

2024 年 11 月利率债市场月报

——再融资专项债化债启动，国债收益率大幅下行

摘要：

- 一级市场：国债发行放缓，再融资专项债化债启动。**11 月国债总发行 8396.7 亿元，环比下降 23.85%，同比下降 31.2%。新增一般地方债 195.27 亿元，环比下降 49.14%，同比下降 24.06%；新增专项地方债 856.32 亿元，环比下降 71.18%，同比下降 53.75%。11 月 8 日，新一轮化债方案正式落地。截至 11 月底，已有江苏、浙江、贵州等 15 个地区发行了用于置换隐性债务的再融资专项债，合计 9868.78 亿元。从期限来看以长期债券为主，10 年以上的超长债占比为 86.84%。
- 二级市场：收益率大幅下行，利率债交易规模显著回升。**10 年期国债收益率下行 12.7BP 至 2.021%，10 年期国开债收益率下行 12.0BP 至 2.104%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 7.08BP 至 65.08BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 1.48BP 至 50.04BP。
- 流动性观察：央行发布三季度货币政策执行报告，整体资金面偏宽松。**央行重新提及“引导市场利率围绕政策利率波动”，强调综合运用 7 天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利（MLF）和国债买卖等多种工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。当月，央行公告净买入国债 2000 亿元、开展买断式逆回购 8000 亿元，货币净投放 3806 亿元。
- 海外市场：美元指数大幅上涨，海外主要债券收益率下降。**11 月，美元指数从 103.899 上行至 105.7725；美元兑人民币中间价从 7.125 上行至 7.1877；即期汇率从 7.116 上行至 7.2332。10 年期美债到期收益率从 4.28%下行至 4.18%；10 年期日债到期收益率从 0.937%上行至 1.044%；10 年期德债到期收益率从 2.46%下行至 2.15%；10 年期英债到期收益率从 4.41%下行至 4.25%。
- 债市总结及展望：**11 月，国债和新增地方债发行均接近尾声；地方再融资专项债大量发行，对债市产生短期扰动；资金面整体保持稳定；利率快速下降，利差收窄，债市走强。12 月债市发展主要关注三个方面：一是中央经济工作会议内容；二是美联储是否会继续降息；三是置换隐性债务的地方债发行情况。总体来看，当前债市的收益率已经处于低点。排除降息的情况下，向下进一步探底的空间有限。置换债的首轮冲击已经过去，12 月的置换债发行相对平稳，在央行呵护下对债市的冲击有限。
- 风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

1. 一级市场：国债发行放缓，再融资专项债化债启动

2024 年 11 月，共计发行 171 只利率债，发行规模总计 26999.29 亿元。其中，国债 15 只，共计 8396.7 亿元；地方政府债 127 只，共计 13141.09 亿元（新增一般债 195.27 亿元，新增专项债 856.32 亿元，再融资一般债 638.47 亿元，再融资专项债 11451.03 亿元）；政策性金融债 29 只，共计 5461.5 亿元。

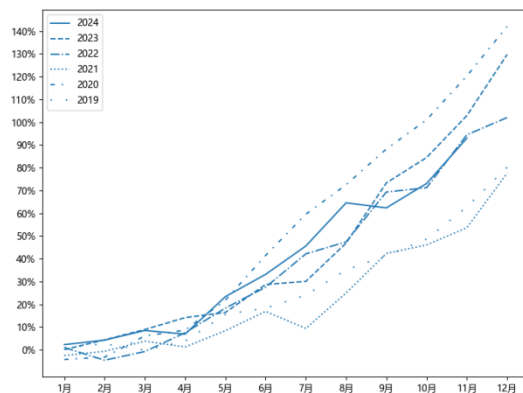
同月，共计偿还 60 只利率债，偿还规模达到 6452.64 亿元。其中国债 6 只，共计 1750.0 亿元；地方政府债 45 只，共计 1291.54 亿元；政策性金融债 9 只，共计 3411.1 亿元。

综上，11 月净融资额为 20546.65 亿元，其中国债净融资额为 6646.7 亿元，地方政府债净融资额为 11849.55 亿元；政策性金融债净融资额为 2050.4 亿元。

1.1 国债发行放缓，短债发行规模占比最高

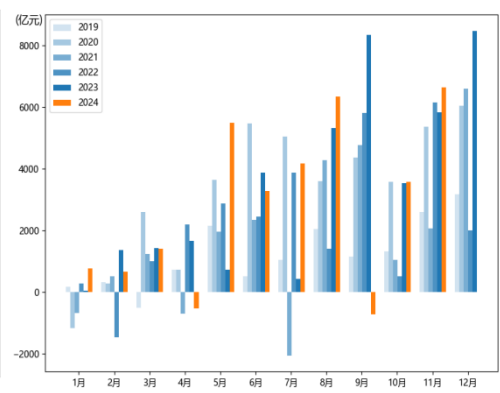
从发行总额来看，11 月国债总发行 8396.7 亿元，环比下降 23.85%，同比下降 31.2%。

图表 1 2019—2024 年国债净发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 2 2019—2024 年国债月度净融资

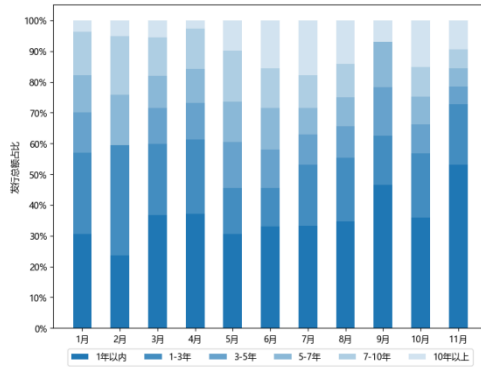


资料来源：同花顺，中证报基金研究

截至 11 月 30 日，2024 年国债发行规模共计 101205.5 亿元，到期 70149.4 亿元，净融资额为 31056.1 亿元。国债净发行进度达到 92.98%，快于近五年国债发行进度均值（86.83%）。

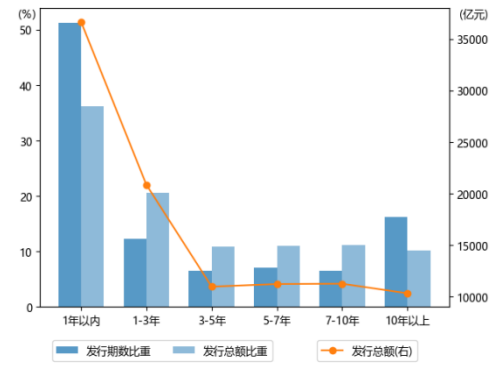
从国债发行期限来看，当月 1 年以内债券发行规模最高，达到 53.17%；10 年以上超长期国债发行规模占比下降 5.71 个百分点至 9.53%。从今年整体发行规模来看，期限在 1 年以内的国债规模占比最高，达到 36.23%，特别国债规模为 8950 亿元，占比 8.84%，发行进度达到 89.5%。

图表 3 1~11月国债发行期限规模占比



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 4 1~11月累计发行国债期限分布

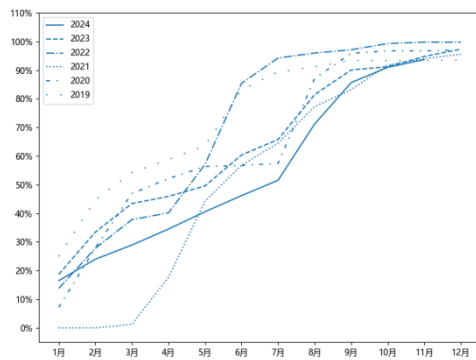


资料来源：同花顺，中证报基金研究

1.2 新增地方债发行接近尾声，再融资专项债化债启动

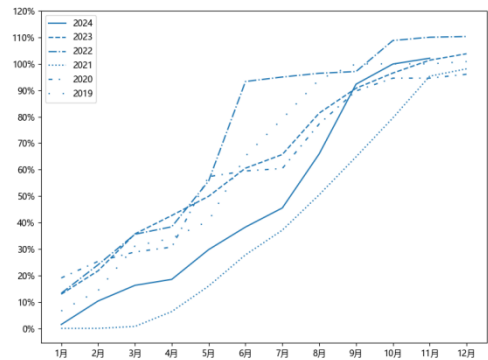
11 月，新增一般地方债 195.27 亿元，环比下降 49.14%，同比下降 24.06%；新增专项地方债 856.32 亿元，环比下降 71.18%，同比下降 53.75%。

图表 5 新增一般地方政府债发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 6 新增专项地方政府债发行进度

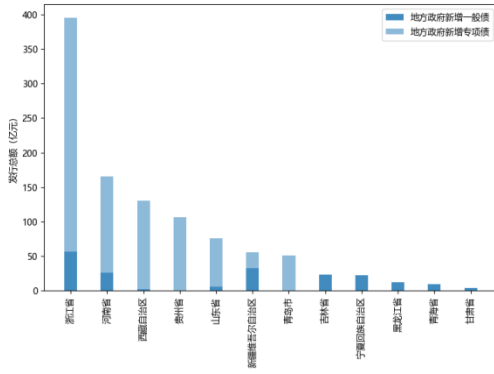


资料来源：同花顺，中证报基金研究

截至 11 月 30 日，2024 年新增地方债 86848.19 亿元，其中，新增一般债发行 6744.3 亿元，占全年新增一般债务限额 7200 亿元的 93.67%；新增专项债发行 39821.08 亿元，占全年新增专项债务限额 39000 亿元的 102.11%。

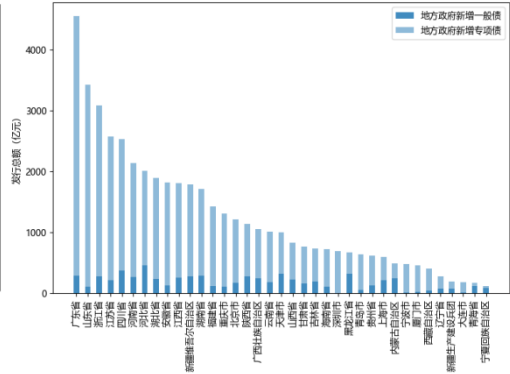
从发行地区来看，11 月浙江省发行规模最大，其中新增专项债为 338.65 亿元，新增一般债 56.3 亿元。从今年整体来看，广东省新增债券规模最大，共计 4546.25 亿元，其中新增专项债券 4259 亿元，新增一般债券 287.25 亿元。

图表 7 11月新增地方债区域分布



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 8 1~11月累计新增地方债区域分布

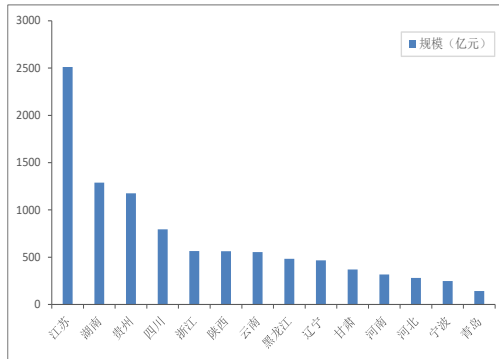


资料来源：同花顺，中证报基金研究

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕。会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。新一轮化债方案正式落地，主要包括三个方面：一次报批、分三年实施的6万亿元地方专项债；二是连续5年每年从新增地方专项债中安排的8000亿元；三是2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元仍按原合同偿还。三项政策合力将2028年之前地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元。此后三年，需要由地方政府化解的债务从每年2.86万亿元降为4600亿元，降幅超过五分之四。

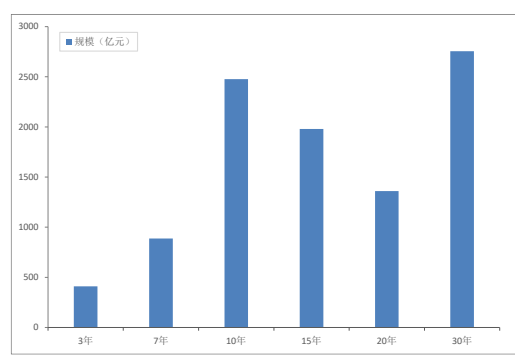
11月15日，河南发行了第一只置换用途的再融资专项债，拉开了本轮置换债的发行序幕。截至11月底，已有江苏、浙江、贵州等15个地区发行了用于置换隐性债务的专项债，合计9868.78亿元。从期限来看以长期债券为主，10年以上的超长债占比为86.84%。

图表 9 11月各地再融资专项债发行规模



资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

图表 10 11月各期限再融资专项债发行规模



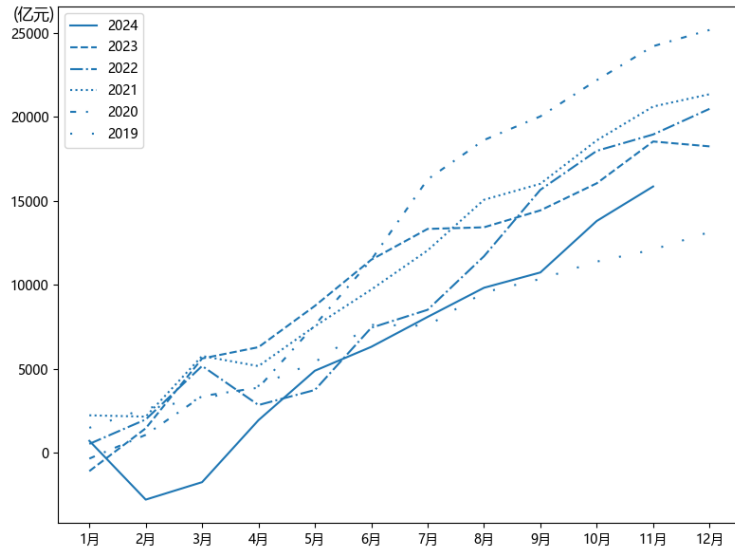
资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

1.3 政策性金融债发行提速，累计净发行规模同比下降

从发行总额来看，11 月政金债发行 5461.5 亿元，环比上涨 25.26%，同比上涨 20.4%。

截至 11 月 30 日，2024 年政金债发行规模共计 54889.1 亿元，同比下降 3.22%；到期 39044.2 亿元，同比上涨 2.22%；净融资额为 15844.9 亿元，同比下降 14.46%。

图表 11 政金债累计净发行规模

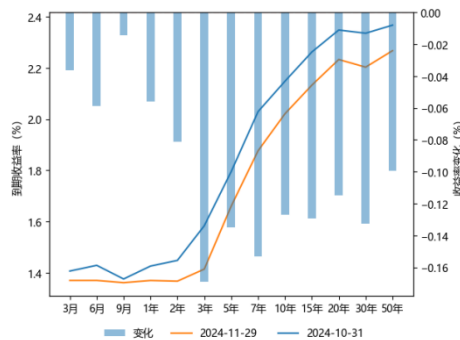


资料来源：同花顺，中证报基金研究

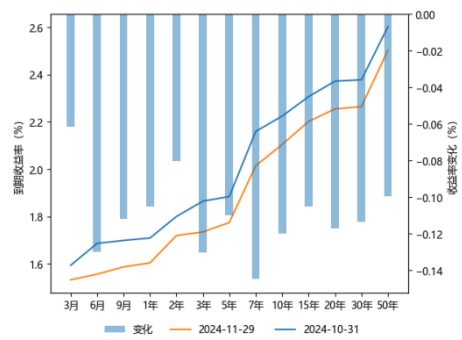
2. 二级市场：收益率大幅下行，利率债交易规模显著回升

2024 年 11 月，10 年期国债收益率下行 12.7BP 至 2.021%，10 年期国开债收益率下行 12.0BP 至 2.104%。

图表12 10年期国债收益率下行12.7BP至2.021% 图表13 10年期国开债收益率下行12.0BP至2.104%



资料来源：同花顺，中证报基金研究

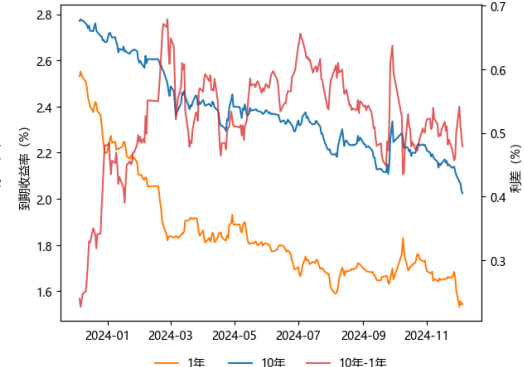
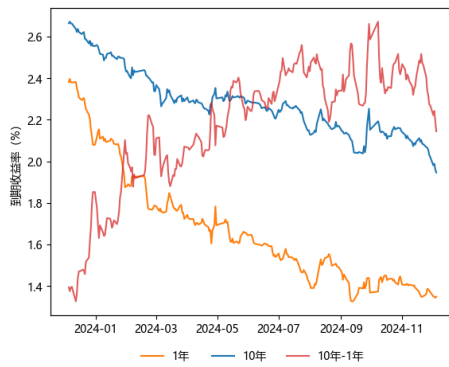


资料来源：同花顺，中证报基金研究

1 年与 10 年国债期限利差收窄 7.08BP 至 65.08BP，1 年与 10 年国开债期限利差收窄 1.48BP 至 50.04BP。

图表 14 10年期国债与1年期国债利差收窄

图表 15 10年期国开债与1年期国开债利差收窄



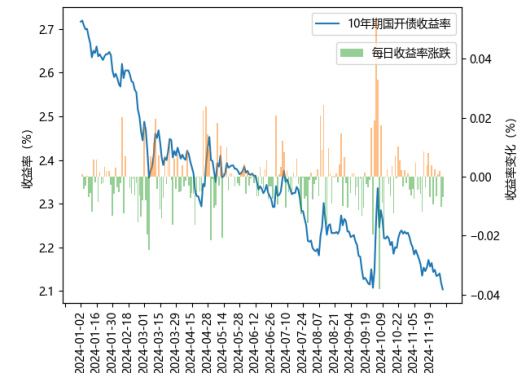
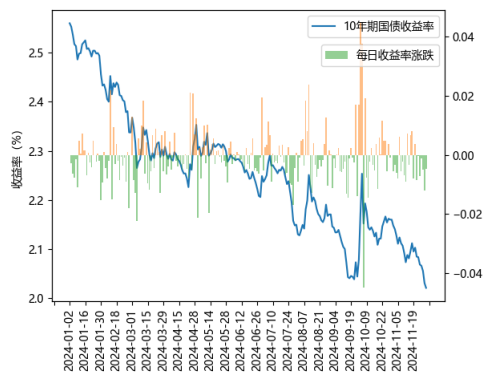
资料来源：同花顺，中证报基金研究

资料来源：同花顺，中证报基金研究

年初至今，10 年期国债收益率下行 53.95BP 至 2.0206%，10 年期国开债收益率下行 61.29BP 至 2.104%。1 年与 10 年国债期限利差扩大 20.73BP 至 65.08BP，1 年与 10 年国开债期限利差扩大 1.64BP 至 50.04。

图表 16 2024年初至今10年期国债收益率变化

图表 17 2024年初至今10年期国开债收益率变化



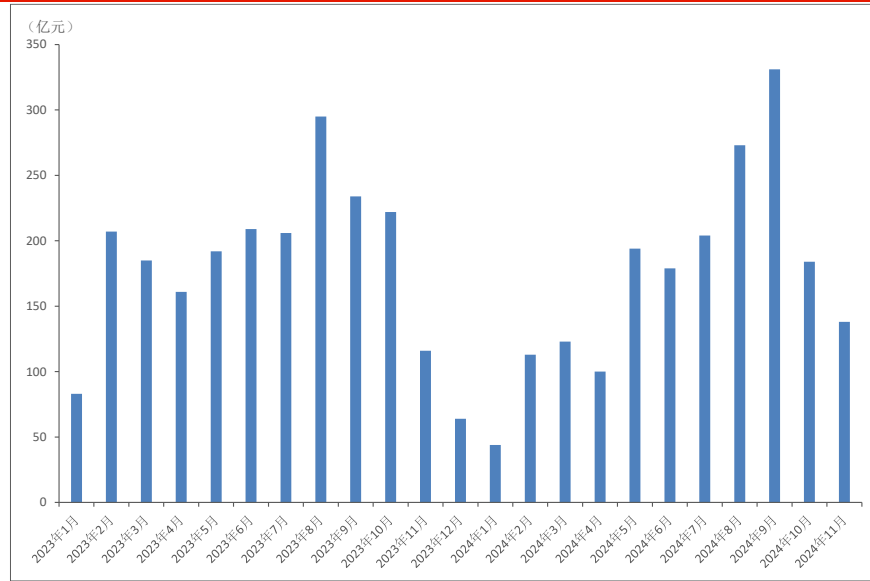
资料来源：同花顺，中证报基金研究

资料来源：同花顺，中证报基金研究

11 月 6 日，新一届美国总统选举特朗普胜选，7 日美联储随即降息 25BP；8 日我国新一轮化债方案正式落地，第一周长端利率震荡下行，10 年期国债收益率从 2.1406% 下降至 2.1067%。11 月 11 日-15 日，税期叠加 1.45 万亿元 MLF 到期，利率窄幅震动，10 年期国债收益率从 2.092% 下降至 2.0729% 后回升到 2.0948%。18 日，首批置换债发行，10 年期国债收益率上行至 2.1117%，随着央行货币投放加大，收益率震荡下行至 2.0832%。月底，特朗普宣布将对对中国商品额外征收 10%

关税，叠加宽货币预期，债市走高，10 年期国债收益率快速下行至 2.0206%。

图表 18 月度政府地方债缴款额度

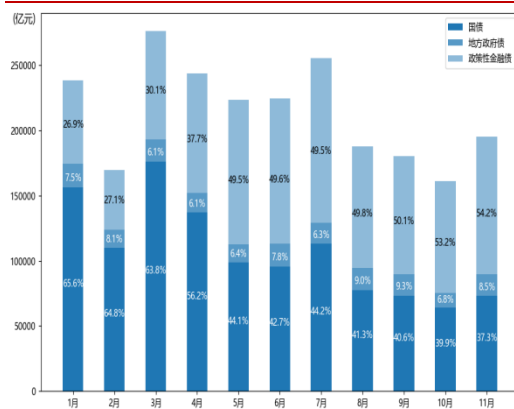


资料来源：Wind，中证报基金研究

11 月利率债交易规模环比上升 21.39%。从债券种类来看，国债交易量环比上升 13.6%，占比下降至 37.35%；地方政府债交易量环比上升 50.0%，占比上升至 8.46%；政策性银行债交易量环比上升 23.55%，占比上升至 54.2%。

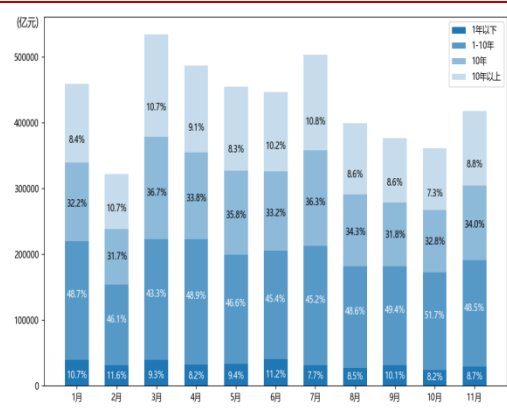
从期限来看，1 年以下债券交易量环比上升 22.74%，占比上升至 8.68%；1-10 年债券交易量环比上升 8.74%，占比下降至 48.5%；10 年债券交易量环比上升 20.24%，占比上升至 34.03%；10 年以上债券交易量环比上升 38.91%，占比上升至 8.8%。

图表 19 1~11月各类别利率债交易规模



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 20 1~11月各期限利率债交易规模



资料来源：同花顺，中证报基金研究

3. 流动性观察：央行发布三季度货币政策执行报告，资金面偏宽松

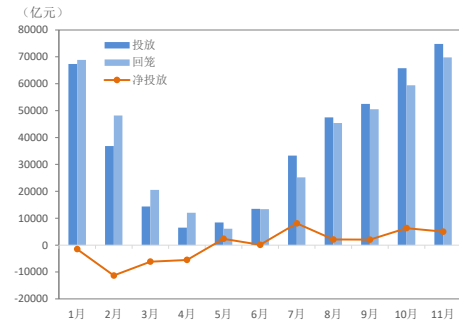
11 月，央行发布 2024 年三季度货币政策执行报告，重新提及“引导市场利率围绕政策利率波动”，强调综合运用 7 天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利（MLF）和国债买卖等多种工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行；提出“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性”，适应形势变化研究修订货币供应量统计，更好反映货币供应的真实情况。2024 年 12 月 2 日，中国人民银行发布公告决定自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。

月初，回笼跨月投放资金，央行投放量较小，资金利率短期维持低位。11-15 日，央行加大投放力度，应对税期、MLF 到期和双十一资金锁定。下旬，应对临税期缴款及政府债净缴款压力，央行净投放资金 1868 亿元，资金面整体宽松。月底，央行公告净买入国债 2000 亿元、开展买断式逆回购 8000 亿元。11 月，货币净投放 3806 亿元。

图表 21 11月央行公开市场操作统计

操作类型	公开市场操作	金额（亿元）
投放	质押式逆回购	52572
	买断式逆回购	8000
	MLF投放	9000
	国库现金定存发行	1200
	公开市场国债买卖	2000
	合计	72772
回笼	逆回购到期	54466
	MLF回笼	14500
	合计	68966
净投放	合计	3806

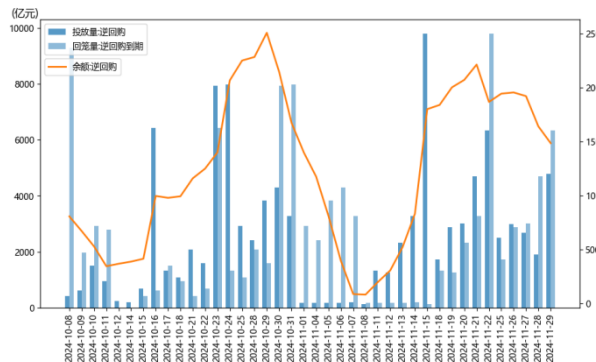
图表 22 1~11月公开市场净投放



资料来源：同花顺，中国人民银行，中证报基金研究

资料来源：同花顺，中国人民银行，中证报基金研究

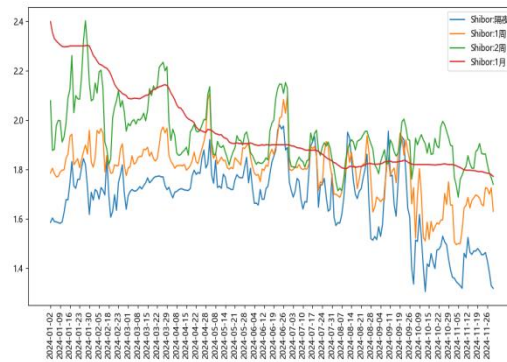
图表 23 10-11月质押式逆回购情况



资料来源：同花顺，中证报基金研究

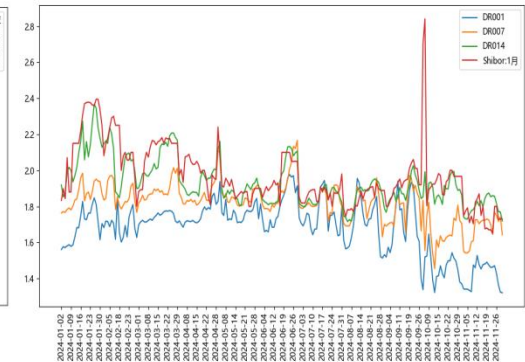
11月30日，隔夜Shibor较月初下行4.1BP，较年初下行26.7BP，报1.319%；7天期Shibor较月初上行12.4BP，较年初下行15.5BP，报1.631%；14天期Shibor较月初下行2.8BP，较年初下行33.8BP，报1.74%；1个月期Shibor较月初下行4.6BP，较年初下行62.6BP，报1.772%。11月30日，DR001较月初下行2.14BP，较年初下行24.0BP，报1.3211%；DR007较月初上行9.14BP，较年初下行12.18BP，报1.6422%；DR014较月初下行2.14BP，较年初下行19.99BP，报1.7188%；DR1M较月初下行1.71BP，较年初下行10.33BP，报1.73%。

图表 24 1~11月Shibor利率



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 25 1~11月质押式回购利率

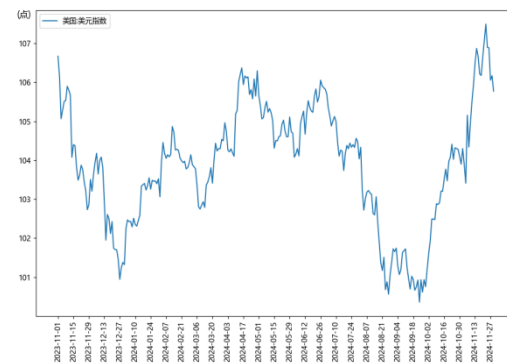


资料来源：同花顺，中证报基金研究

4. 海外市场：美元指数大幅上涨，海外主要债券收益率下降

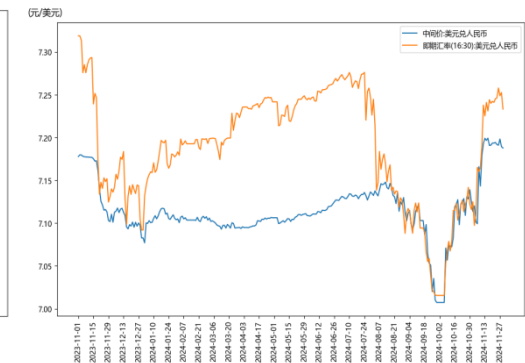
11月，美元指数从103.899上行至105.7725；美元兑人民币中间价从7.125上行至7.1877；即期汇率从7.116上行至7.2332。

图表 26 美元指数



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 27 美元兑人民币



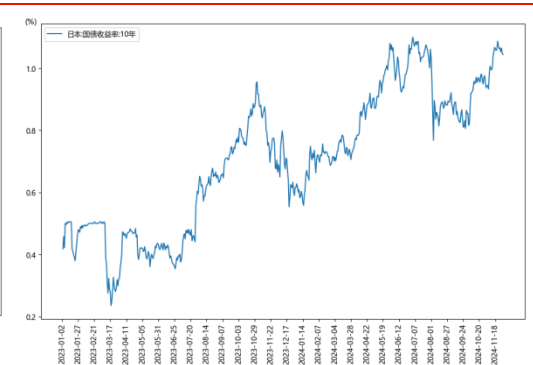
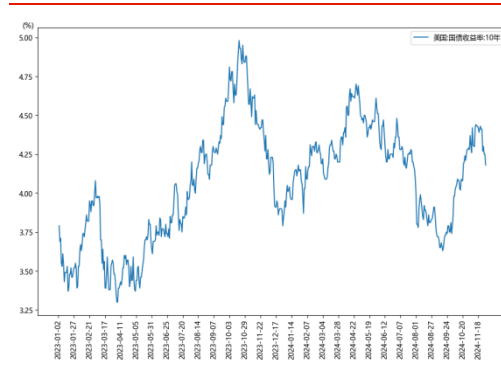
资料来源：同花顺，中证报基金研究

当月海外主要债券收益率多呈现下降趋势。10年期美债到期收益率从4.28%下行至4.18%；10年期日债到期收益率从0.937%上行至1.044%；10年期德债到

期收益率从 2.46%下行至 2.15%；10 年期英债到期收益率从 4.41%下行至 4.25%。

图表 28 10年美债到期收益率

图表 29 10年日债到期收益率

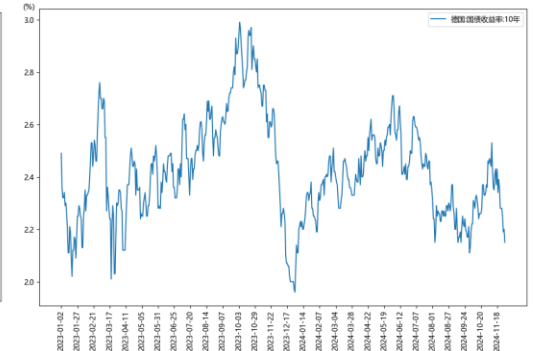
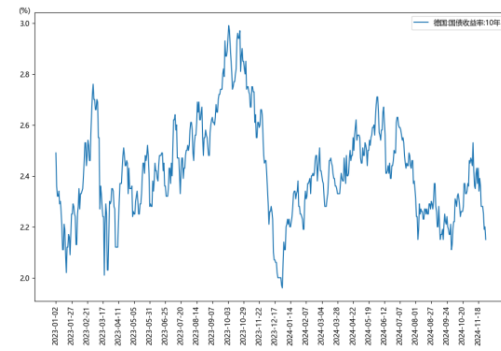


资料来源：同花顺，中证报基金研究

资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 30 10年德债到期收益率

图表 31 10年英债到期收益率



资料来源：同花顺，中证报基金研究

资料来源：同花顺，中证报基金研究

5. 债市总结及展望

11 月，从一级市场来看，国债和新增地方债发行均接近尾声。地方再融资专项债大量发行，对债市产生短期扰动。流动性方面，在央行呵护下 11 月资金面整体保持稳定。受美国大选结果出炉、美联储降息、大规模化债政策落地、宽松预期等多重因素影响，利率快速下降，利差收窄，债市走强。

根据 12 月 7 日预告，12 月预计发行国债 6 只，规模共计 3410 亿元，预计发行地方政府债 102 只，规模共计 10074 亿元，预计发行政策性银行债 15 只，规模共计 990 亿元。

图表 32 12月7日前公示的利率债发行计划

期限	国债		地方政府债		政策性金融债	
	只数	规模 (亿元)	只数	规模 (亿元)	只数	规模 (亿元)
1年及以下	1	400			3	150
1-3年	2	1500	3	114	6	410
5	1	450	10	607	3	190
7			6	652	1	30
10	1	500	19	1153	2	210
15			14	1697		
20			23	2932		
30	1	560	27	2915		

资料来源：同花顺，中证报基金研究

从发行期限来看，国债 1-10 年期发行规模最大，达到 1950 亿元；地方政府债 10 年期以上发行规模最大，达到 7545 亿元；政策性银行债 1-10 年期发行规模最大，达到 630 亿元。

从发行区域来看，12 月共有 24 个地区计划发行地方政府债，其中河南省计划发行规模最大，为 1012.48 亿元。

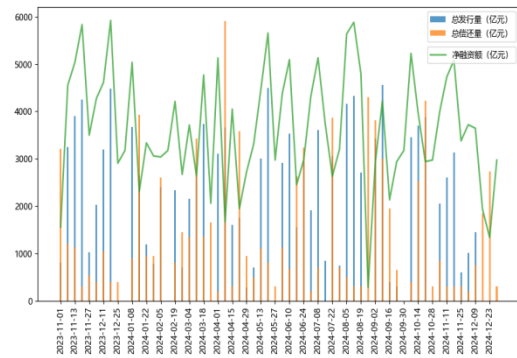
图表 33 12月7日前公示的地方政府债发行计划

地区	只数	规模 (亿元)	地区	只数	规模 (亿元)
河南省	8	1012.48	云南省	3	323
湖北省	4	982	新疆	3	235.78
安徽省	5	980	海南省	6	202
天津市	12	931.68	辽宁省	2	200
重庆市	6	892	宁夏回族自治区	3	148.21
内蒙古	7	635.78	北京市	3	142.46
广西壮族自治区	4	586	山东省	5	137.82
福建省	8	557	西藏	4	137
江西省	3	551	青海省	3	97.98
吉林省	5	407	甘肃	1	72.39
山西省	3	385	厦门市	2	56
四川省	1	354	深圳市	1	47.13

资料来源：同花顺，中证报基金研究

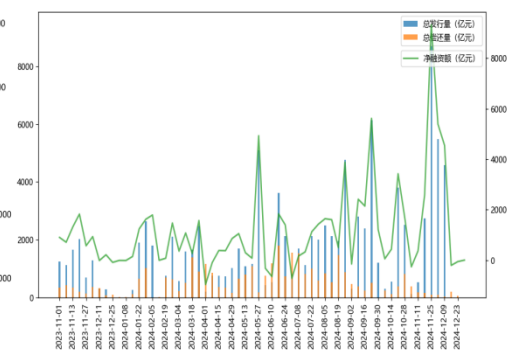
基于目前公布的计划发行情况，12 月国债净融资额-3365.3 亿元，地方债净融资额 9664.95 亿元，政金债净融资额-420.0 亿元。12 月的利率债净融资额同比下降 23.64%。截至 12 月 31 日，利率债全年净融资 110279.83 亿元。

图表 34 国债发行与到期情况



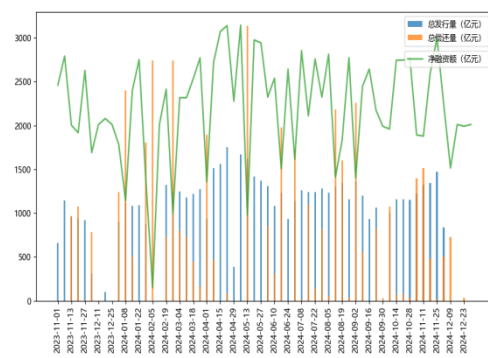
资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 35 地方政府债发行与到期情况



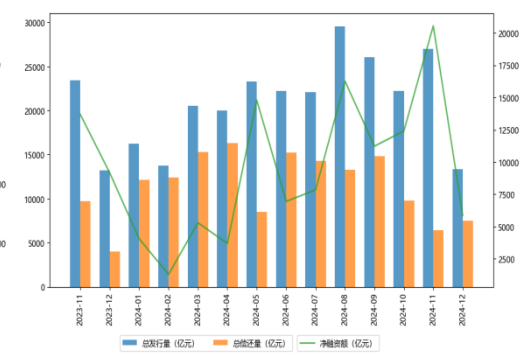
资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 36 政金债发行与到期情况



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 37 1~12 月利率债发行与到期情况



资料来源：同花顺，中证报基金研究

12 月债市发展主要关注三个方面。一是中央经济工作会议内容。本年度中央经济工作会议，是定调“十四五”收官之年的经济发展方向的重要会议，需要重点关注各维度的政策是否会有大的加码或调整可能。二是美联储是否会继续降息。根据 12 月 6 日 CME “美联储观察”的最新数据，美联储在 12 月份保持当前利率不变的概率为 29.9%，而累计降息 25 个基点的概率高达 70.1%。展望明年 1 月，维持当前利率不变的概率降至 21.6%，累计降息 25 个基点的概率为 58.9%，同时累计降息 50 个基点的概率也达到了 19.5%。三是置换隐性债务的地方债发行情况。按照一次报批、分三年实施的 6 万亿元地方专项债，12 月尚有 10131.22 亿元置换债待发。

总体来看，当前债市的收益率已经处于年内低点。排除降息的情况下，向下进一步探底的区间有限。置换债的首轮冲击也已经过去，12 月的置换债发行相对平稳，在央行呵护下对债市的冲击有限。

6. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。