



2025 蒙商金融市场 固收投研框架

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

宏观经济展望：2025年经济基本面延续低位复苏态势

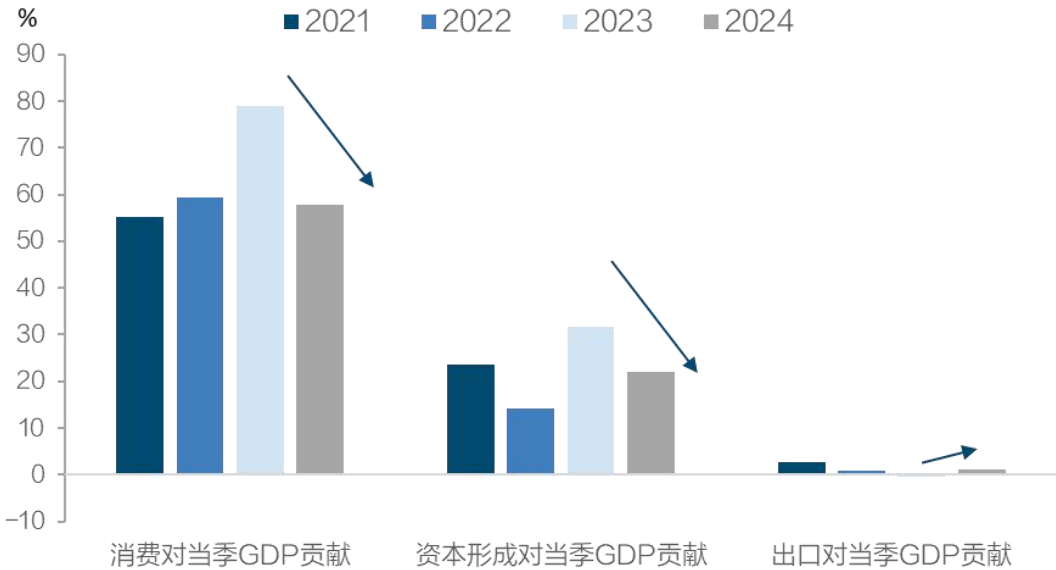
2025年经济基本面：低位复苏

- 2024年Q1-Q3经济动能趋于回落，9月末政策转向后Q4实现小幅反弹，全年实现5%增长目标。Q1-Q4当季GDP同比分别为5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，前三季度经济动能整体趋于回落（二季度末降准降息、专项债发行偏慢），但随着9月政策转向及新一轮稳增长政策密集发力，经济开启小幅反弹，10-12月制造业PMI已回升至枯荣线以上。从结构来看，2024年外需对经济的贡献度提升，内需不足问题凸显。
- 展望2025年，政策有望继续加码、推动经济低位复苏，全年GDP目标或仍在5%左右。结构上看，2025年出口的高增长或难以维持，而国内一揽子增量政策发力效果预计将逐步显现，内需将在政策刺激和增长预期下或将改善，2025年经济增长或更为依赖内需。

2024年经济动能趋于回落



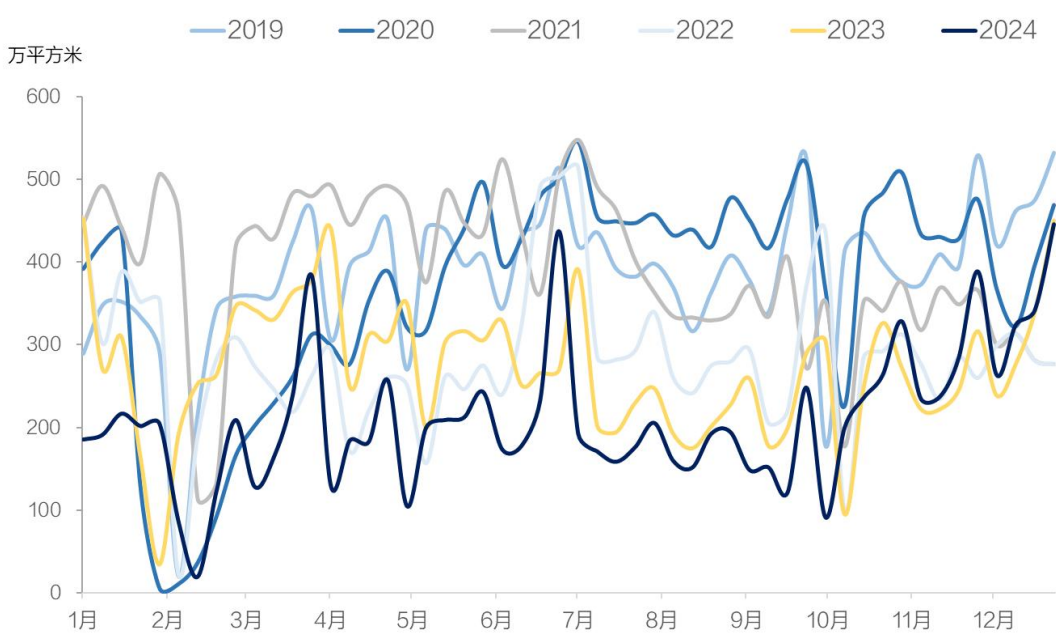
当前内需不足问题凸显，2025年内需表现或有望回升



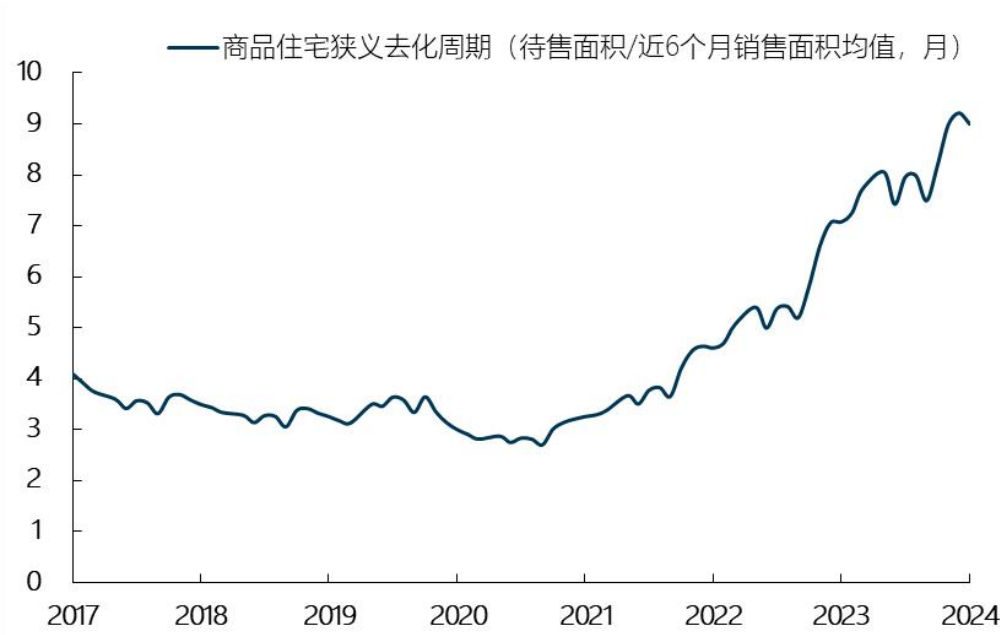
地产：销售跌幅有望收窄，投资预计仍将承压

- 2024年地产持续寻底，9月政策发力后销售有所改善。2024年地产整体表现低迷，自9月26日中央政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”后，地产支持政策力度明显加大，频出的政策利好正在修复一二线城市的市场信心，10月以来30城商品房成交数据明显回暖。
- 2025年销售跌幅有望收窄，投资端料延续承压。当前房地产市场出现阶段性回稳，主要体现在一二线城市二手房的改善，且2025年1月市场热度有所下降，结合前期政策脉冲期通常在2个月左右的经验，地产销售反弹后可能再度承压，综合来看，预计2025年全年地产销售整体或表现为跌幅收窄。投资端来看，受近几年土地成交大幅缩量、企业资金承压、市场库存较高等因素影响，预计供应端恢复整体慢于需求端，关注2025年地产端增量政策出台对于销售的拉动作用。

近期30城商品房成交面积显著回升



当前商品房库存压力仍处于历史高点



一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

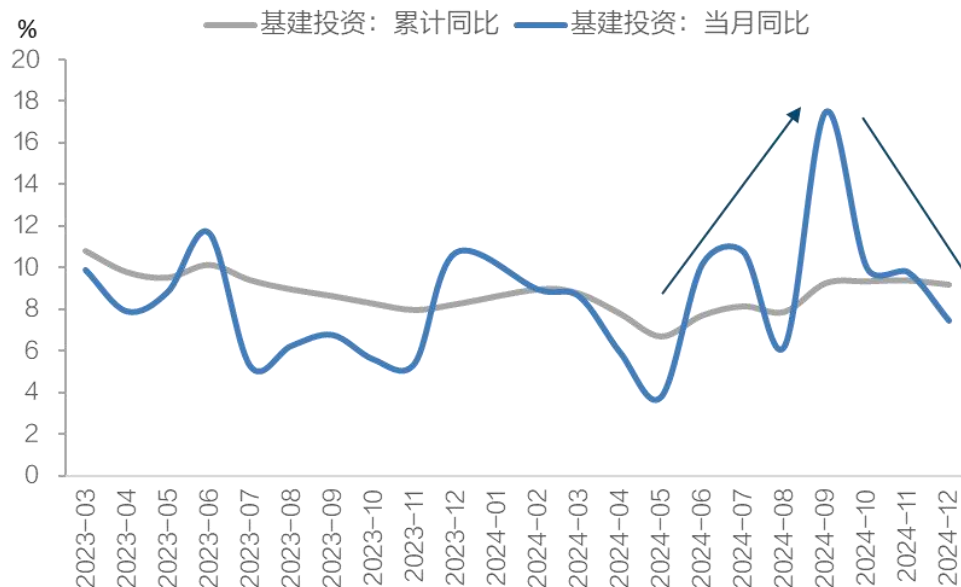
- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

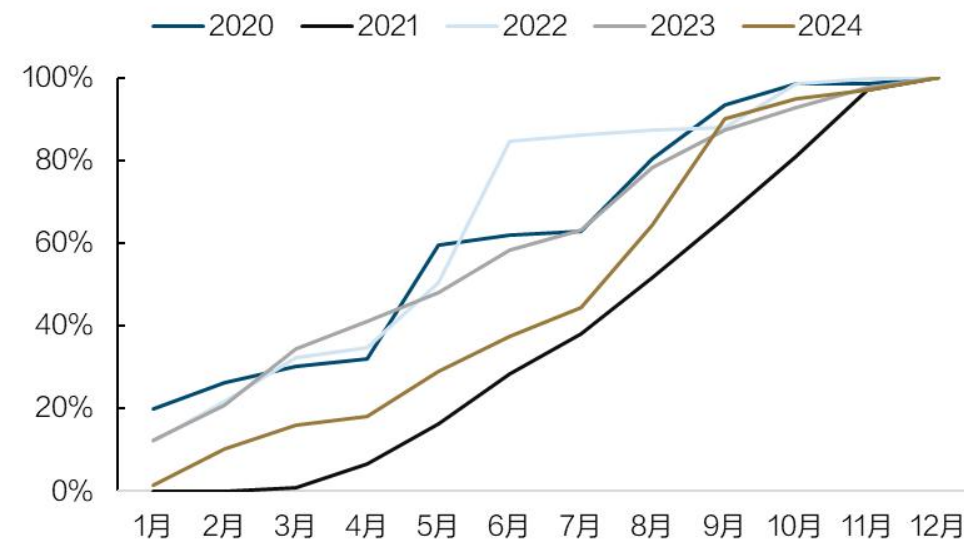
基建：2025年或延续高增

- 2024年基建增速整体保持较高增速，节奏上先下后上。2024年1-12月广义基建投资累计同比9.2%，保持较高增速，其中上半年受制于专项债发行偏慢等因素，基建增速趋于回落；下半年随着专项债发行加快叠加财政货币等一揽子政策加码，基建增速触底反弹，其中9月基建当月同比升至17.5%。
- 2025年基建或将延续高增，但增速进一步上行的空间有限。近期财政部明确2025年将“实施更加给力的财政政策”，包括“积极利用可提升的赤字空间”、“扩大专项债券发行规模”、“继续发行超长期特别国债”等，指向2025年财政政策将保持较大力度；再结合地方政府专项债项目审核权或试点下放至省级，或也有望解决此前项目因客观因素导致债券资金闲置浪费现象，预计2025年基建增速有望保持高增。但受制于土地财政收入持续下滑、叠加财政发力重点在于化债、收储、民生等领域而非传统的基建投资，预计全年基建增速进一步回升空间或有限。

2024年基建增速整体保持较高增速，节奏上先下后上



2024年新增专项债发行节奏明显慢于历史同期



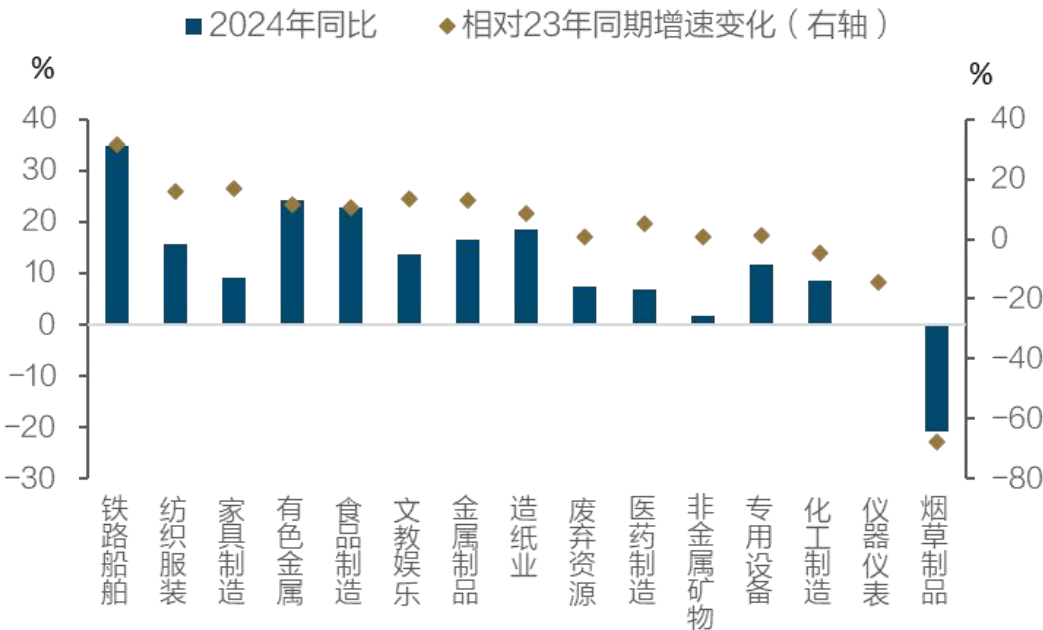
制造业：出口拖累下增速或将放缓

- 外需拉动和设备更新政策支持下，2024年制造业投资维持高位。2024年我国出口韧性较强叠加实行大规模设备更新政策的支持，拉动制造业投资增速回升，1-12月累计同比升至9.2%，其中设备工器具购置投资增速高达16.1%。分项上来看，出口占比高和以旧换新政策相关行业增速同比增幅靠前。
- 2025年制造业投资增速或较今年高位有所放缓。近期财政部明确2025年将“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”，预计2025年设备更新投资相关行业增速仍高；但一方面，随着全球经济放缓且特朗普上台后可能加征关税，2025年出口或将走弱，拖累制造业投资回落。

出口韧性较强带动制造业增速回升



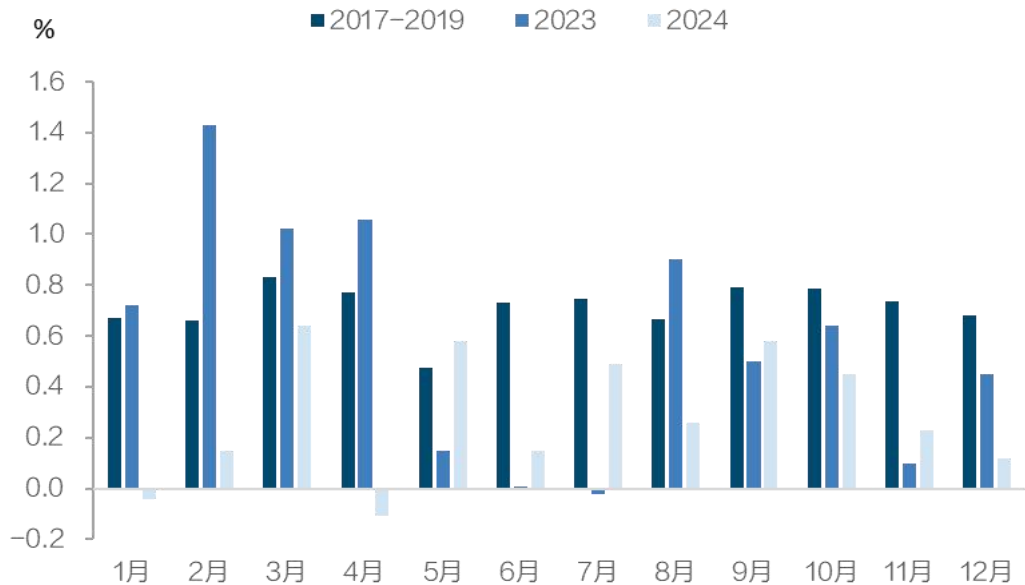
出口占比高及以旧换新政策相关行业投资增速增幅靠前



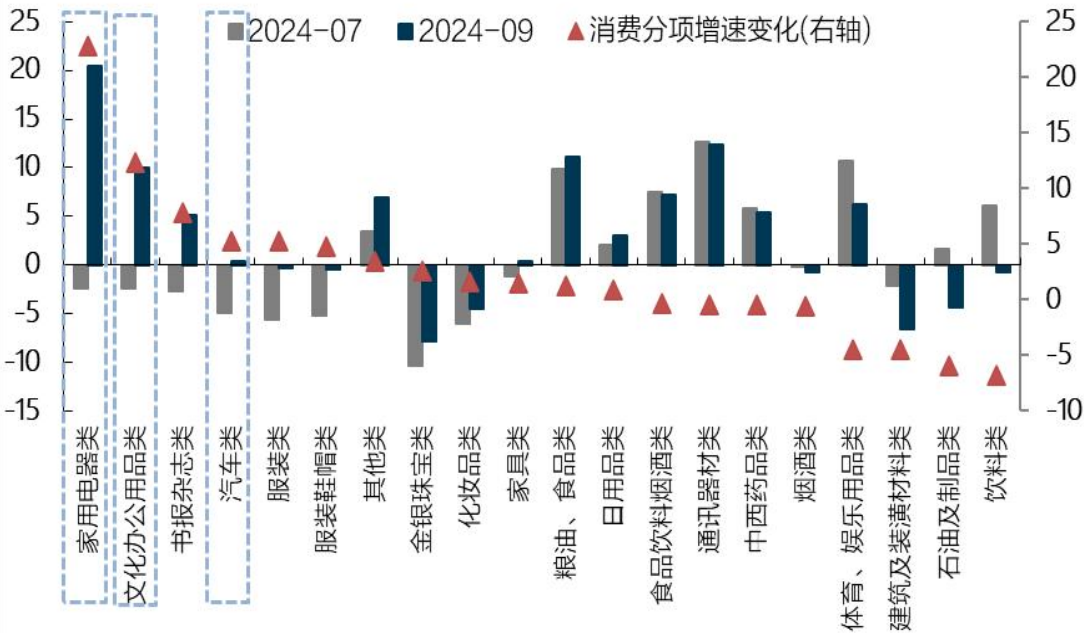
消费：关注政策补贴拉动消费的持续性

- 收入增速回落，消费延续低迷。消费是经济动能的主要来源，但从2023Q3起环比就开始弱于季节性，2024年以来消费增速中枢进一步下探，全年社零、居民人均消费支出增速仅有3.5%、4.7%，创近年来（除受疫情影响较大的2020年和2022年）新低。
- 以旧换新等消费政策效果显现，关注政策补贴拉动消费的持续性。2024年7月发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确1500亿元支持以旧换新，8-9月受益于以旧换新政策的家电、办公用品和汽车类消费增速反弹明显。2024年11月8日，人大发布会上财政部部长表示要加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模，或对2025年消费产生一定提振，后续关注刺激政策对消费拉动的持续性。

2024年以来消费环比动能整体明显弱于季节性



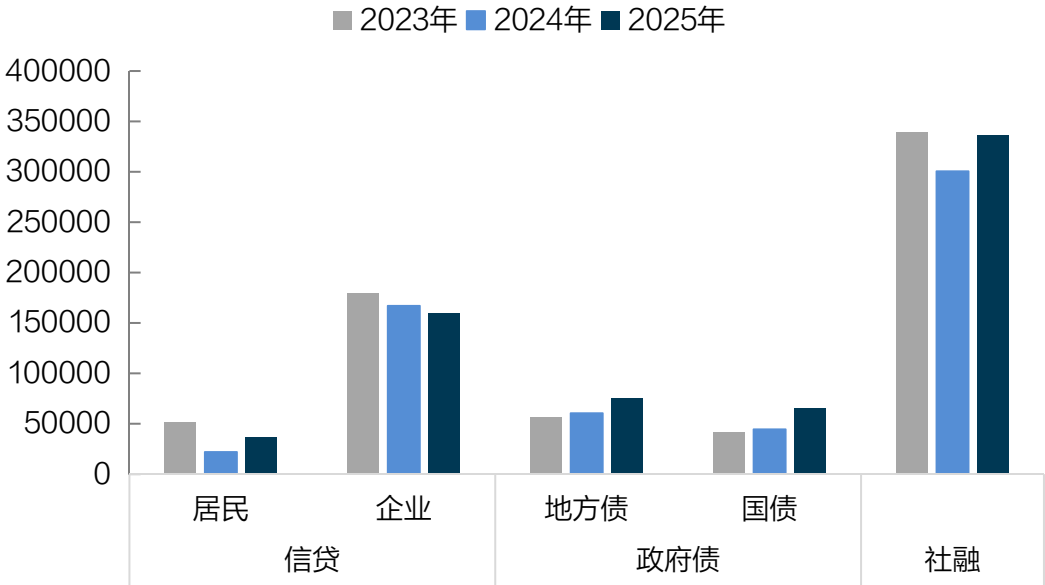
8-9月以旧换新相关的消费品行业增速增幅靠前



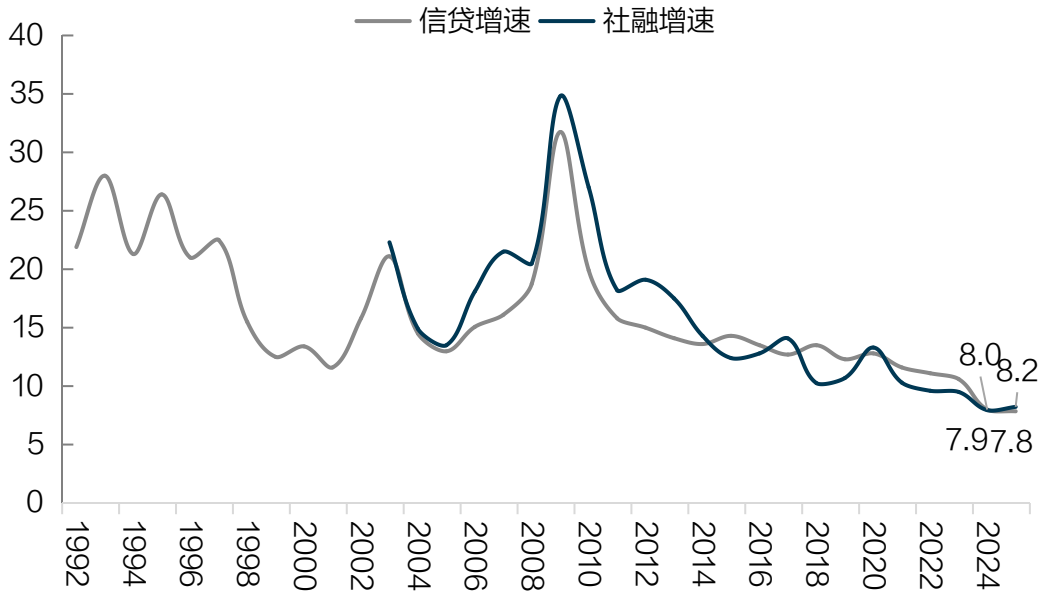
信贷与社融：延续依赖于政府债融资

- 社融方面，预计2025年全年信贷增量或在20万亿左右，结合14万亿的政府债净融资规模，全年社融增量或在34万亿。
- （1）信贷：预计2024年和2025年居民和企业信贷规模分别为2.2万亿、16.7万亿和3.7万亿、16.0万亿，对应2024-2025全年信贷规模或分别为18.9万亿和19.6万亿左右，信贷增速或自2023年末的10.6%回落至今年末的8.2%，再进一步降至2025年末的7.6%附近；
- （2）政府债：预计2025年政府债净融资规模合计约为14万亿，同比多增3万亿；
- （3）社融：预计2025年信贷增速延续回落，但政府债拉动下社融或同比多增4万亿，总量升至34万亿左右，全年社融增速升至8.2%左右。

25年信贷增量或在20万亿，社融或增至34万亿



25年末社融或回升至8.2%，信贷增速或降至7.6%



通胀：2025年CPI中枢小幅抬升、PPI降幅收窄

- **CPI展望：2025年CPI中枢小幅抬升，春节错位年初增速或将出现显著上行。**通过对历史上宽信用+宽货币时期CPI环比均值（2016年、2019年、2022-2024年）及2025年食品类和服务价格走势进行判断，预计全年CPI中枢将较2024年小幅上行，整体呈现窄幅波动态势，预计2025年全年波动区间0%-2%。从月度来看，受春节错位影响1月CPI同比增速或将出现显著上行，关注财政刺激政策对消费的提振作用。
- **PPI展望：同比降幅逐步收窄。**通过对历史上宽信用+宽货币时期PPI环比均值（2016年、2019年、2022-2024年）及2025年主要工业品价格走势进行判断，预计2025年PPI同比降幅将呈现波动式收窄态势，上半年翘尾因素是掣肘PPI同比降幅收窄幅度的主要原因，四季度将逐步回升至0%附近。

2025年CPI中枢或将小幅抬升

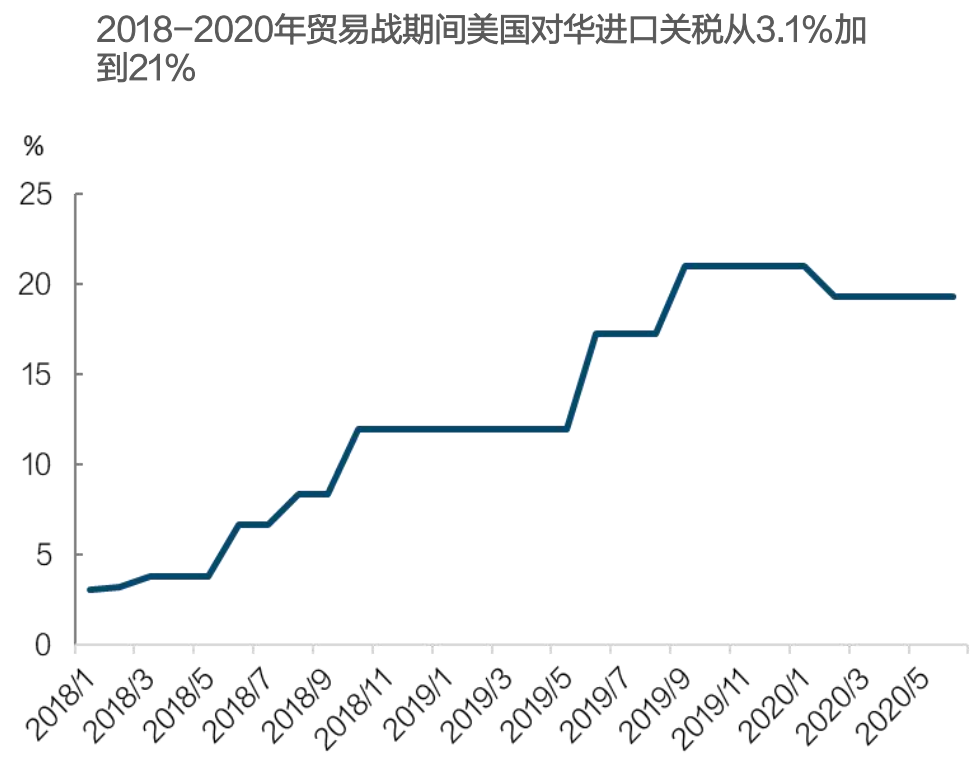


2025年PPI同比降幅逐步收窄



出口：或难维持高增长

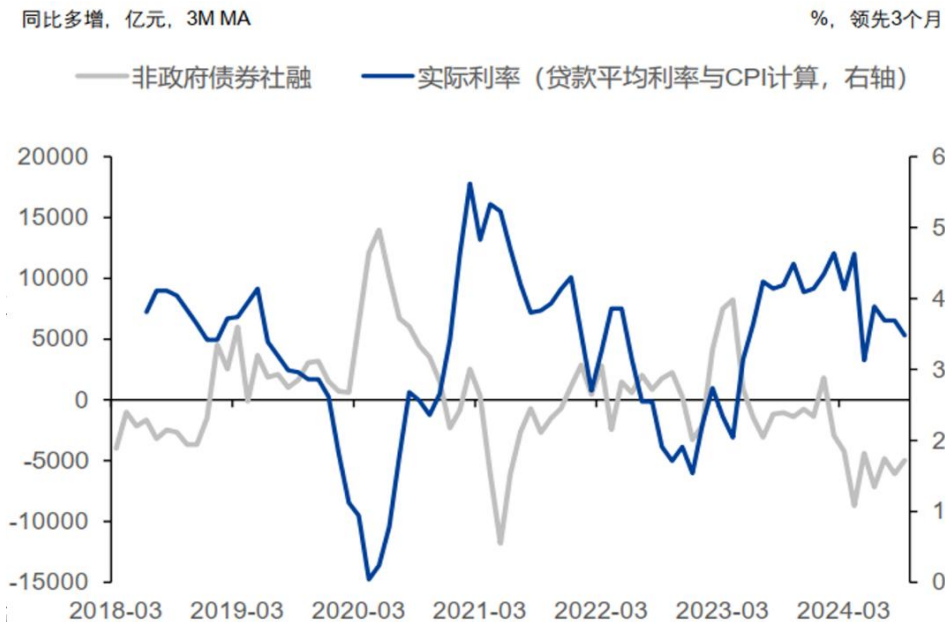
- 出口是2024年经济的主要拉动项。2024年美国经济显著好于预期，全球贸易延续偏强，2024年1-12月我国出口金额累计同比增长5.9%，经济增长对外需的依赖度上升。
- 外部环境仍存有不确定性，2025年出口或难维持高增长。随着2024年9月美联储首次降息，全球已经进入新一轮降息周期，通常来说全球宽松周期有望带动外部需求增长，然而美国政府换届后政策或有所转变，对我国加征关税的可能性较大，关注特朗普2025年对华贸易政策变化对国内出口表现影响。



货币：实际利率偏高，宽货币确定性更强

- **实际利率偏高：**虽然中国名义债券利率处于历史低位，但如果扣除通胀后的实际利率来看，在全球主要经济体的对比中反而处于高位，未来名义利率仍具备下行空间。
- **公开市场操作保证流动性充裕：**央行开展二级市场国债买卖的探索也更趋成熟，2024年8-12月已投放1万亿元流动性，叠加买断式回购也快速上量（10-12月累计投放2.7万亿），投放流动性约等于降准3-4个百分点，并降低银行持债的风险指标。结合搭配用好多种货币政策工具，提供充足的中长期流动性，保持银行体系流动性充裕，资金价格震荡向下。
- **美联储开启降息周期：**2025年国内低通胀背景下降准降息仍有可能超预期。美联储经济软着陆背景下开启降息周期，川普上台后对于降息的诉求会有所增加，美联储降息周期仍将持续。

实际利率过高抑制实体融资需求



存贷款平均利率与10年国债



一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

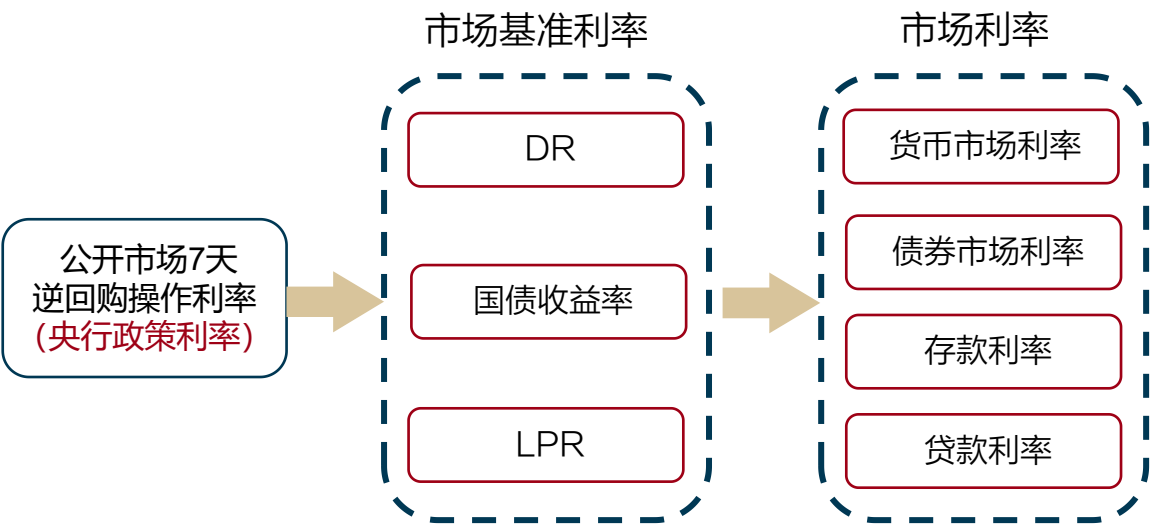
- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

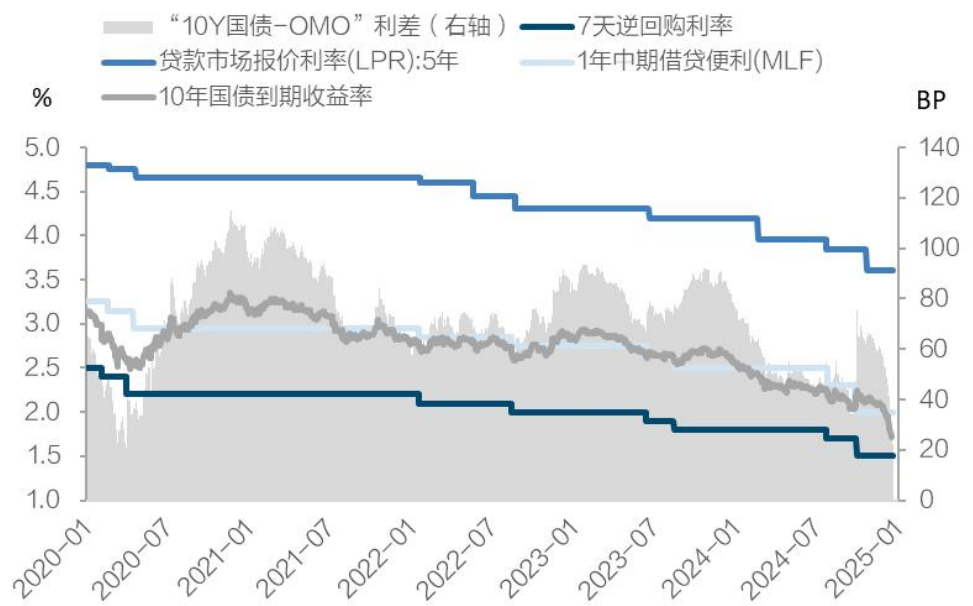
货币：“从量到价”新框架，广谱利率下行在即

- **货币新框架：**下一阶段央行对于流动性或从量到价思路转变。央行已明确公开市场7天期回购操作利率在货币政策传导机制上的基准利率作用，货币政策传导机制为：“7天期逆回购利率—DR007—短债—长债”、“7天期逆回购利率—LPR—贷款利率”、“7天期逆回购利率—1年期LPR、10年期国债—存款利率”。
- **宽货币通道持续：**2024年9月24日央行行长潘功胜在国新办发布会上表态积极，总量上降准降息，确认了广谱利率的下行；12月中央经济工作会议提及2025年要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕。宽松的货币政策取向进一步明确，预计2025年降准降息幅度均有望超过2024年。2025年OMO或将调降50BP，在央行新框架下预计资金价格将下行至1.0%左右，10年国债利率或将下行至1.5%。

当前货币政策传导机制



OMO利率仍有50BP左右调降空间



货币：新框架下央行新增结构性货币工具

- 2024年11月央行在《Q3货币执行报告》中表示，结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域延续实施期限，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。12月中央政治局会议再次强调货币政策要“精准有效”，保持政策连续性下2025年政策大概率加码，货币将继续精准投放适量流动性配合宽信用发力。通过再贴现、再贷款、政策性金融工具等配合宽信用进行流动性宽松，对结构性矛盾突出行业投放资金，助力2025年稳增长表现。

2024年央行新增结构性货币工具一览

启用时间	新工具名称	内容	备注
2024年4月	科技创新和技术改造再贷款	额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行等21家金融机构。金融机构按贷款本金的60%向央行申请再贷款。	（截至2024年6月末），科技创新和技术改造再贷款余额为0，已全部用完。
2024年5月	保障性住房再贷款	3000亿元保障性住房再贷款，贷款利率为1.75%，期限为1年，可展期4次。	
2024年7月8日	临时正回购或临时逆回购操作	时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。	
2024年8月	国债买卖	央行开展公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，8月净买入债券面值为1000亿元，9月净买入债券面值为2000亿元。	自2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。
2024年9月	股票回购增持再贷款	引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票	
2024年10月10日	证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）	首期操作规模5000亿元，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，互换便利期限不超过1年，到期后可申请展期。	
2024年10月28日	公开市场买断式逆回购	操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过1年，采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。	
2024年7月、9月	7天期逆回购操作利率调整	2024年7月22日，央行将公开市场7天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，同时操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。 2024年9月27日，央行再次将公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%	现有货币政策工具的运用和调整

财政：宽货币先行，宽信用将为下一阶段看点

宽货币先行，宽信用将为下一阶段重要看点，关注后续财政力度及基本面变化

货币政策		财政政策
2024年9月 中央政治局会议	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
2024年12月 中央政治局会议	实施适度宽松的货币政策。 (2010年以来首次)	实施更加积极的财政政策。
2024年12月 中央经济工作会议	要实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕。	要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。

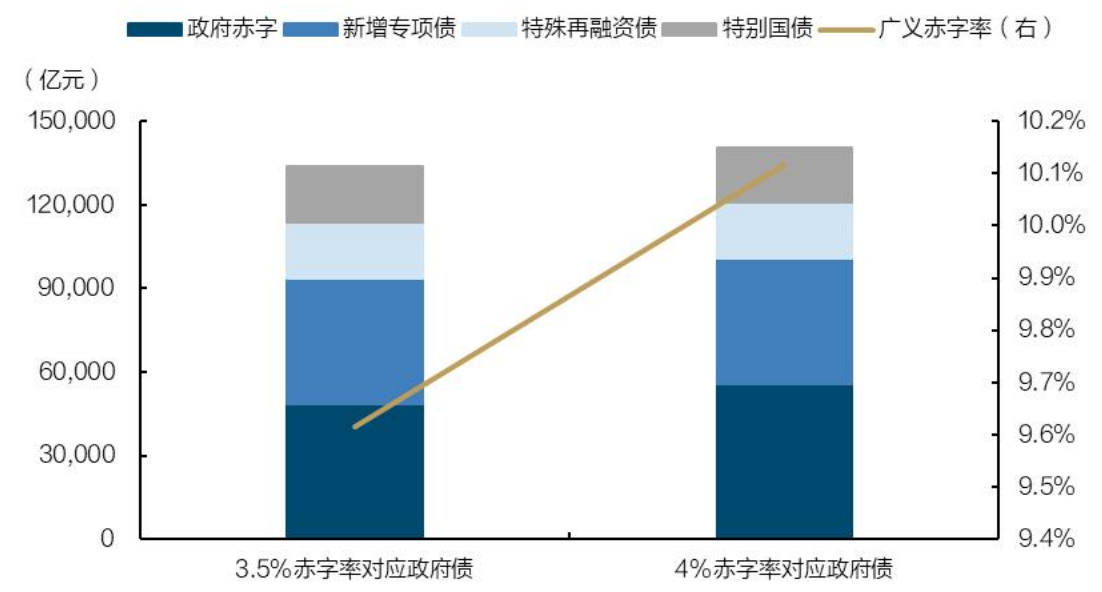
财政：广义赤字或继续扩张，狭义赤字率或达4%

- 举债空间较大，财政或继续扩张。据2024年11月8日人大常委会新闻发布会中财政部部长蓝佛安的讲话，“我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家”，“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，且12月9日政治局会议提到“加强超常规逆周期调节”，12月12日中央经济工作会议提到“提高财政赤字率”，预计2025年财政赤字率会突破3%的红线达到3.5%-4%。
- 赤字规模取决于2024年和2025年的名义GDP增速，假设2025年名义GDP增速仍为5%，则赤字总额约在4.8万亿-5.6万亿，较2024年4.06万亿增加约0.8万亿-1.6万亿。预计新增地方专项债或增加至4.5万亿，特别国债2万亿，其中1万亿用于补充银行资本金，特殊再融资债2万亿。总体看广义赤字规模达到13-14万亿，广义赤字率可能抬升至9%-10%。

2025年赤字目标或突破3%



2025年广义赤字率可能抬升至9%-10%



财政：化债政策渐趋系统化，重要性趋于首位

- 自2023年9月发布35号文后，监管政策持续打补丁、迭代优化，化债的深度与广度均有所改善。具体来看，化债的区域与涉及债务种类有所扩容，同时潜在的风险得到了预防。首先，35号文涉及区域仅包含12个重点省份，14号文允许非重点省份债务压力较大地市纳入35号文范围。另外134号文相比35号文在债券与非标监管上打了补丁，此前城投平台将364D境外债作为新增融资的渠道，如今已被叫停；35号文仅涉及置换持牌金融机构的非标，134号文将非持牌金融机构非标也纳入置换范围，自此银行可以置换所有类别的非标债务。
- 从期限来看，134号文将化债结束日期延至2027年6月前，或也是十年化债的应有之义。150号文重点在控制新增方面对前述政策作出补充，退出平台后新增债务应由企业自身承担偿还责任。

一揽子化债以来政策脉络

	35号文	47号文	14号文	134号文	150号文
日期	2023年9月	2023年12月	2024年2月	2024年7月	2024年9月
范围	重点省份	重点省份	剩余19个省份中债务严重的地级市	不限	不限
期限	2025年末前	未提及	与35号文相同	2027年6月前（退平台后继续做一年风险监测）	2027年6月前
债券	债券统借统还、政策性银行和国有大行置换2024年之前到期债券本金			境外债可以由境内债借新还旧	未提及
贷款	根据保本微利原则，对2024年之前到期贷款进行债务重组，重组后每年偿还10%本金			无	
非标	政策性银行和国有大行置换2024年之前到期的非标债务本金，不得对高息非标简单刚兑			重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但是不包括民间借贷，企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金	
控增	平台三分类法下募集资金用途管控	在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目	未提及	不允许新增1年以内境外债	退平台应清零隐债，后续能否新增发债额度需要监管部门研判

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

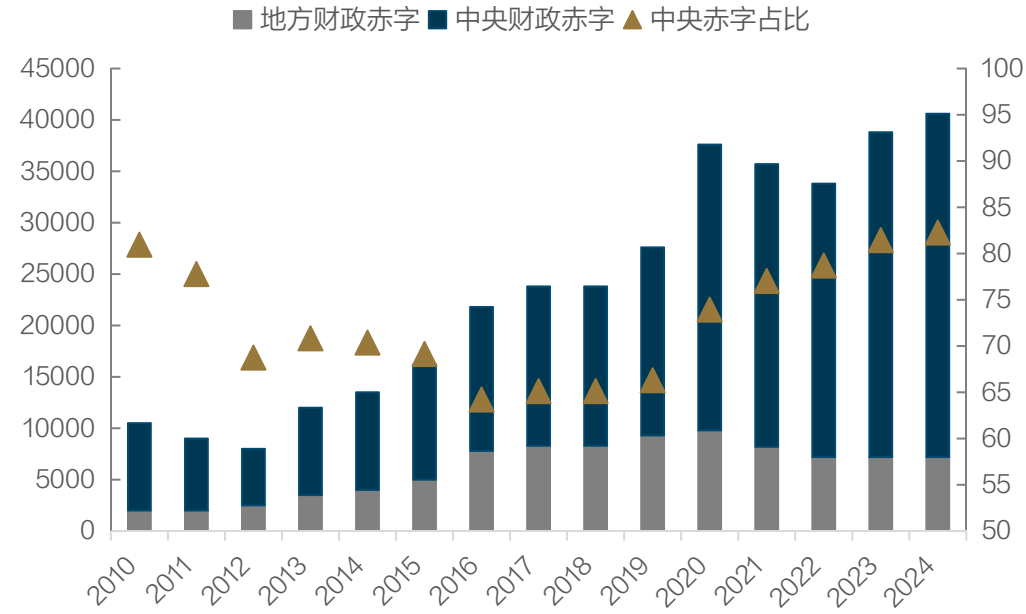
- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

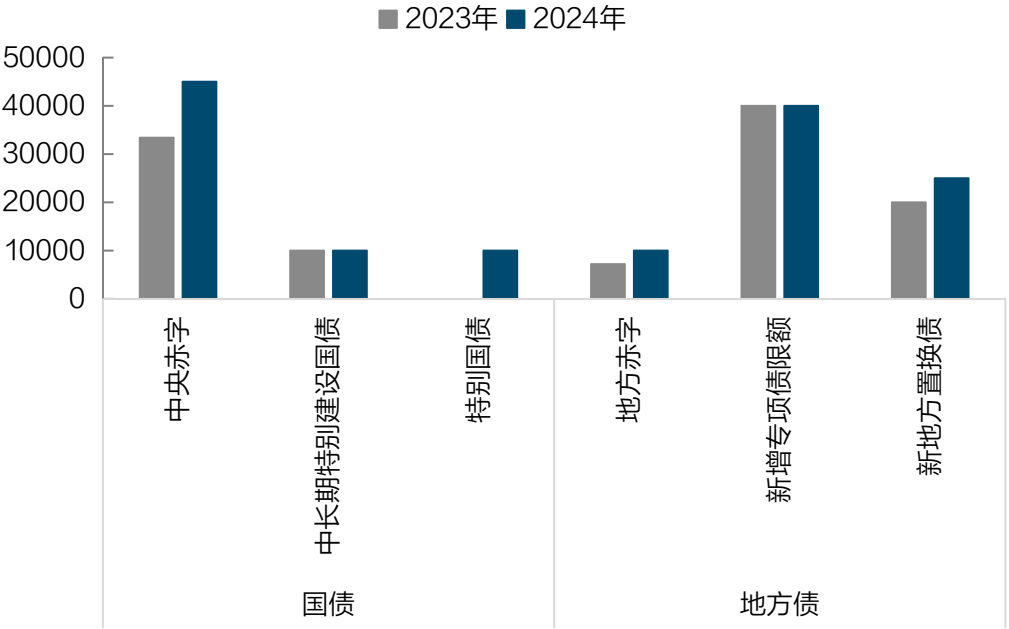
财政：中央仍为加杠杆主力，广义名义赤字走高

2025年财政政策将“更加给力”，2025年中央仍为加杠杆主力。（1）狭义赤字率4%，国债4.5万亿：近期会议多次提及“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，指向2025年赤字率大概率突破3%，我们假设2025年赤字率安排在4%附近（对应约5.5万亿的赤字规模），同时参照历史均值，假设中央赤字约占80%，约为4.5万亿。（2）特别国债2万亿：1万亿用于补充国有大行核心一级资本+1万亿超长期建设国债，结合4.5万亿左右的中央赤字规模，预计2025年全年国债净融资在6.5万亿附近。（3）地方债7万亿：预计新增地方一般债约为1万亿左右，新增专项债则参照4万亿规模，另还有2万亿左右的置换债待发行，则预计2025年全年地方债净融资规模或在7万亿左右。综合来看，预计2025年全年政府债净融资规模约为13.5万亿，同比2024年11万亿左右的政府债净融资规模多增2.5万亿。

近年来中央赤字占比升至80%左右



预计2025年全年政府债净融资规模在14万亿左右



- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

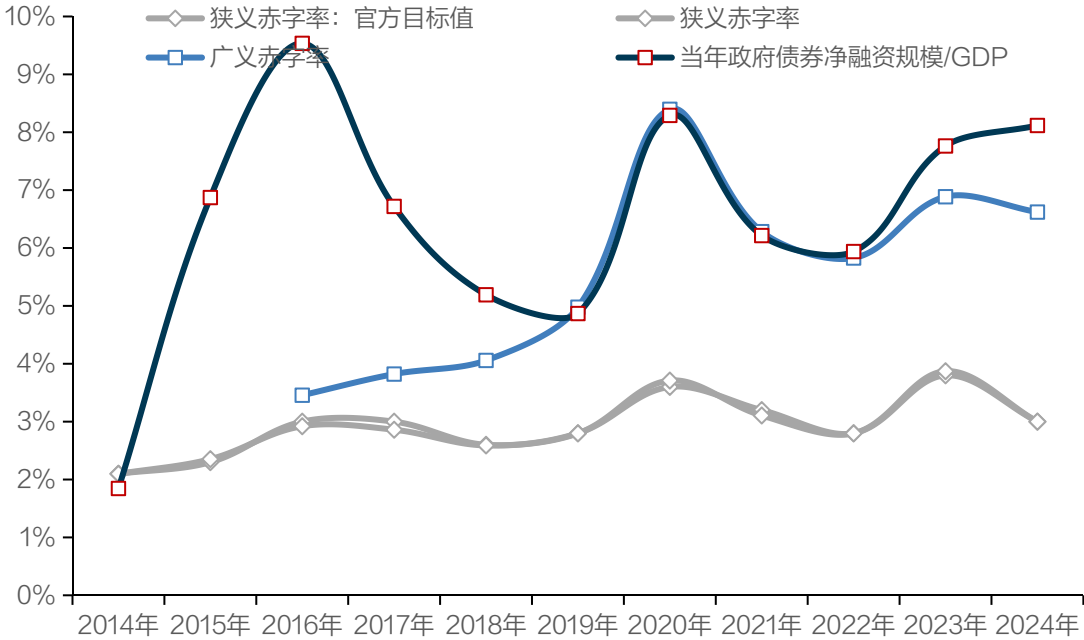
- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

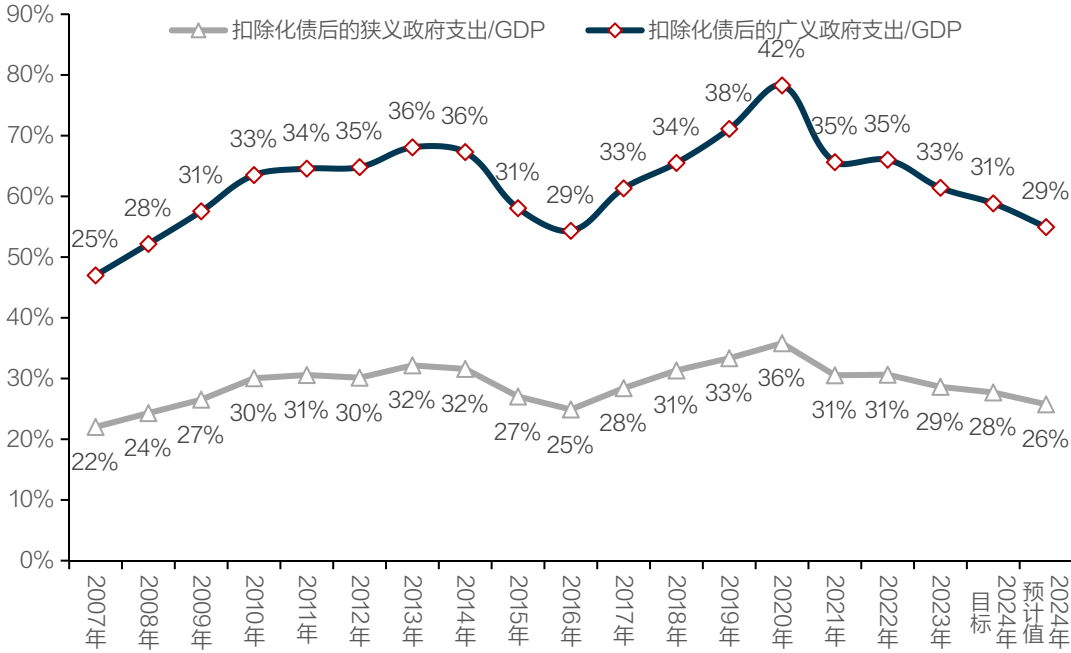
财政：“广义-狭义”差值走阔，化债拖累政府支出

- 预计2025年狭义赤字率4%、广义赤字率或达9%-10%：2024年广义赤字率约为7.6%，在狭义赤字率升至4%的假设下，对应国债发行4.5万+特别国债2万亿+地方债7万亿，2025年全年政府债净融资规模约为13.5万亿，则广义赤字率或将升至9%-10%。
- 近年“广义赤字率-狭义赤字率”差值持续走阔，主要源于特别国债及特殊再融资债的增发，扣除化债后政府支出发力不足拖累近年GDP增长。

2023年、2024年政府债券净融资规模均高于广义赤字规模



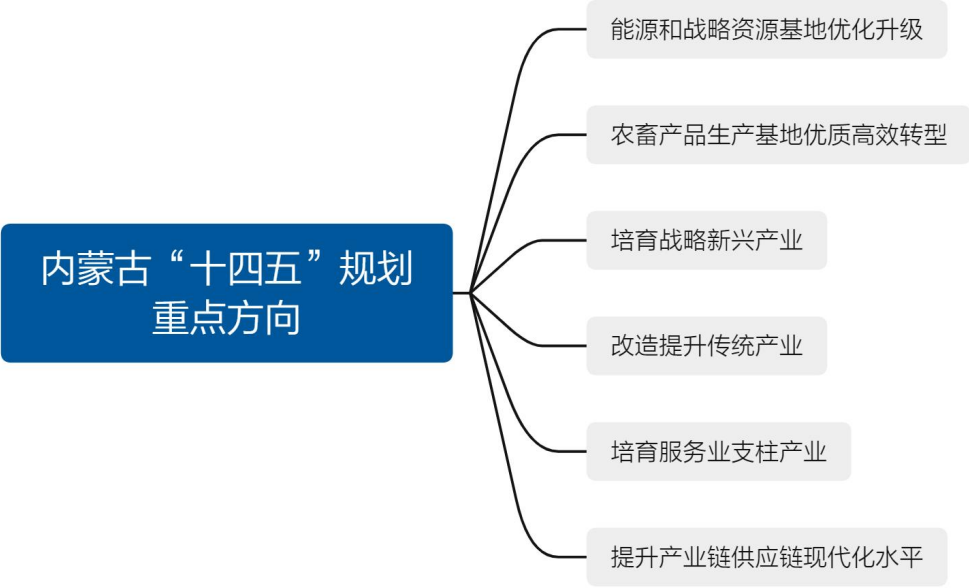
扣除化债后的政府支出发力不足可能是拖累GDP增长表现的重要原因



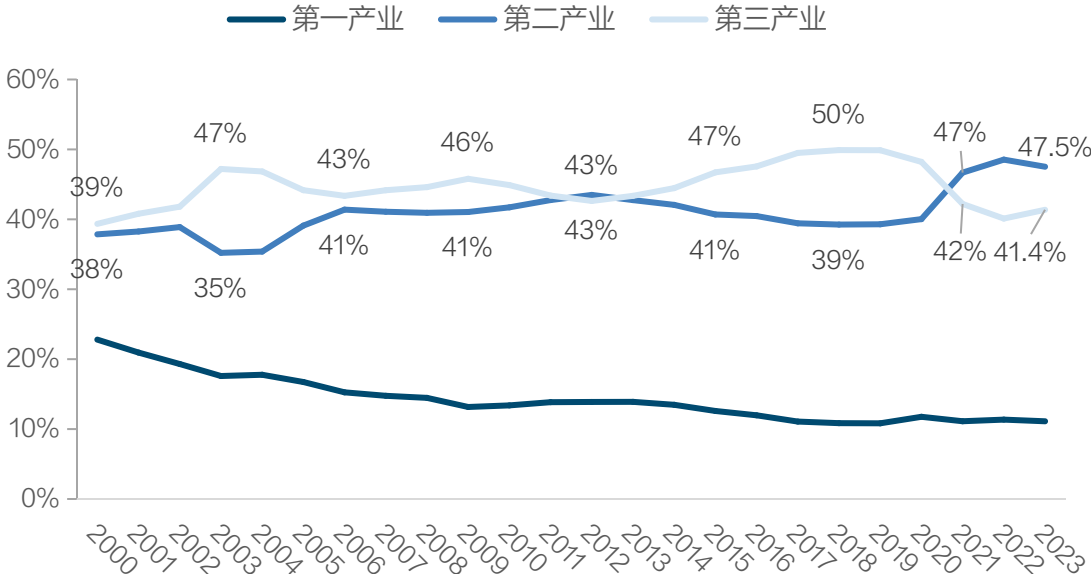
内蒙古：2024年总量超2.6万亿，蒙中地区引领发展

- 内蒙古，地处中国北部，东北部与东北地区及河北交界，南部与山西、陕西、宁夏相邻，西南部与甘肃毗连，北部与俄罗斯、蒙古接壤。
- 经济发展方面，内蒙古坚持生态优先、绿色发展导向推进产业转型升级，以高质量建设“两个基地”为重点，大力推进产业基础高级化、产业链现代化，形成多元发展、多极支撑的现代产业新体系。
- 从经济总量看，2024年内蒙古 GDP 为 2.63万亿元，增速达5.8%，2025年GDP增速目标为6%左右。分产业结构来看，第一、二、三产业占 GDP 比重分别为 11.1%、47.5%、41.4%。

内蒙古“十四五”规划重点方向



内蒙古产业结构占比



- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

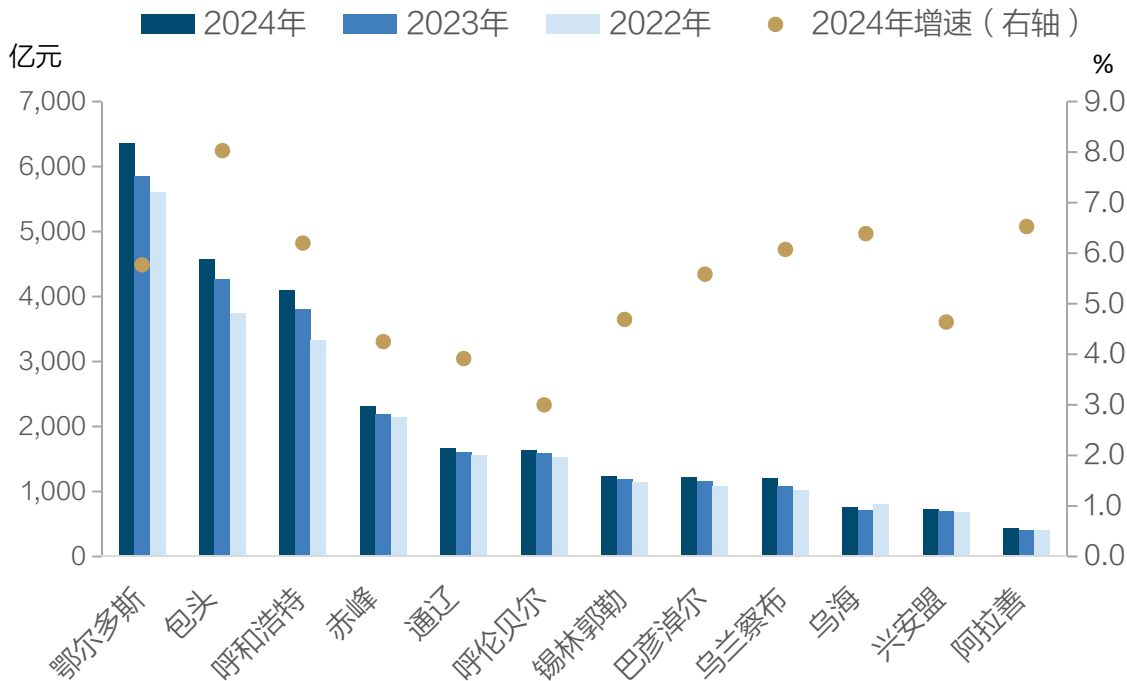
区域经济：区域差异较大，蒙中地区引领发展

- 从区域经济发展格局来看，内蒙古自治区各地级市（盟）经济实力差距较大，蒙中地区整体经济和财政实力明显高于其他地区。截至2024年末，鄂尔多斯市 GDP总量规模达6363亿元，规模占全省 24.18%，其次为包头和呼和浩特，GDP 规模分别为 4575 亿元、4107 亿元，规模占全省17.39%、15.61%。
- 从 GDP 增速表现来看，根据最新数据显示包头GDP累计增速在省内最高，达 8.03%；增速在6%以上的地市有四个，分别为阿拉善、乌海、呼和浩特、乌兰察布，其余地市 GDP 增速在 4%左右。

省内GDP规模分布情况——蒙中地区引领发展



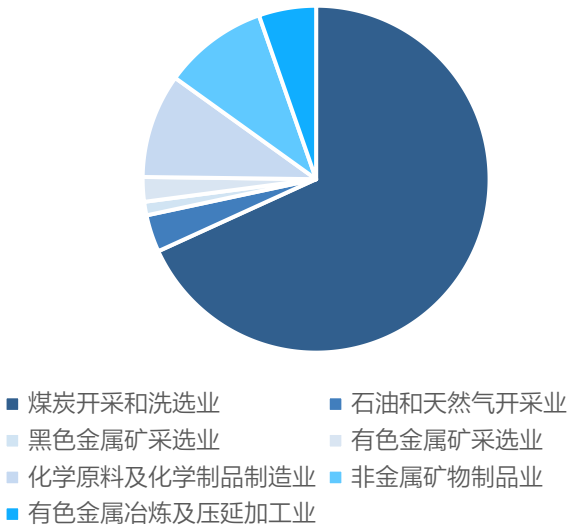
近三年内蒙古各地市GDP排名及最新增速



产业经济：“羊煤土气”产业发展独具特色

- 羊绒：内蒙古是中国重要的羊绒生产基地，全世界四分之一的羊绒制品产自鄂尔多斯市，是高端羊绒制品的主要原料。2024年，内蒙古继续巩固其羊绒产业的优势，推动羊绒产业的高质量发展。
- 煤炭：2024年，内蒙古的煤炭产业继续保持稳定增长。全年共产煤12.9亿吨，完成保供任务8.3亿吨，占全国34.5%，发电超8000亿千瓦时，外送电量3150亿千瓦时，均居全国第1位。
- 稀土：内蒙古的稀土产业在2024年取得了显著进展。稀土永磁材料产量增长30%以上，稀土产业产值超过千亿元。包头市的白云鄂博稀土矿继续发挥重要作用，新发现20处大中型战略性矿产地，8种矿产完成“十四五”增储任务。
- 天然气：内蒙古天然气资源丰富，2024年继续在天然气生产和供应方面保持全国领先地位。鄂尔多斯市的天然气探明储量约为4.9万亿立方米，约占全国的三分之一。

煤炭开采和洗选业利润额占省内总利润50%以上



内蒙古自治区代表企业主要集中于“羊煤土气”领域

企业	行业	城市
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	农畜产品加工业	呼和浩特市
内蒙古优然牧业有限责任公司	农畜产品加工业	呼和浩特市
内蒙古包钢钢联股份有限公司	冶炼与压延加工业	包头市
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	冶炼与压延加工业	包头市
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	煤炭业	鄂尔多斯市
内蒙古煤炭建设工程（集团）总公司	煤炭业	呼和浩特市
内蒙古石油化工有限公司	石油加工业	鄂尔多斯市
中东内蒙古石化有限公司	石油加工业	呼伦贝尔市
内蒙古北控热力有限公司	电力热力生产业	呼和浩特市
内蒙古电力（集团）有限责任公司	电力热力生产业	呼和浩特市

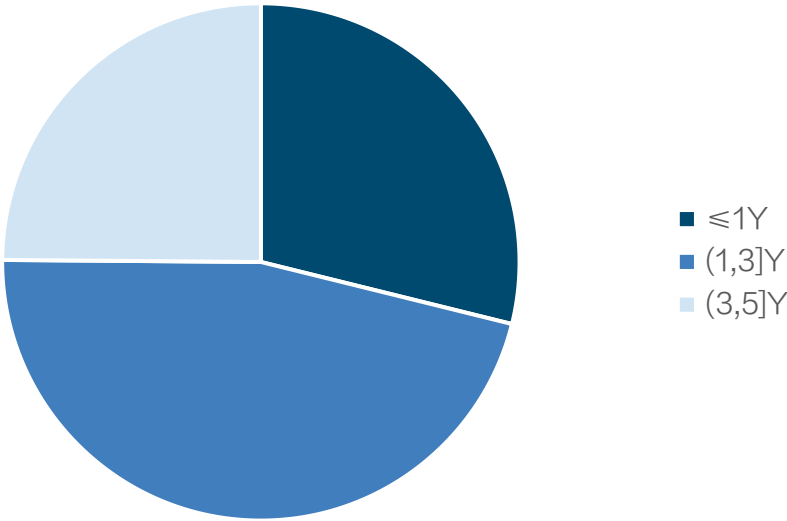
内蒙古信用债市场分析

- 截至2025年1月22日，内蒙古城投平台存续债券余额80.4亿，共计4家城投发债主体，其中存续债金额较高的主体主要有内蒙古交通集团有限公司、鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司和包头交通投资集团交通产业发展有限公司，存续债规模分别为50亿元、10亿元和10亿元。
- 从平台层级来看，省级发债平台规模最多，存续债余额为55.0亿，占比68.4%；地市级平台3家，存续债余额为25.4亿元，占比31.6%。
- 从评级分布看，内蒙古存续城投债评级以AAA级为主，共2家平台，合计发债规模为65亿元，占比80.8%；AA级共2家平台，合计发债规模15.4亿元，占比19.2%。从剩余期限来看，省内存续城投债剩余期限均在5年内，其中有23.2亿元将在1年内到期，剩余期限1-3年规模为37.2亿元，剩余期限3-5年规模为20亿元。

内蒙古自治区存续城投债一览

发行人	发行日期	发行规模（亿）	票面利率（%）	主体评级	平台类型
内蒙古交通集团有限公司	2024-12-11	10.00	2.40	AAA	交运
	2024-11-06	5.00	2.25	AAA	交运
	2024-07-25	10.00	2.33	AAA	交运
	2024-07-22	5.00	2.05	AAA	交运
	2023-08-15	5.00	3.52	AAA	交运
	2023-08-10	5.00	3.68	AAA	交运
	2022-09-08	5.00	3.35	AAA	交运
	2022-07-21	5.00	3.75	AAA	交运
	2022-03-17	5.00	3.73	AAA	交运
鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司	2024-10-29	10.00	3.24	AAA	产投平台
赤峰国有资本运营(集团)有限公司	2022-08-30	3.20	6.50	AA	公用事业
	2021-04-27	2.20	7.50	AA	公用事业
包头交通投资集团交通产业发展有限公司	2021-03-19	10.00	4.50	AA	交运

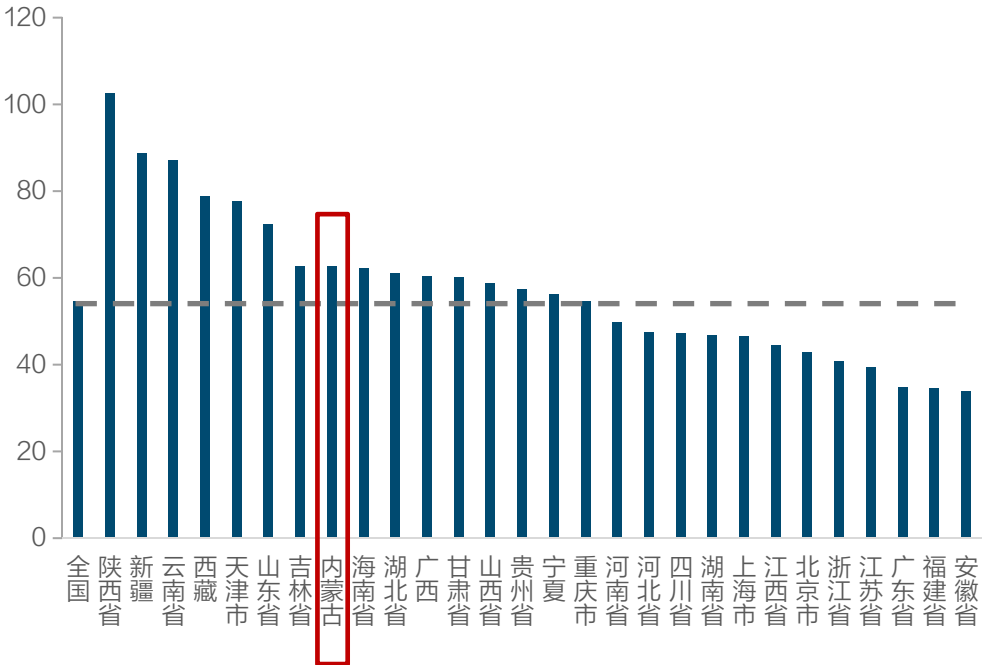
省内存续城投债剩余期限均小于5年



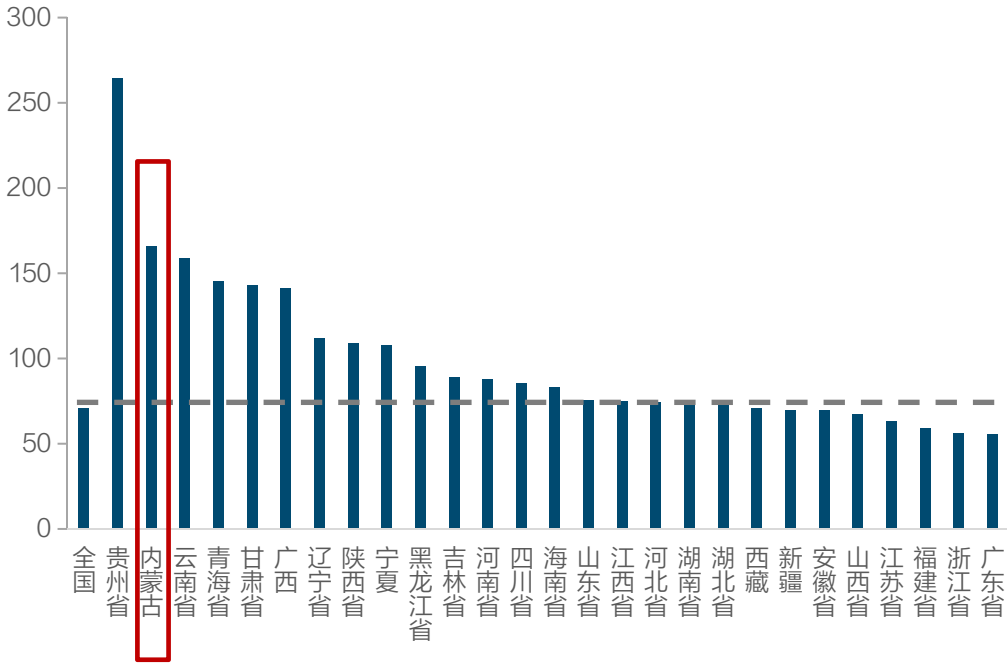
内蒙古区域城投债还有哪些投资机会？

- 整体来看，内蒙古地市级城投债投资性价比较高，省级&地市级城投债利差均高于全国平均水平，重点推荐地市级平台鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司。
- 从省级利差视角来看，截至2025年1月22日全国城投债省级平台平均利差为54.5BP，内蒙古城投债省级平台平均利差为62.6BP，内蒙古城投债省级平台利差高于全国平均水平8BP。
- 从地市级利差视角来看，全国城投债地市级平台平均利差为70.8BP，内蒙古城投债地市级平台平均利差为165.5BP，内蒙古城投债地市级平台利差高于全国平均水平95BP。

内蒙古城投债省级平台利差高于全国平均水平8BP
(截至2025年1月22日)



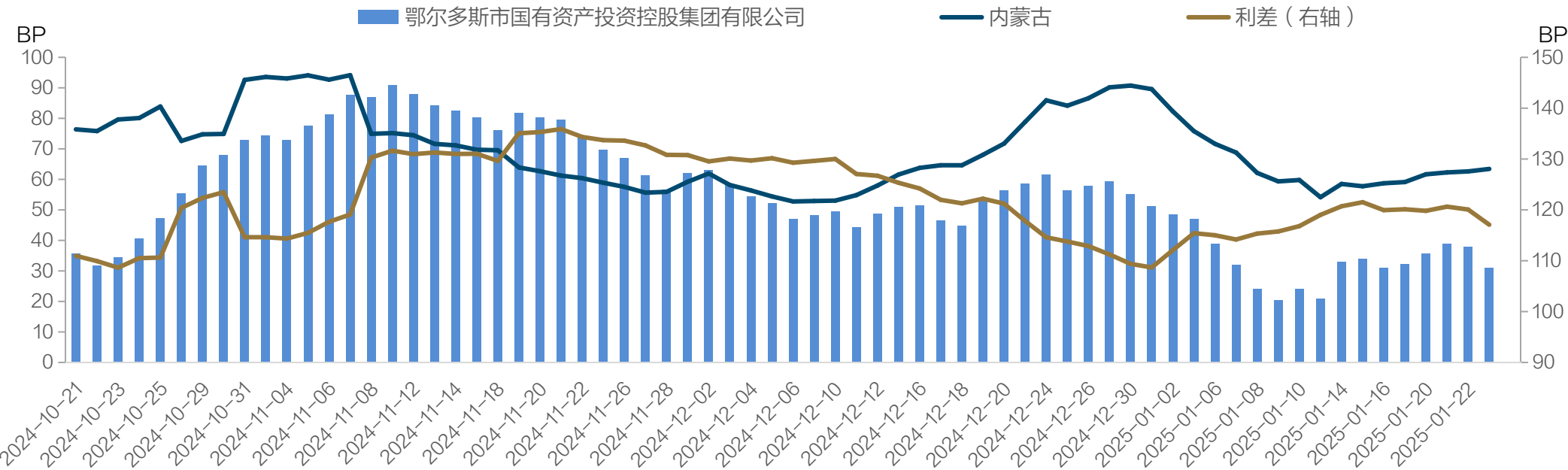
内蒙古城投债地市级平台利差高于全国平均水平95BP
(截至2025年1月22日)



内蒙古信用债择券分析——地市级平台“鄂尔多斯国投”

- 鄂尔多斯市有存续债的城投平台共1家，为鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司（简称“鄂尔多斯市国投”），截至2025年1月22日存续城投债规模为10亿元，剩余期限2.77年。
- 企业实际控制人为鄂尔多斯市国有资产监督管理委员会，主体评级为AAA，主要负责经营和管理市属国有资本在各类企业中所投资形成的国有股权，包括交通运输业、煤炭产业、金融服务业、制造业等。1) 非标占比较低：市国投集团的有息负债总额为144.27亿元，其中非标占比仅为0.03%；2) 政府资源倾斜：从政企关系来看，集团22-23年政府补助合计1.69亿元；3) 公益性业务较少：从平台业务来看，鄂尔多斯国投收入主要来自天然气和货物销售，公益性业务收入占比较低；4) 对外担保规模相对可控：从对外担保来看，截至2024年6月30日公司及关联公司担保合计98.08亿元，占净资产367.02亿元的26.72 %。

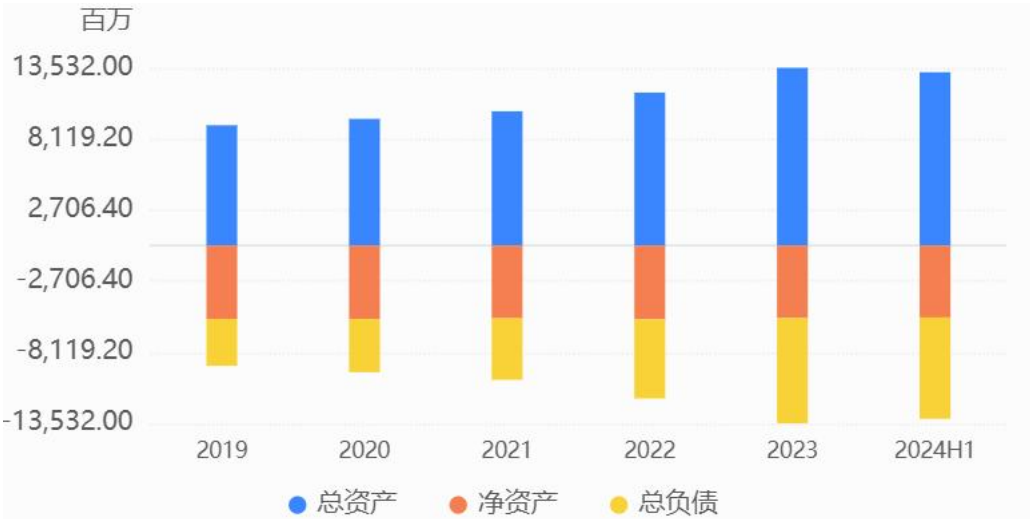
地市级平台“鄂尔国投”城投债区域利差一览



内蒙古信用债择券分析——地市级平台“包头交发”

- 包头市有存续债的城投市级平台共1家，为包头交通投资集团交通产业发展有限公司（简称“包头交发”），截至2025年1月22日存续城投债规模为10亿元，剩余期限1.15年。
- 包头交发实际控制人同为包头市人民政府，主体评级为AA，主要负责公路管理与养护、工程建设、园林绿化工程施工等业务。1）从债务结构来看，根据2024年中报数据包头交发有息负债总额为28.78亿元，其中短期有息负债为1.82亿元；2）从政企关系来看，包头交发接受政府补贴规模较高，22-23年政府补助累计金额为34.8亿元；3）从平台业务来看，包头交发业务收入中公益性业务占较低；4）从对外担保来看，截至2024年6月30日公司及关联公司担保合计30.36亿元，占净资产54.72亿元的55.48 %。

近年“包头交发”资本结构变化一览



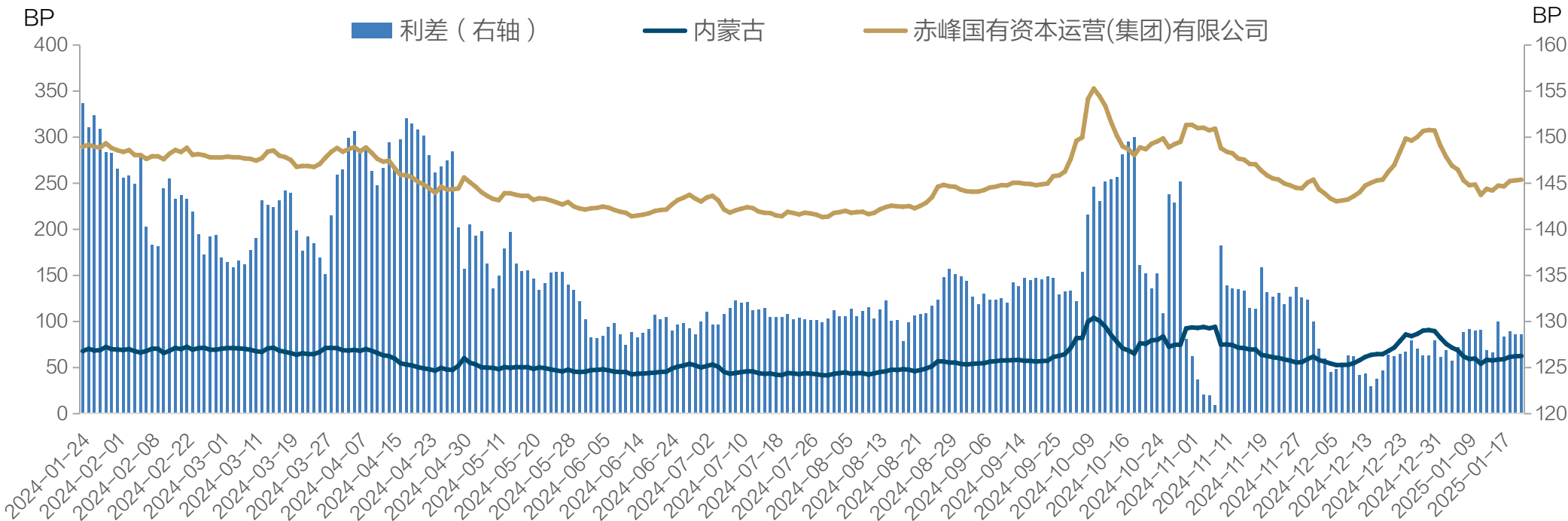
近年“包头交发”偿债比率变化一览



内蒙古信用债择券分析——地市级平台“赤峰国资”

- 赤峰市有存续债的城投平台共1家，为赤峰国有资本运营(集团)有限公司（简称赤峰国资），截至2025年1月22日存续城投债规模为5.4亿元，剩余期限分别为0.61年（3.2亿元）、1.26年（2.2亿元）。
- 企业实际控制人为赤峰市政府国有资产监督管理委员会，主体评级为AA，主要负责产权经营与资本投资、股权管理、资产管理、收购及处置、棚户区改造项目建设等业务。1）从债务结构来看，根据2024年三季报数据显示企业有息负债总额为147.55亿元，短期有息负债占比为23.2%；2）从政企关系来看，22-23年地方政府补贴规模为20亿元左右；3）从对外担保来看，截至2024年6月30日公司及关联公司担保合计44.36亿元，占净资产360.87亿元的12.29 %。

地市级平台“赤峰国资”城投债区域利差一览



机构行为：居民定存占比高增，债基及理财规模大幅增加

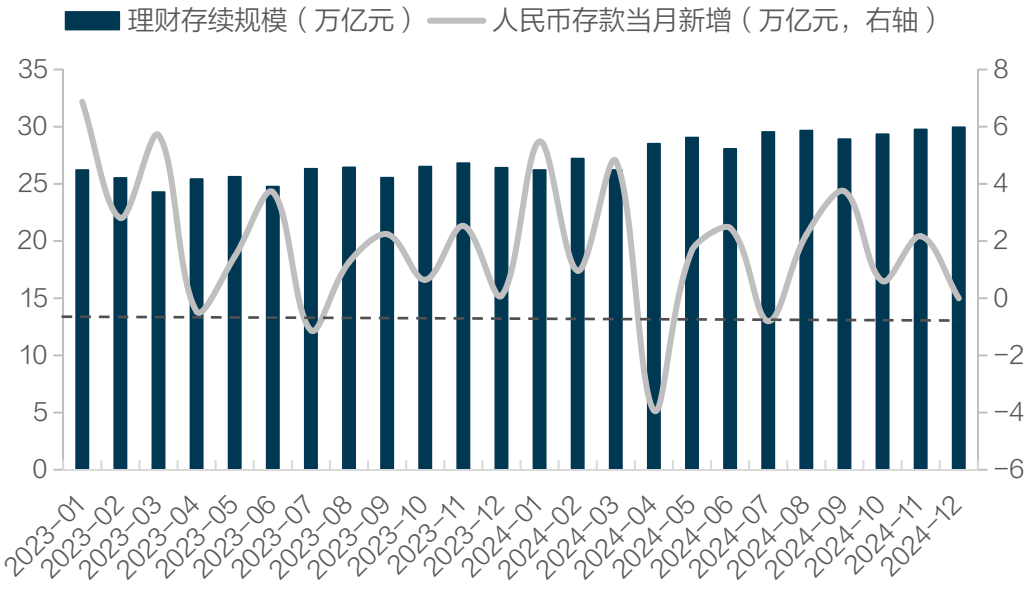


- 居民定期存款占比持续上升：2024年12月居民存款余额较去年同期增加11.9万亿元。从居民存款结构来看，2023年12月以来居民定期存款占比整体呈现出波动式走高，受年末季节性因素影响，2024年12月占比小幅降至72.65%。
- 债基及理财规模大幅提升：债基方面，截至2025年1月24日债券型基金资产净值规模为10.57万亿元，较2023年年末增加1.53万亿元。理财方面，根据普益标准数据显示，截至2024年末银行理财产品存续规模为29.94万亿元，环比增加1900亿元。

居民定期存款规模在总存款（居民）中的占比持续攀升



2024年12月理财规模环比新增1900亿



■ 2024年以来利率持续创新低并快速下行，不同机构配债特征也较为鲜明。对于配置盘而言，大行偏好短债+卖出长债，保险机构在国债利率创新低的环境下偏好地方政府债，农商行大额买入存单，依然双向高频交易利率债，其余非银机构如理财、基金、其他产品类则稳定增配各类型债券。整体而言，2024是利率快速下行的一年，也是各类机构配置特征发生变化的关键一年。

2024年来各机构二级交易情况——分券种（单位：亿元）

机构分类	国债	政金债	地方债	中期票据	短期/超短	企业债	同业存单	ABS	其他	合计
大行及政策性银行	10817	(1085)	(2934)	(898)	(3628)	(10)	9632	88	(3486)	8496
股份制商业银行	(19084)	(13102)	(8412)	(4669)	(12304)	(67)	(14812)	10	(4325)	(76765)
城市商业银行	(10936)	(17954)	(348)	(2698)	(5213)	(132)	(13077)	25	(2360)	(52694)
外资银行	756	505	(37)	17	27	3	2389	(132)	(198)	3329
农村金融机构	6274	1709	316	72	268	(163)	26125	(0)	1360	35960
证券公司	(4574)	(1661)	(3430)	(5178)	(940)	(291)	(24152)	(119)	(3103)	(43448)
保险公司	5416	1619	12269	1408	148	(24)	4869	(0)	(682)	25022
理财子公司及理财类	229	2861	199	2580	4077	18	12404	(1)	1324	23690
其他产品类	3281	4390	1306	5783	3845	368	6902	61	6864	32800
货币市场基金	120	5563	0	1364	6448	13	(17843)	0	1309	(3028)
基金公司及产品	4784	12164	919	1915	6765	287	(4907)	59	2611	24595
其他	2919	4993	152	304	507	(2)	12472	10	687	22041

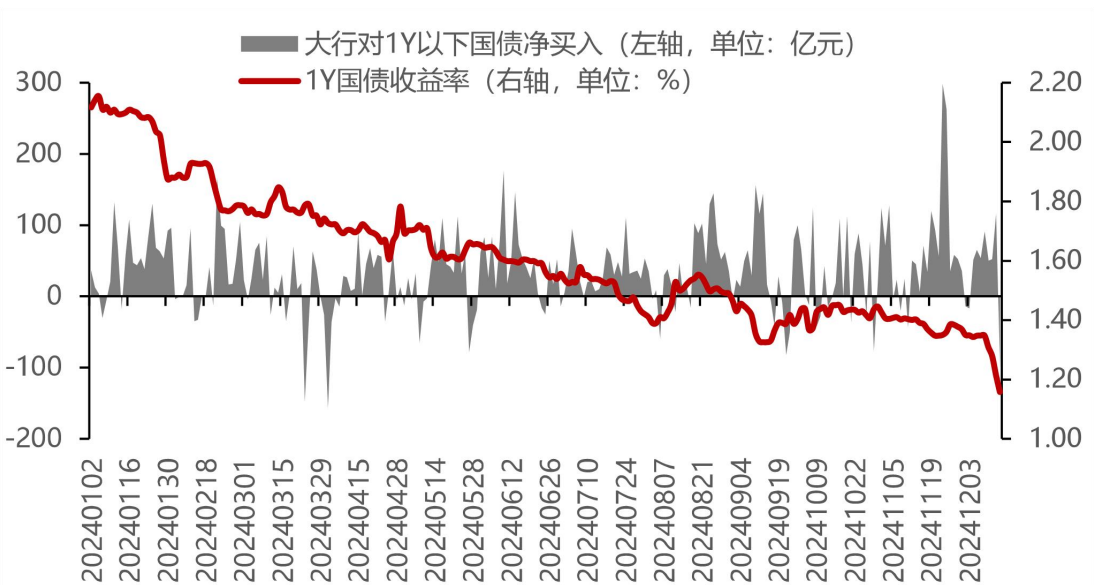
2024年来各机构二级交易情况——分期限（单位：亿元）

机构分类	1年及以下	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10-15年	15-20年	20-30年	30年以上	合计
大行及政策性银行	17223	9010	(1768)	(665)	(7724)	(921)	(2250)	(4083)	(326)	8496
股份制商业银行	(37557)	(11044)	(4812)	(1378)	(15806)	(740)	(2138)	(2952)	(338)	(76765)
城市商业银行	(27636)	(10083)	(3380)	(477)	(7621)	154	(787)	(2278)	(585)	(52694)
外资银行	2031	1116	432	(1)	(116)	(5)	(43)	(74)	(10)	3330
农村金融机构	35344	(2281)	(1167)	(319)	7414	376	(547)	(2790)	(71)	35960
证券公司	(29019)	(7396)	(2906)	(863)	307	(408)	(339)	(2541)	(284)	(43448)
保险公司	4636	1770	505	228	2378	658	3647	10885	315	25022
理财子公司及理财类	20558	1521	728	201	587	25	75	147	(151)	23690
其他产品类	11268	3108	3775	827	9272	510	996	1478	1567	32800
货币市场基金	(4154)	1022	2	53	0	0	0	0	49	(3028)
基金公司及产品	(4839)	7003	7008	1693	9956	389	1427	2239	(281)	24595
其他	12144	6255	1584	701	1353	(37)	(42)	(31)	115	22041

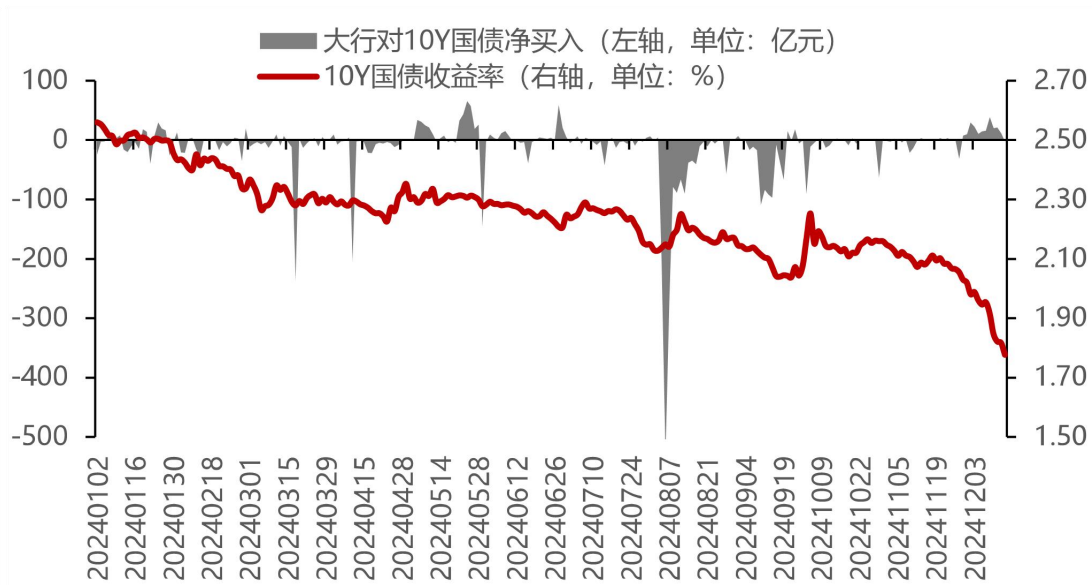
机构行为：国有大行2024年边际变化——买短卖长

- 大行2024年的主要边际变化特征为买短卖长。
- 一方面，我们观察到2024年8月以来大行持续净卖出长端利率债，期限主要集中在7Y与10Y国债，共计超4000亿元。
- 另一方面，从机构行为视角看，2024年以来大行持续买入短债，欠配压力超往年。我们发现2024年以来大行持续买入短债，期限主要集中在3Y以下，在倾斜向上的收益率曲线要求下，大行操作为买短卖长，且其对短债的配置力量空前，说明其在久期平衡、流动性管理等要求下，依然处于缺资产的状态。跨年后，大行在政府债供给偏少+开门红的背景下，有望带动上半年的行情。

大行对1Y以下国债净买入及1Y国债收益率（单位：亿元，%）



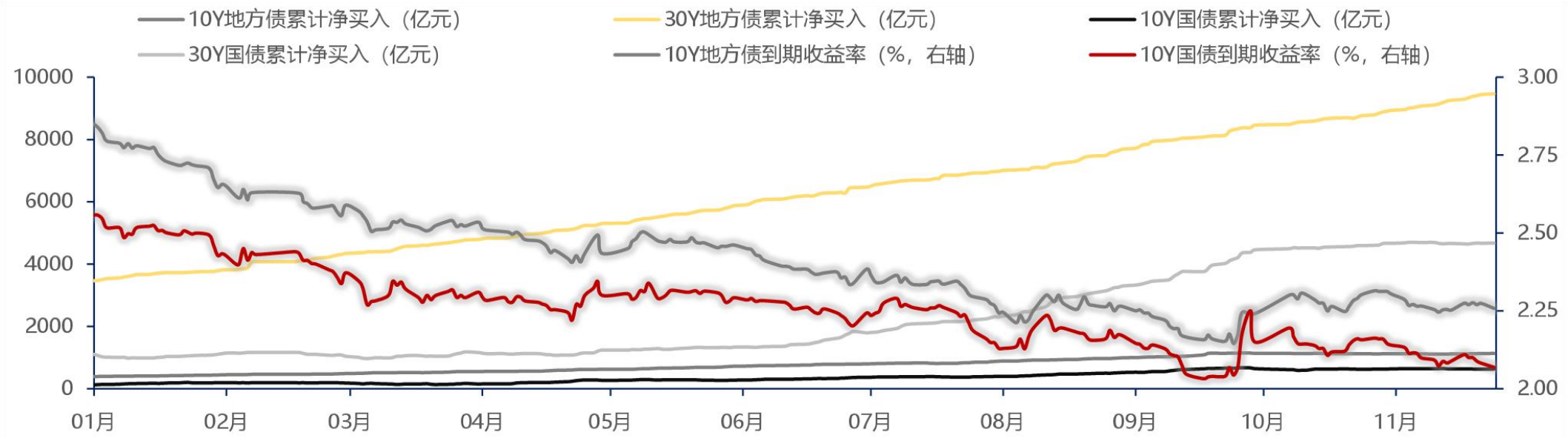
大行对10Y国债净买入及10Y国债收益率（单位：亿元，%）



机构行为：利率新低，保险加码配置地方债

- 2024年以来在欠配压力下，保险偏好配置收益率更高的地方政府债、30Y超长债。10月以来超长国债配置停滞，与收益率快速下行有关：1）相比国债，保险更倾向于配置地方债。欠配压力下，收益率是保险配债的主导因素，2024年以来，10Y地方债收益率高于10Y国债，利差中位数达15bp，更高的绝对收益是保险偏好地方债的重要原因；2）相比10Y中长债，保险更倾向于配置30Y超长国债、超长地方债；3）2024年10月以来，由于国债收益率快速下行，超长国债配置停滞，30Y超长国债累计净买入基本维持不变，30Y地方债维持增配。

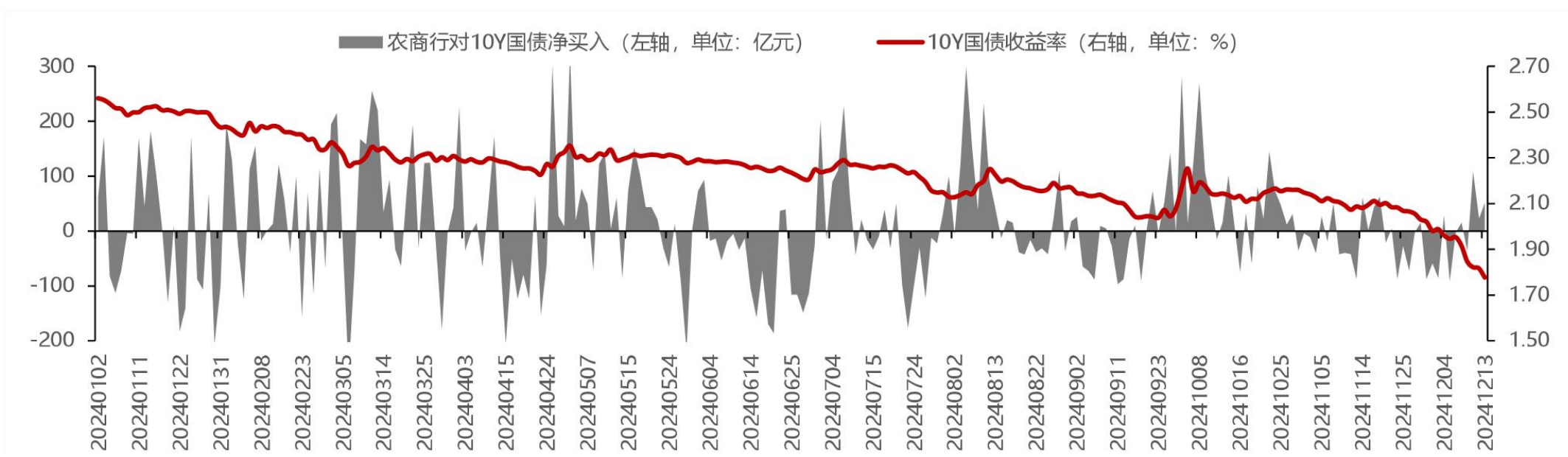
保险对国债、地方债累计净买入与国债、地方债到期收益率（亿元，%）



机构行为：监管影响下，农商行依然双向高频交易但幅度降低

- 2024年农商行整体依然延续双向高频交易——其操作通常为牛市时止盈，熊市时充当债市稳定器加大配置。
- 中小行的配债力度有望增加，但传统交易型机构如农商行参与波段交易程度或减弱。在债务置换后中小行的配债资金或一定程度增加，叠加跨年后“大行放贷、小行买债”的情形可能再次上演，中小行的配债力量同样不容忽视，但在2024年3月农商行多次受到监管关注以来，我们发现其对于10Y国债的双向高频交易程度有所减弱，且近期其主要转为增配短债，应关注农商行配置盘交易特征增加的可能性。

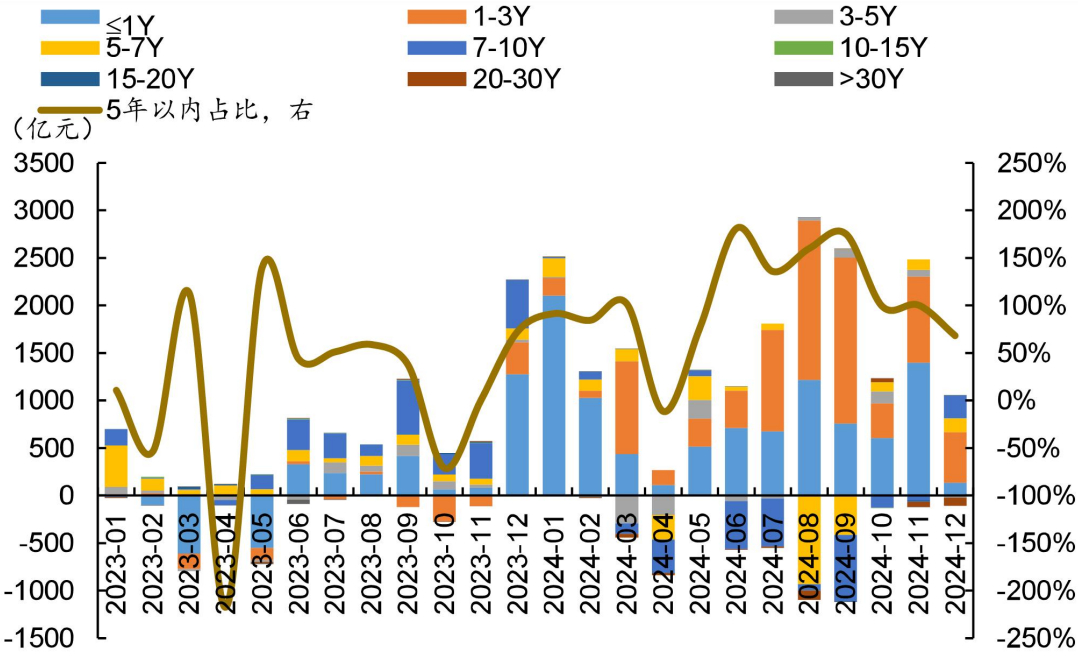
农商行对10Y国债净买入及10Y国债收益率（单位：亿元，%）



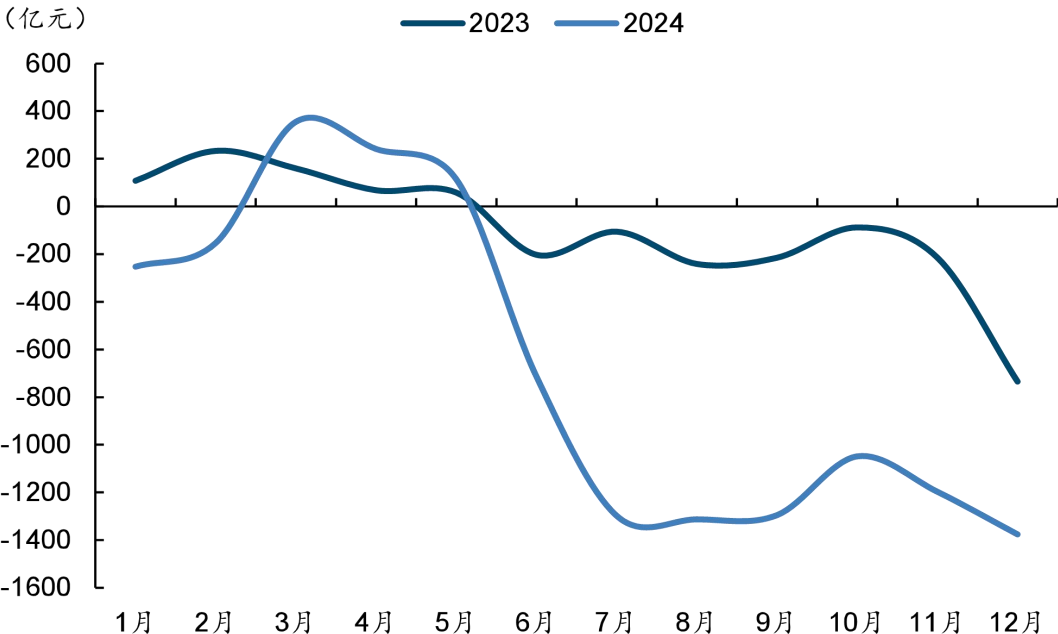
机构行为：监管压力导致银行“买短卖长”

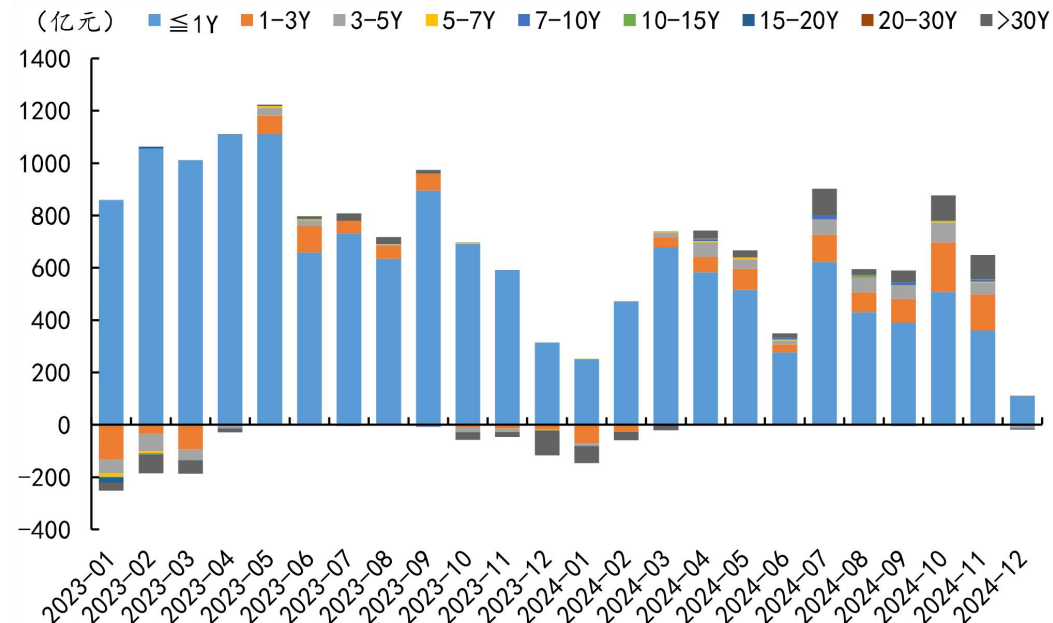
■ 2024年央行对于长端利率管控加码，银行类机构对于利率债的久期偏好发生了变化。2023年与2024年虽同为利率债牛市，但2024年长端与超长段利率下行速度明显加快，3月央行提示长端利率风险，7月央行开展借券卖出操作，银行类机构或受到窗口指导也开启买短卖长。2024年6月大行短久期利率债（5年以内）净买入规模占比大幅提升，农村金融机构大量卖出30年利率债。

大行/政策行对各期限利率债净买入规模



2023年和2024年农村金融机构对于30年利率债累计净买入情况





MS投研框架

一、宏观经济展望

—投资

—消费&社融

—通胀&出口

二、宏观政策展望

—货币

—财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

—经济发展

—债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

—广谱利率下行

—资产荒延续

—央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

—利率债

—信用债

—金融债

—本市交易

—同业存单

—票据

—非银

—ABS

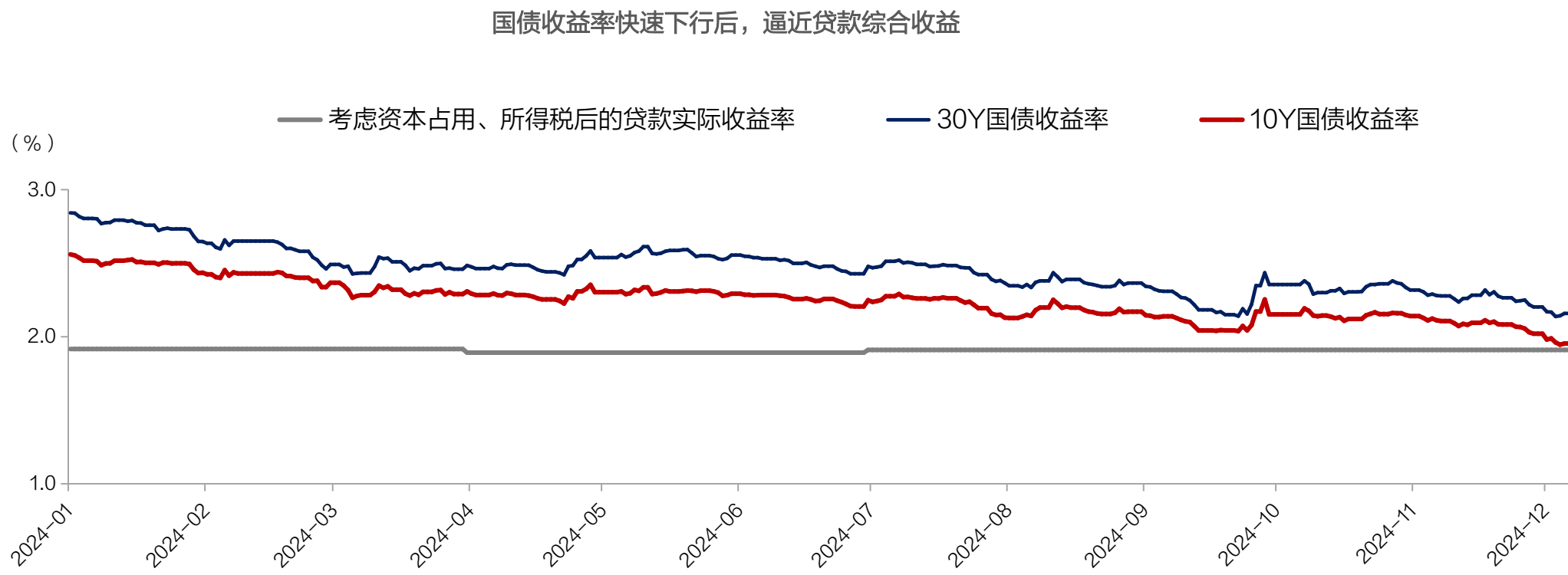
—公募基金

—外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

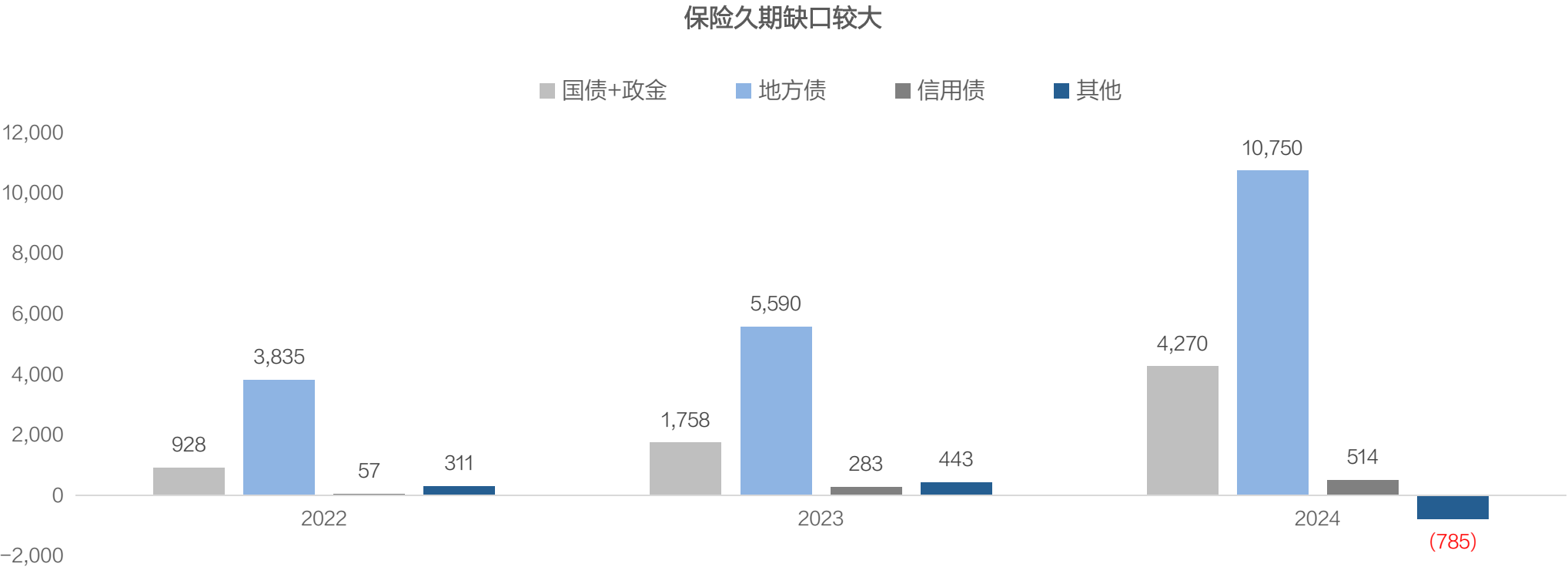
机构行为展望： 大行扩表， 国债吸引力下降

- “央行给钱、存单提额”或支撑大行扩表。买断式逆回购、国债买卖的操作对象主要为大行，央行职能提升后向大行提供的流动性可期，同时同业负债距离1/3约束尚远，预期2025年大行同业存单备案额度有望大幅提升。
- 考虑资本占用、所得税后的人民币贷款一般利率与10年期国债收益率接近，与30年期国债收益率的利差也在压降，国债相对于贷款的收益优势缩减。



机构行为展望：久期缺口明显，保险继续拉久期

- 我国保险行业平均资产负债久期缺口约7年。根据IFRS9，金融资产“四分类”逐步走向“三分类”。具体到险资操作中，信用风险较低且期限偏长的利率债、大央企企业债等一般按长期持有计入AC，期限短且具备信用风险的企业债计入FVOCI，即规则上有利于保险机构持有长久期利率债。
- 根据Idata数据，保险机构在2022—2024年净买入10年以上债券的金额分别为5130.4亿元、8074.8亿元、14747.6亿元。



广谱利率中枢下行：存款先行

- 商业银行是中国最大的间接融资主体，同时也是债券直接融资的主要参与者，商业银行负债成本直接影响社会融资成本的高低。

“存款立行”的思维根深蒂固，破除“囚徒困境”只能依赖监管或自律组织等外力



持续7次下调存款挂牌价

2022年一季度货政报告首次提出存款利率市场化调整机制，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率。



禁止手工补息、高息揽储

2024年4月8日，下发《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》，最晚在2024年4月底前完成整改。



规范非银同业活期存款

2024年11月29日，倡议将非银同业活期存款利率纳入自律管理，规范非银同业定期存款提前支取的定价行为，引入“利率调整兜底条款”。

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

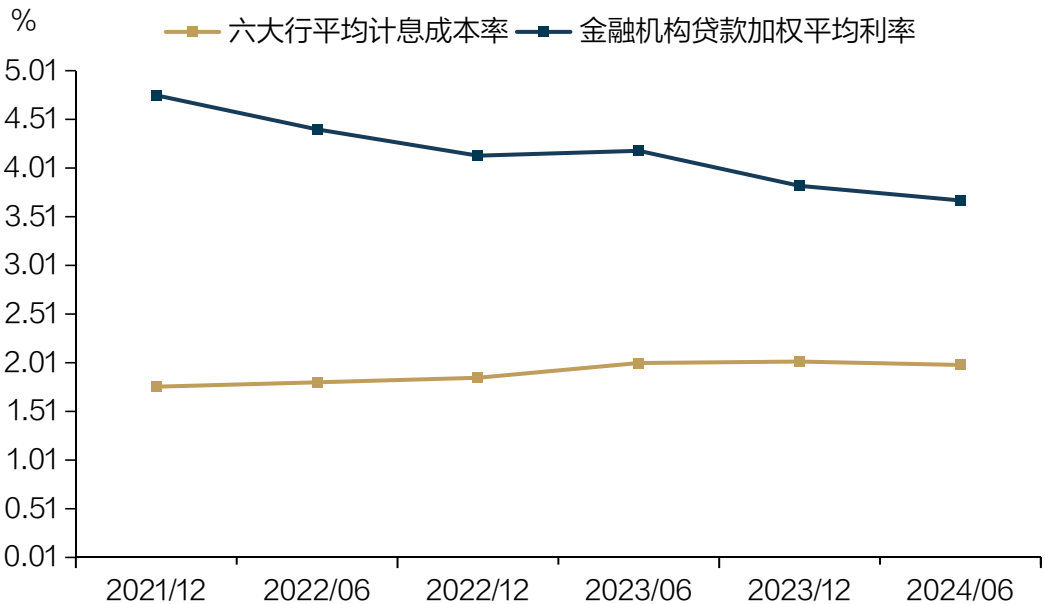
- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

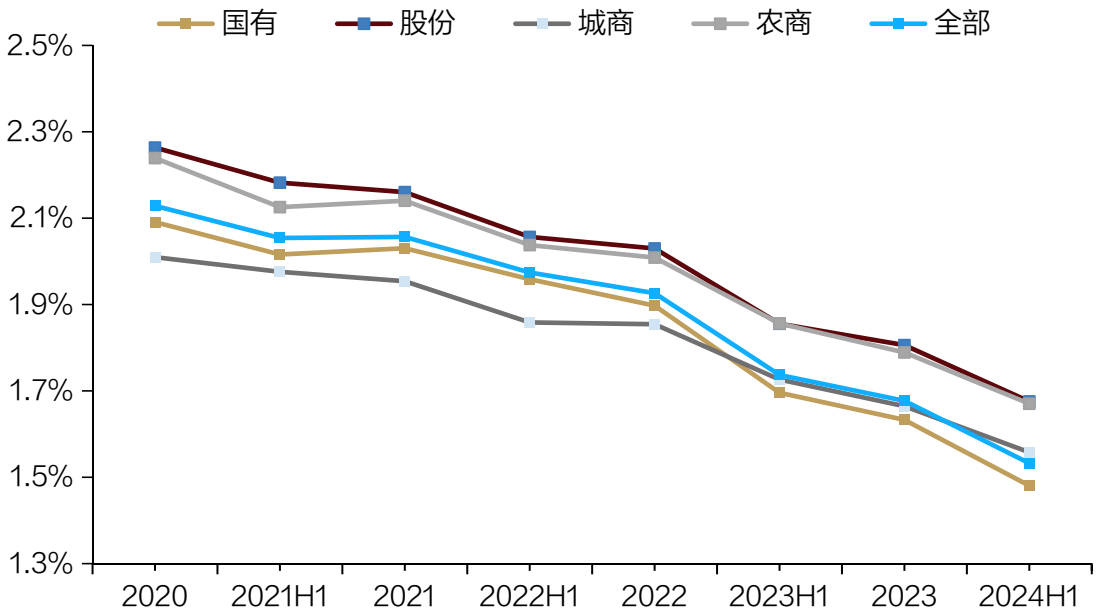
广谱利率中枢下行：存款成本下行服务于贷款利率下行

- 净息差是商业银行持续经营的生存之本，但为促进社会综合融资成本稳中有降，监管对于商业银行净息差的容忍度提高，金融机构人民币贷款加权平均利率已至历史低位。
- 《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》限制了同业活期存款高息揽储的行为，《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》制约了存款定期化拉高计息成本率。

商业银行贷款利率下行速度快于付息成本率



商业银行净息差持续收敛并低于监管合意值1.7%

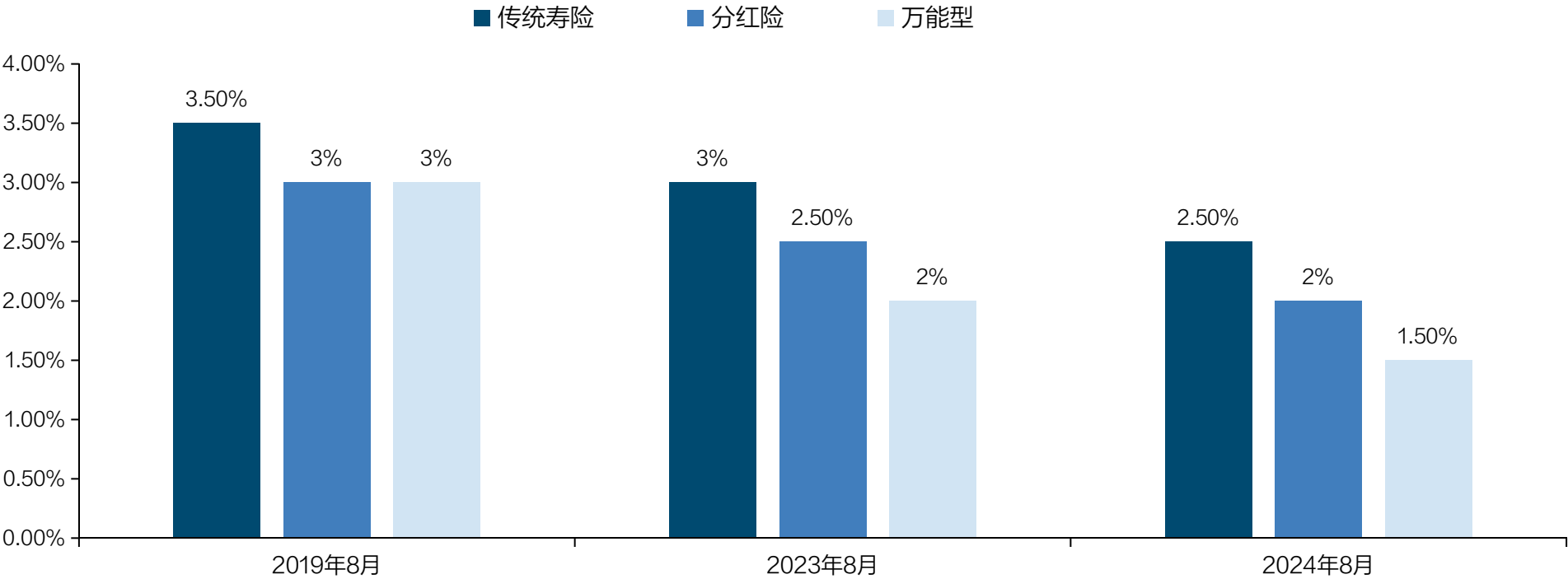




广谱利率中枢下行：保险预定利率挂钩及调整机制的深远影响

- 2024年8月，国家金融监督管理总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》：
- 调降寿险产品预定利率50bp，传统型、分红型、万能型产品预定利率上限分别下调至2.5%、2.0%、1.5%。
- 建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值。

国内保险产品预定利率调整历史梳理



一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

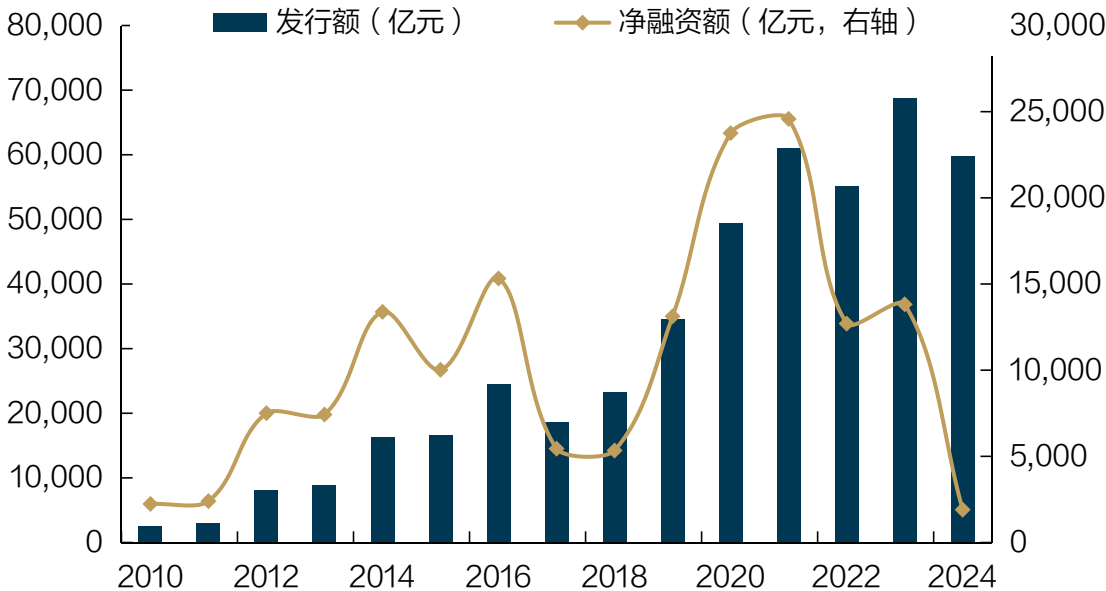
- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

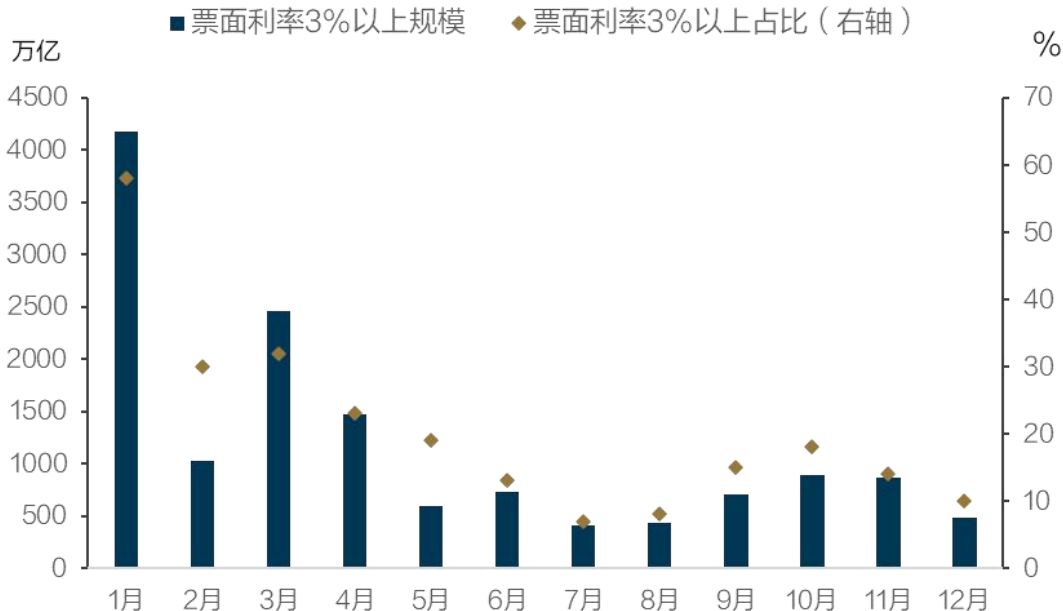
资产荒逻辑延续：高票息资产减少

- 2024年11月以来，置换债加速发行，监管端新增融资审核持续趋严，城投融资难以重启新增扩容，财政思路以化存量债务为主线。
- 信用债高收益资产减少，票面3%以上城投债规模持续压降并维持在低位，曾经贡献高收益的高票息城投未来将逐渐退出市场。

2024年城投净融资额为历史低位，城投债进入存量时代



2024年城投多发长长期、低利率债券，票面3%以上高收益资产荒

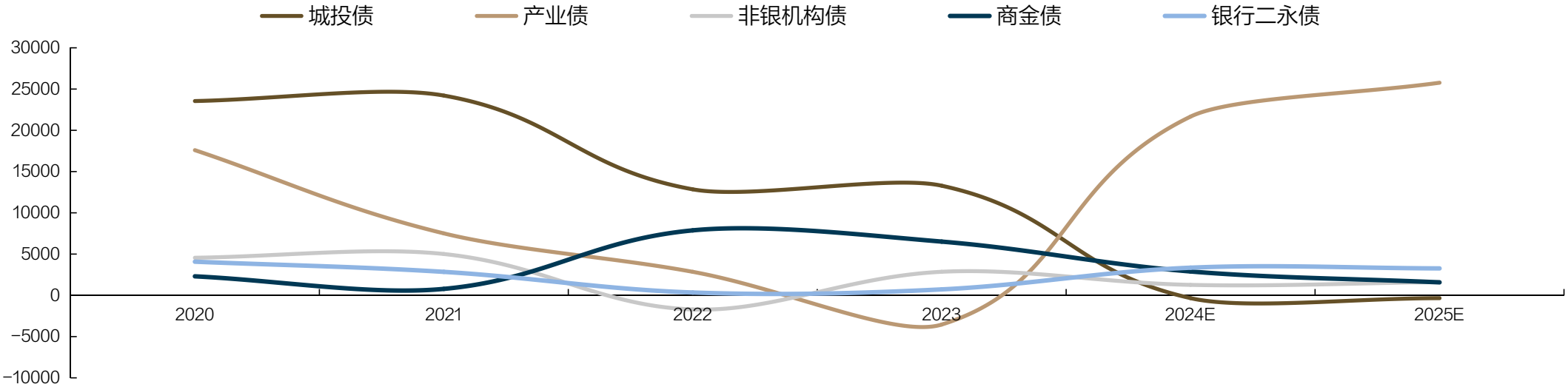


资产荒逻辑延续：信用债供给结构性收缩

供给端：化债大年+国有大行注资影响下，信用债供给或收缩

- 城投债：在退名单和严控新增背景下，城投债发行规模或延续收缩。产业债：低利率+替代效应+实体融资弱修复+央企助力稳增长或使得产业债净融资维持增长。非银机构债：证券公司发债融资扩张业务的需求可能扩大+部分保险公司偿付能力仍面临一定的压力+再融资压力较大，非银机构债净融资或小幅增加。
- 商金债：淡化“规模情节”的政策引导下，商业银行补充营运资金的需求或相对减弱，商金债净融资可能小幅减少。二永债：国有大行注资缓解资本压力+化债节约资本或弱化二永债发行需求，预计发行规模和净融资环比2024年均有所减少。TLAC：第二阶段外部总损失吸收能力风险加权比率要求更高+内源性资本补充难度加大+发行成本相对更低，预计未来TLAC供给可能增加。

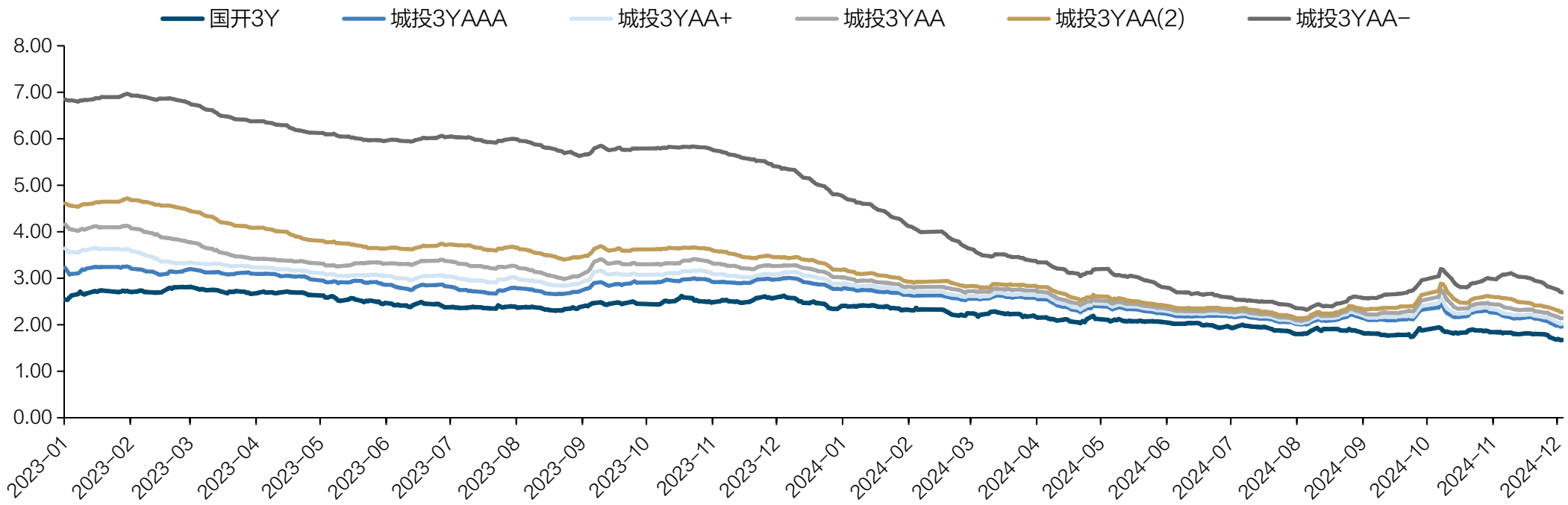
各类信用债净融资情况（亿元）



资产荒逻辑延续：信用债利率化趋势明显

- 2024年化债组合拳接连出台，11月8日财政部提到将直接增加地方化债资源10万亿元（6万亿置换债+4万亿专项债安排），用于置换存量隐性债务。2028年前隐债从14.3万亿元降至2.3万亿元，压力大幅减轻。
- 2027年6月前信用兑付风险弱化，定价因素中流动性溢价>信用溢价，且最新一轮的置换弱区域更受益，推动利差持续压缩，走势逐渐利率化。

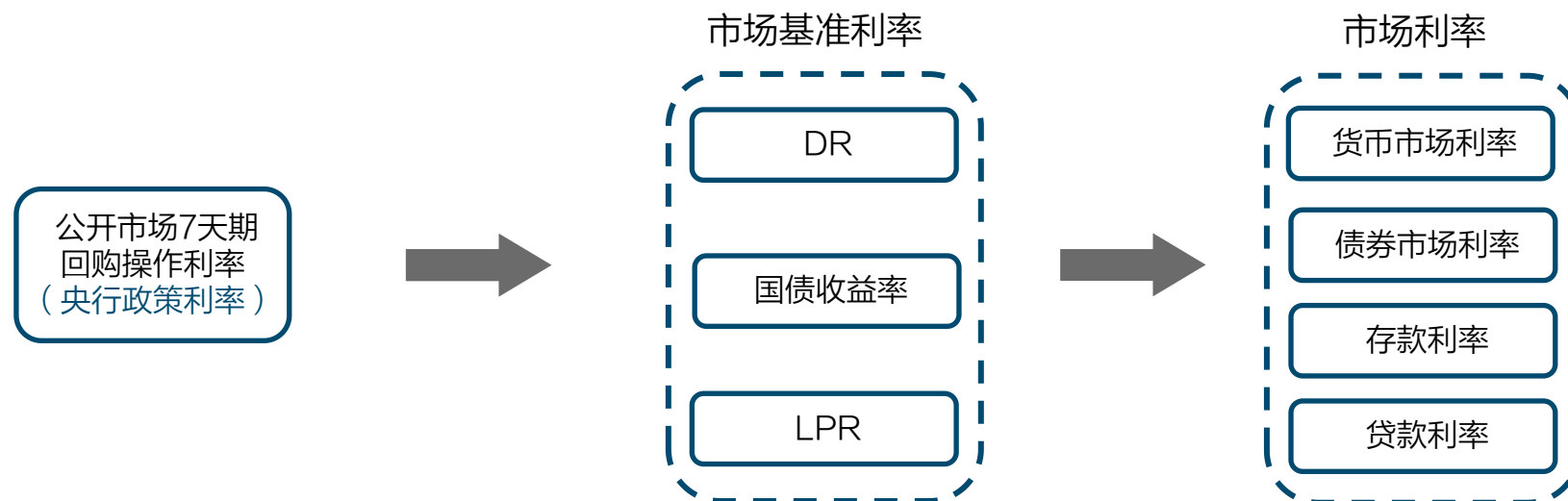
各等级城投信用利差均逼近国开，弱资质城投受益化债更明显



货币政策新框架提升了央行对债市的预期管理能力

- 从价上看，明确了公开市场7天期回购操作利率在央行货币政策传导机制上的基准利率作用，牵一发而动全身：“7天期逆回购利率—DR007—短债—长债”、“7天期逆回购利率—LPR——贷款利率”、“7天期逆回购利率—1年期LPR、10年期国债—存款利率”。
- 从量上看，央行增加国债买卖、买断式逆回购等货币政策工具，补充了中长期流动性的投放方式。2024年8月份至11月，国债净买入7000亿元左右，买断式逆回购操作金额1.3万亿，两者相当于降准了100bp。

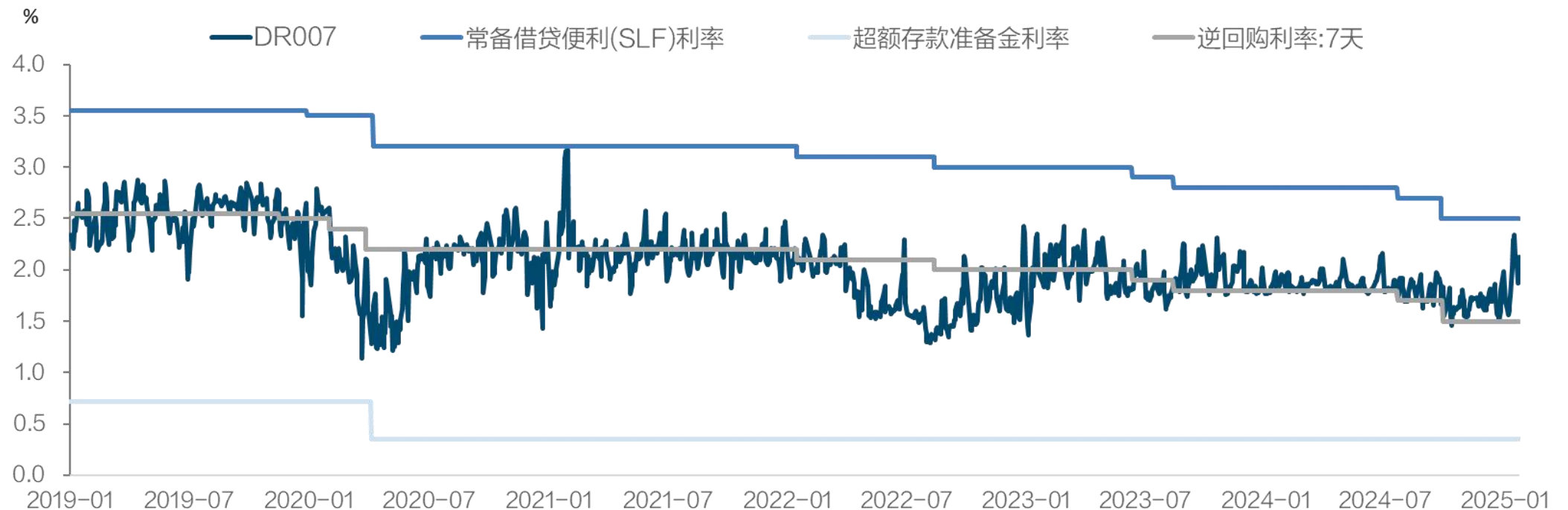
当前货币政策传导机制



利率走廊宽度有望继续收敛

- 2024年7月8日，央行发布公开市场业务公告〔2024〕第3号，指出“从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp”。
- 监管多次提及“适当收窄利率走廊的宽度”，预计未来回购利率将紧紧围绕央行7天期逆回购利率变动。

2019年以来利率走廊不断收窄，最新上下限分别为1.3%、2%

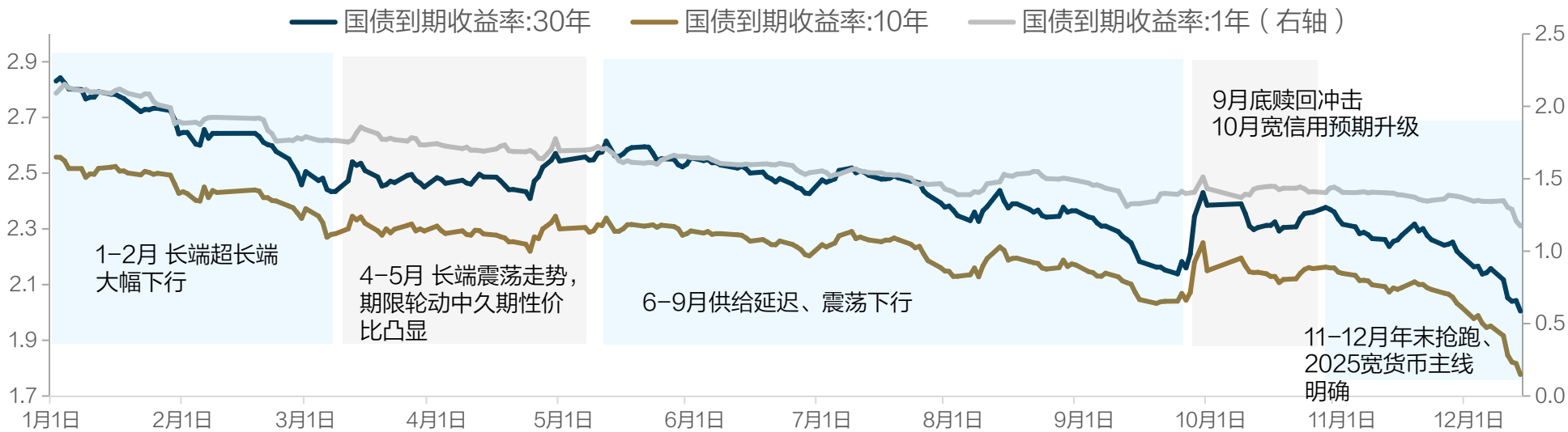


利率债：2024年行情回顾

2024年利率债行情回顾：

- 1-2月长端及超长端大幅下行：1月货币宽松超预期兑现，2月春节后资金面持续宽松，叠加基本面修复节奏偏慢，1-2月长端及超长端国债降幅显著，10Y&30Y国债利率分别下行27BP、35BP。3月短债开启下行行情：3月初1Y国债收益率曾位于历史13.01%百分位数，长端及超长端已降至位于1%以内，短端票息配置价格较高。
- 4-5月期限轮动，10Y-7Y利差倒挂，中久期性价比凸显：4月初各省农信社及农商行在低利率交易指引下对超长端及长端买入边际转弱，叠加5Y&7Y年初以来下行幅度有限、10Y-7Y利差出现持续倒挂，性价比凸显，短期机构买入期限切换至5Y&7Y，4月10日-12日三个交易日内大幅下行4.79BP、4.5BP。5月中旬农商行对超长债边际买盘变弱后转至5Y及7Y两大品种，中久期国债利率配置机会较高。

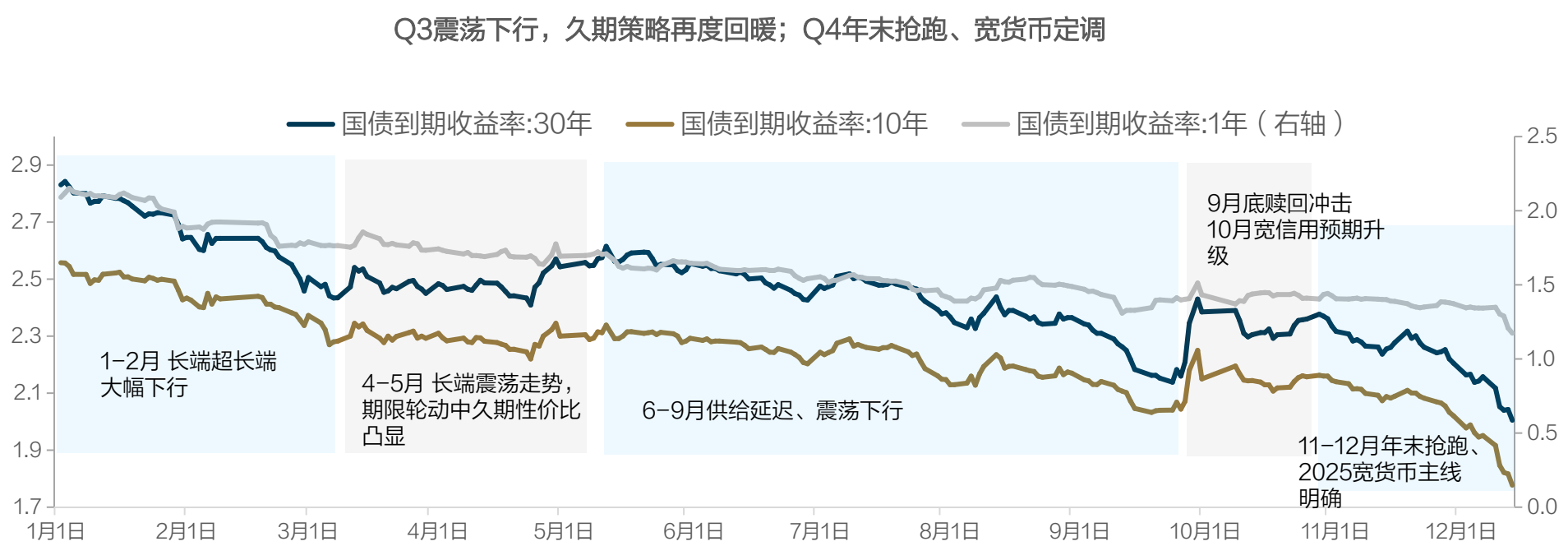
Q1债市“开门红”，超长久期策略热度高；Q2宽信用及宽货币预期博弈



利率债：2024年行情回顾

2024年利率债行情回顾：

- 6-9月供给延迟、震荡下行：6-9月债市整体呈现震荡下行走势，供给未出现明显冲击、基本面修复偏慢，叠加增量宽信用政策迟迟未落地，债市呈现震荡下行走势。
- 10月赎回冲击、高位震荡：9月底债市出现赎回冲击，10月市场逐步消化冲击影响，明确四季度的财政主线，中下旬宽信用预期有所升级。
- 11-12月年末抢跑、宽货币定调：11月以来债市整体呈现显著下行趋势，年末岁尾配置盘逐步入场，12月中央经济工作会议召开明确2025年适度宽松货币政策基调，适时降准降息，点燃债市下行行情。



利率策略1.0

2025年核心关注点： 资金平稳宽松基调下，预计2025年债市易下难上

- 2025年资金平稳宽松、利率债上行天花板有限。预计2025年资金面将整体呈现平稳宽松，主要原因有以下三点：1）货币财政协同程度提高、货币宽松基调延续：央行通过买断式回购和国债净买入持续为大行提供流动性，支持性货币政策基调延续；2）内生融资偏弱带动超储消耗慢：融资需求上，居民部门受限于地产负财富效应和收入承压等加杠杆意愿较弱；融资供给上，金融业增加值核算方式优化后，商业银行冲贷的意愿下降；3）回购利率波动性收敛：央行在Q3货币执行报告中表示要“适当收窄利率走廊的宽度”，当前在央行7天期逆回购利率往下减点20bp、往上加点50bp的区间有望进一步收窄。
- 资金平稳宽松基调下，预计2025年债市易下难上。

宽信用&货币并行时期，利率走势主要取决于央行资金投放节奏及规模——资金面表现

日期	宽信用					宽货币				资金面			国债走势			
	季度（亿元）		单月净融资（亿元）			降准降息	OMO净投放量 （亿元；含降准）			DR007月均 波动幅度（BP）			10Y国债月均 波动幅度（BP）			10Y国债波 动区间
							T月	T+1月	T+2月	T月	T+1月	T+2月	T月	T+1月	T+2月	
2023年Q4	67784	39870	17018	13185	9667	否	5350	6280	10480	1.7	(0.9)	(13.7)	4.9	(2.6)	(5.1)	2.55-2.72
2023年Q3	71019	27587	4881	12241	10464	是 (8月降息； 9月降准)	(7480)	11620	16090	(8.6)	6.2	10.2	(2.9)	(3.8)	4.7	2.54-2.70
2023年Q1	61337	26175	5375	9226	11574	是 (3月降准)	5780	(910)	950	15.4	19.5	(6.2)	1.6	1.9	(3.4)	2.81-2.93
2022年Q2	67220	34469	885	12869	20715	是 (4月降准； 5月下调LPR)	(1800)	(100)	4000	(27.6)	(19.0)	9.3	(0.9)	(1.3)	(0.2)	2.70-2.85
2020年Q3	60442	36548	9977	15882	10689	否	(6177)	6500	4200	12.2	8.8	(1.9)	12.2	3.7	12.7	2.85-3.15

利率策略2.0

2025年核心关注点：利率债：“高波动”特征明显，仍需拥抱“波段”

- 近年债市利率不断下行，低利率环境下波动幅度明显提升，急跌期间止盈盘抛售力度有所加大。
- 2024年急跌次数较2023年明显增加，急跌期间，券商、基金为主要卖盘，呈现“高波动”特征，建议拥抱波段、做大波动。

2024年债市止盈次数增加、“高波动”特征明显

	调整时间	调整时长	10Y国债利率调整幅度(BP)	30Y国债利率调整幅度(BP)	调整前债市快速走牛时间	债市快速走牛时长	10Y国债利率下行幅度(BP)	30Y国债利率下行幅度(BP)	10Y国债调整幅度/下行幅度	30Y国债调整幅度/下行幅度
2023年第一次	2023年6月15日-6月19日	3个交易日	3.9	6.6	2023年6月13日-6月14日	2个交易日	5.3	4.3	75%	153%
2023年第二次	2023年7月25日	1个交易日	7.0	5.7	2023年7月17日-7月24日	6个交易日	5.1	5.6	136%	102%
2023年第三次	2023年9月1日-9月8日	6个交易日	8.0	8.2	2023年8月15日-8月21日	5个交易日	8.1	8.2	99%	101%
2024年第一次	2024年2月6日	1个交易日	5.2	6.1	2024年1月29日-2月5日	7个交易日	9.9	13.0	53%	47%
2024年第二次	2024年3月1日	1个交易日	3.0	3.0	2024年2月19日-2月29日	9个交易日	10.2	18.1	29%	16%
2024年第三次	2024年3月7日-3月12日	4个交易日	8.3	11.4	2024年3月4日-3月6日	3个交易日	10.3	6.4	81%	178%
2024年第四次	2024年4月24日-4月29日	5个交易日	12.7	16.2	2024年4月11日-4月23日	9个交易日	7.1	6.8	178%	238%
2024年第五次	2024年6月28日-7月8日	6个交易日	8.5	9.2	2024年6月21日-6月28日	5个交易日	5.1	5.2	165%	179%
2024年第六次	2024年9月23日-9月29日	5个交易日	21.5	29.5	2024年9月2日-9月23日	14个交易日	10.8	20.3	200%	146%
2024年第七次	2024年11月12日-11月18日	5个交易日	3.9	8.2	2024年10月28日-11月12日	12个交易日	8.9	14.4	44%	57%

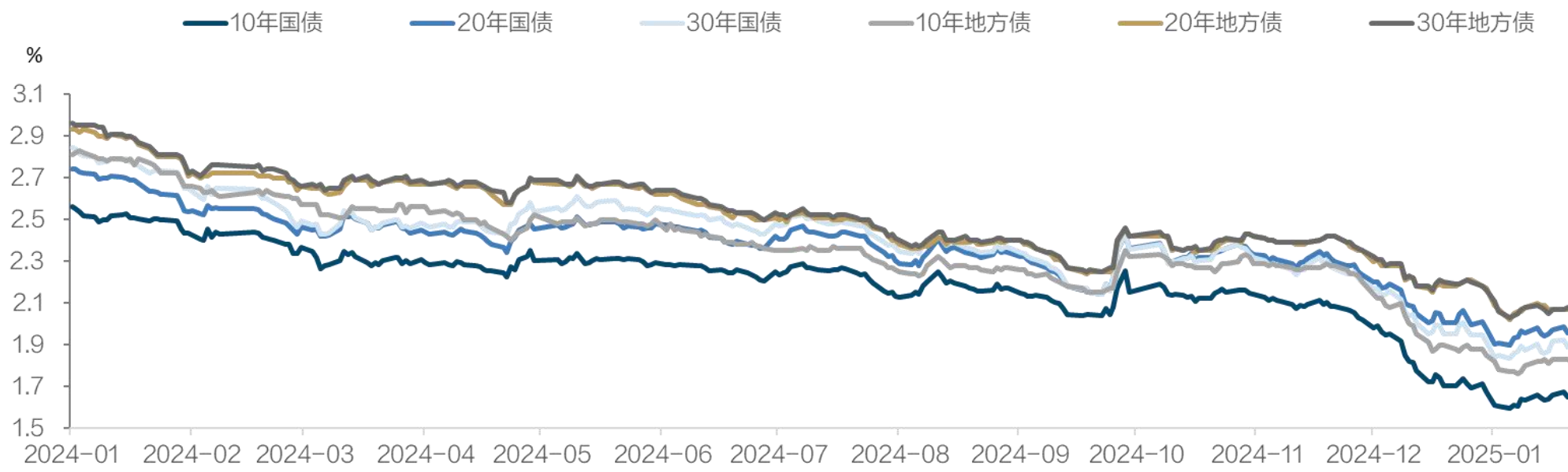
利率策略3.0

2025年核心关注点：

地方债：供给放量，关注长久期票息投资机会

- 地方债抗跌性和修复弹性强于国债。通过对比今年长久期国债和地方债利率大幅下行或上行同时期表现，可以发现：1）利率快速下行时期地方债下行幅度更大，且10Y地方债表现明显优于国债，如2024年5月初至8月初，10Y国债下行约20BP，而10Y地方债下行约29BP，利差达9BP；2）地方债抗跌性明显较强，各利率上行期地方债表现均优于国债，抗跌性明显更好，如2024年9月末至10月初，30Y地方债上行约28BP，而30Y地方债上行约17BP，利差达11BP，可关注长久期地方债投资机会。

金融机构主导资金空转时期，长短端利差收窄或倒挂

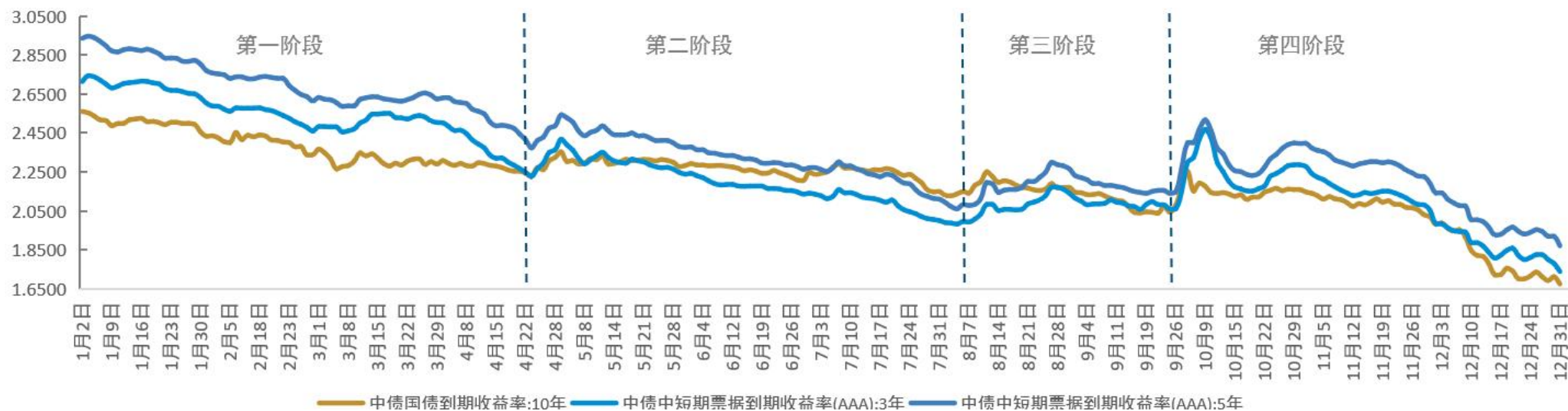


信用债：2024年行情回顾

伴随着债牛行情的延续，信用债市场收益率整体呈现下行走势，期间虽然经历过多次阶段性调整，但幅度比较有限，最终整体趋势依然是下行走势

- 第一阶段（1月至4月下旬）：宽货币预期下债市走牛，信用利差持续收窄。央行降准0.5个百分点，信用债市场“资产荒”延续，收益率持续走强，信用利差加速收窄。
- 第二阶段（4月下旬至8月初）：信用债收益率加速下行，利差维持低位。长债利率的低位运行引发监管数次喊话并提示利率风险，地产相关的积极政策集中落地，催化了债市的大幅调整。但随着事件冲击对债市的影响逐渐淡化，在宽货币预期和资产欠配行情下，信用债收益率重回下行。

2024年信用债走势



一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

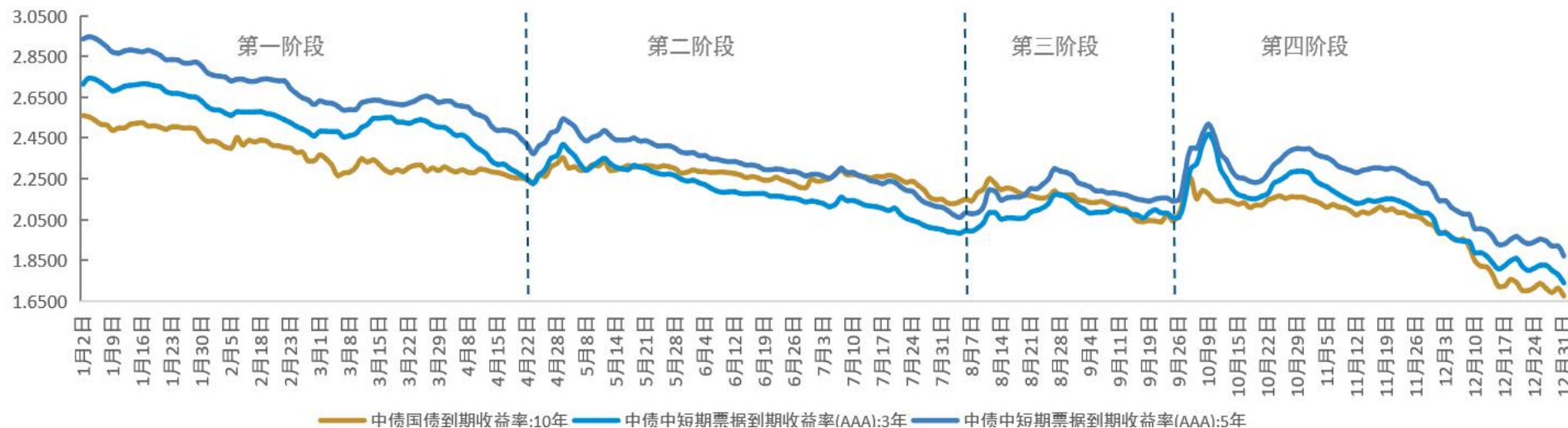
- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

信用债：2024年行情回顾

- 第三阶段（8月初至9月下旬）：八月初，央行启动国债买卖工具，同时指导大行卖出长债调节收益率曲线，市场恐慌情绪蔓延，信用债进入调整阶段，信用利差持续走扩。8月下旬，市场开始对上述事件有所钝化，基本面延续弱修复以及权益市场的低迷对债市形成支撑，随着利率债市场先行企稳，信用债收益率于8月底逐渐企稳。
- 第四阶段（9月下旬至年底）：债市行情波动加剧，信用债市场止跌企稳。9月下旬，国新办新闻发布会出台一系列利好权益市场和地产市场的重磅政策，随后政治局会议多方面表态支持经济，信用债市场大幅调整，信用利差走扩。国庆节后，接连召开的发改委、财政、以及住建部等多部门召开的新闻发布会宣布的一揽子增量政策不及预期，债市收益率有所下行。但是，随后因非银负债端不稳导致信用债收益率有所上行，直到11月8日全国人大常委会决定批准化债方案后，债市利空出尽，信用债收益率才重回下行。

2024年信用债走势



信用债：2025年机构行为预测及投资建议

机构行为方面

- **银行机构：**基于宏观经济基本面弱修复态势以及宽货币预期，银行机构在2025年可能会对于高评级、短期限的信用债保持一定比例的配置，以确保资产的流动性和安全性。这类债券在市场波动时能够提供相对稳定的收益，便于银行根据资金需求进行调整。同时，可能会适当增加对中等评级、中长期限信用债的关注度和投资比例。随着经济的稳定增长，部分中等评级企业的经营状况和信用资质有望得到改善，其债券收益率相对较高，能够为银行带来更多的利息收入。
- **基金机构：**在2025年可能继续追求收益与风险的平衡。在经济复苏背景下，企业盈利能力和信用状况改善，基金对信用债的投资积极性较高。基金可能会将50%–60%的债券资产配置在中等评级、中长期限的信用债上，以获取较高的票息收益。同时，也会关注信用债的市场流动性，即综合考虑债券的信用评级、期限、发行规模等因素，会配置部分流动性相对较好的债券。
- **保险机构：**保险机构的资金具有长期性和稳定性特点，其在2025年的信用债投资可能仍将注重长期配置和稳健收益。保险机构可能会将60%–70%的债券资产配置在长期限、高评级的信用债上，如10年期以上的AAA级信用债。这类债券能够提供稳定的现金流，与保险资金的负债特性相匹配，降低资产负债错配风险。

信用债：2025年机构行为预测及投资建议

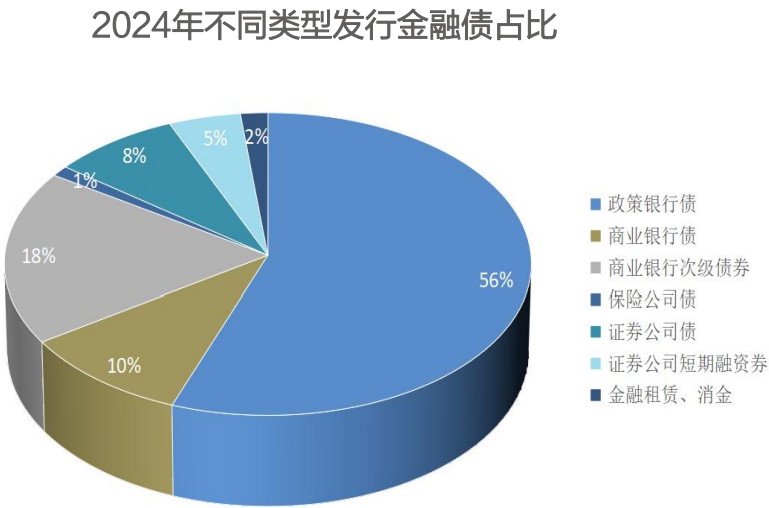
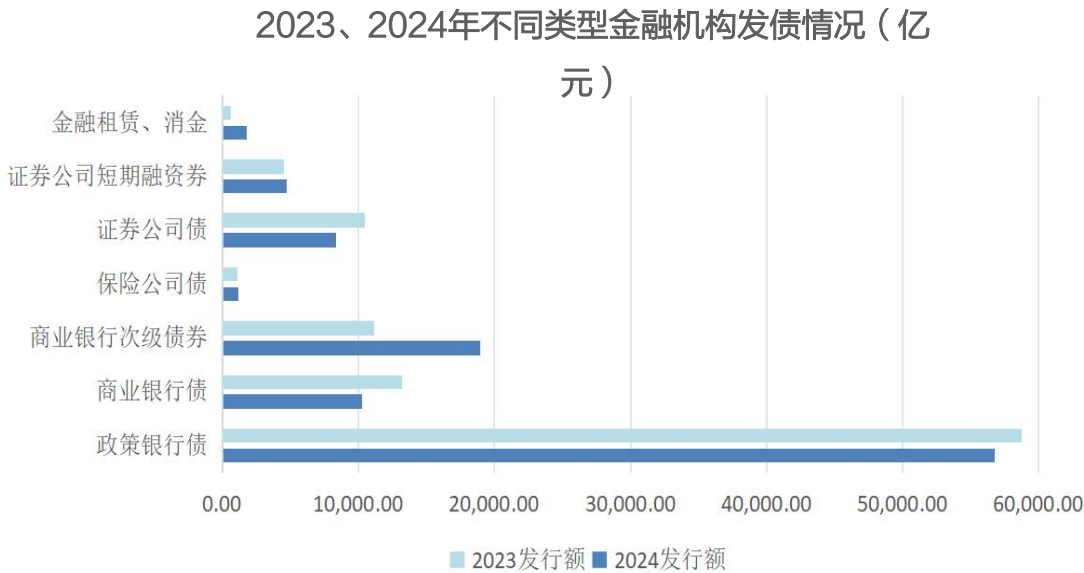
配置建议方面

- 首先，优先配置 AAA 级高评级信用债，这类债券信用风险极低，违约概率几乎为零。可将50%–60%的信用债资金配置在AAA级债券上，作为投资组合的稳定器，确保基础收益的稳健性。可考虑大型央企、优质城投平台发行的AAA级债券，具有较高的安全性和流动性。
- 其次，适当关注AA+级中等评级信用债，这些债券在经济复苏背景下，信用风险可控，且收益率相对较高，能够提升投资组合的整体收益水平。可选择一些行业龙头或区域优质企业发行的债券，如新能源、高端制造等新兴产业的AA+级债券。
- 再次，也可以按照区域进行择券。优先配置经济发达地区的信用债，可考虑长三角、珠三角、京津冀等地区的优质城投债和产业债，具有较高的安全性和流动性。这些地区的经济发展水平高，企业信用资质较好，违约风险较低。对于中西部地区，建议选择一些经济基础较好、政策支持力度大的区域。例如，成渝经济圈、长江中游城市群等地区的优质企业发行的信用债，具有一定的投资机会，但需持续跟进所投资企业信用风险。

金融债：2024年行情回顾

2024年金融债呈以下特点：

- **发行规模显著增长。**2024年，金融机构发债总规模10.2万亿，其中，商业银行次级债、金融租赁公司和消费金融公司发行的金融债较上年有所增长。
- **发行利率走低。**2024年12月，商业银行普通金融债最终以1.78%的发行利率，创今年以来商业银行普通金融债的最低发行利率；持牌消费金融公司最高票面利率3.00%，最低票面利率1.99%，平均票面利率2.33%。
- **发行主体多元化。**金融债的发行从国有大行、到股份制银行、再到城商行、农商行，发行主体多元化。2024年下半年，苏银凯基消金、中邮消金、海尔消金、宁银消金、尚诚消金在获取行政许可后入场。
- **发行期限有所拉长。**在债务工具逐渐丰富与资本补充需求推动下，发行人倾向于锁定融资成本、优化债务结构，导致金融债的发行期限明显拉长。



金融债：2024年机构行为预测及投资建议

机构类型	配置需求	关注点	投资建议
银行自营	银行在低利率环境下，净息差持续收窄，面临“资产荒”现象，因此对债券的配置需求依然较高。银行可能会通过适当拉长久期和下沉信用等级来获取收益。	2025年政策主线聚焦稳增长，政策的调整和实施会对银行的资产负债配置产生影响，进而影响普通金融债的供给和需求。例如，财政政策加力可能带来地方债供给量增加，银行在配置资产时需权衡普通金融债与其他债券品种的比例。	2025年债市预计偏震荡，利率的波动会对普通金融债的价格产生较大影响。银行自营资金可通过合理调整债券久期、运用利率衍生品等方式，降低利率波动对债券投资组合的影响。对于配置盘，可关注基本面维持稳定或明显转好的城农商行，信用资质较好的银行相关债券可适当拉长久期。
保险机构	保险机构对偏长久期、偏高等级的银行普通金融债、二永债的配置需求可能仍会持续。	保险机构需关注银行的盈利能力，选择收益水平较高的普通金融债，以提高整体投资收益。	1) 在信用债结构性资产荒的背景下，欠配资金对金融债的挖掘力度或只增不减。需关注市场整体需求变化，以及与其他机构投资者的竞争关系，合理确定普通金融债的配置规模和时机。
理财	理财或会结合估值变化择机参与银行金融债、二永债的投资机会；可能会通过加大买入基金的方式间接参与银行二永债投资。	需关注普通金融债的市场流动性，选择流动性较好的债券，以便在需要时能够及时变现，满足流动性需求。同时，要合理安排债券的到期结构，避免出现集中到期而无法及时变现的情况。	2) 2025年债市预计偏震荡，利率的波动会对普通金融债的价格产生较大影响。需做好利率风险管理，可通过合理调整债券久期、运用利率衍生品等方式，降低利率波动对债券投资组合的影响
基金	基金对银行金融债、二永债参与力度可能持续偏强。		

二永债：2024年行情回顾

2024年二永债行情可以分为以下三个阶段：

■ 1-7月资产荒逻辑演绎

资产荒的逻辑持续演绎，债券市场整体处于较为宽松的环境，债券投资机构面临欠配压力，对“二永债”的需求增加。在此背景下，二永债发行规模大幅增长。

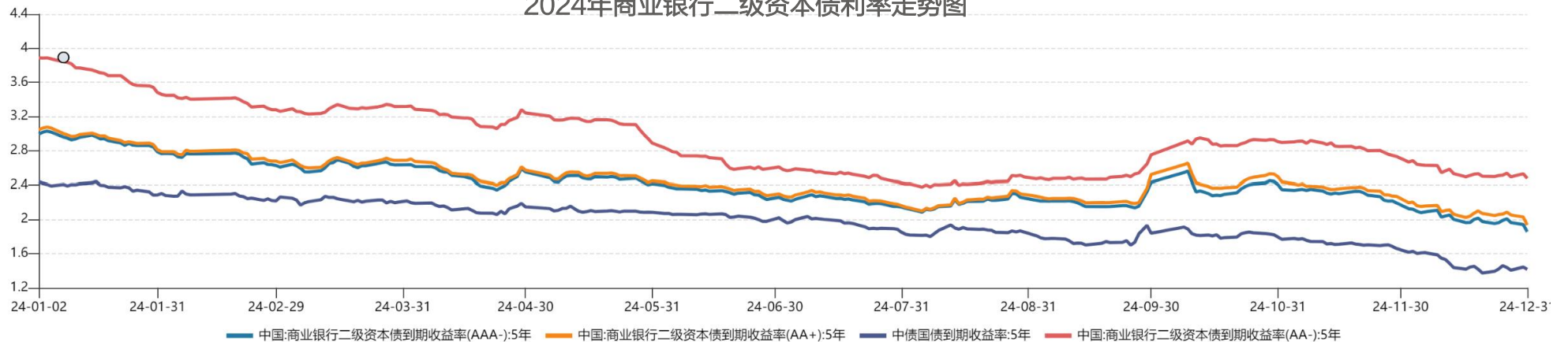
■ 8-10月政策密集发布与调整阶段

进入8月下旬，政策密集发布期，市场情绪受到一定影响。二永债估值大幅上行后出现分化，高评级二永债调整后持续修复，部分银行二永债一级发行出现“发飞”情况，直至10月底债市企稳后银行二永债估值重回下行趋势。

■ 11-12月赎回潮阶段（11-12月）

随着政策的逐步消化以及市场对后续经济形势的预期逐渐明朗。2024年底，商业银行“二永债”赎回规模增至1.11万亿元，共有78只银行债券被提前赎回，总偿还量达1.11万亿元，银行通过赎回旧债并发行新债，显著降低融资成本，激发了“二永债”赎回热情。

2024年商业银行二级资本债利率走势图



二永债：2025年机构行为预测及投资建议

2025年银行二永债到期、供给情况：

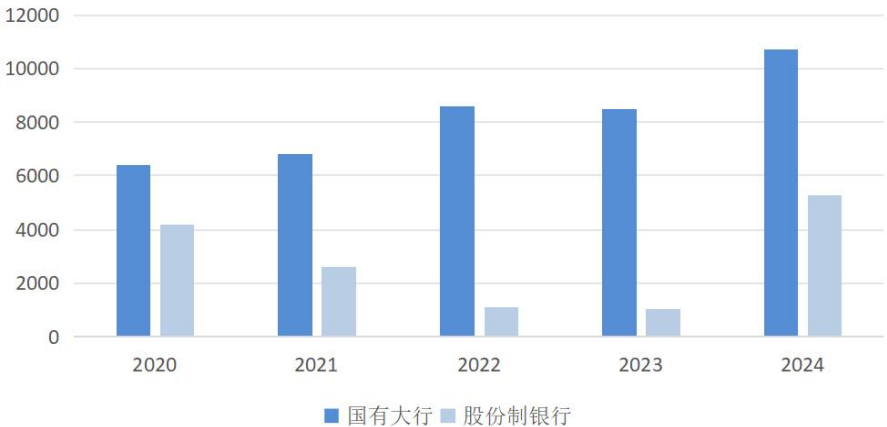
■ 到期情况

2025年二永债到期规模预计将达到约1.2万亿元。具体来看，国有银行、股份制银行、城市商业银行和农村商业银行到期的“二永债”规模分别约为6150亿元、3970亿元、1708亿元和323亿元。

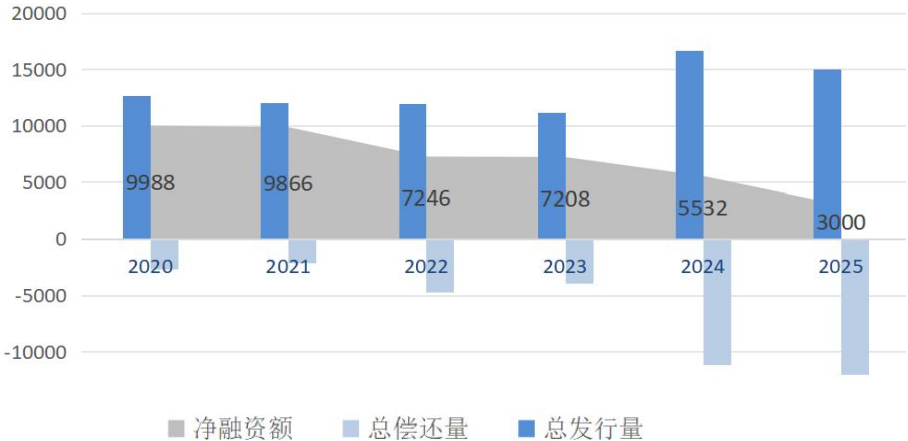
■ 供给情况

根据历史发行情况，二永债供给或边际下降，由于当前国有行资本充足率与一级资本充足率均处于较高水平，预计财政部注资后国有行发行二永债等资本工具的动力有所下降。对于股份行与城商行而言，其资本充足率相较于国有行相对较低，在利率下行背景下有一定增发二永债的需求。假设25年国有大行二永债均为滚续发行，新增净融资预计在3000亿左右，环比24年有所降低，二永债发行规模或在1.5万亿左右。

2023、2024年国有、股份制银行二永债发行规模走势



历年二永债发行情况及2025年预测



二永债：2025年机构行为预测及投资建议

未来展望

展望2025年，二永债供给方面或有所弱化。一是特别国债注资国有大行将提升其核心一级资本充足率，缓解了资本压力，因而二永债发行需求下降。二是大型银行和中小银行的发行情况将出现分化。债务置换背景下，银行持有的城投债部分将置换成地方政府债，风险资产权重降低，一定程度上节约了资本。相应地，银行为满足资本充足率要求而需要持有的资本也相应减少，这也会使银行在二级资本债等资本补充工具的发行需求上有所减弱。

投资建议

- 国股行和优质城农商行风险相对可控，可逢调整适度增配，建议根据债市波动情况和自身负债端稳定性逢调整适度增配，对于中小城农商行以中短久期或流动性较高的主体参与为主，谨防不赎回事件发生。
- 关注高流动性二永债品种的波段操作机会。二永债作为“利率波动放大器”，往往和利率债同涨同跌，且波动幅度通常更大。此外，机构赎回、监管政策等因素也会构成扰动。建议交易盘关注高流动性品种波段操作博取资本利得的机会。

一、宏观经济展望

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

二、宏观政策展望

- 货币
- 财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

- 经济发展
- 债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

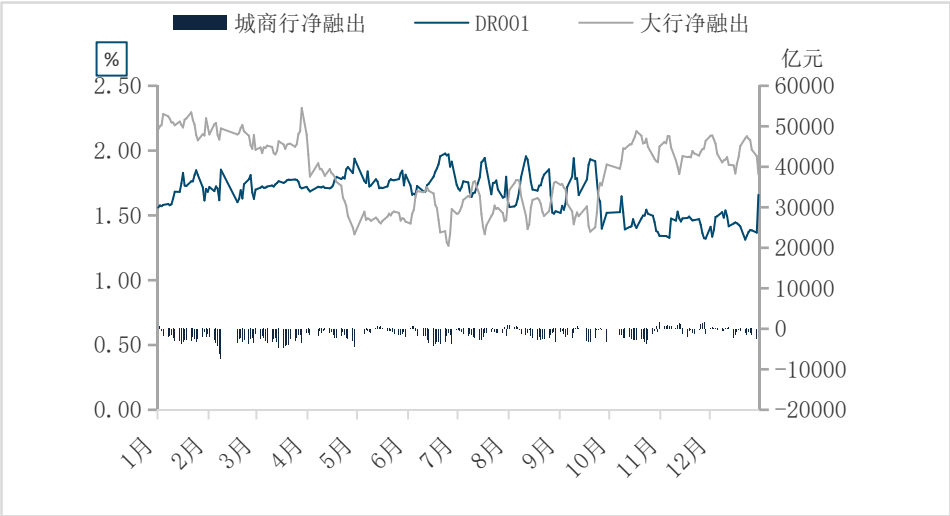
- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

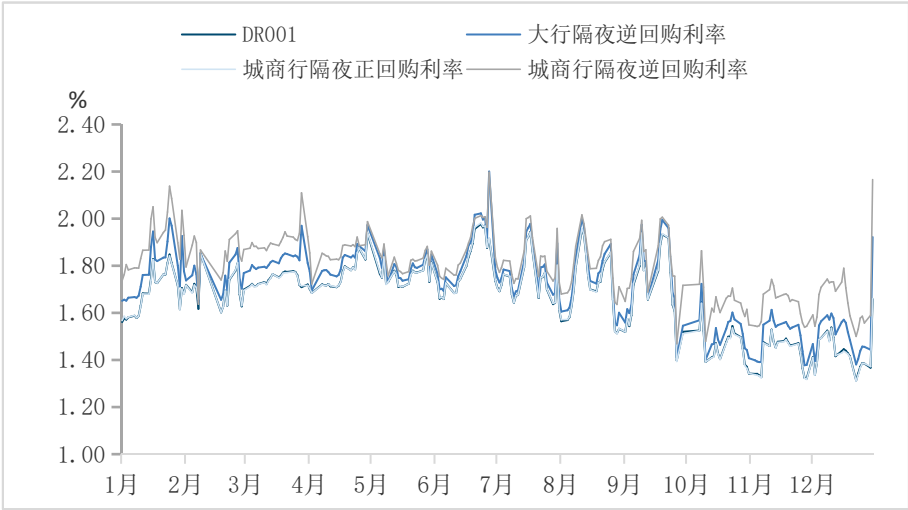
- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本币交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

本币交易：2025年机构行为预测及投资建议

2024年大行、城商行净融出余额与DR001走势



2024年大行、城商行隔夜回购利率与DR001走势



2024年，国有、政策性银行净融出在银行间市场大多占比超50%，对资金面有决定性作用，与DR001呈明显负相关。

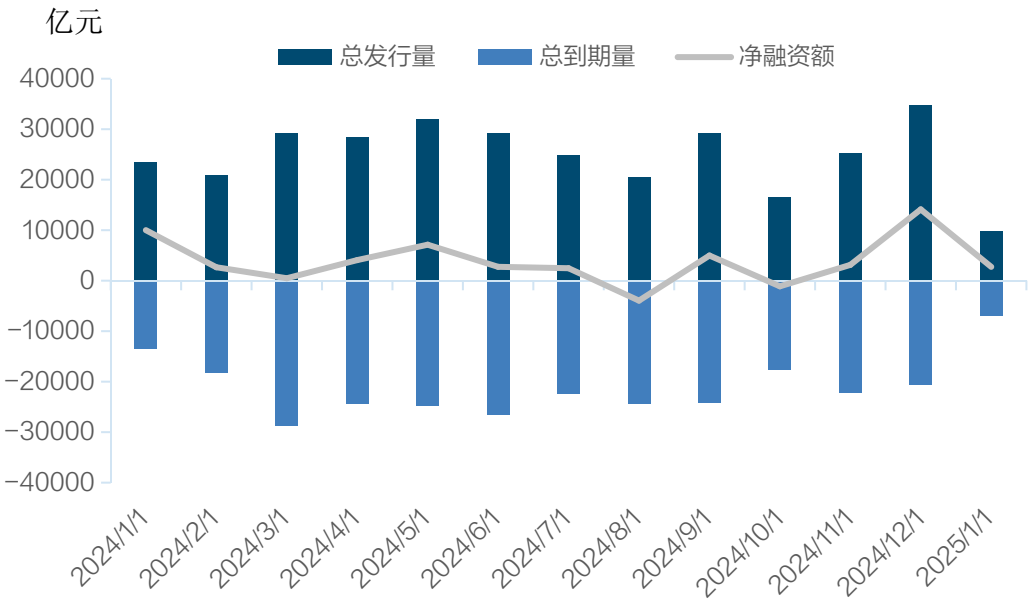
2025年市场研判投资策略

- 本币交易是城商行流动性管理、赚取杠杆收益、调节流动性指标等的重要工具。城商行在银行间市场主要起到资金中介的作用，发挥着资金市场“润滑剂”的角色，净融出余额不存在明显方向性特征，主要利用“借短出长”或押品差异获取利差。
- 根据2025年中国人民银行工作会议，要实施适度宽松的货币政策，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。择机降准降息，保持流动性充裕。预计2025年我国降准降息空间不小，央行在流动性投放上将更加游刃有余，货币政策调控更加精准和精细化。在稳健的货币政策预期下，城商行除利用“借短出长”或押品差异获取利差，赚得利润外，还可以通过本币交易加杠杆配置短期利率债，增厚收益。

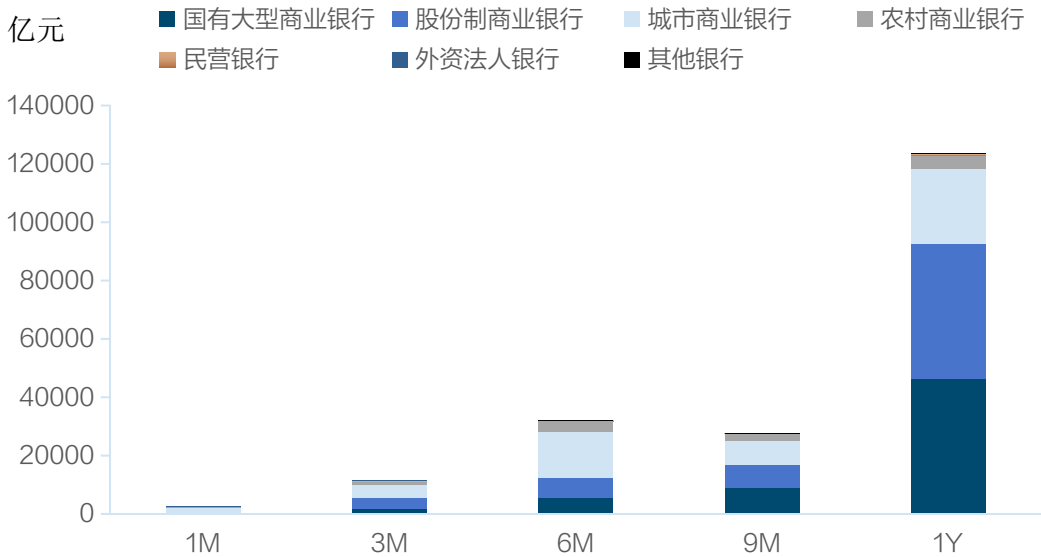
同业存单：2024年行情回顾

- 同业存单发行与到期：2024年同业存单总计发行31.41万亿元，总偿还26.74万亿元，净融资46719.3亿元，净融资规模较2023年增加40650亿元。
- 同业存单存量概况：2024年同业存单存量余额为19.71万亿元。分银行类型来看，国有商业银行余额62795.8亿元，占比为31.86%；股份制商业银行余额为64712.8亿元，占比为32.83%；城市商业银行余额为56496.4亿元，占比为28.66%；农村商业银行余额为11704.1亿元，占比为5.94%；其他银行合计810.2亿元，占比为0.70%。分期限来看，1M、3M、6M、9M、1Y存量余额分别为2508、11469、31934、27586和123595亿元。

2024年同业存单净融资46719亿元



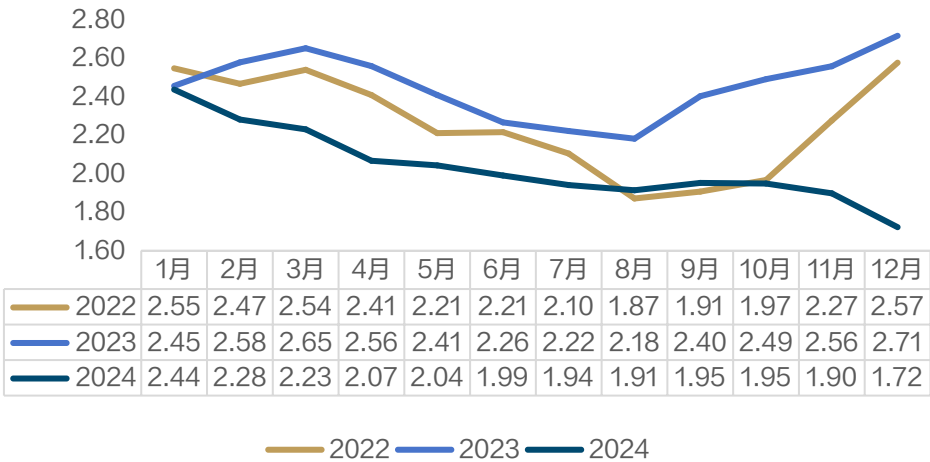
同业存单存量分布概览



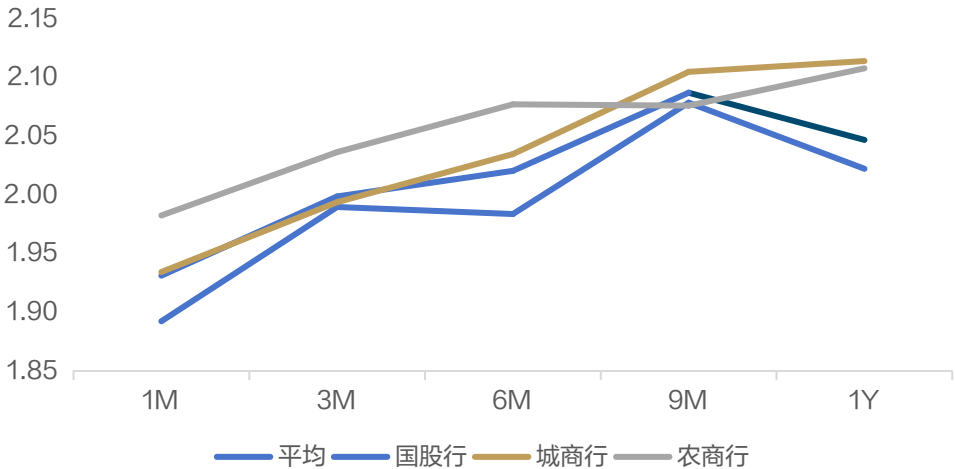
同业存单：2024年行情回顾

- 2024年同业存单发行利率呈下行走势，事件型冲击对存单收益率造成扰动。1) 2024年4月手工补息整改；2) 2024年11月末同业存款自律倡议落地。2024年同业存单发行平均票面利率为2.02%，较上年度2.46%降低44BP。
- 年初至4月底，市场对于基本面预期偏悲观，债市大涨，同业存单利率快速下行。4月手工补息整改落地，4月至8月初市场演绎资产荒逻辑，同业存单利率下行，并且低等级下行更快，等级利差明显收窄。
- 8月份起，央行多次喊话提示长债风险无效情况下，通过抽水债市流动性、公开买卖国债等方式对于债市造成扰动，同业存单利率有所调整。9月底至10月中旬，政策有明显转向，国内股市大涨，债市出现明显调整，叠加理财子预防式赎回债券基金，形成基金赎回负反馈，同业存单利率有所调整。
- 10月中旬至11月中旬，经济数据边际好转，各部门出台刺激政策，但市场对经济的预期仍然不强，同业存单利率转而下行。
- 11月末存款自律组织进一步规范同业存款定价及合同条款，利好存单和短信用，叠加年末配置行情提前抢跑，存单利率快速下行，平均发行利率全年下行接近70BP。

2022-2024年同业存单发行利率情况



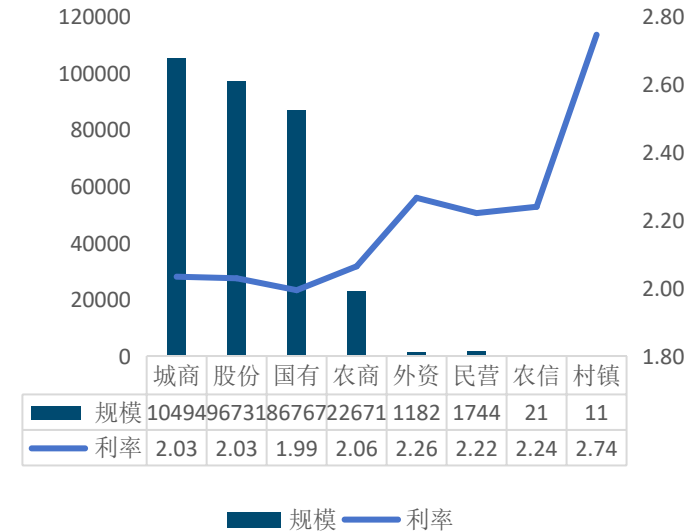
2024年主要发行机构各期限利率情况



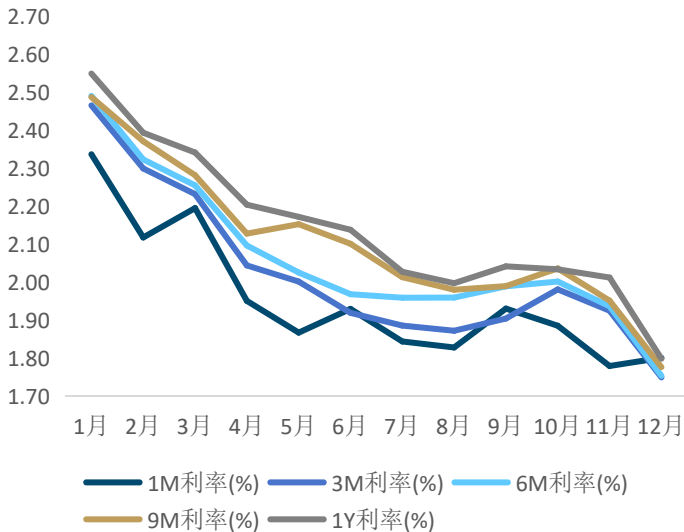
同业存单：2024年行情回顾

- 2024年，城商行及国有、股份制银行同业存单发行占整体规模91.84%，分别为33.42%、27.63%和30.80%；其中，城商行、股份行同业存单发行利率较国有行高4BP，作为各机构间投资配置重点。
- 城商行作为主力发行机构各期限利率走势大体一致，整体呈下行趋势。年初以来，经济复苏预期较强，推升1M利率由年初的2.33%快速上行至3月初的2.78%附近；年末，受资金面趋紧，各期限上行利差缩窄。
- 评级为AAA、AA+及其它的银行机构，同业存单整体呈现清晰的三级分层关系。24年4月手工补息整改落地，4月至8月初市场演绎资产荒逻辑，同业存单利率大幅下行，并且等级利差明显收窄。11月末同业存款利率自律要求利好存单，推动存单利率明显下行，高等级存单二级市场交易属性明显强于其他，市场经过9-10月的调整后对信用下沉偏谨慎，因此存单等级利差走阔。

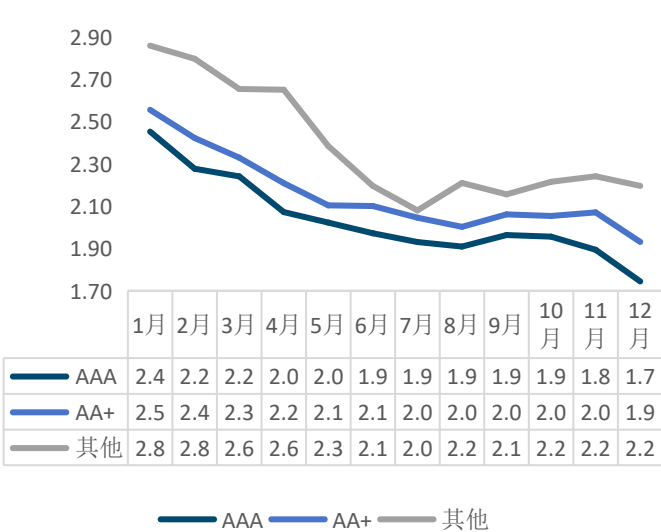
2024年各类型机构同业存单发行情况



2024年城商行各期限同业存单利率走势



2024城商行不同评级同业存单利率走势



同业存单：2025年机构行为预测及投资建议

2025年核心关注点：

市场消化同业存款利率自律要求后的调整机会+增资预期银行收益挖掘

- **机会方面：**同业存款利率自律要求落地的影响预计将被市场消化到2025年1月中下旬，而后存单利率继续下行的空间有限，或受到多重因素影响可能跟随债券市场有所调整，关注调整后的配置机会。对于相对高收益的挖掘，可关注有政府增资预期的银行，地方政府增资对银行而言是较为重大的利好，可以明显改善银行的资本充足性水平，增资落地后也可能带来评级提升的机会，至少在未来短期1-2年内，整体安全性较高。
- **投资建议：**一季度受跨年资金面紧张、机构“开门红”考核压力、政策面各项利好消息等影响，利率一般处于全年较高水平，若降准降息落地，或短期内触发止盈，可逢高布局，增配AAA高等级流动性强的同业存单；二季度根据市场表现和负债成本适时调整持仓结构；三四季度以提高主动负债规模为先，根据跨年行情择时增配发力。另外，关注24年末存款自律组织进一步规范同业存款定价及合同条款，长期来看，监管打击资金空转，疏导广谱利率凸点压降，畅通政策利率传导机制，但短期也扩大了银行同业负债缺口，或将导致部分同业存款占比较大、同业存单备案额度和提升空间有限的股份行、城商行2025年面临被动缩表局面。

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

票据：2024年市场回顾

- 2024年票据利率与存单利率持续倒挂，利率中枢进一步走低，票据新规和资本新规影响持续，票据交易活跃度有所下行，票据利率长短价差时点性走阔，上涨发力持续显现。整体来看，一季度信贷投放发力，票据利率冲高回调，二季度信贷投放疲软，票据利率震荡下行，三季度信贷投放持续乏力，票据利率低位震荡，四季度票据利率触底回升。
- 2024年票据市场累计承兑发生额38.32万亿元，同比上涨22.24%，日均发生额为1526.72亿元；累计贴现发生额30.51万亿元，同比上涨28.09%，日均发生额为1215.50亿元；贴现承兑比为79.61%，同比上涨3.63%。



- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

票据：2025年市场预测及投资建议

2025年市场预测

- 2025年我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，在财政政策、货币政策等一系列政策刺激下，我国经济发展将持续向好，实体经济陆续回暖，但是当前经济短期承压，票据利率的中枢水平存在进一步下调的可能性。
- 2024年1月1日，《商业银行资本管理办法》正式实施，转贴现卖出票据后仍然需要计提风险资产，导致银行风险成本增加，全市场票据交易量萎缩。



投资建议

■ 持有型业务

受票据市场利率持续低位运行影响，一方面可增加商票、财票资产配置，提高资产整体收益率。另一方面可增加福费廷资产配置，在调节信贷规模的同时，弥补票据资产与成本倒挂带来的亏损。

■ 流转型业务

在未来的票据市场中，波段操作将成为常态，市场交易主体需密切关注市场动态，灵活应对利率的起伏变化。



- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

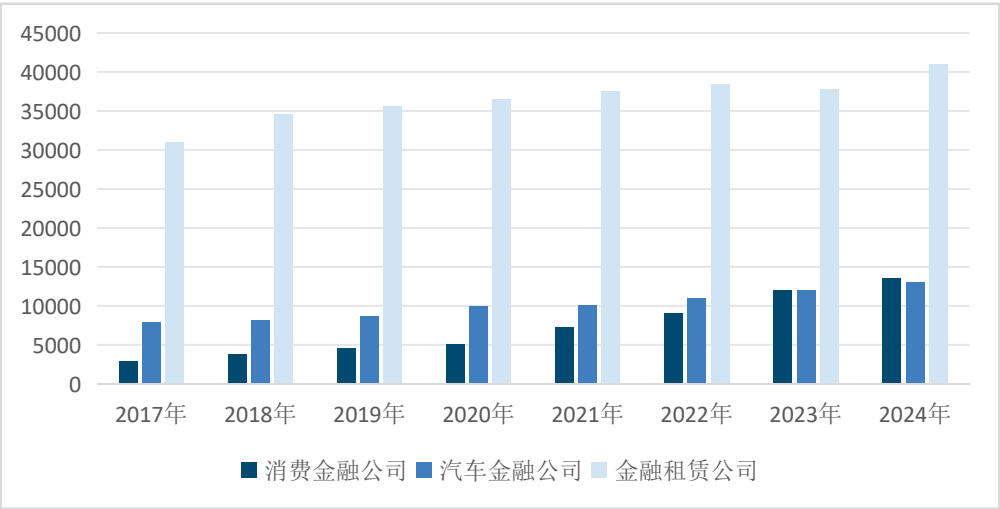
- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

非银：2024年行情回顾



非银借款主体资产情况（单位：亿元）



规模稳步上升，监管逐步完善

消费金融公司：行业资产规模保持增长，但机构分层严重，向头部聚集的趋势明显，各家机构上半年出现“资产荒”情况。

汽车金融公司：新能源市场火热，整体规模保持增长态势，但增长速度较为平稳。

金融租赁公司：2018年后整体行业面对趋严的监管态势。此外，随着经济恢复不及预期的情况，金租资产端压力较大，行业整体规模增长缓慢。

整体：随着金融行业整体“资产荒”及各类非银机构市场认可度的提升，国有大行、股份制行、城农商行、理财资金纷纷加码同业借款配置，助力非银整体资产规模增长。

近期监管发文及重要条款

- 金租 23号文：将“违规向地方政府及融资平台提供融资”作为金融租赁公司违规要点进行检查。
15号文：严禁金融租赁公司新增地方政府隐性债务，不得以任何形式新增地方隐性债务。
12号文：加强构筑物作为租赁物的适格性监管，逐步压降构筑物作为租赁物的比例（每年25%）。
8号文：严禁新增非设备类售后回租业务。
2024年第6号《金融租赁公司管理办法》：着重对股东及股权进行规定。
- 消金 2024年第4号《消费金融公司管理办法》：加强消金自营能力，限制融资担保类业务不得超过业务总额的50%。

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

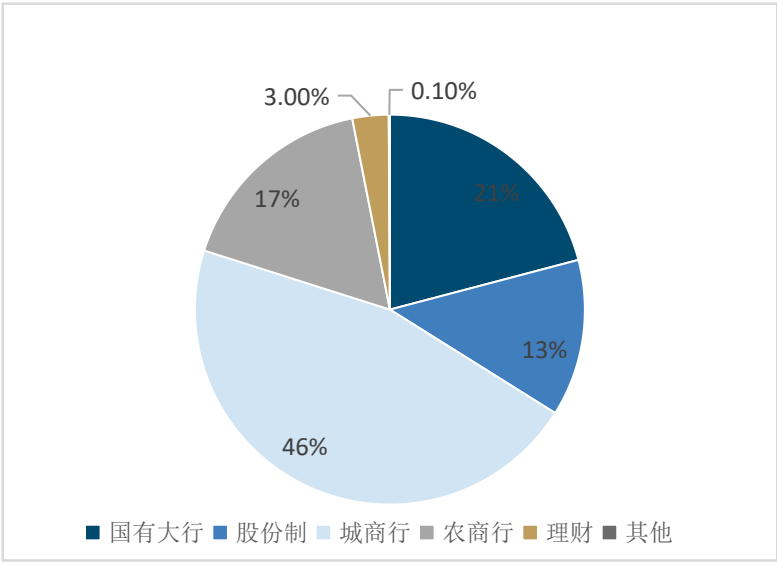
- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

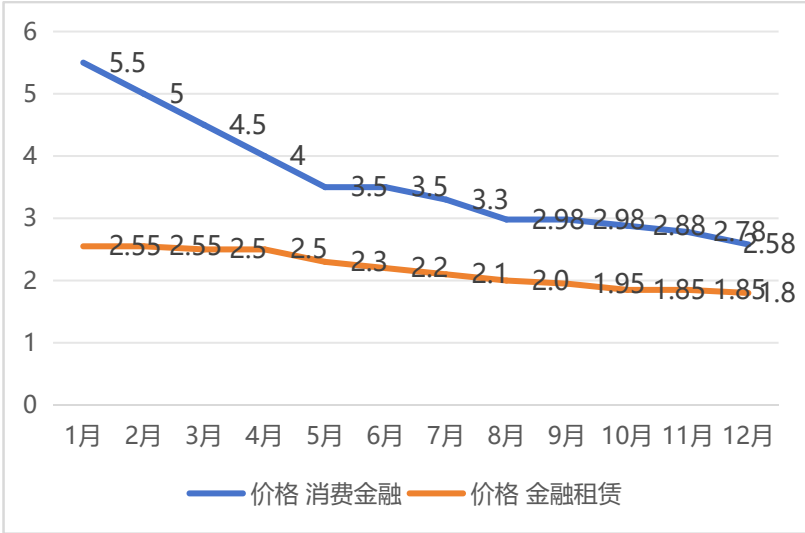
非银：2024年行情回顾



同业借款机构参与占比情况



样本非银平均借款利率走势



国有大行： 大行对非银风险政策较为严格，加之2024年市场利率持续走低，信贷资产荒的情况，大行资金支持集中于自身子公司、龙头消金及大型金租。大行对于借款投放量对整体市场借款利率走势影响较大。

股份制： 风控相对较严，受成本回报要求影响，股份制银行资金主要集中于自身子公司及股东背景较好且借款价格较高的非银机构。占整体借款市场份额不高。

城商行： 非银借款是城商行重要的创利业务品种，对于非银借款的政策变化及投放量变化对借款市场利率走势影响较大。

农商行： 受资金不能出省限制，农商行资金对借款市场利率走势影响较小。

理财： 随着监管规定落地，理财资金不再能继续进行同业借款投放，规模以存量为主。

其他： 部分外资行、民营银行及非银本身也参与借款市场行为,占市场份额较小。

机构行为影响借款利率

- 2024年受经济恢复不及预期的影响，实体企业融资需求及个人信贷消费需求降低，金租及消金出现不同程度“资产荒”情况，投放需求低迷导致借款市场利率呈下降趋势。
- 1季度恰逢各机构开门红时点，借款价格为全年高点。2-4季度受到降准、降息及居民消费保守、经济恢复不及预期的影响，借款价格呈现持续下行趋势。

非银：2025年机构行为预测及投资建议

机构行为预测

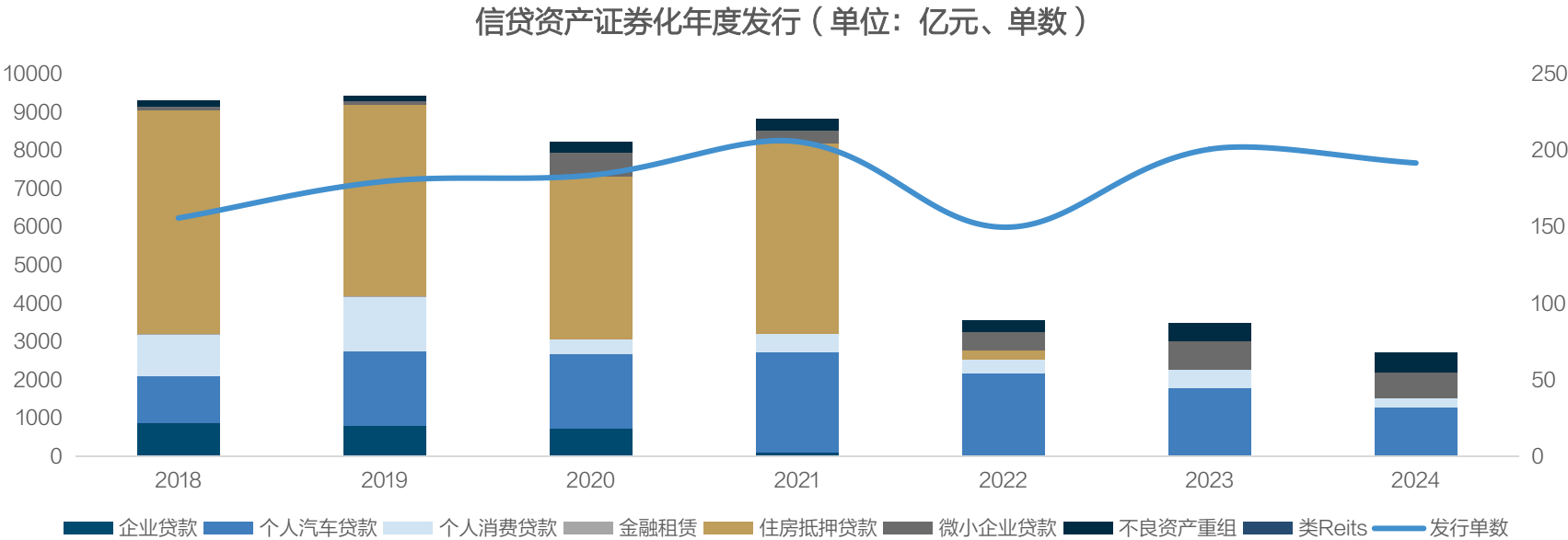
- **大行、股份制、城商行：**若2025年国内经济恢复仍不及预期、社融不理想、市场面仍会维持“资产荒”情况，大行会持续加大借款投放力度抢占信贷规模，股份制及城商行也会加大借款投放量以应对对公信贷投放不足及行内利润要求的情况，此类情况会导致借款利率持续走低。
- **各类机构：**若出现降准、降息政策，各机构会选择借款作为收益较高的资产作为投向，借款价格会进一步走低。
- **大行：**市场若出现风险性事件，大行会收紧对于非银机构的风险政策，导致资方锁紧对非银的投资额度，部分外部融资受限、流动性紧张的非银可能出现资金紧张的情况。
- **城商行：**鉴于城商行普遍对公信贷投放不足及行内利润要求较高的情况，城商行仍是非银借款市场的主力。

投资建议及风险提示

- 金融租赁行业面临整体业务转型考验，建议缩短售后回租占比较高、直租占比较小、股东抗风险能力较差的金租公司业务久期。
- 消费金融公司起步虽然较晚，但行业整体发展较为迅速，市场认可度逐步提高，加之国家鼓励消费的政策，建议借款额度适当倾向消费金融公司。
- 受到经济恢复不及预期、降准、降息的影响，借款市场利率可能进一步下行；建议尽早开展业务，锁定收益。
- 密切关注城投债对于金融租赁公司的影响，若出现城投相继暴雷情况，部分抗风险能力较差金租公司可能出现风险事件。
- 金租资产端业务利差将进一步缩小，密切关注盈利能力较差的金租公司，损益表的亏损会导致其外部融资受阻。
- 开拓新客户源，尝试汽车消费金融板块，增加客户储备。

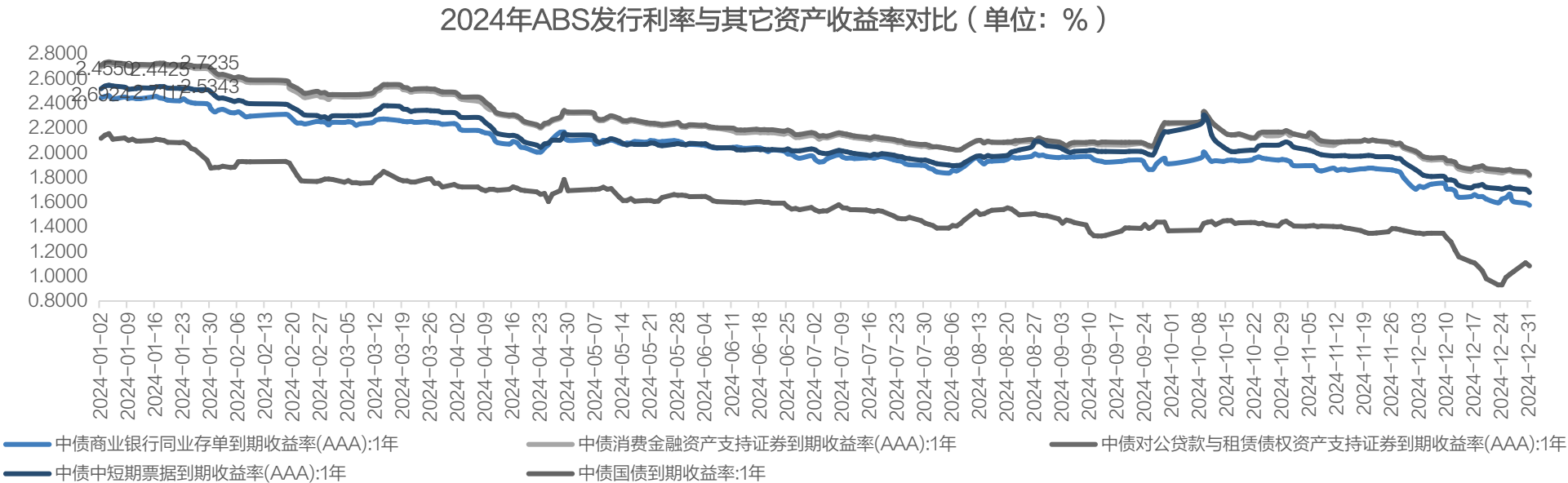
资产证券化：2024年发行规模小增，存量规模下滑

- **发行分析：**2024年，ABS发行量较上年呈现萎缩态势，主要是受ABN发行规模扩量挤压。交易所ABS发行规模小幅增长，其中融资租赁ABS同比小幅下降；应收账款ABS仍保持在较高规模，发行主体仍以大型央企为主；受房地产行业景气度下行，行业融资政策调控等因素影响，地产供应链ABS发行规模持续下滑；随着经济复苏，居民消费意愿回暖，消费贷款ABS发行规模有所增长；受银行信贷投放增速放缓，银行发行ABS的动力不足影响，信贷ABS发行量收缩，其中个人汽车贷款、个人消费贷款以及微小企业贷款ABS发行规模均呈现出不同幅度的减少，而不良资产ABS在去年高基数的基础上仍延续增长。
- **利率分析：**从发行利率来看，ABS发行利率整体仍呈下行趋势，且信用利差整体呈收窄趋势。其中，信贷ABS产品利率整体区间相对较窄，其利率多数集中在1.80%2.30%之间，成本持续压降。相较于信贷ABS，企业ABS(包括交易所ABS和ABN)产品的发行利率整体更加离散，但整体走势与信贷ABS相同。



资产证券化：2025年机构行为预测及投资建议

- **供需分析：**展望2025年，ABS市场发行总量或将稳中有升。具体来看，在当前存量时代背景下，公募REITs、持有型不动产ABS、类REITs作为盘活存量资产的有效方式，预计发行规模有望继续稳步增长。同时，互联网金融平台企业ABS的重启，加之2024年下半年出台的一系列鼓励消费信贷的措施，对提振消费信心存在积极作用，预计消金类、企金类资产的ABS将保持增长趋势，成为ABS市场增量来源之一。此外，2025年应收账款ABS发行规模仍将继续维持高位，短期内发行主体仍以央国企为主，且非全额增信结构的产品将成为未来发展趋势。信贷ABS方面，短期内银行信贷增速放缓的趋势难以扭转，商业银行开展正常类资产ABS的动力依然有限；同时，随着个人消费金融和小微企业信用风险逐渐释放，金融机构持续面临处置不良的压力，不良ABS发行需求依然较强。
- **定价分析：**发行价格方面，ABS发行利率整体仍呈震荡筑底形势，企业ABS虽存在一定的流动性溢价，但在“资产荒”延续态势下，品种利差和信用利差可能会进一步低位震荡。



企业资产证券化：2024年行情回顾

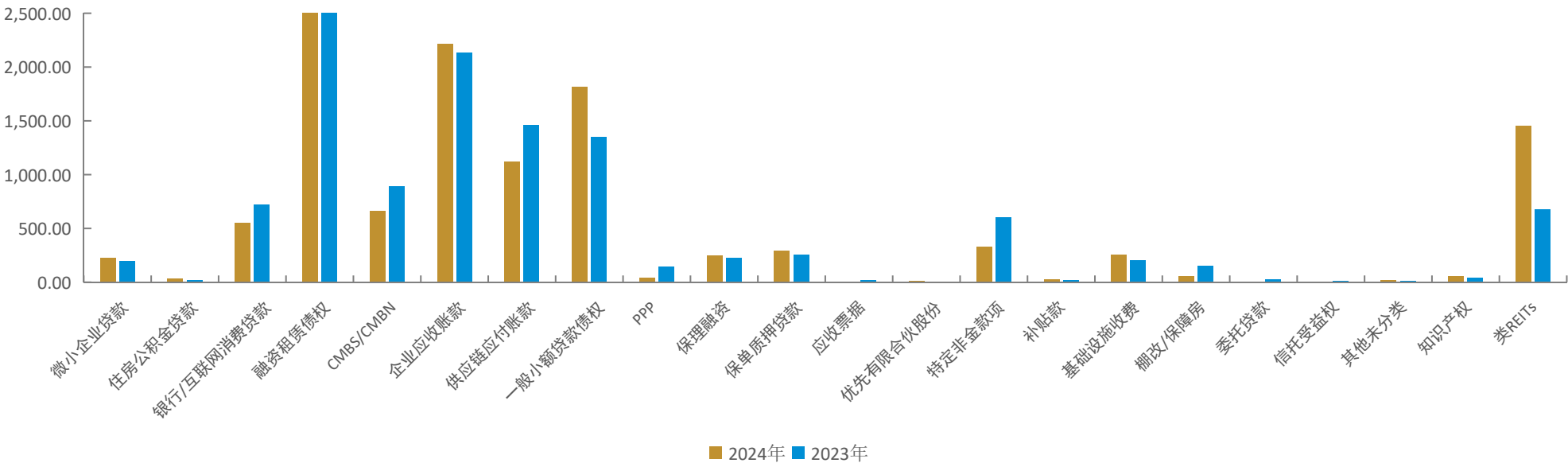
■ **整体规模有所增长**：2024年全年企业ABS发行1334只，发行总额为11948.3亿元，较去年同比增加1.57%。从基础资产来看，融资租赁债权发行规模最大，发行254只项目，共计2537.43亿元；企业应收账款次之，发行209只项目，共计2211.89亿元。

■ **不同产品类型表现**：

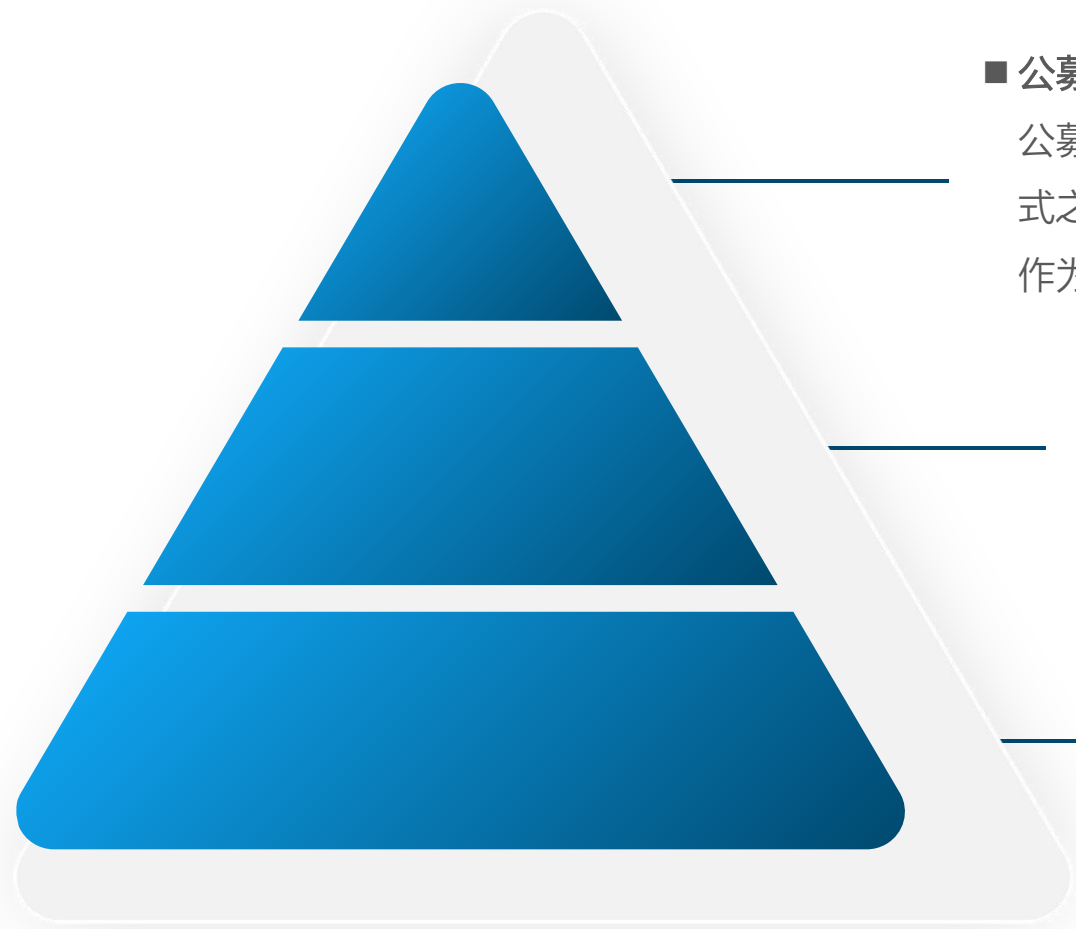
■ **消金类ABS**：也是市场亮点之一，2024年发行量大幅增长34.83%，全年发行额高达1816.93亿元，这主要得益于2024年下半年出台的一系列鼓励消费信贷的措施。

- **应收账款ABS**：发行规模仍维持高位，短期内发行主体仍以央国企为主，且非全额增信结构的产品将成为未来发展趋势。
- **类REITs**：在央企国企降负债的趋势下，类REITs发行规模保持继续增长。2024年1-12月共发行61只类REITs，发行数量同比增多，全年发行规模达到1454.27亿元。

2024年企业ABS各产品发行规模



企业资产证券化：2025年机构行为预测及投资建议



■ **公募REITs相关：**关注高分红、稳健经营板块的公募REITs。虽然公募REITs与企业ABS有所不同，但作为盘活存量资产的有效方式之一，其与企业ABS在市场中具有一定的联动性和互补性，可作为配置策略的补充。

■ **消费金融ABS：**随着一系列鼓励消费信贷措施的出台，消费金融ABS市场有望回暖。可关注头部消金平台的ABS项目，适当拉长其久期，以获取更高的收益。不过，也需注意消费金融领域的信用风险，选择那些风控能力强、资产质量好的平台发行的ABS产品。

■ **应收账款ABS：**应收账款ABS发行规模有望继续维持高位，且非全额增信结构的产品将成为未来发展趋势。可筛选那些底层现金流稳定、主体资质较优、风险隔离清晰、增信较好的应收账款ABS进行投资，以获取稳定的票息收益。

固收公募基金：2024年行情回顾

规模新高：截至2024年末，共有公募基金12360只，资产净值为31.78万亿元，较2023年增速为17.12%。其中债券型基金资产规模环比增长较大。存量结构来看，货币基金规模最大，占比为41.01%；股票型、混合型、债券型基金规模占比分别为12.80%、11.06%和32.70%。从投资者结构来看，不同类型的债券基金投资者结构有所分化，机构投资者是持有债券基金的主力，其中利率纯债基金由于其兼顾稳定性和配置灵活性的特点，既有确定的债券票息，同时又可能为持有者带来超额资本利得收益，该类基金在2024年更受投资者青睐。

债券型基金业绩表现突出：2024年较为宽松的货币政策和充裕的流动性支撑债牛贯穿全年，债市进入低利率新阶段，整体利率呈现震荡下行态势，在债券收益率持续走低的背景下，部分债券基金净值不断上涨，纯债基金净值创新高，债基成为今年最受投资者追捧的产品之一，是承接居民理财配置需求的主力。从主要债券指数表现看，中证全债全年收涨8.83%，整体利率下行顺畅，下行幅度也是历史罕见，各品种均能全年大幅收正。公募管理人在2024年整体的资产配置更为合理：无论是资产流动性还是交易仓位久期控制都提升了持有体验，整体配置仍以流动性较好的利率债、金融债和信用资产为主。其中，短端利率表现弱于长端；信用债方面，中高等级信用债表现好于中低等级信用债。

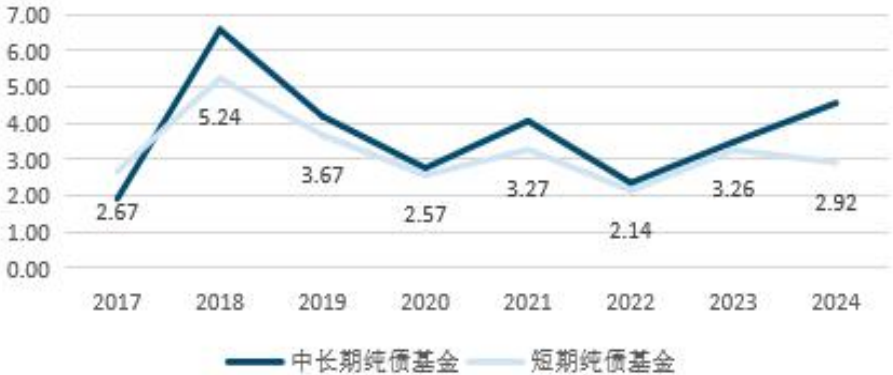


2024 年各类型债基数量、份额以及资产净值变动情况						
投资类型	总数	总份额(亿)	份额净增	资产净值(亿)	净值变动(亿)	净值变动率
债券型基金	3,767	94,498.99	10,809.55	103,912.14	13,490.38	14.92%
中长期纯债型基金	2,057	60,869.83	6,833.28	64,638.13	8,084.21	14.29%
短期纯债型基金	343	11,763.85	2,420.91	12,923.62	2,796.69	27.62%
可转换债券型基金	38	309.54	-19.55	449.61	-12.59	-2.72%
被动指数型债券基金	316	8,867.78	2,172.82	10,759.01	3,009.93	38.84%
增强指数型债券基金	1	16.49	3.97	26.60	6.98	35.59%

固收公募基金：2025年机构行为预测及投资建议

- **低利率环境下调整配置思路，主动管理交易策略将成为业绩重点：**随着政策利率定价的锚不断精准强化，整个利率市场的价格也面临新的定价方式，货币市场利率下行，货基产品收益或将走低，结合银行理财估值监管，公募基金中债基产品或因理财需求而迎来发展。在低利率、低增长的宏观经济形势下，波段交易能力成为25年胜负手。短债类资产独有的低波动性和高流动性、安全性较高，中长债券在基本面及政策尚不确定的情况下仍存在一定博弈空间，久期策略或仍占优，且配置价值凸显，同时关注债市做多行情一致的主动交易机会。从估值角度看，当前转债估值仍处于低位，展望后市仍有一定的修复空间，2025 年公募基金对转债的持仓规模有望重新上升，进而实现估值的修复。
- **基金投资配置分析：**2025年随着收益率下行不断突破前低，债市波动或将提升，加大了捕捉交易机会的难度，考验市场参与者交易能力。机构行为对长久期利率债及信用债走势影响愈发明显。银行和保险配置需求继续增加，理财和基金规模持续增长。在利率中枢变化下，银行负债成本有望继续降低，资产端供给若未能放量，资产荒将延续，但在明年债市波动行情下，增速不确定性加大，关注大类资产分流、债市波动带来的赎回压力。基于日渐拥挤的机构交易行为和激烈的规模排名竞争，2025年在公募整体配置上需关注信用挖掘和拉长久期之间的胜率关系。

全市场纯债基金回报中位数情况



全市场指数利率基金回报中位数情况



- 一、宏观经济展望
 - 投资
 - 消费&社融
 - 通胀&出口
- 二、宏观政策展望
 - 货币
 - 财政
- 三、内蒙古经济及债券市场分析
 - 经济发展
 - 债券市场分析
- 四、2024年机构行为回顾及2025年展望
- 五、2025年债券市场趋势及特点
 - 广谱利率下行
 - 资产荒延续
 - 央行预期管理
- 六、大类资产行情回顾及投资展望
 - 利率债
 - 信用债
 - 金融债
 - 本市交易
 - 同业存单
 - 票据
 - 非银
 - ABS
 - 公募基金
 - 外汇&贵金属
- 七、2025年投资建议与风险提示

外汇：2024年外汇市场行情回顾

2024年，美元指数和美债收益率走出N字型走势，人民币兑美元走势趋同。

第一阶段（一月至四月）美国CPI、PPI数据超预期，就业市场火热，降息预期逐渐减弱，美元指数和美债趋势性上涨，中美利差走阔，人民币兑美元承压下行。

第二阶段（五月至九月）美国经济数据走弱，日本央行意外加息，共同推动了美元指数和美债下跌走势，尤其是美联储在9月以50个基点正式开启降息周期，进一步加剧了美元指数和美债的回落，人民币兑美元在国内政策提振市场信心等因素影响下大幅走升。

第三阶段（十月以后）美国经济韧性十足，非美央行纷纷降息，美国大选白热化，“特朗普交易”推动美元指数和美债大幅上行，中国三季度部分经济数据不及预期，人民币相对美元贬值，但在年末国内经济较稳影响下，人民币较其他非美货币较为稳健。



- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

黄金：2024年黄金市场回顾

2024年，黄金市场震荡上行，最高冲击2790美元/盎司，全年涨幅约28%，年内最高涨幅40.5%；国内金价紧跟趋势，现货黄金最高触及665.0元/克，全年涨幅约30%左右。

地缘冲突

2024年，全球地缘政治冲突贯穿始终，避险情绪高涨，黄金作为避险资产受到青睐。

央行购金

全球央行在年内增持黄金储备，前11个月增持约782吨，增强了投资者对黄金投资的信心。

货币政策

全年降息预期不断，全球超半数主要经济体纷纷降息，宽松的货币政策推动黄金上涨。

美国大选

美国大选落地前的不确定性，刺激了市场避险情绪，促使黄金再创新高。

现货黄金走势图



境内黄金走势图



外汇及黄金：2025年市场展望

特朗普政府政策，影响外汇、美债、黄金走势。特朗普就职后，关税政策、财政扩张或增加美元、美债和黄金走势的不确定性；中长期看，随着市场对特朗普政府政策的消化，美元、美债和黄金将继续由基本面决定未来走势。

中美贸易战扰动人民币汇率，国内政策支持汇率稳健。特朗普上任后对华关税政策，将对我国进出口贸易和人民币汇率造成冲击。但我国经济基础坚实，外汇储备充足，外汇市场有韧性，稳汇率政策“工具箱”储备充足，为保持人民币汇率基本稳定提供了确定性和有力支撑，预计人民币汇率将继续保持双向波动。

未来展望

外汇方面：一是持续关注主要经济体央行利率情况；二是关注国内未来经济形势；三是关注国内进出口贸易情况；2025年，人民币汇率或呈现先跌后涨的走势，交投集中于6.80-7.40区间。

美债方面：美债市场的长期趋势可能表现为利率前高后低，10年美债利率有望回落至3.5-4%区间。

黄金方面：2025年，在特朗普政策影响下，黄金前期不确定性增多，但在地缘政治、低利率环境和全球央行持续购金的影响下，黄金波动中枢或逐步上移至2800-2900美元。

风险点

- 1.主要央行货币政策转向；
- 2.地缘政治；
- 3.自然灾害及粮食、能源危机爆发。

- 投资
- 消费&社融
- 通胀&出口

- 货币
- 财政

- 经济发展
- 债券市场分析

- 广谱利率下行
- 资产荒延续
- 央行预期管理

- 利率债
- 信用债
- 金融债
- 本市交易
- 同业存单
- 票据
- 非银
- ABS
- 公募基金
- 外汇&贵金属

2025年投资建议与风险提示

业务品种	投资建议
利率债	资金平稳宽松基调下，预计2025年债市易下难上，“高波动”特征明显，仍需拥抱“波段”。
信用债	优先配置 AAA 级高评级信用债或经济发达地区的信用债，同时关注AA+级中等级信用债。 内蒙古地区可优先考虑高票息地方债，同时可选择信用评级高的信用债，重点关注内蒙古自治区本级、鄂尔多斯、包头、赤峰等地区高等级城投债。
金融债	可关注国股行和基本面维持稳定或明显转好的城农商行，根据债市波动情况和自身负债端稳定性逢调整适度增配。
存 单	关注市场消化同业存款利率自律要求后的调整配置机会。
票 据	提升商票等高收益票据资产配置，灵活应对市场变化，择机调仓，关注银行信贷规模调控节奏。
非 银	提前布局锁定收益，优先准入监管新规达标机构，关注售后回租占比、行业不良变化及信贷规模调控等政策；拓宽客户范围，增加汽车消费金融客户种类。
资产证券化	关注高分红、稳健经营板块的公募REITs、头部消金平台的ABS项目以及底层现金流稳定、主体资质较优、风险隔离清晰、增信较好的应收账款ABS。
公募基金	关注高流动性产品，驱动高等级拉久期，弹性选择增厚收益品类，关注管理人波段交易能力。
外汇和黄金	美国关税政策、中美利差走阔，美元兑人民币或年初承压；美债和黄金仍有配置机会。

风险提示：

- 流动性收紧风险：货币宽松节奏及幅度不及预期；
- 监管政策超预期：平台融资政策、打击资金空转政策超预期收紧；地方隐性债务化解和城投再融资监管政策存在超预期调整的可能性，会对城投债估值造成波动风险；
- 信用风险事件冲击：区域信用风险事件爆发，造成融资环境收缩，加大估值波动风险；
- 统计口径存在误差：部分数据统计口径存在误差，测算结果仅作为投资参考。

一、宏观经济展望

-投资

-消费&社融

-通胀&出口

二、宏观政策展望

-货币

-财政

三、内蒙古经济及债券市场分析

-经济发展

-债券市场分析

四、2024年机构行为回顾及2025年展望

五、2025年债券市场趋势及特点

-广谱利率下行

-资产荒延续

-央行预期管理

六、大类资产行情回顾及投资展望

-利率债

-信用债

-金融债

-本币交易

-同业存单

-票据

-非银

-ABS

-公募基金

-外汇&贵金属

七、2025年投资建议与风险提示

序号	姓名	职务	负责	联系电话	邮箱
1	刘 媛	副总经理 (主持工作)	投研框架	18686191659	001037@msbank.com
2	黄肠谷	副总经理	组织编撰	15011197855	990062@msbank.com
3	阿茹娜	总经理助理	组织编撰	1362483333	000980@msbank.com
4	白雪松	中心负责人	组织编撰	18686188719	002170@msbank.com
5	蒋丹丹	中心负责人	本币交易	18686196510	002253@msbank.com
6	高 娜	中心副经理	票 据	13911343930	700328@msbank.com
7	王 俊	中心副经理	信贷ABS	13811893800	001601@msbank.com
8	邬 娜	团队负责人	公募基金	18647249650	002265@msbank.com
9	范文治	团队负责人	非 银	18611954088	008573@msbank.com
10	刘方园	交易员	外汇、贵金属	15647202026	002263@msbank.com
11	闫雯婷	交易员	金融债	15047208420	004122@msbank.com
12	崔世俊	交易员	信用债、企业ABS	13214052011	002001@msbank.com
13	张跃龙	交易员	同业存单	13789525251	004870@msbank.com

鸣 谢

特别感谢国金证券固收研究团队在《2025蒙商金融市场固收投研框架》撰写过程中，对数据和信息等方面给与的大力支持，感谢国金证券专业的投研能力、严谨的工作态度和挚诚的敬业精神。

免责声明

- 本报告由蒙商银行金融市场部提供，本报告的信息均来源于公开资料，本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司已力求报告内容的客观、公证。我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。
- 本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。
- 本报告版权为我司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为蒙商银行金融市场部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。