

## 货币政策重提“适度宽松”，超长债迎来“1.0”时代

——2024年12月利率债市场月报

## 摘要：

- 一级市场：**国债全年发行不及预期，化债再融资专项债发行结束。12月国债总发行6759.8亿元，环比下降19.49%，同比下降36.99%。新增一般地方债241.86亿元，环比上涨23.86%，同比上涨31.0%；新增专项地方债211.24亿元，环比下降75.33%，同比下降77.07%。当月，共有23个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计9147.89亿元。其中湖北、安徽和河南发行规模最大，10年以上的超长债占比为88.28%。
- 二级市场：**国债收益率持续下行，利率债交易规模继续回升。10年期国债收益率下行34.54BP至1.68%，10年期国开债收益率下行37.75BP至1.73%。1年与10年国债期限利差收窄5.99BP至59.09BP，1年与10年国开债期限利差扩大2.41BP至52.45BP。当月利率债交易规模环比上升5.55%。
- 流动性观察：**资金面略有收窄，资金利率整体走高。12月，央行公告净买入国债3000亿元、开展买断式逆回购14000亿元，货币净回笼4030亿元，资金投放力度不及上月。隔夜Shibor较月初上行4.0BP，DR001较月初上行24.63BP。
- 海外市场：**美元指数大幅上涨，海外主要债券收益率上行。12月，美元指数从105.7725上行至108.4816；美元兑人民币中间价从7.1877上行至7.1884；即期汇率从7.2332上行至7.2988。10年期美债到期收益率从4.18%上行至4.58%；10年期日债到期收益率从1.044%上行至1.082%；10年期德债到期收益率从2.15%上行至2.43%；10年期英债到期收益率从4.248%上行至4.566%。
- 债市总结及展望：**12月，国债少量发行，地方债方面共有23个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，基本完成了本年2万亿元的化债额度。受美联储降息和我国货币政策由“稳健”转向“适度宽松”、央行降息预期的影响，国债收益率持续大幅下行，长端利率进入“1.0”时代。流动性方面，央行资金投放力度不及上月，资金面略有收窄，资金利率整体走高。回首2024年，债市主要围绕政策驱动和“资产荒”两条主线，在波动中呈现大幅下行趋势。年初至12月31日10年期国债收益率下行88.49BP至1.6752%，总体可以分为5个发展阶段。目前，2025年债市发展首要关注三个方面：一是适度宽松货币政策的落地情况；二是政府债的发行节奏；三是美联储降息进程。
- 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：国债全年发行不及预期，化债再融资专项债发行结束

2024 年 12 月，共计发行 157 只利率债，发行规模总计 19272.6 亿元。其中，国债 14 只，共计 6759.8 亿元；地方政府债 130 只，共计 10912.7 亿元（新增一般债券 241.86 亿元，新增专项债券 211.24 亿元，再融资一般债券 581.24 亿元，再融资专项债券 9878.35 亿元）；政策性金融债 13 只，共计 1600.1 亿元。

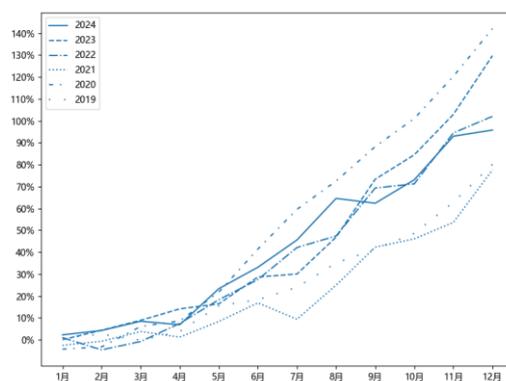
同月，共计偿还 30 只利率债，偿还规模达到 7494.05 亿元。其中国债 10 只，共计 5825.3 亿元；地方政府债 14 只，共计 408.75 亿元；政策性金融债 6 只，共计 1260.0 亿元。

综上，12 月净融资额为 11778.54 亿元，其中国债净融资额为 934.5 亿元，地方政府债净融资额为 10503.94 亿元；政策性金融债净融资额为 340.1 亿元。

#### 1.1 国债全年发行不及预期，1 年期以下国债发行规模最大

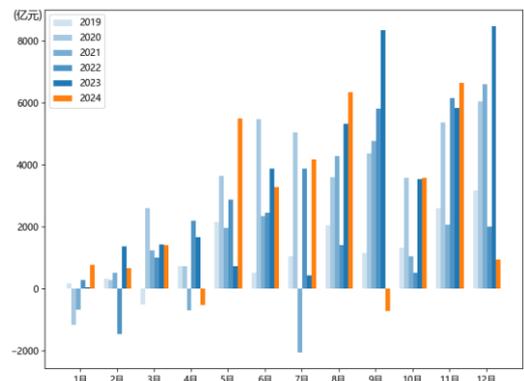
从发行总额来看，12 月国债总发行 6759.8 亿元，环比下降 19.49%，同比下降 36.99%。

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

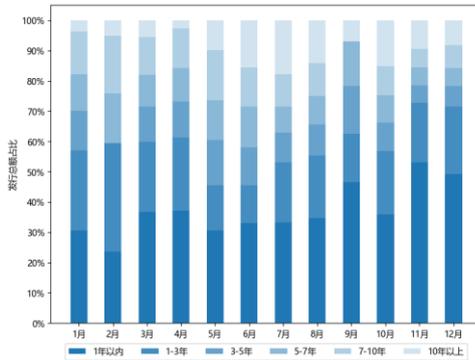


资料来源：同花顺，中证报基金研究

截至 12 月 31 日，2024 年国债发行规模共计 107965.3 亿元，到期 75974.7 亿元，净融资额为 31990.6 亿元。国债净发行进度达到 95.78%，慢于近年国债发行进度均值（106.32%）。

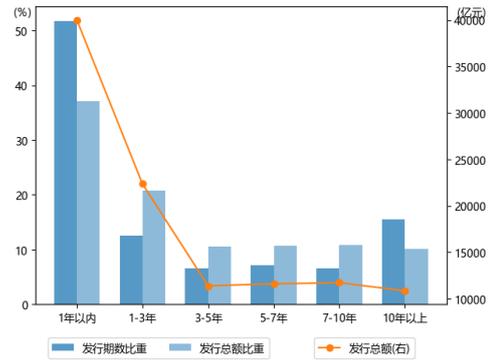
从国债发行期限来看，当月 1 年以内债券发行规模最大，达到 49.27%；10 年以上超长期国债发行规模占比下降 1.25 个百分点至 8.28%。从今年整体发行规模来看，期限在 1 年以内的国债规模占比最高，达到 37.05%；特别国债规模为 8950 亿元，占比 8.29%，发行进度达到 89.5%。

图表 3 1~12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 1~12月累计发行国债期限分布

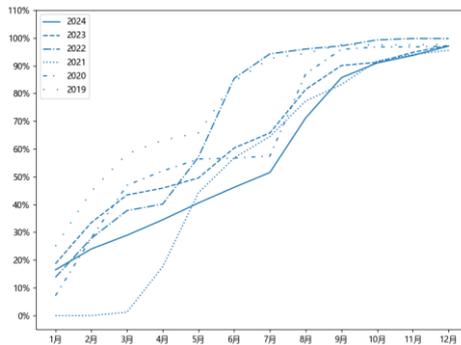


资料来源：同花顺，中证报基金研究

## 1.2 新增地方债少量发行，化债再融资专项债发行结束

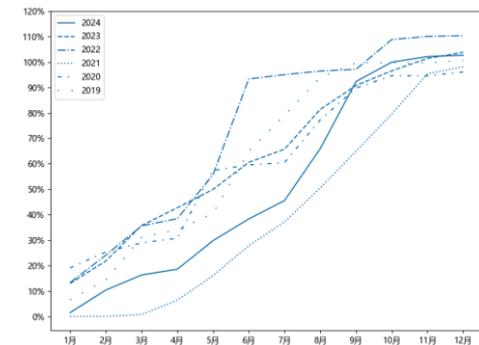
12 月，新增一般地方债 241.86 亿元，环比上涨 23.86%，同比上涨 31.0%；新增专项地方债 211.24 亿元，环比下降 75.33%，同比下降 77.07%。

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

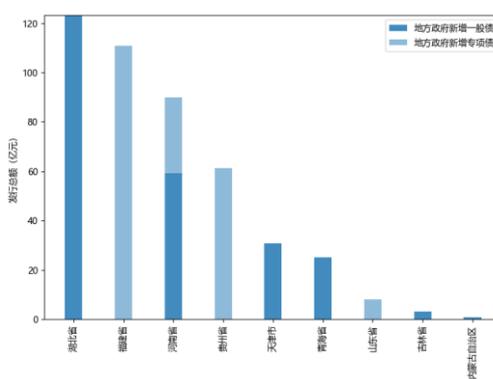
图表 6 新增专项地方政府债发行进度



资料来源：同花顺，中证报基金研究

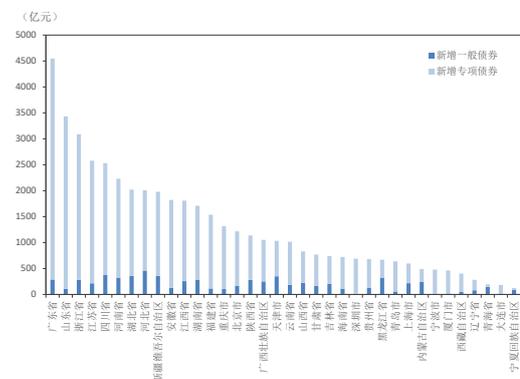
截至 12 月 31 日，2024 年新增地方债 47018.48 亿元，其中，新增一般债发行 6986.16 亿元，占全年新增一般债务限额 7200 亿元的 97.03%；新增专项债发行 40032.32 亿元，占全年新增专项债务限额 39000 亿元的 102.65%。

图表 7 12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 1~12月累计新增地方债区域分布

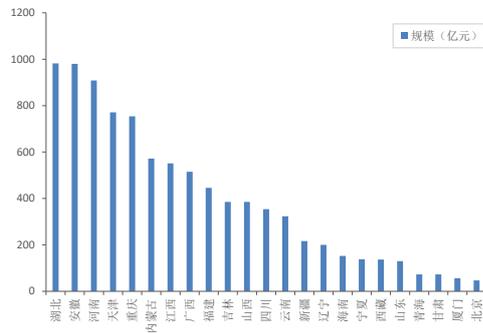


资料来源：同花顺，中证报基金研究

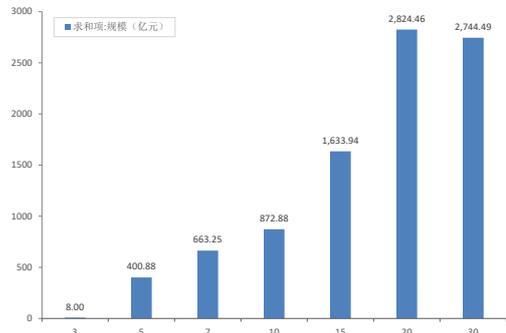
从发行地区来看，12月湖北省发行规模最大为123.28亿元，全部为新增一般债。从今年整体来看，广东省新增债券规模最大，共计4546.25亿元，其中新增专项债券4259亿元，新增一般债券287.25亿元。

12月，共有23个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计9147.89亿元。其中湖北、安徽和河南发行规模最大，分别为982亿元、980亿元和908.83亿元。从期限来看，20年的再融资专项债发行规模最大为2824.46亿元，10年以上的超长债占比为88.28%。

图表 9 12月各地再融资专项债发行规模



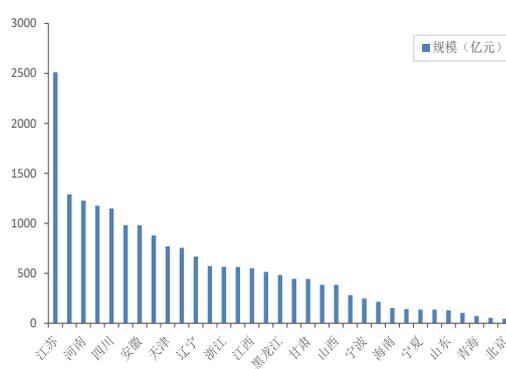
图表 10 12月各期限再融资专项债发行规模



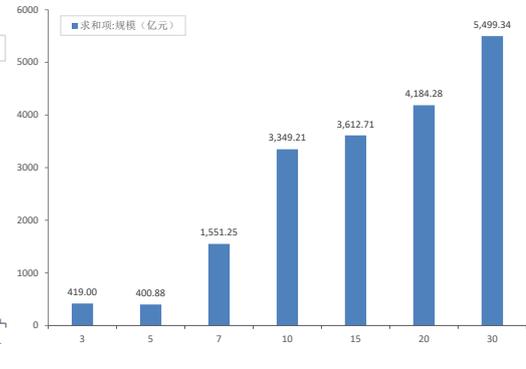
资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

自本轮化债政策落地后，33个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，共计19016.68亿元，基本完成了本年2万亿元的化债额度。其中江苏省发行规模最大，为2511亿元，其次湖南（1288亿元）、河南（1227亿元）、贵州（1176亿元）和四川（1148亿元）的发行规模也位居前列。从期限来看，30年的再融资专项债发行规模最大为5499.34亿元，10年以上的超长债占比为87.53%。

图表 11 11-12月各地再融资专项债发行规模



图表 12 11-12月各期限再融资专项债发行规模



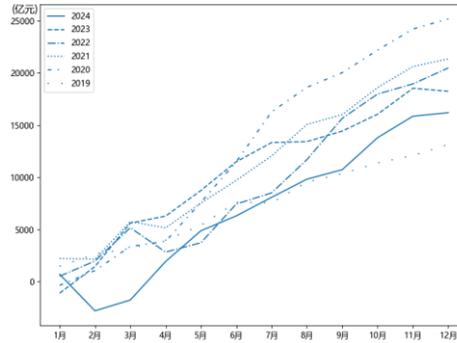
资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

### 1.3 进出口银行为当月发行主力，1-3 年期债券发行规模最大

从发行总额来看，12 月政金债发行 1600.1 亿元，环比下降 70.7%，同比上涨 218.62%。

截至 12 月 31 日，2024 年政金债发行规模共计 56489.2 亿元，同比下降 1.28%；到期 40304.2 亿元，同比上涨 3.38%；净融资额为 16185.0 亿元，同比下降 11.23%。

图表 13 政金债累计净发行规模

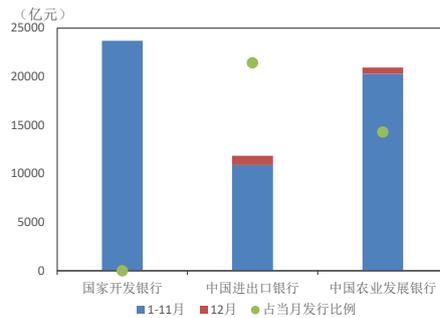


资料来源：同花顺，中证报基金研究

从发行主体来看，12 月中国进出口银行发行政金债规模最大为 960 亿元，占比 60%。全年来看，国开行发行政金债规模最大为 23700 亿元，占比 41.95%。

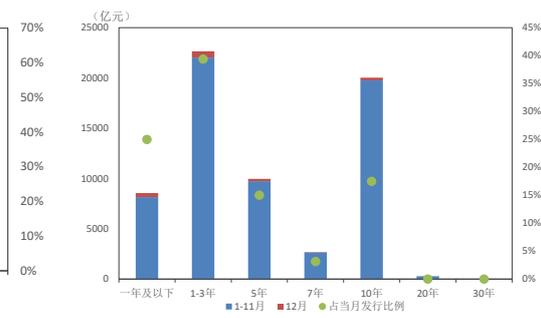
从发行期限来看，1-3 年的政金债发行规模最大为 630.00 亿元，占比 39%。全年来看，同样是 1-3 年的政金债发行规模最大为 22663.3 亿元，占比 35%。

图表 14 政金债发行主体占比



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 15 政金债发行期限占比

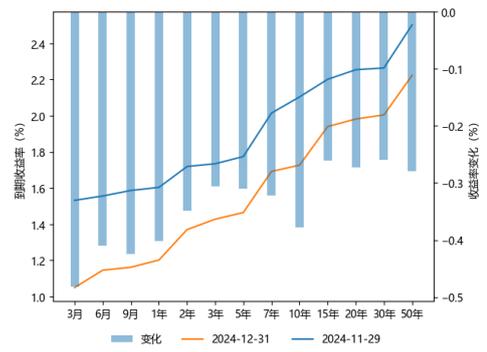
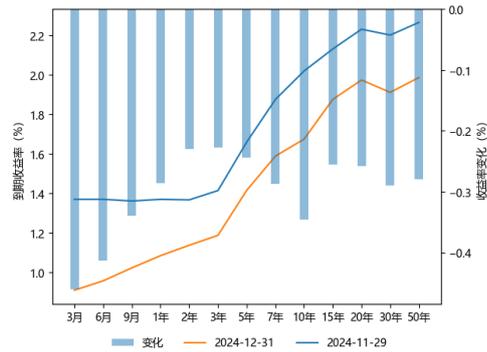


资料来源：同花顺，中证报基金研究

## 2. 二级市场：国债收益率持续下行，利率债交易规模继续回升

2024 年 12 月，10 年期国债收益率下行 34.54BP 至 1.68%，10 年期国开债收益率下行 37.75BP 至 1.73%。

图表16 10年期国债收益率下行34.54BP至1.68% 图表17 10年期国开债收益率下行37.75BP至1.73%



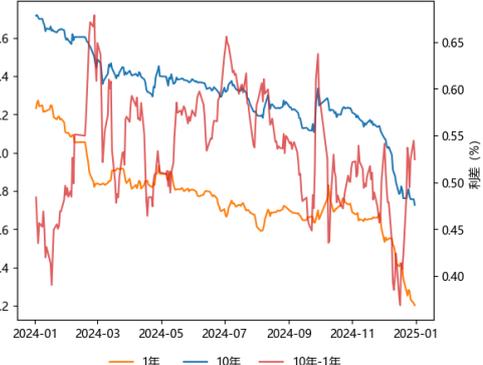
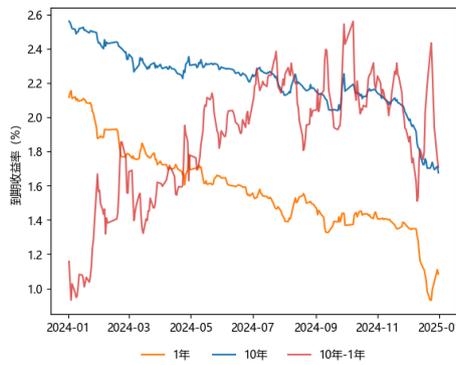
资料来源：同花顺，中证报基金研究

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5.99BP至59.09BP，1年与10年国开债期限利差扩大2.41BP至52.45BP。

图表18 10年期国债与1年期国债利差收窄

图表19 10年期国开债与1年期国开债利差扩大



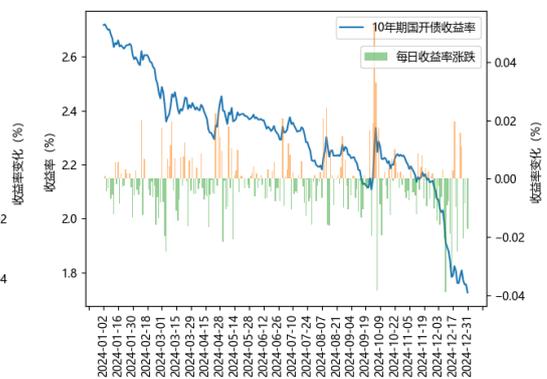
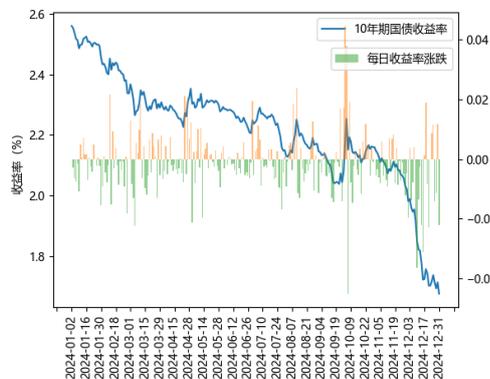
资料来源：同花顺，中证报基金研究

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88.49BP至1.6752%，10年期国开债收益率下行99.04BP至1.7263%。1年与10年国债期限利差扩大14.74BP至59.09BP，1年与10年国开债期限利差扩大4.05BP至52.45BP。

图表20 2024年初至今10年期国债收益率变化

图表21 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

12 月 2 日，当月首个交易日，受上月底央行 8000 亿元买断式逆回购操作和 2000 亿元国债买入操作的影响，随着同业存款利率自律新规落地，10 年期国债收益率跌破 2% 来到 1.981%。当周，美联储相关人员表示预计未来将会有更多的降息，10 年期国债收益率一路下降至 1.9539%。

12 月 9 日，中共中央政治局召开会议，会议指出“明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策‘组合拳’，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，这是我国 2011 年以来首次改变货币政策立场。随即，当周 10 年期国债收益率从 1.9168% 快速下降至 1.7771%。

14 日，央行研究局局长王信表示进一步降准还有空间，第三周首日国债收益率从 1.7771% 快速下降至 1.7215%；18 日受央行约谈银行券商基金等多家金融机构的影响，10 年期国债收益率一度上升至 1.7564%；19 日美联储鹰派降息 25BP，当周收益率最终下降至 1.7018%。

12 月 23 至 24 日，全国财政工作会议在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”。一是提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。二是安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲。四是持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。五是进一步增加对地方转移支付，增强地方财力，兜牢基层“三保”底线。积极财政政策的导向带动 10 年期国债收益率短期上升至 1.7365%，

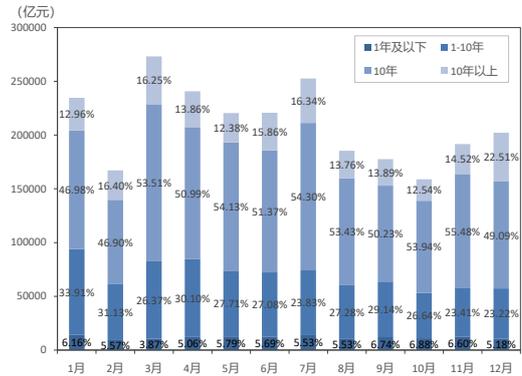
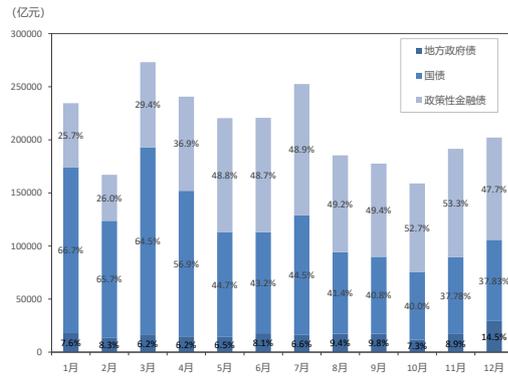
月末，随着央行大量买断式逆回购和国债净买入操作，长端利率最终下降至 1.6752%。

12 月利率债交易规模环比上升 5.55%。从债券种类来看，国债交易量环比上升 5.68%，占比上升至 37.83%；地方政府债交易量环比上升 71.54%，占比上升至 14.5%；政策性金融债交易量环比下降 5.59%，占比下降至 47.7%。从期限来看，1 年以下债券交易量环比下降 17.06%，占比下降至 5.18%；1-10 年债券交易量环比上升 4.69%，占比上升至 23.22%；10 年债券交易量环比下降 6.61%，占比下降

至 49.09%；10 年以上债券交易量环比上升 63.63%，占比上升至 22.51%。

图表 22 1~12月各类利率债交易规模

图表 23 1~12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

资料来源：同花顺，中证报基金研究

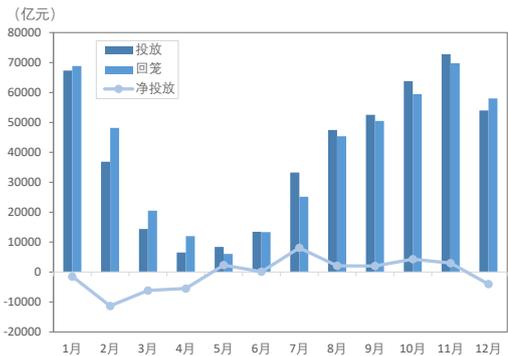
### 3. 流动性观察：资金面略有收窄，资金利率整体走高

月初第一周，回笼跨月投放资金，央行逐日减少资金净投放，当周累计回笼 1.13 万亿元。当月第二周，临近税期央行逆回购操作转为少量净投放，当周累计投放 1844 亿元。第三周，为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰等因素的影响，保持银行体系流动性充裕，人民银行累计开展了 16783 亿元逆回购操作。月底，央行公告净买入国债 3000 亿元、开展买断式逆回购 14000 亿元，其中开展 3 个月的买断式逆回购操作 7000 亿元。12 月，货币净回笼 4030 亿元。整体来看，当月央行资金投放力度不及上月，资金利率整体走高。

图表 24 12月央行公开市场操作统计

图表 25 1~12月公开市场净投放

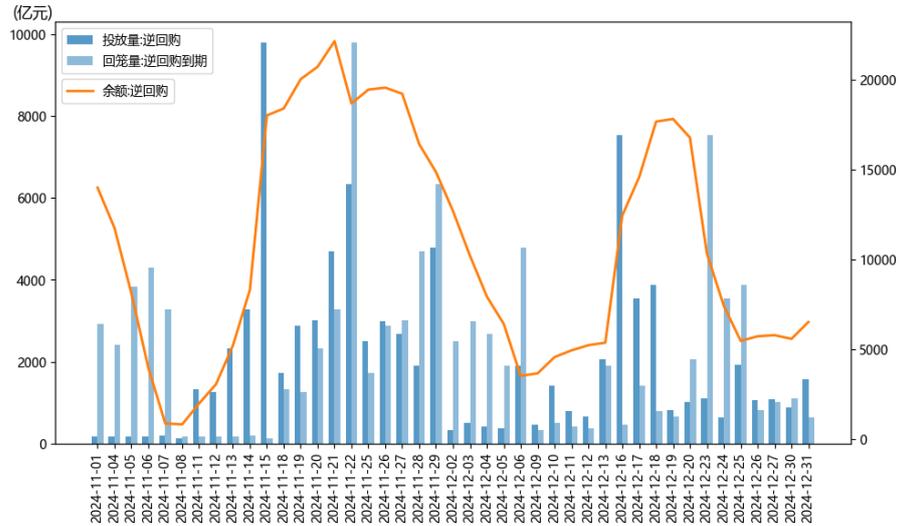
操作类型	公开市场操作	金额 (亿元)
投放	质押式逆回购	33978
	买断式逆回购	14000
	MLF投放	3000
	国债买卖	3000
	国库现金定存发行	0
	合计	53978
回笼	逆回购到期	42308
	MLF回笼	14500
	国库现金定存到期	1200
	合计	58008
净投放	合计	-4030



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

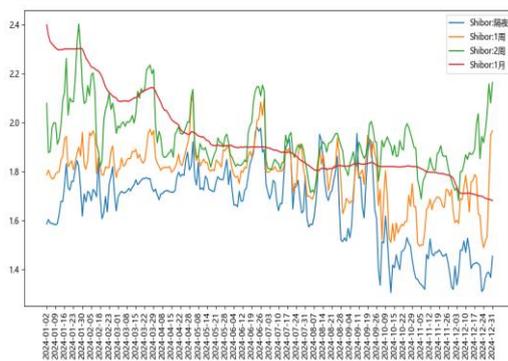
图表 26 11-12月质押式逆回购情况



资料来源：同花顺，中证报基金研究

12月31日，隔夜Shibor较月初上行4.0BP，较年初下行13.2BP，报1.454%；7天期Shibor较月初上行37.5BP，较年初上行18.0BP，报1.966%；14天期Shibor较月初上行44.0BP，较年初上行8.5BP，报2.163%；1个月期Shibor较月初下行7.3BP，较年初下行71.7BP，报1.681%。12月31日，DR001较月初上行24.63BP，较年初上行9.7BP，报1.6582%；DR007较月初上行37.58BP，较年初上行21.72BP，报1.9812%；DR014较月初上行44.49BP，较年初上行17.82BP，报2.0969%；DR1M较月初上行17.86BP，较年初上行6.67BP，报1.9%。

图表 27 1~12月Shibor利率



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 28 1~12月质押式回购利率

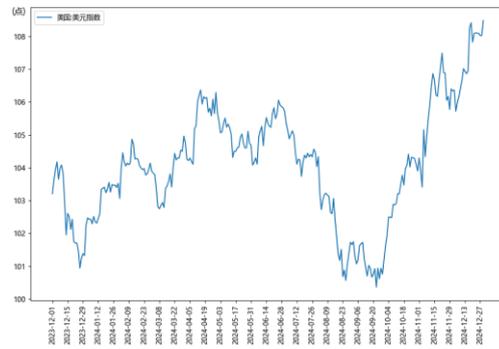


资料来源：同花顺，中证报基金研究

#### 4. 海外市场：美元指数大幅上涨，海外主要债券收益率上行

12月，美元指数从105.7725上行至108.4816；美元兑人民币中间价从7.1877上行至7.1884，即期汇率从7.2332上行至7.2988。

图 29 美元指数



资料来源：同花顺，中证报基金研究

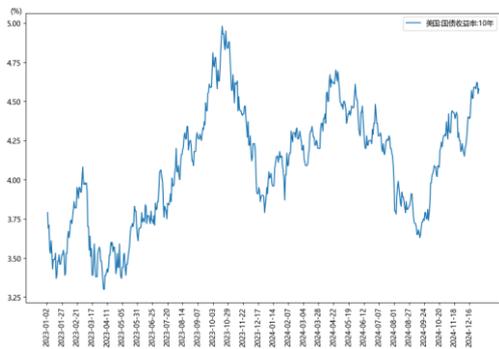
图 30 美元兑人民币



资料来源：同花顺，中证报基金研究

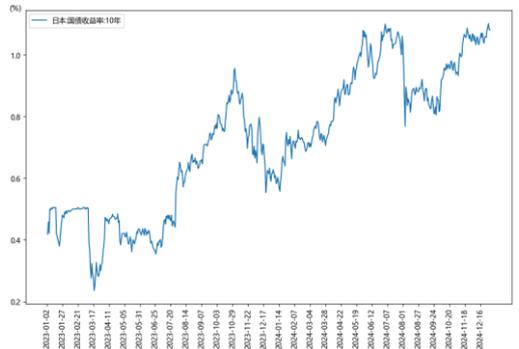
当月海外主要债券收益率多呈现上行趋势。10 年期美债到期收益率从 4.18% 上行至 4.58%；10 年期日债到期收益率从 1.044% 上行至 1.082%；10 年期德债到期收益率从 2.15% 上行至 2.43%；10 年期英债到期收益率从 4.248% 上行至 4.566%。

图 31 10 年美债到期收益率



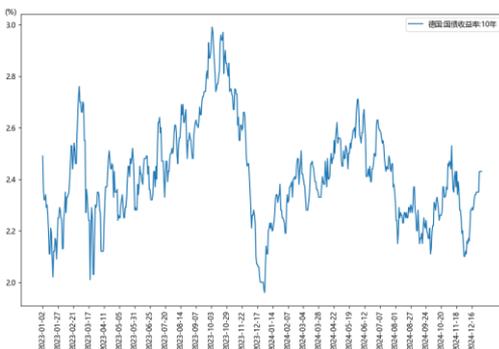
资料来源：同花顺，中证报基金研究

图 32 10 年日债到期收益率



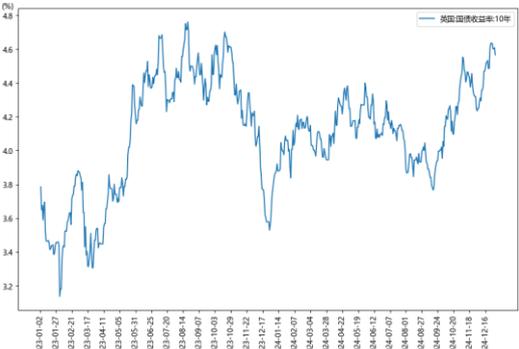
资料来源：同花顺，中证报基金研究

图 33 10 年德债到期收益率



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图 34 10 年英债到期收益率



资料来源：同花顺，中证报基金研究

## 5. 债市总结及展望

12 月，从一级市场来看，国债少量发行，全年国债发行不及预期；地方债方面，共有 23 个地区发行了用于置换隐债的再融资专项债，基本完成了本年 2 万亿

元的化债额度，其中 10 年以上的超长债占比为 87.53%。二级市场来看，受美联储降息和我国货币政策由“稳健”转向“适度宽松”、央行降息预期的影响，国债收益率持续大幅下行，10 年期国债收益率下行 34.54BP 至 1.68%，长端利率进入“1.0”时代。流动性方面，央行资金投放力度不及上月，资金面略有收窄，资金利率整体走高。

回首 2024 年，债市主要围绕政策驱动和“资产荒”两条主线发展，利率在波动中呈现大幅下行趋势，年初至 12 月 31 日 10 年期国债收益率下行 88.49BP 至 1.6752%。总体可以分为 5 个发展阶段：第一阶段是年初到 3 月初，资金宽松和政府债供给滞后利率大幅下行，债市走牛；第二阶段是 3 月初到 7 月下旬，央行调研农商行买债、禁止手工补息、提示长债风险，利率在波动中略有下行；第三阶段是 7 月底到 9 月下旬，降息落地叠加央行指导大行卖债，利率在调整中走出明显下行趋势；第四阶段是 9 月底到 11 月底，“宽货币”和“宽财政”交织，债市再现调整行情；第五阶段是 11 月底到年末，在存款自律新规落地、国内降息预期、货币政策由“稳健”转为“适度宽松”等多重因素影响下，10 年期国债收益率历史性下行突破 2.0%。

目前，2025 年债市发展首要关注三个方面。一是适度宽松货币政策的落地情况。若将 7 天逆回购利率+50bp 作为长端利率的参照锚点，目前债券市场可能已经隐含了 30bp 降息预期，主要关注适度宽松货币政策的落地时间和力度。二是关注政府债的发行节奏。按照一次报批、分三年实施的 6 万亿元地方专项债，2025 年仍有两万亿元的特殊再融资债发行，发行节奏会对债市产生扰动。同时，在中央经济工作会议明确加力扩围实施“两新”政策、更大力度支持“两重”项目的要求下，2025 年超长期特别国债发行规模预期将迎来有力扩张。超长期特别国债与专项债的集中发行时间能否合理错位，避免对银行体系流动性产生冲击有待观察。三是美联储的降息情况。据 CME “美联储观察”，美联储明年 1 月维持利率不变的概率为 88.8%，降息 25 个基点的概率为 11.2%；到明年 3 月维持当前利率不变的概率为 47.9%，累计降息 25 个基点的概率为 46.9%，累计降息 50 个基点的概率为 5.2%。但随着特朗普即将上任，全球经济不确定性增加，美联储的降息情况值得持续关注。

## 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。