



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 货币政策定方向

## 国债年报

2024/12/13

蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3048844

🏠 交易咨询号：Z0017196



MINMETALS  
FUTURES

# 目录

CONTENTS



01

年度评估及策略推荐

04

总结

02

2024年回顾

03

2025年展望

01

---

# 年度评估及策略推荐

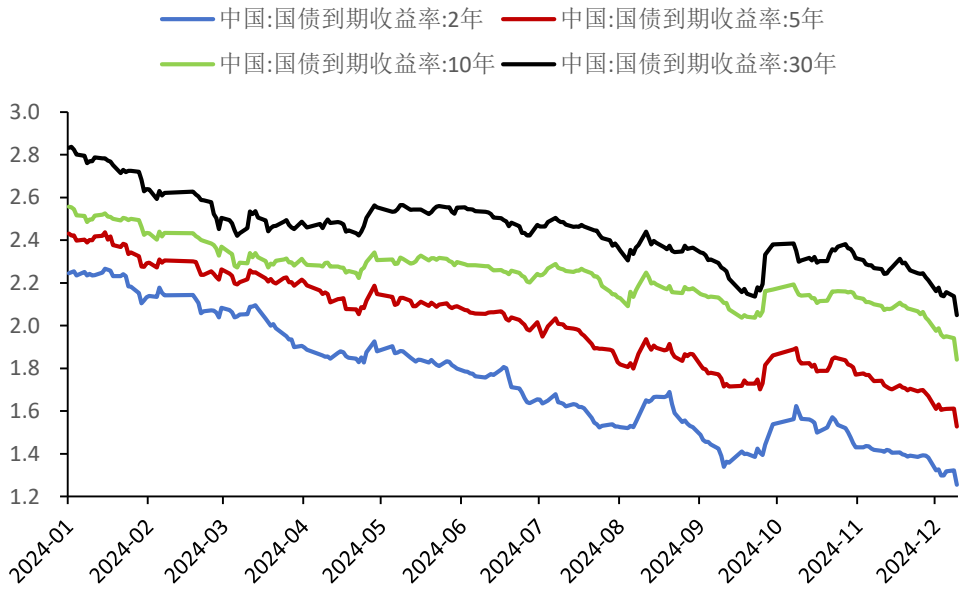
- ◆ 行情回顾：截止到12月10日，2、5、10、30年期的国债收益率分别收于1.2554%、1.5275%、1.8413%、2.0500%，分别较2023年底下降96.10BP、87.34BP、71.62BP、77.39BP，从结构上看呈现出牛陡的特征。TS、TF、T、TL加权指数分别上涨1.52、3.63、5.37、15.35，是典型的债市大年，从行情节奏上看，年初的降准降息等宽货币政策、二季度的经济数据下滑及资本市场持续调整等因素均是债市上涨的重要原因，全年仅央行避免利率过快下行的几次喊话及9月底的政策发力，给市场带来了短暂的调整压力。
- ◆ 2025年展望：随着美联储降息周期的持续，国内政策空间有望进一步打开。根据12月份的政治局会议公告，2025年将实施更加积极的财政政策及适度宽松的货币政策，其中财政政策预计将在支出额度、广度及进度上发力，预计全年广义财政赤字率将接近10%。而适度宽松的货币政策是在2010年后首次提到，预计央行将在降准降息等方面实施更加有力的政策，预计全年降息幅度将不低于40BP，降准幅度不低于1%，整体流动性将更为宽松。消费方面，预计将在专项债方面投入更多的消费专项额度，在2024年“两新”的基础上，扩大政策补贴范围，比如扩展至消费电子、家居、建材及装修等方面。而股市楼市方面，作为修复居民资产负债表的重要途径，仍是明年政策关注的重点，政策更多的强调要稳住相关资产的价格，避免进一步调整带来的负向循环效应。整体看，9月底的政策转向，政策托底的决心已定，预计2025年国内基本面将触底企稳，但考虑到地方政府的化债及居民资产负债表的修复都需时间，经济要进一步出现明显反弹的压力仍较大。
- ◆ 策略：在货币政策进一步宽松的背景下，信用端能否改善仍是关键，总体看在地方政府化债及居民资产表受损的背景下，宽信用的力度将相对有限，债市策略上仍以逢低做多为主。

02

---

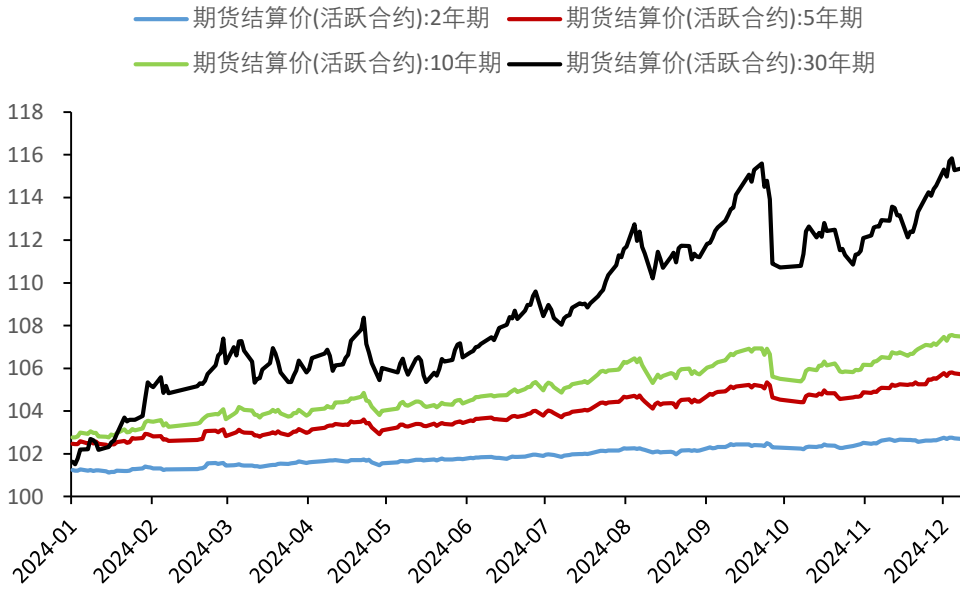
# 2024年回顾

图1：国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：国债期货活跃合约结算价

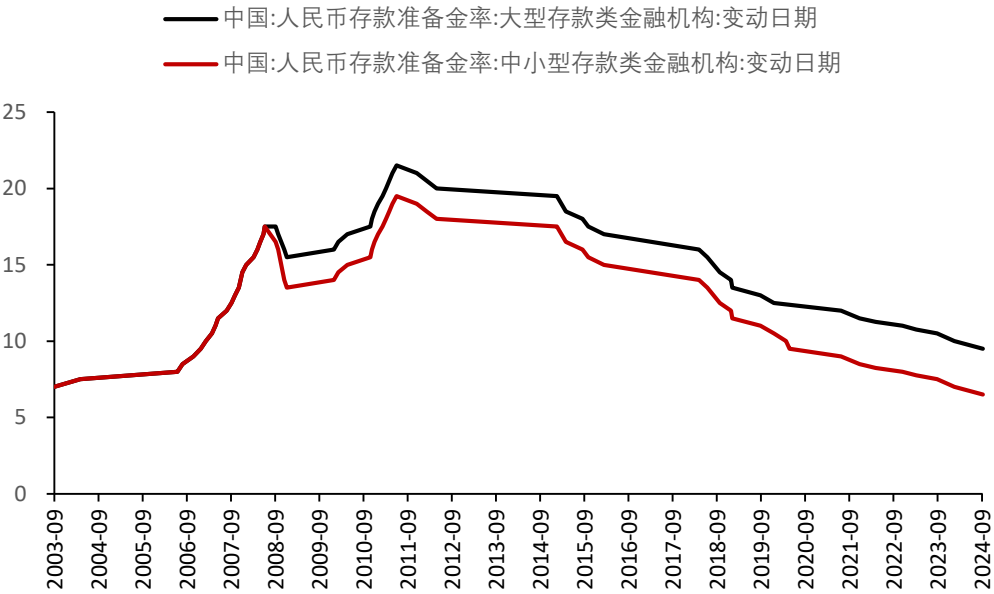


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

从2024年表现看，国债收益率呈现单边下行走势，仅有的几次反弹，除了9月底因政策转向外，其他几次都来自于央行的指导，以避免利率过快下行，导致中美利差过大及债市调整风险外溢。

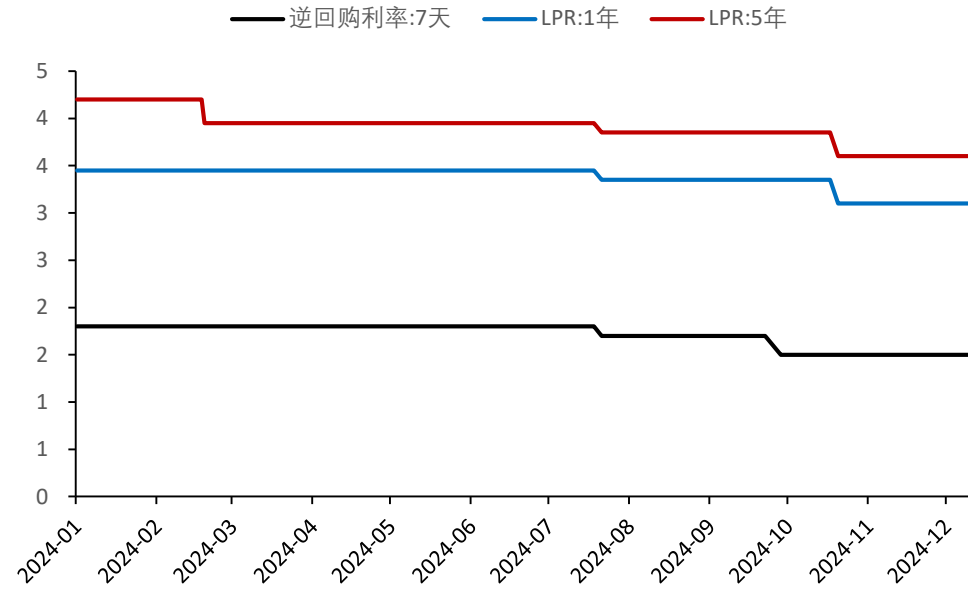


图3：存款准备金率 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：政策利率 (%)

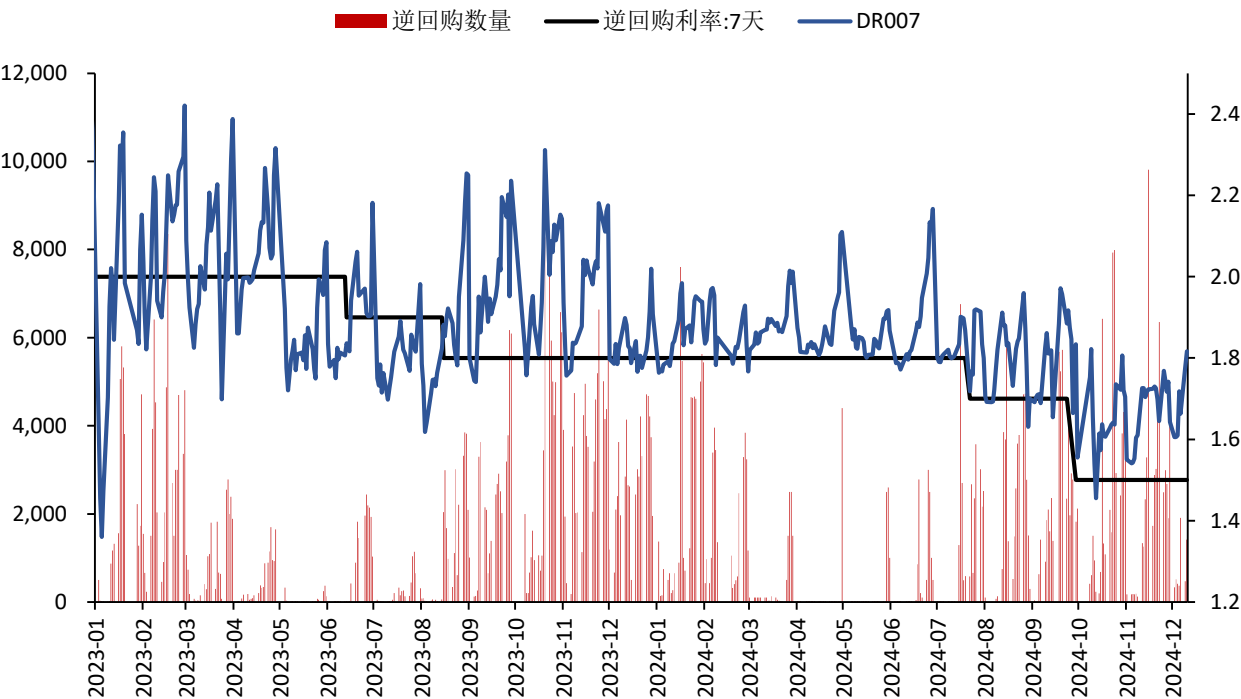


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

从货币政策看，2024年存款准备金率下调2次，降幅1.0%；政策利率调整3次，其中7D逆回购利率下调30BP，1年期LPR利率下调30BP，5年期LPR下调55BP。

# 全年流动性宽松且波动更为平缓

图5：逆回购投放（亿元）及利率表现（%）



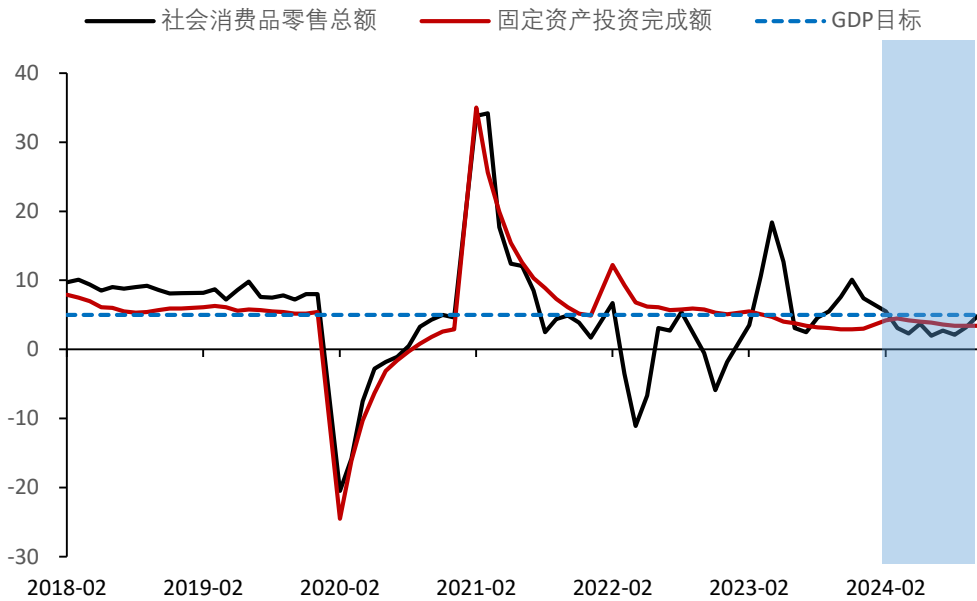
资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2023年四季度的地方再融资债券及特别国债的发行，给市场流动性带来了较大的干扰，并一度对四季度的债市表现产生了重要的影响。

相对来说，2024年央行加强了对流动性的管理，特别国债、专项债及再融资债券的发行更为平缓，流动性和利率的管理也波动更小。全年DR007利率基本维持在7天逆回购利率之上20BP内波动，和央行政策目标基本一致。

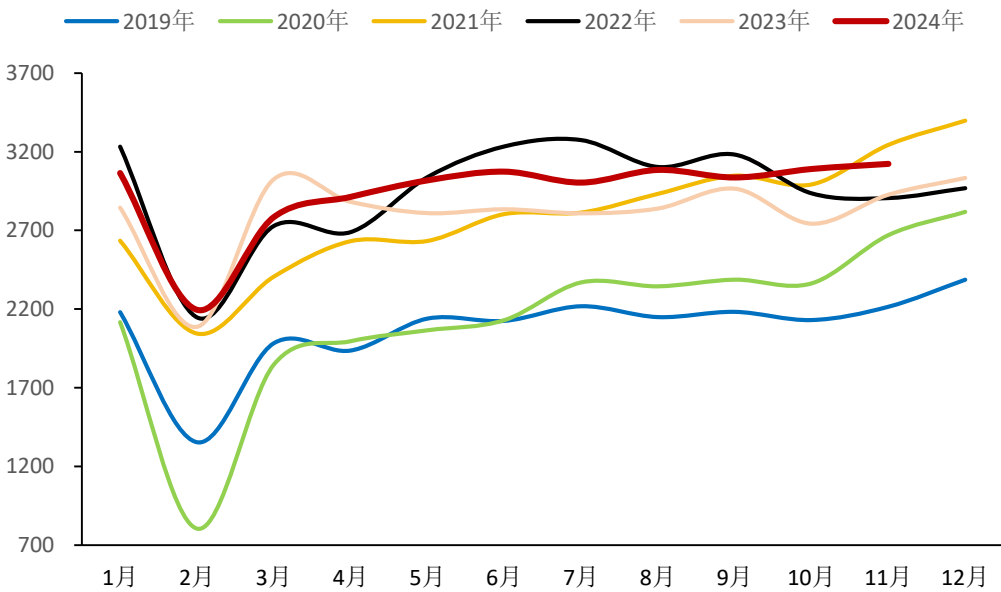


图6：内需数据表现低于GDP增速 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

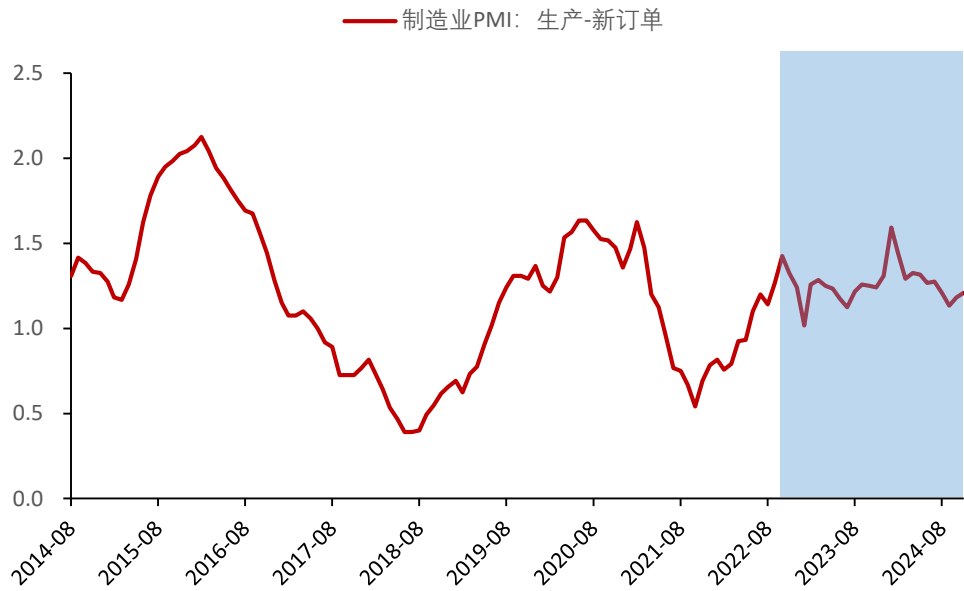
图7：外需表现相对更好（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

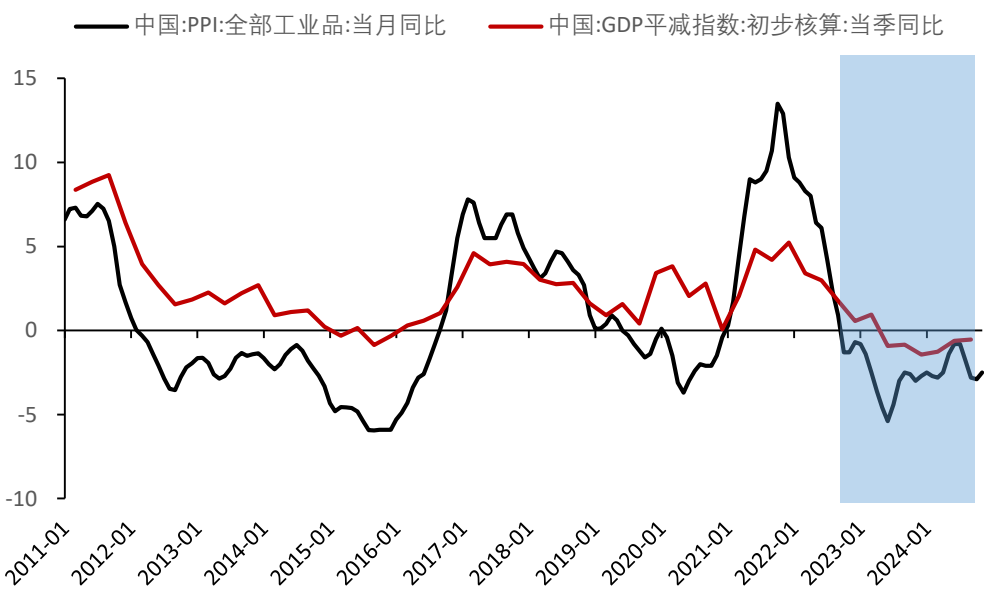
全年以消费及投资为代表的主要经济数据增速低于5%的GDP增长目标，外需受2023年低基数以及全球制造业PMI的企稳影响，截止到11月的美元计价累计出口增速为5.4%，高于GDP增速，是2024年经济增长的主要驱动。

图8：本轮供需差长时间维持在相对高位



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

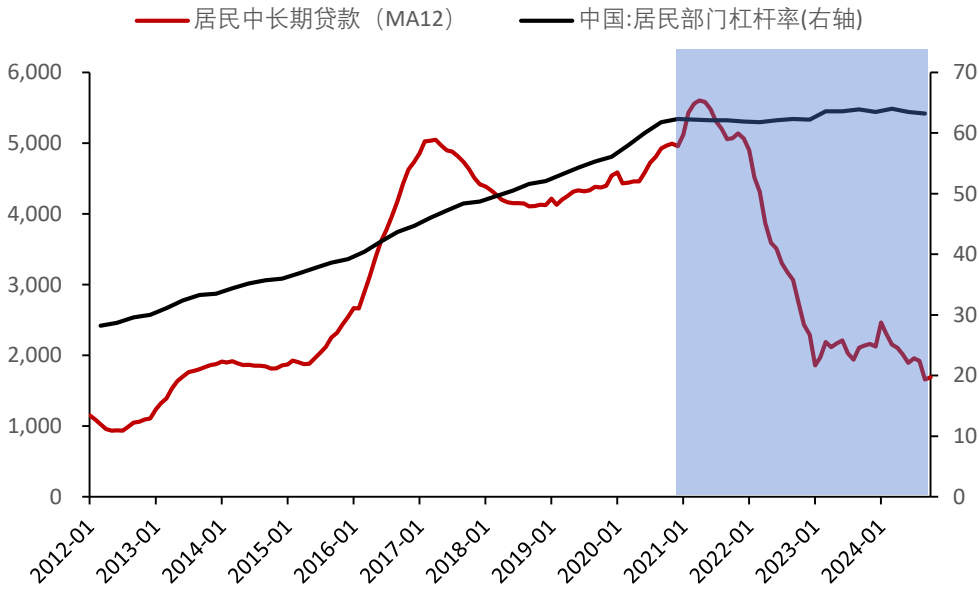
图9：价格企稳的压力仍较大（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

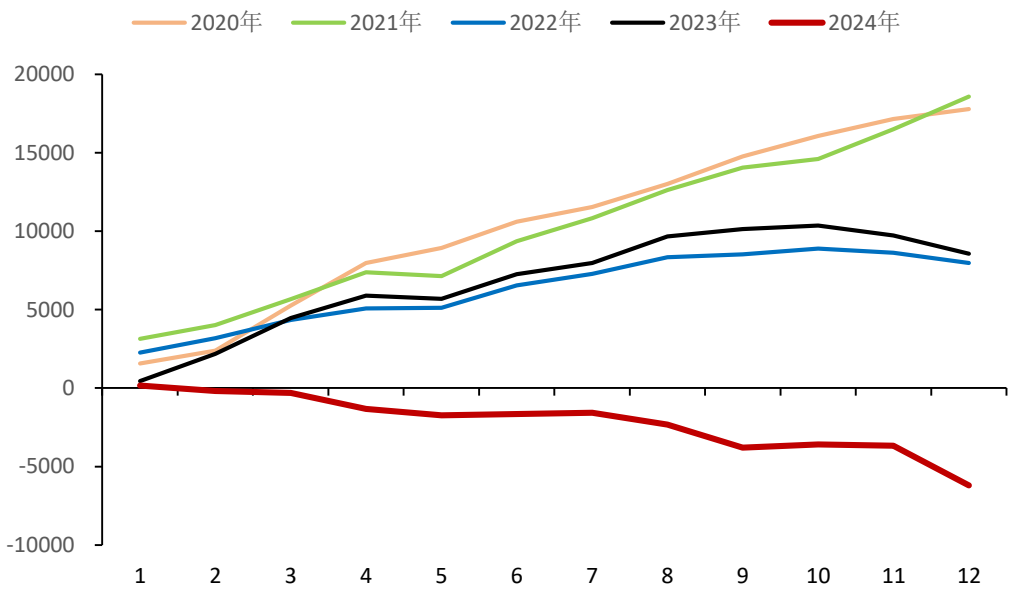
产能过剩带来价格端的持续调整压力，截止到11月份，我国GDP平减指数连续6个季度为负数，PPI连续26个月负增长。

图10：居民中长期贷款（亿元）及杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：城投债累计净融资（亿元）

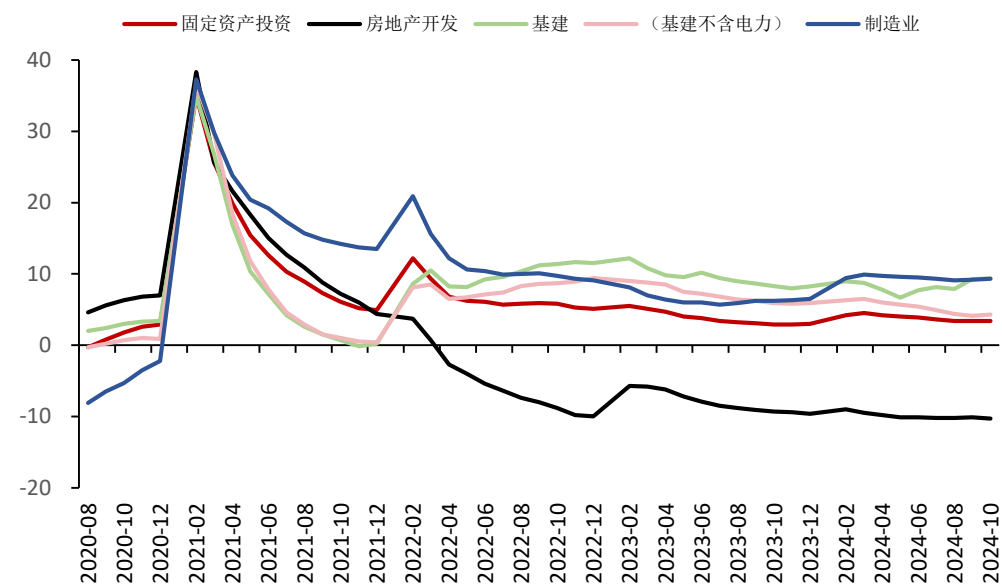


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

自2021年房地产市场见顶后，居民资产负债表受损严重，带来居民部门的消费及扩信用能力受限。而地方政府化债，严控新增隐性债务，城投债净融资和土地财政收入的减少，导致政府广义财政支出减少，政府逆周期调节的托底效果不明显。

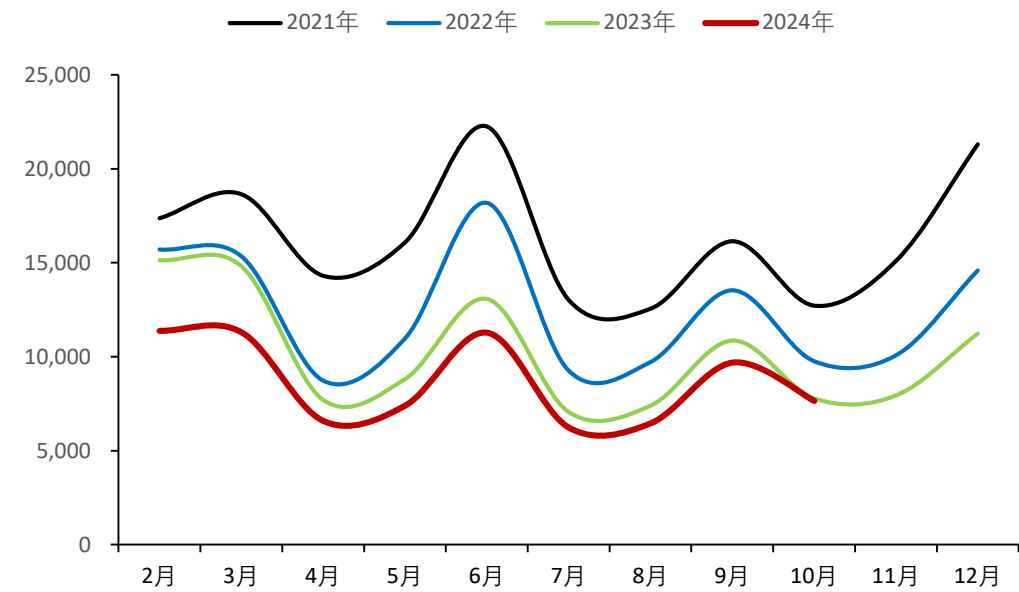
# 地产及基建投资下行，经济增长弹性不足

图12：地产及传统基建投资增速长期下行（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：中国商品房销售面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

过去地产及传统基建驱动的经济增长模式难以为继，全年商品房销售面积处在过去几年低位，地产利好政策带来的投资及销售改善力度相对有限。

03

---

2025年展望

# 2025年主要经济指标预测

表1：我国“两会”经济目标

具体目标	2025（预测）	2024	2023	2022	2021	2020	2019
GDP增速（%）	5	5	5	5.5	6	-	6-6.5
新增就业（万人）	1200	1200	1200	1100	1100	900	1100
失业率（%）	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	6	5.5
CPI（%）	3	3	3	3	3	3.5	3
进出口（%）	促稳提质	-	促稳提质	促稳提质	量稳质升	促稳提质	稳中提质
居民收入	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	稳步增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
单位GDP能耗降低（%）	继续下降	2.5	继续下降	十四五规划期内统筹考核并留有弹性	3	继续下降	3
主要污染物排放降低（%）	-	-	继续下降	继续下降	继续下降	继续下降	继续下降
粮食产量（万亿斤）	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	-	-
赤字率（%）	4	3	3	2.8	3.2	3.6	2.8
赤字规模（万亿元）	5.5	4.06	3.88（两会）（增发万亿国债后为4.88）	3.37	3.57	3.76	2.76
地方专项债（亿）	48000	39000	38000	36500	36500	37500	21500
特别国债（亿）	20000	10000（连续几年发行超长期特别国债）	10000（10月24日人大常委会通过）	-	-	-	-
M2及社融增速	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	引导其增速明显高于去年	与国内生产总值名义增速相匹配

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

# 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策

12月份的政治局会议强调：实施更加积极有为的宏观政策，加强超常规逆周期调节。

其中财政和货币政策的表述为：更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

财政政策的“更加积极”意味着明年“两会”在赤字率、特别国债及地方专项债等方面的额度相比2024年将会有较大幅度的提升，预计赤字率将打破过去长期3%的限制，预计4%左右，特别国债方面预计增加至2-3万亿，而专项债由于每年新增8000亿的化债额度，预计2025年额度将增至4.5-5万亿左右，三项相加的广义赤字率预计将达9%-10%左右。

货币政策从“稳健”改为“适度宽松”，意味着合理的货币供应量、更低的利率水平、相对宽松的货币信贷环境等，这有利于进一步加大对重点领域和薄弱环节的金融支持力度，引导更多资金投向科技创新、民生消费等领域，促消费、扩投资，更好的促进经济见底企稳。

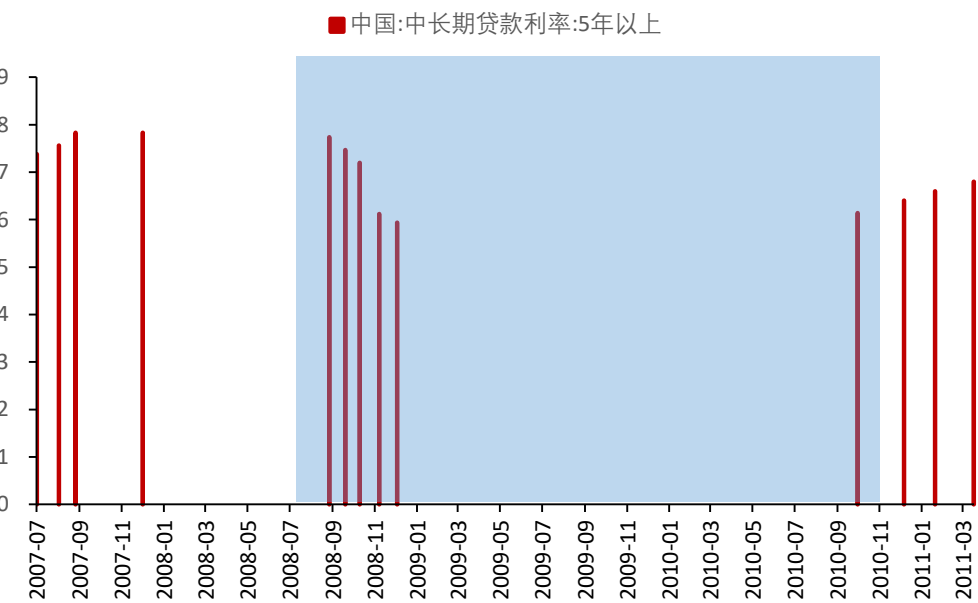
表2：我国财政及货币政策变化

时间	货币政策	财政政策
1993-1996	适度从紧	适度从紧
1997-2006	稳健	积极
2007-2008	从紧	稳健
2009-2010	适度宽松	积极
2011-2024	稳健	积极

资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

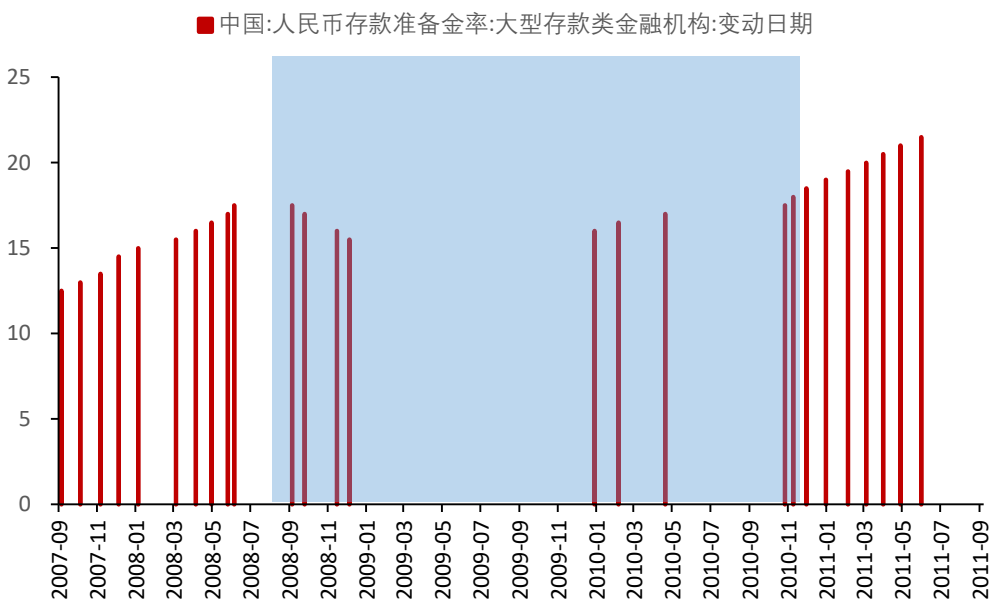


图14：2008-2010适度宽松政策区间贷款利率走势（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：2008-2010适度宽松政策区间存款准备金率走势（%）

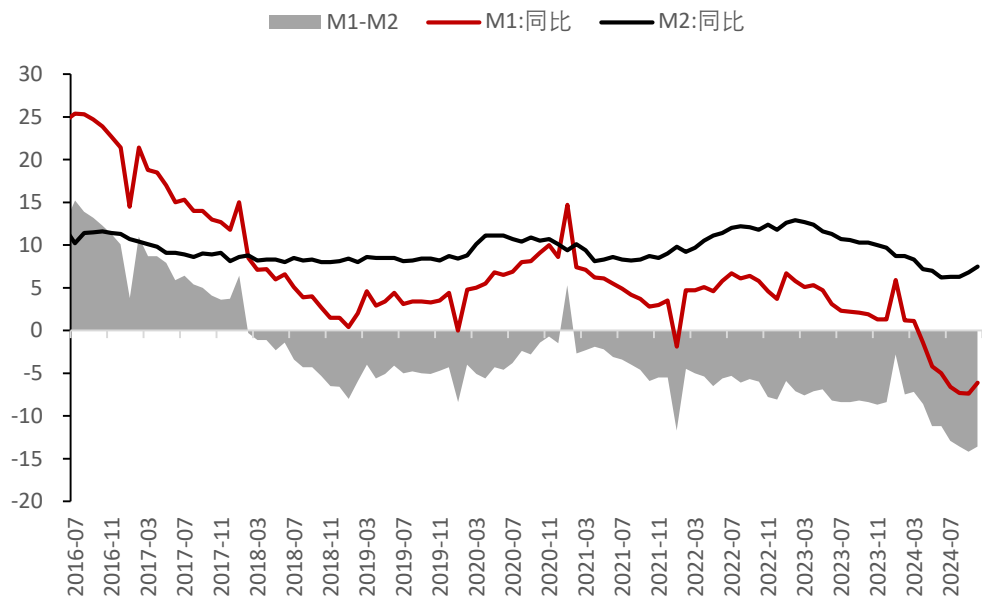


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

参考2008年-2010年，适度宽松的货币政策期间，前期进行了多次的降准降息，其中降息5次，5年期贷款基准利率降息189BP，1年期贷款基准利率降息216BP；降准方面，大型银行降准3次，降幅2%，中小型银行降准4次，降幅4%。由于2010年后经济有点过热的势头，后期政策已经转向，并在2010年12月的政治局会议上做出了货币政策转向“稳健”的总基调。

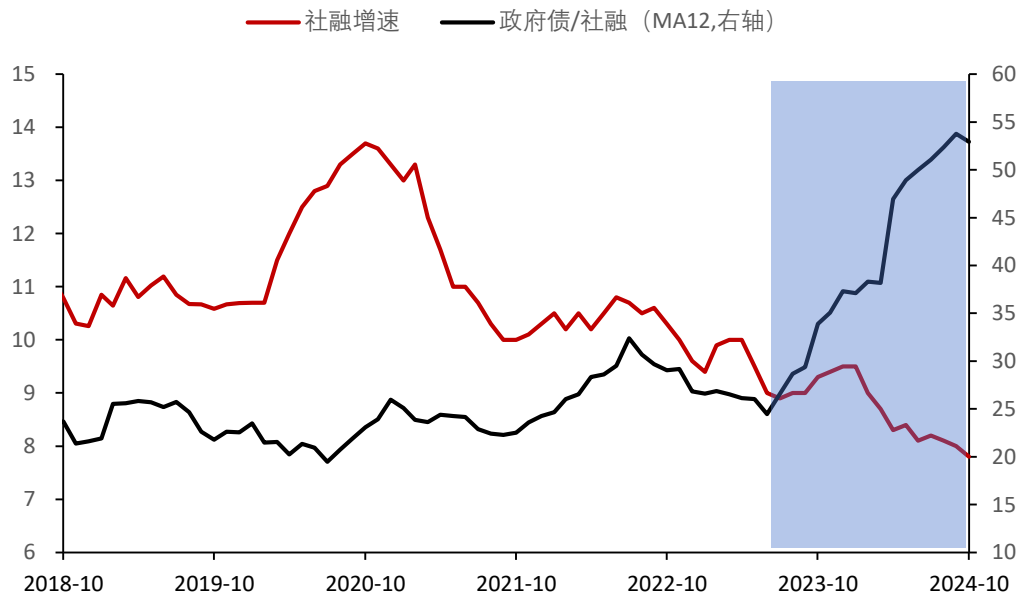
考虑到当下我国经济下行压力大，市场信心不足的矛盾较为突出，预计2025年我国降准2次，降幅不低于1%；降息2次，降幅不低于40BP。且政策将长期保持宽松状态，短期转向的可能性较小。

图16：货币供应增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图17：近两年政府融资占比显著提升（%）

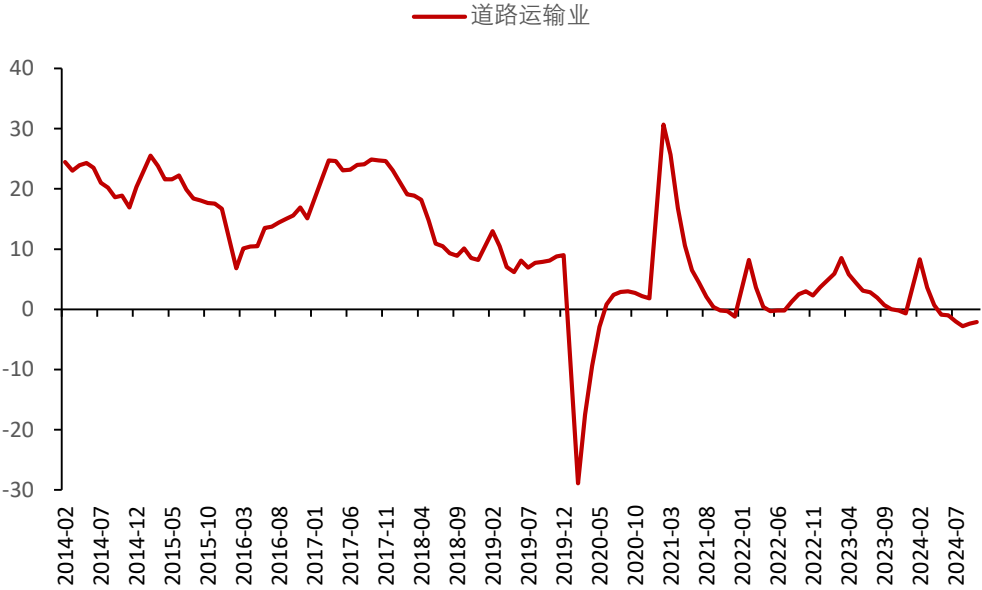


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

受2024年央行“防空转”和“禁止手工补息”等政策影响，企业及居民存款部分转理财或债市，导致M1/M2加速下行。展望2025年，随着相关政策影响的消退，以及降准、理财转股市等因素的影响，M2有望好转，M1则有望受益于消费、地产及财政等发力政策。

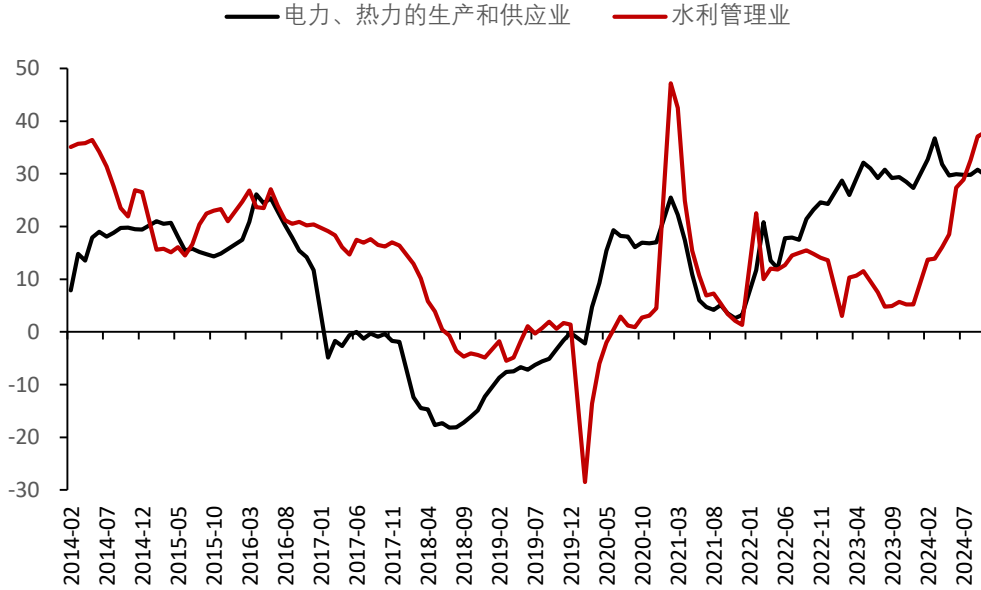
随着政府债/社融占比的不断提高，更加有力的财政政策有望推动社融增速的企稳反弹。

图18：传统基建投资减少是实物支出进度偏慢的主要原因（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：以特高压为代表的新型基建是投资的重要方向（%）



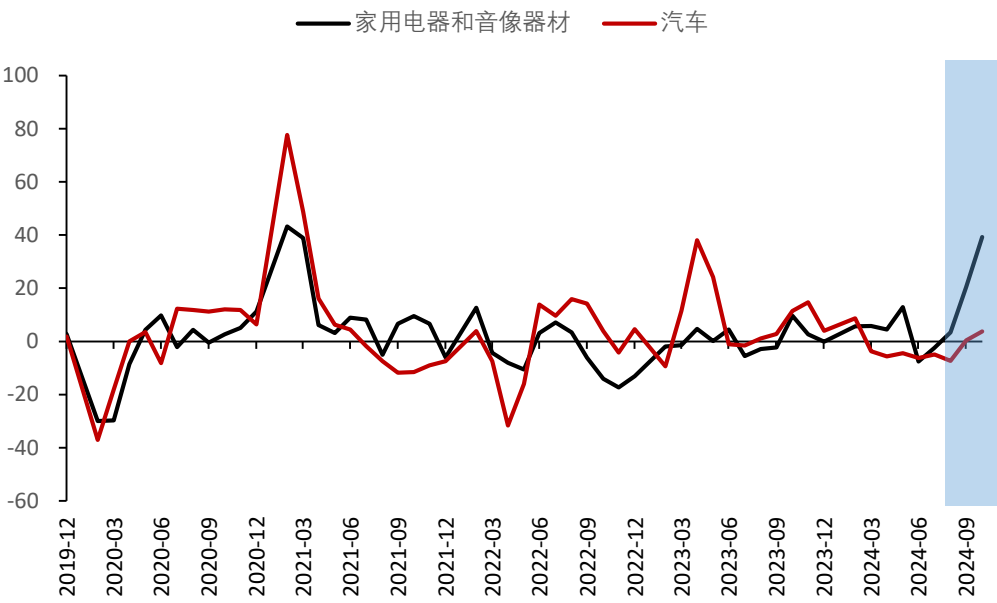
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2024年的内需不足，政府端一方面是广义财政支出不足，主要是土地收入减少导致政府性基金收入下降。另一方面则是城投债净融资的大幅回落，截止到12月10日，城投债净融资为-6200多亿。第三则是财政支出进度偏慢，根据财政部10月份公布的数据，截止到前三季度专项债的使用额度仅为全年额度的一半左右，导致全年实物支出量大幅不及预期。

预计2025年，财政将通过项目审批权限下放，拓宽专项债使用范围及督促项目进度等方面来加快财政的投入进度，以更好支撑需求企稳。

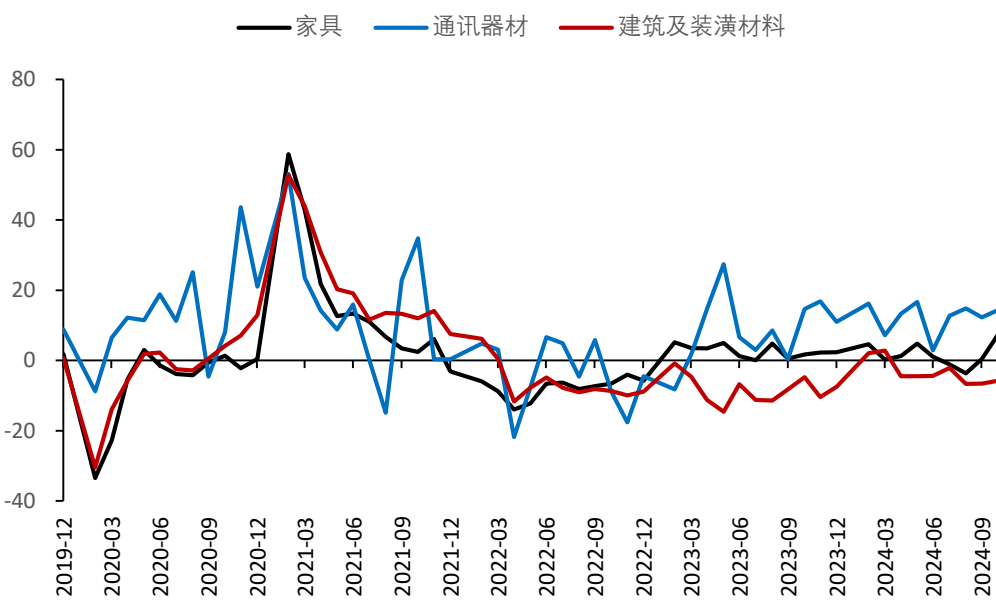
# 消费是政策发力的主要方向

图20：两新政策带来汽车及家电行业需求的显著改善（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

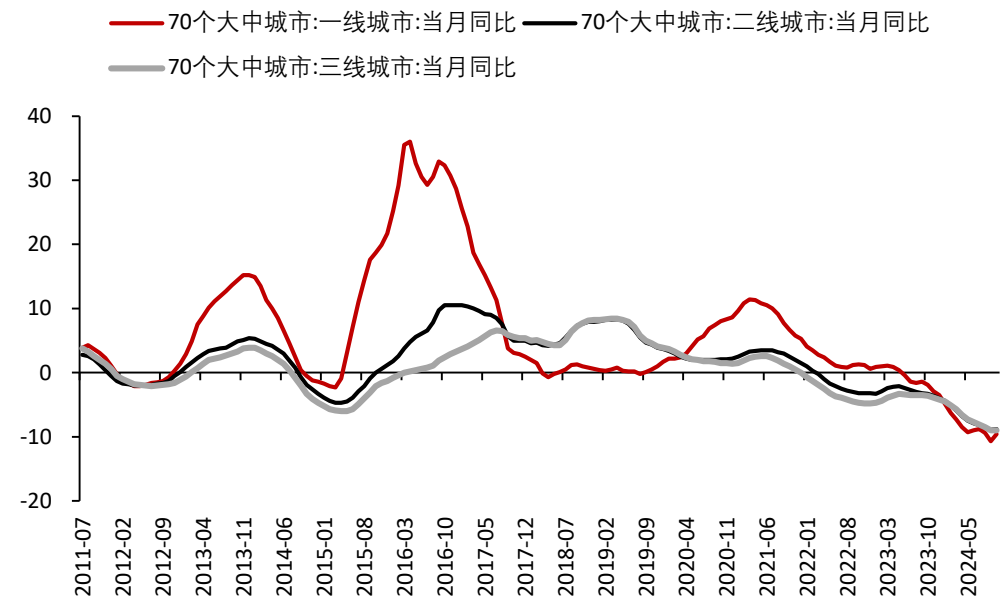
图21：大额消费是明年政策支持的重要方向（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

在海外出口面临美国新一届政府不确定性的背景下，12月政治局会议强调“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。今年“两新”重点发力方向在汽车及家电行业，并取得了良好的效果。明年政策预计会将“家居、消费电子、建材及装修”等大额消费纳入补贴范围，同时专项债支持消费的额度预计将从今年的3000亿提升至10000亿。

图22：70大中城市二手房价格同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

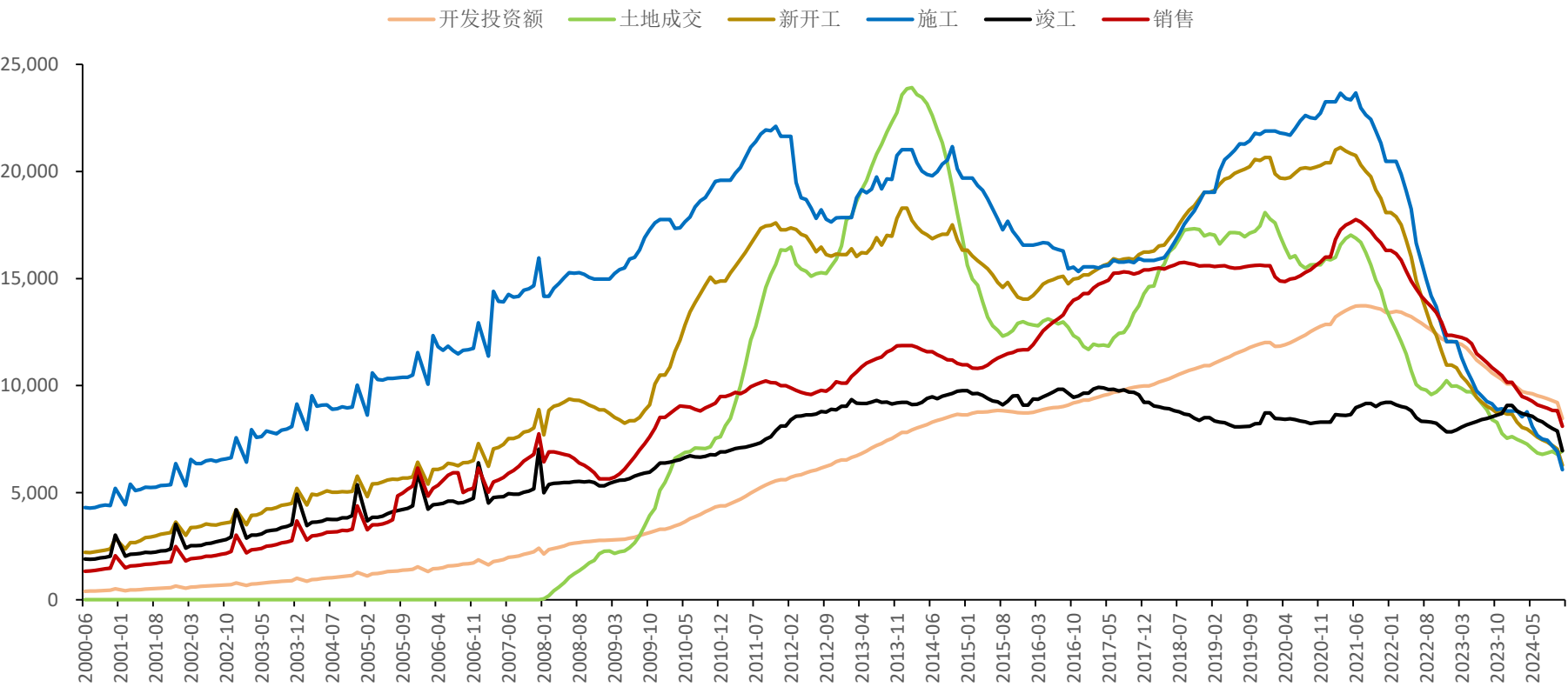
图23：中美新房销售见顶后走势对比（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

政治局会议强调稳住房地产市场，限制增量。这也意味着政策的重点在于稳住房价，修复居民资产负债表。9月底政策发力后，10月份一线城市的房价环比转正，但二、三线城市的房价环比仍为负数。参考前几轮的地产周期及海外美国2008年金融危机后的走势，预计在2025年的下半年，全国房价有望止跌企稳，一线城市的房价大概领先全国半年左右的时间企稳，预计在2024年年底至2025年上半年率先企稳。

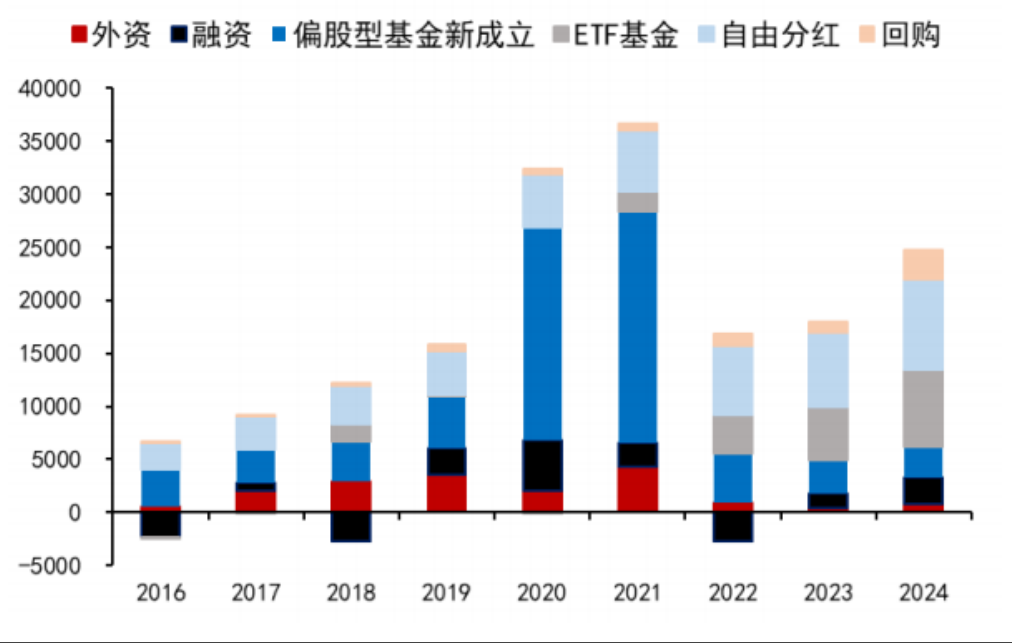
图24：地产主要指标走势（万平，亿元，MA）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

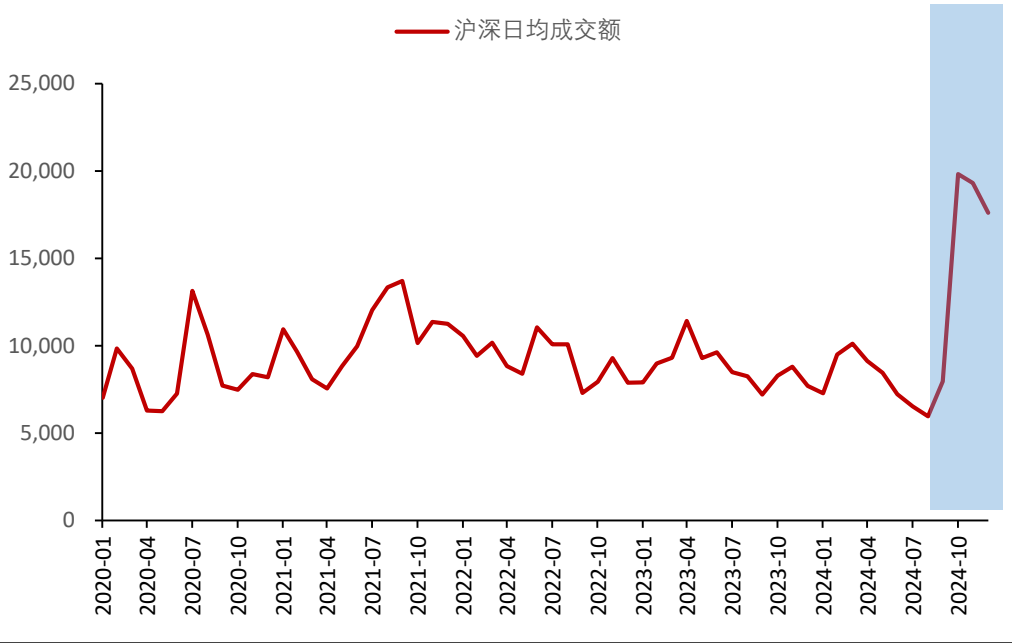
由于全国人口、城市化、地产长期预期、居民资产负债表及库存等问题，预计部分地产指标在2025年可能企稳，但难以形成力度明显的反弹向上走势。

图25：新增资金入场（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图26：A股流动性显著改善（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

随着“国九条”等资本市场一系列政策的改革，叠加宽松的货币政策，利率下降带来的估值提升和流动性的改善等利好因素，2025年资本市场的反弹有望延续。

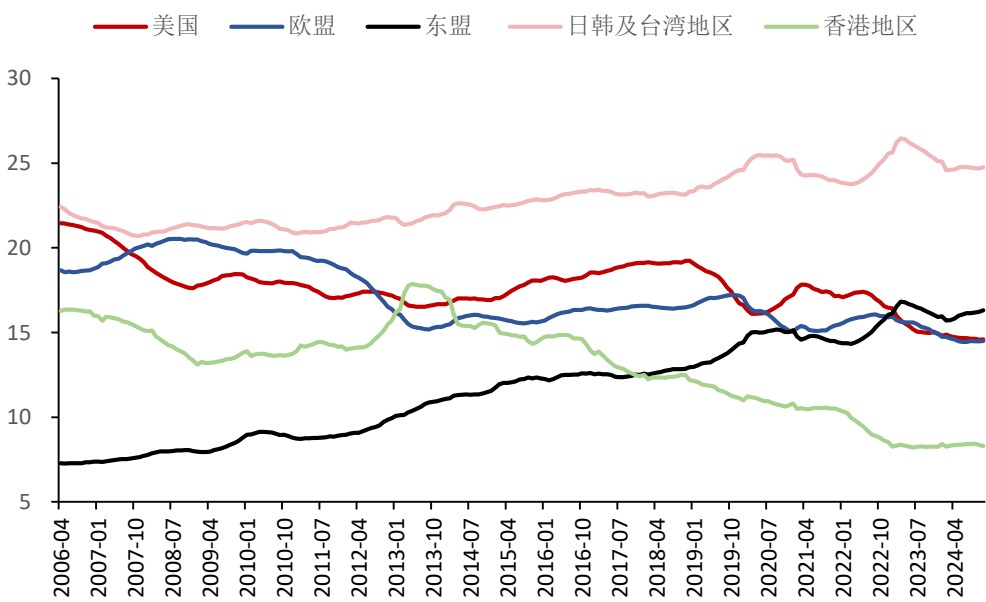


图27：CME利率观测器

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	85.99%	14.01%
2025/1/29	0.00%	0.00%	18.06%	81.94%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	84.06%	15.94%	0.00%
2025/5/7	0.00%	19.26%	80.74%	0.00%	0.00%
2025/6/18	0.00%	71.26%	28.74%	0.00%	0.00%
2025/7/30	0.00%	96.06%	3.94%	0.00%	0.00%
2025/9/17	26.82%	73.18%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/10/29	46.06%	53.94%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/12/10	63.78%	36.22%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME、五矿期货研究中心

图28：我国对主要贸易伙伴出口份额占比（MA12, %）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

虽然美国新一届政府的诸多政策带来一定的不确定性，但降息的趋势仍将持续，截止到12月10日，CME利率观测器显示市场预测2025年美联储将降息75BP，为国内宽松货币政策进一步打开空间。

关税方面，虽然我国对美出口份额占比较2018年高点回落5个百分点左右，但鉴于其中部分贸易是通过转口或者海外设厂来替代，目前有迹象显示美国有意限制该类贸易的进口，因此其不确定性仍值得关注。

04

---

# 总结

## 主要观点：

- ◆ 适度宽松的货币政策将体现在降准降息的力度上更大，流动性会相对充裕，并带来货币增速的企稳。
- ◆ 更加积极的财政政策将在财政支出力度、广度及进度上发力，带来更多的实物支出量，托底国内需求，带动社融企稳。
- ◆ 消费是政策主要方向，政治局会议表述是“大力扩大消费，全方位扩大国内需求”，意味着明年专项债等消费补贴的力度更大，涉及的行业更多，今年主要是汽车及家电，明年大概率将消费电子、家居、装修建材等行业纳入补贴范围。
- ◆ 地产及传统基建方面难有显著改善，地产政策侧重点在价格的企稳，开发端强调控制增量。预计2025年核心城市房价有望企稳，销售数据有望改善，就全国来说，相关数据仍难有太多预期。传统基建则受制于化债及土地财政收入的减少，预计将继续维持较低增速。
- ◆ 资本市场受益于“国九条”等制度改革，叠加宽松的货币政策，利率下降带来的估值提升和流动性的改善等利好因素，2025年A股市场的反弹有望延续。
- ◆ 海外美联储继续降息进一步打开国内宽货币政策空间，但对美出口的不确定性可能会给市场带来一定的扰动。

## 国债策略：

在地产、资本市场、消费和财政等一系列政策的发力下，内需有望企稳，但外需受制于高基数及美国关税政策等因素影响，具有一定的不确定性，预计2025年经济总体呈现出弱复苏的特征。但在货币政策进一步宽松的背景下，信用端的改善将受制于居民资产负债表受损和化债的长期性，国债策略上仍以逢低做多为主。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。



# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博