

灵活把握，注意资金价格中枢的变化

——一季度货币政策报告点评

2025 年 5 月 13 日

宏观研究

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

陈祉祺

chenzhqi@cspengyuan.com



主要内容：

近期，中国人民银行公布了《2025 年第一季度货币政策执行报告》，整体来看，货币政策延续中央经济工作会议与四月底政治局会议“适度宽松”的货币政策基调，延续了中央经济工作会议论调，维持“适度宽松”的货币政策取向，延续“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合”的表述，将“择机调整优化政策力度和节奏”调整为“积极落地 5 月推出的一揽子金融政策”，5 月 7 日，央行在国新办新闻发布会上宣布数量、价格、结构三方面 10 项增量货币政策，下阶段央行重点工作任务或为积极推动此轮增量政策落地显效，持续推动经济回升向好态势。

一季度货币政策执行报告共有六个专栏，专栏 1 回顾了 MLF 十年演变过程，明确了其当前聚焦于提供 1 年期流动性的定位；专栏 2 提出持续完善金融服务，支持提振和扩大消费，明确将进一步发挥结构性货币政策工具支持消费作用；专栏 3 “明示企业贷款综合融资成本，促进中小企业综合融资成本下降”介绍了“贷款明白纸”的作用逻辑，结合本次报告将推动居民和企业降低信贷成本调整为推动综合融资成本下降，表明未来重点或为降低非利息成本；专栏 4 题为“加强债券市场建设，支持债券市场健康发展”，强调增强债券市场功能，推动利率市场化与货币政策调控转型；专栏 5 引入广义政府部门资产负债表视角，对比中美日政府债务情况，认为与中美不同，我国政府债务有资产支撑，进一步扩张仍有可持续性；专栏 6 深入分析了实体经济供求关系及物价变动，表明当前我国主要物价指数低位运行本质上是供需关系影响。

总体来看，货币政策报告传达了适度宽松的基调，但要灵活把握节奏和力度。5 月 12 日，中美经贸谈判取得重要进展，双方关税税率大幅下降，远超市场预期，这意味着短期内经济压力的过度悲观预

期修正，经济大幅下行压力有所缓解，对应的逆周期调节的力度和节奏可能有所变化。但仍要注意后续关税谈判的不确定性，我国内需不足，房地产仍有下行趋势，经济压力仍不可掉以轻心，要持续巩固经济回稳向上的态势，加大政策的支出力度，同时储备新增工具，把握时机和节奏，坚定不移办好自己的事情，以高质量发展的确定性应对外部的不确定性。

一、2025 年 Q1 货币政策报告核心要点

1. 经济运行实现良好开局，实现今年发展预期目标有潜力、有支撑

此次报告中央行对经济形势的判断基本延续中央经济工作会议与四月底政治局会议论调，2024 年四季度货币政策执行报告中“经济运行展现出强大韧性”，今年一季度货币政策执行报告中我国经济“呈现向好态势、经济运行实现良好开局”的表述逻辑性一致且呈现出更加积极的变化。去年九月份以来一揽子增量政策效果显现，一季度我国国内生产总值（GDP）同比增长 5.4%，生产供给、消费、投资、预期等主要指标呈现出积极变化，人工智能、量子科技等先进技术带动高技术产业增速提高，“两新”政策加力扩围成效显著、提振消费专项行动成效显著，市场需求呈现稳步恢复态势，我国经济发展底盘稳、基础牢，在近期“507”一系列更加有力的一揽子政策下，存量与增量政策将进一步发挥协同效应，支撑经济持续向好。报告同时也提到，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。由“正视困难、坚定信心”调整为“既要正视困难问题，更要坚定发展信心”，稳增长诉求进一步提升，要加紧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。

国际来看，主要经济体经济复苏分化，美国经济近期有所放缓，一季度，美国出现消费者信心指数下降、零售销售额下滑等经济放缓迹象。欧洲经济仍显疲软，欧元区 2024 年 GDP 同比增长 0.9%。英国 2024 年 GDP 同比增长 1.1%。本经济复苏基础尚不牢固，2024 年 GDP 同比增长 0.1%，低于 2023 年的 1.5%。报告指出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。

2. 积极落实“507”一揽子货币政策：扩大国内需求，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面

本次报告在货币政策方面延续了中央经济工作会议论调，维持“适度宽松”的货币政策取向，延续 24 年四季度货币政策执行报告中“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合”表述，在“平衡好短期和长期、稳增长与防风险、内外部均衡”的基础上，首次创新增加“平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，或表明二季度央行将进一步平衡流动性投放广义与狭义的平衡。“择机调整优化政策力度和节奏”调整为“积极落地 5 月推出的一揽子金融政策”，政策出台后的落地落实成为新焦点。将“促进经济稳定增长”调整为“全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”，表明当前在外部冲击不确定性加大的背景下稳增长与稳市场的诉求提升。

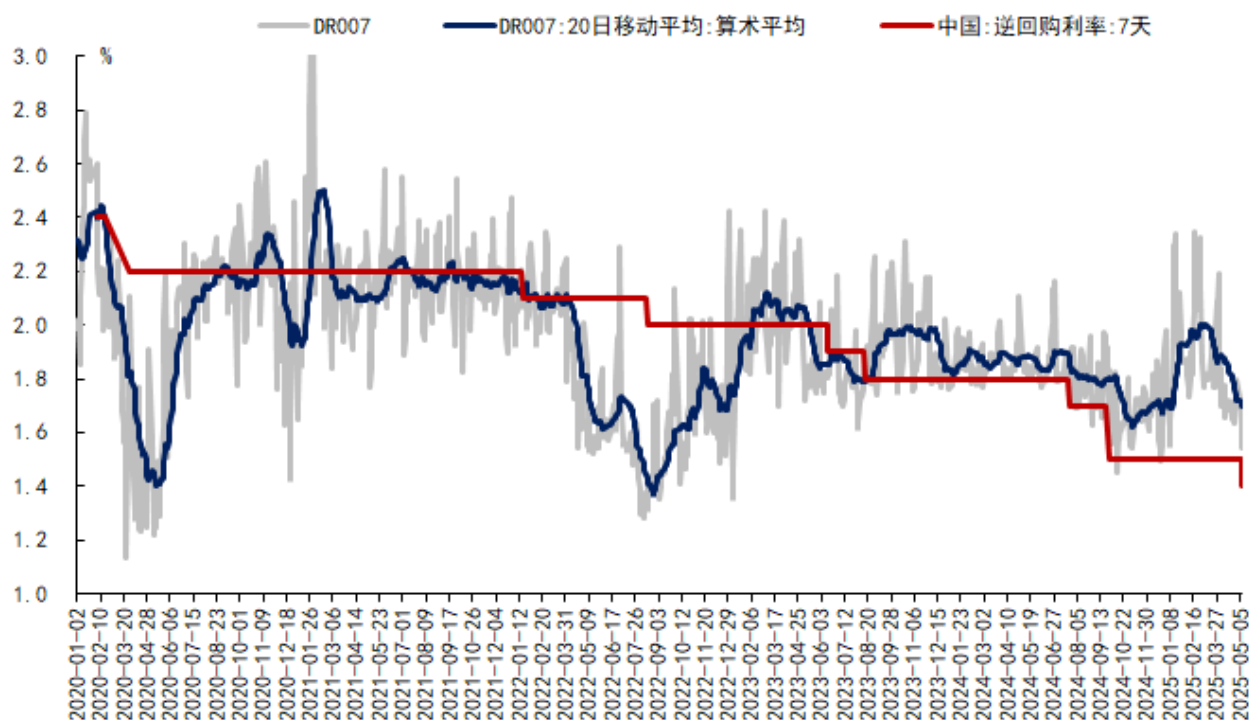
本次报告相较之前删去“防范资金沉淀空转”的表述，同时删去“引导货币市场利率围绕政策利率波动”，降准降息双双落地的背景下，资金中枢或有下降，但需关注资金波动性的增加。同时，与此前“推动居民和企业信贷成本下降”不同，本次报告调整为“推动社会综合融资成本下降”，专栏 3 明示企业贷款综

合融资成本的构成，表明前期降低贷款利息成本已取得较好效果，下一步或关注非利息成本的降低。

结构性货币政策工具的推出与落地是 5 月一揽子政策的核心要点，本次报告继续“充分发挥货币信贷政策导向作用”，一是强调“推动新设的政策工具尽快落地显效”，专栏 2《持续完善金融服务，支持提振和扩大消费》强调了提振消费是当前扩内需与稳增长的关键点，发挥新设立的服务消费与养老专项再贷款这一新货币政策工具相关内容，需关注后续系列促消费工具的落地与使用。二是结构性货币政策工具支持领域由“聚焦国家重大科技任务、科技型中小企业等重点领域和薄弱环节”扩充至“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”，货币政策工具下一步或将重点关注提振消费与稳外贸等新领域。

汇率方面，一季度报告基本延续 24 年四季度报告表述，继续强调“坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”、“坚决对市场顺周期性为进行纠偏”、“坚决防范汇率超调风险、增强外汇市场韧性”。当前国际形势复杂多变，央行将持续管理预期，防止汇率超调风险，同时不断增强人民币汇率弹性与韧性，对冲国际形势等不稳定因素。

图表 1 DR007 走势与政策利率变动



数据来源：Wind 中证鹏元

3. 物价有望保持低位回升态势，促进物价合理回升作为重要考量

本次报告指出我国在通胀方面“有望保持低位回升态势”，与 24 年四季度报告“有望延续温和抬升态势”表述逻辑一致。对于下一阶段，延续“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”的表述。随着前期一揽子增量政策持续推动，一季度我国扩大内需政策效用不断显效，高端

制造业关联度较大的行业价格稳中有升，市场需求加快释放，将更好支撑物价水平温和回升。对于中长期形势与 24 年四季度报告判断基本一致。专栏 6 阐述了实体经济供求关系及物价变动，从供给端、需求端与货币三方面因素论述我国当前物价低位运行的原因，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。

4. 持续巩固房地产市场稳定态势，加快建设债券市场科技板

本次报告对房地产政策表述为“拓宽保障性住房再贷款使用范围，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。”，延续前期基调，持续推动房地产市场止跌回稳，同时保障性住房再贷款二季度或将进一步扩围。

报告延续 24 年四季度报告“持续增强债券市场功能和服务实体经济能力”表述，重点强调“创新推出债券市场‘科技板’，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券。完善债券市场法制，推动公司债券法制建设。”

图表 2 2025Q1 与 2024Q4 货币政策执行报告主要内容对比

方面	2024Q4 货币政策执行报告	2025Q1 货币政策执行报告
经济形势	2024 年，我国有效应对复杂严峻的内外部挑战，顺利实现了全年经济社会发展主要目标任务， 经济运行展现出强大的韧性，高质量发展扎实推进，社会信心有效提振 。2025 年经济将保持稳定增长。一是支持经济回升向好的积极因素增多；二是国内需求具有较大改善潜力；三是宏观政策更加积极有为。但当前外部环境复杂多变， 全球经济复苏充满挑战和变数，对我国经济产生外溢影响，同时，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多 。	今年一季度，我国 经济运行实现良好开局 。实现今年经济社会发展预期目标有潜力、有支撑。一是新动能加快成长；二是市场需求稳步恢复；三是经济基础坚实，宏观调控有力。 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。
政策基调	实施好适度宽松的货币政策 。综合运用多种货币政策工具，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 。	实施好适度宽松的货币政策 。落实好中央政治局会议精神， 积极落地 5 月推出的一揽子金融政策 。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 。
利率	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制， 引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的利率传导关系 。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则， 理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动企业融资和居民信贷成本下行 。	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制， 发挥中央银行政策利率引导作用 。强化利率政策执行，适时开展对金融机构定价能力的现场评估，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。督促金融机构坚持风险定价原则， 理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，研究进一步扩大开展明示企业贷款综合融资成本工作的试点地区，推动社会综合融资成本下行 。

结构性 货币政 策	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，保持再贷款再贴现政策稳定性，实施好存续的专项再贷款工具。聚焦国家重大科技任务、科技型中小企业等重点领域和薄弱环节，持续提升金融支持科技创新的能力、强度和水平。建立健全绿色金融服务美丽中国建设工作机制，持续推动绿色债券市场高质量发展。深入开展中小微企业金融服务能力提升工程，及时组织开展金融服务民营经济效果评估和小微企业信贷政策导向效果评估。开展金融支持乡村全面振兴专项行动，强化金融机构服务乡村振兴考核评估结果运用。	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动新设的政策工具尽快落地显效，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。
通胀	物价有望延续温和回升态势。CPI 自 2024 年 2 月以来连续保持正增长，2024 年全年 CPI 同比上涨 0.2%；PPI 同比下降 2.2%，降幅比上年收窄 0.8 个百分点。食品和能源价格回落对 2024 年 CPI 涨幅影响较大，扣除食品和能源的核心 CPI 涨幅总体稳定，四季度以来已连续三个月小幅回升。随着前期一揽子增量政策效果持续现，2025 年更加积极有为的宏观政策逐步落地显现，经济回升向好势头有望进一步增强，支撑价格回升的有利因素增多。中长期看，我国经济结构转型和产业升级稳步推进，实体经济供求关系有望更加均衡，经济循环也将更加顺畅，货币条件合理适度，居民预期总体稳定，物价保持基本平稳有坚实基础。	物价水平有望保持低位回升态势。今年一季度，核心 CPI 同比上涨 0.3%，保持温和涨幅，PPI 降幅较上年四季度收窄 0.2 个百分点，降势有所趋缓。当前我国处于新旧动能转换的关键阶段，房地产、地方政府融资平台等传统领域需求收缩比较明显，高端制造业关联度较大的行业价格稳中有升。随着扩大内需政策落地显效，市场需求加快释放，将更好支撑物价水平温和回升。中长期看，我国经济结构转型和产业升级稳步推进，实体经济供求关系有望更加均衡，经济循环也将更加顺畅，货币条件合理适度，居民预期总体稳定，物价保持基本平稳有坚实基础
风险	稳妥有序推进重点风险项目和重点领域风险处置，按照市场化、法治化原则，支持中小银行风险处置。健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制。强化系统性金融风险研判，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系，进一步研究扩大风险处置基金积累，强化存款保险专业化金融风险处置职能。	启动 2025 年度系统重要性金融机构评估工作，稳步拓宽附加监管覆盖范围至非银领域。稳妥有序推进重点风险项目和重点领域风险处置，按照市场化、法治化原则，支持中小银行风险处置。加强金融风险监测、预警和评估，强化系统性金融风险研判。夯实金融稳定机制保障，推动扩大存款保险基金和金融稳定保障基金积累，强化存款保险专业化金融风险处置职能。
信贷	一是保持总量上合理增长：强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕；在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长，使社融规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。二是充分发挥货币信贷政策导向作用：开展金融支持乡村全面振兴专项行动。实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，支持重点群体创业就业和就学。加快建立完善养老金融体系，构建养老金融长效机制，服务银发经济高质量发展。落实好《推动数字金融高质量发展行动方案》。做好重点消费领域金融服务。	保持融资和货币总量合理增长。强化逆周期调节，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。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等货币政策工具，保持流动性充裕。切实抓好《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》落实，着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的金融产品服务供需适配度。

汇率	坚持市场在汇率形成中决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理， 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。	做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性， 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。
房地产	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。	拓宽保障性住房再贷款使用范围 ，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。

资料来源：央行 中证鹏元

一、货币政策报告专栏解析

专栏 1 “中期借贷便利十年演变”：MLF 定位于为金融机构投放中长期流动性

中期借贷便利是央行于 2014 年 9 月创设的货币政策工具，专栏回顾了十余年间 MLF 工具功能的变化，可归纳为三个阶段：

一是从流动性投放的辅助工具转变为总量型货币政策工具，2014-2015 年 MLF 创设之初规模小，有 3M、6M 及 1Y 三个品种，2017 年后统一为 1Y，淡化结构色彩，突出总量型工具定位。规模逐步扩大且于 2024 年一度接近 7.3 万亿元；二是从单一的数量型工具扩展到阶段性体现利率工具属性，2019 年央行进行 MLF 每月常态化操作并于同年 8 月进行 LPR 改革，在 MLF 利率基础上加点形成，构建了公开市场 7 天逆回购利率发挥短期政策利率作用，1YMLF 体现中期政策利率信号的传导框架；三是 MLF 利率推出政策利率属性回归流动性投放工具。去年以来，央行分步逐渐淡化了 MLF 政策利率属性，先是通过明确了公开市场 7 天期逆回购操作利率的政策利率地位；而后延后 MLF 操作时间至 LPR 报价之后，实现了 LPR 与 MLF 利率的“解绑”；9 月开始由数量招标改为利率招标（荷兰式招标），并公布最高、最低投标利率以及中标利率，进一步淡化 MLF 政策利率色彩；10 月启用买断式逆回购工具并采用多重价位中标方式（美式招标），持续积累操作经验半年后，在 MLF 操作中推广应用，2025 年 3 月起 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标，取消统一的中标利率，至此 MLF 利率退出政策利率功能。

专栏明确当前 MLF 清晰定位为提供 1 年期流动性，当前央行流动性工具箱储备充足，期限分布更趋合理，长期有降准、国债买卖，中期有 MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具，短期有公开市场 7 天期逆回购、临时隔夜正、逆回购，形成与其他工具各有侧重、又共同维护流动性充裕的立体工具架构。

图表 3 MLF 改革历程回顾

MLF 招标机制改革历程回顾		
2024年6月	潘功胜行长陆家嘴论坛表示“未来可考虑 明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率 ，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。 其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩 ，逐步理顺由短及长的传导关系”	开始逐步淡化MLF政策利率色彩
2024年7月	两次MLF操作：7月15日常规操作维持利率不变，在下调7天期逆回购操作利率及公布LPR之后， 意外于7月25日增加一次MLF操作且利率下调20BP	MLF中标利率变动的政策信号含义减弱
2024年8月起	MLF续作时间从每月15日左右改为25日左右（LPR报价为20日左右）， MLF操作时间延后至LPR报价之后	避免银行LPR报价习惯性参考MLF，淡化MLF政策利率色彩同时强化7天逆回购操作利率的唯一政策利率地位
2024年9月起	央行公布MLF1.9-2.3的不对称 招标区间 ，同时公布中标利率仍为单一价格2%	强化MLF利率招标的属性
2025年1月	中标利率仍延续单一价格2%，调降招标区间为1.8-2.2的对称区间	招标区间上下限分别调低10BP
2025年3月	招标形式调整为：固定数量、利率招标、 多重价位中标方式	MLF操作由单一价位中标调整为多重价位中标，政策属性或完全退出回归流动性投放工具定位

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

专栏 2 “持续完善金融服务，支持提振和扩大消费”：进一步发挥结构性货币政策工具支持消费作用

本专栏强调了提振消费的重要作用，指出当前全球贸易摩擦加剧，外需对经济增长的支撑作用趋弱，我国经济正加速向以内需为主导的增长模式转型，消费已成为构建新发展格局的重要引擎，对拉动国民经济增长具有重大作用。专栏充分肯定了当前提振消费有关政策效用显现、消费市场活力逐步释放、增速呈现稳步回升态势，从结构来看当前传统商品消费增长逐渐承压，服务消费需求与在居民消费支出中所占比重逐步提升，成为当下我国扩大内需的重要着力点。

专栏指出下阶段货币政策支持消费的五个重点工作方向，一是综合运用准备金、再贷款再贴现、公开市场操作等多种政策工具，保持流动性充裕。强调探索运用结构性货币政策工具，加大消费重点领域低成本资金支持；二是研究出台金融支持消费的指导性文件，指导金融机构加强消费金融服务、供给侧优化重点服务消费领域高质量供给以及加大消费基础设施建设喝商贸流通体系建设金融支持力度；三是鼓励金融机构优化消费信贷产品与服务；四是通过支持汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券、提升消费类信贷资产证券化注册额度、推动消费领域可证券化资产范围适度扩容等方式增强消费金融机构资金供给能力；五是聚焦具体消费场景构建高效便捷的支付生态，提升包括境外来华人员在内的支付服务便利程度。

专栏 3 “明示企业贷款综合融资成本，促进中小企业综合融资成本下降”：未来重点或为降低非利息成本

本专栏回顾前期明示企业贷款综合融资成本取得的阶段性成效，指出截至 2025 年 3 月末，试点地区共组织完成对 27 万笔、1.53 万亿元贷款的明示综合融资成本工作，成为促进企业综合融资成本下降的关键一

环。从三点论述了明示企业贷款综合融资成本的重要意义以及其推动中小企业综合融资成本下降的逻辑关系：一是“贷款明白纸”减少了信息不对称，使企业更加全面的了解银行贷款产品和融资费用来源，知悉银行让利情况，充分保障了企业知情权与金融消费者的合法权益；二是企业通过“贷款明白纸”能够更加清晰全面了解自身优惠政策运用情况，最大程度争取政策优惠或通过议价合理降低融资成本；三是银企双方通过“贷款明白纸”能够建立更深度信任关系，提升金融服务实体经济质效。

专栏表示下一步央行将持续深化明示企业贷款综合融资成本试点工作，推动企业综合融资成本下降，为企业发展营造良好融资环境，为高质量发展提供有力金融支撑。

专栏 4 “加强债券市场建设，支持债券市场健康发展”：增强债券市场功能，推动利率市场化与货币政策调控转型

本专栏肯定近年来我国债券市场的发展，认为当前我国基本形成了市场化的利率形成和传导机制，国债收益率曲线基本具备金融市场定价基准的作用，债券市场规模和功能显著提升。同时表明近一段时间来我国国债收益率波动较大，认为当前我国债券市场定价效率、机构债券投资交易和风险管理能力三方面仍有待提升。一是市场投资者结构上看，国有大型商业银行持有债券比例高但交易量低，中小金融机构和理财资管产品债券持有量比重较低但交易量占比较高。国有大型银行应在发展债券交易业务、引导债券市场合理定价、平抑市场波动方面可以发挥更多作用；二是不同券种间市场流动性分化明显，长期国债活跃券交易活跃度不断上升、成为各类资金追捧的主要对象，易引发羊群效应与市场单边波动；三是从税收制度看，国债等政府债券利息收入免税、公募基金和理财资管产品交易价差具有税收减免优势等进一步加大债券市场收益率的短期波动。

下一步，中国人民银行将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排，促进债券市场功能进一步增强，为利率市场化推进和货币政策调控转型提供坚实支撑。

专栏 5 “从政府部门资产负债表视角，对比中美日政府债务情况”：我国政府债务扩张仍有可持续性

专栏引用美日中三国资产负债表视角，并采用“广义政府部门”概念，分析其债务风险。

美国广义政府部门金融资产相对有限，总负债多但所持金融资产少，净负债率高，且由于资产端回报率与负债端融资成本大致持平，政府部门基本无法通过资产负债运作获得结构性盈余，债务可持续性在很大程度上依赖于经济增长潜力、赤字控制能力及储备货币地位；日本广义政府部门呈现高负债、高资产特征，政府通过资产负债运作，将资金投资于期限较长的高风险资产取得一定的投资收益，“借短投长”模式会积聚利率与汇率风险，从而印发财政风险可能性高；中国广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，比重较高，及我国政府债务有资产支撑，考虑到庞大的国有资产和较低的政府负债水平，中国政府债务扩张仍有可持续性，这对于加强民生保障、完善收入分配、推动经济转型和动态平衡都有重要意义。

专栏 6 “实体经济供求关系及物价变动”：物价低位运行本质上是供需关系影响

本专栏同实体经济供需视角分析我国当前主要价格指标持续低位运行的原因。从需求端来看，去年四季度以来一系列促消费政策逐步显效，消费投资、国内有效需求、消费者信心等均呈现边际改善趋势，但长期来看，总需求仍然偏弱、外需增长压力持续存在、新旧动能转型调整的需求缺口需要调整过程、居民消费恢复仍存提振空间；供给端则存在三方面问题，一是部分传统行业和企业缺乏竞争力和市场前景，短期内又难以市场化出清，存在低效和无效的供给。二是经济转型过程中，部分新兴行业集中投入、大规模扩产，出现同质化竞争。三是房地产领域库存去化周期仍然较长。

专栏明确当前物价与货币之间的关系不能在传统理论的基础上简单线性外推，近年来，我国内部存在物价回升速度明显低于金融总量增速的问题。从实际来看，货币对物价发挥作用取决于供需对比情况，在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，货币供给的增加会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，物价也难以回升，提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环，打通实体经济堵点。

总体来看，货币政策报告传达了适度宽松的基调，但要灵活把握节奏和力度。5月12日，中美经贸谈判取得重要进展，双方关税税率大幅下降，远超市场预期，这意味着短期内经济压力的过度悲观预期修正，经济大幅下行压力有所缓解，对应的逆周期调节的力度和节奏可能有所变化。但仍要注意后续关税谈判的不确定性，我国内需不足，房地产仍有下行趋势，经济压力仍不可掉以轻心，要持续巩固经济回稳向上的态势，加大政策的支出力度，同时储备新增工具，把握时机和节奏，坚定不移办好自己的事情，以高质量发展的确定性应对外部的不确定性。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。

本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140