仅供内部参考，请勿外传

平安证券 PING AN SECURITIES

国内宏观

2026 年 08 月 14 日

二季度货币政策执行报告解读

利率新框架下的政策空间

证券分析师

钟正生 投资咨询编号 S1060520090001 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

事项：

2026 年 8 月，央行发布《2026 年第二季度中国货币政策执行报告》。

平安观点：

- **利率调控框架的新变化。1）短端利率调控框架进一步清晰。**今年以来，央行推动形成“7 天期逆回购政策利率-DR001 操作目标-对称利率走廊”的框架，并增加隔夜逆回购操作。**2）近期公开市场操作体现出新的期限分工。**税期临近，央行 7 天期逆回购零投放，但宣布重启隔夜逆回购，可精准对冲税期资金缺口，并避免税期过后出现资金淤积。这也意味着央行短期内或无意推动资金利率持续低于政策利率。往后看，短端利率更可能围绕政策利率窄幅运行，资金面尾部风险趋于下降。**3）利率改革开始向贷款端延伸。**参考 DR001 定价的贷款陆续落地，政策利率向实体融资成本的传导有望更加顺畅。

- **政策判断与定调。1）国内判断突出“动能向新、结构向优”。**上半年 GDP 同比增长 4.7%，处于合理区间，新动能对经济增长的贡献率超过四成。**2）外部环境更加复杂多变。**报告新增“经贸摩擦多发频发”表述，同时关注海外货币政策动向。**3）宽松信号有所增强**。二季度报告延续 7 月中央政治局会议精神，对逆周期调节、增量政策和工具调整的表达更明确。

- **物价表述的变化**。**1）物价有望保持合理增长。**央行认可物价总体改善，相较于一季度的“主要价格指标继续呈现温和回升态势”，更加关注回升能否延续。**2）输入型通胀风险淡化**。报告强调国际原油价格回调和国内保供稳价能力，外部价格冲击对货币政策的约束有所减弱。**3）短期物价对降息的掣肘趋于减弱。**国内物价的内生修复更可能决定政策方向。若核心 CPI、PPI 环比和 GDP 平减指数改善不及预期，政策利率下调的必要性可能上升。

- **海外货币政策新判断。1）海外货币政策趋向调整。**央行对主要经济体货币政策的判断，由“存在不确定性”转向“趋向调整”。**2）央行预计本轮调整幅度“相对温和”**，对全球经济和金融市场的冲击可能小于以往。**3）汇率政策延续“稳预期、防超调”的基调。**人民币对美元及一篮子货币有所升值，外汇市场供求和预期总体稳定。海外政策变化仍会通过中外利差、跨境资金流动影响国内降息时点，但年初以来人民币升值幅度已较大，为国内货币政策操作提供了一定缓冲。

- **我们认为，下半年货币政策仍有进一步加力的空间。1）**买断式逆回购、MLF、国债买卖及降准等数量工具可能先行，配合政府债发行和财政支出提速。**2）**政策利率是否下调主要取决于内需、物价和出口表现。若居民和企业融资需求持续偏弱、物价修复不及预期，或贸易摩擦加剧、出口明显放缓，下调 7 天期逆回购操作利率的可能性将上升。**3）**新的利率框架将提升政策传导效率，推动政策利率更快传导至货币市场和实体融资成本。

- ***风险提示：地缘冲击影响超预期，海外央行收紧货币政策，贸易摩擦超预期升级，政策意图理解不到位等。***

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

一、 利率调控框架的新变化

二季度货币政策执行报告最值得关注的制度增量在于，利率调控框架改革进一步提速。专栏2《完善短端利率调控机制》系统梳理政策利率、操作目标和利率走廊的改革进展，下一阶段工作又提出“推动贷款定价基准多元化”。今年以来，央行以7天期逆回购为政策利率，同时提高对市场隔夜利率的调控能力，并疏通政策利率向贷款利率的传导。

短端利率调控框架逐渐完善，政策利率对市场利率的控制力增强。2026年以来，央行进一步将短端调控目标转向DR001，收窄利率走廊，并增加隔夜逆回购操作。**一是，**短端调控目标由DR007进一步转向DR001，更加重视引导隔夜利率围绕政策利率运行。**二是，**优化临时正、逆回购机制，将操作利率由政策利率减20个基点、加50个基点，调整为上下各25个基点，形成更加对称的利率走廊。**三是，**增加隔夜逆回购操作品种，用于应对税期、月末等时点的超短期流动性需求。与此同时，MLF利率已“完全退出政策利率功能”，回归中长期流动性投放工具。由此，7天期逆回购操作利率集中承担货币政策信号功能，隔夜逆回购负责精准调节超短期资金，MLF等工具主要补充中长期流动性。我们认为，央行的政策意图在于集中价格信号，增强对市场隔夜利率的控制，减少不同期限工具利率同时影响市场预期带来的干扰。

近期公开市场操作已经体现出新的期限分工。8月11日至13日，央行7天期逆回购操作量降至零，同时提前宣布将在8月14日、8月17日至8月19日开展隔夜逆回购操作。7天期零投放表明当前无需补充跨周资金，并无明确的紧缩含义；隔夜操作则可精准对冲税期资金缺口，并随需求消退快速到期，避免税期过后出现资金淤积。央行在专栏2中表示，**“隔夜融资成为机构流动性管理的重要手段，特别是在月末、税期等时点，部分机构的短期流动性需求可能只有两三天，在这些时点选用隔夜操作可以提高流动性管理效率、降低金融机构成本”**。新的操作组合有助于降低短端资金利率大幅上行的风险，稳定金融机构融资预期，同时避免流动性持续过度宽松。这表明，短端利率更可能围绕政策利率窄幅运行，资金面尾部风险趋于下降，但需要指出的是，央行短期内或无意推动资金利率持续低于政策利率。

随着DR基准贷款落地，利率改革开始向贷款端延伸。 二季度报告提出，“推动银行探索贷款定价基准多元化，目前已有参考DR001定价的贷款落地”。据《金融时报》，继海南首单后，湖北、上海、深圳等地相继试点，多以一段时期的DR001均值加点确定贷款利率，贷款定价开始从以LPR为主向“LPR+DR”多元基准并行拓展。若政策利率下调并带动DR001回落，相关贷款利率有望通过重定价作出更快响应，提升政策利率调整向实体融资成本的传导效率。

图表1　货币市场隔夜利率DR001与央行政策利率



资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

二、政策判断与定调

国内判断突出新动能和经济结构改善。2026 年二季度货币政策执行报告对我国当前 GDP 增速的定性为“处于合理区间”，更加突出“动能向新、结构向优”，体现央行对经济韧性和结构升级的信心。而一季度货币政策执行报告对国内经济的判断强调“起步有力、主要指标好于预期”，并认为巩固稳中向好态势的有利条件依然充足。二季度实际 GDP 同比增长 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，经济增速有所放缓，但结构优化特征更加突出，以高端制造、数字经济、现代服务为代表的新动能对上半年经济增长的贡献率超过了四成。报告也指出，“经济稳中向好基础还需巩固”，“国内供强需弱矛盾依然存在，新情况、老问题交织叠加”。

外部环境更加复杂多变。二季度货币政策执行报告中，央行对外部风险的定性为“当前外部环境更加复杂多变”，表述新增“经贸摩擦多发频发”，同时延续对地缘冲突、通胀扰动及海外货币政策调整的关注。在“值得关注的问题和趋势”中，央行进一步提示“贸易摩擦风险上行”：美国关税措施虽遭遇司法挑战，但后续走向仍待观察；欧盟贸易保护主义也有抬头，已出台新的钢铁关税规则，并加快实施反倾销、反补贴税等措施。海外货币政策方面，央行的判断由一季度“调整存在不确定性”转为二季度“趋向调整”。**外部风险已从地缘冲突和输入型通胀，进一步扩展至贸易保护主义升温及海外政策转向的叠加影响。**

货币政策定调延续 7 月中央政治局会议精神，宽松信号有所提升。7 月中央政治局会议重提“加大逆周期调节力度”，提出充分发挥存量政策效能，及时谋划务实管用的增量政策，“综合运用并适时调整货币政策工具”。二季度报告基本沿用上述表述，同时对“扩大内需、优化供给”的支持从一季度的“着力”转为“加力”。相比一季度的“精准有效实施”和“灵活运用”，二季度报告对逆周期调节、增量政策和工具调整的表达更明确，货币宽松的信号边际上升，政策重心进一步向稳内需倾斜。

金融结构变化与新旧动能转换相呼应。经济“动能向新、结构向优”，这也有助于理解银行贷款增速的变化。央行在报告专栏 1《全面把握金融支持实体经济的力度和效果》中指出，“货币信贷也在从外延式扩张转向内涵式发展”。传统重资产行业持续调整，新质生产力更加轻型，对银行贷款的依赖相对较低；债券、股票等直接融资加快发展，也对贷款形成分流。央行指出，“淡化对贷款这个单一融资渠道的关注，把贷款和债券融资等合并观察”。2019 年至 2025 年，贷款占社融增量的比重由约 66%降至 45%，债券占比由约 31%升至 46%；今年上半年企业债券和股票净融资 2.4 万亿元，同比多约 1 万亿元。在此背景下，“观察金融支持实体经济的力度和质效不宜再局限于贷款的单一渠道、规模与增速的单一视角，而是需要更加多维全面，科学分析金融体系为高质量发展提供的全方位支持”。

图表2　2026 年二季度及 2026 年一季度货币政策执行报告对经济形势的研判及政策定调

货币政策执行报告：2026Q1	货币政策执行报告：2026Q2
今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，**国民经济起步有力，主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力。**	今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，**我国经济呈现动能向新、结构向优的发展态势。**
当前外部环境变化**影响加深**，世界经济增长动能疲弱，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**，主要经济体经济表现分化，**各国央行货币政策调整存在不确定性。**	当前外部环境**更加复杂多变**，世界经济增长动能疲弱，地缘冲突和经贸摩擦**多发频发**，供给冲击和输入型通胀压力影响**仍在持续**，全球通胀水平有所抬升，**主要经济体央行货币政策趋向调整。**
当前我国经济发展仍面临风险和挑战。从国际上看，外部环境变化影响加深，全球经济增长动能疲弱，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，主要经济体经济表现分化，各国央行货币政策调整存在不确定性。从国内看，**经济发展和转型中面临的老问题、新挑战相互交织，新旧动能转换任务依然艰巨，供强需弱矛盾继续存在。** 但也要看到，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，制度优势和大国优势不断彰显，要坚定信心，用足用好优势，沉着应对各种风险挑战，着力提升经济韧性、夯实发展基础，不断巩固拓展经济稳中向好势头，确保“十五五”开好局、起好步。	**经济稳中向好基础还需巩固。**当前国际形势复杂多变，世界经济增长动能疲弱，国际贸易增长趋缓，供给冲击和输入型通胀影响仍在持续，多数国家通胀明显上升。**国内供强需弱矛盾依然存在，新情况、老问题交织叠加。** 但也要看到，我国高质量发展的后劲持续增强，长期向好的内在支撑更加坚实，制度优势和大国优势不断彰显，要保持高质量发展战略定力，切实巩固拓展经济稳中向好态势，确保实现“十五五”良好开局。

仅供内部参考，请勿外传

中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届四中全会、中央经济工作会议和全国“两会”精神，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，**更好统筹国内国际两个大局，精准有效实施适度宽松的货币政策，着力扩大内需、优化供给**，做优增量、盘活存量，增强经济发展内生动力，不断巩固拓展经济稳中向好势头。	中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届四中全会、中央经济工作会议和全国“两会”精神，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，**充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，**推动经济持续向新向优向好发展。

资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

三、 物价表述的变化

央行对物价的表述为“有望保持合理增长”，输入型通胀对货币政策的约束有所减弱。

物价判断从“继续呈现温和回升态势”转向“有望保持合理增长”。一季度货币政策执行报告指出，“主要价格指标继续呈现温和回升态势”，是对当期物价改善的确认。二季度报告改为“物价有望保持合理增长”，“有望保持”则更加侧重后续走势。上半年我国 CPI 同比上涨 1.0%，核心 CPI 同比上涨 1.2%，PPI 同比上涨 1.5%，连续 4 个月保持正增长，但国际原油价格回调后，PPI 环比上涨动能有所减弱。央行认可物价总体改善，同时更加关注回升能否延续。

输入型通胀的风险有所弱化。一季度报告货币政策执行报告提出，“外部输入型通胀对国内经济运行的影响需要密切关注”；二季度报告转而强调国际原油价格高位回调，以及我国“重要民生商品供给充足”、“能源进口渠道多元、储备较为充足”等有利条件。尽管输入型通胀影响持续，但国内供给和保供稳价能力有望缓冲外部冲击，央行对国内物价的判断仍偏温和。

我们认为，短期物价对降息的掣肘趋于减弱。二季度报告淡化输入型通胀风险，国际原油价格回调，国内供给保障能力较强。当前大宗商品价格变化更多影响降息节奏，国内物价的内生性修复程度更可能决定政策方向。后续重点观察物价能否实现“合理增长”，核心 CPI 和服务价格会否延续温和回升态势。若核心 CPI、PPI 环比和 GDP 平减指数修复不及预期，实际利率可能被动抬升，政策利率下调的必要性或将增强。

图表3　2026 年二季度及 2026 年一季度货币政策执行报告对通胀的表述

货币政策执行报告：2026Q1	货币政策执行报告：2026Q2
主要价格指标继续呈现温和回升态势。	**物价有望保持合理增长。**
一季度，CPI 同比上涨 0.9%，分别较上年末和上年同期高 0.9 个和 1.0 个百分点，**创 2023 年 5 月以来新高**；不包括食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.2%，**累计涨幅连续 2 个月高于 1%**。一季度 PPI 同比下降 0.6%，降幅较上年四季度收窄 1.5 个百分点，3 月同比上涨 0.5%，**为连续下降 41 个月后首次上涨**，环比上涨 1.0%，已连续 6 个月上涨。	上半年，CPI 同比上涨 1.0%，**延续了去年四季度以来温和回升的态势，**连续 5 个月保持在 1%及以上的温和上涨区间；不包括食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.2%，反映了消费需求释放对价格的带动。受国内供需关系改善和外部输入性因素共同影响，上半年 PPI 同比上涨 1.5%，连续 4 个月保持正增长，**随着国际原油价格高位回调，PPI 环比上涨动能减弱。**
今年以来，宏观政策更加积极有为，加强协同配合，经济运行开局良好，有效需求逐步回升，实体经济供需关系持续改善，市场竞争秩序不断优化，为物价合理回升提供了有力支撑。**近期中东地缘政治事件引起国际原油和部分大宗商品价格上行，对当前我国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。**	**往后看，外部不确定难预料因素较多，**国际大宗商品价格走势存在不确定性，但我国保供稳价政策体系有力有效，重要民生商品供给充足，能源进口渠道多元、储备较为充足，产业链供应链韧性持续提升，**保持物价平稳运行具有较多有利条件，物价水平有望保持合理回升态势。**

资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

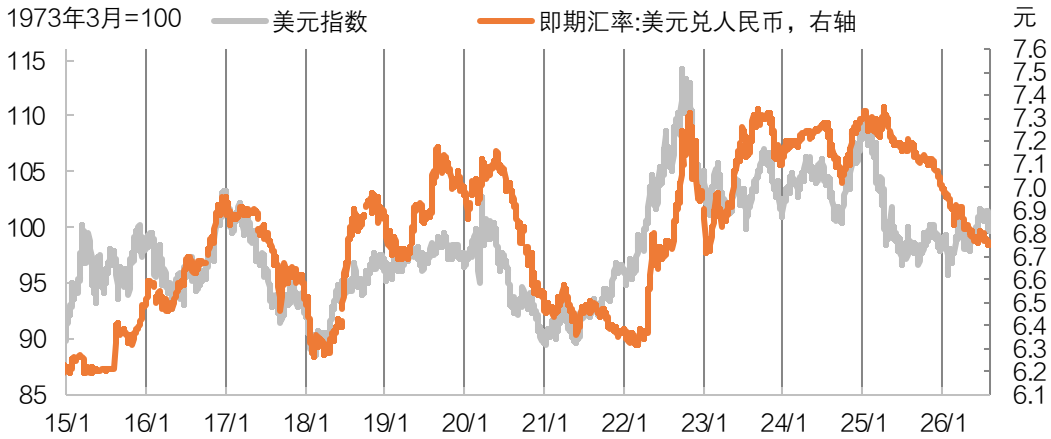
四、 海外政策的判断

在外部风险部分，央行对主要经济体货币政策的判断，由“存在不确定性”转向“趋向调整”。专栏 5《海外主要经济体货币政策调整动态》进一步分析了美联储、欧央行等海外主要经济体央行货币政策的调整趋向及潜在影响。

央行预计本轮海外货币政策调整“相对温和”。专栏 5 指出，“从目前情况看，预计本轮货币政策调整幅度将相对温和，冲击可能小于以往”。一是，本轮能源冲击烈度趋向缓和，主要经济体能源结构的韧性有所增强，加息幅度无需过大。二是，本轮货币政策调整并非宏观政策“大幅反转”。在本轮货币政策调整之前，海外主要经济体央行货币政策仍具有一定限制性，本轮加息带来的更多是利率和流动性的改变，而非政策取向的反转。因此，海外政策方向虽然发生变化，对全球经济和金融市场的冲击可能弱于以往紧缩周期。

汇率政策延续“稳预期、防超调”的基调。二季度货币政策执行报告指出，“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，与一季度表述基本一致。6 月末，人民币对美元汇率较上年末升值 3%，CFETS 人民币汇率指数升值 4.7%，外汇市场供求和预期总体稳定。海外政策变化仍会通过中外利差、跨境资金流动影响国内降息时点，但年初以来人民币升值幅度已较大，为国内货币政策操作提供了一定缓冲。

图表4　2026 年以来人民币对美元及一篮子货币有所升值



资料来源：Wind，平安证券研究所

我们认为，海外货币政策对国内宽松空间的约束相对有限，国内需求和物价仍是政策调整的主要依据。本轮海外政策调整幅度预计温和，人民币汇率也具备一定缓冲，外部条件尚未成为降息的主要掣肘。若国内需求和物价修复不及预期，政策利率仍有调整空间，海外通胀、主要央行加息节奏及人民币汇率表现则主要影响政策落地的时点和幅度。

预计下半年货币政策仍有进一步加力的空间，买断式逆回购、MLF、国债买卖、以及降准等数量工具可能先行，政策利率是否下调主要取决于内需和物价修复。

逆周期调节的必要性上升，降息面临的约束减弱。国内经济“动能向新、结构向优”，但供强需弱矛盾仍在，7 月政治局会议重提“加大逆周期调节力度”，部署“适时调整货币政策工具”。与此同时，物价判断转向“有望保持合理增长”，输入型通胀风险有所淡化；海外货币政策调整预计相对温和，人民币汇率也具备一定缓冲。

工具使用上，数量工具可能先行，配合财政发力，政策利率调整仍需等待内需、物价和出口信号。7 月政治局会议部署政府债发行和财政支出提速，资金缴款与拨付的错位可能加大短期流动性波动，中长期流动性需求也将增加。届时，央行可能继续通过国债买卖、买断式逆回购和 MLF 补充流动性，并视情况降准；结构性工具也将配合财政贴息、担保和风险补偿，支持扩大内需、科技创新和民营企业。若居民和企业融资需求持续偏弱，核心 CPI、PPI 环比及 GDP 平减指数修复不及预期，或若贸易摩擦加剧、出口明显放缓，下调 7 天期逆回购操作利率的可能性将上升。**此外，**新的利率框架有利于提升政策传导效率，降低资金面尾部风险。政策利率调整有望更快传导至 DR001、LPR 及实体融资成本。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、 地缘冲击的宏观影响超预期，能源及大宗商品价格大幅上涨，输入型通胀和全球供应链压力上升。

2、 海外央行收紧货币政策超预期，全球利率、人民币汇率及跨境资金流动波动加大。

3、 贸易摩擦超预期升级，出口及企业投资受到的影响加深。

4、 政策意图理解不到位，利率框架改革、流动性操作及增量政策的力度和节奏与预期存在偏差。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层