



靳毅：为何央行选择在此时 进行降息？



意见领袖 | 靳毅

核心观点

美联储仍在加息途中，为何央行选择在此时进行降息？我们认为主要有三个原因：

(1) 7月美国通胀低于预期，美联储超预期加息概率下降。目前美国实际利率已经回正，预计仍将继续对需求与通胀产生抑制作用。在此情况下，美联储超预期加息概率下降，使得后续中美利差倒挂幅度可控。

(2) 大额出口顺差构成坚实“外汇安全垫”，使得央行敢于打破历史惯例。欧美近乎躺平式的防疫政策，目标是“保障需求”，却造成了劳动力“供给不足”、供应链混乱和通胀上升；而中国严格的防疫政策，目标是“保障供给”。由此带来的大额出口顺差构成的“外汇安全垫”，缓解了由中美利差倒挂带来的资本外流的担忧，因此给予了央行本次降息的空间。

(3) 地产仍有下行压力，“稳地产”先看降息、后看财政。回顾美国、日本的施政历史，当地产周期下行时，当局通常最先进行降息托底。只有当降息无法完全扭转地产下行趋势，当局才会使用财政手段。因此参考美、日的施政经验，对于当前中国的房地产局势来说，降息是稳地产的第一步。

本次央行敢于打破历史惯例降息，将进一步打开中长端利率下行空间。我们有可能复刻80年代初的日本，引领新一轮全球降息潮。在具体操作上，

考虑到 1Y 以下短端，已经由于前期流动性宽松充分下行。9 月份后随着专项债下拨结束，资金利率反而可能边际上行，因此本次降息将更加利好期限利差较高的中长久期品种，债市曲线预计进一步走平。在具体操作上适度拉长久期，博取后续央行继续降息的预期发酵与实际落地前后，中长端利率下行带来的资本利得收益。

风险提示

“新冠”疫情超预期、央行货币政策超预期、海外通胀超预期、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。



报告正文

1、8月MLF、逆回购降息点评

8月15日，人民银行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对8月16日MLF到期的续做）和20亿元公开市场逆回购操作，MLF操作利率2.75%、逆回购操作利率2.0%，均较上期下行10BP。

本次降息超出市场预期，因为央行刚刚在《二季度货币政策执行报告》中表示：“公开市场7天期逆回购和中期借贷便利（MLF）的中标利率均保持不变，这有助于在全球主要央行加息背景下平衡好内、外部均衡”。目前，美联储仍在加息途中，为何央行选择在此时进行降息？我们认为主要有三个原因：

(1) 7月美国通胀低于预期，美联储超预期加息概率下降。

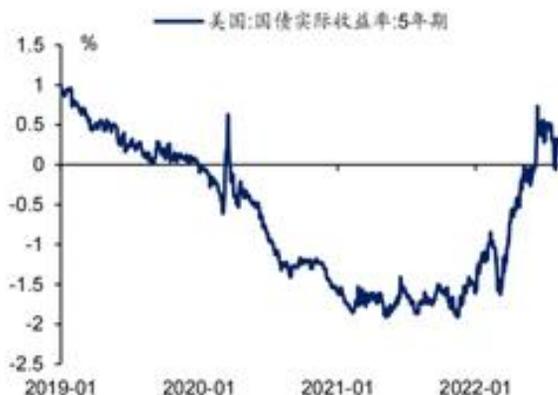
7月美国CPI同比增长8.5%，低于市场预期。本次美国通胀低于预期，主要源于前期美联储大幅加息、有效地抑制了能源需求，带来全球油价的震荡走低。目前美国实际利率已经回正，预计仍将继续对需求与通胀产生抑制作用。在此情况下，美联储加息已经步入后周期，超预期加息概率下降，使得后续中美利差倒挂幅度，以及对跨境资本流动产生的冲击可控。

图 1: 油价下跌减缓美国通胀压力



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 美国实际利率已经回正



资料来源: Wind, 国海证券研究所

(2) 大额出口顺差构成坚实“外汇安全垫”，使得央行敢于打破历史惯例。

我们曾在 1 月 17 日报告《还会有下一次降息么？》梳理历史，发现央行从来没有在美联储加息周期中进行过降息。但本次央行敢于打破历史惯例，底气来源于当前大额出口顺差构成坚实的“外汇安全垫”。

二季度以来，中国出口增速持续上行，根本上得益于我们特殊的“防疫优势”。我们在 8 月 14 日报告《需要担忧通胀么？》有过总结，欧美近乎躺平式的防疫政策，目标是“保障需求”，却造成了劳动力“供给不足”、

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45194

