



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 26 期总第 1253 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市高新区
创新产业园二期 G3 栋 C 座 902 室

2025 年 4 月 11 日星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
海关总署发布对美加征关税细则	1
促进健康消费专项行动方案发布	1
3 月中国核心 CPI 同比明显回升	1
欧盟通过对美首轮加征关税措施	2
关税暂停令引发美股史诗级暴涨	3
货币市场	3
数字货币板块出现强势反弹	3
央行将实施好适度宽松货币政策	3
监管动态	4
防范和打击非法金融活动会议召开	4
人身险 2025 版“负面清单”出炉	4
金融行业	4
多家区域性银行下调存款利率	4
中国进出口银行出台助企方案	5
重点产业	5
引导储能电池行业转型升级	5
商业航空产业将进入高景气周期	5
地方创新	6
上海：推动“无线电+AI”应用探索	6
北京：出台 5G 规模化应用升级方案	6
深度分析	7
当前利率水平的逆周期调节效果	7



宏观经济

海关总署发布对美加征关税细则

4月9日,海关总署发布公告,根据国务院关税税则委员会相关公告,自2025年4月10日12时01分起,对原产于美国的所有进口商品,在现行适用关税税率基础上加征84%关税;2025年4月10日12时01分之前,货物已从启运地启运,并于2025年4月10日12时01分至2025年5月13日24时进口的(以下称“在途货物”),不加征本次加征的关税。对“在途货物”,进口企业可申请不加征本次加征的关税。进口企业应自行核实原产于美国进口货物的运输情况,确认装载有关货物的运输工具已于2025年4月10日12时01分之前从启运地启运,且相关货物于2025年5月13日24时前申报进口。申请不加征本次加征关税的“在途货物”,应在装载该货物的运输工具申报进境后申报进口;对自海关特殊监管区域、保税监管场所等出区内销和区外加工贸易内销等贸易方式下进口货物,申请不加征本次加征关税的,应在2025年5月13日24时前申报内销进口。

促进健康消费专项行动方案发布

4月9日,商务部、国家卫生健康委等12部门联合印发的《促进健康消费专项行动方案》发布,提出提升健康饮食消费水平、优化特殊食品市场供给、丰富健身运动消费场景、大力发展体育旅游产业、增强银发市场服务能力、壮大新型健康服务业态、引导健康产业多元发展、强化药店健康促进功能、组织健康消费促进活动、宣传推广健康理念知识10方面重点任务。其中,明确打击食品非法添加,开展有机食品认证有效性抽查。完善保健食品事前审评和事后评价机制。加大保健食品、“一老一小”等领域价格违法打击力度。支持地方建设体育公园、健身步道、全民健身中心、社会足球场等场地设施。深入实施“体育赛事进景区、进街区、进商圈”“跟着赛事去旅行”“户外运动 活力山水”等行动。支持老年人家庭适老化改造,研发适老化产品用品。加快建设康复医院、护理院、安宁疗护机构,支持医疗卫生机构开展医养结合服务。引导零售药店拓展健康促进、营养保健等功能。

3月中国核心CPI同比明显回升

4月10日,国家统计局公布的数据显示,受季节性、国际输入性因素等影响,3月份,居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)环比和同比均下降,但核心CPI明显回升,同比由上月下降0.1%转为上涨0.5%。3月份,CPI环比下降0.4%,同比下降0.1%,降幅明显收窄;PPI环比下降0.4%,同比下降2.5%。国家统计局城市司首席统计师董莉娟发文解读称,3月CPI环比下降主要受季节性因素和油价下行影响。一是天气转暖,部分鲜活食品大量上市,食品供应总体充足。二是旅游淡季出行人数减少,出行类价格有所下降。其中,飞机票和旅游价格分别下降11.5%和5.9%,合计影响CPI环比下降约0.13个百分点。三是国际油价下行影响。国内汽油价格环比下降3.5%,影响CPI环比下降约0.12个百分点。从边际变化看,提振消费需



求等政策效应进一步显现，核心 CPI 明显回升，核心 CPI 同比上涨 0.5%，供需结构有所改善，价格呈现一些积极变化。

一季度中小企业发展指数大幅上升

4 月 10 日，中国中小企业协会发布的数据显示，2025 年一季度，中国中小企业发展指数升至 89.5，环比增长 0.5 点，延续 2024 年四季度回升态势。分项指数呈现“7 升 1 降”格局，分行业指数“5 升 1 平 2 降”，分区域指数全面上升，折射出中小企业经营活力持续增强、发展预期稳步改善。取得这一数据的背后，既得益于市场内生动力的释放，也离不开政策支持、法律保障与数字化转型等举措的协同推进。数据显示，一季度中小企业完全开工率升至 50.4%，环比增长 11 个百分点。市场指数、效益指数分别环比增长 0.7 点和 0.7 点，劳动力需求指数上升 0.6 点，显示企业信心回暖。中小企业数量占民营企业总数的比重超 90%，是稳就业、促创新的重要力量。近期，政府密集出台政策“组合拳”，形成多维保障体系。工业和信息化部联合 16 个部门于今年 2 月启动“一起益企”中小企业服务行动，聚焦政策惠企、环境活企、创新强企、人才兴企、法律护企五大方向，全年推动政策精准落地。

欧盟通过对美首轮加征关税措施

4 月 9 日，欧盟 27 个成员国投票表决通过了对美国进口产品征收 25% 关税的反制措施，以报复特朗普政府 3 月 12 日宣布的对欧盟钢铁和铝征收关税的措施。欧盟第一波关税反制金额不大，但是产品选择比较精准，希望借此传达出欧盟有可能、有能力对美反制的信号。尽管欧盟内部在对美关税反制上存在分歧，匈牙利、意大利等成员国主张谨慎使用反制工具，但是德法在欧盟决策里还是起决定性作用，尤其德国是外向型经济，加征关税明显冲击德国经济，两国在对美反制上都有着比较坚定的立场。在特朗普肆意挑起关税争端、冲击全球自由贸易秩序之际，4 月 8 日国务院总理李强与欧盟委员会主席冯德莱恩通电话，向外界传递了积极的信息。冯德莱恩表示，欧盟始终高度重视对华关系。在当前形势下，欧中关系保持延续性、稳定性至关重要。欧方期待适时举行新一次欧中领导人会晤，共同庆祝欧中建交 50 周年。欧方愿同中方推进各领域高层对话，深化经贸、绿色经济、气候变化等领域互利合作。

关税暂停令引发美股史诗级暴涨

4 月 10 日，美国总统特朗普表示，已授权对不采取报复行动的国家或地区实施 90 天的关税暂停。消息传出后，交易员下调对美联储今年降息的预期，两年期美国国债大跌；美国股市盘中大幅拉升，三大指数收盘集体暴涨，截至收盘，道指大涨超 2900 点，涨幅达 7.87%，为 2020 年 3 月 25 日以来的最大涨幅；标普 500 指数大涨 9.52%，为 2008 年 10 月 29 日以来的最大涨幅；纳指大涨 12.16%，为史上第二大单日涨幅。隔夜美股大幅反弹后，亚太股市开盘大涨。MSCI 亚太指数一度上涨 5% 至 172.1 点；新加坡海峡时报指数一度上涨 8.7%，为 2009 年以来最大涨幅。在全球股市一片向好时，美债市场似乎“正在崩溃”，4 月 9 日，10 年期美债收益率一度升破 4.5% 关口，较 4 月 4 日 3.86% 的低位暴涨逾 60 个基点，30 年期美债收益率更是直冲 5% 关口。美国国债作为最具流动性的商品，连日出现抛售可能反映了市场对于现金的需求大幅抬



升，这种需求可能来自于股市等风险资产大跌而催生的追加保证金的需要。

俄美闭门会谈 5 个半小时

4 月 10 日，美国与俄罗斯代表团在土耳其伊斯坦布尔完成了就双方大使馆恢复正常运转的第二轮会谈，会谈持续五个半小时。美国国务院发表声明称，美俄代表团延续了第一轮会谈确立的建设性方针，交换意见并最终达成谅解，以确保俄美双边使团外交银行业务的稳定。美方再次对俄罗斯联邦“禁止雇用当地雇员”的政策表达关切，称该政策是阻碍美国驻莫斯科大使馆维持稳定、可持续人员编制的关键障碍。俄罗斯驻美大使达尔奇耶夫表示，在本次谈判中，俄美双方代表团一致同意，应该快速消除拜登政府时期遗留的敏感性问题。双方商定将继续采取措施，简化针对对方外交官的旅行和签证制度。此外，双方还交换了意见，确保驻对方国家外交使团享有稳定的银行服务。俄罗斯外交部表示，俄美在此次会谈中达成共识，同意就返还俄罗斯被没收的外交设施一事制定路线图，并计划在下一轮会谈中寻找解决方案。双方将视需要在近期就上述议题举行后续会议，具体时间、地点及双方代表有待进一步确定。

货币市场

数字货币板块出现强势反弹

4 月 11 日，数字货币板块迎来了一波强劲反弹，指数一度攀升至 1647.582 点，涨幅达到 2%。根据统计数据显示，4 月 11 日数字货币板块成交额高达 251.05 亿元，换手率为 2.78%，国民技术、芯原股份、南天信息、海联金汇和国芯科技等公司的表现尤为突出，成为市场关注的焦点。以国民技术为例，其股价在 4 月 11 日飙升至 26.59 元，涨幅达到 10.88%。这不仅得益于其在行业内的领先地位，更与公司最新发布的战略计划密不可分。与此同时，芯原股份也表现出色，涨幅为 10.85%。凭借其技术优势，该公司正在积极推动数字货币的应用落地，帮助企业实现数字化转型。而南天信息的上涨则反映了市场对数据安全的高度重视。在当前信息泄露频发的背景下，投资者对数据安全相关企业的关注度显著提升。数字货币板块的强劲反弹是一个积极的信号，投资者对于数字货币的兴趣在逐步复苏。特别是在利好政策以及技术进步的推动下，数字货币的应用场景越来越丰富。

央行将实施好适度宽松货币政策

4 月 11 日，据人民银行官网消息，日前中国人民银行副行长宣昌能赴马来西亚吉隆坡出席东盟与中日韩 (10+3) 财政和央行副手会，并代表中方作为 10+3 财金合作机制联合主席主持相关讨论。会议讨论了美国关税政策对全球和区域宏观经济形势造成的影响、完善清迈倡议多边化 (CMIM) 机制和 10+3 宏观经济研究办公室 (AMRO) 等议题，并在深化区域内政策协调和加强区域金融安全网等领域达成一系列共识。会议一致通过了在清迈倡议多边化机制下以人民币出资的法律安排。中日韩三方同期举行了财政和央行副手会，就经济形势和区域内财金合作交流意见。宣昌能重点介绍了面对当前全球不确定性上升的挑战，中国人民银行将实施好适度宽松的货币政策，支



持金融市场平稳运行，巩固经济持续回升向好势头。此外，宜昌能还在会间与韩国副财长崔志荣、韩国央行副行长权珉秀、新加坡金管局副总裁梁新松双边会谈，就全球不确定性对各国影响交换了意见。

监管动态

防范和打击非法金融活动会议召开

4月10日，据金融监管总局消息，2025年防范和打击非法金融活动部际联席会议全体（扩大）会议暨打击非法集资专项行动推进会议在京召开。会议要求，要进一步健全防非打非工作机制，坚持“管合法更要管非法”“管行业必须管风险”，着力提升齐抓共管工作效能。要有序压降存量风险，全力破解处置难题，持续巩固提升成果，扎实推进专项行动顺利收官。要把严市场准入关口，完善监测预警体系，健全行政处置机制，强化宣传教育引导，持续深化综合施策和源头治理。要坚持稳字当头，切实做好安全稳定各项工作。会议要求，今年要进一步健全防非打非工作机制，坚持“管合法更要管非法”“管行业必须管风险”，着力提升齐抓共管工作效能。要有序压降存量风险，全力破解处置难题，持续巩固提升成果，扎实推进专项行动顺利收官。要把严市场准入关口，完善监测预警体系，健全行政处置机制，强化宣传教育引导，持续深化综合施策源头治理。要坚持稳字当头，切实做好安全稳定各项工作。

人身险 2025 版“负面清单”出炉

4月11日，金融监管总局在业内下发《人身保险产品“负面清单”（2025版）》，这已是监管连续第五年发布人身险产品“负面清单”。最新版清单覆盖产品条款表述、产品责任设计、产品费率厘定及计算假设、产品报送管理等四部分，共涵盖103条内容，相较于2024年增加9条具体要求。针对产品条款表述，2025版负面清单补充“条款中约定的残疾定义的评定标准没有明确的国家标准或行业标准依据。相关评定标准未包含标准的全称、发布机构、发文号及标准编号”“未使用由中国保险行业协会发布的产品示范条款”两条红线。产品责任设计方面，监管对年金保险、两全保险和万能保险均补充相关约束。明确将“年金保险、两全保险比照增额终身寿险的增额形式设计”“万能保险追加保费条款描述不清晰，欠缺管理机制，产品设计的审慎性不足”加入清单。相关内容均指向近年来行业着力推进的“报行合一”，其并非简单的要求执行与备案的备用水平一致，更需要保险公司在设定费用比例时做到合理与审慎。

金融行业

多家区域性银行下调存款利率

4月9日，多家区域性银行正在密集下调存款利率，调整幅度为5个基点至38个基点，中长期定期存款利率调整幅度较大。比如，江西江州农商银行于4月9日起调整存款挂牌利率。调整后整存整取3个月期1%、1年期1.5%，3年期1.48%，5年



期1.47%，较之前下调10个基点、5个基点、5个基点、38个基点。山东茌平沪农商村镇银行也于4月9日起调整存款挂牌利率，整存整取3个月期和5年期的最新年利率为1.4%、2.15%，调整前的定期存款年利率分别为1.55%、2.2%。广西扶绥农商行于4月10日起调整存款挂牌利率，3个月期、6个月期、1年期相较之前下调20个基点，2年期下调25基点，3年期和5年期均下调35基点。融360数字科技研究院高级分析师表示，近期多家区域性银行通过下调中长期存款利率，主要是为了优化负债结构，应对存款定期化带来的成本上升问题。后续市场利率低位运行、政策利率调整预期、银行负债成本控制需求等多重因素的影响，银行存款利率仍有一定的下调空间。

中国进出口银行出台助企方案

4月11日，中国进出口银行出台《关于培育民营企业国际经贸合作和竞争新优势的专项方案》，《专项方案》围绕加大支持力度、统筹发展与安全、强化落实和保障等三方面推出16条具体措施，进一步强化对民营企业开展对外贸易、“走出去”、参与共建“一带一路”和发展新质生产力等方面的金融支持。根据《专项方案》，进出口银行将积极满足民营企业对外经贸多场景、全链条融资需求，重点支持跨境电商、海外仓、外贸综合服务平台等外贸新业态新模式发展，助力民营企业拓展中间品贸易。丰富金融服务场景，支持民营企业有序合理跨境布局产业链，参与境外经贸合作园区建设，实现从“走出去”到“走进去”。优化金融资源配置，支持民营专精特新“小巨人”、制造业单项冠军等优质创新主体开拓海外市场，在全球范围内深化生产制造、科技研发等合作，获取新质生产力要素。《专项方案》还对提升主题金融债使用效能、优化产品和服务、加强银政合作等方面工作进行了部署安排。

重点产业

引导储能电池行业转型升级

4月10日，工业和信息化部电子信息司二级巡视员周海燕在第十三届储能国际峰会暨展览会上表示，近期，工业和信息化部联合国家发展改革委、国家能源局等七部门印发实施《新型储能制造业高质量发展行动方案》，下一步工业和信息化部将深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，会同有关方面做好产业推进工作，主要聚焦强化行业规范管理、加快技术创新、推动应用拓展、筑牢产业安全基石、完善产业生态体系五个方面。工业和信息化部将强化行业的规范管理，深入实施锂电池行业规范条件政策，针对新型储能发展和应用需求，引导储能电池行业加快技术进步和转型升级。加快技术创新方面，聚焦高安全、高可靠、高效能、长寿命等方向，支持先进储能技术和产品研发，支持固态储能电池等攻关突破，推动新一代信息技术与新型储能深度融合。推动应用拓展方面，鼓励新型储能技术在电力场景的应用，推动风光储一体化、光储充一体化等新模式落地，助力新型电力系统建设。

商业航空产业将进入高景气周期

4月10日，北京市委书记尹力围绕“加快建设北京国际科技创新中心，培育壮大



商业航天产业”开展调查研究。尹力强调，要聚焦产业协同，做大商业航天产业集群。紧抓大规模星座建设运营契机，积极服务和融入卫星组网布局，完善产业链上下游配套。持续做强经开区火箭大街、海淀区卫星小镇等特色产业园区，推动火箭一体化发展。发挥北京创新辐射带动作用，依托京津冀“六链五群”产业协作机制，推动更多核心零部件企业在京津冀范围内优化布局。要聚焦示范应用，加快形成空天经济新业态。民生证券认为，2025 年将是我国两大星座规模组网发力之年，同时地面应用环节将有望在今年迎来重大变革。国海证券认为，商业航天经济规模持续增长，2022 年全球市场达 4276 亿美元，中国市场超万亿元人民币，2015—2021 年 CAGR 为 22%。2022 年全球商业航天收入 4276 亿美元，占航天经济总规模的比例为 78%，随着多重因素推动我国低轨卫星发射进程加速，预计我国商业航天产业链将进入高景气周期。

地方创新

上海：推动“无线电+AI”应用探索

4 月 10 日，上海市无线电管理工作会议召开，就 2025 年度上海市无线电管理工作进行了部署。为了更好将频谱资源管理与国家战略任务、上海产业发展需求相结合，更好服务全市经济社会高质量发展，上海市经济和信息化委员会主任张英表示，一是要紧扣重点领域，支撑保障新兴产业安全健康发展。一方面，要做好低空经济、卫星互联网、车联网、5G 工业专网等新兴产业的频谱资源保障，加强无线电赋能产业高质量发展。另一方面，要提升无线电频谱创新利用水平，加快创建国家级无线电频谱技术创新中心，积极筹办 2025 世界人工智能大会“AI+无线电”专业论坛，办好首届全球“AI+无线电”挑战赛等。二是聚焦能力提升，更高水准筑牢城市无线电安全防线。要加强无线电管理队伍建设，积极推动“无线电+AI”的应用和探索，更好发挥上海市电磁频谱管控大队力量。三是凝聚各方合力，构建共建共治共享无线电管理生态。在强化部市协同、部门协同、市区协同、区域协同上再下功夫。

北京：出台 5G 规模化应用升级方案

4 月 10 日，北京市经济和信息化局、北京市通信管理局联合印发《北京市 5G 规模化应用“扬帆”行动升级方案（2025—2027 年）》，提出到 2027 年底，构建形成“能力普适、应用普及、赋能普惠”的 5G 发展格局，全面实现 5G 规模化应用，提升 5G 赋能千行百业应用水平，成为国内领先的 5G 应用标杆城市。根据方案，北京力争到 2027 年底 5G 个人用户普及率基本达到 100%，5G 网络接入流量占比超 75%。5G-A 应用部署加速推进，工业领域规上企业 5G 应用渗透率达 45%，5G RedCap、5G 物联网终端连接数超 400 万。方案提出，探索在人形机器人中预置 5G 模组，加强人形机器人与 5G 工业互联网协同适配能力，推进具备 5G 通信能力的人形机器人在高端制造场景、消费服务场景规模化应用，丰富系统性解决方案，拓展人机协同、柔性生产等制造新模式。深度赋能基于 5G 的智能机器人、智能移动终端、云设备等的研发展示与场景落地，积极孵化融合 5G 的 XR 业务架构、裸眼 3D 技术应用等的创新业态。

深度分析

当前利率水平的逆周期调节效果

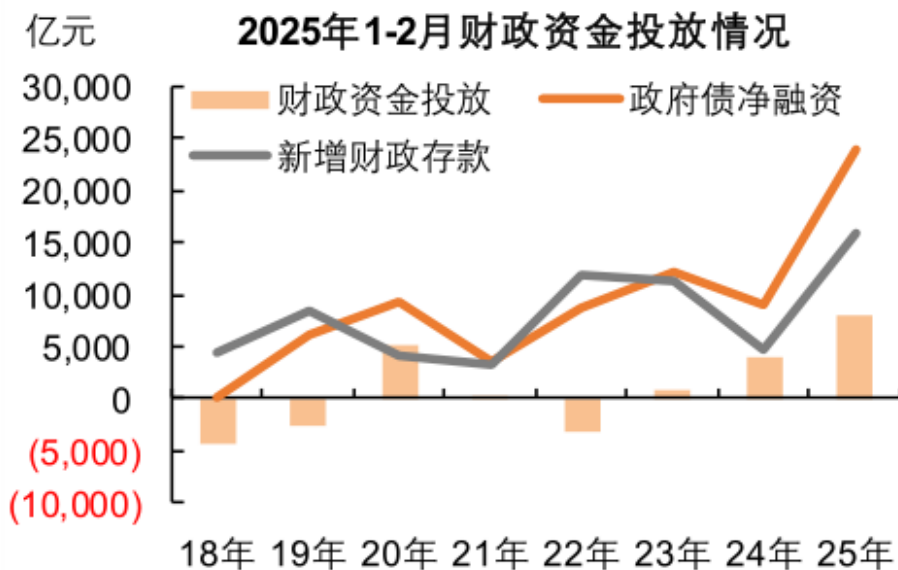
钟正生 (平安证券首席经济学家,

中国首席经济学家论坛理事)

来源: 中国首席经济学家论坛

一、财政打头阵，货币缓配合

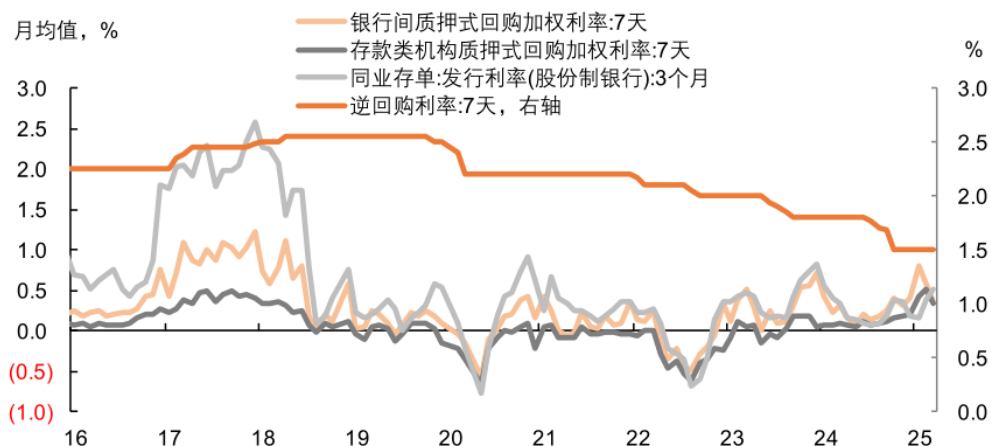
2025 年初以来财政政策率先发力。从金融数据观察，今年 1-2 月政府债净融资 2.39 万亿，相比 2024 年同期高 1.49 万亿元，同期财政存款较去年同期高 1.11 万亿元，以此推算 1-2 月份的投放财力比去年同期均值高 3800 多亿元。从重大项目开工来看，MySteel 统计的今年 1-2 月各地重大项目开工投资额较去年同期增长近四成，项目开工前置。从按资金拨付进度统计的基建投资增速来看，相比于去年 12 月单月，今年 1-2 月基建投资增速提升 2.5 个百分点至 10%。从政府债发行来看，地方债务置换集中推进，截至 3 月 27 日，2025 年已发用于偿还债务的特殊再融资地方债 13373 亿 (全年额度 20000 亿)，保持了集中发行的势头，有助于继续帮助拓展地方财政空间。国债发行进度显著快于历史同期水平，到 3 月 25 日累计发行 14680.3 亿，达到中央赤字目标的 30%，中央财政前置发力。以上数据均表明今年财政资金拨付较快。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 1: 今年 1-2 月财政资金投放量较高

而货币政策的配合显得不足。这主要在于银行间资金利率上行并持续偏离政策利率 (DR007、R007 与政策利率的差值已扩大到与 2017 年相近水平)，商业银行负债成本抬升，不利于实体融资成本下行。一方面，去年二季度以来，商业银行负债端对存款的依赖度再度下降、而对央行资金投放的依赖度上升。在企业存款拖累增大的情况下，央行公开市场资金投放规模不够充分，就会形成商业银行“缺负债”的状态，从而影响资产端信贷投放的价格。另一方面，在资金面收紧情况下，政府债融资成本已回升至去年底债券市场利率过快下行之水平。倘若债券市场进一步延续调整，也不利于对财政发力的良好配合。



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

图 2: DR007、R007 与政策利率的差值扩大到与 2017 年相近水平



资料来源: 企业预警通, 平安证券研究所

图 3: 2024 上半年存款增速迅速下台阶

二、偏高实际利率待主动纠正

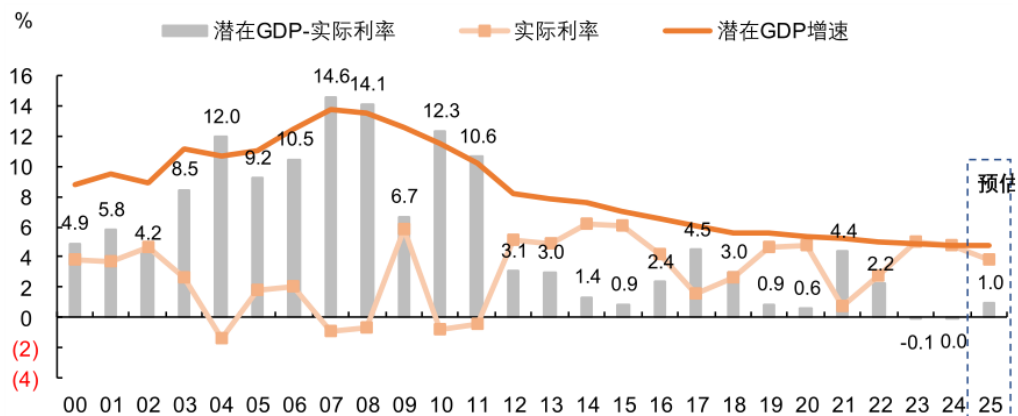
尽管去年四季度货币政策降准降息力度较大, 贷款利率和债券利率均呈快速下行, 但当前物价指标尚未改善, 从合理实际利率角度仍然需要货币政策主动发力。

以(贷款加权平均利率-GDP 平减指数)作为实际利率的宏观刻画指标, 也就是将资金的名义价格与广义的价格指数进行对比, 衡量资金的真实价格。本轮贷款实际利率的高点是 2024 年一季度, 达到 5%, 到 2024 年四季度下降到 4.02%。在这接近 1 个百分点的降幅中, 贷款名义利率下行贡献了 0.71 个百分点、GDP 平减指数回升贡献了 0.27 个百分点。可见 2024 年货币政策发力比较积极, 不过贷款利率下行主要集中在四季度(下行 0.33 个百分点), 发力相对后置。截至 2024 年四季度, 尽管金融机构贷款加权平均利率已降至 3.28%, 但由于物价水平仍然为负, 4% 的实际贷款利率纵向比较仍然不低, 从而对实体经济的支持力度仍不够突出。

前央行行长易纲曾指出, “保持实际利率略低于经济增长率是比较合理的, 有利于债务可持续, 并可以给予经济增长适度的激励”。2023 年一季度货币政策执行报告中, 央行也表示“从过去二十年的数据看, 我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一‘黄金法则’(Golden Rule)水平上, 与潜在经济增长水平基本匹配, 有利



于实现宏观均衡，保持物价基本稳定。”回顾历史，2012 年到 2022 年的 11 年间，中国实际利率相比于潜在 GDP 增速的差值多在 0.9 个百分点以上，平均达到 2.4 个百分点；而 2023 和 2024 年这一差值转为微负，说明货币政策“留有余地”的程度是有所减弱的。因此，要“加大逆周期调控力度”，货币政策应当主动发力，促进名义利率下降与物价水平回升双向收敛。

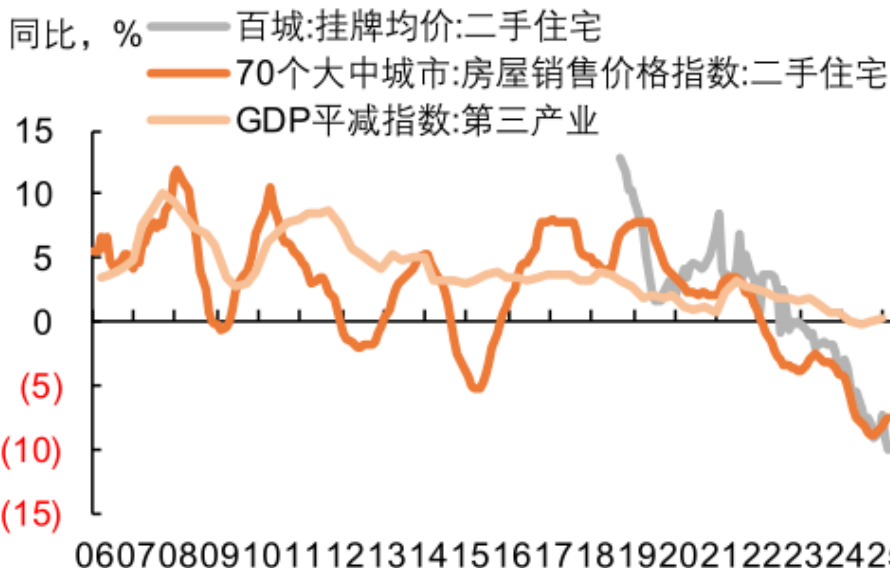


资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 4: 2025 年实际利率有必要下调 1 个百分点

从历史规律来看:

1、贷款实际利率显著下行主要是在物价水平显著回升的情况下实现的，包括 2009-2011 年、2016-2017 年、2021 年。而当前物价回升的堵点主要在于工业领域产能利用率较低（尽管去年四季度显著改善，但持续性尚无保障，尤其从今年 1-2 月 PPI 环比仍未负来看）、房价下跌尚未遏止（2 月百城二手住宅挂牌价同比跌幅扩大至 10.1%）、以及居民消费意愿仍然偏弱。货币政策提出的“更大力度促进楼市股市健康发展”、“促进消费和稳定外贸”等方向需更快落实。



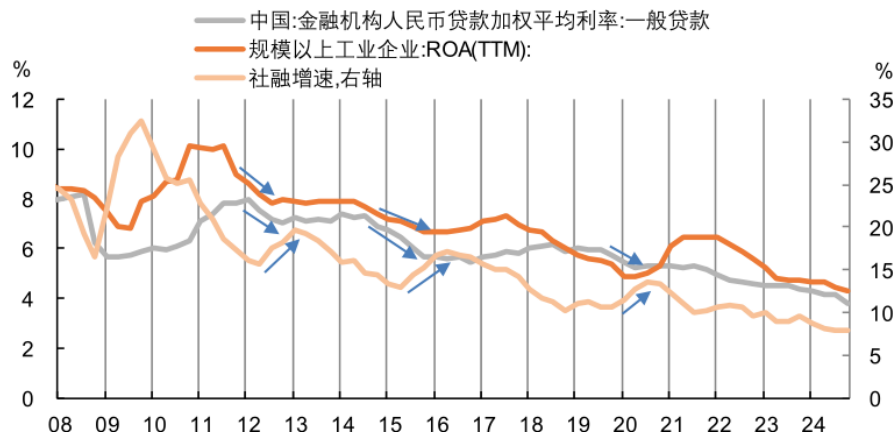
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 5: 房价下跌尚未遏止，仍然压制物价水平

2、贷款实际利率与住户贷款增速呈较稳定的反向关系，与企业贷款增速方向偏向一致。这说明偏高的贷款实际利率对住户贷款的压制更为明显。去年以来住户贷款（大部分是房贷相关）增速再下台阶，企业贷款同步放缓，也意味着货币政策的支持有必要进一步加码。

三、激发内生动能需较大幅降息

当前企业投资回报率尚未企稳，从历史经验来看，需要贷款利率较集中、较大幅度调降，才能启动“利率降低—融资增长—投资回报率上升”的正循环。在本轮企业投资回报率下行过程中，央行降准、降息的节奏是渐进的、温和的，与前几轮成功启动社会融资、进而实现企业投资回报率企稳所用力度相比，仍有差距。其中固然有降准、降息空间已日益收窄的因素，但正如李强总理在政府工作报告中所言“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”，从中长期来看货币政策集中发力或许反而更能节省甚至创造政策空间。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 6: 企业投资回报率企稳回升往往需要贷款利率较集中较大幅度下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 7: 历史上的降准降息与平均贷款利率走势

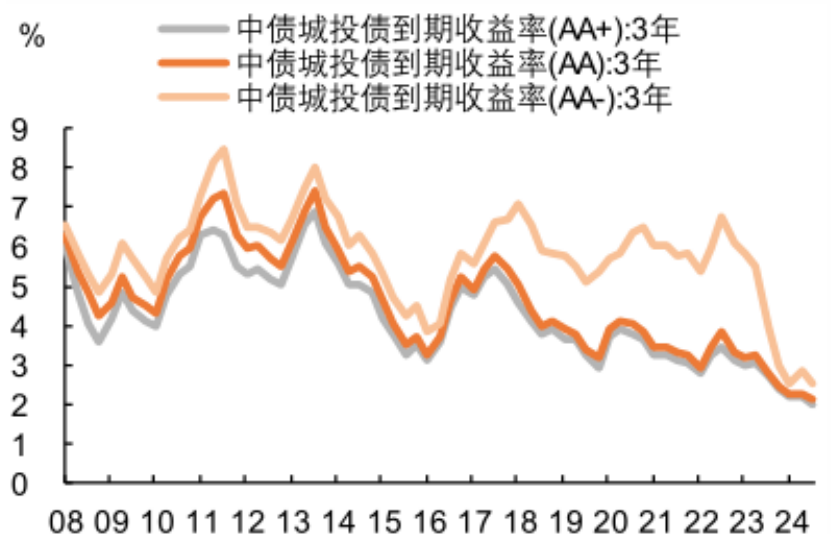
2024 年我国规模以上工业和制造业总体 ROA 分别仅高于一般贷款加权平均利率 0.5% 和 0.2%，这对于企业投融资意愿的刺激并不够。分行业来看，41 个行业中，平均 ROA 显著高于贷款平均利率的行业（以 ROA 超过 5% 为分界）有 19 个，占比不到一半，其中不乏一些垄断性质的行业，譬如石油和天然气、有色、煤炭开采业，以及烟草和制酒行业等。2024 年全年一般贷款加权平均利率约下降 0.5%，与工业和制造业 ROA 的年度降幅相当，不足以对企业投融资意愿（代表经济内生活力）形成额外刺激。

四、配合财政发力还应更进一步

地方债务置换可以起到降低地方政府融资成本、节省利息支出的作用。我们依据 DM 整理的发债城投名单测算，截至 2023 年末城投有息负债规模约 72.8 万亿元，年化融资成本约 5.05%，而 2024 年四季度地方政府债券平均发行成本约为 2.2%。财政部长蓝佛安表示“去年发行的 2 万亿元置换债券，利率水平下降平均超过 2.5 个百分点”，

“预计这部分置换债券 5 年利息减少 2000 亿元以上”，也就是年化节省利息支出 400 亿。今年置换债券继续发行 2 万亿，与去年叠加，简单外推约可降低年化利息支出约 800 亿。

央行行长潘功胜表示“2024 年末，融资平台经营性金融债务规模约 14.8 万亿元，较 2023 年初下降 25% 左右”，“2024 年四季度，融资平台新发行债券平均利率为 2.67%”。据此计算：国家认定的 2023 年末融资平台经营性债务约为 19.7 万亿，加上认定的隐性债务为 14.3 万亿，2023 年末国家认定的融资平台债务共约 34 万亿。这约为民间机构 DM 整理的融资平台债务规模 72.8 万亿的一半。而剩余未被认定债务的还本付息，有可能仍会对地方财政形成一定压力。2024 年以来，城投债等级利差显著收窄，财政与货币配合取得明显成效。鉴于融资平台化债仍在进行中，今年货币政策仍有必要进一步配合。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 8: 2024 年以来城投债等级利差显著收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 9: 今年政府债利率继续下行, 付息规模会上升

尽管债务置换起到了降低地方政府融资成本的作用，但考虑到今年政府债券发行增长较快，政府债付息对广义财政的占用将进一步抬升。2024 年末国债和地方债托管

量为 81.2 万亿，2025 年政府工作报告安排新增政府债务总规模 11.86 万亿、地方政府置换债规模 2 万亿，预计到 2025 年末政府债余额将达到 95.1 万亿，同比增长 17.1%。考虑到预算安排的广义财政收入仅较去年增长 0.2%、广义财政支出增长 9.3%，均低于政府债规模增速。

按照(政府债券利息支付/政府债券平均余额)计算存量政府债务的平均利率，2024 年为 2.9%，较 2023 年下降 0.2 个百分点。假设 2025 年货币政策配合使政府债券融资成本以同样斜率下降，全年政府债利息支付也会增至近 2.6 万亿，政府债付息占 2025 年广义财政预算收入的比例将上升至 9.1% (去年为 7.8%)、占广义财政预算支出的比例将升至 6.1% (去年为 5.7%)。可见，如果货币政策疏于、慢于配合，财政发力的效果势必会被削弱。如果今年政府债券融资成本持平于去年，则政府债利息支付将较上述测算增加超过 1900 亿，这超过了前述债务置换所带来的利息节省规模。

事实上，2025 年 1-2 月一般公共预算支出中的“债务付息” (涵盖国债和地方一般债付息) 同比增速跳升至 19.7%。在政府债融资规模增长较平稳时期，债务付息增速与政府债融资利率的变化方向基本一致。但 2024 年地方债发行利率显著下行，而债务付息增长呈现刚性，就与政府债发行规模较快扩张有关。今年 1-2 月政府债规模增速抬升、地方债发行利率也出现反弹，就造成了债务付息增速跳升，对财政支出形成更多挤占。考虑到全年政府债规模增速不会比 1-2 月明显下降 (按照发行额度计划全年增速为 17.1%)，倘若政府债券利率不能进一步下行，则债务付息的较快扩张可能会限制财政稳增长和保民生作用的发挥。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 10: 2025 年 1-2 月“一本账”债务付息支出增速跳升

五、降息的约束条件在边际缓解

首先，得益于今年 3 月以来美元指数显著回落，人民币汇率阶段性企稳。年初以来，美元指数已累计下跌 4.12%，美元兑人民币在岸和离岸汇率则分别下跌 0.49% 和 0.92%，人民币升值幅度相对较小。这主要受到两方面因素的压制：一是，我国直接投资项下资本外流压力仍然较大，经济主体结汇意愿进一步下降，导致外汇市场上对美元需求仍然超过人民币；二是，美国对华加征关税的威胁使得外汇市场情绪日益谨慎，尤其是随着特朗普 4 月 2 日宣布对全球实施“对等关税”政策。因此，近期人民币汇率企稳主要得益于美元指数走弱，这背后是市场转而交易“特朗普衰退” (认为关税政策将导致美国通胀上升、增长放缓) 以及欧洲财政刺激计划形成“欧强美弱”预期。如果说央行在等特朗普关税“大棒”最凶险的时刻再“出牌”，那么随着全球对等关税落地、今年先后加征的共计 54% 关税对中国外贸的冲击开始体现，这一时刻正在临近，央行可能需要适当地“走在曲线前面”。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 11: 美元指数显著回落, 人民币汇率阶段性企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 12: 今年 1-2 月直接投资项下资本外流压力仍较大

其次, 前期债券利率下行过快问题已经纠偏。潘功胜行长 3 月 6 日记者会上指出, “针对前期长期限国债收益率短期内快速下行问题, 人民银行从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况, 及时向市场参与机构提示风险, 强化监管协同, 有效弱化和阻断风险的累积。” 3 月 18 日央行一季度货币政策例会上再次强调, “从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况, 关注长期收益率的变化”。我们认为, 央行严加防范的是部分“中小市场金融机构风险意识淡薄、推波助澜、羊群效应”, 这从 2023 年美国硅谷银行事件被反复提及中即可窥见一斑。尤其是去年底在经济基本面呈现好转的情况下, 10 年国债收益率却出于对货币政策“适度宽松”的预期在 1 个月内快速下行 35bp。而经过今年初以来的调整, 10 年国债收益率从 2 月 6 日的 1.6% 回升至 3 月 17 日的 1.9%, 一度上行达到 30bp, 累计调整幅度已经不低。当前机构对于后市债券交易的分歧较大, 央行此时降息引发市场超调的可能性不高。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 13: 2025 年以来债券利率下行过快问题已得到纠偏

最后, 稳定商业银行净息差的措施得以丰富。商业银行净息差收窄, 也是此前央行进一步降息的掣肘因素。不过, 目前央行已通过多种方式帮助降低商业银行负债成本、稳定净息差。这包括: 2024 年 11 月末, 《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》, 要求降低同业存款利率水平。3 月 6 日潘行长提出, 优化科技创新和技术改造再贷款政策, 降低再贷款利率。3 月 25 日央行宣布, 自本月起 MLF 将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作, 这一调整标志着 MLF 利率的政策属性完全退出, 也意味着 MLF 资金成本或将总体下降。3 月 30 日, 建设银行、中国银行、交通银行、邮储银行公告显示, 拟通过向特定对象发行 A 股股票的形式募集资金, 补充核心一级资本, 募资总额为 5200 亿元, 其中财政部通过特别国债注资 5000 亿元。这些降低商业银行负债成本的措施加持下, 央行降息空间有所拓展。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。