

目录

一、2024 年债市回顾：从顺畅下行到两轮赎回.....	1
二、政策：期待后续财政持续发力.....	3
2.1 财政：政策思路转向，化债核心抓手.....	3
2.2 金融：财政能否支持宽货币到宽信用？.....	1
三、海外：即将进入“特朗普模式”.....	3
3.1 美国赤字扩张，联储降息掣肘.....	3
3.2 去通胀仍偏缓，软着陆或延续.....	3
3.3 美债利率料下行为主.....	4
四、国内：经济下行极端风险解除.....	6
4.1 增长：明年有望温和复苏.....	6
4.2 价格：逐渐走出通缩状态.....	6
4.3 地产：有望步入稳定轨道.....	7
4.4 消费：政策护航保持平稳.....	8
五、流动性：延续宽松与强化引导并存.....	9
5.1 货币政策：宽货币态度继续保持.....	9
5.2 资金市场：央行强化对资金引导.....	10
5.3 资金分层：资金分层有走阔空间.....	10
六、机构行为：风偏回升与负债端不稳定.....	12
6.1 理财：规模增长放缓，负债端波动增加.....	12
6.2 债基：久期回归中性，流动性诉求提升.....	12
6.3 农商行：配置力量仍存，关注监管规范.....	13
6.4 保险：权益补仓需求，负债端或将减速.....	14
七、利率策略：下行为主，波动加大.....	15
风险分析.....	16

一、2024 年债市回顾：从顺畅下行到两轮赎回

回顾 2024 年上半年利率走势，经历年初波澜壮阔的大幅下行后，于二季度逐渐归于平静的窄幅波动。年初，在农商行和基金产品户加大配置+社融信贷增速回落+债市供给迟迟不见放量三大因素作用下，一季度利率债特别是长端和超长端利率大幅下行，10Y 国债利率延续去年四季度末的回落趋势并继续下行超过 25BP。3 月中下旬以来，在人民银行多次喊话+地产政策频繁发力+手工补息扰动+供给开始放量等因素的作用下，长端利率进入一段较为“纠结”的窄幅震荡期。整体来看，2024 年上半年利率债市场呈现出一季度强、二季度稳，长端强、短端稳的特点。利率策略上，拉久期、压信用利差、寻品种洼地等策略都已接近极致，唯独杠杆策略在资金面长期偏紧的背景下还在观望。

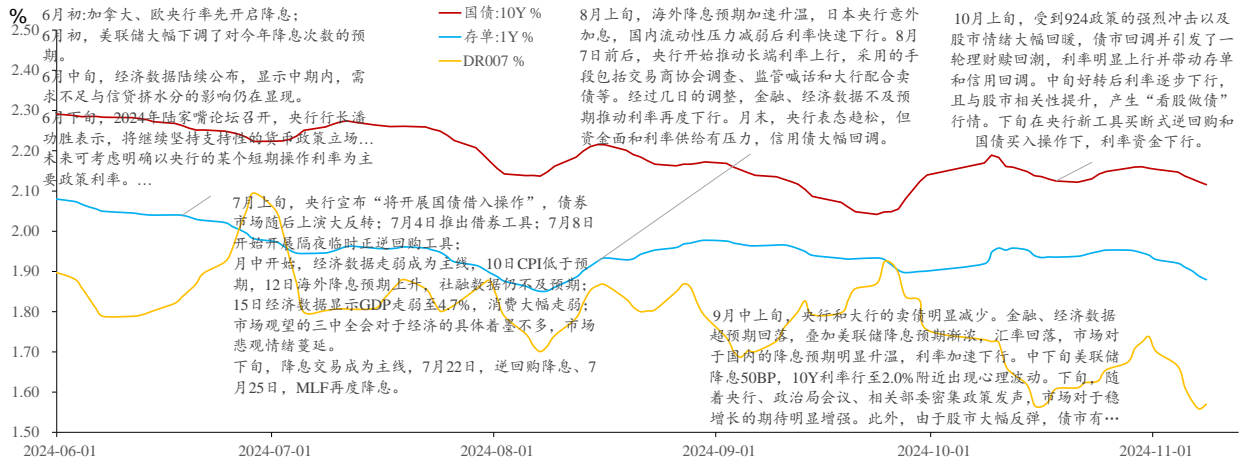
下半年以来，利率虽下行但纠结增多，主要变化是央行曲线管理、924 新政和股市风偏改善，但总体利率仍在下行通道中。7 月上旬起，央行宣布“将开展国债借入操作”，债券市场旋即发生第一次大反转。7 月 4 日借券工具正式推出，7 月 8 日隔夜临时正逆回购工具开始施行。至月中，经济数据走弱成为主导，10 日 CPI 未达预期，12 日海外降息预期上扬，且社融数据亦不理想；15 日经济数据表明 GDP 降至 4.7%，消费显著走弱，市场对三中全会在经济方面着墨有限持观望态度。下旬，降息交易成为核心主线，7 月 22 日逆回购降息，7 月 25 日 MLF 再次降息，利率随之走低。

进入 8 月上旬，海外降息预期快速升温，日本央行却意外加息，国内流动性压力缓解后利率迅速下行。8 月 7 日左右，央行着手推动长端利率上行，通过交易商协会调查、监管喊话以及大型银行配合卖债等手段实施。历经数天调整后，因金融、经济数据不及预期，利率再度下降。月末，央行表态趋于宽松，然而资金面与利率供给面临压力，信用债大幅回调。

9 月中上旬，央行与大型银行卖债行为显著减少。金融、经济数据超预期回落，加之美联储降息预期渐强，汇率下降，市场对国内降息预期大幅升温，利率加速下行。中下旬美联储降息 50 基点，10 年期利率临近 2.0% 时产生心理波动。下旬，伴随央行、政治局会议以及相关部委接连密集政策发声，市场对稳增长期望增强。同时，股市大幅反弹，债市遭遇赎回压力，利率波动上扬。

自 10 月起至今，利率冲高回落，11 月后进入窄幅震荡格局。10 月上旬受 924 政策强力冲击以及股市情绪大幅回暖影响，债市回调并引发一轮理财赎回潮，利率显著上升并带动存单与信用一同回调。中旬状况好转后利率有所下行，但与股市相关性增强，形成“看股做债”行情。10 月下旬在央行新工具买断式逆回购与国债买入操作作用下，利率与资金呈震荡下行态势，长端下行至 2.10% 关键点位后受政府债集中发行、年末会议等因素影响转为震荡。

图1：回顾 2024 年下半年以来的利率市场



资料来源：Wind，中信建投

二、政策：期待后续财政持续发力

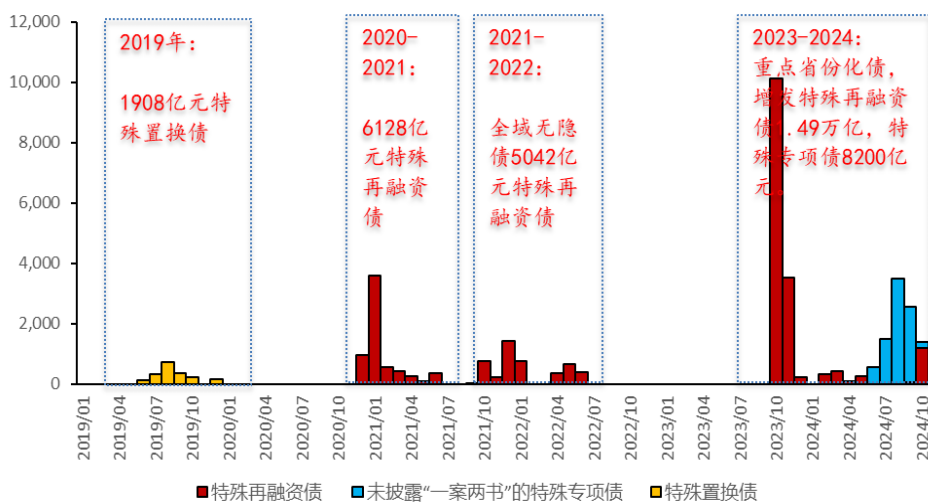
2.1 财政：政策思路转向，化债核心抓手

近期财政给出的化债组合拳包括增加 10 万亿元化债资源用于地方债务化解，这一规模与市场预期大致相符。具体而言，计划中包括增加 6 万亿元的地方政府债务限额，用于置换现有的隐性债务。所有新增的债务限额将被指定为专项债务限额，并计划在三年内分批实施。从 2024 年起，连续五年，每年将从新增的地方政府专项债券中划拨 8000 亿元，以增强政府性基金的财力，专门用于债务化解，预计总共可以置换 4 万亿元的隐性债务。至于 2029 年及以后到期的 2 万亿元棚户区改造隐性债务，将按照原有合同到期偿还。

从效果来看，这次债务化解政策将助力地方政府完成 2028 年的隐性债务化解目标。据发布会透露，通过这三项政策的协同作用，地方政府在 2028 年前需要处理的隐性债务总额将从 14.3 万亿元大幅减少至 2.3 万亿元，显著减轻了地方政府债务化解的压力。

除了减轻地方债务负担外，此次政策的出台也标志着中央债务化解思路的重大转变。从过去的“谁的孩子谁抱”转变为中央政府协助地方政府解决债务问题，这将使地方政府能够将更多资源投入到发展中。发布会强调，实施这样大规模的债务置换措施，意味着我们在债务化解工作上实现了四个根本转变：一是从应急处理转向主动化解；二是从局部排雷转向全面风险控制；三是从隐性债务和法定债务的“双轨”管理转向所有债务的规范透明管理；四是从侧重于风险防范转向风险防范与促进发展并重。

图表2： 2019年至今的隐债化解规模共 3.8 万亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信建投

展望明年财政支出，需要关注的重点是债务潜在发行规模，以及财政和债务最终落到经济增长的有效支出。

一是明年的债务发行规模。首先是赤字率方面，发布会上，蓝部长再次强调中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。假设明年一般公共预算赤字率从今年的 3% 上升至 3.6%，即再额外增发一万亿，这将对应约 4.93 万亿元的债券增量，预计地方赤字上行可能提高到 9000 亿左右用于支持地方经济，而中央财政则赤字扩张到 4 万亿左右。其次是专项债方面，假设明年新增地方专项债额度包括发布会提到的 2 万亿元用于置换的专

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

项债额度，再加上未来四年每年新增专项债里还有 8000 亿元专门用于化债。再考虑到经济需要政府基金预算收支改变今年的大幅负增态势，据此综合考虑专项债共发行 6 万亿左右。此外，特别国债发行 2 万亿，其中 1 万亿用于大行注资。

但需要注意，由于央行已经开始买卖国债操作且目前支持性的政策更倾向于买入，因此市场承接的部分**其实并没有明显增加**。此外，1 万亿用于大行注资的特别国债央行买入的力度可能更大，这方面可以借鉴两轮注资的历史经验。按照目前每月净买入 2000 亿左右的额度，2025 年净买入额可能在 2.5-3 万亿之间，债市净供给对资金面的压力可控。

二是预计广义财政支出中用于实际经济支出的部分约为 9.3 万亿，较今年也能提高 1.2 万亿左右。其中赤字 4.9 万亿，专项债 3.4 万亿（排除化债的 2.8 万亿），超长期特别国债 1 万亿，共 9.3 万亿。最后，受税收增长及土地出让收入增长偏弱的双重拖累，今年实际实现的一般公共预算收入与政府性基金收入均可能低于今年两会公布的收入预算。如果明年地产周期进入企稳阶段，以土地出让收入为主的政府性基金收入对财政收入的拖累可能下降。如果财政收入增速回升，给定政府债净融资规模，财政支出增速将提高。

图表3：对今明两年财政收支两本账的预判（单位：亿元）

科目	2025年预算（预计）			2024年决算（预计）			2024年预算		
	数额	比2024	增速	数额	比预算	增速	数额	变化	增速
一般公共预算									
一般公共预算收入	219492	6393	3%	213099	-10851	-1.70%	223950	7166	3.3%
一般公共预算支出	290730	8468	3%	282262	-3228	2.80%	285490	10916	4%
一般公共预算收支缺口	71238	2075		69163	7623		61540	3750	
调入资金及结余	21918	-7645		29563	8623		20940	4099	
赤字额	49320	9720		39600	-1000		40600	-8200	
中央赤字	40320	7920		32400	-1000		33400	-8200	
地方赤字	9000	1800		7200	0		7200	0	
名义GDP预计	1370008			1314787			1353333		
政府性基金预算									
政府性基金预算收入	59717	1739	3%	57978	-12824	-18%	70802	97	0.1%
政府性基金预算支出	107257	7945	8%	99312	-20881	-2%	140194	18855	18.6%
政府性基金收支缺口	47540	6206		41334	-8058		49392	18758	
上年结转收入	3540	3148		392			392	-7001	
专项债额度（不含化债）	34000	3058		30942			39000	1000	
超长期特别国债	20000	(1+1w)		10000			10000		
专项债额度（化债）	28000	(8k+2w)		23000	(8k+1.5w)				
赤字									
狭义赤字率	3.6%			3.0%			3.0%		
广义赤字	131320			103542			89600		
广义赤字率	9.6%			7.9%			6.6%		

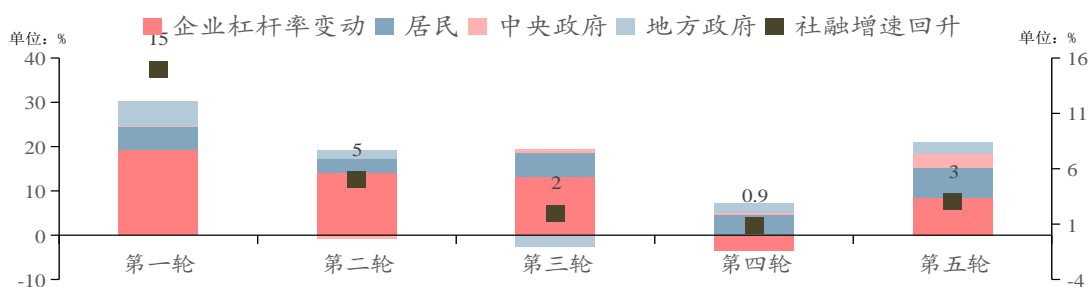
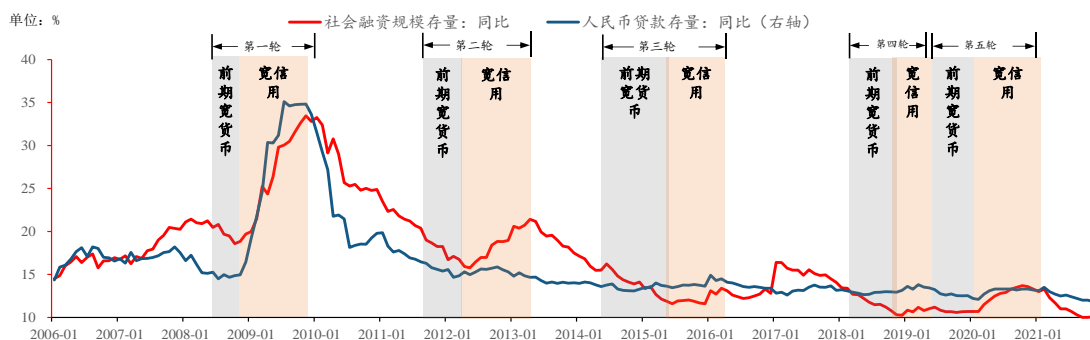
资料来源：Wind，中信建投

2.2 金融：财政能否支持宽货币到宽信用？

历史上看，2008 年以来，我国共经历过五轮宽信用，分别是 2009、2012、2015、2019 和 2020-2021 年。

图表4：从宽货币到宽信用的五轮周期对比

	第一轮 (2008.9-2009.12)	第二轮 (2011.11-2013.4)	第三轮 (2014.6-2016.3)	第四轮 (2018.4-2019.6)	第五轮 (2019.10-2021.2)
宽货币	四次降准、五次降息	三次降准、两次降息	两次定向、五次降准、六次降息	三次降准、三次降息	四次降准、两次降息、结构性政策
间隔	3个月	7个月	12个月	9个月	5个月
宽信用抓手	房地产：首付比、信贷 基建：鼓励融资平台	基建：启动重大项目	房地产：首付比、PSL 基建：资本金比例	基建：专项债	房地产：下调LPR 基建：专项债
加杠杆主体	企业、居民、地方政府	企业	企业、居民	居民、地方政府	中央政府、企业、居民
金融工具放松	鼓励融资平台	银证等通道、非标	PSL	无明显放松	结构性货币工具
社融增速提高	+15%	+5%	+2%	+0.9%	+3%

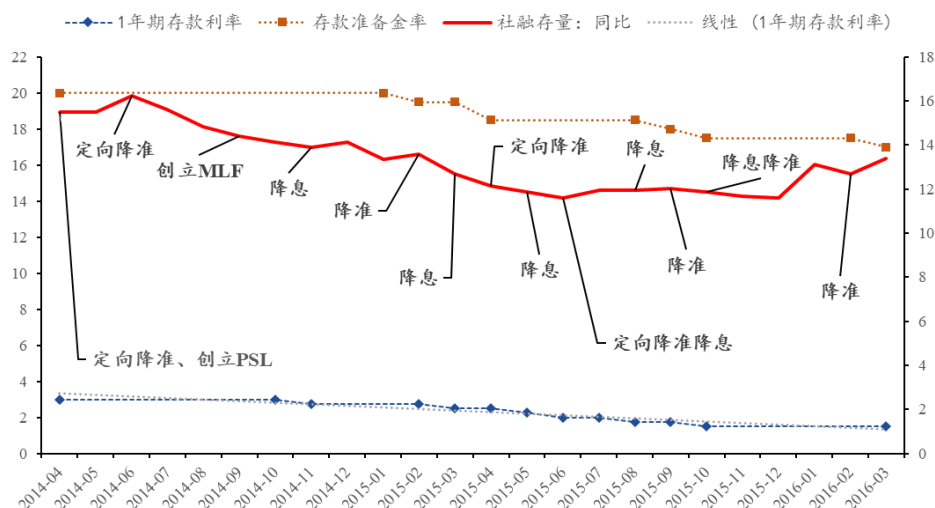


资料来源：Wind，中信建投

对比历史上历次从宽货币到宽信用，本轮政策仍然较为理性克制。一是时间维度上，历次宽信用都由宽货币启动，但宽货币向宽信用传导的时滞随着加杠杆愈发困难而变得更长。从历史规律观察，本轮宽货币力度较弱，料将持续较长时间。二是取得效果上，历次宽信用都是稳增长压力较大背景下政策对冲的结果，因此，稳增长的急迫性也决定了宽信用的力度。观察过去五轮宽信用，只有在外经济冲击（2008 年金融危机、2012 年欧债危机、2020 年新冠疫情）的背景下，宽信用的数据表现才会大幅改善。而经济内生下行导致的政策托底型宽信用力度相对有限，社融增速改善一般不超过 1.5%。显然，本轮宽信用属于后者，料社融增速高点反弹有限。三是发力方向上，首先是降准、降息提供宽松流动性环境和较低的成本；然后是基建端发力（包括项目和融资），加杠杆的主体是政府特别是地方政府和国有企业，但该种宽信用幅度往往较低，属于托底型；从历史规律看，

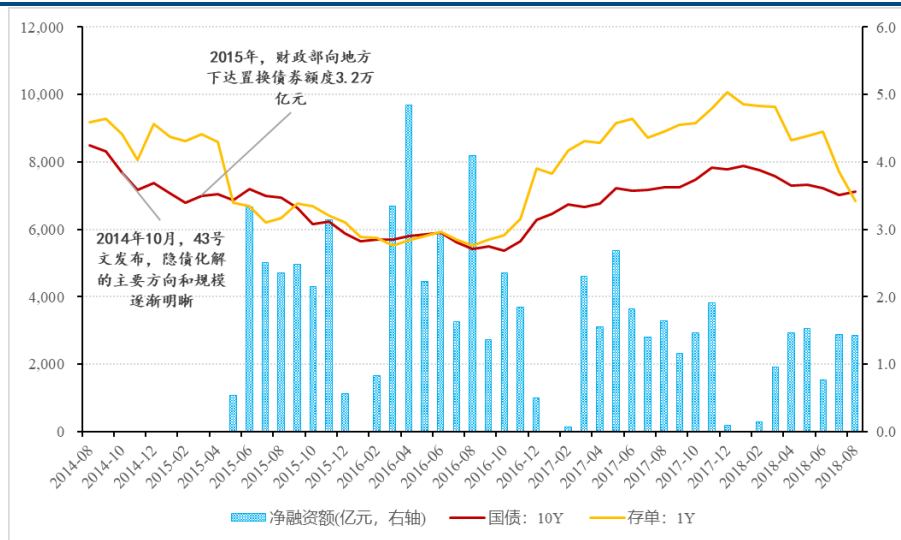
全面放松房地产也只是托底作用，后续加杠杆的可能性不大。

图5：2014年化债周期启动之初的货币政策配合（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投

图6：2014-2018 化债周期之初，利率仍以下行为主（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中信建投

综上所述，目前难以看到新的加杠杆主体；中央和地方财政仍主要致力于解决债务问题；我们不认为明年的经济会进入QE乃至财政货币化（MMT）模式。但货币政策仍值得期待，货币政策仍然将在化债行情中对流动性和利率形成明显利好，可借鉴2014-2018化债周期的央行货币政策配合，彼时央行6次降准、6次降息，为化债和经济企稳创造了良好的流动性利率环境。当然，本轮货币宽松缺乏彼时的空间，但20-30BP降息，100BP降准，叠加新工具使用投放流动性，都可期待。

三、海外：即将进入“特朗普模式”

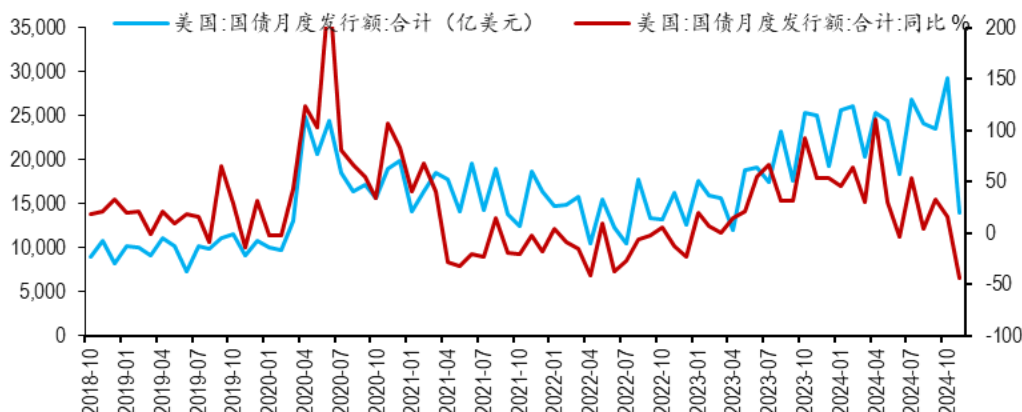
3.1 美国赤字扩张，联储降息掣肘

特朗普的经济政策重点聚焦于国内减税与对外加征关税。在国内，其力推对个人与企业实施全面减税举措，如拟将企业税率从21%降至15%，让个人所得税减免永久化，还欲永久取消遗产税等。这些虽有望刺激经济增长，但此次企业降税幅度小于其上次任期，对经济的推动效果也会大打折扣。在外交政策层面，作为国内减税的平衡手段，特朗普主张对外提升关税，计划将所有进口商品关税普遍提高10%至20%，尤其针对中国商品要征收至少60%的额外关税，共和党2024年党纲也提及取消中国最惠国待遇并减少必需品进口，不过其上任初期推动关税议题尚需时间与流程筹备。

财政政策方面，特朗普试图以大幅减税与增加关税来平衡财政，却可能致使政府赤字进一步扩大。据TaxFoundation估算，其减税计划会使美国未来十年税收减少7.8万亿美元，而关税政策即便实施，未来十年仅能增收3.8万亿美元，无法弥补减税造成的赤字，综合其他潜在减税措施，未来十年赤字预计增加近6万亿美元。CRFB预测，若政策落地，未来十年联邦政府财政赤字将增7.75万亿美元，赤字率从2025财年6.5%升至2035财年7.0%，到2035财年联邦政府债务占GDP比重将从基准情景的125%升至143%。

货币政策方面，财政赤字扩大使美债供给可能显著增加，给降息进程与美债利率带来压力。美联储主席鲍威尔近期发言呈鹰派，称经济无急切降息信号，其他美联储官员也边际转鹰。但特朗普期望逐步降息，以降低住房成本为由提出降息诉求，尽管鲍威尔在9月FOMC会议重申联储政策独立性，特朗普仍表达对宽松货币政策的期待，其竞选承诺也表明要大幅降低美国利率以减轻民众住房负担。

图表7：美债供给压力近期有所减轻



资料来源: Wind, 中信建投

3.2 去通胀仍偏缓，软着陆或延续

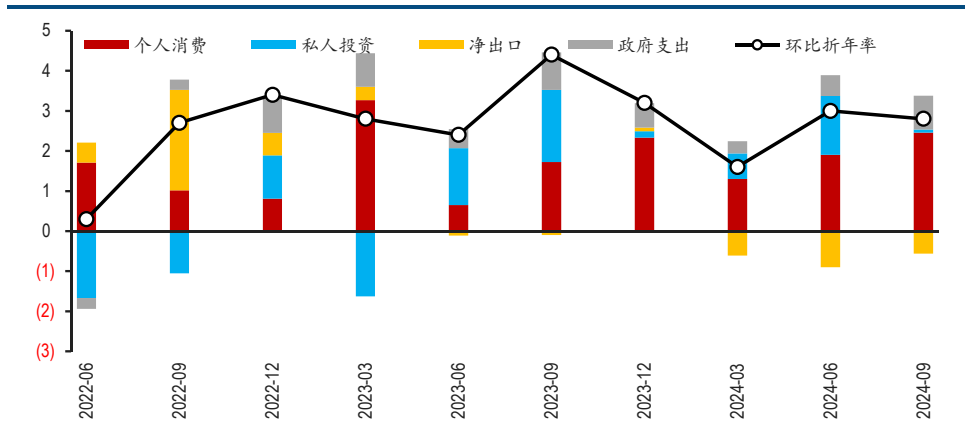
通胀方面，核心预测仍是缓慢但平稳的进行去通胀进程，当然特朗普模式下速度可能较慢。通胀领域，去通胀进程仍在持续推进，但在特朗普模式下，其速度可能会有所放缓。当下美国通胀反弹压力主要聚焦于租金、

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

住房分项以及潜在的“通胀—工资”螺旋机制。拜登政府的经济政策框架下，财政刺激逐步小幅退坡，使得经济有望实现软着陆，通胀风险处于可控范围并逐步回落。然而特朗普的经济政策对通胀影响具有两面性，其减税和部分财政刺激举措可能会在一定程度上推动通胀上升，从而导致整体通胀下降速度减慢。不过若特朗普上台后能够迅速推动巴以冲突、俄乌冲突走向缓和，并大力促进本土油气开采加速，那么商品通胀有望得到缓解而有所下行。

经济方面，软着陆仍然是核心假设。目前看，工业生产呈现出继续环比下行的态势，零售商库存有所回升但批发商与制造商库存却在回落，与之形成鲜明对比的是服务业保持着强劲的发展势头，有力地推动着经济的稳定运行。深入到服务业分项可以发现，美国居民的资产负债表整体较为健康，消费支出在总体上也保持稳定，并且这种稳定态势预计会持续到2025年。由于特朗普在短期内能够实施的经济刺激手段相对有限，所以目前经济软着陆的核心假设依然具有较高的可能性。

图表8：私人消费和政府支出仍然是美国经济的主要推动因素（单位：%）



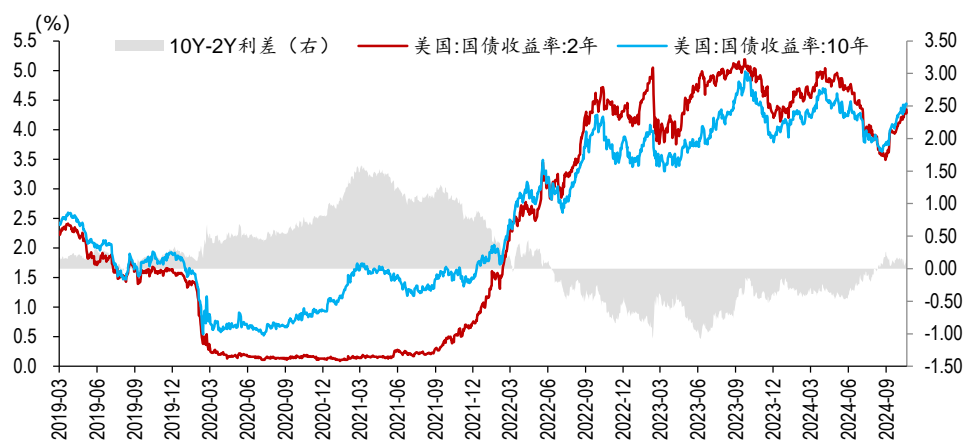
资料来源：Wind，中信建投

3.3 美债利率料下行为主

展望未来，当前长端美债利率已经攀升至4.4%以上，倾向于认为明年美债利率大概率以下行为主。

近期美债市场的走势主要受到经济和政治因素的共同作用。一方面，此前过度预期的快速去通胀以及经济衰退被实际数据证伪，美国经济数据和通胀数据表现出较强的韧性，这直接导致利率出现大幅反弹。另一方面，特朗普成功当选并掌控国会后，在“特朗普交易”的市场预期下，普遍认为财政支出将会扩容，再加上通胀压力，利率中枢会随之抬升。此外在货币政策态度上，近期美联储官员发声减少且明显转向鹰派，而特朗普有意加强对美联储的直接管理，实质是期望货币政策能够与经济形势相配合。尽管特朗普主张的对内减税、对外加关税政策确实会对美国经济和通胀产生提振作用，进而推高美债收益率中枢，但需要注意的是，目前10Y美债隐含的通胀预期已升至较高水平，市场降息预期也已调整至中性偏悲观，上述因素的定价已略微超出基本面的实际情况，因而对美债收益率的上行驱动将会逐渐减弱。同时考虑到美国仍然处于降息周期，特朗普上台后其政策既有关税对美国通胀的正向推动，也有压制工会对工资通胀的负向影响，总体而言美债利率继续大幅上行的风险不大，预计2025年将呈现下行态势。

图表9: 美债利率再次走高, 但 10-2Y 利差回正



资料来源: Wind, 中信建投

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/118051142056007003>