

通渠引水，股债双牛

——2025债市年度策略

分析师

覃汉

qinhan@stocke.com

S1230523080005

分析师

汪梦涵

wangmenghan@stocke.com

S1230523080003

分析师

沈晔萍

shennieping@stocke.com

S1230524020005

分析师

郑莎

zhengsha@stocke.com

S1230524080012

分析师

崔正阳

cuizhengyang@stocke.com

S1230524020004



目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

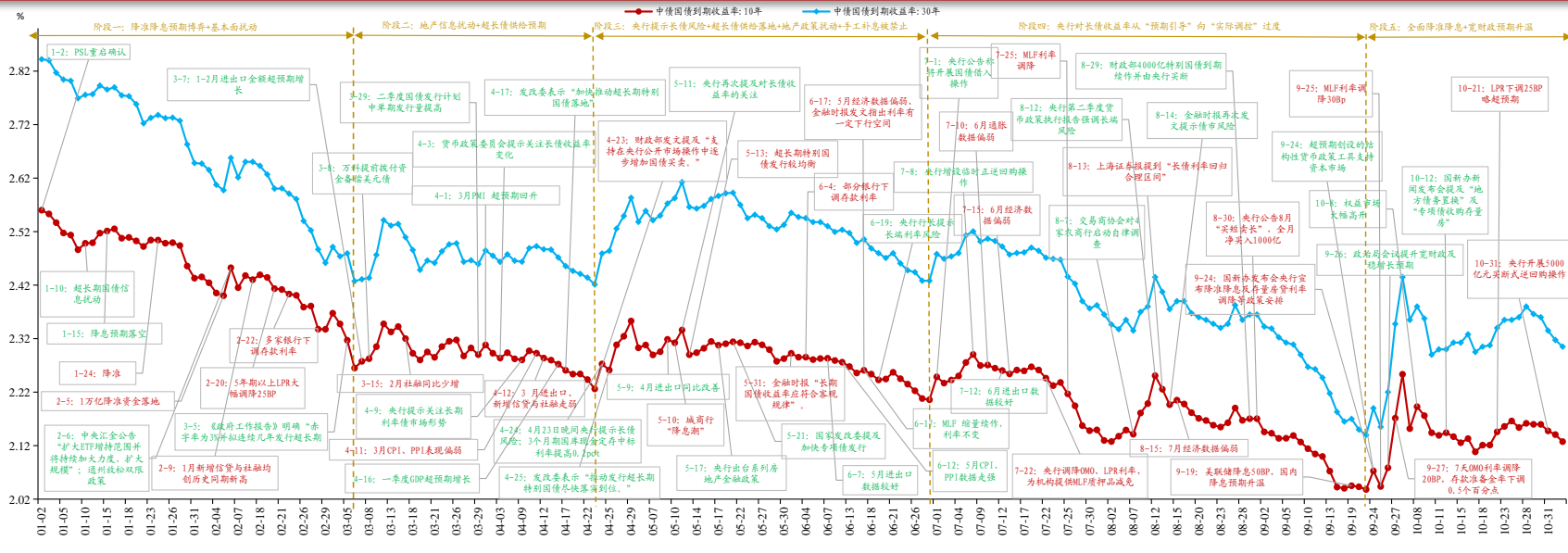
第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

2024年债市宏观交易脉络梳理

■ 2024年以来，债市收益率总体走低，期间经历五次较大幅度回调，利率曲线牛陡，具体交易脉络可划分为五个阶段：

- 第一阶段（1月1日至3月6日）主线为“降准降息预期博弈+基本面信息扰动”；
- 第二阶段（3月7日至4月23日）主线为“地产宽松预期+超长债供给预期+机构行为扰动”；
- 第三阶段（4月24日至6月28日）主线为“央行提示长债风险+超长债供给落地+地产政策扰动+手工补息被禁止”；
- 第四阶段（7月1日至9月23日）主线为“央行对长债收益率从“预期引导”向“实际调控”过度”；
- 第五阶段（9月24日至今）主线为“全面降准降息+宽财政预期升温+特朗普交易”。

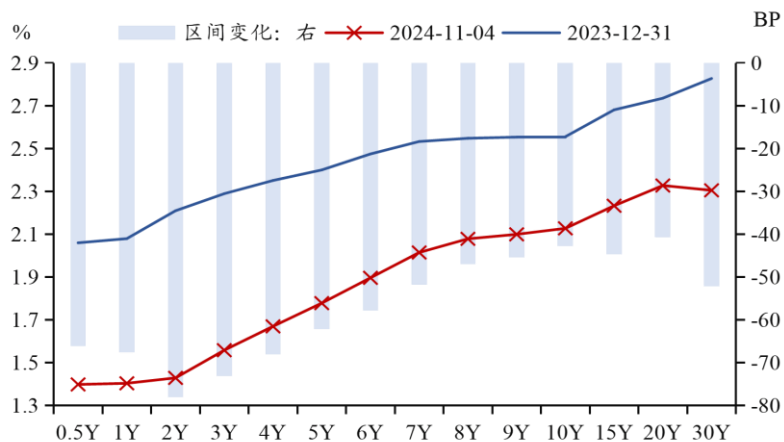
2024年债市复盘



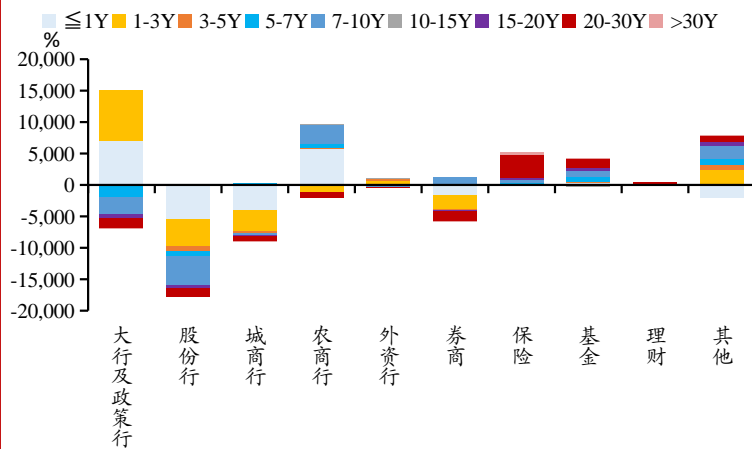
2024年利率曲线牛陡，机构买债偏好分化

- 曲线形态上，2024年利率曲线牛陡，中短端表现更优。
 - 全年来看，在央行降准降息及“资产荒”逻辑下，债市做多情绪较浓，虽然期间受地产宽松预期、宽财政预期以及央行对长债收益率的风险提示扰动而出现五次回调，但利率总体呈现下行趋势，在央行“买短卖长”信号下，中短端表现更优。
- 机构行为视角，大行及政策行主力净买入中短债，保险大幅买入超长债，基金净买入以中长债及超长债为主。
 - 大行及政策行主要净买入1Y内短债及1-3Y品种；农商行主要净买入1Y内短债及7-10Y长债；券商主要净买入7-10Y品种，并净卖出1Y内短债及1-3Y与20-30Y品种；保险大幅加仓20-30Y品种；其他类机构（以境外机构为主）主要买入1-3Y品种及7-10Y品种。

2024年利率曲线牛陡



2024年至今机构国债净买入情况 (截至24.11.04)



10年国债期货主力合约或进入新一轮五浪上涨周期

- 10年国债期货主力合约自2023年2月进入新一轮五浪上涨周期，并于2023年8月进入2浪调整，2023年10月进入3浪推动上涨阶段，2024年9月24日达到3浪延长浪末端，整体推动上涨趋势较强。
- 当前进入新的五浪上涨周期中4浪调整阶段，4浪调整属于复杂形态，结合当前基本面判断或偏横向平台型调整浪。

10年国债期货主力合约进入新一轮五浪上涨周期



10年期国债期货主力合约进入新一轮五浪上涨周期（续）

- 10年国债期货主力合约自2023年11月末进入新一轮五浪上涨周期，并于2024年9月24日达到5浪高点，此后经历了（A）浪大幅回调（超斐波那契比例61.8%），目前处于B浪上升阶段，而B浪内部亦走出小分型结构。
- 10年国债期货主力合约30分钟K线于10月18日突破MA250上行受阻后，近期为二次突破MA250，或上行动能较强。

2024年以来10年国债期货主力合约波浪内部结构走势



权益市场或进入新一轮五浪上涨周期

- 2024年“股债跷跷板”效应明显，从技术面来看，上证指数于2019年进入新一轮五浪周期，并于2024年2月5日达到2浪调整末端，进入大的3浪推动上涨阶段。
- 从大周期的时间维度来看，本轮新的五浪总体偏横向，各浪级走完的时间较以往更长，更倾向于以时间换空间。

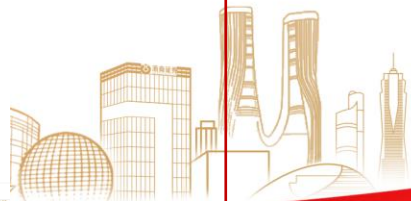
权益市场进入新一轮五浪上涨周期



上证指数处于 (3) 浪上行通道

- 从大3浪内部结构来看，或走出子浪 (1) 至 (5) 延长浪推动上涨形态。上证指数日K线于2月5日进入子浪 (1) 上行，并于5月20日进入子浪 (2) 回调，9月18日进入子浪 (3) 强势推动上涨。
- 9月24日以来，央行创设结构性货币政策工具稳定资本市场并于9月26日政治局会议提出房地产“止跌回稳”，助推权益市场强势拉升，推动 (3) 走出内部结构分型。

2024年以来上证指数波浪内部结构走势



目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

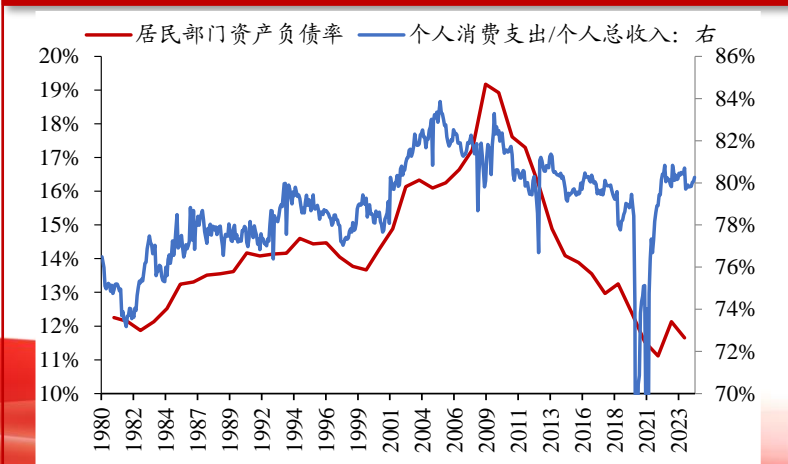
第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

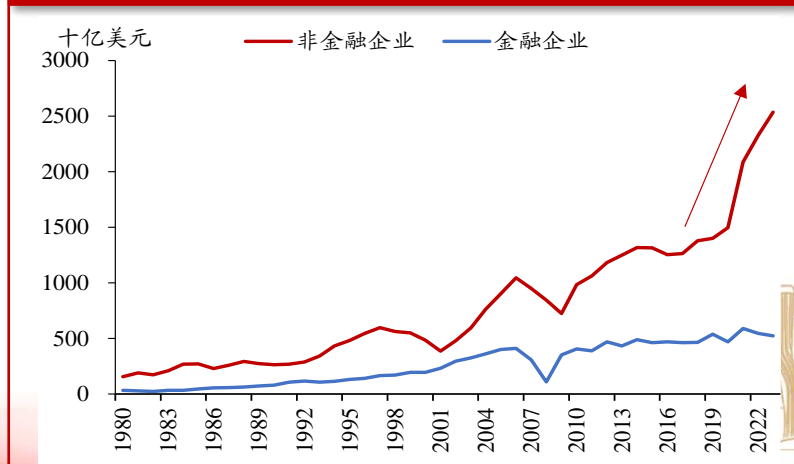
美国实体经济基础牢固，宏观经济韧性较强

- **居民部门，健康的资产负债表构成消费的有力支撑。**2008年以来，美国居民部门资产负债率快速回落，当前仅处于12%左右的低位水平，健康的资产负债状况指向居民部门加杠杆空间充足，也为其消费、投资提供坚实基础。在经历此前公共卫生事件冲击后，居民消费已回升至相对高位水平。
- **企业部门，非金融企业利润快速增长，弱补库周期或将转向。**2021年以来，伴随美国消费持续扩张，非金融企业利润迎来快速增长。由于前一轮补库力度相对较强，本轮库存周期于2024年1月触底，3月以来开启主动补库，但整体补库力度有限，且库销比仍在持续走低，或指向本轮补库周期或相对偏弱。
- **整体来看，美国私人部门资产负债表良好，消费支撑力度较强，投资不弱，构成美国底层经济韧性，预计2025年美国将由偏热向常态化过渡。**

居民负债率较低，消费回暖



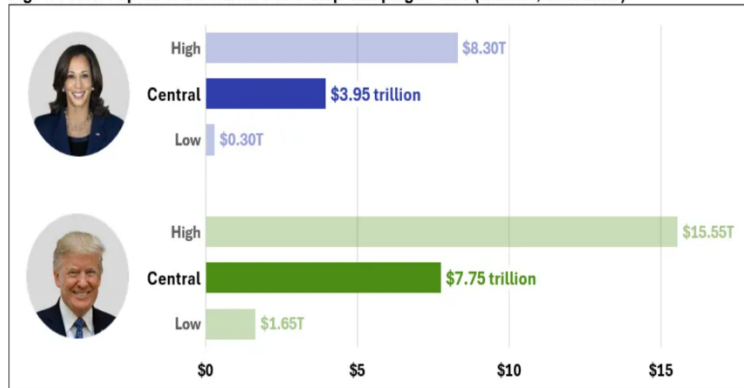
2021年以来非金融企业利润快速上涨



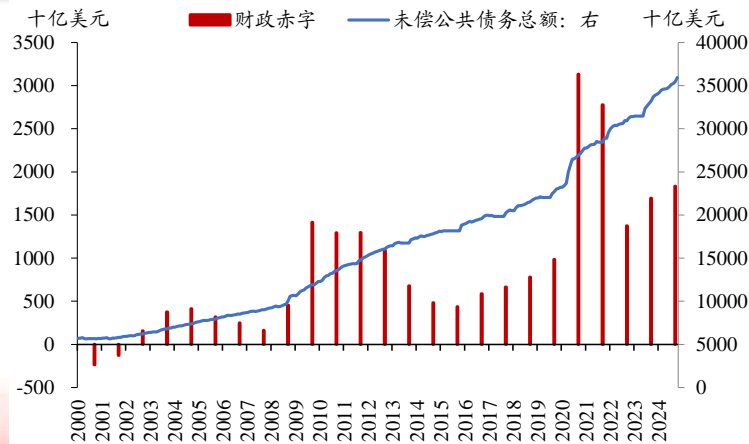
- **特朗普重回白宫，宽财政方向明确。**北京时间11月6日，特朗普正式赢得2024年美国总统大选，即将于2025年开启自己的第二任期。经济政策在其竞选纲领中占据重要地位，预计特朗普正式上任后，宽财政的方向较为明确。
- **财政的终点指向更高赤字。**据CRFB测算，中性条件下，特朗普经济政策将导致2026-2035年美国财政赤字扩大7.75万亿美元，但对于如何解决随之而来的赤字问题，特朗普团队尚未给出明确解答。
- **财政赤字逐年走高，债务风险不容忽视。**美国2024财年（2023年10月至2024年9月），财政赤字总额达1.83万亿美元，仅低于2020及2021年同期，截至2024年10月末，未偿公共债务总额达35.95万亿美元，导致2024财年利息支出首次突破万亿达1.16万亿美元。宽财政有望对经济形成支撑，但持续膨胀的债务余额或对美债等相关资产产生额外扰动。

两党政策均指向更高赤字

Fig. 1: Fiscal Impact of the Harris and Trump Campaign Plans (trillions, 2026-2035)



美国财政赤字及债务风险不容忽视



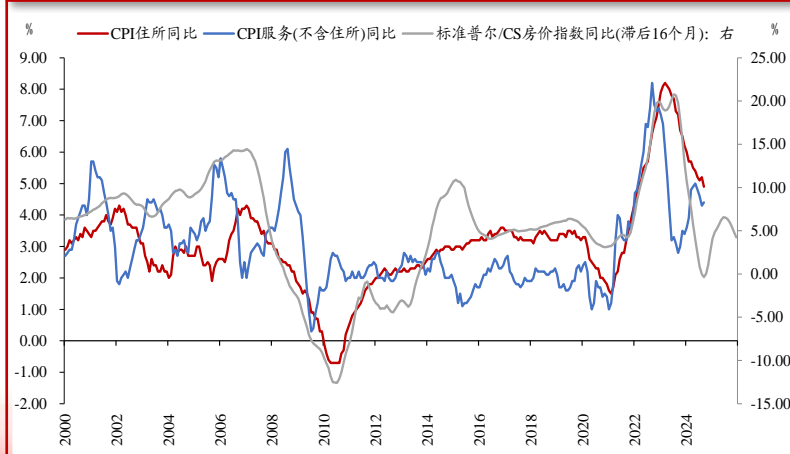
降息终点并不遥远，二次通胀风险或卷土重来

- **美联储降息终点并不遥远。**根据美联储9月发布的点阵图，预计2025年政策利率大概率将落在3.00%-3.50%区间，但在特朗普胜选后，二次通胀预期升温，市场预期至2025年降息终点点位或在3.75%-4.00%区间。
- **住所通胀仍有粘性，其他核心服务通胀有走高迹象。**住所通胀是构成CPI的最大权重项，标普/CS房价指数领先CPI住所项约16个月，指向住所通胀仍有粘性。除住所外其他服务项同比增速出现反弹，指向由劳动力市场、工资传导的服务通胀问题，能源价格大幅走低也在一定程度上掩盖通胀固化问题。
- **宽财政、紧关税或加剧二次通胀风险。**以特朗普政策为例，其对内减税+对外加税的政策组合或指向通胀水平进一步抬升。若此前一直偏低的商品通胀出现反弹，叠加住所等服务通胀仍相对固化，或加剧美国出现二次通胀风险，并对美联储降息节奏产生负向扰动。

市场预期本轮降息终点或在3.75%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	98.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	70.8%	28.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	29.2%	53.6%	16.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	19.4%	45.3%	29.4%	5.7%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	7.5%	29.2%	39.3%	20.4%	3.6%
2025/6/18	0.0%	0.0%	3.4%	17.3%	33.8%	30.7%	12.8%	1.9%
2025/7/30	0.0%	0.8%	6.6%	21.1%	33.1%	26.6%	10.3%	1.5%
2025/9/17	0.2%	2.0%	9.7%	23.6%	31.7%	23.2%	8.4%	1.2%
2025/10/29	0.4%	3.1%	11.6%	24.7%	30.5%	21.1%	7.4%	1.0%
2025/12/10	0.7%	4.1%	13.1%	25.4%	29.4%	19.5%	6.7%	0.9%

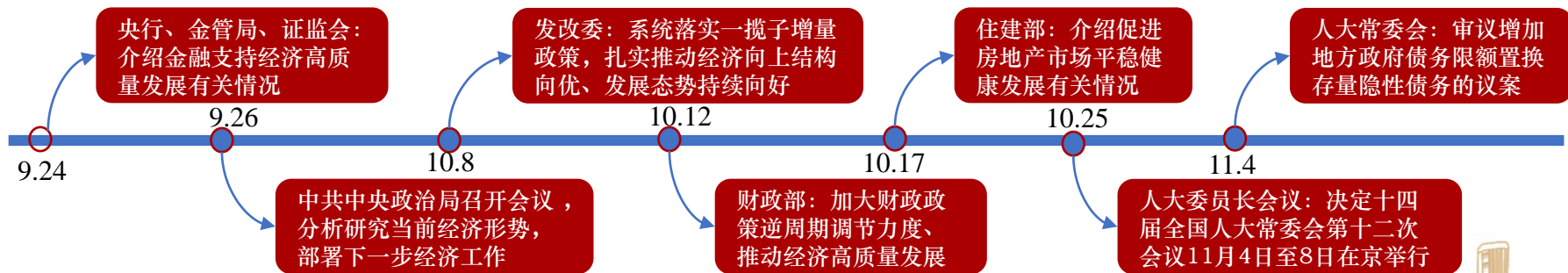
住所及其他服务通胀或仍有粘性



国内宏观政策拐点已至，政策破局主线清晰

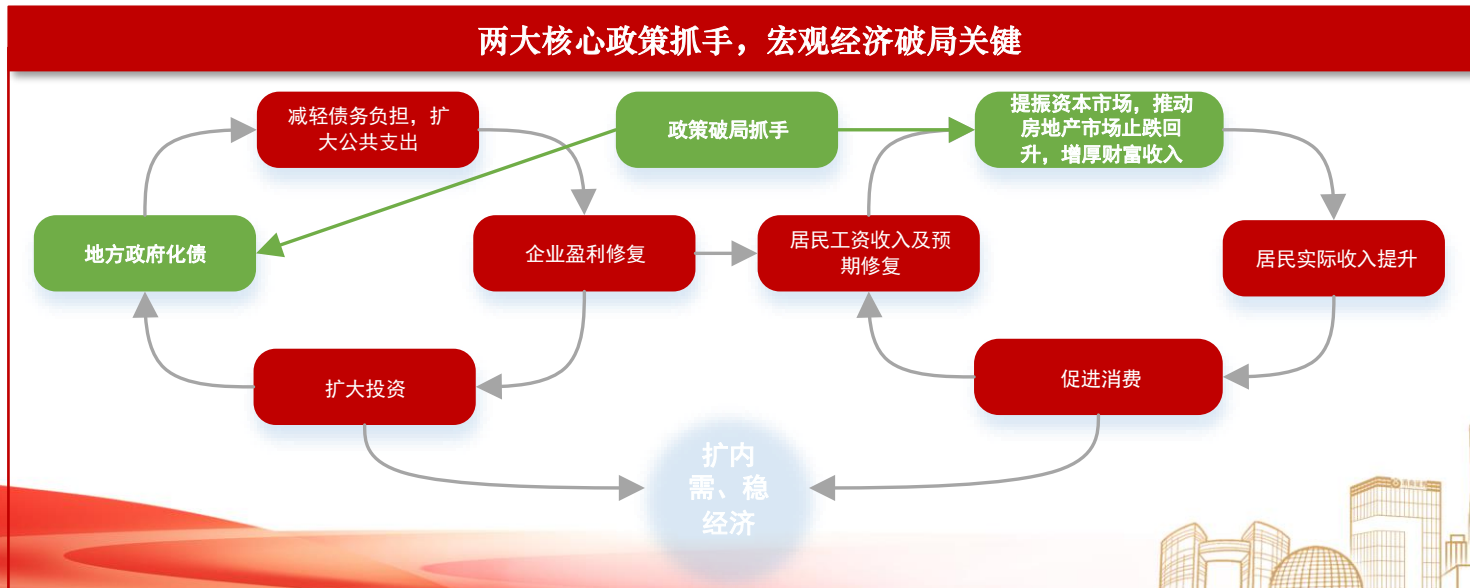
- 多部委先后发声，政策拐点已至。9月下旬以来，央行、发改委、财政部等重要部门接连发声，释放明确稳增长、保经济政策信号。我们认为，宏观政策方向性拐点已经出现，稳增长在顶层政策设计中的优先级或有所提升。
- 政策托举方向与力度成为影响2025年宏观经济的核心变量。2024年前三季度，我国GDP当季增速逐季走低，反映出经济内生增长动能不足、需求收缩负反馈螺旋初现等问题。在此背景下，需要一定外生力量介入，带动此前循环受阻的宏观经济重回正常运作，政策托举方向及力度成为打破负面循环的破局核心所在。

宏观政策组合拳，折射政策转向决心



两大循环期待政策破局

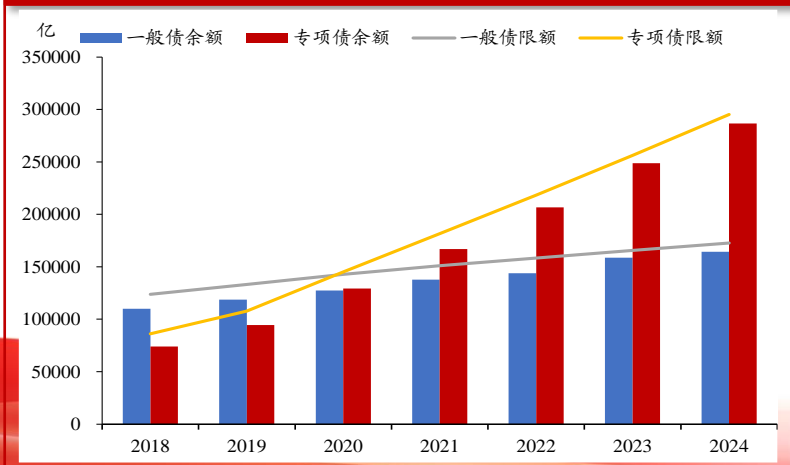
- **投资、消费两架马车亟需“提速”**。2024年前三季度，货物和服务净出口对GDP累计同比贡献率达23.8%，折射出投资、消费内需两架马车“失速”，经济内生循环圈存在堵点。
- **对症下药，政策破局两大抓手**。投资端，以地方政府化债为抓手，提振并扩大政府公共支出，带动相关产业链企业盈利及现金流修复，推动投资循环重启；消费端，以提振资本市场、推动房地产市场止跌回升为抓手，增厚居民财富收入，与企业盈利向好下居民工资收入及预期提振形成共振，打通消费循环堵点。



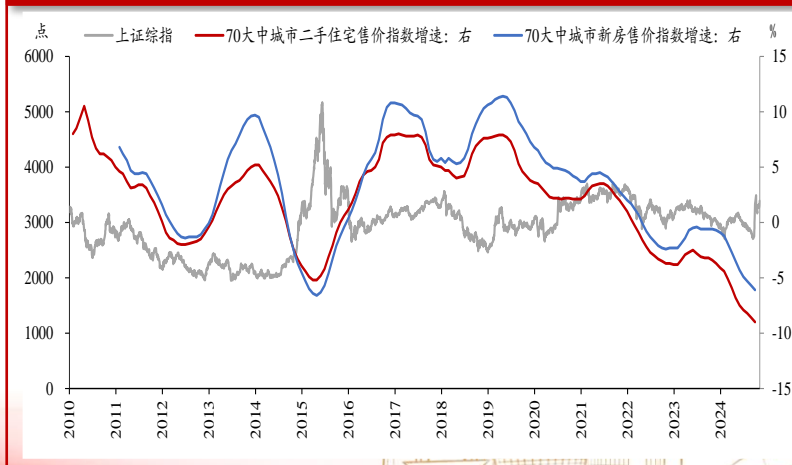
本质在于推动地方政府及实体部门资产负债表修复

- 本轮宏观政策本质作用机制可概括为资产负债表修复。
- 地方政府“减负”。地方政府化债本质为低息债务对高息债务的置换，有望在减轻地方政府还本付息压力的同时，疏通公共项目相关资金流，带动产业链相关企业资产负债表修复。
- 实体部门“增收”。一方面，通过化债推动公共项目相关企业现金流改善，另一方面，着力推动资本市场、房地产市场止跌回升，推动改善居民部门资产负债表，通过为其提供额外财富收入提升其消费意愿。
- 地方政府“减负”的政策主导性较强，而股市、楼市价格回升则更多受到其他市场因素影响，或需要通过配套出台其他稳增长、促消费、拉地产等政策组合，带动形成积极向好的良性预期。

地方政府债务限额及余额



股市、楼市能否回升或成为重要观测指标



2025年全年经济增长或继续落在5%附近

- **十四五收官在即，以良好的增长成绩收官或更具信号效应。**2025年为十四五收官之年，也是迈向2035远景目标的关键节点。在这五年中，我国经济经历坎坷波折但不改向好本色，以一个相对优异的成绩收官，对于开展下一阶段经济工作或具有较强的信号效应。
- **宏观政策已明确转向，政策呵护下宏观经济有望焕发新动能。**此前政策组合拳标志着宏观政策已出现明显转向，稳增长战略优先级或有提高。政策持续发力预期下，下调经济增速目标的可能性相对较低。
- **预计2025年全年经济增长目标大概率仍将设置在5%左右，从而发挥倒逼及中枢牵引作用，推动地方政府和有关部门持续发力，为十四五规划完美收官。**

年度	GDP增速目标	实际GDP增速
2016	6.5%-7%	6.8%
2017	6.5%左右	6.9%
2018	6.5%左右	6.7%
2019	6%-6.5%	6.0%
2020	-	2.2%
2021	6%以上	8.4%
2022	5.5%左右	3.0%
2023	5%左右	5.2%
2024	5%左右	



中央政府加杠杆方向明确，消费有望小幅回升

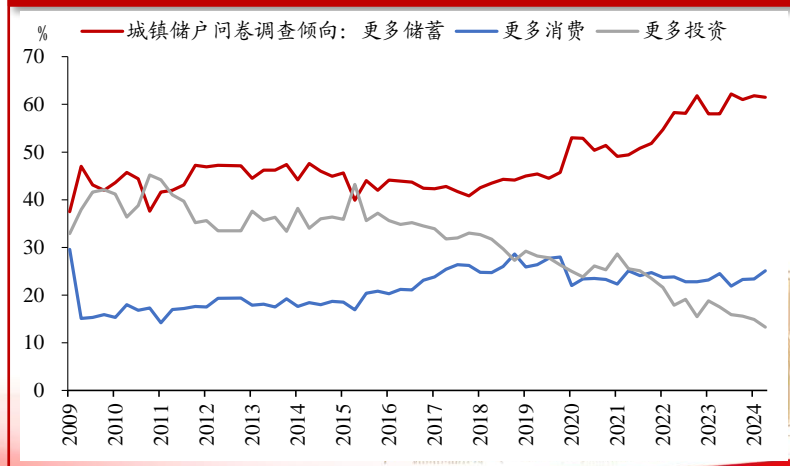
- 投资端，中央政府“挑大梁”。**2025年，中央政府和地方政府在拉动投资方面或出现分化。地方政府以化解存量债务为核心任务，重点在于防风险，增量部分或主要来自专项债投资范围扩容，专项债收储有望同时解决地方政府缺项目、房地产公司闲置土地无力开发问题。蓝部长表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，两会工作报告提及“从今年（2024年）开始拟连续几年发行超长期特别国债”，预计2025年中央赤字率有望出现明显提升，特别国债增量力度可期，或主要投向“两重”、“两新”等政策倾斜领域。
- 消费端，激活消费意愿是关键。**2024年7月，有关部门统筹安排3000亿元特别国债资金加力支持设备更新和消费品以旧换新。上一轮大规模消费品补贴政策截止至2013年，按照8-12年家电平均使用寿命计算，消费品以旧换新空间充足。目前激活消费的核心制约在于如何提振居民消费意愿。消费意愿的提升是结果而非手段，有赖于财政政策发力带动经济预期向好、收入预期提升、财富收入增加等多方面先行好转，修复程度仍存不确定性。

中央政府加杠杆方向明确



资料来源：Wind，浙商证券研究所

居民储蓄率仍在高位

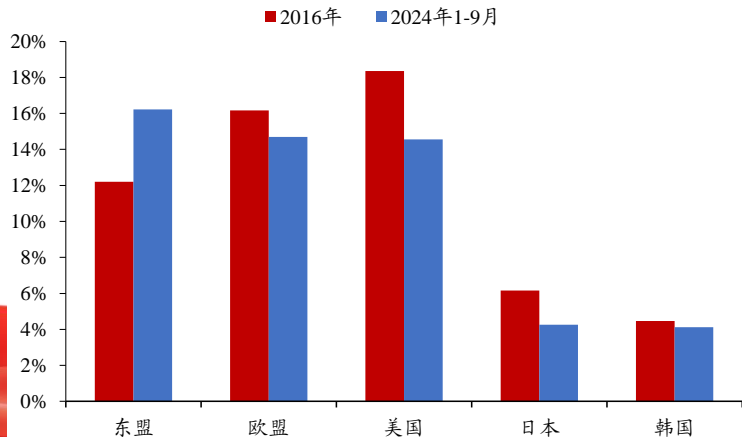


资料来源：Wind，浙商证券研究所

外需不确定性加大，以价换量仍待改善

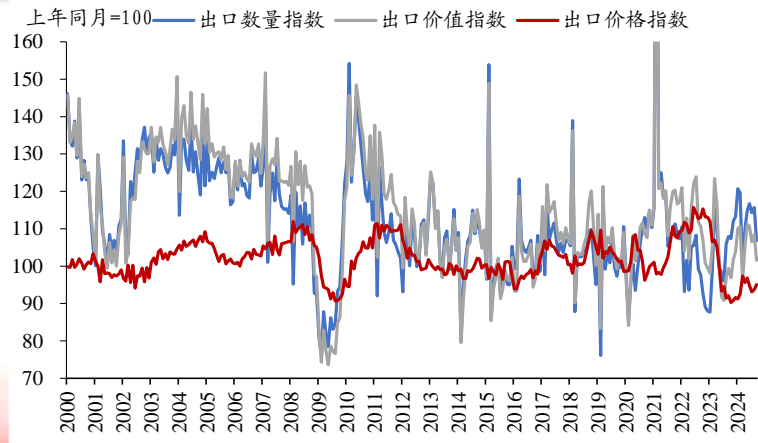
- **外需面临不确定性较高，倒逼扩内需及贸易转向。**特朗普在竞选纲领中明确提出，要对全球出口美国的商品加征10%关税，并威胁对中国出口商品加征60%关税。在中美脱钩趋势下，对美出口或将持续下滑。2025年对外贸易或迎来更为严峻的外部环境，一方面倒逼扩内需的紧迫性进一步提升，另一方面推动我国进一步向东盟及其他一带一路国家转向，推动对美等国家的出口替代。
- **出口持续以价换量，盈利修复仍任重道远。**拆分来看，自2023年5月后，我国以人民币计价的出口价格指数持续低于100，考虑美元兑人民币汇率整体处于升值阶段，我国出口以价换量的问题仍相对突出。面对可能恶化的贸易环境，以价换量策略或将延续，不排除通过推动人民币汇率贬值以提振出口的潜在选择。出口价格难以回升，造成企业盈利能力偏弱，一定程度助长国内相对偏弱的通胀环境。

我国前五大出口国份额变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

出口持续以价换量，企业盈利有待改善

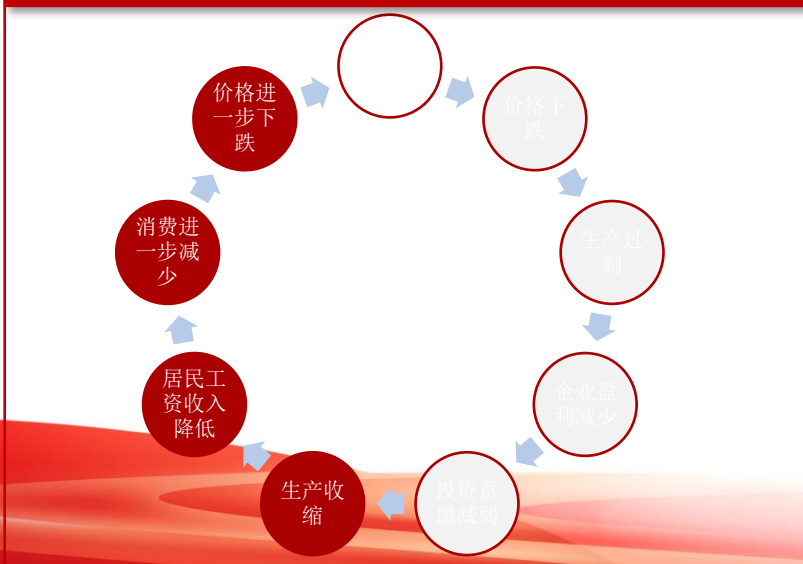


资料来源：Wind，浙商证券研究所

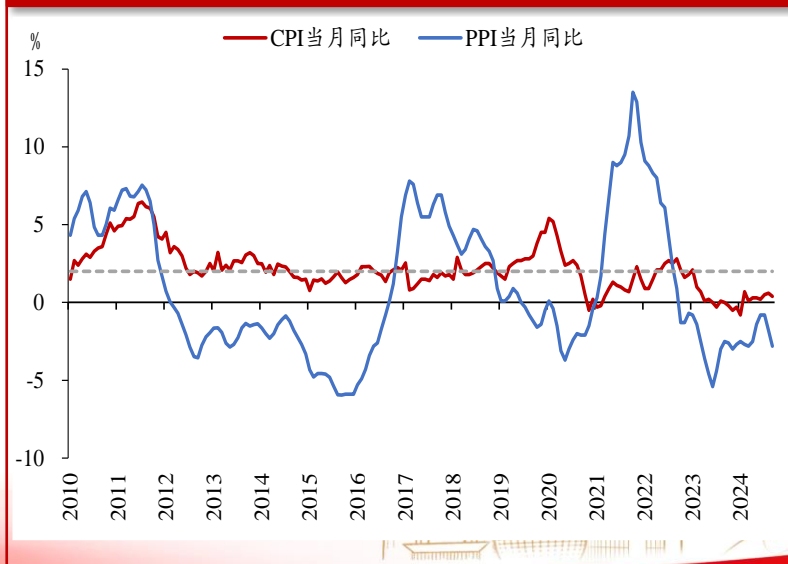
低通胀的负向循环亟需打破

- **低通胀预期是造成投资、消费循环不畅的深层原因。**表象来看，居民消费与企业投资收缩是造成国内需求不振的主要原因，但深层来看，核心或在于始终未能形成良性的通胀预期。居民预计价格会持续走低而选择延迟消费，企业因下游需求不足而造成供给过剩，不得不被动降价、收缩生产，这进一步通过工资等途径对居民消费行为产生负面影响。
- **提振通胀预期或为2025年宏观经济的主线任务。**一方面，伴随猪价上涨周期于2024年年中开启，基数效应下为2025年CPI温和回升提供有利条件。另一方面，需求疲软背景下稳增长或更加依赖供给端，CPI预期改善短期难以有效传导至生产端，以价换量或仍为常态。若要有效提振经济，亟需通过外力打破低通胀的负向循环，带动宏观经济持续向好。

低通胀的负向循环



CPI、PPI增速持续低于合意水平



目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

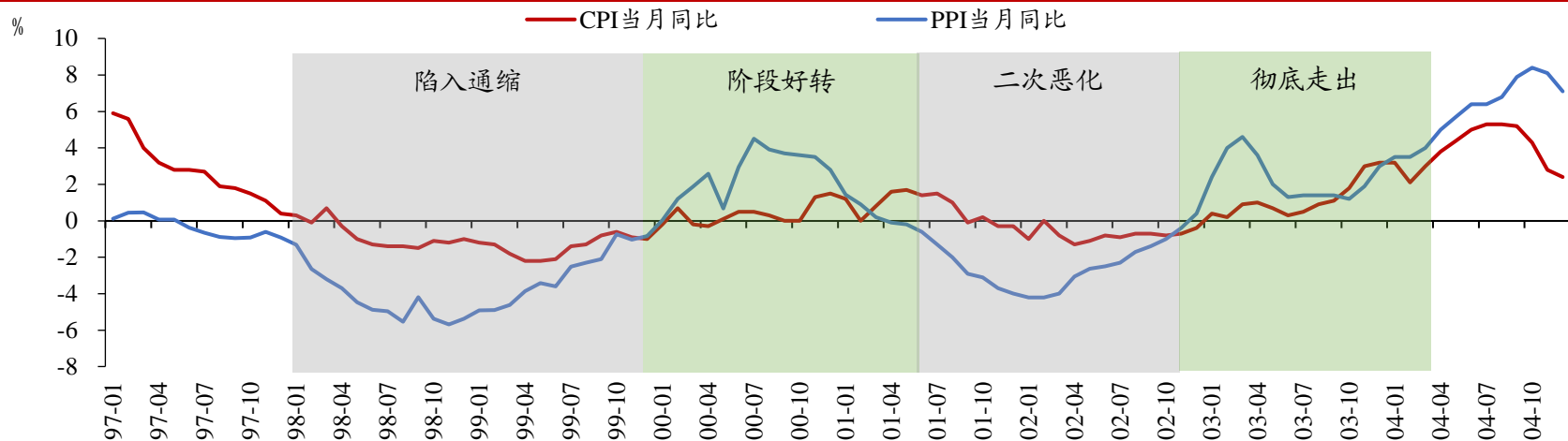
1998-2002年：连续外生冲击导致通缩反复

- 1997亚洲金融危机，2001互联网泡沫破裂，国内出口受到严重影响
- 前期投资过度扩张，产能过剩问题严重，企业“慎贷”
- 企业经营情况恶化，银行坏账风险升温，银行“惜贷”
- 内外需共振走弱，供需错配



- 央行5次降息（1年期贷款利率下调333BP，1年期存款利率下调360BP），2次降准（准备金率下调700BP）
- 1998年发行2700亿特别国债补充四大行资本金，1998-2002年，共发行长期建设国债6600亿，累计带动投资2.46万亿
- 启动住房商品化改革和国企改革

1997-2004物价走势



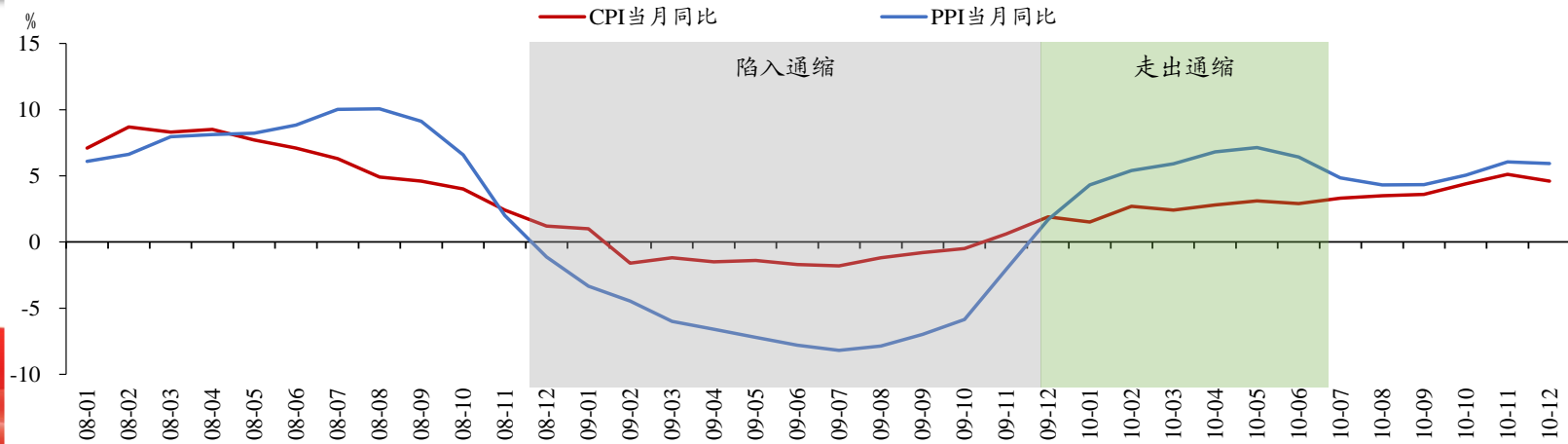
2009年：金融危机叠加政策收缩导致物价走低

- 2008年全球金融危机爆发，对出口依赖度较高的国内经济造成严重打击
- 前期国内经济出现过热征兆，央行收紧货币政策抑制泡沫，但也对正常需求产生一定负面影响
- 金融市场大幅调整，叠加货币政策收紧，导致房地产市场出现下跌，加剧市场恐慌情绪



- 央行5次降息（1年期贷款利率下调216BP，1年期存款利率下调189BP），3次降准（准备金率下调200BP）
- 中央政府推出“四万亿”经济刺激计划（08年GDP32万亿），地方政府加码跟进
- 通过调降首付比、房贷利率下限等手段加码房地产刺激

2008-2010物价走势



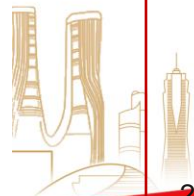
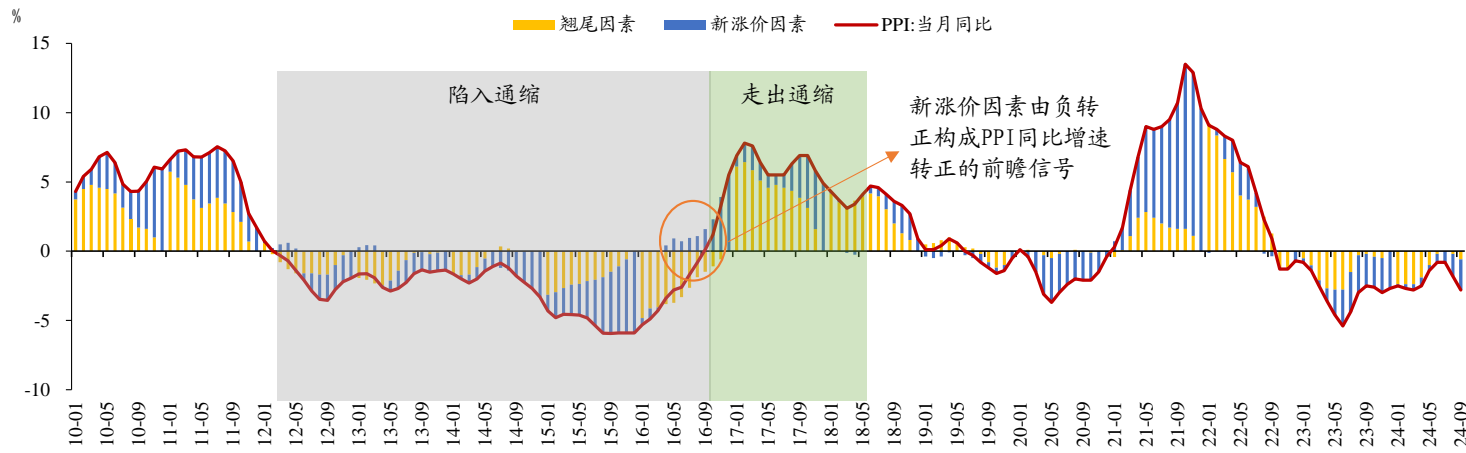
2012-2016年：供给过剩导致生产端物价低迷

- 我国经济增长换挡，逐步向新常态演进，国内需求有所收缩
- 金融危机余波未平，欧债危机风险再起，欧美经济均陷入衰退期，外需持续疲软
- 前期政策导致产能过剩问题突出，供需错配矛盾加剧



- 实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持适度财政支出规模并优化支出结构，既不短期刺激，也不放任经济失速
- 提出“三去一补一降”的供给侧结构性改革要求，逐步淘汰落后产能，通过过剩产能出清带动供需重回平衡

2010年以来PPI走势



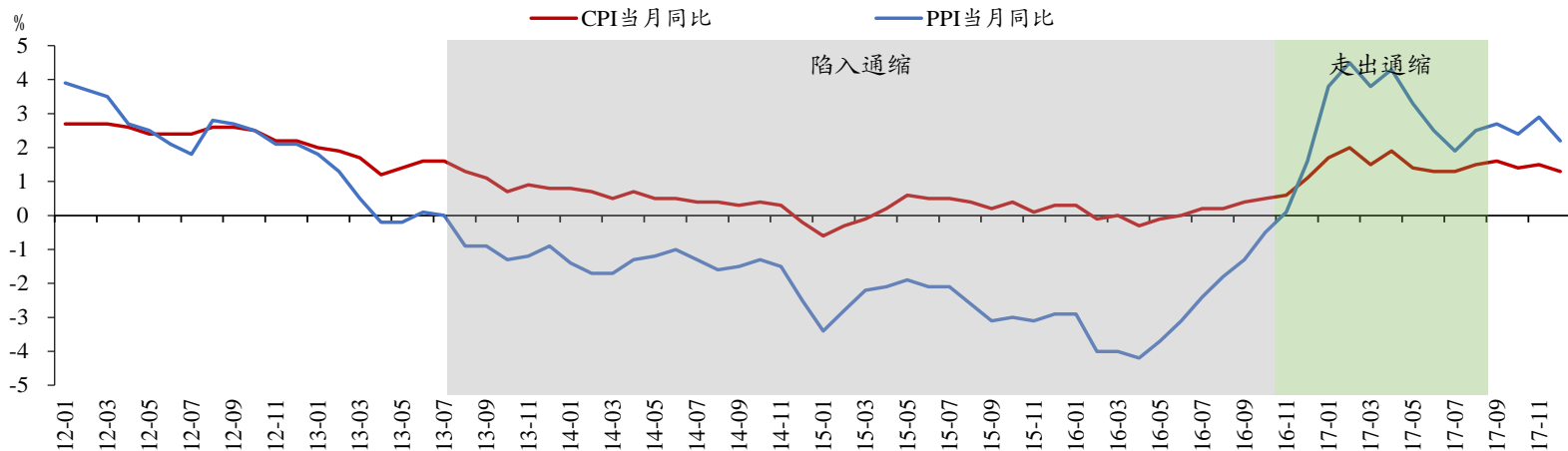
欧元区2014-2016年抗击通缩

- 金融危机、欧债危机导致欧元区国家偿债压力攀升，欧洲各国为控制赤字而收紧财政支出，对总需求形成抑制
- 希腊、爱尔兰等国产业结构存在单一化问题，更多依赖旅游、消费等行业，在面临国际危机时更易受到冲击
- 危机蔓延后居民失业率高企，工资水平出现下滑，终端需求收缩



- 欧洲央行推出零利率甚至负利率政策，并配套创造长期再融资操作、证券市场计划等多项非常规货币政策工具，通过购买国债及其他资产为市场注入流动性
- 欧洲央行通过表态将长期通胀预期锚定在2%左右水平，避免经济陷入预期通缩的负向陷阱
- 危机国财政重整，推动经济重回增长区间

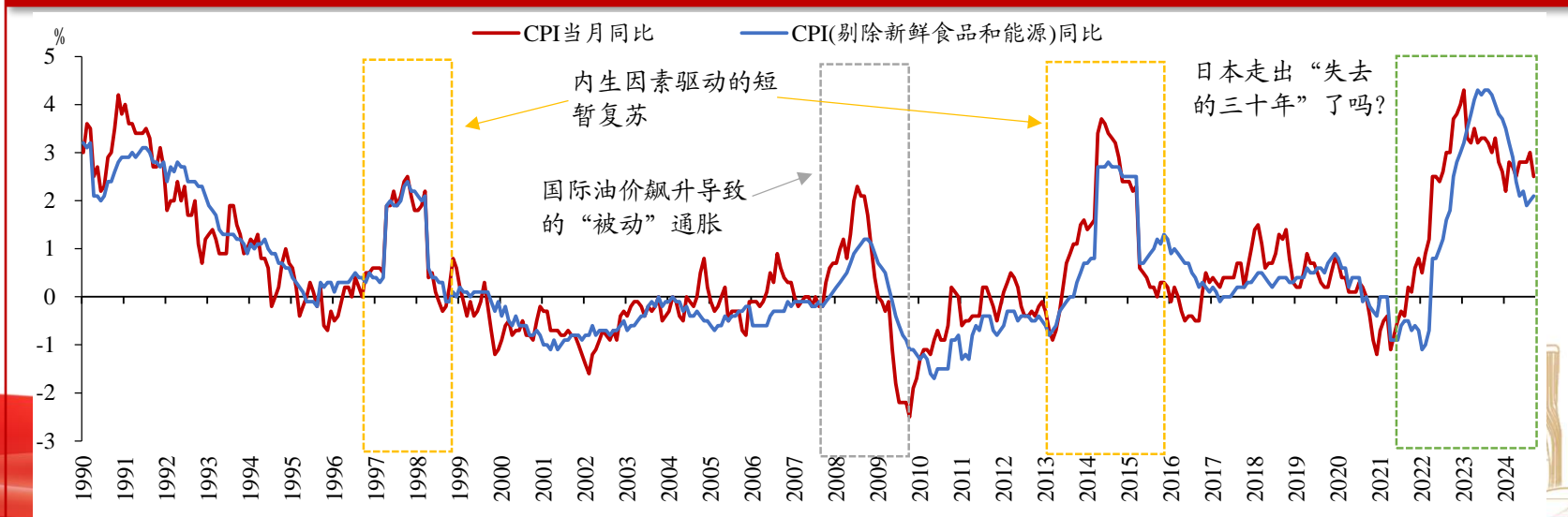
欧元区2012-2017年物价走势



日本“失去的三十年”，一部通缩抗争史

- 自上世纪90年代资产泡沫破裂后，日本经济陷入“失去的三十年”，同时也是一部典型的通缩抗争史。
- 2007-2008年，日本通胀出现显著回升，CPI同比增速最高触及2.3%，但主要受当时国际油价飙升影响，剔除食品及能源项后，CPI最高增速仅1.2%，后续伴随国际油价冲高回落，日本再度陷入通缩环境。
- 2022年以来，受外生因素影响，供应链冲击叠加持续大规模财政刺激，日本物价回暖，似有走出“失落的三十年”之势。
- 1997-1998年及2013-2015年，内生因素驱动日本通胀出现短暂复苏，其成功原因及失败教训更值得关注。

日本抗击通缩历程



日本两次“踏入同一条河流”

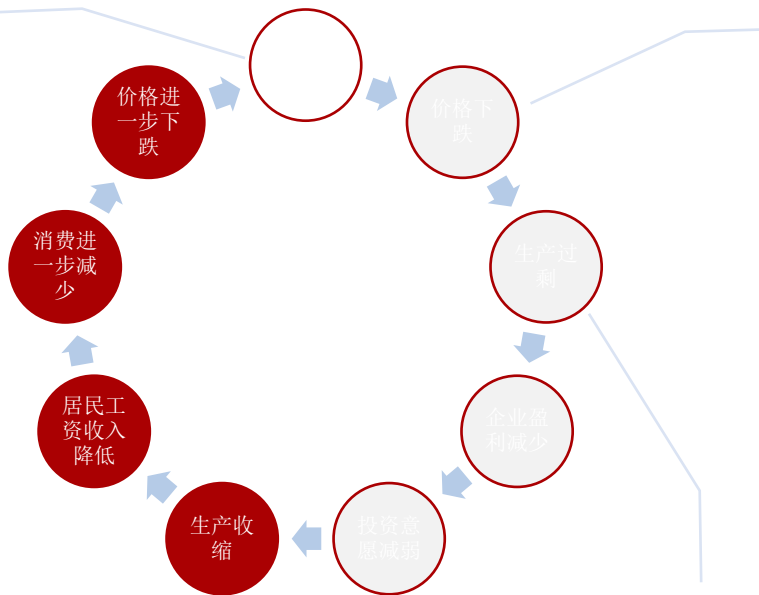
- 横向对比1997-1998年和2013-2015年日本抗击通缩得失，可以看到两者呈现一定相似之处。
- 宽财政与宽货币，构成抗击通缩的基本政策组合。
- 上调消费税率成为导致抗通缩失败的导火索。
- 核心原因在于财政政策在扩张与整顿之间过快摇摆，尤其在社会预期尚未企稳时，财政收缩对社会预期、居民消费等均会产生负面抑制作用。
- 制度弊病逐步显现，结构性改革需要时间，除安倍内阁在2012-2020年执政8年较为稳定外，1990-1999年期间日本共经历7任首相更迭，使得长周期结构性改革政策难以推行，短期政策亦更加反复。

年度	1997-1998年	2013-2015年
成功经验	<ul style="list-style-type: none"> ■ 日本央行自90年后连续9次下调政策利率，将贴现率由6%下调至95年的0.5%低位水平 ■ 1992-1995年间，日本政府连续推出6项增量财政刺激政策，总规模合计超60万亿日元 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2013年4月，日本央行以基础货币为操作目标，推出QQE政策，加大国债等资产购买规模 ■ 2013年1月，日本政府推出《振兴日本经济的紧急经济措施》，财政支出规模达13.1万亿日元，规模远超当时其他财政法案
政策效果	<ul style="list-style-type: none"> ■ GDP增速于93年Q3下跌1%触底，95年Q4反弹至3.5%达峰 ■ CPI增速于97年6月站上2% 	<ul style="list-style-type: none"> ■ GDP增速于12年Q4下跌0.1%触底，13年Q3反弹至3.1%达峰 ■ CPI增速于14年4月跃升至3.4%
转折点	<ul style="list-style-type: none"> ■ 97年4月，消费税率由3%上调至5% 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 14年4月，消费税率由5%上调至8%
个性原因	<ul style="list-style-type: none"> ■ 亚洲金融危机对日本出口导向型经济造成冲击 ■ 银行不良贷款问题爆发 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 货币乘数快速走低，出现“流动性陷阱” ■ 政府债务负担制约宽财政政策
共性原因	<ul style="list-style-type: none"> ■ 人口老龄化程度加深，需求弹性偏低，刺激并维持内需景气的难度较高 ■ 消费税提高预期使得居民集中提前消费，造成GDP、CPI的虚假繁荣，并对后续政策决策产生误导 ■ 财政政策在社会预期尚未完全企稳时过快转向，导致此前刺激政策功亏一篑 ■ 终身雇佣制、年功序列制等制度安排，使得劳动力市场趋于僵化，企业盈利向员工薪资的传导途径存在堵点，导致难以提升居民收入预期，进而对提振居民消费产生制约 	

反思与启示一：强外力介入，打破负向循环

- 通缩的本质在于供需失衡后经济内生陷入负向循环，抗击通缩的主线任务在于通过强外力介入打破循环。

- 需求端，扩大财政支出，提振实体部门收入及预期，引导其跟随扩大消费与投资，是抗击通缩的多数之选。
- 需求回暖是结果而非手段，经济增长是拉动内生需求回升的最好手段，典型如我国1998年推动住房商品化改革，以房地产业作为经济增长新的动能。
- 通过需求发力匹配过剩产能，对宏观经济造成的负面影响较小，但政策效果有赖社会预期的彻底转变，刺激政策退坡后需求能否维持存在不确定性。



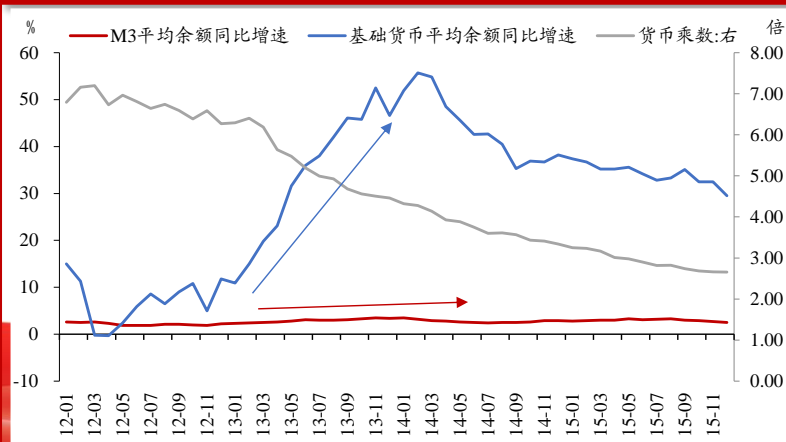
- 价格端，通过政策表态持续强化价格上涨预期，打破实体部门预期价格会进一步下跌而持币待购的状态，推动经济内生循环步入正轨。
- 通缩循环背景下，若要形成价格上涨预期，有赖外生因素的持续干预，典型如2014年的欧洲，欧洲央行持续强调2%的长期通胀目标并配套宽货币政策干预，对稳定价格预期具有积极作用。

- 供给端，通过推出结构性改革政策，清退过剩落后产能，重新引导需求与供给回到匹配状态。
- 供给收缩对GDP会产生一定程度的负面影响，且结构性改革需要相当时间推进，对于以经济增速作为首要考核指标，且任期相对有限的政府而言，推动供给侧改革的意愿并不强烈。
- 我国于2015年启动供给侧改革，前提在于明确经济增速换挡，换言之能够以暂时的增速回落换取长期经济结构升级，并且同步放松房地产政策以此进行对冲。

反思与启示二：货币搭台，财政唱戏

- 打破通缩循环有赖货币政策与财政政策的协调配合，相比之下，财政政策的决定性作用更为突出。
- 货币政策存在“软绳效应”，宽货币并不等于宽信用。货币政策对于需求的刺激作用偏间接，更多通过压低利率、加大基础货币投放等方式为信用扩张创造条件，但信用派生能否顺利实现，依然有赖于实体部门自身选择。尤其在经济陷入通缩循环的不利环境下，即便融资、消费等条件优厚，实体部门或依然选择更多储蓄以防风险，“流动性陷阱”随之而来。
- 财政政策能够更好扮演“火车头”角色将经济拉出泥潭。财政政策以政府投资、消费等形式开展，略过信用派生过程而直达实体经济，在实体部门观望不前时，大规模的财政支出能够有效提振实体部门经济预期，按照财政先头领军、实体后续跟上的节奏推动经济循环回归正轨。
- 典型如2013年的日本，货币政策“异次元金融缓和”效果有限，财政政策方是立足之本。

日本基础货币激增并未带动信用派生



资料来源：Wind，浙商证券研究所

大规模的财政刺激更为有效

财政法案	出台时间	财政支出 (万亿日元)	总规模 (万亿日元)
实现新增长战略的三步经济措施	2010.9.10	0.9	9.8
应对日元升值和通货紧缩的综合紧急经济措施	2010.10.8	3.8	19.8
应对日元升值的综合方案	2011.10.21	2.0	23.6
日本复兴加速计划	2012.11.30	1.3	2.0
振兴日本经济的紧急经济措施	2013.1.11	13.1	20.2
实现良性循环的经济对策	2013.12.5	5.5	18.6
将良性循环推广到地方经济的即时经济对策	2014.12.27	3.5	-

资料来源：日本内阁府，浙商证券研究所

- 真正战胜通缩需要有效扭转社会预期，引导形成经济向好、积极扩张的社会氛围。

经济“动量”影响预期弹性

- 对于持续增长的经济体，即便遭遇暂时性冲击，实体部门仍具有较强的“繁荣”惯性，只需宏观政策稍加刺激，经济便可重回增长正轨。对于持续收缩的经济体，通缩预期一旦固化，靠短期政策发力或仅能产生脉冲作用，后续政策退坡后预期能否企稳仍存变数。
- 典型如“失去的三十年”中的日本，低通胀、低增长思维深入人心，即便安倍经济学短期发力，仍未能有效扭转通缩趋势。同时，人口老龄化程度、“平成废柴”躺平思潮等因素也会对预期弹性产生额外扰动。

宏观政策不仅看规模，也看时间

- 宏观政策的规模与效果成正比，但对于相对固化的通缩预期，仅一次的大规模财政刺激政策或难以完全改变预期，政策的持续性至关重要。
- 日本1998年及2013年两次抗击通缩失败，导火索均是在社会预期并未完全企稳时便进行财政转向，提升消费税以整顿财政，直接后果便是导致社会预期再度下行，前期刺激政策功亏一篑。

超越预期方能扭转预期

- 从行为金融学角度出发，预期改变并非是连续过程，而是更接近于离散过程，当外生事件冲击超过心理阈值时，便会引发预期的跃升式转变。
- 以此推演，宏观政策作为扭转预期的催化剂，大步快走胜过小步慢行，典型即2008年推出的“四万亿”，凭借大超预期的刺激规模实现对市场悲观预期的有效扭转。

目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

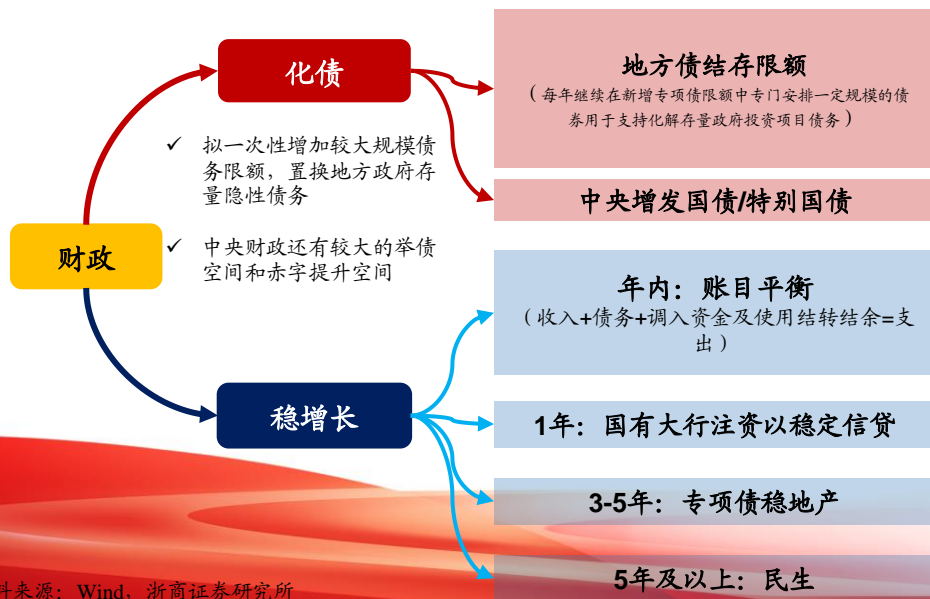
第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

财政：化债是主线，中央加杠杆

- 来自1012会议一些“线索”：10月12日财政发布会核心围绕“化债，稳增长”展开，其中短期稳增长，中期化债；
- 年内注意：①人大审批（增发国债、预算资金调入，额外的限额调整）；②12月政治局会议（对明年财政的定调）；
- 2025年中性情形：我们预计赤字率约提升至3.6%附近，对应财政组合：赤字5万亿（中央赤字4.3万亿，地方赤字0.7万亿），地方政府新增专项债5万亿，2万亿特别国债（其中1万亿大行补充资本金）。

来自20241012财政会议和近期市场信息的启示



- **置换债**（2015-2018年间，用地方债置换“纳入预算管理的非政府债券形式的政府存量债务”；2019年，建制县隐性化解试点，置换债置换隐债）
- **特殊再融资债**（2020年，发行特殊再融资债置换隐债；2023年发行再融资债偿还存量债务）
- **特殊新增专项债**（可用于化债，2024）

□ **增加赤字/特别国债**：减轻地方债务还本付息负担、补充财力

- **第一本账（缺口1.3万亿）**：①增发国债；②国债结存限额（8283亿）；③结存利润；④预算稳定调节资金调入；
- **第二本账（缺口1.5万亿）**：①地方债结存限额（4000亿）；②非税收入（盘活存量资产等）；③调入资金（预算稳定调节基金等）

□ 1万亿特别国债，分批支持

□ 范围：收回收购存量闲置土地用于保障性住房

- 定向性：“三保”、“大学生奖学金”
- 消费刺激：消费品以旧换新和更新换代。

化债：地方主导，以增加地方债限额为主

- **化债**：主基调或切换为“化债中发展”，核心仍是地方主导，但中央或也介入部分（狭义赤字中转移支付/特别国债）；
- **如何化债**：专项债限额（存量政府投资项目债务）+地方债限额（地方存量隐性债务）+中央或也参与部分。

如何理解化债

基础定义

本质上是政府预算之外，由政府举债却需要财政偿还的债务。（1）地方政府、国企举借，约定用财政资金偿还债务；（2）地方政府或国企举借，由政府担保债务；（3）政府在政府投资基金、PPP等服务中，约定回购本金，承诺保底收益等中长期支出债务。

化债意义

- （1）**违约风险**：隐债难以量化，以及管理，易造成区域政府过度举债，在经济难以维持高速运转时，易催生违约风险；
- （2）**金融风险**：隐债属于地方债务转移至区域性金融机构，违约易引发中小行金融风险进而演变成金融风险

历史演变

- （1）**起源**：1994年分税制改革后地方政府财权和事权的不匹配；
- （2）**演变**：**审计和排查**（2010-2014，19号文为代表）→**置换**2014年前的**存量债务**（2014-2018，43号文为代表，置换债）→**十年化债**（2018-至今，35、47、14及134号文为代表，多举措并举，具体包括央行入场支持，金融机构支持隐债置换，区域隐债化解，城投融资限制）、**特殊再融资债/特殊新增专项债等**）

政策方向

- （1）**原则**：“谁家孩子谁抱走”→“**统筹协调、上下联动**？”；
- （2）**化债途径**：①**实质偿还**（安排财政资金偿还；出让政府股权及经营性国有资产权益偿还；利用项目结转资金、经营收入偿还）；②**债务重组和置换**（借新还旧、展期等方式偿还；债转股；AMC参与重组化债）；③**债务置换**合规转化为企业经营性债务（核心是企业自身造血功能增强）；④**破产清算**

对当前化债怎么看？

化债主导

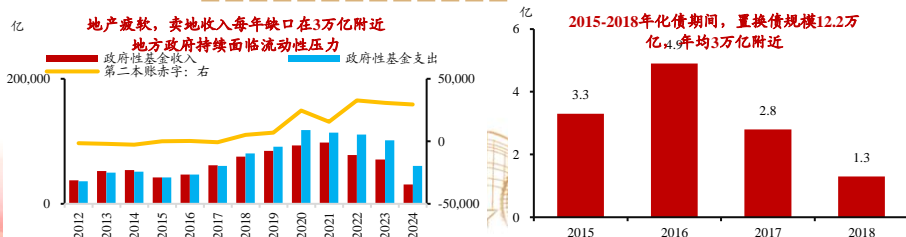
11月4日议案“增加地方政府债务限额”或代表**主体仍旧是地方政府为主体**，但是结合134号文以及财政部1012发言，**中央或也参与部分（但更多是措施救助，否则容易滋生道德风险）**。

化债基调

主基调关注从“**在化债中发展**”转向“**在发展中化债**”转变，方向预计延续“**遏新化存**”风格，“**遏新**”在于细化监管，“**化存**”核心点为“每年继续在**新增专项债限额**中专门安排**一定规模**的债券用于支持**化解存量政府投资项目债务**外，拟一次性增加**较大规模债务限额**置换**地方政府存量隐性债务**”

化债规模

2015-2018年期间4年化债12.2万亿，年增量约3万亿，当前是“**近年来最大规模的债务置换**”对应最终化债资金“**债务限额（2万亿每年）+新增特殊专项债+特别国债**”等**最终年增量可能3万亿附近**，对应8.8万亿存量城投有息债务。



稳增长：中央主导，方向优化

- **财政的思考**：扭转内需不足的宏观图景需要积极的财政打破，24年财政政策总量足，但地方债融资节奏偏慢带动效果有限。
- **2025年财政如何稳增长**？重点在于：①保持必要支出强度；②增强地方主观能动性；③指出方向需要向民生靠拢；④财税机制需要进一步改革，理清央地财事权关系。

当前的宏观图景客观需要财政发挥稳增长作用

宏观图景

- **经济：有效需求不足是主要矛盾**。以年度为视角，当前支撑经济主要来自于外需以及“两新、两重”政策作用下的高技术制造业以及装备制造业，其余动能疲软，并且最终导致了“物价疲软、实体预期降温，实际经济增速运行在潜在经济增速之下”的宏观情况。
- **政策：货币政策边际效应减弱**。以年度为视角，货币政策在流动性以及总量刺激（降准降息次数和频次）均高于往年，但实体修复环比并未大幅提升，作为“推绳”方，边际效应有限。

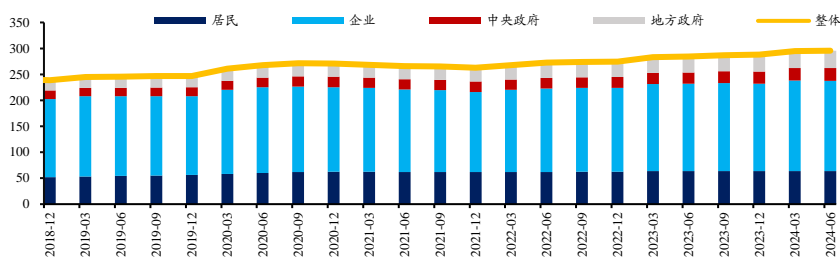
【稳增长】方向需要【财政】更加积极

财政思考

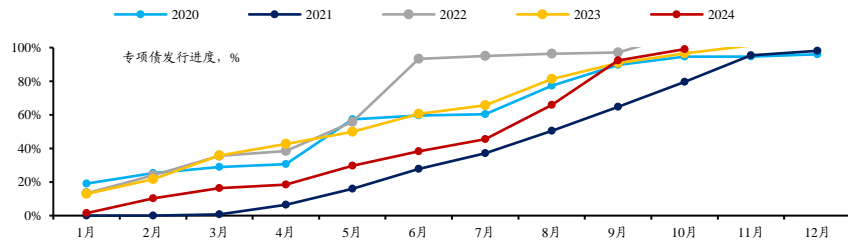
- **2024年财政不积极吗**？
 - ✓ 总量上接近9万亿，规模积极，但节奏偏慢，特别是8月份之前地方融资节奏明显偏慢；
- **2025年财政如何稳增长**？
 - ✓ **总量加码**：中央存在较大的加杠杆空间，赤字可提升；
 - ✓ **债务置换**：缓解地方政府流动性风险，提升地方主体积极性；
 - ✓ **支出结构和效率**：①从以“投资”为主到“投资和消费”并重，更加关注民生；②投资端关注对地产支持；③加强财税领域的改革，进一步理清央地财事权关系

量（赤字和化债支持）+方向（消费和财税改革）

无论是国内各主体对比，还是全球对比，中央政府显然存在加杠杆空间



7月之前，地方专项债融资节奏过慢，地方主观积极性有限

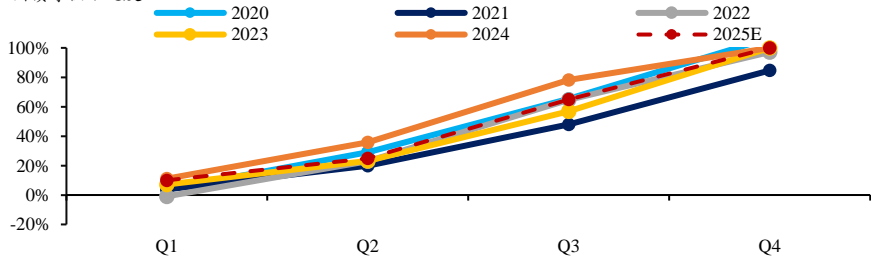


政府债节奏：前高后低或是主流

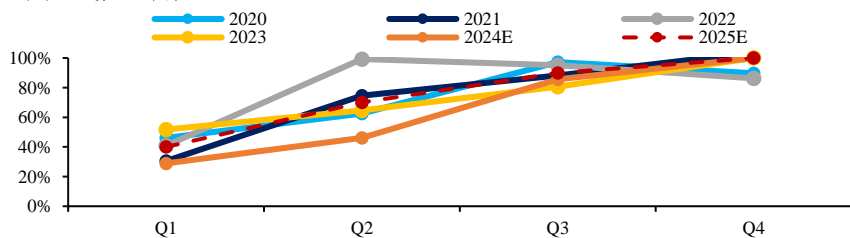
我们预计，2025年政府债供给总量约12万亿，节奏呈现前高后低态势，Q1-Q4净供给3.05万亿/4.74万亿/2.47万亿/1.67万亿，其中：

- ✓ 国债：6.3万亿国债，其中4.3万亿一般国债，2万亿特别国债，Q1-Q4净供给节奏为20%、60%、85%、100%；
- ✓ 地方政府一般债：7000亿（最近几年额度稳定在7200亿），Q1-Q4新增债发行节奏为40%、70%、90%、100%；
- ✓ 地方政府专项债：50000亿，Q1-Q4新增债发行节奏为30%、70%、85%、100%；

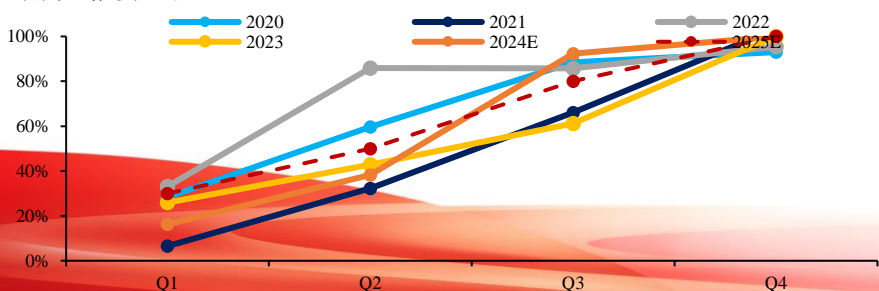
国债净供给进度



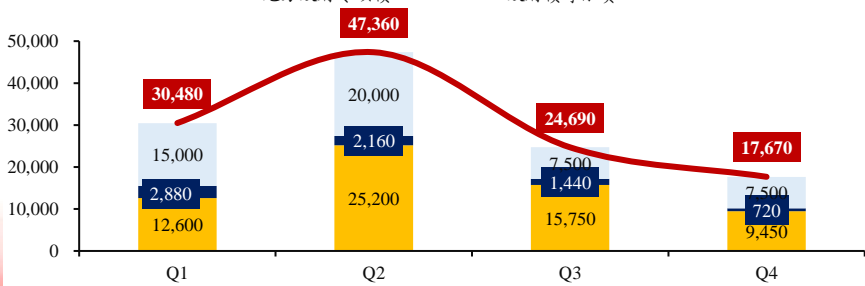
新增一般债供给节奏



新增专项债发行进度



亿



货币：中期完善框架，短期顺位第一目标是稳增长

- **货币政策框架完善**：起源于619陆家嘴金融论坛，框架核心是优化价格调控机制，以完成目标“稳币值（即稳增长和稳汇率）、防止金融风险”。
- **当前目标顺位**：充分就业（稳增长是第一顺位）>币值稳定（物价温和抬升+汇率稳定）>金融稳定>国际收支平衡。
- **政策主基调和手段**：稳增长阶段，主基调仍旧偏宽松，“传统总量（降准、降息）货币政策工具+传统性货币政策工具+近期创设新工具”搭配使用，合理驱动完成前述政策目标。

货币政策思考



总量

结构

货币：降准空间2次，降息空间2次

- **降准或视政府债融资以及MLF进行操作**：具体来看，Q1-Q4政府债净供给3.05万亿/4.74万亿/2.47万亿/1.67万亿，Q1-Q3MLF到期量为1.88万亿/0.41万亿/0.90万亿，假设2024Q4不降准，则预计2025年Q4 MLF到期量或为3万亿附近，对应2025年上半年和下半年均有一定概率降准50BP，若2024年Q4降准，预计Q4到期量1.5-2万亿附近，对应2025年上半年降准一次50-100BP。
- **降息或视内外部情况（内部的净息差，外部的汇率压力）**：按照近年规律较大概率落到Q2-Q3，幅度为单次20-30BP。

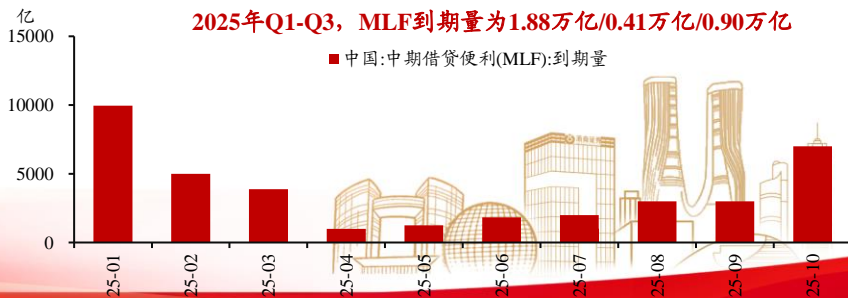
降准的月度规律

降准年份	Q1			Q2			Q3			Q4		
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011												0.5
2012		0.5			0.5							
2013												
2014												
2015		0.5		1					0.5	0.5		
2016			0.5									
2017												
2018				1			0.5			1		
2019	1								0.5			
2020	0.5			0.5	0.5							
2021							0.5					0.5
2022				0.25								0.25
2023			0.25						0.25			
2024		0.5							0.5			
次数	2	3	2	4	2	0	2	0	4	2	0	3

降息的月度规律

降息年份	Q1			Q2			Q3			Q4		
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019											5	
2020		10		20								
2021												
2022	10							10				
2023						10		15				
2024							20		20			
次数	1	1	0	1	0	1	1	2	1	0	1	0

2025年Q1-Q3, MLF到期量为1.88万亿/0.41万亿/0.90万亿



流动性：如何理解权益和权益工具对流动性的影响

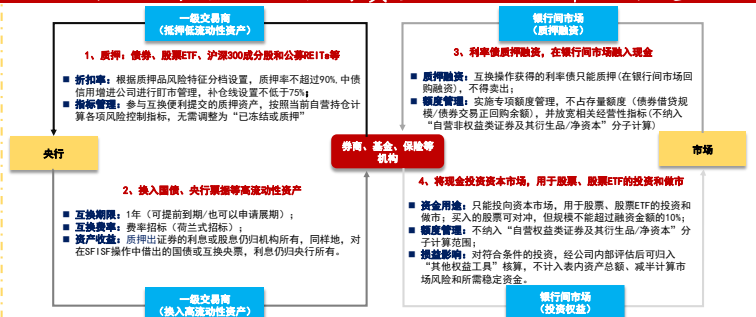
■ **方向：**广义流动性看央行，预计无忧，狭义流动性看经济修复、财政节奏以及权益行情，当前“权益稳、财政节奏前置”的方向比较明确，对应狭义流动性难以回到前期宽松状态；

■ **结果：**分层难以回到2024年3-7月的被动式宽松状态，市场杠杆需求可能重新抬升，资金摩擦或比2024年重。

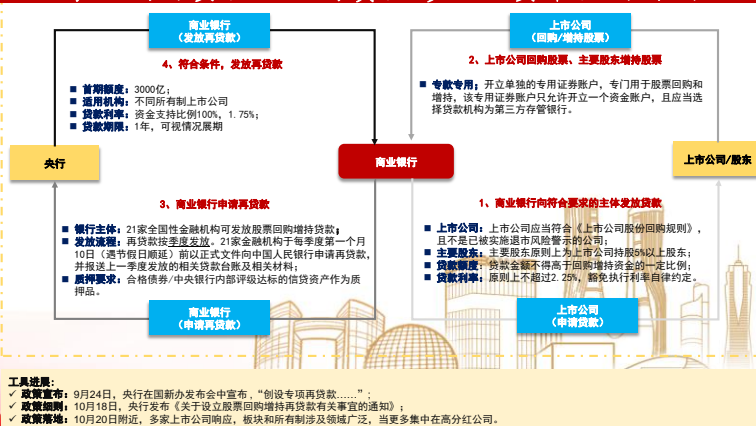
类型	时间	期间货币、信用背景	DR月均值	R月均值	R007-DR007
股牛债熊	2022年11月-2023年02月	2022.11.11的两项政策（放开口罩管控以及地产）带动短债和理财大跌，经济预期抬升，PMI和GDP均向上修复，经济进入预期“修复期”			
股熊债牛	2024年05月-2022年09月	期间市场对政策预期低迷，信心指数位于低位，基本面、物价、金融数据均为历史低位，DR007中枢有走低趋势，叠加手工补息被禁带动非银流动性充足，资金分层也处于低位			
股债双杀	2023年08月-2023年10月	期间专项债和特殊再融资债发行加速，叠加9月降准资金被提前收回，资金系统性被抽出市场，股债市场均面临一定小调整，非银“钱荒”状态明显			
股债双牛	2024年02月-2024年05月	2月央行降准资金和2023年年底加速的政府债发行资金进入市场，但信贷投放疲软和政府债发行慢于预期，带动股票市场和债券市场均进入增量资金，欠配是主旋律，股债表现均较强			

资料来源：Wind、浙商证券研究所

互换便利（SFISF）对资金面：DR抬升压力更大

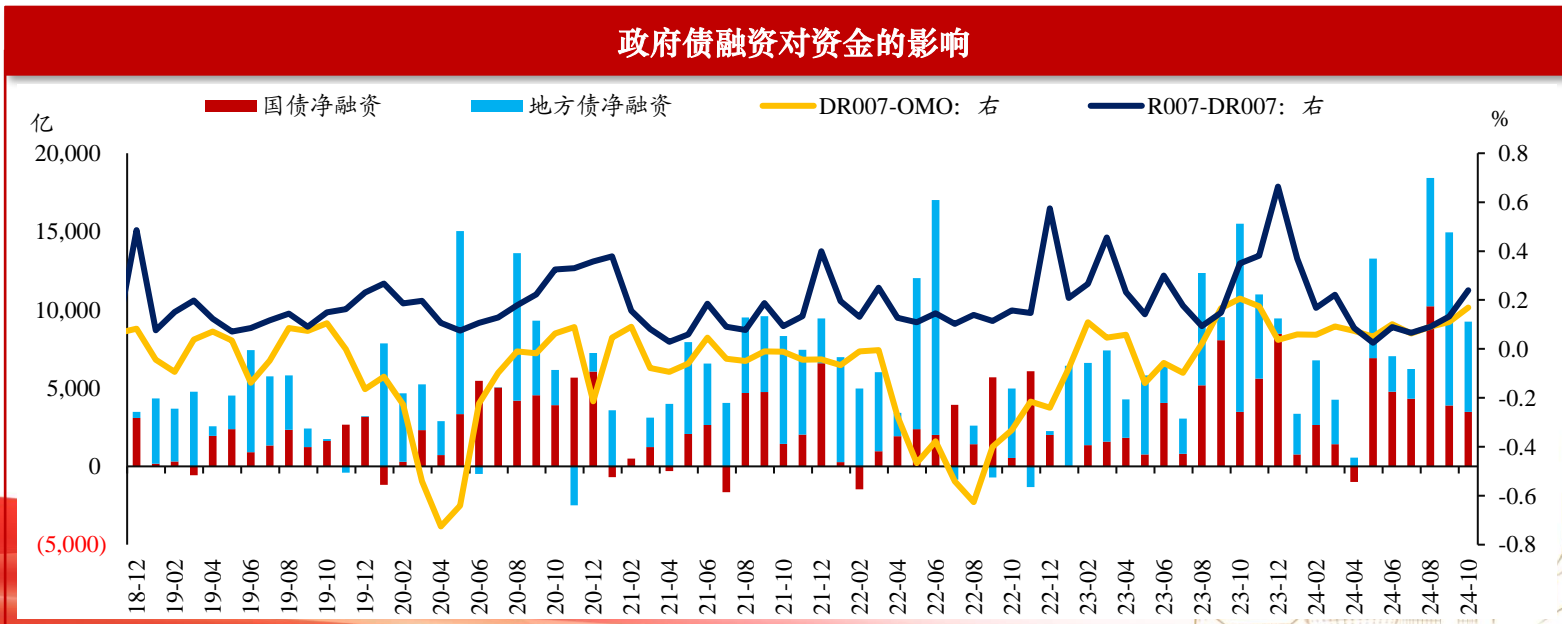


股票回购再贷款工具对资金影响：货币信用时间差



流动性：如何理解政府债对资金的影响

- **整体规律：**就政府债发行本身来看，在政府债净融资增加的阶段，特别显著以万亿作为分水岭，一般存在着“政府债净融资抬升，资金利率和分层走高”的规律；
- **细节规律：**一般而言，DR和政策利率差和银行体系资金缺口有关（政府债承接量和央行中长期资金补充，以及财政投放时间差），政府债大批量发行阶段，DR不易走低；更明显的是分层，地方政府债加速阶段，一般而言分层都走高。

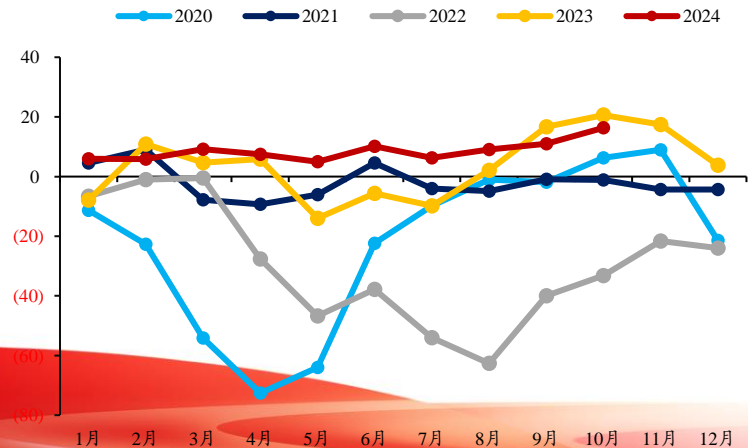


流动性展望：稳定的DR和不稳定的分层

- **数量上：**回顾2024年的资金面，整体保持着合理充裕态势。央行通过短端大额逆回购投放和回笼，中长端“MLF+降准+买卖国债”等方式，将DR007-OMO7D月中枢稳定在5-10bp附近。鉴于后续央行可以维稳资金面的数量手段更多，量无忧；
- **价格上：**稳定DR的手段核心是量的平稳和隔夜正逆回购机制，分层后续扰动因素偏多，包括政府债发行和权益市场对分层的扰动等，但央行或创设直达非银的流动性工具进行应对，不过整体来看，分层回到2024年4-6月概率偏低，节奏上大概率一季度高，二三季度低，四季度高节奏，同时月内波动加大格局。

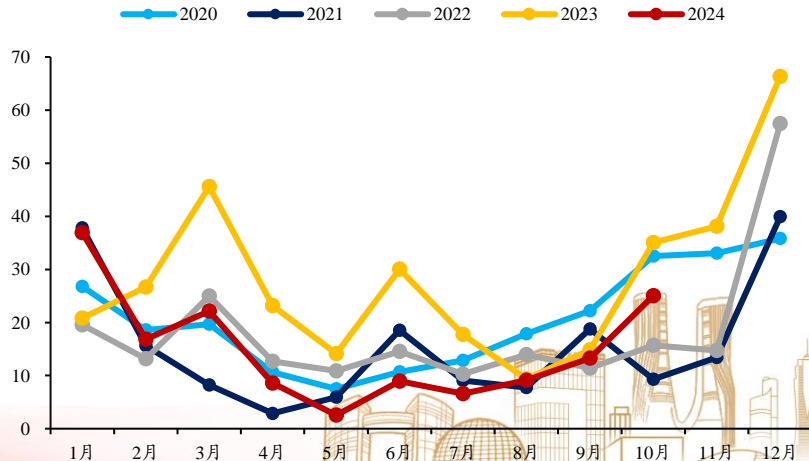
2024年DR007-OMO 7D 月中枢保持相对稳定

DR007-OMO 月中枢



2024年资金分层比往年更弱

R007-DR007



目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

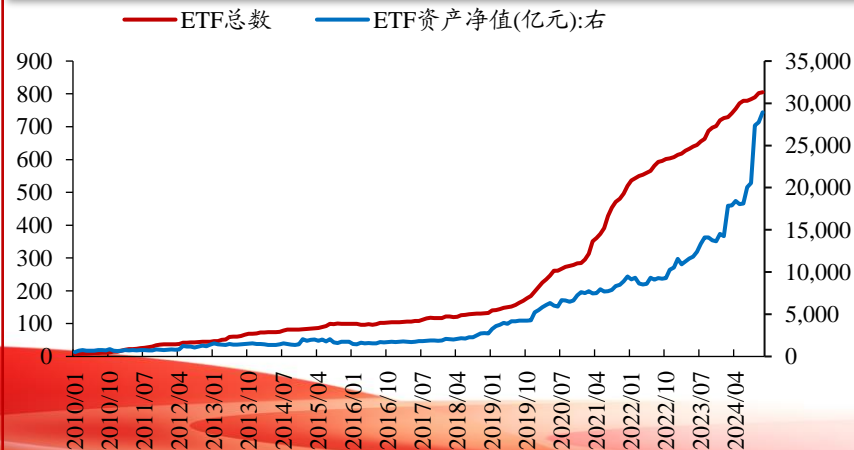
第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

散户机构化：散户参与积极性提升，股债行情可能双边波动放大

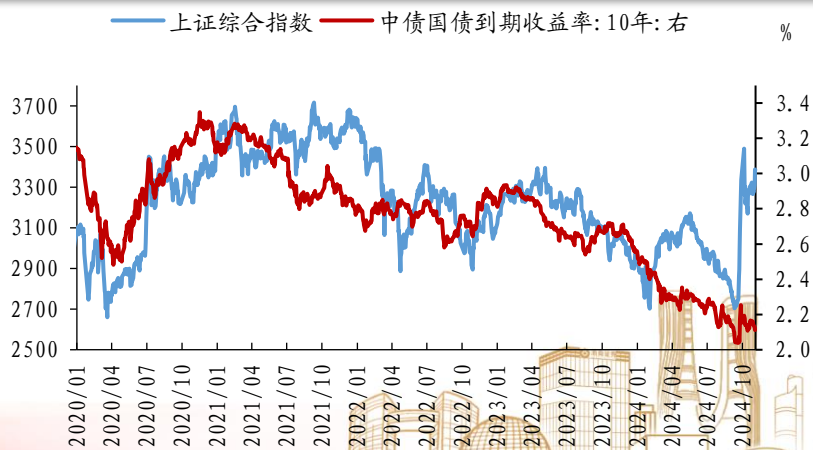
- **散户参与权益市场意愿强。**1) ETF申赎便利性催化了散户参与权益市场的积极性，近三年以来，尤其是2023年以来ETF规模大幅增长，2022年年底时ETF总规模约1.1万亿，而截至2024年11月初，ETF规模高达2.9万亿；2) 居民存款缺少生息途径，参与权益行情意愿较强。
- **随之带来的是散户对权益市场定价权明显提升，行情双边波动放大。**1) 散户增量资金多；2) 散户参与ETF意愿强，大盘行情变动可能超历史经验；3) 资金在低波和高波资产之间切换快，股债市场跷跷板特征强化，债市行情波动也随之放大。

近三年，股票型ETF规模大幅增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2024年年初股债跷跷板特征短暂脱钩，年底特征再度强化

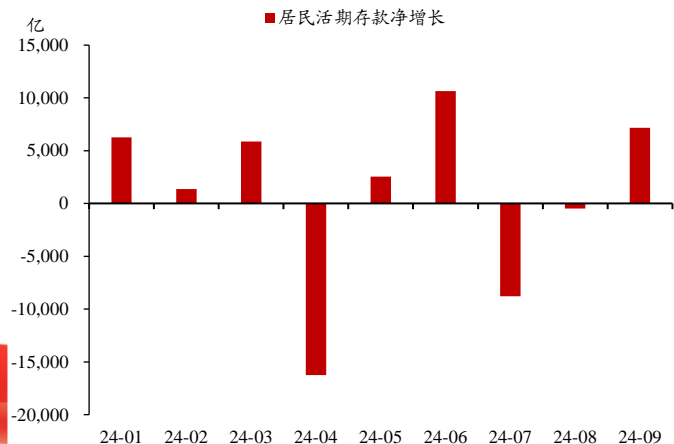


资料来源：Wind，浙商证券研究所

存款活期化：权益市场升温，资金“蓄势待发”

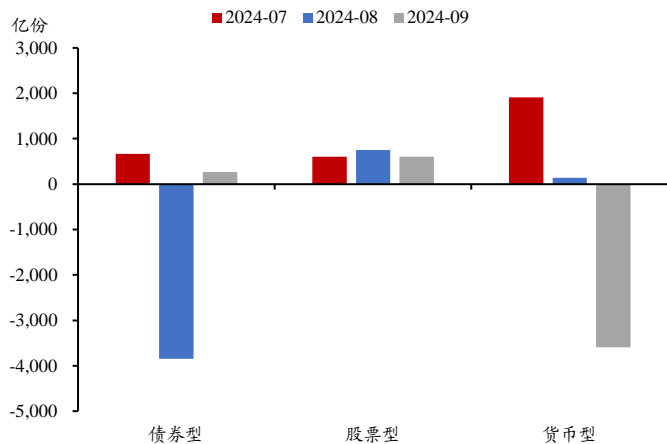
- 此前，相对有限的权益市场投资机会，使得居民存款呈现“定期化”特征，即要么存入银行或购买货币基金以获得稳定收益，要么购买债券基金进行收益增强，即便债券市场出现一定幅度调整，由于其他方面投资机会有限，居民赎回固收类产品的意愿也相对较低。
- 在经历2024年四季度权益市场强势行情后，叠加后续增量政策预期，市场对权益后续走势持普遍乐观态度，表征为居民存款呈“活性化”，即为了保证后续能够及时参与权益市场潜在行情，居民或将定期存款、货币基金、债券基金等固收类产品赎回而持币待购。此举直接导致债券市场负债端的不稳定性显著加大，一旦债市调整或权益市场出现行情，或放大股债跷跷板效应，导致债券市场的回调程度较此前有所放大。

2024年9月居民活期存款净增加规模为年内第二高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2024年7-9月不同类型公募基金份额净变化

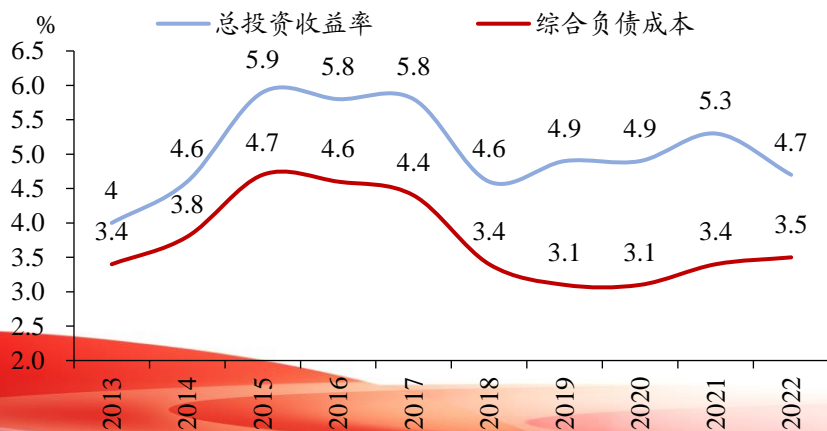


资料来源：Wind，浙商证券研究所

资产荒背景下保险存量成本居高难下，支撑长久期利率上限

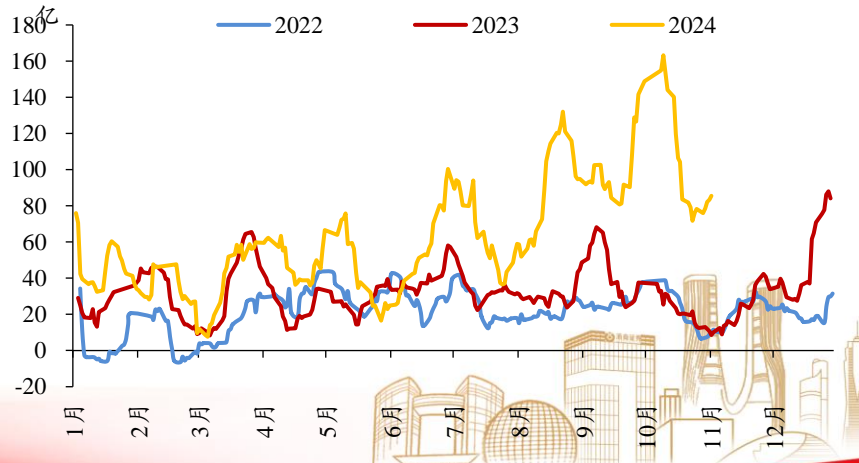
- 虽然2023年以来，保险产品预定利率连续调降，但存量成本是大头，寻找高息资产是保险的长期重要课题。2022年保险综合负债成本约3.5%，而保险总投资收益率约4.7%，利差空间较窄。
- 当前机构投资者面临“资产荒”主要受到三点逻辑的驱动：第一，地产周期缺位，实体有效融资需求不足，推动个人按揭贷款、企业开发贷、信托等高收益的非标资产的规模压缩；第二，系统性风险偏好压降，居民和企业部门资金转向低风险的存款、理财、保险等；第三，宏观货币政策长期稳健偏宽松。
- 因此，在3-5年的中长期维度内以及在合理赤字率的假设下，“资产荒”的逻辑可能长期持续。

保险综合负债成本走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2024年保险对10Y以上超长债买入规模远超往年

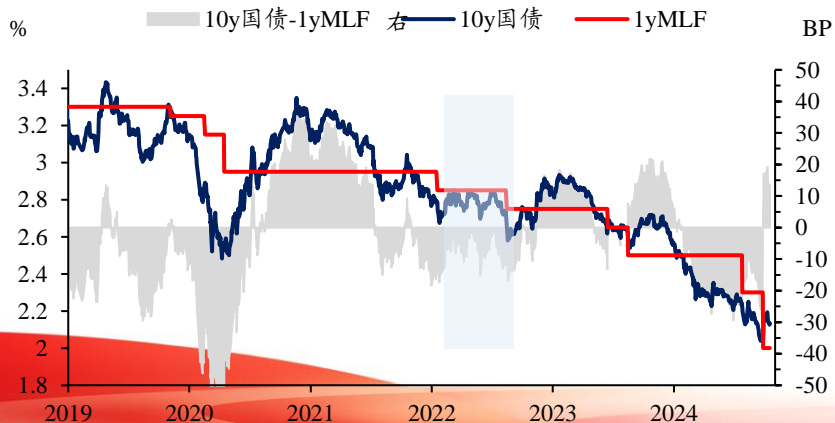


资料来源：Wind，浙商证券研究所

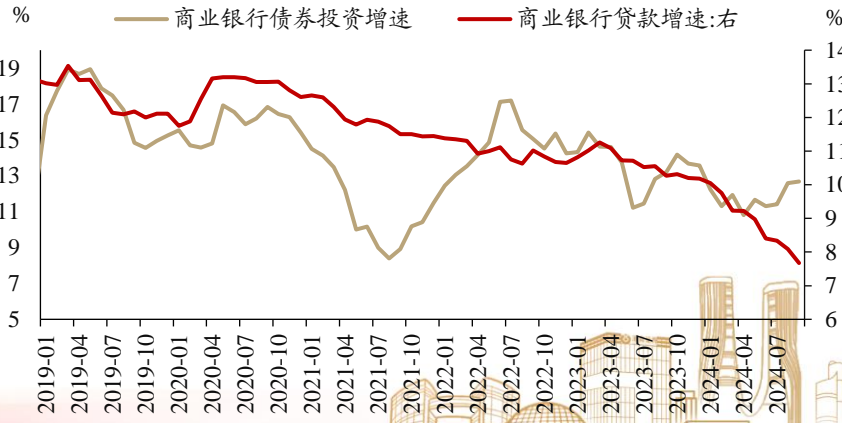
银行配置力量稳定，利率上限大幅走高概率小

- 第一，在低估值且强政策周期机构行为博弈强化：伴随着长达三年的债券牛市，债券的估值点位以及机构行为对利率定价的重要程度渐趋上升。典型的是2022年Q2&Q3，政策预期持续发酵，地产政策、特殊再融资政策频出，市场分歧加剧，各类非银资金间的博弈强化，利率来回震荡。
- 第二，银行配债力量稳定：在化债和信贷调结构背景下，银行体系的贷款增速会维持偏低的状态，这种情形下银行还会维持较充裕的表内配债资金，未来半年~一年周期，利率债仍有相对稳定的银行配置需求。

在低估值且强政策周期机构行为博弈强化



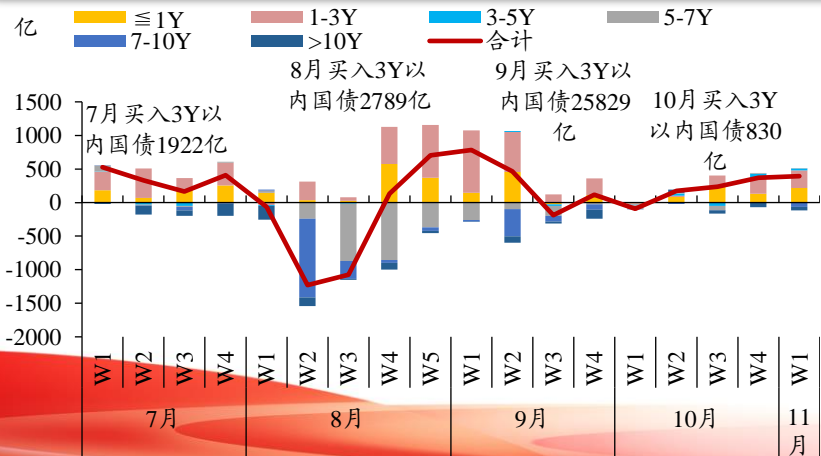
银行体系信贷增速缓慢



大行持续买短债输送流动性，买短先于卖长

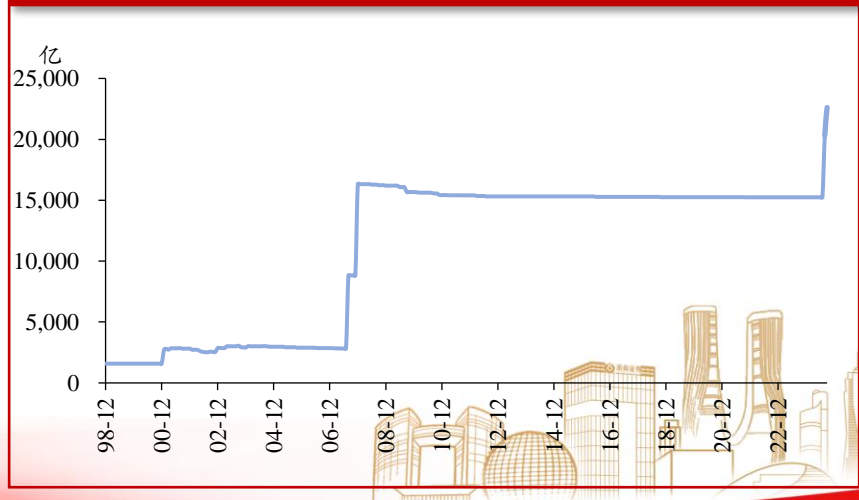
- 2024年央行先后重启买卖国债和买断式逆回购工具替代MLF释放中长期流动性，而大行在其中起到了传导流动性的作用，2024年8月末至九月初，大行连续四周从二级市场大量买入3年以内短国债。
- 我们判断，若以替代MLF为主要目标，央行2025年或会持续买入短国债，利率曲线短端不会大幅抬升；
- 此外，9月底以来大行在二级市场卖出长债的规模明显减少，这反映的是在权益市场反转后，债市预期会随之出现调整，大行继续卖出长债必要性不足。
- 展望2025年，我们判断央行可能持续买短债向市场输送流动性，但是买短并不一定同时卖长；除非债市运行脱离对基本面的合理判断，否则可能不会轻易动用卖债工具。

三季度以来，大行持续从市场大量买入3年以内短国债



资料来源：Wind，浙商证券研究所

央行对政府债权大幅增长

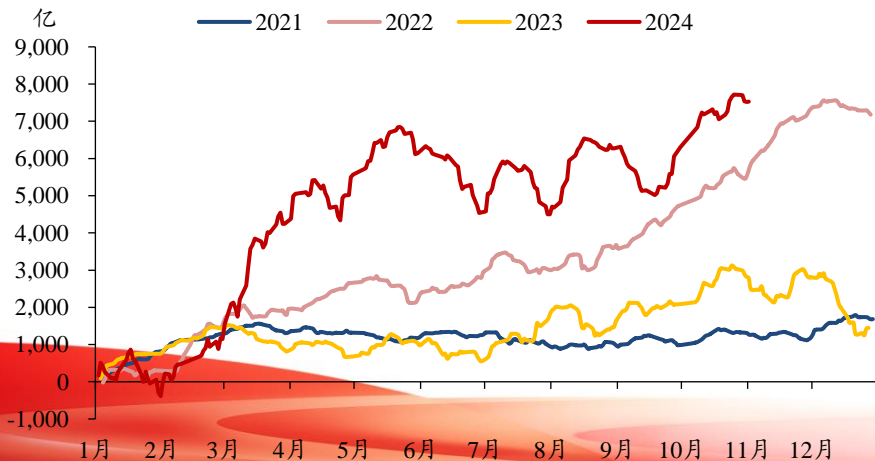


资料来源：Wind，浙商证券研究所

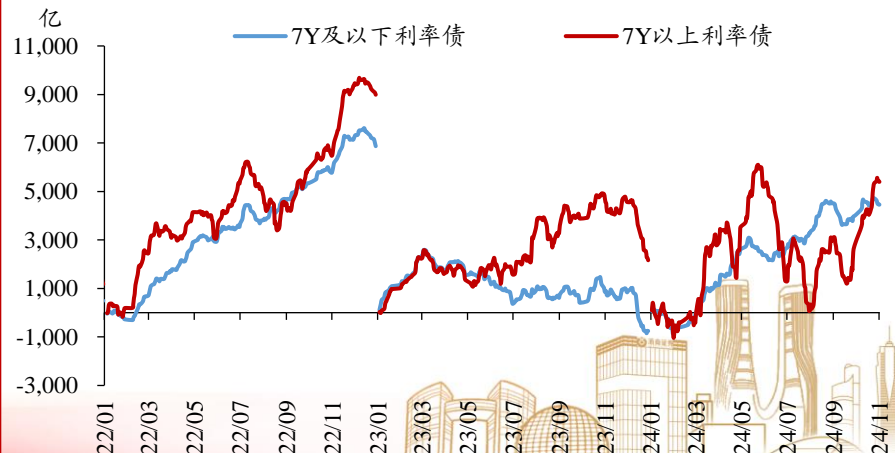
农商行对长债需求较大，监管趋缓后“逢高买债”是主要思路

- 出于税收、资本占用等角度考虑，银行通常配置的主要债券类资产是利率债和存单；但是今年以来，以农商行为代表的中小银行在配债方面也有两点结构性变化：第一，今年以来农商行对国债和对政金债需求分化明显，国债需求明显强于政金债需求。第二，受到监管、止盈等诸多因素影响，农商行对7年以上长期利率债的净买入波动明显放大，从5月至8月农商行买入长期利率债规模明显下降，9月后才二级市场买债情绪才逐渐恢复，后续可能有“补缺口”性质的配债需求。
- 在股市反弹的背景下，监管对农商行交易的关注可能渐趋平缓，后续“逢高买债”或依然是农商行的主要操作思路，且农商行可能有“补缺口”性质的配债需求。对此我们判断：农商行配置国债的需求仍然会较高，且农商行对政金债的需求可能抬升。

农商行二级市场买入国债规模



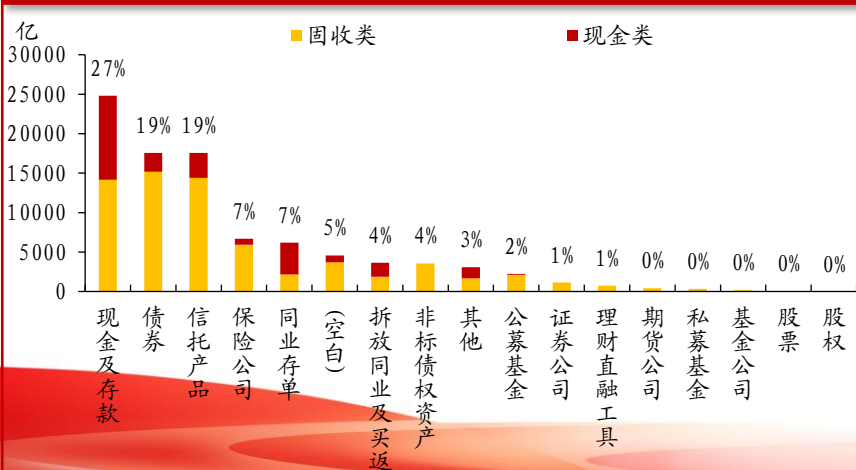
2024年以来，农商行对长久期利率债买入波动明显放大



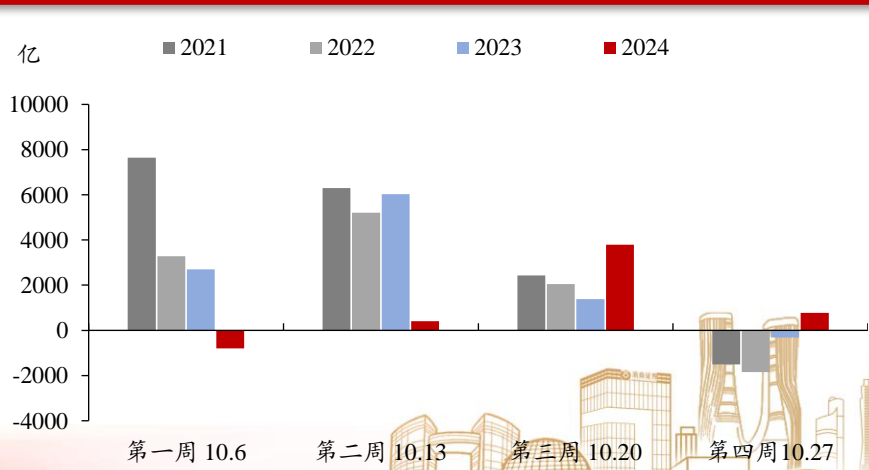
理财扛住2024年三轮急跌调整，规模恢复增长

- 假设债市面临调整压力，理财理论上的应对策略可能是：1) 净值端：优先消耗信托平滑机制的安全垫；2) 规模端：优先赎回债基以及使用存款；其次抛售高流动性利率债和存单；再接着抛售二级资本债；最后抛售普通信用债。
- 理财赎回压力传导至直接抛售债券资产的节奏相对较慢。根据固收和现金类理财产品前十持仓(24H1)占比来看：现金类理财的公募基金、信托、现金的持有占比分别约1%、12%、42%；固收类理财的公募基金、信托、现金的持有占比分别约3%、21%、21%。以固收类理财为例，假设理财赎回公募基金，则可能调整规模3%左右；考虑到理财持有的银行存款部分可能包括较多定期存款，假设其中一半是易于变现的现金和活期类存款，赎回规模至15%左右时，可能对高流动性的债券类资产产生抛售压力，因此理财赎回压力传导至直接抛售债券资产的节奏相对较慢。

理财投资结构（前十持仓）



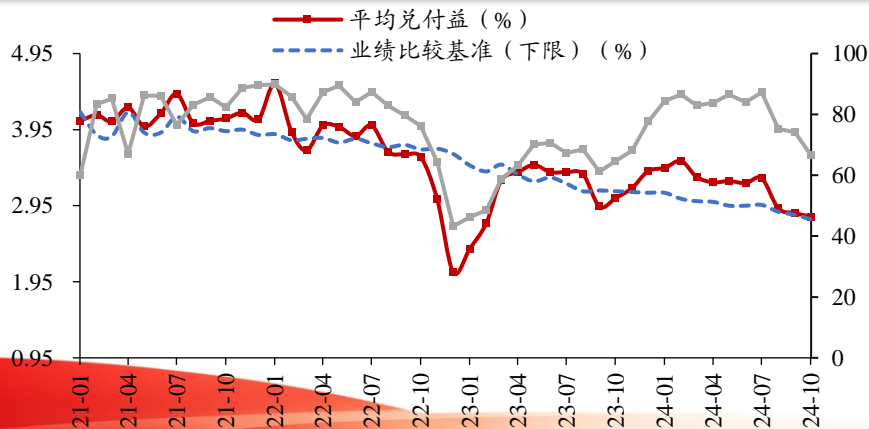
10月第三周以来，理财规模已经在逐渐修复



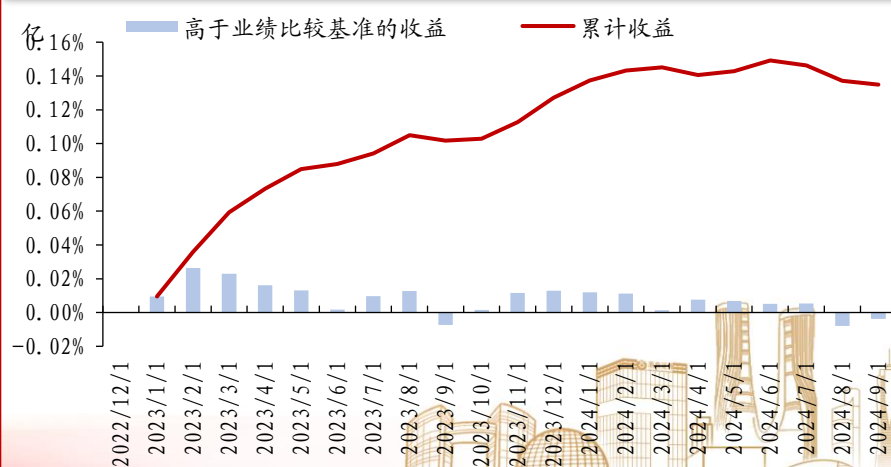
低波工具箱抵御净值波动，大级别负反馈重演压力小

- 净值压力方面，理财前期有较多超额收益通过风险准备金和风险保障金等形式计提在信托计划中。
- 我们假设理财滚动近一月收益中超过当期业绩比较基准下线的部分均可计提进信托计划，并以2022年底为计提起始点计算累计计提收益，则截至9月底这部分可供后续消耗的收益或还有约13BP。根据24H1理财前十持仓情况，假设公募基金、存单和债券资产（约29%）整体调整10BP，则反映在净值上固收类理财收益调整约2.9BP；若累计调整30BP，则固收类理财这部分计提收益或被消耗大多数。若这部分安全垫消耗完毕则理财负反馈压力会显著增加。
- 因此，在低波工具箱的持续运用下，理财净值压力仍然相对可控，在2025年债市不会转熊的判断下，理财可能不会重演2022年四季度大级别负反馈情况。

Q4以来，纯固收理财产品兑付收益沿业绩比较基准下限运行



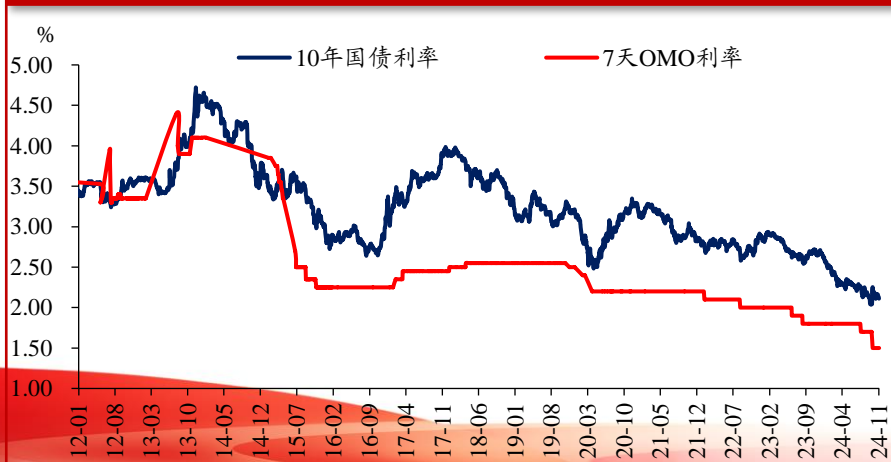
固收类理财近一月平均年化收益高于业绩比较基准的情况



固收资产确定性仍在，也需注意组合整体的防守性

- 2024年初至今，信用利差收窄趋势在今年8月被“打破”。主要受到SPV等监管政策收紧预期强化，导致债基预防性赎回的影响；信用利差过低，向下压缩空间不足；理财流动性管理压力转嫁给基金；信用债流动性不足等影响。
- 但在货币政策配合财政政策发力的基本判断下，机构流动性压力较小，债券需求可能依然存在。
- 同时，以长久期二永和普通信债为代表的利差品种可能受益于流动性溢价的丧失而走扩。
- 此外，在政策和基本面波动弹性变大的情况下，我们建议组合仍需保持较高的流动性并且适当降低久期，做好调仓准备。

债券利率走势和政策利率走势



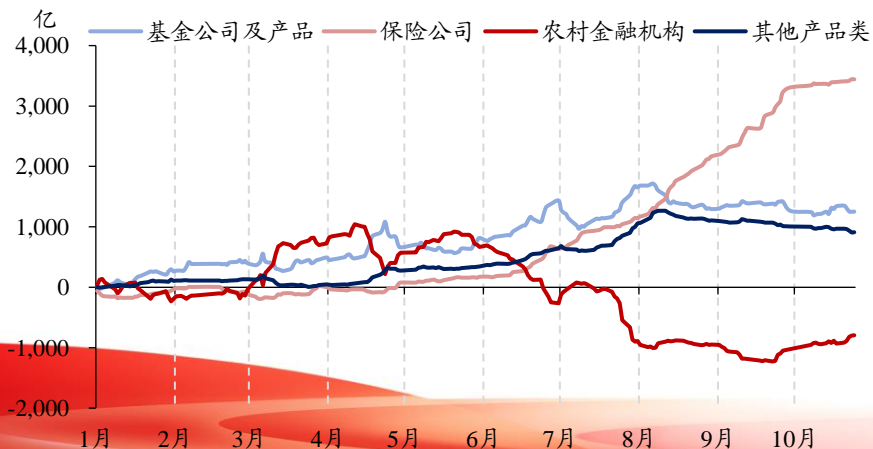
2024年以来3Y AAA信用利差走势



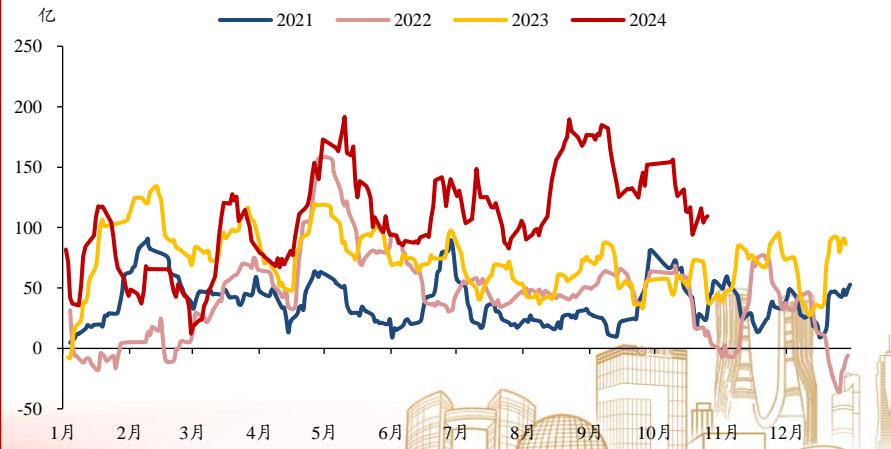
30年国债需求或以配置盘为主，交易盘信心在但波段加快

- 2024年以来，30年国债机构需求呈现三个特征：第一，基金和非银产品户前三季度波段增持，但是8月初以来呈减仓趋势。第二，保险三季度大量增持30年国债，前期保险在费率调降落地前夕，保费收入有脉冲性增长，8月份地方债发行放量以来，对地方债和国债的配置需求均同步增长。第三，农商行四月底至三季度末波段减持，年初至今对30年国债已经转为净卖出。
- 展望2025年，我们认为：1) 基金对30年国债信心仍在，但在政策和基本面弹性放大的假设下，对于超长利率债的参与波段可能更快，30年国债波动可能放大；2) 保险在非标资产荒和利差损的背景下仍需大量超长期品种，利好30年国债需求；3) 农商行可能小幅参与，但受监管约束，系统性降低债券组合久期，后续再大规模入场的概率偏小，对定价影响或也变小。
- 我们判断，2025年30-10年国债期限利差或在15-30BP大区间运行，机构或有参与波段的机会。

从30年国债买入力量上看，保险>基金>非银产品



2023年以来保险买债规模远超往年同期



目 录

第一章 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

第二章 经济基本面篇：拐点已至，静待破局

第三章 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉

第四章 宏观政策篇：财政加力，货币宽松

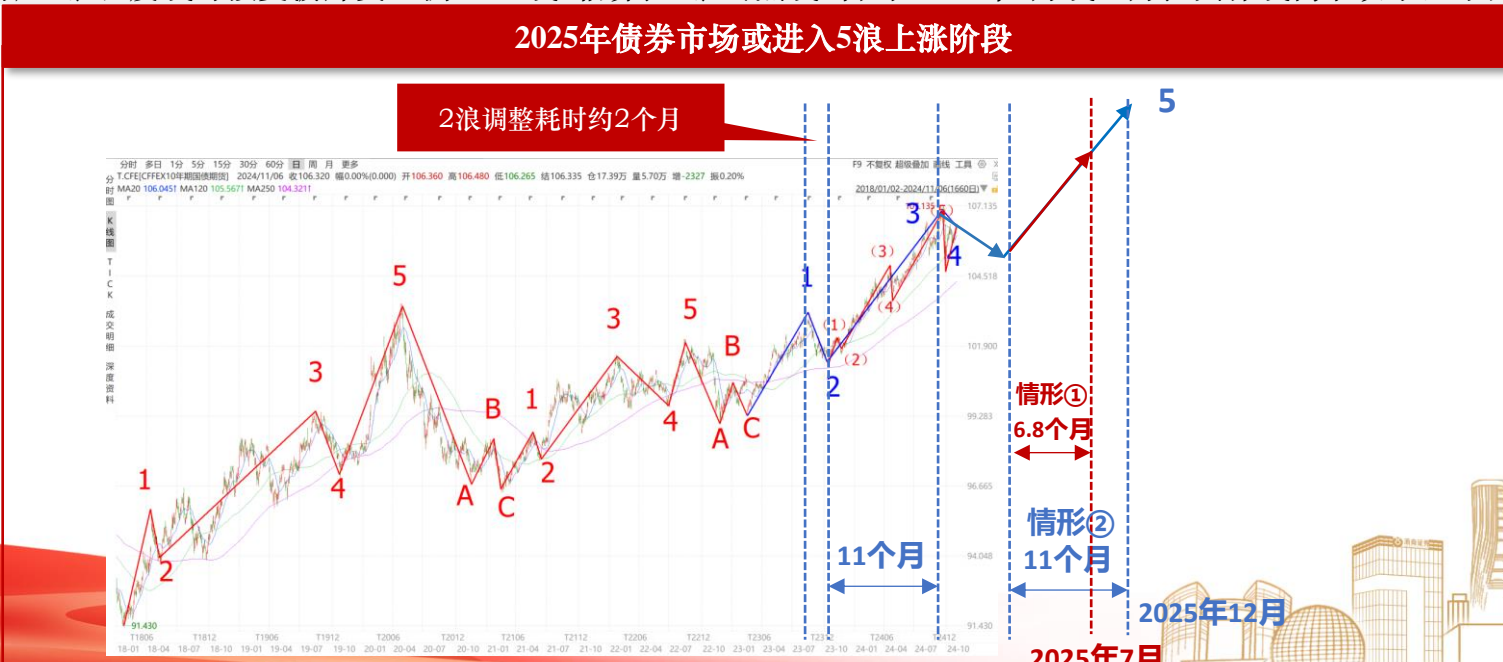
第五章 机构行为篇：存款活化，配置支撑

第六章 债市策略展望：通渠引水，股债双牛

2025年债券市场或进入5浪上涨阶段

- 当前基于宽财政预期及股债跷跷板扰动，债市情绪偏谨慎，4浪或走出横向平台型调整。参考2浪调整耗时约2个月，而4浪横向调整或耗时更长，采用斐波那契比例1.382及1.5估算4浪调整或耗时2.76-3个月，对应4浪调整尾声为2024年12月末，2025年债券市场或在“宽财政逐步落地+跨年后流动性转松+基本面修复偏缓+宽货币预期”推动下进入第5浪上涨阶段。
- 5浪终点或为2025年7月或12月，具体仍需取决于基本面修复进展。3浪走完耗时约11个月，由于3浪走出延长浪通常为最长的浪，对应5浪长度或可按斐波那契比例0.618或1估算，5浪终点或出现在2025年7月或12月，具体或需取决于基本面修复进展。

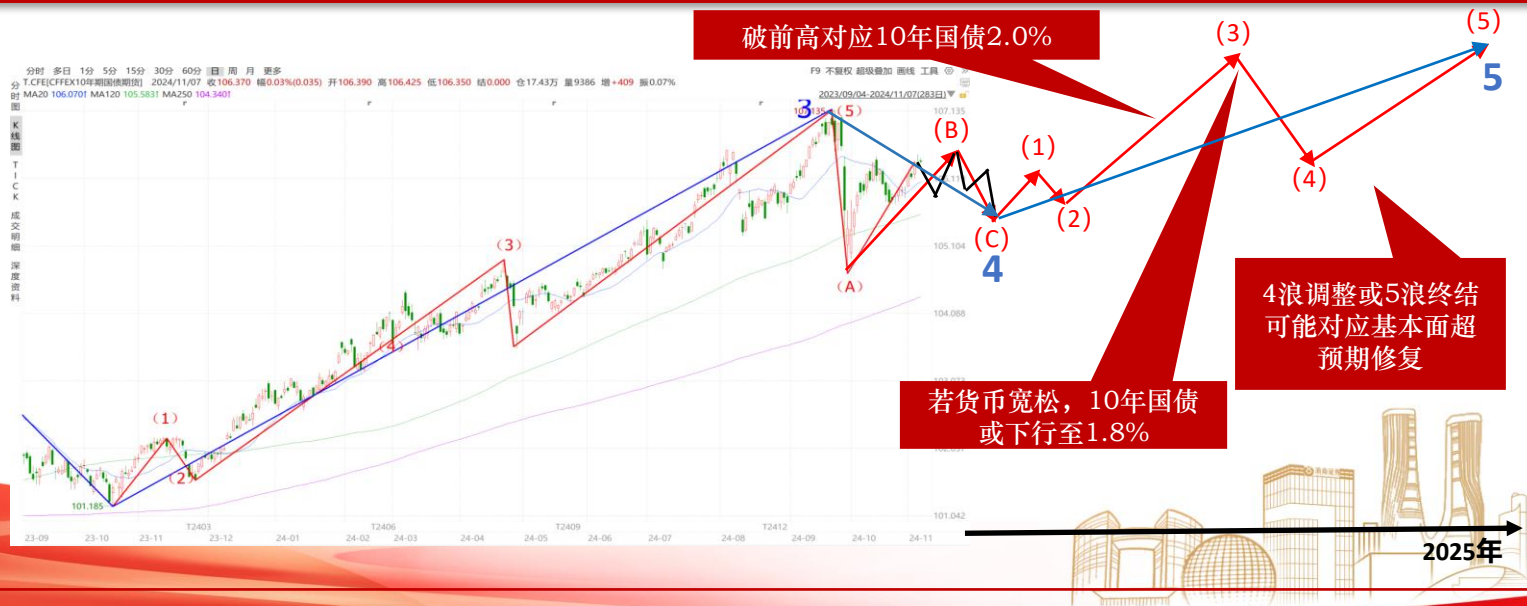
2025年债券市场或进入5浪上涨阶段



2025年上半年10年国债收益率或下行至1.8%

- 从子浪内部结构来看，10年国债期货主力合约日K线当前进入（B）浪上行阶段，短期上行趋势较强。往后看，（B）浪到高点后或进入（C）浪小幅回调，或总体走出横向平台型复杂结构，然后进入大一浪级的5浪推动阶段，2025年上半年国债期货或继续处于上行趋势中，对应现券或处于收益率下行通道。
- 在货币宽松配合下，2025年10年国债活跃券收益率或下行至1.8%。若10年国债期货主力合约破前高则对应10年国债活跃券下破2.0%，货币宽松背景下，10年国债或将下探至1.8%。若基本面出现超预期修复，对应4浪调整或5浪结束后调整浪阶段。

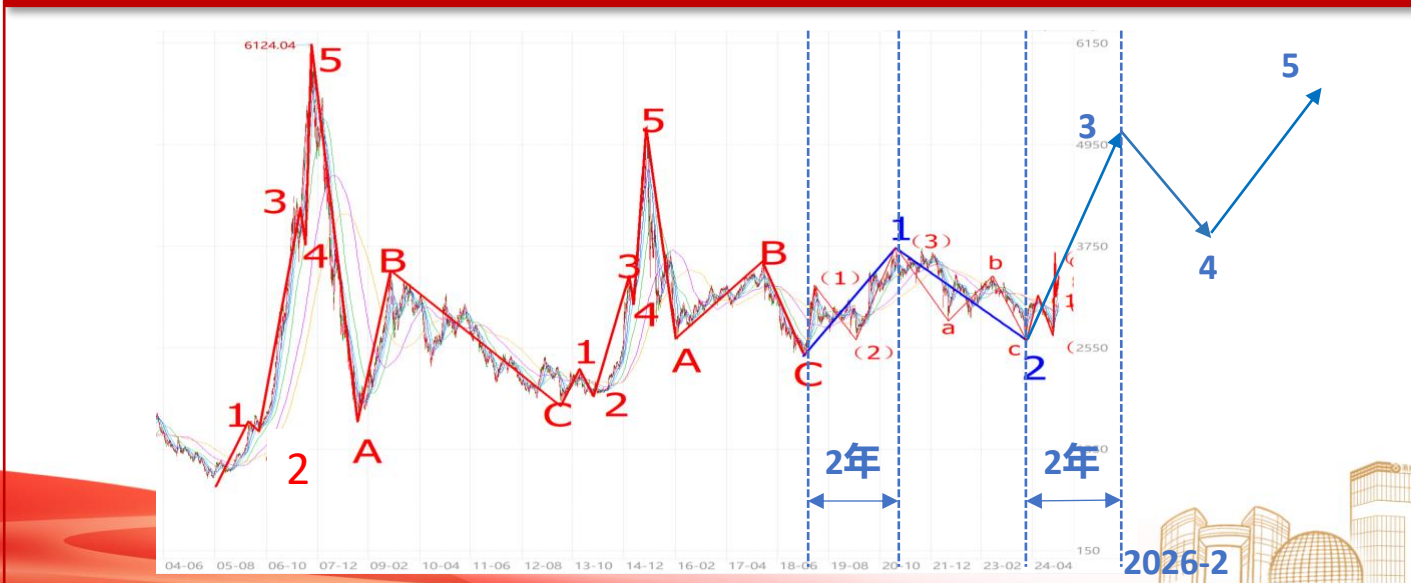
2025年10年国债期货主力合约或趋势性上涨



2025年权益市场或在宽财政+宽货币助力下趋势性上涨

- 2025年权益市场或在宽财政+宽货币助力下趋势性上涨。在宏观政策转向+宽财政+宽货币预期之下，2025年经济基本面或缓慢修复，对应权益市场或经历从“政策驱动”到“基本面”驱动上涨行情，对应斜率上先缓后急。
- 从技术面来看，2025年处于3浪上行通道。时间维度上，本轮五浪周期中1浪上涨走完耗时约2年，2浪回调耗时约3年，整体耗时长于前面两轮五浪周期，且前两轮周期中3浪走完耗时均长于1浪，按斐波那契比例1:1估算，预计本轮3浪走完或耗时大于2年。考虑3浪起点为2024年2月5日，因此3浪终点或在2026年2月以后，或对应2015年股牛行情。

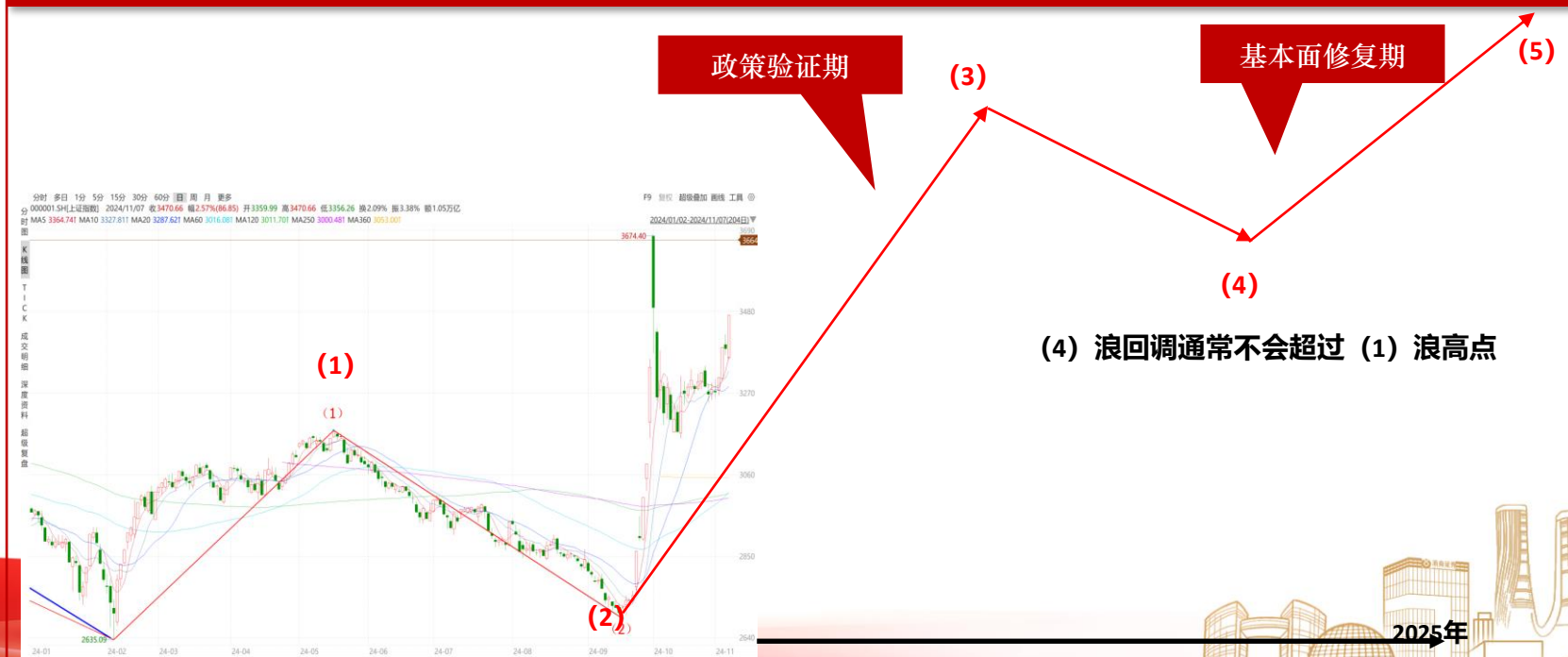
2025年权益市场或总体趋势性上涨



2025年权益市场或在宽财政+宽货币助力下趋势性上涨（续）

- 9月24日以来的权益市场拉升较快，从时间维度来看不足以支撑（3）浪走完，当前或仍处于推动（3）浪的内部结构中，或进步一走出延长浪。对应基本面来看，2025年或经历政策验证期到基本面修复期过度，总体趋势性上行。

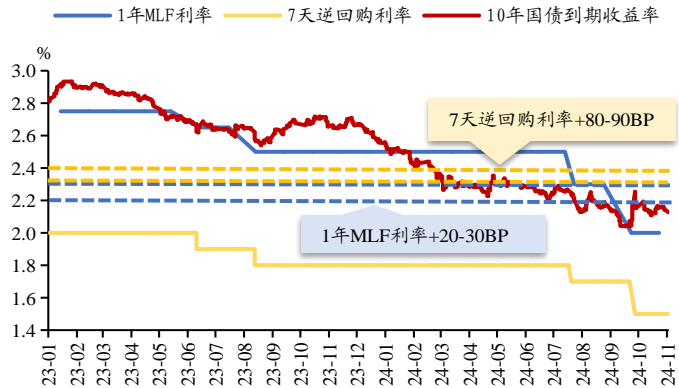
2025年上证指数或总体趋势性上涨（日K线走势）



2025年长端利率或先下后上

- **2025年30Y-10Y利差或先收窄再走扩。**2024年30Y-10Y利差收窄趋势被中断，往后看，在政策验证期宽财政及宽货币加持之下，债市收益率或下行较为流畅，30Y-10Y利差或再次进入收窄区间。若经济基本面超预期修复，债市阶段性调整，则30Y-10Y利差可能重回30BP（50%分位数上方），同时长久期信用债或受限于流动性约束而存在一定调整压力。
- **组合上，跨年前加久期，基本面出现企稳信号后适当降低组合久期。**建议一季度保持较高的流动性，跨年前适当加久期，做好利率下行准备，待二季度基本面出现企稳信号后，适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。
- **调整情形1：**如果出现非基本面维度冲击，10年国债调整上限预计为： $1Y\ MLF\ 2.0\% + 20\sim 30BP = 2.2\sim 2.3\%$ 。
- **调整情形2：**如果出现基本面维度冲击，10年国债调整上限预计为： $7D\ OMO\ 1.5\% + 80\sim 90BP = 2.3\sim 2.4\%$ 。

2025年10年国债调整上限参考



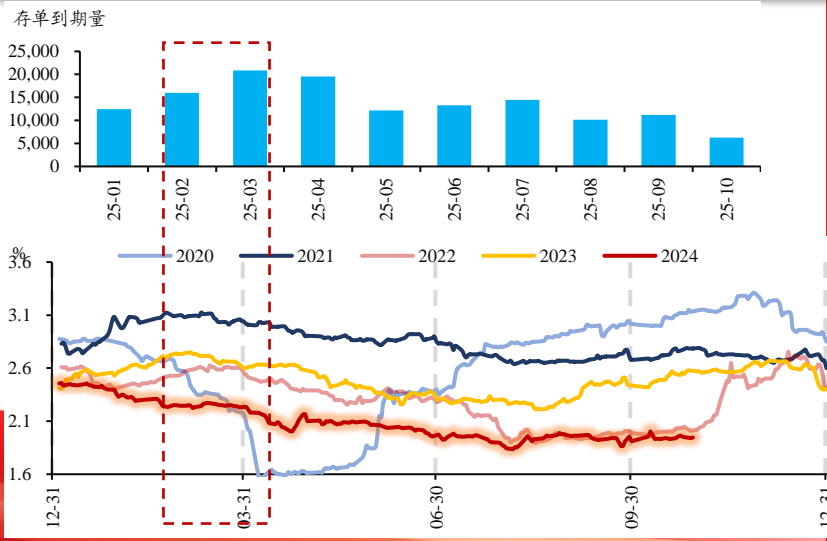
30Y-10Y利差收窄趋势暂缓



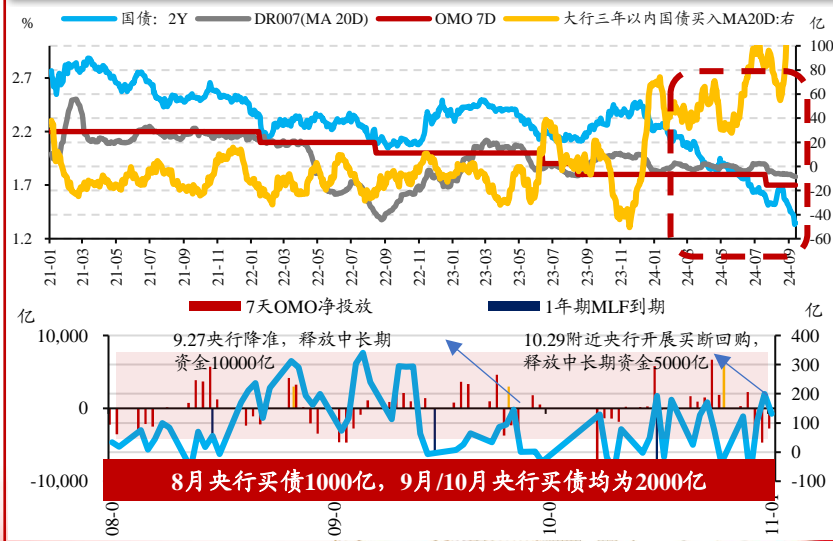
存单和短债：存单关注供给侧压力，短债关注大行需求

- **存单：**（1）数量上，对标2024年存单融资情况，2025年前三季度存单供给侧压力或较大；（2）价格上，降息相机抉择+权益、政府债融资对资金分层影响，对应2025年存单交易逻辑或不如配置逻辑顺畅，结合价格的季节规律，建议年初配置介入。
- **短债：**本轮短国债行情核心由于大行买入，但21年至23年6月之前，大行二级市场匀速买入（MA20D20亿附近），同时买入方向和券种收益率同向为主，说明本质上大行前期是配置逻辑，23年7月之后，短债和资金脱锚，核心是大行出于“套息/平衡久期/比价/央行投放流动性”，2025年财政发力，MLF缺口和珍惜降准空间下，央行短国债买入有持续性，下限或以免税后的DR007为锚，1.3%（降息20BP）*0.75=1%附近。

存单的季节性走势



短债的买盘规律



预计2025年10年国债利率总体下行，波动区间【1.8~2.4%】



利率债

1、宏观经济：十四五收官在即，宏观政策已明确转向，稳增长决心毋庸置疑，核心破局点把握地方政府化债“减负”与提振资本市场实体部门“增收”两大循环，能否顺利打破低通胀的负向循环成为经济工作决胜点。

2、财政：化债为主基调，中央加杠杆。

(1) 2025年中性情形为赤字率约提升至3.6%附近，对应财政组合：赤字5万亿（中央赤字4.3万亿，地方赤字0.7万亿），地方政府新增专项债5万亿，2万亿特别国债（其中1万亿大行补充资本金）。

(2) 2025年政府债供给总量12万亿附近，节奏呈现前高后低态势，Q1-Q4净供给3.05万亿/4.74万亿/2.47万亿/1.67万亿。

3、货币：降准空间2次，降息空间2次。

(1) 降准：假设2024Q4不降准，则预计2025年Q4 MLF到期量或为3万亿附近，对应2025年上半年和下半年均有一定概率降准50BP，若2024年Q4降准，预计Q4到期量1.5-2万亿附近，对应2025年上半年降准一次50-100BP。

(2) 降息：按照往年季节性规律可能落在Q2-Q3，幅度为单次20-30BP。

4、资产走势：股债双牛

(1) 权益：上证指数2025年全年或处于3浪上行趋势中，内部结构或先走出（4）浪偏横向平台型调整，然后拉升趋势。对应基本面来看，市场或在宽财政预期之下做多情绪再起，伴随基本面修复共同推高上证指数。

(2) 债市：①长债：10年国债期货主力合约2025年或进入新一轮上涨阶段，在货币宽松配合下，2025年10年国债活跃券收益率或下行至1.8%；②短债及存单：存单供给压力加剧，配置思路强于交易思路；短债关注央行投放流动性行为下的大行买入需求，2年国债下限或在1%附近；③组合：建议一季度保持较高的流动性，跨年前适当加久期，做好利率下行准备，待二季度基本面出现企稳信号后，适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。

✓ 非基本面维度冲击，10年国债调整上限或为： $1Y\ MLF\ 2.0\% + 20\sim 30BP = 2.2\sim 2.3\%$ 。

✓ 基本面维度冲击，10年国债调整上限或为： $7D\ OMO\ 1.5\% + 80\sim 90BP = 2.3\sim 2.4\%$ 。

➤ 信用债

1、目前信用债市场面临以下五个层面的风险：①城投150号文的影响；②银行SPV政策的持续推进；③股债跷跷板的影响；④市场持续调整的赎回担忧；⑤年底风险偏高。

2、当前信用债市场的正面因素也值得思考：①政策底已现，基本面复苏仍需时间；②债市调整的历史学习效应；③资产荒格局确定；④预期偏弱；⑤信用风险扰动不高。

3、**结论：未来大概率会进入信用债市场波幅加大的时期。**建议未来收益率逢高加仓，每逢收益率低位可适度提升高流动性短久期资产的占比，在波动中灵活配置，宠辱不惊，以应对可能的市场波动。建议对市场保持高度关注，例如观察权益市场风险偏好、信用利差历史分位数、信用偏离估值成交情况等关键因子的变动情况，一旦每轮市场震荡调整相对到位，即做好及时加仓准备。

➤ 可转债

1、**市场风格：**旧经济企稳，新经济做加法的背景一下，预计2025年大概率是小盘成长风格为主，明年下半年，可能需要阶段性关注风格切换风险。

2、**可转债供需：**2025年权益风格利好转债，转债的需求有望提升，而叠加强赎预期显著，转债的估值大概率处在持续修复的趋势中。



- 宏观经济政策或发生超预期的边际变化，可能导致资产定价逻辑发生改变，造成债券市场出现调整；
- 机构行为具有一定不可预测性，当机构行为大幅趋同并形成负反馈时，可能导致债券市场出现调整；
- 国际局势或发生超预期的变化，可能导致全球资产定价逻辑切换，造成债券市场超预期调整。



谢谢



法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

债券评级说明

利率债	信用债	转债
以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准。	以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准。	以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债涨跌幅为评级标准。
增持：利率风险下降，净价存在上涨空间 中性：利率风险平稳，净价存在小幅波动 减持：利率风险上升，净价存在下跌空间	增持：信用风险下降，净价存在上涨空间 中性：信用风险平稳，净价存在小幅波动 减持：信用风险上升，净价存在下跌空间	增持：转债表现强于中证转债指数 中性：转债表现与中证转债指数持平 减持：转债表现弱于中证转债指数
建议：投资者买入或卖出利率债取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。	建议：投资者买入或卖出信用债取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。	建议：投资者买入或卖出转债取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。

浙商研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>

