

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

低利率时代的债市展望

——国债期货 2025 年年报

报告摘要

国债期货：基调调整、稳增长政策加码后，进入三季度我们看到数据层面的一些积极信号。但整体而言，国内基本面“产强需弱”的格局暂未发生根本转变，通胀读数低位运行，实际利率仍显偏高；与此同时，私人部门信用扩张缺少有力抓手，社融增长对政府债券融资的依赖度上升，保持融资低成本的必要性较高；再加上外部不确定性始终存在，在此情况下，我们认为国内广谱利率中枢仍处下行通道中，债市走势暂难言反转。

当然进入 2025 年，债市走势可能将有所颠簸。首先，12 月政治局会议上，货币政策定调宽松，罕见表述推动债市抢跑，当前收益率已提前定价了至少 30bp 的降息幅度，但政策实际转松的节奏和力度仍将受到内外因素的约束。相反，市场对“更加积极的财政政策”，“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”等政策表述暂未过多定价，后续预期差存在修正的可能性。

其次，债市收益率的走低有利于风险资产估值修复，政策引导下，明年权益市场结构性行情仍可期待。叠加债券供给可能前置，债市“资产荒”或将出现一定缓和。

此外，在收益率过快下行后，监管对于利率风险的关注也将相应提升，这虽然并不能扭转债市走势，但阶段性的扰动仍需留意。尤其是在政府债券发行空档期，央行相关表态配合短期流动性管理紧平衡可能还是会引发一定市场反馈。

对于期债而言，在通胀读数回升和信贷需求回暖明确前，单边仍建议投资者顺势而为，低多思路为主。除方向外，2024 年国债收益率下行速度较快，中短端收益率已与市场资金价格形成倒挂，现券负 Carry 使得期债基差、跨期价差持续低位运行。进入 2025 年，我们认为这种倒挂或将出现一定修复，并带动基差、跨期价差运行中枢有所上移。另外，若“资产荒”改善有限，收益率曲线存在自发走平趋势，但货币宽松超预期加码、监管政策扰动和投资者行为等因素可能使得期限利差反向波动，事件驱动下的跨品种套利也依旧值得关注。

风险因素：宏观政策超预期，通胀超预期，地缘因素扰动加剧

1. 市场走势回顾

2024 年国债市场表现强势，全年现券收益率下行幅度较大，曲线斜率有所趋陡。政府债券发行、监管提示风险等因素对于债市而言仅构成阶段性扰动，且边际效果递减。而远低于 3% 的收益率水平，现券收益率下行快于资金价格以及宽松预期始终存在的情况下，除 TL 合约外，各期限国债合约基差、合约间价差运行中枢多数时间处于相对低位。

图1：主要期限国债收益率走势

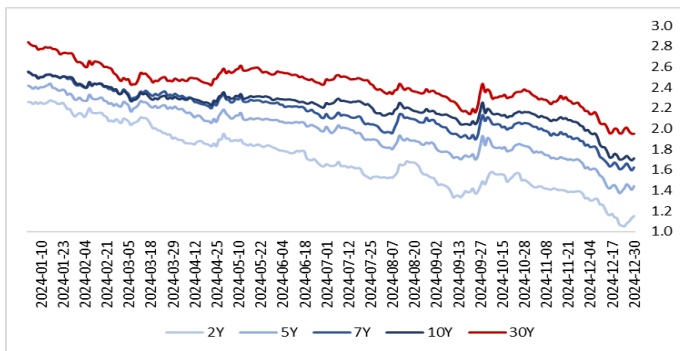
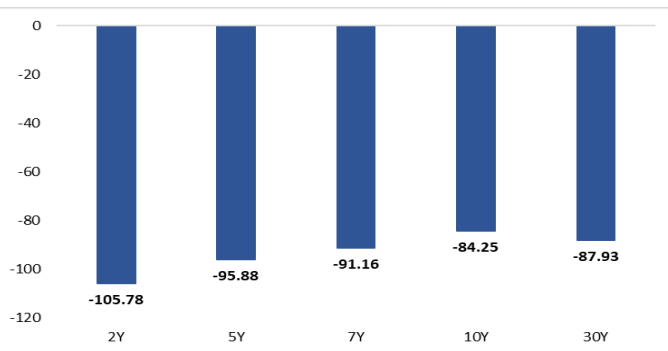


图2：主要期限国债年内收益率变化



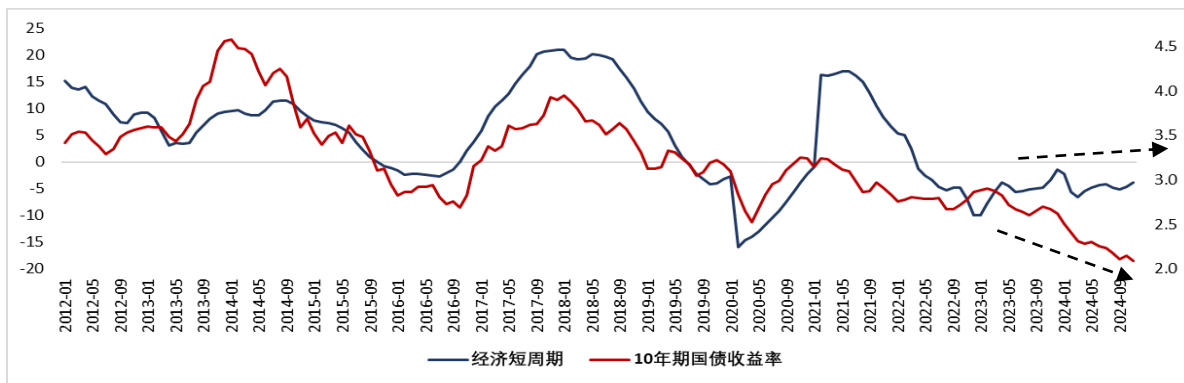
数据来源：Wind、银河期货

2. 经济结构转型推进，外部不确定性较大

2.1. 国内修复结构分化

历史数据显示，我国国债收益率走势和国内经济短周期波动大体同向。而相较于 GDP 增速，PMI 数据提供了更好地观察国内经济短周期波动的视角。对官方 PMI 数据进行同比修正后，我们发现总量层面，2024 年国债收益率走势与国内经济短周期似乎发生了背离。其原因，我们认为与当前国内经济基本面修复的结构性特征相匹配。

图3：国债收益率与经济短周期

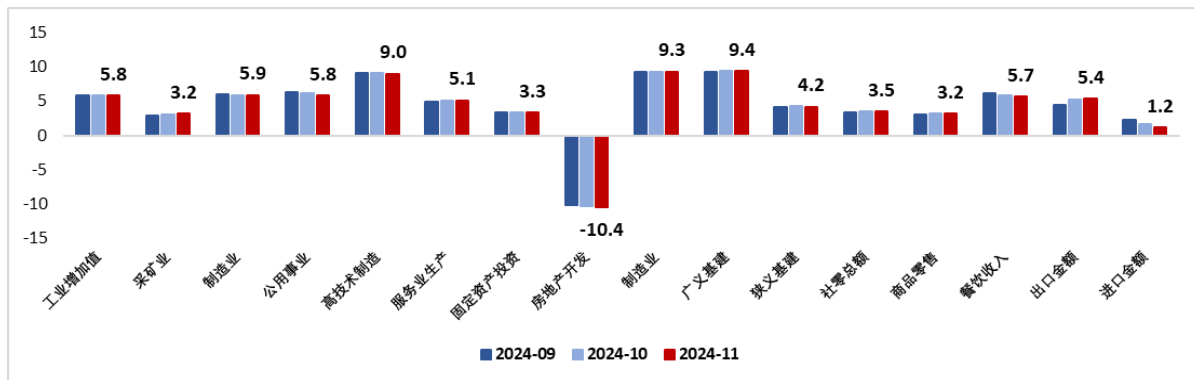


数据来源：Wind、银河期货

在产业转型和周期因素的共同作用下，当前国内经济基本面修复结构分化的特征依旧明

显。而这种结构分化我们认为主要体现在两个方面：一是产需两端的结构分化，“产强需弱”的格局持续；二是内需结构上的分化，偏生产性的制造业投资与电力等部分公用事业投资表现尚可，但房地产行业对内需的拖累仍在，传统基建的托底作用减弱，终端消费不足的问题仍较为突出。

图4：主要宏观经济数据一览（截止11月累计值）



数据来源：Wind、银河期货

具体来看，生产端，1-11月国内工业增加值累积同比+5.8%，展现出较强韧性。其中高技术产业工业增加值同比+9.0%，增长动能强劲。与此同时，1-11月服务业生产指数累积同比+5.1%，年内基本面围绕5%窄幅波动，增幅也趋于稳定。

图5：工业增加值与服务业生产指数

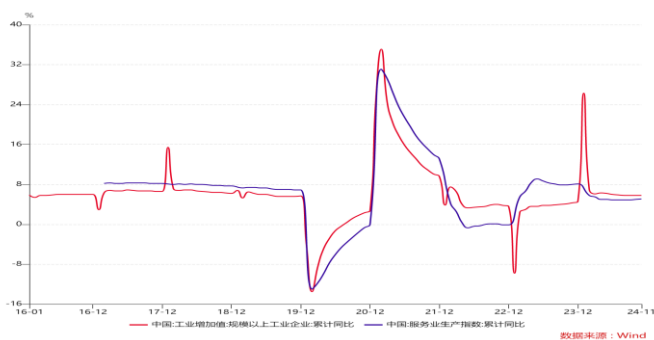
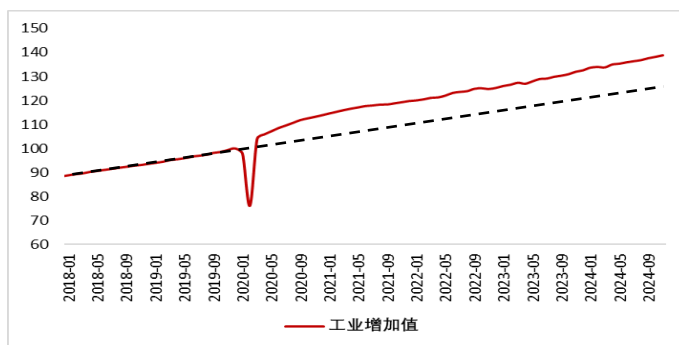


图6：工业增加值定基指数



数据来源：Wind、银河期货

内需端，1-11月国内制造业固定资产投资完成额累计同比扩大至+9.3%，较上年末上行2.8个百分点。而电力、热力的生产和供应业投资累计同比+29.6%，也较上年末上行2.3个百分点。相关资本开支保持高增，我们认为与国内推动高质量发展和经济结构转型升级的政策导向相匹配。

图7：制造业投资

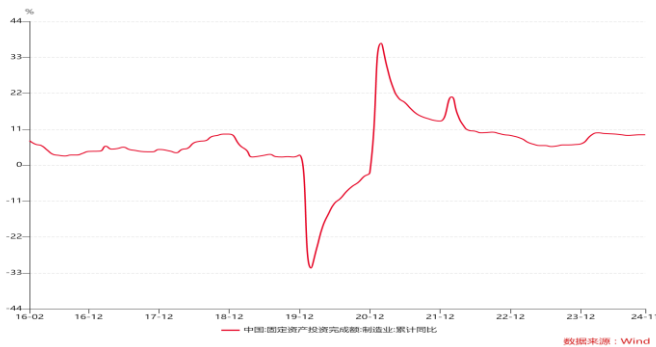
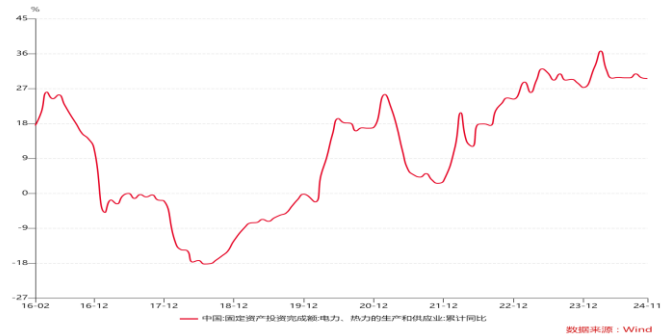


图8：电力、热力的生产和供应业投资



数据来源：Wind、银河期货

不过，排除电力等公用事业投资的影响，1-11月国内狭义基建投资同比仅+4.2%，增速较上年末回落1.9个百分点。广义、狭义基建增速劈叉在相关大宗商品价格上也有所体现，其原因我们认为主要是随着国内城镇化水平的提升，叠加今年审核较为严格，符合条件的传统基建投资项目有所减少所致。而这也与今年8月前地方政府专项债发行节奏偏慢，以及后续专项债支持范围不断拓宽相呼应。

图9：广义与狭义基建投资

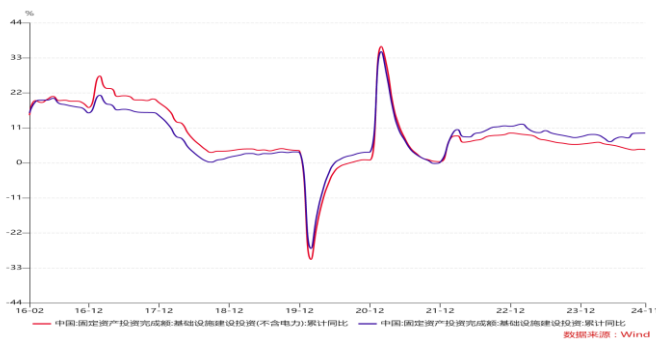


图10：铜与螺纹钢价格



数据来源：Wind、银河期货

房地产行业的延续低迷对内需的拖累是全方面的。首先，1-11月国内房地产开发投资继续大幅负增，累计同比-10.4%，改善极为有限。其次，国有土地出让金收入持续萎缩，1-11月累计同比-22.4%。土地财政难以为继，卖地收入的减少导致地方财力下降并影响其支出，进而最终影响了私人部门的收入和支出。第三，整体而言国内房价暂未完全企稳，而我国居民财富中，不动产占比较高，房价回落使得居民财富缩水，负债较为刚性的情况下，居民资产负债表失衡，对日常消费也起到一定压制作用。截至11月末，国内社会消费品零售总额累计同比+3.5%，其中商品零售同比仅+3.2%。

图11: 房地产开发投资

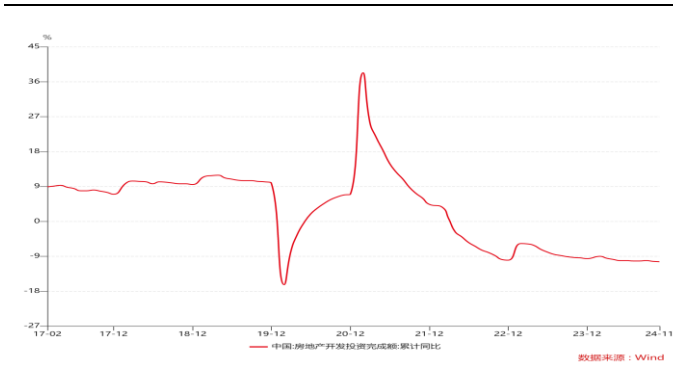
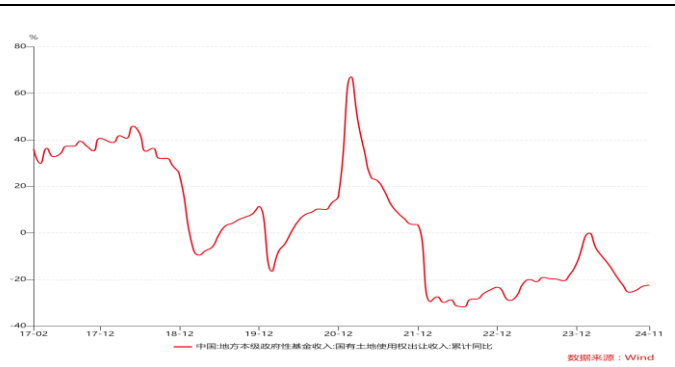


图12: 土地出让金收入



数据来源: Wind、银河期货

图13: 二手房价格指数

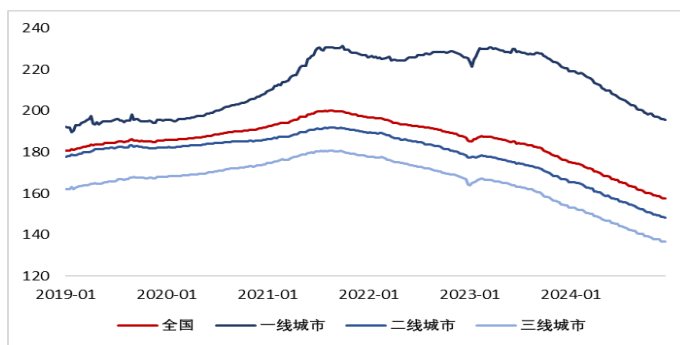
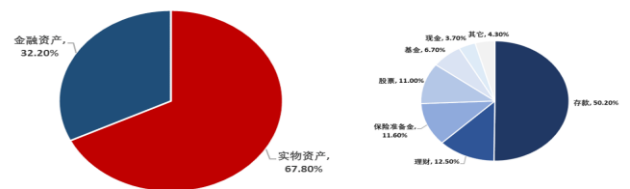


图14: 我国居民财富结构



数据来源: Wind、银河期货

图15: 社会消费品零售总额

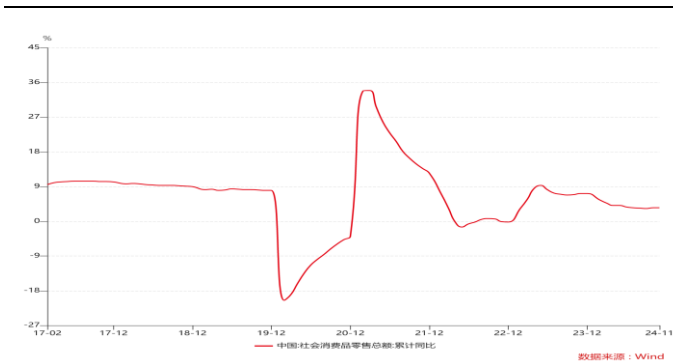
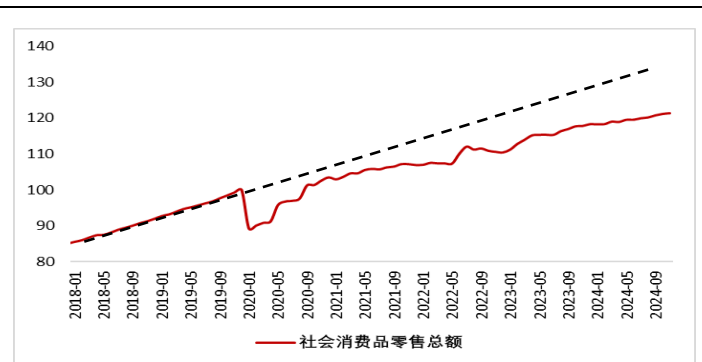


图16: 社会消费品零售总额定基指数



数据来源: Wind、银河期货

2.2. 通缩压力改善有限

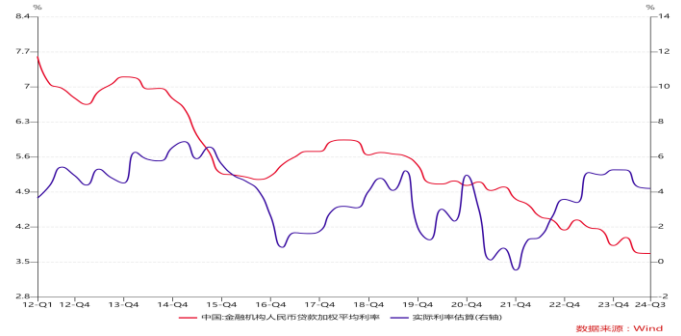
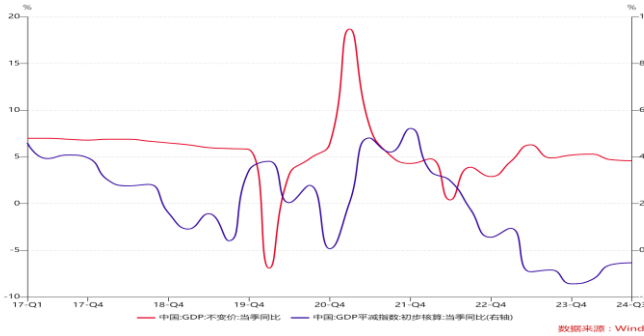
“产强需弱”局面导致国内通缩压力改善有限，CPI、PPI 持续处于低位运行，GDP 平减指数也已连续六个季度录得负增长。通缩环境一方面导致政府税收、企业营收等包含价格的名义指标修复偏慢。1-11 月政府税收收入累计同比-3.9%，工业企业利润总额累计同比

-4.7%，降幅均较为明显。另一方面偏低的通胀读数抬升实际利率水平和私人部门定期储蓄意愿，资金回流实体放缓。截至今年三季度，我们估算的国内实际利率在 4.2% 附近，处于历史偏高分位水平。与此同时，M2-M1 剪刀差同样处于相对高点，指向货币流通速度仍显偏慢。

实体收入下降、储蓄意愿抬升，再叠加债务刚性，从而形成当期需求进一步缩量 and 价格继续承压的负向螺旋效应。在此情况下，国内名义利率的下行基础并未改变。

图17：实际GDP与GDP平减指数

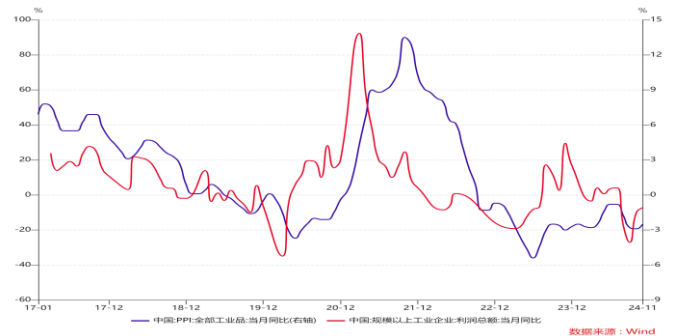
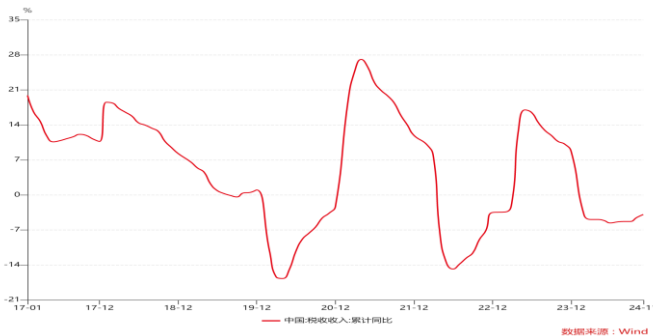
图18：名义利率与实际利率



数据来源：Wind、银河期货

图19：政府税收收入

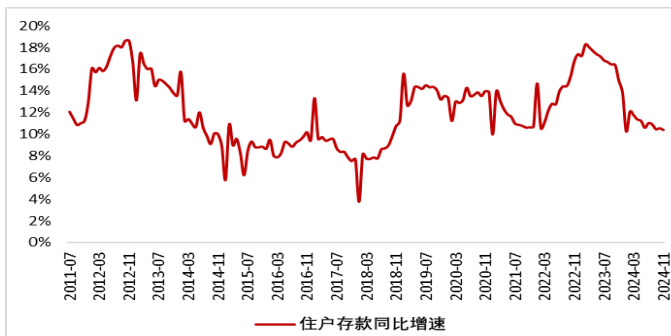
图20：工业企业利润与PPI



数据来源：Wind、银河期货

图21：住户新增存款增速

图22：居民定期存款占比



数据来源：Wind、银河期货

2.3. 信用扩张依赖政府部门

地产低迷导致的私人部门融资需求下降，信用扩张放缓同样是利率下行和债牛的基础。相较于制造业等，地产行业带有高杠杆属性，并体现在房地产开发和销售两端。从国内大行的贷款构成上看，当前居民购房贷款占比高达 25%，房地产开发和建设贷款占比约 5%，广义房地产贷款敞口在 30% 左右。

行业周期性回落对贷款等增量融资需求影响较大，而居民部门缩表行为，提前还贷也导致存量贷款规模同样有所承压。截至 11 月，国内各项贷款余额同比+7.7%，较上年末下降 2.9 个百分点。排除政府债券融资后，社会融资存量同比+6.1%，也回落了 2.5 个百分点。贷款和债券作为商业银行等金融机构资产端最重要的构成，两者此消彼长关系是形成“资产荒”的重要原因之一。

积极财政的定调下，政府债券融资保持较高增速，同比+15.2%，并对整体社融起到重要支撑。不过，相当一部分政府债券融资的实际作用是置换地方隐性债务，属于再融资范畴，扩张属性较低。而更为重要的是，在实体修复尚不稳固，涵待政策进一步支撑，政府债券融资占社融和 GDP 的比例不断攀升的情况下，债券收益率作为衡量政府部门融资成本的变量，本身也处于易下难上的状态。

图23：各项贷款余额增速



图24：社融存量增速



数据来源：Wind、银河期货

图25：政府债券融资增速

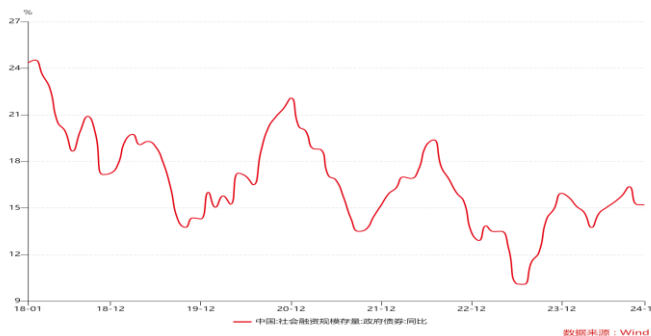


图26：政府债券融资占社融的比重



数据来源：Wind、银河期货

2.4. 外部环境面临挑战

外需端体现出一定韧性。海关口径下，按美元计，1-11 月国内货物出口金额累计同比+5.4%，贸易差额累计同比+18.4%；统计局口径下，货物和服务净出口对 GDP 累计同比的拉动也升至 1.14%。

当然，需要指出的是，贸易差额高增和净出口对 GDP 同比拉动的提升一定程度上是受进口表现偏弱的导致的，这指向内需相对疲软的现状，并呈现出衰退式顺差的特征。海关口径下，1-11 月我国货物进口累计同比仅+1.2%。而更为重要的是，随着特朗普赢得美国大选和地缘扰动持续，边际上看，外部环境的不确定性不降反升。

图27：货物出口与进口金额

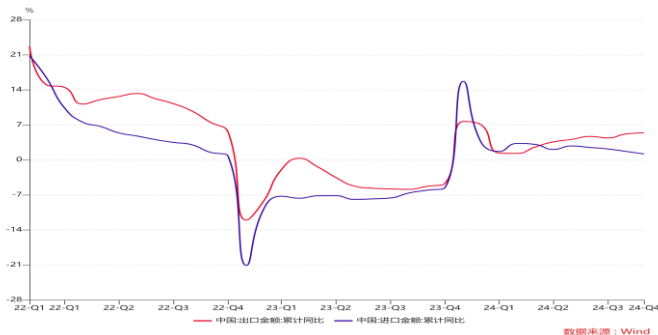
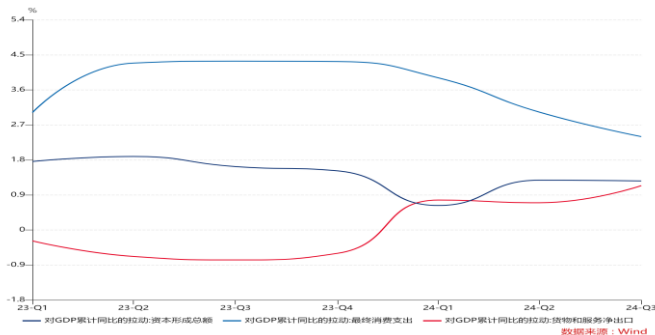


图28：“三驾马车”对GDP累计同比的拉动



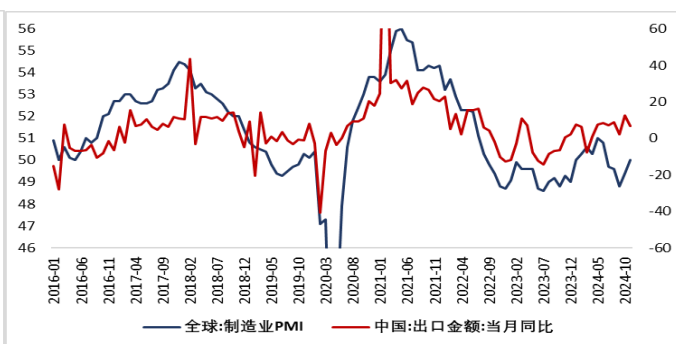
数据来源：Wind、银河期货

数据显示，我国货物出口与全球制造业 PMI 相关性较高，而后者又是海外主要发达国家短端利率水平的变化的滞后指标。海外降息周期开启后，随着利率水平的下降，外需理论上有望随着全球制造业 PMI 的扩张，逐步回升。

图29：海外短端利率与全球制造业PMI



图30：全球制造业PMI与我国出口金额增速



数据来源：Wind、银河期货

不过，一方面特朗普执政后，其政策导向可能促使美国通胀反弹并对外输出，海外政策利率的调降过程可能将有所反复。另一方面，关税政策对于我国对美直接出口和转口贸易而言势必有所利空。2018 年 3 月，正是在特朗普第一任期期间内，美国炮制出所谓 301 调查报

告，开始对中国进口的商品大规模征收关税。自此，中国直接进口至美国的商品金额占比开始出现持续回落，由高峰时的约 21.5% 下降至当前的 13.5% 附近。

图31：花旗经济意外指数

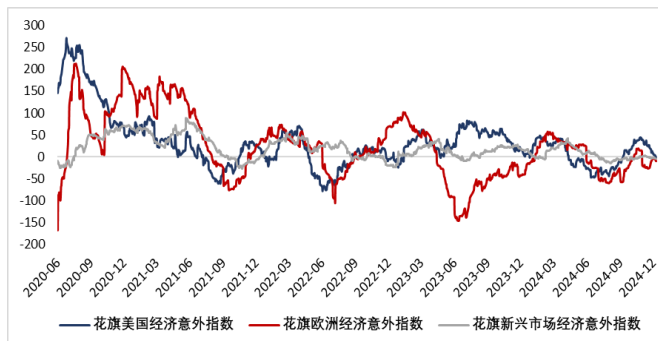
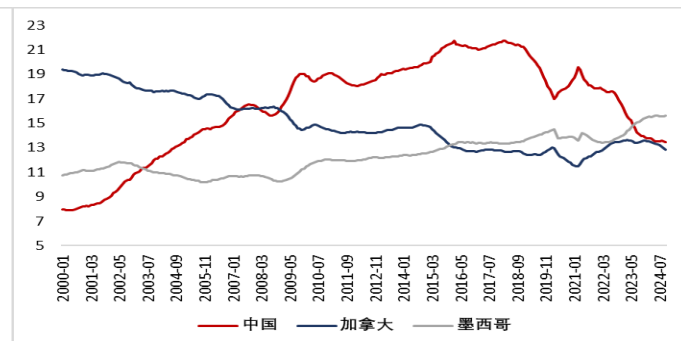


图32：美国进口金额来源国占比



数据来源：Wind、银河期货

3. 政策基调更为积极，关注实际落地力度

3.1. 前期政策效果显现

随着总量层面供需失衡的加剧和价格承压的持续，今年下半年以来，宏观政策基调逐步有所转变。

货币政策方面，央行一方面通过超预期的政策利率调降带动 LPR 报价回落，并降低购房首付比例和存量房贷利率加点，支持居民购房需求的释放，缓和提前还贷现象。另一方面，还通过降准、二级市场国债买卖、买断式逆回购等多种政策工具保持流动性充裕，配合财政融资。此外，与上半年整改“手工补息”类似，央行还通过自律机制改革促进非银同业存款利率下行，畅通利率传导机制，压低市场无风险利率水平，打击资金空转套利。

财政政策方面，首先特别国债使用范围更大规模扩展至终端消费补贴，而专项债加速发行的同时，使用范围也明确扩展至化解隐性债务、土地储备和收购存量商品房用作保障性住房等方向。其次，增量方面，专项债发行限额上调 6 万亿元至 35.5 万亿元，并在年内发行首批 2 万亿元再融资专项债，支持化解地方隐性债务。此外，财政部还利用债务结存限额，向地方下达 4000 亿元的债务限额，用于补充地方综合财力。

政策调整的效果在数据层面边际上有所显现。进入 10 月，重点城市新房和核心城市二手房成交明显回升，价格环比降幅趋于收敛。且与 5 月那一轮政策优化效果相比，本轮地产销售端回暖的持续时间更长，已近一个季度。补贴政策对消费的提升作用也初具成效，四季度社零增速出现了脉冲式的上行，乘用车等部分耐用品销售数量保持两位数的同比增幅。而终端需求回暖，叠加再融资专项债发行和支出节奏较快，带动企业部门现金流加速修复，M1 同比增速触底反弹，这一领先指标的边际变化趋势也释放出较为积极的信号。

图33：30大中城市商品房销售

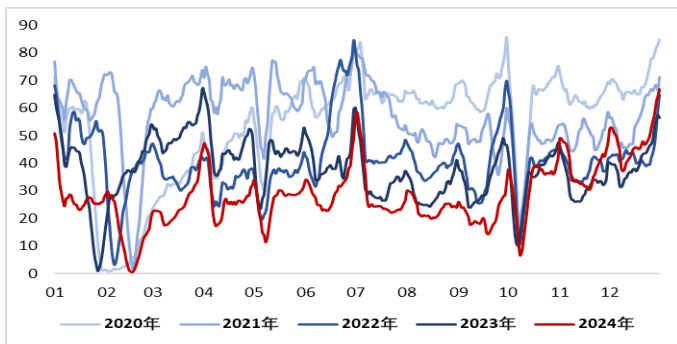
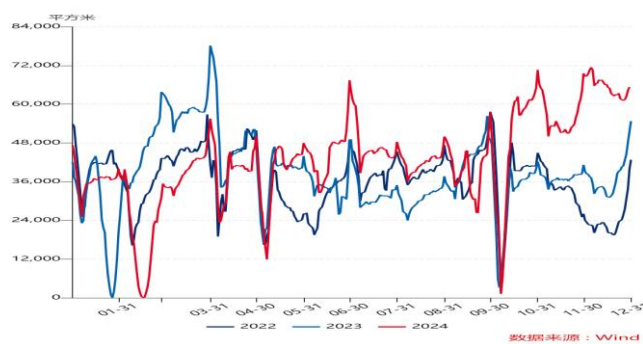


图34：北京二手住宅销售



数据来源：Wind、银河期货

图35：乘用车销售量

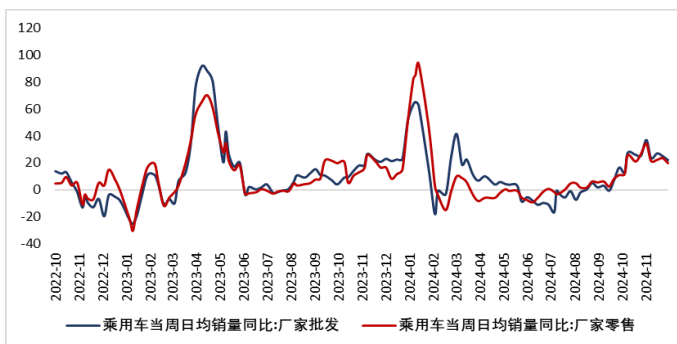
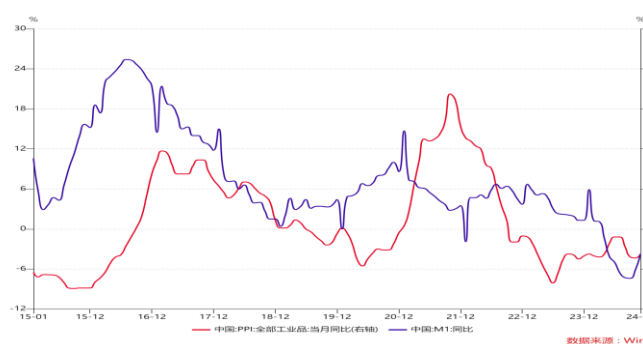


图36：M1与PPI



数据来源：Wind、银河期货

3.2. 基本面修复仍需政策支持

不过，同样需要指出的是，已出台的宏观政策组合或尚不能完全扭转国内基本面修复的结构分化，并对冲外部不确定性的上升。

对于地产而言，我们认为明年最现实的乐观预期是房价的逐步企稳，房地产开发投资和销售的明显增长或均不太现实。供给缩量是价格“止跌回稳”的前提，9月政治局会议也明确提及“对商品房建设要严控增量”。与此同时，截至三季度，我国居民部门杠杆率为63.2%，城镇人均住房面积超40平方米，指向居民购房的能力和意愿均已受限。

实际上，我们也看到，四季度部分重点城市地产需求的回暖并未带动私人部门整体信贷需求的回升，后续即便行业修复态势延续，地产行业也难以重新成为信用扩张的抓手。

而对于消费而言，市场担忧在于，一方面补贴政策带来消费的脉冲增长是否能够持续尚有待观察，终端需求回暖自下而上对价格的提振目前也较为有限；另一方面，拉长时间轴来看，激发消费潜能最终还是要通过完善社会福利体系和提高居民收入的方式来得以实现。

此外，虽然一揽子化债政策力度较大，合计规模达12万亿元，但与直接形成实物工作量的政府支出相比，化债过程中的相关财政支出更多是缓和地方政府信用风险的累积，对实体经济需求的影响是间接的，可能需要较长时间传导。

图37: 居民部门杠杆率

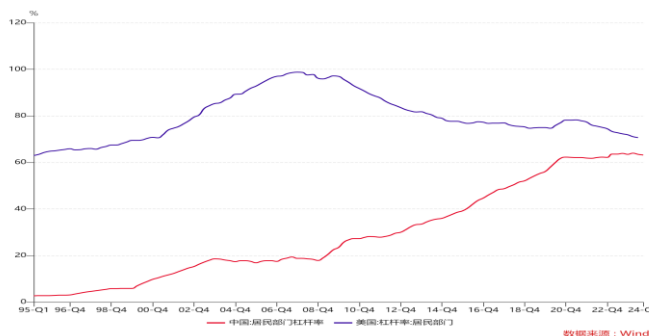
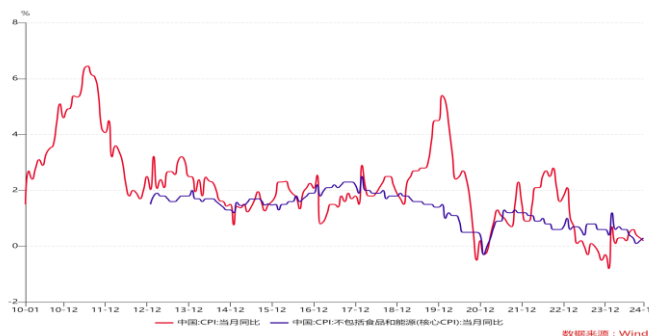


图38: CPI与核心CPI



数据来源: Wind、银河期货

图39: 居民中长期贷款

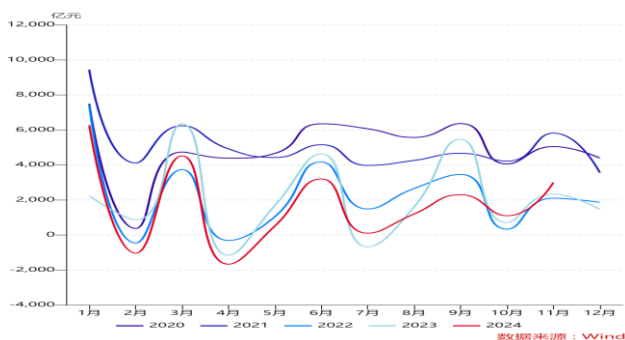
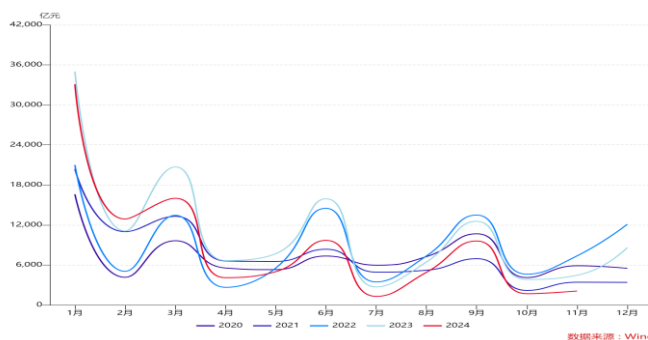


图40: 企事业单位中长期贷款



数据来源: Wind、银河期货

3.3. 增量政策猜想

12月政治局会议和中央经济工作会议释放出积极政策信号，展望2025年，宏观政策组合的力度有望明显加码且落地时间相对靠前。

货币方面，“适度宽松的货币政策”相关表述较为罕见。“价”上，我们倾向于认为明年央行首次调降政策利率将发生一季度，幅度在20-30bp，若内需和通胀回升不及预期或外部冲击加大，下半年或还有一次20bp左右的降息幅度，全年累计调降政策利率约40-50bp，带动OMO利率下行至1-1.1%。

“量”上，流动性投放的目的或更多仍是配合财政融资、提升商业银行负债端稳定以及熨平资金价格的季节性波动。其中，首次降准大概率发生在一季度，幅度可能为0.5个百分点，全年累计降准幅度可能在0.75-1.25个百分点。与此同时，央行国债买卖和买断式逆回购等新工具操作或将常态化，政府债券融资高峰，操作力度随之加大。

货币政策转松的约束仍主要来源于内、外两个方面，即内部净息差压力和外部汇率贬值压力。不过对于后者，我们认为随着汇率对冲关税影响概率的上升，约束程度正在有所减弱。

图41: 7天期逆回购利率

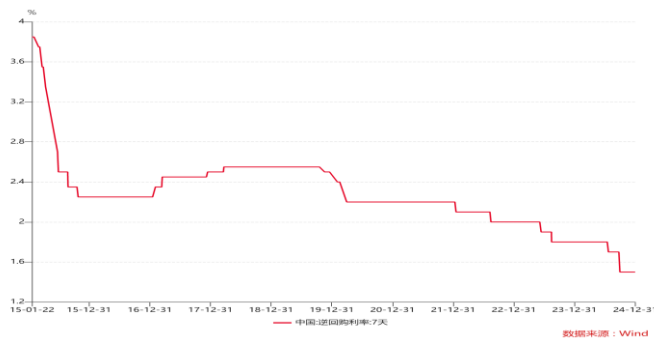
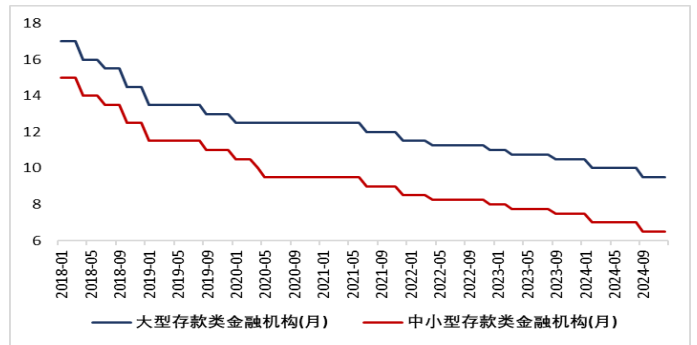


图42: 存款准备金率



数据来源: Wind、银河期货

图43: 中美名义利差与人民币离岸价

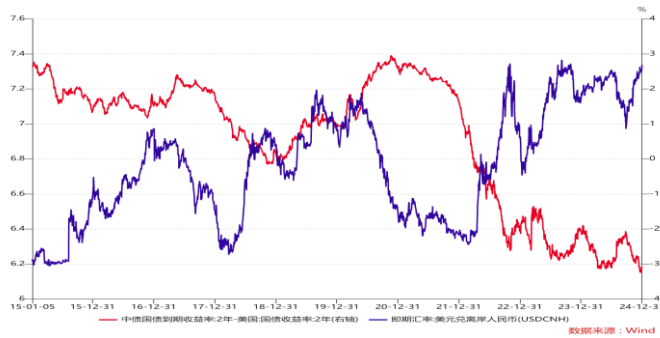
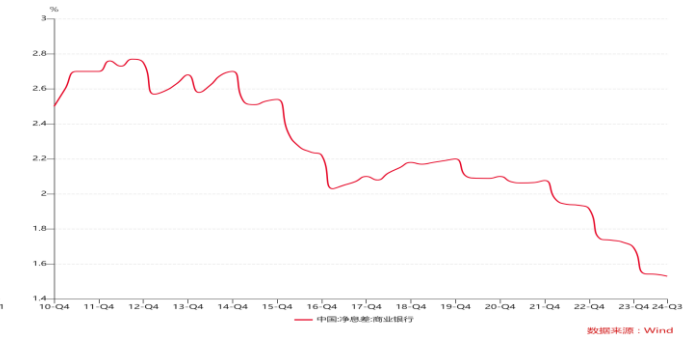


图44: 商业银行净息差



数据来源: Wind、银河期货

此外,随着同业活期存款自律机制的建立,明年非银存款利率中枢大幅下调后,部分非银资金可能会加速流向回购市场以及增加同业存单的配置。虽然出于防止资金空转的目的,央行不大可能引导市场资金价格出现偏离政策利率中枢的回落,但考虑到债市大幅抢跑政策利率调降等因素,预计明年国债现券收益率与市场资金价格的倒挂幅度将有所缩窄。

图45: 同业存款利率自律倡议的影响

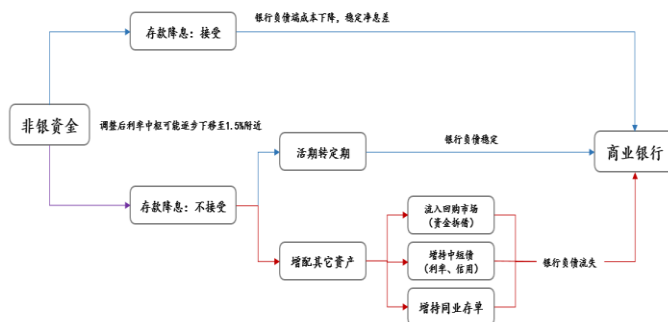


图46: 2Y国债收益率与质押回购利率

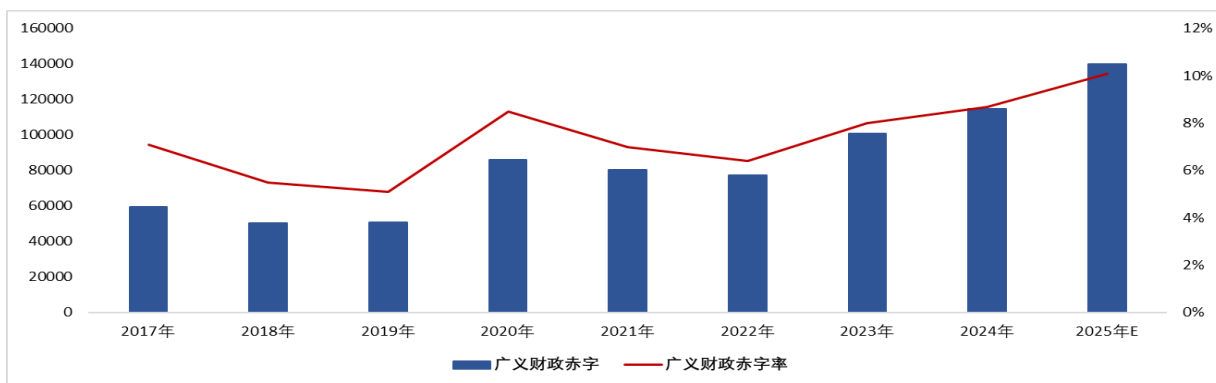


数据来源: Wind、银河期货

财政方面,“更加积极的财政政策”基调也较为明确,发力方向可能在以下几点。一是

一般公共预算赤字或将调升至 3.6-4.0%，大约 5-5.5 万亿元；二是特别国债发行增加至 2-3 万亿元，其中补充大行资本金 1 万亿元；三是新增专项债 4.0-4.5 万亿元；四是再融资专项债 2 万亿元。四者合计预计明年广义财政赤字规模在 13-15 万亿元，对应广义财政赤字率提升至 9.4-10.7%，较 2024 年增加 0.7-2.0 个百分点。财政具体的扩张力度未有定数，一定程度上可能将与特朗普上台后加征关税等外部因素相关，更高的关税税率可能需要更大力度的内需支持政策予以对冲。

图47：广义财政赤字



数据来源：Wind、银河期货

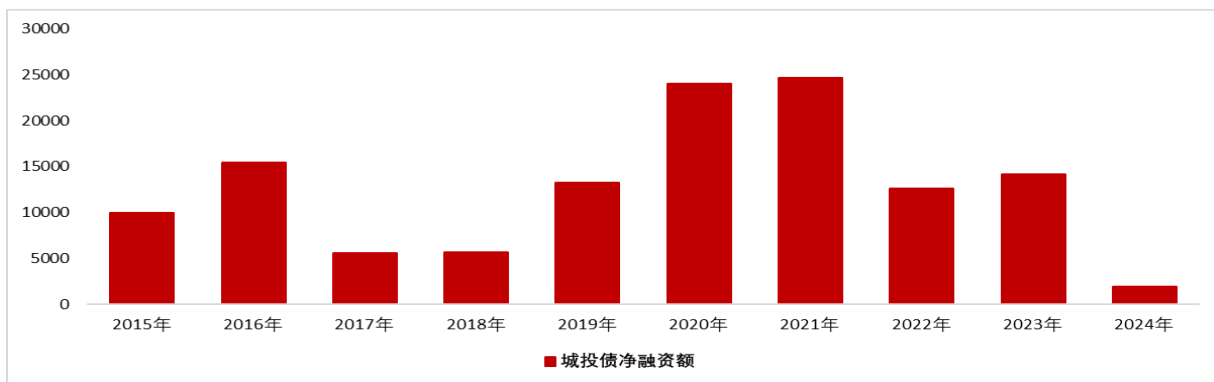
与债券增发规模相比，我们认为未来财政支出方向更值得关注。如果后续财政支出方向在“更好发挥政府投资带动作用”的同时，能够更多向民生方向倾斜；且除了消费补贴外，社会福利方面也有实质进展，进而一定程度上改变当前市场对国内人口增长和人口结构变化的预期，那么市场对长期国内经济增长的前景预期可能将面临一定修正。

4. “资产荒”或有缓和空间，关注风险资产走势

2024 年“资产荒”演绎较为极致，地方政府债发行节奏后置，化债背景下城投融资缩量，地产低迷信贷投放放缓，加之存款出表流向非银，导致债市资金供给远大于资产供给。这是债市收益率出现超预期下行的重要原因之一。

进入 2025 年，虽然从供给上看，包括准财政属性的政金债在内，利率债供给增量预计在 1.65-3.75 万亿元，但其余券种净融资额或难有增量，其中随着化债推进，城投债净融资规模存在明显下降的可能。因此，综合来看，我们认为明年债券供需缺口或有缩窄，但供给因素带来的影响或并不足以扭转债市资产荒格局。

图48：城投债净融资规模



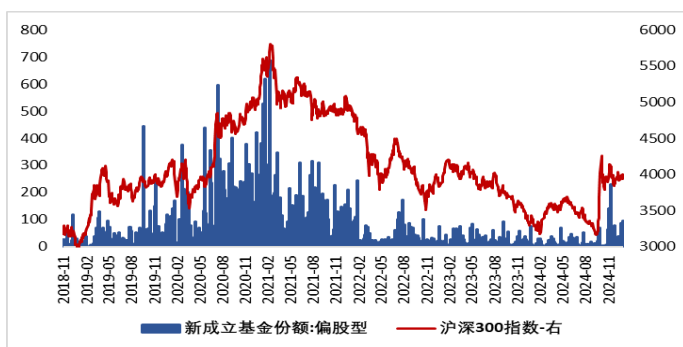
数据来源：Wind、银河期货

“资产荒”局面能否出现明显缓和或主要取决于两个方面，一是政策暖意能否带动私人部门信用扩张有所提速；二是风险资产表现能否吸引更多资金流向权益市场。

对于前者，新一轮信用扩张周期可能尚处初期，居民信贷需求已出现企稳迹象。但正如前文所述，随着经济结构的转型和杠杆率的攀升，期待私人部门“宽信用”大幅提速并不现实。

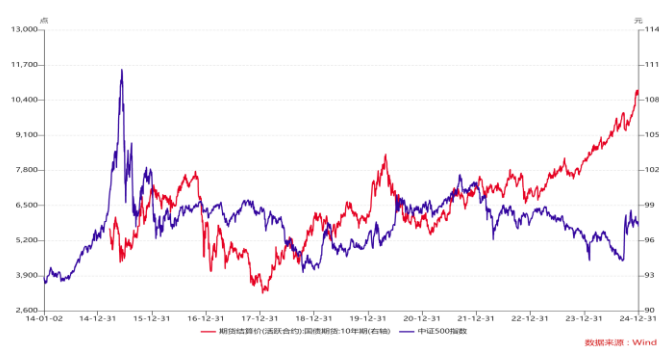
对于后者，我们认为在政策支持下，一方面，低利率环境带来的权益市场估值修复正在进行，明年结构性的行情仍然可期，高股息红利等类固收板块对配置资金的吸引力或将有所上升。另一方面，若宏观政策组合最终带动国内经济基本面企稳，通胀读数温和回升，企业盈收等名义指标修复最终也将体现在价格上，并带动资金流入权益市场，进而缓和债市“资产荒”局面。

图49：沪深300走势与偏股型基金份额



数据来源：Wind、银河期货

图50：T主力合约与中证500走势



5. 后市展望

政策基调调整、稳增长政策加码后，进入三季度我们看到数据层面的一些积极信号，终端需求修复加快，核心城市房地产销售回暖，企业现金流状况边际改善，M1 增速触底反弹。但整体而言，国内基本面“产强需弱”的格局暂未发生根本转变，通胀读数低位运行，实际

利率仍显偏高。与此同时，私人部门信用扩张缺少抓手，社融增长对政府债券融资的依赖度上升，保持融资低成本的必要性较高。加之，外部不确定性始终存在，在此情况下，我们认为国内利率中枢仍处下行通道中，债市走势暂难言反转。假设明年 OMO 政策利率调降 50bp，至 1.0%，10Y 国债收益率低点可能将相应下行至 1.5% 附近。

不过进入 2025 年，债市走势可能将有所颠簸。首先，12 月政治局会议上，货币政策定调宽松，罕见表述推动债市抢跑，当前收益率已提前定价了至少 30bp 的降息幅度。但政策实际转松的节奏和力度仍将受到内部净息差和外部汇率贬值压力两个方面的约束。相反，市场对“更加积极的财政政策”，“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”等政策表述暂未过多定价，后续预期差存在修正的可能性。

其次，债市收益率的走低有利于风险资产估值修复，政策引导下，明年权益市场结构性行情仍可期待。叠加债券供给可能前置，债市“资产荒”或将出现一定缓和。

此外，在收益率过快下行后，监管对于利率风险的关注也将相应提升，这虽然并不能扭转债市走势，但阶段性的扰动仍需留意。尤其是在政府债券发行空档期，央行相关表态配合短期流动性管理紧平衡可能还是会引发一定市场反馈。

对于期债而言，在通胀读数回升和信贷需求回暖明确前，单边仍建议投资者顺势而为，低多思路为主。除方向外，2024 年国债收益率下行速度较快，中短端收益率已与市场资金价格形成倒挂，现券负 Carry 使得期债基差、跨期价差持续低位运行。进入 2025 年，我们认为这种倒挂或将出现一定修复，并带动基差、跨期价差运行中枢有所上移。另外，若“资产荒”改善有限，收益率曲线存在自发走平趋势，但货币宽松超预期加码、监管政策扰动和投资者行为等因素可能使得期限利差反向波动，事件驱动下的跨品种套利也依旧值得关注。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799