

宏观专题

我国货币政策的框架变迁—兼论今年降准降息节奏

2024年底以来我国货币政策基调时隔14年再次“适度宽松”，并明确“适时降准降息”，市场对货币宽松预期持续升温，国内债券利率也应声下行；然年初至今，央行持续强调“择机降准降息”，并在春节之后阶段性收紧流动性；近期，4.3美国对等关税大超预期，国内降准降息预期再度升温。本篇报告通过复盘2020年以来央行的操作及内外部环境特征，系统梳理了我国货币政策的框架变迁，旨在寻找央行宽松操作的核心考量，以期为未来央行宽松操作提供一个可跟踪的坐标。

核心结论：通过复盘2020年以来央行货币政策操作，推动央行宽松的最核心因素是经济基本面（PMI是重要前瞻指标），汇率、发债节奏、金融市场波动等是重要考量，但并非决定性的（比如有两次降息均是人民币汇率贬至7.3左右）。同时，近年来央行的政策目标、执行框架、政策约束发生了较大变化，调控难度明显加大，在多目标间“相机抉择”、“缩减原则&稳健的直觉”的操作特征更加明显。回顾2025年一季度，央行货币政策分两个阶段，基本符合“相机抉择”的操作框架，具体来看：1）1月至2月初，债券利率大幅下行，叠加人民币汇率贬值压力较大，央行可能出于稳汇率、防止债券快速下行风险的考量，未采取宽松操作；2）2月初至3月底，央行收紧银行间流动性、带动利率上行，美元走弱减轻了人民币汇率压力，但央行仍未进一步宽松，核心原因仍是基本面并未进一步走弱，叠加银行息差压力较大。往后看，4.3美国对等关税大超预期，我国出口将明显承压、经济下行压力加大，叠加政府发债节奏有望提速，预计降准降息有望很快落地。

一、2020年以来央行宽松操作回顾

>2020年以来，央行货币政策操作可以分为6个阶段。1）2020年2月-2020年5月，经济遭遇外生冲击背景下，货币政策快速转向“应急式宽松”；2）2020年6月-2021年12月，经济企稳回升，货币政策开启常态化精准调控；3）2022年1月-2023年10月，内外压力下的“以我为主”，货币持续宽松以应对经济下行；4）2022年11月-2023年4月，地产、防控优化等政策加码，货币进入短暂“静默期”；5）2023年5月-2023年12月，货币政策在稳增长与稳汇率之间艰难平衡；6）2024年1月至今，汇率压力加大、利率快速下行、经济承压，货币政策在稳增长、稳物价、稳汇率、防风险之间相机抉择。

>通过回顾，我们发现央行宽松操作有两点特征。一是基本面是推动央行宽松的核心原因，2022年5月以来的7次降息均是在PMI回落至50%以下进行；二是汇率、发债节奏、金融市场波动等是重要考量，但并非决定性的，较为典型的是：2023年8月和2024年7月两次降息，均是人民币汇率贬至7.3附近；2023年底和2024年底均是发债需求较大，央行也未选择降准对冲。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 穆仁文

执业证书编号：S0680523060001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

- 1、《不只是避险—美国对等关税6大影响（附测算）》 2025-04-03
- 2、《近期债市明显调整，怎么看，怎么办？》 2025-02-24
- 3、《不少新变化——央行四季度货币政策报告5大信号》 2025-02-14
- 4、《从2月社融，看降息降准前景》 2025-03-14
- 5、《2月CPI为何再度走弱？降息降准会远吗？》 2025-03-09
- 6、《春季躁动可期—兼评LPR连续3月未动》 2025-01-20

二、央行操作背后隐含的关键变化

>央行政策目标从稳增长优先到多目标“相机抉择”。过去经济增长是货币政策的主要目标，但近年来，伴随经济金融形势的变化，汇率压力、利率下行风险压力加大，央行在稳增长、稳物价、稳汇率、防风险之间平衡。此外，央行货币政策也开始关注促进经济结构转型。

>央行执行框架从“数量型”向“价格型”转变。过去货币政策执行框架以“结构性流动性短缺”为核心，但近年来，货币供应量作为中间变量的问题加快显现，央行逐步优化货币政策调控的中间变量，更加重视价格指标，健全市场化的利率调控机制。

>央行政策面临银行净息差收窄与货币宽松传导效率下降的约束。地产基建失速下滑后，货币政策传导机制存在结构性梗阻，宽货币到宽信用的传导出现梗阻。同时，总量宽松约束逐步显现，包括商业银行净息差收窄、存款准备金率接近下限水平等。

三、央行货币政策展望

>年初以来，央行货币政策包括两个阶段，基本符合“相机抉择”的操作框架。第一阶段是 1 月至 2 月初，这一阶段利率震荡下行、汇率压力较大，央行未采取宽松操作，可能旨在稳汇率、防止债券快速下行风险。第二阶段是 2 月初至 3 月底，利率快速下行风险释放、汇率压力减轻，央行仍未进一步宽松，核心原因仍是基本面未进一步走弱，叠加银行息差压力较大，央行可能仍倾向于边走边看。

>短期看，对等关税冲击下，我国经济下行压力明显加大，降准降息有望很快看到。短期看，债券市场调整后利率下行风险已一定程度释放，叠加物价偏弱、汇率压力减轻，当前进一步宽松的必要条件已具备。更为关键的，4.3 美国对等关税落地后，我国经济下行压力将明显加大。此外，鉴于银行息差压力，降贷款利率应会同步调降存款利率。从最近的 4 次降息来看，有 3 次存款利率调降先于 LPR 报价调降。

风险提示：经济超预期，债务风险等超预期，美联储降息节奏超预期。

内容目录

货币政策的框架变迁—兼论年初以来央行操作.....	4
一、2020 年以来央行宽松操作回顾.....	4
1、2020 年以来货币政策的 6 个阶段.....	4
2、央行货币宽松操作的两点特征.....	7
二、央行操作背后隐含的关键变化.....	8
1、央行政策目标：从稳增长优先到多目标相机抉择.....	8
2、央行执行框架：从“数量型”向“价格型”转变.....	10
3、央行政策约束：银行净息差与货币宽松传导效率.....	11
三、央行货币政策展望.....	13
1、年初以来货币政策回顾.....	13
2、央行货币政策操作展望.....	13
风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 2020 年以来央行货币操作情况.....	4
图表 2: 外生冲击后, 经济明显承压.....	5
图表 3: 在货币宽松期间, 银行间市场利率明显偏松.....	5
图表 4: 2020 年 6 月后房地产市场逐步企稳回升.....	5
图表 5: 2020 年 4 月开始央行开始压降结构性存款.....	5
图表 6: 伴随通胀升温, 2022 年美联储进入加息周期.....	6
图表 7: 银行间市场滚隔夜规模快速增加.....	6
图表 8: 2022 年底居民消费意愿和收入预期企稳回升.....	6
图表 9: 2022 年底开始, 地产销售和消费企稳回升.....	6
图表 10: 美联储暂停加息, 但人民币汇率压力仍然较大.....	7
图表 11: 2023 年 4 月开始产需均同步走弱.....	7
图表 12: 2020 年以来降息回顾.....	8
图表 13: 我国央行的“双支柱框架”.....	9
图表 14: 中美利差持续收窄并转负, 人民币汇率明显承压.....	9
图表 15: 2023 年以来, 央行对汇率调控力度明显加大.....	9
图表 16: 结构性短缺的流动性管理框架示意图.....	10
图表 17: 利率传导框架发生变化, 7 天逆回购利率的政策利率地位进一步强化.....	11
图表 18: 经济转型背景下, 地产、基建等传统动能趋弱.....	12
图表 19: 基建投资回报率持续降低.....	12
图表 20: 房价预期和居民购房意愿持续走弱.....	12
图表 21: 商业银行净息差持续收窄.....	13
图表 22: 存款准备金率也已接近 5% 的“隐形下限”水平.....	13
图表 23: 当前物价水平仍然低迷.....	14
图表 24: 二手房销售表现尚可.....	14
图表 25: 实际利率仍然偏高, 抑制实体融资需求.....	14

货币政策的框架变迁—兼论年初以来央行操作

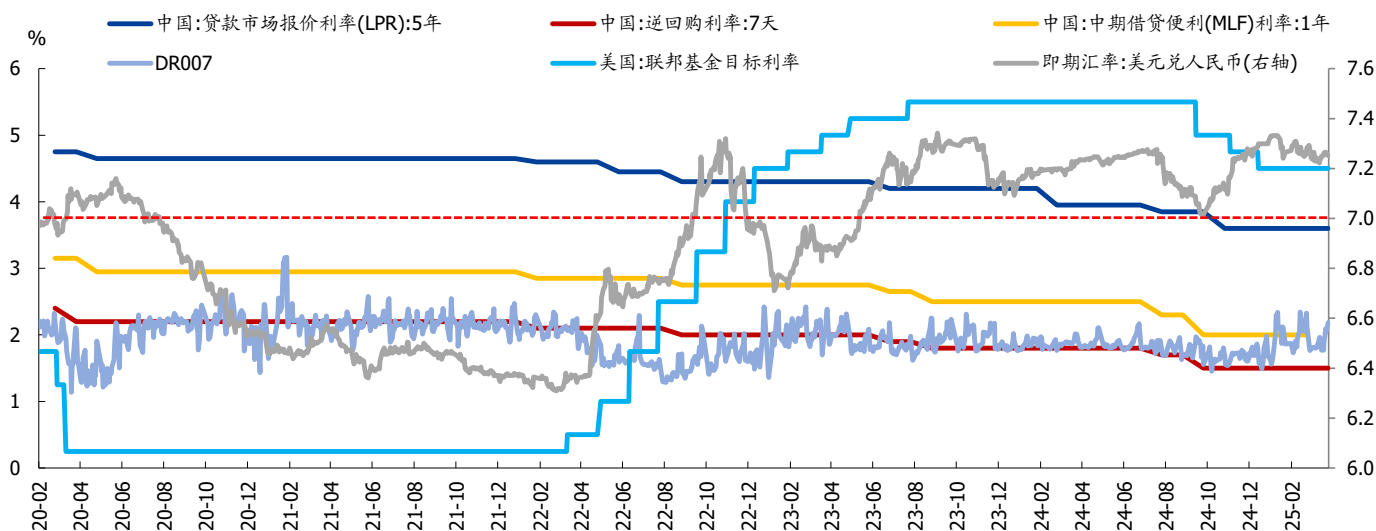
2024年底以来我国货币政策基调时隔14年再次“适度宽松”，并明确“适时降准降息”，市场对货币宽松预期持续升温，国内债券利率也应声下行；然年初至今，央行持续强调“择机降准降息”，并在春节之后阶段性收紧流动性；近期，4.3美国对等关税大超预期，国内降准降息预期再度升温。本篇报告通过复盘2020年以来央行的操作及内外部环境特征，总结了央行货币政策的框架变迁，进一步讨论了宽松操作的核心考量，以期为未来央行宽松操作提供一个可跟踪的坐标。

一、2020年以来央行宽松操作回顾

1、2020年以来货币政策的6个阶段

2020年以来，我国货币政策整体进入下行周期，包括存款准备金率、逆回购利率、LPR利率等均“易下难上”。按照内外部环境、央行操作，我们将2020年以来的货币政策分为6个阶段，具体来看：

图表1：2020年以来央行货币操作情况

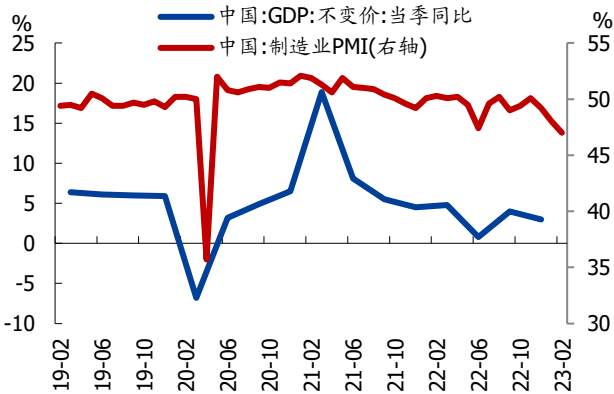


资料来源：Wind，国盛证券研究所

2020年2月-2020年5月，经济遭遇外生冲击背景下，货币政策以稳增长为主，快速转向“应急式宽松”。2020年年初，经济遭遇巨大外生冲击，全球供应链中断加剧经济不确定性，市场恐慌情绪蔓延。从数据上来看，一季度GDP增速同比-6.8%、为历史最低水平，2月PMI跌至35.7%、也是历史最低值。为应对外生冲击，货币政策迅速转向，3个月内两次降息，MLF利率调降30BP、5年期LPR调降15BP。结构性工具方面，1月底紧急出台3000亿专项再贷款，用于定向支持重点企业，4月下旬又出台1万亿元再贷款再贴现政策，支持金融机构以优惠利率向158万户中小微企业提供贷款，强化普惠性金融支持。外部环境来看，美国为应对外生冲击，货币政策也快速转向，通过两次降息将联邦基金利率从1.75%下调至0.25%，中美货币政策周期基本同步。这一阶段，银行

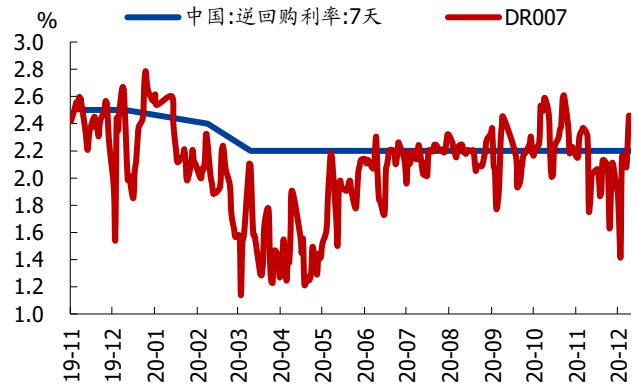
间市场利率较为宽松，DR007一度回落至逆回购利率下方近100BP，同时汇率在降息等因素驱动下也一度上破7，但高点仍在7.2以下、整体汇率压力可控。

图表2: 外生冲击后，经济明显承压



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

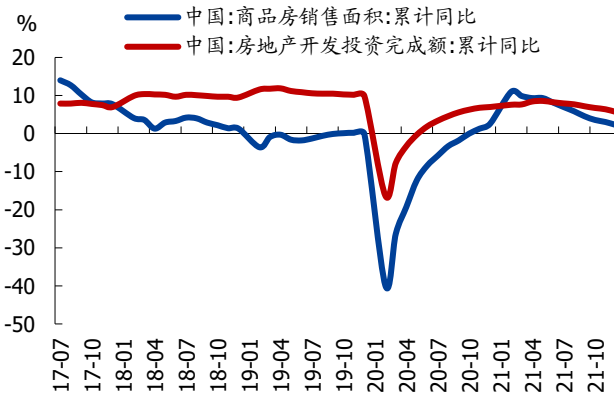
图表3: 在货币宽松期间，银行间市场利率明显偏松



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

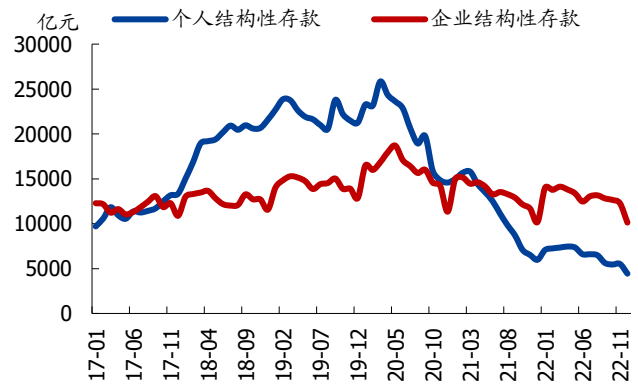
2020年6月-2021年12月，经济企稳回升，货币政策开启常态化精准调控，着力防风险、防资金空转。在一系列货币财政稳增长政策出台后，经济逐渐企稳回升，叠加我国凭借完整产业链的优势，出口增速持续抬升，成为支撑经济的重要力量。伴随经济企稳，房地产市场也逐步改善，推动经济进一步修复。整体来看，2020年整体GDP增速实现逐季回升，Q4单季增速已抬升至6.5%。伴随经济企稳，货币政策开启常态化精准调控，一方面防风险，尤其是房地产市场过热的风险，继续强调房住不炒；另一方面，开始强调防资金空转，较为典型的是停止进一步降息，并主动收紧流动性，DR007从此前的明显低于逆回购利率变为围绕逆回购利率波动，同时开始压降结构性存款，避免资金空转。

图表4: 2020年6月后房地产市场逐步企稳回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2020年4月开始央行开始压降结构性存款

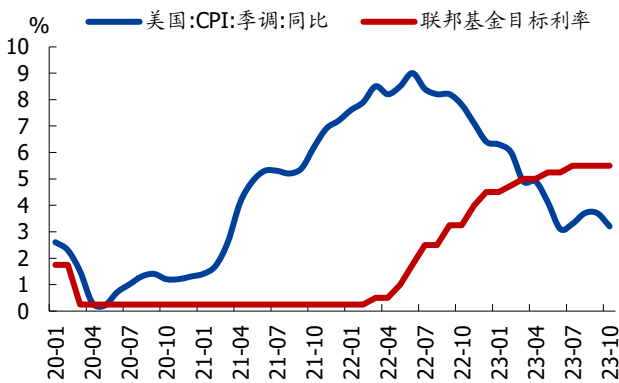


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2022年1月-2023年10月，内外压力下的“以我为主”，货币持续宽松以应对经济下行。前期地产调控效果逐步显现，2021年下半年开始房地产销售开始走弱，同时能耗双控等导致国内生产受到一定扰动，经济明显承压。2021年12月单边调降了1年期LPR，开启了新一轮货币宽松。2022年1月18日，央行发布会明确指出要“抓紧做事、走在市场曲线的前面”，进一步确认货币宽松方向，随后逆回购、MLF、LPR调降落地。2022年4月29日政治局会议再度明确指出，要“加大宏观政策调节力度；抓紧谋划增量政策”

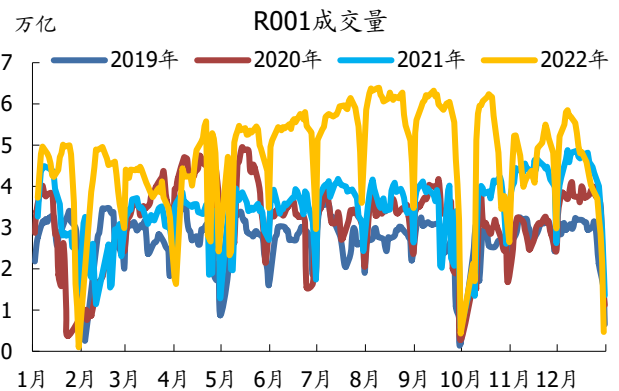
工具”，5月单边调降5年期LPR。7月“停贷断供”持续发酵进一步拖累地产销售、单月销售增速同比接近-30%，8月再度调降逆回购、MLF和LPR。9月底，央行还宣布放宽部分城市首套房住房贷款利率下限，并下调公积金贷款利率。这一阶段，美国经济在财政刺激下企稳回升，通胀明显升温，从2022年3月也进入了加息通道。伴随美联储加息，人民币汇率压力也明显加大，2022年底美元对人民币一度突破7、来到7.3的高位。此外，这一阶段的另一个特征是资金空转明显，由于央行利润上缴等配合财政投放，导致银行间流动性较为充裕，DR007持续大幅低于政策利率，资金空转较为明显。结构性存款套利被约束后，银行间滚隔夜套利的现象突出，R001成交量明显高增。在这一阶段，中美货币政策周期错位，央行仍坚持以我为主，也并未因为资金空转等主动收紧流动性，主要仍以稳增长为主。

图表6: 伴随通胀升温, 2022年美联储进入加息周期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

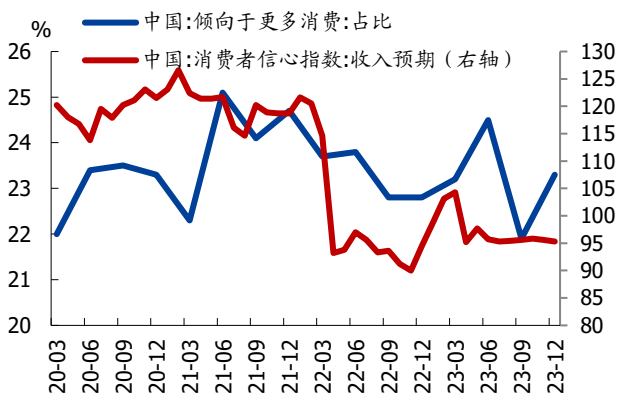
图表7: 银行间市场滚隔夜规模快速增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

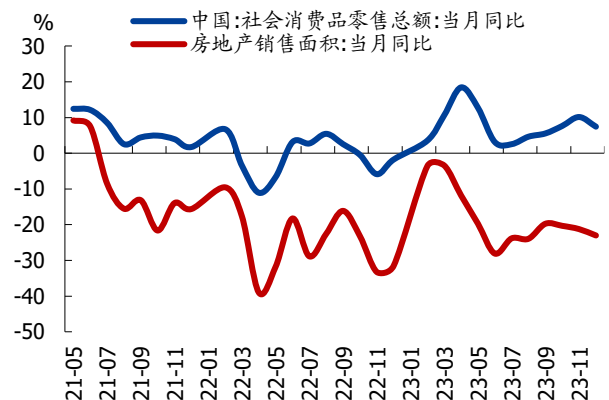
2022年11月-2023年4月，地产、防控优化等政策加码，货币进入短暂“静默期”。11月8日房企融资“第二支箭”出台，11月28日宣布房企融资“第三支箭”，11月中下旬披露防控优化20条措施以及稳地产16条措施。在多措并举之下，地产出现企稳迹象，消费边际复苏，2023年一季度GDP增速4.7%，较2022年底明显改善。这一阶段美国延续加息，但由于基本面的改善，人民币汇率压力边际缓解。同时，伴随经济修复，市场预期改善、信用扩张好转，此前债券市场过热的现象也得到了遏制，滚隔夜行为明显减少。

图表8: 2022年底居民消费意愿和收入预期企稳回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2022年底开始, 地产销售和消费企稳回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

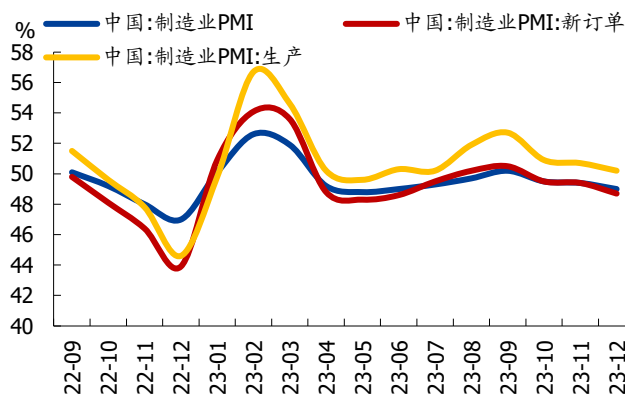
2023年5月-2023年12月，美国停止加息，国内经济下行压力加大，货币政策在稳增长与稳汇率之间艰难平衡。2023年4月开始，地产上行势头未能延续，消费在积压需求释放后也面临下行压力，经济下行压力再度加大。与此同时，美国加息也接近尾声，联邦基金利率在7月进行了最后一次加息，此后联邦基金利率维持在5.5%。但由于国内经济明显走弱，美联储停止加息并未缓解人民币汇率贬值压力，2023年5月后人民币汇率基本均在7以上波动。在此背景下，央行在稳增长与稳汇率之间艰难平衡，6月-8月三个月内降息两次，其中8月单边调降政策利率，并未调降LPR。此后，鉴于汇率压力加大、利率下行过快等，央行在2023年未进一步降息。

图表10: 美联储暂停加息，但人民币汇率压力仍然较大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 2023年4月开始产需均同步走弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024年1月至今，汇率压力加大、利率快速下行、经济承压，在稳增长、稳物价、稳汇率、防风险之间相机抉择。2024年5月后，美联储降息预期持续升温，9月美联储开启首次降息。但国内地产、消费等经济内生动能偏弱，经济下行压力加大，汇率仍然承压、人民币汇率波动中枢升至7.2附近。资本市场方面，在经济下行背景下，信用扩张放缓、居民部门一度出现去杠杆，导致资产荒愈演愈烈，债券市场形成一致下行预期，央行持续提示利率快速下行的风险。同时，伴随经济走弱，经济的通缩压力也不断加大，2023年10月-2024年1月CPI连续4个月为负。操作上，2024年2月央行在物价持续走低的背景下单边调降LPR，随后7月和10月房地产、消费持续低迷，市场预期走弱，再度两次降息。

2、央行货币宽松操作的两点特征

通过回顾我们发现央行宽松有两点特征：一是基本面是推动央行宽松的核心原因，2022年5月以来的7次降息均是在PMI回落至50%以下进行；二是汇率、发债节奏、金融市场波动等是重要考量，但并非决定性的，较为典型的是：2023年8月和2024年7月两次降息，均是人民币汇率贬至7.3附近；2023年底和2024年底均是发债需求较大，央行也并未选择降准对冲。

图表12: 2020 年以来降息回顾

降息时点	利率调降幅度 (BP)			汇率	PMI (%)	CPI (%)	PPI (%)	商品房销售面积 (当月同比, %)
	逆回购利率	MLF 利率	5 年期 LPR					
2024-09/10	20	30	25	7.1	49.8	0.4	-2.8	-10.8
2024-07	10	20	10	7.3	49.4	0.5	-0.8	-11.6
2024-02	0	0	25	7.2	49.1	0.7	-2.7	-24.9
2023-08	10	15	0	7.3	49.7	0.1	-3	-24.0
2023-06	10	10	10	7.2	49	0	-5.4	-28.1
2022-08	10	10	15	6.8	49.4	2.5	2.3	-22.6
2022-05	0	0	15	6.7	49.6	2.1	6.4	-31.8
2022-01	10	10	5	6.4	50.1	0.9	9.1	-9.9
2020-04	0	20	10	7.1	50.8	3.3	-3.1	-2.1
2020-03	20	0	0	7.0	52	4.3	-1.5	-14.1
2020-02	10	10	5	7.0	35.7	5.2	-0.4	-39.9

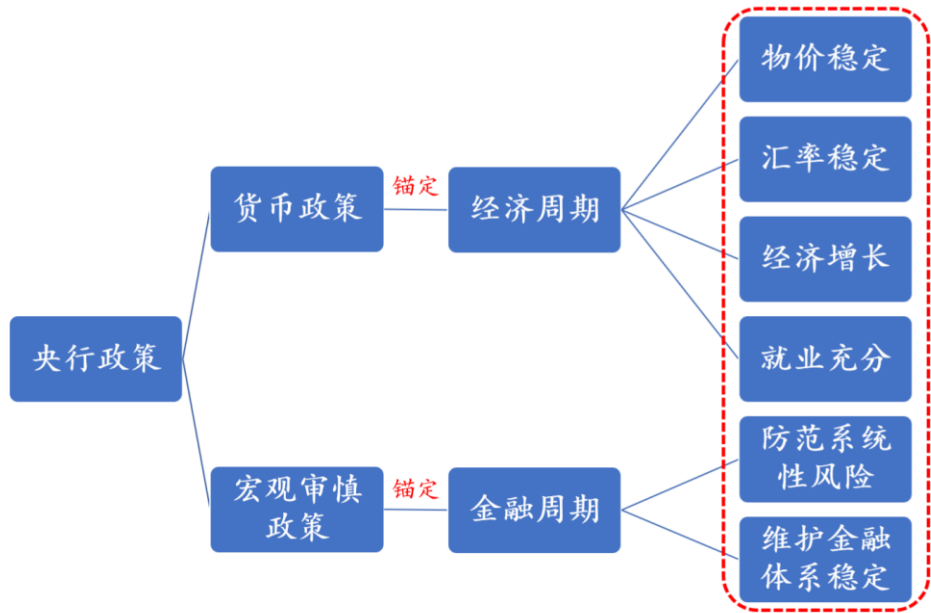
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、央行操作背后隐含的关键变化

1、央行政策目标: 从稳增长优先到多目标相机抉择

货币政策目标是央行最终想实现的一个经济目标, 是货币政策操作执行的主要导向, 我国货币政策主要目标是“保持货币币值的稳定, 并以此促进经济增长”。不同国家央行货币政策目标存在差异, 如美联储主要目标是实现最大就业和维持 2% 的通货膨胀率。而根据《中华人民共和国中国人民银行法》, 我国央行的货币政策主要目标是“保持货币币值的稳定, 并以此促进经济增长”, 具体来看: 币值稳定包括对外币值稳定、即汇率稳定, 对内币值稳定、即物价稳定, 促进经济增长包括稳增长、稳就业等。此外, 央行也逐步将金融稳定纳入货币政策目标、建立货币政策双支柱框架, 防范因杠杆过高、流动性错配等引发的系统性风险, 保障金融周期稳定。

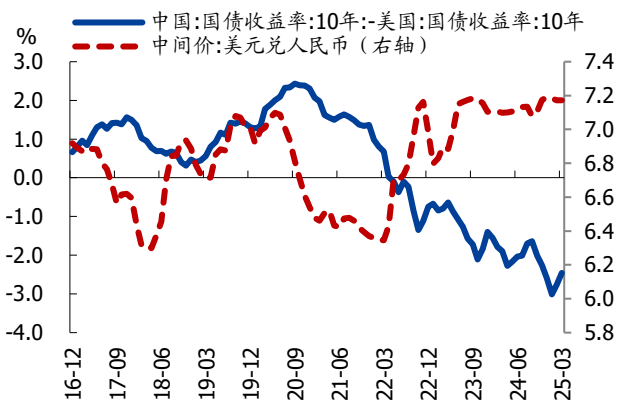
图表13: 我国央行的“双支柱框架”



资料来源: 央行, 国盛证券研究所整理

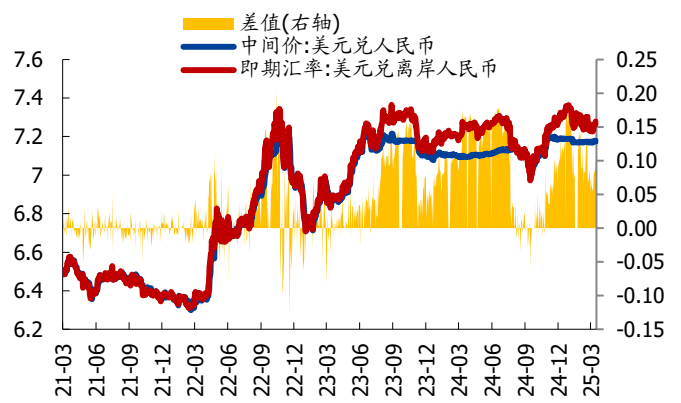
过去经济增长是货币政策的主要目标, 但近年来伴随经济金融形势的变化, 央行在多目标间平衡。从2020年以来央行操作的情况来看, 稳增长一直是央行的主要目标, 当经济下行时央行往往主动宽松以刺激实体需求。但近年来, 地产基建失速下滑后, 央行宽货币面临缺少抓手的问题, 同时金融机构的“资产荒”现象也愈发突出。在这一背景下, 债券市场收益率快速下行、并形成一致预期, 这引发了两个问题, 一是缺少抓手的情况下, 央行的宽松可能会导致资金空转问题, 加剧金融风险; 二是伴随国内债券收益率快速下行, 中美利差快速收窄并转负, 这导致人民币汇率明显承压。因此, 与过去稳增长优先不同, 央行需要在稳增长、稳物价、稳汇率、防风险之间进行相机抉择。此外, 近年来经济高质量发展加快推进, 央行货币政策也开始关注促进经济结构转型。

图表14: 中美利差持续收窄并转负, 人民币汇率明显承压



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2023年以来, 央行对汇率调控力度明显加大

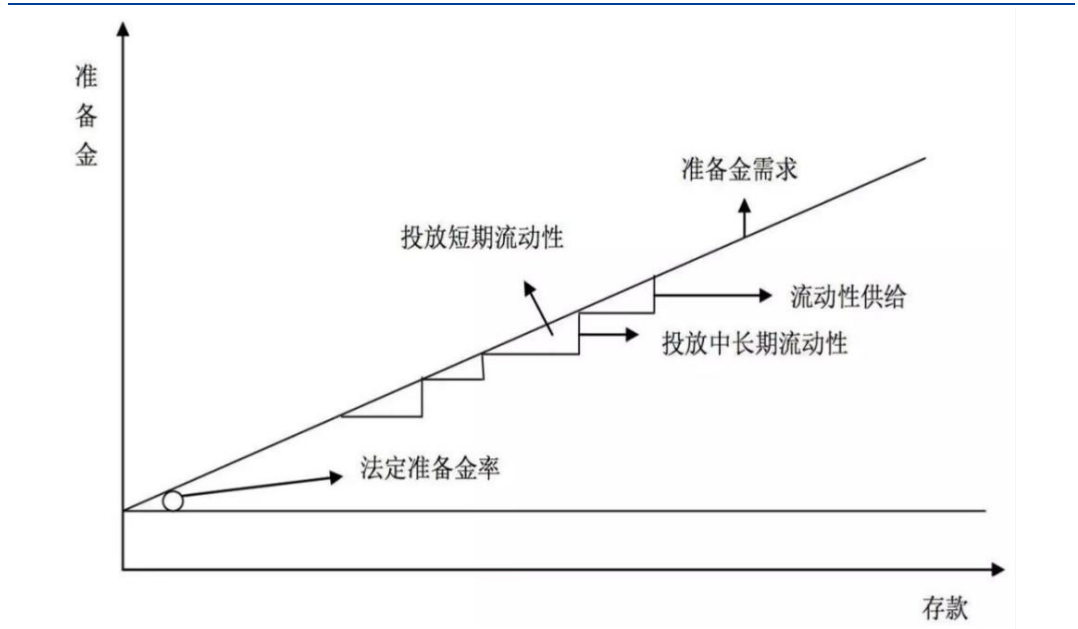


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、央行执行框架：从“数量型”向“价格型”转变

过去货币政策执行框架是以“结构性流动性短缺”为核心的操作框架，但数量型中间变量面临可测性、可控性、相关性均有所下降的问题。2014年之前，外汇占款投放配合央票进行流动性的投放和回笼，属于“被动实施框架”。2014年后，央行逐步形成以“结构性流动性短缺”为核心的操作框架。在这一框架下，央行首要出发点是处理好事前准备金需求和供给的对比关系，主要是构建事前准备金需求大于供给的格局，即存在结构性的流动性短缺，使央行处于贷方的有利位置，进而获取对流动性的掌控权。法定存款准备金制度下，随着存款的增长，金融机构对准备金的需求天然增长，也为央行采取“结构性流动性短缺”执行框架提供了制度支撑。在这样的操作框架下，央行通过公开市场操作向市场注入短期流动性，以弥补金融系统短期的流动性短缺，并通过降准释放长期流动性填充流动性缺口或置换短期流动性。在这一过程中，央行也做了很多价格型框架的改革，但整体仍是在数量型框架下，央行观测的主要中间变量仍是货币供应量。但近年来，货币供应量作为中间变量的问题加快显现，主要包括三方面，一是金融创新模糊了货币层次界限，影响货币供应量可测性；二是货币乘数快速上升且波动加大，降低M2目标的可控性；三是经济发展进入新阶段，数量指标与增长相关性显著下降，这使得货币政策执行框架从“数量型”向“价格型”转变。

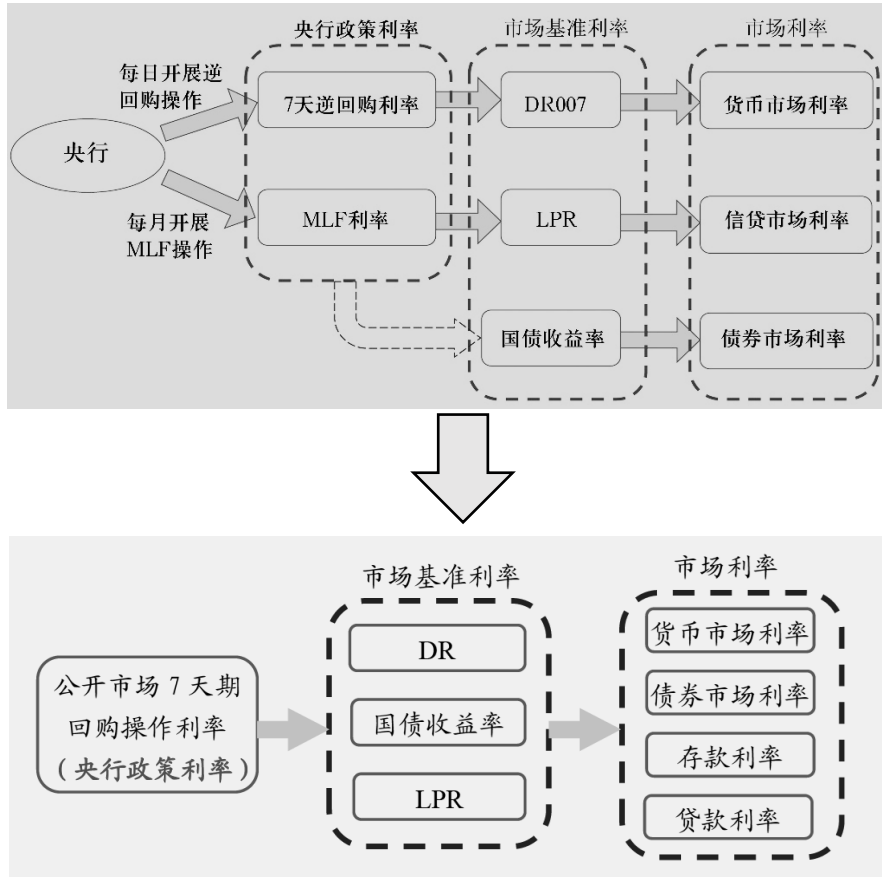
图表16：结构性短缺的流动性管理框架示意图



资料来源：《债券杂志》，国盛证券研究所

货币政策执行框架从“数量型”向“价格型”转变，利率市场化加快推进。2024年6月19日央行行长在陆家嘴金融论坛上的讲话，进一步指明了央行政策执行框架转变的大方向，主要包括以下几点：第一，优化货币政策调控的中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，转而更加重视价格指标。此前，央行有意将DR007培育成对标政策利率的市场利率，目前看DR007已经具备这一功能；第二，进一步健全市场化的利率调控机制，一方面，健全央行政策利率到市场基准利率，再到各种金融市场利率的传导机制，尤其是着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。另一方面，通过建立临时隔夜正逆回购，在7天期逆回购利率上分别减点20bp和加点50bp，适度收窄利率走廊的宽度；第三，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，进一步丰富和完善基础货币投放方式；第四，健全精准适度的结构性货币政策工具体系，坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的基本原则，作为常规总量工具的有益补充，通过内嵌激励机制，以市场化方式引导金融机构优化信贷结构，并注重防范道德风险。

图表17: 利率传导框架发生变化, 7天逆回购利率的政策利率地位进一步强化



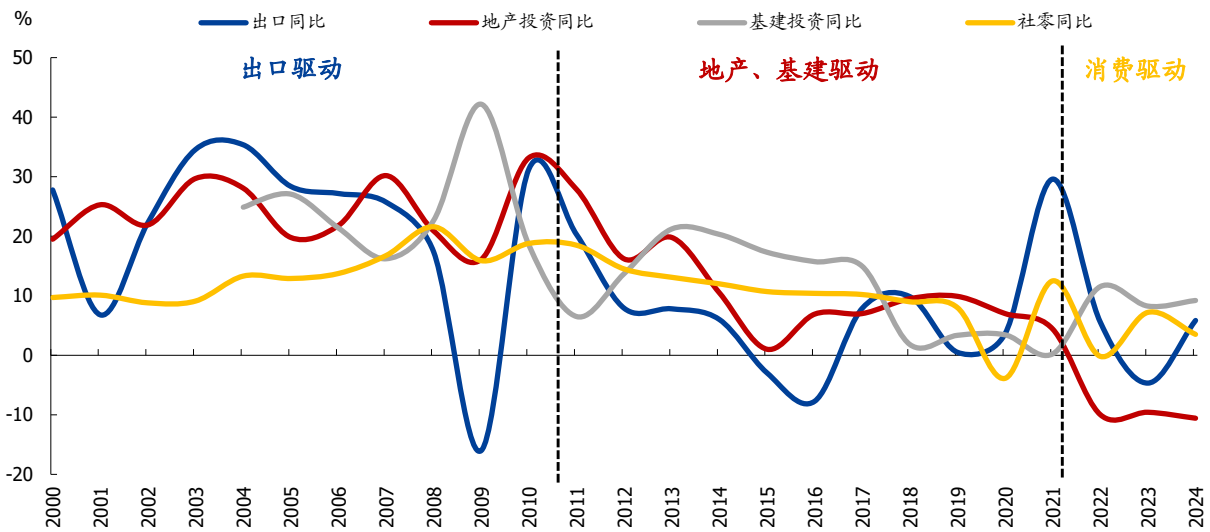
资料来源: 央行, 《中国的利率体系与利率市场化改革》, 国盛证券研究所

经济环境不确定加大的背景下,“缩减原则&稳健的直觉”成为央行货币政策操作节奏的重要原则,以实现保留政策空间与维护市场稳定性的统一。央行采用“缩减原则”的核心原因在于应对经济环境的不确定性,通过渐进式政策调整保留回旋余地。这一策略最早由美国经济学家 Brainard 于 1967 年提出,主张在政策效果存在较大不确定性时,弱化工具调整幅度与速度,避免因政策过调引发金融风险。中国央行将其与“稳健的直觉”结合,强调利率决策需兼顾历史周期经验、全球区域均值及潜在经济增长水平,例如 2020 年经济外生冲击下,我国仅下调政策利率 30BP,而美联储降息 150BP 至零利率附近,最终我国 CPI 保持 2%左右,显著优于海外高通胀环境。“缩减原则”的特征主要体现在三方面:一是利率调整幅度显著收敛,近年政策利率单次调整多为 5-20BP,年度累计幅度不超过 50BP;二是遵循“黄金法则”,实际利率设定略低于潜在增速,既避免抑制增长,又防止过度宽松;三是工具创新与政策协同,如 2024 年通过降准释放流动性,同时减少 MLF 等传统工具使用,优化银行负债结构而非简单缩量。

3、央行政策约束: 银行净息差与货币宽松传导效率

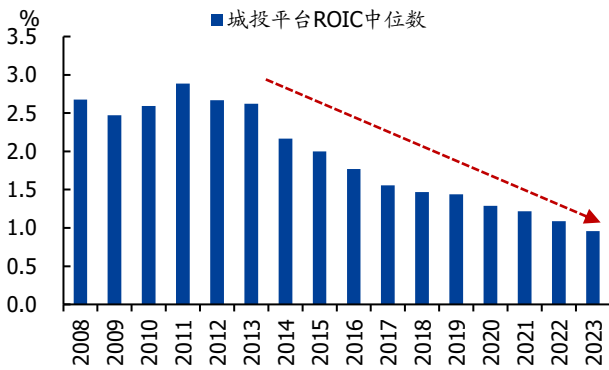
地产基建失速下滑后,货币政策传导机制存在结构性梗阻。从过去经验来看,货币宽松推升信用扩张,这一过程中地产和基建是重要抓手。但近年来,地方政府债务压力加大,基础设施建设逐步饱和、基建投资回报率下降,导致基建失速下滑。同时,人口进入下行周期,房价预期持续恶化,居民购房意愿偏弱,房地产也明显走弱。基建和地产两大传统动能失速下滑后,宽货币到宽信用的传导出现梗阻,宽信用的效果不佳。较为典型的是,2023 年 3 月以来 CPI 持续维持在 1%以下,PPI 更是自 2022 年 10 月以来连续 29 个月负增长,显示政策效果未能有效触达实体经济。因此,尽管名义利率持续下行,但 CPI 和 PPI 持续低迷导致实际利率仍处高位,进一步压制实体融资需求。

图表18: 经济转型背景下, 地产、基建等传统动能趋弱



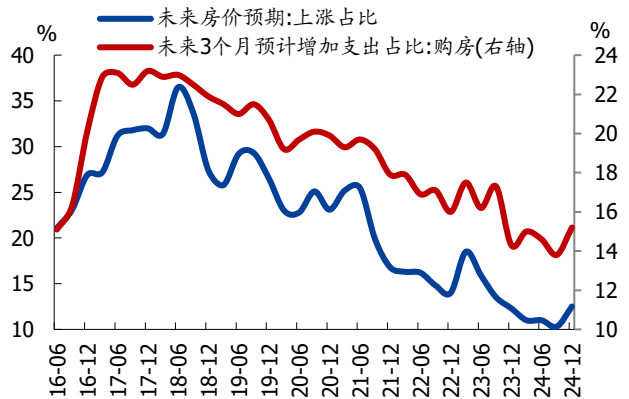
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 基建投资回报率持续降低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

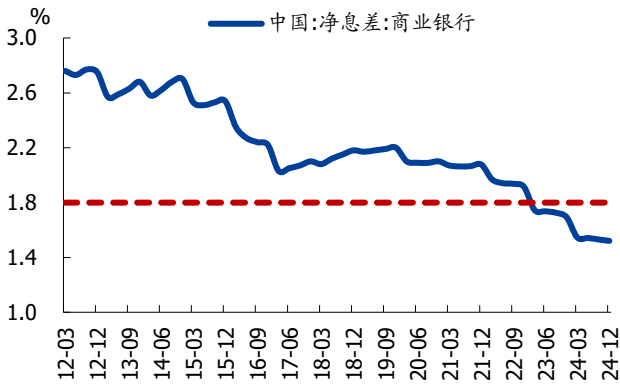
图表20: 房价预期和居民购房意愿持续走弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

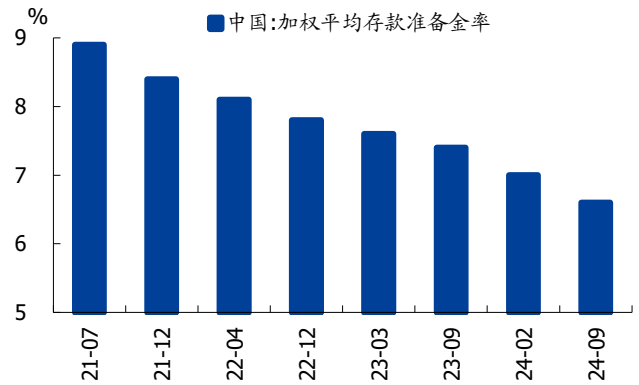
总量宽松约束逐步显现, 包括商业银行净息差收窄、存款准备金率接近下限水平等。受LPR下调、存款定期化及存量房贷利率重定价影响, 2024年四季度商业银行净息差降至1.52%, 已经低于《金融机构合规审慎评估实施办法》中规定的1.8%的警戒线水平。同时, 伴随银行净息差持续收窄, 与银行不良贷款比率一度出现倒挂, 也即银行净息差无法覆盖信贷风险。这导致银行信贷投放意愿降低, 进而加剧了安全资产荒, 推动债券收益率下行。此外, 我国目前存款准备金率在7%左右, 已接近5%的“隐形下限”水平, 进一步降准的空间有限。

图表21: 商业银行净息差持续收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 存款准备金率也已接近5%的“隐形下限”水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、央行货币政策展望

1、年初以来货币政策回顾

年初以来，央行货币政策可以分为两个阶段，基本符合“相机抉择”的操作框架，具体来看：

第一阶段是1月至2月初，这一阶段利率震荡下行、汇率压力较大，央行未采取宽松操作。1月以来，利率延续下行趋势，10Y国债收益率盘中低点一度来到1.6%下方，债市做多情绪浓厚。同时，人民币汇率也仍然承压，1月上旬离岸人民币汇率一度突破7.35，直至2月初整体波动中枢仍在7.3左右。事后看，在这一阶段央行未采取宽松操作，主要可能仍是出于稳汇率、防止债券快速下行风险的考量。

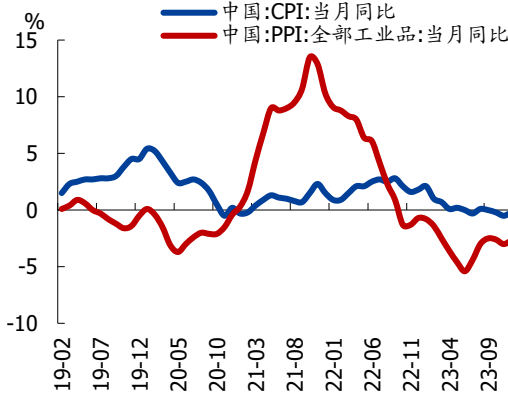
第二阶段是2月初至3月底，利率快速下行风险释放、汇率压力减轻，央行仍未进一步宽松。2月初以来，央行主动收紧流动性，债券市场调整，10Y国债收益率从低点的1.6%附近快速抬升至1.8%，债券市场下行过快的风险部分释放。同时，汇率压力也有所减轻，离岸人民币汇率波动中枢逐步回落至7.25。这一阶段虽然汇率、债券下行风险均明显缓解，但央行仍未降息。参考前文分析，我们觉得央行这一阶段未进一步宽松，核心原因仍是当前基本面未进一步走弱，地产销售延续改善，PMI在1月下行后2月又重回荣枯线上方，财政发力在即等。叠加银行息差压力较大，央行可能仍倾向于边走边看。

2、央行货币政策操作展望

短期看，当前进一步宽松的必要条件已具备，关税扰动下降准降息的概率大大增加，预计4月份有望看到。如前所述，央行在货币政策操作过程中，需要综合考量稳增长、稳物价、稳汇率、防风险等。目前来看，短期债券市场调整后利率下行风险已一定程度释放，物价也仍偏弱（CPI在0%附近、PPI延续负增），汇率压力也边际减轻，货币宽松面临的制约已打开。但年初以来央行降息预期落空，我们倾向于认为可能有两点考量：一是地产销售尚可，去年11月以来房地产销售降幅明显收窄，最新数据显示2月新房销售同比增长31.8%、12城二手房销售同比增长81.9%；二是两会对于财政发力已有相关部署，当前处于财政政策落地的观察期，央行可能根据财政落地效果决定是否进一

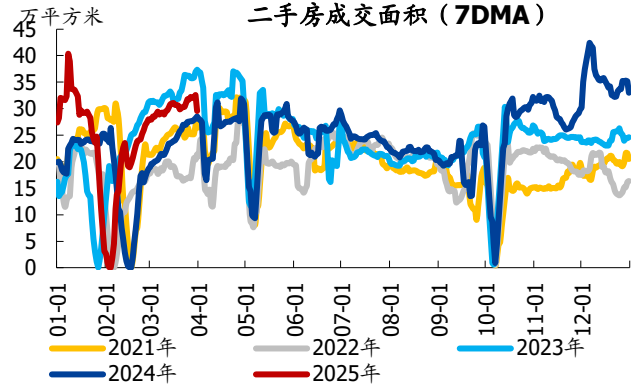
步采取宽松政策。但近期关税扰动加剧，根据我们测算，本轮对等关税政策落地后，美国对华整体关税税率将达 65.7%，预计至少拖累 2025 年中国出口 7-9 个百分点，对应拖累中国 GDP 增速可能超过 1 个百分点，降息概率将大大增加。往后看，参考过往经验，可关注 PMI 指标，若 PMI 连续 2 个月回落至 50% 以下，降准概率将进一步加大。

图表23: 当前物价水平仍然低迷



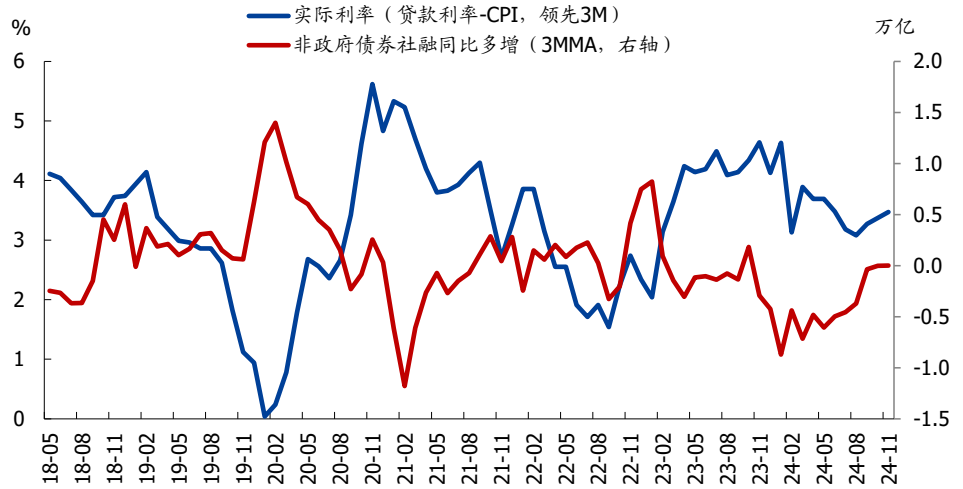
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: 二手房销售表现尚可



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表25: 实际利率仍然偏高, 抑制实体融资需求



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

降贷款利率需要同步调降存款利率配合，存款利率调降是重要前瞻指标。如前所述，当前银行息差压力较大，若要进一步调降贷款利率，可能需要同步调降存款利率以稳定银行息差。从最近的 4 次降息节奏来看，有 3 次存款利率调降先于 LPR 报价调降。

风险提示

- 1、经济基本面超预期。如房地产、出口超预期回落、基建实物工作量等超预期变化。
- 2、债务风险等风险超预期，可能引发流动性超预期收紧，可能触发央行进一步宽松。
- 3、美联储降息节奏超预期。汇率是央行的重要考量，若美联储降息节奏超预期，对国内汇率约束减轻，央行降息节奏可能超预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com