# 货币政策“精准导向”，关注总需求的影响

## ——人民银行第三季度例会点评

**投资咨询业务资格：**
**证监许可【2011】1289 号**
**研究院 宏观组**
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

**相关研究：**

债券市场对外开放进一步加强（三）——中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数点评
2020-09-25
到农村去（续）——关于调整完善土地出让收入使用范围意见的点评
2020-09-24
新时代的 4050 工程——关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见点评
2020-09-22
债券市场对外开放进一步加强（续）——境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定点评
2020-09-22
没有新的宽松，市场耐心将受考验——美联储 9 月议息会议点评
2020-09-17
规范的成本——《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》点评
2020-09-17

## 事件

中国人民银行货币政策委员会召开 2020 年第三季度例会，会议指出，当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻，要加强对国际经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，完善跨周期设计和调节，支持经济高质量发展。会议认为，存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成，贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，发挥了宏观经济稳定器功能。

## 点评

**宏观政策逆周期的退出。**相比央行货币政策委员会上一季度例会，此次例会新闻稿删除了“加大宏观政策调节力度”的表述，稳健的货币政策也不再需要体现“逆周期调节”的要求，意味着总量性货币政策的退出，以及结构性货币政策的增强。一方面，随着今年以来经济稳步恢复，以及存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成，货币政策从对“支持实体经济恢复与可持续发展”的宏观调控转向“支持经济高质量发展”的跨周期设计和调节。另一方面，常态化疫情防控过程中，通过“加大宏观政策调节力度”，着力点在“稳企业保就业”，转向了通过“坚持结构调整的战略方向”着力点在“把握扩大内需战略基点”。

**人民币发挥稳定器作用。**三季度货币政策委员会例会上，将人民币的双向波动带来的影响总结为“发挥宏观经济稳定器”的作用。而在二季度的时候，人民币仅仅是“应对外部冲击的能力增强”，显示出政策对于汇率的调节能力进一步增强，下半年以来人民币的升值仍在合理预期之内。因而，我们认为央行以及宏观政策的目标函数发生转变，从“把握保增长与防风险的有效平衡”的短期目标，转向了“实现稳增长和防风险长期均衡”的长期目标。目标函数的切换也意味着货币政策从总量型政策，转向了结构型政策，即稳健的货币政策除了“要更加灵活适度”，还要实现“精准导向”。在这一背景下，我们认为人民币汇率将更多发挥对外调节的功能，稳定资金流动预期，而人民币利率将即要推动“综合融资成本”下降，也要推动“结构调整”和“扩大内需战略”。

**关注宏观政策转向对于总需求的影响。**相比较 2016 年棚改货币化带来实体需求改善经济周期，2020 年新旧改带来的实体需求对于经济周期的提振弱化。2018 年开始的资管新规虽然过渡期不断延长，但是对于信用冲击影响显而易见，2020 年随着地产新规的落地，预计对于刚显露改善迹象的信用周期形成新的压制，继而压缩抑制 2019 年四季度以来周期回升的空间。

## 附：中国人民银行货币政策委员会召开2020年第三季度例会

来源：人民银行[1]

中国人民银行货币政策委员会2020年第三季度(总第90次)例会于9月25日在北京召开。

**点评：**稳健的货币政策不再强调“逆周期调节”的要求，相反在后面断落中强调“精准导向”。人民币汇率从应对外部冲击转向“宏观经济稳定器”功能。

**会议分析了国内外经济金融形势。**会议认为，今年以来统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果，经济**稳步恢复**。**稳健**的货币政策体现了前瞻性、精准性和时效性，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。存量浮动利率贷款定价基准转换**顺利完成**，贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，发挥了宏观经济稳定器功能。

（会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，新冠肺炎疫情对我国经济的冲击总体可控，我国经济增长保持韧性，长期向好的基本面没有改变。稳健的货币政策体现了前瞻性、针对性和~~逆周期调节~~的要求，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革效果显现，货币传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，应对外部冲击的能力增强。当前国内统筹疫情防控和复工复产取得重大阶段性成果，各类经济指标出现边际改善，但全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，国内防范疫情反弹任务仍然艰巨繁重，给我国经济发展带来风险和挑战。）

**点评：**宏观政策从“宏观调控”转向“扩周期设计和调节”。总量政策转向“精准导向”的结构政策。结构要求来看，从二季度“小微企业贷款、信用贷款、制造业贷款”比重转向三季度普惠小微信用贷款“制造业、中小微企业”。

会议指出，当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻，要加强对国际经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，**完善跨周期设计和调节，支持经济高质量发展**。稳健的货币政策要更加**灵活适度、精准导向**，综合运用并创新多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好两项直达实体货币政策工具，确保普惠小微贷款应延尽延，切实提高普惠小微信用贷款发放**比例**。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的**现代金融体系**。着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，补短板、锻长板，确保**新增融资重点流向**制造业、中小微企业，努力做到**金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应**，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的**三角框架**，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4104638/index.html，括号中为二季度例会文字。

的新发展格局。进一步扩大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。

（会议指出，要跟踪世界经济金融形势变化，加强对国际经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事。创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要更加灵活适度，~~把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作~~。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好新创设的直达实体工具，支持符合条件的地方法人银行对普惠小微企业贷款实施延期还本付息和发放信用贷款。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，引导金融机构加大对实体经济~~特别是小微企业、民营企业~~的支持力度，提高小微企业贷款、~~信用贷款~~、制造业贷款比重，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局。进一步扩大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。）

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，认真贯彻落实党的十九届四中全会、中央经济工作会议和《政府工作报告》精神，继续按照党中央、国务院的决策部署，紧扣全面建成小康社会目标任务，更好统筹常态化疫情防控和经济社会发展工作，坚持稳中求进工作总基调，坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。**深化利率市场化改革，引导贷款利率继续下行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。打好防范化解重大金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长和防风险长期均衡。**

**点评：**总量型的货币政策（加大宏观政策调节力度，着力稳企业保就业）转向结构性的货币政策（坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点）。平衡点从“保增长与防风险的有效平衡”转向“稳增长和防风险的长期均衡”。

（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，认真贯彻落实党的十九届四中全会、中央经济工作会议和《政府工作报告》精神，继续按照党中央、国务院的决策部署，紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展，在常态化疫情防控条件下，坚持稳中求进工作总基调。加大宏观政策调节力度，着力稳企业保就业，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。~~健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，有效对冲疫情对经济增长的影响。~~深化利率市场化改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。打好防范化解金融风险攻坚战，把握保增长与防风险的有效平衡，~~注重在改革发展中化解风险~~，守住不发生系统性金融风险的底线。）

**点评：**列席机构相比较一季度和二季度，增加了广州分行和重庆营业管理部，需要关注政策转变在这两个地区更快推动的可能性。

本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席易纲主持，货币政策委员会委员丁学东、连维良、邹加怡、宁吉喆、郭树清、潘功胜、田国立、刘世锦、刘伟出席会议。陈雨露、刘国强、易会满、马骏因公务请假。中国人民银行广州分行、营业管理部、重庆营业管理部负责同志列席会议。（完）

（本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席易纲主持，货币政策委员会委员连维良、邹加怡、刘国强、宁吉喆、郭树清、易会满、潘功胜、田国立、刘世锦、马骏出席会议。丁学东、陈雨露、刘伟因公务请假。中国人民银行营业管理部负责同志列席会议。（完））

## 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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com