

## 20250922—从三巨头到三小只，Data-Based 基于什么样的 data

### —9.22 三巨头新闻发布会暨后续一段时间国内政策展望

标题源自网友，因为这次没给三个五千亿因此三巨头变成了三小只，这个说法把我笑出驴叫。本期发布会有两个亮点，一个是格林斯潘说不降息且飙英文；一个是村长披露了他关注的股市 KPI 让大家耳目一新。这两个事情其实可以合并来看，即标题上潘行说的 data-based。只不过，究竟基于什么数据？

CNBC记者:

美联储在9月议息会议决定降息25个基点，请问中国人民银行下一步的货币政策有何考虑？谢谢。

2025-09-22 16:18:33

潘功胜:

谢谢。我想这个问题我不能给你具体的回答，但是我可以从宏观的层面来谈一谈我们是怎么考虑的。几天之前，美联储降低了联邦基金利率25个基点，全球金融市场对美联储这次降息有充分预期，市场反应相对平稳。美元指数基本维持在97的区间附近，国际资本市场总体上行，大宗商品市场振荡下行。我国的股、债、汇等主要金融市场也保持平稳运行。

中国央行在货币政策的确定上，宏观层面的原则是非常清晰的，中国的货币政策坚持以我为主，兼顾内外均衡。就当前中国的货币政策立场，我们多次与市场进行沟通，市场也是非常清楚的，当前中国的货币政策立场是支持性的，实施适度宽松的货币政策，这一政策立场为我国经济的持续回升向好和金融市场的稳定运行创造了良好的货币金融环境。

往前看，我们将根据宏观经济运行的情况和形势变化，综合运用多种货币政策工具。这也是国际上很多的央行，包括美联储、欧央行、日本央行等主要央行在确定货币政策的具体调整方法时，所依据的一个基本方法论，即Data Based。根据宏观经济的数据判断，确定是不是要作出货币政策调整，在方法论上，国际很多央行是相同的。我们也是如此，根据宏观经济运行情况和形势变化，综合运用多种货币政策工具，保证流动性充裕，促进社会综合融资成本下降，支持提振消费、扩大有效投资，巩固和增强经济回升向好态势，维护金融市场的稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

谢谢。

#### 新质生产力统计数据。

1. 因为有去年9.24的成功经验，今年一看美联储降息后三巨头又开会，大家自然而然准备再来一次三个五千亿。从这个角度本身来说，此次是低于预期的，但所幸看发布会是收盘后开，Y很高预期的人并不多，除了债狗。一看格林斯潘说此次不讨论短期政策、要等十五五完成部署后(大概率十月下旬)再考虑政策怎么调，债狗一看我靠降息落空，给TL尾盘折腾出了心电图分时。

建设金融强国需要长期努力，久久为功。人民银行将继续贯彻落实好中央决策部署，高标准谋划“十五五”金融事业发展，为推进中国式现代化贡献更多金融力量。

今天新闻发布会的主题是介绍“十四五”时期金融业发展成就，主要是从中长期视角回顾和总结“十四五”，不涉及短期政策的调整。关于“十五五”及下一步金融改革内容，我们将在中央统一部署后与大家进一步沟通。

谢谢!

2025-09-22 15:09:25

2. 有关美联储降息之后CN跟不跟的问题，格林斯潘回答:如跟，我需要看数据再考虑，其实这个问题就一直长期以来的争议点之一:经济数据肯定不能说好，但是决策层面是怎么看的?结合本次发布会三巨头透露出的关键点，我们基本可以得出一个之前知道、但还没那么清晰的结论:决策层面看的数据，和不少投资者看的数据都不是一个数据

3. 综合发布会对十四五期间工作内容的回顾，我们可以说过去五年的央行、ZJH、银保监会只有一个总量+一个结构的双重使命:总量维度，持续压降债务和坏账风险;结构维度，促进金融市场稳定，提升科技含量。

其他的就没了，房价高低、社要增速快慢、CPIPI是正还是负的是其他人的责任，反正不是三小只的，这都不在人家工作KPI里。所以你用这堆数据去推测宽货币不宽货币，可能找错了锚，正如鲍威尔的利率高低影响不了美国码农失业情况，那是OPEN AI的事儿:

东大这边，YM 从 24 年到今年也已经多次在货币政策执行报告里陈述，**降息并不能改善通缩，反而可能让过剩产能企业拿到低成本融资继续内卷。**目前管反内卷是工商局、市场监管总局和 FGW 的事儿，查社保带动的产能出清效果比 LPR 高点还是低点来得直接多了

4. 因此总量上大家看的不是一个总量，风险出清效果显著说明经济很好。那结构上呢？三小只的交集在于**一支持权益市场规模做大、波动降低，且提高科技含量**，其中村长给的两条 KPI，要知道这不是给你我看的，这是向最高层汇报的**—A 股科技板块市值超过 1/4，超过银行+非银+房地产之和；此外上证的年化波动率下降了 2.8%。**

经济社会发展统计图表：中国创新指数(2018—2022年)

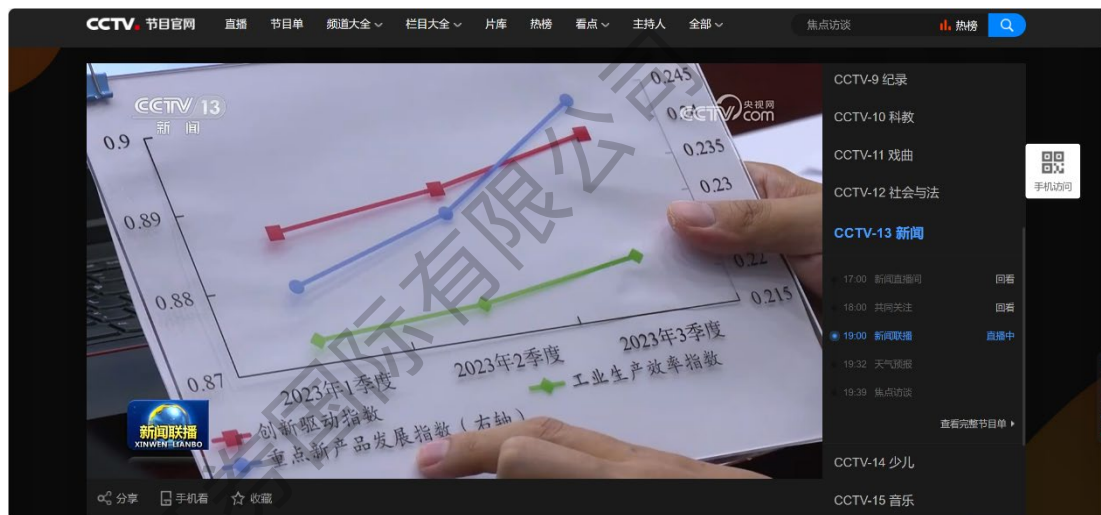
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
中国创新指数	123.8	131.3	138.9	147.0	155.7
创新环境指数	123.1	132.4	138.9	151.8	160.4
每万人就业人员中大专及以上学历人数指数	111.7	121.3	118.1	123.1	128.2
人均 GDP 指数	120.1	126.8	129.4	140.3	144.6
理工类毕业生占适龄人口比重指数	115.1	119.8	135.5	145.1	161.7
科技拨款占财政支出比重指数	108.2	112.6	103.2	109.9	107.2
享受加计扣除减免税企业所占比重指数	169.5	197.0	243.4	294.4	332.4
创新投入指数	119.6	124.3	131.9	137.1	146.7
每万人 R&D 人员全时当量指数	114.7	125.3	136.4	148.9	165.6
R&D 经费占 GDP 比重指数	104.1	109.1	117.0	118.3	123.7
基础研究人员人均经费指数	126.4	120.4	121.5	136.1	140.5
企业 R&D 经费占营业收入比重指数	135.8	145.1	156.2	147.7	161.0
创新产出指数	137.0	150.3	161.2	171.6	187.5
每万人科技论文数指数	110.4	116.4	116.6	121.5	128.3
每万名 R&D 人员高价值发明专利拥有量指数	156.1	171.0	190.2	200.9	227.7
拥有注册商标企业所占比重指数	152.5	177.5	190.1	205.2	219.3
技术市场成交合同平均金额指数	134.1	144.5	160.6	173.7	193.2
创新成效指数	115.5	118.0	123.6	127.2	128.2
新产品销售收入占营业收入比重指数	137.1	146.2	161.6	165.4	181.0
高技术产品出口额占货物出口额比重指数	104.2	101.4	104.0	102.5	92.3
专利密集型产业增加值占 GDP 比重指数	107.4	107.4	110.8	115.2	115.7
“三新”经济增加值占 GDP 比重指数	109.1	110.4	115.6	116.8	117.5
全员劳动生产率指数	122.7	130.5	134.0	146.1	152.2

注：本表以 2015 年为基期（即 2015 年 = 100）测算各年份指数。中国创新指数指标体系分成三个层次，第一个层次为我国创新总体发展情况，通过计算创新总指数反映；第二个层次为我国在创新环境、创新投入、创新产出和创新成效等 4 个分领域的发展情况，通过计算分领域指数反映；第三个层次为创新能力具体各方面的发展情况，通过上述 4 个分领域所选取的 18 个指标指数反映。

(国家统计局提供)

2023.22

这是一个此前未公开披露过的明确的向上管理 KPI，前者是科技后者是慢牛，凑起来就是科技慢牛。P3-P4 我放了两张 23 年三四季度的图，其实到现在而言也非常有回顾意义。彼时市场反复纠结的一个地方就在于明明经济数据不好，为什么政策还是定力十足？答案是高质量发展看其他的数据了，从上一任 US 商务部长雷蒙多 23 年底访华被华为 Mate60 发布打脸、到 24 年 2 月 Deepseek 把 M7 吓尿了、再到目前 CN 方面有底气全面禁止 H2O 改用国产算力，应该来说在科技自主可控目标和 US 打得有来有回这件事上是久久为功且一以贯之的，两年多的时间里从未改变。这是看到的，中长期维度 data-based 真正参考的 data。



5. 那么在目前的节点，我们怎么回顾 9.24 这个政策大转向？在事中，有认为是中国“大放水”的开始；是地产的转折点；是复苏的启动。但是一年之后来看，这在政策维度完全没有改变 all in 新质生产力干科技的总方向，只是从权益市场的负债维度，补齐了慢牛的要素，科技慢牛。回顾过去的一年、和展望下一个五年，这个仍旧大概率是不变的事情。

只是我并不认同这是所谓的窗口指导牛。负债端的慢牛本身，可以是 GJD 控制的。但是资产端的好公司，是中国企业家真刀真枪干出来的。

如果没有 Deepseek、没有千问、没有平头哥、没有昆仑芯，GJD 再充值，也走不成现在的慢牛。你可以嘲讽外卖，但是地球上除了这里之外，没有任何一个国家或经济体有胆量把英伟达 H20 拒之门外，因为自己能生产更好的。

6. 因此本次发布会的信息量似乎不多，但是也不少。理清三巨头的 KPI 共性在于科技+慢牛这个点上，能同时解决仓位分配和风险偏好这两个问题：第一，不要轮动去三不沾区域，传统顺周期资产只有底部一根线的博弈价值，第二根就是上影线埋人了。第二，要像美股相信 buy the dip 一样相信 A 股早现出全球比较优势的互联网大厂，算力基础设施，电商出海和创新药等 buy the dip，信仰到位了其他很多都能自我实现。最后，把之前听床说要对股市降温、干预科技炒作的伪国师绑到树上明天来吹台风桦加沙，完毕。

7. 企业提供了优质的资产，政策层保障低波动，这凑起来就是高夏普、高增长且低波动组合，持续对长期中债形成吸血效应。因此四季度任何交易 CN 经济数据不及预期的 10-30 年长债反弹都是逃离火场的机会，一定要珍惜；债狗仍需要更多时间理解为什么美国地产差、大学生没工作但 M7 强是经济强劲，CN 也这样就不算经济强劲了。短债是另外一说，因为并无竞品且拥挤度低所以安全边际很大，但我对这个缺乏资本利得的资产没有兴趣。



国新办定于9月22日下午3时举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜，金融监管总局局长李云泽，中国证监会主席吴清，中国人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新介绍“十四五”时期金融业发展成就，并答记者问。

<p>中国人民银行行长 潘功胜</p>	<p>目前我国金融体系总体稳健，金融机构整体健康，金融市场运行平稳</p> <p>我国金融业的国际竞争力和影响力显著增强</p> <p>今天新闻发布会的主要是介绍“十四五”时期金融业发展成就，主要是从中长期视角回顾和总结“十四五”，不涉及短期政策的调整</p> <p>关于“十四五”及下一步金融改革内容，我们将在中央统一部署后与大家进一步沟通</p> <p>截至今年6月末，中国银行业总资产近470万亿元，位居世界第一；股票、债券市场规模位居世界第二；外汇储备规模连续20年位居世界第一</p> <p>设立中央金融委员会、中央金融工作委员会，加强党中央对金融工作的集中统一领导，将中国特色社会主义制度的政治优势和制度优势转化为金融治理效能</p> <p>“十四五”时期，科技型中小企业贷款、普惠小微、绿色贷款年均增速超过20%</p> <p>下一步人民银行将以进一步深化改革为动力，加快完善中央银行制度，坚持走中国特色金融发展之路，支持经济高质量发展。</p> <p>严肃财经纪律，推动地方政府统筹资金、资产、资源化解债务风险，剥离融资平台的政府融资功能，转型为市场化的经营主体</p> <p>引导金融机构通过债务重组，降低融资平台流动性风险和利息负担</p> <p>截至今年6月末，与2023年初相比，融资平台数量下降超过60%，金融债务规模下降超过50%，总体地方政府融资平台风险水平大幅收敛</p> <p>会同金融监管部门和地方政府，综合采取在线修复、兼并重组和市场退出等方式，推动高风险中小银行数量较峰值明显压降</p> <p>“十四五”期间，我国金融风险总体可控，金融体系稳健运行</p> <p>下一步，人民银行将进一步探索拓展中央银行的监管职能和金融稳定功能，坚决守住不发生系统性金融风险的底线</p> <p>中国的货币政策坚持以我为主，兼顾内外均衡</p> <p>根据宏观经济运行情况和形势变化，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下降，支持提振消费、扩大有效投资，巩固和增强经济回升向好态势，维护金融市场的稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</p>
<p>金融监管总局局长 李云泽</p>	<p>目前银行保险业总资产超过360万亿元，5年来年均增长9%，全球最大信贷和第二大保险市场地位更加稳固。信托、理财、保险资管机构管理资产近100万亿元，规模较“十三五”末翻了一番</p> <p>5年来处置不良资产较“十三五”时期增加超40%，行业拨备风险的资本和拨备总规模超过50万亿元</p> <p>5年来银行业保险业通过信贷、债券、股权等多种方式，为实体经济提供新增资金170万亿元</p> <p>相当部分省份已实现高风险中小机构“动态清零”</p> <p>持续推动房地产市场止跌回稳</p> <p>多措并举稳定融资，为保障性住房等“三大工程”提供资金支持超1.4万亿元，租赁住房贷款年均增长52%</p> <p>牵头建立城市房地产融资协调机制，“白名单”项目贷款超过7万亿元，支持近2000万套住房建设交付</p> <p>支持化解地方债务风险，指导金融机构严守不新增隐性债务的红线，依法依规对融资平台开展债务重组和置换，助力地方在发展中化债、在化债中发展</p> <p>加强科技信贷支持，高新技术企业贷款余额近19万亿元，年均增速超20%</p> <p>培育壮大耐心资本，保险资金投资股票和权益类基金超5.4万亿元，余额较“十三五”末增长85%</p> <p>行业重要法律法规修订取得重大进展，上周银保监会修订草案已经国务院常务会议讨论通过，保险法修订也在加快推进</p> <p>对41家重点机构实施提级监管，同时下放112家中小保险机构监管权限</p>
<p>中国证监会主席 吴清</p>	<p>近五年，交易所市场股票融资合计达到57.5万亿元，直接融资比重稳中有升，较“十三五”末提升2.8个百分点，达到31.6%</p> <p>目前A股科技板块市值占比超过1/4，已明显高于银行、非银金融、房地产行业市值占比</p> <p>“十四五”期间，A股市场韧性和抗风险能力明显增强，上证综指年化波动率15.9%，较“十三五”下降2.8个百分点</p> <p>“十四五”期间，对财务造假、操纵市场、内幕交易等案件作出行政处罚2214份，罚没414亿元，较“十三五”分别增长58%和30%</p> <p>截至今年8月底，各类中长期资金合计持有A股流通股市值约21.4万亿元，较“十三五”末增长32%</p> <p>目前已有3家未盈利科创板企业在重启科创板第五套标准后完成注册，创业板第三套标准也迎来首单受理</p> <p>“并购六条”发布以来，已被覆730单重大资产重组</p> <p>“十四五”期间，新增核准13家外资控股证券投资基金管理机构来华开业开业，外资持有A股市值3.4万亿元，269家企业境外上市</p> <p>坚持严控增量、稳减存量，严防“爆雷”，交易所市场债券违约率保持在1%左右的较低水平</p> <p>私募基金风险整治扎实推进，约7000家僵尸机构完成出清</p> <p>“伪私募”等增量风险基本得到遏制</p> <p>关闭金交所，“伪金交所”成效明显，应关闭的27家金交所已全部取消资质，排查出的上百家“伪金交所”也已全部得到清理</p>
<p>中国人民银行副行长 国家外汇局局长 朱鹤新</p>	<p>“十四五”以来我国外汇储备始终稳定在3万亿美元以上</p> <p>7月末境外机构和个人持有境内股票、债券、存款超10万亿元</p> <p>完善跨境投融资，境外上市等资金管理</p> <p>持续做好外汇储备经营管理，保障资产安全、流动和保值增值，外汇储备充分发挥了国家经济金融重要“稳定器”和“压舱石”作用</p> <p>展望“十五五”，将健全“更加便利、更加开放、更加安全、更加智慧”的外汇管理体制机制</p> <p>今年前8个月，我国跨境收支同比增长10%，跨境贸易和投融资活动持续活跃</p> <p>截止到今年6月末，已经有703家银行和115家非银行机构参与银行间外汇市场，其中包含了296家外资机构</p> <p>升级推广科创类企业跨境融资便利化的政策，提升高新技术、“专精特新”以及科技型中小企业自主信用外债额度</p> <p>目前，外汇展业改革试点银行已纳入中小企业、民营企业、外资企业在内的优质客户超过2.3万家，累计办理业务5000多亿美元</p>