

## 因时而变

文/东方红资产管理 固定收益研究团队

### 摘要

- 宏观经济方面**，2025 年全年看，Q1 货币端有望降准降息，财政端有望将发债节奏前置，加上海外订单受益于美国加征关税带来的抢出口，经济有望延续平稳；Q2-Q3 抢出口逐步退坡而数据边际走弱，但随着去产能持续推进、国内工业品价格和产能利用率压力缓解、地产投资同比增速触底，Q4 可能会看到经济再度边际走强，因此预计全年经济数据或呈现 N 型走势，背后是内外需的支撑作用交替。
- 利率债方面**，2025 年宏观主线是上半年房地产价格能否持续企稳，从而下半年能看到 M1 与 PPI 同步回升，内需才能进入正循环并对冲出口回落压力。在此过程中，上半年坚持支持性金融条件具有重要意义，降息周期未尽，利率顺势而为。
- 信用债方面**，年末市场表现强势，二永债已实现较大幅度的修复，目前利差中性偏高，仍有一定配置价值，加之后市降准降息预期高，预计 2025 年高等级信用债配置需求仍强；与此同时，市场在低利率环境下可能发生阶段性的较大幅度的波动，仍建议备好一定流动性仓位等待交易性机会的出现。
- 可转债方面**，估值缺口护航 2025 年行情，震荡阶段可以作为安全垫，权益强势+预期回升阶段，资金或推动估值快速兑现；年度看定价有机会回到[0%, 1.5%]区间。供需角度，除总规模缩减外，注意剩余期限短的可转债时间价值缩减；结构层面：溢价曲线看，指向平衡偏股和强偏股，等级/关注度/体量估值差等维度动态平衡；同时注意瑕疵券余波、强赎下修等条款影响；策略层面双低占比下降，正股涨幅话语权提升，相比 2024 年考核负债端、2025 年需要在资产端发力。

## 一、2024 年四季度债券市场回顾

四季度债市收益率从修复走向“狂奔”，以 10 年国债为例，下行幅度超过 40BP 仅次于 2020 年一季度。从行情推进过程来看，10 月仍围绕财政预期进行最后博弈；11 月化债方案落地和政策预期出清，情绪开始修复；12 月货币政策从稳健改为宽松，降准降息预期上升，以配置型机构为主力上演“一路狂奔”。

### 10 月：政策博弈尚未出清，债市维持观望

收益率震荡收平，2、10、30 年期收益率下行 1BP、持平、下行 2BP 至 1.45%、2.15%、2.34%；10-2 年和 30-10 年期限利差分别为 70BP 和 19BP。

受稳增长政策预期反转冲击，十一节前 30 年国债剧烈回调至 9 月初下行起点在预期层面充分定价，节后由于集中赎回造成卖出挤兑而短暂超调，已经跌出配置价值。之后财政部新闻发布会指明了一揽子增量政策的发力方向，但具体到发力的节奏和规模并未公布、仍要等待全国人大常委会确定，所以债券观望情绪仍在，左侧博弈力量不足，右侧配置力量等待机会入场，利率债收益率震荡。

### 11 月：化债方案尘埃落定，债市开始修复

收益率高位回落，2、10、30 年期收益率下行 8BP、13BP、13BP 至 1.37%、2.02%、2.20%；10-2 年和 30-10 年期限利差分别为 65BP 和 18BP。

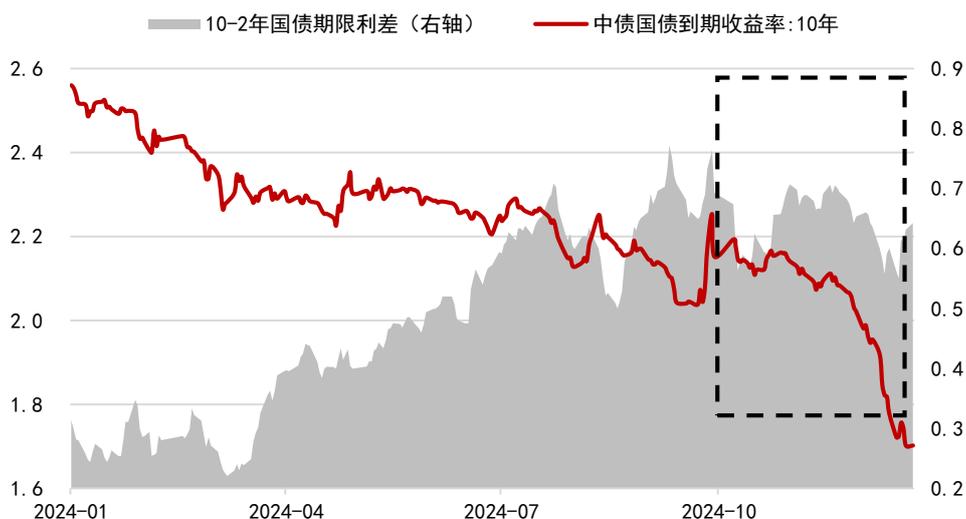
月初全国人大常委会召开和年内 2 万亿化债方案落地，债市开始修复行情。一方面，财政政策后的阶段性的利空出尽，化债规模符合预期，化债效果也是以托底存量为主，除化债之外没有提及消费相关的增量举措；另一方面，对货币政策配合仍有信心，置换债发行初期有过供给担忧，但随着债券密集发行和央行加大买断式回购力度，期间资金平稳宽松并未造成供给冲击，供给担忧随之化解。

### 12 月：货币政策适度宽松，债市再创新高

收益率加速俯冲，2、10、30 年期国债收益率最多下行 31BP、32BP、25BP 至 1.06%、1.70%、1.95%；10-2 年和 30-10 年期限利差分别为 64BP 和 25BP。

从中央政治局和经济工作会议表态看，财政政策更为积极，市场预期赤字率提高到 4%左右，另外特别国债考虑注资需求和地方债专项债考虑替代化债需求亦会有规模增长，市场预期差空间不大；而货币政策表态变化更大，从稳健改成适度宽松并具体提到适时降准降息，市场宽松预期升温，加之年末机构有冲规模和冲业绩的行为特征惯性，故年末利率债全面大幅下行。

图：四季度 10 年国债到期收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅作展示，不代表未来表现。

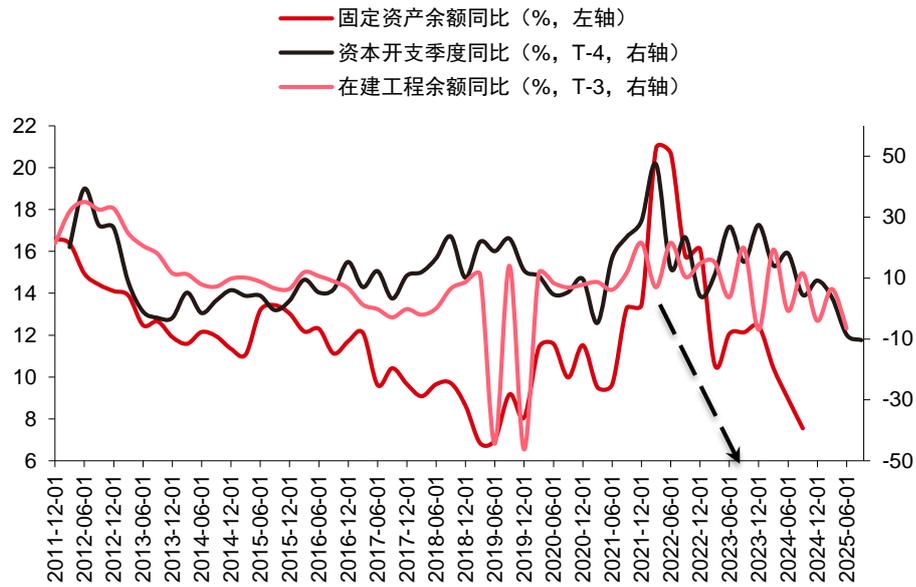
## 二、2025 年宏观经济展望

从 2025 年全年看，Q1 货币端有望降准降息，财政端有望将发债节奏前置，加上海外订单受益于美国加征关税带来的抢出口，经济有望延续平稳；Q2-Q3 抢出口逐步退坡而数据边际走弱，但随着去产能持续推进、国内工业品价格和产能利用率压力缓解、地产投资同比增速触底，Q4 可能会看到经济再度边际走强，因此预计全年经济数据或呈现 N 型走势，背后是内外需的支撑作用交替。

国内经济数据处于什么位置？其一，从产能周期看，以万得全 A 表征整体经济，以固定资产余额表征产能，则整体的产能增速已下降至 2019Q1 以来最低，且从领先指标资本开支同比（领先 4 个季度）和在建工程余额同比（领先 3 个季度）看，后续产能增速或仍有继续下降空间。从结构上看，中/上/下游存在显著分化：中游和下游产能增速的后续下降空间较大，而上游的下降空间则不大。

从背后原因看，投资回报率的持续下行抑制了企业做资本开支扩产能的意愿：截至 2024Q3 末万得全 A 的 ROIC 已接近 2020Q3 的历史低位。从结构上看，中/下游的投资回报率处于历史低位，是拖累整体投资回报率的主要因素，这与中下游在前期持续大幅扩产有直接关系；而上游由于投资门槛较高，且不属于政策重点支持的领域（政策层面更关注制造业的全球竞争力），前期产能扩张并不激进，甚至还经历过去产能，所以投资回报率相对较高。

图：万得全 A 的固定资产余额同比增速持续下降

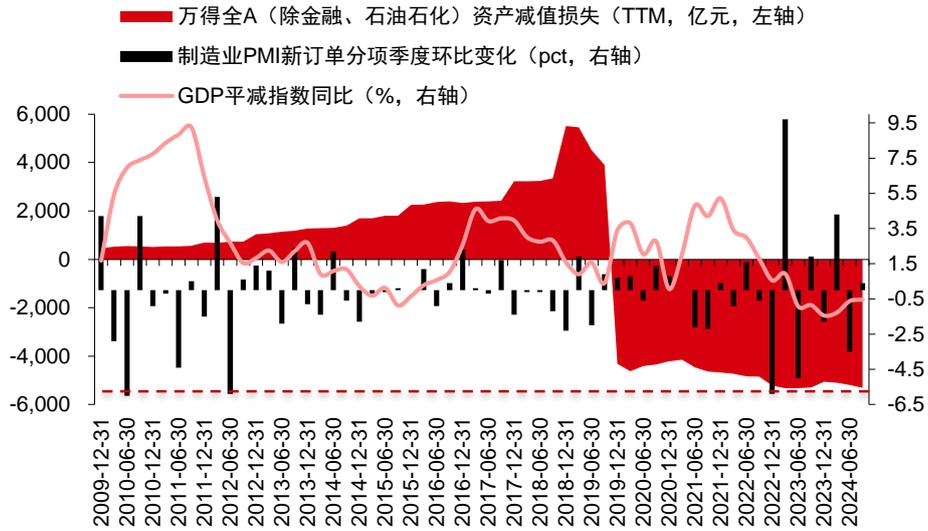


资料来源：Wind，东方红资产管理

其二，从库存周期看，尽管目前工业企业产成品存货同比增速处于低位，但这样的低位徘徊从 2023 年以来已成为一种常态，加之库存周期的更迭速度也明显加快，因此国内的库存周期实际上陷入了振幅和周期都更小的状态，这在历史上并不常见，因为历史上库存周期更迭较快时，振幅往往也会很大。

库存周期的本质是企业出于对需求和价格的提前判断，通过对产品库存进行调整，降低经营风险或者有意提升风险敞口以获取超额收益。国内库存周期的振幅减小，对应企业在物价下行压力较大的环境下，对通过库存调整来获取超额收益并无太多乐观预期；而周期减小，对应下游需求由于外生因素而波动较大，企业更倾向于相机决策决定库存水平。

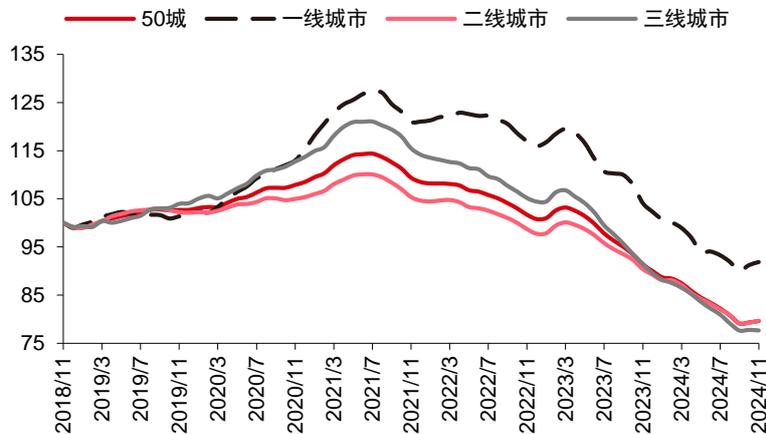
图：目前经济处于主动去库存阶段



资料来源：Wind，东方红资产管理

其三，从地产周期看，从投资端看，房屋新开工面积同比增速这一领先指标指向地产竣工和投资同比增速有望在 2025 年见底，尽管如此，之后降幅可能仅是不会进一步扩大而无法同比转正。从销售端看，考虑到 2025 年政策端对新房销售的加持，包括货币化安置 100 万套城中村改造、3000 亿元保障性住房再贷款收储存量房、降息带来居民购房资金成本区间下限和租售比的差距缩小、2024Q4 出现的二手房价格企稳回升可能带动购房者对后续新房的价格预期改善等因素的影响，尤其是价格企稳信号若能持续，新房销售面积同比降幅有望收窄。

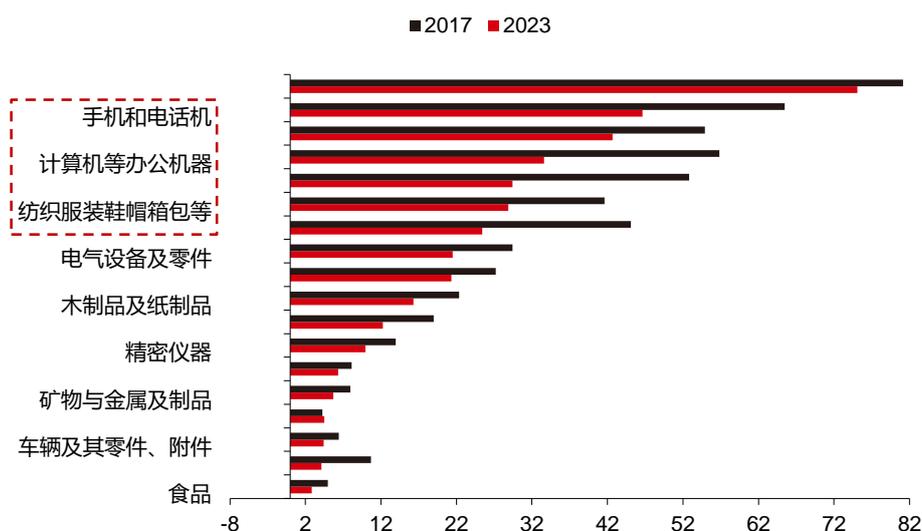
图：2024Q4 二手房价格企稳回升，或带动购房者的价格预期改善



资料来源：Wind，东方红资产管理

**出口方面**，关于美国在 2025 年加征关税的影响，特朗普在首届总统任期内对华加征关税主要采取 301 条款关税，已经覆盖了 2/3 的中国输美商品。由于 301 关税从开始调查到最终落地平均需要 8-10 个月的时间，所以预计特朗普可能会在上任伊始采用援引国际紧急经济权力法（IEEPA）来对华加征临时关税，并将对剩余尚未被加征 301 关税的 1/3 中国商品（消费品占比较高，包括玩具、手机和电话机、计算机等办公机器在内的美国对华依赖度仍较高的商品）开启调查，作为后续与中国进行贸易谈判的筹码。直接取消中国最惠国待遇（目前美国非最惠国平均关税税率高达 42%）或提高已有 301 关税来让对华关税平均税率提升至 60% 的可能性较低。关税影响叠加美国经济边际退热，预计 2025 年出口增速回落至 1-2%，节奏上前高后低。

图：美国对中国商品的依赖度（自中国进口额/整体进口额）排序

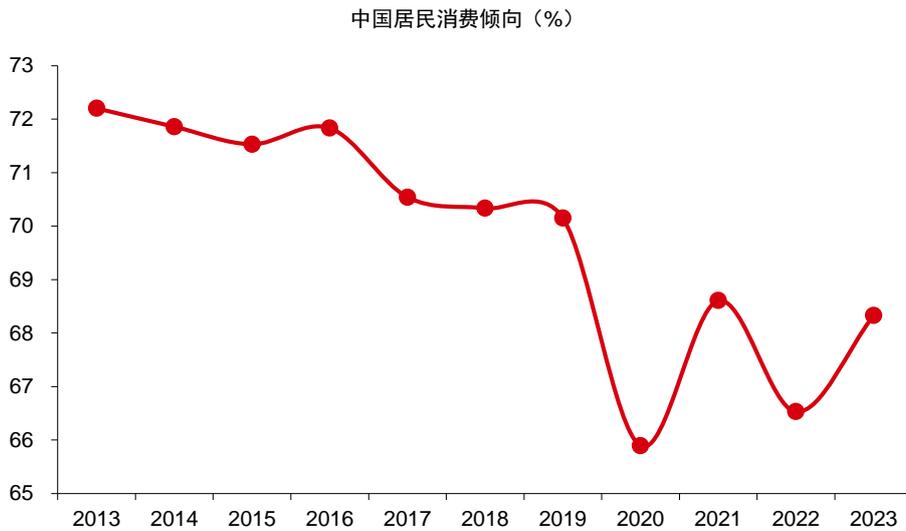


资料来源：Wind，东方红资产管理

**消费方面**，近年来居民受制于房价持续下跌对资产负债表的损伤，因此牺牲现金流量表来换取杠杆率的稳定，代价是超额储蓄的持续累积和消费意愿的低迷：2019 年之后，居民储蓄增长斜率开始大幅偏离此前的长期趋势线，2022 年消费者信心指数大幅下行之后，储蓄增长斜率再度向上；与之相对应，居民消费倾向中枢也下了一个台阶。后续需要房价下跌和产能过剩问题逐步得到改善，居民消费倾向将随之回升，尤其是财产性收入占比和居民杠杆率更高的东部地区。另外，

政策加持有望更直接托底 2025 年消费增速：按照商务部数据估算，消费品以旧换新补贴对社零的撬动作用在 7 倍左右，如果 2025 年用于消费品以旧换新补贴的超长期特别国债规模在 3000-4000 亿元，可拉动社零 2.1-2.8 万亿元，假设其中 1/4-1/3 为补贴带来的增量，即 0.5-0.9 万亿元，则对 2025 年社零的额外拉动作用在 1-2 个百分点，总体预计 2025 年社零增速回升至 4.5%。

图：居民消费倾向中枢下台阶



资料来源：Wind，东方红资产管理

**投资方面，1) 制造业投资：**由于前述的产能过剩导致中游 ROIC 偏低，企业资本开支意愿也偏低，预计 2025 年制造业投资增速下降至 8%。**2) 地产投资：**如前所述，从领先指标看地产投资同比增速有望在 2025 年触底，但之后降幅可能仅是有所收窄而无法同比转正，预计 2025 年地产投资增速持平在-10%。**3) 基建投资：**以往 3 轮化债对基建投资的资金挤压相对有限，但本轮有所不同（从 2024 年起，连续五年每年从新增地方政府专项债中安排 8,000 亿元专门用于化债，加之专项债用途扩大到土储和收储），预计 2025 年基建投资增速回落至 8.5%。

**CPI 方面，**社融同比增速对核心 CPI 同比有较好的领先性（12 个月左右），因此尽管 2024Q4 核心 CPI 同比企稳，但后续或仍有继续下降空间，预计 2025 年核心 CPI 同比在 Q1 见顶后或重返下行，2025 年 CPI 同比回落至 0.1% 左右。

**PPI 方面，**OECD 综合领先指标对 PPI 同比有较好的领先性（9 个月左右），

预计 2025 年 PPI 同比降幅在-1.5%左右，走势呈现先下后上。

**货币政策方面**，考虑到前述的居民购房资金成本区间下限仍显著高于租售比，以及 ROIC 持续走低下需要通过降低利率改善企业投资的实际回报，预计 2025 年央行降息降准力度仍大。

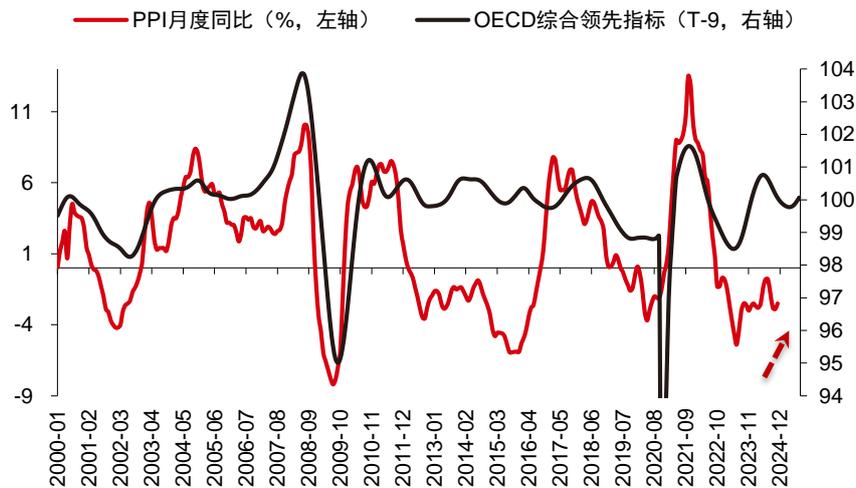
**财政政策方面**，为对冲美国加征关税影响以及制造业投资增速的下行压力，预计 2025 年广义赤字率会显著提升：狭义赤字率可能在 4%左右，新增专项债规模可能提升至 4-5 万亿元，增发的特别国债规模预计在 2-3 万亿元。

图：从领先指标看，核心 CPI 同比下行



资料来源：Wind，东方红资产管理

图：从领先指标看，PPI 同比先下后上



资料来源：Wind，东方红资产管理。

### 三、2025 年债券投资策略

#### 1、利率债方面，降息周期未尽，顺应趋势而为

对 2025 年全年而言，宏观主线是上半年房地产价格能否持续企稳。以制造业 PMI 为代表的基本面指标从 2021 年下半年以来已经连续三年处于 40-50 的收缩区间，即不再具有明显的周期性特征，这是基本面最直观的变化。究其原因，2021 年下半年以来地产已经出现两轮下行拐点，成为数据变化的痛因，参考房价指标，两轮拐点分别是以 2021 年 10 月为拐点的二三线房价转跌和以 2023 年 9 月为拐点的一线房价转跌，之后地产呈现全线下滑态势。一线房价大跌对居民消费和企业投资产生深刻影响，表现为 M1 同比一路下滑到 2024 年 9 月最低点，考虑到基数效应，2024 年 9 月之后房价同比跌幅有望收窄，带动 M1 同比回升；但由于 M1 与 PPI 大约有 9 个月时滞，今年全年是 M1 下跌，明年上半年是 PPI 仍跌，所以房价至少要稳到明年下半年能看到 M1 与 PPI 同步企稳，届时，内需才能进入正循环并对冲出口回落压力。

在此过程中，为促进地产止跌回稳要坚持支持性的金融条件。我们简单对房屋购买力做一个估算，目前国内一线城市租金回报率普遍不到 1.8%，与加权平均房贷利率 3.3%相比（按 20%首付购房则为 2.6%），后者显然仍高，房贷利率仍需继续下调从而向租金回报率靠拢。从降息链条来看，“存款-OMO-LPR-房贷利率”2023 年的降息幅度为 20BP-20BP-10BP-30BP，2024 年为 35BP-30BP-60BP-80BP，2025 年房贷利率需要继续下降，则利率体系仍将整体下移，尤其是在上半年维持房价企稳的重要性更高，降息概率更高。

对一季度而言，年底两大重要会议落地后，直到两会乃至 4 月中央政治局会议之前，关于 GDP/CPI/赤字/特别国债等规模已经敲定，财政政策预期差导致的波动有限；同时，该时段内的宏观数据尚未出炉，经济开门红表现也有待 4 月数据进行后验，宏观经济重定价的风险也有限。因此，参考历史规律一季度通常都是自发的多头市场，收益率震荡偏下行胜率更高。

#### 2、信用债方面，配置需求仍强，防范潜在波动

**一级方面：**随着城投平台隐债化解、退名单和市场化转型的不断推进，城投融资约束将得到逐步解除，但短期内城投债净融资改善幅度预计仍比较有限；银行受益于特别国债注资，大行的资本补充压力将得到一定程度缓解，二永债发行

量仍将维持较高位置，但相较 2024 年预计净融资减少。

**二级方面：**2024 全年信用债收益率跟随利率向下，市场对后市降准降息预期高，预计 2025 年高等级信用债配置需求仍强，跨年及资金面转松后信用利差有望继续修复；此外 2025 年市场可能在低利率环境下阶段性实现较大幅度的波动调整，仍建议备好一定流动性仓位等待交易性机会的出现。

**板块策略方面：**城投债板块，在城投化债提速加码的大背景下，中短久期城投债的信用风险总体可控，其中的高票息资产具有稀缺性，关注其配置价值。而对于更长久期的品种，我们将结合政策受益程度、债务压力缓释程度、区域自平衡能力改善程度等方面进行综合判断。二永债板块，银行近年盈利与资本补充压力明显加强，信用资质预计分层，银行二永债作为高流动性品种交易价值凸显，关注其在震荡行情中的交易性机会。产业债板块，地产政策基调出现根本性转变，预计 2025 年行业基本面有望筑底，关注资产端聚焦一二线核心地段、负债端杠杆低结构好的国企地产债的投资机会；其他行业，聚焦优质央国企和龙头民企，板块性机会有限，建议在规避尾部风险的前提下，积极寻找点状收益来源。

### 3、可转债方面，正股话语权提升，资产端更加发力

1) **估值缺口护航 2025 年行情：**2024 年风浪已过，但正股急涨背景下、目前转债估值修复偏慢，当前负偏离 3% 的市场定价（剔极值口径）显示仍有回升空间。对 2025 年流动性宽裕+外部冲击+政策托底助推的情形，整体看震荡偏乐观：震荡阶段转债估值缺口可以作为安全垫，权益强势+预期回升阶段，资金或推动估值快速兑现；年度看定价有机会回到 [0%, 1.5%] 区间。

2) **供需、结构、条款、策略思考：**a) 供需：2024-2025 发行少而到期和赎回相对多，除总规模缩减外，注意剩余期限短的转债时间价值缩减（目前定价仍偏高）；b) 结构：相比 2024Q1~Q3 绝大部分转债偏债的情况，市场又给出了高 delta/高 gamma 的选择：从溢价曲线看，空间更大的区间在平衡偏股&强偏股；等级/关注度/体量估值差等维度动态平衡中；同时注意最弱的瑕疵券有超额修复，新“国九条”实施或带来 beta 冲击；c) 条款：潜在下修基数依然不小，但意义从收益空间转向恢复股性；强赎基数大、意愿强，偏股/强偏股转债择券需做筛选；b) 策略：绝对角度的双低占比已很少，策略不断迭代，需要更准确的控制/定价/转债池。

**3) 整体思考:** 2024 年是对信用/负债端的考验, 现在估值从悲观区间逐步回升、后续仍可护航, 但同时正股涨幅话语权提升, 需要在资产端发力。市场定价已可见在等级/关注度/体量维度的预期和拉扯, 需要紧跟驱动因素、结合定价反应程度做动态调整 (随市场变化较快), 同时向板块/行业深挖。当然, 在市场定价和主观观点都没有太大偏向的阶段, 相对均衡也是自然的解题思路。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2025 年 1 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。