

热点研究

2024 年债券市场回顾与展望

2024 年以来利率品种收益率阶段性快速下行，呈一定“失锚”特征，而信用品种弹性更大，阶段性呈“利率化”特征。当前债券市场受政策组合效果、供需结构调整等因素综合影响波动加剧，但风险仍整体可控，利率品种可逢低配置，信用品种配置价值提升。

一、利率品种

2024 年以来国债主要期限品种到期收益率均整体下行，走势按特征可分“快速下探—震荡下行—快速回调”三个阶段。收益率曲线结构变化较大，受益于宽松的流动性，短端整体下行幅度大于长端，表现相对更好。

（一）收益率走势：整体下行，上半年市场利率呈“失锚”特征

第一阶段（1-3 月初）国债收益率中枢快速下行。整体环境特征为流动性充裕、经济预期偏弱、降息受制约，叠加年初配置力量增强，均利好债券市场。

第二阶段（3.6-9.23）主要期限国债收益率呈窄幅震荡格局，收益率整体波浪式下行。该阶段扰动因素包括监管趋严（控“手工补息”、央行反复提示长债风险等）、央行货币政策框架调整提升其对流动性和债券收益率曲线的主动调控能力、8-9 月利率债发行提速扰动资金和债市供需结构、外汇压力缓释打开货币政策操作空间等。值得关注的是，2024 年 9 月 23 日，10 年期国债降至年内最低点 2.0381%，与同期政策利率 MLF 利率 2.3% 大幅背离，降息受制约使得债券市场呈现一定“失锚”特征。

第三阶段（“9.24 新政”-至今）长债收益率明显回调，波动加剧。当前市场处于“强预期”和“弱现实”交替，债市止盈情绪上升，但基本面企稳前债市仍不看空，叠加配置力量仍较强，国债收益率波动加剧。

（二）收益率曲线形态：整体下移，央行引导曲线斜率上升

2024 年以来国债收益率曲线大幅下移，为防止收益率曲线过度平坦化，央行加强对曲线形态调控。期限结构变化来看，年内短端下行幅度显著高于长端，1-7Y 期限下行幅度最多，一是货币市场流动性宽裕，利好短端品种；二是监管加大对长债做多管控，防止期限错配风险，并积极引导收益率曲线形态恢复正向向上斜率，防关键期限间利率倒挂，避免曲线过度平坦损害经济修复。

曲线关键节点变化来看，一是 3.6（红线），3 月初长端期限利差几乎抹平，收益率曲线过于平坦，短端部分期限出现利率倒挂，债市行情极致演绎。二是 6.17（绿线）VS 3.6（红线），央行调控下短端利率大幅下行，长端收益率仍极致压缩，曲线形态整体修

复正向向上倾斜。三是 11.12（青线）VS 9.23（灰线），长债收益率显著上行，短端基本持平，货币流动性宽裕，长端经济修复预期升温，当前收益率曲线进一步修复为向上倾斜形态。

图 1：2024 年以来主要期限国债利率走势

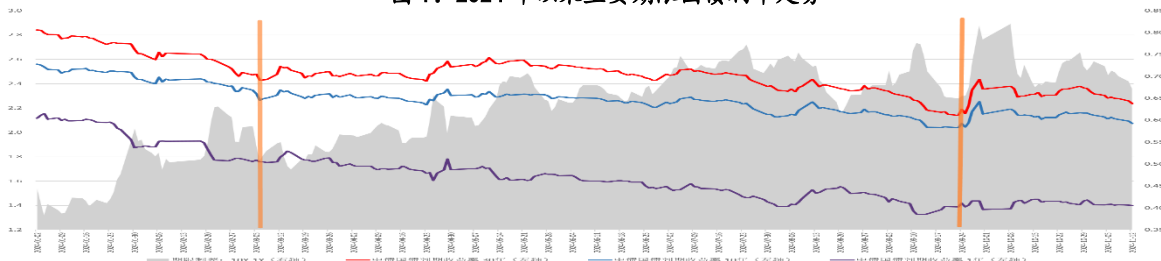
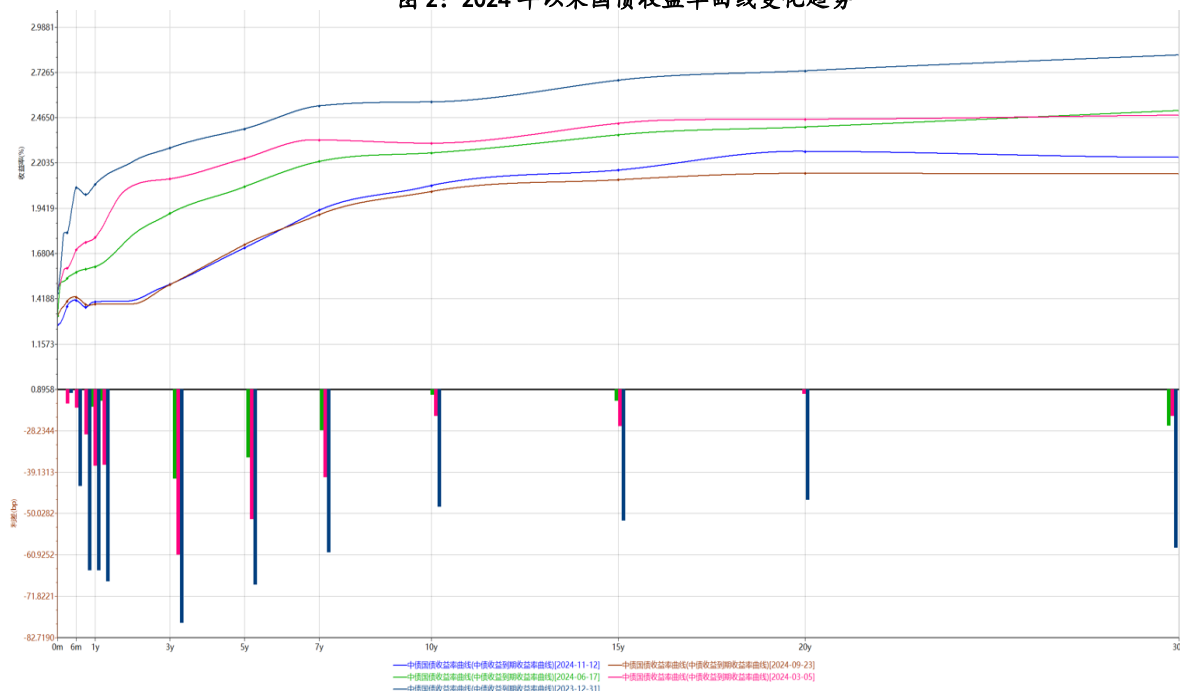


图 2：2024 年以来国债收益率曲线变化趋势



数据来源：WIND，中诚信托整理

二、信用品种

（一）一级市场：2024 年以来信用债净融资由正转负或加剧信用品种“资产荒”

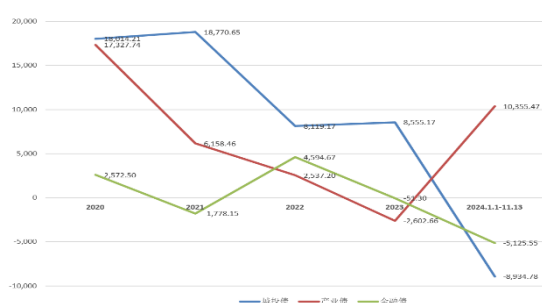
城投债方面，2021 年以来净融资规模快速下降，2023 年为 8555.17 亿元，2024 年以来（至 11.13 日）降为-8934.78 亿元，系受化债严控新增影响。截至 2024 年 11 月 13 日，城投债存量规模 11.11 万亿，较 2023 年末下降 7.99%。当前城投债为存量市场，叠加本轮化债政策进一步强化隐债标债信用，城投债仍具有一定投资价值。

金融债方面，2024 年以来（至 11.13 日）净融资为-5125.55 亿元，较 2023 年全年净融资缺口扩大超 5000 亿，主要系新旧动能转换期银行整体呈“缺资产”状态，负债压力相对较小。截至 2024 年 11 月 13 日，金融债存量规模占信用债规模比重 31.21%。

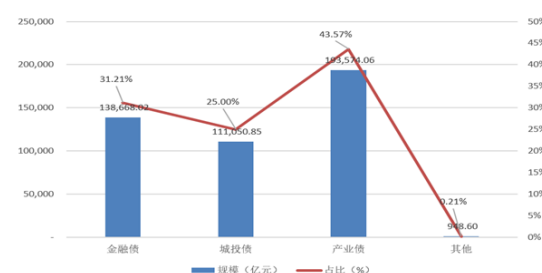
产业债方面，受经济下行影响，2021-2023 年净融资规模大幅下降，2023 年降至-2602.66 亿元,2024 年以来则大幅增至 10355.47 亿元,主要系偿还量环比大幅下行所致，发行主体集中于中高等级国央企，行业占比较大的为公用事业、工业、类金融等（WIND 口径一级行业），此外，城投退平台也对产业债发行上量有所贡献。

整体来看，2024 年以来信用债净融资由正转负，城投债和金融债均为负贡献，信用品种“资产荒”加剧。值得关注的是，随着化债推进，城投债规模将持续缩减，当前经济触底反弹，产业发行人基本面仍整体承压，其融资大幅修复或仍需时间，央行对流动性控制更加精准，商业银行负债端压力整体不大，信用债一级市场供给规模或仍将持续下降，信用品种仍具有较高投资价值。

图 3：近年来信用债主要领域一级市场融资情况（亿元）图 4：截至 11.13 存量信用债分布（不含资产支持证券、可转债、可交债）



数据来源：WIND，中诚信托整理



（二）二级市场：信用品种呈“利率化”特征，相对利率品种弹性更大

信用品种收益率整体跟随市场基准利率走势，但弹性更大，尤其是 8 月资金面趋紧叠加“9.24 新政”以来，收益率回调幅度大于利率债，信用利差大幅走阔，等级利差和期限利差呈分化，低等级长久期品种流动性溢价大幅上升。

第一阶段（年初-8 月上旬）票息难寻，利差极致压缩，信用品种呈“利率化”。信用债净供给不足，监管严控“手工补息”致使存款流向非银和资管产品，加剧其配置压力和信用“资产荒”，信用债收益率快速下行，幅度整体大于利率债，信用利差降至极低水平，期限利差、等级利差亦极致压缩，信用品种整体呈“利率化”特征。

第二阶段（8 月中下旬-至今）扰动因素增加，收益率回调，利差大幅走阔。一是“6.17 陆家嘴论坛”后央行创新货币政策工具调节货币和债券市场，引导收益率曲线回归向上倾斜，货币政策预期管理效果大幅提升。二是 8 月以来利率债加速发行，对资金面形成扰动，信用品种回调幅度大，利差快速走扩至年内高点。三是“9.24 新政”超预期引发债市快速回调，进一步加剧理财、债基赎回负反馈，信用债流动性溢价大幅上升。

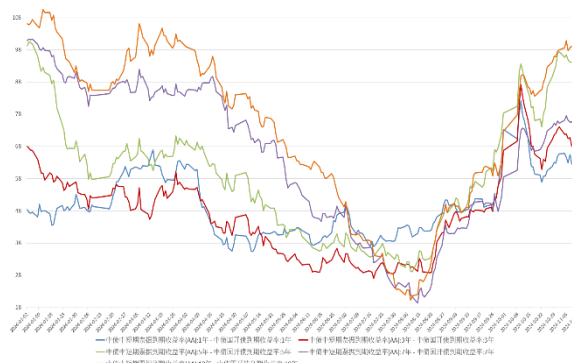
整体来看，8 月中下旬以来信用债市场快速回调，信用债利差水平已至近一年高位，配置价值显著提升。当前等级利差和期限利差分化或主要由于流动性溢价所致，但信用风险在“宽信用宽货币”周期中仍整体可控。

图 5：2024 年以来主要品种收益率变化（%）



数据来源：WIND，中诚信托整理

图 6：中短期票据（中债 AA）各期限-同期限国开利率（bp）



三、债市展望及组合投资策略

（一）政策组合：宽货币和宽财政环境下债市扰动因素增加

一是支持性货币政策将使流动性宽松和利率进一步下行，当前债券市场风险仍整体可控，短端安全性高。长债趋势主要由经济基本面决定，当前仍不看好，需密切关注物价指水平标回升情况、M1 和社融增速（企业和居民部门实际购买力）等经济前瞻性指标变化情况，辅以判断基本面拐点。

二是积极的财政政策短期内或增加债市震荡。一方面，利率品种供给增加将对资金面和信用品种产生扰动；另一方面，“强预期”和“弱现实”交替，相关资管产品负债端稳定性或将进一步减弱。中长期需关注增量政策及政策组合落地效果，包括化债政策释放地方财政资源、12 月的中央经济工作会议出台增量经济刺激政策等。

三是关注债券供需结构调整带来的影响和投资机会。供给端来看，新旧动能转换期政府加杠杆特征明显，2023 年政府债净融资达 97854 万亿，同比增长 36.77%，2024 年以来（至 11.13 日）政府债净供给 81850 万亿，预计至年末将有约 3 万亿增量净供给。利率债供给持续放量将提高长债占比，可关注新一轮宽货币预期交易及年末提前配置行情带来的交易机会。反之，信用债供给则将进一步走弱，信用资产荒将加剧，投资价值上升。

需求端来看，险资修复增加配置需求将一定程度对冲广义理财负债端不稳定造成的债市波动；随着经济修复，中小行二级市场买债需求将有所减弱；广义理财仍将是增量市场，但在权益回暖的扰动下，债券投资增速或下降。此外，当前外部环境趋于复杂，亦需关注外资对债券市场的需求变化。

四是信用环境仍相对宽松，需关注重点领域信用风险。短期内信用风险仍整体可控，重点关注城投退平台后信用背书博弈、地产标债风险处置相对被动、部分产业领域去化压力和现金流承压等局部结构性信用风险。

（二）组合投资策略：建议中性偏防守，保持组合流动性

杠杆策略来看，当前流动性稳定宽裕，信用债性价比回升，可适度增加杠杆以提升资产端收益。

久期策略来看，权益市场回暖，债市波动加剧，**建议保持中性久期以应对利率波动风险**，哑铃型策略仍占优。政策组合落地过程中，中短端品种确定性相对更高，一是宽松流动性叠加同业存款利率监管等因素致使部分期限同业存单配置价值显现；二是后续 LPR 调降预期较高，可酌情关注价值低估的短久期挂钩浮息债品种；三是中短久期信用债仍具有较高配置价值。长端方面，当前利率仍不看空，震荡行情下可逢低买入，择机波段交易以提升产品收益。

票息策略品种来看，一是当前城投信用风险溢价空间窄，流动性溢价增加，可关注弱资质短久期城投债。信用几乎完全定价，城投品种后续利差走势或更取决于债市环境和“资产荒”演绎。二是房企仍在债务重组盘活阶段，本轮政策强调控制地产对经济外溢影响，止跌回升，地产债投资胜率整体不高，可关注优质国央企高估值短久期成交机会，或挖掘地产国企 ABS、REITs 品种溢价。三是经济反复筑底，当前产业债性价比仍不高，可关注高等级国有企业。四是非银机构和资管产品负债端稳定性趋弱，致使高等级二永债弹性或大于利率品种，建议市场震荡波动操作、逢调整增配。

执笔人：王冲

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。