

宏观点评 20250407

利率：宽松预期推向前低、资金面仍是关键

2025 年 04 月 07 日

事件

- **贸易摩擦风险升温、货币政策“宽松交易”推动利率快速下行**：4 月 3 日“对等关税”政策冲击以来，利率盘整的局面被打破，10 年期和 30 年期利率在 4 月 3 日当日分别下行至 1.72% 和 1.91%，截至 4 月 7 日午盘，10 年期和 30 年期利率同步下行超 8.0bp，分别达到 1.63% 和 1.83%，距离前低仅有 3bp。

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

观点

- **“宽松交易”成为利率新主线**：外部不确定性升温后，对经济基本面转弱的预期和货币政策加码宽松的预期，取代一季度债券市场博弈资金面，成为打破利率盘整局面的主线。利率沿着“关税及贸易摩擦风险上升→出口回落→‘稳增长’诉求提高→经济政策积极应对→货币政策宽松窗口打开”交易，成为债券市场新的主线，关键期限利率快速下行的情景类似 2024 年底至 2025 年初对宽松预期的交易。
- **经济增长转弱预期亟需释放储备政策空间、降准降息预期主导利率下行**。预期不充分的关税风险加剧出口下滑压力，二季度经济增速或环比回落，“稳增长”压力亟需释放储备政策空间，更加积极的财政政策和“适度宽松”的货币政策或已到加码对冲之时，相比财政政策，货币政策操作的灵活性更高，人民日报在 4 月 6 日发表的《集中精力办好自己的事，增强有效应对美关税冲击的信心》一文中强调“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”，从“择机”到“随时”，巩固了市场对“降准降息”的期待，在更灵活的货币政策落地宽松，而财政、消费等政策稳定基本面效应兑现之前的阶段，利率或因宽松预期而持续走低。
- **资金面仍是利率能否顺利破前低的关键**。在市场情绪充分释放、利率渐近前期低点的情况下，收益率曲线再度面临“倒挂”风险，过去 1 个月，DR001 和 DR007 的均值分别为 1.79% 和 1.93%，均显著高于当前长期收益率，一季度资金面修复长债负 Carry 驱动主要期限利率上行大约 20bps，如果 4 月份资金面没有出现明显转松，“倒挂”依然会约束长期利率下行，市场或围绕前低附近激烈博弈，但是经过一季度利率修复 Carry 过程，长期利率上行的顶部或也相对明确。
- **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 7 天期质押回购利率的 250 均线，即资金利率“年线”，上一轮触及“年线”还是 2020 年二季度。但是 2024 年 12 月初因“同业存款纳入自律机制”开始生效，10 年期利率正式跌破“年线”，截至 4 月 7 日，7 天期回购利率的年线仍位于 1.95%，一季度 10 年期国债收益率上行调整接近 1.90%，但没有再回到“年线”之上，或意味着为银行“降成本”的逻辑仍然在持续压低利率的上限，7 天期回购利率“年线”或正在成为 10 年期利率的“顶部”。当资金面开始系统性宽松，推动资金利率“年线”逐步下移，也意味着利率的顶部被逐级下压。
- **关注“宽货币”举措落地**：目前短端利率仍然受制于资金利率、长端和超长端利率因“宽松预期”而贴近前期低点，在做多情绪充分宣泄之后，“降准降息”落地的次序、资金面宽松决定利率能否突破前期低点：(1) 如果“降准”落地而资金利率并未显著下行，市场或出现止盈，利率或有小幅反弹；(2) 如果“降准”落地推动资金利率显著下移，或资金利率先行宽松，将打开长期利率下行空间。
- **从外部不确定性看**，4 月 9 日是“对等关税”计划落地的时间点，除却事件本身的冲击，2017 年至 2019 年贸易摩擦的经验表明，关税政策博弈对于市场是更偏向中长期的线索，4 月份风险爆发助推利率下行是市场情绪上的一次性定价，随后围绕关税和贸易问题的谈与战、多回合博

相关研究

《国际贸易摩擦对经济与资产配置的影响》

2025-04-06

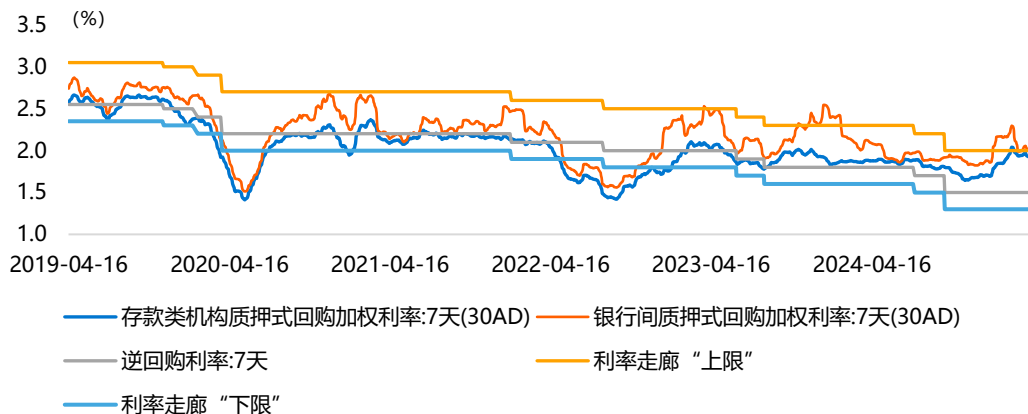
《外部环境动荡下资本市场韧性凸显》

2025-04-06

弈或反复影响市场风险偏好，但是当外部风险愈大、经济增速和市场情绪波动愈剧烈之时，愈是利多债券等避险资产。

- **从国内不确定性来看**，对货币政策宽松的预期推动利率下行，在“降准降息”等货币政策先行之后，积极财政政策、提振消费政策等是否会加码并托底经济基本面改善，则是市场在中期需要关注的重点，当“宽货币→宽财政”逐级发挥政策效应，出口下滑压力被遏制、经济增长因此而企稳，利率或重新止步并回升。
- **总体上看**，一季度 10 年期利率逐步修正透支的“适度宽松”空间，但是也因此而渐次探明上行的顶部，4 月份关税政策打破盘整局面之后，“经济基本面走弱+宽货币预期”再度成为利率主线，在避险情绪宣泄之后，“宽货币”落地时点和资金面仍是制约因素，资金面没有显著转松之前，长期利率或围绕前低反复博弈，在经过下行行情的快速演绎之后，关注中短端是否会受益于资金面宽松而开启下行。
- **风险提示**：关税政策的动态演化超预期；金融市场流动性冲击；国内财政和消费等超常规政策风险。

图1: DR001 贴近“利率走廊”上沿



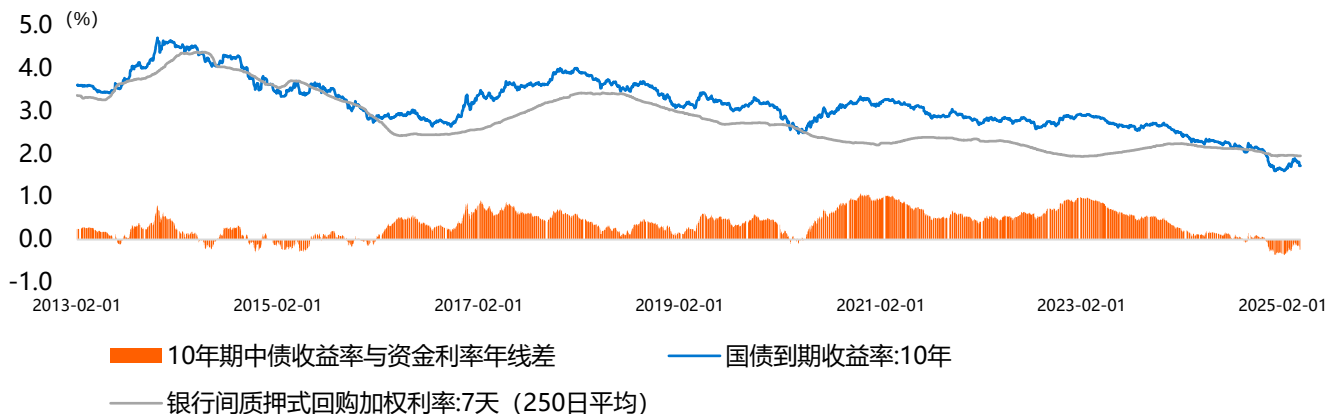
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 资金面预期已经趋于平缓



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 资金利率“年线”渐成10年期利率上行的顶部



数据来源: Wind、东吴证券研究所

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>