

四大央行货币政策和汇率市场年度展望：

货币政策正常化的快与慢

报告要点

汇率走势或分为上、下半场。美元或在 2025 年上半年伴随美联储继续降息有所走弱至 102-104 的中枢区间，欧元、日元、人民币走强，运行区间或分别在 1.06-1.10、145-155、6.8-7.1；下半年伴随美联储暂停降息、关税政策落地，美元或走强至 106，欧元、日元、人民币承压，或分别贬值至 1.04、160、7.3。

摘要：

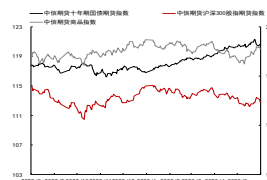
展望 2025 年，全球主要央行货币政策继续向正常化迈进，但我们认为，货币政策正常化的节奏或存在明显差异，汇率市场主要看点包括：

- **其一**，特朗普交易及背后隐含的特朗普经济政策对货币政策的影响定价可能扭转。**其二**，美联储货币政策难以正常化，通胀风险将在下半年掣肘其继续降息。**其三**，欧央行货币政策或快速正常化降息至中性水平。**其四**，日银货币政策正常化加息的速率较慢。**其五**，汇率走势或分为上、下半场，上半年伴随美元走弱，人民币走强；下半年伴随美元走强，人民币承压。
- **美联储货币政策前景展望：浅降息的必要性与暂停降息的前景。**特朗普经济政策对美联储中短期货币政策决策的影响可能有限。从美国经济基本面后续发展角度，劳动力市场风险可能使美联储上半年进一步降息 2-3 次 25bp，但住房与薪资通胀表现出持续黏性并高于目标水平制约美联储下半年降息。美元上半年或随美联储降息有所回落至 102-104 中枢区间，下半年伴随暂停降息与关税政策或走强至 106。
- **欧央行货币政策前景展望：货币政策回至中性。**欧元区薪资通胀或将于 2025 年加速回落，为欧央行放松货币政策打开空间。由于欧央行货币政策持续压制欧元区经济，加之结构性问题，小幅降息无法显著改善欧元区经济，欧央行或至 2025 年年中回到 2% 中性利率水平。欧元走向或受制于美元变化，2025 年上半年，欧元或相对走强，运行区间或在 1.06 - 1.10，2025 年下半年，欧元或走弱至 1.04 附近。
- **日本银行货币政策前景展望：再度加息的观察窗口期较长。**日银继续加息依赖薪资与物价循环的三重条件，日银需要观察服务业价格是否继续上涨、明年春斗议薪涨幅、以及企业固投是否强劲，再次开启加息的时间最早或在 2025Q2，或加息 25bp，此后进入货币政策观察期。日元在 2025 年上半年或相对强势，运行区间或在 145-155，下半年日元或伴随美元走强再度走弱至 160 附近。
- **中国人民银行货币政策前景展望：支持性货币政策继续发力。**人行重在促进物价合理回升，为配合财政发力，货币政策发力节奏或有所加快，预计 2025Q1 即降息降准，提前为财政发力做准备，全年来看，或降息 20-30BP，降准 50-75BP。人民币走势的关键或在内部逆周期政策发力的预期，2025 年上半年人民币伴随外部美元回落或有所走强，运行区间或在 6.8-7.1；2025 年下半年，伴随外部美联储暂停降息、关税政策可能实质性落地，人民币或有所承压，运行区间或在 7.0-7.3。

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) 美国劳动力市场持续走弱。将驱动美联储快速降息应对。2) 欧元区薪资增速反弹。将驱动欧央行持续鹰派，陷入滞胀局面。3) 日本名义薪资增速大幅抬升。或支撑日银快速收紧货币政策。4) 中国需求端政策发力不及预期。人民币或持续承压。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



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

程小庆
021-60819969
chengxiaqing@citicsf.com
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

张陆
zhanglu2@citicsf.com
从业资格号 F03105230
投资咨询号 Z0021341

目 录

摘要:	1
一、2024 年回顾：外部降息扰动，内部预期政策	5
二、美联储货币政策前景展望：浅降息的必要性与暂停降息的前景	7
（一）回顾篇：重燃通胀担忧	7
（二）展望篇：通胀风险的掣肘	14
（三）美联储货币政策和美元指数展望：浅降息的必要性与暂停降息的前景	22
三、欧央行货币政策前景展望：货币政策回至中性	23
（一）回顾篇：打破季度降息	23
（二）展望篇：逐次会议降息	25
（三）欧央行货币政策和欧元展望：货币政策回至中性	30
四、日本银行货币政策前景展望：再度加息的观察窗口期较长	31
（一）回顾篇：边际扭转鹰派倾向	31
（二）展望篇：薪资物价循环的多重条件	34
（三）日本银行货币政策和日元展望：再度加息的观察窗口期较长	40
五、中国人民银行货币政策前景展望：支持性货币政策继续发力	41
（一）回顾篇： 货币政策重心更强调稳增长	41
（二）展望篇： 坚定支持性的货币政策立场	44
（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：支持性货币政策继续发力	52
六、总结	53
（一）市场展望：货币政策正常化的快与慢	53
（二）风险因子	53
免责声明	54

图目录

图表 1： 2024 年，人民币汇率经历了上半年在美元走强下的慢贬阶段，于三季度开启快速升值，但四季度以来再度走贬	5
图表 2： 美国 Q3 GDP 增速强劲，除住宅投资拖累外，各分项呈现经济需求韧性	8
图表 3： 美国消费增速强劲的背后在于居民收入强劲，净财富持续积累，对未来收入信心与预期高企下，储蓄率持续下行	8
图表 4： 截至 10 月，美国 U3 失业率为 4.145%，与美联储最大化就业目标相符；尽管 10 月永久失业占比（裁员率）抬升接近 0.1%，整体走势较为平稳	9
图表 5： 非农新增就业经历 9 月强劲增长后，10 月仅新增 1.2 万人，且主要由政府就业贡献，私营部门就业负增；此外衡量就业广度的扩散指数回落；但 10 月非农可能受天气影响较大，由于恶劣天气无法工作的人数达到 51.2 万人	9
图表 6： 9 月职位空缺进一步下降，当前劳动力市场处于贝弗里奇曲线非线性拐点附近	10
图表 7： 美国劳动力市场活力下降，10 月由失业转向就业（job finding rate）的比率再度回落，延续下行趋势；企业招聘率、企业裁员率以及员工跳槽率维持低位	11
图表 8： PCE 通胀以 6 个月环比年化增速衡量的通胀动能来看，截至 9 月，去通胀进程持续	12

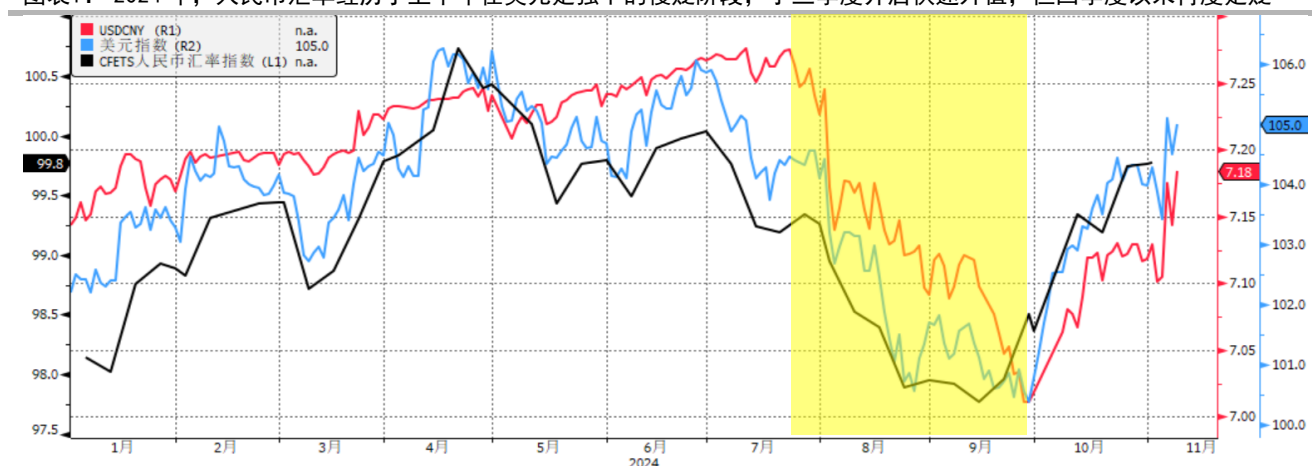
图表 9： 同比增速来看，服务项 PCE 通胀仍然高企，主要由于住房、医疗以及其他服务通胀仍高于疫情前水平	12
图表 10： 10 月 ISM 制造业 PMI 呈现“滞涨”特征，生产/需求持续在 50 荣枯线以下磨底，价格分项再度攀升至荣枯线上方	13
图表 11： ISM 制造业 PMI 价格分项与 PPI、CPI 通胀具有良好一致性，且有一定领先性	13
图表 12： 美联储 9 月点阵图与联邦基金期货市场对降息定价（截至 2024 年 11 月 8 日）	14
图表 13： 从美联储议息会议 Transcript 材料来看，特朗普胜选后的 2017 年，相比前一年，财政政策被提及的词频以及其他政策被提及的词频明显提升，此外，由于经济政策带来的不确定性讨论占比亦远高于 2016 年	15
图表 14： 2016 年 12 月 FOMC 会议，相比大选前 9 月预测，美联储在未来 2 年内仅增加一次 25bp 的加息，对 GDP、失业率、PCE 的预测变动有限	16
图表 15： 美联储 2017 年 5 月议息会议的 Tealbook 关于移民对经济影响的量化测算：移民增速影响经济潜在增速，达 0.5%	17
图表 16： 美联储模型测算：关税施加的产品对于通胀与政策的影响亦不同	17
图表 17： 美联储加息前（2021 年 12 月），彼时反映资金紧俏的指标（流动负债/流动资产，左图）越高的行业职位空缺降幅越高（截至 2024 年 9 月）；彼时杠杆率指标（总负债/总资产，右图）反映融资越难的行业职位空缺降幅越高	18
图表 18： 美联储暂停加息后，反映资金可用性指标（流动负债/流动资产，左图）收紧程度越高的行业职位空缺回落程度越大（截至 2024 年 6 月）；杠杆率指标（总负债/总资产，右图）反映融资可得性差的行业职位空缺回落程度越大	19
图表 19： 住房通胀回落缓慢，根据克里夫兰联储的模拟，基准情形下可能至 2026 年中期回归疫情前水平，但存在极大不确定性，取决于搬家率、续租率以及最重要的新租金增速水平	20
图表 20： 美国各大新租金指标暂未表现出反弹特征	20
图表 21： 薪资增速持续高于与通胀目标相符的水平并有所反弹，当前服务业通胀中医疗服务通胀高企的原因可能是薪资增速水平自 2024 年以来持续上行	21
图表 22： 中小企业联盟薪资与价格设定领先于核心 CPI 通胀，薪资与价格设定并未继续回落，表现出筑底特征	22
图表 23： 欧元区 2024Q3 GDP 增速自底部有所抬升	23
图表 24： 欧元区月度经济数据看，零售环比增速在三季度有所抬升，制造业、建筑业仍弱势运行	23
图表 25： 欧元区 10 月整体通胀反弹至 2.0%，主要由于能源价格的基数效应影响，核心通胀与服务通胀均持平于前值	24
图表 26： 从职位空缺率看，欧元区劳动力市场状况进一步趋于平衡，或不会引发薪资进一步上涨	26
图表 27： 基于调查的薪资预期、协议薪资增速与薪资追踪器等模型显示薪资增速在 2025 年显著回落	26
图表 28： 新劳动合同薪资增速回落的背景下，2022 年以前高薪资增速合约在 2024Q4 全部到期，整体薪资增速将显著回落	27
图表 29： 欧盟委员会 10 月调查结果显示，10 月服务业售价预期有所抬升，其他行业售价预期仍处于低位或回落态势中	27
图表 30： SAFE 企业调查显示：企业对未来 1 年售价预期与薪资增速预期维持低位	28
图表 31： 欧元区信贷增速自 2022H2 持续低迷，截至 2024 年 9 月，非金融企业贷款增速刚转正至 0.5%，居民消费贷款增速持续回落至 1.9%，房贷增速小幅反弹至 0.6%	28
图表 32： 欧元区投资不足使得劳动生产率低下	29
图表 33： 能源冲击给欧元区经济造成疤痕效应：高能源强度的制造业产出持续回落	29

图表 34： 欧盟委员会 10 月调查显示整体信心仍处底部；分行业来看，服务、零售、建筑业信心自底部有所抬升，但工业信心延续回落	30
图表 35： 日本 GDP 增速拆解：三季度经济增速环比折年增 0.9%，其中净出口增速拖累明显	31
图表 36： 日本实际消费支出同比增速三季度再度回落，截至 2024 年 9 月以 3 个月平均来看，同比增速回落至-1.6	32
图表 37： 截至 9 月，日本整体 CPI 通胀为 2.5%，除生鲜食品与能源外核心通胀在近 2 个月有所反弹至 2.1%，而表征通胀趋势的三大指标持续回落至 2%以下	32
图表 38： 日元 10 月展望相比 7 月，预测基本维持不变	33
图表 39： 2024 年春斗薪资议薪高增逐渐体现在居民现金收入中，但最近两个月居民现金收入持平	34
图表 40： 伴随整体通胀在三季度有所反弹，日本实际薪资同比增速再度转负，拖累实际消费增速再度转负	34
图表 41： 日本居民现金收入自 2024 年开始加速追赶 CPI 指数，截至 2024 年 9 月仅实现基本持平	35
图表 42： 日本居民消费信心自 2024 年二季度继续回落，截至 10 月，各分项除资产价值项均有所回落 ...	36
图表 43： 日本劳动力市场中长期结构：老龄化背景下，劳动力供给持续下降	36
图表 44： 日本企业继续给居民涨薪面临相对良好的条件：劳动力市场紧俏、企业利润高增，但最终涨幅或取决于通胀预期	37
图表 45： 日本通胀预期调查指标：居民、企业、经济学家与市场参与者的通胀预期持续抬升，但仍然低于 2%	37
图表 46： 日本企业 2024 财年计划固定资产投资高增，但历史来看，实际投资远小于计划投资	38
图表 47： 日本企业实际投资远小于计划的原因主要是支出项目审查及减少浪费、项目延期，2023 财年新经济增长放缓原因	38
图表 48： 日本各规模企业利润、资本开支前景调查与 GDP 私人非住宅投资：尽管企业利润持续抬升，但大中小型企业资本开支前景均回落（截至 2024Q3）	39
图表 49： 2024 年存款准备金率调降 100BP	42
图表 50： 2024 年 2 月、7 月和 10 月 LPR 利率均有下调	42
图表 51： 2024 年 7 月和 9 月逆回购利率和 MLF 利率均下调	43
图表 52： 政策利率传导过程	44
图表 53： 近几年，M2 同比增速和经济增速相关性减弱	44
图表 54： 2024Q3 和 2024Q2 货币政策执行报告关于下一阶段整体思路对比	46
图表 55： 今年以来我国融资需求仍偏弱	47
图表 56： 10 月，居民与企业融资需求仍不足	47
图表 57： 目前，我国通胀水平仍较低	47
图表 58： 目前，我国实际利率仍较高	47
图表 59： 银行的净息差水平仍较低（%）	48
图表 60： 近期美元指数走强，人民币汇率有所承压	49
图表 61： 当中美利差较低时，降息偏谨慎	49
图表 62： 降息多领先于地方债供给放量	49
图表 63： 降准多领先于地方债供给放量	49
图表 64： 2015 年以来一季度和三季度降准的概率较大	50
图表 65： 2015 年以来一季度和三季度降息的概率较大	50
图表 66： 5%或是当前存款准备金率的下限	51

一、2024 年回顾：外部降息扰动，内部预期政策

回顾 2024 年以来的人民币走势，经历了上半年受美元走强拖累的慢贬阶段，于三季度开启快速升值，但四季度以来再度走贬。背后的核心驱动一方面在于市场对美联储降息预期经历了上半年的“推后甚至年内不降息”，到三季度的“衰退式降息”，到四季度的“大幅削减降息空间”，美元由震荡走强到快速贬值再到重启强势；另一方面是国内经济政策预期经历了阶段转弱、政策预期转向，再到政策预期回摆的变化，驱动了人民币走势。

图表1：2024 年，人民币汇率经历了上半年在美元走强下的慢贬阶段，于三季度开启快速升值，但四季度以来再度走贬



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2024 年上半年，美国重燃通胀担忧，市场进而推迟美联储降息预期甚至定价年内不降息，内部来看，市场对国内经济与资产的预期再度转弱，美元走强，人民币承压。

美国 2023 年 12 月、2024 年 1 月、2 月、3 月通胀数据均超市场预期，以 CPI 通胀近 6 个月环比年化衡量的通胀动能来看，持续反弹；同时，美国 12 月、1 月、2 月非农新增就业人数连续超预期，以 3 个月平均来看，新增非农就业人数在高于疫情前的平均水平持续反弹，在此背景下，市场重燃通胀担忧，美联储官员亦逐步转换措辞，表明当前不急于降息，并纷纷表态对通胀风险的担忧，市场进而推迟美联储降息开启时点甚至定价年内不降息，驱动美元走强。

内部来看，市场对国内经济与政策的预期再度转弱拖累人民币表现。经济基本面持续磨底，M2、M1、社融信贷等金融数据同比增速持续回落，政策预期与效果方面，5 月 17 日房地产新政以来，房地产市场成交并没有出现明显改善，市场开始担忧政策效果以及对于经济的影响，同时政策基调延续侧重供给端的产业政策，市场的政策预期阶段转弱，美元走强下，人民币承压。

2024 年三季度以来，美国去通胀进程持续+就业市场软化，美联储确认风险平衡转向通胀和就业更加平等的权重，同时伴随套息交易逆转，全球资本市场波动加剧，市场定价美联储衰退式降息，美元持续走弱；内部来看，企业结汇情绪积极，叠加 9 月末政策转向，人民币汇率快速拉升。

美国 2024 年 5 月、6 月、7 月通胀数据不及预期，同比增速延续回落，去通胀进程进展良好；与此同时，美国 7 月、8 月就业数据显示劳动力市场进一步软化，新增非农就业以 3 个月平均来看延续下行，尽管 7 月数据可能是受到飓风天气因素影响，但在 U3 失业率连续两个月触及 sahm rule 这一衰退法则后，引发市场持续恐慌并开始定价美国衰退风险。

8 月初，伴随市场衰退预期，此前积累的大量卖出低息货币买入美元等高息货币资产的套息交易头寸快速平仓，引发全球资本市场动荡，市场预期美国衰退的情绪高涨，OIS 市场甚至预期美联储启动紧急降息 50bp，并持续定价美联储将进行衰退式降息。

低息货币日元在套息逆转后开启迅猛升值，并带动人民币亦开启升值，同时，在外部美联储可能进行衰退式降息背景下，国内企业前期积累的大量待结汇开始积极涌出，从结汇率来看，从 2024 年 1-7 月持续低于历史季节性的 60% 左右水平抬升至 8 月的 62.2%、9 月的 70.1%，9 月远超季节性水平，结汇推动下，人民币快速升值。

9 月 24 日国新办发布会，涉及货币、资本市场、房地产市场等一揽子政策，显著扭转市场对政策预期，随后 9 月 26 日政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，进一步强化市场对政策转向的预期，人民币持续升值。

2024 年四季度以来，伴随美国经济数据韧性，市场快速修正美联储的降息预期。美国大选临近，特朗普交易回归，并由于特朗普的竞选政策可能导致美国通胀抬头，市场通胀担忧重燃，并削减对美联储后续降息空间的定价。内部来看，市场对国内逆周期财政政策预期有所回摆。

美国 2024 年 9 月非农新增就业大超预期，尽管后续经历修正，但以 3 个月平均来看，扭转下行趋势开启反弹，失业率亦下降至 4.05%，尽管 10 月非农就业不及预期，但在美国 Q3 GDP 增速达到 2.8%、个人消费支出强劲的背景下，市场认为 10 月非农数据或是 2 次飓风与波音公司罢工等因素影响下的噪音，并且初请失业金人数自“飓风周”之后开始回落且基本符合预期。

美国大选临近，民调与博彩网站的预测显示特朗普胜选与共和党横扫的概率远高于哈里斯胜选的概率，由于特朗普税收、关税、移民等政策以及导致赤字率上行的前景可能使得通胀抬头，市场通胀担忧重燃，并削减对美联储后续

降息空间的定价。10月ISM制造业PMI价格分项超预期抬升至54.8%强化市场情绪，并于特朗普胜选后，关税担忧下，欧元走弱，助推美元持续走强。

内部来看，10月12日财政部会议、11月8日十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕后的发布会对于市场而言，尽管财政方面发力方向明确，但由于前期市场对政策有较高预期期待，发布会后反而对政策预期有所回摆，人民币汇率在关税担忧下，持续走贬。

央行层面，11月8日发布的2024Q3货币政策执行报告对人民币的态度似乎有些放松，相比Q2报告，未提“对顺周期性行为予以纠偏”，增加“保持汇率弹性”的提法，结合近期人民币在贬值过程中，逆周期因子继续在0附近波动，人民币汇率跟随市场波动放大并继续承压。

二、美联储货币政策前景展望：浅降息的必要性与暂停降息的前景

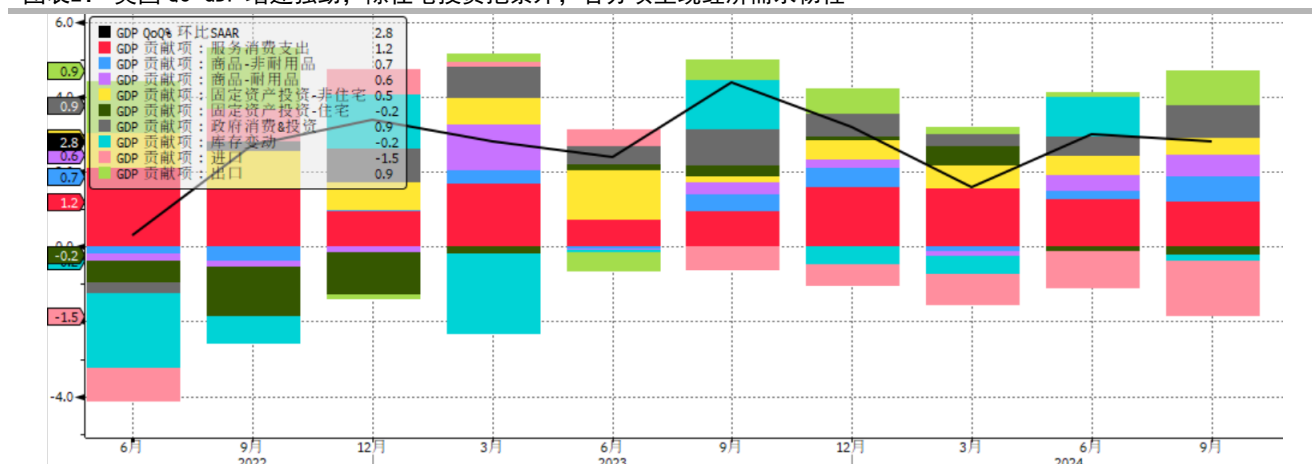
（一）回顾篇：重燃通胀担忧

自美联储在9月议息会议上转向并降息50bp以来，市场前期对劳动力市场的担忧开始缓解，伴随10月以来美国发布的经济数据指向总体经济强劲、劳动力市场仍具韧性，市场对就业下行风险有所脱敏，并在特朗普交易的推动下，对通胀上行的风险担忧重燃。从美联储的角度，11月议息会议上，联储对通胀的表述亦更为谨慎，尽管延续9月货币政策转向的基调继续降息25bp，但11月会议上鲍威尔对经济表现与前景更为乐观，并或为后续转为季度降息以及暂停降息做出指引。

从美国2024Q3 GDP增速来看，整体增速维持强劲，环比折年率达2.8%，除住宅投资拖累0.2%的增速外，内需各分项呈现经济需求韧性。个人消费支出贡献了2.46%的增速，其中商品消费支出贡献1.25%的增速，相较前几个季度明显提升，服务消费支出维持韧性，贡献1.21%的增速。设备支出带动非住宅投资增速保持韧性，贡献0.5%的增速；政府消费与投资增速贡献0.9%的增速；进口拖累-1.5%的GDP增速，反应内需强劲。

美国消费增速强劲的背后在于居民收入强劲，净财富持续积累，对未来收入信心与预期高企下，储蓄率持续下行。

图2：美国 Q3 GDP 增速强劲，除住宅投资拖累外，各分项呈现经济需求韧性



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图3：美国消费增速强劲的背后在于居民收入强劲，净财富持续积累，对未来收入信心与预期高企下，储蓄率持续下行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

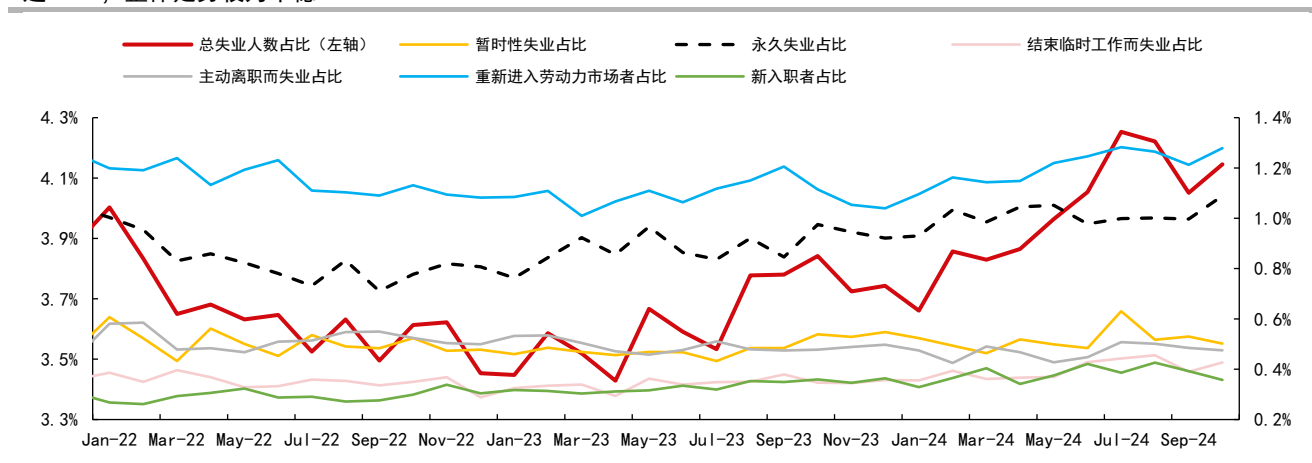
从美联储货币政策两大目标出发，首先，劳动力市场仍然维持韧性，并且当前市场与美联储最大化就业目标相一致，但劳动力市场的紧俏性继续放缓、

劳动力市场活力下降。

截至 10 月，美国 U3 失业率为 4.145%，处于美联储预测长期失业率水平，与美联储最大化就业目标相一致；拆分失业率原因来看，尽管 10 月永久失业占比（裁员率）抬升接近 0.1%，但整体走势较为平稳，失业率自去年 4 月份低点以来的抬升主要由于供给因素与摩擦性失业导致。

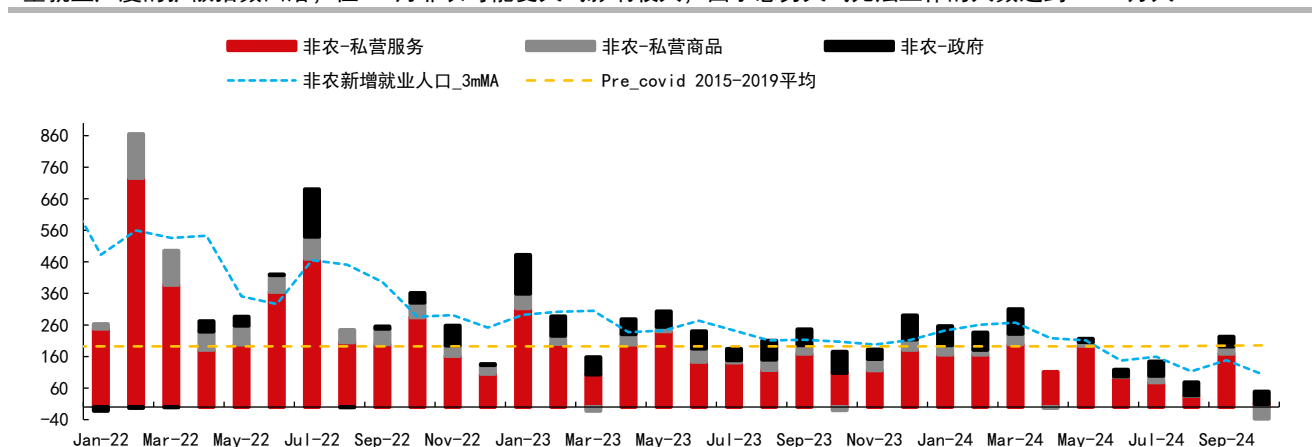
非农新增就业经历 9 月强劲增长后，10 月仅新增 1.2 万人，且主要由政府就业贡献，私营部门就业负增，此外衡量就业广度的扩散指数亦有所回落，但整体仍处于 50 荣枯线以上。10 月非农新增就业可能受天气影响较大，当月由于恶劣天气无法工作的人数达到 51.2 万人，因此 10 月非农新增就业的噪音较大。

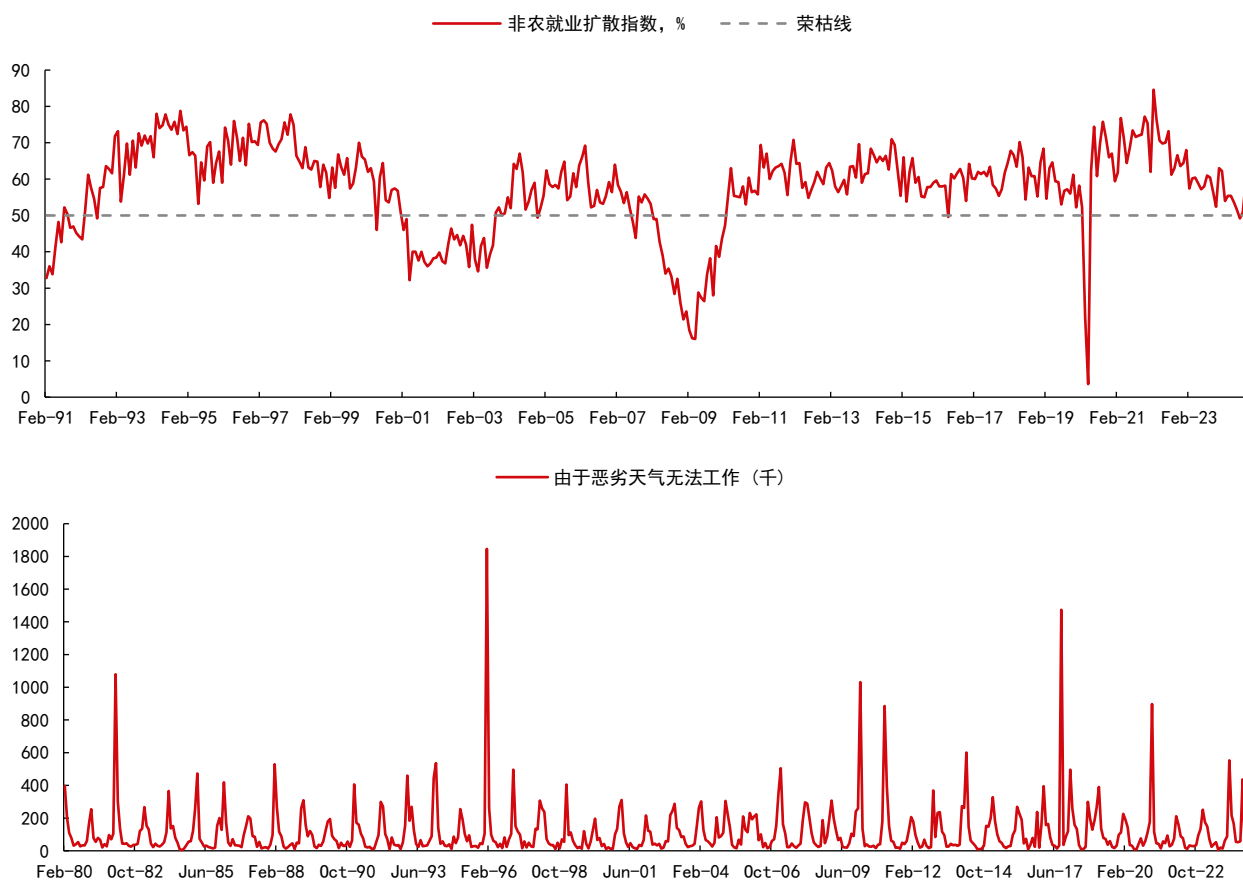
图表4：截至 10 月，美国 U3 失业率为 4.145%，与美联储最大化就业目标相符；尽管 10 月永久失业占比（裁员率）抬升接近 0.1%，整体走势较为平稳



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表5：非农新增就业经历 9 月强劲增长后，10 月仅新增 1.2 万人，且主要由政府就业贡献，私营部门就业负增；此外衡量就业广度的扩散指数回落；但 10 月非农可能受天气影响较大，由于恶劣天气无法工作的人数达到 51.2 万人

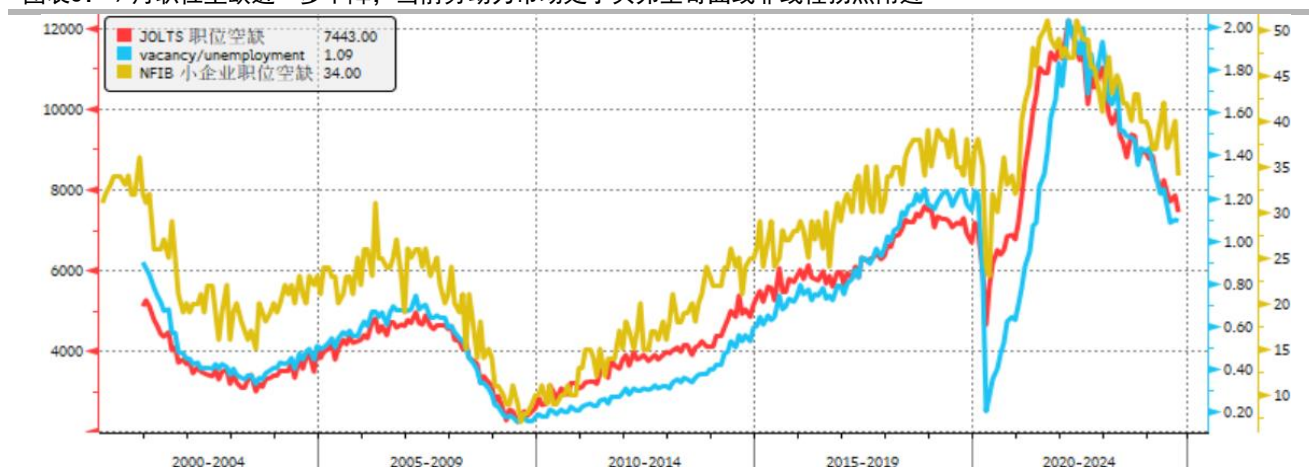


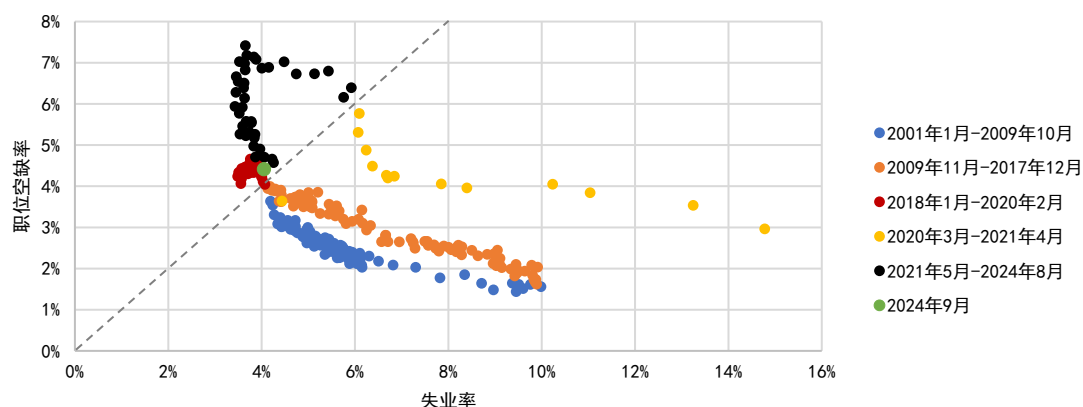


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

但美国劳动力市场紧俏性持续放缓，9 月职位空缺进一步下降，已触及疫情前水平，以职位空缺率/失业率衡量的市场紧俏性来看，当前劳动力市场处于贝弗里奇曲线非线性拐点附近。

图表6：9 月职位空缺进一步下降，当前劳动力市场处于贝弗里奇曲线非线性拐点附近

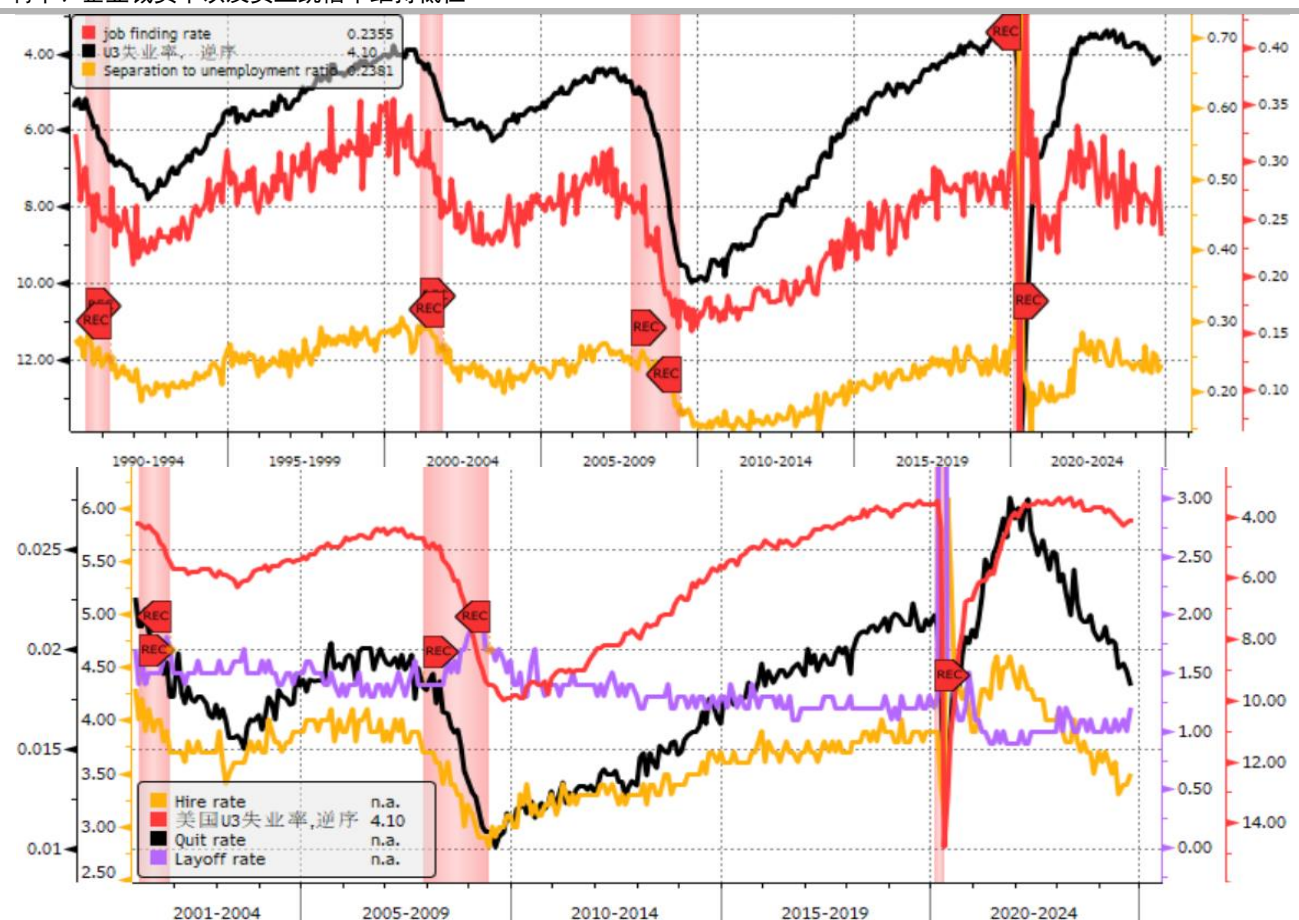




资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

美国整体就业市场呈现周转活力低的特点，10 月由失业转向就业（job finding rate）的比率再度回落，延续下行趋势；企业招聘率、企业裁员率以及员工跳槽率维持低位。

图表7：美国劳动力市场活力下降，10 月由失业转向就业（job finding rate）的比率再度回落，延续下行趋势；企业招聘率、企业裁员率以及员工跳槽率维持低位

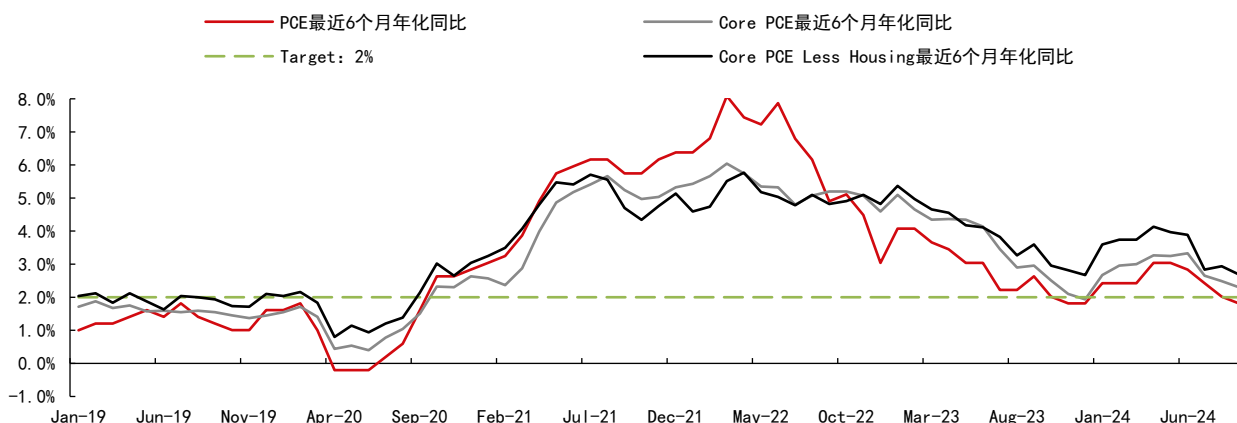


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其次，从通胀来看，截至9月，以6个月环比年化增速衡量的PCE通胀动能持续回落，同比增速来看，服务PCE通胀仍然高企，主要由于住房、医疗以及其他服务项通胀仍高于疫情前水平。在特朗普交易的推动下，市场对通胀上行的风险担忧重燃。11月议息会议上，美联储对通胀的态度亦更为谨慎。

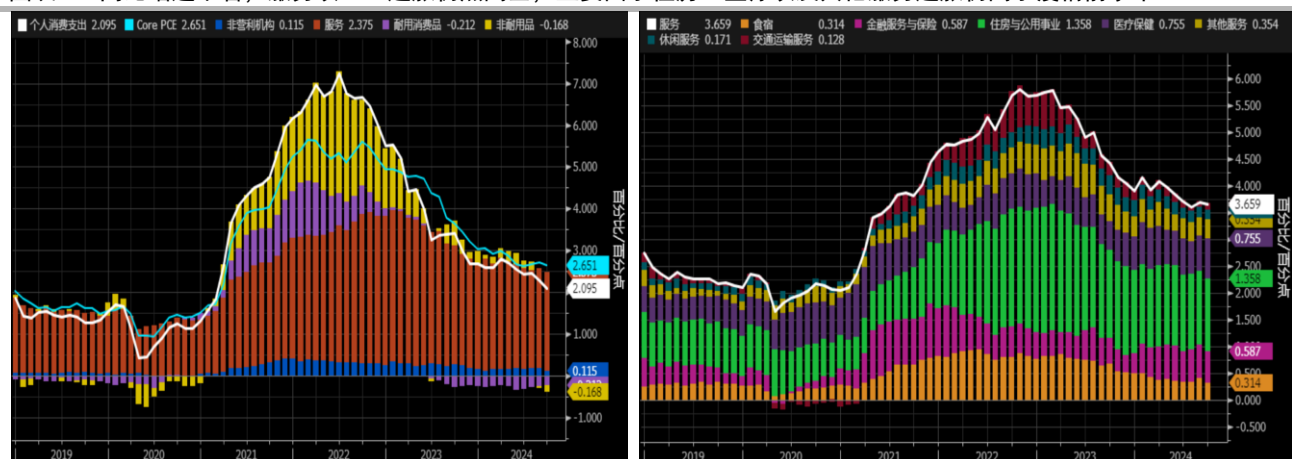
10月ISM制造业PMI价格分项攀升至54.8%，引发市场对通胀担忧。一方面是ISM制造业PMI价格分项与PPI、CPI通胀具有良好一致性，且具有一定领先性。另一方面是美国大选特朗普交易带来的情绪扰动，市场持续定价未来财政扩张导致通胀反弹。

图表8：PCE通胀以6个月环比年化增速衡量的通胀动能来看，截至9月，去通胀进程持续



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表9：同比增速来看，服务项PCE通胀仍然高企，主要由于住房、医疗以及其他服务通胀仍高于疫情前水平



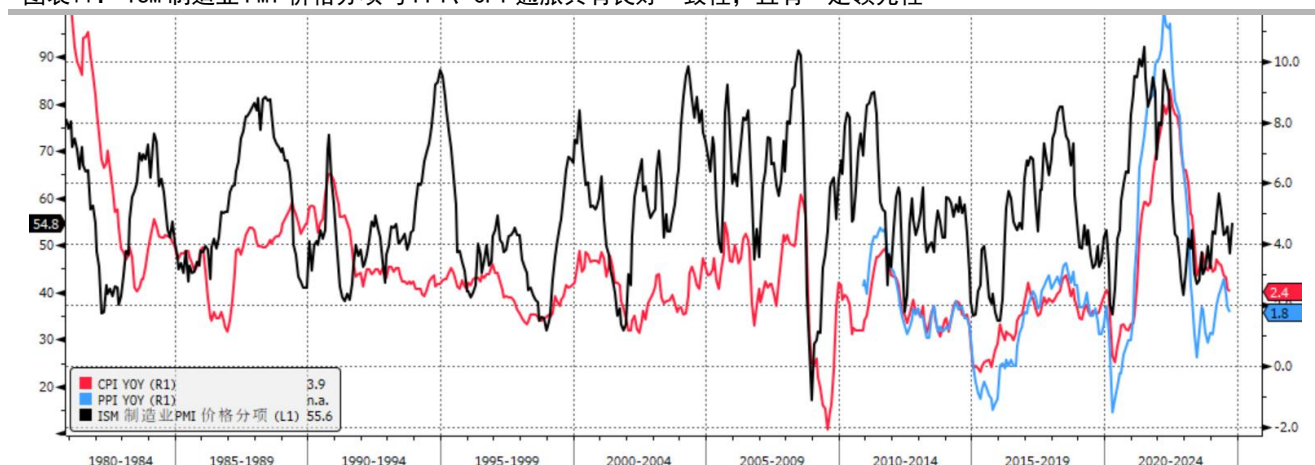
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表10：10月ISM制造业PMI呈现“滞涨”特征，生产/需求持续在50荣枯线以下磨底，价格分项再度攀升至荣枯线上方



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表11：ISM制造业PMI价格分项与PPI、CPI通胀具有良好一致性，且有一定领先性

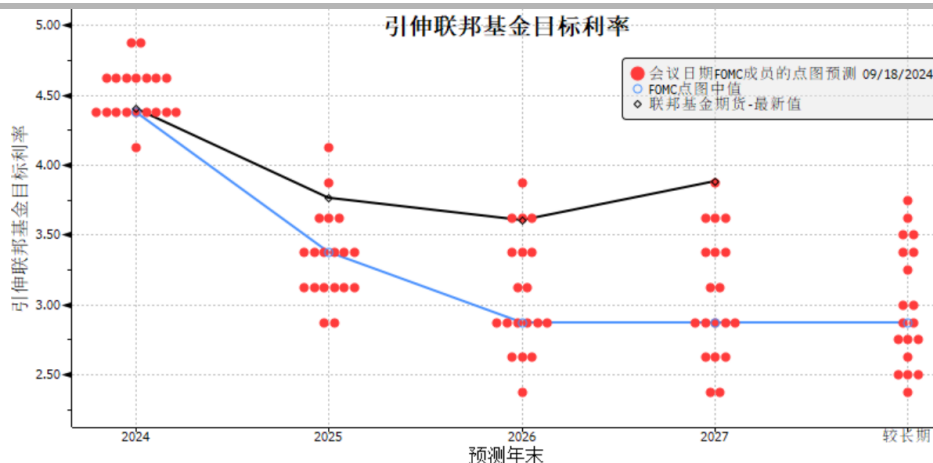


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

11月FOMC议息会议延续9月货币政策转向的基调，降息25bp符合预期，但本次会议上，联储对通胀的表述更为谨慎。尽管对于后续货币政策前瞻指引延续逐次会议决定的思路，但本次会议上，鲍威尔亦提出在接近中性立场的过程中，考虑放缓降息步伐，以及如果经济持续强劲，每次降息将增加通胀风险，可能考虑暂停，11月FOMC会议或为后续转为季度降息以及暂停降息做出指引。

截至11月8日，市场已经大幅修正前期衰退担忧对美联储的降息定价，相比于美联储9月点阵图，联邦基金期货市场对美联储后续降息幅度更为克制，2025年底或仅再降息80bp，市场修正定价的逻辑正在于美国经济强劲的背景下，通胀反弹的担忧以及2025年迎来特朗普第二任期后，其经济政策主张可能掣肘美联储的降息空间。

图表12：美联储9月点阵图与联邦基金期货市场降息定价（截至2024年11月8日）



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

美联储货币政策会如何受到特朗普经济政策的影响？2025 年美联储限制性的货币政策走向正常化的节奏如何？我们将在下节详细探讨。

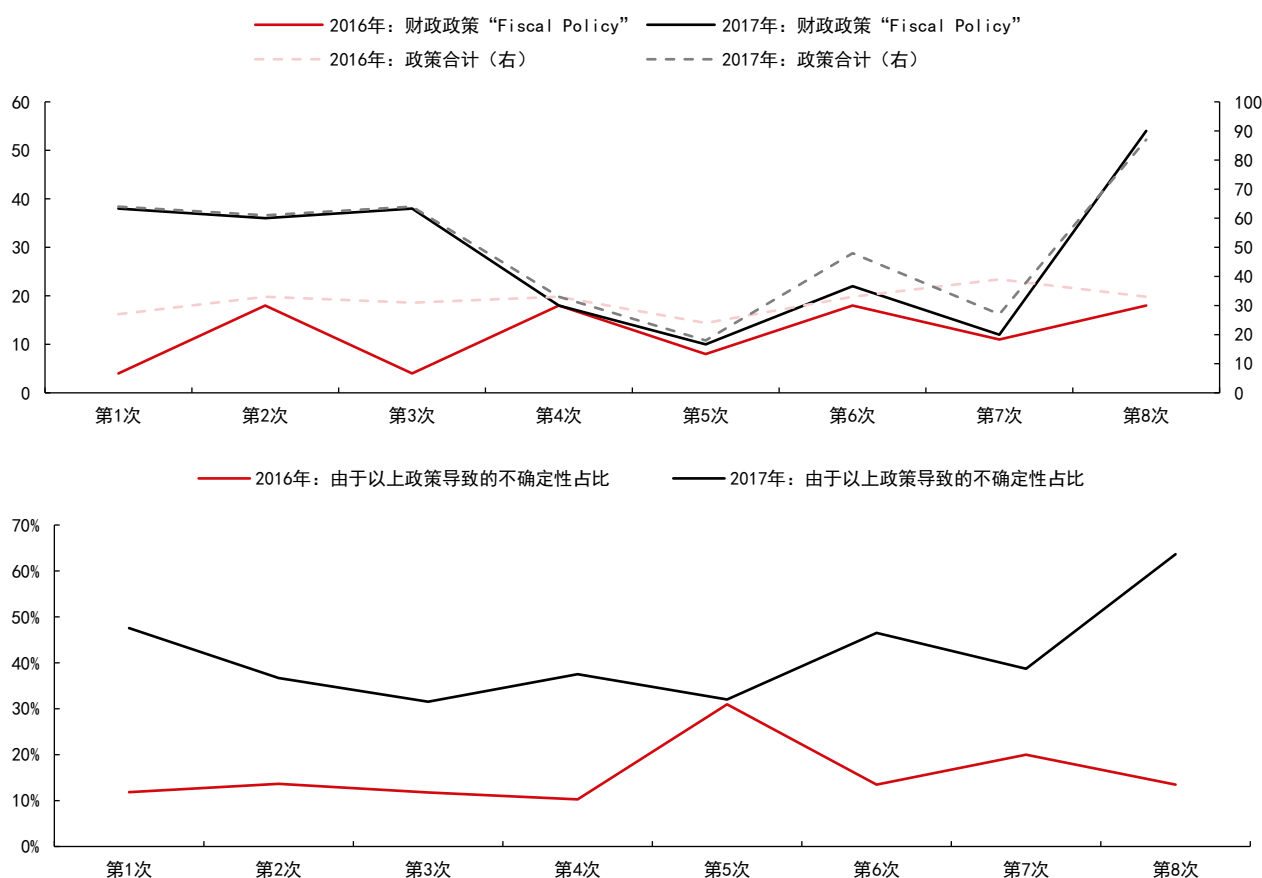
（二）展望篇：通胀风险的掣肘

特朗普的经济政策如何影响美联储货币政策？首先，的确给美联储货币政策带来更高的不确定性；但与直觉和市场反应不同的是，特朗普经济政策（税收、移民、关税）对美联储中短期货币政策决策的影响可能有限，但仍需关注2025 年特朗普政策具体细节以及落地情况对市场风险偏好与情绪的影响。

从美国经济基本面后续发展角度来看，我们认为美联储紧缩的货币政策可能抑制了劳动力市场需求，考虑到职位空缺持续回落的非线性影响，美联储后续货币政策的选择可能是进一步降息，但由于整体行业仍然健康、以及住房与薪资通胀可能已经发生结构性转换，可能持续黏性并高于目标水平，美联储降息速率与空间均有限。

特朗普的经济政策的确给美联储货币政策带来更高的不确定性。从美联储2016、2017 年议息会议 Transcript 材料来看，特朗普胜选后的2017 年，相比前一年，财政政策（“Fiscal Policy”）被提及的词频以及其他政策（贸易政策 “trade policy”、移民政策 “Immigration policy”、税收政策 “tax policy”）被提及的词频明显提升，此外，由于经济政策带来的不确定性讨论占比亦远高于2016 年，从不确定性原因来看，包括三个方面，一是政策落地的时间与细节的不确定性，二是政策对经济影响的不确定性，三是企业对经济政策感知的不确定性进而影响企业生产经营。

图表13：从美联储议息会议 Transcript 材料来看，特朗普胜选后的 2017 年，相比前一年，财政政策被提及的词频以及其他政策被提及的词频明显提升，此外，由于经济政策带来的不确定性讨论占比亦远高于 2016 年



资料来源：中信期货研究所

注：横坐标指代美联储一年中的 8 次会议

但与直觉和市场反应不同的是，特朗普经济政策（税收、移民、关税）对美联储中短期货币政策决策的影响可能有限。

财政政策变化对货币政策的影响取决于美联储如何评估该变化在未来几年对经济可能产生的影响。美联储根据总需求、总供给计量模型来评估财政影响的规模与时间，此外，评估财政政策的效果亦取决于政策实施时的经济状况。

首先财政政策，2016 年美国大选特朗普胜选与共和党横扫后，不同于市场积极定价扩张性财政政策影响，美联储对预期的财政变化反应有限，相比于大选前 9 月份的预测（SEP），美联储在未来 2 年内仅增加了一次 25bp 的加息，对 GDP、失业率、PCE 的预测变动非常有限，主要由于对不确定性的谨慎态度，以及资产价格的变化（美债利率、美元上行）对冲扩张性财政政策效果。

在扩张性财政政策落地前 1 年，美联储政策利率预测基本维持不变，甚至在 2017 年 9 月由于通胀预测下调而下调政策利率预测。2018 年扩张性财政政策落地后，尽管美联储持续上调实际 GDP 增速预测与产出缺口，实际短中期的政策利

率路径的变化仍取决于通胀预测与实际通胀的发展（具体请参见《美联储决策如何考虑大选后的财政政策？》）。

图表14：2016年12月FOMC会议，相比大选前9月预测，美联储在未来2年内仅增加一次25bp的加息，对GDP、失业率、PCE的预测变动有限

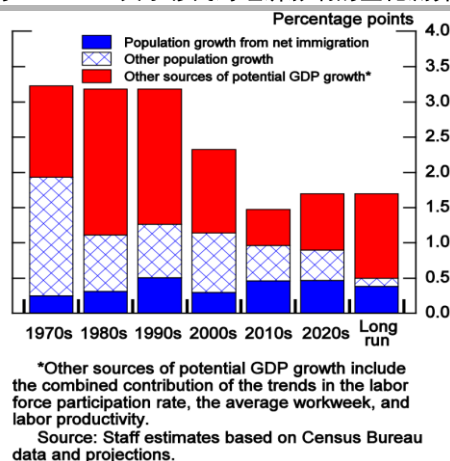
Percent															
Variable	Median ¹					Central tendency ²					Range ³				
	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-1.9	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.7-2.4	1.7-2.3	1.5-2.2	1.6-2.2
September projection	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7-1.9	1.9-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.5-2.3	1.6-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8	4.7-4.8	4.5-4.6	4.3-4.7	4.3-4.8	4.7-5.0	4.7-4.8	4.4-4.7	4.2-4.7	4.1-4.8	4.5-5.0
September projection	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7-4.9	4.5-4.7	4.4-4.7	4.4-4.8	4.7-5.0	4.7-4.9	4.4-4.8	4.3-4.9	4.2-5.0	4.5-5.0
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	2.0
September projection	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2-1.4	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0	1.1-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.8-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.7	1.8	2.0	2.0		1.7-1.8	1.8-1.9	1.9-2.0	2.0		1.6-1.8	1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	
September projection	1.7	1.8	2.0	2.0		1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0		1.5-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	1.8-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.6	1.4	2.1	2.9	3.0	0.6	1.1-1.6	1.9-2.6	2.4-3.3	2.8-3.0	0.6	0.9-2.1	0.9-3.4	0.9-3.9	2.5-3.8
September projection	0.6	1.1	1.9	2.6	2.9	0.6-0.9	1.1-1.8	1.9-2.8	2.4-3.0	2.8-3.0	0.4-1.1	0.6-2.1	0.6-3.1	0.6-3.8	2.5-3.8

数据来源：FED 中信期货研究所

关于税收的 TCJA 法案到期时间在 2025 年年底，特朗普税收政策变化实质落地可能发生在 2026 年，因此税收政策可能不会对 2025 年经济产生影响，但 2025 年国会围绕税收法案具体细节变化可能会影响经济各主体以及市场情绪与风险偏好变化。

其次移民政策，从美联储在 2017 年 5 月议息会议的 Tealbook（青皮书）来看，美联储倾向于认为移民政策变化对于衡量经济疲软程度的总体统计数据产生很小的影响（“Finally, it is worth noting that a change in immigration policy would likely have, at most, a small effect on the aggregate statistics used to measure slack in the economy”）。从移民本身对美国经济影响看，移民增速影响人口水平进而影响经济潜在增速，程度达 0.5%，但考虑移民政策变化的一般均衡影响，除却人口的负面影响，可能亦有减少移民数量提高单位工人可用资本量进而提高平均生产率等正面影响。纵览 2017-2018 年美联储议息会议 Transcript 材料，美联储对移民政策讨论较少，讨论较为全面的是 Dudley，分别在 2018 年 1 月、2018 年 6 月议息会议上提到认为移民政策可能加剧劳动力市场紧俏程度、降低经济体生产能力，对通胀造成上行的不确定性。我们倾向于认为特朗普在 2025 年上台后，可能会快速利用行政命令改变移民政策，但移民政策的改变对美联储的货币政策影响可能有限。

图表15：美联储 2017 年 5 月议息会议的 Tealbook 关于移民对经济影响的量化测算：移民增速影响经济潜在增速，达 0.5%

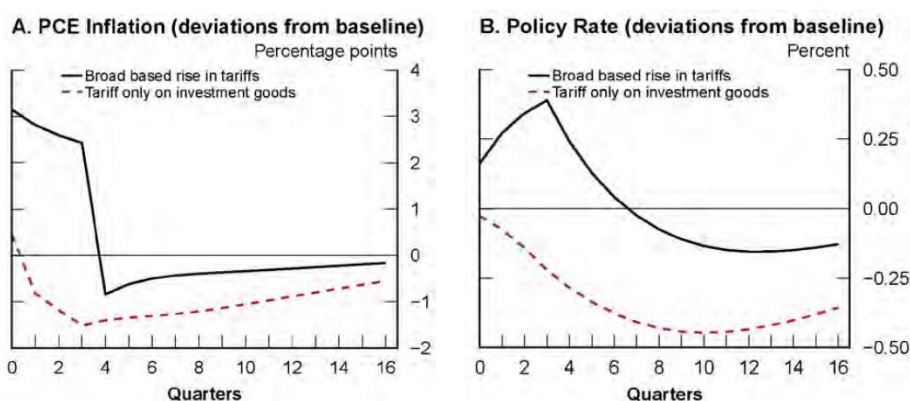


资料来源：FED 中信期货研究所

最后关税政策，从 2018 年 9 月美联储议息会议材料 Tealbook 来看，美联储的模型指向关税带来的通胀影响是暂时的，对经济增长不利，如果美联储应对关税的通胀影响进行加息则将会增加衰退概率，如果美联储的货币政策足够透明并能稳定通胀预期，忽视关税的货币政策更为合适，因此，如果美联储认为其货币政策能继续锚定通胀预期，后续关税使得美联储货币政策调整的概率可能较低。此外关税施加的产品对于通胀与政策的影响亦不同，需要关注特朗普上台后关税政策具体实施方案。

图表16：美联储模型测算：关税施加的产品对于通胀与政策的影响亦不同

SIGMA simulations: 10% rise in tariffs



资料来源：FED 中信期货研究所

综上，我们借鉴特朗普第一任期下，税收、移民、关税政策对美联储货币政策影响的历史经验，我们认为与直觉和市场反应不同的是，特朗普经济政策对美联储中短期货币政策决策的影响可能有限，但仍需关注 2025 年特朗普政策具体细节以及落地情况对市场风险偏好与情绪的影响。

那么如何看待 2025 年美国经济基本面发展以及会如何影响美联储货币政策？

首先，从劳动力市场角度，我们认为美联储紧缩的货币政策可能抑制了劳动力市场需求，考虑到职位空缺持续回落的非线性影响，美联储后续货币政策的选择可能是进一步降息。

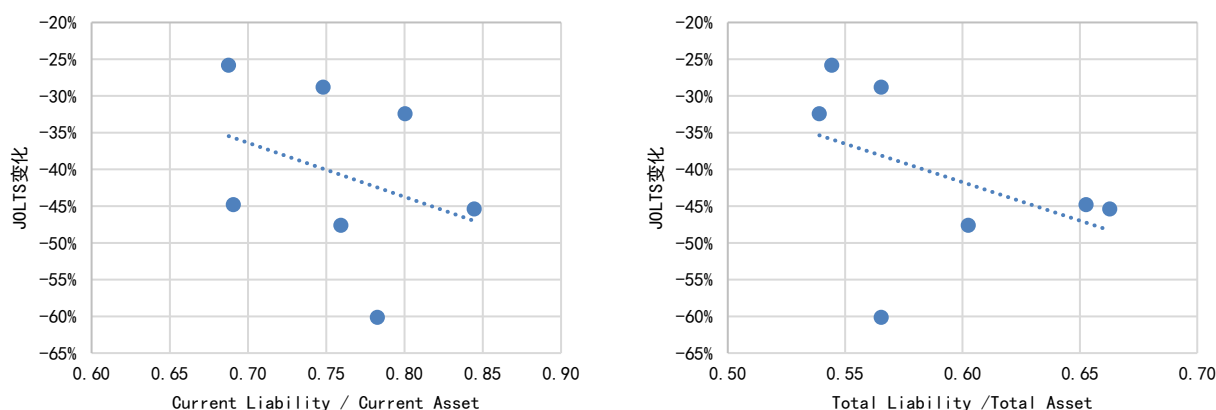
前期高企的职位空缺防止了货币政策持续紧缩期间失业率的抬升，但职位空缺已经下滑至疫情前水平，后续发展是继续回落还是企稳？这个问题首先依赖于前期职位空缺的下行是由于疫情后劳动力市场回归正常化期间自身的发展动态还是美联储紧缩的货币政策抑制了劳动力市场需求？

我们借鉴克里夫兰联储的研究视角，利用美国人口普查局收集的行业季度财务报表数据，探究不同行业受到货币政策紧缩压力的情况与职位空缺变化的关系。

我们发现，美联储加息前（2021Q4），越容易受到美联储加息影响的行业——流动负债/流动资产指标衡量的彼时资金紧俏程度越高的行业，以及总负债/总资产指标衡量的彼时融资越难的行业，其后续职位空缺降幅越高，也即紧缩的货币政策是导致职位空缺持续回落的原因。

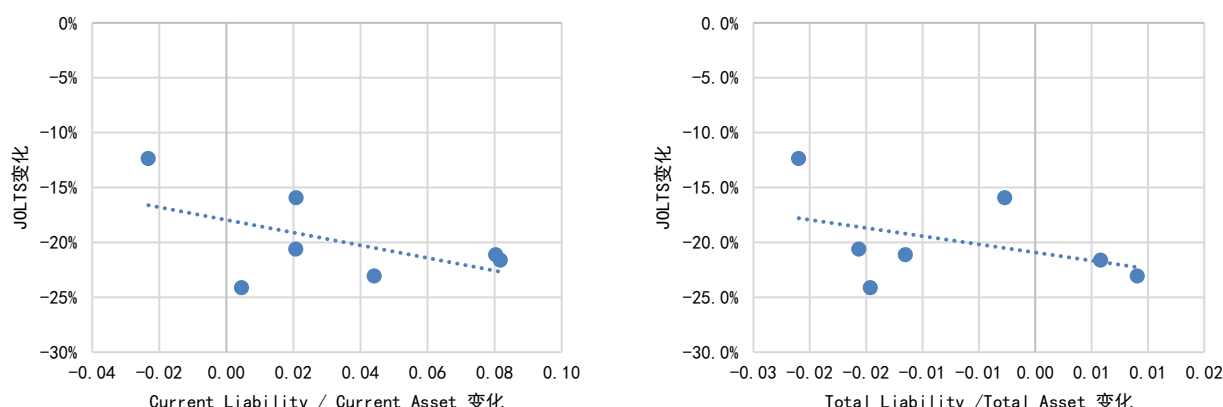
货币政策持续维持紧缩期间（2023Q3-2024Q2），资金可用性收紧程度越高的行业职位空缺回落程度越大，融资更不可得行业的职位空缺回落程度也越高，体现劳动力市场业已承压，美联储可能进行降息应对（具体请参见《美债市场重启通胀担忧后怎么走？》）。

图表17：美联储加息前（2021 年 12 月），彼时反映资金紧俏的指标（流动负债/流动资产，左图）越高的行业职位空缺降幅越高（截至 2024 年 9 月）；彼时杠杆率指标（总负债/总资产，右图）反映融资越难的行业职位空缺降幅越高



资料来源：Census Bureau 中信期货研究所

图表18：美联储暂停加息后，反映资金可用性指标（流动负债/流动资产，左图）收紧程度越高的行业职位空缺回落程度越大（截至 2024 年 6 月）；杠杆率指标（总负债/总资产，右图）反映融资可得性差的行业职位空缺回落程度越大



资料来源：Census Bureau 中信期货研究所

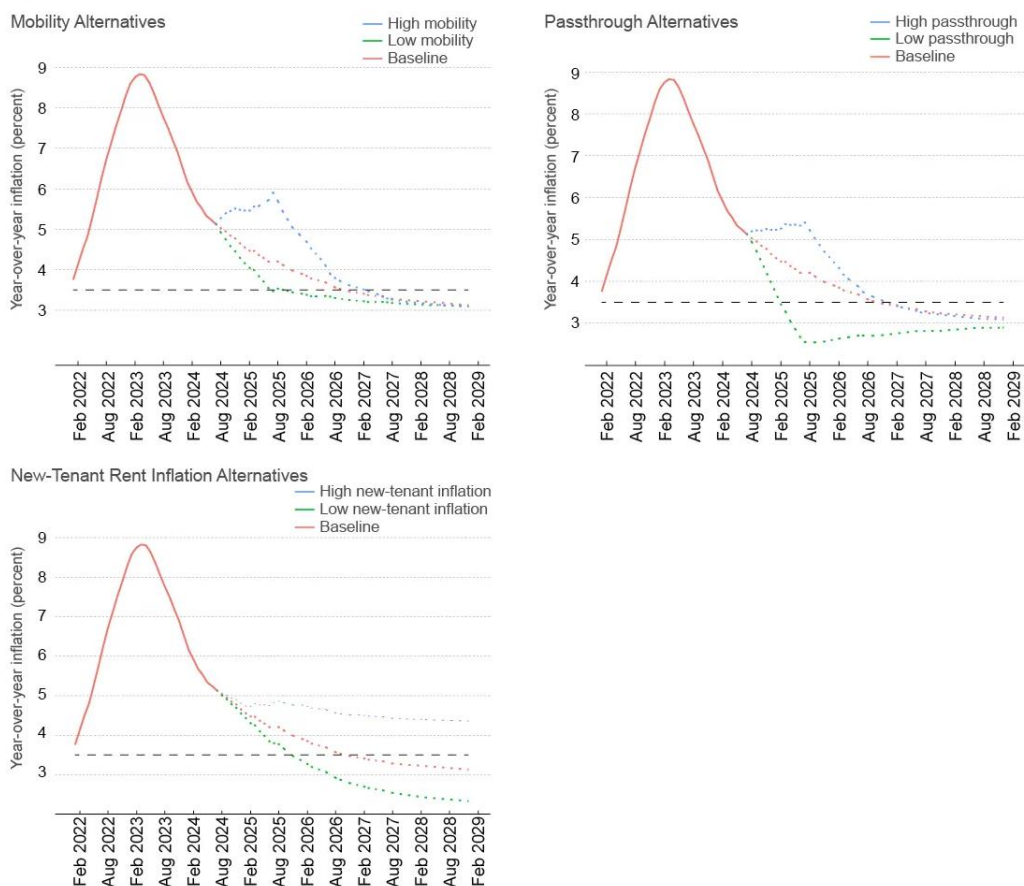
对于后续劳动力市场发展，我们认为，当前美国劳动力市场图景呈现行业分化的特点，服务业整体稳健，利润高增；但非耐用品制造业、批发零售贸易、交通与公用事业行业呈现疲态。非耐用品制造业、批发贸易行业利润持续下降，或受制相关行业对应的 PPI 最终商品生产者价格回落。预计 PPI 周期触底，相关行业利润不会继续下降，同时美联储开启降息，而制造业对降息敏感，历史看非衰退情形下，降息后，制造业耐用品订单与非耐用品订单均反弹，美国劳动力市场图景或逐步改善（具体请参见《四大央行货币政策和汇率市场四季度展望：无法线性外推的政策空间与行情波动——2024 年四季度策略报告》）。

其次，从通胀角度，我们对住房通胀与除住房外核心服务通胀回落的持续性保持谨慎，这两项可能已经发生结构性转换，可能表现出持续黏性并高于目标水平，需要更高与更久的限制性货币政策利率水平。

住房通胀来看，回落进程缓慢，根据克里夫兰联储的模拟，基准情形下可能至 2026 年中期回归至疫情前水平，但存在极大不确定性，取决于搬家率、续租率以及新租金增速水平。由于疫情后房租租金经历了暴涨，尽管随后经历了回落，但租金水平仍远高于疫情前，因此高搬家率、续租率可能引发住房通胀反弹，但对中期回落的影响相对有限；更重要的是新租金水平，如果新租金水平由基准情形的 3% 反弹至 4.5%，住房通胀可能不再继续回落，而将持续高于疫情前水平。目前来看，美国各大新租金指标暂未表现出反弹特征，可能在于美联储当前的货币政策仍在持续施压房地产市场需求与房价，因此住房通胀的回落需要更高、更久的限制性货币政策水平。

图表19：住房通胀回落缓慢，根据克里夫兰联储的模拟，基准情形下可能至 2026 年中期回归疫情前水平，但存在极大不确定性，取决于搬家率、续租率以及最重要的新租金增速水平

Figure 4: Alternate Forecasts of Year-over-Year Shelter Inflation

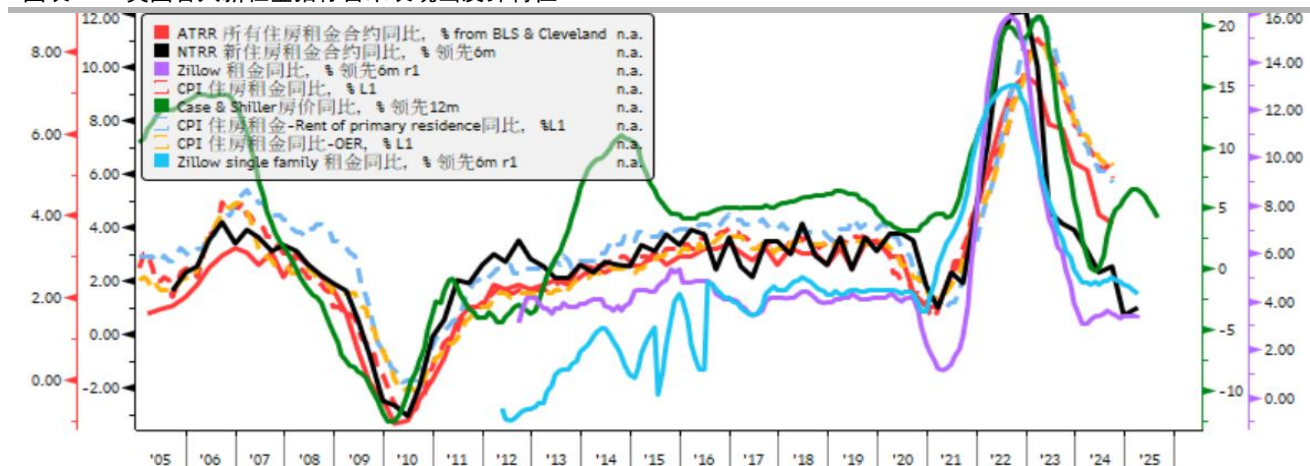


Source: Authors' calculations based on CPI tenant rent and CoreLogic SFRI

Notes: Lines are dashed after July 2024, the last month we observe new-tenant rent. Mobility is kept at its baseline forecast value for the passthrough alternative and vice versa. In the high-mobility alternative forecast, annual mobility is assumed to be 40 percent, while in the low-mobility alternative it is assumed to be 5 percent. In the high- and low-passthrough forecast alternatives, passthrough is assumed to be 60 percent and 10 percent, respectively. High new-tenant rent inflation is assumed to be 4.5 percent. Low new-tenant rent inflation is assumed to be 2 percent. The baseline scenario assumes 3 percent new-tenant rent inflation going forward.

资料来源：Cleveland FED 中信期货研究所

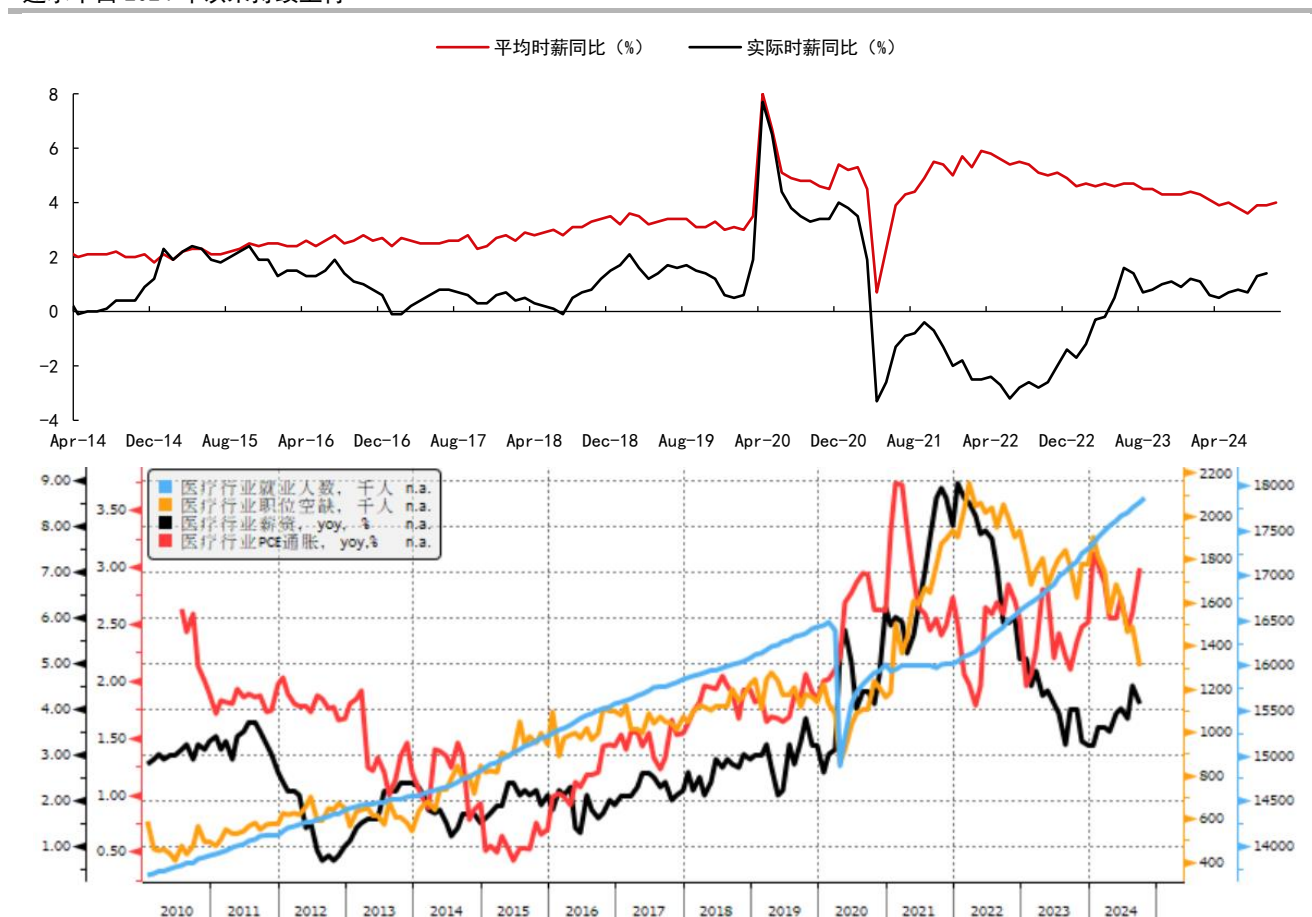
图表20：美国各大新租金指标暂未表现出反弹特征



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

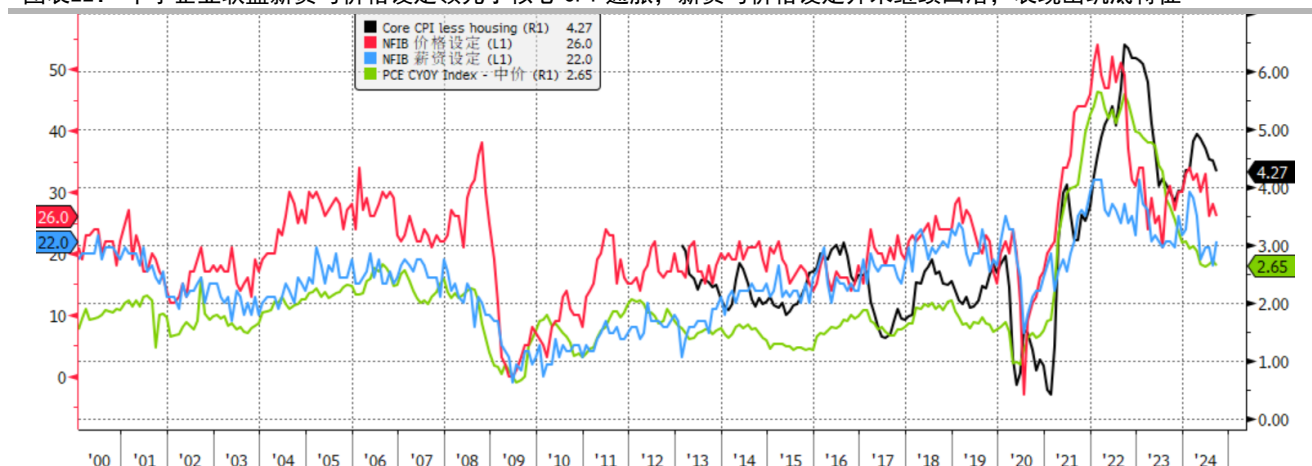
除住房外核心通胀可能持续黏性，主要由于薪资与价格设定模式可能已经发生了结构性转换，表现在尽管劳动力市场条件放缓，但薪资增速持续高于与通胀目标相符的水平并有所反弹，例如，当前服务业通胀中医疗服务通胀高企，可能的原因即是薪资增速水平自 2024 年以来持续上行。从中小企业联盟（NFIB）薪资与价格设定来看，其领先于核心 CPI 通胀，NFIB 薪资与价格设定并未继续回落，且表现出筑底特征。

图表21：薪资增速持续高于与通胀目标相符的水平并有所反弹，当前服务业通胀中医疗服务通胀高企的原因可能是薪资增速水平自 2024 年以来持续上行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表22： 中小企业联盟薪资与价格设定领先于核心 CPI 通胀，薪资与价格设定并未继续回落，表现出筑底特征



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

综上，从美国经济基本面后续发展角度来看，我们认为美联储紧缩的货币政策可能抑制了劳动力市场需求，考虑到职位空缺持续回落的非线性影响，美联储后续货币政策的选择可能是进一步降息，但由于整体行业仍然健康、住房与薪资通胀可能已经发生结构性转换，持续黏性并高于目标水平，掣肘美联储降息空间。

（三）美联储货币政策和美元指数展望：浅降息的必要性与暂停降息的前景

展望 2025 年，美国将再度迎来特朗普政府，尽管其经济政策的确会给美联储货币政策带来更高的不确定性；但与直觉和市场反应不同的是，特朗普经济政策（税收、移民、关税）对美联储中短期货币政策决策的影响可能有限，但仍需关注 2025 年特朗普政策具体细节以及落地情况对市场风险偏好与情绪的影响。从美国经济基本面后续发展角度来看，我们认为美联储紧缩的货币政策可能抑制了劳动力市场需求，考虑到职位空缺持续回落的非线性影响，美联储后续货币政策的选择可能是进一步降息，但由于整体行业仍然健康、以及住房与薪资通胀可能已经发生结构性转换，可能持续黏性并高于目标水平，美联储降息速率与空间均有限，我们倾向于其 2025 年可能是 2-3 次 25bp 的季度降息，此后暂停。

对于美元指数，由于当前市场计入较强特朗普上台后政策变化的预期，后续来看，2024 年上半年，美联储继续降息期间，美元指数可能有所走弱，或在 102-104 中枢区间；2024 年下半年，由于美联储降息劳动力市场企稳，通胀的结构性问题凸显，美联储暂停降息，此外，2025 年下半年，特朗普关税政策或实质性落地，美元或再度走强至 106 附近。

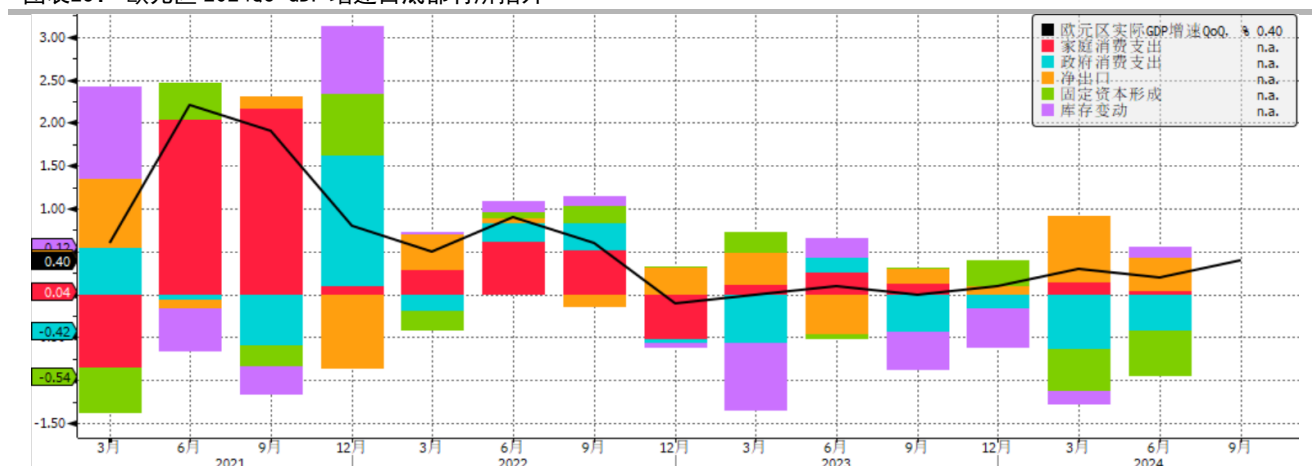
三、欧央行货币政策前景展望：货币政策回至中性

（一）回顾篇：打破季度降息

欧央行自4月议息会议上暗示降息，并于6月正式开启降息以来，9月再度降息，进行季度降息的考量更多在于季度议息会议时可以获得更多数据以及校准经济预测的可靠性，但紧随9月议息会议之后的10月议息会议上，欧央行“打破常规”再度降息25bp，主要由于去通胀进程进展良好与仍然低迷的欧洲经济。

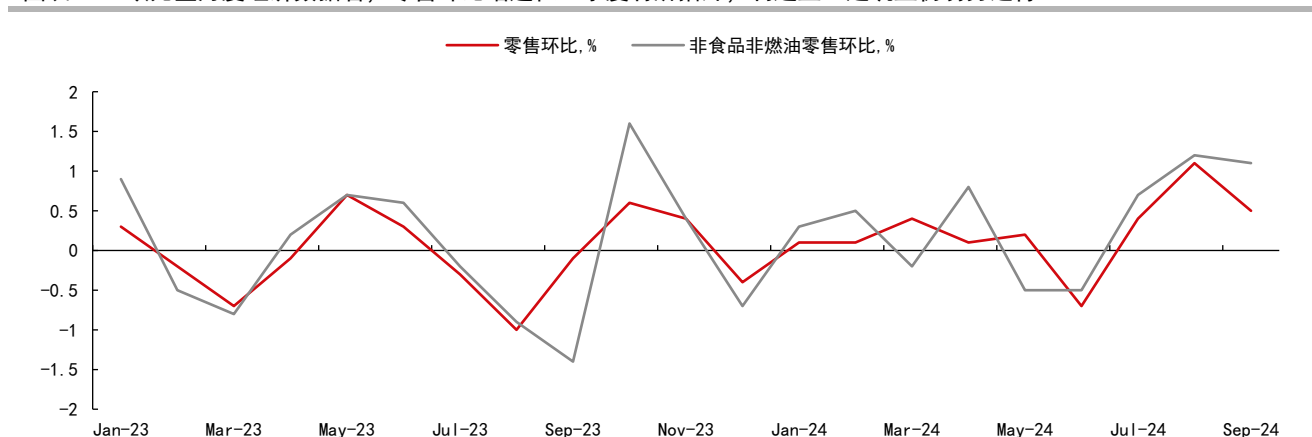
欧元区2024Q3 GDP环比增速0.4%，相比2024Q2环比0.2%的增速小幅抬升，欧盟统计局暂未公布GDP各分项增速，从欧元区月度经济数据看，零售环比增速在三季度有所抬升，2024年7月-9月除食品与燃油外零售环比增速分别0.7%、1.2%、1.1%，8月零售显著提升或受到巴黎奥运会的提振，但制造业、建筑业仍偏弱运行。

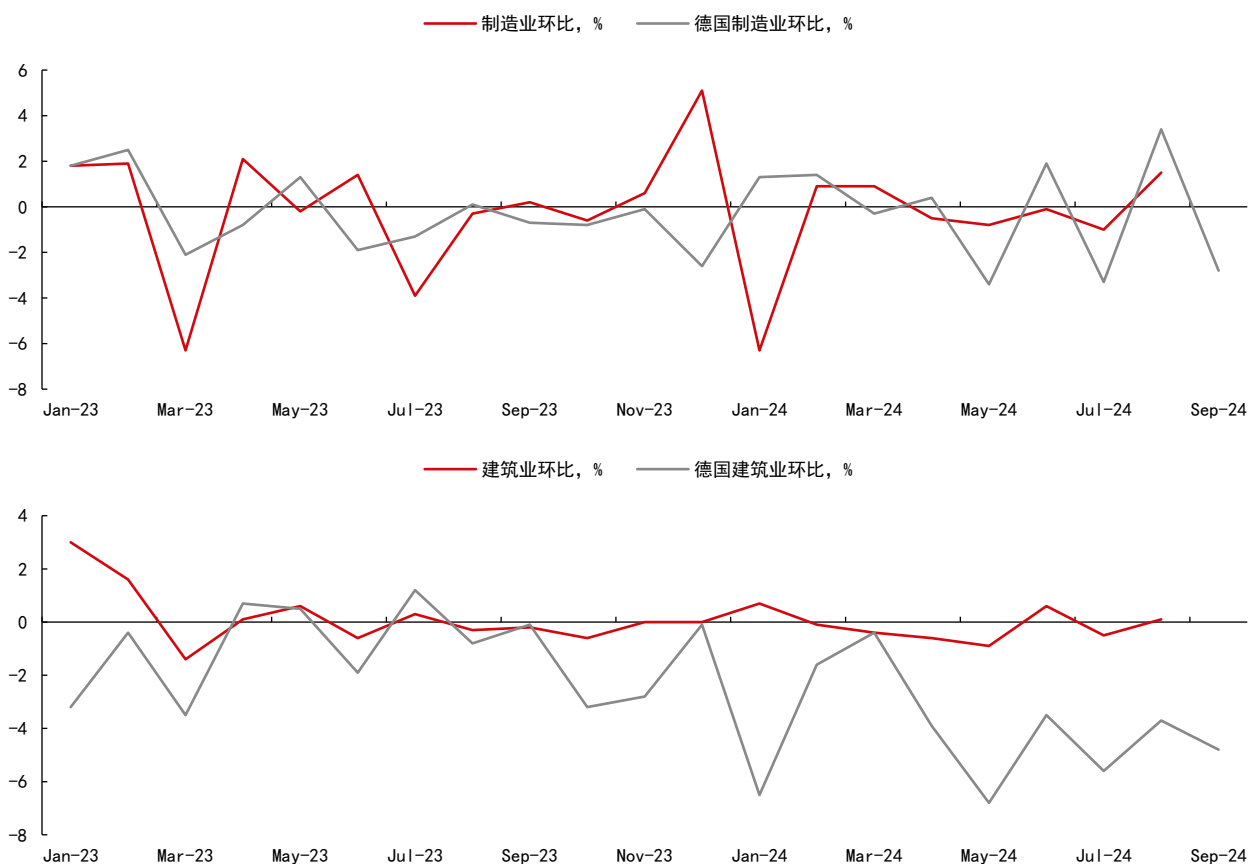
图表23：欧元区2024Q3 GDP增速自底部有所抬升



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表24：欧元区月度经济数据看，零售环比增速在三季度有所抬升，制造业、建筑业仍弱势运行

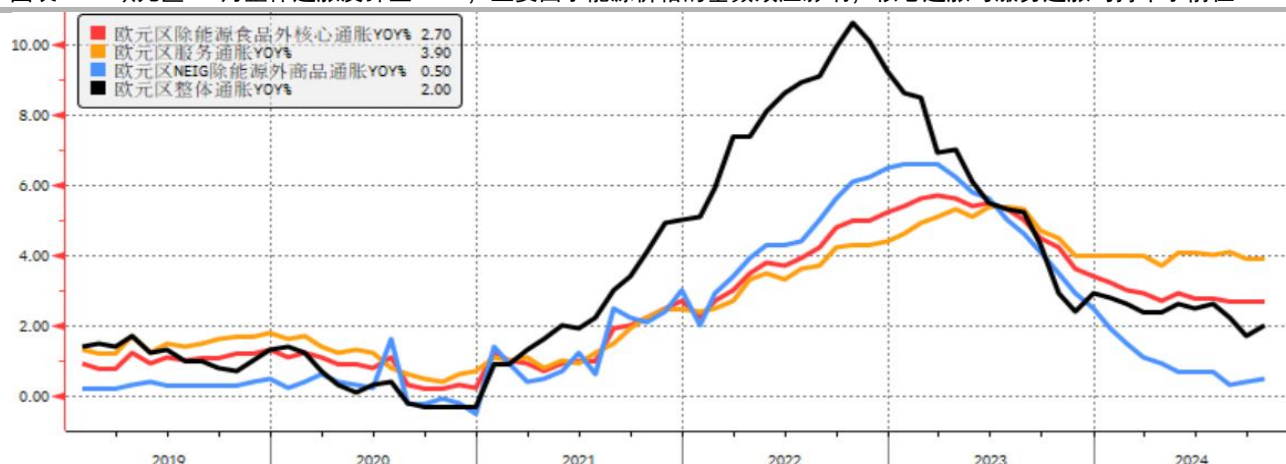


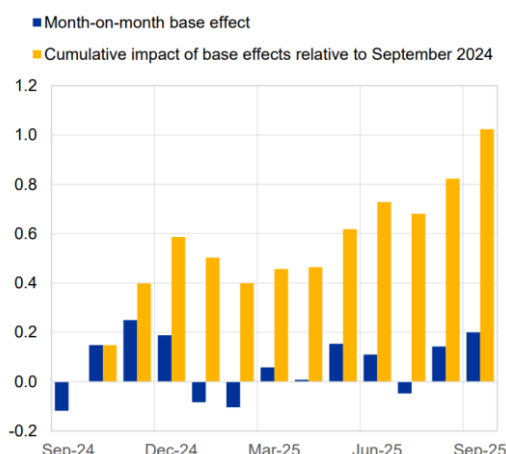


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区整体去通胀进程良好，截至 2024 年 10 月，欧元区整体通胀（HICP）同比增速为 2.0%，自 9 月的 1.7% 小幅回升至主要由于能源价格的基数效应，并预计未来几个月均会受到能源基数效应影响有所回升。除能源与食品外核心通胀（HICPX）增速持平于 2.7%，服务通胀增速持平于前值为 3.9%，仍是掣肘欧央行降息速率的主要原因。

图表25：欧元区 10 月整体通胀反弹至 2.0%，主要由于能源价格的基数效应影响，核心通胀与服务通胀均持平于前值





资料来源：BLOOMBERG ECB 中信期货研究所

整体看，由于欧元区去通胀进程进展良好（“the disinflationary process is well on track”），欧央行继 9 月议息会议再度降息 25bp 后，10 月议息会议继续降息 25bp，打破了为获取更多数据进行季度降息规律，政策利率（Deposit Facility Rate, DFR）由本轮加息周期 4.0% 的高位降至 3.25%。对于后续货币政策路径，尽管拉加德强调不会预先承诺特定的利率路径，我们将从欧元区通胀前景与经济前景两方面进行展望。

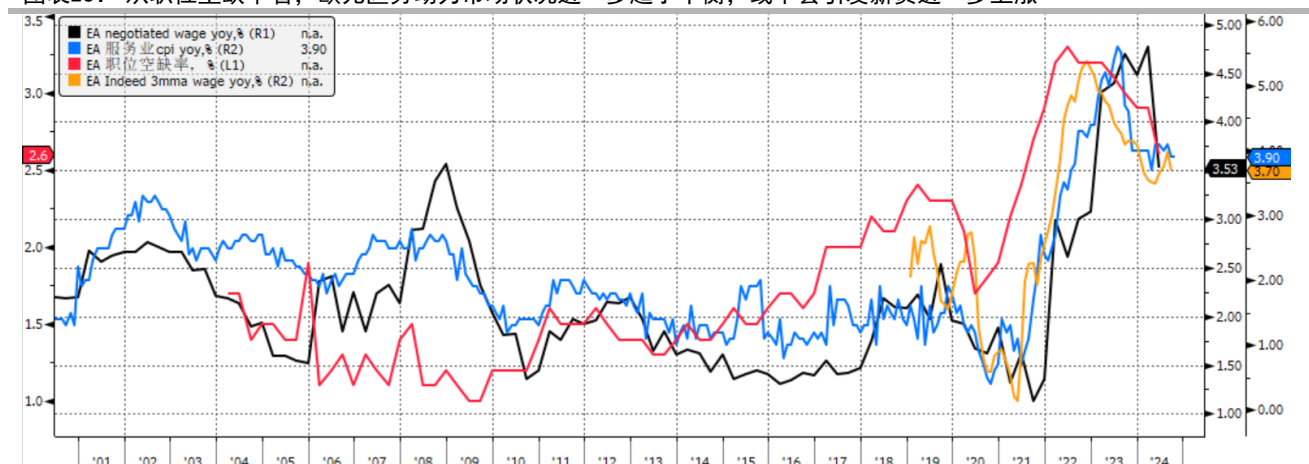
（二）展望篇：逐次会议降息

欧元区通胀中“最后一只靴子”——国内通胀或将于 2025 年落地，从欧元区劳动力市场状况、薪资前景、企业售价预期来看，或指向盘居高位的国内通胀将在 2025 年显著回落，为欧央行放松货币政策打开空间。由于欧央行紧缩的货币政策通过金融系统持续压制欧元区经济，加之欧元区经济的结构性问题，近期小幅降息并未显著改善欧元区经济，欧央行在 2025 年或继续“打破常规”，逐次会议降息，货币政策回到中性水平。

欧元区通胀中“最后一只靴子”——国内通胀（欧元区潜在通胀指标）将于 2025 年落地。欧元区劳动力市场状况、薪资前景、企业售价预期或指向盘居高位的国内通胀将在 2025 年显著回落。

截至 2024Q2，欧元区职位空缺率由前值 2.9% 大幅回落至 2.6%，劳动力市场状况进一步趋于平衡，接近疫情前水平，或不会引发薪资进一步上涨。

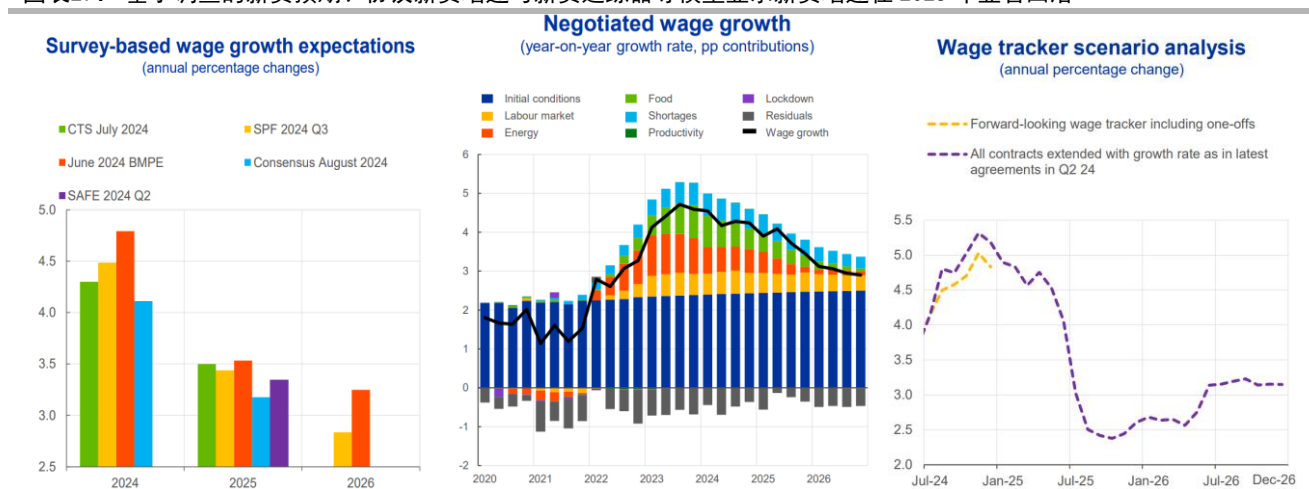
图表26：从职位空缺率看，欧元区劳动力市场状况进一步趋于平衡，或不会引发薪资进一步上涨



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

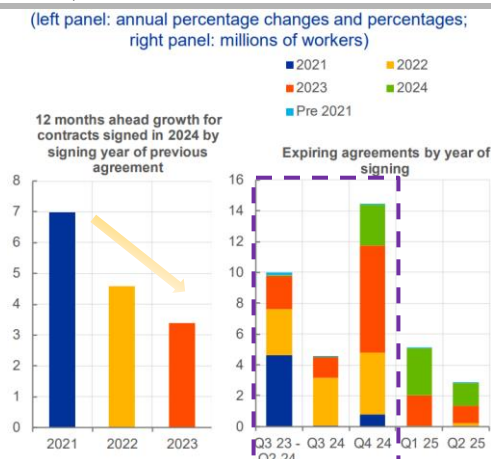
从欧盟委员会与欧央行各项调查来看，相较于 2024 年，2025 年的薪资增速预期明显回落；欧央行协议薪资模型与薪资追踪器模型显示，尽管在 2024 年由于一些国家的一次性付款以及工资调整的交错性质有所抬升，但随着过去签订的高薪资增速合同在 2024Q4 大量到期并置换新的薪资合同，欧元区 2025 年的薪资增速将显著回落。

图表27：基于调查的薪资预期、协议薪资增速与薪资追踪器等模型显示薪资增速在 2025 年显著回落



资料来源：ECB 中信期货研究所

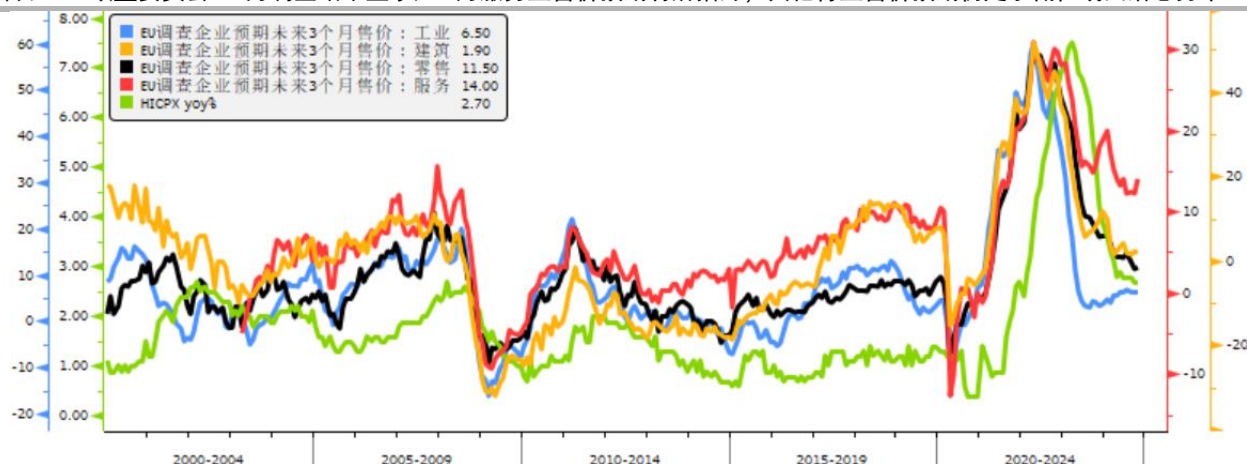
图表28：新劳动合同薪资增速回落的背景下，2022 年以前高薪资增速合约在 2024Q4 全部到期，整体薪资增速将显著回落



资料来源：ECB 中信期货研究所

截至 2024 年 10 月，欧盟委员会调查显示，或受制于国内需求低迷，各行业售价预期除服务业外仍处于低位或回落态势中，此外，SAFE 企业调查显示，企业对未来 1 年售价预期与薪资增速预期维持低位，并未有薪资上涨导致的二轮涨价效应与“薪资-物价螺旋”。

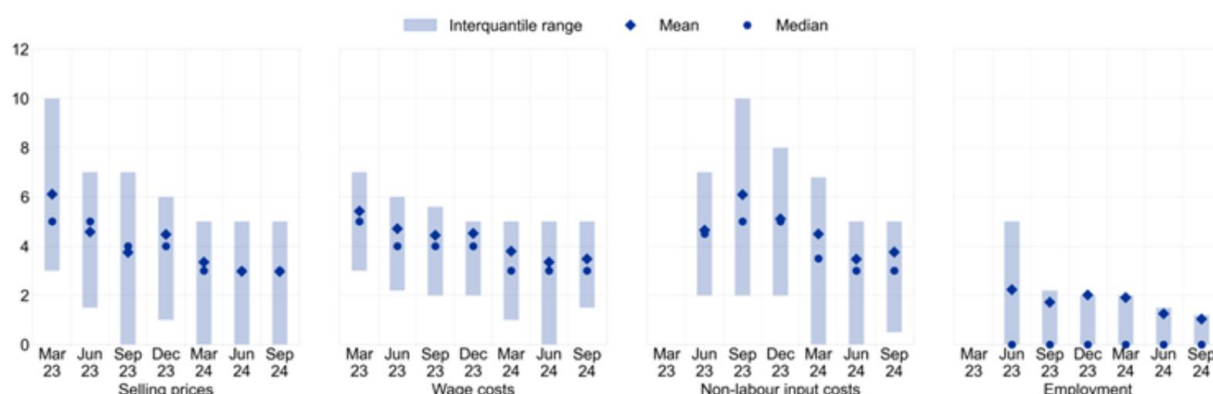
图表29：欧盟委员会 10 月调查结果显示, 10 月服务业售价预期有所抬升，其他行业售价预期仍处于低位或回落态势中



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表30：SAFE 企业调查显示：企业对未来 1 年售价预期与薪资增速预期维持低位

(percentage changes over the next 12 months)



资料来源：ECB 中信期货研究所

欧元区经济前景并不乐观。欧央行紧缩的货币政策通过金融系统持续压制欧元区经济，加之欧元区经济的结构性问题，近期小幅降息并未显著改善欧元区经济信心。

自 2022 年开启的紧缩货币政策周期使得欧元区金融条件趋紧，从欧元区贷款增速来看，私人部门信贷自 2022H2 持续低迷。截至 2024 年 9 月，非金融企业贷款增速刚转正至 0.5%，居民消费贷款增速持续回落至 1.9%，房贷增速小幅反弹至 0.6%，紧缩的金融环境压制经济活动，经济增长延续低迷。

图表31：欧元区信贷增速自 2022H2 持续低迷，截至 2024 年 9 月，非金融企业贷款增速刚转正至 0.5%，居民消费贷款增速持续回落至 1.9%，房贷增速小幅反弹至 0.6%

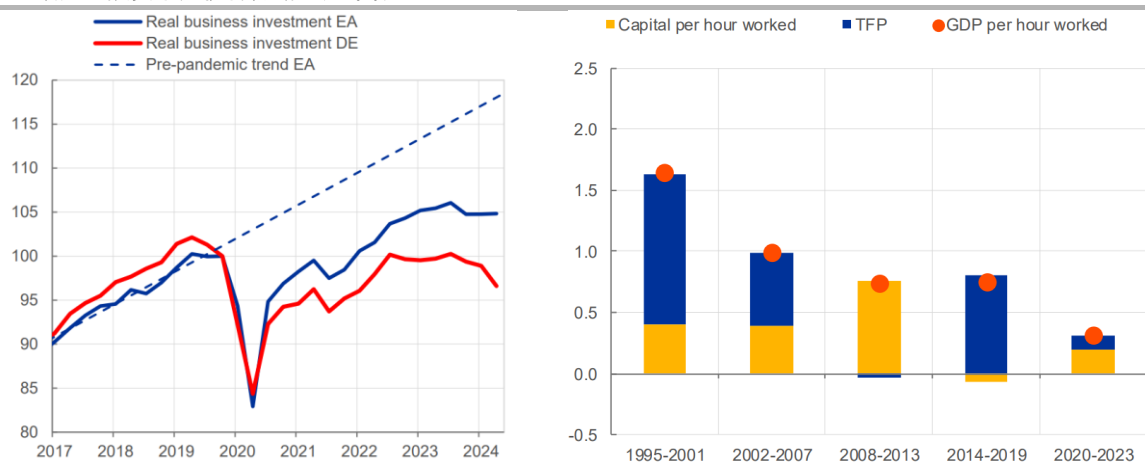


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区低迷的经济增速或主要由于投资不足导致劳动生产率低下，以及俄乌冲突后能源价格抬升对欧洲经济造成严重冲击并持续带来疤痕效应，尽管货币政策无法解决结构性问题，但边际放宽的货币政策或有助于改善融资条件、

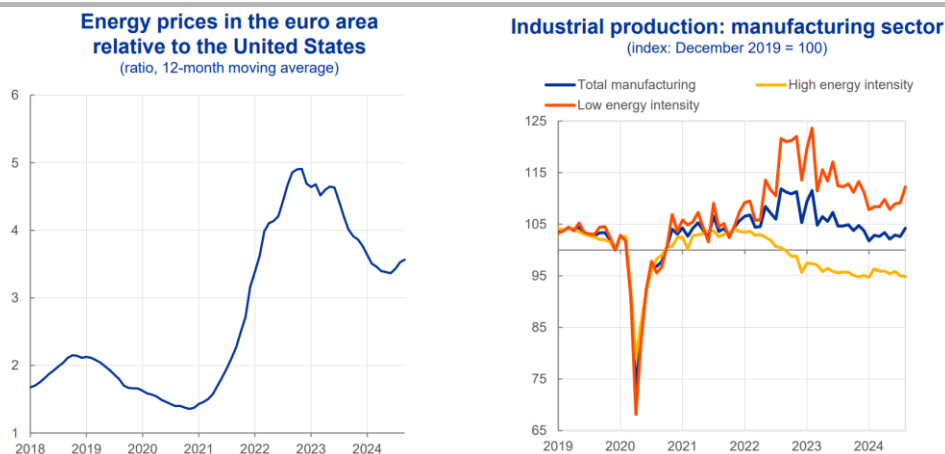
降低投资约束。

图表32：欧元区投资不足使得劳动生产率低下



资料来源：ECB 中信期货研究所

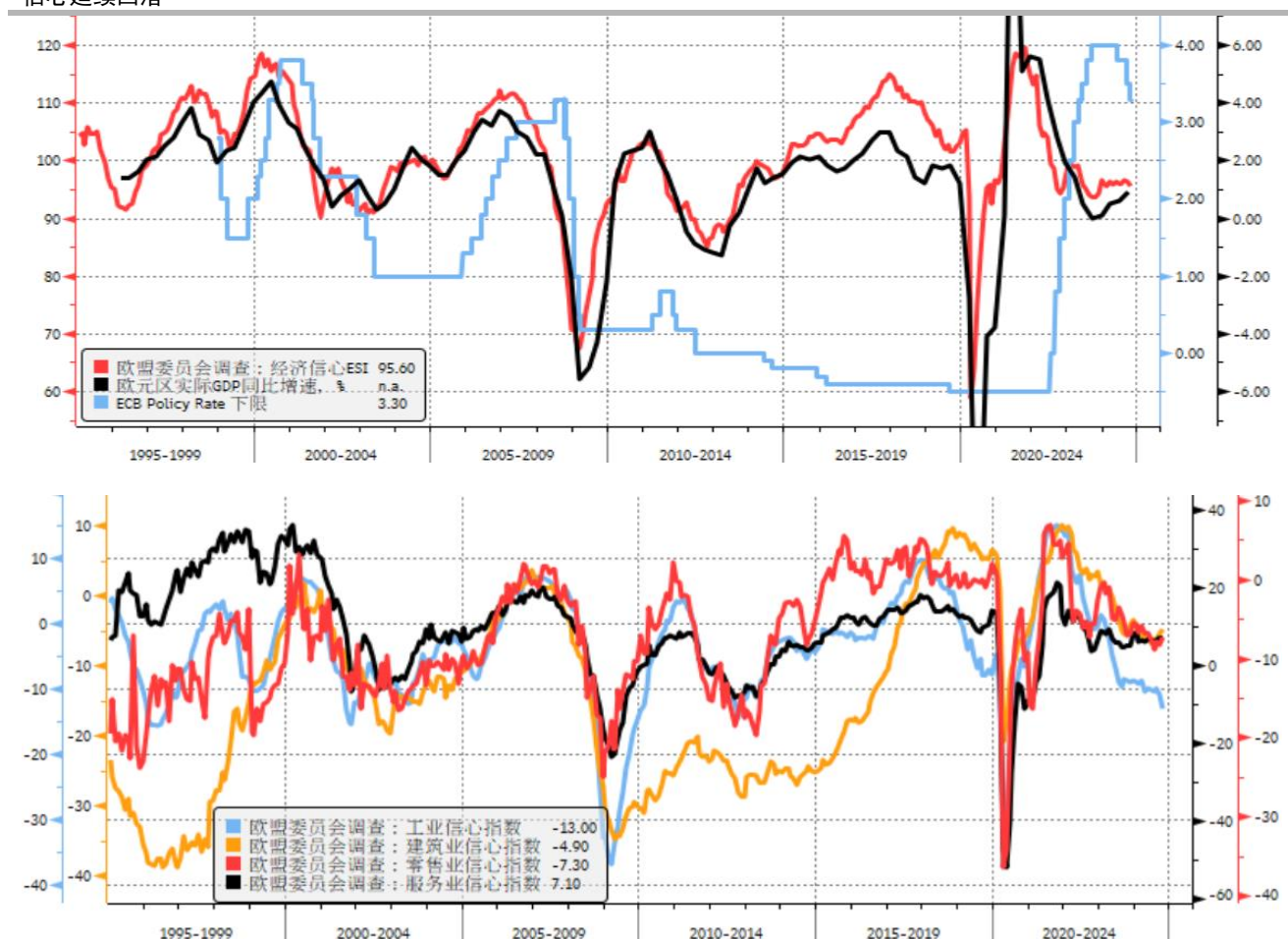
图表33：能源冲击给欧元区经济造成疤痕效应：高能源强度的制造业产出持续回落



资料来源：ECB 中信期货研究所

尽管欧央行自 2024 年 6 月开启降息，但从欧盟委员会 10 月调查来看，整体经济信心仍处底部，分行业来看，服务、零售、建筑业信心自底部有所抬升，但工业信心延续回落。

图表34： 欧盟委员会 10 月调查显示整体信心仍处底部；分行业来看，服务、零售、建筑业信心自底部有所抬升，但工业信心延续回落



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（三）欧央行货币政策和欧元展望：货币政策回至中性

展望 2025 年，欧元区通胀中“最后一只靴子”——国内通胀或将于 2025 年落地，为欧央行放松货币政策打开空间。由于欧央行紧缩的货币政策通过金融系统持续压制欧元区经济，加之欧元区经济的结构性问题，近期小幅降息并未显著改善欧元区经济，欧央行在 2025 年或继续“打破常规”在每次议息会议上进行 25bp 降息，至 2025 年年中，政策利率回到 2% 的中性利率水平。

对于欧元，由于当前市场已经充分定价欧央行逐次会议降息 25bp 的路径，我们认为，2025 年，欧元的走向可能更多受制于美元的变化，2025 年上半年，欧元或伴随美元有所走弱或相对走强，运行区间或在 1.06 - 1.10，2025 年下半年，伴随美元重新走强，欧元或走弱至 1.04 附近。

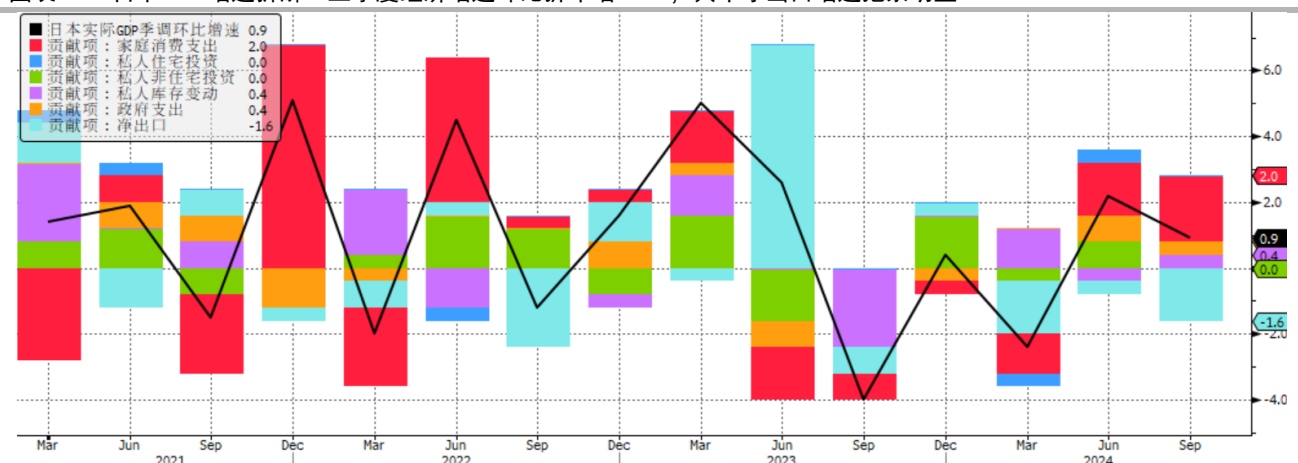
四、日本银行货币政策前景展望：再度加息的观察窗口期较长

（一）回顾篇：边际扭转鹰派倾向

日银自 7 月鹰派加息以来，9 月与 10 月议息会议均有所边际转鸽。一方面由于 8 月以来美国衰退预期以及资本市场的波动使得日银在 9 月议息会议上保持警惕，另一方面或由于此前加息所依赖的国内“薪资-物价循环”的关键链条环节——实际消费再度走弱。

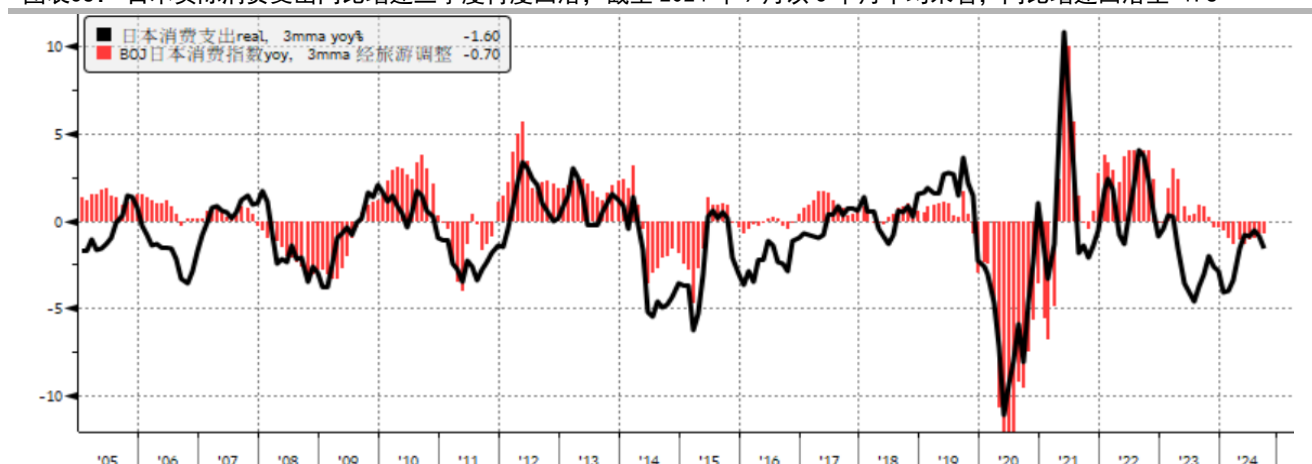
日本 2024Q3 实际 GDP 环比折年增 0.9%，其中净出口增速拖累明显。从日本实际消费支出月度增速来看，截至 2024 年 9 月，3 个月平均同比增速回落至-1.6%，日本银行衡量日本国内消费能力指数（剔除外国游客在日旅游支出、包含日本出境旅游支出）3 个月平均同比增速继续负增，截至 9 月为-0.7%。

图表35：日本 GDP 增速拆解：三季度经济增速环比折年增 0.9%，其中净出口增速拖累明显



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表36：日本实际消费支出同比增速三季度再度回落，截至 2024 年 9 月以 3 个月平均来看，同比增速回落至-1.6

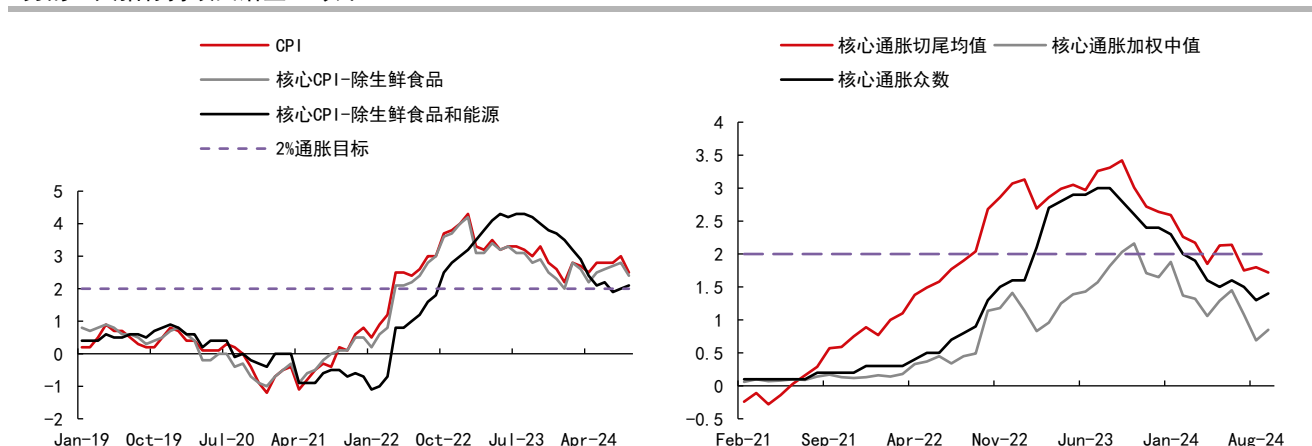


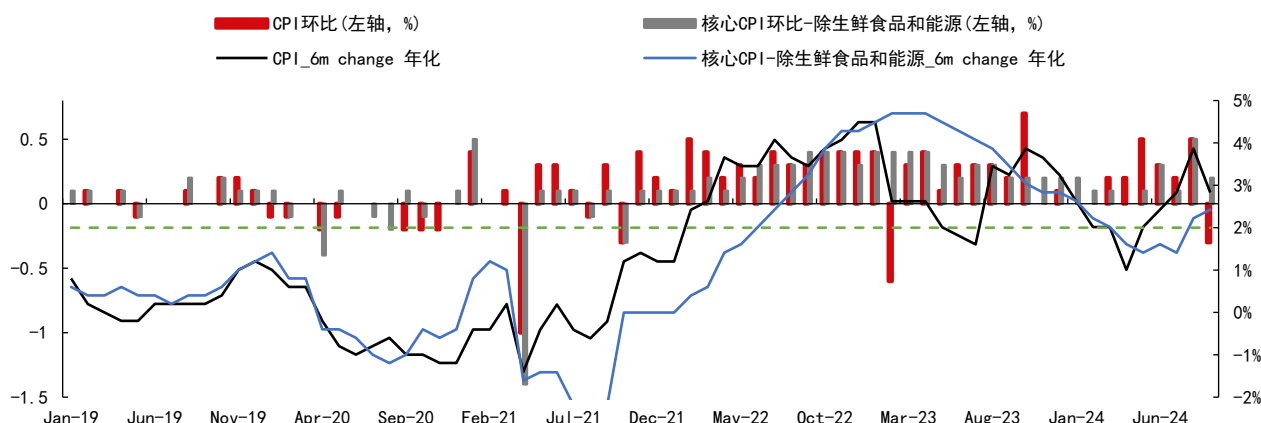
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

注：BOJ 日本消费指数经旅游调整方式为：剔除外国游客在日旅游支出、包含日本出境旅游支出

从日本通胀进展来看，整个三季度整体通胀有所抬升，但 9 月伴随能源价格回落有所下降，从潜在通胀增速看，通胀仍处于持续回落通道中。截至 9 月，整体 CPI 通胀同比为 2.5%，除生鲜食品与能源的核心 CPI 9 月同比增速有所回升至 2.1%，但表征通胀趋势的各项指标（包括核心通胀切尾均值、核心通胀加权中值、核心通胀众数）则继续回落至 2% 以下，截至 9 月，分别至 1.72%、0.85%、1.40%。

图表37：截至 9 月，日本整体 CPI 通胀为 2.5%，除生鲜食品与能源外核心通胀在近 2 个月有所反弹至 2.1%，而表征通胀趋势的三大指标持续回落至 2% 以下



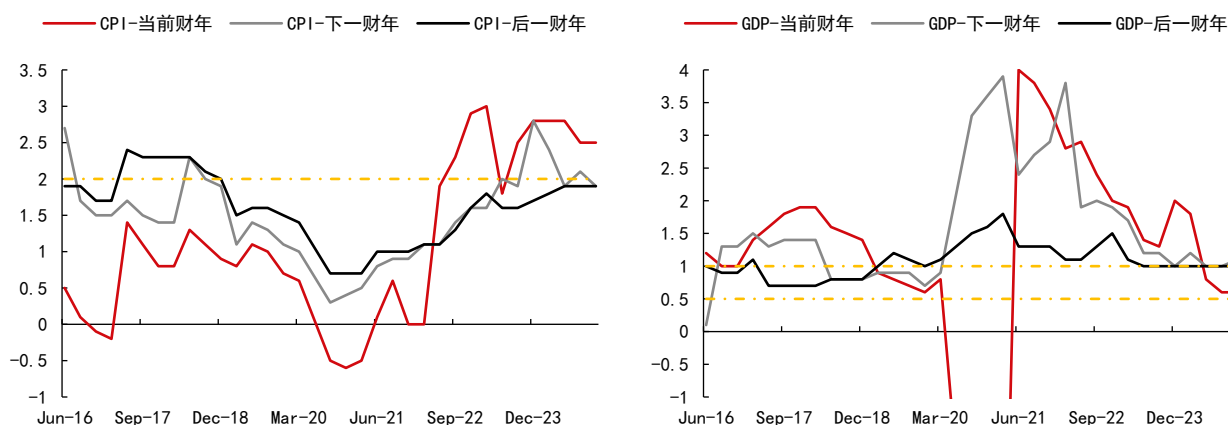


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

日银 10 月展望对 GDP 与通胀的预测相比 7 月变化有限，未来三个财年仅小幅上调 2025 财年实际 GDP 增速（中值预测由 1% 提高到 1.1%），2024 财年至 2026 财年均维持不变，对于除食品与能源外核心通胀，小幅上调 2024 财年通胀水平至 2%（中值预测由 1.9% 提高到 2.0%），其他财年维持不变。

但日银对经济增长与通胀的风险判断出现边际变化，由 7 月展望认为经济增长的风险偏向上行（“upside”）调整为 10 月展望认为大体平衡（“generally balanced”），对于通胀风险的判断由此前认为 FY2024/FY2025 存在上行风险，后推为 FY2025 存在上行风险。

图表38：日银 10 月展望相比 7 月，预测基本维持不变



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

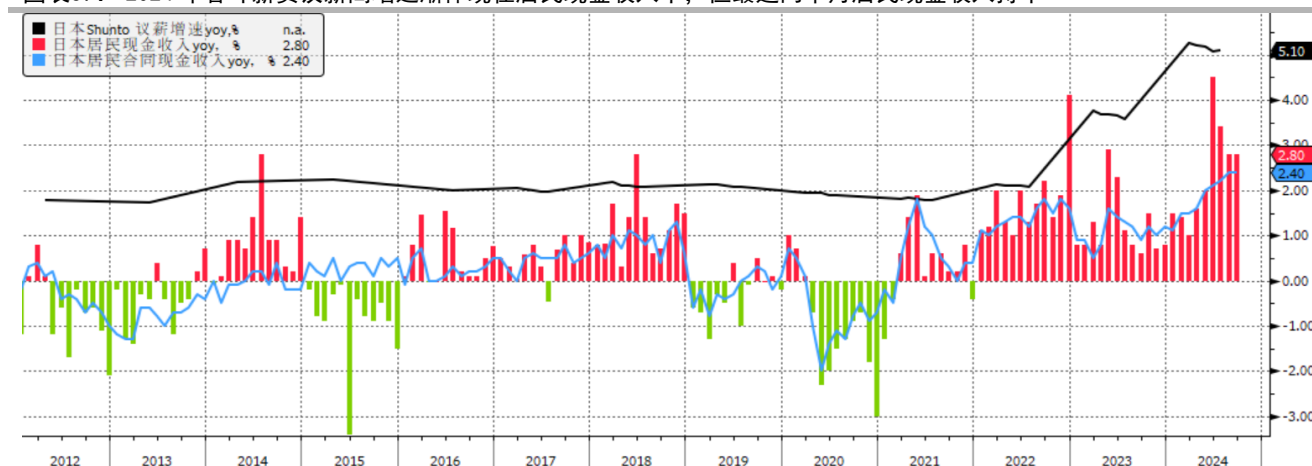
注：CPI 为除生鲜食品外核心通胀

日银 7 月议息会议上加息的信心来自于：其一，对于通胀，已实现“薪资-物价循环”重要的一环，即通过“议薪 → 居民现金收入 → 消费 → 企业提价”，薪资向物价的传导已经体现。其二，实际薪资上涨支撑居民消费，企业利

润高增支撑企业固定资产投资，日本经济将在消费与投资的带动下延续复苏。其三，产出缺口将继续抬升，通胀重新上行。（具体请参见《四大央行货币政策和汇率市场四季度展望：无法线性外推的政策空间与行情波动》）

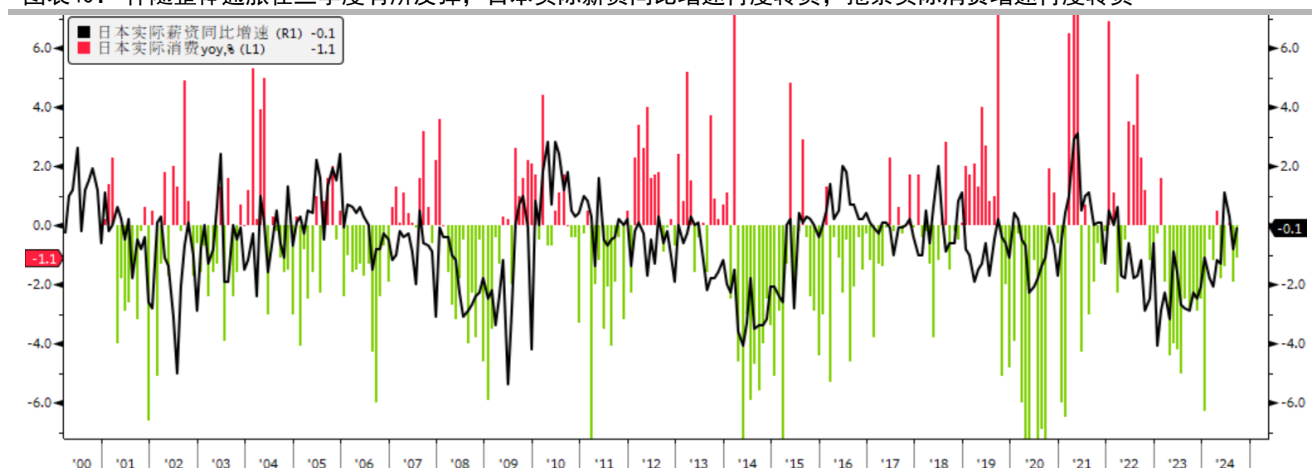
但从居民现金收入增速来看，近两个月居民现金收入持平，伴随整体通胀在三季度有所反弹，日本实际薪资同比增速再度转负，拖累实际消费增速再度转负。在此背景下，日银或边际扭转鹰派倾向。

图表39：2024年春斗薪资议薪高增逐渐体现在居民现金收入中，但最近两个月居民现金收入持平



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表40：伴随整体通胀在三季度有所反弹，日本实际薪资同比增速再度转负，拖累实际消费增速再度转负



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

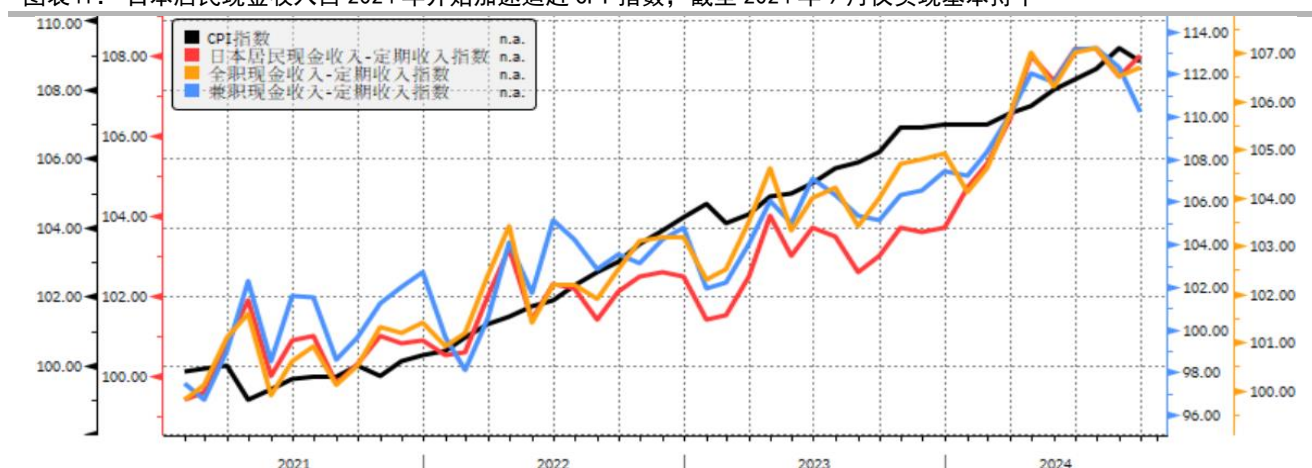
（二）展望篇：薪资物价循环的多重条件

薪资向物价的传导有所体现，考虑到通胀趋势回落的背景下，实现薪资与物价的循环仍然依赖（1）居民消费支出强劲，支撑企业继续提价；（2）居民薪资持续上涨，支撑消费信心与消费前景；（3）面对薪资抬升的成本压力，企业

加大固定资产投资进行劳动力替代或提升劳动生产率，从而保证进一步提升薪资。首先，2024 年春斗议薪高增或仅带来居民对过去高通胀的追赶，短期消费强度或有限，不支持企业继续提价。其次，薪资继续上涨或依赖 2025 年春斗议薪结果，当前居民薪资增长面临有利环境，但涨幅取决于通胀预期的变化。最后，尽管企业固定资产投资前景乐观，但实际结果可能逊于预期。根据 Tankan 截至 2024Q3 调查，大、中、小型企业资本开支意愿均回落。

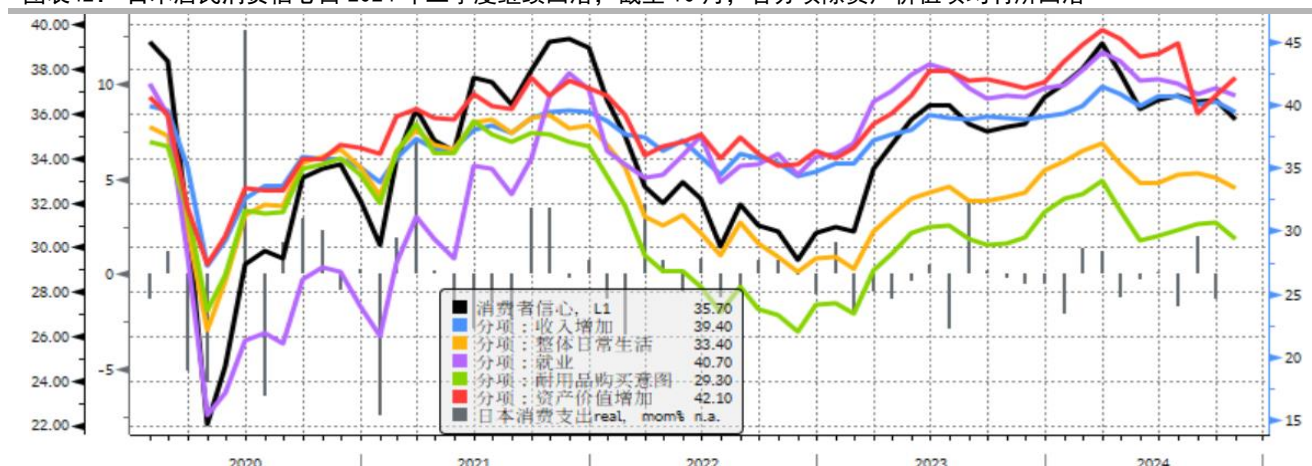
首先，2024 年春斗议薪高增或仅带来居民对过去高通胀的追赶，短期消费强度或有限，不支持企业继续提价。日本 CPI 指数自 2021 年以来持续抬升，截至 2024 年 9 月，相较 2021 年 1 月抬升 9%，但日本居民现金收入自 2024 年才开始加速追赶，截至 2024 年 9 月抬升 8.7%，追赶程度仅与 CPI 指数变化一致。薪资的涨幅仅是完成追赶，居民消费的强度或有限，不支持企业继续提价，从而引发价格再度上涨的二轮效应与循环效应。此外，从居民消费信心指数看，日本居民消费信心自 2024 年二季度继续回落，截至 10 月，各分项除资产价值项均有所回落。

图表41：日本居民现金收入自 2024 年开始加速追赶 CPI 指数，截至 2024 年 9 月仅实现基本持平



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

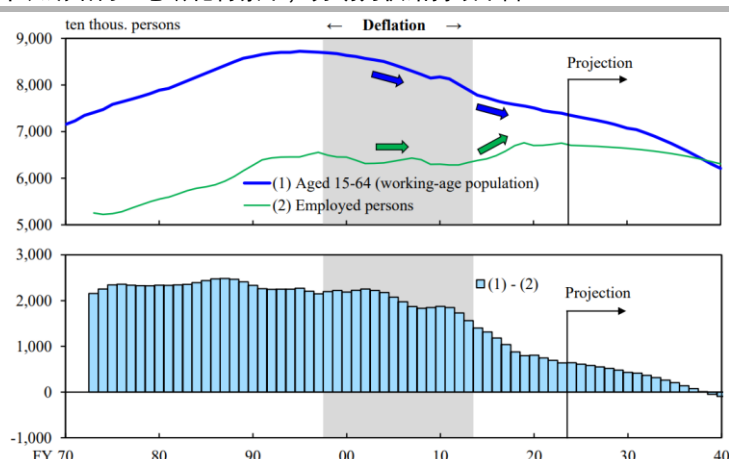
图表42：日本居民消费信心自 2024 年二季度继续回落，截至 10 月，各分项除资产价值项均有所回落



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

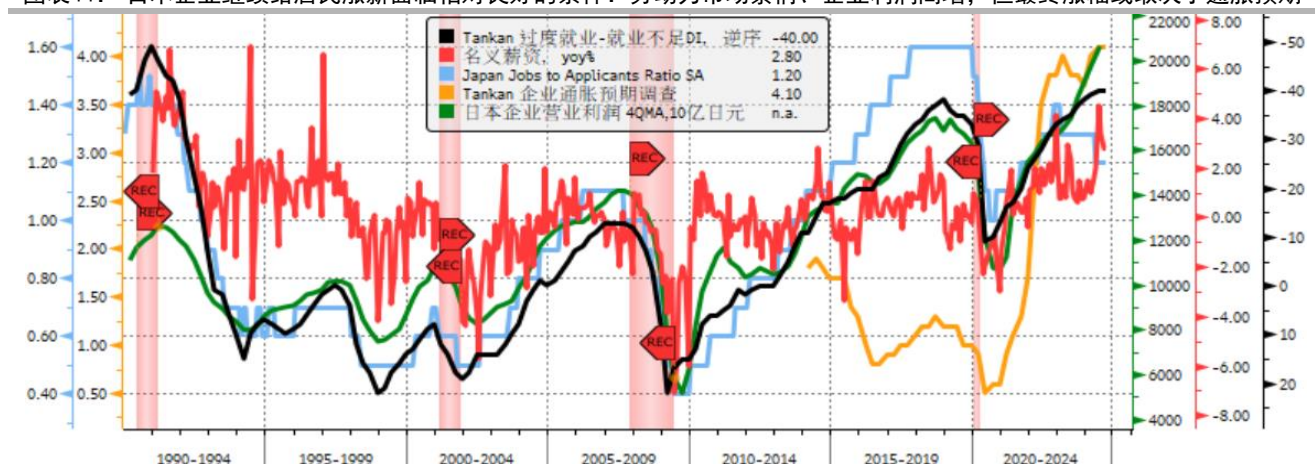
其次，薪资继续上涨或依赖 2025 年春斗议薪结果，当前居民薪资增长面临有利环境，但涨幅取决于通胀预期的变化。一方面是日本劳动力市场相对紧俏，在老龄化背景下，劳动力供给持续下降，多方面指标显示日本劳动力面临供不应求的局面，例如 Tankan 对于企业劳动力需求的调查显示劳动力供给持续不足、新职位相比求职者比例在 1.2 附近，另一方面是企业利润持续抬升，因此居民薪资增长面临有利环境。但从历史来看，1990 年以来持续出现劳动力市场紧俏、企业利润高增的有利环境下，只有本轮薪资呈现明显上涨，或由于本轮通胀预期明显抬升，因此预计居民薪资涨幅最终取决于通胀预期的演进，截至日银最新调查，居民、企业、经济学家与市场参与者的通胀预期持续抬升，但仍然低于 2%，2025 年春斗议薪的结果取决于通胀预期的演进。

图表43：日本劳动力市场中长期结构：老龄化背景下，劳动力供给持续下降



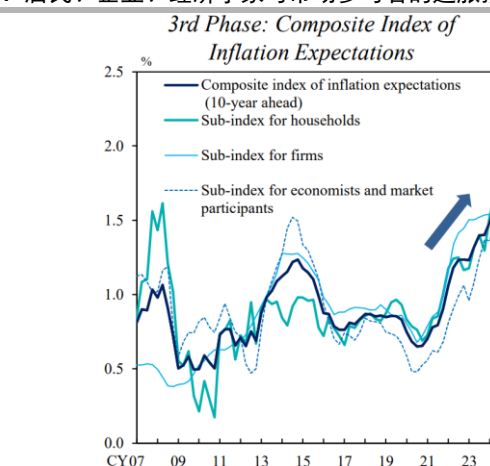
资料来源：BOJ 中信期货研究所

图表44：日本企业继续给居民涨薪面临相对良好的条件：劳动力市场紧俏、企业利润高增，但最终涨幅或取决于通胀预期



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

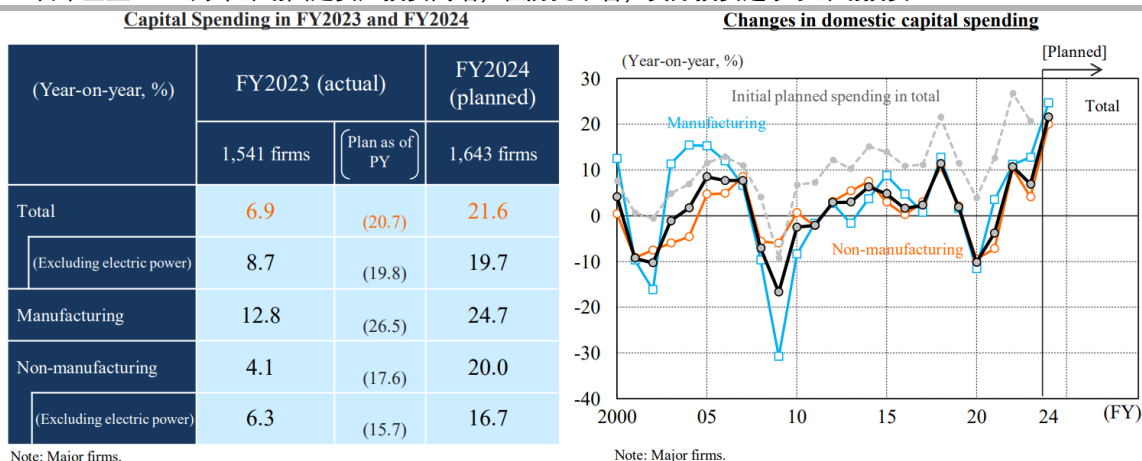
图表45：日本通胀预期调查指标：居民、企业、经济学家与市场参与者的通胀预期持续抬升，但仍然低于 2%



资料来源：BOJ 中信期货研究所

最后，尽管企业固定资产投资前景乐观，但实际结果可能逊于预期。根据日本发展银行 2024 年 6 月针对日本企业的调查，2024 财年企业计划资本开支增速跃升至 21.6%，但从历史结果看，实际投资远小于计划投资，例如 2023 财年，计划增 20.7%，实际仅增 6.9%。从原因来看，主要是支出项目审查及减少浪费、项目延期等原因，其中 2023 财年新增日本及全球经济放缓的原因。根据 Tankan 截至 2024Q3 调查，大、中、小型企业资本开支意愿较 Q2 调查分别由 2.1%、7.1%、9.7%回落至 1.4%、5.9%、8.8%，资本开支前景均回落。

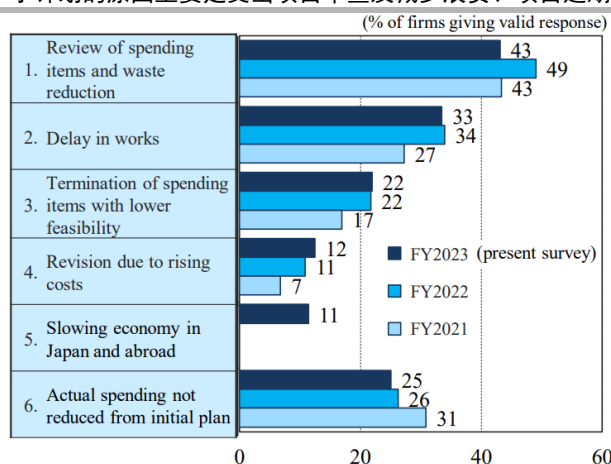
图表46：日本企业 2024 财年计划固定资产投资高增，但历史来看，实际投资远小于计划投资



资料来源：日本发展银行 中信期货研究所

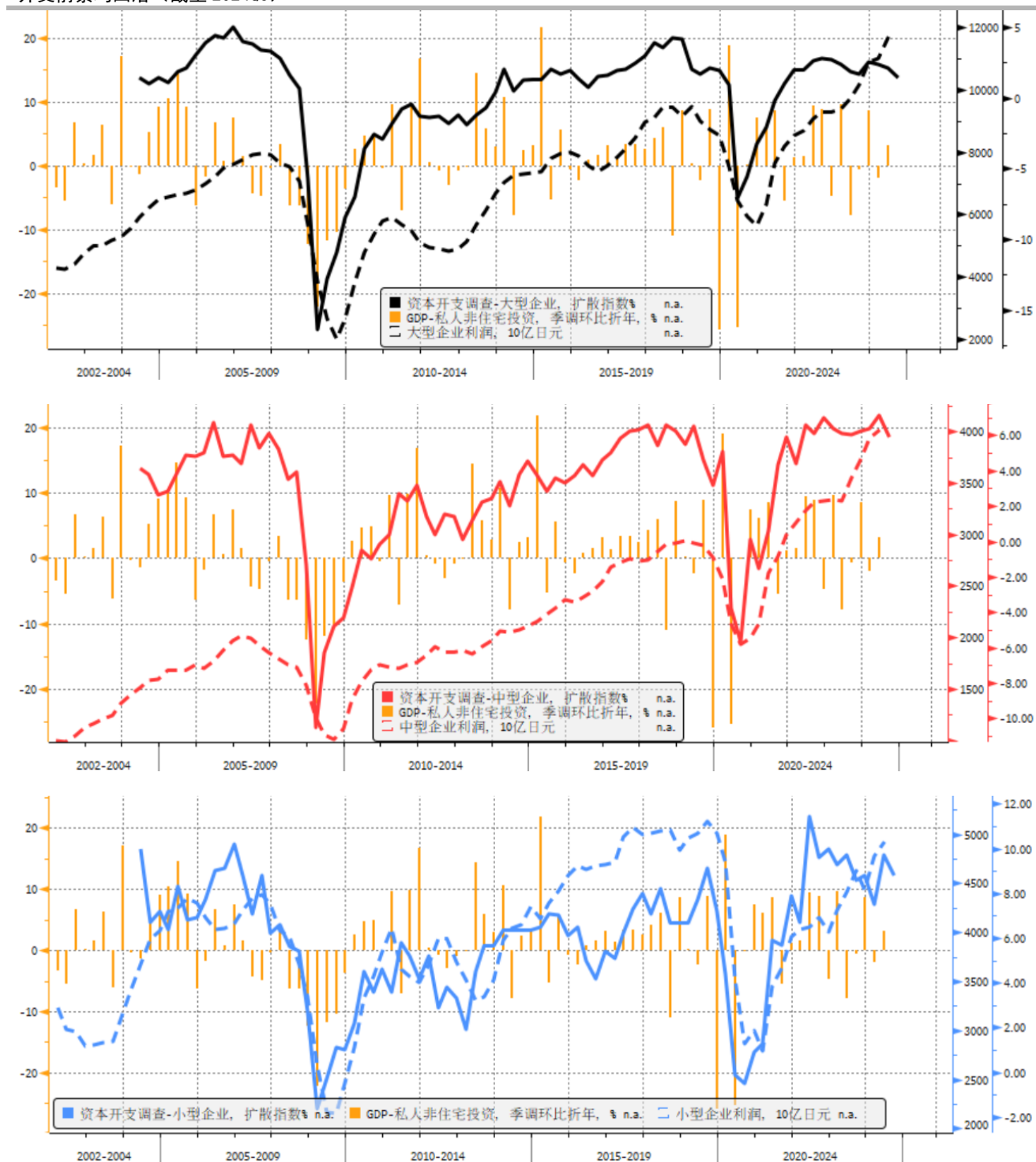
注：日本财年周期为日历年当年 4 月至次年 3 月

图表47：日本企业实际投资远小于计划的原因主要是支出项目审查及减少浪费、项目延期，2023 财年新增经济放缓原因



资料来源：日本发展银行 中信期货研究所

图表48：日本各规模企业利润、资本开支前景调查与 GDP 私人非住宅投资：尽管企业利润持续抬升，但大中小型企业资本开支前景均回落（截至 2024Q3）



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（三）日本银行货币政策和日元展望：再度加息的观察窗口期较长

展望 2025 年，尽管日银面临加息前景，但薪资与物价的循环依赖我们上述所分析的三重条件，日银需要观察的时间窗口期较长。首先，第一个观察时间窗口在近期，因为日本一般服务业的价格调整一般发生在 4 月、10 月，10 月服务业价格是否继续上涨将给予日银判断薪资与物价循环的第一个时间窗口（（1）居民消费支出强劲，支撑企业继续提价）。其次，2025 年 3 月春斗议薪的涨薪幅度将决定日银是否再度开启加息的第二个时间窗口（（2）居民薪资持续上涨，支撑消费信心与消费前景）。最后企业在 2024 财年（2024 年 4 月-2025 年 3 月）固定资产投资行为是否强劲或是日银观察的第三个时间窗口（（3）面对薪资抬升的成本压力，企业加大固定资产投资进行劳动力替代或提升劳动生产率，从而保证进一步提升薪资）。

对于日元，由于以上三重条件，日本银行再次开启加息的时间最早或在 2025 年 Q2，如若以上三重条件满足，日银得以继续加息，或是 25bp，此后进入货币政策观察期，日元在 2025 年上半年或相对强势，运行区间或在 145-155，2025 年下半年，日银货币政策进入观察期，日元或伴随美元走强再度走弱至 160 附近。

五、中国人民银行货币政策前景展望：支持性货币政策继续发力

（一）回顾篇： 货币政策重心更强调稳增长

2024 年以来，人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。2 月、9 月各降准 0.5 个百分点，累计释放中长期流动性约 2 万亿元。7 月、9 月分别下调了公开市场 7 天期逆回购操作利率 10 个和 20 个基点，引导中期借贷便利（MLF）利率、贷款市场报价利率（LPR）等下行。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，逆周期调节力度明显加大。

2024 年 1 月 24 日，人民银行指出，为巩固和增强经济回升向好态势，中国人民银行决定自 2024 年 2 月 5 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%；自 2024 年 1 月 25 日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。

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 7 月，二十届三中全会“强调坚定不移实现全年经济社会发展目标”，随后 2024 年 7 月 22 日，人民银行公开市场业务公告〔2024〕第 4 号提出“为优化公开市场操作机制，从即日起，公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标。同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%”，同时调降 1 年及 5 年以上 LPR 利率 10BP，MLF 利率随后在 7 月 25 日跟随调降 20BP 至 2.3%。

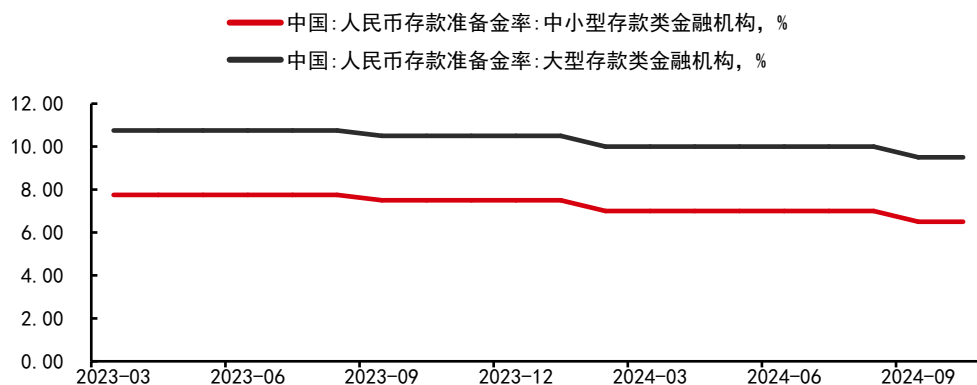
2024 年 9 月 24 日，“一行一局一会”在国新办新闻发布会上宣布了一揽子政策举措，其中包括存量房贷利率调整、降准降息等。2024 年 9 月 27 日，中国人民银行发布公开市场业务公告，将公开市场 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，由此前的 1.7% 调整为 1.5%。同时，央行决定自 2024 年 9 月 27 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 6.6%。

2024 年 10 月，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 10 月 21 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。这意味着 10 月一年期、五年期 LPR 均下调 0.25 个百分点。此后，月底存量房贷利率调降，中国人民银行公布的数据显示，预计此次统一调降的平均降幅在 0.5 个百分点左右，将节省借款人利息

支出 1500 亿元，惠及 5000 万户家庭、1.5 亿人口。

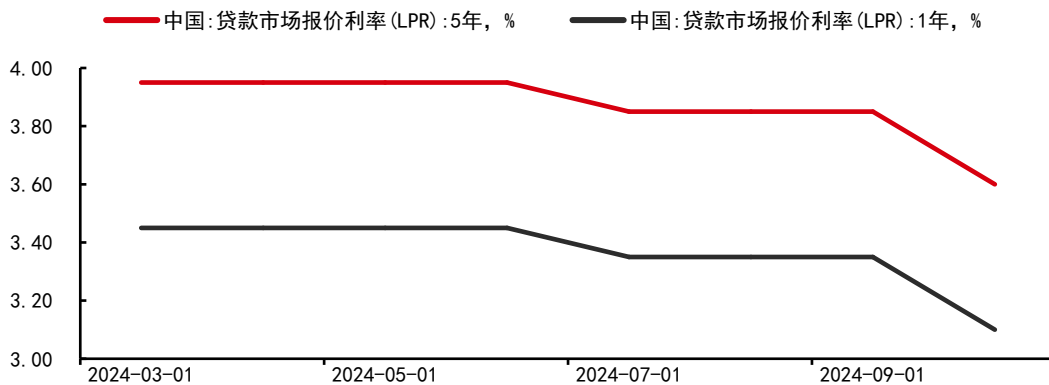
整体上来看，今年以来，5 年期 LPR 调降 60BP、MLF 利率调降 50BP、1 年期 LPR 调降 35BP、7 天逆回购利率调降 30BP、存款准备金率调降 100BP 且四季度仍有 25-50BP 的降准空间，货币政策基调仍维持宽松，有力有效支持经济回升向好。

图表49：2024 年存款准备金率调降 100BP



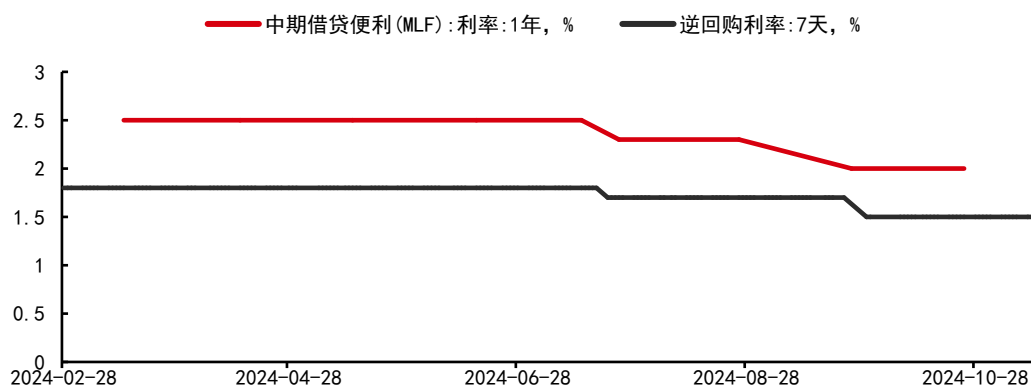
资料来源：WIND 中信期货研究所

图表50：2024 年 2 月、7 月和 10 月 LPR 利率均有下调



资料来源：WIND 中信期货研究所

图表51：2024 年 7 月和 9 月逆回购利率和 MLF 利率均下调



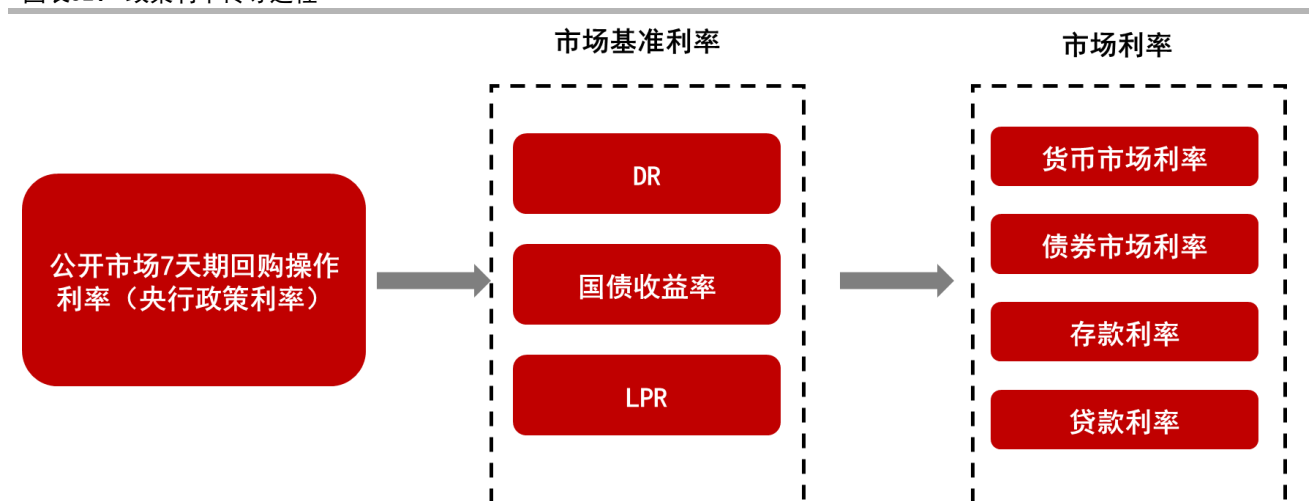
资料来源：WIND 中信期货研究所

此外，今年以来央行货币政策框架改革，货币政策要逐步淡化对“量”的关注，并更加注重发挥“价”的调控作用。

2024 年，人民银行认真贯彻党的二十届三中全会精神，持续深化利率市场化改革，明确公开市场 7 天期回购操作利率为主要政策利率，疏通货币政策传导渠道。目前，我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系。人民银行通过调整政策利率，也就是 7 天期回购操作利率，影响货币市场利率（如同业存单利率）和债券市场利率（如国债收益率），并影响存贷款利率（如贷款市场报价利率（LPR）和银行存款挂牌利率），进而促进消费和投资，提升社会总需求，支持经济发展。

央行也强调货币政策要逐步淡化对“量”的关注，并更加注重发挥“价”的调控作用。2024Q3 货币政策报告中，一方面在专栏 1，央行强调了货币供应量 M1 统计口径调整的必要性以及可能性，另外央行同时也强调即使进行了货币供应量统计口径的调整，可能也难以改变货币供应量与主要经济变量相关性正趋于减弱的趋势环境，即“随着我国经济高质量发展和结构转型，实体经济发展所需要的货币供应量正在发生变化，货币供应量的可控性以及主要经济变量的相关性正趋于减弱，即使结合金融业态的发展不断修订货币供应量统计口径，也不会改变这一趋势”。并且在专栏 4，《直接融资发展与货币政策框架转型》中，提到理财等资管产品的丰富，金融创新、融资结构变化等对应的直接融资发展也使得货币供应量的可测性、可控性以及与经济的相关性下降。并强调“随着直接融资进一步发展，金融市场参与主体、产品类型、传导链条都更加复杂，货币政策直接调控金融总量的难度不断上升，货币政策框架转型需要持续推进，更加注重发挥价格型调控的作用”。在专栏 1 中，央行也提到“下阶段，我国货币政策框架将逐步淡化对数量目标的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用，不断提升金融支持实体经济高质量发展的适配性、有效性。”

图表52：政策利率传导过程



资料来源：WIND 货币政策执行报告 中信期货研究所

图表53：近几年，M2 同比增速和经济增速相关性减弱



资料来源：WIND 中信期货研究所

（二）展望篇： 坚定支持性的货币政策立场

2025 年货币政策预计仍维持宽松，发力节奏或有所加快，全年或降息 20-30BP，降准 50-75BP，此外央行或灵活使用国债买卖、买断式逆回购、临时正逆回购等新工具调节市场流动性。货币政策立场仍然是支持性的，对于促进物价回升的重视程度也有所提升。目前，我国实际利率仍然偏高，财政发力也需要货币政策的配合，降息的必要性仍较高，节奏上货币先于财政。银行净息差预计会有所改善，但汇率仍是扰动项，若美联储暂停降息可能会使得国内货币政策宽松空间有一定制约。

坚定坚持支持性的货币政策立场，提高货币政策精准性。在 2024Q3 货币政策执行报告中，对于货币政策的立场先是提到了“总体看，今年以来中国人民银行坚持支持性的货币政策，有力有效支持经济回升向好”，然后提到下阶段仍“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”。9 月 24 日国新办发布会，人民银行行长潘功胜也表示，“货币政策调整过程中会有几个考量因素：一是支持中国经济的发展，二是推动价格水平温和回升...”。三季度，央行同时降准降息且幅度超预期，且四季度仍有 25-50BP 的降准空间，货币政策的强度有所加大，目前货币政策的重心仍在稳增长。

货币政策对于促进物价回升的重视程度提升。在 Q3 货币政策执行报告中，对于下一阶段的政策思路部分，央行提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”，相比于 Q2 的提法“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”，有所变化。整体上看，表述更加直接，反映央行对于物价的重视程度以及在促进物价回升方面或将加大力度。另外在宏观经济金融展望部分，对于物价走势，央行表示“今年以来，宏观政策逆周期调节力度加大，经济恢复发展，总需求持续改善，物价水平温和回升”，以及强调“近期一揽子增量政策加力推出后，对有效需求和宏观经济的拉动作用也会逐步显现，物价温和回升仍有基础”。整体上看，逆周期政策发力以及对总需求的提振或是促进物价回升的主要手段，而对应货币政策预计也仍将逆周期发力，维持宽货币姿态。

货币政策对于长端利率风险的关注度或有所下降。2024 年 Q3 货币政策执行报告中，对于防风险，提到“稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省 52（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案”，而且没再提及“关注经济回升过程中，长端收益率的变化”，货币政策关注的重心更向稳增长倾斜。

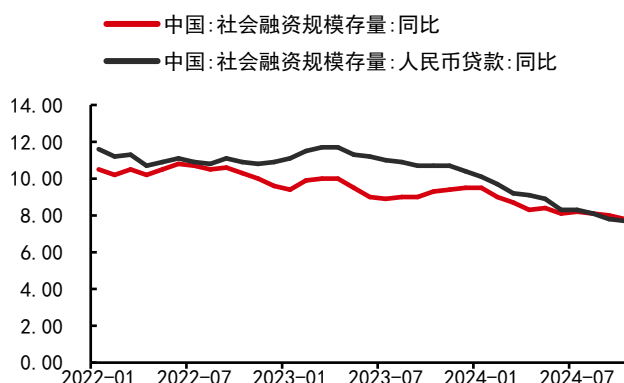
图表54： 2024Q3 和 2024Q2 货币政策执行报告关于下一阶段整体思路对比

	2024Q2	2024Q3
下一阶段整体思路	货币政策 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，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。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。 合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，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。
	物价 把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。
	完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，促进金融机构持续提升自主定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能，提升金融机构自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。
	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。充分发挥利率自律机制作用，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR）， 着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平 ，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳中有降。 加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化。	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制， 研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的传导关系。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，规范市场竞争行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。 持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，发挥好政策利率和 LPR 下行的带动作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。
	利率汇率 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用， 保持汇率弹性 ，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。
	金融风险 落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。	稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省2（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案。 健全金融稳定保障体系，进一步研究扩大风险处置基金积累，强化存款保险专业化风险处置职能，持续推动金融稳定立法工作。

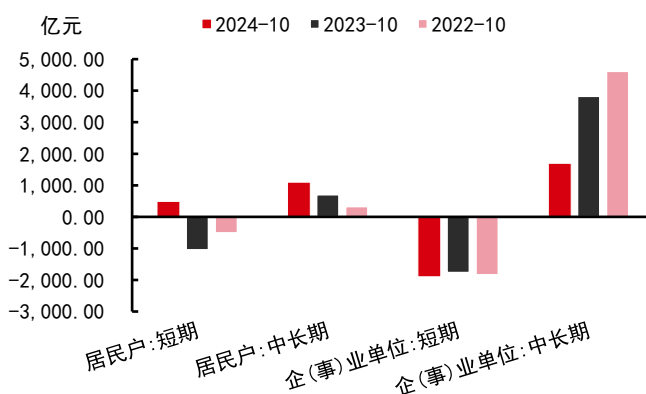
资料来源：货币政策执行报告 中信期货研究所

今年我国融资需求仍偏弱，企业和居民贷款意愿不足。10 月新增贷款 5000 亿（上年同期 7384 亿），同比少增，10 月社融同比增速从 9 月的 8%小幅回落至 7.8%，人民币贷款余额同比增速从 9 月的 8.1%回落至 8%，整体融资需求仍不足。从分项看，9 月企业短期贷款余额环比回落 1900 亿元，同比少增 130 亿元，10 月新增居民贷款同比多增，显示地产周期对实体经济融资需求的拖累下降。新增企业贷款仍同比少增，10 月新增企业中长期贷款 1700 亿元，同比少增 2128 亿元，可能是受 PPI 同比降幅走阔下企业盈利偏弱的影响。

图表55：今年以来我国融资需求仍偏弱



图表56：10月，居民与企业融资需求仍不足

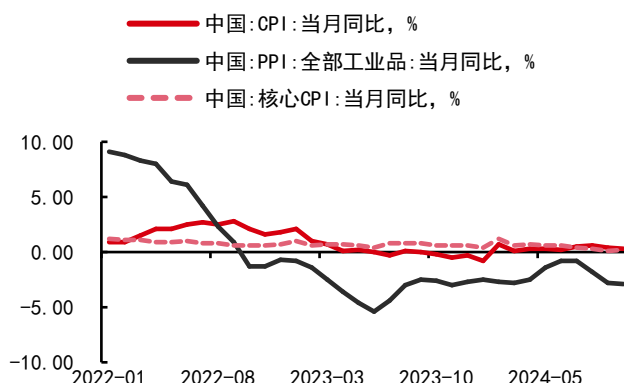


资料来源：Wind 中信期货研究所

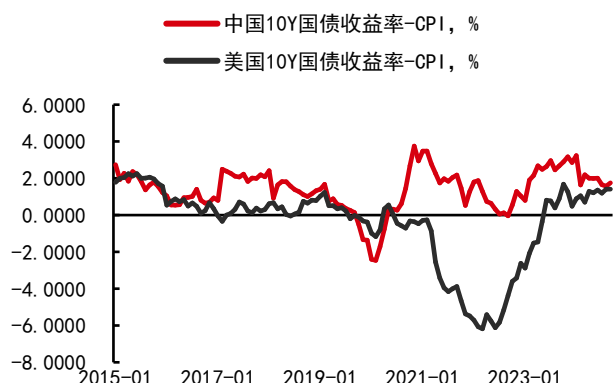
今年国内通胀总体偏弱，需求端恢复仍较慢。中国 10 月 CPI 同比 0.3%，Wind 平均预期 0.4%，前值 0.4%。10 月核心 CPI 同比 0.2%，前值 0.1%；环比 0.0%，前值-0.1%。中国 10 月 PPI 同比-2.9%，Wind 平均预期-2.5%，前值-2.8%。今年国内通胀总体偏弱，前 10 月 PPI 同比平均下降 2.1%，核心 CPI 同比平均增速为 0.5%，CPI 同比平均增速为 0.3%，工业端和消费端均处于低通胀状态。

实际利率仍较高，需通过降息来刺激需求。虽然我国的名义利率更低，但是如果以 10 年国债收益率-CPI 同比作为衡量实际利率的指标，目前我国实际利率为 1.75%，高于美国的 1.41%。低通胀使得实际利率偏高，不仅不利于企业投资，而且会拖累居民消费，央行也多次表示要把推动通胀温和回升作为货币政策的重要考量。因此，2025 年货币政策仍需通过降息来降低实际利率，从而刺激需求，推动物价温和回升。

图表57：目前，我国通胀水平仍较低



图表58：目前，我国实际利率仍较高

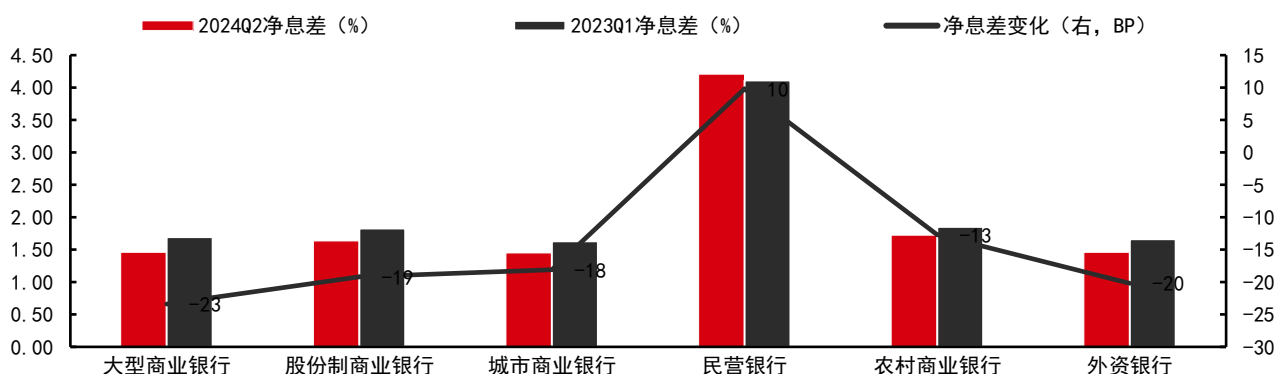


资料来源：Wind 中信期货研究所

净息差或逐步改善，对降息制约因素减少。以 2024 年第二季度的数据来看，除民营银行外，其余类型银行的净息差均低于 1.8% 的红线，银行端的风险是降息时需要考虑的重要因素。在 2024 年三季度货币政策执行报告中也提到了“当

前经济运行需要加大逆周期调节力度，但进一步降息面临着净息差和汇率内外外部双重约束。人民银行已采取多项措施疏通利率传导机制，稳定银行净息差。一是规范存款市场利率定价行为，指导市场利率定价自律机制对异地存款、结构性存款、协定存款等进行自律管理。二是建立存款招投标利率报备机制，引导银行以科学有效的定价机制促进金融资源高效配置。三是规范手工补息，维护市场竞争秩序，为银行节省利息支出超过 800 亿元。四是督促银行按照风险定价原则，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款。五是完善房贷定价机制，缩窄新老房贷利差，促进房贷市场合理竞争。”通过人民银行的指导，银行负债端的压力或有所降低，同时在降息时存贷款利率同时调降的可能性比较大，这样银行净息差或会逐步改善。此外，银行资本金也将会通过增发特别国债得到补充，整体银行端防风险的能力或提升。

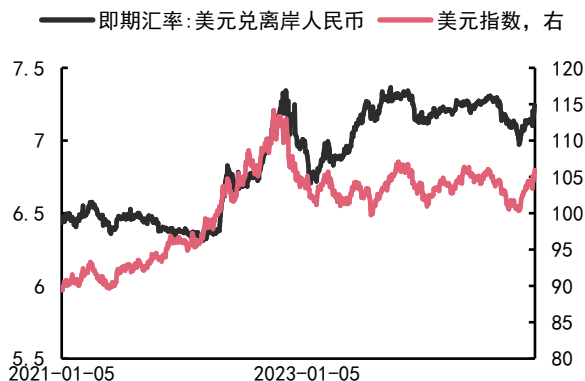
图表59：银行的净息差水平仍较低（%）



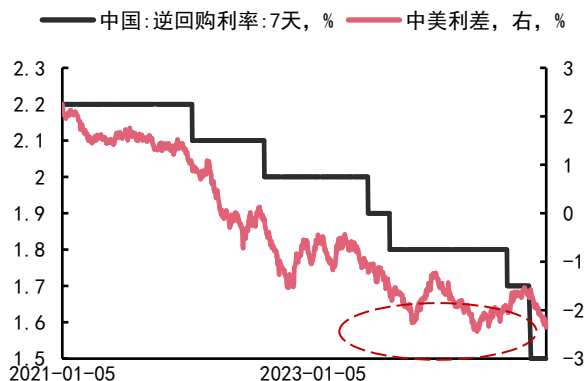
资料来源：Wind 中信期货研究所

汇率方面，美国大选落地，特朗普的关税政策以及再通胀风险或会对货币政策空间造成一定的扰动。尽管目前货币政策的主基调仍然是以我为主，以稳增长和支持物价温和回升为主要考量，但是特朗普当选美国总统后政策不确定性增大。从近期的“特朗普交易”可以看出，市场对于特朗普上台后的强美元有较强的预期，美元指数走强，一度超过 106，而美元兑离岸人民币承压，一度跌破 7.2。从近几年的经验来看，当中美利差处于较低水平时，央行对于降息的态度偏谨慎。

图表60：近期美元指数走强，人民币汇率有所承压



图表61：当中美利差较低时，降息偏谨慎

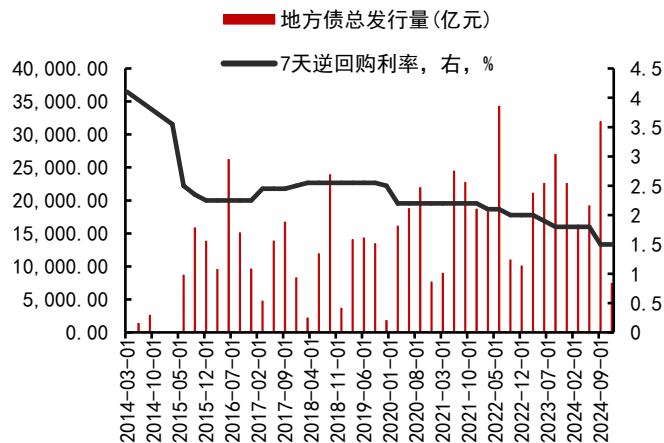


资料来源：Wind 中信期货研究所

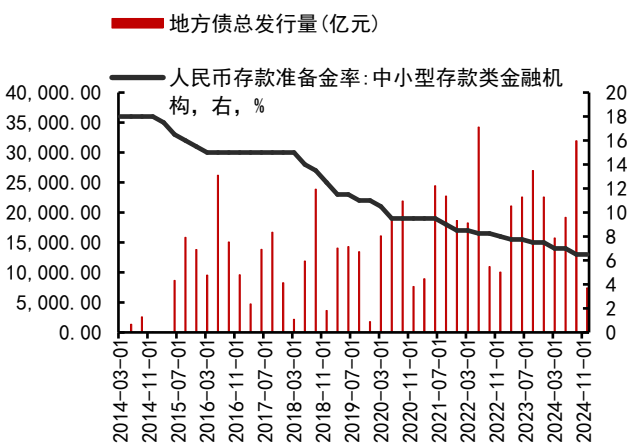
货币政策或提前于财政政策发力，为财政营造良好的货币金融环境。降息降准之后，有助于维持流动性合理充裕，降低企业和居民的融资成本，为财政发力营造良好的货币金融环境。9月24日国新办新闻发布会上，人民银行行长潘功胜表示，“货币政策调整过程中会有几个考量因素：一是...，二是...；三是...；四是...。此外，货币政策还注重与财政政策的协同配合，支持积极的财政政策。”由此可见，降准降息或也为之后财政的发力做铺垫。

考虑到明年财政发力节奏或加快，货币政策在年初发力的概率较大，2025年一季度或会降息降准，提前为财政发力做准备。从历史经验来看，降息和降准多领先于地方债供给放量，地方债供给放量在二、三季度的概率较高，而降息和降准在一季度和三季度落地的概率更大，考虑到明年地方债供给压力较大且节奏或提前，因此，我们预计2025年一季度同时降息降准的概率较大，OMO利率或调降10-20BP，存款准备金率或调降50BP。下半年经济如果修复加快且汇率承压的话，货币政策力度或有所减弱，但为了对冲政府债发行的冲击以及保持经济修复态势，或仍有10BP的降息以及25BP的降准空间。

图表62：降息多领先于地方债供给放量



图表63：降准多领先于地方债供给放量



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表64：2015年以来一季度和三季度降准的概率较大

	大型存款类金融机构调降幅度，%	中小型存款类金融机构调降幅度，%	季度
2024年9月27日	0.5	0.5	3
2024年2月5日	0.5	0.5	1
2023年9月15日	0.25	0.25	3
2023年3月27日	0.25	0.25	1
2022年12月5日	0.25	0.25	4
2022年4月25日	0.25	0.25	2
2021年12月15日	0.5	0.5	4
2021年7月15日	0.5	0.5	3
2020年5月15日	0	0.5	2
2020年4月15日	0	0.5	2
2020年1月6日	0.5	0.5	1
2019年9月16日	0.5	0.5	3
2019年1月25日	0.5	0.5	1
2019年1月15日	0.5	0.5	1
2018年10月15日	1	1	4
2018年7月5日	0.5	0.5	3
2018年4月25日	1	1	2
2016年3月1日	0.5	0.5	1
2015年10月24日	0.5	0.5	4
2015年9月6日	0.5	0.5	3
2015年4月20日	1	1	2
2015年2月5日	0.5	0.5	1

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表65：2015年以来一季度和三季度降息的概率较大

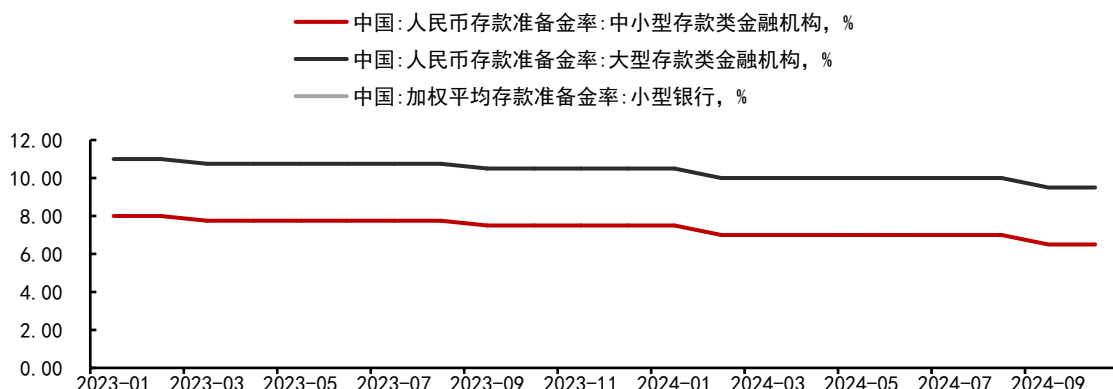
	中国：逆回购利率：7天，%	一季度降息，%	二季度降息，%	三季度降息，%	四季度降息，%
2024年9月	1.5			0.30	
2023年9月	1.8			0.10	
2023年6月	1.9		0.1		
2022年9月	2			0.10	
2022年3月	2.1	0.1			
2020年3月	2.2	0.3			
2019年12月	2.5				0.05
2015年12月	2.25				0.1
2015年9月	2.35			0.15	
2015年6月	2.5		1.05		
2015年3月	3.55	0.55			

资料来源：Wind 中信期货研究所

多种货币政策工具或配合发力。2024 年 Q3 货币政策执行报告中，央行更加强调货币政策的精准性，提到“加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”，这或意味着除了降息和降准等传统工具外，2025 年央行或使用多种新工具以及结构性工具来精准释放流动性。

2025 年降息和降准预计会持续发力，但是降息和降准也仍有一定的制约因素。降息主要受到人民币汇率的影响或更大，尤其考虑到特朗普上台后可能出台的关税政策以及再通胀的可能性提升，美联储降息或不会一帆风顺，因此，若 2025 年人民币汇率有所承压，货币政策的空间或有所受限。而降准来看，虽然央行官员多次提到“仍有一定的降准空间”，考虑到之前的几次降准中，已执行 5%存款准备金率的部分法人金融机构都没有降准，很可能意味着 5%就是当前存款准备金率的下限，而 2024 年第四季度大概率有 25BP-50BP 的降准，这意味着 2025 年还有 100-125BP 的降准空间。

图表66：5%或是当前存款准备金率的下限



资料来源：Wind 中信期货研究所

因此，除了传统的降准降息外，央行或使用多种货币政策工具配合来释放流动性。央行今年新增加了买卖国债、买断式逆回购、临时正逆回购等工具，多种货币政策工具或协调配合发力。买卖国债主要调节长期流动性，央行可以通过买卖国债调节收益率曲线，也可以通过买卖国债释放长期流动性，缓解政府债供给压力。买断式逆回购主要调节中期流动性，期限不超过一年，可能会逐步取代 MLF，而临时正逆回购则主要针对短端流动性。2025 年多种货币政策工具或与降准降息等传统工具搭配使用，以更好起到调降流动性和稳增长的作用。

此外，结构性货币政策或发力以支持直接融资与科技金融。2024Q3 货币政策报告中，专栏 4 谈到过去基建和地产的发展模式更多依赖间接融资，但随着我国经济结构转型加快，房地产、地方融资平台等传统动能的信贷需求明显放缓，而与高科技创新型企等新动能更加适配的直接融资则加快发展；专栏 2 也谈到完善科技金融服务体系，一方面支持科技创新的金融政策工具更加完善和精准。

2022 年设立科技创新再贷款、设备更新再贷款，2024 年设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技企业发展。另一方面金融机构和金融市场对科技金融的支持力度不断提升。科创类债券建立注册发行绿色通道，发行规模持续提升，科创票据累计发行突破 1 万亿元，超过 1700 家专精特新企业在 A 股上市，创业投资基金管理规模达到 3.3 万亿元。未来要完善科技金融服务体系，加大对科技型中小企业的信贷支持力度、推动创业投资发展、引导金融机构平衡好科创支持和风险防范。

（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：支持性货币政策继续发力

展望 2025 年，中国人民银行支持性货币政策继续发力，重在促进物价合理回升。我国实际利率仍然偏高，财政发力也需要货币政策配合，降息必要性仍高，且节奏上货币将先于财政，发力节奏或有所加快，预计货币政策在年初发力的概率较大，2025Q1 即降息降准，提前为财政发力做准备，全年来看，或降息 20-30BP，降准 50-75BP，此外央行或灵活使用国债买卖、买断式逆回购、临时正逆回购等新工具调节市场流动性。

对于人民币汇率，我们认为尽管中国人民银行有继续宽松的预期，但 2025 年上半年在外部美联储继续降息的环境下，人民币走势的关键或在于内部逆周期政策发力的预期，我们认为 2025 年财政政策将更加给力，预计上调赤字率至 3.5% 左右，明年政府债净供给规模达到 13-14 万亿，内部逆周期政策发力下，伴随外部美元随美联储降息有所走弱，2025 年上半年人民币或有所走强，运行区间或在 6.8-7.1；2025 年下半年，人民币或伴随外部美联储暂停降息，特朗普关税政策可能实质性落地，人民币或有所承压，运行区间或在 7.0-7.3。

六、总结

（一）市场展望：货币政策正常化的快与慢

展望 2025 年，全球主要央行货币政策继续向正常化迈进，但我们认为，货币政策正常化的节奏或存在明显差异，汇率市场主要看点包括：

其一，特朗普交易以及背后隐含的特朗普经济政策对货币政策的影响定价可能扭转。

其二，美联储货币政策难以正常化，尽管 2025 年上半年由于劳动力市场风险继续降息，但通胀风险将在下半年掣肘美联储继续降息，美联储货币政策或难以正常化，而是保持更久的高利率水平。

其三，欧央行货币政策或快速正常化，2025 年或继续在每次议息会议上进行 25bp 降息，至 2025 年年中，政策利率回到 2% 的中性利率水平。

其四，日本银行货币政策正常化的速率较慢，再次开启加息的时间最早或在 2025 年 Q2，如若三重条件满足，日银或加息 25bp，此后进入货币政策观察期。

其五，汇率市场走势或分为上、下半场。美元或在 2025 年上半年伴随美联储继续降息有所走弱至 102-104 的中枢区间，欧元、日元、人民币均走强，运行区间或分别在 1.06-1.10、145-155、6.8-7.1；2025 年下半年，伴随美联储停止降息，特朗普关税政策或落地，美元再度走强至 106，欧元、日元、人民币均承压，或分别贬值至 1.04、160、7.3 附近。

（二）风险因子

- 1、美国劳动力市场持续走弱。将驱动美联储快速降息应对。
- 2、欧元区薪资增速反弹。将驱动欧央行持续鹰派，陷入滞胀局面。
- 3、日本名义薪资增速大幅抬升。或支撑日银快速收紧货币政策。
- 4、中国需求端政策发力不及预期。人民币或持续承压。

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>