

支持性政策延续，关注外部压力下的空间

——中国货币政策系列二十六

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

3月31日央行一季度例会。会议强调要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。新增“规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用”。

核心观点

■ 关注外部风险强度，或提供2026年总需求政策的预期差

政策目标：价格依然是货币政策的重要考量，“经济稳定增长和物价合理回升”。

经济形势：外部角度，随着2026年以来南美到中东局势的升级，“地缘冲突和经贸冲突多发频发”；内部角度，“外部冲击”的影响上升，政策处于观察影响传导的阶段。

宏观政策：延续四季度“供强需弱”和“跨周期调节”要求。价格依然是央行货币政策重点。

货币政策：后置“促进社会综合融资成本低位运行”但新增了“规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用”，随着周期的可能回升，相比较总量政策宽松，监管政策可能加强。

结构政策：1) 重点领域支持顺序保持不变，总需求保持第一位，对于投资的政策支持性上升，并从“两重”“两新”领域向更广泛领域扩散，或将成为2026年货币政策存在预期差的领域。2) 删去“共同维护金融市场的稳定发展”，以及删去了“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排”，或意味着货币政策在“优化工具管理”的状态下，将进一步提升对于经济结构和实体经济的支持力度。

汇率政策：与三、四季度相同，外部冲突下，人民币端的压力有所减轻。

■ 宏观策略基调不变：二季度关注防守向进攻转变的可能

货币政策延续四季度以来对于价格回升的需求上升的特征，一方面来自于供给侧“跨周期”，另一方面或来自于需求侧投资的预期差。我们继续维持2026年宏观策略积极的判断，前瞻式货币政策或驱动市场波动率表现较为平稳；但在周期待转的时间窗口维持短期权益中性，观察外部冲突的演进，随着波动率走高可以降低对冲比重，利率市场继续关注长端快速抬升后阶段性的交易型机会。

■ 风险

对政策理解不到位，经济数据短期波动，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
《货币政策委员会例会》对比分析.....	3
第一段：货币政策	3
第二段：形势分析	5
第三段：政策要求	7
第四段：政策改革	9
第五段：政策指导	11

图表

图 1: 一季度货币政策延续宽松 单位: %.....	4
图 2: 存款准备金率低位延续 单位: %.....	4
图 3: 股市和经济周期显示短期波动加大 单位: %YOY.....	4
图 4: 楼市价格变化和地产周期显示企稳 单位: %YOY.....	4
图 5: 投资和消费增速仍处在相对低位 单位: %YOY.....	4
图 6: 进出口差值继续创出新高 单位: 亿美元.....	4
图 7: HIBOR 隔夜利率跨季有所抬升 单位: %.....	6
图 8: MLF 余额同比扩张提供流动性 单位: %YOY.....	6
图 9: M2/M1 剪刀差回到下行状态 单位: %YOY.....	6
图 10: 银行不良和净息差变动 单位: %YOY, %PCT.....	6
图 11: 产能和企业利润增速 单位: %YOY, %PCT.....	6
图 12: 分行业产能、增加值和利润变动 单位: 年同差.....	6
图 13: 外汇风险准备金率 单位: %.....	8
图 14: 外汇储备同比变动和出口 单位: %YOY.....	8
图 15: 相比较价格型政策, 市场或更关注数量型政策对于银行流动性环境的改善影响 单位: %.....	8
图 16: 货币政策相机抉择阶段, 央行或加大货币公开市场短期的流动性管理 单位: 万亿元.....	8
图 17: 2016 年以来房地产相关信贷存量持续处在增速回落状态, 从 2022 年上游开发贷进入到收缩, 到 2023 年下游消费贷的收缩, 显示出地产行业的持续去杠杆特征 单位: %YOY.....	10
图 18: 尽管 3 月以来以一线城市房地产成本数据表现出火热特征, 但是总量数据显示房地产行业的投资、消费数据暂时没有得到有效改善 单位: %YOY.....	10
图 19: 华泰期货宏观热力值 单位: STD.....	12
图 20: 财政融资保持相对的积极 单位: 亿元.....	12
图 21: 四季度价格依然存在压力 单位: %YOY.....	12
图 22: 外部流动性的约束或仍存在 单位: %.....	12
图 23: 中日长端利差的倒挂 单位: BP, CNY/JPY.....	12
图 24: 2026 年波动率或存在改善空间 单位: %.....	12

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行一季度和四季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为一季度报告新增部分，**红色删除线**为对三季度报告删除部分。

第一段：货币政策

一季度表述：

会议认为，今年以来宏观**政策更加积极有为**，货币政策**保持**适度宽松，强化逆周期和**跨周期**调节，综合运用多种货币政策工具，为经济**持续向好向优**创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

四季度表述：

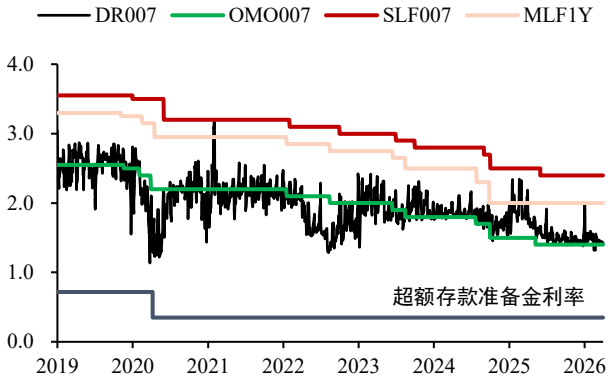
会议认为，今年以来宏观**调控力度加大**，货币政策适度宽松，持续发力、适时加力，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，**服务实体经济高质量发展**，为经济**稳中**向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，**外汇储备充足**，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

华泰分析：

在货币政策分析段，一季度相比较去年四季度的表述，从总量维度，将货币政策操作从“力度加大”转为“更加积极有为”，显示出货币政策短期处于相对观望的状态；从结构维度，一季度新增了“跨周期”调节，目标是实现经济的“向优”。我们认为尽管当前全球地缘政治局势存在不确定性，且有向长期化演变的可能，但是在排除掉外部扰动之后，“以我为主”的宏观政策实施背景是国内经济周期的逐渐向上恢复，宏观政策从“加力”转向“支持”。

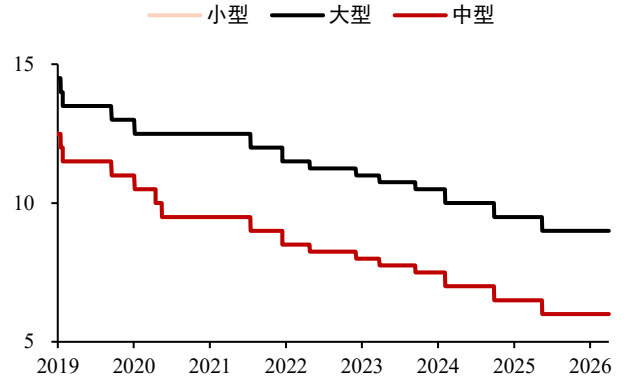
¹ 一度例会参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5855060/index.html>；四季度例会参见：<https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2025122418470039888/index.html>

图 1：一季度货币政策延续宽松 | 单位：%



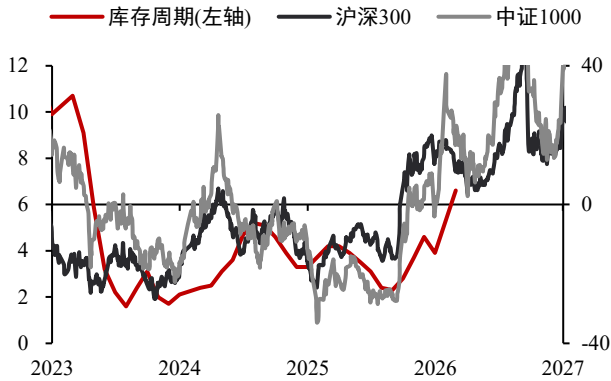
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：存款准备金率低位延续 | 单位：%



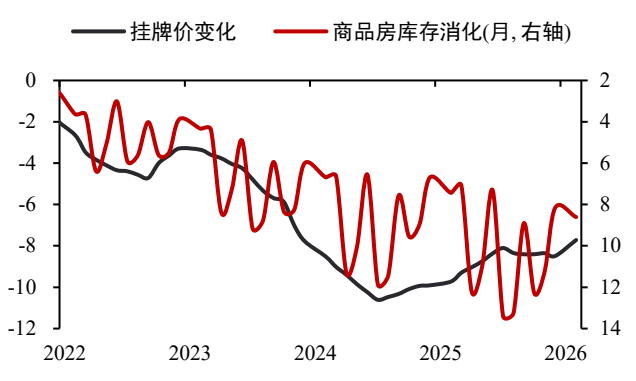
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：股市和经济周期显示短期波动加大 | 单位：%YoY



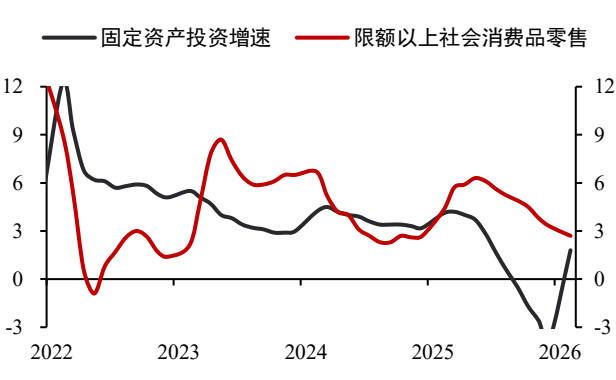
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：楼市价格变化和地产周期显示企稳 | 单位：%YoY



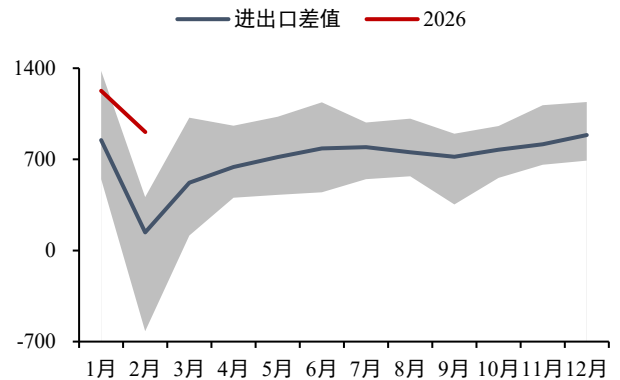
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：投资和消费增速仍处在相对低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：进出口差值继续创出新高 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第二段：形势分析

一季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境变化影响加深，世界经济动能**疲弱**，**地缘冲突和经贸冲突多发频发**，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、**外部冲击**等问题和挑战。要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。

四季度表述：

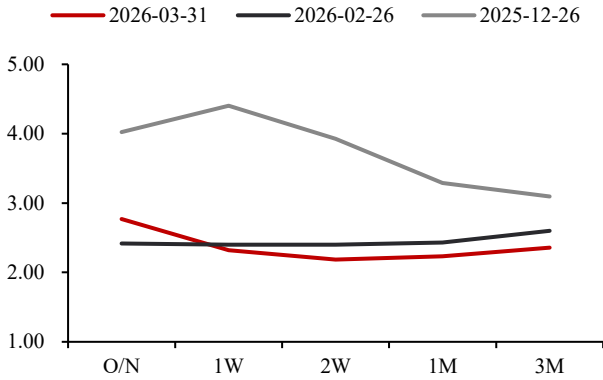
会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境变化影响加深，世界经济**增长动能不足**，**贸易壁垒增多**，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱**矛盾突出**等问题和挑战。要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。

华泰分析：

在形势分析段，和四季度相比对于国内外表述略有调整。主要表现在：

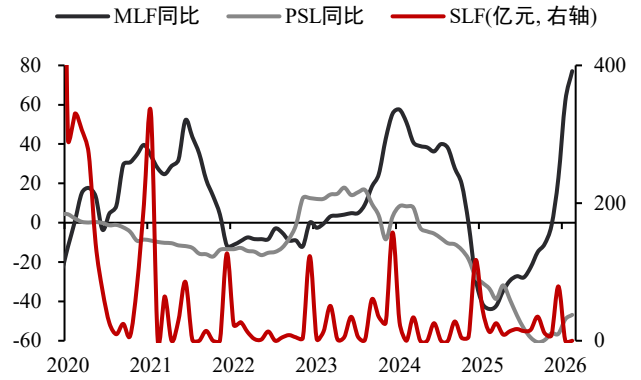
- 1) 对于外部经济和金融形势，从“增长动能不足”转向“动能疲弱”，外部的不确定性有所上升，主要表现为从四季度的“贸易壁垒增多”转向“地缘冲突和经贸冲突多发频发”，一方面，中美关税冲突进入到一年的暂停期，阶段性的不确定性有所降低；另一方面，地缘层面的不稳定随着美国在一季度发起两场战争，叠加俄乌战争的延续而上升。
- 2) 对于内部经济形势，尽管供强需弱的矛盾依然存在，但是边际上有所弱化，一季度删去了“矛盾突出”的表述，且新增了“外部冲击”的表述，显示出国内宏观政策短期内应对外部确定性的需求上升，无论是地缘冲突对于通胀预期上升的影响还是对于经济增长下降的影响，都处于等待局势稳定和观察影响传导的阶段。
- 3) 对于货币政策，维持“加强逆周期”和“跨周期调节”的表述不变。意味着一方面，向内看随着经济周期的可能向上恢复，宏观政策维持从总量向结构的转变，另一方面，由于处在周期转变初期叠加外部不确定性，增量政策仍处在待机状态。

图 7: HIBOR 隔夜利率跨季有所抬升 | 单位: %



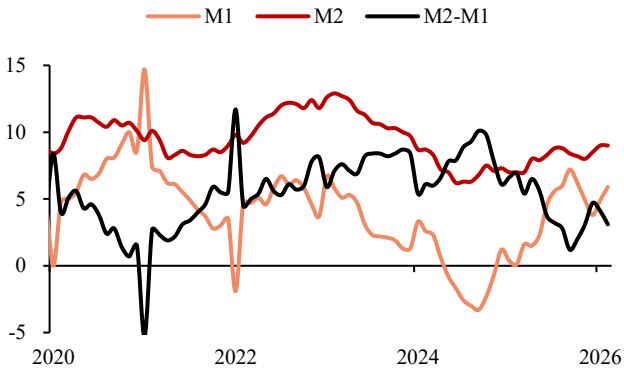
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 8: MLF 余额同比扩张提供流动性 | 单位: %YoY



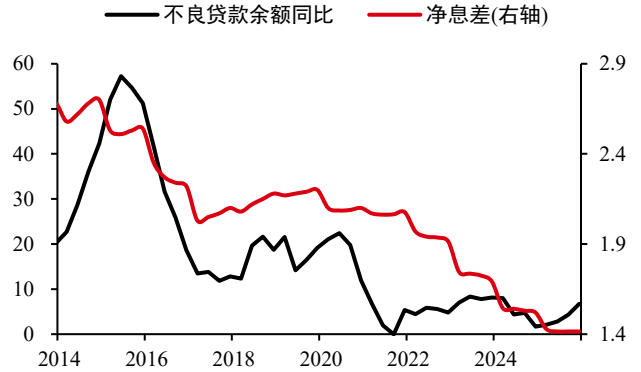
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 9: M2/M1 剪刀差回到下行状态 | 单位: %YoY



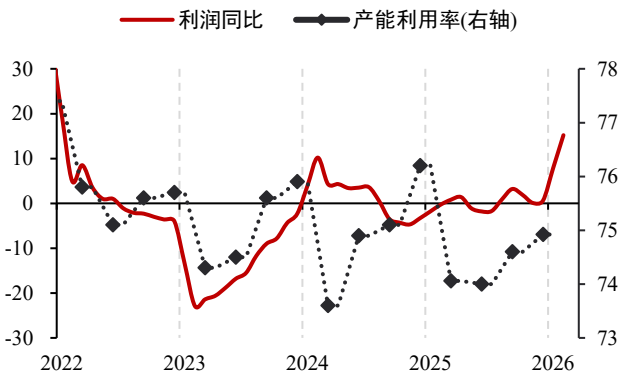
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 10: 银行不良和净息差变动 | 单位: %YoY, %pct



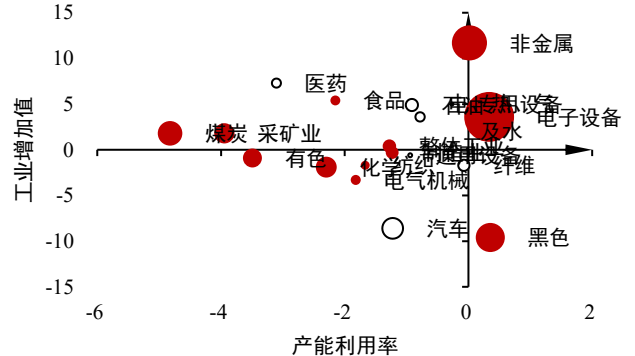
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 11: 产能和企业利润增速 | 单位: %YoY, %pct



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 12: 分行业产能、增加值和利润变动 | 单位: 年同差



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

第三段：政策要求

一季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。**规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。**从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

四季度表述：

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，**促进社会综合融资成本低位运行。**强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。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。

华泰分析：

在政策要求段，央行货币政策维持四季度开启的“相机抉择”阶段。

1) 后置了“促进社会综合融资成本低位运行”的表述。一季度相比较四季度，在当前低位总水平处在相对低位，通胀指标开始逐渐向上修复（2月CPI同比回升至+1.3%，PPI同比持续低位回升）的状况下，实际融资成本处在修复的状态之中，继续通过政策主动降低融资成本的紧迫性有所降低。

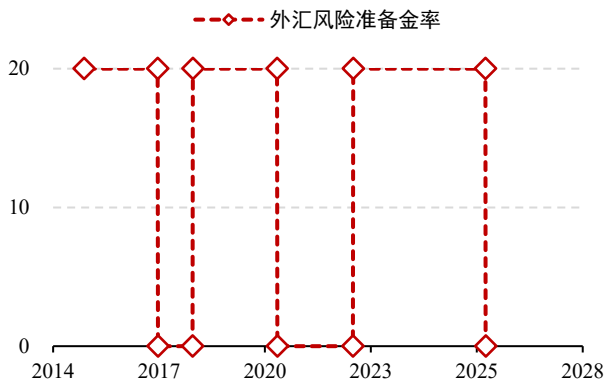
2) 新增了“规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用”的表述。央行在后置融资成本表述的同时，对于降成本新增了规范信贷市场经营行为的要求。事实上，2026年以来银行业监管的高压态势，根据财联社报道截至3月30日，一季度全国银行机构（含分支）合计收到1675条监管处罚（包含机构和个人），罚没金额合计6.025亿元。其中，

信贷业务违规成为重灾区，1011 例相关案例罚没 3.18 亿元。具体来看：

从地域分布看，经济活跃省份的处罚案例显著更多，浙江省和广东省均超 100 例分别达到 119 例和 103 例；

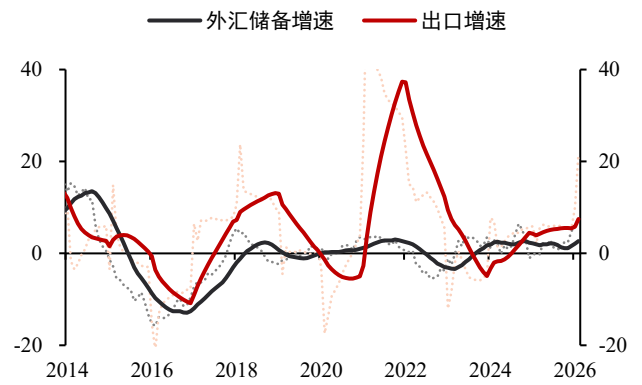
从机构维度看，国有大行的信贷处罚案例最多。以总行口径统计，中国农业银行以 97 条信贷处罚居首。

图 13：外汇风险准备金率 | 单位：%



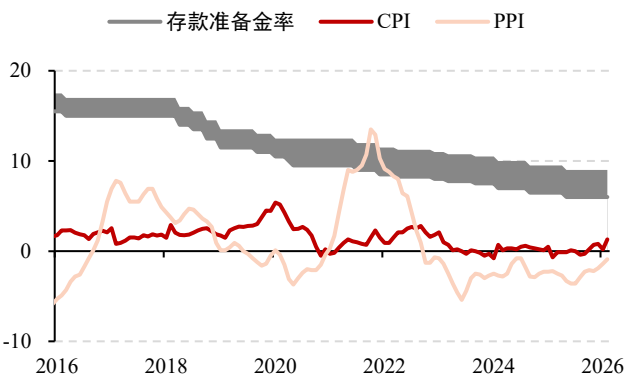
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：外汇储备同比变动和出口 | 单位：%YoY



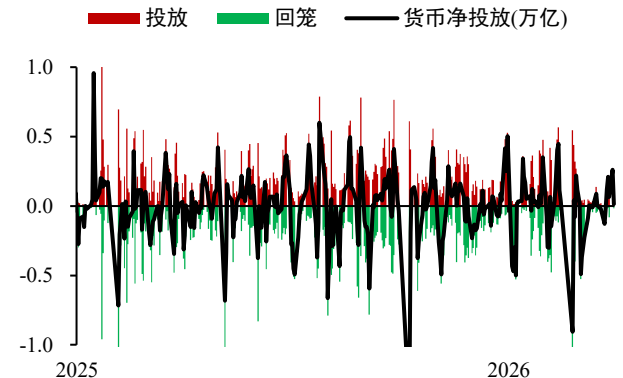
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：相比较价格型政策，市场或更关注数量型政策对于银行流动性环境的改善影响 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：货币政策相机抉择阶段，央行或加大货币公开市场短期的流动性管理 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

第四段：政策改革

一季度表述：

会议指出，要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力。用好各类结构性货币政策工具，**优化工具管理**，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。维护**金融**市场稳定**运行**。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

四季度表述：

会议指出，要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力，**共同维护金融市场的稳定发展**。**有效落实好**各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。**用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排**，维护**资本**市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

华泰分析：

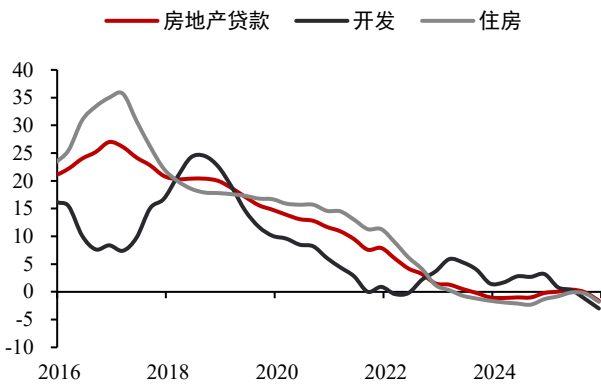
从货币政策的总体表述上，央行在四季度删去了较多表述。

1) 重点领域支持顺序保持不变。其一、总需求仍在第一位，在 2025 年国补影响下的消费依然表现出增速放缓的特征，体现出驱动需求的因素更需要长期的收入预期改善，意味着 2026 年对于投资的政策支持性也将保持（见图 5），以改善 2025 年陷入负增长的投资结构。其二、小微企业的表述延续四季度“中小微企业”，意味着结构性政策工具的使用范围在 2026 年的扩容，在经济周期低位的状态下提升市场信心。其三、继续不提“稳定外贸”的表述，2025 年在美国贸易战的影响下，中国降低了对美出口的背景下贸易顺差再次创出新高，一方面外需的增加有利于稳定中国经济，另一方面新高的顺差也增加了中国在全球交流中的摩擦，因而 2026 年政策对于外贸的主动结构性支持将有所退坡。

2) 删去“共同维护金融市场的稳定发展”，以及删去了“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排”。或意味着货币政策在“优化工具管理”的状态下，将进一步提升对于经济结构和实体经济的支持力度。这点也从政策在 2026 年提升对于银行信贷监管上也可见政策重心逐渐转向。

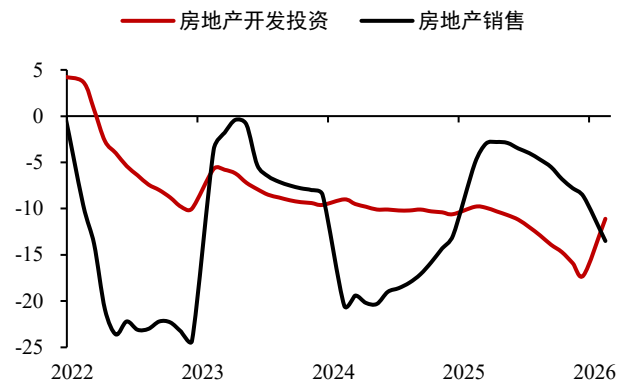
3) 宏观政策尤其是货币政策支持重心转变，从“维护资本市场稳定”转向“维护金融市场稳定运行”，金融稳定政策的关注点进一步扩大。随着非银机构规模的扩大，其对于市场流动性的影响也在加强。数据显示，截至 2025 年三季度末，证券加保险业机构的资产总额已经逼近 58 万亿，负债总额也接近 50 万亿；公募基金、银行理财子公司、信托管理的资产规模超过 100 万亿。央行党委扩大会议明确提出：研究建立特定情景下对非银金融机构的流动性支持机制。

图 17：2016 年以来房地产相关信贷存量持续处在增速回落状态，从 2022 年上游开发贷进入到收缩，到 2023 年下游消费贷的收缩，显示出地产行业的持续去杠杆特征 | 单位：%YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 18：尽管 3 月以来以一线城市房地产成本数据表现出火热特征，但是总量数据显示房地产行业的投资、消费数据暂没有得到有效改善 | 单位：%YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

第五段：政策指导

一季度表述：

会议强调，要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**，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策前瞻性针对性协同性，着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，不断巩固拓展经济稳中向好势头。

四季度表述：

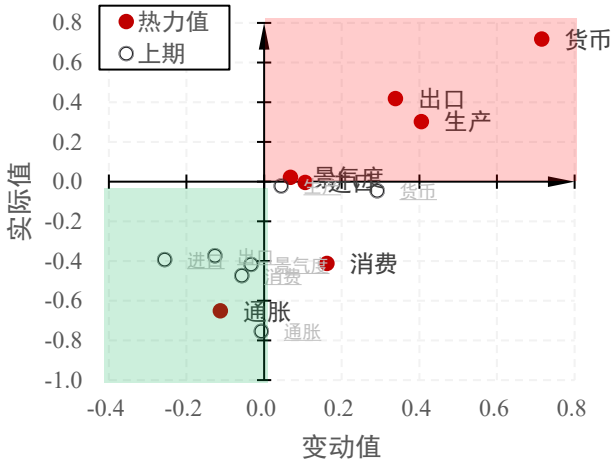
会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届四中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策前瞻性针对性协同性，着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，不断巩固拓展经济稳中向好势头。

华泰分析：

一季度货币政策要求延续四季度要求，我们再次强调如下：

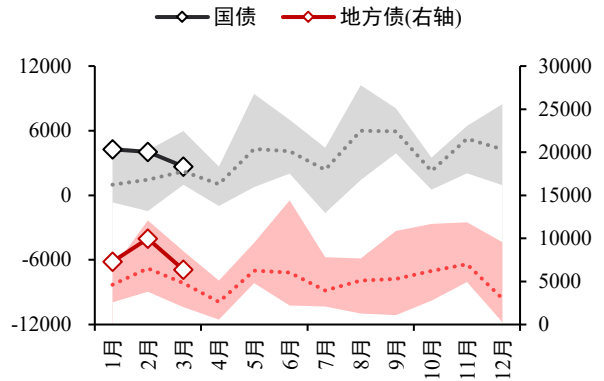
- 1) 宏观政策延续四季度从“协调配合，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，转向“前瞻性针对性协同性”。一方面“前瞻性”和“针对性”，体现出宏观政策的基调没有变化。另一方面，将协同性放在了最后，体现出 2026 年货币政策或存在配合财政之外，更注重需要单独运用的场景，前瞻性的应对经济活动中面临的不确定性。与后顾式的货币政策相比，前瞻式的货币政策或驱动市场的波动率表现得较为平稳。
- 2) 扩大内需是 2026 年的政策重心，且从四季度开始增加了“优化供给”的表述。意味着 2026 年的宏观供给侧仍存在改善的空间，但是对于整体经济，更加强调的是“做优增量、盘活存量”，体现出整体“稳”的政策基调。

图 19: 华泰期货宏观热力值 | 单位: STD



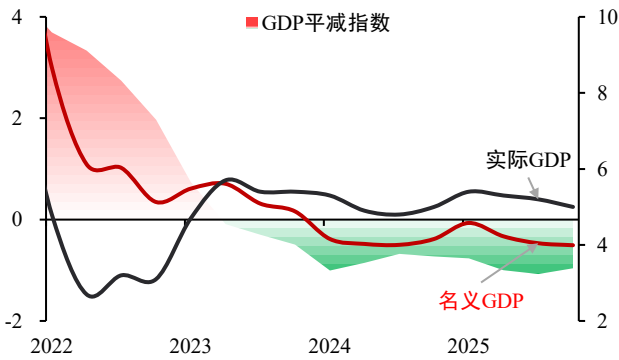
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 20: 财政融资保持相对的积极 | 单位: 亿元



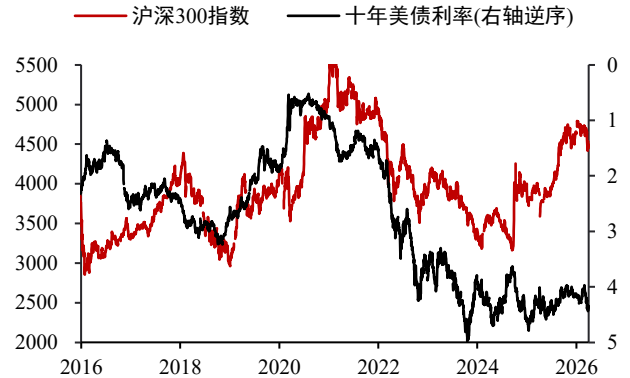
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 21: 四季度价格依然存在压力 | 单位: %YoY



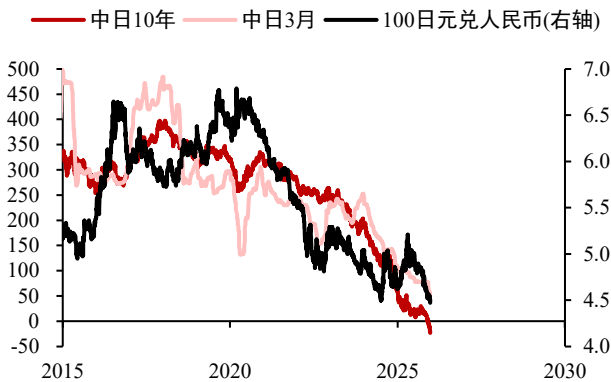
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 22: 外部流动性的约束或仍存在 | 单位: %



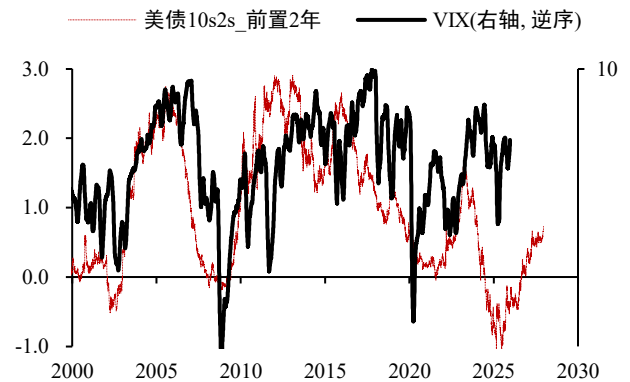
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 23: 中日长端利差的倒挂 | 单位: BP, CNY/JPY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 24: 2026 年波动率或存在改善空间 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com