

国内大循环将启动，宏观策略更积极

——中国货币政策系列十九

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

6月23日央行二季度例会。会议建议增强宏观政策协调配合，用好用足存量政策，加大实施增量政策，充分释放政策效应，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。

核心观点

■ 做强国内大循环

政策目标：做强国内大循环摆到更加突出的位置。

经济形势：外部货币政策走向宽松的可能性上升，内部对经济形势的判断更为积极，低物价成为主要解决的问题之一。

宏观政策：三季度货币政策实施将更为灵活，总量宽松的脚步临近。

货币政策：政策加力科技创新和提振消费两个领域。

结构政策：房地产市场进入到稳定区间，“防风险”或让位于“总需求”。

汇率政策：美元持续走弱的背景下，人民币端的压力有所减轻。

■ 宏观策略更积极

6月央行货币政策例会上明确提到了宏观政策协调配合的一个指向是：做强国内大循环摆到更加突出的位置。在这一目标下，我们认为三季度随着海外宏观政策的确定性逐渐落地，国内宏观政策对于总需求扩张的要求将进一步前置，关注7月政治局会议对于政策实施节奏和力度的进一步要求。年度宏观策略将更为积极，关注国内权益资产的配置机会，中债收益率曲线预计将开启陡峭化过程。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
《货币政策委员会例会》对比分析.....	3
第一段：货币政策	3
第二段：形势分析	4
第三段：政策要求	6
第四段：政策改革	7
第五段：政策指导	10

图表

图 1：二季度货币政策延续宽松 单位：%.....	4
图 2：存款准备金率继续下调 单位：%.....	4
图 3：股市和经济周期 单位：%YOY.....	4
图 4：楼市价格变化和地产周期 单位：%YOY.....	4
图 5：美国通胀走势具有较强的韧性 单位：%YOY.....	5
图 6：美联储宽松边际上在转变 单位：%PCT.....	5
图 7：外汇风险准备金率 单位：%.....	7
图 8：外汇储备同比变动和出口 单位：%YOY.....	7
图 9：货币增速维持低位小幅改善 单位：%.....	7
图 10：人民币存贷差继续上升 单位：万亿元	7
图 11：结构性货币工具回落 单位：%YOY，亿元	9
图 12：公开市场操作频率增加 单位：万亿元	9
图 13：央行外汇储备结构变化 单位：%YOY.....	9
图 14：银行关注类贷款占比回落 单位：%PCT.....	9
图 15：2025 年 5 月中央银行各项工具流动性投放情况 单位：亿元.....	9
图 16：华泰期货宏观热力值 单位：STD	11
图 17：财政继续保持积极 单位：亿元	11
图 18：二季度 HIBOR 利率显示流动性充裕 单位：%.....	11
图 19：低通胀的问题进一步得到重视 单位：%.....	11

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行一季度和二季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为二季度报告新增部分，**红色删除线**为对一季度报告删除部分。

第一段：货币政策

二季度表述：

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革**效能持续释放**，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行**平稳**。

一季度表述：

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革**成效显著**，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动~~预期趋稳~~，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行**稳定**。

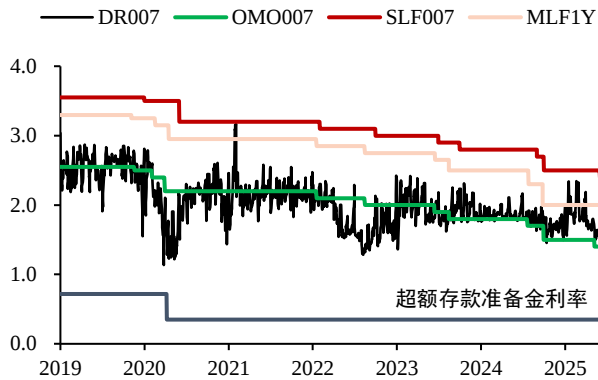
华泰分析：

在货币政策分析段，二季度相比较一季度的表述基本保持一致，主要改变体现在：

- 1) 对于“贷款市场报价利率改革”的表述，仅仅是从一季度的“成效显著”转为“效能持续释放”，体现出改革的效果仍在发挥作用。
- 2) 对于“人民币汇率”的表述，删去了一季度的“预期趋稳”，是对于二季度美元持续调整状态下，人民币表现出阶段性升值压力的确认。

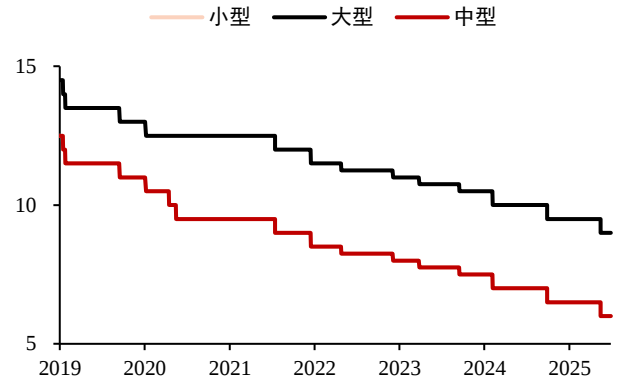
¹ 一季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5629982/index.html>；二季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5763268/index.html>

图 1：二季度货币政策延续宽松 | 单位：%



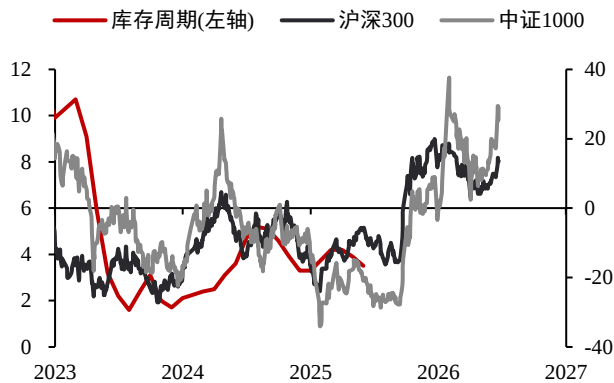
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率继续下调 | 单位：%



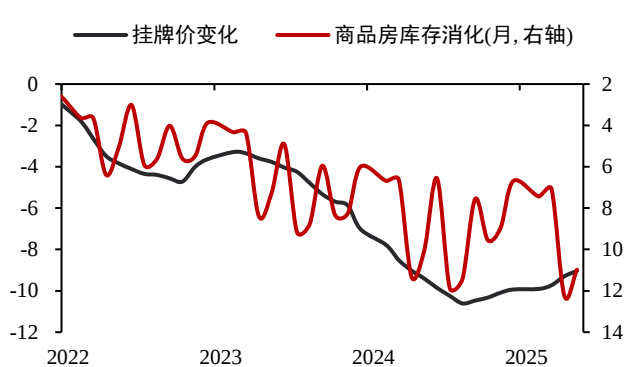
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：股市和经济周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：楼市价格变化和地产周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第二段：形势分析

二季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势，提出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，通胀走势和货币政策调整**存在**不确定性。我国经济**呈现向好态势**，**社会信心持续提振**，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、**物价持续低位运行**、风险隐患较多等困难和挑战。要实施**好**适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。

一季度表述：

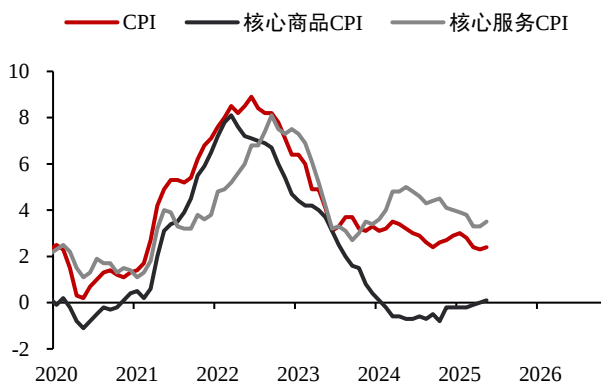
会议分析了国内外经济金融形势，提出当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能**不强**，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整不确定性**上升**。我国经济**运行总体平稳、稳中有进**，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。

华泰分析：

在形势分析段，和一季度相比，二季度表述更为积极。主要表现在：

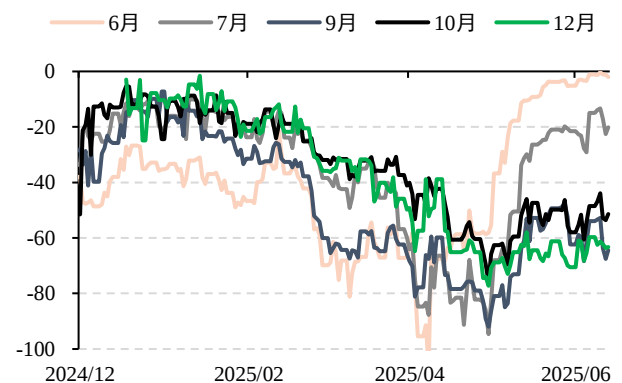
- 1) 对于外部经济和金融形势，从一季度动能“不强”转向动能“减弱”，同时提到了这种减弱的背后是“贸易壁垒增多”，体现出外需的压力继续上升。此外，我们注意到央行对于全球通胀和货币政策的判断从一季度的不确定性“上升”转向了“存在”不确定性，体现出外部货币政策在贸易压力的影响下，走向宽松的可能性上升，这一点和一季度存在较大不同，或继续提升国内未来货币政策的操作空间。
- 2) 对于内部经济形势，相比较一季度“运行总体平稳、稳中有进”，央行二季度对于经济的观点进一步乐观经济“呈现向好态势”，同时社会信心“持续提振”。这点来源于从去年9月份以来货币政策的宽松环境和积极的财政政策支持。在二季度国内经济的这一背景变化下，央行对于未来货币政策表述相比较一季度“实施适度宽松的货币政策”转向了“实施好适度宽松的货币政策”，宽松货币政策的侧重点预计有所转变，结合央行在二季度强调“物价持续低位运行”的特点，我们认为货币宽松的作用相比较一季度将更为明显。

图 5：美国通胀走势具有较强的韧性 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：美联储宽松边际上在转变 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第三段：政策要求

二季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，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，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。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，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。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。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

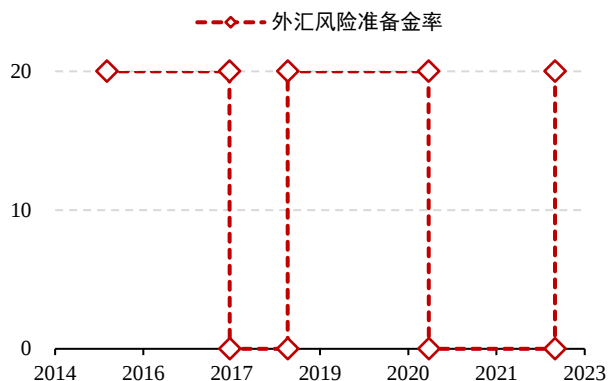
一季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，**择机降准降息**。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。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，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。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。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，**加强市场管理，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的基本稳定。

华泰分析：

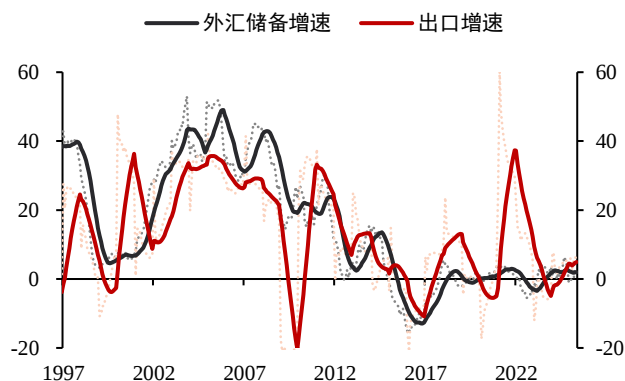
在政策要求段，央行对利率政策的表述，从“择机降准降息”——这点我们从5月份的货币政策中已得到印证——转向了“灵活把握政策实施的力度和节奏”，货币政策宽松的操作空间更为灵活。此外对于人民币汇率，在美元持续走弱的背景下，人民币端的压力有所减轻，央行在二季度也删去了“加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”。

图 7：外汇风险准备金率 | 单位：%



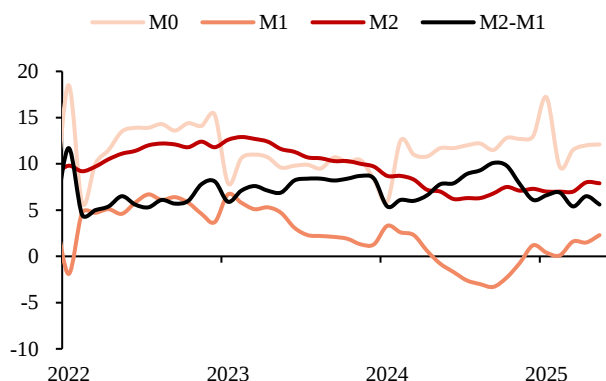
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：外汇储备同比变动和出口 | 单位：%YoY



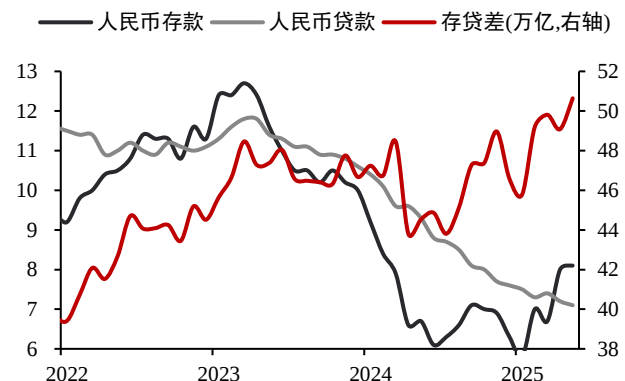
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：货币增速维持低位小幅改善 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：人民币存贷差继续上升 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第四段：政策改革

二季度表述：

会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。有效落实好各类结构性货币政策工具，**扎实**做好金融“五篇大文章”，**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。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点。着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，**持续巩固房地产市场稳定态势**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。切实推进金融高水

平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

一季度表述：

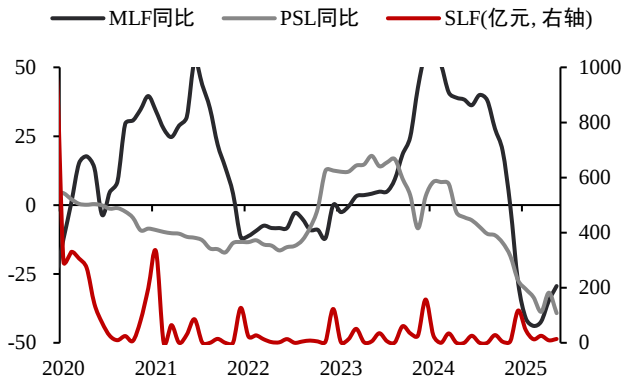
会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。有效落实好**存续的**各类结构性货币政策工具，做好金融“五篇大文章”，**继续加大**对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。**优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。**用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点。着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，**推动房地产市场止跌回稳**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。**落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。**切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

华泰分析：

从货币政策表述上，央行继续“加力支持”科技创新和提振消费两个领域。央行在二季度增加支农支小再贷款额度 3000 亿元、增加科技创新和技术改造再贷款额度 3000 亿元、设立服务消费与养老再贷款 5000 亿元等。

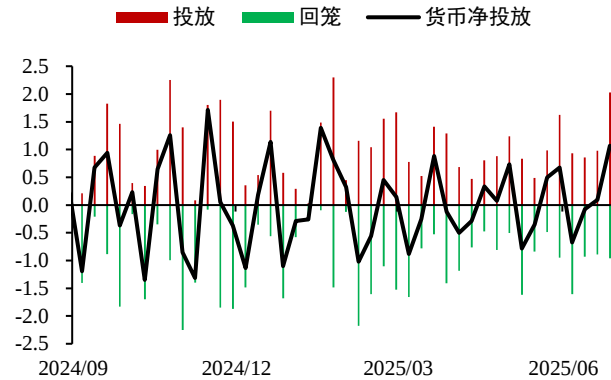
对房地产市场的表述也发生变化，值得重视。对于房地产市场的目标，央行在一季度时的表述是“推动房地产市场止跌回稳”，二季度时改为“持续巩固房地产市场稳定态势”，我们认为在政策的框架内，二季度的房地产市场已经从一季度时候的“跌”有了“止跌”，进入到了稳定发展的区间。如是，则对于“防风险”的宏观政策而言将产生较大影响。下半年可持续关注政策边际上的变化在真实经济数据波动中创造的利率机会。

图 11：结构性货币工具回落 | 单位：%YoY，亿元



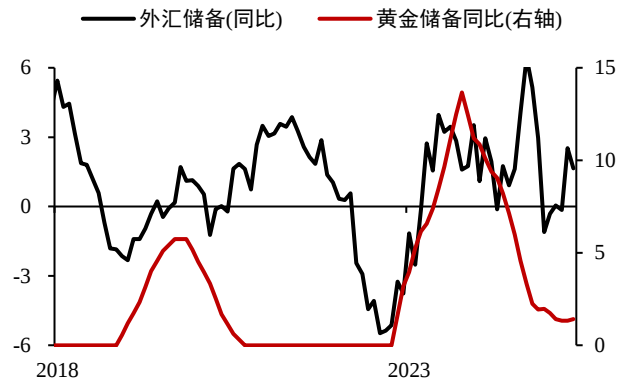
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：公开市场操作频率增加 | 单位：万亿元



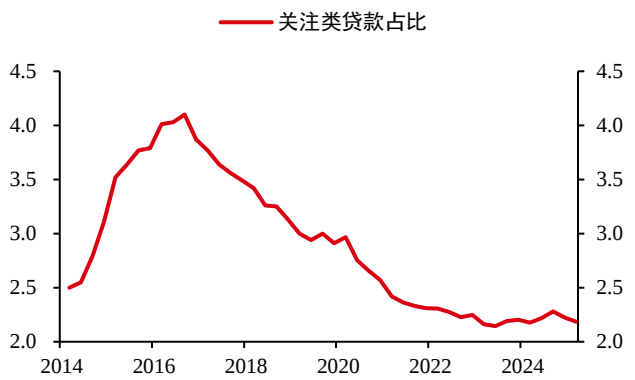
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：央行外汇储备结构变化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：银行关注类贷款占比回落 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：2025 年 5 月中央银行各项工具流动性投放情况 | 单位：亿元

工具类型	工具名称	投放	回笼	净投放
准备金	调整法定存款准备金率	10000	-	10000
中央银行贷款	常备借贷便利 (SLF)	14	9	5
	中期借贷便利 (MLF)	5000	1250	3750
	抵押补充贷款 (PSL)	5344	8044	-2700
	其他结构性货币政策工具	4568	4675	-107
公开市场业务	短期逆回购	38707	38859	-152
	买断式逆回购	7000	9000	-2000
	公开市场国债买卖	0	0	0
	中央国库现金管理	2400	0	2400

数据来源：PBC 华泰期货研究院

第五段：政策指导

二季度表述：

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。**把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系**，增强宏观政策协调配合，**用好用足**存量政策，加力**实施**增量政策，**充分释放政策效应**，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。

一季度表述：

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议**和全国两会**精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。**把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来**，增强宏观政策协调配合，**有效落实**存量政策，加力**推动**增量政策**落地见效**，**抓好开局起步**，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。

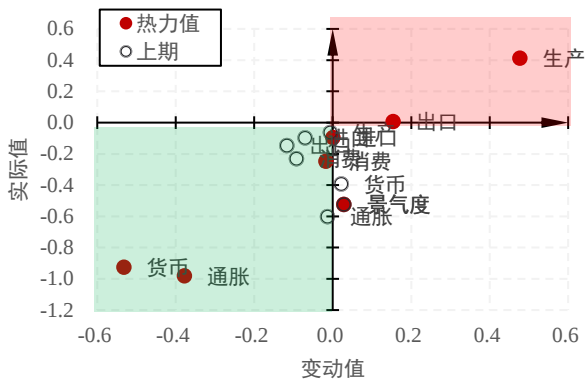
华泰分析：

二季度货币政策要求和一季度出现了较大变化。具体来看，

首先，从供给政策和需求政策的角度，二季度对于货币政策的要求更偏向于“需求侧”。即从一季度的需求和供给的“有机结合”，转向了二季度的需求侧摆在“更突出位置”——“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”，在此基础上才是对于总供给和总需求的“统筹”。我们认为，货币政策基调的转变或许意味着三季度开始的宏观流动性环境将出现较大程度的改善，宏观策略可以更加积极。

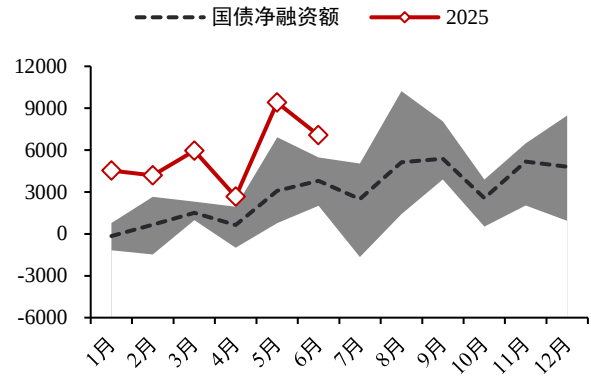
从对政策的要求来看，存量政策从一季度的“有效落实”转向“用好用足”，增量政策从一季度的“推动...落地见效”转向“加力实施”，以及增加了“充分释放政策效应”，均体现了宏观政策在三季度有可能转向更加积极的一面。

图 16：华泰期货宏观热力值 | 单位：STD



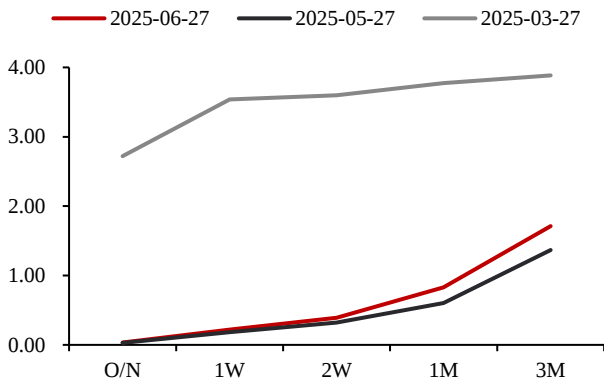
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：财政继续保持积极 | 单位：亿元



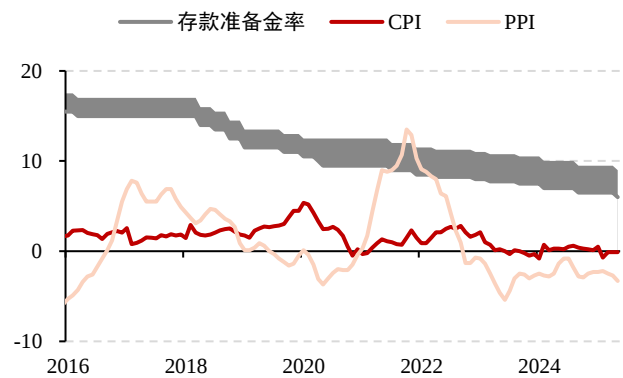
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 18：二季度 HIBOR 利率显示流动性充裕 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：低通胀的问题进一步得到重视 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com