



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

国家金融与发展实验室
债券研究中心课题组

2022 年 2 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。

“稳”字当头 行稳方致远

摘要

2021年，新冠病毒变异、疫情不断反复扰动全球经济，全球经济艰难复苏。供需结构失衡导致大宗商品等价格高涨，对潜在通货膨胀的担忧使得发达经济体央行从维持宽松货币政策逐步转向边际收紧。与此同时，各国央行的应对态度出现分化。部分央行有意采取加息政策，然而亚洲国家大多并未紧缩货币。整体来看，受宏观因素影响，2021年主要经济体债券市场收益率走势呈现抬升趋势。

国内疫情也反复点状爆发。面对新的挑战，我国央行维持适度宽松的货币政策，运用两次全面降准，多次公开市场操作、将两项直达工具转换为支持小微企业的市场化政策工具，创设碳减排支持工具等，以加大对实体经济的支持力度。同时，人民银行不断优化政策利率体系。在货币市场，引导货币市场利率平稳运行；在信贷市场，引导贷款利率市场化运行。受国内疫情反复、宏观经济金融数据不佳、货币政策宽松等因素影响，债券收益率整体呈震荡下行态势。

我国债券发行量再创新高，净融资额同比小幅减少，债券市场存量规模继续保持扩张势头，债券现券交易规模有所下滑。新增首次违约企业数量和新增债券违约金额均下降，但个别违约趋势不容忽视。因此，债市违约风险仍需警惕，应不断完善债市体制机制，推进债券市场统一监管，弱化外部信用评级依赖，推动债券市场高质量健康发展，加强债券市场统一执法，秉持“零容忍”态度，严惩违法违规行为。

本报告负责人：彭兴韵

本报告执笔人：

- 国家金融与发展实验室债券研究中心课题组

【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

特殊资产行业运行

由于海外疫情周期性反复和中美经贸关系边际改善，2021 年人民币汇率表现强势，人民币资产吸引力显著增强，境内外债券市场互联互通得到深化，债券市场双向开放稳步推进，人民币债券持续获外资青睐，境外机构持债规模突破 4 万亿元。从境外机构持有的券种来看，主要是国债，其次是政策性金融债。随着稳外资、促开放双管齐下，外资投资境内债券税收优惠政策延长，增强了我国债券市场的外部吸引力。

展望 2022 年，疫情对经济生活的影响仍会持续。主要国家货币政策逐步收紧，使得主要发达经济体国债收益率波动性较大，部分新兴经济体长期国债收益率或将进一步上升。我国央行坚持稳健的货币政策灵活适度，增强前瞻性、精准性和自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构调控的双重功能。预计 2022 年 10 年期国债收益率走势将前低后高，债券发行量将较 2021 年有所增加，存量债券规模将继续保持增长，债券市场交易金额也有望得到增加。考虑到越来越多企业选择债券展期作为风险缓释的出口，2022 年实质违约的规模或将下降。人民币资产对外资的吸引力将不断增强。

目 录

一、主要国家货币政策及利率走势	1
(一) 主要经济体央行货币政策及利率走势	1
(二) 我国央行货币政策及利率走势	3
二、我国债券市场发展分析	6
(一) 债券市场发行、存量及交易情况	6
(二) 债券市场违约分析	9
(三) 债券市场法制建设	12
(四) 债券市场对外开放	14
三、展望	16

一、主要国家货币政策及利率走势

（一）主要经济体央行货币政策及利率走势

发达经济体央行维持宽松货币政策，宽松程度边际收紧。2021 年，全球通胀抬升，新冠病毒变异、疫情不断反复扰动全球经济，主要央行如美联储、日本央行、欧央行等继续维持宽松货币政策。随着疫苗接种持续推进，经济复苏前景不断改善，发达经济体货币政策开始转向，宽松程度边际收紧。美联储于 12 月议息会议宣布加快 Taper，从 2022 年 1 月起，将原来每月缩减购买资产的数量由 150 亿美元扩大至 300 亿美元，并于 2022 年 3 月前结束购债；英国“不甘示弱”，于 12 月 17 日率先打开加息大门，将基准利率从 0.1%上调至 0.25%，同时资产购买总规模维持在 8950 亿英镑不变；欧央行宽松政策退出较为缓慢，虽将于 2022 年一季度终结 PEPP，然而，为确保平稳过渡，二季度将增加其原有的资产购买计划（APP）的规模，由目前每月净购买 200 亿欧元增至 400 亿欧元并持续三个月，之后于三季度每月净购买减少 100 亿欧元至 300 亿欧元，直至 10 月份再回归到最初的每月净购买 200 亿欧元的水平。非但如此，欧央行还表示不会在 2022 年加息。虽然部分国家央行有货币政策转向的意向，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，各发达经济体央行还将维持宽松货币政策立场不变。

部分央行加息几成定局，货币政策或出现分化。受疫情缓解需求重启、供应链不畅、能源价格上涨等因素影响，全球通胀高企，各国央行的应对态度出现分化。美联储、英格兰银行有意采取加息政策。美联储在 12 月 15 日的 FOMC 会议中，不再提通胀是“暂时的”，并认为高通胀已取代新冠疫情成为对实现充分就业的最大威胁，大大提高了加息预期。当日议息会议的点阵图显示，2022 年应该至少加息一次，鲍威尔进一步确认加息肯定在 Taper 结束以后，且 Taper 和加息之间的间隔不会太长。与美联储类似，英国也面临巨大的通胀压力，英格兰银行于 12 月 17 日率先打开加息大门，将基准利率从 0.1%上调至 0.25%。考虑到加息将损害不确定的复苏，不加息则会让通胀失控，央行在政策调整时的矛盾与艰难可见一斑。欧洲央行也于 12 月上调了通胀预期，预计 2021 年 CPI 增速为 2.6%，此前预计为 2.2%，在加息问题上，欧央行表示不太可能在 2022 年加息。

针对部分发达经济体的加息意向，部分新兴经济体国家为防止资本外流、本币贬值和通胀加剧，亦实行加息政策。据不完全统计，2021 年迄今已有 23 个国家加息 76 次，其中俄罗斯、巴西和匈牙利分别加息 7 次，不少还声称 2022 年将进一步加息。然而很多亚洲国家包括日本，并未紧缩货币，2022 年是否会跟进加息是一个重要看点。

不同经济体国债收益率整体表现出抬升趋势。2021 年，新冠病毒变异毒株“德尔塔”和“奥密克戎”爆发，打击了经济复苏势头，不同经济体的长期国债收益率均有所抬升。因疫苗接种的推行以及政府大规模的财政计划，美国经济复苏预期走强，通胀预期迅速上升，10 年期美国国债收益率最高上升至 1.7% 以上。此后由于美联储对通胀的错误判断，以及“德尔塔”病毒爆发，使得美债收益率持续下行，年末美联储 Taper 加速推动美债收益率再度回升。欧元区公债收益率保持在负利率区间，但因欧洲通胀抬升幅度相对温和，欧央行尚未采取减少资产购买的举措，欧元区公债收益率的波幅相对较小。日本央行实施收益率曲线控制政策，10 年期日本国债收益率维持在零利率上方，波动幅度较小。部分新兴经济体国债收益率走势与发达经济体国债收益率相似，2021 年初因复苏预期和通胀抬升，10 年期国债收益率上升，后因德尔塔病毒蔓延，经济下行压力上升，10 年期国债收益率回落；2021 年末伴随着美联储 Taper 加速开展，为防止资本外流进行加息，叠加奥密克戎病毒爆发等影响，10 年期国债收益率持续上升。

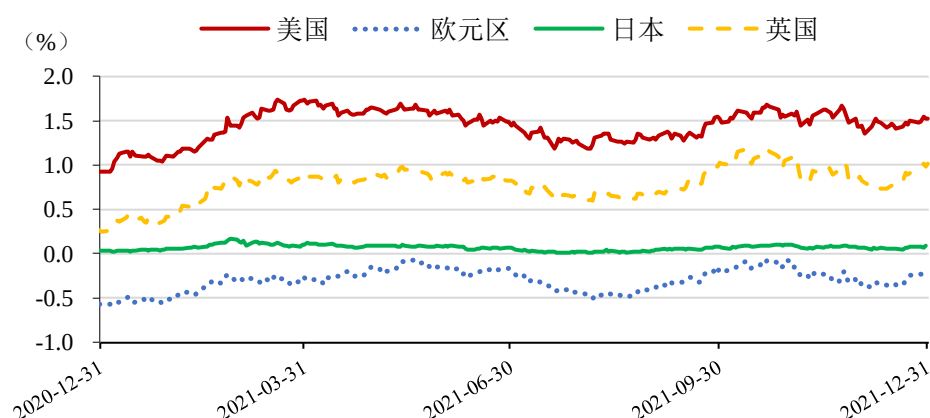


图 1 主要发达经济体 10 年期国债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind。

整体来看，2021 年主要经济体债券市场收益率走势呈现抬升趋势，与 2020 年末相比，2021 年末，发达经济体中的美国、欧元区、英国 10 年期国债收益率

分别上升 59BP、38BP、76BP，日本则小幅上行 5BP（见图 1）。新兴经济体中的巴西、土耳其 10 年期国债收益率分别上升 341BP、1054BP，俄罗斯、印度分别小幅上升 251BP、56BP（见图 2）。

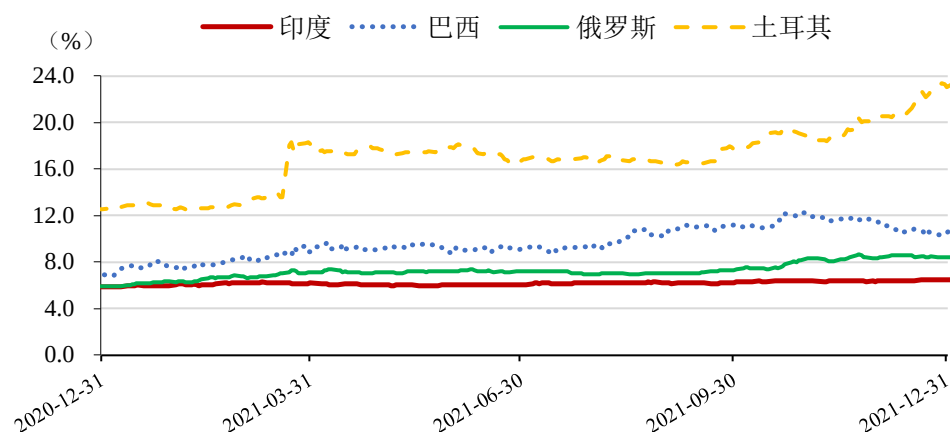


图 2 主要新兴经济体 10 年期国债收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

稳健的货币政策更加灵活适度，支持实体经济的发展。2021 年，德尔塔和奥密克戎等新冠病毒变异毒株在国际扩散，国内疫情反复点状爆发。面对新的挑战，我国央行维持适度宽松的货币政策，加大对实体经济的支持力度。2021 年一季度，运用公开市场操作和中期借贷便利等工具，保持流动性合理充裕，增加 2000 亿元再贷款支持信贷增长缓慢地区，并宣布两项直达工具延期至年底；二季度，通过上调外汇存款准备金率、下调跨境融资宏观审慎调节参数、加强预期引导等，前瞻性地应对美联储政策调整等外部冲击；三季度，全面降准 0.5 个百分点，提早为下半年和 2022 年一季度经济持续稳定恢复做好铺垫，再新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款；四季度，全面降准 0.5 个百分点，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，将两项直达工具转换为支持小微企业的市场化政策工具，此外，创设碳减排支持工具，出台 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，两个工具并行实施，助力科学有序实现双碳目标，保障国家能源安全。总体来看，我国央行实施的货币政策更加灵活适度，增强前瞻性、精准性、自主性，通过综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进经济发展。

央行维持稳健的货币政策，市场利率平稳运行。2021 年 12 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会第四季度例会指出，稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系。目前，我国央行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，2021 年全年 DR007 均值为 2.17%，与公开市场 7 天期逆回购操作利率仅偏离 3 个基点（见图 3）。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 年末，贷款利率为 5%，同比下降 0.12 个百分点，贷款市场报价利率（LPR）改革红利持续释放，推动实际贷款利率进一步下降（见图 4）。

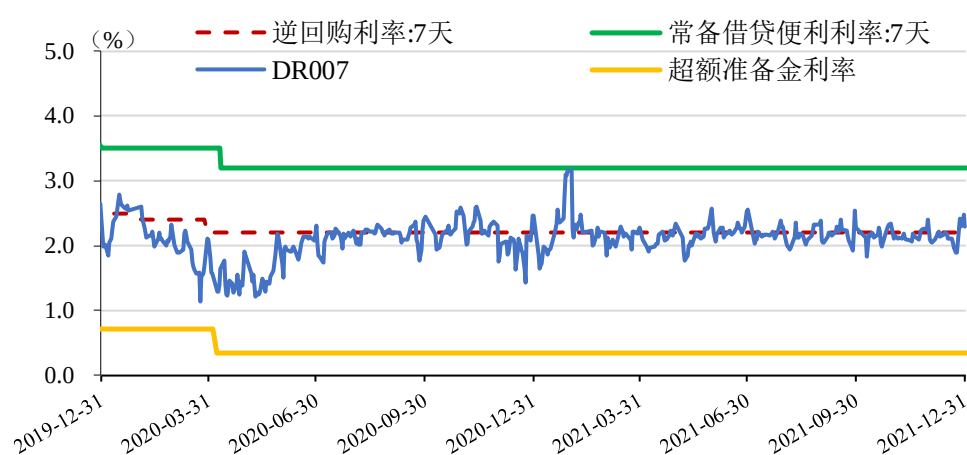


图 3 货币市场关联利率走势

数据来源：Wind。

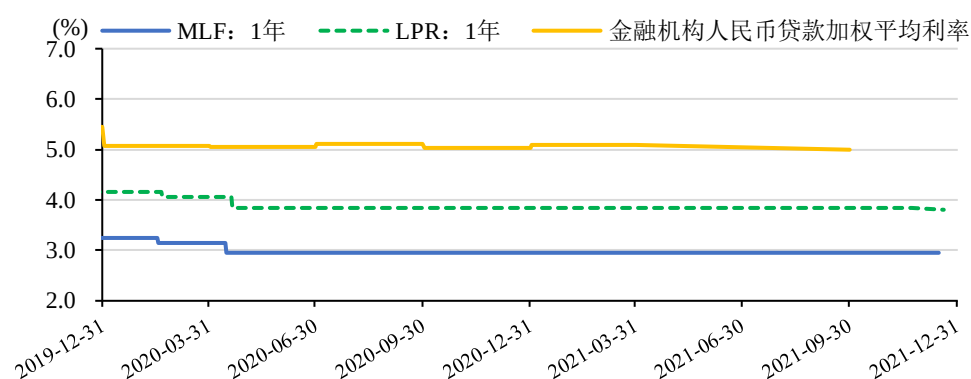


图 4 贷款市场关联利率走势

数据来源：Wind。

债券收益率整体呈震荡下行态势。2021 年一季度，随着德尔塔病毒在国际扩散，国内疫情也反复点状爆发，破坏脆弱的经济复苏，避险情绪升温，债券收益率下行；二季度，我国经济增速出现明显下滑，宏观经济金融数据表现不佳，叠加市场对通胀的担忧较前期有所缓解，债券收益率持续走低；三季度，受疫情反复、汛情频发等因素影响，经济增速预期下调，以及 7 月央行全面降准，货币政策维持宽松，债券市场收益率延续下行趋势；四季度，奥密克戎病毒爆发，央行再次全面降准，推升市场宽松预期，提振债市做多情绪，推动国债收益率大幅下行。整体而言，2021 年末与 2020 年末相比，6 个月期、1 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别变动-28BP、-23BP、-37BP、-40BP（见图 5）。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-30BP、-36BP、-41BP、-65BP（见图 6）。

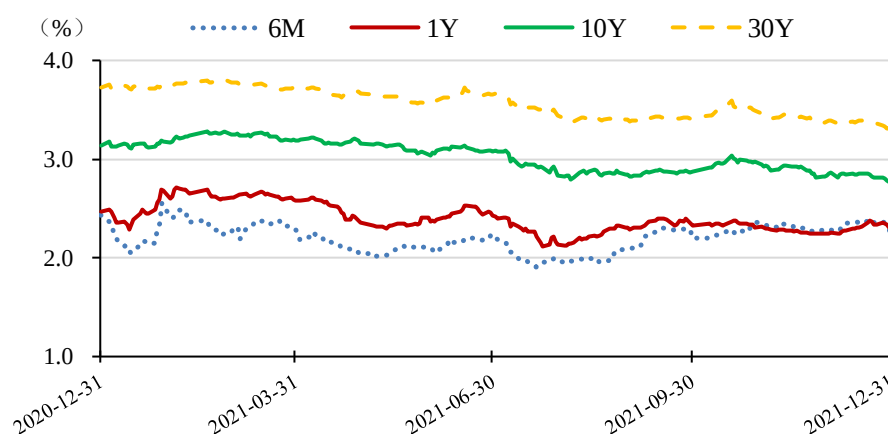


图 5 国内国债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind。

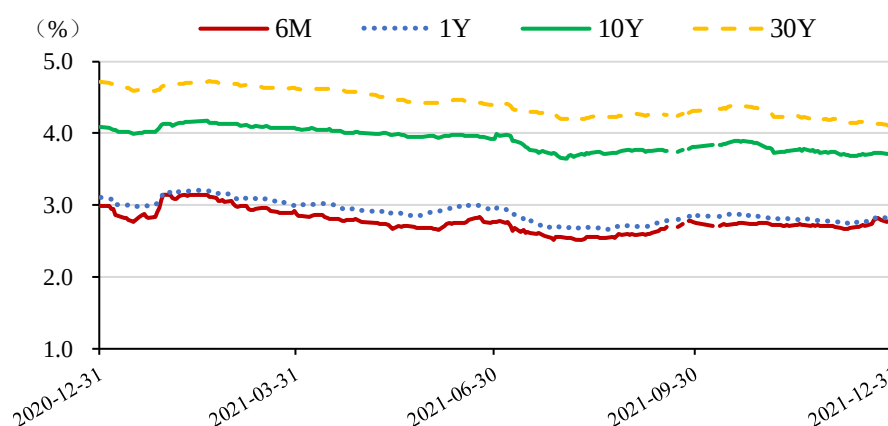


图 6 国内 AAA 企业债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind。

二、我国债券市场发展分析

（一）债券市场发行、存量及交易情况

国债发行规模小幅减少，地方政府债发行规模显著增加，债券市场发行再创新高。进入 2021 年，随着新冠肺炎疫苗的有效普及以及国家的有力防控，我国疫情总体相对平稳，经济状态整体向好。为支持实体经济发展以及第四季度碳减排支持工具的相应推出，国内债券发行呈稳步增长趋势。国内经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济工作稳字当头。中央经济工作会议也定调我国 2022 年经济工作要“稳字当头、稳中求进”。

2021 年国内债券发行总额为 61.62 万亿元，创历史新高，比 2020 年增加 4.74 万亿元，同比增加 8.33%。其中，国债发行规模达 6.80 万亿元，与 2020 年 7.12 万亿元的国债发行规模相比，减少 0.32 万亿元，同比减少 4.50%；地方政府债券发行规模达 7.48 万亿元，与 2019 年 6.44 万亿元的地方政府债券发行量相比，增加 1.04 万亿元，同比增长 16.12%（见图 7）。

债券市场总发行量保持增长，净融资额同比小幅减少。由于我国债券发行期限以 1 年内短期为主，在 2017 年债券发行增速放缓之后，2016 年发行的近半数债券在 2017 年到期，引起债券到期偿还量出现较大增长，导致当年的债券净融资规模出现下降。2018 年和 2019 年，随着发行、到期偿还规模的平稳增长，债券净融资规模也小幅增长。2020 年，国债、地方政府债发行量大幅增加，使得债券发行速度加快，而由于到期偿还量相对滞后，带动净融资规模突破前期高点，达到 17.31 万亿元的新高度。

2021 年四季度我国债券市场总发行量为 61.76 万亿元，相较于 2020 年同比增长 8.54%。净融资额为 16.37 万亿元比 2020 年减少了 0.91 万亿元，同比减少 5.27%。这很大一部分原因是 2021 年我国总体疫情趋于缓和，政府通过发行债券来改善国民经济和维持人民生活水平的压力有所下降；同时也有一部分债券以及 2020 年发行的相关政策优惠债到期，使得 2021 年债券总偿还量同比增加了 14.59%（见图 8）。

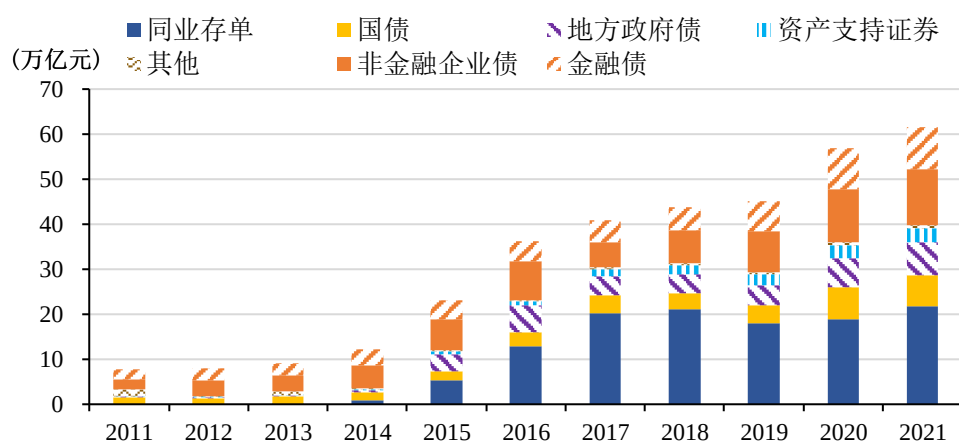


图7 我国债券市场发行规模及结构

数据来源：Wind。

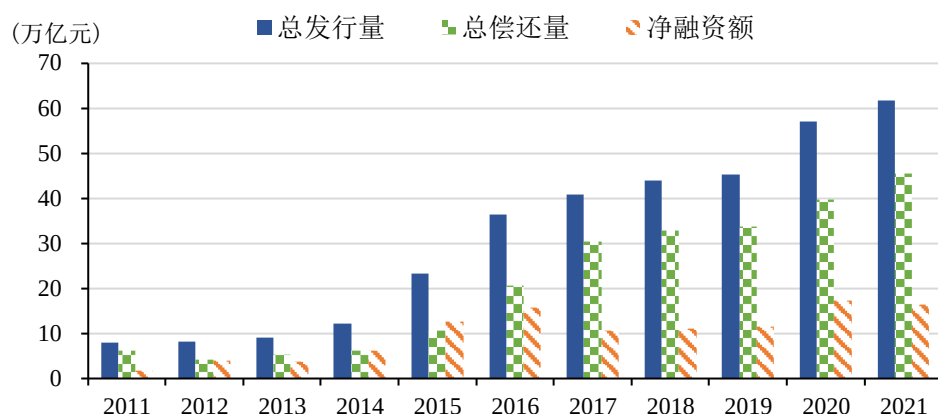


图8 我国债券市场发行、偿还及净融资规模

数据来源：Wind。

债券市场存量规模继续保持扩张势头，同比显著增长。我国国债市场不断发展壮大，已经成为全球第二大债券市场，开放活力不断释放，国际投资者对中国债券市场的认可度显著提升。2020年，在国内债券发行提速增量带动净融资规模增长的同时，也带动了债券存量规模的增长。截至2021年末，我国债券市场存量规模突破百万亿元，达130.43万亿元，同比增加16.12万亿元，增长14.1%。在债券存量规模中，第一大存量债券——金融债余额30.53万亿元，相较于2020年的27.07万亿元同比增长12.8%；第二大存量债券——地方政府债余额30.30万亿元，相较于2020年的25.49万亿元同比增长18.9%；第三大存量债券——非金融企业债余额24.78万亿元，相较于2020年的22.92万亿元同比增长8.2%；第四大存量债券——国债余额23.03万亿元，相较于2020年的20.69万亿元同比增长11.3%。而同业存单同比增速最快，相较于2020年的11.12万亿元同比增加

25.0%。地方政府债券也维持稳步增长，进而带动整个债券市场存量规模稳步上升（见图9）。

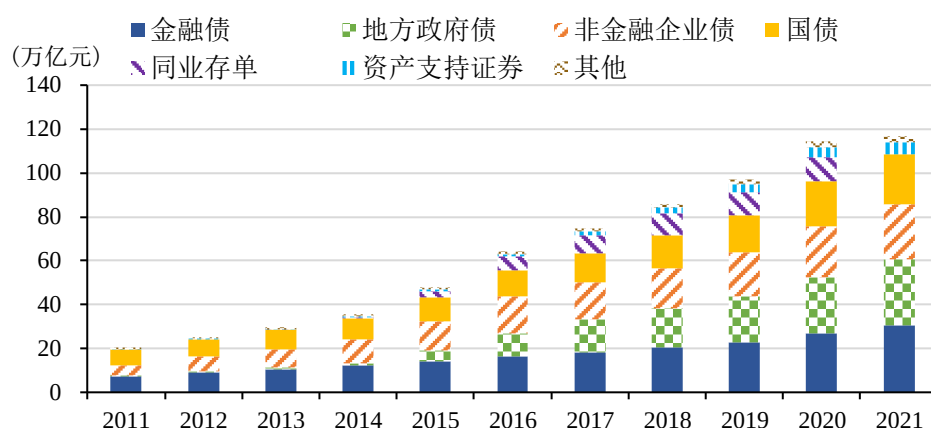


图9 我国债券市场存量规模及结构

数据来源：Wind。

债券现券交易规模有所下滑。2021年，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1028.85万亿元。其中，现券交易229.19万亿元，占总成交额的22.28%；回购交易799.66万亿元，占总成交额的77.72%。与2020年相比，总成交额减少了106.18万亿元，同比减少9.35%；现券交易减少了11.88万亿元，同比减少4.93%，但现券占比由21.24%上升至22.28%，增加了1.04个百分点；回购交易减少了94.31万亿元，同比减少了10.54%。

从现券交易金额的占比来看，金融债、同业存单、国债的交易规模占比较大，三者合计交易规模达178.31万亿元，占交易总额的77.80%；从现券交易金额的变动来看，地方政府债同比减少了41.17%、国债同比下降了12.31%、资产支持证券同比显著增加了58.62%（见图10）。

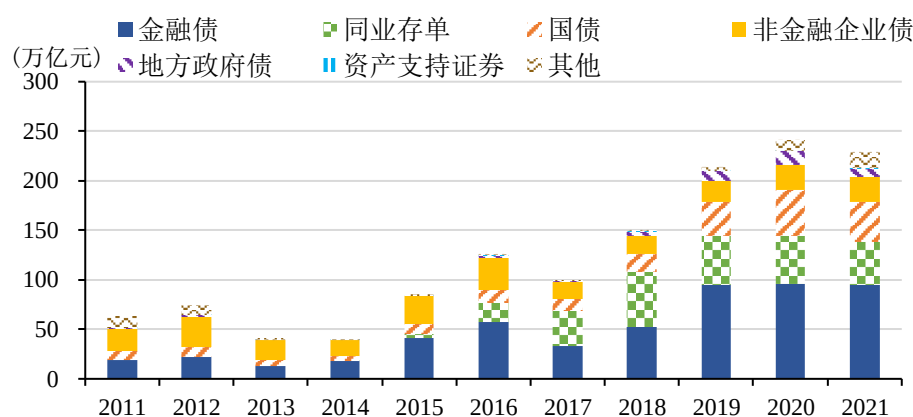


图10 我国债券市场现券交易规模及结构

数据来源：Wind。

（二）债券市场违约分析¹

新增首次违约企业数量大幅下降。2021 年第四季度，我国债券市场新增国广环球传媒控股有限公司（违约债券代码：118430.SZ）、山东岚桥集团有限公司（违约债券代码：101801300.IB）两家首次违约企业，分别属于媒体行业和能源行业。企业属性分别为国有企业和民营企业。2021 年前三季度共有 14 家首次违约企业，2021 年共新增 16 家首次违约企业。与 2018 年、2019 年和 2020 年债券市场新增首次违约企业数量相比（分别为 45 家、47 家、40 家），2021 年我国新增首次违约企业数量大幅下降（见图 11）。

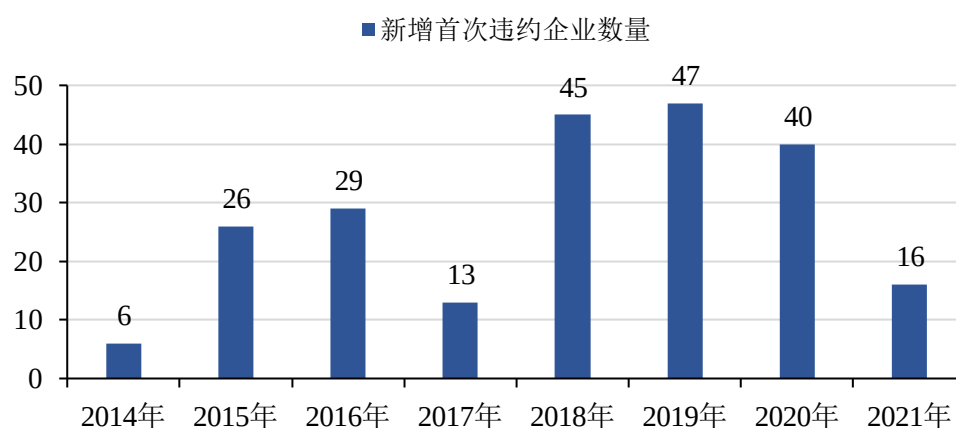


图 11 债券市场违约企业数量

数据来源：Wind，作者整理。

新增债券违约金额略有下降。2021 年第四季度，我国债券市场共有实质违约企业 21 家。其中，未按时兑换本息 17 家；未按时兑付回售款和利息 2 家；提前到期未兑付 2 家。2021 年全年共有 145 只违约债券，违约发生金额 1536.93 亿元。与 2020 年的 1757.72 亿元相比，2021 年新增债券违约金额同比下降 11.03%（见图 12）。2021 年的违约金额新增主要是由天津房地产集团有限公司、紫光集团有限公司、康美药业股份有限公司等企业的债券违约所致。违约原因可以大体分为三类：一是受到新冠肺炎疫情冲击不可抗力的影响；二是受宏观经济环境、行业环境、融资环境的整体影响；三是企业自身资金周转困难、企业面临重组或转股、自身债务压力、经营不善等。

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。

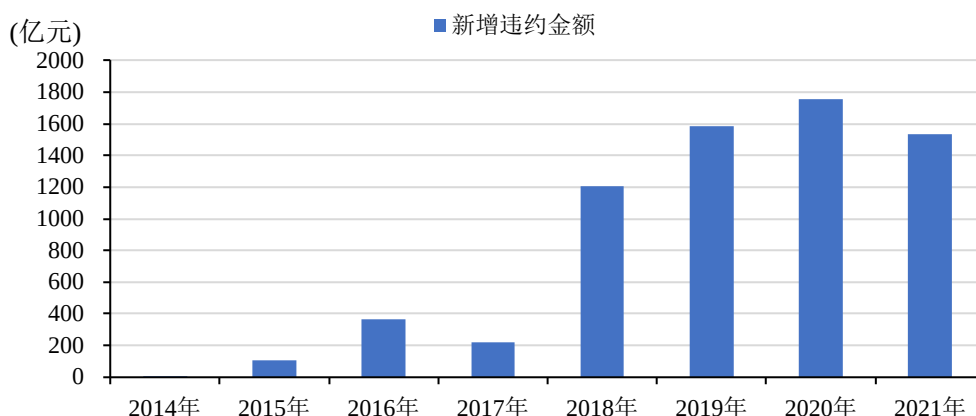


图 12 债券市场新增违约金额

数据来源：Wind，作者整理。

尽管 2021 年债券市场新增违约情况相对于 2020 年稍有好转，但仍处于历史高位。此外，分结构来看，一些违约趋势不容忽视：

第一，制造业债券违约金额与违约数量高居首位。累积到 2021 年 12 月末，制造业违约债券 165 只，违约债券余额 1165.44 亿元，占各行业违约债券余额的 27.04%；综合类行业违约债券 76 只，违约债券余额 715.08 亿元，占各行业违约债券余额的 16.59%；批发和零售贸易业违约债券 64 只，违约债券余额 676.34 亿元，占各行业违约债券余额的 15.69%（见图 13）。

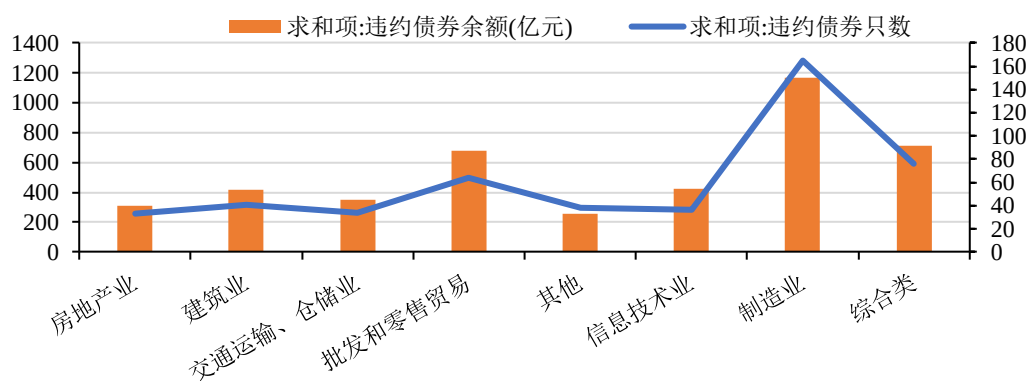


图 13 债券市场违约累计行业分布

数据来源：Wind，作者整理。

第二，民营企业的违约增加，国有企业债券违约风险有所缓和。2017 年以来，随着金融供给侧改革的深化，市场整体融资环境趋紧，由于民营企业在融资方面较国有企业存在诸多天然劣势，导致在 2018 年、2019 年出现民营企业违约潮，民营企业的违约金额占比均超过当年的 3/4。与此同时，国有企业在 2020 年

受疫情影响违约数量大幅增加。随着国家对新冠疫情的有力防治，国有企业的违约得到有效控制，2021 年比 2020 年的国有企业违约数目减少了 48 家（见图 14）。近几个季度，连续有房地产企业违约，并且随着房地产企业“三道红线”政策的推出，需要加大对房地产企业尤其民营房地产企业的关注。比如，2021 年三季度违约的四川蓝光发展股份有限公司（债券简称“20 蓝光 MTN003”）短期债务规模大且集中到期；四季度违约的泛海控股股份有限公司（债券简称 19 泛控 02）没有持续可靠的现金流作为后盾，面临信用风险。

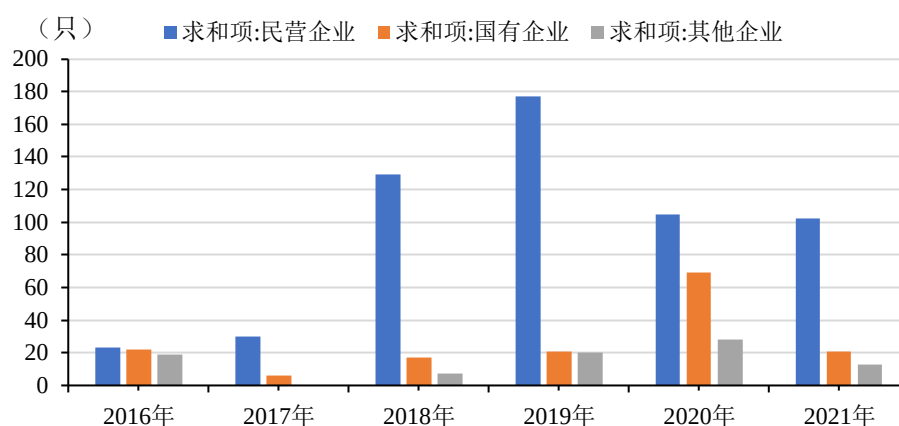


图 14 债券市场新增违约主体的企业属性

数据来源：Wind，作者整理。

第三，高评级信用债在总发行规模中的占比有所提升。2021 年我国信用债发行规模 11.14 万亿元。其中，AAA 级占总发行规模的 76.58%，比 2020 年 AAA 级 71.09% 的占比增加 5.49 个百分点；AA 级以下占总发行规模的 7.97%，比 2020 年同级别占比下降了 4.31 个百分点。可见，高评级债券在发行规模中的占比呈增长趋势（见图 15）。

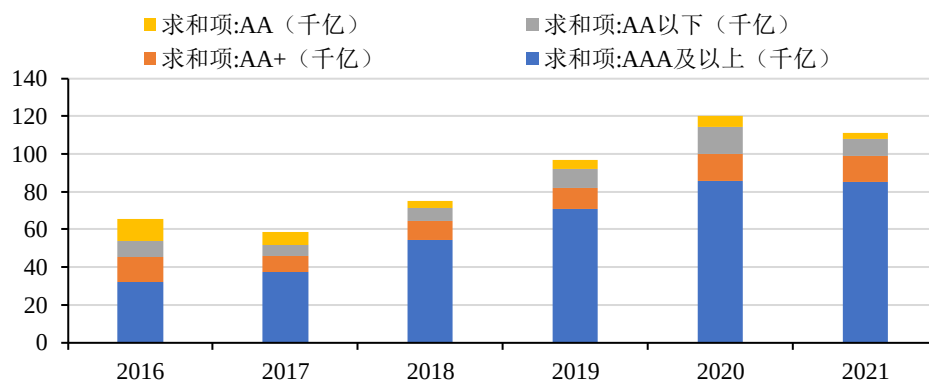


图 15 债券市场信用债的主体评级

数据来源：Wind，作者整理。

分季度来看，债市违约风险仍需警惕。随着新《证券法》以及企业债、公司债全面注册制改革的实施，国家加强存续债务偿还管理、严控新增隐性债务。2021年一季度新增违约金额 602.23 亿元，同比增加 21.14%，创历史新高；二季度违约情况在流动性宽松的背景下大幅回落，新增违约金额 304.68 亿元，环比下降 49.41%；三季度我国部分地区疫情反复，新增违约金额 426.24 亿元，与二季度环比增长 39.90%；四季度新增违约金额 232.77 亿元，与三季度环比减少 45.39%。2021 年我国专项债呈现明显后置的特点，信用债发行规模与 2020 年相比也有所减少。2021 年虽受到监管方面的有力管控，但个别债券违约如海航集团、重庆协信、华夏幸福等也引发了市场信用风险上升的担忧（见图 16）。

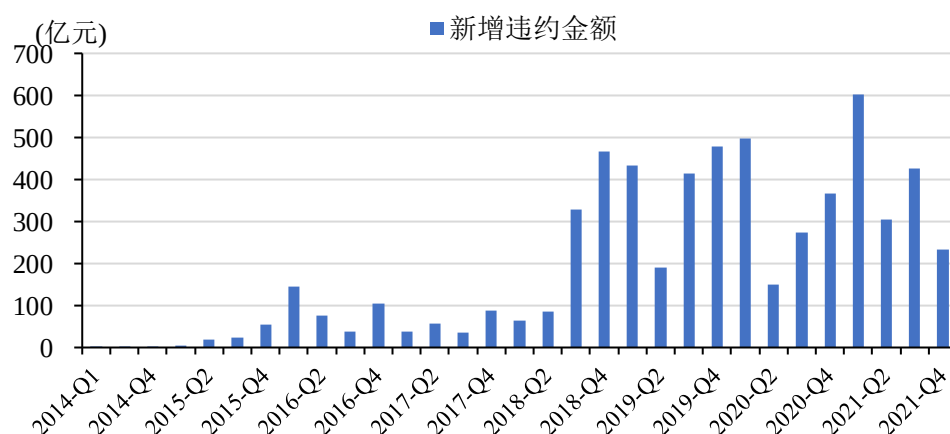


图 16 债券市场新增违约金额（季度）

数据来源：Wind，作者整理。

（三）债券市场法制建设

完善债市体制机制，推进债券市场统一监管。2021 年 8 月 17 日，中国人民银行等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理、健全定价机制、加强监管和统一执法、统筹宏观管理、推进多层次市场建设、拓展高水平开放等十个方面对债券市场提出监管要求。《指导意见》强调，要持续夯实公司信用类债券法制基础，推动研究制定公司债券管理条例。按照分类趋同的原则，促进公司信用类债券市场发行、交易、信息披露、投资者保护等各项规则标准逐步统一。《指导意见》确立了我国统一的债券市场的发展方向和监管架构，是推

动债券市场统一的纲领性文件，有利于化解目前我国债券市场多头监管的弊端，推动公司信用类债券市场高质量发展。

弱化外部信用评级依赖，推动债券市场高质量健康发展。2021年2月26日，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》修订版，取消了公开发行公司债券信用评级的强制性规定。3月26日，中国银行间市场交易商协会发布通知取消超短期融资券、短期融资券、中期票据债务融资工具发行环节的债项评级强制披露要求，仅保留企业主体评级报告披露要求。8月6日，中国人民银行等五部委联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》指出，降低监管对外部评级的强制要求，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，弱化债券质押式回购对外部评级的依赖，将评级需求的主导权交还市场。8月11日，中国人民银行发布《人民银行公告（2021）第11号》（以下简称《公告》）明确试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级的要求。8月13日，根据《公告》规定，中国银行间市场交易商协会发布《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》，指出在试点期间取消强制评级要求，进一步降低评级依赖，将企业评级选择权完全交予市场决定。11月19日，中国银保监会发布《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》，取消保险资金投资金融企业债券外部信用评级要求，同时放松投资非金融企业债券外部信用评级的要求，并根据保险公司偿付能力充足率指标对其投资范围进行分类监管。长期来看，监管部门取消强制评级将推动评级行业由“监管驱动”向“市场驱动”转变，评级行业竞争将进一步加剧，引导评级机构更多从投资人角度来揭示风险，促进评级行业和债券市场高质量健康发展。

加强债券市场统一执法，秉持“零容忍”态度，严惩违法违规行为。2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅公布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（以下简称《意见》），《意见》明确了未来五年内建设和完善资本市场违法犯罪法律责任制度体系的主要目标，规定了七个方面、二十七条具体举措。债券市场方面，《意见》指出强化对债券市场各类违法行为的统一执法，重点打击欺诈发行债券、信息披露造假、中介机构未勤勉尽责等违法行为，不断优化债券市场监管协作机制。《意见》是资本市场历史上第一次以中共中央办公厅、国务院办公厅名义联合印发打击证券违法活动的专门文件，是全方位加强和改进证

券监管执法工作的行动纲领。2021年8月17日，中国人民银行等六部委联合发布的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》第九条指出，要加强债券市场监管和统一执法，压实各方责任。一是压实中介机构责任，督促中介机构发挥好债券市场“看门人”作用。二是由证监会依法对涉及各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为，依据《证券法》有关规定进行认定和处罚。整体来看，债券市场的执法力度有望进一步加强，有助于推动债券市场法制化建设，提升债券市场法制化水平。2021年9月18日，中国最高人民检察院驻中国证券监督管理委员会检察室揭牌成立，这是最高检首次在金融系统设立检察室。驻会检察室的成立，有利于推动全面提升资本市场执法司法水平；有利于实现行政执法与刑事司法高效衔接、增强打击证券违法犯罪的合力；对健全市场法治和基础制度建设，完善资本市场执法司法体系，不断推进资本市场治理体系和治理能力现代化具有重要意义。

（四）债券市场对外开放

人民币汇率表现强势，人民币资产吸引力显著增强。随着美联储货币政策转向的预期增强，并开启 Taper，美元指数持续上升。2021年10月1日至12月31日，美元指数由93.2709升至95.6589，在11月26日一度接近97的高位。而在美元指数持续走高的同时，人民币汇率的表现也相当强势。四季度美元兑人民币汇率一路走低，从10月初的6.4508跌至12月9日的低点6.3430，突破2018年来新低。为加强金融机构外汇流动性管理、减轻人民币升值压力、维持人民币汇率稳定，12月9日，人民银行公布于12月15日年内第二次上调外汇存款准备金率由7%提高到9%，在岸、离岸人民币汇率应声回调。本轮人民币汇率持续走强的原因主要有二：第一，新冠疫情的冲击对全球贸易造成的影响仍在持续，海外疫情周期性反复，东南亚国家经济复苏受阻，中国在全球产业链供给端的领先优势得到延续。2021年中国外贸出口继续表现强势，商品出口市场份额较去年有进一步的提升。第二，中美经贸关系边际改善，双方积极推动中美关系重回正轨。2021年9月10日，中美领导人举行电话会议，释放积极信号；10月4日，美方启动针对性的关税豁免程序，允许美国企业申请豁免某些中国输美商品的加征关税；10月5日，中美高层苏黎世会晤，双方就中美关系和共同关心的国际与地区问题全面、坦诚、深入交换意见。

深化境内外债券市场互联互通，稳步推进债券市场双向开放。2021 年央行和各部门积极完善各项政策与制度，巩固和扩大双向跨境投融资渠道，为境内外投资者提供更加友好、便利的投资环境。第一，2021 年 1 月 28 日，中国银行成功发行全国首单“玉兰债”，标志着中资机构境外债券发行模式进入新阶段；11 月 24 日，国泰君安成功发行证券行业首单“玉兰债”。“玉兰债”的推出，有利于拓宽中资发行人的海外融资渠道，丰富境外投资机构配置人民币资产的方式，促进我国债券市场的行业规范、监管制度等与国际债券市场接轨。第二，在“北向通”平稳高效运行 4 年后，2021 年 9 月 24 日，内地与香港债券市场互联互通南向合作（即“南向通”）正式上线运行，标志着“债券通”实现了双向通车。“南向通”的开闸拓展了债券市场资金的流通渠道，便利境内机构“走出去”，实现资产全球化配置，推动两地加强跨境监管合作力度，促进内地债券市场监管制度的标准化和国际化。第三，2021 年 10 月 29 日，富时罗素公司正式将中国国债纳入其全球政府债券指数（WGBI），全球三大债券指数均已涵盖中国政府债券。国际主流债券指数相继纳入中国国债，有利于增加境外投资者对中国债券的配置需求，吸引更多的外资长期资金，促进我国债券市场的广度和深度，增强国内债券市场的流动性和稳定性。第四，2021 年 12 月 2 日，人民银行和外管局联合发布关于《境外机构境内发行债券资金管理规定（征求意见稿）》公开征求意见的通知，指出要统一境外机构在境内不同市场（银行间市场、交易所市场等）发债资金管理规则，明确“熊猫债”资金信息登记、账户开立、资金汇兑及使用等管理要求，统一规范“熊猫债”资金管理，稳步推进“熊猫债”市场发展。第四，2021 年 12 月 28 日，中国人民银行和国家发改委联合发布公告决定废止《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》以进一步统一和规范境内金融机构赴境外发行债券管理框架，提升境外发行债券的便利度和灵活性。

境外机构持债规模突破 4 万亿元，人民币债券持续获外资青睐。近年来，外资进入中国债市的步伐显著加快，尤其自疫情爆发以来，中国经济韧性持续展现、人民币升值预期增强，国际投资者对人民币债券的增持热情高涨。数据显示，截至 2021 年 12 月末，境外机构持有银行间市场债券 4.00 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 3.5%。虽然境外机构整体持债占比较去年上升 0.3%，但对标国际来看，德国、美国和日本该项指标数据依次为 68%、29%、8%，我国债券市

场仍有较大的增长空间。从境外机构持有的券种来看，境外机构表现出追求稳定收益的特征，其主要持有的券种是国债，存量余额为 2.45 万亿元，占比 61.3%，整体占比较去年上升 3.6%；其次是政策性金融债，存量余额为 1.09 万亿元，占比 27.3%，整体占比较去年小幅降低 1.1%。未来，随着我国债券市场基础建设的不断完善和增强，必将极大地吸引和促进国际投资者参与人民币债券市场。

稳外资、促开放双管齐下，外资投资境内债券市场税收优惠政策延长。2021 年 10 月 27 日，李克强总理主持召开的国务院常务会议指出，要坚持扩大对外开放，发挥国内大市场的优势，优化营商环境，加大吸引外资力度，鼓励更多外资通过债券市场参与国内发展。会议决定，将境外机构投资者投资境内债券市场取得的债券利息收入免征企业所得税和增值税政策的实施期限，延长至“十四五”时期末，即 2025 年 12 月 31 日。为落实国务院常务会议工作部署，2021 年 11 月 22 日，财政部、国家税务总局联合发布公告《关于延续境外机构投资境内债券市场企业所得税、增值税政策的公告》：自 2021 年 11 月 7 日起至 2025 年 12 月 31 日止，对境外机构投资境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。免税期的延长将起到稳定外资和促进债券市场开放的双重作用，一方面，增强我国债券市场的外资吸引力，减缓外资流出速度，降低未来可能的美联储加息政策冲击；另一方面，进一步提高我国债券市场的对外开放水平，实质的税收优惠政策提高了债券的实际收益率水平，进而能够吸引更多的外资进入。

三、展望

2021 年全球经济实现较强复苏，但复苏的脆弱性极其明显，预计 2022 年疫情对经济生活的影响仍会持续。主要国家货币政策收紧的节奏将为全球经济复苏增添更多不确定性，预计 2022 年全球主要发达经济体国债收益率波动性较大。在美联储可能加快货币政策紧缩的背景下，部分新兴经济体金融风险上升，资本外流和输入性通胀压力或将使长期国债收益率进一步上升。

2022 年央行坚持稳健的货币政策灵活适度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持力度，精准发力，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；进一步完善利率传导机制，提升货币政策传导效率，促使贷款市场利率保持适度。稳增长将是未来一段时间的政策主线，货币政策需要总量和结构性政策的双重发力，传达

出偏积极的政策信号。

2022 年经济增速存在下行压力，货币政策将适度宽松。资金利率中枢有望下行，支撑我国债市。预计 2022 年 10 年期国债收益率走势将前低后高：上半年，我国经济增速走低，积极财政政策的实施力度加大，央行货币政策较为宽松，推动我国债券收益率震荡下行；下半年，随着宏观政策的效果逐渐显现，经济增速将有所回升，央行货币政策的宽松力度将边际收敛，债券收益率可能反弹。预计 2022 年政府债券发行量将较 2021 年增加，存量债券规模将继续保持增长，债券市场交易金额也有望得到增加。

展望 2022 年，市场投资者风险偏好仍将保持谨慎，特定领域信用风险仍将释放，预计 2022 年信用债市场信用风险与 2021 年持平，但考虑到越来越多企业选择债券展期作为风险缓释的出口，2022 年实质违约的规模或将下降。相关部门应进一步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。此外，债券市场法制建设需进一步完善，未来，债券市场会出台更多债权纠纷处置的法律法规，各部门在监管方面的协同配合也有望得到加强。

人民币资产吸引力将不断增加，境外投资者对中国债券的需求大致稳定。人民币汇率表现强势，境内外债券市场互联互通深化，外资投资境内债券市场税收优惠政策得以延长，使得人民币资产吸引力显著增强。与此同时，由于美联储 2022 年将缩减购债并加息，可能导致中美 10 年期国债利差进一步收窄，境外投资者的人民币债券需求继续减少。但是中国经济的韧性较强，金融市场全面对外开放的力度不减，预计境外投资者对中国债券的需求大致稳定。在债券资产中，具有安全性高、风险较低、收益稳定特点的国债、政策性银行债将继续吸引全球投资者的目光。

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。