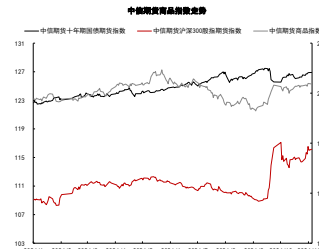


货币宽松，债牛未央

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

政策继续逆周期发力。财政方面，2025 年预计延续加力，但是整体或仍偏托底而非强刺激的思路。货币方面，政策向稳增长倾斜，整体仍偏宽松，降准降息仍可期。在货币偏宽松背景下，多头情绪或仍有支撑，且政策利率下调或将带动债市利率下行，预计 10Y 国债收益率波动区间在 1.80%-2.20%附近。



摘要：

- 展望 2025 年，政策面因素可能仍是债市关注和博弈的重要对象。
- 财政方面，2025 年预计延续加力，但是整体或仍偏托底和对冲，而非强刺激的思路。供给压力或将有所上升，不过央行对冲的可能性和必要性较大。明年预计目标赤字率可能提升至 3.5% 左右，政府债净供给规模约 13-14 万亿，较今年或扩大 2-3 万亿。整体而言，财政或将继续加力，但也非强刺激。节奏方面，整体或有所前置，2024 年政府债供给集中在 Q3-Q4，而 2025 年在 Q2-Q3 迎来发行高峰的可能性较大。在财政非强刺激下，基本面延续修复，但或难以带动债市利率明显上行。供给因素可能对债市带来一定扰动。不过整体上看，在化债背景下，利率如果出现大幅上行或不利于整体化债效果，央行对冲的可能性和必要性较大。
- 货币方面，坚定坚持支持性的货币政策立场，降准降息或仍可期。货币政策向稳增长倾斜，2025 年货币政策预计仍维持宽松，发力节奏或有所加快，全年或降息 20-30BP，降准 50-75BP，此外央行或灵活使用国债买卖、买断式逆回购、临时正逆回购等新工具调节市场流动性。货币政策立场仍然是支持性的，对于促进物价回升的重视程度也有所提升。目前，我国实际利率仍然偏高，且财政发力也需要货币政策的配合，降息的必要性仍较高，节奏上货币先于财政。银行净息差预计会有所改善，但汇率仍是扰动项，若美联储暂停降息可能会使得国内货币政策宽松空间有一定制约。
- 展望 2025 年，债市利率或继续呈现小幅下行。央行强调“价”的调控作用以及注重理顺利率由短及长的传导关系。政策利率下调或将带动债市利率也继续有所下行，预计 2025 年 10Y 国债收益率波动区间或在 1.8%-2.2% 附近，从节奏上看，自 2025 年上半年至下半年，利率中枢或整体有所下移。

策略建议：关注阶段性套保和正套机会；关注供给冲击带来的做多机会。

利率下行风险：货币宽松超预期；**利率上行风险：**财政发力超预期；经济好转以及通胀超预期

固定收益团队

研究员：
张菁
021-80401729
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

程小庆
021-60819969
chengxiaqing@citicsf.com
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

张陆
zhanglu2@citicsf.com
从业资格号 F03105230
投资咨询号 Z0021341

目 录

摘要：	1
一、2024 年国债期货市场回顾	4
（一）2024 年国债期货大幅上涨	4
（二）正套机会整体仍占据主导，不过 TL 反套机会也较多	6
（三）伴随债市走强，2024 年债市利率呈现突破性下行，且 2025 年或将继续呈现小幅下行	8
二、财政：财政加力，供给上升，节奏加快	9
（一）回顾：2024 年财政发力偏慢	9
（二）展望：2025 年财政延续加力，但或仍偏托底而非强刺激思路	12
（三）影响：财政或更偏托底，供给预计上升，但央行或将积极对冲	14
三、货币：坚定坚持支持性的货币政策立场，降准降息仍可期	17
（一）坚定坚持支持性的货币政策立场	18
（二）实际利率仍然偏高，需通过降息来刺激需求	19
（三）净息差或逐步改善，但汇率不确定性或更大	20
（四）货币政策或提前于财政政策发力	22
（五）多种货币政策工具或配合发力	24
四、债市策略	26
（一）趋势判断：货币维持宽松，债市利率或继续小幅下行	26
（二）策略推荐：关注阶段性套保以及正套机会	27
免责声明	29

图目录

图表 1： 2024 年国债期货市场走势	4
图表 2： 9 月下旬后股债跷跷板效应较为明显	5
图表 3： T 和 TL 主力合约成交量及持仓量变化	6
图表 4： 2024 年主力合约 CTD 券 IRR 与 3 个月存单收益率（AAA）	7
图表 5： 主力合约跨品种价差与期限利差	7
图表 6： 2024 年债市利率突破性下行（%）	8
图表 7： 一般公共预算收入（%）	9
图表 8： 可比口径下税收收入变化	9
图表 9： 土地出让收入下滑导致政府性基金收入同步下滑（%）	10
图表 10： 2024 年土地成交面积明显下滑，溢价率低位	10
图表 11： 前 9 月广义财政收入下滑	10
图表 12： 前 9 月广义财政收入累计实现进度仅 65.8%	10
图表 13： 前 7 月新增专项债发行偏慢，8-9 月提速	11
图表 14： 2024 年超长期特别国债发行晚于预期且节奏匀速	11
图表 15： 前 8 月广义财政支出偏慢，9 月有所提速	11
图表 16： 广义财政支出累计进度偏慢	11
图表 17： 预计 2025 年目标赤字率安排在 3.5%左右	13

图表 18: 预计 2025 年新增专项债规模为 4 万亿（亿元）	13
图表 19: 消费有待进一步改善（%）	14
图表 20: 商品房待售面积处于历史高位（万平方米）	14
图表 21: 低通胀环境的改善或仍需时间（%）	15
图表 22: 居民信心修复仍有待观察	15
图表 23: 预计 2025 年政府债净供给规模为 13-14 万亿元（亿元）	15
图表 24: 2024 年政府债发行偏缓，2025 年或将有所前置（亿元）	16
图表 25: 专项债务付息支出占政府性基金支出比例	17
图表 26: 专项债务利息保障倍数	17
图表 27: 2024Q3 和 2024Q2 货币政策执行报告关于下一阶段整体思路对比	19
图表 28: 今年以来我国融资需求仍较低	20
图表 29: 10 月，居民与企业融资需求仍不足	20
图表 30: 目前，我国通胀水平仍较低	20
图表 31: 目前，我国实际利率仍较高	20
图表 32: 银行的净息差水平仍较低（%）	21
图表 33: 近期美元指数走强，人民币汇率有所承压	22
图表 34: 当中美利差较低时，降息偏谨慎	22
图表 35: 降息多领先于地方债供给放量	23
图表 36: 降准多领先于地方债供给放量	23
图表 37: 2015 年以来一季度和三季度降准的概率较大	23
图表 38: 2015 年以来一季度和三季度降息的概率较大	24
图表 39: 5%或是当前存款准备金率的下限	25
图表 40: 政策利率下调或将带动债市利率下行（%）	27
图表 41: 基差整体偏低	28

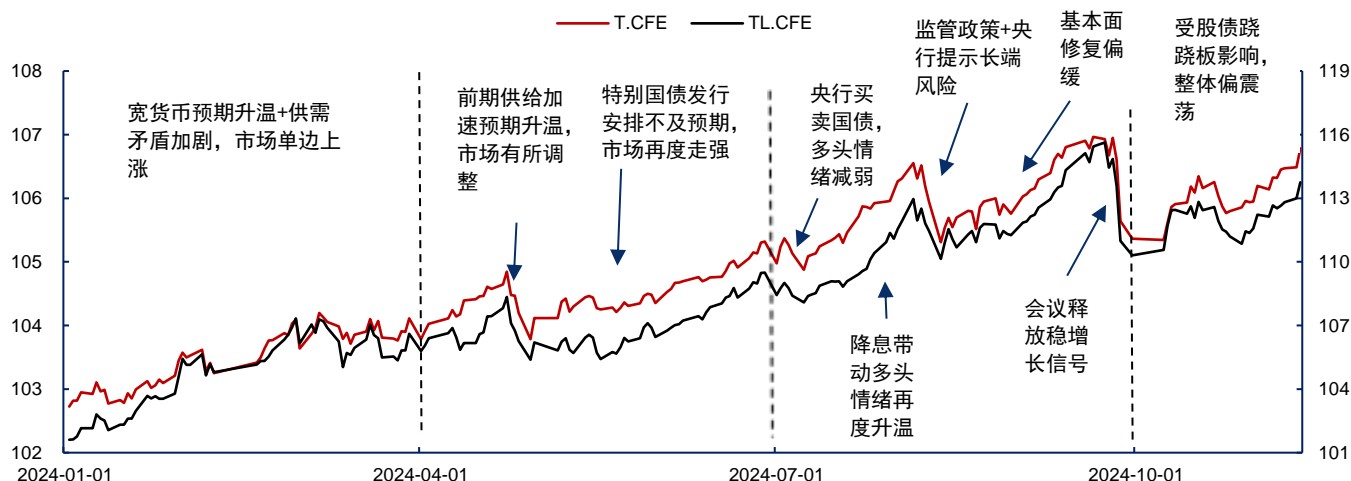
一、2024 年国债期货市场回顾

（一）2024 年国债期货大幅上涨

一季度国债期货市场表现整体较为强势。一季度经济修复偏缓，带动宽货币预期有所升温，债券配置需求上升。另外财政发力预期有所减弱，政府债供给节奏也相对偏慢，供需矛盾有所加剧，受此影响长端和超长端品种持续走强，T 和 TL 主力合约价格均走出明显的单边上涨行情。

二季度，国债期货市场整体震荡盘整。从一季度末开始，鉴于地方债和专项债发行规模相较往年同期偏低，在年初供给偏缓叠加今年将有 1 万亿超长期特别国债发行的情况下，市场对供给加速预期升温，T 和 TL 主力合约均出现明显下跌。不过，市场在经历了迅速调整后，超长期特别国债发行安排于 5 月上旬落地，整体节奏不及预期，市场重新走强。

图表1：2024 年国债期货市场走势



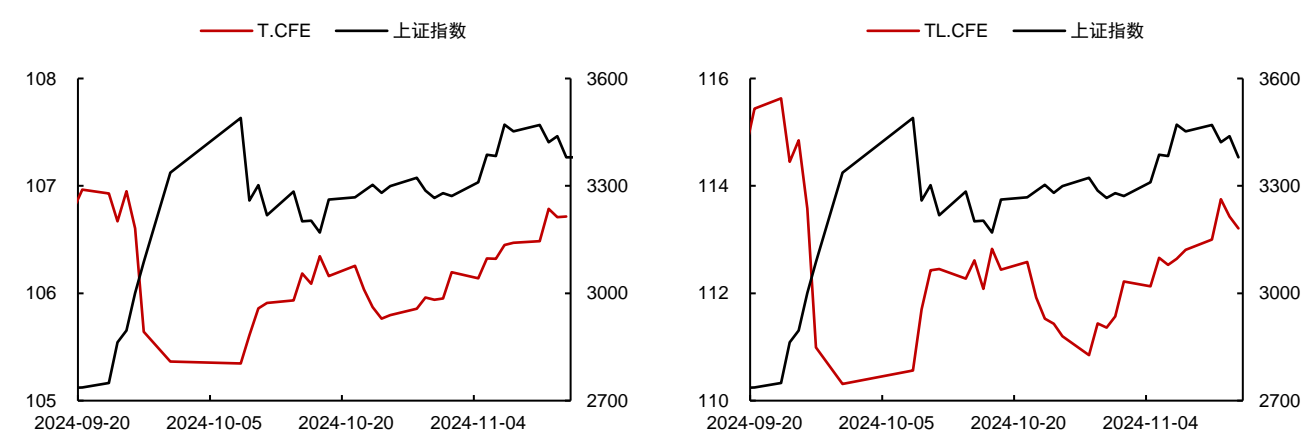
资料来源：Wind 中信期货研究所

三季度的国债期货市场走势整体波动较大。首先，7 月初受央行将开展借入国债操作的影响，市场多头情绪有所减弱，T 和 TL 主力合约价格震荡下行，但随后在降息带动下，多头情绪持续修复，T 主力合约和 TL 主力合约价格均创出历史新高。进入 8 月后，受监管政策以及央行提示长端风险影响，债市情绪较为谨慎。随后在债市大幅调整叠加经济基本面修复偏缓的条件下，多头情绪再度回暖，T 和 TL 主力合约价格再度创出历史新高。9 月底国新办新闻发布会和政治局会议均释放稳增长信号，市场风险偏好明显抬升，权益市场大幅上涨压制债市表现，T 和 TL 主力合约均呈现大幅下跌。

四季度债市走势整体仍然较为震荡，背后受政策预期及股债跷跷板效应影响较大。国庆后，权益市场出现一定程度调整，使得国债期货整体有所上涨。不过，随着 11 月人大常委会临近，稳增长政策预期升温，且三季度基本面数据略好于

预期，叠加央行的支持资本市场工具正式落地，股市情绪有所好转，股债跷跷板效应压制债市情绪。随后权益市场再度震荡调整，国债期货也出现小幅反弹。

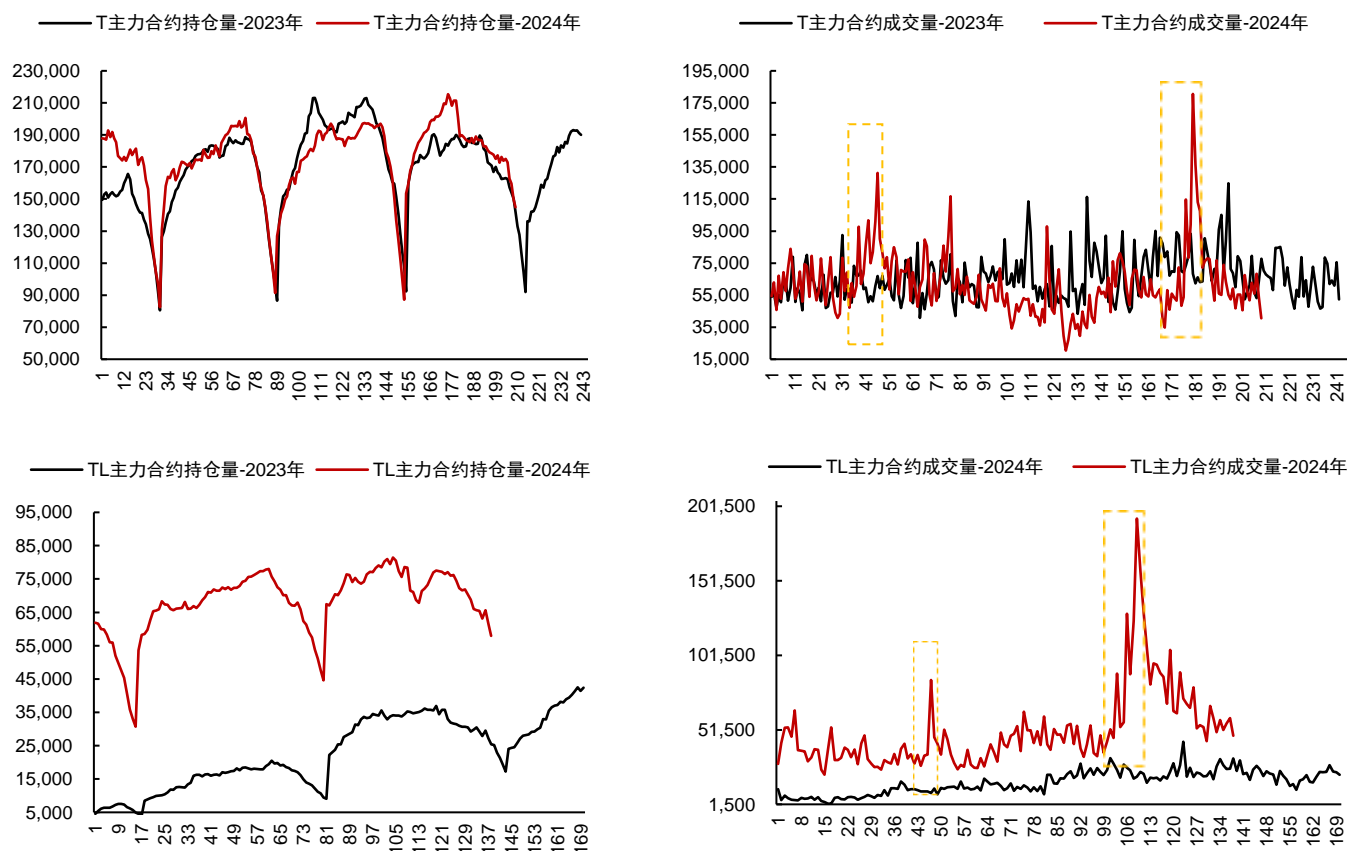
图表2：9月下旬后股债跷跷板效应较为明显



资料来源：Wind 中信期货研究所

成交持仓方面，今年T主力合约持仓量有所上升，成交量则略有下降，另外TL品种交投活跃。从成交持仓数据来看，T主力合约今年以来日均持仓量约为17.52万手，相较于2023年16.91万手的日度持仓均值略有提升，表明期货市场参与程度有所上升，市场规模进一步扩容。不过日均成交量则略有下降，由2023年的6.57万手下降至6.18万手，主要原因或在于今年7月份债市行情转为区间震荡，多空双方情绪均较为谨慎，另外国债期货实施梯度申报费或也限制了部分日内高频交易者的活跃程度。TL主力合约今年以来的持仓规模和成交活跃度相较于去年则有着非常显著的提升，这一表现一方面或因TL去年新上市，今年尤其是前期其成交持仓仍处于快速上行过程，另一方面，宏观对冲商品私募及投机属性的交易性资金的参与程度较高可能也对其产生较大带动。此外值得注意的是，今年3月中下旬以及9月底，T和TL主力合约的成交量均出现了明显的走高，背后或与市场情绪波动较大高度相关。

图表3：T 和 TL 主力合约成交量及持仓量变化

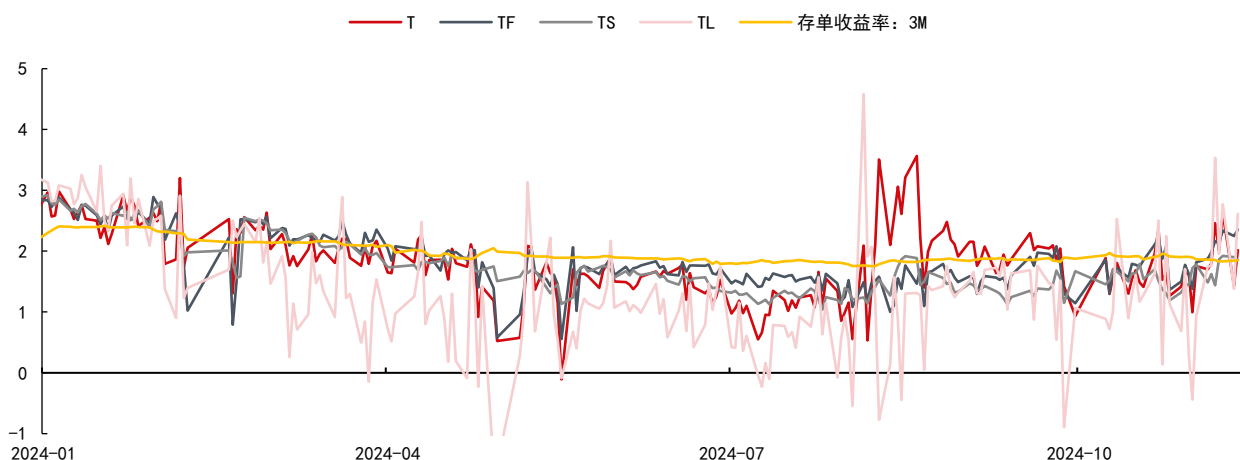


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）正套机会整体仍占据主导，不过 TL 反套机会也较多

IRR 方面，不同品种间差异较大。从上半年来看，一季度债市表现较为强势，国债期货各品种均呈现一定正套机会，而二季度 T、TF 和 TS 合约 IRR 水平整体围绕同业存单利率波动，正反套机会相对有限，不过 TL 合约 IRR 水平波动较大，且呈现一定反套机会，背后或与债市超长端情绪受供给扰动以及央行喊话影响较大有关。进入今年三季度后，TL 合约受央行频繁喊话等影响，这一特征仍较为明显，IRR 水平整体偏低，反套策略参与思路更强。不过值得注意的是，三季度中后期先后受大行卖债以及宽货币预期升温影响，国债期货各品种 IRR 再度有所上行，正套机会也重新出现，并且在 T 合约上较为明显。近期来看，市场受增量政策博弈影响较大，使得国债期货尤其是 TL 合约的 IRR 波动较大，因此也阶段性出现一些期现套利机会。

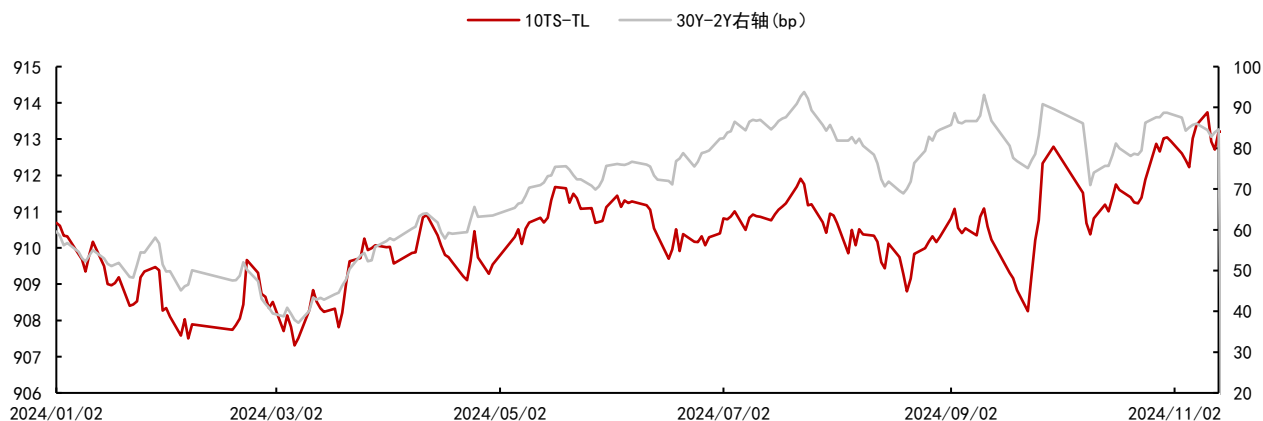
图表4：2024 年主力合约 CTD 券 IRR 与 3 个月存单收益率（AAA）



资料来源：Wind 中信期货研究所

跨品种以及期限利差方面，今年上半年曲线整体先平后陡，后期维持陡峭化形态。今年年初曲线继续呈现一定走平，以 30Y-2Y 利差为例，2023 年底为 62BP，至 3 月初时，最低收窄至 37BP，长端利率快速下行带动曲线走平以及国债期货跨品种价差收窄。可以发现，TS 与 TL 跨品种价差在年初同样呈现明显下行。不过后续曲线开始走陡。二季度以来，短端受资金面宽松影响表现整体偏强，而长端在供给扰动及央行喊话的影响下整体走势偏震荡，带动期现利差持续上行。进入三季度后，市场对宽货币预期升温，叠加经济基本面修复偏缓，机构拉久期动机较强，带动曲线小幅走平；不过后期市场担心央行对于长端利率的调控，使得多头更偏好中短端品种，曲线又有所走陡。近期来看，市场博弈的政策面因素落地，短端受宽货币预期影响表现较强，财政政策落地后，债券供给或将有所上升，不过市场对央行降准预期或较强，曲线整体仍呈现偏陡峭形态，跨品种价差呈现明显上行。

图表5：主力合约跨品种价差与期限利差



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）伴随债市走强，2024 年债市利率呈现突破性下行，且 2025 年或将继续呈现小幅下行

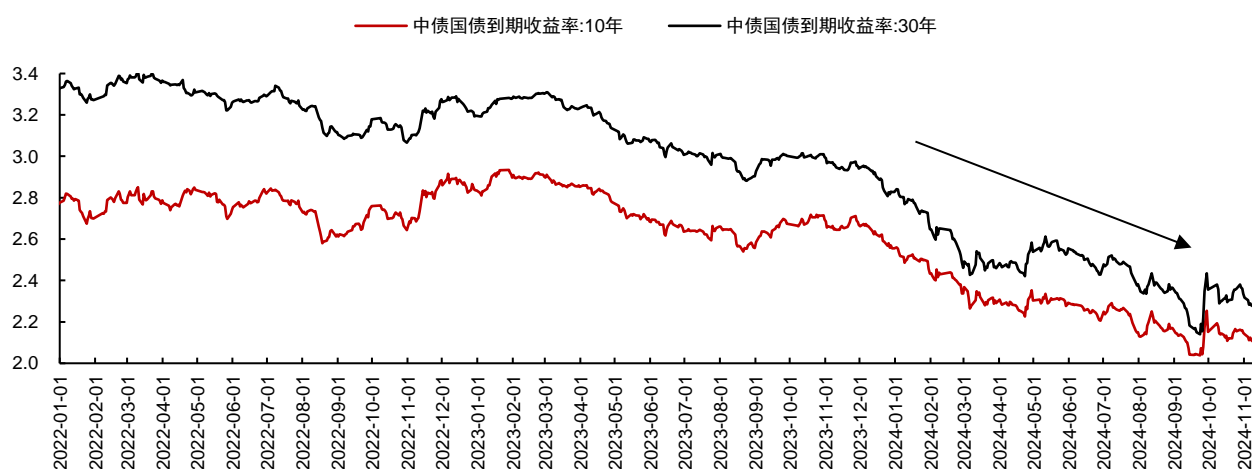
2024 年债市表现强势，从现券端来看，债市利率呈现突破性下行。如前文所述，今年在基本面修复偏缓，财政发力以及政府债供给节奏偏慢、货币政策发力以及宽货币预期持续较强等带动下，债市利率呈现大幅下行。尤其是在今年一季度和三季度前期，债市利率下行幅度较大。

以 10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率为例，二者在一季度分别下行约 27BP 和 37BP，相比于 2023 年底，10Y 国债收益率由 2.56% 降至 2.29%，30Y 国债收益率由 2.83% 降至 2.46%。值得注意的是，2023 年全年，10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率分别下行约 28BP 和 37BP，今年一季度债市利率下行幅度基本达到 2023 年全年水平，债市一致性预期较强。在经历一季度的债市利率快速下行后，二季度则整体较为震荡，10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率分别小幅下行约 8BP 和 3BP，变化不大。今年三季度前期，债市利率再度呈现快速下行，10Y 国债利率最低至 2.04%，相较于 2024 二季度下行 17BP，30Y 国债利率最低至 2.14%，相较于 2024 二季度下行 29BP。随后在稳增长政策发力以及财政加码的背景下有所反弹。

从 2024 年整体来看，10Y 国债收益率呈现大幅下行，利率中枢呈现明显下移，以今年下半年以来为例，10Y 国债收益率平均约为 2.16%，2023 年下半年平均约为 2.64%。

展望 2025 年，利率中枢水平或继续呈现小幅下行，对应债市或仍将呈现偏强表现。对于明年债市来说，政策面因素可能仍是债市关注和博弈的重要对象。财政政策预计仍将延续加力，而货币政策仍偏宽松。债市或难以复刻今年的大幅走强的表现，但是在货币宽松背景下，多头情绪或也仍有支撑，债市利率或继续小幅下行。

图表6：2024 年债市利率突破性下行（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

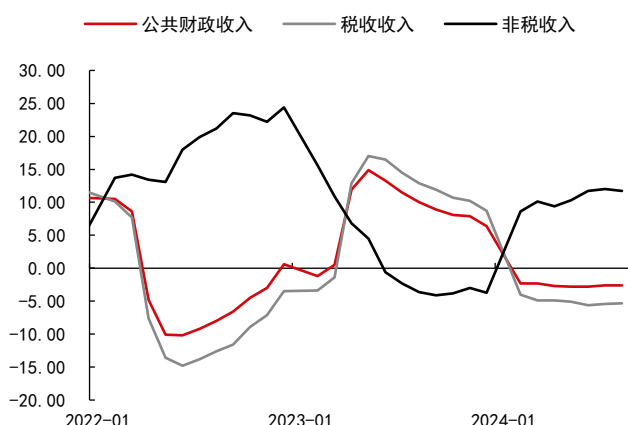
二、财政：财政加力，供给上升，节奏加快

（一）回顾：2024 年财政发力偏慢

1、财政收入有所下滑，并或制约财政发力

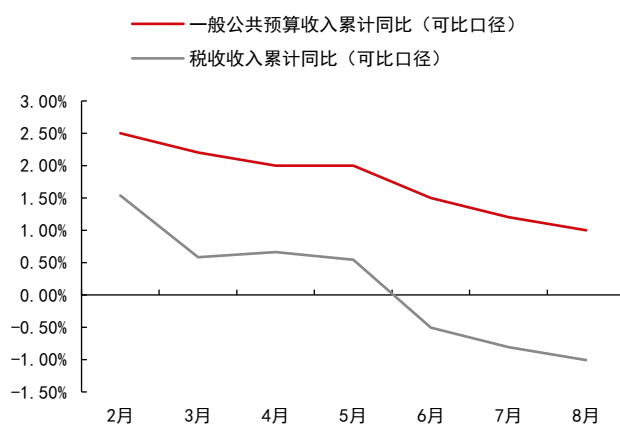
基期因素叠加基本面拖累，税收收入下滑。2024 年前 9 月，全国一般公共预算收入 16.31 万亿元，同比下降 2.2%，其中，税收收入 12.17 万亿元，同比下降 5.3%。四大税种中，除消费税在前 9 月同比增长 1.6%外，增值税、企业所得税、个人所得税在前 9 月均录得负增长，分别同比下滑 5.6%、4.3%和 4.9%。剔除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，在可比口径下，税收收入累计同比增速自 6 月起亦转负，前 8 月（可比口径数据仅披露至前 8 月）税收收入累计同比下跌 1.01%。

图表7：一般公共预算收入（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

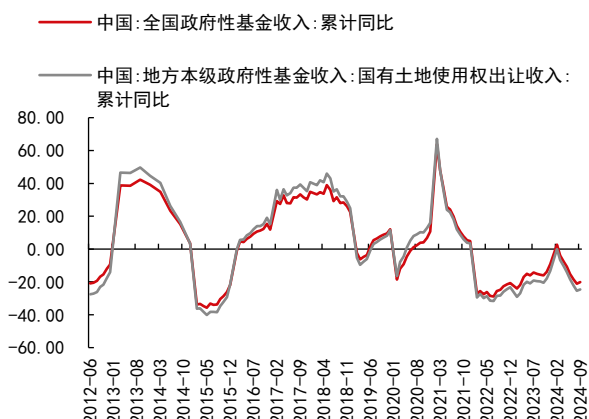
图表8：可比口径下税收收入变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

政府性基金收入方面，土地出让收入明显下滑。前 9 月全国政府性基金收入为 3.09 万亿，同比下跌 20.2%，其中，土地使用权出让金收入 2.33 万亿，同比下跌 24.6%。**土地出让收入的下滑主要受两个方面因素影响：其一**，地产仍处下行周期，土地成交较为清淡；**其二**，稳楼市政策的发力向供给端有所倾斜。5 月自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，要求合理控制新增商品住宅用地供应，其中，商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

图表9：土地出让收入下滑导致政府性基金收入同步下滑（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：2024 年土地成交面积明显下滑，溢价率低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

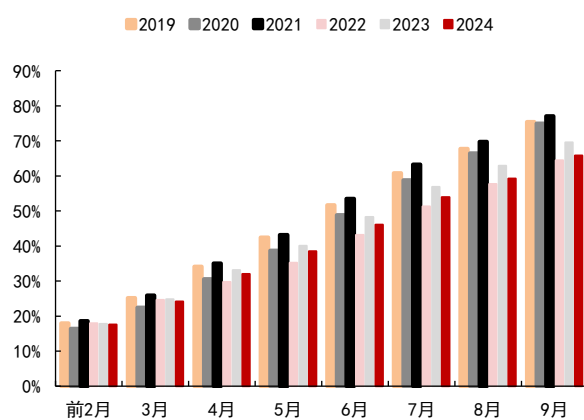
汇总一般公共预算和政府性基金预算，前 9 月，广义财政收入累计为 19.39 万亿，同比下跌 5.59%。前 9 月广义财政收入实现进度仅为 65.8%，低于过去 5 年均值 72.3%。

图表11：前 9 月广义财政收入下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：前 9 月广义财政收入累计实现进度仅 65.8%



资料来源：Wind 中信期货研究所

2、财政支出进度整体偏慢

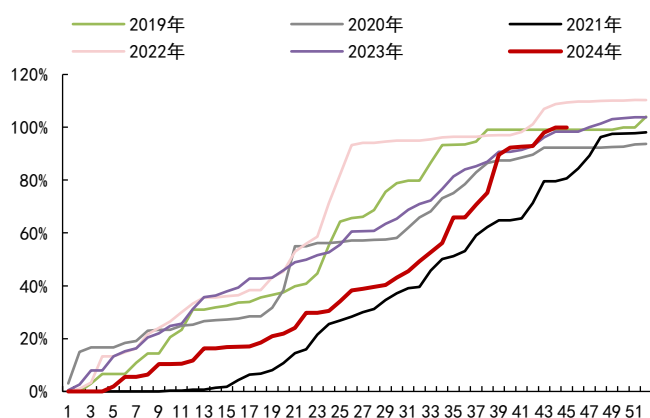
财政支出相关资金主要来自财政收入及发债收入，因此如前文所述，财政收入的下滑也在一定程度上制约财政发力以及导致财政支出进度偏慢。当然除此之外，政府债发行，尤其是专项债发行偏慢也影响财政支出进度。2024 年，专项债及超长期特别国债发行节奏慢于预期。

前 7 月专项债发行偏慢，8-9 月提速，四季度资金使用进度加快。受专项债项目审核推迟、项目及资金端约束等因素影响，今年前 7 月新增专项债发行节奏

较往年同期显著偏慢。前 7 月，新增专项债累计发行规模 1.77 万亿，累计发行进度约 45.3%，滞后于 2023 年同期约 20%。7 月 30 日，政治局会议提及“要加快专项债发行使用进度”，8 月起专项债发行提速，截至 9 月底，新增专项债累计发行进度达到 92.3%。专项债发行加快将带来专项债相关资金的加速落地。财政部部长 10 月 12 日指出，专项债待发额度加上已发未用的资金，后三个月各地共有 2.3 万亿元可安排使用。四季度专项债资金使用进度将加快。

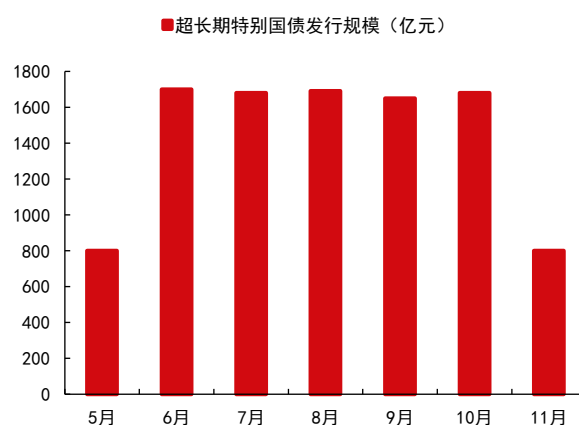
超长期特别国债发行晚于预期，且节奏匀速。由于项目申报时间偏晚，超长期特别国债自 5 月 17 日启动发行，且在 5 月-11 月连续发行 22 次，单次发行规模介于 300-500 亿元。整体而言，超长期特别国债启动发行的时间及节奏均慢于市场预期。

图表13：前 7 月新增专项债发行偏慢，8-9 月提速



资料来源：Wind 中信期货研究所

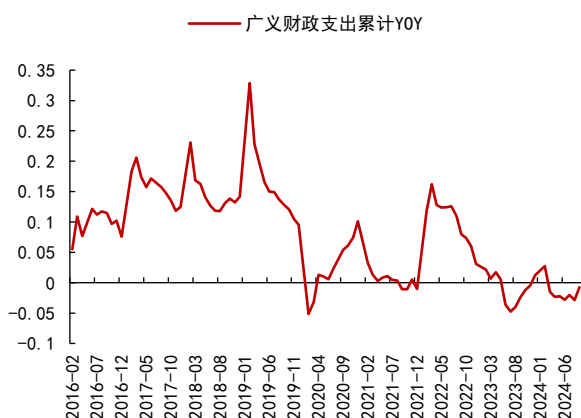
图表14：2024 年超长期特别国债发行晚于预期且节奏匀速



资料来源：Wind 中信期货研究所

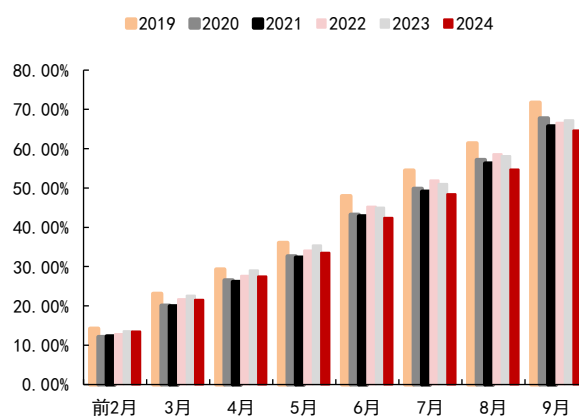
由于财政收入下滑、专项债及超长期特别国债发行节奏总体偏慢等，财政支出进度较为滞后。前 9 月广义财政支出 26.22 万亿元，同比下跌 0.77%。前 9 月广义财政支出累计进度 64.64%，较过去 5 年平均 67.82%偏慢。

图表15：前 8 月广义财政支出偏慢，9 月有所提速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：广义财政支出累计进度偏慢



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）展望：2025 年财政延续加力，但或仍偏托底而非强刺激思路

1、基调：财政姿态更加积极

2025 年财政姿态更加积极。在 11 月 8 日全国人大常委会办公厅举办的新闻发布会上，财政部部长指出，明年财政政策要“更加给力”，基调较为宽松，表明财政政策在 2025 年可能更加积极。

对于明年财政政策的具体实施路径上，财政部部长指出，“一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度”。

2、强度：适度扩张，而非强刺激

参考上述财政政策基调判断及明年财政政策具体实施路径，我们认为明年财政政策组合更可能是“适度提高的目标赤字率+更大规模的超长期特别国债+小幅提高新增专项债限额”。具体判断如下：

其一，政府往往对目标赤字率的提高幅度较为审慎，加之应对潜在关税风险等，财政政策可能留有余地，因此，预计明年目标赤字率适度提高至 3.5%左右。一方面，政府对目标赤字率的提高幅度较为审慎。政府在往年倾向于将目标赤字率维持在 3% 及以内，即便是出现较大稳增长压力，目标赤字率突破 3%，当基本面有所企稳，目标赤字率随即会逐渐下调至 3% 以内。另一方面，为应对潜在的关税风险，财政政策可能留有余地。特朗普上任后，预计中美贸易摩擦可能升温。但目前特朗普关税政策出台的时机及节奏均未可知，我们认为财政可能留存部分空间以应对潜在的关税风险。未来，稳增长政策可能分阶段出台。因此，预计目标赤字率仅适度提高至 3.5% 左右。

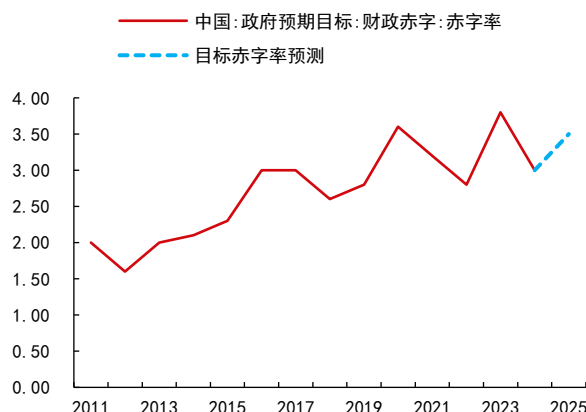
其二，预计新增专项债限额小幅提高至 4 万亿。由于房地产相关政策的目标是“止跌回稳”，因此财政政策对地产的支持可能以托底为主。因此，我们认为明年新增专项债对房地产的支持主要是在现有规模的基础上进行额度腾挪，再加之稳增长主要由中央加杠杆这一趋势将延续，故预计新增专项债额度仅小幅提高至 4 万亿。

其三，扩大超长期特别国债规模的必要性较高。一是，即便财政要留有余地，但考虑到国内低通胀、内需偏弱的实际，稳增长的必要性仍较高。二是，以往，当稳增长压力较大时，扩张性的财政政策组合往往包括“适度提高目标赤字率+提高新增专项债限额或发行特别国债”。而地方新增专项债限额提高空间或已不大，扩大超长期特别国债规模的必要性较高。三是，去年增发万亿国债绝大部分资金在今年使用，为使得财政力度较今年呈现扩张，超长期特别国债规模需超过

1 万亿。因此，我们预计明年超长期特别国债的规模可能扩大至 2 万亿，且在额度分配上，预计“两新”占比可能有所提高。

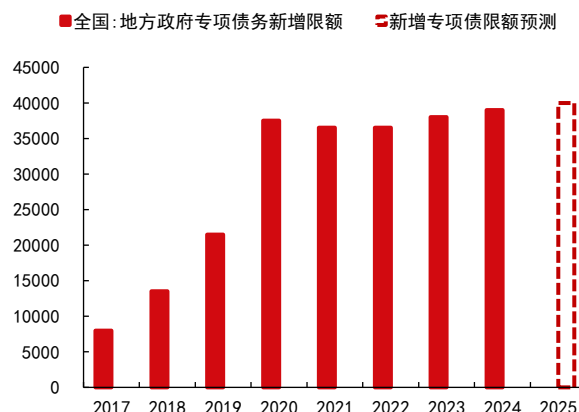
综上分析，我们预计明年目标赤字率可能提升至 3.5% 左右，超长期特别国债规模可能扩大至 2 万亿；预计新增专项债规模小幅提高至 4 万亿。整体而言，明年两会披露的财政政策可能适度扩张，而非强刺激。

图表17： 预计 2025 年目标赤字率安排在 3.5% 左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18： 预计 2025 年新增专项债规模为 4 万亿（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

3、支出进度：可能边际改善

2025 年化债延续高压监管，但地方政府偿债压力或减轻。自 2023 年 7 月提出制定实施一揽子化债方案以来，地方政府面临严格的化债政策，明年化债高压政策仍将持续。11 月 8 日，财政部部长指出，**必须坚决遏制新增隐性债务**，财政部将会同相关部门，持续保持“零容忍”的高压监管态势，对新增隐性债务发现一起，查处一起、问责一起。而针对地方偿债压力较大的问题，已出台 3 项支持性措施，**将 2028 年前地方政府待化解隐性债务规模降至 2.3 万亿元，地方偿债压力明显减轻。**11 月 8 日，全国人大常委会会议审议通过《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》，一次性提高地方专项债限额 6 万亿，用于置换地方政府隐性债务。同时，累计安排 4 万亿特殊新增专项债用于化债；此外：2 万亿棚改隐债推迟至 2029 年及以后按原合同偿还。在上述三项政策支持下，地方政府在 2028 年及以前的隐性债务化解任务将由 14.3 万亿大幅减少至 2.3 万亿，平均每年需化解额度从 2.86 万亿降低至 4600 亿，偿债压力减轻。

促进房地产市场“止跌回稳”，土地出让收入跌幅有望收窄。10 月以来，各部门已披露多项政策用于支持房地产市场“止跌回稳”。其一，**专项债用途拓展至土地储备和收购存量商品房。**10 月 12 日，财政部部长指出，将允许专项债用于土地储备以及收购存量商品房用作保障性住房。11 月 11 日，自然资源部已发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，而专项债用于收购存量商品房相关细则也可能即将落地。其二，**出台多项税收优惠措施。**

11月13日，财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确多项支持房地产的税收优惠政策。

其三，“四个取消、四个降低、两个增加”政策组合拳。“取消”主要是调整或取消各类购房限制性措施。“降低”则包括降低贷款利率、首付比例、“卖旧买新”换购住房的税收负担等等。“两个增加”，一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。在一系列促进房地产止跌回稳相关政策下，2025年土地使用权出让收入跌幅有望收窄。

专项债项目申报及审核或回归正常，叠加支持范围拓展至地产及土储，有利于专项债发行及使用进度加快。今年专项债项目申报及审核节奏的推迟，与去年四季度万亿国债相关项目申报及审核挤占原专项债项目申报审核的时间有关，而明年的新增专项债项目申报及审核或回归正常，有利于专项债发行加快。此外，针对传统基建领域可能存在项目及资金端制约等问题，目前专项债支持范围已拓展至地产及土储领域，相关实施细则也有望陆续落地。整体而言，预计明年专项债发行及使用进度较今年将有所加快。

（三）影响：财政或更偏托底，供给预计上升，但央行或将积极对冲

1、财政非强刺激下，基本面延续修复，但或难以带动债市利率明显上行

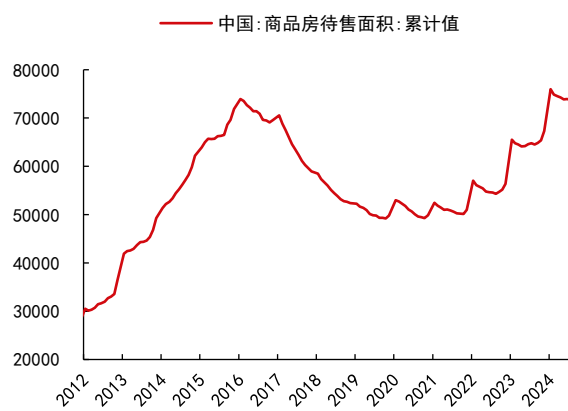
财政适度扩张而非强刺激，政策或更偏托底和对冲的思路。由于财政力度仅适度扩张，意味着市场所预期的大规模促消费政策出台的可能性相对较小。而地产端在“止跌回稳”目标下，政策可能以托底为主。在此背景下，预计消费的修复、地产去库存或仍需时日，基本面延续修复态势，但斜率可能仍然不高，摆脱低通胀及居民预期的修复可能仍需一段时间。而债市利率在这一背景下，可能也仍难以出现明显上行。

图表19：消费有待进一步改善（%）



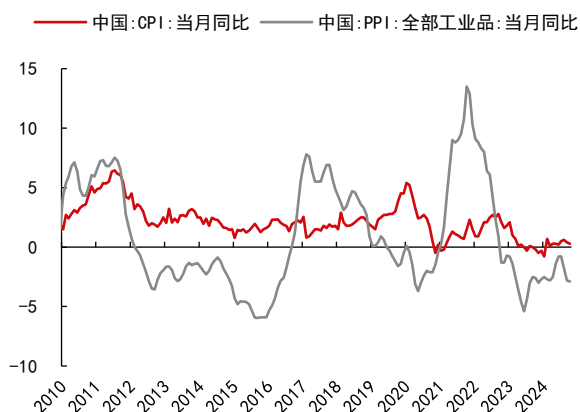
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：商品房待售面积处于历史高位（万平方米）



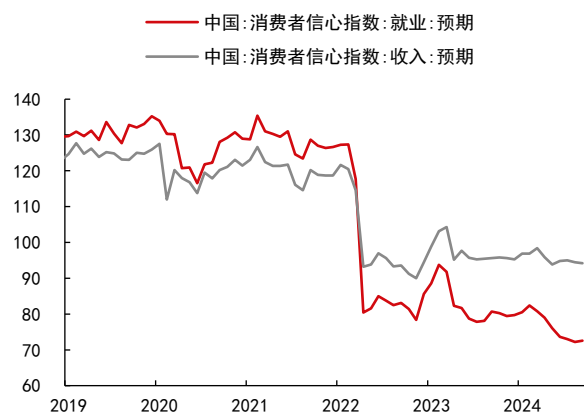
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：低通胀环境的改善或仍需时间（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：居民信心修复仍有待观察

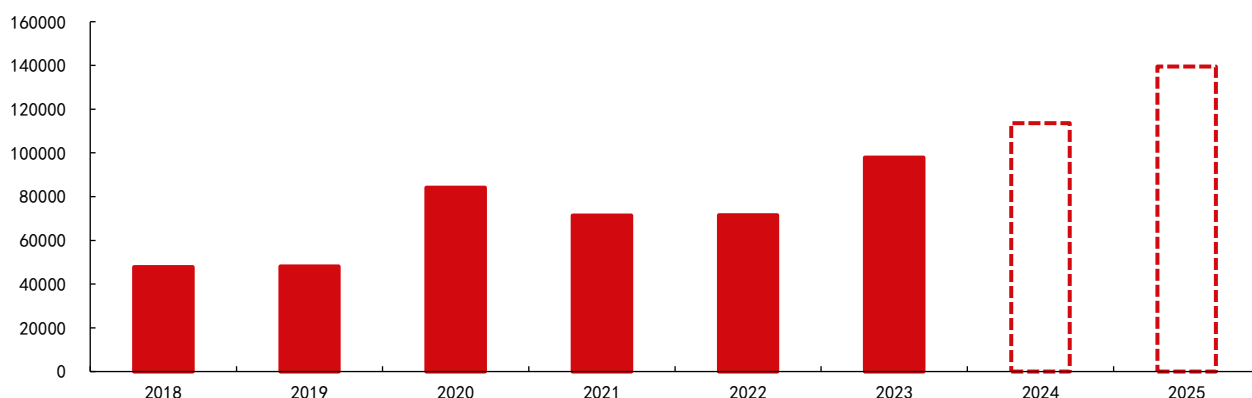


资料来源：Wind 中信期货研究所

2、预计政府债净供给为 13-14 万亿，可能存在一定供给压力，但央行对冲的可能性以及必要性较高

参考财政部部长提及的实施路径，我们认为 2025 年赤字率可能提升至 3.5% 左右，超长期特别国债规模可能扩大至 2 万亿，且用途上将向“两新”有所倾斜；预计新增专项债规模在 4 万亿左右，其中 8000 亿元用于化债；其他方面，预计将发行 1 万亿特别国债用于补充国有大行核心一级资本；再加上 2 万亿专项债用于隐性债务置换，预计全年政府债净供给规模约 13-14 万亿，政府债净供给规模较今年或扩大 2-3 万亿。

图表23：预计 2025 年政府债净供给规模为 13-14 万亿元（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

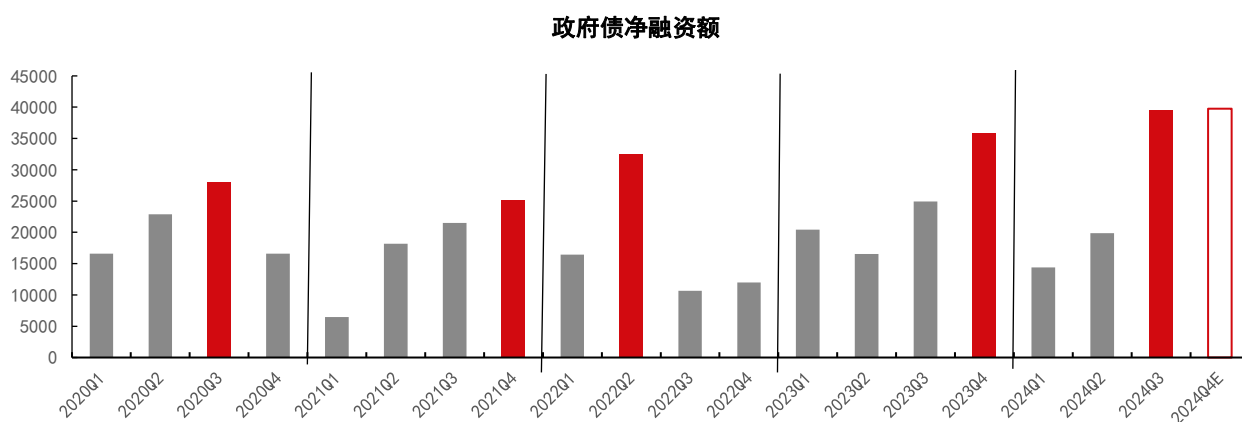
注 1：2024 年政府债净融资测算值考虑了盘活 4000 亿元地方债结存限额及 2 万亿用于置换的专项债

注 2：2025 年政府债净融资测算值假设赤字率为 3.5%，超长期特别国债 2 万亿

发债节奏上，2025 年或将整体加快，高峰出现在 Q2-Q3 的概率较大。（1）专项债：专项债项目申报及审核时间可能回归正常节奏，预计 Q1 发行较去年同期

有所加快，加之专项债用于收购存量商品房相关细则可能仍有待进一步披露，预计专项债发行高峰可能在 Q2-Q3；（2）超长期特别国债和 1 万亿补充国有大行资本的特别国债，预计明年两会审议通过，可能 Q2-Q3 启动发行；（3）2 万亿置换隐债的专项债可能会在 2025 年尽早发行，集中在上半年发行的可能性较大；（4）1 万亿特别国债补充国有大行资本金，预计明年两会审议通过，可能 Q2-Q3 启动发行。整体而言，2025 年政府债发行节奏或将有所加快，且较今年有所前置，Q2-Q3 迎来发行高峰的可能性较大。发行高峰，债市可能面临一定供给压力，但是也需要关注央行的操作情况。从近期央行表态以及操作情况来看，或将通过降准以及公开市场操作等方式进行对冲，且当前央行政策工具进一步丰富。

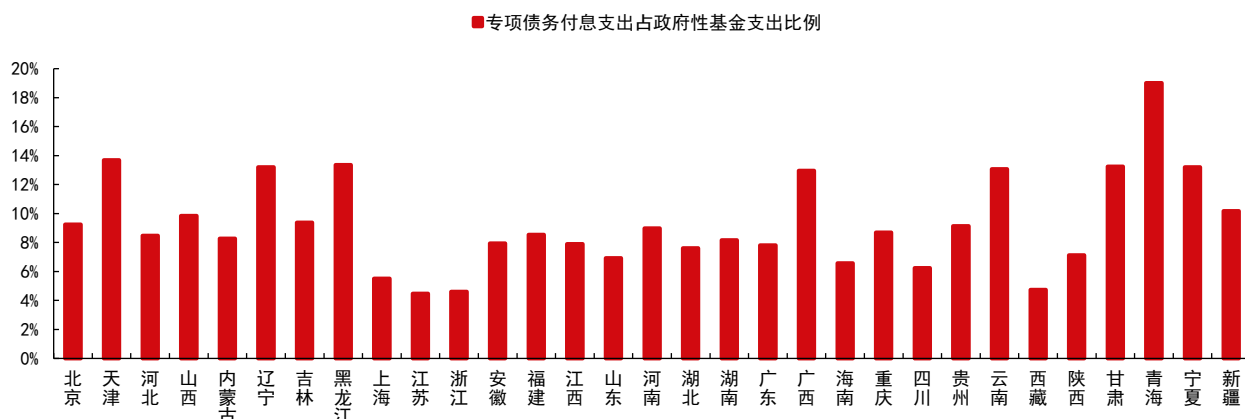
图表24：2024 年政府债发行偏缓，2025 年或将有所前置（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

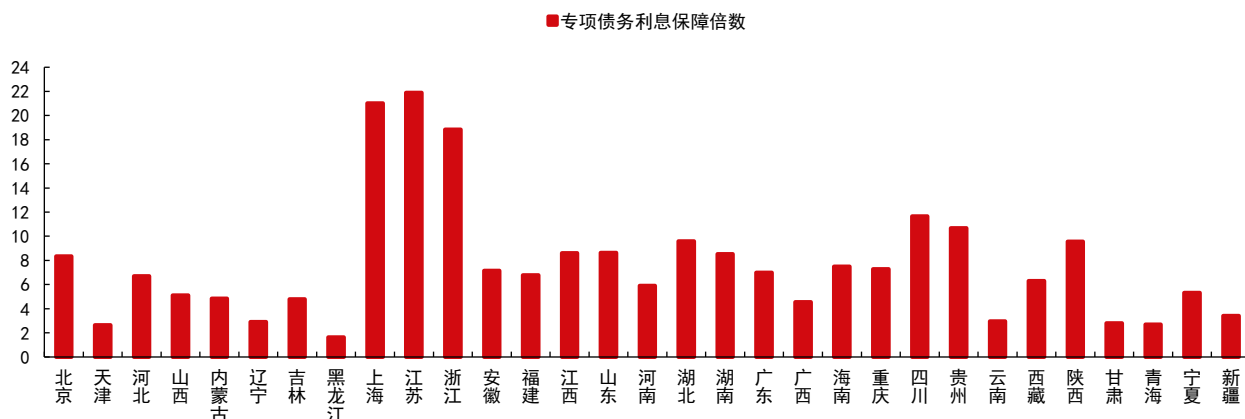
另外值得注意的是，虽然化债带动短期地方政府的偿债压力有所减轻，但是显性债务的上升也会增加地方政府的后续付息压力，另外如果供给对资金面造成较大冲击，导致发行利率上升可能也会加剧地方政府的债务融资成本以及长期付息压力。本次债务置换仍延续地方债置换的方式，而非国债，这一方式有助于防范道德风险问题，不过后续仍需地方政府偿还，且从付息角度来看，地方债融资成本或整体高于国债。在债务置换下，地方政府隐性债务显性化，后续仍面临还本付息问题。可以发现，当前，部分地方政府专项债务付息支出占政府性基金支出比例已超过 10%，如天津、辽宁、黑龙江等；从政府性基金收入对专项债务利息保障倍数来看，天津、辽宁、黑龙江等地区专项债务利息保障倍数接近 2 倍，局部地区专项债务付息压力较大。如果供给规模较大，并对资金面以及债市造成较大冲击，可能也将使得债市利率以及地方债发行成本上升，进而加剧后续还本付息压力。因此在化债以及政府债供给上升的背景下，央行积极配合维持资金面平稳的可能性和必要性较高。化债一方面是隐性债务的显性化，有利于管理，另一方面则是通过降低地方政府债务融资成本，减轻地方政府债务压力。如果发行利率出现大幅上升，或也不利于整体化债效果。

图表25：专项债务付息支出占政府性基金支出比例



资料来源：地方政府债券信息公开平台、Wind 中信期货研究所

图表26：专项债务利息保障倍数



资料来源：地方政府债券信息公开平台、Wind 中信期货研究所

三、货币：坚定坚持支持性的货币政策立场，降准降息仍可期

2025 年货币政策预计仍维持宽松, 发力节奏或有所加快, 全年或降息 20-30BP, 降准 50-75BP, 此外央行或灵活使用国债买卖、买断式逆回购、临时正逆回购等新工具调节市场流动性。货币政策立场仍然是支持性的, 对于促进物价回升的重视程度也有所提升。目前, 我国实际利率仍然偏高, 财政发力也需要货币政策的配合, 降息的必要性仍较高, 节奏上货币先于财政。银行净息差预计会有所改善, 但汇率仍是扰动项, 若美联储暂停降息可能会使得国内货币政策宽松空间有一定制约。

（一）坚定坚持支持性的货币政策立场

坚定坚持支持性的货币政策立场，提高货币政策精准性。在 2024Q3 货币政策执行报告中，对于货币政策的立场先是提到了“总体看，今年以来中国人民银行坚持支持性的货币政策，有力有效支持经济回升向好”，然后提到下阶段仍“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”。9 月 24 日国新办发布会，人民银行行长潘功胜也表示，“货币政策调整过程中会有几个考量因素：一是支持中国经济的发展，二是推动价格水平温和回升...”。三季度，央行同时降准降息且幅度超预期，且四季度仍有 25-50BP 的降准空间，货币政策的强度有所加大，目前货币政策的重心仍在稳增长。

货币政策对于促进物价回升的重视程度提升。在 Q3 货币政策执行报告中，对于下一阶段的政策思路部分，央行提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”，相比于 Q2 的提法“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”，有所变化。整体上看，表述更加直接，反映央行对于物价的重视程度以及在促进物价回升方面或将加大力度。另外在宏观经济金融展望部分，对于物价走势，央行表示“今年以来，宏观政策逆周期调节力度加大，经济恢复发展，总需求持续改善，物价水平温和回升”，以及强调“近期一揽子增量政策加力推出后，对有效需求和宏观经济的拉动作用也会逐步显现，物价温和回升仍有基础”。整体上看，逆周期政策发力以及对总需求的提振或是促进物价回升的主要手段，而对应货币政策预计也仍将逆周期发力，维持宽货币姿态。

货币政策对于长端利率风险的关注度或有所下降。2024 年 Q3 货币政策执行报告中，对于防风险，提到“稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省 52（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案”，而且没再提及“关注经济回升过程中，长端收益率的变化”，货币政策关注的重心更向稳增长倾斜。

图表27： 2024Q3 和 2024Q2 货币政策执行报告关于下一阶段整体思路对比

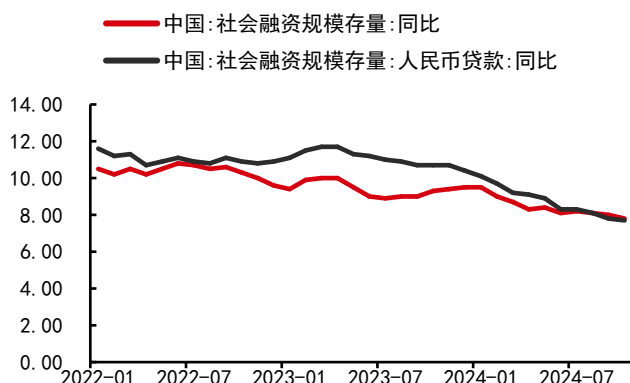
	2024Q2	2024Q3
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。
物价	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。
利率汇率	<p>完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，促进金融机构持续提升自主定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p> <p>深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。充分发挥利率自律机制作用，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳中有降。加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化。</p>	<p>完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能，提升金融机构自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p> <p>深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的传导关系。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，规范市场竞争行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，发挥好政策利率和 LPR 下行的带动作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p>
金融风险	落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：货币政策执行报告 中信期货研究所

（二）实际利率仍然偏高，需通过降息来刺激需求

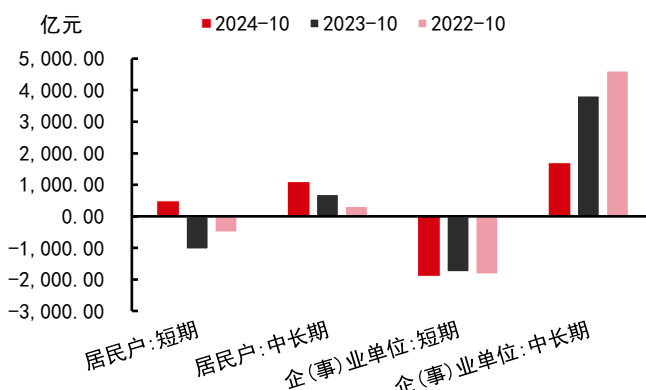
今年我国融资需求仍偏弱，企业和居民贷款意愿不足。10 月新增贷款 5000 亿（上年同期 7384 亿），同比少增，10 月社融同比增速从 9 月的 8%小幅回落至 7.8%，人民币贷款余额同比增速从 9 月的 8.1%回落至 8%，整体融资需求仍不足。从分项看，10 月企业短期贷款余额环比回落 1900 亿元，同比少增 130 亿元，10 月新增居民贷款同比多增，显示地产周期对实体经济融资需求的拖累下降。新增企业贷款仍同比少增，10 月新增企业中长期贷款 1700 亿元，同比少增 2128 亿元，可能是受 PPI 同比降幅走阔下企业盈利偏弱的影响。

图表28：今年以来我国融资需求仍较低



资料来源：Wind 中信期货研究所

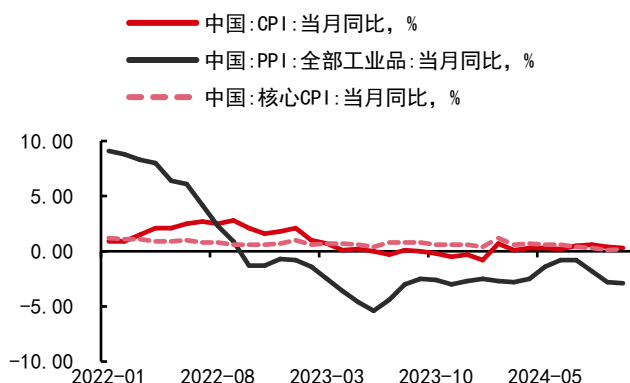
图表29：10月，居民与企业融资需求仍不足



今年国内通胀总体偏弱，需求端恢复仍较慢。中国10月CPI同比0.3%，Wind平均预期0.4%，前值0.4%。10月核心CPI同比0.2%，前值0.1%；环比0.0%，前值-0.1%。中国10月PPI同比-2.9%，Wind平均预期-2.5%，前值-2.8%。今年国内通胀总体偏弱，前10月PPI同比平均下降2.1%，核心CPI同比平均增速为0.5%，CPI同比平均增速为0.3%，工业端和消费端均处于低通胀状态。

实际利率仍较高，需通过降息来刺激需求。虽然我国的名义利率更低，但是如果以10年国债收益率-CPI同比作为衡量实际利率的指标，目前我国实际利率为1.75%，高于美国的1.41%。低通胀使得实际利率偏高，不仅不利于企业投资，而且会拖累居民消费，央行也多次表示要把推动通胀温和回升作为货币政策的重要考量。因此，2025年货币政策仍需通过降息来降低实际利率，从而刺激需求，推动物价温和回升。

图表30：目前，我国通胀水平仍较低



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：目前，我国实际利率仍较高

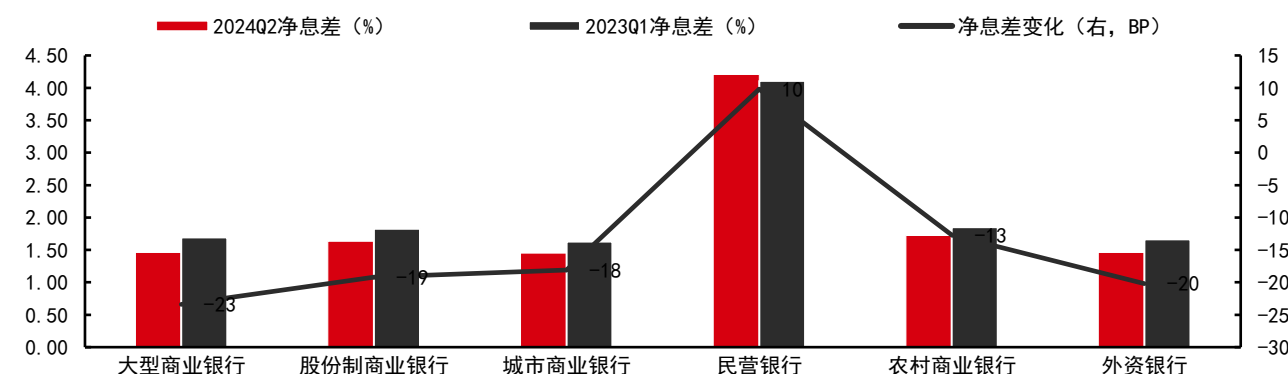


（三）净息差或逐步改善，但汇率不确定性或更大

净息差或逐步改善，对降息制约因素减少。以2024年第二季度的数据来看，

除民营银行外，其余类型银行的净息差均低于 1.8% 的红线，银行端的风险是降息时需要考虑的重要因素。在 2024 年三季度货币政策执行报告中提到了“当前经济运行需要加大逆周期调节力度，但进一步降息面临着净息差和汇率内外部双重约束。人民银行已采取多项措施疏通利率传导机制，稳定银行净息差。一是规范存款市场利率定价行为，指导市场利率定价自律机制对异地存款、结构性存款、协定存款等进行自律管理。二是建立存款招投标利率报备机制，引导银行以科学有效的定价机制促进金融资源高效配置。三是规范手工补息，维护市场竞争秩序，为银行节省利息支出超过 800 亿元。四是督促银行按照风险定价原则，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款。五是完善房贷定价机制，缩窄新老房贷利差，促进房贷市场合理竞争。”通过人民银行的指导，银行负债端的压力或有所降低，同时在降息时存贷款利率同时调降的可能性比较大，这样银行净息差或会逐步改善。此外，银行资本金也将会通过增发特别国债得到补充，整体银行端防风险的能力或提升。

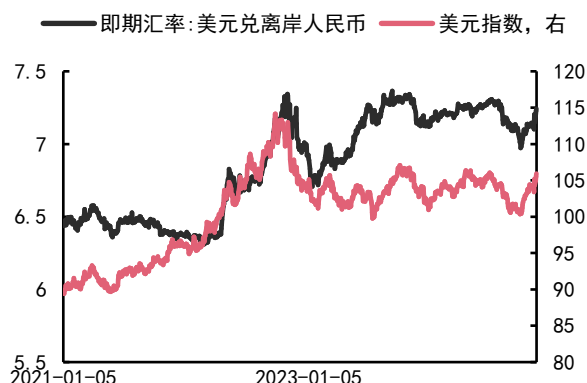
图表32：银行的净息差水平仍较低（%）



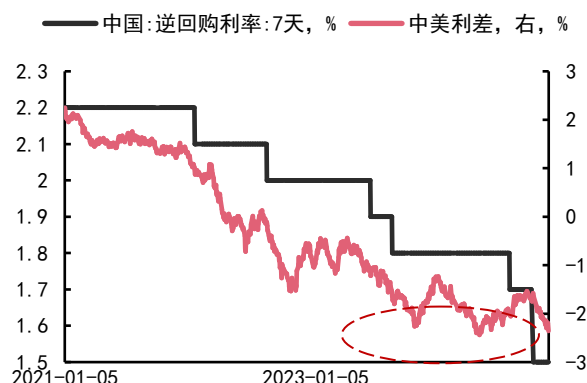
资料来源：Wind 中信期货研究所

汇率方面，美国大选落地，特朗普的关税政策以及再通胀风险或会对货币政策空间造成一定的扰动。尽管目前货币政策的主基调仍然是以我为主，以稳增长和支持物价温和回升为主要考量，但是特朗普当选美国总统后政策不确定性增大。从近期的“特朗普交易”可以看出，市场对于特朗普上台后的强美元有较强的预期，美元指数走强，一度超过 106，而美元兑离岸人民币承压，一度跌破 7.2。从近几年的经验来看，当中美利差处于较低水平时，央行对于降息的态度偏谨慎。

图表33：近期美元指数走强，人民币汇率有所承压



图表34：当中美利差较低时，降息偏谨慎



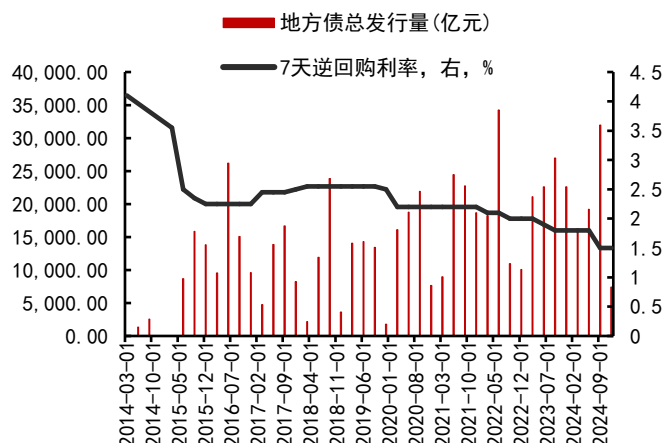
资料来源: Wind 中信期货研究所

（四）货币政策或提前于财政政策发力

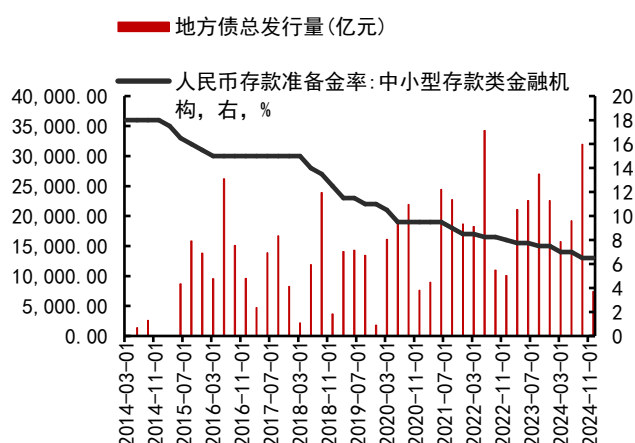
宽松的货币政策为财政政策发力营造良好的货币金融环境。降息降准之后，有助于维持流动性合理充裕，降低企业和居民的融资成本，为财政发力营造良好的货币金融环境。9月24日国新办新闻发布会上，人民银行行长潘功胜表示，“货币政策调整过程中会有几个考量因素：一是...，二是...；三是...；四是...。此外，货币政策还注重与财政政策的协同配合，支持积极的财政政策。”由此可见，降准降息或也为之后财政的发力做铺垫。

考虑到明年财政发力节奏或加快，货币政策在年初发力的概率较大，2025年一季度或会降息降准，提前为财政发力做准备。从历史经验来看，降息和降准多领先于地方债供给放量，地方债供给放量在二、三季度的概率较高，而降息和降准在一季度和三季度落地的概率更大，考虑到明年地方债供给压力较大且节奏或提前，因此，我们预计2025年一季度同时降息降准的概率较大，OMO利率或调降10-20BP，存款准备金率或调降50BP。下半年经济如果修复加快且汇率承压的话，货币政策力度或有所减弱，但为了对冲政府债发行的冲击以及保持经济修复态势，或仍有10BP的降息以及25BP的降准空间。

图表35：降息多领先于地方债供给放量



图表36：降准多领先于地方债供给放量



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：2015 年以来一季度和三季度降准的概率较大

日期	大型存款类金融机构调降幅度，%	中小型存款类金融机构调降幅度，%	季度
2024年9月27日	0.5	0.5	3
2024年2月5日	0.5	0.5	1
2023年9月15日	0.25	0.25	3
2023年3月27日	0.25	0.25	1
2022年12月5日	0.25	0.25	4
2022年4月25日	0.25	0.25	2
2021年12月15日	0.5	0.5	4
2021年7月15日	0.5	0.5	3
2020年5月15日	0	0.5	2
2020年4月15日	0	0.5	2
2020年1月6日	0.5	0.5	1
2019年9月16日	0.5	0.5	3
2019年1月25日	0.5	0.5	1
2019年1月15日	0.5	0.5	1
2018年10月15日	1	1	4
2018年7月5日	0.5	0.5	3
2018年4月25日	1	1	2
2016年3月1日	0.5	0.5	1
2015年10月24日	0.5	0.5	4
2015年9月6日	0.5	0.5	3
2015年4月20日	1	1	2
2015年2月5日	0.5	0.5	1

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表38：2015 年以来一季度和三季度降息的概率较大

	中国：逆回购利率：7天，%	一季度降息，%	二季度降息，%	三季度降息，%	四季度降息，%
2024年9月	1.5			0.30	
2023年9月	1.8			0.10	
2023年6月	1.9		0.1		
2022年9月	2			0.10	
2022年3月	2.1	0.1			
2020年3月	2.2	0.3			
2019年12月	2.5				0.05
2015年12月	2.25				0.1
2015年9月	2.35			0.15	
2015年6月	2.5		1.05		
2015年3月	3.55	0.55			

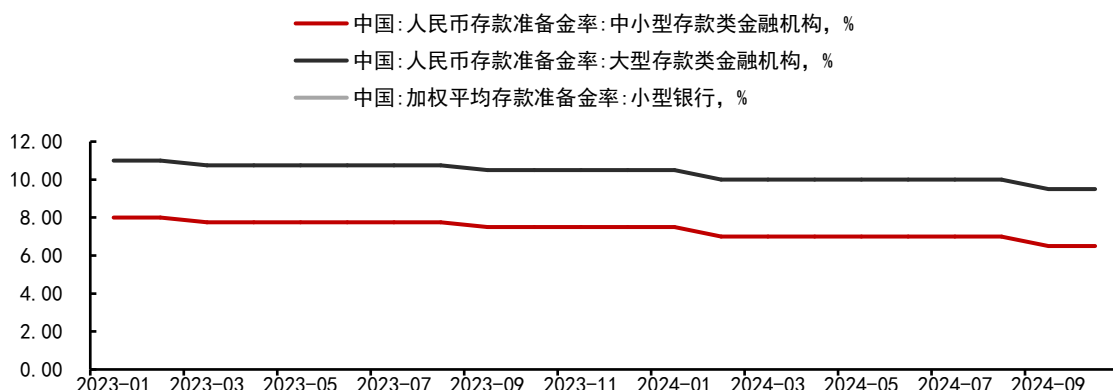
资料来源：Wind 中信期货研究所

（五）多种货币政策工具或配合发力

2024 年 Q3 货币政策执行报告中，央行更加强调货币政策的精准性，提到“加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”，这或意味着除了降息和降准等传统工具外，2025 年央行或使用多种新工具以及结构性工具来精准释放流动性。

2025 年降息和降准预计会持续发力，但是降息和降准也仍有一定的制约因素。降息主要受到人民币汇率的影响或更大，尤其考虑到特朗普上台后可能出台的关税政策以及再通胀的可能性提升，美联储降息或不会一帆风顺，因此，若 2025 年人民币汇率有所承压，货币政策的空间或有所受限。而降准来看，虽然央行官员多次提到“仍有一定的降准空间”，考虑到之前的几次降准中，已执行 5%存款准备金率的部分法人金融机构都没有降准，很可能意味着 5%就是当前存款准备金率的下限，而 2024 年第四季度大概率有 25BP-50BP 的降准，这意味着 2025 年还有 100-125BP 的降准空间。

图表39：5%或是当前存款准备金率的下限



资料来源：Wind 中信期货研究所

因此，除了传统的降准降息外，央行或使用多种货币政策工具配合来释放流动性。央行今年新增加了买卖国债、买断式逆回购、临时正逆回购等工具，多种货币政策工具或协调配合发力。买卖国债主要调节长期流动性，央行可以通过买卖国债调节收益率曲线，也可以通过买卖国债释放长期流动性，缓解政府债供给压力。买断式逆回购主要调节中期流动性，期限不超过一年，可能会逐步取代 MLF，而临时正逆回购则主要针对短端流动性。2025 年多种货币政策工具或与降准降息等传统工具搭配使用，以更好起到调降流动性和稳增长的作用。

此外，结构性货币政策或发力以支持直接融资与科技金融。2024Q3 货币政策报告中，专栏 4 谈到过去基建和地产的发展模式更多依赖间接融资，但随着我国经济结构转型加快，房地产、地方融资平台等传统动能的信贷需求明显放缓，而与高科技创新型企业等新动能更加适配的直接融资则加快发展；专栏 2 也谈到完善科技金融服务体系，一方面支持科技创新的金融政策工具更加完善和精准。2022 年设立科技创新再贷款、设备更新再贷款，2024 年设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技企业发展。另一方面金融机构和金融市场对科技金融的支持力度不断提升。科创类债券建立注册发行绿色通道，发行规模持续提升，科创票据累计发行突破 1 万亿元，超过 1700 家专精特新企业在 A 股上市，创业投资基金管理规模达到 3.3 万亿元。未来要完善科技金融服务体系，加大对科技型中小企业的信贷支持力度、推动创业投资发展、引导金融机构平衡好科创支持和风险防范。

对于债市而言，宽松的货币政策使得债市利率继续有所下行，且短端利率下行的确定性更高，而长端利率受到基本面以及供给压力的扰动相对较大，曲线或整体维持陡峭化状态。

四、债市策略

（一）趋势判断：货币维持宽松，债市利率或继续小幅下行

展望 2025 年，政策面因素可能仍是债市关注和博弈的重要对象。在基本面修复偏缓以及外生冲击可能增加的背景下，宏观政策仍将逆周期发力，财政政策预计仍将延续加力，而货币政策仍偏宽松。债市或难以复刻今年的大幅走强的表现，但是在货币宽松背景下，多头情绪或也仍有支撑，债市利率或继续小幅下行。具体来说：

财政方面，2025 年预计延续加力，但是整体或仍偏托底和对冲，而非强刺激的思路。财政加力情况下，供给压力或将有所上升，且节奏整体前置，不过央行对冲的可能性和必要性较大。明年财政政策组合可能是“适度提高的目标赤字率+更大规模的超长期特别国债+小幅提高新增专项债限额”。预计目标赤字率可能提升至 3.5%左右，超长期特别国债规模可能扩大至 2 万亿，新增专项债规模小幅提高至 4 万亿。其他方面，预计将发行 1 万亿特别国债用于补充国有大行核心一级资本；再加上 2 万亿专项债用于隐性债务置换，全年政府债净供给规模约 13-14 万亿，较今年或扩大 2-3 万亿。整体而言，明年两会披露的财政政策可能适度扩张，而非强刺激。另外节奏方面，财政发力或有所前置。2024 年，由于财政收入下滑、专项债及超长期特别国债发行节奏总体偏慢等，财政支出进度较为滞后，而 2025 年或将改善。财政发力以及政府债发行或整体有所加快，2024 年政府债供给集中在 Q3-Q4，而 2025 年在 Q2-Q3 迎来发行高峰的可能性较大。在财政非强刺激下，基本面延续修复，但或难以带动债市利率明显上行。供给上升可能对资金面带来一定扰动，但也需关注央行操作情况。**整体上看**，在化债背景下，利率如果出现大幅上行或不利于整体化债效果，央行对冲的可能性和必要性较大。

货币方面，坚定坚持支持性的货币政策立场，降准降息或仍可期，并或带动利率中枢继续有所下行。货币政策向稳增长倾斜，2025 年货币政策预计仍维持宽松，发力节奏或有所加快，全年或降息 20-30BP，降准 50-75BP，此外央行或灵活使用国债买卖、买断式逆回购、临时正逆回购等新工具调节市场流动性。货币政策立场仍然是支持性的，对于促进物价回升的重视程度也有所提升，其中从央行 Q3 货币政策执行报告来看，逆周期政策发力以及对总需求的提振或是促进物价回升的主要手段。目前，我国实际利率仍然偏高，融资需求仍偏弱，且财政发力也需要货币政策的配合，营造良好的货币金融环境，降息的必要性仍较高，节奏上货币先于财政。银行净息差预计会有所改善，但汇率仍是扰动项，若美联储暂停降息可能会使得国内货币政策宽松空间有一定制约。

展望 2025 年，债市利率或整体继续呈现小幅下行，债市整体或仍偏强。值得注意的是，央行货币政策框架在今年发生较大变化，且更加强调“价”的调控作用以及注重理顺利率由短及长的传导关系。央行在 Q3 货币政策执行报告中提到，“货币市场、债券市场基本与政策利率同向同幅波动：2019 年 8 月到 2024 年

8 月，7 天期逆回购利率累计下调 0.85 个百分点，3 个月期同业存单收益率和 10 年期国债收益率均下降约 0.9 个百分点”。2019 年 8 月，7 天期 OMO 利率为 2.55%，3M 存单利率平均为 2.66%，10Y 国债利率平均为 3.05%。2024 年 8 月，7 天期 OMO 利率为 1.70%，3M 存单利率平均为 1.82%，10Y 国债利率平均为 2.17%，三者下行幅度基本相当。而今年 9 月，7 天期 OMO 利率再度下行 20BP，至 1.5%，这可能也意味着 10Y 国债利率中枢水平或将降至 2% 左右。而 2025 年政策利率如果进一步下调或将带动债市利率也继续有所下行，预计 2025 年 10Y 国债收益率波动区间或在 1.8%-2.2% 附近，从节奏上看，自 2025 年上半年至下半年，利率中枢或将整体有所下移。

图表40：政策利率下调或将带动债市利率下行（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

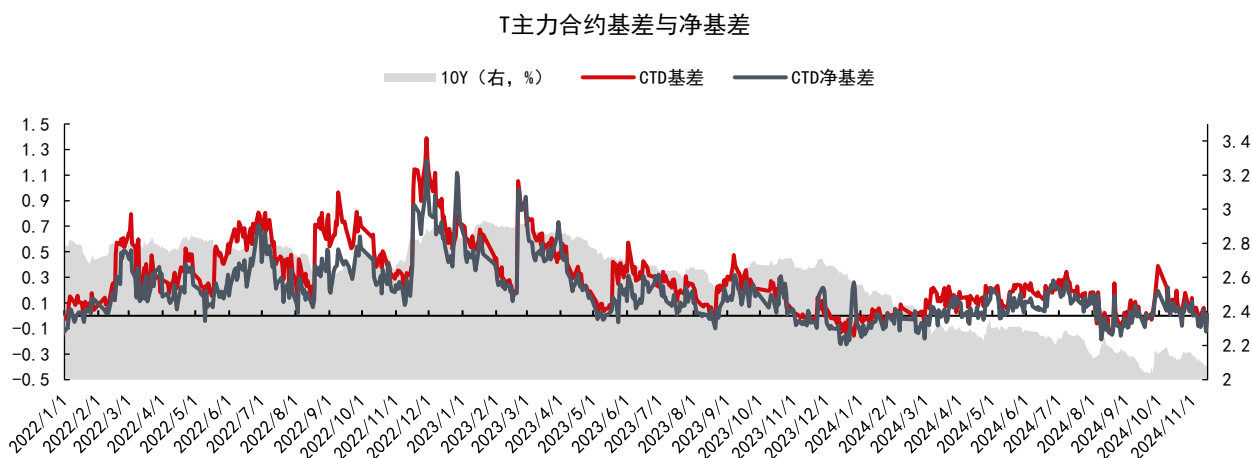
（二）策略推荐：关注阶段性套保以及正套机会

1、关注阶段性套保以及正套机会

政策面博弈背景下可适当关注阶段性套保。从过去两年的市场表现来看，政策面博弈特征明显，如在货币政策发力后，市场往往对财政发力的预期有所升温，并导致市场情绪有所走弱。另外供给的集中释放可能也带动市场的供给担忧情绪短期走强，并使得债市或有所承压。而为对冲调整风险，可适当关注国债期货阶段性套保机会。

另外从基差角度看，当前基差仍然处于偏低水平，而明年多头情绪如果仍偏强，基差可能仍处于偏低状态。从 T 合约来看，基差偏低也导致一些正套机会的出现。后续也仍可适当关注正套机会。政策面博弈也可能带动基差阶段性走阔。

图表41：基差整体偏低



资料来源：Wind 中信期货研究所

2、供给冲击带动的债市调整可能仍是做多机会

2025 年政府债供给规模或将有所上升，供给压力也将较今年有所增加。在供给总量较大，且供给节奏具有一定不确定性的情况下，供给的集中释放容易给资金面带来一定扰动，进而使得市场对供给的担忧情绪或阶段性地有所升温。即市场情绪可能受到供给因素影响，并带动债市有所调整。不过整体来看，在化债背景下，以及伴随央行货币政策工具进一步丰富，供给放量时央行对冲的可能性和必要性较高，资金面或维持平稳。因此供给冲击带来的债市调整可能也产生做多机会。

（三）风险因子

1、货币宽松超预期。央行宽货币超预期可能带动债市呈现大幅走强。

2、财政发力超预期。财政赤字等超预期可能对债市带来一定冲击。

3、经济好转以及通胀超预期。基本面修复超预期将带动风险偏好提升，通胀如果呈现较明显上行也将带动债市多头情绪降温。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>