

债牛基础松动 不宜盲目做多

12月政治局会议对货币政策定调为“适度宽松”，之后市场对降息预期进行抢跑，债券收益率快速下行，10年期国债收益率一度下行至1.6%附近，30年期国债收益率一度下行至1.8%附近。针对当前利率水平是否还有下行空间，下文将从经济基本面、债券供需、其他经济体历史经验三个角度进行探讨。

（一）经济复苏态势明显

随着一揽子政策落地见效，四季度GDP超预期回升，经济复苏态势明显。四季度GDP同比增长5.4%，高于市场预期，全年GDP同比增长5%。未来在积极政策的刺激下，经济基本面将继续修复，利率也将随之上行。

从12月经济数据来看，基建投资、生产、消费、地产等方面均释放经济进一步回暖信号。具体如下：

（1）财政支出提速带动基建投资增速回升。12月基建（不含电力）同比增长6.3%，增速较上月提高2.9个百分点。2025年超长期特别国债继续发行，专项债发行规模有望扩大，基建项目资金更为充足，将带动基建投资增速继续提升。

（2）地产销售额同比继续回升，房价同比降幅收窄，一线城市房价环比增速转正。12月商品房销售额同比增长2.4%，增速较上月提高1.4个百分点，销售面积同比下降0.5%，增速较上月下降3.7个百分点，两者走势分化主要是因为房价逐步企稳。12月70大中城市新房和二手房销售价格同比降幅收窄，12月新房销售价格同比下降5.7%，二手房销售价格同比下降8.1%，降幅均收窄0.4个百分点。一线城市房价更是率先回升，12月一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二三线城市环比降幅收窄。

（3）消费增速小幅回升，受益于以旧换新政策，家电零售表现亮眼。12月社零同比增长3.7%，高于市场预期，增速较上月提高0.7个百分点，环比增长0.12%。12月商品零售同比增长3.9%，餐饮收入同比增长2.7%，分别较上月提高1.1和下降1.3个百分点。12月家电零售额同比增长39.3%，较上月提高17.1个百分点。2025年消费品以旧换新政策将继续加码，对消费形成提振。

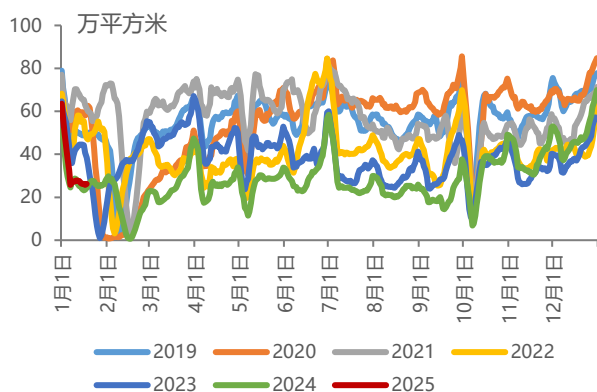
（4）工业生产表现好于预期，制造业同比连续4个月回升，服务业生产也出现改善。12月工业增加值同比增长6.2%，高于市场预期，增速较上月提高0.8个百分点。其中制造业增加值同比增长7.4%，增速较上月提高1.4个百分点。12月服务业生产指数同比增长6.5%，增速较上月提高0.4个百分点。

（5）M1增速继续回升，M2和M1剪刀差收窄，资金活化程度提高。12月M1同比下降1.4%，前值-3.7%，M1增速连续三个月回升，M2和M1剪刀差收窄至8.7%。除去年同期基数偏低的外，9月底以来地产销售持续回暖，使得居民存款向企业活期存款转移。12月财政存款减少16725亿元，同比多减7504亿元，财政存款加速投放，也带动企业活期存款增加。

（6）核心CPI持续回暖，PPI同比降幅收窄。12月核心CPI同比增长0.4%，同比已经连续三个月回升。12月PPI同比下降2.3%，符合预期，降幅较上月收窄0.2个百分点。今年刺激消费政策将逐步落地，核心CPI有望温和回升，PPI同比降幅也会继续收窄，正向拉动主要来自于黑色等内需定价商

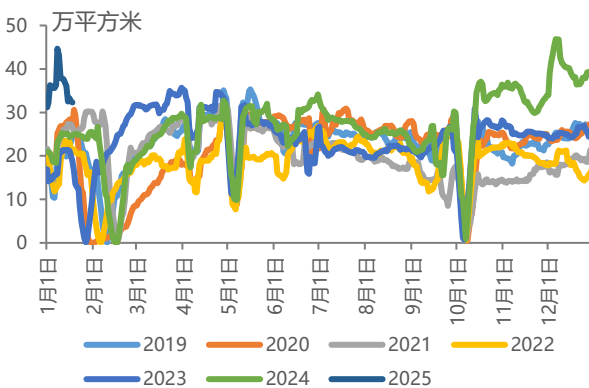
品。

图表 1 30 大中城市商品房销售面积（7DMA）



数据来源：Wind、东吴期货研究所

图表 2 16 城二手房销售面积（7DMA）



数据来源：Wind、东吴期货研究所

（二）债券供需矛盾缓解

2024 年资产荒逻辑支撑债券走强，但 2025 年债券需求难以进一步扩张，同时财政扩张带动债券供给明显增加，因此供需矛盾将边际缓解，资产荒现象预计会有所缓和。

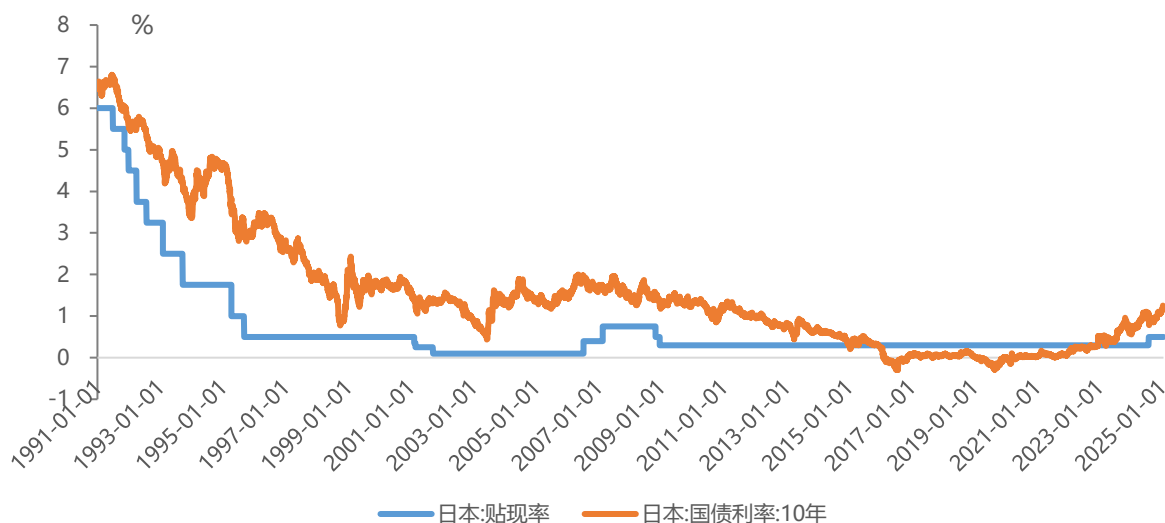
2025 年债券供给规模预计会有所增加，主要增量来自于政府债券。2024 年 12 月 9 日政治局会议提到 2025 年财政政策会更加积极，因此 2025 年财政力度将明显加强，官方赤字率和广义赤字率预计都会大幅扩张，政府债券供给将明显增加。（1）一般国债+一般地方债：从中央经济工作会议“提高财政赤字率”等表述来看，2025 年赤字率有望突破 3%，达到 4% 左右，赤字规模（一般国债+一般地方债）接近 5.5 万亿元。（2）专项债：2024 年新增专项债 3.9 万亿元，2025 年专项债规模有望扩大至 4.5 万亿元左右。（3）特别国债：2025 年特别国债规模约 2 万亿元，其中超长期特别国债规模 1 万亿元，补充国有大行核心一级资本的特别国债规模预计在 1 万亿元左右。（4）特殊再融资债：用于置换存量隐性债务的特殊再融资债规模 2 万亿元。因此 2025 年政府债券净融资额将达到 14 万亿元左右，较 2024 年增加 3 万亿元。

2025 年债券需求难以进一步扩张。（1）险资：2024 年 1-11 月保费收入累计同比增长 11.8%，保持较高增速。但在预定利率下调的背景下，保险产品吸引力下降，2025 年保险公司保费收入增速或小幅下滑，同时今年险资可能更多会选择增配权益资产来增厚收益，因此今年险资配债需求预计会边际放缓。（2）银行：存款利率下行以及权益市场回暖导致部分存款流入理财等产品，银行负债端面临一定压力。此外，随着一揽子政策发力，实体融资需求回暖，贷款增速有望回升，因此 2025 年银行配债需求可能有所减弱。（3）理财：存款搬家对理财规模扩张有一定支撑，但如果债市出现调整或权益市场回暖，可能会引发赎回风险。（4）央行：为了遏制国债收益率的过快下行，央行从 2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作。此前央行主要是买短卖长，因此此次暂停购债对短端影响更大，短期国债需求放缓。

（三）美欧日零利率时代都出现经济负增长

日本、欧元区、美国曾经都经历过零利率时代，通过复盘发现当时这些经济体都曾出现经济负增长的情况。从日本和美国的经验来看，在零利率时代，债券收益率随着政策利率下行，但是如果经济阶段性回暖、通胀预期回升，会带动债券收益率上行。2024 年我国 GDP 增速实现 5% 增长，经济并没有出现失速下滑，而且在一揽子政策的刺激下，2025 年经济会继续修复。因此我国完全没有必要实施零利率政策，从当前债券收益率水平来看，已经对 2025 年降息提前抢跑，未来即便降息落地，收益率下行空间也已经不大。

图表 3 日本贴现率和 10Y 国债收益率走势



数据来源：Wind、东吴期货研究所

(1) 日本：在 20 世纪 80 年代中后期，日本实行宽松的货币政策，连续下调贴现率，同时经济预期也较为乐观，大量资金流入房地产、股市，资产泡沫快速膨胀。1989 年开始，日本开始实行紧缩的货币政策来刺破资产泡沫，随后日本经济陷入了长期低迷的局面。为刺激经济增长，日本政府采取了一系列政策，包括宽松的货币政策。从 1991 年 7 月到 1995 年 9 月，日本央行 9 次下调贴现率，贴现率从 6% 降至 0.5%。1999 年 2 月，日本央行将无抵押隔夜拆借利率下调至 0.15%，自此日本开始进入零利率时代。

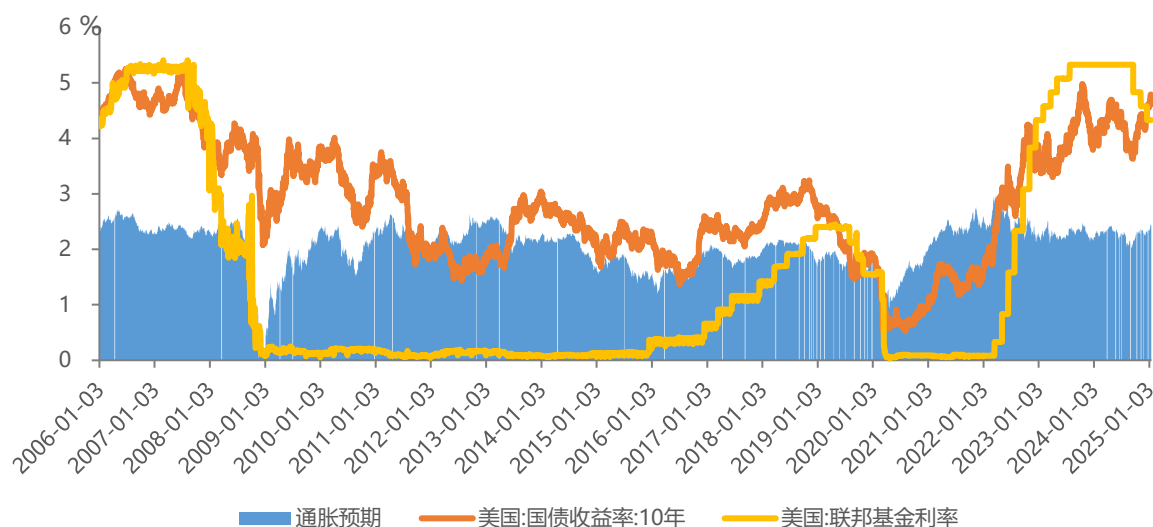
2000 年，日本经济短暂回暖，日本央行在 2000 年 8 月将政策利率从 0% 上调至 0.25%。但随着美国科网泡沫破灭，日本对美国出口受到拖累，日本经济再度走弱，因此日本央行在 2001 年 3 月重启零利率政策，并开始实行量化宽松政策。在日本经济有所改善后，2006 年-2008 年日本央行曾短暂退出零利率政策和量化宽松政策。2008 年金融危机爆发对日本经济造成冲击，日本货币政策再度转为宽松，2008 年 10 月日本央行下调政策利率至 0.3%，12 月再次下调至 0.1%。2013 年 4 月日本推出量化质化宽松政策 (QQE)。2016 年日本开始实行负利率政策，将政策利率下调至 -0.1%，并实行 YCC 政策。2024 年 3 月，日本央行退出负利率政策，将政策利率设定在 0% 至 0.1% 区间。

1997 年四季度开始日本经济出现负增长，GDP 当季同比转负，1998 年、1999 年日本 GDP 都处于负增区间，1999 年 2 月日本进一步调整为零利率政策。债券收益率方面，从 1999 年 2 月到 1999 年 5 月，日本 10 年期国债收益率随政策利率下行至 1.2% 上方，下行幅度约 100 个基点，1999 年三

季度经济好转，10 年期国债收益率开始上行。在 2013 年日本实施 QQE 之前，日本 10 年期国债收益率基本都维持在 1% 以上。2013 年的 QQE 以及 2016 年的负利率政策，进一步带动日本 10 年期国债收益率下行至 0 附近。

(2) 欧元区：2008 年全球金融危机对欧元区经济造成较大冲击，欧央行从 2008 年 10 月到 2009 年 5 月连续 7 次降息，将主要再融资利率从 4.25% 下调至 1%。2011 年因为通胀压力，欧央行短暂加息。但随着欧债危机爆发，2012 年 7 月欧央行再度开始降息。由于全球金融危机和欧债危机的打击，欧洲经济增速放缓，通缩压力加大，欧央行开始实施负利率政策，2014 年 6 月欧央行将主要再融资利率从 0.25% 下调至 0.15%，将隔夜存款利率由 0 下调至 -0.1%。直到 2022 年 7 月，欧央行才退出负利率政策。2012 年欧央行开始降息，2014 年 6 月开始实现负利率，在此期间欧元区经济低迷，2012 年、2013 年、2014 年欧元区 GDP 同比分别为 -1%、-0.2%、1.4%。

图表 4 美国联邦基金利率和 10Y 国债收益率走势



数据来源：iFind、东吴期货研究所

(3) 美国：在次贷危机和金融危机爆发后，美国经济严重衰退。为刺激经济，美联储开始降息并实施量化宽松政策。2007 年 9 月到 2008 年 12 月，美联储连续降息 10 次，将联邦基金目标利率下调至 0-0.25% 区间，合计 500 个基点。2008 年 12 月美国零利率时代开启并持续了 7 年时间。在宽松货币政策的刺激下，经济复苏、通胀预期抬升，2015 年 12 月美联储开始加息。从 2005 年 12 月到 2018 年 12 月，美联储将联邦基金利率从 0-0.25% 上调至 2.25%-2.50%，合计加息 200 个基点。2020 年新冠疫情爆发，2020 年 3 月 15 日美联储再度将联邦基金利率下调至 0-0.25% 区间。

在美联储首次实行零利率政策时期，受金融危机影响，美国经济受损，2008 年四季度 GDP 同比转负，2009 年 GDP 同比下降 2.6%。在实施零利率政策的 7 年里，美国经济缓慢修复，历年 GDP 增速均不超过 3%。2020 年受新冠疫情冲击，当年美国 GDP 同比再度转负，2020 年 3 月美国重新开始实行零利率政策。债券收益率方面，从 2007 年美联储开始降息，10 年期美债利率随之下行，在 2009 年至 2015 年这 7 年零利率时期，10 年期美债利率平均值为 2.58%，10 年期美债实际利率平均值为 0.55%，其中差异由通胀预期造成。

综合来看，2025 年我国经济将继续修复，债券供需矛盾也将缓解，同时参考其他经济体经验，我国没有实施零利率政策的必要性。因此未来利率下行空间不大，2025 年债牛基础有所松动，国债期货不宜盲目做多。

联系人：陈梦赞

从业证书：F3078145

投资咨询证号：Z0018178

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路 1208 号 6、18、19 楼

期货投资咨询业务批准文号：证监许可[2011]1446 号

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。期市有风险，投资需谨慎。