宁证期货 NFC NINGZHENG FUTURES | 真诚·专业·合作·共赢



2025 国债年度报告

亢龙无悔，多空转换年

宁证期货投资咨询中心

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1775 号

曹宝琴

投资咨询证号：

Z0012851

从业资格号：

F3008987

摘 要：

2024 年债市继续 2023 年以来的债市牛市，连续两年的债市牛市行情，需要我们思考，牛市还能走多远，是否会出现急转直下的下跌行情。展望 2025 年，我们认为债市牛市行情上方空间有限，但是不会出现急转直下的行情反转，国债是一个缓慢寻顶，多空转换的一年。

2025 年全球经济依然是一个承压的一年，是一个缓慢复苏的一年，其中特朗普的二次执政及美联储的降息节奏给全球经济复苏带来诸多不确定性。而贸易摩擦依然是 2025 年的主要考虑因素，而作为全球第二大经济体，重要的工业贸易国，贸易摩擦及关税措施，依然是我国重要的考虑因素，但影响程度或弱于 2018 年，展望 2025 年，外在经济政策环境对我国依然是一个偏承压的状态。

2024 年，我国实施财政为主，货币为辅的一个逆周期调节过程，由于一季度我国经济整体偏强，处于一个超预期上涨的过程，所以上半年逆周期调节幅度有限，下半年，特别是 9 月美联储降息之后，国内逆周期调节加码，12 月的中央政治局会议进一步定调明年的经济调控基调。展望 2025 年，上半年我国经济依然处于偏弱承压，需要逆周期调节加码的阶段，上半年仍然需要宽松的货币政策为经济复苏保驾护航，所以维持较低的利率环境是客观的选择和必然。但是货币与财政的配合节奏、专项债及地方债的发行节奏等各种因素在 2025 年上半年或影响到国债期货行情走势的节奏，但是对趋势不会有急转直下的转折影响。2025 年下半年，需要考虑经济复苏的节奏和力度，如果我国经济复苏顺利，并且外部环境的不确定性进一步释放，经济复苏的背景下，国债或迎来多空转换，收益率或进入缓慢上升通道，但上升的速度及幅度均较为有限。整体而言，展望 2025 年，国债期货的节奏把握或大于趋势判断，相较前两年，震荡特征或更为明显。

宁证期货投资咨询中心

目录

第 1 章　2024 年国债期货走势回顾 4
第 2 章　经济基本面分析 6
2.1 全球经济下行压力仍存，美联储降息放缓 6
2.2 国内经济持续复苏，复苏力度不及预期 6
2.3 三驾马车，关键看消费 8
第 3 章　货币政策分析 11
3.1 货币政策适度宽松 11
3.2 汇率制约仍需关注 12
第 4 章　财政政策分析 14
4.1 财政依然是主角 14
4.2 关注发债节奏 15
第 5 章 结论与展望 17
免责申明 18

宁证期货投资咨询中心

图表目录

图表 1： 2024 年十年期国债价格走势 4
图表 2： 2024 年二年期国债期货价格走势 5
图表 3： IMF 对全球经济预测 6
图表 4：摩根大通全球制造业 PMI 6
图表 5：经济增长 7
图表 6：工业增加值 7
图表 7：经济景气度 7
图表 8：通胀水平 7
图表 9：就业水平 8
图表 10：工业企业利润水平 8
图表 11：固定资产投资 8
图表 12：社会消费水平 9
图表 13：进出口 9
图表 14：投资、消费及净出口对经济拉动 9
图表 15：利率下降水平 11
图表 16：资金投放水平 11
图表 17：非美主要货币 12
图表 18：中美利差 12

宁证期货投资咨询中心

第 1 章　2024 年国债期货走势回顾

截止到 2024 年 12 月 19 日，国债期货全品种，二年期、五年期、十年期及三十年期，全年均为单边上涨趋势，只是不同的品种波动略有不同。从全年来看，由于三十年期期限利差较大，波动也较大，二年期由于更多锚定的是短端利率，所以波动较为有限。十年期国债是长端利率的代表，十年期国债期货连续合约 2024 年 1 月 2 日开盘为 102.935 元，12 月 16 日收盘为 108.535 元，上涨 5.600 元，上涨 5.44%。

2024 年 1 月 2 日-2024 年 4 月 29 日，在经济下行隐忧犹存，流动性相对宽松，逆周期调节是否需要加强等各种争议中波折前行，而四月底的政治局会议对经济的偏乐观定调，以及一季度经济数据好于预期的背景下，国债期货上涨动力不足。宏观政策依然延续稳增长取向。

2024 年 4 月 30 日-2024 年 8 月 7 日，经济下行压力再度增加，市场悲观预期增加，央行货币政策报告持续释放宽货币预期，市场对降准降息的预期增加，央行不断针对国债长端利率下行过快风险进行监管谈话，并增加公开市场买卖国债业务，防止长端国债利率下行过快，其间国债期货的两次大跌均和该事件有关。

2024 年 8 月 13 日-2024 年 9 月 24 日，通胀下行，通缩风险增加，经济下行压力持续加大，在美联储降息之后，我国开启一系列逆周期调节措施，包括稳定房地产、地方政府化债方案及稳定股市等各项组合措施，风险偏好大幅增加，股债跷跷板使得债市大跌。

2024 年 10 月 8 日-2024 年 12 月 9 日，国庆节之后，股市震荡回调，债市缓慢反弹，由于市场对未来资金的宽松预期不断加强，并且央行提前进行年底流动性干预，在流动性宽松及经济下行压力下，债市再度走强。

2024 年 12 月 9 日-至今，12 月中央政治局会议定调 2025 年经济调控，超逆周期调节及货币政策适度宽松，使得市场对 2025 年利率持续走低预期再度增强，国债跳空大涨，市场对后续降准降息预期持续存在，国债持续上涨，随后央行监管谈话，债市上涨动能减弱。

图表 1：　2024 年十年期国债价格走势



数据来源：博易大师，宁证期货

二年期国债期货2024年1月2日开盘为101.342元，12月16日收盘为102.936元，上涨1.594元，上涨1.57%，由于二年期国债期货相对十年期国债期货不具备期限利差优势，所以上涨幅度相对有限。

二年期国债期货整体走势和十年期国债期货基本一致，除了由于期限利差带来的波动区间的不同之外，在央行针对金融机构进行长端利率下行过快进行约谈时期，短端利率行情会更加明显，因为金融机构这时将关注度由十年期国债期货转为二年期国债期货所致。

图表 2： 2024 年二年期国债期货价格走势



数据来源：博易大师，宁证期货

宁证期货投资

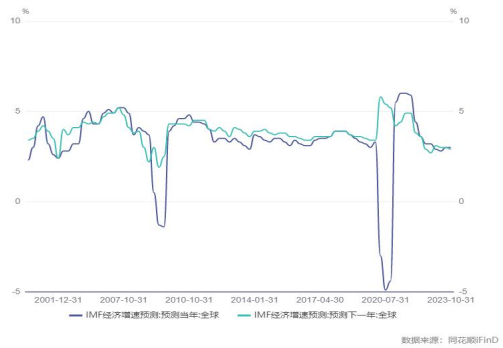
第 2 章　经济基本面分析

2.1　全球经济下行压力仍存，美联储降息放缓

IMF 每个月都对当年和明年的全球经济增长进行跟踪预测，按照 10 月份的最新预测报告显示，IMF10 月预测本年度全球经济增长为 3.0%，预测值较 7 月份持平，但是对明年的经济增长预测值修正为 2.9%，较 7 月份的预测值下降 0.1 个百分点。从 IMF 预测来看，全球经济发展的主要动力依然是来自于新兴经济体，对发达经济体的预测持续稳定在 1.4%，但是对明年新兴经济体的经济增长预测持续下修，从年初的 4.2%下修到 10 月份的 4.0%。

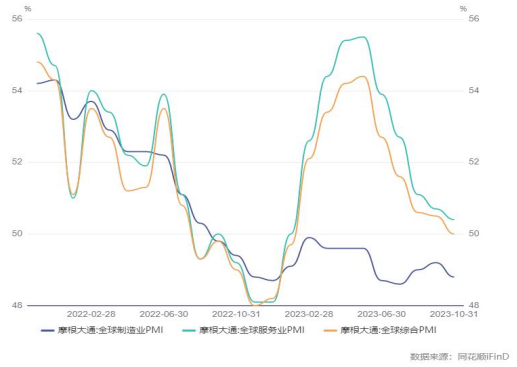
从摩根大通全球制造业 PMI 数据来看，全球制造业 PMI 从 2022 年 9 月开始，持续运行于临界值 50 以下，并且最近 2 个月再度下行，全球制造业景气度持续收缩，全球贸易量萎缩，与逆全球化进程加剧相互验证。摩根大通全球服务业及综合 PMI 依然处于 50 分界线上方，这是疫情后支撑经济的唯一力量。无论从经济景气度指标还是从 IMF 预测来看，明年经济下行压力依然存在。根据美联储 12 月议息会议的最新提示，美联储点阵图已经给出 2025 年降息幅度或有所降低，目前市场预期明年或仅仅降息 2 次，50 个 BP。在这样一个背景下，除了美国之外的非美国家在 2025 年依然面临较大的经济下行压力。

图表 3：　IMF 对全球经济预测



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 4：摩根大通全球制造业 PMI



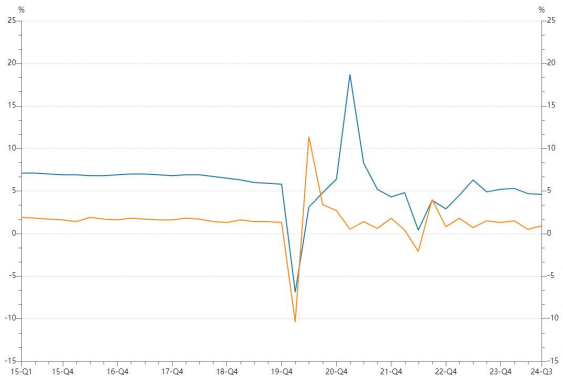
数据来源：IFIND，宁证期货

2.2 国内经济持续复苏，复苏力度不及预期

2024 年前三个季度的经济增长，一季度实际 GDP 同比 5.3%，二季度同比 4.7%，三季度同比 4.6%，虽然三个季度的同比数据持续下降，但是从环比来看，依然为增长状态，二季度环比增长 0.5%，三季度环比增加 0.4 个百分点。经济依然处于缓慢复苏阶段，但是经济增长远不及疫情前水平。从工业增加值来观察，工业增加值上半年在 4 月份达到年内高点 6.7%之后逐步回落，但是

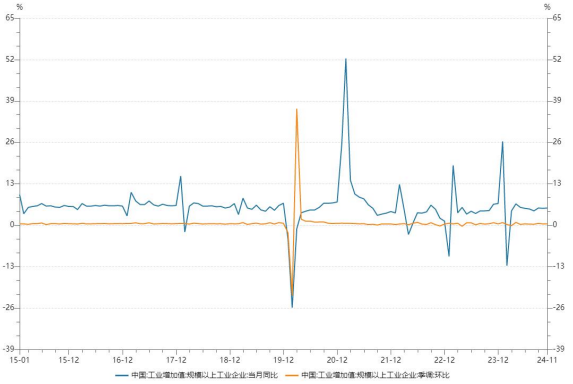
在 8 月份再度步入上行通道，11 月份工业增加值同比 5.4%，无论是环比还是同比，工业增加值与疫情前水平相当。经济总量来观察，经济缓慢复苏，但是二季度及三季度不及年初设定经济增长目标，经济增长幅度不及预期。

图表 5：经济增长



数据来源：IFIND，宁证期货

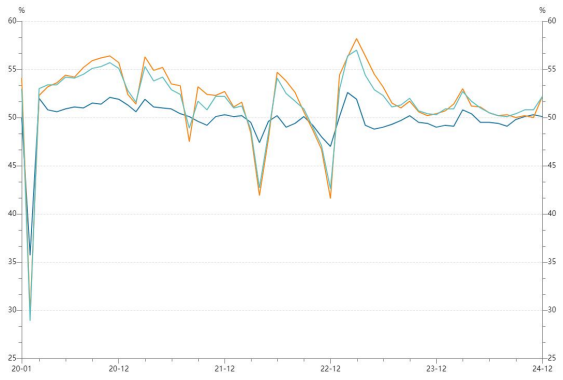
图表 6：工业增加值



数据来源：IFIND，宁证期货

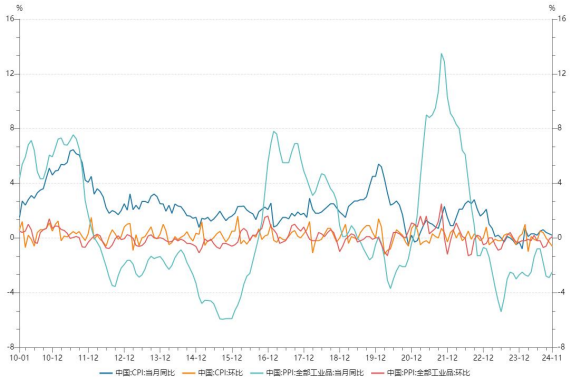
从经济景气度来观察，3 月份景气度达到最高点，综合 PMI 达到 57.0，官方 PMI 之后便一路下滑，8 月份之后便企稳回升，最近两个月景气度制造业和非制造业 PMI 均处于 50 分位数之上，经济持续处于扩张状态，但景气度依然处于 51.0 以下，经济景气度依然较弱。从通胀水平来观察，CPI 同比从 2024 年初以来一直处于 1%以下，并且从 8 月份开始持续处于下行通道，11 月份数据仅为 0.2%，从环比来观察，11 月份环比-0.6%，连续 2 个月为负，表明消费动力不足，通缩压力明显。从 PPI 角度观察，PPI 同比从 2023 年 6 月份开始，企稳反弹，并在 2024 年 6 月份达到高点，之后持续下行，10 月份达到-2.9%，该数据或为年内低点，之后 PPI 同比略有反弹，但反弹幅度较弱。从 PPI 环比来观察，工业品价格持续改善，并且改善幅度较为明显，从 2024 年 8 月份开始，PPI 环比持续回暖，11 月份环比为 0.1%，已经转为正，PPI 持续回升，表明企业利润有持续回升的基础。

图表 7：经济景气度



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 8：通胀水平

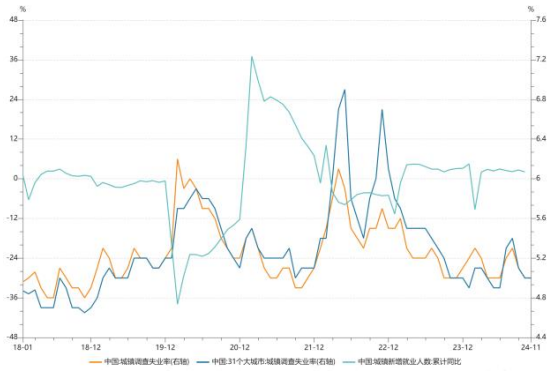


数据来源：IFIND，宁证期货

从就业角度来观察，城镇新增就业人数累计同比数值，除了 1 月和 2 月春节期间的扰动之外，进本维持在一个相对稳定的水平，表明疫情之后，就业的改变已经进入一个常态化和相对稳定的

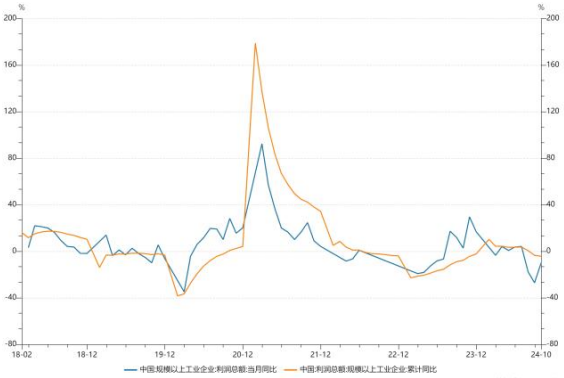
状态，目前该数据维持在 2-3%的水平，与疫情发生前水平基本相当。从失业率角度观察，城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率走势基本同步，只是大城市调查失业率波动相对较大，2024 年上半年该数值依然处于震荡上行的趋势，在 8 月份城镇调查失业率达到 5.3%，基本为年内最高点，之后持续下行，表明经济下半年有所企稳，这和 7 月份政治局会议之后，特别是 9 月份美联储降息之后，稳增长措施加码有关。从工业企业利润来看，2024 年 7 月份之前，工业企业利润当月同比和累计同比依然处于缓慢上升通道，但是在 7 月份之后，大幅下行，并再度转为负值，9 月份后累计同比再度上升，当月同比由 9 月份的-27.1%上升为-10%，但仍为负值。下半年经济复苏整体不及预期。

图表 9：就业水平



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 10：工业企业利润水平



数据来源：IFIND，宁证期货

2.3 三驾马车，关键看消费

从投资、消费及进出口三驾马车来看，2024 年消费始终没有起来，这也是未来需要持续关注的一点。2024 年上半年制造业投资、基建投资及房地产投资累计同比均处于下行趋势，但是制造业投资相对坚挺，也成为稳住经济的中坚力量。2024 年 6 月份之后，由于专项债发行力度增加，基建投资开始发力，新型基建的建设成为 2024 年下半年稳住经济的重要力量，最近三个月基建投资累计同比均在 9%以上，分别是 9.26%，9.35%及 9.39%，依然处于缓慢增加的趋势。房地产投资依然没有太多起色，但是房地产投资下滑力度所有减弱，基本维持在累计同比-10%左右，展望 2025 年，逆周期调节持续加码，工业增加值基本稳定的背景下，基建投资与制造业投资依然是重要方面。

图表 11：固定资产投资



数据来源：IFIND，宁证期货

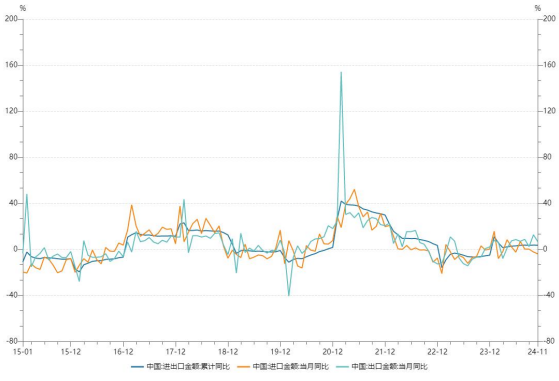
图表 12：社会消费水平



数据来源：IFIND，宁证期货

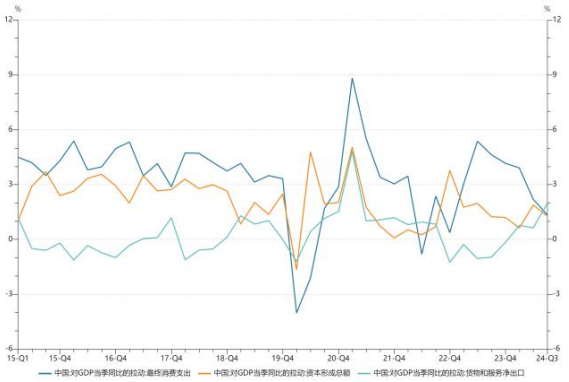
2024 年社会消费品零售总额整体依然低迷，远低于疫情前水平，这和 CPI 同比及环比的持续下滑相互印证。社会消费品零售总额当月同比在 10 月份达到年内最大值 4.8%，11 月份公布数据下滑至 3%左右，从环比来看，9 月份公布数据略有增加，但幅度有限。社会消费品零售总额累计同比从 5 月份开始，公布的数据有所下降，累计同比 5 月份开始下滑至 4%以下，表明下半年，消费也同步减弱。从进出口方面观察，进口当月同比数据从 2024 年 3 月份开始持续反弹，纵观全年，进口当月同比依然具有较大的韧性，近期三个月的数据分别是 6.7%，12.7%和 2.4%，平均在 7.26%，依然处于年内相对高位附近。进口当月同比在 2024 年上半年依然具有较大韧性，到了下半年，进口当月同比持续下行，当月同比从 7 月份公布的高点 6.9%下滑至-3.9%。进出口总额来看，进出口总额累计同比从 3 月份开始，公布的数据缓慢上升，整体处于持续复苏态势，但是复苏的动能较弱。

图表 13：进出口



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 14：投资、消费及净出口对经济拉动



数据来源：IFIND，宁证期货

投资、消费及进出口对经济的拉动作用来观察，疫情之前，消费已经是多年拉动经济增长的

主要力量，投资位居第二位，货物及服务的净出口位居最后一位，这表明，我国经济已经到了靠消费来拉动经济的阶段，消费对经济的拉动已经高达 4-5%，疫情发生后，由于国内疫情和国际疫情发展的不同步，并且疫情控制措施也有所不同，所以净出口一度成为拉动经济的主要力量。从 2023 年 6 月份以来，消费对经济的拉动作用持续减弱，并且进入 2024 年以来有加速下降的趋势。由于消费是收入的函数，虽然目前我国城镇调查失业率已经与疫情前水平相当，但是人均可支配收入的增长仅仅为疫情前 50%的水平，所以消费始终没有实质起色。展望 2025 年，如何增加个人可支配收入，增加消费动能依然是重中之重，只有这样才能尽快使我国经济发展回归正常轨道。

宁证期货投资咨询中心

第 3 章　货币政策分析

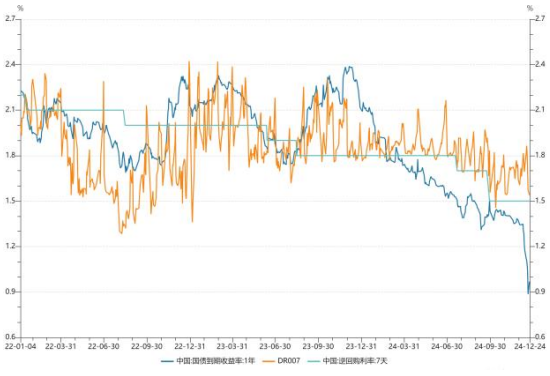
2024 年 12 月中央政治局会议释放出更多积极信号，并进一步指导年底的中央经济工作会议，年底的中央政治局会议对 2025 年的货币及财政政策基本定调，给市场更多信心。其中明确提出 2025 年将实施“更加积极的财政政策和适度宽松”的货币政策，并首次提出“加强超常规逆周期调节”，进一步突出面对国内及国际压力，政策方面的调整和重视。其中对财政政策的表述由“积极”调整为“更加积极”，上一次大规模提升财政刺激要追溯到 2020 年，对货币政策表述由“稳健”调整为“适度宽松”，为 2010 年以来首次，或许意味着对汇率的容忍度可能有所上升。

3.1　货币政策适度宽松

截至 11 月底，2024 年于 2 月 5 日、9 月 27 日两次下调存款准备金率，最新加权平均存款准备金率为 6.6%。并于 2 月、7 月、10 月三次下调五年及以上期限贷款市场报价利率（LPR），该利率最新水平为 3.6%。另外公开市场操作逆回购利率下调两次，短端利率也有所下降。整体来看，2024 年货币宽松的幅度和力度依然为适度宽松，这和年初定调的政策方向基本一致，财政为主，货币为辅。展望 2025 年，货币适度宽松维持经济复苏动能，依然是主基调。

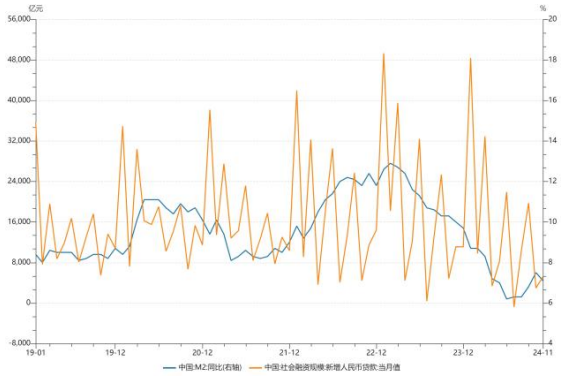
2024 年公开市场逆回购利率由 1.8%下调至 1.5%，下降 30 个 bp，市场利率 DR007 由 2024 年 1 月 2 日的 1.7640%下降到 11 月 23 日的 1.5395%，下降 22 个 BP。但是 1 年期国债利率下行过快，特别是 12 月份之后，大幅下滑，下滑幅度超过 2024 年全年的 50%。但是从资金投放来看，2024 年 M2 增速上半年一直处于震荡下行的阶段，社融规模也同步下行，直到 2024 年 8 月份开始，M2 增速才明显增加并达到年内高点。我国的货币调节体系，已经从总量控制向价格控制过度，由于资金需求不足，所以总量投放的增减，效果已经有限。根据央行多次公开发言，货币政策逐步淡化对数量目标的关注，货币政策框架正处于“由量转价”过渡期。更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用，优化货币政策调控的中间变量，完善货币供应量的统计口径，进一步健全市场化的利率调控机制，适当将利率走廊宽度收窄，以引导市场利率围绕政策利率平稳运行。

图表 15：利率下降水平



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 16：资金投放水平



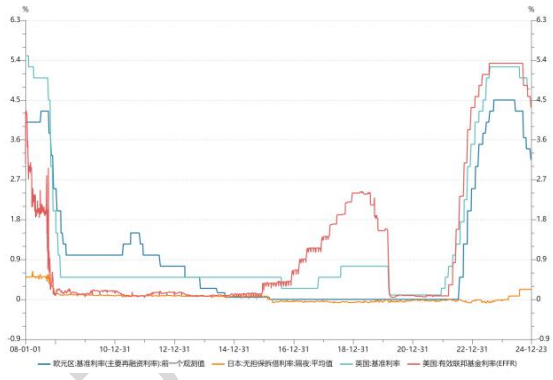
数据来源：IFIND，宁证期货

2024 年，为了推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，贷款利率不断走低。央行多次提及基准利率下调对银行净息差、收益的影响。9 月份下调存款准备金率之前，央行行长表示，经过评估，即将开展的降准及基准利率下调对银行的影响为中性。展望 2025 年，这个因素依然是央行持续关注的因素之一，从化债和货币周期角度来看，利率尚有下行空间，向上拐点短期不会出现，从金融短周期角度来看，明年利率下行过程不如今年顺畅。股市等金融市场的反弹或阶段性的施压债市，债市阶段性反弹风险不可忽视，节奏的把握更加重要。

3.2 汇率制约仍需关注

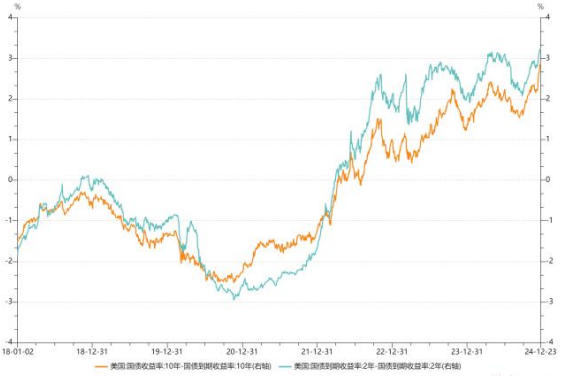
进入 2024 年，市场对美联储的降息预期迟迟并未兑现，市场 3 月份开始，预期 6 月份降息，但是 6 月份经济数据依然表现出较强的韧性，最后 9 月份降息才真正的兑现。通过 12 月议息会议，市场对 2025 年美联储降息幅度普遍减弱，美元如果维持高利率，非美货币虽然可以主动降息，但整体降息幅度有限。目前非美货币利率依然较高，但是普遍预期，2025 年发达经济体在美国优先策略下，依然存在较高的经济下行压力，所以主要发达经济体依然有降低利率的需求。从中美利差来观察，目前无论是短端 2 年期国债利差还是长端 10 年期国债利差均有不断走阔的趋势，并且 2025 年中国逆周期调节预期及美国高利率预期的兑现，中美利差有再度加强的趋势，届时人民币汇率依然处于承压状态，货币政策的宽松或受到制肘。

图表 17：非美主要货币



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 18：中美利差



数据来源：IFIND，宁证期货

虽然，我国货币政策一直为以我为主的政策取向，货币政策宽松主要根据内部需求为准，而不是由外部因素决定，但是外部汇率压力在 2024 年一直是干扰我国货币宽松的重要因素，这从 2024 年 9 月份化债措施、房地产措施及金融市场措施的逆周期政策的出台，是在美联储降息落地之后出台，可见一斑。展望 2025 年，人民币贬值压力依然存在，汇率因素或仍是货币政策宽松需要考虑的重要因素，特别是在把握货币宽松的节奏和时点上有一定帮助。虽然特朗普上台，或主打弱美元政策，但是美国优先政策的关税政策或提振美国制造业，美国经济复苏预期会对美元有一定支撑，与此同时，2025 年美联储降息幅度或有所减弱，非美货币依然处于承压状态，美元依

然为震荡偏强格局。外部因素仍然是把握2025年货币宽松节奏的重要考量因素。展望2025年，下半年货币宽松的政策取向或有所转弱，具体需要观察经济复苏的程度而定。

宁证期货投资咨询中心

第 4 章　财政政策分析

2024 年初两会定调依然实施积极的财政政策。加大支出预算，广义财政扩张，主要通过财政来化解各方面困难，通过刺激消费来拉动经济是年初主要基调。2024 年目标赤字率为 3%，赤字规模 4.06 万亿元，并通过地方政府专项债和超长期特别国债等为重要领域提供资金支持，目前专项债用途扩大，可用于收购土地储备，可用于收购存量商品房用作保障性住房。展望 2025 年，12 月 9 日中央政治局会议定调，将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”。

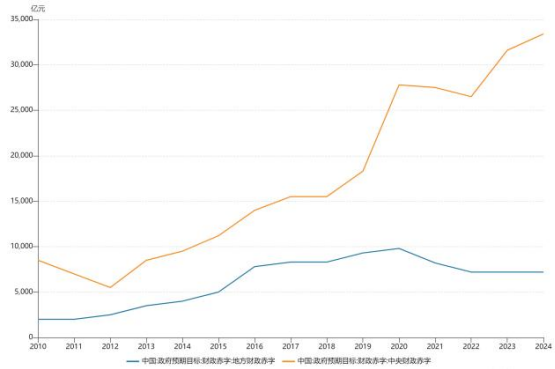
4.1 财政依然是主角

全国财政工作会议 12 月 23 日至 24 日在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度，安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑，适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，大力提振消费，加快推动产业转型升级，深入实施专精特新中小企业奖补政策。

从发达经济体发展的进程来看，由居民和企业加杠杆过渡到政府加杠杆是经济发展的必然规律，也是一国经济体综合国力和影响力增加的具体体现。特别是为防止需求出现螺旋式下降，非常有必要增加中央政府的财政支出。而我国在疫情之前，政府财政赤字上升幅度较为有限，基本维持平稳增长，2018 年底，政府预期目标赤字，中央财政赤字仅为为 15500 亿元，地方财政赤字仅为 8300 亿元，但是到 2020 年底，中央政府预期财政赤字上升为 27800 亿元，地方财政赤字上升为 9800 亿元。财政赤字的增加主要是因为疫情因素，应对疫情的管控和企业减税扶持等各种措施的必然需求。疫情略有缓解之后，2022 年底，政府财政赤字略有降低，中央财政赤字降低为 26500 亿元，地方政府赤字减少为 7200 亿元。随着疫情的放开，企业和个人虽然有大干一场的信心，但是三年没有收入，经济下行压力迫使财政继续加码，而这次主要是中央财政加码，地方财政继续持平于 2022 年底，2024 年中央财政目前赤字为 33400 亿元，是疫情前数据的 2 倍还多。近几年，我国的财政赤字的增加，主要是因为疫情因素及后疫情时代，经济下行压力所致，这既是我国综合国力的发展阶段的必然，也是稳增长，逆周期调节宏观调控的必然需求。

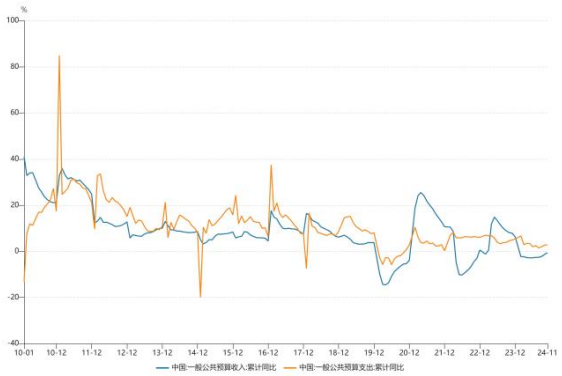
宁证期货投资咨询中心

图表 19：财政赤字率



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 20：财政收入与支出



数据来源：IFIND，宁证期货

从一般公共预算财政收入与支出来看，累计同比在 2014 年之前，为持续下行趋势，2015 年略有上升，但整体相对平稳。疫情发生之后，收入与支出累计同比均有所下滑，但是支出依然大于收入，但是截止到 2020 年底，由于我国疫情管控措施到位，在出口的带动下，财政收入有所增加，一般公共预算收入累计同比大幅增加，并为后续财政继续发力，稳经济增长奠定了基础。2024 年全年观察，支出依然大于收入，并且累计同比处于相对低位，由于需要财政继续发力进行逆周期调节，增加了专项债及超长期特别国债的发行，这和 12 月政治局定调基本相符，即超常规逆周期调节。

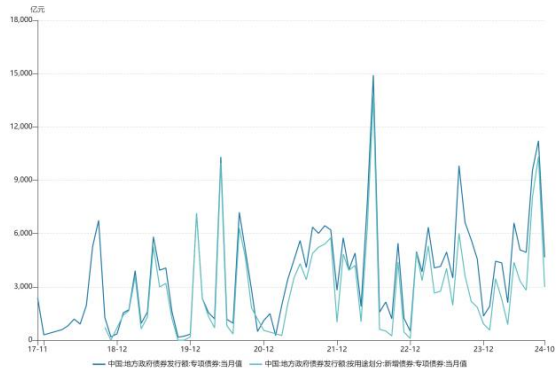
4.2 关注发债节奏

2024 年起连续几年发行超长期特别国债，支持“两重”，即国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。2024 年安排地方政府专项债 3.9 万亿元，地方政府专项债用于支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，超长期特别国债兼顾短期和长期，既可拉动当前投资和消费，又能筑牢长期高质量发展的基础，同时有利于地方财政休养生息，将带来多方面利好。11 月全国人大会议批准增加 6 万亿元地方政府债务限额，专门用于置换隐性存量债务(化债)，分三年实施，另外，连续五年每年从新增地方专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债。今年新增的 2 万亿债务限额已在 11 月陆续启动发行。总体看，明年政府债券供给增加，从供需方面将对债市行情有一定影响。

2024 年我国专项债发行在 4 月份有所加速，两会之后进一步确定了通过增加专项债的发行来为特殊领域的逆周期调节与国家长远发展的重大项目提供资金，截止到 4 月底新增专项债发行 2104 亿，而特殊用途新增专项债 883 亿，到了 2024 年 9 月底新增专项债发行 10329 亿，占总的专项债发行 92.1%，几乎所有专项债的发行全部是特殊用途专项债。展望 2025 年，2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会表决通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，标志着本轮周期下化债方案的靴子落地。本轮化债规模可谓历史最大，新增地方政府债置换额度为主并搭配地方自主压降的双线并行方式进行，但并非由中央直接承接

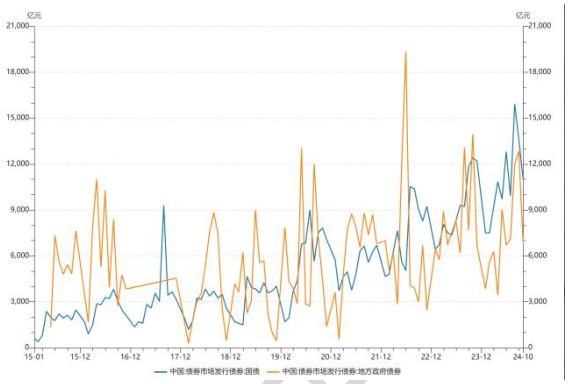
债务或代为还款，而是中央政府为其地方政府信用进行兜底。专项债的发行依然是重要内容。

图表 21：专项债发行



数据来源：IFIND，宁证期货

图表 22：政府债发行



数据来源：IFIND，宁证期货

2024 年政府专项债的发行在 8-9 月份放量，并给债券市场带来一定的供给冲击，展望明年，在 12 月 9 日政治局会议的背景下，正视了当前发展过程中面临的内外部困难，明确了明年的工作目标，确定实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，明年较今年最显著且可见的差异在于，债券供给节奏更加前置。政府债供应于明年上半年放量的概率更高，届时对债券行情的冲击或出现在明年上半年。所以关注明年的债市发债节奏，对把握阶段性行情依然较为关键。展望 2025 年，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”。预计政策组合继续通过逆周期调节，平滑经济周期中的波动，减少负面冲击，政策的着力点依然是修复资产价格和扩大有效需求，改善社会预期。

宁证期货投资咨询

第 5 章 结论与展望

2025 年全球经济依然是一个承压的一年，是一个缓慢复苏的一年，其中特朗普的二次执政及美联储的降息节奏给全球经济复苏带来诸多不确定性。而贸易摩擦依然是 2025 年的主要考虑因素，而作为全球第二大经济体，重要的工业贸易国，贸易摩擦及关税措施，依然是我国重要的考虑因素，但影响程度或弱于 2018 年，展望 2025 年，外在经济政策环境对我国依然是一个偏承压的状态。

12 月的中央政治局会议进一步定调明年的经济调控基调。展望 2025 年，上半年我国经济依然处于偏弱承压，需要逆周期调节加码的阶段，上半年仍然需要宽松的货币政策为经济复苏保驾护航，所以维持较低的利率环境是客观的选择和必然。2025 年下半年，需要考虑经济复苏的节奏和力度，如果我国经济复苏顺利，并且外部环境的不确定性进一步释放，经济复苏的背景下，国债或迎来多空转换，收益率或进入缓慢上升通道，但上升的速度及幅度均较为有限。展望 2025 年，我们认为债市牛市行情上方空间有限，但是不会出现急转直下的行情反转，国债是一个缓慢寻顶，多空转换的一年。但是货币与财政的配合节奏、专项债及地方债的发行节奏等各种因素或影响到国债期货行情走势的节奏。整体而言，展望 2025 年，国债期货的节奏把握或大于趋势判断，相较前两年，震荡特征或更为明显。

宁证期货投资咨询中心

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与宁证期货有限责任公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了宁证期货有限责任公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映宁证期货有限责任公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经宁证期货有限责任公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“宁证期货有限责任公司”，并保留我公司的一切权利。

宁证期货投资咨询中心

宁证期货 NFC NINGZHENG FUTURES | 真诚·专业·合作·共赢

公司总部地址：南京市建邺区白龙江东街 9 号 2 幢二单元 1901 室

全国统一客服热线：025-52865008

网址：www.nzfco.com