



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

## 2026年降准降息会如何演绎？

债市启明系列 | 2026.2.3

中信证券研究部



**明明**  
中信证券首席  
经济学家  
S1010517100001



**周成华**  
固定收益分析师  
S1010519100001



**赵诣**  
固定收益分析师  
S1010524090005

### 核心观点

**回顾 2026 年 1 月央行政策表述，预期管理优先级或更高。鉴于降准成本低于扩表类工具，在净息差收窄、预计年中政府债发行压力较大背景下，为保证银行承接，我们预计 26Q2 降准概率大。结构性降息落地后，总量降息节奏更关注通胀，我们预计 2026 年通胀分化、上半年偏弱且整体低于下半年。债市短期看情绪、中期看货币、长期看通胀，或偏强震荡至春节，节后关注两会变量，长期利率存在上行风险。**

- **复盘近期央行表述，预期管理或优先于操作本身。**2025 年中央经济工作会议释放灵活运用降准降息等总量工具信号，但总量工具保持定力。央行全年工作会议对宽信用、降成本表述有所收敛，但 2026 年 1 月央行超预期结构性工具降息、积极释放降准降息信号，叠加 MLF 天量投放，体现了较强的宽松信号管理导向。
- **相较于扩表类工具，降准在成本上或具备更多优势。**央行货币投放主要有两类渠道：一是降准，可将法定准备金转为超额储备、提升货币乘数上限，且对银行近乎无成本；二是 OMO、央行贷款等扩表类工具，直接增加储备货币，成本随工具品种变化。2026 年 1 月央行通过逆回购、MLF 合计净投放 1 万亿元流动性，投放幅度接近 0.5ppcts 幅度降准。
- **展望全年，降准逻辑可能在财政端。**对商业银行而言降准流动性成本更低，仅需支付超存款利率；在净息差大幅收窄背景下，市场担忧商业银行对政府债供给的承接能力。参考历史发行规律和 2026 年已公布的发行计划、单支国债发行规模，国债净融资节奏或趋于均衡，考虑地方债 26Q2 发行节奏或上行、6 月或为年内高点，年中发行压力陡增，叠加配合特别国债供给，我们预计 26Q2 降准概率较大。
- **结构性降息落地后，总量降息节奏可能取决于通胀走势。**我国央行价格仍调控遵循泰勒规则，实际利率为降息重要参考。历史上，结构性与总量降息时滞不超半年，1 月结构性工具降息后央行对总量降息表态积极，半年内逆回购降息概率较高。2024 年以来社融-M2 剪刀差收窄至接近 0，降息对融资意愿的提振受实际利率制约，未来调降实际利率的必要性显著。从实际利率的组成上来看，利率波动幅度贡献有限，通胀波动幅度影响更大。
- **降息机会或在上半年。**根据我们对 2026 年通胀测算，国内制造业景气程度修复叠加海外输入性通胀，预计有色行业推动 PPI 全年稳步回升；受居民收入预期滞后企业利润修复、PPI 传导效率或受限影响，我们预计 CPI2026 年全年可能维持低位，总体看，预计全年通胀走势分化且上半年整体低于下半年。实际利率方面，预计 2026 年 CPI 无明显趋势，PPI 回升态势明确，降息或不晚于 26Q2。
- **债市策略：短期看情绪，中期看货币，长期看通胀。**短期来看，债市偏强震荡可能持续至春节；中期来看，预计上半年交易主线围绕资本市场热度以及数据改善；长期来看，再通胀叙事可持续性待验证，PPI 向 CPI 传导效率预计在年中逐步检验，26Q3 开始利率债可能面临一定风险。预计节前利率小幅震荡，年后关注两会经济变量。拉长时间维度，年内宽货币落地加数据改善，利率面临回升风险。
- **风险因素：**流动性市场波动超预期，货币政策超预期，金融数据修复超预期。

## 目录

近期央行表态复盘 .....	3
如何看待降准年内落地时点的可能性 .....	3
债市策略 .....	6
风险因素 .....	7

## 插图目录

图 1：伴随降准，货币乘数和极限数值差距在拉大（倍， %） .....	3
图 2：扩表类工具直接增加基础货币（亿元） .....	4
图 3：政府债净融资和央行工具投放存在正相关性（亿元，亿元） .....	4
图 4：相较于 2025 年初，政府债发行成本明显抬升（%） .....	4
图 5：2026 年国债发行预测（亿元） .....	5
图 6：2026 年地方债发行预测（亿元） .....	5
图 7：实际利率走势和社融-M2 剪刀差走势（%， %) .....	5
图 8：结构性降息和总量降息关联（%） .....	5
图 9：CPI 同比读数走势预测（%） .....	6
图 10：PPI 同比读数走势预测 .....	6
图 11：30-10Y 国债利差已回升至 2022 年 8 月水准（%， %） .....	6

## 表格目录

表 1：各类资产实际收益率测算 .....	7
-----------------------	---

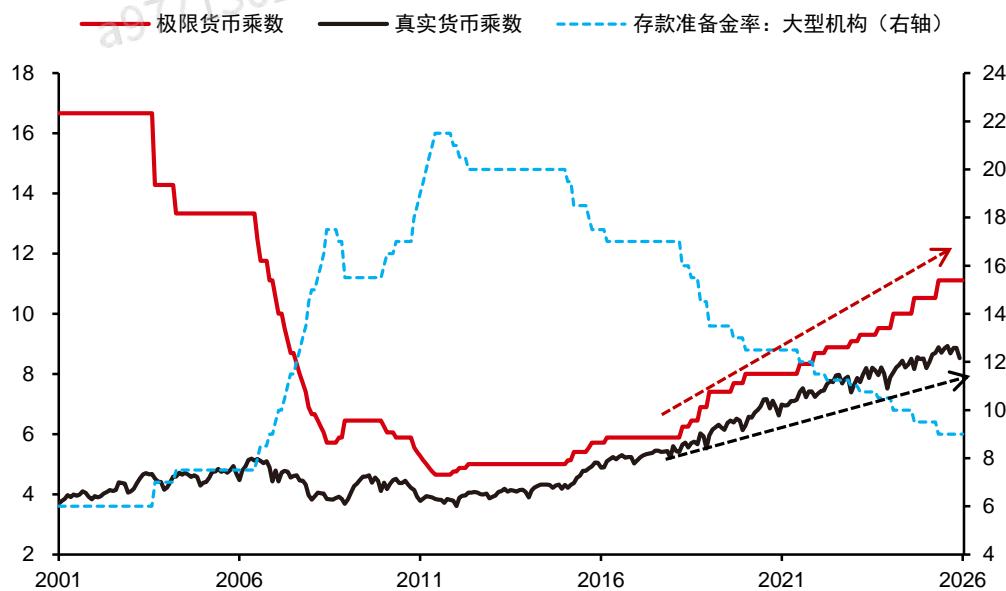
## 近期央行表态复盘

**复盘近期央行表述，预期管理或优先于操作本身。**回顾来看，2025年中央经济工作会议对总量工具定调“灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具”的表述后，2026年1月市场围绕降息降准预期的交易不在少数，但截至当下并没有真正意义上的总量宽松落地。从央行表述来看，全年工作会议的几个点，一是新增了信贷投放均衡的表述，体现了对总量数据增长关注度的弱化，再者提及“促进社会综合融资成本低位运行”，而非下行，体现了关注降成本的状态而非降息的动态，整体表述上是有边际转鹰的倾向的。尽管如此，2026年1月15日国新办举办的《介绍货币金融政策支持实体经济高质量发展成效》新闻发布会上超预期公布结构性工具降息，同时对降准降息表述非常积极，叠加1月23日MLF天量净投放，似乎在短期总量工具缺位的环境下，央行调控优先级放在了预期管理上。

## 如何看待降准年内落地时点的可能性

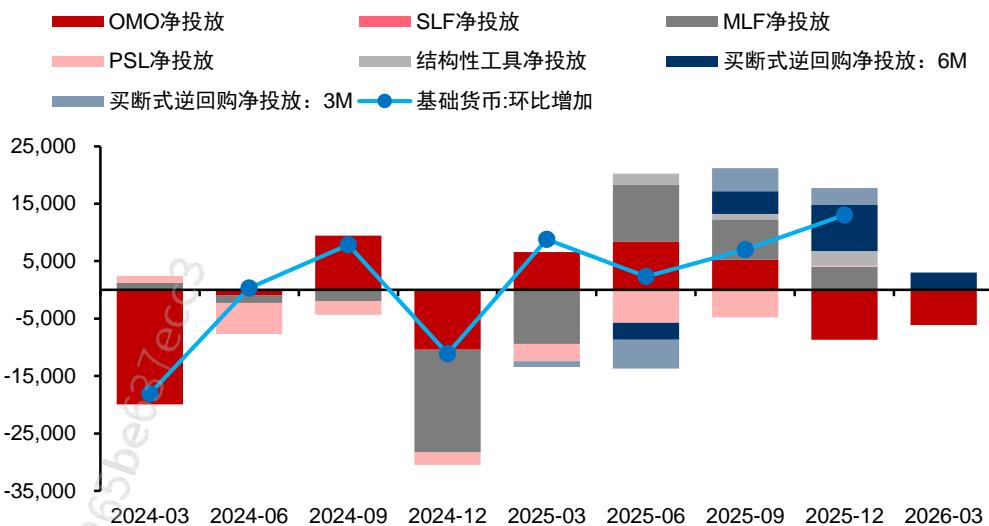
**相较于扩表类工具，降准在成本上或具备更多优势。**央行投放货币主要基于两种渠道，一类是降准，法准直接转化超储，同时扩大货币乘数 $m$ 的上限，实际上同时具备两种功效，对商业银行而言这一类操作基本无成本；第二类是扩表类工具，即公开市场操作和央行贷款类工具，这一类操作直接增加储备货币总量，但操作成本取决于操作的具体货币工具品种。2026年1月央行通过买断式逆回购和MLF操作共同实现了1万亿元的流动性净投放，虽然从幅度上来看接近0.5ppts幅度的降准，但留下了后续还有总量宽松的预期。

图1：伴随降准，货币乘数和极限数值差距在拉大（倍，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部   注：数据截至2026年1月

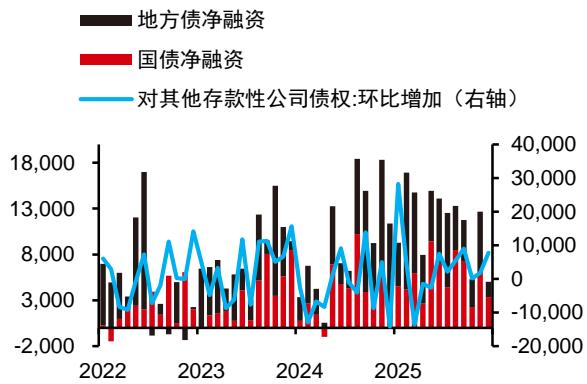
图 2：扩表类工具直接增加基础货币（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

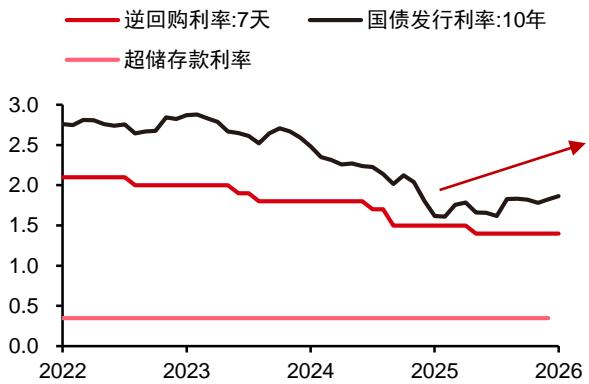
**展望全年，降准逻辑可能在财政端。**对商业银行而言降准的流动性成本更低，仅需支付超储的存款利率即可。在净息差大幅收窄的背景下，市场担忧商业银行对政府债供给的承接能力。我们基于全年经济增速和赤字、通胀等预测，假设 2026 年中央财政赤字规模 5 万亿元，地方财政赤字规模 9000 亿元，专项债规模 5 万亿元，特别国债维持 1.3 万亿元+5000 亿元的发行假设；参考历史发行规律和 2026 年已公布的发行计划、单支国债发行规模，我们判断全年国债净融资节奏相对均衡；地方债方面，我们预计 26Q2 发行节奏开始上行，6 月可能是年内发行高点。基于政府债假设，虽然国债发行平滑的可能性较高，但地方债供给节奏可能使得年中发行压力陡增，叠加配合特别国债供给，我们预计 26Q2 降准落地概率或较大。

图 3：政府债净融资和央行工具投放存在正相关性（亿元，亿元）



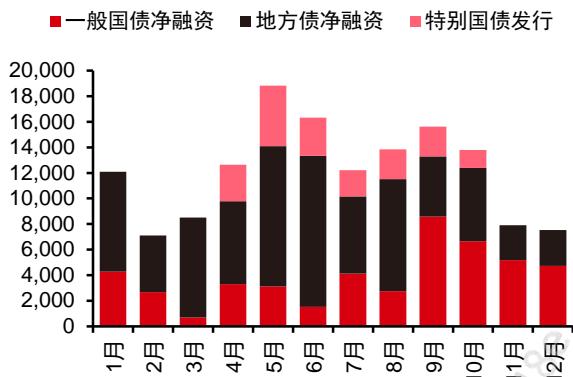
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：相较于 2025 年初，政府债发行成本明显抬升（%）



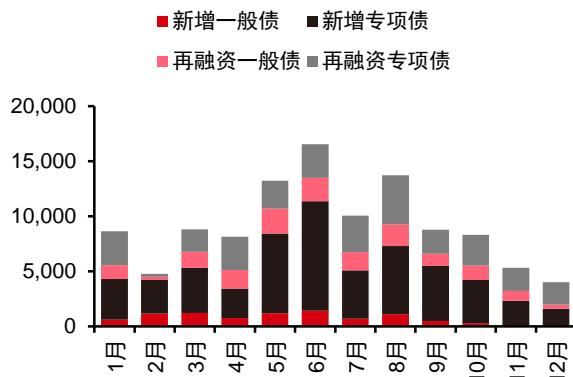
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2026 年国债发行预测（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 6：2026 年地方债发行预测（亿元）

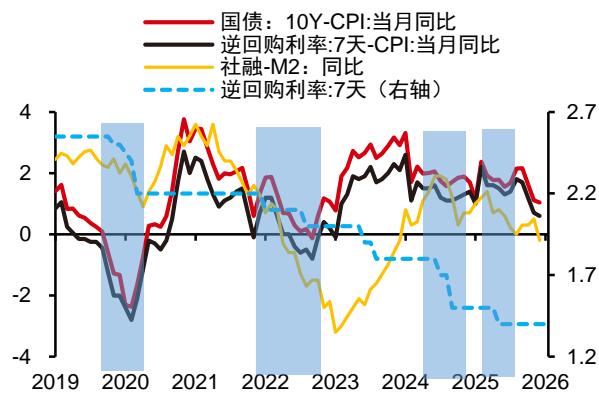


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 如何看待降息年内落地时点的可能性

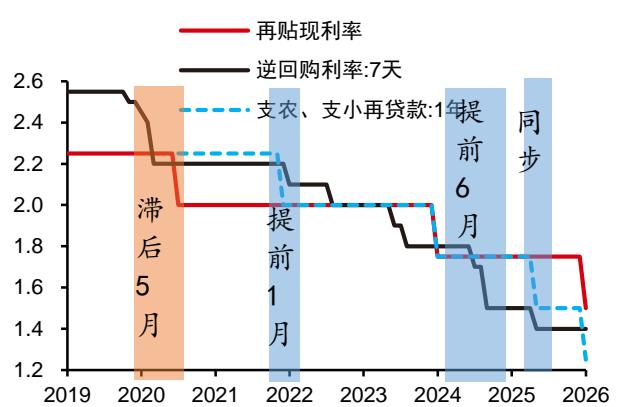
结构性降息落地后，总量降息节奏可能取决于通胀。我国央行价格调控逻辑仍然遵循泰勒规则，实际利率是降息的重要参考。历史上，结构性降息和总量降息间时滞通常不超过半年，而本次 1 月结构性工具降息后，央行对总量降息表述积极，我们预计半年内逆回购降息落地的可能性不低。从宽信用的角度来看，社融-M2 剪刀差体现货币需求和供给差异，2024 年以来逐步收窄至 0 附近，换言之 2024 年以来的降息对融资意愿的提振效果仍然被实际利率制约，未来实际利率调降必要性不言而喻。尽管如此，从实际利率的组成上来看，来自于利率的波动幅度贡献较少，而通胀贡献的波动更大，换言之，实际利率主要变量在于弹性更大的通胀走势。

图 7：实际利率走势和社融-M2 剪刀差走势（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：结构性降息和总量降息关联（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

降息机会或在上半年。基于我们对 2026 年全年通胀测算，我们预计 2026 年国内制造业景气度修复叠加海外输入性通胀，有色行业将推动 PPI 读数稳步回升，全年读数或为 0.22%；CPI 方面，居民收入预期滞后企业利润修复，PPI 向下传导效率或受限，全年读数可能在 0.3%。总的来看，预计全年通胀走势略有分化，但上半年通胀整体低于下半年。

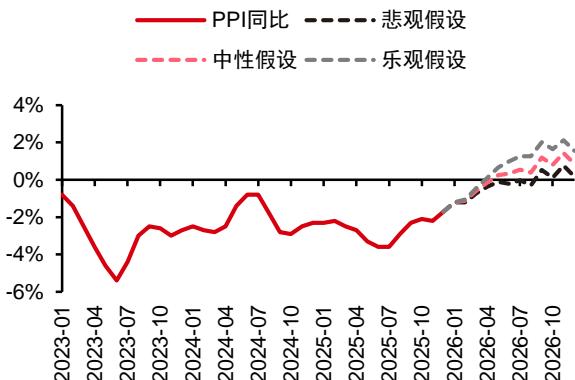
实际利率方面，因为我们判断 CPI 同比 2026 年难以有较大涨幅，但 PPI 回升的势头相对明确，如果年内存在降息，我们预计可能不会晚于 26Q2。

图 9: CPI 同比读数走势预测 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测。注: 2026 年 1 月起数据为预测

图 10: PPI 同比读数走势预测

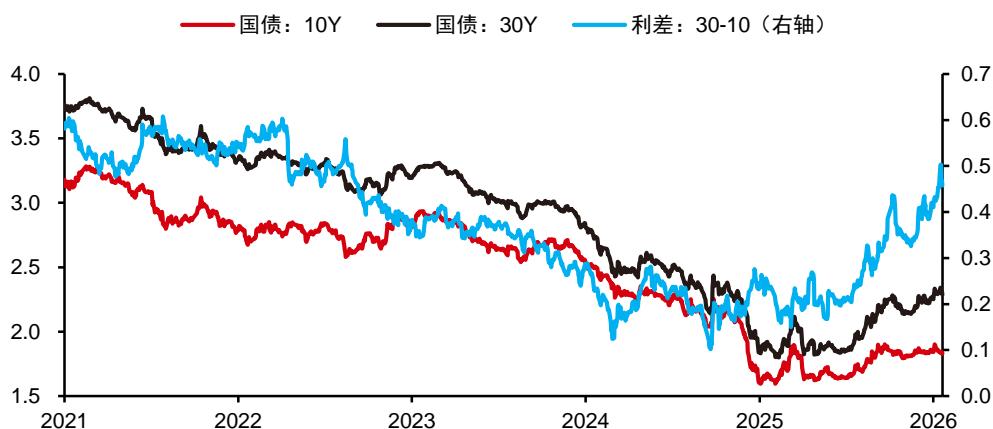


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测。注: 2026 年 1 月起数据为预测

## 债市策略

**短期看情绪，中期看货币，长期看通胀。**短期来看，2025 年底调整后 30Y 票息回升，叠加股市降温，配置力量进场，可持续性观察市场情绪，偏强震荡可能持续至春节，30-10Y 利差可能进一步修复。中期来看，降准降息空间虽有，节奏取决于资本市场热度，以及数据改善，上半年交易主线或在此。长期来看，再通胀叙事可持续性待验证，PPI 向 CPI 传导效率预计在年中逐步检验，Q3 开始利率债可能面临一定风险。预计节前利率可能维持小幅震荡格局，10Y 国债利率 1.8%到 1.9%的区间难以打破；年后关注两会经济变量，政策大概率维持支持性立场，财政端变量影响降息降准预期节奏。拉长时间维度，年内宽货币落地后，利多出尽+数据改善，利率可能面临回升风险。

图 11: 30-10Y 国债利差已回升至 2022 年 8 月水准 (%, %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 1：各类资产实际收益率测算

	30Y 国债	10Y 国债	10Y 国开债	一般贷款
名义收益率	2.28%	1.82%	1.98%	3.67%
税收成本影响	0.14%	0.11%	0.61%	1.14%
税率	6%	6%	31%	31%
增值税	6%	6%	6%	6%
所得税	0%	0%	25%	25%
资本金占用影响	0.00%	0.00%	0.00%	0.79%
银行业 ROE	7.26%	7.26%	7.26%	7.26%
核心一级资本充足率	10.87%	10.87%	10.87%	10.87%
风险资产权重	0%	0%	0%	100%
实际收益率	2.14%	1.71%	1.36%	1.74%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 风险因素

流动性市场波动超预期，货币政策超预期，金融数据修复超预期。



## 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
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。	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, Dalmal 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员）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范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**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述任何观点的背书。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。**