证券监督管理委员会的投资者保护职责划入国家金融监督管理总局，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为。

资料来源：整理自《党和国家机构改革方案》。

备案改审核，防范外债风险，推动外债资金在促进扩大内需、支持实体方面发挥更大作用。2023年2月10日，《企业中长期外债审核登记管理办法》正式

实施,同时《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(发改外资〔2015〕2044号)同时废止。相较于2044号文,新规主要在管理范围、债券工具范围、募集资金用途、审核登记程序、事后监管、法律责任管理等方面做出更明确或细化的规定。具体包括:将间接控制企业纳入管理范围;对债务工具提出明确类别;使用负面清单明确资金用途;将登记制度由备案制改为审核制,提升申请条件,细化申请材料及程序,加强事前对外债发行的把控。在事后监管方面,提出更高要求,规定了报送时间及监管要求。在法律责任方面,也提出了违规情形及具体分层惩戒措施。

**交易所债券市场正式启动债券做市业务,健全资本市场功能,提升市场流动性。**证监会2023年2月3日宣布,将于2月6日正式启动交易所债券市场债券做市业务。首批共有12家证券公司参与做市,分别为:安信证券、东方证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、银河证券、招商证券、中信建投、中信证券、财通证券和国金证券。证监会指出,推出债券做市业务,一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本,完善交易所债券市场功能,进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用;另一方面有利于提高定价效率,形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线,为市场定价提供基准参考。上交所及深交所也已于1月下旬发布了《债券交易业务指引第3号——债券做市》相关文件及指引。做市商制度是发达债券市场常采用的交易制度,实施做市商制度后,预计将在提高定价效率、提升市场流动性、完善价格发现机制等方面发挥积极作用。

**防风险、保稳定、促改革,中国人民银行召开2023年金融市场工作会议。**2023年2月10日,中国人民银行召开2023年金融市场工作会议,强调切实落实“两个毫不动摇”,拓展民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持范围,推动金融机构增加民营企业信贷投放;动态监测分析房地产市场边际变化,因城施策实施好差别化住房信贷政策,落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施,积极做好保交楼金融服务,加大住房租赁金融支持,推动房地产业向新发展模式平稳过渡;强化债券承销、做市、投资者合格性等市场机制建设,加快多层次市场体系发展,完善金融债券宏观管理,提升债券市场韧性和市场化定价能力;促进货币市场平稳运行,持续规范票据市场发展;深入推进债券市场、衍生品市场等对外开放;推动出台公司债券管理条例、修订票据法。

首次提出银行间债券市场企业资产证券化，相关业务细则及信息披露指引发布。2023年3月6日，中国银行间市场交易商协会发布了《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》及《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》。此次文件的发布将资产证券化业务扩展到了银行间市场，明确了银行间债券市场企业资产证券化业务定义，修改了资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据的定义，完善了业务参与主体及中介机构的范围，明确主承销团规则，取消公开/定向发行的区别，不再强制要求债项评级，对信息披露及投资者保护条款也提高了要求。

### （五）债券市场对外开放

境外机构持续减持人民币债券，2023年一季度未见好转。截至2023年2月末，境外机构持有银行间市场债券3.20万亿元，约占银行间债券市场总托管量的2.50%，较2022年同期相比减少6800亿元，同比下降17.53%，环比2022年四季度减持1900亿元，环比下降5.60%。自2022年一季度以来，境外投资者已连续5个季度减持人民币债券，累计减持人民币债券近8000亿元，下降近20%。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2.13万亿元，占比67.40%，占比持续提高，托管量同比减少2700亿元，环比减少1300亿元；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22.00%，托管量同比减少3000亿元，环比减少400亿元。

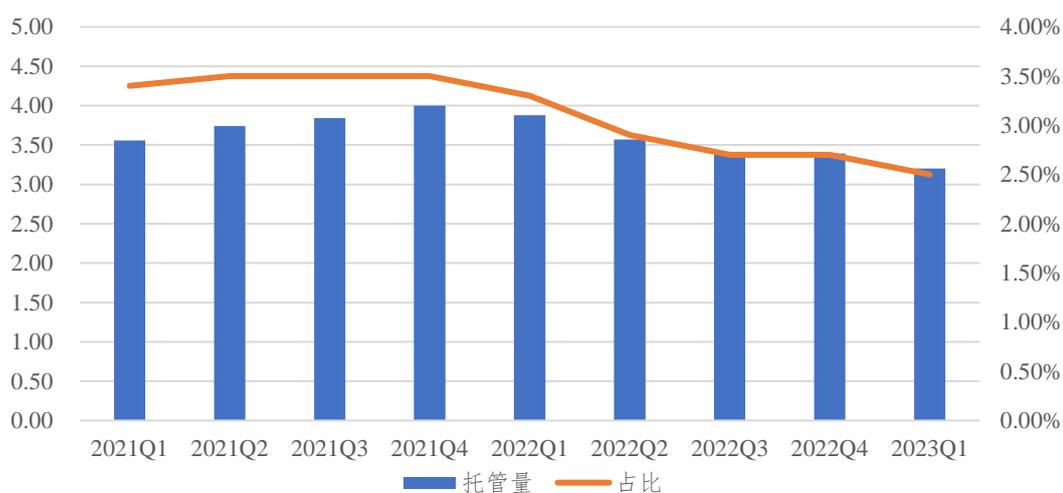


图 25 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元、%）

数据来源：中国人民银行上海总行。

### 三、展望

预期 2023 年二季度我国货币政策主要围绕“稳信贷、稳货币、提预期”展开，依旧延续较为宽松积极的政策态度。在货币供应量持续上涨的情况下，对于宽货币等工具的使用或趋于谨慎，提升“结构性”工具的使用空间。一季度货币政策例会删除“三重压力、逆周期调节”等表述，未来政策目标将从对冲疫情冲击转向支持结构性薄弱领域，力度有所回摆，从“加大力度”转为“精准有力”。同时，为改善居民资产负债表结构、避免通缩预期长期化，减少微观主体避险化存款或将成为下一阶段工作的重点内容，政策制定将更倾向于居民端而非企业端。

对于国内债市而言，2023 年二季度地方债发行或将放缓，伴随经济面的好转，债市融资能力有望持续回升；房地产行业持续回暖，房企违约或迎来改善，但房地产市场分化加大，仍需持续警惕房地产企业违约情况发生；境外机构连续 5 个季度减持人民币债券，持续推进对外开放，提振外资信心仍十分重要。从利率来看，目前国内货币流通速度仍处于低位，鉴于资金流动性与现券利率呈一定正相关性，预计 2023 年二季度利率上行风险不高。在贷款利率较低背景下，后续仍需关注央行结构性货币政策工具对银行负债端的影响，以期传导至存款利率，为债券收益率打开下行空间。

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。