

# 中国货币政策执行报告

2025 年第一季度

中国人民银行货币政策分析小组

2025 年 5 月 9 日

## 内容摘要

今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势。一季度国内生产总值（GDP）同比增长 5.4%，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，国民经济实现良好开局。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署，实施适度宽松的货币政策，强化逆周期调节，为经济持续回升向好创造了适宜的货币金融环境。

**一是保持货币信贷合理增长。**综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。引导金融机构充分满足实体经济有效信贷需求，提高资金使用效率，提升服务实体经济质效。**二是推动社会综合融资成本下降。**健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，强化利率政策执行，带动存贷款利率下行。**三是引导信贷结构调整优化。**推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具，落实好各项存续的结构性货币政策工具，创设新的政策工具，持续做好金融“五篇大文章”。**四是保持汇率基本稳定。**坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，综合施策，保持预期平稳，在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定。**五是加强风险防范化解。**稳妥有序化解重点领域金融风险，持续完善金融风险监测、评估、预警体系。

货币政策逆周期调节效果较为明显。金融总量平稳增长，3月末

社会融资规模存量、广义货币 M2 同比分别增长 8.4% 和 7.0%，人民币贷款余额 265.4 万亿元。社会融资成本处于历史低位，3 月新发放企业贷款和个人住房贷款利率同比分别下降约 50 个和 60 个基点。信贷结构不断优化，3 月末专精特新中小企业贷款、普惠小微贷款同比分别增长 15.1% 和 12.2%，继续高于全部贷款增速。人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，3 月末人民币对美元汇率中间价为 7.1782 元，与上年末基本持平。

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，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到，我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议和全国两会精神，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，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。平衡好短期与长期、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，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。

实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市

场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，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。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。畅通货币政策传导机制，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。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，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。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。

# 目录

<b>第一部分 货币信贷概况</b>	1
一、银行体系流动性充裕	1
二、金融机构贷款量稳价降	2
三、货币供应量与社会融资规模合理增长	4
四、人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定	6
<b>第二部分 货币政策操作</b>	8
一、灵活开展公开市场操作	8
二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作	9
三、继续完善宏观审慎制度和管理框架	12
四、发挥货币政策结构优化作用	14
五、提升信贷政策服务质效	15
六、健全市场化利率形成和传导机制	18
七、深化人民币汇率市场化改革	20
八、防范化解金融风险	21
九、提升跨境贸易和投融资服务能力	22
<b>第三部分 金融市场运行</b>	22
一、金融市场运行概况	23
二、金融市场制度建设	28
<b>第四部分 宏观经济分析</b>	31
一、世界经济金融形势	31
二、中国宏观经济形势	37
<b>第五部分 货币政策趋势</b>	46
一、中国宏观经济金融展望	46
二、下一阶段货币政策主要思路	48

## 专栏

专栏 1 中期借贷便利十年演变 .....	10
专栏 2 持续完善金融服务 支持提振和扩大消费 .....	16
专栏 3 明示企业贷款综合融资成本 .....	18
专栏 4 加强债券市场建设 支持债券市场健康发展 .....	29
专栏 5 从政府部门资产负债表视角 对比中美日政府债务情况 .....	36
专栏 6 实体经济供求关系及物价变动 .....	40

## 表

表 1 2025 年第一季度人民币贷款结构 .....	2
表 2 2025 年第一季度分机构新增人民币贷款情况 .....	2
表 3 2025 年 3 月新发放贷款加权平均利率情况 .....	3
表 4 2025 年 1~3 月金融机构人民币贷款利率区间占比 .....	3
表 5 2025 年 1~3 月大额美元存款与美元贷款平均利率 .....	4
表 6 2025 年第一季度人民币存款结构情况 .....	4
表 7 2025 年第一季度社会融资规模 .....	6
表 8 2025 年第一季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量 .....	21
表 9 2025 年第一季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况 ...	23
表 10 2025 年第一季度利率互换（含标准利率互换）交易情况 .....	24
表 11 2025 年第一季度各类债券发行情况 .....	26
表 12 2025 年 3 月末主要保险资金运用余额及占比情况 .....	27
表 13 主要发达经济体宏观经济金融指标 .....	33

## 图

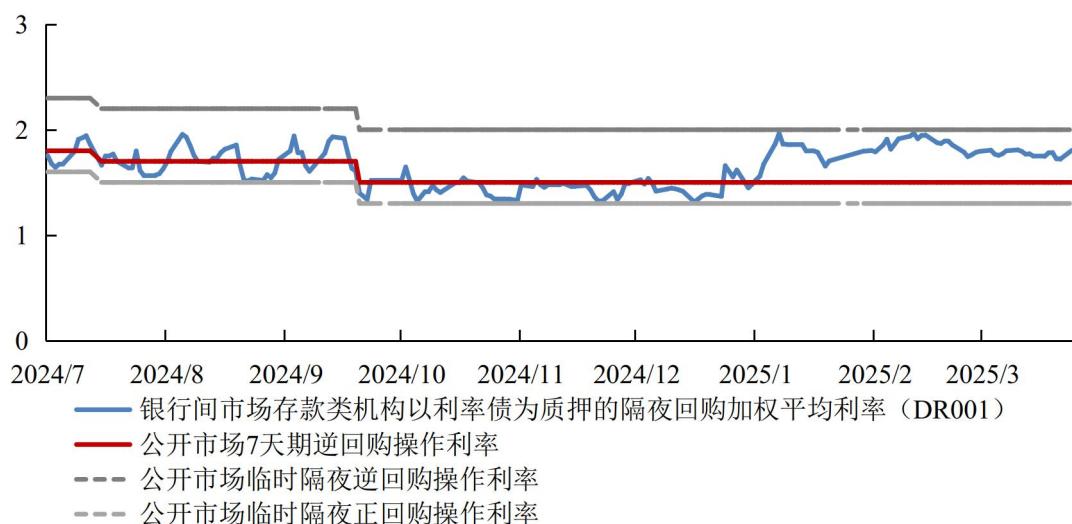
图 1 货币市场利率走势 .....	1
图 2 广义货币供应量（M2）和社会融资规模存量同比增速 .....	5
图 3 经常项目人民币收付金额按月情况 .....	7
图 4 银行间市场国债收益率曲线变化情况 .....	25

# 第一部分 货币信贷概况

2025年以来，中国人民银行以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大、二十届二中、三中全会和中央经济工作会议精神，按照《政府工作报告》部署，实施适度宽松的货币政策，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本低位下行，信贷结构不断优化，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

## 一、银行体系流动性充裕

2025年第一季度，中国人民银行实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持银行体系流动性充裕。灵活把握公开市场操作力度和节奏，及时熨平春节现金投放、财政税收、政府债券发行等短期波动因素，维护货币市场利率平稳运行，为推动经济持续回升向好提供了适宜的流动性环境。3月末，金融机构超额准备金率为1.0%。



数据来源：中国货币网。

图 1 货币市场利率走势

## 二、金融机构贷款量稳价降

信贷总量合理增长。今年以来，中国人民银行引导金融机构充分满足实体经济有效融资需求，提升信贷增长质效，为经济稳定增长创造了适宜的货币金融环境。3月末，金融机构本外币贷款余额为269.3万亿元，同比增长6.9%，比年初增加9.7万亿元。人民币贷款余额为265.4万亿元，同比增长7.4%，比年初增加9.8万亿元。

信贷结构持续优化。3月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加5.6万亿元，在全部企业贷款中占比为64.4%。制造业中长期贷款余额同比增长9.3%，比全部贷款增速高1.9个百分点。普惠小微贷款余额同比增长12.2%，比全部贷款增速高4.8个百分点；普惠小微授信户数6190万户，同比基本持平。

表1 2025年第一季度人民币贷款结构

	3月末余额	同比增速	当年新增额
人民币各项贷款	2654137	7.4%	97754
住户贷款	838733	3.0%	10435
企（事）业单位贷款	1783491	9.3%	86569
非银行业金融机构贷款	9749	-3.4%	-866
境外贷款	22164	55.7%	1616

注：企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

数据来源：中国人民银行。

表2 2025年第一季度分机构新增人民币贷款情况

	当年新增额
中资大型银行①	58504
中资中小型银行②	40612
小型农村金融机构③	9865
外资金融机构	-209

注：①中资大型银行是指本外币资产总量大于等于2万亿元的银行（以2008年末各金融机构本外币资产总额为参考标准）。②中资中小型银行是指本外币资

产总量小于2万亿元的银行(以2008年末各金融机构本外币资产总额为参考标准)。

③小型农村金融机构包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社。

数据来源：中国人民银行。

企业贷款加权平均利率持续处于历史低位。中国人民银行不断深化利率市场化改革，持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能，推动贷款利率明显下行。3月，1年期和5年期以上LPR分别为3.1%和3.6%，均同比下降0.35个百分点。3月，新发放贷款加权平均利率为3.4%左右，同比下降约0.6个百分点，为经济高质量发展营造了良好的金融环境。

表3 2025年3月新发放贷款加权平均利率情况

单位：%

	3月	比12月变化	同比变化
新发放贷款加权平均利率	3.44	0.16	-0.55
一般贷款加权平均利率	3.75	-0.07	-0.52
其中：企业贷款加权平均利率	3.26	-0.08	-0.47
票据融资加权平均利率	1.55	0.53	-0.71
个人住房贷款加权平均利率	3.13	0.04	-0.56

数据来源：中国人民银行。

表4 2025年1~3月金融机构人民币贷款利率区间占比

单位：%

年月	减点				LPR	加点				
	LPR-1%以下	[LPR-1%, LPR-0.5%)	[LPR-0.5%, LPR)	小计		LPR	小计	(LPR, LPR+0.5%)	[LPR+0.5%, LPR+1.5%)	[LPR+1.5%, LPR+3%)
2019年8月	3.19	1.79	10.57	15.55	0.32	84.13	20.26	26.96	16.69	20.23
2025年1月	6.03	18.28	19.84	44.15	5.88	49.97	13.75	17.94	9.93	8.35
2025年2月	8.53	15.22	19.87	43.61	6.09	50.30	13.36	16.38	9.83	10.74
2025年3月	7.11	18.90	21.16	47.17	6.43	46.40	13.12	15.73	9.58	7.98

注：2019年8月，中国人民银行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

数据来源：中国人民银行。

外币存款和贷款利率总体下行。3月，活期、3个月以内大额美元存款加权平均利率分别为2.67%和3.85%，分别较上年12月上升

0.19 个和下降 0.20 个百分点；3 个月以内、3（含）~6 个月美元贷款加权平均利率分别为 5.04% 和 4.53%，分别较上年 12 月下降 0.03 个和 0.45 个百分点。

表 5 2025 年 1~3 月大额美元存款与美元贷款平均利率

单位：%

月份	大额美元存款						美元贷款				
	活期	3 个月以内	3（含 3 个月）~6 个月	6（含 6 个月）~12 个月	1 年	1 年以上	3 个月以内	3（含 3 个月）~6 个月	6（含 6 个月）~12 个月	1 年	1 年以上
1 月	2.60	3.75	4.19	4.33	4.26	4.46	4.89	4.72	4.48	4.62	5.19
2 月	2.66	3.89	4.22	4.43	4.17	4.42	4.88	4.71	4.44	4.35	4.70
3 月	2.67	3.85	4.18	3.75	4.09	4.18	5.04	4.53	4.22	4.37	5.06

数据来源：中国人民银行。

存款平稳增长。3 月末，金融机构本外币各项存款余额为 322.1 万亿元，同比增长 6.9%，比年初增加 13.8 万亿元。人民币各项存款余额为 315.2 万亿元，同比增长 6.7%，比年初增加 13.0 万亿元。外币存款余额为 9598 亿美元，比年初增加 1069 亿美元。

表 6 2025 年第一季度人民币存款结构情况

单位：亿元

	3 月末余额	同比增速	当年新增额
人民币各项存款	3152232	6.7%	129927
住户存款	1604707	10.3%	92199
非金融企业存款	799857	1.4%	17370
机关团体存款	378687	4.0%	8058
财政性存款	64428	17.0%	8190
非银行业金融机构存款	284994	5.0%	3090
境外存款	19559	-2.4%	1019

数据来源：中国人民银行。

### 三、货币供应量与社会融资规模合理增长

货币总量合理增长。3 月末，广义货币供应量（M2）余额为 326.1 万亿元，同比增长 7.0%。狭义货币供应量（M1）余额为 113.5 万亿

元，同比增长 1.6%。流通中货币（M0）余额为 13.1 万亿元，同比增长 11.5%。一季度现金净投放 2498 亿元，同比少投放 1268 亿元。



数据来源：中国人民银行。

图 2 广义货币供应量（M2）和社会融资规模存量同比增速

社会融资规模保持合理增长。初步统计，3月末社会融资规模存量为 423.0 万亿元，同比增长 8.4%，增速比上年末高 0.4 个百分点。一季度社会融资规模增量累计为 15.2 万亿元，比上年同期多 2.4 万亿元，主要有以下特点：一是人民币贷款保持合理增长，一季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 9.7 万亿元，比上年同期多增 5862 亿元，占同期社会融资规模增量的 63.9%。二是政府债券融资同比多增，一季度政府债券净融资为 3.9 万亿元，比上年同期多 2.5 万亿元；非金融企业境内股票融资同比多增。三是表外融资同比少增。一季度委托贷款比上年同期多增 1050 亿元，信托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别比上年同期少增 1452 亿元、202 亿元。四是贷款核销力度较大，一季度贷款核销增加 2905 亿元，比上年同期多增 356 亿元。

表 7 2025 年第一季度社会融资规模

	2025 年 3 月末		2025 年第一季度
	存量 (万亿元)	同比增速 (%)	增量 (亿元)
社会融资规模	422.96	8.4	151771
其中：人民币贷款	262.18	7.2	96956
外币贷款（折合人民币）	1.19	-34.5	-967
委托贷款	11.24	0.6	55
信托贷款	4.35	6.2	531
未贴现的银行承兑汇票	2.67	-12.1	5300
企业债券	32.59	2.4	5251
政府债券	84.96	19.4	38738
非金融企业境内股票融资	11.82	2.7	962
其他融资	11.7	7.6	2151
其中：存款类金融机构资产支持证券	0.74	-41.4	-572
贷款核销	10.23	15.4	2905

注：①社会融资规模存量是指一定时期末实体经济从金融体系获得的资金余额。社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。②自 2023 年 1 月起，中国人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。③表中同比数据按可比口径计算。

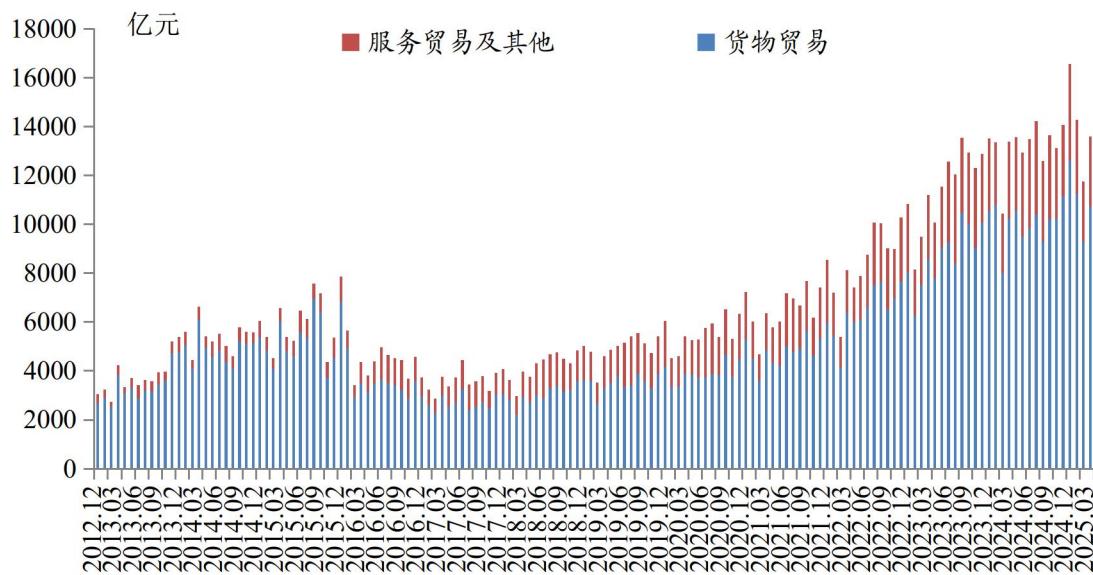
数据来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

#### 四、人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定

2025 年以来，跨境资本流动平稳有序，外汇市场供求基本平衡，人民币汇率预期总体稳定。国际形势复杂严峻，主要经济体宏观政策不确定性明显上升，对全球经济增长产生负面冲击，全球金融市场剧烈波动。美元指数整体震荡下行，人民币汇率双向波动，总体在合理均衡水平上保持基本稳定。一季度，人民币汇率以市场供求为基础，对一篮子货币汇率有所贬值。3 月末，中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数报 99.00，较上年末贬值 2.4%。2005 年人民币汇率形成机制改革以来至 2025 年 3 月末，国际清算银行测算的人民币名义

和实际有效汇率分别升值 44.6% 和 34.4%。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 7.1782 元，较上年末升值 0.14%，2005 年人民币汇率形成机制改革以来累计升值 15.3%。

跨境人民币业务继续保持增长态势。一季度，跨境人民币收付金额合计 17.1 万亿元，同比增长 17.2%，其中收入 8.3 万亿元，支出 8.8 万亿元。经常项目跨境人民币收付金额合计 4.0 万亿元，同比增长 6.7%，其中货物贸易收付金额 3.1 万亿元，服务贸易及其他经常项目收付金额 0.9 万亿元。资本项目跨境人民币收付金额合计 13.2 万亿元，同比增长 21%，其中直接投资收付金额 2.1 万亿元，同比增长 5.6%。



数据来源：中国人民银行。

图 3 经常项目人民币收付金额按月情况

## 第二部分 货币政策操作

2025年第一季度，中国人民银行坚决贯彻党中央、国务院决策部署，实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕、金融总量合理增长，促进社会综合融资成本低位下行，扎实做好金融“五篇大文章”，加强重大战略、重点领域和薄弱环节金融服务，支持经济保持回升向好态势。

### 一、灵活开展公开市场操作

公开市场7天期逆回购操作充分满足一级交易商需求。一季度，国内经济运行总体平稳，中国人民银行维持政策利率公开市场7天期逆回购操作利率在1.5%不变。春节前流动性影响因素较多，及时启动14天期逆回购操作，累计投放跨春节流动性2.6万亿元，保障各类机构平稳跨节。优化公告信息，3月25日起每日操作结果公告中增加“投标量”“中标量”信息，传递充分满足一级交易商需求的信号，并在操作信息表中将“操作利率”移至“投标量”前，进一步突出政策利率地位，给市场传递更加清晰的利率调控目标信号。

加量开展买断式逆回购操作补充中长期资金缺口。1月至3月分别开展买断式逆回购操作1.7万亿元、1.4万亿元和8000亿元，其中3个月期2.6万亿元、6个月期1.3万亿元。截至3月末，买断式逆回购余额为5.1万亿元，较上年末增加2.4万亿元。

阶段性暂停国债买卖操作。年初，国债市场供不应求状况进一步加剧，10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位。1月中国人民银行宣布阶段性暂停在公开市场买入国债，避免影响投资者的配置需

要，并更多使用其他工具投放基础货币，维护流动性和债券市场平稳运行。中国人民银行将继续从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作。

**继续用好证券、基金、保险公司互换便利。**2024年10月，中国人民银行创设证券、基金、保险公司互换便利，支持证券基金机构更好发挥稳市作用。2025年1月开展了第二次互换便利操作，金额为550亿元。截至3月末，互换便利工具累计操作1050亿元，支持28家机构增持股票和ETF约820亿元，推动了资本市场内在稳定机制建设。

**在香港增量发行人民币央行票据。**近年来，人民币国际化不断推进，加之全球贸易摩擦加剧金融市场波动，美元资产避险属性下降，离岸市场对人民币资产的认可和需求显著提升。为丰富香港高等级人民币资产供给，一季度中国人民银行加大香港人民币央行票据发行力度，发行3期共1200亿元人民币央行票据。同时，为进一步提升央票发行机制的灵活性，更好实现市场供需匹配，1月发行6个月期央行票据600亿元，为历史首次在季初月发行，单次发行规模也创新高。海内外多种类型投资机构认购踊跃，显示出对离岸人民币资产和中国金融市场的信心。

## 二、开展常备借贷便利和中期借贷便利操作

**调整中期借贷便利（MLF）中标方式。**2024年，中国人民银行明确公开市场7天期逆回购操作利率的政策利率地位，并采取了一系列措施逐步淡化MLF等其他期限工具的政策利率属性。2025年3月

24 日宣布将 MLF 操作改为固定数量、利率招标、多重价位中标，不再有统一的中标利率。MLF 利率的政策属性退出，回归流动性投放工具定位，进一步理顺由短及长的利率传导关系；同时机构差异化定价也有利于降低资金成本，缓解银行净息差压力，更好满足不同参与机构差异化资金需求。一季度，累计开展 MLF 操作 9500 亿元，期限均为 1 年。3 月末余额为 4.2 万亿元，比年初减少 9320 亿元。

## 专栏 1 中期借贷便利十年演变

2014 年 9 月，为对冲外汇占款减少等因素影响，保证基础货币供给，中国人民银行创设了中期借贷便利（MLF），距今已 10 年有余。在此期间，MLF 的工具设计、定位、特点都经历了显著变化，既折射出近些年金融市场的快速发展，也是建设现代中央银行制度的生动实践。

十年间 MLF 的变化可归纳为以下三个阶段：

**一是从流动性投放的辅助工具转变为总量型货币政策工具。**MLF 设立之初有 3 个月、6 个月、1 年三个品种，2014-2015 年余额不足万亿元，中国人民银行仍主要依赖降准投放中长期资金。2017 年 6 月以后，MLF 统一为 1 年期，突出总量型工具的定位，并逐步淡化结构色彩。经历快速增长后，MLF 已成为重要的货币政策工具，具有较大规模。2023 年 MLF 净增 2.5 万亿元，占央行全年流动性投放（含降准、公开市场逆回购、结构性货币政策工具等）的一半以上；2024 年 MLF 余额一度接近 7.3 万亿元，占央行总资产的 15% 左右，达到工具创设以来最高点。近两年，中国人民银行灵活搭配使用多种货币政策工具投放流动性，降准力度明显增大，MLF 余额较高点有所回落。

**二是从单一的数量型工具扩展到阶段性体现利率工具属性。**2019 年开始，中国人民银行逐步建立 MLF 常态化操作机制，每月月中开展 1 次 MLF 操作，提高操作的透明度、规则性和可预期性。当时货币市场向信贷市场的利率传导还不够顺畅，同年 8 月改革完善 LPR 形成机制，改革后 LPR 在 MLF 利率基础上加点形成，加点幅度主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素，形成由央行间接调控的市场化参考基准，可更好反映市场供求状况。这个过程中，

公开市场 7 天期逆回购利率发挥了短期政策利率作用，1 年期 MLF 利率一定程度上也体现出中期政策利率信号。

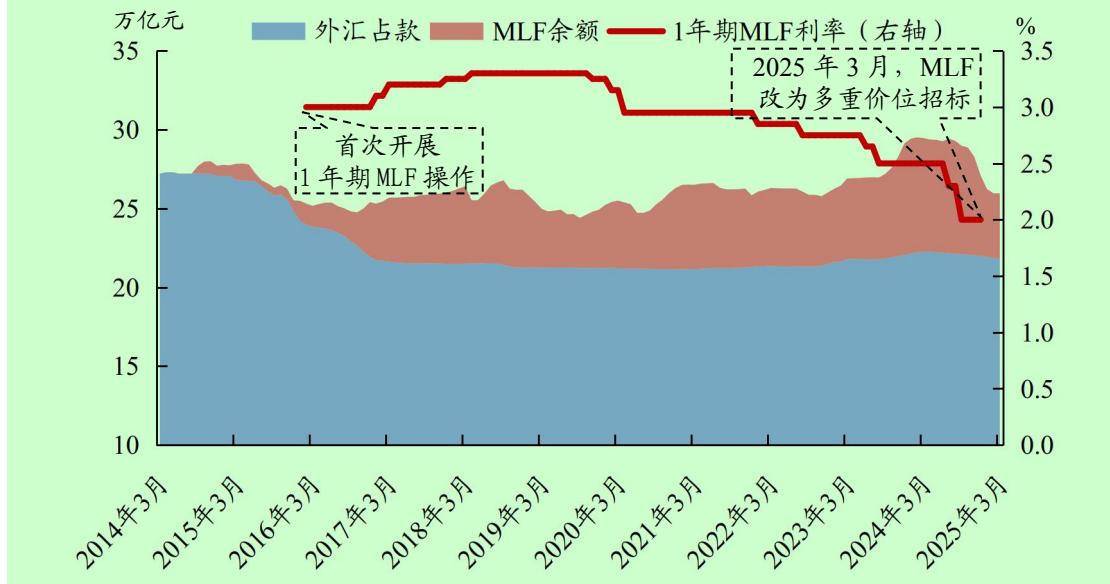


图 MLF 余额、利率与外汇占款

三是逐步退出政策利率属性回归流动性投放工具。近年来中国人民银行持续深化利率市场化改革，从央行政策利率到市场基准利率，再到各种金融市场利率，总体上能够实现顺畅传导；但同时也面临政策利率品种比较多、不同货币政策工具之间利率关系比较复杂等问题。2024 年先是明确了公开市场 7 天期逆回购操作利率的政策利率地位，逐步淡化其他期限工具利率的政策色彩。7 月通过 MLF 操作时间统一延后至 LPR 报价之后，实现了 LPR 与 MLF 利率的“解绑”，引导 LPR 报价转向更多参考 7 天期逆回购操作利率；9 月开始由数量招标改为利率招标（荷兰式招标），并公布最高、最低投标利率以及中标利率，进一步淡化 MLF 政策利率色彩；10 月启用买断式逆回购工具并采用多重价位中标方式（美式招标），持续积累操作经验半年后，在 MLF 操作中推广应用，2025 年 3 月起 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标，取消统一的中标利率，至此 MLF 利率退出政策利率功能。

中国人民银行持续推进货币政策框架转型，MLF 定位于为金融机构投放中长期流动性。MLF 招投标机制完善后，由操作当天发布结果公告改为预先发布招标公告，有利于参与机构提前做好短中长期流动性安排，价格招标多重价位中标既有利于机构按需求合理确定投标利率，提高金融机构自主市场化定价能力，也有利于央行动态掌握机构流动性余缺状况。同时，随着基础货币投放渠道不断

丰富，货币政策操作对 MLF 的依赖也逐步降低。目前，央行流动性工具箱储备充足，期限分布更趋合理，长期有降准、国债买卖，中期有 MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具，短期有公开市场 7 天期逆回购、临时隔夜正、逆回购，MLF 的工具定位更为清晰，聚焦于提供 1 年期流动性，余额也显著下降。

下一步，中国人民银行将继续丰富和完善基础货币投放方式，引导 MLF 回归中期流动性投放工具的基本定位，形成与其他工具各有侧重、又共同维护流动性充裕的立体工具架构，更好支持经济高质量发展。

**及时开展常备借贷便利（SLF）操作。**对地方法人金融机构按需足额提供短期流动性支持，稳定市场预期，增强银行体系流动性的稳定性，防范流动性风险。一季度，累计开展 SLF 操作 217.8 亿元，3 月末余额为 25.4 亿元。发挥 SLF 利率作为利率走廊上限的作用，促进货币市场平稳运行。3 月末，隔夜、7 天、1 个月 SLF 利率分别为 2.35%、2.50%、2.85%。

### 三、继续完善宏观审慎制度和管理框架

**发挥好宏观审慎评估（MPA）的导向作用。**持续优化 MPA 考核框架，引导金融机构保持信贷增长稳定性，提升支持实体经济的可持续性；加大对普惠小微、制造业中长期融资的信贷支持力度，引导更多信贷资源流向重点领域和薄弱环节。

**完善宏观审慎治理机制。**为贯彻落实中央经济工作会议关于“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能”的决策部署，2025 年 1 月，中国人民银行设立宏观审慎和金融稳定委员会。委员会负责加强分析研判系统性金融风险状况，研究制定宏观审慎和金融稳定政策，对涉及宏观审慎管理和金融稳定的重大事项进行分析研究、沟通协商和推动落实。

**持续夯实系统重要性金融机构附加监管。**密切关注系统重要性银行经营边际变化，加强对典型风险和薄弱环节监测分析。督促系统重要性银行落实附加资本要求，组织审查 2024 年恢复与处置计划并反馈审查意见，进一步完善应急预案体系，提升抗风险能力和风险应对水平。发挥好宏观审慎管理与微观审慎监管合力，巩固金融体系稳定的基础。

**上调跨境融资宏观审慎调节参数。**1 月 13 日，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75。

**支持房地产市场平稳健康发展。**继续用好保障性住房再贷款，激励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房，用于配租配售。用好抵押补充贷款，支持政策性开发性金融机构为保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设等提供信贷支持。3 月末，抵押补充贷款余额为 2.1 万亿元。

**维护资本市场平稳运行。**继续实施股票回购增持再贷款，引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，推动上市公司积极运用回购、股东增持等工具进行市值管理，进一步维护资本市场稳定运行。3 月末，上市公司披露拟申请股票回购增持贷款金额上限近 900 亿元，金融机构签订股票回购增持贷款合同金额超 700 亿元，已发放约 420 亿元。坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，坚决维护

资本市场平稳运行。

#### 四、发挥货币政策结构优化作用

**加大普惠金融支持力度。**积极运用支农支小再贷款、再贴现，引导地方法人金融机构扩大对涉农、小微和民营企业的信贷投放。1月20日，印发《中国人民银行支农支小再贷款管理办法》，决定自4月1日起将支农再贷款和支小再贷款合并为支农支小再贷款，支持城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行、民营银行6类地方法人金融机构扩大对涉农、小微和民营企业的信贷投放。扶贫再贷款按照现行规定展期，巩固脱贫攻坚成果，支持乡村振兴。继续引导10个省份地方法人金融机构运用好再贷款等工具，促进区域协调发展。3月末，全国支农支小再贷款余额为2.4万亿元，扶贫再贷款余额为560亿元，再贴现余额为4974亿元。

**持续助推绿色金融、科技金融和养老金融发展。**继续实施碳减排支持工具、科技创新和技术改造再贷款。普惠养老专项再贷款等存量资金继续发挥作用。3月末，相关领域结构性货币政策工具余额为8839亿元。截至3月末，碳减排支持工具累计支持金融机构发放碳减排贷款超1.3万亿元。

**扩大部分结构性货币政策工具的支持对象范围。**为更好推动结构性货币政策工具发挥作用，强化系统重要性金融机构服务实体经济能力，将北京银行、上海银行、江苏银行、南京银行、宁波银行等五家属于系统重要性金融机构的城市商业银行纳入科技创新和技术改造再贷款、碳减排支持工具、保障性住房再贷款、股票回购增持再贷款的支持对象范围。

## 五、提升信贷政策服务质效

3月5日，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》（以下简称《指导意见》），加强金融“五篇大文章”的顶层制度设计，与中国人民银行前期出台的各领域专项文件共同构成完整政策体系。中国人民银行积极推动《指导意见》落实，强化金融政策和科技、产业、财税等政策衔接配合，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。

**加强金融服务科技创新能力。**发挥科技创新和技术改造再贷款激励引导作用，推动金融机构加大对科技型中小企业首贷和重点领域设备更新贷款的支持力度。3月末，银行与科技型企业和设备更新项目签订的贷款合同金额突破1.4万亿元；专精特新中小企业贷款同比增长15.1%，明显高于全部贷款增速。

**发挥绿色金融牵引作用。**充分发挥结构性货币政策工具和绿色债券的政策导向作用，完善激励约束机制，实施金融机构绿色金融评估，推动绿色金融产品谱系丰富和市场发展，支持更多金融资源向绿色发展和低碳转型领域聚集。健全绿色金融服务美丽中国建设工作机制，持续加强产业部门、金融部门、经营主体协同合作，促进绿色贷款较快增长。2024年末，绿色贷款余额36.6万亿元，同比增长21.7%。加强绿色债券评估认证机构自律管理，规范机构业务检查，持续推动绿色债券市场高质量发展。3月末，绿色债券累计发行4.3万亿元，其中绿色金融债累计发行1.8万亿元，为金融机构投放绿色信贷提供稳定资金来源。

优化普惠金融服务能力。会同全国工商联、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局召开金融支持民营企业高质量发展座谈会，深入开展中小微企业金融服务能力提升工程，按季度开展小微企业信贷政策导向效果评估并对结果进行通报。持续推进金融支持乡村全面振兴专项行动，会同金融监管总局开展 2024 年度金融机构服务乡村振兴考核评估；联合农业农村部优化融资项目库对接，加大对农业农村基础设施金融支持。联合财政部对 2025 年国家助学贷款延续实施免息及本金延期偿还政策；实施好创业担保贷款政策，引导金融机构创新“稳岗扩岗”类贷款产品；鼓励金融机构推出专属信贷产品，满足退役军人、妇女等重点群体融资需求。2024 年末，助学贷款余额 2811 亿元，同比增长 28.7%；创业担保贷款余额 2700 亿元。3 月末，普惠小微贷款余额 34.8 万亿元，同比增长 12.2%；涉农贷款余额 52.9 万亿元，同比增长 8.4%。

健全养老金融体系。继续引导金融机构加大养老产业信贷投放。印发《养老产业贷款统计制度（试行）》，明确养老产业贷款的统计范畴和指标内涵，夯实政策制定和工作开展的数据基础，引导金融机构更好支持养老产业发展。

## 专栏 2 持续完善金融服务 支持提振和扩大消费

提振消费是当前扩内需、稳增长的关键点。中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年工作的首要重点任务。当前全球贸易摩擦加剧，外需对经济增长的支撑作用趋弱，我国经济正加速向以内需为主导的增长模式转型，消费已成为构建新发展格局的重要引擎，对拉动国民经济增长具有重大作用。近年来，国内消费增速有所放缓，但在政策引导与市

场机制的双重作用下，消费市场活力正逐步释放，增速呈现稳步回升态势，展现出复苏向好的积极信号。从结构看，受限于市场饱和与供需适配性，传统商品消费增长逐渐承压，而服务消费需求持续升温，服务消费占居民消费支出的比重稳步提升，在扩大内需乃至经济高质量发展进程中的作用愈发凸显。

金融支持消费已有较好基础，仍有进一步发力空间。当前我国银行、消费金融公司、汽车金融公司等多层次消费金融服务体系建设较为完善，为消费市场稳定发展提供了重要支撑。金融机构围绕以旧换新、冰雪运动等消费场景，持续创新推出多元的消费信贷产品和服务模式，有效激发了市场活力，全国社会消费品零售总额持续增长。同时，消费领域结构性矛盾仍较为突出，文体旅游、养老托育、医疗健康等服务消费领域个性化、高品质供给存在缺口，县域服务消费基础设施建设和物流配送体系不完善。从金融支持消费情况看，传统信贷依赖度较高，股权、债券等直接融资占比偏低，信贷产品适配性不足，需要通过构建与消费需求相匹配的金融产品和服务体系，扩大消费领域高质量金融供给，最终形成消费与金融相互赋能、深度融合、良性循环的发展格局，持续释放消费市场增长动能。

下阶段，中国人民银行将实施好适度宽松的货币政策，发挥结构性货币政策工具作用，加大宏观信贷政策指导力度，引导金融机构积极满足各类主体多样化资金需求。一是落实好适度宽松的货币政策，为扩大消费营造良好金融环境。按照中央“实施更加积极有为的宏观政策”要求，适时调整优化政策力度和节奏。综合运用准备金、再贷款再贴现、公开市场操作等多种政策工具，保持流动性充裕。探索运用结构性货币政策工具，加大消费重点领域低成本资金支持。二是出台金融促消费一揽子政策举措。研究出台金融支持消费的指导性文件，指导金融机构加强消费金融服务，着重从供给侧发力，强化对旅游、住宿餐饮、文体娱乐、教育培训、居民服务等重点服务消费领域的高质量供给，加大消费基础设施建设和商贸流通体系建设金融支持力度。三是持续优化消费信贷产品和服务。鼓励金融机构在风险可控、覆盖成本、用途规范的前提下，围绕重点场景、重大战略和重点人群优化信贷产品和服务，做好消费信贷支持。四是增强消费金融机构资金供给能力。支持汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券，研究适度提升消费类信贷资产证券化注册额度，推动消费领域可证券化资产范围适度扩容，增加信贷资金供给支持。五是构建高效、便捷的支付生态。聚焦“食、住、行、游、购、

“娱、医”等消费场景，持续推进支付便利化建设，提升境外来华人员支付服务便利性。

## 六、健全市场化利率形成和传导机制

深化利率市场化改革，强化利率政策执行，畅通利率传导机制。持续释放 LPR 改革效能，促进贷款利率稳中有降。3 月，企业贷款加权平均利率约 3.3%，同比下降约 0.5 个百分点，持续处于历史低位。有效发挥存款利率联动调整机制的作用，引导存款利率下降。在 2024 年下半年主要银行先后两次主动下调存款利率后，地方法人金融机构等中小银行根据市场利率变化，先后自主下调了存款利率，支持稳定银行负债成本，为促进降低社会综合融资成本创造有利条件。强化利率政策执行，规范存贷款市场竞争秩序。充分发挥利率自律机制作用，有效落实关于禁止违规手工补息、存款招投标利率报备机制和优化非银同业存款利率自律管理等各项利率自律倡议，强化存款利率调整效果。同时，督促银行坚持风险定价原则，合理确定贷款利率，维护市场竞争秩序。

### 专栏 3 明示企业贷款综合融资成本

#### 促进中小企业综合融资成本下降

近年来，中国人民银行深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，针对中小企业融资难、融资贵问题，持续出台务实创新举措。2024 年 9 月起，在山西、江西、山东、湖南、四川五个省份试点开展明示企业贷款综合融资成本工作，对各类融资费用进行统一明示，保障金融消费者知情权，促进中小企业融资成本下降。

企业贷款综合融资成本可分为利息成本和非利息成本两类。其中，利息成本方面，中国人民银行 2021 年即发布第 3 号公告，推动所有贷款产品明示年化利率水平，借款人对贷款利率已经比较了解。近年来贷款利率明显下降，2025

年3月新发放企业贷款加权平均利率约3.3%，同比下降约0.5个百分点，处于历史低位。非利息成本主要指融资费用，包括抵押费、担保费、中介服务费等，涉及多个收费主体，收费名目多、不透明，层层叠加，导致部分企业“体感”的融资成本仍较高。特别是对许多中小企业、民营企业来说，融资费用往往是综合融资成本的重要组成部分，明示包括各类融资费用在内的企业综合融资成本，成为促进企业综合融资成本下降的关键一环。

明示企业贷款综合融资成本的主要内容是，银行会同企业填写《企业贷款综合融资成本清单》（即“贷款明白纸”），逐项填写企业获得贷款所需承担的利息和非利息成本，按统一方法折算成年化率，清晰、真实、全面展示企业贷款综合融资成本。中国人民银行精心组织推动，加强宣传引导，做好对金融机构业务人员培训，与各方形成工作合力，并指导利率自律机制开发计算小程序，在其官方微博发布，便利银行和企业操作。截至2025年3月末，试点地区共组织完成对27万笔、1.53万亿元贷款的明示综合融资成本工作，阶段性成效显著。

**一是提高融资“透明度”，保障企业知情权。**“贷款明白纸”详细列明了企业需承担的贷款利息支出和各项非利息支出，并列示了收费主体、支付方式、支付周期等，减少信息不对称，使企业对各项融资费用心中有数。例如，某中小企业贷款金额900万元，企业感觉融资成本偏高。在填写“贷款明白纸”过程中，企业清楚知晓了5.16%的综合融资成本中，支付给银行的贷款利率为3.5%，支付给政府融资担保公司的担保费率为1.5%，支付给应急转贷公司的应急转贷费率为0.16%，利息外费用占综合融资成本的32%。企业表示，填写“贷款明白纸”帮助其全面了解银行贷款产品和融资费用来源，知悉了银行让利情况，也有利于充分保障企业知情权和金融消费者合法权益。

**二是提高融资“适配度”，推动融资成本下降。**企业通过填写“贷款明白纸”，能够更加全面、清晰了解是否充分享受了优惠政策，还有哪些减免空间，能够在“明底数”的情况下争取政策优惠，或通过议价合理降低融资成本。例如，某企业因经营生产需要，向银行申请1年期贷款400万元，在填写“贷款明白纸”的过程中了解到，原贷款产品的综合融资成本为5.8%，银行在与客户充分沟通后，更换为创业担保中心贴息贷款产品，年化利率2.25%，节省了超60%的融资成本。

**三是提高银企“信任度”，提升金融服务实体经济质效。**“贷款明白纸”将

散落在合同或协议文本中的各项成本归集到一起，便于银行为企业量身定制服务，也有利于增强银企双方互信，深化合作共赢。例如，某企业为购买原材料在银行申请1年期贷款500万元。贷款即将到期时，企业本打算通过民间借贷归还该笔贷款，并重新在银行借取500万元。银行在引导企业填写“贷款明白纸”时，发现企业需要通过民间借贷来接续贷款，通过提前与客户办理转贷手续，采取无还本续贷为客户转贷，帮助企业节省5万元过桥费。在此过程中，银企双方建立更深信任，增强进一步扩展合作的空间。

一张“贷款明白纸”，既是企业融资成本的“明细账”，更是金融服务实体经济的“承诺书”。今年以来，贵州、安徽、福建等多个省份陆续加入试点，试点工作稳步推进。试点工作主要从提高融资透明度、保障金融消费者知情权的角度进行了探索，但降低企业综合融资成本是一项系统性工程，优化企业融资环境还需要各方共同努力。

下一步，中国人民银行将坚持以人民为中心的价值取向，以透明促公平，以服务促发展，持续深化明示企业贷款综合融资成本试点工作，推动企业综合融资成本下降，为企业发展营造良好融资环境，为高质量发展提供有力金融支撑。

## 七、深化人民币汇率市场化改革

完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。坚持市场在汇率形成中起决定作用，发挥汇率调节宏观经济、国际收支的自动稳定器和减震器功能。综合采取措施，强化预期引导，平衡外汇市场供求，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。一季度，人民币对美元汇率中间价最强为7.1688元，最弱为7.1891元，57个交易日中28个交易日升值、29个交易日贬值。最大单日升值幅度为0.26%（183点），最大单日贬值幅度为0.08%（57点）。人民币对国际主要货币汇率有升有贬，双向浮动。3月末，人民币对美元、欧元、英镑、日元汇率中间价分别较上年末升值0.14%、贬值3.5%、贬值2.6%、贬值4.4%。2005

年人民币汇率形成机制改革以来至 2025 年 3 月末，人民币对美元、欧元、英镑、日元汇率分别累计升值 15.3%、28.5%、54.7% 和 51.1%。银行间外汇市场人民币直接交易成交较为活跃，流动性平稳，降低了企业的汇兑成本，促进了双边贸易和投资。

表 8 2025 年第一季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量

单位：亿元人民币						
币种	美元	欧元	日元	港元	英镑	澳大利亚元
交易量	177026.93	1672.80	765.65	716.03	120.31	103.31
币种	新西兰元	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	澳门元	马来西亚林吉特
交易量	34.95	82.49	101.99	85.58	0.40	9.45
币种	俄罗斯卢布	南非兰特	韩元	阿联酋迪拉姆	沙特里亚尔	匈牙利福林
交易量	6.09	1.37	10.29	47.62	2.20	0.32
币种	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗	土耳其里拉	墨西哥比索
交易量	0.30	2.17	6.22	18.32	0	23.42
币种	泰铢	印尼卢比	柬埔寨瑞尔	哈萨克斯坦坚戈	蒙古图格里克	越南盾
交易量	45.26	13.18	0	0	0	0

数据来源：中国外汇交易中心。

## 八、防范化解金融风险

**持续做好金融风险监测评估和防范化解。**强化系统性风险监测评估和研究，做深做细风险监测，全面评估金融体系稳健性状况。有序推动重点风险项目和重点领域风险化解，稳妥化解中小金融机构风险。完善央行评级管理办法，进一步建立健全银行业金融机构评级体系，定期开展央行评级工作，引导银行业金融机构审慎、稳健经营。做好银行业压力测试、金融市场压力指数等常态化金融风险监测评估。

**强化金融稳定保障体系建设。**健全权责一致、激励约束相容的风

险处置责任机制，发挥好存款保险监测预警、风险警示、早期纠正功能，强化存款保险专业化金融风险处置职能。强化风险处置资源保障，研究扩大风险处置基金积累，推动完善金融稳定保障基金管理规则，更好支持高风险机构风险化解。

## 九、提升跨境贸易和投融资服务能力

**持续推动跨境贸易资金结算便利。**推进跨境贸易高水平开放试点扩面增效，促进优质企业贸易外汇收支便利化政策均衡提质，两项政策共惠及 2.6 万家优质企业。

**持续推进跨境投融资便利化。**2025 年 3 月，在天津、河北、内蒙古、黑龙江、安徽、福建、山东、湖北、湖南、广西、重庆、四川、贵州、云南、新疆、厦门等省市进一步扩大跨国公司本外币一体化资金池业务试点，便利跨国公司企业跨境资金统筹使用。

**深化对外货币金融合作。**稳步推进双边本币互换，优化本币互换框架，发挥互换对支持离岸人民币市场发展和促进贸易投资便利化的作用。以周边及“一带一路”共建国家为重点，加强央行间本币结算合作，优化境外人民币使用环境。3 月末，在中国人民银行与境外货币当局签署的双边本币互换协议下，境外货币当局动用人民币余额 840 亿元，中国人民银行动用外币余额折合人民币约 4 亿元，对促进双边贸易投资发挥了积极作用。

# 第三部分 金融市场运行

2025 年第一季度金融市场整体平稳运行。货币市场利率有所回

升，债券发行量增加，股票市场成交量和筹资额大幅增长。

## 一、金融市场运行概况

### （一）货币市场利率有所上行，市场交易量回落

货币市场利率有所回升。3月，同业拆借月加权平均利率为1.85%，质押式回购月加权平均利率为1.87%，较上年12月分别高28个和22个基点。银行业存款类金融机构间利率债质押式回购月加权平均利率为1.78%，低于质押式回购月加权平均利率9个基点。3月末，隔夜和1周Shibor分别为1.74%和2.02%，较上年末分别上升29个和5个基点。

货币市场回购交易放缓。一季度，银行间市场债券回购累计成交326.3万亿元，日均成交5.5万亿元，同比下降19.4%；同业拆借累计成交15.6万亿元，日均成交2639亿元，同比下降38.8%。从期限结构看，隔夜回购成交量占回购总量的81.5%，较上年同期下降4.0个百分点，隔夜拆借成交量占拆借总量的77.6%，较上年同期下降7.8个百分点。交易所债券回购累计成交140.4万亿元，同比增长19.0%。

表9 2025年第一季度金融机构回购、同业拆借资金净融出、净融入情况

单位：亿元

	回购市场		同业拆借	
	2025年一季度	2024年一季度	2025年一季度	2024年一季度
中资大型银行 <sup>①</sup>	-960453	-2071865	-48250	-118656
中资中型银行 <sup>②</sup>	-177779	-205865	5837	20364
中资小型银行 <sup>③</sup>	96275	206702	-4392	11287
证券业机构 <sup>④</sup>	547200	609115	46954	75807
保险业机构 <sup>⑤</sup>	69142	85343	88	730
外资银行	-19255	11978	-3723	-3730
其他金融机构及产品 <sup>⑥</sup>	444870	1364593	3486	14197

注：①中资大型银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、国

家开发银行、交通银行、邮政储蓄银行。②中资中型银行包括政策性银行、招商银行等 9 家股份制商业银行、北京银行、上海银行、江苏银行。③中资小型银行包括恒丰银行、浙商银行、渤海银行、其他城市商业银行、农村商业银行和合作银行、民营银行、村镇银行。④证券业机构包括证券公司、基金公司和期货公司。⑤保险业机构包括保险公司和企业年金。⑥其他金融机构及产品包括城市信用社、农村信用社、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司、资产管理公司、社保基金、基金、理财产品、信托计划、其他投资产品等，其中部分金融机构和产品未参与同业拆借市场。⑦负号表示净融出，正号表示净融入。

数据来源：中国外汇交易中心。

同业存单和大额存单业务有序发展。一季度，银行间市场发行同业存单 5595 期，发行总量为 8.3 万亿元，二级市场交易总量为 48.3 万亿元，3 月末同业存单余额为 21.2 万亿元。3 个月期同业存单发行加权平均利率为 1.99%，比同期限 Shibor 高 18 个基点。一季度，金融机构发行大额存单 2.9 万期，发行总量为 9.0 万亿元，同比增加 3.5 万亿元。

利率互换市场平稳运行。一季度，人民币利率互换市场（含标准利率互换）达成交易 11.6 万笔，名义本金总额 12.6 万亿元，同比增长 60.3%。从期限结构看，1 年及 1 年以下交易最为活跃，名义本金总额达 9.1 万亿元，占总量的 72.9%。人民币利率互换交易的浮动端参考利率主要包括 7 天回购定盘利率、主要全国性银行同业存单发行利率（PrimeNCD）和 Shibor，与之挂钩的利率互换交易量占比分别为 86.6%、11.2% 和 1.7%。一季度，以 LPR 为标的的利率互换共成交 260 笔，名义本金 407.2 亿元。

表 10 2025 年第一季度利率互换（含标准利率互换）交易情况

年度	交易笔数（笔）	交易量（亿元）
2025 年第一季度	115566	125532
2024 年第一季度	81050	78331

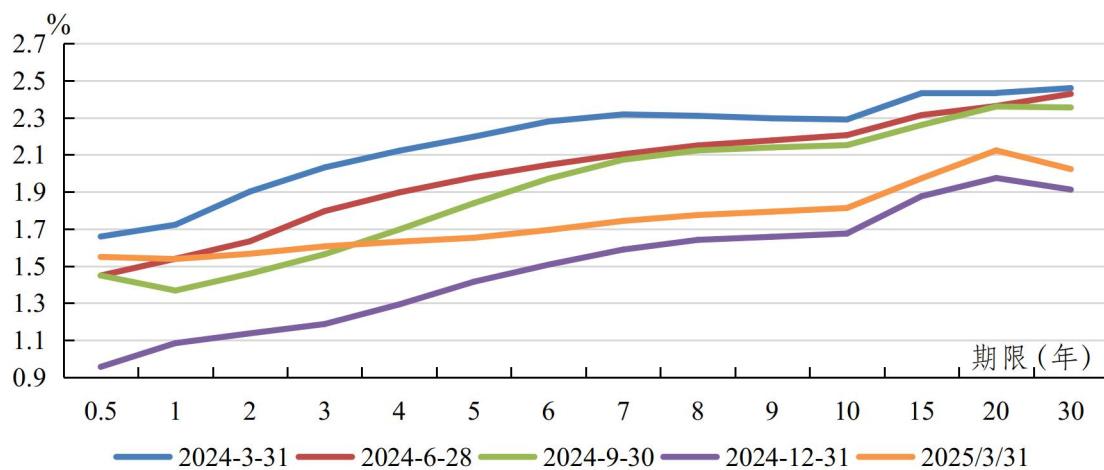
数据来源：中国外汇交易中心。

利率期权业务平稳发展。一季度，利率期权交易共计成交 177 笔、375.2 亿元，均为挂钩 LPR 的利率上限/下限期权。

## （二）国债发行利率回落，发行量增加

国债发行利率回落，企业债券发行利率上升。3月财政部发行的10年期国债发行利率为1.61%，较上年12月下降43个基点；主体评级AAA的企业发行的一年期短期融资券平均利率为2.32%，较上年12月上升28个基点。

国债收益率呈上行趋势，利率曲线更趋平坦。3月末，1年期、3年期、5年期、7年期、10年期国债收益率分别为1.54%、1.61%、1.65%、1.74%、1.81%，较上年末分别上行46个、42个、23个、15个、13个基点；1年期和10年期国债利差为27个基点，较上年末收窄32个基点。



数据来源：中央国债登记结算有限责任公司。

图 4 银行间市场国债收益率曲线变化情况

债券发行同比增加，政府债券发行规模增长较快。一季度累计发行各类债券20.5万亿元，同比增加18.8%，比上年同期增加3.2万亿元，主要是国债、地方政府债券和金融债券增加较多。3月末国内各类债

券余额183.1万亿元，同比增长13.9%。

现券交易量同比下降。一季度债券市场现券总成交97.9万亿元，同比下降8.5%，其中银行间债券市场现券交易89.5万亿元，同比下降7.6%。交易所债券现券成交8.4万亿元，同比下降16.4%。

表 11 2025 年第一季度各类债券发行情况

债券品种	发行额	较上年同期增减
国债	33042	8554
地方政府债券	26202	11333
中央银行票据	0	0
金融债券 <sup>①</sup>	109285	14187
其中：国家开发银行及政策性金融债	17207	4669
同业存单	82965	9514
公司信用类债券 <sup>②</sup>	36008	-1461
其中：非金融企业债务融资工具	23439	-2424
企业债券	461	214
公司债	8688	53
国际机构债券	398	-193
合计	204935	32421

注：①金融债券包括国开行金融债、政策性金融债、商业银行普通债、商业银行次级债、商业银行资本混合债、证券公司债券、同业存单等。②公司信用类债券包括非金融企业债务融资工具、企业债券以及公司债、可转债、可分离债、中小企业私募债，非金融企业发行的交易所资产支持证券等。

数据来源：中国人民银行、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司，根据提供方最新数据更新。

### （三）票据市场平稳运行，票据市场利率小幅上行

票据签发量较快增长。一季度，企业累计签发商业汇票9.3万亿元，同比上升19.7%；期末商业汇票未到期金额18.7万亿元，同比上升14.6%。3月末票据承兑余额较上年末增加567亿元，由中小微企业签发的银行承兑汇票占比73.5%。

票据融资总体平稳。一季度，金融机构累计贴现14.1万亿元，同比上升4.3%。3月末，票据融资余额14.2万亿元，同比增加21.7%，占全部贷款的比重为5.3%，同比增加0.6个百分点。一季度，票据市场利率略有上行。

#### （四）股票市场成交量和筹资额增加较多

股票指数总体平稳。3月末，上证综合指数收于3336点，比上年末下跌0.5%；深证成份指数收于10504点，比上年末上涨0.9%。一季度沪、深股市累计成交85.4万亿元，日均成交1.5万亿元，同比增长68.7%。一季度累计筹资1368亿元，同比增长75.4%。

#### （五）保险业保费收入和资产同比增加

2025年第一季度，保险业累计实现保费收入2.2万亿元，同比增长0.9%；累计赔款、给付8274亿元，同比增长12.5%，其中，财产险赔付同比减少3.3%，人身险赔付同比增加19.3%。

表 12 2025 年 3 月末主要保险资金运用余额及占比情况

单位：亿元、%

	余额		占资产总额比重	
	2025年3月末	2024年3月末	2025年3月末	2024年3月末
资产总额	378425	328591	100.0	100.0
其中：银行存款	32961	31502	8.7	9.6
投资	316352	267879	83.6	81.5

数据来源：国家金融监督管理总局。

保险业资产同比增加。3月末，保险业总资产37.8万亿元，同比增长15.2%。其中，银行存款同比增长4.6%，投资类资产同比增长18.1%。

## （六）外汇即期、远期交易量增加

一季度人民币外汇即期交易累计成交金额折合 2.5 万亿美元，同比增长 26.4%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 5.5 万亿美元，同比减少 3.0%，其中隔夜美元掉期交易累计成交金额 3.5 万亿美元，占总成交金额的 63.5%；人民币外汇远期交易累计成交金额折合 537 亿美元，同比增长 2.6%。“外币对”累计成交金额折合 6817 亿美元，同比增长 6.3%，其中成交最多的产品为美元对日元，占市场份额比重为 34.8%。

## （七）黄金价格上涨，成交量增加

3月末，国际黄金价格收于 3115.1 美元/盎司，较上年末上涨 19.4%；上海黄金交易所 Au99.99 收于 730.8 元/克，较上年末上涨 18.9%。一季度，上海黄金交易所黄金成交量 1.6 万吨，同比增长 4.6%；成交额 10.7 万亿元，同比增长 42.9%。

# 二、金融市场制度建设

## （一）债券市场制度建设

持续优化债券市场互联互通。1月，中国人民银行宣布优化债券通“南向通”运行机制，支持境内投资者更便利购买多币种债券，延长结算时间，并上线境外机构使用债券通债券缴纳互换通保证金业务。3月，与香港金管局合作，支持将债券通“北向通”下的国债和政策性金融债用作香港场外结算公司的履约抵押品，进一步拓宽了人民币债券作为离岸市场抵押品的用途，有助于稳慎扎实推进人民币国际化，巩固香港国际金融中心地位。

## 专栏 4 加强债券市场建设 支持债券市场健康发展

近年来，中国人民银行深入推进货币政策框架转型，健全市场化的利率调控机制。经过十多年发展，我国基本形成了市场化的利率形成和传导机制，国债收益率曲线基本具备金融市场定价基准的作用，债券市场规模和功能显著提升。2024年末，我国债券市场余额177万亿元，规模居世界第二，2024年债券融资增量占社会融资规模增量的40%，债券成交量达460万亿元，国债的余额和年成交量分别超过30万亿元、110万亿元，流动性接近发达金融市场水平。

债券市场利率不仅关系社会筹资成本，也关系到整个金融市场的稳定发展。近年来债券市场快速发展，对实体经济的融资支持力度不断增强，有助于推动社会融资成本下行。一段时间以来，国债收益率波动较大，也引起各方关注。国债没有信用风险，但和其他固定票面利率的债券一样，当市场利率改变时，二级市场交易价格会反向波动，面临利率风险。尤其是长期限国债因利率敏感性较高，市场供求关系变化引发的利率和价格波动会放大投资者损益。从国际上看，2023年硅谷银行事件也是利率风险的典型案例。

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。投资者行为、债券市场结构、税收制度等，均会一定程度影响债券市场利率的形成和传导。从市场投资者结构看，目前国有大型银行持有全市场30%左右的债券，但绝大部分为持有到期，其债券交易量仅占全市场的5%左右，债券持有量比重较低和风控管理能力相对较弱的中小金融机构和理财资管产品交易量占比超过80%。国有大型银行作为公开市场一级交易商，承担着货币政策传导和债券市场做市商的重要功能，在发展债券交易业务、引导债券市场合理定价、平抑市场波动方面可以发挥更多作用。从券种结构看，不同券种间市场流动性分化明显，长期国债等少数活跃债券交易活跃度不断上升，成为各类资金追捧的主要对象，容易引发羊群效应和市场单边波动。目前10只左右活跃国债和政策性金融债券成交量，约占全市场5万多只债券成交量的30%。从税收制度看，债券市场税收制度设计也会对债券市场价格形成和国债利率基准作用的发挥产生影响。比如，国债等政府债券利息收入免税，公募基金和理财资管产品交易价差又有税收减免优势，短期交易意愿也会更强，一些不免税的公司债等还可能对标免税的国债利率水平，进一步加大债券市场收益率的短期波动。

当前我国利率市场化改革深入推进，市场化利率体系形成完善过程中，加强债券市场建设和宏观审慎管理，对防范系统性风险十分重要。下一步，中国人民银行将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排，促进债券市场功能进一步增强，为利率市场化推进和货币政策调控转型提供坚实支撑。

## （二）证券市场制度建设

完善资本市场制度体系建设。1月，国务院通过《关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》，明确中介机构的执业规范和收费原则，禁止以IPO结果作为收费条件，且地方政府也不得以此为条件给予奖励，促进资本市场健康稳定发展。

推进中长期资金入市。1月，中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度，提升中长期资金权益配置能力，改善资本市场资金供给与结构，巩固资本市场回升向好良好局面。

## （三）保险市场制度建设

制定保险公司统一监管评级制度。1月，金融监管总局发布《保险公司监管评级办法》，要求全面考虑公司治理、偿付能力、负债质量、资产质量（含资产负债匹配）、信息科技、风险管理、经营状况、消费者权益保护等公司经营管理方面的风险，并根据整体风险大小确定评级结果；同时，对保险集团（控股）公司、财产保险公司、人身保险公司和再保险公司建立统一的监管评级框架，采用一致的评级方

法、评级程序和等级分类。监管部门将评级结果作为采取监管措施以及日常监管中市场准入、现场检查的重要依据。

促进新能源车险高质量发展。1月，金融监管总局、工业和信息化部、交通运输部、商务部发布《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》，提出合理降低新能源汽车维修使用成本，创新优化新能源车险供给，提升新能源车险经营管理水平，加强新能源车险监管，强化支撑保障。

拓宽保险资金运用渠道。2月，金融监管总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，界定了试点投资黄金的业务范围和投资方式，确定10家试点保险公司，并对试点保险公司投资黄金的事前事中管理进行规范，明确试点业务的定期报告、临时报告机制以及监督管理要求。

加强保险集团集中度风险监管。2月，金融监管总局发布《保险集团集中度风险管理指引》，明确集中度风险管理原则，规范集中度风险管理流程，推动保险集团建立多维度指标及限额管理体系，完善信息披露和报告制度等，旨在引导保险集团建立审慎经营理念，加强集中度风险管理，切实守住不发生系统性风险的底线。

## 第四部分 宏观经济分析

### 一、世界经济金融形势

全球经济增长动能趋弱，国别分化日趋明显。地缘政治局势仍有较大不确定性，美关税政策推升全球衰退风险，发达经济体物价涨幅

回落，但未来上涨压力依然存在。多国面临财政与债务风险，全球贸易和投资增长存在制约，金融市场波动加剧。

### （一）主要经济体经济和金融市场概况

**主要经济体经济复苏分化。**美国经济近期有所放缓，2024年美国GDP同比增长2.8%，与2023年基本持平，但2025年一季度美国出现消费者信心指数下降、零售销售额下滑等经济放缓迹象。欧洲经济仍显疲软，欧元区2024年GDP同比增长0.9%。英国2024年GDP同比增长1.1%。日本经济复苏基础尚不牢固，2024年GDP同比增长0.1%，低于2023年的1.5%。

**物价涨幅有所回落。**2025年3月，美国CPI同比上涨2.4%，欧元区HICP同比上涨2.2%，英国CPI同比上涨2.6%，日本CPI同比上涨3.6%，分别较上年12月下降0.5个、下降0.2个、上升0.1个百分点和持平。

**劳动力市场保持韧性。**2025年3月，美国失业率为4.2%；劳动参与率为62.5%，较疫情前仍低0.8个百分点；新增非农就业22.8万人，连续2个月增长；劳动力市场职位空缺数为719万。3月，欧元区和日本失业率分别为6.2%和2.5%。

**国际金融市场波动加剧。**2025年以来，美国关税政策不确定性和经济放缓预期导致市场恐慌情绪升温，人工智能领域股票估值调整，美国三大股指下跌，七大科技股市值缩水。截至3月末，道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数分别下跌1.3%、4.6%和10.4%。欧洲国家拟增加军费支出，欧洲军工股大幅上涨，带动欧元区

STOXX50 指数上涨 7.2%。受日本银行加息影响，日经 225 指数下跌 10.7%。全球政策前景不确定性上升，市场情绪变化加剧，主要经济体国债收益率波动加大。3 月末，美国 10 年期国债收报 4.23%，较 2024 年末低 35 个基点。英国、法国和德国 10 年期国债收益率较 2024 年末分别高 14 个、26 个和 30 个基点。市场对美国财政可持续性的担忧加剧，美元的全球避险属性削弱，带动美元指数下行。截至 3 月末，美元指数收报 104.2，较 2024 年末下跌 4%。4 月 2 日，美关税政策导致投资者恐慌情绪加剧，全球金融市场动荡，尤其是美国金融市场大幅震荡。从股市看，美国三大股指大幅下挫，纳斯达克指数一度下跌近 14%。从债市看，美国 10 年期国债收益率大幅上升，盘中一度达到 4.8% 的高位。从汇率看，美元指数承压，目前在 99~100 的低位盘整。

表 13 主要发达经济体宏观经济金融指标

经济体	指标	2024 年第一季度			2024 年第二季度			2024 年第三季度			2024 年第四季度			2025 年第一季度		
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	1.6			3.0			3.1			2.4			-0.3		
	失业率 (%)	3.7	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2
	CPI (同比, %)	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4
	DJ 工业平均指数 (期末)	38150	38996	39807	37582	38686	39119	40843	41563	42330	41763	44911	42544	44545	43841	42002
欧元区	实际 GDP 增速 (同比, %)	0.5			0.5			1.0			1.2			1.2		
	失业率 (%)	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
	HICP (同比, %)	2.8	2.6	2.4	2.4	2.6	2.5	2.6	2.2	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2
	EURO STOXX 50 (期末)	4648	4878	5083	4921	4984	4930	4874	4958	5067	4828	4978	4896	5287	5464	5248
英国	实际 GDP 增速 (同比, %)	0.7			1.1			1.2			1.5			-		
	失业率 (%)	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4	4.2	4.2	4.1	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	-
	CPI (同比, %)	4.0	3.4	3.2	2.3	2.0	2.0	2.2	2.2	1.7	2.3	2.6	2.5	3.0	2.8	2.6

	富时 100 指数 (期末)	7631	7630	7953	8144	8275	8164	8368	8377	8237	8110	8281	8173	8674	8810	8583
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-2.1			3.2			1.4			2.2			-		
	失业率 (%)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5
	CPI (同比, %)	2.2	2.8	2.7	2.5	2.8	2.8	2.8	3.0	2.5	2.3	2.9	3.6	4.0	3.7	3.6
	日经 225 指数 (期末)	36287	39166	40369	38406	38488	39583	39102	38648	39830	39081	38208	39895	39572	37156	35618

数据来源：各经济体相关统计部门及中央银行。

## （二）主要经济体货币政策

**主要发达经济体进入降息周期，但政策路径存在不确定性。**美联储维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5%，同时自 4 月起进一步放缓缩表速度，将国债每月赎回上限由 250 亿美元降至 50 亿美元，机构债和抵押贷款支持证券 (MBS) 每月赎回上限保持在 350 亿美元不变。欧央行 1 月和 3 月各降息 25 个基点，存款便利利率、主要再融资操作利率和边际贷款便利利率分别下调至 2.5%、2.65% 和 2.9%。英格兰银行 2 月降息 25 个基点至 4.5%。一季度加拿大、新西兰央行各降息 50 个基点，澳大利亚、韩国央行各降息 25 个基点。日本银行继续加息，将目标利率从 0.25% 上调至 0.5% 左右，目前利率达到近 17 年最高。

**新兴经济体货币政策分化。**一季度，俄罗斯、马来西亚央行维持基准利率不变，巴西央行加息 200 个基点，墨西哥、印度、印尼、南非央行分别降息 100 个、25 个、25 个、25 个基点。

## （三）值得关注的问题和趋势

**全球经济复苏进程偏弱。**国际货币基金组织、世界银行、经济合作与发展组织对 2025 年全球经济增速的预测分别为 2.8%、2.7%、3.3%，低于 2024 年，也低于 2000 年至 2019 年 3.8% 的历史平均水平。美关

税政策对全球贸易的影响将逐步显现，给全球经济复苏带来更大挑战。

**通胀能否继续回落仍有待观察。**目前，主要发达经济体通胀已从2022年10%左右的高点降至目前的3%左右，但物价涨幅能否回落至目标区间仍有待观察。一是美关税政策将直接带动进口商品价格上升，导致居民生活成本上升，也会推升生产成本，进一步加剧物价上涨压力。二是美欧工资增速仍然较快，高于消费价格涨幅，服务通胀或较顽固，物价进一步下行面临内部约束。

**财政可持续性值得关注。**疫情后，主要经济体财政支出大幅增加，全球债务水平达到历史高位。国际货币基金组织测算，2024年末，全球公共债务规模超过100万亿美元，占全球GDP的比重约93%，2030年将上升至约100%。高债务叠加高利率环境，引发了对未来财政可持续性的担忧。一些发展中国家的债务风险已经暴露。发达经济体也面临压力，特别是享有全球储备货币地位的美国，也面临大规模财政赤字难以持续的挑战。

**全球政策不确定性增大，国际金融市场波动可能加剧。**随着2024年美联储、欧央行等全球主要发达经济体央行先后启动降息，全球流动性环境趋于改善，新兴市场经济体面临的汇率贬值压力、资本外流压力和美元债务负担将有所缓解。但也要看到，美联储未来降息路径存在很大不确定性，叠加地缘冲突、逆全球化因素等不确定性影响增大，投资者情绪可能出现较大波动，金融市场动荡增大。4月初，美推出关税政策后，市场恐慌情绪明显加剧，金融市场大幅震荡。

## 专栏 5 从政府部门资产负债表视角 对比中美日政府债务情况

在历经国际金融危机与新冠疫情两次重大冲击后，全球公共财政压力持续加大，如何评估政府的债务可持续性成为重要议题。传统的债务评估方法多以债务占 GDP 的比重为衡量依据，并辅以一定的阈值判断风险水平，但这往往忽略了政府所持资产的重要作用。随着理论和实务研究的深入，越来越多学者主张引入资产负债表视角，并采用“广义政府部门”概念，更全面评估债务风险。

**美国广义政府部门金融资产相对有限。**根据美国圣路易斯联储估算，若将美联储的银行准备金负债和政府养老金计划资金缺口纳入负债统计，2022 年美国广义政府部门的总负债相当于 GDP 的 142%。而其所持金融资产仅相当于 GDP 的 23%，主要由政府存款和联邦政府提供的学生贷款构成。负债与资产相减，美国广义政府部门净负债率为 119%。若进一步分析，由于资产端回报率与负债端融资成本大致持平，政府部门基本无法通过资产负债运作获得结构性盈余，债务可持续性在很大程度上依赖于经济增长潜力、赤字控制能力及储备货币地位。

**日本广义政府部门呈现高负债、高资产特征。**若并入日本养老金基金、日本央行等公共部门资产负债表，2022 年日本广义政府总负债规模高达 GDP 的 252%。但日本广义政府部门也持有大量金融资产，总资产规模相当于 GDP 的 134%，其中仅养老金投资基金一家机构持有的金融资产规模就相当于 GDP 的 55%。负债与资产相减，净负债规模相当于 GDP 的 119%，与美国相当。

**日本广义政府部门维持高负债的另外一面是，政府通过资产负债运作取得一定的投资收益。**资产方面，日本广义政府部门将资金投资于期限较长的高风险资产，例如日本养老金基金投资了大量海外证券，日本央行持有大量股票型交易所交易基金。负债方面，政府负债成本也比较低。这使得日本广义政府部门在净负债的情况下，1997-2023 年间每年实现的净收益达 GDP 的 2.16%。这种“借短投长”模式也暗藏利率与汇率风险。若通胀明显上升或日元大幅贬值，资产端估值可能大幅缩水，带来财政风险。此外，长期超低利率政策推升资产价格，对年轻人及金融知识相对匮乏的家庭也有不利的分配效应。

**从资产—负债结构看，中国政府的债务有资产支撑。**若将中国社科院估算的中国政府部门资产负债表与中国人民银行的资产负债表合并，2022 年末中国的广义政府总资产相当于 GDP 的 166%，总负债相当于 GDP 的 75%，净资产约占

GDP 的 91%，与美日明显不同。中国广义政府部门拥有的资产主要是国有企业股权，规模相当于 GDP 的 119%，据国际货币基金组织的经济学家估计，这一比例相当于各国平均值的 5 倍以上。党的十八大以来，中国通过深化国有企业改革，显著提升了国有资产的规模与质量。根据中国社科院测算，2012-2022 年，国企股权价值年均增速达 13.8%。以上统计还未纳入国有金融资产以及土地、自然资源等。从政府部门资产负债表的角度看，中国政府债务扩张仍有相应的资产支撑。

综上，政府债务可持续性除了债务规模，更与政府资产负债结构、资产收益能力等密切相关。三国对比表明，考虑到庞大的国有资产和较低的政府负债水平，中国政府债务扩张仍有可持续性，这对于加强民生保障、完善收入分配、推动经济转型和动态平衡都有重要意义。

## 二、中国宏观经济形势

一季度，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，着力打好宏观政策组合拳，国民经济实现良好开局，高质量发展向新向好。初步核算，一季度国内生产总值 31.9 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，较上年四季度环比增长 1.2%。

### （一）消费增速回升，投资规模稳中有升，进出口保持增长

居民收入平稳增长，消费稳步回升。一季度，全国居民人均可支配收入 1.2 万元，同比名义增长 5.5%，扣除价格因素实际增长 5.6%。收入分配结构持续改善，农村居民人均可支配收入名义增速和实际增速分别快于城镇居民 1.3 个和 1.5 个百分点。一季度，社会消费品零售总额同比增长 4.6%。消费品以旧换新政策继续显效，推动消费提质升级，多数商品类别销售增势向好，线上消费和服务消费稳定增长。

一季度，限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类分别增长 26.9%、21.7%。服务零售额、网上零售额分别同比增长 5.0%、7.9%。

固定资产投资稳中有升，高技术产业投资增长较快。一季度，全国固定资产投资（不含农户）10.3 万亿元，同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.0 个百分点。分领域看，制造业投资增长 9.1%，高于全部投资 4.9 个百分点；基础设施投资增长 5.8%，高于全部投资 1.6 个百分点；房地产开发投资下降 9.9%。高技术产业投资增长 6.5%，高于全部投资 2.3 个百分点，其中信息服务业、航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、专业技术服务业投资分别增长 34.4%、30.3%、28.5%、26.1%。

货物进出口保持韧性，贸易结构持续优化。一季度，货物进出口总额 10.3 万亿元，同比增长 1.3%。其中，出口增长 6.9%，进口下降 6.0%。贸易结构持续优化，民营企业进出口增长 5.8%，占进出口总额的比重为 56.8%，较上年同期提高 2.4 个百分点。对外合作空间进一步扩展，对共建“一带一路”国家进出口增长 2.2%，占进出口总值的 51.1%。

外商直接投资基本稳定，引资质量持续提升。一季度，全国实际使用外资金额 2692.3 亿元。引资质量持续提升，高技术产业实际使用外资 786.1 亿元，其中电子商务服务业、生物药品制造业、航空航天器及设备制造业实际使用外资分别增长 100.5%、63.8% 和 42.5%。

**（二）农业生产形势较好，工业生产增长加快，服务业较快增长**  
一季度，第一产业增加值 1.2 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业

增加值11.2万亿元，增长5.9%；第三产业增加值19.5万亿元，增长5.3%。

农业生产形势较好，畜牧业稳定增长。一季度，农业（种植业）增加值同比增长4.0%。冬小麦播种面积稳中有升，长势总体较好，春耕春播平稳有序推进。一季度，猪牛羊禽肉产量2540万吨，同比增长2.0%，其中猪肉产量增长1.2%。一季度生猪出栏增长0.1%，3月末生猪存栏同比增长2.2%。

工业生产增长加快，装备制造业和高技术制造业较快增长。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，比上年全年加快0.7个百分点。分三大门类看，采矿业增加值增长6.2%，制造业增长7.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.9%。装备制造业增加值增长10.9%，比上年全年加快3.2个百分点；高技术制造业增加值增长9.7%，加快0.8个百分点。分产品看，新能源汽车、3D打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长45.4%、44.9%、26.0%。

服务业较快增长，现代服务业增势良好。一季度，服务业增加值同比增长5.3%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增加值同比分别增长10.3%、10.2%。3月，服务业生产指数同比增长6.3%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，批发和零售业，住宿和餐饮业生产指数分别增长9.9%、9.3%、7.7%、6.0%。1-2月，规模以上服务业企业营业收入同比增长8.2%，比上年全年加快1.0个百分点。

### （三）居民消费价格基本稳定，工业生产者价格下降

居民消费价格保持基本稳定。一季度，居民消费价格（CPI）同

比下降 0.1%，月度涨幅分别为 0.5%、-0.7% 和 -0.1%。其中，春节错月和天气因素导致鲜菜、猪肉等价格月度波动较大，食品价格先升后降，一季度同比下降 1.4%。受国际油价震荡影响，能源价格先涨后跌，在“两新”政策推动下，扣除能源的工业消费品价格环比连续上涨；春节因素导致家政、出行类服务价格起伏明显，一季度非食品价格同比上涨 0.2%，涨幅比上季度扩大 0.2 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 延续温和上涨，一季度同比上涨 0.3%，涨幅比上季度略有扩大。

生产价格降幅有所收窄。受需求偏弱、供给充足因素影响，多数工业品价格延续弱势运行。国际原油和工业金属价格震荡分化，输入性因素对国内相关行业价格带来扰动，但受“两新”政策推动，部分行业供需结构有所改善，价格降势趋缓，部分行业小幅回升。一季度，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.3%，降幅比上季度收窄 0.3 个百分点，月度降幅分别为 2.3%、2.2% 和 2.5%；工业生产者购进价格（PPIRM）同比下降 2.3%，降幅较上季度收窄 0.2 个百分点；人民银行监测的企业商品价格（CGPI）同比下降 1.4%，降幅较上年同期收窄 0.8 个百分点。

## 专栏 6 实体经济供求关系及物价变动

物价与居民生活和企业生产经营密切相关，是各国宏观调控关注的重要变量。物价水平是多方面因素共同作用的结果，根本上由供求关系决定。近年来，我国实体经济供强需弱的矛盾持续存在，主要价格指标低位运行，物价受关注度进一步上升。

从需求端看，有效需求持续恢复，但仍面临一些约束。我国宏观调控思路更

加注重提振内需，围绕促消费出台了少政策，效果逐步显现。去年四季度以来消费投资增速加快，国内有效需求稳步回升。拉长周期看，当前总需求依然偏弱。一是全球增长动能放缓。近年来地缘冲突频发，全球化遭遇逆风，外部不确定因素增多，外需增长压力持续存在。二是经济结构加快转型升级。随着我国向高质量发展阶段转型，新动能不断涌现，传统增长动能逐步收缩，新动能增长填补传统动能调整的需求缺口也需要一个过程。三是居民消费有待进一步提振。居民消费受意愿、能力等因素综合影响，恢复还有个过程。去年四季度以来，我国消费者信心指数总体回升。

**从供给端看，部分行业领域存在过度竞争。**我国经济发展长期依靠投资驱动，这在短缺经济环境下发挥了积极作用，投资和项目在当期是需求，能带动一定消费，但投资最终会转化为产能和供给，在当前有效需求不足的情况下，一定程度上加剧了供需矛盾。一是部分传统行业和企业缺乏竞争力和市场前景，短期内又难以市场化出清，存在低效和无效的供给。二是经济转型过程中，部分新兴行业集中投入、大规模扩产，出现同质化竞争。三是房地产领域库存去化周期仍然较长。从深层次看，当前局部领域供过于求也反映出市场机制存在一定失灵。传统发展模式下规模情结较为明显，部分企业面对稀缺的市场资源，主要依赖于拼规模、抢份额，技术创新、品牌建设、服务质量、市场细分等多元化市场竞争策略还有待拓展运用。

**货币与物价之间的关系也受多重因素影响。**除了短期供求关系外，长期全球化进程、人口变化、经济结构、体制机制等因素也会影响物价水平，物价与货币之间的关系很难在传统理论的基础上简单地线性外推。从国际看，2008年全球金融危机后，主要发达经济体普遍采取了量化宽松等较为宽松的货币政策操作，但当时也经受着“低通胀”的困扰，物价走势持续低于央行通胀目标。从国内看，近年来，我国金融总量指标保持平稳较快增长，2024年末社会融资规模、广义货币M2、人民币贷款的同比增速保持在7%-8%之间，超过名义经济增速的幅度处于历史高位，但物价回升速度明显低于金融总量增速。从实际情况看，货币对物价发挥作用取决于供需对比情况。如果需求相对于产出上升，货币扩张对物价会显现上拉影响。增加货币供给，在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，反而会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，实际上物价也难以回

升。提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环，打通实体经济堵点。

面对长期和短期、内部和外部、周期性和结构性等诸多因素交织的宏观经济环境，要进一步深化结构性改革，通过财政、货币、产业、就业、社保等各项政策协同以及改革举措的协调配合，增强政策合力，促进经济供需平衡、物价合理回升。价格调控思路上，也要从以前的管高价转向管低价，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。下一步，中国人民银行将按照党中央、国务院统一部署，实施好适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，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，强化利率政策执行，疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。

#### （四）财政收入降幅收窄，财政支出稳定增长

一季度，全国一般公共预算收入6.0万亿元，同比下降1.1%。其中，中央财政收入下降5.7%，地方本级财政收入增长2.2%。全国税收收入4.7万亿元，同比下降3.5%。其中，国内增值税、国内消费税、个人所得税分别同比增长2.1%、2.2%和7.1%，企业所得税同比下降6.8%。非税收入1.3万亿元，同比增长8.8%。

一季度，全国一般公共预算支出7.3万亿元，同比增长4.2%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长8.9%和3.6%。从支出结构上看，教育支出、社会保障和就业支出、节能环保支出增长较快，分别同比增长7.8%、7.9%和6.5%。

#### （五）就业形势总体稳定

城镇调查失业率稳中略降。一季度，全国城镇调查失业率均值为5.3%，较上年同期上升0.1个百分点，其中3月全国城镇调查失业率为5.2%，较2月下降0.2个百分点。3月，31个大城市城镇调查失业

率为 5.2%，较上年同期上升 0.1 个百分点。农民工等重点群体就业平稳，3 月外来户籍劳动力失业率为 4.9%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 0.2 个百分点。

## （六）国际收支保持基本平衡

2024 年，我国经常账户顺差 4239 亿美元，与国内生产总值(GDP)之比为 2.2%，继续处于合理均衡区间。其中，货物贸易保持较高顺差，出口商品结构优化，贸易伙伴更趋多元；服务贸易进出口表现良好，贸易逆差总体平稳。跨境旅行收支恢复至常态水平，跨境旅行收入和新兴生产性服务贸易收入增长较快。非储备性质金融账户呈现逆差，主要是企业等主体充分利用境内外市场和全球资源优化投资布局，对外直接投资和对外证券投资保持活跃。外商直接投资资本金新增 909 亿美元，来华债券投资净流入 468 亿美元。截至 2024 年末，我国全口径（含本外币）外债余额 2.42 万亿美元。其中，中长期外债余额 1.06 万亿美元，占比 44%；短期外债余额 1.35 万亿美元，占比 56%。本币外债余额 1.21 万亿美元，占比 50%；外币外债余额（含 SDR 分配）1.21 万亿美元，占比 50%。2024 年末，我国外债负债率为 12.8%，债务率为 63.8%，偿债率为 6.5%，短期外债与外汇储备的比例为 42.4%，上述指标均在国际公认的安全线以内，我国外债风险总体可控。

## （七）行业分析

### 1. 装备制造业

装备制造业为各行业生产提供技术装备，在我国现代化产业体系

建设中发挥了重要作用，是国民经济支柱产业和战略基石。近年来，装备制造业发展保持良好态势。一是生产投资势头强劲。去年以来，在大规模设备更新政策支持下，装备制造业生产投资增长较快，2025年1-3月，规模以上装备制造业增加值同比增长10.9%，高于全部工业增加值增速4.4个百分点；装备制造业固定资产投资完成额累计同比增长8.9%，高于全部投资增速4.7个百分点。二是企业效益恢复向好。2025年1-2月，装备制造业营业收入同比增长8.1%，高于全部规模以上工业5.3个百分点，带动利润由负转正至5.4%，拉动全部规模以上工业利润增长1.4个百分点，为规模以上工业利润恢复提供了重要支撑。三是高端化智能化升级加快。科技创新成果和数字化技术的深入应用，推动高技术产品产量大幅增长，2025年1-2月集成电路圆片、工业机器人、动车组、民用无人机等高技术产品产量同比分别增长19.6%、27%、64%、91.5%，引领装备制造业转型升级。

近年来，金融领域持续加大对装备制造业发展的支持力度，《关于金融支持制造强国建设的指导意见》《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》《关于深化制造业金融服务 助力推进新型工业化的通知》等文件陆续出台落地，引导金融机构强化对制造业，特别是高端装备、智能装备、节能及新能源装备，以及基础零部件、基础材料等薄弱领域的金融支持。2024年中国人民银行创设科技创新和技术改造再贷款，激励金融机构支持科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新，2024年末已签约的落地贷款合同金额超8000亿元。

今年“两重”“两新”政策加力扩围、人工智能等新兴领域不断拓展，装备制造业生产投资有望继续保持较快增长，随着经济结构转型升级和新旧动能转换步伐加快，装备制造业未来仍将在经济发展中发挥“压舱石”的作用。

## 2. 航空行业

航空行业及相关产业链是推动我国经贸发展与民生繁荣的重要引擎之一。近年来，航空行业延续复苏态势，运输规模与经营效益同步提升。一是航空运输市场表现活跃。2025年一季度民航业完成运输总周转量385.9亿吨公里、旅客运输量1.9亿人次、货邮运输量224.3万吨，同比分别增长10.5%、4.9%、11.7%。二是航空公司经营效益稳步改善。2025年一季度航空公司平均客座率提升至84%，行业整体盈利约45亿元，较上年减亏约206亿元，其中三大国有航空公司均实现大幅减亏，多家低成本航空公司通过灵活运营策略实现盈利。三是现代化基础设施网络加速构建。2024年民航业完成固定资产投资1350亿元，同比增长17%，新机场建设和航线网络扩展为行业发展提供了有力支撑。

金融领域助力航空行业稳定发展。一是融资需求得到更好满足。2024年三大国有航空公司获得增量融资支持133亿元，同比增长2%；年末存续债券规模同比增长45%，直接融资占比显著提升。二是融资成本持续降低。2024年三大国有航空公司综合融资成本约为2.63%，同比下降0.24个百分点，其中新发债平均成本2.06%，同比下降0.07个百分点。三是金融产品和服务更加多元。金融机构深入推进绿色信

贷、飞机资产证券化等创新金融工具，为行业发展提供多元化支持。

未来航空行业增长潜力和创新活力将不断释放。一是市场需求持续增长。随着行业持续回暖，国际航线网络不断拓展，国际枢纽辐射能力有望进一步提升。二是技术创新引领行业变革。数字化技术应用等助力航空公司运营效率提升。技术驱动加速构建全链条减碳体系，推进航空行业绿色低碳转型。三是智慧基建赋能现代化航空网络。智慧空管系统加速建设，多式联运枢纽不断完善，行业基础设施保障能力将进一步加强。

## 第五部分 货币政策趋势

### 一、中国宏观经济金融展望

今年一季度，我国经济呈现向好态势，国内生产总值（GDP）同比增长 5.4%，生产供给较快增长，消费投资稳中有升，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，经济运行实现良好开局。

实现今年经济社会发展预期目标有潜力、有支撑。一是新动能加快成长。今年以来人工智能、量子科技等先进技术不断推出和应用，带动高技术产业增长，一季度规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.7%。目前“三新”经济占 GDP 比重已达 18%左右，宏观政策对科技创新的支持力度加大，还将带动更多社会资金参与科技创新。二是市场需求稳步恢复。“两新”政策加力扩围成效显著，一季度日用家电零售同比增长 38.4%，汽车销量同比增长 11.2%；消费新场景、新业态不断拓展，一季度服务消费同比增长 5.3%。随着《提振消费专

项行动方案》等促消费政策陆续出台，离境退税即买即退和免签政策延长等提升跨境消费潜力，有效需求有望进一步扩大。三是经济基础坚实，宏观调控有力。我国产业体系完备、配套能力强，多元化贸易格局加快形成，经济发展底盘稳、基础牢。去年一揽子增量政策对稳定经济发挥了关键作用，今年宏观政策更加积极有为，近期又出台了一系列有力的组合政策，存量和增量政策协同效应将进一步增强，支撑经济持续向好。

以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在。国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力。对此，既要正视困难问题，更要坚定发展信心。我国具有显著的制度优势，有超大规模市场、完备产业体系、丰富人力资源等诸多优势条件，有需求升级、结构优化、动能转换的广阔增量空间，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，加力支持实体经济。

物价水平有望保持低位回升态势。今年一季度，核心 CPI 同比上涨 0.3%，保持温和涨幅，PPI 降幅较上年四季度收窄 0.2 个百分点，降势有所趋缓。当前我国处于新旧动能转换的关键阶段，房地产、地方政府融资平台等传统领域需求收缩比较明显，高端制造业关联度较大的行业价格稳中有升。随着扩大内需政策落地显效，市场需求加快释放，将更好支撑物价水平温和回升。中长期看，我国经济结构转型

和产业升级稳步推进，实体经济供求关系有望更加均衡，经济循环也将更加顺畅，货币条件合理适度，居民预期总体稳定，物价保持基本平稳有坚实基础。

## 二、下一阶段货币政策主要思路

中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议和全国两会精神，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，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。平衡好短期与长期、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，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。

实施好适度宽松的货币政策。落实好中央政治局会议精神，积极落地5月推出的一揽子金融政策。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。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。畅通货币政策传导机制，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，引导金融机构进一步优化信贷结构。坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，

稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。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。

**一是保持融资和货币总量合理增长。**强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用存款准备金、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。引导银行加大信贷投放力度，保持信贷总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。

**二是充分发挥货币信贷政策导向作用。**坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动新设的政策工具尽快落地显效，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、扩大消费、稳定外贸等。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。切实抓好《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》落实，着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的金融产品服务供需适配度。引导金融机构加强对重点科技领域的金融服务保障，完善支持科技创新的金融市场生态。继续健全绿色金融标准体系，稳步发展绿色金融产品和市场。健全民营中小企业增信制度，推进中小微企业金融服务能力提升工程。开展金融支持乡村全面振兴专项行动，抓好金融机构服务乡村振兴考核评估结果运用。实施好创业担保贷款、国家助学贷

款政策，支持重点群体创业就业和就学。加快建立完善养老金融体系，支持中国式养老事业。支持提振和扩大消费，引导金融机构从消费供给和需求两端，积极满足各类主体多样化资金需求。拓宽保障性住房再贷款使用范围，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

**三是把握好利率、汇率内外均衡。**深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成、调控和传导机制，发挥中央银行政策利率引导作用。强化利率政策执行，适时开展对金融机构定价能力的现场评估，促进金融机构提升利率定价能力，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，研究进一步扩大开展明示企业贷款综合融资成本工作的试点地区，推动社会综合融资成本下行。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，为实体经济

营造稳定的汇率环境。

**四是加快推进金融市场制度建设和高水平对外开放。**持续增强债券市场功能和服务实体经济能力。创新推出债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券。完善债券市场法制，推动公司债券法制建设。加快多层次债券市场发展，持续推进柜台债券业务扩容和规范发展。建立健全做市商与公开市场业务一级交易商联动机制，推动承销、估值、做市等业务规范发展，提升债券市场定价功能、活跃度和稳健性。稳慎扎实推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，深化对外货币合作，发展离岸人民币市场。开展跨境贸易投资高水平开放试点，提升跨境贸易投资自由化、便利化水平，稳步推进人民币资本项目可兑换。

**五是积极稳妥防范化解金融风险。**探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱。强化系统重要性金融机构宏观审慎管理，督促系统重要性银行落实附加资本和杠杆率要求，持续提升恢复与处置计划的操作性和有效性，加强全球系统重要性银行跨境危机管理合作。启动2025年度系统重要性金融机构评估工作，稳步拓宽附加监管覆盖范围至非银领域。稳妥有序推进重点风险项目和重点领域风险处置，按照市场化、法治化原则，支持中小银行风险处置。加强金融风险监测、预警和评估，强化系统性金融风险研判。夯实金融稳定机制保障，推

动扩大存款保险基金和金融稳定保障基金积累，强化存款保险专业化金融风险处置职能。