

央行 5 月“双降”，关注未来财政增量政策

——中国货币政策系列十八

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289号

宏观事件

2025 年 5 月 7 日，国新办新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

核心观点

■ 货币政策“双降”

背景：外部不确定性降低，内部压力对冲。4 月美国实施“对等关税”政策，经济增长面临的不确定上升，4 月全球制造业 PMI 跌落荣枯线，中国外需在“抢出口”之后逐渐显现，美国金融市场波动率也显著抬升。压力到了需要“缓和”的窗口。

政策：央行出台“三类十项”政策，金管总局出台“八项增量”政策，证监会推出“三条措施”稳定和活跃资本市场。(1) 总量上，降准 0.5 个百分点，降息 0.1 个百分点；(2) 结构上，汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率降至 0%；结构货性货币政策工具利率降低 0.25 个百分点；个人住房公积金贷款利率降低 0.25 个百分点；(3) 规模上，增加科技创新和技术改造再贷款额度 3000 亿元，增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，合并证券基金保险公司互换便利和股票回购增持再贷款额度，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，创设科技创新债券风险分担工具。

影响：总量性和结构性政策并举，缓和市场阶段性压力。我们认为“一行一局一会”的增量政策出台，有利于缓和市场的压力。从货币政策角度，相比较总量降息 10 个基点，结构性政策工具 25 个基点的降息对于经济结构性影响或更大，对于房地产市场在总量降息 10 基点驱动 LPR 调降之外，公积金贷款 25 基点的下调和保障性住房再贷款利率 25 个基点下调有利于稳定房地产市场压力。

未来：央行货币政策不管是总量型的还是结构型均有利于改善金融条件，缓和经济主体的负债端压力，为市场提供流动性。在贸易战下仍需要财政等总需求政策的“拉力”来推动经济周期的改善，未来重点关注财政政策的落地。

■ 策略

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。随着负债端发力，预计利率仍有下行空间，短期上调 T 和 TL 至积极。

商品：风险情景下商品需求面临挑战，关注未来增量财政政策带来的商品配置机会。

■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

目录

宏观事件	1
核心观点	1
背景：外部压力的阶段性缓和	4
压力事件回顾	4
经济压力显现	5
市场压力待消	6
政策：仍是总量和结构的组合	7
总量政策有限	9
结构增量发力	11
影响：市场阶段性压力将缓和	14
宏观流动性乐观	14
等待真实需求	15

图表

图 1：年初以来在美国全球征税政策的影响下全球贸易不确定性指数快速上升 单位：指数点	4
图 2：经济增长压力之下全球货币政策正在打开进一步宽松的大门 单位：次数	4
图 3：4月开始的关税战显著降低了财政扩张对于金融条件的正面效果，尤其是波动率分项承压 单位：指数点	6
图 4：也因此我们注意到中美之间的互动预期改善了美国金融资产，短期表现出反弹 单位：%YOY	6
图 5：受到关税战影响，4月制造业 PMI 出现了明显的压力 单位：%	9
图 6：4月从供给、需求到价格，PMI 的各个分项均出现明显的放缓 单位：百分点	9
图 7：关税战的实物通胀效应和金融通缩效应	10
图 8：央行调降 OMO 利率将引导市场利率回落，改善货币市场流动性环境 单位：%	10
图 9：截止 2024 年银行净息差已经降至 1.52%，叠加不确定性的增加进一步约束信贷供给 单位：%PCT	10
图 10：央行主要结构性工具额度和使用情况，提升支农支小和科技创新再贷款额度 单位：万亿元	12
图 11：央行流动性工具的同比变动情况显示流动性供给结构的变化 单位：%YOY，亿元	12
图 12：截止 2024 年固定资产投资中设备投资仍处在快速增长阶段 单位：%YOY	12
图 13：对于网上消费结构，自 2025 年开始服务型消费增速逐渐快于商品型消费 单位：%YOY	12
图 14：公募基金改革的“四个突出”	13
图 15：公募基金或更多借助于衍生品为产品提供稳定性	13
图 16：地产供需两端信贷结构 单位：%YOY	13
图 17：居民中长期贷款依然谨慎 单位：万亿元	13
图 18：在美元体系“崩溃”的宏大叙事之外，仍需要关注未来美联储货币政策对于全球流动性环境改善的推动作用 单位：指数点，%	14
图 19：美国宏观库存消费比为 1.35，意味着观察进口供给的约束变量或仍需要 2 个月时间 单位：% ，月数	14
图 20：ZEW 中国指数出现分化 单位：指数点	15
图 21：国债收益率曲线扁平化 单位：%	15

图 22：二季度以来国债净融资规模出现一定程度上的收缩 | 单位：亿元 15

图 23：财政赤字规模创出新高 | 单位：亿元 15

表 1：全球 4 月制造业 PMI 回落 | 单位：STD..... 5

表 2：2025.5.7 政策和 2.24.9.24 政策对比 7

表 3：结构性货币政策工具表（数据截止 2024 年 9 月末） 11

背景：外部压力的阶段性缓和

外部不确定性降低，内部压力对冲。4 月美国实施“对等关税”政策，经济增长面临的不确定上升，4 月全球制造业 PMI 跌落荣枯线，中国外需在“抢出口”之后逐渐显现，美国金融市场波动率也显著抬升。压力到了需要“缓和”的窗口，为未来的 2.0 蓄势。

压力事件回顾

4 月全球经济释放悲观预期。美国 4 月 2 日宣布开始实施“对等关税”，全球贸易环境快速恶化。受美国“对等关税”政策影响，在较高的关税下，4 月对美直接出口已经开始回落，同时即期运价也表现出持续回落特征。

4 月美国金融市场面临压力。随着美国“对等关税”以及中国“对等反制”措施的影响，美国金融市场不稳定性开始上升，美股、美债和美元短期均表现出下行压力——这种压力对于美元资产配置的主体带来负面影响。五一期间，受到中国台湾保险公司对货币错配压力进行对冲的影响，亚洲货币表现出快速升值。

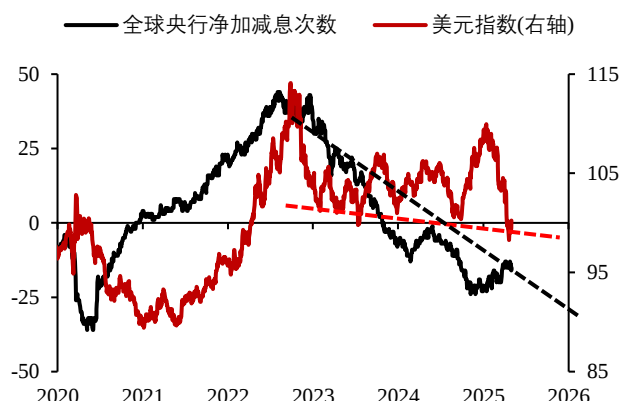
在不确定性影响下，货币政策逐渐转向宽松。4 月 17 日欧央行将三大关键利率下调 25 个基点；5 月 1 日日本央行第二次推迟加息，并下调 GDP 与通胀预测。

图 1：年初以来在美国全球征税政策的影响下全球贸易不确定性指数快速上升 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：经济增长压力之下全球货币政策正在打开进一步宽松的大门 | 单位：次数



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

经济压力显现

贸易战之下没有赢家，全球经济仍将面临下行的压力。4 月全球制造业景气度在贸易战之下出现了较大降温，环比角度看均跌破了荣枯线——全球降至 49.8，中国降至 49.0，美国降至 48.7：

全球：4 月摩根大通全球制造业 PMI 回落至 49.8，前值 50.3。

美国：4 月 ISM 制造业 PMI 指数 48.7，出现五个月来最大幅度的萎缩，订单稀少和关税带来的影响导致产出出现自 2020 年以来最严重的下滑。

中国：4 月制造业 PMI 为 49.0，比上月下降 1.5 个百分点，受外部环境急剧变化等因素影响。

结构来看，表现为中国需求的回落和美国价格的上涨。中国 4 月份新订单指数为 49.2，比上月下降 2.6 个百分点；新出口订单 44.7，比上月下降 4.3 个百分点，显示出需求的压力开始增强。而美国 4 月物价支付指数继续从 3 月的 69.4 上升至 69.8。

表 1：全球 4 月制造业 PMI 回落 | 单位：STD

	2024										2025			
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
全球	-0.4	-0.5	-0.2	-0.3	-0.8	-0.8	-1.2	-0.9	-0.7	-0.8	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7
中国	0.1	-0.1	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3	-0.2	-0.3	-0.9	-0.2	0.0	-0.9
美国	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.2	-1.0	-0.6	-0.8	-1.1	-1.1
日本	-0.9	-0.4	-0.1	-0.2	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7	-0.6	-0.8	-0.8
欧元区	-1.0	-1.1	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-1.2	-1.2	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5
德国	-1.5	-1.4	-0.9	-1.2	-1.3	-1.4	-1.7	-1.3	-1.3	-1.4	-1.0	-0.8	-0.5	-0.5
法国	-0.9	-1.1	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.2	-1.3	-1.6	-1.8	-1.2	-1.0	-0.4	-0.3
英国	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	-1.0	-1.2	-0.9	-1.2	-1.6	-1.9
加拿大	0.9	1.2	0.4	0.8	-0.1	-0.8	-0.2	-0.5	-0.9	-1.6	-1.3	-0.4	-0.1	-0.5
韩国	0.0	-0.2	0.7	0.9	0.6	0.9	-0.7	-0.7	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.3	-1.0
巴西	0.8	1.3	0.4	0.5	0.9	-0.1	0.7	0.6	0.4	-0.1	0.0	0.6	0.3	-0.1
俄罗斯	1.9	1.4	1.4	1.6	1.1	0.6	-0.4	0.0	0.3	0.1	0.9	-0.1	-0.9	-0.5
越南	-0.3	-0.1	-0.1	1.3	1.3	0.5	-1.1	0.2	0.0	-0.3	-0.6	-0.5	-0.1	-1.6
Ave	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.8

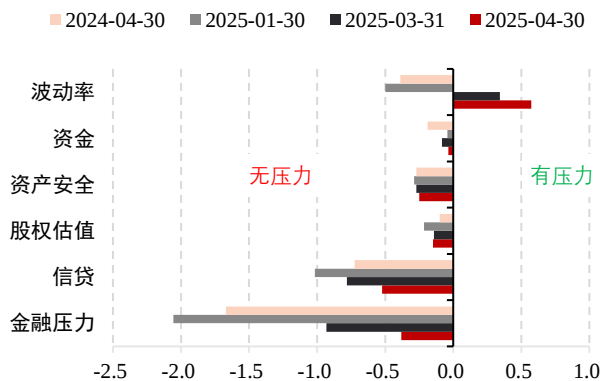
资料来源：Wind 华泰期货研究院

市场压力待消

美国对外关税战的冲击下，市场波动率快速回升。4 月底以来，随着美国经济数据的好于预期，叠加美国关税战的暂时缓和，美股出现了反弹。同 2024 年美股波动率抬升后金融条件维持宽松不同，4 月开始美股波动率的走升驱动金融条件的宽松正出现显著收敛。我们认为债务上限的约束是一个因素——财政再扩张的空间受到限制，对外征税的困难叠加对内减税的压力仍是摆在特朗普百日新政后的问题。关注后期美国内部矛盾的演绎。

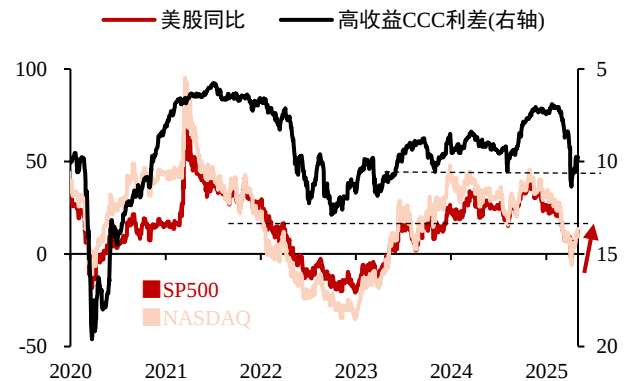
美联储资产负债表政策的配合。在市场波动之下，尽管美联储自 1 月开始暂停降息来缓和压力，当前基准利率水平为 4.50-4.75%。但对于美元流动性而言，美联储资产负债表的影响似乎更大，美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美股仍存在二次调整的风险，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

图 3：4 月开始的关税战显著降低了财政扩张对于金融条件的正面效果，尤其是波动率分项承压 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：也因此我们注意到中美之间的互动预期改善了美国金融资产，短期表现出反弹 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

政策：仍是总量和结构的组合

央行出台“三类十项”政策，金管总局出台“八项增量”政策，证监会推出“三条措施”稳定和活跃资本市场。(1) 总量上，降准 0.5 个百分点，降息 0.1 个百分点；(2) 结构上，汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率降至 0%；结构货性货币政策工具利率降低 0.25 个百分点；个人住房公积金贷款利率降低 0.25 个百分点；(3) 规模上，增加科技创新和技术改造再贷款额度 3000 亿元，增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，合并证券基金保险公司互换便利和股票回购增持再贷款额度，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，创设科技创新债券风险分担工具。

表 2：2025.5.7 政策和 2.24.9.24 政策对比

对比 维度	2025 年 5 月 7 日会议政策	2024 年 9 月 24 日 会议政策
会议背景	2025 年 5 月 7 日，举行的国新办新闻发布会上，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。	2024 年 9 月 24 日，国新办新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。
央行货币政策-数量型	1.降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。 2.完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的 5%调降至 0%。	1.降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，同时预告年内二次降准 0.25 - 0.5 个百分点的可能性。 (2024 年 9 月 27 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。)
央行货币政策-价格型	1.下调政策利率 0.1 个百分点，公开市场 7 天期逆回购操作利率从 1.5%调降至 1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点。 2.下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的 1.75%降至 1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的 2.25%降至 2%。 3.降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85%降至 2.6%，其他期限的利率同步调整。	1.降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7%调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。 (2024 年 9 月 27 日，央行将公开市场 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点。) 2.引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。将全国层面的二套房贷最低首付比例由 25%下调到 15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。
央行货币政策-结构型	1.增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元。 2.设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。 3.增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。 4.优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利 5000 亿元和股票回购增持再贷款 3000 亿元额度合并使用，总额度 8000 亿元。 5.设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作。	1.创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，首期互换便利操作规模 5000 亿元，未来可视情况扩大规模；创设股票回购、增持专项再贷款，首期规模 3000 亿，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。 2.将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60%提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。 3.在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础

对比
维度

2025 年 5 月 7 日会议政策

2024 年 9 月 24 日会议政策

证监会
政策

证监会全力巩固市场维稳向好势头，稳步推进市场对外开放：

1. 全力巩固市场维稳向好的势头，动态完善应对各类外部风险攻击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥类平准基金作用。
2. 将进一步出台深化科创板、创业板改革措施，在市场层次、投资者保护等增强制度包容性、适应性。
3. 将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，优化主动权益类基金收费模式，扭转基金公司“旱涝保收”的现象。
4. 正抓紧修订上市公司重大资产重组管理办法，进一步完善并购 6 条的配套措施，以更大力度支持上市公司并购重组。
5. 强化多层次资本市场产品和服务，鼓励符合条件的境内企业依法依规赴境外上市，增强全球市场的拓展能力。
6. 加强双多边的跨境监管合作，塑造稳定、透明、可预期的监管环境，维护企业在境外市场的正当利益，支持优质中概股回归内地和香港市场。
7. 坚定不移推进市场高水平对外开放，进一步完善对外开放格局，稳步推进一系列对外开放的务实举措。稳步推进人民币交易柜台纳入港股通。
8. 美国关税政策冲击全球经贸秩序，上市公司经营不可避免受到影响。有信心、有条件、有能力实现中国股市的稳定健康发展。

金融监
督管理
总局政
策

金融监管总局将推八项增量政策，涉房地产金融等：

1. 加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场的稳定态势。
2. 进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多的增量资金。
3. 调整优化监管规则，股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度，支持稳定和活跃资本市场。
4. 尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制，助力稳企业、稳经济。
5. 制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营，拓展市场。
6. 修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级。
7. 将发起设立金融资产投资公司的主体，扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度。
8. 制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障。

上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力，必要时人民银行可提供再贷款支持。

证监会鼓励长钱入市、并购重组，两部《意见》将出台：

1. 推动中长期资金入市，重点提出三方面举措：一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。三是持续改善资本市场生态。
2. 促进并购重组六条举措：研究制定了并购六条，也就是《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。意见的主要内容包括：大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级；积极鼓励上市公司加强产业整合；进一步提高监管包容度；下大力气提升重组市场交易效率。
3. 研究制定了上市公司市值管理指引，近期公开征求意见。

金融监管总局推多策，涉续贷、保交房等：

1. 优化“无还本续贷”政策，阶段性扩大到中型企业。一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业。二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年。三是调整风险分类标准。
2. 对六家大型商业银行增加核心一级资本：经研究，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施。
3. 大型商业银行下设的金融资产投资公司股权投资扩大试点城市范围：一是扩大试点城市的范围。将试点范围由原来的上海扩大至北京等 18 个科技创新活跃的大中型城市。二是放宽限制。三是优化考核。
4. 支持推进保交房：商业银行已审批“白名单”项目超过 5700 个，审批通过融资金额达到 1.43 万亿元，并配合人民银行积极推进稳妥降低存量房贷的利率，以进一步减少居民的房贷支出

资料来源：国新办 华泰期货研究院

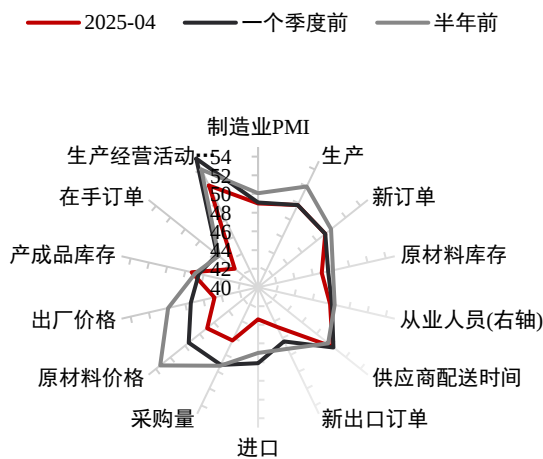
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

8 / 16

总量政策有限

低预期的政策和超预期的影响。相比较出口回落带来的 GDP 存在 1-2 个百分点的下行压力，央行 50 个基点的降准（释放 1 万亿元左右的长期流动性，可以置换 MLF 等中期流动性工具）和 10 个基点的降息（传导至 LPR 大概率调降 10 个基点左右）力度依然有发力空间；但是和 4 月 25 日政治局会议“以高质量发展的确定性应对外部不确定性”后市场调降的货币政策的预期而言，仍有超预期的影响空间。

图 5：受到关税战影响，4 月制造业 PMI 出现了明显的压力 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

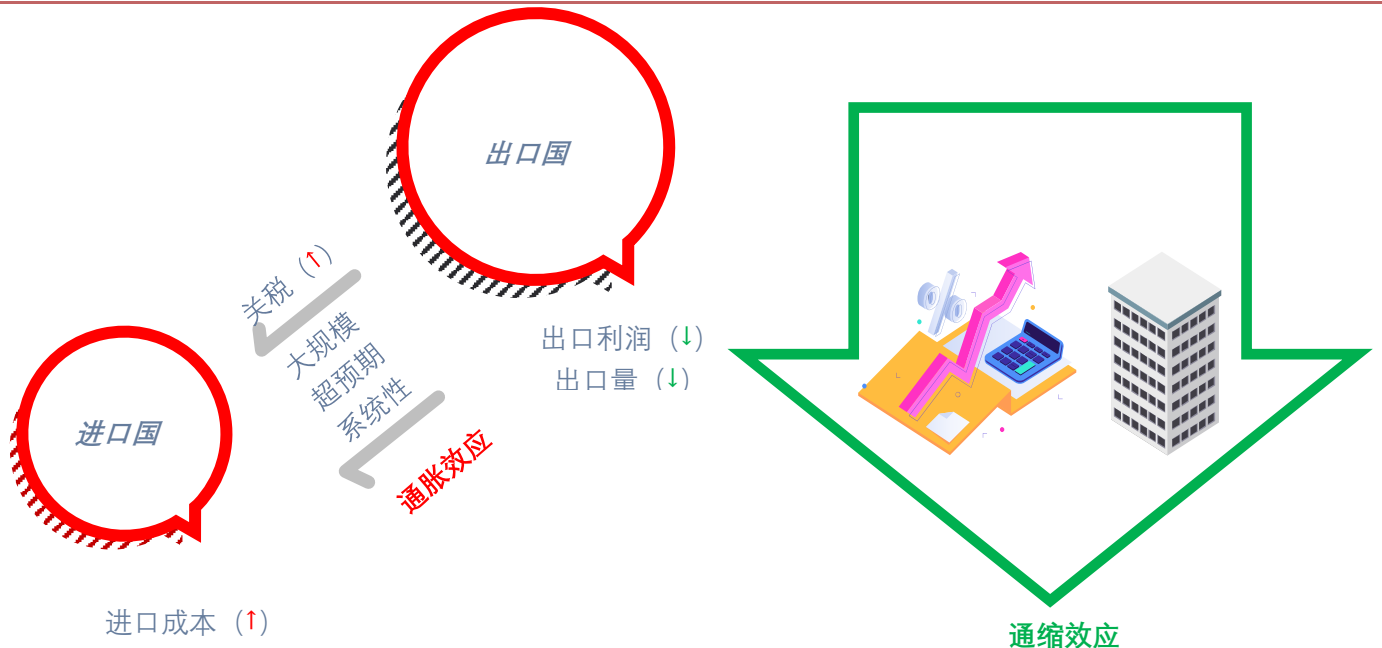
图 6：4 月从供给、需求到价格，PMI 的各个分项均出现明显的放缓 | 单位：百分点

	数值	环比	同比	三年均值
PMI	49			
新订单	49.2			
新出口订单	44.7			
在手订单	43.2			
生产	49.8			
从业人员	47.9			
采购量	46.3			
进口	43.4			
供应商配送	50.2			
购进价格	47			
出厂价格	44.8			
活动预期	52.1			
产成品库存	47.3			
原材料库存	47			
供需	-0.6			
利润	-2.2			

数据来源：iFinD 华泰期货研究院

出口回落对人民币的压力被美元走弱对冲，为国内政策提供空间。(1) 从经常项下来看，随着美国“对等关税”的实施，中国对美直接出口和间接出口都将受到很大影响，人民币汇率面临压力。(2) 从资本项下来看，“对等关税”对于全球投资组合的影响短期更显著。在资本全球化背景下，美联储 2022 年开始的持续加息、美股的持续上涨以及美元的维持强势积累了大量非美资金投资于美元资本市场。但是随着 2025 年美元的走弱，尤其是 4 月在美国对全球实施关税战背景下美元的快速回落在很大程度上影响了非美资金投资美元资产的回报。我们注意到 4 月 9 日对等关税反制以来，这一趋势大幅逆转，人民币兑美元持续升值。而“五一”期间亚洲货币兑美元出现大幅升值，显示出在 1 月美元贬值以来美元资产的回落对于海外资金的影响逐渐显现。

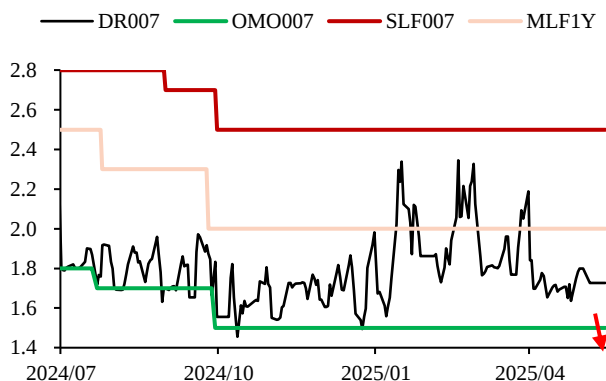
图 7：关税战的实物通胀效应和金融通缩效应



数据来源：华泰期货研究院

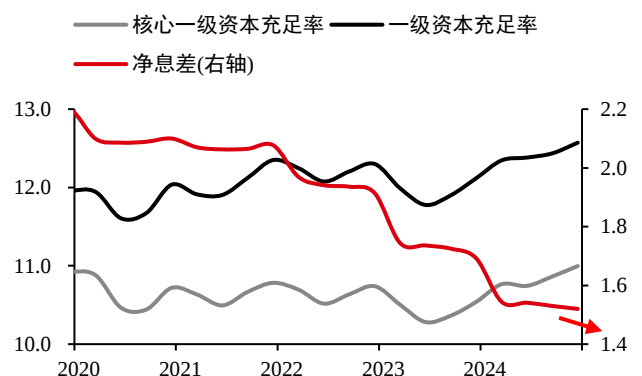
银行净息差位于低位，约束了降息空间。在降低实体经济融资成本的政策背景下，银行净息差持续面临下行压力。截止 2024 年第四季度，商业银行净息差为 1.52%，环比继续下降 0.01 个百分点。净息差的低位降低了央行通过降息为实体经济提供的流动性空间，我们注意到在去年 9 月调降 20 个基点基准利率之后，5 月份的利率政策再次回到了 10 个基点的窄空间（见图 8）。

图 8：央行调降 OMO 利率将引导市场利率回落，改善货币市场流动性环境 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：截止 2024 年银行净息差已经降至 1.52%，叠加不确定性的增加进一步约束信贷供给 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

结构增量发力

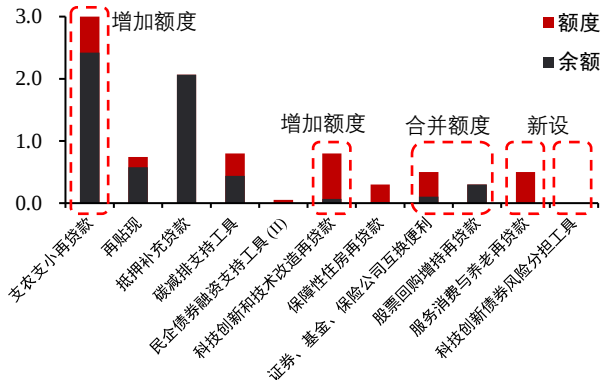
相比较总量型政策，结构型政策是本次发布会的一大亮点。潘功胜表示，截至4月末，存续的结构性政策工具共9项，主要聚焦于国民经济重大战略、重点领域和薄弱环节，存量余额约5.9万亿元，占人民银行资产负债表规模的13%，处于合理水平。此次央行新创设5000亿元“服务消费与养老再贷款”引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。

表 3：结构性货币政策工具表（数据截止 2024 年 9 月末）

工具名称			政策存 续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期） /激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）
长期性 工具	1	支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、 农信社、村镇银行	1.75%	8350	6531
	2	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、 村镇银行、民营银行	1.75%	18750	16957
	3	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的 银行业金融机构	1.75%	7400	5835
阶段性 工具	4	普惠小微贷款 支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%（激励）	800	650
	5	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、 重点水利工程等	开发银行、农发行、 进出口银行	2.25%	/	25841
	6	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、 碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资 金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5351
	7	普惠养老专项 再贷款	存续	公益型、普惠型养老机构运营，居家社 区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、 进出口银行	1.75%	400	21
	8	民企债券融资支持工具 （II）	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	9	科技创新和技术改造再 贷款	存续	科技型中小企业，重点领域技 术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000	7
	10	保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性 住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%	3000	162
	11	交通物流专项 再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微 物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	10
	12	设备更新改造专项再贷 款	到期	制造业、社会服务领域和中小 微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1557
	13	普惠小微贷款减息支持 工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人 金融机构	1%（激励）	/	269
	14	支持煤炭清洁高效利用 专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、 煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、 进出口银行	1.75%	3000	2116
	15	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	865
	16	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	/	83
	17	房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
	18	保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	127
合计								66591

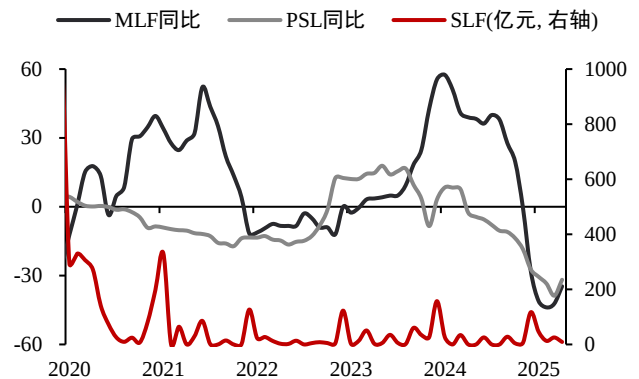
资料来源：PBC 华泰期货研究院

图 10：央行主要结构性工具额度和使用情况，提升支农支小和科技创新再贷款额度 | 单位：万亿元



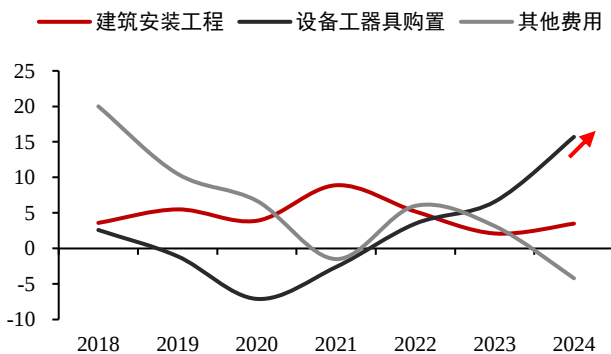
数据来源：根据人民银行潘功胜 5.7 讲话和 2024 年货币政策执行报告整理，部分数据来源于结构性货币政策工具情况表 华泰期货研究院

图 11：央行流动性工具的同比变动情况显示流动性供给结构的变化 | 单位：%YoY, 亿元



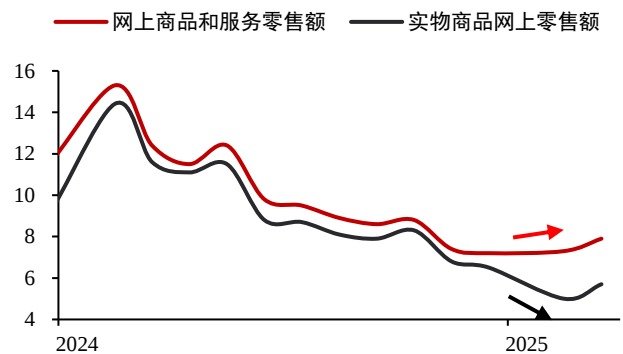
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：截止 2024 年固定资产投资中设备投资仍处在快速增长阶段 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：对于网上消费结构，自 2025 年开始服务型消费增速逐渐快于商品型消费 | 单位：%YoY



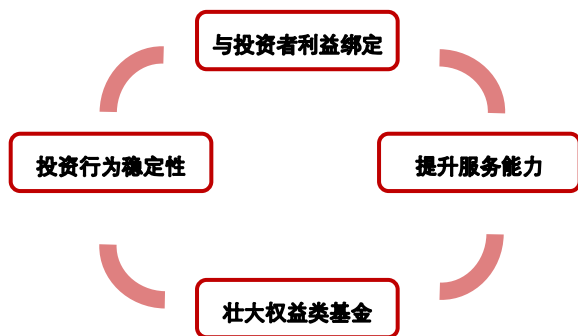
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

消费领域政策支持。(1) 从数量型政策角度，央行除了调降存款准备金率 50 个基点之外，从结构上“阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5% 调降为 0%”，将支持汽车、设备等资本品的消费需求。(2) 从结构型政策角度，一方面央行增加了“科技创新和技术改造再贷款”3000 亿元的额度，支持“两新”政策（也就是大规模设备更新和消费品以旧换新）的实施，另一方面新设立“服务消费与养老再贷款”5000 亿元的额度，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，也有利于“增强消费对经济增长的拉动作用”。

资本市场政策支持。(1) 从宏观流动性支持角度，一方面央行优化两项支持资本市场的货币政策工具（证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款），将两个工具的额度合并使用。另一方面，央行创设科技创新债券风险分担工具，通过提供低成

本再贷款资金，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。(2) 从微观监管的角度，通过扩大保险资金长期投资试点范围、调降保险公司股票投资风险因子等方式，为资本市场提供更多增量资金；通过发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，强化与投资者的利益绑定、增强基金投资行为稳定性以及突出投资人最佳利益的导向。

图 14：公募基金改革的“四个突出”



数据来源：国新办 华泰期货研究院

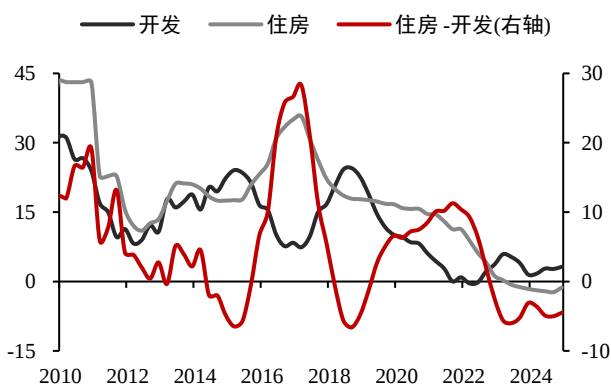
图 15：公募基金或更多借助于衍生品为产品提供稳定性

$$\uparrow \text{夏普比率} = \frac{\text{收益率} \uparrow}{\text{波动率} \downarrow}$$

数据来源：华泰期货研究院

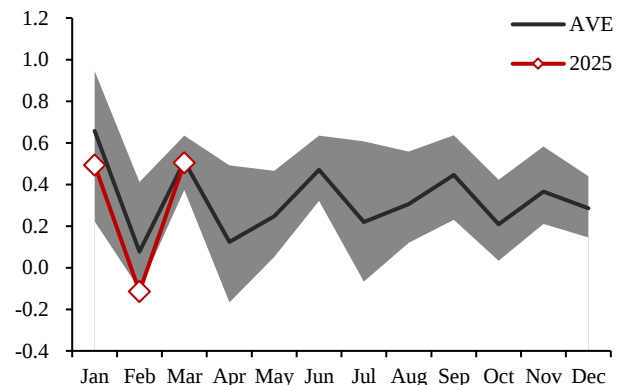
房地产市场支持政策。(1) 从价格层面来看，相比较总量层面的 10 个基点的降息，央行调降了所有结构性货币政策工具的利率 25 个基点。此外，对于个人住房公积金贷款利率央行也调降了 25 个基点，政治局会议强调“持续巩固房地产市场稳定态势”，政策对于房地产消费的稳定意图明显。(2) 从加快构建房地产发展新模式的角度，李云泽指出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。

图 16：地产供需两端信贷结构 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：居民中长期贷款依然谨慎 | 单位：万亿元



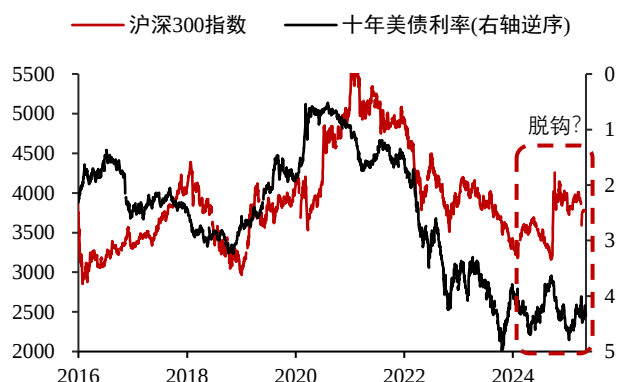
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

影响：市场阶段性压力将缓和

宏观流动性乐观

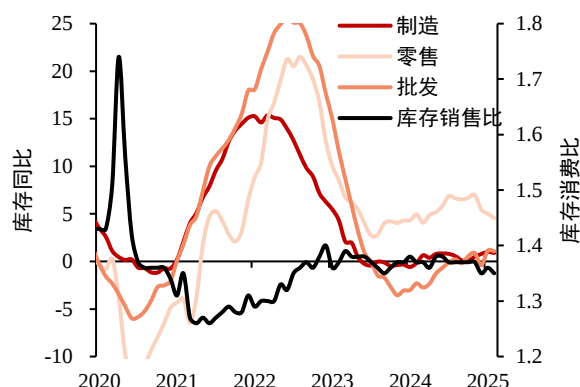
总量性和结构性政策并举。我们认为“一行一局一会”的增量政策出台，有利于缓和市场的压力。从货币政策角度，相比较总量降息 10 个基点，结构性政策工具 25 个基点的降息对于经济结构性影响或更大，对于房地产市场在总量降息 10 个基点驱动 LPR 调降之外，公积金贷款利率 25 基点的下调和保障性住房再贷款利率 25 个基点下调有利于稳定房地产市场压力。

图 18：在美元体系“崩溃”的宏大叙事之外，仍需要关注未来美联储货币政策对于全球流动性环境改善的推动作用 | 单位：指数点，%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：美国宏观库存消费比为 1.35，意味着观察进口供给的约束变量或仍需要 2 个月时间 | 单位：%，月数

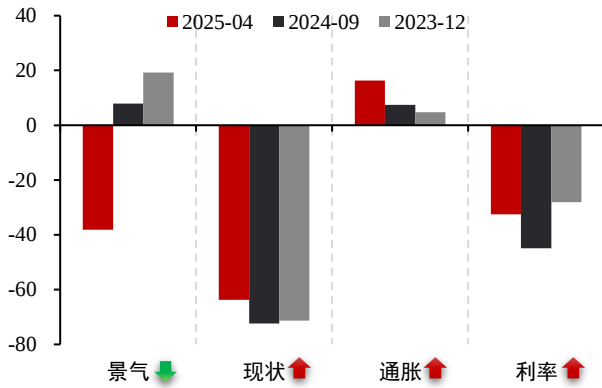


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

全球流动性等待美联储货币政策的转向。尽管随着“逆特朗普交易”下，市场不断提升对于美元体系的不稳定性交易，表现在美元资产的持续回落，但是结构的转变是长期的过程，当前美元依然是全球的流动性主要供给。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

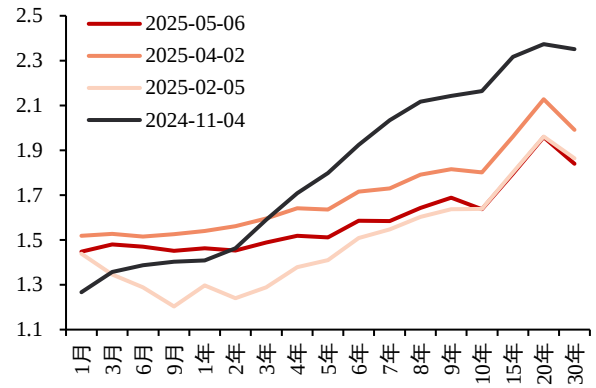
国内流动性边际改善。随着降准降息的开启，我们预计国内宏观流动性也将趋于改善。事实上，在 5.7 会议之前国债收益率曲线自 4 月 2 日以来呈现出一定扁平化趋向，主要表现为货币政策不宽松带来的短端利率抬升。

图 20：ZEW 中国指数出现分化 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：国债收益率曲线扁平化 | 单位：%

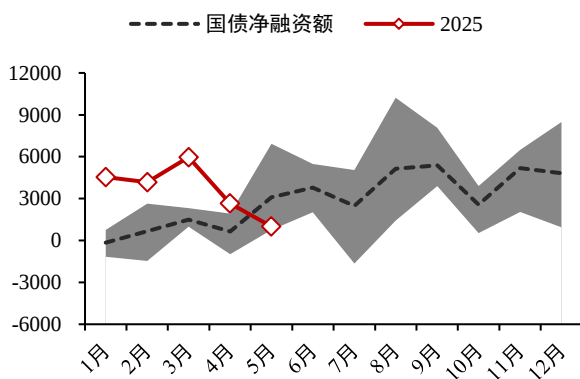


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

等待真实需求

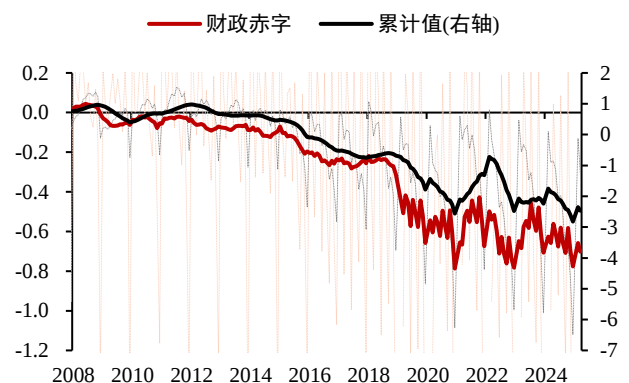
展望未来，央行货币政策不管是总量型的还是结构型均有利于改善金融条件，缓和经济主体的负债端压力，为市场提供流动性。在贸易战下仍需要财政等总需求政策的“拉力”来推动经济周期的改善，未来重点关注财政政策的落地。

图 22：二季度以来国债净融资规模出现一定程度上的收缩 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：财政赤字规模创出新高 | 单位：亿元



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利。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