

宽松预期催化做多情绪，30 年国债“破 2”

——债市周评（2024 年 12 月 9 日-12 月 13 日）

摘要：

资金面整体偏紧，后半周边际缓和。DR001、R001 从 1.52%、1.69%下行至周五的 1.42%、1.63%，DR007、R007 从 1.78%、1.87%下行至 1.69%、上行至 1.91%，但四项资金利率的周均值均上行 7-12BP，呈现前高后低，且资金分层现象变化加大。本周央行公开市场净投放 1844 亿元。下周重要关注因素：一是 MLF 到期 14500 亿元，关注 MLF 集中到期形成扰动；二是置换债资金逐步落地，银行资金可能缓和；三是 17-18 日税期缴款，关注是否有 14d 逆回购情况；四是同业存单到期 7151.6 亿元，关注央行有无降准。

两大会议定调积极，通胀数据仍有压力。12 月 9 日，中共中央政治局召开会议，随后 11-12 日召开中央经济工作会议，分析研究 2025 年经济工作，会议内容提法积极、超预期的表述诸多：（1）首次提及“加强超常规逆周期调节”；（2）宏观政策“更加积极有为”，对应“更加积极”的财政政策和“适度宽松”的货币政策组合；（3）财政政策“更加积极”也意味着更大幅度的举债规模和赤字率、更宽范围的支持方向，同时扩内需排序靠前；（4）首次提及“稳住楼市股市”；（5）提出经济体制改革，继续加大对民营经济的保护和营商环境改善；（6）制定区域和人口政策。此前的化债政策是打破通胀压力的第一步，旨在帮助地方政府运营进入良性循环状态；而后本轮会议是化债组合之上的新一轮加码，更直接指向居民资产负债表的修复，后续各项政策将全部署扩大内需、稳定预期。

11 月份，CPI 同比上涨 0.2%，涨幅有所缩小；环比下降 0.6%，跌幅有所扩大；核心 CPI 同比增速较 10 月的 0.2%边际上行至 0.3%，而环比增速从 10 月的 0%回落至-0.1%、持平于季节性水平。PPI 同比下降 2.5%，跌幅较前值收窄 0.4 个百分点，环比上涨 0.1%，为今年下半年以来环比首次转正。

三、宽松预期催化做多情绪，30 年国债“破 2”。

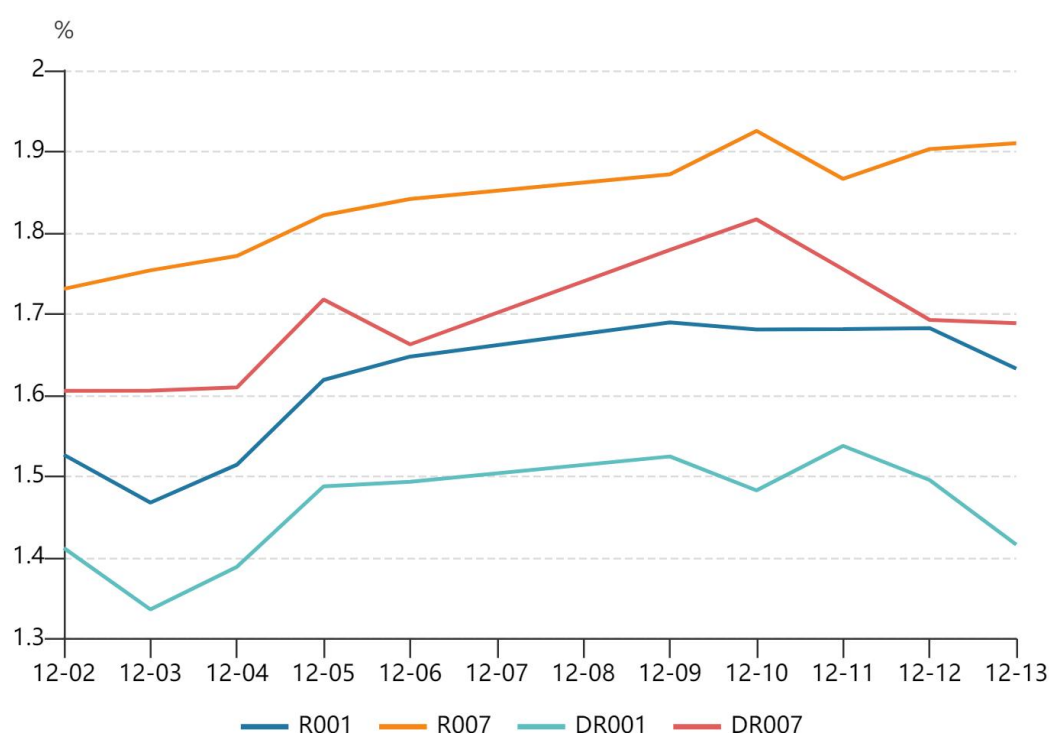
中央政治局会议和中央经济工作会议落地，“适度宽松”的货币政策催化市场做多情绪，债市五天持续走牛，1 年、3 年、5 年、10 年国债收益率分别下行 19BP、13BP、18BP、16BP。信用债方面则受到监管扰动等因素，下行幅度不如利率债。对于资本市场而言，短期宽裕的流动性和乐观的政策预期仍是股债两个市场的主要支撑，长期维度上积极政策有助于构筑牛市需要的基本面条件。但是短期已定价 30BP 以上的降息，后续下行空间年内或不超 10BP，随时关注震荡调整的信号与风险。

一、资金面整体偏紧，后半周边际缓和。

资金面整体偏紧，后半周边际缓和。全周看，DR001、R001 从 1.52%、1.69%下行至周五的 1.42%、1.63%，DR007、R007 从 1.78%、1.87%下行至 1.69%、上行至 1.91%，但四项资金利率的周均值均上行 7-12BP，呈现前高后低，且资金分层现象变化加大。本周央行公开市场净投放 1844 亿元，其中逆回购到期 3541 亿元、投放 5385 亿元。同业存单加速下行，本周 3 个月、6 个月和 1 年期存单到期收益率分别下行 6BP、9BP 和 10.5BP。

下周重要关注因素：一是 MLF 到期 14500 亿元，规模较大，关注 MLF 集中到期形成短期资金缺口对资金面的扰动，尤其是跨年叠加 MLF15 号后的真空期；二是置换债资金逐步落地，银行资金可能缓和；三是税期将至，17-18 日税期缴款，关注是否有 14d 逆回购情况；四是同业存单到期 7151.6 亿元，到期压力上升，关注央行有无降准。**当前经济仍处于筑底阶段，且当前通胀读数、内需情况依然偏弱，货币政策难言转向，在支持性的货币政策下短期流动性充裕会继续保持。**

图 1 本周资金利率走势 来源:Wind



二、两大会议定调积极，通胀数据仍有压力。

12月9日，中共中央政治局召开会议，随后11-12日召开中央经济工作会议，分析研究2025年经济工作，会议内容提法积极、超预期的表述诸多：（1）首次提及“加强超常规逆周期调节”，相比以往“加强逆周期调节”的表态更坚决、诉求更强，意在当前经济形势和外部冲击做好准备，后续政策空间将更加打开；（2）宏观政策“更加积极有为”，对应“更加积极”的财政政策和“适度宽松”的货币政策组合。较为直接的是，货币政策一改十余年的“稳健”基调为“适度宽松”，2025年降息降准皆可期待；（3）财政政策“更加积极”也意味着更大幅度的举债规模和赤字率、更宽范围的支持方向，同时扩内需排序靠前，“大力提振消费”；（4）首次提及“稳住楼市股市”。本次通稿提及“稳住楼市股市”，是9月政治局会议“要促进房地产市场止跌回稳”和“要努力提振资本市场”的延续，政策层对居民资产端的价值修复表达出重视，有利于稳定预期和信心；（5）提出经济体制改革：“发挥经济体制改革牵引作用”，“高质量完成国有企业改革深化提升行动，出台民营经济促进法”。预计2025年将继续加大对民营经济的保护和营商环境改善。（6）制定区域和人口政策：“统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴”，“要加大区域战略实施力度”，“制定促进生育政策”，“积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”。

此前的化债政策是打破通胀压力的第一步，旨在帮助地方政府运营进入良性循环状态；而后本轮会议是化债组合之上的新一轮加码，更直接指向居民资产负债表的修复，后续各项政策将全力部署扩大内需、稳定预期。

11月份，CPI同比上涨0.2%，涨幅有所缩小；环比下降0.6%，跌幅有所扩大；核心CPI同比增速较10月的0.2%边际上行至0.3%，而环比增速从10月的0%回落至-0.1%、持平于季节性水平。PPI同比下降2.5%，跌幅较前值收窄0.4个百分点，环比上涨0.1%，为今年下半年以来环比首次转正。整体而言，11月CPI环比回升动能有所放缓，主要受食品价格拖累，猪肉、鲜菜、水产品 and 鲜果价格回落合计影响CPI环比下降约0.46个百分点；而核心CPI同比从10月的0.2%回升至0.3%，或反映内需边际回暖，可持续性仍待进一步观察。PPI同比降幅有所收窄、部分受基数效应提振，环比亦止跌回正，或显示随着稳增长政策发力，财政支出增速回升带动基建等项目加速推进，水泥、有色金属等工业产品价格环比上涨，由于北方供暖季到来，电力、热力生产和供应业价格得到修复，同比下降0.9%，跌幅较10月份缩小0.9个百分点，但不同行业的PPI同比延续分化态势、整体来看回升动能仍偏弱。

三、宽松预期催化做多情绪，30 年国债“破 2”。

中央政治局会议和中央经济工作会议落地，“适度宽松”的货币政策催化市场做多情绪，债市五天持续走牛，10 年国债下破 1.8%，30 年国债日内下破 2.0%。1 年、3 年、5 年、10 年国债收益率分别下行 19BP、13BP、18BP、16BP。周一、周二公布 CPI 数据，11 月通胀延续低位运行，同时 12 月中央政治局会议释放积极信号，强调“超常规逆周期调节”，“适度宽松的货币政策；周三，央行连续 3 日公开市场净投放，金融时报发文称人民币汇率保持基本稳定具有坚实基础，市场继续定价宽松预期，从牛平演变至牛陡，短端表现较强；周四、五，市场关注中央经济工作会议相关内容，“宽松预期”仍是市场情绪主基调，叠加权益回调，收益率平行下移。信用债方面则受到监管扰动等因素，下行幅度不如利率债，1 年、3 年、5 年期隐含 AA+城投债收益率仅下行 7BP、9BP、10BP；1 年、3 年、5 年期 AAA-二级资本债收益率仅下行 7BP、12BP、11BP。

对于资本市场而言,短期宽裕的流动性和乐观的政策预期仍是股债两个市场的主要支撑,长期维度上积极政策有助于构筑牛市需要的基本面条件,未来市场行情节奏或跟随政策效果是一个“渐进式”向上的过程，明年有望延续股债双牛行情。但是短期已定价约 30BP 的降息，后续下行空间年内或不超 10BP，随时关注震荡调整的信号与风险。

图 2 本周收益率整体下行 来源:Wind

