

2025 年 05 月 11 日

关注专栏 4，防范长债的利率风险

——央行一季度货币政策执行报告学习

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

刘伟（分析师）

liuweil@kysec.cn

证书编号：S0790524070008

2025 年 5 月 9 日，央行发布 2025 年第一季度中国货币政策执行报告。

● 央行重启“国债买卖”概率较低

央行一季度货币政策报告提出，“阶段性暂停国债买卖操作，视市场供求状况择机恢复操作”，**引发市场对恢复国债买卖操作的预期。我们认为，概率较低。**

(1) 报告中该段明确提出，“10 年期国债收益率一度跌破 1.6% 的历史低位，阶段性暂停在公开市场买入国债”。2025 年一季度 10 年期国债收益率最低为 1.5958%，5 月 9 日仅为 1.6351%，与当时基本接近，如果此时重启，当时就没必要暂停。

(2) 虽然报告中提到“视市场供求状况择机恢复操作”，但实际上 1 月 10 日“中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债”的公告中，已经讲过“后续将视国债市场供求状况择机恢复”。一季度货币政策执行报告只是重复了该公告的内容，并没有新增信息。

(3) 报告的专栏 1 介绍货币政策工具中提到“长期有降准、国债买卖”，即国债买卖是替代降准的，但当前已经降准，意味着短期内或不需要用“国债买卖”投放长期流动性。

我们认为，“国债市场供不应求状况、债券收益率大幅上行”没有改变之前，央行或无重启买入国债的必要性。

● 重点关注专栏 4，警惕长债的利率风险

我们认为，**需要重点关注此次货币政策执行报告的专栏 4：该专栏从债券市场建设、健康发展的高度，提出了长久期债券的利率风险的问题。**

(1) 专栏提到，“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”，即债券收益率下行，有助于降低社会融资成本下降，但是，长期限国债的利率风险，可能影响金融市场的稳定。

因此专栏提出，“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。从国际上看，2023 年硅谷银行事件也是利率风险的典型案例。”

(2) 专栏定调，“当前我国债券市场定价效率、机构债券投资交易和风险管理能力仍有待提升”。即当前债券市场定价或存在风险，机构投资者的交易和风险管理能力有待提升。

(3) 专栏提出，“投资者行为、债券市场结构、税收制度等，均会一定程度影响债券市场利率的形成和传导”。

投资者行为方面：“债券持有量比重较低和风控管理能力相对较弱的中小金融机构和理财资管产品交易量占比超过 80%”，即对中小金融机构、理财资管产品的定调是，风控管理能力相对较弱；

债券市场结构方面：“长期国债等少数活跃债券交易活跃度不断上升，成为各类资金追捧的主要对象，容易引发羊群效应和市场单边波动”，即市场描述是，羊群效应、市场单边波动；

税收制度方面：“公募基金和理财资管产品交易价差又有税收减免优势，短期交易意愿也会更强，一些不免税的公司债等还可能对标免税的国债利率水平”。

(4) 专栏指出，“加强债券市场建设和宏观审慎管理，对防范系统性风险十分重要”。意味着，当前债市的利率风险、定价效率或涉及“系统性风险”层面。

(5) 专栏指出，“下一步，中国人民银行将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排，促进债券市场功能进一步增强”。国有大行作为一级交易商，应该引导债券市场合理定价和平抑市场波动，当国债市场供不应求状况时，应该增加债券市场二级供给。

(6) 此外，如何“加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排”，该专栏没有明确说明，等待后续增量信息。

● 债市将迎来 2025 年第二次“自我校正”

通常来讲，央行货币政策执行报告的专栏，是央行当前重点关注的内容。专栏 4 表明，尽管“稳增长、促通胀”是当前政策重心，但“防范系统性风险”，即债市特别是长久期债券利率风险，同样是央行的重要目标。

我们认为，“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”的核心是形成“**正常向上倾斜的收益率曲线**”，当前债券收益率曲线显著平坦、甚至倒挂，需要提高“债券市场定价效率”。

央行或采取宏观审慎的监管措施，例如“完善公开市场一级交易商和做市商考核”，更重要的是，关税战的冲击或小于市场预期，4-5 月是关税冲击的高峰，同时一揽子稳增长政策已经实施，之后经济或趋势性回升，推动 2025 年债券市场的第二次“自我校正”。（潘行长将一季度债市调整定性为“自我校正”）。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《4 月出口远超预期，初步验证“全球贸易动态平衡”——事件点评》

-2025.5.10

《债市将出现 2025 年第二次“自我校正”——事件点评》-2025.5.8

《政策未超预期，经济或超预期——事件点评》-2025.4.27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn