

## 降准后市场表现如何？

## ——策略跟踪报告

2023 年 03 月 22 日

## 投资要点：

- **央行宣布全面降准 25bp：**3 月 17 日央行宣布将于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，调降力度与 2022 年 12 月、2022 年 4 月保持一致。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%，预计将释放近 6000 亿元长期资金，叠加此前 MLF 超额续作，有望缓解银行长端资金压力，为经济进一步修复提供有力支持。
- **经济修复仍需宽松流动性环境支持：**今年以来经济进入底部回升期，1-2 月社会消费品零售总额同比上涨 3.5%，固定资产投资累计同比增加 5.5%；规模以上工业增加值累计同比增速为 2.4%。2 月出口总值同比下降 1.30%。国家统计局新闻发言人表示，当前国际形势比较复杂，全球经济增长趋于下行，国内经济结构性问题依然突出，稳经济需要付出努力。在此背景下，此次降准有助于维持宽松的流动性环境，助力经济企稳向好，进一步改善消费、扩大内需。
- **实体融资需求回暖有赖于政策支持：**从 M2 增速来看，截至 2023 年 2 月，M2 同比增长 12.90%，增速处于近年来较高水平。从社会融资规模存量增速来看，截至 2023 年 2 月，社会融资规模存量同比增加 9.90%，实体融资需求改善仍不稳固。从信贷结构看，截至 2023 年 2 月，新增中长期贷款在新增人民币贷款中占比为 66.09%。
- **降准后大盘蓝筹、金融及消费风格表现较优：**从最近五次降准后 A 股主要指数表现看，大盘蓝筹如上证 50、沪深 300 表现明显优于中小盘成长指数（创业板指、科创 50）。除 2022 年 4 月受整体市场情绪低迷拖累，降准后一周出现下跌以外，其余四次降准后一周主要指数呈现上涨态势。分风格看，金融、消费风格受到降准利好提振作用最大，在 2022 年 11 月、2021 年 12 月、2020 年 4 月三次降准后一周和一个月均实现上涨；周期风格在 2020 年 4 月和 2021 年 7 月的降准后表现较优，其中 2021 年 7 月份降准后一个月，周期风格累计上涨 8.08%，居所有风格指数涨幅首位。
- **风险因素：**海外风险恶化超预期；政策落地效果不及预期；经济修复不及预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

研究助理：宫慧菁

电话：020-36653064

邮箱：gonghj@wlzq.com.cn

## 相关研究

经济修复势头向好叠加央行降准，A 股上涨动能积蓄

估值回升势头放缓

市场情绪处于震荡改善中

## 正文目录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>1 央行宣布全面降准 0.25 个百分点</b>    | <b>3</b>  |
| <b>2 本次降准背景</b>                | <b>4</b>  |
| 2.1 经济修复仍需宽松流动性环境支持            | 4         |
| 2.2 实体融资需求回暖有赖于政策支持            | 6         |
| 2.3 此次降准符合货币政策基调               | 7         |
| <b>3 降准前后市场表现回顾</b>            | <b>9</b>  |
| <b>4 投资建议</b>                  | <b>11</b> |
| <b>5 风险因素</b>                  | <b>11</b> |
| <br>                           |           |
| 图表 1: 近年来历次降准公告情况梳理            | 3         |
| 图表 2: 存款准备金率走势                 | 4         |
| 图表 3: 季度 GDP 增速 (%)            | 4         |
| 图表 4: 社会消费品零售总额增速和固定资产投资增速 (%) | 4         |
| 图表 5: 规上工业增加值增速 (%)            | 5         |
| 图表 6: 规上工业企业利润增速 (%)           | 5         |
| 图表 7: 出口总值和进口总值增速 (%)          | 5         |
| 图表 8: M2 增速 (%)                | 6         |
| 图表 9: 社会融资规模存量增速 (%)           | 6         |
| 图表 10: 新增中长期贷款占比 (%)           | 7         |
| 图表 11: 近期相关会议对于货币政策表态          | 8         |
| 图表 12: 最近五次降准前后一个月同花顺全 A 对比    | 9         |
| 图表 13: 最近五次降准后主要指数涨跌幅表现 (%)    | 10        |
| 图表 14: 最近五次降准后主要风格指数涨跌幅表现 (%)  | 11        |

## 1 央行宣布全面降准 0.25 个百分点

3月17日央行宣布将于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，调降力度与2022年12月、2022年4月保持一致。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，预计将释放近6000亿元长期资金，叠加此前MLF超额续作，有望缓解银行长端资金压力，为经济进一步修复提供有力支持。

本次降准较以往情况不同的是，央行提出要“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”，巩固经济复苏态势信号明确，其中降准作为总量政策或将作为开端，相关扶持政策或将陆续出台。

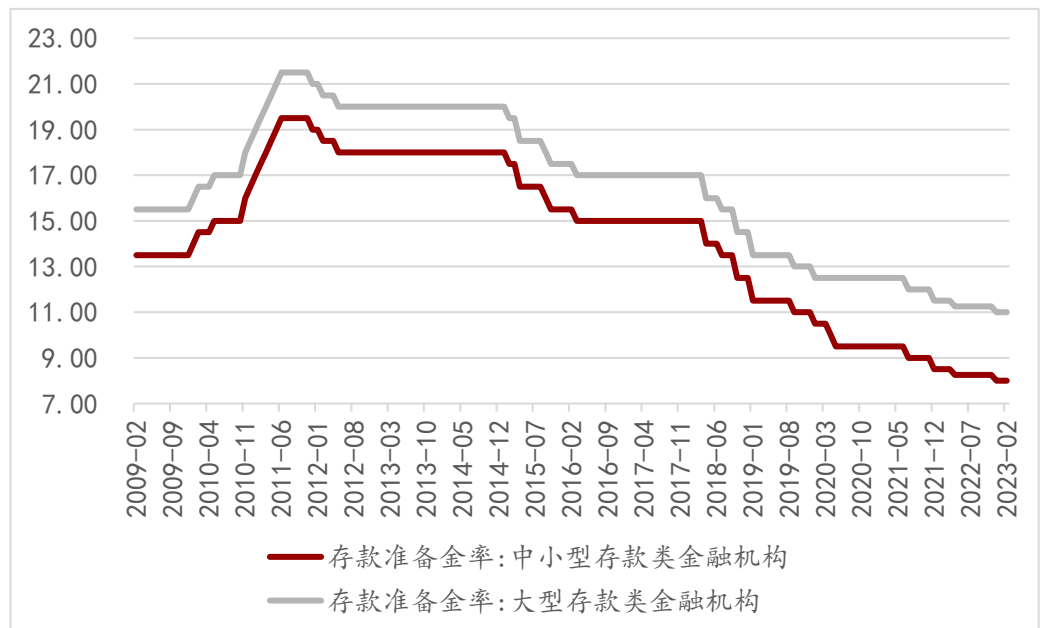
图表1: 近年来历次降准公告情况梳理

| 公告时间       | 降准目的                                                    | 具体降准举措                                                                                                                                                                           | 降准日期                    | 范围                 | 降准力度  |
|------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------------------|-------|
| 2023/3/18  | 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 | 2023年3月27日降低金融机构存款准备金率 <b>0.25个百分点</b> (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。 <b>本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。</b>                                                                                  | 2023/3/27               | 全面下调               | 25bp  |
| 2022/11/25 | 为保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础         | 2022年12月5日降低金融机构存款准备金率 <b>0.25个百分点</b> (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。 <b>本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。</b>                                                                                  | 2022/12/5               | 全面下调               | 25bp  |
| 2022/4/15  | 为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降                                  | 2022年4月25日下调金融机构存款准备金率 <b>0.25个百分点</b> (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。 <b>本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。</b> | 2022/4/25               | 全面下调；部分城商行和农商行额外多降 | 25bp  |
| 2021/12/6  | 为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降                                  | 2021年12月15日下调金融机构存款准备金率 <b>0.5个百分点</b> (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。 <b>本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。</b>                                                                                   | 2021/12/15              | 全面下调               | 50bp  |
| 2021/7/9   | 为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降                                  | 2021年7月15日下调金融机构存款准备金率 <b>0.5个百分点</b> (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。 <b>本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。</b>                                                                                    | 2021/7/15               | 全面下调               | 50bp  |
| 2020/4/3   | 为支持实体经济发展，促进加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资                        | 对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 <b>1个百分点</b> ，于4月15日和5月15日分两                                                                                              | 2020/4/15、<br>2020/5/15 | 定向下调               | 100bp |

实际成本 次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。

资料来源：中国人民银行官网，万联证券研究所

图表2：存款准备金率走势



资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2 本次降准背景

### 2.1 经济修复仍需宽松流动性环境支持

2022年四季度GDP当季值为315588.50亿元，同比增长2.90%，处于底部回升中。从需求端主要经济指标看，今年1-2月社会消费品零售总额同比上涨3.5%，固定资产投资同比增加5.5%。2022年以来，固定资产投资增速维持在5-6%的水平，社零增速正在低位上扬。从外需看，2月出口总值同比下降1.30%，在2022年10月以来持续处于负增长区间。从企业利润端看，2022年规上工业企业利润总额同比下降4%，自2022年7月以来，其增速一直保持在负数，企业盈利能力受到经济和疫情冲击，修复仍需宽松流动性环境支持。

图表3：季度GDP增速 (%)

图表4：社会消费品零售总额增速和固定资产投资增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所



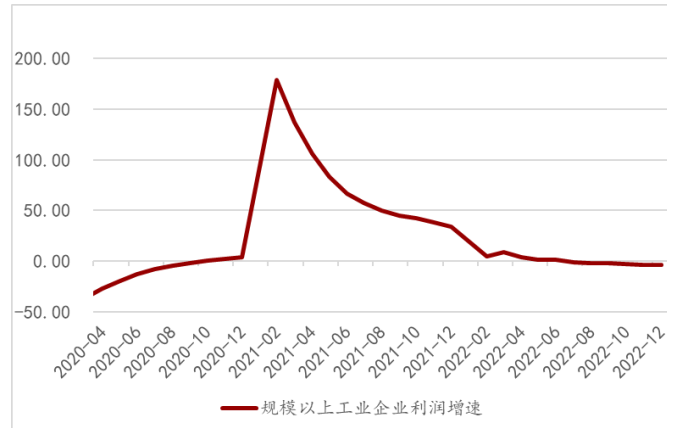
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表5: 规上工业增加值增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表6: 规上工业企业利润增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表7: 出口总值和进口总值增速 (%)

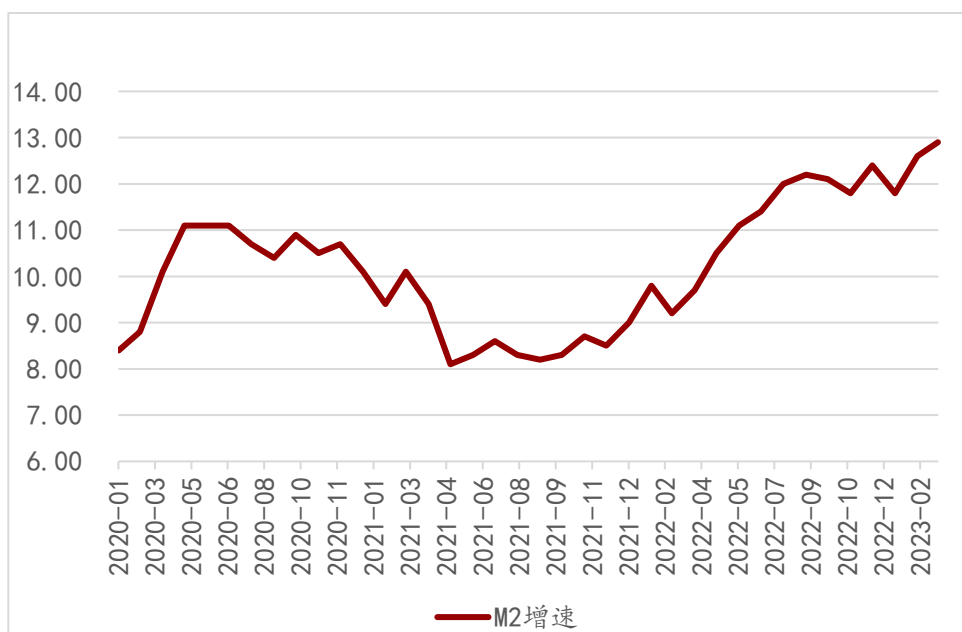


资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 2.2 实体融资需求回暖有赖于政策支持

从M2增速看，截至2023年2月，M2同比增长12.90%，处于近年来较高水平。从社会融资规模存量增速来看，截至2023年2月，社会融资规模存量同比增加9.90%，自2021年初后增速一直在微幅放缓。从新增中长期贷款占比来看，截至2023年2月，新增中长期贷款在新增人民币贷款中占比为66.09%，自2022年5月波动回升以来的首次较大幅度下跌，信贷结构改善仍待巩固。实体融资需求的回暖以及结构的改善仍有赖于政策支持。

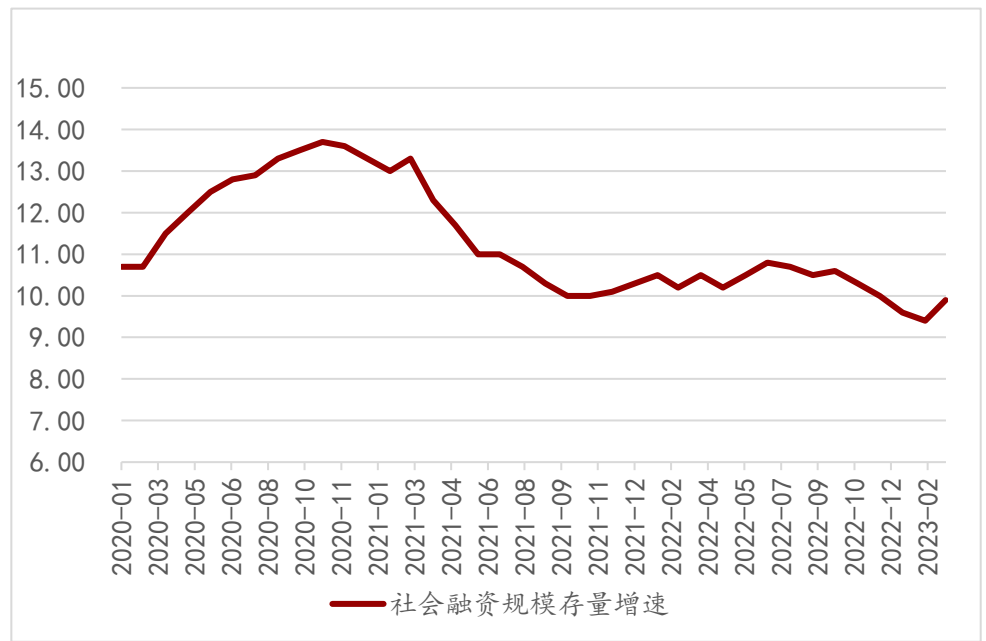
图表8: M2增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月28日

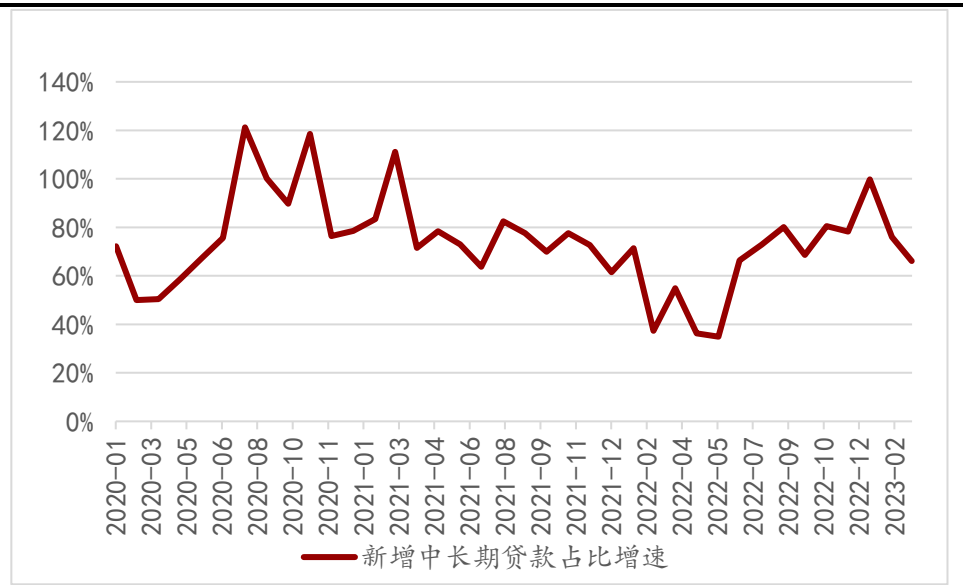
图表9: 社会融资规模存量增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月28日

图表10: 新增中长期贷款占比 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月28日

### 2.3 此次降准符合货币政策基调

在2022年第四季度中国货币政策执行报告中，央行要求“要精准有力”，提及“要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持‘不搞大水漫灌’，稳固对实体经济的可持续支持力度”等表述。下一阶段开展主要政策的思路，央行提及“保持货币信贷合理平稳增长”、“发挥结构性货币政策工具的激励引导作用”、“构建金融有效支持实体经济的体制机制”等内容。本次降准符合货币政策执行报

告基调，意在为实体经济修复提供有效支撑。

自2022年底的中央经济工作会议以来，货币政策表述延续“稳健”、“精准有力”，央行多次强调要加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。在总量适度宽松背景下，使用结构性金融工具精准发力，统筹扩大内需和供给侧结构性改革。

图表11：近期相关会议对于货币政策表态

| 日期         | 会议名称            | 货币政策相关内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022/12/16 | 2022 年中央经济工作会议  | <b>稳健的货币政策要精准有力。</b> 要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。                                                                                                                                                                                                                           |
| 2023/1/4   | 中国人民银行工作会议      | <b>一是精准有力实施好稳健的货币政策。</b> 综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。多措并举降低市场主体融资成本。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 <b>二是加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。</b> 支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设。坚持对各类所有制企业一视同仁，引导金融机构进一步解决好民营小微企业融资问题。落实金融 16 条措施，支持房地产市场平稳健康发展。                                                                                                               |
| 2023/1/14  | 2022 年金融统计数据发布会 | <b>稳健货币政策将在更好统筹扩大内需和供给侧结构性改革的结合点上发力。</b> 一方面，着力支持扩大国内需求。保持流动性合理充裕，另一方面，发挥好结构性货币政策工具引导作用。我们将继续采取措施提振市场信心，激发微观主体活力。 <b>一是推动降低企业综合融资成本和个人消费成本</b> ，降低微观主体的债务负担，增加居民消费和企业投资能力。 <b>二是坚持“两个毫不动摇”，引导金融机构切实加强和改进金融服务，加大向制造业、服务行业民营小微企业的倾斜支持力度，继续推进民营企业债券融资支持工具。</b> 三是鼓励住房、汽车等大宗消费，围绕教育、文化、体育等重点领域，加强对服务消费的综合金融支持。四是保持房地产融资平稳有序。坚持“房住不炒”的定位，因城施策实施好差别化住房信贷政策。 |
| 2023/2/10  | 2023 年金融市场工作会议  | 会议指出， <b>要提高金融服务扩大国内需求和建设现代化产业体系的能力，支持加快构建新发展格局。</b> 做好政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款等稳经济大盘政策工具存续期管理，支持项目落地建成。完善支持普惠小微、绿色发展、科技创新等政策工具机制，精准加强重点领域和薄弱环节金融支持。 <b>深入实施中小微企业金融服务能力提升工程，进一步健全融资配套机制，推动普惠小微贷款稳定增长。</b> 切实落实“两个毫不动摇”，拓展民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持范围，推动金融机构增加民营企业信贷投放。                                                                                     |

2023/3/3

易纲，国务院  
“权威部门话开  
局”系列主题新  
闻发布会

易纲表示，一方面，货币信贷总量要适度，节奏要平稳，要巩固实际贷款利率下降的成果。另一方面，要适度发挥结构性货币政策的作用，继续对普惠小微、绿色金融、科技创新等领域保持有力支持力度。目前货币政策的一些主要变量处于比较合适的水平，实际利率水平也比较合适，用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上。

资料来源：中国人民银行官网，国务院官网，万联证券研究所

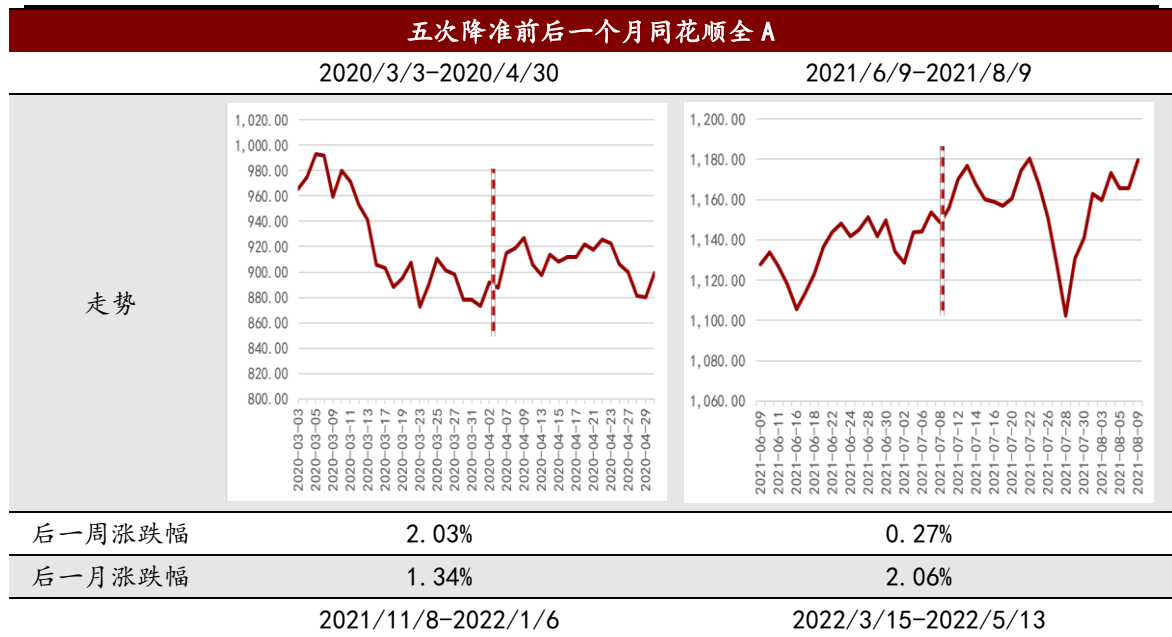
### 3 降准前后市场表现回顾

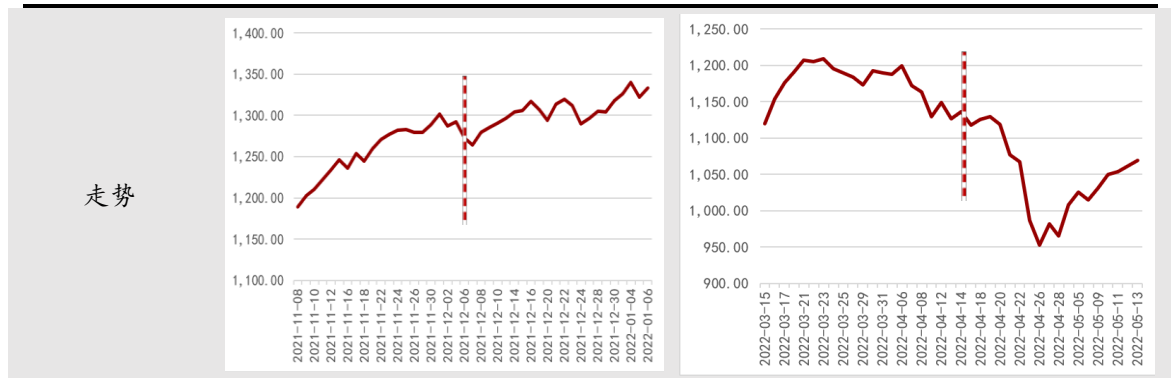
回顾过往五次降准后A股市场表现看，降准后一周A股多数上涨，降准有力传达了经济修复信号，提高市场风险偏好。降准后一个月市场表现无显著规律，2020-2021年的三次降准后一个月A股呈现上涨态势，但2022年以来降准后一个月A股均下跌。

从过去五次降准后一周的表现来看，2020-2021年三次降准后一周，同花顺全A皆出现上涨，涨幅分别为2.03%、0.27%、1.85%，2022年4月降准在经济基本面走弱叠加疫情影响下，降准后一周同花顺全A下跌4.51%，2022年11月宣布降准后恰逢市场情绪回暖，后一周同花顺全A再次上涨。

从过去五次降准后一个月的表现来看，2021年12月6日降准后，市场预期明显回暖，基本面修复加快，降准后一个月同花顺全A涨幅最大，为4.74%。其次，2021年7月9日降准也显著降低了资金压力，市场V型反弹。

图表12：最近五次降准前后一个月同花顺全A对比

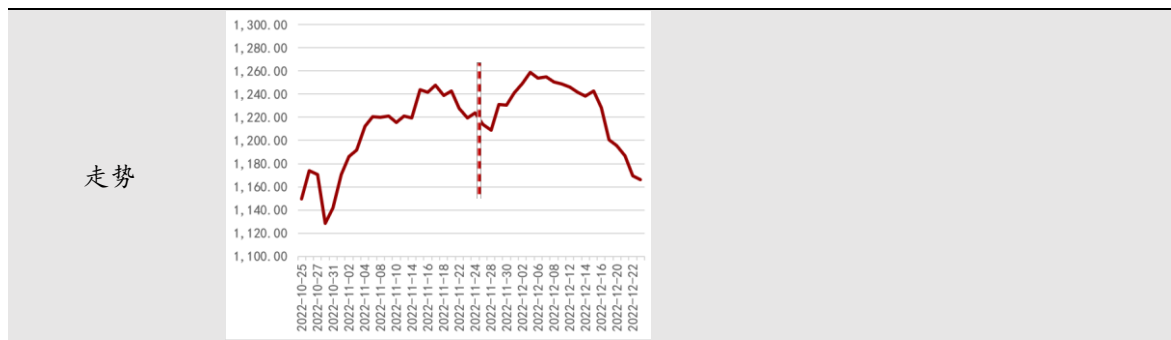




后一周涨跌幅 1.85% -4.51%

后一月涨跌幅 4.74% -4.28%

2022/10/25-2022/12/23



后一周涨跌幅 2.92%

后一月涨跌幅 -3.94%

资料来源：同花顺，万联证券研究所

从最近五次降准后主要指数表现来看，大盘蓝筹如上证50、沪深300表现明显优于中小盘成长指数（创业板指、科创50）。除2022年4月受整体市场情绪低迷拖累，降准后一周出现下跌以外，其余四次降准后一周均出现明显上涨，大盘风格受降准利好提振较为显著。

图表13：最近五次降准后主要指数涨跌幅表现（%）

| 降准公告日期     | 降准后区间 | 上证50  | 沪深300 | 中证500 | 创业板指   | 科创50  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 2022/11/25 | 降准后一周 | 3.73  | 3.04  | 0.78  | 2.05   | -0.71 |
|            | 降准后一月 | 3.78  | 1.90  | -5.83 | -2.11  | -9.36 |
| 2022/4/15  | 降准后一周 | -3.91 | -4.25 | -6.29 | -6.88  | -3.43 |
|            | 降准后一月 | -6.16 | -4.84 | -5.38 | -4.38  | 3.61  |
| 2021/12/6  | 降准后一周 | 4.49  | 3.73  | 0.70  | 0.53   | 0.06  |
|            | 降准后一月 | -0.34 | -1.69 | -0.99 | -10.10 | -8.58 |
| 2021/7/9   | 降准后一周 | -0.10 | 0.13  | 2.61  | -0.01  | -5.31 |
|            | 降准后一月 | -4.09 | -2.02 | 3.42  | 0.69   | -2.26 |
| 2020/4/3   | 降准后一周 | 1.10  | 0.93  | 1.19  | 1.72   | -3.32 |
|            | 降准后一月 | 5.22  | 4.77  | 4.01  | 7.95   | 6.53  |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

从五次降准后主要风格指数表现来看，金融、消费风格受到降准利好提振作用最大，在2022年11月、2021年12月、2020年4月三次降准后一周和一个月均实现上涨；周期风格则在2020年4月和2021年7月的降准后表现较为强势，其中2021年7月份降准后一个月，周期风格累计上涨8.08%，居所有风格指数涨幅首位。

图表14：最近五次降准后主要风格指数涨跌幅表现（%）

| 降准公告日期     | 降准后区间 | 金融    | 周期    | 消费    | 成长    | 稳定    |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2022/11/25 | 降准后一周 | 4.22  | 1.10  | 4.64  | 0.60  | 3.07  |
|            | 降准后一月 | 2.94  | -5.28 | 5.85  | -6.33 | -2.49 |
| 2022/4/15  | 降准后一周 | -3.76 | -6.79 | -4.15 | -6.52 | -3.23 |
|            | 降准后一月 | -9.35 | -6.18 | -4.31 | -3.26 | -1.49 |
| 2021/12/6  | 降准后一周 | 2.21  | 1.01  | 3.71  | 0.77  | 2.45  |
|            | 降准后一月 | 1.37  | -1.21 | 2.07  | -5.12 | 5.06  |
| 2021/7/9   | 降准后一周 | 0.08  | 3.02  | 1.00  | 0.32  | 0.80  |
|            | 降准后一月 | -4.14 | 8.08  | -6.15 | 4.27  | -0.21 |
| 2020/4/3   | 降准后一周 | 0.03  | 1.86  | 3.53  | -0.17 | 0.38  |
|            | 降准后一月 | 2.99  | 2.04  | 5.18  | 4.21  | 1.63  |

资料来源：同花顺，万联证券研究所

## 4 投资建议

海外金融市场风险事件催化下，国内投资者情绪亦有所转弱。但近期市场基本面改善势头向好。一是经济数据表现不俗。经济恢复进程有望进一步加快，其中扩大内需战略实施成效初显。二是实体融资需求有所回暖。1、2月的社融与新增信贷均好于市场预期，企业中长期贷款连续高增，“宽信用”进程推进较为顺利。结合此次央行全面降准，宏观流动性改善，资金利率上行压力有望缓解。对于权益市场而言，风险情绪有望得到提振，成长板块与高景气赛道值得关注。除基本面回暖、宏观流动性改善外，在政策继续加力下，主线配置思路更为清晰，预计市场机构配置意愿增强。行业方面，建议继续关注：（1）“稳增长”与“扩大内需”主线下，大消费板块中关注可选消费细分赛道。基建产业链中寻找业绩增长确定性较高的新基建领域；（2）积极布局成长板块中新一代信息技术、高端制造等高景气赛道。

## 5 风险因素

海外风险恶化超预期；政策落地效果不及预期；经济修复不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场