

货币政策委员会 2025 年第一季度例会要点解读

一、在形势判断方面，本次例会公报强调“我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。”这部分内容与 2024 年第四季度例会公报中的判断相同。背后是去年四季度一揽子增量政策集中发力，经济增长动能回升，以高技术制造业为代表的新质生产力较快发展。这一势头一直延续到今年初。与此同时，以国内居民消费、民间投资为代表的内需依然偏弱，房地产市场止跌回稳还需持续用力，在地方政府隐性债务风险得到有效化解后，这是当前最主要的风险隐患。

值得注意的是，在外部环境判断方面，本次会议提出“当前外部环境更趋复杂严峻”，与上季度公报中的“当前外部环境变化带来的不利影响加深”相比，形势判断更为严峻。背后是今年 2 月和 3 月美国连续两轮对华加征关税措施落地，另外，特朗普政府上台推行一系列较为激进内外政策，美国及全球通胀下行态势生变，各国货币政策也必然受到牵动，降息过程变数加大。这也会对国内货币政策操作带来一定影响。

二、在政策取向方面，本次例会公报提出，“要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。”这部分内容也与上季度例会公报基本相同。主要区别是本次例会公报强调“保持……物价处于合理水平”，而上次例会公报要求“保持……物价总体稳定。”这一措辞变化背后是今年 1-2 月，CPI 平均同比增速为-0.1%，较去年四季度平均 0.2%的正增长有所下滑。当前推动物价水平合理回升的迫切性更高。

总体上看，本次例会重申“适度宽松”的货币政策主基调，要求“加强逆周期调节”，都意味着尽管年初至今未实施降息降准，但货币政策的主基调未发生任何变化，央行将继续坚持支持性的货币政策立场。

三、在具体的货币政策操作方面，本次例会公报重申“择机降准降息”，意

意味着今年降准降息还是大方向，关键是落地时点。“择机”是指央行会在实施逆周期调节、引导社会预期、调控市场流动性等关键时点，启动降准降息。这样既可以最大限度发挥政策工具效果，同时也有助于预留政策空间。综合当前房地产市场、外部经贸环境变化，以及整体物价走势，我们判断二季度降准降息窗口有望打开。另外，今年的降息力度将高于去年。可以看到，本次例会公报要求“推动社会综合融资成本下降。”而上季度例会公报的措辞是“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。”

汇率政策方面，本次例会再度强调“三个坚决”，尽管具体措辞与上季度例会公报略有区别，但基本含义没有变化。这表明，尽管近期受美元快速下跌等影响，人民币走势回稳，但在外部经贸环境波动加大过程中，央行防范汇率超调风险的决心坚定，继续向市场释放稳汇市的清晰信号，核心政策目标是“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”我们理解，这并不意味着人民币对美元汇价要保持基本不变，或固守某个具体价位，而是指CFETS等三大一篮子人民币汇率指数保持基本稳定，并与经济基本面变化相适应。年内来看，着眼于有效应对外部经贸环境变化，人民币汇率弹性趋于加大，贬值容忍度也会有所提高，但会持续在合理均衡水平附近双向波动。

与此同时，如果未来出现人民币汇率背离基本面的急涨急跌情况，类似在离岸市场较大规模发行央票、上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数等各类稳汇市工具会及时出手。历史表明，这些政策工具能够起到有效引导市场预期，防范汇率超调风险的作用。这能为国内货币政策“以我为主”、灵活调整提供必要的空间。

结构性货币政策方面，本次例会提出“有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，……研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。”我们判断，今年有可能设立促消费定向政策工具，加力支持消费贷“量增价降”；与此同时，今年包括支农支小再贷款、科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等各类结构性货币政策工具的利率也会适时下调，额度也会进一步增加，以持续加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，做好“五篇大文章”，进而引导企业和居民融资成本全面下行。