

宏观深度报告 20250506

货币政策变局：如何理解“降准降息”的逻辑

2025 年 05 月 06 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

核心观点

■ 货币政策“适时降准降息”的逻辑：

■ （1）从总量宽松逻辑看，“降准”和“降息”落地的着眼点是稳定经济增长，“稳增长、稳预期、稳信心”的诉求前置需要货币政策加大宽松力度，提振内需、稳定预期和信心，“适时降准降息”不仅可以稳定内需、而且也有利于实现外部均衡，同时当前中国的收益率曲线已经较为平坦，择机“降息”有利于修正 10 年期和 30 年期等长端利率隐含着经济增长预期，同时在暂停国债买卖的情况下，通过调降短端利率，打开曲线陡峭化的空间。

■ （2）从结构工具看，货币政策工具箱中，数量型工具与价格型工具始终并存，总量宽松也要求结构性政策提供更多的量化指导，我们预计新一轮支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等领域的新型再贷款或循序渐进创设，丰富货币政策工具箱。

■ （3）政策性金融工具或适时创新而生，为落地 4 月份中央政治局会议表述，政策性金融工具或在科技创新、扩大消费、稳定外贸等三个方面通过长期低息专项贷款、专项建设基金、政策性担保等方式来提供金融支持，并且政策性银行或继续扩大政策性金融债发行规模融资，不排除 2025 年通过 PSL 为政策性银行提供资金支持。

■ 2025 年货币政策变局的方向：2024 年变革后的货币政策框架立足于 2010 年以来货币政策的“三阶段”探索，在新版“利率走廊”以及配套的流动性投放机制即将“周年”的节点上，市场对新版“价格调节机制”存在至少 3 个方面的犹疑，需要货币政策实践以及时间给出答案。

■ （1）利率调控：锚定隔夜或 7 天？收窄后的“利率走廊”操作期限缩短为隔夜回购，是否意味着隔夜正在取代 7 天期利率成为新的操作利率，2025 年以来，DR007 和 DR001 频频出现“倒挂”，出现这种情况的原因，或在于收窄后的“利率走廊”实质上锚定隔夜利率，与 7 天期回购利率相比，隔夜回购利率的主要参与方为一级交易商，货币政策对隔夜资金利率的可控性、可测性更强，其基准性也就更高。

■ （2）流动性调控：“短+中+长”投放框架。对于“适度宽松”的要求而言，“降准”仍是稳定流动性供给的有效工具，并且从静态成本来看，“降准”依旧是投放成本较低的基础货币供给渠道。

■ （3）收益率曲线调控：如何“由短及长”？长短端利率之间是否有效传导，决定了价格型货币政策的有效性，然而“缺失中介变量”的问题延续至今，从中国债券收益率曲线来看，2024 年三季度央行开启国债买卖之后，收益率曲线存在明显的“期限分割”，央行和市场各自划分曲线的“势力范围”，导致收益率曲线持续处于扁平化的形态。

■ 风险提示：特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

相关研究

《特朗普 2.0 百日新政复盘及后市展望》

2025-05-06

《五一假期海外市场：强非农再压降息预期》

2025-05-05

内容目录

1. 2010 年至今货币政策框架的变迁	4
1.1. 货币投放机制的变化.....	4
1.2. 政策调控框架的“三阶段”变迁.....	5
1.2.1. 2010 年至 2015 年：“粉墨”初登场.....	5
1.2.2. 2015 年至 2024 年：初始“利率走廊”时期.....	6
1.2.3. 2024 年至今：新“利率走廊”时期.....	7
2. 货币政策调控的中心：准备金市场	8
2.1. 利率调控：锚定隔夜或 7 天？	8
2.2. 流动性调控：“短+中+长”投放框架	9
2.3. 收益率曲线调控：如何“由短及长”？	11
3. 货币政策展望：如何兑现“适时降准降息”？	12
3.1. “适度宽松”：平衡“连续性”和“灵活性”	13
3.2. 如何兑现“适度宽松”：降准/降息的节奏	13
3.3. 如何兑现“适度宽松”：结构型政策工具适时发力.....	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1:	2010 年至 2015 年开启货币供给创造机制的变迁.....	4
图 2:	结构型货币政策工具一度占基础货币比例接近 30%.....	5
图 3:	“利率走廊”机制的培育.....	6
图 4:	2024 年 6 月后“利率走廊”机制的培育.....	7
图 5:	2025 年以来 DR007 和 DR001 频现倒挂.....	9
图 6:	流动性供给的期限结构框架.....	10
图 7:	“降准”仍是投放成本较低的基础货币渠道.....	11
图 8:	国债净买入与买断式逆回购操作.....	11
图 9:	收益率曲线存在“期限分割”.....	11
图 10:	“降准降息”不仅有利于内部均衡，而且有利于外部均衡.....	13

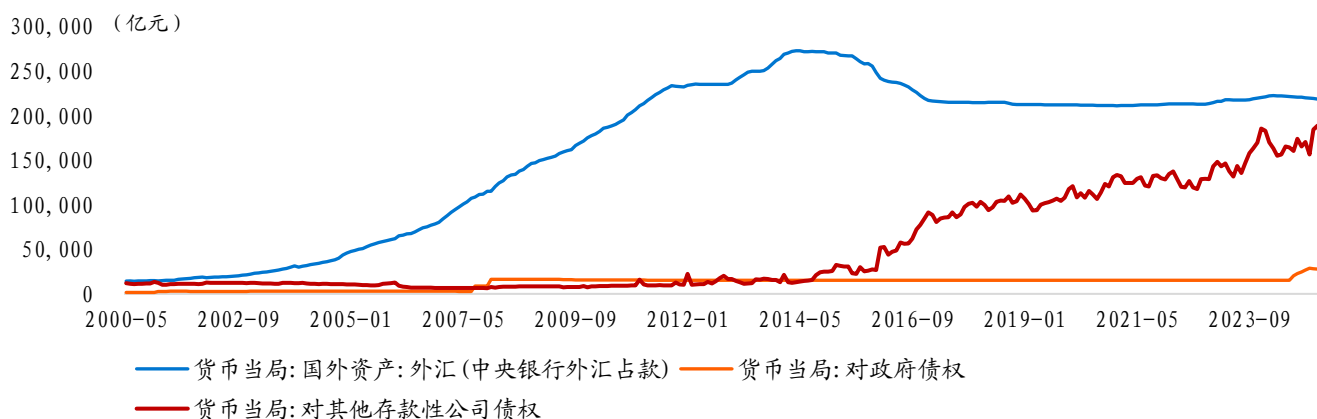
2024年6月份之后，中国货币政策框架开启新一轮变革，无论是国债买卖等流动性调控工具创新，还是强化价格型调控机制，货币政策调控均迈入了一个不同于历史的新阶段，但是制度变迁存在“路径依赖”，即将“周年”的新货币政策框架仍然立足于2010年以来发生的“三阶段”探索。本篇报告在梳理2010年至2024年货币政策曾经发生的三次重要变革的基础上，继续探讨进入2025年二季度兑现“适度宽松”的路径。

1. 2010年至今货币政策框架的变迁

1.1. 货币投放机制的变化

2010年之前由于全球化红利带来外汇收支“双顺差”，以及国内市场化改革、住房等货币化程度不断提高，货币供给和货币需求均旺盛扩张，通货膨胀率也逐级走高，外汇占款成为推动货币供给高增长的主要原因，在当时“数量型调控框架”机制下，货币政策通过提高法定存款准备金率“筑坝拦洪”，将外汇储备扩张而来的货币供给锁定在表内。以存款准备金和存贷款基准利率为主要货币政策操作变量，广义货币供给为中介变量，作用于经济增长和物价稳定的政策目标，在当时金融周期和经济周期均“顺周期”的阶段，法定存款准备金率在某种程度上也承担起“宏观审慎”职能。2008年至2010年之后，随着经济周期和金融周期渐渐分化、经济货币化程度达到一定水平，尤其是外汇占款不再是货币扩张的主因，中国的基础货币创造机制开启转型。从人民银行的资产负债表来看，2015年之后，外汇占款甚至一度转为回笼基础货币，从2015年至2017年外汇占款合计收缩5.59万亿元，在外汇占款这一被动型的基础货币投放渠道收缩之后，人民银行开始创设多种结构型工具，以更加“主动”地投放基础货币，2016年12月中央经济工作会议肯定“适应货币供应方式新变化”，从2014年至2024年这11年期间，常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）、中期借贷便利（MLF）等市场熟知的“粉”以及各种专项再贷款陆续问世，用以填补基础货币投放渠道。

图1：2010年至2015年开启货币供给创造机制的变迁



数据来源：Wind、东吴证券研究所

货币投放机制变迁也推动政策调控机制从“数量型”向“价格型”转化。早在 2013 年至 2014 年，人民银行通过成立市场利率定价自律机制、非对称下调存贷款基准利率、放开存款利率浮动区间等开启利率市场化进程，为 2015 年之后建立利率走廊等市场化调控机制奠定了基础，但是由于经济和金融系统的惯性，在构建“利率走廊”并培育政策基准利率体系以传递货币政策信号的同时，还存在“**市场化的回购利率与传统存贷款基准利率并行**”的“**利率双轨制**”，从 20 世纪 90 年至 2019 年 LPR 报价机制改革之前，“利率双轨制”始终是货币政策面临的重要议题，从“利率走廊”开始搭建至 2017 年期间，“利率双轨制”的矛盾还并不突出，但是随着 2017 年 1 年期 Shibor 首次超过 1 年期贷款基础利率（LPR），并且与 LPR 利差倒挂程度一度加深，市场化利率和存贷款利率之间凸显矛盾，并逐级带来资产端和负债端利率走势分化、表内和表外融资工具利率走势分化，而这也构成 2019 年及之后 LPR 报价机制变革、存款定价机制变革的先兆。

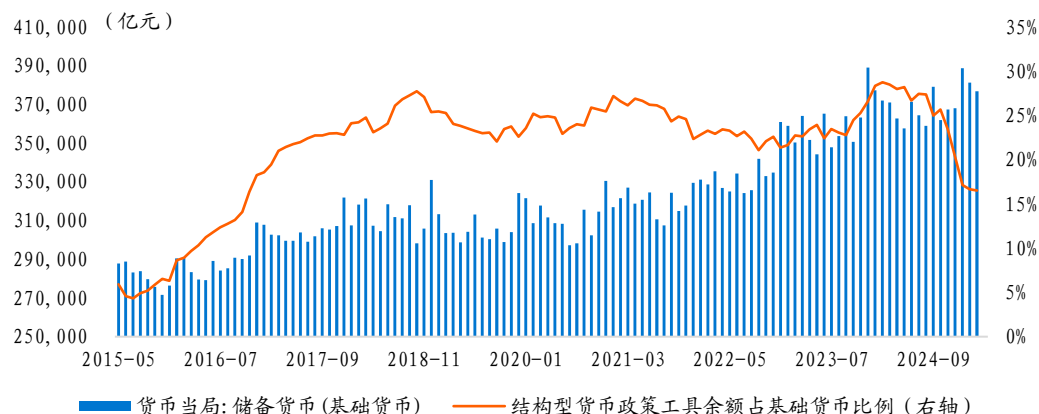
1.2. 政策调控框架的“三阶段”变迁

当前货币政策调控形成了以价格型调控为主导、以利率为核心的框架体系，辅之以结构性货币政策的量化指导，但这一框架是经过十余年的探索成型，并且在 2024 年 6 月开启新一轮变革后，至今仍在培育中的体系。

1.2.1. 2010 年至 2015 年：“粉墨”初登场

2014 年开始人民银行不断创新流动性调节方式、丰富政策工具箱，2014 年至 2024 年这 11 年里，货币政策在流动性管理技术上的主要革新是创设出 MLF、PSL、SLF 和 SLO 等多种基础货币投放形式，并且 MLF 成为最主要的结构性政策工具，一度成为 10 年期无风险利率的中枢和中期“利率走廊”的枢纽，直至 2024 年 6 月份 MLF 逐步淡化政策利率色彩，2025 年 3 月 24 日 MLF 的操作方式被调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，多重价位中标意味着 MLF 利率“随行就市”紧跟市场利率波动，其政策属性宣告结束，也预示着 2014 年至 2024 年 MLF 主导的这 11 年成为过去。

图2：结构型货币政策工具一度占基础货币比例接近 30%



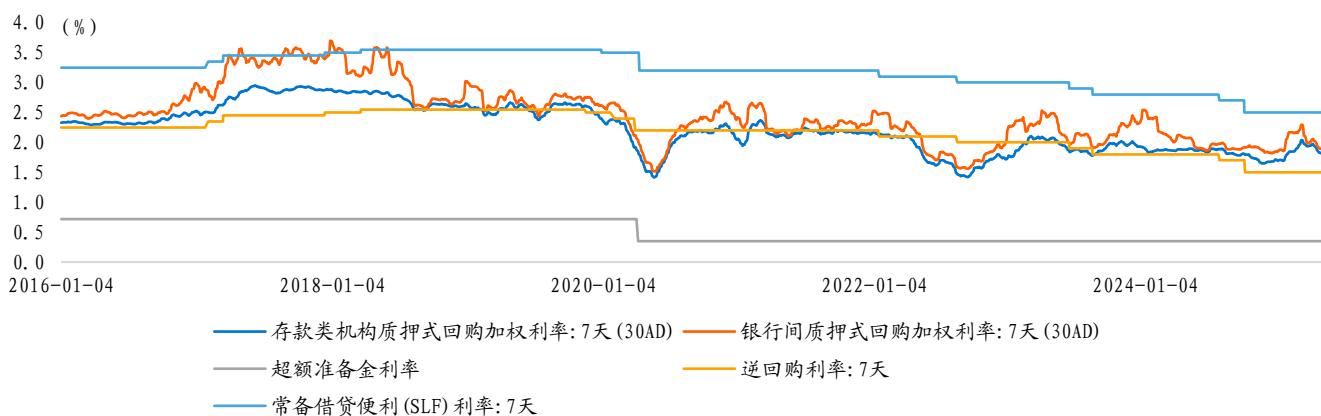
数据来源：Wind、东吴证券研究所

2014年至2024年MLF从兴起到退出历史舞台。MLF的本质是以国内资产做抵押品发行人民币，在此过程中，由于人民银行缺乏足够的主动性（需要金融机构根据需求申报）、可抵押资产范围有限等条件约束，MLF很难成为基础货币的主要投放工具，且成本相比同业存单等市场化融资偏高。同时在“协同财政政策”方面，MLF也缺乏足够灵活的机制，致使MLF始终没有难以取代“降准”，2018年之后人民银行恢复“降准”操作，每年惯性调降1.0%左右准备金率以更低的成本发行人民币。

1.2.2. 2015年至2024年：初始“利率走廊”时期

2015年央行在第一季度货币政策执行报告中正式提出建构“利率走廊”，经过2015年至2020年的实践，货币政策实践逐步培育形成以“超额存款准备金率为下限、常备借贷便利（SLF）利率为上限”的“利率走廊”机制。

图3：“利率走廊”机制的培育



数据来源：Wind、东吴证券研究所

从货币政策着意打造“利率走廊”以来，市场始终在猜测究竟哪一项市场利率指标

和货币政策最为“合意”。在 2015 年至 2016 年的政策实践期间，市场一直猜想究竟是 DR007 还是 R007 成为政策基准利率，当“流动性分层”不够明显，R007 和 DR007 的利差保持在 20bps 以内时，两者之间的区别不大，但是 2016 年四季度由于“金融去杠杆”引发债券市场剧烈调整，R007 快速突破“利率走廊”上限，可 DR007 始终保持在“利率走廊”之内运行，随后《2016 年第三季度货币政策执行报告》非常明确的指出：“银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（市场习惯以 DR007 指代）贴近公开市场 7 天期逆回购操作利率平稳运行，9 月份以来利率弹性有所增强，既体现经济基本面以及季节性变化规律，又合理反映流动性风险溢价。DR007 可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”，最终让准政策基准利率水落石出。

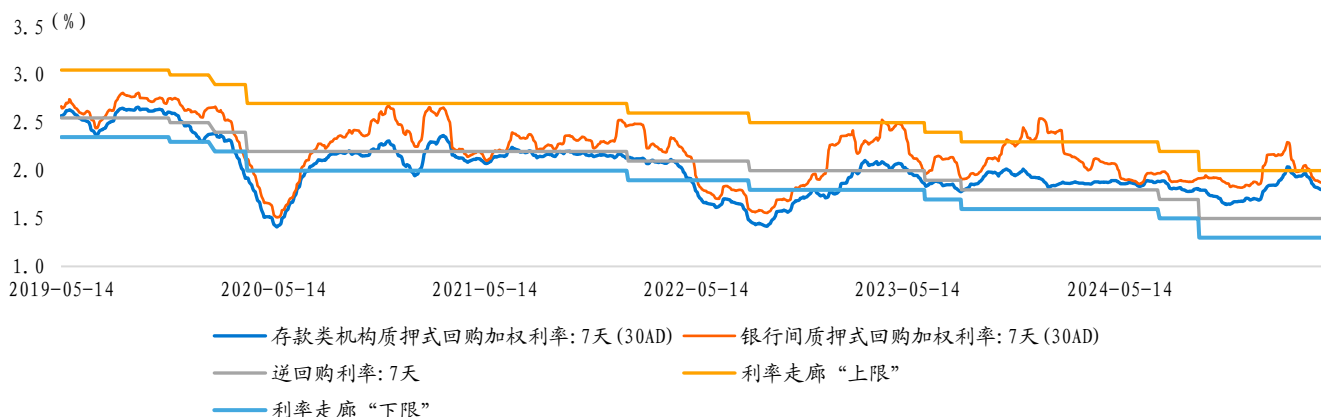
在“利率走廊”调控机制下，流动性技巧也日益“精准化”。纵观 2015 年至 2020 年期间，央行对“利率走廊”的每一次修正，从明确准政策基准利率，到逆回购等公开市场操作每日常态化、适时推出 63 天期逆回购、MLF 等结构性政策工具每月询量询价常态化，甚至根据流动性需要，在特定时期创设“创新型货币政策操作安排”——2017 年春节期间推出的“临时流动性便利”（TLF）和 2018 年春节期间推出“临时准备金动用安排”，无不凸显出央行流动性管理技巧日益成熟，货币政策调控从数量型到价格型的转换也不断成熟。

除却“加息”、提高“波动率”也是“去杠杆”的有效手段。2016 年至 2017 年在金融业态重塑和“加息”周期，货币政策盯住 DR007 波动维持货币利率体系总体稳定，除却直接“加息”，也通过适度调配不同期限流动性的投放，来变相抬升“加杠杆”的成本，或抬升资金利率的波动率，比如曾经 MLF 有 3 个月期和 6 个月期，2016 年底至 2017 年期间，在每月中期借贷便利操作之时，以 1 年期替代到期的 3 个月期和 6 个月期，如此拉长加权平均利率，引导短期和中期利率走廊中枢位置。

1.2.3. 2024 年至今：新“利率走廊”时期

过去 10 年“利率走廊”实践，提示货币政策应选择一种政策工具利率作为主要的政策利率，并以此为操作目标，将操作目标、政策利率和货币政策工具利率合而为一，更加有利于货币政策传导。基于 2015 年至 2024 年的多年尝试，最终 2024 年 6 月份之后，人民银行选取 7 天期逆回购利率作为主要政策利率体系，以此影响市场利率，而贷款市场报价利率（LPR）则从 MLF 利率加点变革为 7 天期逆回购利率加点，确认了主要政策利率工具。

图4：2024 年 6 月后“利率走廊”机制的培育



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2024 年 7 月份，人民银行先后设立临时正回购和临时逆回购操作以收窄利率走廊，从 2024 年 7 月至 2025 年 3 月先后将 7 天逆回购操作调整为固定利率、数量招标，将 MLF 操作调整为固定数量、利率指标，淡化 MLF 在中期利率走廊的作用，大刀阔斧变革了 2015 年至 2024 年培育的政策利率体系。为顺应利率调控机制的完善，2024 年 7 月至 10 月先后开启国债借入操作、开展公开市场国债买卖操作以及推出买断式逆回购操作，替代了 MLF 成为中长期基础货币投放渠道。然而 2024 年 6 月份之后，新版“利率走廊”以及配套的流动性投放机制还仍在培育过程中，到即将“周年”的节点上，市场对新版“价格调节机制”还存在至少 3 个方面的犹疑，需要货币政策实践以及时间给出答案。

2. 货币政策调控的中心：准备金市场

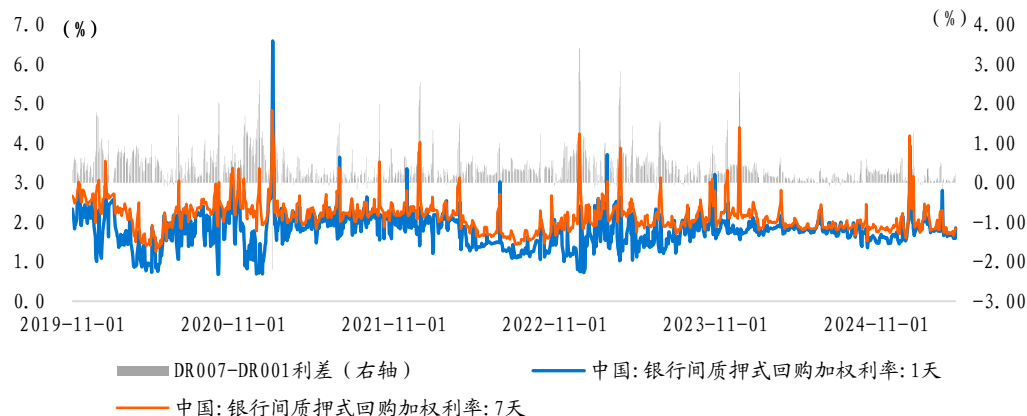
从理论上讲，货币政策操作的核心是准备金市场，更确切的说超额存款准备金市场。从“量”上看，“利率走廊”调控机制下，短期市场利率由流动性供需决定，中央银行又是流动性的主要供给方，中央银行根据货币政策调控目标的需要，调整公开市场操作规模，来调控拆借市场流动性供给量，商业银行是流动性的需求方，由于需要满足法定准备金率以及持有超额准备金的意愿，流动性需求与流动性供给匹配决定短期利率水平；从“价”上看，由于商业银行准备金既可以通过央行的公开市场操作获取，也可以通过市场化的回购拆借获得，通过影响政策利率与市场利率的利差，调节准备金的供给结构，实现从政策利率向市场利率的信号传导。

2.1. 利率调控：锚定隔夜或 7 天？

在 2024 年 7 月份新版“利率走廊”问世之后，临时性逆回购和临时性正回购成为收窄后的“利率走廊”上下限，但是在人民银行发布的公告中，虽然临时性正回购和临时性逆回购操作的基准分别是在锚定 7 天期逆回购操作利率的基础上减点 20bps 和加

50bps，但是操作的期限则是“固定利率、数量招标”的隔夜。由于过去 10 多年培育而来的“利率走廊”以 DR007 作为准政策基准利率，通过引导 DR007 围绕 7 天期逆回购操作利率波动释放政策信号，可收窄后的“利率走廊”操作期限缩短为隔夜回购，是否意味着隔夜正在取代 7 天期利率成为新的操作利率？

图5：2025 年以来 DR007 和 DR001 频频倒挂



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2025 年以来，DR007 和 DR001 频频出现“倒挂”，出现这种情况的原因，或在于收窄后的“利率走廊”实质上锚定隔夜利率，与 7 天期回购利率相比，隔夜回购利率的主要参与方为一级交易商，货币政策对隔夜资金利率的可控性、可测性更强，其基准性也就更高。2024 年 6 月之后，DR007 等拆借回购利率是银行间市场各交易商根据自身流动性需求、对拆借市场的判断成交出来的利率报价，DR007 的上浮有利于金融机构提高管理流动性的主动性，此时货币政策的信号就是通过唯一的政策利率，即 7 天期逆回购利率来表达，因此在主要政策利率保持不变的情况下，DR007 的波动引致债券收益率的波动，更多是银行体系杠杆率的变化，但是贷款利率等实体经济融资成本并不挂钩于回购利率，而是挂钩 7 天期逆回购利率，贷款供需的变化对 DR007 的变动并不敏感，反过来，银行短期管理流动性缺口也不会直接影响对实体经济融资的资金支持。

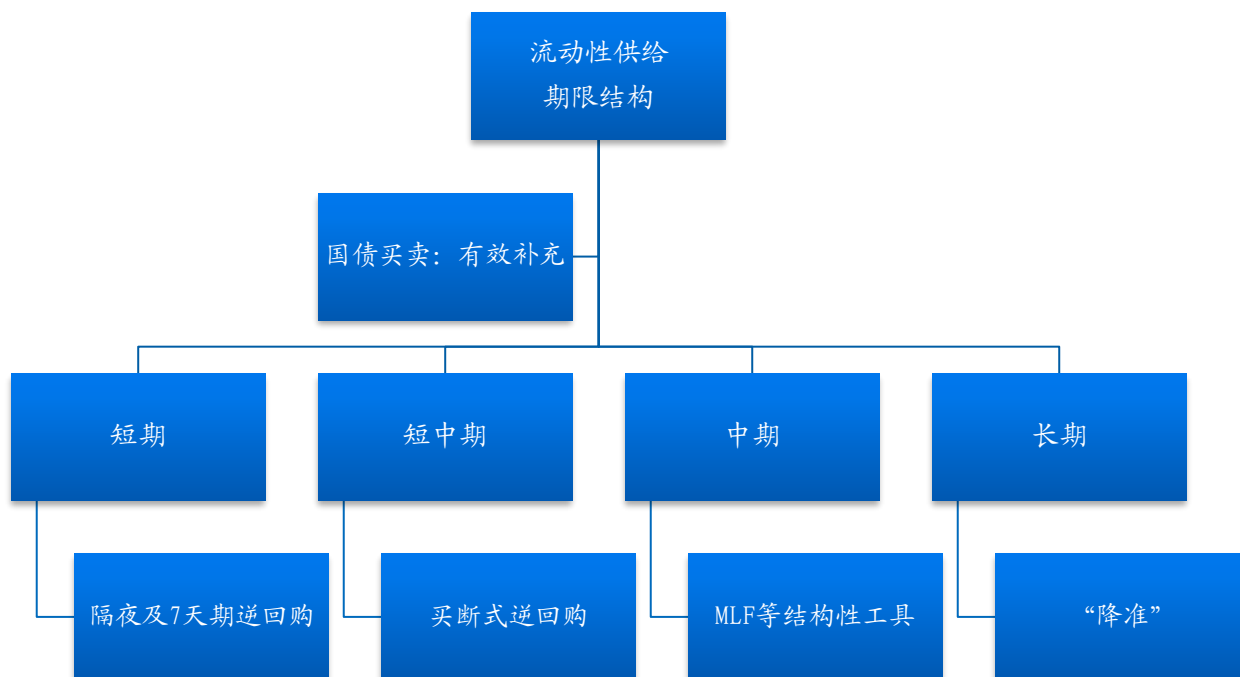
2.2. 流动性调控：“短+中+长”投放框架

如果把货币政策视为“流动性总闸门”、商业银行则是流动性传导的“引水渠”，那么货币政策操作的核心，即超储率则是引水渠的“水位”，那么法定存款准备金率就是上游水库的“水位”，“降准”即是将水从上游释放至引水渠，“降息”即是下游“水费”。但是央行“降准”、“降息”等多重货币政策措施仅能解决基础货币结构和价格，却不能解决“水”必然流向何方的问题。

从 2014 年以来，人民银行不断创新流动性调节方式、丰富政策工具箱，2014 年至 2024 年这 11 年里，货币政策在流动性管理技术上的主要革新是创设出 MLF、PSL、SLF 和 SLO 等多种基础货币投放形式，并且 MLF 成为最主要的结构性政策工具，一度成为

10年期无风险利率的中枢和中期“利率走廊”的枢纽，然而在2024年6月份开始，MLF逐步淡化政策利率色彩，逆回购亦调整为固定利率、数量招标，预示着2014年至2024年MLF主导的这11年成为过去，2024年6月份以来央行增添国债买卖与买断式逆回购等新工具，从操作期限上形成了从短到长的流动性供给期限结构。

图6：流动性供给的期限结构框架



数据来源：中国人民银行、东吴证券研究所整理

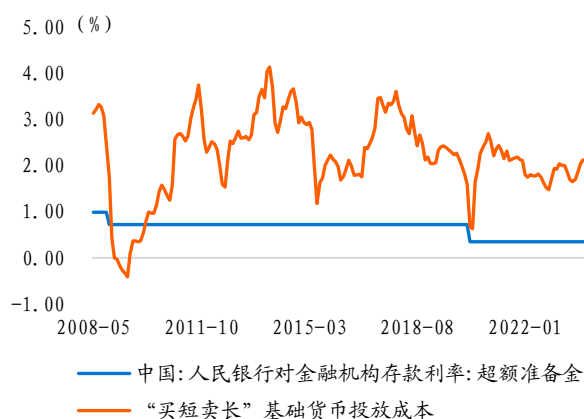
根据2024年人民银行搭建起来的“逆回购调节短端流动性、MLF和买断式逆回购调节中短期流动性、降准调节长期流动性、国债买卖做有效补充”的框架，对于“适度宽松”的要求而言，“降准”仍是稳定流动性供给的有效工具。即是在MLF等结构性工具充任基础货币投放渠道期间，也未能取代“降准”的作用，2018年以来，人民银行合计有18次下调存款准备金率，共提供长期资金约14.4万亿元，截至2024年最后一次“降准”，金融机构平均法定存款准备金率约为6.6%，已经较2018年初降低了8.3个百分点，其中大型存款类机构甚至执行9.50%的最高法定存款准备金率。

尽管相比2009年-2010年期间执行的15.50%-16.0%准备金率水平已经下降不少，但2025年仍有“降准”空间。从稳定经济增长的需求来看，2001年以来每年新增人民币贷款与名义GDP增量均保持一个稳定的比例关系，2001年至2024年三季度末，每年新增人民币贷款与名义GDP比例平均值为17%，期间有2009年一季度达到62%的单季度峰值，但综合来看，每年的新增贷款能够满足经济增长对基础货币的需要。

经济增长需要货币周转、货币周转需要流动性投放，因此“降准”在2010年-2013

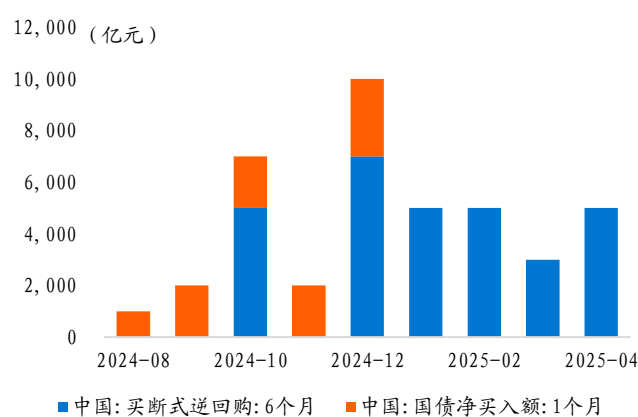
年外汇占款渐渐趋于稳定之后，承担起投放基础货币、满足经济增长需要的职责。2024年央行开始通过国债买卖投放基础货币，在2025年1月份国债买卖暂停之前，累计净买入1万亿元，但是从“基础货币投放成本”角度来看，我们以超额存款准备金利率作为“降准”的机会成本，截至2025年4月末“降准”的成本为35bps；分别以2年期国债收益率和7年期国债收益率的差值作为“买短期限、卖长期限”且保持净买入规模的基础货币投放成本，截至2025年4月末，“2倍买入2年期、1倍卖出7年期”所投放的基础货币成本则为130bps，从静态成本来看，“降准”依旧是投放成本较低的基础货币供给渠道。

图7：“降准”仍是投放成本较低的基础货币渠道



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：国债净买入与买断式逆回购操作

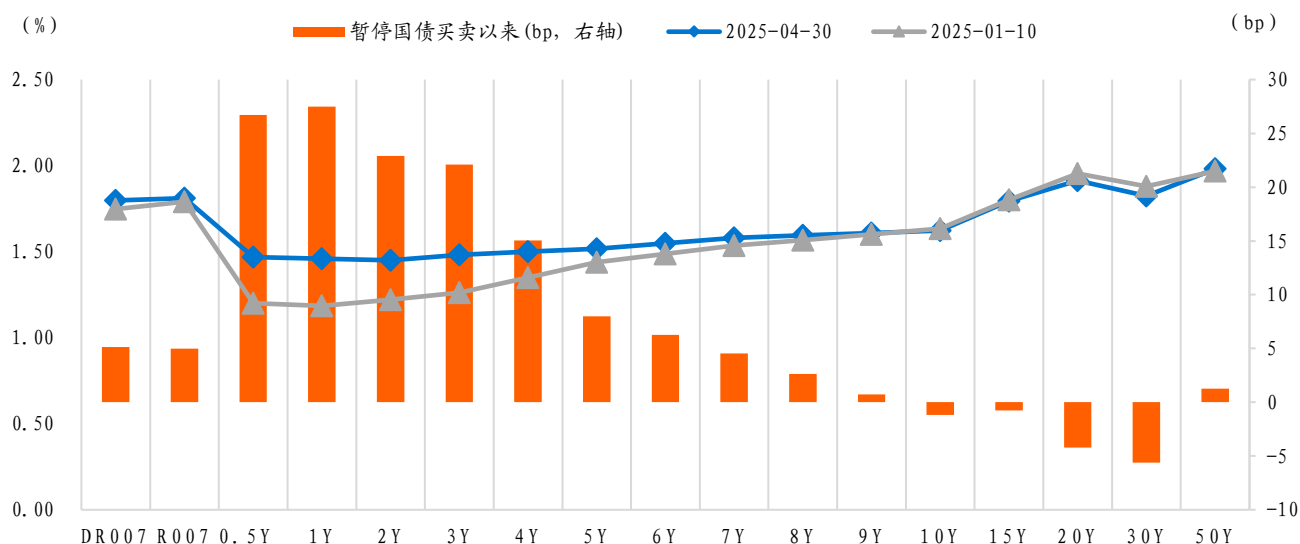


数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.3. 收益率曲线调控：如何“由短及长”？

在“价格型调节框架”机制中，货币政策通过“政策基准利率—货币市场利率—债券市场利率—信贷市场利率”传导机制，将货币政策信号“由短及长”传导至实体经济。其中，主要政策利率是操作变量，货币市场利率和债券市场利率是中介变量，实体融资利率则是政策的最终变量。

图9：收益率曲线存在“期限分割”



数据来源：Wind、东吴证券研究所

因此，长短端利率之间是否有效传导，决定了价格型货币政策的有效性。梳理 2010 年以来的利率市场化进程，中国始终存在金融市场的分割，在 2015 年至 2018 年打造初始版“利率走廊”时期，在培育 DR007 等市场回购利率发挥准政策基准利率的同时，也曾经尝试将 Shibor 利率体系打造为政策中介变量，但是由于当时“利率双轨制”的存在，市场利率向贷款利率的传导也存在障碍，直至 2019 年 LPR 报价机制改革，打破利率之间的阻隔，才畅通了利率传导体系。然而“缺失中介变量”的问题延续至今，从中国债券收益率曲线来看，2024 年三季度央行开启国债买卖之后，收益率曲线存在明显的“期限分割”，央行和市场各自划分曲线的“势力范围”：（1）央行净买入主导 1 年-3 年利率波动，2024 年下半年买卖国债操作的实践表明央行更希望买入短期限国债，以短期票息弥补中长期卖债成本，因此 1 年-3 年期限成为央行的“刚需”，并且彼时与 DR007 严重倒挂的 1 年-3 年期限或也只有央行能够持续坚定买入，而在 2025 年 1 月央行暂停国债买卖之后，1 年-3 年期利率反弹幅度最高，从 1 月 10 日国债买卖暂停，截至 4 月 30 日，1 年期至 3 年期利率均反弹超 20bps；（2）市场交易盘主导 10 年-30 年利率波动，由于 2024 年 8 月份和 9 月卖债分别集中在 7 年期和 10-15 年期，导致 7 年-10 年成为“政策敏感区”，市场担心此范围会被央行“控盘”，押注“降息”会优先选择 30 年超长期限债券，导致 2025 年以来更长期限的利率反而成为更稳定波动的品种，在今年初国债买卖暂停之后，1 年至 3 年期利率反弹的同时，10 年期和 30 年期利率则分别累计下行 1.18bps 和 5.62bps。彰显了收益率曲线分割的状态，也导致收益率曲线持续处于扁平化的形态。

3. 货币政策展望：如何兑现“适时降准降息”？

2025 年 3 月人民银行行长潘功胜表示“货币政策取向是一种对状态的表述”，继续引致市场对货币政策宽松空间的降温，2025 年 4 月中央政治局会议再次提出“用好用足

更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策……适时降准降息……创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”。在2024年6月货币政策调控机制变革以来，“降准降息”等总量宽松窗口取决于经济基本面的表现，而结构性货币政策的量化指导也有继续增强的空间，在4月份全球关税阴云笼罩冲击外部需求的影响下，总量宽松和结构工具或成为货币政策“组合拳”，支持中国经济增长。

3.1. “适度宽松”：平衡“连续性”和“灵活性”

在针对货币政策究竟是“追溯性”还是“前瞻性”的问题上，参考2010年至2011年货币政策从“适度宽松”转向“稳健”的过程，货币政策基调始终在两个方面平衡：

其一、货币政策要保持“连续性和稳定性”，意味着“适度宽松”是对过去状态在当前的延续，从这层意义上讲，“适度宽松”是对2024年政策状态的表述，要求2025年要延续这一状态；

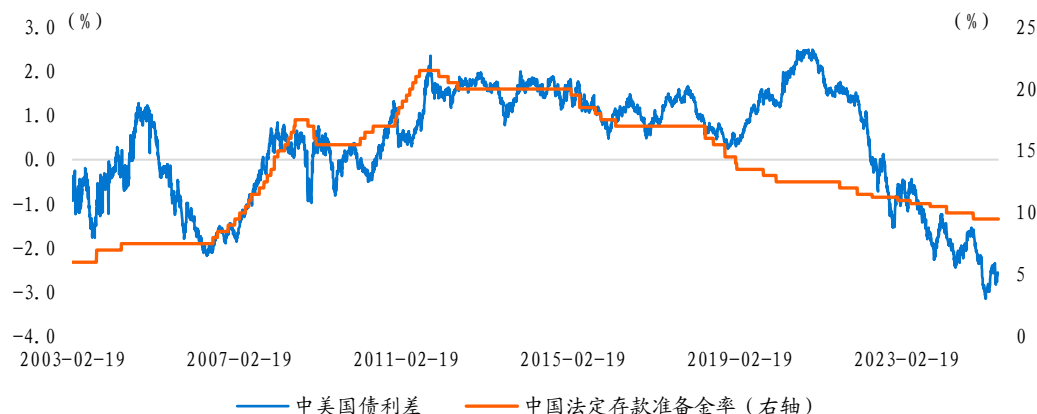
其二、货币政策要“针对性和灵活性”，意味着货币政策要随时吸纳新经济信息，根据最新经济形势的发展做优化调整，货币政策即便有“前瞻性”，也不是对当前/过去状态的线性外推，这意味着“适度宽松”要考虑新出现的情况，2025年“两会”新闻发布会等多种场合均强调要“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况”来择机宽松，所谓的“机”即是经济金融形势出现的新变化。

3.2. 如何兑现“适度宽松”：降准/降息的节奏

货币政策兑现“降准降息”的充分条件和必要条件。在2024年第四季度货币政策执行报告当中，央行在保持“适度宽松”货币政策基调的同时，也会择机调整优化政策力度和节奏，参考央行在论述2024年“降准”时的措辞，“降准有利于加大货币政策逆周期调节力度，向社会释放稳经济的强烈信号，提振各方面发展信心，推动经济持续回升向好”，意味着“降准”乃至“降息”这种总量宽松政策，实施的着眼点是稳定经济增长这一最大的基本面。2024年GDP增速实现U型增长，主要的政策宽松均是发生在2024年年中两个季度GDP增速低于5.0%的阶段，当2025年GDP增速显现下行压力将是触发央行实施“降准”或“降息”的充分条件。

2025年4月海外关税政策开始冲击，出口增速面临下滑风险时，“稳增长、稳预期、稳信心”的诉求前置，货币政策或需要加大宽松力度，提振内需、稳定预期和信心，来对冲出口下行压力，我们在分析4月份中间价主动上调引导人民币释放贬值时指出及时释放贬值压力、增强人民币汇率的波动弹性，让人民币汇率成为风险“缓冲垫”，能够有效削弱外部冲击、部分对冲关税政策对出口企业的影响，同时打开国内货币政策逆周期调控空间。

图10：“降准降息”不仅有利于内部均衡，而且有利于外部均衡



数据来源：Wind、东吴证券研究所

然而 5 月份以来人民币汇率的波动则表明，“适时降准降息”不仅可以稳定内需、而且也有利于实现外部均衡。在 4 月份经济先行指标显现外部冲击增大的情形下，适时“降准降息”有利于稳定经济基本面预期、提高人民币金融资产预期回报，在外汇市场波动率因政策不确定性而增大的当下，继续稳固人民币汇率的双向浮动态势。

另一方面，当前中国的收益率曲线已经较为平坦，但收益率曲线保持陡峭化，有利于提升长期投资的风险偏好，而且维护合理的期限利差有利于防范收益率单边下行累积的系统性风险，在 2025 年以来，长端利率下行压平利率曲线的情况下，择机“降息”有利于修正 10 年期和 30 年期等长端利率隐含着经济增长预期，同时在暂停国债买卖的情况下，通过调降短端利率，打开曲线陡峭化的空间。

3.3. 如何兑现“适度宽松”：结构型政策工具适时发力

当前货币政策工具箱中，数量型工具与价格型工具始终并存。从 2013 年开始，央行就陆续创设了多种结构性货币政策工具，激励引导金融机构加大对特定领域和行业的金融资源支持，2024 年 9 月央行创设证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持专项再贷款，首次设立支持资本市场的结构性货币政策工具，稳定了股票市场，中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，此次会议提出，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等，预示着新工具将不断应运而出，为货币政策提供更多定向调控手段。从 4 月份中央政治局定调看，结构性政策工具指向人民银行创设的再贷款；政策性金融工具则是继 2022 年“政策性、开发性金融工具”之后再度出现在政策文件之中，三家政策性银行或是政策性金融主要执行者。

预计人民银行将根据计划，陆续创设支持科技创新、稳定外贸等领域的新型再贷款。在消费领域，4 月政治局会议进一步明确设立“服务消费与养老再贷款”，意味着接下来新设立的再贷款或将重点支持服务消费，通过“服务消费再贷款”、“养老再贷款”、“稳定消费再贷款”、“科技创新再贷款”以及“稳定外贸再贷款”等不同名目的再贷款工具扩大内需、稳定外贸、稳定经济基本盘。从资金投放来看，以往再贷款一般通过商业银

行体系投向企业，预计服务消费与养老再贷款最终也将投向企业主体，并且和存续期的再贷款一样，服务消费与养老再贷款仍将采用“先贷后借”的报销机制，即金融机构先向企业发放符合要求的贷款，再向央行申领再贷款资金，实现对重点领域的精准滴灌。同时再贷款利率或适度下调，上一次再贷款利率调整还是 2024 年初，时隔 1 年，与当前的实际贷款利率相比，再贷款利率已不具备竞争优势，今年度新货币政策工具设立之后，或适度下调再贷款利率 25-50bps，实现结构性降息也是降息的政策效果。

债券市场“科技板”或择机推出。2025 年 4 月份政治局会议还表示，持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”。实际上在 2025 年 3 月 6 日央行行长也表示，将创新推出债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。

政策性金融工具或适时创新而生。为落地 2025 年 4 月份中央政治局会议表述，政策性金融工具或在科技创新、扩大消费、稳定外贸等三个方面通过长期低息专项贷款、专项建设基金、政策性担保等方式来提供金融支持，并且政策性银行或继续扩大政策性金融债发行规模融资，不排除 2025 年通过 PSL 为政策性银行提供资金支持，截至 2025 年一季度末，PSL 余额已经下降至 2 万亿，2020 年 2 月份以来 PSL 始终处于净偿还的状态，PSL 的操作利率也长期停留在 2.25%，预计新设政策性金融工具也将促使 PSL “扩量、降价”。

4. 风险提示

（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不稳定性；

（2）中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；

（3）特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>