

2026年05月12日

总量审慎，结构发力

——央行 Q1 货币政策执行报告学习

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：5月11日，央行发布《第一季度中国货币政策执行报告》，简称“《报告》”。

● **经济与物价：外部环境评估加码，关注输入型通胀**

1、外部环境描述升级，关注地缘冲突。《报告》新增“地缘政治风险持续上升”“供给冲击和输入型通胀压力有所显现”“全球经济增长动能疲弱”，措辞明显审慎。中东冲突持续推升油价，国际油价不断突破新高，输入型通胀预期有所抬头（外部压力的确在加大，但尚未构成系统性风险）。“各国央行货币政策调整存在不确定性”暗含对于美联储、欧央行等经济体后续货币政策不确定性的判断。

2、物价延续积极回升，警惕输入型通胀影响。一季度CPI同比创2023年5月以来新高、3月PPI同比由负转正，一季度物价回升势头较为积极。但央行也关注当前物价回升的成因。表示中东地缘冲突对当前物价指标回升有一定作用，但外部输入型通胀对国内经济运行的影响需要密切关注。

● **货币政策：进一步推动LPR改革，理顺贷款利率与债券收益率关系**

(1) 关注海外央行变化，注重精准有效。Q4报告的“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”表述在2026Q1《报告》中修改为“灵活运用多种货币政策工具”，且强调“精准有效实施适度宽松的货币政策”。删去“降准降息”不意味政策收紧，而是总量审慎、结构发力。政治局会议指出增强货币政策前瞻性灵活性针对性，本次《报告》也再次强调“注海外主要央行货币政策变化”、“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好货币政策实施的力度、节奏和时机”。年内总量发力幅度或有限，需在综合内外部环境后在最合适时机实施。当前货币政策的重心或在于畅通货币政策传导和强化结构性工具服务重点领域，稳增长更多依赖财政、货币和结构性政策的协同发力。

(2) 结构性政策方面，支持乡村振兴和服务业有新表述。结构性货币工具要继续加力支持科技创新、绿色、中小微企业等重点领域。新增的亮点在于乡村振兴和服务业领域。《报告》指出，创新乡村振兴投融资机制，助力守住不发生规模性返贫致贫底线。金融支持乡村振兴工作进一步落地。此外，服务业方面《报告》新增强调，围绕服务业扩能提质，加大金融支持力度，推动补强生产性服务业薄弱环节和增加生活性服务业高质量供给。与政治局会议部署的“深入实施服务业扩能提质行动”形成呼应，加强金融端对服务业的支持力度。

(3) 深入推进利率市场化改革，重视执行。2026Q1报告将2025Q4的“引导短期货币市场利率更好围绕央行政策利率平稳运行”修改为“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，央行利率调控的目标更为明确，聚焦到隔夜利率。此外，对市场利率定价自律机制的落实更加严格，新增“对一些不合理的、容易削弱货币政策传导的市场行为加强规范”。专栏2“贷款利率定价基准的国际经验”指出：主要经济体均经历从单一基准向多元基准演进（浮动利率贷款）；固定利率贷款国际上多以10年期国债收益率为参考基准。这一专栏或为我国LPR改革提供国际参考经验。结合“理顺贷款利率与债券收益率的关系”，下一步央行或意图推动市场利率作为贷款利率的基准，减少政策利率向贷款利率传导的梗阻。此外，汇率方面延续强调“坚持底线思维，综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险”。体现央行对可能的汇率风险的坚定防范。

● **专栏关注：关注宏观审慎、债券市场建设、国际收支平衡**

专栏1“构建覆盖全面的宏观审慎管理体系”讨论宏观审慎框架强化后，金融稳定职能可逐步从货币政策中剥离（“货币政策+宏观审慎”双支柱框架更清晰），使货币政策更专注价格稳定和经济增长目标，减少目标函数冲突。

专栏3“中央银行与债券市场”：银行持债超100万亿，占总其资产25%；银行是利率传导第一道关口，银行行为决定政策传导效率，央行规范、引导银行债券投资交易行为，是有效实施货币政策调控的重要基础；点名非银机构过度加杠杆、期限错配风险，要持续加强债券市场管理，完善债券市场建设。

专栏4“我国国际收支的变动特征与影响”指出：近五年我国经常账户年均顺差4312亿美元，为GDP的2.3%，国际收支基本面健康。后续外贸稳出口、企业对外投资、吸引外资等将持续推进，国际收支有条件保持基本平衡。

● **风险提示：**经济超预期下行、政策执行不及预期。

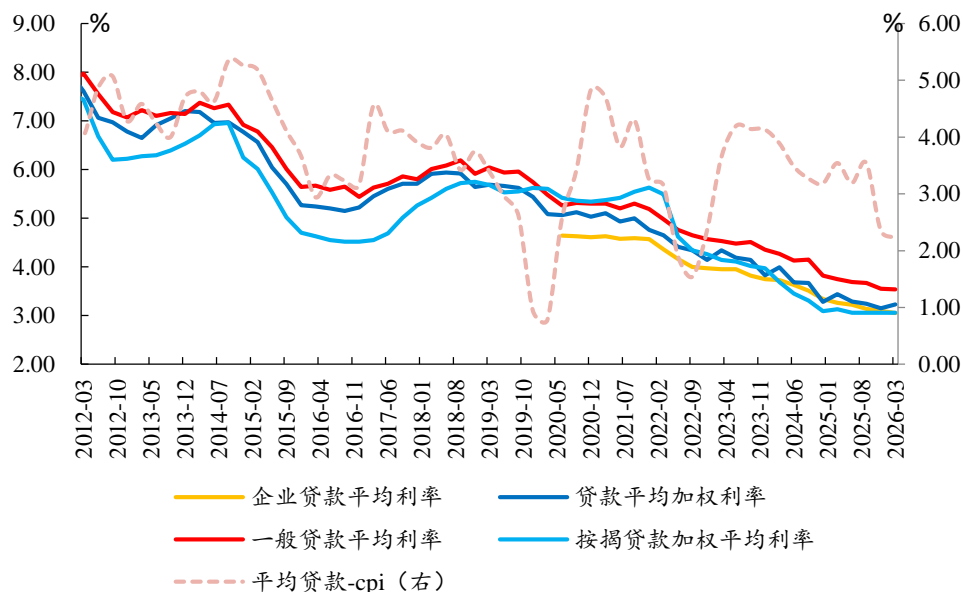
相关研究报告

《油价上涨影响在4月PPI集中体现——宏观经济点评》-2026.5.11

《油价高企下我国出口相对韧性开始体现——宏观经济点评》-2026.5.10

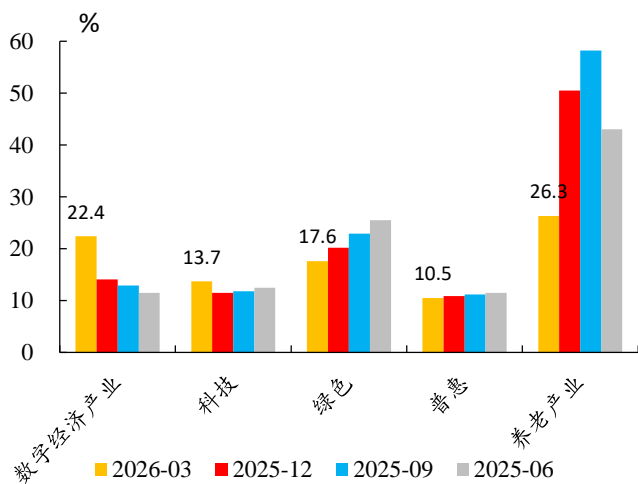
《强非农或进一步抬高美联储降息门槛——美国4月非农就业数据点评》-2026.5.9

附图 1：2026 年一季度实际平均贷款利率下降速度放缓



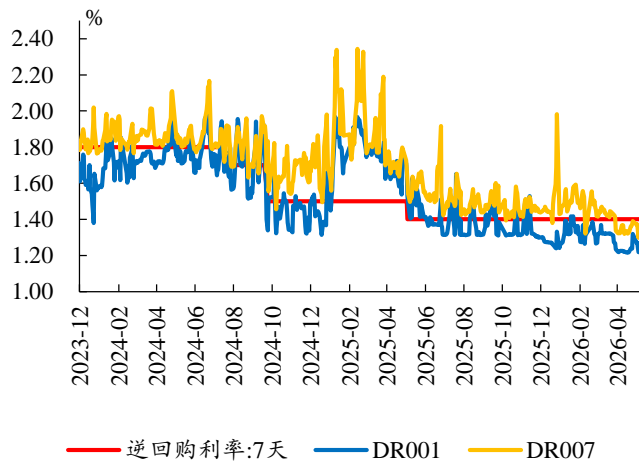
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2026Q1 数字经济与科技类贷款增速韧性较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：隔夜市场利率近期处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn