



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

《货币政策“三性”重现 ——政治局会议解读 20260429》 - 2026. 04. 29

固收周报

央行态度有变？ ——流动性周报 20260505

● 态度生变，收紧不快

我们前期观点认为，5月节后资金和短端利率可能进一步破位。

我们前期设定“钱多”逻辑可能变化的三个观测变量：内生修正因素看信贷，外生干预因素看央行，摩擦因素看股份行。

外生干预因素出现，央行可能采取的三个调控措施：

其一，若资金利率继续明显下探，央行可能通过窗口指导影响大行融出行为；

其二，央行可能通过流动性回收，从总量维度对资金价格进行调控；

其三，央行也可能通过创新货币政策工具来调控资金价格过低情况

5月3M买断式回购的缩量显示出央行态度的变化。4月份未出现的大规模中长期流动性回收，将在5月份出现，维护资金价格中枢不突破1.2%的态度明显显露。

另一个问题，特别国债发行不会显著冲击5月资金面。因为，单周缴款规模不会太大；特别国债的资金下达进度偏快，从发行缴款到资金支取的时间可能偏短。

结论是5月资金价格向下破位出现的概率依然偏高。使用中长期流动性回收的方式来调整资金面，回收频率偏低，需要积累回收效果，故会影响5月份的宽松边际，但不会改变5月份的宽松趋势。

资金价格在二季度剩下的两个月里可能出现“先松后紧”的情况，但在信贷支持政策变量出现之前，不需要低估宽松自发性强化的逻辑。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 央行态度有变?	4
2 风险提示	7

图表目录

图表 1: 特别国债资金计划提前下达, 发行到支库时间偏短, 对流动性扰动有限	6
图表 2: 4 月末资金价格中枢暂未继续下行	7
图表 3: 5 月 3M 买断式回购操作将缩量 5000 亿	7
图表 4: 4 月末逆回购操作规模存量季节性回升	7
图表 5: 5 月 MLF 到期规模仅 5000 亿	7

1 央行态度有变？

我们前期观点认为，5月节后资金和短端利率可能进一步破位。参考2022年，银行负债相对宽松带来的资金价格和短端利率下行，具有预期自我强化的特征，在没有外生干预的情况下，容易出现资金价格向下“逐级”破位。4月“大税期”资金面宽松尚且如此，5月节后的资金面宽松边际可能进一步加速。虽然，1.2%对于银行而言存在自律约束，但自发性宽松的驱动，以及同业定期自律落地预期对于短端资产荒的加速，可能驱动资金和短端进一步下行。

我们前期设定“钱多”逻辑可能变化的三个观测变量：内生修正因素看信贷，外生干预因素看央行，摩擦因素看股份行。第一，“钱多”的逻辑在于银行负债相对宽松，预期的自我强化已经形成，资金和短端利率如“自由落体”，参考2022年，可能有更低的水平；第二，“钱多”逻辑的自我修正只能来自于信贷端的改善，参考2022年三季度，未来新型政策性金融工具对于企业中长期信贷的拉动是主要关注因素，预计年中附近才能看到；第三，“钱多”逻辑的外生修正取决于央行的干预，2022年央行容忍了资金利率和政策利率之间的偏离，但目前操作框架，央行对于政策利率牵引作用的重视前所未有的，可能难以容忍资金利率脱离目标区间。

我们在专题报告中提到，央行可能采取的三个调控措施：第一，若资金利率继续明显下探，央行可能通过窗口指导影响大行融出行为。通过指导大行调整融出节奏、交易对手和期限结构等，进而影响市场预期和杠杆行为，这种方式操作成本较低、政策信号明确，也符合以往央行对资金价格的调控思路。其局限性在于，非公开窗口指导的明确预期引导作用受限，市场自发性力量短期会受到影响，后续可能出现试探和突破，故窗口指导对资金影响的时效性不长；第二，央行可能通过流动性回收，从总量维度对资金价格进行调控。通过持续的逆回购缩量续作、买断式逆回购和MLF操作的净回笼、减少跨季跨月呵护等方式将资金投放力度转向中性偏紧，通过总量流动性的回收抑制过低的资金价格。其局限性在于，逆回购操作容易“收无可收”，若通过回收买断式回购和MLF等中长期流动性来调控资金面，频率偏低、期限偏长，容易出现小规模回收无效、大规模回收才有效，但大规模回收有可能造成后期过紧的问题。第三，央行也可能通过创新货币

政策工具来调控资金价格过低情况。例如，需要进一步落实的“利率走廊收窄”、隔夜逆回购操作工具等方面，进行货币政策工具创新，在进行制度、工具创新完善的同时，实现短期资金价格调控目标。

5月3M买断式回购的缩量显示出央行态度的变化。我们前期明确讨论过，4月MLF操作规模仅回收2000亿，并不足以影响当前的流动性形式和资金面，显示出的央行态度也偏友好。但4月底预告的5月份的3M买断式回购显示，当月到期8000亿3M买断式回购仅续作3000亿；后续仍有8000亿的6M买断式回购到期，预计续作规模也会偏小。故4月份未出现的大规模中长期流动性回收，将在5月份出现。我们可以推断央行态度的变化，前期《金融时报》的第一次评论，发生在资金价格中枢突破1.4%之前，不足以作为参考；资金价格突破1.4%之后，跨节完成之前，MLF操作未显示态度的明细变化。跨节之后，预计资金面宽松边际将进一步强化，央行态度变化，维护资金价格中枢不突破1.2%的态度明显显露。

另一个问题，特别国债发行不会显著冲击5月资金面。部分投资者认为，特别国债在5月份的发行更为集中，可能会带来资金面的平衡。特别国债的发行，尤其是超长期政府债券供给的增加，的确将从供需层面扰动超长端利率，但对于资金面的影响可能有限。其一，即使考虑到特别国债的发行，政府债券缴款规模过于集中的情景出现的概率也不高，历史上看单周缴款规模接近小一万亿时，才会对资金面产生明显冲击；其二，特别国债的资金下达进度偏快，4月末第二批支持设备更新资金计划下达915亿元，故特别国债从发行到资金支取的时间可能偏短，一收一放之间，对于流动性扰动的时间也可能偏短，对资金面冲击也就有限。

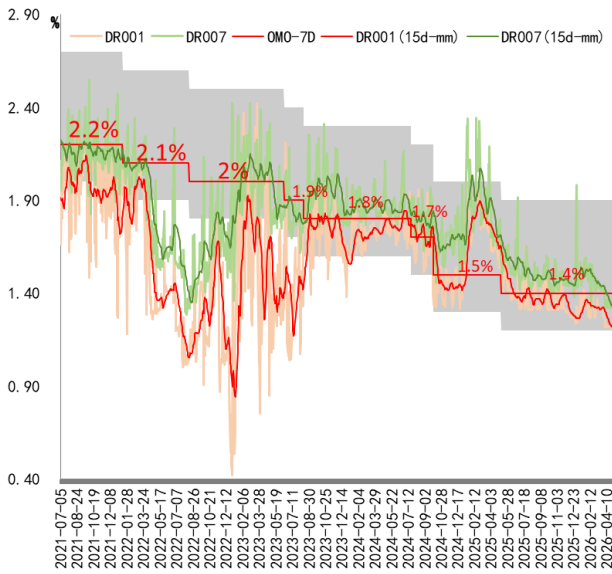
结论是5月资金价格向下破位出现的概率依然偏高。推断央行的态度已经出现变化，但限于其使用中长期流动性回收的方式来调整资金面，回收频率偏低，需要积累回收效果，故会影响5月份的宽松边际，但不会改变5月份的宽松趋势。因为信贷端的政策支撑因素还未出现，大行同业活期降低利率和同业定期自律又即将落地，银行负债端自发性宽松态势并未改变，依然存在资金利率向下冲击的自然趋势。当然也不排除，资金价格中枢进一步跌破1.2%之后，央行调控措

施的加码。故资金价格在二季度剩下的两个月里可能出现“先松后紧”的情景，在信贷支持政策变量出现之前，不需要低估宽松自发性强化的逻辑。

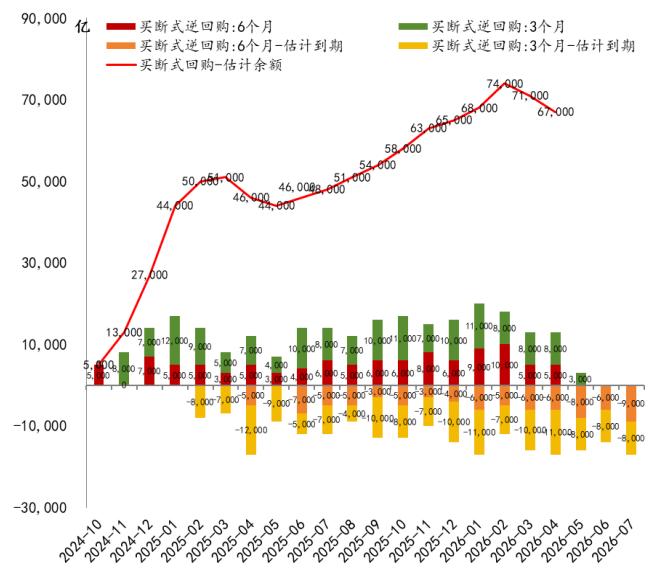
图表1：特别国债资金计划提前下达，发行到支库时间偏短，对流动性扰动有限

项目	公告下达时间	单次金额	进度	主要领域
第一批支持消费品以旧换新	2025/12/30	625 亿元	2500 亿元以旧换新额度 25%	一季度，元旦、春节等旺季消费需求。建立补贴资金预拨制度，在落实预算安排的基础上，根据企业销售和垫资情况，向相应企业或支付平台预拨部分补贴资金，缓解企业垫资压力。
第一批支持设备更新	2026/1/22	936 亿元	2000 亿元设备更新额度 46.8%	工业、能源电力、教育、医疗、粮油加工、 海关查验 、住宅老旧电梯、节能降碳环保、回收循环利用等；并继续支持老旧营运货车、新能源城市公交、老旧农机报废更新，带动约 4500 个项目总投资超 4600 亿元
第二批支持消费品以旧换新	2026/4/10	625 亿元	2500 亿元以旧换新额度 50%	二季度以旧换新
第二批支持设备更新	2026/4/30	915 亿元	2000 亿元设备更新额度 92.6%	工业、能源电力、 电子信息 、 交通运输 、 物流 、教育、 文旅 、医疗、 设施农业 、粮油加工、住宅老旧电梯、安全生产、消防救援、检验检测、节能降碳环保、回收循环利用等 16 个领域；继续支持老旧营运货车、新能源城市公交、老旧农机报废更新，带动超 6700 个项目，总投资超 3800 亿元

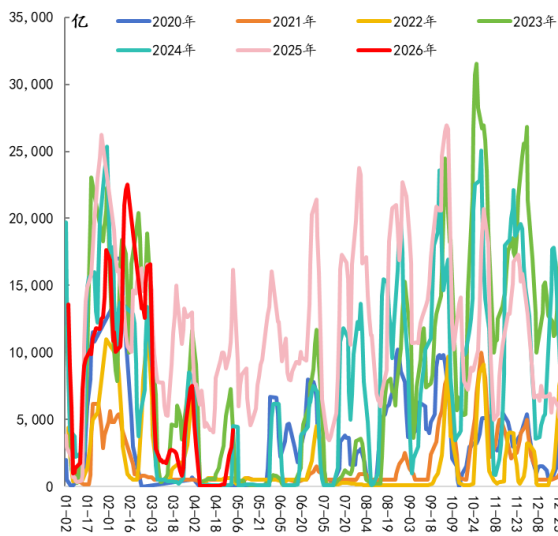
资料来源：发改委，新华社，新京报，中邮证券研究所

图表2：4月末资金价格中枢暂未继续下行


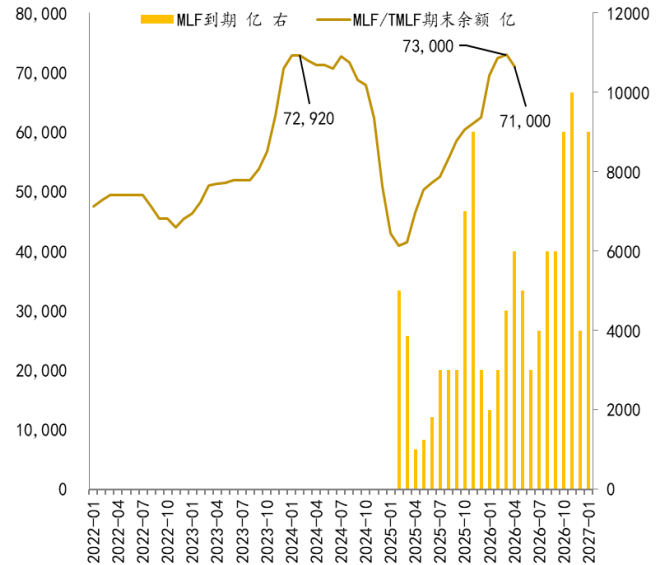
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：5月3M买断式回购操作将缩量5000亿


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：4月末逆回购操作规模存量季节性回升


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：5月MLF到期规模仅5000亿


资料来源：Wind，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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

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