



大公国际：简评央行三季度例会，降息信号悄然变化

技术研究部（业务风险控制部） 涂文婕

2025 年 9 月 28 日

摘要：中国人民银行货币政策委员会 2025 年第三季度例会近日召开。与第二季度例会相比，本次会议在总体基调保持连续性的同时，在政策表述的细微之处释放出若干值得关注的信号。会议延续了对国内外经济形势复杂性的判断，强调货币政策要“适度宽松”，但在政策着力点上更侧重于现有措施的落实和效应释放，本次会议强调“持续发力、适时加力”，这反映出央行在当前经济“稳中有进”的背景下，更注重政策的精细化和有效性。在结构性支持方向上，重新突出“支持小微企业”和“稳定外贸”，显示货币政策的结构性关注点正向外需相关领域和就业环节拓展。展望四季度，债券市场利率走势将受到多种因素的共同影响，预计整体呈现区间震荡格局；未来货币政策的走向可重点关注外需与房地产市场的发展趋势，这些变量或成为判断是否启动降息等总量工具的关键信号。

中国人民银行货币政策委员会 2025 年第三季度例会召开，与二季度相比，三季度例会在总体保持“适度宽松”基调的同时，在表述上出现若干调整。总体来看，央行传递的核心信息是：政策重心已从“要不要加力”转向“如何用好现有力”，并将外部环境与房地产走势作为评估是否需启动增量工具的重要考量因素。

第一，表述变化：从“灵活把握”到“抓好执行”，政策优先级转向存量优化。三季度例会最显著的变化体现在对政策节奏与重点的表述上。二季度提出的“灵活把握政策实施的力度和节奏”在三季度被修改为“把握好政策实施的力度和节奏”，并特别增加“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”的要求。在总体方针部分，二季度强调的“用好用足存量政策，加力实施增量政策”被替换为“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”。这一系列措辞调整传递出明确的政策优先级转换。它表明，央行认为当前已出台的一系列工具，如结构性再贷款、利率市场化引导、流动性支持等，尚未完全发挥效应，政策传导仍存在优化空间。因此，当前的首要任务不是继续推出新的总量宽松措施，而是确保现有政策能够顺畅传导至实体经济，特别是解决中小微企业融资堵点、降低综合融资成本等结构性问题。央行对经济“稳中有进”的基本判断，使得其认为当下更应该通过提升政策执行力来巩固经济恢复基础。



第二，关注点拓展：重提“小微”与“外贸”，外部不确定性被重点关注。三季度例会另一个值得注意的动向是，在结构性支持方向上，重新突出“支持小微企业”和“稳定外贸”。这与二季度相对笼统的表述形成对比，显示货币政策的结构性关注点正向外需相关领域和就业环节拓展。这一调整具有明确的现实意义。当前，中美经贸关系仍处于动态调整阶段，受美国对等多边贸易措施影响，8月份中国出口增速已呈现放缓迹象。若11月缓和期结束后美国对华关税政策再度生变，出口可能面临进一步下行压力。央行此时明确将“稳定外贸”纳入政策考量，并强调“增强灵活性预见性”，实质上是**将外部环境变化提升为货币政策的重要决策变量**。这意味着，央行正在为可能的外需冲击做政策预案，一旦出口下滑对就业和工业生产造成显著拖累，“适时加力”将可能被重点关注，相关结构性工具，如外贸信贷支持、外汇审慎管理等政策工具将会启用。

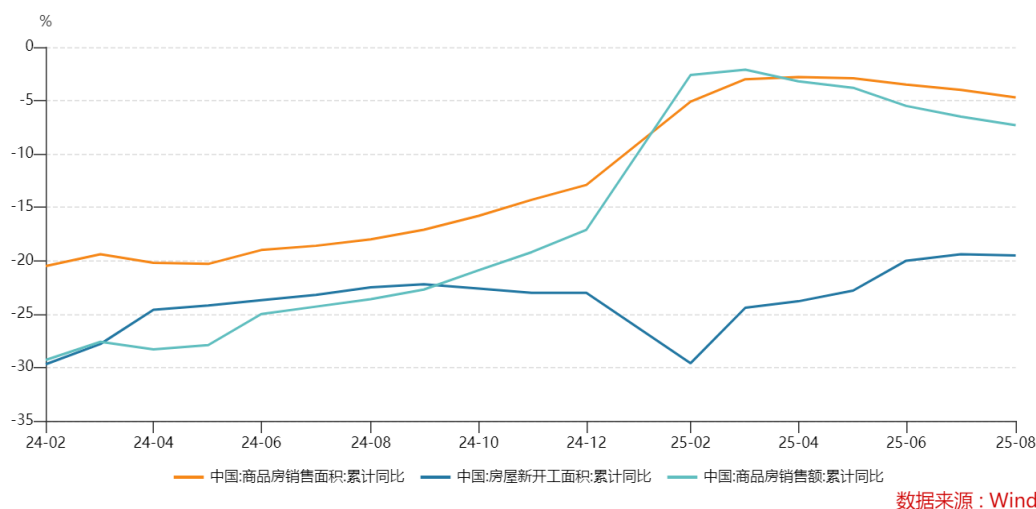
表 1：2025 年央行二季度例会与三季度例会主要内容对比

维度	2025 年二季度（6 月）	2025 年三季度（9 月）
经济基本面：	经济呈现向好态势	经济运行 稳中有进
政策基调：	适度宽松，强化逆周期调节	适度宽松， 持续发力、适时加力
政策目标：	保持经济稳定增长和物价合理水平	促进 经济稳定增长和物价处于合理水平
货币政策要求：	灵活把握政策实施的力度和节奏	把握好 政策实施的力度和节奏， 抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。
结构性工具：	加力支持科技创新、提振消费、做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持	加力支持科技创新、提振消费、 小微企业、稳定外贸等 ，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持
资料来源：央行，大公国际整理		

第三，市场背景：资产价格边际改善为政策观察提供窗口期。首先，房地产市场在政策优化后出现积极迹象。一线城市外围区域限购措施的放宽，对市场信心起到了一定作用。8月北京、上海楼市在政策利好的带动下成交有所回暖，虽然全国范围内的销售数据尚未出现全面反弹，但市场预期趋于稳定。央行在例会中强调“加大存量商品房和存量土地盘活力度”，正是基于市场初步企稳这一前提，试图通过结构性手段巩固成果。



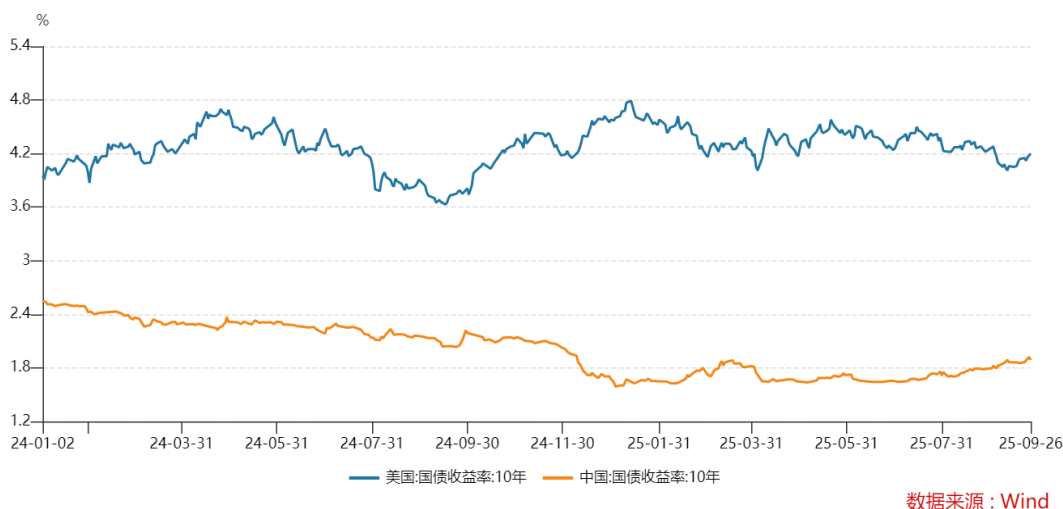
图 1: 2024 年-2025 年 9 月，房地产行业发展情况



数据来源：WIND，大公国际整理

同时，股市情绪有所修复，A 股市场在政策组合拳的推动下逐步摆脱低迷，投资者风险偏好有所回升。三季度以来，债市在多重因素冲击下持续调整，十年期国债收益率从 1.64% 附近上行至 1.82% 附近。利率的回升，一方面反映了市场对经济前景的预期改善，另一方面也在客观上收窄了中美利差，缓解了人民币汇率贬值压力。央行在例会中强调“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，表明其认可当前利率水平的合理性，汇率在一定区间内平稳运行。资产价格的短期企稳，为央行提供了政策观察期，使其可以更从容地评估经济内生动能的恢复程度。

图 2: 2024 年-2025 年 9 月，中美十年期国债收益率情况



数据来源：WIND，大公国际整理



第四，展望四季度，债券市场利率走势将受到多种因素的共同影响，预计整体呈现区间震荡格局，但受制于基本面压力，上行空间有限。

推动利率上行的因素主要来自政策预期与市场环境变化。若三季度末至四季度初结构性刺激政策持续出台并初步显效，可能在一定程度上提振市场对经济增长的预期，带动风险偏好回升，从而对债券市场形成压力。与此同时，为巩固经济回升基础，政府债券发行预计保持较快节奏，特别是在“两重”“两新”等重点领域的专项债供给增加，将从供需层面给利率带来上行压力。此外，部分制度性因素如债券利息收入征收增值税，直接提升了持有债券的税务成本，客观上要求更高的收益率补偿；而“反内卷”等政策若推动整体价格水平温和回升，也可能对利率形成支撑。

然而，抑制利率上行的力量同样显著，其中经济基本面的下行压力仍是核心影响因素。当前国内需求不足的矛盾尚未根本缓解，三季度宏观数据偏弱的态势可能延续至四季度，经济内生动能仍待加强，这对债券收益率构成持续的下行牵引。货币政策的宽松基调也为市场提供了流动性保障，央行将通过多种工具维持银行体系流动性合理充裕，有效稳定资金利率，从而限制短期利率的波动幅度并传导至长端。

综合判断，四季度利率走势将呈现区间震荡走势。经济复苏基础尚不牢固，内需不足仍是突出矛盾，决定了利率不具备持续大幅上行的条件；而财政发力、制度成本支撑及防资金空转的政策意图，共同构筑了利率的底部区间。未来货币政策的走向可重点关注外需与房地产市场的发展趋势，外需是否会超预期下滑并冲击就业与制造业稳定，房地产市场的边际回暖能否转化为可持续的内需复苏。投资者需密切关注政策变化，把握结构性的交易机会。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。