



2025 年 5 月 12 日

央行工作重心转变：透视一季度货币政策执行报告

唐立

投资咨询从业资格号：Z0021100

Tangli026575@gtjas.com

王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736

Wangxiao019787@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

5 月 7 日国新办一行一局一会会议推出一揽子政策，宣布降准 0.5%，7 天逆回购利率调降 0.1% 同时将带动后续 LPR 下调。会议上亦介绍了其他结构性工具的调整与其他资本市场、实体经济的支持政策。受相关政策影响，上周利率曲线有所走陡。

维持债市高位震荡的观点，并需要留心潜在风险。从通胀看，二季度仍然不具备通胀上行的基础，中美去库共振下，国内商品三低格局并没有显著变化。同时，财政政策将作为中美无法达成贸易协定的后手政策储备，因此二季度整体增长压力仍存。

央行一季度货币政策执行报告显示，未来工作重心或将在拉通胀方向。在过去较长一段时间内，央行更多承担了稳固资金的内外价格职能，平抑了汇率与利率的波动。而今，创造良好的物价预期并提振通胀的重要性进一步提高。因此尽管当下通胀增长双弱，但需要警惕市场预期差的逆转以及未来市场风险偏好的变化。利率债配置价值仍存，交易博取资本利得有难度。

中美谈判达成初步共识，发布日内瓦经贸会谈联合声明，市场风险偏好或抬升，国债期货震荡偏空。同时注意国债期货主力合约将在月内从 06 切换到 09。

风险提示：

货币政策力度不及预期、权益市场情绪超预期

(正文)

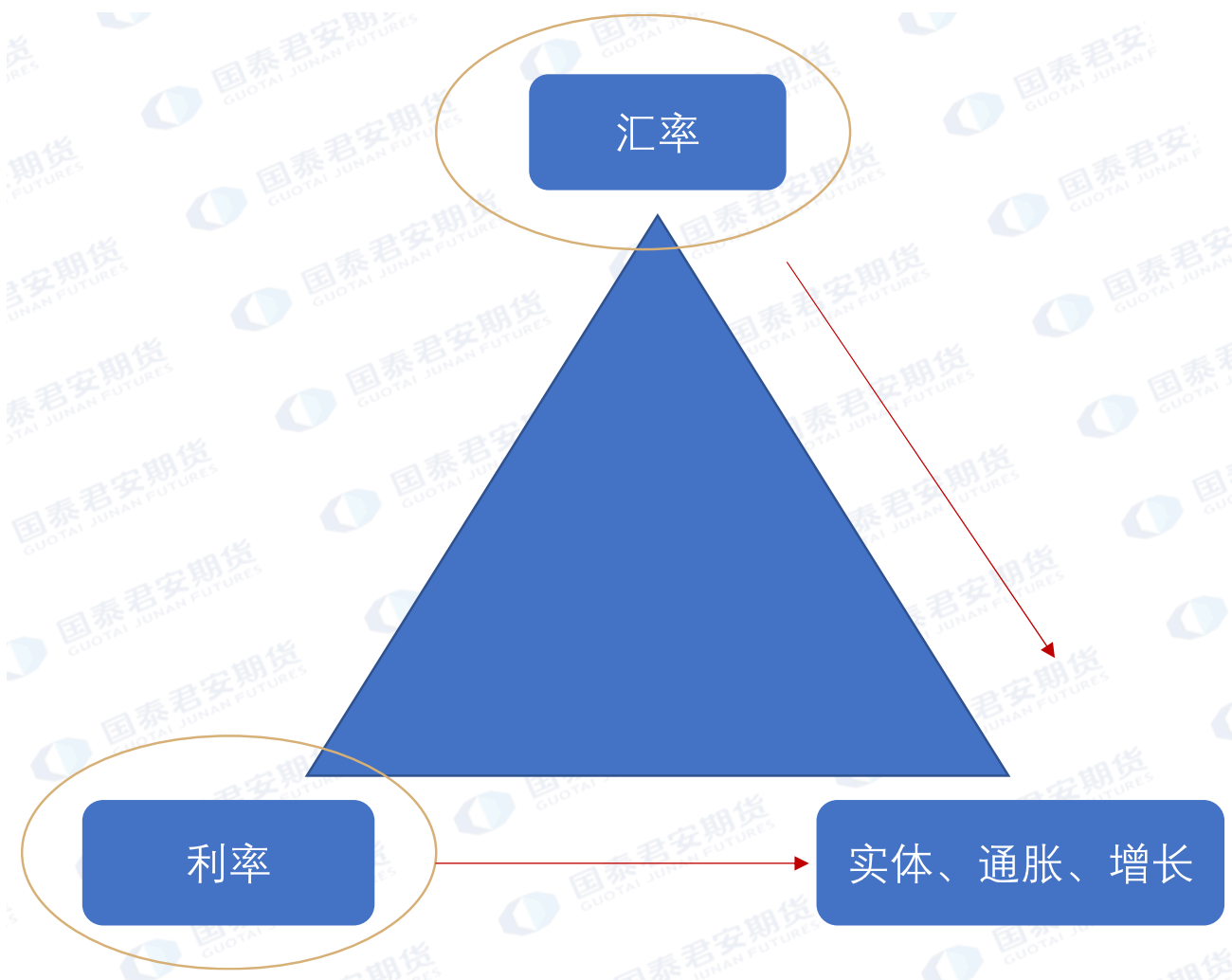
1. 央行工作重心转变

在过去较长的一段时间内，央行的货币政策风格偏克制且较有定力。在这样的过程中，资金的内外部价格是央行货币政策实施的首要考量，即既要维持外部人民币汇率的稳定，又要防止内部利率下行速度过快影响宏观预期。当下我们认为，在经历过今年中美贸易冲突的首轮压力后，在国家各个条线的政策支持下，央行未来的工作重心将更加注重拉动实体经济与通胀的回暖。

4月通胀数据公布，CPI同比持平上月的-0.1%，PPI同比跌幅扩大至-2.7%，整体仍呈现通缩的态势。CPI环比从上个月的-0.4%上行至0.1%，体现了月度比较下的价格微升。

5月7日国新办一行一局一会会议推出一揽子政策，宣布降准0.5%，7天逆回购利率调降0.1%同时将带动后续LPR下调。会议上亦介绍了其他结构性工具的调整与其他资本市场、实体经济的支持政策。受相关政策影响，上周利率曲线有所走陡。

图 1：央行 KPI 三角的工作重心变化



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

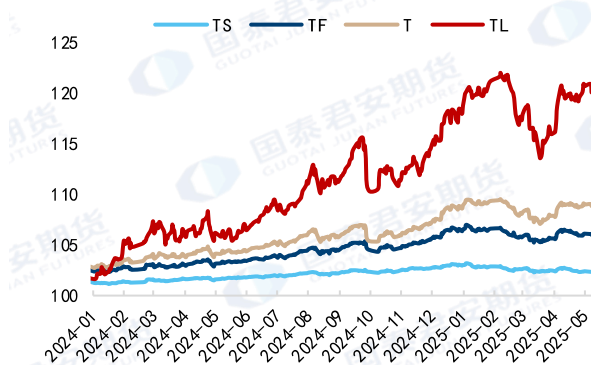
图 2：4 月通胀数据同比仍萎靡，但进出口均超预期，在首轮贸易冲击下展现韧性

经济指标	4月	3月	2月	1月
CPI	-0.1	-0.1	-0.7	0.5
PPI	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3
社融		58894	22333	70567
M1		1.6	0.1	0.4
M2		7	7	7
新增人民币贷款		36400	10100	51300
制造业PMI	49	50.5	50.1	50.3
社会消费品零售		5.9	4	-
工业增加值		7.7	5.9	-
固定资产投资		4.2	4.1	-
房地产开发投资		-9.9	-9.8	-
出口	8.1	12.4	2.3	-
进口	-0.2	-4.3	-8.4	-

注：工业增加值、固定资产投资以及房地产投资为累计同比，进出口为美元计价

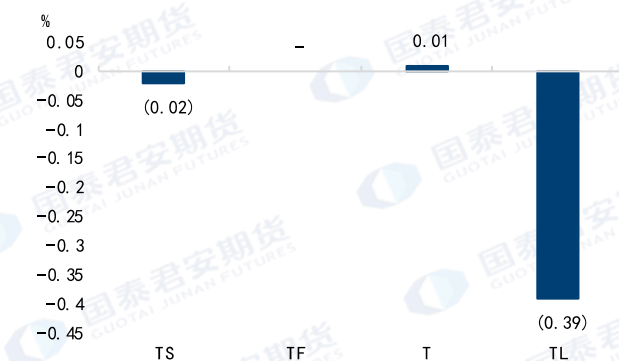
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：投机类型净多头和 TL 走势回顾



资料来源：国泰君安期货研究

图 4：上周配置类型净多头和 T 走势回顾



资料来源：国泰君安期货研究

2. 一季度货币政策报告透视

一季度货币政策执行报告从宏观描述层面首先肯定了一季度经济的开门红。同时在增长与通胀描述中强调了“适度宽松的货币政策”，并“强化逆周期调节”。

细项拆解部份的流动性板块内，仍在强调“服务实体经济”，同时删除了“防范治理资金空转”。这样的改动表明央行对于一季度通过资金利率调控为债市降温的行为将暂告一段落，未来将把重点放在“创造适宜的货币金融环境”上。在融资成本板块，Q1 报告的表述为“下调政策利率及结构性货币政策工具利率，强化利率政策执行，带动存贷款利率下行”，持续宽松的目标较为明确。同时，汇率板块中，删除了“防范汇率超调风险”，使用了“保持预期平稳，在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定”。相信人民币汇率在一轮又一轮外部冲击下体现了一定韧性，央行对于汇率波动的预期范围与风险底线或更加明确。

图 5：总结回顾与细项拆解对比

		2024四季度	2025一季度
总结回顾	宏观描述	2024年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国加大宏观调控力度，出台一系列“组合拳”政策，扎实推动高质量发展，顺利完成了全年经济社会发展主要目标。	今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势。
	增长与通胀	全年国内生产总值（GDP）同比增长5%，就业物价总体稳定，社会预期有效提振，新动能新优势稳步发展。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆周期调节力度，支持实体经济回升向好和金融市场稳定运行。	一季度国内生产总值（GDP）同比增长5.4%，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，国民经济实现良好开局。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署，实施适度宽松的货币政策，强化逆周期调节，为经济持续回升向好创造了适宜的货币金融环境。
细项拆解	流动性	一是保持货币信贷合理增长。全年两次降准共1个百分点，提供长期流动性超过2万亿元，并综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，开展国债买卖操作，保持流动性合理充裕。引导信贷均衡投放，防范治理资金空转，提升服务实体经济质效。	一是保持货币信贷合理增长。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。引导金融机构充分满足实体经济有效信贷需求，提高资金使用效率，提升服务实体经济质效。
	融资成本	二是推动社会综合融资成本稳中有降。不断健全货币政策框架，明示央行政策利率，完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。全年两次降低政策利率共0.3个百分点，引导1年期及5年期以上LPR分别累计下降0.35个和0.6个百分点，强化利率政策执行，带动存贷款利率下行。	二是推动社会综合融资成本下降。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，强化利率政策执行，带动存贷款利率下行。
	信贷结构	三是引导信贷结构调整优化。设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款、扩大碳减排支持工具支持对象范围等，持续做好金融“五篇大文章”；设立3000亿元保障性住房再贷款，取消房贷利率政策下限，推动再度降低存量房贷利率，供需两端同步发力支持房地产市场平稳健康发展；创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，首期额度分别为5000亿元和3000亿元，着力提振资本市场预期。	三是引导信贷结构调整优化。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具，落实好各项存续的结构性货币政策工具，创设新的政策工具，持续做好金融“五篇大文章”。
	汇率	四是保持汇率基本稳定。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，强化预期引导，防范汇率超调风险，在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定。	四是保持汇率基本稳定。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，综合施策，保持预期平稳，在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定。
	风险化解	五是加强风险防范化解。完善房地产金融宏观审慎管理，金融支持地方政府融资平台债务风险化解取得重要阶段性成效，重点机构和区域风险处置稳步推进，金融风险监测、评估、预警体系持续完善。	五是加强风险防范化解。稳妥有序化解重点领域金融风险，持续完善金融风险监测、评估、预警体系。

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从货币政策效能的阶段性总结来看，一季度逆周期调节效果较佳。但结构上政府融资占大头，首当其冲，全社会预期仍有较大改善空间。同时3月末人民币对美元汇率中间价与去年年末基本持平。

宏观现状描述里，报告重点强调了“贸易保护主义抬头”、“地缘冲突持续存在”、“经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固”，类似措辞让我们坚定了货币政策仍会持续宽松的信心。

宏观展望的部份里，添加了平衡好“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”。这是近年来首次央行直面“银行体系”是否要让利“实体经济”或者二者如何平衡的相关问题，我们亦认为这也是央行开始坚定不移继续支持实体增长与通胀复苏的佐证。

图6：阶段性总结与宏观现状与展望对比

		2024四季度	2025一季度
政策效能阶段性总结		总体看，2024年货币政策坚持支持性的立场，有力支持经济回升向好。金融总量合理增长，年末社会融资规模存量、广义货币M2同比分别增长8.0%和7.3%，人民币贷款余额255.7万亿元。贷款利率明显下行，12月新发放企业贷款和个人住房贷款利率同比分别下降约40个和90个基点。信贷结构不断优化，年末专精特新企业贷款、普惠小微贷款同比分别增长13.0%和14.6%，继续高于全部贷款增速。人民币对一篮子货币有所升值，年末中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数较上年末上涨4.2%。	货币政策逆周期调节效果较为明显。金融总量平稳增长，3月末社会融资规模存量、广义货币M2同比分别增长8.4%和7.0%，人民币贷款余额265.4万亿元。社会融资成本处于历史低位，3月新发放企业贷款和个人住房贷款利率同比分别下降约50个和60个基点。信贷结构不断优化，3月末专精特新中小企业贷款、普惠小微贷款同比分别增长15.1%和12.2%，继续高于全部贷款增速。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，3月末人民币对美元汇率中间价为7.1782元，与上年末基本持平。
宏观现状与展望	现状	当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。	当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到，我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。
	展望	下阶段，中国人民银行将坚持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大、二十届二中、三中全会和中央经济工作会议精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，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，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长。	下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十届三中全会、中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，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，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从货币政策目标来看，承接了前文一贯的明确。

相关表述如“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”、“推动社会综合融资成本下降”，鲜明地提示央行下一阶段的工作重点就是拉通胀、促增长、降成本。

在过去较长一段时间内，央行更多承担了稳固资金的内外价格职能，平抑了汇率与利率的波动。而今，创造良好的物价预期并提振通胀的重要性进一步提高。因此尽管当下通胀增长双弱，但需要警惕市场预期差的逆转以及未来市场风险偏好的变化。利率债配置价值仍存，交易博取资本利得难度增加。

图 7：货币政策目标对比

		2024四季度	2025一季度
货币政策目标	主基调	实施好适度宽松的货币政策。	实施好适度宽松的货币政策。
	流动性	综合运用多种货币政策工具，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，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，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。	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。
	融资成本	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，提升银行自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本下降。	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。
	信贷结构	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，优化工具体系，持续做好金融“五篇大文章”，进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度。	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。
	汇率	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，发挥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，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基本稳定。	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。
	风险化解	探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，守住不发生系统性金融风险的底线。	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。

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

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、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。