



主要观点

【核心结论】24年资产荒极致演绎，债市先后受特别国债供给担忧、央行管理长债利率风险与增量政策加码等扰动，但牛市利率下行趋势不改。信用债方面，一级市场呈现期限拉长与利率下行并进、城投债发行缩量与产业债供给提升两大特征，二级市场信用利差先极致收窄后迅速回调。可转债方面，24年转债整体跑输权益，但当前转债市场在更高的平价水平下，价格中枢更低，估值性价比较23年末有显著提升。展望2025年，名义经济增长温和回升，财政继续发力，货币保持宽松，市场大概率反复交易政策预期和基本面数据变化，波动可能增强。不过化债导致高息资产荒，广谱利率趋势性下行，债市大概率震荡偏强。如果政策发力效果逐渐显现，利率走势可能是先下后上，10Y国债利率区间1.7%~2.2%；如果外部压力较大且内需恢复偏慢，利率走势可能是前高后低，10Y国债利率区间1.6%~2.1%。信用债预计呈震荡偏强走势，利差或在波动中收窄；策略上根据组合的负债属性选择久期或下沉策略，把握波段操作机会。转债方面关注底部反转的转债与高股息转债的投资机会。

【报告亮点】全面回顾2024年债券市场走势，从债牛尾部特征、基本面领先指标等对当前债市所处环境进行分析；化债大年+国有大行注资的背景下分析信用债供给与策略；供给需求等角度分析转债投资机会，多角度展望2025年债市，给出投资建议。

【主要逻辑】

逻辑一：当前仍处于政策持续发力期，2025年1季度、2季度或是基本面数据重点观察期。

- 1、PMI、信贷脉冲为领先指标，反转为时尚早；
- 2、地产“止跌企稳”是大基调，拐点判断仍待观察；地产基本面仍面临挑战，行业筑底需要更多积极信号。

逻辑二：城投债方面，中短端确定性较高，长债可适度参与。

- 1、本轮化债新政为上一轮的延续，与十年隐债化解计划相呼应，利好中短端城投债；
- 2、化债思路发生根本转变，从防风险转为防风险、促发展并重，需关注城投转型与退平台进展。

逻辑三：2025年随着业绩的继续回暖，底部反转的股票或存在戴维斯双击的机会；对应到转债，建议关注业绩增速企稳向上且当前正市盈率处于历史相对低位的中低价转债投资机会；外部环境或有恶化，不确定性因素可能增多，红利板块有望再度获得市场资金的认可。

风险提示：基本面修复或政策力度超预期，数据统计遗漏，城投风险事件超预期发生，金融机构经营行为超预期变化，转债信用事件密集发生。



目录

CONTENTS

- 01 2024年市场回顾：债市大幅走牛，利率屡创新低
- 02 基本面尚需稳固，政策端持续发力
- 03 债市展望：2025年债市或震荡偏强
- 04 信用债：化债之年，顺势而为
- 05 可转债：慢牛行情可期，底部反转转债配置正当时
- 06 风险提示

SECTION 1

2024年市场回顾：债市大幅走牛，利率屡创新低





债市复盘：债市大幅走牛，利率屡创新低

2024年资产荒极致演绎，债市先后受特别国债供给担忧、央行管理长债利率风险与增量政策加码等扰动，但牛市利率下行趋势不改。

- 1. 2024年年初-3月初：快速走牛。**上年末存款利率调降引发宽松预期，在年初保险机构配置诉求旺盛、股市下跌和债券供给偏慢背景下，“资产荒”成为债市行情主线，久期策略成为市场的主流选择。在财政力度偏弱的两会后，10Y国债一路下行至2.27%，30Y国债一路下行至2.43%。
- 2. 3月初-9月底：利率波浪式下行。**3月上旬二手房小阳春复苏和“省联社针对农商买债的风险提示”带来扰动，收益率小幅反弹后下行趋缓；4月，特别国债供给悬而未决，央行持续喊话，市场博弈曲线的结构性机会。5-6月由于特别国债供给节奏偏缓、地产政策出台后处于效果观察期，债市谨慎情绪逐步好转；7月央行宣布将买卖国债，市场情绪短期承压；下旬随着央行降息与存款利率下降，债牛重启；8月初大行卖债、交易商协会启动自律调查等事件冲击债市，债基赎回压力较大叠加流动性收紧，收益率回调，信用债回调速度更快、利差走阔。后央行买卖债券落地与资金面逐步好转，赎回交易逐渐进入尾声，国债曲线因大行买短卖长呈现陡峭化；9月市场交易主线聚焦在“增量财政政策暂未出台”、“存量房贷利率下调预期”以及在海外降息周期开启后国内的货币宽松预期，长端利率大幅下行后窄幅震荡，10Y国债收于2.04%，30Y国债收于2.14%。
- 3. 9月底至今：收益率先上后下、宽幅震荡。**9月底一揽子增量政策密集落地，债市在宽信用政策刺激、股债跷跷板、预防性赎回等因素影响下大幅回调。10月债市波动放缓、10Y国债利率先修复下行再在2.10%~2.15%的区间窄幅震荡，利率债表现继续优于信用债，股债跷跷板与政策预期成为市场主线。11月美国大选、全国人大常委会接连落定，市场围绕地方债供给动态博弈，收益率宽幅震荡。11月下旬随着供给消化、宽松预期重燃，利率再度下行，10Y国债突破9月下旬低点、收于2.02%，30Y国债收于2.20%。

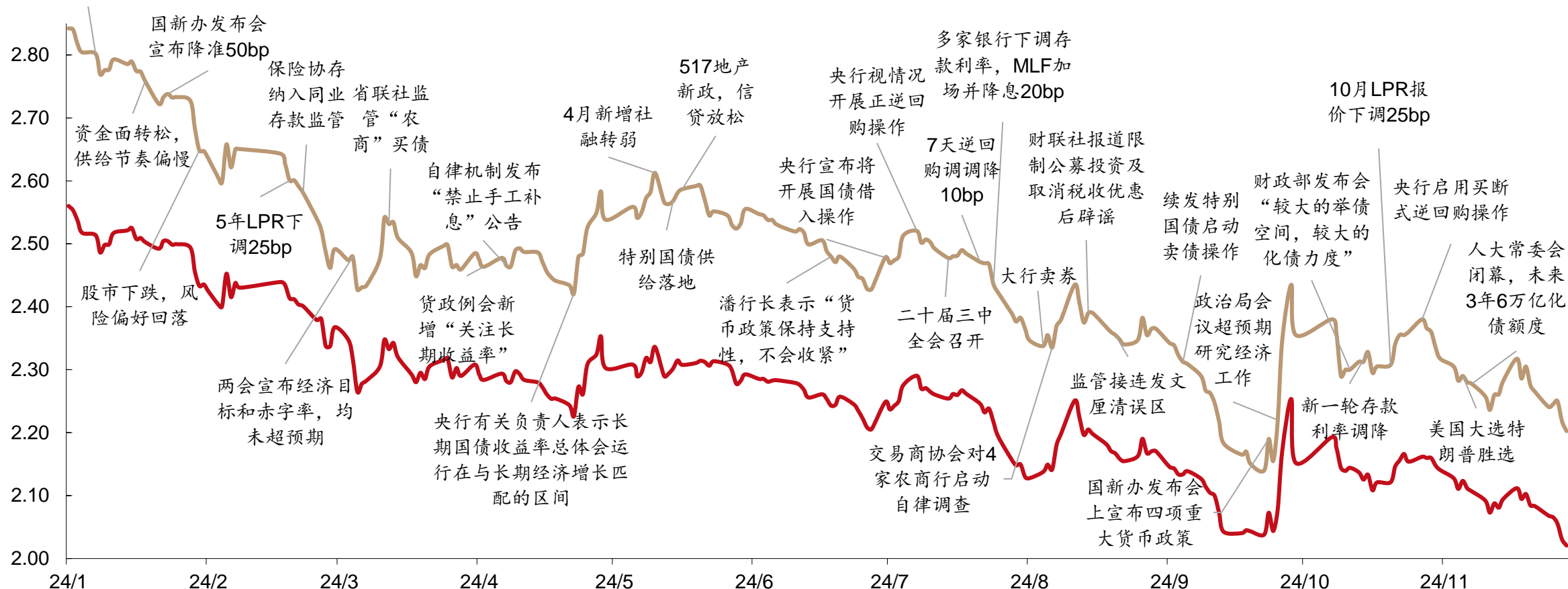


债市复盘：债市大幅走牛，利率屡创新低

图：2024年债市复盘 (%)

— 中债国债到期收益率:10年 — 中债国债到期收益率:30年

上年末新一轮存款利率
调降引发市场宽松预期



数据来源：iFinD，中国人民银行，中国金融新闻网，人民网，金融界，中国经济网等。注：数据截至24年11月29日。

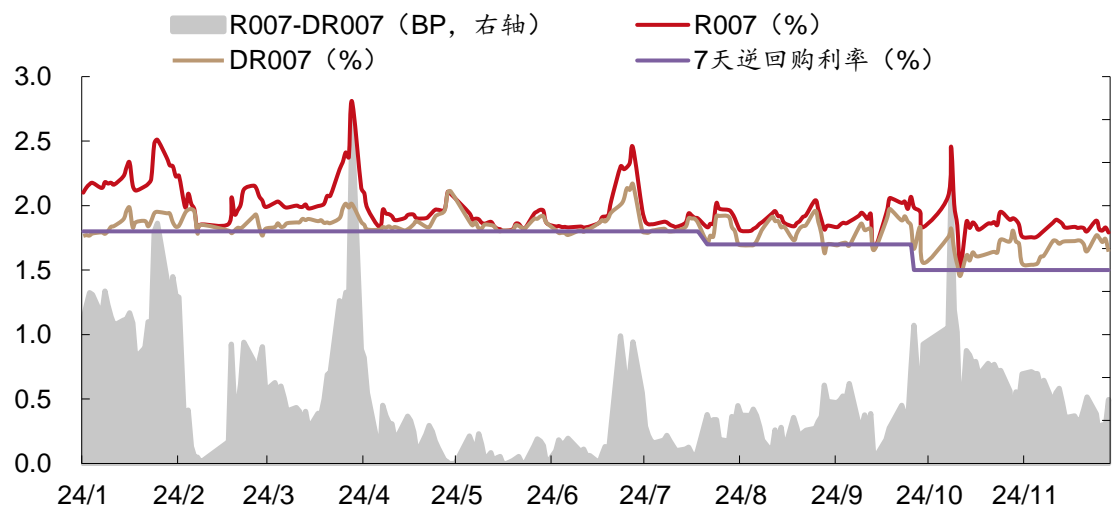


资金面：政策利率上方低波运行，资金分层现象消失后回归

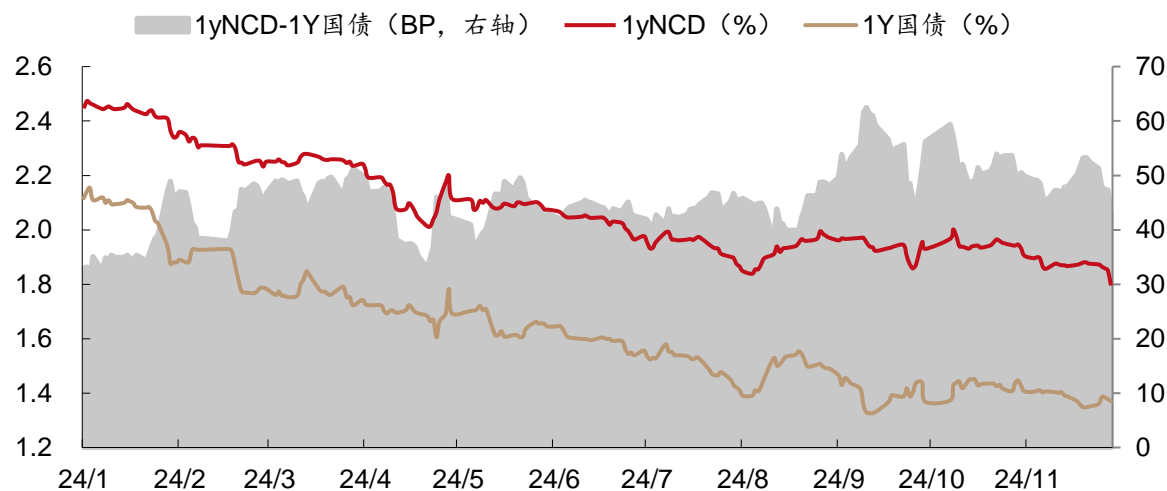
央行从去年三季度开始重心转向“防止资金空转”和“维持汇率稳定”，上半年央行引导DR007围绕政策利率波动，除税期和跨月，资金面波动整体偏低。并且受“存款脱媒”影响，资金分层缓解。由于全球流动性危机担忧渐起与赎回交易显现，7月降息后资金中枢未降且波动加大。同时政府债发行提速与存款搬家边际放缓，资金面脆弱性加剧，资金分层现象回归。9月末降准降息落地，资金利率中枢下移但仍明显高于政策利率。除季节性因素外，一方面存款利率下调、风险偏好变化、增量政府债供给等因素扰动，银行资负缺口仍存。另一方面货基、理财规模修复缓慢，叠加部分信用债性价比凸显，非银机构融资需求高，资金分层延续高位。

存单利率下行后维持震荡：今年上半年非银资金成本R007持续下行是同业存单下行的驱动因素；此外理财规模的持续增长驱动存单配置需求上行，而“禁止手工补息”又加大了银行负债缺口，使得存单供给上行，二者影响下存单利率波动加大。7月资金回流使理财配置力量增强，但受政府债供给冲击、信贷扰动、货基规模承压影响存单利率下行节奏放缓。9月以来，大行补充中长期负债缺口诉求仍强，但资金分层回归并延续高位，叠加货基理财规模尚未恢复，非银存单配置意愿相对有限，存单利率窄幅震荡。

图：资金面偏紧运行、波动降低



图：同业存单利率下行后维持震荡



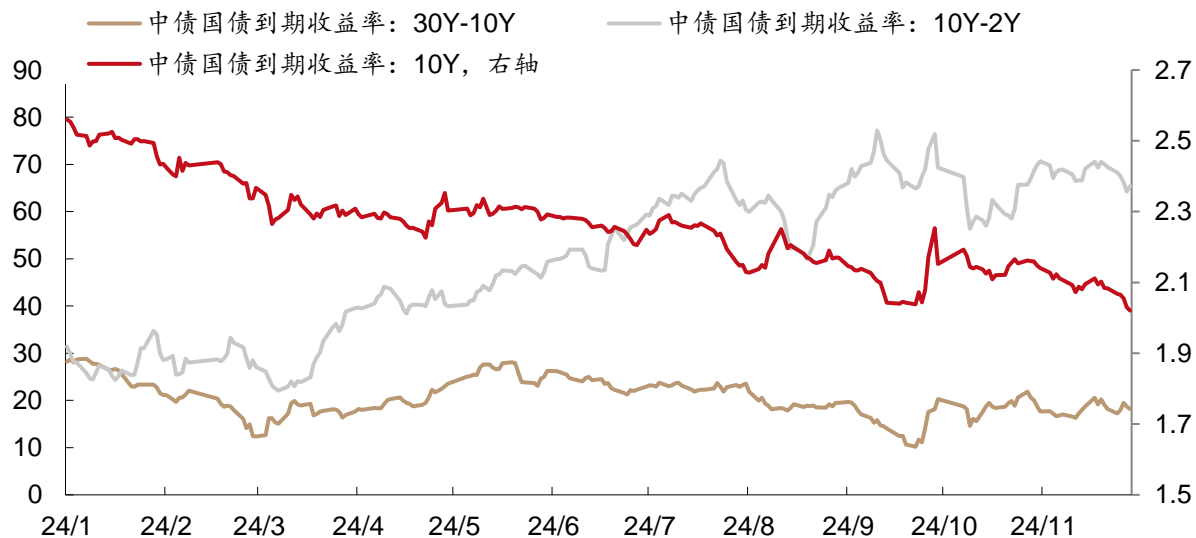


期限利差：30Y-10Y利差低位震荡，10Y-2Y利差明显走阔

“资产荒”行情下超长债需求旺盛，30Y-10Y利差收窄；全年货币均衡宽松，大行“买短卖长”，年内10Y-2Y利差明显走阔。

- 资产荒演绎下的平坦化（1月—3月初）：“缺高息资产”的资产荒演绎，久期策略成为超额收益率来源，曲线牛平。
- 监管扰动下的陡峭化（3月初—7月末）：长品种受监管扰动收益率下行受阻；短品种在禁止手工补息后配置需求旺盛。
- 广谱利率下行的平坦化（7月末—8月下旬）：广谱利率下行叠加机构拉久期，长端利率下行并创新低；短端利率受资金面偏紧影响下行受限。
- 大行买短卖长的陡峭化（8月下旬—9月中）：央行买债落地与大行二级市场交易方向一致，买短卖长使得曲线趋于牛陡。
- 政策刺激下的先熊陡后平坦（9月中—10月中）：“双降”下短端调整有限，长端交易政策预期波动加剧，
- 地方债供给扰动下的牛陡切换到牛平（10月中—11月末）：年内地方债供给扰动下长债收益率下行受阻，资金宽松预期下短端表现更优。随着供给落地曲线快速从牛陡切换到牛平。

图：2024年以来期限利差变化 (bp, %)



表：2024年以来期限利差分区间变化

时间区间	30Y-10Y 变化(bp)	10Y-2Y 变化(bp)	10Y利率 变化(bp)	收益率曲线情况
2024/1/2—2024/3/8	-13.11	-9.31	-27.76	整体牛平
2024/3/8—2024/5/20	13.02	25.35	2.80	收益率曲线陡峭化
2024/5/20—2024/7/25	-6.23	22.83	-9.37	收益率曲线走凸
2024/7/25—2024/8/20	-2.99	-20.24	-4.58	收益率曲线平坦化
2024/8/20—2024/9/23	-8.71	14.89	-13.29	整体牛陡
2024/9/23—2024/9/30	10.13	4.37	11.37	整体熊陡
2024/9/30—2024/10/10	-5.73	-12.93	-0.77	收益率曲线平坦化
2024/10/10—2024/11/29	3.60	9.00	-12.35	牛陡切换到牛平

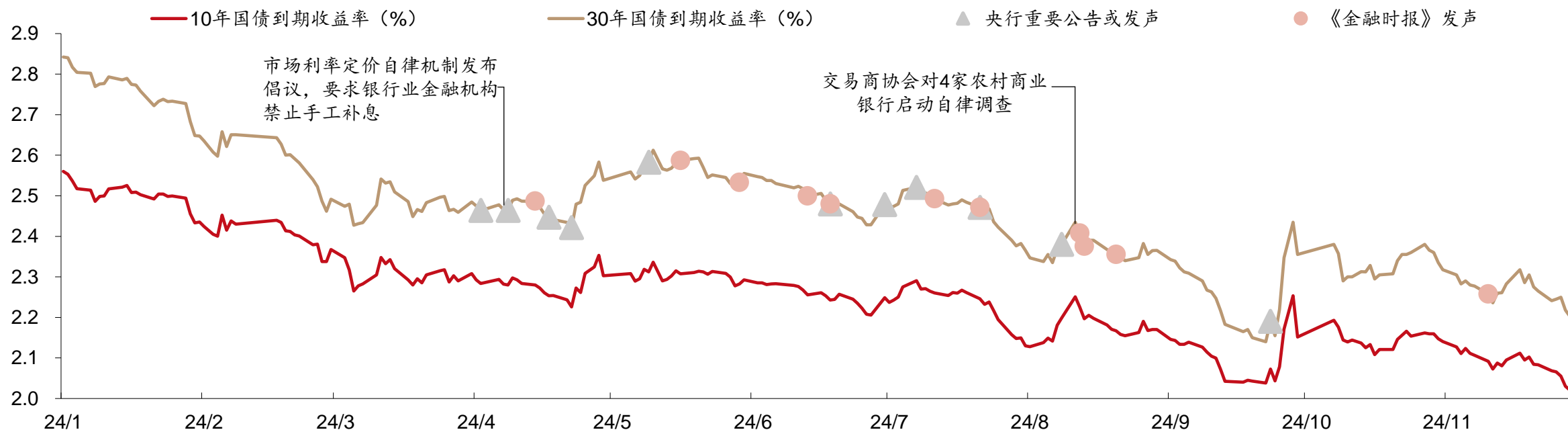


监管：“预期管理”向“丰富工具”过渡，防范利率单边下行风险

4月以来央行多次提示长债风险，7月以来货币政策工具箱不断丰富，监管政策下长债利率的短期脉冲式回调难改利率中枢下移。央行尊重市场作用但需从宏观审慎管理角度观察评估市场风险。

- 4月以来，央行及《金融时报》多次提示长债风险，“预期管理”下债市短期内回调，但不改长期中枢下行的趋势；
- 7月以来新货币政策框架逐步完善，丰富了国债买卖操作、买断式逆回购等货币政策新工具，资金面整体合理充裕，长债利率波动加大；
- 9月末一揽子增量政策前债市对监管政策的短期反应逐渐钝化；10月18日央行表态前期长债监管目的是遏制羊群效应导致长期国债收益率单边下行潜藏的系统性风险，此后10月下旬至11月末央行暂未对长债利率进行监管，反而11月11日《金融时报》指出“近期宏观调控思路已在适应性转变”。

图：2024年债市对部分重要监管发声的反应

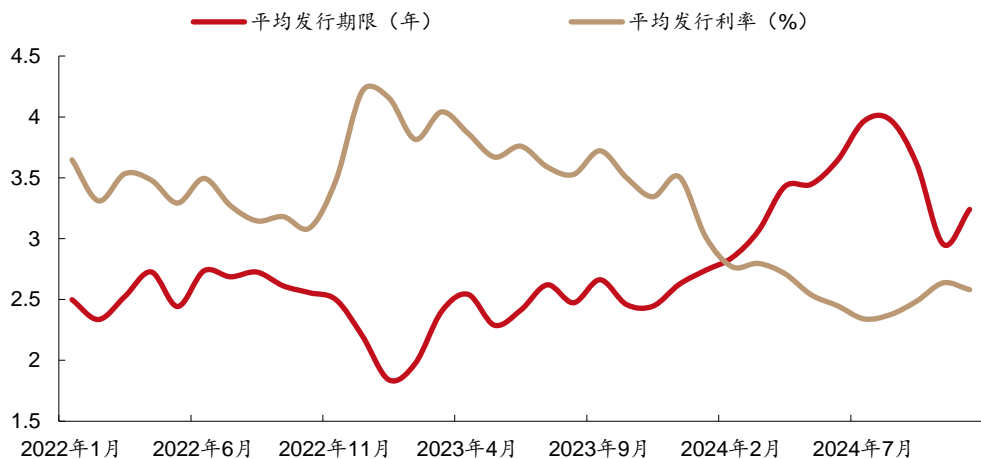




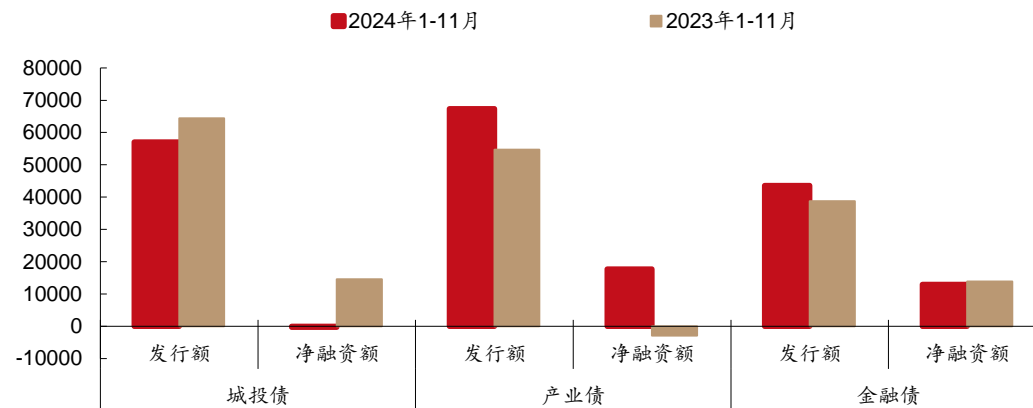
信用债一级市场回顾

- 今年信用债供给有以下两点新特征：
- 特征一：发行期限拉长与发行利率下行并进。** 1-8月，信用债平均发行期限从年初的2.74年不断拉长至8月的3.97年，同时发行利率也下行64bp至8月的2.38%。低利率环境下，发行方有动力通过发行长期限的债券以提前锁定较低的融资成本。基于此，今年超长债供给明显放量。9-10月发行期限缩短主要与信用市场下跌等因素有关，伴随市场情绪回暖，11月信用债发行期限再度延长。
- 特征二：城投债发行缩量，产业债成为供给主力。** 1-11月，城投债、产业债和金融债净融资规模分别为-281亿元、17744亿元和12929亿元，城投债在严控新增下净融资规模由正转负，部分行业经营有所修复带动融资意愿回升。从行业分布来看，非银金融、公用事业、商贸零售和交通运输净融资规模较高。

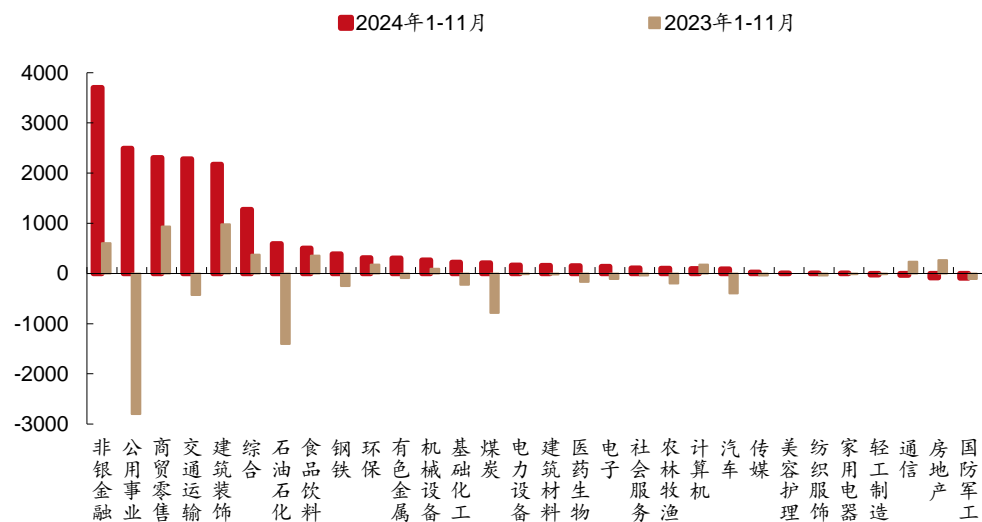
图：信用债发行期限&发行利率统计



图：信用债净融资规模统计（亿元）



图：产业债净融资规模分行业情况（亿元）



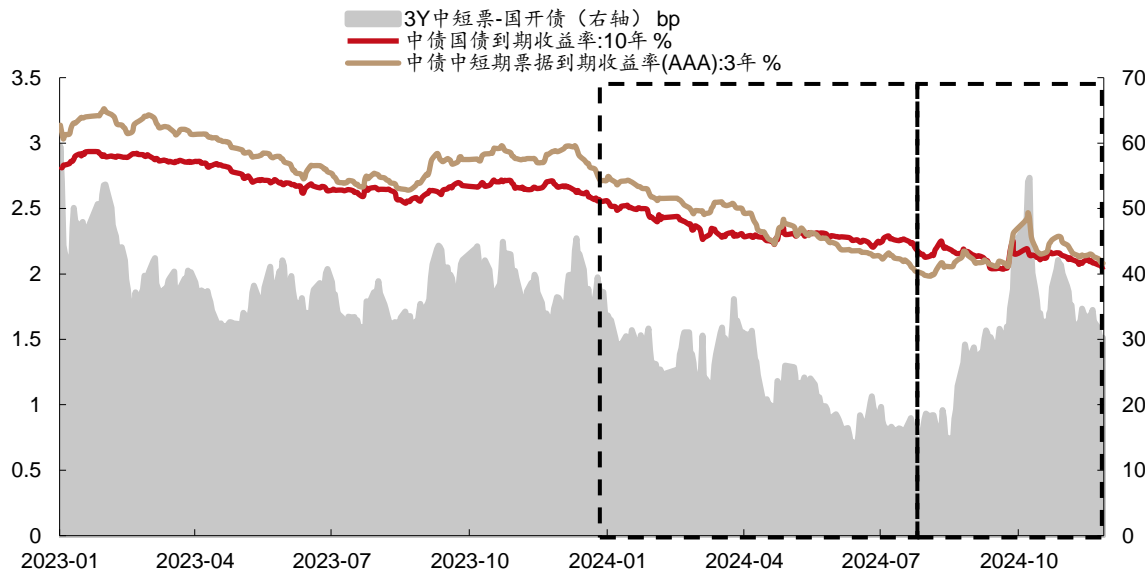


信用债二级市场回顾：先极致收窄，后迅速回调

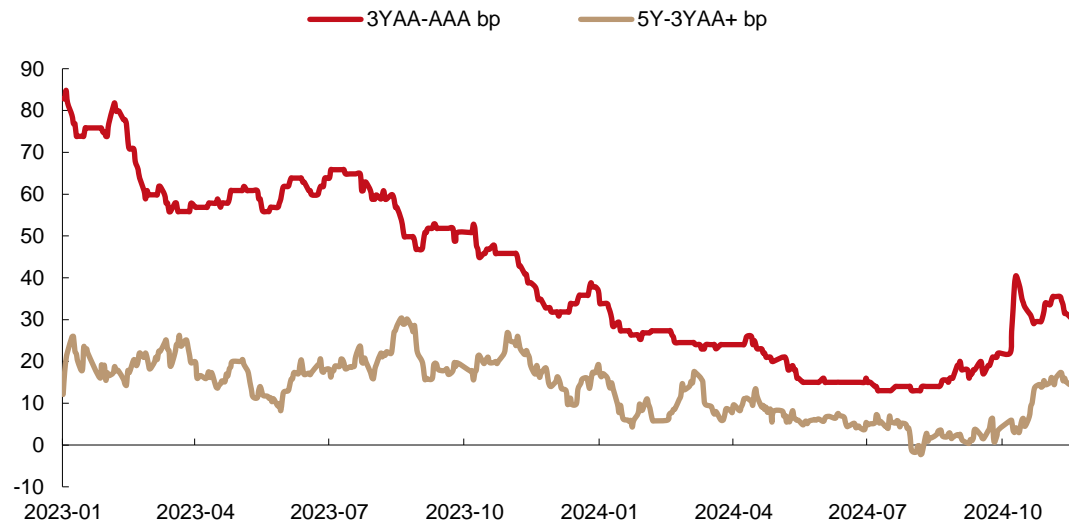
回顾2024年，信用债收益率走势可大致分为两个阶段：

- 1-8月初，“资产荒”行情持续演绎，机构配置需求较高，叠加化债政策持续推进，信用债收益率大幅下行。该阶段债市对基本面基本脱敏，市场持续围绕“资产荒”逻辑定价，信用债收益率跟随基准利率不断下行，期间虽有波动但调整较为迅速。4月“禁止手工补息”加剧了信用债的供需错配，信用利差主动压缩。3YAAA级中短票收益率从年初的2.71%下行至8月初的1.98%，同时利差也从31bp收窄至18bp。同时，市场主要围绕着信用下沉和拉长久期两条主线进行，信用债等级利差和期限利差波动下行。
- 8月初至11月末，信用债市场经历三轮回调，收益呈波动上行趋势。8月资金面收紧、理财预防性赎回使得信用债收益率抬升，9月末宽信用政策出台、股债跷跷板效应引发债市回调，10月市场交易情绪较弱，政策落地前相对谨慎，利差再次走高。该阶段的三轮调整中，信用债流动性不足的特征体现较为明显，信用债回调幅度较大、修复速度较慢，整体表现不及利率债。11月以来，地方债供给担忧缓释，市场情绪好转，信用债短端率先修复，长端紧随其后。

图：2023年以来信用债收益率及利差变动情况



图：2023年以来信用债等级利差&期限利差走势



SECTION 2

基本面尚需稳固，政策端持续发力





债券牛市尾部特征：政策面先行

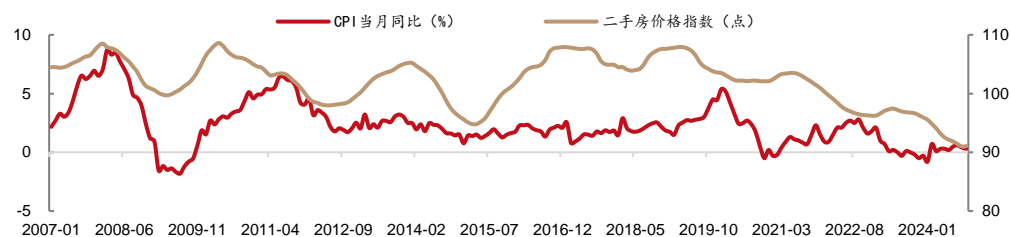
牛转熊月份	近几轮牛转熊触发因素分析
2009年1月	宏观经济企稳预期升温。2008年次贷危机爆发后，国内经济衰退压力加剧，GDP增速一路下行、面临“保8”风险。为对冲经济下行风险，央行于 2008年9月 同时开启降息降准，并在接下来的三个月内完成 5次降息，4次降准 ， 财政政策方面推出著名的4万亿计划 ，地产政策也快速转向全面宽松（下调首付比例至 20% ，首付利率 7折 等）。政策强力刺激下，国内经济迅速企稳，而央行在2008年4季度之后未有新的宽松政策。在经济触底回升预期的推动下，债市走熊。
2010年7月	经济滞胀背景下引发的货币政策收紧。滞胀格局之下，2010年前三季度的债券市场走势颇为纠结，市场依然集中关注经济基本面，但对经济增长乏力和通胀走强的焦点重心选择发生过“一波三折”式的转移，收益率震荡下行。2010年10月19日， 央行意外宣布提高存款与贷款基准利率 ，并在 四季度货币政策执行报告 中指出“调整经济结构和管理通胀预期的关系”，货币政策重心转向控通胀，超预期的政策利空引发债市快速调整。
2012年7月	金融同业扩张引发的金融强监管。2012年两会前后多部门相继推出多项关于加大投资力度和促进消费的政策指导意见。此外， 证监会修订和出台了针对证券公司、基金公司、期货公司及其子公司开展资产管理业务的一系列新政 ，非标融资快速扩张，地方政府隐性债务问题屡禁不止。2013年3月银监会出台 银行理财财8号文 ，同时因宏观经济向好，货币政策转向紧缩和去杠杆防风险。6月银行间回购利率快速上升，而央行始终保持紧缩强硬态度，钱荒事件强烈冲击债市。
2016年8月	本轮债市调整也是由金融监管触发。2014年-2016年，供给侧改革和房地产去库存政策（ 首轮全面政策放松+推进棚改 ）迅速拉动需求，国内经济弱复苏迹象在2016年年初显现，但银行委外资金的不断涌入，资金的泛滥使得债市甚至一度出现资产荒。2016年10月货币市场利率波动性明显放大。10月25日市场突然传出央行正在推进将银行的表外理财纳入MPA广义信贷考核的消息，大量的杠杆资金出逃，引发债市快速转熊。
2020年4月	经济回暖是本轮债市疲弱的原因。20年初印发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》， 逆回购大额投放、降准降息、再贷款再贴现等总量宽松政策陆续落地 ，财政方面， 发行抗疫特别国债1万亿元，新增地方债务限额1.6万亿元；将提高赤字率至3.6%以上；实施7批28项减税降费政策 。随着4月末疫情基本得到控制，海外疫苗研发取得进展，随后基本面迅速企稳、地方债供给加码、政策转向“总量适度”、资金利率抬升，债券走熊。
2022年8月	债市始终存在稳增长政策将大幅发力的预期。2021年底中央经济工作会议释放了较强的稳增长信号，提出“保证财政支出强度，加快支出进度，适度超前开展基础设施投资”。4月开始， 央行全面降准+定向降准、地产阶段性放松、基建投资发力 。6月上海防疫形势好转后，市场预期经济可能会出现强复苏。下半年开始， 地产“三支箭”陆续出台 。进入11月， 防疫政策优化+房地产供给端政策放松 ，虽基本面仍然偏弱，但债市开始交易“强预期”，市场大幅回调。
2024年9月	稳增长政策密集落地。9月降准降息同步实施，并且央行先后临时隔夜正逆回购、国债现券买卖、 证券基金保险公司互换便利（SFISF） ，并且进行 存量房贷调降和首付调整 。财政方面提出 将较大规模增加债务额度，推出近年来最大力度的化债措施，扩大专项债使用范围，以及发行特别国债补充大行核心资本等 。11月8日， 10万亿化债方案靴子落地 。地产政策（ 新增100万套城中村改造和危旧房改造、“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿等 ）、产业政策（ 重点提及“两重”建设、并购政策加速推进等 ）也接连加力推出。



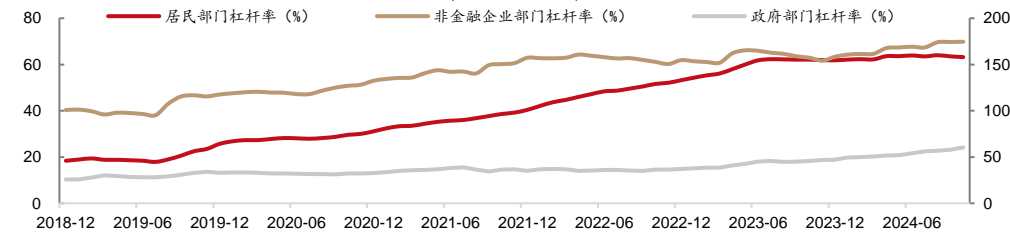
债牛尾部特征：基本面持续性改善并与债市同步，但22年8月债市领先经济

- ✓ 本轮9月政策转向后，随着具体措施逐步落地，PMI等数据出现好转。
- ✓ 不过当前面临的经济环境更为复杂，外需持续面临挑战，有效内需仍在恢复，核心资产价格仍未止跌企稳，居民部门杠杆率拐点已过，一线城市消费仍然偏弱，因此本轮政策先行后，可能需要较长时间确认基本面是否持续性好转。
- ✓ 总体来看，当前仍处于政策持续发力期，2025年1季度、2季度或是基本面数据重点观察期。

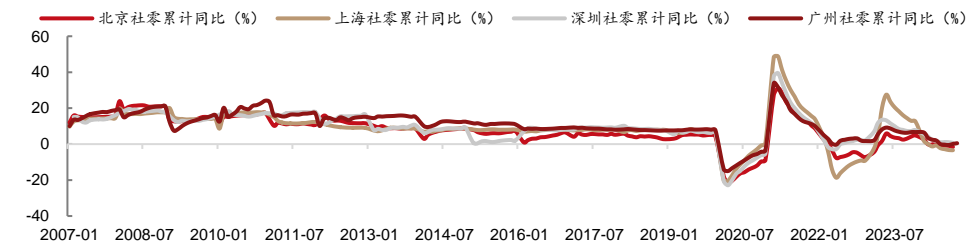
图：核心资产价格仍未止跌企稳



图：居民部门杠杆率拐点已过



图：一线城市消费仍然偏弱



数据来源：iFinD，西部证券研发中心；注：红色表示数据改善、蓝色表示回落。

表：从牛尾到熊市前后3个月经济和通胀的表现 (%)

牛转熊月份	GDP增速	PMI	投资	消费	工业	出口	CPI	核心CPI	信贷脉冲	
2009年1月	前3个月-MA	回落 7.1	先下后上 41.5	先下后上 24.4	增速放缓 20.6	下行 6.4	大幅下行 4.7	回落 2.5	-	降幅收窄 -1.5
	后3个月-MA	回落 6.4	大幅回升 51.6	上行 30.2	先下后上 13.7	先上后下 8.9	降幅扩大 -21.8	转为负增 -1.4	-	增速转正 4.1
	前3个月-MA	回落 10.8	回落 53.9	大幅下行 26.8	增速放缓 18.5	下行 16.0	先上后下 41.0	上行 2.9	-	增速转负 6.2
2010年7月	后3个月-MA	回落 9.9	快速回升 53.4	震荡上行 31.1	增速加快 18.6	企稳 13.4	下行 27.5	继续上行 3.8	-	降幅扩大 -3.9
	前3个月-MA	回落 7.7	回落 51.3	先上后下 20.1	增速放缓 13.9	先上后下 9.5	大幅下行 10.5	回落 2.8	-	降幅收窄 -6.8
2012年7月	后3个月-MA	回落 7.5	先下后上 49.7	震荡上行 21.2	增速回升 14.0	企稳上行 9.2	大幅回升 8.1	小幅回升 1.9	-	增速转正 -0.3
	前3个月-MA	回落 6.8	先下后上 50.0	先下后上 6.3	先下后上 10.3	上行 6.1	降幅收窄 -6.7	回落 1.9	先上后下 0.2	先下后上 0.7
2016年8月	后3个月-MA	企稳 6.8	持续上行 51.1	快速上行后回调 8.7	震荡走高 10.5	企稳 6.1	降幅先扩大后缩小 -6.7	低位回升 2.1	先上后下 0.2	上行 1.1
	前3个月-MA	回落 -6.9	先下后上 45.9	增长转正 -8.9	降幅收窄 -9.4	增速转正 -10.4	增速转正 -16.8	回落 4.9	先下后上 0.1	上行 0.9
2020年4月	后3个月-MA	回升 3.1	大幅回升 50.9	回升 5.1	降幅收窄 -1.9	增速走阔 4.7	先下后上 1.2	3%以下震荡 2.5	企稳 0.0	持续上行 5.7
	前3个月-MA	回落 0.4	低位反弹 49.6	震荡上行 4.7	弱改善 -0.3	震荡上行 2.8	下行 15.7	回升 2.4	窄幅震荡 0.1	增速转正 -0.2
2022年8月	后3个月-MA	回升 3.9	先上后下 49.1	先上后下 4.1	大幅恶化 -1.3	先上后下 4.5	转为负增 -2.6	先上后下 2.2	下行 0.0	先上后下 1.1

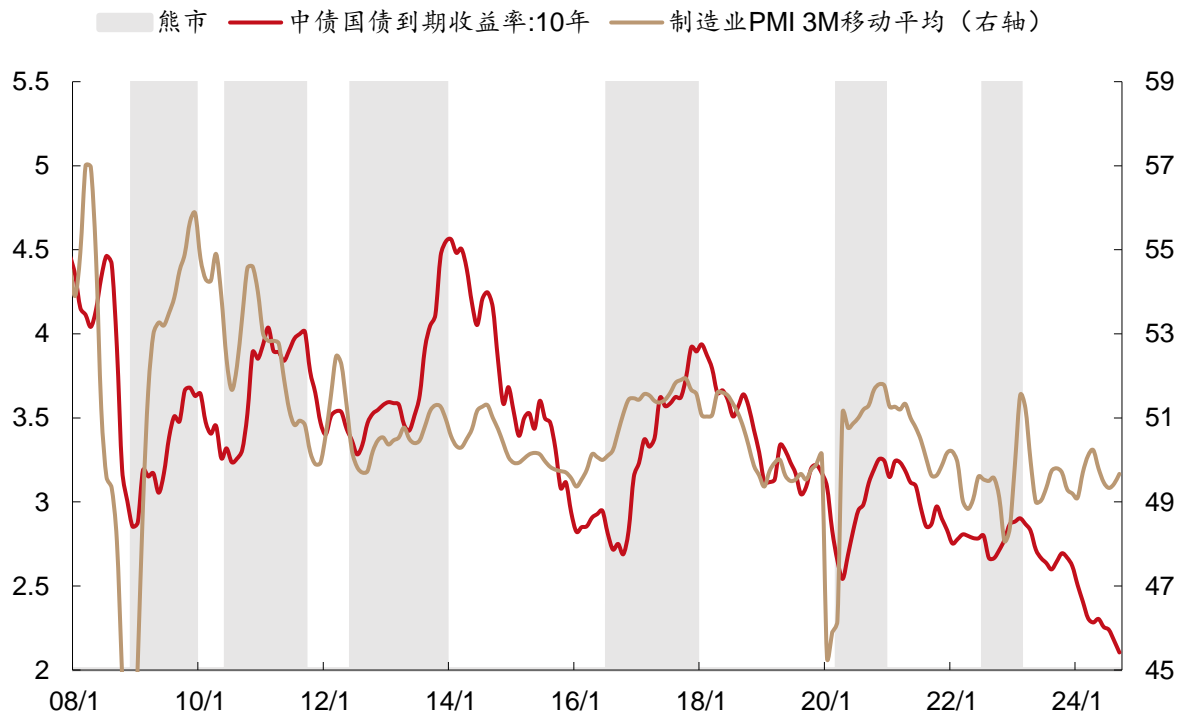
请仔细阅读尾部的免责声明



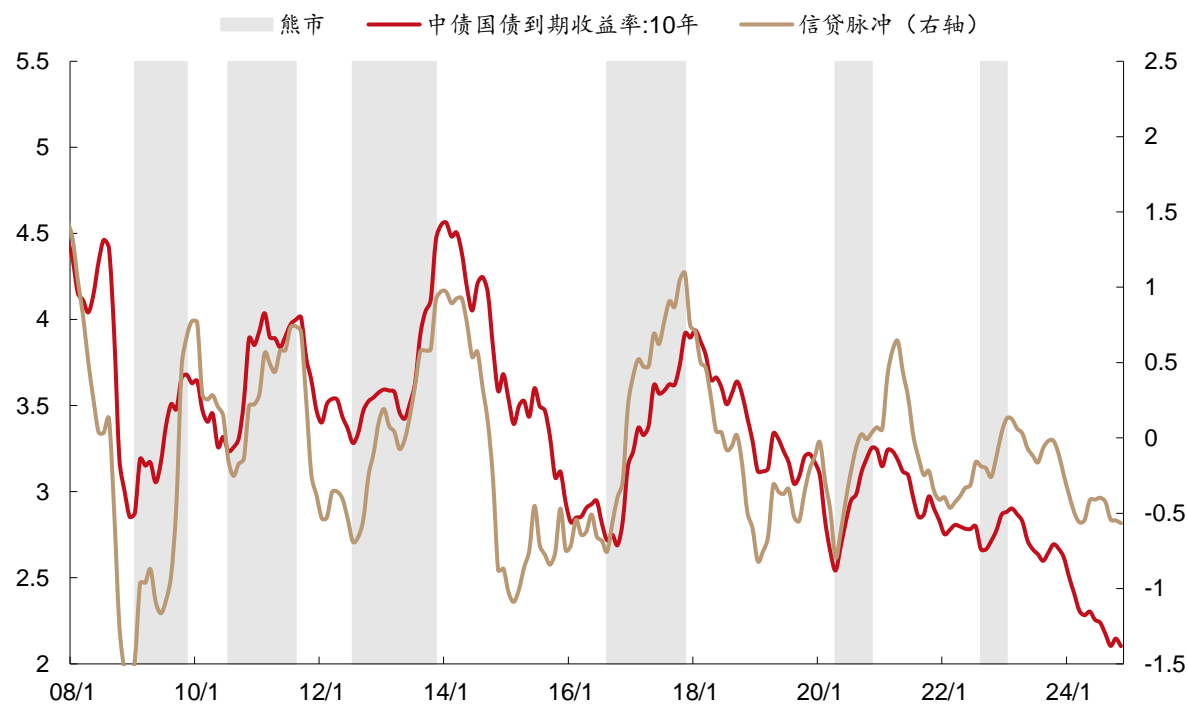
PMI、信贷脉冲为领先指标，反转为时尚早

- ✓ **PMI**。在08年11月、10年7月、16年1月、20年1月、22年4月见底，分别领先牛转熊2个月、0个月、7个月、3个月、4个月；12年7月熊市后，该指标12年8月才见底，滞后债市1个月。
- ✓ **信贷脉冲**。在08年12月、12年7月、16年8月、20年4月、22年2月见底，分别领先牛转熊1个月、0个月、0个月、0个月、6个月；10年7月的熊市后，该指标10年8月才见底，滞后债市1个月。

图：2008年以来PMI与国债利率（%）



图：2008年以来信贷脉冲与国债利率（%）

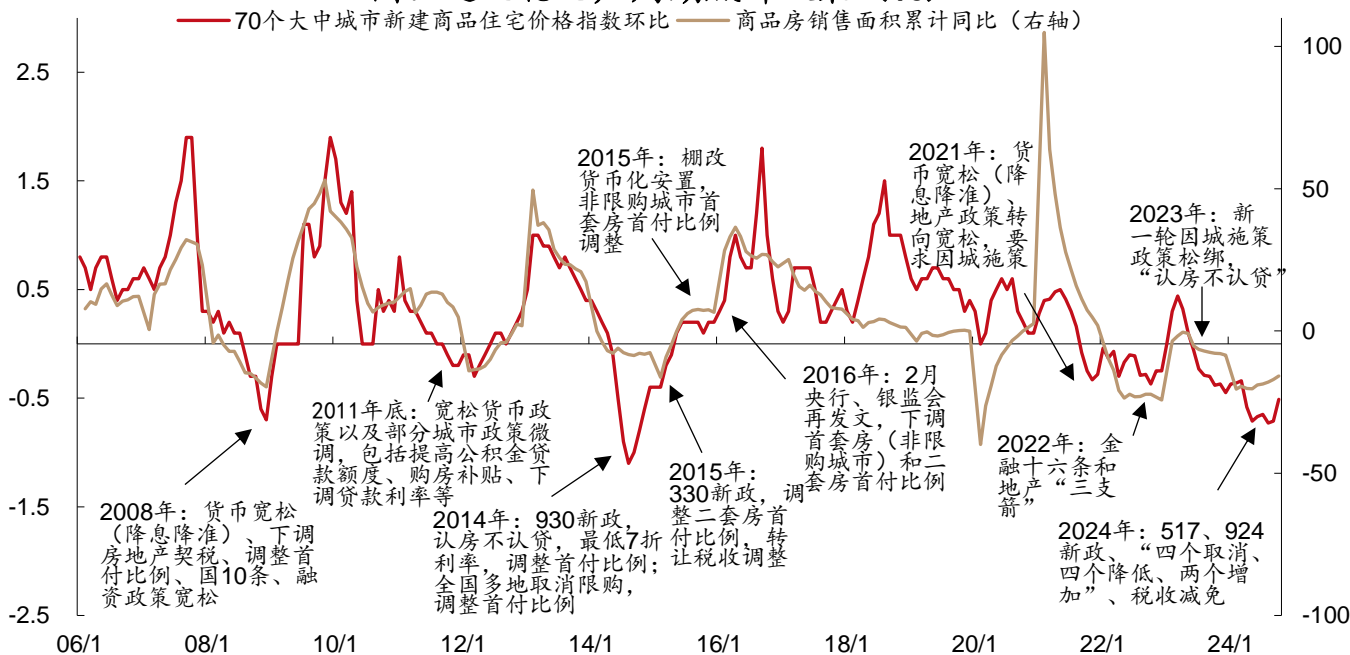




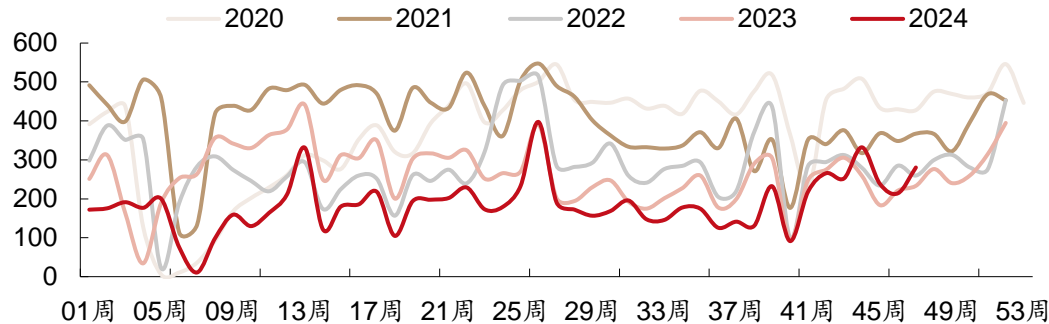
地产“止跌企稳”是大基调，拐点判断仍待观察

- ✓ 今年9月末中央首次定调促进地产“止跌回稳”，此后各部委通力协作，自上而下政策加速落地，市场预期改善。中央层面推出收储去库存、货币化安置重启、税收优惠等政策，地方层面则继续优化限购、首付比例等方面。本轮政策宽松力度强，并具有连续性、复合性、协同性的特征。
- ✓ 地产销售改善放缓，除季节性因素外，也反映出销售修复的内生性动力有限。从高频数据来看，11月中下旬商品房成交同比增速放缓，二手房成交环比回落；大部分城市仍然在深度的房价下行阶段，但跌幅有所收窄。

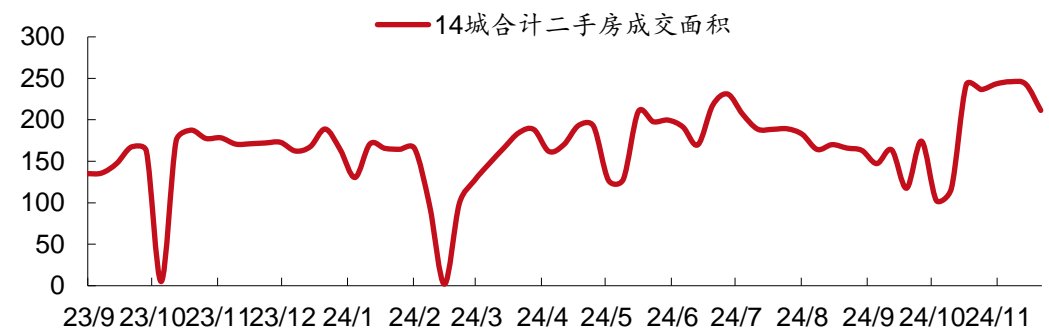
图：近几轮地产周期底部政策 (%)



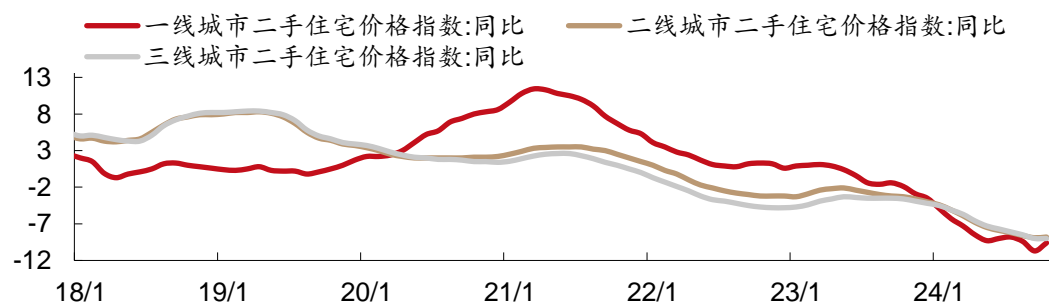
图：30城新房成交改善趋缓 (万平方米)



图：二手房以价换量趋势未改，边际改善积累 (万平方米)



图：二手房以价换量趋势未改，边际改善积累 (%)



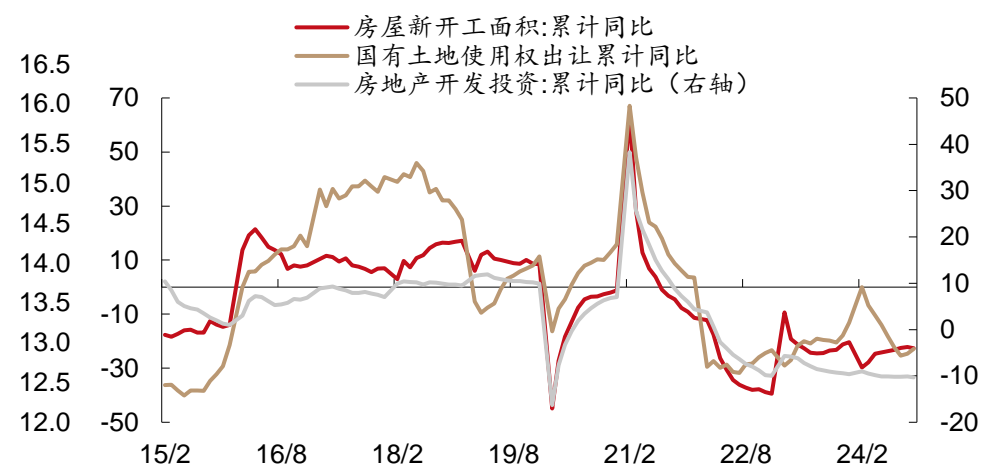
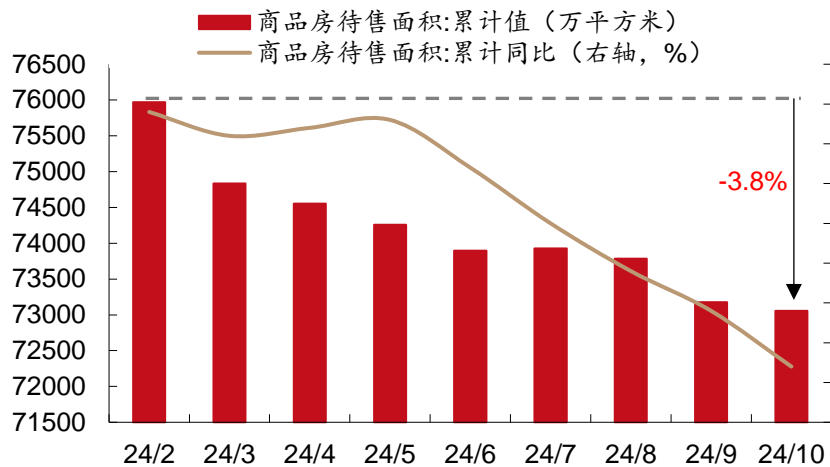


地产基本面仍面临挑战，行业筑底需要更多积极信号

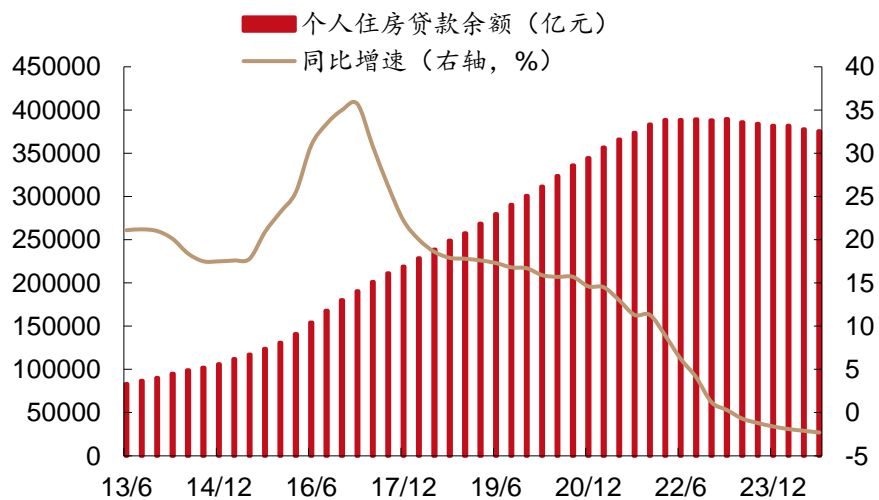
✓ 地产基本面仍面临挑战。一方面，存量高库存过剩、去库存进程缓慢；另一方面增量投资拿地开工依旧处于下行通道、新房产业链尚未反转。房地产市场全面见底回升，仍需持续的、有效的、高强度的救市组合拳落地。

✓ 经济增长压力较大，私人部门去杠杆。从2023年6月以来，个人住房按揭贷款余额同比转负，原因在于：当前房贷利率与租金回报出现倒挂，按揭利率调整仍有空间。并且，地产行业需要进一步疏通货币-信用传导机制，后续政策端发力值得期待。

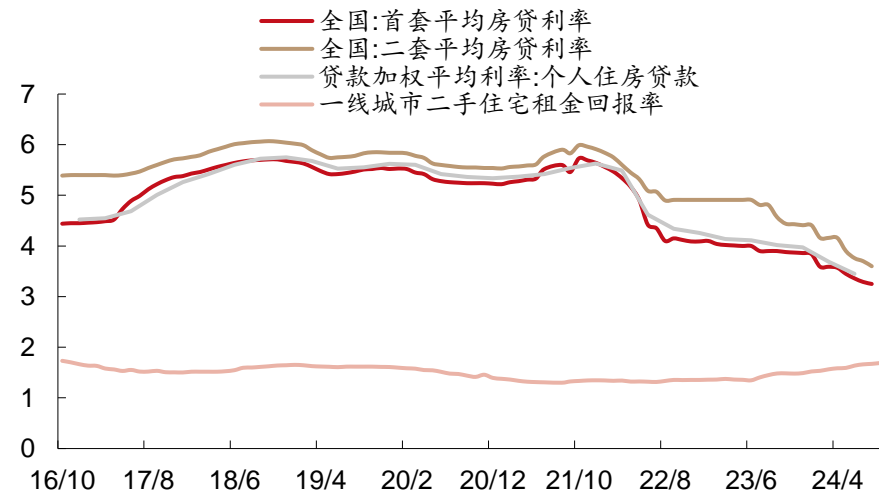
图：当下房地产存量高库存过剩，去库存进程较缓 图：增量仍处于深度负增长，房地产回稳缺乏源头动力 (%)



图：私人部门去杠杆，货币-信用传导机制需疏通



图：回报与成本倒挂，按揭利率调整仍有空间 (%)

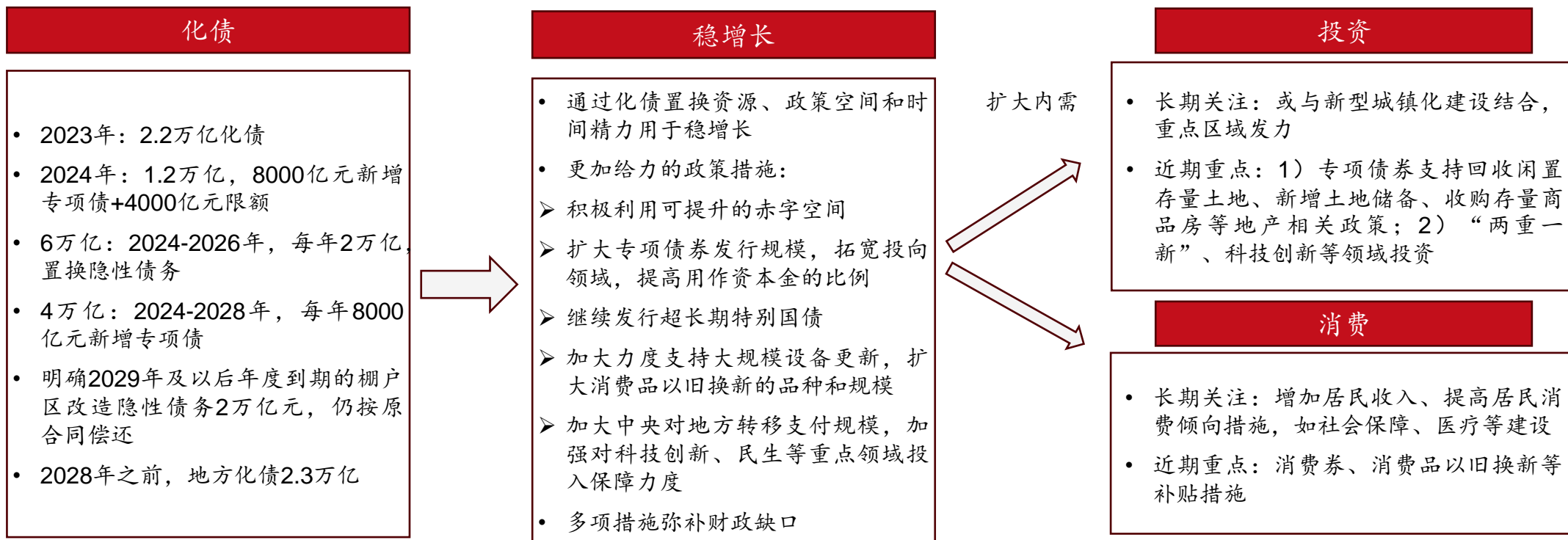




财政：以化债为主线，实施更加给力的财政政策

- ✓ 当前财政政策发力方向逐渐明晰：仍以化债为主线，但思路发生根本转变，从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。
- ✓ 后续稳增长政策将更加给力：预计将提高赤字率水平，当前中央政府杠杆率不高，从国际比较和举债用途看，我国政府还有较大举债空间。
- ✓ 财政支出方向：不同于过往主要用于投资，本轮预计支出侧重点将从投资转向消费。

图：财政支出发力方向

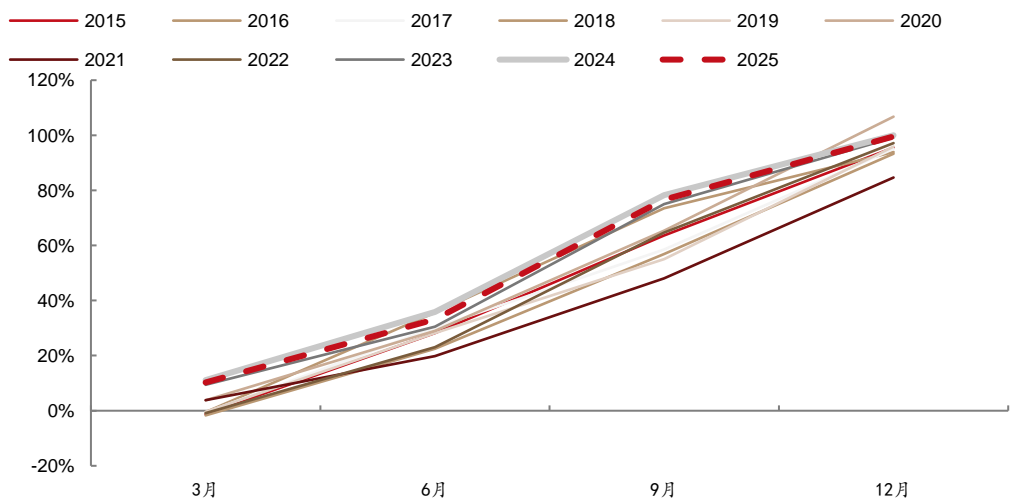




财政：以化债为主线，实施更加给力的财政政策

- ✓ 10月12日财政部新闻发布会、11月8日全国人大常委会新闻发布会均指出“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，我们分别以3.5%、3.8%、4.0%、4.5%的赤字率估算，对应的赤字规模分别为4.9万亿、5.3万亿、5.5万亿、6.2万亿。
- ✓ 假设地方赤字仍安排7200亿元、新增专项债4.5万亿、补充国有行核心一级资本特别国债1万亿、长期特别建设国债发行1万亿，叠加2万亿的化债额度，则在4%赤字率下，政府债净融资合计规模将达到14万亿，较2024年增加2.64万亿。

图：国债发行季节性较强



表：2024、2025年政府债供给测算

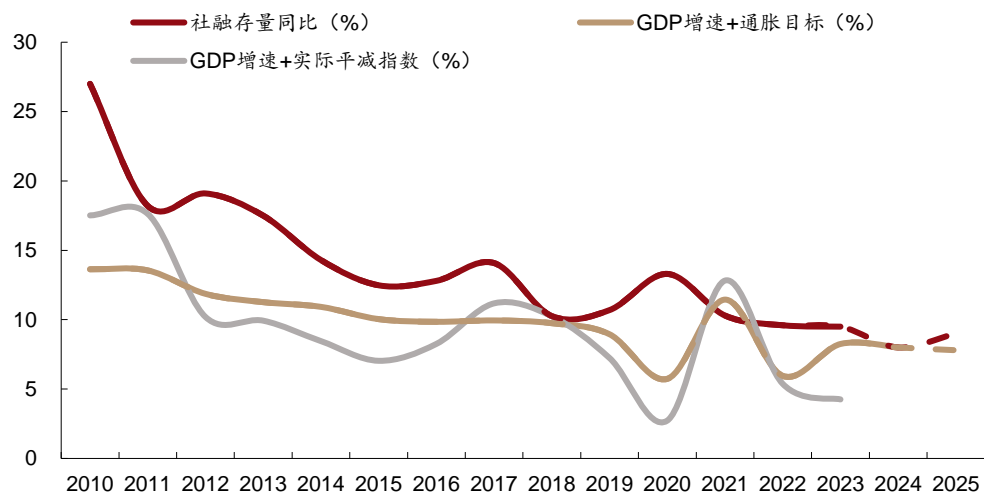
主要假设和估算结果	2024年	2025年	2025年	2025年	2025年
赤字率	3.0%	3.5%	3.8%	4.0%	4.5%
赤字规模(亿元)	40600	49000	53000	55000	62000
国债净融资(中央赤字, 亿元)	33400	41800	45800	47800	54800
地方政府新增一般债(地方赤字, 亿元)	7200	7200	7200	7200	7200
地方政府新增专项债(亿元)	39000	45000	45000	45000	45000
6万亿化债(亿元)	20000	20000	20000	20000	20000
使用限额(亿元)	4000	-	-	-	-
长期特别国债(亿元)	10000	10000	10000	10000	10000
大行一级核心资本国债(亿元)	-	10000	10000	10000	10000
国债净融资合计(亿元)	43400	61800	65800	67800	74800
政府债净融资合计(亿元)	113600	134000	138000	140000	147000
国债净融资额(亿元)	四季度	14454	15389	15857	17494
三季度	18426	26863	28602	29471	32514
二季度	10714	14139	15055	15512	17114
一季度	4825	6344	6754	6960	7678
地方新增债+特殊再融资债(亿元)	四季度	28863	6387	6387	6387
三季度	23900	29855	29855	29855	29855
二季度	9836	16466	16466	16466	16466
一季度	8423	19492	19492	19492	19492



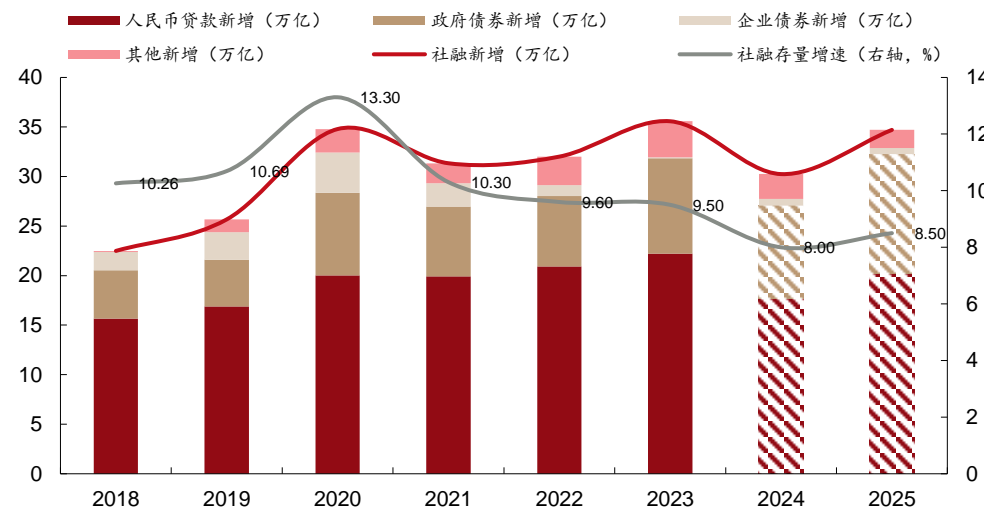
政府债推动社融增长，增速或将恢复至8.5%

- ✓ **从宏观视角看：**假设2024年、2025年的GDP增速分别为5%、4.8%，2025年通胀目标仍设定为3%，考虑到2025年政策力度大概率更大，据此假设2024年、2025年社融增速分别约为8%、8.5%，对应新增社融规模分别为30万亿和35万亿。
- ✓ **主要分项来看：**1) **人民币贷款：**受需求偏弱和挤水分影响，2024年前10个月新增贷款累计同比减少4.3万亿，假设11月、12月在政策刺激下能够达到季节性水平，则全年人民币贷款新增约为18万亿。当前地产仍然较弱，因此2025年居民贷款和房地产投资贷款预计仍然不强，假设人民币贷款余额增速恢复至8%，则对应新增规模约为20万亿；2) **政府债券：**如前文所述，扣除2万亿化债额度，2024年政府债融资新增规模约为9.36万亿，假设2025年赤字率4%，根据前文政府债供给预测，2025年全年政府债融资新增规模约为12万亿元，政府债融资规模占社融比重将提高至20.57%。3) **直接融资：**当前化债背景下，企业债券融资或将保持较低增速；随着股市情绪恢复，股票融资或将小幅增长。总体看，地产仍然较弱叠加化债导致地方债置换存量信贷与非标，政府债推动社融恢复。

图：社融增速和GDP增速、通胀目标匹配



图：预计2025年新增社融35万亿，增速8.5%

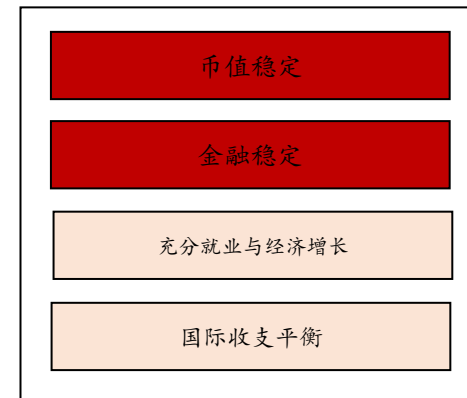




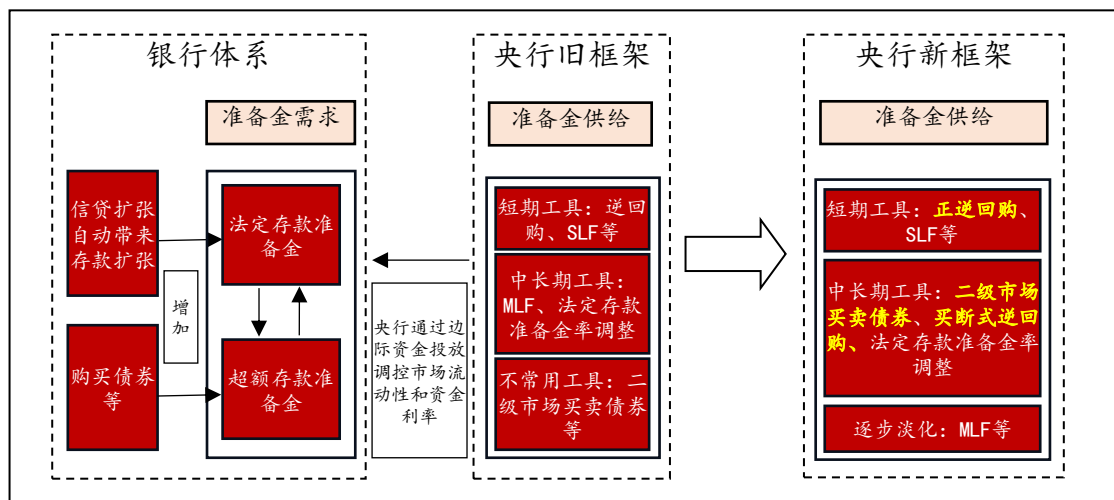
货币：新工具加强与财政协同，降息降准仍有空间

- ✓ 新框架：面对当前信贷需求不足的环境，传统依赖信贷派生货币的方式出现梗阻，货币传导不畅，容易出现资金淤积空转等问题，因此央行适时改变了货币政策框架，新框架下，财政货币或将紧密配合，信贷+政府债发行成为广义货币派生渠道，货币传导更加顺畅。
- 最终目标：当前央行货币政策目标或已切换，更加关注“充分就业与经济增长+物价回升”。
- 中介和操作目标：进一步淡化社融、M2等数量型指标，关注价格型目标，当前重点或在降低实体经济融资成本；操作上看，央行通过政策利率+流动性管理工具盯住市场基准利率，进而影响市场利率。
- 流动性管理工具组合：质押式逆回购+买断式逆回购+国债买卖+法准率调整+MLF（逐步淡化），买断式逆回购+国债买卖或将与财政政策协同配合，发挥更大作用。

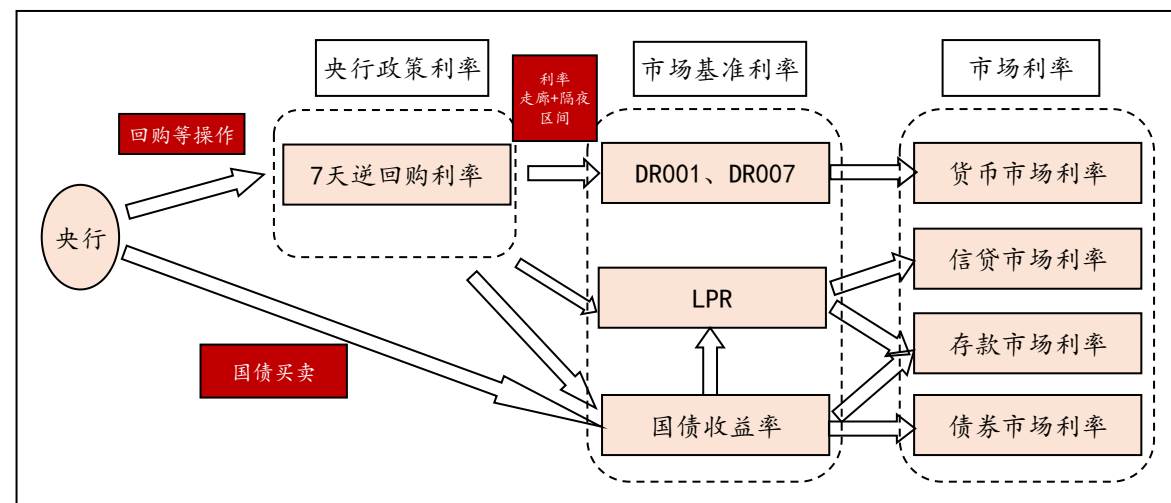
图：货币政策最终目标



图：新框架下货币派生机制



图：新框架下利率传导机制





货币：新工具加强与财政协同，降息降准仍有空间

- ✓ 央行当前“坚定坚持支持性的货币政策立场”，后续降息降准仍有空间，预计2025年央行将综合运用数量型和价格型货币政策工具来加大货币政策调控强度。
- 价格型工具方面，预计2025年七天逆回购利率从24年底的1.5%降息20-30bp至1.2~1.3%，MLF和存贷款利率降息40-60bp，节奏上或为两次。
- 数量性工具方面，央行将通过降准、净买入国债、买断式逆回购投放并替换MLF、公开市场逆回购投放等方式释放流动性，其中2025年降准或为两次，尤其是二、三季度政府债供给压力较大，降准概率较大。从空间上看，假设2024年年底降准0.25个百分点，则后续仍有约1.5个百分点的降准空间（假设近期法准率下限为5%）。

表：2019年以来降息复盘

月份	7日逆回购利率		7天SLF操作利率		1年期MLF利率		1年期LPR利率		5年期LPR利率	
	变动日期	变动幅度 (BP)	变动日期	变动幅度 (BP)	变动日期	变动幅度 (BP)	变动日期	变动幅度 (BP)	变动日期	变动幅度 (BP)
2024-09	-	-	2024/9/27	-20	2024/9/25	-30	-	-	-	-
2024-07	2024/7/22	-10	2024/7/22	-10	2024/7/25	-20	2024/7/22	-10	2024/7/22	-10
2024-02	-	-	-	-	-	-	-	-	2024/2/20	-25
2023-08	2023/8/15	-10	-	-	2023/8/15	-15	2023/8/21	-10	-	-
2023-06	2023/6/13	-10	2023/6/13	-10	2023/6/15	-10	2023/6/20	-10	2023/6/20	-10
2022-08	2022/8/15	-10	2022/8/15	-10	2022/8/15	-10	2022/8/22	-5	2022/8/22	-15
2022-05	-	-	-	-	-	-	-	-	2022/5/20	-15
2022-01	2022/1/17	-10	2022/1/17	-10	2022/1/17	-10	2022/1/20	-10	2022/1/20	-5
2021-12	-	-	-	-	-	-	2021/12/20	-5	-	-
2020-04	-	-	2020/4/10	-30	2020/4/15	-20	2020/4/20	-20	2020/4/20	-10
2020-03	2020/3/30	-20	-	-	-	-	-	-	-	-
2020-02	2020/2/3	-10	-	-	2020/2/17	-10	2020/2/20	-10	2020/2/20	-5
2019-12	-	-	2019/12/30	-5	-	-	-	-	-	-
2019-11	2019/11/18	-5	-	-	2019/11/5	-5	2019/11/20	-5	2019/11/20	-5
2019-09	-	-	-	-	-	-	2019/9/20	-5	-	-

数据来源：iFinD，西部证券研发中心

表：2018年以来降准复盘

变动日期	降准类型	变动幅度 (BP)
2024/9/27	全面	-50
2024/2/5	全面	-50
2023/9/15	全面	-25
2023/3/27	全面	-25
2022/12/5	全面	-25
2022/4/25	全面	-25
2021/12/15	全面	-50
2021/7/15	全面	-50
2020/5/15	定向	-50
2020/4/15	定向	-50
2020/1/6	全面	-50
2020/1/6	全面	-50
2019/9/16	全面	-50
2019/1/25	全面	-50
2019/1/15	全面	-50
2018/10/15	定向	-100
2018/7/5	定向	-50
2018/4/25	定向	-100

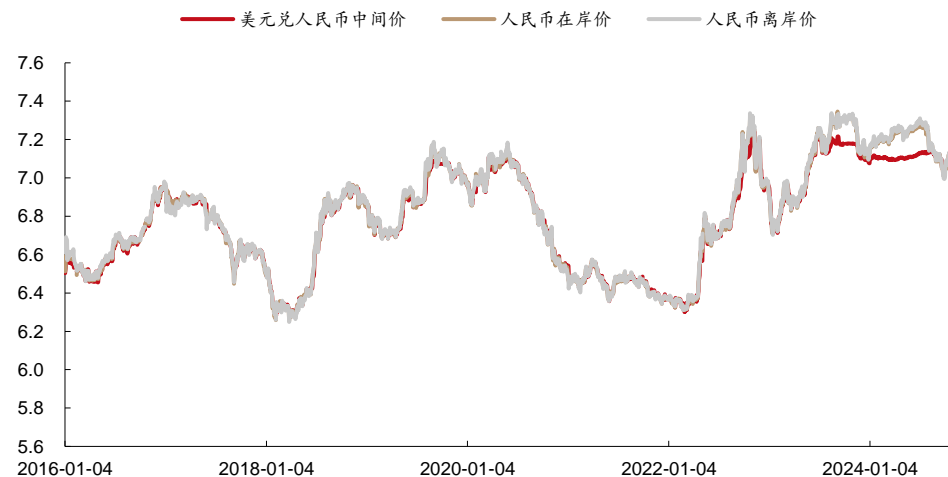
请仔细阅读尾部的免责声明



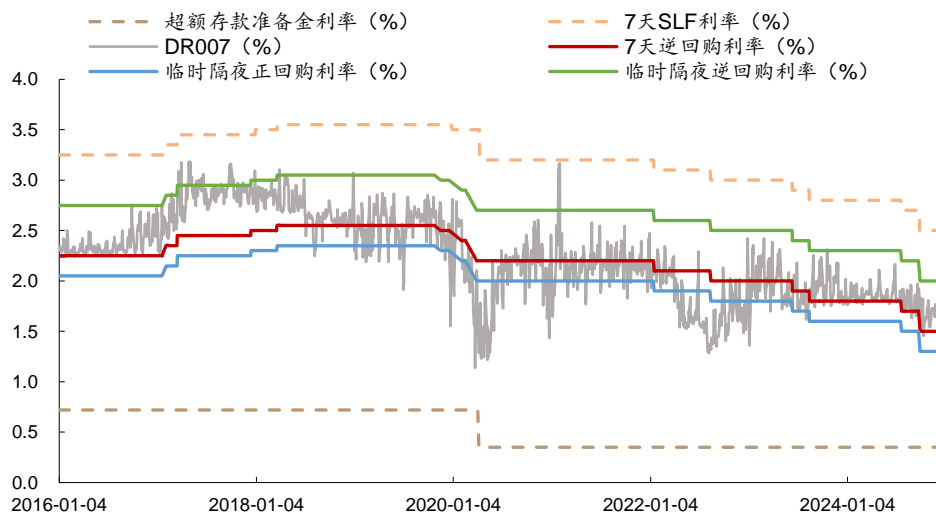
货币：新工具加强与财政协同，降息降准仍有空间

- 预计央行在新工具的精准调控下，将会主动收窄利率走廊收窄，限制DR、国债等基准利率波动幅度。随着买卖国债、买断式逆回购工具使用规模的上升，预计资金价格将更加紧密的跟随央行流动性收放波动，在此条件下，资金价格或受到汇率阶段性贬值压力影响。
- 国债买卖等新工具对流动性传导更加流畅，一级交易商与非一级交易商，尤其是非银机构补充国债头寸的过程会加快流动性传导，且提升流动性传导的广度，减少资金分层。

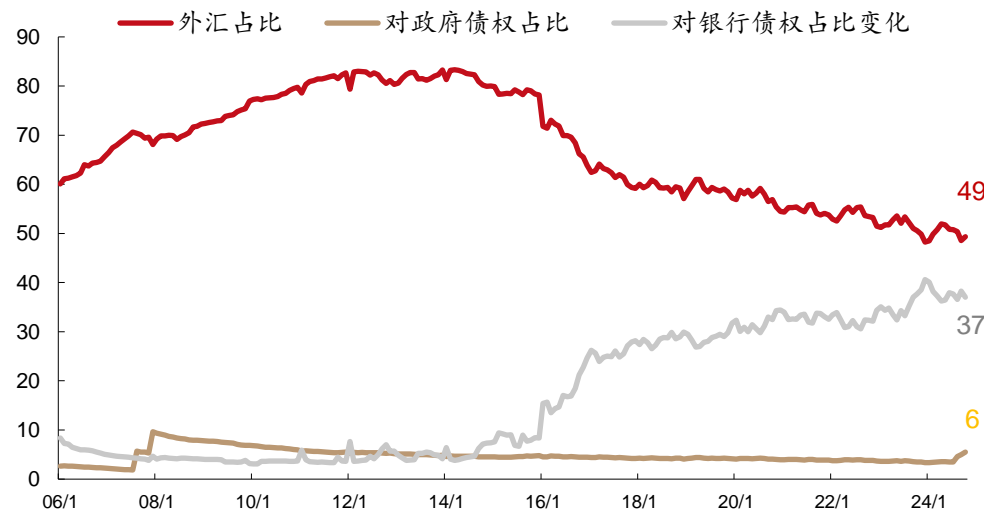
图：人民币汇率（美元/人民币）



图：利率走廊体系



图：央行资产端三大科目变化（%）



SECTION 3

债市展望：2025年债市或震荡偏强



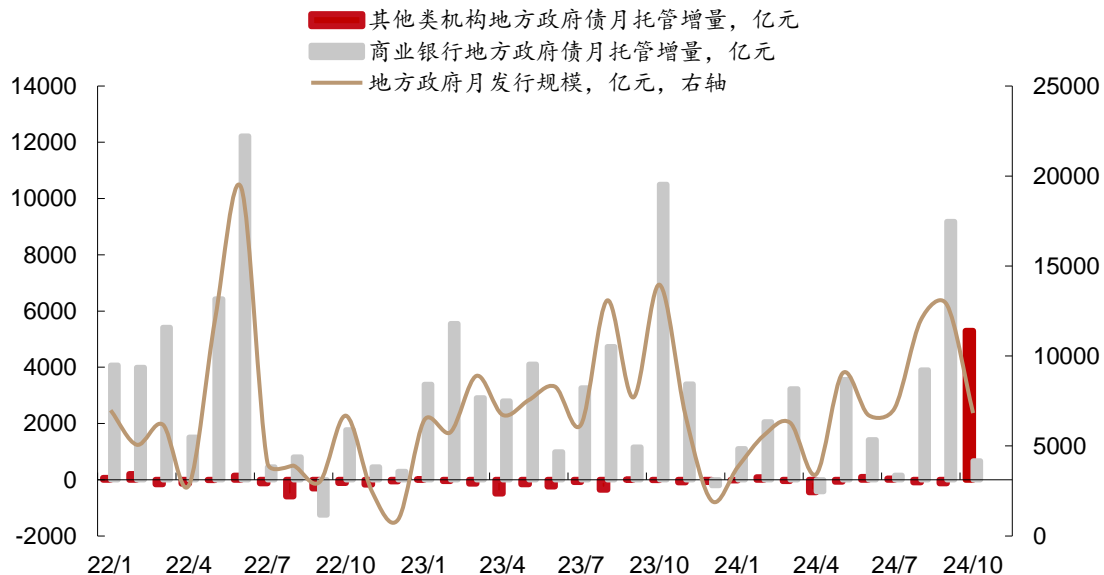


银行承接地方债供给，央行支持缓释压力

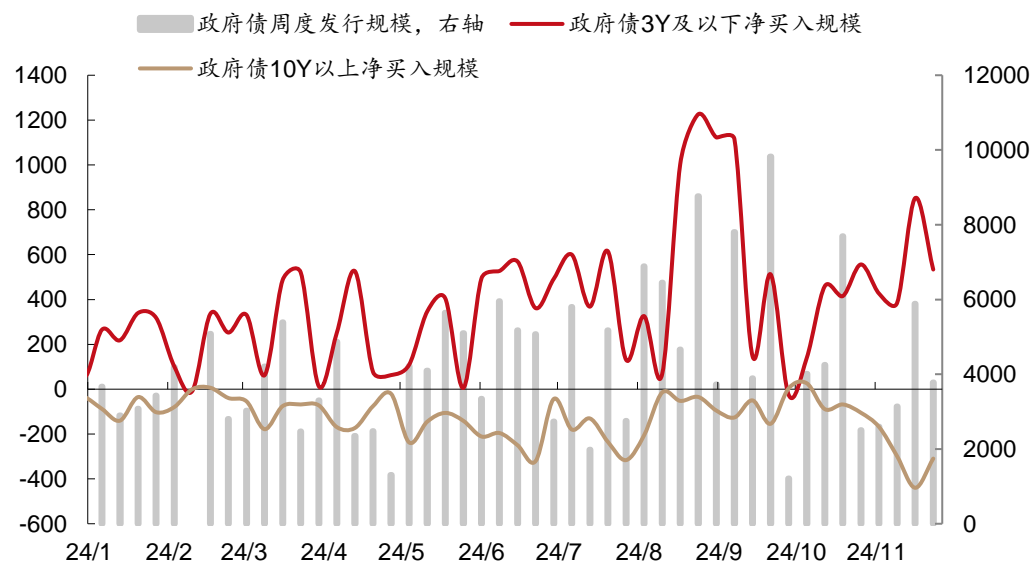
本轮政府债供给放量的最大不同在于央行的直接支持，央行或通过买卖国债、买断式逆回购等方式承接。10月债券托管数据显示，商业银行承接地方债供给规模较小，但其他类机构承接地方债供给规模增加约5300亿元，结合央行10月5000亿元买断式逆回购，或可推断央行通过买断式逆回购承担部分地方债供给压力。此外，央行买卖国债工具也有助于缓解政府债供给压力。

大行通过二级市场买短卖长承接地方债，在央行货币政策工具支持下利率风险或得到有效缓释。年底地方债供给放量，大行在二级市场上抛出长债、买入短债为地方债承接做准备。另一方面，央行通过买卖国债、买断式逆回购等方式释放流动性及熨平波动，预计利率风险的累积依旧可控。

图：10月央行或通过买断式逆回购承接地方债



图：今年以来，大行在二级市场上买短卖长（亿元）



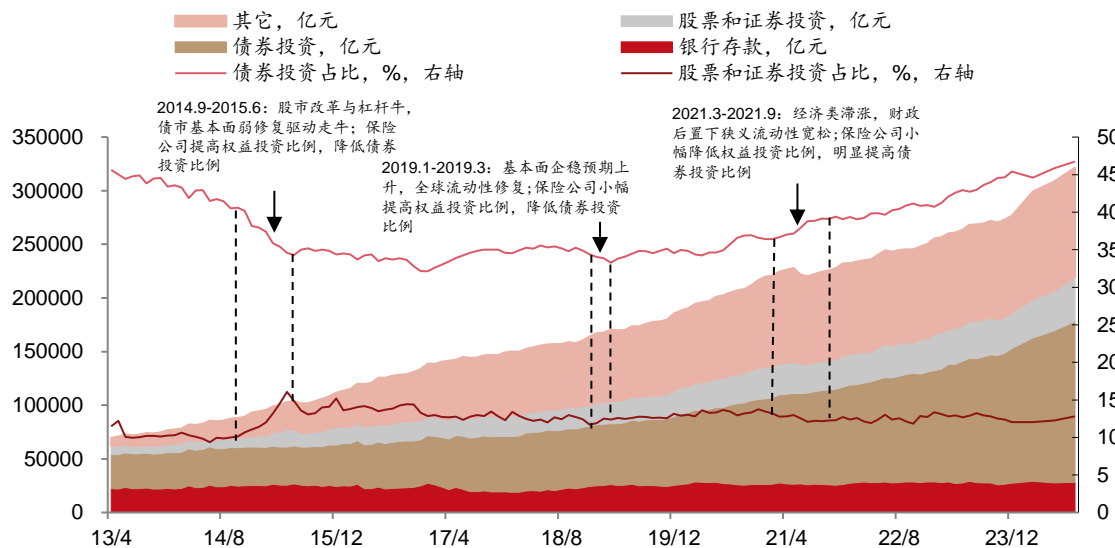


保险资金运用重在基本面逻辑，监管优化防风险与创收益的平衡

从股债双牛时期来看，除2014-2015年受权益市场较强情绪与市场风险偏好转变的影响外，保险机构配置资产更注重基本面逻辑：2019年1至3月基本面企稳，保险资金增配股票而非债券；2021年3至9月信贷持续下行、经济偏弱，保险资金增配债券而非股票。

从监管的要求与限制来看，由严格限制保险资金资产配置，向有足够偿付能力的保险公司放宽权益类资产的配置比重转变。2024年9月26日，中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，强调培育壮大保险资金等耐心资本。未来保险资金或将在各类政策制度下将更多中长期资金投入股市。

图：保险资产运用余额情况与三次典型股债双牛时期比较



资料来源：Wind，国家金融监督管理总局，西部证券研发中心。左下图中24年以来数据为季度更新，数据截至2024年9月。

注：《保险资金运用管理暂行办法》于2010年7月30日发布，2014年4月4日修订。《保险资金运用管理办法》于2018年1月26日发布，为纲领性文件但无具体比例要求，不在右表中详述

表：监管对保险公司投资权益类资产的上限要求与限制

时间	文件	对保险公司投资股票、证券投资基金等的上限要求（上季末总资产）或引入新限制
2010.8.11	关于调整保险资金投资政策有关问题的通知 (保监发〔2010〕66号)	1) 股票+股票型基金: 20% 2) 同一上市公司股票不超过该公司股本10%，超过10%的仅限于实现控股的重大投资 3) 证券投资基金余额: 5%；股票+证券投资基金余额: 25% 4) 单一证券投资基金余额: 3%，单一封闭式基金份额≤该基金发行份额*10%
2010.9.5	中国保监会关于印发《保险资金投资股权暂行办法》的通知 (保监发〔2010〕79号)	未上市企业股权账面余额: 5%；股权投资基金等账面余额: 4%；两项合计: 5%
2014.2.19	中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知 (保监发〔2014〕13号)	(权益类资产包括上市权益类资产和未上市权益类资产) 投资权益类资产的账面余额: 30%
2017.1.24	中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知 (保监发〔2017〕9号)	开展一般股票投资的，上季末综合偿付能力充足率应当不低于100%；开展重大股票投资和上市公司收购的，上季末综合偿付能力充足率应当不低于150%
2020.7.17	中国银保监会办公厅关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知 (银保监办发〔2020〕63号)	1) 上季末综合偿付能力充足率不足100%: 10%且停止新增 2) 上季末综合偿付能力充足率100% (含) -150%: 20% 3) 上季末综合偿付能力充足率150% (含) -200%: 25% 4) 上季末综合偿付能力充足率200% (含) -250%: 30% 5) 上季末综合偿付能力充足率250% (含) -300%: 35% 6) 上季末综合偿付能力充足率300% (含) -350%: 40% 7) 上季末综合偿付能力充足率350% (含) 以上: 45%

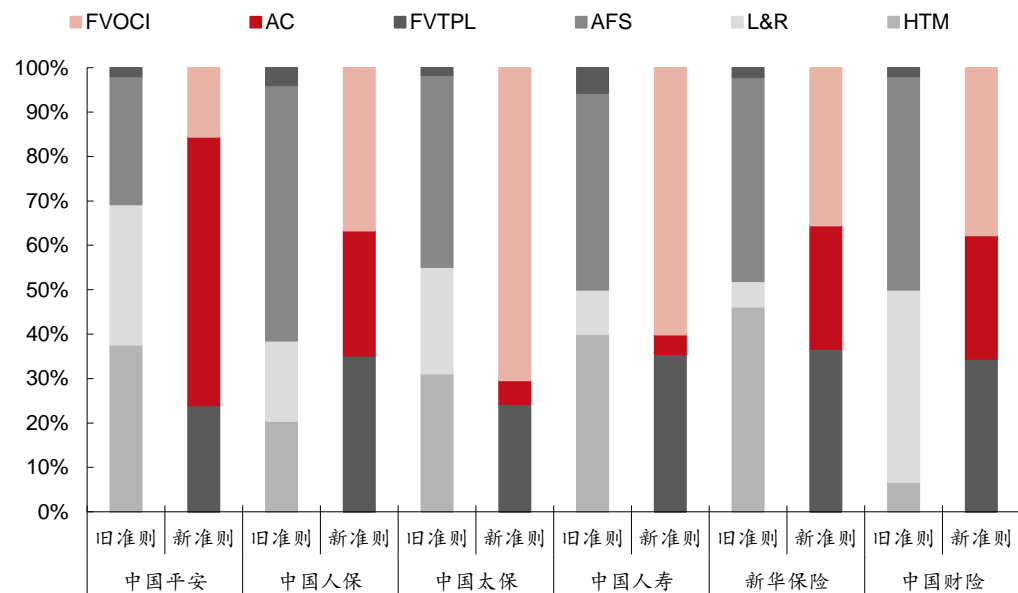


筹股、私募股权等低波资产

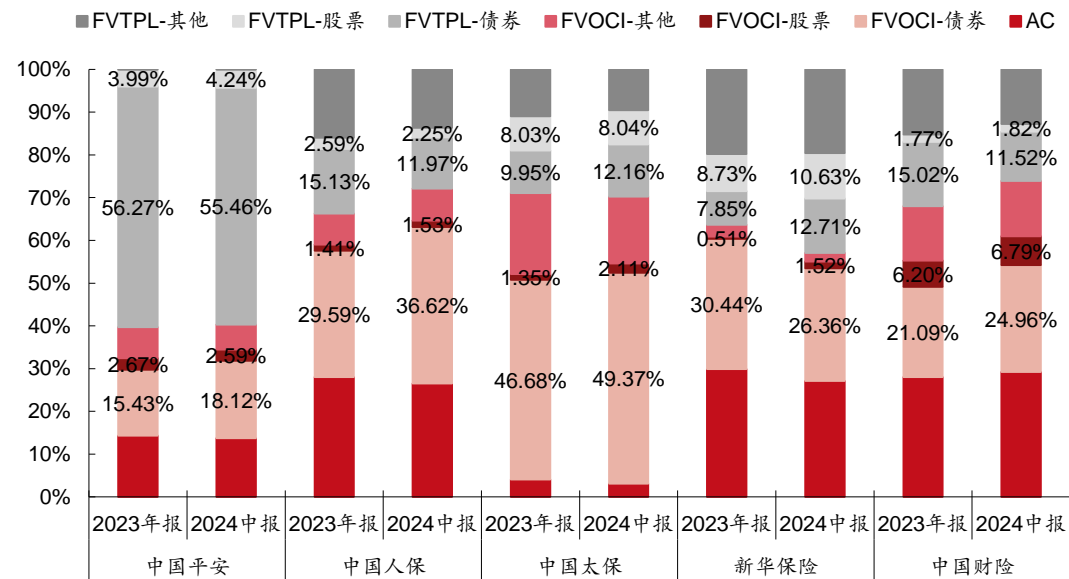
在IFRS9与IFRS17实施要求下，保险机构投资权益类产品会对利润表产生较大影响。从保险资金来源与投资的角度来看，资产端IFRS9将四分类调整为三分类，重在捕捉“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”（FVTPL），利润表波动可能加剧；负债端IFRS17将投资成分从保费收入中剔除；同时在保险合同的计量中将折现率的计算方法由750天移动平均的收益率曲线改为当前利率水平下的收益率曲线，波动亦可能加大。

- 1)IFRS9对金融资产的分类中主要将固定收益类资产、权益类资产等纳入摊余成本计量（AC）、公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）、公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）分类中；IFRS17为保险公司提供OCI选择权（全部计入当期损益或分解计入损益与其他综合收益）。
- 2)三分类下保险公司金融资产中以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）的金融资产在引入新准则后占比迅速扩大；FVTPL中的权益资产可能会因公允价值的变动造成当期损益的波动，但FVOCI中的权益资产仅有股息分红等可以计入投资收益，保险公司需要在控制风险与获取高收益中谋求平衡。2024年中报各分项的变化也部分反映了各保险公司的主动管理行为。

图：会计准则更新前后金融资产项分类变化



图：金融资产项三分类下债券与股票价值占比



资料来源：各上市保险公司年报，Wind，国家金融监督管理总局，西部证券研发中心，左图中时间点选择各家上市保险公司更新会计准则当年的年报数据。

注：根据企业会计准则第22号、23号、24号、37号（中国版IFRS9）、《企业会计准则第25号——保险合同》（中国版IFRS17）的实施要求，境内外同时上市与境外上市符合要求的企业自2023年1月1日起执行，其他执行企业会计准则的企业于2026年1月1日起执行，允许企业提前执行。AFS、L&R、HTM分别为可供出售金融资产、贷款和应收款项、持有至到期。

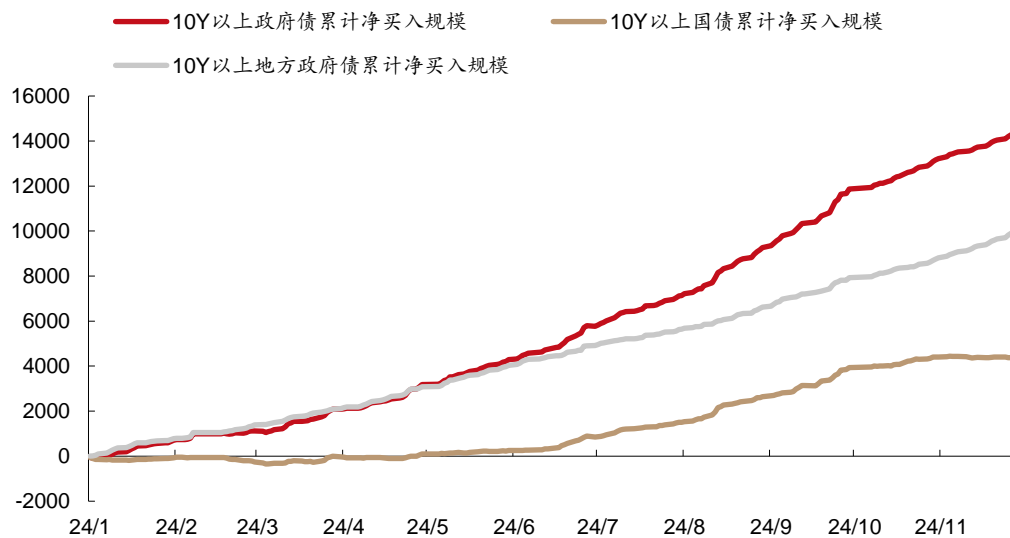


保险机构展望：长久期政府债为底，增加对低波动高红利资产的关注

长久期政府债或依然是保险机构重点配置的标的。2024年“资产荒”行情延续，全年保费收入较高亦推动保险机构持续增配超长期地方政府债。同时，保险机构大多认可“市场利率长期缓慢下移”的观点，长久期政府债兼具资产负债久期匹配、收益获取等优势。今年以来保险机构持续增持10Y以上的政府债。

低波动高红利的资产可能会受到更多关注。考虑到IFRS9等相关会计要求在更多企业落地，若市场重回股债双牛，高红利的权益标的、REITs等资产可能会受到更多关注。

图：今年以来保险机构持续增持10Y以上政府债（亿元）



表：保险机构倾向更多配置长久期利率债

公司	会议或文章日期	对于利率走势和资产配置策略的表述
中国平安	8月23日2024年中期业绩发布会	配置策略：每年超预算配置长久期利率债，使资产负债表拥有雄厚的家底。未来也会坚持这样一种资产负债久期匹配、资产负债利率和收益匹配的企业文化。
泰康人寿	11月8日《泰会投 2024年三季度市场回顾及未来展望》	利率走势：短期内，债券市场可能呈现震荡格局，但市场利率长期向下，维持低位的趋势并无变化，债券市场长期向好。
中国太平	8月28日，中国太平2024年中期业绩发布会	利率走势：市场利率长期缓慢下移的趋势，目前来看没有改变；在短周期内还会出现双向波动。 配置策略：把握利率阶段性的高点，增加长久期利率债配置，改善资产负债久期缺口。

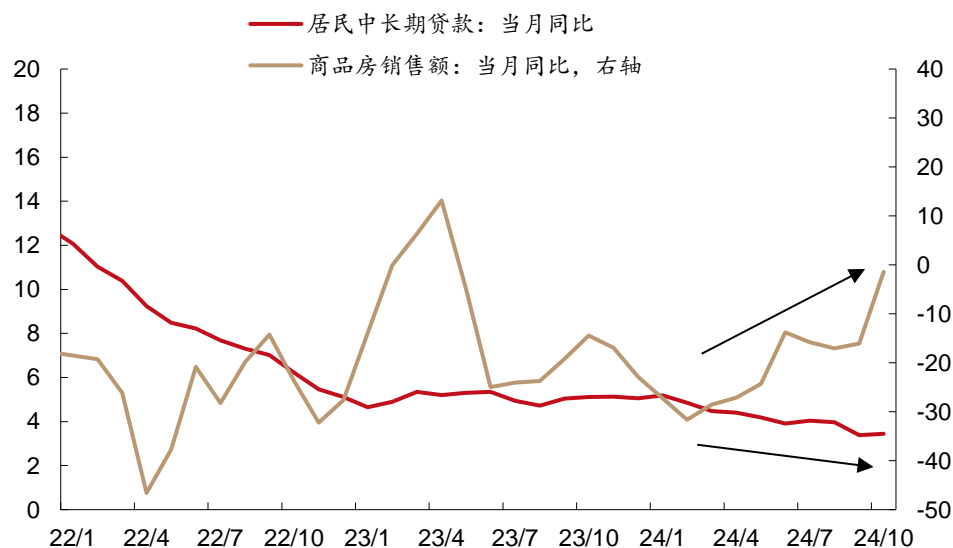


居民资产负债情况：提前还贷现象与存款流向理财

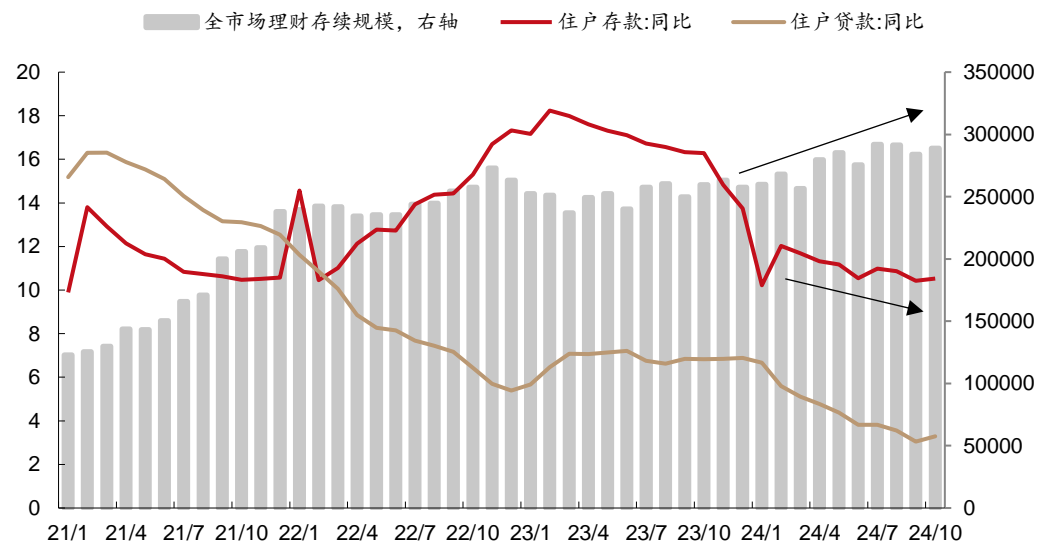
商品房销售额降速收窄但居民中长期贷款继续走弱，提前还贷现象还有待缓解。随着房贷利率的调降与一系列房地产支持政策的公告与落地，商品房销售热度在10月快速上升，同比降幅进一步收窄；而对应居民中长期贷款同比增速则依旧偏弱，二者同比增速差距的进一步拉大或反映居民仍存在较明显的提前还贷行为。央行9-10月分别下调存量房贷利率50BP、LPR利率25BP，对提前还贷行为的缓解还在观察期，若有必要后续贷款利率仍有调降空间。

禁止手工补息与债牛行情助力存款搬家至理财等产品。禁止手工补息引致存款流失，叠加收益率下行的债券市场与依旧偏弱的基本面背景，理财成为许多存款流出后的新去向。截至2024年10月末，全市场理财存续规模接近29万亿元，较2023年12月末增长近4万亿元。

图：居民提前还贷现象或仍在加深（%）



图：居民存款或较多流向理财（%，亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心，左右图数据截至2024年10月。

银行理财展望：负债关注可能的赎回，资产关注中短端信用与结构性产品

广谱利率下行叠加基本面的修复预期，负债端可能依旧面临波动风险。一方面，广谱利率下行背景下银行理财产品的比价优势在减少；另一方面，基本面的修复预期可能使资金流出理财产品而投入房地产市场与股市。但考虑市场的学习效应，且理财应对估值波动的经验与工具更加丰富，整体赎回与波动风险可控。

理财在看好中长期债市的同时，同时关注中短端信用、REITs及各类结构性产品的投资机会。

表：银行理财看好中长期债市

公司	会议或文章日期	对于利率走势和资产配置策略的表述
恒丰理财	8月17日“2024资产管理年会”	利率走势：基于经济仍处于向高质量发展转型期，为了推进新质生产力发展和化解部分行业风险，仍需利率低位运行，但要防范一致性预期较强带来的波动增加。 固收资产配置：杠杆和久期敞口的管理要更灵活谨慎一些。
兴银理财	10月26日至27日全球财富管理论坛·2024上海苏河湾大会	利率走势：债券短期偏逆风，需要更好地把握对于长期利率的择时；长周期看低利率时代的判断很难改变。 固收资产配置：对于中短期期限的信用和存单，配置价值的确定性比较高。
工银理财	10月26日至27日全球财富管理论坛·2024上海苏河湾大会	资产配置策略：持续优化产品结构提升中长期产品占比；持续挖掘储备更多匹配中长期资金属性的优质资产。
中银理财	11月5日，第四届IAMAC资产管理发展论坛	利率走势：短期内对利率和股市持乐观态度，预计能为客户带来正回报。长期来看对中国权益市场充满信心，并计划加大投资。 资产配置：长期来看，在利率市场中，REITs（不动产投资信托基金）及各类结构性产品值得持续深入研究。
招银理财	11月18日新浪财经《理财会客厅》系列访谈栏目	信用策略：深入研究建筑、公用事业、发达区域城投、央企房地产等债券体量大、可挖掘主体多的行业，注重在行业利差和品种利差方面获取超额收益。
中邮理财	11月21日南方财经第九期策略会	固收资产配置：看好国内可转债市场；化债政策总体上降低城投信用风险，中短期城投债市场也十分值得关注。

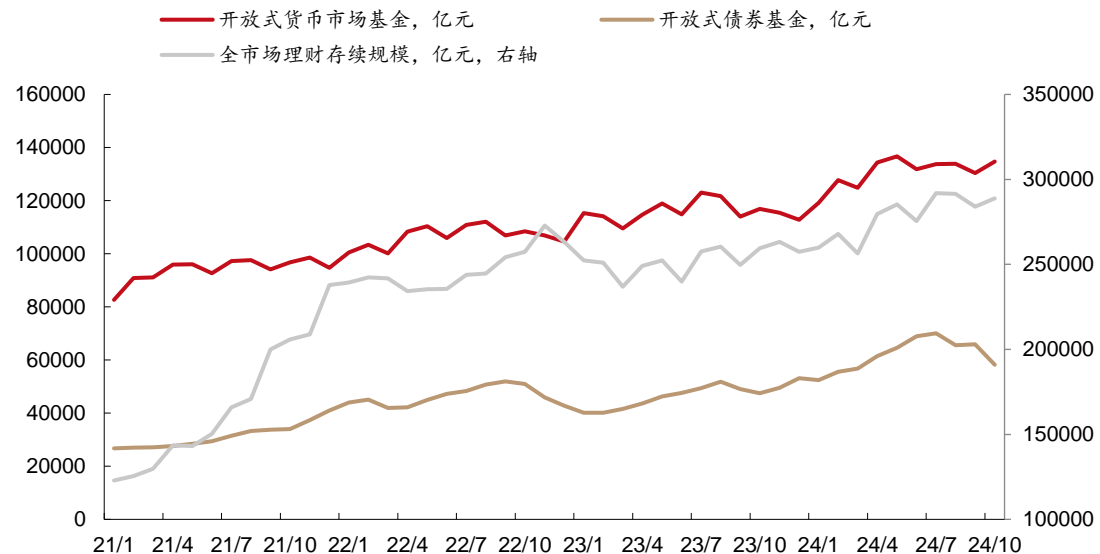


低利率环境下的产品发展方向：现金类产品，低费率的被动产品

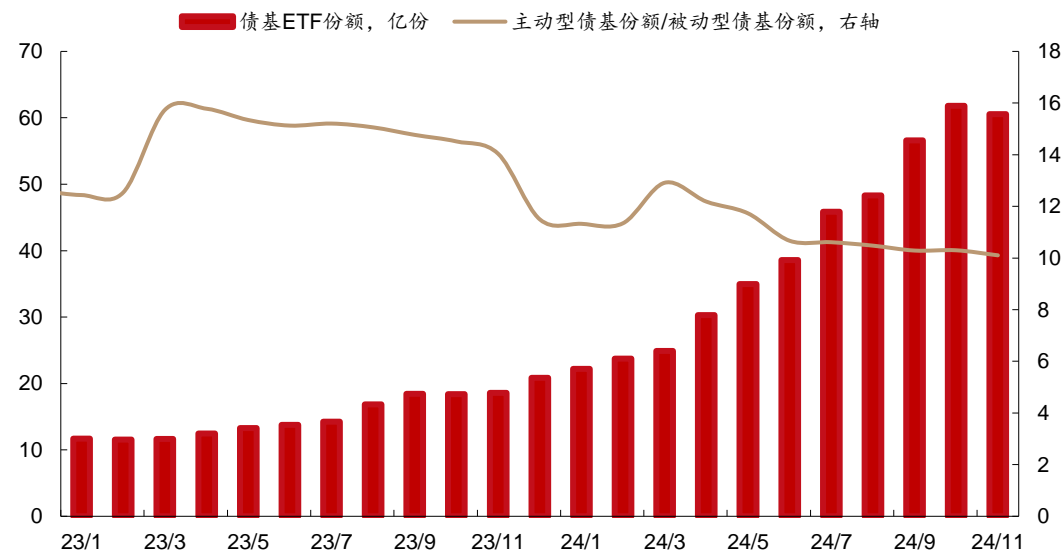
今年以来现金类产品受到投资者青睐，下半年债基面临赎回压力规模回落。截至2024年10月，开放式货币市场基金规模较去年年底上升19%、全市场理财存续规模上升12%、开放式债基规模在7月到达年内高点后回落。

从债基内部结构看，今年以来债基ETF份额增长迅速。债基ETF具有的低费率、一二级市场联动机制等特征使其在低利率环境下具有投资价值。截至2024年11月29日，债基ETF合计份额为60.5亿份，较23年12月增长190%。

图：10月债基受赎回影响规模下降，理财与货基规模稳步提升



图：被动型债基特别是债基ETF份额增长迅速



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，西部证券研发中心，左图数据截至2024年10月，右图数据截至2024年11月。

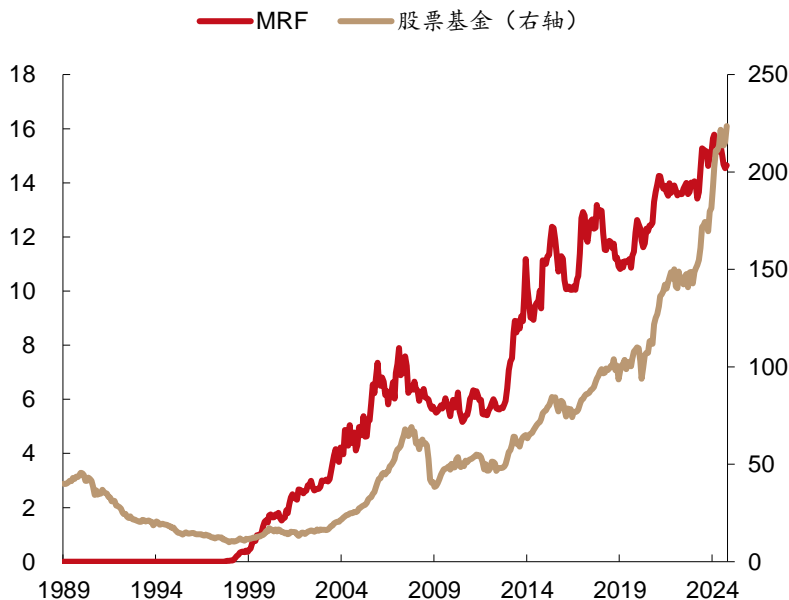


低利率环境下的产品发展方向：货币、指数产品、固收+海外经验

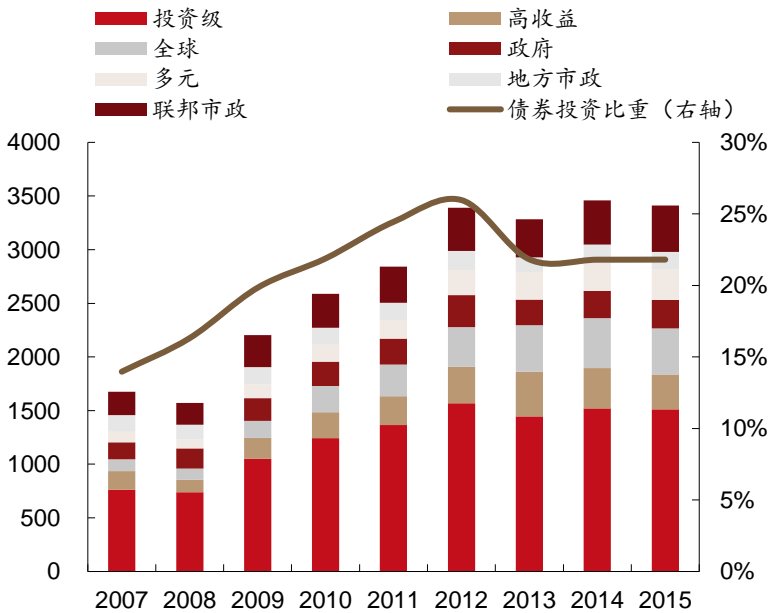
低利率时期（1998.9-2024.3），日本固收基金主要为MRF（货币储备基金，类似场内货基），其规模与股市相关性更高。MRF是目前日本公募固收基金中最活跃的种类，在固收基金总资产规模占比超九成，其规模和股票基金的关联度较强。

低利率时期（2007-2015），美国债券型基金中多元类型占比持续提升；指数类产品增速远高于主动类。2015年较2007年多元类债券型基金规模由980亿美元上升至2860亿美元，增长190%。从被动管理型与主动管理型债基的规模与增速走势来看，被动管理类规模增速始终快于主动管理类。2007年主动管理型债基规模/被动管理型债基规模比值为16.9，2023年比值已缩小至1.5。

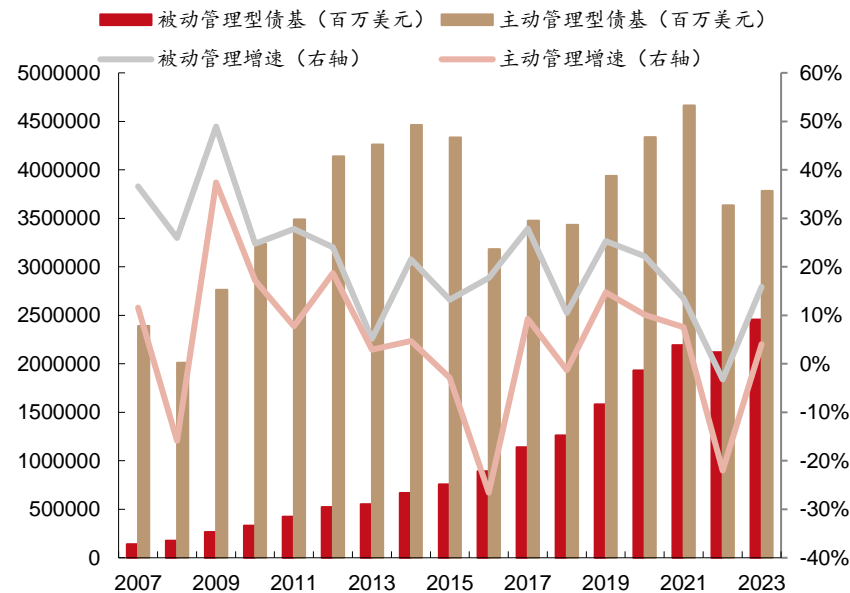
图：日本MRF与股票基金的关联度较强（万亿日元）



图：美国低利率时期债基结构（十亿美元）



图：美国被动与主动管理债基规模及增速走势



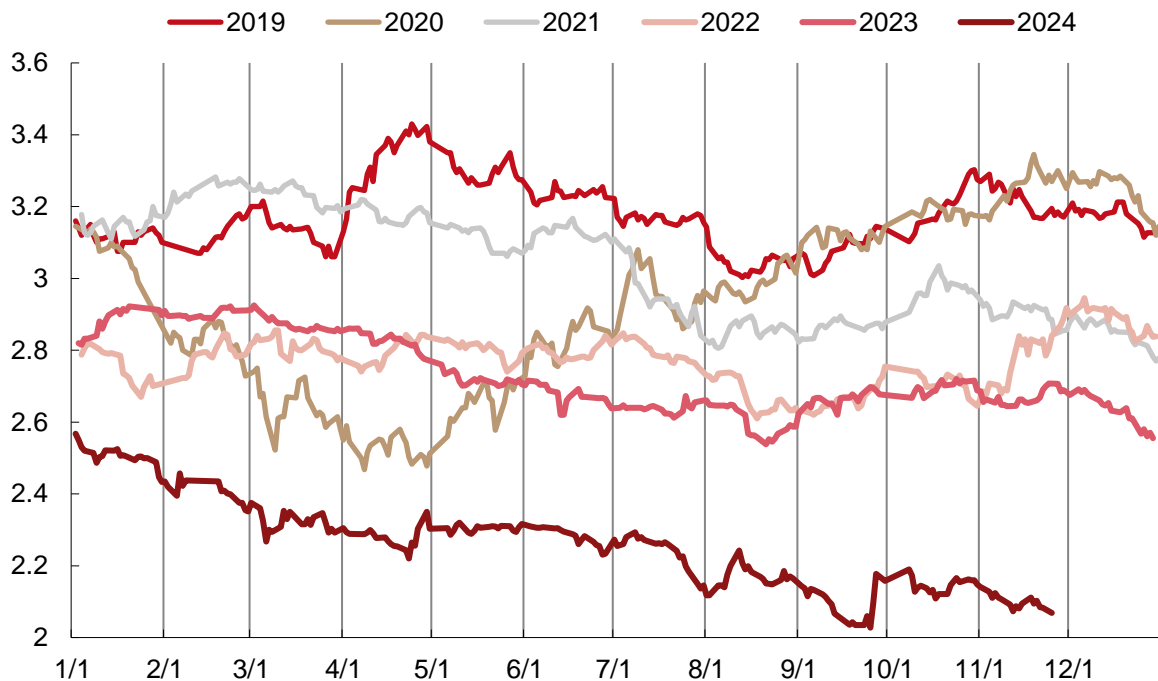
资料来源：日本投资信托协会，ICI，西部证券研发中心，左图数据截至2024年10月，右图数据截至2023年。



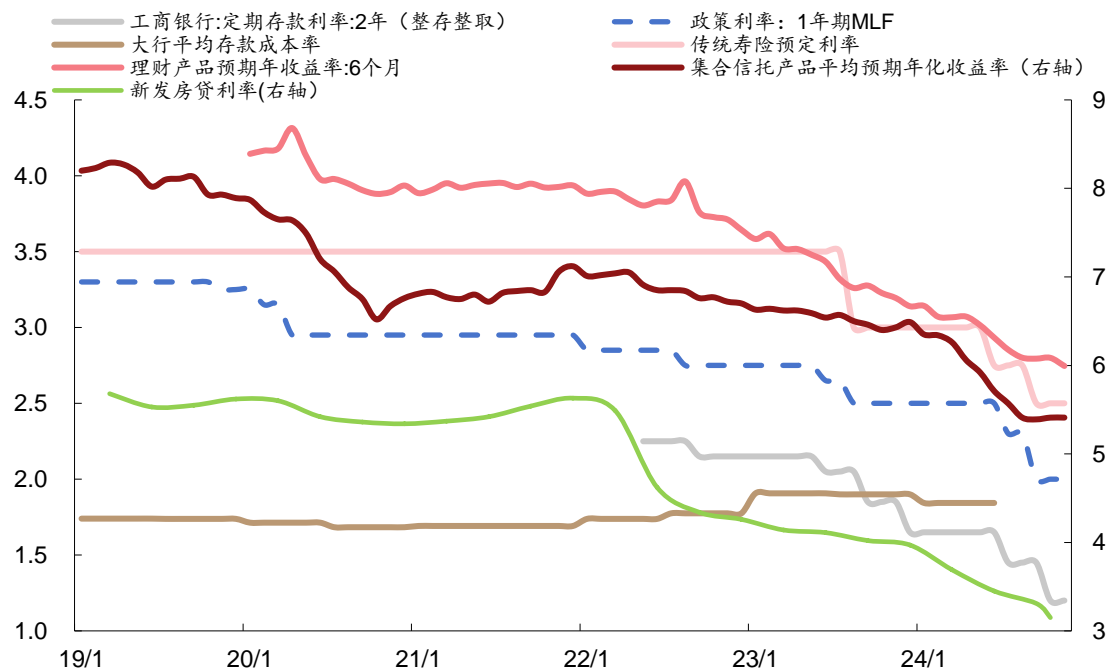
2025年债市或震荡偏强

- 展望2025年，名义经济增长温和回升，财政继续发力，货币保持宽松，市场大概率反复交易政策预期和基本面数据变化，波动可能增强。不过化债导致高息资产荒，广谱利率趋势性下行，债市大概率震荡偏强。
- 如果政策发力效果逐渐显现，利率走势可能是先下后上，10Y国债利率区间1.7%~2.2%；如果外部压力较大且内需恢复偏慢，利率走势可能是前高后低，10Y国债利率区间1.6%~2.1%。

图：10Y国债收益率往往两头高中间低（%）



图：广谱利率中，存贷款利率近年加速下行（%）

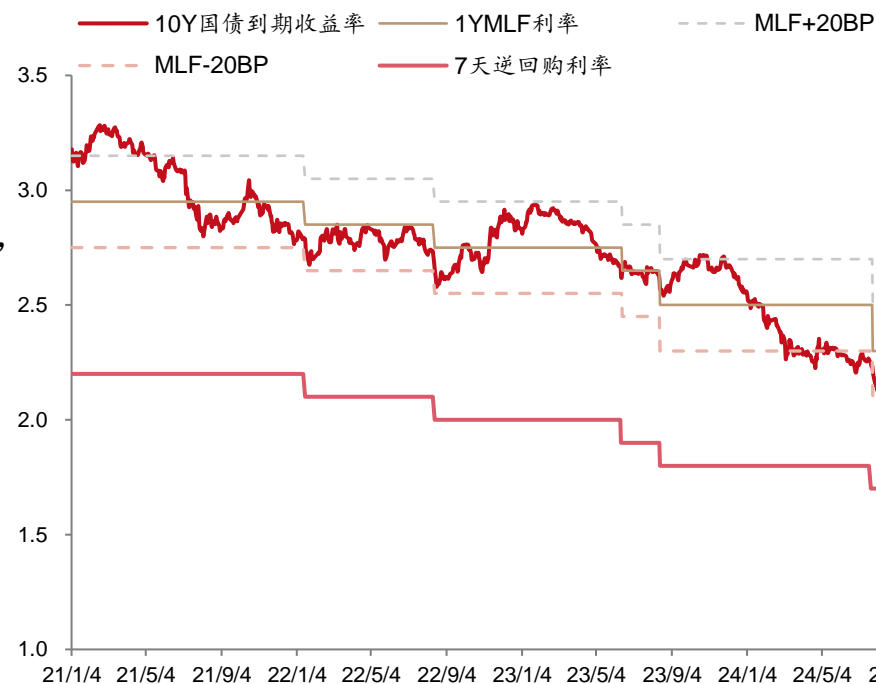




建议哑铃策略为主

- 利率策略：当前处于政策持续发力和效果验证期，建议哑铃策略为主（存单短债+长债超长债），调整就是加仓机会；触发牛转熊信号缩短久期；2025年债市大概率反复交易政策预期和基本面数据，震荡加剧，建议更加重视波段择时交易。
- 风险与机遇分析：
 - 踏空风险：本轮经济调整面临更加复杂的内外环境，可能需要更大力度刺激政策，若基本面数据恢复慢于预期，利率可能再次快速下行。
 - 利率波动风险：一方面，明年预计市场反复交易政策预期和基本面数据，且外需不确定性较大，震荡或将进一步加剧；另一方面，9月以来政策转向明显，若后续政策见效超预期，则可能带来债市反转。
 - 再投资风险：持续化债下，高息资产可能持续减少。
 - 风险偏好大幅改善：政策端持续呵护股市，若后续权益牛市表现持续超预期，股债跷跷板效应下，可能导致固收类产品面临赎回压力带来债市波动风险。

图：10年期国债到期收益率波动加剧（%）



SECTION 4

信用债：化债之年，顺势而为





信用债展望：供给或有所收缩，资产荒延续

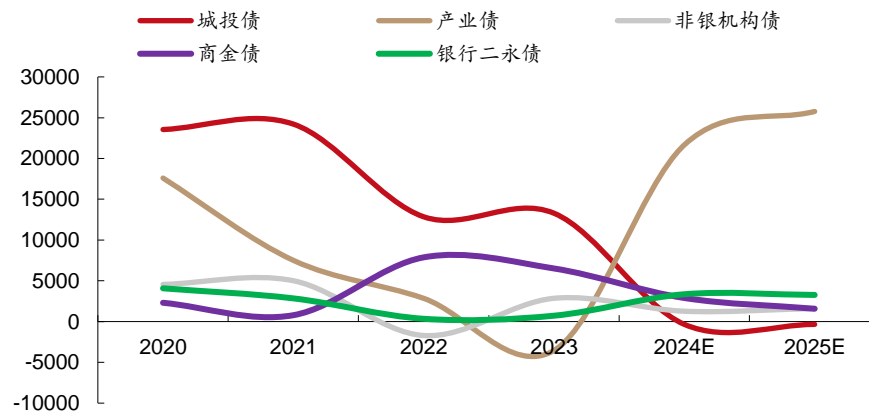
供给：化债大年+国有大行注资影响下，信用债供给或收缩

- **城投债**：严控新增背景下，城投债发行规模或延续收缩，预计25年下降6400亿元左右。
- **产业债**：低利率+替代效应+实体融资弱修复+央企助力稳增长或使得产业债净融资维持增长。
- **非银机构债**：证券公司发债融资扩张业务的需求可能扩大+部分保险公司偿付能力仍面临一定的压力+再融资压力较大，非银机构债净融资或小幅增加。
- **商金债**：淡化“规模情节”的政策引导下，商业银行补充营运资金的需求或相对减弱，商金债净融资可能小幅减少。
- **二永债**：国有大行注资缓解资本压力+化债节约资本或弱化二永债发行需求，预计发行规模和净融资环比24年均有所减少。
- **TLAC**：第二阶段外部总损失吸收能力风险加权比率要求更高+内源性资本补充难度加大+发行成本相对更低，预计未来TLAC供给可能增加。

表：2025年信用债供给测算及环比变化（亿元）

品种	发行规模		净融资	
	2025E	环比24年变化	2025E	环比24年变化
城投债	55893	-6400	-341	0
产业债	81470	-21748	25768	4101
非银机构债	13279	-2106	1606	338
商金债	13647	2946	1575	-1318
银行二永债	15397	-3843	3265	-4851
合计	179686	-31151	31873	-1729

图：近年来各类型信用债净融资情况（亿元）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/918110123031007006>