

2025 年 03 月 05 日

降息落地的可能条件及影响

固定收益研究团队

——政府工作报告学习

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

刘伟（分析师）

liuweil@kysec.cn

证书编号：S0790524070008

2025 年 3 月 5 日，十四届全国人大三次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李强作政府工作报告。

● GDP 目标 5%、赤字率 4%、CPI 通胀率 2%

2025 年 3 月 5 日，政府工作报告提到“国内生产总值增长 5% 左右，城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人以上，居民消费价格涨幅 2% 左右，居民收入增长和经济增长同步”。

2025 年政府工作报告中对“经济目标”的设定，无论是 GDP、还是赤字率，基本上符合预期。

我们认为，2025 年政府工作报告，主要是 2024 年底政治局会议和中央经济工作会议政策思路的延续，更侧重于政策目标的公布和进一步落实。除非出现类似于 2020 年超出预期的事件，否则政策思路延续下，政策目标和政策力度大概率会符合预期，与政治局会议和中央经济工作会议的定调一致。

● “降息”只是政策储备，大概率不会落地

2025 年 3 月 5 日，政府工作报告提到“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。

我们认为，虽然 2025 年政府工作报告提及“适时降准降息”，但“降息”或只是政策储备，大概率不会落地。

历史上，2020 年 5 月 22 日政府工作报告同样提到“综合运用降准降息、再贷款等手段”，但两会之后 2020 年全年并未降息。

我们认为，“降息落地”需要经济重新面临向下压力，但 2025 年发生概率较低。逻辑在于：（1）2025 年政策基调是“宽信用+宽财政”，政策刺激下经济很难重新下行；（2）地产对经济拖累减小、二季度一线城市房价或见底回升；（3）出口方面，全球经济周期有望继续向上，出口压力窗口期或至少到三季度，且考虑到中国需求回升，或进一步推动全球经济韧性；（4）中美贸易方面，关税并不一定会导致出口下降，比如，2018 年中国出口保持良好水平。

通胀方面：一是政策目标由以往 3% 调整至 2%，通胀政策目标的意义更为明确，或意味着通胀率回到 2% 之前，“扩大内需、宽财政、宽信用”将持续发力；二是发改委提到“出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施，通过强化产业调控、提质升级破内卷”，有望推动 2025 年通胀水平回升和企业利润回升。

● 债市维持观点：继续提示关注长债收益率上行

目前市场存在明显的降息预期，主要因为“适度宽松”的货币政策，但“适度宽松”，并不等于大幅降息。比如，2008 年底定调 2009 年“适度宽松”，2009 年没有降息；2009 年底定调 2010 年“适度宽松”，2010 加息。

另一方面，我们认为，即使 2025 年政策降息，但如果降息本身是为了宽财政和宽信用，降息之后资金利率并未跟随降息而下降，那么债市反而很难形成实质性利好，类似于 2023 年 8 月降息之后资金利率上行，反而导致债券收益率上行。

我们认为，考虑到“紧资金+宽财政+宽信用”的政策组合，以及市场叙事方式的变化（deepseek 引领的 AI 创新热潮、哪吒 2 票房大卖、民营企业座谈会召开等），“降息预期”或将继续减弱，收益率有望进一步上行。

近期的长债收益率上行，仅仅处于上行初期。维持债市观点，提示关注收益率上行。如果两会再次提及降息，导致市场的降息预期回升，投资者可以择机降低久期。

● 转债观点：看好 2025 年转债行情

看好 2025 年转债行情。国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年大概率是财政和信用政策宽松，转债市场存在良好的投资机会，重点关注小盘转债。

另一方面，当前市场对经济、政策效果的预期较低，同时地产有望出现拐点，建议关注顺周期板块。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《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

《债市资金面偏紧的原因——固收专题》-2025.2.21

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