



货币政策新变化

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

货币政策新变化

第一，隔夜利率操作常规化有何意义？隔夜逆回购从临时操作向常规操作转变，为政策利率换锚奠定基础。

第二，央行缘何连续 3 天暂停 7 天逆回购？7 天逆回购暂停频率增加，是政策框架进一步向价格型转变的结果。数量型工具的政策信号减弱，政策信号或回归至政策利率和 DR001 等关键市场利率。

第三，贷款利率为何换锚？能否带来实质性降息？在“基准利率（X）+加点”的定价模式下，切换基准利率并不会带来融资成本的下滑。

第四，短期货币政策是否会降息？我们预计短期货币政策重心是落地存量措施，以结构型和数量型工具为主，短期降息概率较低。

风险提示

报告对“短期不降息、增量措施或在四季度前后出台”的判断，基于对央行政策意图和表述变化的解读，若后续政策取向存在超预期可能。

税期走款、万亿买断式逆回购到期、跨季考核等时点性因素叠加，资金利率波动可能阶段性偏离预期，进而影响对长端利率走势的判断。

贷款利率由 LPR 向“DR/国债收益率 + 加点”切换，能否真正降低实体融资成本存在不确定性。



内容目录

货币政策新变化.....	3
风险提示.....	4

图表目录

图表 1： 政策利率与市场利率	3
图表 2： 近几个月央行资金投放情况	4



货币政策新变化

过去几周，货币政策出现了一些新变化。7月20日，首单以DR利率为基准的贷款落地。8月4日，首笔以国债收益率为定价基准的贷款落地。8月11-13日，央行连续3日7天逆回购“零操作”。8月12日下午，央行首次月中提前预告开展隔夜逆回购操作。8月12日发布的二季度货币政策执行报告也频繁涉及货币政策框架改革相关事宜。

对于近期央行种种货币政策操作，应该如何理解？

第一，隔夜利率操作常规化有何意义？

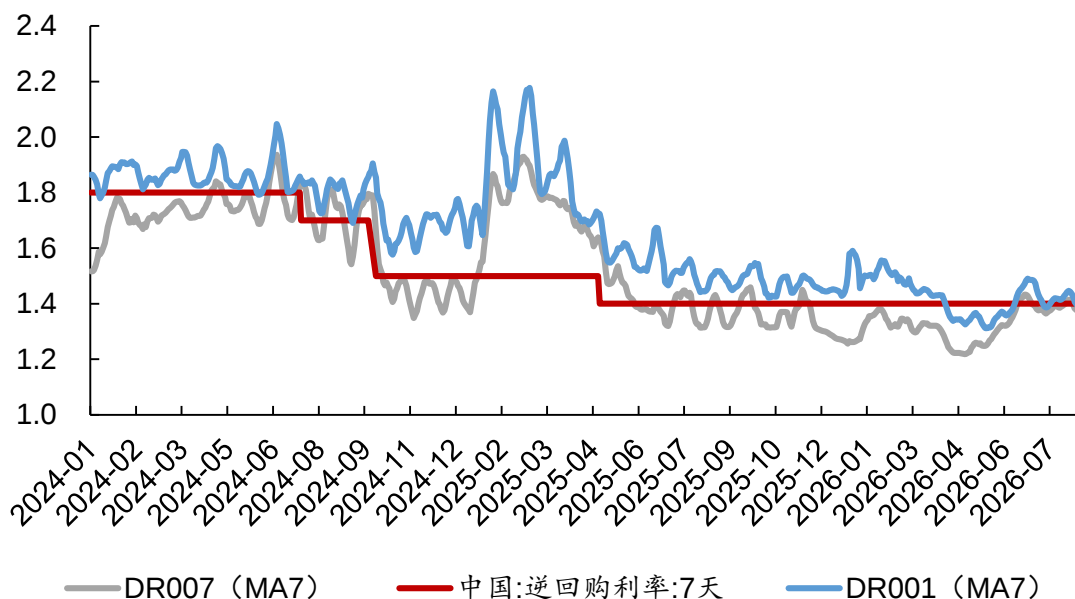
“货币政策报告专栏二”明确当前货币政策以7天OMO为政策利率，目标利率为DR001，利率走廊为政策利率上下25BP，后续将逐步增加隔夜逆回购的操作频率。

隔夜逆回购从临时操作向常规操作转变，或在为政策利率换锚奠定基础。从6、7月的月末操作到8月因税期等在月中进行操作，隔夜逆回购操作正在逐步常态化。

在当前的市场习惯下，常态化操作是货币政策工具能否成为政策利率的核心关键之一。目前隔夜回购占货币市场回购的比例超过90%，随着隔夜OMO操作逐渐常态化，隔夜逆回购在政策利率框架中的地位不断抬升。

央行提前公告进行隔夜逆回购操作，既能缓和对于大额逆回购到期和税期走款造成的流动性担忧，也减少短端资金波动风险，使得短端利率管理更加精细化。目前隔夜OMO利率低于7天OMO利率，随着隔夜操作常态化，利率换锚或在一定程度上具有降息的作用。

图表1：政策利率与市场利率



来源：wind，国金证券研究所

第二，央行缘何连续3天暂停7天逆回购？

2024年以来，央行仅在2024年8月7日、2026年6月3-4日、2026年8月11-13日未开展7天逆回购操作。7天逆回购暂停频率增加，是政策框架进一步向价格型转变的结果。数量型工具的政策信号减弱，政策信号或回归至政策利率和DR001等关键市场利率。

从当前资金量价上看，提前预告隔夜逆回购和暂停7天逆回购投放主要是央行资金管理精细化的体现。虽然央行连续3日暂停逆回购，但DR001、DR007利率依旧在1.37%、1.39%左右波动，资金利率并未出现明显波动。面对即将到来的税期，央行也通过隔夜逆回购进行对冲。

这意味着个别节点的资金数量操作并不重要，需要看整体的数量型工具和资金利率。如6月央行虽然暂停逆回购，但通过其他各项公开市场渠道，央行向市场累计净投放9054亿元。7月央行继续净投放6878亿元，呵护市场流动性。后续关注央行MLF、国债买卖等其他数量工具的操作情况。

资金利率方面，央行合意的市场利率区间可能是政策利率-10BP以内或者更窄。4-5月DR001一度低于7天OMO利率18BP，导致央行公开市场7天期逆回购连续地量操作，央行持续回笼流动性。5月末DR001回升至1.3%以上，央行顺势重回流动性净投放。



图表2：近几个月央行资金投放情况

工具名称	2026年4月			2026年5月			2026年6月			2026年7月		
	投放	回笼	净投放	投放	回笼	净投放	投放	回笼	净投放	投放	回笼	净投放
常备借贷便利(SLF)	1	8	-7	10	1	9	10	10	0	0	10	-10
中期借贷便利(MLF)	4000	6000	-2000	6000	5000	1000	5000	3000	2000	5000	4000	1000
抵押补充贷款(PSL)	0	2000	-2000	0	1545	-1545	0	500	-500	0	1161	-1161
其他结构性货币政策工具	6873	3206	3667	5999	4870	1129	6757	8129	-1372	6171	4427	1744
7天期逆回购	4396	7712	-3316	12699	7801	4898	53735	47909	5826	47395	49890	-2495
其他期限逆回购	13000	17000	-4000	6000	16000	-10000	20000	17000	3000	42000	35000	7000
公开市场国债买卖	400	0	400	500	0	500	100	0	100	500	0	500
中央国库现金管理	2000	700	1300	1000	800	200	2800	2800	0	2500	2200	300
累计	30670	36626	-5956	32208	36017	-3809	88402	79348	9054	103566	96688	6878

来源：人民银行，国金证券研究所

第三，贷款利率为何换锚？能否带来实质性降息？

一季度货币政策执行报告提出主要经济体贷款利率定价基准普遍由最初的单一基准，逐步演变成多元化的基准利率体系，以反映资金成本、信用风险变化，适配不同类型的借款主体、贷款品种及融资场景。

7、8月“DR 利率/国债收益率+加点”的贷款开始落地。新增贷款定价基准主要是为了完善央行利率调控体系，央行将DR001等市场利率稳定在政策利率附近，通过“DR+加点”的定价方式，政策利率能够快速有效地向市场利率传导。

不过，决定银行信贷投放利率的核心还是银行负债成本和净息差，在“基准利率(X)+加点”的定价模式下，切换基准利率并不会带来融资成本的下滑。比如2019年8月贷款利率从贷款基准利率向LPR报价利率切换，但2019年三季度贷款加权成本并未明显回落。

第四，短期货币政策是否会降息？

二季度货币政策报告延续7月政治局会议表述，将“灵活运用多种货币政策工具”调整为“综合运用并适时调整货币政策工具”，同时强调“加强与财政政策协同配合”、“落实好年初出台的一系列货币金融政策”，并删去“降低银行负债成本”表述。结合相关表述，我们预计短期货币政策重心是落地存量措施，以结构型和数量型工具为主，短期降息概率较低。

当前国内经济结构向新向优，短期总量压力可控。虽然二季度GDP增速4.3%低于今年增速目标下限，但上半年GDP增速4.7%依旧处于政策目标区间，下半年仅需4.3%-4.4%的增速就能够完成目标，在低基数下完成目标的压力并不大。结构上，以AI产业链为核心，相关商业景气度维持高位，如7月集成电路、自动数据处理设备等拉动出口10个百分点，AI相关行业PPI同比连续上行。经济结构压力主要体现在地产、商品消费等领域，但结构性问题可以用结构性工具和存量工具来解决。

后续政策或先以存量政策为主，财政政策重心在专项债、政策性金融工具等存量政策的落地使用上，货币政策则配合财政政策做流动性上的支撑。同时政策做好增量措施的研究与储备，如果三季度经济并未因为存量政策落地和基数效应而企稳，则降息等增量措施可能在四季度前后出炉。

风险提示

报告对“短期不降息、增量措施或在四季度前后出台”的判断，基于对央行政策意图和表述变化的解读，若后续政策取向存在超预期可能。

税期走款、万亿买断式逆回购到期、跨季考核等时点性因素叠加，资金利率波动可能阶段性偏离预期，进而影响对长端利率走势的判断。

贷款利率由LPR向“DR/国债收益率+加点”切换，能否真正降低实体融资成本存在不确定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究