



债券年度报告

水到渠成，股债双牛——固定收益 2025 年投资策略

证券分析师

吕品

资格编号：S0120524050005

邮箱：lvpin@tebon.com.cn

严伶怡

资格编号：S0120524110003

邮箱：yanly@tebon.com.cn

金晓溪

资格编号：S0120524110002

邮箱：jinxx@tebon.com.cn

研究助理

苏鸿婷

邮箱：suht@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **基本面：内外分化，温和复苏**
- **房地产：“量”有改善契机，企稳动能关键或在“价”的止跌回升。**预计政策带动下地产销售增速中枢整体有望向上修复，但地产投资增速短期较难逆转，2025 年全年增速或仍经历磨底。从政策端出发，房地产市场企稳到达拐点需经历“量”→“价”、二手房→新房的传导过程。按照领先关系，传导至新房企稳至少需要到明年一季度末。
- **消费端：财富效应主导，价格水平或表现温和回升。**地产周期→消费周期传导，经历替代效应向财富效应的转变。因此，在财富效应主导的关系中，房价能否企稳或成为消费能否开启上行周期的关键因素。此外，价格端修复有赖于政策加码催化，目前来看政策仍有加力空间：1998 年开启三年国企改革脱困去产能、定向发行 2700 亿元特别国债补充银行资本金、1998-2002 年央行累计下调 1 年期存款基准利率和贷款基准利率 369BP 和 333BP。
- **出口：外需不确定性高，或为明年边际拖累项。**近年来出口结构逐渐调整，我国对美出口占比小幅下降，对东盟地区出口占比提升，出口结构逐渐调整。预计 2025 年造成出口不确定因素之一或来自于特朗普上任后贸易环境的变化。若本轮加增关税导致对美出口商品总额减少 30%，约占 2023 年中国全年 GDP 0.9 个百分点，同时出口结构调整和政策刺激有望对冲部分风险。
- **社融：政府债加码托底，实体融资需求等待企稳。**今年以来社融增速整体下行，多数月份实际增速表现不及预期，政府端支撑特征较强。预计明年社融增速全年中枢企稳，政府债融资仍是主要支撑，股票融资有望回暖。整体来看，2025 年社融增速整体有望回升，高点或在年中。当前 M1 同比增速跌幅已出现收窄，有望在年末或明年年初进入磨底期，能否企稳转正或依赖微观主体活力回升。
- **政策：化债是核心，支持性货币政策延续**
- **明年财政是重点发力方向，或将在三个层面重点发力：**一是化债，通过增加地方债限额的形式，以显性债务置换隐性债务，规模在 3 年 6 万亿左右，今年或开启发行 2 万亿；二是补充大行资本金以改善银行资本金不足问题，参考 1998 年情形，预计通过发行特别国债的形式，不计入赤字，规模可能在 1 万亿左右。三是扩大内需支持地产与“两重”建设。预算内主要靠提高赤字和增加专项债额度，预算外继续发行超长期特别国债支持。预计明年赤字规模 4-5 万亿左右（赤字率 3.5%），专项债额度提升至 5 万亿（其中 2 万亿用于化债），特别国债继续发行，其中 1 万亿用于资本金补充。总结来看，明年中央和地方广义财政新增总融资可能较今年或有明显提升。但另外也要关注，一方面财政是否面临项目少、资金闲置问题；另一方面化债和建设的积极性可能存在此消彼长。
- **明年货币政策将是财政重要的配合手段，宽财政离不开宽货币。**参考 2015 年债务置换元年的货币政策，2015 年财政部先后下达三批置换债券额度共 3.2 万亿，地方债供给压力显著增加。与此同时，2015 年也是“降准大年”。我们预计，一方面明年或仍有降息，幅度合计可能在 20-30BP，以降低实际利率，改善市场价格预

期；另一方面，降准和国债买入、买断式逆回购的操作力度可能会增加，以应对明年较高的债券供给。

● **机构行为：需求仍有增量，但或难比今年**

- 保险规模增加，负债成本下降，债券刚性配置有下限，保险端的配债资金依然稳定；小行买债行情难再现，在长债的参与度可能回归中性，其相对精准的波段操作仍具有参考性；理财面临低波模式弱化与低静态收益压力，或迎低速增长，但流动性管理加强难有大型赎回的负反馈，规模上来说，若权益牛市未必代表理财规模下降；债基面临工具化，规模上波动性较大，且面临股市分流，增量资金可能有限；明年发债压力大，央行买卖国债可能更多侧重于“买”，跟踪大行短债净买入或仍是有效指标。

● **债市展望：水到渠成，股债双牛**

- **明年基本面温和复苏，预期先行但现实或有时滞，货币宽松周期尚未结束，预计利率呈倒N型走势，10年期国债收益率在1.7%-2.0%区间波动。**上半年在降息推动下或接近1.7%，仍可保持一定久期，下半年可能接近基本面验证的时间窗口，利率或反弹至2.0%附近，但也难以大幅偏离政策利率。

- **30年利率同步下行，区间或在1.85%-2.20%，30-10Y利差难再极致收窄。**今年尤其是上半年30年行情火热，一部分源于债市投资者在杠杆策略收益薄的情况下被迫转向拉久期，另一方面我们认为可能也源于部分商品、权益投资人的参与，导致30-10Y利差极致压缩，最低达到10BP左右。随着权益市场的回暖，此类资金可能会逐步退出，那么30-10Y利差可能再难出现过热压缩，或在15BP-20BP区间震荡。

- **风险提示：**央行超预期收紧货币政策、理财大规模回表引发市场波动、机构行为大幅趋同形成正反馈。

内容目录

1.	基本面：内外分化，温和复苏.....	6
1.1. 房地产：“量”有改善契机，企稳动能关键或在“价”的止跌回升.....		6
1.1. 消费端：财富效应主导，价格水平或表现温和回升.....		9
1.2. 出口：外需不确定性高，或为明年边际拖累项.....		12
1.3. 社融：政府债加码托底，实体融资需求等待企稳.....		14
2. 政策：化债是核心，支持性货币政策延续.....		16
2.1. 财政政策.....		16
2.2. 货币政策.....		18
3. 机构行为：需求仍有增量，但或难比今年.....		20
4. 债市展望：水到渠成，股债双牛.....		23
5. 风险提示.....		24
信息披露.....		25

图表目录

图 1: 地产投资增速与 GDP 增速 (%)	6
图 2: 地产投资端当月同比 (%)	6
图 3: 收储政策效果测算	6
图 4: 供需视角的房贷价格	7
图 5: 一线城市: 30 大中城市商品房成交面积当周值 (万平方米)	7
图 6: 城镇储户问卷调查信心指数	8
图 7: 商品房销售面积与二手住宅价格指数当月同比增速 (%)	8
图 8: 一线城市: 二手住宅和新建住宅价格指数环比增速 (% , MA=6M)	9
图 9: 社零增速、商品房销售增速与二手住宅增速 (%)	9
图 10: 社零增速 (%)	10
图 11: 贷款余额同比增速与出口同比增速 (%)	10
图 12: 固定资产投资、房地产投资同比增速 (%)	10
图 13: CPI 与 PPI 当月同比增速 (%)	11
图 14: 消费券发放的情景测算 (亿元, %)	11
图 15: CPI 当月同比季均中枢增速 (%)	12
图 16: 出口对 GDP 同比的拉动率/贡献率	12
图 17: 2018.3 至今中国出口地区结构变化	12
图 18: 特朗普首个任期内美对其进口中国商品实际平均关税税率	13
图 19: 特朗普第一任期政策与本次大选政策主张对比	13
图 20: 2024 年 1-10 月社融分项平均拉动增速百分点	14
图 21: 社融增速及 wind 一致预测 (%)	14
图 22: 2024 年 1-10 月信贷分项平均拉动增速百分点	15
图 23: 人民币贷款同比增速 (%)	15
图 24: 宽口径 M1 同比增速 (%)	16
图 25: 财政规模预测 (亿元)	17
图 26: 2023 部分地方财政审计报告中关于资金闲置的相关表述	18
图 27: 化债背景下, 城投融资受限 (亿元, 12 月移动平均)	18
图 28: 央行新设货币工具	19
图 29: 2015 年货币政策 (%)	19
图 30: 保险今年配债力度较强 (亿元)	20
图 31: 人身险资产运用规模同比增速 (%)	20

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/848000013027007001>