

全面降准释放积极信号 对收益率影响或相对有限

——“3·17”全面降准点评



2023年3月17日，央行宣布为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。此次降准或主要基于经济修复不稳固、资金面收紧等考虑，释放积极政策信号，有利于提振市场信心，但考虑到今年经济或边际修复，此次降准对国债收益率或相对有限。对于下阶段政策展望，我们认为，在经济隐忧仍存的背景下，货币政策难以大幅收紧，整体坚持以稳为主、精准有力，结构性工具使用力度或进一步加大。

一、经济隐忧仍存，资金面边际收紧，降准存在必要性

（一）经济隐忧仍存，全面降准存在一定必要性

伴随疫情防控政策放开和全民免疫过峰节奏快于预期，经济逐步修复，1-2月房地产投资、消费、服务业等均边际改善。但同时，**经济修复基础尚不稳固，总需求不足等矛盾依然突出**。从投资看，1-2月房地产开发投资下降5.7%，降幅较前值收窄4.3个百分点，但在地产投资降幅大幅收窄、且地产投资占民间投资比重较高的情况下，民间投资同比增速仍然较上年回落0.1个百分点至0.8%，或说明除地产外的民间投资尤其是民间制造业投资依然存在较大压力，投资增长内生动力不足。从消费来看，1-2月社零额同比增速为3.5%，其中餐饮消费收入（含限额以下住宿和餐饮业零售额、限额以上住宿和餐饮业餐费收入）同比增长9.2%，社零额虽然改善明显，但主要是餐饮向正常化回归所致，在居民收入增长低迷、就业压力依然较大的情况下，考虑到疫情疤痕效应下居民预防性储蓄倾向仍较高，餐饮恢复正常后，消费继续反弹的动力或较弱。从外需看，1-2月出口同比下滑6.8%，降幅较2022年12月收窄3.1个百分点，但仍为2020年6月以来次低水平，在全球经济疲弱下，今年出口或在一定程度上拖累宏观经济增长。在经济恢复初期且修复基础尚不稳固的背景下，货币政策仍需为



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【1月利率债运行分析与展望】春节资金面偏紧央行加大投放，短期内收益率上行动力仍不足

【货币政策及利率债2022年回顾与2023年展望】货币政策以稳为主、精准有力，收益率中枢或升至2.85%-2.9%，2023年1月

【11月利率债运行分析与展望】公开市场操作偏紧资金利率中枢上升，降准落地短期内收益率上行动力不足，2022年12月

【10月利率债运行分析与展望】公开市场小额净回笼资金，短期内收益率或小幅上行，2022年11月

【货币政策及利率债2022年前三季度回顾与下阶段展望】“总量+结构”工具持续发力，收益率或围绕2.75%中枢波动，2022年10月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

实体经济修复提供适宜的金融环境，降准存在一定的必要性，通过降准释放积极政策信号，稳定市场信心，助力经济稳步改善。

（二）资金面边际收紧，此时小幅降准将有利于保持流动性合理充裕

今年以来，银行间流动性边际收紧，资金利率持续上行，1-2月DR007月度均值分别为1.91%、2.11%，R007月度均值分别为2.12%、2.38%，其中DR007月度均值自2021年7月以来首次超过当月7天逆回购利率¹，主要源于以下原因：一方面，1-2月，新增信贷分别为4.9万亿元（创下历史新高）、1.8万亿元，同比多增合计规模约1.5万亿元，与近三年同期均值水平相比增幅较为显著；其中企业贷款新增4.68万亿、1.61万亿元，均较去年同期有所增长，在专项债、政策性开发性金融工具等政策性因素推动下，叠加企业预期或正在改善、投资意愿或有所增强，商业银行信贷投放规模有所扩大，从而在一定程度上消耗银行间流动性；另一方面，今年专项债发行依然前置，1-2月新增专项债发行量超8000亿元，较2019以及2020年同期均大幅上升，或对流动性形成一定扰动。在今年政府工作报告表示积极的财政政策要加力提效、安排地方政府专项债3.8万亿元且仍处于较高水平的背景下，两会后尤其是二季度新增专项债或加快发行，叠加此前政策性开发性金融工具配套贷款或逐步落地，流动性压力或边际上升，此时降准将有利于保持流动性合理充裕，维护资金面稳定。此外，央行全面降准0.25个百分点，降准幅度相对不高，也体现了坚决不搞大水漫灌的政策基调，后续流动性或难以大幅宽松。

（三）硅谷银行破产，美联储加息或相对谨慎，或是国内降准较为合适的窗口期

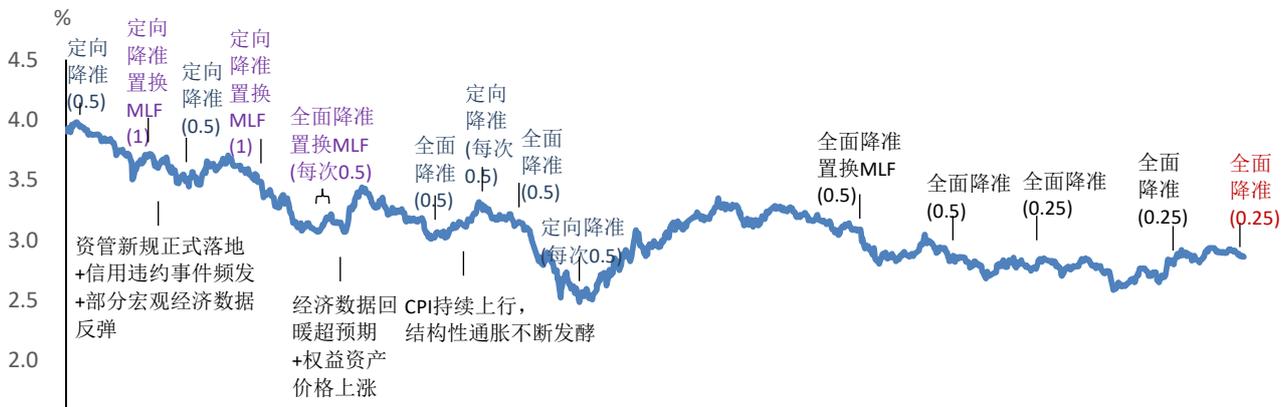
美联储加息或相对谨慎下为国内降准提供了合适的窗口期。近期美国硅谷银行宣布破产，其破产原因在于美联储持续加息以及硅谷银行特殊的资产负债结构：一方面，在美国通胀持续高位的背景下，美联储自2022年3月开始连续大幅加息，目前美国联邦基金利率目标区间已上调至4.5%至4.75%之间，证券资产账面价值伴随美联储持续加息而大幅下跌，而硅谷银行投资资产中，美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）占较大比重，账面浮亏较为严重；另一方面，硅谷银行负债多来自于科创企业、初创企业等存款，加密货币贬值下，科创企业流动性需求大幅上升，提现增多迫使银行抛售资产、大幅亏损，从而引发客户恐慌造成银行挤兑。除此之外，美国多家银行也进入评级机构负面观察名单，部分银行挤兑情况加剧，或面临较为严重的流动性危机。在此背景下，后续美联储加息或相对谨慎，外资流动压力有边际减弱，叠加我国经济修复基础尚不稳固，此时或是国内降准较为合适的窗口期。

二、此次降准对收益率影响或有限，后续经济修复下收益率中枢或上行

¹ 降息月份按7天逆回购利率降息前后的均值计算

伴随全面降准落地，短期内收益率或影响有限，后续走势仍需关注经济修复情况及货币政策进一步取向。回顾历史降准对收益率的影响，降准带来资金面的宽松，但债市收益率是否下行或更多的取决于所处宏观环境以及市场预期程度。对比历史降准时点，降准落地后 10 年期国债收益率区间波动、上行、下行三种情况均有出现过，比如 2018 年二季度，央行于 4 月 25 日定向降准 1 个百分点，置换 9000 亿 MLF，但受资管新规正式落地、信用违约事件频发、部分宏观经济数据反弹等多空因素扰动，债市对降准反应较为平淡，整体呈区间波动状态；而在 2019 年 9 月，央行全面降准 0.5 个百分点，国债收益率不降反升，主要由于 CPI 持续上行，结构性通胀不断发酵且未有回落迹象；而在 2018 年四季度，经济回落压力较大，前期原油等大宗商品持续上行导致 PPI 增速较高，但已开始回落，在 9 月美联储加息下，10 月央行定向降准 1 个百分点置换 MLF，超出市场预期，债市收益率波动下行，2 个月内下行近 30BP。此次降准略超市场预期，但考虑到国债收益率走势仍聚焦于经济基本面、流动性等，此次降准对收益率影响或相对有限。伴随前期基建、房地产、防疫等一系列政策效果的显现，今年经济基本面或逐步回暖，叠加稳信贷下银行贷款投放规模或有所增加以及二季度专项债发行或加快，流动性或仍有压力，收益率在降准利好作用弱化后，或呈上行走势。

图 1：降准落地时间与国债收益率走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

三、货币政策精准有力，加大结构工具使用力度

此次全面降准时间略超市场预期，但幅度较为谨慎，货币政策仍维持精准有力的政策基调。对于下阶段货币政策展望，我们认为，在经济隐忧仍存的背景下，货币政策难以大幅收紧，但考虑到经济若修复、海外货币政策仍偏紧下外资流出压力仍存，货币政策也不存在继续大幅放松的条件，整体坚持以稳为主，精准有力。在此次降准落地的背景下，短期内**总量层面难以继续大幅放松**，整体仍将保持流动性合理充裕，视流动性需求灵活调整公开市场投放力度，信贷投放规模大幅增加、专项债集中发行等时点，公开市场投放规模或有所增加。**结构层面将更加精准**，或进一步加大再贷款、碳减排工具、贷款支持工具等使用力度，发挥结构性工具的“激励引导作用”，在我国经济面临转型、需培养新的增长点下，后续或将引

导金融资源更多投入实体经济转型重点领域以及经济发展薄弱环节，不排除后续定向减息等使用范围进一步扩大以及创新型政策工具推出的可能性。政策支持方向上，结合政府工作报告表述，消费、基建、绿色转型等或是重点支持方向，金融资源投入规模或进一步加大。此外，防风险或是后续央行工作重点，或将通过进一步完善存款保险制度、设立金融稳定保障基金、健全金融风险监测、评估、预警体系等方式加强维护金融稳定制度机制建设，防范重大金融风险。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>