



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 彭林威 刘琦

2024年10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、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。

# 货币政策超预期，债市回调明显

## 摘要

2024年三季度，美联储兑现了降息预期，50个基点的预防式降息略超市场预期，但通胀的回落与失业率的上升为此次降息提供支撑；欧央行三季度非对称降息，缩窄利率走廊，“地板体系”逐步明确存款便利利率的政策利率属性；日央行三季度再加息15个基点，货币政策正常化迈出一大步；英国央行三季度先于美联储降息，但服务通胀的反弹终止了9月进一步降息。

三季度初中国人民银行开启了近年来最大力度的货币政策改革，重启国债现券买卖操作短期内有利于国债利率调控，长期或成基础货币投放新方式；设立临时正逆回购缩短利率走廊区间，利率调控精准性进一步加强。9月24日，中国人民银行大幅降准、降息，并增设两项结构性货币政策工具支持股票市场发展，货币政策工具力度超预期。三季度债市受政策、大行卖债、理财赎回负反馈等多重因素影响，尤其是“9·24”新政引发的“股债跷跷板”效应带动债市收益率大幅回调。

三季度，我国债券发行量和发行只数同比环比均有提升，净融资额同比增长近五成，国债发行量创近年新高，地方政府债发行同比环比均有增加，债券市场存量规模继续增长，地方政府债券贡献了债券市场同比增量的三成。国债市场成交笔数和成交金额均同比增加、环比继续下降，平均成交天数保持平稳，平均换手率同比有所提升；债券市场违约企业涉及多个行业，可能存在外溢风险；境外机构持有人民币债券托管量再创新高。

中国人民银行强化公开市场国债买卖，丰富货币政策工具，提振债券市场信心；多部门合力打出金融政策组合拳，推出一系列利好政策和工具，力求增加市场流动性，激活内需，促进经济向好发展。三季度，中央政治局召开会议，落实存量政策的同时推出增量政策，加大财政货币政策逆周期调节力度；中国人民银行降准降息，助力实现全年经济增长目标。

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
- 彭林威  
中国社会科学院大学硕士研究生
- 刘琦  
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

# 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 .....	15
(一) 债券市场发行、存量及交易 .....	15
(二) 国债二级市场流动性 .....	20
(三) 债券市场违约情况 .....	21
(四) 债券市场改革及法制建设 .....	23
(五) 债券市场对外开放 .....	25
三、展望 .....	26
专题研究一：中国人民银行公开市场操作与国债利率 .....	27
专题研究二：全球数字债券市场分析报告 .....	29

## 一、主要国家货币政策及利率走势

2024 年三季度，美联储开启预防式降息，通胀持续回落，劳动力紧张得以缓解。欧央行在三季度再次降息，非对称降息缩窄利率走廊下限与主要再融资利率差。英格兰银行 8 月降息 25 个基点，服务通胀超预期回升带动核心 CPI 走高，9 月降息暂停仍需数据验证。日央行 7 月加息 15 个基点，同时缩减国债购买，后续仍有持续加息空间。三季度，中国人民银行推动公开市场操作改革，恢复国债现券买卖，设立临时正逆回购，并大幅降息，增设两项结构性货币政策工具支持资本市场发展。

### （一）主要经济体的货币政策及利率

美国通胀重回 3% 以下，日本能源通胀有所升温。美国通胀延续二季度以来的缓慢降温态势，7 月通胀即跌破 3%，为 2.9%，8 月、9 月 CPI 同比分别为 2.5%、2.4%（见图 1），7 月~9 月核心 CPI 也分别为 3.2%、3.2%及 3.3%，CPI 逐步下降，核心 CPI 则有所波动。欧元区 7 月~9 月调和 CPI 分别为 2.6%、2.2%及 1.8%，通胀在二季度小幅回升后，三季度重新回落，9 月通胀甚至下降至 2% 以下。英国 7 月~8 月 CPI 均为 2.2%，较二季度末的 2% 小幅上行。日本 7 月~8 月 CPI 分别为 2.8% 和 3%。在食品与服务通胀保持相对稳定的情况下，能源通胀出现大幅上行，6 月能源项 CPI 就已上升至 7.7%，7 月进一步升至 12%，8 月有所维持。日本政府自 2024 年 5 月开始逐步取消公用事业补贴致使电价及天然气价格的上涨成驱动了此轮能源通胀的上升。

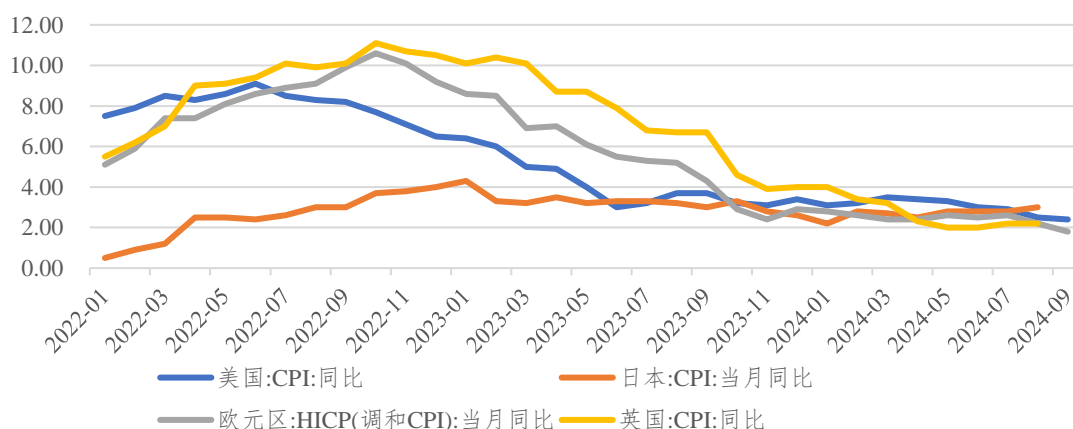


图 1 主要发达经济体通胀水平 (%)

数据来源：Wind。

**美联储 50 个基点开启预防性降息，失业率回归疫情前。**2024 年三季度以来，美国通胀进一步放缓，在美联储 7 月仍暂停利率操作后，9 月的议息会议选择降息，50 个基点的降息幅度略超出市场预期（见图 2）。美联储在 9 月经济展望中，将 2024 年 GDP 增速预期下调 0.1 个百分点至 2%，整体上调了 2024~2026 年的失业率预期，分别较前次预测上调 0.4%、0.2%及 0.2%至 4.4%、4.4%及 4.3%，而对核心 PCE 预测则有所下调，2024、2025 年核心 PCE 预测分别下调 0.2%、0.1%至 2.6%、2.2%。美联储预期的改变反应了美国三季度以来通胀放缓、就业走弱的局面，鲍威尔在讲话中认为自 2024 年以来，美国劳动力市场明显冷却，不再像以前那样过热，通胀放缓在 2024 年早些时候暂停后又重新向 2%目标出发。但整体来看，美联储此次降息或属预防式降息，通胀回落及就业放缓并未显示美国经济出现明显衰退。首先，从就业数据来看，美国失业率在 2023 年年初迎来疫情后最低值 3.4%之后，整体缓慢回升。2024 年 5 月重回 4%，7、8 月分别为 4.3%及 4.2%，4%附近的失业率处疫情前正常水平，仅能反应就业市场的冷却，论断衰退为时过早。从新增非农就业人数来看，7 月~9 月新增非农就业人数分别为 14.4 万人、15.9 万人及 25.4 万人。三季度新增非农数据上升或主要受飓风等对干扰就业临时性影响因素消退，与 2024 年年初相比，新增非农就业仍整体呈下降趋势。从 9 月分项来看，服务行业新增就业是新增非农就业的主力军，反应服务市场景气度仍然较好。鲍威尔在讲话中也认为失业率的升高并不是经济衰退期间通常出现的大规模裁员，而是主要反映劳动供应的显著增加，以及招聘速度的减缓。从通胀数据来看，7 月~9 月美国核心 CPI 分别为 3.2%、3.2%及 3.3%，但从分项上看，美国通胀呈现“商品通缩、服务通胀”的局面。7 月~9 月美国服务 CPI 分别为 4.9%、4.9%及 4.8%，而商品 CPI（不含食品与能源）分别为-1.7%、-1.7%及-1.2%，服务通胀在消费韧性支撑下仍有粘性，商品通胀则反应了全球整体商品供求的走弱。

**欧央行再降息，非对称降息缩窄利率走廊。**欧央行在 6 月将三大利率同时下调 25 个基点后，9 月再次降息。除存款便利利率仍下调 25 个基点外，主要再融资利率与边际贷款利率均下调 60 个基点。此次下调后，存款便利利率、主要再融资及边际贷款利率分别调至 3.5%、3.65%及 3.9%。欧央行利率走廊上下限由 75 个基点缩窄为 40 个基点，此次非对称降息是欧央行货币政策框架调整的一部

分。在主要融资利率作为基准中线利率与利率走廊上限保持不变的同时，收缩了其走廊下限的距离，有利于限制货币市场利率的波动并进一步激励商业银行参与主要再融资操作的意愿，强化货币政策工具传导效率。三季度，低迷的经济增长是推动欧央行两次降息的主要原因。欧央行进一步下调经济增长的预期，将2024~2026年实际GDP增速均下调了0.1%分别至0.8%、1.3%及1.5%。欧元区2024年二季度实际GDP环比增长0.2%，较一季度下滑了0.1%，受制造业拖累，作为欧元区发动机的德国二季度实际GDP环比增长-0.1%。欧央行在声明中也认为融资成本仍然受到限制，由于需求疲软，信贷增长依然低迷。通胀方面，欧央行在经济展望中将2024~2026年的预期HICP与6月预测保持不变，但相应调升了核心HICP。

**英格兰银行8月降息25个基点，服务通胀超预期暂停9月降息进程。**8月英格兰银行以5:4的票数首次降息25个基点，开启本轮降息周期，食品和能源价格等外部因素在降低总体通胀方面发挥了主要作用，但持反对意见的成员认为潜在的通胀压力更加根深蒂固，结构性转变的风险加大。8月服务通胀超预期回升，服务CPI由7月的5.2%上升至8月的5.6%，带动核心CPI由7月的3.3%调升至8月3.6%。在能源等外部因素影响下，8月CPI进一步下行至2.2%，但受工资增长影响的服务业通胀仍然过高。因此，英格兰银行选择暂停降息，并宣布未来12个月内将减持1000亿英镑的政府债券。

**日央行加息15个基点，开启量化紧缩。**日央行在7月末议息会议中选择将目标政策利率由此前的0~0.1%提升至0.25%，并计划在2026年1~3月将每月的国债购买规模由当前的5.7万亿日元缩减至2.9万亿日元。此次日本央行15个基点的加息幅度略超市场预期，3月议息会议中日本央行时隔八年退出负利率，加息10个基点将无抵押隔夜拆借利率目标由-0.1%~0提升至0~0.1%。通胀回升或是此次日央行加息考量的重要因素，植田和男在议息会议后表示：“加息的主要原因是通胀走势符合预期，此次加息的主要原因并不一定是日元疲软；对持续高通胀给民众带来的负担表示歉意，需要通胀作为一种趋势，以达到2%的目标；距离中性利率区间仍有一定距离”。长期以来，日本通胀整体不断升高，6月及7月数据均稳定在2.8%，8月升至3%高位，且由薪资等内生动力推动的核心通胀也不断升高，7月~8月核心CPI也分别为2.7%、2.8%，此外三季度日本遭

受极端天气及政策调整等多因素影响，蔬菜大米等食品价格连续上涨，能源通胀也在7月大幅跳升至12%并有所维持，输入型通胀风险重新抬头，通胀增加了加息的可行性与必要性。另外，美元兑日元汇率在7月上旬一度突破1:160，汇率贬值不仅影响日本产品的出海，也通过进口产品价格反向推动日本国内通胀上升。9月日央行则选择按兵不动维持0.25%的利率水平。整体来看或是日央行审慎推动紧缩货币政策迹象的体现，不急于连续加息，暂停一次观察数据表现，以应对海外经济走势及日本金融市场的高度不确定性。伴随着美联储降息的外部压力，日央行下次加息或是在2025年。二季度日本实际GDP环比折年增速2.9%，虽低于初值，但仍高于市场预期的2.3%，未来，日本央行仍将以更为灵活的方式积极推动收紧货币政策。

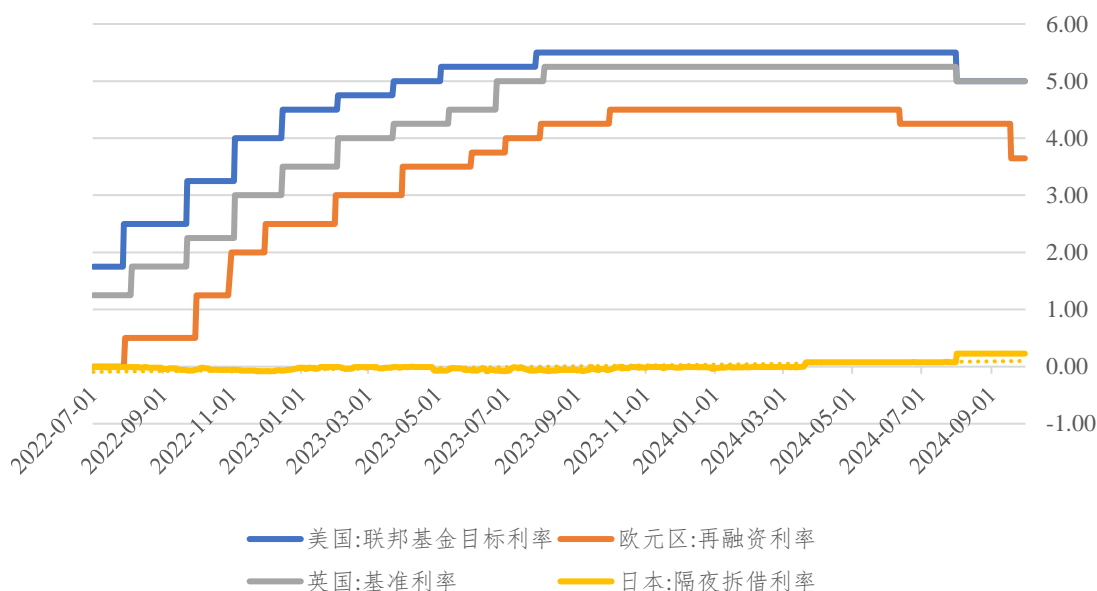


图2 主要发达经济体政策利率 (%)

数据来源: Wind。

主要发达经济体10年国债收益率整体下行，美债收益率下行加快。进入2024年三季度后，随着美联储降息时点愈发明朗，发达国家10年期国债收益率结束了大幅波动、整体上行的趋势，开始缓慢下行。截至三季度末，10年期美国国债收益率为3.81%，较二季度末下行55个基点，10年期英国国债收益率为4.02%，较二季度末下行了17个基点。10年期英国国债收益率自8月上旬起开始超过同期限美债收益率（见图3），主要因市场预期美联储降息信号明确，美债利率下行加快。欧元区10年期3A级公债三季度末收于2.24%，较二季度末下行了39个基点。同期，日本10年期国债收于0.89%，较二季度末下行了17个基点，结束

了长期上行的趋势，日本国债长期受美国经济衰退预期以及国内股市下跌预期影响，随着数据验证美国通胀回落以及劳动力市场的放缓，日本国债出现一定程度上的下跌。

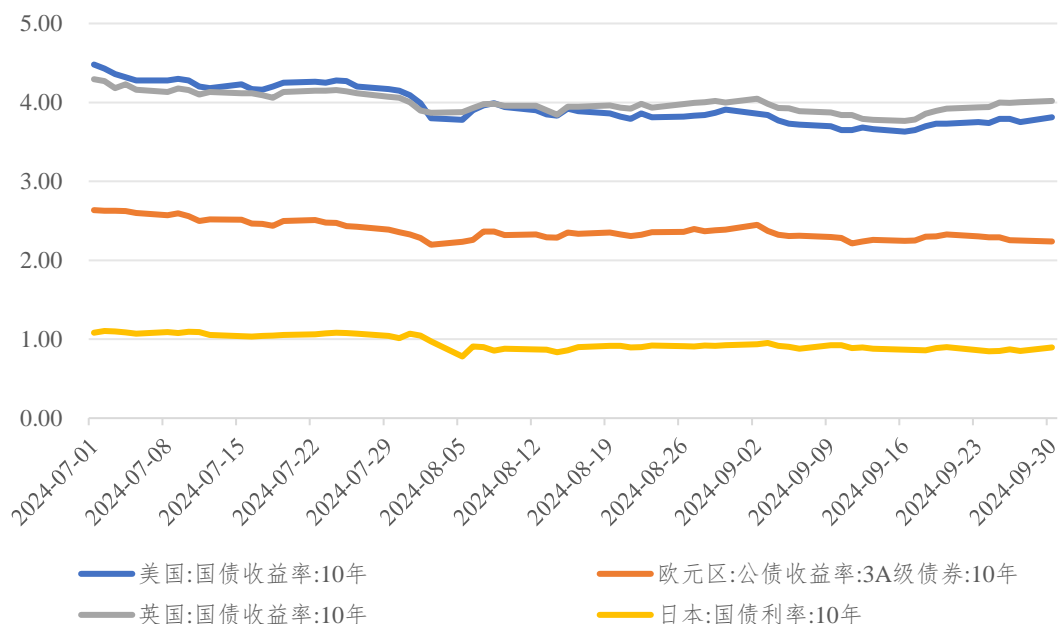


图3 主要经济体10年期国债收益率 (%)

数据来源: Wind。

## (二) 我国央行货币政策及利率走势

公开市场操作迎一系列改革，临时正逆回购收缩短期利率运行区间。三季度，央行对公开市场操作开展了一系列改革措施，主要分为重启国债现券交易操作以及改革现有公开市场操作工具。

一是重启国债现券交易。7月1日央行公告将开展国债借入操作，7月25日，央行发布消息表示已与几家主要金融机构签订了债券借入协议，目前可供出借的中长期国债规模有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入，视债券市场运行情况持续借入并卖出。8月30日，央行公告8月开展的公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为1000亿元。此外，央行还在8月29日以数量招标方式买入4000亿元特别国债。央行重启国债现券买卖操作，短期内将成为避免国债收益率曲线扁平化，防范债市单边一致性预期风险的重要工具（详见专题研究一）。长期来看，国债现券买卖或成为央行基础货币投放的新工具。根据央行买卖资产的不同，可将储备货币发行机制划分为外汇资产、央行贷款以及以国债为基础的

主权信用模式，我国当前货币投放模式已逐步由之前的外汇资产模式过渡回通过央行贷款投放基础货币。中国人民银行当前主要通过 MLF 及 PSL 投放中长期流动性，通过 7 天逆回购操作调节短期流动性，国债买卖操作的加入将进一步丰富基础货币投放方式，开启基础货币投放主权信用模式时代。相较于外汇资产与央行贷款的投放模式，主权信用模式风险低、价格稳、市场大，更有利于央行实施公开市场操作。同时也能很好地强化财政政策与货币政策间的协调配合，增强整体宏观调控的协调性，规避外汇资产模式易受国际金融市场影响以及央行贷款模式逆周期调控存机制性障碍的问题。以国债为基础的主权信用模式也是当前大型发达经济体普遍采用的货币投放模式。

**二是改革现有公开市场操作工具。**7 月 8 日，央行公告：“从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16:00~16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20 个基点和加点 50 个基点”。7 月 22 日又将公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，并调降 10 个基点，1 年期 LPR 与 5 年期 LPR 均下调 10 个基点，MLF 并未下调。8 月 26 日，中国人民银行以利率招标方式将 15 日到期的 3000 亿元中期借贷便利续作，或为进一步弱化 MLF 与 LPR 关系。央行逐步理顺各利率之间的关系，逐步将 7 天期逆回购利率明确为核心政策利率，淡出中期政策利率，理顺由短及长的传导关系，减少政策利率种类。通过影响短端利率进而引导中长端利率，同时通过临时正逆回购形成的 70 个基点区间缩短由常备借贷便利利率与超额存款准备金利率组成的利率走廊。在这样的背景下，央行货币政策工具箱中价格型工具与数量型工具将有所分离，此前回购类的工具既起到了流动性投放的数量工具职能，又引导市场利率，起到了价格型工具的职能，固定数量、价格招标的方式使得其对价格的引导力始终受限。2024 年中国人民银行二季度货币政策执行报告也指出该方式有时会出现合意数量与稳定价格二者之间的冲突，将 7 天期逆回购操作改为固定利率的数量招标，明示操作利率，能提升逆回购利率其作为政策利率的核心地位。

**“9·24 新政”降准又降息，结构性货币政策支持资本市场发展。**9 月 24 日，在国务院新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜宣布了金融支持经济高质量发展的一系列措施，包括降低存款准备金率 0.5%，预计将向市场提供长期流动性

1 万亿元，且年内仍将择机继续进行下调。此次调整后大型商业银行存款准备金率将由 8.5% 下调至 8.0%，中型商业银行将由 6.5% 下调至 6.0%。下调 7 天逆回购利率 20 个基点，由 1.7% 下调至 1.5%，同步下调常备借贷便利利率 20 个基点至 2.5%，下调 MLF 利率 30 个基点至 2.0%，预期带动 LPR 下降 20~25 个基点。引导存量放贷利率将至新发放贷利率附近，平均预计降幅 50 个基点，同时将 3000 亿元保障性住房再贷款资金支持比例由 60% 提升至 100%。设立证券、基金、保险公司互换便利，支持金融机构使用债券、股票 ETF 以及沪深 300 成分股等资产换入中国人民银行国债、央行票据等高流动性资产，首次 5000 亿元，同时设立股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票，首期 3000 亿元，资金支持比例为 100%，利率 1.75%。

在经济金融数据走低的背景下，中国人民银行大幅降准降息，向市场提供充足流动性，此外首次设立针对股票市场的结构性货币政策工具，将有利于稳定股票市场，显著提升了投资者信心，这种“以券换券”的货币政策工具，此前 2008 年美联储也设立过类似的工具——定期证券借贷便利，支持金融机构以流动性较差的证券做抵押换取美联储的国债，但不同的是，此次中国人民银行设立的工具资金仅用于股票市场，对股票市场支持作用更明显，同时设立的股票回购、增持再贷款对股票市场流动性也具有较强的支撑作用。

**短债利率与资金利率倒挂，大行买短卖长成主要推手。**2024 年以来，以 1 年期国债为代表的短期国债利率持续下行，2 月末开始低于 DR007 代表的短期资金利率开始出现倒挂，二者利差稳步走阔。三季度开始倒挂幅度进一步加深，8 月有所回调，9 月短期国债利率继续下行。我国债券市场长期形成了“逆回购利率—资金价格—短债—长债”的传导机制。2017 年后短期国债利率大部分情况下高于资金价格，机构短债配置需求受资金价格影响。2017 年以来，短期国债利率仅在 2020 年上半年出现持续低于资金价格情形，主要因经济受突发因素影响带动避险情绪大幅升温，同时央行加码货币宽松，推动短债利率快速下行。整体来看，三季度以来，短期国债进一步下行主要受央行及大行买短卖长行为的影响，在长期国债利率大幅下行的背景下，央行为维持一定的正向收益率曲线形态，在卖出长期国债抬升长债利率的同时，买入短期国债压低短期国债利率。而大型商业银行则是买短卖长的主力，成为推动短债利率下行的重要力量，国债期限利差

也有所恢复走阔，大型商业银行此举或是受监管指导影响。同时中期因贷款需求疲软，资产端加强债券资产配置，而短债品种还能在一定程度上压降久期，成为大行配置重点。后续，在长债利率也创新低的背景下，央行或延续买短卖长操作，大行短债配置需求仍在，但考虑到短债利率已处历史地位。9月末，1年期国债收益率报1.37%，下行空间已较为有限。

**流动性管理方面**，三季度公开市场操作总投放量11.90万亿元，到期10.96万亿元，净投放资金9454亿元。二季度公开市场操作总投放量仅2.84万亿元，随着央行改革逆回购操作工具在7月改为固定利率招标后，公开市场单月投放量进入万亿时代，公开市场投放资金显著增加。7月央行公开市场操作总投放2.96万亿元，到期2.35万亿元，净投放0.61万亿元；8月央行公开市场操作总投放4.18万亿元，到期4.14万亿元，净投放0.04万亿元；9月央行公开市场操作总投放4.76万亿元，到期4.46万亿元，净投放0.29万亿元（见图4）。

三季度市场资金价格表现较为平稳，资金面分层较二季度有所回归，R007高于DR007约0~30个基点（见图5），较二季度显著走阔，“禁止手工补息”等导致的存款外流影响弱化。DR007高于7天期逆回购利率-5~25个基点。采用固定利率投放后，央行公开市场操作在个别时点对利率削峰作用有所体现，但整体来看，在月末、季末面临缴税节点、政府债券发行缴款以及商业银行考核时，资金面仍有较大程度的分离。

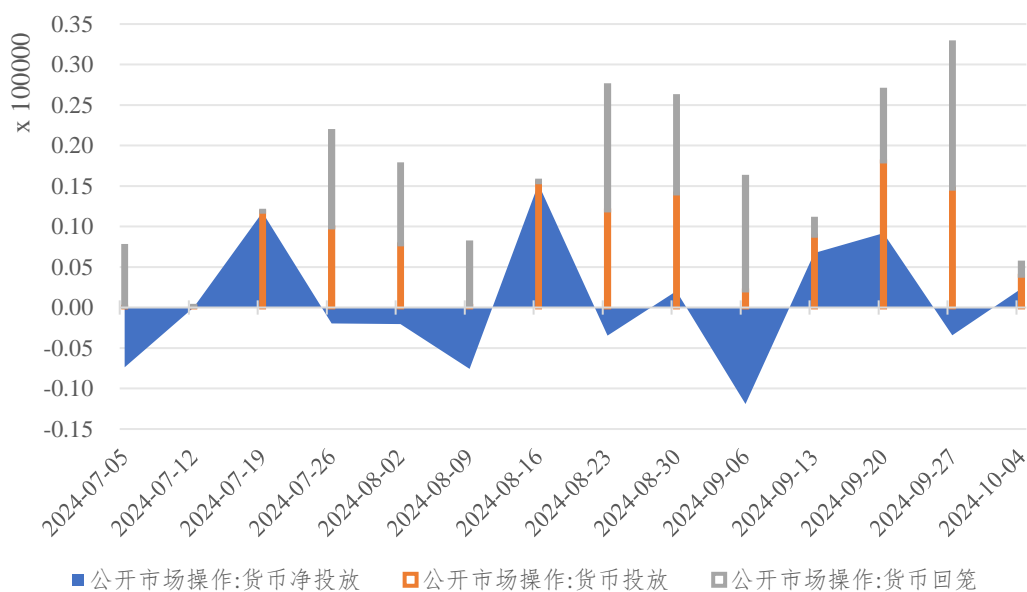


图4 三季度货币投放/回笼统计（亿元）

数据来源：Wind。

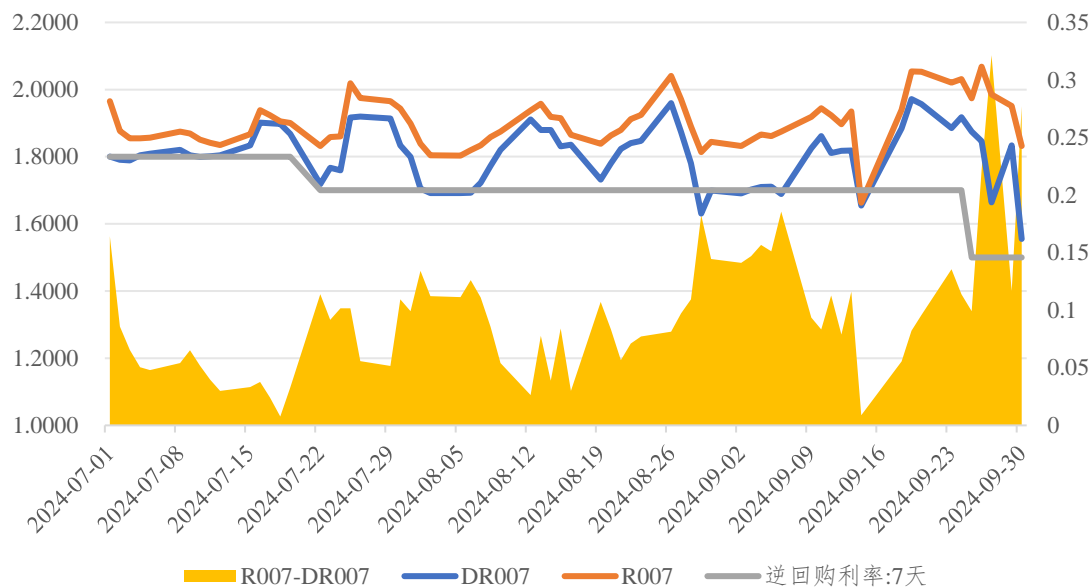


图5 三季度市场资金价格走势 (%)

数据来源：Wind。

三季度债市振荡加大，信用利差极致压缩后重新走阔。2024年7月初至8月上旬，资金在跨季后表现平稳，基本面数据指标表现仍有待提升，资金宽松叠加机构欠配压力，各期限各品种债券收益率均同步下行，3年期国开债一度下探至1.82%（见图6）。此前央行公告将开展国债借入操作未见实际进展，7月下旬央行开展公开市场操作改革并降息10个基点，进一步助推了货币政策宽松预期，债市下行延续。8月中旬至9月23日，债市利率出现快速拉升并整体振荡，受央行指导，大行出现卖出长债行情，引发债市回调，同时8月政府债净供给增加，7月CPI数据触底回升市场通缩担忧解除，债市利率开始回升。大行卖债，农商行接盘一度成为市场关注焦点。值得注意的是，此次信用债利率的调整引发部分理财负反馈，信用债止盈抛售带动信用利差快速走阔，3年期AAA中短期票据收益率与3年期国开债收益率差值一度由15个基点拉升至30个基点附近，信用债收益率回调显著大于利率债收益率。进入9月后债市恢复慢牛行情。9月24日，国新办发布会央行出台多项货币政策，两项股市专属的结构性货币政策工具极大刺激了股市行情，至9月30日，上证综指快速从2700点拉升至3300点左右，“股债跷跷板”效应再次显现，债市出现大幅回调，信用债收益率一周内集体拉升20个基点，国债收益率也大幅回调，信用利差继续走阔，3年期国开债收益率差值由30个基点上行至45个基点附近。整体来看，2024

年三季度债市慢牛行情不再，受政策影响较大，多空博弈情绪浓厚，信用利差在极致压缩后开始出现大幅回升。

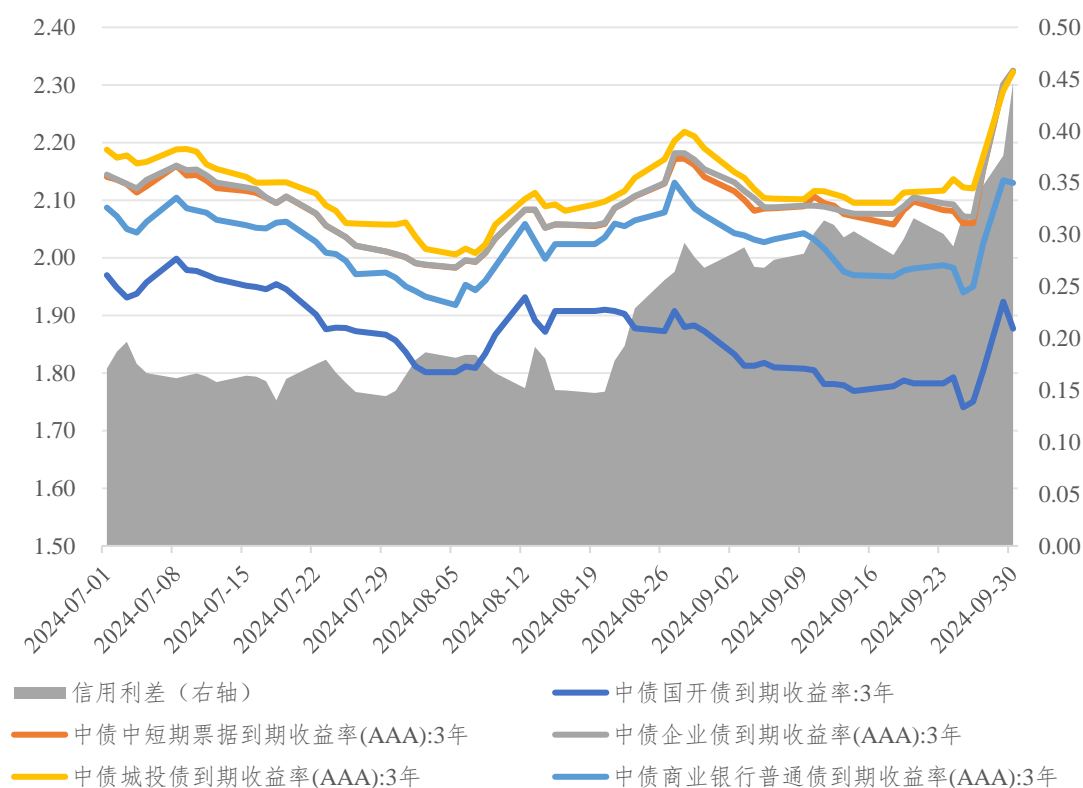


图6 主要券种到期收益率及信用利差 (%)

数据来源: Wind。

9月制造业PMI超季节性回升,非制造业继续下滑。7~8月制造业PMI分别为49.4%、49.1% (见图7), 延续二季度以来的下降趋势, 9月制造业PMI为49.8%, 较前值上升0.7%, 结束了连续5个月的下滑趋势, 从9月制造业PMI各分项上看, 生产及新订单指数是主要支撑项, 9月生产指数较前值上升1.4%至51.2%, 新订单指数较前值上升1%至49.9%, 9月是传统生产旺季, 在新出口订单指数环比下行的情况下, 新订单仍有回升, 显示消费品以旧换新等扩内需政策效果持续释放, 9月内需修复节奏加快, 但同时, 生产回升幅度快于需求, 显示产需缺口仍在走阔。非制造业方面, 服务业指数与建筑业指数仍延续振荡下行态势, 7~9月服务业指数分别为50.0%、50.2%及49.9%, 9月服务业指数下降至荣枯线以下, 建筑业指数分别51.2%、50.6%及50.7%。随着暑期结束, 服务业指数出现一定程度回调, 铁路运输、水上运输、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落幅度较大, 均降至收缩区

间。建筑业指数 9 月则小幅回升，随着 9 月中央政治局会议明确要促进房地产市场止跌回升，后续房地产政策刺激或有利于建筑业活动持续扩张。

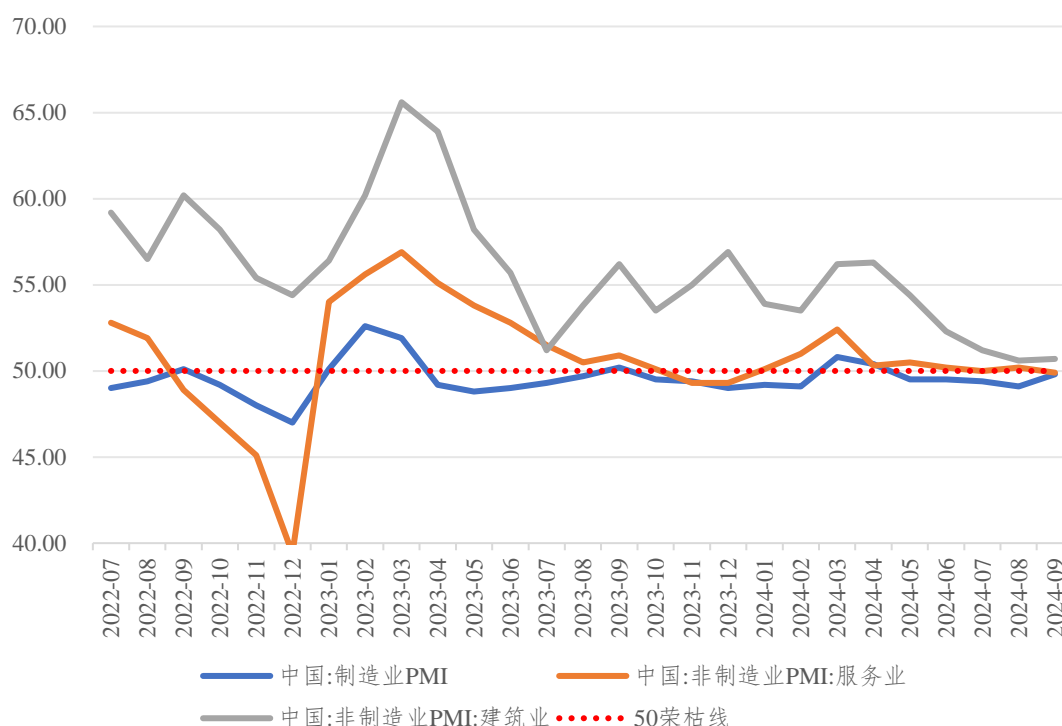


图 7 采购经理指数 (%)

数据来源：Wind。

**CPI 三季度上升后回落，PPI 再度大幅下行。**7 月~9 月，中国 CPI 分别为 0.5%、0.6%及 0.4%（见图 8），7 月~8 月 CPI 较二季度出现明显上升势头，9 月有所回落。但从核心 CPI 来看，却呈现持续走低的态势，7 月~9 月剔除食品和能源的核心 CPI 分别为 0.4%、0.3%及 0.1%，核心 CPI 自 3 月以来持续下滑。整体来看，7 月~8 月 CPI 的回升受食品上涨支撑较大，7 月食品 CPI 自 2023 年 7 月以来首次回正至零值，8 月为 2.8%，从 CPI 中占比最高的猪肉分项看，7 月~8 月猪肉 CPI 分别为 20.4%及 16.1%，对 CPI 回升拉动不少，猪肉价格也创近一年来新高。9 月，CPI 有所回落，一方面，前期食品项支撑因素增速放缓，9 月食品 CPI 环比增速由 8 月的 3.4%放缓至 0.8%，极端天气影响消退；另一方面，随着暑期出游的结束，受其支撑的居住以及交通通信出现转负或降幅走阔的态势。从 9 月核心 CPI 接近零值来看，当前国内居民消费恢复仍旧偏慢，稳定物价上有待持续发力。7~9 月 PPI 分别为 -0.8%、-1.8%及 -2.8%。PPI 在 6~7 月回升至接近零值后，

开始快速下行。受 PPI 快速下行的影响，CPI 与 PPI 差值持续走阔，9 月二者相差 3.4%，三季度 PPI 快速下行主要受石油价格下降以及黑色金属系价格拖累，同时翘尾因素放大了 PPI 的下行，工业品市场需求不足仍有所延续。

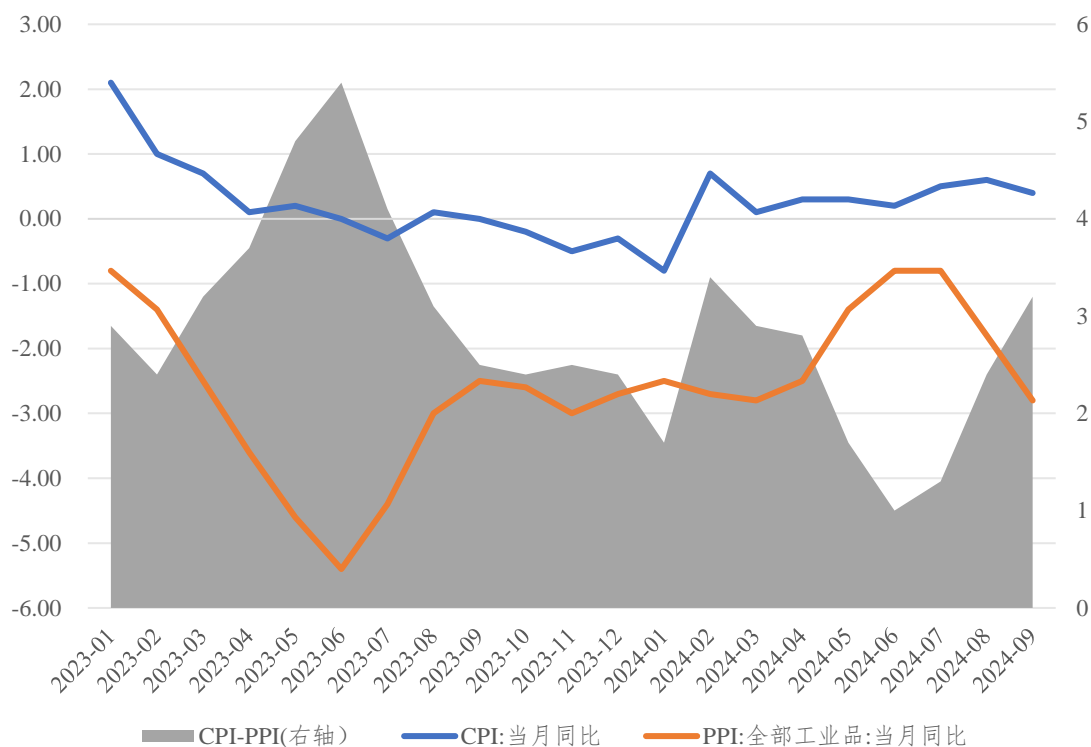


图 8 CPI、PPI 当月同比 (%)

数据来源：Wind。

新增社融政府债支撑明显，人民币贷款连续五个月少增。2024 年 7~9 月，新增社会融资规模分别为 0.77 万亿元、3.03 万亿元以及 3.76 万亿元（见图 9），从各分项上政府债净融资分别为 0.69 万亿元、1.62 万亿元以及 1.54 万亿元，较 2023 年同期多增了 0.28 万亿元、0.44 万亿元及 0.55 万亿元。信贷方面，7 月~9 月，新增人民币贷款分别为 -0.08 万亿元、1.04 万亿元及 1.97 万亿元，较 2023 年同期少增了 0.12 万亿元、0.3 万亿元及 0.57 万亿元，自 5 月以来，新增人民币贷款已经连续 5 个月低于 2023 年同期，成为社融增速的主要拖累项，反应实体信贷融资仍然偏弱。7 月~9 月新增企业债券融资分别为 0.20 万亿元、0.17 万亿元及 -0.19 万亿元，除 7 月外，较 2023 年同期均有不同程度少增，且新增企业债券融资首次在 9 月转负，可能与 9 月以来信用债收益率的大幅回升有关。四季度，即使有一揽子增量政策涉及

增发国债，但考虑到仍需人大审批，目前政府债在剩余额度不多的情况下，10月社融新增政府债或有所降低，但长期来看，或仍将延续政府债对新增社融的支撑作用。

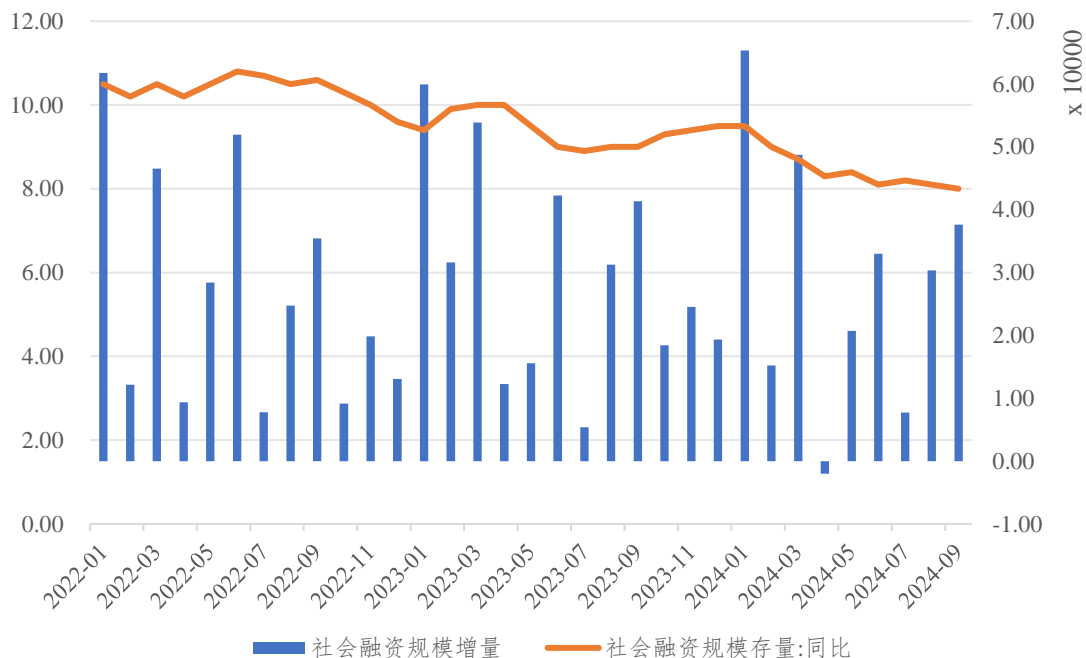


图9 社会融资规模增量与社融规模同比增速 (亿元、%)

数据来源: Wind。

**M2 增速企稳、M1 增速大幅下行。**三季度 M2 同比增速在延续下行趋势后，三季度有所企稳，7月~9月 M2 同比增速分别为 6.3%、6.3%及 6.8% (见图 10)，三季度 M2 增速企稳一方面与政府债券融资导致政府存款增加有关，同时显示禁止“手工补息”导致的存款脱媒现象在减轻弱化，特别是 9月 M2 同比增速较前值回升 0.5%，债市调整带动理财赎回也在一定程度上减轻存款脱媒影响。三季度 M1 同比增速则延续快速下行趋势，7月~9月 M1 同比增速分别为-6.6%、-7.3%及-7.4%，M1 同比增速再创新低，M1 同比增速大幅下行影响因素众多。整体来看，经济弱复苏背景下，企业投资意愿不高，融资减少，同时收入端居民购房与消费需求偏弱导致资金向企业转移缓慢，企业现金流周转有较大压力，受 M1 增速大幅下行影响，M2 与 M1 差值 9月末走阔至 14.2%，创近年来新高。积极提振消费与投资支出，改善居民及企业对未来预期有望提升 M1 同比增速。

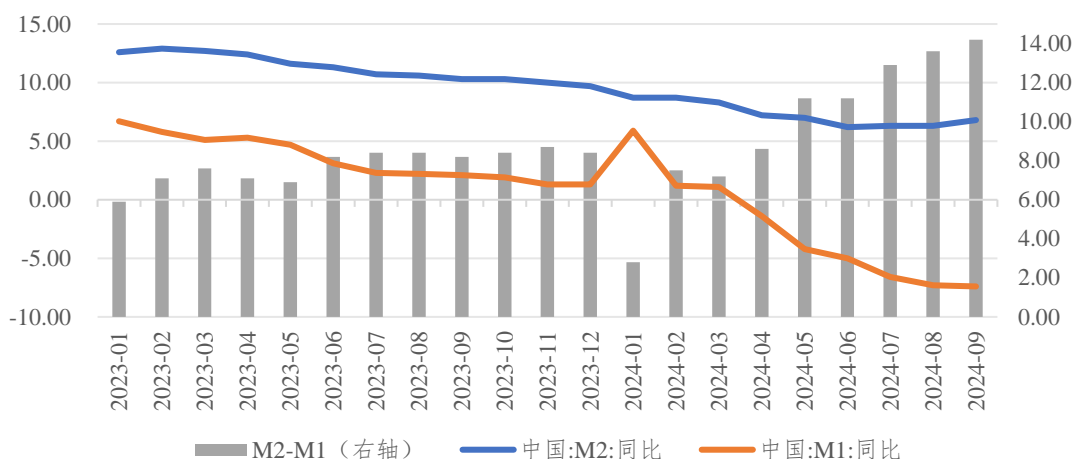


图 10 货币供应量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

长期信贷延续弱势，居民部门 9 月新增信贷处历史低位。中长期信贷方面，2024 年三季度，居民部门中长期信贷偏弱延续，7 月居民部门新增中长期信贷 100 亿元（见图 11），略高于 2023 年同期，但远低于历史平均水平，8 月~9 月居民部门新增中长期信贷分别为 1200 亿元及 2300 亿元，均弱于历年同期。从居民部门短期信贷来看，三季度新增均处历史低位，显示居民部门短端消费信贷，中长端住房贷款仍旧偏弱。但自“9·24”新政以来，房地产市场刺激措施持续加码，部分一线城市楼市出现复苏景象，同时存量房贷利率的集中下调至新发放房贷利率附近也进一步大幅减缓居民还贷意愿，预计四季度新增居民信贷将有所企稳。企业信贷方面，7 月~9 月企业部分新增中长带贷款分别为 1300 亿元、4900 亿元以及 9600 亿元（见图 12），同样弱于历史同期，企业部门融资意愿不强。

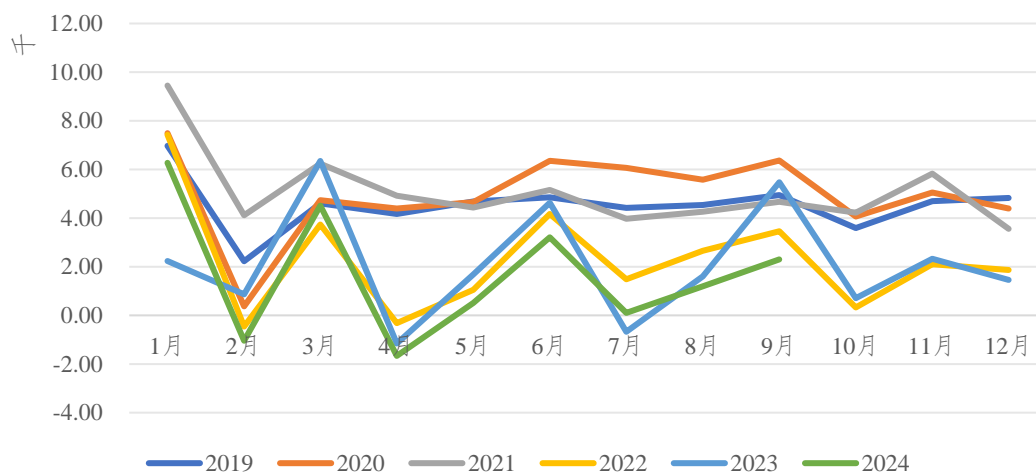


图 11 居民部门中长期新增贷款 (亿元)

数据来源：Wind。

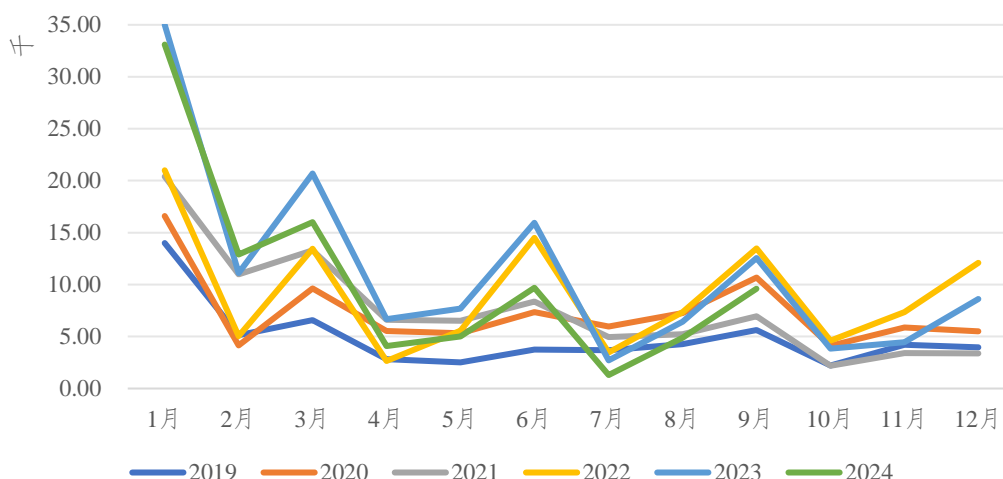


图 12 企业部门中长期新增贷款 (亿元)

数据来源: Wind。

整体来看,三季度我国金融数据指标走弱格局延续,居民及企业新增信贷落入历史底部,核心CPI持续下行,经济复苏扰动因素加大,9月末央行超预期发布降准降息及结构性货币政策支持资本市场发展。财政也宣布了化解地方债、国有大型商业银行补充核心一级资本、专项债以及加大重点群体保障力度四大措施,并强调正在研究其他政策工具。货币政策与财政政策均给足了政策预期,四季度细化政策刺激措施预计将带来经济金融指标的企稳回升。

## 二、我国债券市场发展分析

2024年三季度,债券发行量和发行只数同比环比均有提升,净融资额同比增长近五成。国债发行量创近年新高,地方政府债发行同比环比均有增加,债券市场存量规模继续增长,地方政府债贡献了债券市场同比增量的三成。国债市场成交笔数和成交金额均为同比增加、环比继续下降,平均成交天数保持平稳,平均换手率同比有所提升。债券市场违约企业仍以房地产行业 and 民营企业为主,境外机构持有人民币债券托管量再创新高。

### (一) 债券市场发行、存量及交易

债券发行量和发行只数同比环比均有提升,净融资额同比增长近五成。2024年三季度,我国债券市场共发行债券13438只,较2023年同期减少642只;发行规模合计约21.73万亿元(见图13),较2023年同期有所上涨,同比增加17.89%,

环比增加 3.64%。债券市场总偿还量为 16.42 万亿，同比 2023 年三季度增加 10.33%，环比 2024 年二季度增加 1.88%。净融资额 5.31 万亿元，为近年来首次突破 5 万亿元大关，较 2023 年同期增加 1.76 万亿元，增幅 49.66%，较 2024 年二季度增加 0.46 万亿元，环比增加 9.51%。市场整体融资情况继二季度的大幅增长后又有提升，总发行量的增加是净融资额大幅增加的主要动力。

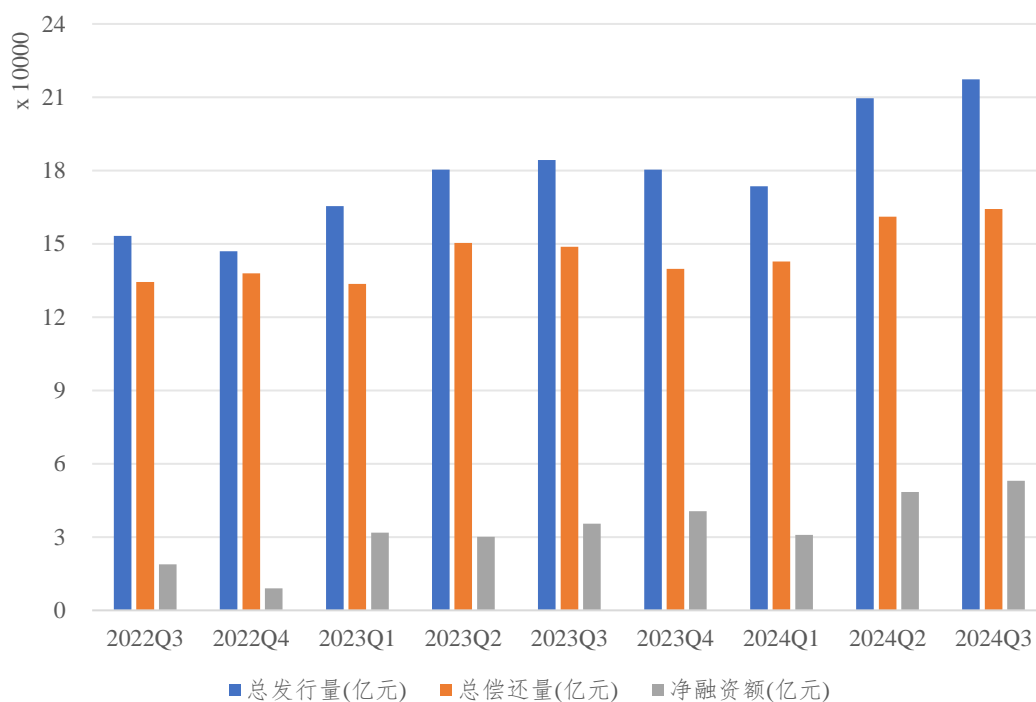


图 13 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

国债发行量创近年新高，单季度接近四万亿元，地方政府债发行同比环比均有增加。2024 年三季度新发行国债 3.97 万亿元，同比增长 29.89%，环比增长 17.91%（见图 14）。一方面中国人民银行为保持金融体系稳定开展了在公开市场上买卖国债的操作，另一方面财政部也发行了一批超长期特别国债，用于支持重大项目建设，同时增强经济稳定性和抵御风险的能力。新发地方政府债 3.19 万亿元，同比增加 18.40%，2024 年上半年地方债发行节奏整体偏慢，三季度政府债发行显著提速，成为年内供给高峰，财政部债券置换相关政策的调整以及地方政府债务结构的优化都有可能导导致地方政府债的增加。此外，由于四季度面临经济增长压力，地方政府提供的消费、置换补贴等增量政策组合发力，也会对地方政府债的发行造成影响。分券种来看，2024 年三季度同业存单、国债、非金融债券为发行量最大的三个种类，面额占比均超过了 15%，其中同业存单面额占比达

34.28%；各券种发行量同比几乎都有增加，同业存单发行量从二季度的接近9万亿元开始回落，环比减少了16.95%，国债发行规模同比增长29.89%至3.97万亿元，创造近年来的新高，金融债发行规模同比增长12.44%至2.83万亿元，环比略有减少。

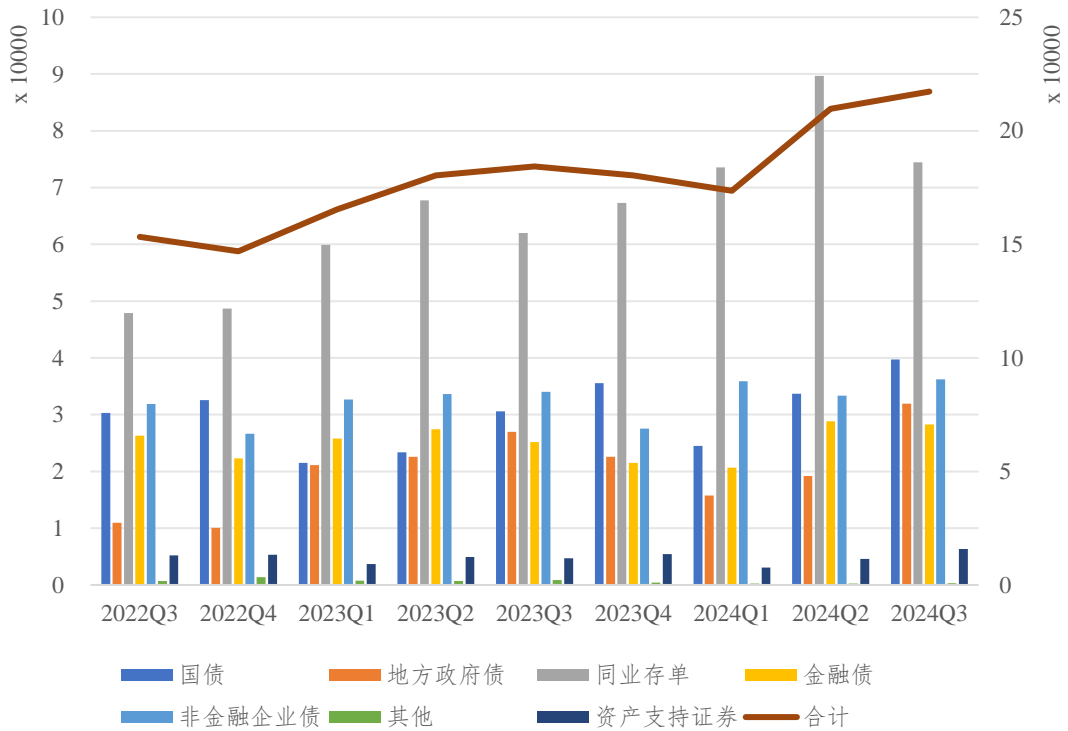


图 14 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

债券市场存量规模继续增长，地方政府债增量仍旧保持首位。截至2024年三季度末，我国债券市场存量规模高达169.06万亿元（见图15），较2023年同期增长17.38万亿元，同比增长11.46%，较2024年二季度增长5.39万亿元，环比增长3.29%。分券种来看，2024年三季度末，地方政府债存量占比持续上升，保持我国债券市场第一大存量债券的地位，地方政府债余额目前为44.53万亿元，较2023年同期增长5.24万亿元，同比增长18.76%，贡献了债券市场同比增量的三成。据财政部消息，2024年1~7月，全国发行新增地方政府债券21458.93亿元，其中一般债券3709.54亿元，专项债券17749.39亿元。第二大存量债券仍为金融债，存量余额39万亿元，同比增长7.56%。第三大存量债券为国债，存量余额为33.20万亿元，同比增长18.76%。第四大存量债券为非金融企业债，存量余额为29.53万亿元，同比增长4.12%。

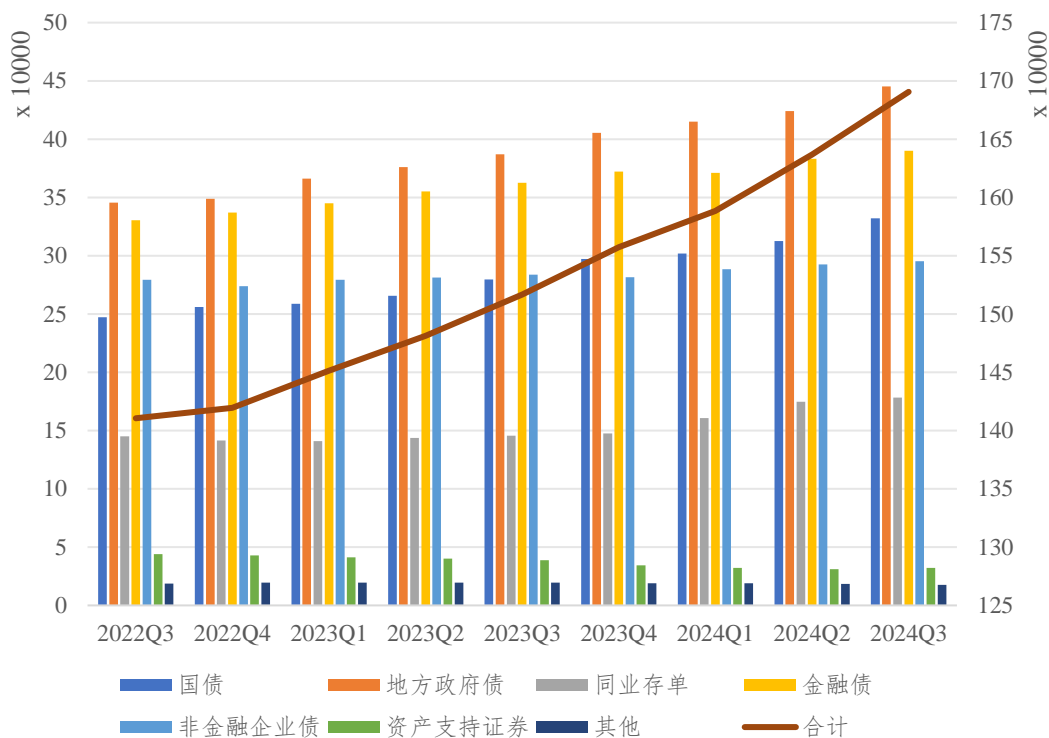


图 15 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

银行间债券市场商业银行持有国债不足七成，境外机构持有比例继续下降。截至 2024 年 8 月末，商业银行持有银行间债券市场国债占比 68.83%，环比二季度的 70.56%有所下降；境外机构持有国债占比 7.46%，环比二季度的 7.79%同样有所下降；非法人产品持有占比环比增长超 1%，达到 7.84%。

银行间债券市场地方政府债方面，商业银行持有占比下降约 1%，非法人产品持有比例继续提升。截至 8 月末，商业银行持有银行间债券市场地方政府债占比 83.58%，环比 2024 年二季度略有下滑，第二大持有人为非法人产品，占比增长至 7.41%。

非法人产品持有企业债占比继续提升，商业银行持有占比下降。截至 8 月末，非法人产品持有银行间债券市场企业债份额为 53.96%，较 2024 年二季度上升 0.88 个百分点，第二大持有人商业银行持有占比下降 0.16 个百分点至 32.55%。

政策性银行债加商业银行债方面，商业银行持有占比近五成，境外机构持有占比继续提升。截至 8 月末，政策性银行债加商业银行债第一和第二大持有人分别为商业银行和非法人产品，占比分别为 49.94%和 38.54%，境外机构持有量为 9492.69 亿元，占比上升至 3.23%（见图 16）。

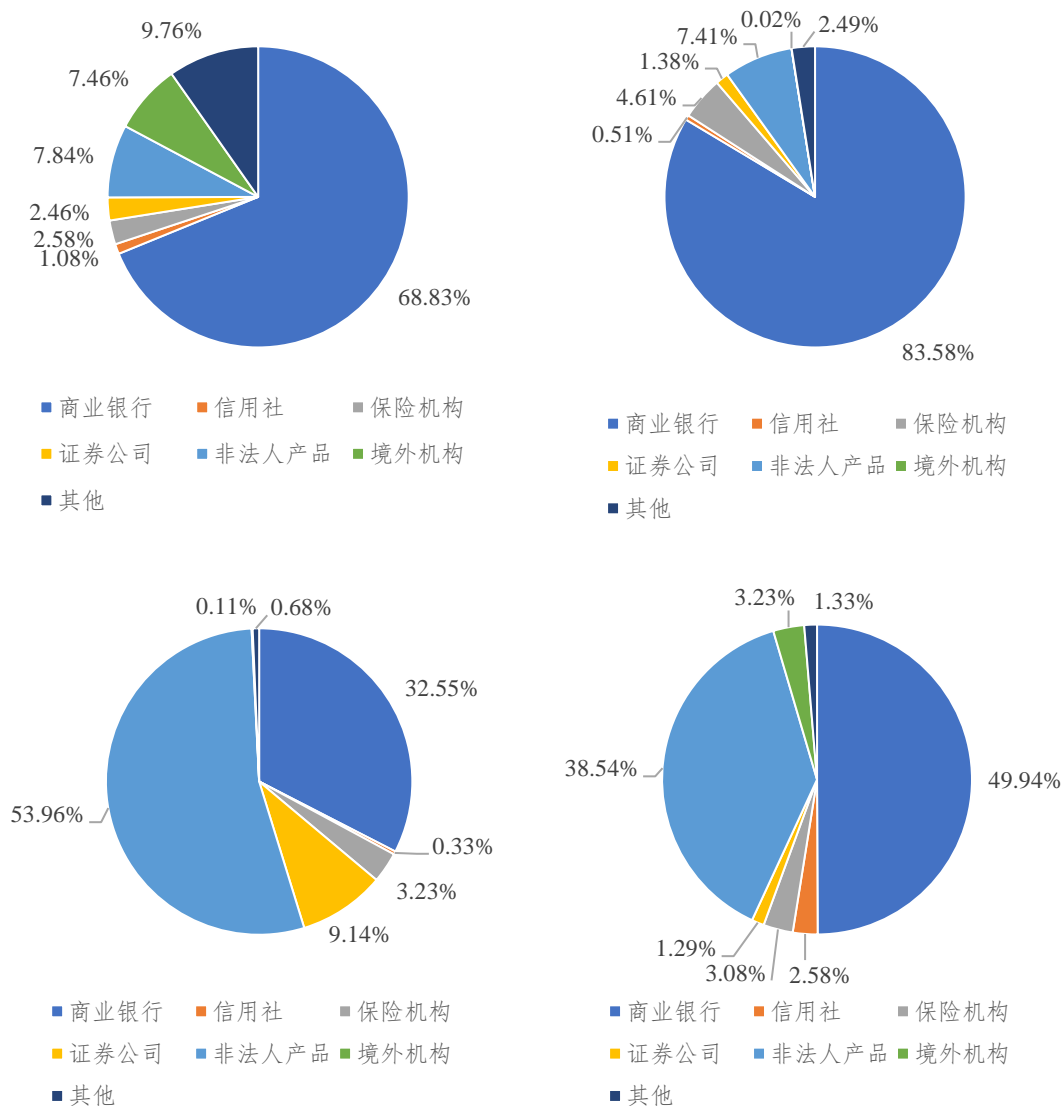


图 16 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行加商业银行债持有人结构 (%)

数据来源：Wind。

回购交易结算量环比有所提升，但仍未达到 2023 年同期的高峰，现券交易结算量略有下降。2024 年三季度，银行间市场和交易所市场现券交易和回购交易结算量共 654.34 万亿元（见图 17），较 2023 年同期减少 36.39 万亿元，同比减少 6.73%，较 2024 年二季度增加 50.38 万亿元，环比增加 8.34%。分交易方式来看，现券交易结算量为 102.33 万亿元，同比增长 3.20%，占总成交金额的 15.63%；回购交易结算量为 552.01 万亿元，同比减少 8.49%，环比增加 58.99 万亿元，回购交易结算量占总成交金额的 84.36%。

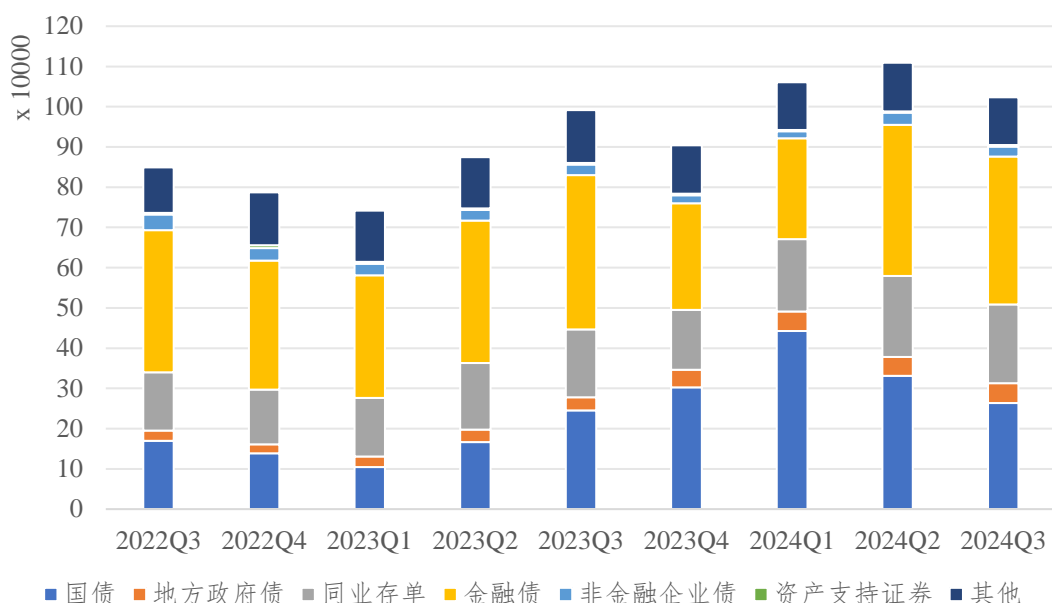


图 17 债券市场现券交易规模及结构 (亿元)

数据来源: Wind。

## (二) 国债二级市场流动性

国债市场成交笔数和成交金额均为同比增加、环比继续下降。2024 年三季度债券市场国债共成交 559929 笔(见图 18), 比 2023 年三季度增加 196136 笔, 同比增速为 53.91%, 环比 2024 年二季度减少 186988 笔; 成交金额 243403.87 亿元, 同比 2023 年三季度增加 54147.66 亿元, 同比增加 28.61%。

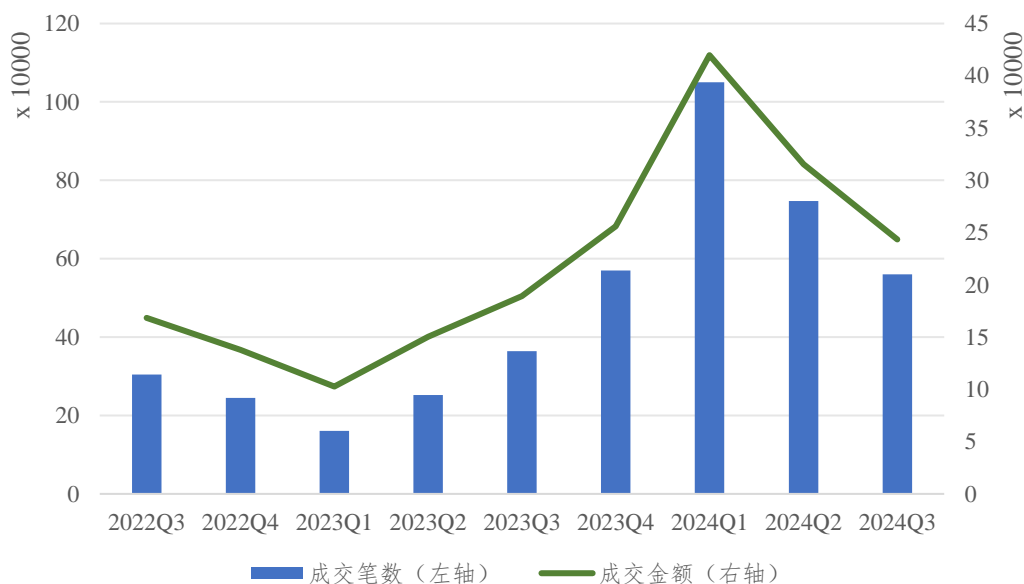


图 18 国债市场现券交易笔数及规模 (笔、亿元)

数据来源: 中国货币网。

银行间国债市场平均成交天数保持平稳，平均换手率同比有所提升。2024 年三季度银行间国债市场有成交国债平均成交天数为 37.21 天（见图 19），同比增加 4.75 天，环比增加 2.75 天，表明银行间市场上国债交易活动更加频繁。有成交国债平均换手率为 57.54%，同比上涨 6.36%，但环比继续下滑至 17.63%，表明银行间国债流动性有所减弱。

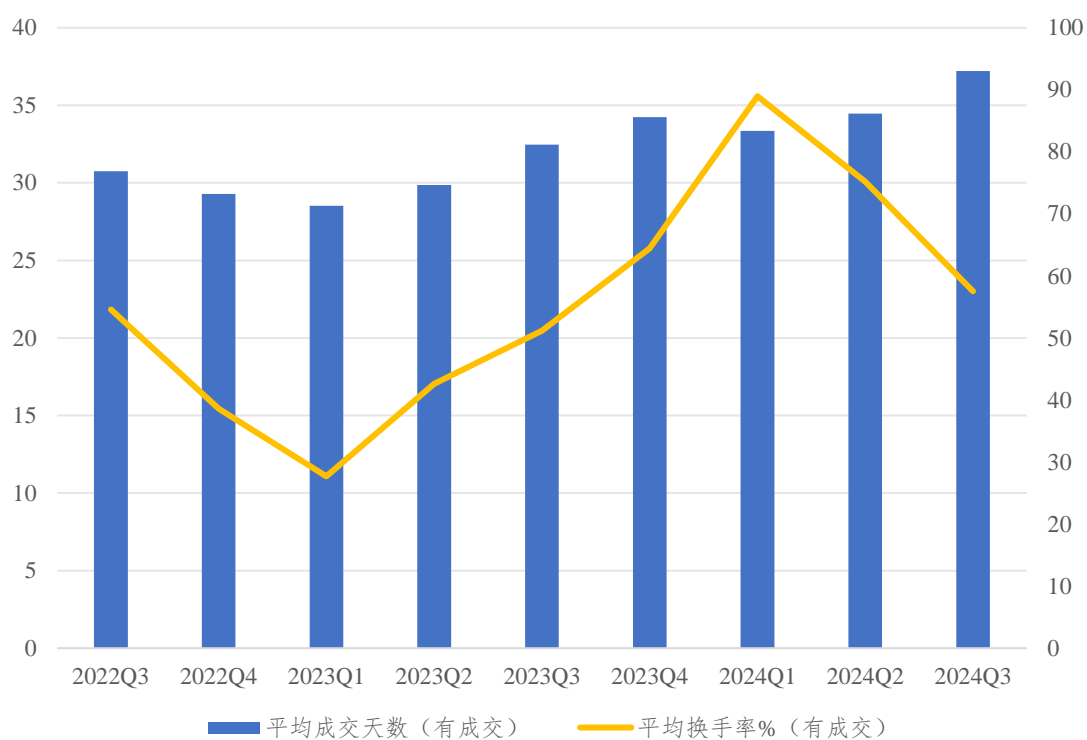
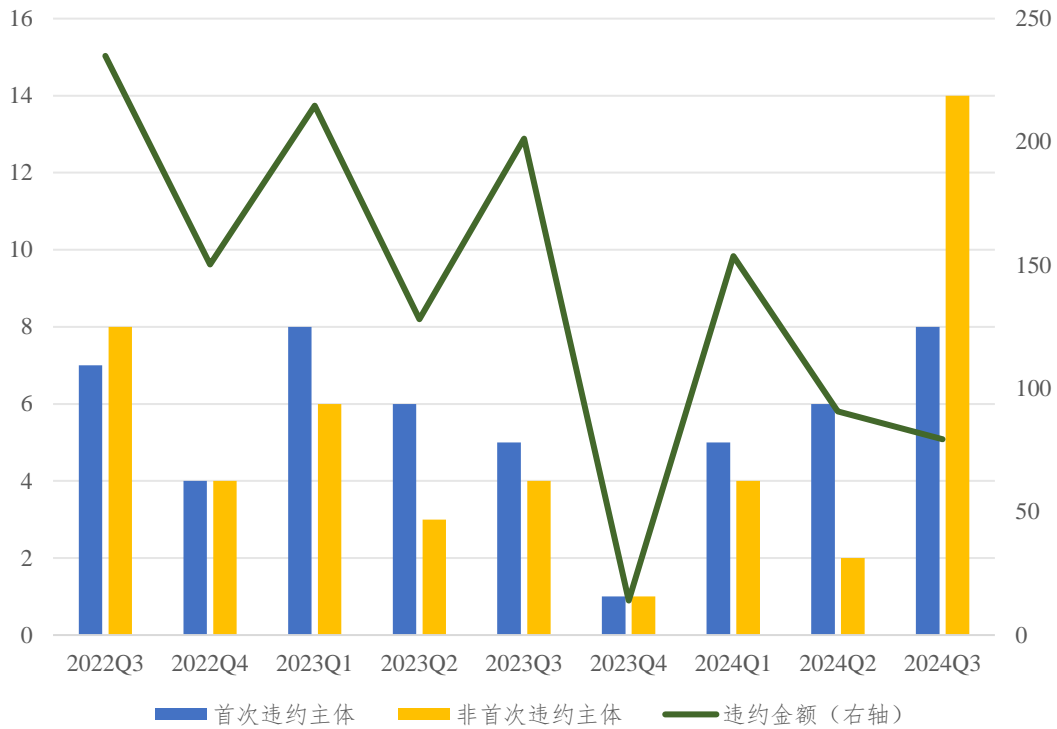


图 19 银行间国债市场有平均成交天数及换手率

数据来源：Wind。

### （三）债券市场违约情况

新增首次违约企业涉及多个行业，但仍有一半来自房地产行业。2024 年三季度，债券市场新增 8 家违约主体（见图 20），分别为福建福晟集团有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、蓝盾信息安全技术股份有限公司、岭南生态文旅股份有限公司、上实融资租赁有限公司、武汉当代科技投资有限公司、西安建工集团有限公司、正荣地产控股有限公司。涉及行业范围较广，包括建筑与工程、西药、应用软件、特殊金融服务、医疗保健技术、房地产服务。其中，上实融资租赁有限公司为中外合资企业，岭南生态文旅股份有限公司和西安建工集团有限公司为地方国有企业，其他则为民营企业，逾期本金总计达 25.56 亿元。



**图 20 我国债券市场违约企业数量及违约金额（个、亿元）**  
数据来源：Wind。

民营企业和房地产企业仍为违约主体。2024 年三季度，实质性违约主体数量共 22 家，同比和环比均有较大幅度的增加，其中首次违约主体 8 家，11 家违约主体从事房地产开发和建筑与工程相关业务，15 家违约主体为民营企业（见图 21）。2024 年三季度违约金额同比 2023 年三季度下降 60.56%，环比 2024 年二季度下降 12.51%，主要违约主体是华夏幸福基业控股股份有限公司和正荣地产控股有限公司，违约金额分别为 10.96 亿元和 8.96 亿元。华夏幸福于 9 月 13 日发布的债务重组进展公告显示，截至 2024 年 8 月 31 日，通过签约等方式实现债务重组的金额累计约为人民币 1900.29 亿元，通过“幸福精选平台”及“幸福优选平台”股权抵偿金融及经营债务合计金额约为人民币 169.35 亿元，化债总额超过八成。而正荣地产的化债情况则不容乐观，自债券宣布违约以来，正荣地产 9 月 13 日宣布重组支持协议的最后截止日期已进一步延长至 9 月 19 日，而 9 月 19 日又宣布重组支持协议的最后截止日期进一步延长至 10 月 31 日，现在其子公司被列为失信被执行人，公司董事、高级管理人员被限制高消费，在没有很好“造血”能力的情况下，未来债务偿还可能比较困难。

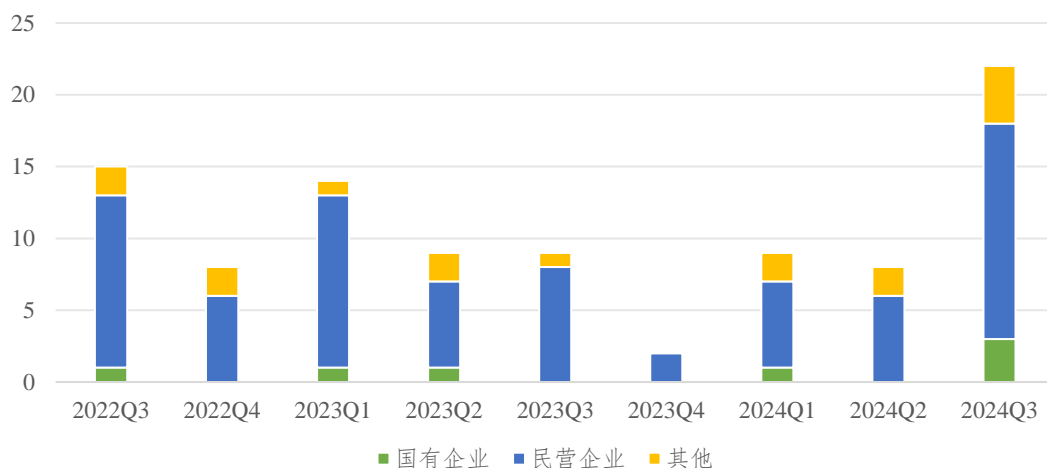


图 21 债券市场违约企业性质

数据来源：Wind。

房地产市场重回年内低位，供求同比环比齐降，政策刺激尚未有效落地。2024 年三季度全国商品住宅供应较二季度稳步回落，叠加行情低迷，房企推货积极性不高，也使得整体供应量延续低位，与 2024 年一季度持平。国家统计局数据显示，2024 年 1 月~8 月，全国房地产开发投资同比下降 10.2%，其中住宅投资下降 10.5%，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.0%；而在销售端，新建商品房销售面积同比下降 18.0%，其中住宅销售面积下降 20.4%，新建商品房销售额下降 23.6%，其中住宅销售额下降 25.0%。据 CRIC 数据，二手房市场方面，三季度 16 个重点监测城市二手房累计成交面积预计为 2008 万平方米，环比二季度下降 8%，同比增长 20%，前三季度二手房累计成交 5781 万平方米，持平于 2023 年同期。在四季度预期方面，一方面年末房企冲刺全年业绩会客观上加快推货频率，另一方面 9 月末中央频繁发声降息降准、维稳地产，四季度房地产市场将有一定程度的回暖。

截至三季度末，国内债券市场与房地产开发相关处于展期状态的债券有 195 支，违约债券余额为 3003.02 亿元，占有展期债券余额的 65.71%，环比已经有所下降，但房地产行业未来一段时间内仍会有暴露新的风险主体的可能性，存在较大风险。

#### （四）债券市场改革及法制建设

中国人民银行增加公开市场国债买卖，丰富货币政策工具，为债券市场提振信心。2023 年的中央金融工作会议就提出“要充实货币政策工具箱，在央行公开

市场操作中逐步增加国债买卖”，加上 2024 年以来长期国债收益率持续下行，金融市场参与主体大量买入中长期债券可能形成资产负债期限错配风险，于是在 7 月 1 日，中国人民银行发布公开市场业务公告，称将于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。8 月 30 日，中国人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为 1000 亿元。央行投放 1000 亿元中长期流动性，在不降准的背景下，客观上起到补充中长期流动性的效果。中国人民银行 9 月同样开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为 2000 亿元，环比翻倍。从微观来看，两次国债买卖操作能够对冲债市回调所带来的理财产品净值下滑与赎回压力，确保金融市场平稳运行，同时引导长短期国债收益率曲线“趋陡”，优化资金配置效率，也能为经济主体提供储蓄、投资的正向激励，鼓励长期投资。从宏观来看，中国人民银行参与国债买卖能够丰富货币政策工具箱，加强流动性管理，以此能够更好应对宏观经济波动、有效需求不足、社会预期偏弱等问题。

**多部门合力打出金融政策组合拳，力求增加市场流动性，激活内需，促进经济向好发展。**2024 年 9 月 24 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局和中国证监会在国新办新闻发布会上宣布了一系列金融政策调整，旨在增加市场流动性，以拉动内需和推动经济持续向好发展。中国人民银行提出将要实施降准降息的决策，并预计年内可能还有进一步的降准。此外还提出的两项结构性货币政策工具：证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持再贷款，这些工具旨在增强权益市场的流动性，并为市场下行趋势的扭转创造条件。在房地产金融政策方面，中国人民银行将与国家金融监督管理总局推出存量房贷利率调降、统一房贷最低首付比例至 15%、延长房企存量融资展期政策、优化保障性住房再贷款政策以及支持收购房企存量土地等措施，以降低居民的房贷负担，激活居民消费和投资，从而扩大内需。在债券市场上，随着中国人民银行一系列政策的推行，短期内债券市场可能会面临止盈回调的压力，但从中长期来看，市场利率将更多地由经济基本面决定。

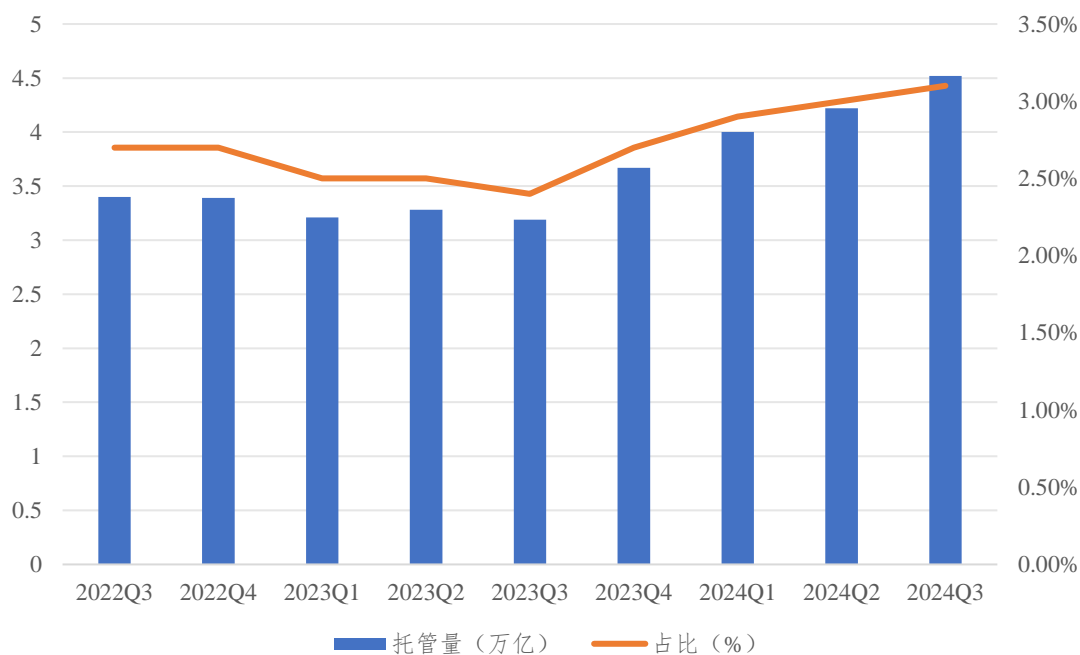
**中央政治局召开经济会议，落实存量政策的同时推出增量政策，加大财政货币政策逆周期调节力度。**2024 年 9 月 26 日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势并部署下一步经济工作。会议指出，要有效落实存量政策，加力推出

增量政策，进一步提高政策措施的针对性和有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。具体来看，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作；要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用；要降低存款准备金率，实施有力度的降息；要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。此外，会议强调要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化的一流营商环境。

**中国人民银行降准降息，助力实现全年经济增长目标。**2024年9月27日，中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%，年内仍有降准空间。此次政策利率下调幅度为近4年最大，体现了中国人民银行支持性货币政策的重要方向，这一政策将通过传导降低社会综合融资成本，引导存款利率和贷款市场报价利率（LPR）同步下行，保持商业银行净息差的稳定，提高货币政策调控精准性，支持经济稳定增长，为中国经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。资本市场反应也极为迅速，上证指数接连突破2800点、2900点、3000点等关口，在国庆节前以3336.50点收盘。市场预期明显改善，结合中国人民银行推出的一系列资本市场工具，有利于市场健康向上发展。

### **（五）债券市场对外开放**

**境外机构继续增持人民币债券，托管量再创近年新高。**截至2024年8月末，境外机构持有银行间市场债券达到4.52万亿元（见图22），再创近年来新高，占银行间债券市场总托管量的3.1%，较2023年同期增加1.33万亿元，同比上涨41.69%；环比增持3000亿元，环比上涨7.11%。自2023年四季度起，境外机构投资者已连续4个季度增持人民币债券，累计增持人民币债券1.33万亿元。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2.28万亿元，占比50.4%，占比持续下降，托管量同比增加2100亿元，环比增加400亿元。第二大持仓券种为同业存单，托管量为1.12万亿元；政策性金融债托管量为9500亿元，占比21%，托管量同比增加2600亿元，环比增加200亿元。



**图 22 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元、%）**  
数据来源：中国人民银行上海总行。

### 三、展望

2024 年三季度央行累计降息 30 个基点，下调存款准备金率 50 个基点，货币政策操作超市场预期。虽然中国人民银行行长潘功胜指出年内仍有降准空间，但短期内在货币政策已经超预期的状况下，市场更期待的是财政政策细化发力，四季度或小幅降准、降息。债市方面，“9·24”新政引发的债市回调或将主导 10 月债市行情，债市信用利差在极致压缩后迎来快速反弹。展望后续一揽子增量政策效应或持续释放，同时资金面业将宽松，债市阶段性调整行情出现频率或将加快，各品种收益率也将有所回升，但这整体仍取决于财政等增量政策落地时点，若迟迟未落地或力度不及预期，债市大概率横盘或恢复小幅下行行情。

对于国内债市整体而言，中国人民银行下场参与国债买卖，能够更好维持国债收益率的稳定，优化资金配置效率，也能为经济主体提供储蓄、投资的正向激励。随着财政部等金融相关部门推出一揽子财政增量政策，市场在三季度末尾已经有所响应，预计四季度将有更大程度的回升，整体经济面也有望好转。境外机构投资者已连续四个季度增持人民币债券，托管量连续刷新纪录，但也需要持续警惕房地产以外行业企业债券违约情况的发生，关注可能暴露风险的主体，防止产生风险外溢现象，维持经济平稳健康发展。

## 专题研究一：中国人民银行公开市场操作与国债利率

2024 年三季度以来，中国人民银行采取多种措施调整公开市场操作方式，其中开展国债现券交易操作最为受到市场关注。

央行在公开市场操作中针对国债操作主要有三种，分别为现券买卖、认购特别国债以及质押国债交易。早在 2023 年，中央金融工作会议曾提出要充实货币政策工具箱，便引发市场对央行新货币政策工具的猜想。2024 年以来，面临长期国债收益率快速下行的局面，中国人民银行一方面通过多种途径发声提示长债利率风险，另一方面密集向市场传递在二级市场开展国债买卖作为流动性调节的工具信号。6 月 19 日，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上指出“随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟”。开展国债现券买卖操作不仅对货币投放具有重要意义，对国债收益率调控也能形成直接作用。

此前央行缺乏直接作用于国债收益率的货币政策工具，短债国债利率以 7 天逆回购利率为政策锚，同时政策利率又能通过 DR007 以及存单利率等影响金融机构负债进而影响国债收益率。中长期国债收益率则受多重因素影响，反应经济增长基本面情况，但长期来看仍基本围绕央行 MLF 利率变动，由此形成了具有时代特色的短期逆回购利率以及中长期 MLF 利率两条政策利率线。发达经济体则多通过改变短期政策利率传导至中长期利率，特殊情况下通过二级市场买卖证券等资产负债表政策调控中长期利率，如日本通过收益率曲线控制（YCC）及量化质化宽松，采用固定利率无限量购买的方式始终将长端 10 年期国债利率维持在 0 附近。整体来看，于国内而言，对国债短端利率，虽无直接作用，但通过资金成本等因素能够迅速传导至短期国债收益率，对于中长期国债收益率，影响则过于间接，且 1 年期 MLF 利率与 10 年期国债等收益率存在着期限错配的问题，同时作为中长期政策利率的 MLF 利率操作频率过低，一个月一次的操作频率难以应对时刻变化的国债利率，容易出现政策利率对市场利率“事后反应”的现象，特别是在市场形成一致单边预期，国债利率快速下行的阶段，缺乏对长期国债直接调控的工具。此次央行增加国债现券买卖，使央行能够直接影响到国债收益率，解决了之前逆回购等操作对国债利率影响过于间接的问题，央行也能将国债收益率曲线列为重要的政策工具操作目标，进一步明确国债利率的在市场利率体系中

的核心作用。央行国债买卖操作采用固定数量，价格招标的形式进行流动性管理，定价权充分交给市场，避免扰乱价格型工具传递的价格信号。同时作为辅助的价格型工具，通过不同期限间的流动性管理辅助核心政策利率的传导，更加精细化调控不同期限间的利率水平，如 8 月 30 日，央行公告显示，“8 月通过开展公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为 1000 亿元”。在当前中长期利率过低的背景下，央行主要通过买短卖长确保收益率曲线陡峭化，保持收益率曲线正向倾斜，防范单边一致预期下的潜在风险。

整体来看，央行在进行国债现券买卖时仍面临一定的制约。首先，我国国债市场体量仍旧偏小，以国债余额与基础货币余额比值来衡量。截至 2024 年三季度末，我国国债余额 32.24 万亿元，而基础货币余额为 37.91 万亿元，国债余额仅为基础货币余额的 0.85 倍（见图 23）。同期美国国债余额为基础货币余额的 6.21 倍，日本也为 1.95 倍，国债市场空间有限将限制央行国债买卖的操作空间，尤其是货币投放职能的承担，同时同量级的国债买卖操作将对国债市场利率产生更大的影响。

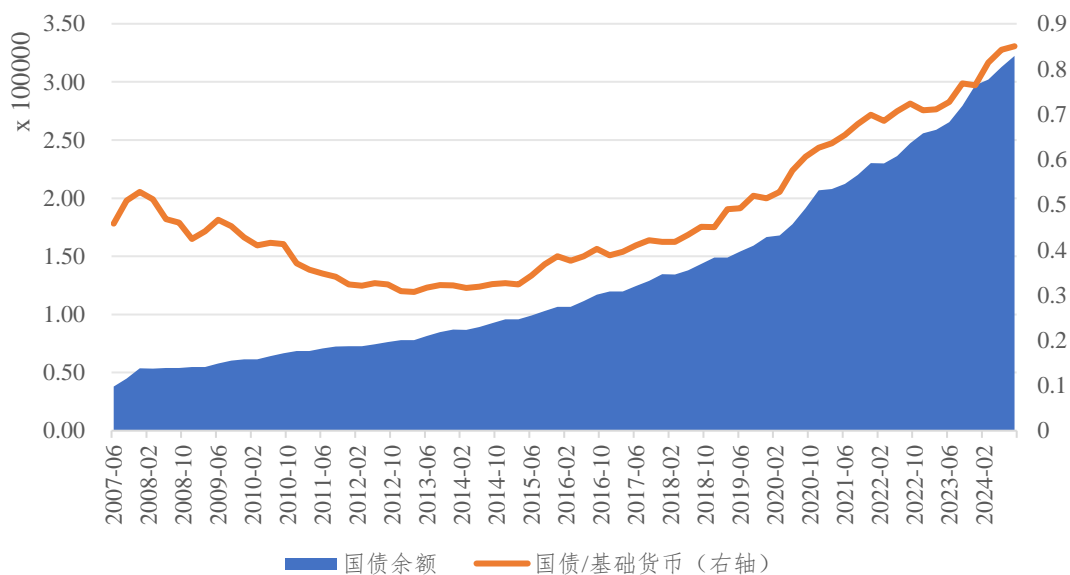


图 23 中国国债余额及国债与基础货币比值 (亿元)

数据来源：Wind。

其次，央行本身国债持有占比过低。截至 2024 年三季度末，央行资产负债表下共持有国债 2.26 万亿元，占总资产的 4.97%，同期日本央行持有国债占总资产 76.47%，美国也高达 62.21%，且央行持有的国债中将近 1.5 万亿元为之前购

买的定向特别国债。在本身持有国债量不高、操作量不大的情况下，央行对国债收益率的影响，尤其是中长端利率的影响，不仅取决于央行买卖的数量与期限，更受市场预期、债券供给以及经济基本面的多重影响。

最后，对于当前央行买短卖长的操作，以 1 年期国债为代表的短期国债利率已创新低，显著低于短期政策利率及资金利率，短债与资金利率的倒挂将对短期国债利率的下行有所限制。

## 专题研究二：全球数字债券市场分析报告

近年来，随着区块链技术的飞速发展，数字债券市场逐渐受到全球金融市场的关注。数字债券指的是通过区块链等分布式账本技术（DLT）发行和交易的债券，这些债券的发行、结算、转让等环节全部或部分通过区块链平台实现，区别于传统债券市场依赖于中心化的清算和交割机构，数字债券依靠智能合约实现自动化、透明化的结算流程。数字债券以其去中心化、高透明度、高市场效率、高安全性等优势，成为传统债券市场的重要补充，通过分批化的方式使得更小的投资者能够购买债券，包括传统债券的数字化版本，数字债券还能够适应更小的发行规模，为中小型公司打开市场的大门。

从发行规模来看，根据 S&P Global Ratings 的数据，截至 2023 年 9 月 12 日的一年内，全球仅发行了价值 5 亿美元的数字债券，而同期仅美国债券的发行量就达到了 6.3 万亿美元。而根据彭博估算，截至 2024 年 4 月末，有 44 只债券具有数字技术敞口（即满足代币化、在数字证券交易所上市、在数字证券托管机构结算三个条件之一），累计发行规模约为 58.3 亿美元。尽管在体量上仍远远不及传统债券，但增长速度较为惊人，未来随着区块链等加密技术的快速发展，数字债券的增长潜力巨大。

从发行主体来看，当前全球数字债券市场的发行主体主要为政府机构、商业银行和大型企业。自 2018 年以来，全球多个国家和金融机构开始探索和试点数字债券发行。欧洲投资银行（EIB）和西班牙银行在 2021 年首次通过区块链发行了数字债券，开启了全球大规模应用的序幕，法国巴黎银行（BNP Paribas）以及瑞士信贷（Credit Suisse）等大型金融机构都已试水数字债券的发行，中国建设银行和新加坡星展银行（DBS）也分别推出了自己的数字债券项目。香港特区政府于 2023 年成功发行了总价值为 8 亿港元的数字债券，这是全球第一只由政府发

行的具有绿色和数字特征的债券，收益率为 4.05%。香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）是本次债券的结算及交收系统，交易平台则为高盛的代币化平台 GS DAP。2024 年，香港特区再发行一只总价值 60 亿港元的绿色数字债券，其中 20 亿港元的债券收益率为 3.800%，15 亿人民币的债券收益率为 2.900%，2 亿美元的债券收益率为 4.749%，8 千万欧元的债券收益率为 3.647%，交易平台则为汇丰银行的 HSBC Orion。此次债券的发行在技术和流程上都有比较大的改进，通过香港金融管理局债务工具中央结算系统的外部连结，国际投资者可选择利用其欧洲清算（Euroclear）或明讯（Clearstream）账户参与该批数字绿色债券的买卖，在发行上直接以数码原生形式发行，还采用国际资本市场协会的债券数据分类术语 BDT（Bond Data Taxonomy），这是一套为促进市场效率以及跨平台互操作性而设的标准化机器可读语言。

从技术层面来看，数字债券的发行和交易离不开底层技术的支持，全球范围内有多种区块链平台为数字债券提供技术服务，如以太坊、Corda 和 Hyperledger 等区块链平台被广泛应用于数字债券的发行和交易中。以太坊由于其智能合约的灵活性和高度透明性，成为全球金融机构数字债券发行的首选平台之一。星展银行（DBS Bank）推出了亚洲首个数字债券发行平台，旨在提高资本市场的效率和可及性，该平台允许发行者直接向市场发行自己的债券，并允许投资者直接订购和透明地分配初级市场债券。星展银行的数字债券发行平台还支持发行者生成“数字债券准备”交易，这些交易可以在会员专用 DBS 数字交易所（DDEX）上市和交易。此外还有香港金融管理局使用的汇丰银行 HSBC Orion 平台、高盛的 GS DAP 平台，以及法国兴业银行的 SG-Forge 平台等，都已经为数字债券的发行提供了便利。

作为国家区块链创新应用试点单位，中央国债登记结算有限责任公司自 2018 年起探索区块链技术，并于 2021 年推出了国内首个区块链数字债券发行平台。该平台已支持多只债券的发行，覆盖国有行、证券公司等机构，推动了数字经济与实体经济的融合发展。中央结算公司作为联盟链的发起者和系统服务的提供方，负责制定业务运行规则，建立并完善联盟治理机制，维护系统安全稳定运行。

尽管数字债券有着诸多便利性，但不可忽视的是，数字债券的发行和流通也存在一定风险。首先，监管方面仍有不确定性。虽然数字债券在多个国家和地区得到了试点和应用，但全球范围内的监管框架尚未统一，特别是涉及跨境交易的监管要求较为复杂，而已经发行数字债券的国家和地区的法律法规亦存在差异。其次，在技术方面也有一定的风险，虽然区块链技术虽然具有高度的安全性，但其潜在的技术漏洞、黑客攻击风险以及系统故障可能会影响数字债券市场的安全性和稳定性，加密算法、智能合约等仍在不断发展，新技术的应用可能会导致技术创新与金融风险之间的平衡问题。此外，在市场建设方面，数字债券作为一种新兴金融工具，尚未在全球范围内被广泛接受，市场认知度较低，部分投资者和发行机构仍对其安全性和可行性持怀疑态度，而且数字债券技术 DLT 节点的建立与管理不仅成本高昂，技术要求也较高，如何平衡成本与收益仍是问题。

**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。