

降息后有望迎来降准，A股当前或为调整的拐点

2023年8月降息点评

核心观点

- **央行调降1年期MLF利率15BP、7天期逆回购利率10BP**

为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，8月15日央行开展2040亿元7天期公开市场逆回购操作和4010亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为1.80%、2.50%，上次分别为1.90%、2.65%，当日4000亿元MLF和60亿元逆回购到期，因此单日净投放1990亿元。

- **降息背景：经济数据转弱，政策需进一步加码**

7月多项主要经济数据较6月下月且低于市场预期，显示经济动能有所减弱。

工业生产方面，7月工业增加值同比增长+3.7%（市场预期+4.6%），较上月-0.7PCTS，官方制造业PMI录得49.3%，连续第4个月位于荣枯线之下。投资方面，1-7月固投资累计同比+3.4%（市场预期+3.9%），较前值-0.4PCTS，其中，1-7月制造业投资累计同比+5.7%（市场预期+6.0%），较前值-0.3PCTS，1-7月基建投资累计同比+9.4%（市场预期+10.8%），较前值-0.8PCTS，1-7月房地产开发投资累计同比-8.5%（市场预期-8.1%），较前值-0.6PCTS。消费方面，7月社零同比+2.5%（市场预期+5.3%），较上月-0.6PCTS。出口方面，7月出口同比-14.5%（市场预期-11.5%），较上月-2.1PCTS，数据录得年内最大跌幅。

此外，7月经济动能的放缓还体现在金融数据上。7月社会融资规模增量为5282亿元（市场预期1.12万亿元），新增人民币贷款3459亿元（市场预期8446亿元），分别同比少增2703亿元和3498亿元。7月社融存量同比由+9.0%降至+8.9%，预期为+9.2%，M2同比由+11.3%降至+10.7%，预期为+11.1%

总体来看，当前经济仍处于筑底阶段，我国济进一步企稳向上需要政策面的进一步发力。作为稳增长政策组合拳的重要一环，货币政策进一步宽松的必要性也随之提高。

- **央行宽货币力度增强，再次降准可期**

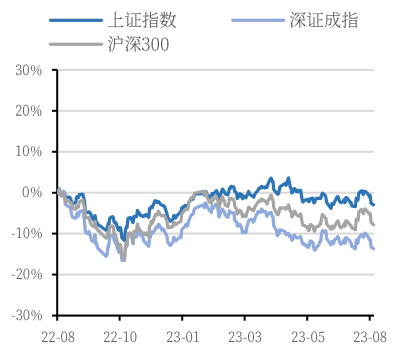
今年二季度以来，随着经济修复节奏放缓，实体经济信贷需求冲高回落，叠加央行综合运用公开市场操作、运用存款准备金率等多种工具增加流动性供应，货币市场流动性保持较为充裕的状态。4月-7月DR007月度均值录得2.06%、1.85%、1.89%和1.80%，排除季末6月信贷需求季节性增长因素，货币市场资金利率中枢持续下行。今年6月和8月上旬，以7日逆回购为代表的短期政策利率各调降10BP，DR007为代表的资金利率在政策利率下方小幅波动。

近期包括二季度货币政策例会、政治局会议等在内的多个重要会议均强调加大宏观政策调控力度，做好逆周期调节。在多项经济数据不及预期的背景下，本次MLF利率调降幅度大于逆回购，体现央行有意引导长端利率更大幅度下降以驱动实体经济融资成

主要数据

上证指数	3178.4272
沪深300	3855.9061
深证成指	10755.1425

主要指数走势图



作者

董忠云 分析师
SAC执业证书: S0640515120001
联系电话: 010-59562478
邮箱: dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱:

王玉茜 研究助理
SAC执业证书: S0640122040025
联系电话:
邮箱: wangyx@avicsec.com

本下移，预计本月 LPR 大概率跟随 MLF 下调 15BP。同时短期政策利率下调幅度较小可能也存在防范金融系统内部过度加杠杆引发资金空转的考虑。

本次降息选在 7 月主要经济数据公布之前，可以认为是体现了央行支持稳增长的明确意图，这也意味着后续如果经济修复依然不理想，进一步降息或仍可期待。

此外，下半年进入 MLF 到期高峰，9 月至 12 月 MLF 到期量依次为 4000 亿、5000 亿、8500 亿、6500 亿，今年剩余 MLF 到期量为 2.4 万亿元，大规模的置换需求叠加稳增长政策下半年落地对应的资金需求，后续再次降准值得期待。

在宽松的货币政策前景下，央行大概率继续灵活运用降准、公开市场操作、中期借贷便利以及各类结构性货币政策工具，共同保持银行体系流动性合理充裕，引导宽货币向宽信用转化。LPR 降息落地后，息差压力下银行或通过下调存款利率合理管控负债成本，增强金融持续支持实体经济的能力。

● 降息利好之后，期待财政进一步发力

本次降息距上次间隔 2 个月，降息节奏明显加快，MLF 利率调降 15BP，幅度也较上次加大，体现货币政策宽松力度进一步加码，有利于降低实体融资成本，对信用扩张和需求恢复形成一定的助力。我们维持此前的观点，对于改善内需不足的状况，货币宽松的作用重要，但仅靠货币宽松是不够的，降息以及后续可能的进一步降准能够驱动宽货币，但经济目前更为重要的是宽货币向宽信用的转化渠道不畅，或是受制于资产负债表修复尚未完成以及对未来经济和收入的预期尚未显著改善，私人部门一直没有体现出有力的扩表意愿。因此，我们认为后续财政政策的进一步发力可能更为重要，需要依托于财政扩张打通宽货币向宽信用的转化渠道，从而为总需求托底。

虽然 7 月经济数据表现不佳，但基于央行加大宽松力度进一步明确了政策面加码稳增长的趋势，我们认为对于后续国内经济无需过于悲观。

● 美中利差扩大令人民币汇率承压

今年以来我国 1 年期 MLF 利率已累计下调 25BP，而同期美联储累计加息了 100BP，两国政策利率的利差逐步扩大。对应到 10 年期国债收益率上，今年一季度美中利差持续处于高位，二季度开始呈现持续攀升趋势，人民币汇率出现一轮明显的贬值。美国 7 月 CPI 和 PPI 同比均结束了连续 12 个月的回落，出现小幅反弹，市场对美国通胀韧性和利率在高位维持更长时间的担忧有所加剧，近日美债收益率再次走高，10 年期美债收益率回到 4.2%，2 年期美债收益率再度逼近 5%。

8 月 15 日，央行降息消息公布后，我国各期限国债收益率大幅走低，美元兑人民币汇率冲高。短期内美中利差可能进一步扩大，人民币汇率承压，在岸美元兑人民币汇率可能突破去年 11 月的高点。而随着后续美联储加息终点进一步明确以及国内政策发力带动经济预期改善，人民币贬值压力有望得到缓解。

● A 股展望：基本面周期底部区间或恰为关键布局期

8 月以来，人民币汇率波动背景下北向资金净流出额扩大，弱复苏的国内经济数据影响市场形成向上共识。截至 8 月 14 日，8 月以来上证指数累计下跌 3.42%，距离 7 月底部仅相差 0.45%。7 月政治局会议前市场对政策预期存在分歧，随政策落地开启修复行情。我们认为降息落地有望有效提振市场信心，后续稳增长政策有望继续落地，短期内市场下探空间或有限，当前或为 8 月调整的拐点，市场有望开启上行。

相关研究报告

出口延续同比高增，为经济复苏提供有力支撑

—2023-05-10

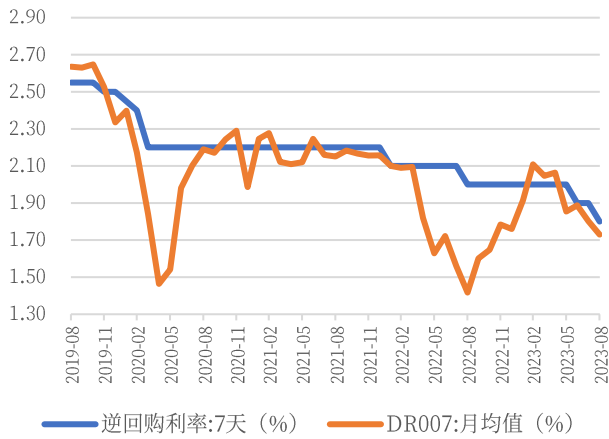
金融市场分析周报 —2023-05-09

流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松 —

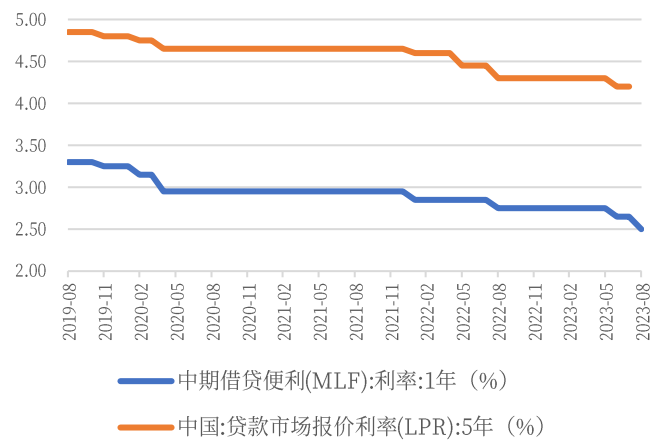
2023-05-08

短期内建议重点关注有望受益于库存周期拐点的低估值行业。根据过去库存周期的历史经验，当前或正处于“主动去库”阶段，Q3有望步入“被动去库”。分行业来看，每轮“被动去库”过程中申万一级行业全部上涨，其中国防军工、食品饮料、美容护理、非银金融、社会服务、汽车涨幅较大，平均上涨幅度达42.4%、36.8%、33.9%、31.9%、30.8%、30.8%。以上行业当前估值均有较大回升空间，或可重点关注。

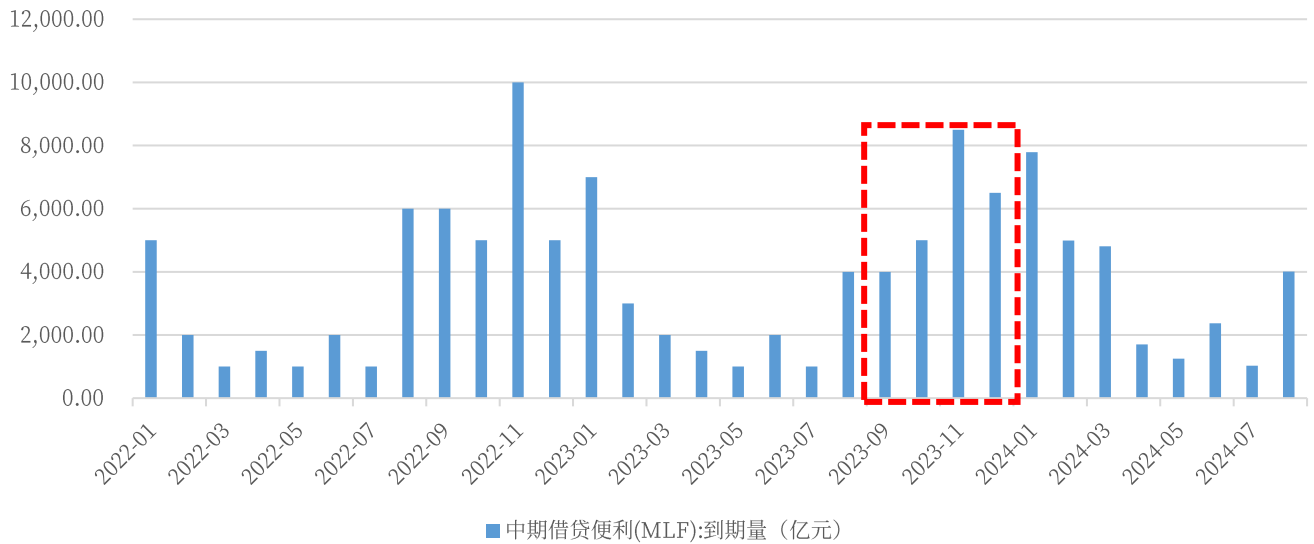
风险提示：国内政策推行不及预期；地缘政治事件超预期；海外流动性收紧超预期

图1 逆回购利率与 DR007


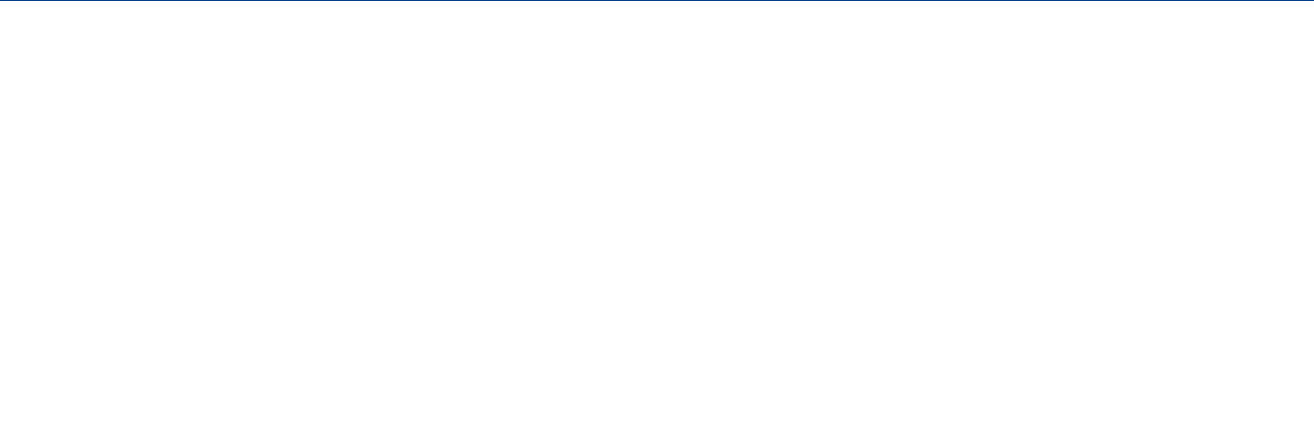
资料来源: Wind, 中航证券研究所

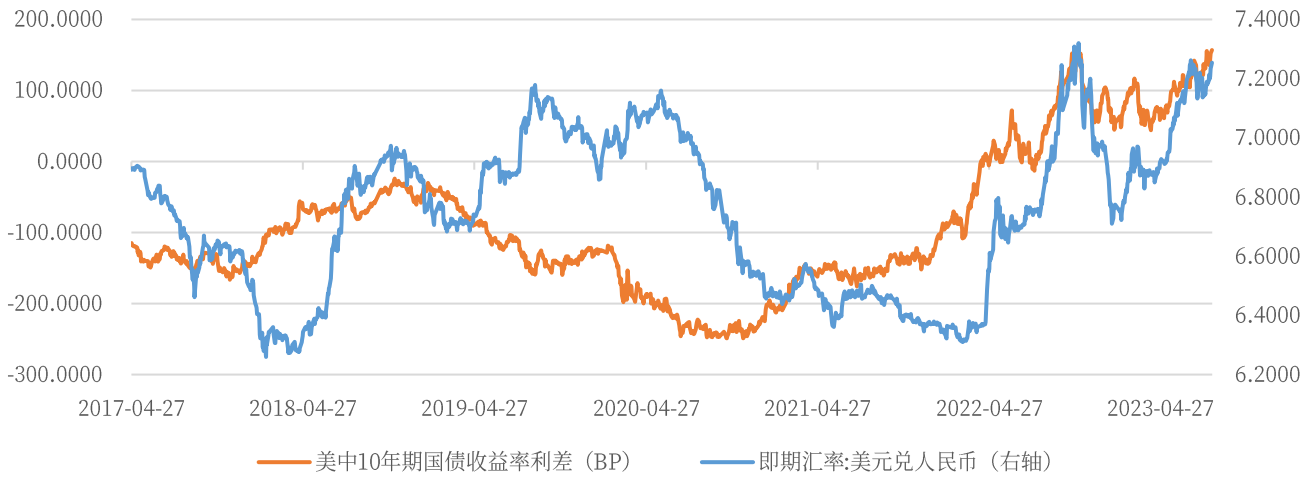
图2 MLF 利率与 LPR


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 MLF 将迎来年内到期高峰


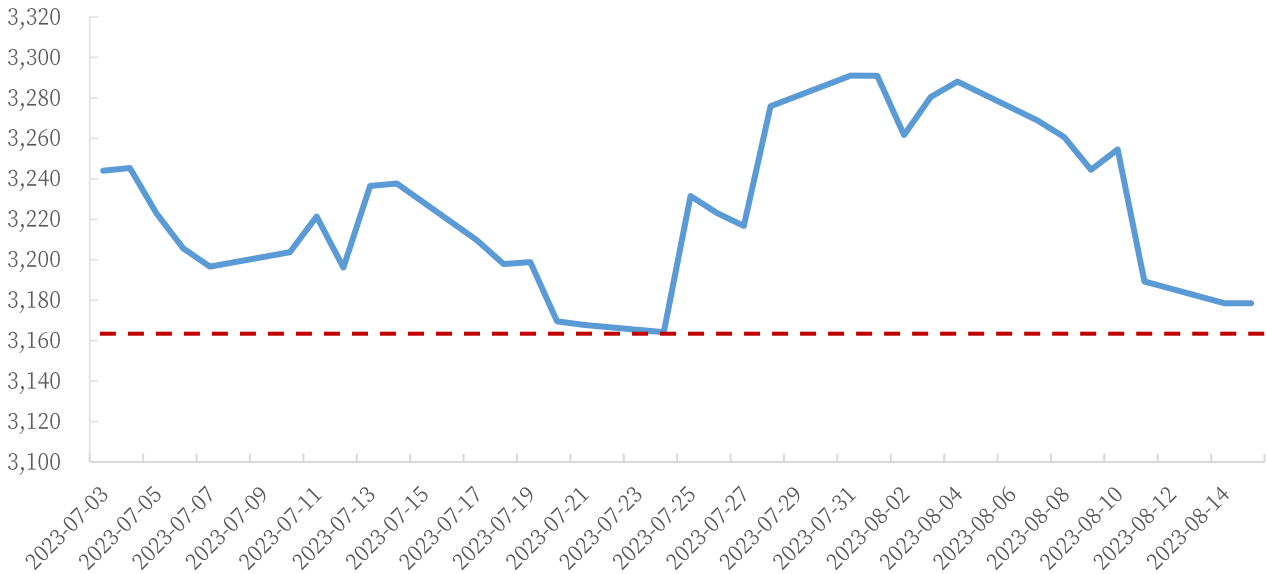
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 美中利差扩大令人民币汇率承压




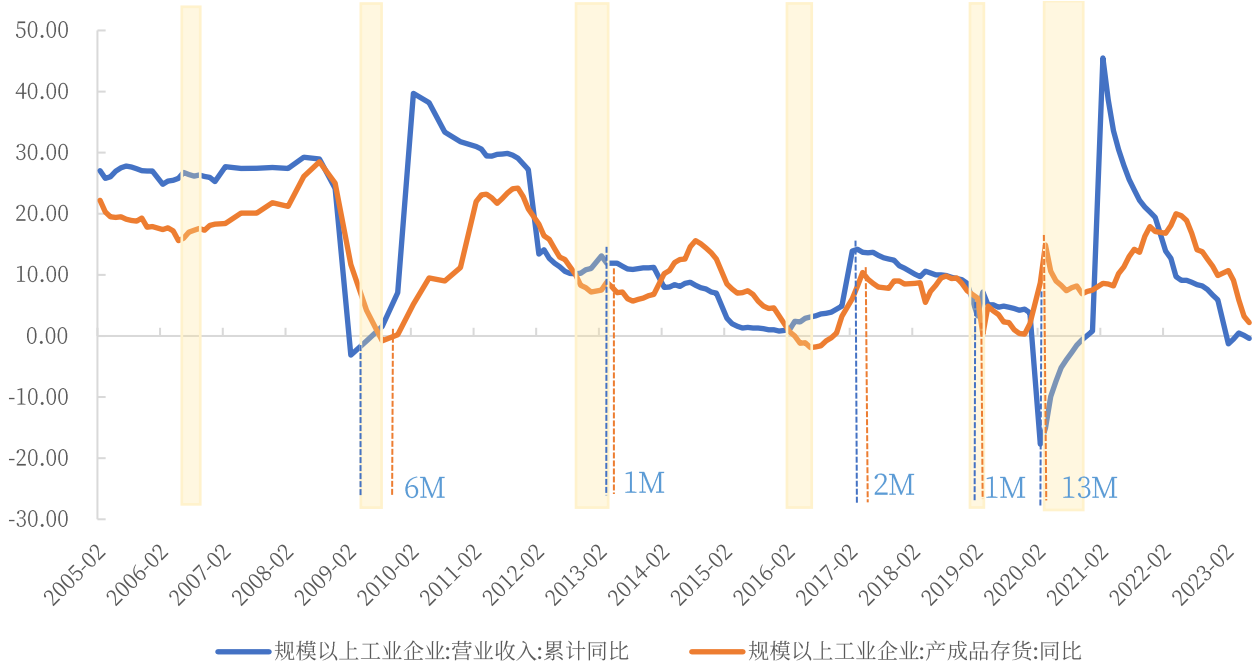
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

图5 8 月上证指数震荡回调，接近7月底位置



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

图6 2005 年以来库存周期与盈利周期 (%)



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理（注：黄色阴影部分为 6 次“被动去库存”阶段，蓝色虚线为盈利拐点，橙色虚线为库存拐点，二者之间为库存周期相较盈利周期的滞后）

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637