

宏观深度报告 20250614

长期利率的合意点位是多少？

2025 年 06 月 14 日

观点

■ 从“中性利率”决定长期利率合意点位出发，长期利率将决定于两个因素：长期经济增长率和长期通胀预期值。如果将目标通胀率调配至 0.6%-1.0%，同时长期经济增速水平维持在 5.0%，那么名义中性利率水平则为 1.60%-2.0%；若长期通胀率没有改善，主要政策利率再度调降 10-20bps 的空间，或驱动长期利率继续向中性政策利率水平收敛，10 年期利率或因“降息”打开下行空间，中枢或逐级下沉至 1.30%-1.40%。

■ 从“中性利率”看，为适配长期通胀预期偏低的状态，“降息”仍有空间。若以“中性利率”为锚，那么当前实际中性利率 1.40%恰与 5 月“降息”后的 7 天期逆回购利率持平，但是考虑到当前长期通胀预期依然偏低，2025 年 2 月至 5 月 CPI 同比增速均值仅为 -0.25%，因此若中性政策利率考虑实际通胀率偏低的状态，意味着主要政策利率应继续调降，如果过去 3 个月 CPI 平均增速 -0.25%的状态继续在今年下半年延续，那么主要政策利率或仍有 10-20bps 的调降空间，进一步“降息”将打开短端利率下行空间，并指引长期利率继续向中性政策利率水平收敛。

■ 从“中性利率”看，宏观意义上，长期利率应渐进收敛于中性利率。作为短期利率预期值，长期收益率也应收敛于中性利率，期间传导机制即是“主要政策利率→短期利率及预期→长期利率”，顺延期限结构由短及长传导政策信号。由于 2023 年第二季度开始通胀下行压力增大，截至 2025 年一季度末 GDP 平减指数已是连续 8 个季度负增长，利率市场对“降息”持续抱有较高的期待，由此推动长期利率向政策利率快速收敛，曲线形态持续走平，在主要政策利率降至通胀率预期显著回升之前，长期利率或持续向政策利率靠拢，由此“7 天期逆回购利率→DR001”形成的短端利率或成为 10 年期国债收益率的底部。如果以 GDP 增速目标 5.0%作为长期潜在增速水平，那么实际中性利率则在 1.0%左右，此时长期利率的合意点位将取决于长期通胀率预期，若实际通胀率持续处于低位，长期利率走低的过程或不会结束。

■ 长期利率“走廊”初露雏形：在 2024 年 12 月“降负债成本”逻辑推动 10 年期利率跌破 DR007 “年线”之后，经过近 6 个月的发酵，经验上看，10 年期国债收益率渐渐形成以 DR001 “年线”为底、以 DR007 “年线”为顶的“利率走廊”。

■ 从收益率曲线传导看，目前长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间。2025 年 5 月“降准降息”落地后，DR007 的 250 日均线水平已压降至 1.78%，或意味着利率顶部也在被逐级下压；DR001 的 250 日均线已压降至 1.64%，与 10 年期国债收益率仅相差 0.71bp，DR001 或与 DR007 继续牵引长债利率波动。

■ 风险提示：（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；（2）“降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

相关研究

《贷款季节回暖、存款“搬家”初显——2025 年 5 月金融数据点评》

2025-06-14

《从“管高价”到“管低价”：如何提振核心 CPI？》

2025-06-12

内容目录

1. 长期利率“走廊”初露雏形	4
2. 从中性利率看长期利率的合意点位	8
3. 风险提示	11

图表目录

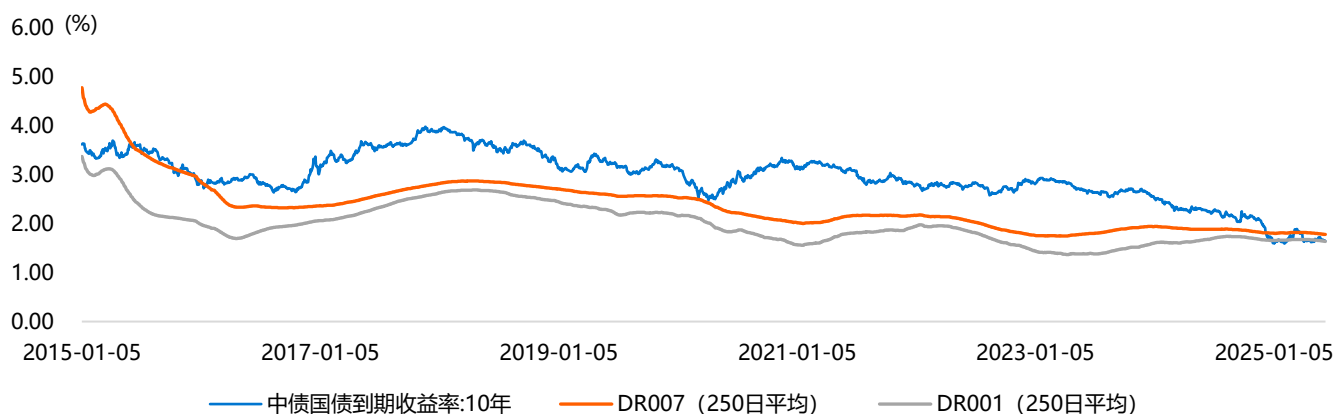
图 1: 10 年期国债收益率的“走廊”: DR001 “年线”至 DR007 “年线”	4
图 2: DR007 “年线”: 10 年期利率的经验上限	5
图 3: DR001 “年线”: 10 年期利率的经验下限	5
图 4: 同业存单发行利率或应比照存款利率定价	6
图 5: 同业存单利率与政策利率的利差有继续压缩的空间	6
图 6: 10 年期国债收益率与政策利率之差或已系统性下移	7
图 7: 长期收益率与短端利率之差持续压缩	8
图 8: 长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间	8
图 9: 假设 2.0% 目标通胀率条件下的“中性利率”水平	9

2018年至2023年债券市场习惯以1年期MLF操作利率作为10年期国债收益率的“锚”，随着政策利率框架调整，尤其是2024年6月“利率走廊”变局以后，MLF逐步淡去政策利率色彩，如何为利率找一个新的锚成为市场关注的焦点。我们曾经在5月初的专题报告《货币政策变局：如何理解“降准降息”的逻辑》中提出过货币政策在2024年7月变局与转型之后的三个有待时间澄清的问题，在2025年5月“降准降息”落地之后，市场利率的新型“利率走廊”或已初露雏形，隔夜和7天期回购利率“年线”正在形成经验意义上的走廊上下限，而作为“利率走廊”传导机制的起点，收益率破局下移或还需要进一步“降息”指引。

1. 长期利率“走廊”初露雏形

2024年7月份新版“利率走廊”问世之后，临时性逆回购和临时性正回购成为“走廊”上下限，操作利率分别在7天期逆回购操作利率的基础上减点20bps和加点50bps，DR001在新版“利率走廊”中的政策基准作用抬升，并且2025年一季度货币政策执行报告用醒目的图表更加肯定了DR001的基准性。由于过去10多年培育的“利率走廊”是以DR007作为准政策基准利率，收窄后的“利率走廊”操作期限尽管缩短为隔夜回购利率，可DR007在利率体系当中的作用并未淡化。在2024年12月“降负债成本”逻辑推动10年期利率跌破DR007“年线”之后，经过近6个月的发酵，经验上看，10年期国债收益率渐渐形成以DR001“年线”为底、以DR007“年线”为顶的“利率走廊”。

图1：10年期国债收益率的“走廊”：DR001“年线”至DR007“年线”



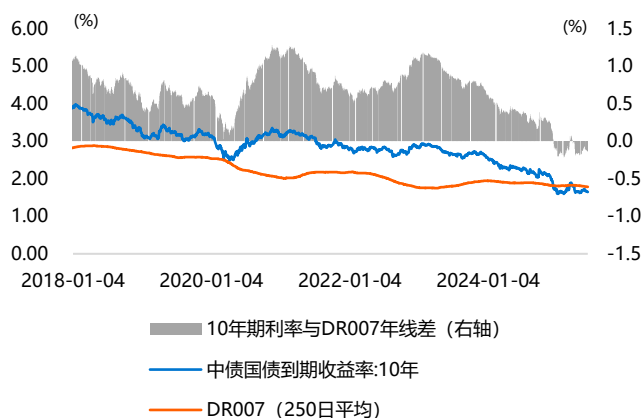
数据来源：Wind、东吴证券研究所

- (1) 从“走廊”顶部来看，7天期回购利率的“年线”或渐成“利率顶”。从历史上看，10年期国债收益率没有跌破过DR007的250均线，即资金利率“年线”，在2019年至2024年的5年历史中，仅有2020年3月底至4月

初，以及 2024 年 9 月底这两个时期 10 年期国债收益率阶段性低于资金利率“年线”，可随后这种情形均快速修复，前者是随着新冠疫情对经济基本面的阶段性扰动结束，经济复苏推动债券收益率回到资金利率“年线”之上，而后者则是强烈的“降息”预期在 2024 年 9 月末至 10 月份兑现后，“股债跷跷板”推动 10 年期利率重返“年线”之上。然而在 2024 年“降息”和“降负债成本”等政策的作用下，10 年期利率正式跌破资金利率的“年线”，并且在过去半年时间里未曾结束这种“倒挂”，对 10 年期国债收益率的“顶部”压制在 2025 年一季度的利率上行调整时得到过第一次验证，彼时 10 年期国债收益率一度接近 1.90%，可也没有再回到“年线”之上，截至 2025 年 6 月 12 日，DR007 的 250 日均线水平已压降至 1.78%，资金利率“年线”逐步下移或意味着利率顶部也在被逐级下压。

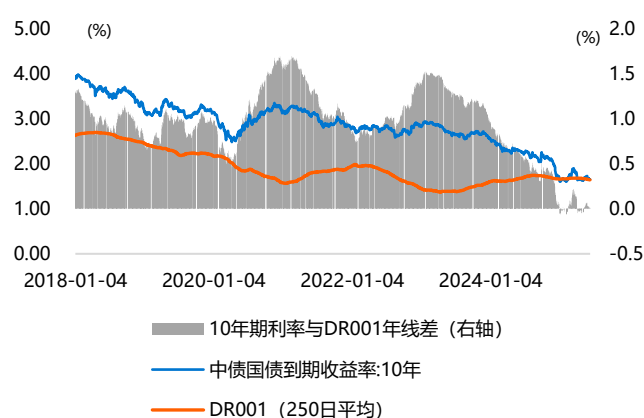
- (2) 从“走廊”底部来看，在 2024 年 7 月新版“利率走廊”问世以后，DR001 在走廊机制传导中的“基准性”增强，在 DR007 年线逐渐成为 10 年期国债收益率运行“顶部”的同时，DR001 年线也渐渐成为 10 年期国债收益率的经验性“底部”，从 5 月初“降息”以来，两者之差平均值为 2.57bps，截至 2025 年 6 月 12 日，DR001 “年线”位于 1.64%，与 10 年期国债收益率仅相差 0.71bp，DR001 或与 DR007 同时牵引长债利率波动。

图2：DR007 “年线”：10 年期利率的经验上限



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：DR001 “年线”：10 年期利率的经验下限



数据来源：Wind、东吴证券研究所

“负债比价”或继续是利率波动主线。2023 年“降负债成本”推动存款利率不断走低，“负债比价”逐渐取代“资产比价”推动利率下行，2024 年 12 月初由于治理同业活期存款，10 年期国债收益率跌破 2.0% 的同时，同业存单发行利率也正式破位。从商业银行发行同业存单的视角来看，同业存单和存款均是重要负债来源，如果将同业存单发行利率视为商业银行主动负债的成本，那么流动性供给充裕局面下，主动负债应与被动

负债（存款）保持大致相同的融资成本和风险收益特征，2024 年 6 月份至 2025 年 3 月中期借贷便利（MLF）的一系列改革，导致 MLF 中标利率理论上应向商业银行主动负债成本收敛，就此存款利率和 MLF 中标利率应是同业存单利率的“走廊”：一方面，商业银行主动负债成本向被动负债成本收敛；另一方面央行投放的中期借贷便利利率向市场融资利率收敛。然而就最近一次存款利率调降来看，主动负债成本却未明显下行：在 5 月 20 日大行主导新一轮存款利率调降之后，工商银行 1 年期定期存款挂牌价已调降至 0.95%，可 1 年期 AAA 级同业存单发行利率仍徘徊于 1.69%，相比 5 月 20 日前 1.79% 左右的发行利率相比仅下行 10bps，并且与 2024 年底相比反而上行 13bps 左右。

图4：同业存单发行利率或应比照存款利率定价



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：同业存单利率与政策利率的利差有继续压缩的空间



数据来源：Wind、东吴证券研究所

“负债比价”效应持续显现，同业存单与政策利率的利差或已处相对合意区间。2025 年货币政策将继续“强化利率政策执行和传导”，在 5 月 20 日主要大行调降存款利率之后，货币政策继续加大流动性投放，针对 6 月份到期的 1.2 万亿买断式逆回购，6 月 6

日招标 1 万亿 3 个月期买断式逆回购操作，并且将在 6 月 16 日再进行 4000 亿元 6 个月期买断式逆回购招投标，如此一来，买断式逆回购当月净投放 2000 亿元，表明“降负债成本”的流动性投放仍在加力。

从同业存单利率与 7 天期逆回购操作利率的利差来看，2024 年二季度严禁“手工补息”和 2024 年 11 月底治理同业活期存款，两次利率自律机制行为均带动同业存单利差压缩，从行动之前的 40bps 压缩至 25bps 左右，期间 2024 年 12 月由于利率市场对“适度宽松”有较强的预期，一度导致同业存单利差压缩至不足 10bps，就今年来看，一季度同业存单利率与政策利率之差也曾达到 40bps，而在 5 月“降息”落地后，截至 6 月 12 日，1 年期同业存单利率与 7 天期逆回购操作利率之差压降至 26.5bps 左右，与 2024 年两次“降负债成本”前后相比，当前同业存单利差或已处于相对合意的状态，1 年期同业存单利率或继续维持在 1.65%-1.70% 浮动。

然而在“降息”和流动性充裕的宽松效应下，存款或继续从居民和企业一般存款转化为非银存款，推动理财等资管产品对同业存单的配置需求，同业存单利差或仍有小幅压缩空间，如果利率市场对银行存款流失的担忧情绪缓解，同业存单利率中枢或小幅下移至 1.55%-1.60%。

图6：10 年期国债收益率与政策利率之差或已系统性下移

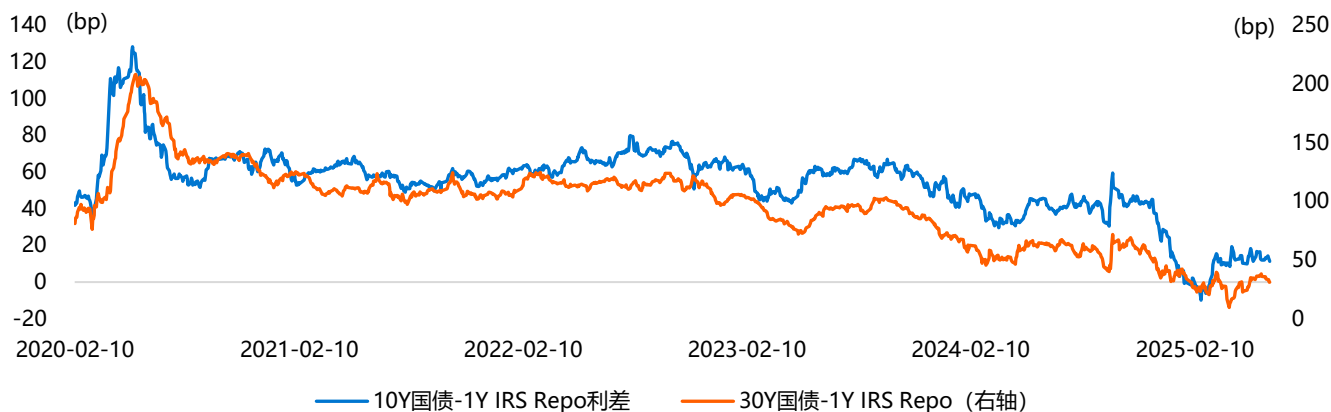


数据来源：Wind、东吴证券研究所

收益率曲线持续平坦化，长期利率下行仍有待进一步“降息”指引。2023 年开启“降负债成本”之旅后，中债收益率曲线持续平坦化，代表性的 10 年期国债收益率与主要政策利率、与短端利率之差持续压缩：（1）从 10 年期国债收益率与 7 天期逆回购利率之差看，2024 年以来长期利差已系统性下移，截至 2025 年 6 月 12 日，10 年期国债收益率与政策利率之差为 25bps 左右，而 2016 年至 2024 年 6 月原始“利率走廊”时期这一利差的静态平均值为 80bps；（2）从 10 年期国债收益率与短端利率之差看，以 1 年期 IRS Repo 作为短端利率的代表，截至 2025 年 6 月 12 日，长短端利差为 11bps 左

右，除却 2024 年 12 月至 2025 年 2 月利率市场过度定价“适度宽松”的时期之外，长短端利差也处于历史低位。从收益率曲线传导看，目前长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间。

图7：长期收益率与短端利率之差持续压缩



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 从中性利率看长期利率的合意点位

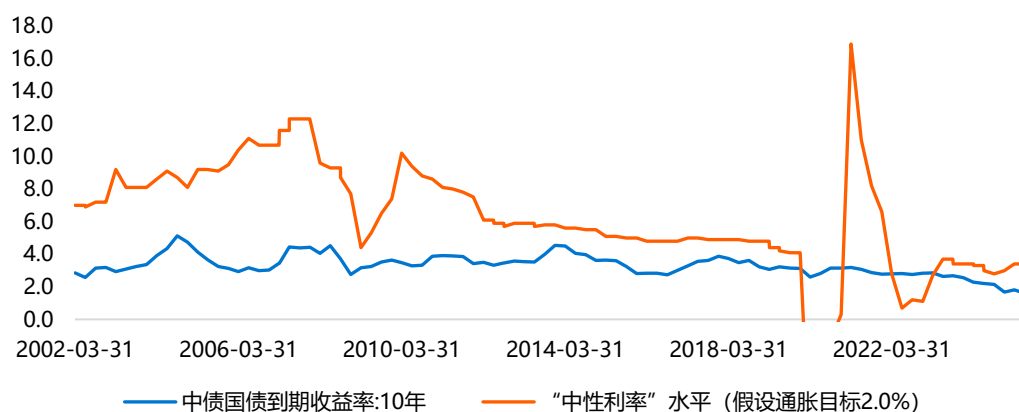
利率市场熟知中国的利率政策设定采用“黄金法则”，使得中长期宏观意义上的利率水平与自然利率基本匹配，自然利率也即中性利率，在实际操作上是一个较难掌握的概念。理论上符合中性利率的政策是利率政策既不会推动、也不会限制经济增长，也就是说，在经济增长保持均衡状态、不向任何方向偏离时的均衡利率水平即是中性利率，至少在没有出现类似 2020 年新冠疫情冲击等意外事件时的状态。

2019年2月中国人民银行上海总部在《金融时报》发表4篇调研报告，其中《从资金洼地现象看我国利率水平和中外融资成本差异》一文指出，根据中性利率理论，长期利率收敛于中性利率，即充分就业时的利率。统计表明新兴市场国家中性利率约低于GDP增长率4个百分点，站在2019年2月份的时点上，彼时的名义中性利率约为4.90%，已经是高于当时的国债收益率水平和贷款基础利率。时间虽然已经过了将近6年，但是“长期利率收敛于中性利率”的原则或并未过时，从当时的经验来推测，如果从宏观意义上为长期利率寻找一个“锚点”，那么中性利率水平或能提供一种判定的方向。

如果从“中性利率”决定长期利率合意点位出发，长期利率将决定于两个因素：长期经济增长率和长期通胀预期值。截至2025年一季度末，中国实际GDP同比增长5.40%，那么实际中性利率水平即是1.40%，假设我们以今年“两会”政府工作报告设定的2.0%作为目标通胀率，那么名义中性利率水平应为3.40%；假设以今年“两会”政府工作报告设定的5.0%左右GDP增速作为符合潜在增速水平的长期经济增长状态，同时以2.0%作为长期目标通胀率，那么与之匹配的中性利率水平则为3.0%。反过来看，由于长期利率主要反映长期经济增长和通胀率预期，与GDP同比增速测算的实际中性利率1.40%相匹配，当前10年期国债收益率徘徊于1.65%左右，这一长期利率水平所“隐含”的通胀率预期值仅为0.25%。

但是从今年通胀形势来看，达成2.0%目标通胀率的难度较高，如果将目标通胀率调配至0.6%-1.0%，同时长期经济增速水平维持在5.0%，那么名义中性利率水平则为1.60%-2.0%。从中性利率角度出发，或可得到以下两个假设性结论：

图9：假设2.0%目标通胀率条件下的“中性利率”水平



数据来源：Wind、东吴证券研究所

其一、为适配长期通胀预期偏低的状态，“降息”仍有空间。若以“中性利率”为锚，那么当前实际中性利率1.40%恰与5月“降息”后的7天期逆回购利率持平，但是考虑到当前长期通胀预期依然偏低，2025年2月至5月CPI同比增速均值仅为-0.25%，

因此若中性政策利率考虑实际通胀率偏低的状态，意味着主要政策利率应继续调降，如果过去3个月CPI平均增速-0.25%的状态继续在今年下半年延续，那么主要政策利率或仍有10-20bps的调降空间，进一步“降息”将打开短端利率下行空间，并指引长期利率继续向中性政策利率水平收敛。

其二、宏观意义上，长期利率应渐进收敛于中性利率。作为短期利率预期值，长期收益率也应收敛于中性利率，期间传导机制即是“主要政策利率→短期利率及预期→长期利率”，顺延期限结构由短及长传导政策信号。从“中性利率”来看：（1）由于2023年第二季度开始通胀下行压力增大，截至2025年一季度末GDP平减指数已是连续8个季度负增长，利率市场对“降息”持续抱有较高的期待，由此推动长期利率向政策利率快速收敛，曲线形态持续走平，在主要政策利率降至通胀率预期显著回升之前，长期利率或持续向政策利率靠拢，由此“7天期逆回购利率→DR001”形成的短端利率或继续成为10年期国债收益率的底部；（2）如果以GDP增速目标5.0%作为长期潜在增速水平，那么实际中性利率则在1.0%左右，此时长期利率的合意点位将取决于长期通胀率预期，若实际通胀率持续处于低位，长期利率走低的过程或将不会结束。若长期通胀率没有持续改善，过去3个月CPI平均增速-0.25%的状态延续，主要政策利率再度调降10-20bps的空间，长期利率“走廊”下移，或驱动长期利率继续向中性政策利率水平收敛，10年期利率或因“降息”打开下行空间，中枢或下沉至1.30%-1.40%。

3. 风险提示

- (1) 特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；
- (2) “降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；
- (3) 影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>