



从结构到总量，宏观预期改善

——中国货币政策系列十一

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25日，中国人民银行货币政策委员会召开2024年第三季度例会。会议认为，要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制作用和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。充实货币政策工具箱，开展国债买卖，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。强化预期引导，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。

核心观点

■ 政策从结构转向总量

政策目标：前置“改善社会预期”要求，后置“增强经济活力”要求，并且删去了“防范化解风险”的表述，体现了政策对全力扭转市场主体信心的需求。

经济形势：从“延续回升向好态势”转向“总体平稳”，表述弱化。

宏观政策：从“稳字当头、稳中求进”转向“调控力度加大”、“干字当头、众志成城”。

货币政策：转向“加大货币政策调控力度”，货币政策进入到宽松的增量阶段；物价的目标从“促进物价温和回升”转向“保持物价在合理水平”。

结构政策：金融供给侧结构性改革的方向不变，结构上新增了“更有针对性地满足合理的消费融资需求”以及“支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率”。

汇率政策：从二季度强调汇率的稳定转向了“增强汇率弹性”，即在国内宏观政策从结构转向总量的过程中，通过适度的增强汇率弹性，缓和政策压力。

■ 关注市场的贝塔行情

随着宏观政策进一步确认了从稳健偏宽松进一步向宽松转变，通过“全力推进金融增量政策举措加快落地”以更快实现社会预期的改善。关注政策转变过程中的贝塔机会。

■ 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	4
第三段：政策要求	6
第四段：政策改革	8
第五段：政策指导	11

图表

图 1：三季度货币政策宽松 单位：%.....	4
图 2：存款准备金率下调 单位：%.....	4
图 3：国房景气度处在低位 单位：指数点	6
图 4：新开工增速保持在-20%低位 单位：%YOY	6
图 5：施工面积增速保持在-10%的低位 单位：%YOY	6
图 6：竣工面积增速保持在-20%低位 单位：%YOY	6
图 7：外汇风险准备金率 单位：%.....	8
图 8：外汇储备同比变动和出口 单位：%YOY.....	8
图 9：央行当前结构性工具一览表 单位：%、亿元.....	10

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行三季度和二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：

会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来宏观**调控力度加大**，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，**坚定坚持支持性立场**，强化逆周期调节，**优化完善货币政策框架**，综合运用利率、准备金、再贷款、**国债买卖**等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，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成效显著，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，社会融资成本继续下降。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、预期**稳定**，在合理均衡水平上保持基本稳定。

二季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来宏观**政策坚持稳字当头、稳中求进**，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，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成效显著，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，社会融资成本继续下降。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、预期**趋稳**，在合理均衡水平上保持基本稳定。

华泰分析：

在货币政策分析段，三季度相比较二季度的表述有了较大变化。

首先从宏观政策力度的角度，从“坚持稳字当头、稳中求进”转向了“调控力度加大”，进一步确认了货币政策等宏观政策的转向，从稳健偏宽松进一步向宽松转变。

其次从货币政策独立性的角度，三季度例会中特别强调了“坚定坚持支持性立场”，意味

¹ 三季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5471172/index.html>；二季度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5386241/index.html>

着货币政策和财政政策、金融政策之间的协同性将进一步加强。

再次，三季度例会提到“优化完善货币政策框架”，反映的是 7 月 22 日央行货币政策调整（详见 7 月 22 日报告《货币政策新框架，关注财政扩张和要素改革》）：

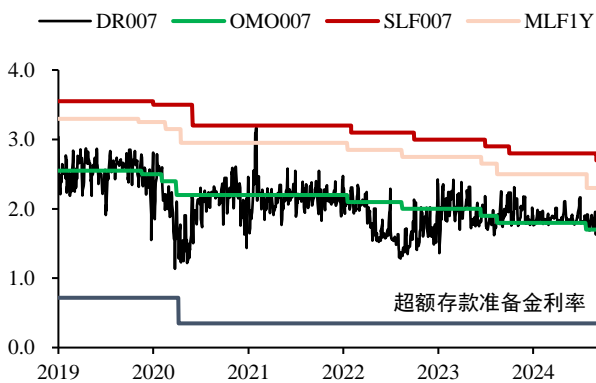
- 1) 央行货币政策传导方式正由“MLF→LPR”转向“OMO→LPR”；
- 2) 央行更趋重视对于资金价格的管理，7 天期逆回购操作方式放开了对数量的约束。

而对于国债买卖操作，我们在 8 月 31 日报告《央行买债操作 8 月开启》中认为：

- 1) 长期来看，央行国债买卖操作开启了人民币流动性主动扩张的序幕，可能加剧短期美元流动性收紧的风险；
- 2) 短期来看，随着货币政策的支持性作用增强，人民币资产的回升通道将打开。

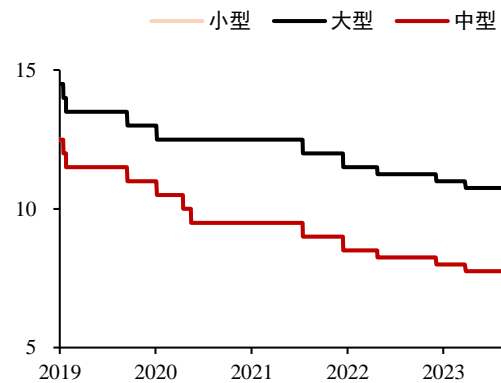
最后，对于人民币汇率，央行的表述也从二季度的“趋稳”转向了“稳定”，意味着三季度人民币汇率水平在央行的目标区间之内。

图 1：三季度货币政策宽松 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率下调 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第二段：形势分析

三季度表述：

会议指出，当前外部环境变化带来的不确定性增多，世界经济增长动能不强，通胀压

力有所缓解，主要经济体**经济表现**有所分化，**货币政策进入降息周期**。我国经济运行**总体平稳**，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济**持续回升向好**。

二季度表述：

会议指出，当前外部环境**更趋复杂严峻**，世界经济增长动能不强，通胀**出现高位回落趋势但仍具粘性**，主要经济体**经济增长和货币政策**有所分化。我国经济运行**延续回升向好态势**，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。要**稳中求进、以进促稳、先立后破，不断巩固稳中向好的基础**。精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济**良性循环**。

华泰分析：

在形势分析段，三季度在延续二季度的基础上，边际上出现了变化。主要表现在：

- 1) 对于外部经济和金融形势，从“复杂严峻”转向“不确定性增多”，体现出在“以我为主”的政策思路下，外部压力仍在，但是带来的负面影响相对弱化。央行给出的一个重大的判断是，外部从“经济增长和货币政策”分化的阶段，随着美联储 9 月降息 50 个基点而正式转向“货币政策进入降息周期”，这在无形中增加了国内宏观政策的政策空间，我们也看到在经过评估之后，9 月 24 日一行一局一会宣布增量宏观政策，9 月 27 日提前召开的政治局会议也进一步安排了支持性的宏观政策（见 9 月 25 日报告《9.24 政策对商品的影响和展望》和 9 月 27 日报告《政策开始加力，关注房地产市场止跌回稳》）。
- 2) 对于内部经济形势，相比较二季度“延续回升向好态势”转向了“总体平稳”，对于经济的表述弱化，也增加了宏观政策出台的必要性。

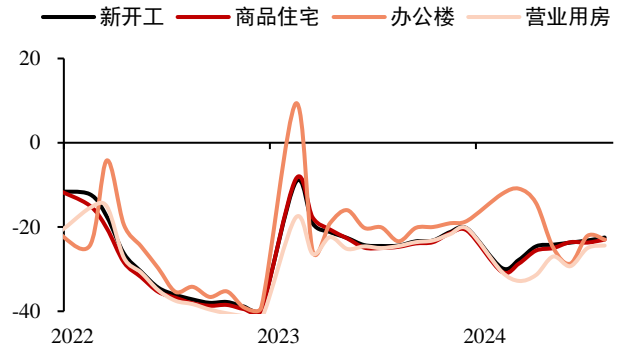
特别需要注意的是，基于国内经济形势判断，宏观政策要求表述上删去了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的表述，我们认为这是短期“跨周期政策”政策让位于“逆周期政策”的信号，宏观政策从结构性政策转向总量性政策，这对于市场的影响是长远的，建议投资者在未来的时间周期内更加关注指数的贝塔机会（见 9 月 24 日报告《央行下调 14 天逆回购利率》，指出谨慎的政策边际转向乐观，适当积极的配置）。

图 3：国房景气度处在低位 | 单位：指数点



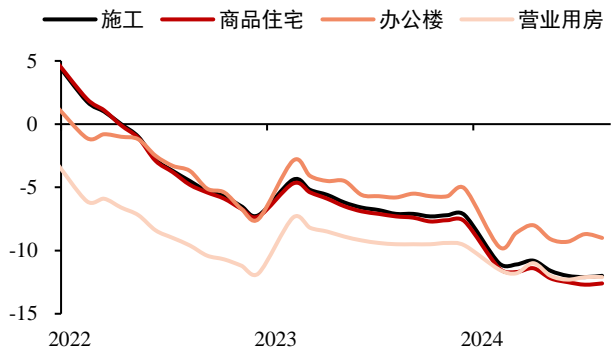
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：新开工增速保持在-20%低位 | 单位：%YoY



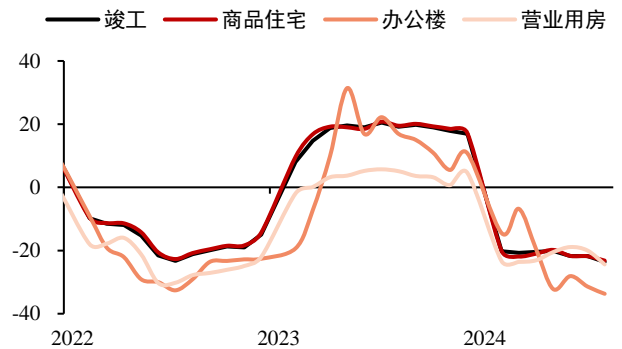
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：施工面积增速保持在-10%的低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：竣工面积增速保持在-20%低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第三段：政策要求

三季度表述：

会议认为，要加大货币政策**调控**力度，**提高货币政策调控精准性**。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。完善市场化利率形成和传导机制，**强化**央行政策利率引导作用，**发挥市场利率定价自律机制作用**和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。**充实货币政策工具箱**，**开展国债买卖**，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。**强化预期引导**，**增强汇率弹性**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单

边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。

二季度表述：

会议认为，要加大**已出台**货币政策**实施**力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进物价**温和回升**，保持物价在合理水平。完善市场化利率形成和传导机制，**充实货币政策工具箱**，**发挥**央行政策利率引导作用，**释放贷款市场报价利率改革**和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。**同时，在经济回升过程中，也要**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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，**综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏**，防止形成单边一致性预期并自我强化，**坚决**防范汇率超调风险。

华泰分析：

在政策要求段，央行改变了自 2023 年三季度起对于“加大已出台货币政策实施力度”的表述，转为“加大货币政策调控力度”，意味着货币政策进入到宽松的增量阶段。

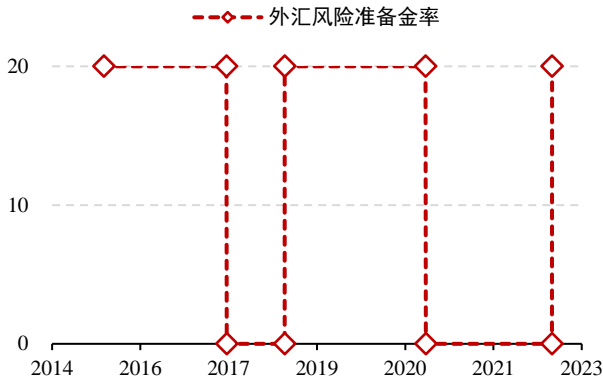
在这个阶段，央行对量的目标继续延续“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”没有变化。但是对价的目标，删去了“物价温和回升”的表述，仅保留了“物价在合理水平”的表述，意味着在货币政策进入到宽松阶段，物价水平的回升已经不是问题，更多的是将价格保持稳定成为央行更加重要的任务。

在货币政策传导机制的角度，7 月 22 日货币政策新框架下，央行更加注重这种传递机制的“强化”，具体来看随着传递机制的转变，央行更加注重“市场利率定价自律机制作用”对于机制的传递。9 月 29 日市场利率定价自律机制倡议：

各商业银行原则上应于 2024 年 10 月 31 日前统一对存量房贷（包括首套、二套及以上）利率实施批量调整，对于 LPR 基础加点幅度高于-30BP 的存量房贷，将其加点幅度调整为不低于-30BP，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限（如有）。

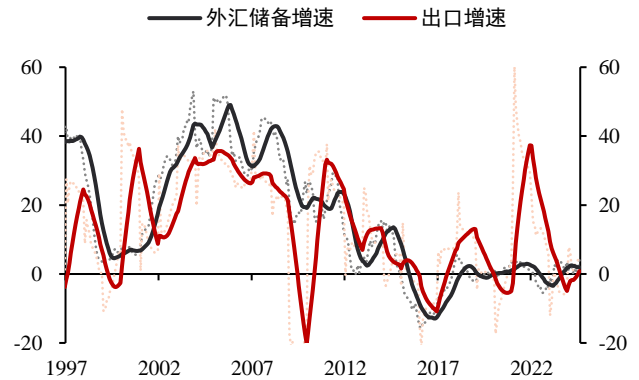
在人民币汇率管理的角度，从二季度强调汇率的稳定——两个坚决，即“坚决对顺周期行为予以纠偏”，以及“坚决防范汇率超调风险”——转向了“增强汇率弹性”，即在国内宏观政策从结构转向总量的过程中，必然对于人民币汇率形成压力，通过适度的增强汇率波动的范围，可以在较大程度上降低政策变化带来的汇率压力。

图 7：外汇风险准备金率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：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

第四段：政策改革

三季度表述：

会议指出，要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。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。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，**更有针对性地满足合理的消费融资需求**。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动**证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款**等新设立工具落地生效，**维护资本市场稳定；推进科技创新和技术改造再贷款使用进程**，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。**加快形成覆盖科技型企业全生命周期的多元化接力式金融服务体系，助力科技强国建设和实现高水平科技自立自强**。坚持**和落实“两个毫不动摇”**，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，**进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点**。充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，**支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率**，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。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：

会议指出，要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。

引导大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。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动**科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等**新设立工具落地生效。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。**综合施策支持区域协调发展。落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。**坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。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防控风险能力。

华泰分析:

什么不变：对于政策改革，不变的是央行对于金融供给侧结构性改革的方向，目标依然是构建金融有效支持实体经济的体制机制。

什么变了：三季度相比较二季度，对于金融支持，央行新增了“更有针对性地满足合理的消费融资需求”，意味着未来的消费将提到更为急迫的日程上去，在9月27日政治局会议的表述“将促消费和惠民生结合起来”中，通过“促进中低收入群体增收”来实现这一目标，在当前有效需求不足背景下释放了收入分配改革的强烈信号（见9月27日报告《政策开始加力，关注房地产市场止跌回稳》）。

对于新的政策工具证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，主要目的是“维护资本市场稳定”，后面我们需要持续观察其效果。

对于支持科技政策，央行提到“多元化接力式金融服务体系”，这和6月28日七部委发布的《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》有比较紧密的联系，强化相关基础制度和机制建设。

对于“两个毫不动摇”，例会在二季度继续“坚持”的条件外，强调了“落实”，表现在“打通中小微企业融资的堵点和卡点”。根据9月24日发布的《关于做好续贷工作提高小微企业金融服务水平的通知》缓解中小微企业融资压力：

- 1) 将续贷范围从部分小微企业扩展至所有小微企业，贷款到期后有真实融资需求，同时存在临时资金困难的小微企业，均可申请续贷支持。

- 2) 明确小微企业流动资金贷款和小微企业主、个体工商户及农户经营性贷款等可以续期。
- 3) 将续贷政策阶段性扩大至中型企业，期限暂定为三年。
- 4) 优化风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好，无欠息逃废债等不良行为的企业，贷款办理续期时，不因续贷单独下调风险分类。
- 5) 要求银行业金融机构完善续贷尽职免责相关制度，优化工作流程，切实为信贷人员松绑减负。

图 9：央行当前结构性工具一览表 | 单位：%，亿元

工具名称		政策存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例	额度（亿元）	余额（亿元）
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8100	6771
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18000	16942
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75%（6个月）	7400	6000
阶段性工具	4 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%（激励）	800	615
	5 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管网、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	28245
	6 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5478
	7 普惠养老专项再贷款	存续	公益型、普惠型养老机构运营，居家社区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	17
	8 民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	9 科技创新和技术改造再贷款	存续	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000	0
	10 保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%	3000	121
	11 交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	128
	12 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1557
	13 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	/	269
	14 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2194
	15 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	1548
	16 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	/	83
	17 房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
	18 保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	141
合计							70318

数据来源：PBC 华泰期货研究院

对于房地产金融政策，在房地产“517”政策“应出尽出”之后，央行强调“已出台金融政策措施落地见效”；三季度主要的地产增量政策体现在“支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率”。

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大、**二十届三中全会**、中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，**干字当头、众志成城**，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。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强宏观政策**协调配合**，**全力推进金融增量政策举措加快落地**，**切实改善社会预期**，**增强经济活力**，巩固和增强经济回升向好态势。

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大、中央经济工作会议、中央金融工作会议和全国“两会”精神，按照党中央、国务院的决策部署，**坚持稳中求进工作总基调**，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。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，**进一步加强部门间政策协调配合**，强化政策**统筹**，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡。**切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期**，巩固和增强经济回升向好态势，**持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长**。

华泰分析：

货币政策指导思想出现边际上的变化，值得引起重视。

首先，在政策基调上，从二季度的“坚持稳中求进工作总基调”转向了“干字当头、众志成城”，体现了从结构型政策向总量型政策的转变。

其次，在实施手段上，强调了宏观政策的“协调配合”，避免出台相互抵消的政策；并且，

明确提到了“全力推进金融增量政策举措加快落地”以实现社会预期的改善。

最后，在政策目标上，删去了“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”等相关表述。并且在政策的效果评价上，将“改善社会预期”前置，将“增强经济活力”后置，并且删去了“防范化解风险”的表述，体现了政策对全力扭转市场主体信心的需求。在这一过程中，相比较政策对实体经济影响的传导，市场预期的扭转需要必要的政策超调，因而我们预计，虽然因为实体经济的影响在时间上会有延后，但是在预期管理的驱动下，权益资产受到的正面影响更大。

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