

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

《【中邮固收】债券科技板全解析——
科创债专题之二 20250514》 -
2025.05.15

固收周报

降准后的资金紧怎么看？ ——流动性周报 20250518

● 维持“资金宽松可能超预期”结论

降准于5月15日落地，新缴准维持期开始，但资金边际似乎有所收敛，且资金价格中枢未再进一步下行，引发市场热议。

我们前期对于资金的观点更为乐观，认为资金中枢阶段性处于政策利率1.4%下方的情景有可能出现。虽然当前短期资金面出现波动，但不应因此改变对流动性的乐观预期，资金价格仍有下行空间。

不要以推测中的所谓央行态度，来定义资金价格的小幅变动。在宽松货币政策周期，流动性宽松是常态，流动性收紧是阶段性的。当前对于货币政策态度的把握，恢复至稳定宽松常态是矛盾的主要方面，对于资金价格的调控已经是矛盾的次要方面。

银行负债增长已经恢复至常态，对资金调控的客观环境已经改变。机构自身推测的所谓“央行态度”来做资金面的判断，无疑会陷入循环逻辑中。即使在今年一季度，如果没有岁末年初非银存款的大规模变化，即使央行要收紧资金，其烈度和持续时间也不会如此之大。现在银行负债修复了，即使央行要延续调控态度，资金中枢也必然低于前期，况且央行态度也已经改变。

降准实际落地之前，宽松效应已经有所透支。鉴于4月一般存款规模环比的明显回落，5月15号新缴准维持期存款基数可能增长，实际落地降准规模可能要再抛除掉基数增长的影响。实际降准落地日，释放资金和前期透支效应的综合影响之下，融出资金不一定有明显变化。总之，降准公布之后的资金宽松效应已经显现，当前的资金传导也已经恢复到正常状态。

政府债券缴款和买断式回购到期的影响也同时存在。上周单周政府债券净缴款规模在7千亿附近，属于偏大的规模。通常降准之后，MLF或买断式回购会有部分的回收，以对中长期流动性投放形成对冲效应，故本月买断式回购询量规模也可能缩减，但这实质上是以降准的便宜资金取代高成本的资金，依然具备宽松效应。

后续还有超量结构性工具的支持。这包含已经确定的1.1万亿各项再贷款的增量。未来所谓“新型政策性金融工具”大概率会再度激活PSL，这一工具自2024年以来已经缩量1.3万亿

总之，对资金面不易悲观，应以偏乐观的态度看待和等待。以往多数情况下，降准落地之后的两周还有资金价格的下行。处于高置信区间的结论是，银行负债已经修复至常态，央行态度也已经回归平稳宽松，把握这些主要矛盾即可。从更宏大的叙事出发，以关税调整节奏来判断央行态度变化，再推导资金变化，只会陷入循环论证的虚无之中。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 降准后的资金紧怎么看？	4
2 风险提示	8

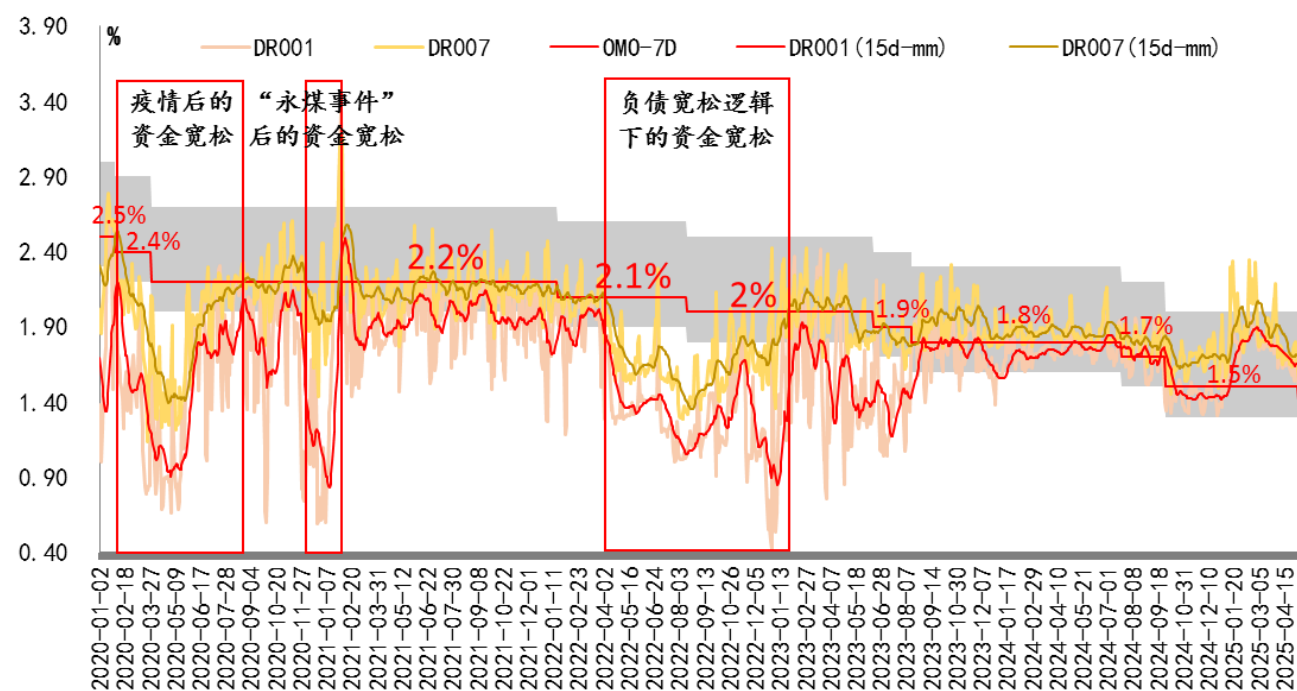
图表目录

图表 1: 2020 年之后的三轮资金面“超常宽松”	4
图表 2: 4 月大行存款增速回升, 存贷增速差收敛	5
图表 3: 4 月非银存款在趋势中新增	5
图表 4: 大行融出规模 5 月初之后大幅抬升	6
图表 5: 资金传导效率抬升, 货基大行比回落至低位	6
图表 6: 5 月中一周政府债券净缴款规模明显抬升	7
图表 7: 5 月买断式回购到期规模可能在万亿附近	7
图表 8: 主要结构性货币政策工具额度和使用情况	7
图表 9: 2024 年结构性货币政策工具余额明显回落	7
图表 10: 历次降准落地前后 DR001 (移动平均) 走势	8
图表 11: 历次降准落地前后 DR001 (移动平均) 涨跌幅	8

1 降准后的资金紧怎么看？

回顾 4 月至今我们的债市和资金观点：**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，国债收益率曲线接近平坦极限，曲线修复也应从走陡开始。**迟来的“双降”之后，曲线修复进入兑现阶段。后续债市走势的关键是，资金价格中枢能否下行突破 1.4%。**第四，资金面宽松存在超预期的可能。**历史上资金面的“超常宽松”，央行投放和银行负债是两个决定资金面状态的基本因素。不排除资金价格中枢低于 1.4% 的情景出现。

图表1：2020 年之后的三轮资金面“超常宽松”



资料来源：iFind，中邮证券研究所

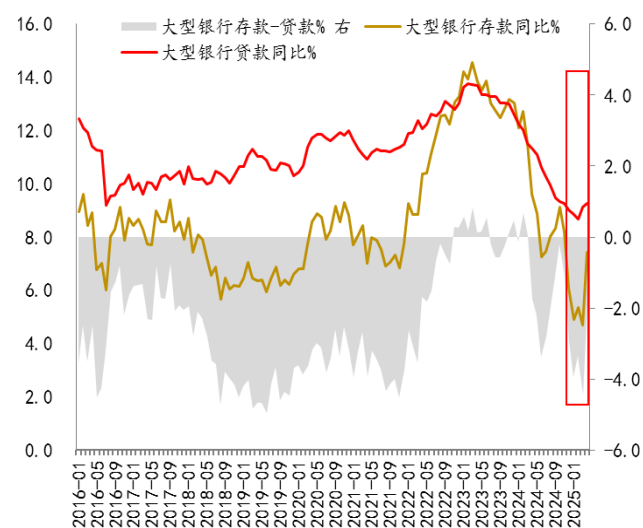
降准于 5 月 15 日落地，资金面边际略有收紧。资金价格中枢自 4 月初之后即有所下行，5 月初降准公布后，资金价格持续回落至 1.5% 附近。机构前期对于资金持谨慎乐观预期，期待降准落地后的中长期流动性释放。但 5 月 15 日新缴准维持期开始，资金边际似乎有所收敛，且资金价格中枢未再进一步下行，引发市场热议。我们前期对于资金的观点更为乐观，认为资金中枢阶段性处于政策利

率 1.4%下方的情景有可能出现。虽然当前短期资金面出现波动，但不应因此改变对流动性的乐观预期，资金价格仍有下行空间。

不要以推测中的所谓央行态度，来定义资金价格的小幅变动。对于货币政策，把握“支持性”立场和流动性充裕态度即可。一季度的资金面收紧，使得机构至今心有余悸，当前对资金的偏保守态度也是这种惯性的延续。既然“双降”已经落地，这就意味着一季度以调控长期利率为取向的态度已经发生转变。在宽松货币政策周期，流动性宽松是常态，流动性收紧是阶段性的。当前对于货币政策态度的把握，恢复至稳定宽松常态是矛盾的主要方面，对于资金价格的调控已经是矛盾的次要方面。

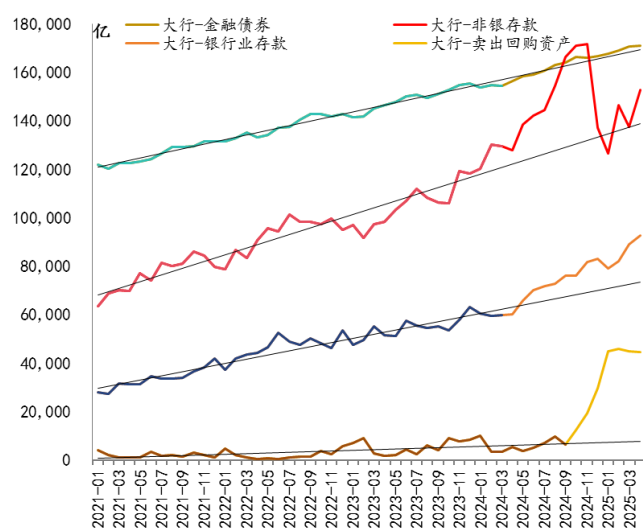
银行负债增长已经恢复至常态，对资金调控的客观环境已经改变。之所以不能以央行态度来定义资金的变化，是因为大多数情况下，机构所认为的“央行态度”只是站在自身头寸立场上对于资金面的体感变化，这种变化是频繁发生的，不一定是所谓央行调控造成的，也可能是银行体系自身因素的影响。机构自身推测的所谓“央行态度”来做资金面的判断，无疑会陷入循环逻辑中。在资金紧张时认为央行在调控，后续还会收紧，实际后续资金放松了，再认为央行放松了，这与线性外推并无实质性差异。我们始终认为，要在银行负债背景中，来看央行调控态度。即使在今年一季度，如果没有岁末年初非银存款的大规模变化，即使央行要收紧资金，其烈度和持续时间也不会如此之大。现在银行负债修复了，即使央行要延续调控态度，资金中枢也必然低于前期，况且央行态度也已经改变。

图表2：4月大行存款增速回升，存贷增速差收敛



资料来源：iFind，中邮证券研究所

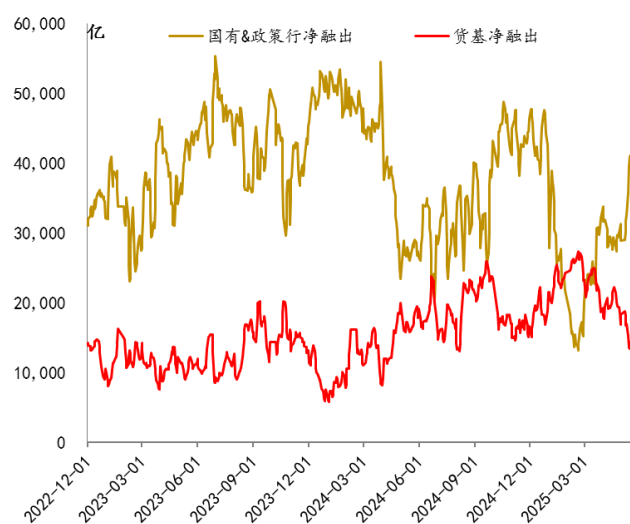
图表3：4月非银存款在趋势中新增



资料来源：iFind，中邮证券研究所

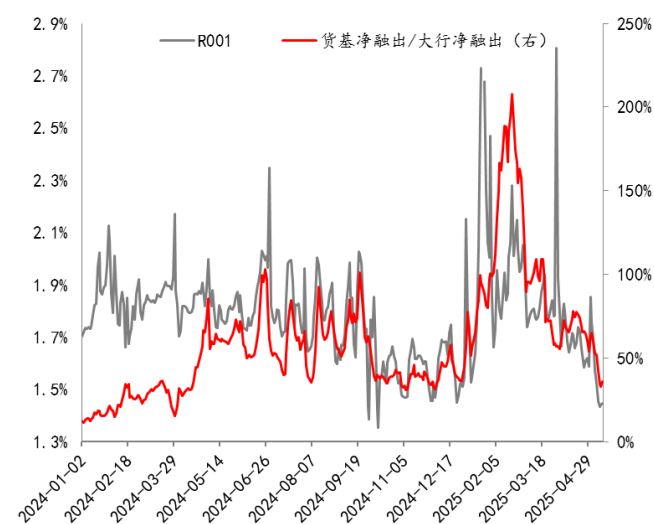
降准实际落地之前，宽松效应已经有所透支。我们可以观测到，5月初之后的大行融出规模快速增长，从前期3万亿附近再次回到4万亿附近。可见，在降准公布之后，大行已经明显加大融出行为，货基等非银融出机构或主要因为价格回落的原因，减少资金融出。降准本身释放中长期流动性规模在1万亿，但实际操作中还要考虑到上一个缴准维持期存款基数和本维持期的存款基数变化，来调整实际法定存款准备金规模。鉴于4月一般存款规模环比的明显回落，5月15号新缴准维持期存款基数可能增长，故实际落地降准规模可能要再抛除掉基数增长的影响。这种变化很难给出量化测算，预期对行为的影响也参与其中。故实际降准落地日，释放资金和前期透支效应的综合影响之下，融出资金不一定有明显变化。总之，降准公布之后的资金宽松效应已经显现，当前的资金传导也已经恢复到正常状态。

图表4：大行融出规模5月初之后大幅抬升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

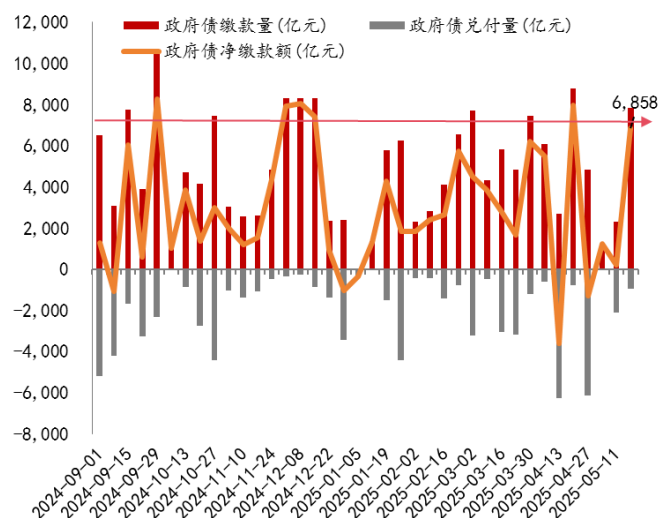
图表5：资金传导效率抬升，货基大行比回落至低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

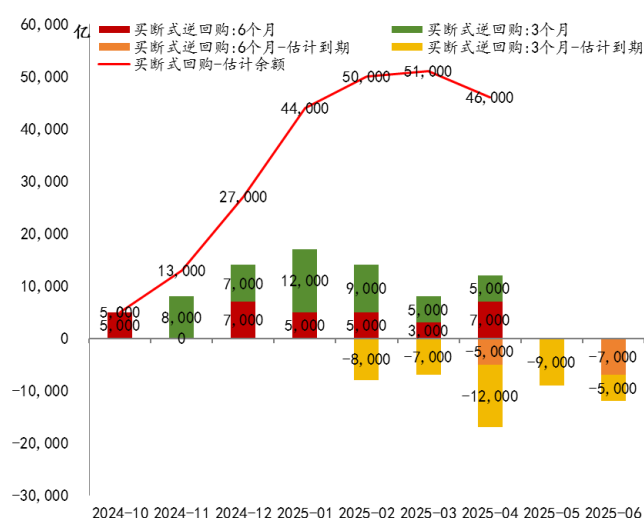
政府债券缴款和买断式回购到期的影响也同时存在。5月下旬，边际上看还有政府债券缴款的影响，上周单周政府债券净缴款规模在7千亿附近，这一规模从去年来看也属于偏大的规模。政府债券缴款的影响无疑也会在短期消耗超储，影响资金面边际。买断式回购到期也是需要考虑的因素，因为当月到期MLF规模并不大，料不会对流动性产生明显影响。通常降准之后，MLF会有部分的回收，以对中长期流动性投放形成对冲效应，故本月买断式回购询量规模也可能缩减，但这实质上是以降准的便宜资金取代高成本的资金，依然具备宽松效应。

图表6：5月中一周政府债券净缴款规模明显抬升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

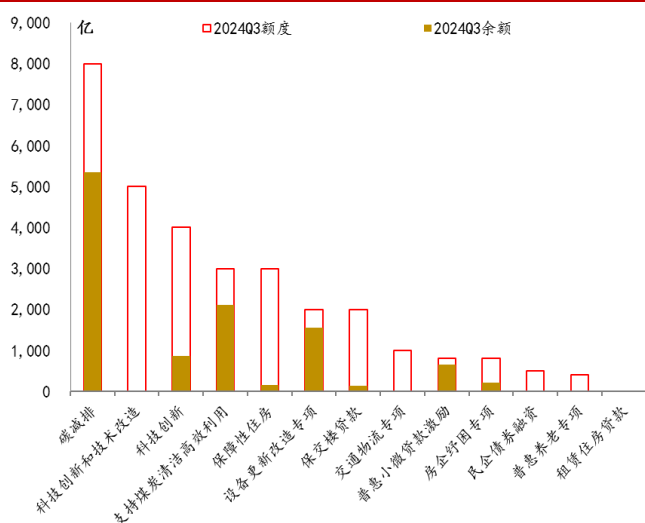
图表7：5月买断式回购到期规模可能在万亿附近



资料来源：iFind，中邮证券研究所

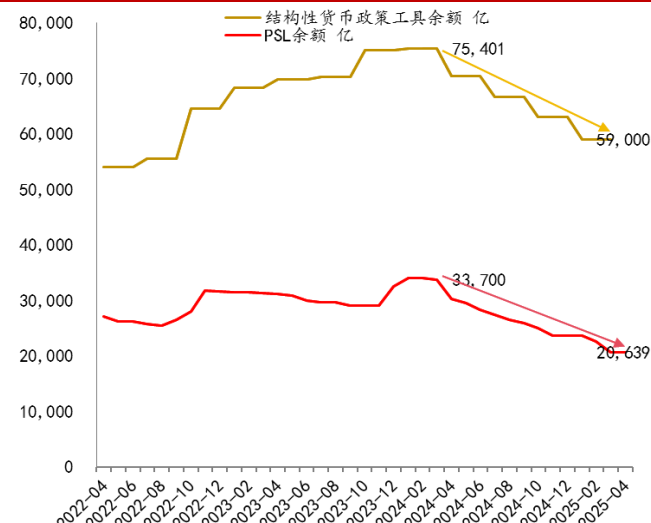
我们对资金的观点站在更乐观的立场上，还有超量结构性工具的支持。后续以流动性形势的大方向来看，央行中长期流动性投放并不以降准为止，还有确定性的结构性工具投放，这包含已经确定的1.1万亿各项再贷款的增量。不用纠结于再贷款工具的结构性宽信用属性，其使用的对于央行和银行资产负债表规模的总量影响与MLF和买断式回购无异。当然，其使用节奏可能比较漫长，也很难观测，我们只能把握其“按季操作”的特征。再者，未来所谓“新型政策性金融工具”大概率会再度激活PSL，这一工具自2024年以来已经缩量1.3万亿，其扩张无异也将为正在进行中的一轮央行流动性投放高峰贡献增量。

图表8：主要结构性货币政策工具额度和使用情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

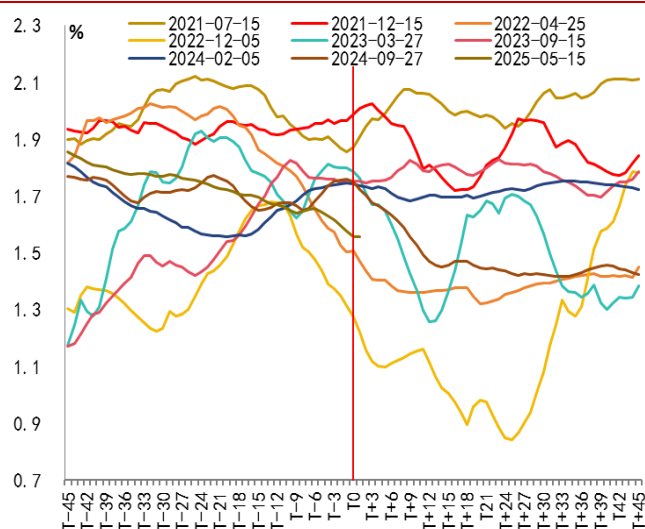
图表9：2024年结构性货币政策工具余额明显回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

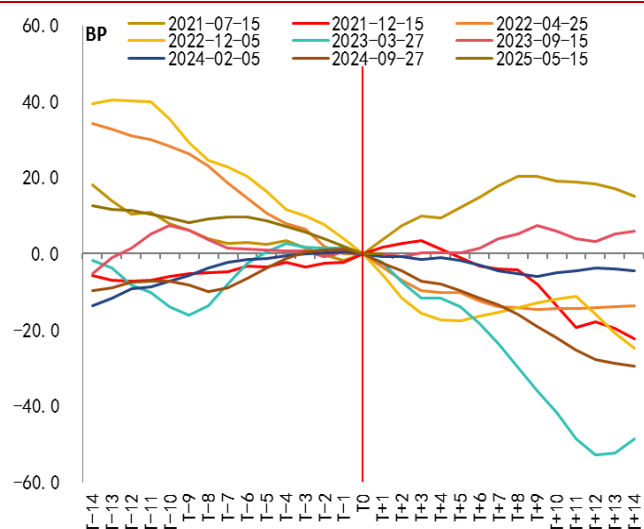
总之，对资金面不易悲观，应以偏乐观的态度看待和等待。以往多数情况下，降准落地之后的两周还有资金价格的下行。当然，资金面本身受季节性因素很大，每次降准实际落地时间处于不同季节性因素中，资金的后续走势也不尽相同。处于高置信区间的结论是，银行负债已经修复至常态，央行态度也已经回归平稳宽松，把握这些主要矛盾即可。对于资金面的短期波动，不易过度揣测，应对和等待即可。从更宏大的叙事出发，以关税调整节奏来判断央行态度变化，再推导资金中枢变化，只会陷入循环论证的虚无之中。

图表10：历次降准落地前后 DR001（移动平均）走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表11：历次降准落地前后 DR001（移动平均）涨跌幅



资料来源：iFind，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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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