



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 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、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

2021 年一季度,在疫苗接种和经济复苏步伐加快的背景下,主要发达经济体央行继续实施超宽松货币政策,政策利率维持在零附近,并按计划进行资产购买。宽松货币政策造成全球通胀预期升温,美债收益率亦出现上升,考虑到美元回流带来的风险较大,新兴经济体中的巴西、土耳其、俄罗斯在稳增长和防风险之间被迫选择后者而进行加息。一季度,发达经济体、新兴经济体的长期国债收益率整体上行。

我国央行通过综合运用逆回购、央行票据互换、在港发行人民币央行票据以及 SLF、MLF、PSL 等操作进行流动性管理,保持市场资金合理充裕;完善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,引导市场利率平稳运行。

2021 年一季度,我国债券市场收益率经历了先上升后下降的走势。1 月中下旬,央行货币政策逐渐由宽松转向收紧,国债收益率随之上行;2 月初至 3 月上旬,市场流动性结束偏紧状态,国内经济复苏前景向好叠加全球通胀预期,我国国债收益率保持高位;3 月中下旬,随着流动性继续保持宽裕以及央行强调货币政策不急转弯,市场对货币政策收紧的担忧有所缓解,债券收益率下行。

一季度,国债发行下降叠加地方政府债暂未进入发行高峰期,债券总体发行规模较上个季度出现下降;债券市场现券交易规模连续两个季度处于低位,债券市场的资本市场功能还有待加强;债券市场存量规模保持增长势头,一季度末达到 117.34 万亿元。另外,在多重利好因素的推动下,境外机构继续加大对

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

地方政府债务

宏观杠杆率

对外部门资产负债表

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

我国债券的持有规模。

我国债券市场违约总体形势不容乐观，季度违约企业数量保持高位，新增债券违约金额已连续三个季度上升，而且 2021 年一季度违约金额超过 600 亿元，为近两年的新高。但同时，我国债券市场的法制建设逐步得到完善，多部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，以提升我国信用评级质量和竞争力，促进债券市场信用评级行业规范发展。

未来，全球经济复苏前景面临高度不确定性。主要发达经济体央行维持宽松货币政策的可能性较大，债券收益率难以继续上行；新兴经济体国家货币政策更加注重防风险，债券收益率将有所分化；我国央行货币政策将继续以我为主，债券收益率二季度将呈现出区间震荡。债券市场发行量有望迎来增加，债券违约风险还需密切关注。

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	7
(三) 债券市场法制建设	8
三、展望	9
附件：华夏幸福债券违约原因分析	11

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

全球主要央行维持超宽松货币政策。2021 年一季度，美联储将联邦基金利率维持在 0%~0.25% 区间，欧央行维持欧元区主要再融资利率为 0%，日本央行维持政策利率为 -0.1%，英格兰银行将基准利率维持在 0.1%。除了维持政策利率不变，各央行也基本保持所采取的资产购买计划。为增强超宽松货币政策的弹性和可持续性，日本央行对货币政策进行了部分调整，主要包括：将长期利率变动幅度由此前的 $\pm 0.2\%$ 扩展至 $\pm 0.25\%$ ，增加利率弹性，扩大金融机构获益空间；取消每年购买 6 万亿日元 ETF 的目标，但维持每年最多购买 12 万亿日元此类基金的上限，并将采取更具弹性的购买操作；建立“促进贷款附加利率制度”，对金融机构存放在央行的活期存款支付一定利息，以便在必要时灵活降低利率。

巴西、土耳其、俄罗斯央行宣布加息。2021 年以来，在疫苗接种和经济复苏步伐加快的背景下，主要央行仍维持宽松货币政策，美国更是出台大规模财政刺激计划，导致全球通胀预期升温，美债收益率上升，并将在一定程度上引发美元回流。这使得新兴市场国家在力图保持经济增长的同时，也面临着通货膨胀、货币贬值甚至会出现因美元回流造成金融动荡等风险，此时的货币政策出现两难困境：为保增长需要宽松的货币政策，为防风险需要紧缩的货币政策。在稳增长与防风险之间，新兴经济体倾向于后者，于是部分国家选择收紧货币政策，宣布加息：3 月 17 日，巴西央行将基准利率上调 75 个基点至 2.75%；3 月 18 日，土耳其央行将基准利率上调 200 个基点至 19%；3 月 19 日，俄罗斯央行将基准利率上调 25 个基点至 4.5%。

主要经济体国债收益率整体上行。大宗商品价格上涨、经济逐步复苏以及通胀预期抬升，引起发达经济体、新兴经济体的长期国债收益率整体上行。在发达经济体中，由于美国疫苗接种较快、经济复苏加速、实际通胀率上升，加上美联储于去年引入平均通胀目标制，市场对美国通胀前景的预期也有所抬升，使得长期美债收益率增长较多；在新兴经济体中，土耳其加息幅度较大，其债券收益率上扬明显。2021 年一季度末与 2020 年四季度末相比，发达经济体中，美国、欧元区、日本、英国的 10 年期国债收益率分别上行 81BP、29BP、7BP、30BP；新

兴经济体中，印度、巴西、俄罗斯、土耳其的 10 年期国债收益率分别上行 28BP、199BP、122BP、514BP。



图 1 主要发达经济体 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

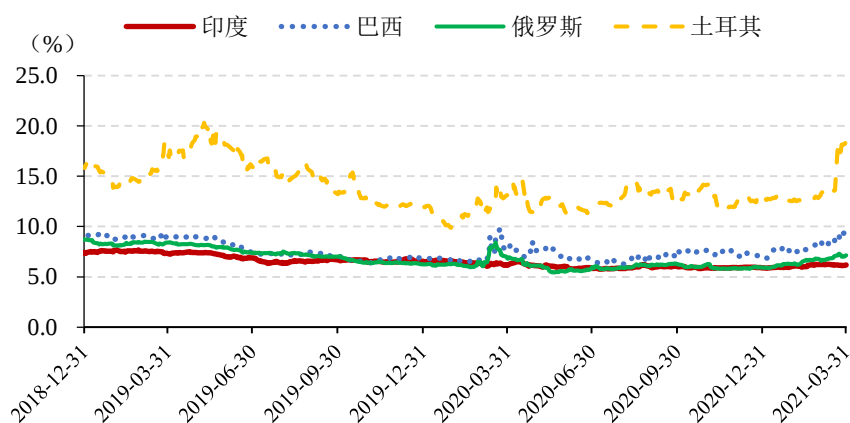


图 2 主要新兴经济体 10 年期国债收益率走势

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 年一季度，央行维持常态化的逆回购操作，投放 21290 亿元，到期 26390 亿元，实现净回笼 5100 亿元；为支持中小银行发行永续债补充资本，央行连续开展央行票据互换操作，一季度共开展 150 亿元；为促进离岸人民币市场持续健康发展，央行在香港常态化发行人民币央行票据，一季度共发行 300 亿元。2021 年一季度，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 475.1 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 8000 亿元，到期 8405

亿元，净回笼 405 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 PSL410 亿元。

继续完善政策利率体系，引导市场利率平稳运行。近年来，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，逐渐构成了央行政策利率体系。在货币市场，央行以常备借贷便利利率、超额准备金利率作为利率走廊上下限，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。2020 年底，为平抑个别信用债违约造成的市场恐慌，央行货币政策适度宽松，紧接着部分资产价格出现过热势头。为纠正市场对流动性过度宽松的预期，2021 年 1 月下旬，央行公开市场操作持续净回笼，导致市场流动性趋紧，DR007 快速突破 3% 并一度接近 7 天常备借贷便利利率。很快，随着央行净投放的增加，DR007 于 2 月初回落至 2.2% 附近，之后围绕 7 天逆回购利率平稳运行。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。

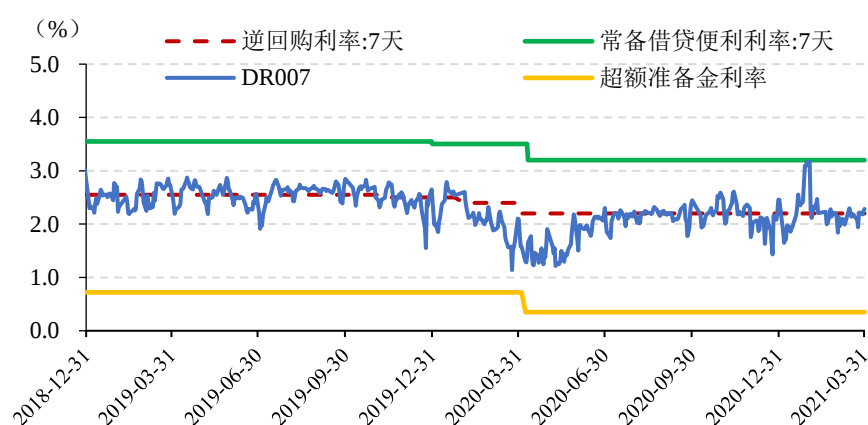


图3 货币市场关联利率走势

数据来源：Wind。

债券收益率先升后降。2021 年 1 月中下旬，我国央行货币政策逐渐转向，资金面由前期的宽松转向收紧，国债收益率随之上行。2 月初至 3 月上旬，市场流动性结束偏紧状态，国内经济复苏前景向好叠加全球通胀预期，我国国债收益率保持高位。3 月中下旬，随着流动性继续保持宽裕以及央行强调货币政策不急转弯，市场对货币政策收紧的担忧有所缓解，债券收益率下行。整体而言，2021 年一季度末与 2020 年四季度末相比，6 个月期、1 年期、10 年期、30 年期国债到期收益率分别变动-15BP、10BP、5BP、-2BP，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、-3BP、-10BP。

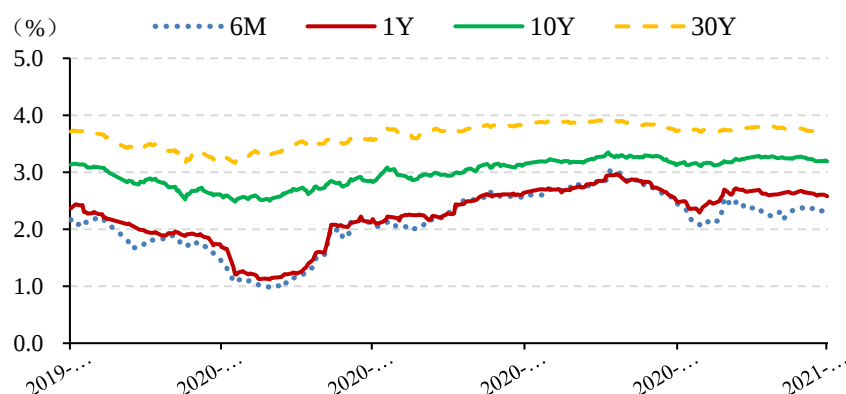


图 4 国债收益率走势

数据来源：中债估值中心。

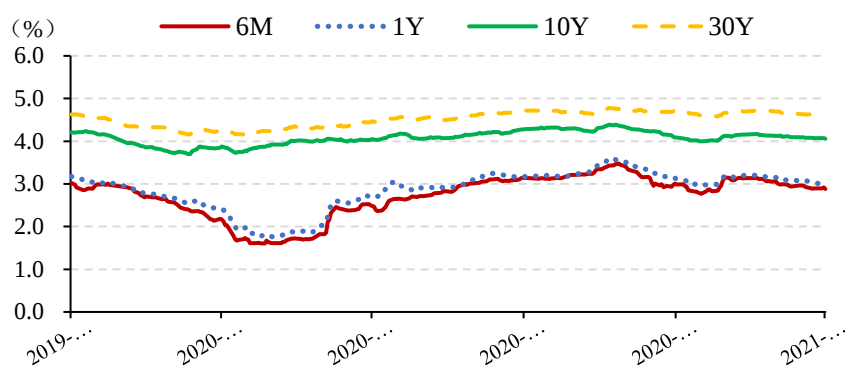


图 5 AAA 企业债收益率走势

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 年一季度，债券发行规模同比增加、环比下降。2021 年一季度，我国债券市场发行规模达 14.24 万亿元，同比增长 2.23 万亿元，环比下降 0.27 万亿元。与去年同期相比，2021 年一季度的同业存单、国债发行增量相对较多，地方政府债发行则出现下降，主要源于去年初在新冠疫情爆发的背景下，为稳增长、保民生，地方政府债发行提速增量，而今年地方政府债提前批额度下达较晚。从发行增速来看，2021 年一季度，国债同比增长 96.05%，同业存单同比增长 37.78%，地方政府债同比减少 44.42%。与上个季度相比，2021 年一季度的国债发行规模下降较多，叠加地方政府债暂未进入发行高峰期，债券总体发行规模较上个季度

出现下降。

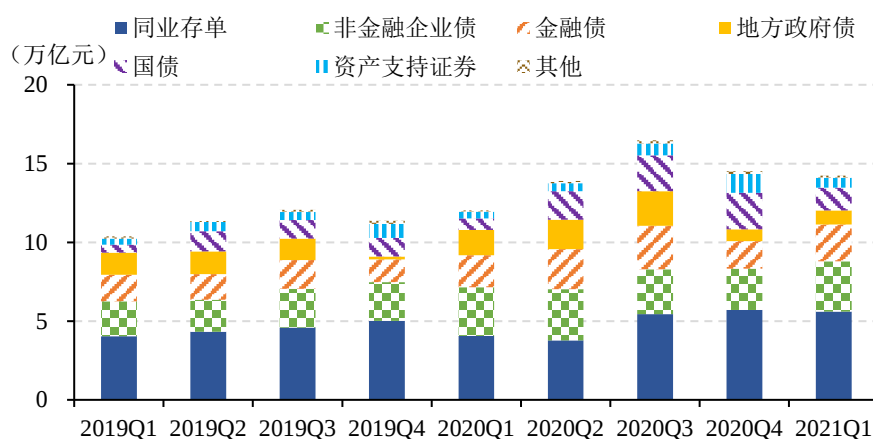


图6 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

债券市场现券交易同比减少、环比增加。2021 年一季度，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 222.98 万亿元，其中，我国债券市场的资本市场功能还有待加强，现券交易占比 21.72%；债券市场的货币市场功能较为发达，回购交易占比 78.28%。就现券交易而言，2021 年一季度债券现券交易规模 48.43 万亿元，同比下降 3.12%，环比增加 9.97%。2020 年三季度以来，随着国内疫情得到有效防控，经济稳步复苏，货币政策回归常态化，市场情绪总体偏谨慎，现券交易规模连续两个季度处于低位。

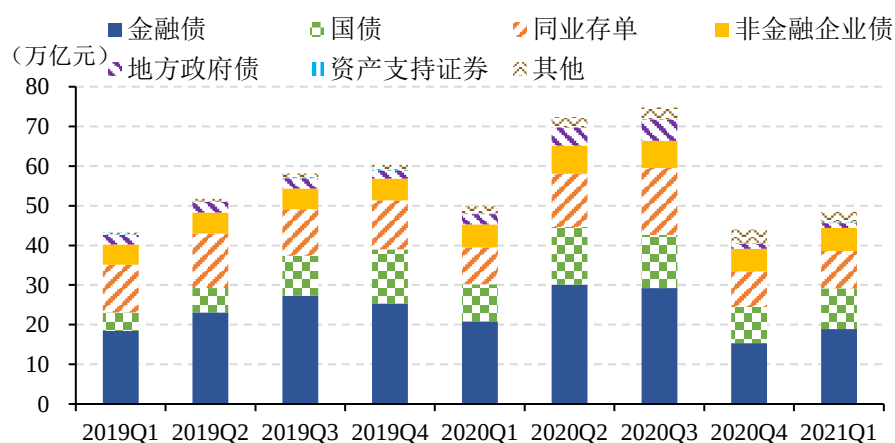


图7 我国债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

债券市场存量规模保持上升势头，一季度末达 117.34 万亿元。尽管债券市场发行规模已连续两个季度出现下降，但净融资规模依然为正，从而债券存量保持增长。从存量结构来看，截至 2021 年一季度末，金融债余额 27.95 万亿元，

占比 23.82%，为第一大存量债券类别；地方政府债余额 26.02 万亿元，占比 22.17%，为第二大存量债券类别；非金融企业债余额 23.50 万亿元，占比 20.03%，为第三大存量债券类别；国债余额 20.79 万亿元，占比 17.72%；同业存单余额 11.93 万亿元，占比 10.16%；资产支持证券余额 4.59 万亿元，占比 3.91%。

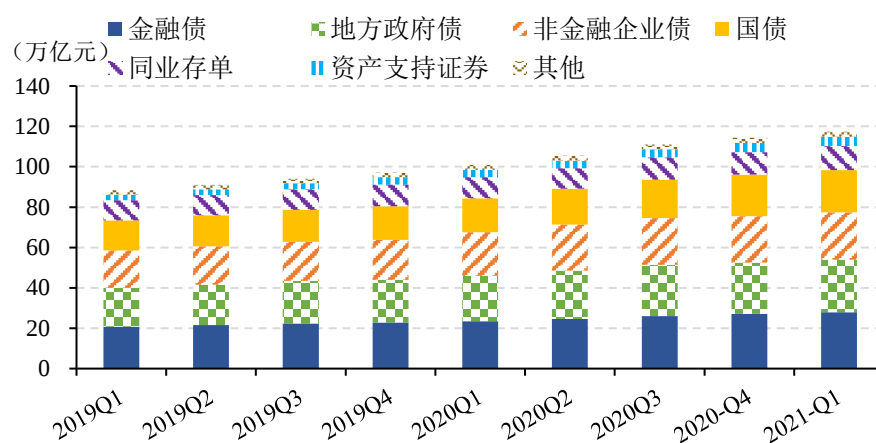


图 8 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

境外机构继续加大对我国债券的持有规模。在疫情防控成效显著、经济前景持续向好、国内外利差相对较高、人民币汇率总体稳定、债券市场基础设置不断优化完善、全球三大主流指数纷纷纳入人民币债券的背景下，境外机构继续增持我国债券。截至 2021 年一季度末，境外机构持有我国债券的规模达到 3.56 万亿元，占我国债券市场存量规模的比例上升到 3.03%。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%。

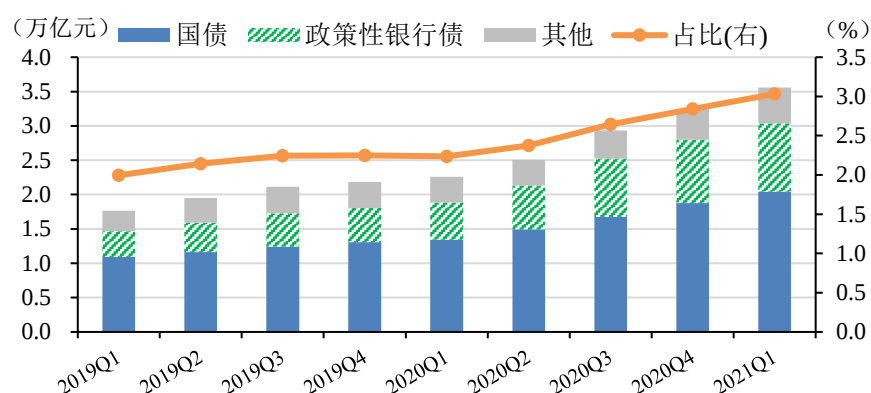


图 9 境外机构持有的国内债券规模及结构

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相对较少。2021 年一季度，我国债券市场共有 26 家企业发生违约，其中新增河南能化、华夏幸福、广东太安堂、重庆协信 4 家首次违约企业。河南能化为河南省非上市国企，所属行业为能源；华夏幸福为河北省上市民企，所属行业为房地产；广东太安堂为广东省上市民企，所属行业为医疗保健；重庆协信为重庆市非上市中外合资企业，所属行业为房地产。截至一季度末，累计违约企业数量达到 210 家。

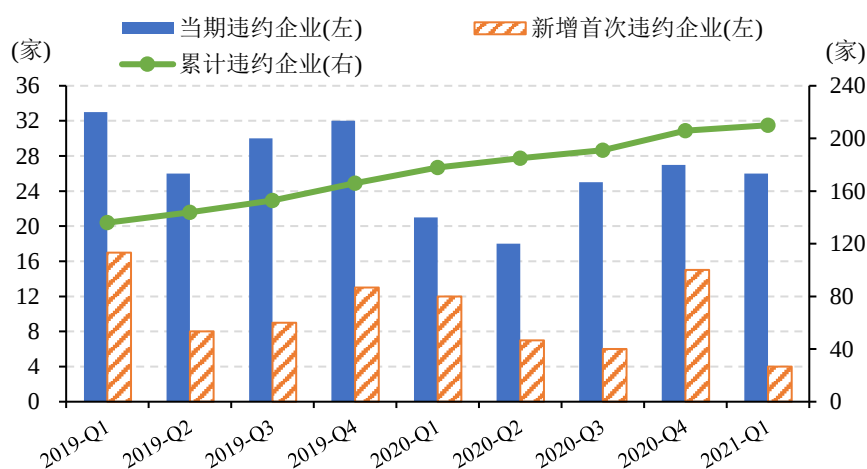


图 10 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind，作者整理。

新增债券违约金额连续三个季度上升。2021 年一季度，我国债券市场新增违约金额 608.41 亿元。其中，海航控股、华夏幸福为前两大违约企业，二者合计新增违约金额 237.02 亿元，占一季度新增违约金额的 38.96%。海航控股成为违约大户，主要源于法院裁定受理了债权人对包括海航控股在内的多家海航系企业提出的破产重整申请，导致海航控股的存续债券立即到期，造成违约；华夏幸福的违约是多方面原因造成的（见下文），既有外部因素的影响，也有自身的原因。从季度新增违约金额来看，自 2020 年二季度以来，债券市场新增违约金额已连续三个季度上升，债券市场违约形势不容乐观。

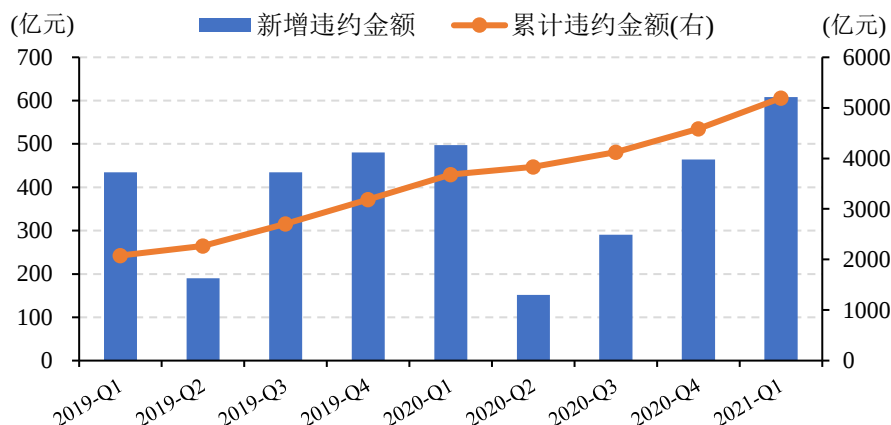


图 11 债券市场违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

（三）债券市场法制建设

2021年3月28日，为提升我国信用评级质量和竞争力，促进债券市场信用评级行业规范发展，央行会同发改委、财政部、银保监会和证监会就《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》（以下简称《通知》）公开征求意见。《通知》立足提升信用评级质量，从规范性、独立性、质量控制等方面强化信用评级行业要求，强化评级结果的一致性、准确性和稳定性，构建以评级质量为导向的良性竞争环境，加大监管力度，强化市场纪律，压实评级机构作为独立第三方的中介责任，引导其将声誉机制作为生存之本，充分发挥风险揭示功能。

《通知》的主要内容包括¹：

加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度。一是要求评级机构构建以违约率为核心的评级质量验证机制；二是对于评级大幅调整行为，要求评级机构对评级方法模型进行检查和评估；三是强调评级机构跟踪评级的及时性，提高跟踪评级的有效性和前瞻性；四是要求评级机构主要基于受评主体自身信用状况开展信用评级；五是鼓励评级机构运用大数据、人工智能等科技手段，提高风险识别能力。

完善公司治理和内部控制，坚守评级独立性。一是鼓励设置独立董事，突出

¹ 摘自《<关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）>起草说明》。

信用评审委员会的独立性；二是要求严格落实利益冲突各项管理措施，强化防火墙机制；三是将公司内部控制和监督机制具体落实到人，加强评级全流程和全部员工的合规管理。

加强信息披露，强化市场约束机制。一是细化评级机构信息披露，要求分开披露受评主体个体信用状况和外部支持提升情况的信息；二是鼓励发行人采用多评级，引导扩大投资者付费评级适用范围，发挥多评级以及不同模式评级的交叉验证作用；三是明确评级机构评价评估应以评级质量为核心、以投资者为导向，并定期组织开展。

优化评级生态环境，营造公平、公正的市场环境。一是降低监管对外部评级的要求，择机适时调整监管政策关于各类资金可投资债券的级别门槛；二是强化发行人、中介机构等配合信用评级作业开展的义务，明确各相关方不得干扰评级决策，影响信用评级作业的独立性；三是继续稳步推动评级对外开放，积极培育国内评级机构。

严格监督管理，加大对违规行为惩戒力度。一是联合制定统一的评级机构业务标准，加强监管协同和信息共享，防止监管套利；二是加强对评级质量和全流程作业合规情况的检查；三是对违规机构和人员依据有关规定予以处罚。

三、展望

2021 年以来，尽管疫苗开始在一些国家投入使用，但全球新冠疫情新增确诊病例却经历了先下降后上升的逆转，使全球经济复苏前景面临高度不确定性。第二季度，主要发达经济体央行维持宽松货币政策的可能性较大，基准利率也将保持超低水平，短期债券收益率上行亦存在障碍，长期债券收益率在经历了一季度的上行后，已接近疫情前的水平，二季度难以再度上升；考虑到美国政府债务压力较大，并且又要为大规模财政刺激融资，在疫情尚未结束之前，美债收益率难以在一季度基础上继续走高；部分新兴经济体在一季度开始加息，债券市场收益率也出现上行，未来，在一些不确定性事件的叠加影响下，依据各国国内形势的不同，新兴经济体的债券收益率也将出现分化。

我国在疫情防控方面积极有为、成效显著，经济增长持续复苏，成为引领全球经济增长的重要力量。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，保持流动性合理充裕，引导市场利率平

稳运行。预计二季度，在国内外环境的综合影响下，我国债券市场收益率将在一定区间内震荡。

债券市场的发行在最近两个季度出现回落，预计二季度在地方政府债的带动下发行量有望迎来增长；债券市场现券交易在经历了半年的低迷期后，二季度的交易量或许将有所增加；债券市场存量规模将延续现有趋势，继续保持增长势头；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我国债券。

债券市场违约形势总体并不乐观，新增违约金额已经连续三个季度增长。并且，考虑到最近两年因债券发行人破产重整造成违约增加的情形增多，个别弱资质国企违约带来的负面影响较大，相关部门应继续完善债券违约处置机制，牢牢守住不发生系统性、区域性金融风险的底线；继续健全债券市场法制建设，维护投资者合法权益。

附件：华夏幸福债券违约原因分析

华夏幸福于 2021 年 2 月首次出现债券违约，并且在一季度的违约金额较大，通过梳理相关资料，发现导致其债券违约的原因主要有：

市场环境恶化，行业不景气。随着近几年国家对房地产行业的调控日趋严格，叠加 2020 年新冠疫情的冲击，整个房地产行业都遭遇寒冬，截至目前已有多家房企遭遇流动性危机，并且个别企业仍处于泥潭之中。

自身经营不善，投资较为激进。2017 年，环京楼市遭遇严厉的调控，多个地区开始限购，华夏幸福在此之前的主营业务一直围绕环京区域，限购严重影响日常经营。近几年，华夏幸福将其产业园业务快速扩张到其他地区，非环京业务收入占主营业务收入比重持续上升，但是公司的扩张较为激进，管理不够精细，公司的收益质量出现下降。

营业收入下降，盈利能力降低。据披露的数据显示，华夏幸福营业收入增长率在 2020 年二、三季度转为负增长，归母净利润在 2020 年前三季度接连为负值。而且平安人寿作为华夏幸福的第二大股东，两者之间签有对赌协议，华夏幸福承诺 2018-2020 年净利润增长率分别不低于 30%、65%和 105%，即归母净利润分别不低于 114.15 亿元、144.88 亿元和 180 亿元。2018、2019 年华夏幸福勉强完成目标，但是截至 2020 年三季度末，华夏幸福归母净利润仅完成 72.80 亿元，还不足目标的一半。

偿债压力较大，债务出现逾期。由于大量债务集中到期，华夏幸福面临较大的偿债压力。截至 2020 年三季度末，短期借款 343 亿元，较 2019 年末增加 22%；长期借款 652 亿元，增加 34%；一年内到期的非流动负债 598 亿元，增加 77%。另外，据 Wind 统计，2021 年上半年华夏幸福约有 235.52 亿元债券到期，子公司九通基业约有 33.80 亿元债券到期。不仅如此，在债券违约之前，华夏幸福公告称公司及下属子公司已出现银行贷款、信托贷款等债务逾期。

内部资金紧张、外部融资受限。近三年来，华夏幸福的内部资金较为紧张。经营活动产生的现金流量净额连续 4 年为负，2020 年三季度为-251 亿元；现金及现金等价物净增加值从 2018 年开始转为负增长，2020 年三季度为-45 亿元。并且，截至 2021 年 1 月 31 日，公司货币资金余额为 236 亿元，但其中可动用资金仅为 8 亿元。另外，华夏幸福的外部融资受到极大限制。截至 2020 年三季度

末，华夏幸福剔除预收款的资产负债率为 76.5%，净负债率为 190.4%，现金短债比为 0.37，已全部碰触 2021 年 1 月 1 日起实施的房地产融资监管新规设置的“三道红线”（三指标红线设定为 70%、100%、1 倍）。根据“三道红线”的触线情况，华夏幸福不得新增有息负债。

评级频遭下调。2021 年 1 月 8 日，中金公司将华夏幸福投资评级降至中性。穆迪连续下调华夏幸福评级：2020 年 9 月 17 日将华夏幸福的评级展望调整为负面，2020 年 1 月 13 日将华夏幸福的 Ba3 评级下调至 B2，2 月 2 日再次下调至 Caa2。惠誉连续下调华夏幸福评级：2021 年 1 月 15 日将华夏幸福的 BB-评级下调为 B，1 月 27 日下调至 CCC，2 月 3 日再次下调至 CC。中诚信也连续下调华夏幸福评级：2021 年 1 月 19 日将华夏幸福的评级展望由稳定调整为负面，1 月 29 日将华夏幸福的主体信用等级由 AAA 调降至 AA+，2 月 3 日将华夏幸福的主体信用等级由 AA+调降至 A。国内外评级机构下调纷纷下调华夏幸福主体评级，势必影响其在债券市场进行融资。

一级市场发行困难，二级市场价格波动较大。华夏幸福在 2020 年 4 月 16 日发行“20 华夏幸福 MTN002”之后，债券市场就没有发行纪录，可见一级市场发行难度增加。就二级市场而言，华夏幸福的债券交易价格波动较大，2021 年以来，其发行的多只美元债连续大跌，国内债券也出现大幅下跌，如 17 幸福基业 MTN001、20 华夏幸福 MTN001、20 华夏幸福 MTN002 在近一个月的时间跌幅达 80%左右。为减少二级市场交易价格剧烈波动，自 2021 年 1 月 13 日起，华夏幸福对多只债券进行了交易方式的调整，仅在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台上采取报价、询价和协议交易的方式进行交易。

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。