

2025 年 02 月 14 日

宏观研究团队

## 货币政策的内在逻辑和短期博弈

### ——四季度货币政策报告学习

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：2 月 13 日央行发布《2024 年四季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。

#### ● 经济及物价：关注外部环境外溢影响，对国内经济展望积极

1、国际形势方面，央行认为外部环境变化的复杂性加深，如全球增长动能不足、贸易增长前景面临挑战、通胀风险仍需警惕等，“对我国经济产生外溢影响”。国内方面，央行对 2025 年的经济展望较为积极，认为经济将保持稳定增长，支持经济回升向好的积极因素增多，但仍有需求不足、企业经营、就业等困难。

2、物价：央行指出 2024 年物价已温和回升，CPI 上涨 0.2%，PPI 降幅收窄至 2.2%。对 2025 年的物价展望更为乐观，认为在经济回升向好势头下物价有望延续温和回升态势，中长期物价保持基本稳定有坚实基础。

#### ● 货币政策：央行稳汇率更加“坚决”，降准降息需等待合适窗口

（1）短期多重目标权衡不改货币宽松基调。《报告》强调实施“适度宽松的货币政策”“强化逆周期调节”，及“推动企业融资和居民信贷成本下降”，基调比三季度更偏宽。但同时短期内宽松节奏或有不稳定性，《报告》新增“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”。一方面，我们认为后续仍可能降准降息，原因一是我国当前实际利率偏高，还有下行空间。二是促进物价合理回升仍是“把握货币政策的重要考量”，降息提振需求有利于物价回升。三是应对国内外风险隐患，货币政策的力度和空间都相对灵活，是“超常规逆周期调节”的重要手段。但另一方面，宽松的节奏或需权衡后而定。根据国内外金融形势而择机调整优化政策或暗含人民币汇率的考量，货币决策或取决于国内经济现状与稳汇率的平衡，降准降息可能会择机落地。

（2）当前货币政策重心或在稳汇率。《报告》相对于 Q3 报告新增“增强外汇市场韧性”，并提到“稳定市场预期，加强市场管理”，删除 Q3 报告的“保持汇率弹性”。在外汇市场管理方面增加“三个坚决”，“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”，体现出当前货币政策的重心向稳汇率偏移。“发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能”或指向若关税政策对国内经济影响外溢，汇率定力可能适时调整。这也意味着，降准降息将要等待下一个窗口期，核心或是人民币汇率压力边际减弱。可关注国内 1-2 月经济数据，以及后续贸易局势是否出现超预期变化。

（3）持续挖掘信贷需求和优化信贷结构。信贷方面，央行延续强调“深入挖掘有效信贷需求”。在专栏 4《再贷款的机理、演进和发展》中，央行表明不断创新再贷款工具旨在促进信贷结构优化，但解决重点领域的融资需求，还需要提升信贷结构与经济结构的适配性，信贷仍是金融服务实体经济的第一线。

（4）理顺利率传导，强化自律机制新规执行。央行延续表示“引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的利率传导关系”，强调“强化利率政策执行”，“有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序”，或与四季度两项市场利率定价自律机制新规有关，强调政策的落地执行。此外，央行还表示“持续增强债券市场功能和服务实体经济能力”，加大债市“对科技创新、促进消费等的支持力度”，将进一步加强债券市场的建设完善。

（5）公开市场操作逐渐完善。专栏 1《进一步完善央行公开市场操作体系》描述了改革完善公开市场操作体系的三个方面：确立 7 天逆回购利率为核心政策利率；启动国债常态化买卖作为基础货币投放新渠道，创新买断式逆回购工具填补期限空白；拓展工具箱创设非银机构流动性支持工具等。

#### ● 防风险及房地产：强化金融监管力度

防风险方面，金融稳定风险化解有新表述。央行指出“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具”，并强调“督促系统重要性银行落实附加资本和杠杆率要求”，对银行的监管要求更加具体。此外，“稳步拓宽附加监管覆盖范围至非银领域”指向非银领域监管可能进一步强化。

房地产方面，央行指出“加大存量商品房和存量土地盘活力度”、“完善房地产金融基础性制度”，2025 年金融对地产的支持有望加力。

#### ● 风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期。

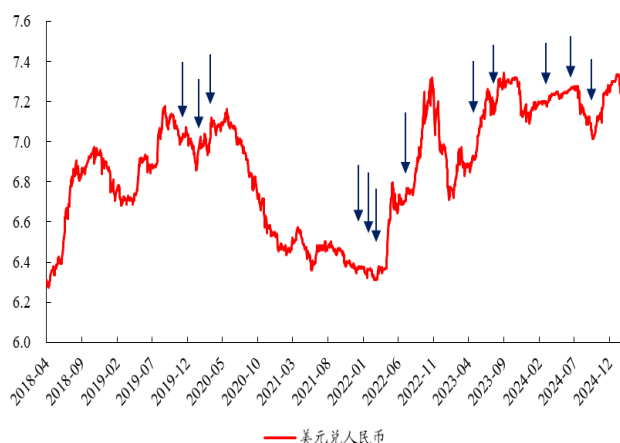
#### 相关研究报告

《美联储 2025 上半年或难降息——美国 1 月 CPI 点评》-2025.2.13

《变中求进，定中谋新——2025 年宏观经济的“变”与“定”》-2025.2.12

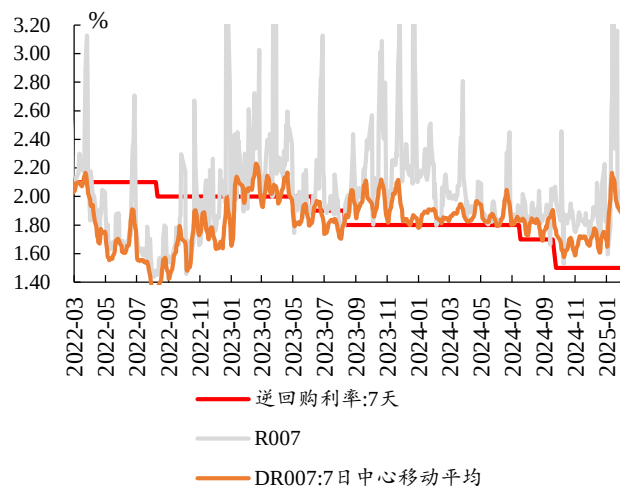
《春节需求回暖带动 CPI 同比回升——宏观经济点评》-2025.2.9

附图 1：历史上降息时点普遍避开人民币汇率短期承压



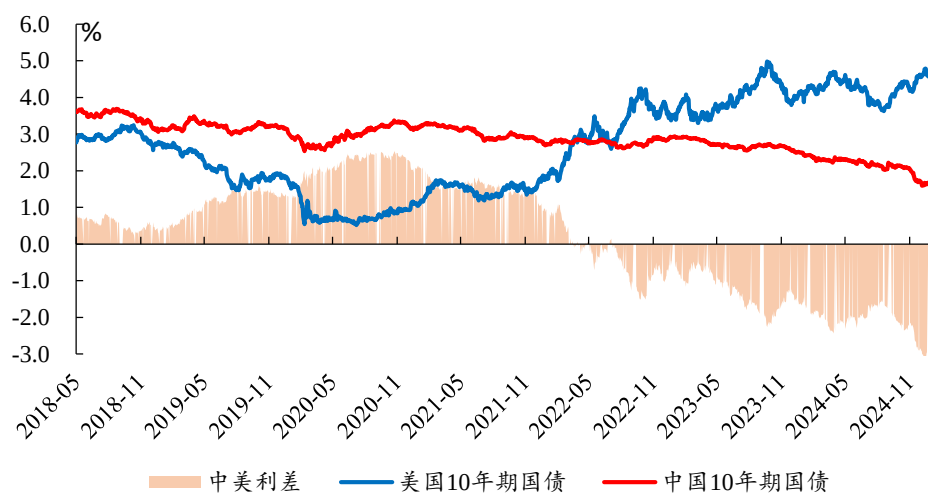
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2025 年以来资金利率偏离政策利率较大



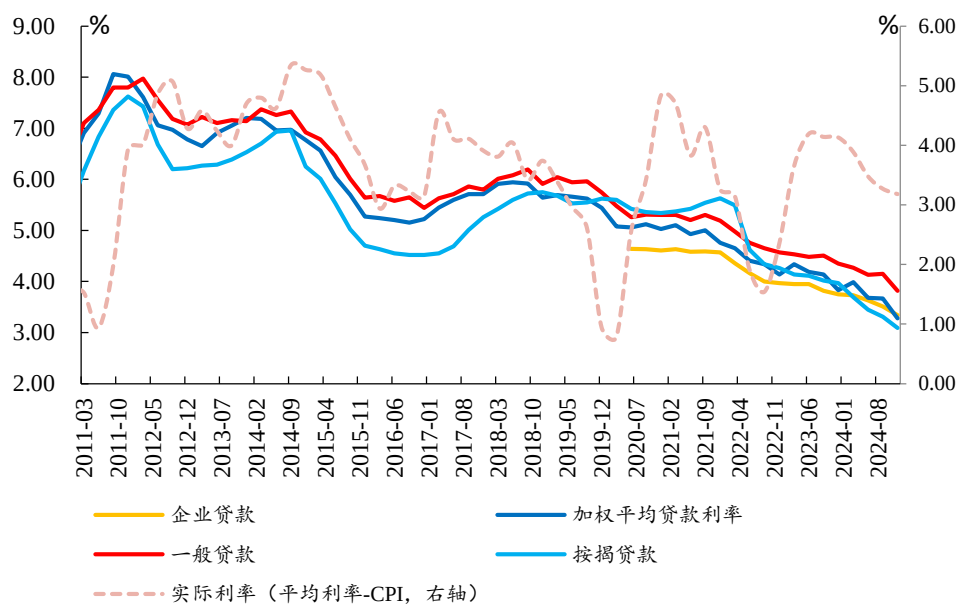
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：中美利差再度扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：当前实际利率仍处于偏高的历史水平



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

### 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

### 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

### 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