



中信证券
CITIC SECURITIES

货币政策基调稳定，降息降准相机抉择

2025 年四季度货币政策执行报告点评 | 2026.2.11

中信证券研究部

核心观点



杨帆
宏观与政策首席
分析师
S1010515100001



玛西高娃
宏观经济联席首席
分析师
S1010520100001



王希明
宏观经济分析师
S1010521040001



金鑫
宏观经济分析师
S1010525080001

《2025 年第四季度中国货币政策执行报告》对经济的判断与上季度相似，对物价的判断则更为乐观。适度宽松的货币政策基调与中央经济工作会议相同，不过新增强调根据“国内外经济金融形势和金融市场运行情况”相机抉择，降息或需等待经济金融条件的进一步变化。报告新增“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，我们预计 2026 年全年看人民币将延续升值趋势，不过“结汇潮”后升值斜率或放缓。央行提出引导信贷均衡投放，我们预计 2026 年一季度的贷款占比可能较往年下降，而二至四季度的贷款占比相对提升。

■ 事项：央行发布《2025 年第四季度中国货币政策执行报告》（下称“《报告》”），对下一阶段货币政策进行了部署。对此，我们点评如下：

■ 央行预计 2026 年经济有望“持续稳中向好”，并提到“物价运行呈现积极变化”，但是也指出“仍存在供强需弱等特征”。2025 年我国实现 5.0% 的 GDP 增长，并呈现出前高后低、外需强于内需的节奏特征。《报告》对经济的定调变化不大，从上季度的“稳中有进”改为“稳中向好”；对物价的定调更加乐观，从上季度的“有所改善”改为“呈现积极变化”，这与近期 CPI 和 PPI 同比涨幅连续上行一致。《报告》在风险挑战部分除了提到“供强需弱”的问题之外，还着重强调了外部经济增长动能不足，贸易壁垒增多，通胀走势和货币政策调整存在不确定性等问题。

■ 《报告》新增根据“国内外经济金融形势和金融市场运行情况”相机抉择，降息或需等待经济金融条件的进一步变化。在货币政策定调上，央行延续中央经济工作会议的“继续实施好适度宽松的货币政策”，同时强调要“灵活高效运用降准、降息等多种政策工具”，但并未对总量宽松给出更强烈信号。值得注意的是，《报告》把三季度的“推动社会综合融资成本下行”改为“促进社会综合融资成本低位运行”，或隐含对银行净息差承压问题的关注。《报告》数据显示，截至 2025 年 12 月，我国新发放贷款加权平均利率已降至 3.15%，整体处于历史极低分位。《报告》要求“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”，我们认为触发降息的条件可能是经济增长动能出现进一步放缓，或者金融市场出现波动。

■ 《报告》强调引导信贷均衡投放，我们预计 2026 年一季度的贷款占比可能较往年下降，而二至四季度的贷款占比相对提升。过去几年，在“早投放早受益”的思想指导下，银行不断提高一季度贷款“开门红”的营销力度，导致一季度新增贷款在全年的占比持续提升。《报告》强调要“引导金融总量合理增长、信贷均衡投放”，我们认为银行可能会适当降低一季度的信贷指标任务，将其更均衡地分配到后面三个季度。

■ 《报告》新增“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，我们预计 2026 年全年看人民币将延续升值趋势，不过“结汇潮”后升值斜率或放缓。我们认为，发挥“稳定器”功能的含义是让市场自行调节汇率和国际收支平衡，减少行政干预和引导。从 2025 年下半年以来，我们确实关注到央行的汇率中间价与市场价之间的差距在缩小。当然，如果人民币出现短时“大涨大跌”，我们认为央行还是会进行适当管理，以防范汇率超调风险。如果升值过快的话不

排除通过降息等手段来引导汇率预期。从基本面来看，我们预计 2026 年的中美利差收窄和中国出口高景气有助于推动人民币进一步升值，维持 2026 年年底美元兑人民币汇率 6.8 的判断不变。我们认为，2025 年底和 2026 年初的人民币快速升值主要是因为企业在春节前的季节性结汇，而且人民币升值趋势与企业结汇意愿相互加强，形成正循环。不过在春节后，我们预计结汇的影响会减弱，人民币升值斜率或有所放缓。

■ **央行系统阐述了货币政策与财政政策协同关系，我们认为未来货币政策将结构性货币政策工具等方式配合财政。**《报告》在专栏一对货币政策与财政政策协同进行了系统阐述，并指出主要有三种方式：1) 公开市场操作支持政府债发行、2) “再贷款+财政贴息”配合发力；3) 担保等增信方式分担风险。我们认为，这意味着未来一段时间内，货币政策将更多承担“创造适宜环境”的角色，通过降低融资成本、优化流动性结构来配合财政政策和产业政策发力，而非独立承担稳增长任务。2026 年 1 月，央行和财政部集中使用后两种方式进行协同，重点支持设备更新、中小微企业和民营企业以及提振消费等领域。未来政策重心将更多转向“传导效率和落地效果”，这可能也决定了宽松更可能以定向、结构性形式出现。在“扩大内需”和“扩大内循环”的定调下，消费方面的再贷款和财政贴息政策或进一步加码。

■ **《报告》在专栏中对“存款搬家”进行分析，认为“存款搬家”不会显著影响银行的负债总量，只会影响负债结构。**《报告》指出，2025 年三季度以来，居民存款增速从高位回落，主要流向资管产品，引发关于银行存款“流失”的探讨。《报告》认为资管产品的新增资产主要投向同业存款和存单，形成非银存款，从而回流银行体系。近期市场对高息存款集中到期也较为关注，我们认为大部分储户或会在存款到期后继续配置银行存款或现金管理类理财产品，少部分配置含权的分红险等产品，不会对市场流动性产生太大冲击。

■ **风险因素：**宏观经济基本面变化超预期；国内货币政策变化超预期；发达经济体货币政策变化超预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
<p>报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。</p>	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI (P) 018/11/2024。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

韩国：本研究报告仅为提供信息之用；不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。