



宏观研究

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《汇率压力降低放行货币政策，结构性投资机会将再次展开》 -
2025.05.09

央行再提利率风险，短期长端利率波动或有所加大

● 投资要点

(1) **适度宽松货币政策总基调不变，从择机调整到灵活把握。**本次报告在货币政策思路方面延续中央经济工作会议和“425”中共中央政治局会议精神，坚持适度宽松货币政策的基调，但政策节奏或有所调整，操作节奏或有变化，表述从“择机调整优化政策力度和节奏”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，或意味着在外部环境无显著变化的情况下，短期或更关注存量货币政策落地，增量货币政策出台概率有所降低。

(2) **央行再提利率风险，短期长端利率或存在回调风险。**央行在专栏4特别强调了利率风险问题，关注短期长期国债利率或存在回调的风险。此外，本次报告删除了资金空转表述，说明去年四季度出现的资金空转问题已经得到有效缓解，目前暂不存在资金空转问题。

(3) **理性看待央行择机恢复国债买卖操作。**央行在公开市场买卖国债是流动性管理工具之一，本次报告提出“关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作”，并不意味着资金宽松力度进一步加大，或是应对积极财政政策节奏提速、加强利率风险管控而出现流动性收紧的情况，10年期国债收益率在1.6%-1.65%区间，央行重启在公开市场买卖国债操作的概率相对较低。

(4) **央行关注商业银行自身健康性，存款利率下调或是未来趋势。**央行货币政策目标新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，背后或是适度宽松货币政策不断加力，商业银行净息差持续收窄，而商业银行净息差直接关乎银行体系的稳健发展，亦关乎银行体系的稳定性。从稳定商业银行净息差角度考虑，未来存款利率下调或仍是大趋势，关注存款搬家对固定收益产品市场的影响。

(5) **加大信贷投放，推动社会综合融资成本下降。**在信贷投放表述中，我们理解，资金空转问题得到较好缓解后，总量信贷投放的制约因素弱化，信贷投放或再度转向偏总量，同时促消费已成为当前货币政策的重要着力点。在降低企业融资和居民信贷成本方面，本次报告延续了“推动企业融资和居民信贷成本下行”的表述，但是一季度贷款加权利率有所抬升，或意味着货币政策传导渠道效率仍有待提升。

(6) **房地产政策向存量政策执行转变，关注保障性住房再贷款扩容。**本次报告延续了“425”中共中央政治局会议精神，短期或进入存量政策优化实施阶段，或偏向于保障性住房金融支撑政策。

(7) **通胀企稳回升关键是有效需求改善，财政政策优于货币政策。**虽然物价与货币政策存在较高相关性，但根本上是供求关系决定，目前有效需求不足是制约通胀回升的关键，在推动通胀企稳回升方面，财政政策或优于货币政策。

● **风险提示：**

海外地缘政治冲突加剧；海外突发金融风险事件；长端利率回调风险。

目录

1 适度宽松货币政策总基调不变，从择机调整到灵活把握.....	5
2 央行再提利率风险，短期长端利率或存在回调风险.....	5
3 理性看待央行择机恢复国债买卖操作	7
4 央行关注商业银行自身健康性，存款利率下调或是未来趋势.....	8
5 加大信贷投放，推动社会综合融资成本下降	10
6 房地产政策向存量政策执行转变，关注保障性住房再贷款扩容.....	11
7 通胀企稳回升关键是有有效需求改善，财政政策优于货币政策.....	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 经济形势研判和货币政策总基调对比	5
图表 2: 十年期国债到期收益率 (%)	7
图表 3: 2024 年央行提及利率风险后利率变动情况 (%)	7
图表 4: 我国商业银行净息差 (%)	10
图表 5: 我国上市商业银行净息差 (%)	10
图表 6: 我国中期借贷便利期末余额 (亿元)	10
图表 7: 我国中期借贷便利到期量 (亿元)	10
图表 8: 我国金融机构人民币贷款利率 (%)	11
图表 9: 2025 年一季度中国货币政策执行报告与 2024 年四季度中国货币政策执行报告核心要点对比	13

1 适度宽松货币政策总基调不变，从择机调整到灵活把握

我们理解，本次报告在货币政策思路方面延续中央经济工作会议和“425”中共中央政治局会议精神，坚持适度宽松货币政策的基调，但政策节奏或有所调整，操作节奏或有变化，表述从“择机调整优化政策力度和节奏”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，或意味着在外部环境无显著变化的情况下，短期或更关注存量货币政策落地，增量货币政策出台概率有所降低。

一方面，央行研判外部经济形势或有所趋严。报告新增“当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在。国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力”，短期外部环境不确定性上升，我国或存在从外需和内需双轮驱动的增长模式向以内需驱动为主的发展模式，短期稳增长离不开货币政策的支持，适度宽松货币政策基调不变。

另一方面，5月7日央行在新闻发布会推出降准、降息、结构性货币政策等一揽子政策，短期或进入政策落地消化的观察期。考虑4月出口数据超预期，外部环境不确定性的影响尚未显著显现，为稳增长政策加码提供了宽松窗口期，短期增量政策加码必要性有所下降，适度宽松货币政策操作节奏或有所放缓。

图表1：经济形势研判和货币政策总基调对比

【中邮观点】2025年一季度和2024年四季度货币政策执行报告内容对比			
分类	2025年Q1(2025年5月9日)	2024年Q4(2025年2月13日)	对比
经济形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在。国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。	★当前外部环境更趋复杂严峻。
货币政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协同配合，扩大国内需求，稳定预期，激发活力，全力巩固经济发展和民生稳定的基本面。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架，注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协同配合，支持扩大内需，稳定预期，激发活力，以进促稳、稳定增长。	★央行新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，关注银行体系自身健康性。

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

2 央行再提利率风险，短期长端利率或存在回调风险

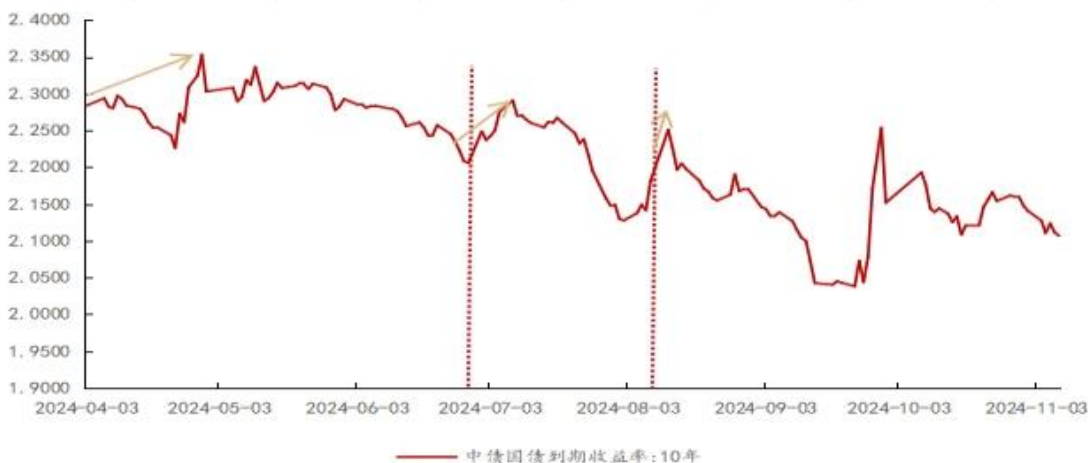
我们理解，央行在专栏4特别强调了利率风险问题，关注短期长期国债利率或存在回调的风险。此外，本次报告删除了资金空转表述，说明去年四季度出现

的资金空转问题已经得到有效缓解，目前暂不存在资金空转问题，我们在前期报告《宽松的货币政策择何时？》亦有阐述，在此不再赘述。

央行在专栏4《加强债券市场建设支持债券市场健康发展》再次强调债券市场的利率风险。报告指出“债券市场利率不仅关系社会筹资成本，也关系到整个金融市场的稳定发展”“国债没有信用风险，但和其他固定票面利率的债券一样，当市场利率改变时，二级市场交易价格会反向波动，面临利率风险。尤其是长期限国债因利率敏感性较高，市场供求关系变化引发的利率和价格波动会放大投资者损益。从国际上看，2023年硅谷银行事件也是利率风险的典型案例”。无独有偶，去年一二季度例会、二季度央行货币政策执行报告亦均有提及利率风险，如“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”。

从去年三次提出利率风险的时点看，会议提及利率风险后，国债收益率短期均出现了一定幅度回调。2024年4月3日，央行货币政策委员会第一季度例会提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。10年期国债收益率从4月3日的2.2837%波动上升至4月28日的2.3244%，利率上升了4.07bp；2024年6月28日，央行货币政策委员会第二季度例会再次提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。10年期国债收益率从6月28日的2.2058%上升至7月8日的2.2904%，利率上升了8.46bp；2024年8月9日，央行二季度货币政策执行报告指出“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”。10年期国债收益率从8月9日的2.1986%上升至8月13日的2.2255%，利率上升了2.69bp。

图表2：十年期国债到期收益率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：2024 年央行提及利率风险后利率变动情况 (%)

时间	会议	提及	国债收益率变动 (BP)		
			2024.4.3	2024.4.28	变动
2024.4.3	央行货币政策委员会一季度例会	在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化	2.28%	2.32%	4.07
			2.21%	2.29%	8.46
2024.6.28	央行货币政策委员会二季度例会	在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化	2.20%	2.23%	2.69
			2.20%	2.23%	2.69

资料来源：中国人民银行官网，Wind，中邮证券研究所

3 理性看待央行择机恢复国债买卖操作

我们理解，央行在公开市场买卖国债是流动性管理工具之一，本次报告提出“关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作”，并不意味着资金宽松力度进一步加大，或是应对积极财政政策节奏提速、加强利率风险管控而出现流动性收紧的情况，10 年期国债收益率在 1.6%-1.65% 区间，央行重启在公开市场买卖国债操作的概率相对较低。

第一，央行在公开市场买卖国债作为流动性管理工具，或是应对积极财政政策节奏提速、利率风险调控而出现的流动性收紧情况。根据我们对专栏 4 的理解，央行后续或加强投资者利率风险管理，短期长端利率波动或有所加剧，根据历史经验，短期或出现利率回升的情况。此外，4 月 25 日政治局会议提出的“加紧实施”、“用好用足”，积极财政政策节奏有望提速，5 月政府债供给量或明显上升，

亦会对社会流动性产生考验。央行为应对流动性收紧，或择机重启在公开市场买卖国债操作。

第二，10年期国债收益率在1.6%-1.65%区间，央行在公开市场重启买卖国债操作的概率相对较低。本次报告明确提出，10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位，央行宣布阶段性暂停在公开市场买入国债，因此，1.6%的10年期国债收益率或是央行停止国债买卖的上限。与此同时，5月7日，央行潘功胜行长在新闻发布会上指出，目前10年期国债收益率徘徊在1.65%左右，我们理解，1.65%或亦是央行合意的利率水平。因此，10年期国债收益率在1.6%-1.65%区间，央行或在公开市场重启买卖国债操作的概率相对较低。

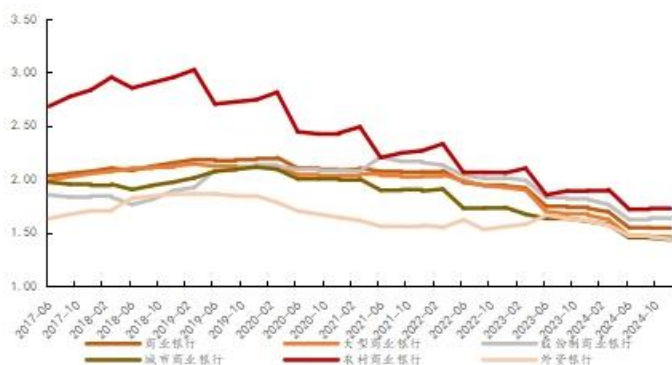
4 央行关注商业银行自身健康性，存款利率下调或是未来趋势

我们理解，央行货币政策目标新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，背后或是适度宽松货币政策不断加力，商业银行净息差持续收窄，而商业银行净息差直接关乎银行体系的稳健发展，亦关乎银行体系的稳定性。从稳定净息差角度考虑，未来存款利率下调或仍是大趋势，关注存款搬家对固定收益产品市场的影响。

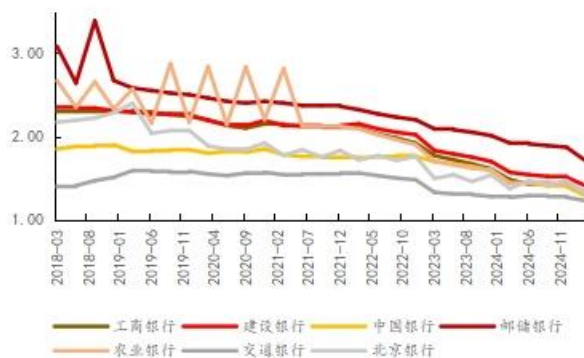
净息差是商业银行利息收入与利息支出之间的差占生息资产平均余额的比率，是商业银行的核心经营指标。根据市场利率定价自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》，商业银行净息差在1.8%（含）以上方为“合理区间”。从我国商业银行类型来看，截至2024年年末，我国商业银行净息差为1.52%，较2023年末下降0.17pct，低于《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》认定的“合理区间”，其中，大型商业银行、股份行、城商行、农商行净息差分别为1.44%、1.61%、1.38%、1.73%，均低于“合理区间”，且近年来均是呈现下降趋势；从我国上市商业银行来看，截至2025年3月末，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、北京银行净息差分别为1.33%、1.41%、1.29%、1.34%、1.23%、1.31%，上市商业银行净息差均低于1.4%。商业银行净息差持续收窄，或影响银行体系自身的稳定性，或成为制约央行适度宽松货币政策

的因素之一。因此，在加大逆周期调节力度的同时，央行将净息差走势纳入货币政策考量范围。

向后看，从稳定净息差角度考虑，未来存款利率下调或仍是大趋势，关注存款搬家对固定收益产品市场的影响。(1) 从净息差构成来看，实体经济复苏或是净息差回升的底层逻辑，但是短期我国有效需求不足尚未显著改善，我国经济或仍处于阶段性调整，短期难以支撑净息差企稳；(2) 从监管角度，央行提供通过降准、中期借贷便利（MLF）等可为商业银行提供长期低成本资金，或有助于稳定银行净息差。央行货币政策表述从择机调整到灵活把握，短期降准概率下降，MLF 操作增加投放或是可考虑形式。一季度报告提到“综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等货币政策工具，保持流动性充裕”，相较于去年四季度的报告表述，新增了中期借贷便利，或有维稳商业银行净息差的考量。尽管 MLF 利率作为政策利率色彩有所淡化，MLF 一度缩量操作，但自今年 3 月以来，MLF 已经呈现增量操作，亦或说明央行已经开始注重 MLF 在稳定银行净息差方面作用。5 月 MLF 到期量为 1250 亿元，尽管本月有降准释放 10000 亿元增量资金，或缓冲 MLF 到期量对流动性影响，但考虑积极财政政策节奏或有所提速，仍不能排除到期 MLF 等量或增量续作的可能，不仅维持社会流动性，亦有助于稳定商业银行净息差；(3) 从商业银行自身角度，在长期收益率下降的背景下，商业银行或通过主动调降存款利率以应对净息差收窄。若商业银行进一步下调存款利率，或存在存款向理财市场转移的现象，若规模较大，或出现类“资产荒”现象，即低风险资产收益率进一步下行，不排除现金理财产品和国债收益率继续下行。

图表4：我国商业银行净息差 (%)


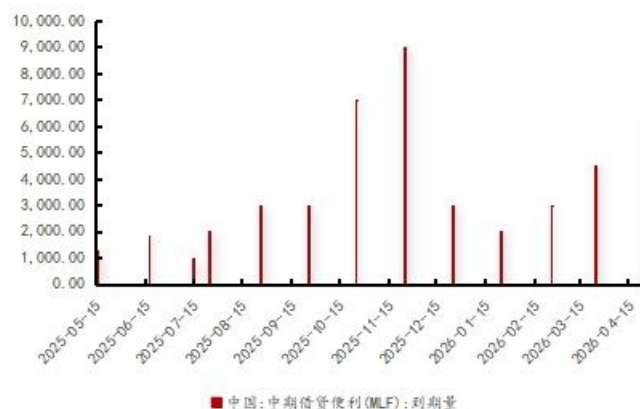
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：我国上市商业银行净息差 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：我国中期借贷便利期末余额 (亿元)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：我国中期借贷便利到期量 (亿元)


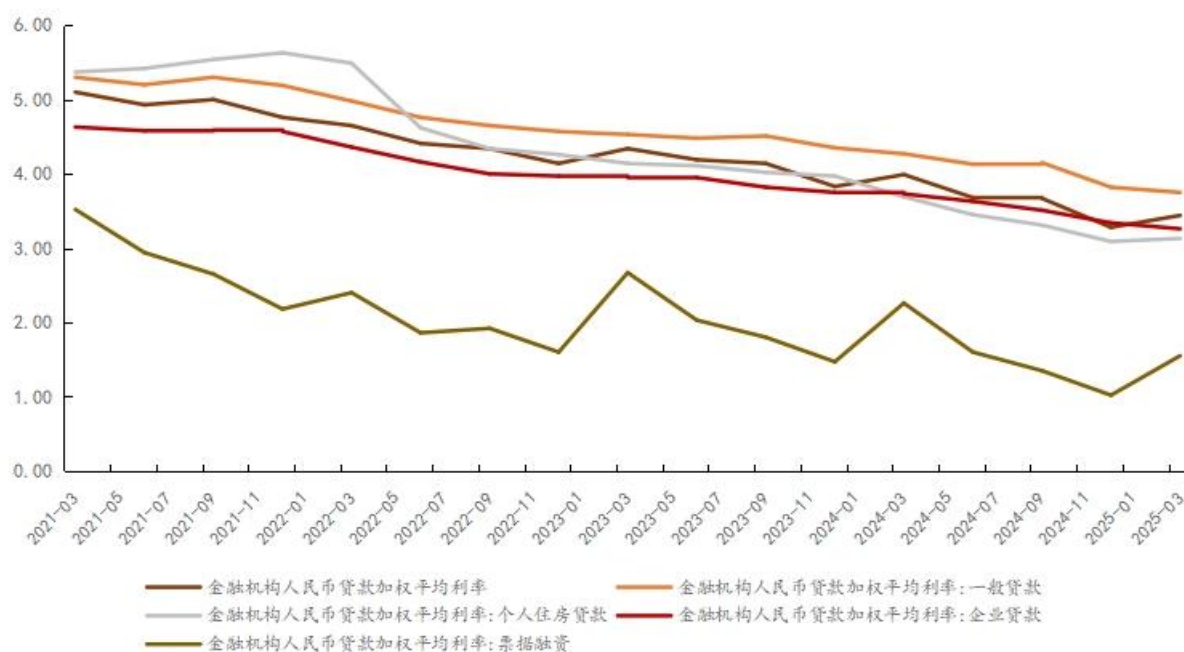
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

5 加大信贷投放，推动社会综合融资成本下降

在信贷投放表述中，我们理解，资金空转问题得到较好缓解后，总量信贷投放的制约因素弱化，信贷投放或再度转向偏总量，同时促消费已成为当前货币政策的重要着力点。报告明确指出“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，较去年四季度“在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”表述，本次表述更为积极。在结构方面，我们理解，促消费亦成为当前货币政策的重要着力点。报告通过专栏2《持续完善金融服务 支持提振和扩大消费》，亦明确了促消费成为当前货币政策的重要目的。此外，央行在新闻发布会推出的一系列政策工具，亦指向促消费（详见报告《汇率压力降低放行货币政策，结构性投资机会将再次展开》）。

在降低企业融资和居民信贷成本方面，本次报告延续了“推动企业融资和居民信贷成本下行”的表述，但是一季度贷款加权利率有所抬升，或意味着货币政策传导渠道效率仍有待提升。《报告》指出，3月新发放贷款加权利率为3.44%，较去年末抬升0.16个百分点，其中：票据融资利率为1.55%，较去年末抬升0.53个百分点；居民房贷利率为3.13%，较去年末上升0.04个百分点；企业贷款加权利率为3.26%，较去年末下降0.08个百分点。在支持性货币政策的大环境下，一季度贷款加权利率抬升，或意味着货币政策传导效率有待提升，报告亦新增“畅通货币政策传导渠道”表述。

图表8：我国金融机构人民币贷款利率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

6 房地产政策向存量政策执行转变，关注保障性住房再贷款扩容

在房地产方面，我们理解，本次报告延续了“425”中共中央政治局会议精神，短期或进入存量政策优化实施阶段，或偏向于保障性住房金融支撑政策。报告表述从“着力推动已出台金融政策措施落地见效”转向“拓宽保障性住房再贷款使用范围”，政策方向仍是存量政策优化实施阶段，但政策方向更为明确，聚焦保障性住房再贷款领域，未来政策范围或有所扩大。

7 通胀企稳回升关键是有有效需求改善，财政政策优于货币政策

我们理解，虽然物价与货币政策存在较高相关性，但根本上是供求关系决定，目前有效需求不足是制约通胀回升的关键，在推动通胀企稳回升方面，财政政策或优于货币政策。

本次报告在专栏5《从政府部门资产负债表视角 对比中美日政府债务情况》明确了，我国政府总资产大于总负债，且广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，这为我国政府债务扩张提供相应的资产支撑。在专栏6《实体经济供求关系及物价变动》中，央行明确了，目前我国物价回升速度明显低于金融总量增速，我国金融总量指标保持了平稳较快增长，2024年社会融资规模、广义货币M2、人民币贷款的同比增速保持在7%-8%，CPI同比增速低于1%。这意味着，在有效需求不足的背景下，总量货币政策的刺激作用相对有限，而财政政策扩大支出将更为有效。因此，在有效需求不足的背景下，推升通胀温和回升，积极的财政政策或优于货币政策。我们在报告《财政加力扩内需，夯实高歌前进》中亦指出，有效需求不足，总量货币政策的刺激作用相对有限，而财政政策扩大支出将更为有效。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048