



靳毅：人民币贬值，会制约 央行降息么



意见领袖 | 靳毅

8月15日人民银行调降MLF操作利率，带来债市利率普遍下行后，人民币汇率也同时出现贬值行情。债市投资者普遍关心，当前人民币的贬值压力，是否会制约央行做出新一轮降息决策？我们认为可能性较低，主要有以下三个原因：



(1) 美联储加息顶部逐渐明确，超预期加息概率较小；目前美国实际利率已经回正，7月份以来美国消费贷款增速见顶回落，预计仍将继续对需求与通胀产生抑制作用。在此情况下，美联储加息显然已经步入后周期，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。

(2) 短期内，欧洲、日本低利率政策推升美元，但同时带来中国大额出口顺差，构成人民币汇率“安全垫”。在美国以外大型经济体，仍普遍

实行低利率刺激需求的背景下，由于本地供给短缺，上述需求多外溢至中国出口部门，使得中国商品出口有支撑、形成大额顺差，并构成人民币汇率“安全垫”。

(3) 随着欧元区走上“加息控通胀”的道路，美元不存在长期升值趋势。在此之前，中国央行主要通过汇率工具而非货币政策，管理阶段性人民币贬值预期。我们认为，本轮人民币贬值更多地属于短期波动、而非长期趋势——8月份央行降息，也反映出监管层的这一预判。因此下阶段货币政策预计仍将“以我为主”，这一轮人民币贬值，一是持续时间不长、压力可控；二是不会成为下阶段央行降息的明显掣肘。

风险提示美联储货币政策超预期、欧央行货币政策超预期、中国央行货币政策超预期、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、人民币贬值，会制约央行降息么？

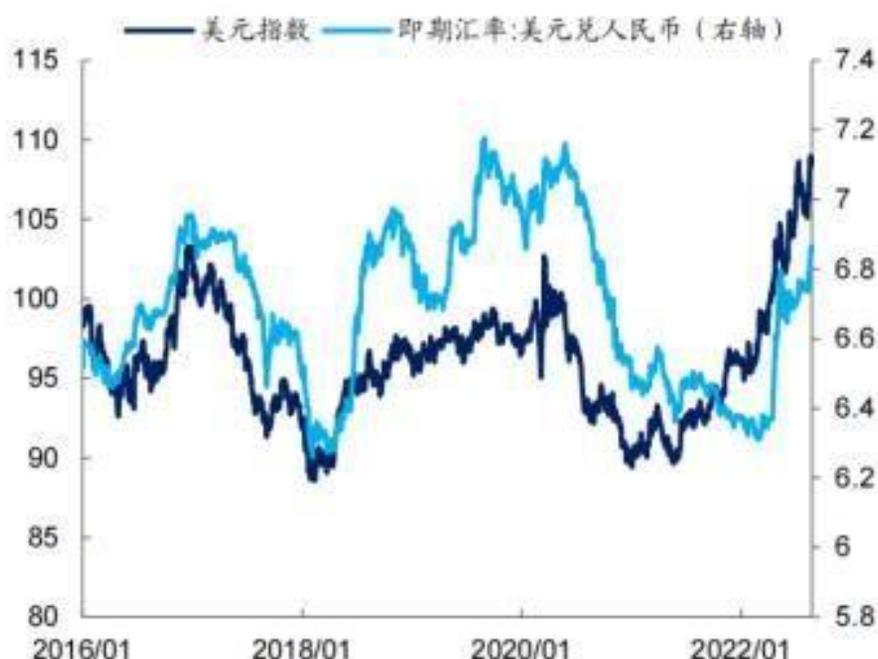
8月15日人民银行调降MLF操作利率，带来债市利率普遍下行后，人民币汇率也同时出现贬值行情。人民币兑美元即期汇率，由8月15日的6.76:1，贬值至8月26日的6.86:1，期间贬值1.44个百分点。

债市投资者普遍关心，当前人民币的贬值压力，是否会制约央行做出新一轮降息决策？我们认为可能性较低，主要有以下三个原因：

(1) 美联储加息顶部逐渐明确，超预期加息概率较小；

8月28日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上发表讲话，表示美联储加息至限制性水平后可能会保持一段时间，历史经验显示不要过早放松政策。近期美联储的鹰派讲话，降低了市场对于明年美联储降息的预期，同时催生美元走强与人民币走贬的行情。

图 1：人民币汇率与美元指数挂钩

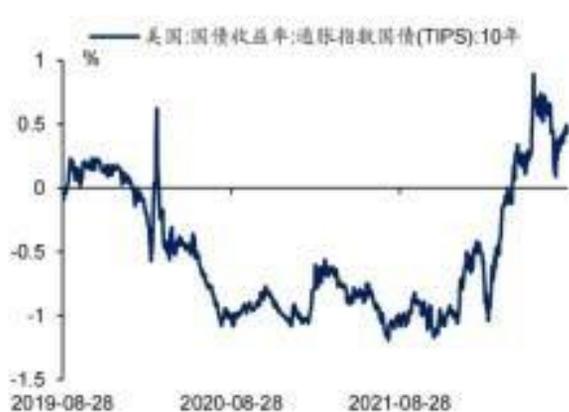


资料来源：Wind、国海证券研究所

但在另一方面，我们认为美联储加息顶部已经逐渐清晰。8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，7月份以来美国消费贷款增速见顶回落，预计仍

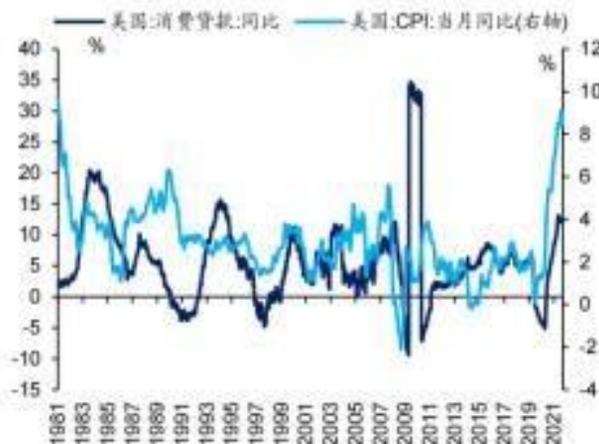
将继续对需求与通胀产生抑制作用。在此情况下，美联储加息显然已经步入后周期，超预期加息概率下降，使得后续中美利差倒挂幅度，以及对跨境资本流动产生的冲击可控。

图 2：美国实际利率已经回正



资料来源：Wind、国海证券研究所

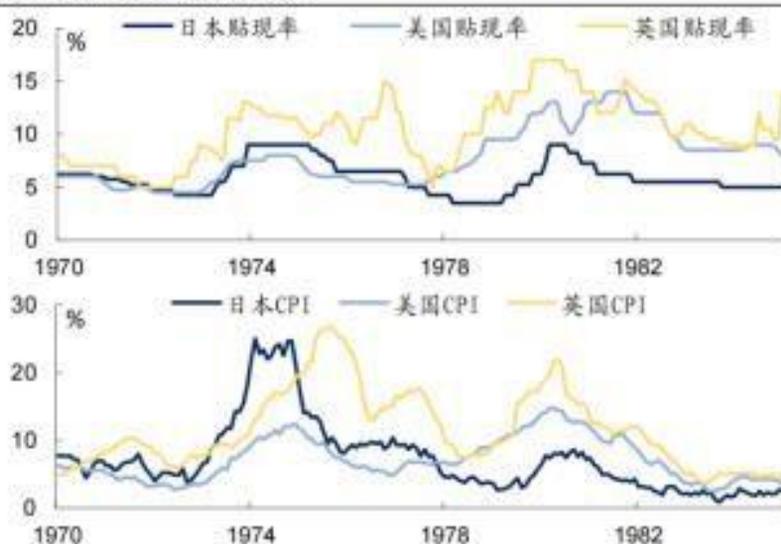
图 3：美国消费贷款增速已经见顶



资料来源：Wind、国海证券研究所

在此情况下，即使明年美联储将政策利率“横盘”一段时间控制通胀，也不会影响低通胀国家的降息决策。在 8 月 9 日报告《谁来引领全球降息潮？》中我们曾表示：中国“保供给”的抗疫格局，使得本轮中国通胀压力较小。美联储加息进入尾声后，我们最有可能复刻 80 年代初的日本，引领下一轮全球降息潮。

图 4：70 年代美、英、日通胀及政策利率情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

(2) 短期内，欧洲、日本低利率政策推升美元，但同时带来中国大额出口顺差，构成人民币汇率“安全垫”。

美元升值的另一个重要因素，在于欧洲、日本等其他大型经济体由于自身基本面较差，倾向于实行低利率政策，造成了欧元、日元等主要货币的贬值，并反向推升了美元指数。

但与此同时，上述经济体实行低利率政策支撑需求，利好中国商品出口。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

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_45615

