

# 国债期货：债牛未尽 顺势而为

研究员：朱金涛

## 年报摘要：

### ● 2024 年行情回顾

货币政策坚持支持性立场以及经济整体延续弱修复背景下，债市收益率明显下行，各期限国债收益率下行幅度在 80-100BP 之间，国债期货屡创新高。

### ● 2025 年市场分析逻辑

适度宽松的货币政策，2025 年降息的幅度大概率高于今年。数量型工具方面，除了降准之外，央行或加大二级市场国债买卖及买断式逆回购力度，货币政策与财政政策的配合将更加密切。

更加积极的财政政策，未来增量财政政策将围绕稳增长、扩内需、化风险积极发力。中性估计下狭义预算赤字率有望由 3% 提升至 3.5%，乐观估计提升至 4%。广义预算赤字率有望由 8.4% 提升至 9.5%，乐观估计提升至 10.3%。

央行开展二级市场国债买卖，创设临时隔夜正及逆回购工具、公开市场买断式逆回购操作工具，更改逆回购投放机制，流动性管理更加精细。在适度宽松的货币政策基调下，资金利率在运行稳定的同时重心有望跟随降息进一步下移。

在货币政策积极发力且经济未明显反弹修复的阶段，债市整体牛市格局仍未结束。10 年期国债收率低点预计在 1.4%-1.6%，较当前水平仍有一定下行空间，宽货币宽财政背景下收益率曲线易陡难平。基于债市拐点未现的判断，2025 年国债期货净基差出现负值的频率预计仍然较为频繁，关注持有可交割券同时做空期货的期现正套机会。

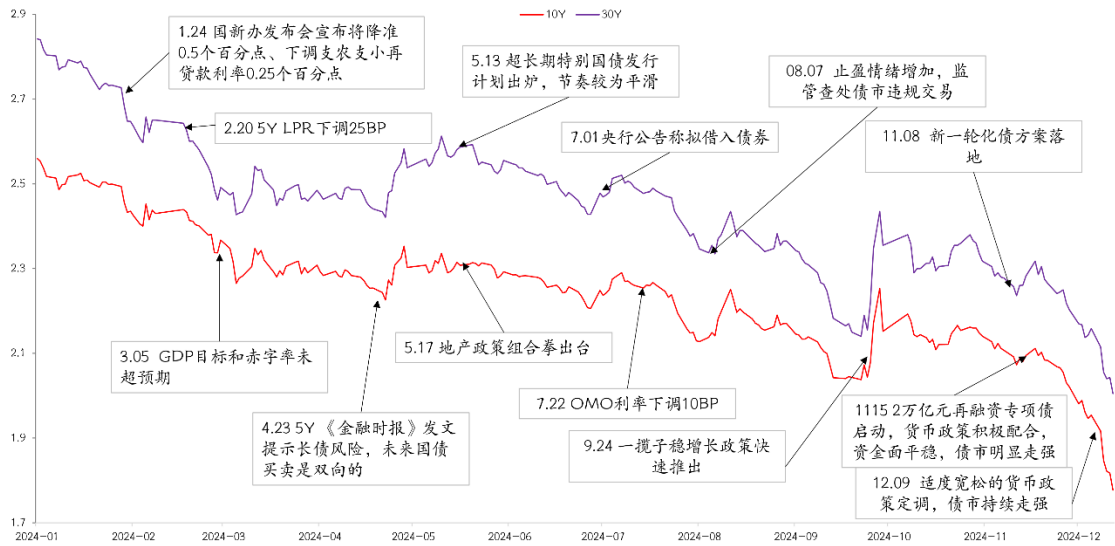
### ● 风险提示

政府债供给超预期

# 一、行情回顾：2024 年债市牛市延续

## 1、2024 年国债收益率震荡下行

图表 1：2024 年 10Y、30Y 国债收益率走势（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

2024 年债市延续牛市格局，国债收益率整体呈现阶梯式下行态势，重心明显下移。

具体来看：

**第一阶段：年初至 3 月初，快速走强。**一季度经济整体延续弱修复态势，货币政策率先发力，一季度全面降准 0.5 个百分点，同时进行结构性降息，资金面相比于去年四季度边际转松。一季度专项债发行进度偏慢，导致政府债净发行量低于去年同期，年初配置需求本身就强，再加上农商行大力购债，需求端的强势导致资产荒格局明显，国债收益率经历较为流畅的下跌过程，10 年期国债收益率从年初的 2.55% 下行至 2.3%。

**第二阶段：3 月初至 7 月中旬，横盘震荡。**在此期间，货币政策较为克制，债市呈现横盘震荡态势。3 月上旬地产成交边际好转，国债收益率小幅上行。4 月起监管层面对于长债利率快速下行的潜在风险予以持续关注。4 月下旬监管层面再次提示长端利率风险，同时市场对于超长期特别国债落地预期所带来阶段性供给压力预期较强，引发债市快速回调。5 月 13 日，超长期特别国债发行计划落地，供给节奏较为均衡。5 月 17 日地产新政出台，利空出尽情况下债市重新走强。6 月底监管层面再度提示长端利率风险，7 月初央行公告开展国债借入操作、创设临时正逆回购工具，债市情绪承压，长端国债收益率再度上行。

**第三阶段：7月下旬至9月中旬，再度走强。**此阶段货币政策积极发力。7月22日央行将7天期逆回购操作利率从1.80%下调10BP至1.70%，LPR亦同步调整。央行二级市场买卖国债落地，净买入的同时买短卖长，在整体释放一定流动性的同时引导收益率曲线正常化。货币政策积极发力叠加经济基本面边际走弱，债市明显走强，10年期国债收益率接近2%。在此期间监管层面对于债市风险仍较为关注，8月初交易商协会连续两日发布公告，查处部分中小金融机构国债交易违规行为。

**第四阶段：9月下旬至11月上旬，快速回调。**9月24日央行在国新办发布会上超预期出台一系列货币政策，包括降准、降息、调降存量房贷利率和首付比例。9月26日政治局会议超常规研究当前经济形势，强调“加大财政货币逆周期调节力度”。10月12日财政部表示在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措。此轮稳增长政策落地快、力度大，反映出政策对于经济的关切度明显升温，宽信用预期强化导致债市出现大幅回调。

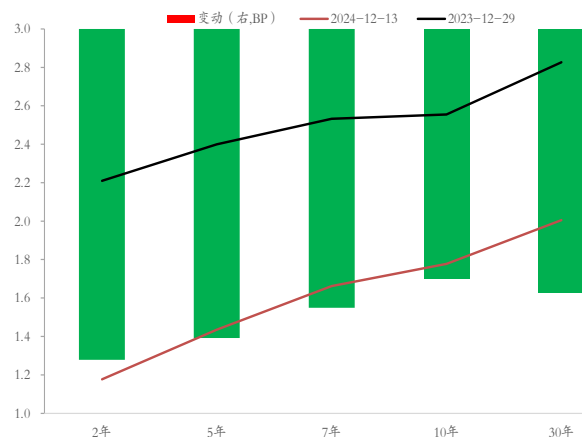
**第五阶段：11月中旬至今，再度走强。**11月8日新一轮化债方案落地，11月15日再融资专项债启动发行，节奏较为迅速，在此期间货币政策积极配合，央行通过多种工具保持资金面平稳，阶段性债券供给压力并未对资金面造成明显干扰，债市持续走强。12月召开的中央政治局会议和中央经济工作会议，将明年的货币政策基调从此前的“稳健”改为“适度宽松”，明年货币政策将更大力度积极发力，保持流动性合理充裕，进一步降低企业和居民综合融资成本。“适度宽松”的表述导致市场对明年降息降准的预期幅度进一步提升，债市做多情绪再度升温，10年期国债收益率进一步下行至1.8%以下。

整体来看，9月下旬的稳增长政策快速发力以及4月份以来监管层面出于防范债市风险目的对于长端债券的风险提示导致国债收益率出现阶段性反弹，但在货币政策坚持支持性立场以及经济整体延续弱修复背景下，债市收益率明显下行。截至12月13日，2年期国债收益率较年初下行103BP至1.18%，5年期国债收益率较年初下行96BP至1.44%，10年期国债收益率较年初下行78BP至1.78%，30年期国债收益率较年初下行82BP至2%。

## 2、国债收益率曲线呈现牛陡走势

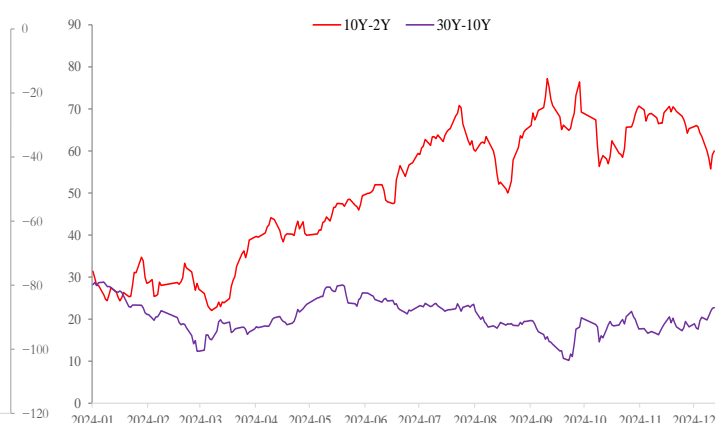
2024年国债收益率曲线整体下移，短端下行幅度略微大于长端，期限利差整体呈现陡峭化趋势。

图表 2：主要期限国债收益率变动（BP）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 3：10Y-2Y、30Y-10Y 国债利差（BP）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

从利差波动来看，整体分为三个阶段：

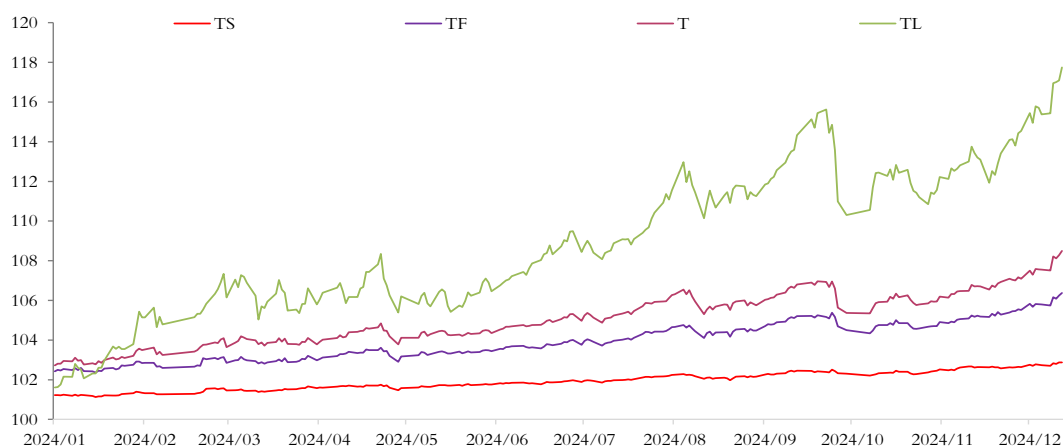
**第一阶段：年初至3月初，小幅走平。**一季度受到资产荒推动，长端债券配置需求旺盛，债市走强过程中长端及超长端债券收益率下行幅度更大，收益率曲线小幅走平。

**第二阶段：3月中旬至8月初，重新走陡。**在此阶段监管层面关注长端债券利率风险，同时理财规模持续提升增加短债需求，期限利差重新走扩，收益率曲线陡峭化。

**第三阶段：8月中旬至今，横盘震荡。**一揽子增量政策推出，货币宽松加码，债市在经历调整之后重新走强，在此期间期限利差横盘震荡。

### 3、2024 年国债期货屡创新高

图表 4：2024 年国债期货主力合约走势（单位：元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

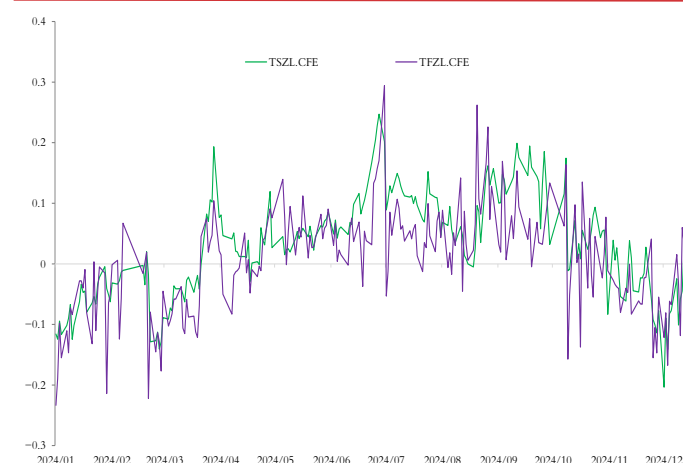
2024 年在经济持续弱修复情况下，货币政策持续发力，年内两次降准、降息，流动性管理更

加精细化，资金面更加平稳，债券市场牛市格局延续，国债期货表现强势，主力合约价格不断创出新高。

全年来看，国债期货偏强运行态势明显。截至12月13日收盘，2年期国债期货主力合约收盘价102.876元，较2023年底上涨1.536元，涨幅1.52%；5年期国债期货主力合约收盘价106.380元，较2023年底上涨3.845元，涨幅3.75%；10年期国债期货主力合约收盘价108.490元，较2023年底上涨2.305元，涨幅5.49%。30年期国债期货主力合约收盘价117.75元，较2023年底上涨16.07元，涨幅15.8%。

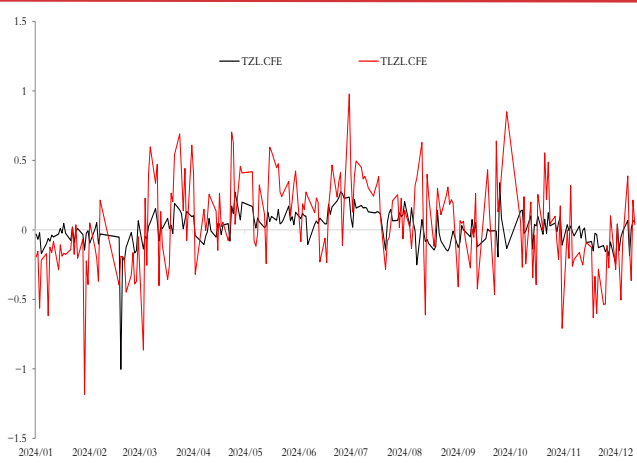
#### 4、国债期货基差波动剧烈

图表5：TS、TF主力合约净基差（单位：元）



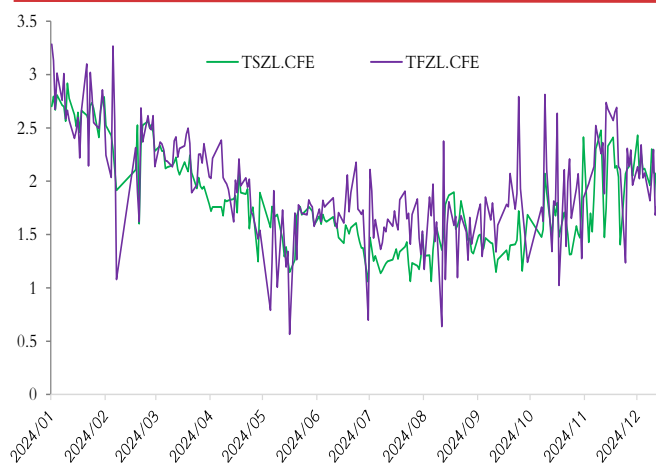
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表6：T、TL主力合约净基差（单位：元）



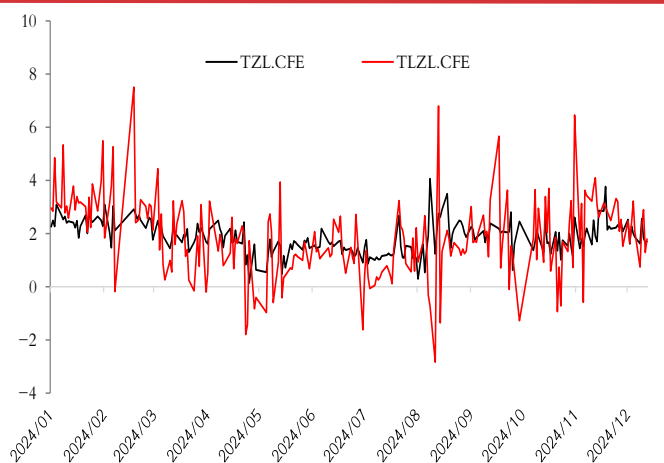
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表7：TS、TF主力合约IRR（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表8：T、TL主力合约IRR（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

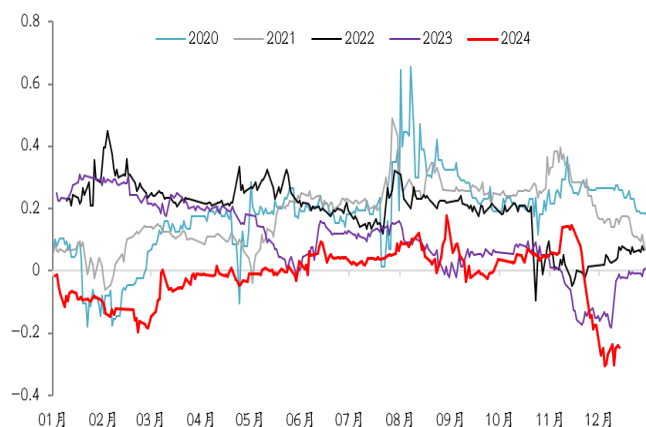
全年来看，国债现券收益率呈现快速下行、横盘震荡、再度下行的阶梯型下行趋势。国债期

货因其流动性更好，在看多情绪较为强烈的阶段，期货端涨势强于现券，从而带动国债期货基差走弱。反之，在债市看空情绪占优的情况下，国债期货跌势往往强于现券，带动国债期货基差走强。

整体来看，一季度及四季度末债市走势偏强的阶段，各期货品种主力合约净基差为负值，从而带来期现正套机会。

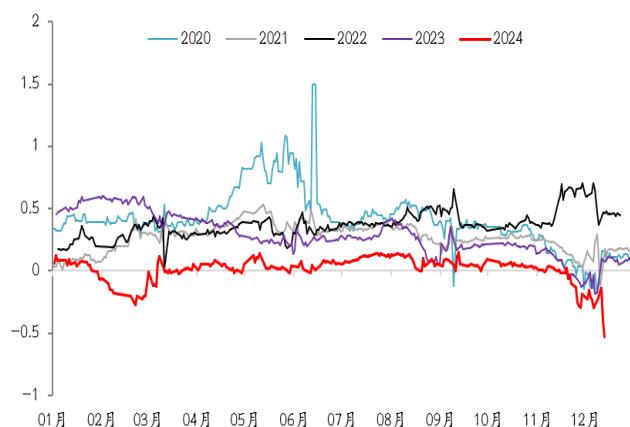
## 5、跨期价差维持低位

图表 9：TS 跨期价差（单位：元）



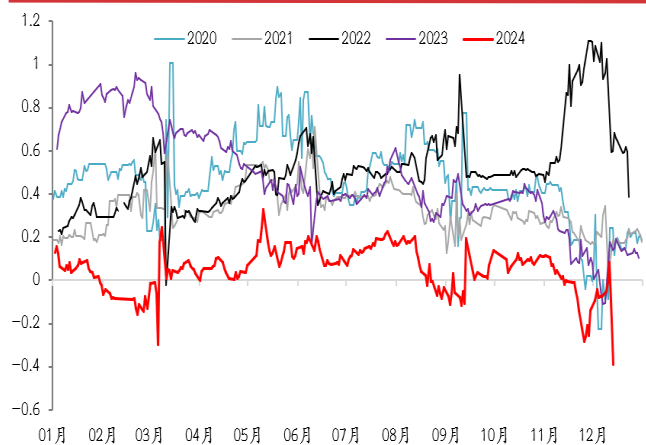
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 10：TF 跨期价差（单位：元）



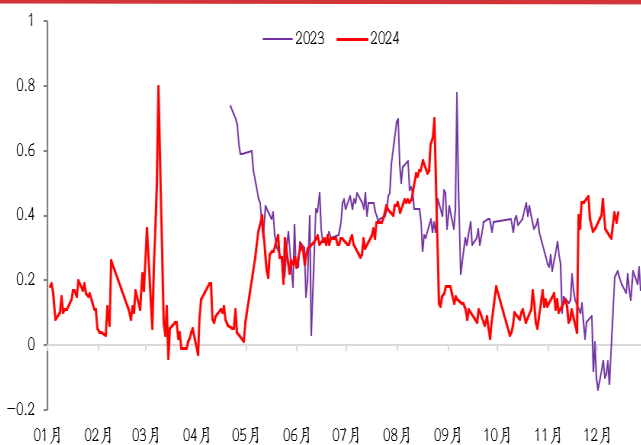
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 11：T 跨期价差（单位：元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 12：TL 跨期价差（单位：元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

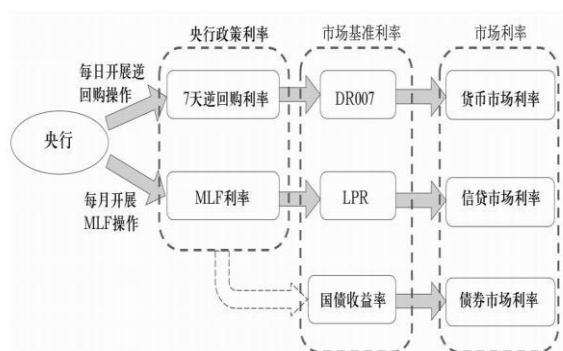
2024 年全年来看，各个品种跨期价差整体维持低位。一是现券持续下行导致现券持有收益下降，同时各期现国债收益率偏离 3% 导致交割券转换期权价值降低，跨期价差理论价格下降。二是经济弱修复态势贯穿全年，需求不足问题仍然存在的情况下，国债期货远期合约表现相对强势。

## 二、货币政策：适度宽松

### 1、货币政策框架迎来变革

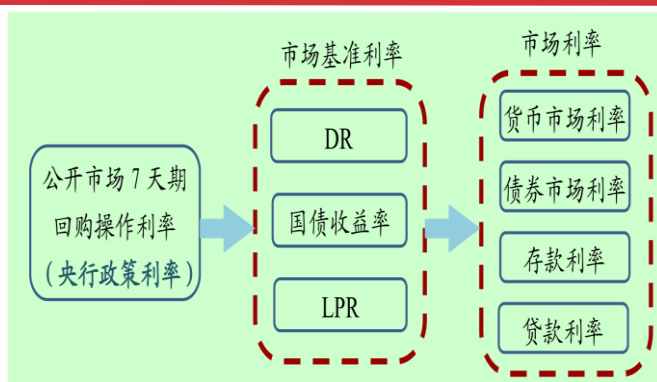
6月19日，央行行长发表主题演讲《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》，表示近年来央行持续推进利率市场化改革，已基本建立利率形成、调控和传导机制。从央行政策利率到市场基准利率，再到各种金融市场利率，总体上能够比较顺畅地传导。未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。

图表 13：政策利率传导路径（旧）



资料来源：央行官网

图表 14：政策利率传导路径（新）



资料来源：央行官网

2024年7月以来，利率传导机制加速改革。

第一，确立了7天期逆回购操作利率作为货币政策主要利率。公开市场操作机制由固定数量、利率招标转变为固定利率、数量招标。同时创设临时隔夜正、逆回购操作工具，提高公开市场操作的精准性和有效性。

第二，LPR 报价挂钩 OMO 政策利率，并通过利率自律机制传导，同步带动存款挂牌利率下调。

第三，将 MLF 操作时间由每月的 15 日延后至 25 日，减少 MLF 报价对 LPR 报价的干扰，淡化 MLF 利率的政策利率色彩。

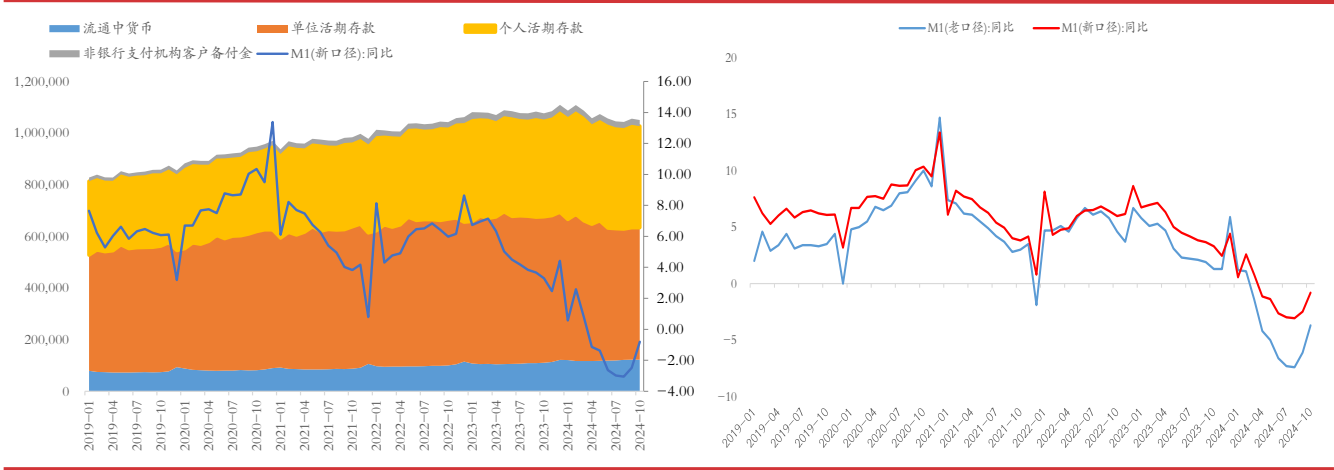
### 2、优化货币供应量统计，M1 统计口径迎来调整

中国人民银行决定自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。

M1 老口径：流通中货币（M0）+单位活期存款；

M1 新口径：流通中货币（M0）+单位活期存款+个人活期存款+非银行支付机构客户备付金。

图表 15: M1 口径变化情况 (单位: 亿元、%) 图表 16: M1 新老口径同比 (单位: %)



资料来源: iFinD、光大期货研究所

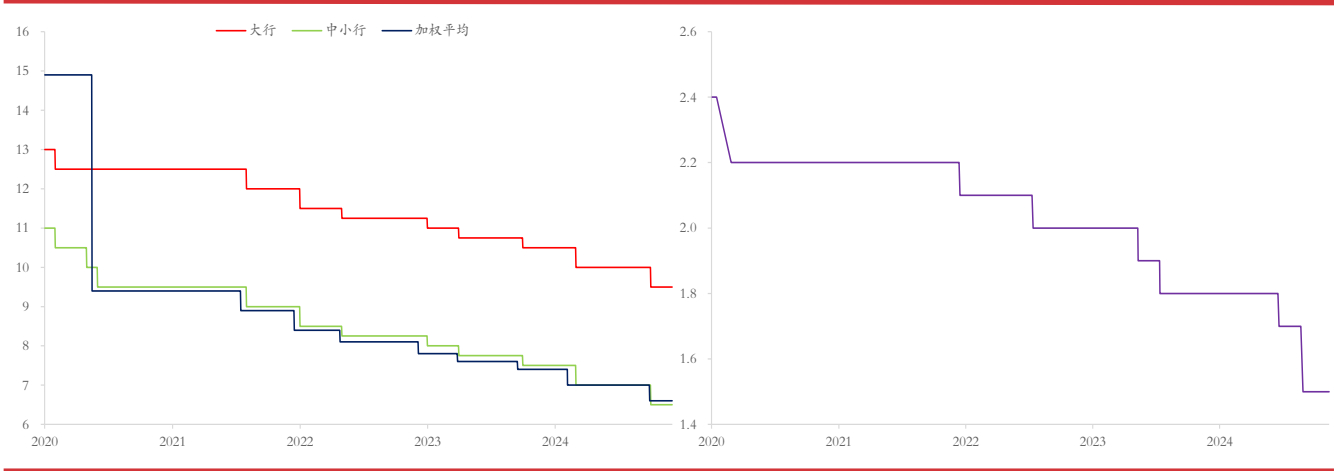
资料来源: iFinD、光大期货研究所

复盘历史数据, 调整后 M1 增速变化仍与老口径趋势相同, 但波动更加平滑。因此, 调整后的 M1 指标在经济预测上仍对 PPI 等指标有较好的指引效果。

3、始终坚持支持性的货币政策立场

图表 17: 存款准备金率 (单位: %)

图表 18: 7 天期 OMO 利率 (单位: %)



资料来源: iFinD、光大期货研究所

资料来源: iFinD、光大期货研究所

2024 年货币政策始终坚持支持性的货币政策立场, 加强逆周期和跨周期调节, 数量型工具和价格型工具齐发力。

存款准备金率下调 1 个百分点。2024 年 2 月 5 日、9 月 27 日分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。

自 2024 年 1 月 25 日起, 分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。7 天期 OMO 利率下调 30BP 至 1.5%。7 月 22 日, 7 天期逆回购利率下调 10BP; 9 月 27 日,

7 天期逆回购利率下调 20BP。

MLF 利率下调 50BP 至 2.0%。7 月 25 日，MLF 利率下调 20BP 至 2.3%；9 月 25 日 MLF 利率下调 30BP 至 2.0%。

LPR 非对称式下调。2 月 20 日，5 年期 LPR 下调 25BP；7 月 22 日，1 年期及 5 年期 LPR 均下调 10BP；10 月 21 日，1 年期及 5 年期 LPR 均下调 25BP；1 年期 LPR 全年累计下调 35BP，5 年期 LPR 累计下调 60BP。

4、2025 年货币政策定调转为适度宽松

图表 19：历年中央经济工作会议对货币政策的定调

时间	货币政策	时间	货币政策
2001 年	稳健	2014 年	稳健
2002 年	稳健	2015 年	稳健
2003 年	稳健	2016 年	稳健
2004 年	稳健	2017 年	稳健
2005 年	稳健	2018 年	稳健、保持中性
2006 年	稳健	2019 年	稳健、松紧适度
2007 年	稳健	2020 年	稳健、灵活适度
2008 年	从紧	2021 年	稳健、 灵活精准、合理适度
2009 年	适度宽松	2022 年	稳健、灵活适度
2010 年	适度宽松	2023 年	稳健、精准有力
2011 年	稳健	2024 年	稳健、 灵活适度、精准有效
2012 年	稳健	2025 年	适度宽松
2013 年	稳健		

资料来源：中国政府网、光大期货研究所整理

中央经济工作会议表示明年要实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。

历年的货币政策定调有从紧、稳健、适度从紧，并且大多数年份均为“稳健”。2009 年和 2010 年国际金融危机蔓延扩散，全球经济遭遇衰退，在此期间实施过适度宽松的货币政策。当前外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。“适度宽松”的货币政策定调要比以往的“稳健”更积极，体现出政策层面推动经济持续回升向好的决心。

2024 年央行始终坚持支持性的货币政策立场。适度宽松、适时降准降息这样的表述，可以期待 2025 年降息的幅度大概率高于今年。

数量型工具方面，除了降准之外，央行或加大二级市场国债买卖及买断式逆回购力度，货币政策与财政政策的配合将更加密切。

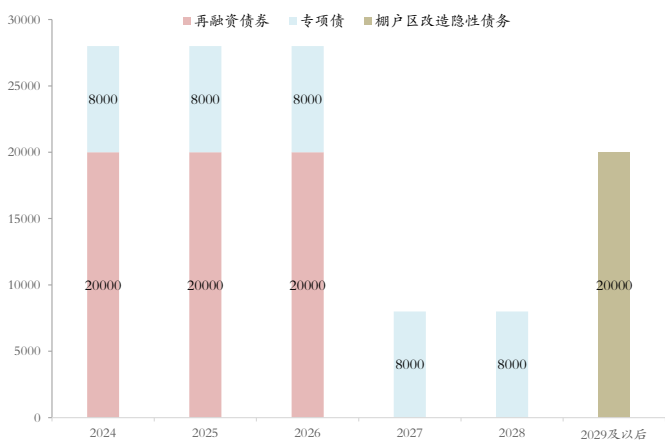
整体上，2025 年央行仍将坚持支持性的货币政策立场，一方面通过数量型货币政策工具保持流动性合理充裕，另一方面通过价格型工具促进实体经济融资成本稳中有降。

三、财政政策：更加积极

从 10 月 12 日财政部新闻发布会的表述来看，未来增量财政政策将围绕稳增长、扩内需、化风险积极发力。

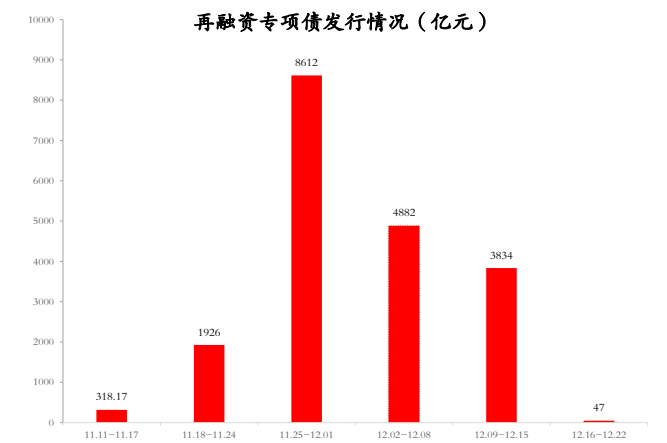
1、新一轮化债方案落地

图表 20：新一轮化债方案



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 21：2024 年再融资专项债发行节奏（亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

2024 年 10 月 12 日财政部举办新闻发布会，明确拟一次性增加较大规模债务限额用于置换地方政府存量隐性债务。11 月 8 日，第十四届全国人大常委会第 12 次会议表决通过关于批准《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》的决议，化债方案正式落地。总体化债政策规模达 10 万亿，前三年可用资金为 8.4 万亿。

此次化债方案包括三项内容：

- 1) 一次性增加地方政府专项债务限额 6 万亿元置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施，在 2024-2026 年期间每年新增额度 2 万亿元。
- 2) 从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性

基金财力，专门用于化债，共计 4 万亿，该项在 2024 年已经落地；

3) 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还，无需地方政府在 2028 年之前进行消化。

根据发布会信息，2023 年底中国地方隐性债务规模为 14.3 万亿，在此轮化债行动后，新增 6 万亿限额+4 万亿专项债资金+2 万亿债务延后，到 2028 年需要偿还的地方隐性债务将下降为 2.3 万亿。剩余 2.3 万亿元存量隐性债务需地方政府在 2028 年之前通过区域内自身努力完成消化。

化债方案显示化债工作并非由中央直接承接债务或代为还款，而是允许地方政府通过“借新还旧”方式，以低息长期地方政府显性债务置换隐性债务，同时搭配区域自主压降隐债规模，压实地方政府化债责任主体。

通过化债方案，2028 年之前地方平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。并且将隐性债务置换为地方政府显性债务，可以降低债务信用风险溢价，减轻利息支出，根据财政部的测算，预计 5 年节约 6000 亿利息支出。两方面影响均有利于地方政府腾挪财政政策空间，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整。

化债方案落地后，能够看到 2024 年的 2 万亿元再融资专项债快速启动，截止 12 月中旬基本发行完毕。

## 2、推动房地产市场止跌回稳诉求下专项债额度有望提升

支持推动房地产市场止跌回稳，主要措施包括允许专项债券支持回收闲置土地储备、收购存量商品房用作保障性住房，以及调整相关税收政策。

其中税收优惠政策已经落地。11 月 13 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，相关税收政策包括加大住房交易环节契税优惠力度；降低土地增值税预征率下限；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策。

扩大专项债使用范围方面，参考 2017 年-2019 年的土地储备专项债的发行情况，年度发行规模占当年新增专项债发行额度的比重在 30%左右。以 30%占比估算，用于土地储备和收购存量商品房的专项债额度有望达到 1 万亿元，叠加 8000 亿元额度用于化债，不挤占其他项目投资的情况下，明年新增专项债规模预计提升 1 万亿元至 5 万亿元左右。

3、狭义及广义财政赤字率有望明显增加

财政政策方面，中央经济工作会议表示要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。更加积极的定调意味着明年政府债额度相比今年将明显增加。

图表 22：历年中央经济工作会议对财政政策的定调

时间	财政政策	时间	财政政策
2001年	积极	2014年	积极
2002年	积极	2015年	积极
2003年	积极	2016年	积极
2004年	积极	2017年	积极
2005年	稳健	2018年	积极
2006年	稳健	2019年	积极、加力提效
2007年	稳健	2020年	积极、积极有为
2008年	稳健	2021年	积极、增质提效
2009年	积极	2022年	积极、提升效能
2010年	积极	2023年	积极、加力提效
2011年	积极	2024年	积极、适度加力、提质增效
2012年	积极	2025年	更加积极
2013年	积极		

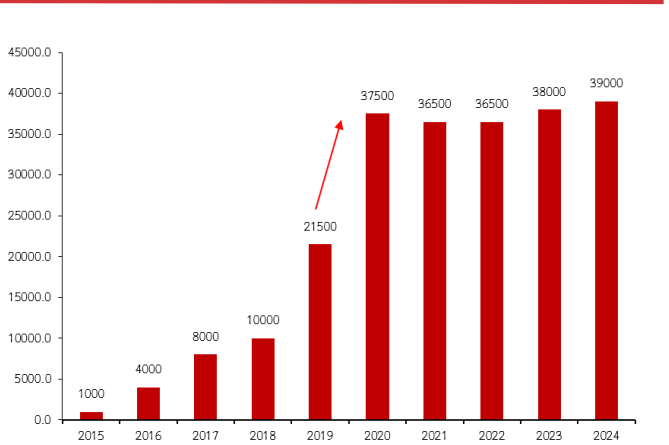
资料来源：中国政府网、光大期货研究所整理

图表 23：历年财政预算赤字率（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 24：历年专项债额度（单位：亿元）



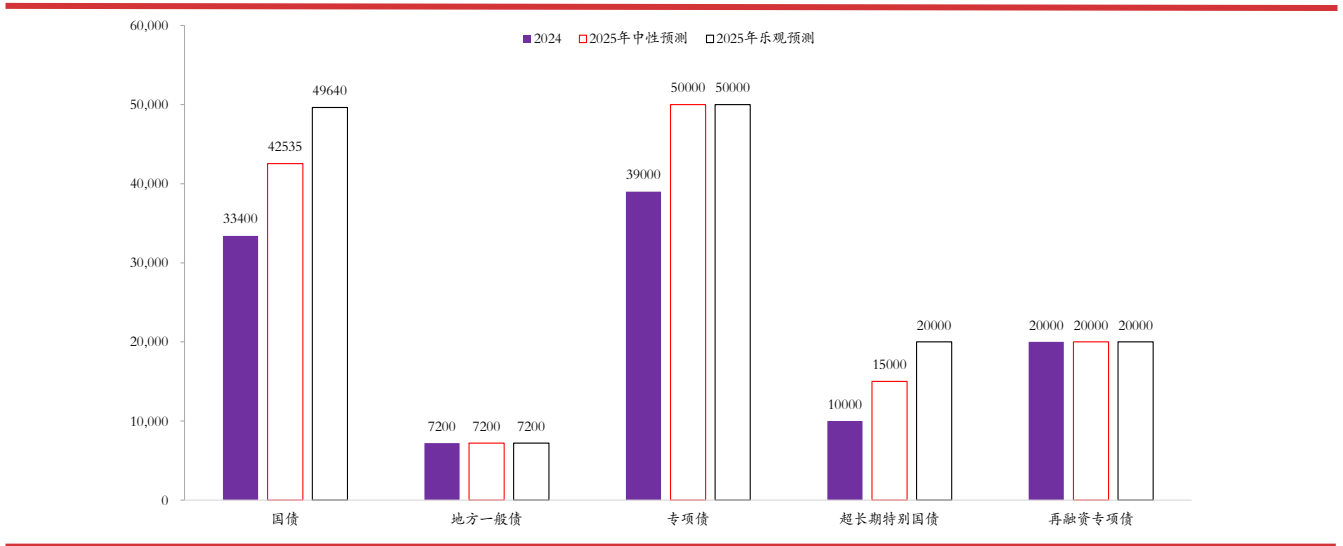
资料来源：iFinD、光大期货研究所

回顾历年财政政策定调，2020 年的财政政策基调是积极的财政政策更加积极有为。2020 年财政赤字率从 2.8% 上升至 3.6%，赤字规模增加 1 万亿元。专项债规模 3.75 万亿元，较 2019 年大幅

增加 1.6 万亿元。同时当年发行 1 万亿元抗疫特别国债。

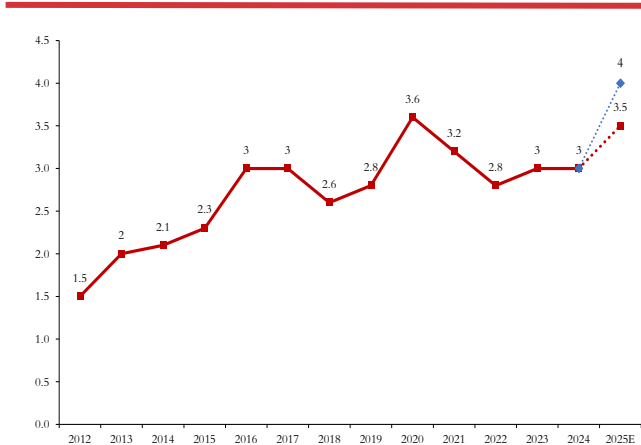
因此，按照此次会议的定调，明年一般国债、超长期特别国债、专项债规模均提升的情况下，叠加 2 万亿元的再融资专项债、以及还没有落地的用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本的特别国债，明年的狭义及广义财政赤字有望明显增加。

图表 25：2025 年政府债发行预测（单位：亿元）



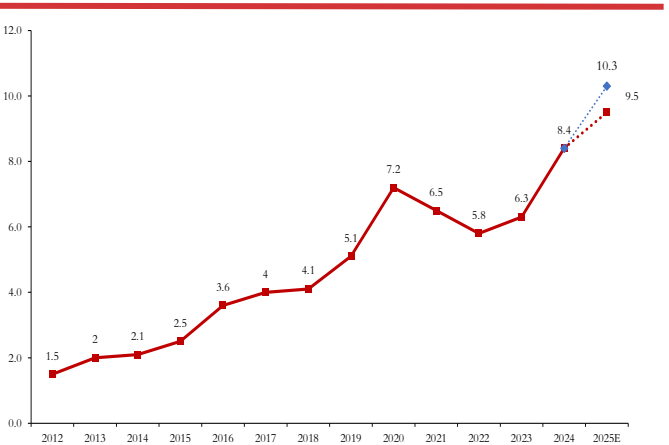
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 26：狭义预算赤字率预测（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 27：广义预算赤字率预测（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

分项逐一预测，中性估计下预算赤字率有望由 3% 提升至 3.5%，乐观估计提升至 4%，在地方一般债发行规模保持不变的情况下，一般国债发行规模由 2024 年的 33400 亿元分别提升至约 4.25 万亿元、5 万亿元。前文分析，新增专项债规模预计提升 1 万亿元至 5 万亿元左右。超长期特别国债同样按照中性和乐观估计分别提升至 1.5 万亿元、2 万亿元。根据化债方案，再融资专项债维

持 2 万亿元额度不变。此外，用于补充国有大行核心一级资本的特别国债预计以定向发行的方式发行并最终由央行持有，在此不作讨论。

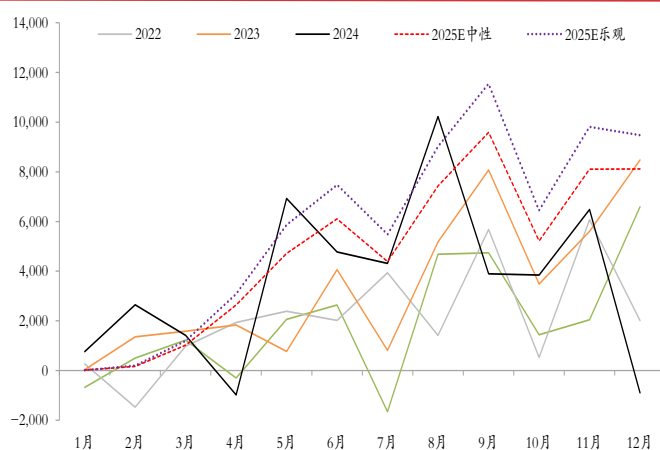
#### 更加积极的财政政策定调下，明年政府举债规模有望明显增加：

中性估计，2025 年狭义赤字率提升至 3.5%，对应狭义赤字规模约 5 万亿元，较 2024 年增加约 1 万亿元。广义赤字率 9.5%，对应赤字规模约 13.5 万亿元，较 2024 年增加 2.1 万亿元。

乐观估计，2025 年狭义赤字率提升至 4%，对应狭义赤字规模约 5.7 万亿元，较 2024 年增加约 1.7 万亿元。广义赤字率 10.3%，对应赤字规模约 14.7 万亿元，较 2024 年增加 3.3 万亿元。

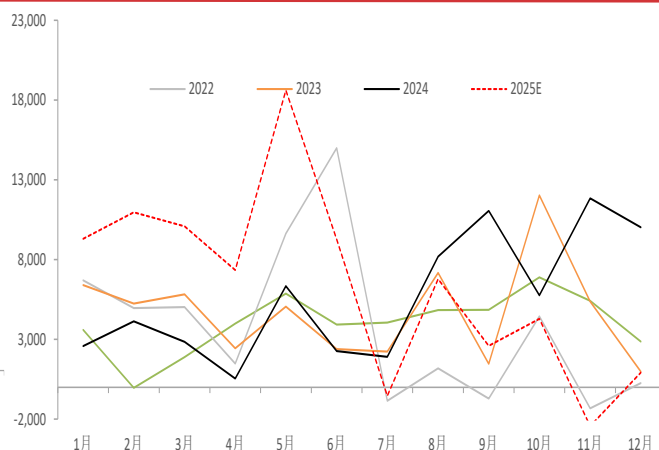
#### 4、政府债发行节奏有望前置

图表 28：国债发行规模预估（单位：亿元）



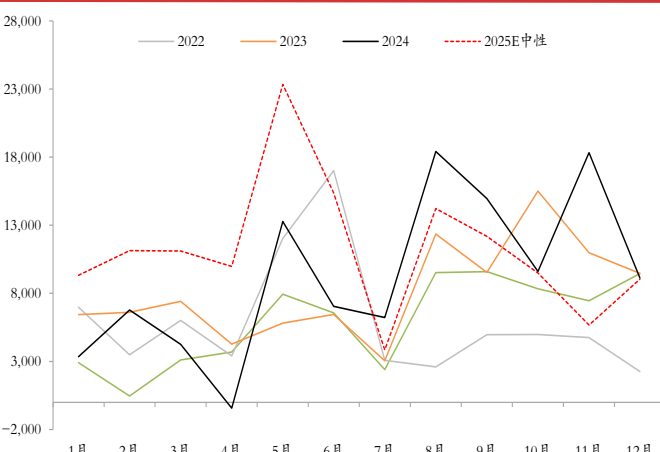
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 29：地方债发行规模预估（单位：亿元）



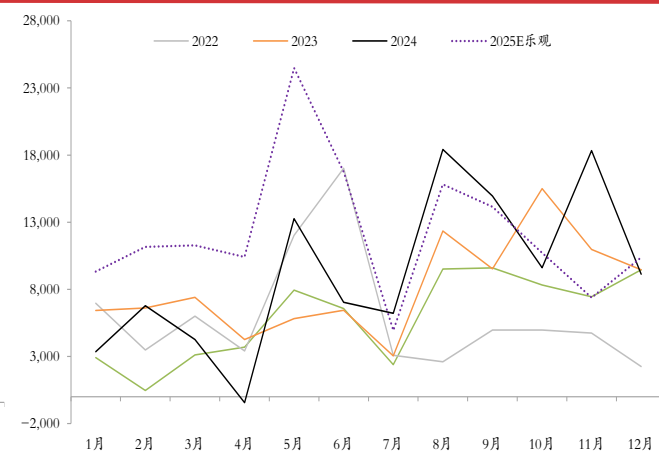
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 30：政府债发行规模中性预估（亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 31：政府债发行规模乐观预估（亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

政府债发行节奏来看，一是财政积极发力背景下，明年发行节奏有望前置。二是为避免国债

和地方债发行过于集中，二者错位发行的可能性较大。

国债发行方面，一般国债按照季节性规律，超长期特别国债按照 2024 年发行节奏推测。地方政府债方面，考虑到财政积极发力的诉求，专项债预计发行明显前置，参考 2022 年以及 2022 年的发行节奏进行预测。2024 年的再融资专项债因落地较晚发行较为集中。2025 年的 2 万亿元再融资专项债发行节奏有望放缓，假设在上半年平滑发行。地方一般债券规模较小，简单按全年每月平均发行估计。

## 四、流动性展望：资金平稳，重心下移

### 1、流动性管理更加精细化

随着存款准备金率的逐步走低，央行需寻求新的基础货币投放方式，2024 年二级市场国债买卖操作正式落地。

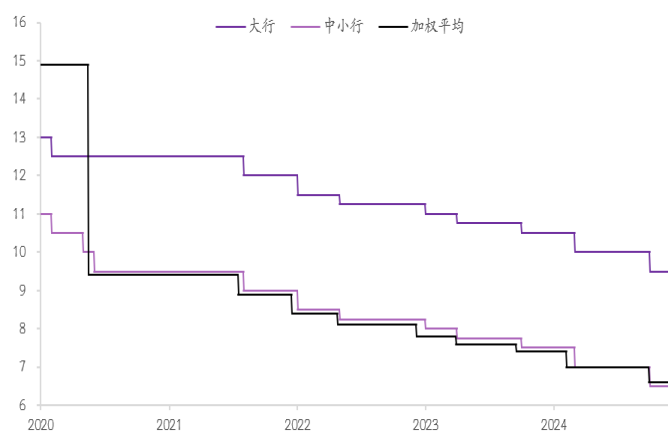
7 月 1 日，央行官网公告称决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。

7 月 5 日，《证券日报》记者从中国人民银行求证获悉，央行已与几家主要金融机构签订了债券借入协议。目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。

8 月 28 日，央行网站公开市场业务中新增“公开市场国债买卖业务公告”。

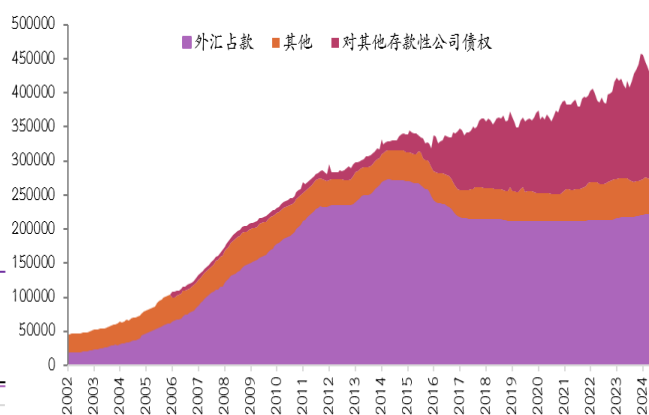
8 月 30 日，央行官网公告：“2024 年 8 月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为 1000 亿元。国债买卖操作正式落地。

图表 32：存款准备金率（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

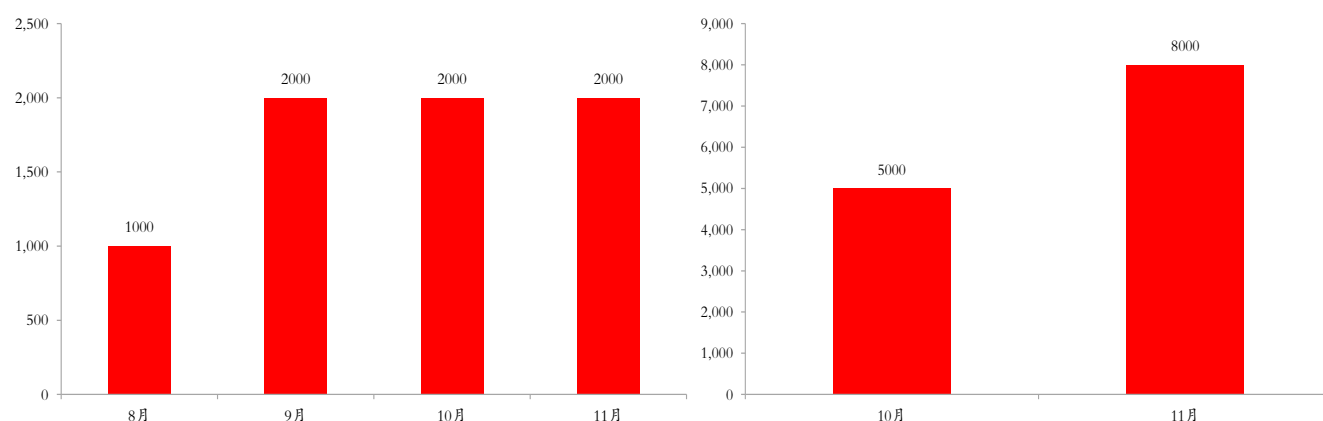
图表 33：货币当局资产结构（单位：亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

长期来看，央行进行国债买卖将逐步成为一种主要的流动性管理工具。从货币当局的资产结构来看，2012 年之前，外汇占款是我国央行投放基础货币的主要方式，该阶段的主要矛盾是基础货币供给大于需求，央行不得不通过调升存款准备金率和发行央票的方式回收流动性。2012 年之后，外汇占款规模增速放缓，基础货币供给不足成为主要矛盾，央行于是创设 SLF、MLF、PSL、TMLF 等工具来投放基础货币。

图表 34：央行二级市场国债净买入（单位：亿元） 图表 35：买断式逆回购操作（单位：亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

资料来源：iFinD、光大期货研究所

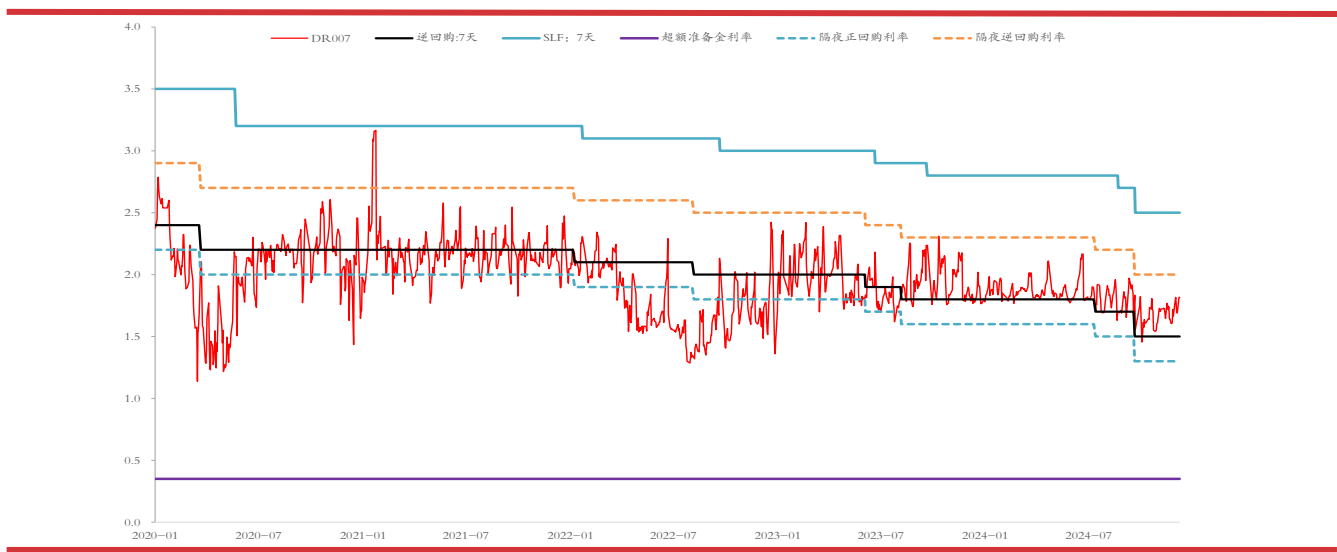
目前来看，随着国债市场规模和成交活跃度大幅提升，将买入国债纳入基础货币投放方式的条件已然具备。当前存款准备金率不断下调，加权存款准备金率已经下降至 6.6%，进一步下调空间越来越小。在此背景下，通过二级市场买卖国债，将成为未来投放基础货币的一种主要方式，这是央行丰富货币政策工具箱，逐步开展国债买卖的长期考量和定位。此外，随着财政政策的积极发力，政府债发行规模不断扩大，央行通过二级市场买卖国债，能增强财政与货币的协调配合。

除了二级市场国债买卖，央行创设公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年。相比于质押式逆回购，买断式逆回购操作涉及的债券所有权转移至逆回购方，可以增加央行在二级市场操作的债券储备，有利于央行在二级市场双向操作。

当前流动性投放工具短端的有每个工作日进行的 7 天期公开市场逆回购操作、特殊时间点投放的 14 天期逆回购操作、每月 25 日进行的 1 年期 MLF 操作，投放长期资金的降准及二级市场国债买入。买断式逆回购操作工具，填补了 1 个月到 1 年期之间的流动性投放工具的空白，进一步丰富了流动性投放工具的期限。

2、2025 年资金利率有望继续下行

图表 36：质押式回购利率&政策利率（单位：%）



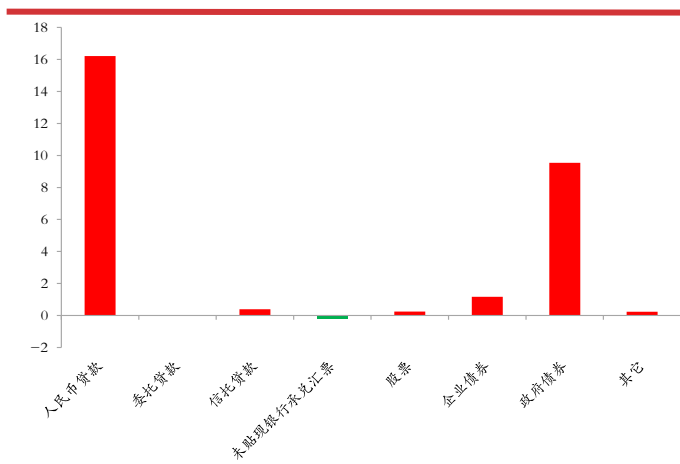
资料来源：iFinD、光大期货研究所

2024 年货币政策始终坚持支持性立场，保持流动性合理充裕。全年来看，7 天期 OMO 利率累计下调 30BP，带动资金利率重心下移。DR007 全年均值 1.81%（截止 12 月 13 日），较 2023 年下行 13BP。随着央行流动性管理的精细化，资金利率波动幅度明显收窄，2024 年 DR007 整体维持略高于 OMO 利率的态势，运行更加稳定。

在适度宽松的货币政策基调下，央行保持流动性合理充裕的诉求不变，2025 年资金利率重心跟随降息而继续下移。

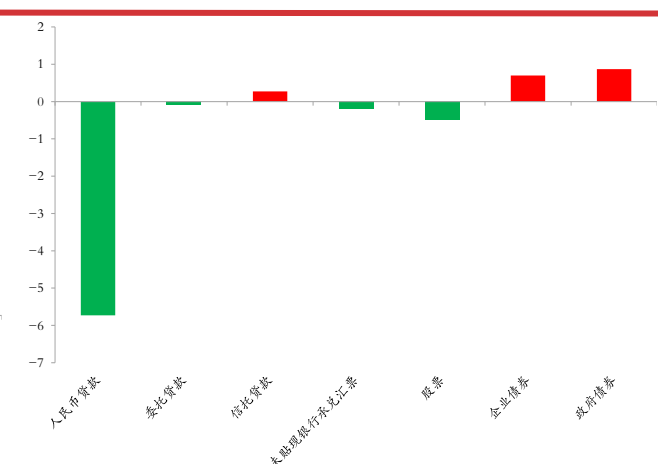
3、政府债继续对社融形成支撑

图表 37：1-11 月社融分项增量（亿元）



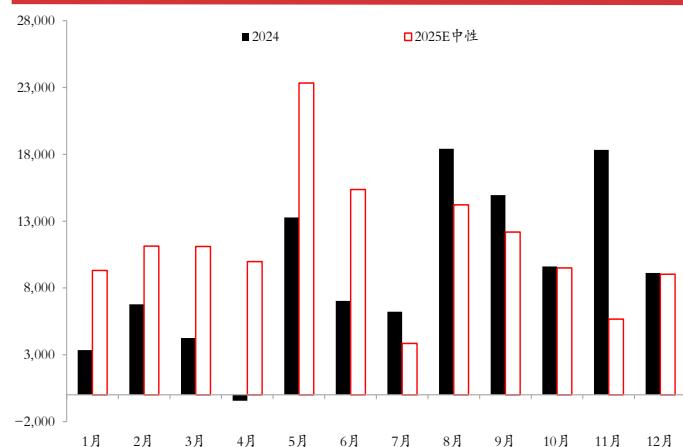
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 38：1-11 月社融分项同比多增量（亿元）



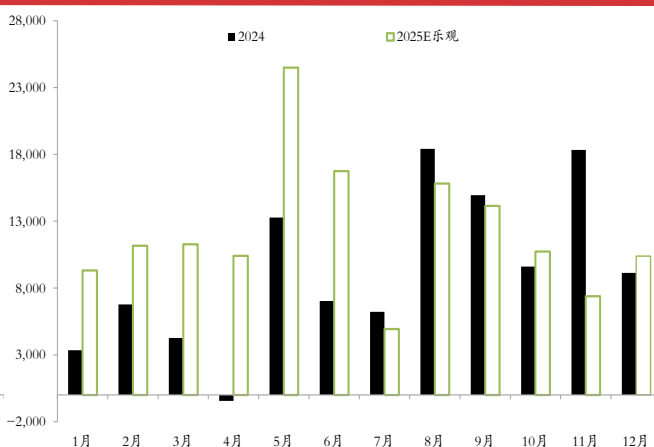
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 39：政府债发行中性预估（单位：亿元）



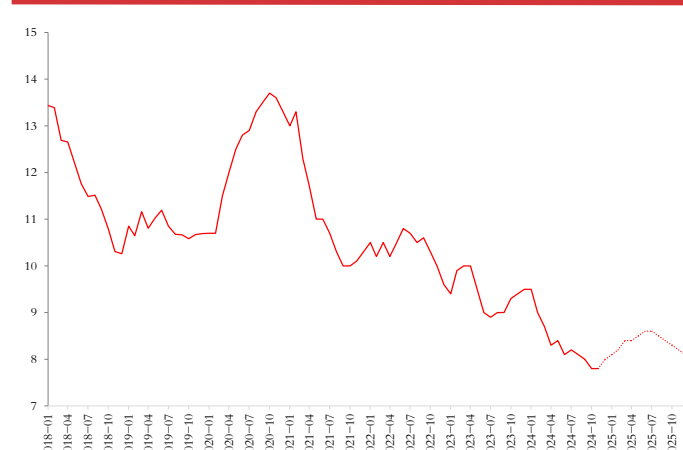
资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 40：政府债发行乐观预估（单位：亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 41：社融增速预估（单位：亿元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 42：信贷增速预估（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

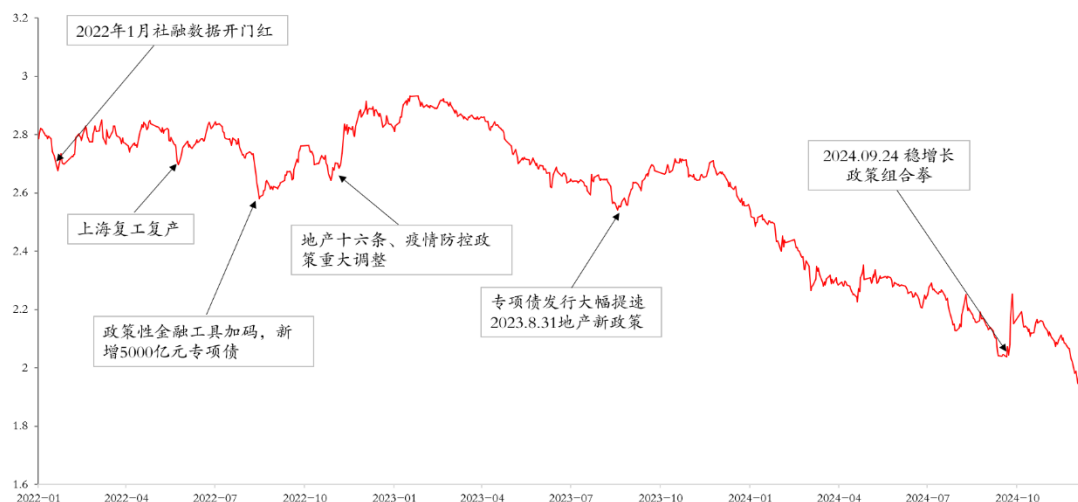
财政政策发力背景下，政府债发行规模明显增加，同时债券利率下行，企业债券融资规模明显多增，二者成为 2024 年社融主要支撑项。2025 年来看，更加积极的财政政策预计继续对社融形成有力支撑。中性预估下，政府债有望同比多增 3.3 万亿元，带动社融增速回升至 8.1%。且从节奏上看，上半年政府债同比多增概率较大，社融增速预计呈现前高后低走势。

信贷方面，2024 年实体融资需求整体偏弱，新增信贷规模明显下滑。2025 年来看，随着货币政策持续发力推动实体融资成本稳中有降，企业贷款需求有望企稳。居民方面，政策刺激下地产销售回暖迹象明显，11 月商品房销售面积单月同比转正，住户中长期贷款连续两个月同比多增，在地产销售好转的带动下，2025 年居民中长期贷款有望止跌回稳。2025 年人民币信贷增速有望企稳，预计增速维持在 8% 左右。

## 五、行情展望及策略建议：拐点未至

### 1、单边趋势：货币政策积极发力，债市回调压力较小

图表 43：十年期国债收益率走势（单位：%）



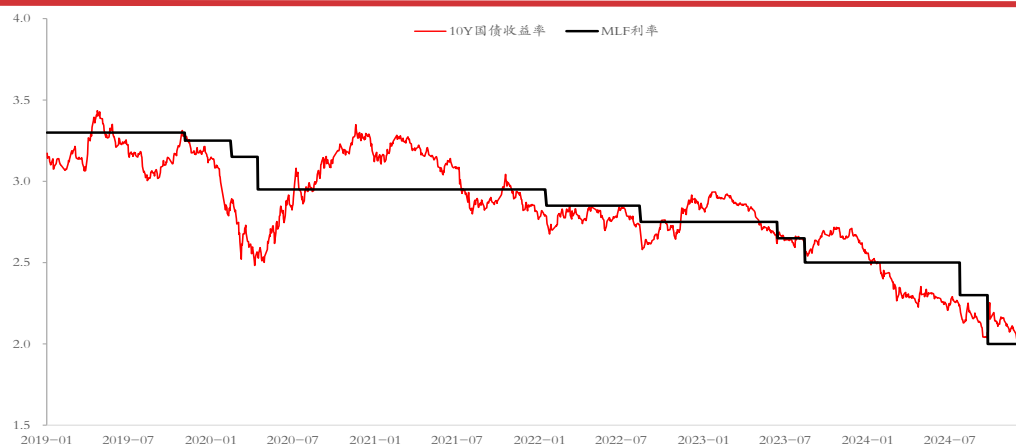
资料来源：iFinD、光大期货研究所

回顾 2022 年以来的十年期国债收益率走势能够发现，稳增长政策所带来的宽信用预期对债市形成明显扰动，但整体上国债收益率呈现震荡下行趋势。

在一揽子稳增长政策推动下，经济回暖迹象明显，特别是设备更新和以旧换新所带来的制造业投资维持高增，消费持续反弹。但当前经济需求不足的问题仍然存在，地产投资、物价水平整体仍偏弱。在货币政策积极发力且经济未明显反弹修复的阶段，债市整体牛市格局仍未结束。

### 2、价格中枢：仍有下移空间

图表 44：十年期国债收益率及 MLF 利率（单位：%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

2020 年 8 月 6 日央行发布《2020 年第二季度货币政策执行报告》指出，MLF 利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢，国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕 MLF 利率波动。1 年期 MLF 操作利率对国债收益率的走势产生重要影响，能够看到 2022 年 8 月以后十年期国债收益率对 MLF 利率的偏离度明显下降。

图表 45：10Y 国债收益率&OMO 利率（%）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 46：10Y 国债收益率-OMO 利率（BP）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

新货币政策框架淡化 MLF 的政策利率色彩，OMO 利率成为主要的政策利率。从 10 年期国债收益率与 7 天期逆回购利率相对价格来看，10Y-OMO 利差大体维持在 40-60BP 之间。2024 年年底，2025 年货币政策适度宽松的定调引发市场做多情绪高涨，预期先行推动 10 年期国债收益率快速下行，与 OMO 利差快速收窄，但考虑到 2025 年降息幅度较今年可能更大，国债收益率仍有下行空间。

2024 年 OMO 累计下调 30BP，2025 年 OMO 利率下调 40-50BP 预期下，10 年期国债收率低点预计在 1.4%-1.6%，较当前水平仍有一定下行空间。

### 3、期限利差：易陡难平

2025 年收益率曲线易陡难平。

首先，在货币政策持续创设新工具并且积极发力背景下，政府债高增带来的资金面扰动可控，短端债券调整压力较小。而随着经济持续向好以及通胀温和回升，长端国债收益率上行压力相对较大。

其次，出于防范债券市场风险的目的，监管层对于“正常的向上倾斜的收益率曲线”诉求持续存在。

最后，长期及超长期政府债供给持续增加，同样对长端债券形成一定利空。预计收益率曲线将呈现陡峭化趋势。

图表 47：10-2 国债收益率利差（单位：BP）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 48：跨品种价差 4TS-T（单位：元）

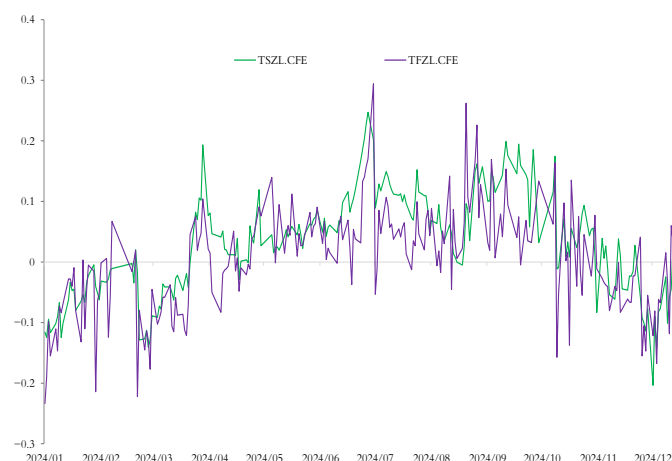


资料来源：iFinD、光大期货研究所

三方面因素叠加，收益率曲线仍然存在陡峭化驱动。从国债期货的角度来看，推荐关注做多 TS 同时做空 T 的跨品种套利机会。

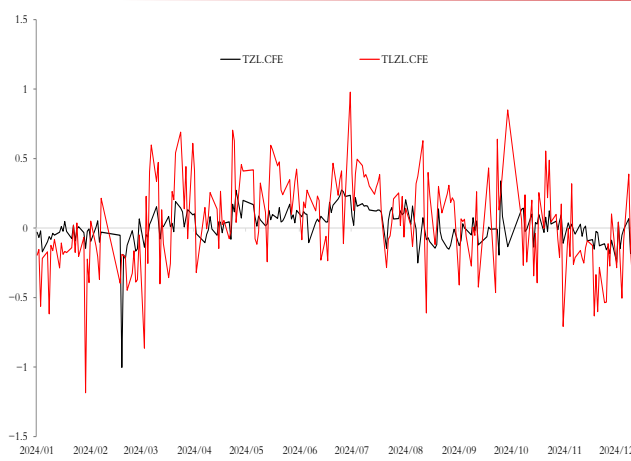
#### 4、期现价差：关注期现正套机会

图表 49：TS、TF 主力合约净基差（单位：元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

图表 50：T、TL 主力合约净基差（单位：元）



资料来源：iFinD、光大期货研究所

2024 年整体牛市格局背景下，能够看到各个品种主力合约的净基差出现负值的频率明显增多。基于债市拐点未现的判断，2025 年净基差出现负值的频率预计仍然较为频繁，关注持有可交割券同时做空期货的期现正套机会。

## 六、总结

回顾 2024 年，货币政策坚持支持性立场以及经济整体延续弱修复背景下，债市收益率明显下行，各期限国债收益率下行幅度在 80-100BP 之间，国债期货屡创新高。

2024 年货币政策始终坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节，数量型工具和价格型工具齐发力。全年 OMO 利率下调 30BP，MLF 利率下调 50BP，两次分别 0.5 个百分点的全面降准。

中央经济工作会议表示明年要实施适度宽松的货币政策。适度宽松、适时降准降息这样的表述，可以期待 2025 年降息的幅度大概率高于今年。数量型工具方面，除了降准之外，央行或加大二级市场国债买卖及买断式逆回购力度，货币政策与财政政策的配合将更加密切。

未来增量财政政策将围绕稳增长、扩内需、化风险积极发力。财政政策方面，中央经济工作会议表示要实施更加积极的财政政策。中性估计下狭义预算赤字率有望由 3% 提升至 3.5%，乐观估计提升至 4%。广义预算赤字率有望由 8.4% 提升至 9.5%，乐观估计提升至 10.3%。

央行开展二级市场国债买卖，创设临时隔夜正及逆回购工具、公开市场买断式逆回购操作工具，更改逆回购投放机制，流动性管理更加精细。在适度宽松的货币政策基调下，资金利率在运行稳定的同时重心有望跟随降息进一步下移。

更加积极的财政政策预计继续对社融形成有力支撑。中性预估下，政府债有望同比多增 3.3 万亿元，带动社融增速回升至 8.1%。且从节奏上看，上半年政府债同比多增概率较大，社融增速预计呈现前高后低走势。

在货币政策积极发力且经济未明显反弹修复的阶段，债市整体牛市格局仍未结束。国债收益率中枢锚定 MLF 切换至 OMO 利率，10 年期国债收率低点预计在 1.4%-1.6%，较当前水平仍有一定下行空间，宽货币宽财政背景下收益率曲线易陡难平。

## 光大期货宏观金融团队介绍：

**朱金涛**，光大期货宏观金融组负责人，吉林大学经济学硕士，中级黄金分析师。曾荣获上期所优秀能化分析师，期货日报优秀宏观金融分析师。

期货从业资格号：F3060829      期货交易咨询资格号：Z0015271

E-mail: zhujt@ebfcn.com.cn

**于洁**，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。

期货从业资格号：F03088671      期货交易咨询资格号：Z0016642

E-mail: yujie@ebfcn.com.cn

**王东瀛**，现任光大期货金融工程分析师，负责股指期货基差、A股市场资金面和财务数据的研究。擅长量化模型的开发、回测及量价和基本面因子的挖掘。哥伦比亚大学统计学硕士，武汉大学软件工程学士。

期货从业资格号：F03087149      期货交易咨询资格号：Z0019537

E-Mail: wangdy@ebfcn.com.cn

**赵复初**，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。

期货从业资格号：F03107639      期货交易咨询资格号：Z0021469

E-Mail: zhaofuchu@ebfcn.com.cn

**胡飞洋**，金融工程分析师，主要从事期货市场定量研究和CTA策略研究，中国科学技术大学硕士。

期货从业资格号：F03091510      期货交易咨询资格号：Z0019990

E-Mail: hufy@ebfcn.com.cn

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127