

关注货币政策报告释放的五大信号

——2024 年四季度货币政策执行报告点评



联络人

作者:

中诚信国际 研究院

王 晨 chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 执行院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

流动性收紧收益率区间波动，适当博弈曲线陡峭化交易——1 月利率走势回顾与展望

长端利率迈入“1”时代，降准降息仍可期——2024 年货币政策与利率债回顾与 2025 年展望，2025 年 1 月

增量财政政策的七大关注——10.12 财政部新闻发布会点评，2024 年 10 月

第一波增量政策的六大关注——金融支持高质量发展新闻发布会简评，2024 年 9 月

图说 8 月地方政府债券：新增专项债发行进度加快逾 20 个百分点，超两成为特殊新增债，2024 年 9 月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

2025 年 2 月 13 日，央行发布《2024 年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），认为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。在此背景下，货币政策将保持适度宽松，在稳增长、稳汇率诉求均较强的背景下，考虑到我国货币政策仍有一定空间，后续或继续通过降准降息、加大结构性工具使用力度等为经济修复营造良好的货币金融环境，但政策操作节奏也将综合考虑海外因素，择机调整优化。同时，本次《报告》新增“增强宏观政策协调配合”表述，或更加注重货币政策和财政政策形成合力，发挥逆周期调节的重要作用。此外，《报告》强调“降成本”，后续或通过持续推动存款利率改革等促进企业融资和居民信贷成本下降。

一、货币政策适度宽松，根据国内外形势择机调整优化政策力度和节奏

本次《报告》延续去年底中央经济工作会议的货币政策基调，依然强调“适度宽松”，同时表示“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”。从国内经济看，经济修复依然面临需求不足、风险隐患依然较多等挑战，1 月制造业 PMI 回落虽然有春节假期等季节性因素扰动，但与春节在 1 月的年份（2014、2017、2020 和 2023 年）相比，回落幅度相对较高，需求不足等问题仍存，在此背景下，货币政策需保持一定力度保持经济平稳运行。从海外环境看，《报告》强调“当前外部环境变化带来的不利影响加深”，与三季度“当前外部环境的不确定性增多”表述相比，对外部环境隐忧仍存。1 月美联储议息会议暂停降息，且在利率声明中删去了“通货膨胀率朝着委员会设定的 2% 的目标迈进”的表述，同时鲍威尔在新闻发布会中表示，美联储不急于调整货币政策立场。从数据看，2024 年 12 月美国当月新增就业人数达到 25.6 万

人，高于前值以及市场预期，同时失业率小幅下降至 4.1%；12 月 CPI 同比增速上升 0.2 个百分点至 2.9%，考虑美国经济、就业仍有韧性且近期通胀上行，美联储降息节奏或放缓。同时，近期特朗普宣布对进口自中国的商品加征 10% 的关税，且不排除进一步加征关税的可能性，人民币汇率或仍承压。《报告》延续四季度货币政策委员会例会三个“坚决”表述¹，且继续强调“稳定市场预期”，稳汇率的诉求依然较强。因此，在稳增长、稳汇率诉求均较强的背景下，考虑到我国货币政策仍有一定空间，后续或继续加大操作力度为经济修复营造良好的货币金融环境，但同时政策操作节奏也将综合考虑海外因素。

二、货币政策框架改革逐步推进，政策工具箱持续丰富

本次《报告》专栏部分对货币政策操作框架、货币政策工具箱等进行了详细阐述。从货币政策框架看，去年下半年以来，央行明确了主要政策利率（即 7 天逆回购利率），增加临时正、逆回购操作，利率分别在 7 天期逆回购操作利率的基础上加减点确定，进一步突出 7 天逆回购利率的政策利率地位，持续推动货币政策向价格型调控转型，有利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号。同时将国债买卖、买断式逆回购纳入货币政策工具箱，并创设证券、基金、保险公司互换便利支持资本市场，货币政策工具箱不断丰富，为我国经济修复、资本市场发展提供了良好的支持。除新工具外，《报告》还强调了再贷款等传统工具在我国经济发展和结构转型、金融资源配置优化等方面中发挥的重要作用，比如与财政贴息政策相互配合、形成合力，支持市场化资金参与意愿较为的薄弱领域；但同时，《报告》也表示“再贷款可以增强银行信贷投放和货币创造能力，但无法替代银行贷款”，预计后续或通过加强重点领域信贷考核、提供资金优惠、建立完善奖惩制度等引导银行等金融机构加强对薄弱领域和重点缓解的支持力度。

三、加强货币、财政政策协调配合，或进一步加大降准等操作力度

与三季度报告相比，本次《报告》新增“增强宏观政策协调配合”表述，或更加注重货币政策和财政政策形成合力，发挥逆周期调节的重要作用。在当前经济修复仍面临多重挑战、社会预期依然偏弱的背景下，加强政策协同、形成政策合力对于提振信心、改善内需等均具有重要作用，尤其是货币政策和财政政策，作为稳增长的重要抓手，应发挥出“1+1 大于 2”的效果。从历史看，经济下行压力较大、流动性扰动较多等时期，货币政策通常会加强与财政政策协调配合。比如 2008 年受金融危机冲击，我国财政政策基调由“稳健”切换为“积极”，且四万亿计划催生了大量地方债务；为满足实体融资需求、降低融资成本，货币政策配合大幅度降准降息，2008 年 9 月-12 月共计 4 次下调 1 年期贷款基准利率、下调幅度共

¹ 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

189BP，并多次降准操作。2015 年也同样处于经济下行压力较大时期，积极财政政策持续发力，预算赤字率较 2014 年增加 0.2 个百分点至 2.3%，同时第一轮债务置换开启，地方债大规模发行，叠加外汇占款下滑，流动性需求边际上升，货币政策多次降准降息，5-12 月共计调降 7 天逆回购利率 3 次（幅度共计 120BP），降准 2 次（幅度共计 1 个百分点）。目前看，中国人民银行与财政部已建立联合工作组，后续需继续发挥好联合工作组的重要作用，通过优化工作组机制等，加强货币财政协调联动；在我国经济修复依然承压下，财政政策将更加积极，货币政策需适度宽松，注重金融资源和财政资源在重点领域和薄弱环节的配合，同时在当前大规模债务置换持续推进下，央行也将通过运用各类货币政策工具，配合地方化债顺利推进，叠加赤字率、特别国债额度等或仍较高，部分流动性压力较大时点或通过降准、加大国债买卖、买断式逆回购操作等方式进行调节；考虑到降准释放长期、稳定的资金，有利于缓解净息差压力，后续进一步下调仍可期。

四、《报告》强调“降成本”，将通过持续推动存款利率改革等促进企业融资和居民信贷成本下降

本次《报告》将三季度报告表述中的“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”改为“推动企业融资和居民信贷成本下降”，对降成本的诉求更为强烈。事实上，伴随近年来我国货币政策多次降准降息、持续推进利率市场化改革，企业和居民融资成本已经在持续下行，本次《报告》数据显示去年 12 月，新发放贷款加权平均利率为 3.3% 左右，同比下降约 0.6 个百分点，且处于历史低位。但由于当前价格水平相对较低，实际利率仍偏高，且当前企业投融资、居民加杠杆动力均较为不足，实体融资需求依然低迷，降成本具有一定必要性。从降成本的方式看，除了调降政策利率、财政贴息外，持续推进存款利率市场化改革、疏通利率传导堵点也是其中一个重要方式。根据金融监督管理总局数据，2024 年三季度商业银行净息差为 1.53%，处于历史低位，商业银行面临较大的净息差压力，其原因之一在于货币政策持续降息但存款利率调整滞后贷款利率、存款成本较为刚性等。目前我国已经历多轮存款利率调降，且去年底发布存款自律定价新规，将有利于缓解银行净息差压力，但目前来看银行净息差压力尚未得到明显缓解。在当前降成本仍有一定诉求的背景下，若仅通过调降政策利率降成本，或难以充分发挥货币政策效果，后续仍需进一步推动存款利率下降疏通利率传导堵点，也能为降息提供更多空间。

五、把握好信贷存量与增量的关系，更加注重养老金金融

与三季度报告相比，本次《报告》更加强调“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”。一方面，将通过加快不良资产处置、资产证券化、资产

重组等方式盘活存量低效或无效的金融资产，加快释放金融资源效能，提升整体资金使用效率；另一方面，对于新基建、新能源、科技创新、绿色发展等新兴领域，将持续加大金融资源投入，尤其是当前社会领域参与较低、发展潜力较大的行业，货币政策或进一步倾斜，注重新动能的培育，为我国经济发展和结构转型提供必要支持。此外，《报告》专栏还介绍了构建养老金融发展长效机制，在我国人口结构趋于老龄化、发展养老金融具有一定必要性、以及银发经济具备较大空间的背景下，养老领域也将是后续货币政策关注的重点领域，将进一步“加大养老金融供给力度”“创新金融产品和服务”等，或通过增加普惠养老专项再贷款工具额度等方式引导商业银行加大信贷投放。

附表：货币政策执行报告表述对比

	2024 年三季度	2024 年四季度
宏观经济	当前外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。但我国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，要正视困难、坚定信心、积极应对。	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。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格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。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，坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境	实施好适度宽松的货币政策。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。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。
利率	完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能，提升金融机构自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，持续丰富货币政策工具箱，提高资金使用效率。	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。强化央行政策利率引导，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本下降。
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，综合施策，强化预期引导，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，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

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

