

➤ 债市负 carry

债市持续处于负 carry 状态的原因在于市场对于资金面转松的“强预期”和资金利率中枢迟迟未回落的“弱现实”交织。而随着债市进入负 carry 状态，机构行为相应也发生了些许分化，表现为“**大行、农商行维持短端买入，基金转入长端避险**”的格局：

一方面，大行、农商行等机构开年以来的配置需求较强，维持对短端的买入行为。另一方面，于基金等非银交易盘，短端的大幅调整将影响产品净值表现，进而增加负债端的不稳定性，叠加当前杠杆策略或有所失效，负 carry 之下，更倾向于通过持有正 carry 资产进行防御，故而近期呈现“向久期要收益”的特点。

当前，资金面上政策端或未展现更多的宽松态度，叠加 1 月社融信贷回暖，支撑债市走牛的逻辑似乎发生了一定的变化。往后看，债市将如何演绎？

➤ “每调买机”惯性会生变吗？

中长期视角下债市持续走牛预期背后，存在如下逻辑：随着货币信贷增长由供给约束已逐步转为需求约束，2024 年社融信贷增速整体放缓，一定程度显示实体融资需求相对不足，而储蓄意愿较强，当中部分资金溢出至银行理财等广义基金，但供给端高息资产规模整体压缩，供需有所失衡，机构欠配压力较大，随着增量资金的不断涌入，叠加机构行为的趋同，债市利率的下行几乎“势不可挡”。

然而，2025 年信贷投放“开门红”，资金面也持续处于偏紧格局中，指向当前这一逻辑似乎正在发生变化，相应地，机构“每调买机”惯性是否将延续？

(1) 基本面或逐渐呈现筑底趋势。1 月社融信贷数据较为超市场预期，2024 年四季度货政报告中对当前国内经济的描述也出现了一定的变化，整体而言更加积极；

(2) 政策面而言，“适度宽松”的货币政策基调之下，政策端对于稳定汇率、防范利率风险的诉求仍存，或一定程度增加货币宽松节奏的不确定性；

(3) 对应到资金面，不同于 2024 年下半年的平稳偏宽状态，2025 开年以来资金利率处于高位运行，波动也相对加大，对短端形成较为明显的压制，往后看资金面或存在转松空间，但关键或在于多重政策目标下的央行态度；

(4) 供求情况来看，预计 2025 年供给端增量不低，尤其是政府债，需求端来看，配置增量或仍相对充裕，但股市、楼市对于债市增量资金的分流效应或有所显现，故而供需结构或将出现一定变化。

短期而言，我们认为资金面和机构行为或成为债市演绎的关键词：若持续偏紧，短端负 carry 的影响或逐渐波及长端，若产品净值表现受到影响，基金等负债端稳定性相对不强的机构赎回压力或将增加，进而或存在触发负反馈的可能。若资金面逐渐转松，短端存在修复空间，将凸显一定的配置性价比，长端当前交易已较为拥挤，曲线愈发平坦之下，需要保留一份审慎，但开年仍处配置盘买入周期，或将对长端的调整形成一定“保护”，故而配置上哑铃策略或相对占优。

中长期而言，当前长端利率整体处于阶段性盘整的状态，但由于前期积累的下行幅度较大，因而不论是以政策利率为锚点，还是以资金利率为参考，或是与实体信贷作为对比，仍有所“失锚”。

往后看，利率如何在不同的定价参考系中回归均衡，关键或在于信贷投放回暖的持续性以及内外环境下宏观政策的取向和节奏，进而将影响基本面走势和市场预期。当前时点来看，宏观叙事能否转变成为调整论据，还需观察，“每买调机”的趋势或仍在，但需要对利率的下行节奏和幅度给予更多的关注。

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治风险

相关研究

1. 债市跟踪周报 20250217：债基继续拉久期 -2025/02/17
2. 转债策略研究系列：信用、退市及稀释风险下可转债定价模型初探-2025/02/17
3. 可转债周报 20250216：估值渐近高位，关注偏防御策略-2025/02/16
4. 信用策略周报 20250216：信用仍在配置区间-2025/02/16
5. 固收周度点评 20250216：信贷开门红与资金紧平衡，怎么看？-2025/02/16

目录

1 债市负 carry	3
2 “每调买机” 惯性会生变吗?	8
3 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

开年以来，在宽信用在途和资金紧格局的牵引下，债市震荡走弱，长短端表现的差异对应着机构行为的些许分化。往后看，债市将如何演绎，当前是“每调买机”惯性下的阶段性调整还是一段持续性调整的序幕？本文聚焦于此。

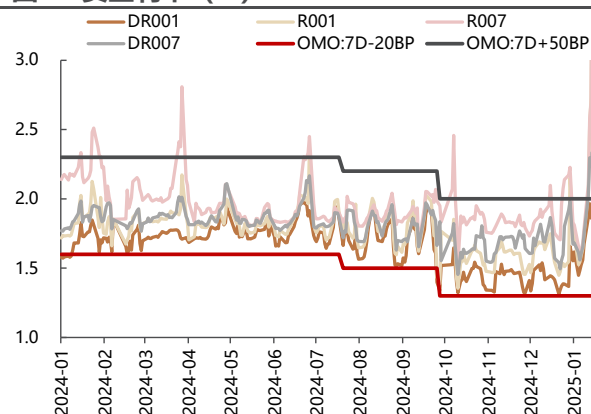
1 债市负 carry

2025 开年以来，债市经历短暂“开门红”后迎来“V”型反弹，偏紧的资金面逐渐成为交易主线。

期间，央行投放相对审慎，叠加春节取现需求、税期走款压力、MLF 大额净回笼吸收流动性，节前债市面临“小钱荒”，带动短端大幅回调，曲线熊平。

跨春节后，资金面季节性转松、机构较强的配置力量带动债市利率小幅回落，而后随着资金面再度收敛，隔夜与 7 天资金利率的倒挂一度加深，债市震荡偏弱，短端持续受到压制，调整幅度加大，曲线继续走平。

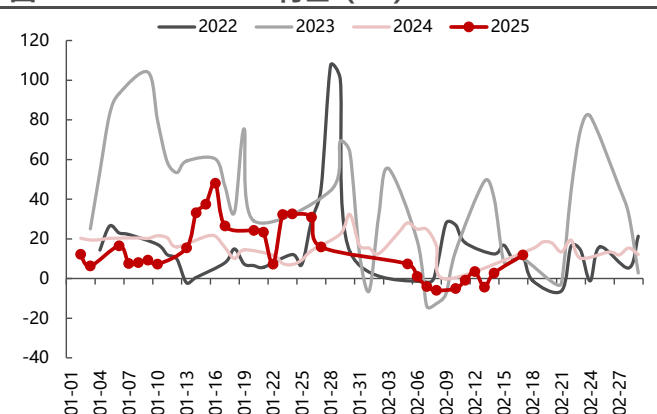
图1：资金利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

图2：DR007-DR001 利差（BP）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

开年以来，资金面持续收敛的背后，一方面或因开年以来，政策端“加大货币信贷投放力度”的要求下，实体信贷需求逐步改善；另一方面或是政策端对于稳定人民币汇率、防范资金空转和利率风险等方面的诉求相对较强。

跨年后，央行逐渐开始回笼流动性，公开市场投放相对审慎。开年降准降息落空，跨春节时点也仅以 14 天逆回购支持流动性。体现在货币政策基调上，或也在逐渐引导市场修正对于“适度宽松”的预期：

1/9，《金融时报》发文援引业内专家观点，提及“要避免对适度宽松货币政策的过度解读”、重提适度宽松“更多是对前期货币政策立场是支持性的确认”，一定程度修正市场对于货币宽松的预期。

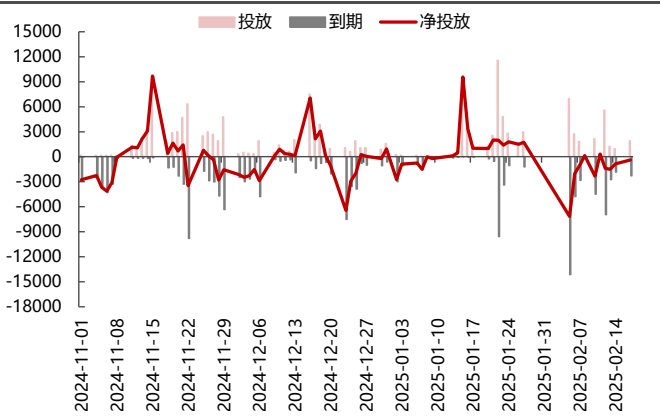
图3：人民币汇率 (USD/CNY)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

图4：央行公开市场逆回购投放到期 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

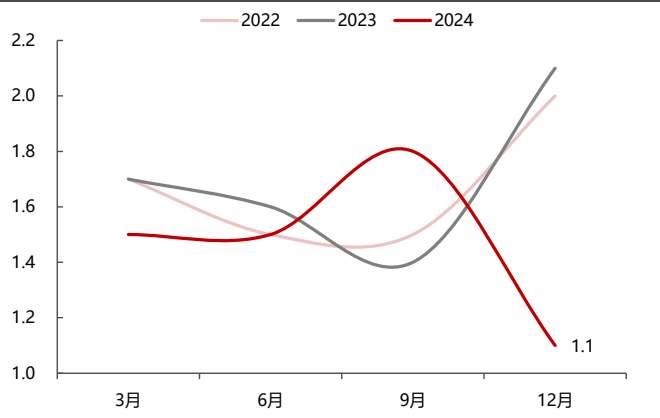
在央行逐渐收紧流动性的背景之下，银行负债端资金压力有所增加，叠加非银同业存款自律新规实施以来，银行面临着非银存款流失的现象，进一步放大负债端的资金压力。而这当中，相较中小型银行，大型银行负债端面临的资金压力或相对更大。

对应可以看到，2024 年 12 月金融机构超储率 1.1%，同比回落 1pct，处于偏低水平，指向开年以来银行的资金压力或相对较大。

2025/1，新增非银存款-11100 亿元，同比少增-16626 亿元。分银行类型来看，大行流失规模较高，2024/11-2025/1，大型银行非银存款环比变动-12720、-33539、-12503 亿元，中小型银行环比变动-2683、4430、-6094 亿元。

上述数据也印证了开年以来大型国有行金融出规模持续下滑的现象，当前融出规模已处历史较低水平。

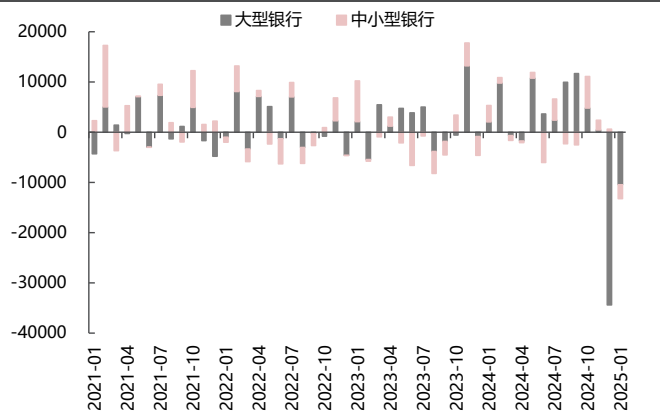
图5：金融机构超储率：季节性 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2024/12

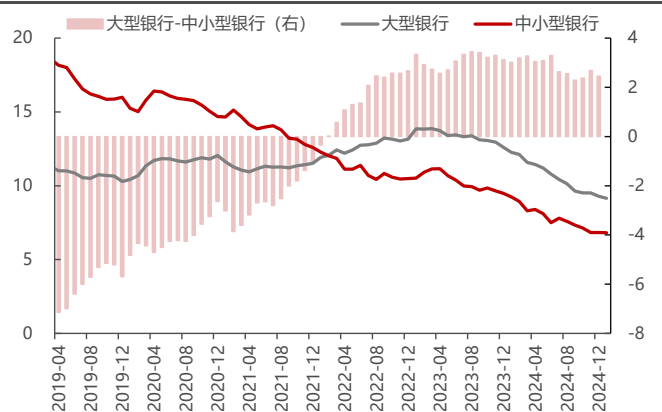
图6：各类银行新增非银存款 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/1

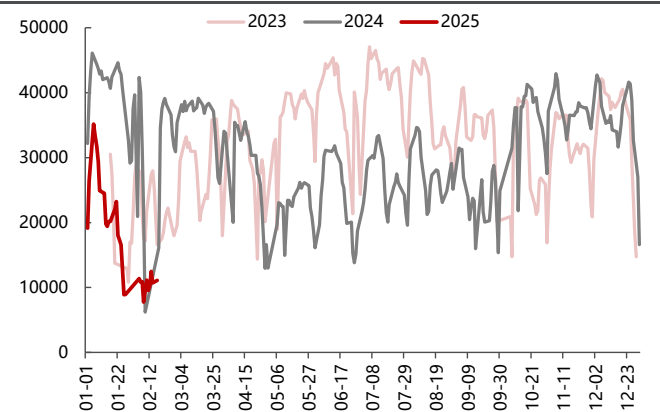
图7：各类银行贷款同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/1

图8：大行资金融出规模：季节性（亿元）



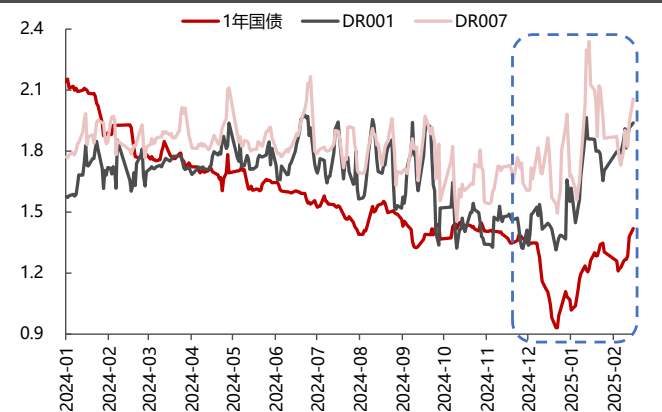
资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

开年以来，偏紧的资金面逐渐成为债市交易主线，带动曲线熊平。短端调整较多，与资金利率出现倒挂，进入负 carry 状态，同业存单提价现象明显，当前配置性价比有所凸显，而长端在机构配置力量和避险需求的支撑下表现则相对稳定。

债市持续处于负 carry 状态的原因在于市场对于资金面转松的“强预期”和资金利率中枢迟迟未回落的“弱现实”交织。自去年末以来，在机构极致交易货币宽松预期和跨年行情之下，推动债市利率持续下行至历史新低水平，但与此同时，资金面却未如市场预期般转松。

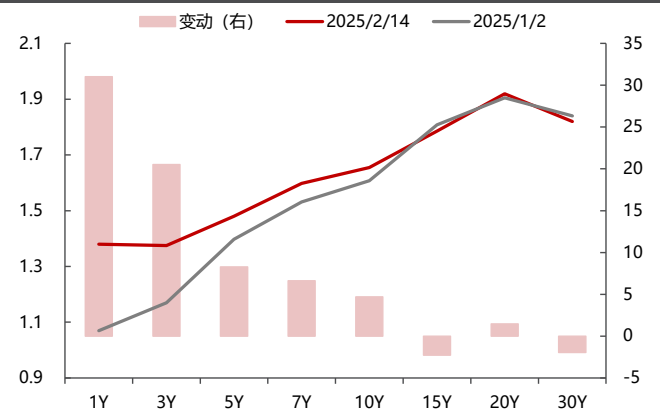
图9：1 年国债与 DR 利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

图10：国债收益率曲线：开年以来（%，BP）



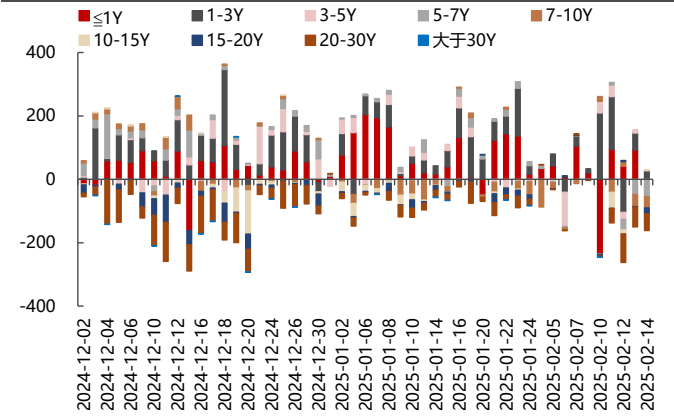
资料来源：wind，民生证券研究院

而随着债市进入负 carry 状态，机构行为相应也发生了些许分化。具体而言，表现为“大行、农商行维持短端买入，基金转入长端避险”的格局。

一方面，大行、农商行等机构开年以来的配置需求较强，维持对短端的买入行为。

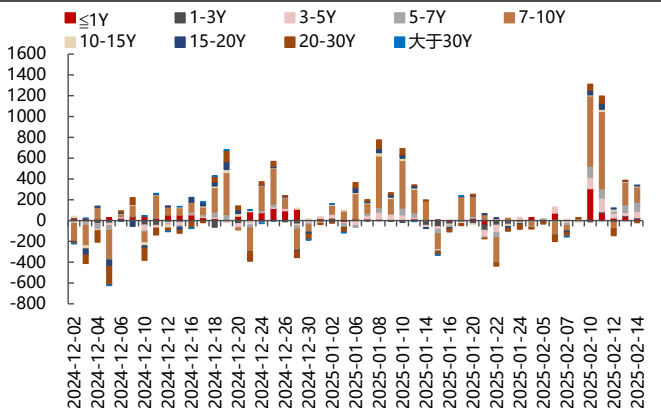
大行资金成本相对较低，债市负 carry 对于其买债行为的影响相对较小，因而在配置诉求下持续买入短端。农商行负债成本相对偏高，但配置力度较强，尤其是跨春节后，短期主要受益于春节取现资金回流，中长期而言，化债过程中中小行的部分高息资产被置换，部分资金或面临重新配置的压力，“大行放贷、小行买债”格局将深化，欠配压力下开年以来对各类资产的买入力度均不小，或倾向于通过资本利得一定程度弥补负 carry。

图11：大行各期限利率债买入情况（亿元）



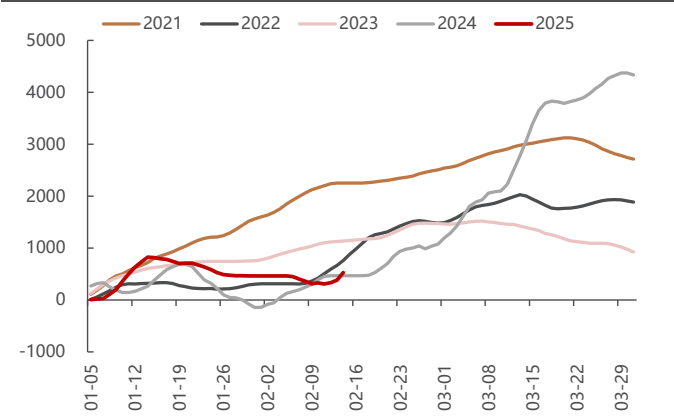
资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2025/2/14

图12：农商行各期限利率债买入情况（亿元）



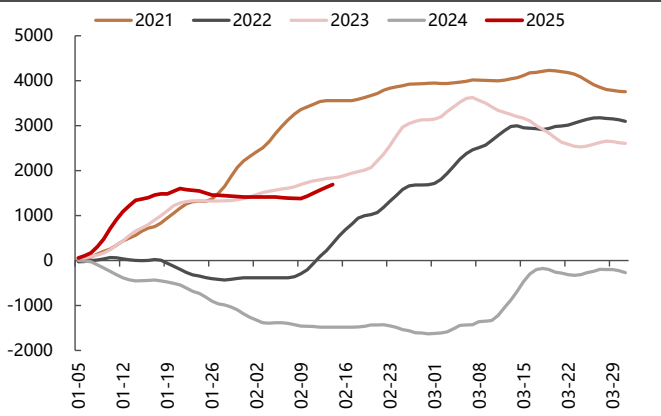
资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2025/2/14

图13：农商行累计净买入国债情况：季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2025/2/10，为 5 天滚动平均

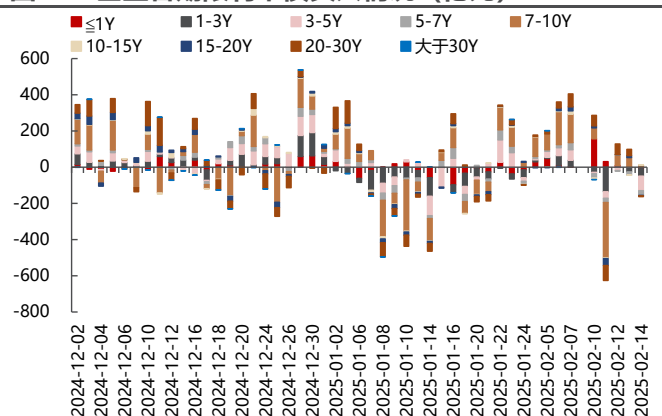
图14：农商行累计净买入政金债情况：季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2025/2/10，为 5 天滚动平均

另一方面，于基金等非银交易盘而言，短端的大幅调整将影响产品净值表现，进而增加负债端的不稳定性，叠加当前杠杆策略或有所失效，负 carry 状态之下，更倾向于通过持有正 carry 资产进行防御，故而近期机构行为呈现“向久期要收益”的特点。

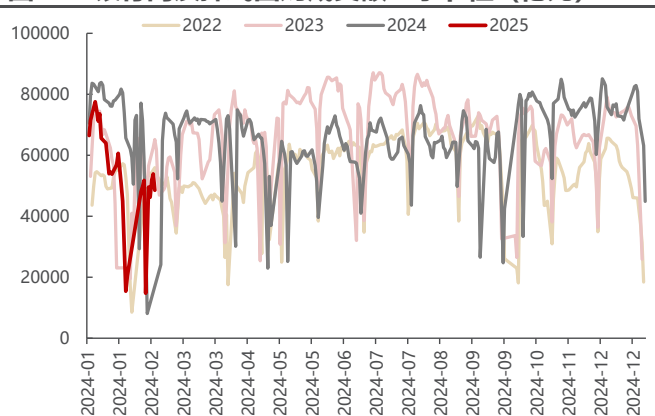
图15：基金各期限利率债买入情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/14

图16：银行间质押式回购成交额：季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

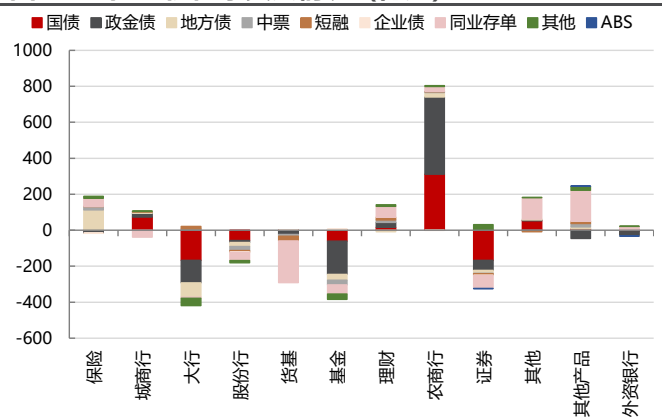
注：数据截至 2025/2/14

2/17，资金面延续偏紧格局，短端调整似乎有蔓延至长端的趋势。对应可以看到，相较 2/14，1Y、5Y、10Y、30Y 国债利率分别变动+4、+2.3、+3.9、+4.3、+4.0BP 至 1.42%、1.5%、1.69%、1.96%、1.86%。

一方面，或因短端持续调整之下，基金等机构负债端赎回压力增加，抛压或将逐渐由短及长蔓延，进而对长端表现形成拖累。

另一方面，1 月社融信贷数据高增，较为超预期，基本面或迎来筑底，叠加近期市场风险偏好有所改善，股市偏强表现对债市形成一定扰动，压制长端表现。

图17：2/17 机构净买入情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：上证综指（点）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025/2/17

当前，于资金面而言，政策端或未展现更多的宽松态度，叠加 1 月社融信贷回暖，支撑债市走牛的逻辑似乎发生了一定的变化。往后看，债市将如何演绎？

2 “每调买机” 惯性会生变吗？

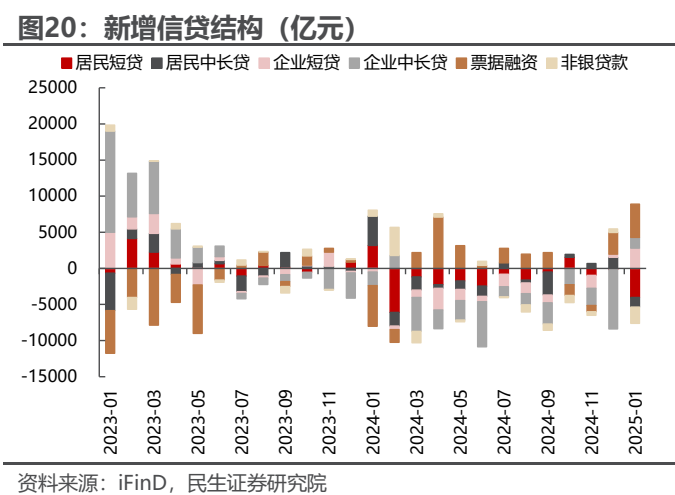
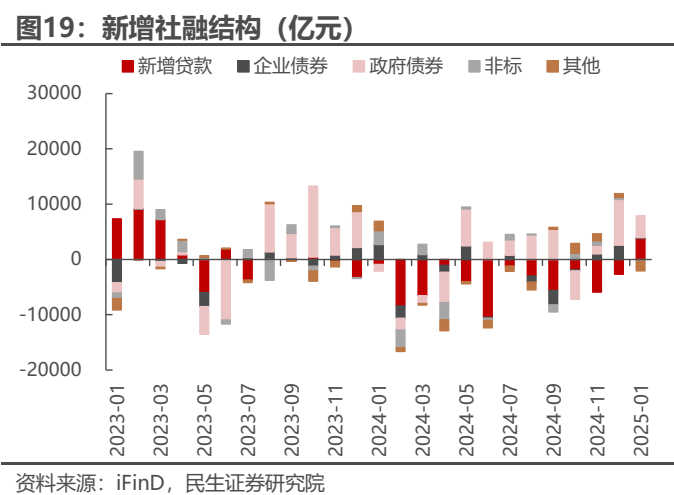
2024 年以来，在波浪式修复的基本面、平稳宽松的流动性环境、极致演绎的“资产荒” 格局等因素助推下，债市利率几乎呈现单边下行态势，至年末债市已然迈入“1%” 时代。期间，“每调买机” 的逻辑似乎逐渐成为各类机构的共识和习惯，也是推动 2024 年债市走出历次阶段性调整的重要力量之一，背后反映的是中长期视角下机构对于债市持续走牛的预期较为一致，投资行为也相应有所趋同。

中长期视角下债市持续走牛预期的背后，存在如下逻辑：随着货币信贷增长由供给约束已逐步转为需求约束，2024 年社融信贷增速整体放缓，一定程度显示实体融资需求相对不足，而储蓄意愿较强，当中部分资金溢出至银行理财等广义基金，但供给端高息资产规模整体压缩，供需有所失衡，机构欠配压力较大，随着增量资金的不断涌入，叠加机构行为的趋同，债市利率的下行趋势几乎“势不可挡”。

然而，2025 年信贷投放迎来“开门红”，资金面也持续处于偏紧格局中，指向当前这一逻辑似乎正在发生变化，相应地，机构的“每调买机” 惯性是否将延续？

首先，从基本面角度而言，或逐渐呈现筑底趋势。1 月社融信贷数据较为超市场预期，一方面反映了增量政策效果正逐步显现，基本面呈现“稳中有进” 态势。历史上，经济修复过程中社融信贷通常率先回暖，同时也是利率拐点的领先信号。

另一方面，数据或也受到今年春节提前、置换债发行节奏放缓、银行“开门红” 等因素的影响，居民信贷相对偏弱是否也一定程度说明信用扩张的斜率趋于平缓，故而数据的可持续性待进一步观察，3-4 月或是重要节点。



四季度货政报告中对当前国内经济的描述也出现了一定的变化，整体而言更加积极，比如：

将三季度货政报告中“经济回升向好基础仍需巩固” 表述改为“推动经济回升向好要把各方面积极因素转化为发展实绩”；

对于经济增长的展望中，将“一是新旧动能加快转换；二是需求改善仍有空间；三是逆周期调节效果逐步显现”表述改为“一是支持经济回升向好的积极因素增多；二是国内需求具有较大改善潜力；三是宏观政策更加积极有为”。

此外，经济增长的挑战方面，国内当前“风险隐患仍然较多”，海外关注方面改为“全球经济增长动能不足；贸易增长前景面临诸多挑战；通胀风险仍需警惕。”

表1：货币政策执行报告表述对比：国内外经济形势

	2024年第四季度中国货币政策执行报告	2024年第三季度中国货币政策执行报告
国内经济形势	2024年，我国有效应对复杂严峻的内外部挑战，顺利实现了全年经济社会发展主要目标任务，经济运行展现出强大的韧性，高质量发展扎实推进，社会信心有效提振。全年国内生产总值（GDP）同比增长5%，经济总量突破130万亿元。2025年经济将保持稳定增长：一是支持经济回升向好的积极因素增多；二是国内需求具有较大改善潜力；三是宏观政策更加积极有为。 推动经济回升向好要把各方面积极因素转化为发展实绩：当前外部环境复杂多变，全球经济复苏充满挑战和变数，对我国经济产生外溢影响，同时，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。 物价有望延续温和回升态势：中长期看，我国经济结构转型和产业升级稳步推进，实体经济供求关系有望更加均衡，经济循环也将更加顺畅，货币条件合理适度，居民预期总体稳定，物价保持基本平稳有坚实基础。	2024年前三季度，我国经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，国内生产总值（GDP）同比增长4.8%，市场预期逐步改善，高质量发展扎实推进，推动经济向上向好的积极因素累积增多。我国经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑。一是新旧动能加快转换；二是需求改善仍有空间；三是逆周期调节效果逐步显现。 经济回升向好基础仍需巩固：当前国内外环境复杂多变，外部环境不确定性上升、风险挑战增多，世界经济增长动能放缓，国内经济正处在结构调整转型的关键阶段，周期性矛盾和结构性矛盾相互交织。 物价将延续温和回升态势：年内CPI有望延续温和回升态势，PPI降幅也会总体收窄。中长期看，我国经济结构转型和产业升级稳步推进，经济供求关系有望更加均衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。
国外经济形势	2024年全球经济增长动能偏弱，国别分化日趋明显。主要发达经济体通胀压力总体回落，但进入降息周期以来通胀有所反弹，对平衡经济增长和通胀提出更多挑战。2025年，地缘政治局势仍有较大不确定性，多国面临财政与债务风险，全球贸易和投资增长存在制约。	全球经济延续低增长态势。主要发达经济体通胀总体回落，货币政策进入降息周期，通胀进一步回落势头仍面临多重挑战。国际地缘政治局势不确定性加剧，可能拖累全球贸易和投资增长。
海外需关注	全球经济增长动能不足；贸易增长前景面临诸多挑战；通胀风险仍需警惕。	全球经济复苏进程仍偏弱；商品价格回升和服务通胀持续或阻碍通胀进一步回落；贸易和投资增长压力较大。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

其次，从政策角度来看，“适度宽松”的货币政策基调之下，政策端对于稳定汇率、防范利率风险的诉求仍存，或一定程度增加货币宽松节奏的不确定性：

（1）关于货币政策，较三季度新增“择机调整优化”表述：“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。

该表述整体延续1/14央行国新办新闻发布会基调，并于此前的央行四季度货币政策例会中再度提及：“宏观经济政策还将进一步强化逆周期调节，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，支持实现全年经济社会发展目标”。

政策“择机调整优化”的背后，或主要源于当前内外环境的变动：一方面，去年四季度以来，随着系列增量政策加码发力，我国经济运行中的积极因素逐渐积累，政策进一步加码的必要性待观察；另一方面，当前外围因素的不确定性在增加，国内货币政策也要兼顾海外经济体的外溢影响，故而或进一步等待外部影响的逐渐明朗。

（2）流动性方面，较三季度删去“保持货币市场利率平稳运行”的表述，或一定程度对应开年以来资金利率波动加大阶段性向上突破7天OMO+50BP上限的现象。

此外，货币政策工具中，删去逆回购、买断式逆回购、MLF、国债买卖，提及“利率和存款准备金率”，专栏 3 中则是介绍我国存款准备金制度的动态演进，指向后续降准仍有可能，并且或将对存款准备金制度进行改革和完善。

表2：货币政策执行报告表述对比：货币信贷政策

	2024年第四季度中国货币政策执行报告	2024年第三季度中国货币政策执行报告
货币信贷政策	实施好适度宽松的货币政策。 保持融资和货币总量合理增长： (1) 强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。 (2) 密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕。 (3) 在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。 保持融资和货币总量合理增长： (1) 密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，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。 (2) 在防范资金沉淀空转的同时，支持金融机构按照市场化法治化原则，深入挖掘有效信贷需求，结合“两重”“两新”、房地产支持政策组合等抓手，加快推动储备项目转化，保持信贷合理增长，努力实现社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。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。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

(3) 关于汇率延续“三个坚决”表述，凸显政策端稳汇率决心。尤其是在近期美联储暂停降息、中美关税政策变动等外围因素扰动之下，或将增加人民币潜在贬值压力。

“三个坚决”表述在四季度货政例会中已有提及，但顺序有所调整，且将其中的“坚决防止形成单边一致性预期并自我实现”改为“坚决对市场顺周期行为进行纠偏”，凸显稳汇率决心。

表3：货币政策执行报告表述对比：汇率

	2024年第四季度中国货币政策执行报告	2024年第三季度中国货币政策执行报告
汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，<u>对市场顺周期行为进行纠偏，对扰乱市场秩序行为进行处置，</u>防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

第三，对应到资金面上来看，不同于 2024 年下半年的平稳偏宽状态，2025 开年以来资金利率处于高位运行，波动也相对加大，对短端形成较为明显的压制，往后看资金面或存在转松空间，但关键或在于多重政策目标下的央行态度：

短期而言，资金面扰动相对较多：一是近期公开市场延续净回笼状态，二是 2 月下旬政府债发行规模显著增加，三是临近月末资金面或出现季节性收敛，叠加税期临近，多因素共振下或将放大资金面压力。

中长期而言，政策端多重考量下，货币宽松节奏的不确定性有所增加。降息或

受汇率压力掣肘，但一季度降准或仍可期，以及随着政府债发行逐渐放量，关注央行是否将重启国债买卖操作予以配合。

第四，从供求情况来看，预计 2025 年供给端增量不低，尤其是政府债，需求端来看，配置增量或仍相对充裕，但股市、楼市对债市增量资金的分流效应或有所显现，故而供需结构或将出现一定变化。

表4：2024/11/8 全国人大常委会办公厅新闻发布会主要内容

内容	具体表述
近年来我国地方政府隐性债务规模不断减少	这些年，在各地各部门协同努力下，我国地方政府隐性债务规模不断减少。2023年末，经过逐个项目甄别、逐级审核上报，全国隐性债务余额为14.3万亿元。 今年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，经济运行出现一些新的情况和问题，税收收入不及预期，土地出让收入大幅下降，各地隐性债务化解的难度加大。
建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务	贯彻落实党中央决策部署，国务院提出增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，提请全国人大常委会审议批准。议案提出，在压实地方主体责任的基础上， 建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务 。为便于操作、尽早发挥政策效用， 新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施 。 按此安排，2024年末地方政府专项债务限额将由29.52万亿元增加到35.52万亿元。财政部拟定了2024年地方政府专项债务限额调整方案（草案）。 这6万亿元债务限额，分三年安排，2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务 。
连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元	从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元 ，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，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。 上述三项政策协同发力，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，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。我们估算了一下，地方依靠自身努力化解是完全可以做到的，甚至有些地方是比较轻松的。总的看，我们推出的是一揽子、综合性、靶向准的化债组合拳，作用直接、力度大。
持续抓好增量政策落地见效	今年的增量政策力度大，对经济的拉动效应正在显现，不少政策效应明年还会持续释放。我们将加力推进相关工作，已经出台的抓好落地实施，尚未出台的尽快推动出台。目前， 支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出 。隐性债务置换工作， 马上启动 。发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面， 财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地 。
实施更加给力的财政政策	一是积极利用可提升的 赤字空间 。二是扩大 专项债券 发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行 超长期特别国债 ，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模 设备更新 ，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方 转移支付 规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

资料来源：中国人大网，民生证券研究院

综上，2025 开年，债市在信贷开门红和资金紧平衡的牵引下走出震荡行情。往后看，债市利率会在“每调买机”的惯性驱动下再度震荡下行，还是在新一轮信用扩张周期的孕育中，逐渐迎来拐点？

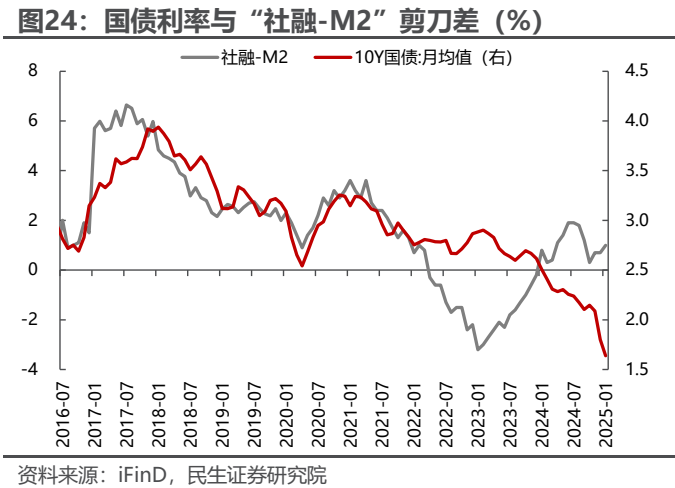
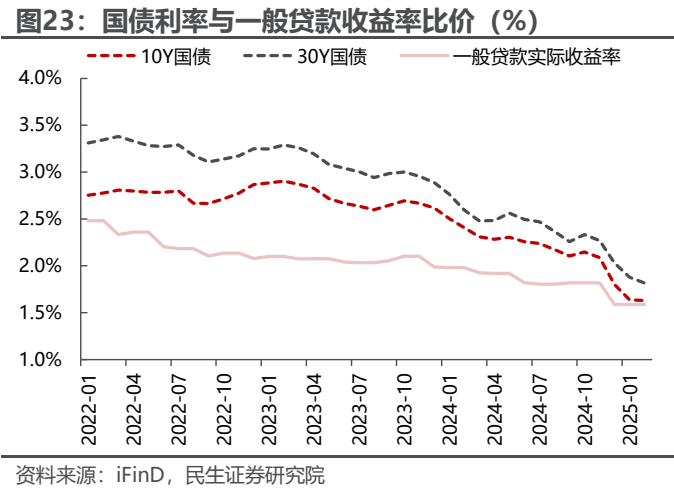
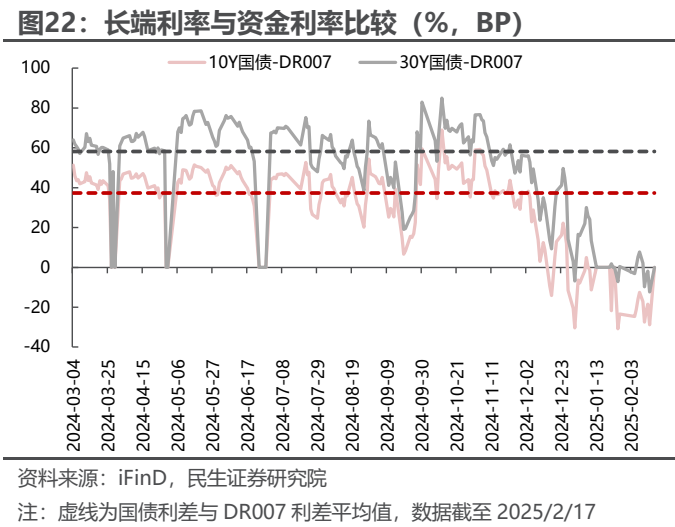
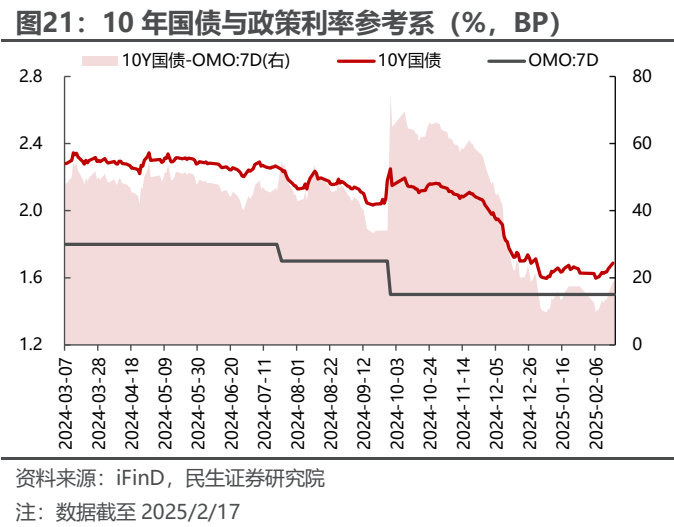
短期而言，我们认为资金面和机构行为或成为债市演绎的关键词：
若资金面持续保持偏紧格局，短端负 carry 的影响或逐渐波及长端，若产品净值表现持续受到影响，对于基金等负债端稳定性相对不强的机构而言，赎回压力或将增加，进而或存在触发负反馈的可能性。

而若资金面逐渐转松，短端存在修复的空间，将凸显一定的配置性价比，长端而言当前交易已较为拥挤，曲线愈发平坦之下，需要保留一份审慎，但开年仍处配置盘的买入周期，或将对长端利率的调整形成一定“保护”，故而配置上哑铃策略或相对占优。

中长期而言，当前长端利率整体处于阶段性盘整的状态，但由于前期积累的下行幅度较大，因而不论是以政策利率为锚点，还是以资金利率为参考，或是与实体

信贷作为对比，仍有所“失锚”。

往后看，利率如何在不同的定价参考系中回归均衡，关键或在于信贷投放回暖的持续性以及内外环境下宏观政策的取向和节奏，进而将影响基本面走势和市场预期。当前时点来看，宏观叙事能否转变成成为调整论据，还需观察，“每买调机”的趋势或仍在，但需要对利率的下行节奏和幅度给予更多的关注。



3 风险提示

- 1、**政策不确定性。**货币政策、财政政策超预期变化。
- 2、**基本面变化超预期。**经济基本面变化可能超预期变化。
- 3、**海外地缘政治风险。**海外地缘政治风险存在不确定性，全球市场波动超预期。

插图目录

图 1: 资金利率 (%) 3

图 2: DR007-DR001 利差 (BP) 3

图 3: 人民币汇率 (USD/CNY) 4

图 4: 央行公开市场逆回购投放到期 (亿元) 4

图 5: 金融机构超储率: 季节性 (%) 4

图 6: 各类银行新增非银存款 (亿元) 4

图 7: 各类银行贷款同比增速 (%) 5

图 8: 大行资金融出规模: 季节性 (亿元) 5

图 9: 1 年国债与 DR 利率 (%) 5

图 10: 国债收益率曲线: 开年以来 (% , BP) 5

图 11: 大行各期限利率债买入情况 (亿元) 6

图 12: 农商行各期限利率债买入情况 (亿元) 6

图 13: 农商行累计净买入国债情况: 季节性 (亿元) 6

图 14: 农商行累计净买入政金债情况: 季节性 (亿元) 6

图 15: 基金各期限利率债买入情况 (亿元) 7

图 16: 银行间质押式回购成交额: 季节性 (亿元) 7

图 17: 2/17 机构净买入情况 (亿元) 7

图 18: 上证综指 (点) 7

图 19: 新增社融结构 (亿元) 8

图 20: 新增信贷结构 (亿元) 8

图 21: 10 年国债与政策利率参考系 (% , BP) 12

图 22: 长端利率与资金利率比较 (% , BP) 12

图 23: 国债利率与一般贷款收益率比价 (%) 12

图 24: 国债利率与 “社融-M2” 剪刀差 (%) 12

表格目录

表 1: 货币政策执行报告表述对比: 国内外经济形势 9

表 2: 货币政策执行报告表述对比: 货币信贷政策 10

表 3: 货币政策执行报告表述对比: 汇率 10

表 4: 2024/11/8 全国人大常委会办公厅新闻发布会主要内容 11