

2025 年 05 月 10 日

宏观研究团队

Q1 货政报告专栏中的关键信息

——一季度货币政策执行报告简评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

沈美辰（分析师）

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790524110002

● **事件：**5 月 9 日，央行发布《第一季度中国货币政策执行报告》，简称“《报告》”。

● **进一步完善利率调控框架，持续推动社会综合融资成本下降**

1、对国内外经济形势的判断：央行认为外部环境挑战加大。《报告》表示，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。要“以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”。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。

2、物价方面，央行认为短期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，随着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，物价将保持平稳。

3、货币政策基调方面，宽松已落地，更强调利率政策执行。《报告》表示“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。”提出适时开展对金融机构定价能力的现场评估，促进金融机构提升利率定价能力，有效落实各项利率自律倡议，并研究扩大开展明示企业贷款综合融资成本工作的试点地区。我们认为央行当前或更注重强化政策利率到实体融资成本的传导效率，但“推动社会综合融资成本下降”或仍意味着还存在进一步货币宽松空间，取决于国内经济形势变化，不排除再度降准降息。此外，央行表示将关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复国债买卖操作。

● **六篇专栏揭示当下宏观政策思路转变**

《报告》撰写六篇专栏，讨论了扩大消费是当前扩内需关键、利率政策重在执行和疏导、政府负债有扩张空间、提升物价应关注深层次供需问题等。

专栏一聚焦中期借贷便利的十年定位转变，MLF 回归中期流动性投放工具。当前投放流动性的手段以期限分层，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 7 天逆回购、临时隔夜正、逆回购。

专栏二 完善金融服务提振消费，尤其是服务消费。下一步的具体举措包括落实适度宽松的货币政策；研究出台金融支持消费的指导性文件，强化对旅游、住宿餐饮、文体娱乐、教育培训、居民服务等服务消费的高质量供给；优化消费信贷产品和服务；增强消费金融资金供给能力，例如研究适度提升消费类信贷资产证券化注册额度等。

专栏三是关于深化明示企业贷款综合融资成本试点工作，降低企业融资成本。通过要求银行会同企业填写“贷款明白纸”，保障企业知情权并尽可能争取优惠政策，合理降低融资成本。

专栏四讨论债券市场发展完善方向。央行指出，投资者行为、债券市场结构、税收制度等会影响债券市场利率形成，而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仍有待提升。将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，优化市场结构。

专栏五对比了美日中的政府部门资产负债结构和我国政府债务扩张。美国政府相对负债，持有的金融资产有限，金融资产占 GDP 的 23%；日本政府负债率显著更高（252%），金融资产规模也较高（134%）；而我国政府持有的总资产占 GDP 比重高于美日（166%），负债率仅为 75%。在深厚的国有企业资产支撑下，我国政府负债有持续的扩张空间。

专栏六是有关物价调控思路的讨论。央行指出，我国当前有效需求不足的原因包括全球增长动能放缓、经济结构转型、以及居民消费恢复较慢。而供给端部分产业存在过度竞争。央行表示，如果需求相对于产出上升，货币扩张对物价会显现上拉影响，但在供过于求的失衡状态下，提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环。当前价格调控思路，是“从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”。因此，货币流动性环境保持适度宽松的同时，要着力疏通货币政策传导。

● **风险提示：**经济超预期下行、政策执行不及预期。

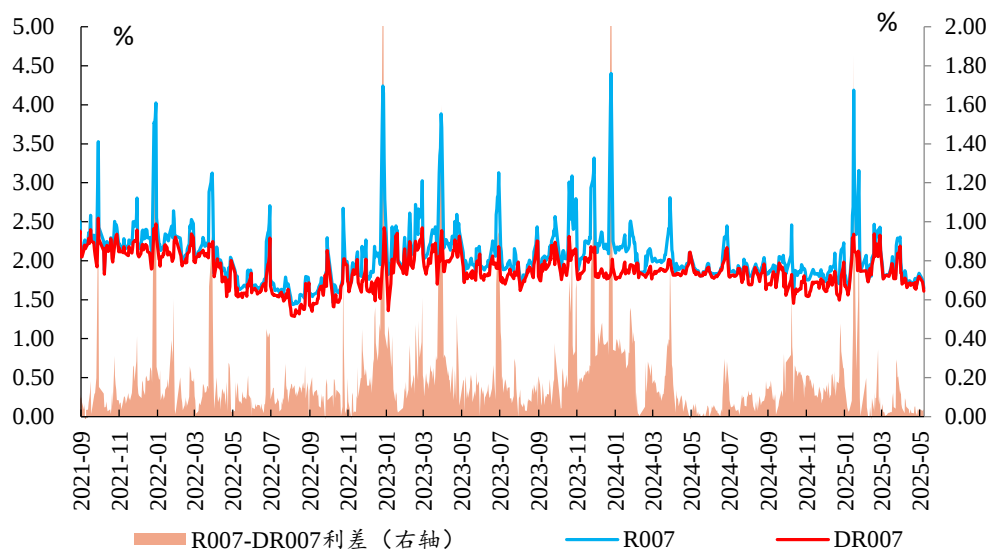
相关研究报告

《观望等待是美联储当前的政策主基调——5 月 FOMC 会议点评》-2025.5.8

《“以我为主”政策启幕——5.07 国新办发布会学习》-2025.5.7

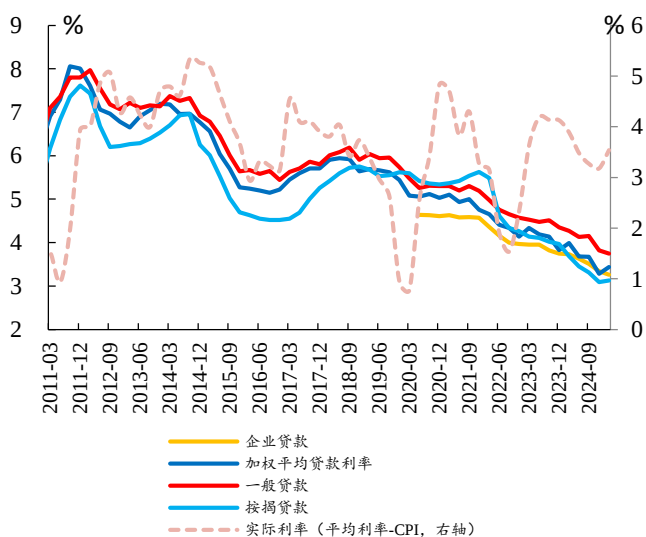
《关税冲击与应对——宏观经济 2025 年中期策略》-2025.5.6

附图 1：近期资金利率已呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：一季度实际贷款成本有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：人民币汇率压力边际放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn