



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 11 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。

基本面多空交织，长端下行可能尚存

摘要

2023 年三季度，主要发达经济体通胀回落放缓。美国通胀由跌转升，较二季度末上涨 0.7 个百分点，非农数据“爆表”下四季度加息预期升温，资产定价之锚——10 年期国债收益率连创新高。欧元区三季度仍连续选择加息，经济大幅放缓背景下通胀控制仍有较长的路需要走。自 2023 年以来，日元兑美元汇率屡创新低，宽松货币政策承压，9 月末日本央行会议仍选择维持当前货币政策。

在二季度边际改善的基础之上，我国三季度经济企稳趋势初步显现。服务消费带动产业结构升级，但恢复基础仍不稳固，短期内总需求不足的问题仍然存在，相较于居民消费端的复苏，本轮经济复苏仍将由政府主导。7 月以来，宏观政策逆周期调节力度进一步加大，财政、货币、产业政策等各项稳增长措施陆续出台。8 月，国内社会融资和信贷规模增速比上月显著回升，消费、工业、制造业投资等指标增速均较上月有所加快。9 月，社融规模同比多增 5789 亿元，长期贷款修复明显。制造业 PMI 于三季度季末重返枯荣线上方，但新订单指标对其拉动效果有限，核心 CPI、PPI 环比皆有回升。在内外需求相对不足的背景下，四季度国内经济的企稳，既离不开财政政策的发力、也需要货币政策维持宽松态势。

债券市场三季度国债及地方债发行放量提速，信用债净融资有所改善。8 月以来，国债收益率止跌回升，流动性提升，市场类金融机构增持国债明显。违约方面，仍以房地产企业为主，展期债券规模有所回落。三季度房地产政策放松政策加码，频次翻番，销售回升仍需时日。“民营经济 28 条”意在扩大民营企

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

业央地合作增信模式，修复市场信心，有利于提升民营企业融资回暖。混合性科创票据发行，引导债券投资人参与科技型企业成长，创新科技型企业融资。境外机构人民币债券减持放缓波动加剧，但中美利差持续加深背景下仍有下滑压力。

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.....	5
二、我国债券市场发展分析	14
(一) 债券市场发行、存量及交易.....	14
(二) 国债二级市场流动性.....	18
(三) 债券市场违约情况	20
(四) 债券市场改革及法治建设.....	21
(五) 债券市场对外开放	22
三、展望.....	24

一、主要国家货币政策及利率走势

2023 年三季度，美国通货膨胀率有所回升，非农数据“爆表”表明其劳动力市场依旧坚挺，10 年期国债收益率再创新高，多重因素叠加下短时间难见顶；欧元区经济增长前景愈发黯淡，通胀虽有回落仍需严阵以待；日元兑美元汇率创新低，9 月末央行会议未松口货币政策转向；我国经济内外需求相对不足，“宽货币”与“稳财政”共同发力，打造债市友好环境。

（一）主要经济体的货币政策及利率

美欧核心通胀仍高于通胀水平，日本通胀持续高于 2%。2023 年三季度，主要发达经济体通胀回落态势有所减缓，出现波动。美国 9 月 CPI 同比为 3.70%，与 8 月持平，较二季度末上升 0.7 个百分点，服务业通胀抬升明显；核心 CPI 为 4.10%，较 8 月下降 0.2 个百分点，较二季度末下降 0.7 个百分点；CPI 与核心 CPI 差距进一步缩小，但核心通胀仍高于通胀水平。欧元区 9 月 HICP(调和 CPI) 4.30%，较 8 月下降 0.9 个百分点；核心 HICP（调和 CPI）为 4.50%，较 5 月下降 0.8 个百分点，仍略高于 HICP。欧元区及美国核心通胀持续高于通胀水平，内生性通胀压力明显，劳动力市场持续紧张背景下为达目标通胀率，限制性利率水平维持时间预计将延长。英国 8 月 CPI 为 6.70%，较 7 月数据略微降低 0.1 个百分点，为主要发达经济体通胀水平最高值。日本 9 月东京地区 CPI 为 2.80%，通胀水平持续高于 2%。

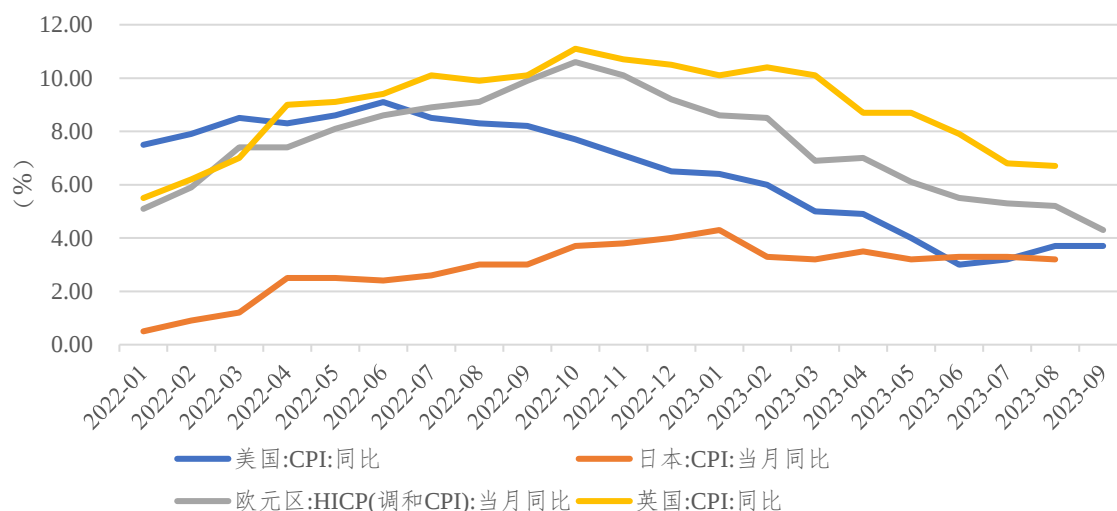


图1 主要发达经济体通胀水平（月同比）

数据来源：Wind。

美国加息频次低于欧盟，非农数据“爆表”增高利率预期。2023 年三季度，美联储与二季度节奏大致相同，于 7 月加息 25 个基点，9 月则选择“按兵不动”，至此联邦基金利率已提升至 5.25%-5.50% 区间，美联储完成了自 2022 年 3 月以来的第 11 次加息操作，已累计加息 525 个基点。劳动力市场方面，9 月美国新增非农数就业人数录得 33.6 万人，远超市场平均预期的 17 万人，为 2023 年年初以来最大增幅。此外，7 月、8 月新增非农就业人数也分别增加 4 万人、7.9 万人，总计 23.6 万人、22.7 万人。新增非农数据的意外“爆表”打断了劳动力市场降温的趋势，表明美国劳动力市场仍充满活力，韧性十足。分行业看，服务业及教育医疗为第一、第二大新增来源。失业率方面，9 月失业率为 3.8%，略高于预期的 3.7%，与 8 月前值 3.8% 持平。时薪方面，9 月美国非农就业平均时薪同比增速录得 4.2%，较 8 月下降 0.1 个百分点，非农就业平均时薪环比增速录得 0.2%，与 8 月持平，均略低于市场预期。非农就业数据发布后，市场对于年内加息预期有所上升。CME 美联储观察工具显示，市场认为美联储 12 月维持利率不变和加息 25 个基点的可能性分别为 56.5%、39.5%，较前一天的数据下降 10.48% 和上涨 9.7%。

美联储 9 月 FOMC 会议纪要显示，其对美国经济基本面的预测更加乐观，表述从温和扩张转变为稳步扩张，对 2023 年美国 GDP 增速的预测由二季度的 1.0% 上调至 1.5%。通胀方面，美联储将核心 PCE 通胀预测值从 3.9% 下调至 3.7%。议息会议点阵图显示，9 月，19 名委员中有 12 人预计仍将进一步加息，较 6 月 18 日有所下降。美联储对 2024 年利率的预期中值为 5.1%，预计降息 50BP，较 6 月预测降息 100BP 有所下降，降息时间从之前的 3 月延迟至 7 月，高利率预计维持时间更长。

欧洲方面，欧央行分别于 7 月、9 月加息 25 个基点，将三大利率（包括主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率）分别上调至 4.5%、4.75% 和 4%，完成 2022 年 7 月以来的第十次连续加息，同时紧急抗疫购债计划（PEPP）的再投资计划将持续到 2024 年底。欧央行表示当前利率维持足够长时间能够控制通胀，但政策利率的调整与持续时间仍依赖于经济数据。当前欧元区经济普遍疲软，欧央行下调了 GDP 增速预期：预计 2023 年 GDP 增速为 0.7%，较此前预测下降 0.2%；预计 2024 年 GDP 增速为 1%，下降 0.5%；预计 2025 年 GDP 增速为 1.5%，

下降 0.1%。作为实行单一通胀目标的央行，经济的走弱并非欧央行转向宽松的前提，核心通胀仍在可控范围。9 月欧央行上调了能源通胀的预测，欧元区薪资增速也保持高位。英国方面，8 月实现第十四次加息 0.25%，英国基准利率加息至 5.25%，9 月英央行以一票之差（5:4）维持基准利率不变，暂停加息，凸显了对加息的不确定性，同时也宣布未来 12 个月内将减少 1000 亿英镑国债持有。

2023 年第三季度，美元兑日元一路高歌猛进。至 9 月末，已接近 1 美元兑 150 日元的心理关口，在主要的非美元货币中，日元贬值幅度最大，日本通胀已连续 17 个月高于 2% 的目标值。通胀的抬升与日元的贬值导致市场对日本央行结束 YCC（收益率曲线控制）政策的预期升温。2022 年 12 月，日本央行调整 YCC 政策，将日本 10 年国债的波动区间由 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ ，缓解了当时日元贬值压力。2023 年，日元贬值压力再度上升。7 月，日本央行再度调整 YCC 政策，宣布以 $\pm 0.50\%$ 为参考标准，当 10 年期利率在 0.5%-1.0% 范围内会机动实施购债操作，意味十年期国债绝对上限已由 0.5% 调整至 1%。9 月末，日本议息会议宣布仍将维持负政策利率、收益率曲线控制和资产购买计划，并致力于将通胀稳定在 2% 以上。日本央行声明中关于经济的表述也日渐积极。在最近的议息会议中，其指出日本经济温和复苏，可能会继续温和复苏，但存在极大不确定性；对通胀表述也变为“近期通胀数据的下行压力主要来自政府干预下能源价格的回落，未来可能在产出缺口、薪资增速等因素影响下有所上行”。

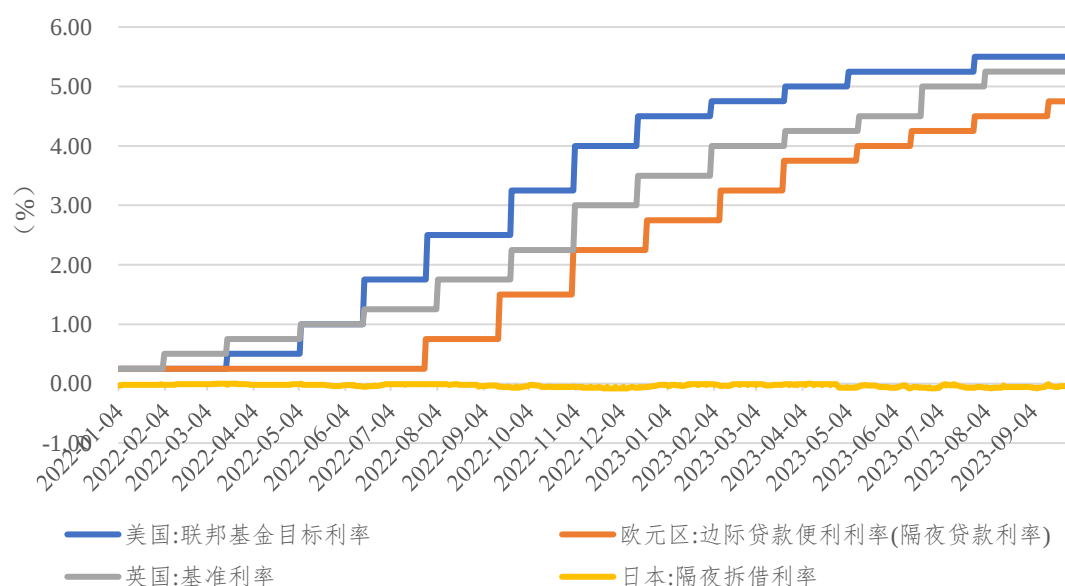


图 2 主要发达经济体政策利率

数据来源：Wind。

美国国债收益率再创新高，短期内难言见顶。三季度，美国以 10 年期国债为代表的国债收益率仍保持震荡上行的态势。至 9 月末，美国 10 年期国债收益率为 4.59%，较 6 月末又上行 0.78 个百分点，创下 2008 年以来的新高。美债收益率持续攀升的同时，也带来美债价格持续下跌。以疫情期间 2020 年 5 月发行的一批 30 年期美国国债为例，9 月末期价格一度探至 1 美元面值、价格不足 50 美分，给持有美国国债的机构带了极大亏损。截至 9 月末，美国商业银行持有美国政府及机构债券 4.10 万亿美元。德意志银行认为，三季度美国银行业未实现亏损超 7000 亿美元，高于 2022 年三季度峰值的 6899 亿美元，作为美国国债最大持有人的美联储，其财报显示上半年也亏损超 573 亿美元。此外，美国国债收益率的上行也推升了国债利息支出走高。2023 财年前 11 个月，美国国债净利息支出高达 6301 亿美元，较 2022 财年同期的 4715 亿美元同比大幅增长 33.6%，利息支出压力明显。

从美国国债持有人结构上看，作为第一大持有人的美联储，其 9 月末持有各类美国国债共计 4.96 万亿美元，较 1 月初下降 0.5 万亿美元，较缩表前峰值下降 0.81 万亿美元。从外国投资者持有美国国债规模来看，前两大持有国——日本、中国进入 2023 年后分别维持震荡与减持态势。截至最新披露的 2023 年 7 月数据显示，日本持有美国国债 1.11 万亿美元，中国持有美国国债 0.82 万亿美元，分别较 2023 年年初小幅上涨 96 亿美元及下跌 376 亿美元，较加息前 2021 年最高点下降 2130 亿美元、2786 亿美元。但整体来看，根据最新披露，外国投资者持有美国国债 7.65 万亿美元，较加息前变化不大，前 10 大持有国合计持有规模甚至有小幅上涨。

整体上看，美国经济韧性超出了市场预期，债务上限解决后，美债净供给增加，叠加美联储缩表导致供需失衡、再工业化下财政支出增加等多重因素，将使得美国国债收益率短时间内难言见顶，同时未来货币政策利率预期不确定性增大也推升了美债期限溢价。

三季度其他主要经济体国债收益率均有不同程度的上涨。欧元区 3A 级 10 年期公债收益率为 2.88%，较二季度末上涨 0.4 个百分点；英国 10 年期国债收益率为 4.45%，较二季度微涨；日本 10 年期国债收益率为 0.77%，较二季度末上涨 0.35 个百分点，上涨幅度扩大，抬升趋势明显，创下 2013 年以来新高。

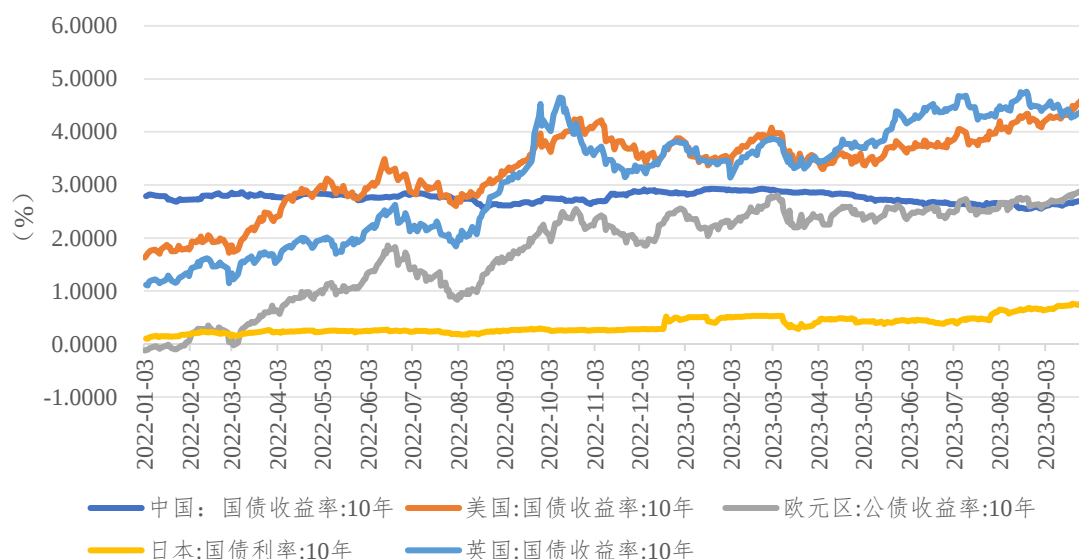


图3 主要经济体10年期国债收益率

数据来源: Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

“宽货币”与“稳财政”共同发力，政策环境整体利于债市。三季度以来，我国召开多项会议明确“经济恢复是波浪式发展、曲折式前进的过程”。目前，内需不足、企业经营困难、重点领域存在风险隐患、外部环境严峻复杂是我国经济复苏中面临的四大主要问题。“724会议”将“积极的财政政策”修改为“稳财政”，主要通过消费端落实减费降税政策与投资端加大政府专项债的发行使用力度来体现。会议对货币政策的表达则在“结构性”的基础上，增加了“总量”表述，宽货币程度不断加大。随后，中国人民银行于8月15日下调1年期MLF利率15个基点，开启年内第二次降息，1年期LPR随之下调10个基点。这是自2019年以来，LPR下调力度首次低于MLF下降幅度。长短利率的非对称下降也反映出本轮经济复苏中商业银行利润空间不足，央行更需将降准用在“刀刃”上，为后续降低房贷利率，刺激消化存量住房预留调整空间。在系列政策利好支持下，8月我国政府债券净融资1.18万亿元，同比多增8700多亿元，带动社融新增数据大涨。8月CPI同比由负转正，PPI运行也延续积极态势；8月单月全国商品房销售面积和销售金额环比上升。或受“资产荒”影响，自9月起，市场资金面收紧，10年期国债收益率一度触及2.67%，考虑到后续财政投放减缓以及MLF大量到期，央行于9月15日宣布降准0.25个百分点，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。

房地产政策方面，7月政治局会议部署“适时调整优化房地产政策”，8月地产政策迎来重大调整，存量房贷利率调降、一线城市认房不认贷、城中村改造、下调首付比例、二套房贷款利率下限等政策已在推进实施。截至9月末，在北上广深4个一线城市中，广州房市松绑程度最大，调降非普通商品住房二套房首付比例至40%(此前为70%)，二套房贷款利率下限从LPR+60个基点下调至LPR+30个基点，调整后的加权平均利率为4.27%，平均降幅0.73个百分点。

流动性管理方面，除降息、降准外，三季度中国人民银行通过逆回购向市场净投放8142亿元，逆回购到期68640亿元，国库现金定存(1月)净投放500亿元。9月，降准释放长期资金超过5000亿元，当月MLF超额续作，增加投放1900多亿元，有力对冲缴准、缴税等因素影响，支持地方债集中发行，保持流动性合理充裕。央行运用结构性货币政策工具，加大对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的支持。

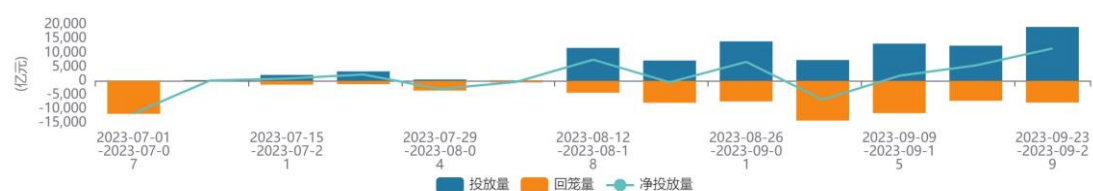


图4 央行三季度回笼统计分析

数据来源：Wind。

利率方面，自8月中旬以来，银行间市场资金利率波动幅度加大，DR007一度升至2.25%，比7天逆回购利率高45个基点。

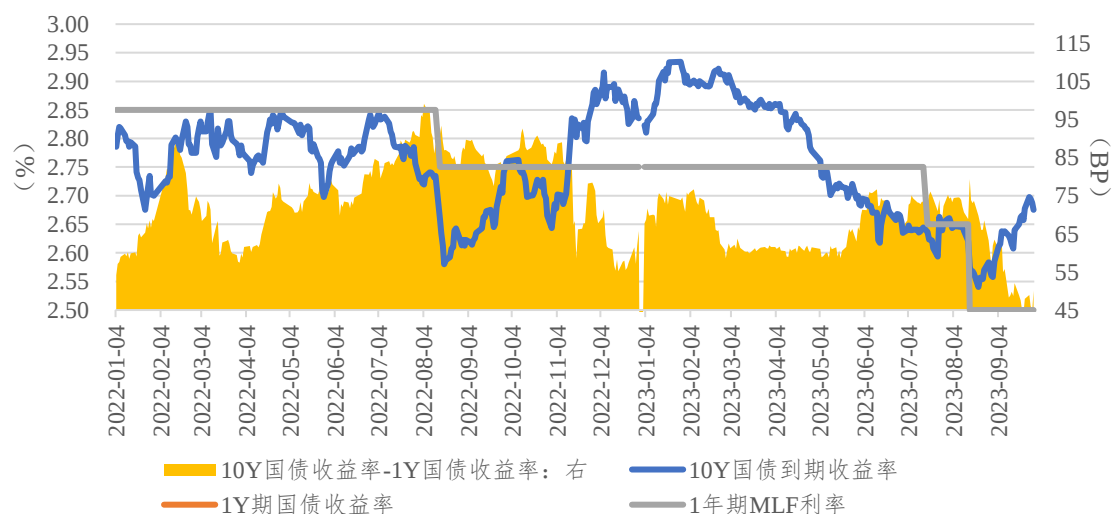


图5 上半年国债收益率及利差和MLF利率走势

数据来源：Wind。

外需方面，9月出口同比下降6.2%，前值降8.8%；进口下降6.2%，前值降7.3%；贸易顺差777.1亿美元。从贸易份额来看，在中国出口至各国总金额的占比中，美国进一步回升，东盟、欧盟、日韩占比有所减少，或与近期中美经贸关系改善、美国需求韧性较强有一定关联。但从长期来看，其财政支出增长受限，高利率对经济的负面效果开始显现，致使我国出口面临下行压力。

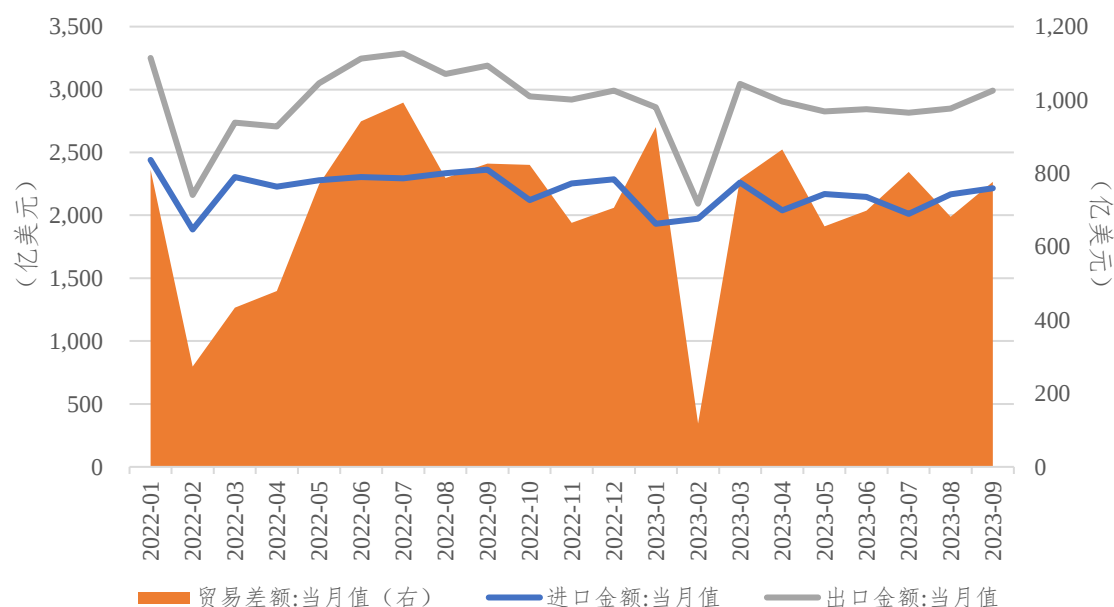


图6 进出口金额与贸易差额

数据来源：Wind。

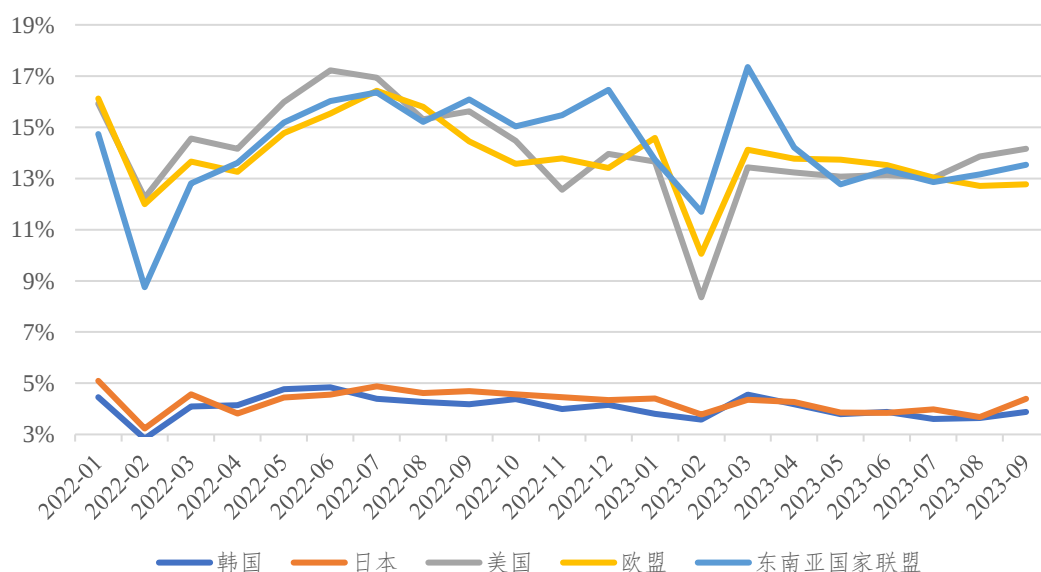


图7 国别分类下的出口金额占比

数据来源：Wind。

内需方面，三季度国内信贷由弱转强，实体经济融资需求边际有所改善。7月新增社融 5282 亿元，为近 5 年同期低点，同比少增 2703 亿元；新增贷款同比少增 3892 亿元，为 2007 年以来历史新低，系主要拖累项。降息、降准等宽松货币政策以及财政新增专项债发力后，8 月新增社融与贷款增速均超预期，政府与企业债券融资合计拉动社融同比反弹 0.1%至 9.0%。不过，从结构来看，居民端负债虽有修复，但仍集中在短期消费，地产相关需求仍处于低位。8 月居民短期贷款同比多增 398 亿元，中长期贷款 1602 亿元，同比少增 1056 亿元。随着楼市进入“金九”销售旺季、银行存量房贷利率调降开始推进，地产松绑政策逐步落地，居民早偿率指数维持在相对偏低位置。居民端中长期贷款需求明显修复，9 月同比多增 2014 亿元，成为贷款主要拉动项。

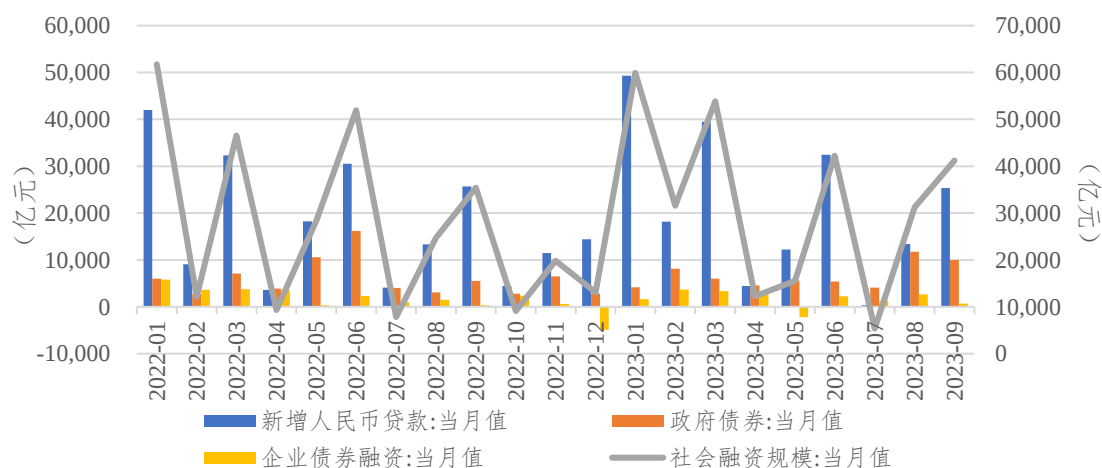


图 8 社融及部分分项当月增加值

数据来源：Wind。

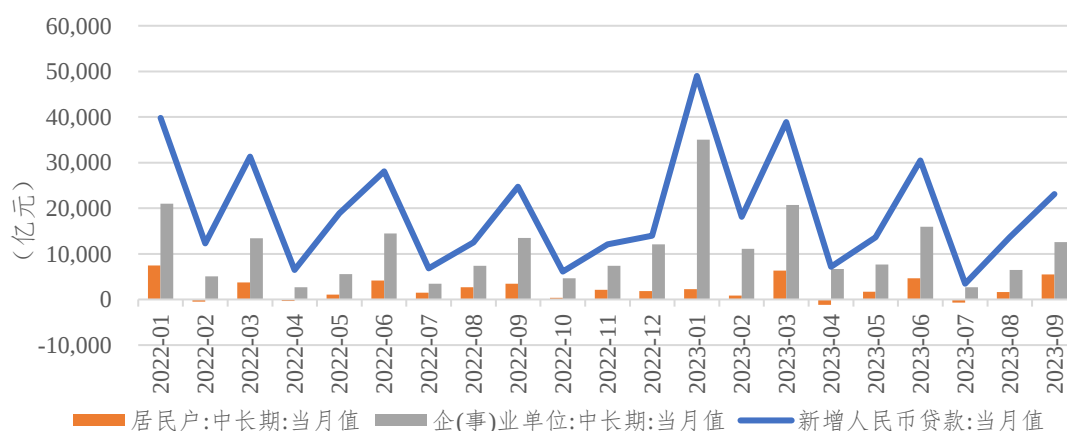


图 9 新增贷款及部分分项同比增减

数据来源：Wind。

企业中长期贷款同比少增 944 亿元，但考虑到 2022 年同期企业中长期贷款远超季节性高增这一基本背景，企业负债端表现也并不算弱，实体经济融资需求边际改善较为明显，后续应着重关注修复的可持续性。结合 PMI 来分析，三季末我国官方综合 PMI 产出指数为 52.0%，环比上升 0.7%。制造业 PMI 重返荣枯线上方，连续 4 个月景气回升，供需回暖共振，在三季末提升至 50.20%。分项来看，生产回暖的带动作用较为明显，拉动 PMI 上升 0.2%；最关键的新订单需求指标仍维持弱修复趋势，仅拉动 PMI 上行约 0.1%；原材料库存与企业采购指数持续上升，三季度以来企业开工节奏加快，生产扩张态势较为明显。非制造业中服务业 PMI 环比+0.4%至 50.9%，其中新订单分项为 47.4%，与 8 月持平，这也是 2022 年 12 月以来的最低水平。建筑业 PMI 环比增加 2.4%至 56.2%，新订单分项环比增加 1.5%至 50%，反映基建投资景气度的土木工程建筑施工持续活跃，保持在 58%以上。

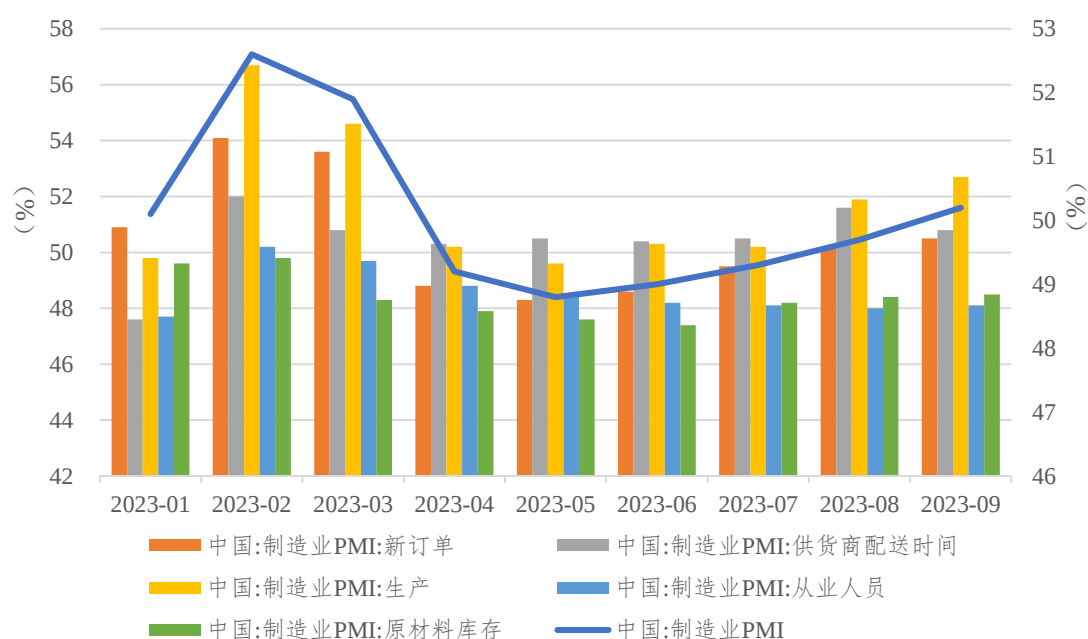


图 10 制造业 PMI 走势以及分项拉动效果

数据来源：Wind。

政府加大发债力度，三季度新增政府债券同比多增 1.32 万亿元。其中，国债净融资 2.37 万亿元，同比多增 6463 亿元。财政存款同比多增 9372 亿元，对应财政净支出同比多增 3828 亿元，环比多增 365 亿元。预计在居民与企业资产负债表尚未完全修复的四季度，相较于居民消费端的复苏，本轮经济复苏更由政府端进行主导。

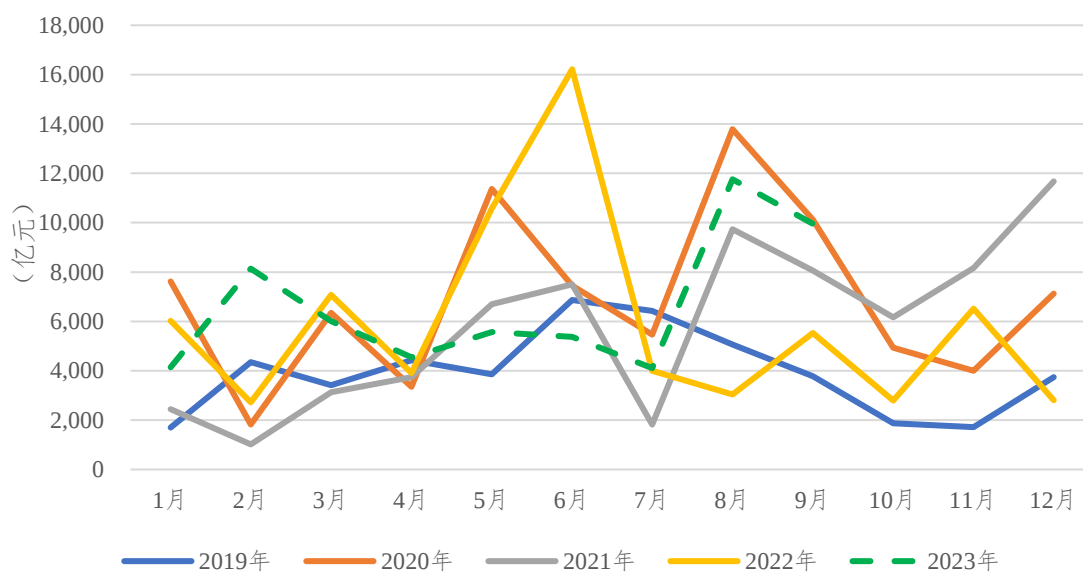


图 11 政府债券当月新增

数据来源：Wind。

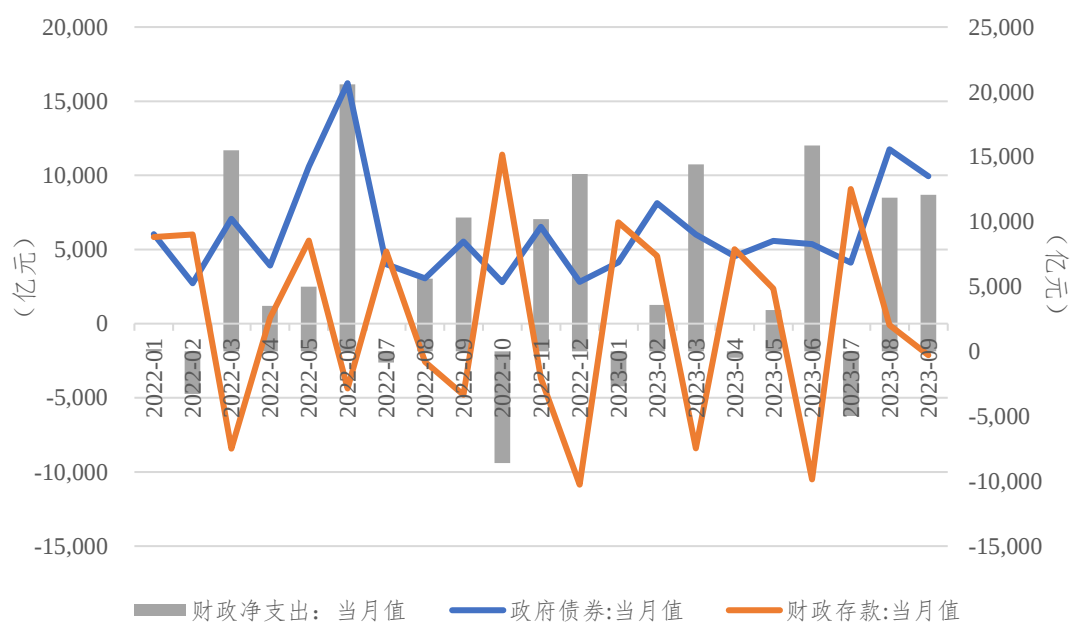


图 12 政府部门财政净支出

数据来源：Wind。

注：政府部门财政净支出=政府债券当月新增-财政存款当月新增。

存款方面，三季度存款增速继续回落，存款活化率仍低位徘徊。9月， M_1 同比增加 2.1%，为 2022 年 2 月以来新低； M_2-M_1 剪刀差小幅收窄至 8.2%，但仍处于历史高位，再次印证了本轮经济复苏过程中“宽货币”向“宽信用”的政策传导受阻。2023 年上半年央行调查显示，居民端投资消费意愿持续下降，主动扩表意愿低迷，目前仍不具备向上的可能性。

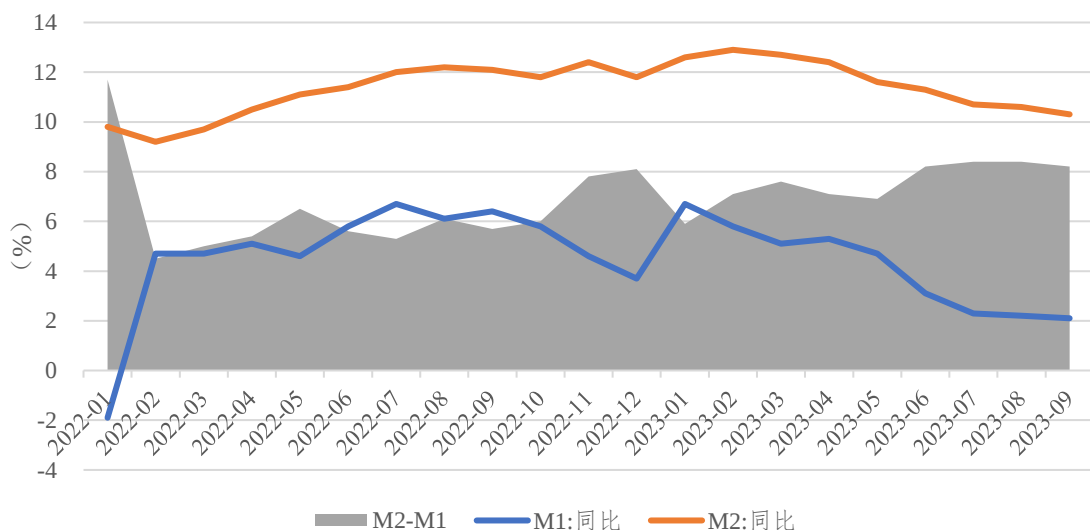


图 13 M₁、M₂ 同比增速及二者增速差

数据来源：Wind。

对于企业部门来说，M₁ 同比能否提升，是企业库存同比能否向上修复的重要先行指标。目前，企业中长期贷款与 M₁ 同比背离的背后也显示出企业端预期较弱，后续更应关注企业资产端通过“地产销售-个人住房贷款-企业活期存款”路径修复的幅度和可持续性。

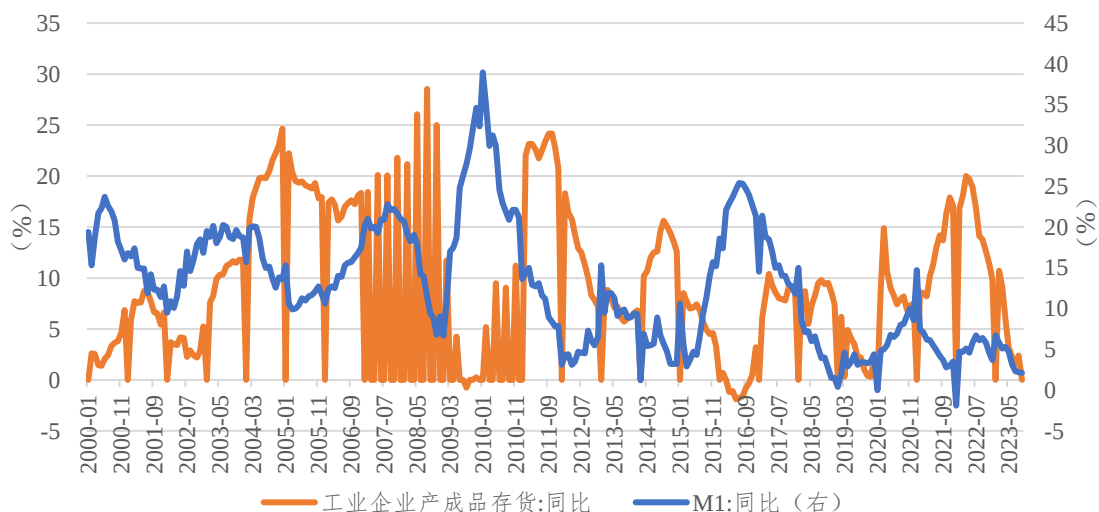


图 14 M₁ 同比与工业企业产成品库存同比

数据来源：Wind。

通胀方面，季末 CPI 同环比虽有回落，但主要系旅游分项高基数导致，核心 CPI 环比回升至 0.1%，经济波浪式恢复的事实难被证伪。9 月，国内 CPI 环比从 0.3%下行至 0.2%，“双节”备货对食品项有所提振，但猪价涨势趋缓，食品项 CPI 回落至 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点。非食品项

环比维持在 0.2%，其中衣着、教育价格的季节性上涨为主要支撑因素，而暑期结束后出行价格出现较大回落，飞机票、旅游价格分别下降 12.6%和 3.4%。PPI 环比上升至 0.4%，金属相关行业需求改善明显。

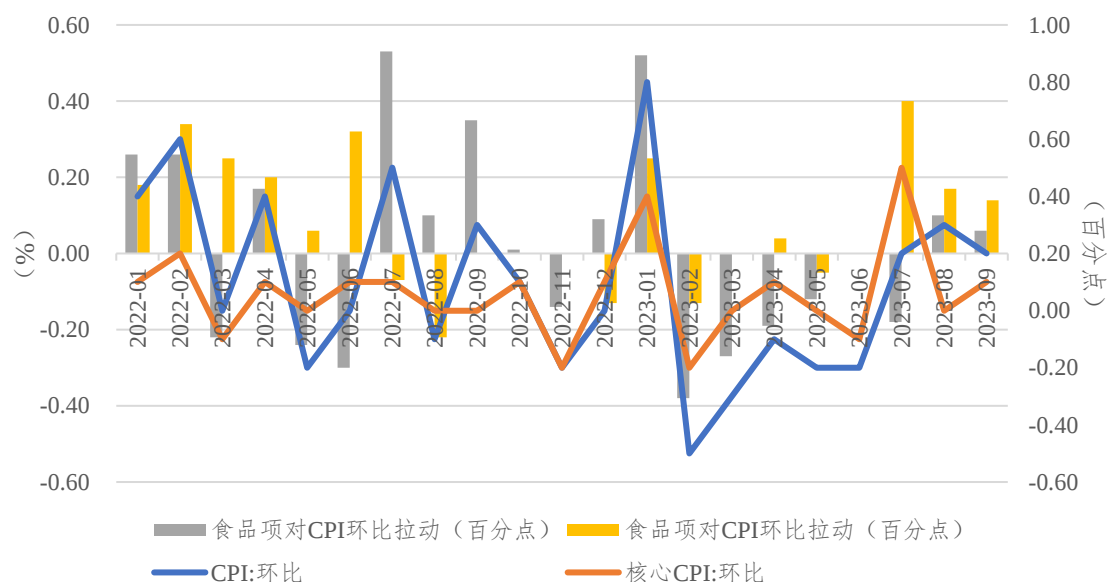


图 15 核心 CPI、CPI 环比走势及各分项对 CPI 拉动效果
数据来源：Wind。

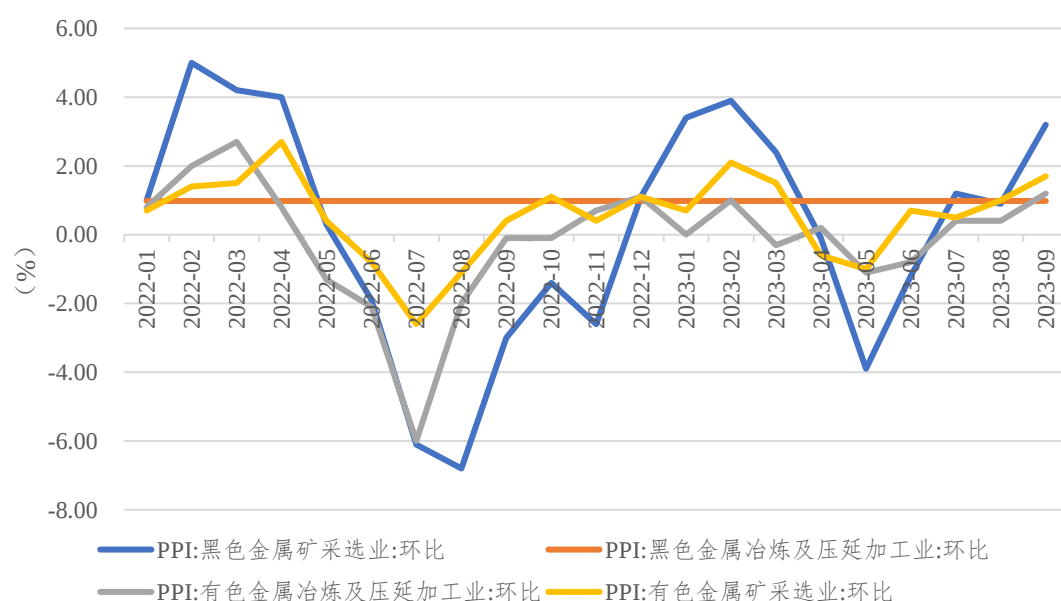


图 16 黑色、有色产业链价格环比
数据来源：Wind。

投资端，三季度我国固定资产投资增速有所下降。其中，制造业投资保持较高增长韧性，房产与基建投资成为拖累项。从地产销售数据来看，三季度地产行业实际销售数据回暖改善有限，季末 30 大中城市商品房销售面积

同比仍为-24.40%；二手房交易热度先上后下，仍需关注后续政策持续力度。不过，这在一定程度上减轻了债市对于此前系列政策刺激效果的担忧，不排除四季度政策刺激力度加大的可能性。

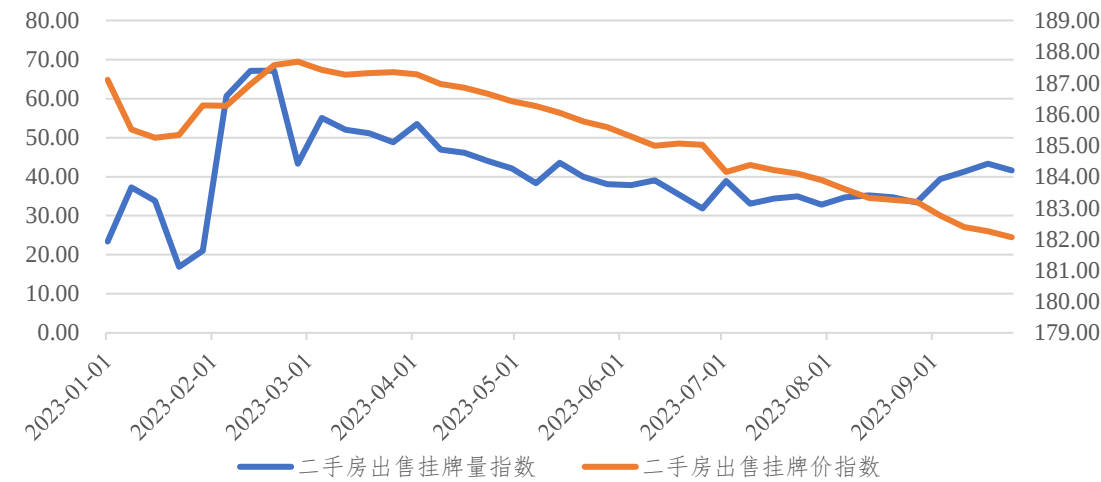


图 17 二手房交易指数（2015 年为基期）

数据来源：Wind。

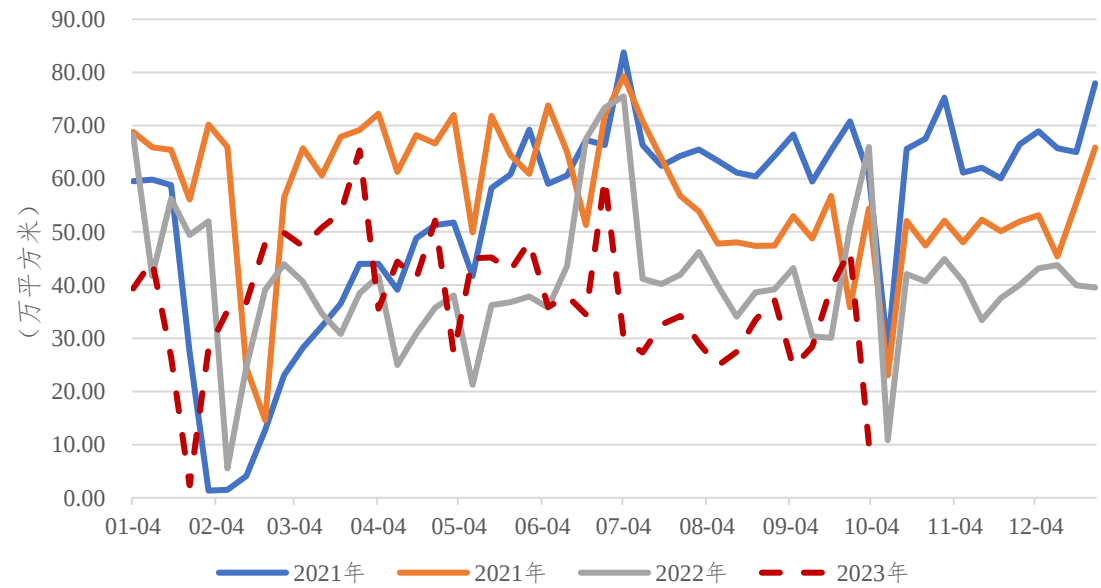


图 18 30 大中城市商品房成交面积（周平均）

数据来源：Wind。

地产链相关数据未见明显起色，三季度投资力度持续低迷，楼市有限的利好传到至土地市场仍需时间催化。截至 9 月末，新增货值百强房企门槛值 53.1 亿元，同比下降 26%，与 8 相比降幅扩大 9 个百分点，新增投资缩量明显。三季度企业拿地金额与二季度相比降幅约为 19.6%，同比降幅再度扩大至 30%。

整体来看，在国际市场需求减弱的外部环境下，国内经济持续恢复。三季度国内经济结构性亮点与总量增长压力并存。服务业的强势复苏拉动核心 CPI 环比回升。同时，房产政策初见成效，存量房贷款利率调降带动居民中长期贷款需求回暖，成为 9 月末社融同比多增的主要拉动项。后续更应关注企业资产端通过“地产销售-个人住房贷款-企业活期存款”路径修复的幅度和可持续性。

二、我国债券市场发展分析

三季度债券市场国债与地方债发行提速，发行计划外国债 1150 亿元，信用债净融资同比、环比均有所增加。受益于 8 月经济数据的回暖，10 年期国债收益率三季度呈现“V 型”走势，9 月回升明显，债券市场违约仍以房地产企业为主，地方政策密集调整下市场恢复仍需时日。

（一）债券市场发行、存量及交易

三季度债券发行量小幅回落，净融资额同比有所改善。2023 年三季度，我国债券市场共发行债券 12683 只，较 2022 年同期多发 994 只，发行规模约 16.98 万亿元，较去年同期增长 12.08%。债券市场三季度总偿还量 14.86 万亿元，较二季度高位有所回落，但仍较 2022 年同期多偿还 1.40 万亿元，同比增长 10.44%。三季度，我国债券市场净融资额为 2.13 万亿元，同比 2022 年同期增长 0.43 万亿元，增长 25.04%；较二季度净融资减少 0.75 万亿元，环比下降 26.16%。最后，受国债及地方债发行增加影响，三季度净融资额较 2022 年同期有所回升，信用债净融资也较 2022 年同期由负转正，回升趋势明显。

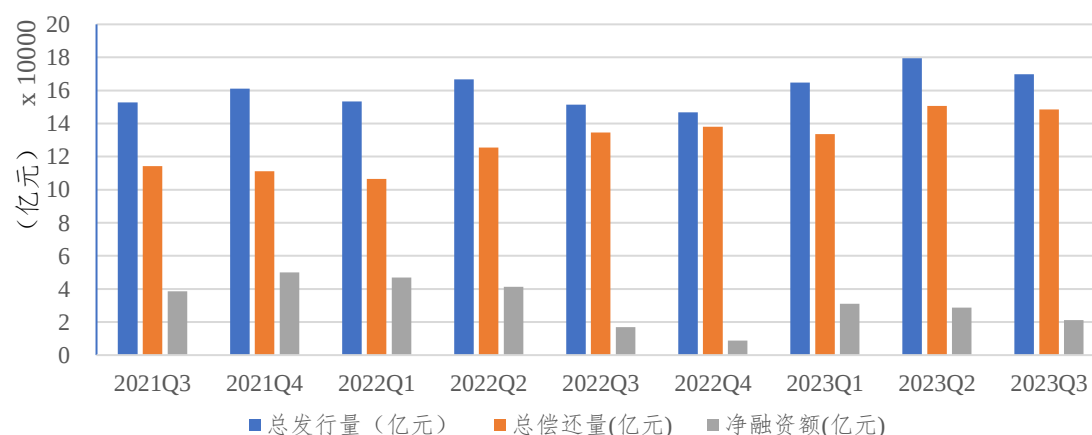


图 19 我国债券市场发行、偿还及净融资规模

数据来源：Wind。

三季度地方政府债发行提速放量,计划外国债发行 1150 亿元。2023 年 7 月, 中央政治局会议要求加快地方政府专项债发行。至 2023 年三季度末, 2023 年新增专项债共发行 32963 亿元, 发行进度为 86.7%, 与 2020 年、2022 年同期进度接近, 弥补了二季度专项债发行进度的滞后。

国债方面, 至三季度末, 国债净发行 23680 亿元, 占全年中央赤字的 74.9%, 略高于历年同期。且 9 月末一笔规模为 1150 亿元的 5 年期附息国债属于计划外发行, 发行规模创历次计划外国债发行新高。具体来看, 三季度国债发行总额 3.06 万亿元, 较 2022 年同期增长 0.99%, 环比二季度增长 30.83%; 地方政府债发行 2.70 万亿元, 较 2022 年同期增长 145.66%, 环比二季度增长 19.47%。

其他券种方面, 三季度发行增长较多的还有同业存单, 金融债则小幅下滑。三季度同业存单发行 6.20 万亿元, 较 2022 年同期增长 29.44%, 但环比二季度下滑 8.51%。受益于 2023 年宽松的货币政策环境, 2023 年来各季度同业存单发行均较 2022 年同期有所增长, 但进入三季度, 降息后同业存单利率不降反升。

自 2023 年 8 月下旬以来, 不同期限同业存单利率均震荡上行, 政府债发行超量对资金利率有一定影响, 且资管类机构对同业存单配置意愿分化, 货币基金减持存单压低杠杆, 一定程度上利空同业存单。2023 年三季度, 金融债发行 2.52 万亿元, 较 2022 年同期下降 4.52%, 环比二季度下滑 8.29%; 非金融企业债发行 3.34 万亿元, 较 2022 年同期增长 4.47%, 环比二季度下滑 0.87%。

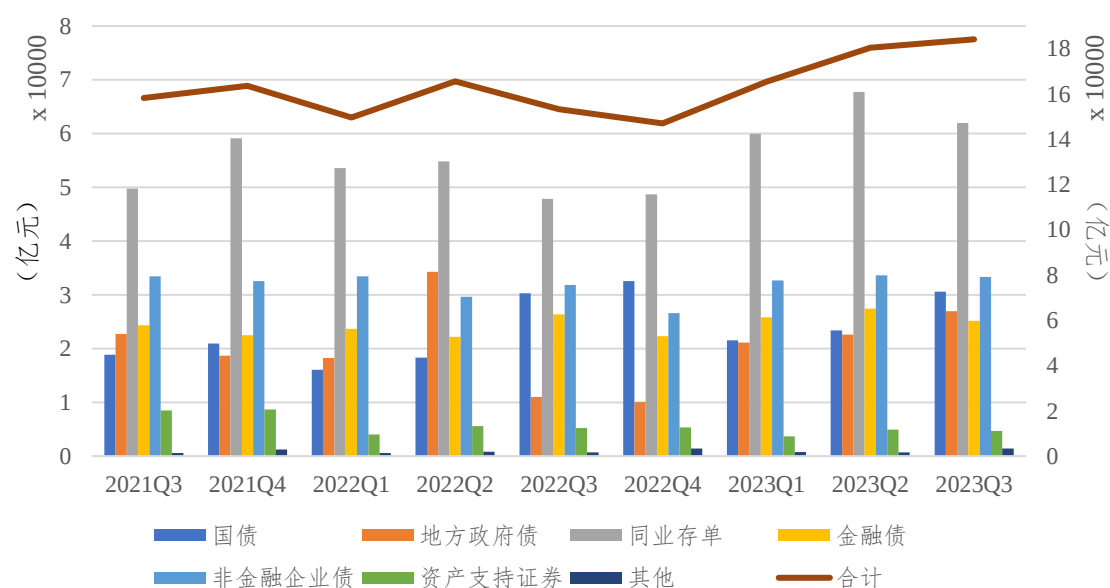


图 20 我国债券市场发行规模及结构

数据来源: Wind。

债券市场存量规模持续保持增长，国债、地方债、金融债贡献几乎全部同比增加。截至 2023 年三季度末，我国债券市场存量规模达 150.72 万亿元，较 2022 年同期增长 10.48 万亿元，同比增长 7.47%，较 2023 年二季度增长 3.86 万亿元，环比增长 2.56%，增速较 2023 年一、二季度均有所提升。地方政府债占比持续提升，国债占比提升明显。截至 2023 年三季度末，地方政府债存量 38.64 万亿元，为债券存量市场第一大债券，占比 25.64%，对债券市场增量贡献 39.17%。第二大存量债券为金融债，规模为 36.23 万亿元，同比增长 9.77%，占债券市场存量 24.04%，至二季度高位后占比轻微下滑，对三季度债券市场增量贡献 30.77%。第三大存量债券为国债，规模为 27.94 万亿元，债券市场占比 18.54%，较二季度占比提升 0.64%，对三季度债券市场增量贡献 31.70%，增量占比有所提升。

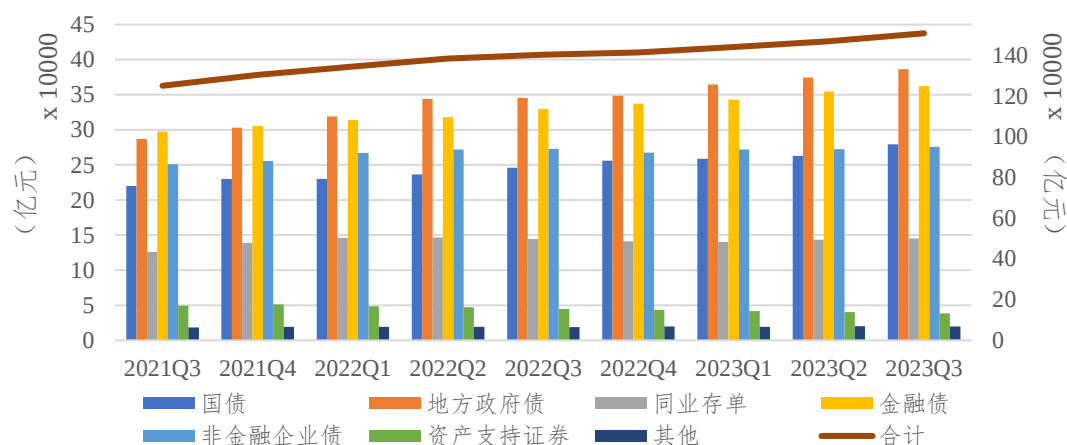


图 21 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

银行间国债市场中，商业银行占比近七成，广义基金增长 5.06%。截至 2023 年 8 月末，银行间国债市场中，商业银行持有债券规模占比为 69.01%，较二季度末占比上升 0.49%。境外机构持有占比为 8.31%，较二季度末占比下降 0.44%，广义基金托管存量增加 815.95 亿元，增长 5.06%，增速最高，占比 6.76%。

银行间地方债市场中，广义基金持有量增加超千亿元，商业银行持有占比第一。截至 2023 年 8 月末，银行间地方债市场中，商业银行持有债券占比 85.37%，较二季度末略微下降 0.11%；广义基金增持 1066.28 亿元，持有债券占比第二，为 5.44%，占比提升 0.14%；保险机构增持债券 823.61 亿元，持有占比第三，为 4.22%。

银行间企业债托管量下滑，各机构持有量均有所下降。截至8月末，银行间市场托管1.48万亿元，较二季度末下降3.10%，广义基金持有下降3.78%，占比小幅下滑0.36%，至50.19%。商业银行持有下降1.09%，占比33.94%；证券公司持有下降6.70%，占比11.05%。

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，金融机构普遍持有下降。具体来看，商业银行持有占比49.98%，较二季度占比微增0.17%；广义基金保持相对稳定，占比39.15%；证券公司、保险机构、境外机构持有普遍下滑，其中证券公司持有量下降11.09%，降幅明显。

2023年8月，在国债、地方债发行放量的背景下，部分大型国有商业银行积极响应加快信贷投放的号召，信贷、配债两手抓，大规模认购国债与地方债，对信用类债券认购有所下滑，表现为金融类信用债有所收缩，企业类信用债小幅减持。广义基金风险偏好稳定，较二季度改善不大，偏向国债及地方债，企业债较二季度末有所减持。境外机构延续减持态势，金融债减持幅度大于国债。证券公司三季度初延续止盈情绪，大幅卖出持有国债及金融债，小幅减持信用类债券，托管量下滑。进入2023年8月后，配置节奏加快，但以国债配置为主，债券托管量有所回升。

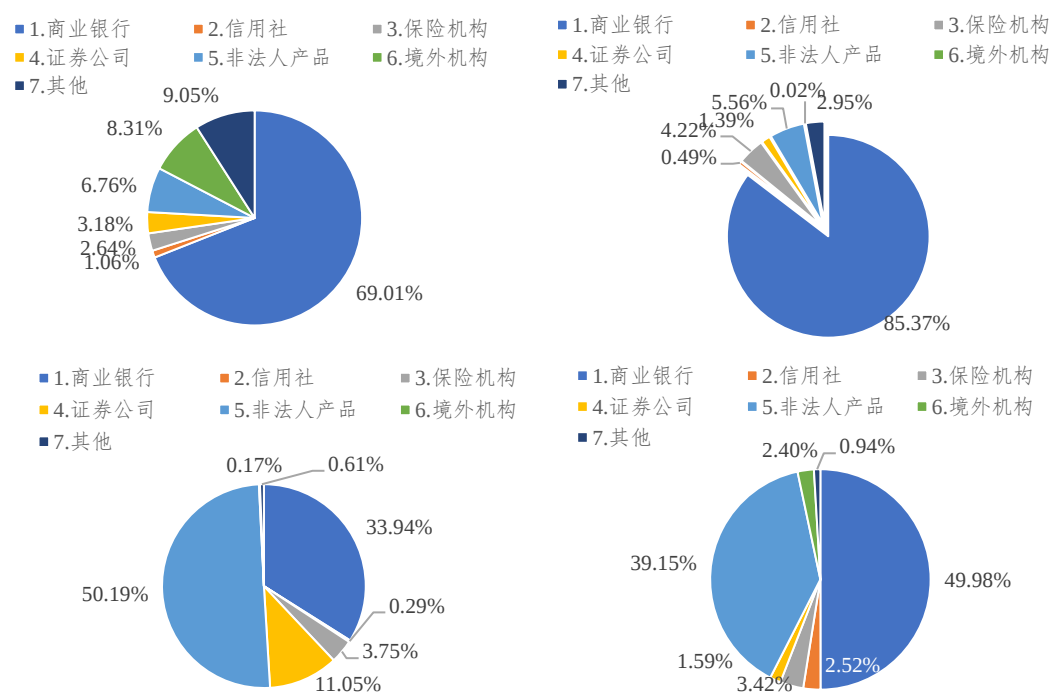


图 22 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行债加商业银行债持有人结构

数据来源：Wind。

现券结算占比回升，国债交易结算占比提升显著。2023 年三季度，我国现券交易和回购交易结算量共 690.67 万亿元，较二季度增加 47.68 万亿元，增幅为 7.42%。其中，现券交易量为 99.10 万亿元，较二季度增加 11.64 万亿元，增长比率为 13.31%，占总交易结算量的 14.35%，较二季度增长 0.75 个百分点。回购结算量 591.57 万亿元，较二季度增加 36.04 万亿元，增速为 6.49%，均较二季度有所放缓。

2023 年三季度现券结算中，金融债的现券结算量最大，达 38.39 万亿元，较二季度增加 8.48%，占现券结算规模的 38.74%，占比下滑 1.73 个百分点。第二大现券结算量券种为国债，达 24.52 万亿元，较二季度增长 47.37%，占现券结算规模的比例为 24.75%。进入 2023 年以来，现券结算国债占比持续攀升，显示出市场风险偏好的降低，国债配置与交易活跃。第三大现券结算量券种为同业存单，二季度结算量为 16.84 万亿元，较二季度增长 1.41%，占现券结算规模的 16.99%。

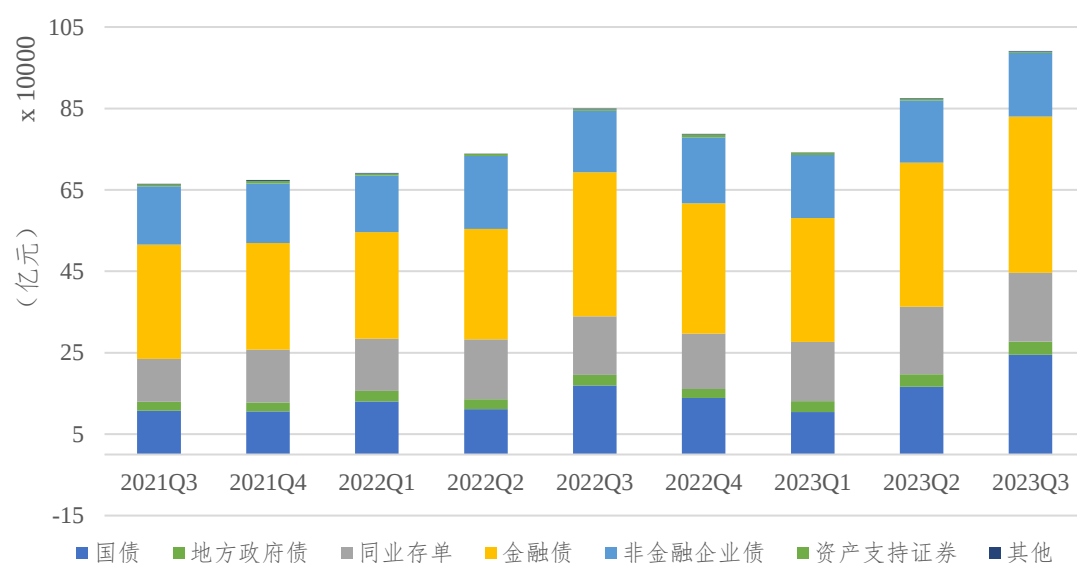


图 23 债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

（二）国债二级市场流动性

2023 年三季度国债市场成交笔数、成交金额创新高。三季度国债市场共成交 363793 笔，成交金额为 18.97 万亿元。在二季度结束连跌势头后，成交笔数及成交金额均创近年来新高。其中，成交笔数较二季度环比增长 44.20%，成交金额较二季度环比增长 26.29%，增速明显。进入 2023 年以来，伴随着经济基本面的转弱，国债收益率持续下行，国债市场呈现火热态势，国债市场交易日趋频

繁，债市的升温与机构风险偏好的降低推升了国债市场的交易。特别是进入三季度后，在8月经济、金融数据有所改善的情况下，以10年期国债为代表的国债收益率呈现“V型”走势。长期国债交易方面，2023年以来处于长期国债配置盘的险资收入有所增长，加强了对长期国债的持有，同时基金、农商行、理财等机构在国债收益率有所调整的背景下入场意愿较强。

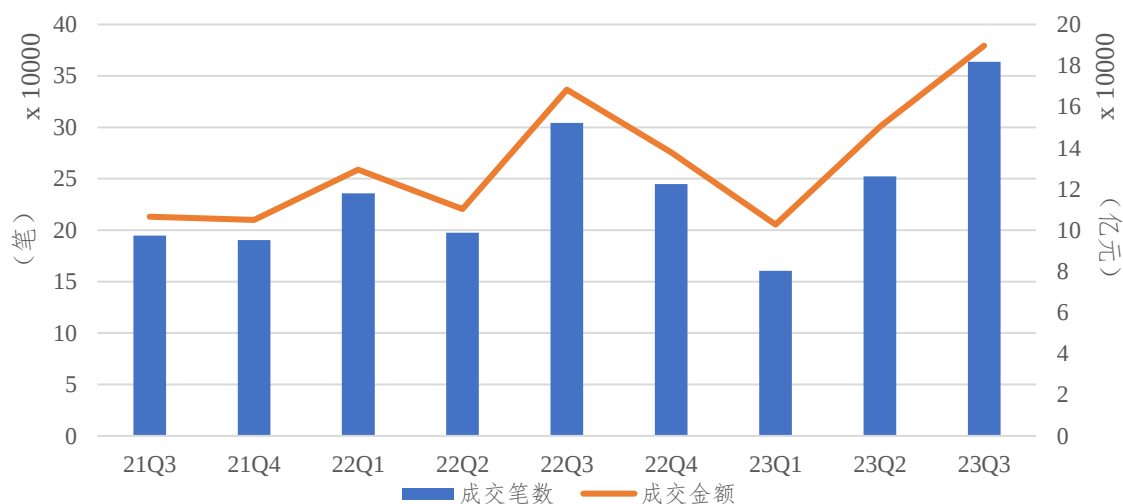


图 24 国债市场现券交易笔数及规模

数据来源：中国货币网。

国债平均成交天数有所提升，平均换手率增长明显。2023 年三季度，国债市场有成交国债平均成交天数为 30.36 天，较 2022 年同期上涨 3.30 天，较二季度上涨 3.25 天，有成交国债平均换手率 44.12%，较 2022 年同期提升 12.31%，环比二季度提升 11.55%，国债流动性整体呈稳步上升趋势。

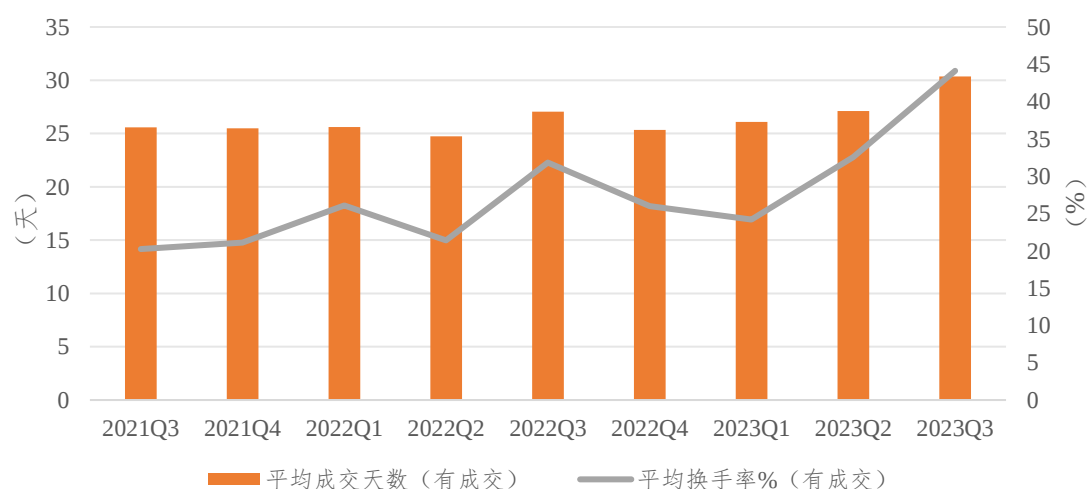


图 25 国债市场平均成交天数及换手率

数据来源：Wind。

（三）债券市场违约情况

2023 年三季度债券新增违约主体数量有所下降，展期债券规模持续回落。

三季度，国内新增 1 家违约主体企业，为佳源创盛控股集团有限公司。该公司从事房地产开发业务，旗下 10 只债券违约金额 53.85 亿元，7 只未按时还本付息，剩余 3 只触发交叉违约。值得注意的是，佳源创盛控股集团有限公司发行的债券自 2022 年三季度至 2023 年二季度陆续展期，至 2023 年三季度构成实质性违约。三季度，国内债券市场违约主体共有 8 家，涉及 24 只债券，共计 189.35 亿元，违约金额较二季度增加 71.36 亿元，增长 60.48%。分行业看，在 8 家违约主体中，除西药、多元金融服务及纺织行业各 1 家外，剩余 5 家全部从事房地产开发业务。与房地产相关债券违约规模达 158.55 亿元，占比 83.73%，其中，中国恒大、上海世茂、华夏幸福、金科地产 4 家房地产企业共 7 只债券持续性违约。

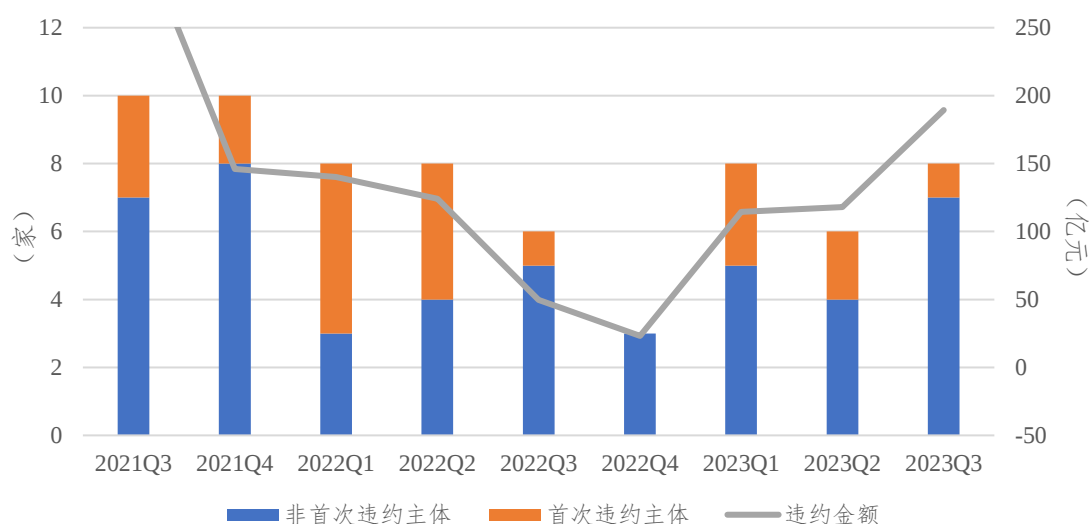


图 26 我国债券市场违约企业数量及违约金额规模

数据来源：Wind。

2023 年三季度，国内发生展期的债券共 50 只，展期债券发行规模为 649.10 亿元，较二季度减少 62.74 亿元，环比下降 8.81%，较 2022 年同期下降 210.11 亿元，下滑 24.25%，展期债券数量及金额均有所下降。三季度，展期债券中与房地产及工程相关债券 40 只，展期规模占比 87.53%，较二季度占比有所提升，与房地产及工程行业相关信用风险暴露仍处高位。从房地产政策层面看，以 7 月中央政治局会议定调“房地产行业供需关系发生重大转变”为分水岭，房地产支持政策转向“托举并用”，金融支持持续加码。8 月 25 日，住建部、央行、金管局推

动落实“认房不用认贷”。8月末，央行、金管局指导下调存量房贷利率。地方支持政策也有所提速，三季度各省市 218 次放松房地产政策，频率较二季度增长近一倍。至 9 月，部分核心城市如南京、青岛、武汉等 10 市全面取消限购，广州、苏州、长沙等缩小限购范围，核心城市房地产政策的调整将为房地产市场企稳回升注入强劲动力。

但从数据上看，房地产市场恢复仍需一定时间。2023 年 1 月至 8 月，据国家统计局数据，商品房销售面积 73949 万平方米、商品房销售额 78158 亿元，同比分别下降 7.1%和 3.2%。三季度前两个月延续二季度下滑态势，9 月在地产新政频出的背景下，市场情绪有所升温。北京、上海等一线城市因新政刺激，热度回升。根据 CRIC 调研数据，重点城市 9 月平均开盘去化率为 48%，较 8 月微增 3 个百分点，30 个重点城市成交面积为 1205 万平方米，环比微增 3%。但长期来看，房地产市场修复需一定时间，在新政助推下销售数据环比将有所改善，同比降幅收窄恐将有限。

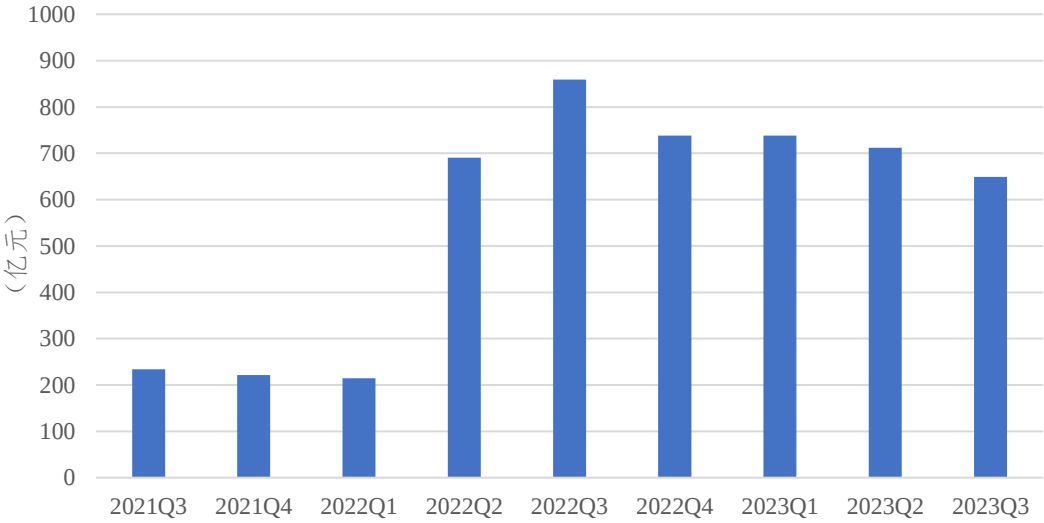


图 27 我国债券市场展期债券金额规模

数据来源：Wind。

（四）债券市场改革及法治建设

根据促进民营经济 28 条举措，民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业。8 月 1 日，国家发展改革委等多部门联合印发《国家发展改革委等部门关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》（以下简称《通知》），提出 28 条举措促进民营经济高质量发展，激发民营经济发展活力，其中提出将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的

各类民营企业并尽快形成更多示范案例。这一政策意味着，自 2022 年末起试点的房地产民营企业债券增信模式将转入常态化实施阶段，信用保护工具是债市创新出的新型增信产品。在央地合作增信模式下，包括国家级机构、地方机构在内的多方为民营企业提供联合增信，有助于分散民营企业信用风险，修复市场对民营企业债券信心，提升民营企业融资效率。此外，《通知》还提出要扩大基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）发行规模，推动符合条件的民间投资项目发行基础设施 REITs，进一步扩大民间投资。

财政部发布《政府债券登记托管结算管理办法》，夯实债券市场安全高效运行基础。7 月 26 日，财政部印发了《政府债券登记托管结算管理办法》（以下简称“《办法》”）。《办法》进一步丰富了政府债券内涵，将地方政府债券纳入其中，明确了财政部的主管地位。从政府债券登记、托管、结算全流程规范了相关管理，由总登记机构汇总完整政府债券登记信息，维护完整的持有人名册，确认政府债券权属，政府债券实行集中统一、一级托管、底层穿透的托管制度，政府债券账户采用实名制。整体上看，《办法》全面清晰政府债券登记、托管和结算行为，有助于财政部精准确认政府债券权属，及时了解政府债券市场运行情况以适时安排政府债券发行，维护政府债券市场稳定运行。

首批混合型科创票据成功发行，填补债券市场混合性资金缺口，拓宽科创金融服务深度、广度。7 月 26 日，首批 7 只混合型科创票据成功发行，混合型科创票据具有股债双属性，可通过浮动利率、转股权等结构条款设计，使债券票面收益一定程度上与科技型企业的未来成长挂钩。与常规同期限等级的中期票据相比，混合型科创票据收益更高，根据科创企业特点，增强了混合型科创票据对投资人的吸引力，引入更多债券投资人参与科技型企业成长。

（五）债券市场对外开放

2023 年三季度我国交易商协会发布境外机构债券配售机制优化试点的通知，持续优化“熊猫债”发行机制。9 月 19 日，中国银行间交易商协会发布《关于开展境外机构债券定价配售机制优化试点有关工作的通知》。顺应“熊猫债”投资人和发行人诉求，发行金额更加灵活，可在发行前明确发行金额，也可采用发行金额动态调整机制发行；在债券配售方面，发行人可选择在边际区域开展灵活配售，也可选择对全部有效申购开展灵活配售；这将鼓励发行人加强与投资者交流

互动，扩大潜在投资人群体。值得注意的是，进入 2023 年以来，交易商协会持续推动“熊猫债”发行机制优化。同时，受国内外货币政策持续分化影响，国内低成本发债优势凸显。截至三季度末，2023 年“熊猫债”累计发行金额达 1251 亿元，较 2022 年同期增长 60.45%，创下“熊猫债”推出以来发行新高。

境外机构持续减持银行间市场债券，速度放缓波动加剧。截至 2023 年 8 月末，境外机构持有银行间债券市场债券共 3.18 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.40%，较二季度下降 0.10 万亿元，环比下降 6.47%，较年初下降 0.21 万亿元，较 2022 年同期下降 0.6 万亿元。整体来看境外机构仍维持减持态势，但减持幅度远不及 2022 年，国内债市外资流出压力有所缓和。从月度数据来看，境外机构持有人民币债券在 6 月出现小幅增持，主要原因可能在于对冲汇率风险的中债收益率高于美债。6 月末美元兑人民币 1 年期掉期低于 -2000 点，对冲汇率风险后中债收益率对美债创新高，中美债券市场之间存在一定跨境套利空间。

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 2.08 万亿元，占比 65.60%，占比有所下滑，托管量同比减少 2100 亿元，环比减少 700 亿元。第二大持仓券种为政策性金融债，托管量为 0.69 万亿元，占比 21.80%，托管量同比减少 1000 亿元，环比减少 400 亿元。配置人民币债券力度减弱，政金债波动幅度加大，国债有所收窄，转向减持趋势。美国经济韧性较强、降息预期延后等多因素支撑美债收益率持续上行，而我国国债收益率仍持续震荡，中美利差继续加深。9 月末，中国 10 年期国债到期收益率报 2.67%，美国 10 年期国债到期收益率报 4.59%，相差 1.92%，利差缺口较二季度末又上升 0.75 个百分点。

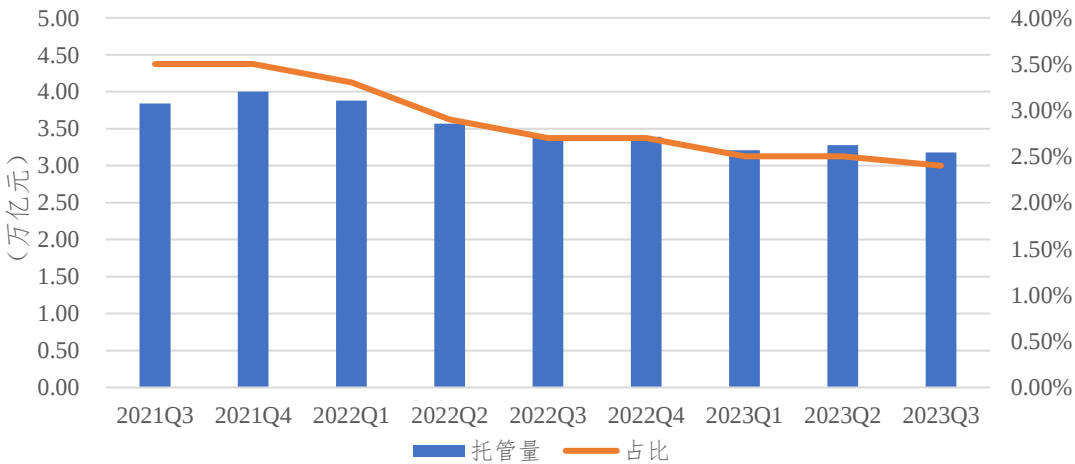


图 28 境外机构投资银行间债券市场规模及占比

数据来源：中国人民银行上海总行。

三、展望

货币政策方面，目前，内需动能不足仍是国内经济恢复过程中面临的核心问题，无论是地产松绑，还是发行特殊融资债券等系列稳增长政策，均需央行配合降低成本，且当前居民与企业弱预期都反映出目前我国实际利率远大于名义利率。预计 2023 年四季度再度扩表降准的操作可能性仍较大。同时，“815 降息”也再次强调央行“以我为主”的货币政策方向不改，因此，后续仍存在一定降息空间。

汇率方面，在中美利差缩窄、国内经济逐步企稳的背景下，我国坚决防范汇率超调风险，坚决对市场顺周期、单边行为进行纠偏，对汇率政策的使用以控制速率为目的。

利率方面，短期来看，债券定价的“周期锚”偏不利，短期利率仍有上升可能。随着 2023 年上半年经济阶段性见底，房地产行业等宽松政策落地，地产销售“金九银十”、基建投资季末冲量等真实数据佐证，三季度我国经济恢复态势明显，PMI 重回枯荣线以上、社融与信贷总量结构均有所优化，基本面向好因素较多，2023 年 10 月或将延续此态势。为解决房地产“周期急症”，8 月、9 月地方政府集中发行地方债，对于基建等链条带动作用明显。同时，从政策引导层面来看，我国一线、二线城市地产行业松绑，或能够通过信号和预期渠道对全国范围的销售起到一定带动作用，短期内地产市场回暖可期。届时，将在短期内缓解房企的资金来源压力。以上因素均可能对债市产生压力，短期利率存在一定上行波动风险。但从长期来看，内生动力不足的核心问题尚未完全解决，利率“趋势锚”下探空间仍然充足。从政策端来看，本轮宏观政策的加码并未在根本上改变债市平衡的逻辑，稳增长诉求过强并非债市利空因素，稳增长目标的如期实现或才会对利率走势带来负面影响。三季度，政策着重发力于地产行业。需求方面，房地产行业复苏的可持续性依赖于有足够的刚需去承接因一线城市改善型需求释放而被抛售的存量二手房。但目前我国的人口结构偏老龄化，且城镇化进程仍有待加快，需求可持续性不高。同时，需求的释放需要资金的保证，而目前我国居民、企业自愿加杠杆的意愿较弱，对于收入与未来预期尚未明显好转。从**债券供需端**分析，经济复苏阶段债务增长或会先于经济增长，地方债和国债的发行导致政府杠杆的提升。为了减轻未来利息负担，需要配合宽松的利率政策降低发行成本。且从货币政策逻辑来看，经济数据尚未明显企稳回升时，信贷引导仍是工作重心。

四季度，从债券发行上，监管部门提出发行专项债募集的资金“原则上在 10 月底前使用完毕”，四季度政府债券发行预计先紧后松，资金价格也预计先升后降，且 7 月政治局会议提出一揽子化债方案，已有天津内蒙等地区通过再融资债券落地，后续其他省市化债方案值得期待。**外部因素**方面，随着市场普遍预期美联储本轮加息已接近尾声，美债收益率创十几年高点后或开始回落。近期市场已在逐步消化本轮加息周期的完整信息，中美利差将逐步恢复至正常区间，这将有利于支撑人民币汇率，对于债券市场长期利率影响有限。

综上，无论是从影响利率波动因素的可持续性、债券供需，还是外部因素等方面来看，预计长期利率下行或仍是大趋势。

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。