

2023 年 08 月 16 日

稳增长具有更高优先级

固定收益研究团队

——8 月 15 日降息点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张维凡（联系人）

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790122030054

● 对此次“非典型降息”的四点理解

第一，此次降息虽略超预期，但依然符合“逆周期调节”是降息发力的前提这一惯例。

8 月 15 日，央行在 6 月降息后再次降息，OMO 下调 10bp，MLF 下调 15bp。此前市场对于降息虽有期待，但降息落地时间依然略超预期。

事实上，此次降息已有铺垫：首先，7 月 24 日政治局会议和 8 月 4 日四部委新闻发布会，均有提到“加强逆周期调节力度”、“发挥好货币总量和结构双重功能”、“提振信心”。6 月和 8 月两次降息时间连续超预期，可以看出政策发力稳增长的决心；其次，宏观数据已经连续数月回落，特别是 7 月社融回落幅度较大。6 月降息后，有再次降息以继续逆周期发力的必要性。

与过往降息发生的窗口一致，此次降息发生在经济基本面持续探底的背景下，“逆周期调节”是总量货币政策发力的前提。我们此前已多次强调，总量货币政策宽松往往出现在经济下行压力较大的时期，通过逆周期调节手段，对经济进行托底，此次降息依然符合这一惯例。

第二，MLF 和 OMO 非对称降息较为罕见，体现出对实体的支持决心。

此次降息比较特殊的一点是，这是自 2019 年后，OMO 和 MLF 首次非对称降息，MLF 的调降幅度比 OMO 多 5bp。MLF 的调降幅度仅低于 2020 年 4 月（调降 20bp，以支持疫后经济复苏），历史上较为罕见，对于如此量级的“短少长多”式非对称调降，我们认为，央行的意图可能是，短端少降以防止资金市场过度加杠杆，中长端多降以给予实体更大的支持力度。

第三，LPR 预计也将同步调降，此次降息后续社融有望触底回升。

此次 MLF 调降后，LPR 大概率将跟随调降 15bp，当前企业部门投资明显回落、居民信心不足持续去杠杆、房地产需求端持续磨底，LPR 的调降对较为低迷的实体融资需求有重要意义。

这也是在货币政策上，对进一步调降房贷利率的回应。我们认为，社融的底部或许已经明确，后续有望看到社融增速的边际上行。

第四，相比汇率稳定，稳增长具有更高优先级。

降息消息发布后，离岸人民币汇率快速走贬，失守 7.3。目前欧美面临二次通胀的风险，欧美央行货币政策尚未明确转向。此次国内降息后，中美政策利差倒挂将进一步加深，人民币汇率压力居高不下。

此次降息也能看出，相比汇率稳定，稳增长具有更高优先级，毕竟汇率稳定的核心落脚点是经济增长。短期内，为了对冲汇率贬值压力，预计稳汇率工具箱可能将有更多工具释出；中长期，随着稳增长效果显现，欧美开启降息周期，汇率压力或将显著回落。

● “非典型降息”后，短期内降息窗口可能关闭

三季度经济修复斜率有失速回落的风险，7 月通胀、社融、经济数据均与市场预期存在较大差距。此次“非典型降息”虽然超市场预期，但足以看出中央对稳增长的高度重视，未来一个月稳增长政策料将加速落地。政策从制定到发布需要时间，目前在政策等待落地阶段，我们依然认为不宜低估政策稳增长的决心。

此次降息后，LPR 大概率将随之调降，届时银行的净息差将进一步压缩，降准以缓解银行负债端压力的概率升温，存款利率后续亦或将再次下调。

但我们认为短期内降息窗口可能已经关闭。一方面，汇率压力高企，对连续降息形成较大掣肘；另一方面，财政、地产、信用等稳增长政策接踵而至，总量货币政策将进入观察阶段，如果后续在政策“组合拳”的托底下，经济实现企稳回升，降息的概率可能将大幅降低。

由于政策“组合拳”的预期升温，降息后债市收益率下行幅度不及 MLF 调降幅度。债市收益率可能短期随着降息落地“先下”，随后随着稳增长的见效“后上”。

● 风险提示：政策变化不及预期，经济增速不及预期。

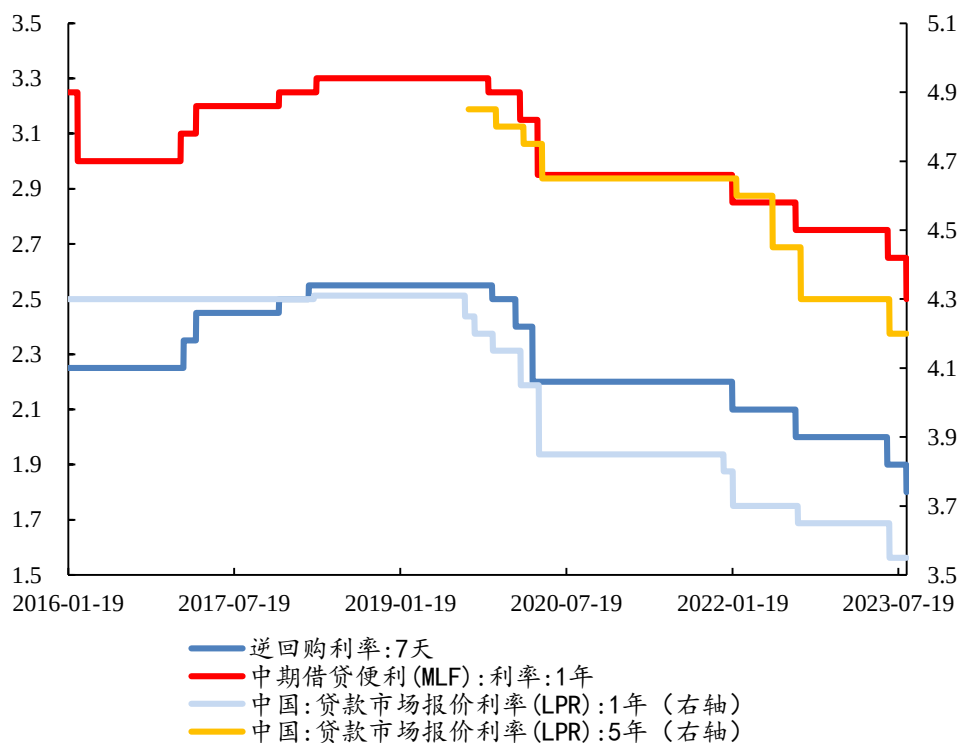
相关研究报告

《社融增速的底部或已明确——2023 年 7 月金融数据点评》-2023.8.14

《部分价格和投资指标上升——高频数据周报》-2023.8.13

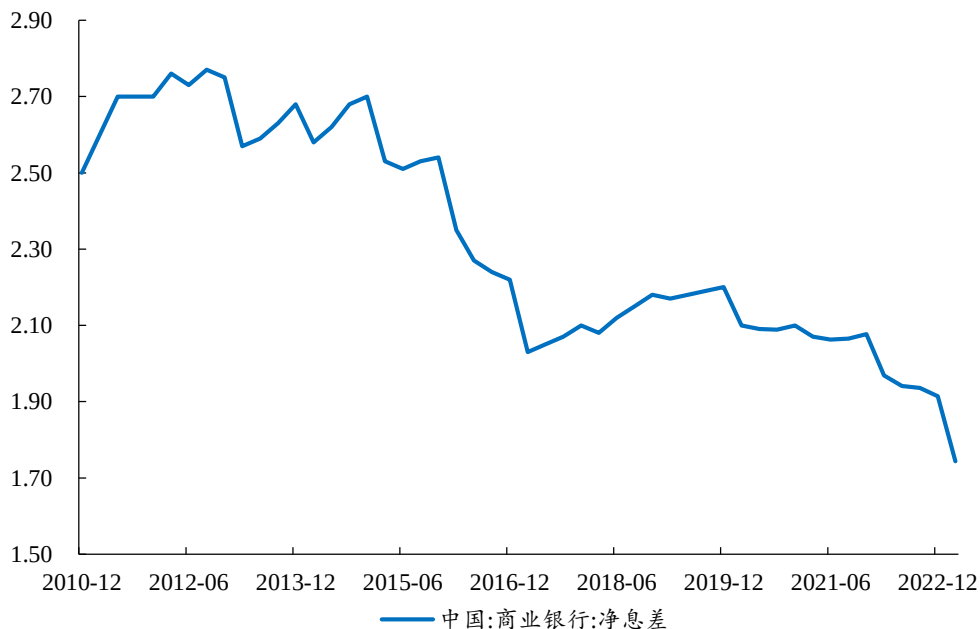
《市场缩量调整——可转债周报》-2023.8.13

附图 1：历史上 MLF 与 OMO 往往同步调降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：银行净息差已被压缩至历史低位（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn