



# 央行降准点评

## “技术性”降准

对于“稳市场”的目的来说，信号的重要性才是剩于一切的，释放规模其实不太重要。

- 1、此次定向降准是对冲疫情的系列政策之一，从当前中枢不断下移的资金利率和此次降准来看，货币政策的边际走势至少还是宽松的。
- 2、尽管货币政策还是一个冷静且边际驱动的变量，但不可否认的是：我们这一次的政策决策相对困难：
  - 1) 在经济基本上，来自海外的风险要高于国内风险，未来海外增长的走势及中国出口所受的压力需要边走边看；
  - 2) 至少当前，金融领域的风险要高于实体领域，海外极度 risk-off 的情绪及极为动荡的市场走势至少存在传染到国内市场的可能性。
- 3、在金融市场风险已经迫在眉睫，但实体风险还尚需观察的状态下，这次降准政策可能多数是出于稳定金融市场的考虑，剩下少数一部分则是为了潜在的出口风险进行预防性托底。
- 4、这解释了为何这次降准所释放的资金（5500 亿）会少于之前的几次：
  - 1) 对于“稳市场”的目的来说，信号的重要性才是剩于一切的，释放规模其实不太重要；
  - 2) 对于“稳增长”的目的来说，在国内疫情实质性好转的情况下，我们是否面对如此之大的增长压力也是不确定的。
- 5、全球其实面临着相似的情况：
  - 1) 海外市场的剧烈 risk-off 本由疫情引起，而各国的宽松政策首先需要对冲的是剧烈下降的风险偏好；
  - 2) 至少实体增长是否因疫情而剧烈下降，目前尚无非常明确的证据。
- 6、宽松的货币政策是否能终止这种情绪，仍然是高度不确定的：
  - 1) 疫情仍然是最重要的一条主线，我们更需要的是疫苗，货币政策只能对资本市场起到“技术性”托底的效果；
  - 2) 但在疫苗出现之前，我们手中只有货币政策工具可用，如果疫情继续蔓延，包括中国在内的全球可能还会继续宽松，至少宽松的政策会降低市场下跌的斜率。
- 7、这一趋势至少能保证债券市场的安全边际，但降准本身能对收益率压低多少，我们不可抱有过多期待：
  - 1) 自 2 月 17 日疫情在全球开始肆虐，收益率曲线出现了明显的平坦化，在过去的一个月内，悲观的情绪已经兑现了一部分未来的宽松空间；
  - 2) 疫情这种非主流的原因尽管推动了新一轮利率行情的产生，但也带来了关于择时的各种困难，从近一个月的信用利差来看，更多的广义基金宁可选择下潜信用，也要避开利率看不清的风险。
- 8、持有中仓位中长期久期的利率债，继续观望；信用债可择城投、钢铁煤炭、公用事业适度下潜信用。
- 风险提示：疫情持续时间超预期、政策落地效果和预期产生偏离。

### 相关研究报告

《美联储危机交易的背后：中国一定要跟吗》  
20200304

《当产业全球化遇到疫情全球化：值得关注的  
三条全球供应链》 20200301

《孤独的狂欢：当前的股债走势所隐含的信息》  
20200225

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

杨为敦

66229028

weixiao.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080005

### “技术性”降准

- 1、此次定向降准是对冲疫情的系列政策之一，从当前中枢不断下移的资金利率和此次降准来看，货币政策的边际走势至少还是宽松的。
  - 2、尽管货币政策还是一个冷静且边际驱动的量，但不可否认的是：我们这一次的政策决策相对困难：
    - 1) 在经济基本上，来自海外的风险要高于国内风险，未来海外增长的走势及中国出口所受的压力需要边走边看；
    - 2) 至少当前，金融领域的风险要高于实体领域，海外极度 risk-off 的情绪及极为动荡的市场走势至少存在传染到国内市场的可能性。
  - 3、在金融市场风险已经迫在眉睫，但实体风险还尚需观察的状态下，这次降准政策可能多数是出于稳定金融市场的考虑，剩下少数一部分则是为了潜在的出口风险进行预防性托底。
  - 4、这也就解释了为何这次降准所释放的资金（5500 亿）会少于之前的几次：
    - 1) 对于“稳市场”的目的来说，信号的重要性才是剩于一切的，释放规模其实不太重要；
    - 2) 对于“稳增长”的目的来说，在国内疫情实质性好转的情况下，我们是否面对如此之大的增长压力也是不确定的。
  - 5、全球其实面临着相似的情况：
    - 1) 海外市场的剧烈 risk-off 本由疫情引起，而各国的宽松政策首先需要对冲的是剧烈下降的风险偏好；
    - 2) 至少这其中实体增长是否因疫情而剧烈下降，目前尚无非常明确的证据。
  - 6、宽松的货币政策是否能终止这种情绪，仍然是高度不确定的：
    - 1) 疫情仍然是最重要的一条主线，我们更需要的是疫苗，货币政策只能对资本市场起到“技术性”托底的效果；
    - 2) 但在疫苗出现之前，我们手中只有货币政策工具可用，如果疫情继续蔓延，包括中国在内的全球可能还会继续宽松，至少宽松的政策会降低市场下跌的斜率。
  - 7、这一趋势至少能保证债券市场的安全边际，但降准本身能对收益率压低多少，我们不可抱有过多期待：
    - 1) 自 2 月 17 日疫情在全球开始肆虐之后，收益率曲线出现了明显的平坦化，在过去的一个月内，悲观的情绪已经兑现了一部分未来的宽松空间；
    - 2) 疫情这种非主流的原因尽管推动了新一轮利率行情的产生，但也带来了关于择时的各种困难，从近一个月的信用利差来看，更多的广义基金宁可选择下潜信用，也要避开利率看不清的风险。
  - 8、持有中仓位中长久期的利率债，继续观望；信用债可择城投、钢铁煤炭、公用事业适度下潜信用。
- 风险提示：疫情持续时间超预期、政策落地效果和预期产生偏离。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6550](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6550)

