

## 年度债券市场报告

报告日期：2024年11月14日

## 通渠引水，股债双牛

## ——2025年债市策略展望

## 核心观点

**2025年货币或将配合财政，奠定股债双牛格局。10年国债利率或总体下行，波动区间【1.8~2.4%】，2年国债利率或下行至1%。信用债可逢高配置，可转债全面做多。**

**复盘脉络篇：把脉定位，拆借趋势**

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。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。技术面视角，2024年上证指数及国债期货均处于新的五浪周期中，而10年国债期货或处于大4浪中的子浪（B）调整末端，权益市场或处于大3浪的子浪（3）上行通道中，2025年各资产走势仍需结合宏观基本面、财政及货币政策、机构行为等综合判断。

**宏观经济篇：拐点已至，静待破局。**

美国大选尘埃落定，宽财政+宽货币的政策组合方向明确，健康的实体经济资产负债表构成美国经济“软着陆”的坚实基础，但需提防政府债务负担加重及潜在二次通胀风险。国内宏观政策拐点已明确出现，政策有望以地方政府化债和提振资本市场为主要切入点，着力打通投资、消费循环堵点，实现扩内需、稳增长的主要任务。预计2025年GDP增长目标仍将落在5%左右，能否打破近年来不断强化的低通胀负面循环，或为2025年宏观经济的重要任务。

**抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉。**

首先，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，主要包括需求端着手扩大需求、价格端着手稳定价格预期、供给端着手清退过剩产能三种方式，需求发力为负面扰动较少的多数之选。其次，打破通缩循环有赖货币政策与财政政策的协调配合，货币政策存在“软绳效应”导致宽货币并不一定能直接带动宽信用，财政政策则能很好扮演“火车头”角色带动经济增长。最后，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，宏观政策的持续时间与规模同样重要。预期变化作为一种离散过程，唯有超越预期达到一定阈值，方能有效扭转预期。

**宏观政策篇：财政加力，货币宽松。**

财政政策部分，当前主基调从“化债中发展”切换为“发展中化债”，边际稳增长诉求提升，但政策底色仍旧是化债防风险，其中稳增长核心靠中央加杠杆和优化支出方向，化债靠地方遏新化存和节奏上前置展开，该种财政主基调判断下，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。货币政策部分，就年度视角来看，货币政策短期第一顺位目标或切换成稳增长，配合财政和商业逻辑下，预计2025年或有2次降准、2次降息，其中降准总幅度或在100BP附近，单次降息幅度在20-30BP附近。结合前述货币财政判断，我们预计2025年DR中枢跟随OMO

分析师：覃汉  
执业证书号：S1230523080005  
qinhan@stocke.com.cn

分析师：汪梦涵  
执业证书号：S1230523080003  
wangmenghan@stocke.com.cn

分析师：沈磊萍  
执业证书号：S1230524020005  
shennieping@stocke.com.cn

分析师：郑莎  
执业证书号：S1230524080012  
zhengsha@stocke.com.cn

分析师：崔正阳  
执业证书号：S1230524020004  
cuizhengyang@stocke.com.cn

## 相关报告

- 《攻守兼备，兵家必争》  
2024.11.12
- 《若同业活期存款利率压降怎么看？》  
2024.11.11
- 《化债提升债市做多确定性》  
2024.11.10

保持相对稳定，R-DR 分层中枢或抬升，节奏上大概率演绎一季度高，二三季度低，四季度高节奏，同时月内波动加大格局。

#### □ 机构行为篇：存款活化，配置支撑。

第一，“机构散户化”和“存款活性化”推动股债行情可能双边波动放大。第二，具体看各债市机构行为，我们总结为“配置有支撑+交易有信心”。1) 保险：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。2) 银行：配置力量稳定，利率上限大幅走高概率小。3) 大行：持续买短债输送流动性，买短先于卖长。4) 农商行：对长债需求较大，监管趋缓后“逢高买债”是主要思路。5) 理财：扛住2024年三轮急跌调整，规模恢复增长。整体看，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，但也需注意组合整体的防守性。30年国债方面，需求或以配置盘为主，交易盘信心在但波段加快，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。

#### □ 策略展望篇：通渠引水，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。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) **利率债**：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年国债收益率或下行至1.8%；②短债及存单：存单供给压力加剧，建议年初配置，骑乘策略为主；短债关注央行投放流动性行为下的大行买入需求，2年国债收益率下限或在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。

(3) **信用债**：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。

(4) **可转债**：2025年权益风格利好转债，转债的需求有望提升，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，可转债建议全面做多。

#### □ 风险提示

宏观经济政策出现超预期边际变化；机构行为大幅趋同并形成负反馈；国际局势或出现超预期变化。

## 正文目录

<b>1 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势</b>	<b>6</b>
1.1 2024 年债市交易脉络全面梳理	6
1.2 2024 年股债行情的技术面复盘	7
<b>2 宏观经济篇：拐点已至，静待破局</b>	<b>9</b>
2.1 美国经济向“软着陆”方向持续演绎	9
2.2 国内政策拐点已至，两大循环期待政策破局	11
<b>3 抗通缩经验篇：它山之石，可以攻玉</b>	<b>15</b>
3.1 国内抗通缩历程回顾	15
3.2 海外抗通缩典型案例	16
3.3 抗击通缩的反思与启示	18
<b>4 宏观政策篇：财政宽松，货币加力</b>	<b>20</b>
4.1 财政政策：“发展中化债”，边际积极，财政宽松新周期开始	20
4.2 货币政策：中期完善框架，2025 年仍有较大降准降息空间	23
4.3 流动性：稳定的 DR 和不稳定的分层	25
<b>5 机构行为篇：存款活化，配置支撑</b>	<b>28</b>
5.1 机构散户化，存款活性化	28
5.2 配置有支撑，交易有信心	29
5.3 货币有配合，调整压力小	32
<b>6 策略展望篇：通渠引水，股债双牛</b>	<b>34</b>
6.1 2025 年股债行情技术面展望	34
6.2 2025 年利率走势及节奏判断	36
6.3 2025 年各国收资产策略总结	38
<b>7 风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 2024 年债市复盘.....	6
图 2: 2024 年利率曲线牛陡.....	7
图 3: 2024 年至今机构国债净买入情况.....	7
图 4: 10 年国债期货主力合约进入新一轮五浪上涨周期.....	7
图 5: 2024 年以来 10 年国债期货主力合约波浪内部结构走势.....	8
图 6: 权益市场进入新一轮五浪上涨周期.....	8
图 7: 权益市场或处于大 3 浪的子浪 (3) 上行通道中.....	9
图 8: 两党经济政策赤字测算.....	10
图 9: 美国财政赤字及未偿公共债务总额.....	10
图 10: 市场对后续美联储政策利率点位预测.....	10
图 11: 住所及其他服务通胀或仍有粘性.....	10
图 12: 美国居民部门负债率低, 消费回暖.....	11
图 13: 2021 年以来美国非金融企业利润快速上涨.....	11
图 14: 宏观政策两大抓手推动破局.....	12
图 15: 地方政府债务限额及余额.....	12
图 16: 股市、楼市能否回升或成为重要观测指标.....	12
图 17: 中央政府加杠杆方向明确.....	14
图 18: 城镇储户调查显示储蓄意愿仍在高位.....	14
图 19: 我国前五大出口国份额变化.....	14
图 20: 出口持续以价换量, 企业盈利有待改善.....	14
图 21: 低通胀的负面循环亟待打破.....	15
图 22: CPI、PPI 同比增速持续低于合意水平.....	15
图 23: 1997-2004 物价走势.....	15
图 24: 2008-2010 物价走势.....	16
图 25: 2010 年以来 PPI 走势.....	16
图 26: 欧元区 2012-2017 年物价走势.....	17
图 27: 1990 年以来日本抗击通缩历程.....	17
图 28: 日本基础货币大幅投放并未带动信用派生.....	19
图 29: 基于近期财政会议对当前财政框架的思考.....	20
图 30: 对当前财政化解隐债的思考.....	21
图 31: 对当前财政稳增长思考.....	22
图 32: 政府债发行节奏判断.....	23
图 33: 当前货币、财政、商业银行配合框架.....	24
图 34: 降准的季节性规律.....	25
图 35: 降息的季节性规律.....	25
图 36: 政府债融资对资金的影响.....	27
图 37: 2024 年 DR007-OMO 7D 月中枢保持相对稳定.....	27
图 38: 2024 年资金分层比往年更弱.....	27
图 39: 近三年, 股票型 ETF 规模大幅增长.....	28
图 40: 2024 年年初股债跷跷板短暂脱钩, 年底特征再度强化.....	28
图 41: 存款利率降息还在进行中.....	29
图 42: 广义资管规模分布 (2023 年底).....	29

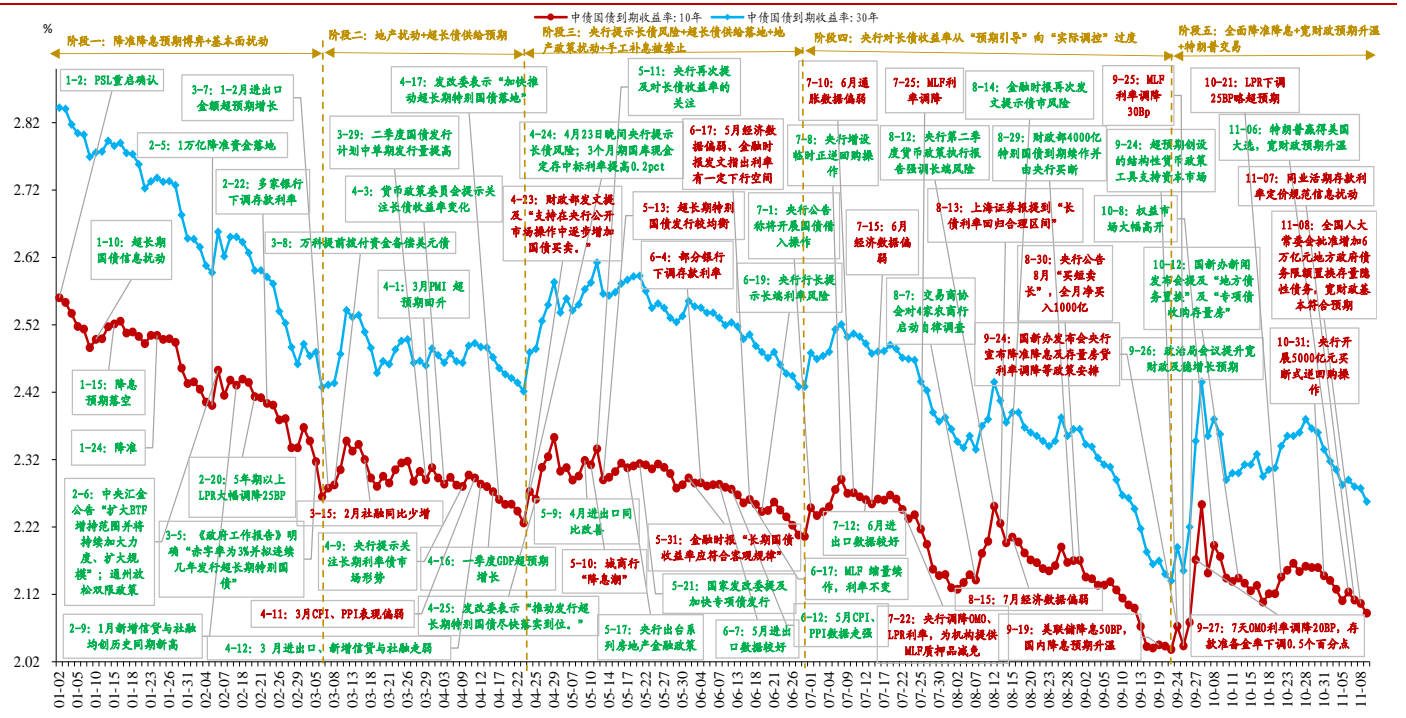
图 43: 保险综合负债成本走势.....	29
图 44: 2024 年保险对 10Y 以上超长债买入规模远超往年.....	29
图 45: 10 年国债收益率和 1Y MLF 利率走势.....	30
图 46: 银行体系信贷增速缓慢.....	30
图 47: 三季度以来, 大行持续从市场大量买入 3 年以内短国债.....	30
图 48: 央行对政府债权大幅增长.....	30
图 49: 农商行二级市场买入国债规模.....	31
图 50: 2024 年以来, 农商行对长久期利率债买入波动明显放大.....	31
图 51: 理财投资结构 (前十持仓).....	32
图 52: 理财规模走势变动.....	32
图 53: Q4 以来纯固收理财兑付收益沿业绩比较基准下限运行.....	32
图 54: 固收类理财近一月平均年化收小幅低于业绩比较基准.....	32
图 55: 10 年国债利率和 7 天 OMO 利率走势.....	33
图 56: 2024 年以来 3Y AAA 信用利差走势.....	33
图 57: 从 30 年国债买入力量上看, 保险>基金>非银产品.....	33
图 58: 2023 年以来保险买债规模远超往年同期.....	33
图 59: 2025 年债券市场或进入 5 浪上涨阶段.....	34
图 60: 2025 年 10 年国债期货主力合约或趋势性上涨.....	35
图 61: 2025 年权益市场或总体趋势性上涨.....	35
图 62: 2025 年权益市场或经历政策验证期到基本面修复期过度, 总体趋势性上行.....	36
图 63: 2025 年 10 年国债调整上限参考.....	37
图 64: 30Y-10Y 利差或进入底部区间震荡.....	37
图 65: 存单的季节性走势.....	38
图 66: 短债的买盘规律.....	38
表 1: 宏观政策组合拳彰显政策转向决心.....	11
表 2: 2016 年以来 GDP 目标及实际增速.....	13
表 3: 日本两次抗击通缩对比.....	18
表 4: 安倍经济学主推扩大财政刺激.....	19
表 5: 不同股债关系 (典型案例) 的期间流动性变化.....	26

# 1 复盘脉络篇：把脉定位，拆解趋势

## 1.1 2024 年债市交易脉络全面梳理

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”过渡”；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”。

图1：2024 年债市复盘

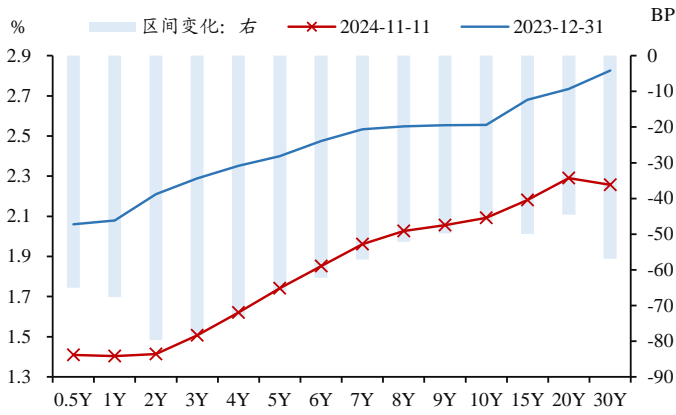


资料来源：Wind，中国政府网，新华社，海关总署，国家统计局，中国人民银行，财政部，国家统计局，人民网，人民政协网，北京日报，21 世纪经济报道，省市住建局，财联社，金十数据，证监会，金融时报等等，浙商证券研究所

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。

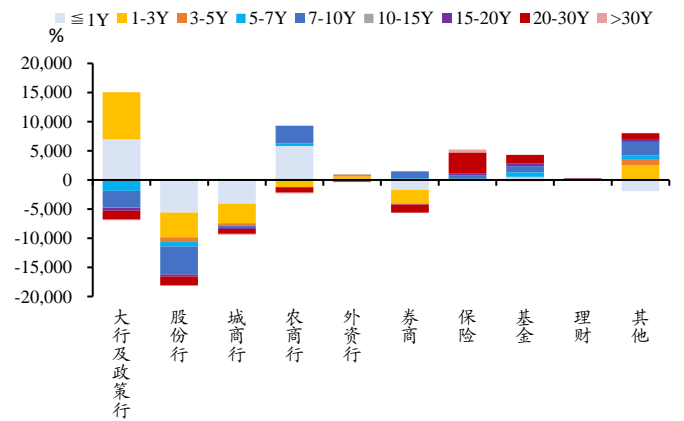
机构行为视角，大行及政策行主力净买入中短债，保险大幅买入超长债，基金净买入以中长债及超长债为主。大行及政策行主要净买入 1Y 内短债及 1-3Y 品种；农商行主要净买入 1Y 内短债及 7-10Y 长债；券商主要净买入 7-10Y 品种，并净卖出 1Y 内短债及 1-3Y 与 20-30Y 品种；保险大幅加仓 20-30Y 品种；其他类机构（以境外机构为主）主要买入 1-3Y 品种及 7-10Y 品种。

图2：2024 年利率曲线牛陡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2024 年至今机构国债净买入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所，截止2024年11月11日

### 1.2 2024 年股债行情的技术面复盘

从技术面来看，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，调整幅度或不大。

进一步从内部结构来看，当前或处于 4 浪中的子浪（B）调整末端。10 年国债期货主力合约自 2023 年 10 月末进入大 3 浪上涨周期，内部走出子浪（1）-（3）-（5）延长形态，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。

2024 年 11 月 11 日以来，10 年国债期货主力合约日 K 线逐步向上补齐 9 月 27 日跳空低开缺口，于 11 月 13 日收于十字星，且上引线较长，进一步推高动力偏弱。从 30 分钟线来看，MA5 及 MA10 已拐头向下，进一步推动日线向上突破动力或不强。结合河南、云南、浙江等省已陆续公告再融资债发行计划，最早于 11 月 15 日发行再融资地方债，当前或已处于（B）浪末端。

图4：10 年国债期货主力合约进入新一轮五浪上涨周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所



图7: 权益市场或处于大3浪的子浪(3)上行通道中



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上, 2024 年上证指数及国债期货均处于新的五浪周期中, 而 10 年国债期货或处于大 4 浪中的子浪 (B) 调整末端, 权益市场或处于大 3 浪的子浪 (3) 上行通道中, 2025 年各资产走势仍需结合宏观基本面、财政及货币政策、机构行为等综合判断。

## 2 宏观经济篇: 拐点已至, 静待破局

### 2.1 美国经济向“软着陆”方向持续演绎

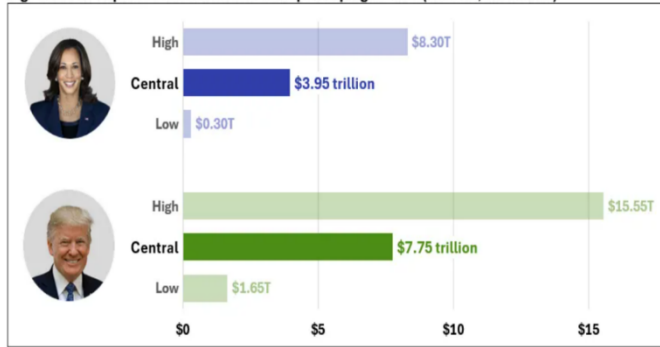
总统选举尘埃落定, 外生扰动因素基本排除, 财政政策有望持续发力, 美联储降息周期尚未结束, 多因素共振指向美国经济向“软着陆”方向持续演绎。

**特朗普重回白宫, 宽财政方向明确。**北京时间 11 月 6 日, 特朗普宣布赢得 2024 年美国总统大选, 即将于 2025 年 1 月开启自己的第二任期。梳理其政策纲领, 经济政策在其中居于重要位置, 对内减税+对外加关税构成其经济政策核心主张。我们认为, 作为回馈选民的重要方式, 尤其在共和党接近控制国会两院的大背景下, 特朗普或将更大力度推进其减税政策, 宽财政的方向较为明确。

**宽财政指向高赤字, 债务风险不容忽视。**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, 而特朗普团队并未针对如何解决宽财政所带来的增量赤字予以明确解决方案。美国 2024 财政 (2023 年 10 月至 2024 年 9 月) 财政赤字总额达 1.83 万亿美元, 仅次于 2020 及 2021 年同期。截至 2024 年 10 月末, 美国政府未偿公共债务总额达 35.95 万亿美元, 带动 2024 财年财政利息支出首次突破万亿关口, 政府债务风险不容忽视。

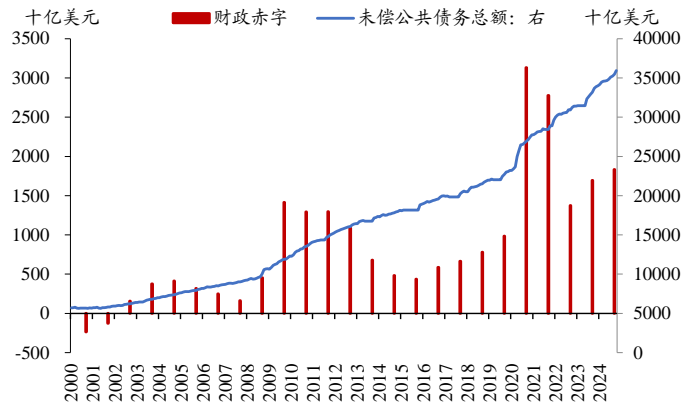
图8： 两党经济政策赤字测算

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



资料来源：CRFB，浙商证券研究所

图9： 美国财政赤字及未偿公共债务总额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**美联储降息终点或并不遥远。**北京时间11月8日，美联储公布最新一期利率决议，联邦基金目标利率如期下调25BP至4.50%-4.75%区间。但在特朗普胜选、通胀预期升温背景下，市场对本轮降息终点的预期有所抬升，CME FedWatch 数据显示，市场对12月美联储是否延续降息仍有一定分歧，至2025年，政策利率低点或落在3.75%-4.25%区间，对应美联储未来至多3次25BP降息。

**住房通胀仍有粘性，需警惕二次通胀风险。**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，数据显示下一阶段住所通胀或有反弹迹象。此外，其他核心服务项通胀走势亦有升高趋势，指向由劳动力市场、工资传导的服务通胀或有反弹，而此前能源等商品价格走低也在一定程度上掩盖通胀固化问题。考虑后续特朗普经济政策或带来更高通胀预期及现实通胀，2025年美国二次通胀风险不容忽视，对应美联储降息或受到更多外部经济因素制约，降息终点或并不遥远。

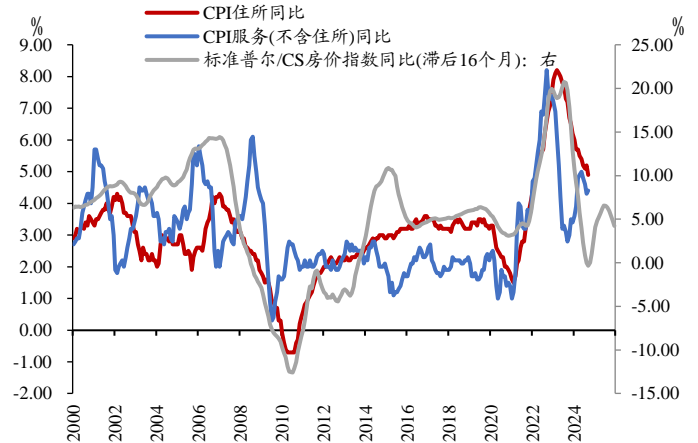
图10： 市场对后续美联储政策利率点位预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	83.0%	17.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	64.7%	12.3%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	46.4%	35.3%	5.4%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	20.9%	43.7%	28.2%	4.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.4%	11.2%	31.3%	36.7%	17.2%	2.2%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.4%	15.3%	32.4%	32.6%	14.1%	1.8%
2025/9/17	0.0%	0.8%	5.5%	18.3%	32.4%	29.5%	12.0%	1.5%
2025/10/29	0.1%	1.4%	7.1%	20.1%	32.1%	27.2%	10.7%	1.3%
2025/12/10	0.2%	1.8%	8.1%	21.0%	31.7%	26.0%	10.0%	1.2%

资料来源：CME，浙商证券研究所

注：数据截至2024年11月14日

图11： 住所及其他服务通胀或仍有粘性



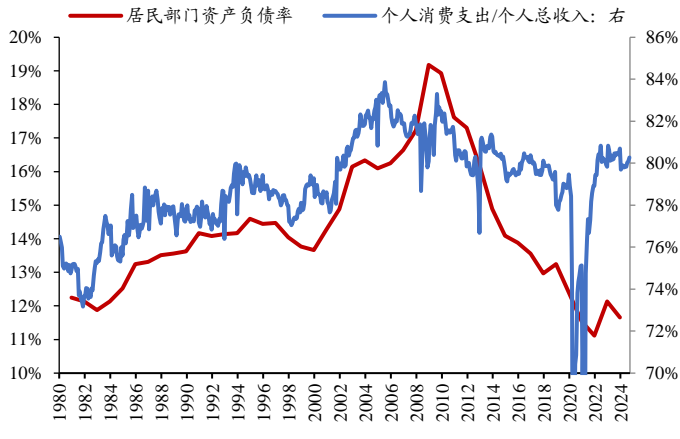
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**实体部门相对健康的资产负债表构成美国经济韧性的重要基础。**私人部门消费、投资是构成美国经济的核心组成部分。居民端，2008年以来居民资产负债率持续走低，当前仍处历史低位水平，未来居民加杠杆空间充足。在经历此前公共卫生事件冲击后，居民个人消费支出占总收入的比重已回升至相对高位水平，良好的资产负债状况以及稳定的消费意愿，构

成居民部门消费、投资的重要基础。企业端，2021 年以来非金融企业利润快速增长，企业经营状况良好，相对偏弱的补库周期或构成一定拖累。

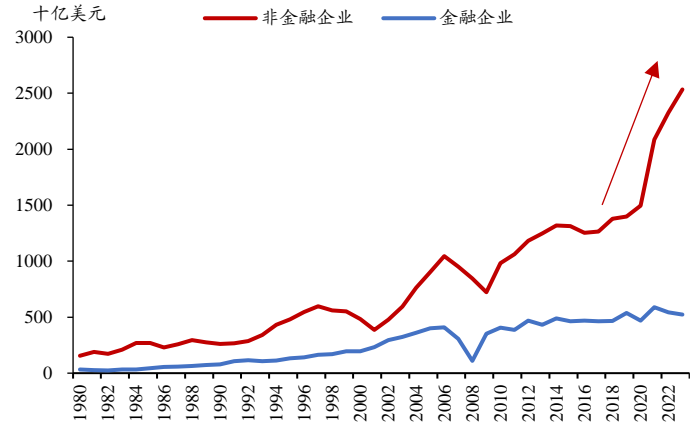
整体来看，美国私人部门资产负债表较为健康，加之政治扰动因素缓解，宽财政、宽货币方向明确，我们认为 2025 年美国将沿“软着陆”甚至“不着陆”方向持续演绎。

图12: 美国居民部门负债率低, 消费回暖



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2021 年以来美国非金融企业利润快速上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.2 国内政策拐点已至，两大循环期待政策破局

宏观政策或已发生关键转变，构成驱动 2025 年国内宏观经济持续向好的重要催化剂。围绕扩投资、促消费两条核心主线，政策有望发力破局，推动地方政府及实体部门资产负债表修复，推动宏观经济循环持续向好改善。

多部委先后发声，宏观政策拐点已至。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较之以往或有所提升。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。

表1: 宏观政策组合拳彰显政策转向决心

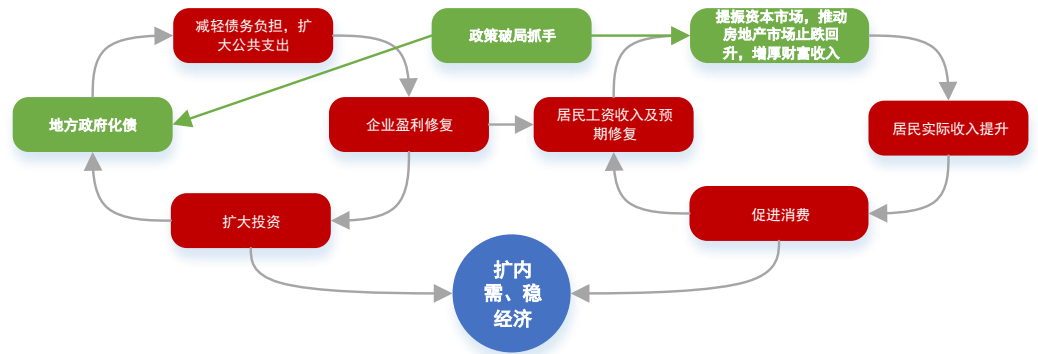
时间	主体	重点事项
9 月 24 日	央行、金融监督管理总局、证监会	国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况
9 月 26 日	中央政治局	中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作
10 月 8 日	发改委	国新办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策，扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况
10 月 12 日	财政部	国新办举行新闻发布会，介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况
10 月 17 日	住建部	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况
10 月 25 日	全国人大	赵乐际主持召开十四届全国人大常委会第三十二次委员长会议，决定十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日

		在京举行
11月4日	全国人大	十四届全国人大常委会第十二次会议在京举行，审议国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案
11月8日	全国人大	人大常委会办公厅举行新闻发布会，围绕《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》介绍相关情况并答记者问

资料来源：国新办，中国政府网，中国人大网，浙商证券研究所

**投资、消费两大循环期待政策破局。**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”，经济内生循环存在堵点。结合近期政策倾向，我们可以看到宏观政策以两大抓手进行发力。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。

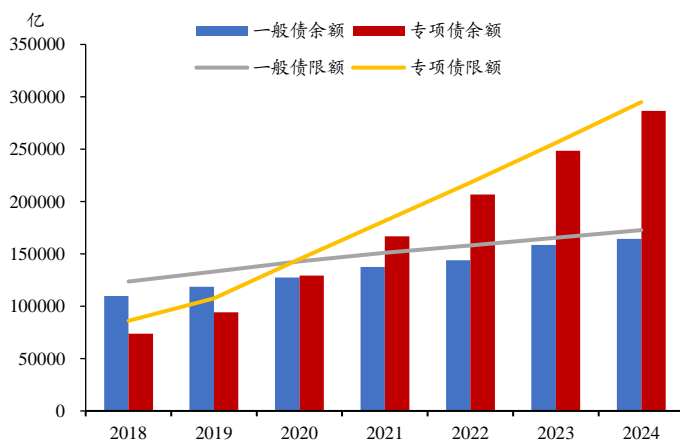
图14：宏观政策两大抓手推动破局



资料来源：浙商证券研究所

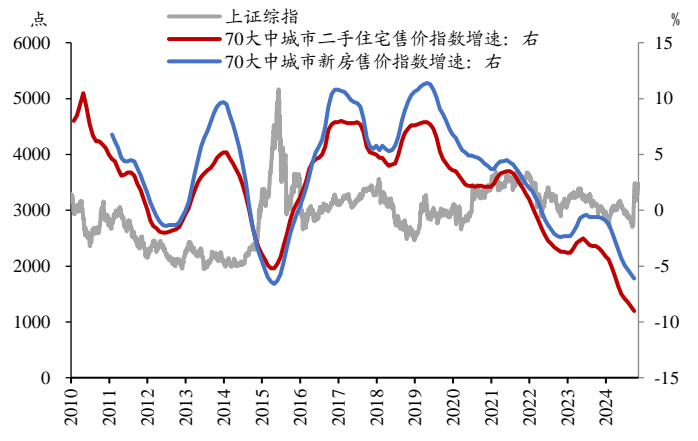
**本轮宏观政策发力的本质或在于推动地方政府及实体部门资产负债表修复。**一方面，着力推动地方政府“减负”，地方政府化债本质为低息债务对高息债务的置换，有望在减轻地方政府还本付息压力的同时，疏通公共项目相关资金流，带动产业链相关企业资产负债表及现金流量表实现有效修复。另一方面，着力推动实体部门“增收”，通过资本市场、房地产市场止跌回升，推动改善居民部门资产负债表，通过为其提供额外财富收入提升其消费意愿。

图15：地方政府债务限额及余额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：股市、楼市能否回升或成为重要观测指标



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2025 年全年经济增速目标或仍落在 5% 附近。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。同时，政策组合拳已经开始发力，有望呵护宏观经济焕发新的增长动能，在此背景下下调经济增速目标的可能性相对较低。我们认为 2025 年全年经济增速目标或仍设置在 5% 左右，有望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。

表2：2016 年以来 GDP 目标及实际增速

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	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**投资端，中央政府加杠杆或成为主旋律。**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。

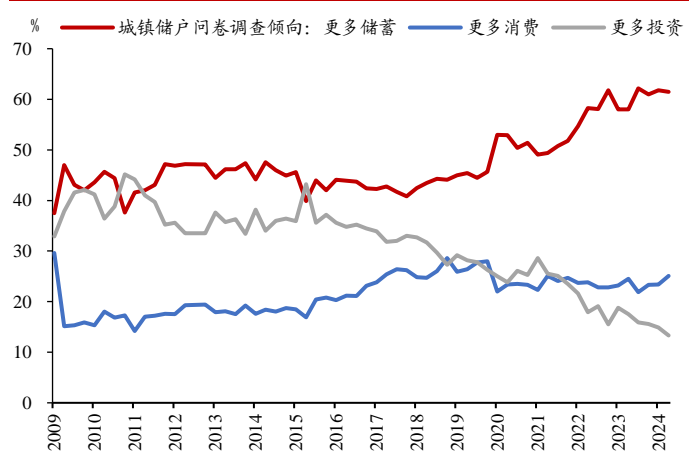
**消费端，重点在于激活消费意愿。**2024 年 7 月，发改委等有关部门统筹安排 3000 亿元特别国债资金加力支持设备更新和消费品以旧换新。上一轮大规模消费品补贴政策截止至 2013 年，按照 8-12 年家电平均使用寿命计算，消费品以旧换新空间充足。目前激活消费的核心制约在于如何提振居民消费意愿。我们认为，消费意愿的提升是结果而非手段，有赖于财政政策发力带动经济预期向好、收入预期提升、财富收入增加等多方面先行好转，修复程度仍存不确定性。

图17: 中央政府加杠杆方向明确



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 城镇储户调查显示储蓄意愿仍在高位

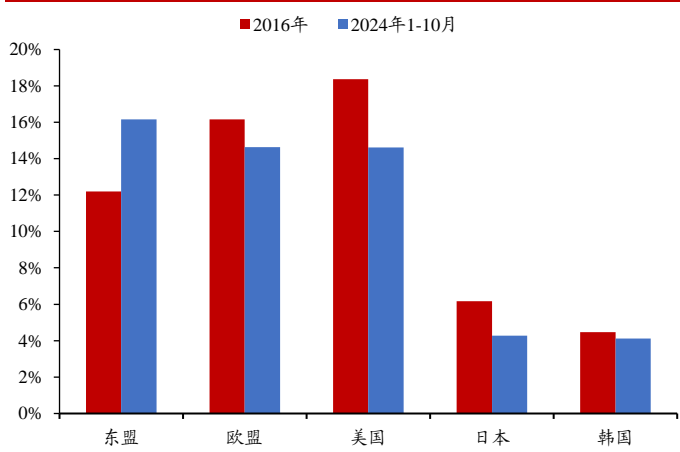


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**出口端, 外贸环境不确定性或有所放大。**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, 中美脱钩趋势或持续演绎, 对美出口或将持续下滑。在此背景下, 扩大内需的紧迫性进一步提升, 我国或将持续围绕“一带一路”等向东盟及其他国家转向, 推动对美国等国家出口替代。

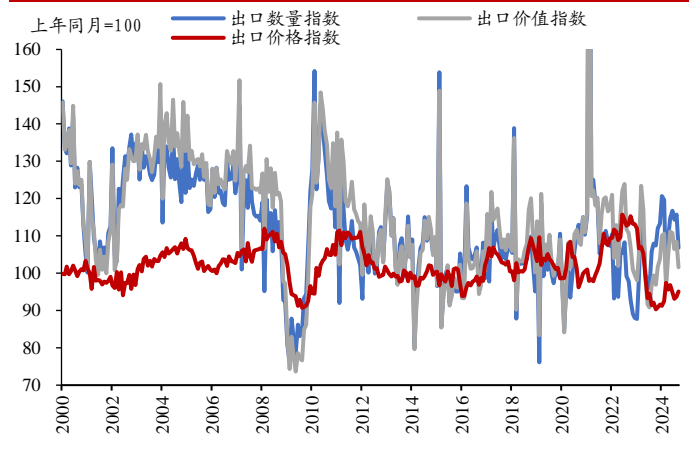
**出口持续以价换量, 盈利修复仍任重道远。**拆分来看, 自 2023 年 5 月后, 我国以人民币计价的出口价格指数持续低于 100, 考虑美元兑人民币汇率整体处于升值阶段, 我国出口以价换量的问题仍相对突出。2025 年, 面对可能恶化的贸易环境, 出口商以价换量的策略或将延续, 且不排除通过推动人民币汇率贬值以提振出口的潜在选择。出口价格难以回升, 造成出口企业盈利能力偏弱, 一定程度上也助长了国内相对偏弱的通胀环境。

图19: 我国前五大出口国份额变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

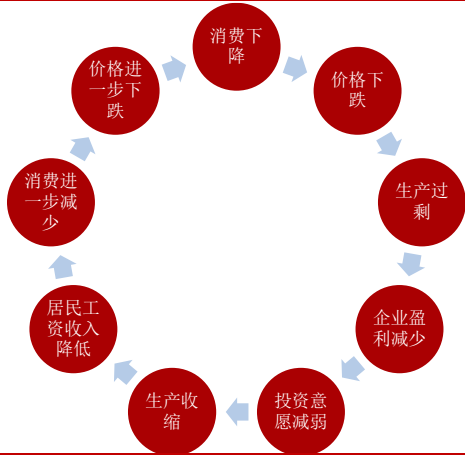
图20: 出口持续以价换量, 企业盈利有待改善



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

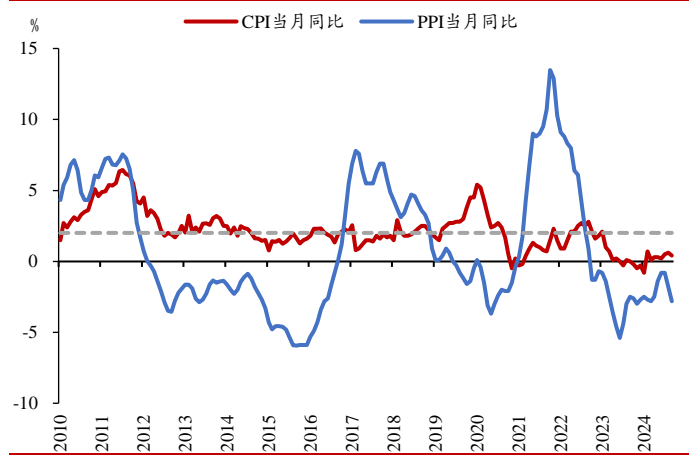
**提振通胀预期或为 2025 年宏观经济的主线任务。**表象来看, 居民消费与企业投资收缩是造成国内需求不振的主要原因, 但深层来看, 核心或在于始终未能形成良性的通胀预期。居民预计价格会持续走低而选择延迟消费, 企业因下游需求不足而造成供给过剩, 不得不被动降价、收缩生产, 这进一步通过工资等途径对居民消费行为产生负面影响。展望 2025 年, 伴随猪价上涨周期于 2024 年年中开启, 基数效应下为 2025 年 CPI 温和回升提供有利条件。需求疲软背景下稳增长或更加依赖供给端, CPI 预期改善短期难以有效传导至生产端, 以价换量或仍为常态。若要有效提振经济, 亟需通过外力打破低通胀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

图21: 低通胀的负面循环亟待打破



资料来源: 浙商证券研究所

图22: CPI、PPI 同比增速持续低于合意水平



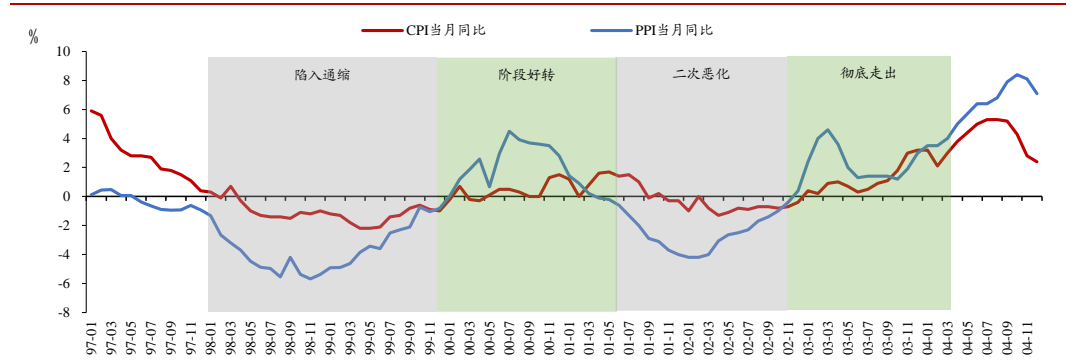
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 抗通缩经验篇: 它山之石, 可以攻玉

#### 3.1 国内抗通缩历程回顾

1998-2002 年, 外生冲击导致通缩反复。1997 年亚洲金融危机、2001 年互联网泡沫破裂, 对以出口为导向的国内经济产生一定冲击, 加之国内前期投资过度扩张导致出现产能过剩问题, 企业“慎贷”, 银行企业贷款坏账风险升温, 银行“惜贷”, 内外因素共振导致供需错配, 价格走弱。在此背景下, 有关部门积极应对, 央行于 1997 至 1999 年间 5 次降息, 2 次降准, 财政部于 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, 带动项目总投资 3.2 万亿, 每年拉动经济增长 1.5-2 个百分点, 同时推动住房商品化改革和国企改革。在经历一段时期反复后, 物价指数于 2003 年彻底企稳回升。

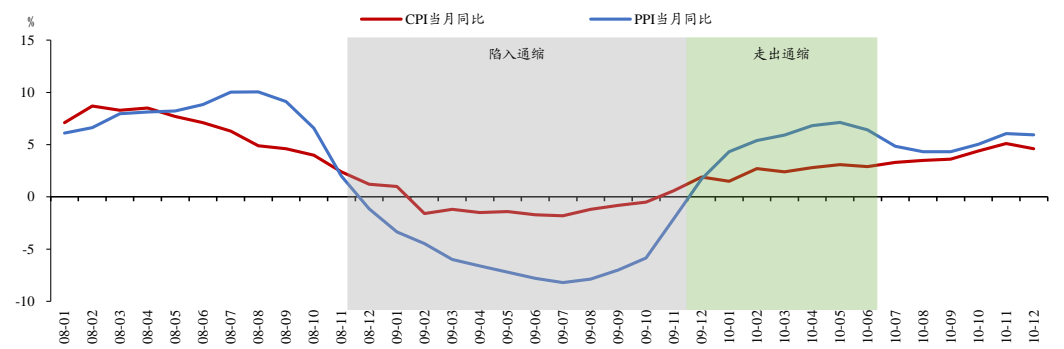
图23: 1997-2004 物价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2009 年, 内外因素叠加导致物价走低。2008 年国际金融危机爆发, 全球金融市场出现较大幅度调整, 导致我国出口外需回落。前期国内经济相对偏热, 央行收紧货币政策以抑制泡沫, 但叠加房地产管控等收缩政策, 国内需求相对疲软, 导致国内再度出现通缩征兆。在此背景下, 宏观政策“三箭齐发”, 货币政策快速由紧转松, 2008 年下半年累计降准 200BP, 调降 1 年存款及贷款基准利率 189BP 及 216BP; 财政政策推出“四万亿”投资计划, 地方政府加码跟进; 房地产政策再度转向, 通过调降首付比、房贷利率下限等手段加码房地产刺激。在经历约 1 年时间的低通胀后, 国内物价于 2010 年初企稳回升。

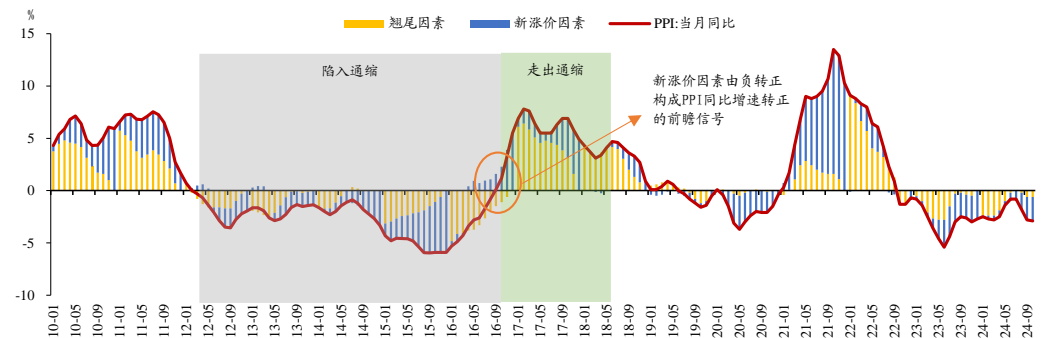
图24： 2008-2010 物价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**2012-2016 年，供给过剩导致生产端物价低迷。**2008 年国际金融危机后，我国虽通过及时出台刺激政策而快速渡过难关，但前期刺激政策不可避免导致生产端产能过剩问题日益加剧，加之海外欧债危机再度爆发、国内经济增速换挡内需走弱，供需错配矛盾突出，PPI 同比增速自 2012 年 3 月起由正转负。为有效治理产能过剩问题，一方面，我国实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持适度的财政刺激规模并优化支出结构，另一方面，逐步推动供给侧改革，通过淘汰落后产能的方式推动供需重回均衡状态。2016 年 9 月，PPI 同比增速在经历连续 54 个月负增长后首次转正，生产端物价持续下跌问题得以有效解决。

图25： 2010 年以来 PPI 走势

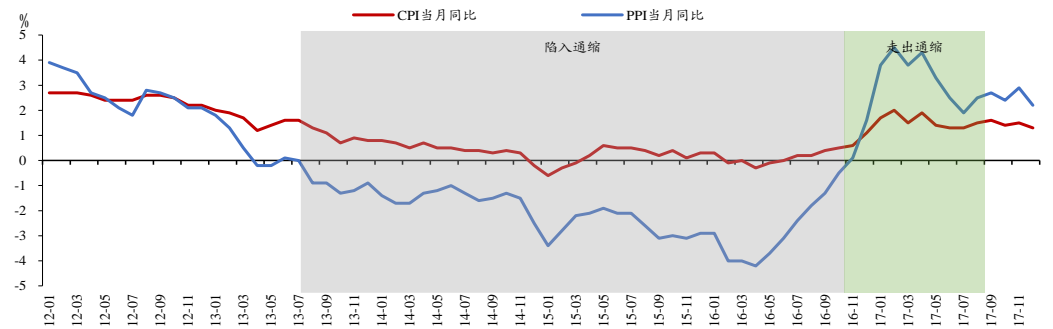


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2 海外抗通缩典型案例

**欧洲央行通过锚定长期通胀预期推动打破通缩循环。**金融危机、欧债危机导致欧元区国家偿债压力提升，部分国家产业结构单一、过度依赖旅游等顺周期行业，在面临危机时更易受到冲击。欧洲各国为控制赤字而被迫收紧财政支出，叠加产业结构冲击、居民失业率走高而工资下滑，终端需求较为低迷。欧洲央行一方面推出零利率、负利率政策，并配套创造多项非常规货币政策工具，通过购买国债及其他资产的方式为市场注入流动性，另一方面，持续通过政策表态等方式将长期通胀预期锚定在 2% 目标水平，防止形成物价下跌的负面预期。在危机国积极进行财政重整等其他政策配合下，欧元区 PPI 同比增速于 2016 年末正式步入正增长通道。

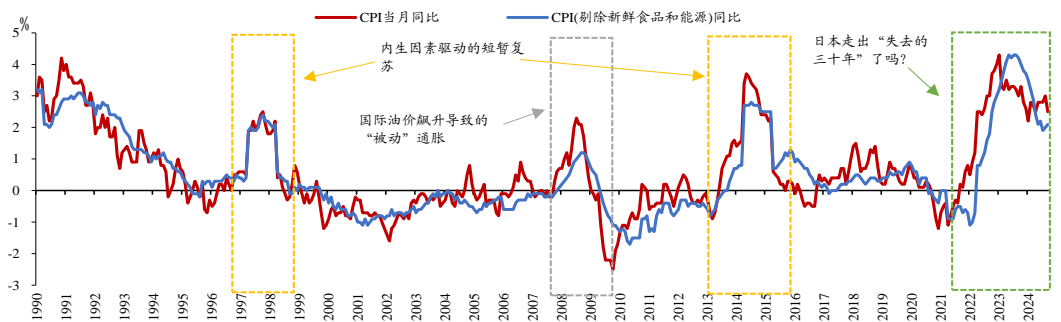
图26: 欧元区 2012-2017 年物价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**日本抗击通缩的得与失。**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。聚焦来看, 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。

图27: 1990 年以来日本抗击通缩历程



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**日本两次“踏入同一条河流”。**对比 1997-1998 年和 2013-2015 年日本抗击通胀的得与失, 可以看到两者呈现较高的相似之处。宽财政与宽货币的政策组合, 构成抗击通缩的基本盘, 也是驱动短暂景气繁荣的主要动力。1997 年 4 月及 2014 年 4 月两次消费税率上调成为导致日本抗击通缩失败的导火索, 核心原因在于财政政策在扩张与整顿之间过快摇摆, 尤其在市场预期尚未企稳时, 财政收缩对社会预期、居民消费等均会产生负面抑制作用。此外, 日本部分制度弊病逐步显现, 而除安倍内阁在 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有效推行, 更加剧了短期政策反复。

表3: 日本两次抗击通缩对比

	1997-1998 年	2013-2015 年
成功经验	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本央行自 1990 年 8 月后连续 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</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>
政策效果	<ul style="list-style-type: none"> <li>GDP 增速于 1993 年三季度下跌 1% 触底, 1995 年四季度反弹至 3.5% 达峰</li> <li>CPI 增速于 1997 年 6 月站上 2%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GDP 增速于 2012 年四季度下跌 0.1% 触底, 2013 年三季度反弹至 3.1% 达峰</li> <li>CPI 增速于 2014 年 4 月跃升至 3.4%</li> </ul>
转折点	<ul style="list-style-type: none"> <li>1997 年 4 月, 消费税率由 3% 上调至 5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014 年 4 月, 消费税率由 5% 上调至 8%</li> </ul>
个性原因	<ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲金融危机对日本出口导向型经济造成冲击</li> <li>银行不良贷款问题爆发</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>货币乘数快速走低, 出现“流动性陷阱”</li> <li>政府债务负担制约宽财政政策</li> </ul>
共性原因	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul>	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 抗击通缩的反思与启示

首先, 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。结合国内外经验及通缩循环演绎方式, 主要可归纳为以下三种途径:

**第一, 立足于需求端,** 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。但需注意, 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。

**第二, 立足于供给端,** 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。但供给收缩对 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 2016 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。

**第三, 立足于价格端,** 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。

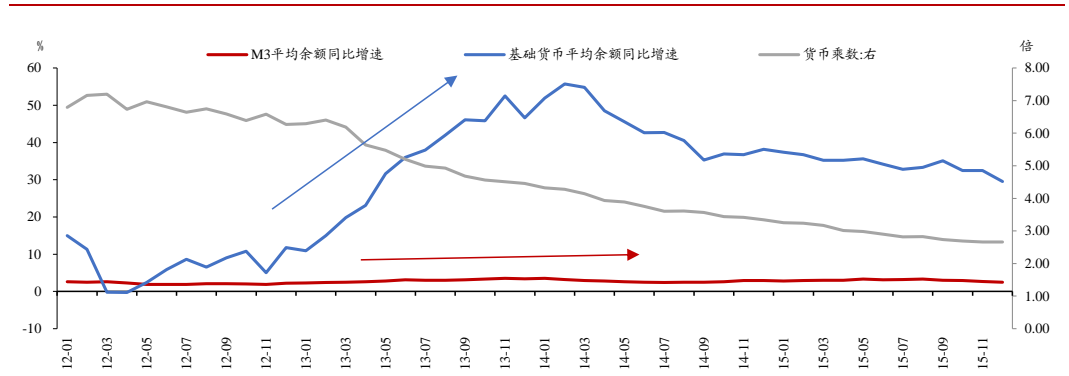
其次，打破通缩循环有赖货币政策与财政政策的协调配合，相比之下，财政政策的决定性作用更为突出。

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”角色拉动经济增长。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，日本央行实施“异次元金融缓和”，全年基础货币平均余额大幅增长 46.58%，但信用并未随之派生，M3 平均余额仅增长 3.41%，底层原因即货币乘数持续走低。相比之下，安倍内部推动的财政刺激方案规模远超同期其他政策，对经济的带动效果更为显著。

图28：日本基础货币大幅投放并未带动信用派生



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4：安倍经济学主推扩大财政刺激

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
<b>振兴日本经济的紧急经济措施</b>	<b>2013.1.11</b>	<b>13.1</b>	<b>20.2</b>
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

最后，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，大步快走胜过小步慢行，超越预期方能扭转预期。

**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。

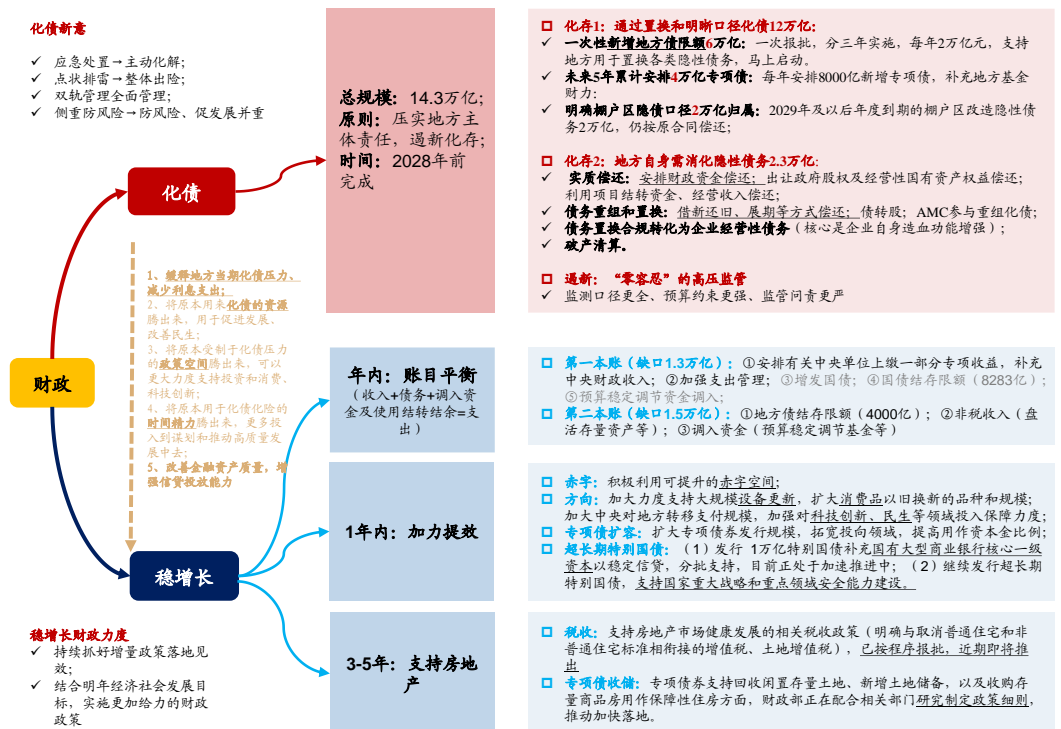
**超越预期方能扭转预期。**从行为金融学角度出发，预期改变并非是连续过程，而是更接近于离散过程，当外生事件冲击超过心理阈值时，便会引发预期的跃升式转变。以此推演，宏观政策作为扭转预期的催化剂，大步快走胜过小步慢行，典型即2008年推出的“四万亿”，凭借大超预期的刺激规模实现对市场悲观预期的有效扭转。

## 4 宏观政策篇：财政宽松，货币加力

### 4.1 财政政策：“发展中化债”，边际积极，财政宽松新周期开始

主基调从“化债中发展”切换为“发展中化债”，关键词仍是“化债”和“稳增长”。以10月12日财政部国新办发布会作为分水岭，我们明显感受到财政政策主线发生一定改变，其中在“化债防风险”仍旧是财政主基调的背景下，政策对于“稳增长”诉求明显抬升。具体落实到细节：

图29：基于近期财政会议对当前财政框架的思考



资料来源：财政部，浙商证券研究所

如何理解化债？地方主导，重点在于遏新化存，以增加地方债务限额为主。

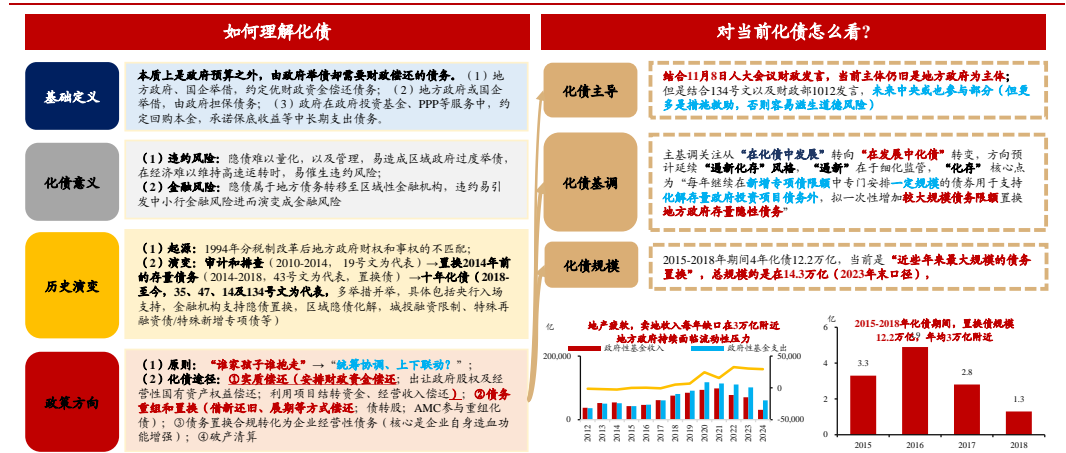
一、为何化？防止风险。首先，我们对隐债定义进行明确，本质是政府预算之外，由政府举债，却需要财政偿还的债务，其中不仅包括公开市场债券，也包括一些纳入隐债的非标以及政府拖欠企业账款等非金融类债务；其次，结合前述隐债的定义，我们不难发现，一是在前期的央地财事权关系中，地方有动力直接大规模举借债务，而相关的债务也具有一定的隐蔽性，进而直接或间接地造成了风险。其中，直接风险来源于前述模式在经济难以维持高速增长时会发生地方政府违约风险，间接风险则来源于，地方政府同地方区域金融机构绑定密切，地方政府违约风险易演变成中小金融机构风险。

二、谁牵头？地方主导。当前财政政策仍旧坚持 2017 年审计署发布的《关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》中的“坚持中央不救助”底线，延续近几年的地方为化债主体（“谁家孩子谁抱”）的风格。

三、怎么化？遏新化存。其中“遏新”主要是严化监管，“化存”核心通过置换和明晰口径化解隐债 12 万亿（一次性新增地方债务限额 6 万亿+新增特殊专项债 4 万亿+明晰棚改区隐债口径 2 万亿），剩余 2.3 万亿需地方自身消化，进而达成化解 14.3 万亿隐债（2023 年口径）的目的。其中关于地方自身消化这部分，结合近几年地方化债经验，或更多集中于实质偿还（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）以及债务重组和置换（借新还旧、展期等方式偿还）方式。

四、展未来？中央或介入。短期来看，就当前化解隐债的主体来看，有且仅有地方，或核心是考虑到中央救助背景下的道德风险问题。但就是长期而言，考虑到卖地收入缺口的刚性，实体预期修复反复性，改革推进的渐次性，结合 10 月 12 日财政部的发言，后续不排除中央也会参与化债，但初期手段或更多是措施救助，后期不排除中央加杠杆协助地方的可能。

图30：对当前财政化解隐债的思考



资料来源：Wind，浙商证券研究所

如何稳增长？中央主导，地方化债亦有支持，后续整体呈现“量增质优”格局。

谁牵头？中央主导。

首先，我们认为当前的宏观图景客观需要财政发挥稳增长的作用，特别是中央财政。具体来看，当前实体经济的核心症结在于有效需求不足，而当前货币在解决需求问题上略显乏力，一是从政策的本质上来看，货币政策更多是一个“拉绳子”作用，而不能作为“推绳子”方，二是近期货币政策的边际效用明显降低。因此从宏观政策来看，后续需要财政发挥真正

的效用。就主体而言，在央地事权尚未改革完全的背景下，地方核心任务仍旧是化解隐债防风险，因此，稳增长任务核心落到中央财政。

其次，我们边际提示，化债对地方微观积极主动性也有带动作用，进而辅助稳增长。具体来看，当前置换债政策有助于缓释地方政府化债的压力，减少财政支出，协助地方腾出必要的“资源、空间、精力”以推动经济发展，同时也有助于提升银行的信贷能力，带动信用有所企稳。

## 二、怎么做？量增质优。

首先，既然将中央作为后续财政发力的主体，因此主基调必然是积极的，那么问题就来到，2024年的财政不积极吗？复盘一下，我们可以发现，从总量上规模来说，在不考虑当前的置换债背景下，前期财政总规模总量也接近9万亿，算得上历史上较高规模力度的财政发力，那为何微观体感认为财政积极性仍有空间？结合政府债融资节奏，或更多来源于前期地方政府在化解隐债背景下的融资节奏过慢问题，因此从结合2024年的财政复盘，我们认为后面财政政策的主基调更加积极必然对应着节奏也需要更加积极。

其次，除去节奏，我们认为更加积极的财政发力还包括如下方向：

(1) 从总量上来看，当前我国的中央政府杠杆无论是对比全球其他的发展国家，还是对比国内的其他主体，均处于较低位置，结合近期财政的发言，中央政府客观存在着加杠杆的空间，在未来的时间里，为保持必要的财政支出，赤字的加码存在着空间；

(2) 从节奏上来看，正如我们前述所示，前期的地方政府债融资过慢是财政微观体感相对偏收敛的核心原因，而前期地方政府债融资过慢的核心原因又来自于化解隐债的约束，展望未来，若置换债加速发行，或对地方政府的微观积极主动性有所抬升；

(3) 从支出方向来看，前期财政支出方向核心聚焦于“两新一重”以及高科技制造业等投资方向，往后看，财政支出方向可从前期的“投资为主”转向“消费和投资并举”，同时关注经济修复压力中的民生问题，进而更有利的稳增长；就投资动能而言，考虑到地产在整个经济中的联动作用，也需要财政发挥对于地产的支持；

(4) 当然，就长期视角来看，央地财政事权能不能进一步改革，是缓解当前中央和财政之间配合问题的关键，后续财税和预算改革仍需要进一步加快落地。

图31：对当前财政稳增长思考



资料来源：Wind，浙商证券研究所

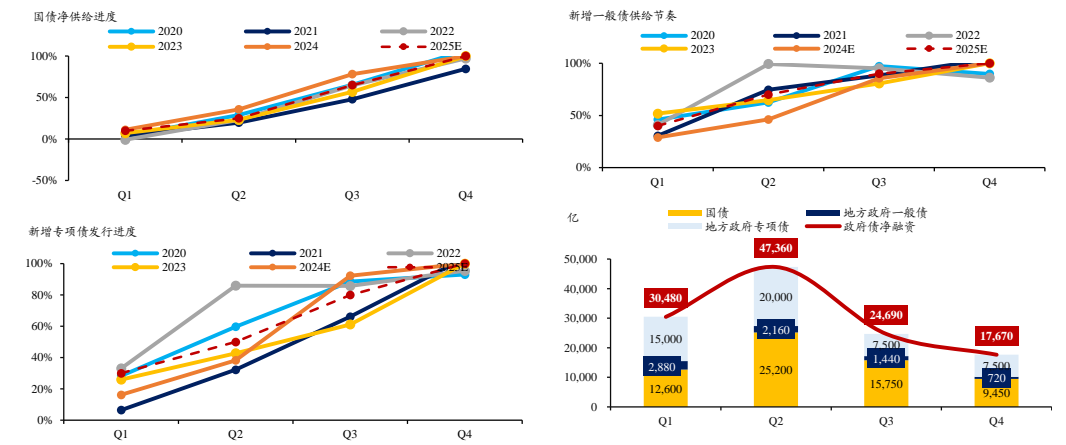
结合前期财政的判断，我们预计，2025年政府债供给总量约12万亿，节奏呈现前高后低态势，Q1-Q4净供给3.05万亿/4.74万亿/2.47万亿/1.67万亿。具体组成：

(1) 国债部分：①总量上，考虑到赤字的提升空间，以及近期财政对特别国债的发言，集中于“补充大行资本金”和“重点领域”，我们预计国债净供给总量或在6.3万亿附近，其中4.3万亿一般国债（前值4.08万亿），2万亿特别国债（1万亿特别国债，1万亿或是建设国债）；②节奏上，我们结合近几年季节性规律以及节奏略微前置的假设，预计Q1-Q4国债净供给节奏为20%、60%、85%、100%；

(2) 地方政府一般债部分：①总量上，该科目额度始终稳定在7200亿附近，我们当前预计该科目仍是延续前期规律，约是在7000亿附近；②节奏上，地方政府一般债具有较强的季节性规律，我们预计Q1-Q4新增债发行节奏为40%、70%、90%、100%；

(3) 地方政府专项债部分：①总量上，考虑到化解隐债的特殊专项债、后续专项债可用于收储，我们预计2025年新增专项债发行将明显高于往年，预计总额度在50000亿左右；②结构上，结合季节性规律、近期部分地方政府已经在申报项目等信息，我们预计，Q1-Q4新增地方政府专项债发行节奏为30%、70%、85%、100%。

图32：政府债发行节奏判断



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2 货币政策：中期完善框架，2025年仍有较大降准降息空间

中期视角下，以0619陆家嘴金融论坛作为分水岭，货币政策框架从数量型到价格型的转变明显加快，中期来看，相关逻辑可延续。复盘自2024年6月19日开始的货币政策框架转型，央行核心围绕着工具箱扩容，以及机制梳理展开：

(1) 工具箱部分，央行通过创设买断回购、买卖国债，正逆回购机制等工具，逐步加强对流动性的管控以及淡化MLF的概念；

(2) 机制梳理层面，当前利率传导机制不畅通的核心症结聚焦于银行内卷下存贷款利率条件的不同步问题，近期央行通过各种监管措施进行改善，针对“存款利率调降的少”部分，央行通过“压降高息存款、优化市场利率存款投标”等方式进行规避，针对“贷款利率调降的多”的部分，央行通过“不得发放税后利率低于同期限国债收益的贷款、以及完善房贷定价机制缩窄新老房贷利差”等措施展开；

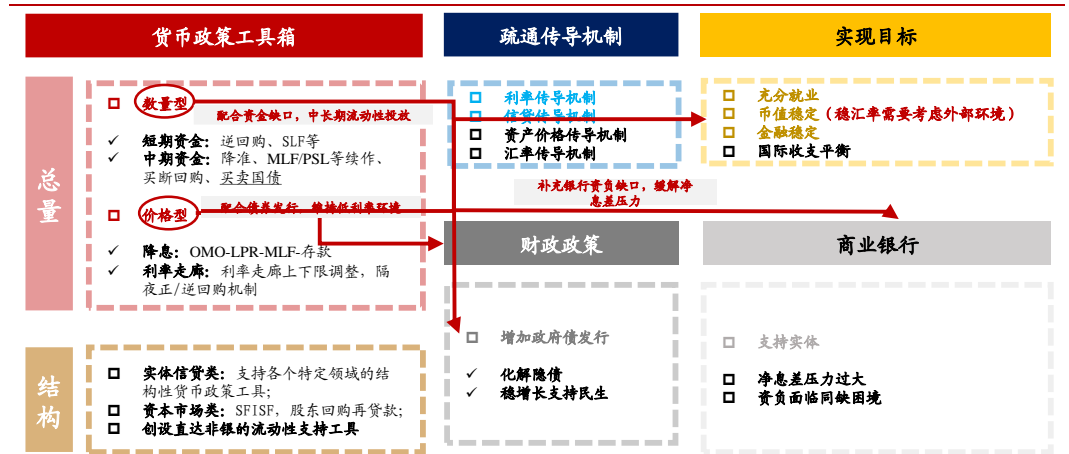
往后看，类比海外央行，货币工具箱扩容和现有工具的使用频率仍有一定空间，机制梳理也尚在途中，因此站在中期视角下，完善货币政策框架主逻辑仍旧是延续的。

就年度视角来看，货币政策短期第一顺位目标或切换成稳增长，配合财政和商业银行逻辑下，2025年降准降息仍有较大空间。

(1) 就框架本身而言，正如我们前期在多份报告中所强调的，货币政策框架的本质就是货币政策需要通过什么样的工具和传导机制进而实现核心目标。就当前而言：①目标顺位方面，结合近期央行的发言和Q3政策报告，或为“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”；②稳增长阶段，主基调仍旧偏宽松，工具方面，预计“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；③机制方面，考虑到完善价格机制，我们预计后续买断回购会发挥对于MLF的置换作用，买卖国债发挥对于降准的置换作用。

(2) 就稳增长配合而言，我们认为重点关注央行和财政、以及商业银行之间的协同作用：①财政方面，前述已经分析过，后续财政呈现“量增质优”的格局，因此后续央行和财政的配合实现“稳增长”的重点在于政府债的量价支持层面，具体来看，数量方面，配合大规模财政发债，央行需要平抑资金面，保持必要的流动性投放，价格方面，央行需要维持一个低利率的稳定环境，减少后续财政还本付息的压力，综合来看，配合政府债发行核心是提供必要的资金量，维持利率水平的平稳；②商业银行层面，我们认为核心是减轻当前大行的净息差压力，背后涉及到的是，一是纠偏当前存贷款利率调降不同步问题，二是通过降息维持银行的净息差，三是通过低成本资金的投放（比如降准和买卖国债）或者是资本金的补充，释放低成本的中长期流动性支持商业银行。

图33：当前货币、财政、商业银行配合框架



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(3) 就前述政策框架的政策使用而言，我们预计2025年或有2次降准、2次降息，其中降准总幅度或在100BP附近，单次降息幅度在20-30BP附近。

①降准核心视政府债融资以及MLF到期量形成的资金缺口进行操作，其中年内或有2次降准空间，次数之间的差异核心或聚焦于2024年12月是否降准。具体来看，按照前述预测，2025年Q1-Q4政府债净供给或为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，因此就中长期流动性缺口来看，假设2024年12月不降准，则预计2025年Q4的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12月降准，则预计Q4的MLF到期量1.5-2万亿附近，对应2025年上半年降准一次50-100BP。

②降息或视内外情况（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。

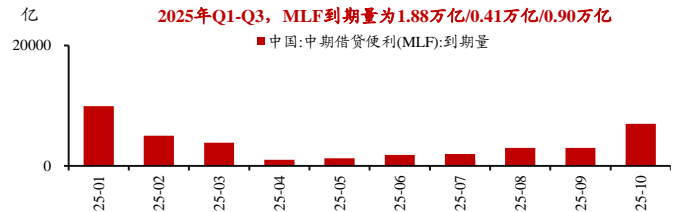
图34: 降准的季节性规律

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

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 降息的季节性规律

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



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 4.3 流动性: 稳定的 DR 和不稳定的分层

广义流动性看央行, 在多种工具配合下预计无忧, 对应稳定的 DR 水平, 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, 同时政府债和权益的阶段性的不稳定也易造成资金分层的不稳定。

1、权益对资金面的影响核心聚焦于流动性的再分配, 不同股债关系对应资金面有不同情况演绎, 2025 年股债或面临阶段性切换, 带动分层有一定不稳定性。

(1) 从宏观视角来看: 不同的流动性层级 VS 是否有增量资金 VS 市场风险偏好。

权益和债券处于不同的流动性层级, 其中权益市场隶属于广义流动性, 债券市场流动性核心来自于银行体系的超额存款准备金, 央行和商业银行流动性投放之间的不同步以及市场风险偏好的不同带动资金在股债之间形成流转。

当无增量资金进入资本市场, 存量资金博弈阶段, 核心是“股债跷跷板行情”, 其中: ①经济复苏期, 股牛债熊, 期间狭义流动性一般偏紧, 银行融出能力下降, 货币基金和理财等机构规模也呈现下降态势, 带动资金利率和资金分层呈现走高态势; ②经济衰退期, 资金更易流入债市, 形成债牛股熊行情, 期间银行体系流动性更易充足, 货基和理财一般规模增长, 带动资金利率和分层减弱;

若是有增量资金进入或流出资本市场, 股债行情的负相关关系会弱化, 更易出现“股债双牛”和“股债双杀”行情, 其中: ①股债双杀更易发生在经济过热期, 或者货币政策条件偏紧时期, 彼时一般伴随着资金的流出, 狭义流动性易收紧, 资金利率和分层均易走高; ②股债双牛更易形成于筑底期, 彼时一般伴随着货币宽松和增量资金进入, 银行间流动性充裕, 资金利率和分层易于走低。

表5: 不同股债关系(典型案例)的期间流动性变化

类型	时间	期间货币、信用背景	DR 月均值走势	R 月均值走势	R007-DR007
股牛债熊	2022年11月-2023年02月	2022.11.11的两项政策(放松口罩管控以及地产)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	期间市场对于政策预期低迷,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

(2) 从微观视角来看,核心是投资者资产配置变化带动资金结构压力变化。

从投资者出发,核心分为银行、非银以及客户在股债资产配置对流动性的影响:①针对银行体系,核心聚焦于股票行情切换带动存款结构在“客户存款”和“非银存款”之间相互切换,其中鉴于非银存款无需缴纳存款准备金,存款结构变化带动超储变化和狭义流动性变化,因此更多影响的是DR水平;②针对非银体系,核心聚焦于其负债端切换,比如在近期权益行情中,理财、货基这类偏债类广义资管负债端面临流失压力,而偏股的广义资管规模增长明显,鉴于理财和货基更偏向于资金过手方,因此两者规模变动会影响R的水平。

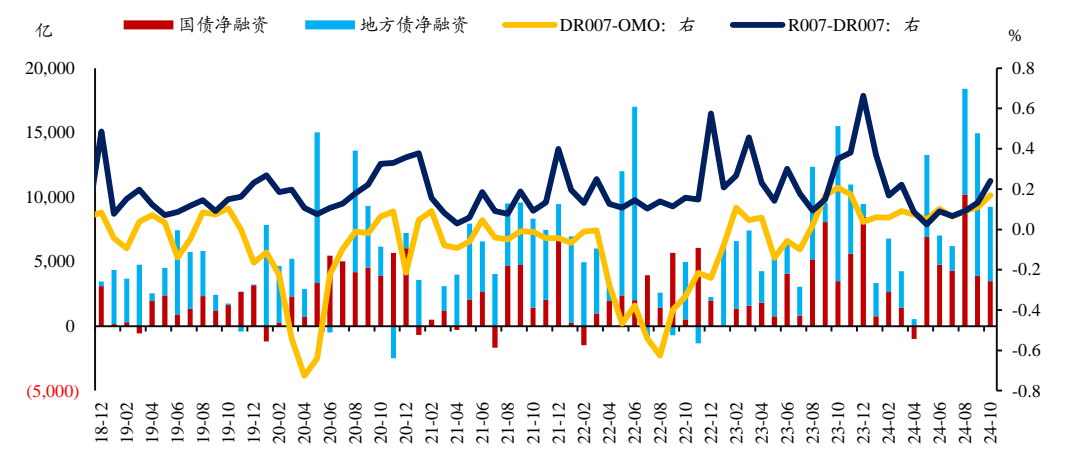
(3) 往后看,2025年股债关系在政策诉求下或面临阶段性切换,带动分层有一定不稳定性。

2、超过万亿级别的政府债净供给往往会对资金分层造成压力,2025年资金面分层或不及2024年宽松。

回顾一下过往的资金面,伴随着政府债发行,存在典型以万亿作为分水岭,政府债发行期间,DR和分层易于走高的情况,但2023年8月之后,伴随着新的货币调控思路的转变,DR系列一般保持相对稳定,但分层还是易于走高,就以2024年8-10月为例,政府债净供给都在万亿附近,R-DR的分层也开始逐步走高。

往后看,鉴于2025年,我们预测政府债净供给或在12万亿附近,平均到每月大概是万亿左右的格局,在央行对DR中枢有诉求背景下,政府债量和节奏更多影响的是资金分层,对应2025年的资金分层或比2024年的分层更易波动,且中枢整体或相对更高。

图36: 政府债融资对资金的影响



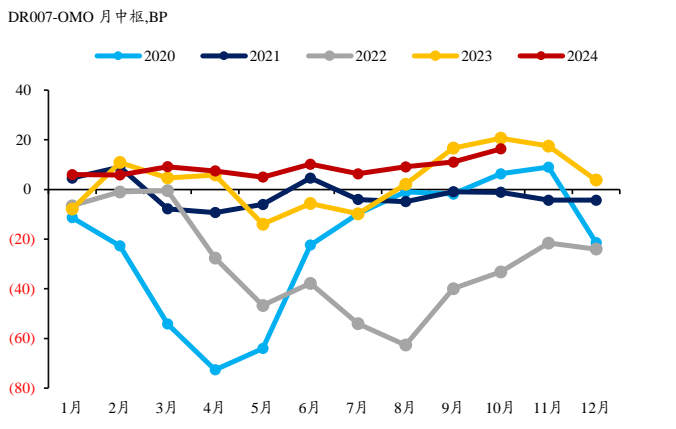
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上，我们对 2025 年资金面进行展望，预计是 DR 跟随 OMO 保持相对稳定，分层波动加大的格局：

(1) 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；

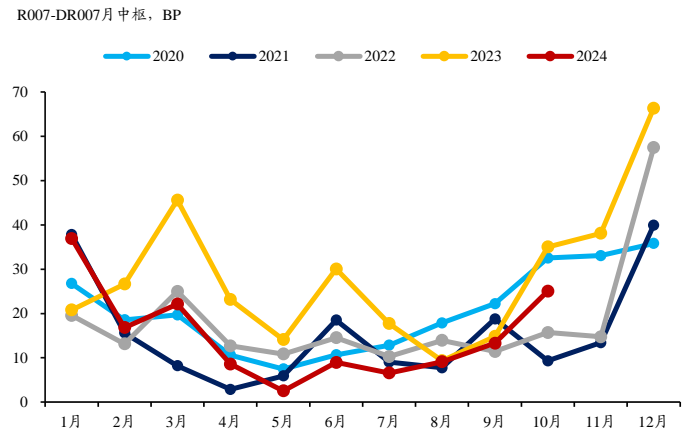
(2) 价格上，稳定 DR 的手段核心是量的平稳和隔夜正逆回购机制，DR 绝对值月中枢本质取决于央行，边际影响因素集中于是否降息、梳理价格传导机制以及贬值压力等，因此 2025 年 DR 绝对值月中枢最后演绎或是，不降息之前跟随贬值压力，阶段性在 5-10BP 以及 10-15BP 之间波动，降息则跟随降息幅度移动；分层部分，后续扰动因素偏多，包括政府债发行和权益市场对分层的扰动等，但央行或创设直达非银的流动性工具进行应对，不过整体来看，分层回到 2024 年 4-6 月概率偏低，节奏上大概率演绎一季度高，二三季度低，四季度高节奏，同时月内波动加大格局。

图37: 2024 年 DR007-OMO 7D 月中枢保持相对稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图38: 2024 年资金分层比往年更弱



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5 机构行为篇：存款活化，配置支撑

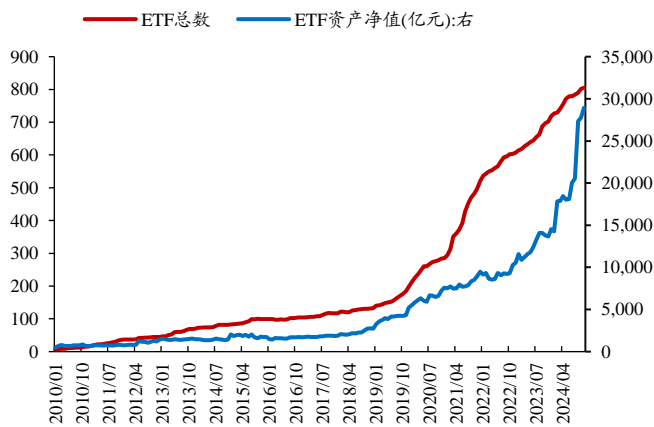
### 5.1 机构散户化，存款活性化

“机构散户化”和“存款活性化”推动股债行情可能双边波动放大。

第一，**散户机构化**：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。

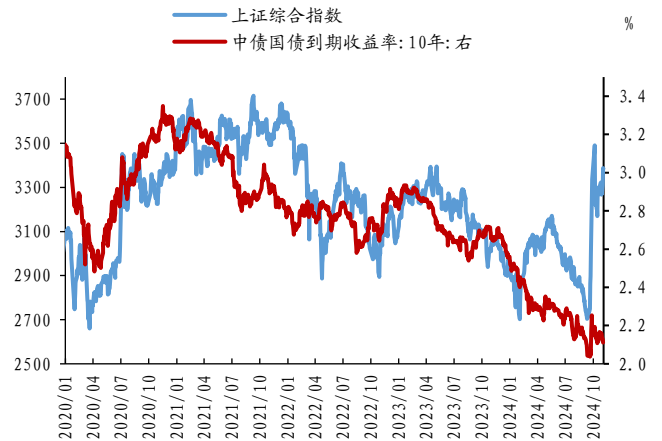
随之带来的是散户对权益市场定价权明显提升，行情双边波动放大。1) 散户增量资金多；2) 散户参与 ETF 意愿强，大盘行情变动可能超历史经验；3) 资金在低波和高波资产之间切换快，股债市场跷跷板特征强化，债市行情波动也随之放大。

图39：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

图40：2024 年年初股债跷跷板短暂脱钩，年底特征再度强化



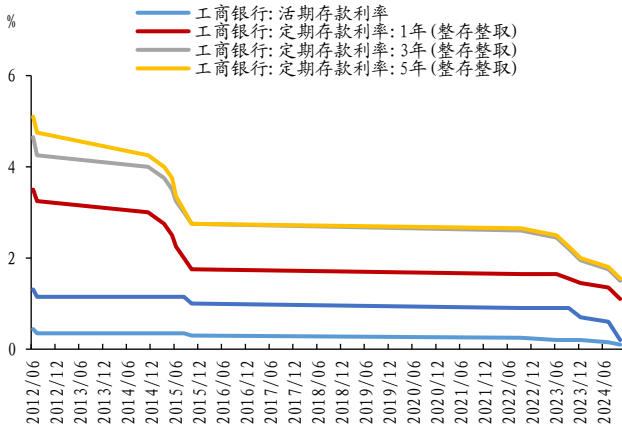
资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，**存款活性化**：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。

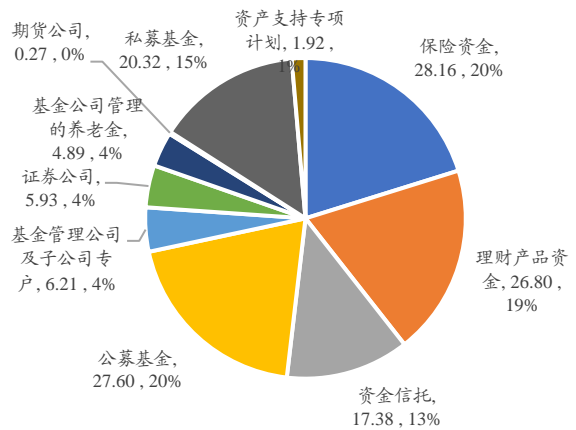
且随着存款利率进一步调降，我们将会看到：1) 表内存款向表外流动；2) 表外资管互相流动。2023 年年底，表内存款和广义资管规模（口径：理财+险资+资金信托+公募基金+私募基金+基金公司和专户+证券+基金养老金+期货+资产支持计划）分别约 284 万亿和 139 万亿，庞大的潜在流动资金体量导致债券市场负债端的不稳定性显著加大，一旦债市调整或权益市场出现行情，或放大股债跷跷板效应，导致债券市场的回调程度较此前有所放大。

图41: 存款利率降息还在进行中



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图42: 广义资管规模分布 (2023 年底)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2 配置有支撑, 交易有信心

具体看各债市机构行为, 我们总结为“配置有支撑+交易有信心”。

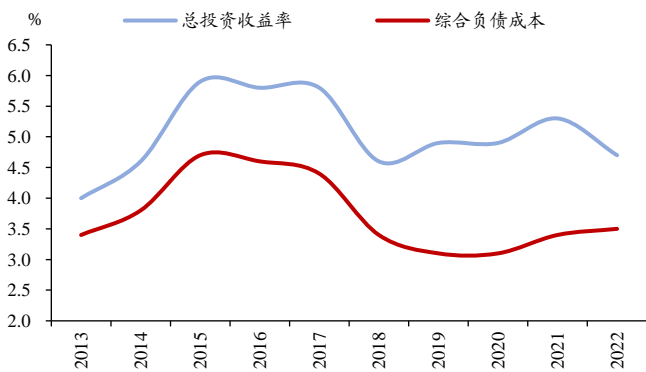
**保险: 资产荒背景下保险存量成本居高难下, 支撑长久期利率上限。**

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, 实体经济有效融资需求不足, 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。

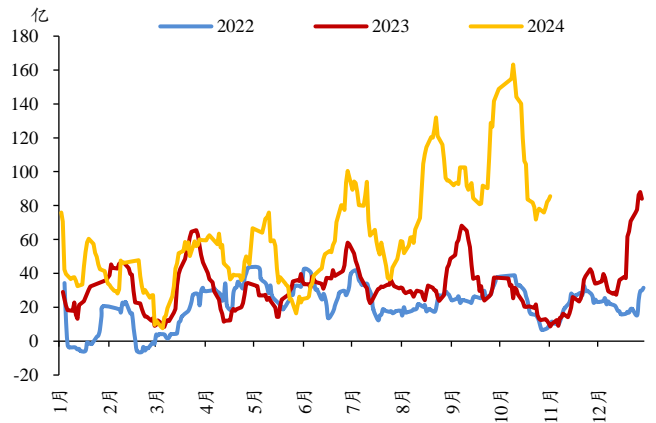
因此, 在 3-5 年的中长期维度内以及在合理赤字率的假设下, “资产荒”的逻辑可能长期持续。

图43: 保险综合负债成本走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 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下，机构行为博弈强化。典型的是2023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。

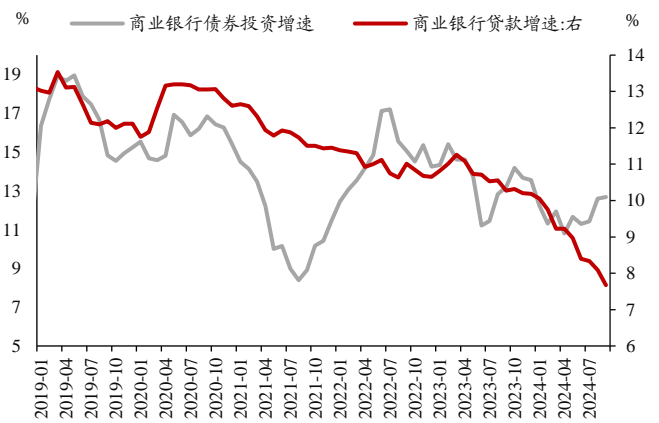
第二，在化债和信贷调结构背景下，银行体系的贷款增速会维持偏低的状态，这种情形下银行还会维持较充裕的表内配债资金，未来半年到一年周期，利率债仍有相对稳定的银行配置需求。

图45：10年国债收益率和1Y MLF 利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图46：银行体系信贷增速缓慢



资料来源：Wind，浙商证券研究所

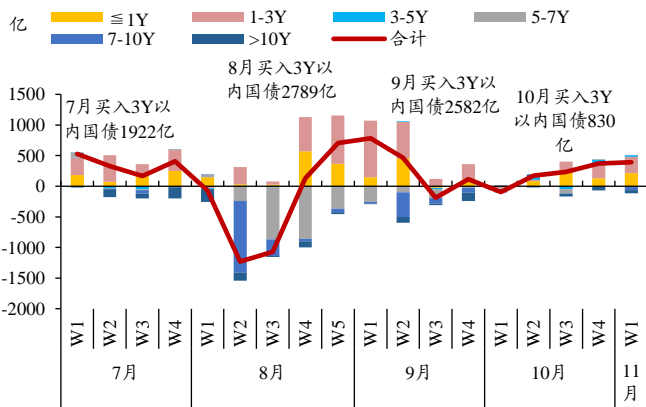
**大行：持续买短债输送流动性，买短先于卖长。**

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，利率曲线有进一步牛陡的基础。2024 年央行先后启动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 9 月初，大行连续四周从二级市场大量买入 3 年以内短国债。

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。

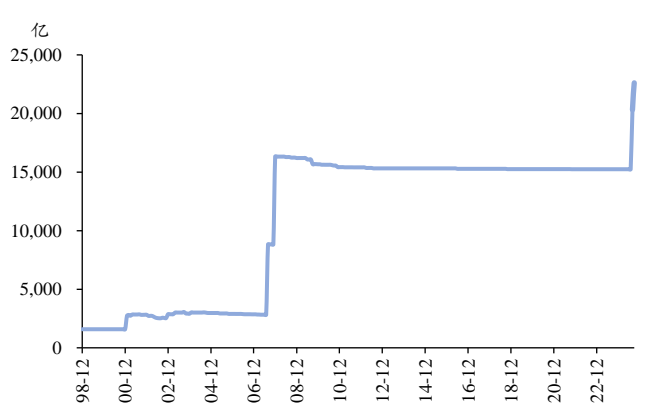
展望 2025 年，我们判断央行可能持续买短债向市场输送流动性，但是买短并不一定同时卖长；除非债市运行脱离对基本面的合理判断，否则可能不会轻易动用卖债工具。

图47：三季度以来，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

图48：央行对政府债权大幅增长



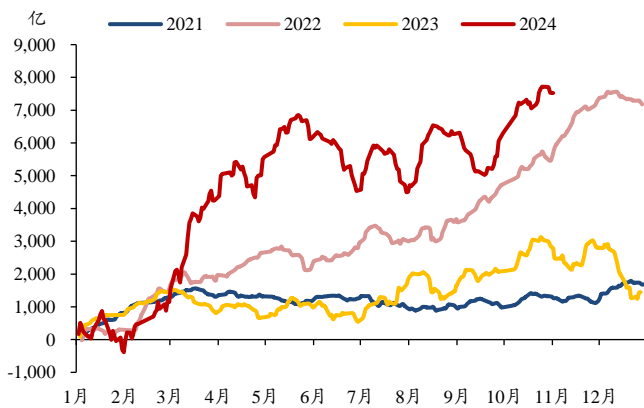
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**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。

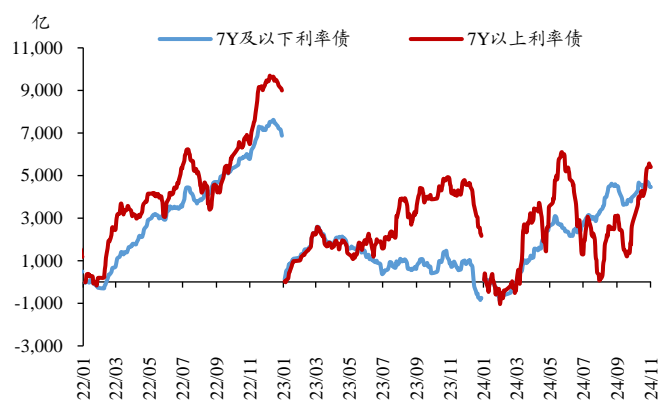
在股市反弹的背景下，监管对农商行交易的关注可能渐趋平缓，后续“逢高买债”或依然是农商行的主要操作思路，且农商行可能有“补缺口”性质的配债需求。对此我们判断：农商行配置国债的需求仍然会较高，且农商行对政金债的需求可能抬升。

图49：农商行二级市场买入国债规模



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图50：2024年以来，农商行对长久期利率债买入波动明显放大



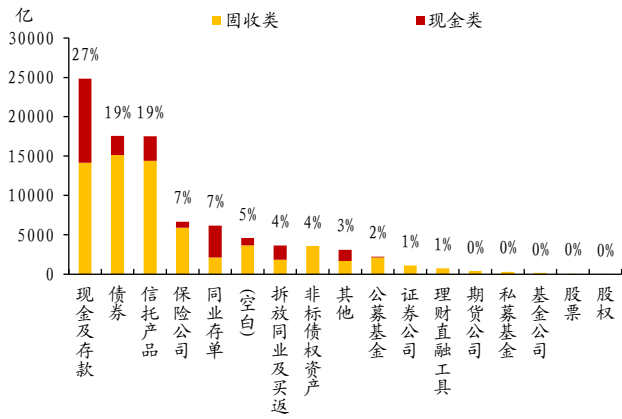
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**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。

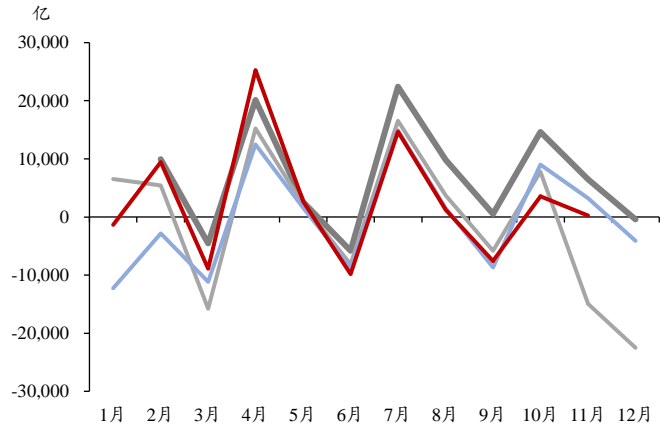
理财赎回压力传导至直接抛售债券资产的节奏相对较慢。根据固收和现金类理财产品前十持仓(24H1)占比来看：现金类理财的公募基金、信托、现金的持有占比分别约1%、12%、42%；固收类理财的公募基金、信托、现金的持有占比分别约3%、21%、21%。以固收类理财为例，假设理财赎回公募基金，则可能调整规模3%左右；考虑到理财持有的银行存款部分可能包括较多定期存款，假设其中一半是易于变现的现金和活期类存款，赎回规模至15%左右时，可能对高流动性的债券类资产产生抛售压力，因此理财赎回压力传导至直接抛售债券资产的节奏相对较慢。

图51: 理财投资结构(前十持仓)



资料来源: 普益标准, 浙商证券研究所

图52: 理财规模走势变动

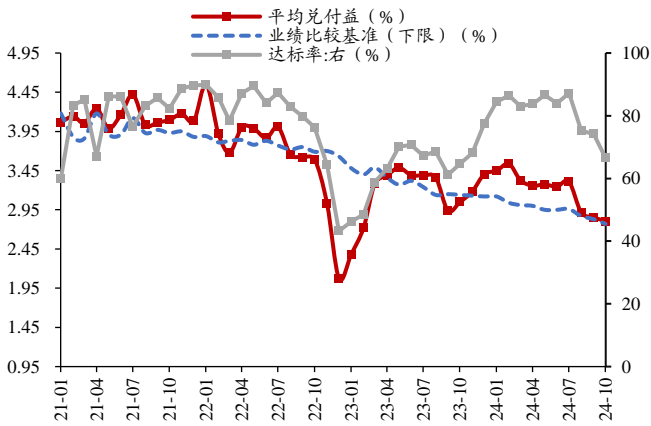


资料来源: 普益标准, 浙商证券研究所

**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限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。

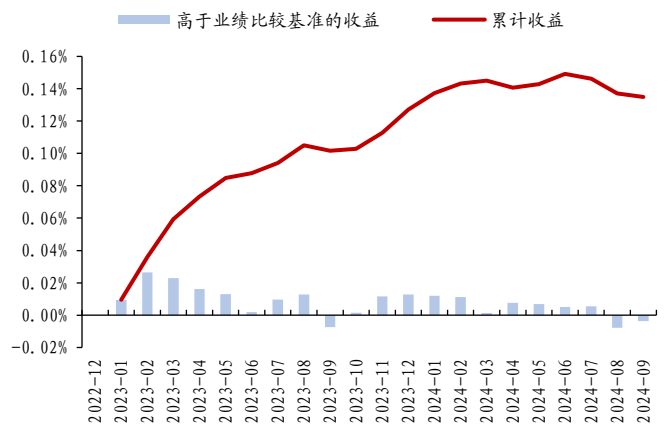
因此, 在低波工具箱的持续运用下, 理财净值压力仍然相对可控, 在2025年债市不会转熊的判断下, 理财可能不会重演2022年四季度大级别负反馈情况。

图53: Q4以来纯固收理财兑付收益沿业绩比较基准下限运行



资料来源: 普益标准, 浙商证券研究所

图54: 固收类理财近一月平均年化收小幅低于业绩比较基准



资料来源: 普益标准, 浙商证券研究所

### 5.3 货币有配合, 调整压力小

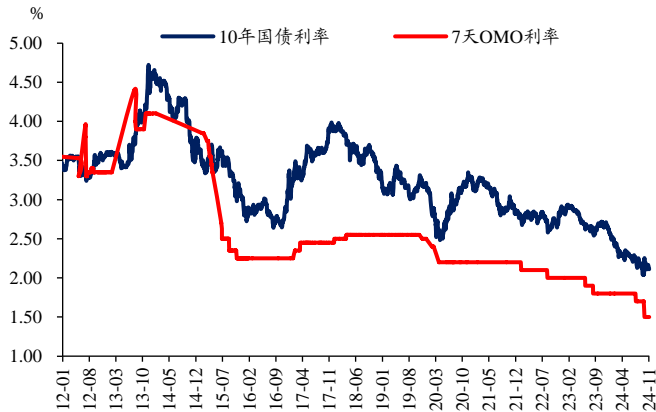
整体看, 机构行为层面, 固收资产确定性仍在, 也需注意组合整体的防守性。

第一, 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。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。但是后续货币政策配合财政政策发力，债券资产实质面临的流动性风险较小，利差可能重新压缩。

第二，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。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。

图55: 10年国债利率和7天OMO利率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图56: 2024年以来3Y AAA信用利差走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

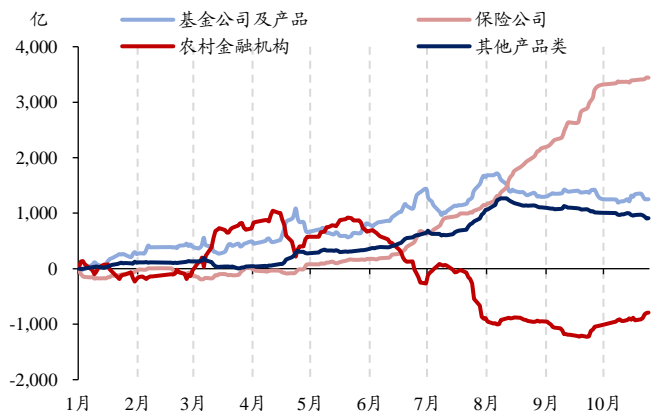
30年国债方面，需求或以配置盘为主，交易盘信心在但波段加快。

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。

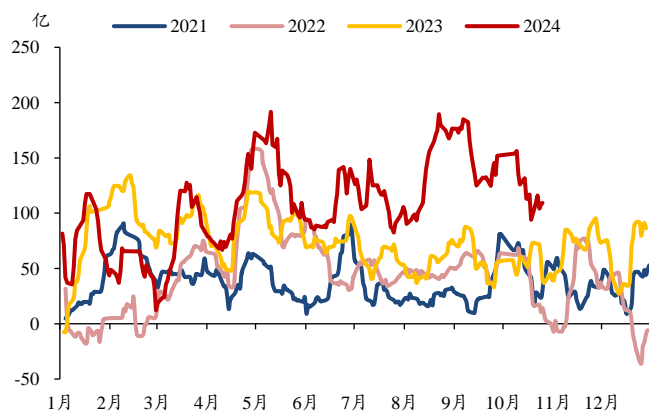
2025年30-10年国债期限利差或在15-30BP区间运行，机构或有参与波段的机会。

图57: 从30年国债买入力量上看，保险>基金>非银产品



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图58: 2023年以来保险买债规模远超往年同期



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

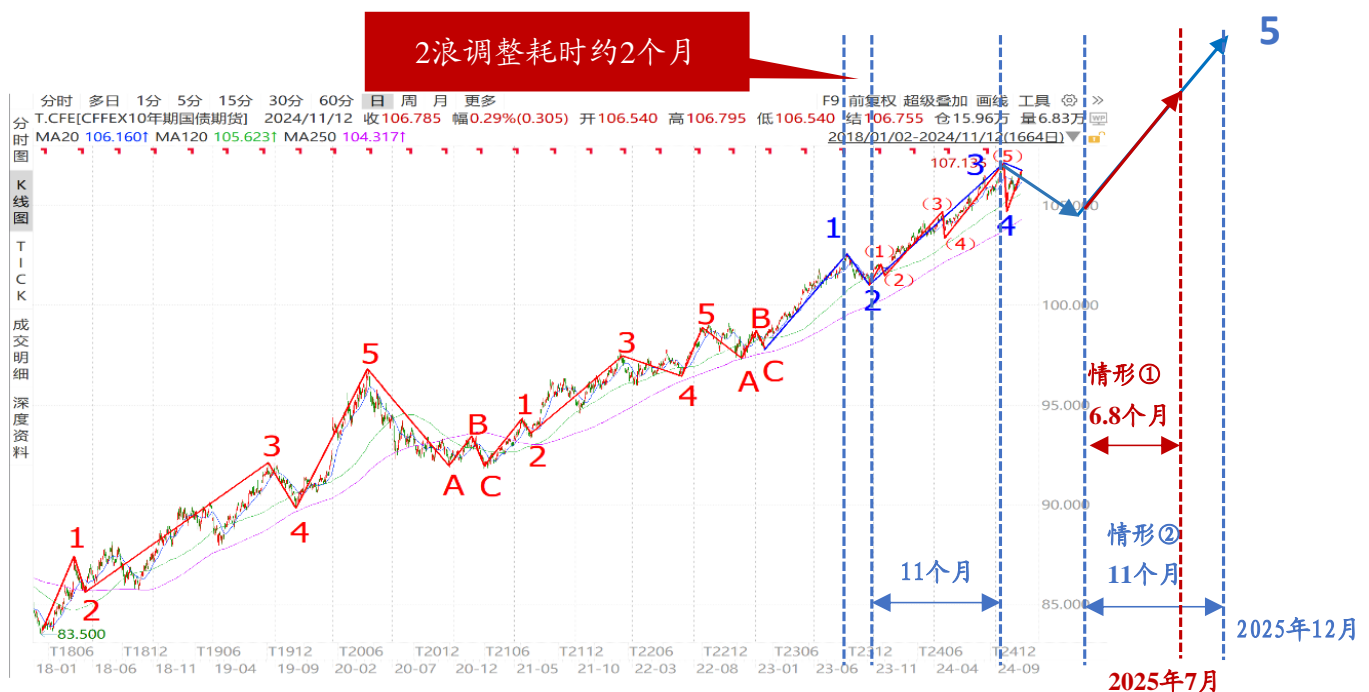
## 6 策略展望篇：通渠引水，股债双牛

### 6.1 2025 年股债行情技术面展望

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。

图59：2025年债券市场或进入5浪上涨阶段

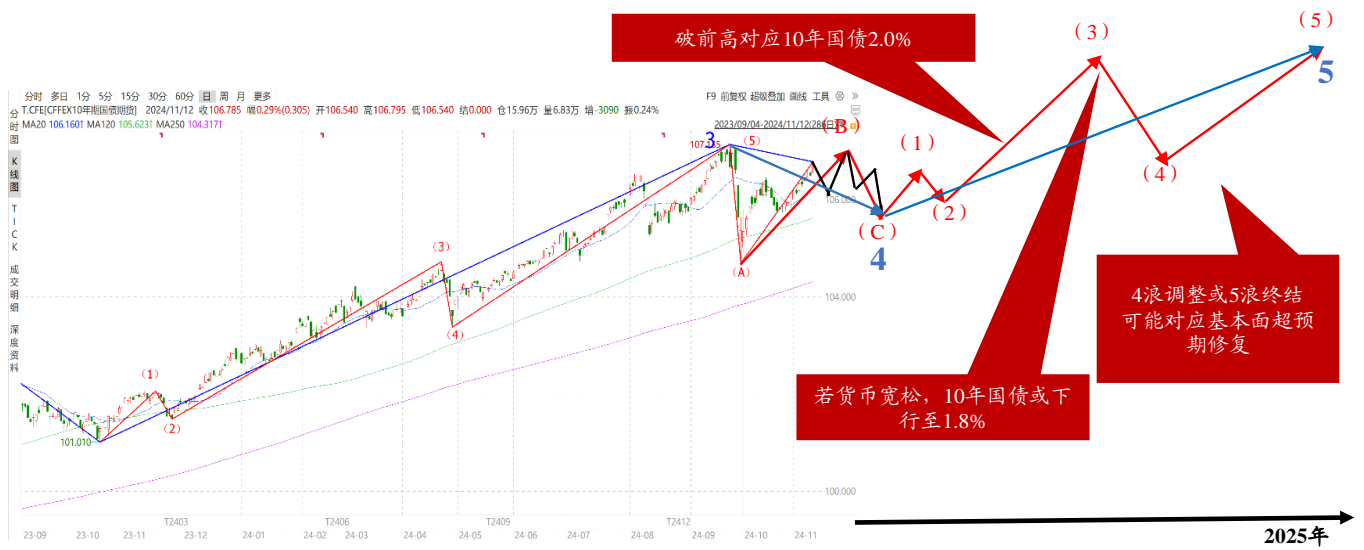


资料来源：Wind，浙商证券研究所

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，或已接近(B)浪末端。往后看，(B)浪达到高点后或在再融资地方债供给放量背景下进入(C)浪小幅回调，或总体走出横向平台型复杂结构，于2024年末进入大一浪级的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。

图60: 2025年10年国债期货主力合约或趋势性上涨

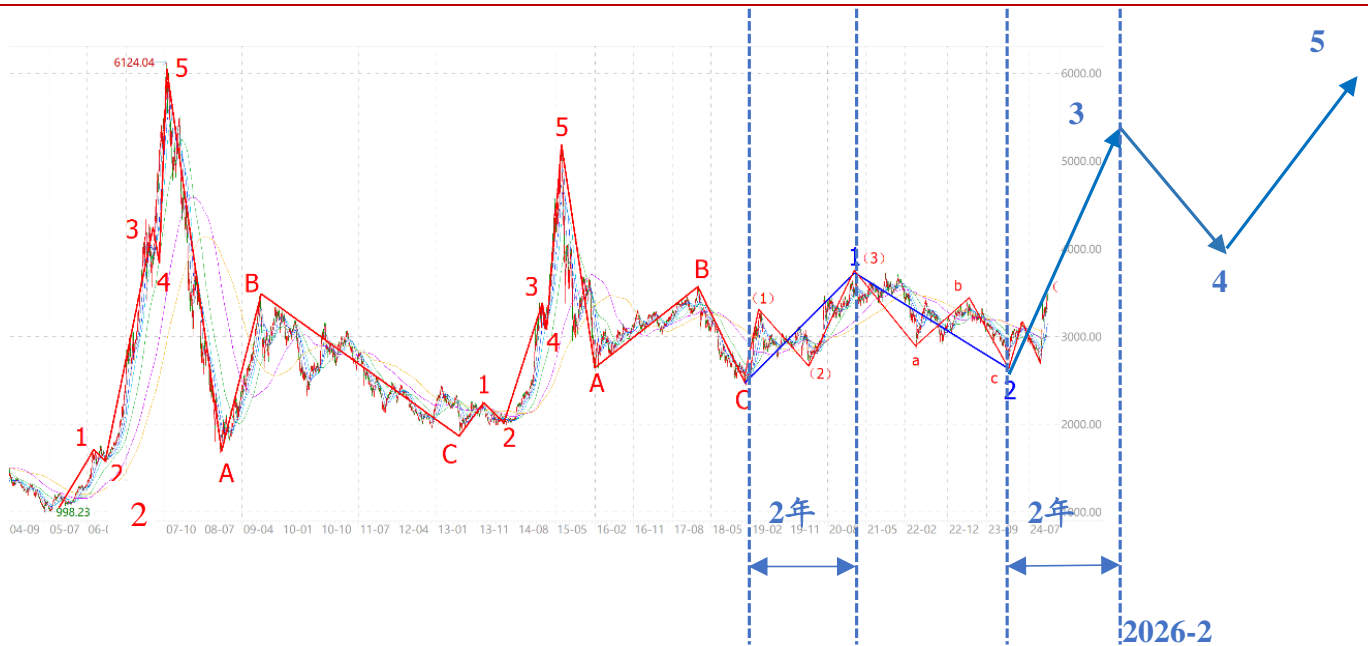


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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2025年股牛行情。

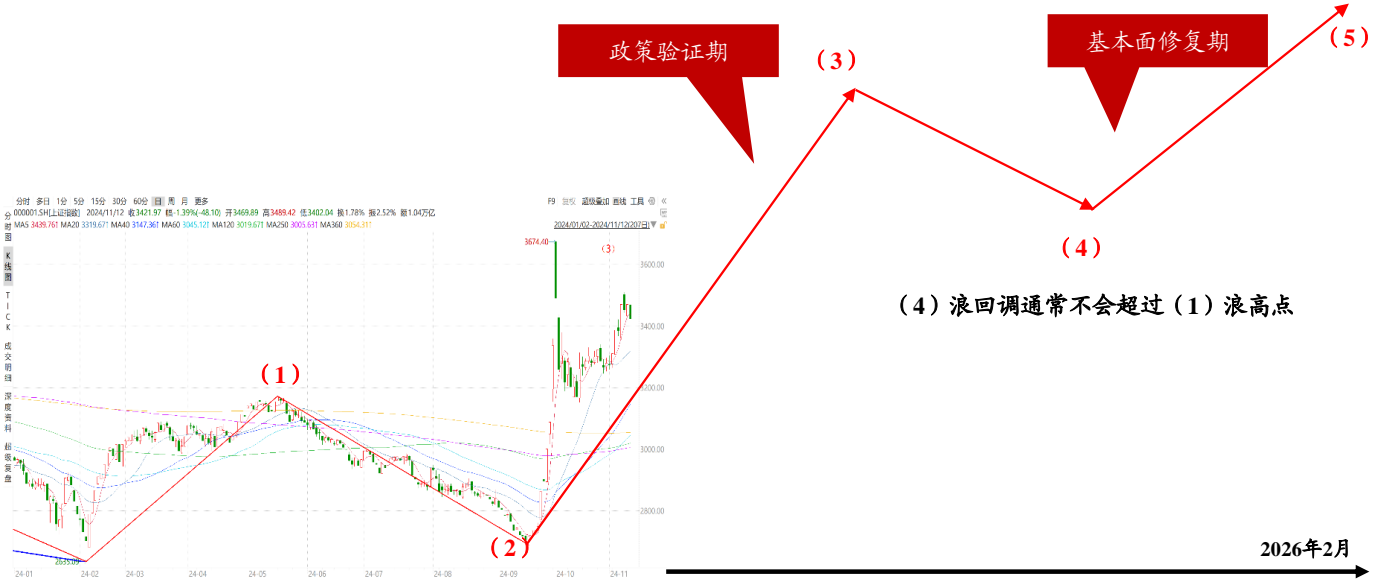
图61: 2025年权益市场或总体趋势性上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从内部结构来看,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。

图62: 2025年权益市场或经历政策验证期到基本面修复期过度,总体趋势性上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6.2 2025 年利率走势及节奏判断

### 1、2025 年长端利率或先下后上。

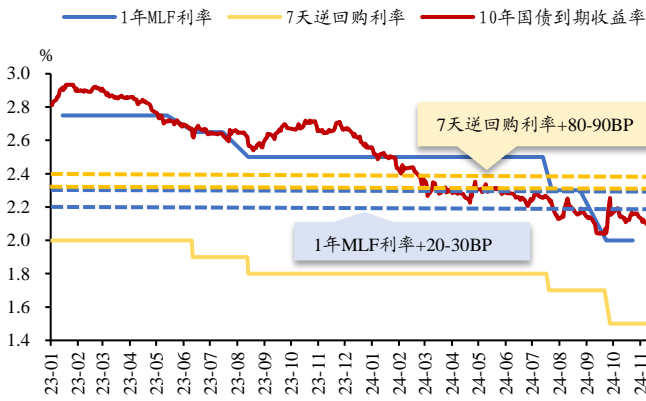
2025 年 30Y-10Y 利差或先收窄再走扩。2024 年 30Y-10Y 利差收窄趋势被中断, 往后看, 在政策验证期宽财政及宽货币加持之下, 债市收益率或下行较为流畅, 30Y-10Y 利差或再次进入收窄区间。若经济基本面超预期修复, 债市阶段性调整, 则 30Y-10Y 利差可能重回 30BP (50%分位数上方), 同时长久期信用债或受限于流动性约束而存在一定调整压力。

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% + 20~30BP = 2.2~2.3%。

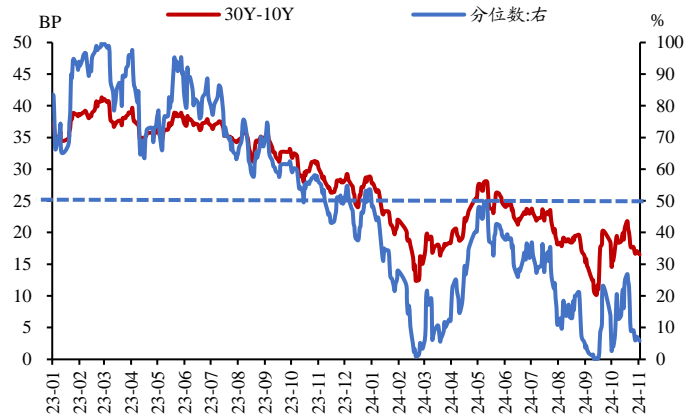
**调整情形 2:** 如果出现基本面维度冲击, 10 年国债调整上限预计为: 7D OMO 1.5% + 80~90BP = 2.3~2.4%。

图63：2025年10年国债调整上限参考



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图64：30Y-10Y 利差或进入底部区间震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**2、2025年建议年初配置存单，2年期国债收益率或下行至1%附近。**

存单投资思路或从2024年的需求主导转换为供给主导逻辑，对应更加建议年初配置，核心使用骑乘策略。

- (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，结合货币政策降息相机抉择以及权益、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；
- (3) 综合供需和资金价格考虑，再结合季节性规律，我们判断，2025年存单投资思路或不同于2024年的需求主导逻辑，更多可能是供给主导逻辑，对应更加建议年初配置，核心使用骑乘策略。

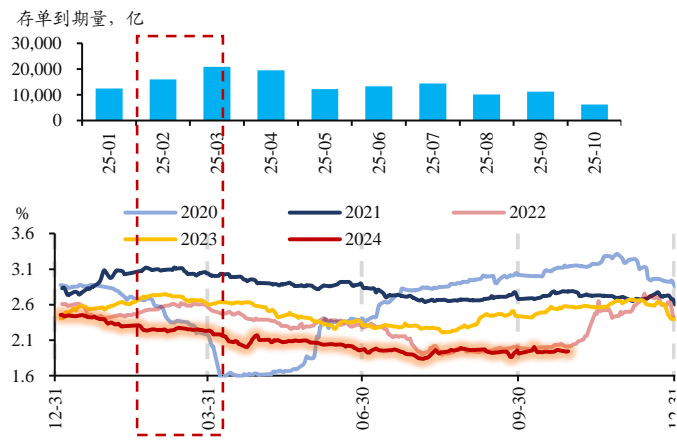
短债后续核心主导因素或是“逆周期因子调控压力下的大行代客买入，以及央行买卖国债投放流动性”，下限比价免税后的DR007，2年期国债或在1%附近。

本轮短债行情核心由于大行买入，但21年至23年6月之前，大行实际上在二级市场匀速买入（MA20D在20亿附近），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”。

往后看，2025年财政发力，MLF缺口和珍惜降准空间下，央行短债买入有持续性，同时汇率贬值压力加大背景下，央行开展逆周期因子调控也会带动掉期点增加，进而大行代客买入也有一定边际持续性，前述两大逻辑将驱动2025年短债或仍有脱锚的动力。

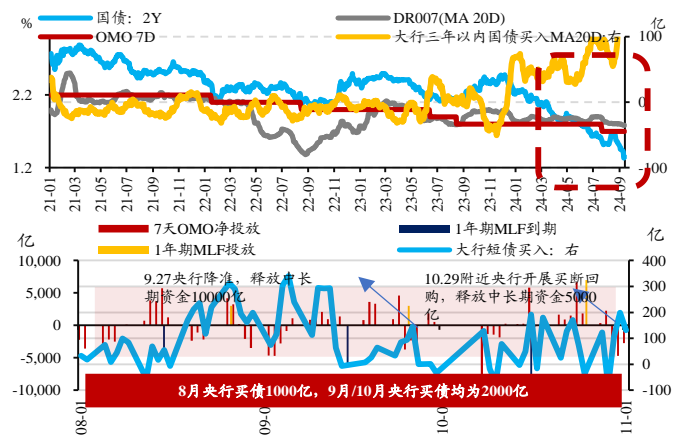
就点位而言，鉴于当前1年期国债和2年期国债收益率已近持平，考虑到2年期国债同TS联动更为明确，我们对应给出2年期国债后续的下限，基于比价逻辑，2年期国债或以免税后的DR007为锚，在1.3%（7天OMO降息20BP）\*0.75=1%附近。

图65: 存单的季节性走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图66: 短债的买盘规律



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 6.3 2025 年各国收资产策略总结

#### 1、利率债: 2025 年 10 年国债利率整体下行, 波动区间【1.8~2.4%】。

(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: 财政主基调从“化债中发展”切换为“发展中化债”, 关键词仍是“化债”和“稳增长”。化债由主导, 重点在于遏新化存, 以增加地方债务限额为主。稳增长由中央主导, 地方化债亦有支持, 后续整体呈现“量增质优”格局。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。

(3) 货币: 预计 2025 年或有 2 次降准、2 次降息, 其中降准总幅度或在 100BP 附近, 单次降息幅度在 20-30BP 附近。

#### (3) 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。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 年国债收益率或下行至 1.8%; ②短债及存单: 存单供给压力加剧, 建议年初配置, 骑乘策略为主; 短债关注央行投放流动性行为下的大行买入需求, 2 年国债收益率下限或在 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。

如发生非基本面维度冲击, 10 年国债调整上限或为: 1Y MLF 2.0% + 20~30BP = 2.2~2.3%。如发生基本面维度冲击, 10 年国债调整上限或为: 7D OMO 1.5% + 80~90BP = 2.3~2.4%。

## 2、信用债：逢高加仓。

(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。

## 3、可转债：全面做多。

(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，2025 年下半年可能需要阶段性关注风格切换风险。

(3) 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。

## 7 风险提示

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。

## 债券投资评级说明

**利率债：**以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：利率风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：利率风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：利率风险上升，净价存在下跌空间。

**信用债：**以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：信用风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：信用风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：信用风险上升，净价存在下跌空间。

**可转债：**以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债指数涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：转债表现强于中证转债指数；
- 2.中 性：转债表现与中证转债指数持平；
- 3.减 持：转债表现弱于中证转债指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。建议：投资者买入或卖出相关债券取决于机构/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。

## 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。

## 浙商证券研究所

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>