

总量空间收敛，强化政策协同

——《2025年四季度货币政策执行报告》解读

2月10日，央行发布《2025年四季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。下一阶段货币政策延续“适度宽松”基调，总量操作灵活高效、精准发力，空间相对收敛；结构性工具重点更为聚焦，扩内需升至首位。更加注重与财政政策协同，强化宏观政策取向一致性。

一、形势判断：经济稳中向好

《报告》对我国经济运行的研判更加积极，认为“经济持续稳中向好有条件、有支撑”，包括总量、结构与政策三方面。一是经济平稳发展的基础不断夯实，特别是强大制造业、具有韧性的外贸以及抗风险能力。二是新动能持续壮大，已形成从科研到制造的全链路正向循环。三是政策支持力度较强，近期财政金融协同扩内需一揽子政策已前置落地。

同时，应持续警惕我国经济运行的老问题与新挑战。海外方面，近期外部风险与挑战抬升，央行在延续三季度《报告》四大关注点的基础上，将相关表述升级为“全球贸易不确定性上升、全球金融市场波动风险积聚、财政脆弱性明显上升、地缘政治风险事件频发”。国内方面，仍需直面供需矛盾突出、重点领域风险隐患较多等老问题。

通胀方面，《报告》指出，当前物价运行呈现积极变化，表述较第三季度的“物价有所改善”更为乐观。2025年12月，CPI同比上涨0.8%，升至2023年3月以来最高水平，核心CPI通胀连续4个月保持在1%以上。同期PPI通胀自2025年7月以来回升1.7pct至-1.9%。2026年起，通胀基期轮换，调整后CPI篮子覆盖更多品类，结构上服务权数上升、必需品权重下降，预计将有利于后续CPI通胀表现。

二、立场与操作：基调延续，目标调整



货币政策延续“适度宽松”基调，重归“三重平衡”。《报告》在论述多目标平衡时隐去“稳增长与防风险”，仅强调平衡好“短期与长期、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”的关系。这一调整，在于当前国债利率水平较为合意，且人民币汇率稳中有升，使“防风险”在政策考量中的权重有所降低。

总量上，央行或视流动性情况择机开启降准，一季度或是重要落地窗口，而短期内降息的概率可能偏低。《报告》提出“把握好政策实施的力度、节奏和时机”，“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，“促进社会综合融资成本低位运行”，表明总量工具的使用将更为审慎、精准。未来降准的条件相对充足：2025年末，银行超储率保持1.5%较低水平，今年政府债发行继续前置。降息落地条件暂不充分，需考虑金融市场稳定性与经济基本面修复成色。在利息成本难以大幅下行的背景下，明示企业贷款综合融资成本工作有序扩大覆盖面，或是降低实体融资成本的主要抓手。

结构上，“充分发挥货币信贷政策导向作用”，重点领域更加聚焦于扩大内需、科技创新与中小微企业等，其中扩大内需提至首位。贯彻中央经济工作会议精神，年初财政金融协同促内需一揽子政策前置落地。专栏4所述的一次性信用修复政策，有助于公众改善信用状况，激发微观主体活力，也能帮助金融机构更加精准识别客户真实信用水平，更好提供融资支持。

此外，《报告》着力强调增强宏观政策取向一致性，加强财政货币协同。专栏1就财政金融协同支持扩内需的机制展开论述。我国货币财政协同包括三种方式：一是央行保持流动性充裕，支持政府债发行；二是通过“再贷款+贴息”机制，优化金融资源配置；三是通过风险成本共担，提升金融机构风险偏好，增加对实体的融资支持。2024年以来，两部门重点采取第二、第三种方式开展协同，主要关注设备更新、中小微与民营企业支持、提振消费以及民营企业债券融资等领域。在这一协同框架下，财政政策发挥直接激励作用，而货币政策则侧重于间接引导与支持。



三、金融市场：精细化管理，平稳运行

金融总量方面，央行在专栏3对近期市场关注的存款“流失”问题进行分析，指出若将合并存款与资管产品合并考察，流动性总量仍平稳增长。近年来，在低利率环境下，实体部门为平衡收益与风险，更多转向理财、基金等资管产品，其底层资产多为同业存款和存单，且即使投向其他底层资产，资金最终仍会通过企业或相关机构的存款形式回流银行体系。随着我国金融市场不断深化，融资渠道日益丰富，居民储蓄资金多元化配置有望持续。在此背景下，将存款与资管产品合并考察，有助于更全面、准确地评估实际货币金融条件。但需要注意的是，银行负债端的稳定性可能受到扰动，存款结构或向短期化、非银化方向转变。

利率方面，《报告》预示央行的管理将更加精细。一是新增“引导短期货币市场利率更好围绕央行政策利率平稳运行”。2025年一季度起，货币政策执行报告以DR001替代DR007作为资金市场的代表利率。预计后续货币市场利率有望延续窄幅波动，DR001或将作为央行重点关注指标，成为利率市场化传导的重要一环。二是明确“将常态化开展国债买卖操作，关注长期收益率的变化，灵活把握操作规模”。《报告》指出，促进国债收益率曲线运行在合理区间是国债买卖重启的政策目的。今年以来国债市场运行平稳，10Y国债利率主要运行在1.8-1.9%区间，1月央行提高购债规模至1,000亿。

前瞻地看，今年国债买卖规模有望稳步增加，购债久期或适度拉长。这将有助于扩充央行货币政策工具箱，强化与财政政策的协同配合，提升央行对收益率曲线的调控能力。具体购债节奏将根据宏观经济形势、流动性需求、政府债发行节奏、债市运行情况等因素灵活调整。若国债市场再次出现利率异常波动或曲线过于平坦等情况，央行可能会快速启动或调整购债操作；若市场运行平稳，则大概率维持温和的购债节奏，避免对市场正常运行产生干扰。预计国债市场利率短期内将呈现上有顶、下有底的区间波动格局，长债利率上行风险较为可控。

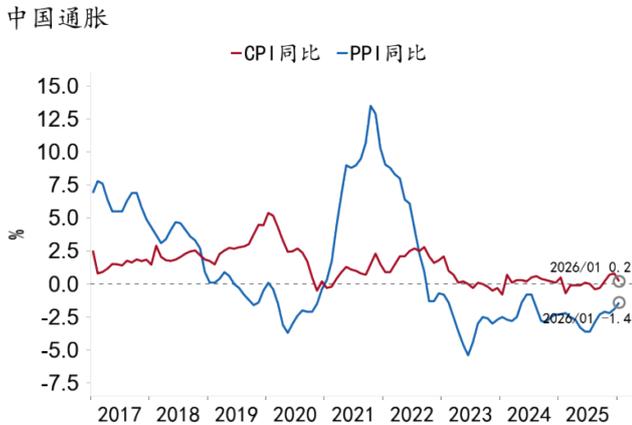


四、汇率政策：避免过快升值

此次《报告》在摘要部分新增“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，传递出央行注重管理汇率波动、避免人民币过快升值的政策意图。作为稳定器，若人民币汇率过快升值，将削弱出口竞争力，推动贸易顺差收敛，进而拖累经济增长。当前，外需仍是拉动我国经济增长的重要力量，2025年对经济增长的贡献率达到32.7%。为平抑汇率过快升值对外需的潜在扰动，近期央行持续将人民币对美元中间价设定在高于市场即期汇率的水平，明确释放了防范单边过快升值的信号。

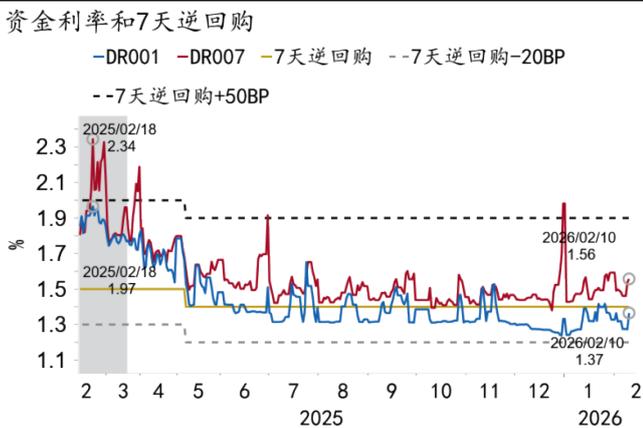
（评论员：谭卓 王蓁 仝焱炜）

图 1: 我国物价运行呈现积极变化



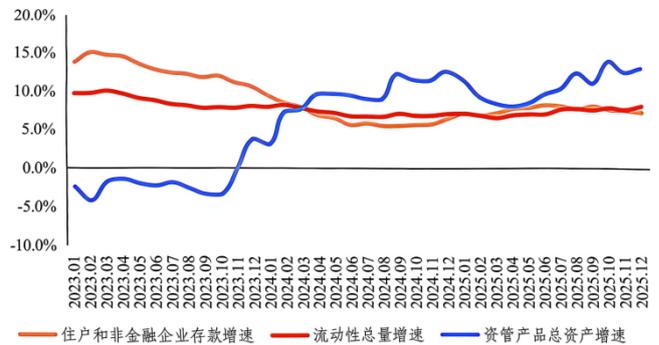
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 隔夜利率围绕央行政策利率平稳运行



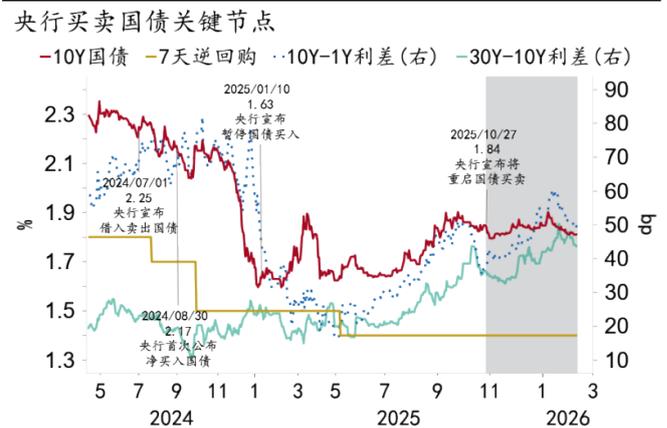
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 合并存款与资管产品的流动性总量平稳增长



资料来源: 中国人民银行、招商银行研究院

图 4: 央行重启买债以来债市运行平稳



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyj@cmbchina.com



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号