



作者：
中诚信国际 研究院
王 晨 chwang01@ccxi.com.cn
汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 院长
袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



恢复征收国债等利息收入增值税的三点意义——7 月利率运行分析与展望，2025 年 8 月

大而美法案通过外部环境仍复杂，降准降息可期利率难改下行趋势，2025 年 7 月

买断式逆回购首次月初预告，流动性改善关注短端利率机会，2025 年 6 月

中美关税博弈阶段性缓和，短期内收益率或阶段性上行，2025 年 5 月

新一轮增量金融政策的四大关注——5 月 7 号国新办发布会点评，2025 年 5 月

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部
赵 耿 010-66428731
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

关注二季度货币政策报告释放的四大信号



2025 年 8 月 15 日，央行发布《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），认为国民经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好，但依然面临不少风险挑战，包括“当前外部环境更趋复杂严峻、贸易壁垒增多”“国内有效需求不足”等，在此背景下，此次《报告》要求落实落细适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，同时也将更加注重信贷结构优化和防范资金空转风险，为支持实体经济提供适宜的货币金融环境。

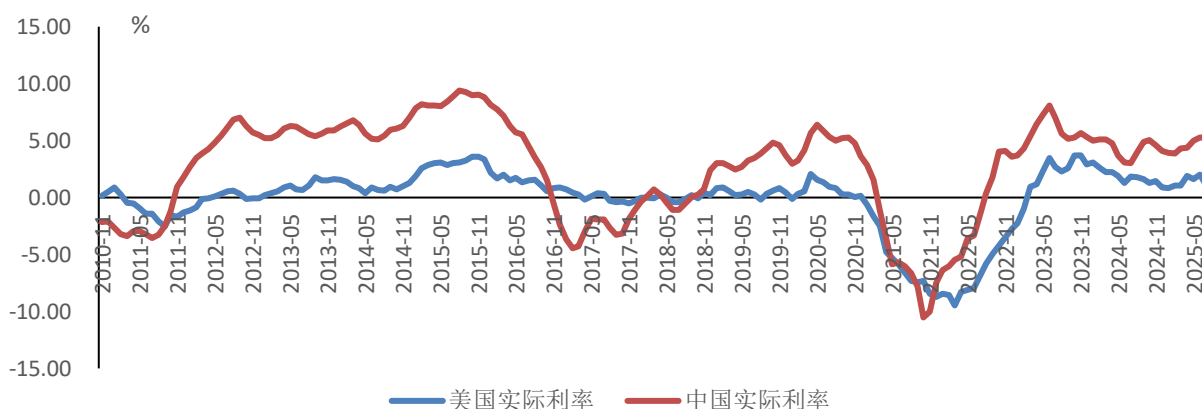
信号一：《报告》表示“落实落细适度宽松的货币政策”，强调落实和执行，全面降准降息或有所延后

此次《报告》表示“国民经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好”，“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变”，但经济运行依然面临不少风险挑战，包括“当前外部环境更趋复杂严峻、贸易壁垒增多”“国内有效需求不足”等。从数据看，7 月经济数据多项走弱，除出口数据外，生产、消费、投资等数据全面下滑。其中，7 月工业增加值同比增速为 5.7%、较上月回落 1.1 个百分点，社零增速为 3.7%、较上月回落 1.1 个百分点，固定资产投资完成额累计同比增速为 1.6%、较前值回落 1.2 个百分点；供需两端均有所走弱，“两重两新”对消费和投资的支撑作用也在边际下滑，叠加转口贸易路径面临封堵、抢进口效应逐渐减退下，出口对工业生产的拉动作用或有所减弱，当前经济修复依然面临多重压力。在此背景下，此次《报告》强调“落实落细适度宽松的货币政策”，延续 7 月政治局会议的总体基调，在注重“适度宽松”总量作用发挥的同时，提出了“落实落细”的具体要求，后续或更加注重已出台货币政策效用的发挥，叠加此前个人消费贷贴息、服务业经营主体贷款贴息两项政策或达到重点领域定向降息的效果，短期内调降政策利率概率或有所降低，后续或视经济运行情况、美联储降息时点等适时启动。

信号二：货币政策仍注重物价回升，继续加强货币财政协同以及结构工具使用

近年来货币政策持续强调“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”“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，此次《报告》延续这一表述，后续货币政策依然注重提升价格水平。从数据看，7月CPI同比为0%，由正转平；环比回升0.5个百分点，由负转正至0.4%，强于季节性；核心CPI同比0.8%，较前值上升0.1个百分点，为2024年3月以来最高；PPI同比下降3.6%、与前值持平，价格水平虽边际改善，但依然处于历史低位。由于价格水平持续低位，我国实际利率较高，以10年期国债收益率-PPI增速估算实际融资成本，当前水平处于历史高位，且高于美国。因此，若要降低实体经济的实质性融资成本，除降低名义利率外，通过提升价格水平带动实际利率下降也较为必要，有助于促进微观主体感受回暖、改善市场预期。但在当前经济形势下，一味加大货币总量扩张或难以充分发挥释放有效需求、提升价格水平的作用，需加大与财政协同配合，同时也要强化结构性工具的使用，精准支持重点领域和薄弱环节，此外也将继续稳定资产价格，以财富效应激活内需。

图 1：我国实际利率依然偏高



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

信号三：淡化信贷总量、强调结构优化，更加注重实体融资渠道多元化

此次《报告》将一季度报告“引导银行加大信贷投放力度，保持信贷总量合理增长”改为“引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长”，并在专栏中重点强调小微企业、科创、消费等重点领域融资，我们认为主要有以下几方面值得关注：一是强调“引导银行稳固信贷支持力度”，后续信贷投放或淡化总量、注重结构优化。与一季度相比，此次《报告》不再强调“加大信贷投放力度”，而是强调“稳固”，表明后续信贷对于实体经济的支持，或淡化总量，更加注重结构优化：一方面，将继续加大对科技、绿色、普惠、养老、数字五大

篇章相关领域的贷款支持力度，促进我国经济结构转型升级，或继续通过增加再贷款结构和类型引导银行等金融机构加大资金投放，同时也将进一步强化货币财政协同配合，共同发力支持重点领域，此前个人消费贷贴息等两项贴息政策，央行也表示与前期出台的消费领域金融支持政策着力点一致，有利于产生“1+1>2”的政策效应。另一方面，更加注重期限结构优化，进一步加大中长期贷款投放，为实体经济高质量发展提供稳定的资金支持。二是强调“保持金融总量合理增长”，或更加注重实体融资渠道多元化。与一季度报告不同，此次《报告》强调“保持金融总量合理增长”，不再单独强调信贷总量的增长，与当前促进间接融资向直接融资方式转变、拓展多元化融资路径的政策基调保持一致。以科技创新领域为例，此次《报告》在专栏中表示当前科技创新融资渠道进一步丰富完善，包括推出债券市场“科技板”、创设科技创新债券风险分担工具等，支持科技创新。在当前我国仍以信贷等间接融资为主的背景下，后续将进一步丰富重点领域融资工具，拓展企业多元化融资渠道。

信号四：重提“防范资金空转”，注重金融支持实体可持续性

此次《报告》表示“畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转”，与一季度报告相比，重提防空转，后续或更加注重资金使用效率，防范资金“脱实向虚”。近期股票市场持续上涨，7月非银存款增加2.14万亿元，较去年同期大幅多增1.39万亿元；但同时，新增贷款转负，表明实体融资需求依然低迷。在此背景下，若新增的非银存款不流入实体经济而是进一步流入金融市场，则容易形成资产泡沫、引发资金“脱实向虚”，利率过低或更易引发资金通过加杠杆的方式流入股市；叠加当前企业投资动力不足但融资成本相对较低，很可能通过借入低息资金而购买高息金融产品，更容易积累金融风险、降低资金使用效率。因此，此次《报告》重提“防范资金空转”，对资金使用、投向等提出要求，防止积累金融风险。但这与“适度宽松”的总体基调并不矛盾，也不意味着流动性大幅收紧，稳增长压力下，依然保持流动性合理充裕。从数据看，8月以来DR007主要位于7天逆回购利率以下运行，这种情况自2024年下半年以来并不常见，在“防空转”的要求下，预计后续DR007或大多位于7天逆回购利率以上运行，部分流动性压力较大时点央行或依然通过加大资金投放维稳资金面。同时，此次《报告》还强调“把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡”，除防空转外，银行净息差压力依然是央行关注重点。近年来商业银行净息差持续收窄，今年一季度净息差已收窄至1.43%，处于历史低位。本次《报告》依然强调“持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降”，同时增加“把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡”表述，或表明央行在引导商业银行加大支持实体经济力度的同时，更加注重金融可持续性，预计后续将继续推动存款利率改革，并通过降低再贷款利率、加大与财政配合（比如贴息）等支持实体经济，缓解银行净息差压力。

附表：货币政策执行报告表述对比

	2025 年二季度	2025 年一季度
世界经济金融形势	全球经济增长动能总体偏弱，复苏进程仍有不确定性，二季度以来预期小幅改善。发达经济体劳动力市场保持强劲，物价能否持续回落仍有待观察。美国关税政策推升全球衰退风险，全球财政可持续性值得关注，金融市场波动可能加剧。	全球经济增长动能趋弱，国别分化日趋明显。地缘政治局势仍有较大不确定性，美关税政策推升全球衰退风险，发达经济体物价涨幅回落，但未来上涨压力依然存在。多国面临财政与债务风险，全球贸易和投资增长存在制约，金融市场波动加剧。
中国宏观经济形势	国民经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好。消费增速回升，投资规模继续扩大，进出口保持增长。农业生产形势较好，工业生产增长平稳，服务业增速加快。居民消费价格总体平稳，工业生产者价格下降。	国民经济实现良好开局，高质量发展向新向好。消费增速回升，投资规模稳中有升，进出口保持增长。农业生产形势较好，工业生产增长加快，服务业较快增长。居民消费价格基本稳定，工业生产者价格下降。
中国宏观金融展望	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，不稳定性、不确定性增加，国内有效需求不足，我国经济运行依然面临不少风险挑战。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心。同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，不少国际组织和国际投行已纷纷上调我国经济预期。要保持战略定力，集中力量办好自己的事，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在。国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力。对此，既要正视困难问题，更要坚定发展信心。我国具有显著的制度优势，有超大规模市场、完备产业体系、丰富人力资源等诸多优势条件，有需求升级、结构优化、动能转换的广阔增量空间，要加緊实施更加积极有为的宏观政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，加力支持实体经济。
下阶段政策思路	落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，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，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，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。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。畅通货币政策传导机制，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>