



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

2025 年 1 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。

债牛未尽，宽松延续

摘要

2024 年，发达经济体陆续开启降息之路。美联储一再推迟降息，后于 9 月预防式降息 50bp，此后再连续降息两次全年共降息 100bp，通胀反复与美国政府未来经济政策不确定性将伴随降息之路。欧央行 6 月即开启降息之路，主要再融资利率全年下调 135bp，经济仍难掩颓势。英央行因通胀反复全年降息两次共 50bp。日本央行加息缩表，通胀的持续与就业市场的回升支撑了“工资-价格”良性循环的形成。

中国人民银行 2024 年持续推动货币政策框架完善，重启国债现券买卖操作，修订 M1 统计口径，增设临时正逆回购，明确目标政策利率。此外，禁止手工补息、将同业存款纳入利率自律机制畅通存款端利率传导，缓解商业银行净息差下降压力，面对经济下行压力，持续降准降息并做好预期管理。在一系列政策及经济基本面作用下，2024 年我国债券收益率整体下行，尤其是四季度机构“抢跑”快速透支货币宽松预期。

2024 年债券市场整体表现活跃，发行规模和净融资规模均有较大幅度的提升，财政政策和货币政策同步发力，促使国债、地方债、同业存单发行量增加；存量规模不断攀升，地方政府债占比持续提升，同业存单存量规模快速增长，现券成交规模再创新高。得益于一季度的增长，债券市场 2024 年全年国债成交笔数和金额均同比大幅增加，但随后三个季度债市收益率在低位震荡，平均换手率也持续走低；违约债券数量和规模出现反弹，前期展期债券部分已出现实质性违约，局部信用风险上升。

2024 年我国财政和货币两部门同步发力，持续推动金融监管改革和债券市场优化开放。在国内市场环境低迷和国际美联储加息环境的共同影响下，中国人民银行推出多项创新工具，丰

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

富货币政策工具箱，支持资本市场稳定发展，财政部推出一系列存量与增量政策，加大逆周期调节力度；国务院和国家金融监督管理总局则加强监管力度，防范系统性金融风险。

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	14
(一) 债券市场发行、存量及交易.....	14
(二) 国债二级市场流动性.....	19
(三) 债券市场违约情况	20
(四) 债券市场改革及法制建设.....	22
(五) 债券市场对外开放	23
三、展望.....	24

一、主要国家货币政策及利率走势

2024 年发达经济体陆续开启降息进程，通胀反复一度推迟或中断部分经济体的降息之路。美联储全年共降息 100bp；欧央行非对称对三大政策利率降息，主要再融资利率下降 135bp；英格兰银行“走走停停”，全年降息 50bp；日本央行谨慎操作，货币政策正常化迈出一大步。2024 年，中国人民银行采取多种措施，疏通利率传导渠道，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，增设结构性货币政策工具等支持经济企稳回升与金融稳定发展。

（一）主要经济体的货币政策及利率

发达经济体通胀逐渐接近目标，四季度小幅回升。2024 年，美欧等发达经济体通胀整体延续下行趋势。1 月，美国 CPI 与核心 CPI 分别录得 3.1%与 3.9%（见图 1），二季度小幅回升，三季度重新下行，9 月 CPI 与核心 CPI 下探至 2.4%与 3.3%，至本轮通胀以来最低点。分项来看，美国前三季度整体呈现“强服务、弱商品”的格局，服务 CPI 下行较为缓慢，但三季度末仍录得 4.8%，较 1 月末仅下降 0.1%。商品 CPI 下行较快，进入二季度后大幅转负，三季度末录得-1.1%。进入四季度后，美国通胀出现回升势头，10 月~12 月 CPI 分别录得 2.6%、2.7%及 2.9%，较 9 月末最低点整体回升，服务通胀小幅降温，商品通胀环比小幅回升成为推动四季度通胀回升主要因素。2024 年，欧元区通胀下行则要平滑得多，1 月 HICP 录得 2.8%，9 月即降至 1.8%。四季度现小幅回升，10 月~12 月 HICP 分别录得 2.0%、2.2%及 2.4%，核心 HICP 维持 2.7%附近，商品及能源因素对四季度回升有一定影响，但整体来看欧元区通胀仍位于下行通道。英国 2024 年通胀走势与欧元区类似，但全年下行幅度高于同期美国及欧元区，1 月英国 CPI 录得 4.0%，9 月录得 1.7%，下行幅度超 200bp，10 月~12 月英国 CPI 分别录得 2.3%、2.6%及 2.5%，服务通胀较为温和，前期下行较快的商品通胀环比有所回升，推动通胀四季度抬头。日本 2024 年通胀波动于 2.2%~3.0%区间内，核心 CPI 也持续位于 2%以上。通胀具有长期可持续性，且日本通胀逐步由薪资推动的内生性通胀不断加深。此外，2024 年受灾害等因素影响，日本新鲜蔬菜等食品通胀及二季度的能源通胀对整体通胀贡献也较大。

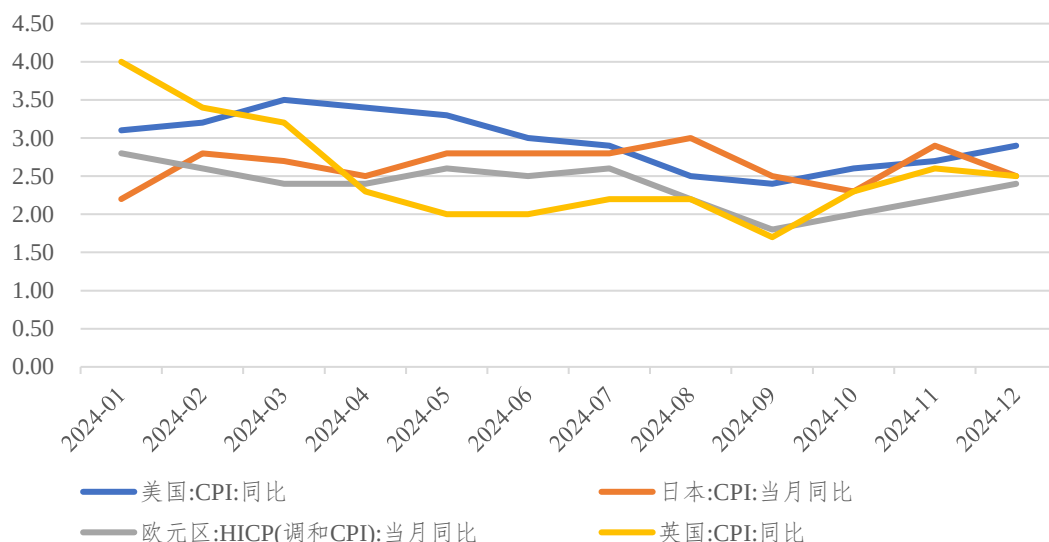


图1 主要发达经济体通胀水平（%）

数据来源：Wind。

美联储下半年开启连续降息，未来降息不确定性上升。2024 年，美联储于 9 月、11 月及 12 月分别降息 50bp、25bp 及 25bp，累计降息 100bp（见图 2），将基准利率降至 4.25%~4.50%。2024 年上半年，受一季度末通胀回升的影响，美联储降息节点一再推迟，二季度中开始通胀回落有所加快，服务通胀较此前高位回落。美联储选择在 9 月降息 50bp，此后又分别在 11 月及 12 月连续降息两次，单次降息幅度收窄至 25bp。除 9 月 50bp 降息幅度略超市场预期外，整体与市场预期较为符合，尤其是 12 月降息，11 月偏弱的新增非农数据以及回落的服务价格均为降息提供支撑。展望 2025 年降息，美联储传递的信号整体偏鹰，鲍威尔在 12 月议息会议后表示：“（降息）进程已进入新阶段，在考虑进一步调整政策利率时，可以更加谨慎”。同时鲍威尔也表示在未来降息的路径上，更多关注通胀走势，可能为特朗普上台关税战等措施带来的再通胀预留一定余地。从会后的会议纪要相关表述来看，议息会议与会者对通胀高于预期以及未来经济政策带来的不确定性表示出担忧，货币政策调整态度谨慎。整体来看，对于未来降息，美联储仍需一定时间观察。尤其是特朗普上台带来的政策转向对再通胀的影响有待观察。同时，当前通胀回落速度与经济韧性空间也需时间验证。

欧央行非对称降息缩窄利率走廊。欧央行在 2024 年分别于 6 月、9 月、10 月及 12 月降息，将边际贷款利率、主要再融资利率以及存款便利利率分别下调 135bp、135bp、100bp 至 3.4%、3.15%及 3.0%。特别是在 9 月的降息中不对称下

调三大利率，缩窄了利率走廊区间，由过去的 75bp 缩窄至 40bp，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。2024 年，欧元区仍延续 2023 年下半年来的疲态，在 6 月开启降息进程。除通胀取得一定进展外，经济增长也是重要考量因素。因此，在一连串降息下，欧元区经济催生出一一定弱复苏迹象，四季度非核心通胀回升预计降息进程影响不大。在 12 月议息会议后，欧央行行长拉加德表示利率调整的方向非常明确，但速度要取决于未来数据并且逐次会议决定。2025 年欧央行仍有约 100bp 的降息空间。随着降息进程的开展，居民消费信心改善趋势较为确定，但工业转型等仍依赖欧元区各国政府发展政策，尤其是全球制造业不景气背景下，欧元区经济“火车头”德国有所失速，且 2025 年欧元区经济面临贸易摩擦加剧等因素。整体来看，2025 年上半年，欧元区或将延续当前降息路径。

英格兰银行不连续降息 50bp，四季度通胀再次回升。2024 年英国央行于 8 月和 11 月分别降息 2 次，合计降息 50bp，将基准利率降低至 4.75%。值得注意的是，其并未像欧央行及美联储开启连续降息，而是分别在 9 月及 12 月的议息会议中暂停降息。两次降息的暂停均与通胀回升有关，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% 升至 8 月的 3.6%。在 12 月的议息会议中，11 月 CPI 与核心 CPI 均较前值有所回升，CPI 上升 0.3% 至 2.6%，核心 CPI 上升 0.2% 至 3.5%，与二季度末持平。工资增长带来的通胀仍较为强劲，通胀的回升为 2025 年英国降息带来一定的不确定性，预计一季度再次降息概率偏低，但 2025 年预计仍有 2 次左右的降息空间。

日央行加息、缩表，货币政策正常化再进一步。2024 年，日央行在货币政策正常化上迈出了一大步。3 月，日本央行宣布退出负利率政策，引导政策利率从 -0.1%~0 区间提升 10BP 至 0~0.1% 区间，形成新的无担保隔夜拆借利率范围，同时放弃 YCC 政策，并取消对 10 年期日本国债收益率 1.0% 的参考上限。7 月，日央行再次加息，利率目标升至 0.25% 左右，并指引还将继续加息。同时，宣布减少国债购买，在当前月度购债约 6 万亿日元的基础上，每个季度减少月度购债规模 4000 亿日元，到 2026 年一季度减少至月度购债 2.9 万亿日元。2025 年 6 月将进行中期评估，原则上还将继续缩表，但会按需修正，并会灵活应对长期利率的上升。日本两次货币政策调整意味着日本央行放弃了 QQE+YCC 框架，重拾以

隔夜拆借利率为主的常规政策框架。本轮日本货币政策调整有赖于经济复苏，尤其是以输入型通胀为起始指标。但整体来看，日本不具备连续加息条件，加息决策与美联储等“数据验证”类似，经济复苏较缓，结构上仍有一定“外强内弱”特性，私人消费有所起色，但远未达乐观地步。从通胀上看，日本通胀已稳定于2%以上，通胀的持续对居民预期以及薪资增长带来推动效应，预计日本央行有望在2025年上半年再次加息。

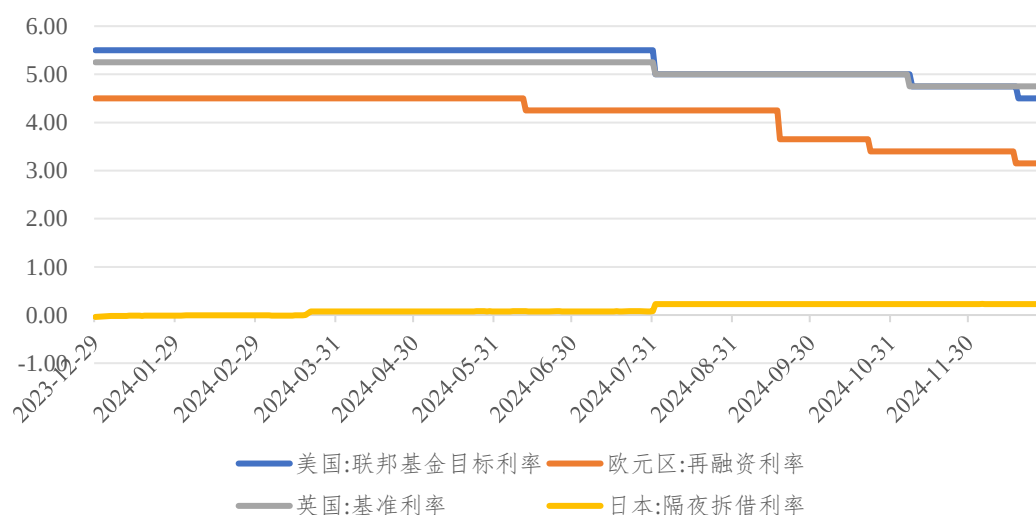


图2 主要发达经济体政策利率（%）

数据来源：Wind。

主要发达经济体10年国债收益率整体上行，英债收益率涨幅居前。2024年年末，英国10年期国债收益率报4.60%（见图3），较2023年末上行88bp。其次为美国，10年期国债收益率年末为4.58%，较2023年年末上行63bp。日本10年期国债收益率报1.10%，较2023年年末上行45bp。欧元区3A级10年期公债报2.43%，较2023年末上行31bp。发达经济体国债走势与美国国债走势一致程度较高，2024年美国国债收益率变化可划分为三个阶段。第一阶段是2024年初至4月末，去通胀进程缓慢叠加一季度通胀超预期回升，推迟降息预期，美国国债收益率持续上升，由年初的3.95%推升至最高4.7%的高位。第二阶段是5月至9月中，进入二季度开始，美国通胀、失业率等数据均有所走弱，推动降息预期进一步到来，同时美国候选人选情变数增多，给债市带来一定冲击，此阶段美国国债收益率呈振荡下行趋势，10年国债收益率一度下探至3.63%。第三阶段是9月下旬至年末，9月美联储降息预期兑现，超预期降息以及美联储提示后续降息步

伐收敛推升美债收益率，10 月美国通胀有所回升，失业率等显示经济衰退指标有所证伪。11 月，特朗普赢得美国大选，其施政计划中有关加征关税和限制非法移民内容加剧通胀预期。9 月下旬以来，美国国债收益率持续上行，美债收益率重回 4% 以上并持续上行。2024 年，美国国债收益率变化主要受降息预期以及特朗普交易复合影响。

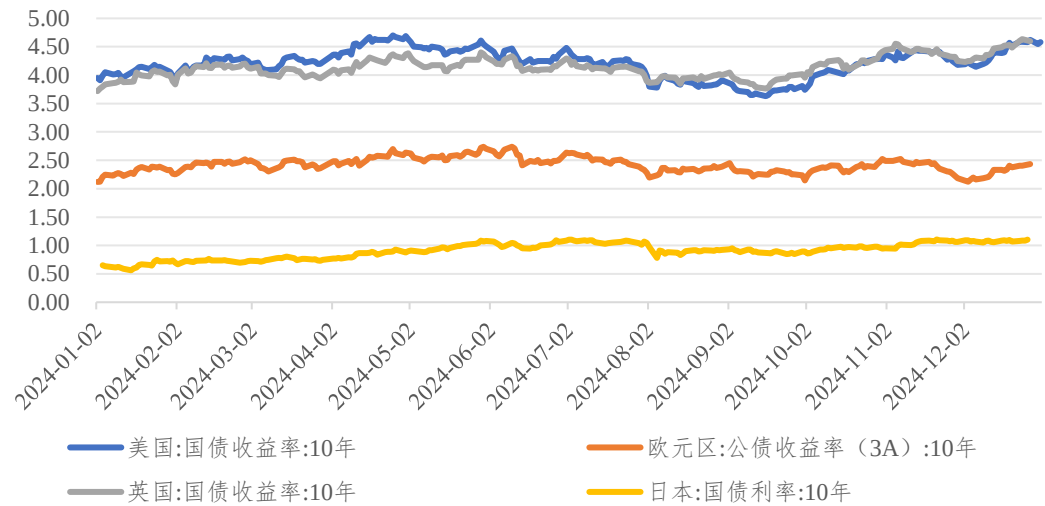


图 3 主要经济体 10 年期国债收益率 (%)

数据来源：Wind。

(二) 我国央行货币政策及利率走势

丰富货币政策工具箱，畅通货币政策利率传导。2024 年中国宏观逆周期调节力度加大，中国人民银行通过丰富货币政策工具箱、降准降息、畅通商业银行负债端利率传导，推动货币政策框架完善与转型，在流动性调节上更游刃有余。具体来看，一季度，中国人民银行下调存款准备金率 0.5 个百分点，同时结构性降息，调降支农支小再贷款、再贴现利率，指导 LPR（贷款市场报价利率）超预期非对称下调，加大了对商业银行的流动性投放。二季度，监管打击商业银行手工补息以及高息揽储行为，“存款搬家”下非银资金阶段性充裕，债市流动性更加充裕。三季度，经济复苏有所走弱，中国人民银行除继续降准降息外，在货币工具上也采取了诸多措施，包括重启现券买断操作，确立 7 天逆回购操作利率为政策利率，淡化 MLF 的政策利率色彩。同时变更公开 7 天期逆回购操作方式为固定利率，进行数量招标，市场流动性投放大大增加，增设正逆回购，利率调控更加精准，针对资本市场创设结构性货币政策工具，支持资本市场高质量发展。四季度，市场利率定价自律机制工作会议审议通过了《关于优化非银同业存款利

率自律管理的倡议》，要求将非银同业活期存款利率纳入自律管理，降低商业银行负债端利率水平，同时四季度中国人民银行在不同场合强调降准降息仍有较大空间，给市场传递信心。

7 天期逆回购投放变数量招标，公开市场资金投放量加大。2024 年，中国人民银行在 7 月将 7 天期逆回购操作方式由固定数量、利率招标改为固定利率、数量招标，明示操作利率，回购工具将更多承担利率工具职能，淡化数量工具职能，解决此前因固定数量、价格招标的方式导致的对价格引导力始终受限问题，同时避免合意数量与稳定价格二者之间的冲突。整体来看，在改变操作方式后，央行流动性投放量有所增加，市场自主性也不断增强。一季度公开市场操作总投放 9.75 万亿元，净投放-2.0 万亿元；二季度公开市场操作总投放量 2.31 万亿元，净投放-0.1 万亿元；三季度公开市场操作总投放量 11.90 万亿元，净投放资金 0.71 万亿元；四季度公开市场操作总投放量 13.80 万亿元，净投放资金-0.88 万亿元。从资金面来看，DR007 利率基本在 7 天期逆回购操作利率（-5bp~40bp）之间波动。其向下偏离的幅度小于历年，资金面未发现持续大幅偏离。在流动性分层方面，以 R007-DR007 差值度量货币市场流动性分层现象，2024 年明显出现了“V”形走势。主要原因在于二季度禁止手工补息监管措施导致大量资金流入非银机构，非银金融机构资金充裕大幅压降流动性分层现象，随着影响弱化，资金分层有所回归。2024 年，R007 整体位于 DR007 以上 5bp~30bp 之间（见图 4），在季末银行等金融机构回收流动性时容易出现大幅偏离。

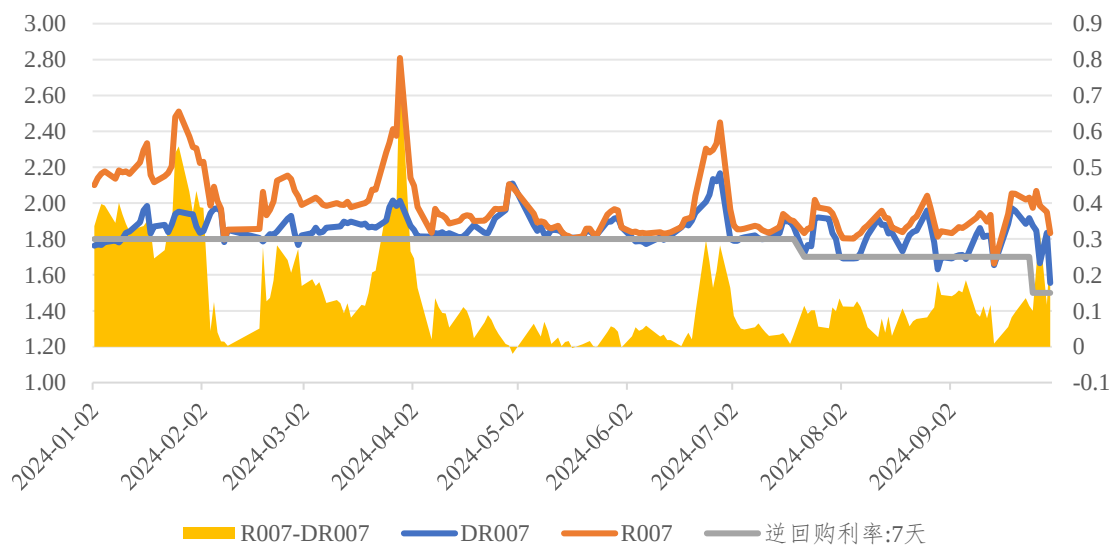


图 4 2024 年市场资金价格走势（%）

数据来源：Wind。

全年债牛未尽，四季度机构“抢跑”收益率加速下行。2024年，我国债券市场走出了较为壮阔的牛市行情，尤其是四季度末国债收益率加速下行，大幅超出市场预期。各期限国债收益率下行幅度在80bp~110bp之间，1年期国债收益率由2023年末的2.08%下行至1.08%（见图5）；10年期国债收益率由2023年末的2.56%下行88bp至1.68%；30年期超长国债收益率由2023年末的2.83%下行92bp至1.91%。一季度，“资产荒”下机构欠配压力较大，债市走出快速下行行情，部分机构拉长久期购买长期国债，以10年期国债为代表的长期国债收益率也快速下行。二季度初延续一季度行情，且4月禁止手工补息为非银金融机构带来充裕流动性，叠加经济数据走弱，债市资金充裕，但4月末开始央行通过多种途径提示债市单边风险，一定程度引发了债市回调。整体来看，二季度债市仍以下行趋势为主，且下行速度有所放缓。进入三季度后，债市在经济数据走弱与央行“喊话”之间振荡。7月起央行买债落地，债市有所回调，但7月下旬降息后，央行继续降息预期升温，推动债市继续下行。直至9月24日，央行推出支持资本市场结构性货币政策工具，股票市场投资热情被点燃，大量资金流出债市引发债市大幅回调。股债“跷跷板效应”凸显，10年期国债一度回调超20bp。进入四季度后，债市在经济弱现实与政策刺激预期间振荡。但进入11月后，监管指导银行降低同业存款利率为债市带来流动性。同时增量政策效应衰退，宽货币政策预期持续抬升，机构配置盘习惯性“抢跑”买债，推动国债收益率快速下行，10年期国债收益率跌破2%并持续下行，30年期国债收益率也在12月中下行至2%以下，债市演绎出快牛行情。信用债方面，各期限普遍跟随利率债下行。以3年期债券为例，中短期票据、企业债、城投债等普遍下行90bp~110bp，高息信用债资产被快速消灭。2024年年初至8月末，信用债跟随利率债下行，信用利差被缓慢压缩，逐渐由30bp压降至15bp。进入9月后，债市出现的回调引发理财负反馈，信用利差快速走阔回30bp附近。9月末资本市场结构性货币政策引发的债市回调过程中，信用债回升快于利率债，信用利差一度走阔至50bp。此后，伴随着债市持续下行而缓慢振荡向下，但年末配置盘抢跑利率债导致利率债收益率下行过快，信用利差又被动抬升。

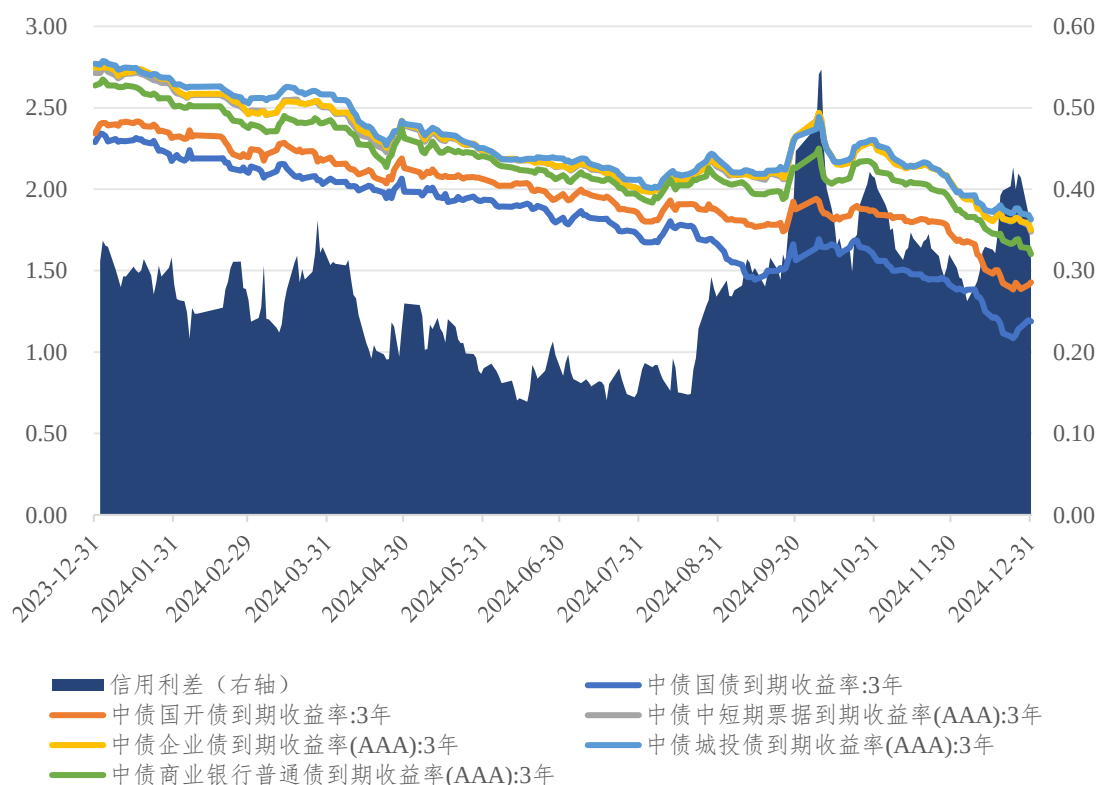


图5 主要券种到期收益率及信用利差 (%)

数据来源: Wind。

PMI “V” 型回升，一揽子政策发力推升经济景气度。2024 年经济景气度指标——PMI 在一季度呈现逐步回升态势，制造业 PMI 在 3 月突破荣枯线至 50.8%（见图 6），表现出一定超预期回升，出口导向型企业与中小企业景气度较高。但进入二季度后，景气度指标一路下行，制造业 PMI 在 8 月达到年内新低 49.1%，服务业 PMI 与建筑业 PMI 也一路下行，这反映了国内需求不足进一步凸显。同时，房地产持续下行带动建筑业 PMI 持续走低，服务业 PMI 在暑期迎来一定反弹，但进入三季度后有所回落。四季度，随着货币政策发力以及后续一揽子财政政策陆续释放，制造业 PMI 在 10 月重回扩张区间，服务业 PMI 也有所回升。11 月、12 月延续上升势头，财政资金发力以及房地产政策放松在投资端对建筑业 PMI 形成一定抬升。同时，临近年末，企业商务往来活动和居民社交往来活动均趋于活跃，服务业相关活动回升。整体来看，在一揽子政策刺激预期下，消费及制造业景气度有所回升，当前政策加码对经济支撑作用有所体现，2025 年仍需关注后续增量政策边际变化带来的影响。

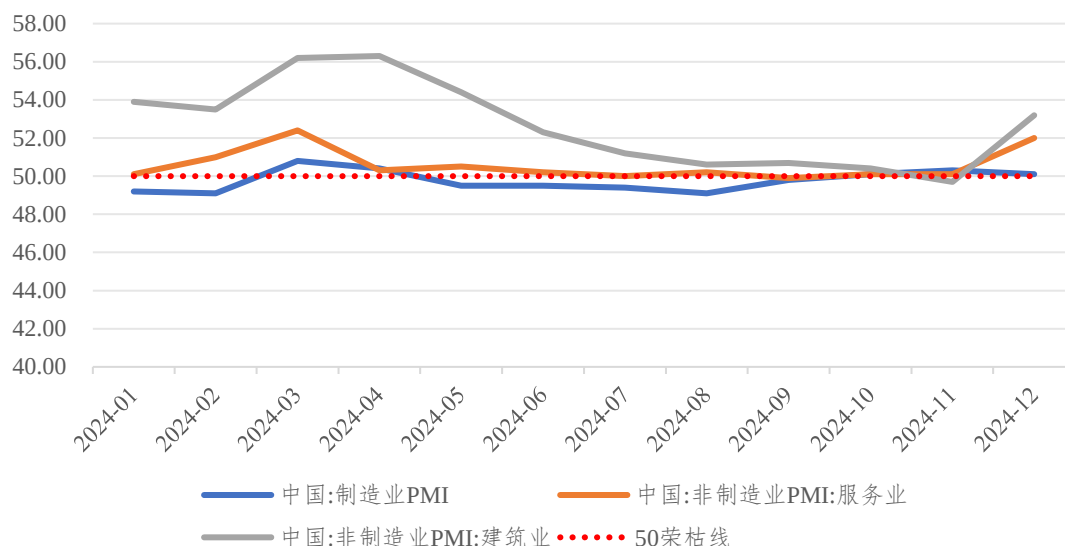


图6 采购经理指数 (%)

数据来源: Wind。

CPI 全年维持低位, PPI 年中阶段性回升。2024 年 CPI 全年维持低位, 除 1 月为负外, 其他时间基本位于 0~1% 区间。一季度, 1 月 CPI 延续此前负值趋势, 2 月, 受春节假期影响, CPI 在时隔 4 个月 after 回正至 0.7% (见图 7)。3 月又大幅下行至 0.1%, 食品 (尤其是猪肉) 价格拖累了 CPI 的回升, 服务通胀除 2 月春节有所跳升外, 1 月与 3 月较为稳定。二季度 CPI 有所企稳, 4~6 月分别为 0.3%、0.3% 及 0.2%, 二季度生猪价格因供给下降而带来价格改善, 但其他分项改善不大, CPI 回升缺乏趋势性支撑。三季度, 7~9 月 CPI 分别录得 0.5%、0.6% 及 0.4%, 食品通胀与核心通胀出现趋势背离, 进入夏季后受极端天气等影响, 鲜果价格上升同时猪肉价格也延续二季度涨势, 食品 CPI 在 9 月末一度达 3.3%, 支撑了 CPI 回升。与此同时, 我国核心 CPI 持续下行, 9 月末触及本年最低点 0.1%, 显示有效需求偏弱加剧。四季度, 伴随着食品价格的回落, CPI 逐渐下滑, 10~12 月分别为 0.3%、0.2% 及 0.1%, 但核心 CPI 出现一定企稳, 连续三个月回升, 房地产市场一定程度回暖以及以旧换新补贴下交通及通信工具分项回升形成一定支撑。整体来看, 全年食品通胀出现季节性波动, 核心通胀较为疲软, 服务通胀则相对稳定。PPI 方面, 2024 年全年位于负值区间, 年中一度回升至 -0.8% 的年内最高点, 但主要受国际大宗商品价格影响。此外, 2023 年同期 PPI 下行过大, 翘尾因素影响占比也较高, 从环比上看, 年中并无较大上涨。2024

年全年 PPI 缺乏显著改善，黑色金属、建材以及能源年内有所波动但无持续性回升。CPI 与 PPI 的疲软反映出经济有效需求仍旧不足，2025 年广义财政支出增加有望提振内需，支撑通胀中枢上行。

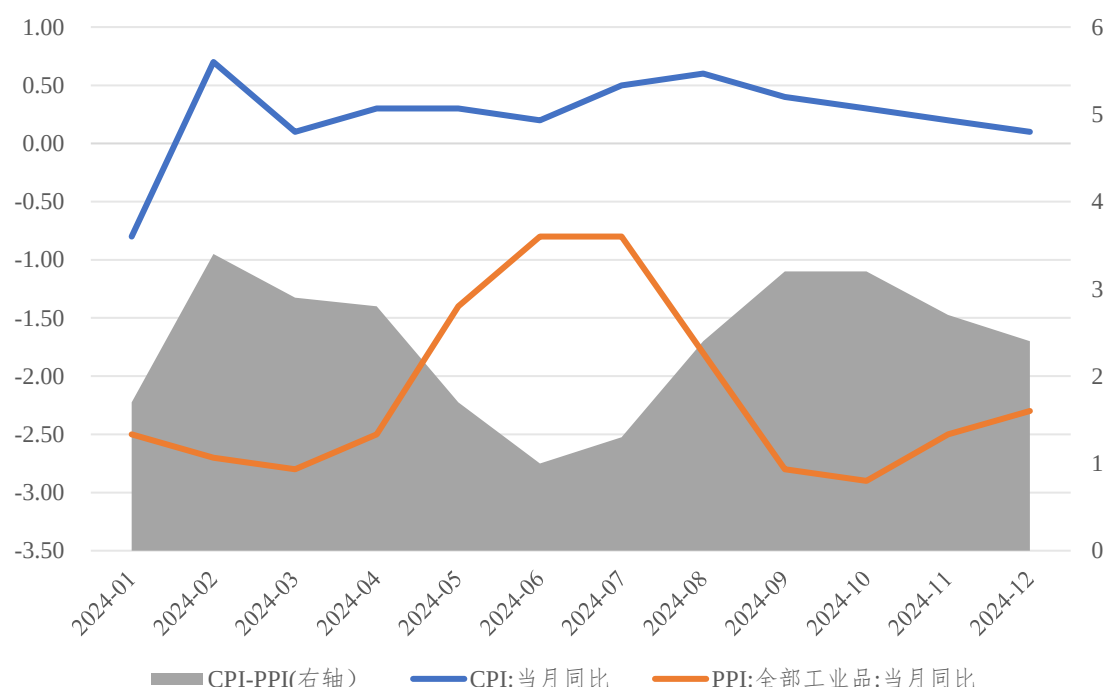


图7 CPI、PPI 当月同比 (%)

数据来源：Wind。

全年新增社融政府债支撑明显，人民币贷款持续少增。2024 年，全年新增社会融资 32.26 万亿元（见图 8），较 2023 年下降 3.32 万亿元，全年走势与往年类似，但波动幅度有所加大，同时，4 月在金融数据“挤水分”影响下，新增社融罕见为负。从结构来看，新增社融中政府债支撑明显，2024 年全年新增人民币贷款占新增社融比例由上一年度的 62.46% 降至 52.86%（见图 9），而新增政府债融资占比由上一年度的 26.99% 增加至 35.02%。2020 年以来，新增政府债融资占新增社融的比例不断上升，2024 年占比超过 30%。尤其是 2024 年下半年以来，从单月数据看，除 9 月外，下半年新增政府债融资均高于新增人民币贷款，显示出政府债融资开始发力，尤其是置换债的发行带来了政府债融资的放量，但同时人民币贷款持续少增，显示企业主体信贷融资持续偏弱。2025 年，海外需求面临较大不确定性，国内货币政策及财政政策力度有望加大的背景下，新增社融仍有一定支撑，在企业信用需求方面，仍需观察房地产链条修复以及整体经济回升情况。

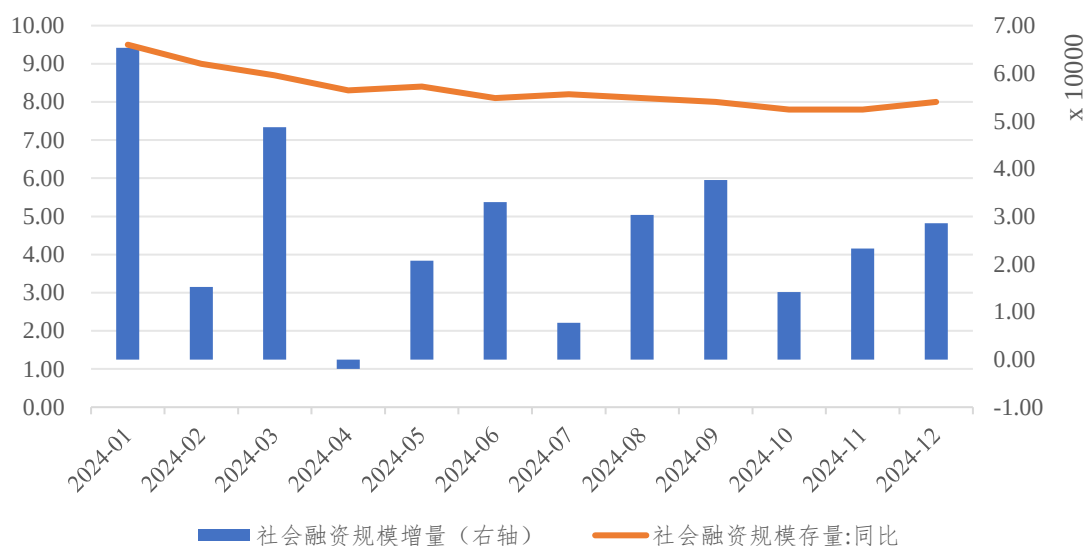


图8 社会融资规模增量与社融规模同比增速（亿元、%）

数据来源：Wind。

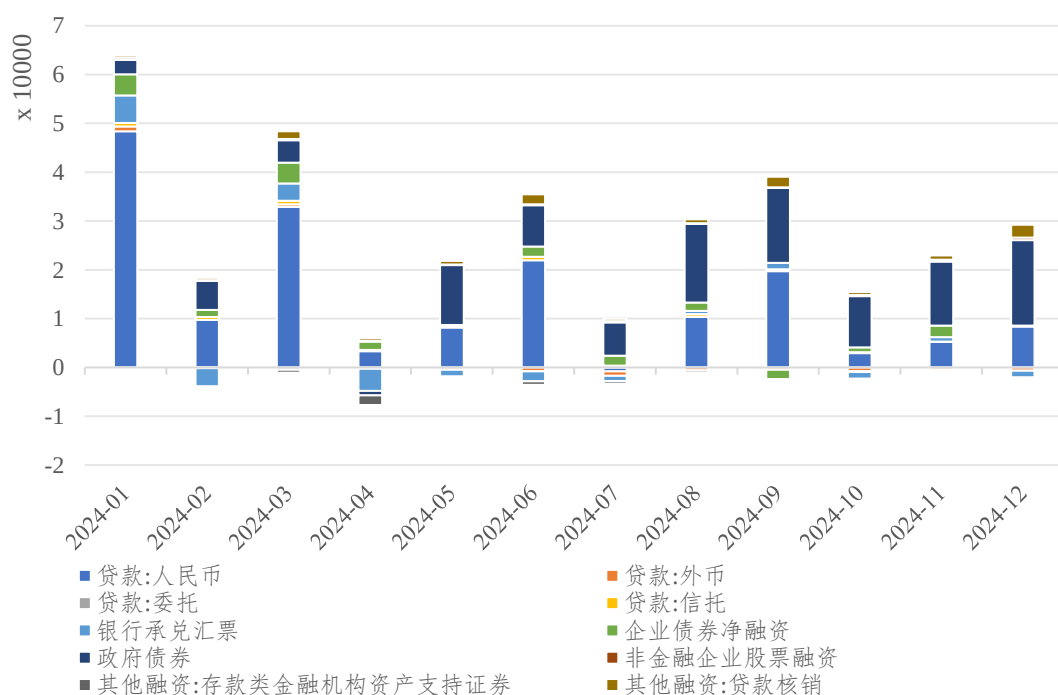


图9 新增社会融资规模增量结构（亿元）

数据来源：Wind。

M1、M2 增速四季度企稳回升，M2-M1 剪刀差收窄。2024 年年初以来，中国人民银行推动季度金融业增加值核算方式调整，基于存贷款增速的推算法改为收入法，加入商业银行利润等指标，贷款数据形成“挤水分”效应，压缩了资金空转套利的空间，对 M1、M2 增速形成深远影响。M2 增速从年初的 8.7%一路下滑至第三季度的 6.3%，M1 增速则直接从年初的 5.9%大幅回

落至负值以下，三季度末创下-7.4%的新低（见图 10）。M1 增速的显著下行与诸多因素有关。除“挤水分”因素影响外，M1 增速的下滑首先源于企业风险偏好的下降，活期存款定期化，信用扩张减弱。同时，房地产市场的低迷也影响了居民存款（M2）向企业货币存款的转化，最后土地收入下滑带来财政顺周期收紧，化债力度加大在一定程度上导致资金直接偿还贷款而未支出形成活期存款。自 2025 年 1 月起，中国人民银行将调整 M1 统计口径，在现行的 M1 基础上，进一步纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，意味着个人活期存款以及诸如各支付工具余额将纳入统计，更符合当下经济多元的现实，也更能反映整体经济的活力。四季度以来，伴随着一揽子增量政策的出台，尤其是财政资金投放以及地产链条的回暖，M1 及 M2 的增速均出现一定程度的回升，带动了 M2-M1 剪刀差的收窄。

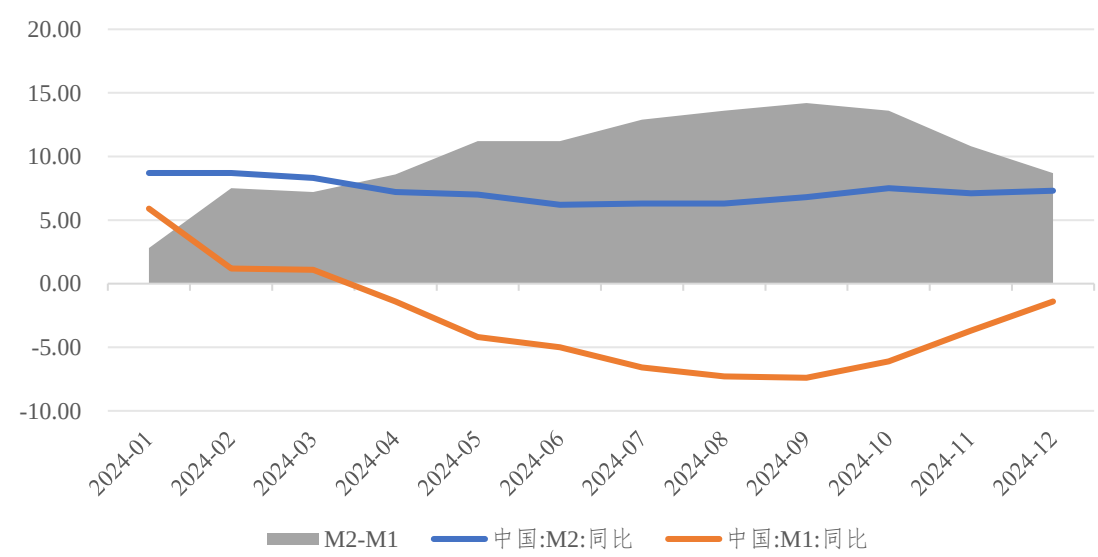


图 10 货币供应量同比增速 (%)

数据来源：Wind。

企事业单位中长期信贷处历史低位，居民部门中长期贷款四季度有所改善。2024 年全年，居民部门新增中长期贷款 2.25 万亿元，较 2023 年下降 0.3 万亿元；企事业单位新增中长期信贷 10.08 万亿元，较 2023 年下降 3.49 万亿元，波动趋势较往年类似，但整体均位于 2020 年以来中低位。分季度来看，一季度贷款“开门红”延续，企事业单位一季度新增中长期贷款 6.2 万亿元，与 2023 年同期基本持平，略高于 2022 年以前数值，居民部门新增中长期贷款 9750 亿元，与 2023 年度基本持平。二季度及三季度，企事业单位居民部门新增中长期贷款均弱于历

史同期（见图 11、图 12），四季度居民部门新增中长期贷款同比多增，接近历史同期，显示房地产市场局部修复企稳带动了新增中长期贷款的回升。但企事业单位四季度中长期贷款仍延续走弱，尤其是 12 月新增中长期贷款仅 400 亿元，同比少增 8212 亿元。一方面显示化债资金偿还拖欠账款替代了企业新增融资需求，另一方面也反应企业信心依旧偏弱的事实。

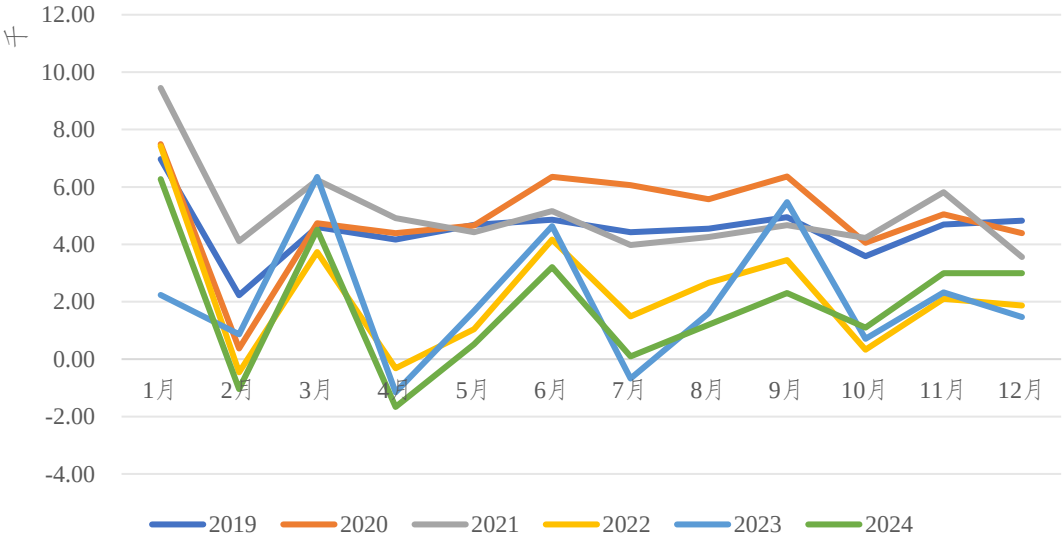


图 11 居民部门中长期新增贷款（亿元）

数据来源：Wind。

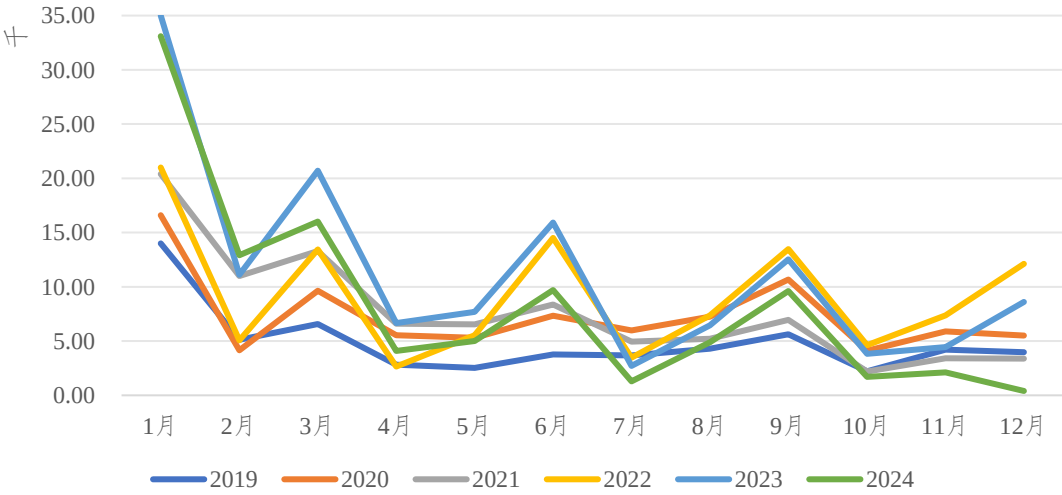


图 12 企业部门中长期新增贷款（亿元）

数据来源：Wind。

整体来看，2024 年我国诸多经济金融数据呈现“V”型走势。显示出经济在一季度小幅回升后，二三季度下行压力加大，经济主体风险偏好继续收缩，叠加一系列畅通商业银行存款端利率传导的措施，市场资金大量流入债市，推动债市

向上。自三季度末开始，宽松货币政策及一揽子增量政策陆续出台恢复市场信心，2025 年或延续宽松货币政策预期，仍有降准降息空间，在财政发力的背景下，经济金融数据预计也将得到持续改善。

二、我国债券市场发展分析

2024 年，我国债券市场整体表现活跃，发行规模和净融资规模显著增长，存量规模持续扩大，地方政府债占比进一步提升，国债和同业存单发行量大幅增加，但违约债券数量和规模出现反弹，需警惕信用风险暴露。中国人民银行推出多项创新工具，丰富货币政策工具箱，支持资本市场稳定发展。境外机构持有人民币债券规模有所下降，但仍保持较高水平，国债和同业存单为主要持仓品种。

（一）债券市场发行、存量及交易

债券市场总发行规模接近 80 万亿元，净融资规模突破 20 万亿元，同比 2023 年增长近 50%。2024 年全年，我国债券市场整体表现活跃，融资需求显著提升，全年共发行债券 51762 只，较 2023 年略有上涨。发行规模合计约 79.85 万亿元，较 2023 年增加 12.40%。债券市场总偿还量为 59.66 万亿元，同比 2023 有 4.20% 的提升。全年净融资额 20.19 万亿元，首次突破 20 万亿元的关口，同比 2023 年增长 46.42%（见图 13）。债券市场融资需求旺盛，流动性充裕，为实体经济提供了有力支持，同时也反映出市场对债券融资工具的依赖度进一步提升。

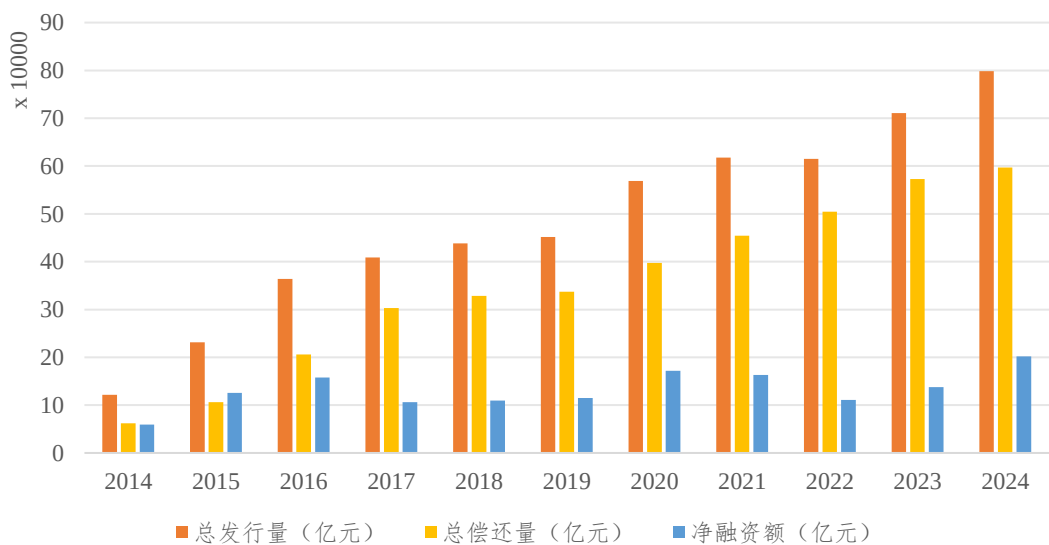


图 13 我国债券市场发行、偿还及净融资规模（亿元）

数据来源：Wind。

各券种发行增速出现分化，同业存单、国债较 2023 年大幅增长，政府支持机构债发行下滑明显。具体来看，国债发行规模为 12.48 万亿元，同比增长 12.39%；同业存单发行规模达 31.41 亿元，同比增长 22.25%，成为债券市场中发行量最大的券种，占总发行量的比重接近 40%；地方政府债发行 9.78 亿元，同比增长 4.83%，增速较 2023 年大幅下滑；金融债发行 10.21 亿元，同比增长 2.24%，首次突破 10 亿元大关；非金融企业债发行 13.78 亿元，同比增长 7.77%（见图 14）。

国债作为债券市场的重要组成部分，其发行规模的稳步增长反映了国家财政政策的稳健性和对经济支持的持续力度。地方政府债发行 9.78 万亿元，同比增长 4.83%，尽管增速较 2023 年有所放缓，但地方政府债仍是债券市场的重要支撑力量。我国地方政府债主要用于地方基础设施建设、公共服务改善以及债务置换等，其增量反映了地方政府在稳增长和防风险方面的政策需求。同业存单发行量的显著增长主要得益于金融机构流动性管理需求的增加以及市场对短期融资工具的偏好。中国人民银行通过公开市场操作和降准等措施，采取了相对宽松的货币政策，进一步引导市场利率下行，同业存单利率随之走低。2024 年，我国着重加强了对地方政府债务的管理，防范地方债务风险及其在金融、地产等行业中的传染，在一定程度上影响了发行规模。但 2024 年下半年以来，财政部调整相关政策，提高地方政府债务限额并发放专项债务，旨在减轻地方历史债务包袱、释放财力空间。

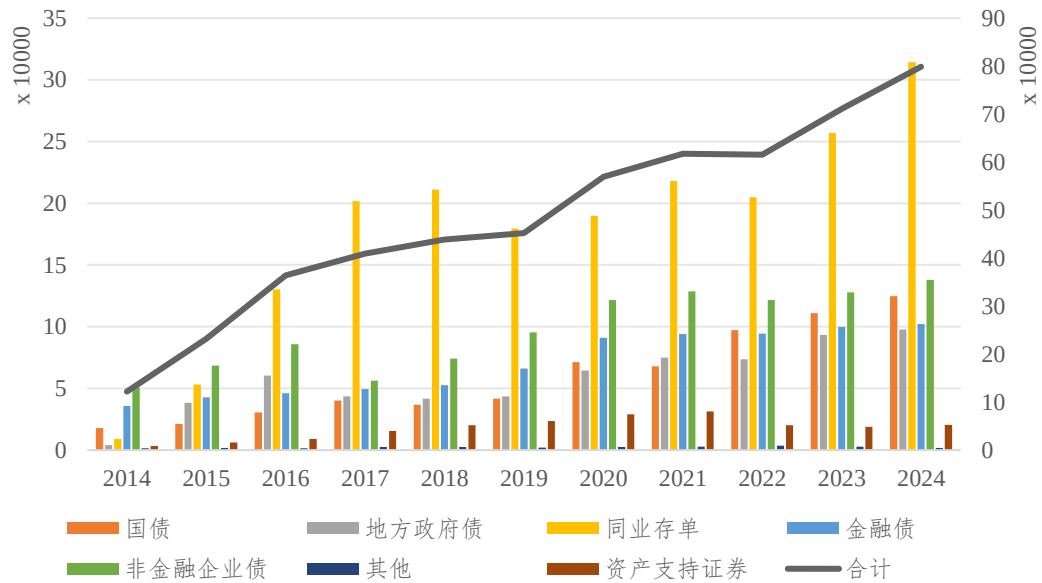


图 14 我国债券市场发行规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

债券市场存量规模持续增长，地方债占比持续提升。截至 2024 年末，全国债券市场存量规模达 176.01 万亿元，同比 2023 年增长 13.03%，保持稳定增长的势头，增幅较 2023 年的 9.69% 进一步扩大。

从存量结构来看，地方政府债自 2022 年存量余额首次超越金融债成为债市第一大品种后，份额持续升高，2024 年末地方政府债务存量为 47.34 万亿元，占比 26.90%。财政部公开信息显示，2024 年 1~11 月，地方政府债券发行 8.70 万亿元，其中，一般债券 1.99 万亿元，专项债券 6.72 万亿元。金融债存量余额为 40.06 万亿元，占比 22.76%，较 2023 年的 23.91% 略有下滑，但仍保持债市第二大存量品种。国债和同业存单的存量余额分别为 34.29 万亿元和 19.44 万亿元，占全市场比重分别为 19.48% 和 11.04%（见图 15）。

从存量同比增速来看，除非金融企业债和资产支持证券外，其余券种存量余额都有不同程度的增加。其中，同业存单增长最快，同比 2023 年增长 31.65%，得益于央行坚持支持性货币政策立场。通过降准降息维持资金面平稳，稳定的资金面为存单发行和利率的震荡下行提供了保障，金融机构在资金融通方面的活跃度增加。2024 年，受积极的财政政策和相对宽松的货币政策影响，以及财政部出台的一系列关于地方政府债务的优惠政策，地方政府债和国债也分别有 16.77% 和 15.41% 的增幅。非金融企业债存量同比 2023 年下降 17.06%，主要是因为在一揽子化债背景下，城投债的审核政策继续保持收紧状态，非金融企业债务融资工具发行政策收紧，导致供给减少。资产支持证券同比也有 3.33% 的下降，主要因为金融监管局 ABS 受业务规范调整的影响出现了约 38.58% 的下滑。

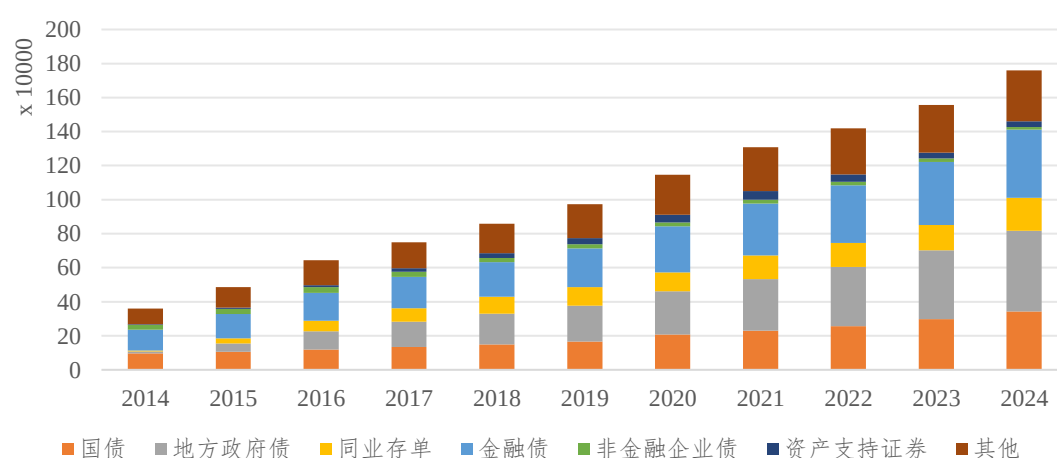


图 15 我国债券市场存量规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

银行间债券市场商业银行持有国债占比持续下降，非法人产品持有比例略有提升。截至 2024 年 12 月末，商业银行持有银行间债券市场国债占比 66.55%，同比下降 2.83%；境外机构持有国债 6.42%，环比 2024 年三季度末下降约 1%；非法人产品持有比例为 8.30%。银行间债券市场地方政府债方面，商业银行持有占比大幅下降。截至 12 月末，商业银行持有银行间债券市场的地方政府债占比仅 78.03%，同比下降 7.02%，环比 2024 年三季度也有 5.55% 的下降；第二大持有人仍为非法人产品，占比上升至 8.26%。企业债持有占比环比 2024 年三季度基本不变，证券公司持有占比持续下降。截至 12 月末，非法人产品持有银行间债券市场企业债份额为 53.76%，同比上升 3.28 个百分点，证券公司持有占比连续下降至 8.77%。商业银行和非法人金融产品持有的政策性银行债、商业银行债环比均有下跌。截至 2024 年 12 月末，政策性银行债和商业银行债的第一和第二持有人分别为商业银行和非法人产品，占比分别为 49.60% 和 37.96%，境外机构持有 8752.51 亿元，占比 2.99%（见图 16）。

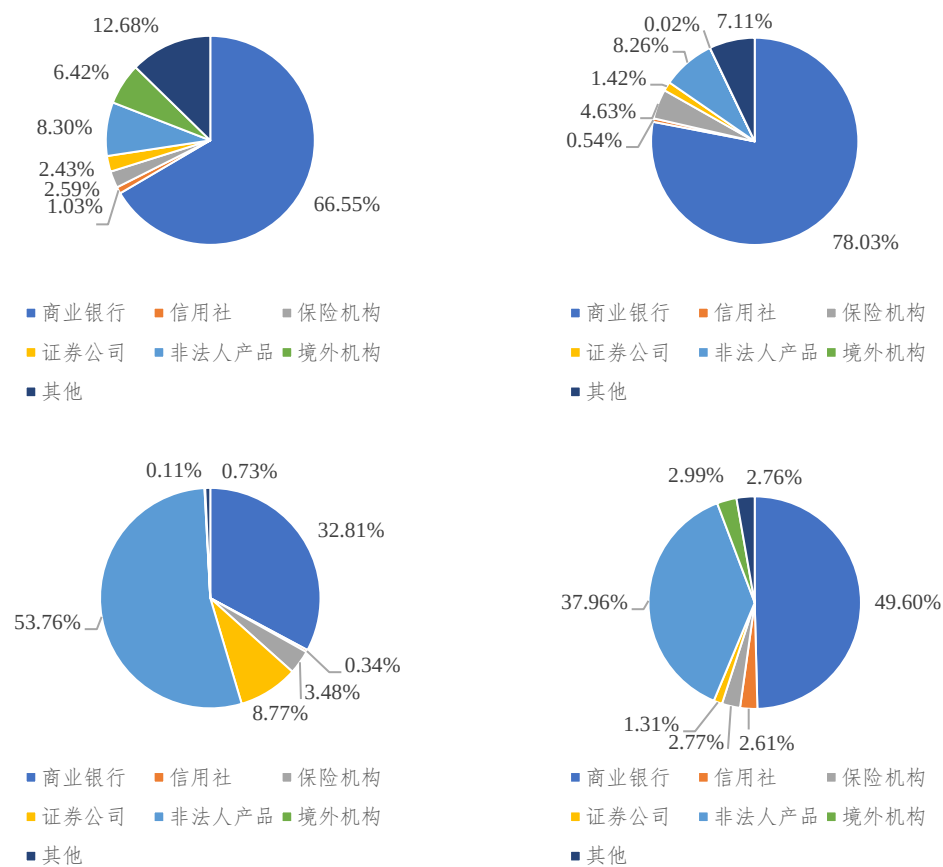


图 16 银行间债券市场国债、地方债、企业债、政策性银行加商业银行债持有人结构 (%)

数据来源：中国债券信息网。

债券交易结算量增长势头放缓，现券结算量持续提升，同业拆借结算量大幅增长。2024 年，我国银行间和交易所市场债券结算量为 2735.53 万亿元，同比增长 6.33%，增长势头略有减缓。其中，现券结算量 416.38 万亿元，交易占比 15.22%，同比增长 18.56%；回购结算量 2190.65 万亿元，交易占比 80.08%，同比增长 2.77%；同业拆借结算量 128.49 万亿元，交易占比 4.70%，同比增长 42.95%。

从现券成交量来看，2024 年我国债券市场现券成交量再创历年新高，首次突破 400 万亿元，达到了 416.38 万亿元，同比 2023 年增长 18.56%。分券种来看，国债、地方政府债、同业存单、金融债同比均有不同程度的增长。其中，金融债交易较为活跃，成交金额为 134.64 万亿元，仍占据第一大券种的位置，但占比已下降至 32.34%，同比 2023 年增长也仅有 2.98%，市场规模相对稳定；第二大券种是国债，成交金额为 125.14 万亿元，成交额占比增长至 30.05%，显示出国债在债券市场中的重要地位和较高的流动性，同比 2023 年增长 52.75%，增长幅度较大，表明国债市场的活跃度显著提升；地方政府债现券成交金额为 20.08 万亿元，占比 4.82%，同比增长 50.99%，增长较为明显；同业存单现券成交金额为 75.94 万亿元，占比 18.24%，同比增长 20.81%，增幅高于全市场总体增幅，说明同业存单在金融机构之间的交易仍然较为活跃；资产支持证券成交金额 1.35 万亿元，继续延续下滑态势，同比 2023 年下降 18.81%，占总成交额的比重仅 0.32%（见图 17）。

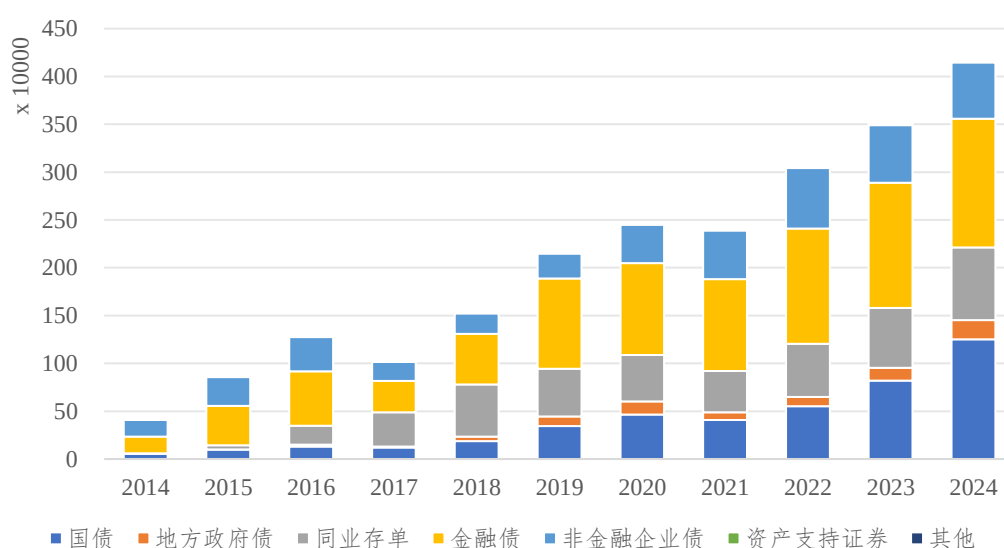


图 17 债券市场现券交易规模及结构（亿元）

数据来源：Wind。

（二）国债二级市场流动性

国债成交大增，四季度回落显著。2024 年全年国债成交 285.50 万笔，同比增长 112.08%，成交金额 118.03 万亿元，同比增长 69.08%，主要得益于一季度的大幅增长。一季度成交笔数和金额占全年的比重均超过了 35%，市场投资热情高涨，叠加发行利率下跌的影响，银行、保险等金融机构集中释放资产配置需求。随后三个季度债市收益率震荡下行。央行推出国债借入操作后，10 年期国债收益率短期出现上扬，但随后在流动性宽松和超预期降息等政策的推动下，收益率仍在低位震荡。从成交笔数和金额来看，四季度成交笔数和金额均已跌至不足 2023 年同期的水平。2024 年四季度国债成交笔数共 49.81 万笔，成交金额 20.17 万亿元，分别同比下降 12.56%和 21.17%（见图 18）。

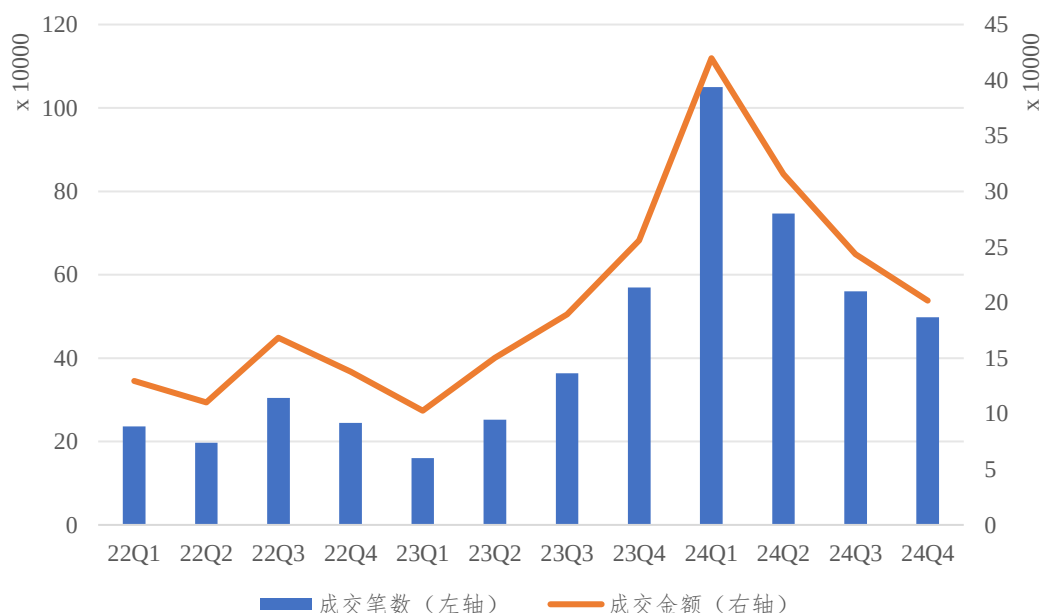


图 18 国债市场现券交易笔数及规模（笔、亿元）

数据来源：中国货币网。

四季度银行间国债市场平均成交天数基本不变，平均换手率延续下降态势。2024 年四季度银行间国债市场有成交国债数 192 只，占比 34.59%，平均成交天数为 37.64 天，同比增加 3.41 天，环比增加 0.43 天。有成交国债平均换手率为 45.56%，同比下降 18.87%，环比下降 11.98%（见图 19）。自一季度以来连续三个季度下降，意味着投资者交易国债的意愿和积极性降低，市场的活跃程度减弱，资金在国债之间的转换和流动减少。

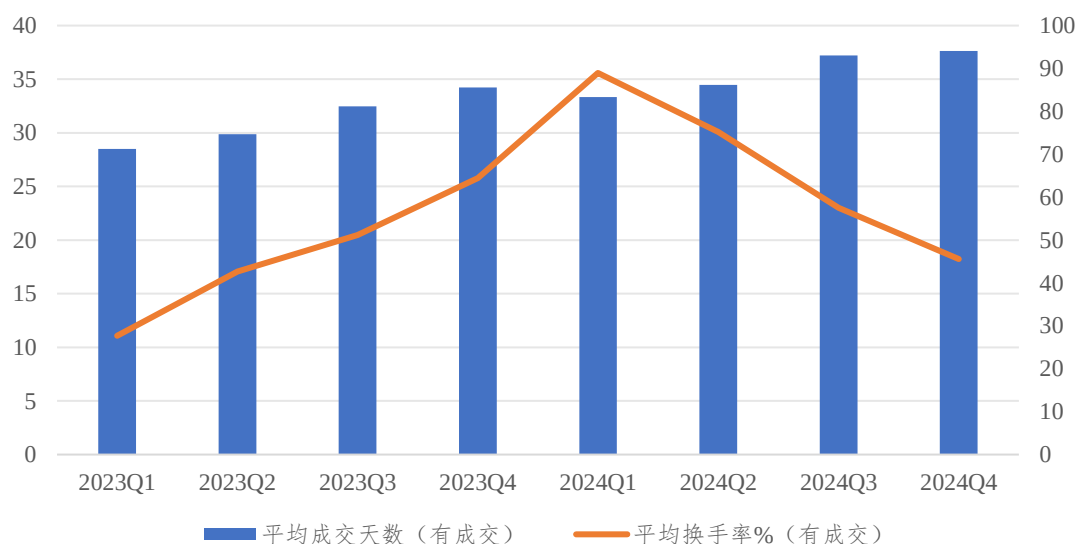


图 19 银行间国债市场有成交国债平均成交天数及换手率
数据来源：Wind。

（三）债券市场违约情况

违约债券数量和规模出现反弹，前期展期债券部分已出现实质性违约。2024年，我国债券市场累计有 30 家穿透信用主体的 93 只债券发生实质性违约，违约债券余额共计 719.27 亿元，债券只数较 2023 年的 41 只上涨 126.83%。违约金额较 2023 年的 308.19 亿元上涨 133.39%，违约主体及违约债券规模经过 2020 年以来连续三年的下降后出现了反弹，违约债券数量和金额均超过了 2022 年的水平（见图 20）。

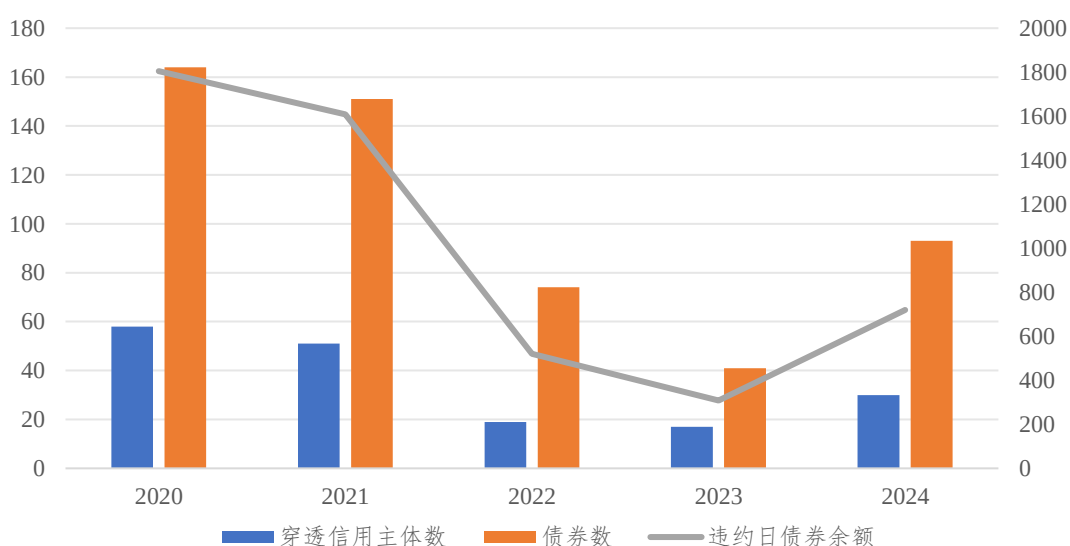


图 20 我国债券市场违约企业数量及违约金额（个、亿元）
数据来源：Wind。

在展期债券方面，2024 年我国债券市场展期债券数 81 只，展期金额共计 650.41 亿元，同比分别降低 52.35%和 69.70%（见图 21）。展期债券数量和金额的下降，反映出市场对展期策略的谨慎态度，部分企业可能面临更大的偿债压力，导致展期债券的接受度降低。与此同时，前期展期债券中已有部分未能如期兑付并形成实质性违约，进一步加剧了市场对信用风险的担忧。

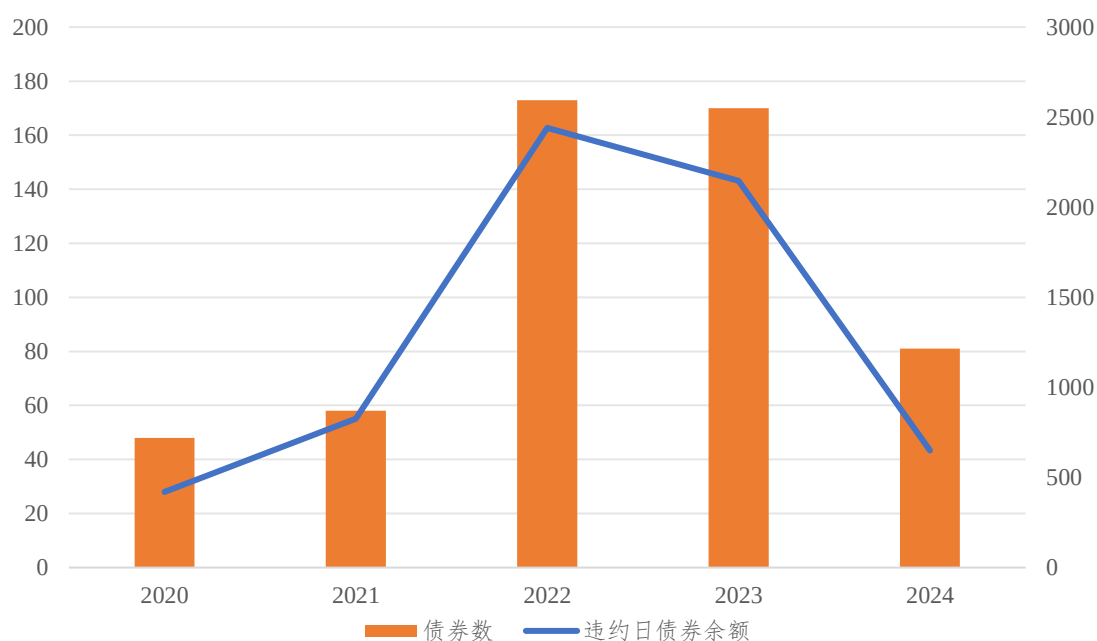


图 21 我国债券市场展期数量及违约金额（个、亿元）
数据来源：Wind。

2024 年四季度，债券市场新增 5 家违约主体，分别为华闻传媒投资集团股份有限公司、上海世茂建设有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、上海瑞龙投资管理有限公司和武汉当代科技投资有限公司。其中后 3 家为民营企业，所属行业涉及房地产、出版、医疗保健、多领域控股等，违约日债券余额共计 44.97 亿元。在实质性违约的 12 只债券中，有 6 只所属行业为房地产开发或房地产经营公司，反映出房地产行业仍然是 2024 年四季度债券市场违约风险的主要来源。这 6 只违约债券的余额合计为 44.35 亿元，占四季度实质性违约债券总余额的 56.47%。一方面反映了市场购房需求疲软，房企去库存压力大；另一方面反映了房地产调控政策持续收紧，导致部分高杠杆房企的销售回款和融资渠道受到限制。未来，随着房地产市场的持续调整和经济结构的进一步优化，债券市场的违约风险可能呈现分化和局部化的特征。

（四）债券市场改革及法制建设

中国人民银行创设证券、基金、保险公司互换便利（**Securities, Funds and Insurance Companies Swap Facility**，简称 **SFISF**），提升机构的资金获取能力和股票增持能力，标志我国首个支持资本市场的货币政策工具落地。10 月 10 日，中国人民银行宣布为了促进资本市场健康稳定发展、建立增强资本市场内在稳定性长效机制，决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。随后在 10 月 21 日开展了首次操作，金额为 500 亿元，中标费率为 20bp。中国人民银行行长潘功胜表示，很多机构手上有资产，但是在现在的情况下流动性比较差，通过与央行置换可以获得比较高质量、高流动性的资产，并且通过这项工具所获得的资金只能用于投资股票市场，这将大幅提升相关机构的资金获取能力和股票增持能力。2025 年 1 月 2 日，中国证券登记结算有限责任公司宣布为更好支持 **SFISF** 顺利开展，对在中国结算办理的所有涉及 **SFISF** 的证券质押登记费实施减半收取的优惠措施。同日，中国人民银行也完成了 **SFISF** 的第二次招标，操作金额 550 亿元，中标费率为 10bp。

中国人民银行推出公开市场买断式逆回购操作工具，进一步丰富央行货币政策工具箱。10 月 28 日，中国人民银行宣布为维护银行体系流动性合理充裕，决定启用公开市场买断式逆回购操作工具，回购标的涵盖国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。此前的质押式回购有一定局限性，例如债券押品会被冻结在资金融入方账户，无法继续在二级市场流通，不利于保障资金融出方权益。买断式逆回购能更真实反映机构资金需求程度，还能对货币政策工具箱进行补充，增强 1 年以内的流动性跨期调节能力，提升流动性管理的精细化水平。中国人民银行公告显示，央行 10 月开展了 5000 亿元买断式逆回购，期限为 6 个月；11 月开展了 8000 亿元买断式逆回购，期限为 3 个月；12 月开展了期限为 3 个月的 7000 亿元买断式逆回购和期限为 6 个月的 7000 亿元买断式逆回购。此举一方面意在应对 2024 年底大量 **MLF** 到期带来的资金波动，为经济增长动能回升提供有利的货币金融环境，另一方面也是与国际接轨，淡化 **MLF** 操作利率的政策利率色彩。

中国人民银行将修订 M1 统计口径，全面反映即时消费能力，更好地预测经济增长趋势、通胀水平。12 月 2 日，央行表示将从 2025 年 1 月起修订 M1 统计口径，在现行 M1 的基础上，进一步纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。修订后的 M1 包括流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款和非银行支付机构客户备付金。中国人民银行有关负责人表示，在创设 M1 时，我国还没有个人银行卡，更无移动支付体系，个人活期存款无法用于即时转账支付。随着支付手段的快速发展，目前个人活期存款已具备转账支付功能，同样地，非银行支付机构客户备付金也可以直接用于支付或交易，具有较强的流动性，也应纳入 M1。从国际上看，主要经济体 M1 统计口径大都包含个人活期性质的存款及其他高流动性的支付工具，调整口径并不影响经济本身。新口径增速波动幅度下降，但趋势大概率是老口径一致，所以市场信号意义仍在。老口径 M1 增速波动主要是单位活期主导，单位活期波动主要受企业经营现金流影响，所以对宏观经济的波动更敏感，对企业经营盈利也有较好映射，M1 增速回升是经济活跃度回升的映射，利好资本市场情绪。

地方政府债务限额增加 6 万亿元，缓解化债压力，促进经济结构调整。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会审议通过新一轮化债举措，主要内容为：在压实地方主体责任的基础上，从 2024 年开始，连续 5 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；批准增加 6 万亿元地方政府债务限额，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。专家表示，此次启动新一轮大规模隐性债务置换，旨在巩固前期化债成果的同时，实现在发展中化债。一方面更好地实现“以时间换空间”的目的，另一方面可以减轻地方历史债务包袱、释放财力空间，从而腾出更多精力促发展、保民生。

（五）债券市场对外开放

境外机构继续增持人民币债券，托管量创近年新高。截至 2024 年 12 月末，境外机构持有银行间市场债券下降至 4.16 万亿元，比 9 月末减少了 0.36 万亿元，环比下降 7.96%，结束了连续四个季度的增长势头（见图 22）。从境外机构的持仓结构看，第一大持仓券种虽仍是国债，托管量为 2.06 万亿元，但占比首次下降

至不足 50%，托管量同比环比均有不同程度的减少；第二大持仓券种为同业存单，托管量 1.04 万亿元，占比 25%；政策性金融债托管量为 0.88 万亿元，占比 21.2%。

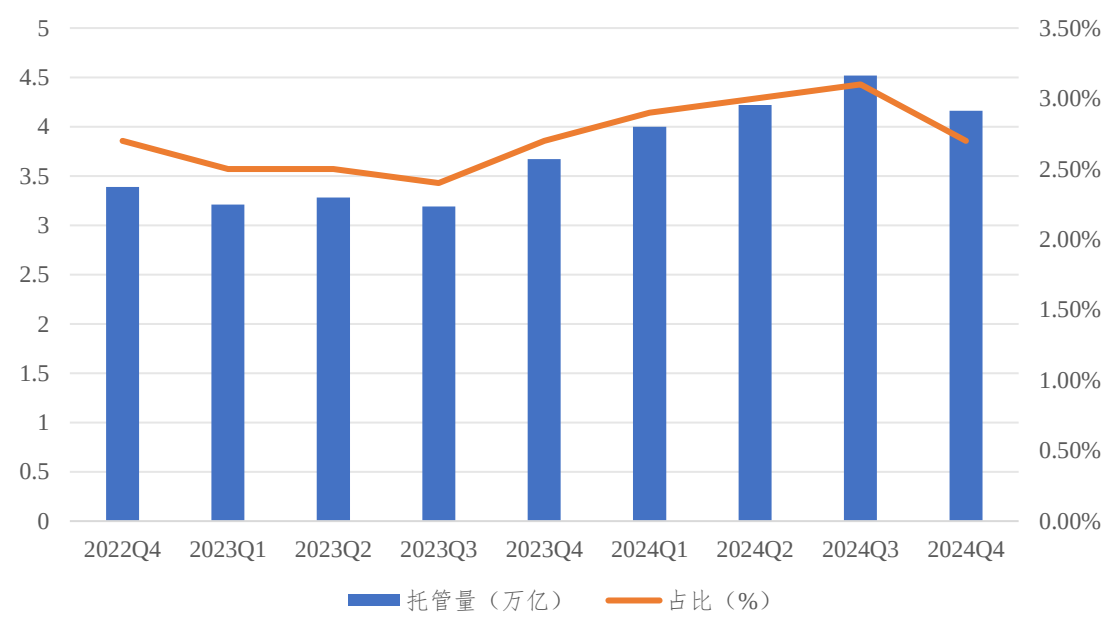


图 22 境外机构投资银行间债券市场规模及占比（万亿元、%）
数据来源：中国人民银行上海总行。

三、展望

2024 年，中国人民银行加大逆周期调节力度，降准、降息，坚持支持性的货币政策，中央经济工作会议更是定调适度宽松的货币政策，2025 年仍有较大降准降息空间。但 2025 年经济扰动因素增多，海外方面美联储降息存在一定逆风，叠加美国政府换届经济政策不确定性因素加大。美元近期走强，给人民币汇率带来一定压力，四季度机构“抢跑”行情过度透支宽松货币政策预期，2025 年债市利率波动或将增加。

整体而言，2024 年我国债券市场整体表现活跃，发行规模和净融资规模显著增长，存量规模持续扩大，地方政府债占比进一步提升，国债和同业存单发行量大幅增加，成为市场重要支撑，但违约债券数量和规模出现反弹，房地产行业仍是违约风险的主要来源。市场改革方面，中国人民银行推出多项创新工具，丰富货币政策工具箱，支持资本市场稳定发展。境外机构持有人民币债券规模有所下降，但仍保持较高水平，国债和同业存单为主要持仓品种。总体来看，债券市场在支持实体经济的同时，仍需警惕局部信用风险的上升。

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。