

从央行政策目标看流动性收紧进程

——核心目标是促进经济增长

经济研究 · 宏观深度

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

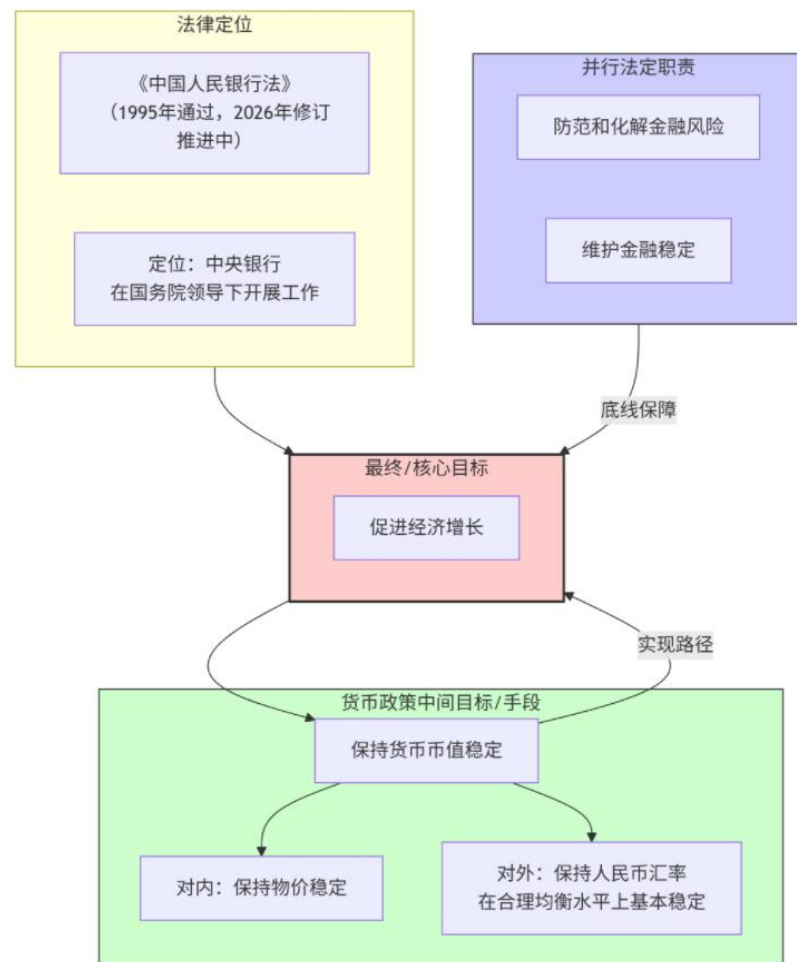
- 我国央行以“促进经济增长”为核心目标，通过维持币值稳定（物价与汇率）创造适宜金融环境。2018年以来流动性收紧多由汇率贬值压力、经济偏强或利率波动风险触发。
- 本轮（2026年5月起）央行主动抬升隔夜利率，主因长期利率波动风险升温——PPI快速上行、核心CPI处高位加剧债市脆弱性。参考2024年经验，此类收紧最终让位于稳增长。
- 二季度内需疲弱（灵活就业占比上升压制消费，投资受制于正确的政绩观），出口短期高景气提供支撑但不足于对冲内需的回落，二季度GDP同比或触及目标下限4.5%。
- 海外利率明显上升或压制海外需求，下半年国内出口的不确定性加大，叠加内需持续偏弱，因此有必要加码稳增长，而降准降息一般靠前发力，因此三季度出台概率较高，而季内靠前还是靠后出台或取决于出口景气的变化。
- 但需注意：降准降息与货币市场流动性紧张可并存——若输入型通胀维持高位，而长端利率受弱经济牵引下行，央行为平衡长期利率可能存在的波动风险，货币市场流动性阶段性紧张仍可能频现。流动性收紧不必然推升长端利率（2024年6—9月隔夜利率偏高，10Y国债利率仍回落超20BP）。

央行政策目标与历史经验梳理

“促进经济增长”是最终以及核心目标

- **最终和核心目标：**“促进经济增长”。
- **中间目标/手段：**“保持货币币值的稳定”（对内物价稳、对外汇率稳），来为经济增长创造适宜的金融环境。
- **并行法定职责：**“防范和化解金融风险”、“维护金融稳定”是法律赋予央行的并行职责。
- 2026年再次修订《中国人民银行法》，进一步明确中央银行职能定位（或增加和细化货币财政协同、宏观审慎管理相关内容）。

图：中国央行政策目标体系



资料来源：中国人民银行官网、国信证券经济研究所整理

- 2008年之前，国内经济增长动能强劲，汇率有序升值，货币政策聚焦物价变化。
- 2008年之后，经济增长动能持续回落，促进经济增长的核心目标凸显，同时还兼顾汇率、风险、通胀等多重目标。

图：2008年是国内经济增速由升转降的转折点



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2008年之前，国内利率与CPI走势密切相关，之后相关性明显下降

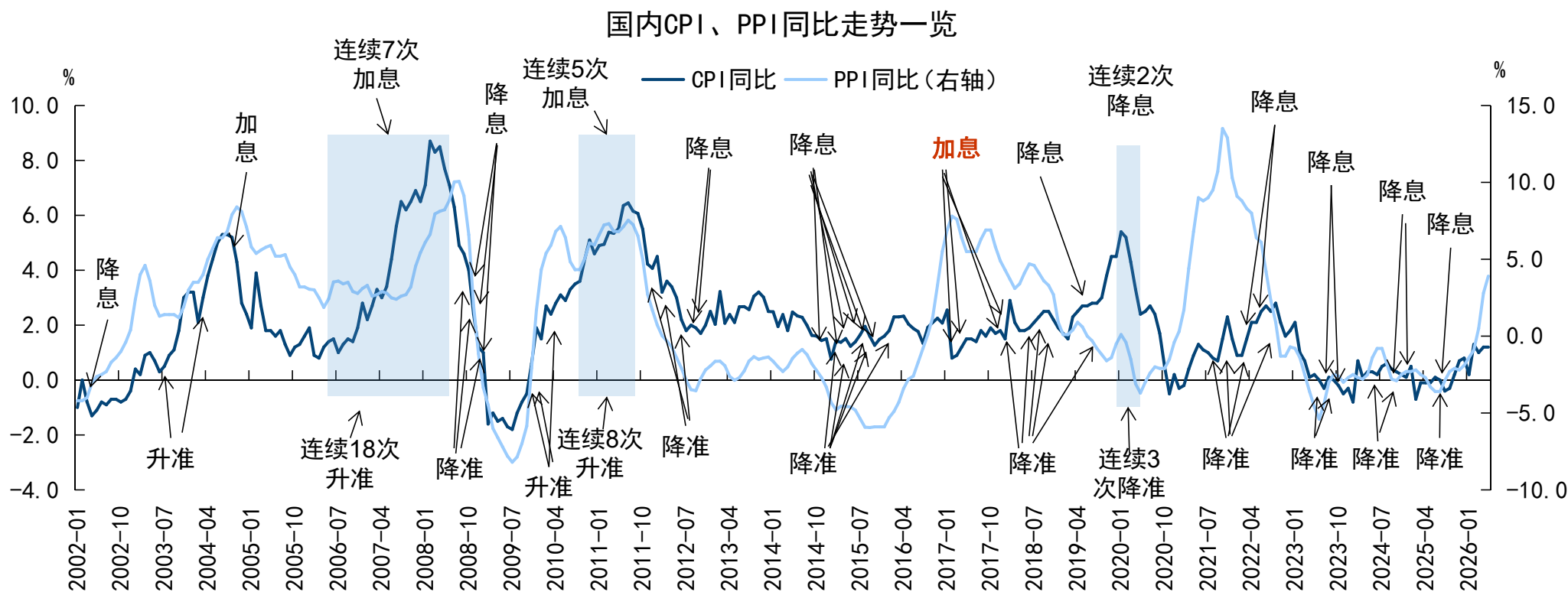


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2012年以来唯一的一轮加息

- 2017-2018年上半年连续加息4次。
- 在此期间，有两个突出的宏观事件：一是PPI同比明显上升，二是美联储持续加息。

图：2012年以来国内经历了两轮输入型通胀

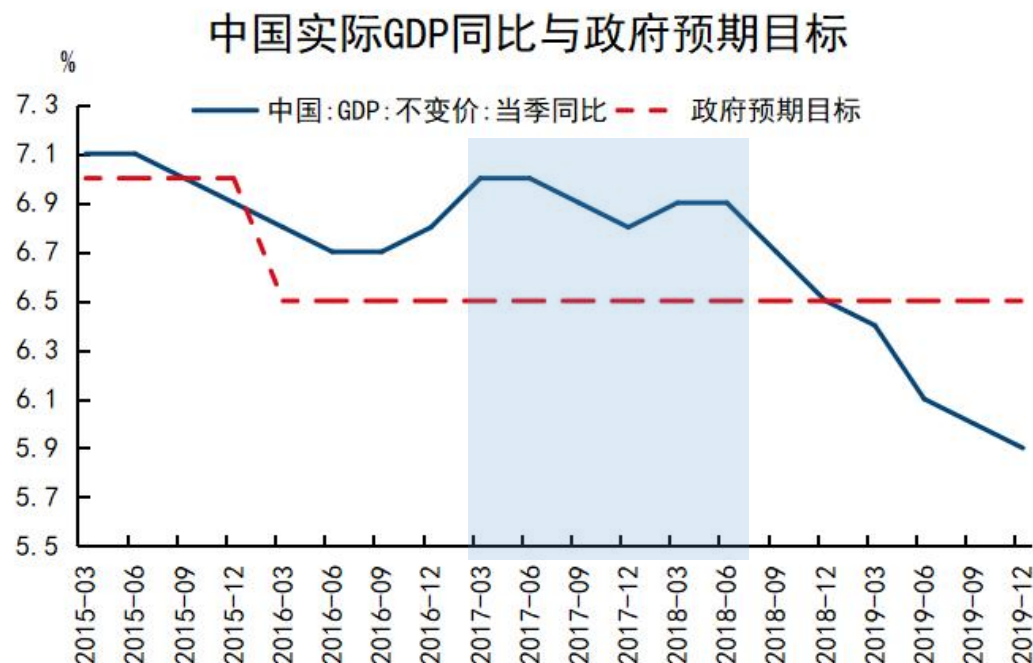


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2017-2018年加息的必要条件：经济增速高于政府目标

- 2017-2018年上半年，国内实际GDP同比在6.8%-7.0%的范围内小幅波动，高于政府目标6.5%。
- 2017-2018年上半年四次加息均紧随美联储，是为了汇率稳定吗？
 - 期间人民币汇率有序升值，并无必要加息抑制贬值。

图：2017-2018年上半年国内实际GDP同比较为稳定



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2017-2018年上半年人民币并无贬值压力

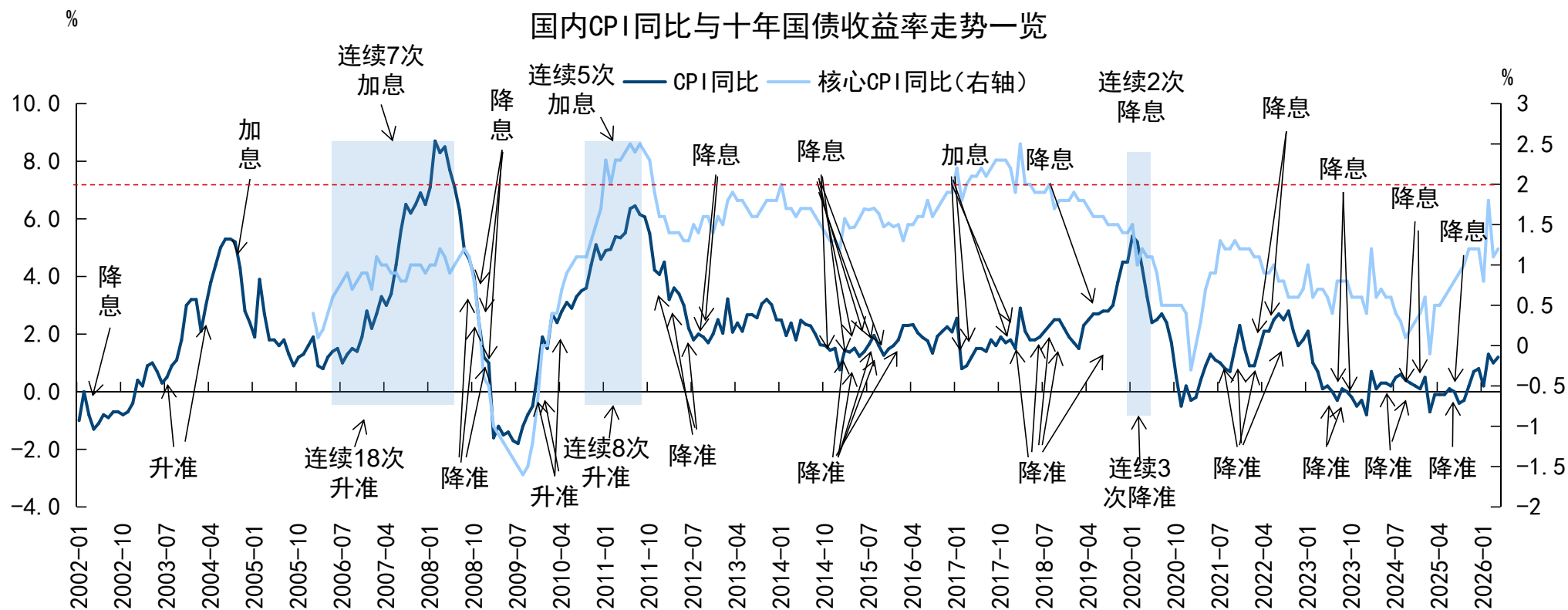


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2017-2018年加息的充分条件：核心CPI同比超过2%

- 核心CPI同比超过2%必然触发货币政策收紧，降息往往发生在核心CPI同比下行期。
- PPI同比高企时，若核心CPI同比未朝着2%迈进，也不会触发货币政策收紧。

图：2012年以来国内经历了两轮输入型通胀

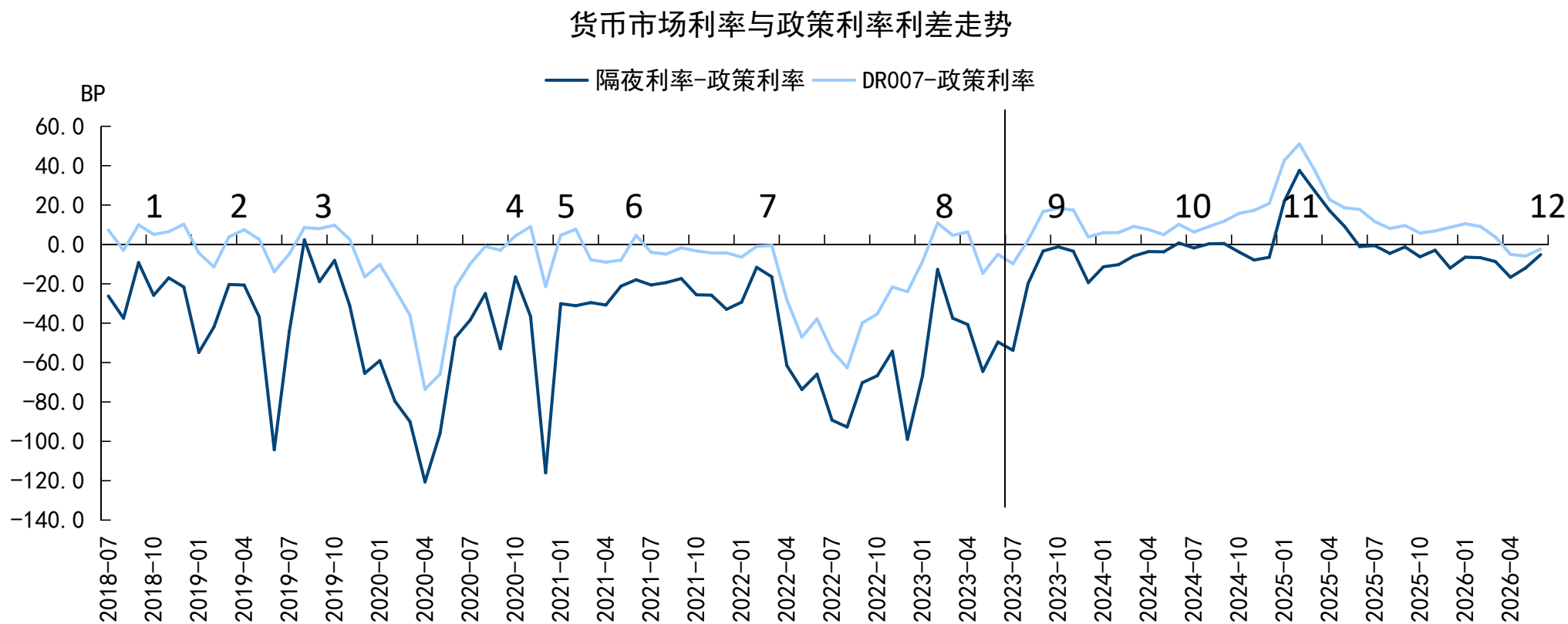


资料来源：Wind、CEIC、国信证券经济研究所整理

2018年7月以来12个流动性收紧时期

- 2023年7月之前看“DR007-OMO利率”转正，之后看“DR001-OMO利率”趋向零。
- 2018年7月以来，货币市场利率由低转高的时期有12个。

图：2018年7月以来，货币市场利率偏高的12个时期

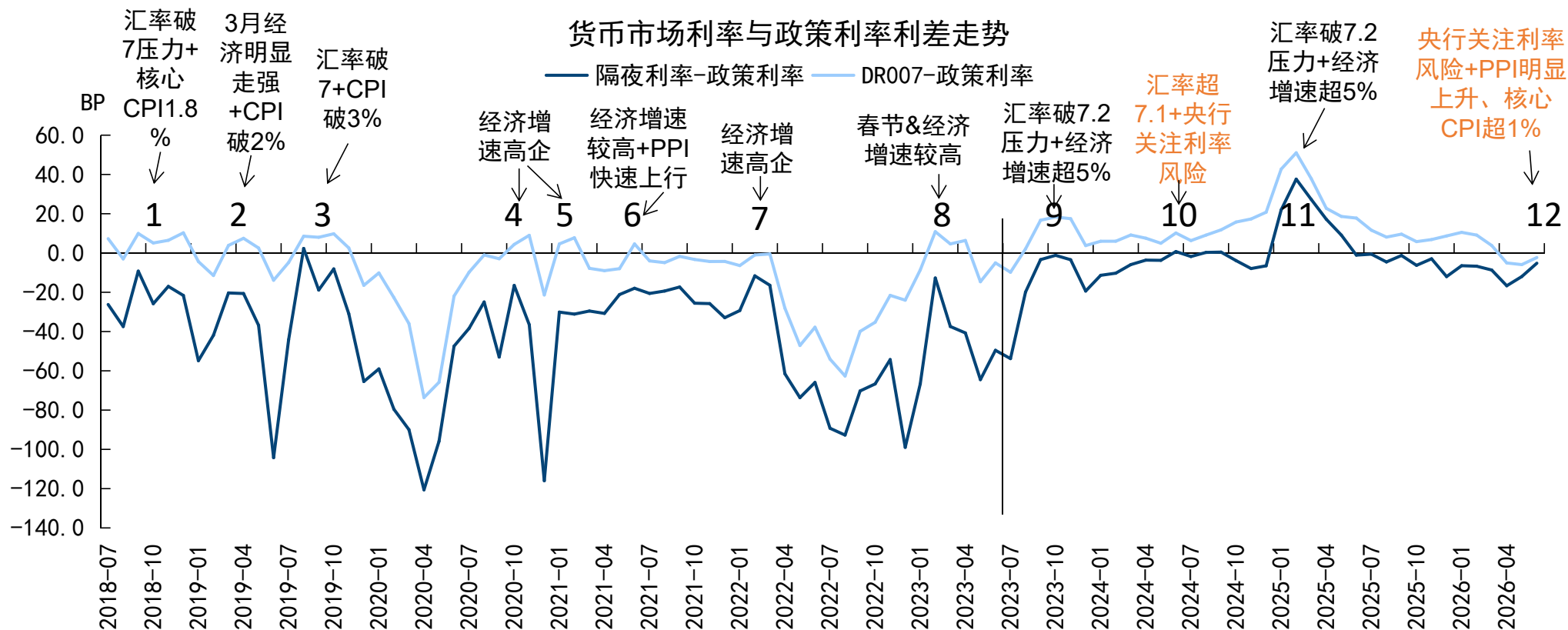


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018年7月以来12个流动性收紧时期

- 增长、通胀、汇率、风险四大因素，2018年以来流动性收紧多由汇率贬值压力、经济偏强或利率波动风险触发。

图：2018年7月以来，货币市场利率偏高的12个时期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

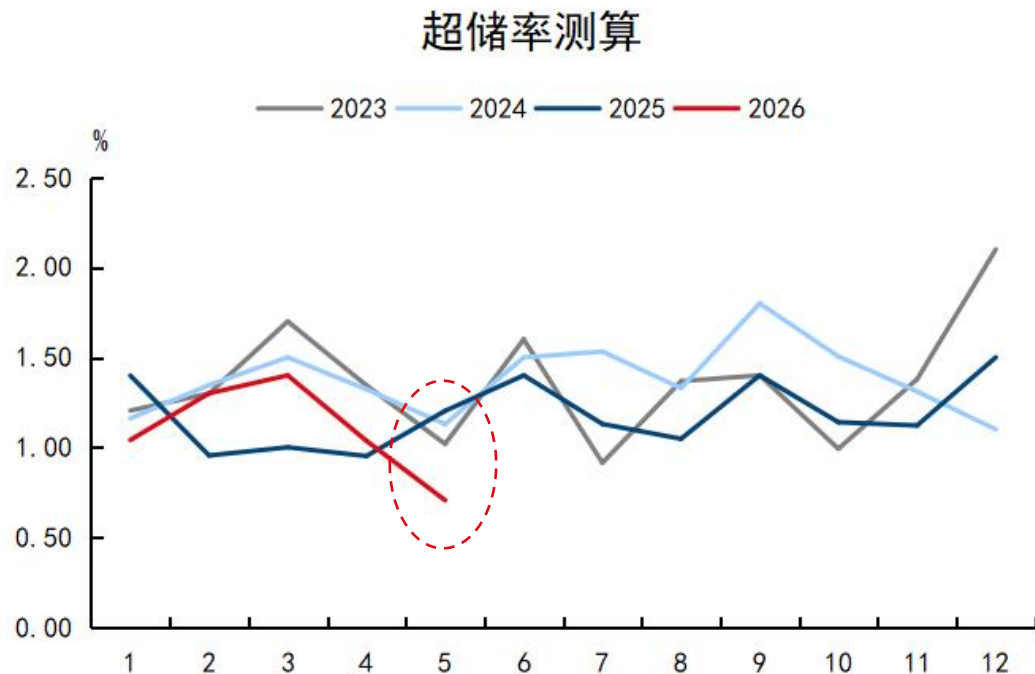
- “促进经济增长”是我国央行的最终以及核心目标。
- 2017-2018年加息的启示：经济增长高于政府目标是加息的必要条件，核心CPI同比超2.0%是加息的充分条件。
- 2018年7月以来随着经济增长动能转弱，一直未出现过加息操作，但流动性收紧并不罕见，多由汇率贬值压力、经济短期偏强或利率波动风险触发。

本轮央行收紧流动性的原因分析

本轮央行有意抬升隔夜利率与增长和汇率无关

- 今年5月国内超储率处于近几年最低水平，指向央行有意抬升隔夜利率。
- 增长：4、5月国内月度GDP同比测算值分别为4.2%、4.4%，低于政府目标区间下限。
- 汇率：人民币延续升值。

图：今年5月国内超储率处于近几年最低水平，指向央行有意抬升隔夜利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2023-2025年货币市场利率抬升与人民币兑美元汇率贬值相关性很高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

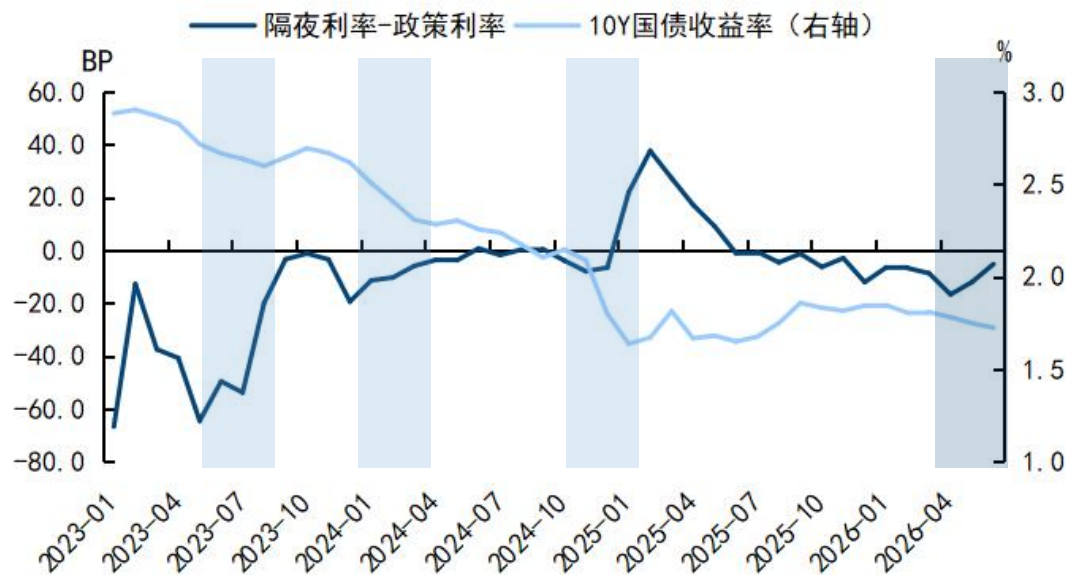
本轮隔夜利率抬升或源于央行对利率波动风险的关注

- 2023年硅谷银行事件爆发后，央行一直关注长期利率波动的风险，2023-2025年隔夜利率持续抬升与10Y国债利率加速下行相关性很高。
- 本轮隔夜利率抬升过程中，10Y国债利率下行速度加快，而同期PPI快速上行、核心CPI处高位无疑加剧了债市脆弱性。

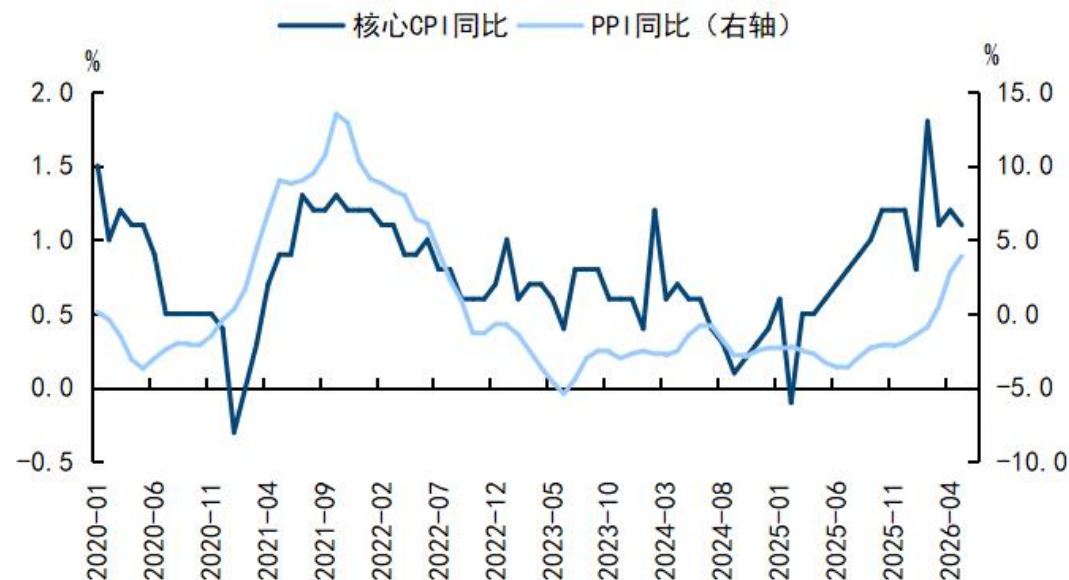
图：2023-2025年货币市场利率抬升与10Y国债利率快速下行相关性很高

图：今年3月以来PPI同比持续明显抬升，核心CPI同比超1%

货币市场利差与10Y国债收益率



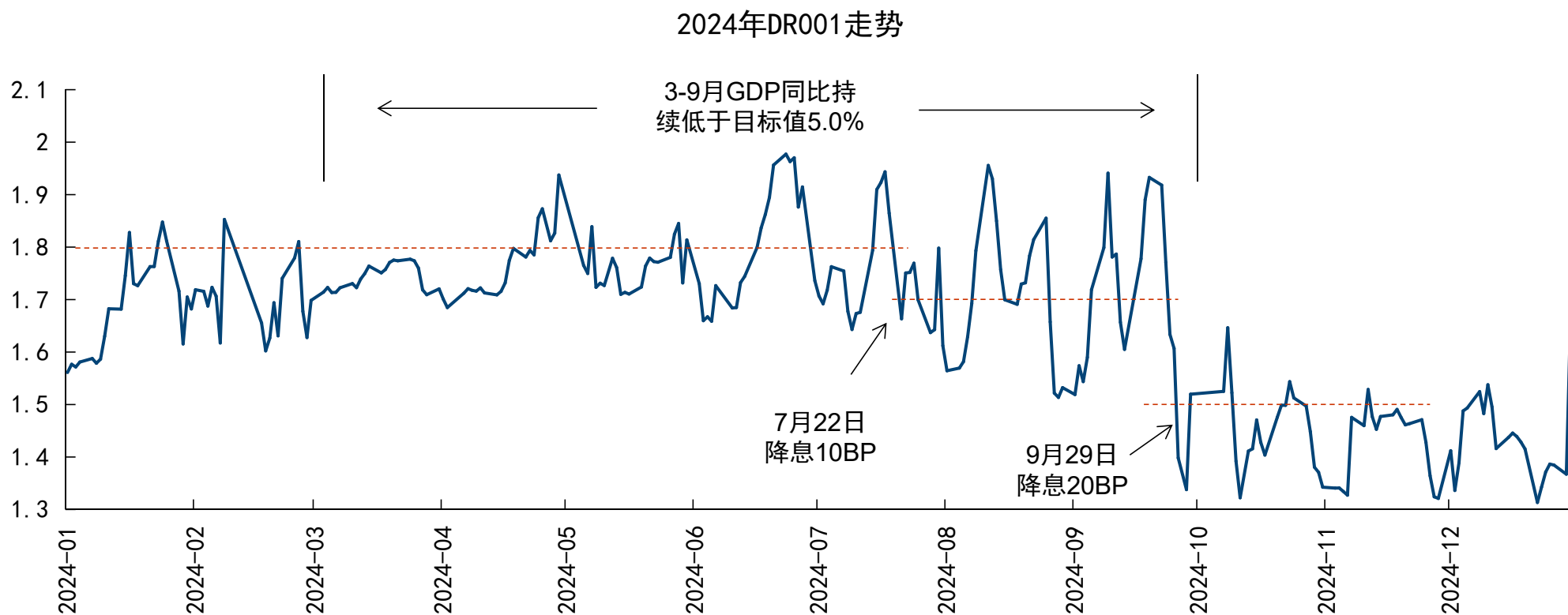
国内通胀走势一览



基于利率波动风险的流动性收紧最终让位于稳增长

- 2024年8月9日二季度货币政策执行报告——“关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”。
- 6-9月DR001波动加大且时不时高于政策利率——持续了4个月，924稳增长信号发出后反转。

图：2024年央行关注利率波动风险的背景下，DR001走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

此轮流动性收紧的终结或也取决于何时需加码稳增长

- 此轮流动性收紧与2024年极其相似，其终结或也取决于何时需加码稳增长。
- 今年4、5月国内月度GDP同比测算值分别为4.2%、4.4%，低于政府目标区间下沿，与2024年一样，风险因素的考量短期超过了增长因素。
- 6月经济增速大概率回升至4.5%上方，上半年累计增速或落在4.7-4.8%，6月稳增长诉求仍不强。

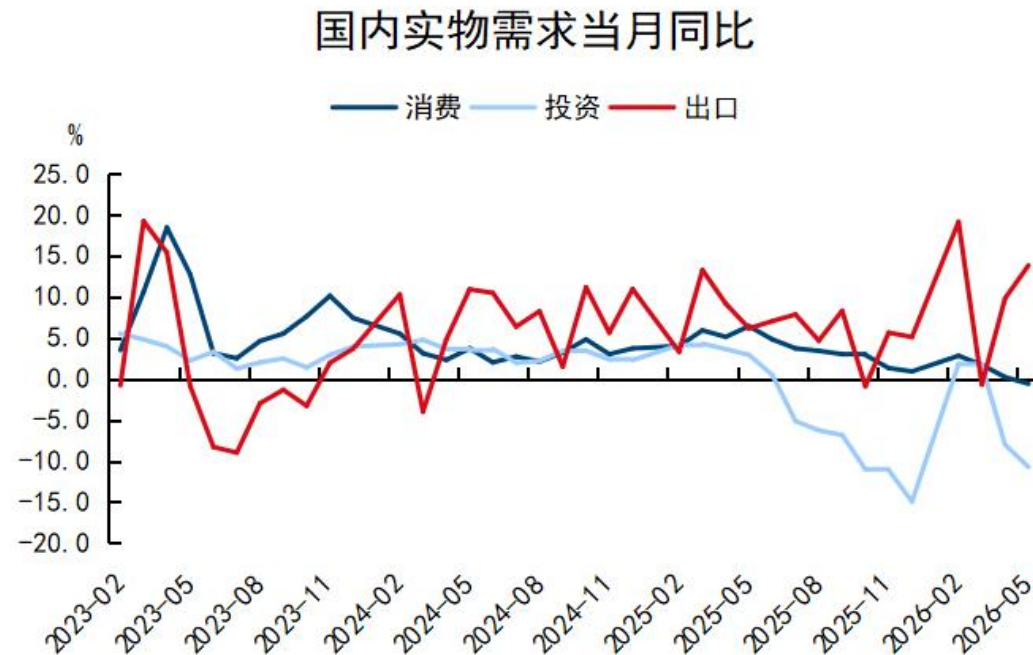
图：今年4、5月国内实际GDP同比均低于今年目标区间下限



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：二季度以来内需持续走弱



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

央行三季度会降准降息吗？

5月消费出现边际改善

- 5月社会消费品零售总额同比降至-0.6%，主要受去年“国补”政策的高基数效应影响，同时降雨也对线下消费形成抑制；
- 5月环比增速高于历史同期均值，表现明显优于4月，表明5月消费边际上已有所改善。

图：今年4月国内社会消费品零售总额环比明显弱于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：今年5月国内社会消费品零售总额环比高于季节性

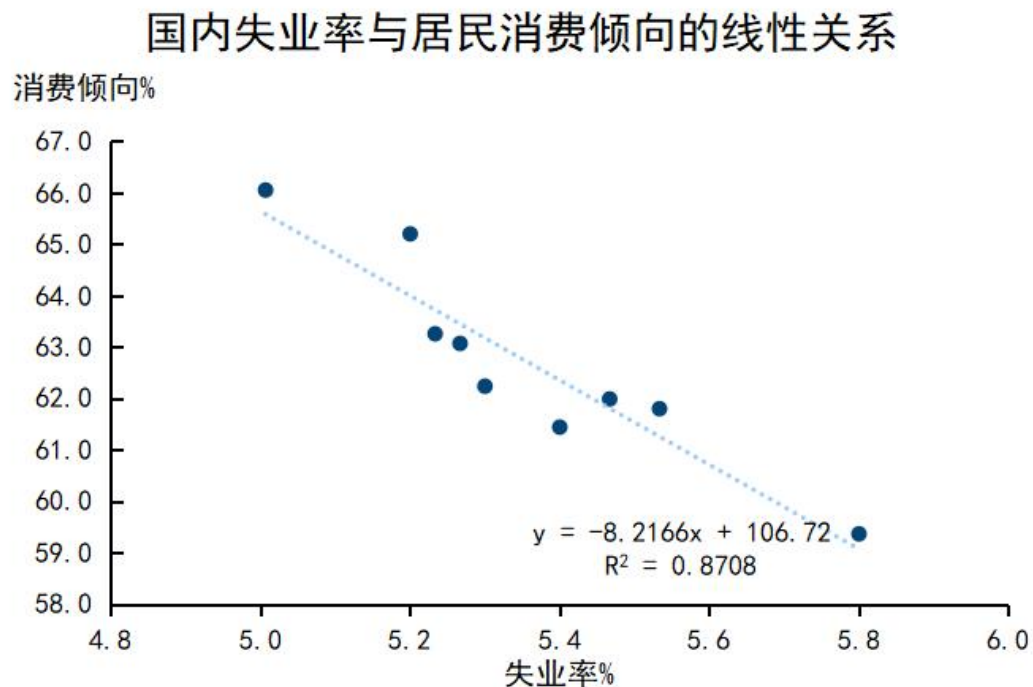


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业市场边际改善对5月消费构成支撑

- 失业率是消费的关键影响因子，国内调查失业率与居民消费倾向呈显著负相关：失业率每上升0.1个百分点，消费倾向约下降0.8个百分点。
- 今年5月失业率继续回落，边际表现优于2023和2024年同期，对消费构成支撑。
- 哪些因素构成就业的支撑？

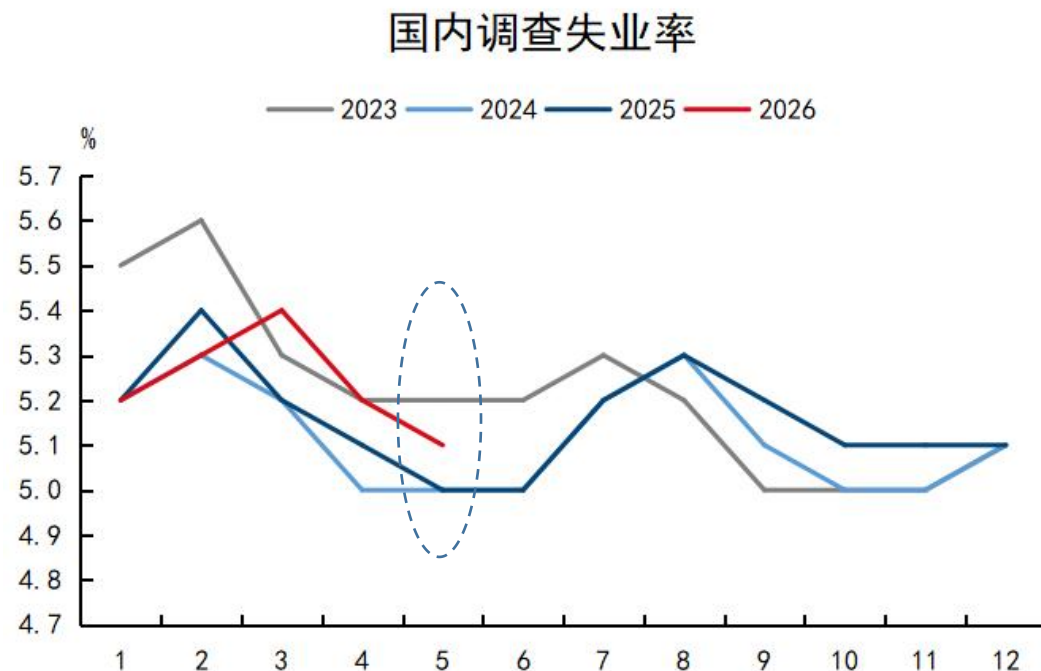
图：国内失业率与居民消费倾向具有非常强的线性关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（采用2018-2026年的一季度数据）

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：今年5月失业率继续回落，边际表现优于2023和2024年同期

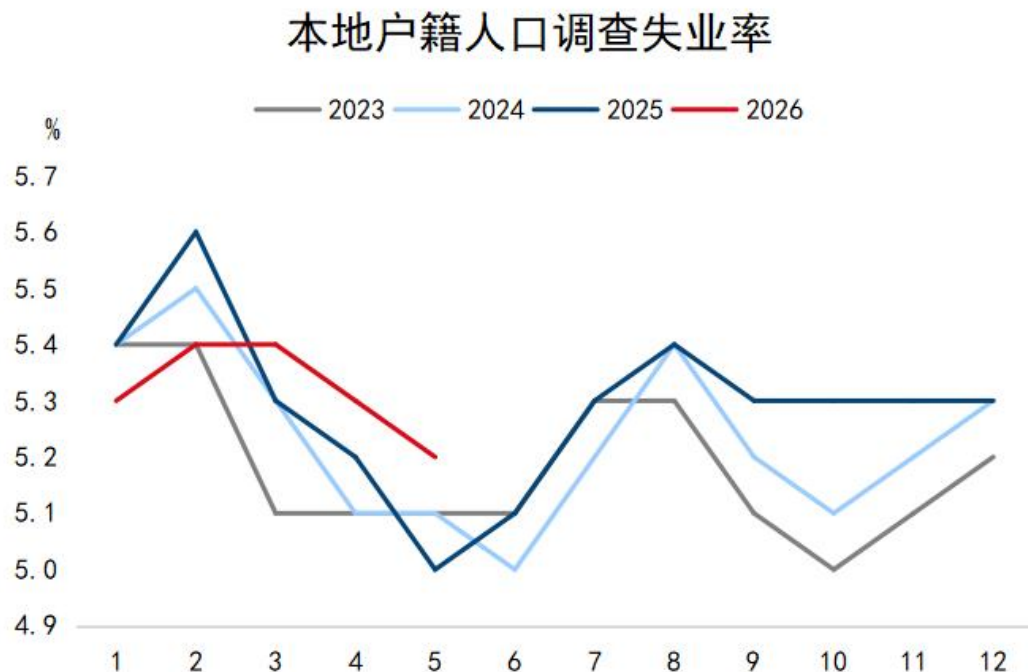


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

灵活就业兴起改善失业率

- 核心观察：本地户籍人口就业更注重稳定性，外来户籍人口对灵活就业接受度更高。
- 2023-2025年本地户籍人口失业率年度均值分别为5.18%、5.23%、5.29%，外来户籍人口失业率分别为5.20%、4.82%、4.86%，灵活就业兴起。
- 今年5月失业率改善或更多是灵活就业所贡献。

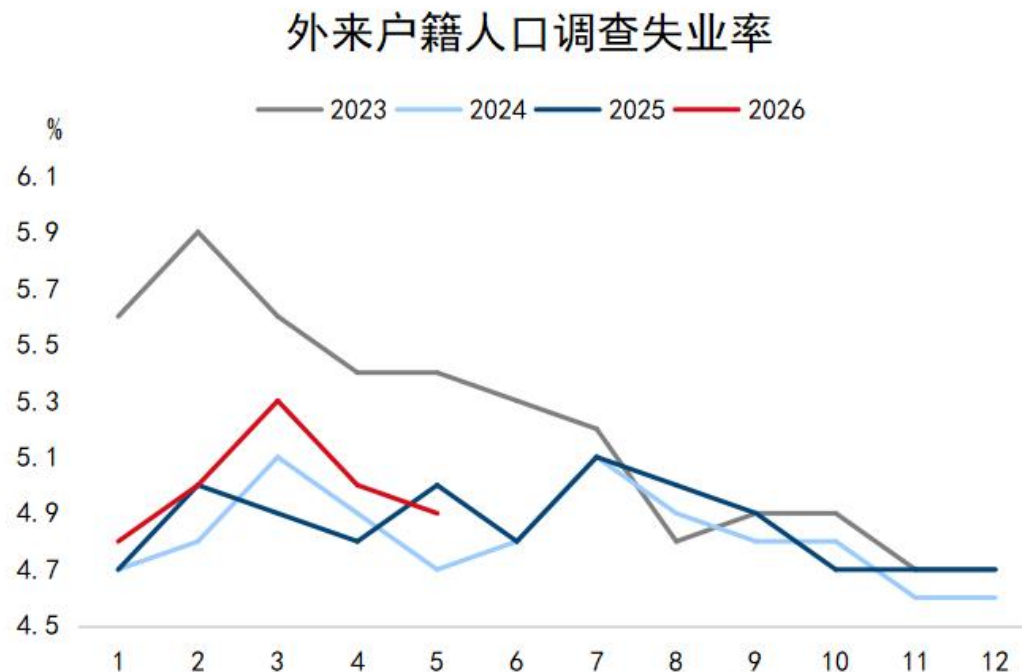
图：国内本地户籍人口调查失业率处于历史同期高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国内外来户籍人口调查失业率处于历史同期偏低位

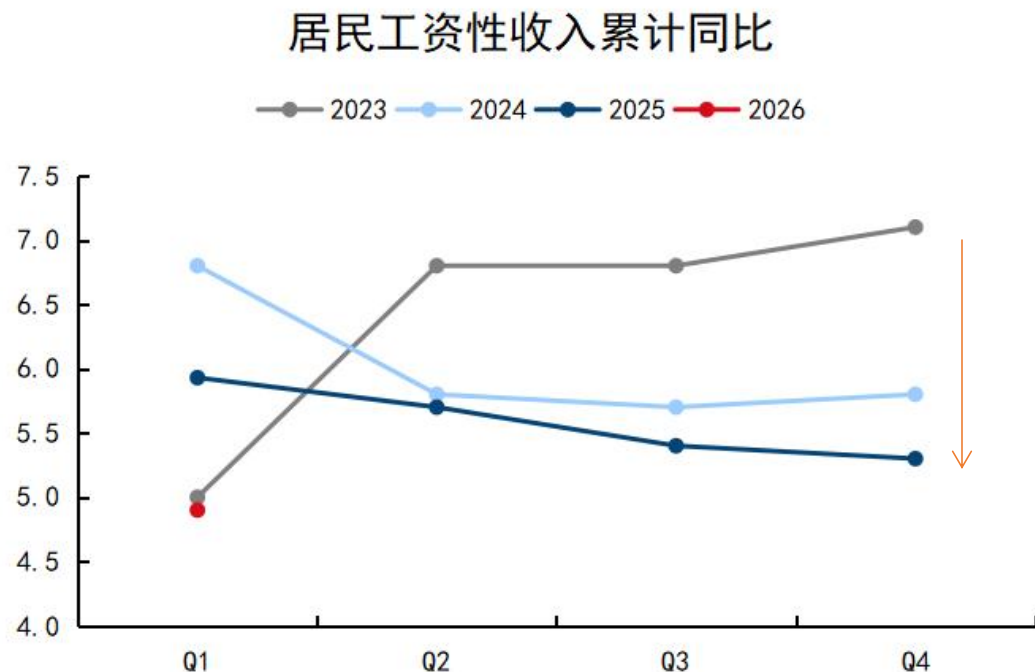


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

灵活就业占比提升拉低居民收入增速

- 2023-2025年居民工资性收入增速逐年降低，但失业率最高的年份是2023年，背后反映近年灵活就业占比提升拉低了居民收入增速。
- 今年一季度居民工资性收入增速低于2023年同期，而2023年同期失业率高达5.5%（今年一季度为5.3%），这同样反映灵活就业占比提升拉低居民收入增速。

图：2023-2025年居民工资性收入同比逐渐回落，今年一季度创历史同期新低



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2024-2025年失业率均值较2023年有所改善



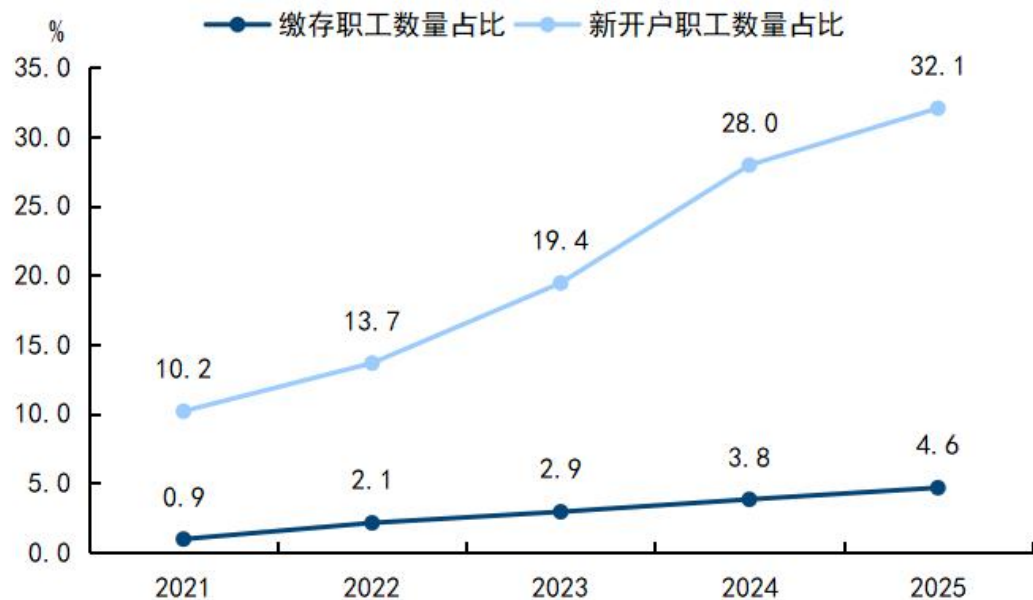
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

灵活就业占比快速上升压制消费

- 重庆的住房公积金开户与缴纳比例数据进一步验证近几年灵活就业占比快速攀升。
- 灵活就业人员不仅收入水平偏低，稳定性也偏低，这无疑将压制居民消费意愿。
- 此外，没有稳健岗位的增加，灵活就业的增长也是无源之水，最终会干涸，5月本地户籍失业率处于近年同期最高水平，外来户籍失业率的改善可能难以持续，下半年消费或重新走弱。

图：重庆市灵活就业人员占比快速上升

重庆住房公积金中灵活就业人员占比情况

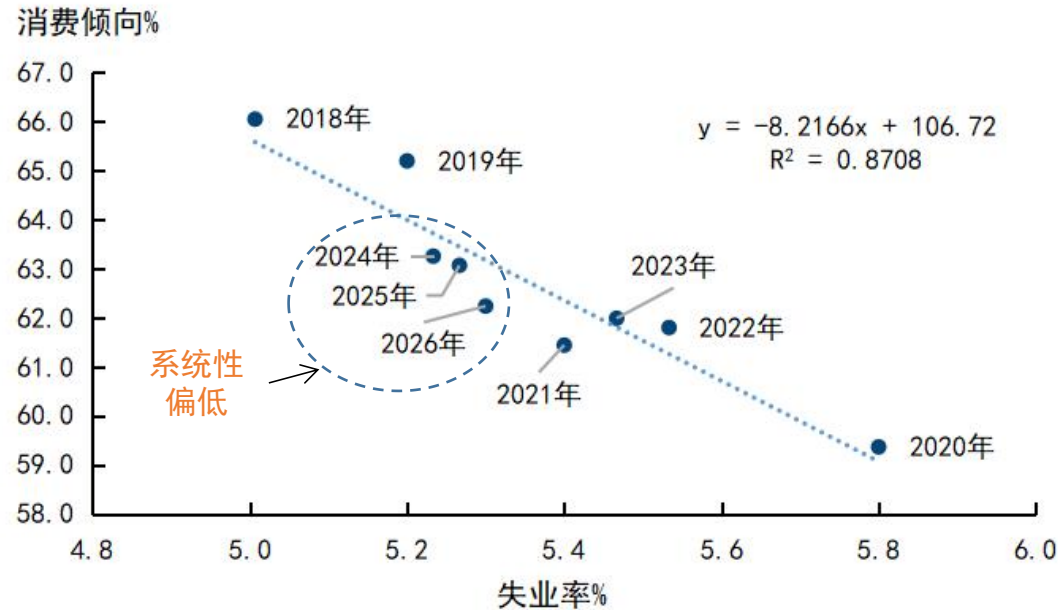


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：灵活就业占比上升背景下可选消费持续低迷，必选消费相对韧性

国内失业率与居民消费倾向的线性关系



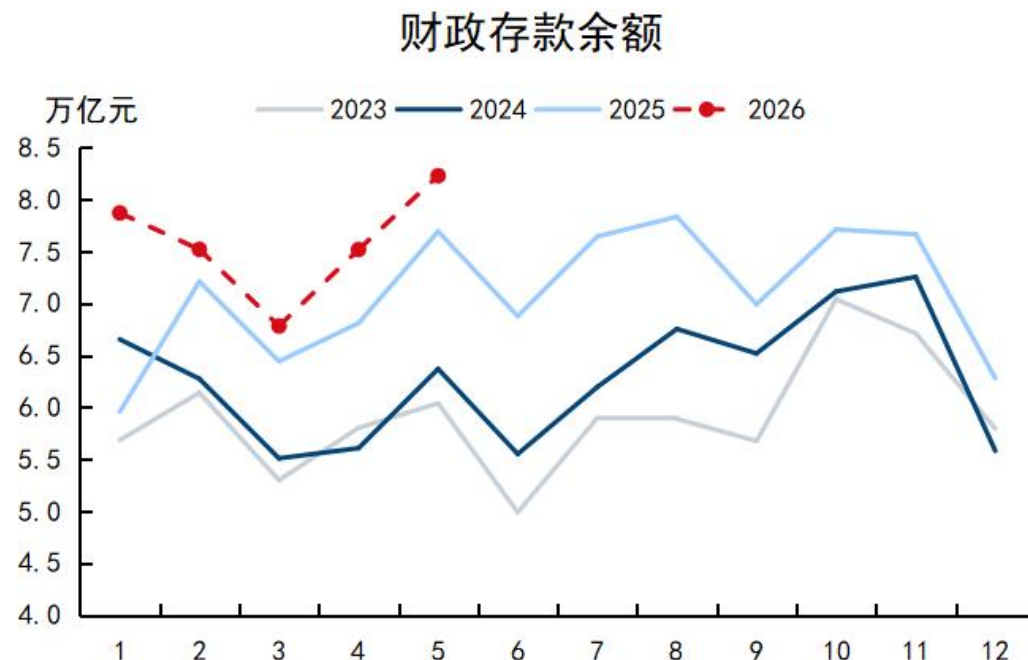
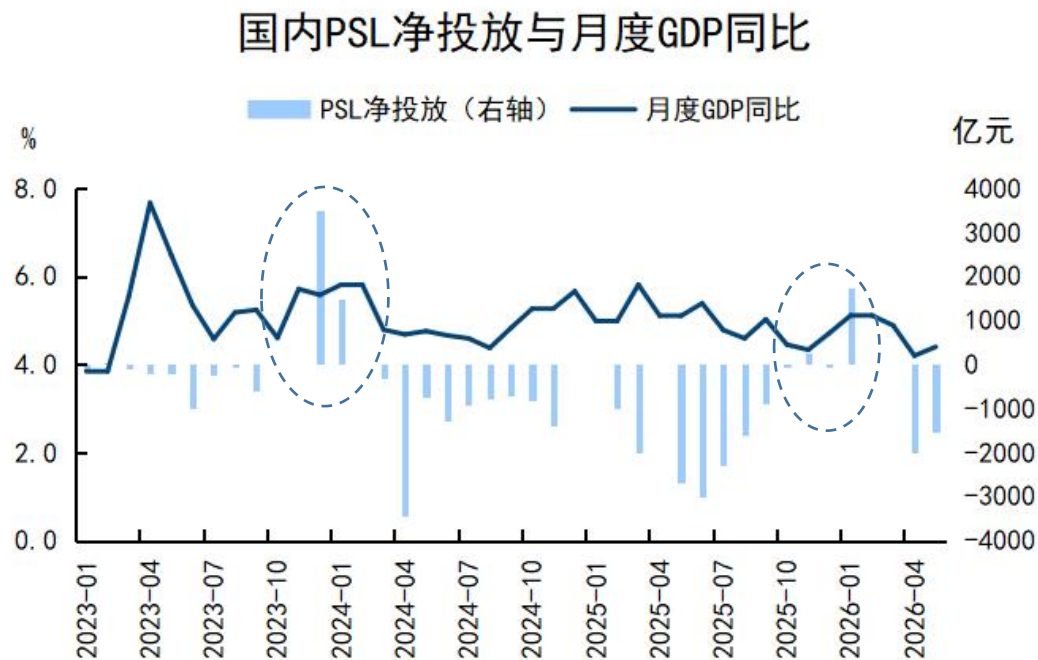
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（采用2018-2026年的一季度数据）

投资有改善潜力但一直被抑制

- 货币与财政政策加强协同背景下，央行PSL净投放由负转正往往是经济走出下行拐点的标志。
- 4、5月PSL净投放持续缩量或指向今年8000亿元新型政策性金融工具尚未大规模落地，财政存款余额也高企，表明政府主导的投资存在抑制因素（也表明未来存量政策具备较大发力空间）。
- 为何投资被抑制？6月中央纪委印发了《关于对违反正确政绩观行为强化责任追究的通知》。

图：货币与财政政策协同背景下PSL净投放增加与经济增速抬升密切相关

图：当前财政资金仍较为宽裕



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

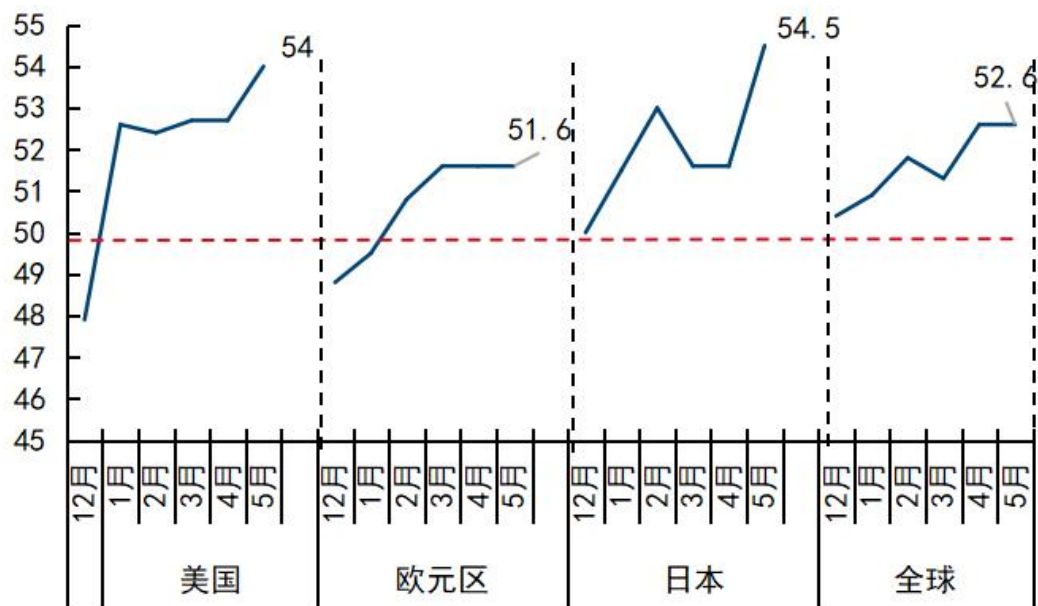
出口短期或延续高景气但不确定性在增大

- 今年以来我国主要贸易伙伴国的制造业景气持续上升，对应全球AI投资需求的高速增长，作为全球最大的机电产品生产基地，中国出口再次迎来两位数的同比高增长。
- 从中国台湾地区以及日本、韩国进口同比是中国出口的领先指标，该指标指向中国出口同比短期内大概率继续上行（国内出口良好的前瞻观察指标）。
- 海外利率明显抬升或抑制海外需求，中国出口面临的不确定性增加。

图：今年以来我国主要贸易伙伴国的制造业景气持续上升

图：中国出口的领先指标提示后续国内出口同比短期内大概率继续上行

主要贸易伙伴国制造业景气度



中国出口同比与领先进口指标增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 二季度内需疲弱（灵活就业占比上升压制消费，投资受制于正确的政绩观），出口短期高景气提供支撑但不足于对冲内需的回落，二季度GDP同比或触及目标下限4.5%。
- 海外利率明显上升或压制海外需求，下半年国内出口的不确定性加大，叠加内需持续偏弱，因此有必要加码稳增长，而降准降息一般靠前发力，因此三季度出台概率较高，而季内靠前还是靠后出台或取决于出口景气的变化。
- 但需注意：降准降息与货币市场流动性紧张可并存——若输入型通胀维持高位，而长端利率受弱经济牵引下行，央行为平衡长期利率可能存在的波动风险，货币市场流动性阶段性紧张仍可能频现。
- 流动性收紧不必然推升长端利率（2024年6—9月隔夜利率偏高，10Y国债利率仍回落超20BP）。

风险提示

- 输入型通胀持续时间和上升幅度超出预期；
- 海外经济下行超预期，海外政策和市场的不确定性；
- 国内政策执行的不确定性。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032