

研究所

分析师: 梁伟超
SAC 登记编号: S1340523070001
Email: liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《五月，信用会补涨吗？——信用周报
20240506》 - 2025. 05. 06

固收点评

债市行情从短端开始 ——货币政策点评 20250507

● 曲线修复从“牛陡”开始，进入兑现阶段

2025 年 5 月 7 日国新办记者会，央行负责人公布“十项”措施，不仅降准落地，政策利率降息也一起落地。

政策利率降息落地本身是超预期的，但也打破了短期的想象空间。汇率快速升值背景下的国内政策利率降息正好适宜，以维持多重目标间的均衡。对于债市而言，本次“双降”是去年四季度以来的首次，但去年末至今 10 年期国债收益率下行幅度已经在 40BP 附近，仅考虑 4 月初之后的下行也有小 20BP。

故在接近年中时点的 10BP 的政策利率降息，线性外推的话全年降息幅度可能在 30BP 以内。长端即使交易全年空间，单次 10BP 也使得全年降息空间不再具备想象力。当然，“宏观叙事”未来可能还会给债券机会。

迟来的“双降”之后，曲线修复从“牛陡”开始进入兑现阶段。后续债市走势的关键是，资金价格中枢能否下行突破 1.4%。以往我们对此持悲观态度，现在修正为乐观，原因在于大规模的结构性工具。本次配合的结构性货币政策扩容规模在 1.1 万亿，未来如果考虑到 PSL 的重启，投放规模可能更大。

债市行情从曲线“牛陡”开始，资金和短端的下行空间可能打开。若资金中枢在 1.4% 偏下方，那 NCD 利率有机会到 1.6% 附近，起码意味着存单和长端倒挂状态的修复和收益率曲线的“牛陡”修复，存款利率的下行也将促使资产负债倒挂的修复。“双降”之后，央行国债购买的重启也具备可能。如果“宏观叙事”上有进一步的利好，交易情绪可能促使长端进一步下行。

除债市行情的讨论之外，还有一个技术性问题和一个易忽略的政策工具需要注意：

第一，技术性问题，金租和汽车金融法准率归零。财务公司、金融租赁和汽车金融公司在 2021 年底全面降准落地后其适用的法准率水平已经降至 5%，再之后的降准中法准率不再调降。本次将金租和汽车金融公司的法准率降至零，一定程度上也是部分机构对所谓“5% 红线”的突破。

第二，易忽略工具，抵押补充贷款或将重启。本次结构性货币政策工具降息，特别提到抵押补充贷款 PSL 的操作利率降为 2%，是 2024 年以来的首次调降。政治局会议明确提到“设立新型政策性金融工具”，未来 PSL 配合政策性金融工具已经做好准备。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 债市行情从短端开始	4
2 风险提示	8

图表目录

图表 1: 央行推出“十大工具”	4
图表 2: 历次降准前后 45 个交易日 10 年国债走势	6
图表 3: 历次降准前后 45 个交易日 10 年国债累计涨跌	6
图表 4: 历次降息前后 45 个交易日 10 年国债走势	6
图表 5: 历次降息前后 45 个交易日 10 年国债累计涨跌	6
图表 6: “三档两优”框架下的准备金制度, 金租和汽车金融法准率下调至零	7

1 债市行情从短端开始

回顾4月以来我们对于债市的几个观点：**第一，微观叙事上，债市正在修复。**即流动性逐步回归稳定，机构债券投资收益也从亏损状态逐步回补。**第二，宏观叙事上，债市还有机会。**宏观叙事逻辑中债市是有想象空间的，但还需要时间观察外部冲击的传导和国内政策的应对。**第三，“广义财政+降准”的政策组合概率较高。**结构性货币政策工具降息确定性最高，降准还有机会，政策利率降息还需要时间等待。若未来降准落地，资金价格中枢可能更加平稳，长端可能面临小幅止盈。策略选择上，认为谨慎应该多一点，国债收益率曲线接近平坦极限，后期曲线修复也应从“牛陡”开始。

图表 1：央行推出“十大工具”

类型	分项	具体内容
数量工具	全面降准	降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。
	定向降准	完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5% 调降为 0%。
价格工具	政策利率	下调政策利率 0.1 个百分点，即公开市场 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.5% 调降至 1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点。
	贷款利率	降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限利率同步调整。
	降息	下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，都从目前的 1.75% 降至 1.5%，这些工具利率是中央银行向商业银行提供再贷款资金的利率。抵押补充贷款（PSL）利率从目前的 2.25% 降至 2%。增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元。
结构性工具		设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。
	增量	增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。
		优化两项支持资本市场的货币政策工具，将 5000 亿元证券基金保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款，这两个工具的额度合并使用，总额度 8000 亿元。
		创设科技创新债券风险分担工具

资料来源：国新办，中邮证券研究所

2025 年 5 月 7 日国新办记者会，央行负责人公布“十项”措施，不仅降准落地，政策利率降息也一起落地。“双降”之后，债市反应相对理性，国债收益

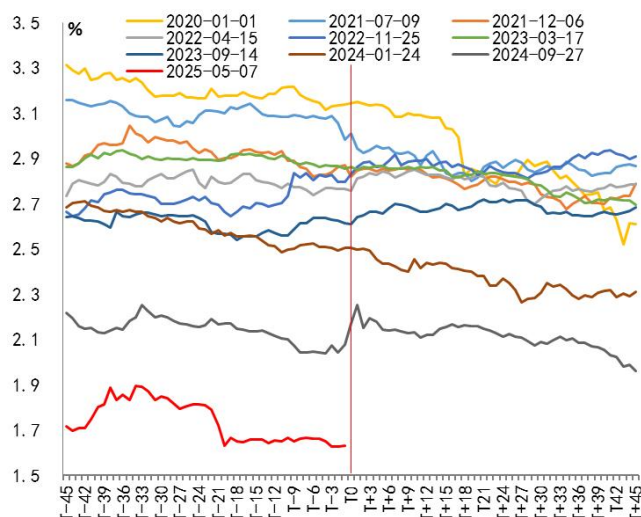
率曲线随即走陡，3 年期以内收益率有所下行，10 年期以上收益率上行调整。在货币政策落地之后，我们维持曲线修复应从“牛陡”开始的主要判断。具体来看：

第一，政策利率降息落地本身是超预期的，但也打破了短期的想象空间。(1)可以看到，我们以往观点中对于货币政策的判断主要期待降准，未对降息做过多期待，这一点需要修正。近期美元指数的走弱和节中人民币汇率的走强，显著降低了对国内货币政策宽松的掣肘，汇率快速升值背景下的国内政策利率降息正好适宜，以维持多重目标间的均衡。**(2)**对于债市而言，本次“双降”是去年四季度以来的首次，但去年末至今 10 年期国债收益率下行幅度已经在 40BP 附近，仅考虑 4 月初之后的下行也有小 20BP。故在接近年中时点的 10BP 的政策利率降息，线性外推的话全年降息幅度可能在 30BP 以内。长端即使交易全年空间，单次 10BP 也使得全年降息空间不再具备想象力。当然，“宏观叙事”未来可能还会给债券机会。

第二，迟来的“双降”之后，曲线修复从“牛陡”开始进入兑现阶段。(1)我们以往观点中，认为降准的兑现更多是巩固 4 月以来的资金面修复，即资金价格在政策利率偏上方维持稳定。现在除了降准之外，还落地了结构性货币政策工具操作利率的调降和政策利率降息，这无疑将给流动性宽松带来更多增量。**(2)**后续债市走势的关键是，资金价格中枢能否下行突破 1.4%。以往我们对此持悲观态度，现在修正为乐观，原因在于大规模的结构性工具。我们多次论述，资金价格中枢正在银行负债端偏紧的情况下，不会出现下偏政策利率的“超常”资金宽松，故认为只有降准的情况下，资金价格中枢可能还会在 1.5% 上方。现在政策利率中枢下移，资金价格中枢自然需要下移 10BP，加上降准释放 1 万亿中长期流动性的宽松效应，资金价格中枢可能下移更多，即回落至 1.4% 附近。**(3)**然而，本次配合的结构性货币政策扩容规模在 1.1 万亿，未来如果考虑到 PSL 的重启，投放规模可能更大。我们多次论述，虽然再贷款的投放需要资产端的信贷投放为前提，但再贷款投放的是超储，贷款会创造存款在负债端匹配，故结构性货币政策工具对于流动性的投放，在总量上与 MLF 等工具没有本质差异。所以，考虑到超量结构性工具投放对于负债端的补充，未来资金价格中枢存在下偏政策利率的可能性。债市行情从曲线“牛陡”开始，资金和短端的下行空间可能打开。若资金中枢在 1.4% 偏下方，那 NCD 利率有机会到 1.6% 附近，起码意味着存单和

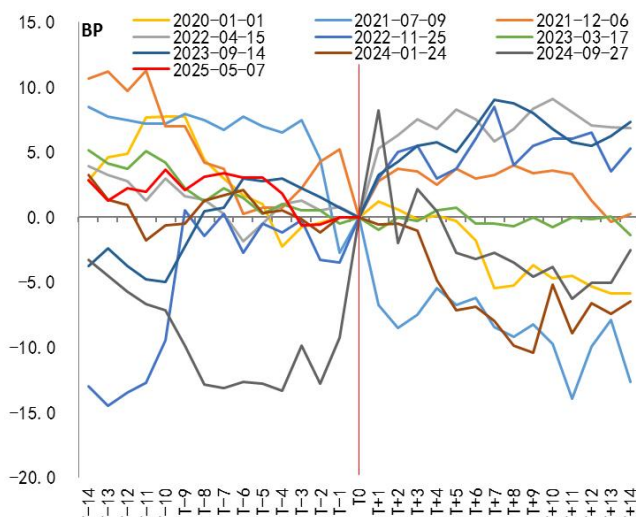
长端倒挂状态的修复和收益率曲线的“牛陡”修复，存款利率的下行也将促使资产
负债倒挂的修复。“双降”之后，央行国债购买的重启也具备可能。如果“宏
观叙事”上有进一步的利好，交易情绪可能促使长端进一步下行。

图表 2：历次降准前后 45 个交易日 10 年国债走势



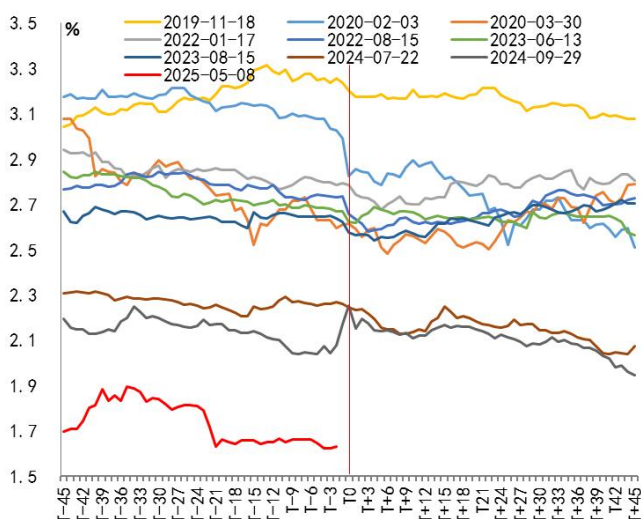
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 3：历次降准前后 45 个交易日 10 年国债累计涨跌



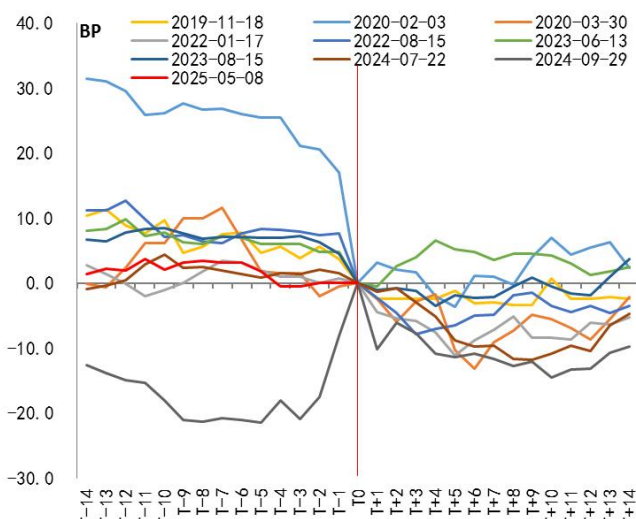
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 4：历次降息前后 45 个交易日 10 年国债走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 5：历次降息前后 45 个交易日 10 年国债累计涨跌



资料来源：iFind，中邮证券研究所

除债市行情的讨论之外，还有一个技术性问题和一个易忽略的政策工具需要

注意：

第一，技术性问题，金租和汽车金融法准率归零。不少投资者对于“三档两
优”的法准率架构较为陌生，实际财务公司、金融租赁和汽车金融公司在 2020
年之前适用的法准率水平为 6%，2021 年底全面降准落地后其适用的法准率水平

已经降至 5%，再之后的降准中法准率不再调降。本次将金租和汽车金融公司的法准率降至零，一定程度上也是部分机构对所谓“5%红线”的突破。

第二，易忽略工具，抵押补充贷款或将重启。本次结构性货币政策工具降息，特别提到抵押补充贷款 PSL 的操作利率降为 2%，是 2024 年以来的首次调降。除早期棚改之外，近年来对于 PSL 的使用主要是两轮，一轮是 2022 年政策性开发性金融工具中的投放，一轮是 2023 年末 2024 年初支持“三大工程”中的投放。2025 年 4 月政治局会议明确提到“**设立新型政策性金融工具**”，未来 PSL 配合政策性金融工具已经做好准备，后续再次扩容是大概率事件。PSL 的使用一方面有流动性投放的效果，上述资金面讨论中已经提及，另外其之前的使用均明显拉动投资需求和信贷数据，需要重点关注。

图表 6：“三档两优”框架下的准备金制度，金租和汽车金融法准率下调至零

三档两优	第一档			第二档			第三档		财务、金融 租赁、汽车 金融	加权法准 率	降准规模 （亿）	
	工、农、中、建、交、邮储			股份制、城商行、非县域农商行、 外资银行			农合、农信、村镇银行、县域 农商行（资产规模小于100亿）					
	基准标准	一档优惠	二档优惠	基准标准	一档优惠	二档优惠	基准标准	达标优惠				
				10.50%	10.00%	9.00%	7.0%	6.0%	6.0%	10.1%	8000	
2020/1/6	12.50%	12.00%	11.00%	9.5%（省内 城商）	9%（省内 城商）	8%（省内 城商）						
				10.50%	10.00%	9.00%	6.5%	5.5%	6.0%	9.5%	4000	
2020/4/15	12.50%	12.00%	11.00%	9.5%（省内 城商）	9%（省内 城商）	8%（省内 城商）						
				10.50%	10.00%	9.00%	6.0%	5.0%	6.0%	9.4%		
2020/5/15	12.50%	12.00%	11.00%	9%（省内 城商）	8.5%（省内 城商）	7.5%（省内 城商）						
				10%	9.50%	8.50%	5.5%	5.0%	5.5%	8.9%	10000	
2021/7/15	12%	11.50%	10.50%	8.5%（省内 城商）	8%（省内 城商）	7%（省内 城商）						
				9.50%	9%	8%	5.0%	5.0%	5.0%	8.4%	12000	
2021/12/15	11.50%	11%	10%	8%（省内 城商）	7.5%（省内 城商）	6.5%（省内 城商）						
				9.25%	8.75%	7.75%	5.0%	5.0%	5.0%	8.1%	5300	
2022/4/25	11.25%	10.75%	9.75%	7.5%（省内 城商）	7%（省内 城商）	6%（省内 城商）						
				9.00%	8.50%	7.50%	5.0%	5.0%	5.0%	7.8%	5000	
2022/12/5	11%	10.50%	9.50%	7.25%（省 内城商）	6.75%（省 内城商）	5.75%（省 内城商）						
				8.75%	8.25%	7.25%	5.0%	5.0%	5.0%	7.6%	5000	
2023/3/27	10.75%	10.25%	9.25%	7%（省内 城商）	6.5%（省内 城商）	5.5%（省内 城商）						
				8.50%	8.00%	7.00%	5.0%	5.0%	5.0%	7.4%	5000	
2023/9/15	10.50%	10.00%	9.00%	6.75%（省 内城商）	6.25%（省 内城商）	5.25%（省 内城商）						
				8.00%	7.50%	6.50%	5.0%	5.0%	5.0%	7.0%	10000	
2024/2/5	10.00%	9.50%	8.50%	6.25%（省 内城商）	5.75%（省 内城商）	5%（省内 城商）						
				7.50%	7.00%	6.00%	5.0%	5.0%	5.0%	6.6%	10000	
2024/9/27	9.50%	9.00%	8.00%	5.75%（省 内城商）	5.25%（省 内城商）	5%（省内 城商）						
				7.00%	6.50%	5.50%	5.0%	5.0%	5.0%	6.2%	10000	
2025/5/15	9.00%	8.50%	7.50%	5.25%（省 内城商）	5%（省内 城商）	5%（省内 城商）			0%（汽车金 融、金租）			
普惠金融定向降准	一档优惠	上一年普惠贷款余额或增量占比达1.5%的，存款准备金在基准档基础上下调0.5个百分点										
	二档优惠	上一年普惠贷款余额或增量占比达10%以上，可在一档优惠基础上再下降1个百分点										
贷款考核达标优惠	服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠											

资料来源：央行，中邮证券研究所

2 风险提示

流动性超预期收紧

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