

■ 金融机构2025年年报看点

互换便利累计操作超千亿元 存量规模仍在发挥稳市场作用

◎ 刘禹希 记者 徐蔚

中证协最新数据显示，截至2025年末，证券、基金、保险公司互换便利（SF-ISF）累计操作金额达1050亿元，为A股带来明确的增量资金。随着上市券商2025年年报陆续披露，多家机构公布了开展互换便利操作的具体情况，部分券商保有数十亿元质押余额。

在央行货币政策委员会2026年一季度例会上，有关“用好证券、基金、保险公司互换便利”等表述未被提及。业内人士认为，互换便利作为逆周期调节工具，其操作节奏与市场环境密切相关，当前政策重心已有所调整，但存量规模仍在发挥稳市场作用。

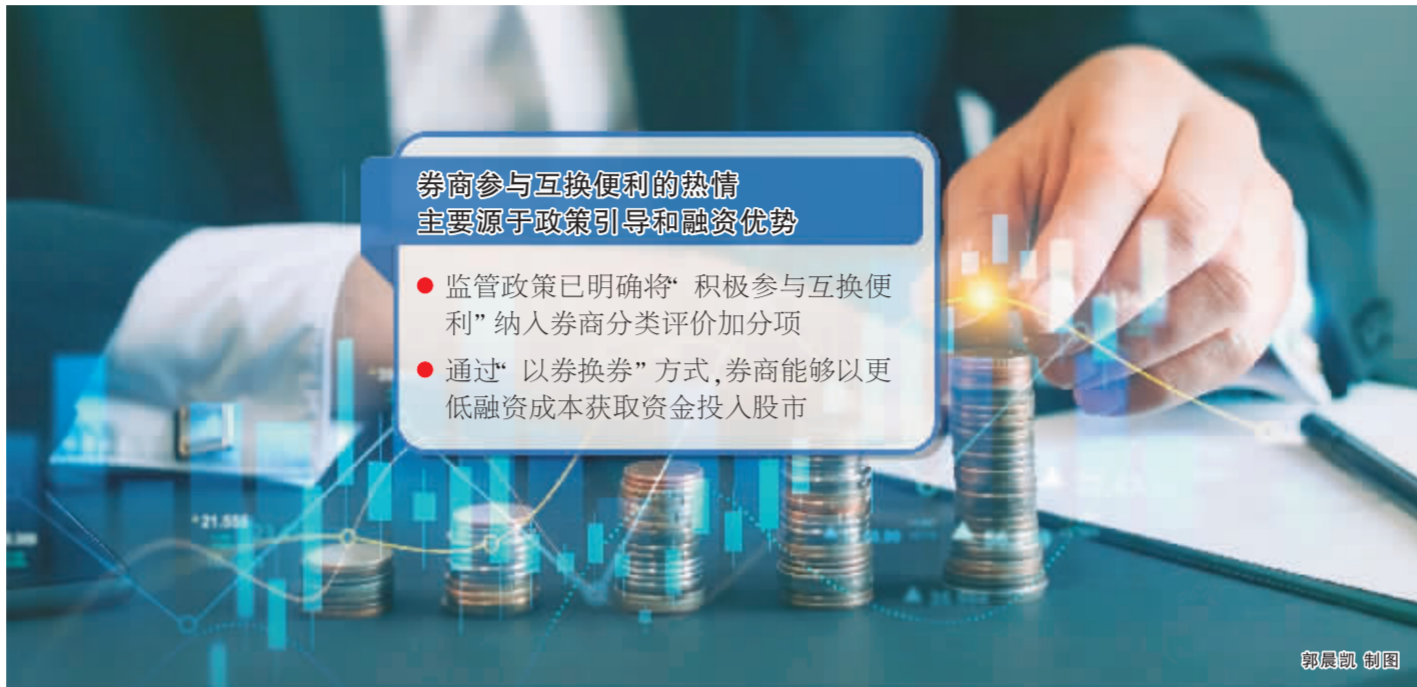
金融机构积极参与互换便利

随着2025年年报陆续披露，上市券商开展互换便利操作的具体情况逐渐浮出水面。从披露内容看，券商的参与程度和披露方式不尽相同，有的给出了精确的质押余额，有的通过科目变动间接反映，有的进行定性描述。

部分券商在年报中公布了截至报告期末用于互换便利的质押资产账面价值。华泰证券年报显示，截至2025年12月31日，集团将账面价值为3398亿元的长期股权投资向央行质押用于互换便利，而在2024年末，该项金额为0。国联民生披露，公司其他权益工具投资中为互换便利业务设立的质押，2025年初账面价值为0，年末为39.90亿元。

另有券商通过相关会计科目的变动间接透露参与力度。中泰证券年报显示，公司其他权益工具投资业务期末余额为91亿元，同比大幅增长215%，主要得益于互换便利业务规模增加及战略持有的永续债规模扩大。

更多机构以定性表述说明参与情况。中国银河表示“持续参与央行互换便利操作，落实推动中长期资金入市”；国泰海通称“有效运用互换便利等工具，在高速增长基础上持续创造超额收益”；申万宏源表示“积极响应互换便利业务，整体参与进度保持同业前列”。



券商参与互换便利的热情 主要源于政策引导和融资优势

- 监管政策已明确将“积极参与互换便利”纳入券商分类评价加分项
- 通过“以券换券”方式，券商能够以更低融资成本获取资金投入股市

郭展凯 制图

非银机构通过互换便利操作购入国债、央票后，目的是在银行间市场通过债券回购交易融入资金，再用融来的钱去投资股市。此时，银行是资金的直接提供者。农业银行、建设银行等银行也在年报中表示，积极开展央行互换便利操作项下非银机构回购交易，持续向中小金融机构提供流动性支持。

招商证券年报显示，“卖出回购金融资产款”科目下的互换便利质押式回购余额从2024年末的46.6亿元增至2025年末的50亿元。公司同时透露，2025年充分利用互换便利等融资工具，加大以央企为核心的高分红资产配置，并积极布局人工智能、半导体芯片、新能源等新兴科技行业。

西南证券证券事业部傅耀告诉上海证券报记者，券商的参与热情主要源于政策引导和融资优势：一方面，监管政策已明确将“积极参与互换便利”纳入券商分类评价加分项；另一方面，通过“以券换券”方式，券商能够以更低融资成本获取资金投入

股市。在市场情绪低迷时，该工具有效提振机构信心，让资金从观望转向布局，尤其头部券商的积极参与可起到示范作用。

存量规模仍在发挥稳市场作用

对比2025年四季度例会，央行货币政策委员会2026年一季度例会未再提及“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排”的表述，同时将“维护资本市场稳定”升级为“维护金融市场稳定运行”。

中国银河证券策略首席分析师杨超表示，“维护金融市场稳定运行”意味着监管视角更为宏观，统筹股市、债市、汇市协同稳定，防范风险跨市场传染。华创证券首席经济学家张瑜在研报中表示，央行短期重点从增强资本市场购买力转向防范全球震荡所带来的流动性风险。

业内人士普遍认为，表述的调整并不代表政策退出，或是暗示互换便利已从试点探

索进入存量管理、按需启用的阶段。杨超表示，互换便利旨在激活机构存量实力，而非源头性长期资金。央行于2024年10月和2025年1月完成两次招标操作后，至今暂无新招标，说明该工具属于按需启用，并非失效。

杨超分析称，当前，互换便利形成的存量规模仍在发挥稳市作用，已入市资金形成持仓筹码，对市场形成实际支撑，未使用额度则作为政策预备队，稳定市场预期。对股市流动性不会造成明显收紧，短期可能降低市场对强刺激的预期，但托底底线并未消失，存量工具仍可适时应对极端波动。

“互换便利本质上是逆周期调节工具，当前市场流动性状况可能尚未达到需要启用该工具的临界点。”傅耀认为，未来可关注两方面的触发信号：在市场层面，A股出现持续下跌、交易量严重萎缩、投资者信心明显不足等情况；流动性层面，出现银行间市场利率显著上升、券商融资成本大幅提高等迹象。

上海國際 International

油价冲击影响显现 通胀制约美联储降息前景

展望未来，美联储的政策前景仍将高度依赖油价走势与通胀数据的变化。受访人士认为，地缘局势不确定性仍将支撑油价高位运行，若冲突进一步升级，油价冲击对通胀造成的压力将持续存在，美联储降息窗口将被进一步推后。

◎ 记者 陈佳怡

中东地缘冲突持续，美国CPI重回“3时代”。美国劳工统计局日前发布的数据显示，在油价飙升的推动下，美国3月消费者价格指数（CPI）同比上涨3.3%，环比上涨0.9%。核心CPI则相对温和，显示出油价上涨尚未传导至核心通胀。

市场分析人士认为，结合美联储官员表态来看，锚定通胀是美联储当前的主要目标，未来美联储的政策预期将高度取决于美伊谈判的进展、后续能源价格上涨的持续性、通胀预期的变化等。

能源价格上涨推动美国通胀反弹

受中东地缘局势推高能源价格影响，美国通胀大幅反弹。3月CPI同比涨幅为2024年4月以来最高水平；环比涨幅为2022年6月以来最大单月涨幅。

从细分项来看，能源价格上涨无疑是最大推手。数据显示：3月能源指数上涨10.9%，为2005年9月以来最大月度涨幅；汽油指数环比上涨21.2%，为该指数设立以来最大月度涨幅。

剔除波动较大的食品和能源价格后，美国核心CPI保持相对平稳。具体而言，美国3月核心CPI环比上涨0.2%，与2月涨幅持平；同比上涨2.6%，略高于2月的2.5%。

实际上，在国际油价大幅上涨背景下，市场对于美国通胀回升已有较为充分的预期。相比数据，美伊谈判的进展更引人关注。

分析人士认为，由于能源价格对通胀的传导仍具有滞后性，后续应关注油价上涨的持续性和传导性，这将成为决定未来通胀与美联储政策预期的关键变量。

“美国3月通胀受能源价格上涨影响明显，目前核心物价仍相对稳定，但油价上涨的二次效应应有很大机会传递到核心通胀。由于目前油价仍然居高不下，并且冲突时间越久通胀将越黏滞，未来这部分价格变化值得关注。”中信银行（国际）首席经济师丁孟表示。

美联储上半年降息概率不大

高油价对通胀的冲击，打乱了美联储降息节奏。美联储的“双重使命”是充分就业与物价稳定，但当下情况让美联储陷入两难。

从美联储官员的表态来看，政策立场已悄然生变。美联储3月货币政策会议纪要显示，绝大多数与会者认为，通胀上行风险和就业下行风险均已升高，随着中东局势的发展，这些风险将进一步加剧。

“一些与会者认为，会后声明中有必要对未来的利率决策进行双重描述，以反映如果通胀持续高于目标水平，上调联邦基金利率目标区间是合适的。”上述会议纪要显示。

展望未来，美联储的政策前景仍将高度依赖油价走势与通胀数据的变化。受访人士认为，地缘局势不确定性仍将支撑油价高位运行，若冲突进一步升级，油价冲击对通胀造成的压力将持续存在，美联储降息窗口将被进一步推后。

广开首席产研院资深研究员刘涛认为，由于中东地缘冲突短时间内尚未见到和平曙光，上半年美联储降息的可能性已经不大。

美联储新主席提名进度搁置

中东地缘冲突打乱美联储政策步调之余，美联储内部人事更迭又添变数。据美国媒体援引知情人士报道，原定于4月中旬举行的美联储主席候选人凯文·沃什的提名听证会已被推迟。

今年1月，美国总统宣布提名沃什接替鲍威尔担任下一任美联储主席，后者的主席任期将于5月15日届满。但直至近期，沃什的提名进度仍处于搁置状态。美国参议院银行委员会成员、北卡罗来纳州共和党参议员汤姆·蒂利斯明确表态，拒绝投票支持任何美联储主席提名人选，直到美国司法部撤销对鲍威尔的刑事调查。

白宫方面则对沃什执掌美联储充满信心。白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特日前表示，他“非常有信心”沃什将在鲍威尔担任主席任期结束时到任。

长期以来，沃什的货币政策“鹰派”形象深入人心。但他目前对通胀的态度与早期截然不同，对降息也持开放态度。不过，在当前宏观背景下，“沃什时代”的美联储也难言能否推进降息。

“相较而言，‘沃什时代’的美联储或更关注市场对于通胀预期的定价，而非通胀的既定事实。”申万宏源证券研报认为，面对原油供给冲击引发的通胀压力，美联储政策更偏向于关注短期通胀压力，优先选择以不变应万变，而后相机抉择。油价见顶回落或是美联储重启降息的“前置条件”，但降与不降还要依赖于油价下行的斜率，以及美债隐含的通胀风险溢价。

东海证券研报称，维持美联储上半年按兵不动的观点，下半年沃什上任美联储主席叠加中期选举的政治诉求，或为美国带来降息机会。

券商“掌门人”谈未来：出海要“扎下来”，AI是“必答题”

◎ 卢伊 记者 徐蔚

截至4月13日，Choice数据显示：已披露2025年业绩的25家上市券商合计实现营业收入4413.11亿元，同比增长10.30%；归母净利润1741.40亿元，同比增长45.54%。在交出亮眼成绩单的同时，多位券商董事长通过致股东信谈收获、定战略，释放三个关键信号：“出海”从“走出去”迈向“扎下来”；“AI”从概念走向业务全链条；“未来”锚定一流投行。

出海：融入全球价值链

“出海”成为2025年券商股东信中的高频词。与以往简单设立海外分支机构不同，各家券商正致力于将全球服务能力从“走出去”升级为“扎下来”。

国泰海通证券董事长朱健在信中表示，国泰海通已建立覆盖17个国家和地区的全球服务网络，并稳步推进境外子公司收购印尼证券公司进程。2025年，公司港股配售项目承销家数居行业首位，中资离岸债券承销家数排在中资券商第一，跨境投行及交易投资一体化建设成效显著。

申万宏源董事长刘健在信写道，公司以专业服务护航中国资产登陆港资本市场，境外投行融资规模、数量、布局全面跃升。同时，申万宏源当好“中国投资”和“投资中国”的桥梁纽带，跨境财富管理规模、

效益多点突破，跨境交易覆盖南北向权益、固收、商品全品类。

“中国企业的全球化正在经历质变——并非简单地走出国门，而是真正转变为发源于中国、布局全球的企业。”华泰证券首席执行官周军在信中写道，2025年，华泰证券以跨境交易为突破口构建核心能力，全球交易平台已连接香港、纽约、伦敦、新加坡等主要金融中心，股权衍生品、FICC等重点业务保持市场领先。华泰证券有能力在客户需要的任何市场、任何时区，提供可以信赖的金融服务。

从“点”到“网”，头部券商正以更深厚的本土产业理解和更专业的全球资本运作能力，陪伴中国企业深度融入全球价值链。

AI：一道必答题

如果说2024年是券商AI应用的试水之年，那么2025年则是全面落地之年。多家券商的董事长在致股东信中均提到AI提升至战略核心位置，且不再局限于降本增效，而是着眼于重构业务的价值创造方式。

“AI重构绝非一日之功，但这不是一道选择题，而是一道必答题。”周易表示，AI带来的变革不是对既有流程的简单叠加，而是对价值创造方式的根本性重构。他分享了华泰证券的两大实践：

一方面，构建AI驱动的智能投研体系

与全公司数据能力底座。以新能源、智能驾驶、创新药等产业赛道为突破口，将投研、投行、交易、风控积累的产业数据和专业认知系统整合，实现对产业链全景的动态追踪与深度解析。

另一方面，以客户终端为牵引，倒逼全业务链AI化贯通。2025年10月发布的“AI 乐享”App，是行业首款AI原生金融交易终端，从底层重塑了投资者与金融服务的交互方式，牵引后台数据治理、投研、交易与风控体系全面打通。

招商证券党委书记、董事长霍达在信中表示，招商证券成为业内首家建成基于云原生架构的分布式核心交易系统并全面切换平稳运行，AI证券公司建设在“招证天启”多模态模型矩阵、对客户App智能助手等多领域取得突破。

在“All in AI”战略的驱动下，国泰海通2025年加速推动人工智能从技术创新走向业务创收。朱健表示，2025年，公司成功打造“1+N”大模型可信可控技术架构，成为行业首家获监管批准推出大模型面客服务的券商。同年，业内首发新一代全AI智能APP“灵犀”并升级至2.0版本，实现大模型在投研、交易、风控等多个业务领域的全场景规模化应用。从创新到创收，面向零售客户的君弘App注册用户突破4500万，服务模式已从标准供给转向智能定制。

拥有更强的议价能力和利润空间；而低库存运转的中小企业，则陷入“接单怕亏损，不接单怕丢客户”的局面。

在孙大鹏看来，自己的工厂能在“风暴”中站稳脚跟，靠的并非运气，而是提前布局。

在柯桥扎根30年，孙大鹏一家专做阿拉伯袍与高级西装面料，年出货量达1500万米，内销与出口各占一半，中东、北非是其重要海外市场。凭借敏锐的市场嗅觉，他在春节前就预判到潜在风险，提前备足了原料库存。

在涨价与保客之间，孙大鹏有自己的办法。他对客户实施分类定价：长期合作的服装厂，坚持原价优先保供，“按去年的价格供货，一分钱都没涨”；对中间商，则分批上调价格，“前天涨两毛，昨天涨两毛，今天再涨一毛”，逐步传导成本压力，避免一次性

未来：锚定一流投行

步入“十五五”开局之年，各家券商董事长均在展望中明确了新一轮战略目标。尽管表述各有侧重，但“打造一流投行”、“服务新质生产力”、“做好金融”五篇文章”成为共同的战略支点。

招商证券明确了“打造科技引领、协同致胜的中国领先投行”的战略目标。霍达表示，将扬长补短，在贯通财富管理循环、打造投行、投资标杆工程，增强大类资产配置能力等方面久久为功。2026年作为“十五五”开局之年，公司将全面提升综合竞争力，力争开好局，起好步。

刘健提出以“打造产业投行、交易投行、财富管理”作为新一轮战略发展的主引擎。他表示，申万宏源将加快建设一流投行和投资机构步伐，为深耕十年的“投资+投行”战略注入新内涵。

国泰海通的发展目标则是“国内全面领先、国际特色卓越”。朱健表示，2026年是公司开启新三年战略规划，深化整合融合发展的关键之年。公司将锚定“成为具备国际竞争力与市场引领力的一流投行”愿景，以贯彻新战略新文化为契机纵深推进整合融合，积极做好金融“五篇文章”，努力当好直接融资“服务商”，资本市场“看门人”、社会财富“管理者”。

原料价格波动下，一家纺织厂的“布”局

◎ 陈铭 记者 杨烨

“价格不能再涨了，再涨客户都跑了。”谈起这轮油价上涨给面料产业链带来的价格传导压力，老鲍纺织总经理孙大鹏说。

上游原料涨价冲击持续一个多月后，面料市场正逐渐回归平稳，位于绍兴柯桥的老鲍纺织，也恢复了正常的接单、生产与销售节奏。但孙大鹏每日清晨的第一件事，依然是紧盯国际局势与原料价格走势。

孙大鹏表示，原油涨价的冲击沿产业链层层传导，涤纶等原料价格大幅上涨，市场一度陷入抢货、囤货、惜售、观望的局面。上游成本快速波动所带来的连锁反应，考验着每家面料商的生存能力。

“原料价格像过山车一样，我在轻纺城这么多年，从没见过这样的行情。”孙大鹏回忆道。3月上旬，国际原油价格高位震荡，直接带

动合成纤维上游原料价格剧烈起伏，市场报价一度混乱。同一个业务员，上午和下午的报价能差1000元。受此影响，部分原料厂家选择停产观望，纱线、面料的生产环节也被迫暂停。

全球纺织网数据显示，3月2日至12日，内盘PTA基准价从每吨5290元飙升至7020元，此后在6000元至7000元区间持续震荡，单日最高涨跌幅超过13%。到3月中旬产业链逐渐复工时，上游原料报价较春节后上涨13%至15%。

报价混乱与涨价预期叠加，市场囤货情绪快速升温。孙大鹏表示，工厂复工当天一早，他就接到至少20个催货电话。在行业普遍采用账期结算的背景下，不少客户主动表示，只要有货，立刻打全款。

彼时，产业链上下游企业呈现出明显的分化态势：前期原料库存充足的企业，天然

大幅降价吓退客户。

与业内常见的低库存、长账期模式不同，孙大鹏始终将现金流安全放在首位，这也让他有能力大规模备货。孙大鹏透露，在这轮原料涨价中，工厂反而凭借稳定供货和诚信经营，吸引了一批新客户，内销成品布日销量达到四五万米，已超过去年日均水平。

今年以来，老鲍纺织积极向阿尔及利亚、摩洛哥等海外市场延伸。“一定要多元化布局。”孙大鹏说，“我们不做单一客户，也不做一个国家的生意。哪怕只是三五百米的小单子，我们也认真接单，用纸箱或者蛇皮袋装了灵活发货，积少成多。”

走进老鲍纺织门店，店员正忙着赶制面料样册；柯桥的成品仓库里，一卷卷面料码放整齐。采访当天，孙大鹏的电话依然响个不停，催货、询价的消息络绎不绝。在忙碌之中，生意似乎正逐步回归正轨。