仅供内部参考，请勿外传

宏观经济深度报告

基于政策目标框架的流动性收紧分析

核心观点

2026年3月以来，央行通过公开市场操作持续回收流动性，5月超储率降至近年最低，DR001逐步走高并在6月超过政策利率，流动性明显收紧。但这一操作发生在"增长疲弱（4—5月GDP同比仅4.2%、4.4%，低于目标下限）+汇率强势"的特殊组合下，与历史上多数收紧案例不同。本文从央行政策目标体系出发，系统分析本轮收紧的内在逻辑。

我国央行政策目标呈三层结构："促进经济增长"为最终核心目标；"保持币值稳定"（物价与汇率）为中间手段；"防范金融风险""维护金融稳定"为并行法定职责。2008年后增长动能回落，多重目标动态权衡成为常态。2012年以来唯一加息周期（2017—2018年）显示：经济增长高于政府目标是加息的必要条件，核心CPI超过2%是加息的充分条件。2018年后加息不再出现，但流动性收紧频发，触发因素转为汇率贬值压力、经济短期偏强或利率波动风险三类。

本轮收紧与增长、汇率均无关，根本原因在于央行对长期利率波动风险的防范——PPI快速上行、核心CPI处高位，而长端利率加速下行，债市脆弱性上升，央行通过收紧隔夜流动性抑制过度加久期行为，"防风险"暂时压过"稳增长"。参照2024年经验（6—9月DR001偏高、10Y国债利率仍下行超20BP），此类收紧最终让位于稳增长。

当前经济基本盘方面，消费边际改善但灵活就业占比上升压制收入增速和消费意愿，消费改善的可持续性存疑；投资受制于正确政绩观约束，政策性金融工具落地偏慢；出口短期高景气但海外利率上行或在下半年形成拖累。二季度GDP或触及4.5%下限，下半年稳增长压力上升，三季度降准降息窗口有望打开。但需注意，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，央行仍可能阶段收紧短端以防范风险，不过流动性收紧不必然推升长端利率（2024年经验印证）。

风险提示：输入型通胀持续时间和上升幅度超预期，海外经济下行超预期，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观深度

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

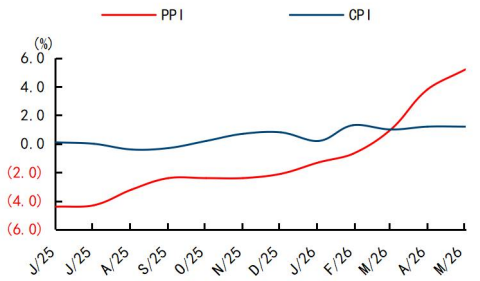
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-4.10
社零总额当月同比	-0.60
出口当月同比	19.40
M2	8.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济深度报告-从稀缺准备金体系到充裕准备金体系——谈货币政策调控机制的改革》——2026-06-26
《宏观深度：从央行政策目标看本轮流动性收紧进程》——2026-06-24
《宏观经济深度报告-转型时期政策与经济之间关系的再探讨》——2026-06-09
《宏观经济深度报告-宏观政策与经济的关系在发生深刻的变化》——2026-04-30
《叙事转折点——2026年一季度全球宏观及资产配置分析展望》——2026-04-08

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

基于政策目标框架的流动性收紧分析 4
央行政策目标体系与历史经验 4
本轮流动性收紧的原因分析 7
历史参照：2024 年的经验 10
当前经济基本盘分析 11
三季度货币政策以及货币市场流动性展望 16
风险提示 18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 中国央行政策目标体系 5
图2： 2008 年是国内经济增速由升转降的转折点 5
图3： 2008 年前利率与 CPI 走势趋同而后相关性逐渐下降 5
图4： 2017-2018 年加息的必要条件是经济增长高于政府目标 6
图5： 核心 CPI 同比超 2.0%必加息而 PPI 高企则不一定 6
图6： 2017-2018 年加息时 CPI 同比处于历史偏低水平 6
图7： 2017-2018 年上半年人民币并无贬值压力 7
图8： 2018 年 7 月以来货币市场利率偏高的 12 个时期及其触发因素梳理 7
图9： 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 8
图10： 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 9
图11： 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 9
图12： 今年 3 月以来 PPI 同比转正并持续抬升，核心 CPI 同比超 1% 10
图13： 2024 年央行关注利率波动风险的背景下的 DR001 走势 11
图14： 今年 4、5 月实际 GDP 同比测算值低于目标区间下限 11
图15： 近几年季末月份经济增速上行的规律较为显著 11
图16： 今年 4 月国内社会消费品零售总额环比弱于季节性 12
图17： 今年 5 月国内社会消费品零售总额环比高于季节性 12
图18： 国内失业率与居民消费倾向具有非常强的负向关系 12
图19： 今年 5 月失业率继续回落，边际表现优于历史同期均值 12
图20： 2023 年以来本地户籍失业率持续上升 13
图21： 2024-2025 年外来户籍失业率处于近年同期最低水平 13
图22： 重庆市灵活就业人员占比快速上升 13
图23： 灵活就业占比上升背景下居民消费倾向系统性偏低 13
图24： 2023 年以来居民工资性收入同比逐渐回落 14
图25： 2024-2025 年失业率较 2023 年有所改善 14
图26： PSL 净投放增加与经济增速抬升密切相关 14
图27： 当前财政资金仍较为宽裕 14
图28： 今年以来我国主要贸易伙伴国的制造业景气持续上升 15
图29： 中国出口的领先指标提示短期内国内出口同比大概率继续上行 15
图30： 3 月以来美欧 10Y 国债收益率均出现明显上行 16

仅供内部参考，请勿外传

基于政策目标框架的流动性收紧分析

理解央行流动性操作的内在逻辑，关键在于把握其政策目标体系及不同目标之间的权衡关系。我国《中国人民银行法》明确规定，央行的政策目标并非单一——"促进经济增长"是最终和核心目标，而"保持货币币值的稳定"（对内物价稳定、对外汇率稳定）作为中间手段，为经济增长创造适宜的金融环境。与此同时，"防范和化解金融风险""维护金融稳定"作为法定并行职责，在特定时期可能阶段性主导货币政策取向。

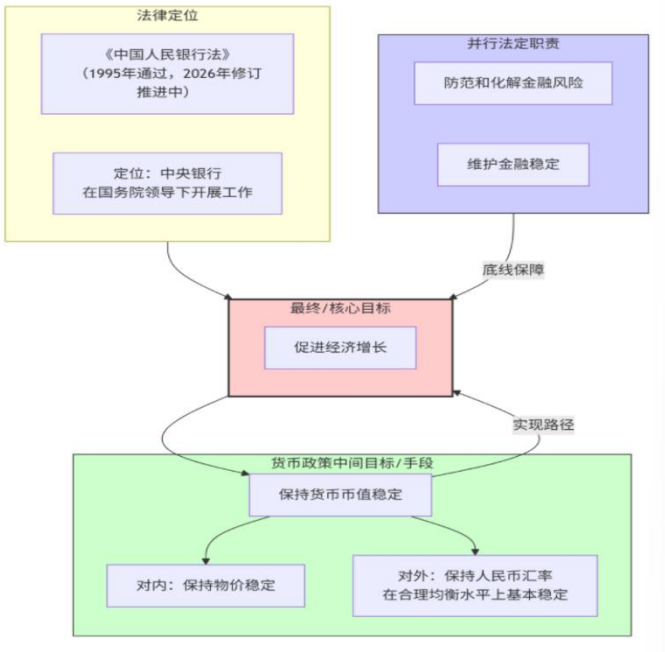
2026 年 3-5 月央行通过公开市场操作持续回收流动性，使得 5 月超储率降至近年最低水平，与此同时，5 月银行间市场隔夜利率（DR001）逐渐走高，6 月隔夜利率已经超过政策利率（7 天逆回购利率），这些迹象表明 3 月以来央行有意在收紧流动性。然而这一操作发生的宏观背景颇为特殊：4 至 5 月国内月度 GDP 同比测算值仅分别为 4.2%和 4.4%，连续两个月低于今年政府目标区间下限；同期人民币兑美元汇率延续升值态势。换言之，本轮流动性收紧发生在"增长疲弱+汇率强势"的组合之下，与历史上大多数的收紧案例有所不同。如何理解这一现象？央行的政策逻辑何在？流动性收紧将持续多久？三季度降准降息是否可期？本文将从央行政策目标体系出发，结合历史经验与当前经济数据，对上述问题进行系统分析。

央行政策目标体系与历史经验

我国央行的政策目标体系可概括为三层结构：最终和核心目标是"促进经济增长"；中间目标/手段是"保持货币币值的稳定"，即通过对内物价稳定和对外汇率稳定来为增长创造适宜的金融环境；并行法定职责是"防范和化解金融风险"和"维护金融稳定"。2026 年《中国人民银行法》将再次修订，进一步明确中央银行职能定位，有望增加和细化货币财政协同、宏观审慎管理等相关内容。

仅供内部参考，请勿外传

图1：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

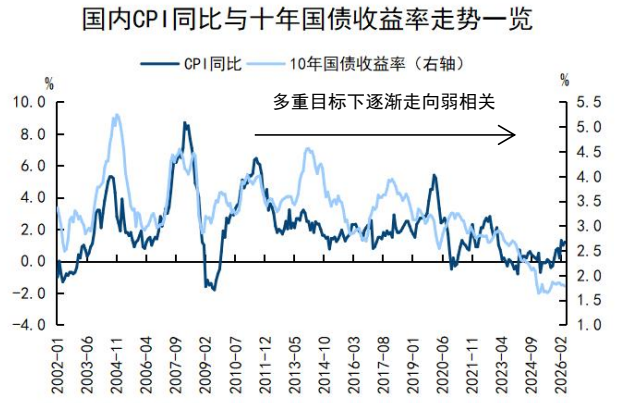
从历史演变来看，2008 年是一个重要的分水岭。2008 年之前，国内经济增长动能强劲，汇率有序升值，货币政策主要聚焦物价变化，利率与 CPI 走势高度相关。2008 年之后，经济增长动能持续回落，"促进经济增长"的核心目标愈发凸显，同时汇率稳定、金融风险等多重目标的权重上升，货币政策需要在多个目标之间进行动态平衡。

图2：2008 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

图3：2008 年前利率与 CPI 走势趋同而后相关性逐渐下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

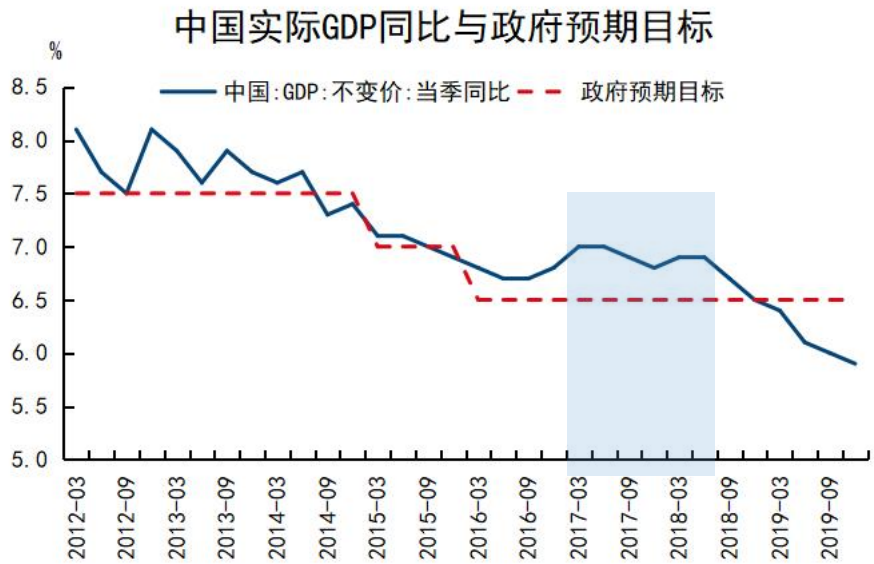
2009-2011 年是国内经济增长动能逐渐走弱的过渡期，暂且不表。2012 年以来，国内唯一的一轮加息周期发生在 2017 年至 2018 年上半年，央行连续加息 4 次。这一时期的特殊之处在于两个宏观事件的叠加：PPI 同比明显上升（输入型通胀），以及美联储持续加息。

复盘这一轮加息，经济增长和核心通胀在其中扮演了关键角色：

仅供内部参考，请勿外传

1、本轮加息的必要条件是经济增长高于政府目标。2017 年至 2018 年上半年，国内实际 GDP 同比在 6.8%—7.0%的区间内小幅波动，持续高于当年 6.5%的政府目标。经济增长为货币政策收紧提供了基本面支撑。

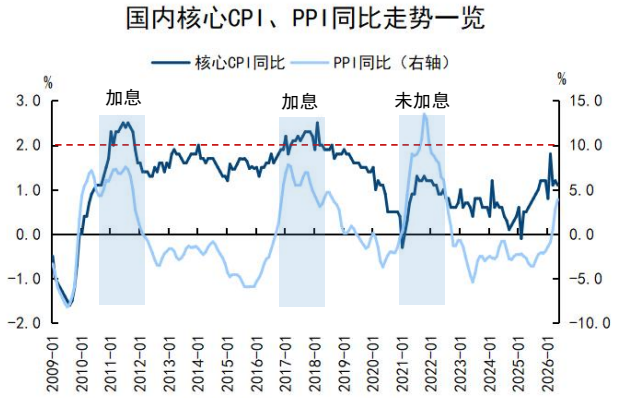
图4：2017-2018 年加息的必要条件是经济增长高于政府目标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

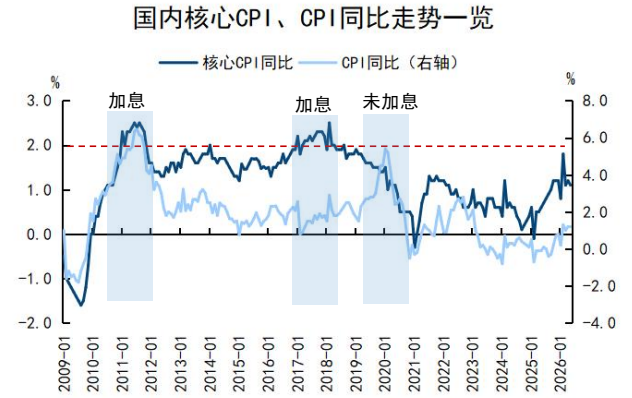
2、本轮加息的充分条件是核心 CPI 同比超过 2%。历史数据显示，核心 CPI 同比超过 2%必然触发货币政策收紧；而 PPI、CPI 同比即使高企，若核心 CPI 同比未朝着 2%迈进，也不会触发加息。这说明央行对通胀的关注聚焦于核心 CPI 这一反映总需求温度的指标，而非受供给侧扰动较大的 PPI 以及 CPI。降息操作则往往发生在核心 CPI 同比下行期。

图5：核心 CPI 同比超 2.0%必加息而 PPI 高企则不一定



资料来源：Wind、CEIC、国信证券经济研究所整理

图6：2017-2018 年加息时 CPI 同比处于历史偏低水平

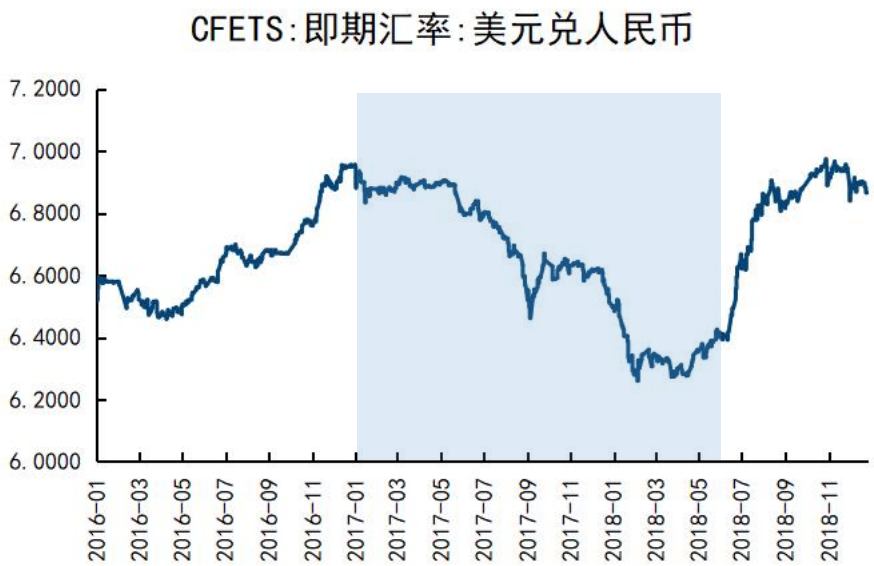


资料来源：Wind、CEIC、国信证券经济研究所整理

此外，值得澄清的是，2017—2018 年的加息并非为了稳定汇率。当时人民币汇率处于有序升值通道，并无贬值压力，因此"跟随美联储加息以抑制贬值"的逻辑并不成立。

仅供内部参考，请勿外传

图7：2017-2018 年上半年人民币并无贬值压力

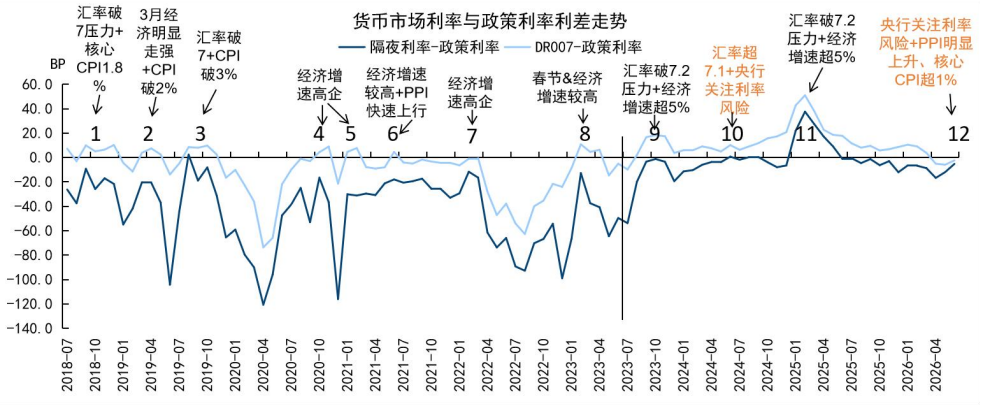


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年 7 月以来，随着经济增长动能转弱，加息操作再未出现，但流动性收紧并不罕见，只是其触发逻辑从"经济强劲+核心通胀高企"转向了"贬值压力/风险考量/短期经济偏强"等更多元化的组合。

以货币市场利率由低转高为标志，2018 年 7 月以来共出现了 12 个流动性收紧时期（衡量标准为：2023 年 7 月之前看 DR007 与 OMO 利率之差由负转正，之后看 DR001 与 OMO 利率之差由负逐渐趋向于零）。梳理这些时期的共性特征可以发现，流动性收紧的触发因素主要有三类：汇率贬值压力、经济增长阶段性偏强，以及近年日益突出的利率波动风险。

图8：2018 年 7 月以来货币市场利率偏高的 12 个时期及其触发因素梳理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

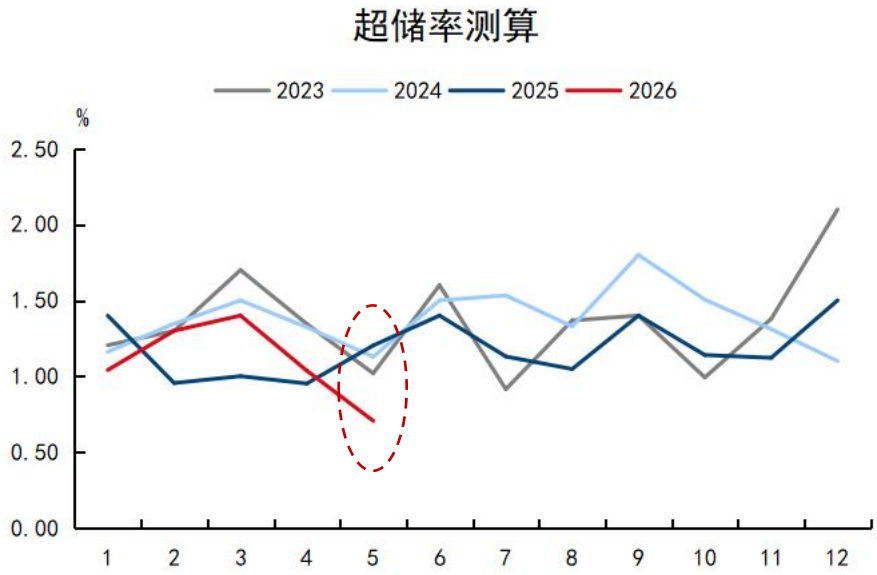
本轮流动性收紧的原因分析

2026 年 3-5 月央行持续在公开市场业务操作上实现净回笼，5 月国内超储率降至

仅供内部参考，请勿外传

近几年最低水平，这指向一个明确的结论：央行有意抬升隔夜利率，而非被动收紧。

图9：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



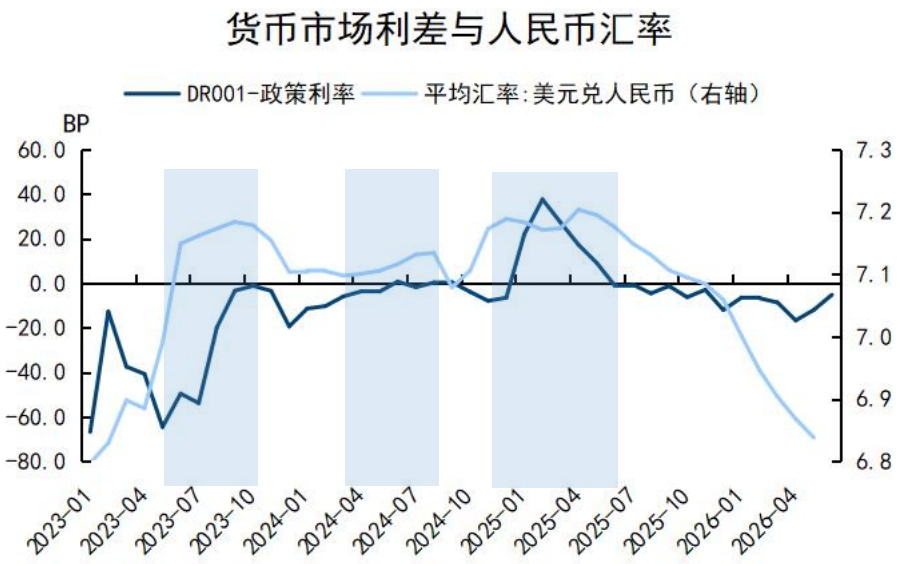
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

但从基本面上看，这一操作与常规逻辑相悖。增长端，4 月和 5 月国内月度 GDP 同比测算值分别为 4.2%和 4.4%，低于今年政府目标区间下限。汇率端，同期人民币兑美元汇率延续升值态势，并无贬值压力。

2023 至 2025 年的历史数据显示，货币市场利率抬升与人民币兑美元汇率贬值之间具有很高的相关性，即过去央行抬升隔夜利率往往是为了应对汇率贬值压力。但当前汇率条件并不满足这一触发条件。因此，本轮流动性收紧与增长、汇率均无关，其逻辑必然指向其他维度。

仅供内部参考，请勿外传

图10：2023-2025 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

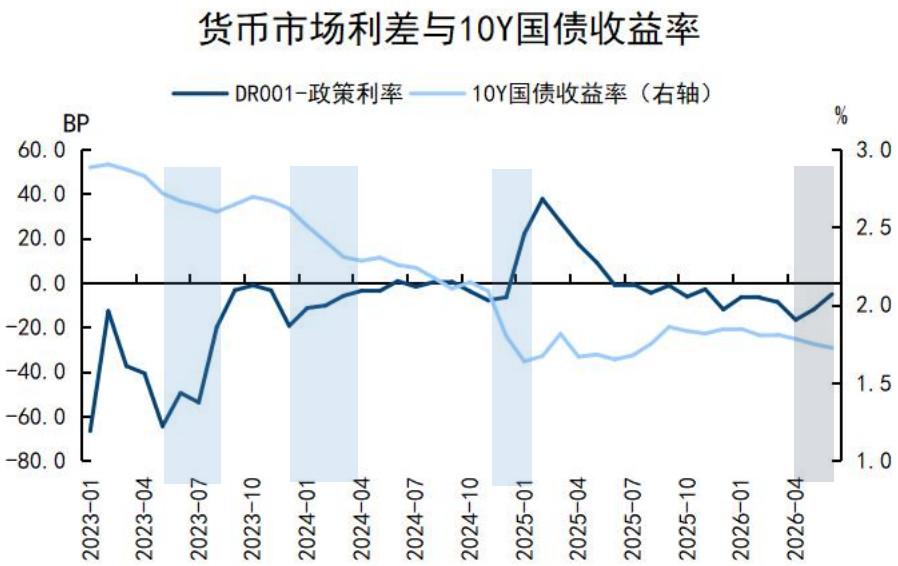


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

央行对长期利率波动风险的关注可能是本轮流动性收紧的根本原因。2023 年硅谷银行事件爆发后，央行对长期利率波动风险的关注度显著上升。该事件的启示在于：在长期利率持续下行、久期不断累积的背景下，一旦利率出现大幅反弹，持有大量长久期资产的金融机构将面临严重的估值亏损甚至破产风险。

数据显示，2023 至 2025 年，隔夜利率的持续抬升与 10 年期国债利率的加速下行具有很高的相关性——这并非巧合，而是央行在长端利率下行过快时通过收紧短端流动性来警示市场、抑制过度加久期行为的政策操作。

图11：2023-2025 年货币市场利率抬升与 10Y 国债利率快速下行相关性很高



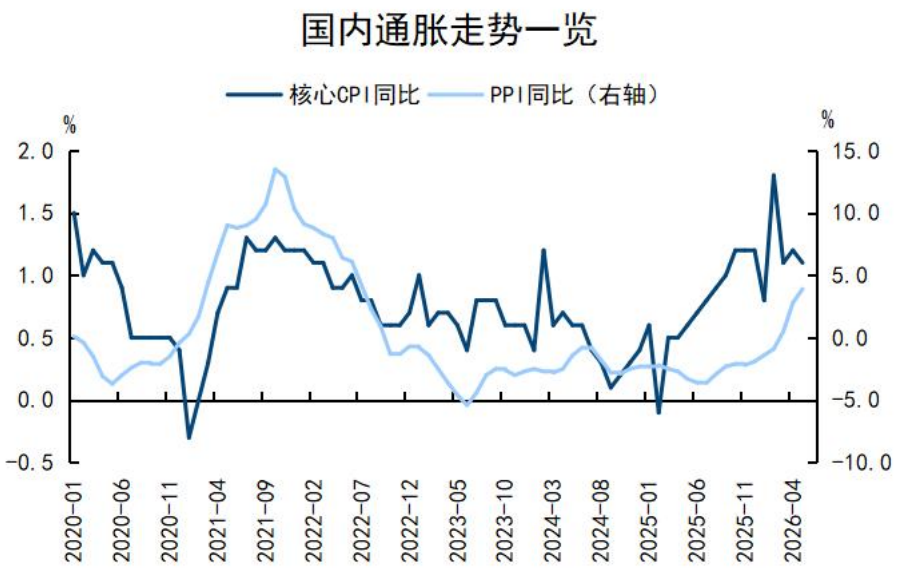
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

本轮的情况更为复杂。一方面，10 年期国债利率在本轮收紧过程中下行速度确实在加快，表明市场做多情绪依然强烈；另一方面，今年 3 月以来 PPI 同比持续明显抬升，核心 CPI 同比超过 1%且处于历史高位，这意味着如果长端利率未来出现反转，债市的调整幅度可能比以往更大，利率波动风险因而更高。

综合来看，本轮央行主动收紧流动性的根本原因是：在 PPI 快速上行和核心 CPI 处于高位的背景下，长期利率下行加快加大了债市的脆弱性，央行出于防范利率波动风险的考量，通过收紧隔夜流动性来抑制过度加久期行为，以维护金融稳定。这是一次"防风险"考量暂时压过"稳增长"考量的政策操作。

图12：今年 3 月以来 PPI 同比转正并持续抬升，核心 CPI 同比超 1%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

历史参照：2024 年的经验

本轮基于长期利率波动风险的流动性收紧并非孤例，2024 年的经验提供了重要参照。

2024 年 1-4 月，国内 10 年国债利率快速下行，在此过程中，央行在公开市场持续回收流动性。受此影响，自当年 6 月起，DR001 波动明显加大且经常高于政策利率，这一状态持续了约 4 个月（一直到 9 月底）。

而 2024 年 3-9 月国内月度 GDP 同比测算值均低于政府目标 5.0%，当年 8 月 9 日央行发布的二季度货币政策执行报告中明确提出"加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化"，这才揭示了谜底——央行收紧流动性的逻辑正是长期利率加速下行加大了利率波动风险，这是一次"防风险"考量暂时压过"稳增长"考量的政策操作。

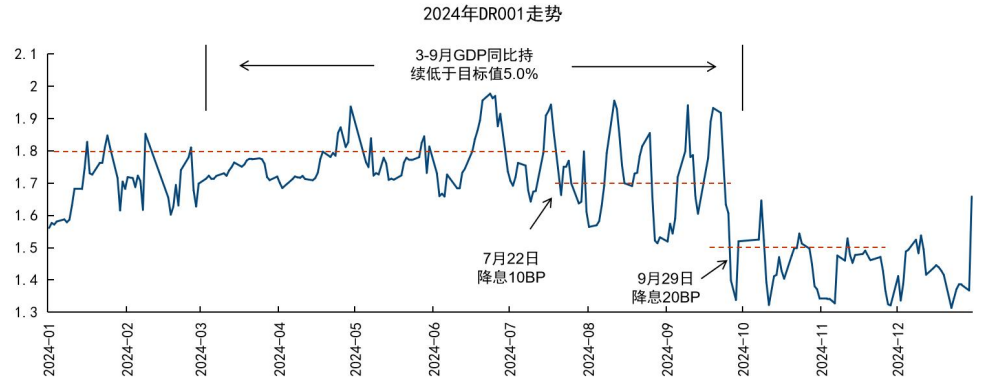
2024 年 9 月 24 日稳增长信号明确发出后，流动性收紧才得以反转——DR001 逐步回落至政策利率下方。

这一案例表明，基于利率波动风险的流动性收紧，最终会让位于稳增长的需要。即当经济下行压力足够显著时，稳增长将重新成为主导政策目标，风险考量则退

仅供内部参考，请勿外传

居次位。

图13：2024 年央行关注利率波动风险的背景下的 DR001 走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

当前本轮流动性收紧与 2024 年极其相似。今年 4 至 5 月 GDP 增速持续低于目标下限，同期 10Y 国债收益率下行速度加快，引发央行持续回笼流动性并抬升隔夜利率，短期内"风险因素"的考量超过了"增长因素"。

考虑到 6 月经济增速大概率回升至 4.5%上方，而由于一季度经济再次实现了开门红，因此上半年 GDP 累计增速或落在 4.7%—4.8%，短期内稳增长诉求尚不强烈。

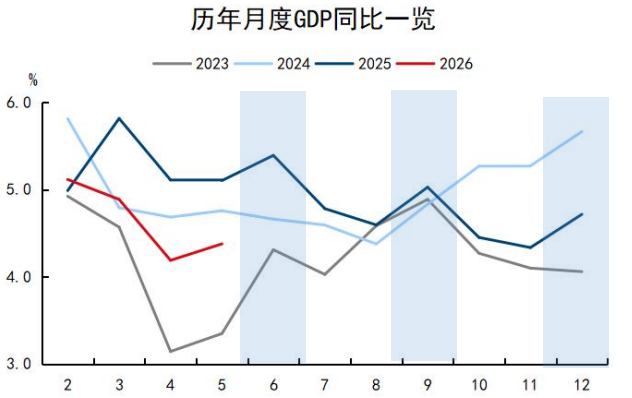
但二季度国内经济明显走弱为下半年的经济增长前景蒙上阴影。若下半年经济延续走弱态势，则下半年 GDP 增速或明显低于目标区间下限 4.5%，在此背景下本轮流动性收紧或将终结并再现"稳增长信号释放—流动性宽松回归"的路径。

图14：今年 4、5 月实际 GDP 同比测算值低于目标区间下限



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：近几年季末月份经济增速上行的规律较为显著



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

当前经济基本盘分析

消费是国内总需求的基本盘。5 月社会消费品零售总额同比降至-0.6%，主要受去年"国补"政策的高基数效应以及降雨天气对线下消费的抑制影响。从环比来看，5 月社零环比增速高于历史同期均值，表现明显优于 4 月（4 月环比明显弱于季节性），表明消费在边际上已有所改善。

仅供内部参考，请勿外传

图16：今年 4 月国内社会消费品零售总额环比弱于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

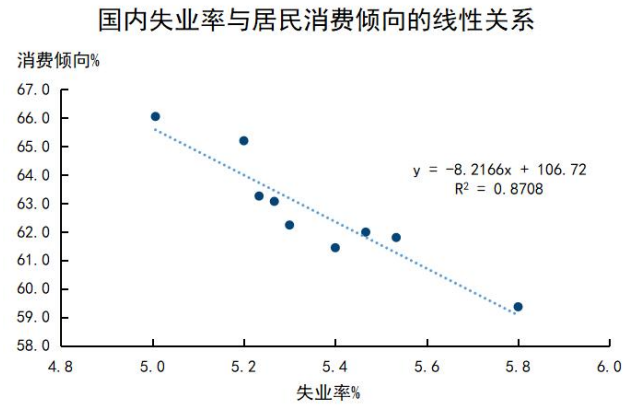
图17：今年 5 月国内社会消费品零售总额环比高于季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

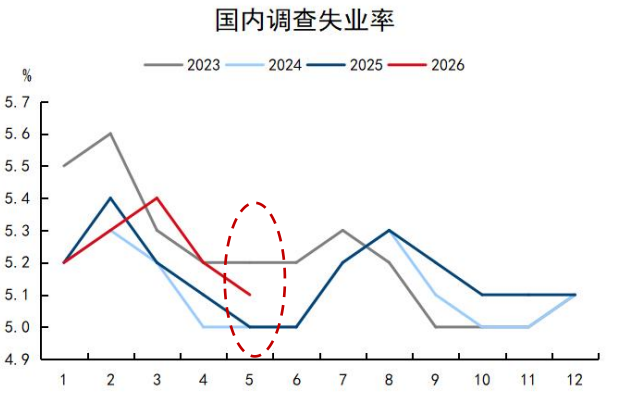
消费改善的一个关键支撑因素是就业市场的边际好转。今年 5 月失业率继续回落，边际表现优于历史同期均值。实证数据显示，国内调查失业率与居民消费倾向呈显著负相关——失业率每下降 0.1 个百分点，消费倾向约上升 0.8 个百分点——因此失业率回落对消费构成直接支撑。

图18：国内失业率与居民消费倾向具有非常强的负向关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：今年 5 月失业率继续回落，边际表现优于历史同期均值



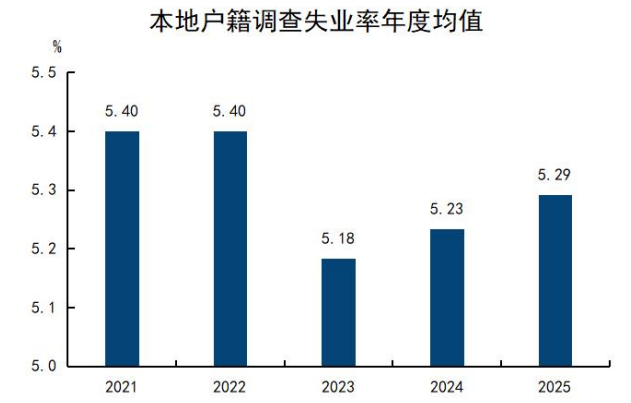
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

但就业改善的结构隐忧不容忽视。深入拆解失业率数据可以发现，近年来出现了"本地户籍失业率上升、外来户籍失业率下降"的背离现象：2023 至 2025 年，本地户籍人口失业率年度均值分别为 5.18%、5.23%、5.29%，持续走高；而外来户籍人口失业率分别为 5.20%、4.82%、4.86%，2024-2025 年外来户籍失业率明显回落且处于近五年历史最低水平。

这一背离反映了灵活就业的兴起——外来户籍人口对灵活就业的接受度更高，而本地户籍人口更注重就业稳定性。近几年重庆市住房公积金缴纳和新开户数据中灵活就业人员占比的持续攀升进一步验证了这一点。今年 5 月失业率的改善，更多或由灵活就业所贡献。

仅供内部参考，请勿外传

图20：2023 年以来本地户籍失业率持续上升



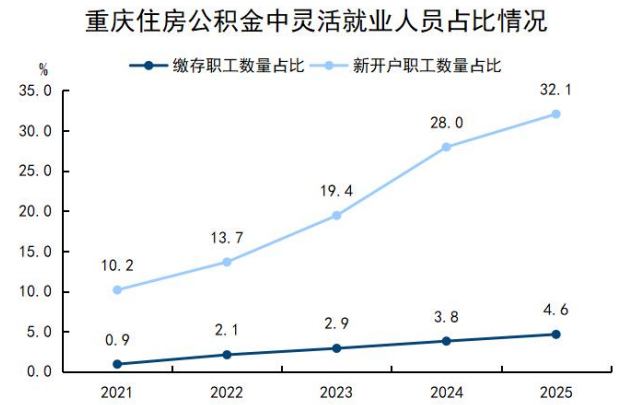
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：2024-2025 年外来户籍失业率处于近年同期最低水平



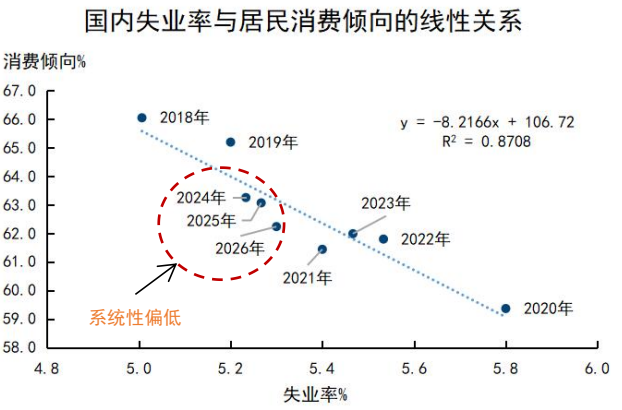
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：重庆市灵活就业人员占比快速上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：灵活就业占比上升背景下居民消费倾向系统性偏低



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

由于灵活就业人员收入水平偏低且稳定性差，因此会带来两个层面的影响。

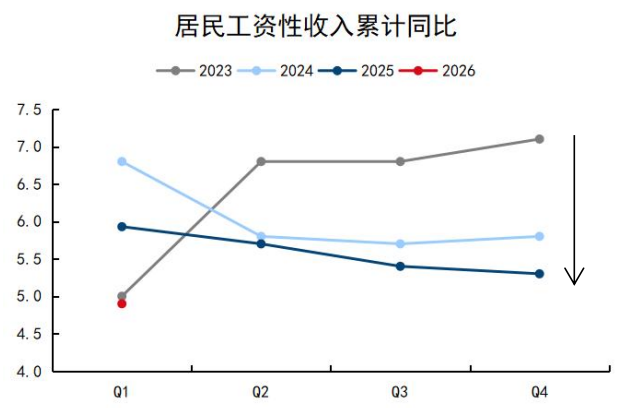
其一，灵活就业人员收入水平偏低，所以拉低了居民整体的工资性收入增速——2023 年以来居民工资性收入增速逐年回落，今年一季度更创下历史同期新低，而 2024-2026 年整体失业率表现却明显优于 2023 年，这只能用 2023 年以来就业结构恶化（灵活就业占比上升）来解释。

其二，灵活就业稳定性差，容易激发居民的预防性储蓄，所以灵活就业占比上升压制了居民消费意愿，2024 至 2026 年国内居民消费倾向系统性偏低印证了这一判断。

值得关注的是，灵活就业提供的服务和产品最终需由稳定就业人员的需求来消化，若没有稳定就业岗位的增加，灵活就业的增长也将成为无源之水，最终会干涸。近几年本地户籍失业率持续上升且 2026 年前五月上升速度有所加快，这或指向外来户籍失业率的改善可能难以持续。6 月 25 日求是网发文《如何破解生活性服务业领域的“内卷式”竞争》，正是这一困境的写照。在此背景下，下半年国内消费的复苏前景仍不容乐观。

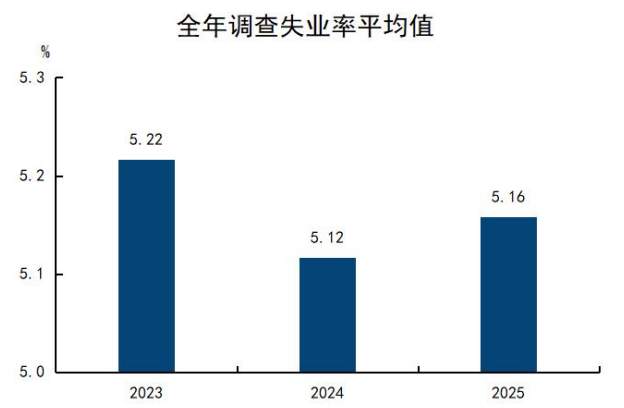
仅供内部参考，请勿外传

图24：2023 年以来居民工资性收入同比逐渐回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：2024-2025 年失业率较 2023 年有所改善

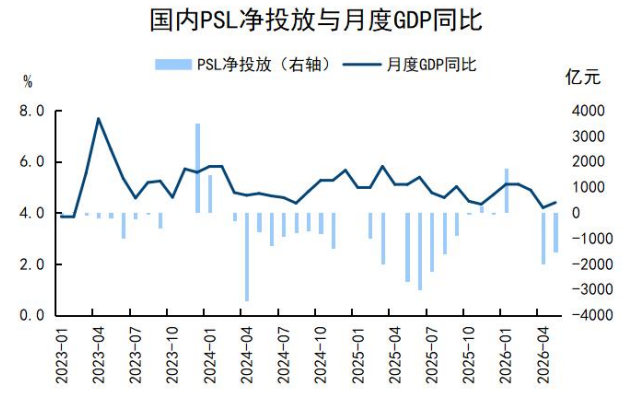


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资方面存在改善潜力，但能否发挥存在较大不确定性。在货币与财政政策加强协同的背景下，央行 PSL 净投放由负转正成为经济走出下行拐点的标志。然而今年 4 至 5 月 PSL 净投放持续缩量，指向 3 月两会提及的 8000 亿元新型政策性金融工具或尚未大规模落地；同时当前财政存款余额高企，表明政府银行账目上存有较多的闲置资金，反映政府主导的投资存在明显的抑制因素（当然也指向存量政策仍具备较大的发力空间）。

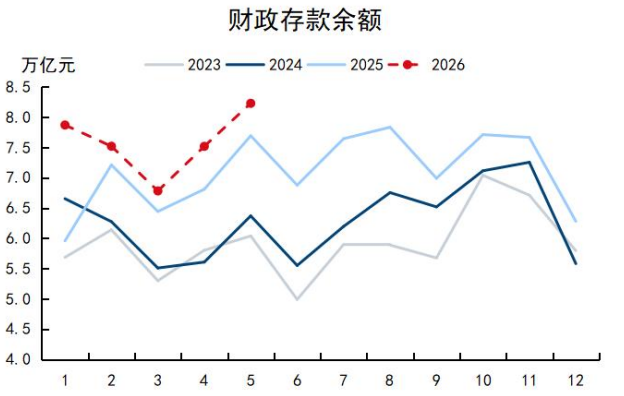
为何投资被抑制？去年 12 月的政治局会议和中央经济工作会议明确提及“树立和践行正确政绩观”，今年延续强调这一点，且今年 6 月中央纪委印发了《关于对违反正确政绩观行为强化责任追究的通知》，这在一定程度上解释了地方政府在项目推进上的谨慎态度。即在"正确政绩观"的约束下，地方政府投资意愿受到压制，政策性金融工具的落地节奏慢于预期。这一抑制因素属于制度性因素，其消退需要时间，因此下半年投资端的改善存在不确定性，存量政策的潜力能否转化为实际经济动能，仍有待观察。

图26：PSL 净投放增加与经济增速抬升密切相关



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：当前财政资金仍较为宽裕

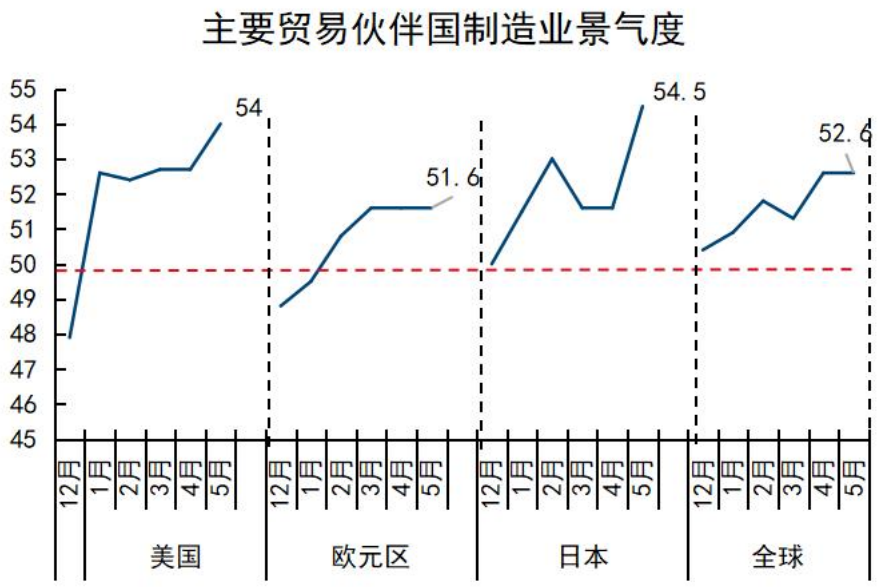


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

出口是当前经济中为数不多的亮点。今年以来，我国主要贸易伙伴国的制造业景气度持续上升，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，中国出口因此再次迎来两位数的同比高增长。

仅供内部参考，请勿外传

图28：今年以来我国主要贸易伙伴国的制造业景气持续上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从领先指标来看，中国台湾地区以及日本、韩国的进口同比是中国出口的有效前瞻指标，该指标显示中国出口同比短期内大概率继续上行。因此，6 月至三季度前期，出口仍将对经济增长形成正向拉动。

图29：中国出口的领先指标提示短期内国内出口同比大概率继续上行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

但出口面临的不确定性在增大。 海外利率的明显抬升可能抑制海外需求，从而对我国出口产生滞后压制。考虑到前述中国出口的领先指标通常领先 1 至 2 个月，海外利率上行的影响可能在下半年逐步显现（逐月观察领先指标或可有效判断拐点）。届时若出口增速回落，而内需尚未有效恢复，稳增长的压力将明显上升。

仅供内部参考，请勿外传

图30：3 月以来美欧 10Y 国债收益率均出现明显上行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

三季度货币政策以及货币市场流动性展望

综合前文分析，二季度 GDP 增速或触及目标下限 4.5%，内需持续疲弱是核心拖累，其中灵活就业占比上升压制消费，正确政绩观约束下投资受到抑制。出口虽延续高景气但难以完全对冲内需的回落。

展望下半年，海外利率抬升对海外需求的压制作用或逐步显现，国内出口增速难以继续上升，反而很可能出现回落。叠加内需走弱格局短期内难以根本改观，下半年稳增长的压力将显著增大。

从近几年货币与财政协同的稳增长经验来看，降准降息通常靠前发力。即货币政策宽松操作往往在经济下行压力显现之初集中推出，以起到稳定预期、前置发力的效果。因此，若二季度 GDP 触及目标下限且下半年内需延续走弱趋势，则三季度出台降准降息的概率较高。三季度内具体是靠前还是靠后出台，很大程度上取决于出口景气的边际变化——若出口回落超预期，则降准降息可能在三季度前期即落地；若出口维持韧性，则可能后移至中后期。

市场通常将"降准降息"与"流动性宽松"视为一体，但这一认知存在偏差。降准降息稳增长的传导链条是"政策利率→贷款利率"，主要作用于实体融资成本，与货币市场利率的逻辑并非总是一致。因此，即使在降息周期中，货币市场流动性紧张依然可能出现。2024 年三季度就出现了降息与货币市场流动性紧张并存的情形。

对于今年的情况来讲，关键变量在于输入型通胀和长端利率。若三季度输入型通胀（PPI）维持高位甚至继续上升，而长端利率（10 年期国债利率）受弱经济预期牵引继续下行，央行出于平衡长期利率波动风险的考量，可能仍会阶段性地收紧货币市场流动性，以防市场过度加久期、累积金融风险。

换言之，三季度可能出现"降息落地+流动性阶段紧张"并存的局面。降息旨在降低实体融资成本以稳增长，而流动性收紧旨在抑制债市过度投机以防范金融风险

仅供内部参考，请勿外传

——两者服务于不同的政策目标，可以并行不悖。

进一步地，流动性暂时性的收紧并不必然推升长端利率。2024 年 6 至 9 月的经验清晰地表明，在央行收紧流动性（DR001 持续高于政策利率）期间，10 年期国债利率仍回落超过 20BP。其传导逻辑在于：流动性收紧抑制的是加杠杆行为和短端资金，但当市场对经济基本面的预期偏弱时，长端利率依然会受经济下行预期的牵引而下行。因此，投资者不应将"流动性紧张"简单等同于"债市调整"。

此外，2024 年的经验也显示，"降息落地+流动性阶段紧张"这种分化的操作持续时间不会太长，在需要进一步加强释放稳增长信号时，货币市场流动性也将转向宽松，以全力支持实现“促进经济增长”这个核心政策目标。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、输入型通胀持续时间和上升幅度超出预期，可能制约央行宽松空间；

2、海外经济下行超预期，海外政策和市场的不确定性可能通过汇率和资本流动渠道对国内形成外溢影响；

3、国内政策执行的不确定性，包括正确政绩观约束下投资释放节奏可能慢于预期。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

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。

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.CSI）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

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

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中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。

仅供内部参考，请勿外传

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 层
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