

热点报告-国债期货

政府重视通胀，政策相机抉择



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2025 年 03 月 06 日

★经济发展目标：更为重视通胀，改善供求关系

目标增速为 5% 左右，城镇调查失业率为 5.5% 左右，均和去年持平。今年中央高度重视价格目标：将通胀目标下调为 2% 是务实的，且提振通胀的路径是清晰的，即“改善供求关系”。

提振通胀一方面需要扩大内需，而消费是扩大内需最关键的抓手，今年中央高度关注扩消费目标。另外也要扩大有效投资，增量一是扩大服务业投资，二是化债与发展并重。

另一方面要优化供给。一是要降低能耗；二是发展新质生产力、加快建设现代化产业体系。总之，我国希望通过消费升级来引领产业升级，同时也通过增加有效供给来撬动有效需求，供需两端的优化彼此促进，从而实现提振通胀的目标。

★政策：相机抉择，能早则早

《报告》指出，“根据形势变化动态调整政策”。今年国内外的政治经济金融形势错综复杂，政策的相机抉择属性是很重要的。同时，《报告》也指出，“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”，只要确定了政策需要发力，政策的力度就是足够的，预计今年政策脉冲对于市场的影响将非常明显。

财政政策是更为积极的，这也符合市场的预期。货币政策的“适度宽松”更多指向广义流动性的宽松，即稳信用导向更明显。《报告》指出“适时降准降息”，今年降准和降息政策均不会缺席，只是货币政策的相机抉择属性也非常明显，短期内受汇率和息差影响，降息概率不高，降准落地概率更大。

★会后债市的调整时间或不长

策略方面：1) 当前央行态度偏紧，会后仍有调整压力，但货币政策也是能早则早的，预计债市调整时间不长，调整买入策略仍适用。2) 曲线关注逢平做陡策略。3) 关注 TS 的正套机会。

★风险提示：

通胀持续回升。

张荣东

宏观策略高级分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

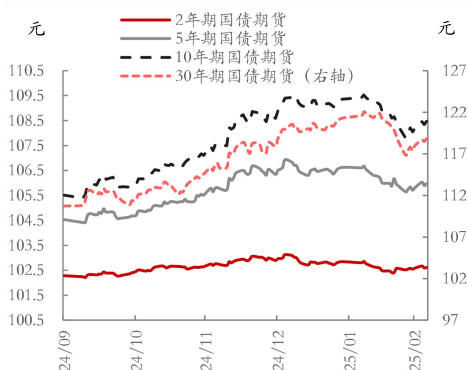
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、经济发展目标：更为重视通胀，改善供求关系

各项经济发展目标中，强化通胀的导向相对较为清晰。今年的目标增速为5%左右，城镇调查失业率为5.5%左右，均和去年持平，也符合市场一致预期，边际变化主要体现在通胀目标上，其由去年的3%下降为2%。今年中央对于价格目标是高度重视的：一方面，在通胀水平长期偏低的背景下，下调通胀目标显得更为务实；另一方面，今年的《政府工作报告》做出了“居民消费价格涨幅2%左右，目的在于通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，使价格总水平处在合理区间”这样的增量表述，和往年相比，今年提振通胀的路径是更为清晰的，即“改善供求关系”。

图表1：历年两会主要目标对比

分类	栏目	2025 年	2024 年	2023 年
经济目标	GDP 增速	5%左右	5%左右	5%左右
	单位 GDP 能耗	3%左右	2.5%左右	继续下降
	物价	2%左右	3%左右	3%左右
就业与收入	城镇新增就业	1200 万人以上	1200 万人以上	1200 万人左右
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
	居民收入	和经济增长同步	和经济增长同步	和经济增长基本同步
财政政策	财政政策	更加积极的财政政策	适度加力、提质增效	加力提效
	赤字规模	5.66 万亿元	4.06 万亿	3.88 万亿
	赤字率	4%	3.0%	3.0%
	专项债	4.4 万亿	3.9 万亿	3.8 万亿
	特别国债	1.3 万亿	1 万亿	--
	减税降费	--	落实好结构性减税降费政策	延续、优化现行措施
货币政策	货币政策	适度宽松的货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	稳健的货币政策要精准有力
	M2 和社融	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	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	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配

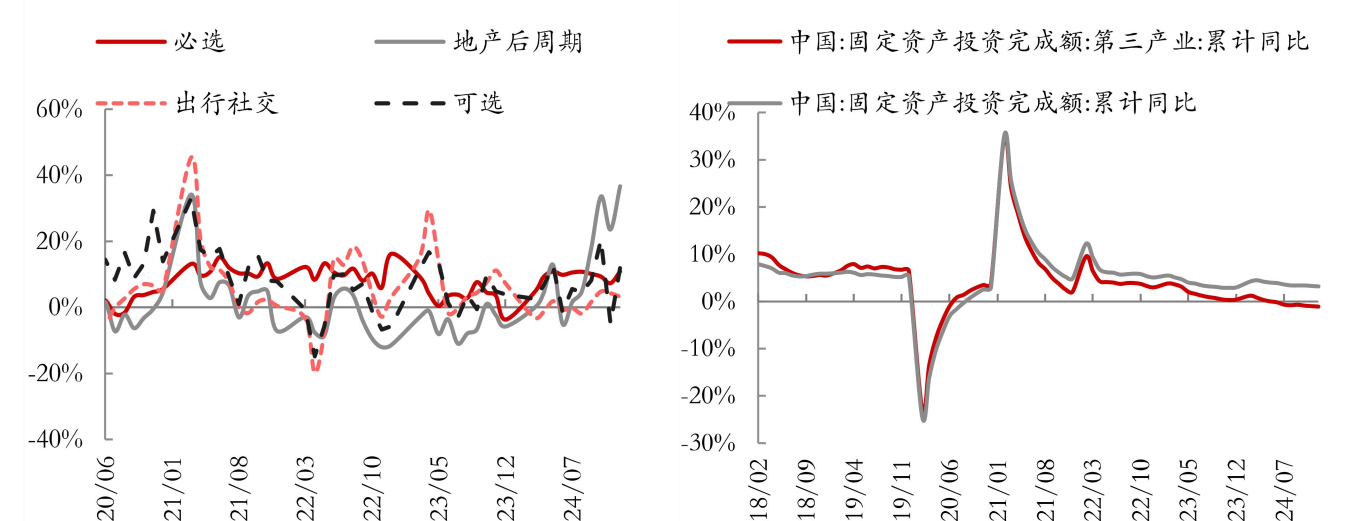
资料来源：中国政府网，东证衍生品研究院

提振通胀一方面需要扩大内需，而消费是扩大内需最关键的抓手。今年政府10项工作任务中，全方位扩大国内需求位列第一，而去年排在第三位。消费是扩大内需最关键的抓手，今年的《报告》中，消费一词出现了31次，出现频率明显高于往年。和去年相比，今年提振消费的具体路径是更为清晰的：一是做出了“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”这一增量表述，增收是提振消费的根本之道，这一表述也体现出了今年经济工作态度是高度务实的。二是“安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新”。去年7月我国安排了1500亿

元的特别国债资金用于支持以旧换新，带动社零中的家电等分项走强，而今年拨付的资金是去年的2倍，政策的窗口期也是去年的2倍，预计稳消费效果会更为明显。三是针对不同类型的消费，提出了相应的优化办法。

图表2：去年末地产后周期类消费品社零增速上升

图表3：我国服务业投资增速偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

扩内需也需扩大有效投资。投资端的边际变化主要体现在两个方面：一是新增了“加大服务业投资力度”这一表述。无论和海外发达国家还是和其他行业相比，我国的服务业投资都还有较大发展空间。另外，随着人口结构、需求结构不断变化，发展服务业投资也是有必要的。二是化债与发展并重。去年年初我国较为关注化债、防风险这一政策目标，地方专项债发行节奏整体偏慢，上半年经济压力整体偏大。今年政府主张“发展中化债、在化债中发展”、“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。提升投资效率、引导民营资本参与投资则是近几年政府一贯的目标。

提振通胀的另一方面是优化供给，一个思路是降低能耗。今年能耗的降低目标为3%左右，高于去年的2%。预计高能耗的石化、黑色等行业供给会被不断优化。

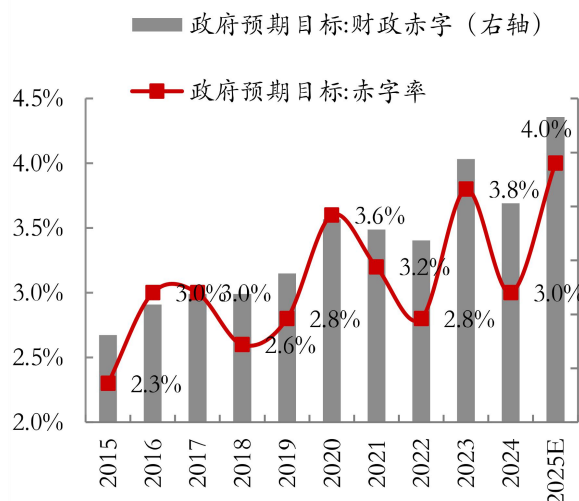
优化供给不是单纯压缩供给规模，通过创新来增加有效供给是更为重要的。发展新质生产力、加快建设现代化产业体系也是今年政府第二项工作任务。优化供给方面，一是要“培育壮大新兴产业、未来产业”，“加快发展服务型制造”是一个新增的表述，增加服务业投资既提振了短期的需求，又能优化长期的供给结构。二是要“推动传统产业改造提升”，今年设备更新仍将持续，预计制造业投资增速仍将维持在高位。三是“激发数字经济创新活力”。总之，我国希望通过消费升级来引领产业升级，同时也通过增加有效供给来撬动有效需求，供需两端的优化彼此促进，从而实现提振通胀的目标。

2、政策：相机抉择，能早则早

在海外挑战不断加剧的背景下，提振国内通胀并非易事，政策的相机抉择属性明显增强。《报告》指出，“根据形势变化动态调整政策”，笔者理解，今年国内外的政治经济金融形势错综复杂，要灵活应对各方面挑战，政策的相机抉择属性是很重要的。同时，《报告》也指出，“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足”，只要确定了政策需要发力，政策的力度就是足够的，预计今年政策脉冲对于市场的影响将非常明显，这一点与去年上半年风险偏好持续低迷的状态显著不同。

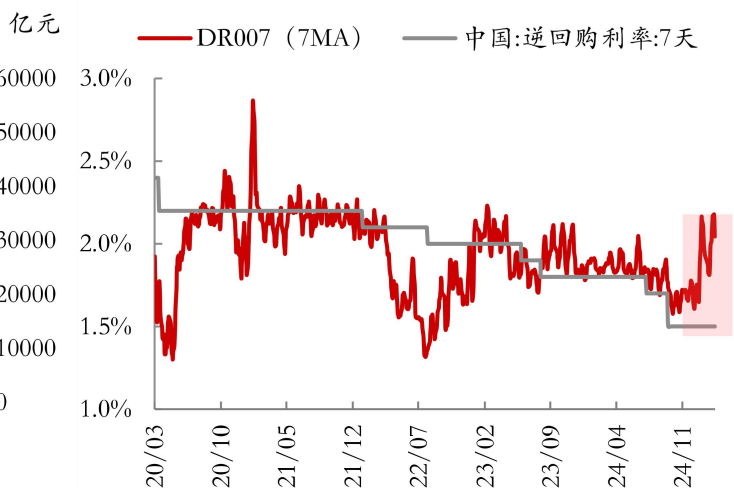
财政政策是更为积极的，这也符合市场的预期。赤字率4%、特别国债1.3万亿元、新增地方政府专项债4.4万亿元，增量的债务资金为2.9万亿元，以上数字均基本符合笔者此前的预期。财政发力一是要扩内需、提振通胀，二也要缓解地方政府的财政压力。扩内需方面，赤字上升所带来的增量资金主要用于各级政府一般公共预算支出，重点投向领域包括惠民生、促消费；特别国债资金主要用于支持“两新两重”项目的发展；地方新增专项债则主要用于投资建设、土储和收储。缓解地方政府的财政压力方面，考虑到土地财政压力已经很大，中央政府要加大对地方政府的一般性转移支付力度，同时各项化债政策也正在不断落地。《报告》指出，地方专项债“重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”，专项债资金消化欠款是个较新的说法，在全部4.4万亿元的专项债中，有0.8万亿专门用于化债，这应是消化地方政府拖欠企业账款的主要途径，另外，专项债项目收益也应能够用于账款清偿。

图表4：目标赤字率上升为4%



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：年初至今债市流动性偏紧



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

货币政策的“适度宽松”或更多指向广义流动性的宽松，即稳信用的导向更为明显。去年末中央经济工作会议提出货币政策“适度宽松”，部分债市投资者认为债券市场

的狭义流动性应是较为宽松的，但今年年初至今，资金面始终偏紧。笔者认为央行强调的宽松主要是更为广义的流动性的宽松：一者，《报告》强调，“创新金融工具，维护金融市场稳定”、“更大力度促进楼市股市健康发展”，货币政策稳股市、楼市的意图较为明显，这更符合宽信用的政策目标；二者，“推动社会综合融资成本下降、提升金融服务可获得性和便利度”的目的也是稳信用。政策工具方面，《报告》指出“适时降准降息”，预计今年降准和降息政策均不会缺席，只是货币政策的相机抉择属性也非常明显，短期内受汇率和息差影响，降息概率不高，降准概率更大。

和去年的《报告》相比，今年地产政策方面的增量表述较多，但当前的地产思路基本上在去年年末就已经确定了。稳地产工作主要从释放需求、控制供给、盘活存量和防范违约风险四个方面开展。由于中央政府高度关注房企债务违约风险，预计后续房企债务暴雷导致的资产价格无序下跌问题会得到有效遏制，稳地产的核心工作也由过去的防止风险无需扩散转向了去库存。

3、会后债市的调整时间或不长

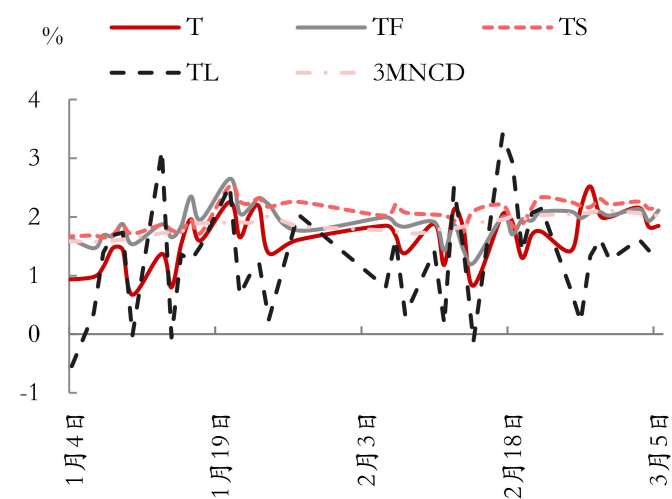
前期报告《债市大跌，策略如何应对》判断，市场的调整时长应较长，两会虽有反弹，但会后资金面难以立刻转松，市场仍有调整压力，当前维持这一判断，但根据《报告》表述，会后资金偏紧的状态也难以持续很久，债市调整的时间不会很长。

央行态度仍是决定资金面以及债市的最为核心的因素，流动性投放规模不高也是大行缺负债的一个重要原因。目前来看，央行似乎仍将稳汇率、防空转作为较为关键的政策目标，资金面暂未明显转松。但《报告》指出，政策能早则早，两会已经确定了各种政策的力度，那么会后将迎来政策的密集落地期，财政力度是较为前置的，而随着财政政策发力，配合财政发债、呵护市场流动性等目标的权重也会逐渐上升，预计央行态度会逐渐转松，1季度末2季度初降准是可能的，重启国债买入操作也有一定概率，而随着央行态度逐渐转松，债市会呈现牛陡走势。

策略方面：

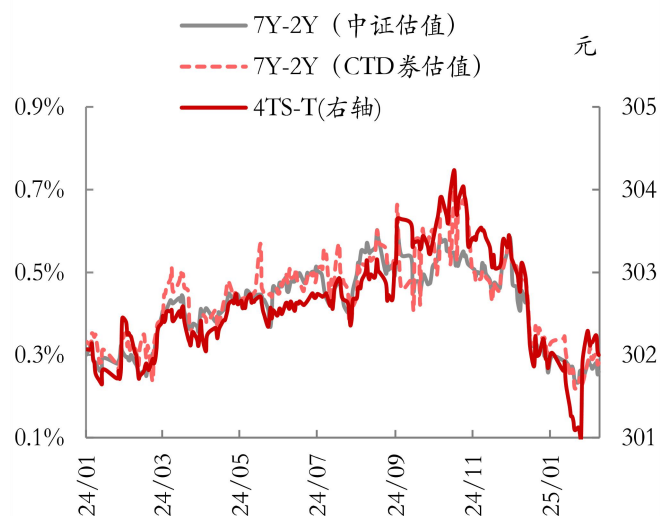
- 1) 长期并不看空，调整买入的策略仍然适用。
- 2) 曲线关注逢平做陡策略。
- 3) 当前短端的TS、TF主力合约IRR相对较高，可适度关注正套策略。
- 4) 市场调整压力尚未完全解除，可适度关注空头套保策略。短端品种的优势是IRR相对更高；长端品种的优势是后续市场走陡的概率比较大，且久期长能够对冲的现券规模更多。

图表6: TS、TF 的IRR 水平较高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表7: 曲线仍然偏平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、风险提示

通胀持续回升。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究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，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com