

宏观月度报告

2023年03月23日

国内机构改革、海外银行危机、全球增持黄金

——2023年3月政策月报

核心内容：每月国内外政策

分析师

一、3月16日中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，共部署十九条改革措施，重点包括金融体制、科技体制、社会工作（社区治理、非公有制经济等）三方面。机构改革方案落实之后，货币政策将与财政政策、产业政策进一步积极配合、协同发力，打好宏观政策的组合拳。

1.结构性货币政策工具将加大对制造业的支持。2023年3月“权威部门话开局”系列主题新闻发布会将结构性货币政策工具的定位明确为“将继续加大对科技创新、制造业、绿色和能源保供的支持”。与之前相比新增制造业。同时强调，下一步货币政策将根据经济运行情况，“综合考虑，相机抉择”，统筹增长和物价，适时适度调整货币政策工具。

2.中国人民银行3月17日降准打破货币市场收紧预期，货币政策回归稳货币、宽信用组合。在当前时点选择降准，主要目的是补充银行流动性、节约银行成本；平稳货币市场利率；支持政府信贷、提前支持经济增长；对冲外围风险等。

3.特别是当前货币政策的选择也体现了对财政政策的协同发力。2023年政府债券提前下发，1-2月份政府债券净融资1.22万亿，创历史新高。3月份地方债发行规模可能与2月份相当，达到8000亿，巨量资金需求需要货币政策进行配合。

二、海外方面：全球银行危机对全球金融资产的影响可能三个阶段，短期风险偏好下降，中期流动性宽松形成利好，长期可能会推迟“盈利底”。目前正进入第二阶段。

1.美联储：越是极限时刻越是反之时。美联储投放短期流动性已基本避免银行业危机模式，但高利率之下中小银行潜在的期限错配问题并未得到根本解决，导致美联储加息可能更早结束，年内降息概率明显回升——3月22日加息25BP之后，市场预计5月停止加息，年内开始降息。

2.今年美联储加息预期已经出现三次变化。目前看二季度美国通胀率回落的趋势比较确定，但下半年可能反复，因此预计二季度停止加息的概率较大，但下半年开始降息仍有不确定性。

3.瑞士信贷事件之后，3月16日欧洲央行仍然加息50BP。这表明欧央行关注的主线仍是通胀——欧元区2月HICP同比8.5%(前值8.5%);核心HICP同比5.6%(前值5.3%)，同时欧央行对未来经济和核心通胀预期均有上调。对于瑞信事件，3月16日行长拉加德指出：“如果出现流动性危机，我们会和过去一样做出迅速而有创造力的反应，但目前并未见到”。

4.全球增持黄金：根据世界黄金协会数据，2022年全球央行净增加了1136吨黄金，同比大幅增长152.31%，创下历史新高。2023年买入规模进一步提升，1月全球央行净买入黄金77吨，环比上涨192%。在全球央行增持的背景下，交易所黄金库存快速下降。

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

风险提示：

1.银行业危机；

2.通胀率反弹。

目 录

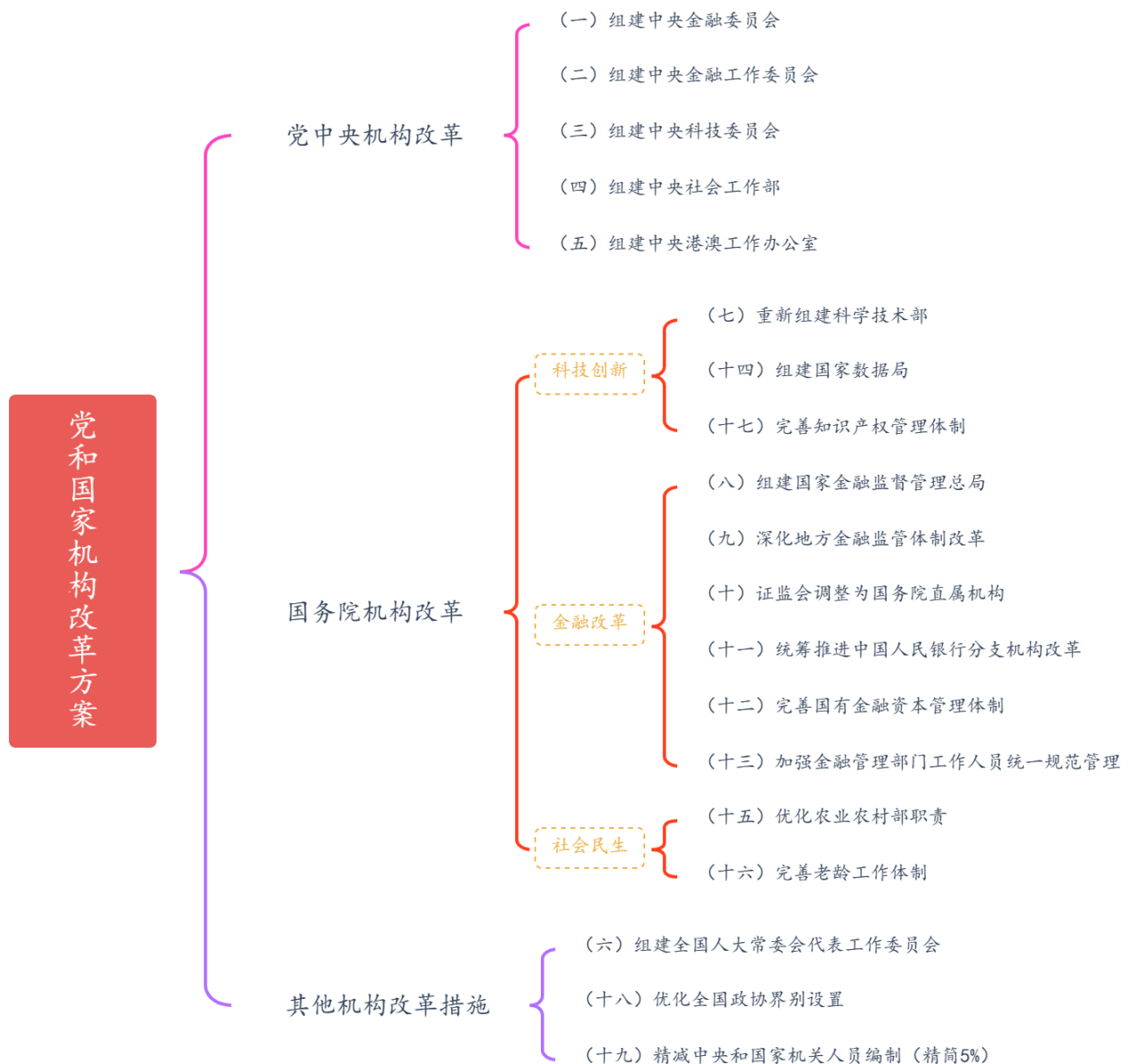
一、国内机构改革.....	3
(一) 党和国家机构改革方案：聚焦金融、科技、社会工作	3
(二) 机构改革之后，货币政策将与财政政策、产业政策更为协同.....	5
(三) 2023 年政府工作报告：目标务实、措施温和、更注重内生.....	8
二、海外银行危机.....	9
(一) 硅谷银行事件之后美联储加息进程放缓	9
(二) 瑞士信贷事件之后欧央行如期加息 50BP	10
(三) 多国央行增持黄金，全球货币体系加速变革	11

一、国内机构改革

(一) 党和国家机构改革方案：聚焦金融、科技、社会工作

3月16日，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，共部署了十九条改革措施。总体上，改革重点包括金融体制、科技体制、社会工作（社区治理、非公有制经济等）三方面。

图1：思维导图：《党和国家机构改革方案》



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

1. 金融体制改革

党中央机构改革：1. 组建中央金融委员会。加强党中央对金融工作的集中统一领导，负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等，作为党中央决策议事协调机构。设立中央金融委员会办公室，作为中央金融委员会的办事机构，列入党中央机构序列。将国务院金融稳定发展委员会办公室职责划入中央金融委员会办公室。**2. 组建中央金融工作委员会。**统一领导金融系统党的工作，指导金融系统党的政治建设、思想建设、组织建设、作风建设、纪律建设等，作为党中央派出机关，同中央金融委员会办公室合署办公。将中央和国家机关工作委员会的金融系统党的建设职责划入中央金融工作委员会。

国务院机构改革：1. 组建国家金融监督管理总局。2. 深化地方金融监管体制改革。3. 中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构。4. 统筹推进中国人民银行分支机构改革。5. 完善国有金融资本管理体制。6. 加强金融管理部门工作人员统一规范管理。

2. 科技体制改革

党中央机构改革：组建中央科技委员会。加强党中央对科技工作的集中统一领导，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革，研究审议国家科技发展重大战略、重大规划、重大政策，统筹解决科技领域战略性、方向性、全局性重大问题，研究确定国家战略科技任务和重大科研项目，统筹布局国家实验室等战略科技力量，统筹协调军民科技融合发展等，作为党中央决策议事协调机构。

国务院机构改革：1. 重新组建科学技术部。加强推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合等职能，强化战略规划、体制改革、资源统筹、综合协调、政策法规、督促检查等宏观管理职责¹。**2. 将国家知识产权局调整为国务院直属机构。**加快推进知识产权强国建设，全面提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务水平。**3. 组建国家数据局。**负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。

3. 社会工作体制与其他相关改革

党中央机构改革：组建中央社会工作部。负责统筹指导人民信访工作，指导人民建议征集工作，统筹推进党建引领基层治理和基层政权建设，统一领导全国性行业协会商会党的工作，协调推动行业协会商会深化改革和转型发展，指导混合所有制企业、非公有制企业和新经济组织、新社会组织、新就业群体党建工作，指导社会工作人才队伍建设等，作为党中央职能部门。

中央社会工作部统一领导国家信访局（调整为国务院直属机构）；划入民政部的指导城乡社区治理体系和治理能力建设和拟订社会工作政策等职责，统筹推进党建引领基层治理和基层政权建设；划入中央和国家机关工作委员会、国务院国有资产监督管理委员会党委归口承担的全国性行业协会商会的建设职责，划入中央精神文明建设指导委员会办公室的全国志愿服务工作的统筹规划、协调指导、督促检查等职责。

¹ 保留职责以基础研究、制度建设、统筹协调等为主，划出职责主要是行业性、市场化、执行性的。其中要关注的是，负责引进国外智力工作职责划入人力资源和社会保障部，以及深化财政科技经费分配使用机制改革。

其他机构改革：1.优化农业农村部职责，加挂国家乡村振兴局牌子。2.完善老龄工作体制。3.优化全国政协界别设置，增设“环境资源界”。4.中央和国家机关各部门人员编制统一按照5%的比例进行精减。

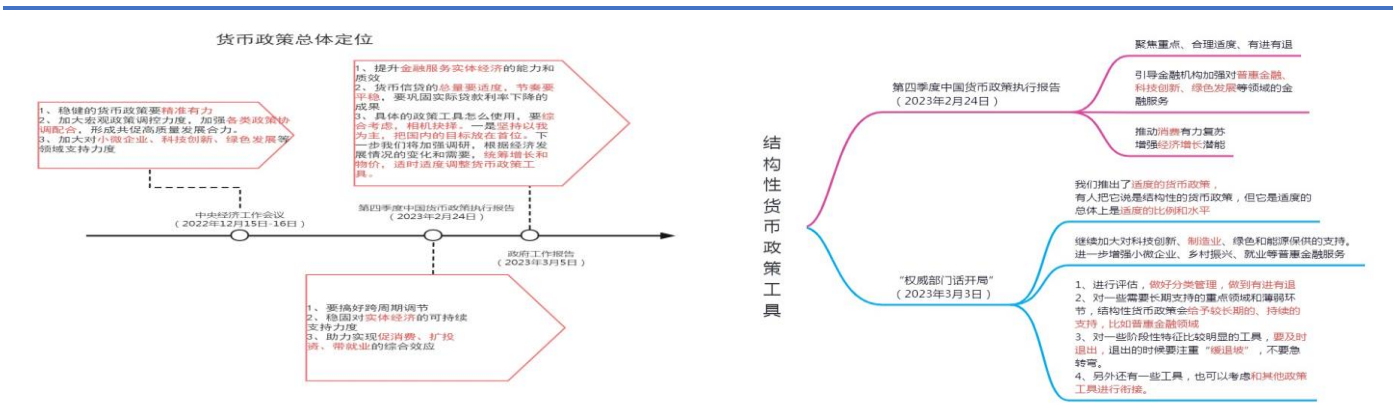
(二) 机构改革之后，货币政策将与财政政策、产业政策更为协同

2022年12月的中央经济工作会议强调加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。党和国家机构改革方案落实之后，货币政策也会与财政政策、产业政策进一步积极配合、协同发力，打好宏观政策的组合拳。

结构性货币政策工具将加大对制造业的支持。中央经济工作会议对货币政策的定调为“稳健的货币政策要精准有力”。2023年3月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会进一步将结构性货币政策工具的定位明确为“将继续加大对科技创新、制造业、绿色和能源保供的支持”。与之前相比，新增了制造业而且排序为第二位。

图 2：中央经济工作会议以来货币政策总体定位

图 3：结构性货币政策工具梳理



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

3月17日降准打破货币市场收紧预期，货币政策回归稳货币、宽信用组合。2023年3月17日人民银行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，共计释放长期资金约6500亿元，为银行节约成本约65亿元。本次降准后大型存款类金融机构存款准备金率为10.75%，中小型企业存款类金融机构存款准备金率为7.75%。在当前时点选择降准，主要目的包括补充银行流动性和节约银行成本、平稳货币市场利率、支持政府信贷、提前支持经济增长、对冲外围风险等。

特别是当前货币政策的选择也体现了对财政政策的协同发力。2023年政府债券提前下发，1-2月份政府债券净融资1.22万亿，创出历史新高。3月份地方债发行规模可能与2月份相当，达到8000亿，这种巨量的资金需求央行对资金市场予以支持。

图 4：政府债券融资（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下一阶段具体货币政策工具更强调“综合考虑，相机抉择”。2023年3月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，强调在精准有力实施好稳健的货币政策这一总的取向的同时，更强调具体的政策工具怎么使用，要综合考虑，相机抉择。而原则仍是坚持以我为主，把国内的目标放在首位。从目前来看，国内经济好转是肯定的，但是也存在一些不确定性因素，所以下一步决策层将加强调研，根据经济发展情况的变化和需要，统筹增长和物价，适时适度调整货币政策工具。这一表述可理解为下半年在综合考虑经济增长情况和通胀水平下，仍有进一步降息或降准的可能。

图 5：货币政策表述中对通胀的判断



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2022 年中央经济工作会议以来货币政策重要表述

内容	政府工作报告 (2023年3月5日)	“权威部门话开局” (2023年3月3日)	第四季度中国货币政策执行报告 (2023年2月24日)	中央经济工作会议 (2022年12月15日-16)
下一阶段货币政策总体定位	稳健的货币政策要 精准有力 。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，支持实体经济发展。要坚持稳字当头、稳中求进，面对战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，保持政策连续性稳定性针对性， 加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	精准有力实施好稳健的货币政策 ，将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕、广义货币和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 提升金融服务实体经济的能力和质效 ，更好地支持重点领域和薄弱环节。一方面，货币信贷的总量要 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，还要适度发挥结构性货币政策的作用	稳健的货币政策要 精准有力 。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 。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。	稳健的货币政策要 精准有力 。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。明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策， 加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
通胀	今年发展主要预期目标是居民消费价格涨幅 3%左右 。	我们非常重视物价问题， 2023年我国通胀水平总体保持温和是主基调，从短期看，通胀压力总体是可控的 ，因为当前我国经济处在恢复发展的过程中，有效需求不足仍然是主要矛盾，产业链、供应链运转顺畅，供给比较充足，居民通胀预期比较平稳，具备保持物价基本稳定的有利条件。从更长的时间看，外部环境还有很多难以预料的事情，需求还在逐步恢复， 虽然通胀的概率不大，但是不等于没有，我们要树立底线思维，对通胀保持警惕。	预计通胀水平总体保持 温和，也要警惕未来通胀反弹压力 。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。	
政策性开发性金融工具			持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。推动政策性开发性金融工具加快支付使用， 及时跟进配套贷款，强化存续期管理，发挥好	
结构性货币政策工具		我们推出了适度的货币政策，有人把它说是结构性的货币政策，但它是适度的。总体上是适度的比例和水平。我们将继续加大对 科技创新、制造业、绿色和能源保供 的支持。进一步增强小微企业、乡村振兴、就业等普惠金融服务。我们将持续对结构性货币政策工具进行评估，做好分类管理， 做到有进有退 ，对一些需要长期支持的重点领域和薄弱环节，结构性货币政策会给予较长期的、持续的支持，比如普惠金融领域， 对一些阶段性特征比较明显的工具，要及时退出 ，当然退出的时候也要注意“缓退坡”，不要急转弯。另外还有一些工具，也可以考虑和其他政策工具进行衔接。	结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对 普惠金融、科技创新、绿色发展 等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。	
利率			继续深化利率市场化改革， 以我为主兼顾内外平衡 。优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用， 发挥贷款市场报价利率改革效能和	
汇率		我们有信心、有能力维护我国外汇市场的稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，	
风险防范		我们将压实各方防范和处置金融风险的责任。 推动金融稳定法的出台。做好平台企业金融业务整改，加强常态化监管，支持平台企业规范健康发展	统筹金融支持实体经济与风险防范， 稳步推动重点企业集团、中小金融机构等 风险化解，保持金融体系总体稳定，守	

资料来源：新华网，中国人民银行，中国银河证券研究院

表 2：2020 年以来中国人民银行历次降准的内容、影响与目标

日期	内容	影响	目标	
2020年1月1日	2019年12月23日，李克强总理视察程度银行，表示将进一步研究降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种举措	全面降准 ：2020年1月6日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	释放 长期资金8000多亿元 ，中小银行获得长期资金1200多亿元，降低银行资金成本 每年约150亿元	增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低社会和实体经济融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本
2020年3月13日	2020年3月10日国常会提出“抓紧出台普惠定向降准措施，并额外加大对股份银行的降准力度”	定向降准 ：2020年3月16日对达到考核标准的银行 定向降准0.5至1个百分点 。此外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点	释放 长期资金5500亿元	支持实体经济恢复发展，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2020年4月3日	2020年3月31日，国常会提出“进一步实施对中小银行的定向降准，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向广大的中小微企业提供贷款”	定向降准 ：2020年4月15日和5月15日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准，分两次实施到位， 每次下调0.5个百分点 。超额存款准备金率从0.72%下调到0.35%。	释放 长期资金约4000亿元	支持实体经济恢复发展，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2021年7月9日	2021年7月7日国常会决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响…保持货币政策稳定性、增强有效性， 适时运用降准等货币政策工具	全面降准 ：2021年7月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含已执行5%存款准备金率的金融机构）	释放 长期资金约1万亿元	有效提升金融服务能力，更好支持实体经济，进一步增强经济活力
2021年12月6日	2021年12月3日国务院总理李克强在中南海紫光阁视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃时表示，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展… 适时降准 ，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度。	全面降准 ：2021年12月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含已执行5%存款准备金率的金融机构）	释放 长期资金约1.2万亿元 ，降低金融机构资金成本每年约150亿元	做好今明两年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2022年4月15日	2022年4月13日国常会提出鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率， 适时运用降准等货币政策工具 ，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本	全面降准 ：2022年4月25日下调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）。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，再额外多降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为8.1%。	释放 长期资金约5300亿元 ，降低金融机构成本每年约65亿元	(1) 增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力；(2) 引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业；(3) 通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。
2022年11月25日	2022年11月22日国常会提出加大对民营企业发债的支持力度， 适时适度运用降准等货币政策工具 ，保持流动性合理充裕	全面降准 ：2022年12月5日下调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7.8%。	释放 长期资金约5300亿元 ，降低金融机构成本每年约56亿元	(1) 保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施；(2) 优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，支持受疫情严重影响行业和中小微企业；(3) 通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。
2023年3月17日	2023年3月3日，国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会，易纲表示， 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。	全面降准 ：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%。	释放 长期资金约6500亿元	(1) 为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；(2) 打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平；(3) 保持银行体系流动性合理充裕。

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

(三) 2023 年政府工作报告：目标务实、措施温和、更注重内生

基于投资的视角，可以将政府工作报告分解为总体目标及消费、周期、科技三大板块。

1. 政策目标务实、力度温和。实际 GDP 增速目标 5.0%，，预算赤字率也只是温和回升（从 2.8% 调升至 3.0%），表明今年经济增长主要依靠经济的内生修复，而不是政策刺激。

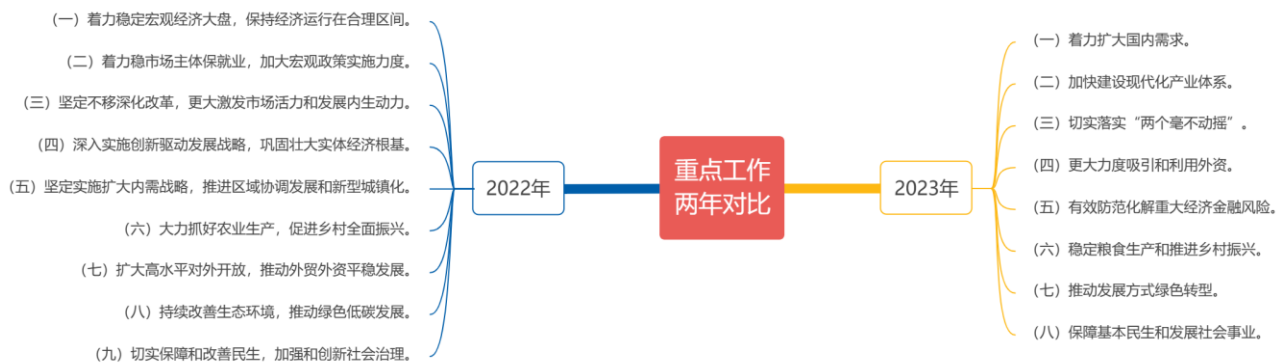
2. 就业与消费：今年城镇调查失业率目标 5.5%。去年的目标值与实际值都是 5.5%。城镇新增就业人口目标 1200 万人，而以往最高是 1100 万人。城镇新增就业数的目标提升，原因是今年 GDP 增速将从去年的 3% 提升至 5% 左右；同时去年经济增长主要依靠投资、出口，今年主要依靠消费复苏与服务业，这是中小微企业和自主就业密集分布的领域，吸收就业能力更强。

3. 周期性行业：财政政策方面，预算赤字率从 2022 年的 2.8% 调升至 3.0%（增量为 2500 亿元）；地方政府专项债券计划额度从 3.65 万亿元调升至 3.8 万亿元（增量约为 1500 亿元）；

货币政策方面，今年要求“稳健货币政策精准有力”，总体力度低于去年的“加大稳健的货币政策实施力度”。此外要求通过提振市场预期和信心，全面促进有效投资。同时高度重视防范化解重大风险，全面部署了金融监管、房企、地方政府债三个层面的风险防控措施。

4. 科技领域聚焦安全、自主、数字经济、绿色低碳。产业政策要发展和安全并举；科技政策要聚焦自立自强；推进关键核心技术攻关，加快前沿技术研发和应用推广；大力发展数字经济，支持平台经济发展；推动绿色转型；加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。

图 6：2022 年与 2023 年《政府工作报告》的重点工作排序对比



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

二、海外银行危机

(一) 硅谷银行事件之后美联储加息进程放缓

硅谷银行与美联储：3月10日硅谷银行（SVB）事件后，美国财政部和美联储紧急提供250亿美元保障储户存款；同时美联储短期扩表，提供超过3000亿美元有担保贷款稳定市场流动性。3000亿+的短期流动性主要分为FDIC、BTFP（银行定期借款计划）和贴现窗口贷款；大部分借款15天内到期（约2900亿美元），仅119亿到期时间为3个月至一年。美联储投放短期流动性已基本避免银行业危机模式，但高利率之下中小银行潜在的期限错配问题并未得到根本解决，这导致美联储的加息可能更早结束，年内降息概率明显回升——3月22日加息25BP之后，市场预计5月停止加息，年内开始降息。

3月22日美联储主席鲍威尔新闻发布会认为：考虑过要暂停加息，但加息25BP的决策得到了委员会很强的共识支持。今年年内降息不是我们的基本预期，更紧的信贷条件可以替代加息。通胀远高于2%的长期目标，距离该目标还有很长的一段路要走，仍然致力于将通胀率压低至2%。贷款计划有效地满足了银行的需求，所有储户的储蓄都是安全的，将加强银行业监管；准备用所有工具来确保银行系统的安全。

全球银行危机对全球金融资产的影响可能三个阶段，短期风险偏好下降，中期流动性宽松形成利好，长期可能会推迟“盈利底”。目前正进入第二阶段。3月22日美联储加息25BP之后，美元指数收于102.56（3月初接近105）。美国10年期国债收益率3.48%（3月初4.08%），

1 年期、2 年期收益率分别为 4.56%、3.96%（3 月初分别为 5.05%、4.9%）。受益于利率下降，美股也有所反弹。

图 7：硅谷银行事件之后，美国国债收益率出现明显下行



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 8：硅谷银行事件之后，美元指数下降，USDCNY 回升



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

需要注意，今年美联储加息预期已经出现三次变化。目前看二季度美国通胀率回落的趋势比较确定，但下半年可能反复，因此预计二季度停止加息的概率较大，但下半年开始降息仍有不确定性。

图 9：CME 美联储加息预期（2023 年 3 月 22 日）

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.1%	49.9%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.1%	50.0%	35.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	43.5%	38.5%	6.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	30.1%	40.6%	19.9%	2.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	17.5%	34.9%	31.1%	12.0%	1.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	13.4%	30.0%	32.2%	17.4%	4.5%	0.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	10.1%	25.0%	31.5%	21.8%	8.3%	1.6%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.0%	21.4%	30.0%	24.1%	11.6%	3.2%	0.5%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.8%	21.9%	29.6%	23.4%	11.1%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.8%	4.9%	14.8%	25.4%	26.8%	17.8%	7.4%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.6%	4.2%	13.3%	23.8%	26.6%	19.2%	9.0%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.3%	2.4%	8.7%	18.5%	25.2%	22.9%	14.1%	5.9%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

（二）瑞士信贷事件之后欧央行如期加息 50BP

瑞士信贷与欧央行：3 月 14 日瑞信内控问题发酵后，市场对 50BP 的加息幅度产生怀疑。但 3 月 16 日欧洲央行仍然加息 50BP，表明欧央行关注的主线仍是通胀——欧元区 2 月 HICP 同比 8.5%（前值 8.5%）；核心 HICP 同比 5.6%（前值 5.3%）。3 月 16 日欧央行对未来经济和核心通胀预期均有上调。对于瑞信危机事件，3 月 16 日欧央行行长拉加德指出：“如果需要的话，我们有足够的工具和措施。如果出现流动性危机，我们会和过去一样做出迅速而有创造力的反应，但目前并未见到”。

(三) 多国央行增持黄金，全球货币体系加速变革

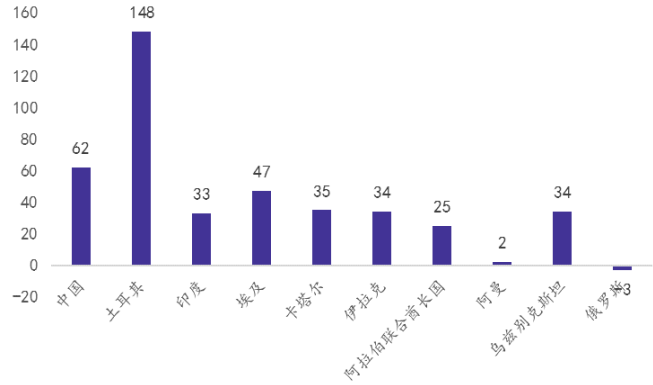
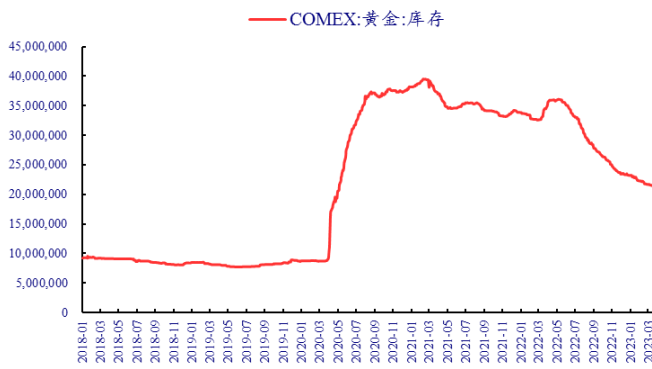
1. 全球央行增持黄金储备创历史新高，新兴市场经济体央行是增持主力

根据世界黄金协会数据，2022 年全球央行净增加了 1136 吨黄金，同比大幅增长 152.31%，创下历史新高。2023 年央行买入规模进一步提升，1 月全球央行净买入黄金 77 吨，环比上涨 192%。在全球央行增持的背景下，交易所黄金库存快速下降。

2009 年至 2022 年期间，增持黄金储备最多的五个国家为俄罗斯、中国、印度、土耳其及哈萨克斯坦，分别增持 1767 吨、1411 吨、430 吨、426 吨、280 吨，合计占黄金储备增持总额的 74.1%。新兴市场经济体央行是增持主力，主要反映了地缘政治叠加经济危机环境下，新兴市场经济体央行寻求外汇储备多元化，降低对美元的过度依赖，这将加速全球货币体系的变革。

图 10：交易所黄金库存快速下降

图 11：2022 年全球央行增持黄金（吨）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

资料来源：wind，中国银河证券研究院

2. 中国央行连续四个月增持黄金，预计未来会继续增持

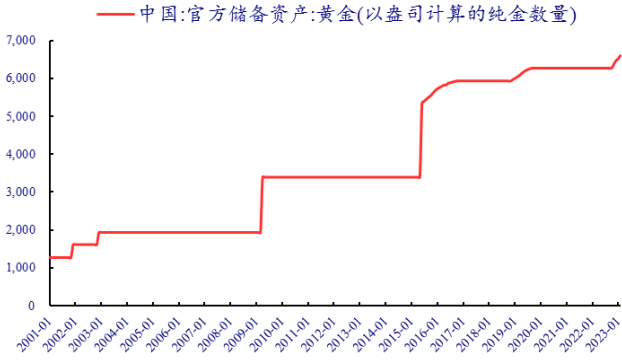
根据中国人民银行最新发布的数据，2023 年 2 月末我国黄金储备 6592 万盎司，较上月增加 80 万盎司，是继去年 11 月增持以来连续 4 个月增持黄金，累计总额约超 410 亿元。

根据世界黄金协会的数据，截至 2023 年 1 月末，美国黄金储备最多，持有 8133 吨，占其总储备的 68%；德国位列第二，持有 3355 吨，占其总储备的 68%；意大利、法国、俄罗斯分别排在 4 至 6 位，黄金储备占比分别为 65%、62%、22%。中国排在第七位，黄金储备占比 3.7%。与排在前列的国家相比，中国黄金储备占比还有很大提升空间。

3. 美联储加息已近尾声，金价震荡上行

3 月 22 日，美联储继续加息 25BP，联邦目标基金利率达到 4.75%-5.00%。FOMC 不认为银行问题阻碍短期进一步加息，但也承认了银行问题对信贷派生和经济的潜在影响。市场预期加息很可能在 5 月之后结束，终端利率不会再提高。在此背景下，预计美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）收益率震荡下行，叠加避险、各国央行增持等因素，黄金价格可能震荡上行。

图 12: 中国黄金储备 (万盎司)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 思维导图:《党和国家机构改革方案》	3
图 2: 中央经济工作会议以来货币政策总体定位	5
图 3: 结构性货币政策工具梳理	5
图 4: 政府债券融资 (亿元)	6
图 5: 货币政策表述中对通胀的判断	6
图 6: 2022 年与 2023 年《政府工作报告》的重点工作排序对比	9
图 7: 硅谷银行事件之后, 美国国债收益率出现明显下行	10
图 8: 硅谷银行事件之后, 美元指数下降, USDCNY 回升	10
图 9: CME 美联储加息预期 (2023 年 3 月 22 日)	10
图 10: 交易所黄金库存快速下降	11
图 11: 2022 年全球央行增持黄金 (吨)	11
图 12: 中国黄金储备 (万盎司)	12
图 13: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格	12

表格目录

表 1：2022 年中央经济工作会议以来货币政策重要表述	7
表 2：2020 年以来中国人民银行历次降准的内容、影响与目标	8

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn