仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观深度

金融政策的方向和影响

——内需新方向（9）

宏观经济

核心观点

金融街论坛的一揽子政策，围绕四个方面，**点明当下及未来中国金融改革方向——货币政策框架转型、金融市场稳定机制、资本市场制度改革与高水平开放展开。**

政策着力点不在短期放量，而在于制度建设和机制完善。这也印证了我们前期的判断——政策逻辑并非短期逆周期对冲，而是中长期制度完善和风险防范服务长期发展。

本次政策最大看点在货币流动性领域。央行此次政策的重要变化，集中在利率形成机制、非银流动性支持和人民币跨境流通。

短期市场最关注短端政策利率从 7 天切换为隔夜利率。政策利率换锚意味着中国金融体系的流动性平滑应对更灵敏。我们判断未来隔夜政策利率设在 1.3%附近的可能性较大，既低于当前 7 天操作利率，也与近期隔夜市场价格相近。

摘要

一、政策更侧重于中长期的框架改革和机制建设

本次金融街论坛未动总量工具，转而推进框架改革与机制建设。监管的政策重心从针对信心修复的流动性宽松，转向存量落地和制度改革。

①央行侧重货币政策框架转型和维护金融市场稳定。一是宣布多项即将出台的具体举措，侧重优化金融市场稳定机制，二是推动中国货币政策框架的转型和完善，三是对人民币汇率、人民币国际化、人工智能影响和金融政策响应等问题进行系统阐述。

吴彬
wubin@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526050001

付思雨
fusiyu@csc.com.cn
SAC 编号:S1440526070003

周君芝
zhoujunzhi@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524020001
SFC 编号:BNV557

发布日期: 2026 年 10 月 21 日

相关研究报告

26.10.19	【中信建投宏观研究】:法债：欧债熊市的典型
26.10.18	【中信建投宏观研究】:从流动性到通胀 ——全球大类资产周观点（120）
26.10.12	【中信建投海外经济与大类资产】:会有欧债危机 2.0 吗?
26.10.10	【中信建投政策研究】:从机制建设走向务实协调——中欧贸易投资磋商机制第二次例会学习体会
26.09.26	【中信建投政策研究】:中美建设性战略稳定关系更进一步——中美元首会晤学习体会

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

②证监会政策围绕维护资本市场稳定和深化改革。一是维护资本市场安全稳定，二是深化资本市场包容性改革，三是强化依法从严、培育规范健康的市场生态，明确近期将推出 4 项举措，四是扩大市场高水平对外开放。

③金监总局政策突出强监管与防风险主线，围绕“监管有效性、改革转型、开放合作”三条主线展开。

④**外汇局政策聚焦外汇领域开放与安全的平衡，**在存量政策提质增效基础上，拟集中推出一批增量措施。

回顾近年来的监管政策，前期较具代表性的是 2024 年 9 月金融管理部门负责人齐聚的发布会。与本次金融街论坛相较，侧重显然不同，彰显当前政策更加“闲庭信步”。

2024 年政策更侧重流动性支持，解决"信心失速"的燃眉之急。

总量方面，2024 年 9 月以降准 0.5 个百分点、降息 20bp、降存量房贷利率等总量工具改善流动性。结构方面，2024 年下半年出台一系列直达实体融资工具，改善居民、房企、股市与中小企业的流动性，目标是快速稳信心、托需求。

反观近期，以金融街论坛为代表的一揽子政策更侧重于建立长效机制、防风险。

本次金融街论坛未动用市场期待的降准降息等总量工具，重心框架转型、机制完善。货币政策端，推动货币政策框架的转型和完善，包括讨论换锚隔夜利率、退出存贷款基准利率等，并创设非银大额赎回流动性支持工具维护债市稳定。

资本市场端，从 2024 年支持股票市场稳定发展的流动性工具创设，转为健全长周期考核、公募基金改革、先行赔付与违规减持处罚等市场生态与法治建设。宽松大方向延续，但政策工具从总量转向结构、从应急转向建制。

二、之所以政策侧重不同，根源在于当下的宏观背景不同

政策着力点之所以不同，根源在于宏观环境已较 2024 年发生根本性变化。2024 年的宏观背景是转型阵痛，旧动能加速收缩、新经济尚未起量；经济动能减弱叠加市场情绪降至冰点，人民币汇率承压、资金阶段性外流。反观当下，两个变化尤为关键。

仅供内部参考，请勿外传

第一，新旧动能转换的趋势已经明确，新质生产力成为结构性增长支撑。其一，AI 出口对总出口的贡献度显著抬升，科技已成为今年经济最确定的支撑。其二，新质生产力成为企业盈利的重要支柱。

第二，中国资产韧性增强、信心修复。资金流向上，2024 年前后银行代客结售汇出现逆差、跨境资金流出压力显现；去年至今资金大幅回流，对中国资产的信心显著强于 2024 年。汇率上，2023-2024 年美元偏强、人民币处于贬值通道；当下形势逆转——美国受高利率下的美债付息压力与通胀黏性困扰，美元指数较 2023-2024 年明显走弱，而人民币汇率反而创下约三年新高。

三、本次政策最大看点在货币流动性领域

央行此次政策的重要变化，集中在利率形成机制、非银流动性支持和人民币跨境流通三个方面：

首先，利率形成机制方面，短端政策利率从 7 天切换为隔夜利率

这一政策方向是央行流动性管理进一步精细化的延续。近年来，央行综合使用降准、MLF、买断式逆回购、国债买卖，分别应对银行体系中长期基础货币需求和短期资金扰动。中长期工具提供相对稳定的资金来源，隔夜逆回购则针对缴税、跨月、跨季等冲击调节投放节奏；SLF 扩大覆盖，有助于进一步完善银行体系备用资金渠道。政策变化的重点是提高期限匹配与利率调控效率。

隔夜操作的优势是更贴近短期资金缺口，可以更快调整投放和到期节奏。6 月央行宣布适时增加隔夜逆回购品种，随后在月中、月末等时点多次使用；9 月底至国庆前后，又连续安排 4 个工作日操作、每日上限 1 万亿元。由此推演，随着隔夜成为主要操作期限，其使用频次及在短期操作中的重要性有望进一步提升，但具体操作量仍取决于每日需求。

对债市定价而言，核心问题是未来央行隔夜操作利率定在哪里，以及 DR001 围绕什么中枢运行。

当前央行尚未公布最终定价，若未来以隔夜取代 7 天作为主要操作期限，考虑到期限缩短的技术性因素，名义政策利率数值必然有所下降。当前 7 天期逆回购操作利率为 1.40%，结合 10 月以来 DR001 运行中枢约为 1.29%的现状，在框架切换时保持政策立场总体平稳的

仅供内部参考，请勿外传

假设下，**我们判断未来隔夜政策利率设在 1.3%附近的可能性较大，既低于当前 7 天操作利率，也与近期隔夜市场价格相近。**

此外，本次央行还宣布退出存贷款基准利率，并推进隔夜利率作为新的参照。

存贷款基准利率本质上是传统信贷体系的一套公共定价参照。央行按期限公布价格，银行据此制定存贷款利率，既能在银行定价和风险管理能力不足时提供共同锚点，也能通过约束负债成本和贷款价格，影响银行利差与信用配置。随着同业和债券市场利率逐步由交易形成，同时信贷在全社会信用扩张中的占比越来越低，存贷款继续围绕相对刚性的基准定价，就会形成金融市场与信贷市场之间的利率双轨，使货币市场宽松未必及时传递至实体融资成本。

当前改革方向正在由替换旧基准，进一步走向定价基准多元化。贷款端则允许财务能力强的企业与银行协商，选择隔夜回购利率或 LPR 作为浮动利率贷款基准，小企业和个人贷款继续参考 LPR。采用隔夜基准的贷款，可以按合同约定的计息和重定价规则更直接地跟随资金市场变化，强化政策利率向实体融资成本的传导，同时增加企业和银行管理利率波动的需要。

第二，流动性管理方面，设立非银大额赎回流动性支持工具。

非银赎回工具针对的是开放式资管产品的流动性错配。当投资者集中赎回，产品现金储备和正常融资不足以满足支付需求，管理人被迫卖债；债价下跌又拖累产品净值，促使更多投资者赎回。新工具通过有条件的流动性支持，减少集中卖债，阻断赎回与抛售相互强化的循环。适用机构包括银行理财子公司、公募基金管理人及对应母行、证券母公司等，需要满足宏观审慎要求并提供高等级抵押品。6 月提出的研究方案曾明确互换方式，最终操作要素仍待公告。

与 2024 年宣布的证券基金保险公司互换便利相比，两者都拓宽了央行支持非银的渠道，但资金用途和触发条件不同。原有互换便利支持机构以债券、股票 ETF 等换入国债、央票等高流动性资产，再融资取得资金，资金限用于股票、股票 ETF 投资及做市，主要增强机构对股票市场的资金供给能力。此次工具针对群体性赎回和正常融资渠道受阻，主要缓解现金支付压力、减少资产被动抛售。前者支持机构买入，后者减少机构被迫卖出。

该工具设立更深层的背景是债券在社会融资中的重要性提升。2025 年债券与股票融资合计占社融增量约 47%，已超过贷款。在此结构下，债市集中抛售可能通过收益率、抵押品

仅供内部参考，请勿外传

和资管净值传导，影响政府及企业发债成本。建立专门支持机制，是为了降低非理性流动性冲击对债券融资功能的干扰，为直接融资长期发展配套金融稳定保障。

需要强调的是，该工具已经历近一年的公开酝酿，这一政策具有持续性和长期性，不宜仅因推出时点而将其解读为对当下市场调整的临时呵护。

第三，人民币国际化方面，试点便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务

早在 2018 年，境外清算行和符合条件的境外参加行可以申请成为银行间外汇市场会员，参与境内银行间市场的即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易。**此前只可基于跨境结算实需进入境内外汇市场，开展人民币购售及平盘交易。此次政策进一步试点允许部分清算行开展自营交易，有助于提升其人民币头寸和流动性管理的灵活性，加强在岸市场与离岸市场之间的价格联动。**其长期意义在于降低境外持有和使用人民币的交易摩擦，支持人民币国际使用。

四、如何理解此次一揽子政策？

其一，政策力度趋于减弱，根源在于中国经济与资本市场的压力已明显好于 2024 年。2024 年政策面对的是新旧动能同时偏弱、中国资产信心失速的局面，因此彼时出台一系列流动性政策进行托底。反观当下，新动能已经起量，资本市场中枢抬升，人民币汇率创约三年新高、结售汇转为顺差，压力缓释意味着政策不必再以救急的方式出手。

其二，政策落点在于中长期，而非短期逆周期调节，此次一揽子政策中，货币政策框架转型、资本市场着力夯实基础制度，并同步推进债市互联互通与人民币国际化。这些安排短期不直接创造需求，以制度建设夯实中长期基础，换取中国更长周期的增长空间。短期看，预计四季度的政策仍然沿着存量落地、结构发力的方向演进。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

引言 1
一、政策更侧重于中长期的框架改革和机制建设 2
二、之所以政策侧重不同，根源在于当下的宏观背景不同 7
三、本次政策最大看点在货币流动性领域 9
四、如何理解此次一揽子政策？ 13
风险分析 15

仅供内部参考，请勿外传

引言

10 月金融街论坛召开之际，市场对政策走向的期待再度升温。

我们认为，判断当下的政策，除了简单的看 GDP 高低之外，更重要的是从中国经济转型的长视角，站在决策层的立场，再审视当下中国面临的问题是什么，是否需要传统逆周期政策。惟其如此，我们才能够真正去把握政策脉络以及未来行情主线。

仅供内部参考，请勿外传

一、政策更侧重于中长期的框架改革和机制建设

本次金融街论坛未动总量工具，转而推进框架改革与机制建设。监管的政策重心从针对信心修复的流动性宽松，转向存量落地和制度改革。

①央行侧重货币政策框架转型和维护金融市场稳定。

一是宣布多项即将出台的具体举措，侧重优化金融市场稳定机制，包括设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具、扩大 SLF 适用机构范围至境内外资法人银行、推动银行间与交易所债券市场互联互通落地、试点便利境外金融机构境内人民币购售、会同科技部等出台金融支持三大国际科创中心的指导意见等。

二是推动中国货币政策框架的转型和完善，包括进一步优化短端利率调控机制、推动贷款定价基准由单一 LPR 转向多元化、退出存贷款基准利率等。

三是对人民币汇率、人民币国际化、人工智能影响和金融政策响应等问题进行系统阐述。

②证监会政策围绕维护资本市场稳定和深化改革。

一是维护资本市场安全稳定，包括推动进一步健全适配长期投资的长周期考核机制、扩大中长期资金来源渠道和入市方式，持续深化公募基金改革、鼓励有条件的上市公司加大回购增持力度等。

二是深化资本市场包容性改革，三是强化依法从严、培育规范健康的市场生态，明确近期将推出 4 项举措，四是扩大市场高水平对外开放。

③金监总局政策突出强监管与防风险主线，围绕“监管有效性、改革转型、开放合作”三条主线展开。

④外汇局政策聚焦外汇领域开放与安全的平衡，在存量政策提质增效基础上，拟集中推出一批增量措施。

回顾近年来的监管政策，前期较具代表性的是 2024 年 9 月金融管理部门负责人齐聚的发布会。与本次金融街论坛相较，侧重显然不同，彰显政策更加“闲庭信步”。

仅供内部参考，请勿外传

2024 年政策更侧重流动性支持，解决"信心失速"的燃眉之急。

总量方面，2024 年 9 月以降准 0.5 个百分点、降息 20bp、降存量房贷利率等总量工具改善流动性。结构方面，2024 年下半年出台一系列直达实体融资工具，改善居民、房企、股市与中小企业的流动性，目标是快速稳信心、托需求。

反观近期，以金融街论坛为代表的一揽子政策更侧重于建立长效机制、防风险。

本次金融街论坛未动用市场期待的降准降息等总量工具，重心框架转型、机制完善。货币政策端，推动货币政策框架的转型和完善，包括讨论换锚隔夜利率、退出存贷款基准利率等，并创设非银大额赎回流动性支持工具维护债市稳定。

资本市场端，从 2024 年支持股票市场稳定发展的流动性工具创设，转为健全长周期考核、公募基金改革、先行赔付与违规减持处罚等市场生态与法治建设。宽松大方向延续，但政策工具从总量转向结构、从应急转向建制。

表 1:央行在 2026 金融街论坛年会上的政策表述

政策/表述	主要内容
政策举措	① **设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具：**适用银行理财子公司、公募基金管理人及对应银行母行、证券母公司；在资管机构群体性流动性风险、债市出现赎回—抛售负向循环的特定情景时启用；须满足宏观审慎要求、提供高等级抵押品，防兜底幻觉、维护市场纪律。 ② **扩大常备借贷便利（SLF）适用机构范围：**纳入境内外资法人银行，明确全国性银行适用同样安排，实现对境内存款类金融机构全覆盖。 ③ **推动银行间和交易所债券市场互联互通落地。** ④ **试点便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务：**允许 8 家中外资人民币境外清算行在境内银行间外汇市场开展自营交易。 ⑤ **会同科技部等 10 部门出台《关于金融支持建设北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心的指导意见》。** ⑥ **拟将外资人民币清算行纳入境外央行回购工具支持对象。**
货币政策框架的转型和完善	**研究择机把央行公开市场主要操作品种的期限由 7 天切换为隔夜，**公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率（银行间隔夜回购利率 DR001 实际上已成为货币政策调控的目标利率）。
	推动贷款利率定价基准从比较单一地参考 LPR，向更加多元的定价基准转型：引入银行间隔夜回购利率等市场利率作为浮动利率贷款定价基准；财务能力强的企业可自主选择 DR001 或 LPR，LPR 继续作为小企业、个人贷款定价基准；债券、金融衍生品定价基准也可考虑 DR001。人民银行将择机发布政策指引。

仅供内部参考，请勿外传

	退出存贷款基准利率：存贷款基准利率自 2015 年 10 月以来长期未调整，实际已不再发挥定价作用。下一步推动这些领域计息依据用市场化利率指标替代，实现退出金融机构存贷款基准利率。
人民币汇率政策立场	**坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度。**近年来，人民币汇率经历多轮升贬值周期，双向浮动、弹性增强。在特定情景下，人民银行运用宏观审慎管理工具，乃至在极端情景下直接进行外汇干预，校正市场的“羊群效应”和非理性预期的自我强化。这些措施是符合国际规则和国际实践的。
人民币国际化	① 完善人民币清算行网络； ② 研究在债券市场对外开放中实施多级托管安排，推动人民币债券成为全球合格抵押品； ③ 支持形成以香港为主，伦敦、新加坡、迪拜等协同发展的离岸市场架构； ④ 向离岸市场提供稳定、多层次的人民币流动性供给。
金融支持人工智能	① 密切跟踪研判人工智能发展的宏观影响，前瞻性做好政策考量； ② 做好金融支持人工智能产业发展工作，完善 AI 企业融资支持体系，聚焦核心技术创新、人工智能+等重点领域；③ 稳妥推进 AI 在金融领域应用，已制定出台人工智能+金融政策文件，探索在货币政策形势分析、金融风险识别、支付、征信、反洗钱监管服务等领域的应用。

数据来源：人民银行，中信建投证券

表 2:证监会在 2026 金融街论坛年会上的政策表述

政策/表述	主要内容
维护资本市场安全稳定	①巩固完善稳市机制建设，加强新型业务风险防范； ②推动进一步健全适配长期投资的长周期考核机制，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式； ③持续深化公募基金改革； ④当日同意首批 18 只主动 ETF 注册，为市场引入更多增量资金； ⑤鼓励有条件的上市公司加大回购增持力度，更好回报投资者。
深化资本市场包容性改革	①聚焦支持新质生产力发展，落实落细两创板改革举措，完善科技企业识别筛选等机制； ②研究推进多层次市场改革，实施更具包容性适应性的发行上市、并购重组等制度； ③深化再融资改革，择机发布新修订的上市公司证券发行注册管理办法及配套规则； ④加快推动出台上市公司监管条例，健全公司治理、信息披露、投资者保护等制度； ⑤加力推进证券公司高质量发展行动，支持行业并购重组和后续整合，加快建设国际一流投行。
培育规范健康的市场生态	① 筹建基金业运行监测中心：承担私募基金份额登记和公私募信息收集、风险监测等职责； ② 发布实施人工智能在证券期货业安全合规应用的意见； ③ 完善违规减持处罚规则； ④ 制定发布证券市场先行赔付指导意见。
高水平对外开放	①提升 QFII 投资运作便利度；支持境内外机构合作推出更多基于中国资产的指数和产品； ②鼓励外资机构完善产品布局、参与创新业务，支持更多外资机构来华投资展业； ③落实内地与香港市场五个协同合作新模式，加快推进人民币股票交易柜台和 REITs 纳入沪深港通； ④深入参与国际金融组织治理改革，推动 AI 治理、金融稳定、可持续金融等监管协作。

仅供内部参考，请勿外传

打造服务创新型中小企业主阵地	①锚定打造服务创新型中小企业主阵地，稳步推出北证 50ETF、北交所新股市值配售、创新性评价标准、优化新三板分层管理等一系列举措，促进北交所新三板一体化高质量发展； ②支持北京海淀等加快落地资本市场科技金融实践样本示范案例，推动创办北京资本市场学会。

数据来源：证监会，中信建投证券

表 3:金融监管总局在 2026 金融街论坛年会上的政策表述

政策/表述	主要内容
防控金融风险	**① 风险导向强化监管：**综合运用兼并重组、市场退出等方式稳妥处置高风险机构；会同各方严厉打击非法金融活动，依法将所有金融活动全部纳入监管，着力实现全覆盖、无例外。 **② 健全金融法治：**围绕机构与第三方合作、网络安全等补齐制度短板；严肃查处造成重大金融风险的关键人、关键事、关键行为。 **③ 提高监管能力：**健全监测预警响应机制，优化分类分级监管，做实强制性早期纠正；坚持实质重于形式，加强关联交易、大额投资授信等穿透监管；加快监管数字化智能化转型。
推动改革转型	**① 优化机构布局：**各类机构错位发展、优势互补，研究完善差异化考核评价体系，推动机构有所为有所不为；因地制宜推进中小机构减量提质。 **② 规范市场秩序：**通过报行合一、专项治理整治无序竞争；督促机构摒弃规模情结，严肃治理不合规营销行为，严厉惩治金融黑灰产。 **③提升金融服务适配性：**坚持投资于物和投资于人紧密结合，扎实做好金融五篇大文章；积极支持新质生产力发展；强化对六张网等基础设施建设的金融支持；健全灾害保险保障体系，提升航运保险承保能力，丰富养老健康保险产品。
推动金融高水平开放	**①扎实推进金融领域制度型开放，**支持更多外资机构和长期资本来华展业兴业，鼓励外资机构发挥财富管理、养老健康、绿色金融等优势参与业务试点； **②鼓励中资机构持续健全跨境金融服务体系，**提升服务质效，在贸易、投资、科技等领域，与外资机构积极开展金融合作，共同维护全球产业链供应链的稳定与畅通。 **③推动完善全球金融治理体系。**

数据来源：金融监管总局，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

表 4:外汇管理局在 2026 金融街论坛年会上的政策表述

政策/表述	主要内容
经常项目便利化一揽子政策	满足外贸企业多样化结算需求，支持贸易新业态新模式，促进外贸提质增效；
优化资本项目外汇管理一揽子政策	满足企业跨境投融资和资金配置需求，服务引进来和走出去，拓展双向投资合作空间；
推动外汇市场开放发展	扩大证券公司结售汇业务试点，支持金融机构做好中小企业汇率风险管理服务，支持离在岸金融市场协同发展，助力人民币国际化。
北交所与新三板改革	锚定打造服务创新型中小企业主阵地，稳步推出北证 50ETF、北交所新股市值配售、创新性评价标准、优化新三板分层管理等一系列举措，促进北交所新三板一体化高质量发展；支持北京海淀等加快落地资本市场科技金融实践样本示范案例，推动创办北京资本市场学会。

数据来源：外汇管理局，中信建投证券

表 5:近期政策和 2024 年 9 月政策对比

维度	近期具体政策/定调（2026.8－10）	2024 年 9 月一揽子政策
总量型货币政策/货币政策框架	①研究将公开市场主要操作期限切换为隔夜； ②推动贷款利率定价基准改革； ③退出存贷款基准利率； ④扩大常备借贷便利（SLF）的适用机构范围	调降政策利率 20bp；降准 50bp，提供长期流动性约 1 万亿；宣布向大行增资
结构性货币政策	①9/29 增加科创技改再贷款扩容 2000 亿，支持比例从 60%提升至 100%、支农支小再贷款额度增加 5000 亿。 ②9/29 央行下调 PSL 利率 0.25pct 至 1.5%，并将"六张网"纳入 PSL 支持领域	①保障性住房再贷款中央银行资金支持比例由 60%提高到 100%； ②优化企业续贷政策：将续贷政策由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，将续贷政策阶段性扩大到中型企业。
流动性支持工具创设	设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具：在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现赎回—抛售负向循环的特定情景时启用，工具适用的机构包括银行理财子公司、公募基金管理人，以及对应的银行母行、证券母公司等。	创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展： ①证券、基金、保险公司互换便利（5000 亿元）：支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性； ②股票回购、增持专项再贷款（3000 亿元）：引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

仅供内部参考，请勿外传

房地产	①房贷贴息（9 月 29 日出台）：10 月 1 日起，贷款购买商品住房的居民家庭，同时符合条件的（首套房、购房面积≤120 ㎡、购房价格≤150 万），可享受财政贴息 1pct、最长 5 年、单户上限 100 万。 ②房地产新政（8 月 28 日出台）：包括建立房地产开发贷款主办银行制；个人住房贷款期限由最长 30 年延长至最长 40 年；预售门槛提高；加强个人住房贷款与开发贷款的衔接等	①降低存量房贷利率：引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。 ②统一首套房和二套房的房贷最低首付比例：将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25%下调到 15%。 ③支持收购房企存量土地 ④延长两项房地产金融政策期限

数据来源：人民银行、财政部、住建部，中信建投证券

二、之所以政策侧重不同，根源在于当下的宏观背景不同

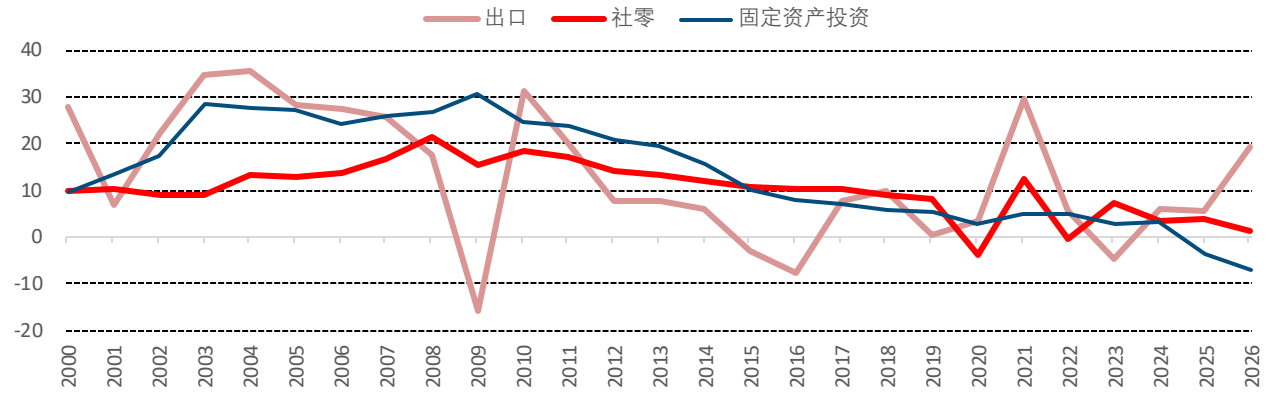
政策着力点之所以不同，根源在于宏观环境已较 2024 年发生根本性变化。2024 年的宏观背景是转型阵痛，旧动能加速收缩、新经济尚未起量；经济动能减弱叠加市场情绪降至冰点，人民币汇率承压、资金阶段性外流。反观当下，两个变化尤为关键。

第一，新旧动能转换的趋势已经明确，新质生产力成为结构性增长支撑。 其一，AI 出口对总出口的贡献度显著抬升，科技已成为今年经济最确定的支撑——今年以来经济增长主要依靠出口拉动，以 AI 算力产业链为代表的高技术出口是关键引擎；2026 年 AI 出口对总出口的贡献率维持在 40% 以上，而 2024 年相关产业仅为 20% 左右。其二，新质生产力成为企业盈利的重要支柱——2025-2026 年，计算机、通信和电子设备制造业对规上制造业总盈利增长的贡献率维持在 60%以上 ，而往年这一解释力仅约 15%。

第二，中国资产韧性增强、信心修复。资金流向上，2024 年前后银行代客结售汇出现逆差、跨境资金流出压力显现；去年至今资金大幅回流，对中国资产的信心显著强于 2024 年。汇率上，2023-2024 年美元偏强、人民币处于贬值通道；当下形势逆转——美国受高利率下的美债付息压力与通胀黏性困扰，美元指数较 2023-2024 年明显走弱，而人民币汇率反而创下约三年新高。

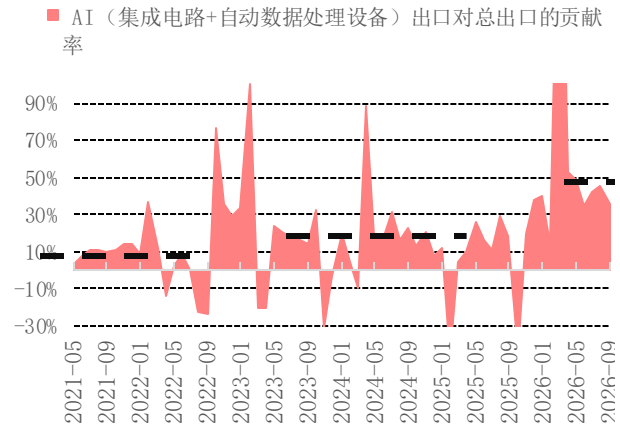
仅供内部参考，请勿外传

图 1:当前新质生产力已实质性发力，成为经济增长的结构性增长支撑（同比增速：%）



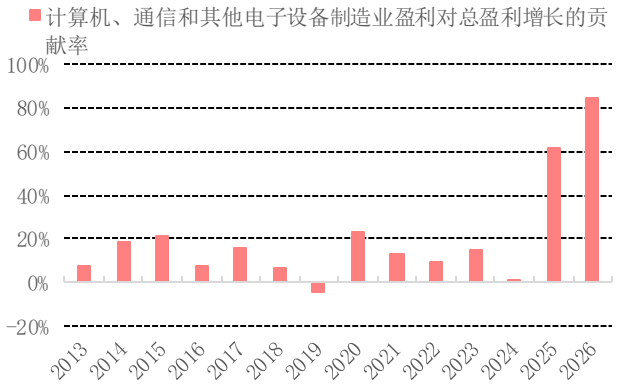
数据来源：Wind，中信建投证券

图 2:2026 年，AI 出口对总出口的贡献度处于高位



数据来源：Wind，中信建投证券

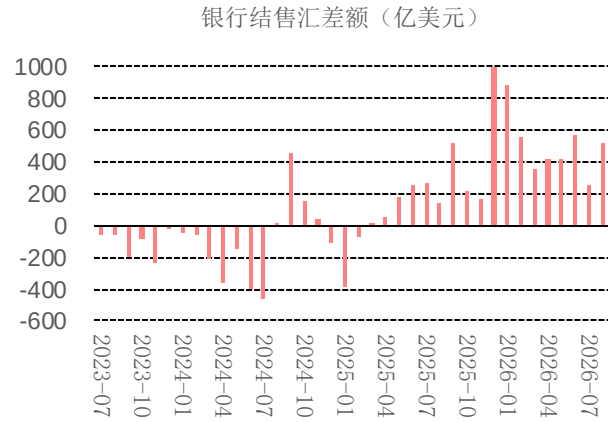
图 3:2025-2026 年，新经济对总盈利增长的贡献率提升



数据来源：Wind，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

图 4：当前银行代客结售汇顺差走扩，资金回流中国



数据来源：Wind，中信建投证券

图 5:2026 年，人民币汇率走高



数据来源：Wind，中信建投证券

三、本次政策最大看点在货币流动性领域

央行此次政策的重要变化，集中在利率形成机制、非银流动性支持和人民币跨境流通三个方面：

首先，利率形成机制方面，短端政策利率从 7 天切换为隔夜利率

这一政策方向是央行流动性管理进一步精细化的延续。近年来，央行综合使用降准、MLF、买断式逆回购、国债买卖，分别应对银行体系中长期基础货币需求和短期资金扰动。中长期工具提供相对稳定的资金来源，隔夜逆回购则针对缴税、跨月、跨季等冲击调节投放节奏；SLF 扩大覆盖，有助于进一步完善银行体系备用资金渠道。政策变化的重点是提高期限匹配与利率调控效率。

隔夜操作的优势是更贴近短期资金缺口，可以更快调整投放和到期节奏。6 月央行宣布适时增加隔夜逆回购品种，随后在月中、月末等时点多次使用；9 月底至国庆前后，又连续安排 4 个工作日操作、每日上限 1 万亿元。由此推演，随着隔夜成为主要操作期限，其使用频次及在短期操作中的重要性有望进一步提升，但具体操作量仍取决于每日需求。

对债市定价而言，核心问题是未来央行隔夜操作利率定在哪里，以及 DR001 围绕什么中枢运行。

仅供内部参考，请勿外传

当前央行尚未公布最终定价，若未来以隔夜取代 7 天作为主要操作期限，考虑到期限缩短的技术性因素，名义政策利率数值必然有所下降。当前 7 天期逆回购操作利率为 1.40%，结合 10 月以来 DR001 运行中枢约为 1.29%的现状，在框架切换时保持政策立场总体平稳的假设下，**我们判断未来隔夜政策利率设在 1.3%附近的可能性较大，既低于当前 7 天操作利率，也与近期隔夜市场价格相近。**

此外，本次央行还宣布退出存贷款基准利率，并推进隔夜利率作为新的参照。

存贷款基准利率本质上是传统信贷体系的一套公共定价参照。央行按期限公布价格，银行据此制定存贷款利率，既能在银行定价和风险管理能力不足时提供共同锚点，也能通过约束负债成本和贷款价格，影响银行利差与信用配置。随着同业和债券市场利率逐步由交易形成，同时信贷在全社会信用扩张中的占比越来越低，存贷款继续围绕相对刚性的基准定价，就会形成金融市场与信贷市场之间的利率双轨，使货币市场宽松未必及时传递至实体融资成本。

当前改革方向正在由替换旧基准，进一步走向定价基准多元化。贷款端则允许财务能力强的企业与银行协商，选择隔夜回购利率或 LPR 作为浮动利率贷款基准，小企业和个人贷款继续参考 LPR。采用隔夜基准的贷款，可以按合同约定的计息和重定价规则更直接地跟随资金市场变化，强化政策利率向实体融资成本的传导，同时增加企业和银行管理利率波动的需要。

第二，流动性管理方面，设立非银大额赎回流动性支持工具。

非银赎回工具针对的是开放式资管产品的流动性错配。当投资者集中赎回，产品现金储备和正常融资不足以满足支付需求，管理人被迫卖债；债价下跌又拖累产品净值，促使更多投资者赎回。新工具通过有条件的流动性支持，减少集中卖债，阻断赎回与抛售相互强化的循环。适用机构包括银行理财子公司、公募基金管理人及对应母行、证券母公司等，需要满足宏观审慎要求并提供高等级抵押品。6 月提出的研究方案曾明确互换方式，最终操作要素仍待公告。

与 2024 年宣布的证券基金保险公司互换便利相比，两者都拓宽了央行支持非银的渠道，但资金用途和触发条件不同。原有互换便利支持机构以债券、股票 ETF 等换入国债、央

仅供内部参考，请勿外传

票等高流动性资产，再融资取得资金，资金限用于股票、股票 ETF 投资及做市，主要增强机构对股票市场的资金供给能力。此次工具针对群体性赎回和正常融资渠道受阻，主要缓解现金支付压力、减少资产被动抛售。前者支持机构买入，后者减少机构被迫卖出。

该工具设立更深层的背景是债券在社会融资中的重要性提升。央行披露，2026 年 6 月末债券融资约占社融存量的 30%；2025 年债券与股票融资合计占社融增量约 47%，已超过贷款。在此结构下，债市集中抛售可能通过收益率、抵押品和资管净值传导，影响政府及企业发债成本。建立专门支持机制，是为了降低非理性流动性冲击对债券融资功能的干扰，为直接融资长期发展配套金融稳定保障。

需要强调的是，该工具已经历近一年的公开酝酿：2025 年 10 月金融街论坛首次提出探索相关机制，2026 年 3 月两会明确正在研究，6 月陆家嘴论坛进一步阐明触发条件和支持方式，直至此次宣布将设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具。**这一政策具有持续性和长期性，不宜仅因推出时点而将其解读为对当下市场调整的临时呵护。**

第三，人民币国际化方面，试点便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务

早在 2018 年，境外清算行和符合条件的境外参加行可以申请成为银行间外汇市场会员，参与境内银行间市场的即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易。**此前只可基于跨境结算实需进入境内外汇市场，开展人民币购售及平盘交易。此次政策进一步试点允许部分清算行开展自营交易，有助于提升其人民币头寸和流动性管理的灵活性，加强在岸市场与离岸市场之间的价格联动。**其长期意义在于降低境外持有和使用人民币的交易摩擦，支持人民币国际使用。

图 6:本次流动性相关政策汇总

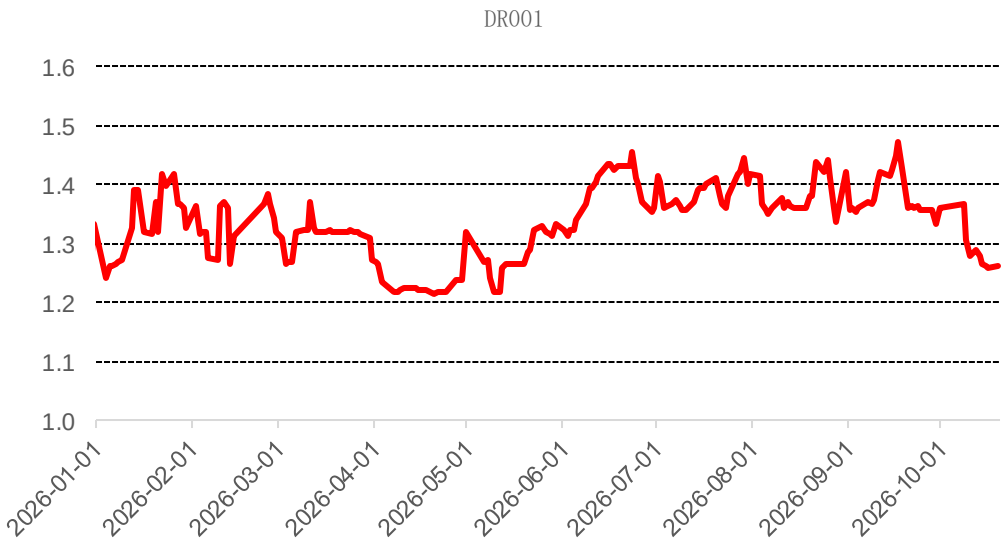
政策	具体内容
短端利率调控向隔夜切换	DR001已被明确为实际调控目标；研究择机将公开市场主要操作期限切换为隔夜，相应由央行隔夜操作利率承担主要政策利率功能。
退出存贷款基准利率	推动少数仍引用旧基准的领域改用市场化指标。旧基准自2015年10月以来未调整，其存贷款定价功能已明显弱化。
贷款定价基准多元化	部分金融机构已协商引入隔夜回购利率；未来财务能力强的企业可协商选择隔夜利率或LPR。LPR继续服务小企业与个人贷款。

仅供内部参考，请勿外传

非银大额赎回流动性支持工具	拟在资管群体性流动性风险和债市赎回抛售循环下启用。适用机构涵盖理财子、公募基金管理人及相关母行、证券母公司等，要求高等级抵押品。
扩大常备借贷便利适用范围	纳入境内外资法人银行，并明确全国性银行适用同样操作安排，朝境内存款类机构全覆盖推进。现有期限含隔夜、7天、1个月。
境外清算行人民币购售试点	拟允许8家中外资人民币境外清算行，按国际市场实践和交易惯例，在境内银行间外汇市场开展自营交易。

数据来源：中国人民银行，中信建投证券整理

图 7:2026 年 10 月以来，DR001 中枢降至 1.3%附近



数据来源：wind，中信建投证券

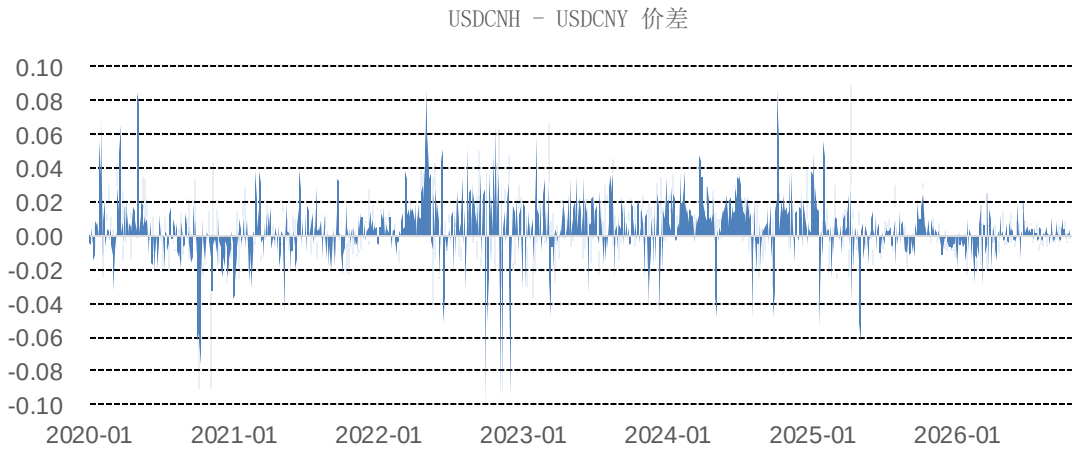
仅供内部参考，请勿外传

图 8:非银大额赎回流动性支持工具运作逻辑



数据来源：中国人民银行，中信建投证券整理

图 9:离岸和在岸的美元兑人民币汇率差



数据来源：wind，中信建投证券整理

四、如何理解此次一揽子政策？

其一，政策力度趋于减弱，根源在于中国经济与资本市场的压力已明显好于 2024 年。

仅供内部参考，请勿外传

2024 年的政策面对的是新旧动能同时偏弱、中国资产信心失速的局面，因此彼时出台一系列流动性政策进行托底。反观当下，新动能已经起量，资本市场中枢抬升，人民币汇率创约三年新高、结售汇转为顺差，压力缓释意味着政策不必再以救急的方式出手。

其二，政策落点在于中长期，而非短期逆周期调节，此次一揽子政策中，货币政策框架转型、资本市场着力夯实基础制度，并同步推进债市互联互通与人民币国际化。这些安排短期不直接创造需求，以制度建设夯实中长期基础，换取中国更长周期的增长空间。短期看，预计四季度的政策仍然沿着存量落地、结构发力的方向演进。

仅供内部参考，请勿外传

风险分析

政策力度与效果不及预期风险：若经济下行压力超预期，政策发力的节奏、力度及向实体需求的传导效果可能低于市场预期。

外部环境超预期变动风险：若美联储货币政策转向超预期、美元指数大幅走强，可能引发人民币汇率贬值压力与跨境资金流出，加剧市场波动。

新质生产力盈利兑现不及预期风险：AI 技术落地节奏、算力基建建设进度及硬科技产业链盈利改善若不及市场预期，新质生产力对经济增长的支撑作用将弱化，科技成长板块可能面临估值回调压力，进而拖累指数表现。

房地产风险超预期扩散风险：若商品房销售持续低迷、尾部房企信用风险集中暴露，可能向地方财政、银行资产负债表传导，拖累经济修复节奏，偏离当前结构性框架。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

吴彬

香港中文大学（深圳）经济学硕士，5 年宏观研究经验，专注汇率与全球流动性研究

付思雨

宏观分析师，香港中文大学经济学硕士，主要研究方向为全球财政和国内债市流动性。

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choic 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15％
		中性	相对涨幅-5%—5％之间
		减持	相对跌幅 5%—15％
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘弘麟
邮箱：charleneliu@csci.hk