

货币政策“择机”，不确定性待消除

——中国货币政策系列十七

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

3月18日央行一季度例会。会议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。

核心观点

■ 总量政策优先

政策目标：中国货币政策转向“适度宽松”的确认，金融市场稳定的政策要求上升。

经济形势：外部环境从降息的确定性转向“不确定性上升”。

宏观政策：择机降准降息。

货币政策：利率政策增加了监督，防止顺周期政策预期对于债市杠杆的冲击。

结构政策：结构性货币政策依然是重要关注点，2025年将从满足“消费融资需求”转向了“科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸”，除了国内需求的发力之外，对于外部需求的“稳”要求上升。

汇率政策：维持不变，即保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

■ 关注短期风险

在中国经济结构转型和宏观政策调整的背景下，外部政策环境的短期转变增加了央行货币政策的“相机抉择”特征。2025年重点依然是结构性政策领域，科技领域、内需领域和外需领域，都将是重点关注的结构。

■ 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 1：一季度货币政策宽松 单位：%.....	4
图 2：存款准备金率保持低位 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 单位：%.....	7
图 10：人民币存贷差再次升至高位 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开始上升 单位：%PCT.....	9
图 15：央行当前结构性工具一览表 单位：%、亿元	10

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行四季度和一季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为一季度报告新增部分，**红色删除线**为对四季度报告删除部分。

第一段：货币政策

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。**

四季度表述：

会议认为，~~2024~~年以来宏观调控力度加大，~~稳健的货币政策灵活适度、精准有效，坚定支持性立场~~，强化逆周期调节，~~优化完善货币政策框架~~，综合运用~~利率、准备金、再贷款、国债买卖等~~工具，服务实体经济高质量发展，为经济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。

华泰分析：

在货币政策分析段，一季度相比较四季度的表述边际变化不大，主要在体现在：

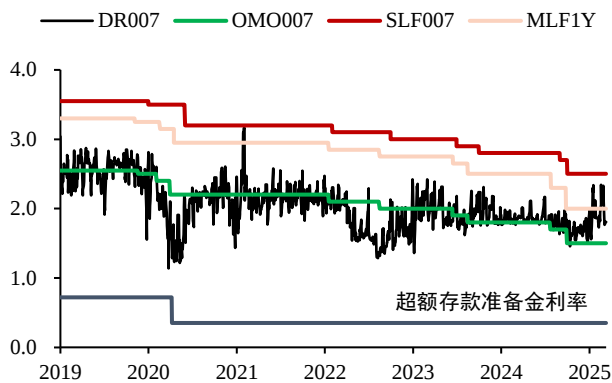
- 1) 适时修改了对货币政策表述，从“稳健”转向“适度宽松”，这点央行已经指出是对当前货币政策状态的确认，而非对未来货币政策的转变。
- 2) 将“利率、准备金、再贷款、国债买卖”等具体的货币政策工具，改为“多种货币政策

¹ 四季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5557004/index.html>；一季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5629982/index.html>

工具”的简化表述，是对年初以来货币政策相对谨慎的确认。

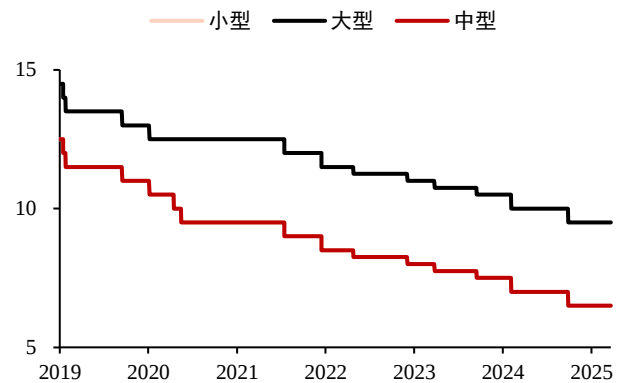
3) 2025 年一季度的货币政策例会上增加了“金融市场总体运行稳定”的表述。我们认为这和政府工作报告中将“稳住楼市股市”写入释放的信号相一致，即金融市场在政府决策变量中得到进一步重视。

图 1：一季度货币政策宽松 | 单位：%



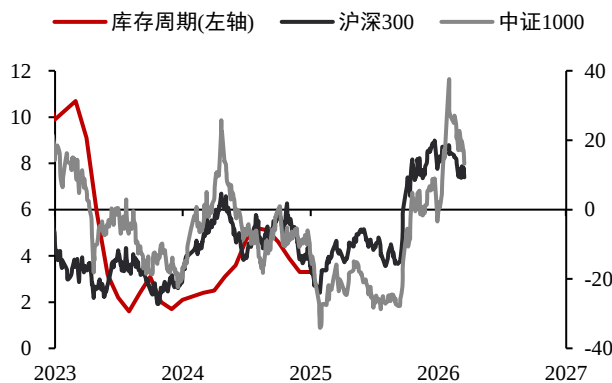
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率保持低位 | 单位：%



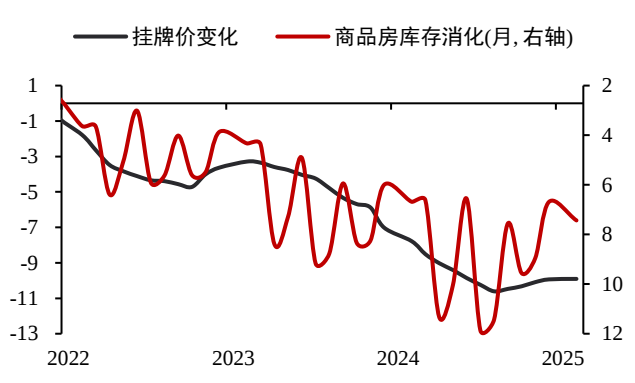
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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

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

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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。

四季度表述：

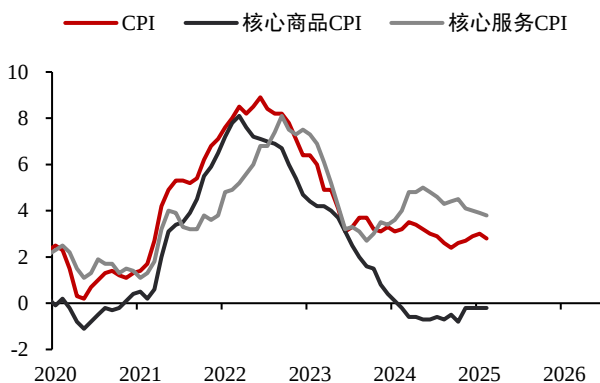
会议分析了国内外经济金融形势，提出当前外部环境变化带来的不利影响加深，通胀压力有所缓解，但世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难和挑战。要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价总体稳定。

华泰分析：

在形势分析段，和四季度相比，一季度变化不大。主要表现在：

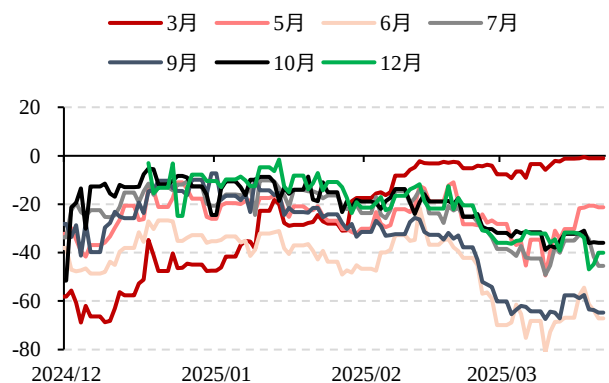
- 1) 对于外部经济和金融形势，从四季度“不利影响加深”和“进入降息周期”转为通胀走势和货币政策调整的“不确定性上升”。一方面，我们注意到美国通胀水平具有韧性，
- 2) 对于内部经济形势，延续了四季度“总体平稳”的表述，同时对于物价，从四季度的“总体稳定”转向了一季度的“处于合理水平”。

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

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。

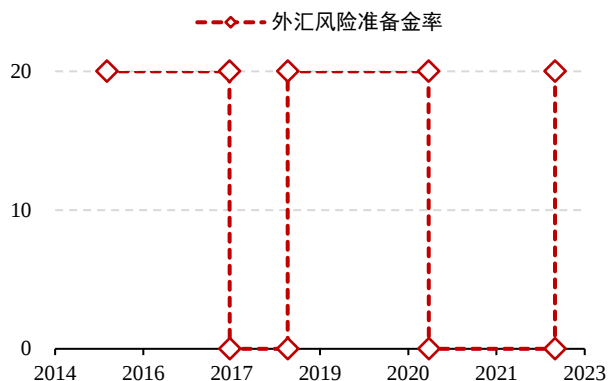
四季度表述：

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，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，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，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，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：

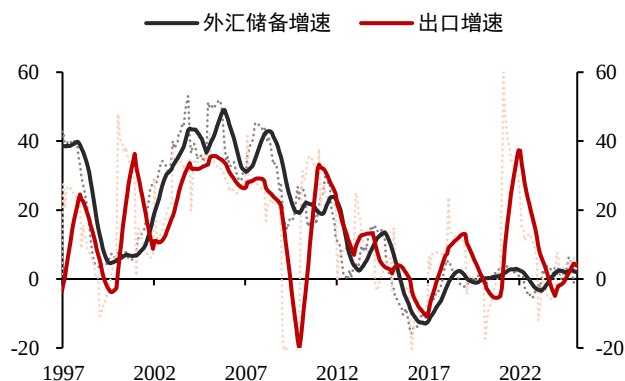
在政策要求段，央行对利率政策的表述，除了加强“执行”之外，一季度特别提到了“监督”，这与新年以来央行公开市场流动性的相对收紧，是对债市从“快牛”进入到“疯牛”的一种修正。一季度央行继续提到关注长期收益率的变化，但是相比较四季度借助于“国债买卖”实现对于长端利率的管理之外，一季度央行提到需要从宏观审慎的角度“观察、评估”债券市场的运行，而非仅仅是债券市场本身，比如债市杠杆过大对于去杠杆背景下的利率带来冲击等。

图 7：外汇风险准备金率 | 单位：%



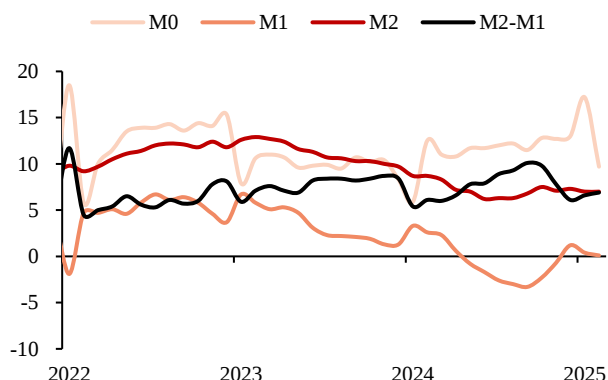
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：外汇储备同比变动和出口 | 单位：%YoY



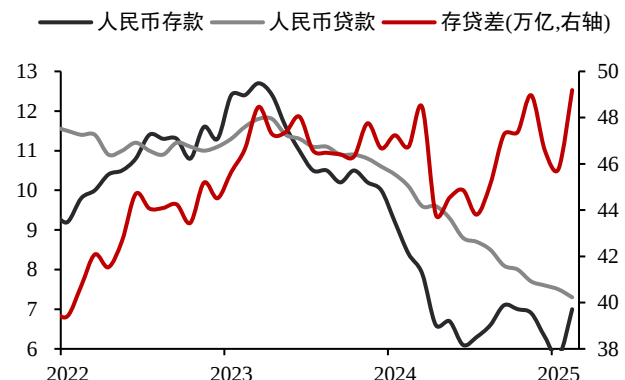
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：货币增速维持低位 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：人民币存贷差再次升至高位 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第四段：政策改革

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，进一步打通中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。

四季度表述：

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~~科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融~~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，**推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求**。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款**等新设立工具**，维护资本市场稳定。**加快推进**科技创新和技术改造贷款**投放进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持**。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，进一步打通中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。

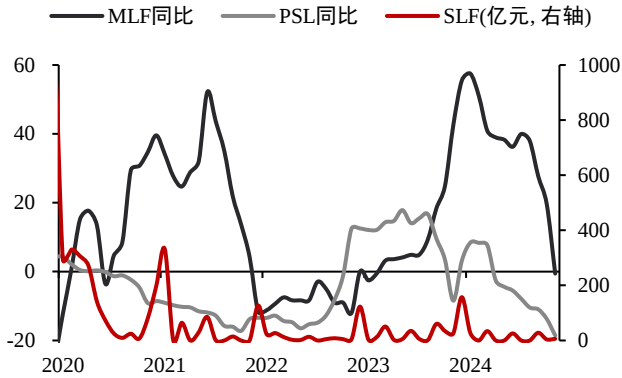
华泰分析：

从货币政策表述上，央行加强了对于科技创新的政策支持。如果说四季度还是对于已有贷款的加快推进之外，一季度央行对于科技创新的贷款支持政策进行了政策层面的优化，这是值得注意的。在3月初，央行行长潘功胜表示，将创新推出债券市场的“科技板”即是这种政策制度层面的创新，体现出资源继续向科技领域倾斜的特征。

结构性货币政策重点支持的领域发生变化：四季度表述为“合理的消费融资需求”，而一季度表述转为“持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸”，可见对于科技创新的支持一直不变甚至有所加强。这是对于2025年货币政策的一个重要观察，在科技融资、内需消费的基础上，央行也再次提到了对于“稳定外贸”的政策支持。从特朗普就职前“60%”的关税措施，到目前两次“10%”、“10%”政策，以及对于航运的301调查等，中国对外贸易面临的不确定性越来越大。央行数据显示，截至2024年末，结构性货币政策工具共存续10项，余额合计6.3万亿元。其中，2024年第四季度，新设立证券、基金、

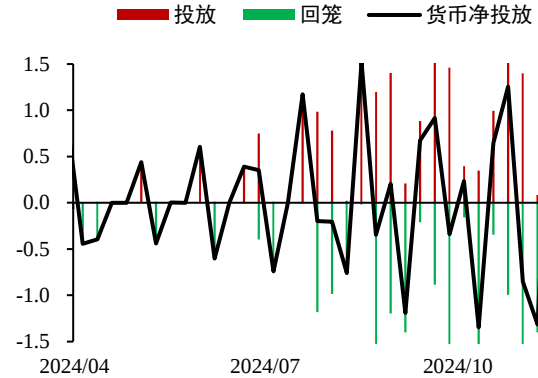
保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项支持资本市场的工具，额度分别为 5000 亿元和 3000 亿元。

图 11：结构性货币工具回落 | 单位：%YoY，亿元



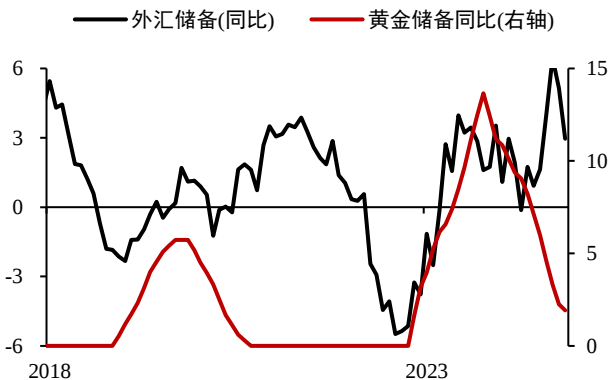
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：公开市场操作频率增加 | 单位：万亿元



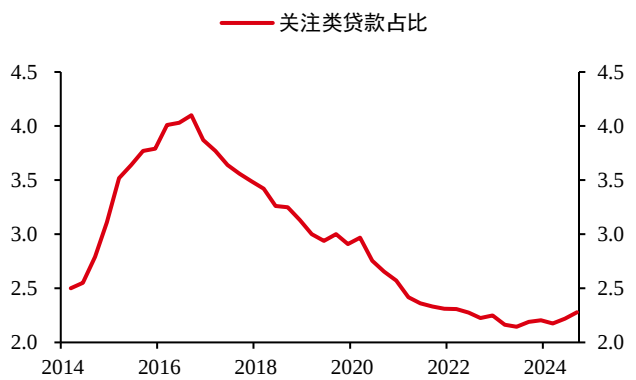
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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开始上升 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：央行当前结构性工具一览表 | 单位：%，亿元

结构性货币政策工具情况表								
数据截至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

数据来源：PBC 华泰期货研究院

第五段：政策指导

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。

四季度表述：

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大、中央经济工作会议和**中央金融工作会议精神**，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：

货币政策指导思想和四季度保持一致。

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