



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-05-15

## 2025年一季度货币政策报告解读

蒋文斌

国债研究员

从业资格号: F3048844

交易咨询号: Z0017196

电话 0755-23375128

邮箱 jiangwb@wkqh.cn

程靖茹（联系人）

宏观研究员

从业资格号: F03133937

邮箱 chengjr@wkqh.cn

### 报告要点:

5月9日，央行发布一季度货币政策执行报告，从报告中我们可观测货币政策新动向及其对宏观经济与金融市场的影响。1) 经济形势方面，国内经济开局向好但基础待巩固，外部环境复杂，全球经济增长动能趋弱，内部层面有效需求仍需提振。整体上，报告强调我国具备大规模市场、产业体系和人才等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，实现今年经济社会发展预期目标有潜力、有支撑。2) 货币政策方面，货币政策延续适度宽松基调，但在调控力度、节奏和货币政策工具运用等方面出现重要调整。如政策力度从“择机调整”变为“灵活把握”，利率政策更注重综合融资成本与银行息差保护，数量型工具作用凸显且提及“择机恢复国债买卖”操作。3) 六大专栏体现政策关注点，报告专栏中提出新的货币政策范式，包括MLF退出政策利率属性，通胀调控思路强调供需两端作用，并且提及债市利率风险调控思路以及由各国资产负债表对比或表明财政政策有更大发力空间。

对债市而言，短期看，降准降息落地叠加二季度公开市场操作整体呵护，流动性宽松延续，叠加报告提及“择机恢复国债买卖”，短端利率在资金宽松下或仍具备下行空间。长债方面，短期关税谈判超预期和供给压力下或有所承压，但若存款利率调降，则有利于利率中枢进一步下移，中期则关注财政发力节奏与海外降息进程对长端的传导。总体而言，利率中枢在基本面弱修复和流动性合理充裕环境下整体有望下移，但需警惕政府债供给放量与市场情绪波动带来的阶段性调整。



## 2025年一季度货币政策报告解读

### 一、经济形势：经济回升向好的基础需稳固

2025年一季度货币政策报告对国内外经济形势的判断整体延续政治局会议的基调。国内经济开局良好，GDP同比增长5.4%，生产供给与消费投资同步改善，新动能成长、需求潜力释放及宏观政策支持构成核心支撑。然而，报告提及“当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在”。当前外部层面的风险包括：一是关税政策推升的贸易风险，对出口与市场预期形成压制；二是全球债务风险，全球债务高企，而关税带来的通胀隐忧使得部分国家维持限制性利率水平，市场对债务的可持续性存在疑虑；三是金融市场波动风险，今年以来市场流动性紧张时有发生，伴随波动进一步加剧，而部分市场的波动存在外溢效应，可能带来市场层面的冲击。

国内层面，报告指出“经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固”。当前我国内部层面关注点主要在于：一是有效需求需继续提振，去年四季度以来在“两新”等政策支持下，消费增速有所回升，但在外部不确定性和内部增长动能转换背景下，总体仍有待进一步提振；二是传统动能调整压力，一季度房地产开发投资同比延续负增长，尽管政策组合拳推动市场成交趋稳，但房地产市场仍需持续修复；三是就业市场在关税不确定下有待持续巩固，凸显政策托底的必要性。

整体上，报告强调我国具备大规模市场、产业体系和人才等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变。报告表明“以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”，有力的宏观政策进一步支撑经济持续向好，实现今年经济社会发展预期目标有潜力、有支撑。

### 二、货币政策：延续货币宽松基调，更加注重稳增长

报告明确“全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”，货币整体宽松基调延续，但政策力度表述从“择机调整”变为“灵活把握”，且对于稳增长重视力度增强，反映货币当局对内外不确定性的主动应对。考虑到前期“双降”落地，总量进一步宽松空间有待观察，短期或以结构性工具与信贷投放为主。报告删除“防范资金沉淀空转”表述，并进一步表明“引导银行加大信贷投放”。从今年1-4月份金融数据来看，信贷供给端明显发力，往后看有望趋势延续，显示后续信贷投放有望进一步扩张，结构上聚焦科技、绿色、消费等领域。

**货币政策工具方面**，央行明确将通过“存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等货币政策工具”保持流动性充裕，而此前表述为“利率、存款准备金率等多种货币政策工具”，删去了“利率”，新增了多种数量型工具。考虑此前降准降息落地，后续降息短期或进入观察期，而多种数量工具将承担流动性供给主力。值得关注的是，报告提及“择机恢复国债买卖操作”，此前暂停国债买卖操作是在“国债市场供不应求”背景下，预计后续政府债放量或利率异常波动时，该工具可能成为稳定市场的关键手段。

银行体系的平衡考量方面，报告新增“平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”表述，并且明确提出“降低银行负债成本”，反映降息后银行息差收窄压力。后续可能通过引导存款利率下行从而降低负债成本、规范市场竞争等方式，为银行预留盈利空间，确保信贷投放可持续性。

### 三、报告专栏传递的增量信息

报告通过六大专栏传递政策关注点，其中值得关注的增量信息有：

- 1. MLF 退出政策利率属性：**专栏一回顾了MLF变化的三个阶段，说明了MLF从最初的流动性投放辅助工具，到随着经济形势变化转变为总量型货币政策工具；而后具备利率工具属性，其利率调整能够引导市场利率走势及机构资金成本，在货币政策传导中发挥了重要的利率引导作用。最后，从2025年3月起，MLF操作改为多重价位中标，MLF逐步退出政策利率属性。未来，MLF主要发挥为市场投放中期流动性的作用，政策利率更多参考OMO利率等。
- 2. 重视债市利率风险：**专栏四中，针对长期国债受到资金追捧，从而易引发羊群效应和利率单边下行的现象，央行表明“当前我国债券市场定价效率、机构债券投资交易和风险管理能力仍有待提升”。报告表明“投资者行为、债券市场结构、税收制度等”均会对债券市场利率定价和传导产生作用。报告中关注优化投资者结构，强化大行做市商角色，完善考核机制及免税政策对交易行为的影响，未来可能将通过制度安排的进一步完善抑制市场风险，维护利率传导效率。
- 3. 政府债务可持续性的判断：**报告中专栏五为《从政府部门资产负债表视角 对比中美日政府债务情况》，该专栏从各国政府资产负债表对比视角，说明政府债务可持续的判断。专栏文章表明，2022年美国广义总负债占GDP的比率为142%，日本高达252%，但是日本广义政府部门总体呈现高负债、高资产特征，并且通过资产负债运作取得良好投资收益，因而其债务可持续性需综合考虑负债和资产端看待。当分析一国债务可持续性时，在债务规模之外，还需关注政府资产负债结构及资产收益能力等因素。2022年我国广义政府净资产占GDP的91%，广义政府部门拥有的资产如国企股权等对债务的覆盖能力显著优于美日，为财政发力提供理论支撑。该专栏表述显示出我国政府债务仍具有可持续性，财政空间仍存。
- 4. 通胀调控思路的转变：**针对当前低物价环境，报告专栏六中指出，当前我国低物价短期看主要源于有效需求不足与部分行业存在过度竞争，其他长期因素也有一定影响。单纯货币扩张可能将加剧供大于求的失衡程度，因此，价格调控思路从“管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”，意味着货币政策不再依赖单纯货币扩张，而是与产业、就业政策协同，通过改善供需结构提振物价，在内需方面，可能将注重服务业消费的提振。

### 四、市场展望

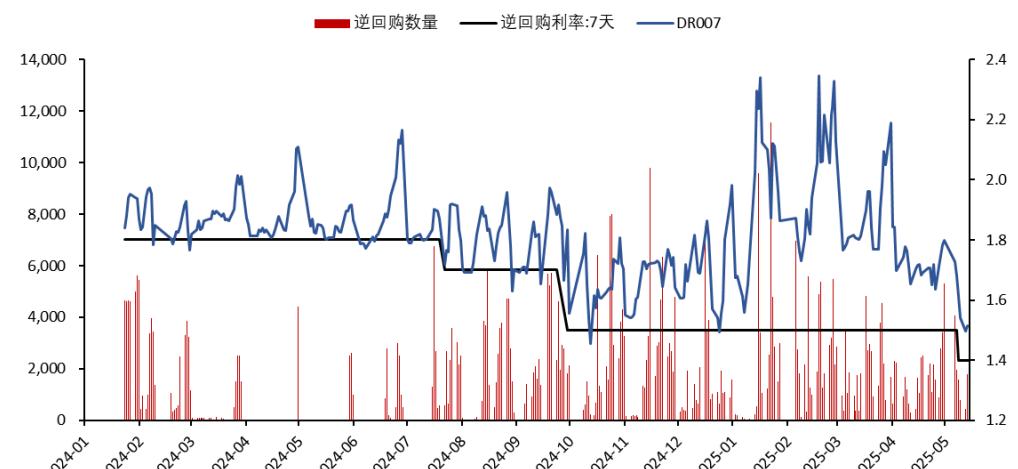
对债市而言，报告展现出对稳增长的明确诉求与防风险的并重导向。短期来看，降准降息落地以及近期公开市场操作整体呈现呵护态度，流动性宽松有望延续，叠加报告提及“择机恢复国债买卖”，短端利率在资金宽松下仍具备下行空间。长债方面，在短期关税谈判超预期和供给压力下有所承压，但若存款利率调降利于利率中枢进一步下移，中期则关注财政发力节奏与海外降息进程对长端的传导。总体而言，利率中枢在基本面弱修复和流动性合理充裕环境下整体有望下移，但需警惕政府债供给放量与市场情绪波动带来的阶段性调整。

图 1：2024 年下半年以来 MLF 工具使用逐步转向其他数量型政策工具



数据来源： WIND、五矿期货研究中心

图 2：降准降息落地，资金利率有所下移



数据来源： WIND、五矿期货研究中心

## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)