摘要

关键词

一 债券概述

1. 债券的定义

债券是政府企业银行等债务人为筹集资金，按照法定程序发行并向债权人承诺于指定日期还本付息的有价证券。

1. 债券的分类

经过30多年发展，中国已发展形成门类基本齐全、品种结构较为合理、信用层次不断拓展的债券市场。

1. 按照发行主体划分
2. 政府债券
3. 国债。发行主体是中央政府，具有最高信用等级，由财政部具体进行发行操作，分为记账式国债和储蓄国债。
4. 地方政府债券。发行主体是地方政府，分为一般债券和专项债券。通过中央结算公司招标或承销发行，在中央结算公司总托管。目前有1年、2年、3年、5年、7年、10年、15年、20年、30年等品种。自2019年起，地方政府债券可在商业银行柜台发行。

（二）中央银行票据

发行主体为中国人民银行，是为调节货币供应量面向商业银行（一级交易商）发行的债务凭证。期限一般不超过1年，但也有长至3年的品种。央行票据通过央行公开市场操作系统发行，在中央结算公司托管。

（三）政府支持机构债券

一般地，政府支持机构债券通过中央结算公司发行，主要在中央结算公司托管。

1. 铁道债券。发行主体为中国国家铁路集团有限公司（前身为铁道部），由发展改革委核准发行。
2. 中央汇金债券。发行主体为中央汇金投资有限责任公司，经央行批准发行。
3. 金融债券

一般地，金融债券通过中央结算公司发行，在中央结算公司托管。

1. 政策性金融债券。发行主体为开发性金融机构（国家开发银行）和政策性银行（中国进出口银行、中国农业发展银行）。近年来，政策性金融债券加大创新力度，推出扶贫专项金融债、“债券通”绿色金融债等品种，试点弹性招标发行。政策性金融债券已在商业银行柜台交易，其中国开债在柜台已实现常规化发行。
2. 商业银行债券。发行主体为境内设立的商业银行法人，分为一般金融债券、小微企业贷款专项债、“三农”专项金融债、次级债券、二级资本工具、无固定期限资本债券等品种。
3. 非银行金融债券。发行主体为境内设立的非银行金融机构法人。包括银行业金融机构发行的财务公司债券、金融租赁公司债券、证券公司债券、保险公司金融债和保险公司次级债。
4. 企业信用债券
5. 企业债券。发行主体为企业，经发展改革委注册后发行。发展改革委指定相关机构负责企业债券的受理、审核，其中，中央结算公司为受理机构，中央结算公司、银行间市场交易商协会为审核机构。企业债券通过中央结算公司发行系统发行，在中央结算公司总登记托管。
6. 非金融企业债务融资工具。在交易商协会注册发行，发行主体为具有法人资格的非金融企业，在上清所登记托管。
7. 公司债券。发行主体为上市公司或非上市公众公司，在中证登登记托管。
8. 可转换公司债券。发行主体为境内上市公司，在一定期间内依据约定条件可以转换成股份，在中证登登记托管。
9. 中小企业私募债券。发行主体为境内中小微型企业，在中证登登记托管。
10. 资产支持证券
11. 信贷资产支持证券。发行主体为特定目的信托受托机构（信托公司），代表特定目的信托的信托受益权份额。受托机构以因承诺信托而取得的银行业金融机构的信贷资产（信托财产）为限，向投资机构支付资产支持证券收益。信贷资产支持证券在中央结算公司登记托管。
12. 企业资产支持证券。发行主体为券商，以券商集合理财计划形式出现，基础资产为信贷资产以外的其他资产、收费权等，在中证登登记托管。
13. 熊猫债券

境外机构在中国境内发行的人民币债券，包括主权类机构、国际开发机构、金融机构和非金融企业等。

1. 同业存单

存款类金融机构法人在银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，是货币市场工具。同业存单采用电子化方式通过外汇交易中心公开或定向发行，投资和交易主体为同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品，在上清所登记托管。固定利率存单期限包括1个月、3个月、6个月、9个月和1年；浮动利率存单期限包括1年、2年和3年。

1. 按照付息方式划分
2. 零息债券。低于面值折价发行，到期按面值一次性偿还，期限在1年以上。
3. 贴现债券。低于面值折价发行，到期按面值一次性偿还，期限在1年以内。
4. 固定利率附息债券。发行时标明票面利率、付息频率、付息日期等要素，按照约定利率定期支付利息，到期日偿还最后一次利息和本金。
5. 浮动利率附息债券。以某一短期货币市场参考指标为债券基准利率并加上利差（发行主体可通过招标或簿记建档确定）作为票面利率，基准利率在待偿期内可能变化，但基本利差不变。
6. 利随本清债券。发行时标明票面利率，到期兑付日前不支付利息，全部利息累计至到期兑付日和本金一同偿付。
7. 按照币种划分
8. 人民币债券。以人民币计价的债券，包括境内机构发行的人民币债券和境外机构发行的熊猫债券，占中国债券市场的绝大部分。
9. 外币债券。境内机构在境内发行的以外币计价的债券，经人民银行批准发行。目前仅有零星的境内美元债券，大部分在中央结算公司托管。
10. SDR债券。以特别提款权（SDR）计价的债券。2016年8月世界银行在中国银行间市场发行5亿以人民币结算的SDR债券，后续预计有更多中资机构和国际组织参与发行。

1.3.债券市场

目前，中国债券市场形成了统一分层的市场体系，主要包括 银行间市场、交易所、商业银行柜台三个子市场。

1. 银行间债券市场。银行间市场是中国债券市场的主体，债 券存量接近全市场的 90％。该市场属于大宗交易市场（批发市 场），参与者是各类机构投资者，实行双边谈判成交，主要实行 “实时、全额、逐笔”的结算方式。中央结算公司为投资者开立债 券账户，实行一级托管，并提供交易结算服务。
2. 交易所。由各类社会投资者参与，属于集中撮合交易的零 售市场，典型的结算方式是净额结算。交易所债券实行两级托管 体制，其中中央结算公司为总托管人，负责为交易所开立代理总 户，中证登为债券分托管人，记录交易所投资者明细账户，中央 结算公司与交易所投资者没有直接的权责关系。交易所债券交易 结算由中证登负责。
3. 商业银行柜台。是银行间市场的延伸，也属于零售市场。 柜台市场实行两级托管体制，其中中央结算公司为一级托管机构， 负责为开办银行开立债券自营账户和代理总账户，开办银行为二 级托管机构，负责为投资者开立二级托管账户，中央结算公司与 柜台投资者没有直接的权责关系。与交易所不同的是，开办银行 每日需将柜台投资者账户余额变动数据传给中央结算公司，同时 中央结算公司为柜台投资人提供债券复核查询服务，成为保护投 资者权益的重要途径。

二 国内宏观经济情况

1. CPI变化情况

2020年CPI的数值为686.5，同比上涨2.49%。2020年因为疫情的原因，只有1月7月和12月的CPI同比是在上涨的，其余月份的CPI同比都是在下降的。截止到2021年4月，我国的CPI同比变化情况有所改变，逐渐呈现了上涨的趋势，2021年4月我国的CPI数值为99.7，同比上涨0.61%，环比上涨0.20%。

1. PPI变化情况

2020年PPI的数值为98.2，与2019年的99.7，同比下降 1.5%。即使2020年经历了全球性的疫情，但是月度PPI同比变化仍然有超过 一半的月份是在上涨的。2021年前4个月的PPI数值同比变化情况都较好，都是呈现上涨的趋势，但是环比变化情况就有所偏差了，只有3月份的PPI环比是上涨的，其余月份都是下降的。

1. 国内经济情况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 2019年 | 2020年 | 同比变化 |
| 国民总收入 | 983751.2 | 1008782.5 | 2.54% |
| 国内生产总值 | 986515.2 | 1015986.2 | 2.99% |
| 第一产业增加值 | 70473.6 | 77754.1 | 10.33% |
| 第二产业增加值 | 380670.6 | 384255.3 | 0.94% |
| 第三产业增加值 | 535371.0 | 553976.8 | 3.48% |
| 第四产业增加值 | 70328 | 72000 | 2.38% |

2020年我国的国民总收入是1008782.5，同比增加2.54%;国内生产总值为1015986.2，同比增加2.99%.各个产业的增加值较为可观，都是呈现上涨的趋势，其中增加最为明显的是第一产业的增加值，2020年第一产业增加值为77754.1，同比增加10.33%，远远多于其它产业增加值的同比变化。

国内生产总值环比增速情况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
| 第一季度 | 1.80% | -9.30% | 0.60% |
| 第二季度 | 1.10% | 10.10% |  |
| 第三季度 | 1.30% | 3.10% |  |
| 第四季度 | 1.60% | 3.20% |  |

从2019年至2021年第一季度来看，除了2020年第一季度国内生产总值环比增速是下降的，其它的各个季度国内生产总值环比增速都是上涨的。2020年第一季度下降是因为爆发了全国性的新冠疫情，致使全国的大部分行业停产，经济下滑，国内生产总值下降。国内生产总值环比增速幅度最大的是2020年第二季度，环比增加了10.10%，很大的原因因为国内的疫情得到有效的控制，全国开始复工复产，经济开始慢慢回升，国内生产总值开始慢慢的增加。

4.货币信贷市场情况

三 债券市场整体分析

1. 债券市场价格走势分析

中债指数

收益率曲线

2020年债券市场第一季度的平均收益率为3.3619%，同比2019年第四季度，第二季度的平均收益率为3.6986%，第三季度的平均收益率为3.9583%，第四季度的平均收益率为3.7733%

1. 债券市场发行量

2020年，债券市场共发行各类债券56.94万亿元，同比增长20.60%。相比而言2019年债券市场共发行各类债券45.21万亿元，同比增长4.67%。2020年的债券市场发行总量和债券发行总量的同比情况都有较大的增加。

其中，中央结算公司登记发行债券21.87万亿元，占比57.94%，同比变化42.91%；上海清算所登记发行债券9.69万亿元，占比25.66%，同比变化34.30%；交易所新发债券6.19万亿元，占比16.40%，同比变化36.93%。中央结算公司仍然占债券市场发行的主要份额。这里的发行量的统计不包括同业存单，其全年发行量为18.97万亿元，年末余额为11.15万亿元。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 地区 | 发行只数 | 发行只数占比(%) | 发行金额(亿元) | 发行金额占比(%) |
| 安徽(信用债) | 1,080 | 2.10 | 5,466.61 | 1.44 |
| 江苏(信用债) | 4,568 | 8.90 | 26,678.07 | 7.02 |
| 贵州(信用债) | 1,509 | 2.94 | 4,629.19 | 1.22 |
| 山东(信用债) | 2,873 | 5.60 | 13,147.49 | 3.46 |
| 山西(信用债) | 1,085 | 2.11 | 4,598.07 | 1.21 |
| 天津(信用债) | 2,616 | 5.10 | 11,593.65 | 3.05 |
| 北京(信用债) | 5,165 | 10.06 | 108,897.63 | 28.65 |
| 上海(信用债) | 3,397 | 6.62 | 48,150.23 | 12.67 |
| 广东(信用债) | 5,468 | 10.65 | 44,772.20 | 11.78 |
| 浙江(信用债) | 4,521 | 8.81 | 23,984.89 | 6.31 |
| 湖南(信用债) | 1,107 | 2.16 | 6,212.91 | 1.63 |
| 四川(信用债) | 1,807 | 3.52 | 8,129.26 | 2.14 |
| 云南(信用债) | 1,722 | 3.35 | 3,199.65 | 0.84 |
| 陕西(信用债) | 414 | 0.81 | 3,934.35 | 1.04 |
| 福建(信用债) | 2,097 | 4.08 | 19,449.72 | 5.12 |
| 辽宁(信用债) | 1,615 | 3.15 | 6,464.54 | 1.70 |
| 河南(信用债) | 1,835 | 3.57 | 6,118.18 | 1.61 |
| 广西(信用债) | 1,283 | 2.50 | 4,166.05 | 1.10 |
| 内蒙古(信用债) | 315 | 0.61 | 1,511.01 | 0.40 |
| 河北(信用债) | 1,270 | 2.47 | 3,965.74 | 1.04 |
| 重庆(信用债) | 1,485 | 2.89 | 8,097.18 | 2.13 |
| 甘肃(信用债) | 252 | 0.49 | 1,095.32 | 0.29 |
| 江西(信用债) | 801 | 1.56 | 3,987.83 | 1.05 |
| 湖北(信用债) | 748 | 1.46 | 5,085.52 | 1.34 |
| 新疆(信用债) | 648 | 1.26 | 2,103.99 | 0.55 |
| 黑龙江(信用债) | 666 | 1.30 | 1,723.88 | 0.45 |
| 青海(信用债) | 172 | 0.34 | 445.35 | 0.12 |
| 宁夏(信用债) | 311 | 0.61 | 569.40 | 0.15 |
| 吉林(信用债) | 382 | 0.74 | 1,290.28 | 0.34 |
| 海南(信用债) | 108 | 0.21 | 310.70 | 0.08 |
| 西藏(信用债) | 23 | 0.04 | 231.85 | 0.06 |
| 中国香港(信用债) | 10 | 0.02 | 112.00 | 0.03 |
| 合计 | 51,339 | 100.00 | 380,122.75 | 100.00 |

从2020年各地方发行的信用债来看，就发行只数而言，排名前三的是广东省北京市和江苏省，其发行只数分别为5468 5165和4568，分别占比为10.65% 10.06%和8.90%;从发行金额来看，排在前三位的是北京市上海市和广东省，其发行金额分别为108897.63亿元48150.23亿元和44772.20亿元，发行金额占比分别为28.65% 12.67%和11.78%。从2020年各地区发行债券（信用债）的情况来看，经济越发达的地方，债券市场也更加的发达，发行只数和发行金额也会相对于其他地区占比更多。

1. 债券市场托管量
2. 债券市场交易结算量

2020年，债券市场交易结算量共计1540.11万亿元，同比增长17.81%，比2019年提高3.13个百分点。其中，中央结算公司结算量为943.23万亿元，占全市场的61.24%；上海清算所结算量为302.26万亿元，占全市场的19.63%；交易所结算量为294.61万亿元，占全市场的19.13%。从交易类型看，现券结算量241.02万亿元，同比增长12.93%；回购结算量1291.97万亿元，同比增长18.56%；债券借贷结算量7.11万亿元，同比增长69.98%

1. 债券市场存量情况

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 省(直辖市) | 债券数量(只) | 债券数量比重(%) | 债券余额(亿元) | 余额比重(%) |
| 吉林 | 482 | 0.84 | 7,230.68 | 0.63 |
| 辽宁 | 963 | 1.69 | 13,951.95 | 1.22 |
| 黑龙江 | 474 | 0.83 | 6,814.80 | 0.60 |
| 青海 | 267 | 0.47 | 3,136.69 | 0.27 |
| 甘肃 | 395 | 0.69 | 5,681.44 | 0.50 |
| 陕西 | 879 | 1.54 | 13,919.34 | 1.22 |
| 海南 | 262 | 0.46 | 3,553.56 | 0.31 |
| 广东 | 5,405 | 9.47 | 65,807.29 | 5.76 |
| 湖南 | 1,682 | 2.95 | 22,244.60 | 1.95 |
| 湖北 | 1,558 | 2.73 | 19,310.48 | 1.69 |
| 河南 | 1,625 | 2.85 | 17,674.86 | 1.55 |
| 山西 | 1,172 | 2.05 | 11,775.52 | 1.03 |
| 河北 | 1,261 | 2.21 | 16,753.86 | 1.47 |
| 云南 | 910 | 1.59 | 14,105.63 | 1.23 |
| 贵州 | 1,509 | 2.64 | 17,163.75 | 1.50 |
| 四川 | 2,393 | 4.19 | 24,281.54 | 2.12 |
| 福建 | 2,131 | 3.73 | 28,219.09 | 2.47 |
| 江西 | 1,103 | 1.93 | 13,255.94 | 1.16 |
| 浙江 | 4,428 | 7.76 | 41,416.20 | 3.62 |
| 安徽 | 1,143 | 2.00 | 17,696.05 | 1.55 |
| 江苏 | 5,338 | 9.35 | 54,350.75 | 4.75 |
| 山东 | 3,308 | 5.79 | 35,721.11 | 3.12 |
| 上海 | 3,672 | 6.43 | 55,415.70 | 4.85 |
| 重庆 | 1,906 | 3.34 | 18,789.46 | 1.64 |
| 天津 | 2,410 | 4.22 | 19,817.42 | 1.73 |
| 北京 | 6,966 | 12.20 | 351,251.92 | 30.73 |
| 宁夏 | 358 | 0.63 | 2,356.30 | 0.21 |
| 新疆 | 822 | 1.44 | 9,223.72 | 0.81 |
| 内蒙古 | 449 | 0.79 | 9,559.68 | 0.84 |
| 西藏 | 79 | 0.14 | 772.13 | 0.07 |
| 广西 | 1,224 | 2.14 | 12,012.00 | 1.05 |
| 香港 | 71 | 0.12 | 1,137.48 | 0.10 |
| -- | 446 | 0.78 | 208,767.50 | 18.26 |

数据来源：Wind

1. 货币市场利率情况
2. 债券市场违约情况

2020年，债券市场新增违约规模1253.75亿元，同比微增1.68%，低于2019年4.99个百分点。从违约只数看，2020年新增违约债券113只，同比下降30.25%；从违约主体看，违约发行人共36家，同比减少26家，其中首次违约发行人21家，同比减少23家。2020年新增违约或展期债券以中高等级债券为主，评级在AAA级、AA+级的违约或展期债券规模分别为731.16亿元和457.94亿元，合计占比超83%，较2019年上升29个百分点。违约或展期债券评级上移主要由于国有企业违约增多，2020年国有企业债券违约规模达828.35亿元，同比上升473%，其中92%为AA+级以上债券。此外，协议展期事件有所增多。全年新增协议展期债券35只，规模271.46亿元，同比分别增长52.17%和31.76%。展期债券中，仅1只完成兑付，规模2.5亿元；有3只展期后仍发生违约，规模15亿元。协议展期债券发行人共23家，同比增加8家。

四 债券市场运行特点

1. 提升国债基准职能，完善国债税收安排

一是推动国债收益率曲线作为存贷款利率定价基准。国债收益率曲线作为市场化的利率，具有结构完整、连续性强等优点，建议以试点方式逐步推动国债收益率曲线作为存贷款市场定价基准。

二是扩大国债收益率曲线宏观政策中的应用。建议将国债收益率曲线作为货币政策调控的中介目标，国债收益率与潜在经济增长率之间的关系较为稳定，在潜在经济增长率稳定的前提下，可将国债收益率作为货币政策适度性的均衡指标。其中，国债期限利差反映市场预期，可为宏观经济政策提供参考。

三是完善国债税收制度。目前，国债持有期间利息收入免税，而国债买卖价差形成的资本利得征税，税收扭曲抑制国债二级市场交易的活跃度。进一步完善国债税收制度，有利于提升国债的金融属性和提高国债市场流动性。

1. 优化地方政府债信用评级，提升市场流动性

一是探索优化地方政府债评级制度安排。地方政府债虽建立了信用评级机制，但在运行过程中仍存在信用评级差异不大等问题。应完善信用评级工作机制，引导评级机构提高地方政府或项目的信用区分度，使信用评级真正反映财务状况的差异。

二是健全地方政府债市场运行机制，提升地方政府债流动性。近年地方政府债流动性逐步提升，但仍存在流动性整体不高、区域差异大等问题。为提升地方政府债流动性，一方面应着力拓展地方政府债品种，扩展付息兑付方式，丰富浮动利率债券品种，适时研究推出地方政府债指数期权、期货等对冲产品；另一方面应不断推动地方政府债ETF等创新产品发展，吸引资管产品积极投资地方政府债。

1. 推动信用体系建设，强化中介机构职责约束

一是推动信用体系建设。健全信用债主承销商信用评价工作，有效强化企业债券事中事后监管和信用约束。持续完善监管规则，建立公开、透明、高效的企业债券发行注册管理体系，加强金融科技和监管科技研究与应用，深入开展大数据技术应用创新。

二是深化债券信息披露服务。加强对企业债的信用风险监测和防范，推动《公司信用类债券信息披露管理办法》落地实施。推动信息披露标准化，研究支持ESG债券信息披露模式，探索建立绿色债券数据库及环境效益信息披露平台。

1. 做实资产支持证券底层穿透，加强市场标准化建设

一是推动资产支持证券基础资产穿透登记。建议推动资产证券化品信息披露表格模板的标准化工作，实现规范化、电子化披露和机器可读，提高国内资产证券化品的信息披露透明度，更好地保护投资者利益，及时监测防范市场风险。

二是加强市场标准化建设。资产证券化与信贷资产流转是互为补充的信贷资产盘活渠道，建议促进流转和证券化协同发展，充分发挥两类业务的比较优势形成合理分工，提高信贷资产盘活效率和专业水平。加强资产流转平台建设，探索统一不良贷款登记转让处置。建议加强标准化建设，依据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《标准化债权类资产认定规则》等监管文件的要求，创设标准化信贷资产流转产品，进一步拓宽投者范围，完善信息披露和公允定价机制建设，提高市场流动性。

1. 扩大人民币债券跨境使用，深化人民币国际化发展建议扩大人民币资产的跨境使用，重构更加多元、均衡的全球担保品体系。当前国际投资者争相竞逐安全资产，国际主流担保品池的集中度风险有所上升，应加快拓展人民币担保品跨境使用，打造人民币担保品跨境合作生态，持续推动人民币债券纳入国际市场合格押品池，探索建立担保品国际服务联盟，满足国际投资者对多元化担保品资产的需求。
2. 贯彻安全发展要求，夯实金融市场基础党的十九届五中全会提出“把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程”，金融基础设施作为债券市场安全发展的重要抓手，要落实中央深改委会议提出的“布局合理、治理有效、先进可靠、富有弹性”的金融基础设施体系建设指导方针。布局合理必然要求理顺职能定位和促进互联互通相统一，形成良好有序的生态体系，可参考中央结算公司研发的“中央确权、穿透监管、多级服务、合作共赢”的中债方案。治理有效必然要求实现穿透监管和明确功能监管相统一，形成统筹协调的监管体系，应构建覆盖全债券市场的中央登记托管体系，并向其他金融资产推广，为市场安全发展打下坚实基础。先进可靠必然要求发挥后发优势和遵循国际标准相统一，形成创新引领的业务体系，不搞叠床架屋的拼接，避免短板效应。富有弹性必然要求坚持底线思维和提高制度包容性相统一，形成兼容并蓄的解决方案，应以统一后台对接境外前台，延伸制度触角，满足安全发展需求。

五 未来发展趋势