

2025 年 03 月 07 日

“适时降息”或是储备政策

固定收益研究团队

——央行答记者问学习

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（分析师）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790523110002

2024 年 3 月 5 日李强总理作政府工作报告，在“货币政策”部分提到“适时降息”，同时在“打好政策组合拳”部分提到“能早则早”。市场上将这两点结合解读为“尽早降息”，结合央行行长潘功胜在答记者问中对货币政策的解读，我们认为上述观点有待商榷。

● 既定政策与储备政策的区别

我们认为应该区分既定政策和储备政策。既定政策是指已经公布、确认、可以立刻执行的各项具体政策，如赤字率 4%、特别国债 1.3 万亿等；储备政策是指尚未明确执行时间，需根据后续情况变化再确定的政策，如 3 月 5 日吹风会《政府工作报告》起草组负责人、国务院研究室主任沈丹阳提及的“宏观经济政策留有后手”及 3 月 6 日答记者问中财政部部长蓝佛安提到的“中央财政预留储备工具和政策空间”。

我们认为“适时降息”属于储备政策。原因在于，上一年的中央经济工作会议和 3 月的“两会”通常不会确定“到底会不会降息、降息几次”，而是需后续的政治局会议、国务院会议等基于实际情况再行确定，“是否降息、降息幅度”，这是所谓的“适时”。从决策流程上看，这是标准的“储备政策”，与“留有后手”、“财政储备工具”，触发、使用条件是一样的。

对于既定政策，如已确定财政空间和信用政策空间，执行标准是“能早则早、宁早勿晚”，即“宽信用”、“宽财政”，要靠前发力。例如，年初地方债、国债、证金债发行显著快于往年，我们预期财政支出和信用额度使用也会提前。

对于储备政策，则需“触发因素”，即重大外部不确定性等。历史上，如果“没有出现重大不确定性”，有提及降息但全年未降息的例子，如 2016 年 3 月政府工作报告提及“使用利率工具”及 2020 年 5 月政府工作报告提及“降息”，但当年均没有降息。

若触发因素出现并导致降息，也不一定对债市利多。因为届时重大不确定性，同时可能触发财政、信用政策的储备政策，即在“降息”的同时，导致“宽财政”、“宽信用”显著加码，资金利率不一定下行。例如，2023 年 8 月降息后，宽信用+宽财政+紧资金，债券收益率上行 3-4 个月。

● 潘行长对货币政策取向的解读

央行行长潘功胜在答记者问中提到的“货币政策取向是一种对状态的表述”，列举了两个例子：

一个是美联储的案例。“美联储去年连续降息 3 次共 100 BP，但其政策利率仍处于高位，货币政策的状态依然是限制性的”。虽然美联储降息次数多、幅度大，但是美国利率仍然高位、美联储政策是“限制性”的，对实体经济支持力度不大；另一个是中国的案例。“人民银行连续几年多次降准降息，中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”。国内降准降息已经持续多年，当前的利率水平是“支持性”的，已经是“适度宽松”的货币政策。

市场上认为“适度宽松”意味着 2025 年降息幅度要大于 2024 年，潘行长对货币政策取向的解读，有助于纠正市场对“适度宽松”货币政策的误读。即使 2025 年没有降息（当然如有外部冲击也可能降息），当前的货币政策状态已是“支持性”、“比较宽松”，即已落实“适度宽松”的货币政策。

● 提示关注债市收益率上行，看多转债市场

债市：若无重大外部冲击，经济继续回升，资金利率继续偏紧，债券收益率可能上行；若有重大外部冲击，可能同时触发“宽信用”+“宽财政”+“降息”，资金利率可能上行，债市不一定利多，债券收益率仍可能上行。

转债：若无重大外部冲击，经济继续回升，转债继续看好；若有重大外部冲击，我们有充足的储备政策，类似“格林斯潘看跌期权”，仍然看好转债。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《降息落地的可能条件及影响——政府工作报告学习》-2025.3.5

《2025 年转债新一轮周期——转债新周期系列之一》-2025.3.5

《扩大内需与资金面偏紧并不矛盾——事件点评》-2025.2.27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn