



“924”一周年——利率水平与风险平衡

联合资信 研究中心 | 张 振

2025 年三季度，十年期国债收益率温和上升最高至 1.85% 左右，这一变化标志着货币政策面临支持财政、降低实体融资成本与培育新动能三大任务，需要在支持增长、维护金融稳定之间寻求新平衡。人工智能等资本密集型产业推高资金成本，却因成长预期强劲对利率承受力较高；而财政政策转向支持长周期领域，要求利率环境与之匹配。央行采取谨慎策略，保持流动性合理充裕的同时允许收益率适度反映供需。未来政策能否持续稳健，取决于新经济能否实现预期增长及财政在扩大就业上的成效，以避免经济大幅波动。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



中国采取对外金融管制的基本监管框架，人民币在国际外汇储备中占比与经济贸易量占比之间存在显著差距。在此环境下，中国利率水平在保持汇率、支持增长、维护金融稳定之间存在多重平衡。为此，央行需要在总量货币工具之外，配套多种结构性工具来保持多重平衡的稳定。2024 年，在新环境下央行新创设了在公开市场进行国债买卖的货币政策工具。利率体系也在信贷支持增长，债券市场保持流动性之间存在多种传导路径。较 2024 年 9 月 24 日以来，当前中国利率水平的多重平衡已经发生显著变化。

2025 年三季度，中国十年期国债收益率逐步上升最高至 1.85% 左右，逼近 2024 年 9 月底水平，带动市场整理流动性成本逐步走高。人工智能、生物技术等资本密集型产业对资金的巨大吸引与传统经济部门的融资需求形成了竞争。更为关键的是，财政政策持续发力需要大规模再融资，而房地产市场的深度调整又产生了巨大的资金缺口，这三种力量共同将十年期国债收益率推升至一个微妙的水位——虽未达到传统意义上的限制性水平，但已切实改变了全社会的资金成本曲线。

这一变化标志着中国货币政策框架面临新的多重平衡。过去，货币政策主要在稳增长、稳汇率这二个目标之间寻求平衡。而现在，随着人民币贬值阶段结束，它必须在新旧动能转换的复杂局面中，同时应对支持财政扩张、降低实体经济综合融资成本、培育新经济动能这三大任务，在支持增长、维护金融稳定这二个目标之间寻求平衡。十年期国债收益率作为金融市场定价的锚，其波动不仅影响着股票估值，更直接关系到政府融资成本、企业投资意愿和金融体系稳定性。二个目标对十年期国债收益率的中性水平有明显不同要求。

人工智能等新经济领域的发展正在改变资金需求的规模和结构。这些产业具有前期投入大、回报周期长、不确定性高的特点，其对长期资本的需求远超过传统制造业。以人工智能为例，其需要大量的研发投入和设备采购，特别是 GPU、高端服务器等硬件成本极高。这些企业在初创期和成长期往往难以产生稳定的现金流，但却需要持续的资金注入。2025 年 8 月，高技术制造业增加值同比增长 9.3%。这种结构性的变化导致资金需求曲线向右移动，自然推高了长期利率水平。资本市场对这些企业的估值主要基于未来增长预期而非当期盈利，这使得它们对资金成本的敏感度相对较低——只要成长故事足够吸引人，即使融资成本上升，仍然能够获得资金支持。这种特性导致了一个看似矛盾的现象：一方面，新经济领域的发展推高了整体资金成本；另一方面，这些领域本身对利率上升的承受能力强于传统行业。这就解释了为什么在十年期国债收益率温和上升的背景下，人工智能相关股票仍然能够维持较高估值。然而，高估值也孕育了金融泡沫，市盈率出现从 30 到 300 不等的新企业，这要求企业的营收

和利润能够在短时间内实现翻几番。这种状况的可持续性对利率水平存在明显边界要求，即国债收益率向下不至于进一步刺激市场估值，向上突破不会使最乐观的成长故事失去吸引力。

财政政策的扩张态势是影响十年期国债收益率的关键因素。2025 年，为应对经济下行压力和支持结构转型，财政赤字率保持在相对较高水平，地方政府专项债券发行规模庞大，这些都需要市场消化。更重要的是，房地产市场的深度调整导致土地出让收入大幅下滑，进一步增加了财政压力，迫使政府加大债券发行力度。财政融资需求与国债收益率之间存在明显的正向关系。当政府增加债券发行时，除非有相应需求增长，否则债券价格将下跌，收益率上升。为配合国债发行，央行创设了国债买卖工具。传统上财政支出主要用于基础设施建设，而现在财政资金逐步向用于支持技术研发、产业升级和人力资本投资转移，这些支出的经济效益更加不确定且周期更长。这种变化意味着财政政策的“收益率”在更长周期内才能兑现，这要求资金成本和期限能够足够支持性，匹配财政投向范围。

当前中国的货币政策采取了一种谨慎的平衡策略：一方面通过 MLF、逆回购等工具保持流动性合理充裕，防止收益率过快上升；另一方面也允许收益率温和上行，反映真实的资金供需变化。这种策略的核心是在支持财政政策的同时，维持金融稳定。这种平衡建立在与经济结构调整相匹配的基础上。如果财政在扩大就业方面取得重大突破，并且新经济营收和利润能够快速增长，这种平衡将得到延续，2025 年四季度与 2026 年经济增长目标将顺利衔接，避免了经济大起大落。货币总量政策预期将保持不变，仍以结构性货币政策为主。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。