

# 正文目录

一、2024 回顾：基本面韧性支持美股上涨，宽货币与政策预期推动国内股债双牛 .....	5
1.1 海外：美国居民消费保持韧性，仍处于软着陆通道中 .....	5
1.2 国内：内需回落，价格疲软，资金中枢下移 30BP .....	7
1.3 机构行为：银行缩表，基金理财增配，保险保费高增 .....	11
二、“稳增长”发力期，债市如何交易？怎样走出方向？ .....	14
2.1 预计 25 年是财政大年，基准情形是基本面温和修复 .....	14
2.2 M1 与信贷脉冲是布局交易的关键线索 .....	16
2.3 25 年金融数据及政策预期 .....	18
三、特朗普 2.0 对美国货币政策及国内基本面的影响 .....	19
3.1 红色横扫，贸易、移民和减税政策即将出台 .....	19
3.2 特朗普 2.0 的经济影响：通胀上行压力大于增长下行压力 .....	22
3.3 美货币政策路径的变化：滞胀是确定的，幅度和节奏充满变数 .....	23
3.4 5000 亿美元对美出口如何影响我国经济？ .....	25
四、债市策略：不预设，顺势而为 .....	27
五、风险提示 .....	28

# 图表目录

图表 1	24 年美国服务业景气度回升 (%)	5
图表 2	24 年美国 GDP 增速保持稳健 (%)	5
图表 3	24 年美国住房通胀回落是主要贡献项 (%)	5
图表 4	非住房核心服务通胀呈现粘性 (%)	5
图表 5	24 年美国失业率从低点持续上行 (%)	6
图表 6	24 年美国时薪增速放缓 (%)	6
图表 7	前三季度美元整体震荡，四季度则因特朗普交易突破前高 (点)	6
图表 8	美国股强债弱 (点, %)	7
图表 9	黄金跑赢工业品 (%)	7
图表 10	价格整体回落 (%)	7
图表 11	政策利率与资金中枢下移 30BP(%)	7
图表 12	2024 年全年股债双牛，权益跑赢债券 (%)	8
图表 13	收益率曲线牛陡，短端与超长端表现更强 (%)	8
图表 14	24 年以来 10Y 国债收益率变动及影响债市的政策事件回顾 (%)	9
图表 15	资产荒背景下，全年信用利差压缩，市场博弈久期和信用下沉 (BP)	10
图表 16	24 年高等级二级资本债走势 (%)	10
图表 17	24 年低等级城投债走势 (%)	10
图表 18	大行整体缩表但购债未缩 (亿元)	11
图表 19	24 年大行对国债大幅净买入 (亿元)	11
图表 20	大行在国债上买短卖长 (亿元)	11
图表 21	小行整体缩表，且收缩购债 (亿元)	12
图表 22	农商行 24 年增大了国债的买入力度 (亿元)	12
图表 23	农商行跟随国债收益率拉长久期	12
图表 24	负债扩容，尤其是同业存单和信用债 (亿元)	13
图表 25	理财稳定偏好信用、存单和政金债 (亿元)	13
图表 26	广义资管户增配集中在 2 季度 (亿元)	13
图表 27	基金较往年更多参与超长债，久期抬升主要发生在上半年 (亿元)	13
图表 28	保险年内累计债券净买入/新增保费，24 年配债占比不高 (%)	14
图表 29	险资配债较去年偏好利率债，尤其是国债(亿元)	14
图表 30	二季度后二级买入国债久期高于往年(单位：年)	14
图表 31	三轮财政发力中的前两轮均成功推动基本面恢复 (%)	15
图表 32	前三季度出口累计拉动 GDP 同比-0.7% (%)	15
图表 33	根据 11 月人大会通稿，预计 2025 年财政政策有所发力	16
图表 34	M1 同比、信贷脉冲同步，较 10Y 国债利率有一定领先性 (%)	17

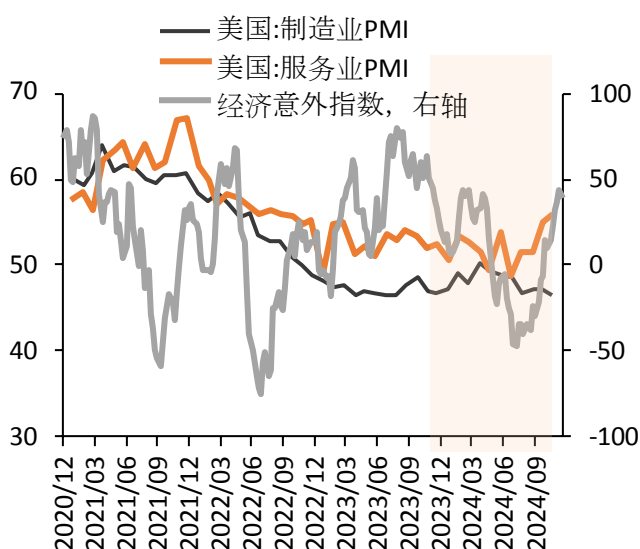
图表 35	票据融资同比是 M1 同比的领先指标 (%)	17
图表 36	票据同比领先 M1 情况 (月)	17
图表 37	FR007 一年互换季节性表现 (%)	18
图表 38	10Y 国债季节性表现 (%)	18
图表 39	M1 对地产销售面积有一定领先性 (%，万平方米)	18
图表 40	地产销售面积持续改善以后，对应价格企稳 (%)	18
图表 41	主要金融数据&通胀数据预测 (%)	19
图表 42	通胀预计明年波动中企稳回升 (%)	19
图表 43	21-23 年，移民涌入较大的行业平均时薪增速放缓 (%)	20
图表 44	21 年以来，外国移民对美国劳动力贡献增大 (%)	20
图表 45	特朗普政府可能的加征关税的方式	20
图表 46	17 和 18 年美国 301 调查流程历经 10 个月，预计本轮关税落地速度将更快	21
图表 47	特朗普竞选主张对赤字的影响 (十亿美元)	21
图表 48	特朗普税收政策面临财政可持续性压力 (%)	22
图表 49	从 GDP/税收指标观察减税的机会成本 (%)	22
图表 50	25 年不同政策对实际 GDP 和通胀的影响 (%)	22
图表 51	25 年不同政策组合对实际 GDP 和通胀的影响 (%)	22
图表 52	特朗普明年政策节奏估计	23
图表 53	特朗普第一个任期首年政策大事记	23
图表 54	21 年美联储对疫情扰动下的高通胀容忍度较高 (%)	23
图表 55	16 年 12 月 SEP 预测中，美联储上调次年利率预测 (%)	23
图表 56	进口价格大概需要 2-3 个月传导至消费者价格 (%)	24
图表 57	今年下半年的低基数也增加了明年的通胀压力 (%)	24
图表 58	目前失业率对职位空缺正变得更加敏感 (%)	24
图表 59	利率期货市场预计至明年底美联储将降息 70BP 左右 (次，%)	25
图表 60	纽约联储预测实际中性利率 0.7-1.2%，当前至中性利率仍有 4-5 次降息 (%)	25
图表 61	短期的关税影响测算 (十亿美元，%)	26
图表 62	18 年，央行主要以降准提供流动性，同时通过中间价调控贬值节奏 (%)	26
图表 63	假设汇率贬值 5%，需额外补充的政策规模 (亿元)	26
图表 64	18 年 Q4 美国对华平均关税税率提升 9%，2019 年关税再度提升 7% (%)	27
图表 65	人民币汇率变动节奏跟随关税公告时间	27

# 一、2024 回顾：基本面韧性支持美股上涨，宽货币与政策预期推动国内股债双牛

## 1.1 海外：美国居民消费保持韧性，仍处于软着陆通道中

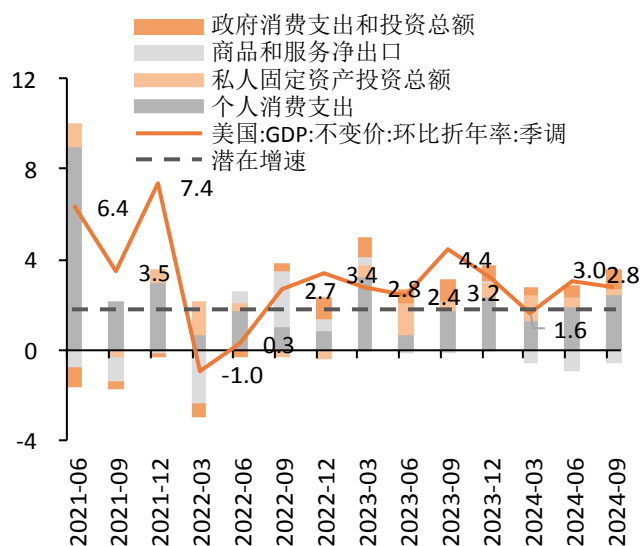
24 年居民消费支撑经济表现，美国处于“软着陆”路径中。结构上，高利率压制下住房消费仍旧低迷，住房通胀回落；但服务业景气度提升、服务类通胀有黏性，整体通胀回落较为平缓。虽然美国整体处于经济稳健、通胀回落的软着陆通道中，但风险因素也在积累，美国失业率从低点开始上行，时薪增速放缓，劳动力市场面临不确定性拐点。如果劳动力市场进一步走弱，可能加重居民消费和经济增长的下行压力。资产方面，美股和商品上涨，美债与美元震荡，风险资产好于避险资产，节奏上在降息交易与选举交易之间市场预期调整频繁。

图表1 24 年美国服务业景气度回升 (%)



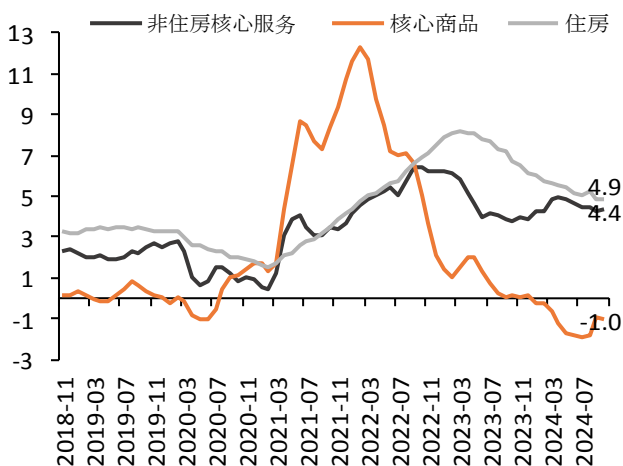
资料来源：Bloomberg，

图表2 24 年美国 GDP 增速保持稳健 (%)



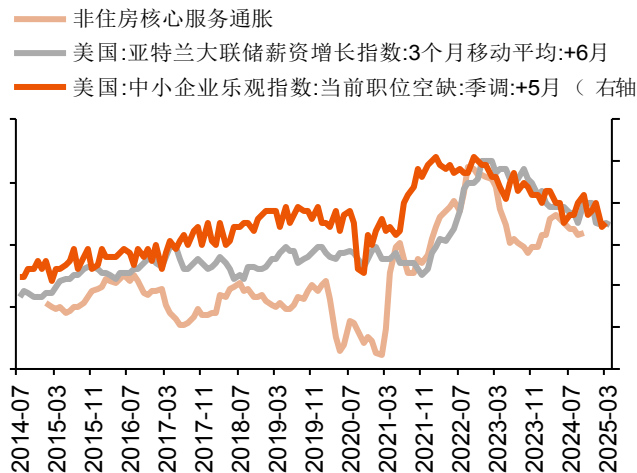
资料来源：WIND，

图表3 24 年美国住房通胀回落是主要贡献项 (%)



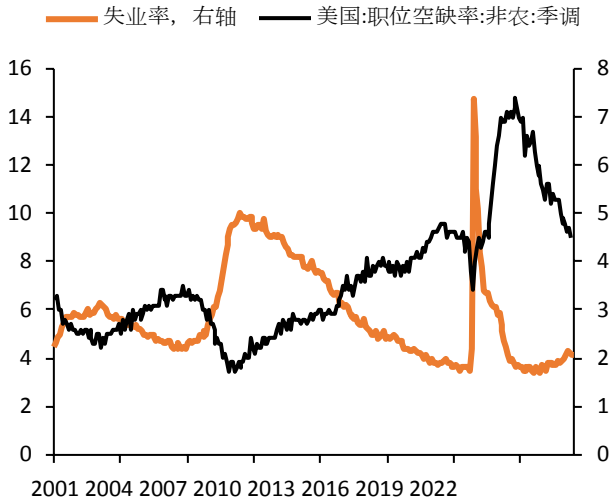
资料来源：Bloomberg，

图表4 非住房核心服务通胀呈现粘性 (%)



资料来源：WIND，

图表5 24年美国失业率从低点持续上行(%)



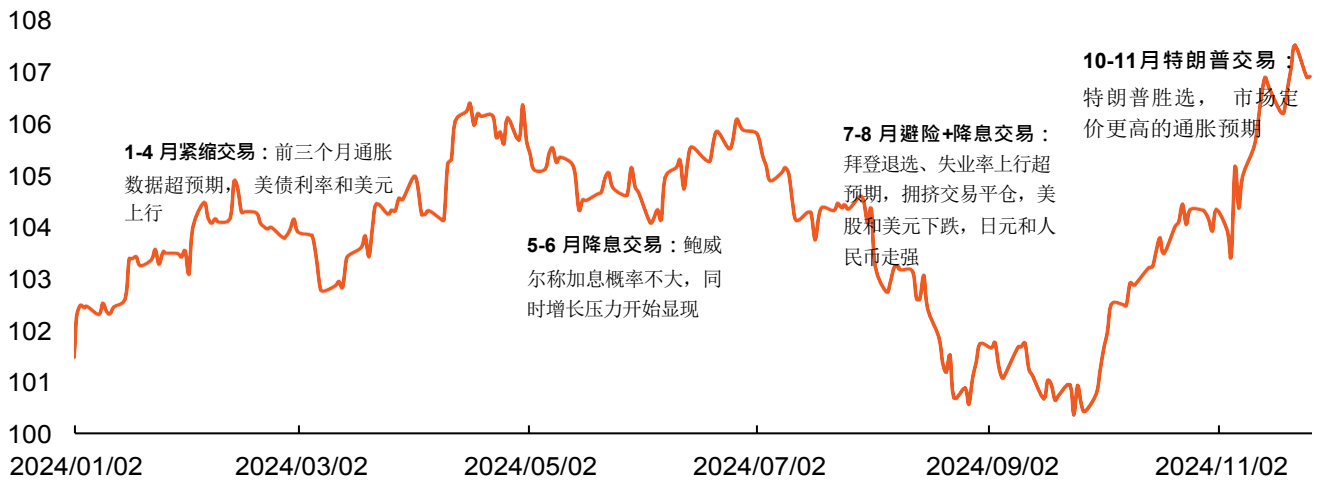
资料来源: WIND,

图表6 24年美国时薪增速放缓(%)



资料来源: WIND, Bloomberg,

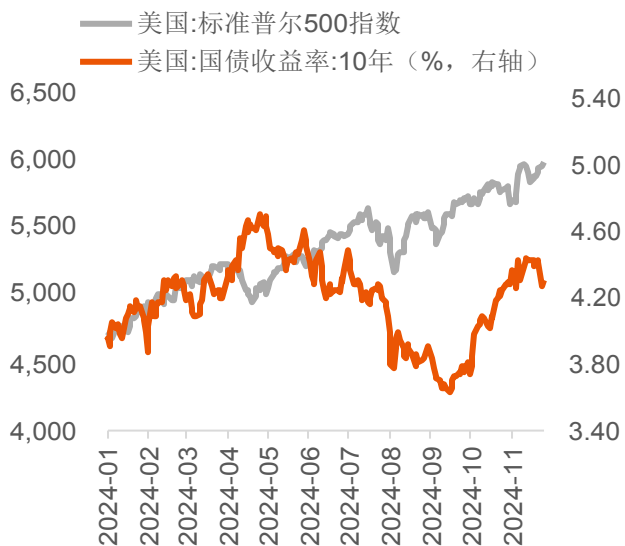
图表7 前三季度美元整体震荡,四季度则因特朗普交易突破前高(点)



资料来源: WIND,

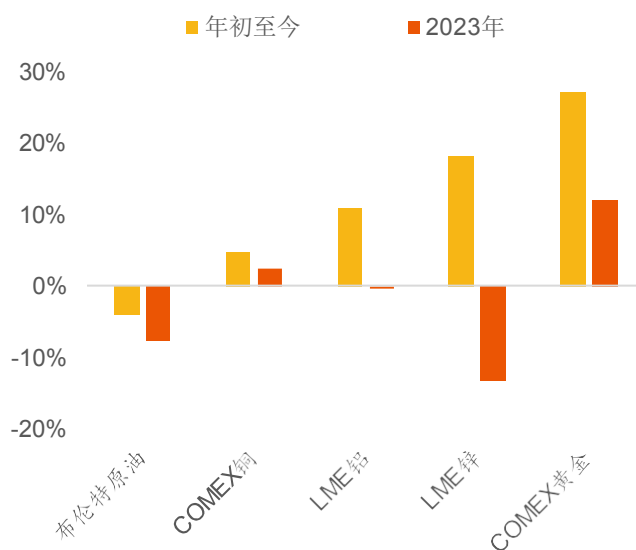
注: 数据截至 24年 11月 26日

图表8 美国股强债弱 (点·%)



资料来源：WIND，注：  
数据截至 24 年 11 月 26 日

图表9 黄金跑赢工业品 (%)



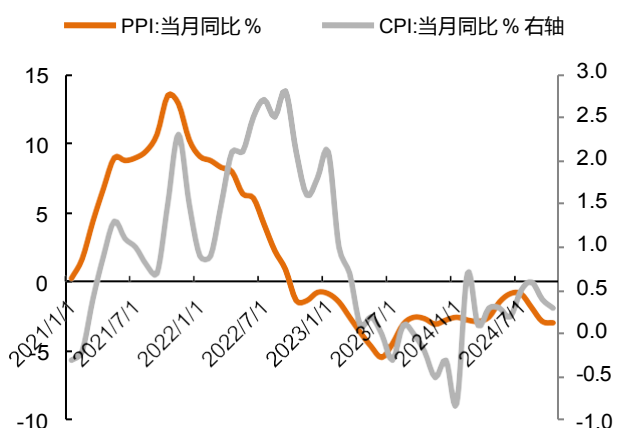
资料来源：WIND，注：  
数据截至 24 年 11 月 26 日

## 1.2 国内：内需回落，价格疲软，资金中枢下移 30BP

供给过剩&内需回落，价格整体回落。2024 年 CPI 和 PPI 整体有所回升，但仍处在负数区间，反映当下总供给过剩。CPI 同比从 2024 年 2 月开始由负转正后在 0-0.5%之间上下波动，PPI 同比低位回升，总需求不足依然是当前中国经济的主要矛盾。

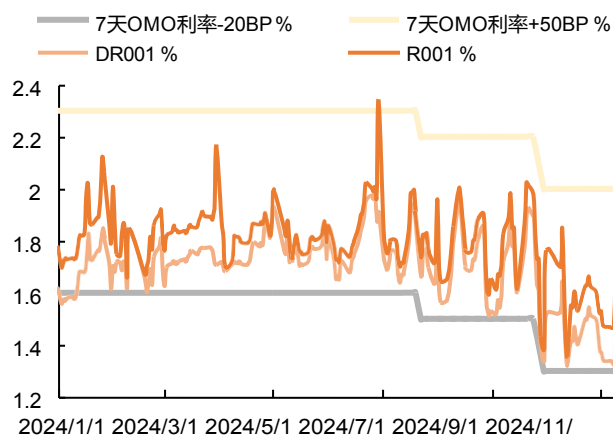
**2024 年政策利率与资金中枢下移 30BP。**2024 年 7 月央行创设临时回购利率工具，随后将隔夜利率控制在非对称利率走廊所划定的区间之内。2024 年 7 月和 9 月两次降息，7 天逆回购利率共计下降 30bp。

图表10 价格整体回落 (%)



资料来源：WIND，

图表11 政策利率与资金中枢下移 30BP(%)

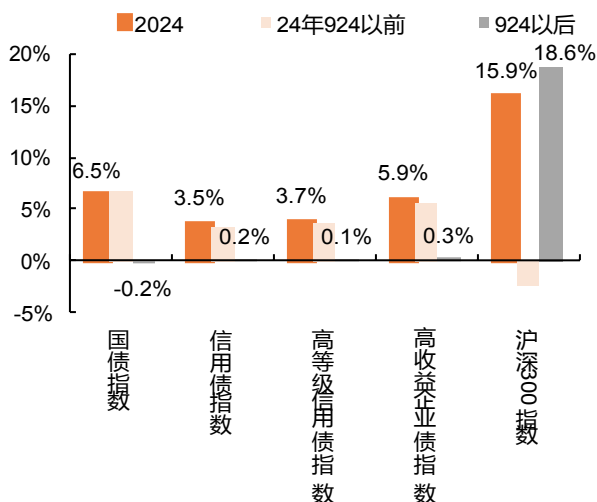


资料来源：WIND，

### 1.2.1 国内-大类资产：股债双牛·债市牛陡

全年股债双牛·权益跑赢债券·信用债跑赢利率。节奏上·924 新闻发布会以前债券跑赢权益，924 以后风险偏好脉冲修复，权益震荡走牛。全年来看，10Y 国债收益率曲线牛陡，短端和超长端表现更强。

图表 12 2024 年全年股债双牛·权益跑赢债券 (%)

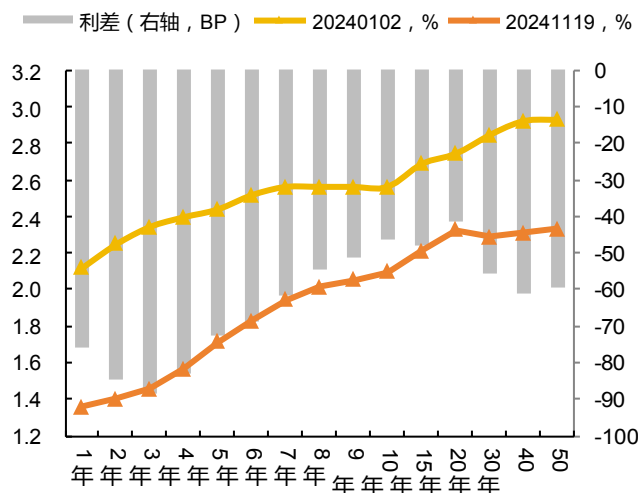


资料来源：同花顺，注：

2024 年数据截至 11 月

19 日

图表 13 收益率曲线牛陡·短端与超长端表现更强 (%)



资料来源：同花顺，注：

2024 年数据截至 11 月

19 日

### 1.2.2 国内-债券：从自发走牛到监管扰动带来的四个波动

2024 年 10Y 国债收益率整体震荡下行·主要有五个阶段：

- (1) 年初至 4 月下旬·市场自发 risk off·长债走牛：1 月 2 日 PSL 重启确认，10Y 国债收益率从 2.56% 波动下行 33BP 至 4 月 23 日的 2.23%；
- (2) 4 月 23 日至 7 月初·监管反复提示长债风险带来第一个波动阶段·长债收益率先上后下：4 月 23 日当晚央行有关部门负责人在接受《金融时报》记者采访时表示，长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，此后监管反复提示长债风险，收益率先上后下至 7 月 1 日的 2.25%；
- (3) 7 月初至 8 月初·监管宣告即将卖债带来第二个波动阶段·长债收益率先上后下：7 月 1 日当天央行宣布将开展国债借入操作，市场对监管即将卖长债的担忧加剧，10Y 国债收益率明显上行，但后续在二季度 GDP 数据不及预期等因素带动下，收益率再度下行至 8 月 5 日的 2.14%；
- (4) 8 月初-9 月·大行开始卖债带来第三个波动阶段·长债收益率先上后下：8 月 5 日大行开始卖债，市场对监管引导大行卖债的担忧渐起，长债收益率再度上行，但后续在降准降息、特别国债开始交易等因素影响下，收益率继续下行 6BP 至 9 月 24 日的 2.07%；
- (5) 9.24 以后的稳增长预期扰动带来第四个波动阶段·长债收益率先上后下：9.24 新闻发布会以来一系列稳增长政策出台，长债收益率快速上升后震荡波动。

图表14 24 年以来 10Y 国债收益率变动及影响债市的政策事件回顾 (%)



资料来源: WIND, 注:

2024 年数据截至 11 月

15 日

资产荒背景下·信用利差全年压缩·市场拉久期、下沉评级。2024 年信用利差变化分三个阶段: (1) 1 月 2 日-8 月 20 日, 信用利差快降。受到基本面走弱和监管整顿手工补息的共同影响, 5YAAA-二级资本债、3YAAA 中短票和 3YAA-城投债信用利差分别变化-28.9BP、-22.4BP 和-195.3BP。(2) 8 月 21 日-10 月 10 日, 信用利差快升。8 月下旬到 9 月中旬理财预防式赎回债基, 9 月下旬稳增长政策明显发力。5YAAA-二级资本债、3YAAA 中短票和 3YAA-城投债信用利差分别变化 26.1BP、36.8BP 和 79.9BP。(3) 10 月 11 日-11 月 22 日。信用利差震荡下降。增量政策暂告一段落, 权益市场回调。5YAAA-二级资本债、3YAAA 中短票和 3YAA-信用利差分别变化-5BP、-22BP 和-16.5BP。



图表15 资产荒背景下，全年信用利差压缩，市场博弈久期和信用下沉（BP）

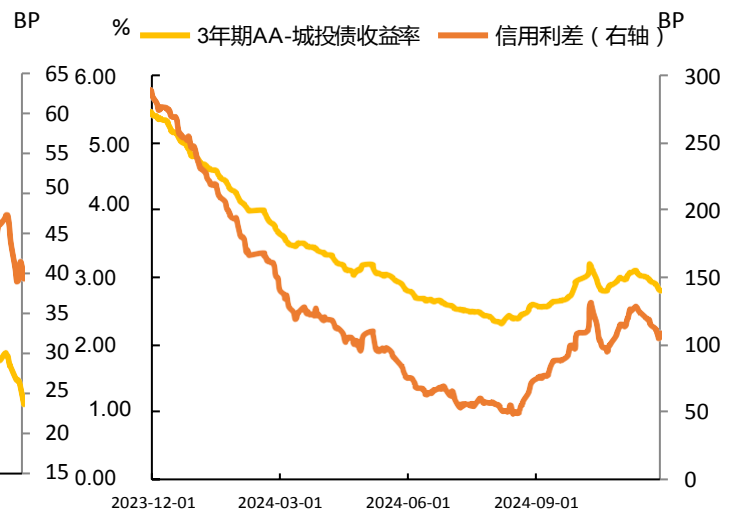
		收益率变化：BP			信用利差变化:BP			期限利差变化：BP		
		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y
产业	AAA	-55.5	-58.4	-65.7	-1.5	-4.5	-1.2	-2.9	-10.3	-7.4
	AAA-	-56.4	-60.7	-70.6	-2.4	-6.9	-6.0	-4.3	-14.1	-9.9
	AA+	-57.4	-63.2	-75.6	-3.4	-9.4	-11.0	-5.8	-18.1	-12.4
	AA	-57.4	-67.2	-81.6	-3.4	-13.4	-17.0	-9.7	-24.1	-14.4
	AA-	-204.4	-194.2	-186.6	-150.4	-140.4	-122.0	10.2	17.9	7.6
城投	AAA	-57.7	-63.6	-63.2	-3.7	-9.8	1.4	-6.0	-5.5	0.5
	AA+	-62.3	-68.6	-71.2	-8.3	-14.8	-6.6	-6.4	-8.9	-2.5
	AA	-64.3	-73.1	-73.2	-10.3	-19.3	-8.6	-8.9	-8.9	0.0
	AA(2)	-66.0	-77.1	-87.2	-12.0	-23.3	-22.6	-11.2	-21.2	-10.0
	AA-	-70.3	-185.6	-216.2	-16.3	-131.8	-151.6	-115.4	-145.9	-30.5
银行 永续	AAA-	-75.3	-74.5	-71.2	-21.3	-20.6	-6.6	0.9	4.2	3.3
	AA+	-76.8	-74.7	-74.3	-22.8	-20.9	-9.7	2.0	2.5	0.5
	AA	-74.8	-72.7	-88.3	-20.8	-18.9	-23.7	2.0	-13.5	-15.5
	AA-	-110.8	-125.7	-137.3	-56.8	-71.9	-72.7	-15.0	-26.5	-11.5
资料来源： WIND， 一级	AAA-	-65.7	-71.8	-72.3	-11.7	-18.0	-7.7	-6.1	-6.6	-0.5
	AA+	-66.7	-70.1	-71.1	-12.7	-16.3	-6.5	-3.4	-4.3	-1.0
	AA	-69.1	-73.1	-75.2	-15.1	-19.3	-10.6	-4.1	-6.1	-2.1
	AA-	-85.1	-83.1	-108.2	-31.1	-29.3	-43.6	2.0	-23.1	-25.1
国开债	-54.0	-53.8	-64.6				0.2	-10.6	-10.7	

图表16 24年高等级二级资本债走势（%）



资料来源：WIND，

图表17 24年低等级城投债走势（%）



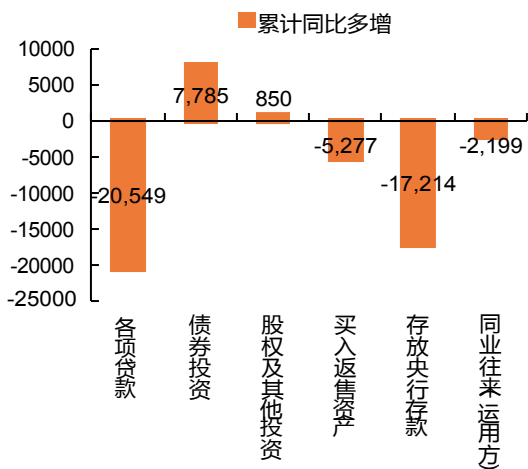
资料来源：WIND，

### 1.3 机构行为：银行缩表，基金理财增配，保险保费高增

#### 1.3.1 大行：缩表但配债需求较强，参与规模增长，买短卖长特征明显

大行整体缩表但购债未缩，缩减贷款和资金拆出&消耗超储。从央行信贷收支表数据来看，2024 年大行资产负债表规模整体缩小，主要是发放贷款、存放央行存款同比大幅减少，但仍积极购债，债券投资累计同比多增 7785 亿元。在二级市场上，传统大行是净卖出方，但 24 年对国债的净买入规模达 7638.82 亿元，且买短卖长，这可能体现了央行的操作思路。

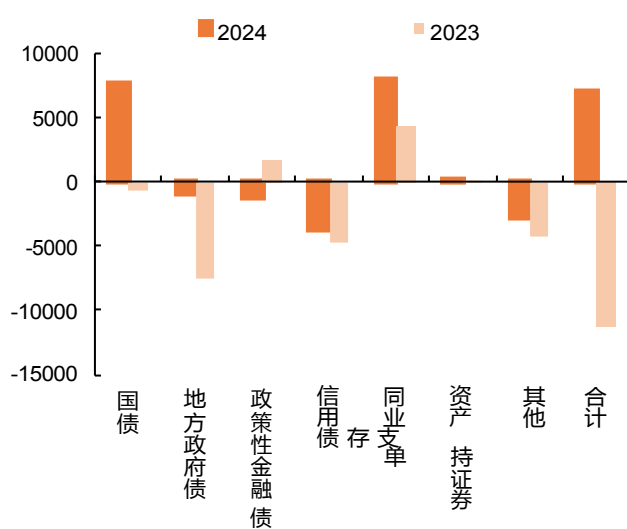
图表 18 大行整体缩表但购债未缩 (亿元)



资料来源：WIND, iData, 注：

24 年数据截至 24 年 10 月

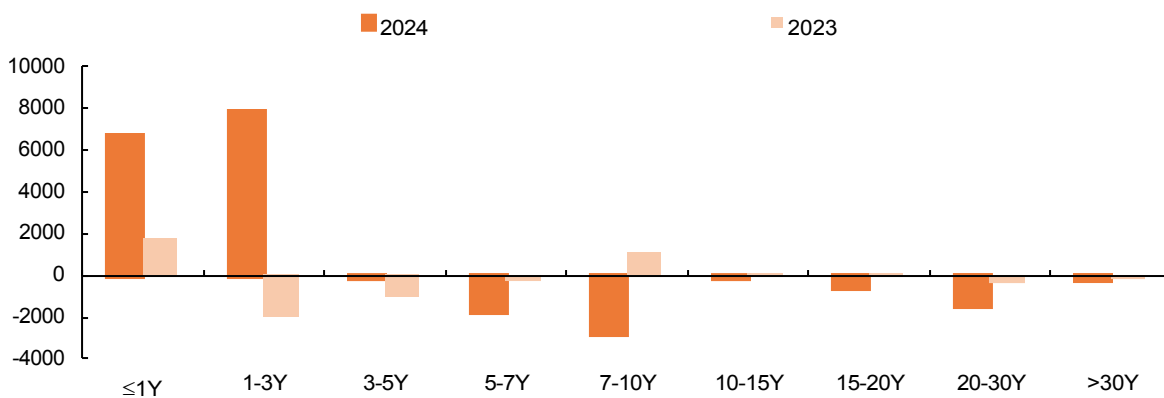
图表 19 24 年大行对国债大幅净买入 (亿元)



资料来源：WIND, iData, 注：

24 年数据截至 24 年 10 月

图表 20 大行在国债上买短卖长 (亿元)



资料来源：iData, 注：

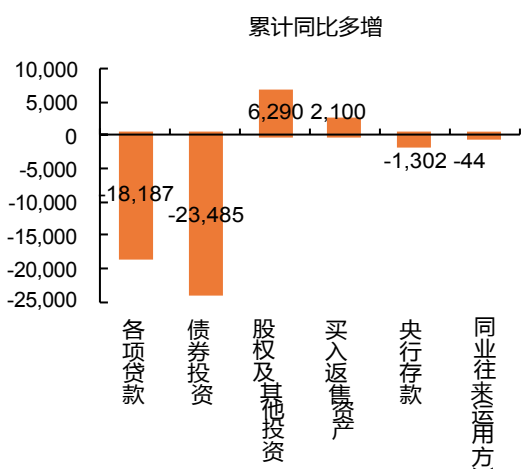
24 年数据截至 24 年 10

月

### 1.3.2 小行：缩表且配债收缩·久期交易受监管约束

小行整体缩表，且收缩购债。从央行信贷收支表数据来看，2024 年农商行资产负债表规模整体缩小，其中债券投资同比少增 23485 亿元。二级市场上农商行维持对同存的偏好，且今年增大了国债的买入力度。农商行跟随国债收益率，在 3 月、5 月、8 月和 10 月四次拉长久期。据财联社报道和中国银行间市场交易商协会公告，3 月监管调研农商行买债，8 月监管处罚常熟农商行、江南农商行、昆山农商行、苏州农商行 4 家农商行。

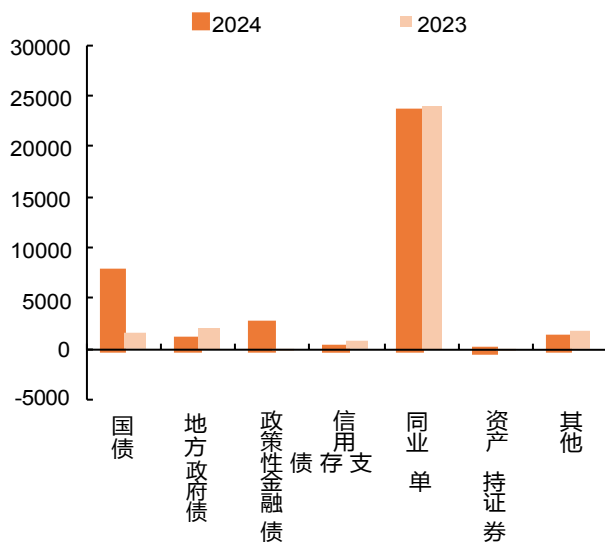
图表 21 小行整体缩表·且收缩购债 (亿元)



资料来源：WIND，iData，注：

24 年数据截至 24 年 10 月

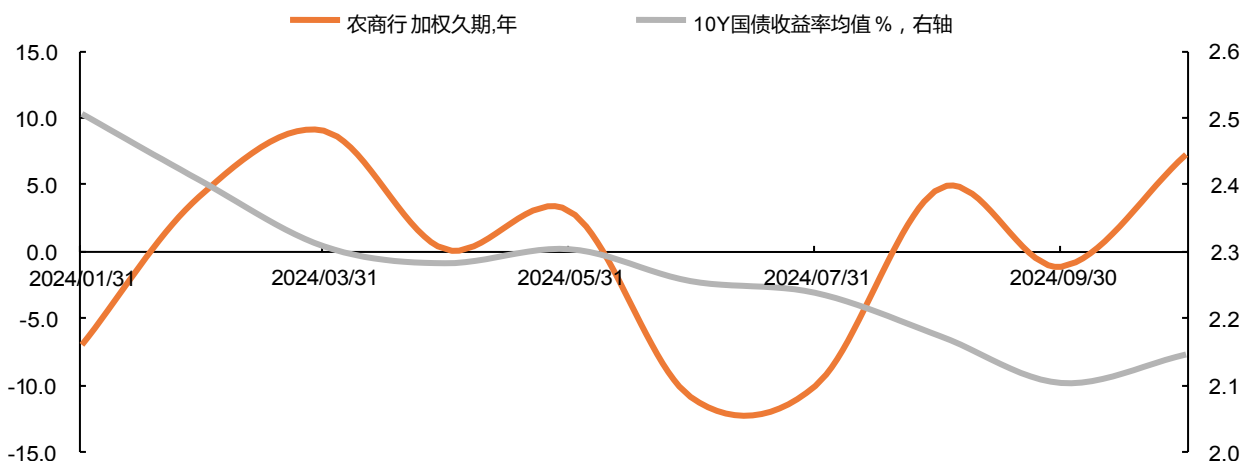
图表 22 农商行 24 年增大了国债的买入力度 (亿元)



资料来源：WIND，iData，注：

24 年数据截至 24 年 10 月

图表 23 农商行跟随国债收益率拉长久期



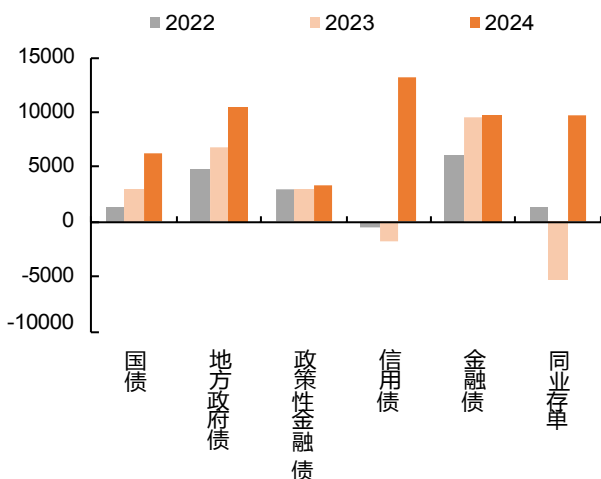
资料来源：WIND，iData，

注：24 年数据截至 24 年 10 月

### 1.3.3 基金与理财：负债端充裕下的全方位增配，基金明显拉久期

广义资管户负债扩容，在二级市场上增配，尤其是同业存单和信用债。节奏上，广义资管户增配集中在 2 季度，1 季度受制于供给偏慢，3 季度以来则受制于权益好转后的资金分流。其中，理财稳定偏好信用债、存单和政金债，基金较往年更多参与超长债，久期抬升主要发生在上半年。

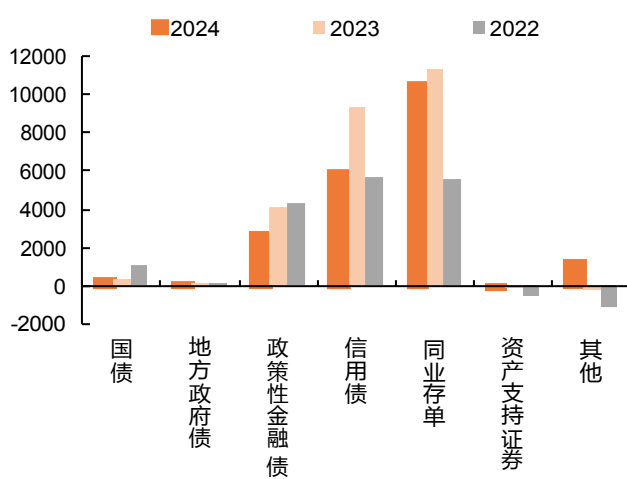
图表 24 负债扩容，尤其是同业存单和信用债（亿元）



资料来源：WIND，iData，普益，

注：24 年数据截至 10 月末

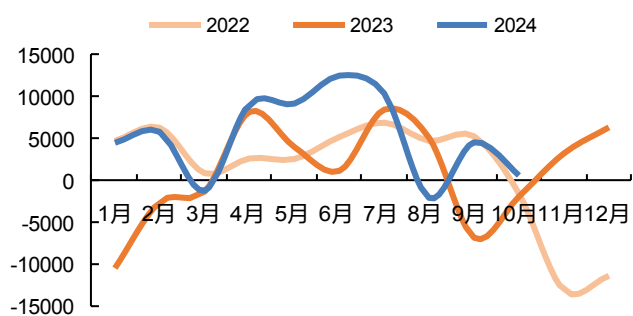
图表 25 理财稳定偏好信用、存单和政金债（亿元）



资料来源：WIND，iData，普益，

注：24 年数据截至 10 月末

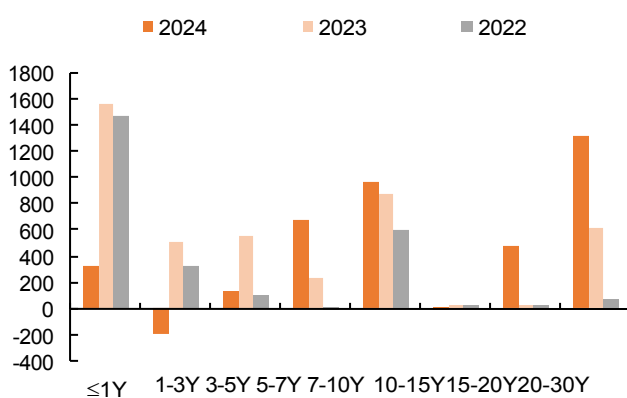
图表 26 广义资管户增配集中在 2 季度（亿元）



资料来源：WIND，iData，普益，

注：24 年数据截至 10 月末

图表 27 基金较往年更多参与超长债，久期抬升主要发生在上半年（亿元）



资料来源：WIND，iData，普益，

注：24 年数据截至 10 月末

### 1.3.4 保险：保费高增但配债节奏较慢，久期缺口有弥合

24 年保费收入高增，但新增保费中配债占比不高。2024 年新增保费累计同比基本维持在 10% 以上，但是从年内累计债券净买入占新增保费的比重来看，配债占比整体低于去年同期。险资配债品种上，今年较去年偏好利率债，尤其是国债，二季度以后，二级买入国债久期高于往年。

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/798056040032007010>