

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁斯 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审稿：王家强 李佩珈
联系人：刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

如何看待“适度宽松”的货币政策*

2024年12月9日中央政治局会议及11-12日召开中央经济工作会议提出将实施“适度宽松”的货币政策，这是改革开放以来第二次出现“宽松”，市场普遍预期将出台更大力度的刺激措施。预计货币政策在降准降息、流动性投放、结构性政策工具使用等方面将进一步加大支持力度。建议合理把握降准降息节奏，提升金融机构信贷投放能力；确保资金总量稳定增长，强化结构性货币政策工具创新及使用，密切配合其他政策落地推进；做好政策工具储备工作，有效应对超预期风险。

如何看待“适度宽松”的货币政策

2024年12月中央政治局会议提出要实施适度宽松的货币政策，中央经济工作会议进一步提出，要发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，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。2025年宏观调控政策有望持续加码，在更好助力经济发展大局的同时，有效应对国内外各类风险挑战，切实维护经济体系和金融市场稳定运行。

一、货币政策定调“适度宽松”具有重要现实意义

我国货币政策基调谱系包括从紧、适度从紧、稳健、适度宽松、宽松等。2011年以来，我国货币政策连续14年保持“稳健”基调，但在具体表述上会根据经济发展需要及金融体系运行情况有所侧重，如保持中性、灵活适度、精准有力等，但“稳健”仍是主基调（表1）。

为应对2008年全球金融危机冲击，我国首次提出实施“适度宽松”货币政策。金融危机爆发后，通过低利率政策、低存款准备金率及鼓励商业银行加大信贷投放等措施，在短时间内推动经济迅速实现企稳向上。2009年7月，中央政治局会议指出，当前经济正处于企稳回升的关键期，政策连续性和稳定性至关重要，决定延续实施适度宽松货币政策。2010年，我国宏观调控政策取得积极成效，物价水平开始走高，通胀压力抬头。2010年12月，中央政治局会议宣布，货币政策由“适度宽松”转为“稳健”，正式结束了宽松周期。

本次“适度宽松”表述为历史上第二次出现。2024年12月9日，中共中央政治局召开会议，提出实施适度宽松的货币政策，中央经济工作会议延续了这一表述。这是2011年以来我国首次改变货币政策立场，也是历史上货币政策第二次出现“适度宽松”。市场普遍预期货币政策将采取更大力度、更大规模的支持性政策。一方面，当前经济下行压力仍然较大，不确定、不稳定因素仍然较多，加之2025年外部风险或明显攀升，亟需货币政策进一步发力，为经济增长提供强有力支持；另一方面，2024年

9 月份以来，随着宏观调控政策持续加码，加之当前宏观经济正处于企稳回升、新旧动能加速转换的关键期，经济主体普遍对货币政策抱有更高期待。因此，货币政策转为“适度宽松”，不仅回应了市场关切，且预期推出更大力度的政策措施将有力提振市场信心，改变当前市场预期偏弱的状况。

表 1：2001 年以来中央政治局关于货币政策表述

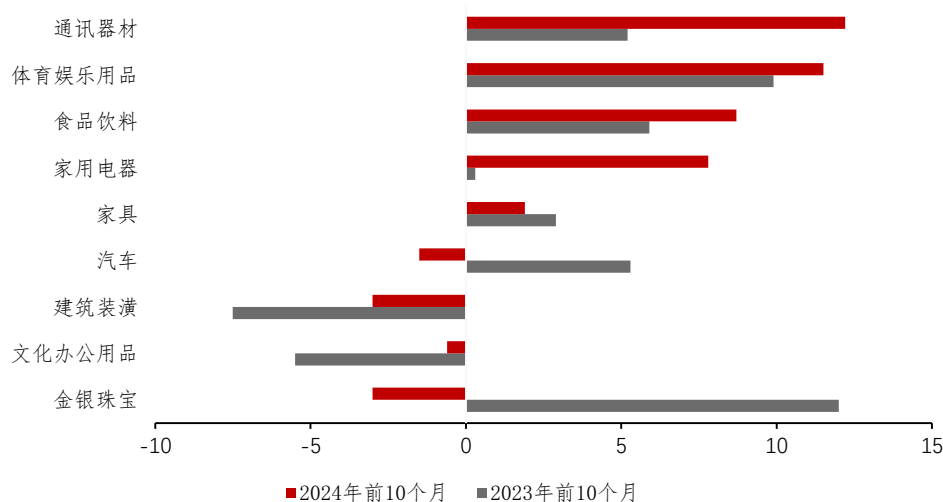
年份	货币政策
2001-2007	稳健
2008	从紧
2009	适度宽松
2010	适度宽松
2011-2017	稳健
2018	稳健(保持中性)
2019	稳健(松紧适度)
2020	稳健(灵活适度)
2021	稳健(要灵活精准,合理适度)
2022	稳健(要灵活适度)
2023	稳健(要精准有力)
2024	稳健(要灵活适度,精准有效)
2025	适度宽松

资料来源：根据公开资料整理

2008 年货币政策基调转向适度宽松是为应对金融危机带来的负面冲击，本次则是综合考虑内外部因素做出的决策，既有稳经济的现实需要，也是为有效应对外部风险做好相应准备。

一是消费增长动力不足。今年 1-10 月，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增速较上年同期下降了 3.4 个百分点。虽然“以旧换新”、地方发消费券等政策取得了一定效果，带动家电、通讯器材类消费保持快速增长，但汽车、建筑装潢、家具类等消费表现疲弱，消费下行的趋势并未得到逆转（图 1）。

图 1：主要种类商品消费增速（%）

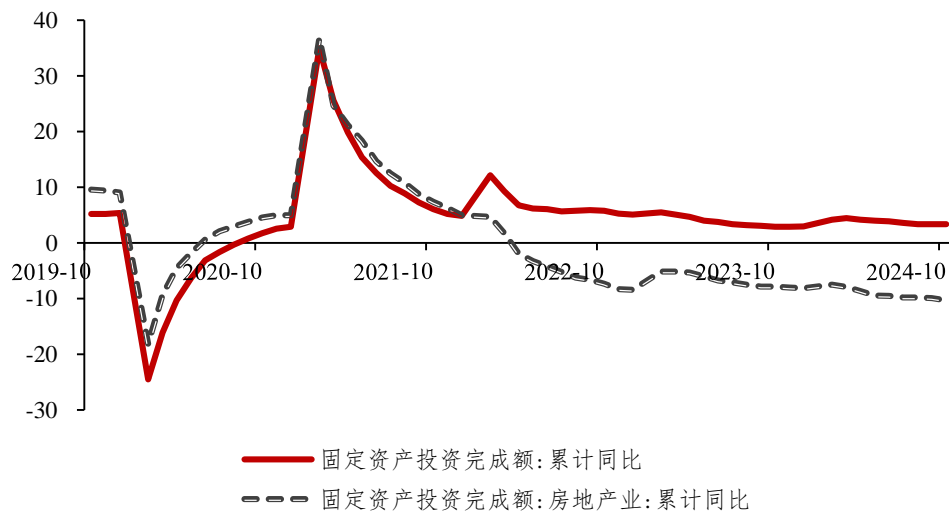


资料来源：Wind

二是投资增长面临挑战。固定资产投资是经济增长的重要驱动力，但今年以来固定资产增速有所下降，未能发挥经济稳定器作用，是导致经济增速持续下行的重要原因。2024年1-10月固定资产投资增速为3.4%，较年初放缓0.8个百分点。其中，房地产投资持续低迷对投资带来较大拖累。1-10月房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较上年同期扩大1个百分点（图2）。房地产市场不景气不仅影响房地产及其相关产业发展，对地方财政收入也带来负面冲击，影响经济增长动力。

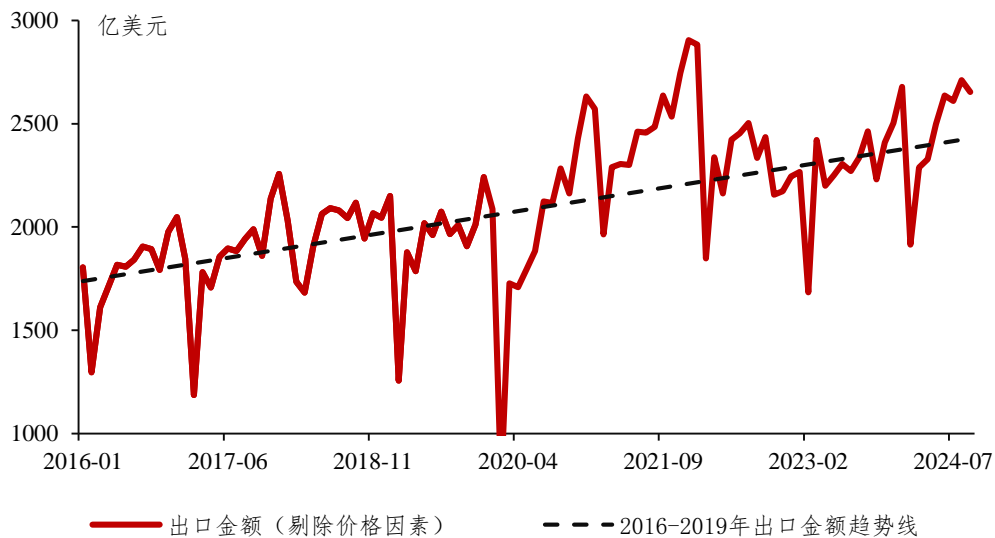
三是出口增长存在变数。2024年以来，我国出口表现较好，有力支持了经济增长。1-10月出口金额（美元计价）同比增长5.3%，比上年同期加快11个百分点（图3）。但未来我国出口面临巨大挑战。一方面，近年来全球经济增速低迷，消费需求疲弱。2024年10月，IMF发布《世界经济展望报告》，认为未来生产率增长缓慢、人口老龄化等结构性问题持续仍将抑制全球经济增长潜力，我国外部需求难以保持强劲增长；另一方面，全球贸易保护主义频发，以美国为首的西方国家对我国进行多重打压，将实体企业列入出口管制“实体清单”，或将我国列入“不信任国家”限制进口我国商品。加之美国新当选总统特朗普多次提出将对华出口至美国商品征收高额关税，贸易保护主义将进一步蔓延，我国出口面临不确定性上升，继续保持高增长压力较大。

图 2：固定资产投资及房地产投资增速（%）



资料来源：Wind

图 3：中国实际出口金额变化



资料来源：Wind

在国内经济下行压力较大、外部风险上升等多重因素影响下，作为宏观调控政策双支柱之一，需要货币政策持续加大逆周期调节力度，有力服务经济发展大局，更好应对各种风险挑战。

二、“适度宽松”货币政策可能采取的措施

我国货币政策工具丰富、手段多样，在“适度宽松”政策基调指引下，预计将从量价两方面同时入手，协同并举支持实体经济发展。需要注意的是，适度宽松的货币政策并非毫无节制的“大水漫灌”，金融机构在助力经济持续向好的同时，仍会有效把控风险，避免引发杠杆率无序攀升等后果。

（一）进一步加大降准降息力度

2024年人民银行连续调降利率和存款准备金率。2024年1-11月，人民银行降准两次共计1个百分点，释放超过2万亿元流动性，金融机构加权平均存款准备金率降至6.6%，比去年末下降1.2个百分点（图4）；1年期LPR、5年期以上LPR降至3.1%和3.6%，比去年末分别下降35和60个BPs。截至2024年三季度末，金融机构贷款加权利率降至3.67%，比上年末下降16个BPs。其中，企业贷款、个人住房贷款利率为3.51%和3.31%，比上年末下降24和66个BPs（图5），持续创下历史新低。

图4：金融机构存款准备率变化（%）

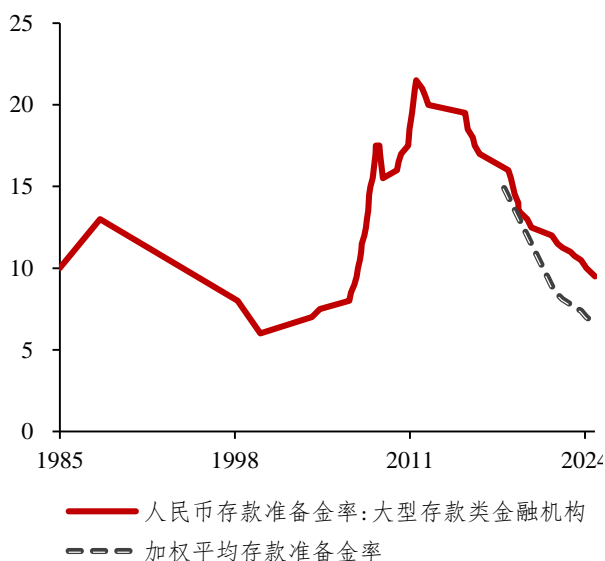
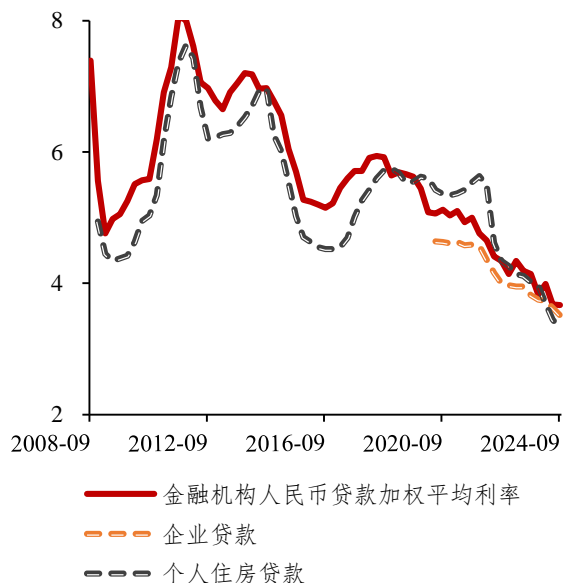


图5：贷款加权利率变化（%）



资料来源：Wind

会议提出“适时降准降息”，预计2025年降准降息将延续2024年的频率和降幅。综合市场机构预测，2025年降准幅度有望扩大至1-2个百分点，平均1.5%左右。特别是与历史最低时期相比，大型金融机构存款准备金率仍有3.5个百分点左右的下行空间¹；政策利率将下行40-60BPs，平均50BPs左右，引导LPR，特别是5年期以上LPR下降50BPs左右，部分机构甚至预测LPR有望下调60-100BPs。更大力度的降准降息将大大减轻企业和居民还款负担，助力提升投资和消费意愿。但我们认为，降准降息的节奏和力度会综合考虑金融机构的承受能力，在负债端同步给予更多支持性政策，确保金融机构在支持实体经济的同时维护自身稳健经营。

（二）融资总量实现较快增长

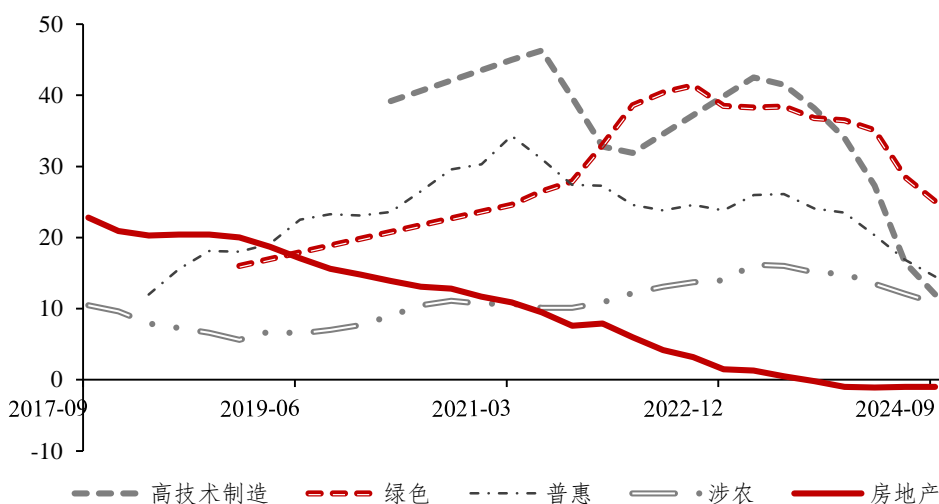
近年来，在维持融资总量保持稳定的同时，人民银行同步创设多项结构性货币政策工具，引导金融机构加大对经济重点领域和薄弱环节支持力度，取得了积极成效。但2024年以来，受货币政策调控思路转变、提升资金使用效率及整治数据注水等因素影响，新增人民币贷款同比明显少增，科创、普惠、绿色等领域信贷增速同步下行。2024年1-10月，新增社融27.06万亿元，同比少增4.13万亿。其中，人民币贷款新增15.69万亿元，同比少增4.32万亿元。截至2024年三季度末，高技术制造、绿色、普惠、涉农领域信贷余额增速分别为12%、25.1%、14.5%和10.8%，虽仍保持两位数以上增长，但分别比上年末下降22.0、11.4、9.0和4.1个百分点（图6）。

货币政策将持续发挥总量和结构双重功能，配合其他政策落地推进。本次会议提出了多项重要政策。例如，加大财政支出强度，加强重点领域保障；加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目；健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资等。在维持资金总量稳定的同时，货币政策将通过阶段性增加资金供给、强化结构性货币政策工具创新或出台一系列政策文件引导金融机构资金投放等，密切配合财政政策、产业政策、消费政策等落地实施，有效推动重点领域、重点产业发展。

¹ 1999年存款准备金率最低降至6%，这一时期我国面临较大的通缩压力。

特别地，会议提出要“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”，有效挖掘内需将是2025年货币政策的重要发力方向。新增社融，特别是人民币贷款投放将明显多增，社融和M2增速与2024年相比将有所回升。基建、消费等领域信贷投放有望加快，科创、普惠、绿色等领域信贷增速将保持中高速增长。特别地，在一系列政策支持下，房地产市场已呈现企稳迹象，为巩固政策实施效果，加之会议提出要“稳定楼市”，除降息外，有望继续出台支持性政策，进一步推动房地产市场止跌企稳。

图6：主要领域信贷增速（%）



资料来源：中国人民银行

（三）使用创新性货币政策工具支持资本市场发展

资本市场是满足企业融资需求、引导市场预期变化及提升居民收入等的重要渠道。2024年10月，人民银行创设“证券、基金、保险公司互换便利”和“股票回购增持再贷款”两项政策工具支持资本市场发展。10月10日，首项支持资本市场的货币政策工具——证券、基金、保险公司互换便利落地，可接受符合条件的证券、基金、保险公司申报，首期操作规模5000亿元。18日，正式推出股票回购增持再贷款，首期额度3000亿元，年利率1.75%。21家全国性金融机构可向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，分别支持其回购和增持上市公司股票。

一方面，“证券、基金、保险公司互换便利”提升了市场机构的资金获取能力和股票增持能力，使投资机构在面临市场波动时有更充足资金和手段稳定投资组合，增强应对风险能力，避免因恐慌性抛售等行为加剧市场波动。另一方面，股票回购增持再贷款为上市公司或主要股东维护公司价值、开展市值管理提供了新路径，上市公司可通过回购和增持向市场传递积极信号，提升投资者对上市公司信心，稳定市场预期。2024年9月份以来，A股市场运行整体向好。截至2024年11月末，上证综合指数收于3326.46点，比年初上涨12.3%，比8月末上涨17%，两项工具使用取得了积极成效（图7）。

图7：上证指数走势（点）



资料来源：Wind

会议要求“稳定股市”。稳定资本市场仍然是2025年的重要工作，预计人民银行将根据股市运行情况，做好相关政策工具的续接。特别是考虑到2025年特朗普上台对全球金融市场的扰动势必会波及A股市场，两项工具的使用规模可能进一步扩大，以有效稳定市场和投资者预期，维护资本市场稳定运行。

三、政策建议

2025年，国内外形势更趋复杂多变，在“适度宽松”基调指引下，货币政策既要持续发力，全力推动经济企稳向上，也要做好相应监管及风险防范工作，切实维护金融体系稳定运行。

（一）合理把握降准降息节奏，提升金融机构信贷投放能力

一方面，降准降息节奏可分阶段、有步骤进行。例如可以季度为周期连续降准降息，使经济主体对政策抱有持续性期待，不断提升市场主体信心。另一方面，大幅降准降息对金融机构，特别是商业银行影响较大。应加快打通信贷利率向存款利率传导的堵点，引导行业自律机制根据贷款利率走势推动存款利率同步下行，避免金融机构“内卷式”争夺存款，有效缓解银行负债压力，合理稳定净息差；引导金融债券、同业存单等产品加强与国债收益率联动，有效降低金融机构市场化融资成本。

（二）确保资金总量稳定增长，强化结构性货币政策工具创新及使用，密切配合其他政策落地推进

综合运用逆回购、国债买卖、MLF等投放流动性，有效维持流动性合理充裕。可根据市场运行情况，适度加大对国债买卖的使用频次，通过引导国债收益率走势降低信用债、存贷款及各类金融产品利率，巩固降息效果。同时，可根据国债、地方债等发行规模及节奏调整每次降准降息幅度，确保债券成功发行的同时降低政府利息负担，支持“更加积极的财政政策”实施。

做好结构性货币政策工具的整合、续接及创新工作，更好引导金融机构加大对消费、房地产等领域支持力度。出台专项再贷款支持计划，引导金融机构为5G基站、数据中心建设等项目以及交通、水利等重大工程项目提供专项贷款，为绿色制造产品、绿色节能家电、环保家居等提供更低利率的消费贷款，推动两新、两重项目走深走实；强化保障性住房再贷款使用，持续支持地方收购已建成未出售商品房用作保障性住房，

加快存量商品房去库存。部分地区商贷利率已低于公积金贷款，考虑调降公积金贷款利率并调升贷款最高额度，进一步提升居民购房意愿，提振房地产消费需求。

为更好发挥结构性货币政策工具功能，可将结构性工具定价与政策利率挂钩，结合政策利率调降情况同步降低结构性工具利率。将重点支持领域再贷款发放比例由60%调整至100%，并根据实际运行效果持续追加资金投入，从价格和数量同时入手加大对金融机构吸引力。同时，进一步做好资金流向监控，确保资金真正流向符合国家未来发展战略的重要领域及有待持续加大支持力度的薄弱环节，防止在政策宽松环境下出现资金沉淀等现象，不断提升资金使用效率。

（三）做好政策工具储备工作，有效应对超预期风险

考虑到2025年外部风险将明显上升，要提前做好应对方案，切实维护金融市场稳定。优化证券基金保险互换便利与股票回购增持再贷款两项工具的使用，确保工具实施效果符合预期目标。一是灵活调整互换便利的相关参数。根据市场情况和机构需求，适时调整互换便利工具中质押品范围、折扣率及互换费率等参数。如在市场流动性较紧张时，适当放宽质押品范围或提高折扣率，增加机构获取资金额度，有效稳定市场。二是延长股票回购增持再贷款期限并提高融资比例。结合市场运行状况及上市公司资金使用计划，合理延长股票回购增持再贷款期限，并适当提高融资比例上限，为上市公司和主要股东提供充裕资金及更加便利的使用条件，合理开展股票回购和增持，稳定公司股价、增强市场信心。密切跟踪外汇市场运行情况，有效应对市场波动风险。根据此前经验，特朗普关税等政策会对金融市场产生较大冲击。加之美联储货币政策调整节奏存在变数，人民币汇率走势和资本流动管理将面临考验。持续加强市场预期管理，引导金融机构、企业及各类投资者合理管理外币头寸，通过窗口指导、调整融资参数等方式限制加杠杆行为，防止出现恐慌式抛盘导致汇率出现大起大落。密切跟踪资本流动性情况，适时动用逆周期因子等手段引导资本流向，避免资本大进大出对金融市场带来冲击。

