

降准如甘露

——夺回失去的牛市系列研究之十五

核心观点

2023年3月17日，央行公告称决定于3月27日全面降准0.25个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。我们认为央行降准基于多重考虑，核心是保就业，预计后续宽信用延续，货币端关注央行公开市场操作，预计将总体保持流动性合理充裕。

□ 我们认为央行降准基于多重考虑，核心是保就业

对于降准目的，央行提出是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。

我们认为核心目的主要有以下几项：1、2月我国调查失业率超目标值，保就业诉求仍较强；2、货币政策前置发力，强化各项政策协调配合，打好宏观政策组合拳；3、维稳社融增速；4、海外硅谷银行、瑞士信贷等美、欧金融机构的潜在风险问题也可能是本次降准的考虑因素。

□ 目的其一：2月我国调查失业率超目标值，保就业诉求仍较强

2月我国全国城镇调查失业率为5.6%，较前值提高0.1个百分点，且超全年目标值，值得关注的是2月16-24岁人口调查失业率18.1%，较前值大幅提高0.8个百分点，年轻群体结构性失业压力仍然突出。今年政府工作报告的新增城镇就业目标提高100万至1200万，也是考虑到今年更大体量的大学生毕业人群，意味着保就业政策诉求仍然较强，就业优先政策及其他总量、结构性政策均将积极发力。

此外，我们也综合梳理现代中央银行制度框架下的央行几个最终目标（币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡）当前表现：除就业状况外，1）对于物价稳定，1、2月我国CPI同比增速分别2.1%和1%，春节前后压力仍然较小，预计全年均无明显通胀风险；2）对于汇率，虽然2月出现调整，但我们认为更多地是消化1月数据走势中一定程度的超调（见我们3月7日发布的报告《2月外储：预计人民币汇率短期有望趋稳》），短期汇率贬值压力不大，外储稳定在3.1万亿美元上方，国际收支平衡也较为稳定；3）对于金融稳定，受今年2月以来央行货币端调控回归中性的影响，银行间质押式回购每日成交量中枢有所回落，3月16日当日为5.23万亿，债市杠杆问题得到较大解决。综上，我们认为当前央行其他最终目标压力均不大，就业问题成为首要目标。

□ 目的其二：货币政策前置发力，强化各项政策协调配合，打好宏观政策组合拳

从打好宏观政策组合拳的角度，去年末中央经济工作提出“加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合”，两会政府工作报告强调“加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，易纲行长在3月3日新闻发布会上提出“目前我国货币政策的主要变量水平是比较合适的，实际利率水平是比较合适。对于降准，2018年以来中国央行实施14次降准，平均法定存款准备金率从15%左右降到不到8%，用降准的办法‘吐出’长期流动性来支持实体经济，还是一种有效方式，使得流动性处在合理均衡水平上”。

今年以来，货币、财政政策积极发力，1、2月金融数据开门红表现强劲，年初以来财政支出进度靠前，截至目前专项债净融资已超万亿。我们认为本次全面降准有助于强化各项政策合力，形成前置发力支持实体经济的总体政策格局。

□ 维稳社融增速及对海外金融风险也可能是降准的考虑因素

2022年12月至今年2月，社融增速持续位于10%下方，从“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的角度看，我们认为降准也是进一步维稳金融数据，强化金融支持实体经济的重要方式。实际上，我们在去年

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

1 《欧央行紧缩须关注欧洲金融风险——欧央行3月议息会议传递的信号》 2023.03.17

2 《1-2月经济数据：投资增速强劲，数据好于预期》 2023.03.15

3 《通胀是本月联储决策的次要变量——美国2月通胀数据传递的信息》 2023.03.15

11月初发布的年度策略报告《万里风云，峰回路转》中提出，2023年初从阶段性稳增长保就业的诉求出发，叠加社融增速的大幅下行，央行可能采取定向降准等宽松工具，5年LPR也仍有下调空间。

由于年初央行各项政策目标变化较大，目前看央行降准时间点有所推后，但我们认为总体逻辑并无大的变化。

最后，海外硅谷银行、瑞士信贷等美、欧金融机构的潜在风险问题也可能是本次我国央行降准的考虑因素。

□ 预计后续宽信用延续，货币端关注央行公开市场操作

我们认为本次降准意味着宽信用仍是当前核心政策方向，预计1月社融9.4%的增速水平即为全年低点，年内后续有望震荡上行，年末升至10.3%；预计受基数影响，2023年末的M2增速为10%，而信贷增速有望保持相对稳健，年末收于10.5%。预计金融数据对于实体经济的支撑力度逐步加强，我们测算的有效社融增速（中长期贷款+非标项目+直接融资）去年9月已止降企稳，对实体经济形成正面引领。

对于货币端，本次央行降准预计释放约5000亿元无成本资金，向银行间体系注入增量流动性，**我们提示关注央行后续公开市场操作，预计市场利率DR007仍保持围绕7天逆回购利率宽幅波动的走势，总体流动性状况合理充裕。**而本月20日LPR报价下调的概率并不大，从市场利率+央行引导→LPR报价的机制看，市场利率DR007波动中枢近期并未明显下行，即使央行降准满足了条件之一，或难以有效驱动LPR报价下行。

□ 风险提示

疫情及地产领域风险继续拖累信贷需求，若叠加海外金融机构风险事件冲击、汇率及国际收支承压，将加大货币政策操作难度。

图1：我国货币政策最终目标体系

过往货币政策七目标	现代中央银行制度货币政策四目标
经济增长	币值稳定
物价稳定	充分就业
充分就业	金融稳定
国际收支平衡	国际收支平衡
金融稳定	
金融改革和开放	
发展金融市场	

资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>