

内外形势有何变化，货币如何调整优化？

定期报告

《货币政策执行报告》（2024Q4）解读·周报（第 94 期）

投资要点

- ◆ **目标导向：**经济面临的内外部压力仍大的背景下，延续中央经济工作会议定调，货币政策从“支持性立场”转为“适度宽松”，传递出较强的宽松政策意愿。外部环境方面认为“带来的不利影响加深”，显示央行对特朗普第二任期快速推进的关税等一系列政策可能造成对我国经济的不利影响有一定的担忧；内部环境方面，持续关注“国内需求不足、风险隐患仍然较多”等困难挑战。在此形势下，货币政策延续中央经济工作会议最新定调，从“支持性立场”转为更加明确的“适度宽松”，并强调“保持流动性充裕”，删除带有限制性的“合理”一词，传递出较强的加大宽松力度、刺激有效内需的政策意愿。
- ◆ **量价关系：**货币宽松的指向产生一定变化，强调向价格型调控转型，突出企业居民融资成本下降的目标，同时在房地产周期筑底、地方隐债置换阶段，进一步弱化促进贷款增长的要求。删除了此前四个季度连贯出现的“引导信贷合理增长、均衡投放”的要求，改为“更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源”，显示央行对新增贷款趋势展望相对不强。2024 年房地产市场进入筑底深水区，居民新增贷款较少；基建项目收益要求提升的同时，新一轮地方存量隐债置换迅速推进，企业贷款新增也相应降温，当前经济结构调整优化主要即表现在债务存量优化增量减少的过程之中，深层次结构性因素并非货币操作可短期扭转，量价关系转向更为现代化的价格型调控既势在必行也是顺势而为。将此前推动企业融资和居民信贷成本“稳中有降”的中性要求改成更具宽松属性的“下降”，并在专栏 1 中将“明确主要政策利率，推动向价格型调控转型”总结为 2024 年增强货币政策调控和传导能力的第一项最重要工作。这可能意味着 2025 年央行仍希望择机进行一定的政策利率下调，但新增贷款不宜期待过高。
- ◆ **汇率约束：**外部环境最新变化可能令人民币贬值压力加大，《报告》突出强调“增强外汇市场韧性”，并称“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”，可能意味着近期稳汇率重要性提升，并对降息和压低长端利率的基础货币操作形成较大约束。而可同时实现高效率流动性投放并避免压低长期利率的降准工具可能全年获得较为活跃的使用。《报告》突出强调了当前阶段稳汇率目标的重要性，新增“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”的要求。在此基础上，我们理解此番央行新提出的“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”，或意指近期可能压低利率从而可能造成更大贬值压力的政策工具的使用或将有所减少，比如国债净买入、以及具有中期净买入性质的买断式逆回购操作，由此近期长期利率可能存在一定上行风险。考虑到降准通过放大货币乘数而非央行直接购买长债的方式投放低成本、高效率流动性，不对长期国债收益率形成直接向下压力，其或已成为当前稳汇率目标下最佳的长期流动性投放工具，我们预计 2025 年降准将获得相当活跃的使用，全年降准空间或在 100-150BP 之间。
- ◆ **强调着力在两项资本市场支持工具的保障下提振资本市场预期，引导中长期资金入市、优化居民资产配置结构。**《报告》专门用“专栏 2”详细阐述两项资本市场支持工具取得初步成效，称“下阶段将不断完善工具设计，更好助力资本市场高质量发展”。专栏 2 中亦指出“两项工具遵循市场化、法治化原则，在国际上也不乏成功的实践”。
- ◆ **风险提示：**货币政策宽松力度不及预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

核心通胀不降反升，美联储还能降息吗？—

—美国 CPI 点评（2025.1） 2025.2.13

油价回升服务走高，CPI 稍好于预期——

CPI、PPI 点评（2025.1） 2025.2.9

美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动——

美国就业数据点评（2025.1） 2025.2.8

1 月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款

4.25 万亿——华金宏观·双循环周报（第 93 期） 2025.2.7

乙巳之初，风起云涌——2025 年春节海内外宏观综述 2025.2.4



内容目录

聚焦：内外形势有何变化，货币如何调整优化？	3
国内外经济追踪：一线城市商品房销售持续低迷	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

图表目录

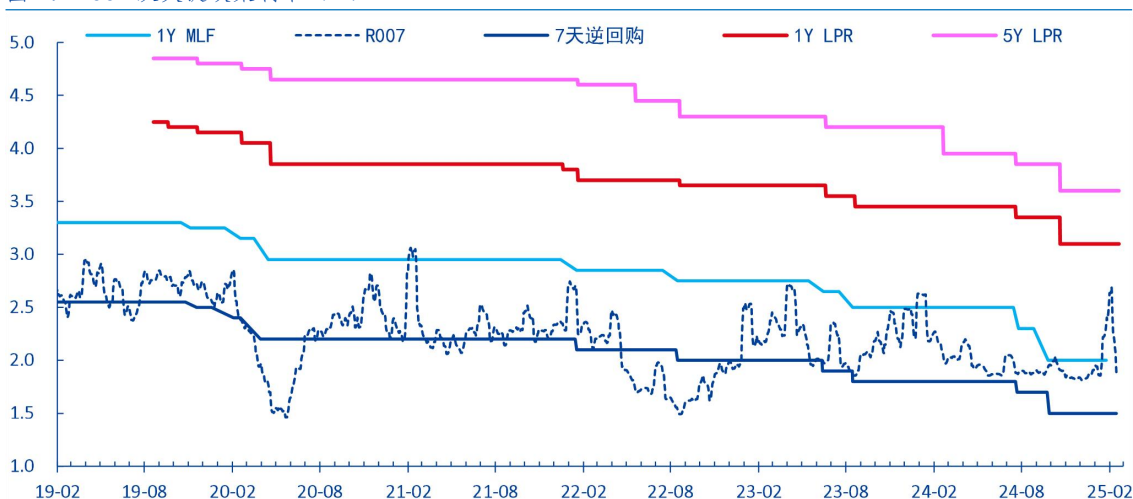
图 1：R007 及关键政策利率（%）	3
图 2：社融存量同比、贷款余额同比及 M2 同比（%）	4
图 3：基础货币同比及贡献结构（%）	5
图 4：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	6
图 5：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比大幅回落	6
图 6：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）	6
图 7：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周鲜菜价格同比加速回落	7
图 8：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅回落	7
图 9：钢材价格旬度环比：环比增速小幅回升（%）	7
图 10：煤炭价格同比（%）：山西优混及主焦煤价格同比跌幅扩大	7
图 11：伦敦金现、LME 铜：金价再创新高、铜价有所回升	8
图 12：原油价格：本周原油价格小幅上涨	8
图 13：美国当周初请失业金人数有所回落	8
图 14：美国原油产量小幅升至 1349.4 万桶	8
图 15：全球股市：本周全球主要股指普遍上涨，A 股创业板指涨幅相对靠前	9
图 16：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：传媒、计算机、通信领涨，国防军工跌幅较深	9
图 17：标普 500 及行业涨幅对比（%）：美股主要板块除金融外均有所上涨	9
图 18：美国国债收益率变动幅度：截至 2 月 13 日，美债长端收益率大幅上行	10
图 19：中国国债收益率变动幅度：截至 2 月 13 日，中国国债收益率普遍上行	10
图 20：1Y 中国国债收益率上行约 6BP（%）	10
图 21：中美 10Y 利差基本持平于上周（%）	10
图 22：10Y 国开债与国债利差基本持平于上周（%）	11
图 23：1Y 信用利差有所收窄、3Y 信用利差基本持平（BP）	11
图 24：美联储本周资产规模有所扩大（USD bn）	11
图 25：主要央行政策利率（%）	11
图 26：全球汇率：美元指数回落至 107 左右位置	11
图 27：CNY 基本持平上周	11

聚焦：内外形势有何变化，货币如何调整优化？

央行近日公布 2024 年四季度《货币政策执行报告》（以下简称“报告”），提出“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”，我们从四个方面进行分析解读。

目标导向：经济面临的内外部压力仍大的背景下，延续中央经济工作会议定调，货币政策从“支持性立场”转为“适度宽松”，传递出较强的宽松政策意愿。《报告》对经济增长面临的内外部环境评估趋于谨慎。外部环境方面认为“带来的不利影响加深”，并删除前期报告中“世界增长动能总体放缓”的判断，显示央行对特朗普第二任期快速推进的关税等一系列政策可能造成对我国经济的不利影响有一定的担忧；内部环境方面，持续关注“国内需求不足、风险隐患仍然较多”等困难挑战。在此形势下，货币政策延续中央经济工作会议最新定调，从“支持性立场”转为更加明确的“适度宽松”，并强调“保持流动性充裕”，删除带有限制性的“合理”一词。最终目标阐述方面，更明确地指向“支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长”，传递出较强的加大宽松力度、刺激有效内需的政策意愿。

图 1：R007 及关键政策利率（%）

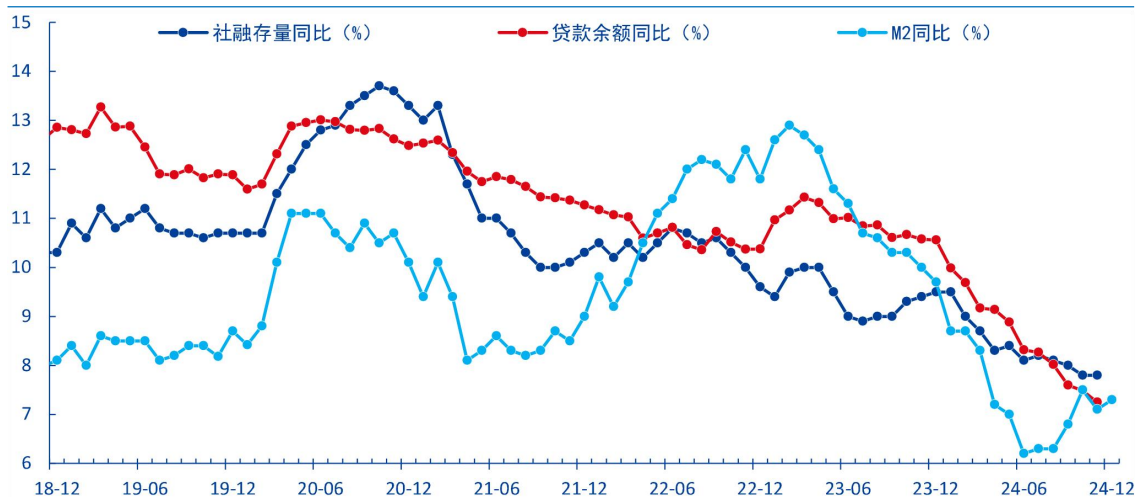


资料来源：CEIC，华金证券研究所

量价关系：货币宽松的指向产生一定变化，强调向价格型调控转型，突出企业居民融资成本下降的目标，同时在房地产周期筑底、地方隐债置换阶段，进一步弱化促进贷款增长的要求。在货币政策量价关系具体要求方面，《报告》较前期发生较大变化，删除了此前四个季度连贯出现的“引导信贷合理增长、均衡投放”的要求，改为“更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源”，并新增“进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度”要求，而这两方面对贷款的依赖度都相对较低，这些变化显示央行对新增贷款趋势展望相对不强。2024 年房地产市场进入筑底深水区，居民新增贷款较少；基建项目收益要求提升的同时，新一轮地方存量隐债置换迅速推进，企业贷款新增也相应降温，当前经济结构调整优化主要即表现在债务存量优化增量减少的过程之中，深层次结构性因素并非货币操作可短期扭转，量价关系转向更为现代化的价格型调控既势在必行也是顺势而为。专栏 4 中明确指出“央行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”，“解决好重点领域和薄弱环节的融资需求，还需要商业银行更大程度发挥好自主性和前瞻性，不断提升信贷结构与经济结构适配性，支持实体经济发展的同

时实现自身健康发展”，委婉对应当前阶段的信贷结构内生性、深层次变化。《报告》将此前推动企业融资和居民信贷成本“稳中有降”的中性要求改成更具宽松属性的“下降”，并在专栏 1 中将“明确主要政策利率，推动向价格型调控转型”总结为 2024 年增强货币政策调控和传导能力的第一项最重要工作，亦符合当前全新的、并且更加清晰的量价关系定位。这可能意味着 2025 年央行仍希望择机进行一定的政策利率下调，但新增贷款不宜期待过高。

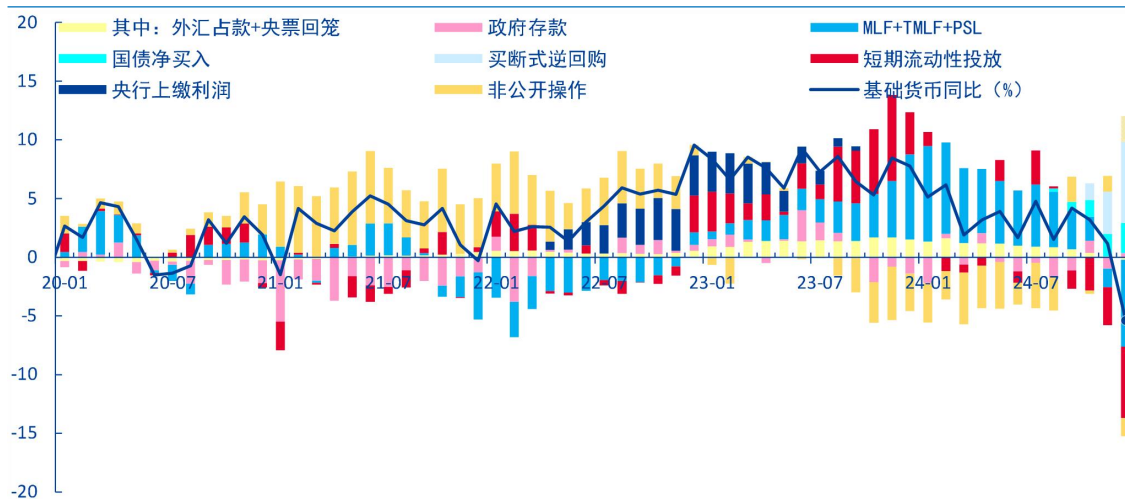
图 2：社融存量同比、贷款余额同比及 M2 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

汇率约束：外部环境最新变化可能令人民币贬值压力加大，《报告》突出强调“增强外汇市场韧性”，并称“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”，可能意味着近期稳汇率重要性提升，并对降息和压低长端利率的基础货币操作形成较大约束。而可同时实现高效率流动性投放并避免压低长期利率的降准工具可能全年获得较为活跃的使用。《报告》在世界经济金融形势分析部分指出“贸易增长前景面临诸多挑战”、“通胀风险仍需警惕”两大隐忧，对应于特朗普第二任期开启后迅速开始推进的加征关税、移民管控、财政扩张三大类政策，这一框架可能令美国经济在中短期内更明显地呈现高增长、高通胀趋势，一方面可能令逆全球化和全球产业链割裂程度加深，对我国经济贸易产生新的不利影响；另一方面也可能推升美国长期利率和美元指数，加剧人民币外溢性贬值压力。《报告》突出强调了当前阶段稳汇率目标的重要性，新增“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”的要求，删除了“综合施策，强化预期引导”等相对温和的阐述。在此基础上，我们理解此番央行新提出的“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”，或意指近期可能压低利率从而可能造成更大贬值压力的政策工具的使用或将有所减少，比如国债净买入、以及具有中期净买入性质的买断式逆回购操作，由此近期长期利率可能存在一定上行风险。专栏 3 完整梳理了存款准备金制度和准备金率的动态演进过程，指出“简明的存款准备金率档次有利于体现准备金变化与货币总量变化之间的关系，助力实现货币政策中介目标”。考虑到降准通过放大货币乘数而非央行直接购买长债的方式投放低成本、高效率流动性，不对长期国债收益率形成直接向下压力，其或已成为当前稳汇率目标下最佳的长期流动性投放工具，我们预计 2025 年降准将获得相当活跃的使用，全年降准空间或在 100-150BP 之间。

图 3：基础货币同比及贡献结构（%）



资料来源：中国人民银行，CEIC，华金证券研究所

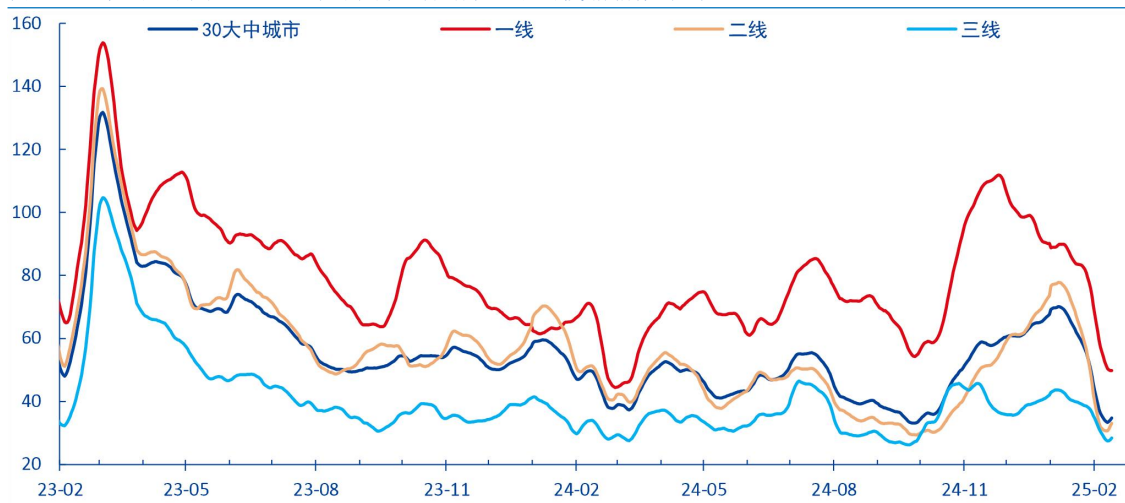
强调着力在两项资本市场支持工具的保障下提振资本市场预期，引导中长期资金入市、优化居民资产配置结构。《报告》专门用“专栏 2”详细阐述两项资本市场支持工具取得初步成效，称“下阶段将不断完善工具设计，更好助力资本市场高质量发展”。专栏 2 中亦指出“两项工具遵循市场化、法治化原则，在国际上也不乏成功的实践”，美国上市公司 2009 年-2019 年股票回购额不断攀升，“一个重要原因就是低利率环境下企业债务融资获取大量增量资金”。

风险提示：货币政策宽松力度不及预期风险。

国内外经济追踪：一线城市商品房销售持续低迷

商品房销售面积：一线城市商品房销售面积春节假期之后仍在持续回落，二线较上周有所反弹，三线基本稳定；经历了3个月集中释放后，房地产市场需求出现较为明显的趋势衰减，当前房地产市场尚未真正企稳。

图 4：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

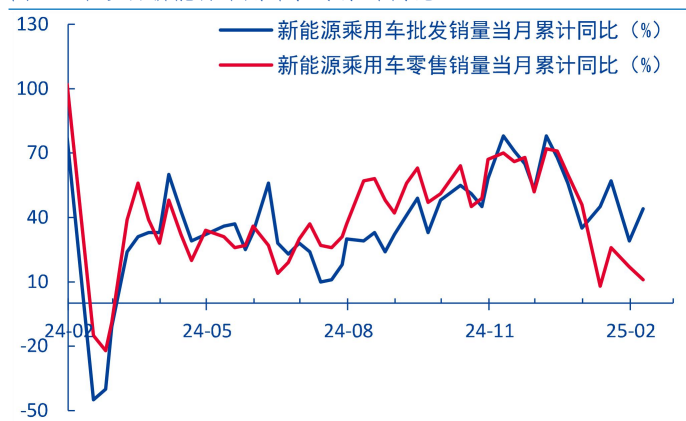
汽车消费：春节错位因素之下汽车消费再度回落，预计在补贴拉动下后续将迎回暖。据乘联会数据，受春节错位的长尾影响，2月第一周乘用车零售销量累计同比跌幅较1月末再度加深22个百分点至-31.0%。近期各地财政补贴接续政策已陆续落地，预计在春节错位和季节性因素消退后，汽车零售和批发数据将逐步迎来回暖。

图 5：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比大幅回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

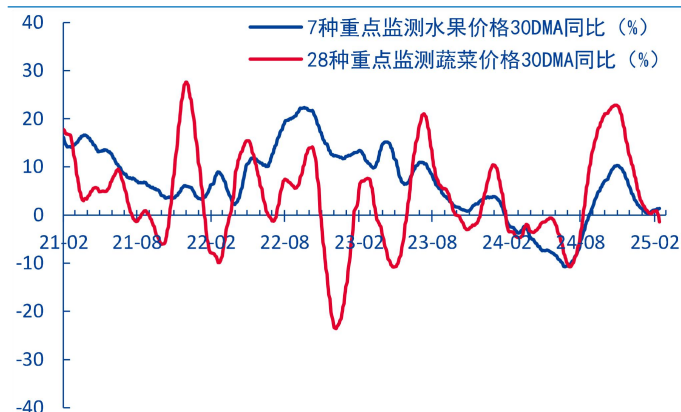
图 6：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

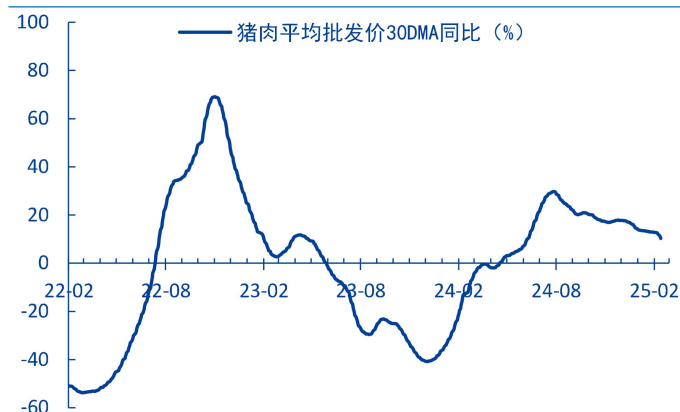
高频通胀指标：今冬以来气温普遍偏高，鲜菜、鲜果生产、运输成本偏低，春节假期结束后鲜菜价格加速回落；前期生猪补栏加之压栏惜售导致猪肉平均批发价同比增速连续小幅回落。截至2月13日，鲜菜30天均价同比较2月8日下行1.8个百分点至-1.4%，鲜果价格基本持平，今冬以来，受天气因素影响，蔬果价格涨幅持续偏弱；猪肉方面，受前期生猪补栏与压栏惜售的共同影响，猪肉平均批发价同比增速连续小幅回落，当周回落1.7个百分点至10.3%。

图 7：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周鲜菜价格同比加速回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

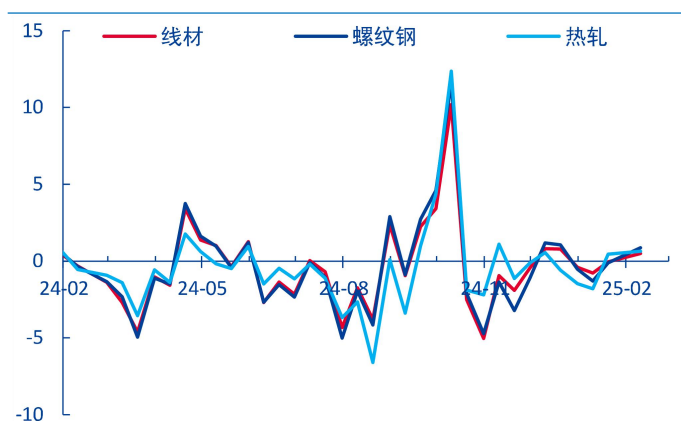
图 8：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

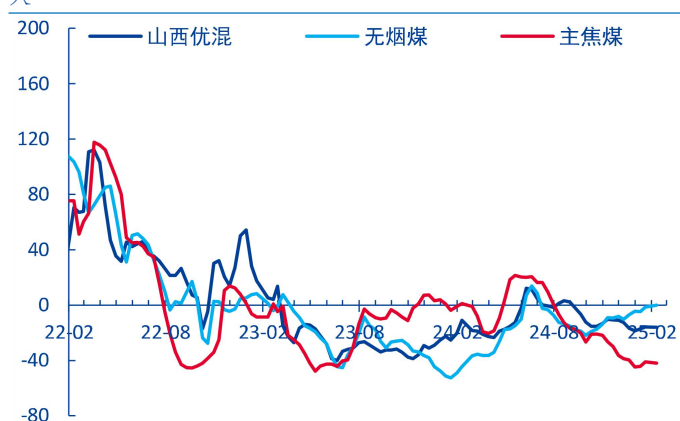
重点生产资料价格变化：2月上旬钢材价格环比小幅回升，山西优混及主焦煤价格同比跌幅扩大。2月上旬钢材价格环比增速继续回升，线材、螺纹钢及热轧价格环比分别上涨 0.5%、0.9% 和 0.6%；山西优混及主焦煤价格同比跌幅分别扩大 0.3 和 0.8 个百分点至-16.1%和-41.9%，无烟煤价格同比跌幅收窄 1.5 个百分点至 0.0%。

图 9：钢材价格旬度环比：环比增速小幅回升（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

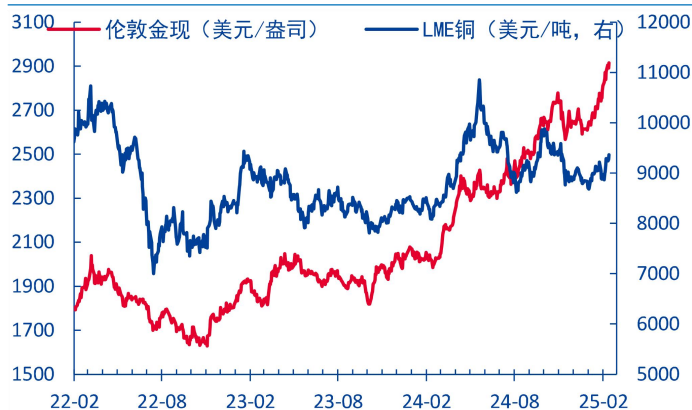
图 10：煤炭价格同比（%）：山西优混及主焦煤价格同比跌幅扩大



资料来源：CEIC，华金证券研究所

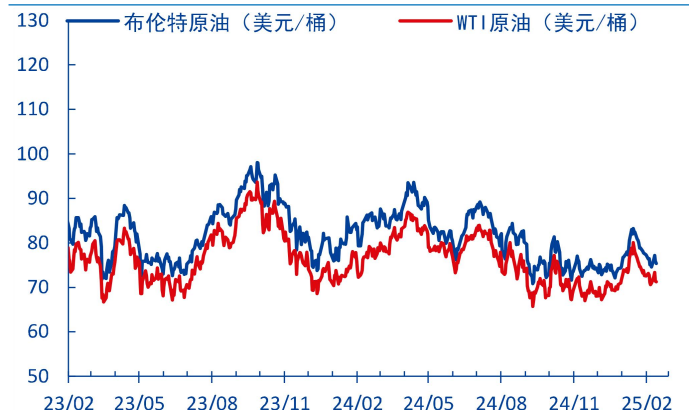
大宗商品：金价再创新高，铜价有所回升，原油价格小幅上涨。金价本周再度突破历史新高，截至 2 月 13 日伦敦金现报收 2915.3 美元/盎司；LME 铜价格小幅上涨 74.0 美元至 9362.0 元/吨；布油、WTI 原油价格同步小幅上涨，分别较上周涨 0.8、0.3 美元至 75.4 美元/桶、71.3 美元/桶。

图 11：伦敦金现、LME 铜：金价再创新高、铜价有所回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

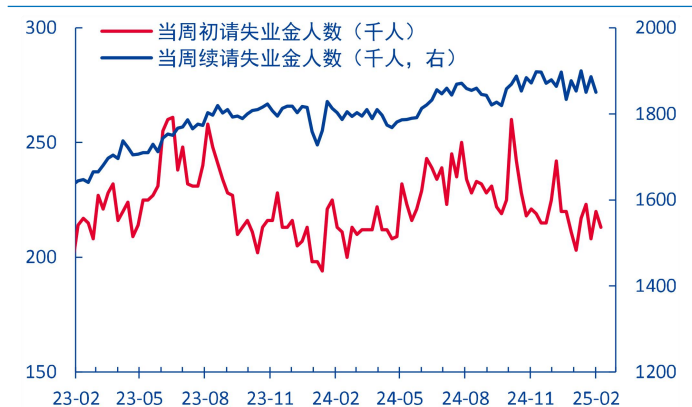
图 12：原油价格：本周原油价格小幅上涨



资料来源：Wind，华金证券研究所

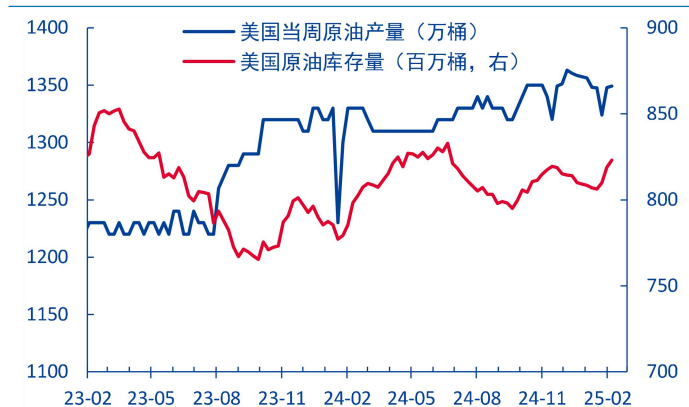
美国就业、能源产量及库存：2 月第二周美国初请失业金人数（季调）回落 0.7 万至 21.3 万人，但考虑到年初低温寒潮天气对美国就业数据往往造成扰动，加之特朗普主张的收紧边境管控即将对美国潜在劳动力供给产生冲击，当前美国劳动力市场紧张状况或仍未缓解；美国国内原油产量小幅升至 1349.4 万桶，原油库存继续上行。

图 13：美国当周初请失业金人数有所回落



资料来源：CEIC，华金证券研究所

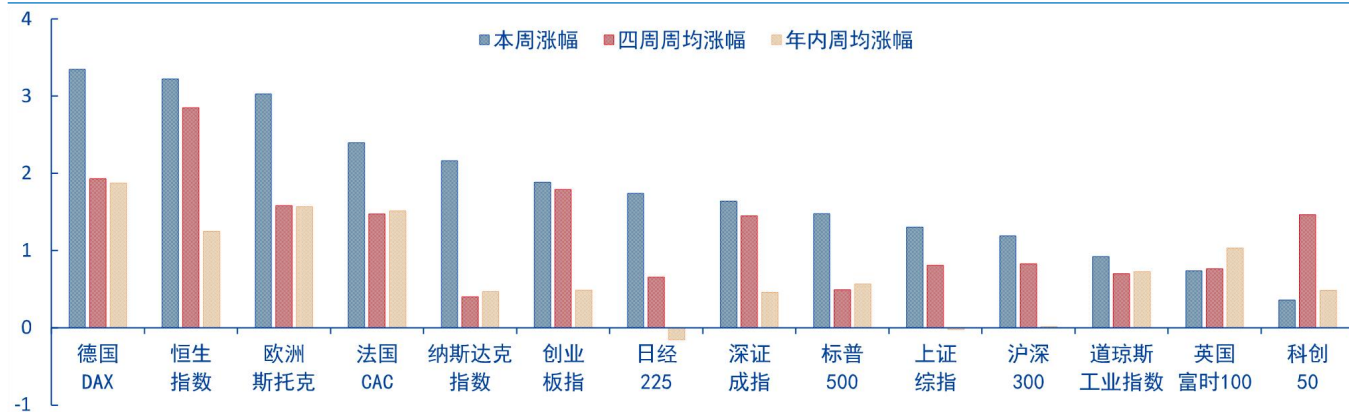
图 14：美国原油产量小幅升至 1349.4 万桶



资料来源：CEIC，华金证券研究所

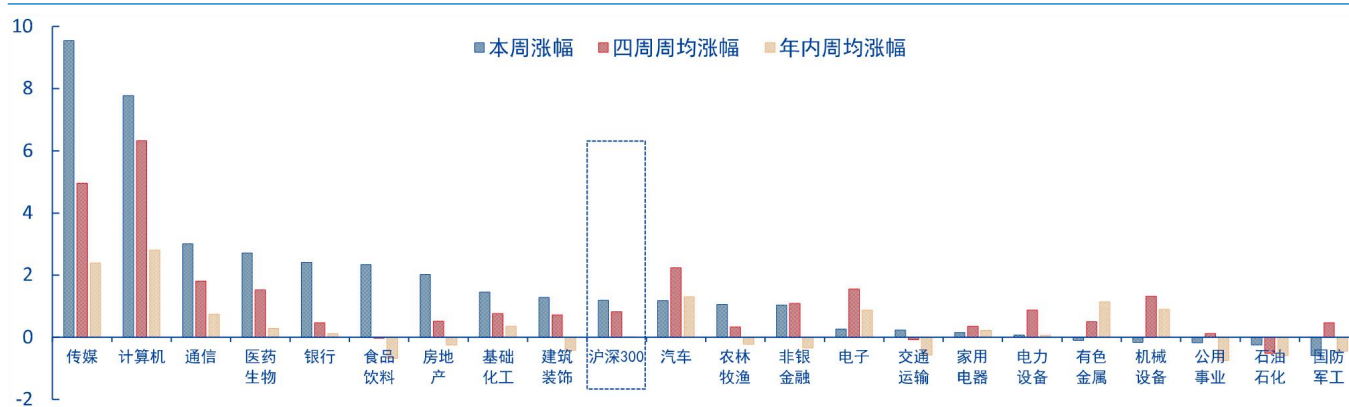
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 15: 全球股市: 本周全球主要股指普遍上涨, A 股创业板指涨幅相对靠前



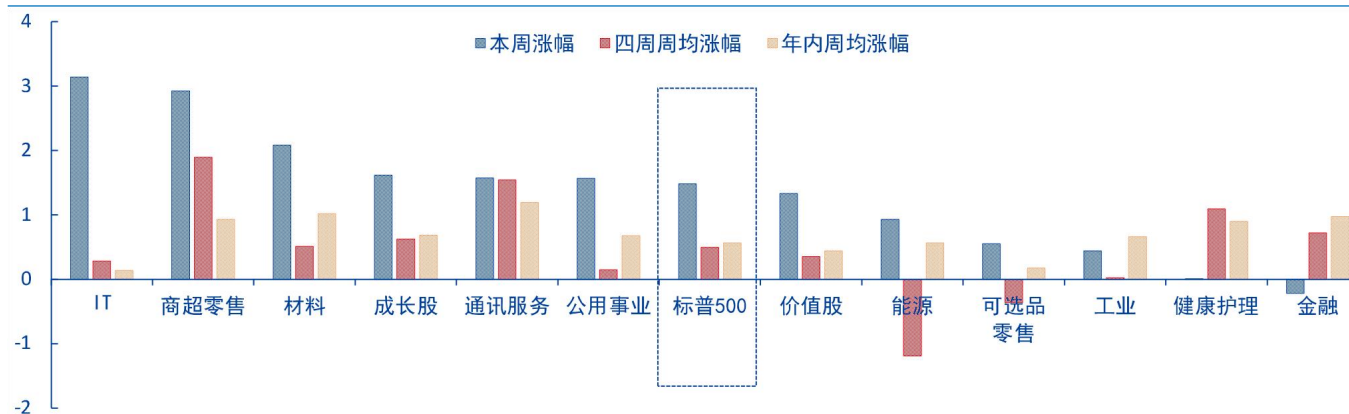
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 传媒、计算机、通信领涨, 国防军工跌幅较深



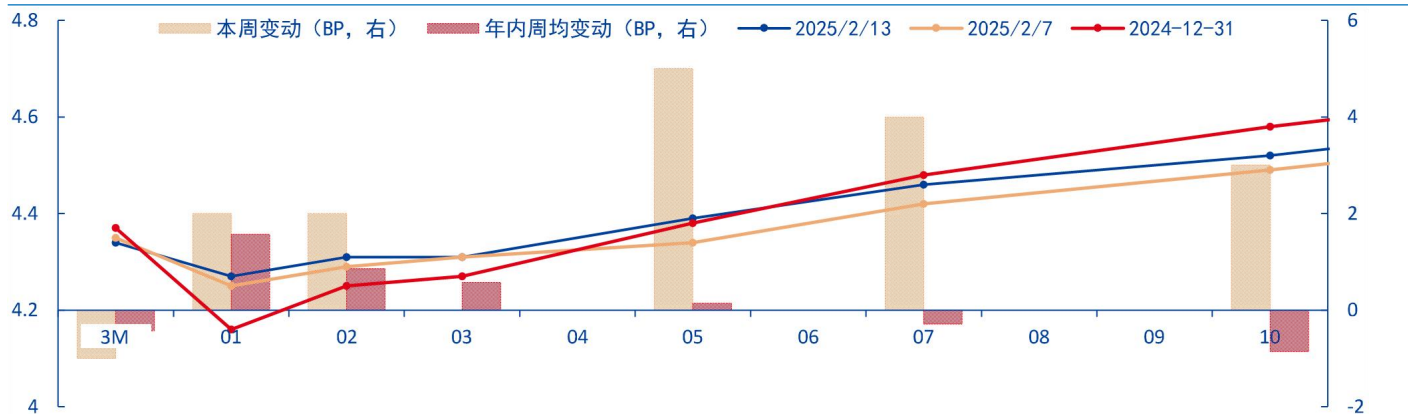
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 美股主要板块除金融外均有所上涨



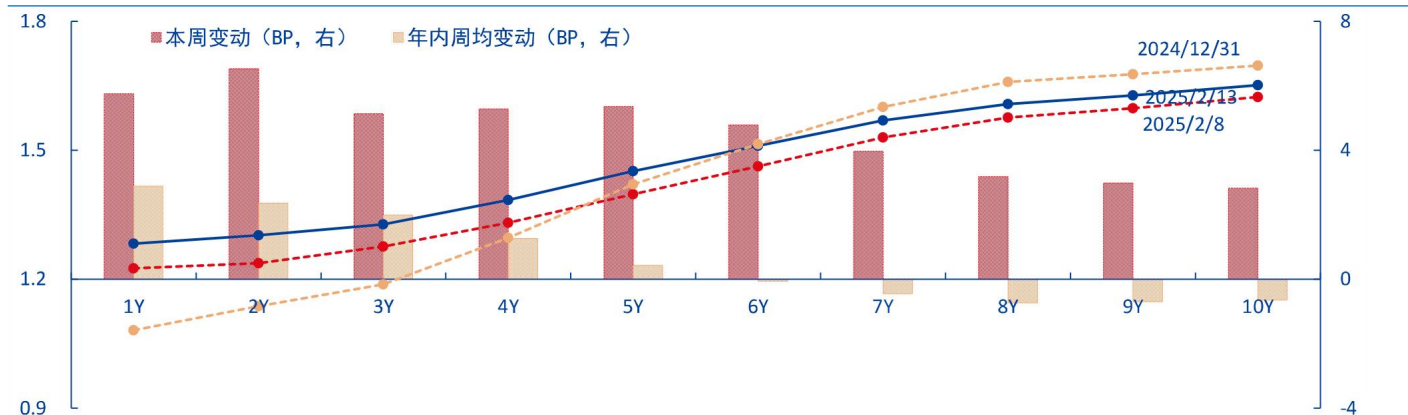
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18：美国国债收益率变动幅度：截至 2 月 13 日，美债长端收益率大幅上行



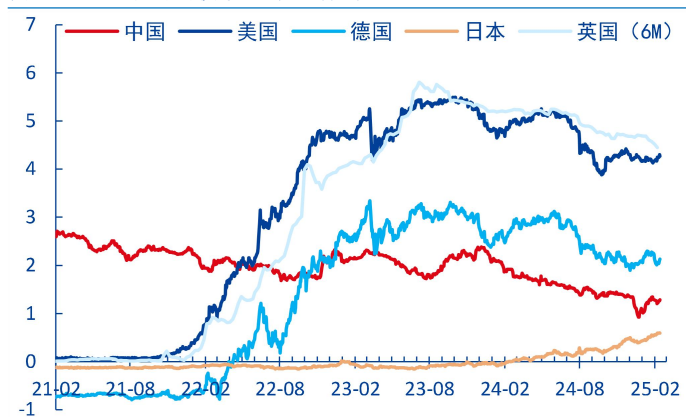
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 19：中国国债收益率变动幅度：截至 2 月 13 日，中国国债收益率普遍上行



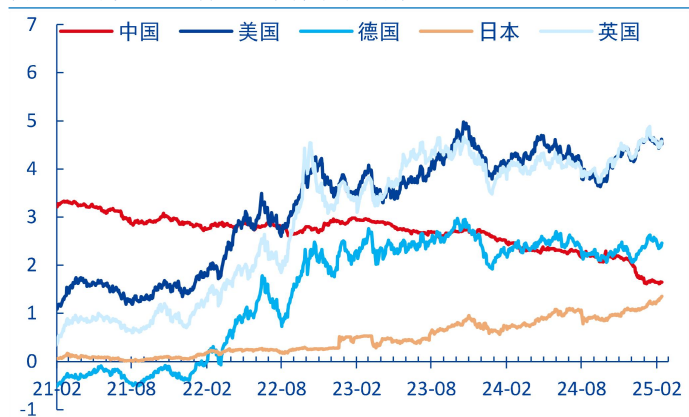
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 20：1Y 中国国债收益率上行约 6BP（%）



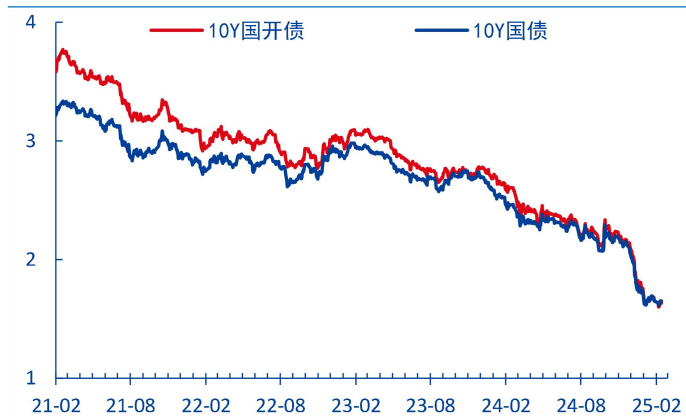
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 21：中美 10Y 利差基本持平于上周（%）



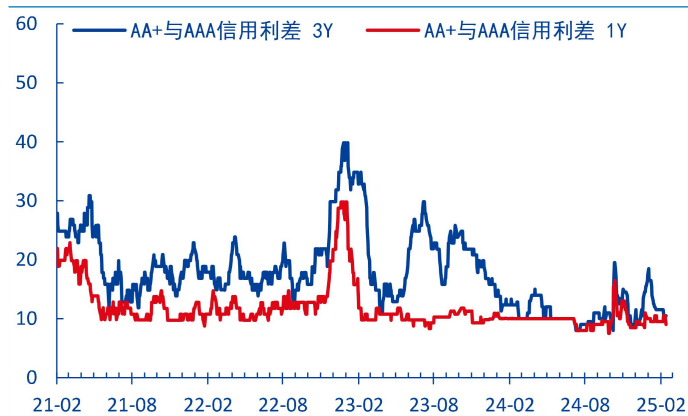
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 22: 10Y 国开债与国债利差基本持平于上周 (%)



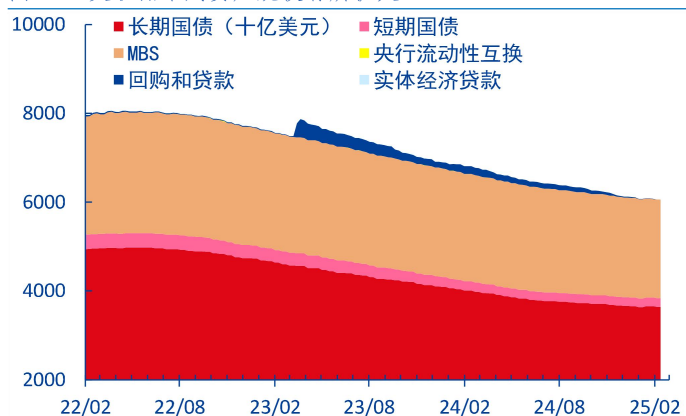
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 1Y 信用利差有所收窄、3Y 信用利差基本持平 (BP)



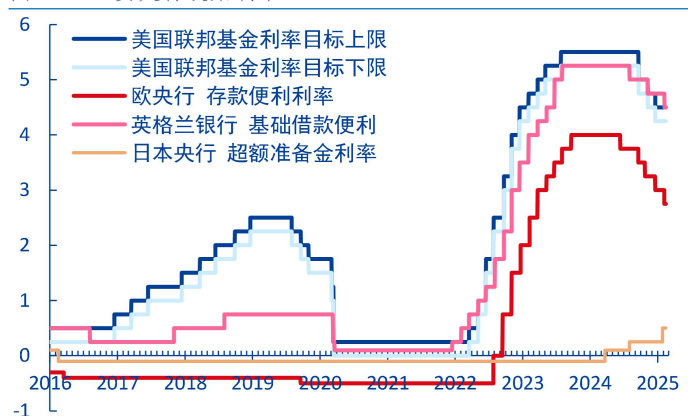
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 美联储本周资产规模有所扩大 (USD bn)



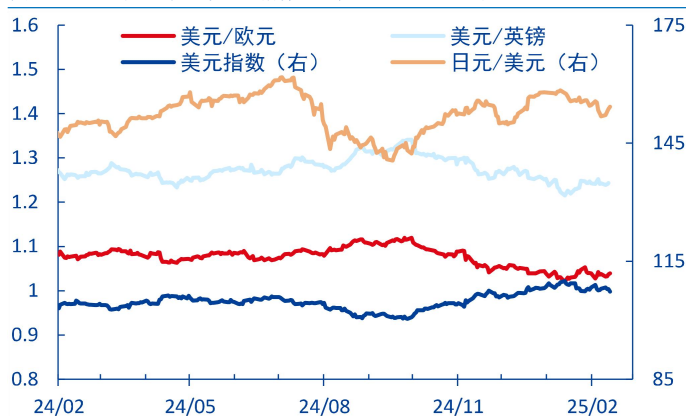
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 主要央行政策利率 (%)



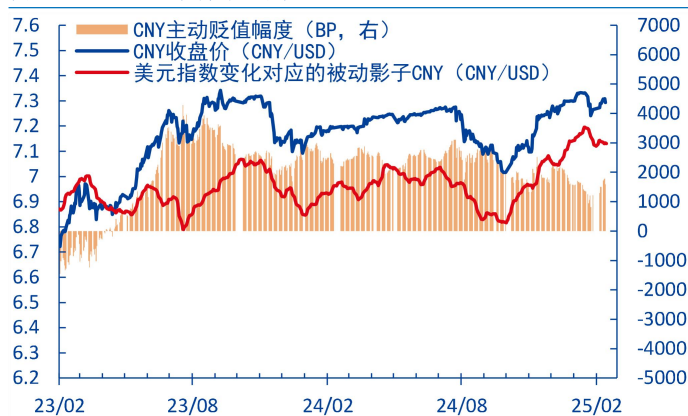
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 全球汇率: 美元指数回落至 107 左右位置



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: CNY 基本持平上周



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn