

汇率压力、货币支持内需，关注国债机会

——中国货币政策系列二十八

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19日央行三季度例会。会议继续强调发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性，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、节奏和时机。

核心观点

■ 货币政策聚焦外汇市场管理

政策目标：与上半年一致，价格是货币政策重要考量，“经济稳定增长和物价合理回升”。

经济形势：外部角度，随着中美领导人会晤，外部边际上有所缓和；内部角度，从“向新向优”转向“功能向新”和“结构向优”，对于供给侧的新增长动能表述更具体化。

宏观政策：删去“跨周期调节”表述，边际上降低结构政策，加强对于总量政策的关注。

货币政策：“综合运用并适时调整货币政策工具”再次回到表述中。

结构政策：新增对“六张网”建设的金融支持。未来将通过结构性货币政策工具的“设计”，进一步引导金融机构加大对重大基础设施项目的中长期资金支持。

汇率政策：强调“防范市场‘羊群效应’和非理性预期的自我强化”，这在例会通稿层面是首次出现，体现政策调控的需求增加。

■ 宏观策略基调不变：继续关注向进攻的转变

货币政策相比较上半年变化不大。从外部来看，海外利率持续上行过程中，央行提升对于人民币汇率流动性压力的管理；从内部来看，删去“跨周期”、新增“六张网”，都体现出边际上货币政策积极的增强。我们继续维持2026年宏观策略积极的判断，经济周期的“见顶”窗口临近，维持宏观策略转向积极的判断，关注利率市场在风险偏好可能转暖、周期可能转弱背景下存在的机会。

■ 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 1：2026 年货币政策维持宽松 单位：%	4
图 2：存款准备金率低位延续 单位：%	4
图 3：股市显示周期的顶部正临近 单位：%YoY	4
图 4：楼市价格变化和地产周期提示压力 单位：%YoY	4
图 5：投资和消费显示内需结构的压力 单位：%YoY	4
图 6：进出口差值的新高并没有结束 单位：亿美元	4
图 7：HIBOR 利率曲线短端下长端上 单位：%	6
图 8：MLF 余额同比扩张提供流动性 单位：%YoY	6
图 9：M2/M1 剪刀差基本保持稳定 单位：%YoY	6
图 10：银行不良上升和息差企稳 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，央行或继续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：尽管一季度一线城市房地产成本数据表现出火热特征，但是总量数据显示房地产行业的投资、消费数据暂没有得到有效改善 单位：%YoY	10
图 19：华泰期货宏观热力值 单位：STD	12
图 20：国债融资逐渐有所发力 单位：亿元	12
图 21：下半年价格压力减轻 单位：%YoY	12
图 22：外部流动性的约束短期有所增强 单位：%	12
图 23：中日长端利差倒挂加深 单位：BP, CNY/JPY	12
图 24：关注波动率的失控风险 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，今年以来宏观政策更加积极有为，货币政策保持适度宽松，强化逆周期和跨周期调节，综合运用多种货币政策工具，为经济持续向好创优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，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：

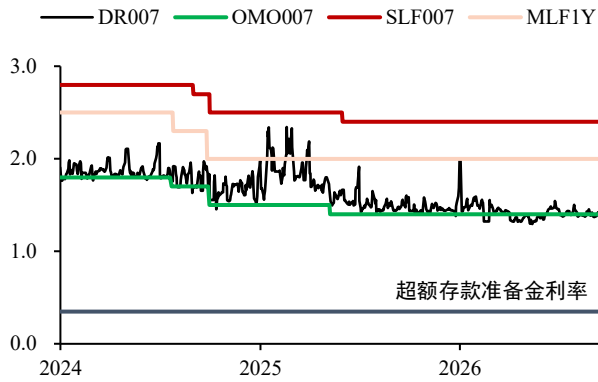
会议认为，今年以来宏观政策更加积极有为，货币政策保持适度宽松，强化逆周期和跨周期调节，综合运用多种货币政策工具，为经济持续向好创优创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

华泰分析：

在货币政策分析段，三季度和一季度、二季度均保持一致，未改动。

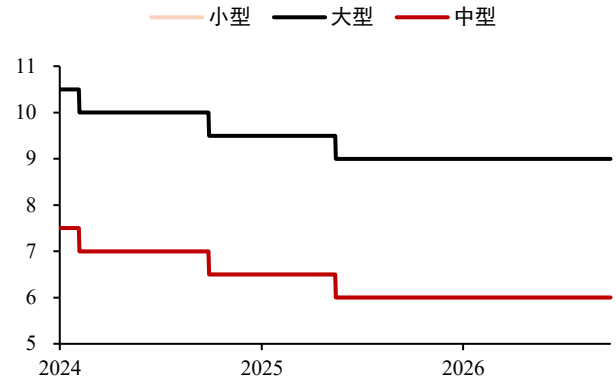
¹ 三度例会参见：<https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2026092416074632670/index.html>；二季度例会参见：<https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2026070818273311767/index.html>

图 1：2026 年货币政策维持宽松 | 单位：%



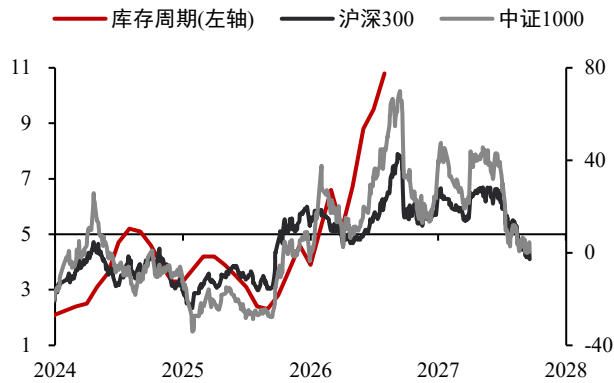
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率低位延续 | 单位：%



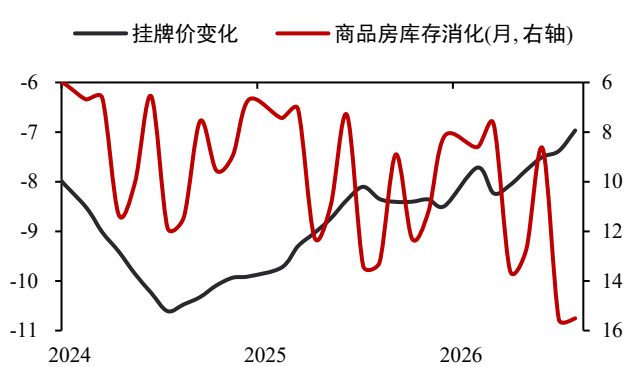
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：股市显示周期的顶部正临近 | 单位：%YoY



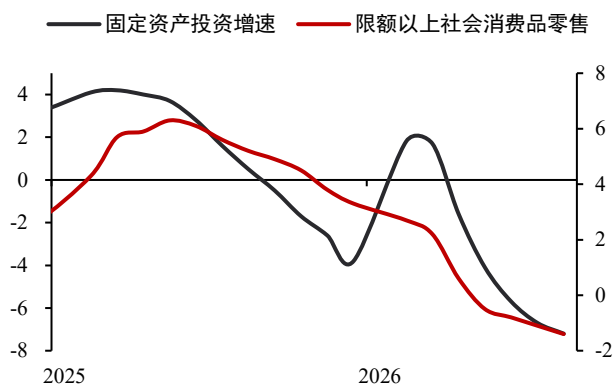
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：楼市价格变化和地产周期提示压力 | 单位：%YoY



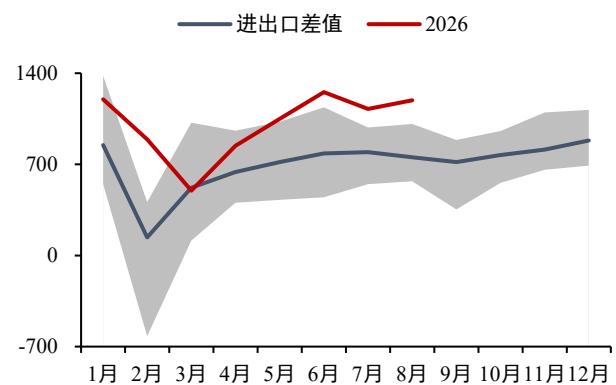
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：投资和消费显示内需结构的压力 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：进出口差值的新高并没有结束 | 单位：亿美元



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加复杂多变，世界经济增长动能疲弱，地缘冲突和经贸摩擦多发频发，主要经济体经济表现分化，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、**动能**向新、**结构**向优，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、结构分化、外部冲击等问题和挑战。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。

二季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境更加复杂多变，世界经济增长动能疲弱，地缘冲突和经贸摩擦多发频发，主要经济体经济表现分化，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、向新向优，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、结构分化、外部冲击等问题和挑战。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。

华泰分析：

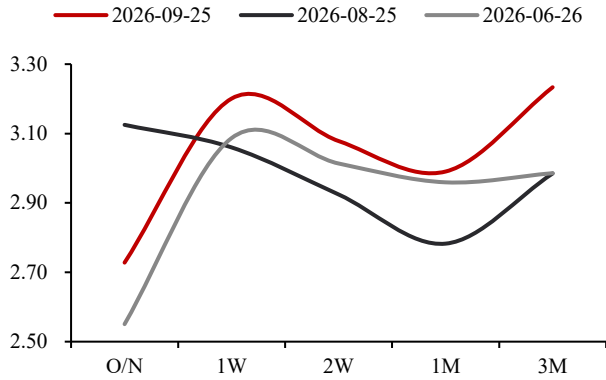
在形势分析段，和一季度相比对于国内外表述略有调整。主要表现在：

- 1) 对于外部经济形势，三季度和二季度表述没有变化。
- 2) 对于内部经济形势，从“向新向优”转向“功能向新”和“结构向优”²。对于供给侧的新增长动能表述更具体化。
- 3) 对于货币政策，保持“加大逆周期”的表述，同时删去“加大跨周期”的表述，体现出在8月经济数据呈现出“投资”和“消费”数据进一步走弱³的状态下，货币政策边际上降低结构政策，加强对于总量政策的关注。

² 7月30日召开的中共中央政治局会议显示，我国经济呈现动能向新、结构向优的发展态势。

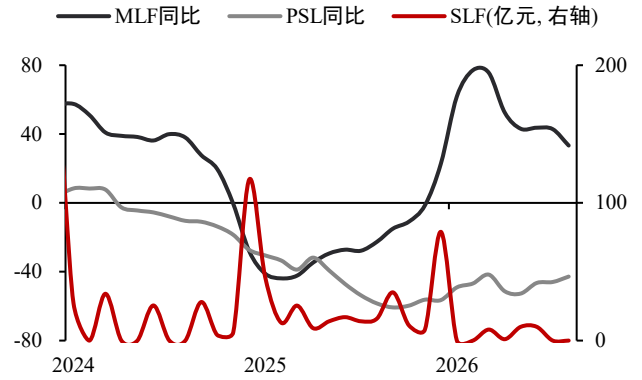
³ 8月份社会消费品零售总额39824亿元，同比增长0.4%，环比下降0.13%；1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降7.2%，扣除房地产开发的固定资产投资下降4.2%，8月份固定资产投资（不含农户）环比下降0.50%。

图 7: HIBOR 利率曲线短端下长端上 | 单位: %



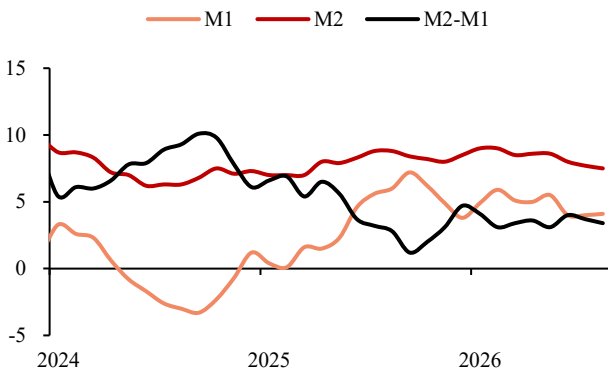
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 8: MLF 余额同比扩张提供流动性 | 单位: %YoY



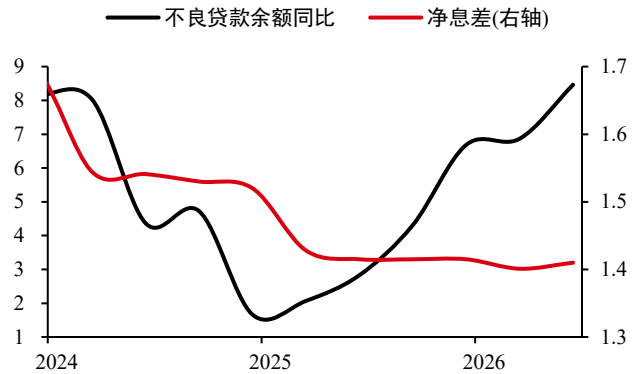
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 9: M2/M1 剪刀差基本保持稳定 | 单位: %YoY



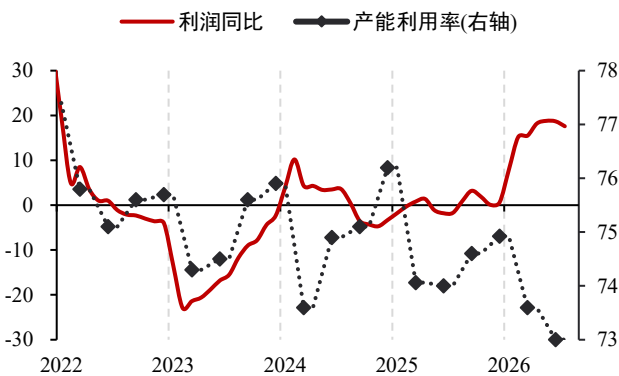
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 10: 银行不良上升和息差企稳 | 单位: %YoY, %pct



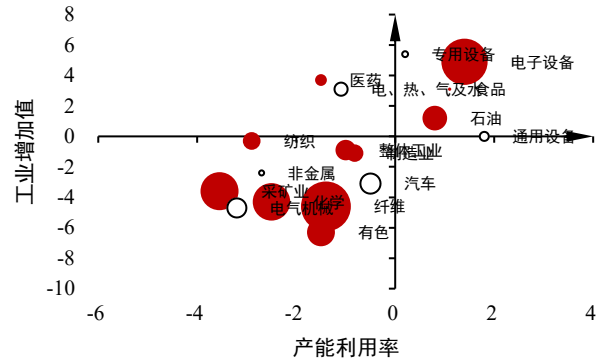
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

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

三季度表述：

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，增强政策前瞻性灵活性针对性，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、节奏和时机。**综合运用并适时调整货币政策工具**，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。**推动货币政策操作框架改革完善**。规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。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。**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，**同时防范市场“羊群效应”和非理性预期的自我强化**，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：

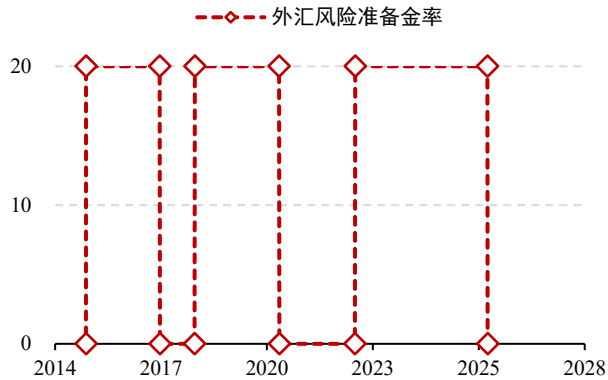
会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。**强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督**。规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

华泰分析：

在政策要求段，央行货币政策维持四季度开启的“相机抉择”阶段，并进一步优化。

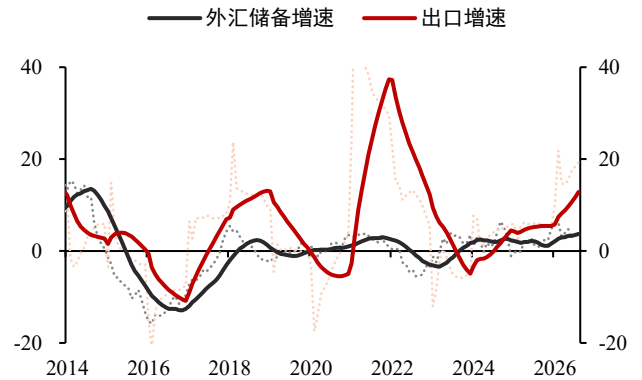
- 1) 新增了“综合运用并适时调整货币政策工具”的表述。显示出货币政策仍然维持相机抉择的状态，具体操作时将视国内外经济形势、通胀水平及金融市场运行情况而定。
- 2) 对于汇率政策的表述明显增加。在三季度继续强调“坚持市场在汇率形成中的决定性作用”的同时，在人民币持续走强的背景下，强调“防范市场‘羊群效应’和非理性预期的自我强化”，这在例会通稿层面是首次出现，体现政策调控的需求增加。

图 13: 外汇风险准备金率 | 单位: %



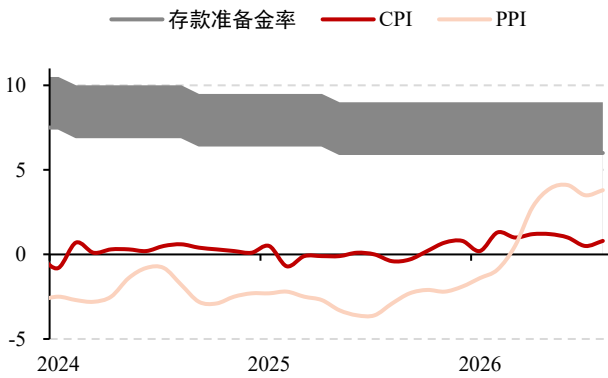
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 14: 外汇储备同比变动和出口 | 单位: %YoY



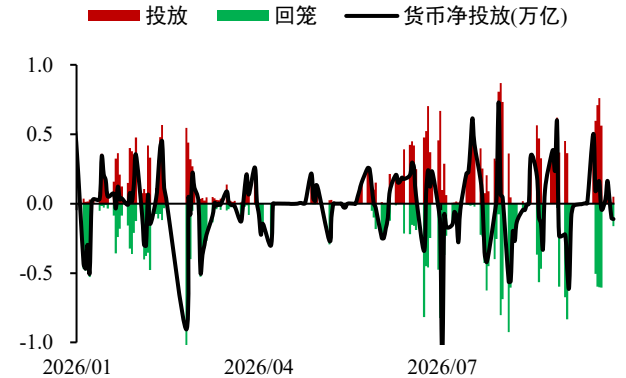
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

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, 央行或继续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

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。用好各类结构性货币政策工具，**不断完善工具设计和管理**，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、“六张网”**建设**等重点领域的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。维护金融市场稳定运行。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。用好各类结构性货币政策工具，**优化工具管理**，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。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。维护金融市场稳定运行。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。

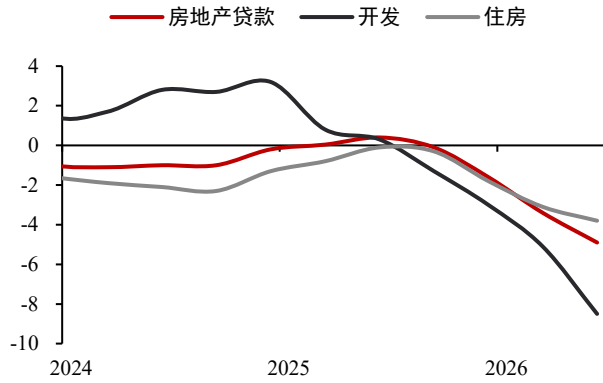
华泰分析：

从货币政策的总体表述上，有两处改动。

(1) 将“优化工具管理”修正为“不断完善工具设计和管理”，相比较而言三季度货币政策多了工具的设计的表述。货币政策工具包含一般性工具、选择性工具及补充性工具三大类，强调总量与结构、激励相容、跨周期与逆周期。在当前经济结构性改革的背景下，随着化债进入到关键时期，房地产存量政策在8月开始的定调，货币政策工具的激励相容将更为重要——稳定存量，创造增量。

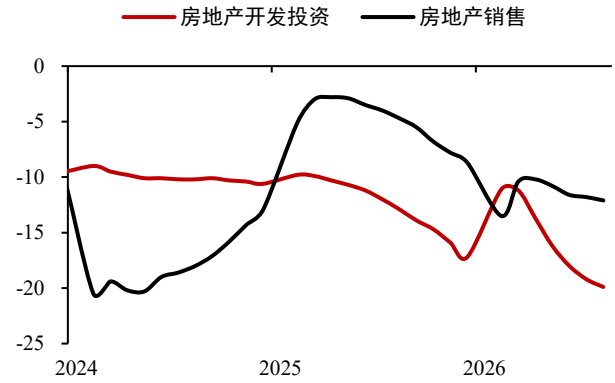
(2) 新增对“六张网”建设的金融支持。“六张网”建设是2026年中央部署推进的六大基础设施网络规划与建设工程，涵盖水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网和物流网。2026年新型政策性金融工具规模由去年的5000亿元扩大至8000亿元，重点投向新质生产力与“六张网”建设。央行将“六张网”建设列为重点支持领域，意味着未来将通过结构性货币政策工具的“设计”，进一步引导金融机构加大对重大基础设施项目的中长期资金支持。

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：尽管一季度一线城市房地产成本数据表现出火热特征，但是总量数据显示房地产行业的投资、消费数据暂没有得到有效改善 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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四中全会、中央经济工作会议和全国两会精神，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。统筹好总供给和总需求的关系，加力扩大内需、优化供给，**加快推动新旧动能转换**，增强经济发展内生动力，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，**推动经济持续向新向优向好发展**。

二季度表述：

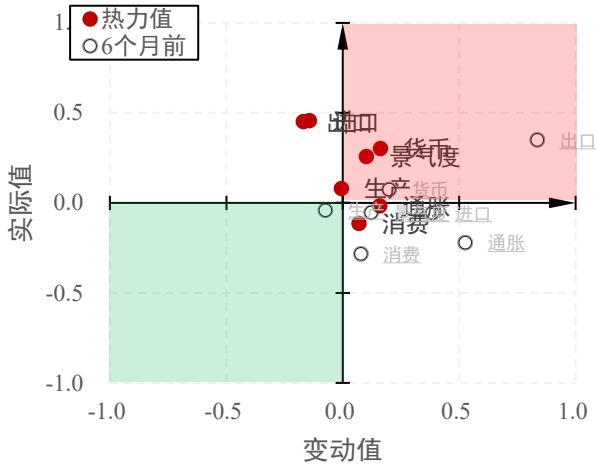
会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届四中全会、中央经济工作会议和全国两会精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。统筹好总供给和总需求的关系，着力扩大内需、优化供给，**做优增量、盘活存量**，增强经济发展内生动力，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，**不断巩固拓展经济稳中向好势头**。

华泰分析：

三季度货币政策要求相比较二季度总体保持不变，主要有两处微调：

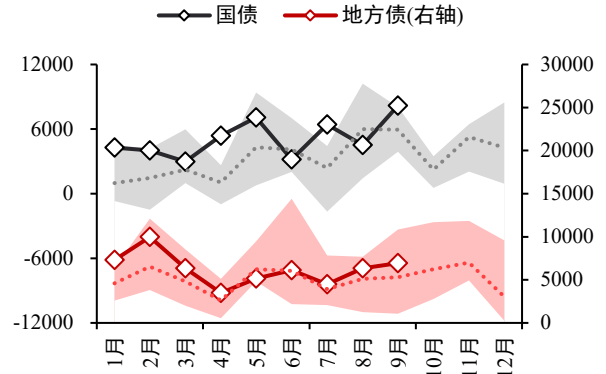
- 1) 从“做优增量、盘活存量”转向“加快推动新旧动能转换”，意味着政策对于新动能的重心进一步增强，强调通过科技创新和产业升级创造出更高附加值的新增长点，吸纳从旧领域释放出来的资源。
- 2) 政策的目标从“不断巩固拓展经济稳中向好势头”转向了“推动经济持续向新向优向好发展”，前者是对当前经济基础的保持，但是三季度更加强调向质量提升推动，在 8 月份经济数据存在下行压力的背景下，我们认为这更多体现了政策的定力。

图 19：华泰期货宏观热力值 | 单位：STD



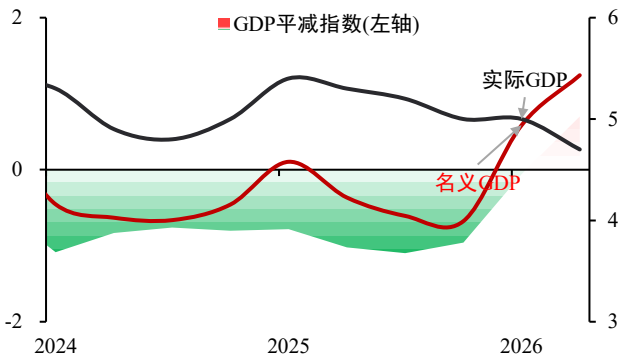
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：国债融资逐渐有所发力 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：下半年价格压力减轻 | 单位：%YoY



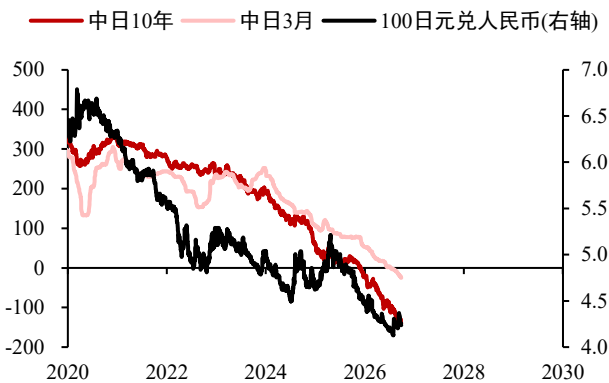
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：外部流动性的约束短期有所增强 | 单位：%



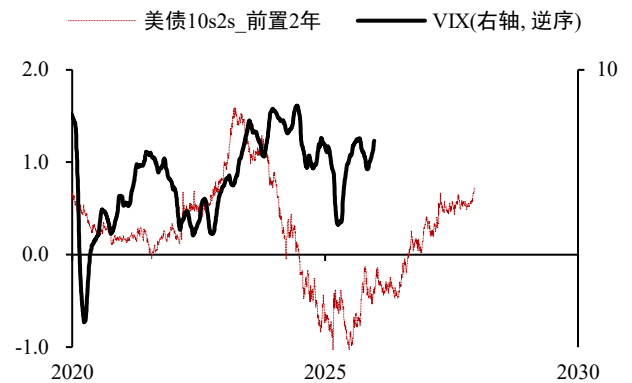
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：中日长端利差倒挂加深 | 单位：BP, CNY/JPY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：关注波动率的失控风险 | 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