

## 四大央行货币政策和汇率市场半年度展望： 分歧加剧，预期收敛

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

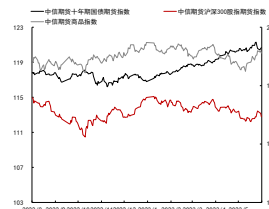
2024H2，海外货币政策分歧加剧，市场预期收敛。美联储货币政策摆布需考虑滞胀风险；欧央行数据依赖思路下或继续降息两次；日银对推升通胀的因素抱有侥幸；人行调控利率曲线愈发精细。美元指数走强至 107 - 110，人民币运行在 7.1 - 7.3。

### 摘要：

- **美联储货币政策前景展望：货币政策摆布与滞胀风险。**美联储能否正视通胀问题成为软着陆与否的关键。情形一是美联储放弃今年降息选项，甚至重新考虑加息，通胀有效回落，居民支出前景改善，抬高软着陆概率，美元指数将走强至 107 - 110；情形二是美联储仍然抱有侥幸心理，在通胀反弹背景下优先考虑就业市场，抬高滞胀风险，降低软着陆概率，美元指数将回落至 100 以下。
- **欧央行货币政策前景展望：持重有度。**开启降息不改欧央行数据依赖的货币政策思路，通胀回落前景下，欧央行货币政策的基线情形或为 9 月、12 月各降息一次，全年降息 3 次。悲观预期下，考虑到欧元区企业利润率快速下降对于就业市场以及居民消费信心的影响，欧央行可能在四季度不止降息一次，全年或降息 4 次，欧元在欧央行与美联储货币政策分化下或走弱至 1.05。
- **日本银行货币政策前景展望：空中楼阁。**日本银行对劳动力供应结构短缺推升通胀的能力存在高估和侥幸，忽视了外生因素和货币政策对通胀的决定性推升作用，忘记了企业冻结物价的根源：居民消费动能不足。因此，日银对于后续升息节奏和幅度的探讨，所基于的假设难以得到数据层面的有效验证，更像是脱离地表的空中楼阁，日元将不可避免地贬向 170。
- **中国人民银行货币政策前景展望：广谱利率各司其职。**以有效融资需求为锚点，预计今年新增社融 31 万亿，新增基础货币 1.2 万亿，年初降准提供 1 万亿，后续降准再提供 1 万亿，结构性货币政策工具提供 2000 亿，MLF 回笼 1 万亿。若房地产政策效果有限，禁止“手工补息”应已为直接调降 LPR 打开空间。人民银行对于广谱利率的不同操作，分别兼顾内外均衡、金融稳定、中介目标、并衍生为充分就业和通胀温和回升。上述组合有利于人民币运行在 7.1 - 7.3。

**操作建议：**购汇需求把握远期贴水机会，结汇需求可在区间上沿择机而出。

**风险提示：**1) 美国劳动力市场快速走弱。将驱动美联储开启趋势降息周期。2) 欧元区薪资增速反弹。将驱动欧央行持续鹰派。3) 日本出口快速转暖。或拉动实际薪资转正，支撑日银实质性转紧。



### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

于浩淼  
021-80401729  
yuhaomiao@citicsf.com  
从业资格号 F03093894  
投资咨询号 Z0020033

## 目 录

摘要:	1
一、2024Q2 回顾：人民币窄幅波动	5
二、美联储货币政策前景展望：货币政策摆布与滞胀风险	6
（一）回顾篇：“软着陆”概率降低	6
（二）展望篇：通胀反弹“渐入佳境”	15
（三）美联储货币政策和美元指数展望：货币政策摆布与滞胀风险	19
三、欧央行货币政策前景展望：持重有度	21
（一）回顾篇：鹰派降息	21
（二）展望篇：通胀回落前景与就业市场风险	25
（三）欧央行货币政策和欧元展望：持重有度	32
四、日本银行货币政策前景展望：空中楼阁	34
（一）回顾篇：日银官员如何看待日本通胀前景？	34
（二）展望篇：工资向物价的传导道阻且长	38
（三）日本银行货币政策和日元展望：空中楼阁	43
五、中国人民银行货币政策前景展望：广谱利率各司其职	45
（一）回顾篇：以退为进	45
（二）展望篇：“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”对流动性有何影响？	47
（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：广谱利率各司其职	52
五、汇率展望	53
（一）市场展望：分歧加剧，预期收敛	53
（二）风险因子	55
免责声明	56

## 图目录

图表 1：回顾 2024Q2 人民币走势：7.20-7.25 区间窄幅波动	5
图表 2：2024Q1，美国 GDP 略有降温，核心通胀环比增速反弹	7
图表 3：美国核心通胀分项近 3 个月季调环比折年率	8
图表 4：据 SF Fed，截至 2024 年 4 月，美国居民超额储蓄为-1700 亿	9
图表 5：Hutchins Center 的 FIM 指标由正转负	9
图表 6：根据 Kansas Fed，货币政策对失业率的影响的峰值在 10 个季度附近	10
图表 7：根据 Chicago Fed，货币政策对实际 GDP 增速的负面影响峰值在 2023Q2 - 2024Q1	10
图表 8：政府转移支付 + 税收 + 联邦政府增加付息对于名义 GDP 的间接影响	11
图表 9：实体部门债务有效利率 / 联邦基金目标利率仅 8%	12
图表 10：基准情形下，利息覆盖比例在 2023Q4 - 2026Q3 以相对缓慢的速度回落至疫情前水平	12
图表 11：实际薪资增速的降幅远远大于名义薪资，背后是通胀反弹动能带来的实际薪资侵蚀效应	13
图表 12：2023H2 以来居民实际收入预期和通胀预期之间的相关性转负	14
图表 13：2023H2 以来耐用品实际消费支出和对应物价之间的反向关系	14

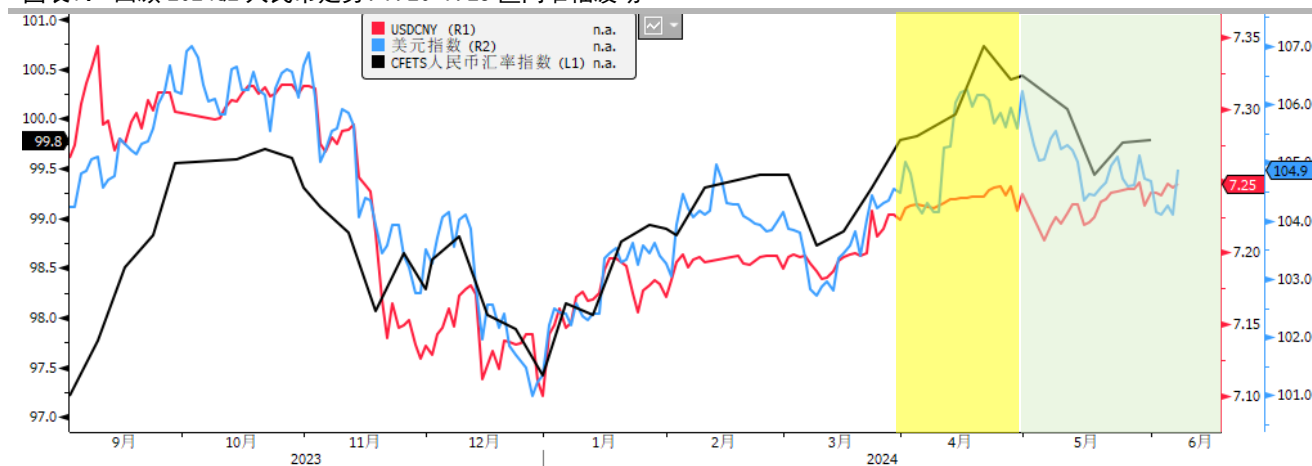
图表 14: 2024 年 2 月以来增长意外指数和通胀意外指数间的负向关系 .....	15
图表 15: 美国通胀内部相关性并未被明显压低, 且在通胀增速触顶回落前就再度反弹 .....	16
图表 16: 美国薪资增长情况出现逆转, 低端就业实际薪资过高 .....	17
图表 17: 美国小企业单位劳动力成本出现更快斜率上升 .....	17
图表 18: NFIB 企业招工指数快速回落, 但薪资指数触底反弹 .....	18
图表 19: 是高抵押贷款利率 + 固定利率抵押贷款为主, 利率走高进一步放大二手房东惜售情绪, 压低二手住宅库存 .....	19
图表 20: 欧元区 2024Q1 GDP 增速反弹, 主要由净出口拉动 .....	21
图表 21: 欧元区 4 月零售再度走弱 .....	22
图表 22: 欧元区 5 月通胀反弹, 主因基数效应 + 服务通胀再度反弹 .....	22
图表 23: 欧央行 2024 年 6 月上调 2024 年 GDP 增速、整体通胀 (HICP) 与核心通胀 (HICPX) 增速 .....	23
图表 24: 近一年截至 2024 年 6 月, 欧央行通胀路径预测, 预测准确性与稳定性高 .....	24
图表 25: 欧元区进口价格增速领先 PPI 增速, 领先欧元区核心商品通胀增速 .....	25
图表 26: 欧央行 2024 年 6 月预测进口商品与服务价格、能源、食物项通胀增速 .....	26
图表 27: 欧元区服务通胀居高不下主要由于薪资敏感性服务业通胀高企 .....	26
图表 28: 欧元区协议薪资与职工薪酬增速自 2023 年四季度开始回落, 但 2024Q1 又有所反弹 .....	27
图表 29: 欧元区 GDP Deflator 分解: 单位利润继续被压缩 .....	27
图表 30: ECB 薪资跟踪指标随着覆盖合同范围增大, 薪资跟踪指标明显回落 .....	28
图表 31: Indeed 发布的新招工薪资增速 4 月继续回落 .....	28
图表 32: 4 月企业电话调查 CTS: 2024 薪资预期左移 (上); 4 月企业融资渠道调查 SAFE: 各行业薪资增速下降 (下) .....	28
图表 33: 欧盟委员会分部门调查信心指数: 5 月继续低位徘徊 .....	29
图表 34: 欧元区实际零售与零售业未来预期疲软 .....	30
图表 35: ECB 6 月预测 2024 年 GDP 增速更高源于净出口与投资, 净出口增速预测提升主要由于进口增速预测回落, 国内需求增速变动不大 .....	30
图表 36: ECB 预计欧元区总就业在 2024Q2-2026Q4 环比增 0.1%, 失业率由当前近 30 年最低水平继续回落 .....	31
图表 37: 2024Q1 欧元区企业利润率继续快速回落, 企业招工或继续下降并放弃劳动力囤积, 失业率在当前极低水平可能反弹 .....	31
图表 38: 日本 GDP 各分项贡献 .....	34
图表 39: 日本通胀拆解 .....	35
图表 40: 日本制造业产出和居民消费指数 .....	35
图表 41: 日本历年“春斗”, 基本工资增速也鲜有负增。但月度定期现金收入却从 2000 年以来趋势回落 .....	39
图表 42: 就业结构中兼职人数占比由 2000 年的 20% 抬升至 2020 的 38%, 而兼职薪资普遍低于全职 .....	39
图表 43: 是兼职工作时长自 1995 年以来快速回落 .....	40
图表 44: 截至去年底, 物价对薪资的响应函数依旧不统计显著 .....	41
图表 45: 无论是薪资还是通胀构成中, 本土需求因素较疫情前并未出现明显增量驱动 .....	41
图表 46: 企业对居民薪资的定价开始松动, 但由于居民节俭造成提价困难, 企业仍以压缩利润为主 .....	42
图表 47: 毕竟历史经验来看, 日本通胀预期和增长动能的相关性高达 0.63 .....	43
图表 48: 人民币 1Yr swap point 的在岸 - 离岸价差深度倒挂, 经汇率对冲后的 1Yr CD 价格明显高于 1Yr 美债收益率 .....	46

图表 49： 各类货币市场利率纷纷向 OMO 7D 利率收敛，DR007 20DMA 基本位于 OMO 7D 上方 .....	47
图表 50： 人民银行货币政策感受指数抬升之际，中国社融（12M 求和，除政府债券）首次出现趋势性回落 .....	48
图表 51： 2022 - 2023H1 中国社融（12M 求和，除政府债券）的趋势抬升并未反馈为 PMI 的有效反弹 ...	48
图表 52： 2022 - 2023H1 中国社融（12M 求和，除政府债券）的趋势抬升并未反馈为 PMI 的有效反弹 ...	49
图表 53： 4 月，企业中长期贷款新增 4100 亿人民币，与 2018 年 4 月和 2019 年 4 月均值水平大抵相当 ..	50
图表 54： 季度的金融机构工业中长期贷款余额变动值 .....	50
图表 55： 基础货币增速和准备金率变动相关性较高 .....	51

## 一、2024Q2 回顾：人民币窄幅波动

回顾 2024Q2 人民币走势，运行在 7.20-7.25 窄幅区间波动。人民币在中美利差深度倒挂下，受强势美元制约偏弱运行。

图表1：回顾 2024Q2 人民币走势：7.20-7.25 区间窄幅波动



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

从外部压力与内部变化来看，五一劳动节可作为二季度人民币走势的分水岭，2024 年 4 月 1 日-2024 年 4 月 30 日，海外重燃通胀担忧进而推迟美联储降息预期，美元走强，人民币承压。

4 月 10 日，美国发布 3 月 CPI 数据，通胀数据全面超出预期，且是 2024 年以来连续第 3 个月超预期，美联储官员亦纷纷表态对通胀风险的担忧。

4 月 25 日，美国一季度核心 PCE 数据发布，市场预期增 3.4%，实际增 3.7%。

4 月 30 日，美国一季度就业成本指数亦超预期，薪资通胀担忧加剧。通胀反弹风险背景下，市场继续推迟美联储降息时点至 12 月，全年仅降息 1 次（2024 年 4 月 30 日），美元走强至 106 以上，人民币汇率因而承压。

五一劳动节后，2024 年 5 月 6 日至今，美元有所走弱，国内方面亦有新变化，人民币在窄幅区间震荡运行。

5 月 2 日，FOMC 发布会上鲍威尔取向偏鸽，日本财务省再度干预日元，叠加 5 月 3 日发布的美国 4 月非农数据不及预期，美元走弱。

5 月 15 日，受中国人民银行 MLF 操作偏鹰，此后市场交易地方政府收储量未售住房的消息，离岸带动在岸人民币汇率快速升值，叠加晚间公布的美国 4 月通胀数据不及预期，美元指数回落进一步推动人民币汇率升值。

五一节后，人民币中间价反而有所下调，由 5 月 6 日的 7.0994 逐步下调，



最低下调至 5 月 30 日的 7.1111，为今年 2 月以来最低水平。

## 二、美联储货币政策前景展望：货币政策摆布与滞胀风险

### （一）回顾篇：“软着陆”概率降低

自我们 3 月中旬发布季度展望报告以来，美国经济增速略显降温，实际 GDP 在 2024Q1 录得 1.3% 的季调环比折年增长、略低于实际 GDP 潜在增速（1.8%）。衡量美国国内核心内需的针对国内私人购买者最终销量季调环比折年增 2.8%，低于 2023Q4 的 3.3%，凸显强劲内需边际降温。

与此同时，衡量美国核心通胀的各项指标持续回落，但从近三个月的季调环比折年率来看，不同口径下的美国核心通胀增速进一步反弹。主要原因：一是以汽车保险、医疗服务为代表的超级核心服务通胀出现反弹；二是住房通胀略有升温；三是核心商品近三个月季调环比折年率升至 2%。在此基础上，由于原油价格上涨，2024 年以来整体 CPI 同比增速有所走高。

2023Q1 - 2024Q1，美国实际 GDP 季调环比折年率分别为 2.2%、2.1%、4.9%、3.4%、1.3%。其中针对国内私人购买者最终销量季调环比折年率分别为 3.6%、1.7%、3.0%、3.3%、2.8%。

2024 年以来美国核心 CPI 同比增速分别为 3.9%、3.8%、3.8%、3.6%。

2024 年以来美国 Cleveland Fed 中位数 CPI 同比增速分别为 4.9%、4.6%、4.5%、4.5%。

2024 年以来美国 Cleveland Fed 截尾平均 CPI 同比增速分别为 3.7%、3.5%、3.6%、3.5%。

2024 年以来美国 Atlanta Fed 粘性核心 CPI 近三个月季调环比折年率分别为 4.8%、5.1%、5.4%、4.7%。

2024 年以来美国 Atlanta Fed 粘性核心 CPI（除住宅）近三个月季调环比折年率分别为 3.8%、4.6%、5.1%、4.2%。

图表2：2024Q1，美国 GDP 略有降温，核心通胀环比增速反弹



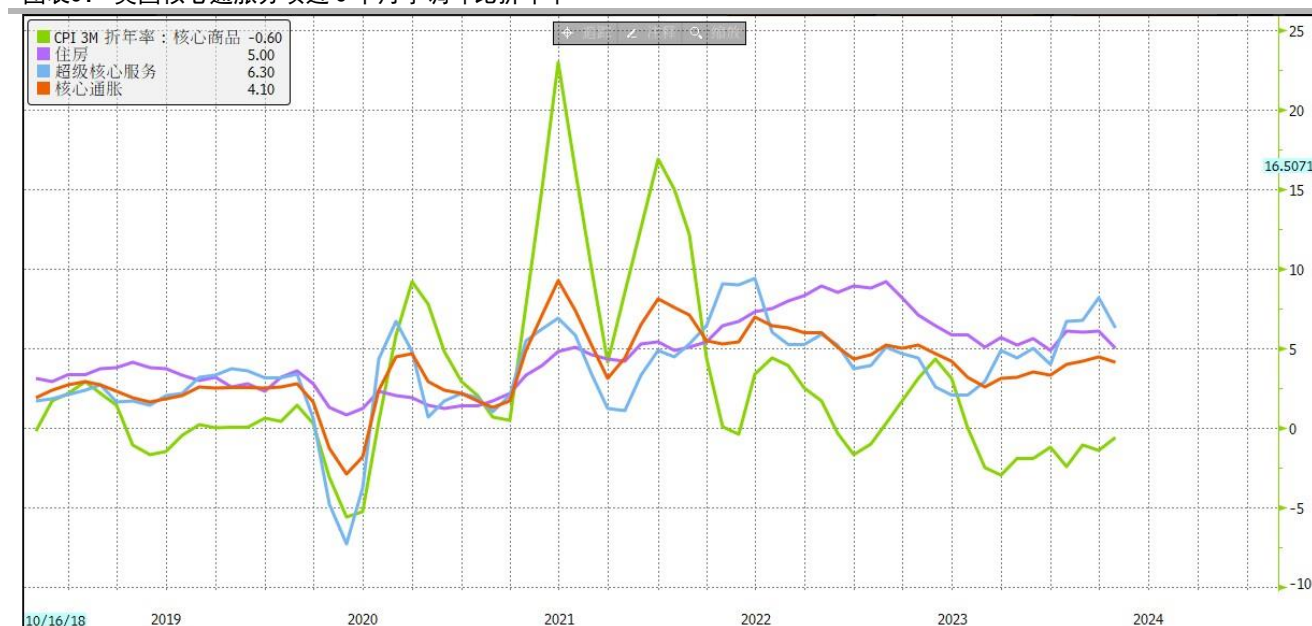
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2024 年以来美国超级核心服务 CPI 近三个月季调环比折年率分别为 6.7%、6.8%、8.2%、6.3%。

2024 年以来美国住房 CPI 近三个月季调环比折年率分别为 6.1%、6.0%、6.1%、5.0%。

2024 年以来美国核心商品 CPI 近三个月季调环比折年率分别为-2.4%、-1.1%、-1.4%、-0.6%。

图表3：美国核心通胀分项近3个月季调环比折年率



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

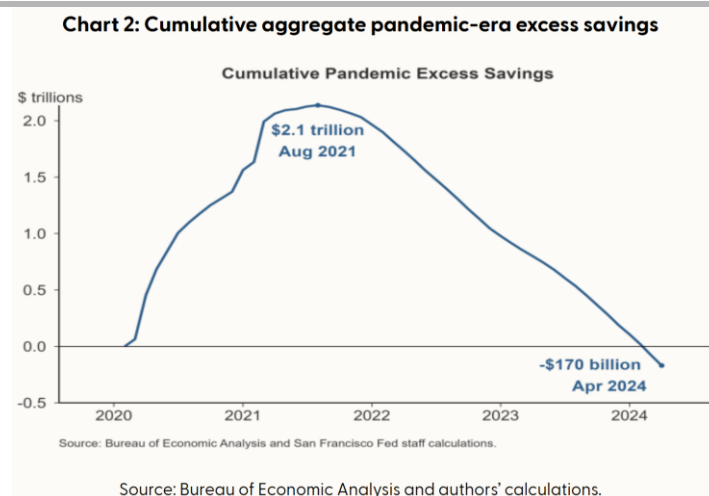
2024 上半年行将结束，面对有所走弱的美国增长，市场对其因素的探讨众说纷纭，包括但不限于超额储蓄正式耗尽、财政由刺激转为拖累、美联储货币政策传导的滞后效应开始显现等。

2024 年至今，除却上述 Q1 实际 GDP 增速有所放缓外，还包括其他数据走势偏软；包括但不限于 4 月零售销售环比增速持平、4 月实际消费支出环比增速转负、4 月成屋签约销售指数环比负增等。

面对整体走弱的经济数据，市场对其因素的探究众说纷纭，包括但不限于其一是超额储蓄耗尽：据 San Francisco Fed 测算，截至 2024 年 4 月，美国居民超额储蓄为-1700 亿。



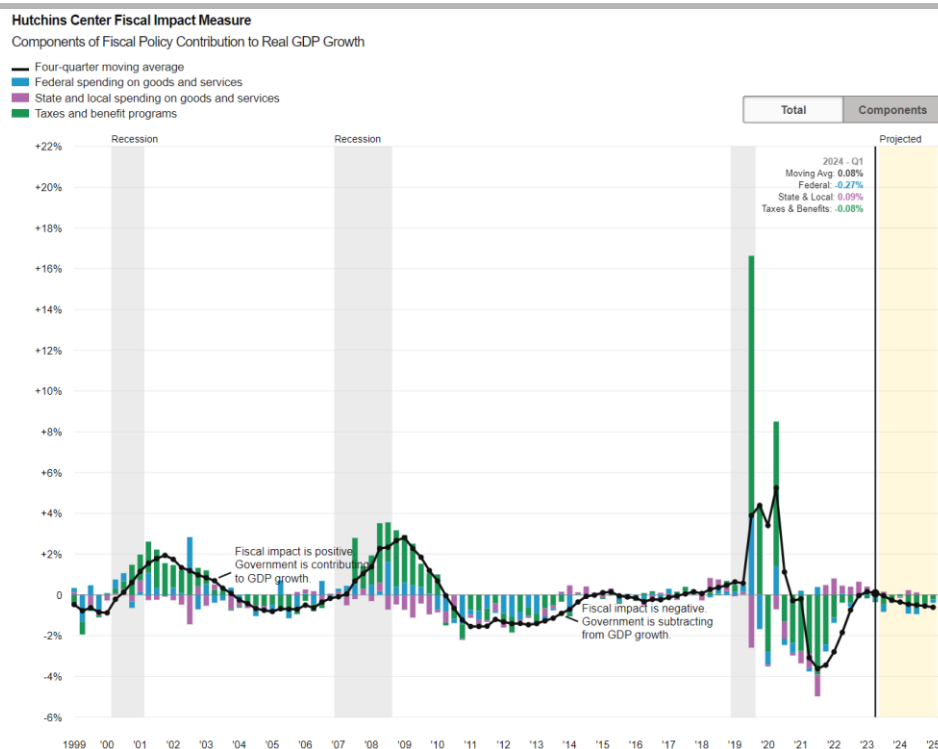
图表4：据 SF Fed，截至 2024 年 4 月，美国居民超额储蓄为-1700 亿



资料来源：SF Fed 中信期货研究所

其二是美国财政由刺激转为拖累：美国月度级别财政赤字率由 2023 年 6 月的 8.3% 升至 2024 年 4 月的 5.7%，企业所得税今年以来同比增 13.9%，个人所得税今年以来同比增 15.5%，造成个人可支配收入口径下的所得税支出今年以来同比增 7.0%。在上述背景下，Hutchins Center 的 FIM 指标由正转负（FIM 指标如果为正，表明财政政策对经济实际产出为促进作用，否则为抑制作用）。

图表5：Hutchins Center 的 FIM 指标由正转负

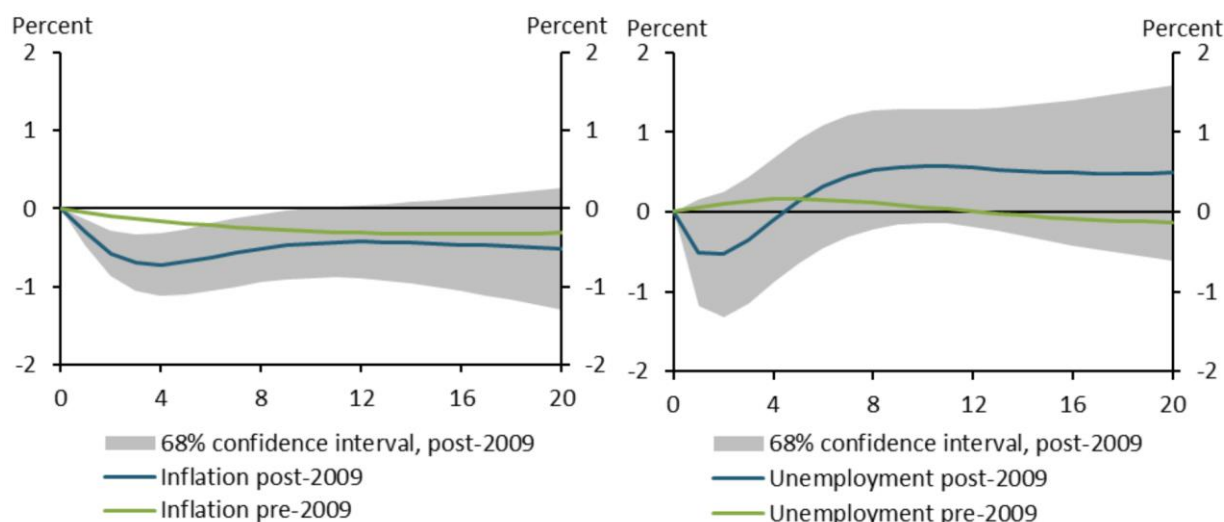


资料来源：Hutchins Center 中信期货研究所

其三是美联储货币政策传导的滞后性虽迟但到：根据 Kansas Fed，货币政策对失业率的影响的峰值在 10 个季度附近；根据 Chicago Fed，货币政策对实际 GDP 增速的负面影响峰值在 2023Q2 - 2024Q1。考虑到美联储于 2022Q1 启动加息，目前可能处于货币政策收紧对增长负面影响最大的时期。

图表6：根据 Kansas Fed，货币政策对失业率的影响的峰值在 10 个季度附近

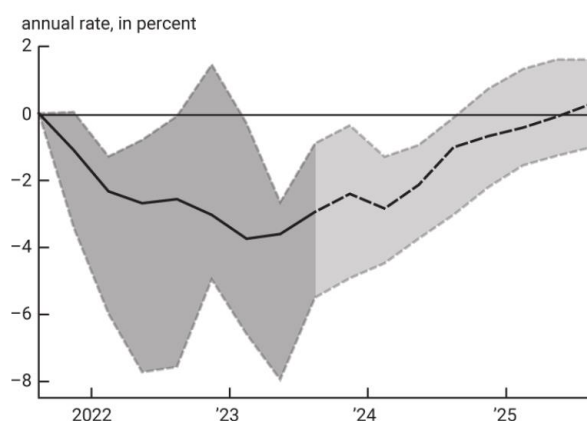
Chart 2: Macroeconomic responses to an unexpected policy tightening, pre- and post-2009



资料来源：Kansas Fed 中信期货研究所

图表7：根据 Chicago Fed，货币政策对实际 GDP 增速的负面影响峰值在 2023Q2 - 2024Q1

D. Effect on real GDP growth rate



资料来源：Chicago Fed 中信期货研究所

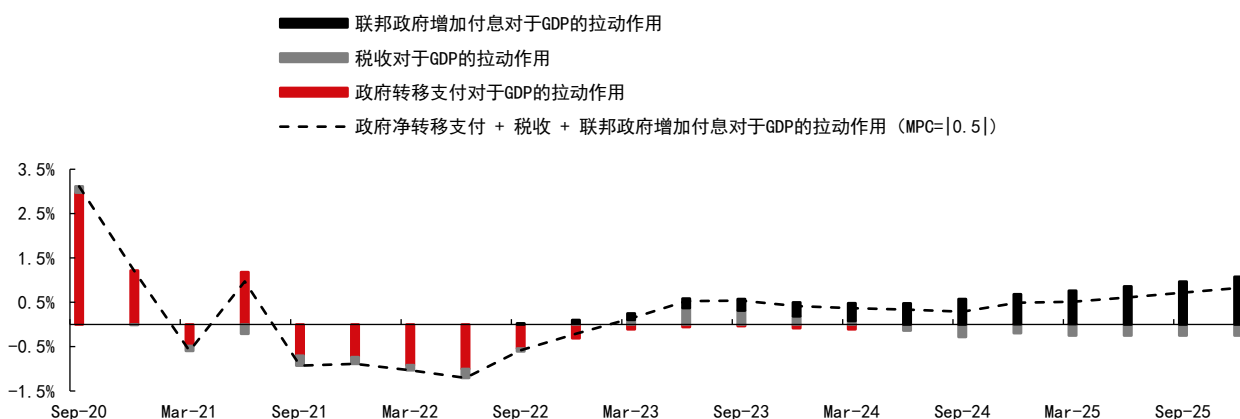
我们并不认可上述因素，反而认为正是美联储货币政策传导不畅 + 过早给出放弃加息和即将降息的前瞻指引，造成通胀反弹，侵蚀居民实际可支配收入和支出前景，降低软着陆概率。在数据上有以下体现：其一是 2024 年以来实际时薪增速快速回落并转负；其二是 2023H2 以来居民实际收入预期和通胀预期之间的相关性转负；其三是 2023H2 以来耐用品实际消费支出和对应物价之间的反

向关系；其四是上述现象映射为 2024 年 2 月以来增长意外指数和通胀意外指数间的负向关系。

我们并不认可上述因素，首先关于超额储蓄耗尽：并非有了超额储蓄才进行超额支出并消耗超额储蓄，反面案例包括欧元区、日本、中国。超额储蓄消耗与否是超额支出的结果，而居民的超额收入、超额财富累积、资产负债表稳健性衍生的借贷需求是影响超额支出的因素。因此，用超额储蓄来解释和预测后续支出行为属于因果倒置。

其次关于美国财政由刺激转为拖累：我们曾在报告《政府利息支出是无效支出吗？》指出，综合考虑政府转移支付、税收、联邦政府增加付息对名义 GDP 的影响，2021H1，财政政策对于 GDP 的拉动主要体现在转移支付上，但转移支付项对 GDP 的影响逐渐回落并成为负向拉动。2023H1，政府利息支出的多增与税收再次接力，财政政策推动 GDP 增长。尽管税收对 GDP 拉动作用逐渐下降并于 2024 年开始转为拖累作用，但政府利息支出的增加抵消了税收的拖累作用并继续拉动名义 GDP 增长，往后看，财政政策整体对于 GDP 的间接影响将于 2024 年 Q3 再次触底反弹，拉动 GDP 增长。

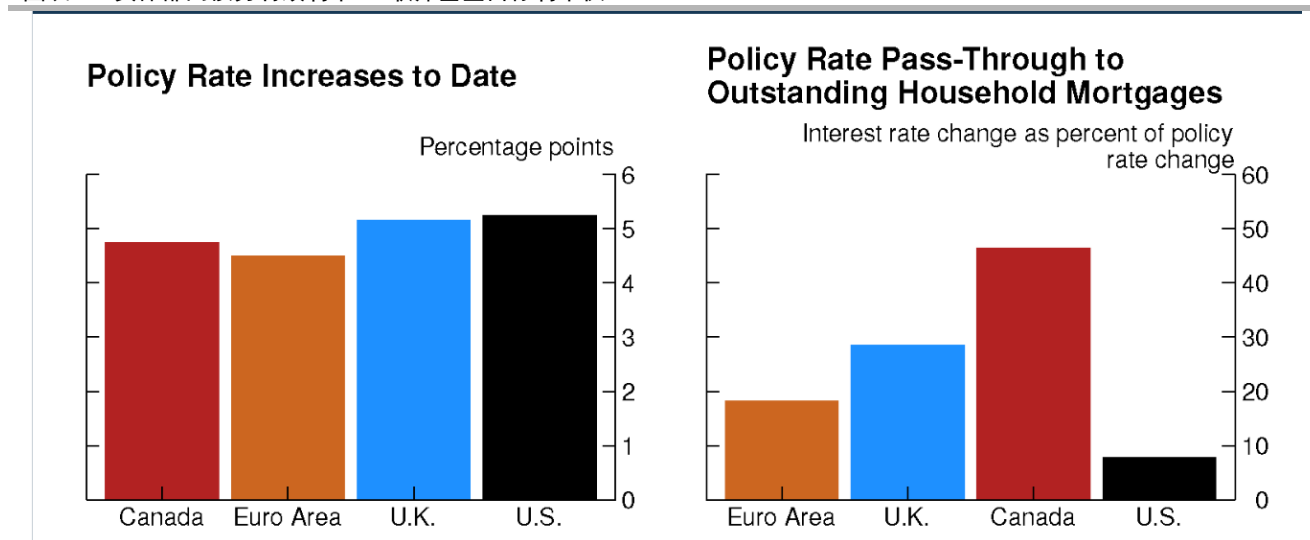
图表8：政府转移支付 + 税收 + 联邦政府增加付息对于名义 GDP 的间接影响



资料来源：BLOOMBERG NIPA 中信期货研究所

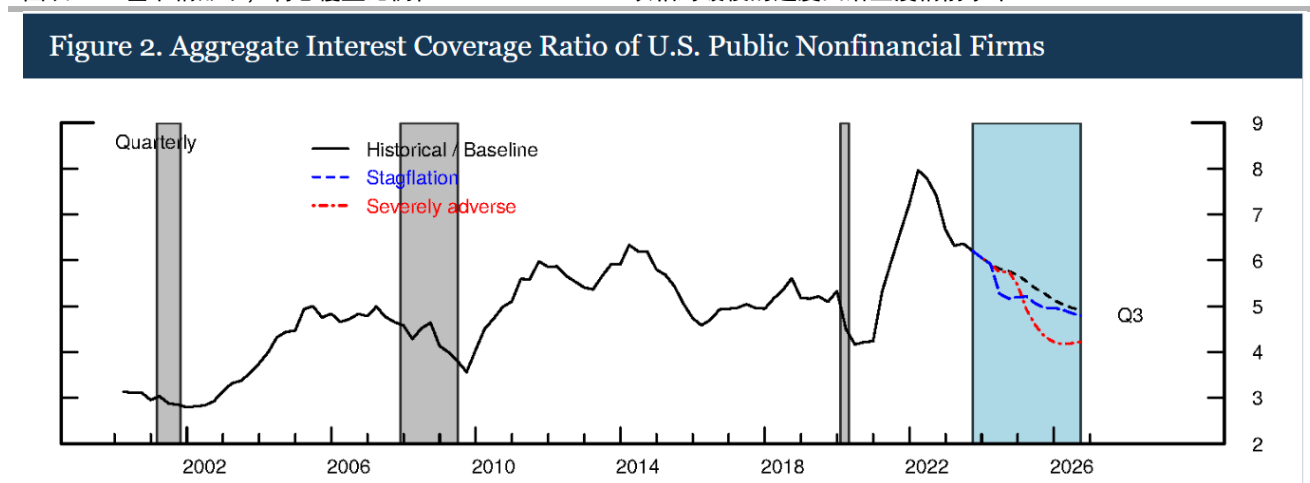
最后关于美联储货币政策传导的滞后性开始显现：我们曾在报告《美联储货币政策传导为何低效》中给出评估货币政策传导进展的系统性观测框架，由于篇幅原因在此不再展示。简单来说，第一美联储政策利率向广谱利息支出的传导依然偏慢，实体部门债务有效利率 / 联邦基金目标利率仅 8%；第二，关于美国非金融企业债务到期滚动所带来的利息支出负担问题，基准情形下，利息覆盖比例在 2023Q4 - 2026Q3 以相对缓慢的速度回落至疫情前水平，主要得益于企业利润水平保持稳健（具体参考报告《高利率环境下的美国非金融企业再融资压力》）。

图表9：实体部门债务有效利率 / 联邦基金目标利率仅 8%



资料来源：Fed 中信期货研究所

图表10：基准情形下，利息覆盖比例在 2023Q4 - 2026Q3 以相对缓慢的速度回落至疫情前水平

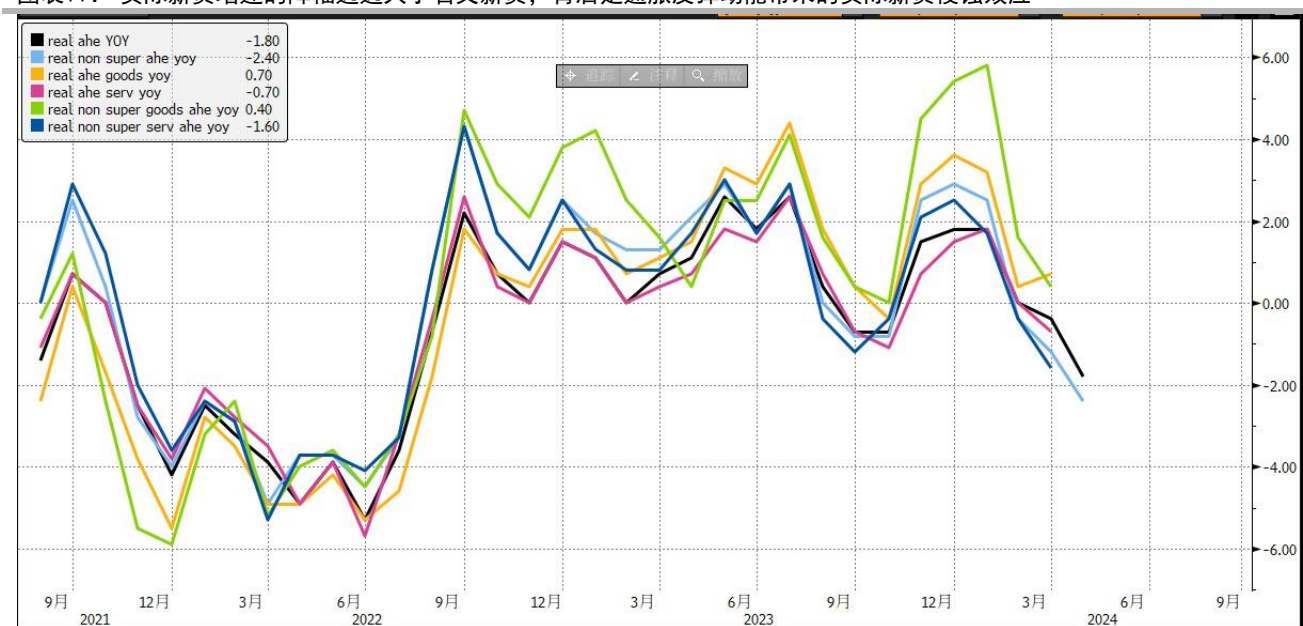


资料来源：Fed 中信期货研究所

我们认为正是美联储货币政策传导不畅 + 过早给出放弃加息和即将降息的前瞻指引，造成通胀反弹，侵蚀居民实际可支配收入和支出前景。在数据上有以下体现：

其一是 2024 年以来实际时薪增速快速回落并转负。2024 年以来，美国居民非管理从业人员名义时薪三个月季调环比折年率由 4.6% 降 2% 至 2.6%，同期实际时薪三个月季调环比折年率由 2.9% 降 5.3% 至 -2.4%，其中商品生产行业由 3.6% 降 4% 至 -0.4%、服务行业由 1.5% 降 3.5% 至 -2.0%。实际薪资增速的降幅远远大于名义薪资，背后是通胀反弹动能带来的实际薪资侵蚀效应。

图表11：实际薪资增速的降幅远远大于名义薪资，背后是通胀反弹动能带来的实际薪资侵蚀效应

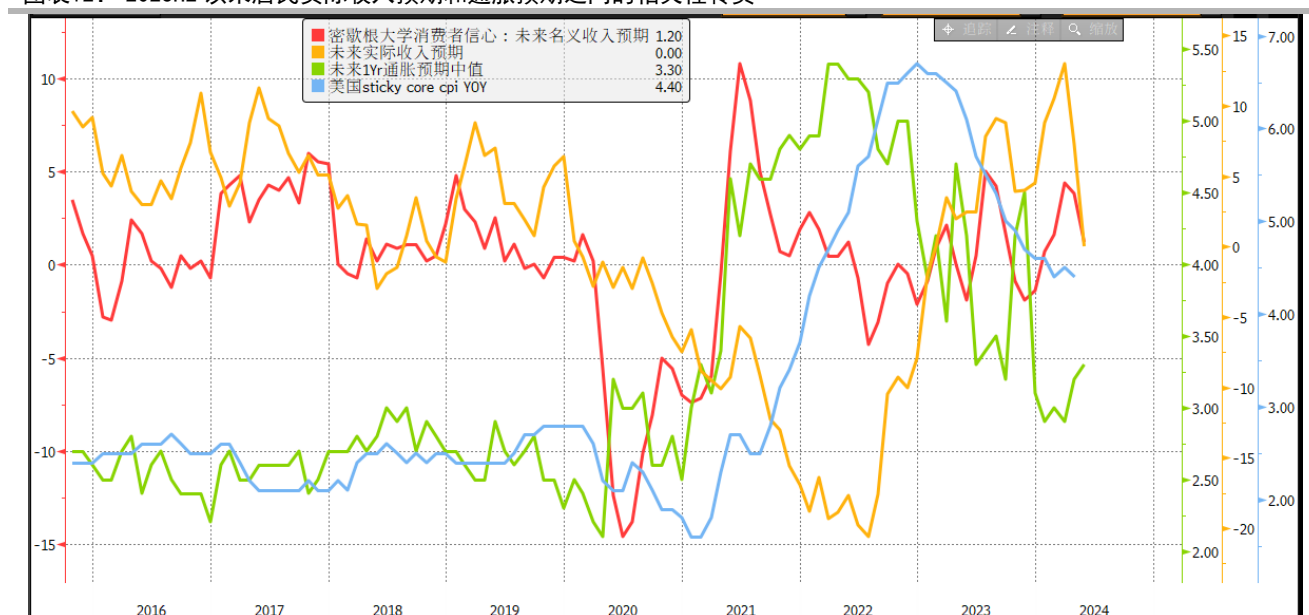


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其二是 2023H2 以来居民实际收入预期和通胀预期之间的相关性转负。以密歇根大学消费者名义/实际收入预期为居民名义/实际收入预期的代理变量，以密歇根大学消费者未来 1 年通胀预期中值为居民通胀预期的代理变量，以美国 Atlanta Fed 的粘性核心 CPI 同比增速作为实际通胀走势的代理变量，疫情以来的上述变量的联动关系可分为 4 个阶段：第一阶段是 2020H2 - 2021H1，居民名义收入预期带动通胀预期快速走高，拉低实际收入预期，期间实际通胀增速相对稳定，呈典型的名义需求扩张拉动特征；第二阶段是 2021H2 - 2022H2，居民名义收入预期快速回落，通胀预期和实际通胀双双走高，居民实际收入预期进一步回落，呈典型的供给冲击名义需求特征；第三阶段是 2022H2 - 2023H1，居民名义收入触底反弹，通胀预期和实际通胀顺次回落，拉升居民实际收入预期，呈典型的名义需求和供给同步扩张特征；第四阶段 2023H2 - 至今，实际通胀同比增速仍在回落，居民名义/实际收入预期和通胀预期呈明显的负向关系，尤其 2024 年以来，随着通胀预期反弹，名义收入预期有所回落，实际收入预期加速回落，呈典型的通胀冲击名义需求特征。



图表12：2023H2 以来居民实际收入预期和通胀预期之间的相关性转负



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其三是 2023H2 以来耐用品实际消费支出和对应物价之间的反向关系。以美国居民 PCE 实际耐用品消费支出三个月季调环比折年率为耐用品需求的代理变量，以耐用品 PCEPI 三个月季调环比折年率为耐用品通胀的代理变量，美联储加息以来可分为两个阶段：第一阶段是 2022 - 2023H1，耐用品需求略领先于耐用品通胀同步变动，呈典型的需求扩张拉动特征；第二阶段是 2023H2 - 至今，耐用品需求和耐用品通胀同步反向变动，呈典型的通胀冲击需求特征。

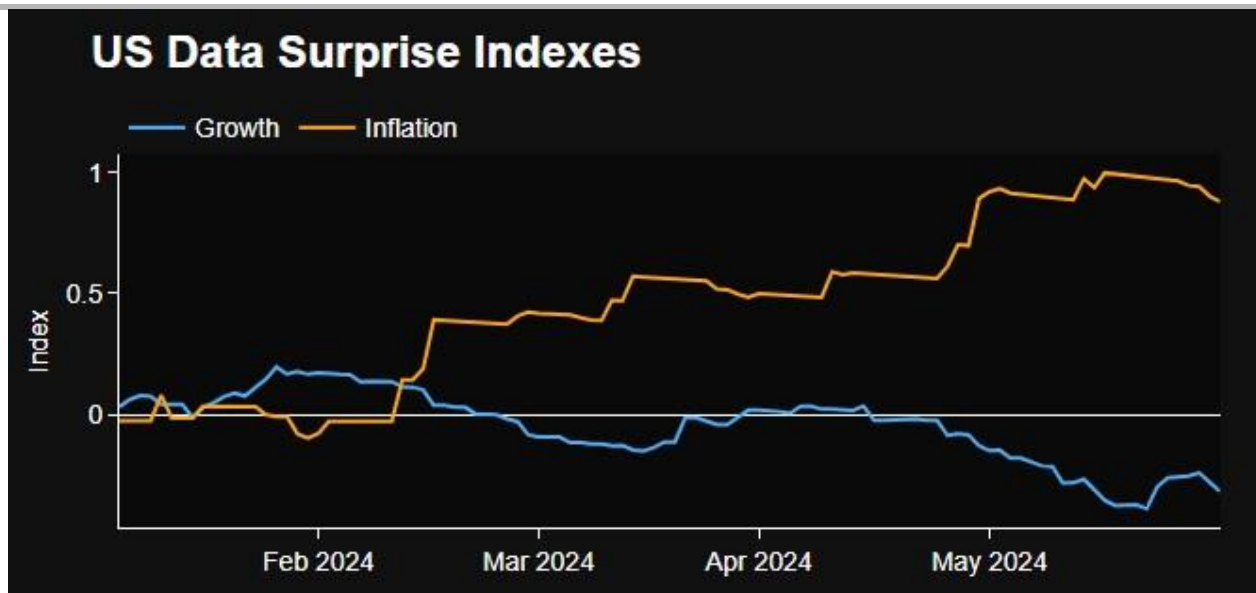
图表13：2023H2 以来耐用品实际消费支出和对应物价之间的反向关系



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其四是上述现象映射为 2024 年 2 月以来增长意外指数和通胀意外指数间的负向关系。2024 年 2 月以来，彭博增长意外指数由 0.14 回落至-0.32，通胀意外指数由-0.03 抬升至 0.88。

图表14： 2024 年 2 月以来增长意外指数和通胀意外指数间的负向关系



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

## （二）展望篇：通胀反弹“渐入佳境”

自 2023 年 11 月以来，我们已经在《四大央行货币政策和汇率市场年度展望：推迟拐点》和《四大央行货币政策和汇率市场二季度展望：通胀回落信心分化》两份展望报告中持续表达我们对通胀反弹的担忧，前者聚焦于居民弥补实际薪资的历史经验，后者借鉴于相对价格调整的经济规律。时至今日，美国通胀动能已于 2024Q1 出现明显加速，但我们并不认为接近尾声，反而是“渐入佳境”：

其一是美国通胀内部相关性并未被明显压低，且在通胀增速触顶回落前就再度反弹，与历史上有效压低通胀时“通胀内部相关性快速回落 + 缓慢反弹”的经验相悖，与历史上通胀稳定时期通胀内部相关性在 0.2 上下波动相去甚远。

通胀内部相关性是衡量通胀构成中各个分项变动方向一致性的指标，对通胀走势的指示意义可以类比于投资组合的资产相关性矩阵：在相同收益目标下，投资组合内部资产相关性越低，组合波动率越低，风险收益比越优。对于通胀这个人为构建的“投资组合”亦是如此：在既定 2% 的通胀目标下，通胀内部分项的相关性越低，实现通胀目标的货币政策成本越低，通胀实际走势越平稳。

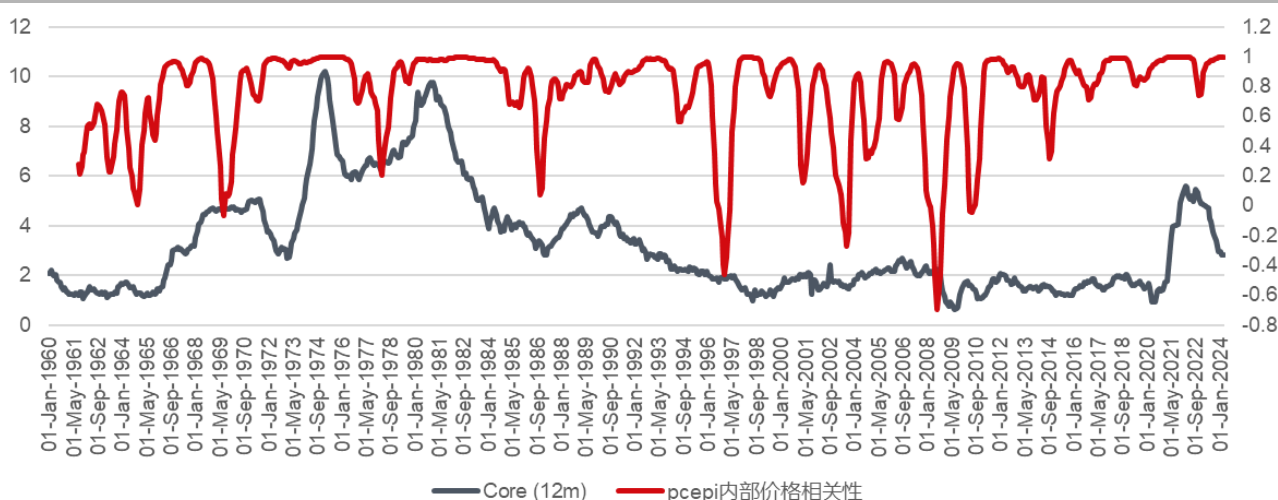
自 1970 年以来，观测通胀内部相关性和通胀读数走势之间的关系，可得到两个结论：

第一是通胀平稳时期，如 1990 - 2010 年，通胀内部相关性围绕 0.2 上下波动，高点在 0.99，低点在 -0.70，由此造就了央行的黄金年代。

第二是高通胀时期，有效压低通胀首先需要快速压低通胀内部相关性，其次需要通胀增速出现明显回落后通胀内部相关性才能反弹，最后是通胀内部相关性反弹斜率偏低。反面典型是 1970s 后半段，1976 年 4 月 - 1978 年 2 月通胀内部相关性由 0.99 回落至 0.25，彼时核心通胀同比增速为 6.72%，此后通胀内部相关性在 8 个月后反弹至 0.93，核心通胀反弹至 7% 以上。正面典型是 1983 年 1 月，通胀内部相关性由 0.99 回落至 1986 年 10 月的 0.07，彼时核心通胀同比增速为 3.0%，随后通胀内部相关性经 11 个季度才反弹至 0.94。

2022 年美联储加息以来，通胀内部相关性先是回落至 2022 年 9 月的 0.80，彼时核心通胀同比增速为 5.2%，随后在一年的时间内已经反弹至 0.98。

图表15：美国通胀内部相关性并未被明显压低，且在通胀增速触顶回落前就再度反弹



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

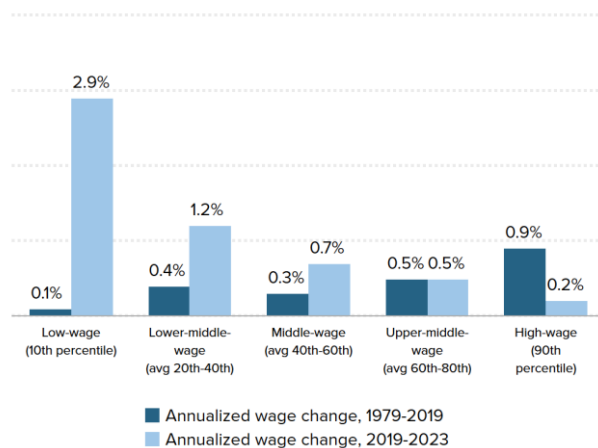
其二是低端就业实际薪资过高，造成小企业单位劳动力成本居高不下，初步呈现滞胀特征。

从实际薪资来看，根据 Economic Policy Institute, 2019 - 2023 年，位于收入分位数 10% 以下的居民录得 2.9% 的年化增长（1979 - 2019 年为年化 0.1%，下同）、收入分位数 20 - 40% 的居民录得 1.2% 的年化增长（0.4%）、收入分位数 40 - 60% 的居民录得 0.7% 的年化增长（0.3%）、收入分位数 60 - 80% 的居民录得 0.5% 的年化增长（0.5%）、收入分位数 90% 以上的居民录得 0.2% 的年化增长（0.9%）。

图表16：美国薪资增长情况出现逆转，低端就业实际薪资过高

**Wage compression in the most recent period is in stark contrast to the forty-years prior**

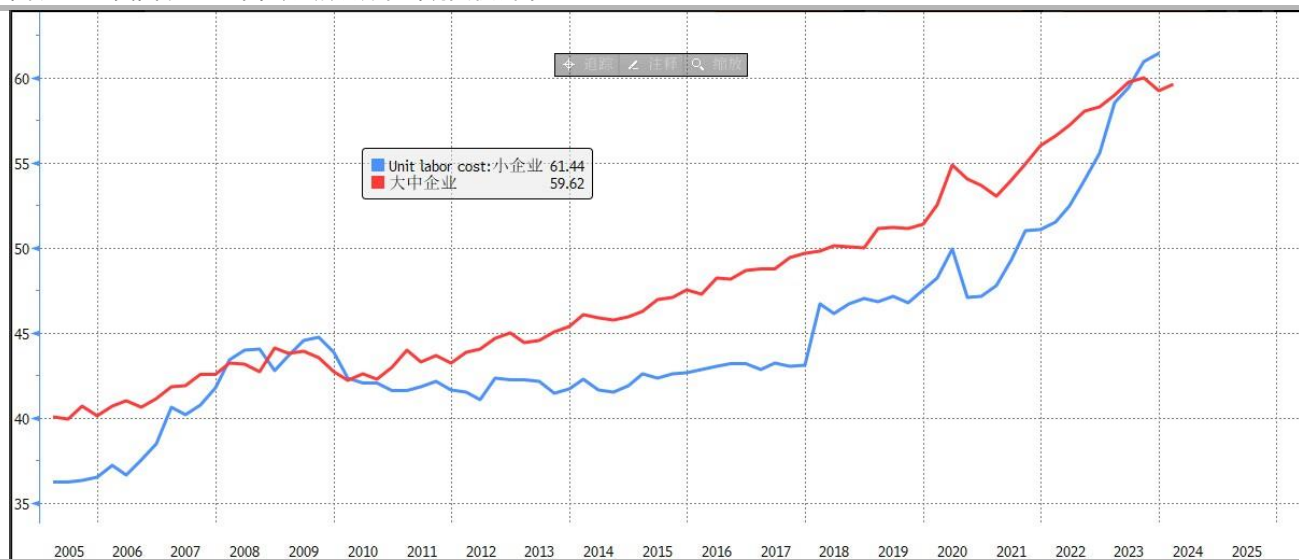
Annualized real wage growth across the distribution, 1979–2019 and 2019–2023



资料来源：Economic Policy Institute 中信期货研究所

映射到企业数据上，第一是疫情后美国小企业单位劳动力成本出现更快斜率上升，且在 2023H2 美国大中企业单位劳动力成本已初现拐点之际，小企业单位劳动力成本仍在抬升。

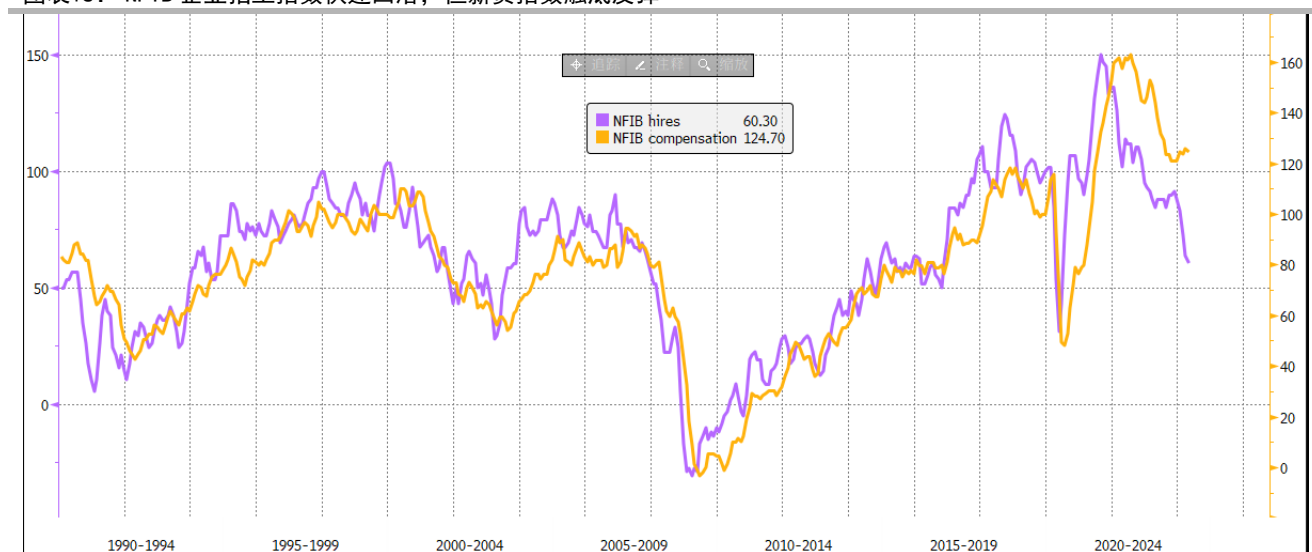
图表17：美国小企业单位劳动力成本出现更快斜率上升



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第二是根据 NFIB 数据，2023 年 11 月以来，NFIB 企业招工指数快速回落，但薪资指数触底反弹，开始初步呈现滞胀特征，考虑到 NFIB 统计范围以中小企业为主，可能更多受到低端劳动力薪资高速增长的负面影响。

图表18：NFIB 企业招工指数快速回落，但薪资指数触底反弹



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其三是高利率环境对于房价的抑制作用开始扭转，传导渠道之一是高抵押贷款利率 + 固定利率抵押贷款为主，二手房东惜售情绪浓厚，2023 年 Q2 以来，伴随着抵押贷款利率走高，成屋库存明显回落，二手房价触底反弹；传导渠道之二是美国居民不得不转向租房市场，但目前美国自有住房空置率和租赁住房空置率如此之低，放大房租通胀反弹动能。

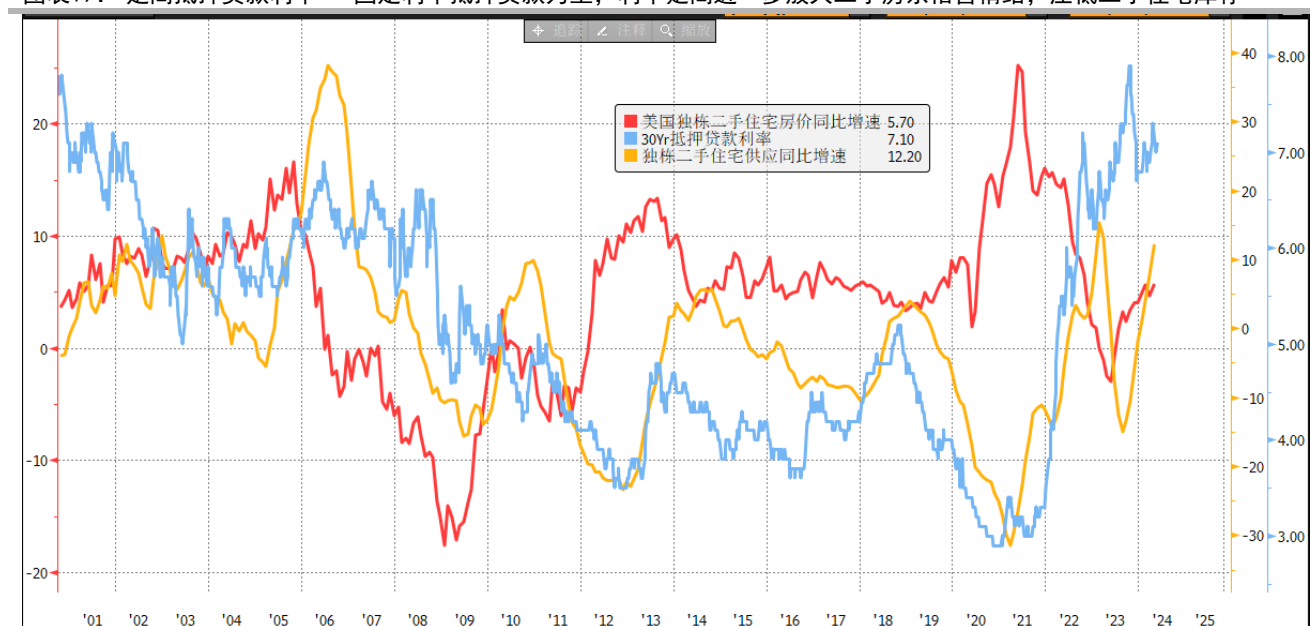
抵押贷款利率向住房市场的传导路径之一，是通过恶化二手房市场供需结构，推升二手住宅库存，进而压低二手住宅价格。体现在数据上是抵押贷款利率和二手住宅库存增速的同向关系，并反向领先于二手住宅价格增速。

然而 2023Q2 以来，上述传导路径被打破，美国 30 年抵押贷款利率由 6.2% 升至 7.9%，但二手住宅库存增速由 15.2% 回落至 -15%，二手住宅房价同比增速由 -3% 升至 5.7%。究其原因，是高抵押贷款利率 + 固定利率抵押贷款为主，利率走高进一步放大二手房东惜售情绪，压低二手住宅库存。

在此背景下，潜在购房人不得不转向租房市场，但截至 2024 年 3 月，美国租赁住房空置率为 6.6%，为 1985 年偏低水平；自住房空置率 0.8%，为有历史数据以来最低水平。租客需求和二手房价上涨叠加，放大房租通胀反弹动能。



图表19：是高抵押贷款利率 + 固定利率抵押贷款为主，利率走高进一步放大二手房东惜售情绪，压低二手住宅库存



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

### （三）美联储货币政策和美元指数展望：货币政策摆布与滞胀风险

在 2023 年 12 月和 2024 年 3 月的 FOMC 会议上，美联储主席鲍威尔罔顾潜在通胀动能反弹的事实，持续释放出 2024 年降息的信号，Chicago Fed FCI 一泻千里，进一步巩固通胀反弹的前景。直至 2024 年 4 月 16 日，鲍威尔才在公开讲话中表示“最近的数据显示，我们显然没有获得更大的信心，要达到那个信心水平可能需要比预期更长的时间”。毫无疑问，这是 FOMC 又一次的重大决策失误，造成的结果正如我们前文所述：通胀反弹，侵蚀居民实际可支配收入和支出前景，降低软着陆概率。

2023 年 12 月，FOMC 给出 2024 年降息 75bp 的点阵图指引，鲍威尔在新闻发布会上表示“降息是本次会议讨论的主题”（“When it will become appropriate to begin dialing back the amount of policy restraint in place, that begins to come into view and is clearly a topic of discussion out in the world and also a discussion for us at our meeting today”）。

2024 年 3 月，FOMC 依然给出 2024 年降息 75bp 的点阵图指引，鲍威尔在新闻发布会上表示“通胀改善的全景不变，不愿意对近期通胀数据‘过度反应’”；“强劲的就业不会影响降息”（“I think they haven't really changed the overall story, which is that of inflation moving down gradually on a sometimes-bumpy road toward 2 percent. I don't think that story has changed”）；“strong job growth is not a reason, you know, for us to be

concerned about inflation”）。

2024 年 4 月 16 日，鲍威尔在一次公开讨论中表示“近期数据并没有给我们更多信心”；“可能需要更长时间才能达到信心”（“the figures have clearly not given us greater confidence on the path of inflation”；“it is likely to take longer than expected to achieve that confidence”）。

在此背景下，美联储能否正视通胀问题成为了美国能否软着陆的关键。情形一是美联储放弃今年降息选项，甚至将加息重新列入可选项，通胀有效回落，居民支出前景改善，将抬高软着陆概率；情形二是美联储仍然抱有侥幸心理，在通胀反弹背景下优先考虑就业市场，将降低软着陆概率，抬高滞胀风险。

我们做出上述判断的核心在于，一方面因为货币政策传导不畅，美联储鹰派并不会带来系统性的信用环境收紧，对软着陆的负面影响不大；另一方面通胀是目前美国居民支出最大的敌人，改善通胀方可改善支出前景，提高软着陆概率。

综上，情形一下，美联储鹰派 + 软着陆概率抬升，叠加美欧货币政策分化（详见下文），美元指数将走强至 107 - 110；情形二下，美联储鸽派 + 滞胀风险，美元指数将回落至 100 以下。

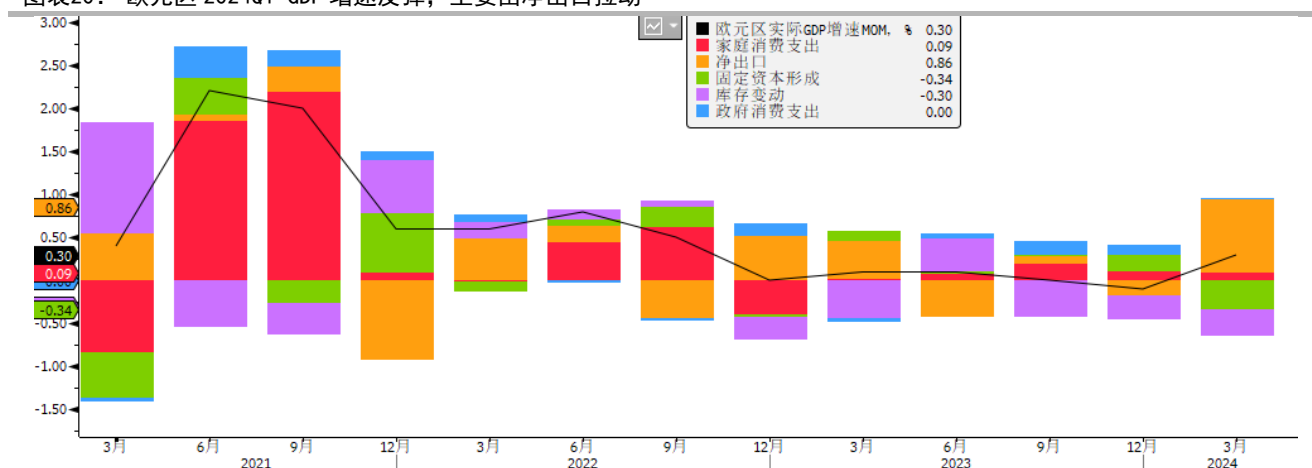
### 三、欧央行货币政策前景展望：持重有度

#### （一）回顾篇：鹰派降息

2024Q1，欧元区经济增长摆脱停滞，进入 Q2，欧元区整体与核心通胀 4 月延续下行、但 5 月由于基数效应及服务业通胀出现反弹。欧央行 6 月如期降息 25bp，同时上调 2024 年 GDP、整体通胀、核心通胀增速预测，如何理解数据依赖的欧央行在上述背景下开启降息？我们认为包括两方面原因，其一是关键的货币政策调整节点均对应通胀减半；其二是欧央行对中期达到 2% 的通胀目标更有信心，背后不仅基于“三准则”，亦源于欧央行对预测准确性与稳健性的信心。

欧元区 2024Q1 实际 GDP 季调环比增 0.3%，摆脱了过去 5 个季度增长停滞的状态，从增长结构看，主要拉动项是净出口，拉动实际 GDP 增长 0.86%，而固定资产投资拖累实际 GDP 增长-0.34%，消费支出贡献+0.09%，库存变动拖累-0.34%。

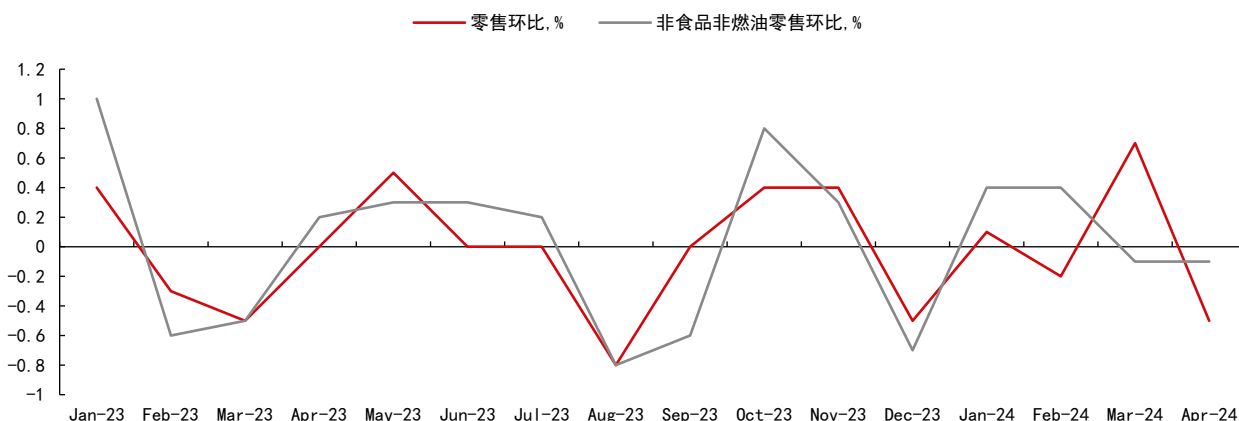
图表20：欧元区 2024Q1 GDP 增速反弹，主要由净出口拉动



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

进入 Q2，4 月零售数据再度走弱，季调环比增速由 3 月份的 0.7% 降至-0.5%，除食品和燃油外零售则延续 3 月份-0.1% 的季调环比增速。

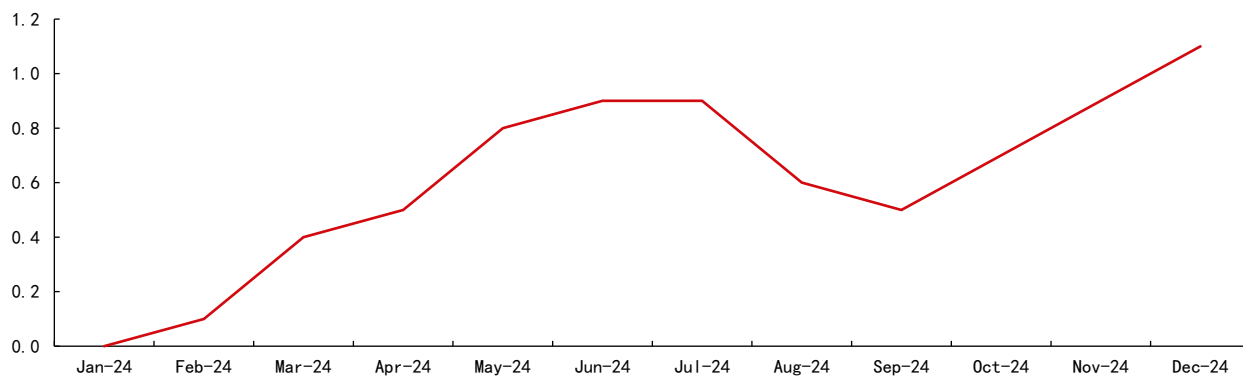
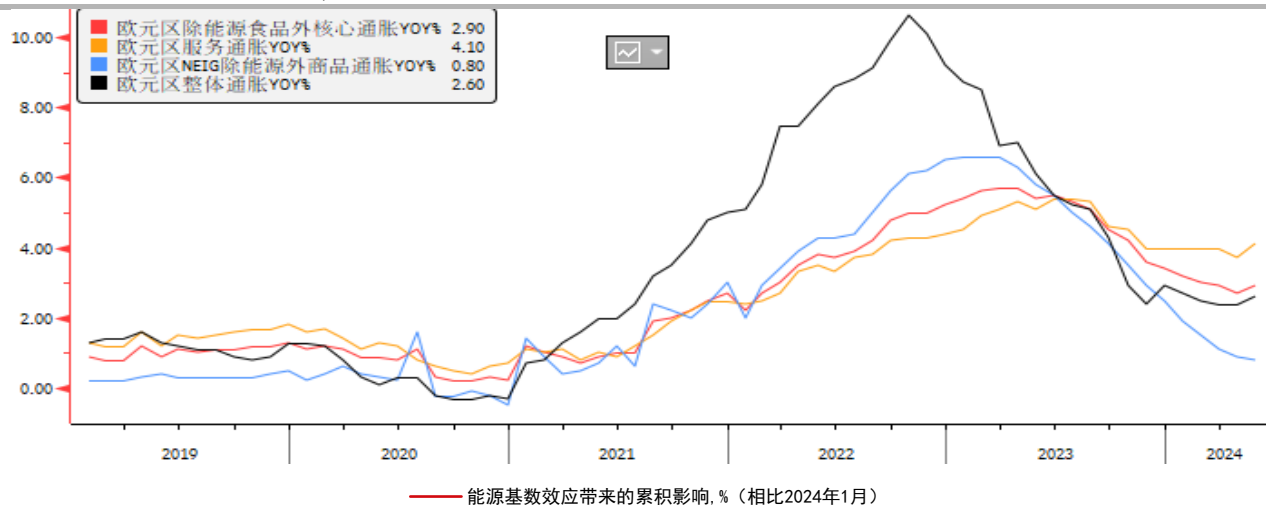
图表21：欧元区4月零售再度走弱



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区整体通胀5月同比增速由2.4%反弹至2.6%；核心通胀同比增速由2.7%反弹至2.9%。反弹原因一方面是能源基数效应带来的累积影响在5月快速抬升达到0.8%，另一方面是5月服务通胀仍然高企，同比增速由3.7%反弹至4.1%。

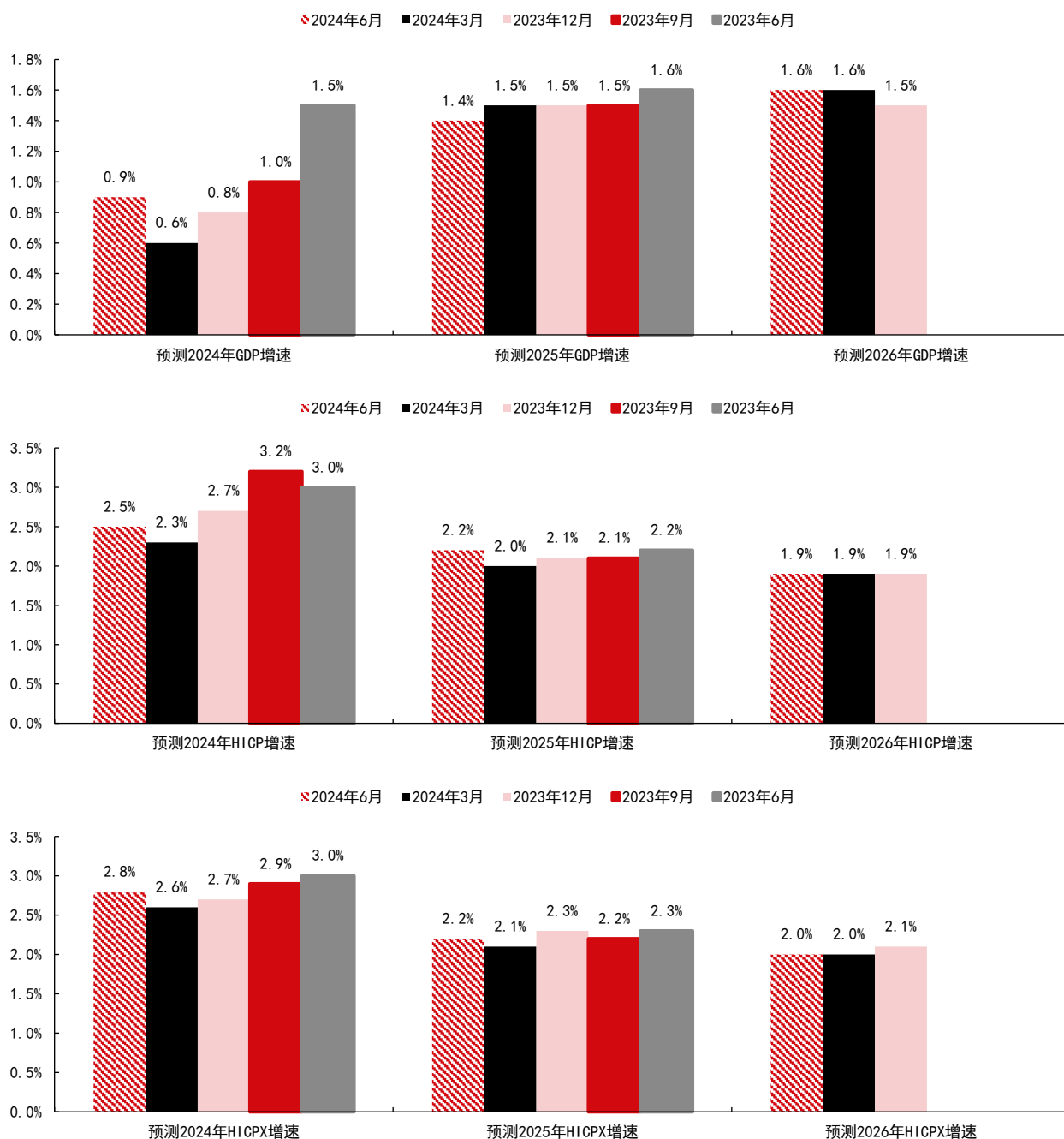
图表22：欧元区5月通胀反弹，主因基数效应 + 服务通胀再度反弹



资料来源：BLOOMBERG ECB 中信期货研究所

2024年6月6日，欧央行更新经济展望，2024年GDP增速由3月预测的0.6%升至0.9%；2024年HICP增速由3月预测的2.3%升至2.5%；2024年HICPX增速由3月预测的2.6%升至2.8%。

图表23：欧央行2024年6月上调2024年GDP增速、整体通胀（HICP）与核心通胀（HICPX）增速

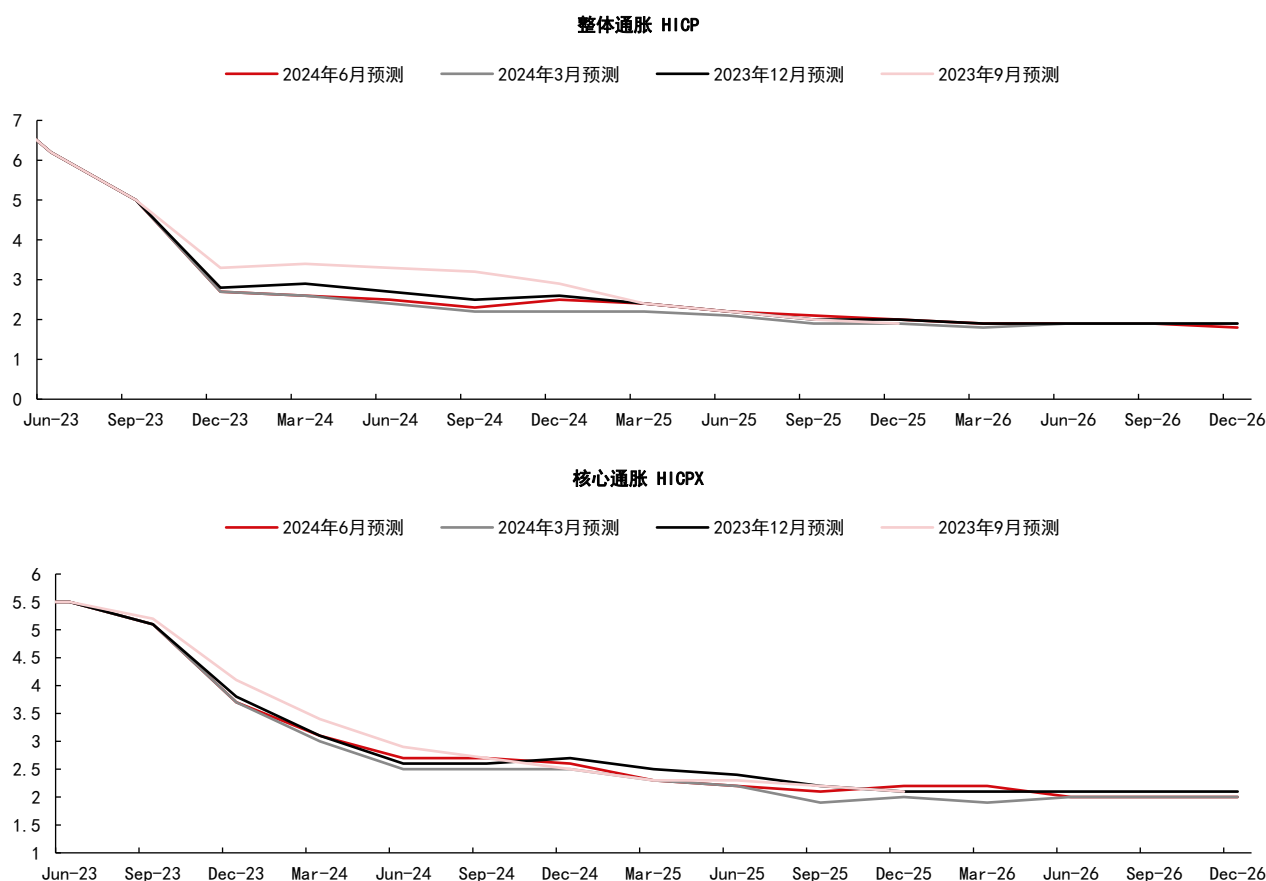


资料来源：ECB 中信期货研究所



依据本次议息会议后拉加德在新闻发布会上的解释，我们认为降息背后有两方面的原因，其一，从欧央行本轮货币政策调整的关键节点来看，2022年7月开启加息，欧元区整体通胀增速在2022年9月触顶达到10.6%；至2023年9月暂停加息，彼时通胀增速减半至5.2%；至2024年5月，欧元区整体通胀增速再度减半至2.6%，关键的货币政策调整节点均对应通胀减半。其二，欧央行对于通胀中期达到2%的通胀目标更有信心，这一点不仅基于“三准则”，亦源于欧央行对预测本身准确性与稳定性的信心。从近一年（2023年9月至2024年6月）的季度预测的结果来看，通胀路径预测的准确性与稳定性较高，对中期（2025Q4）整体通胀的预测分别为1.9%、2.0%、1.9%、2.0%，均在通胀目标附近、差异范围在0.1%以内。

图表24：近一年截至2024年6月，欧央行通胀路径预测，预测准确性与稳定性高



资料来源：ECB 中信期货研究所

虽然开启首次降息，但欧央行拒绝对后续货币政策路径给予前瞻指引（“We are not pre-committing to a particular rate path.”），仍然维持数据依赖与“三准则”框架，如何看待后续欧央行的货币政策前景？仍要归回到对通胀前景和劳动力市场的分析。

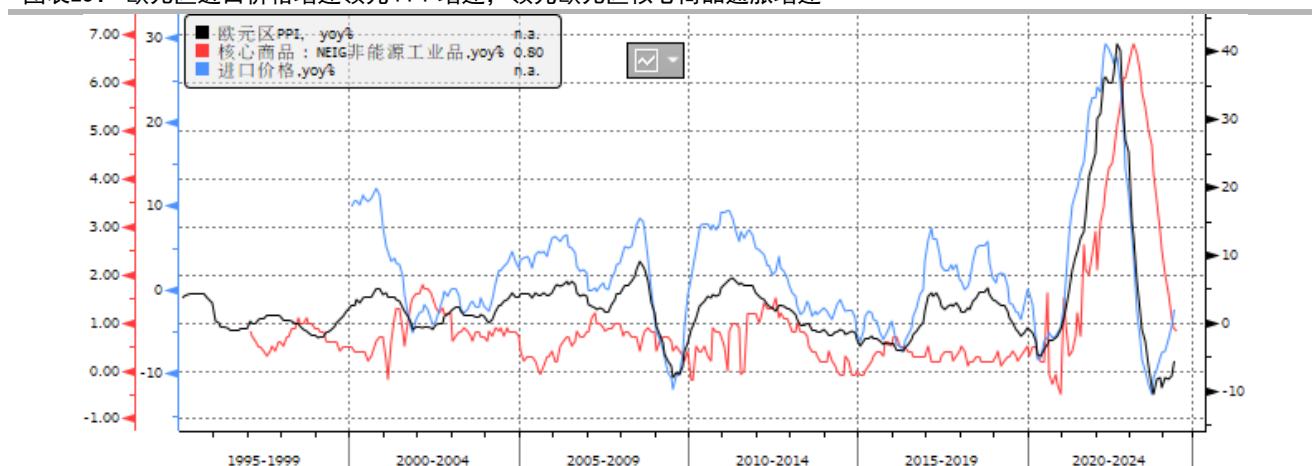
## （二）展望篇：通胀回落前景与就业市场风险

从通胀前景出发，本轮欧元区通胀问题的核心在于核心服务通胀的粘性。薪资敏感型服务业通胀居高不下，进一步去通胀就要通过压缩单位企业利润以吸收单位劳动力成本过高对于价格的影响。截至 2024Q1，单位企业利润进一步回落，叠加存量薪资追踪指标、边际新招工薪酬指标以及企业预期三方面均指向薪资增速继续下行，通胀持续回落的确定性较强。

从通胀前景出发，食品、能源项通胀在没有地缘风险或供给瓶颈情形下，主要关注核心通胀（HICPX）中核心商品与核心服务通胀后续进展。

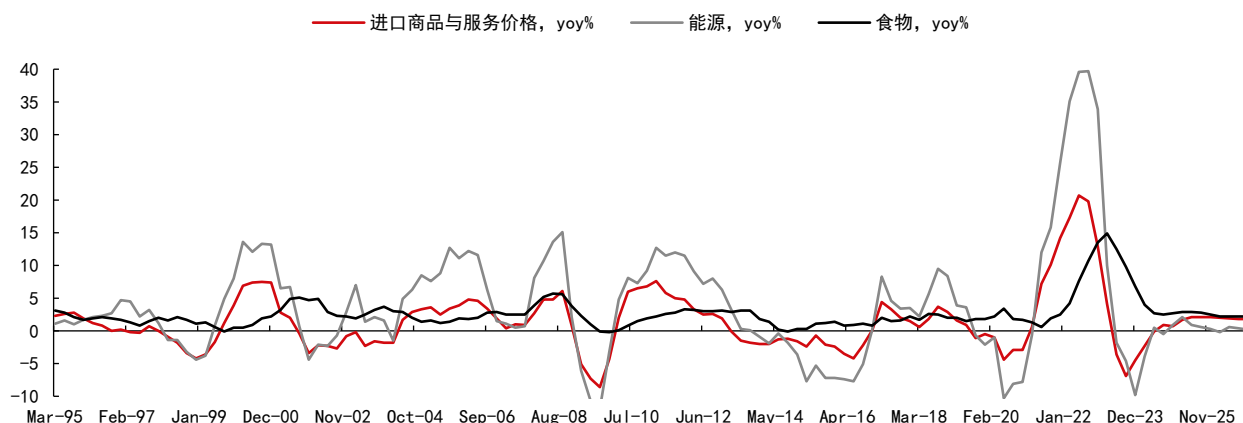
核心商品通胀主要反映在非能源工业品项，从领先关系看，欧元区进口价格增速领先 PPI 增速，PPI 增速领先欧元区核心商品通胀增速，排除地缘政治风险的扰动，欧央行预期进口商品与服务价格增速将由当前-2.3%的同比增速逐步回升至 2%附近，后续非能源工业品通胀可能从当前 0.8%有所回升，但进口价格增速稳定下，非能源工业品通胀回升程度有限。

图表25：欧元区进口价格增速领先 PPI 增速，领先欧元区核心商品通胀增速



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表26：欧央行 2024 年 6 月预测进口商品与服务价格、能源、食物项通胀增速



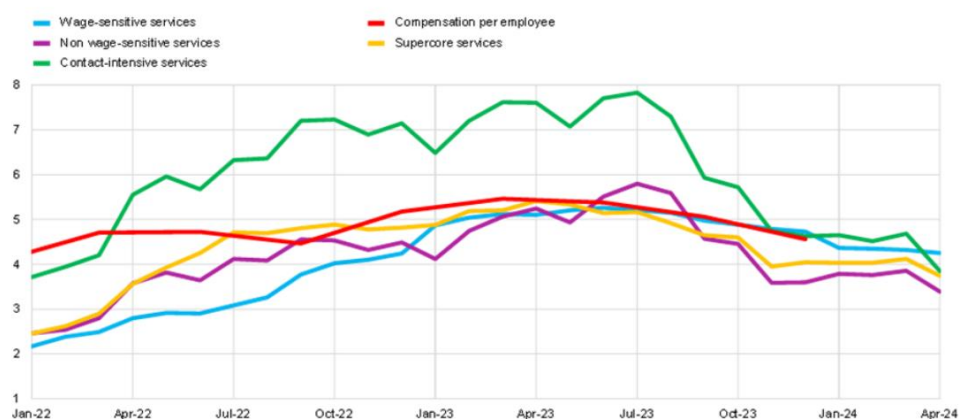
资料来源：ECB 中信期货研究所

注：2024Q2-2026Q4 为 ECB 2024 年 6 月预测

本轮欧元区通胀问题的核心在于薪资敏感型服务通胀居高不下，也即薪资增速仍然偏高。对于薪资增速，由于欧元区薪资设定的内生惯性以及高通胀过程中居民存在弥补实际薪资（“catch-up”）过程，整体薪资的发展将是渐进曲折的，协议薪资与职工薪酬增速自 2023Q4 开始回落，但 2024Q1 又有所反弹。

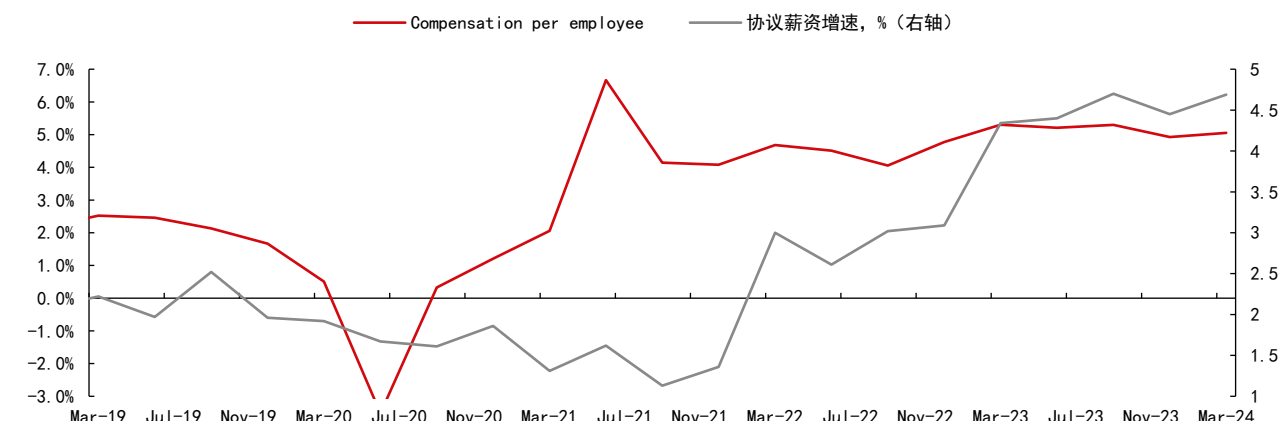
图表27：欧元区服务通胀居高不下主要由于薪资敏感性服务业通胀高企

(annual percentage changes)



资料来源：ECB 中信期货研究所

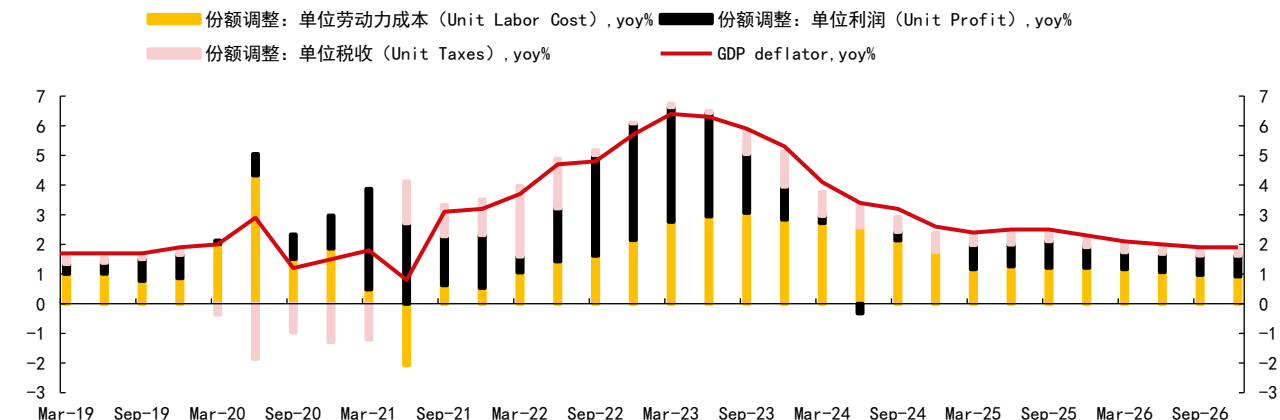
图表28：欧元区协议薪资与职工薪酬增速自 2023 年四季度开始回落，但 2024Q1 又有所反弹



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

这个过程中欧央行通过持续紧缩的货币政策压制需求，防止企业受成本推升影响重新提高价格，因此企业利润将逐渐被压缩，以吸收劳动力成本过高对于价格的影响。2024Q1，单位利润增速继续被压缩，与欧央行数据发布前的 6 月预测基本持平。

图表29：欧元区 GDP Deflator 分解：单位利润继续被压缩

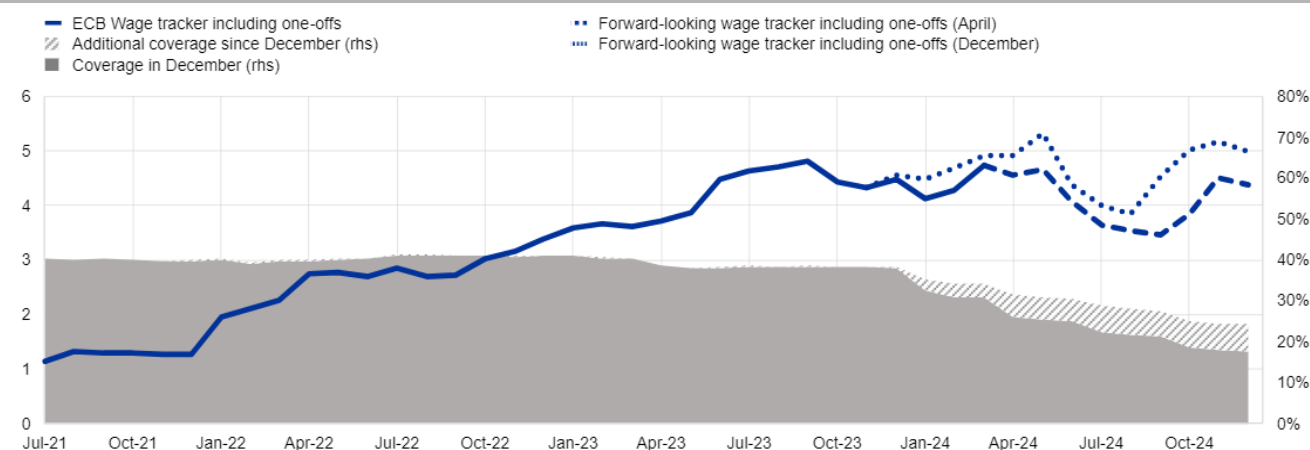


资料来源：ECB 中信期货研究所

注：2024Q1-2026Q4 为 ECB 2024 年 6 月预测

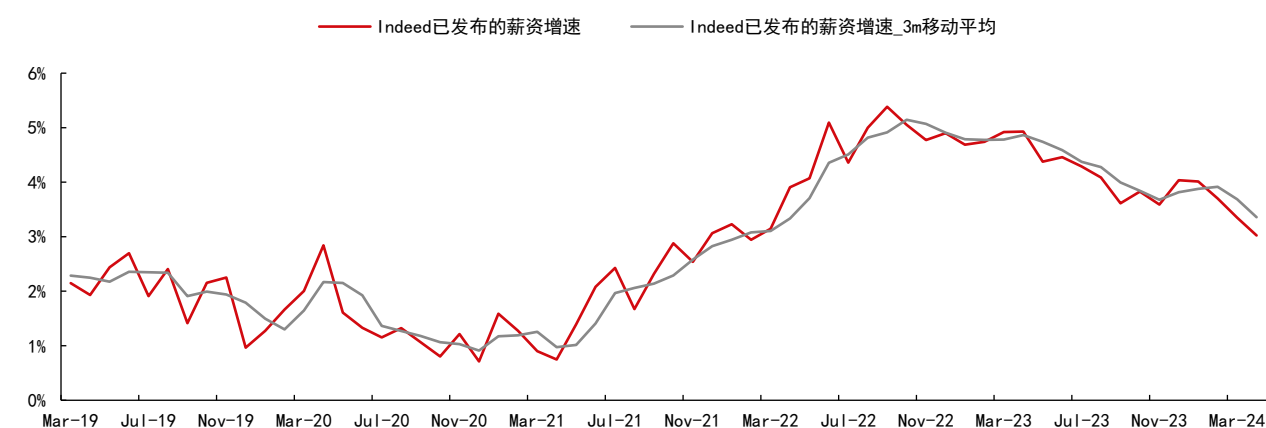
对于薪资增速前景，从存量、边际以及企业预期三方面来看，均偏向继续下行。存量方面，欧央行薪资跟踪指标 4 月较去年 12 月覆盖合同范围增大，薪资跟踪指标明显回落，尽管过程可能较为曲折。边际层面，Indeed 发布的新职位薪资增速 4 月继续回落，3 个月平均增速由前月的 3.7% 回落至 3.4%。企业预期方面，欧央行 4 月企业电话调查（CTS）显示企业预计工资增长将从 2023 年的 5.4% 左右下降至 2024 年的 4.3%；4 月企业融资渠道调查（SAFE）显示企业预计未来 1 年薪资增速由上次的 4.5% 下降至 3.8%。

图表30：ECB 薪资跟踪指标随着覆盖合同范围增大，薪资跟踪指标明显回落



资料来源：ECB 中信期货研究所

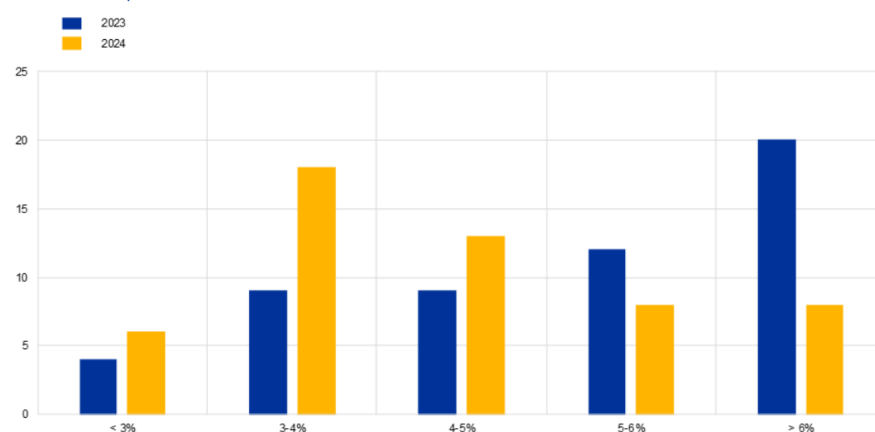
图表31：Indeed 发布的新招工薪资增速 4 月继续回落

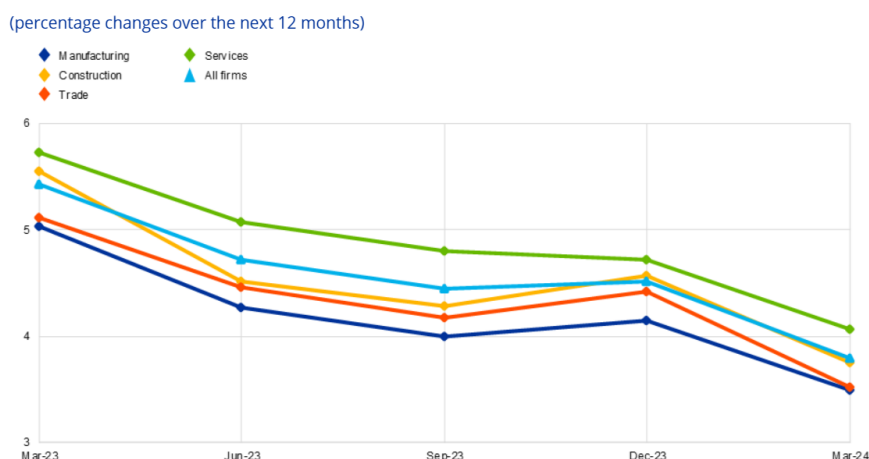


资料来源：Indeed 中信期货研究所

图表32：4 月企业电话调查 CTS：2024 薪资预期左移（上）；4 月企业融资渠道调查 SAFE：各行业薪资增速下降（下）

(number of responses)

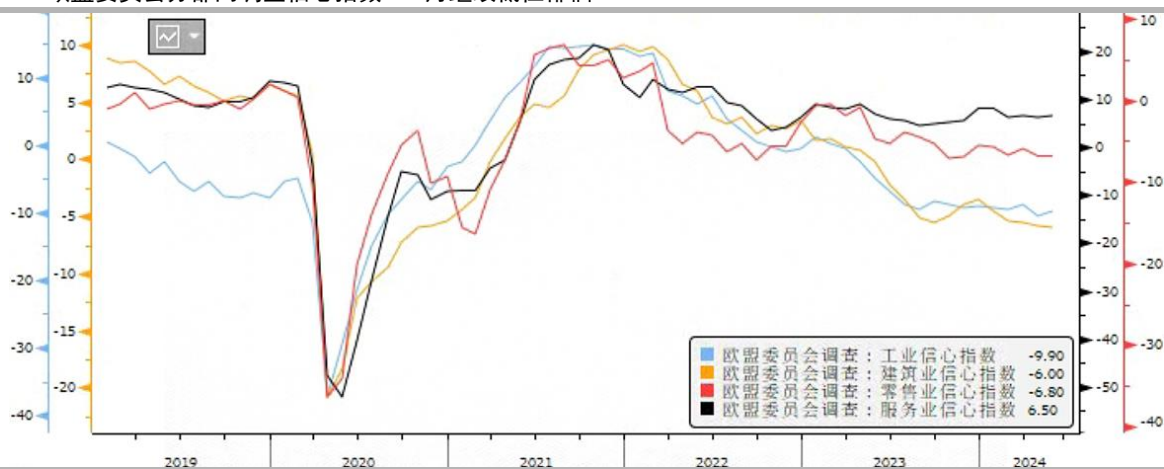




资料来源：ECB 中信期货研究所

新发布职位薪资增速与企业薪资预期回落反映疲软的行业前景。从欧盟委员会 5 月调查来看，各行业信心指数继续低位徘徊。尽管零售业存在陆续补实际薪资过程，但从零售业前景来看，议价程度可能有限。欧元区 4 月实际零售指数继续回落，由 99.4 回落至 98.9（2021 年=100），企业对零售业未来商业状况预期以及订单预期持续低位徘徊。

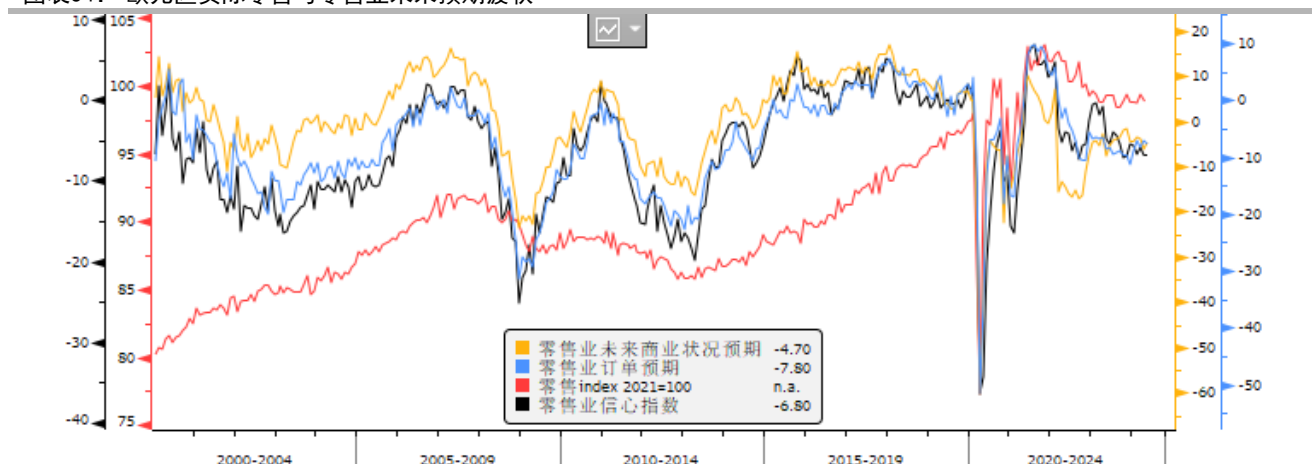
图表33： 欧盟委员会分部门调查信心指数：5 月继续低位徘徊



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所



图表34：欧元区实际零售与零售业未来预期疲软



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧央行预测欧元区失业率将维持低位甚至继续下行，这一估计可能过于乐观。企业利润率领先企业招工需求与劳动力囤积 1 年左右，截至 2024Q1，企业利润率继续大幅下行至历史区间下沿，招工需求与劳动力囤积也将进一步下降，失业率在当前极低水平下可能发生反弹，居民消费信心与消费前景可能恶化，或动摇欧央行预期 2024 年由消费驱动的经济复苏，进而影响货币政策。

欧央行上调 2024 年 GDP 增速预测，主要受到净出口与投资增速的推升。净出口增速预测提升主因进口增速预测回落，并且欧央行对国内需求增速的预测变动不大，表明欧央行上调 2024 年经济增长预测并非由于内需显著改善。

图表35：ECB 6 月预测 2024 年 GDP 增速更高源于净出口与投资，净出口增速预测提升主要由于进口增速预测回落，国内需求增速变动不大

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; revisions in percentage points)

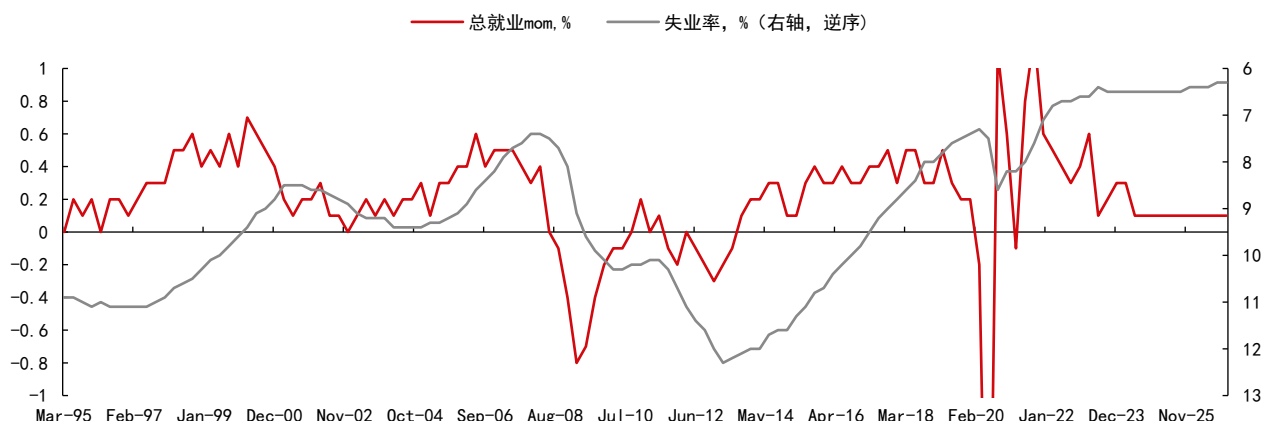
	June 2024				Revisions vs March 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Real GDP	0.6	0.9	1.4	1.6	0.1	0.3	-0.1	0.0
Private consumption	0.6	1.2	1.7	1.6	0.1	0.0	0.1	0.1
Government consumption	0.8	1.2	1.1	1.1	0.6	-0.1	-0.3	-0.1
Investment	1.3	0.1	1.5	2.0	0.5	0.7	-0.1	-0.3
Exports <sup>1)</sup>	-0.9	1.3	2.9	3.1	-0.2	0.3	0.0	-0.1
Imports <sup>1)</sup>	-1.4	0.5	3.2	3.3	-0.1	-0.5	0.1	0.1
Contribution to GDP from:								
Domestic demand	0.8	0.9	1.4	1.5	0.3	0.1	-0.1	0.0

资料来源：ECB 中信期货研究所

从欧央行对后续就业市场预测来看，欧元区总就业在 2024Q2-2026Q4 期间增 0.1%，失业率由当前 6.4%（近 30 年最低水平）小幅回落至 2026Q4 的 6.3%。我

们认为欧央行对就业市场的估计可能过于乐观，以（营业盈余 + 混合收入） / 名义 GDP 作为企业利润率的代理变量，2024Q1，欧元区企业利润率继续快速回落至历史区间下沿，从经验关系看，企业利润率领先企业招工需求与劳动力囤积 1 年左右，招工需求与劳动力囤积或将进一步下降，失业率在当前极低水平下可能发生反弹，居民消费信心与消费前景可能恶化，或动摇欧央行预期 2024 年由消费驱动的经济复苏，进而影响货币政策。

图表36： ECB 预计欧元区总就业在 2024Q2-2026Q4 环比增 0.1%，失业率由当前近 30 年最低水平继续回落

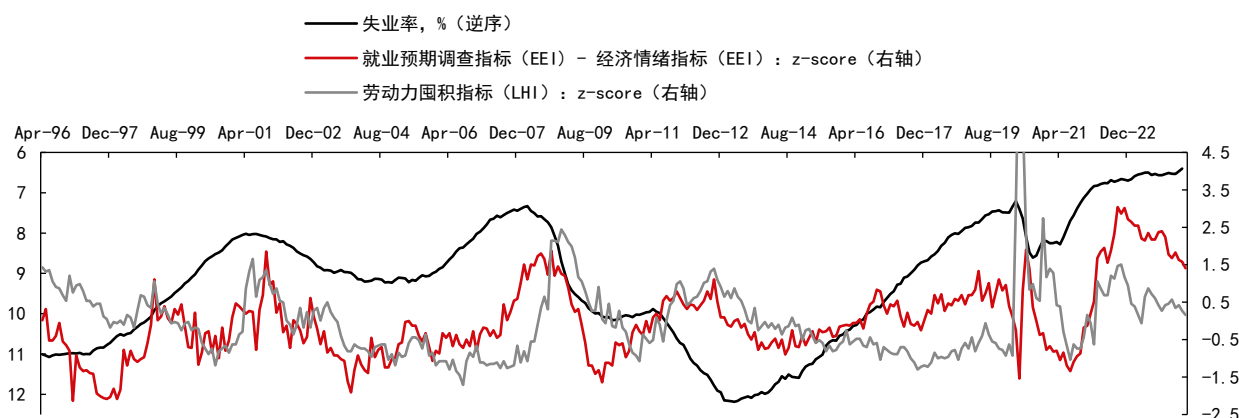


资料来源：ECB 中信期货研究所

注：2024Q2-2026Q4 为 ECB 2024 年 6 月预测

图表37： 2024Q1 欧元区企业利润率继续快速回落，企业招工或继续下降并放弃劳动力囤积，失业率在当前极低水平可能反弹





资料来源：ECB 中信期货研究所

### （三）欧央行货币政策和欧元展望：持重有度

综上，欧元区通胀随薪资增速逐步回落将给予欧央行继续降息的空间，在此前景下，结合欧央行本次降息的逻辑，货币政策调整需要等待进一步数据确认。由于在季度月议息会议上欧央行能得到更多关键数据以确认通胀路径预测的稳健性，欧央行货币政策的基线情形或为9月、12月各降息一次，全年降息3次。悲观预期下，考虑到欧元区企业利润率快速下降对于就业市场以及居民消费信心的影响，欧央行可能在四季度不止降息一次，全年或降息4次。

美联储全年或不降息，欧央行执委 Lane 认为，美联储货币政策将通过两个渠道对欧元区经济与通胀造成影响进而影响欧央行货币政策，其一是利率渠道，欧央行与美联储货币政策分化下，逐利的投资者被更高美债利率吸引，抛售欧债，将对欧债收益率造成上行压力，进而欧元区金融条件有所收紧，即输入性紧缩；其二是汇率渠道，如果欧央行与美联储后续利率路径差异拉大，欧元贬值，出口至欧洲的贸易商由于欧元标价出现利润受损将抬升售价，欧元区面临一定输入通胀压力。综合两个渠道看，欧央行降息后，美联储货币政策对欧元区经济与通胀的影响有限，欧央行货币政策仍主要取决于欧元区内部通胀与经济动态。因此，2024年下半年，欧央行货币政策与美联储进一步分化，利率前景差异下，投资者追求更高利率的美债，抛售欧元买美元的行为推动欧元走贬，欧元或贬至1.05。

“There are two mechanisms, which run in opposite directions. One mechanism is: if global investors can receive a higher yield in the United States, by arbitrage that will put upward pressure on the longer end of the European yield curve. That mechanism means that for any interest rate we set, you get extra tightening from the US conditions. All else being equal, if the long end tightens more, then how you think about the short end changes.

In the other direction there is the exchange rate channel. Clearly there has been very little movement here. But imagine a scenario where the rate paths were so different that the exchange rate moved in a more significant way. We would take that into account. But we are not a small open economy in the euro area. A lot of exporters to the euro area price in euro, so if the exchange rate moves the initial hit often is in their profit margins. But eventually they would raise the prices they charge in euro. It takes place over a multi-year timeline. In any given year, that currency depreciation will be visible in the inflation data but it is fairly small. It would have to be a pretty big exchange rate movement to really have a strong influence on inflation itself. But it would be a factor. And there may be depreciation against the dollar, but we are appreciating against other currencies like the yen. So you also need to think about the trade-weighted basket of currencies. — Lane 20240527 ”

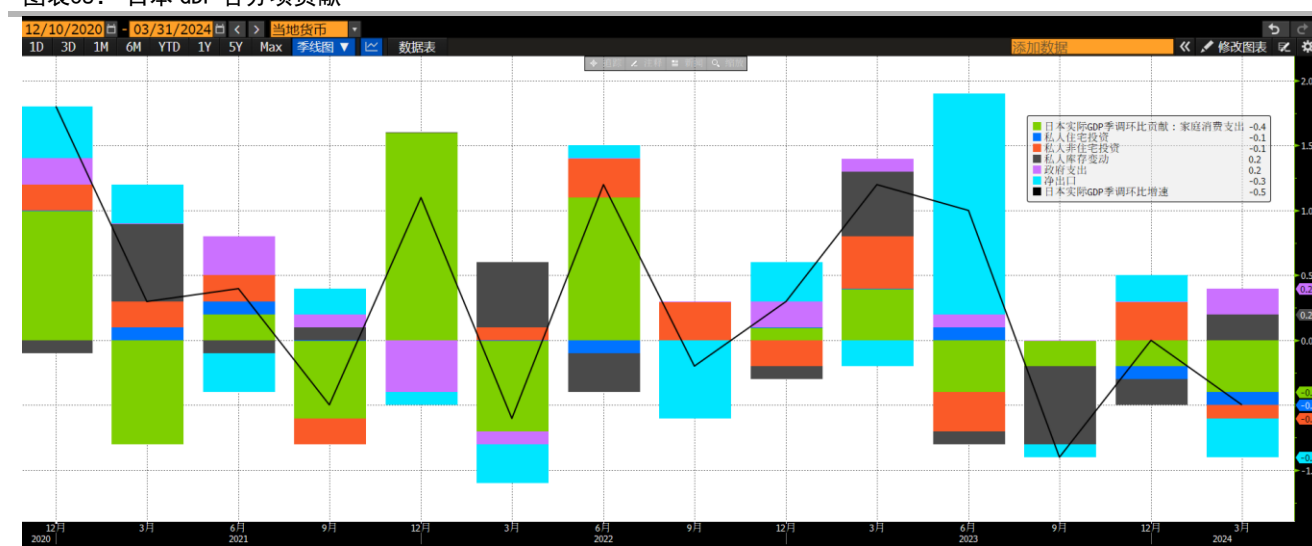
## 四、日本银行货币政策前景展望：空中楼阁

### （一）回顾篇：日银官员如何看待日本通胀前景？

2024Q1，日本实际 GDP 增速延续 2023H2 以来的弱势，居民消费支出明显负增，消费信心和制造业产出双双回落。与此同时，日本通胀走势进一步确定拐点，核心 - 核心 CPI 中的食品成品、核心商品、服务价格的贡献均有不同程度回落。在此基础上，日银于 2024 年 3 月撤出负利率和 YCC、取消购买股票 ETF 和 J-REITs、更改两处前瞻指引。

2023Q1 - 2024Q1，日本实际 GDP 季调环比折年率分别为 4.8%、4.1%、-3.6%、0.0%、-2.0%；其中居民消费支出季调环比折年率分别为 4.3%、-1.7%、-1.4%、0.4%、-2.0%；私人非住宅投资季调环比折年率分别为 10.3%、-6.6%、-0.7%、7.4%、-3.2%。

图表38：日本 GDP 各分项贡献



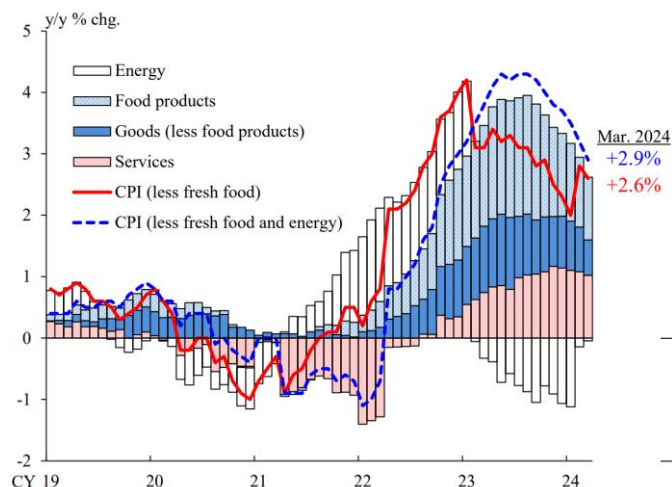
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2023Q4 - 2024 年 3 月，日本居民实际消费指数分别为 97.3、97.4、96.3、95.6、97.1、96.8；日本居民消费信心分别为 35.9、36.4、37.3、38.1、39.0、39.5。

2023Q4 - 2024 年 3 月，日本制造业生产指数分别为 104.4、103.9、105.0、98.0、97.4、101.7。

2023Q4 - 2024 年 4 月，日本核心 - 核心 CPI 同比增速分别为 4.0%、3.8%、3.7%、3.5%、3.2%、2.9%、2.4%。其中食品成品、核心商品、服务价格的贡献均有不同程度回落。

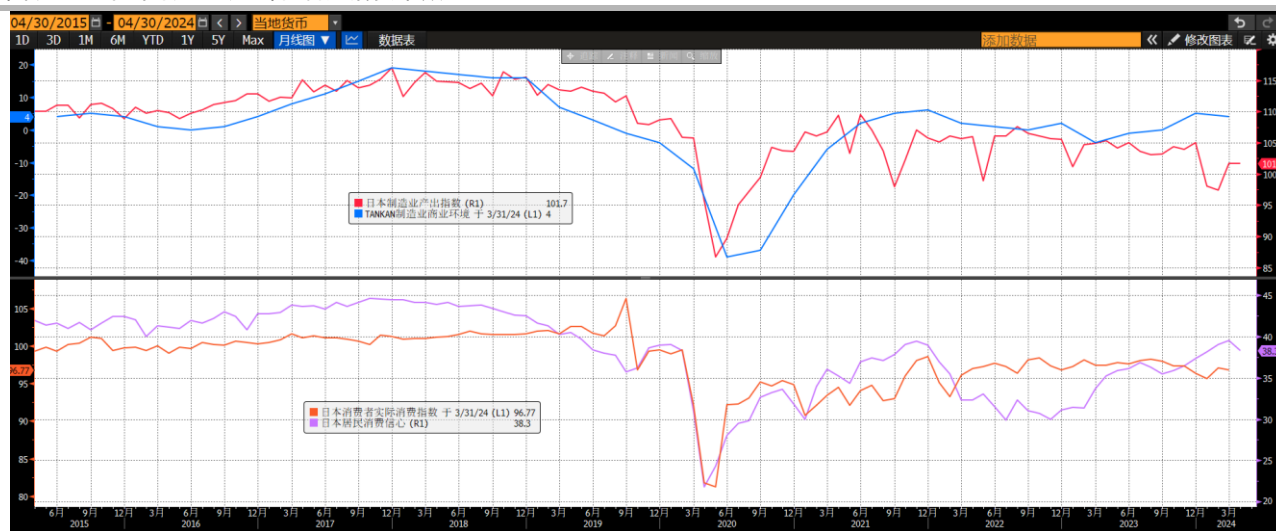
图表39：日本通胀拆解



资料来源：BOJ 中信期货研究所

2024 年 3 月，日本银行撤出负利率和 YCC，停止购买股票挂钩 ETF 和 J-REITs。此外，两种类型的前瞻指引被终止：一种是声明日本央行将继续使用 QQE with YCC，只要有必要以稳定的方式维持价格稳定目标；另一种是表明日本央行将继续扩大货币基础，直到通胀超过 2%并以稳定的方式保持在目标之上。

图表40：日本制造业产出和居民消费指数



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

毫无疑问，日本银行在 3 月相当谨慎地迈出了货币政策正常化的第一步。后续货币政策摆布本质上取决于日银官员对于后续通胀 - 薪资进展的判断。我们接下来依次介绍三位日本银行官员公开表达的观点：

2024 年 4 月 18 日，日银货币政策委员会委员 NOGUCHI Asahi 在的公开演讲



中首先指出“目前从薪资到物价的传导尚不稳健，因此潜在通胀动态并未达到2%”；其次认为薪资 - 物价循环需要两个必要条件：第一是服务价格持续上涨；第二是中小制造业企业可以顺利将薪资成本转嫁为物价上涨；最后表明日银需保持谨慎和耐心，通过持续的货币政策宽松来实现稳定且可持续的2%的通胀目标，后续即便目标达成，加息的节奏和幅度也是有限的。

NOGUCHI Asahi 为日银货币政策委员会委员，任期为2021年4月 - 2026年3月，学者出身。

“The Bank of Japan, on the other hand, continues to pursue monetary easing because it judges that, although nominal wage growth has finally started to rise, the second force of price rises -- namely, the pass-through of wages to prices -- is not sufficiently robust yet, and thus underlying inflation has not reached 2 percent” ;

“To this end, at least the following two conditions are necessary. The first is to return to a situation in which services prices continue to rise steadily. The second is to get to a situation where firms in the manufacturing industry, especially small and medium-sized firms, can smoothly pass on wage hikes to selling prices” ;

“It is essential for the Bank to maintain the appropriate balance between labor supply and demand through the continuation of its accommodative monetary policy in order to achieve the price stability target of 2 percent” ;

“Starting with the pace of policy interest rate adjustments, this is expected to be far slower than adjustments by other major central banks in recent years” ;

“Moreover, the long-term neutral interest rate -- the terminal level of the policy interest rate -- is likely to be lower instead of higher than in other economies” 。

2024年5月8日，日银总裁 UEDA Kazuo 在公开演讲中首先指出“工资设定行为已出现明显变化，在大企业中尤为明显”；其次认为“TANKAN 调查中企业的产出价格预期明显上涨，或表明其通过涨价来计入薪资继续上涨的预期”；最后表明“如果通胀走势和日银预期一致，那么货币政策的宽松程度也要随之调整，面对前景的上行和下行风险，日银将会采用任何有必要的措施”。

UEDA Kazuo 为日银总裁，任期为2023年4月 - 2028年3月，学者出身，曾于1998 - 2005任日银货币政策委员会委员。

“The trend toward higher wages has been particularly pronounced at

larger firms, suggesting that their wage-setting behavior has changed considerably” ;

“Looking at firms' outlook for output prices in the Tankan, while the short-term outlook has declined somewhat with the easing of the impact of the rise in import prices, the long-term outlook has increased further. I think that this may indicate a change in firms' price-setting behavior, in that they plan to gradually raise their selling prices as they factor in their expectation that labor costs will continue to rise” ;

“Based on what I have said so far, I want to add that, if underlying inflation rises in line with the Bank's outlook, the appropriate degree of monetary accommodation from the perspective of achieving the price stability target will change, and the Bank will adjust the degree of monetary accommodation” 。

2024 年 5 月 27 日，日银 UCHIDA Shinichi 在公开演讲中首先指出“在需求不足 + 各项要素过剩背景下，偏高的菜单成本造成了不涨价 + 不涨薪这一社会现象”；其次认为“为了逃离物价 - 薪资冻结，第一需要解决需求不足 + 劳动力过剩问题，第二需要克服偏高的菜单成本”；最后表明“日本劳动力市场已发生深刻变化，一方面劳动力供应过剩问题不再存在，另一方面企业需要提高利润 -> 提高工资 -> 吸引劳动力，因此被冻结的价格解冻在即，‘这次不一样’”。

UCHIDA Shinichi 为日银副总裁，任期为 2023 年 3 月 - 2028 年 3 月，自工作以来一直在日银任职。

“The most important factor appears to be the bursting of the asset bubble in the early 1990s. This was followed by financial system turmoil and painful balance sheet adjustments in the corporate sector. Companies had to address excess capacity, excess labor, and debt-overhang”;

“Two things are required to escape this situation. First, we need to resolve the original causes of deflation, that is, demand shortages and consequent excess labor supply. Secondly, we need to overcome the threshold of menu costs, or more fundamentally, the deflationary norm”;

“As to the first issue, resolving the original causes of deflation, I can confidently answer ‘yes’ .Labor market conditions have changed structurally and irreversibly” ;

“Will companies continue the current price-setting behavior even after the cost-push pressure from global inflation wanes? The key once

again is the labor market. If the structural changes in the labor market continue, companies will have to build business models that generate enough profits and wages to keep and attract employees. As to price-setting strategy, companies need to rewrite their prices in their menus promptly, reflecting their labor costs while paying due attention to the possible impact on demand for their products” ;

“So, I would like to conclude my speech with this phrase: ‘This time is different.’ ” .

总结上述三位日银官员对日本通胀前景的讨论，态度上从谨慎到乐观。其中 UCHIDA Shinichi 的观点最能代表乐观派的广泛共识，其主要论据来自劳动力供应不足，造成企业涨薪 + 价格转移。那么这一论述是否能得到数据上的有力支撑，亦或是“空中楼阁”呢？

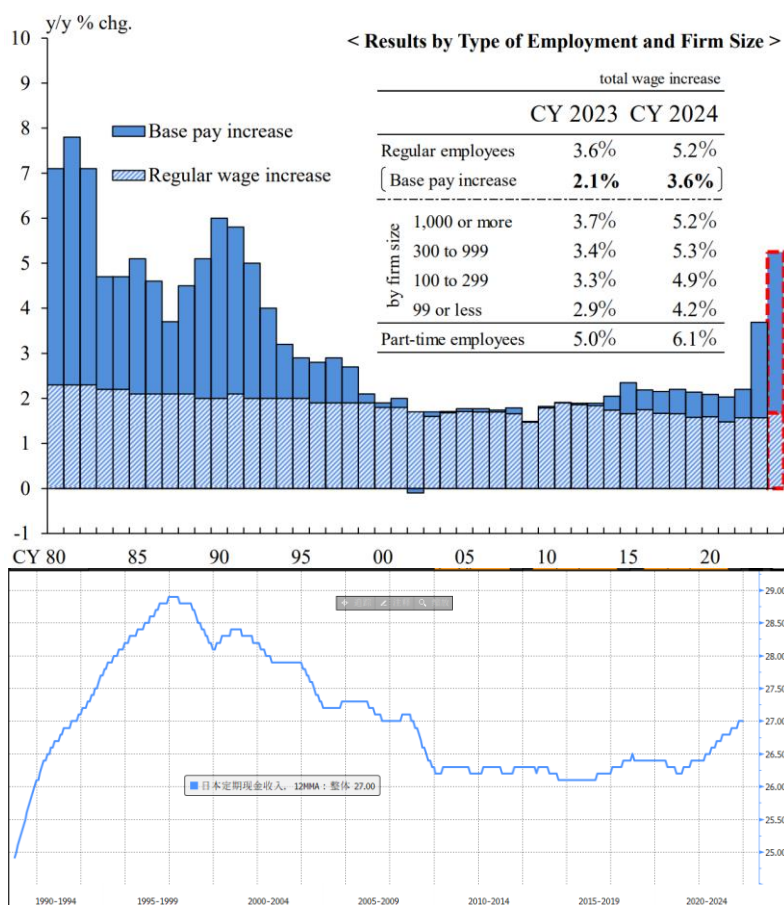
## （二）展望篇：工资向物价的传导道阻且长

在劳动力市场结构性短缺背景下，虽然 2024 年“春斗”薪资录得明显上涨，但我们认为以下几点将阻碍薪资向物价的有效传导：其一是兼职 + 工作时长减少，造成“春斗”薪资结果向官方口径下现金收入传导有限；其二是截至去年底，物价对薪资的响应函数依旧不统计显著；三是从日本的名义薪资和通胀增速拆解来看，全球因素、日银货币政策、本土供应因素是主要贡献项，本土需求因素贡献非常有限；四是从企业调查看，居民节俭对企业提价的负面影响并未减弱，压缩利润仍是企业面对成本抬升的首要选择；五是上述综合来看，日银罔顾产出动能的扩张潜力，只寄希望于劳动力结构性供应不足来推动薪资 - 物价循环，却忽视了日本居民自适应通胀预期和产出动态的紧密关系。

其一，从日本历年“春斗”结果来看，1990 年以来每年都能录得不低于 2% 的名义薪资增长结果，即便基本工资增速也鲜有负增。但日本厚生劳动省公布的月度定期现金收入却从 2000 年以来趋势回落，直至 2014 年才触底回升。背后因素之一是就业结构中兼职人数占比由 2000 年的 20% 抬升至 2020 的 38%，而兼职薪资普遍低于全职；之二是兼职工作时长自 1995 年以来快速回落，拉低月度薪资。考虑到后续日本兼职就业比例仍将抬升，“春斗”薪资结果向官方口径下现金收入传导受限。

图表41：日本历年“春斗”，基本工资增速也鲜有负增。但月度定期现金收入却从2000年以来趋势回落

### Results of Spring Wage Negotiations

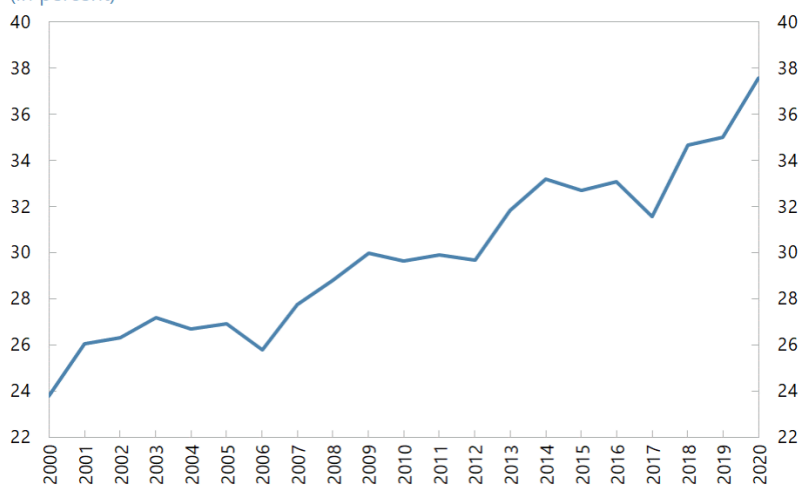


资料来源：BOJ 中信期货研究所

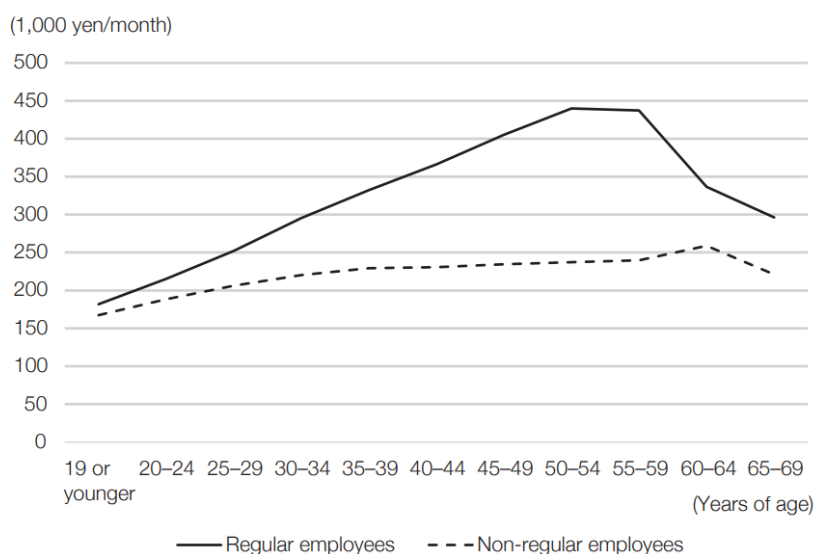
图表42：就业结构中兼职人数占比由2000年的20%抬升至2020的38%，而兼职薪资普遍低于全职

### Share of Part-Time Workers

(In percent)

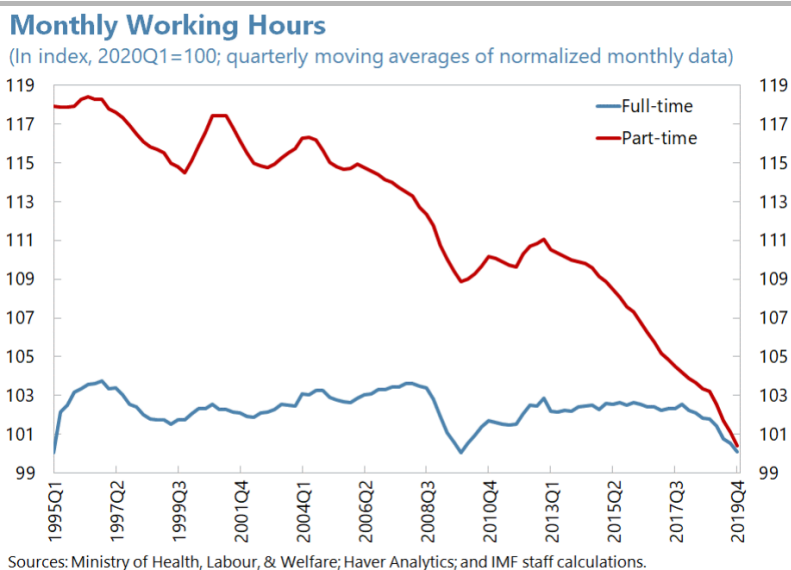


Sources: International Labour Organization.



资料来源：IMF 中信期货研究所

图表43：是兼职工作时长自 1995 年以来快速回落

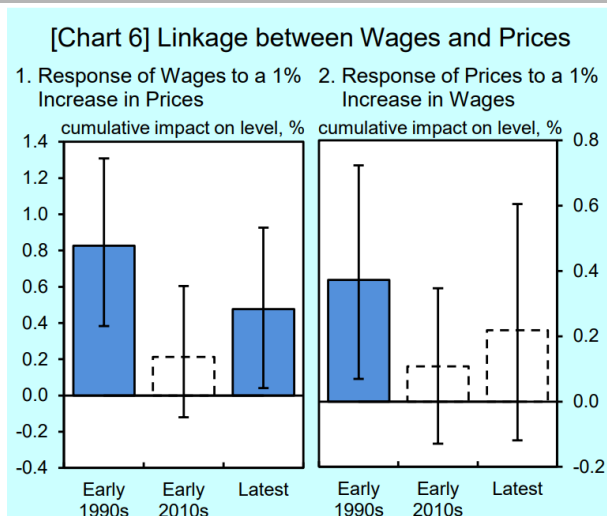


Sources: Ministry of Health, Labour, & Welfare; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

资料来源：IMF 中信期货研究所

其二，2024 年“春斗”结果偏强毋庸置疑，即便可以有效传导至官方口径下现金收入，收入向通胀的传导也暂未得到数据的有效印证：截至去年年底，通胀对薪资的响应分布较 2010s 略有上移，但仍不具备统计上的显著性，距 1990s 的响应强度仍有差距。

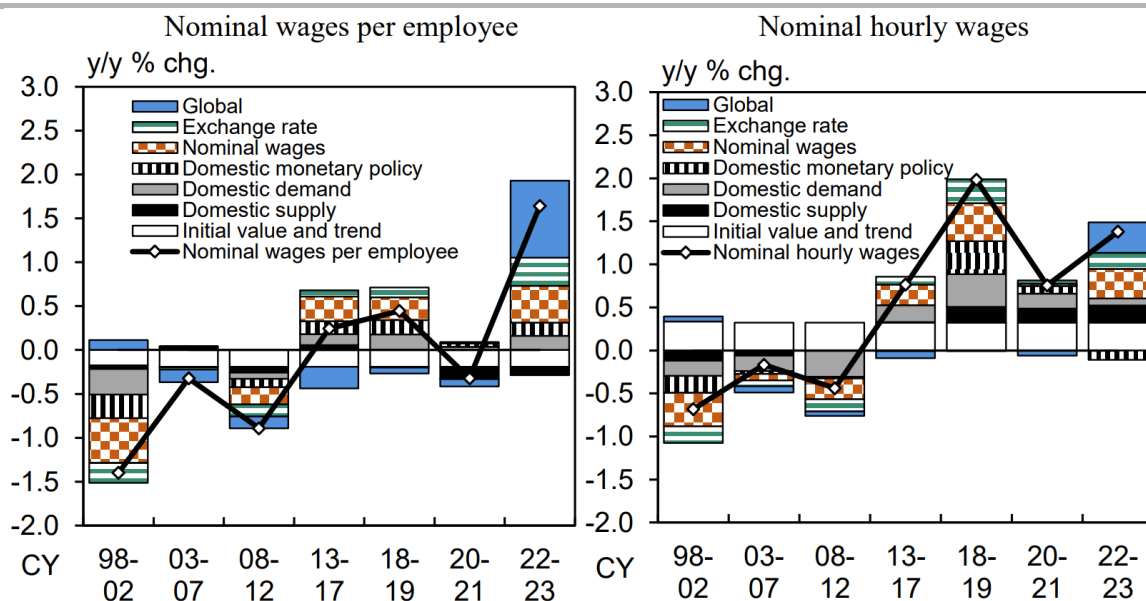
图表44：截至去年底，物价对薪资的响应函数依旧不统计显著



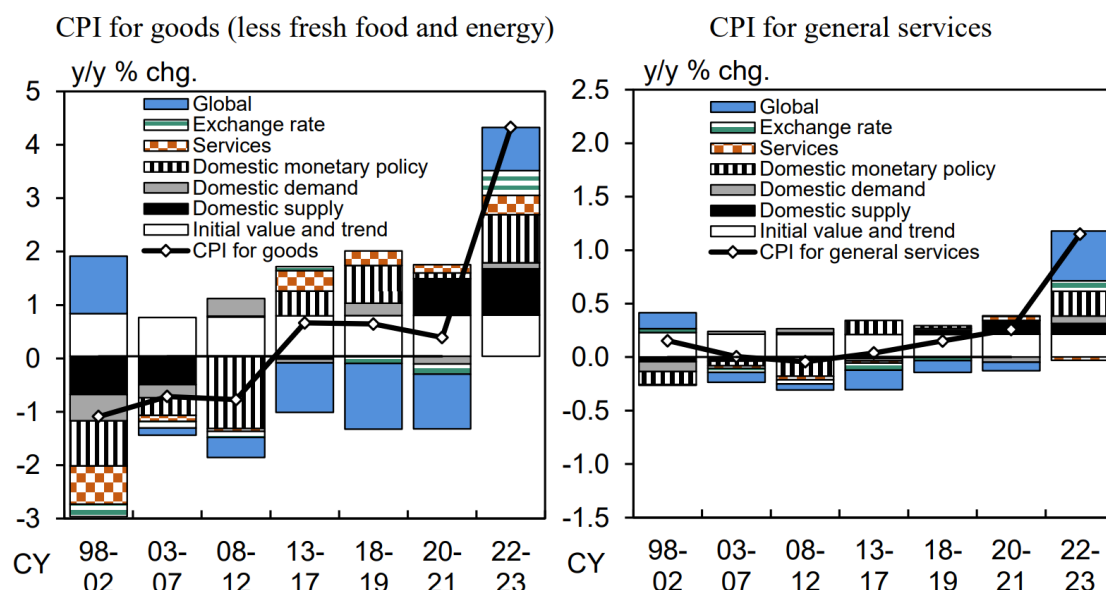
资料来源：BOJ 中信期货研究所

其三，由于 2021 年以来日本通胀受到了较强的全球供应冲击，因此将日本通胀放在全球框架下，Ichiro, F., Y. Kido, and K. Suita(2024) 将日本的薪资、商品通胀、服务通胀分别拆分为全球因素、汇率因素、服务因素、本土货币政策因素、本土需求因素、本土供给因素、趋势因素 7 项。较疫情前，薪资的增量驱动来自于全球因素和汇率因素，商品和服务通胀的增量驱动来自于全球因素、本土货币政策因素、本土供给因素。无论是薪资还是通胀构成中，本土需求因素较疫情前并未出现明显增量驱动。

图表45：无论是薪资还是通胀构成中，本土需求因素较疫情前并未出现明显增量驱动







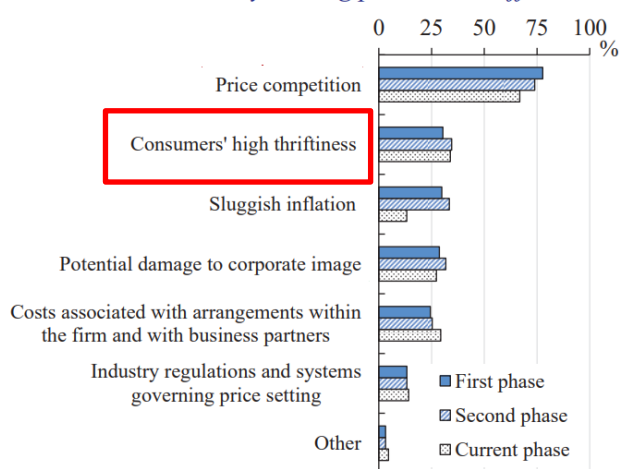
资料来源: Ichiro, F., Y. Kido, and K. Suita (2024) 中信期货研究所

其四，从日银公布的大规模企业调查看，首先是由于价格竞争而难以提价的回答占比有所回落但仍位于 63% 的高位；其次是由于消费者节俭而难以提价的回答占比未见回落；再次是解决成本压力的方法中，压缩企业利润的回答占比居高不下，压低供应商价格和居民薪资的占比有所回落，但企业更多转为优化产品矩阵。综上，企业对居民薪资的定价开始松动，但由于居民节俭造成提价困难，企业仍以压缩利润为主。

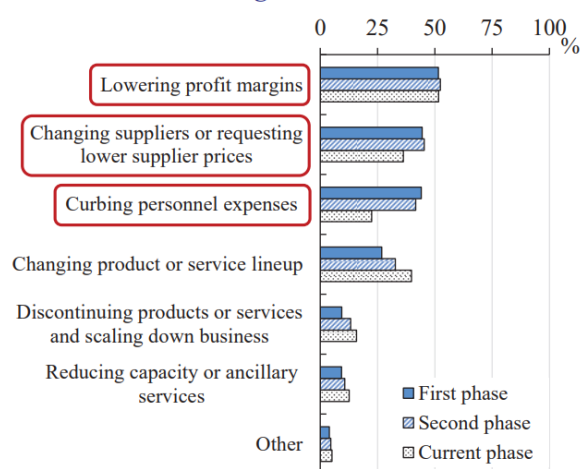
图表46：企业对居民薪资的定价开始松动，但由于居民节俭造成提价困难，企业仍以压缩利润为主

## Large-Scale Survey on the Corporate Sector (1)

### Reasons why raising prices was difficult



### Addressing cost increases



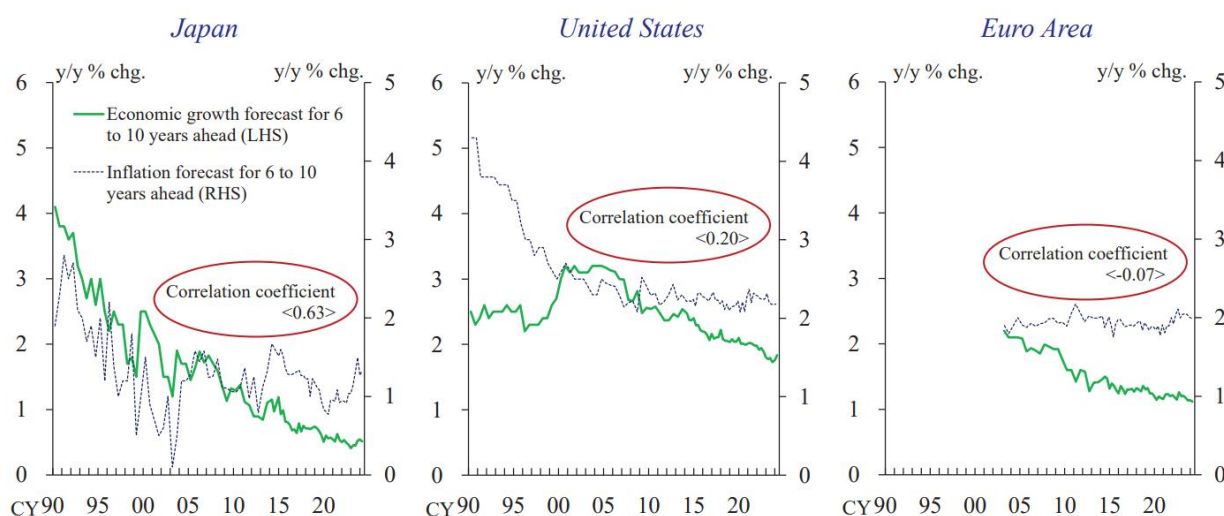
Note: Firms were asked to respond to the questions by dividing the past 25 years since the mid-1990s into three phases, which comprise (1) the "first" phase, defined as the period from the mid-1990s to the 2000s, (2) the "second" phase, defined as the 2010s, and (3) the "current" phase, defined as the period over the past one year.

资料来源: BOJ 中信期货研究所

其五，综合以上几点，我们可以看到日本银行将薪资 - 通胀的良性循环孤注一掷于劳动力供应的结构性短缺，却罔顾居民实际收入负增背景下，需求偏弱抑制企业提价能力，产出扩张动能受到消费能力的牢牢压制，这一点显然不利于通胀预期的上移：毕竟历史经验来看，日本通胀预期和增长动能的相关性高达 0.63。

图表47：毕竟历史经验来看，日本通胀预期和增长动能的相关性高达 0.63

### Medium- to Long-Term Expected Growth Rates and Expected Inflation Rates



Note: "Consensus Forecasts" was conducted twice a year until 2013, three times a year in 2014, and four times a year from 2015 onward. Correlation coefficients are calculated using data for CY 1990-2024 for Japan and the United States and CY 2003-2024 for the euro area.

资料来源：BOJ 中信期货研究所

### （三）日本银行货币政策和日元展望：空中楼阁

从日银官员的观点看，首先纷纷表达对 2023、2024 年连续两年春斗议薪涨幅的肯定，薪资 - 通胀螺旋的第一环节，薪资松动确定性偏高；其次对薪资能否有效传导至物价水平，进而摆脱价格冻结的确定性略有分歧，但皆充满希望。

我们曾在报告《四大央行货币政策和汇率市场二季度展望：通胀回落信心分化》中通过跨国比较的视角，来阐述为何日本名义薪资难以明显跑赢通胀，实现实际薪资转正。

在本篇报告中，我们进一步从“春斗”薪资 -> 现金收入 -> 日本居民消费能力 -> 企业转嫁成本方式 -> 物价传导 -> 通胀构成这一链条进行了分析，综合来看，我们认为日本银行对劳动力供应结构性短缺推升通胀的能力存在高估和侥幸心理，忽视了目前通胀构成中外生因素和货币政策的决定性推升作用，忘记了企业冻结物价的根源：居民消费动能不足。

因此，日银对于后续升息节奏和幅度的探讨，所基于的假设难以得到数据层面的有效验证，更像是脱离地表的空中楼阁，日元将不可避免地贬向 170。

## 五、中国人民银行货币政策前景展望：广谱利率各司其职

### （一）回顾篇：以退为进

自 2024 年初人民银行先后祭出降准 + 降再贷款利率 + 降 LPR 政策组合以来，考虑到呵护经济动能 + 配合政府债券发行，市场的降准降息预期确切不移。然而事与愿违，人民银行在 2024 年春节后的货币政策思路首先是弱化总量诉求、提升贷款使用效率；其次是禁止“手工补息”、金融数据“挤水分”；再次是引导长短收益率合理定价、防范金融风险；最后是稳定货币市场利率、防范汇率超调风险。表面来看，人民银行并未在总量宽松方面更进一步，但却实实在在地贯彻了“精准有效”的政策定调，起到了以退为进的政策效力。

2024 年 1 月 24 日，人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示“我国目前法定存款准备金率平均水平为 7.4%，与国际上主要经济体央行相比，空间还是比较大的，这是补充银行体系中长期流动性的一个有效工具…在利率方面，货币政策操作坚持以我为主。当前物价水平和价格预期目标相比仍有距离。大家可能也注意到，11 月、12 月国内主要银行下调了存款利率。从明天开始，我们将把提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由 2% 下调到 1.75%，这些措施都将有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率，也就是我们说的 LPR 下行”。

2024 年 2 月，MLF 利率维持在 2.5%、1Yr LPR 维持在 3.45%、5Yr LPR 单边调降 25bp 至 3.95%。

2024 年 3 月 21 日，人民银行副行长宣昌能在国新办会议上表示“我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降空间，存款成本下行和主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作的自主性”。

结合上述言论，考虑到呵护经济动能 + 配合政府债券发行，市场的降准降息预期确切不移。

2024 年 3 月 21 日，人民银行副行长宣昌能在国新办会议上表示“当前，我国货币信贷存量规模已经足够大，随着经济结构调整、转型升级、新旧动能转换的效能提高，存量资源的使用效率会显著提升，能够更好地支持经济高质量发展。在同样增速下，金融对实体经济的支持依然是稳固的”。

2024 年 4 月 12 日，据新华社报道“近期，市场利率定价自律机制发布倡议，要求银行业金融机构禁止通过手工补息的方式高息揽储，立即开展自查，并于 2024 年 4 月底前完成整改”。

2024 年 4 月以来，人民银行先后 10 次在公开场合提示长端收益率。其中

2024 年 5 月 30 日,《金融时报》撰文《长期国债这么火? 专家提醒: 应重视风险》指出“中国人民银行有关部门负责人前期在接受《金融时报》记者采访时就曾强调, 投资者需要高度重视利率风险。该负责人指出, 对于交易型投资者, 通过加大杠杆、拉长久期, 在短期价格大幅上行中可以获得更多收益, 但也容易加剧市场波动, 需要承担价格大幅下行出现的损失。对于银行、保险等配置型投资者, 如果将大量资金锁定在收益率过低的长久期债券资产上, 若遇到负债端成本显著上升, 会面临收不抵支的被动局面”。表达出人民银行提示长端收益率水平的核心动机: 防范估值损益/利差损益威胁金融机构稳健性。

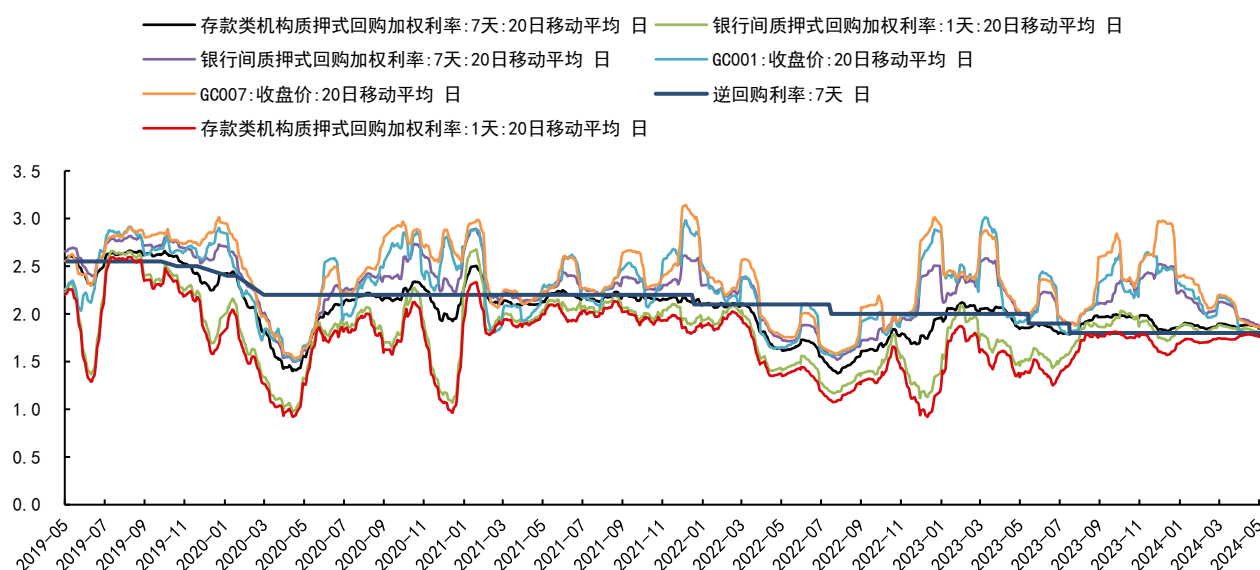
2024 年 2 月以来, 各类货币市场利率纷纷向 OMO 7D 利率收敛, DR007 20DMA 基本位于 OMO 7D 上方。与此同时, 人民币 1Yr swap point 的在岸 - 离岸价差深度倒挂, 经汇率对冲后的 1Yr CD 价格明显高于 1Yr 美债收益率。

图表48: 人民币 1Yr swap point 的在岸 - 离岸价差深度倒挂, 经汇率对冲后的 1Yr CD 价格明显高于 1Yr 美债收益率



资料来源: WIND 中信期货研究所

图表49： 各类货币市场利率纷纷向 OMO 7D 利率收敛，DR007 20DMA 基本位于 OMO 7D 上方



资料来源：WIND 中信期货研究所

## （二）展望篇：“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”对流动性有何影响？

2024 年 5 月 10 日，人民银行发布 2024Q1《中国货币政策执行报告》，其中新增表述“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”。出现这一表述的背景其一是 2023H2 以来，在人民银行货币政策感受指数抬升之际，中国社融（12M 求和，除政府债券）首次出现趋势性回落；其二是 2022 - 2023H1 中国社融（12M 求和，除政府债券）的趋势抬升并未反馈为 PMI 的有效反弹，仅仅是有所企稳；其三是中国社融（12M 求和，除政府债券）领先 PPI 同比增速半年的经验关系不复存在。

2024Q1《中国货币政策执行报告》指出“支持金融机构按照市场化法治化原则，保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配，引导贷款合理增长、均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。其中“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”为新增表述。

以人民银行公布的货币政策感受指数为货币政策松紧的代理变量，以中国社融（12M 求和，除政府债券）作为信用环境的代理变量。经验来看，货币政策宽松大致领先信用宽松 5 个季度。然而 2023 年，随着货币政策感受指数（滞后 5 个季度）由 54.1 走高至 72.3，中国社融（12M 求和，除政府债券）却从 24.39 万亿跌至 23.89 万亿。货币政策感受指数（滞后 5 个季度）和中国社融（12M 求和，除政府债券）走势背离，经验上多发生于货币政策感受指数（滞后 5 个季度）



上行末期，在上行初期的两者背离实属历史首次。

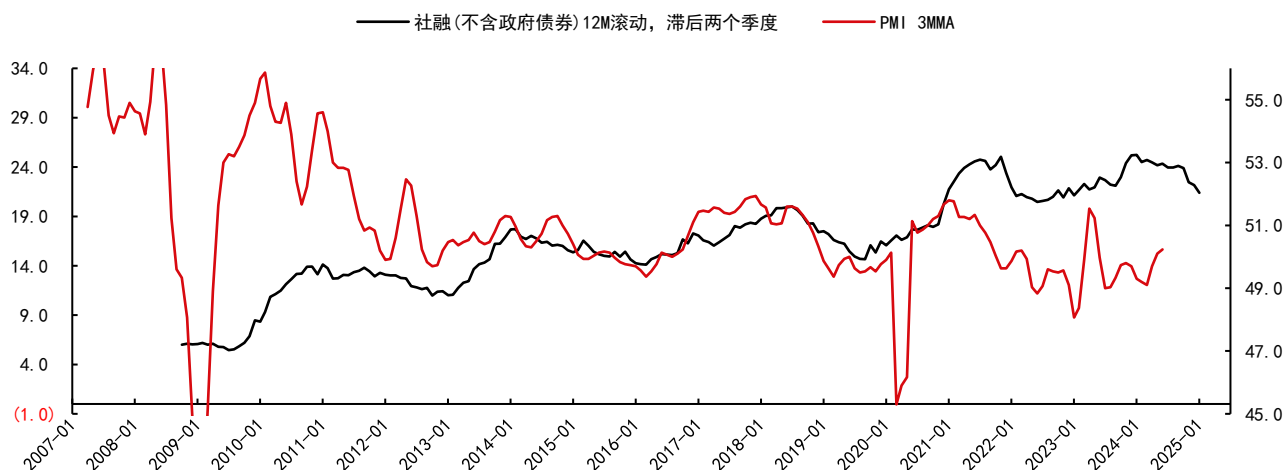
图表50： 人民银行货币政策感受指数抬升之际，中国社融（12M 求和，除政府债券）首次出现趋势性回落



资料来源：WIND 中信期货研究所

以中国社融（12M 求和，除政府债券）作为信用环境的代理变量，以 PMI（3MMA）作为产出缺口的代理变量。经验来看，信用环境大致领先产出缺口 2 个季度。然而 2022H2 以来，中国社融（12M 求和，除政府债券，滞后 2 个季度）由 20.68 万亿抬升至 25.23 万亿，随后落至 21.39 万亿，PMI（3MMA）基本围绕在 49.5 附近震荡，并无明显方向感。

图表51： 2022 - 2023H1 中国社融（12M 求和，除政府债券）的趋势抬升并未反馈为 PMI 的有效反弹

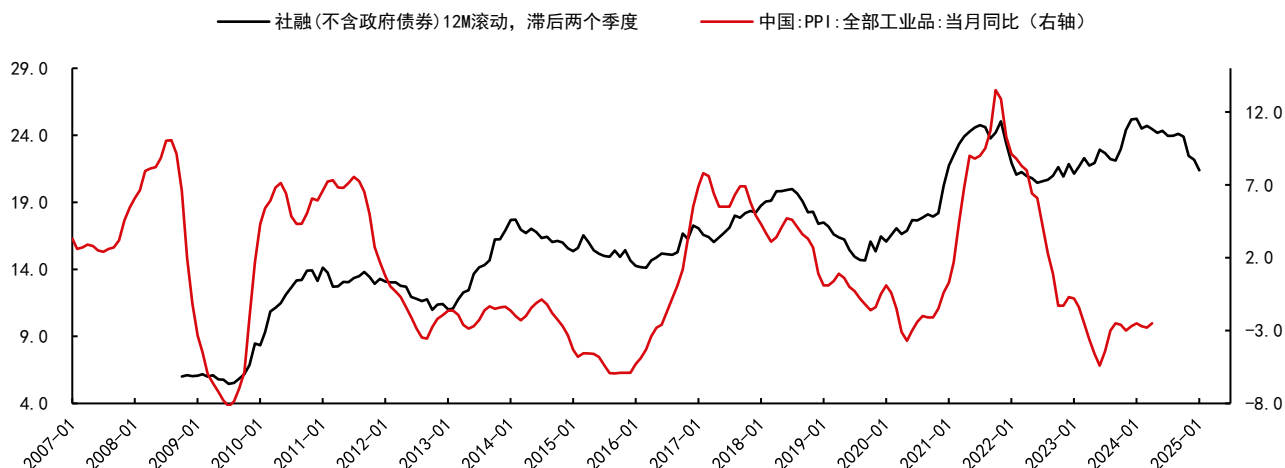


资料来源：WIND 中信期货研究所

以中国社融（12M 求和，除政府债券）作为信用环境的代理变量，以 PPI 同比增速作为名义增长的向上动能。经验来看，信用环境大致领先 PPI 同比增速 2

个季度。然而 2022H2 以来，中国社融（12M 求和，除政府债券，滞后 2 个季度）由 20.68 万亿抬升至 25.23 万亿，随后落至 21.39 万亿，PPI 同比增速由 6.1% 回落至 -5.4%，随后在 -2.5% 附近波动。

图表52：2022 - 2023H1 中国社融（12M 求和，除政府债券）的趋势抬升并未反馈为 PMI 的有效反弹



资料来源：WIND 中信期货研究所

如何理解上述经验规律的失效？与“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”有何联系？本质是对需求驱动型融资的评估。

假设 4 月份金融数据中企业中长期贷款是金融“挤水分”后的实体有效融资需求，按照这一基准进行测算，2022H2 - 2024Q1，金融机构工业中长期贷款余额增量的 8.18 万亿中，7.17 万亿为供给驱动型，需求驱动型仅 1.01 万亿。同期金融机构个人住房贷款余额从高位回落 7100 亿，合计工业部门和居民部门来看，需求驱动型中长期融资在 7 个季度的时段中仅 2900 亿。大量的信贷资金并不代表有效中长期融资需求，自然无法造成信用环境宽松 -> 产出缺口向上扩张 -> 名义价格向上弹性。由此，货币信贷供应匹配“有效融资需求”进入视野。

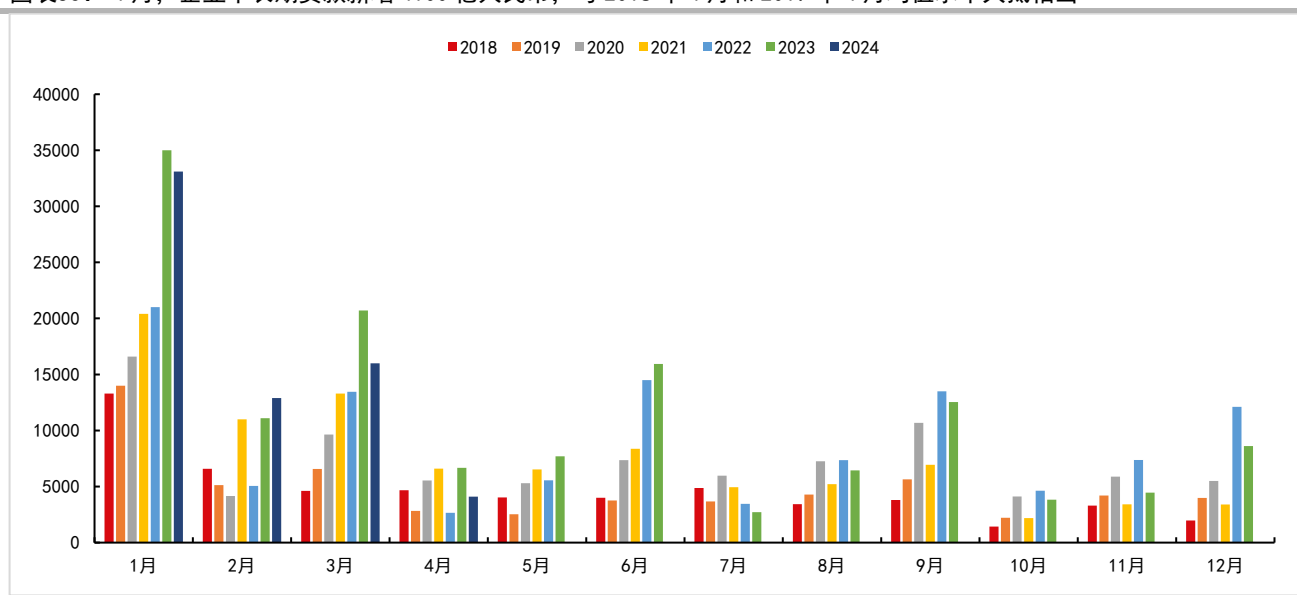
据第一财经报道“从主要参考存贷款余额到参考银行利润指标，2024 年一季度，国家统计局对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整。”

4 月，企业中长期贷款新增 4100 亿人民币，远低于去年同期的 6669 亿人民币，与 2018 年 4 月和 2019 年 4 月均值水平大抵相当。市场热议这是金融业增加值季度核算方式优化后，金融数据去水分的结果。考虑到 2022H2 以来，PMI（3MMA）基本围绕在 49.5 附近震荡，与 2018Q2 - 2019 的中枢水平基本相当，2018 - 2019 两年企业融资均值水平应该是实体有效融资需求的合理坐标。

以季度的金融机构工业中长期贷款余额为观测变量，2018 - 2019，工业中长期贷款年均新增 5400 亿人民币。以此为有效融资需求的基准，2022H2 - 2024Q1，金融机构工业中长期贷款余额增 8.18 万亿，有效融资需求为 1.01 万亿，

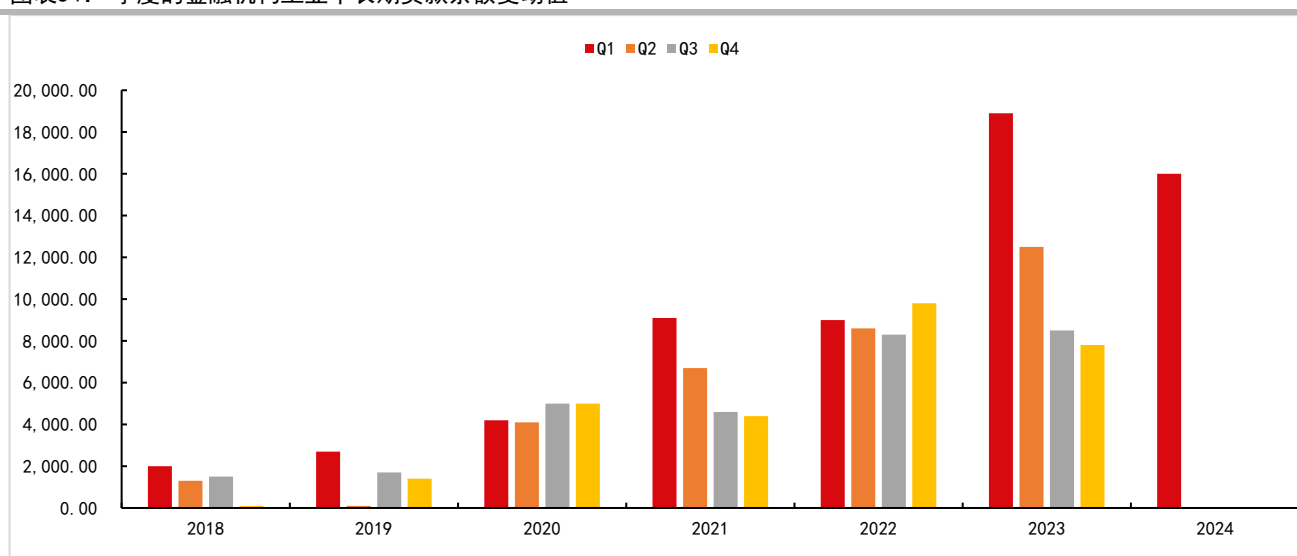
剩余 7.17 万亿有水分。

图表53：4月，企业中长期贷款新增4100亿人民币，与2018年4月和2019年4月均值水平大抵相当



资料来源：WIND 中信期货研究所

图表54：季度的金融机构工业中长期贷款余额变动值



资料来源：WIND 中信期货研究所

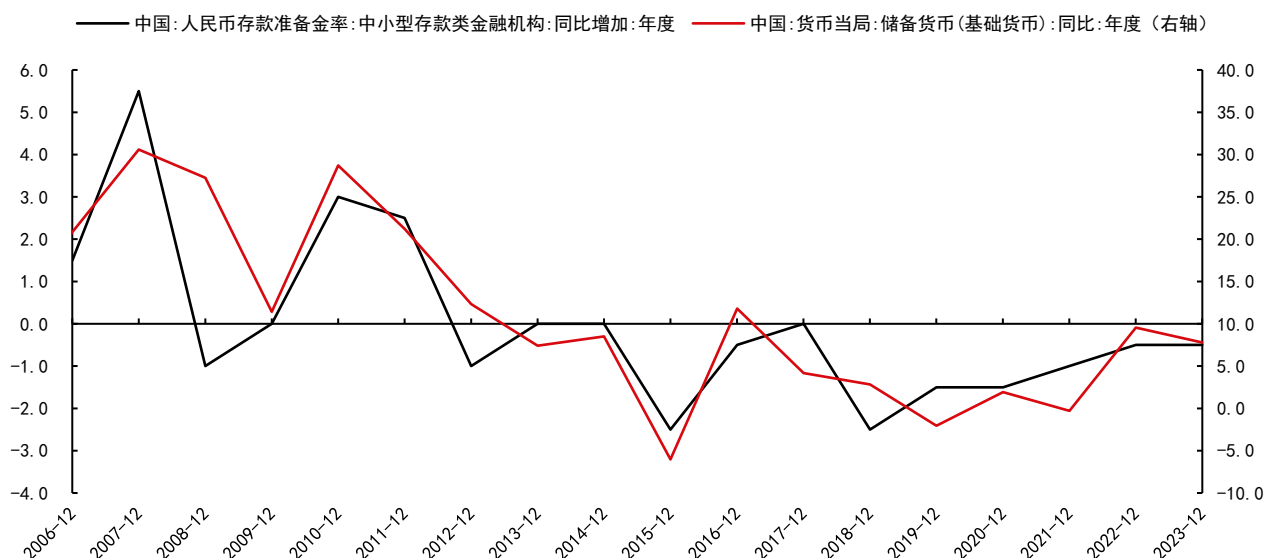
新增表述如何影响流动性环境？以有效融资需求为锚点，人民银行调控流动性的结果会有所变化。我们将今年新增社融的预测值下调5万亿至31万亿附近，社融存量同比增速为7.5%附近。假设基础货币同比增速为3.2%，全年新增基础货币1.2万亿。其中年初已降准提供1万亿，预计后续再降准提供1万亿流动性，结构性货币政策工具提供2000亿流动性，MLF余额进一步回落1万亿。

2019 年全年，中国社融（除政府债券）增 18 万亿；2021 年全年，中国社融（除政府债券）增 21 万亿。显然这两年融资中几乎无“水份”，但考虑到今年实体融资需求应不高于 2021 年，假设无“水分”的 2024 年社融（除政府债券）增 20 万亿。

2024Q1《中国货币政策执行报告》指出“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，则人民银行对于稳定社融整体规模仍有诉求，大概对应额外多增 2 万亿社融，叠加政府债券融资 9 万亿，全年新增社融约 31 万亿。

假设下半年还有一次 50bp 降准，则全年合计降准 100bp。基础货币增速和准备金率变动相关性较高，经验来看 100bp 降准对应基础货币增速约 3.2%，全年新增基础货币 1.2 万亿。其中年初已降准提供 1 万亿。预计后续再降准提供 1 万亿流动性，结构性货币政策工具提供 2000 亿流动性，MLF 余额进一步回落 1 万亿。

图表55：基础货币增速和准备金率变动相关性较高



资料来源: WIND 中信期货研究所

新增表述如何影响价格型政策工具？我们曾在报告《四大央行货币政策和汇率市场二季度展望：通胀回落信心分化》中指出，贷款加权平均利率仍有 50bp 左右调降空间，5Yr LPR 有 25bp 调降空间，但如何实现这一结果尚不清晰。

从 2024 年二季度以来的经验来看，人民银行的主要思路应该是一方面维持 OMO 和货币市场基本稳定，来应对偏负面的外部环境；另一方面通过存款利率自

律机制 → 存款利率 → 5Yr LPR 利率这一路径，同时佐以取消房贷利率下限等政策推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。若新一轮房地产政策效果有限，则禁止“手工补息”应该已为直接调降 LPR 打开空间。

2024 年 4 月 12 日，据新华社报道“近期，市场利率定价自律机制发布倡议，要求银行业金融机构禁止通过手工补息的方式高息揽储，立即开展自查，并于 2024 年 4 月底前完成整改”。从商业银行在货币市场融出缩量，以及大幅借入非银资金补充负债来看，这一整改过程进展较为顺利，银行负债成本应有所回落。

2024 年 5 月 17 日，央行、金融监管总局接连发布三条政策，宣布下调首套住房个人住房贷款最低首付款比例不低于 15%，二套不低于 25%；下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点；并取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

我们认为，若新一轮房地产政策效果有限，则禁止“手工补息”应该已为直接调降 LPR 打开空间。

### （三）中国人民银行货币政策和人民币展望：广谱利率各司其职

综上，我们回顾了 2024 年以来总量型货币宽松频频落空的背景，该背景和新增表述之间的联系，新增表述对流动性环境和价格型货币政策工具的影响。

也正是在这些背景下，综合考虑人民银行最终目标和新增表述，我们可以理解人民银行对于广谱利率的不同操作：

其一是维持 OMO 7D 利率不变，引导 DR007 运行在 OMO 7D 上方，同时佐以人民币掉期市场配合，防范汇率超调风险；

其二是通过预期引导保证长端收益率水平在合理位置双向波动，避免收益率曲线过于平坦，防范金融风险；

其三是通过存款利率自律机制逐步压低银行负债成本，一方面挤出“无效信贷”，一方面为调降贷款利率留出空间；

其四是通过存款利率自律机制 → 存款利率 → 5Yr LPR，并辅以取消房贷利率下限等政策推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

如此，广谱利率各司其职，分别兼顾内外均衡、金融稳定、中介目标、并衍生为充分就业和通胀温和回升。对于人民币而言，上述组合有利于人民币在合理位置上基本稳定，运行区间在 7.1 - 7.3。

## 六、汇率展望

### （一）市场展望：分歧加剧，预期收敛

**美联储货币政策前景展望：货币政策摆布与滞胀风险。**2024 上半年行将结束，面对有所走弱的美国增长，市场对其因素的探讨众说纷纭，包括但不限于超额储蓄正式耗尽、财政由刺激转为拖累、美联储货币政策传导的滞后效应开始显现等。我们并不认可上述因素，反而认为正是美联储货币政策传导不畅 + 过早给出放弃加息和即将降息的前瞻指引，造成通胀反弹，侵蚀居民实际可支配收入和支出前景，降低软着陆概率。时至今日，美国通胀动能已于 2024Q1 出现明显加速，但我们并不认为接近尾声，反而是“渐入佳境”。

在此背景下，美联储能否正视通胀问题成为了美国能否软着陆的关键。情形一是美联储放弃今年降息选项，甚至将加息重新列入可选项，通胀有效回落，居民支出前景改善，将抬高软着陆概率；情形二是美联储仍然抱有侥幸心理，在通胀反弹背景下优先考虑就业市场，将降低软着陆概率，抬高滞胀风险。

情形一下，美联储鹰派 + 软着陆概率抬升，叠加美欧货币政策分化，美元指数将走强至 107 - 110；情形二下，美联储鸽派 + 滞胀风险，美元指数将回落至 100 以下。

**欧央行货币政策和欧元展望：持重有度。**虽然开启首次降息，但欧央行仍然维持数据依赖与“三准则”框架，对欧央行货币政策前景的分析，仍要回到对通胀前景和劳动力市场的分析。

从通胀前景出发，截至 2024Q1，单位企业利润进一步回落，叠加存量薪资追踪指标、边际新招工薪酬指标以及企业预期三方面均指向薪资增速继续下行，通胀持续回落的确定性较强。

从劳动力市场来看，企业利润率先企业招工需求与劳动力囤积 1 年左右，截至 2024Q1，企业利润率继续大幅下行至历史区间下沿，招工需求与劳动力囤积也将进一步下降，失业率在当前极低水平下可能发生反弹。

上述前景下，结合欧央行的数据依赖和季度月议息会议的数据丰富性，欧央行货币政策的基线情形或为 9 月、12 月各降息一次，全年降息 3 次。考虑到欧元区企业利润率快速下降对于就业市场以及居民消费信心的影响，欧央行可能在四季度不止降息一次，全年或降息 4 次。

美联储全年或不降息，2024 年下半年，欧央行货币政策与美联储进一步分化，利率前景差异下，投资者追求更高利率的美债，抛售欧元买美元的行为推动欧元走贬，欧元或贬至 1.05。



**日本银行货币政策前景展望：空中楼阁。**总结三位日银官员对日本通胀前景的讨论，态度上从谨慎到乐观。其中 UCHIDA Shinichi 的观点最能代表乐观派的广泛共识，其主要论据来自劳动力供应不足，造成企业涨薪 + 价格转移。那么这一论述是否能得到数据上的有力支撑，亦或是“空中楼阁”呢？

在劳动力市场结构性短缺背景下，虽然 2024 年“春斗”薪资录得明显上涨，但我们从“春斗”薪资 → 现金收入 → 日本居民消费能力 → 企业转嫁成本方式 → 物价传导 → 通胀构成这一链条进行了分析，综合来看，我们认为日本银行对劳动力供应结构性短缺推升通胀的能力存在高估和侥幸心理，忽视了目前通胀构成中外生因素和货币政策的决定性推升作用，忘记了企业冻结物价的根源：居民消费动能不足。

因此，日银对于后续升息节奏和幅度的探讨，所基于的假设难以得到数据层面的有效验证，更像是脱离地表的空中楼阁，日元将不可避免地贬向 170。

**中国人民银行货币政策前景展望：广谱利率各司其职。**2024 年 5 月 10 日，人民银行发布 2024Q1《中国货币政策执行报告》，新增表述“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”。

如何理解？本质是对需求驱动型融资的评估。2022H2 - 2024Q1，合计工业部门和居民部门，需求驱动型有效中长期融资在 7 个季度的时段中仅 2900 亿。大量的信贷资金并不代表有效中长期融资需求，由此，货币信贷供应匹配“有效融资需求”进入视野。

以有效融资需求为锚点，我们将今年新增社融的预测值下调 5 万亿至 31 万亿附近，预计全年新增基础货币 1.2 万亿。年初已降准提供 1 万亿，预计后续再降准提供 1 万亿，结构性货币政策工具提供 2000 亿，MLF 余额进一步回落 1 万亿。

新增表述如何影响价格型政策工具？从 2024Q2 经验来看，人民银行一方面维持 OMO 和货币市场基本稳定；另一方面通过存款利率自律机制 → 存款利率 → 5Yr LPR 利率这一路径，同时佐以房地产利率政策推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。若新一轮房地产政策效果有限，则禁止“手工补息”应该已为直接调降 LPR 打开空间。

在上述背景下，综合考虑人民银行最终目标和新增表述，我们可以理解人民银行对于广谱利率的不同操作，分别兼顾内外均衡、金融稳定、中介目标、并衍生为充分就业和通胀温和回升。对于人民币而言，上述组合有利于人民币在合理位置上基本稳定，运行区间在 7.1 - 7.3。

## （二）风险因子

- 1、美国劳动力市场快速走弱。将驱动美联储开启趋势降息周期。
- 2、欧元区薪资增速反弹。将驱动欧央行持续鹰派。
- 3、日本出口快速转暖。或拉动实际薪资转正，支撑日银实质性转紧。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>