

# 2025 年四季度货币政策执行报告学习体会

## 把“促进经济稳定增长”写进货币政策的KPI

2026年的重点之一是“十五五”开局，重点之二是做好“五篇大文章”，重点之三是经济稳定增长，重点之四是做强国内大循环。

- **2025 年四季度货币政策执行报告内容，较三季度变化之处主要在于：**
- 一是在内外部环境方面，三季度的表述是“外部不稳定不确定性因素较多，国际经济贸易秩序遇到严峻挑战”，四季度的表述更进一步，表示“外部环境变化影响加深”和“贸易壁垒增多”，对全球经济前景的判断则是“通胀走势和货币政策调整存在不确定性”，对国内经济的表述，从三季度的“国内经济回升向好基础仍需加力巩固”，调整为“高质量发展取得新成效，但仍存在供强需弱等挑战”；
- 二是在国内经济发展方面，相较三季度报告，四季度报告有三处主要不同：首先是增加了“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”，其次是删减了“稳增长与防风险”的表述，并且将“支持实体经济与保持银行体系自身健康性”的顺位有所提前，再者是增加了“支持‘十五五’实现良好开局”；
- 三是货币政策目标表述变化较大，不仅体现在位置有所提前，而且较三季度表述增加两处内容：在自 2024 年三季度以来持续了五个季度的“把物价合理回升作为货币政策的重要考量”基础上，增加了“促进经济稳定增长”也作为货币政策的重要考量；新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机”；
- 四是在货币政策工具方面，也有两处明显变化：三季度报告只是提及“综合运用多种工具”，四季度报告直接明确提及“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”；新增“引导金融总量合理增长、信贷均衡投放”；
- 五是在货币政策传导方面，三季度和二季度报告都强调的是“推动社会综合融资成本下降”，四季度则是“促进社会综合融资成本低位运行”，并且首次新增表述“有序扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面”；
- 六是货币政策工具落实的重点与三季度相比，增加了“扩大内需”，删减了“提振消费”和“稳定外贸”，不变的是“科技创新”和“小微企业”，“提振消费”仅在正文“发挥货币政策结构优化作用”，“支持做好金融‘五篇大文章’”中有所体现；
- 七是在外汇方面，四季度增加了“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”；
- 八是在防风险方面，此前对中央银行宏观审慎管理与金融稳定功能的表述是“探索拓展”，四季度是“拓展丰富”和“完善宏观审慎和金融稳定管理工具箱”。
- **我们认为 2026 年经济工作的重点包括以下两方面：**
- 一是用稳增长为全球经济提供确定性。从国际环境来看，2026 年世界经济增长动能不足，一方面美国的关税政策将一定程度上提高全球贸易壁垒，通过贸易部门影响我国外需，另一方面是全球的地缘局势动荡加剧，部分关键物资的需求上升带动价格上涨，可能对我国造成一定输入性通胀上行影响。从国内环境看，2026 年是我国“十五五”开局第一年，同时经济增长延续了自 2025 年而来的特点，供强需弱、总体平稳、科技突破、通胀偏低。无论从国内经济发展阶段还是全球经济格局来看，我国作为一个政策环境可预期、中高速增长的大型经济体都是全球经济增长的压舱石，同时也将较大程度上受益于为全球经济增长提供的确定性。
- 二是稳增长或更多依靠国内大循环。我们认为现阶段国内大循环对稳增长的重要性上升，是受外部环境不确定性上升影响的结果，也是我国经济高质量发展取得新成效的成果。2026 年稳增长的抓手或围绕科技创新和扩大内需展开。
- **2026 年适度宽松的货币政策，重点在“促进经济稳定增长”。**我们认为：第一，降准降息等多种政策工具和各类结构性货币政策工具，都在灵活高效运用的范围内，但是考虑到当前利率水平偏低、融资条件较宽松和流动性较为充裕，我们认为单纯的货币政策宽松或对市场的影响边际下降，第二，货币政策或主要着力加大与其他政策配合，协同发力，一个主要方向就是“专栏 1 财政金融协同支持扩内需”，第三，货币政策调整对实体经济的影响相对间接，因此货币政策或将加大对金融机构的影响力度，关注“覆盖全面的宏观审慎管理体系”和“中国特色金融发展之路”下的金融改革，第四，海外主要央行货币政策调整存在不确定性，无论是美联储降息还是日央行加息，都可能对国际金融市场和汇率市场造成超预期冲击，不排除央行或灵活调整货币政策工具应对冲击。
- **风险提示：**国际地缘局势复杂化；国际贸易壁垒增多对全球经济增长影响加深；全球通胀和货币政策的不确定性。

### 相关研究报告

- 《策略点评》20260209
- 《策略周报》20260208
- 《中银量化大类资产跟踪》20260208

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 2025 年四季度货币政策执行报告下一阶段工作重点及专栏内容与 2025 年三季度货币政策执行报告对比

	2025 年四季度货币政策执行报告	2025 年三季度货币政策执行报告
	<p>继续实施好适度宽松的货币政策。</p> <p>把<b>促进经济稳定增长</b>、物价合理回升作为货币政策的重要考量，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。</p> <p>灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松，引导<b>金融总量合理增长、信贷均衡投放</b>，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。</p> <p>进一步完善利率调控框架，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，降低银行负债成本，<b>促进社会综合融资成本低位运行</b>。</p> <p>有序扩大明示企业贷款综合融资成本工作覆盖面。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，<b>有效落实好</b>各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对<b>扩大内需、科技创新、中小微企业</b>等重点领域的金融支持。</p> <p>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，保持汇率弹性，<b>发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能</b>，强化预期引导，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。</p> <p><b>拓展丰富</b>中央银行宏观审慎和金融稳定功能，<b>完善宏观审慎和金融稳定管理工具箱</b>，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>实施好适度宽松的货币政策。</p> <p>综合运用多种工具，<b>保持社会融资条件相对宽松</b>，同时<b>继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导</b>。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，持续营造适宜的<b>货币金融环境</b>。</p> <p>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。</p> <p>进一步完善利率调控框架，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，<b>加强利率政策执行和监督</b>，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。</p> <p>发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，<b>落实好各类结构性货币政策工具</b>，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持<b>科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸</b>等重点方向。</p> <p>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，<b>保持汇率弹性，强化预期引导</b>，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。</p> <p>探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，维护金融市场稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</p>
下一阶段重点工作	<p>当前<b>外部环境变化影响加深</b>，世界经济增长动能不足，<b>贸易壁垒增多</b>，主要经济体经济表现有所分化，<b>通胀走势和货币政策调整存在不确定性</b>。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍存在<b>供需错配</b>等挑战。同时，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，要<b>坚定信心、用好优势、应对挑战</b>，不断巩固拓展经济稳中向好势头。</p> <p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，<b>加快构建新发展格局，把做强国内大循环摆到更加突出的位置</b>，<b>统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策前瞻性针对性协同性</b>，着力扩大内需、优化供给，<b>做优增量、盘活存量</b>，不断巩固拓展经济稳中向好势头。坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，加快建设金融强国，完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制。平衡好短期与长期、<b>支持实体经济与保持银行体系自身健康性、内部均衡与外部均衡</b>的关系，强化宏观政策取向一致性，做好逆周期和跨周期调节，提升宏观经济治理效能，<b>支持“十五五”实现良好开局</b>。</p>	<p>当前<b>外部不稳定不确定性因素较多</b>，国际经济贸易秩序遇到<b>严峻挑战</b>，世界经济增长<b>动能不足</b>，主要经济体经济表现有所分化，我国经济运行依然面临不少风险挑战，<b>国内经济回升向好基础仍需加力巩固</b>。同时，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，要保持战略定力，<b>增强必胜信心</b>，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。</p> <p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，<b>加快建设金融强国，完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制</b>。平衡好短期与长期、<b>稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系</b>，强化宏观政策取向一致性，<b>做好逆周期和跨周期调节，提升宏观经济治理效能</b>，持续<b>稳增长、稳就业、稳预期</b>。</p>
宏观形势判断	<p>专栏 1 财政金融协同支持扩内需</p> <p>专栏 2 持续提升绿色金融质效 服务经济社会绿色低碳转型</p> <p>专栏 3 从资管产品与银行存款的合并视角看流动性总量</p> <p>专栏 4 实施一次性信用修复政策 支持个人高效便捷重塑信用</p>	<p>专栏 1 科学看待金融总量指标</p> <p>专栏 2 基础货币与货币的关系</p> <p>专栏 3 “十四五”时期金融支持数字经济发展成效与展望</p> <p>专栏 4 保持合理的利率比价关系</p>

资料来源：中国人民银行官网，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371