

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《经济延续温和修复，关注消费与投资协同发力》 - 2025.04.01

宏观研究

宽松的货币政策择何时？

● 核心观点

(1) 利率互换对利率波动有一定的领先性，往往存在乐观超调向谨慎乐观修正的动态过程。

利率互换曲线的倒挂形态隐含降息预期，利率互换与资金利率的利差是市场常用的用来反映降息预期的指标，以 2024 年历史数据来看，利率互换基本可提供较为有效的前瞻性指引。

从历史经验来看，市场存在降准降息预期，但降准降息时点不明确时，市场对降息预期会经历从乐观向谨慎的调整过程，即在市场降息预期高涨的时候，央行货币政策并未如期落地，反而在市场预期修正后，往往适度宽松货币政策会出台，我们理解，这或是为了达到政策效应最大化。具体表现形式，降准降息前 IRS 与 FR007 利差倒挂幅度往往会呈现先下跌再回升态势。如 2024 年 1 月降准、2024 年 2 月降息、2024 年 7 月降息基本符合以上特点，但若面临外部事件扰动，走势或出现变化。

基于利率互换视角，年初市场预期全年降息或不低于 60bp，但政策迟迟未能落地，市场对全年降息预期进行修正，目前降息预期已经修正 41bp，降息预期空间在 23bp 左右。

(2) 把握央行的关切：择机降准降息的理解？

央行的货币政策目标多元化，我们理解，当前货币政策需要兼顾内外均衡，择机降准降息或重点关注三个问题：一是外部环境不确定性加大，需要关注人民币汇率稳定性问题；二是有效需求不足背景下，关注宽松货币政策对稳增长的有效性；三是有效需求不足背景下，关注适度宽松货币政策是否引发资金空转问题。

(3) 当前降准降息的外部条件如何？

根据我们对择机降准降息的理解，我们从人民币汇率稳定性、有效需求是否改善、资金空转是否缓解三个方面，分析当前降准降息的外部宏观环境。当前宏观图景呈现三大边际变化：其一，跨境资本流动压力显著缓释，人民币单边贬值预期已实质性扭转；其二，内生动能修复态势确立，叠加积极财政政策进入落地加速期，总需求扩张通道逐步打开；其三，资金空转压力已获结构性纾解——货币市场层面，非银机构杠杆交易显著收敛，同业空转风险出清；信用传导层面，监管套利空间收窄驱动信贷资源加速流入实体经济。我们理解，制约货币宽松的核心矛盾趋于缓和，政策传导效能提升与流动性梗阻疏解形成共振，降准降息操作的宏观适配性显著增强。

(4) 降准降息的空间和路径？

从互换曲线隐含的降息幅度和节奏，预计全年降息幅度或在 25bp 左右。从降息节奏来看，若美元走弱符合预期，或国内扩内需政策效果兑现，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概

率为 45.8%，结合外部环境来看，我们认为利率互换曲线隐含的降息幅度应是合理和实际的，尽管人民币汇率尚未回升至合意关口，但外部宏观环境对降准降息的约束趋于弱化，特别两会之后积极财政政策加速落地，叠加存量稳增长政策效果显现，有望推动有效需求持续改善，或进一步缓解人民币汇率对货币政策的掣肘，如情况较为相似的 2023 年 8 月、2023 年 9 月亦实施了降准降息；三季度至少降息 10bp 的概率为 21%，降息 15bp 概率为 79%；四季度至少降息 5bp 的概率为 97%，不降息概率为 3%。

● **风险提示：**

资金面超预期；央行操作超预期；利率互换定价的有效性。

目录

1 货币市场利率隐含了多少降息预期？	5
1.1 利率互换.....	5
1.2 利率互换对利率变化有一定的领先性，往往存在乐观超调向谨慎乐观修正的动态过程	6
1.3 利率互换完成由乐观超调向谨慎乐观修正的过程，降息预期修正至 23bp.....	11
2 把握央行的关切：择机降准降息的理解？	12
2.1 外部环境不确定性加大，需要关注人民币汇率稳定性问题.....	12
2.2 有效需求不足背景下，关注宽松货币政策对稳增长的有效性.....	13
2.3 利率下行周期中，关注适度宽松货币政策是否引发资金空转问题.....	14
3 当前降准降息的外部条件如何？降准降息的空间和路径？	14
3.1 当前降准降息的外部环境如何？	14
3.2 利率互换曲线隐含的降准降息空间和路径	19
风险提示	20

图表目录

图表 1: IRS-FR007 利差与政策利率 (%)	7
图表 2: 2024 年 1 月 24 日降准前后 IRS-FR007 利差走势 (%)	8
图表 3: 2024 年 2 月 20 日降息前后 IRS-FR007 利差走势 (%)	9
图表 4: 2024 年 7 月 22 日降息前后 IRS-FR007 利差走势 (%)	9
图表 5: 2024 年 9 月 27 日降准前后 IRS-FR007 利差走势 (%)	10
图表 6: 2024 年 10 月 21 日降息前后 IRS-FR007 利差走势 (%)	11
图表 7: IRS 与 FR007 的利差 (%)	11
图表 8: FR007 利率互换曲线形态 (%)	11
图表 9: 美元指数与人民币汇率	12
图表 10: 货币供给与社融同比增速 (%)	13
图表 11: 金融机构贷款增速 (%)	13
图表 12: 降准降息与人民币汇率	17
图表 13: 降准降息前后人民币汇率变动	17
图表 14: 供需关系改善 (%)	18
图表 15: 3 月制造业 PMI 指数环比改善 (%)	18
图表 16: 存款性公司对其他金融机构债权 (亿元, %)	19
图表 17: 票据贴现利率与理财产品预期收益率 (%)	19

自 2024 年 12 月中共中央政治局会议和中央经济工作会议定调适度宽松货币政策，市场一度预期 2025 年降息幅度可能高于 2024 年。此后，重要会议和央行均多次释放积极信号，如 2024 年 12 月中央经济工作会议明确表示“适时降准降息”、2024 年 12 月央行货币政策委员会第四季度例会提出“择机降准降息”、2024 年第四季度货币政策执行报告明确择机调整优化政策力度和节奏，以及 3 月央行四次提及择机降准降息，但降准降息迟迟未能释放。年内是否还有降息预期和空间？降准降息节奏如何？

1 货币市场利率隐含了多少降息预期？

1.1 利率互换

(1) 利率互换概念

利率互换（IRS）是国内较早出现的利率衍生品，交易双方约定在未来的期限内，根据约定数量的名义本金和利率定期交换现金流的交易行为。在互换交易中，交易一方可将某种固定利率的资产或负债换成浮动利率的资产或负债，另一方则取得相反结果。利率互换的主要目的是降低双方的资金成本（即利息），并使之各自得到自己需要的利息支付方式（固定或浮动）。一般情况下，买方即固定利率的支付方，卖方为固定利率的接收方，固定端利率由交易对手双方协定，浮动端利率主要包括 FR007、SHIBOR（3M、0/N）、LPR1Y、FDR007 等。

(2) 我国人民币利率互换市场概况

以 FR007 为标的利率互换是我国的主要形式。根据中国银行间市场交易商协会发布的《中国场外金融衍生品市场发展报告（2023 年度）》，2023 年利率衍生品的主力品种利率互换（IRS）交易名义本金达 31.5 万亿元，同比增长 50.2%。参考利率以 FR007 和 Shibor 为主，以 FR007 为标的的 IRS 占比约 92.0%。投资者结构上，利率互换参与机构以股份制商业银行、证券公司和外资银行为主，三者占比达 78.5%。

FR007 利率互换曲线完整，有 1M、3M、6M、9M、1 年、2 年、3 年、4 年、5 年、7 年和 10 年。交易量集中于中短期品种，1 年期和 5 年期利率互换最为活跃。1 年及 1 年以下期限品种共成交 21.8 万亿元，占 IRS 交易总量的 69.0%；1-

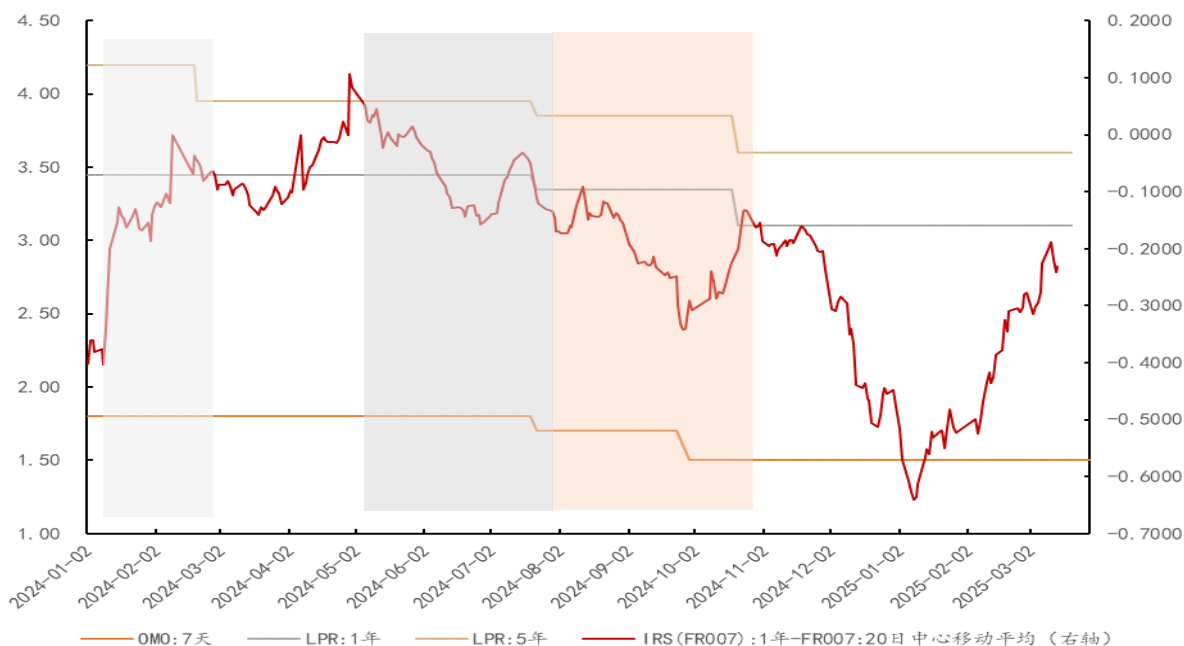
5 年期限品种共成交 2.5 万亿元，占 IRS 交易总量的 7.8%；5-10 年期限品种共成交 7.3 万亿元，占 IRS 交易总量的 23.1%。本文主要讨论 FR007 品种的利率互换曲线。

1.2 利率互换对利率变化有一定的领先性，往往存在乐观超调向谨慎乐观修正的动态过程

(1) 利率互换对利率波动可提供较为有效的前瞻性指引

利率互换(Interest Rate Swap)是一种市场化的利率衍生产品，其价格是市场预期和交易的共同结果，交易者基于对宏观经济、货币政策、利率市场、机构行为等方面对利率走势和未来的重置利率进行预期，通过利率互换交易，双方的预期转化为具体的互换交易价格，最终促成有效利率曲线的形成。此外，利率互换市场参与者以股份制商业银行、证券公司和外资银行这些专业的机构投资者为主，具有信息搜集和分析优势，能够对利率走势进行相对理性和客观判断，从而保障利率互换的价格发现功能。

利率互换对利率波动有一定的领先性，利率互换曲线的倒挂形态隐含降息预期，利率互换与资金利率的利差是市场常用的用来反映降息预期的指标，以 2024 年历史数据来看，利率互换基本可提供较为有效的前瞻性指引。2024 年 1 月，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 出现倒挂，1 月 24 日央行宣布降准，2 月 5 年 LPR 下调，OMO 利率未下调，此后利差修复至 0 附近，并在[-20bp, 0bp]区间内震荡；2024 年 6 月末至 7 月初，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 出现倒挂利差开始显著倒挂，7 月 22 日降息落地后短暂收敛至 0 附近后再度倒挂-10bp；9 月开始利差倒挂幅度加深，达到-20bp 左右，9 月 24 日央行宣布 OMO 降息 20bp。

图表1：IRS-FR007 利差与政策利率（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

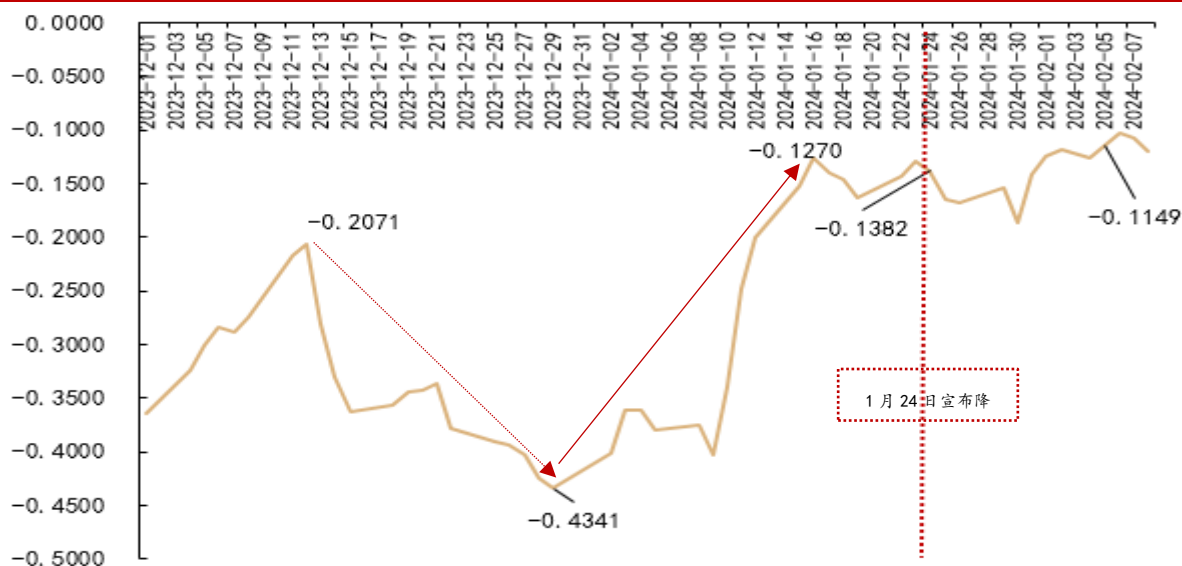
(2) 从历史经验来看，市场存在降准降息预期，但降准降息时点不明确时，市场对降息预期会经历从乐观向谨慎的调整过程，即在市场降息预期高涨的时候，央行货币政策并未如期落地，反而在市场预期修正后，往往适度宽松货币政策会出台，我们理解，这或是为了达到政策效应最大化。具体表现形式，降准降息前 IRS 与 FR007 利差倒挂幅度往往会呈现先下跌再回升态势。

近期历史经验更具参考价值。本部分聚焦 2024 年两次降准、三次降息事件，逐次剖析政策落地前后 IRS 与 FR007 利差变动特征：2024 年 1 月降准、2024 年 2 月降息、2024 年 7 月降息基本符合以上特点，但若面临外部事件扰动，走势或出现变化，如 2024 年 9 月降准、2024 年 10 月降息，前值存在 9 月中共中央政治局会议的影响，后者面临资本市场景气度短期快速回暖的影响，对资金面产生较为明显扰动。

第一，2024 年 1 月 24 日央行宣布，2024 年 2 月 5 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。在央行宣布降准前，1 年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差先走阔，后收窄；降准落地后，亦呈现先下降再回升态势。降准落地前，利差波动在（-0.14%，0.16%），对应降准了 0.5%。

1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差从 2023 年 12 月 12 日-0.2071% 一度下跌至 2023 年 12 月 29 日的-0.4341%，之后倒挂幅度收窄，2024 年 1 月 16 日回升至-0.1270%，历时 35 天（11 个工作日），倒挂幅度回升了 30.72bp；2024 年 1 月 17 日-降准宣布前，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差在（-0.14%，0.16%）区间震荡；降准宣布后，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差小幅下跌 4.78bp 至-0.1382%，后回升至 2 月 5 日降息日的-0.1149%；降准后，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差继续回升，在 0 附近徘徊。

图表2：2024 年 1 月 24 日降准前后 IRS-FR007 利差走势 (%)

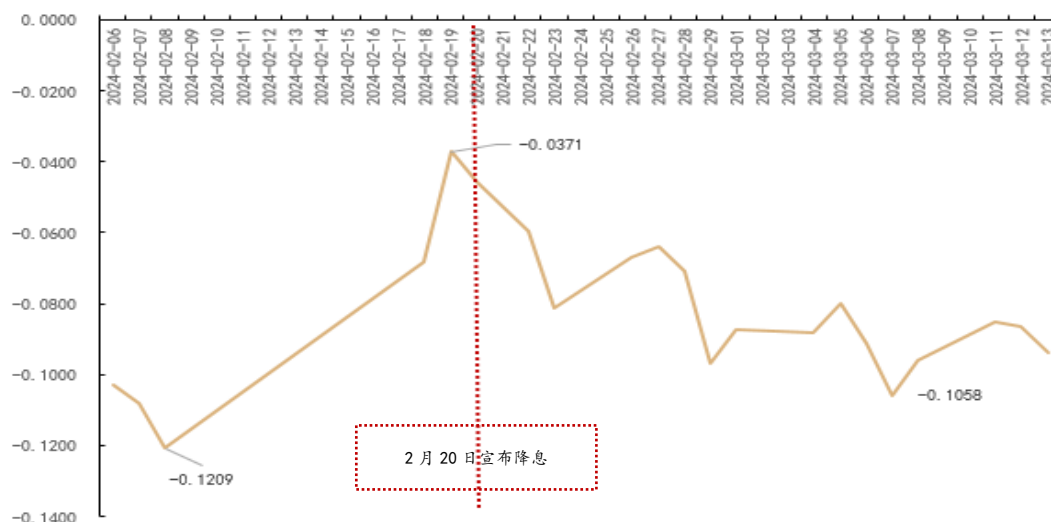


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，2024 年 2 月 20 日，央行决定 5 年期以上 LPR 下降 25BP，年内第一次降息。降息前后，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差亦呈现为先下后上的态势，中间或存在春节扰动。降息落地前，利差波动在-0.05%左右，对应降息 25bp。

2024 年 2 月 5 日降准后，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差小幅下跌 4.78bp 至-0.1209%，之后或存在因春节扰动，利差迅速回升至 2 月 19 日-0.0371%；2 月 20 日，宣布下调 5 年期以上 LPR25bp，降幅超市场预期，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差延续下跌，3 月 7 日阶段性底部-0.1058%。

图表3：2024 年 2 月 20 日降息前后 IRS-FR007 利差走势 (%)

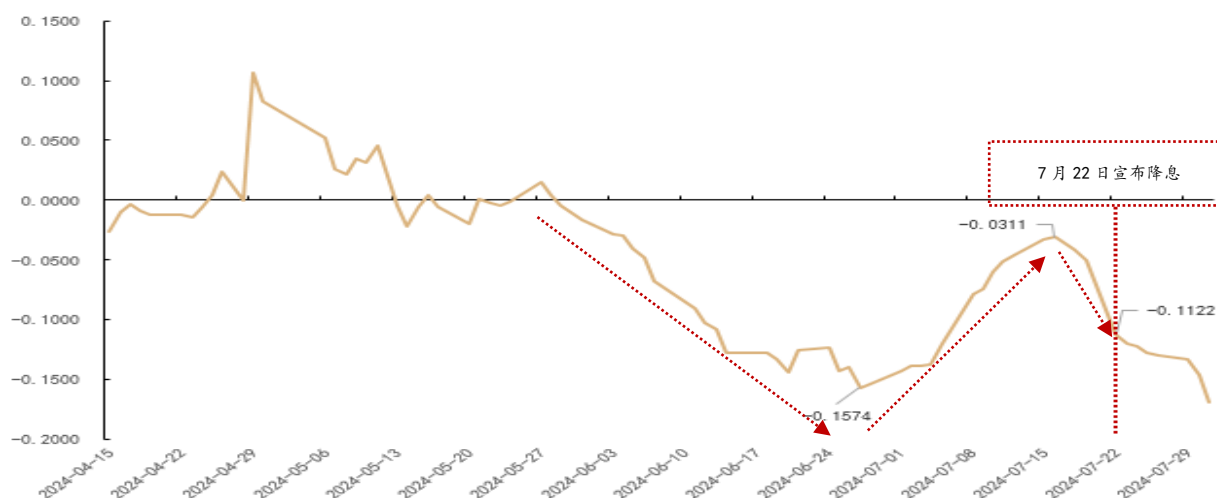


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第三，2024 年 7 月 22 日，央行决定 1 年期和 5 年期 LPR 均调降 10BP，年内第二次降息。降息前后，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 利差亦呈现为先下后上再下的态势，波动有所加大。降息落地前，利差波动在-0.05% 左右，对应降息 10bp。

2024 年 5 月末、6 月初，1 年期 IRS (FR007) 与 FR007 (20 日中心移动平均) 开始呈现倒挂态势，之后利差持续走低，6 月 27 日创阶段性低点，为-0.1574%；之后降息预期修正，回升至 7 月 16 日的-0.0311%；降息利差再次走弱，7 月 22 日降息宣布，利差回落至-0.1122%。

图表4：2024 年 7 月 22 日降息前后 IRS-FR007 利差走势 (%)

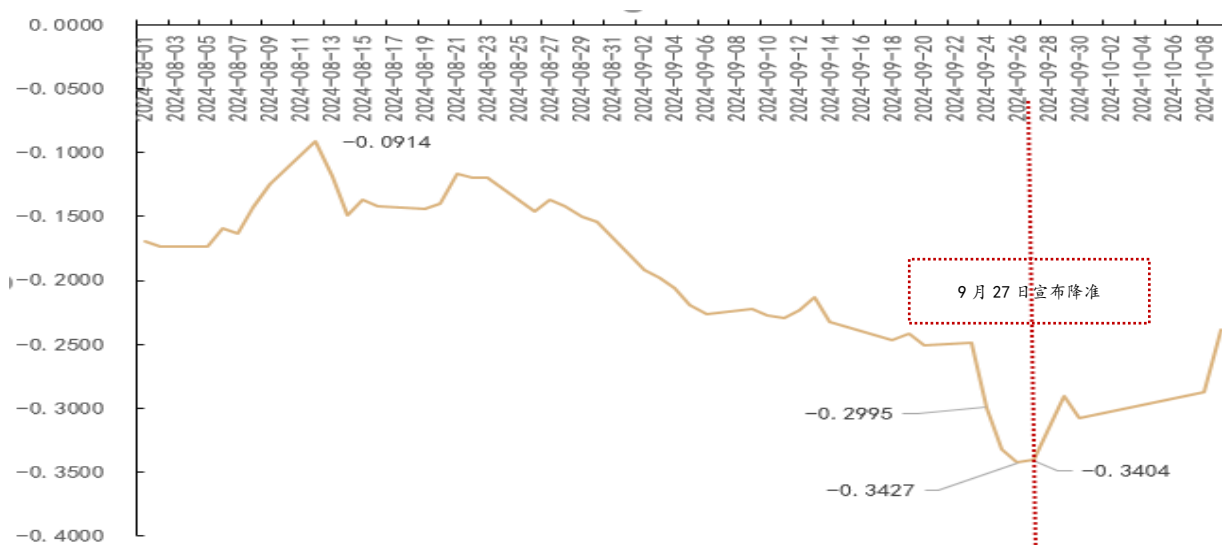


资料来源：Wind，中邮证券研究所

第四，2024 年 9 月 27 日，央行决定下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，年内第二次降准。在央行宣布降准前后，1 年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差并未呈现为先下后上再下的态势，而是呈现为降准前利差持续走弱，降准后回升的态势，我们理解，9 月中共中央政治局会议或对其产生一定扰动。降准落地前，利差波动在-0.3%左右，对应降准 0.5%。

8 月 12 日，1 年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差为-0.0914%，然后持续走低，9 月 23 日下降至-0.2487%，9 月 24 日中共中央政治局会议召开，明确指出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，之后利差出现较为明显走弱，9 月 6 日下跌至-0.3427%，9 月 27 日降准当日利差继续走弱至-0.3404%；降准之后，利差开始回升，10 月 8 日回升至-0.2389%，或因“实施有力度的降息”，市场预期后续仍会降息，利差保持低位。

图表5：2024 年 9 月 27 日降准前后 IRS-FR007 利差走势（%）



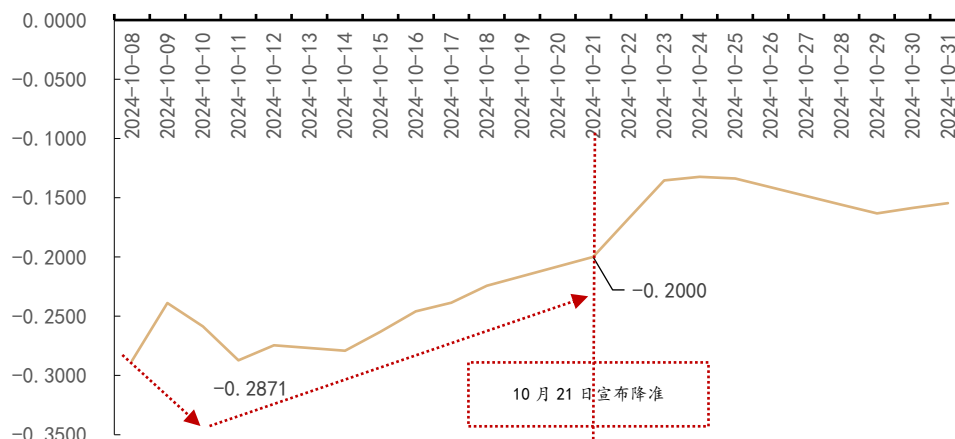
资料来源：Wind，中邮证券研究所

第五，2024 年 10 月 21 日，央行决定 1 年期和 5 年期 LPR 均调降 10BP，年内第三次降息。降息前，1 年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差整体呈现回升态势。降息落地前，利差波动在（-0.22%，-0.25%）左右，对应降息 25bp。

9 月 27 日降准落地后，1 年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差整体呈现回升态势，10 月 18 日回升至 0.2%，10 月 22 日降息 25bp，利差回升至-0.1674%，之后延续回升。此阶段恰逢资本市场景气度快速回升，或对资金

需求有所回升，进而对1年期 IRS（FR007）与 FR007（20 日中心移动平均）利差产生扰动。

图表6：2024 年 10 月 21 日降息前后 IRS-FR007 利差走势（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 利率互换完成由乐观超调向谨慎乐观修正的过程，降息预期修正至 23bp

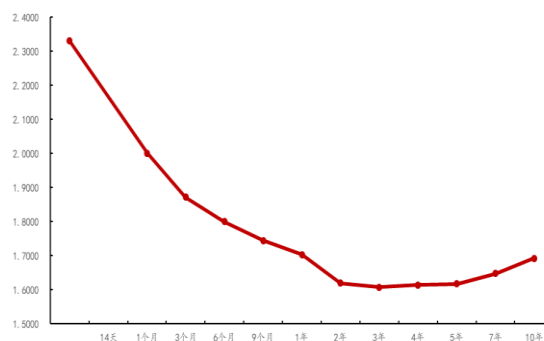
基于利率互换视角，市场对降息幅度预期已经下调，目前市场预期降息幅度下调至 23bp 左右。截至 3 月 29 日，1 年期 IRS（FR007）与 FR007 的 20 日中心移动平均的利差为-23bp，较 1 月 8 日的年内阶段性低点-64bp 回升 41bp，我们理解，基于利率互换的视角，年初市场预期全年降息或不低于 60bp，但政策迟迟未能落地，市场对全年降息预期进行修正，目前降息预期已经修正 41bp，降息预期空间在 23bp 左右。

图表7：IRS 与 FR007 的利差（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：FR007 利率互换曲线形态（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 把握央行的关切：择机降准降息的理解？

央行的货币政策目标多元化，我们理解，当前货币政策需要兼顾内外均衡，对内需要关注稳增长目标、防范资金空转等，对外需要面临稳汇率。

2.1 外部环境不确定性加大，需要关注人民币汇率稳定性问题

全球经济环境愈加复杂多变，主要经济体经济和货币政策分化，2024 年欧洲央行和英国央行步入降息通道，而美国通胀韧性较高，美联储货币政策不变，美元存在被动升值，进而导致非美货币被动贬值，同时，特朗普的贸易政策推升全球贸易不确定性显著上升，也对人民币汇率产生扰动，人民币汇率存在一定贬值压力，去年底和今年年初美元兑人民币汇率一度突破 7.3 关口。

稳汇率再次成为央行关注的重点问题。2025 年 1 月 5 日，2024 年央行货币政策委员会第四季度例会再提“三个坚决”，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，释放稳汇率信号；2025 年 1 月 5 日，中国人民银行工作会议将“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险”纳入 2025 年重点工作中；1 月 5 日，2025 年全国外汇管理工作会议亦将“加力维护外汇市场基本稳定”纳入 2025 年外汇管理重点工作。3 月 21 日，2025 年央行货币政策委员会第一季度例会延续“三个坚决”提法，稳汇率定调并未发生变化。

图表9：美元指数与人民币汇率



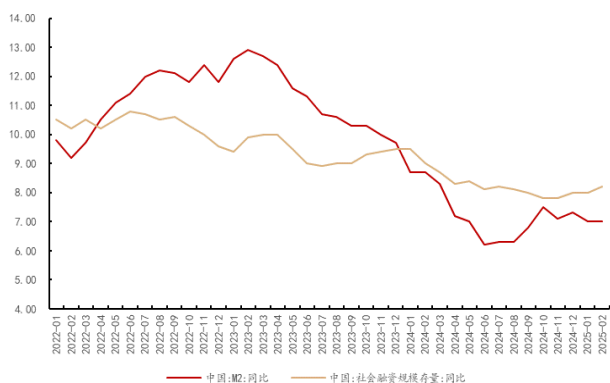
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 有效需求不足背景下，关注宽松货币政策对稳增长的有效性问 题

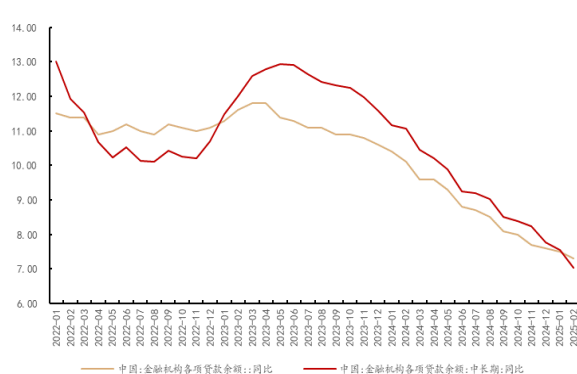
一般情况下，当有效需求不足时，央行实施宽松货币政策，如降准、降息，释放流动性资金，增加货币供应量，可降低社会利率和资金成本，但因全社会收益率持续下行，生产收缩，居民和企业风险偏好下降，企业不会大幅扩大投资，居民亦不会轻易加杠杆消费，社会信贷需求短期并不一定会扩张，而是耐心等待经济重新扩张。此外，以银行为主的间接融资体系因具有保守的风险偏好，此阶段信贷投放相对谨慎，亦会降低发放贷款的意愿。因此，在有效需求不足的背景下，总量货币政策宽松对经济拉动作用或相对有限，并且若盲目的降息降准，或造成金融体系流动性淤积，出现资金空转等问题。

从 2024 年降准降息与信贷需求来看，支持性货币政策并未推升信贷需求明显扩张，我们理解，最主要原因是 2024 年我国经济处于结构调整的关键期，从传统的投资驱动向消费和科技拉动转变，同时，也不排除有效需求不足背景下，货币投放存在压力，亦印证了这个问题。（1）2024 年 2 月，央行下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元，同时实施非对称性降息，2 月下调 5 年期以上 LPR25bp。降准、降息之后，金融机构新增人民币贷款并未扩张，甚至同比收缩。2 月、3 月、5 月和 6 月新增贷款同比变动分别为-3600 亿元、-8000 亿元、-4100 亿元和-9200 亿元，仅 4 月同比多增 112 亿元。（2）2024 年 7 月，央行再次降息，1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 均分别下调 10bp。此次降息亦未能带动信贷需求扩张，7 月和 8 月金融机构新增人民币贷款同比变动分别为-859 亿元和-4600 亿元，均呈现收缩态势。

图表10：货币供给与社融同比增速（%）



图表11：金融机构贷款增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 利率下行周期中，关注适度宽松货币政策是否引发资金空转问题

前面已经提到，有效需求不足背景下，若流动性过于充裕，或存在资金在金融体系沉淀的问题，2024 年央行货币政策委员会第四季度例会、2025 年央行货币政策委员会第一季度例会均提及防范资金空转。或指向资金空转问题已经有所显现。根据我们之前跟踪，我们认为当前或存在同业空转和信贷空转并存的现象（详见报告《择机降准降息，关注防范资金空转》）。从近期央行的操作和表态来看，央行已经着手加强对资金空转问题的防范，结合历次防范资金空转，央行或采用监管+流动性双重调控的方式应对资金空转，在一定程度上会掣肘适度宽松货币政策落地。

3 当前降准降息的外部条件如何？降准降息的空间和路径？

3.1 当前降准降息的外部环境如何？

根据我们对择机降准降息的理解，我们从人民币汇率稳定性、有效需求是否改善、资金空转是否缓解三个方面，分析当前降准降息的外部宏观环境。我们认为，当前宏观图景呈现三大边际变化：其一，跨境资本流动压力显著缓释，人民币单边贬值预期已实质性扭转；其二，内生动能修复态势确立，叠加积极财政政策进入落地加速期，总需求扩张通道逐步打开；其三，资金空转压力已获结构性纾解——货币市场层面，非银机构杠杆交易显著收敛，同业空转风险出清；信用传导层面，监管套利空间收窄驱动信贷资源加速流入实体经济。在此背景下，制约货币宽松的核心矛盾趋于缓和，政策传导效能提升与流动性梗阻疏解形成共振，降准降息操作的宏观适配性显著增强。

（1）人民币汇率稳定性如何？人民币汇率压力峰值期已过，货币宽松政策空间边际拓宽。

如果以央行两次提及“三个坚决”的时间点（1月5日和3月21日）为观察窗口，自年初央行释放稳汇率信号以来，人民币汇率出现较为明显回升，4月1日，美元兑离岸人民币汇率为7.28，较1月5日的7.36升值了1.04%，较3月21日的7.26贬值了0.35%，虽然绝对值水平或仍未达到央行合意水平，但站在当前

时点，向后展望，我们理解，人民币贬值压力最大阶段或已过去，即使4月初因美国贸易政策，人民币汇率面临小幅贬值压力，或只是阶段性波动，不会形成贬值的“单边市”，仍然会保持双向波动、动态均衡，叠加美元走弱预期，稳汇率或不再是适度宽松货币政策的关键约束条件。

第一，人民币贬值压力最大阶段或已过去。

一是，美国贸易政策对人民币汇率的影响边际减弱，风险边际收敛。尽管特朗普宣布对等关税政策，但从特朗普政府成立以来的发言来看，美国对我国的贸易政策并非基于对等关税理念，而是典型的贸易保护主义，美国特朗普政府一再扬言，要取消中国最惠国待遇。若基于此分析，美国非最惠国待遇的平均关税税率为42%，而目前美国对我国加征关税的平均税率达到了41%。从政策效果看，当前关税水平已显著压缩后续加码空间，若全球政治格局不向冷战模式滑落，未来美国对我国加征关税的空间相对有限，我们认为风险收敛，或主要针对部分商品继续加征关税。

二是，美元自身升值动能减弱。短期美国对外加征关税、对内减税等政策提振了美元，但从目前美国经济形势来看，美国关税政策、移民政策以及财政政策等明显加剧了美国经济的不确定性，美国商业订单减少、3月制造业景气度走弱等，短期美国经济放缓的概率大幅提升，支撑美元强势的内在动能减弱，美元兑人民币汇率贬值压力或有所缓解。

三是，美元被动升值压力亦有所放缓。欧洲央行连续6次降息之后，4月降息存在路径依赖，从欧洲央行委员近期表态来看，4月或暂停降息；日本通胀持续走高，加大了日本央行加息的概率，不排除6月和7月日本央行加息的可能。因此，短期美元被动升值压力有所放缓，或改善非美货币贬值压力。

第二，从历史经验来看，2018年以来，在美元走弱的情况下，央行降准降息并不必然带来人民币贬值，亦或推升人民币汇率。2018年以来，美元走弱背景下，我国降准降息次数12次，自降准降息消息公布至政策落地，人民币汇率升值的次数是8次。简单的线性推算，美元走弱背景下，降准降息反而推升人民币汇率走高的概率为67%。同时，从2018年以来降准降息对人民币汇率影响，降息对人民币汇率影响程度小于降准的影响。因此，单纯从历史数据统计经验来看，

若美元指数延续回落，为国内降准降息创造了良好窗口期，且从政策对汇率影响来看，降息概率高于降准。

第三，在临近人民币汇率心理关口时，稳汇率并非是货币政策维持不变的充分条件。2018年1月降准、2019年1月4日降准、2019年9月6日降准、2023年8月降息、2023年9月降准、2024年7月降息等，以上时间节点的汇率均面临关键的心理关口，但并未掣肘适度宽松的货币政策。（1）2018年10月7日，美元兑离岸人民币为6.8948，接近7的心理关口，存在1.53%的空间，此时央行实施了降准操作，人民币汇率贬值0.41%，汇率跌至6.9231，之后亦未形成贬值的单边预期，并未突破7的关口；（2）2023年8月21日，美元兑离岸人民币汇率为7.2884，接近7.3的关键点位，此时央行宣布降息，短期人民币汇率存在小幅贬值波动，但是并未明显走弱，同年9月再次降准，人民币汇率亦未形成贬值的“单边市”。复盘此阶段宏观政策环境可知，适度宽松货币政策恰逢国内稳地产政策加码。2023年7月中共中央政治局会议首提房地产市场供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策；8月，《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》等政策发布，同时，央行指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。一系列政策措施发布，有效提振了市场信心，为人民币升值提供支撑。（3）2024年7月22日，美元兑离岸人民币汇率7.2962，基本临近7.3关口，但央行依然选择了降息，而美元处于下行周期，人民币汇率不仅没有贬值，反而升值。

图表12：降准降息与人民币汇率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：降准降息前后人民币汇率变动

政策发布时间	政策落地时间	货币政策	政策发布时汇率	政策落地时汇率	汇率变动	美元变动
2018.4.17	2018.4.25	4月17日央行决定，从2018年4月25日起，下调存款准备金率1个百分点。	6.2922	6.3222	0.63%	1.96%
2018.6.22	2018.7.8	6月22日央行决定，从2018年7月8日起，下调存款准备金率0.5个百分点。	6.8103	6.8688	2.27%	-0.17%
2018.10.7	2018.10.15	10月7日央行宣布，自2018年10月15日起下调存款准备金率1个百分点。	6.8948	6.9231	0.41%	-0.63%
2019.1.4	2019.1.15	1月4日中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。	6.8683	6.7738	-1.33%	-0.27%
2019.1.14	2019.1.25	1月14日，央行决定自4月25日起，降准1个百分点。	6.8683	6.783	-1.64%	-0.41%
2019.9.6	2019.9.16	9月6日，中国人民银行宣布于9月16日全国下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。	7.1063	7.0622	-0.62%	0.22%
2020.1.1	2020.1.6	1月1日，中国人民银行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。	6.9655	6.9693	0.05%	0.11%
2020.2.20	2020.2.20	2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为4.05%，5年期以上LPR为4.75%。分别下调10bp和5bp。	7.0132	7.0451	0.45%	0.26%
2020.4.20	2020.4.20	4月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.85%，5年期以上LPR为4.65%。分别下调20bp和10bp。	7.07845	7.091	0.18%	0.25%
2020.6.29	2020.7.1	6月29日，中国人民银行决定，从2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率。其中，下调支农再贷款、支小再贷款利率0.25个百分点。	7.07695	7.0675	-0.13%	-0.31%
2021.12.6	2021.12.15	12月6日，中国人民银行决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。	6.375	6.3754	0.01%	0.07%
2022.1.20	2022.1.20	1月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%。	6.3512	6.3478	-0.06%	0.20%
2022.4.15	2022.4.25	4月15日，央行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。	6.3816	6.5716	2.98%	1.22%
2022.6.20	2022.6.20	6月20日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.30%。	6.7082	6.6902	-0.27%	-0.16%
2022.8.22	2022.8.22	8月22日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.30%。	6.8364	6.8671	0.45%	0.80%
2023.3.18	2023.3.27	3月18日，中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。	6.8898	6.8826	-0.10%	-0.98%
2023.6.20	2023.6.20	6月20日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.20%，均较前次下降10个基点。	7.1643	7.1824	0.25%	0.04%
2023.8.21	2023.8.21	8月21日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.20%，分别较前次下降10个基点和持平。	7.3077	7.2884	-0.26%	-0.11%
2023.9.14	2023.9.15	9月14日，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。	7.29	7.2807	-0.13%	-0.01%
2024.1.24	2024.2.5	自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%。自2024年4月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率0.25个百分点。	7.1623	7.22	0.81%	1.16%
2024.2.20	2024.2.20	2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.15%，分别与前次持平并下降0.25个百分点。	7.2113	7.2014	-0.14%	-0.18%
2024.7.22	2024.7.22	7月22日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为4.05%，均较前次下降0.1个百分点。	7.2867	7.2962	0.14%	-0.07%
2024.9.27	2024.9.27	9月27日，央行宣布，决定自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。	6.973	6.9814	0.12%	-0.14%
2024.10.21	2024.10.21	10月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，均较前次下降0.25个百分点。	7.1181	7.1361	0.25%	0.51%

资料来源：中国人民银行官网，Wind，中邮证券研究所

（2）有效需求是否有所改善？我们理解，一季度在稳增长政策的支持下，国内需求已经有所改善，供给向下，需求向上，供需寻求再平衡（详见报告《供需寻求再平衡，关注出口和消费预期差》）。

从生产法角度分析，根据1-2月经济数据，我们初步测算1-2月GDP增速或达到5.45%，结合对3月高频数据跟踪，我们预期一季度经济增速有望达到5%以上增速水平，或在5.2%-5.4%，在去年高基数的基础上，经济实现了良好开局。

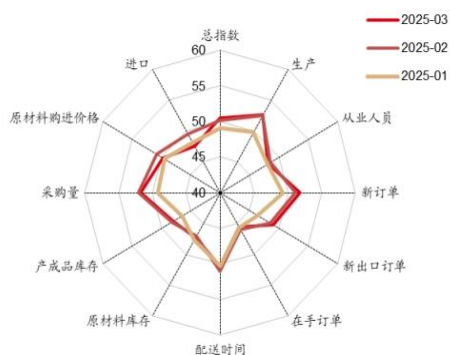
不过值得注意的是，CPI 尚未明显回升，2 月 CPI 同比增速为-0.7%，显示供需仍有待进一步改善。向后看，两会之后，四月积极财政政策将加速落地，叠加已出台存量稳增长政策，或进一步带来需求改善。

图表14：供需关系改善（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表15：3月制造业PMI指数环比改善（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

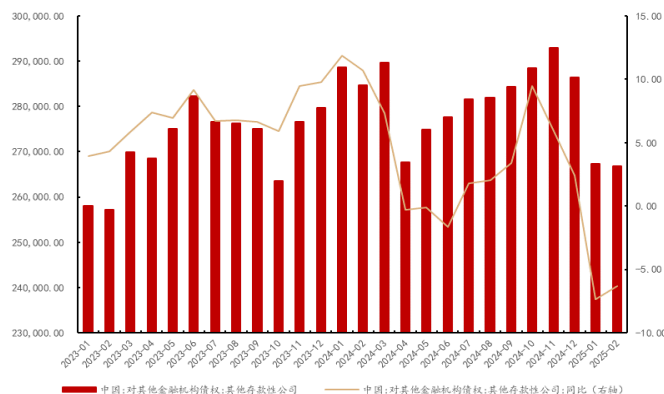
（3）资金空转问题是否缓解？通过相关指标跟踪，我们认为资金空转问题得到相对有效的控制，对适度宽松货币政策的掣肘明显减弱。

在同业空转方面，银行体系对其他金融机构的债权较为明显下降，显示同业空转问题有所缓解，或已经处于央行合意区间范围内。2024 年两会和 2024 年一季度央行货币政策执行报告均提及防范资金空转，此时 3 月末银行体系对其他金融机构的债权接近 29 万亿，而 6 月末，银行体系对其他金融机构的债权回落至 27.7 万亿，二季度央行货币政策执行报告并未提及防范资金空转，我们理解，28 万亿以内的债权或是央行认为相对合理的水平。2024 年 7 月以来，其他存款性公司对其他金融机构债权再次呈现明显走高，截至 2024 年 11 月末达到 29.29 万亿，创 2023 年以来阶段性新高，2024 年 12 月 27 日央行货币政策委员会第四季度例会再次提及防范资金空转。从目前来看，2025 年 1 月和 2 月银行体系对其他金融机构债权已经明显回落，2 月末为 26.68 万亿，低于 2024 年 6 月末水平，因此，我们理解目前同业空转问题或较为明显缓解，已处于央行合意区间范围内。

在信贷空转方面，票据贴现利率与理财产品预期收益率间的套利空间持续收窄，信贷空转问题或已逐步改善。信贷空转问题在 2024 年一季度，但在 2024 年四季度十分突出，直贴半年城商和直贴半年国股的利率水平一度破 1%，维持在 0.7%-0.9%中间，与 3 个月、6 个月理财产品预期收益率存在 1%-1.2%的套利空间。2025 年以来，票据贴现利率已经逐步回升，截至 3 月 28 日，直贴半年城商和直

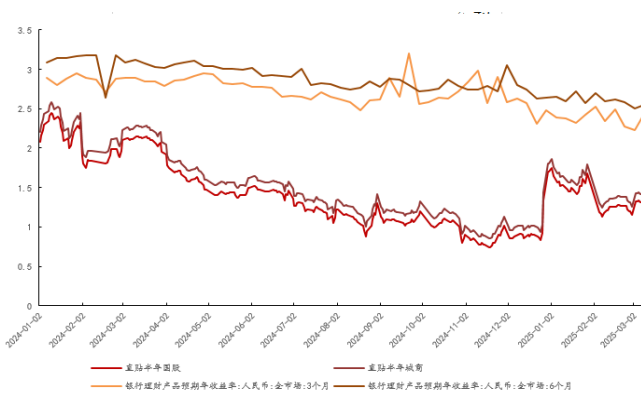
贴半年国股的利率水平分别为 1.5%和 1.39%，较四季度阶段性低点明显回升。鉴于理财产品预期收益率不再公布，按照 2 月 16 日最后公布的数据，3 个月和 6 个月理财产品预期收益率分别为 1.8%和 1.9%，仍存在一定套利空间，但套利空间已经明显压缩。若动态考虑，理财产品收益率或存在波动下降，套利空间或进一步收窄。若进一步考虑套利成本，信贷空转问题亦出现较为明显改善。

图表16：存款性公司对其他金融机构债权（亿元，%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表17：票据贴现利率与理财产品预期收益率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3.2 利率互换曲线隐含的降准降息空间和路径

基于风险中性概率理论，假设 FR007 与 7 天逆回购利率同步变化，每次 OMO 降息幅度为 5 的整数倍，基于 3 月 31 日利率互换曲线，计算得出：

第一，资金利率的中枢显示，在 3 个月之内，降息 10bp 的概率为 54%，降息 15bp 的概率为 46%。

第三，资金利率的中枢显示，在 3 个月之后，6 个月内，降息 10bp 的概率为 21%，降息 15bp 的概率为 79%。

第四，资金利率的中枢显示，在 6 个月之后，3 个月之内，降息 5bp 的概率为 97%，不降息的概率为 3%。

综上，从互换曲线隐含的降息幅度和节奏，预计全年降息幅度或在 25bp 左右。从降息节奏来看，若美元走弱符合预期，或国内扩内需政策效果兑现，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概率为 45.8%，结合外部环境来看，我们认为利率互换曲线隐含的降息幅度应是合理和实际的，尽管人民币汇率尚未回升至合意关口，但外部宏观环境对降准降息的约束趋于弱化，特别两会之后积极财政政策加速落地，叠加存量稳增长政策效果显现，有望推动有效需

求持续改善，或进一步缓解人民币汇率对货币政策的掣肘，如情况较为相似的 2023 年 8 月、2023 年 9 月亦实施了降准降息；三季度至少降息 10bp 的概率为 21%，降息 15bp 概率为 79%；四季度至少降息 5bp 的概率为 97%，不降息概率为 3%。

风险提示

资金面超预期；央行操作超预期；利率互换定价的有效性。

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