



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 韩梦彬

2020年7月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，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

2020年二季度，新冠肺炎疫情继续在全球蔓延，并呈现愈演愈烈的趋势。为缓解新冠疫情冲击，主要国家和地区央行在二季度延续并落实自3月份以来的降息+QE等宽松货币政策，增加市场流动性，为家庭、企业和金融机构提供支撑。美联储继续将目标利率维持为0%，无限量QE大幅扩表；欧洲央行维持主要再融资利率为0%，加大量化宽松力度；日本央行维持政策利率为-0.1%，进一步扩大宽松力度；英格兰银行降息至0.1%，并扩大资产购买规模。受此影响，主要发达国家债券收益率在上半年也进一步下探。

为大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，我国央行也采取了一系列的货币政策措施。2020年上半年，央行先后实施三次降准，共释放长期资金1.75万亿元，并且时隔12年再次下调金融机构在央行的超额存款准备金利率；安排3000亿元抗疫专项再贷款、1.5万亿元普惠性再贷款再贴现，新创设两个直达实体经济的货币政策工具，共向地方法人银行提供4400亿元再贷款资金；开展货币政策操作，前后两次下调MLF利率，引导LPR利率下行。这些措施保持了银行间市场流动性合理充裕，货币市场、信贷市场利率整体下行，有力支持了疫情防控和企业复工复产，发挥了支持实体经济的积极作用。

2020年1~4月，随着国内外市场利率下降以及避险情绪高涨，我国债券市场收益率整体下行。进入5月份，全面复工复产有序推进，国内经济复苏迹象明显，金融市场风险情绪上升，我国货币政策开始边际收紧，叠加债券供给增加的影响，债券收益率整体上扬。与一季度末相比，二季度末的收益率曲线趋于平坦化，表明我国经济增长仍面临较大挑战。另外，短期收益率在

本报告负责人：彭兴韵

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
国内宏观经济
中国资金流动
地方政府债务
宏观杠杆率
中国财政运行
房地产金融
债券市场
股票市场
银行业运行
保险业运行
财富管理市场

经历了快速下行后出现上行，引起期限利差先走阔后收窄；市场短期资金充裕，长期仍旧偏谨慎，不同期限信用利差走势分化。

2020年上半年，我国债券市场共发行债券25.90万亿元，同比增长19.08%。国债发行规模大增，特别国债公开发行；地方政府债发行提速增量，专项债发行规模加大；金融机构补资本需求加大，金融债发行加速；市场利率下行，非金融企业债发行量创新高。截至2020年二季度末，我国债券市场存量规模达105.39万亿元，金融债、地方政府债、非金融企业债为前三大债券类别。随着债券收益率的走低，债券市场的交易规模也大幅增加，质押式回购交易在4月份成交金额历史上首次突破100万亿元。在多项政策支持下，上半年债券市场违约情况有所改善，但企业经营环境仍不容乐观，债市违约风险还需警惕，债券市场违约处置机制也有待进一步完善。

随着我国债券市场的发展和完善，债券市场开放的步伐也逐渐加快。外资投资渠道多样化，投资额度限制逐渐取消，国际信用评级机构相继进入我国债券市场，全球债券主流指数也纷纷纳入人民币债券，境外投资者对我国债券市场的投资规模快速增长。截至2020年二季度末，境外机构持有我国债券规模达到2.50万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到2.38%。分结构来看，国债持有规模和占比在近些年得到显著提升，目前占境外机构持有债券规模的60%，政策性金融债占比26%。

未来一段时间，世界经济难以改变下行走势，疫情发展仍具有较大不确定性，超低利率将成为新常态，避险情绪仍将主导各类资产价格，债券收益率可能将维持低位。我国经济复苏仍面临较多挑战，央行也将继续引导货币市场、信贷市场利率下行，综合运用全面、定向和直达性货币政策工具，使资金流向实体经济。国内债券收益率走势很可能将出现一定程度的震荡，债券发行、存量规模将保持增长，债券市场交易规模也将保持在高位。由于我国是少数实施正常货币政策的国家，并且我国在金融稳定、疫情防控和复工复产方面表现出来的独特优势，使得人民币资产表现出了较强的韧性和一定的避险特征，未来我国国债将持续吸引全球目光。

目 录

一、主要国家货币政策及利率走势	1
(一) 主要发达国家的货币政策和利率	1
(二) 我国央行货币政策	5
二、债券市场发展分析	7
(一) 债券收益率曲线与利差分析	7
(二) 债券市场发行、存量及交易	11
(三) 债券市场违约分析	13
(四) 债券市场对外开放	16
三、债券市场展望	19

一、主要国家货币政策及利率走势

(一) 主要发达国家的货币政策和利率

为缓解新冠疫情对全球经济及金融市场的冲击，自 2020 年 3 月份以来，主要发达国家和地区央行迅速而有力地做出反应，增加市场流动性，为家庭、企业和金融机构提供支撑，确保金融市场的稳定，二季度延续并落实扩张性的货币政策。

美联储联邦基金利率降至 0%，无限量 QE 大幅扩表。2020 年 3 月，随着疫情对经济、金融市场造成的冲击增大，美联储连续两次紧急操作将联邦基金利率的目标目标区间下调至 0%~0.25%，并维持至二季度。“无限量 QE”使美联储资产负债表快速扩张，截至 2020 年 6 月末，美联储的总资产规模超 7 万亿美元。2020 年 6 月，美联储承诺将把资产购买速度至少维持在当前水平(每月购买约 800 亿美元的美国国债以及约 400 亿美元的抵押贷款支持证券)，并预计利率将保持接近零的水平直至 2022 年底。另外，受回购协议以及美联储与其他央行互换协议集中到期的影响，美联储资产负债表在 6 月中下旬以来小幅被动收缩。但考虑到美国疫情发展仍面临较大不确定性，尽管美国强行重启经济，部分经济指标有所反弹，美国经济复苏依然面临较大考验，美联储短期内也难以开启缩表进程。

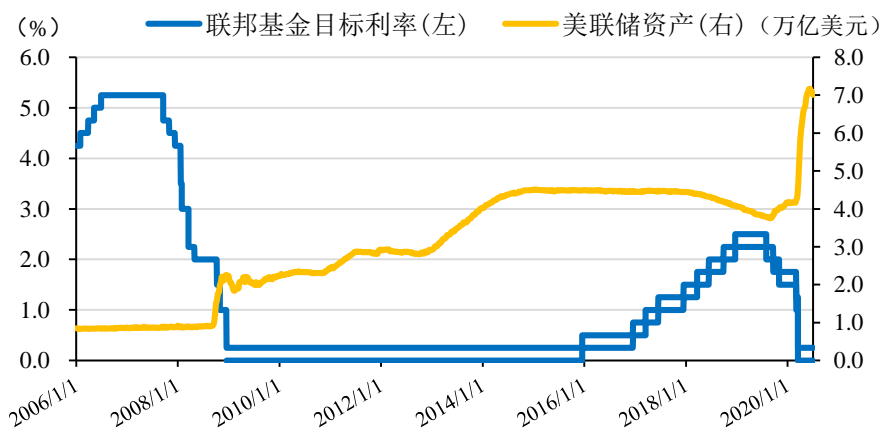


图 1 美联储基准利率和资产规模

数据来源：Wind。

欧洲央行维持主要再融资利率为 0%，加码量化宽松力度。为应对新冠肺炎疫情对经济的冲击，欧洲央行开启新一轮量化宽松。进入二季度，新冠肺炎疫情蔓延对经济的影响仍在不断加剧，欧洲央行表示将随时准备加大货币政策刺激。为进一步保障欧元区流动性，支持经济复苏，6月4日，欧洲央行将紧急资产购买计划规模由3月宣布的7500亿欧元扩大至1.35万亿欧元，并将购债期限由2020年底至少延长到2021年6月，到期债券本金至少在2022年底之前进行再投资。一系列资产购买导致央行资产负债表扩张，与疫情之前相比，上半年末欧洲央行的总资产增加了约2.5万亿欧元。

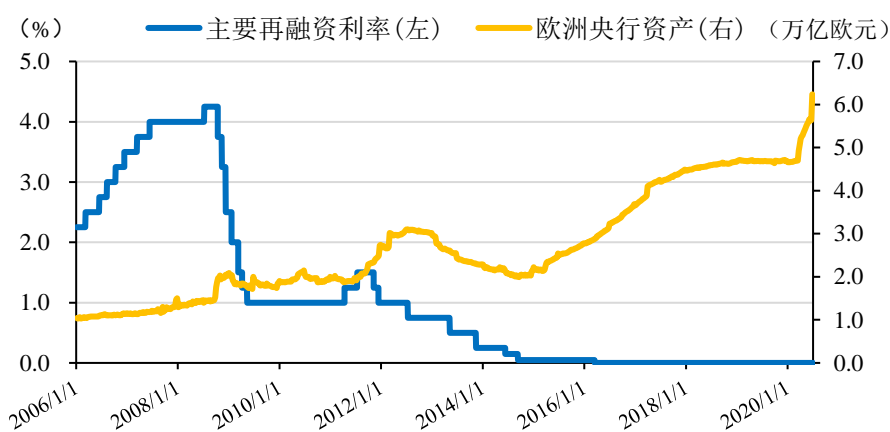


图2 欧洲央行主要再融资利率和资产规模

数据来源：Wind。

日本央行维持政策利率为-0.1%，进一步扩大宽松力度。由于日本经济长期低迷，通胀难以达到目标，日本央行近年来一直将基准利率维持在-0.1%不变，并延续至今，10年期国债收益率目标长期维持在0%附近。2020年4月，日本央行进一步放松货币政策，宣布将无限量购买国债，增加企业债券和商业票据的购买规模，以应对疫情带来的经济衰退威胁。2020年6月，为帮助中小企业渡过危机，日本央行决定将特别贷款计划规模由75万亿日元增加至110万亿日元。

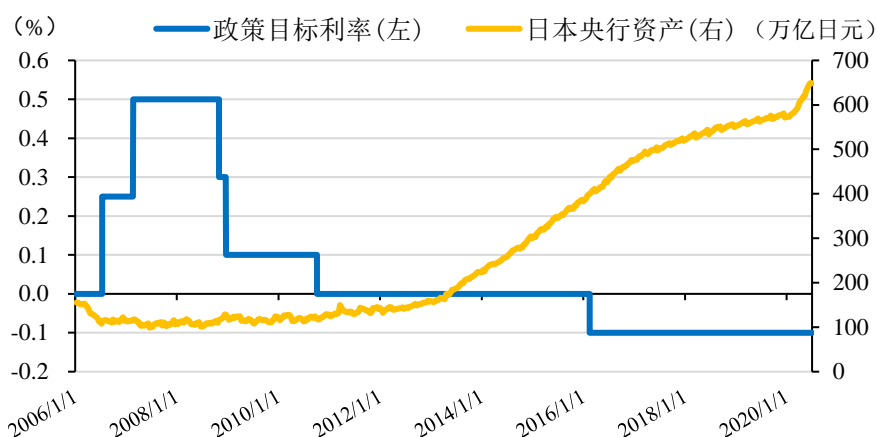


图3 日本央行政策利率和资产规模

数据来源：Wind。

英格兰银行基准利率降至 **0.1%**，并扩大资产购买规模。为应对疫情冲击，3月以来，英格兰银行两次紧急出台刺激措施，将基准利率下调 75 个基点至 0.1%；引入新的定期融资计划（TFSME），通过央行储备为中小企业提供超过 1000 亿英镑资金支持；将逆周期资本缓冲率削减至银行对贷款需求方风险敞口的 0%，并持续至少 12 个月，将为企业提供高达 1900 亿英镑的银行贷款。此外，英格兰银行还两次增加债券购买规模，累计增加 3000 亿英镑至 7450 亿英镑。并且，英格兰银行还表示，随时准备采取必要的措施来支持经济。与疫情前相比，英格兰银行的资产负债表也大幅扩张，总资产增了 2000 多亿英镑。

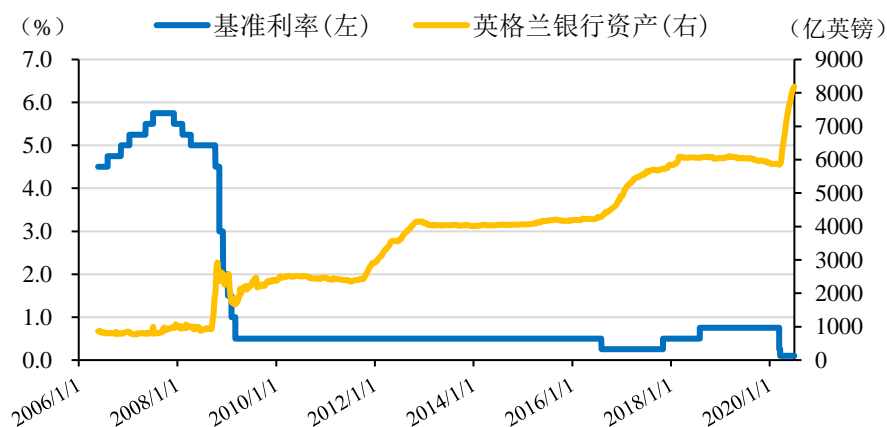


图4 英格兰银行基准利率和资产规模

数据来源：英格兰银行。

注：对英格兰银行在 2014 年 9 月之后的资产规模进行了微调。

主要发达国家债券收益率总体下行，2020 年上半年进一步下探。在全球经济下行压力加大的背景下，2020 年新冠肺炎疫情肆虐全球，世界经济增长面临的不稳定性、不确定性因素增多，各主要经济体实施更大规模的量化宽松政策，市场对未来经济的前景普遍表示担忧，债券市场收益率进一步下探。就 1 年期国债收益率而言，日本、德国、法国已经处于负利率状态，美国 1 年期国债收益率从去年末的 1.59% 下降至 2020 年上半年末的 0.16%，同期英国 1 年期国债收益率由 0.59% 下降至 0.03%。就 10 年期国债收益率而言，2020 年上半年，日本、法国维持在 0 附近，德国一直处于 0 以下，美国 10 年期国债收益率从去年末的 1.92% 下降至 2020 年上半年末的 0.66%，同期英国 10 年期国债收益率由 0.89% 下降至 0.21%。

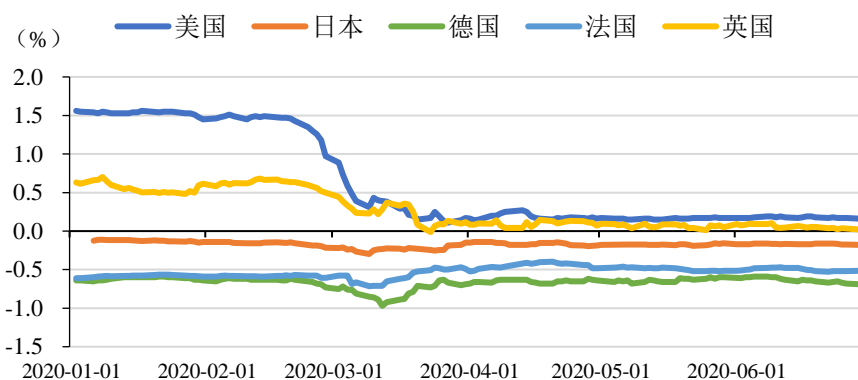


图 5 主要发达国家 1 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

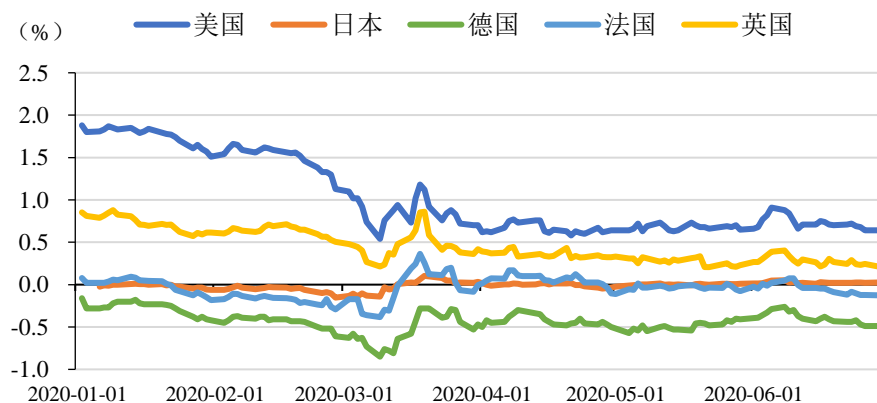


图 6 主要发达国家 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

(二) 我国央行货币政策

2020 年以来，面对新冠肺炎疫情冲击，我国央行实施了一系列措施，有力地支持了疫情防控和企业复工复产，发挥了支持实体经济的积极作用。

全面+定向降准，下调超额存款准备金利率。一季度，央行实施全面降准 0.5 个百分点及普惠金融定向降准 0.5 至 1 个百分点。进入二季度，央行于 4 月 15 日和 5 月 15 日，对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行两次定向下调存款准备金率，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。此外，4 月 7 日，央行将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，下调幅度 37BP。这是央行时隔 12 年以来，第二次下调超额准备金利率，上一次为 2008 年，央行为应对国际金融危机将超额存款准备金利率从 0.99% 下调至 0.72%，下调幅度 27BP。理论上这一举措可以降低利率走廊下限利率，为降息打下基础，但实践中，高存款准备金率仍旧阻碍国内利率走廊实际发挥作用。

安排再贷款和再贴现，新创设直达实体经济的货币政策工具。为支持抗疫保供，一季度央行安排 3000 亿元专项再贷款、再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。自二季度以来，央行在 4 月 20 日新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元。6 月 1 日，央行新创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，向地方法人银行提供 400 亿元再贷款资金，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元，缓解小微企业还本付息压力；另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，向地方法人银行提供 4000 亿元再贷款资金，预计可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约 1 万亿元，在一定程度上缓解小微企业融资难问题。

开展货币政策操作，引导贷款市场利率下行。自 2013 年贷

款基础利率(简称 LPR)推出后,受银行贷款定价惯性因素、LPR 形成机制不完善等因素影响, LPR 市场化程度较低。2019 年 8 月,央行改革完善 LPR 形成机制,由报价行根据自身对最优质客户实际发放贷款的利率水平,在 MLF 利率基础上加点报价。改革以来, LPR 打破隐性贷款利率下限,报价水平逐步下行,市场化程度明显提升。进入 2020 年,央行继续深化贷款利率市场化改革,在新增和存量浮动利率贷款上进一步推动 LPR 运用, LPR 逐渐成为信贷市场的主要参考基准。面对突如其来的疫情冲击,为支持实体经济发展,央行引导贷款市场利率逐步下行。2020 年 2 月 3 日,央行调降逆回购利率 10BP; 2 月 15 日,央行下调 MLF 利率 10BP; 2 月 20 日,1 年期 LPR 下降 10BP, 5 年期 LPR 下降 5BP。3 月 30 日,央行调降逆回购利率 20BP; 4 月 15 日,央行下调 MLF 利率 20BP; 4 月 20 日,1 年期 LPR 下降 20BP, 5 年期 LPR 下降 10BP。

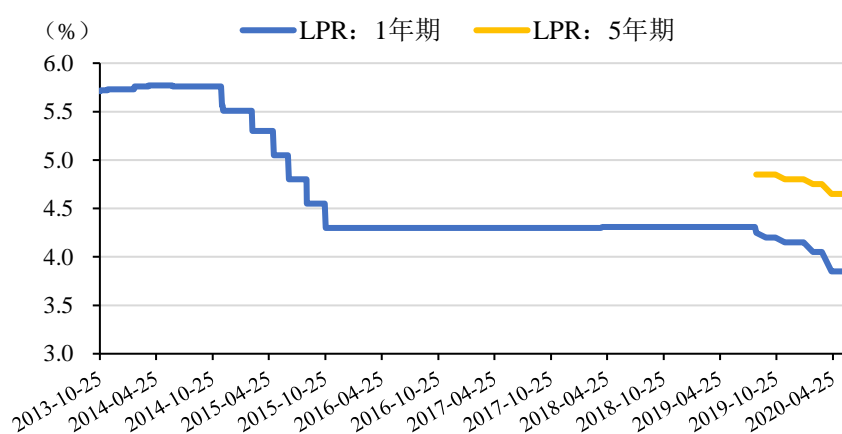
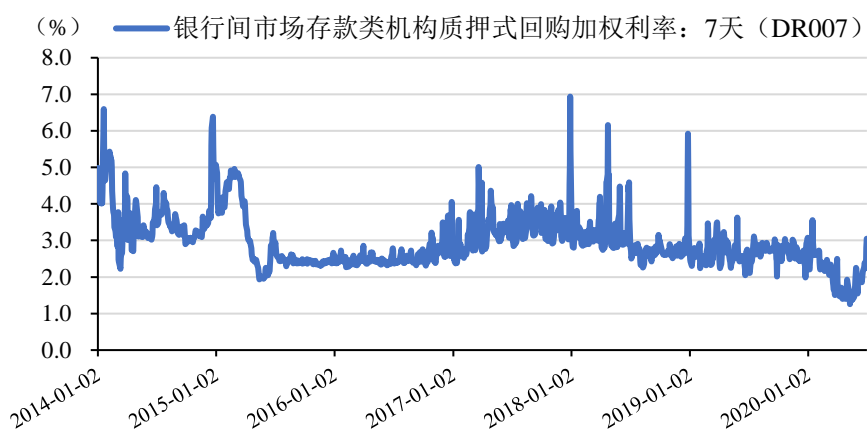


图 7 贷款市场报价利率走势

数据来源: Wind。

流动性合理充裕,货币市场利率中枢下行。2020 年上半年,为支持疫情防控、复工复产和实体经济发展,央行先后实施三次降准,共释放长期资金 1.75 万亿元,并且时隔 12 年再次下调金融机构在央行的超额存款准备金利率;安排 3000 亿元抗疫专项再贷款、1.5 万亿元普惠性再贷款再贴现,新创设两个直达实体经济的货币政策工具,共向地方法人银行提供 4400 亿元再贷款

资金；开展货币政策操作，前后两次下调 MLF 利率，引导 LPR 利率下行。央行的操作保持了银行体系流动性合理充裕，同时货币市场利率中枢也出现下行。2020 年一季度，DR007 利率中枢较上季度下行 39BP；二季度利率中枢下行更加明显，DR007 利率中枢较一季度下行 71BP。另外，在流动性较为充裕、信贷市场利率下行的背景下，一些企业或机构通过贷款低价获得资金，然后转向高收益的结构性存款或金融资产，形成资金空转套利现象。5 月中下旬以来，针对市场存在的资金空转套利现象，银保监会加强监管，央行放缓政策宽松节奏，叠加债券市场供给规模加大、企业所得税汇算清缴等因素影响，货币市场利率出现一定上行。



数据来源：Wind。

二、债券市场发展分析

（一）债券收益率曲线与利差分析

2020 年上半年，债券收益率整体先下降后上升。1~4 月份，债券收益率整体下行。一方面，国内外市场利率下降引导债券收益率下行。为大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，我国央行采取了一系列货币政策措施，引导市场利率下行；随着疫情在全球蔓延，多数国家在面对疫情冲击时，也纷纷采取紧急措施降低市场利率。另一方面，避险情绪增加和相对高收益压低我

国债券收益率。新冠肺炎疫情暴发、原油价格暴跌给全球金融市场造成巨大冲击，市场避险情绪提升增加了投资者对固定收益类资产的需求，而我国债券尤其是国债在全球范围内具有较大吸引力，导致债券市场收益率的整体下行。进入5月份，全面复工复产有序推进，国内经济复苏迹象明显，我国货币政策开始边际收紧，而债券市场供给不断增加，债券市场价格下跌，债券收益率整体上行。6月中旬，虽然北京出现疫情反复，但很快就得到有效控制，债券收益率没有改变上行走势。

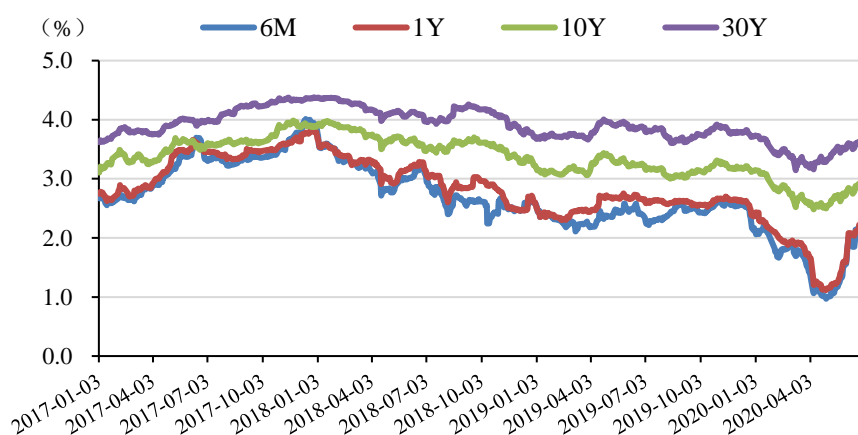


图9 国债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

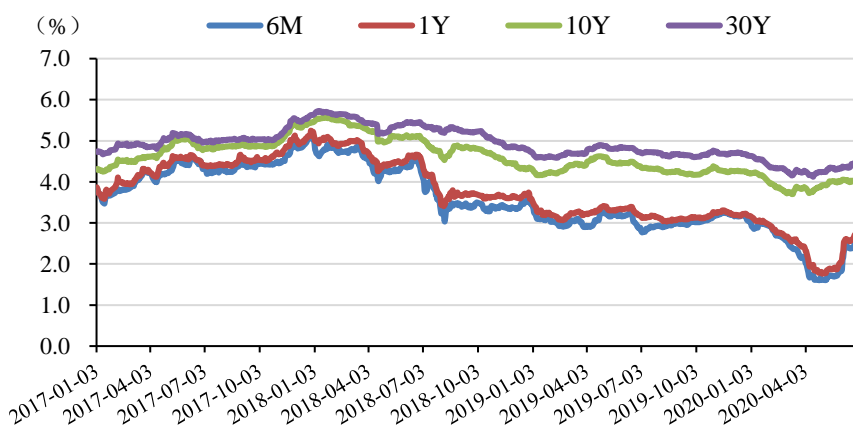


图10 AAA企业债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

2020年二季度，债券收益率曲线趋于平坦化，我国经济增长仍面临较大挑战。2020年一季度，债券收益率下降幅度较大，

收益率曲线趋于陡峭。一季度末与 2019 年年末相比，短期收益率大幅下降，长期收益率下降幅度较小，债券收益率曲线趋于陡峭，表明在各项逆周期调节措施实施之后，市场情绪已经从恐慌逐步转向正常，我国经济后期走势将出现好转。二季度，国内疫情防控得到有效控制，企业大面积复工复产，各项经济指标边际向好，长短期收益率整体上行。但同时，全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，给国内经济发展带来风险和挑战，长期收益率上行幅度有限，收益率曲线趋于平坦化。二季度末，6 个月期国债、AAA 企业债收益率分别较一季度末上行 64BP、32BP，1 年期国债、AAA 企业债分别上行 49BP、31BP；10 年期国债、AAA 企业债分别上行 23BP、18BP，30 年期国债、AAA 企业债分别上行 35BP、20BP。

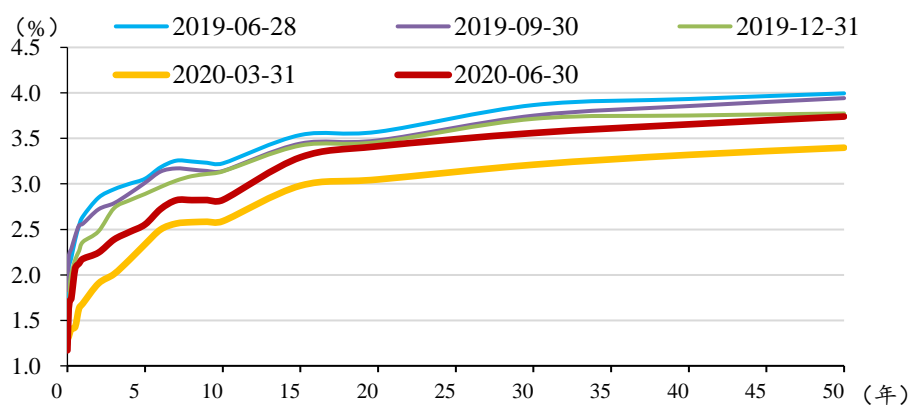


图 11 国债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

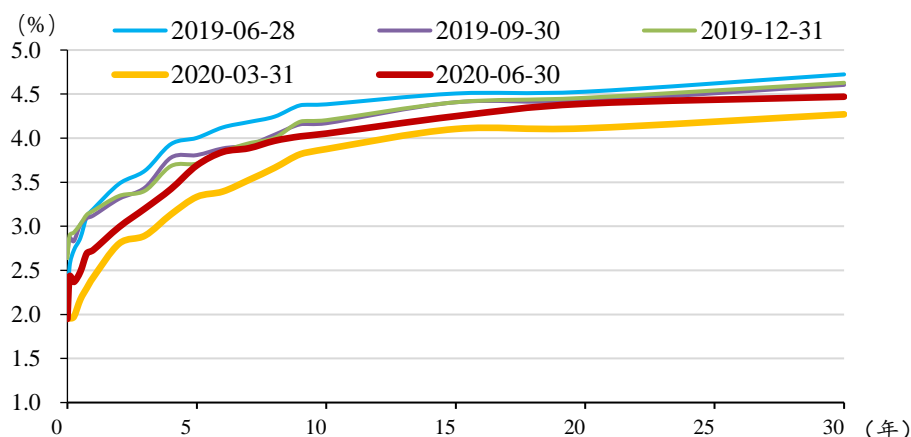


图 12 AAA 企业债收益率曲线

数据来源：中债估值中心。

短期收益率波动幅度较大，期限利差先走阔后收窄。一般情况下，在经济下行阶段，长短期国债收益率对市场利率下降的敏感性不同，短期国债收益率的反应时间更快、下降幅度更大，长期利率由于受未来不确定性因素的影响，其下降幅度相对较小，从而导致期限利差走阔。2020年5月之前，受国内外宏观环境和政策刺激的影响，我国长短期国债到期收益率连续下行，短期利率下降幅度较大，期限利差不断走阔。5月中下旬以来，在债券市场供给大增的同时，市场流动性出现收紧迹象，导致短期收益率快速上升，期限利差也随之收窄。5月18日，期限利差达到146BP的高点；二季度末，期限利差快速下降到70BP。

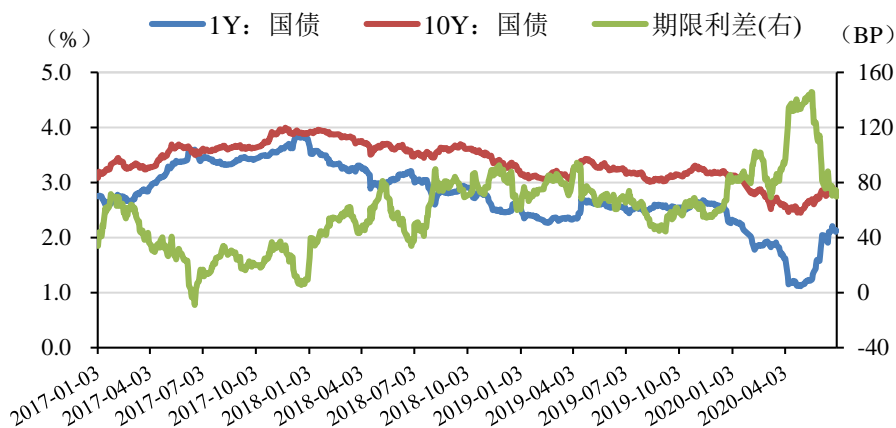


图 13 国债收益率走势及期限利差变化

数据来源：中债估值中心。

市场短期资金充裕，长期仍旧偏谨慎，不同期限信用利差走势分化。2020年上半年，在新冠肺炎疫情冲击下，不少企业经营面临危机，为帮助企业渡过难关、缓解企业资金压力，政府采取多项措施保持市场流动性充裕，同时支持企业通过债券融资，在此影响下，短期信用利差持续收窄。2020年上半年末，1年期AAA企业—国债信用利差为56BP，与上年末相比收窄26BP。但长期资金仍偏向谨慎，企业债收益率变动幅度要小于国债收益率，伴随国债收益率先下降后上升，10年期AAA企业—国债信用利差也经历了从上升到下降的过程。2020年上半年末，10年期AAA企业—国债信用利差为123BP，与上年末相比扩大16BP。



图 14 不同期限信用利差

数据来源：中债估值中心。

(二) 债券市场发行、存量及交易

2020 年上半年，债券市场共发行 25.90 万亿元，同比增长 19.08%。为对冲疫情冲击、加快复工复产、支持实体经济发展，2020 年上半年，在政策支持下，市场利率整体走低，债券发行规模增长较快。上半年，国债发行规模创历史新高，特别国债也将在 7 月底之前完成 1 万亿元公开发行；金融机构尤其是中小银行提高债券发行规模，加大资本补充力度，增强抵御风险和信贷投放能力；在货币市场流动性较为充裕、监管层支持企业通过债券融资、债券市场发行利率下降的背景下，非金融企业也加大债券发行规模。具体来看，2020 年上半年，同业存单发行 78433 亿元，同比下降 6.03%；非金融企业债发行 64567 亿元，同比增长 44.22%；金融债发行 45659 亿元，同比增长 37.68%；地方政府债发行 34864 亿元，同比增长 22.88%；国债发行 25338 亿元，同比增长 40.34%；资产支持债券发行 9350 亿元，同比下降 1.82%。

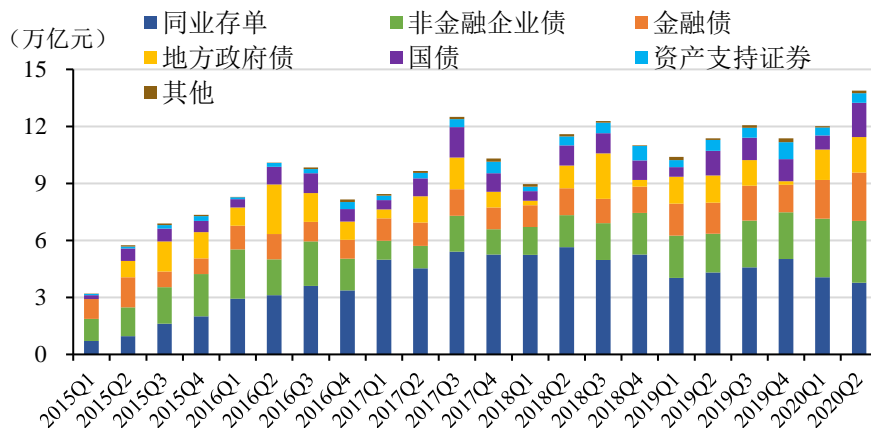


图 15 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

截至 2020 年二季度末，我国债券市场存量规模达 105.39 万亿元，金融债、地方政府债、非金融企业债为前三大债券类别。我国债券市场近些年得到快速发展，债券市场规模在 2019 年超过日本，成为仅次于美国的全球第二大债券市场。截至 2020 年二季度末，我国债券市场存量规模达 105.39 万亿元，同比增加 14.32 万亿元，增长 15.73%。其中，金融债存量 24.62 万亿元，占比 23.4%，为第一大存量债券类别；地方政府债存量 23.97 万亿元，占比 22.7%，为第二大存量债券类别；非金融企业债存量 22.86 万亿元，占比 21.7%，为第三大存量债券类别；国债存量 17.63 万亿元，占比 16.7%；同业存单存量 10.22 万亿元，占比 9.7%；资产支持证券存量 3.7 万亿元，占比 3.5%。

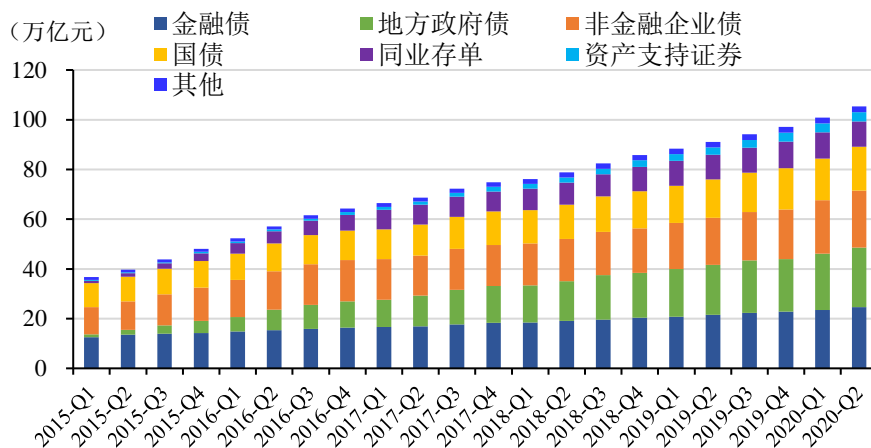


图 16 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

2020 年二季度，随着债券收益率的走低，债券市场交易规模大幅增加。近年来，我国债券市场存量规模的不断壮大，债券市场的交易也日益活跃。债券交易市场包括银行间市场和交易所市场，由于银行间市场债券存量规模占比达到 90%以上，债券交易也主要发生在银行间市场。按交易方式划分，债券市场包括现券交易、回购交易和同业拆借，其中回购交易尤其是质押式回购交易是债券交易的主要方式。2020 年以来，央行为支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，市场流动性较为充裕，债券收益率不断走低，加上市场预期资金利率短期内仍将维持低位，金融机构开始加杠杆套利，质押式回购交易量大涨，引起债券市场交易规模大幅增加。2020 年二季度，银行间市场债券交易规模达到 385.7 万亿元，创历史新高。其中质押式回购交易在 4 月份的成交金额历史上首次突破 100 万亿元。

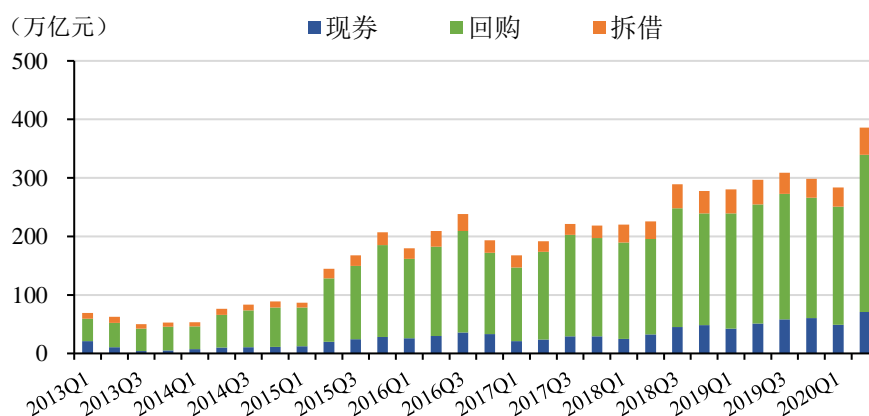


图 17 银行间市场债券交易规模

数据来源：Wind。

(三) 债券市场违约分析¹

2020 年二季度，新增 6 家首次违约企业，较一季度有所下降。截至 2020 年上半年末，债券市场有 183 家企业处于违约处

¹ 按照中国人民银行 2019 年 12 月 30 日发布的公告《关于开展到期违约债券转让业务有关事宜》，到期违约是指，在债券发行文件中约定的到期兑付日，债券本金或利息未能得到按时足额偿付，以及因破产等法定或约定原因导致债券提前到期且债券本金或利息未能得到按时足额偿付的情形。

置状态，其中 2020 年一季度新增 12 家首次违约企业，二季度新增 6 家首次违约企业。二季度新增的 6 家首次违约企业分别为海航集团、海航控股、海航资本、宜华集团、重庆爱普地产、康美实业，涉及航空、房地产等领域，企业属性既有国有企业，也包含民营企业，并且新增首次违约企业以非上市公司为主，大多分布在东部地区。

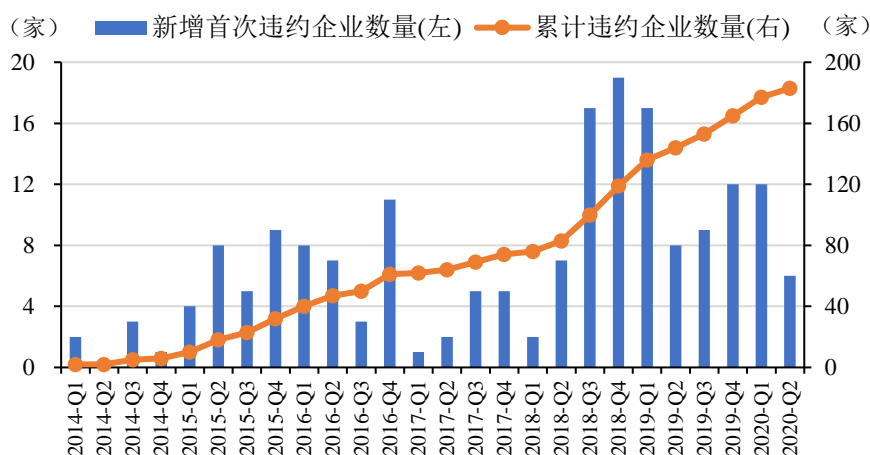


图 18 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind，作者整理。

注：本统计所属违约包含债券展期的情形，历史数据会进行微调。

北大方正破产重整，引起 2020 年一季度新增违约金额创新高，二季度显著下降。截至 2020 年二季度末，国内债券市场违约金额达 3738.53 亿元，其中 2020 年一季度新增违约金额 549.14 亿元，而北大方正就有 358.04 亿元本息违约，占一季度新增违约金额的 65.2%，引起债券违约出现新高峰。二季度新增违约金额为 141.05 亿元，较一季度显著下降。

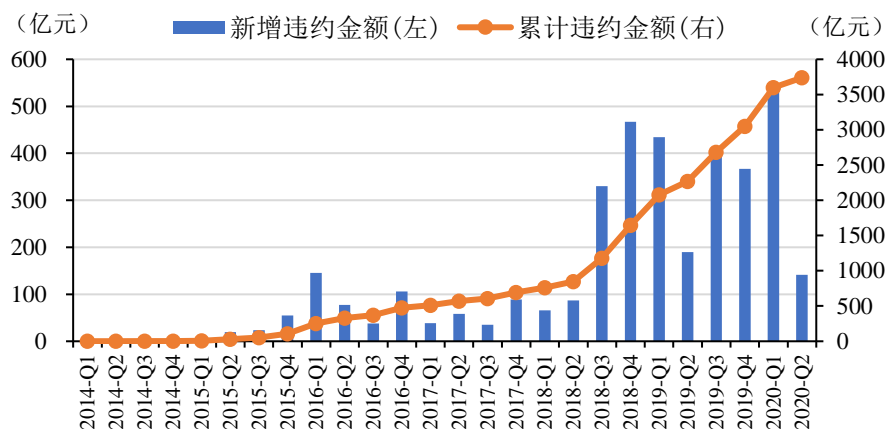


图 19 债券市场违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

注：本统计所属违约包含债券展期的情形，历史数据会进行微调。

上半年在多种政策支持下，债券市场违约有所改善。去除北大方正破产重整导致一季度新增违约金额大幅上升之后，2020年上半年，我国债券市场违约情况整体有所改善，这与疫情期间我国采取的多项支持政策密不可分：央行综合运用多种工具加强逆周期调节，保持货币市场流动性充裕，引导信贷市场利率下行，并对企业进行结构性、直达性支持；财政部也发挥更加积极的作用，增发地方专项债和发行特别国债，下达地方政府转移支付资金，加大对企业以及受疫情影响严重行业的减税降费力度。而且，多项政策文件也表示支持企业通过贷款、发债融资，提供多种措施降低企业融资成本。此外，政策也支持企业通过债券展期、债券置换等措施缓解债券违约风险，尤其是债券置换，近期作为一种新的方式被运用到我国债券市场，如 17 桑德工程 MTN001、17 华昌 01、17 瓦房 02 都通过债券置换的方式全部或部分缓解了本息偿付压力。

下半年，企业经营环境仍不容乐观，债市违约风险还需警惕。尽管一些面临流动性危机的企业，在政策支持下能够渡过当前的困难时期，但宽松的信用环境并没有从根本上解决企业的财务问题，只是暂时缓解了偿债压力，企业后期仍需依靠盈利能力与收益质量改善对债务进行还本付息。当前，部分经济指标出现改善，

企业已基本实现复工复产，但并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平，因为疫情同时对需求和供给两侧造成冲击，引起企业的产业链、供给链发生改变，可能会给企业的盈利能力带来新的挑战。并且，考虑到境外疫情没有得到有效控制，我国“外防输入、内防反弹”的压力依然存在，货币政策也出现一定的边际收紧，一些债务集中到期而缺乏足够现金流的企业能否顺利渡过难关，仍面临较多不确定性，债券市场违约风险还需要引起关注。

未来，随着债券违约逐步常态化，债券违约处置机制需进一步完善。我国债券违约历史比较短，在违约处置效率方面存在处置难度大、周期长等诸多问题。自 2019 年以来，有关部门相继制定和出台了关于到期违约债券转让机制的多个规则和业务操作指南。为进一步完善债券违约处置机制，促进债券市场稳健发展，2020 年 6 月 15 日，央行会同发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，《通知》指出，债券违约处置应同时坚持底线思维以及市场化、法治化原则，各方尽职原则和平等自愿原则，要充分发挥受托管理人及债券持有人在债券违约处置中的核心作用，强化发行人契约精神，加大投资者保护力度，丰富多元化的债券违约处置机制，严格中介机构履职，加大债券市场统一执法力度。债券违约处置已经得到监管层的充分重视，下一步，监管层将继续健全和完善到期违约债券的转让规则，提高违约债券处置效率，更加充分保护投资者合法权益。

（四）债券市场对外开放

我国债券市场不断开放，外资投资渠道多样化，投资额度限制全面取消。近年来，在相关部门的努力下，我国债券市场对外开放力度不断加大。QFII 与 RQFII 分别于 2002、2011 年试点，最初合格境外机构投资者被允许在批准额度内投资我国股票和

债券。2016年2月，国家外汇管理局允许境外机构投资者直接进入银行间债券市场（CIBM），没有投资额度限制。2017年7月“北向通”开通，允许境外资金投资于内地银行间债券市场，没有投资额度限制。去年以来，我国加速债券市场对外开放步伐。2019年9月，外汇管理局决定取消QFII和RQFII投资额度限制；2020年1月，外汇管理局为银行间债券市场境外机构投资者提供更多外汇对冲渠道；2020年3月，央行指导相关金融基础设施优化交易结算安排，在银行间债券市场推出循环结算服务和灵活结算周期服务。为进一步扩大金融业对外开放、便利境外投资者参与我国金融市场，2020年5月7日，央行、外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，其中包括落实取消境外机构投资额度限制。

信用评级业务对外开放步伐加快，又一国际评级机构获准进入我国信用评级市场。目前，标普、穆迪、惠誉是国际上最权威的三大评级机构，其中标普在2019年1月进入我国信用评级市场，近期惠誉也获准进入我国信用评级市场。2020年5月14日，央行对美国惠誉评级公司在我国境内设立的独资公司——惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）予以备案，银行间市场交易商协会接受惠誉博华进入银行间债券市场开展部分债券品种评级业务的注册。信用评级业对外开放是我国金融业开放的重要组成部分，随着我国金融市场国际化进程不断加快，国际评级机构的引入有利于促进我国信用评级业高质量发展，引导信用评级机构在防范化解金融风险、改善民营和中小微企业融资环境等方面发挥更大作用，并且也能满足国际投资者配置多元化人民币资产的诉求，对我国金融市场的规范健康发展具有积极意义。

全球三大债券指数中，彭博、摩根大通已纳入我国债券。彭博巴克莱全球综合指数（BBGA）、摩根大通—全球新兴市场多

元化指数（GBI-EMGD）、富时全球政府债券指数（WGFI）被称为三大全球债券指数，目前已有两家纳入人民币债券。彭博从2019年4月开始将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入BBGA，分20个月完成，完成纳入后，以人民币计价的债券份额在该指数中占比6.06%，将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。摩根大通也已于2020年2月开始将人民币计价的高流动性中国政府债券纳入GBI-EMGD，分10个月完成，完成纳入后，中国债券在GBI-EMGD指数中的权重将升至10%。全球三大债券指数已有两大指数纳入人民币债券，表明我国债券市场逐渐得到世界的认可，将进一步带动国际投资者配置我国债券。未来，随着我国债券市场的进一步开放，富时罗素也将纳入人民币债券。

伴随债券市场的对外开放，境外机构不断加大对我国债券市场的投资规模。2008年全球金融危机发生后，世界经济金融环境动荡，金融市场进入低利率时代，而我国经济保持快速稳健发展，在世界经济中的比重不断提升，并且我国金融市场利率尤其是债券市场收益率显著高于发达经济体，国际投资者对人民币资产的配置需求增加。后来由于人民币贬值以及贬值预期较强，2015年至2016年上半年，境外机构持有我国债券规模曾出现短暂停滞。不过后来随着我国利率、汇率市场化改革稳步推进以及资本项目逐步开放，外资投资渠道多样化，投资额度限制逐渐取消，国际信用评级机构相继进入我国债券市场，全球债券主流指数也纷纷纳入人民币债券，境外投资者对我国债券市场的投资规模快速增长。截至2020年二季度末，境外机构持有我国债券规模达到2.50万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到2.38%。分结构来看，国债持有规模和占比在近些年得到显著提升，目前占境外机构持有债券规模的60%，政策性金融债占比26%。

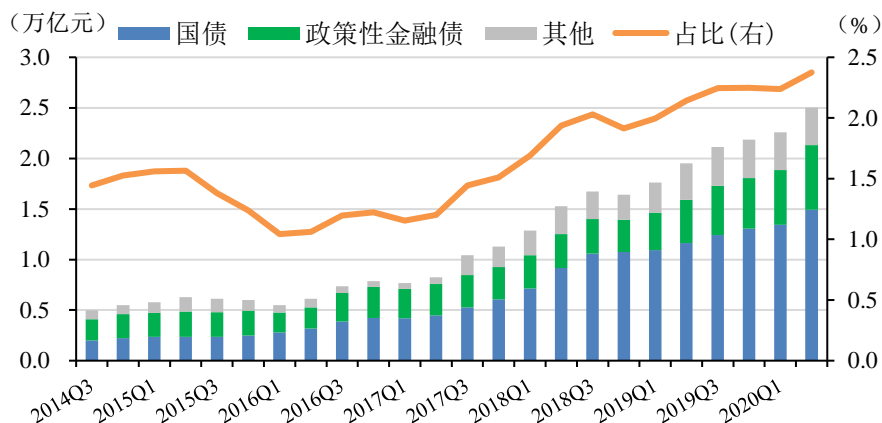


图 20 境外机构持有的国内债券规模

数据来源：Wind。

三、债券市场展望

2020 年上半年，新冠肺炎疫情肆虐全球，并愈演愈烈，给原本处于下行趋势的世界经济施加了更大的压力，主要经济体纷纷下调市场利率、扩大量化宽松力度，其规模和速度远超以往时期。随着市场利率下调以及避险情绪持续升温，债券收益率也一路下行。未来一段时间，世界经济难以改变下行走势，疫情发展仍具有较大不确定性，超低利率将成为新常态，加上贸易摩擦和地缘政治紧张此起彼伏，避险情绪仍将主导各类资产价格，主要经济体债券收益率可能将维持低位。

与其他国家相比，我国疫情控制效果较好，经济也率先走出疫情阴影。在各项政策支持下，国内疫情防控和复工复产取得较大进展，各项经济指标在二季度得到明显改善，虽然上半年末北京疫情出现小范围反弹，但很快便得到有效控制。5 月中下旬之后，货币政策边际收紧，市场利率也出现上行，但考虑到全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，我国经济复苏仍面临较多挑战，货币政策并不具备大幅收紧的基础。未来一段时间，我国货币政策仍将保持偏宽松态势，央行也将继续引导货币市场、信贷市场利率下行，不过会更注重保增长与防风险的平衡，综合运用全面、定向和直达性货币政策工具，引导资金流向实体经济。

展望三季度，我国债券市场收益率难以出现大幅上升现象，但也不会出现较大幅度下行，收益率的走势很可能将出现一定程度的震荡；国债、地方政府债、金融债、非金融企业债有望继续保持较大发行规模，债券市场的存量规模也会进一步上升；随着债券收益率出现震荡以及债券发行和存量规模的增长，债券市场交易规模也将保持在高位。另外，在政策支持下，2020年上半年债券市场并没有出现大规模违约，企业信用风险暂时得到缓释和延后，未来仍需警惕债券市场风险积聚，综合运用多种方式防范化解债市风险。

在新冠肺炎疫情冲击下，上半年国内债券收益率虽然出现了一定下降，但人民币资产仍将吸引全球投资者。这是因为，与主要经济体实行超低利率、大规模甚至无限制的宽松政策相比，我国是少数实施正常货币政策的国家，并且我国在金融稳定、疫情防控和复工复产方面表现出来独特优势。这使得人民币资产表现出了较强的韧性和一定的避险特征。未来，人民币对主要可兑换货币仍将保持较高利差，人民币资产对于全球资产配置具有很大吸引力，而债券具有安全性高、风险较低、收益稳定等特点，国债、政策性金融债将继续吸引全球投资者的目光。长期来看，随着我国债券市场不断壮大规模、完善体制以及加快开放的步伐，外资投资规模也将再上台阶。

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。