



央行或逐渐转向宽松？

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

央行或逐渐转向宽松？

事情正在发生变化。一方面，外汇对货币宽松的掣肘正在减轻。另一方面，政府债发行加快，需要货币宽松的配合。在这样的情况下，我们认为后续各类数量型货币政策工具或率先被使用。

一是央行可能再度开启国债买入操作。二是央行可能通过扩大买断式逆回购规模或者降准等方式，向市场投放流动性。买断式逆回购的灵活性更高、空间更大，降准的货币宽松信号意义更强。相比于数量型货币政策工具，降息或尚需等待。

风险提示

外汇变动超预期，汇率贬值掣肘货币政策取向。

国内基本面表现维持韧性，央行降息诉求偏慢。

政府债发行速度超预期。



去年末以来，在降息预期较强的情况下，国债收益率无视央行多次提醒大幅回落，10 年国债一度跌破 1.6%。

年初以来，为扭转债券利率大幅下行，避免债券收益率过低对货币工具的制约，央行通过暂停国债购入、回笼流动性等操作，有意引导国内资金面处于紧平衡，推动国债收益率回升。受此影响，DR007 利率持续大幅高于 OMO 利率，市场降息降准预期持续落空。

2 月以来债券市场持续调整，国债收益率曲线转向熊平，1 年期及以内国债收益率重回 1.5% 左右，10 年国债收益率相比于此前低点回调超过 20BP，市场一致性预期减弱。

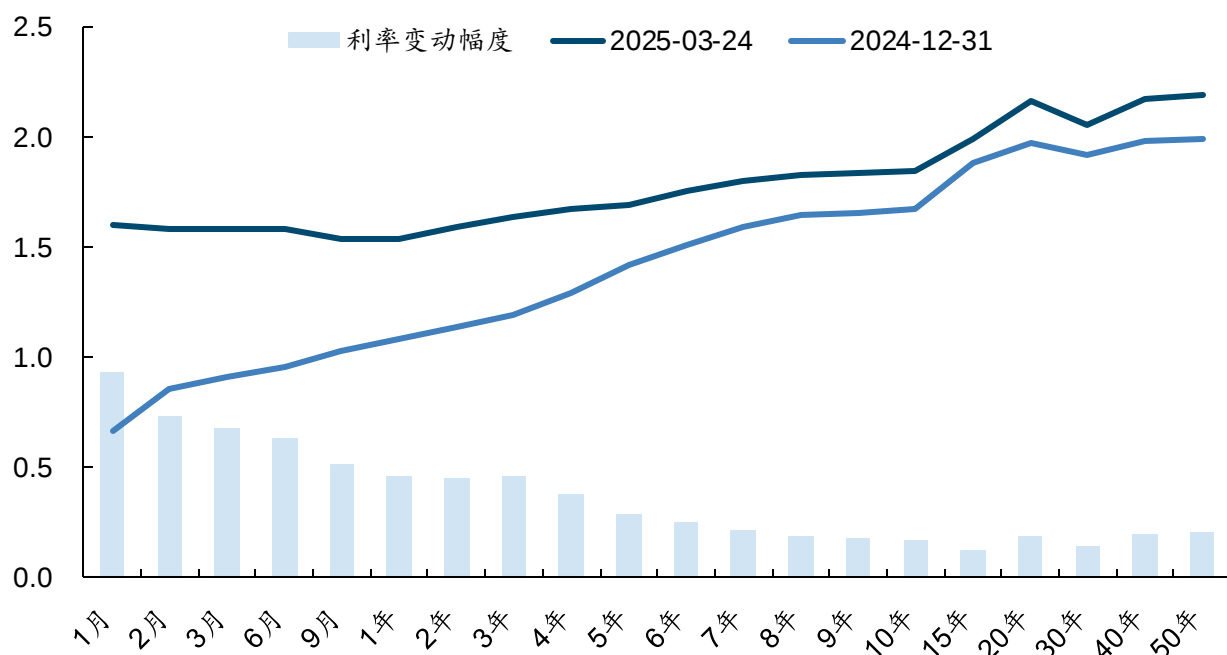
图表1：货币条件指数（单位：%）



来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所（注：货币条件指数为构造指数，按照主要资金利率与政策利率的偏离幅度估算，以此衡量短期资金市场的松紧情况）



图表2：国债利率曲线（单位：%）



来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所

但事情正在发生变化。

3月21日，央行公布《货币政策委员会一季度例会通稿》¹，这是近年来发布时间最早的一次。一季度货币政策委员会例会对国债的表述从四季度的“充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化”²变为“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”³，表明债券收益率过低对货币工具的制约有所减弱，政策更加重视防范金融市场风险，避免债市大涨大跌，维护金融市场稳定。

3月24日，央行预告将在25日采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式投放4500亿元，净投放630亿元，是2024年8月以来的首次净投放⁴。多重价位中标意味着每个月的MLF中标利率不再唯一，在更能够体现市场机构资金需求的同时，也意味着MLF利率的政策信号作用减弱，OMO利率正在成为央行唯一的政策利率。另外，参考买断式逆回购，后续央行或不再公布MLF的中标利率⁵。

另外，MLF投标利率预计会参考市场化融资成本如同业存单利率，目前AAA级1年期同业存单利率在1.9%左右，当下机构报价或略低于2%左右。另外，从近几年经验上看，同业存单利率一般会低于此前的MLF利率，随着MLF报价随行就市和资金面缓和，后续银行融资成本或有望进一步回落。这无疑有利于缓和银行负债端压力，为后续银行降息提供一定空间。

同时，近期市场资金利率有所下降，DR007利率与OMO利率的差值逐渐回落至0.3个百分点左右。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5629982/index.html>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/od5n7IFZ9MYmEODNBxEkvg>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/sibKv0ufTTvCMpIrlgD53A>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125446/125873/5632170/index.html>

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/1_e0HlvY2dbH1KQy1_JIRw

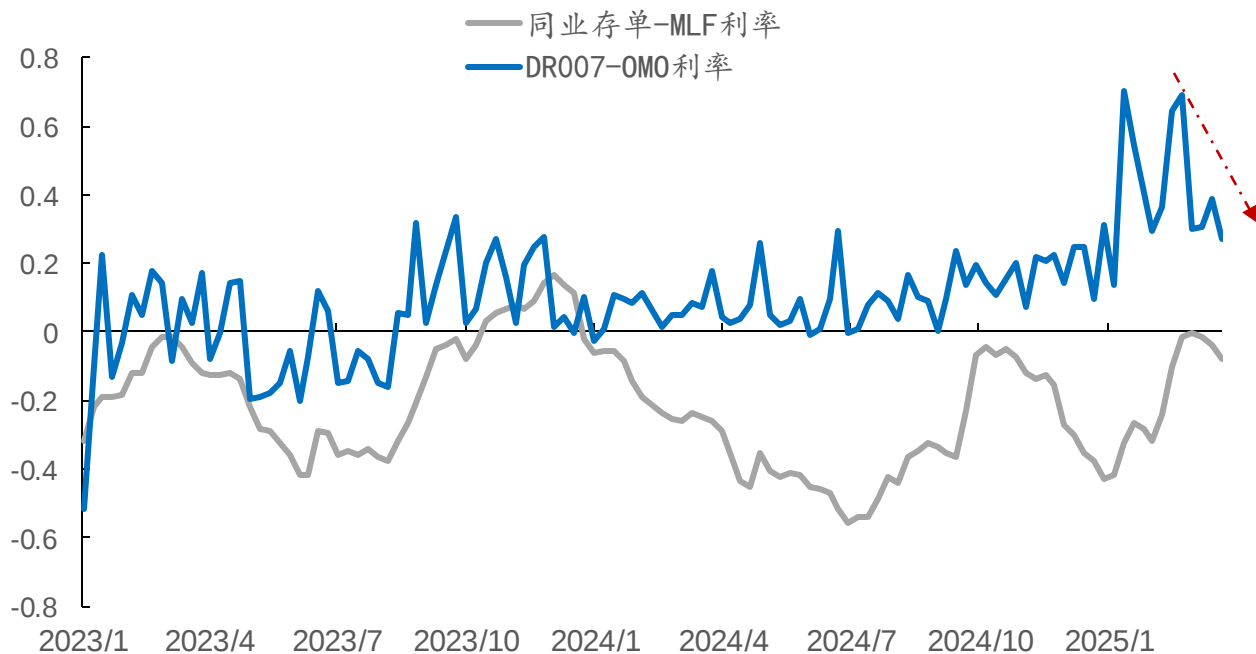


图表3: 同业存单利率一般会低于MLF利率 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表4: DR007与OMO利率的偏离水平收敛 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所



一方面，外汇对货币宽松的掣肘正在减轻。从近年来汇率走势上看，央行将离岸人民币汇率 7.35、中间价 7.2 视为汇率潜在波动上限。年初受强美元影响，人民币离岸汇率再度跌破 7.3，离岸价与中间价差距大幅走扩，“稳汇率”一度成为央行政策的首要目标，去年四季度央行货币政策委员会例会恢复了“三个坚决”的表述⁶。

但随着特朗普正式上任，“特马改革”的阵痛和混乱先于繁荣到来，形成了一个人为的“小型衰退预期”叙事，叠加欧元在财政加码的情况下走强，美元指数持续回落，并带动人民币离岸价重回 7.25 左右，与中间价的差距也逐渐收敛。

图表5：汇率贬值压力减轻（单位：点）



来源：wind，国金证券研究所

另一方面，政府债发行加快，需要货币宽松的配合。年初以来，虽然政府债发行总量较大，但主要集中在特殊再融资专项债上，专项债、国债、特别国债的发行进度一般。根据企业预警通数据，截至 3 月 23 日，用于偿还（政府）债务的地方政府特殊再融资债发行规模近 1.2 万亿元⁷，占全年发行额度超 60%。相比之下，专项债、国债的发行进度为 15.8% 和 25.5%，特别国债尚未开始发行。

3 月 24 日，财政部表示要合理安排政府债券发行，加快政府债券资金预算下达，尽早形成实物工作量⁸。3 月下旬，新增专项债单周发行规模也明显加快。预计后续政府债或会加速发行，也需要适度宽松的资金面，避免出现政府债发行成本偏高的情况。

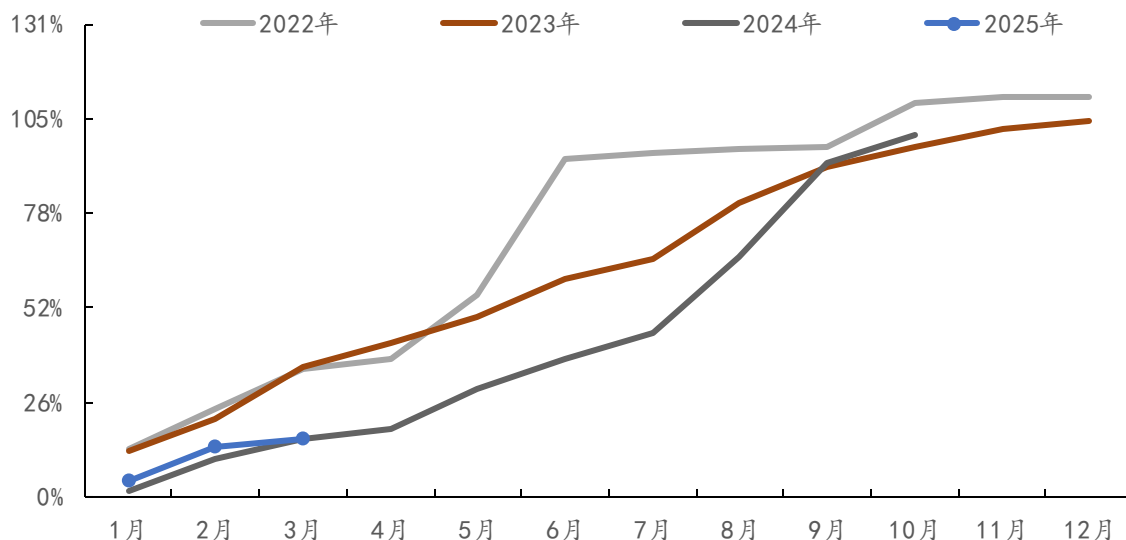
⁶ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/3870933/3870936/5557004/index.html>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/NLyRiUAp4zECzOzMyJx2sw>

⁸ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202503/t20250324_3960464.htm



图表6：专项债发行进度相对偏慢（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所（注：3月为截至3月23日数据）

在这样的情况下，我们认为后续各类数量型货币政策工具或率先被使用。

一是央行可能再度开启国债买入操作。在连续5个月净买入国债后，央行自2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复⁹。当时暂停买入国债主要是为了稳定国债利率，目前随着政府债发行即将放量，后续央行可能重启国债买入。

二是央行可能通过扩大买断式逆回购规模或者降准等方式，向市场投放流动性。买断式逆回购的灵活性更高、空间更大，降准的货币宽松信号意义更强。

相比于数量型货币政策工具，降息或尚需等待。虽然央行再度表示要择机降准降息、推动社会综合融资成本下降。但一来今年经济平稳开局，我们预计一季度GDP同比增速或在5.2%左右，降息的迫切性不足。二来综合融资成本下降也可以通过降低存款利率和LPR利率加点等方式实现。而且人民币汇率依旧处于相对较高水平，后续可能还要兼顾美联储等海外央行操作。

相关链接：

- [1] <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5629982/index.html>
- [2] <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125446/125873/5632170/index.html>
- [3] https://mp.weixin.qq.com/s/1_e0HlvY2dbH1KQy1_JlRw
- [4] <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/3870933/3870936/5557004/index.html>
- [5] <https://mp.weixin.qq.com/s/NLyRiUAp4zECzOzMyJx2sw>
- [6] https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202503/t20250324_3960464.htm
- [7] <https://mp.weixin.qq.com/s/MWNVfL1L4z87DvBXcKBmtg>

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/MWNVfL1L4z87DvBXcKBmtg>



风险提示

外汇变动超预期，美联储加息或造成人民币汇率再度贬值，汇率贬值掣肘货币政策取向。

国内基本面表现维持韧性，经济较强的情况下，政策不着急，央行降息诉求偏慢。

政府债发行速度超预期，对债券市场形成一定的供给冲击。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究