

货币政策宽松边际收敛，关注短期的风险

——中国货币政策系列二十三

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

12月18日央行四季度例会。会议建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，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、节奏和时机。

核心观点

■ 关注 2026 年总需求政策的预期差

政策目标：价格成为货币政策的重要考量，“经济稳定增长和物价合理回升”。

经济形势：外部角度，随着中美关税冲突进入到一年的暂停期，阶段性的不确定性有所降低；内部角度，边际上加大“供给侧”的表述，或将驱动 2026 年负 PPI 向上修复。

宏观政策：从“需求不足”转向“供强需弱”，新增“跨周期调节”。货币政策的目标从物价的“处于合理水平”转向了“合理回升”，价格因素在央行的货币政策中的占比有所上升。

货币政策：政策强调“发挥增量政策和存量政策集成效应”，稳定而非下降“社会综合融资成本”。删去“引导金融机构加大货币信贷投放力度”以及“防范资金空转”的表述，或意味着金融监管的强度边际上有所弱化，将提升金融机构业务灵活性。

结构政策：1) 前置总需求到第一位，短期或意味着对于投资的政策支持性将上升，并从“两重”“两新”领域向更广泛领域扩散，以改善负增长的投资结构，或将成为 2026 年货币政策存在预期差的领域。2) 从“小微企业”转向“中小微企业”，或意味着结构性政策工具的使用范围在 2026 年扩容。3) 删去了“稳定外贸”表述，贸易顺差再次创出新高背景下外贸的结构性支持将有所退坡。4) 删去房地产相关表述，2026 年或进入到风险进一步释放后趋于收敛阶段，短期市场或仍面临一定的压力，但有利于中期市场的稳定。

汇率政策：与三季度相同，美元持续走弱的背景下，人民币端的压力有所减轻。

■ 宏观策略转向短期防守和年度积极

四季度货币政策对于价格回升的需求进一步上升，一方面来自于供给侧“跨周期”，另一方面或来自于需求侧投资的预期差。我们继续维持 2026 年宏观策略积极的判断，前瞻式货币政策或驱动市场波动率表现较为平稳；但在周期待转的时间窗口下修短期至中性，权益市场适当提高对冲比重，利率市场关注长端快速抬升后阶段性的交易型机会。

■ 风险

对政策理解不到位，经济数据短期波动，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：投资和消费增速回落 单位：%YoY.....	4
图 6：进出口差值累计新高 单位：亿美元.....	4
图 7：HIBOR 隔夜利率再次抬升 单位：%	6
图 8：MLF 余额同比即将转正 单位：%YoY.....	6
图 9：M2/M1 剪刀差连续两个月回升 单位：%YoY.....	6
图 10：银行不良和净息差变动 单位：%YoY, %PCT.....	6
图 11：产能和企业利润增速 单位：%YoY, %PCT.....	6
图 12：分行业产能、增加值和利润变动 单位：年同差	6
图 13：外汇风险准备金率 单位：%.....	8
图 14：外汇储备同比变动和出口 单位：%YoY.....	8
图 15：相比较价格型政策，市场或更关注数量型政策对于银行流动性环境的改善影响 单位：%	8
图 16：货币政策相机抉择阶段，央行或加大货币公开市场短期的流动性管理 单位：万亿元.....	8
图 17：2016 年以来房地产相关信贷存量持续处在增速回落状态，从 2022 年上游开发贷进入到收缩，到 2023 年下游消费贷的收缩，显示出地产行业的持续去杠杆特征 单位：%YoY.....	10
图 18：房地产行业的投资、消费数据并没有改善 单位：%YoY.....	10
图 19：华泰期货宏观热力值 单位：STD	12
图 20：财政融资保持相对的积极 单位：亿元	12
图 21：三季度价格依然存在压力 单位：%YoY.....	12
图 22：外部流动性的约束或仍存在 单位：%.....	12
图 23：中日长端利差的倒挂 单位：BP, CNY/JPY	12
图 24：2026 年波动率或存在改善空间 单位：%.....	12

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行三季度和四季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为四季度报告新增部分，**红色删除线**为对三季度报告删除部分。

第一段：货币政策

四季度表述：

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**稳中**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，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。

三季度表述：

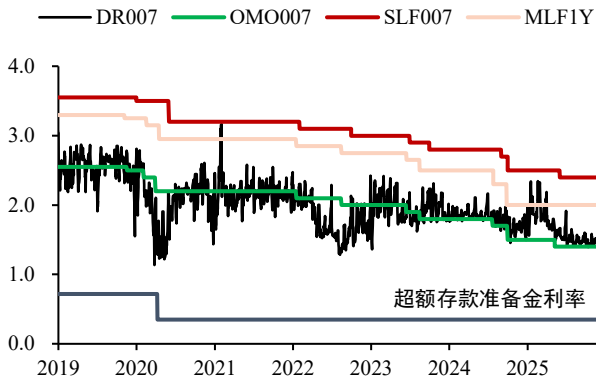
会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，持续发力、适时加力，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济**回****升**向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，**经常账户顺差稳定**，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

华泰分析：

在货币政策分析段，四季度相比较前三季度的表述基本保持一致，在 11 月经济数据表现低于预期的情况下，调整了经济表述“回升向好”为“稳中向好”；同时在 1-11 月贸易顺差超出 1 万亿美元之后，删去了“经常账户顺差稳定”的表述。

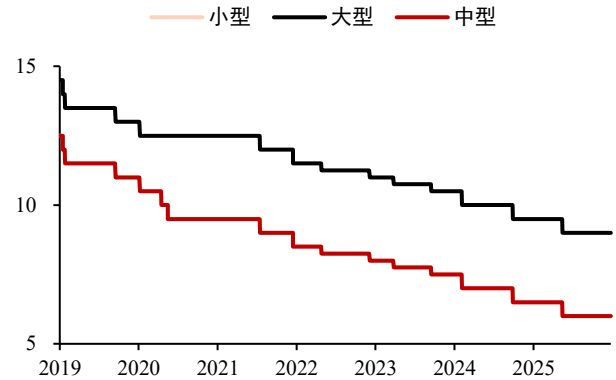
¹ 三度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5855060/index.html>；四季度例会参见：<https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2025122418470039888/index.html>

图 1：三季度货币政策延续宽松 | 单位：%



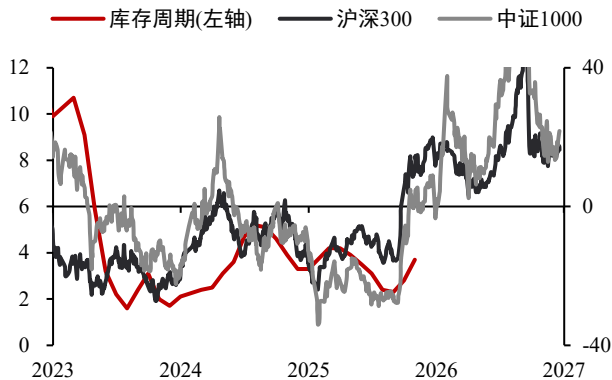
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率保持降低方向 | 单位：%



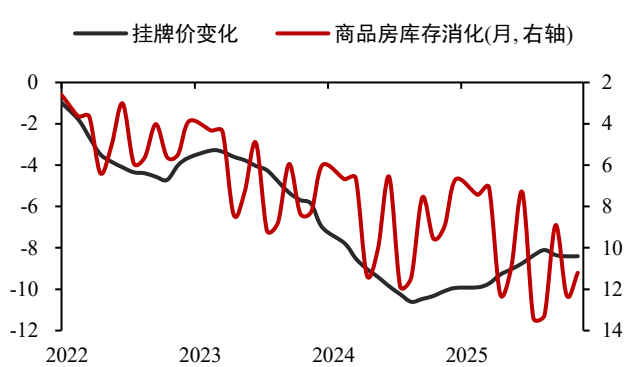
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：股市和经济周期 | 单位：%YoY



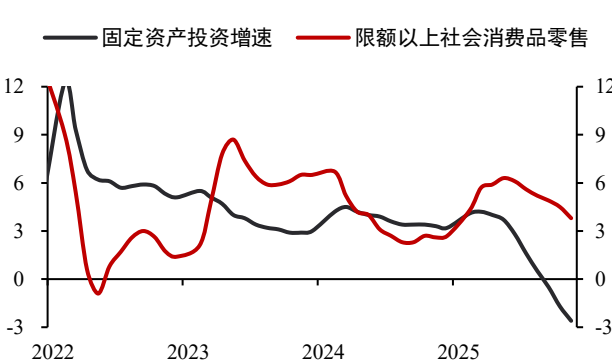
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：楼市价格变化和地产周期 | 单位：%YoY



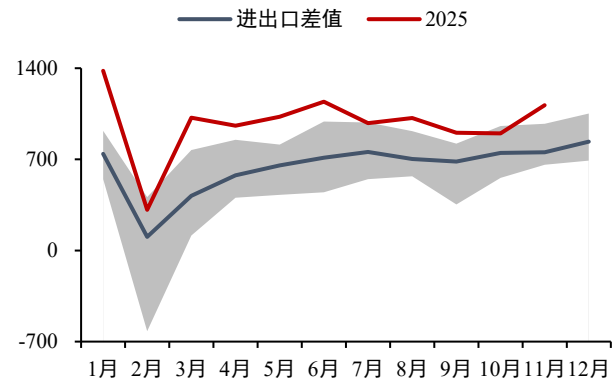
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：投资和消费增速回落 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：进出口差值累计新高 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第二段：形势分析

四季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境**变化影响加深**，世界经济增长动能**不足**，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**总体平稳**、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临**供强需弱矛盾突出**等**问题**和挑战。要**继续实施**适度宽松的货币政策，加大逆周期**和跨周期**调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价**合理回升**。

三季度表述：

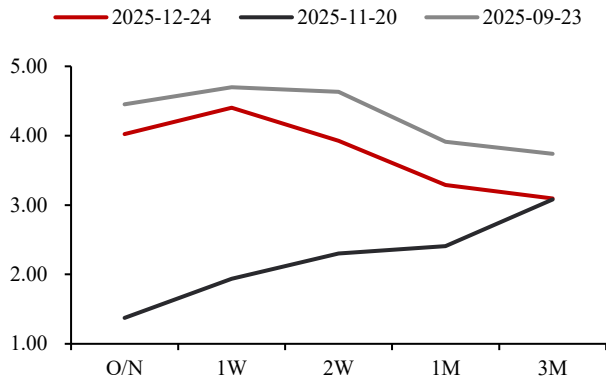
会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境**更趋复杂严峻**，世界经济增长动能**减弱**，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行稳中有进，社会信心持续提振，高质量发展取得新成效，但仍面临**国内需求不足、物价低位运行**等**困难**和挑战。要**落实落细**适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价**处于合理水平**。

华泰分析：

在形势分析段，和四季度对于国内外表述均有调整。主要表现在：

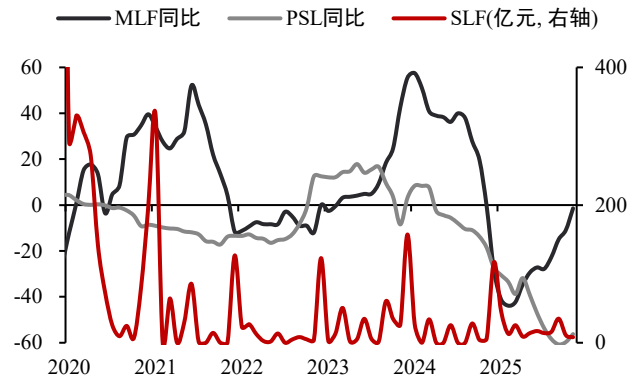
- 1) 对于外部经济和金融形势，从“更趋复杂严峻”转向“变化影响加深”，外部的不确定性依然存在，但是边际上的影响有所缓和，随着中美关税冲突进入到一年的暂停期，阶段性的不确定性有所降低。
- 2) 对于内部经济形势，从“国内需求不足、物价低位运行”的“困难”状态转向“供强需弱矛盾突出”的“问题”，边际上加大了对“供给侧”的表述。这也体现在尽管 11 月的经济数据释放的“需求”不足，但是由于市场对“供给”政策的预期，特别是大宗商品的“涨价”预期表现得较为突出——这也将驱动 2026 年负 PPI 的向上修复。
- 3) 对于货币政策，从“加强逆周期”新增了“跨周期调节”的表述，意味着在国内经济问题从单一的“需求不足”转向“供强需弱”两边之后，宏观政策边际上出现了调整，因而货币政策的目标也从物价的“处于合理水平”转向了“合理回升”，价格因素在央行的货币政策中的占比有所上升。

图 7：HIBOR 隔夜利率再次抬升 | 单位：%



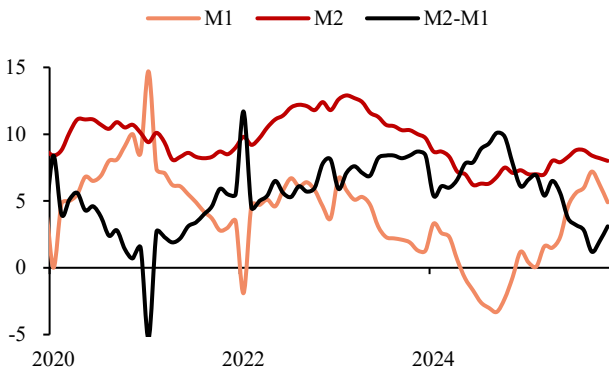
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：MLF 余额同比即将转正 | 单位：%YoY



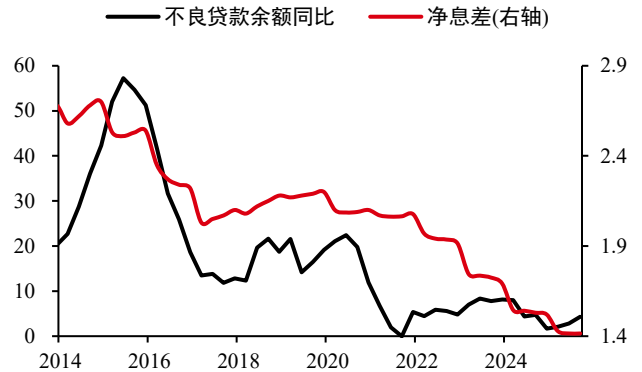
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：M2/M1 剪刀差连续两个月回升 | 单位：%YoY



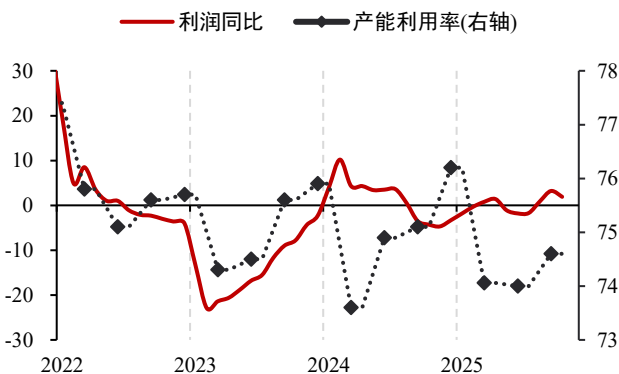
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：银行不良和净息差变动 | 单位：%YoY, %pct



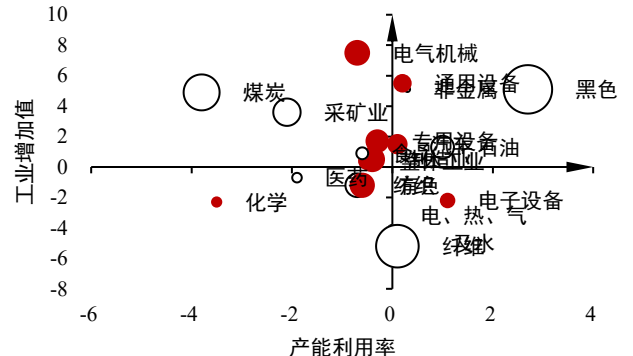
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：产能和企业利润增速 | 单位：%YoY, %pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：分行业产能、增加值和利润变动 | 单位：年同差



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第三段：政策要求

四季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议**发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具**，加强货币政策调控，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、节奏和**时机**。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，**促进社会综合融资成本低位运行**。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。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。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。

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。

华泰分析：

在政策要求段，央行货币政策进入到“相机抉择”阶段。

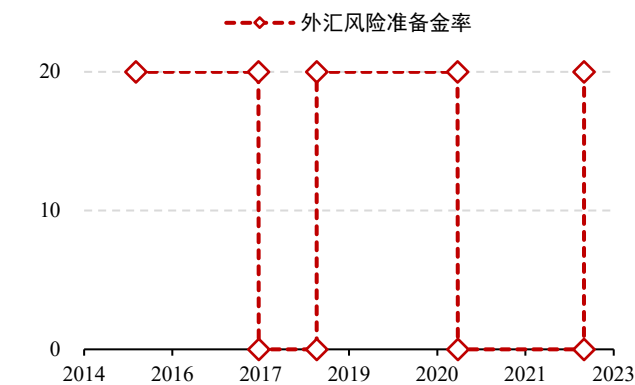
1) 提出“发挥增量政策和存量政策集成效应”，相比较三季度的“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”更为具体。一方面，从增量政策的角度，四季度相比较三季度新增了政策实施的“时机”表述，删去了“前瞻性、针对性、有效性”的表述（但是在最后一段中增加了宏观政策“前瞻性针对性协同性”的表述），意味着货币政策更注重相机抉择的状态，或对应于外部政策影响加深阶段的不确定性，以及内部调整供给结构阶段的政策需求。另一方面，从存量政策的角度，体现在结构性政策工具的使用、LPR 利率改革的政策效应进一步发挥。

2) 前置了“社会综合融资成本”表述，且从三季度的“下降”转为“低位运行”，或意味着

“降息”等价格型货币政策边际上的空间有限。

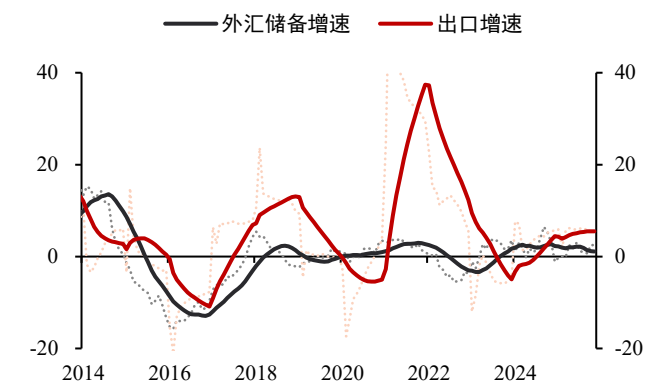
3) 删去了“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，以及删去了“防范资金空转”，一方面前者意味着货币政策对于总量性金融变量的需求在减弱，另一方面，或者意味着金融监管的强度边际上有所弱化，提升了金融机构业务灵活性。

图 13：外汇风险准备金率 | 单位：%



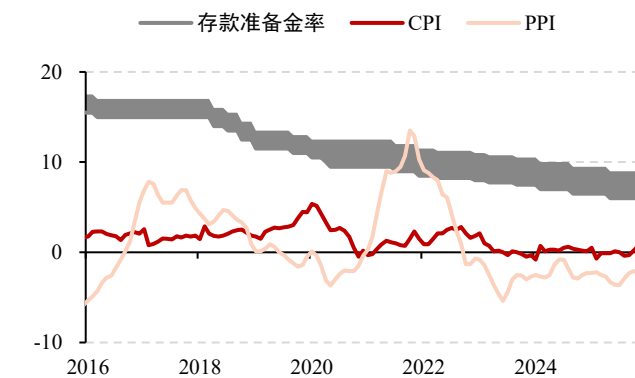
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：外汇储备同比变动和出口 | 单位：%YoY



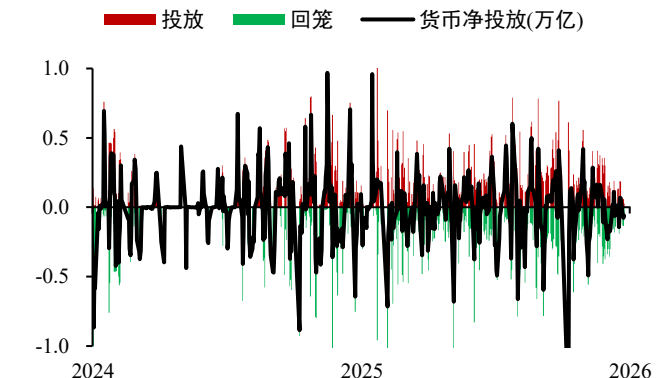
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：相比较价格型政策，市场或更关注数量型政策对于银行流动性环境的改善影响 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：货币政策相机抉择阶段，央行或加大货币公开市场短期的流动性管理 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第四段：政策改革

四季度表述：

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”，加强对**扩大内需**、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。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。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。

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，进一步打通中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。

华泰分析：

从货币政策的总体表述上，央行在四季度删去了较多表述。

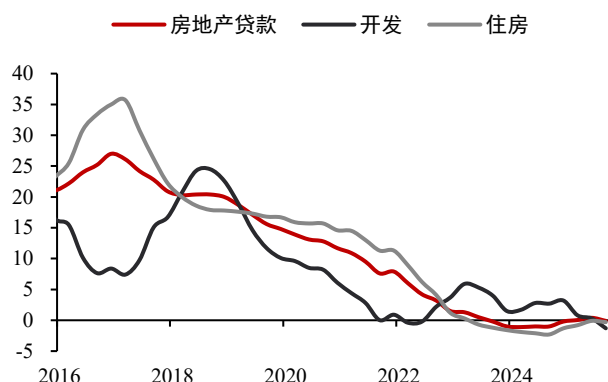
1) 调整重点领域支持顺序。其一、前置了总需求到第一位，且表述上从三季度的“提振消费”转向“扩大内需”，我们注意到 2025 年在国补影响下的消费依然表现出增速放缓的特征，体现出驱动需求的因素更需要长期的收入预期改善，短期而言或意味着对于投资的政策支持性也将上升（见图 5），以改善 2025 年陷入负增长的投资结构。其二、改变了小微企业的表述，四季度表述为“中小微企业”，或意味着结构性政策工具的使用范围在 2026 年有可能扩容，有望进一步提升市场信心。其三、删去了“稳定外贸”的表述，2025 年在美国贸易战的影响下，中国降低了对美出口的背景下贸易顺差再次创出新高，一方面外需的增加有利于稳定中国经济，另一方面新高的顺差也增加了中国在全球交流中的摩擦，因而 2026 年政策对于外贸的结构性支持将有所退坡。

2) 删去“做好‘两重’‘两新’等重点领域的融资支持”。在前置“扩大内需”的背景下支持政策表述的改变，从积极的角度来看或意味着对于投资的政策支持从结构性转向更广泛性的政策支撑可能，我们认为这或将是 2026 年货币政策存在预期差的领域。

3) 删去“充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点”。一方面对于“小微企业”的支持范围扩容至“中小微企业”，平衡总体的政策表述；另一方面，截至 2025 年 11 月数据显示，“支持小微企业融资协调工作机制”已带动超 14 万亿元信贷资金直达小微企业，驱动融资成本降至历史新低，为稳就业、保民生提供了强有力支撑。

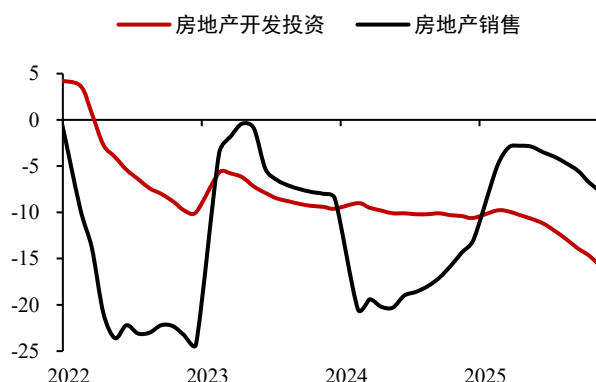
4) 删去房地产相关表述——着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。结合 12 月万科转向市场化化债阶段来看，或意味着房地产市场风险将在 2026 年进入到风险的进一步释放和趋于收敛阶段，短期市场或仍面临一定的压力，但有利于中期市场的稳定。

图 17：2016 年以来房地产相关信贷存量持续处在增速回落状态，从 2022 年上游开发贷进入到收缩，到 2023 年下游消费贷的收缩，显示出地产行业的持续去杠杆特征 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 18：房地产行业的投资、消费数据并没有改善 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第五段：政策指导

四季度表述：

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四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**前瞻性针对性协同性**，着力扩大内需、**优化供给**，**做优增量、盘活存量**，不断巩固拓展经济**稳中**向好势头。

三季度表述：

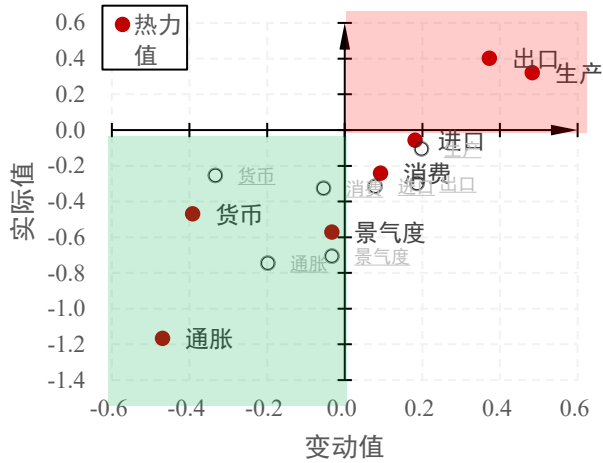
会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策**协调配合**，**保持政策连续性稳定性**，**增强灵活性预见性**，扩大内需、**稳定预期、激发活力**，巩固拓展经济**回升**向好势头。

华泰分析：

四季度货币政策要求和三季度相比：

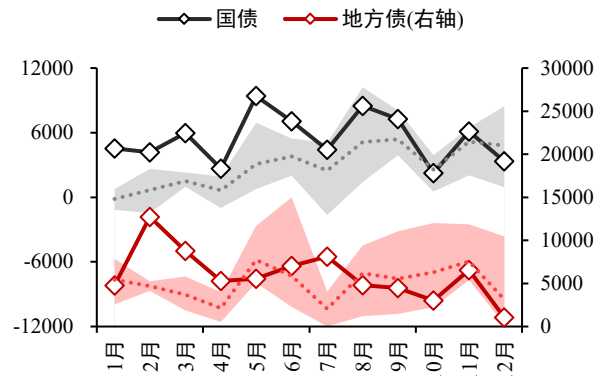
- 1) 宏观政策从“协调配合，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，转向“前瞻性针对性协同性”。我们注意到第三段中删去了货币政策“前瞻性、针对性、有效性”的表述，而这里重提“前瞻性”和“针对性”，体现出宏观政策的基调没有变化。其次，四季度将协同性放在了最后，体现出 2026 年货币政策或存在配合财政之外，更注重需要单独运用的场景，前瞻性的应对经济活动中面临的不确定性。与后顾式的货币政策相比，前瞻式的货币政策或驱动市场的波动率表现得较为平稳。
- 2) 扩大内需依然是政策的重心，但是四季度增加了“优化供给”的表述，这或意味着 2026 年的宏观供给侧仍存在改善的空间，但是对于整体经济，更加强调的是“做优增量、盘活存量”，体现出整体“稳”的政策基调。

图 19：华泰期货宏观热力值 | 单位：STD



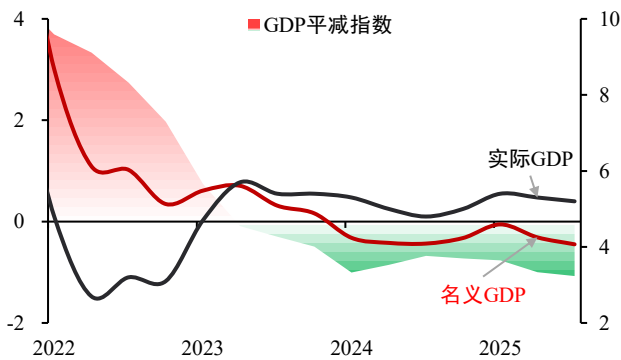
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：财政融资保持相对的积极 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：三季度价格依然存在压力 | 单位：%YoY



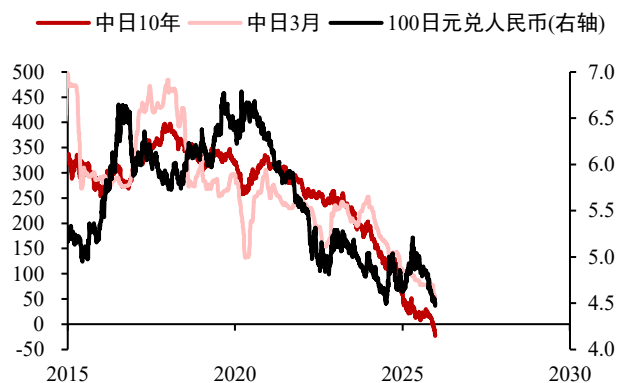
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：外部流动性的约束或仍存在 | 单位：%



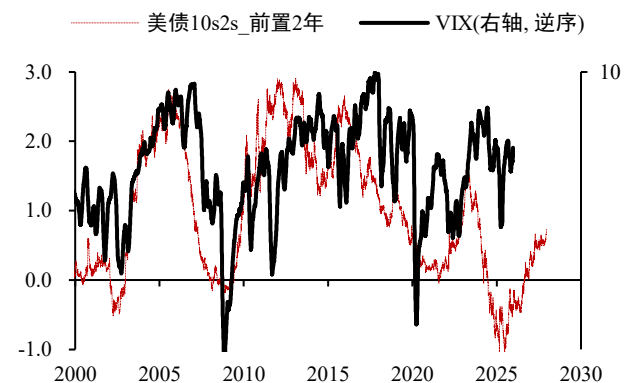
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：中日长端利差的倒挂 | 单位：BP, CNY/JPY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：2026 年波动率或存在改善空间 | 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