

货币政策落实落细，宏观策略维持积极

——中国货币政策系列二十一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

9月23日央行三季度例会。会议建议加强货币政策调控，提高政策前瞻性、针对性、有效性。会议新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”。

核心观点

■ 关注四季度总量政策

政策目标：三季度增加“持续发力、适时加力”，预计存在进一步宽松的空间。

经济形势：外部角度，美联储降息25基点但央行整体表述不变，略趋谨慎；内部角度，删去“风险隐患较多”表述，货币政策可能逐渐从防风险转向推动经济增长。

宏观政策：对货币政策实施结果更为重视，关注四季度通货膨胀预期的逐渐改善可能。

货币政策：删去“研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作”表述，强化了需求侧政策要求。预计政策发力在“小微企业、稳定外贸”这两个方面。

结构政策：与二季度相同，房地产市场进入到稳定区间，“防风险”或让位于“总需求”。

汇率政策：与二季度相同，美元持续走弱的背景下，人民币端的压力有所减轻。

■ 宏观策略维持积极

9月央行发布的三季度货币政策例会新闻稿和二季度基本维持不变：做强国内大循环仍是政策的核心。三季度对于货币政策的表述进一步强调“落实落细”，显示出对于货币政策宽松的进一步要求在上升。我们维持年度宏观策略将为积极的判断，权益市场上维持国内权益资产的配置判断，利率市场上继续关注中债收益率曲线的陡峭化过程。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
《货币政策委员会例会》对比分析	3
第一段：货币政策	3
第二段：形势分析	5
第三段：政策要求	7
第四段：政策改革	9
第五段：政策指导	11

图表

图 1: 三季度货币政策延续宽松 单位: %	4
图 2: 存款准备金率保持降低方向 单位: %	4
图 3: 股市和经济周期 单位: %YOY	4
图 4: 楼市价格变化和地产周期 单位: %YOY	4
图 5: 美国通胀走势具有较强的韧性 单位: %YOY	6
图 6: 美联储宽松边际上在转变 单位: %PCT	6
图 7: 美联储会议纪要偏鹰派 单位: STD	6
图 8: 二季度美债净持有所扩张 单位: 万亿美元	6
图 9: 外汇风险准备金率 单位: %	8
图 10: 外汇储备同比变动和出口 单位: %YOY	8
图 11: 货币增速维持小幅改善 单位: %	8
图 12: 人民币存贷差继续上升 单位: 万亿元	8
图 13: 结构性货币工具回落 单位: %YOY, 亿元	10
图 14: 央行公开市场操作 单位: 万亿元	10
图 15: 央行外汇储备结构变化 单位: %YOY	10
图 16: 银行关注类贷款占比回落 单位: %PCT	10
图 17: 2025 年 8 月中央银行各项工具流动性投放情况 单位: 亿元	10
图 18: 华泰期货宏观热力值 单位: STD	12
图 19: 财政继续保持积极 单位: 亿元	12
图 20: 三季度 HIBOR 利率显示流动性收紧 单位: %	12
图 21: 低通胀的问题仍待解决 单位: %	12

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行二季度和三季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为三季度报告新增部分，**红色删除线**为对二季度报告删除部分。

第一段：货币政策

三季度表述：

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，**持续发力、适时加力**，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

二季度表述：

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

华泰分析：

在货币政策分析段，三季度相比较一季度、二季度的表述基本保持一致，只是在表述时增加了“持续发力、适时加力”²。

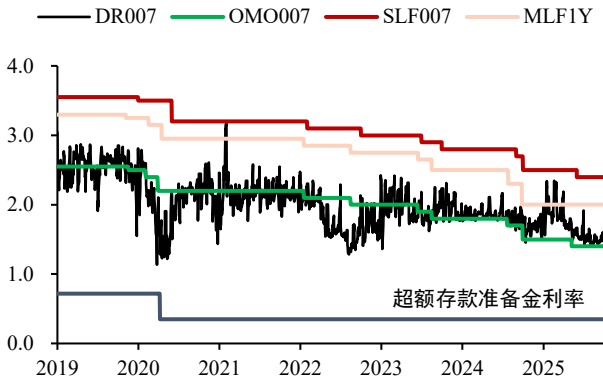
这一表达来源于7月底的政治局会议——宏观政策要持续发力、适时加力，体现出货币政策持续宽松的态度，在美联储9月开启降息的背景下，预计四季度国内货币政策仍存

¹ 二季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5763268/index.html>；三季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5855060/index.html>

² 参见《政治局会议系列：弱化风险，关注内需政策发力》

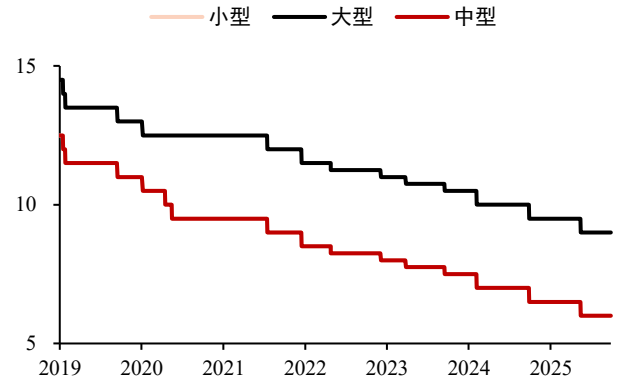
在进一步宽松的空间。

图 1：三季度货币政策延续宽松 | 单位：%



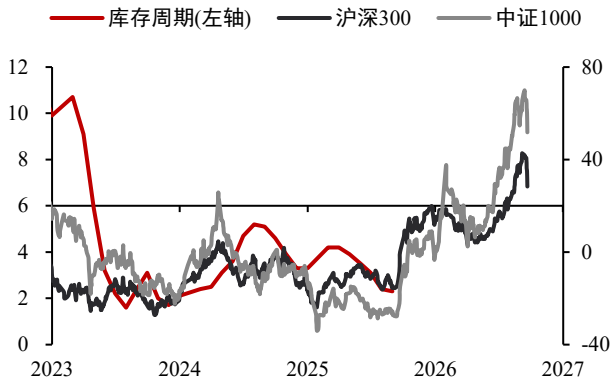
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率保持降低方向 | 单位：%



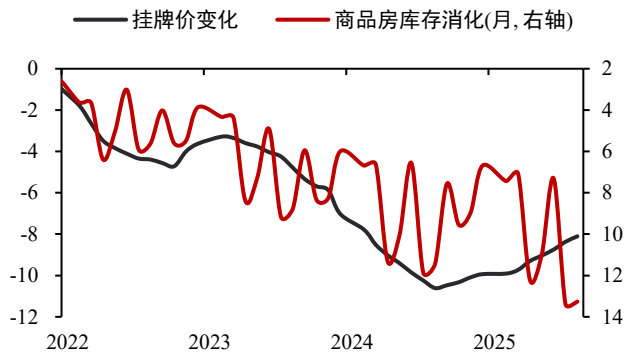
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：股市和经济周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：楼市价格变化和地产周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第二段：形势分析

三季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势，**认为**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，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济**运行稳中有进**，社会信心持续提振，高质量发展**取得新成效**，但仍面临国内需求不足、物价低位运行等困难和挑战。要**落实落细**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，**促进**经济稳定增长和物价处于合理水平。

二季度表述：

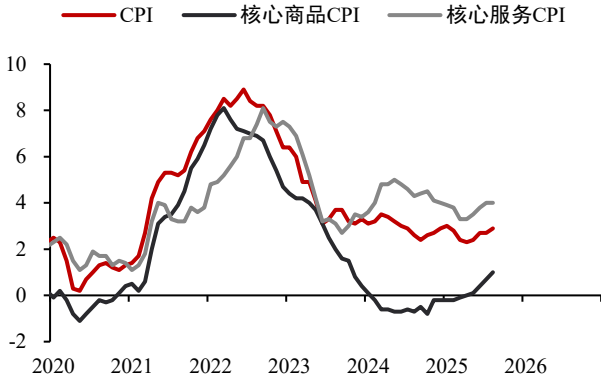
会议分析了国内外经济金融形势，**提出**当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济**呈现向好态势**，社会信心持续提振，高质量发展**扎实推进**，但仍面临国内需求不足、物价**持续**低位运行、**风险隐患较多**等困难和挑战。要**实施好**适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，**保持**经济稳定增长和物价处于合理水平。

华泰分析：

在形势分析段，和二季度相比，三季度表述进一步积极。主要表现在：

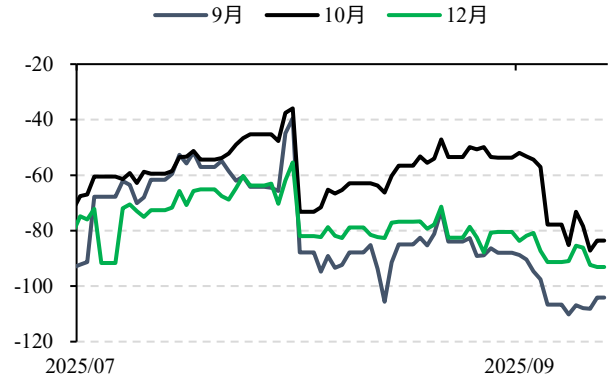
- 1) 对于外部经济和金融形势，与二季度表述一致，都认为：1、外部环境更复杂和严峻；2、经济动能继续减弱；3、贸易壁垒继续增加；4、经济体表现分化，以及 5、通胀和货币政策的调整存在着不确定性，这点在美联储 9 月降息 25 个基点之后央行继续维持“不确定性”的表述不变，体现出央行短期内可能对于货币政策调整保持一定的谨慎态度，可能需要新的触发点来改变。
- 2) 对于内部经济形势，相比较二季度“呈现向好态势”，央行三季度对于经济的观点乐观程度有所降低——转向“稳中有进”，叠加在困难和挑战部分，删去了“风险隐患较多”的表述，显示出央行货币政策可能逐渐从防风险转向推动经济增长。
- 3) 对于货币政策，相比较二季度的“实施好”适度宽松的货币政策，三季度对于货币政策的表述进一步强调“落实落细”，显示出对于货币政策宽松的进一步要求在上升，“落实”表明四季度货币政策的宽松值得期待；“落细”表明四季度结构性货币政策可能有增量出台。

图 5：美国通胀走势具有较强的韧性 | 单位：%YoY



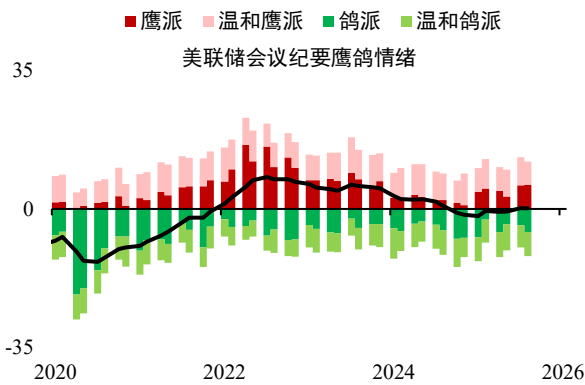
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：美联储宽松边际上在转变 | 单位：%pct



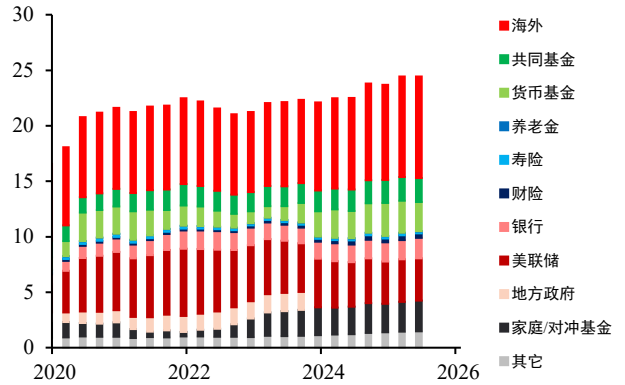
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：美联储会议纪要偏鹰派 | 单位：STD



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：二季度美债净持有所扩张 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第三段：政策要求

三季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议**加强**货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，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，**抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应**。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。推动社会综合融资成本下降。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。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，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。

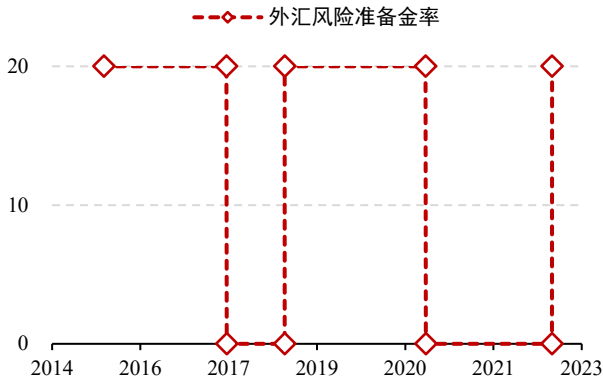
二季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议**加大**货币政策调控**强度**，提高**货币**政策调控前瞻性、针对性、有效性，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，引导金融机构加大货币信贷投放力度，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。推动社会综合融资成本下降。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。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，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。

华泰分析：

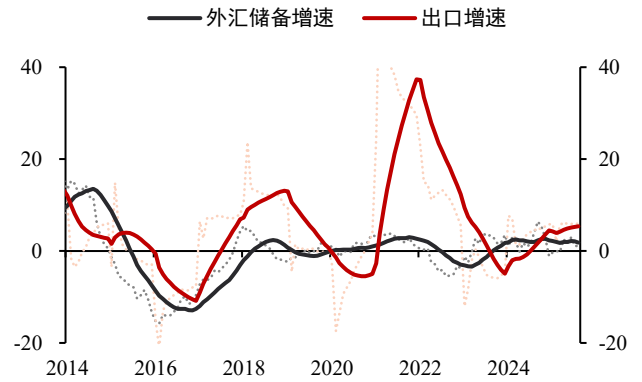
在政策要求段，央行对政策的实施要求加强，本段从二季度的连续两处“调控”中删去一处，关注四季度宏观不确定性可能出现的转变对于货币政策实施的新要求。另外，三季度例会对于货币政策实施的结果更为重视，指出“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”，更直接地看，我们认为央行对于四季度“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”的需求将上升，关注四季度通货膨胀预期的逐渐改善可能。

图 9：外汇风险准备金率 | 单位：%



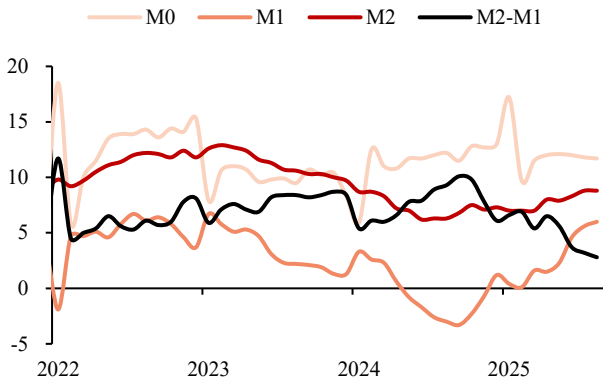
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：外汇储备同比变动和出口 | 单位：%YoY



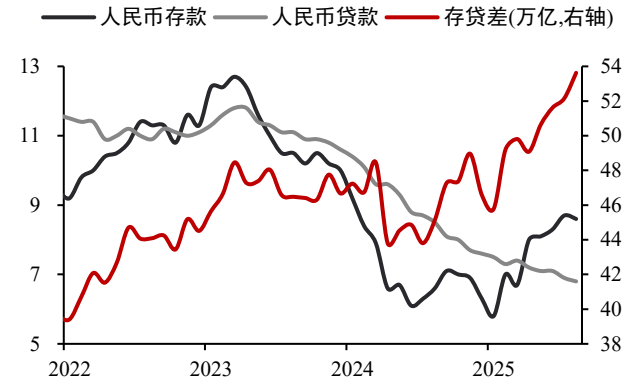
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：货币增速维持小幅改善 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：人民币存贷差继续上升 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第四段：政策改革

三季度表述：

会议指出，要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，**增强银行资本实力**，共同维护金融市场的稳定发展。有效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”，加力支持科技创新、提振消费、**小微企业、稳定外贸等**，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。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。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点。着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，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。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

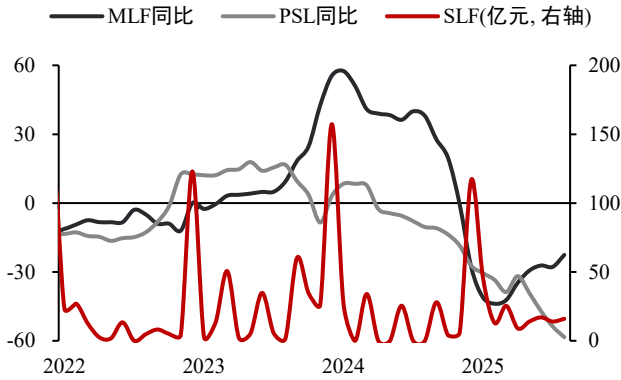
二季度表述：

会议**研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作**，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，**支持银行补充资本**，共同维护金融市场的稳定发展。有效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”，加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。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。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点。着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，**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。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

华泰分析：

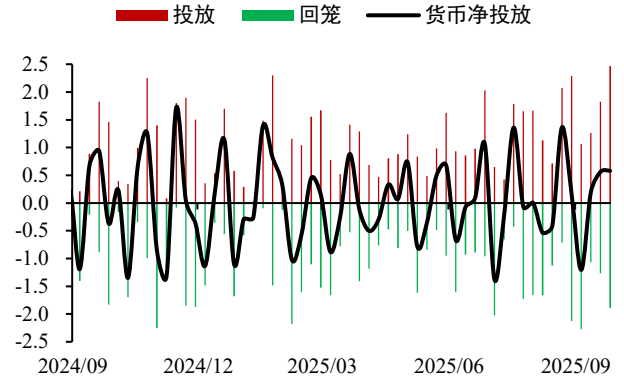
从货币政策的总体表述上，央行三季度删去了“研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作”这一表达，边际上弱化了金融供给侧结构性改革，或者强化了需求侧的政策要求。从增强的机构来看，我们认为将集中在“小微企业、稳定外贸”这两个方面。更进一步地，随着政策在小微企业和外贸压力层面的发力，我们认为四季度货币政策的宽松强度或有所增强，一种可能是四季度风险尤其是外部风险的上升带来央行总量货币政策的扩张，边际上降低小微企业和外贸行业面临的压力；另一种可能是四季度风险仍相对均衡，但是政策稳定经济的决心驱动政策净供给的上升。

图 13: 结构性货币工具回落 | 单位: %YoY, 亿元



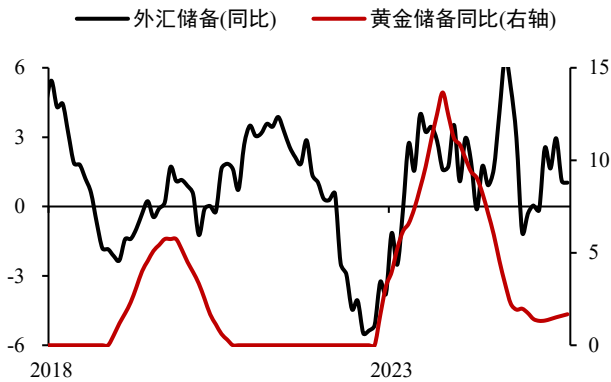
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 14: 央行公开市场操作 | 单位: 万亿元



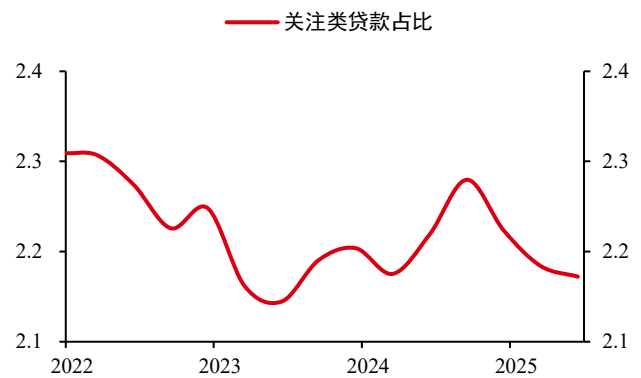
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 15: 央行外汇储备结构变化 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 16: 银行关注类贷款占比回落 | 单位: %pct



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 17: 2025 年 8 月中央银行各项工具流动性投放情况 | 单位: 亿元

工具类型	工具名称	投放	回笼	净投放
准备金	调整法定存款准备金率	-	-	-
中央银行贷款	常备借贷便利 (SLF)	16	14	2
	中期借贷便利 (MLF)	6000	3000	3000
	抵押补充贷款 (PSL)	4	1612	-1608
	其他结构性货币政策工具	5072	4067	1005
公开市场业务	短期逆回购	63146	63680	-534
	买断式逆回购	12000	9000	3000
	公开市场国债买卖	0	0	0
	中央国库现金管理	1200	2200	-1000

数据来源: PBC 华泰期货研究院

注: 抵押补充贷款、其他结构性货币政策工具的回笼和投放中分别包含当月到期和展期

第五段：政策指导

三季度表述：

会议强调，要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，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策协调配合，**保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性**，扩大内需、稳定预期、激发活力，**巩固拓展经济回升向好势头**。

二季度表述：

会议强调，要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，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策协调配合，**用好用足存量政策，加力实施增量政策，充分释放政策效应**，扩大内需、稳定预期、激发活力，**推动经济持续**回升向好。

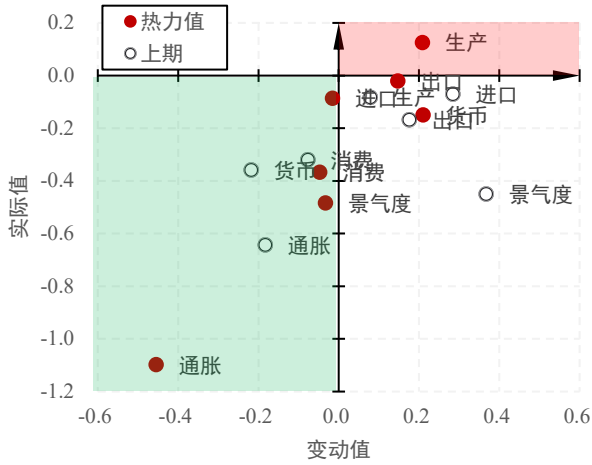
华泰分析：

三季度货币政策要求和二季度相比，总体变化不大。具体来看，

首先，我们在二季度的政策跟踪报告中就已经提出，二季度对于货币政策的要求更偏向于“需求侧”——“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”，这点在三季度的货币政策例会中得到延续，即“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”。

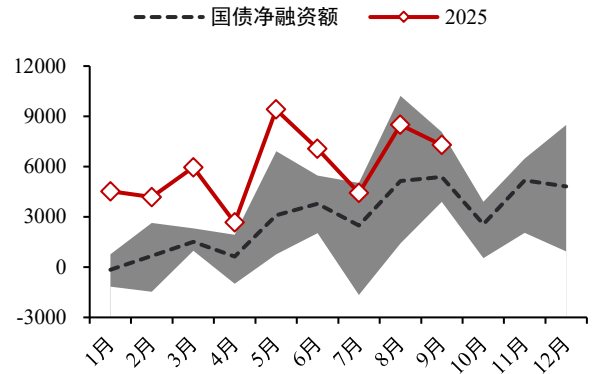
其次，货币政策的目的是从二季度“推动经济持续回升向好”转向“巩固拓展经济回升向好势头”。

图 18: 华泰期货宏观热力值 | 单位: STD



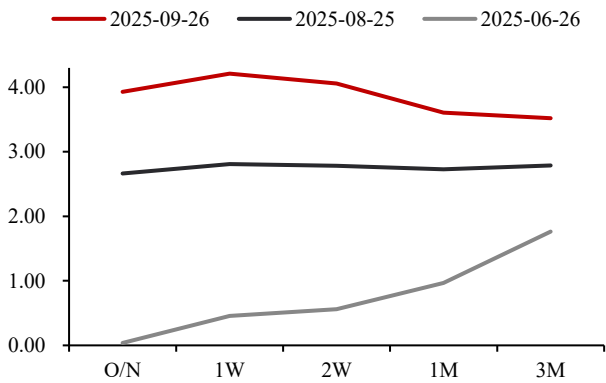
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 19: 财政继续保持积极 | 单位: 亿元



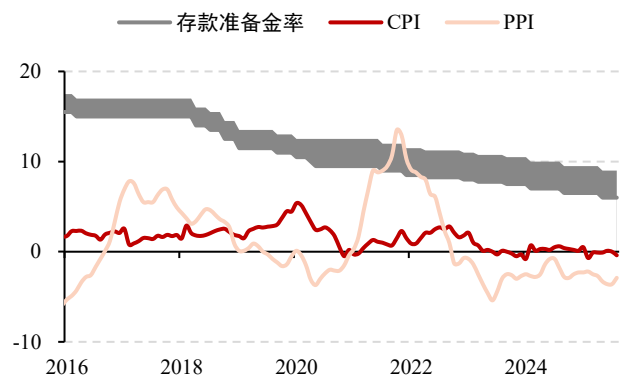
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 20: 三季度 HIBOR 利率显示流动性收紧 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 21: 低通胀的问题仍待解决 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com