

20251111—2025 年三季度货币政策执行报告：不提反空转的反空转，金融业供给侧，房贷利率空间锁定

首先一句话，在央行目前维持 1.75-1.85% 的十年期国债利率运行区间稳定、并通过降准降息允许 10 年国债利率稳定降至 1.7% 下方以前，首套房 3%、二套房 3.4-3.5% 的房贷利率构成监管底，短期难以下降，在当前阶段，守银行比守地产更重要。

2025年11月

收益率的关系。贷款和债券均为银行资产的重要组成部分，作为不同的融资方式，贷款利率和债券收益率有一定差异是正常现象。但是对同一经营主体，发债融资的利率和贷款利率理论上也不应差距太大。同时，随着我国理财等资管产品不断丰富，企业和居民配置理财、基金等金融资产会更加多元化，利率调控机制作用有效发挥，也需要各金融市场之间利率的更多协同。四是不同期限利率的关系。短期利率和长期利率之间的差异反映期限溢价。一般情况下，银行不同期限定期存款利率等也会联动调整，并维持合理的期限利差。五是不同风险利率的关系。不同信用等级融资主体的融资成本差异反映风险溢价。一般来说融资主体的信用等级越高，融资利率越低。国债收益率反映国家信用，被认为是无风险利率。如果企业融资利率低于国债收益率，意味着企业信用比国家信用还好，违背了风险定价的原则，不合理也不可持续。

中国人民银行注重保持合理的利率比价关系。近年来，中国人民银行指导利率自律机制整治违规手工补息、规范同业存款利率定价、建立存款招投标利率报备机制、在对公存款服务协议中增加“兜底条款”，督促银行不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款，按照经营成本合理确定贷款利率等，并开展利率政策执法检查，增强银行资产和负债端利率调整的联动性，支持银行稳定净息差，拓宽货币政策逆周期调节空间。

今天的三季度央行货币政策执行报告有两个关注点，首先是删除了防范资金空转的表述，其次是“督促银行不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”。

当前外部环境更趋复杂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，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多不足，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。国内经济回升向好基础仍需加力巩固。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，集中力量办好自己的事增强必胜信心，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。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和中央经济工作会议精神，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加快建设金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全构建科学稳健的货币政策框架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、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，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，强化宏观政策取向一致性，着力稳就业、稳企业、稳市场做好逆周期和跨周期调节，提升宏观经济治理效能，持续稳增长、稳就业、稳预期，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。

落实落细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，把握好综合运用多种工具，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策实施框架，强化货币政策的力度执行和节奏、传导。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，持续营造适宜的货币金融环境。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。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，持续强化加强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。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用落实好结构各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等重点方向。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，坚决保持汇率弹性，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。

综合过去N个季度的观点来看，维持了极强的一致性：绝不为了做大信贷和社融规模而冲总量数据，更关注银行经营状态的改善。2025年银行净息差触及底部的概率强化，能够为提高分红率提供更多的基本面保障

25年一季度货政报告：收拾债狗

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

2025二季度货政报告：不搞大水漫灌

专栏

专栏 1 普惠小微金融服务十年成就与未来展望.....	5
专栏 2 金融支持科技创新力度持续增强.....	16
专栏 3 信贷结构持续优化 金融支持实体经济质效提升.....	20
专栏 4 金融支持促消费要关注改善高品质服务供给.....	47

1. 债市监管告一段落，该强化信贷市场监管了

和一二季度货币政策报告相比，本次基本没提债市，和24年二三季度相比更是如此。经过两个季度的痛打债狗，债市已从牛心牛胆变成能心能胆，可以鸣金收兵了。10月27日金融街论坛上格林斯潘官宣恢复国债买卖操作：“今年初，考虑到债券市场供求不平衡压力较大、市场风险有所累积，我们暂停了国债买卖。目前，债市整体运行良好，我们将恢复公开市场国债买卖操作。”

盖棺定性了，债市整体运行良好。而10月28日国务院关于金融工作情况的报告中提到，“10年期国债收益率保持在1.75%-1.85%左右，扭转了2024年单边较快下行的趋势”。说人话就是，10年国债1.75-1.85央妈认为是合理区间，他自己觉得可以买了。

这场仗打赢了，还要看另外一场，那就是信贷资源仍然过剩，呈现内卷式降价的特征。这一点，现任的邹副行长24年4月已给出过批示：“防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转，物价进一步降低，陷入负向循环。”

之前叫停过低的消费贷，禁止发放3%以下的房贷利率，已经充分体现了这一思路。但是做的还不够多，还要下大力气。和走出泥潭的证券市场、服服帖帖的债券市场相比，银行信贷市场还不够高质量。并且央行不是突发奇想突然开始关注这个问题，2023年8月的23年二季度货政报告已对银行净息差忧心忡忡；只是后面有更艰巨的化债任务，只能先放下不表苦一苦银行。

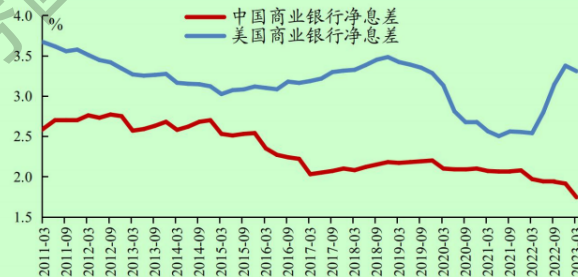
维港证券国际有限公司

2023年8月

专栏 1 合理看待我国商业银行利润水平

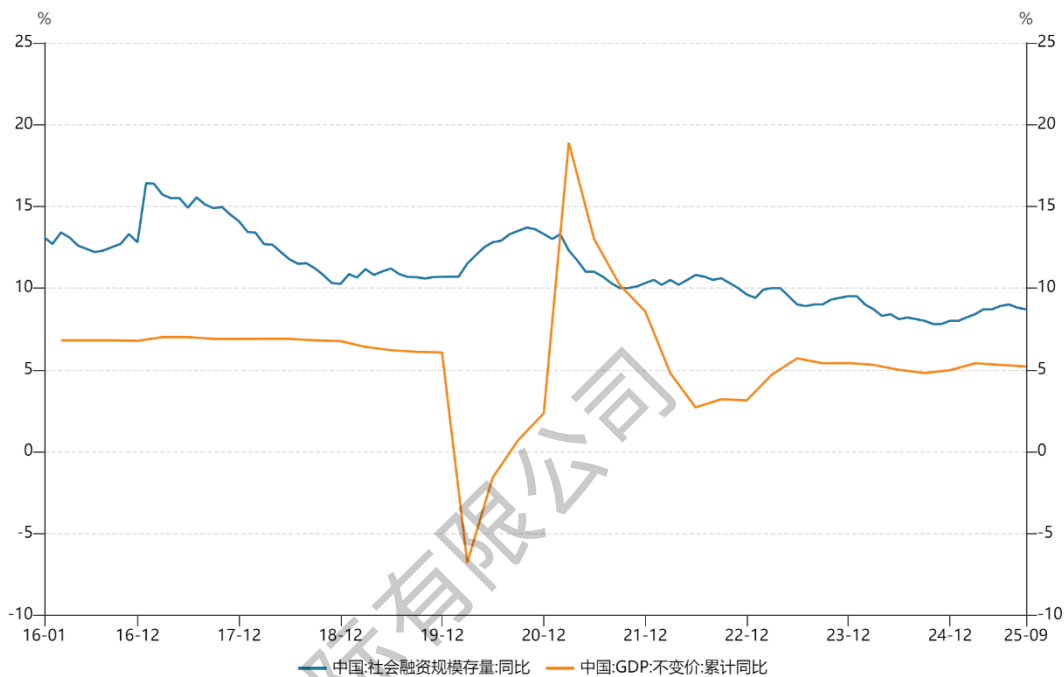
近年来，我国商业银行利润保持增长，但净息差持续收窄，利润增速有所下降。商业银行向实体经济发放贷款面临资本约束，化解风险也要消耗资本，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准。商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。

我国商业银行资产规模和利润总量逐步扩大，但净息差和资产利润率处下降趋势。2023 年第一季度末，我国商业银行总资产达到 337 万亿元，近 5 年年均增速约 10.4%。随着利率市场化改革深入推进，信贷市场竞争加剧，尤其新冠肺炎疫情以来，贷款利率下降较多，银行盈利能力有所下降。2023 年第一季度，商业银行净利润为 6679 亿元，同比增长 1.3%，增速较上年同期低 6.1 个百分点；净息差为 1.74%，资产利润率为 0.81%，同比分别下降 0.23 个和 0.08 个百分点，单位资产盈利能力降低，利润增长主要依靠资产规模扩大来“以量补价”。从国际看，2010 年以来，美国、日本、德国等主要发达经济体银行业净息差总体也呈下降趋势。2022 年美国银行业净息差阶段性回升，主要受美联储大幅加息影响；美国联邦存款保险公司公布的商业银行 2023 年第一季度净息差为 3.31%，接近我国的两倍，同比上升 0.77 个百分点。



2. 增强必胜信心

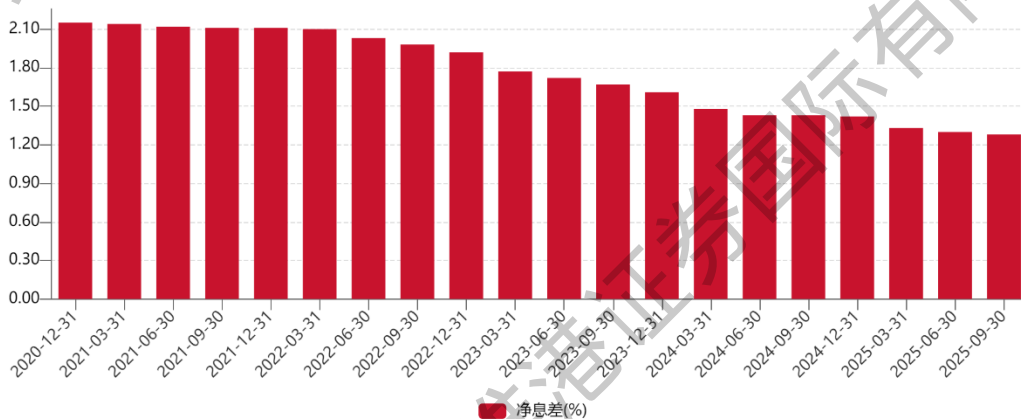
这是我入行以来第一次在货币政策执行报告里看到这句话，体现出了宏观经济层面管理层较强的信心；科技争霸与地缘方面，都和美国打得有来有回，G2 实至名归。因此同步也删除了对汇率市场的担忧表述，人民币维持相对强势的地位无忧所以敲打银行贷款利率并非是要紧货币，反而是前两年反复出现的、为了守汇率而维持银行间市场偏紧的回购利率的情况短期内不太容易出现，货币市场可以维持适度宽松状态。



数据来源: Wind

而本期专栏一提出的科学看待金融总量指标也在过去一年多里反复提及了,从长期来看,信贷和社会融资增速一定会继续向 GDP 增速靠拢,如果十五五期间的 GDP 增速目标是 5%左右,那么目前 8%-9%的社融增速自然是不可持续的,需要继续下台阶。23-24 年就有推进改革的想法,只是当时的经济环境不成熟,万一把 A 股吓死了怎么办。但现在六个金毛过来也难以把上证吓到 3800 下面,喊个 100%关税所有人都等着抄底,这种情况下做银行市场改革就不怕了,投鼠不忌器。

银行专项财务分析



数据来源: Wind

如果让我拍脑门,那么前两个季度债狗经历过的监管细则,恐怕银行信贷员们都会再经历一次,非常细致的窗口指导;以中债长端利率阶段性见底反弹 20-30BP、回到去年底水平为信号央行鸣金收兵,四大行净息差反弹到去年底水平,央行似乎可能才鸣金收兵。这是一个不提反空转的反空转。

3. 降息 or 不降息

可以降,本期货币政策报告态度总体是偏鸽的;但之前逆回购利率降 10BP、指望 LPR 降 20BP 的情况是不会出现了,银行已无利可让。2024 年以来逆回购利率降息 40BP 但 5 年

LPR 降 45BP、一线城市房贷 LPR 加点降更多，后续这个情况不会再有。怎么评估“督促银行不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”，究竟应该怎么算数？图 9 是去年大热的一张图，彼时大家都在计算对银行来说什么利率的国债配置相较于房贷更划算。如果以 10 年国债利率一到两个季度难以低于 1.7% 计算，那么在督促要求下，首套房贷利率不低于 3-3.1%、二套利率不低于 3.5% 左右应该是个红线。

图 5：银行投资比价表

	首套房贷	二套房贷	30Y	10Y			
			国债	国债	国开债	地方债	铁道债
名义收益率(A)	3.25%	3.60%	1.95%	1.70%	1.76%	1.90%	2.11%
税收成本(B)	0.95%	1.05%	0.00%	0.00%	0.44%	0.00%	0.37%
增值税	6%	6%	0%	0%	0%	0%	6%
所得税	25%	25%	0%	0%	25%	0%	12.5%
扣除税收成本后的收益(A-B)	2.30%	2.55%	1.95%	1.70%	1.32%	1.90%	1.74%
资金占用成本(C)	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%
风险权重	25%	25%	0%	0%	0%	20%	50%
资本充足率					15.62%		
资本利润率					8.77%		
实际收益(A-B-C)	1.96%	2.20%	1.95%	1.70%	1.32%	1.63%	1.05%

资料来源：Wind、国家法律法规数据库、中国政府网、国海证券研究所

虽然美联储刚开始降息阶段，但是我们似乎已经见到了房贷利率的中期底部。

维港证券国际有限公司



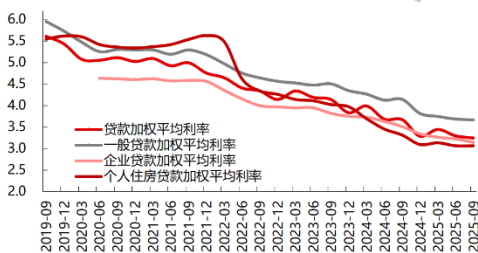
长江宏观 | 于博团队

2025Q3货政报告一图速览

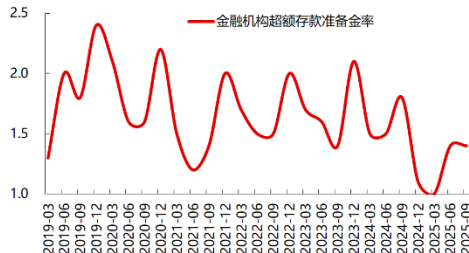


	2025Q3 20251111-2025年第三季度中国货币政策执行报告	2025Q2 20250815-2025年第二季度中国货币政策执行报告
国内外宏观经济形势分析	当前外部 不稳定不确定性因素较多 ，国际经济贸易秩序遇到严峻挑战，世界经济增长动能 不足 ，主要经济体经济表现有所分化，我国经济运行依然面临不少风险挑战，国内经济 回升向好基础仍需加固 。同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，要保持战略定力， 增强必胜信心，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。	当前外部环境 更趋复杂严峻 ，世界经济增长动能 减弱 ，贸易壁垒增多， 主要经济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 。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， 集中力量办好自己的事，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。
海外值得关注的问题	1、关税对贸易的影响或逐步显现，拖累全球经济增长。 2、全球金融市场风险仍需关注。 3、财政可持续性隐忧依然存在。 4、地缘政治冲突可能影响经济金融稳定。	1、经济复苏进程仍有不确定性，关税政策影响依然存在。 2、部分经济体通胀仍有粘性。 3、公共部门债务水平处于高位。 4、全球金融市场波动风险加剧。
工作总基调与要求	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， 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、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，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 ，持续 稳增长、稳就业、稳预期 。	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， 保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，强化宏观政策取向一致性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。
货币政策基调	实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种工具，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导。 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。持续营造适宜的货币金融环境。	落实落细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， 把握好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， 持续营造适宜的金融环境。
货币政策工具	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章” ，全力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等重点方向。	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 用好结构性货币政策工具 ，全力支持 科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸 等。
下一阶段主要政策思路	利率 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，推动社会综合融资成本下降。 汇率 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，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基本稳定。 物价水平 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。 金融风险 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。 地产 着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	利率 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 ，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。 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。 汇率 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， 坚决对抗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。 物价水平 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。 金融风险 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。 地产 着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效 ，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。
专栏	专栏1：科学看待金融总量指标 专栏2：基础货币与货币的关系 专栏3：“十四五”时期金融支持数字经济发展成效与展望 专栏4：保持合理的利率比价关系	专栏1：普惠小微金融服务十年成就与未来展望 专栏2：金融支持科技创新力度持续增强 专栏3：信贷结构持续优化 金融支持实体经济质效提升 专栏4：金融支持促消费要关注改善高品质服务供给

图：人民币主要贷款利率变动



图：超额存款准备金率变动



资料来源：央行，Wind，长江证券研究所；声明：本文根据公开信息整理，仅供参考，不代表分析师本人观点。
联系人：于博 (18516396875) /宋筱筱 (13072779516)