



预期内的宽松,预期外的降息

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

预期内的宽松,预期外的降息

摘要

5月7日,国新办举行新闻发布会,央行、金融监管总局、证监会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况,并答记者问。此次会议揭开了4月25日政治局会议部署任务落地的序幕。市场对降准和各类再贷款工具增量扩容有所预期,但全面降息的时点略超市场预期。

4月贸易战对经济的影响初现端倪,大宗商品下滑加剧通缩压力,美元走弱带动人民币升值减轻了汇率对政策的掣肘是当前降息的主因。降息力度偏弱一方面是因为目前经济压力尚不明显、商业银行净息差压力较大。另外,央行预计仍将处于宽松周期,10BP的降幅也为后续政策发力留出一定空间。结构性政策利率下调25BP。一方面是补降,另外也能够适度缓和的银行面临的净息差压力。

总的来看,目前货币政策率先响应了政治局会议的号召,揭开政策稳增长序幕。后续随着贸易战对中国经济的影响逐渐显现,财政政策等也会跟随而上,存量财政政策会加速落地。而增量的财政、货币政策则需要根据基本面相机抉择了。

风险提示

4月抢转口初见端倪,需要关注后续抢转口结束后,出口可能面临的快速下滑压力

在出口面临一定下滑压力时,需要关注后续国内基本面面临的下行压力

政策目前依旧处于稳增长窗口期,关注后续如果出口出现压力,政策可能的应对措施



5月7日，国新办举行新闻发布会，央行、金融监管总局、证监会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。此次会议揭开了4月25日政治局会议部署任务落地的序幕。其中，央行推出了三类10项具体政策，市场对降准和各类再贷款工具增量扩容有所预期，但全面降息的时点略超市场预期。

此次降息涉及三方面：

一是核心政策利率下调10BP，7天OMO利率从1.5%下调至1.4%，并带动LPR利率同步下行10BP左右。

二是各项结构性政策工具利率下调25BP，比如各类专项结构性政策利率、支农支小再贷款利率，从1.75%降到1.5%，抵押补充贷款（PSL）利率从2.25%降至2%。

三是个人住房公积金贷款利率下调25BP，5年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。

自去年中央经济工作会议表述要“适时降准降息”¹后，市场对降息的预期一直存在。10年国债利率下行至1.60-1.65%左右，考虑到此前OMO利率在1.5%，国债利率隐含了较大幅度的降息预期。

降息时点：

1、随着4月中美贸易摩擦升温、PMI明显回落以及大宗商品价格下滑预示着通胀下行压力加大，政策等待的降息时点也正式到来。

2、近期，受中美经贸关系有所缓和、美国经济预期走弱带动美元指数下行等因素影响，人民币汇率重回7.2左右，中间价和离岸价价差收敛，人民币汇率贬值对货币政策的掣肘减弱，央行降息空间打开。

3、向市场表明了政策稳增长的决心。此前，财政部部长蓝佛安在亚行理事会年会上也明确表示“中国将采取更加积极有为的宏观政策，有信心实现2025年的5%左右增长目标”²。此次降息也是央行在配合表态。

降息力度：

1、考虑到目前经济压力尚不明显、商业银行净息差压力较大（截至2024年末，商业银行净息差仅1.52%），央行仅下调10BP，相对低于市场降息预期。但考虑到当前经济压力尚未完全显现，央行预计仍将处于宽松周期，10BP的降幅也为后续政策发力留出一定空间。

2、结构性货币政策利率和住房公积金利率的下降幅度更大。一方面是补降，此前降息主要集中在OMO利率、LPR利率上，结构性政策工具往往缺席降息。如1年期支农支小再贷款利率在2024年1月下调至1.75%后（上一次下调是2021年末从2.25%下调至2%），一直没有变动。在此期间，1年期LPR利率已经下调了35BP。

另一方面能适度缓和的银行面临的净息差压力。截至2025年一季度末，其他存款性公司（各类商业银行）对央行负债总额为17.1万亿，其中，结构性货币政策工具余额合计5.9万亿元，占比为34.5%。在LPR利率下调10BP左右、OMO利率下调10BP时，结构性货币政策工具利率下调25BP（商业银行从央行获取负债的成本更低）能够有效缓和银行面临的净息差压力。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/Q0ZhZsOiccz_PvJZQI0-7Q

² https://mp.weixin.qq.com/s/m5_6ZtttojcaPnoztsKPVg



图表1：央行结构性政策工具

工具名称	政策存续状态	支持领域	发放对象	利率	额度(亿元)	余额(亿元)	变动后额度	变动后利率
支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8350	6531	支小支农+3000	1.5
支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18750	16957		1.5
再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75%	7400	5835		1.5
普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1.00%	800	650		
抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%		25841		2
碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5351		1.5
普惠养老专项再贷款 (2024年末退出, 可以视为服务消费与养老再贷款的前身)	存续	公益型、普惠型养老机构运营, 居家社区养老体系建设, 老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	21		1.5
科技创新和技术改造再贷款	存续	科技型中小企业, 重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000	7	3000	1.5
保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%	3000	162		1.5
证券、基金、保险公司互换便利	存续	以股票、股票ETF、债券等为抵押, 从央行调入高流动性资产用于抵押融资	证券、基金、保险公司		5000	截至2025年1月末, 合计使用1050亿元	将两项工具总额度8000亿元合并使用	
股票回购增持再贷款	存续	引导银行向符合条件的上市公司、主要股东发放相关贷款, 再贷款“专款专用、封闭运行”	银行		3000			
科技创新债券风险分担工具	新设							
服务消费与养老再贷款	新设						5000	预计1.5

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所（注：金额时间截至 2024 年三季度）

第二，再贷款工具的增量扩容，定向支持科创、消费与养老、小微等领域。

一是增加 3000 亿元的科技创新和技术改造再贷款额度，有目前的 5000 亿元增加至 8000 亿。二是设立 5000 亿元服务消费与养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。三是增加支农支小再贷款额度 3000 亿元。四是创设科技创新债券风险分担工具，风险央行提供低成本的再贷款资金，可购买科技创新债券。

其中，科技创新和技术改造再贷款扩容主要是为了与 2000 亿设备更新资金配合，共同推进制造业投资增长。2024 年 4 月央行设立了 5000 亿设备更新科技创新和技术改造再贷款，前期使用进度偏慢，但是四季度随着设备更新政策落地，资金使用进度大幅加快，截至 11 月 15 日，银行累计与 1737 个企业和项目签订贷款合同近 4000 亿元。考虑到上一轮资金额度即将用尽，央行需要适度扩容再贷款额度来配合今年特别国债资金使用。在政策资金的支持下，预计设备更新或继续推动制造业投资增速维持高位。

合并两项支持资本市场的货币政策工具或主要是为了提高资金使用效率。从使用效果上看，截至 2025 年 1 月末，互换便利共开展 2 次操作，金额合计 1050 亿元（总额度 5000 亿），截至 2024 年末，我国上市公司披露拟申请回购增持贷款金额上限近 600 亿元；2024 年披露回购和大股东增持计划金额上限接近 3000 亿元（总额度 3000 亿）。考虑到资金使用效率不同，此次合并可以更有效的利用两者的额度。

对于新增的两项再贷款工具，则需要进一步观察工具的使用效率。

第三，降准缓和银行流动性约束，为后续的政府债加速发行等提供资金支持。

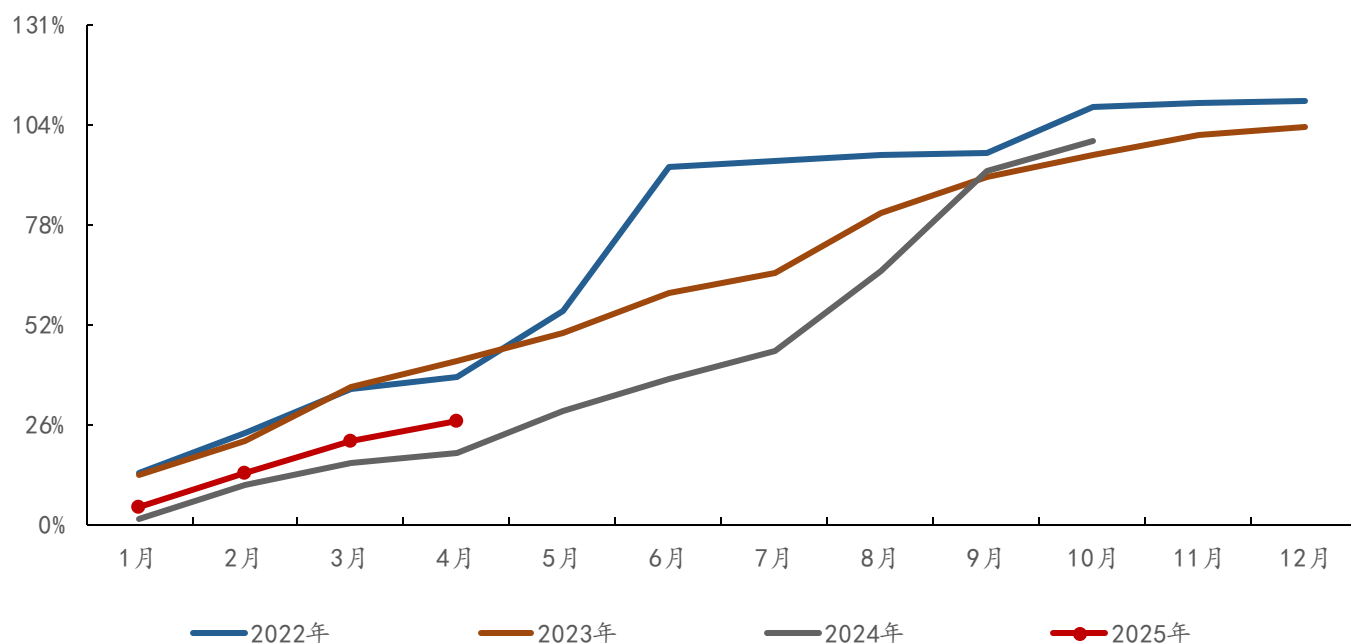


降准整体符合市场预期。一方面近年来随着货币政策框架改革的推进，降准等数量型工具的政策信号意义减弱，对汇率等不会造成压力，因此即使此前汇率存在较大贬值压力，但是市场预期也较强。另一方面，政府债发行加码预期下，通过降准来提供流动性支撑也是应有之义。

此次央行降低存款准备金率 0.5 个百分点，降准后整体存款准备金率平均水平将从原来的 6.6% 降低到 6.2%，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。

4 月 25 日政治局会议强调要加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，预计 5 月政府债发行进度或明显加快，此次降准将为后续政府债发行提供流动性支持。截至 2025 年 4 月末，政府债净融资规模 4.9 万亿，发行进度为 41%（今年新增政府债限额 11.86 万亿）。其中，新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债、特别国债、国债的累计发行进度为 27%、79.9%、38%、15.9%、30%，其中特殊再融资专项债发行进度明显较快，专项债发行进度较偏慢。

图表2：专项债发行进度



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

总的来看，目前货币政策率先响应了政治局会议的号召，揭开政策稳增长的序幕。后续随着贸易战对中国经济的影响逐渐显现，财政政策等也会跟随而上，存量财政政策会加速落地。而增量的财政、货币政策则需要根据基本面相机抉择了。

风险提示

4 月抢转口初见端倪，需要关注后续抢转口结束后，出口可能面临的快速下滑压力

在出口面临一定下滑压力时，需要关注后续国内基本面面临的下行压力

政策目前依旧处于稳增长窗口期，关注后续如果出口出现压力，政策可能的应对措施



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