

2025 年 02 月 27 日

扩大内需与资金面偏紧并不矛盾

固定收益研究团队

——事件点评

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 2 月 21 日，国务院常务会议指出“发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手”，政策再次提及扩内需。

● 经济需进一步扩大内需

2025 年 2 月 21 日，国务院常务会议指出“发展服务贸易和服务消费是稳外贸、扩内需的重要抓手”。2025 年 2 月 25 日，中国国际经济交流中心学术委员会主任王一鸣表示“当前的需求不足较为突出地反映在一些中心城市社会消费品零售总额增速上，也体现为全国价格持续走低”。

不难看出，当前政策层认为“我国仍然面临一定内需不足的情况，政策存在继续扩大内需的必要”。

从经济指标上看，（1）2025 年 1 月 PPI 同比-2.3%，已经连续 28 个月处于负值区间；（2）2021 年新建房地产销售额为 18.2 万亿，2024 年全年仅 9.7 万亿；（3）2024 年社会消费品零售总额同比+3.5%，明显低于 2023 年同比+7.2%，反映出我国当前经济仍然需要进一步刺激内需。

● 政策刺激内需的关键是“宽财政+宽信用”、而不是“宽资金”

我们认为，刺激内需的关键是“宽松的财政政策和信用政策”，而不是“宽松的资金面”。

2023-2024 年政策组合为“宽资金+紧财政+紧信用”，2023 年 4 月银行间 7 天质押回购利率中枢高点 2.58%，之后趋势下降至 2024 年 12 月低点 1.82%，但反观经济走势上，经济并未跟随资金宽松而走好，2023 年 2 月制造业 PMI 高点为 52.6%，2024 年 8 月 PMI 低点仅为 49.1%。

2018 年政策组合为“宽资金+紧财政+紧信用”，2018 年 1 月银行间 7 天质押回购利率中枢高点 3.73%，之后呈现为趋势下降，2018 年 8 月低点为 2.53%，但经济走势上，2018 年 5 月制造业 PMI 高点为 51.9%，2018 年 12 月 PMI 仅为 49.4%。回顾 2023-2024 年和 2018 年历史可以发现，经济的走势并不会跟随资金面的宽松而随之上升，反而会由于偏紧的财政和货币政策制约内需的改善，整体上宽资金对经济的改善意义不明显。

对比之下，2016 年下半年-2017 年政策组合为“紧资金+宽财政+宽信用”，经济呈现为趋势回升，比如，2016 年银行间 7 天质押回购利率中枢低点为 2.46%，之后持续上升至 2017 年高点 3.72%，制造业 PMI 从 2016 年 7 月 49.9% 上升至 2017 年 9 月 52.4%。

2020 年政策组合同样为“紧资金+宽财政+宽信用”，2020 年 5 月银行间 7 天质押回购利率中枢低点为 1.50%，之后持续上升至 2020 年 11 月高点 2.73%，制造业 PMI 从 2020 年 2 月 35.7% 上升至 2020 年 11 月 52.1%。

回顾 2016-2017 年和 2020 年历史可以发现，财政和信用政策取向才是决定经济走向的关键因素，两段时期均是宽松的财政和信用政策，经济呈现为趋势回升，反观资金面均是偏紧，但紧资金并不会影响经济的回升趋势。

● 债市维持观点：继续提示关注长债收益率上行

目前债券市场，仍然隐含着大幅的降息预期。近期收益率上行之后，2025 年 2 月 26 日 10 年国债收益率仅仅回到 1.73%；距离 OMO 利率对应的 1.9-2.2%、资金利率对应的 2.2-2.5%，仍有相当大的上行空间。

市场之所以有 2025 年大幅降息的预期，是因为“适度宽松”的货币政策，但“适度宽松”，并不等于大幅降息。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。

我们认为，尽管当前政策仍然需进一步刺激内需，但是历史上看“紧资金”和经济趋势关系并不明显，更重要的是“宽松的财政政策和信用政策”，所以 2025 年扩大内需背景下可能的政策组合或是“紧资金+宽财政+宽信用”。

考虑到“紧资金+宽财政+宽信用”，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，收益率仍有望上行。因此，我们认为，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。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《债市资金面偏紧的原因——固收专题》-2025.2.21

《长债收益率的上行空间——固收专题》-2025.2.18

《中美关税预期差，2025 年防范债市波动——事件点评》-2025.2.16

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