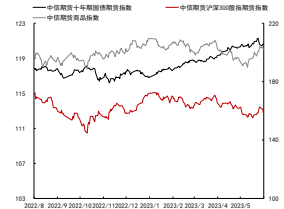


四大央行货币政策和汇率市场年度展望： 推迟拐点

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

展望 2024 年，海外货币政策拐点或进一步推迟，国内货币政策把握新特点。预计美元指数运行区间在 105 - 110；欧元运行区间或在 1.02 - 1.07；日元运行区间在 145 - 155；人民币运行运行区间在 6.8 - 7.3。



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

摘要：

主要观点：展望 2024 年，海外货币政策拐点或进一步推迟，国内货币政策把握新特点。

- **美联储货币政策前景展望：实际薪资与劳动生产率的赛跑。**一是美国居民补实际薪资推升服务通胀；二是耐用品通胀反弹至高中枢在即；三是新基建和制造业投资或抬升长期劳动生产率。若明年实际薪资抬升+劳动生产率停滞，美联储最早或在 2024Q3 指引、2024Q4 启动降息。若明年实际薪资抬升+劳动生产率走高，通胀压力缓解，但降息概率走低。前者对应美元指数明年上半年偏强，运行区间 105 - 110，三季度后走弱。后者对应美元指数持续走强，有希望突破 110。
- **欧央行货币政策前景展望：“最后一英里”。**一是更高效的紧货币效率；二是更低迷的消费倾向；三是非能源工业品通胀快速回落至明年中。尽管面临上述有利因素，但欧元区滞涨风险远远大于美国：一是贸易条件恶化的高通胀更难遏制；二是薪资粘性大于美国；三是缺乏劳动生产率提升对冲劳动成本通胀。欧央行货币政策腾挪空间仅剩“最后一英里”，货币政策上行空间小于美联储，下行空间大于美联储，欧元运行区间或在 1.02 - 1.07。
- **日本银行货币政策前景展望：物价对薪资的弹性受限。**针对物价 - 薪资循环，需关注：一是高名义薪资能否持续，且推升实际薪资和消费信心（尚未达成）；二是服务业价格对薪资成本弹性受限，难以形成循环的后半个闭环；三是服务通胀能否对冲商品通胀下行压力，继续营造良好的通胀环境。在物价对薪资的弹性回归前，预计日本银行对短端政策利率调整保持谨慎，日元运行区间在 145 - 155。
- **中国人民银行货币政策前景展望：把握新特点。**预计 2024 年有 2 - 3 次 25bp 降准，释放狭义流动性 1 万亿以上，MLF 余额抬升 1 万亿以上；降息（OMO/MLF 利率）有一定概率，但不高；关注与高质量金融服务相对应的新型政策工具。人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉期点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值需等待中国出口反弹带动结售汇需求启动。预计运行区间在 6.8 - 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：原油价格大幅抬升；美国经济快速走弱；欧元区就业市场快速冷却或欧债压力；日本物价对薪资弹性快速抬升。

目 录

摘要:	1
一、2023 年回顾：人民币波动收敛	4
二、美联储货币政策前景展望：实际薪资与劳动生产率的赛跑	5
（一）回顾篇：美联储货币政策传导为何低效？	5
（二）展望篇：通胀反弹的确定性与劳动生产率增速的不确定性	10
（三）美联储货币政策和美元指数展望：实际薪资与劳动生产率的赛跑	14
三、欧央行货币政策前景展望：“最后一英里”	16
（一）回顾篇：欧元区为何低产出和高通胀并存？	16
（二）展望篇：更高效的货币紧缩效率，更大的滞涨风险	19
（三）欧央行货币政策和欧元展望：“最后一英里”	26
四、日本银行货币政策前景展望：物价对薪资的弹性受限	28
（一）回顾篇：日本银行调整收益率曲线控制隐含了什么货币政策姿态？	28
（二）展望篇：如何评估日本后续的物价 - 薪资动态？	30
（三）日本银行货币政策和日元展望：物价对薪资的弹性受限	34
五、中国人民银行货币政策前景展望：把握新特点	35
（一）回顾篇：稳健的货币政策精准有力	35
（二）展望篇：“货币信贷供需新特点”如何影响货币政策思路？	37
（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：把握新特点	41
五、汇率展望	44
（一）市场展望：海外货币政策拐点或进一步推迟，国内货币政策把握新特点	44
（二）风险因子	46
免责声明	47

图目录

图表 1：回顾 2023，内、外部因素交织共同牵引人民币汇率走势	4
图表 2：2022Q1 - 2023Q2，美国实际 GDP 季调环比折年率逐渐走高；核心 PCEPI 高位徘徊	6
图表 3：1990 年以来，G10 国家实际自然利率同步触顶回落	7
图表 4：驱动实际自然利率回落的主要是 z	8
图表 5：全球储蓄和投资框架理解自然利率水平	8
图表 6：2022 - 2023，银行、非银体系交替向非金融企业部门提供信贷支持，居民部门消费信贷稳步扩张	9
图表 7：2023 - 2026 年，美国产出缺口难以得到有效下压	10
图表 8：根据高通胀时期的经验，美国居民后续将进入弥补实际薪资阶段	11
图表 9：2019 - 2022 年，美国居民净财富在总量和结构方面均迅猛增长	12
图表 10：美国居民耐用品实际消费回补至 1997 - 2007 缺口，但相关产能扩张乏力，带动耐用品通胀中枢或重回 2% 以上	13
图表 11：制造业劳动生产率增速或在 2024 年快速反弹	14
图表 12：2022Q4 - 2023Q3，欧元区 GDP 基本停滞，居民消费走弱，制造业生产放缓	17

图表 13: 2022 年以来, 欧元区居民对房地产投资的兴趣下降及因素拆解.....	17
图表 14: 欧元区居民对服务业、尤其是线下旅游的服务业消费需求旺盛, 对整体消费支出形成支撑.....	18
图表 15: 居民服务消费需求仍然火热, 叠加相关行业劳动力紧缺, 服务业通胀压力居高不下, 对整体通胀形成支撑.....	18
图表 16: 欧元区银行负债成本上行快于美国.....	19
图表 17: 欧元区居民和企业信贷流量均已转负.....	20
图表 18: 仅有美国获得了超额收入, 并消耗超额储蓄.....	21
图表 19: 欧元区超额储蓄的构成上以其他金融资产为主, 无法快速转化为后续的消费支出潜力.....	21
图表 20: 欧元区非能源工业产品通胀同比增速将在明年上半年继续回落.....	22
图表 21: 经历过贸易条件恶化的高通胀持续时间更长, 且被有效遏制的概率更低.....	23
图表 22: 美国名义薪资和通胀增速基本同步触顶回.....	23
图表 23: 欧元区名义薪资同比增速未出现明显回落.....	24
图表 24: 劳动生产率下行, 单位劳动成本在 GDP 平减指数中的贡献越来越大.....	25
图表 25: 实际资本开支持续不足, 低于疫情前的长期趋势线; 人均工作时长至今仍未回补至疫情前水平.....	25
图表 26: 受制于高企的能源成本, 以化工为代表的高耗能企业认为在本土市场的竞争力远低于制造业整体.....	26
图表 27: 服务业企业采取“囤积雇员”策略, 在保证薪资的同时降低了劳动生产率, 进一步放大滞胀风险.....	27
图表 28: 2022Q4 以来, 日本 GDP 季调环比折年率不断走高, 除生鲜食品和能源的通胀读数位于高位.....	28
图表 29: 日本央行在调整“YCC”后加大资产购买力度, 尽可能的表达超宽松的政策姿态.....	30
图表 30: 薪资其中主要的增长来自制造业, 增速中位数为 2%, 服务业的薪资上涨相对有限, 增速中位数仅 1%.....	31
图表 31: 日本实际薪资持续负增, 居民消费信心走弱.....	31
图表 32: 劳动力成本占比偏高的服务业涨价相当受限.....	32
图表 33: 目前高物价带来了名义薪资增长, 但名义薪资增长却未带来成本转嫁.....	33
图表 34: 成本推动的核心商品价格将于明年确定性回落.....	33
图表 35: 日银对于未来通胀水平的预测.....	34
图表 36: 中国通胀水平初现底部, 货币信用增速下行.....	36
图表 37: 企业贷款价减量增; 居民信贷量价均弱.....	37
图表 38: 企业中长期贷款走高并未带动贷款利率企稳反弹.....	39
图表 39: 企业中长期贷款和定期存款同步走高.....	39
图表 40: 居民中长期消费贷款和定期存款走向历史极端.....	39
图表 41: 人民银行通过 OMO 放量来调节资金供需, 资金面波动放大.....	41
图表 42: M2 增速 10.5%附近, 央行需通过降准 + MLF 提供 2 万亿以上的长期资金支持.....	42
图表 43: 明年社融节奏: 一季度回落, 随后反弹(黄色阴影为预测值).....	43
图表 44: 稳健的货币政策要求实际贷款利率和潜在 GDP 增速基本匹配.....	44

一、2023 年回顾：人民币波动收敛

2023 年人民币汇率（USDCNY，下文称“人民币”）呈现年初升值、2 月以来开始走贬至 8 月中旬，后高位趋稳震荡的行情。内、外部因素交织共同牵引人民币汇率走势。

图表1：回顾 2023，内、外部因素交织共同牵引人民币汇率走势



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2022 年 11 月 11 日 - 2023 年 2 月 2 日，人民币受到内部政策调整提振 + 外部美联储放缓加息幅度的双重利好，走出升值行情，由 7.25 升至 6.72。

2022 年 11 月 2 日，美联储主席鲍威尔在 FOMC 后的新闻发布会上表示“考虑货币政策的累积效应、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况，FOMC 将在 12 月或 1 月的会议讨论放缓加息步伐”。

2022 年 11 月 11 日，国务院公布进一步优化疫情防控工作二十条措施，以及同日中国人民银行、银保监会出台六大项十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。

2023 年 2 月 3 日 - 2023 年 8 月 15 日，人民币并未像 2023 年年初市场预期的那样单边走牛，反而在内部经济预期与现实偏弱 + 外部美联储持续鹰派的双重压力下走贬，由 6.73 贬至 7.29。

2023Q1-2023Q3，中国实际 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%。

房地产投资增速继续寻底，2023 年 2 月-8 月，同比持续负向扩大，分别为

-5.7%、-5.8%、-6.2%、-7.2%、-7.9%、-8.5%、-8.8%。

2023年2月-8月，中国制造业PMI下行至荣枯线以下，分别为52.6、51.9、49.2、48.8、49.0、49.3、49.7。非制造业PMI震荡下行，分别为56.3、58.2、56.4、54.5、53.2、51.5、51.0。

中国人民银行分别于3月降准25bp，6月降OMO利率、MLF利率各10bp，8月降OMO利率10bp、MLF利率15bp，分别至1.8%、2.5%。推动1Yr LPR合计下调20bp至3.45%、5Yr LPR合计下调10bp至4.2%。

2023Q1-2023Q3，美国GDP环比折年率分别为2.2%、2.1%、4.9%，持续超预期运行在潜在增速（1.8%）以上。

失业率持续处于历史极值低位水平，2023年2月-8月，分别为3.6%、3.5%、3.4%、3.7%、3.6%、3.5%、3.8%。

除住房外核心PCE同比回落速率有限，仍远高于美联储的通胀目标水平。2023年2月-8月，分别为5.11%、4.87%、4.81%、4.71%、4.44%、4.77%、4.38%。

美联储在美国经济维持韧性与价格持续高于通胀目标的背景下，持续保持鹰派姿态，分别于2月、3月、5月、7月FOMC议息会议加息25bp，推升政策利率来到5.25%-5.50%区间。

2023年8月16日 - 11月上旬，人民币汇率未在美债收益率上行推升美元指数压力的进一步走贬，以7.30为中枢窄幅震荡运行。

2023年8月以来至10月底，十年美债收益率抬升超过100bp，带动美元指数进一步上行，由8月初的不及102升至106。

8月中下旬以来，中间价报价持续大幅偏离市场预期水平（700-1400pips）。9月1日，央行宣布自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点。9月11日，央行召开全国外汇自律机制专题会议，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏。

8月以来，中国出口同比增速由7月的-14.3%开始回升，8月至10月分别回升至-8.7%、-6.2%、-6.4%。

二、美联储货币政策前景展望：实际薪资与劳动生产率的赛跑

（一）回顾篇：美联储货币政策传导为何低效？

自2022Q1美联储开启紧缩周期以来，至2023年11月，已累计加息525bp。

然而伴随货币紧缩的是美国实际 GDP 增速不降反升，名义产出缺口逐渐反弹，核心 PCE 通胀位于高位。

2022Q1 - 2023Q3，美国实际 GDP 季调环比折年率逐渐走高，分别为：-1.6%、-0.6%、3.2%、2.6%、2.0%、2.1%、4.9%。

2022Q1 - 2023Q2，美国名义产出缺口亦呈上行态势，分别为 0.15%、0.50%、-0.13%、0.10%、0.28%、0.37%、0.31%。

产出缺口不降反升，自然无法通过菲利普斯曲线施压通胀，2022 年 7 月以来，除住房外的核心服务 PCE 同比增速未能延续下行，位于 4.0 - 4.7% 的区间波动。

图表2：2022Q1 - 2023Q2，美国实际 GDP 季调环比折年率逐渐走高；核心 PCEPI 高位徘徊



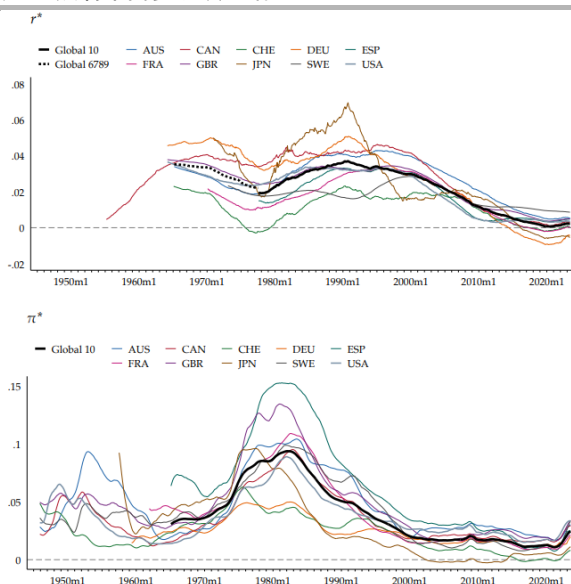
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

货币紧缩并未达到预期效果，其背后是从货币政策到通货膨胀的传导路径受到质疑：一是自然利率和通胀水平有可能扭转 1990 年以来的下行趋势，使美联储货币政策易松难紧。

如何衡量货币政策收紧与否？比较政策利率与名义自然利率（实际自然利率 + 通胀中枢）的相对位置关系是方法之一。1990 年以来，G10 国家的实际自然利率不断下行，推动名义自然利率倾向于走低。在此背景下，名义政策利率容易位于名义自然利率之下，对应货币政策易紧难松。

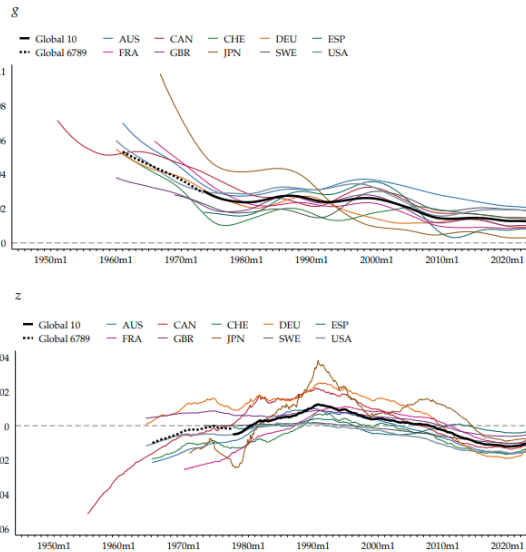
为何实际自然利率长期下行？一个理解框架是实际自然利率 (r^*) = 实际 GDP 潜在增速 (g) + 残余项 (z)。1990 年以来，推低实际自然利率的主要贡献项来自 z 。

图表3：1990 年以来，G10 国家实际自然利率同步触顶回落



资料来源：Josh D, Cristian F, Leon H, Benjamin M, and Alan M. T (2023) 中信期货研究所

图表4：驱动实际自然利率回落的主要是 z



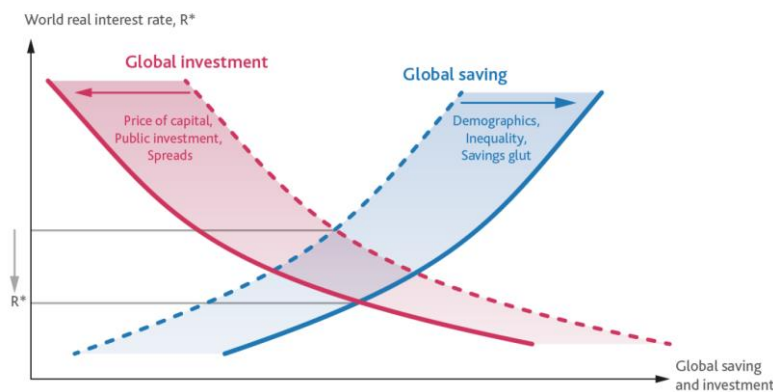
资料来源：Josh D, Cristian F, Leon H, Benjamin M, and Alan M. T (2023) 中信期货研究所

如何理解 z 长期下行？前英格兰银行行长在 2017 年 IMF 发表了名为《[De]Globalisation and inflation》的演讲，从全球储蓄和投资的角度阐述了全球化以来下压全球自然利率水平的关键因素，包括但不限于：一是老龄化、发达经济体贫富差距加大、新兴市场向发达经济体输出失业抬高全球储蓄；二是低实物资产投资、低公共开支、私人部门去杠杆压低投资需求，两者合计造成实际自然利率水平趋于下行。

而目前，上述压低 z 的因素出现反转：一是美国制造业回流和拜登致力于确保工人加入工会，并支持其与雇主进行集体谈判的权利，分别通过贸易赤字和消费倾向两个渠道降低全球储蓄；二是低公共开支、低实物开支、居民部门去杠杆的时期一去不复返，美国加大制造业投资力度并扩大公共开支，美国居民和非金融企业稳健的资产负债表不存在去杠杆压力，投资需求触底反弹。

图表5：全球储蓄和投资框架理解自然利率水平

Chart 8: Secular drivers pushing down long-run equilibrium real interest rate



资料来源：《[De]Globalisation and inflation》 中信期货研究所

二是紧货币并未带来紧信用环境，叠加实体部门资产负债表稳健性，金融机构延续信用扩张。

2022 年加息周期开启以来，美国商业银行净息差由 2021Q4 的 2.54% 走高至 2022Q4 的 3.38%，为 2019Q3 以来最高。

在此期间，美国非金融企业的商业银行贷款余额由 1.14 万亿增至 1.49 万亿。但由于长端债券收益率波动明显放大，企业债融资余额持平于 6.74 万亿，美国企业债融资基本冻结。

2023 年上半年，美国商业银行净息差小幅回落 0.1% 至 3.28%，美国非金融企业的商业银行贷款余额微升 200 亿至 1.51 万亿。但由于长端收益率处于区间波动，美国非金融企业转向债券市场融资，美国企业债融资余额由 6.74 万亿升至 6.91 万亿。

图表6：2022 - 2023，银行、非银体系交替向非金融企业部门提供信贷支持，居民部门消费信贷稳步扩张



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

三是信用环境偏宽未能下压产出缺口，无法通过菲利普斯曲线压低通胀水平。

美联储在 9 月 SEP 的预测，2023 - 2026 年实际 GDP 增速分别为 2.1%、1.5%、1.8%、1.8%。长期潜在增速为 1.8%。也即在未来四年，美国经济基本运行在其潜在增速附近，产出缺口难以得到有效下压，自然无法通过菲利普斯曲线遏制通胀。

图表7：2023 - 2026 年，美国产出缺口难以得到有效下压

Percent					
Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：FED 中信期货研究所

（二）展望篇：通胀反弹的确定性与劳动生产率增速的不确定性

展望明年，一是根据高通胀时期的经验，美国居民后续将进入弥补实际薪资阶段，体现在名义薪资粘性远远大于通胀粘性，推升服务业通胀上行。

1960 - 1971 年，美国实际劳动力成本增速中枢在 2%。

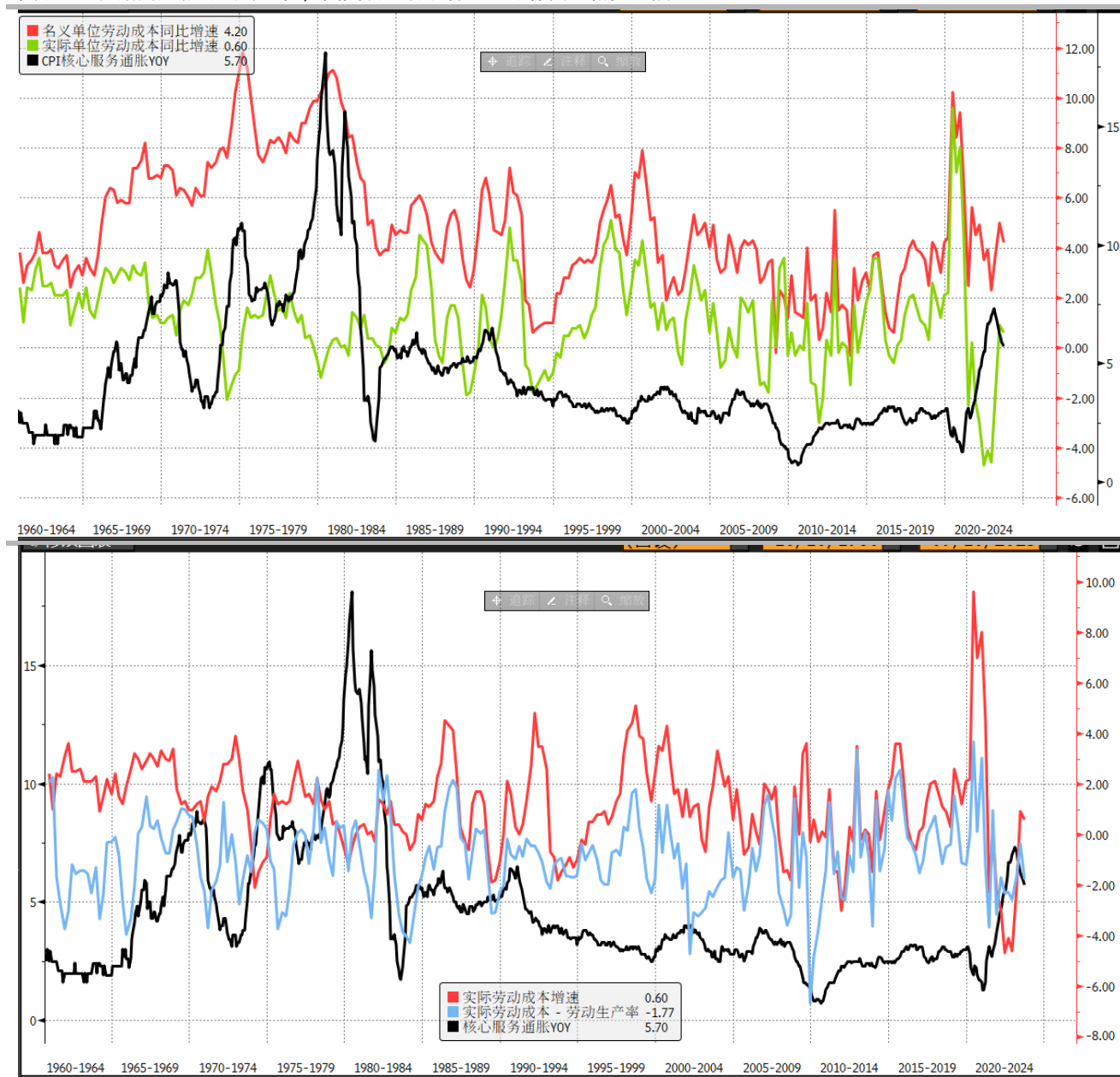
1973 - 1983 年，美国通胀增速由 2.7% 快速走高至 14.8%，随后回落至 2.6%。在此期间实际劳动力成本增速中枢在 0% 附近。

1983 - 1987 年，美国名义劳动力成本增速抬升 2.5% 至 6.1%，通胀增速仅抬升 1.9% 至 4.5%，带动实际劳动力成本增速由 -0.5% 抬升至 4.5%。

1983 - 1987 年，由于实际劳动力成本增速抬升幅度远远超过劳动生产率增速，两者剪刀差由 -4.3% 走阔至 2.2%，带动核心服务通胀由 1.7% 走高至 6.3%。

截至 2023Q3，美国实际劳动力成本同比增速仅为 0.6%，低于 2019Q4 的 2.1% 和疫情前阶段性高点 3.7%。意味着实际劳动力成本增速还有很大的反弹空间。

图表8：根据高通胀时期的经验，美国居民后续将进入弥补实际薪资阶段



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

二是上述收入和财富效应同步支撑美国居民消费支出，美国居民耐用品实际消费回补至1997 - 2007年的长期趋势，但相关产能扩张乏力，耐用品通胀触底反弹的同时，中枢将由疫情前的-2%抬升至2%以上。

根据美联储数据，2019 - 2022年，美国家庭经通胀调整后的净财富中位数上涨37%，其中收入分位数位于20%以下、20 - 39.9%的家庭分别涨24%、39%；35岁以下家庭涨143%；没有高中学历的家庭涨60%。弱势群体的经济状况远远好于疫情前。

图表9： 2019 - 2022 年，美国居民净财富在总量和结构方面均迅猛增长

Table 2. Family median and mean net worth, selected characteristics of families, 2019 and 2022 surveys						
Thousands of 2022 dollars, except as noted						
Family characteristic	Median net worth			Mean net worth		
	2019	2022	Percent change 2019-22	2019	2022	Percent change 2019-22
All families	141.1	192.9	37	868.0	1,063.7	23
	(4.3)	(7.5)	n.a.	(18.1)	(23.2)	n.a.
Percentile of usual income						
Less than 20	11.3	14.0	24	132.2	129.7	-2
20-39.9	51.1	71.0	39	157.6	218.7	39
40-59.9	107.7	159.3	48	255.7	385.4	51
60-79.9	230.8	307.2	33	490.3	636.8	30
80-89.9	443.2	747.0	69	985.4	1,264.7	28
90-100	1,842.3	2,556.2	39	5,622.3	6,629.6	18
Age of reference person (years)						
Less than 35	16.1	39.0	143	88.5	183.5	107
35-44	105.9	135.6	28	505.6	549.6	9
45-54	195.4	247.2	27	965.9	975.8	1
55-64	246.3	364.5	48	1,363.1	1,566.9	15
65-74	308.8	409.9	33	1,411.6	1,794.6	27
75 or more	295.4	335.6	14	1,133.2	1,624.1	43
Education of reference person						
No high school diploma	23.7	38.1	60	159.8	175.6	10
High school diploma	85.8	106.8	24	353.8	413.3	17
Some college	102.9	136.5	33	436.4	541.1	24
College degree	357.3	464.6	30	1,761.9	2,003.4	14

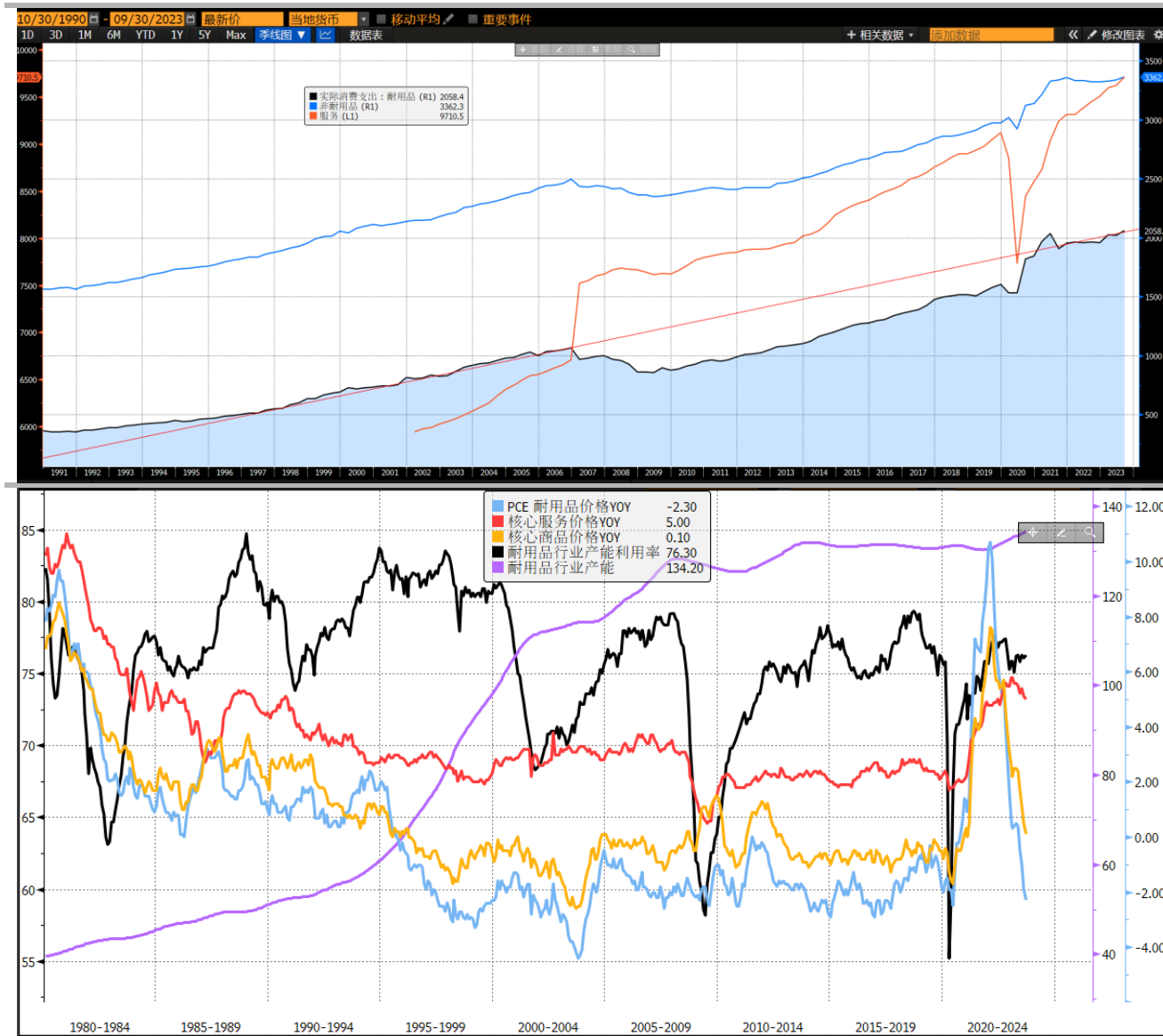
资料来源：FED 中信期货研究所

上述实际收入和财富效应将继续支撑明年美国居民消费支出，保证美国居民耐用品实际消费支出继续沿着 1997 - 2007 年的偏高水平扩张，这对于明年美国耐用品通胀的影响可以从以下视角分析：

1995 - 2019 年，美国耐用品通胀增速的运行中枢仅为-2%，其中 1997 - 2007 年为耐用品消费支出和耐用品制造业产能同步快速扩张期，2007 - 2019 年为耐用品消费支出和耐用品制造业产能同步低迷期，却都造成了同样的-2%中枢的耐用品通缩结果。

向前看，美国耐用品实际消费支出已经回升至 1997 - 2007 年的偏高水平趋势，但却未见耐用品制造业相关产能快速扩张，造成的一个结果便是耐用品通胀中枢的系统性上移。根据目前的制造业产能扩张斜率和消费支出上行斜率，一个合理假设是耐用品通胀中枢回升至 1985 - 1995 年 2.3%的通胀中枢。

图表10：美国居民耐用品实际消费回补至 1997 - 2007 缺口，但相关产能扩张乏力，带动耐用品通胀中枢或重回 2% 以上



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

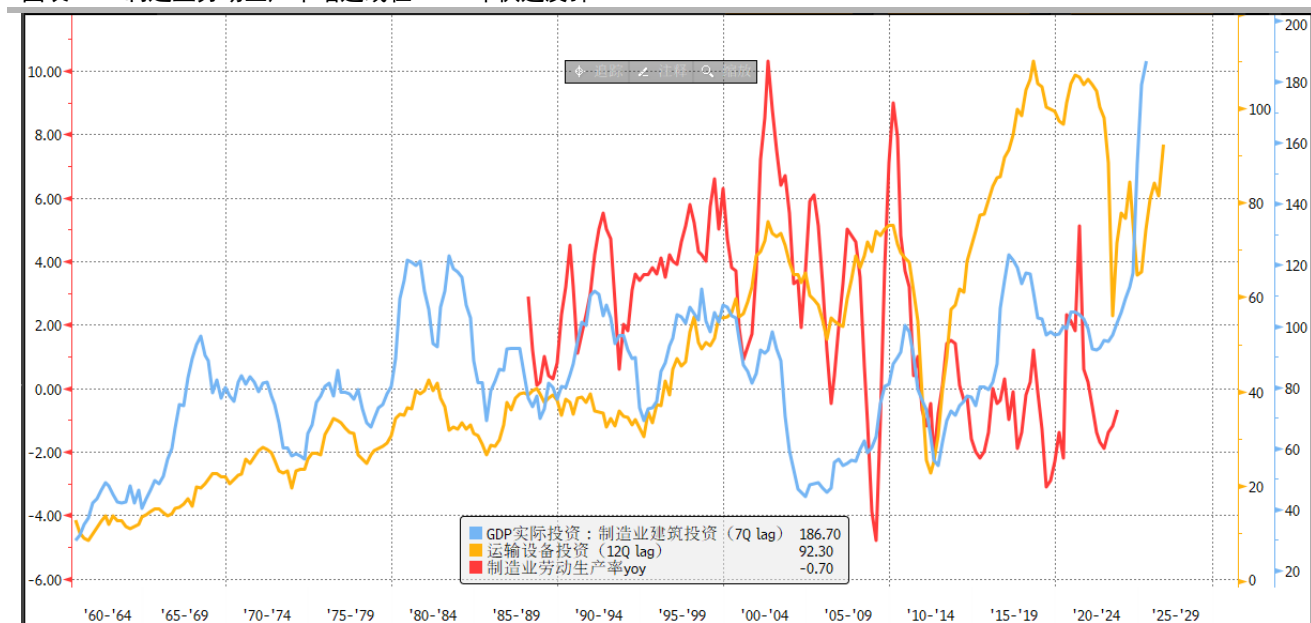
三是拜登相关法案鼓励美国新基建和高端制造业，一方面支撑其短期资本开支和相关就业，另一方面抬升长期劳动生产率；四是通胀反弹在明年的确定性较高，但劳动生产率能否在明年抬升尚不明确，如若抬升将降低单位劳动成本，帮助缓解通胀压力。

在拜登相关法案支撑下，美国制造业建造支出于 2021 年下半年开始快速扩张，而其领先指标之一，运输设备投资早已于 2020 年下半年触底反弹。经验来看，制造业建造支出的拐点往往领先于制造业劳动生产率增速的拐点 6 - 7 个季度。按照这一领先滞后关系，制造业劳动生产率增速或在 2024 年快速反弹。

从收入角度看，劳动生产率增速抬升一则通过降低单位劳动成本，减轻企

业的成本转嫁压力；二则加有效商品供给，缓解耐用品通胀压力；三则通过提高产出，降低 GDP 平减指数。

图表11：制造业劳动生产率增速或在 2024 年快速反弹



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：实际薪资与劳动生产率的赛跑

以此为基础，对于后续美联储的货币政策路径，可以根据实际薪资增速（确定性抬升）和劳动生产率增速（不确定性）的不同组合进行分析：

情形一：实际薪资抬升 + 劳动生产率增速停滞，政策利率 high for long，降息仍可期，最早或在 2024Q3 进行相关指引，2024Q4 开启降息。

实际薪资抬升 + 劳动生产率增速停滞，一方面耐用品通胀增速和核心服务通胀增速双双反弹，另一方面没有生产率增速上移进行对冲，明年美联储面临的通胀反弹压力远远大于今年。假设后续耐用品通胀环比均值恢复至 1995 年之前的水平，核心服务通胀环比增速延续近 6 个月的均值，则核心通胀同比增速将会延续目前的下行态势至明年 1 月的 3.5%，随后震荡至 5 月，然后重拾上行至年底的 3.8%。

上述假设并没有考虑美国居民弥补实际薪资大概在明年三季度结束，进而缓解核心服务通胀压力的判断（详见报告《四大央行货币政策和汇率市场展望：泾渭分明》）。基于上述判断，我们认为核心服务业通胀最早在 2024Q3 才出现明显缓解，进而美联储最早或在 2024Q3 进行相关指引，2024Q4 开启降息。

情形二：实际薪资抬升 + 劳动生产率增速走高，通胀压力缓解，但美联储

降息概率走低。

如前所述，劳动生产率增速走高可以对冲实际薪资抬升，缓解通胀压力，有助于通胀顺利回落。但同时衍生出的效应是推升 GDP 潜在增速 g 。由于压低 z 的因素已经出现反转， g 和 z 同步反弹会进一步放大实际自然利率 r^* 的上行压力，从而缩小美联储的降息空间。在此情形下，虽然通胀压力减轻，但美联储降息的概率亦会同步走低。

在情形一下，美元指数会在明年上半年偏强，运行区间 105 - 110，进入三季度后走弱。在情形二下，美元指数将会持续走强，有希望突破 110。

三、欧央行货币政策前景展望：“最后一英里”

（一）回顾篇：欧元区为何低产出和高通胀并存？

自 2022Q3 欧央行开启紧缩周期以来，至 2023 年 11 月，已累计加息 450bp。伴随着货币紧缩，欧元区 GDP 增速快速走低，2022Q4 至 2023Q3 基本陷入停滞。然而增长的停滞并未带动欧元区通胀水平快速走低，2023 年以来，欧元区 HICP（除能源、粮食、酒精和烟草）同比增速持续位于 4% 以上。究其原因，一是欧元区居民商品需求降温拉低家庭消费支出；二是出口降温；三是上述需求走弱叠加紧张的金融环境，制造业生产与投资纷纷放缓；四是受到高利率、房价预期转弱、经济前景暗淡的三重压力，房地产销售和投资纷纷放缓；五是居民服务消费需求仍然火热，叠加相关行业劳动力紧缺，服务业通胀压力居高不下，对整体通胀形成支撑。

2022Q4 - 2023Q3，欧元区 GDP 季调环比折年率分别为 0.0%、0.0%、0.2%、-0.1%。其中家庭最终消费支出季调环比增速为-0.7%、0.2%、0.0%；建筑投资季调环比增速分别为-0.4%、0.9%、-0.6%；机械设备投资分别为-0.7%、1.8%、0.1%；商品与服务出口增速分别为-0.1%、0.0%、-0.9%。

2023 年 1 - 9 月，欧元区实际零售销售季调环比增速分别为 0.9%、0.0%、-0.4%、0.0%、0.4%、0.0%、-0.1%、-1.2%、-0.3%；其中非食品非燃油实际零售销售季调环比增速分别为 1.8%、0.0%、-0.6%、0.3%、0.5%、0.2%、0.2%、-0.6%、-1.9%。

2023 年 1 - 8 月，欧元区制造业生产季调环比增速分别为 0.5%、1.5%、-5.1%、1.6%、0.1%、1.2%、-4.0%、0.2%；其中，德国制造业生产季调环比增速分别为 1.6%、2.1%、-2.2%、0.4%、0.2%、-0.9%、-1.5%、0.5%。

2023 年 1 - 8 月，欧元区建筑业生产季调环比增速分别为 3.1%、2.0%、-2.0%、-0.4%、0.4%、-1.2%、1.0%、-1.1%；其中德国建筑业生产季调环比增速分别为-2.1%、0.2%、-3.9%、0.3%、-0.2%、-2.8%、0.7%、-0.5%。

图表12：2022Q4 - 2023Q3，欧元区 GDP 基本停滞，居民消费走弱，制造业生产放缓



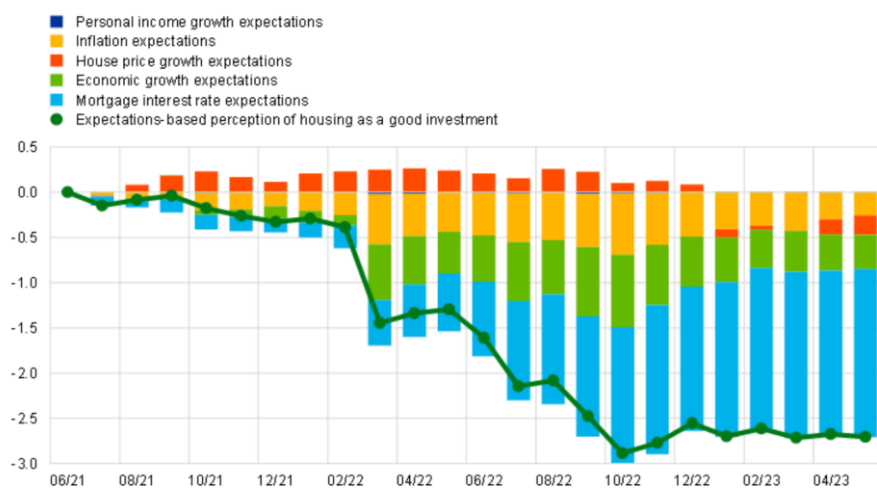
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2022 年以来，欧元区居民对房地产投资的兴趣下降，驱动因素一是偏高的利率水平，二是偏弱的经济预期，三是偏高的通胀预期。2023 年以来，边际明显的负贡献来自房价预期走弱。

图表13：2022 年以来，欧元区居民对房地产投资的兴趣下降及因素拆解

Expectations-based indicator of households' perceptions of housing as an investment

(percentage point changes in the probability of households considering housing as a good investment since June 2021)

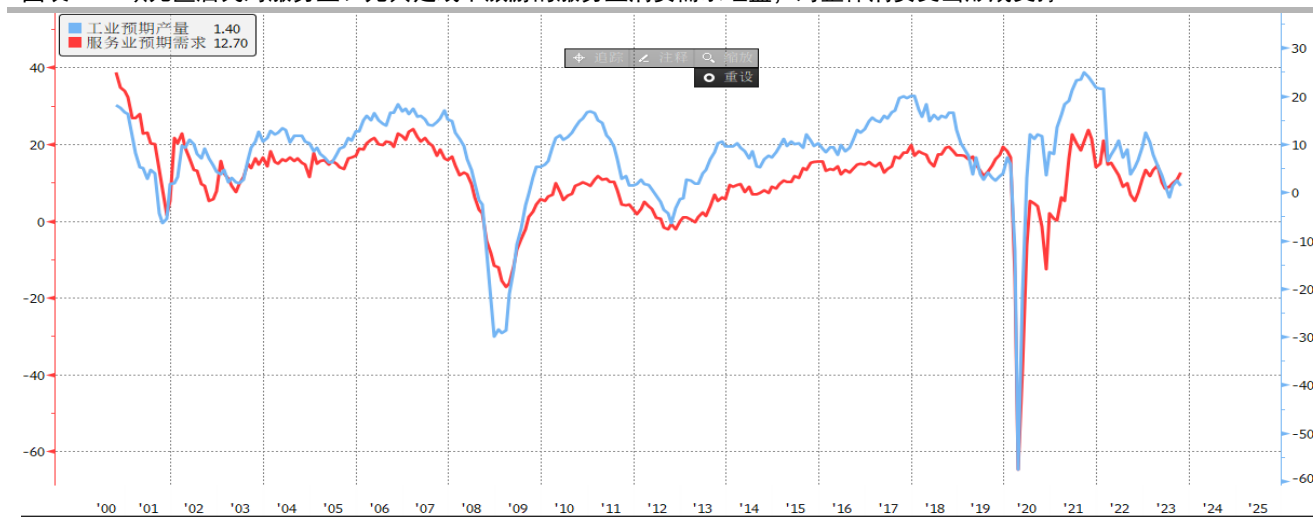


资料来源：ECB 中信期货研究所

根据欧央行的调查，欧元区居民对服务业、尤其是线下旅游的服务业消费需求旺盛，对整体消费支出形成支撑。

一方面劳动密集型线下消费需求火热，另一方面劳动工时减少叠加因病离职人员增加，服务业呈现较大的供需失衡，引发接触密集型服务业利润攀升、就业扩张、通胀压力居高不下（详见《欧元区高通胀如何破局？》）。

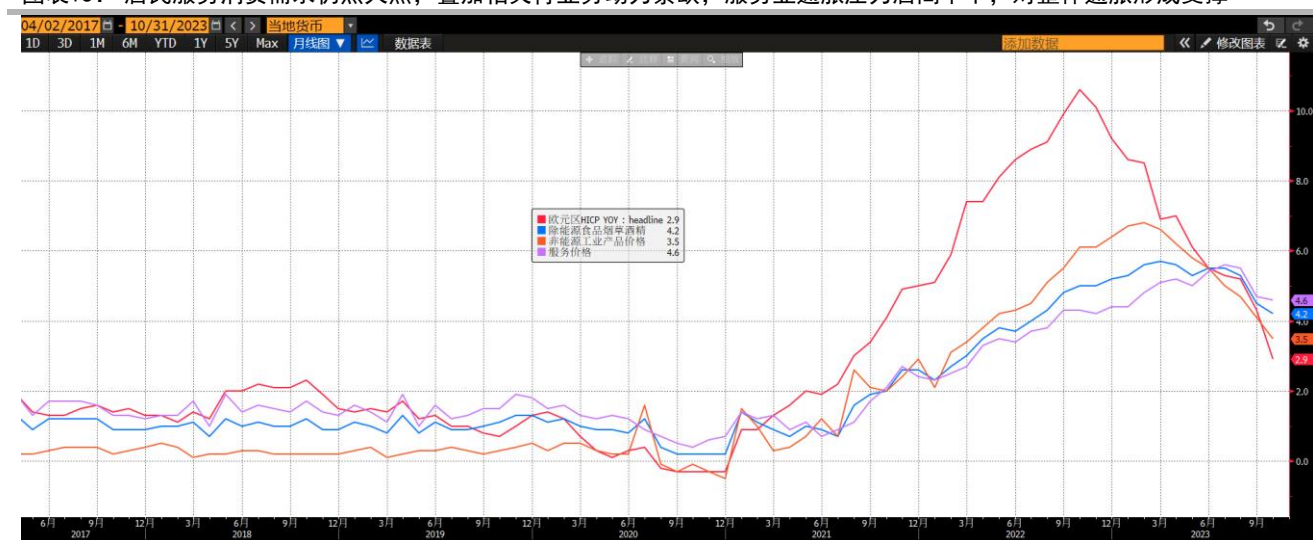
图表14：欧元区居民对服务业、尤其是线下旅游的服务业消费需求旺盛，对整体消费支出形成支撑



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2023年1-10月，欧元区HICP（除能源、粮食、酒精和烟草）同比增速分别为5.3%、5.6%、5.7%、5.6%、5.3%、5.5%、5.5%、5.3%、4.5%、4.2%。其中除能源外工业商品HICP同比增速分别为6.7%、6.8%、6.6%、6.2%、5.8%、5.5%、5.0%、4.7%、4.1%、3.5%；服务HICP同比增速分别为4.4%、4.8%、5.1%、5.2%、5.0%、5.4%、5.6%、5.5%、4.7%、4.6%；餐饮旅店服务HICP同比增速分别为8.2%、8.6%、8.5%、8.8%、8.4%、7.7%、7.7%、7.3%、6.8%。

图表15：居民服务消费需求仍然火热，叠加相关行业劳动力紧缺，服务业通胀压力居高不下，对整体通胀形成支撑



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（二）展望篇：更高效的货币紧缩效率，更大的滞涨风险

向前看，欧元区抗通胀进程较美国有利的方面在于：一是更加高效的货币信用紧缩效率，体现在更高的存款利率和更明显的信贷供给收缩。

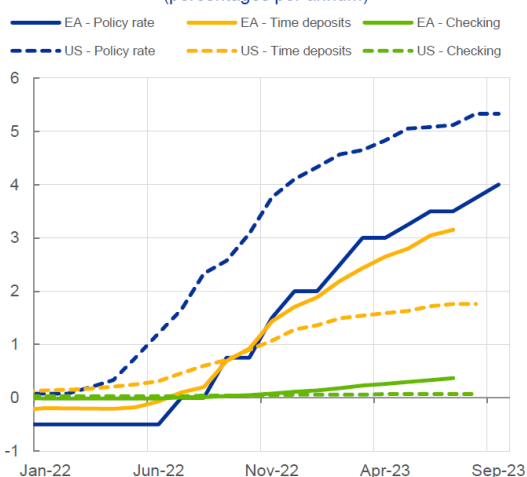
虽然欧央行收紧货币政策晚于美联储一个季度左右，加息幅度也低于美联储 75bp，但货币政策传导效率却快于美联储，体现在一则欧元区商业银行负债成本已经高于美国商业银行：截至 2023 年三季度，欧元区商业银行定期存款利率为 3.1%、支票账户利率为 0.3%，美国商业银行分别为 1.8%、0.1%。

二则欧元区金融体系对非金融企业、居民部门贷款流量分别于 2023Q1、2023Q2 转负，而美国的金融体系仍在向非金融企业和居民部门提供信贷支持。

图表16：欧元区银行负债成本上行快于美国

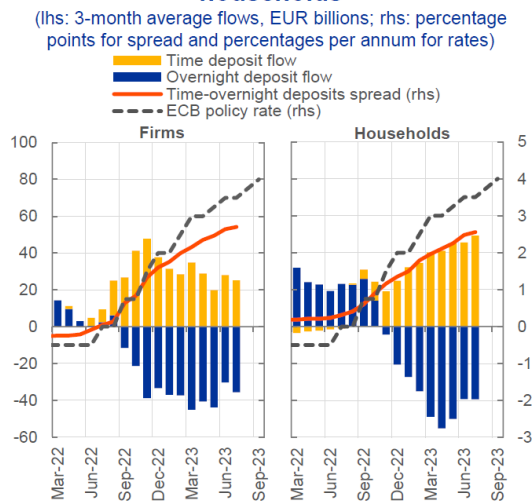
Interest rate pass-through in the euro area and the United States

(percentages per annum)



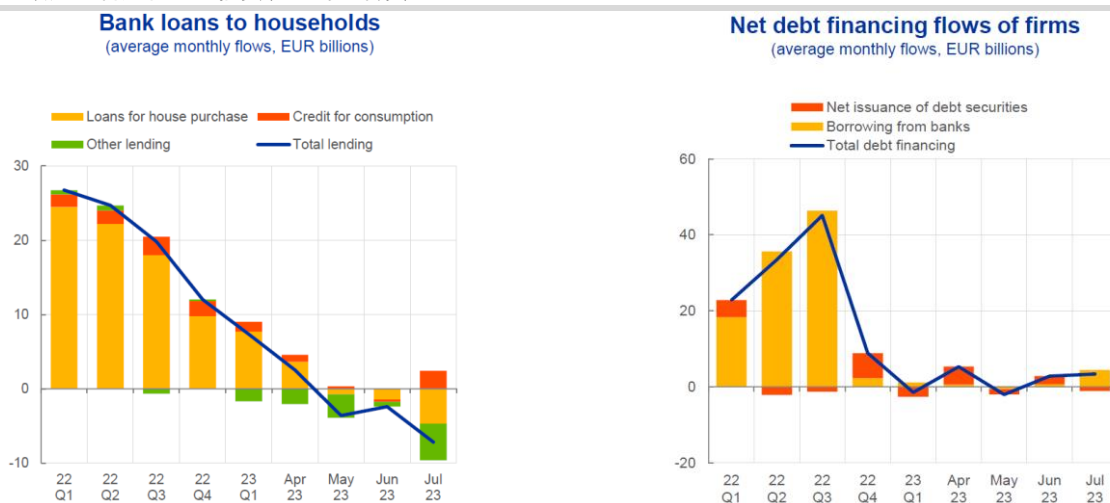
Overnight and time deposits by firms and households

(lhs: 3-month average flows, EUR billions; rhs: percentage points for spread and percentages per annum for rates)



资料来源：ECB 中信期货研究所

图表17：欧元区居民和企业信贷流量均已转负



数据来源：ECB 中信期货研究所

二是更低迷的消费倾向，体现在欧元区居民并未花费其超额储蓄，这背后一则是超额储蓄的来源和美国居民迥异，二则是超额储蓄的构成不利于后续转化为消费支出。

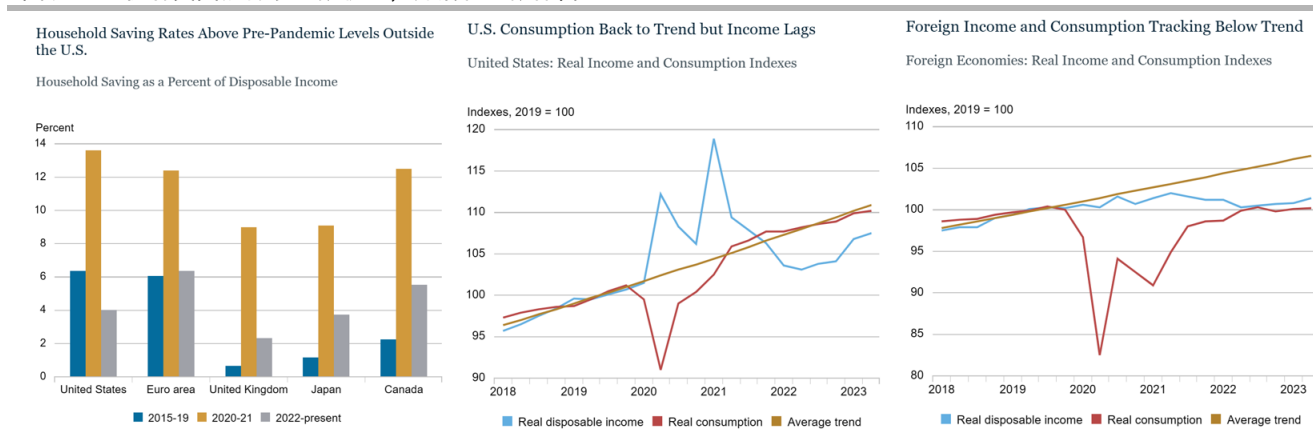
美国居民 2015 - 2019 年储蓄率均值为 6.2%，2020 - 2021 年为 13.8%，2022 年至今为 4%。

欧元区居民 2015 - 2019 年储蓄率均值为 6%，2020 - 2021 年为 12.4%，2022 年至今为 6.2%。

同样在 2020 - 2021 年出现了储蓄率较疫情前的暴涨，但 2022 年以来欧元区居民却未像美国居民那样消耗自己的超额储蓄，反而储蓄意愿较疫情前进一步抬升，背后的原因可能有二：

一则是美国居民的超额储蓄更多由超额收入贡献，体现在经通胀调整后的可支配收入在 2020 - 2021 年远远高于趋势值；但欧元区的超额储蓄更多由消费超额收缩贡献，体现在实际消费支出较实际可支配收入更大程度向下偏离前期趋势线。没有超额收入的支撑，欧元区居民不愿消耗其前期储蓄。

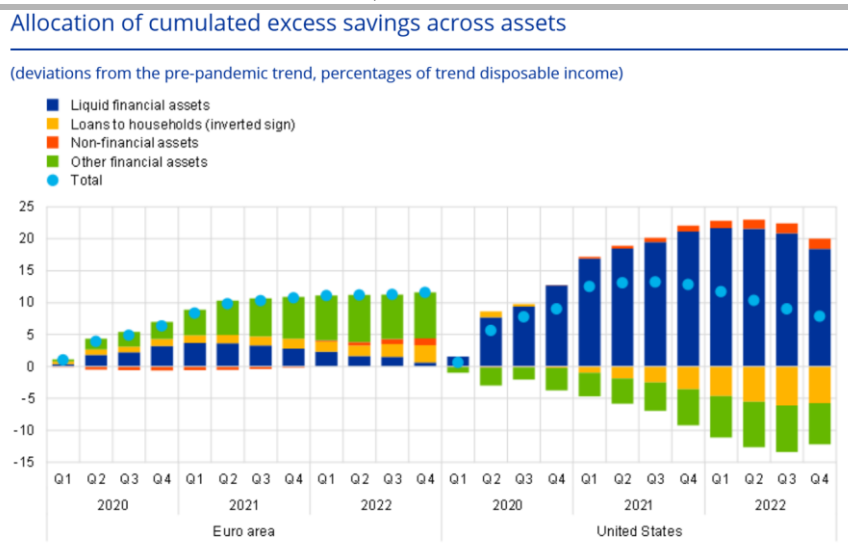
图表18： 仅有美国获得了超额收入，并消耗超额储蓄



资料来源：New York FED 中信期货研究所

二则美国居民超额储蓄的结构分布上以现金、存款、货币市场基金等高流动性资产为主，能快速转化为消费支出；而欧元区超额储蓄的构成上以其他金融资产为主，无法快速转化为后续的消费支出潜力。

图表19： 欧元区超额储蓄的构成上以其他金融资产为主，无法快速转化为后续的消费支出潜力



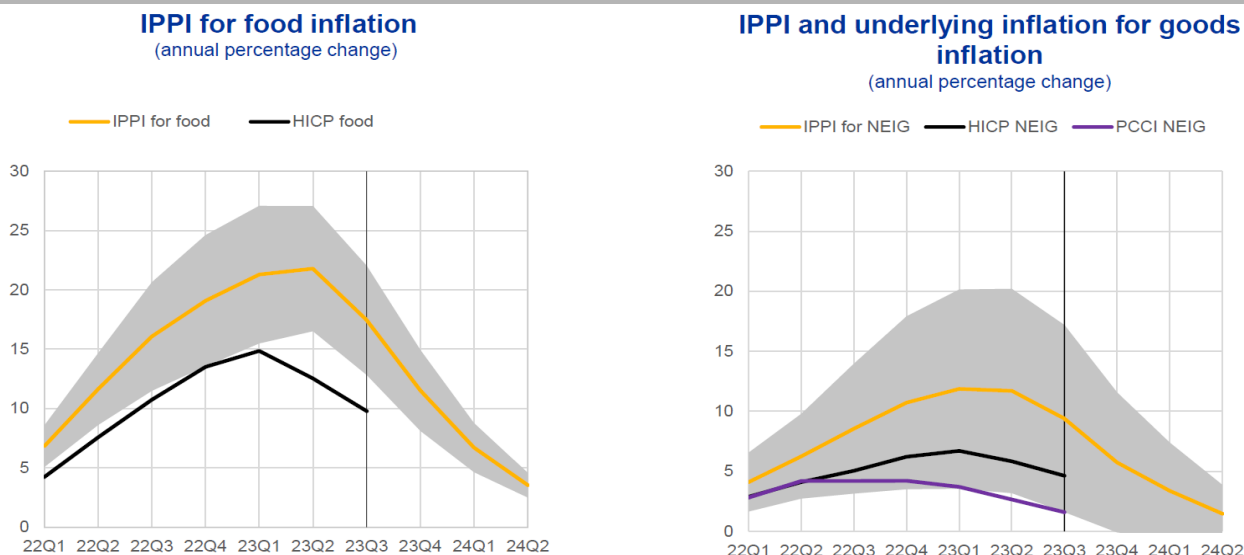
资料来源：ECB 中信期货研究所

三是欧元区非能源工业产品通胀将进一步快速回落至明年年中，持续给核心通胀提供下拉力，这一点和明年美国耐用品商品通胀酝酿触底反弹形成鲜明对比。

根据欧元区的生产者出厂价格指数和欧元区非能源工业品通胀增速之间的联动关系来看，欧元区非能源工业产品通胀同比增速将在明年上半年继续回落，进入负增区间，为核心通胀持续提供下拉力。

这一点和美国耐用品通胀形成对比：根据领先滞后关系，美国耐用品通胀大概率在今年年底或明年年初触底，之后进入反弹，为美国核心通胀提供上拉力。

图表20：欧元区非能源工业产品通胀同比增速将在明年上半年继续回落

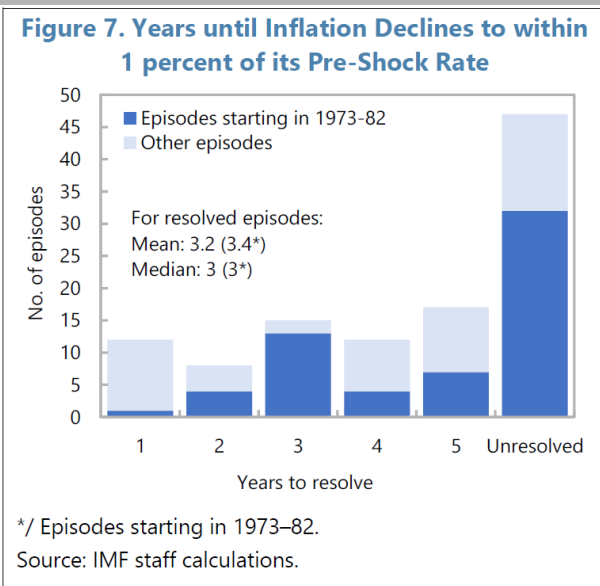


资料来源：ECB 中信期货研究所

尽管欧元区面临上述有利于下压通胀的因素，但其滞涨风险却远远大于美国，原因一是国际货币基金组织的研究表明，经历过贸易条件恶化的高通胀持续时间更长，且被有效遏制的概率更低。欧元区的高通胀伴随了供给冲击和贸易条件的迅速恶化，去通胀进程经验来看道阻且长。

Ari, A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L., & Zhao, W. (2023) 对 1970 年以来 56 个国家中发生的 100 次以上的恶性通胀进行了研究，总结出了 7 大典型事实，其中之一是 60% 的恶性通胀在 5 年之内得到解决，平均需要 3 年的时间完成去通胀进程。但如果基于贸易条件恶化所引发的通胀，能够在 5 年内解决的占比不到 50%，平均需要 3.5 年才能完成去通胀进程。

图表21：经历过贸易条件恶化的高通胀持续时间更长，且被有效遏制的概率更低

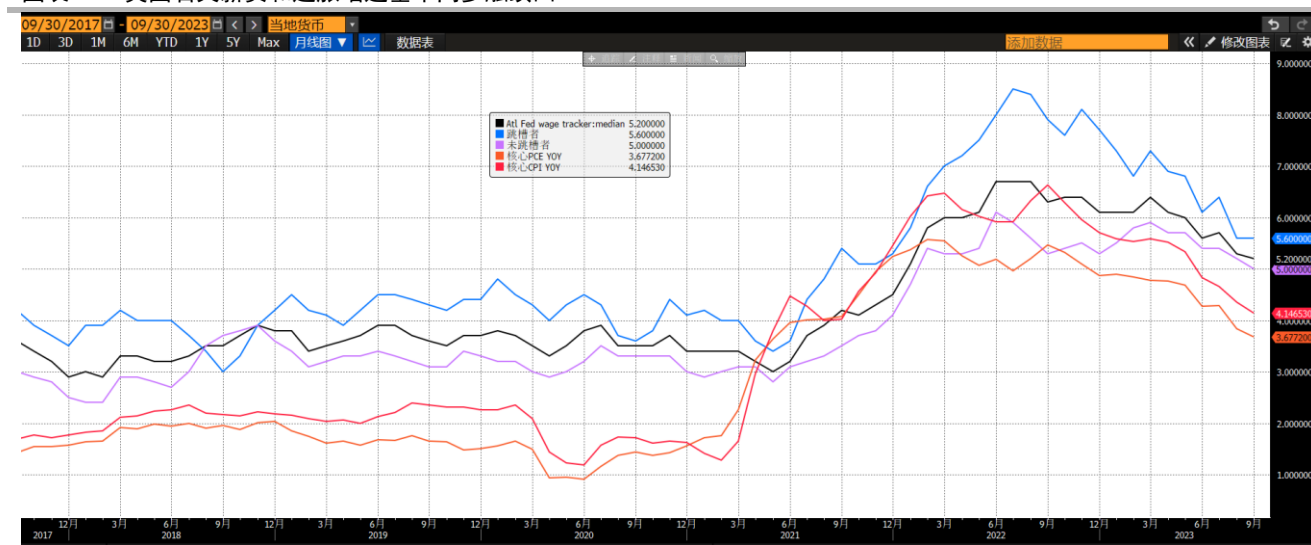


资料来源：Ari, A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L., & Zhao, W. (2023) 中信期货研究所

二是欧元区的薪资粘性似乎远远大于美国，体现在欧元区薪资增速并未随着今年以来的核心通胀增速下行而走弱，企业预期 2024 年薪资增速的分布进一步右偏，这与去年四季度以来美国名义薪资增速和核心通胀增速同步下行形成鲜明对比。

美国核心 PCE 通胀同比增速、核心 CPI 通胀同比增速双双于 2022 年 9 月触顶回落，美国 Atlanta Fed wage tracker 同比增速于 2022 年 8 月触顶回落。

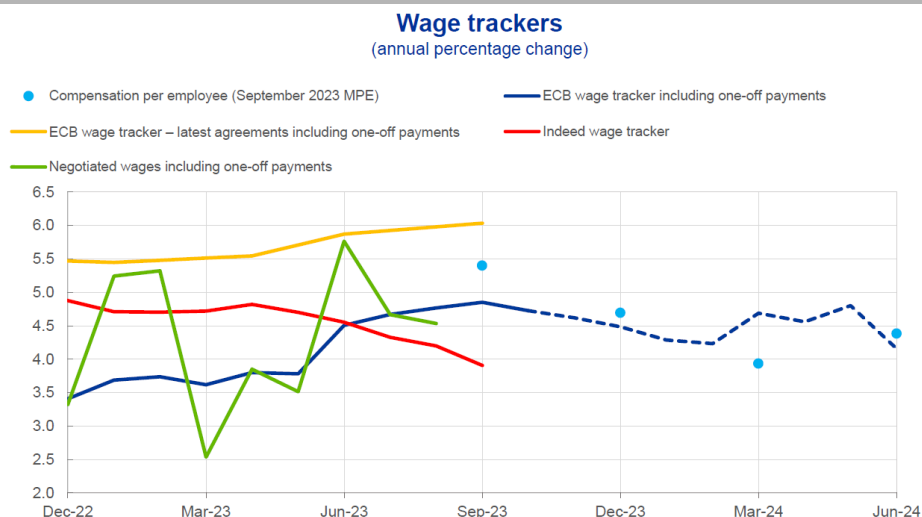
图表22：美国名义薪资和通胀增速基本同步触顶回



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区 HICP（除能源粮食酒精烟草）同比增速于 2023 年 3 月触顶回落，但截至 9 月，ECB wage tracker 仍在走升，且预计在未来一年内在 4.5%附近震荡。

图表23：欧元区名义薪资同比增速未出现明显回落



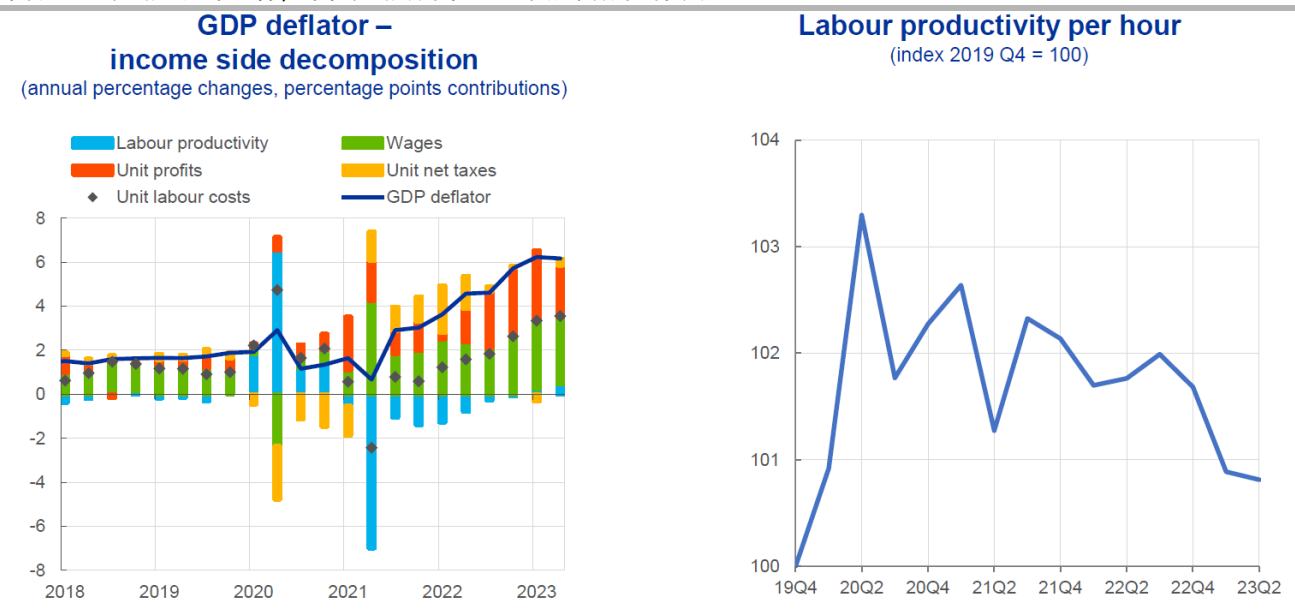
资料来源：ECB 中信期货研究所

三是欧元区没有像美国那样的劳动生产率提升来对冲劳动成本通胀压力，直接体现是单位劳动成本在 GDP 平减指数中的贡献越来越大，背后原因是能源供给冲击给欧元区产业带来的疤痕效应，侧面反映在以化工为代表的高耗能行业产出指数和低耗能行业产出指数的明显背离以及 2023 年以来劳动生产率的明显下滑。

2022 年，受益于供给冲击带来的物价快速上涨，企业利润在绝对数量和边际变化上都是 GDP 平减指数的主要贡献项，贡献率超过 50%。

进入 2023 年，随着物价水平增速回落，企业利润对 GDP 平减指数的贡献收窄，薪资韧性成为了 GDP 平减指数的主要支撑，如果再考虑劳动生产率的下滑，那么单位劳动成本对 GDP 平减指数的贡献率已经高达 70%。

图表24：劳动生产率下行，单位劳动成本在 GDP 平减指数中的贡献越来越大

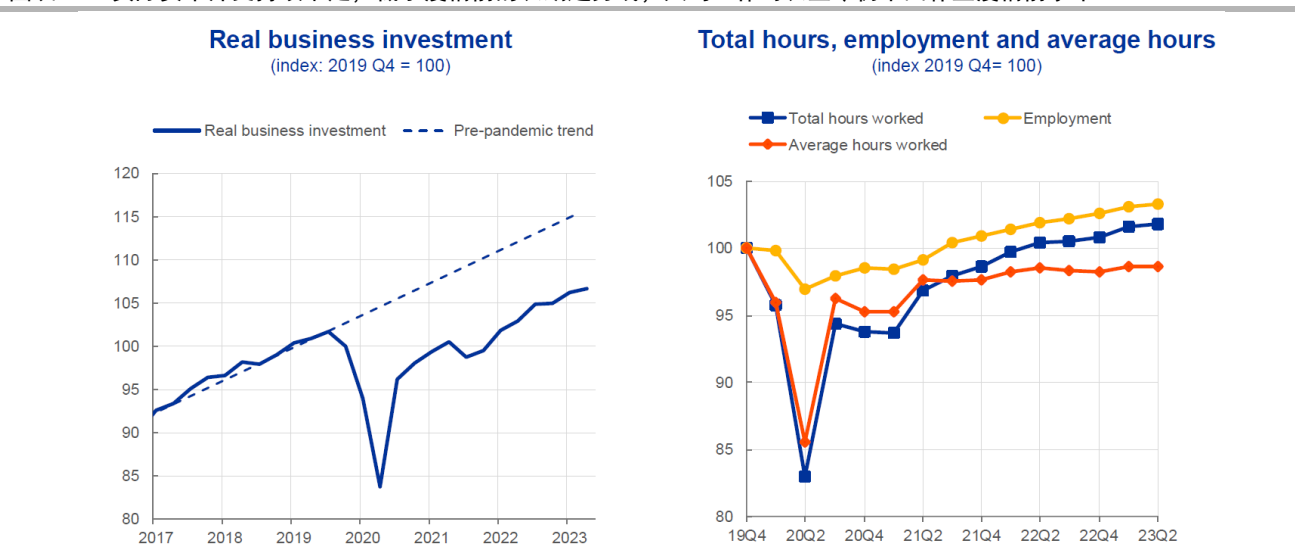


资料来源：ECB 中信期货研究所

劳动生产率的下滑可以归因于三个方面，一是实际资本开支持续不足，低于疫情前的长期趋势线；二是人均工作时长至今仍未回补至疫情前水平；三是能源冲击造成的疤痕效应，使得高耗能工业产出指数自 2022 年初以来趋势下移，并未受到能源价格回落得提振，与低耗能工业产出指数得扩张形成鲜明背离。

受制于高企的能源成本，以化工为代表的高耗能企业认为在本土市场的竞争力远低于制造业整体。

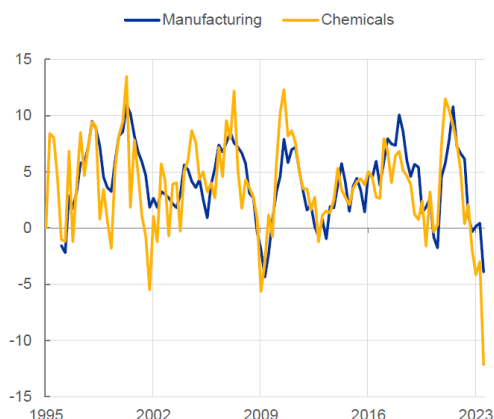
图表25：实际资本开支持续不足，低于疫情前的长期趋势线；人均工作时长至今仍未回补至疫情前水平



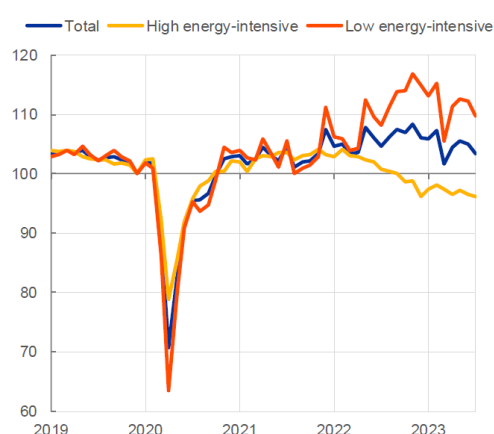
资料来源：ECB 中信期货研究所

图表26：受制于高企的能源成本，以化工为代表的高耗能企业认为在本土市场的竞争力远低于制造业整体

Competitive position in domestic market
(percentage balance)



Industrial production: manufacturing sector
(index: December 2019 = 100)



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：“最后一英里”

如果说明年美联储面临的货币政策基本盘是货币政策难以诱发紧信用 + 实际收入抬升 + 消费支出强劲 + 通胀反弹压力 + 可能的劳动生产率对冲通胀压力，那么明年欧央行面临的货币政策基本盘是极度紧缩的信用环境 + 实际收入和消费前景黯淡 + 耐用品通胀下行但薪资难以回落 + 劳动生产率下滑进一步放大劳动力成本通胀。

美国可能是高增长和高通胀并存，为美联储创造更大的货币紧缩和信用紧缩空间；欧元区则是滞胀压力进一步显现，留给欧央行货币政策的腾挪空间仅剩“最后一英里”。

如果欧央行想要实质性避免薪资 - 物价螺旋，唯一的路径是企业通过前期的高利润来吸收劳动力成本的抬升，而非再次抬高物价进行成本转移。随着企业利润的消耗，企业将放弃“囤积雇员”策略，就业市场软化，劳动力成本回落，通胀压力消褪。

否则，欧元区将陷入系统性的薪资 - 通胀螺旋。

因此，欧央行的行为决策将更加趋于谨慎，一方面衡量居民薪资动态，一方面观测企业如何解决劳动力成本过高问题，最后还要关注劳动生产率下滑带来的通胀压力。货币政策上行空间小于美联储，下行空间大于美联储，欧元运行区间或在 1.02 - 1.07。

据 ECB 管委 Isabel Schnabel 11 月 2 日发表的演讲，欧元区去通胀进程可分为两个阶段，第一个阶段是大宗商品价格冲高回落，自然会带动名义通胀增速趋于下行，这时 ECB 的工作重点在稳定通胀预期。

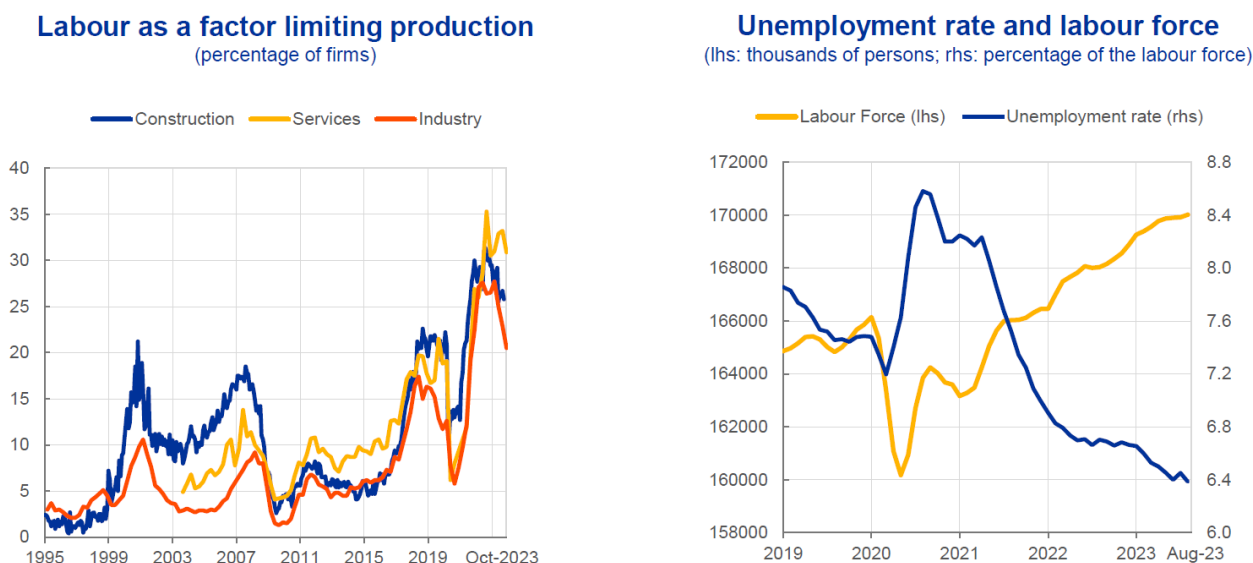
进入第二阶段，大宗商品的下拉作用明显减弱，反而因基数效应有可能贡献向上动能，这时 ECB 的工作重点在保证潜在通胀可以持续下行，简而言之是密切关注企业定价和居民议薪行为之间的联动关系。

具体策略上，第一要保证单位劳动成本可以快速回落至与通胀目标相匹配的水平；第二是企业要通过前期积累的利润来消化劳动力薪资的抬升，而非通过加价转移成本。

在此过程中，最大的考验之一来自于服务业的劳动力短缺和薪资韧性：一方面服务业对货币政策不敏感，另一方面劳动力短缺使服务业企业采取“囤积雇员”策略，在保证薪资的同时降低了劳动生产率，进一步放大滞胀风险。

因此，欧央行只能寄希望于经济活动冷却至企业难以继续通过前期利润来支撑“囤积雇员”策略，劳动力市场趋软，薪资通胀下行，抗通胀方能进入正轨。

图表27：服务业企业采取“囤积雇员”策略，在保证薪资的同时降低了劳动生产率，进一步放大滞胀风险



资料来源：ECB 中信期货研究所

四、日本银行货币政策前景展望：物价对薪资的弹性受限

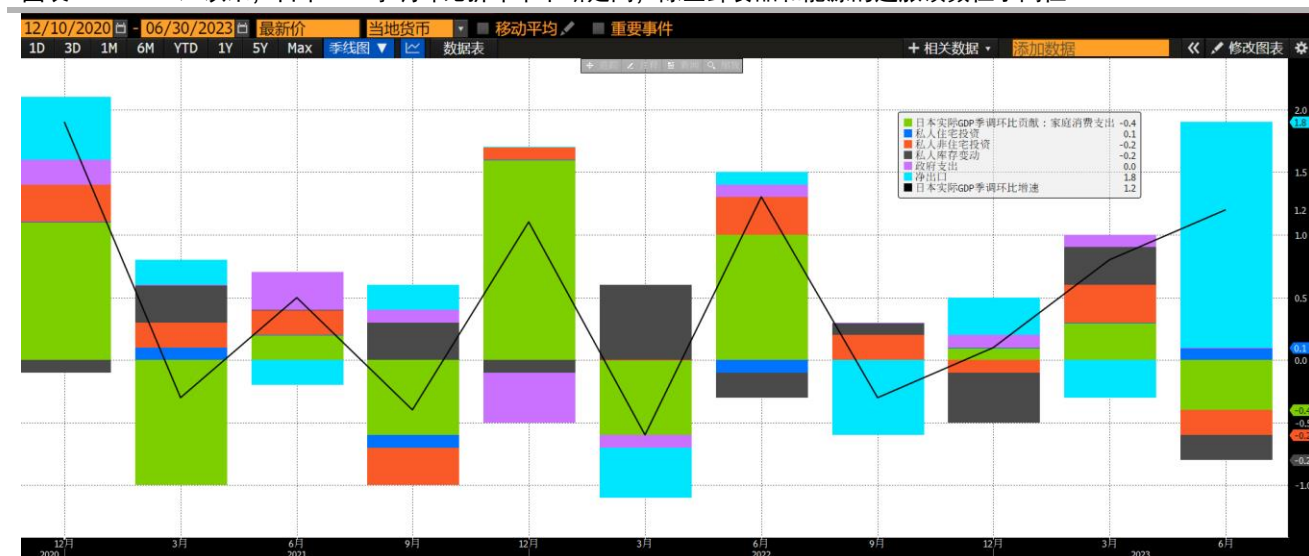
（一）回顾篇：日本银行调整收益率曲线控制隐含了什么货币政策姿态？

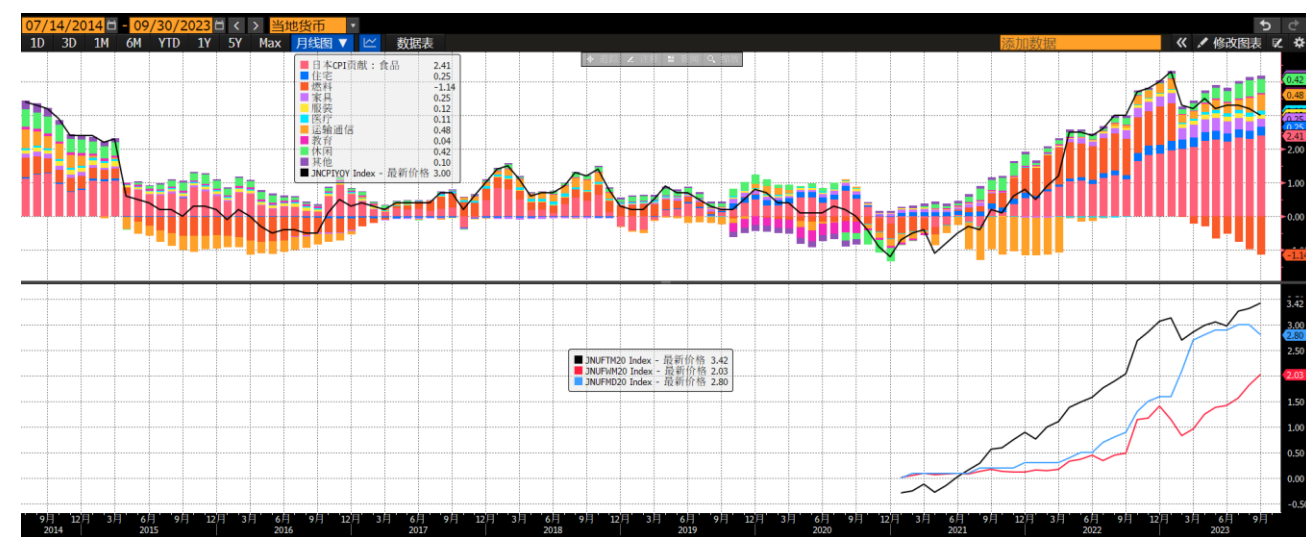
2022Q4 以来，日本 GDP 季调环比折年率不断走高，除生鲜食品和能源的通胀读数走高至 4.3%后高位震荡。背后原因一是日本居民在 2022Q4 - 2023Q1 加大耐用品和服务消费支出；二是日本企业在 2022Q4 - 2023Q1 加大设备投资和补库力度；三是进入 2023Q2，居民消费和企业投资均环比负增，但净出口拉动 GDP 增速走高；四是核心商品通胀动能趋缓，但以外出餐饮、家政服务、休闲娱乐为代表的核心服务项带动核心通胀趋于上行。

2022Q4 - 2023Q2，日本实际 GDP 季调环比折年率分别为 0.2%、3.2%、4.8%；其中居民耐用品消费季调环比折年率分别为 13.4%、23.3%、-10.3%；居民服务消费季调环比折年率分别为 5.4%、3.1%、0.4%；私人非住宅投资季调环比折年率分别为-2.7%、6.6%、-4.0%；私人库存投资季调环比折年率分别为-99.3%、7003.5%、-75.2%；出口季调环比折年率分别为 6.0%、-14.4%、12.9%。

2023 年 1 - 9 月，日本 CPI 除生鲜食品和能源同比增速分别为 3.2%、3.5%、3.8%、4.1%、4.3%、4.2%、4.3%、4.3%、4.2%；其中 CPI 除生鲜食品外商品同比增速分别为 7.2%、5.0%、4.8%、5.1%、4.6%、4.9%、4.3%、4.1%、3.5%；CPI 在外餐饮同比增速分别为 6.5%、7.2%、7.6%、7.3%、7.1%、6.7%、6.2%、6.0%、5.8%；CPI 家政服务同比增速分别为 3.7%、3.7%、3.9%、3.6%、3.7%、3.6%、3.5%、3.5%、3.3%；CPI 休闲服务同比增速分别为 0.3%、0.6%、1.7%、2.9%、3.1%、2.7%、6.0%、6.6%、6.4%。

图表28：2022Q4 以来，日本 GDP 季调环比折年率不断走高，除生鲜食品和能源的通胀读数位于高位





资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

虽然日本通胀读数偏高，以及其他主要央行于 2022 年先后进入货币紧缩周期，但日本央行的动作相对谨慎，分别于 2022 年 12 月、2023 年 7 月、2023 年 10 月分别两次对收益率曲线控制（下称“YCC”）进行技术性调整，并在调整后加大资产购买力度，尽可能地表达超宽松的政策姿态。

2022 年 12 月 20 日，日银宣布将 10 年期日本国债收益率的波动范围的目标水平从 $\pm 0.25\%$ 扩大到 $\pm 0.5\%$ ，公布后两周，日本银行扩表 12 万亿日元。

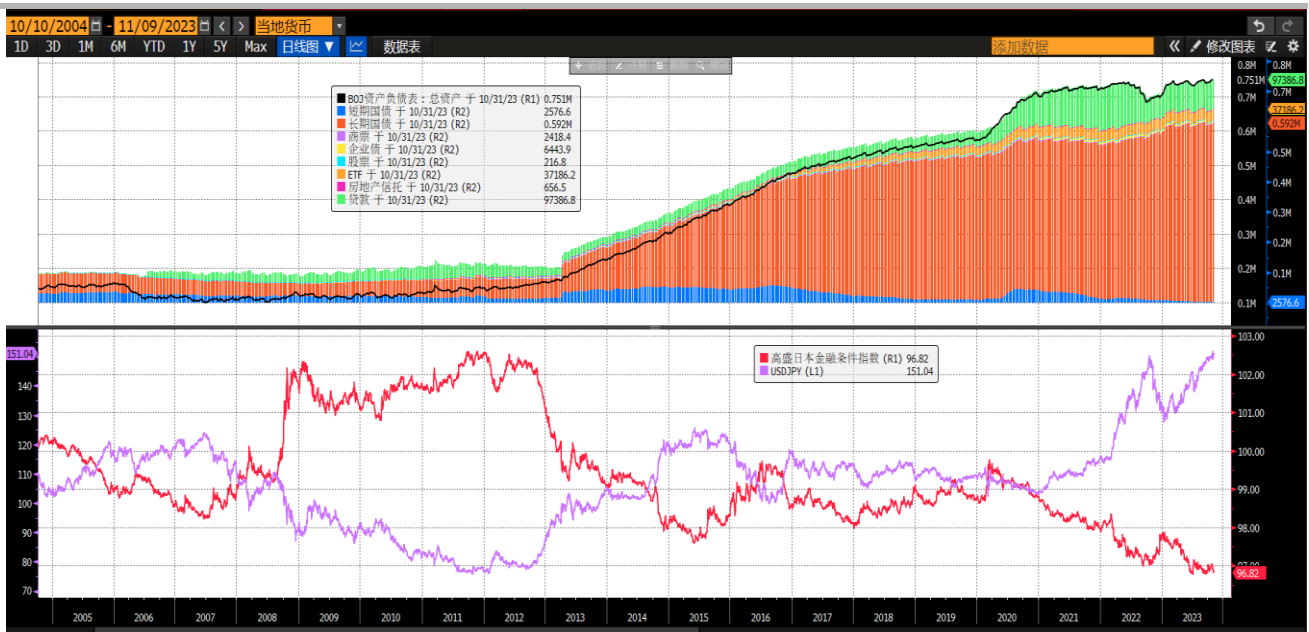
2023 年 7 月 28 日，日银宣布对 10 年期国债 $\pm 0.5\%$ 的目标范围不再是硬性限制，仅是参考范围。日本央行将在每个工作日以 1.0% 的利率购买 10 年期国债，除非出现无人竞标的情况。公布两周后，日本银行扩表 4.1 万亿日元。

2023 年 10 月 31 日，日银宣布取消 $\pm 1.0\%$ 作为固定利率无限量购债操作的上限，仅作为参考利率存在，同时将以灵活的购债操作代替固定利率无限量购债操作。发布会上，日银行长植田和男认为 10Yr 日债收益率不会明显高于 1%。

至此，“YCC”政策基本已经名存实亡。

从高盛日本金融环境指数观测，该指标从年初的 97.9 回落至 11 月初的 96.8，表征日银技术性调整 YCC 并未造成货币金融环境收紧，反而通过加大购债力度进一步维持了宽松的货币环境。

图表29：日本央行在调整“YCC”后加大资产购买力度，尽可能的表达超宽松的政策姿态



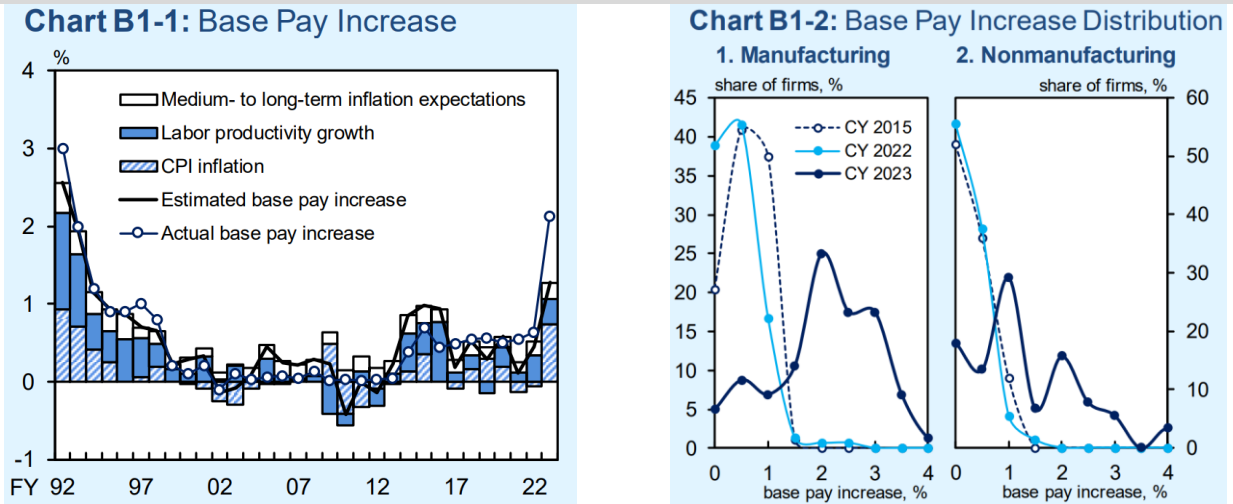
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（二）展望篇：如何评估日本后续的物价 - 薪资动态？

从 2023 年的结果来看，日本工会已经通过“春斗”争取到了更高的名义薪资来应对偏高的通胀，关于日银所希望看到的物价 - 薪资上涨的良性循环，需重点关注以下三个方面：一是更高的名义薪资是否可持续，且跑赢通胀来实现实际薪资上涨和居民消费信心抬升（这一点未在今年达成），关键时间节点在明年“春斗”；二是以劳动薪资为主要成本的服务业价格设定对薪资成本弹性几何？今年来看弹性受限，难以形成物价 - 薪资循环的后半个闭环；三是 2024 年成本推动型的通胀传导基本结束，相关核心商品通胀回落在即，服务通胀能否对冲其下行压力，继续为物价 - 薪资循环营造良好的通胀环境。

2023 年，“春斗”录得 2.5% 的名义薪资上涨，高于预期值 1.5%。其中主要的增长来自制造业，增速中位数为 2%，服务业的薪资上涨相对有限，增速中位数仅 1%。

图表30：薪资其中主要的增长来自制造业，增速中位数为 2%，服务业的薪资上涨相对有限，增速中位数仅 1%

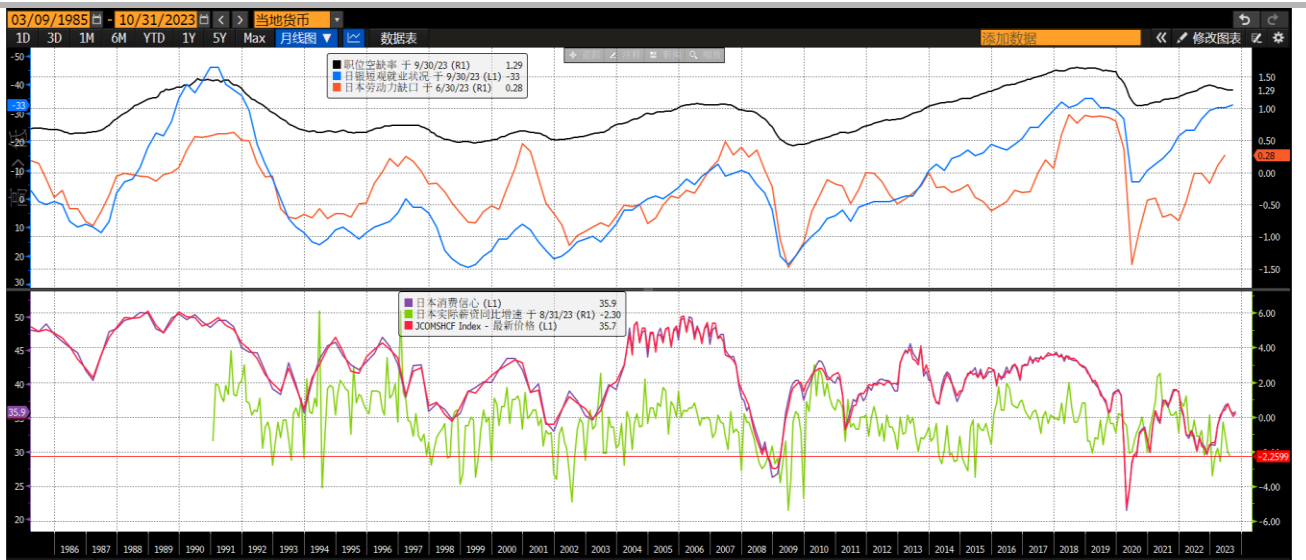


数据来源：BOJ 中信期货研究所

2023 年，日本名义薪资的上涨并未跑赢通货膨胀，1 - 9 月的实际薪资增速分别为-3.4%、-2.3%、-1.8%、-2.6%、-0.3%、-1.0%、-2.0%、-2.3%、-1.6%。

伴随着实际薪资持续负增，日本消费者信心指数短暂上涨后回落，1 - 10 月分别为 31.3、31.3、33.9、35.4、36.0、36.2、37.1、36.2、35.2、35.7。

图表31：日本实际薪资持续负增，居民消费信心走弱



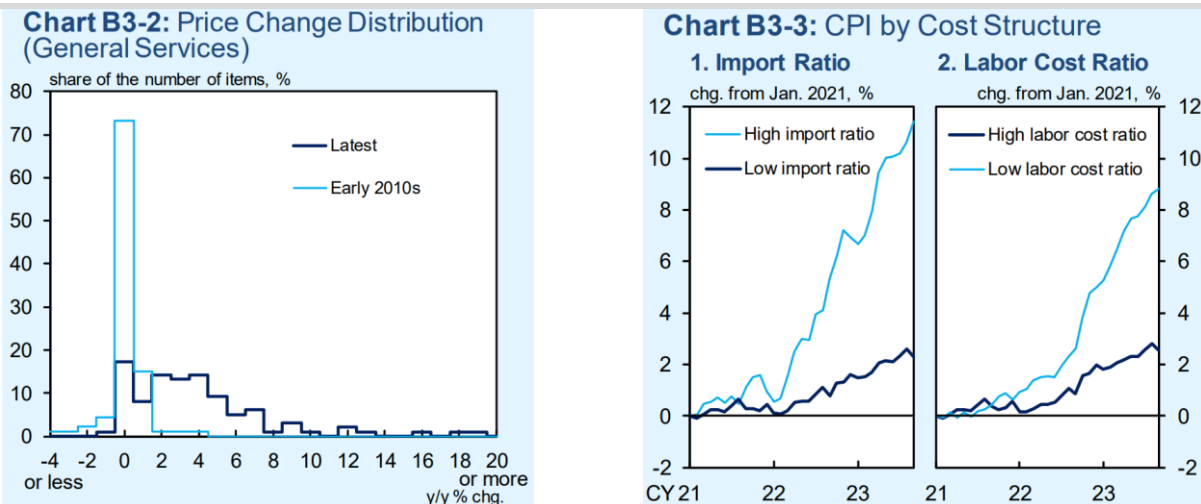
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

回顾 2023 年日本服务业的价格变动分布，较 2010 年除明显右移，中位数和众数均在 3%附近，但其中的主要贡献仍是进口成本占比较高的服务业，如外出餐饮和房屋维修，劳动力成本占比偏高的服务业涨价相当受限。

2021 年 1 月以来，高进口成本占比的 CPI 物价累计上涨 11%，低进口成本占比的 CPI 物价累计仅上涨 2.4%。

2021 年 1 月以来，高劳动力成本占比的 CPI 物价累计仅上涨 2.6%，低劳动力成本占比的 CPI 物价累计上涨 9%。

图表32：劳动力成本占比偏高的服务业涨价相当受限



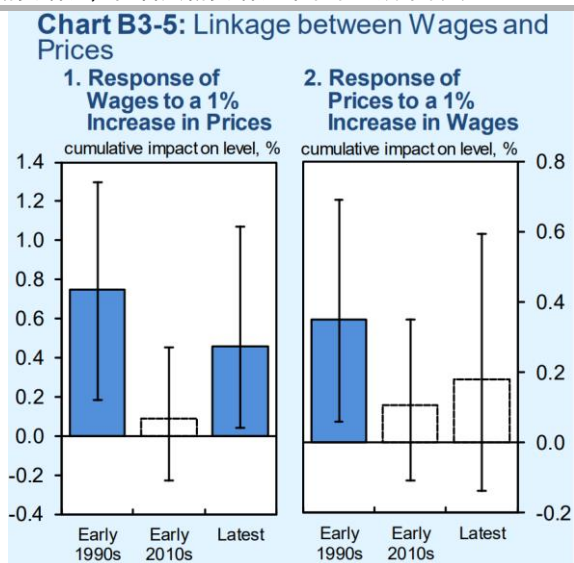
数据来源：BOJ 中信期货研究所

根据日银对企业的访问，大多企业表示相较于转嫁进口价格，转嫁劳动力成本的难度要大得多。

根据日本银行的计量经济模型检验，目前薪资对物价水平的弹性约 0.4（统计性显著）、2010 年为 0.1（统计型不显著）、1990 年初为 0.78%（统计性显著）。

目前物价对薪资水平的弹性约 0.2（统计性不显著）、2010 年为 0.1（统计型不显著）、1990 年初为 0.4%（统计性显著）。

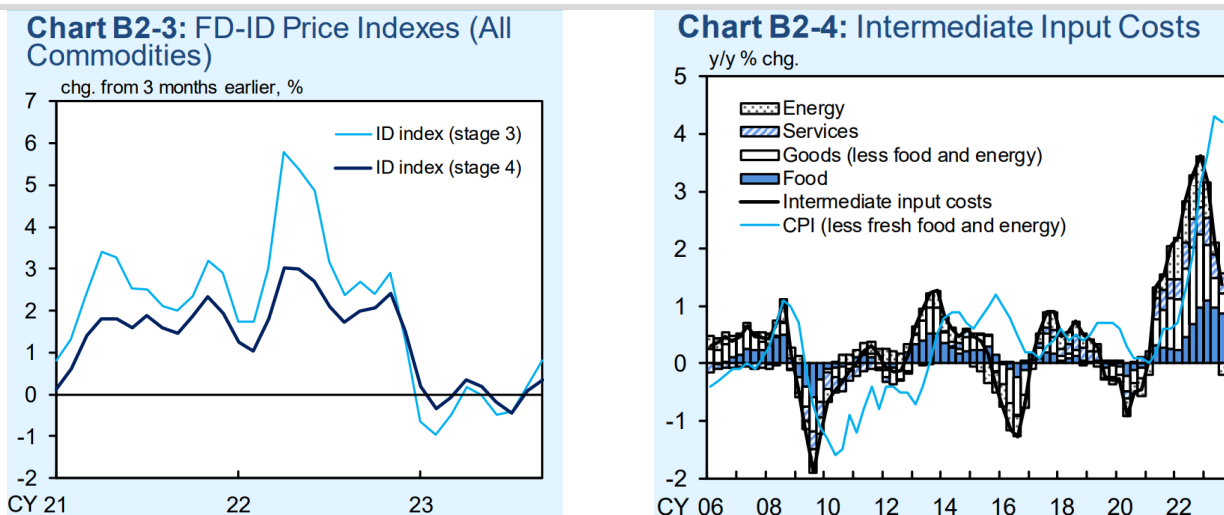
图表33：目前高物价带来了名义薪资增长，但名义薪资增长却未带来成本转嫁



资料来源：B0J 中信期货研究所

中间投入品价格同比增速已于 2022 年中触顶回落，下游产品出厂价格 3 个月环比变动折年率已于 2023 年初转为零增长，成本推动的核心商品价格将于明年确定性回落，服务通胀能否对冲其下行压力，继续为物价 - 薪资循环营造良好的通胀环境，是明年的另一大看点。

图表34：成本推动的核心商品价格将于明年确定性回落



数据来源：B0J 中信期货研究所

（三）日本银行货币政策和日元展望：物价对薪资的弹性受限

基于上述分析，日银所希望看到的物价 - 薪资正向反馈循环，目前仅仅实现了薪资对物价的弹性回归，但依旧难以跑赢通胀，使居民实际薪资延续负增。物价 - 薪资正向反馈循环的后半程，受制于物价对薪资的弹性仍未回归，无法启动，则物价 - 薪资无法形成反馈闭环。考虑到明年进口价格对终端通胀的传导基本结束，核心商品通胀回落在即，但服务价格无法通过转移名义薪资成本有效拉高，明年日本银行面临的稳通胀压力远远大于今年。在物价对薪资的弹性回归前，我们预计日本银行对短端政策利率调整依旧保持谨慎，日元运行区间在 145 - 155。

图表35：日银对于未来通胀水平的预测

Forecasts of the Majority of the Policy Board Members

y/y % chg.

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2023	+1.8 to +2.0 [+2.0]	+2.7 to +3.0 [+2.8]	+3.5 to +3.9 [+3.8]
Forecasts made in July 2023	+1.2 to +1.5 [+1.3]	+2.4 to +2.7 [+2.5]	+3.1 to +3.3 [+3.2]
Fiscal 2024	+0.9 to +1.4 [+1.0]	+2.7 to +3.1 [+2.8]	+1.6 to +2.1 [+1.9]
Forecasts made in July 2023	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.2 [+1.9]	+1.5 to +2.0 [+1.7]
Fiscal 2025	+0.8 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.7]	+1.8 to +2.2 [+1.9]
Forecasts made in July 2023	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.6]	+1.8 to +2.2 [+1.8]

资料来源：BOJ 中信期货研究所

五、中国人民银行货币政策前景展望：把握新特点

（一）回顾篇：稳健的货币政策精准有力

今年以来，中国人民银行货币政策稳字当头、稳中求进。稳健的货币政策精准有力，分别于3月降准25bp，6月降OMO利率、MLF利率各10bp，8月降OMO利率10bp、MLF利率15bp，9月降准25bp。推动1Yr LPR合计下调20bp至3.45%、5Yr LPR合计下调10bp至4.2%。通过存款利率市场化调整机制推动4月、6月、9月三轮存款利率下调。8月优化调整差别化住房信贷政策，降低存量首套住房贷款利率。9月下调外汇存款准备金2个百分点。2022Q4 - 2023Q3，中国GDP季调环比折年率先下后上，核心CPI增速先下后上，社融增速触顶回落，M1和M2增速趋于下行。

自2022年4月存款利率市场化调整机制建立以来，存款利率分别于2022年4月、2022年9月、2023年4月、2023年6月、2023年9月五次下调，首次下调利率为10BP左右，近几次调整下调幅度一度达到15BP以上。

8月，中国人民银行推出房地产金融“政策包”，调降首付比、房贷利率下限，完善二套房认定标准；指导商业银行调整存量房贷利率，居民家庭每年节省支出约1700亿元，惠及约5000万户家庭、1.5亿人。

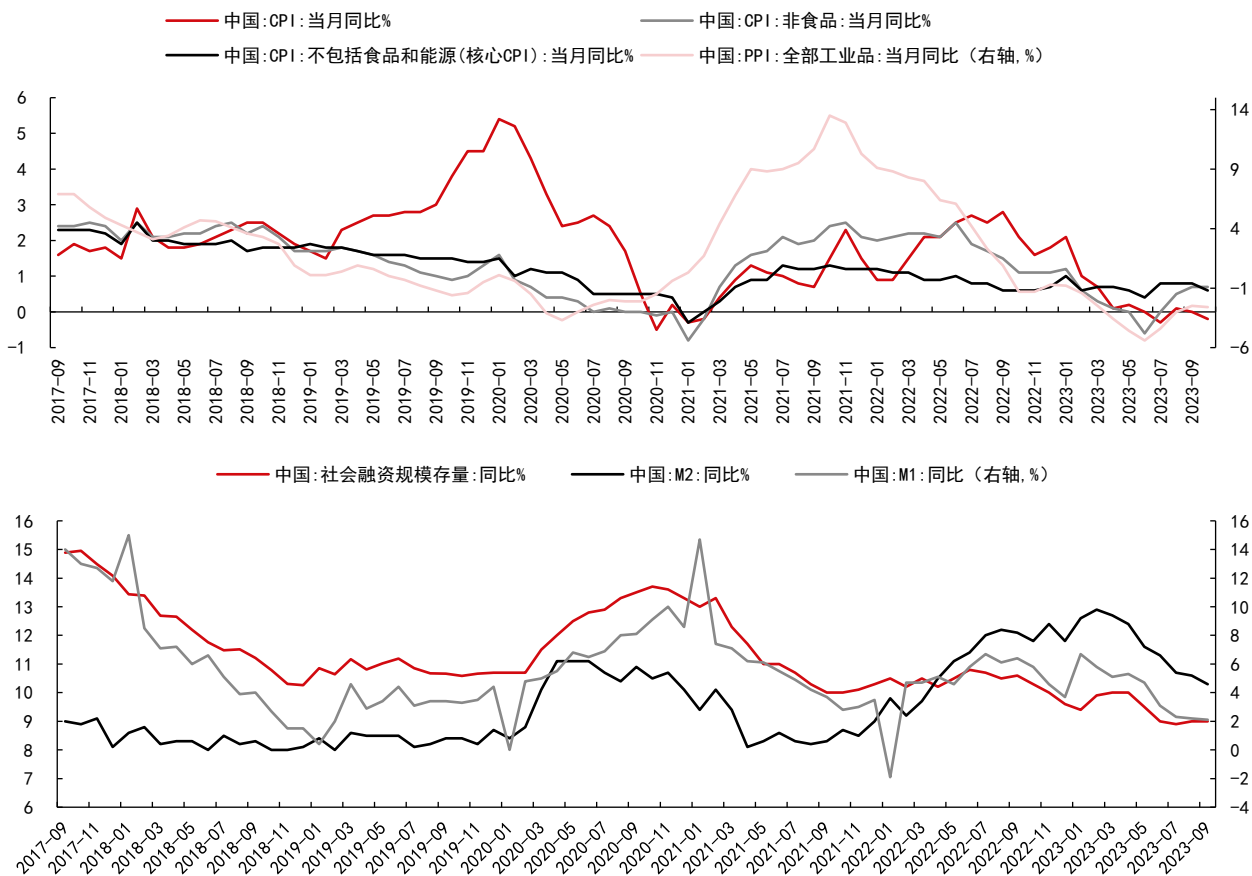
9月初，6家国有大行和多家股份制银行下调存款利率，1年期、2年期、3年期和5年期定期存款利率普遍下调10BP、20BP、25BP和25BP，调整后，以工商银行为例，1年期、2年期、3年期和5年期整存整取存款利率分别为1.55%、1.85%、2.2%、2.25%。

2022Q4 - 2023Q3，中国实际GDP季调环比折年率分别为3.2%、9.5%、2.0%、5.3%。

2023年1 - 9月，中国核心CPI同比增速分别为1.0%、0.6%、0.7%、0.7%、0.6%、0.4%、0.8%、0.8%、0.8%；CPI除食品同比增速分别为1.2%、0.6%、0.3%、0.1%、0.0%、-0.6%、0.0%、0.5%、0.7%；PPI同比增速分别为-0.8%、-1.4%、-2.5%、-3.6%、-4.6%、-5.4%、-4.4%、-3%、-2.5%。

2023年1 - 9月，中国社融增速分别为9.4%、9.9%、10.0%、10.0%、9.5%、9.0%、8.9%、9.0%、9.0%；M2同比增速分别为12.6%、12.9%、12.7%、12.4%、11.6%、11.3%、10.7%、10.6%、10.3%；M1同比增速分别为6.7%、5.8%、5.1%、5.3%、4.7%、3.1%、2.3%、2.2%、2.1%。

图表36：中国通胀水平初现底部，货币信用增速下行



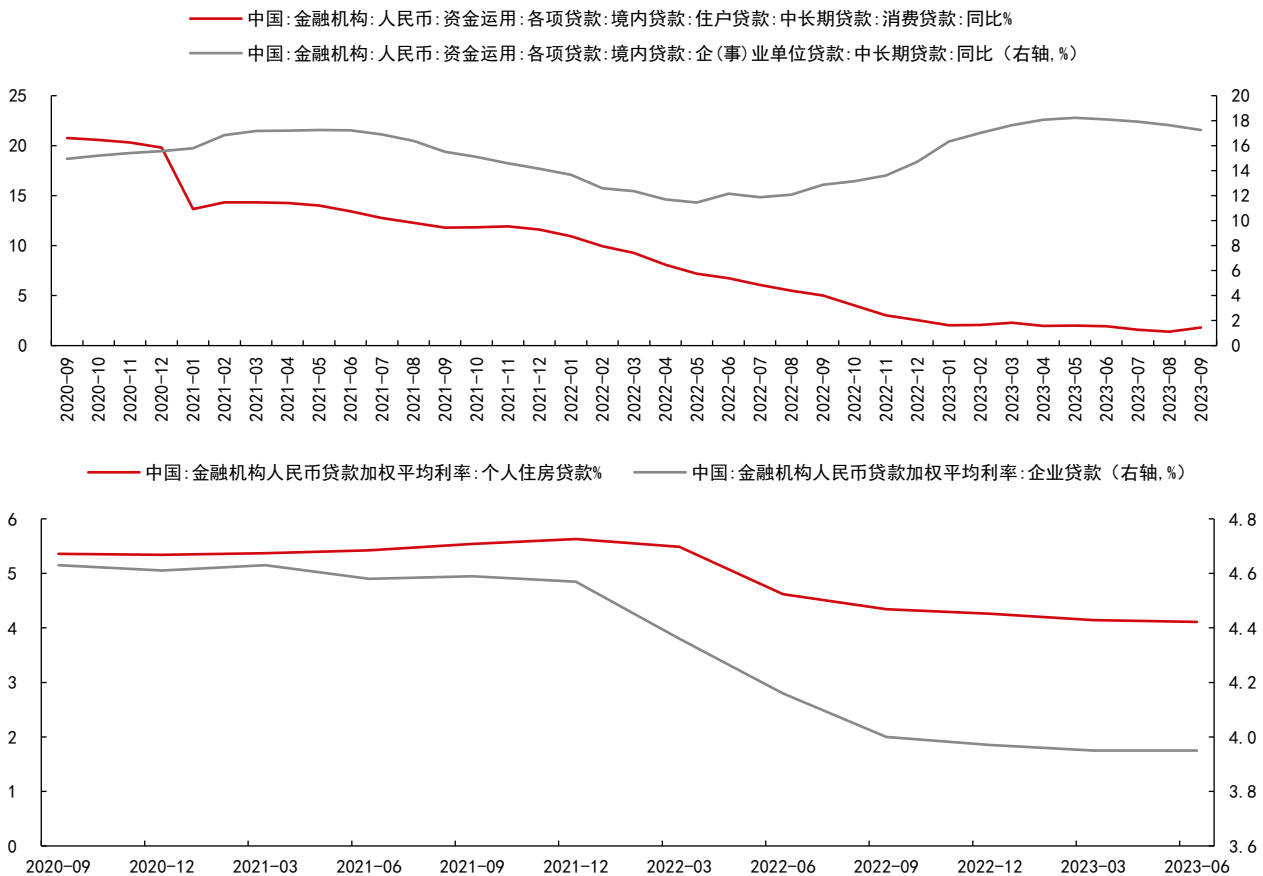
资料来源：WIND 中信期货研究所

2022Q4 - 2023Q2，企业贷款加权利率分别为 3.97%、3.95%、3.95%；2023 年 1 - 9 月，企业中长期贷款余额同比增速分别为 16.3%、17.1%、17.6%、18.1%、18.2%、18.1%、18.0%、17.7%、17.2%。

2022Q4 - 2023Q2，个人住房贷款加权利率分别为 4.26%、4.14%、4.11%；2023 年 1 - 9 月，居民中长期消费贷款余额同比增速分别为 2.03%、2.07%、2.28%、1.98%、1.99%、1.93%、1.60%、1.39%、1.80%。

2022Q4 - 2023Q2，中国商业银行资本利润率分别为 9.33%、10.32%、9.66%；非息收入占比分别为 18.8%、22.4%、21.8%、净息差分别为 1.91%、1.74%、1.74%。

图表37：企业贷款价减量增；居民信贷量价均弱



资料来源：WIND 中信期货研究所

（二）展望篇：“货币信贷供需新特点”如何影响货币政策思路？

展望明年，货币政策主基调是“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，优化资金供给结构，疏通资金进入实体经济的渠道，着力营造良好的货币金融环境”。

操作上的变化主要包括一是总量上“准确把握货币信贷供需规律和新特点”，“要更多关注存量贷款的持续效用，提升存量贷款的使用效率”；

二是价格上“持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的作用，保持融资成本持续下降…保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；

三是传导上“坚持系统思维，加强货币与财政、产业、监管等政策协调配合，强化沟通联动，引导和稳定市场预期，共同维护经济金融大局稳定”。

2023年11月3日，中国人民银行发布专栏文章《始终保持货币政策稳健性 着力营造良好的货币金融环境》，其中指出：

“新时代金融发展面临新的挑战，人民银行将坚决贯彻落实中央金融工作会议精神，合理把握金融发展规律，完善金融宏观调控，始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，优化资金供给结构，疏通资金进入实体经济的渠道，着力营造良好的货币金融环境。

总量上，保持货币信贷和融资总量增长合理、节奏平稳、效率提升。准确把握货币信贷供需规律和新特点，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长。增强信贷增长的稳定性和可持续性，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的理解和认识。要更多关注存量贷款的持续效用，提升存量贷款的使用效率。

结构上，提升货币信贷政策的引导效能。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导更多金融资源用于科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业以及国家重大战略，加快培育新动能新优势。

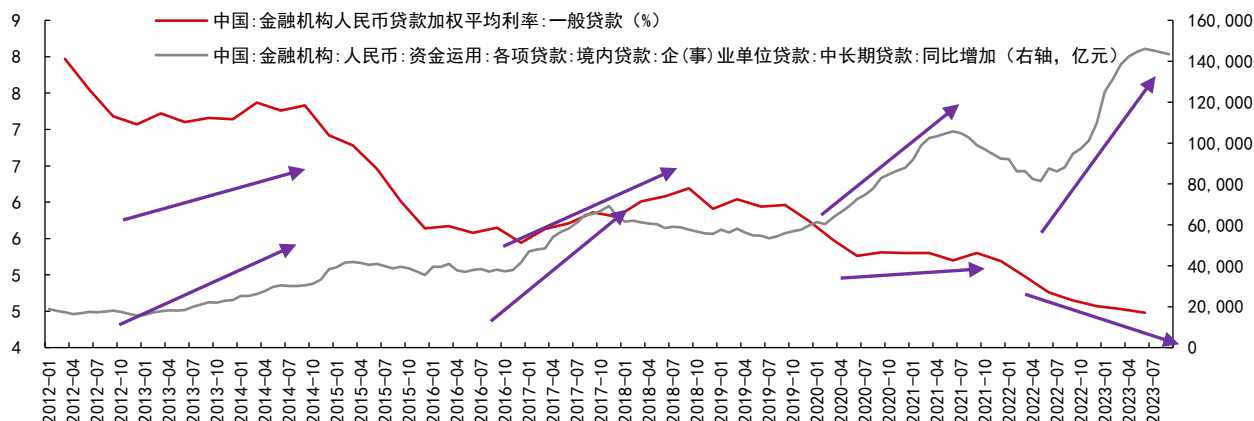
价格上，平衡好内部均衡和外部均衡。完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的作用，保持融资成本持续下降。综合施策、稳定预期，加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

传导上，协同发挥政策合力疏通传导效率。坚持系统思维，加强货币与财政、产业、监管等政策协调配合，强化沟通联动，引导和稳定市场预期，共同维护经济金融大局稳定。”

2023年11月8日，中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜在2023金融街论坛年会发表讲话，指出“按照中央金融工作会议要求，积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。目前，我国银行体系贷款余额超过200万亿元，社会融资规模余额超过300万亿元，过去几年，每年贷款新增20万亿元左右，社会融资规模新增30多万亿元。盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这三个方面对支撑经济增长同等重要”。

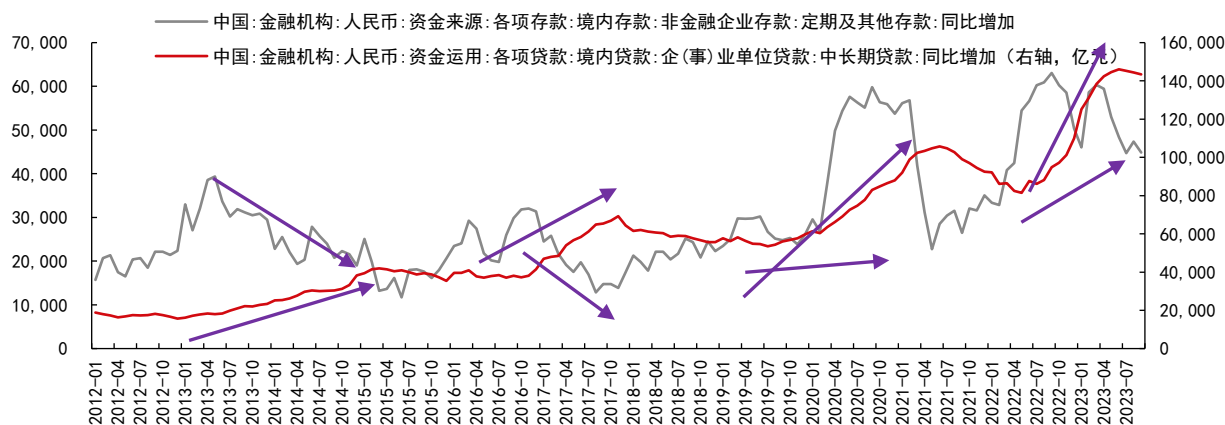
如何理解“信贷供需新特点”、“盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率”、和“协同发挥政策合力疏通传导效率”？其主要背景是今年以来企业中长期贷款和贷款利率走势背离、企业中长期贷款和定期存款同步走高，居民中长期贷款和定期存款走向历史极端。这三大现象分别对应了信贷供大于需、存量信贷使用效率偏低、以及货币政策传导不畅。

图表38：企业中长期贷款走高并未带动贷款利率企稳反弹



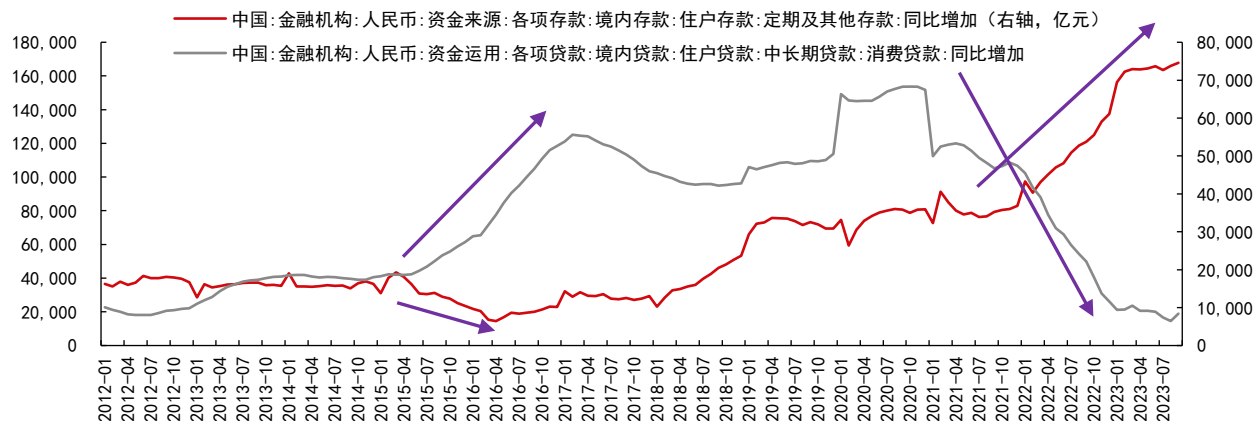
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表39：企业中长期贷款和定期存款同步走高



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表40：居民中长期消费贷款和定期存款走向历史极端



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

因此，面临上述三大问题，8月以来的货币政策操作和资金市场已经初步浮现央行的政策思路，体现了对于二季度《中国货币政策执行报告》中“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”的诉求，在此政策思路下，一是货币大幅前置于信用的经验关系可能被逆转；二是中介目标同时兼顾货币信贷稳定可持续增长 + 存量金融资源高效利用；三是盘活存量金融资源对应货币流动性抬升，一方面抬高狭义流动性的交易清算需求，另一方面对通胀水平起正面效果；四是“加强政策协调配合”可能暗示货币将更多起到配合和对冲财政对流动性的影响，资金面存在短期波动放大的风险。

中国人民银行在8月15日下调OMO利率10bp至1.8%，下调MLF利率15bp至2.5%。8月21日下调1Yr LPR利率10bp至3.45%，维持5Yr LPR利率在4.2%不变。

8月15日OMO利率下调后，DR007中枢反而抬升至2.0%以上，资金面感受偏紧。

8月31日，中国人民银行宣布优化调整差别化住房信贷政策，降低存量首套住房贷款利率。

9月14日，中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。随后，DR007由1.9%升至2.2%附近。

9月27日，内蒙古自治区政府全国首发特殊再融资债券，截至2023年11月第一周，累计已发行1.1万亿特殊再融资债券。

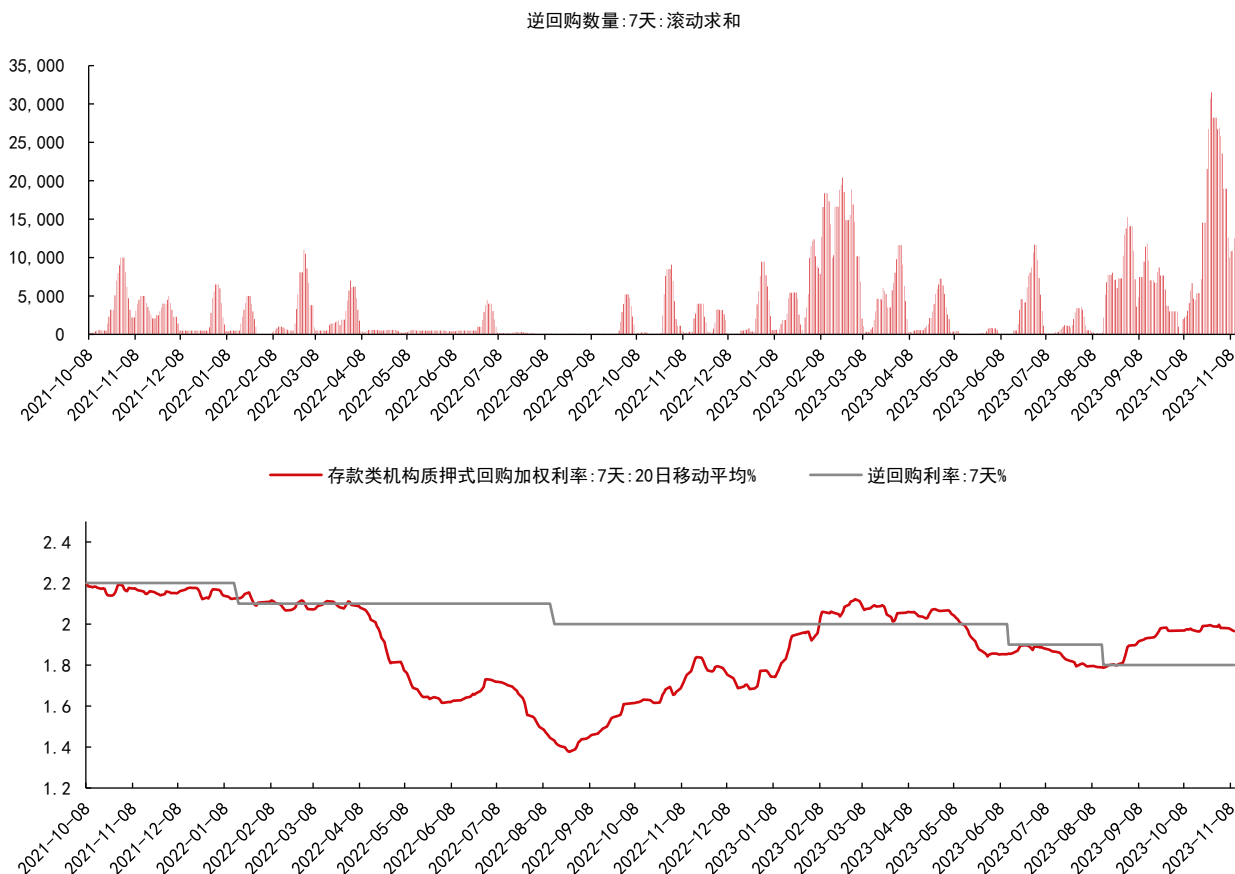
10月24日，中央财政表示将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。

随着特殊再融资债券发行，10月以来资金面持续偏紧，人民银行通过OMO大额净投放对冲，10月26日OMO余额高达3.15万亿。进入11月，随着前期财政资金重回银行间市场，人民银行开启规模OMO净回笼，11月7日，OMO余额已回落至1万亿以下。

复盘8月以来中国人民银行的货币政策摆布，虽然降息降准操作并未缺席，但结果来看并未形成宽松的资金条件，反而更加注重政策效率：一是OMO和MLF非对称调降，压平政策曲线的同时资金面呈收敛态势，以缩减曲线套息空间，防资金空转；二是下调1Yr LPR但5Yr LPR按兵不动，旨在通过存款利率市场化调整机制下压存款利率，推陡存贷款市场利率曲线，缩减企业套息空间，稳定银行净息差；三是不再通过下调5Yr LPR稳信用，而是直接通过金融和房地产政

策直达实体；四是仅通过 OMO 对冲财政扩张对流动性的影响，虽然灵活机动，但放大资金面波动。

图表41： 人民银行通过 OMO 放量来调节资金供需，资金面波动放大



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：把握新特点

2022 年以来的政策经验均是宽货币先行，宽信用、宽财政政策接力跟上，这是先宽货币、再宽信用政策思路下的必然节奏。

展望 2024 年，由于人民银行需要“把握信贷供需新特点”、“盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率”、和“协同发挥政策合力疏通传导效率”。那么各项货币政策工具出台的时间节奏便显得尤为重要，如果宽货币政策不再大幅前置，那么资金面体感偏紧 + 波动加大可能是常态，经验上的流动性淤积在货币市场的情况较难再现。

总量型数量政策工具方面，我们预计 2024 年有 2 - 3 次 25bp 降准，释放狭义流动性 1 万亿以上，MLF 余额抬升 1 万亿以上，为保持 M2 增速 10.5%、社融增速 9.5%提供 2 万亿以上的长期资金支持，缓解流动性约束。

中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜在 2023 金融街论坛年会指出“目前，货币信贷总量保持合理增长”，“下一阶段…保持货币信贷和社会融资规模合理增长。运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性”。

2023 年下半年以来，中国 M2 增速在 10.5%附近，社融增速均在 9%附近，年底大概缓慢回升至 9.9%。我们理解 M2 增速 10.5%、社融增速 9.5%可以作为明年“合理增长”诉求下的中介目标。

给定 2024 年 M2 增速为 10.5%附近，与 2017Q1、2020Q4、2023Q3 年度 M2 增速均值接近，在这三个时间节点前一年的时间中，央行均通过降准 + MLF 投放长期资金 2 万亿以上：

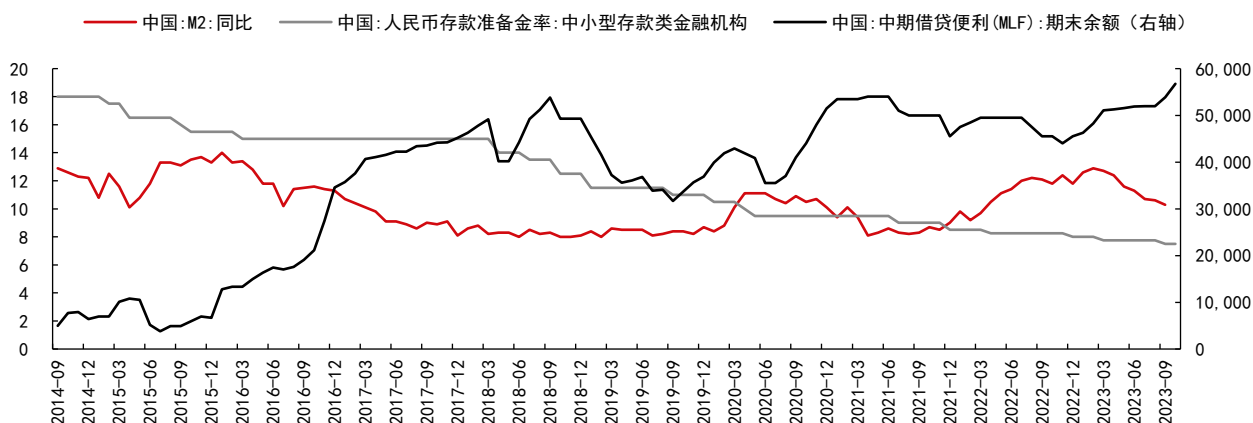
2017Q1，M2 增速为 10.1%，2016Q2 - 2017Q1，人民银行没有降准，MLF 余额由 1.3 万亿升至 4.1 万亿，投放长期流动性资金共 2.8 万亿；

2020Q4，M2 增速为 10.1%，2020 年全年，人民银行降准 150bp，MLF 余额由 3.7 万亿升至 5.2 万亿，投放长期流动性资金共 4.5 万亿；

2023Q3，M2 增速为 10.3%，2022Q4 - 2023Q3，人民银行降准 75bp，MLF 余额由 4.6 万亿升至 5.7 万亿，投放长期流动性资金共 2.6 万亿。

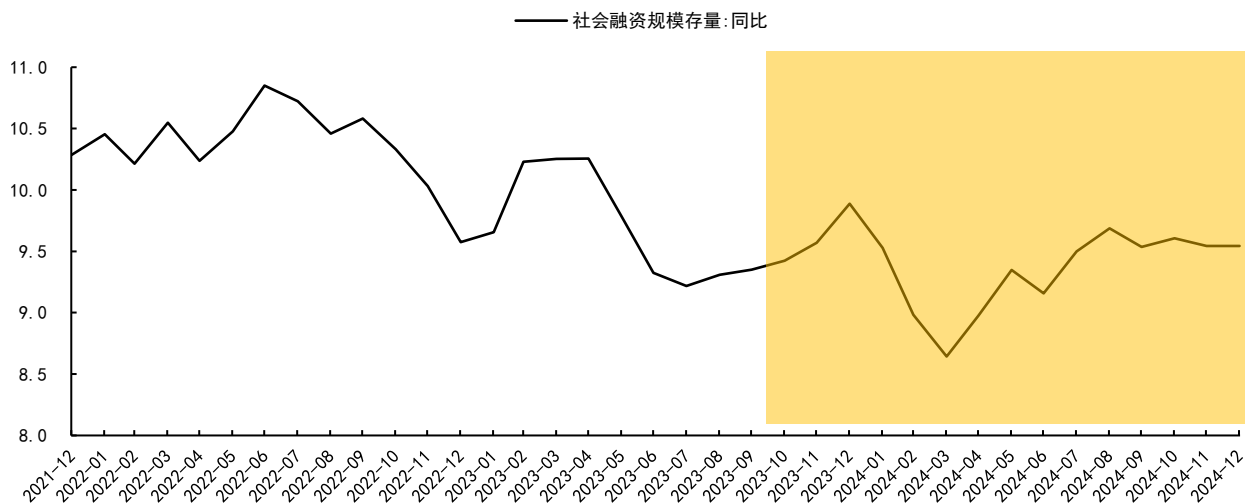
为保证 10.5%附近的 M2 增速，央行至少需要提供 2 万亿以上的长期资金，我们预计 2024 年有 2 - 3 次 25bp 降准，释放狭义流动性 1 万亿以上，MLF 余额抬升 1 万亿以上。

图表42： M2 增速 10.5%附近，央行需通过降准 + MLF 提供 2 万亿以上的长期资金支持



资料来源：WIND 中信期货研究所

图表43：明年社融节奏：一季度回落，随后反弹(黄色阴影为预测值)



资料来源：WIND 中信期货研究所

总量型价格政策工具方面，我们预计降息（OMO/MLF 利率）有一定概率，但并不高。主因一是人民银行不再追求货币信用增速抬升；二是目前存贷款利率是较政策利率更加灵活，效率更高；三是在名义贷款利率稳定的假设下，随着明年通胀增速反弹，实际利率水平低于潜在 GDP 增速，符合“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”这一要求。

2022 年以来，OMO 利率、MLF 利率、LPR 利率分别下调 40bp、45bp、45bp；同期金融机构贷款加权平均利率、一般贷款加权利率、企业贷款加权利率、住房贷款加权利率分别下行 57bp、71bp、62bp、152bp 至 4.19%、4.48%、3.95%、4.11%。贷款利率的灵活性和效率高于政策利率。

2023 年 11 月 3 日，中国人民银行发布专栏文章《始终保持货币政策稳健性着力营造良好的货币金融环境》，其中指出：“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节”。

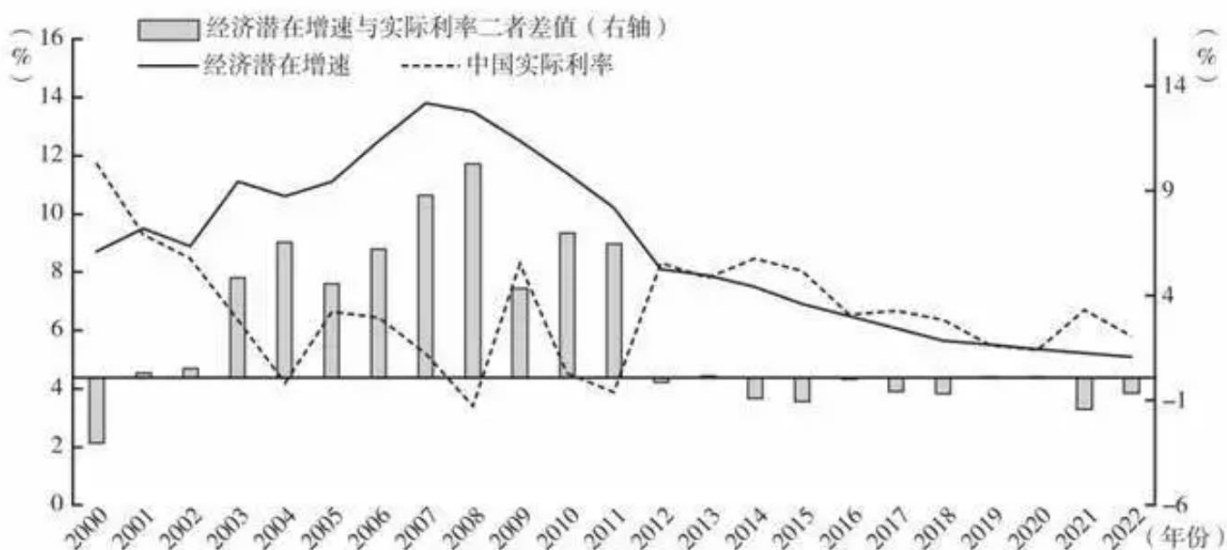
中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜在 2023 金融街论坛年会指出“企业贷款利率处于较低水平，为经济恢复发展提供了有力有效的支持”，“我们将继续以我为主实施好利率调控，按照经济规律和逆周期宏观调控需要，引导和把握宏观利率水平，保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。

中国人民银行原行长易纲在《经济研究》2023 年第 6 期发表《货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定》一文，其中指出“中国在货币政策调控上总体坚持了稳健的操作理念，利率是适度 and 比较平稳的，在收紧和放松两个方向都相对审慎、留有余地。之所以选择这样的操作方式，有几方面的考虑：一是从方法论的角度讲，‘稳健’的背后体现了跨周期调节和跨区域平衡的理念…二是在具体的政策操作力度上，从本国宏观经济状况出发自主决策，货币政策

的中心任务是逆周期熨平经济短期波动，需要保持逆周期调控正确的方向，同时要不断与跨周期调节和跨区域平衡的要求进行校准，尽量促进实际利率运行在约等于潜在经济增速这一“黄金法则”水平上”。

假设明年贷款加权平均利率仍稳定在 4.2%附近，用近 5 年 CPI 环比季节性均值估算明年 CPI 同比增速将恢复至 1%以上，则实际贷款利率水平将回落至 3%附近，低于 5%左右的潜在 GDP 增速。

图表44：稳健的货币政策要求实际贷款利率和潜在 GDP 增速基本匹配



资料来源：易纲（2023） 中信期货研究所

结构性政策工具方面，关注与高质量金融服务相对应的新型政策工具。

因此，人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉期点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值需等待中国出口反弹带动结售汇需求启动。预计运行区间在 6.8 - 7.3。

五、汇率展望

（一）市场展望：海外货币政策拐点或进一步推迟，国内货币政策把握新特点

美联储货币政策前景展望：实际薪资与劳动生产率的赛跑。一是美国居民将进入弥补实际薪资阶段，推升服务业通胀。二是上述收入和财富效应同步支撑美国居民消费支出，美国居民耐用品实际消费回补至 1997 - 2007 的长期趋势，但相关产能扩张乏力，耐用品通胀触底反弹的同时，中枢将由疫情前的-2%抬升至 2%以上。三是拜登相关法案鼓励美国新基建和高端制造业，一方面支撑其短期资本开支和相关就业，另一方面抬升长期劳动生产率。四是通胀反弹在

明年的确定性较高，但劳动生产率能否在明年抬升尚不明确，如若抬升将降低单位劳动成本，帮助缓解通胀压力。

以此为基础，对于后续美联储的货币政策路径，可以根据实际薪资增速（确定性抬升）和劳动生产率增速（不确定性）的不同组合进行分析：情形一：实际薪资抬升 + 劳动生产率增速停滞，政策利率 high for long，最早或在 2024Q3 进行降息指引，2024Q4 开启降息。情形二：实际薪资抬升 + 劳动生产率增速走高，通胀压力缓解，但美联储降息概率走低。

在情形一下，美元指数会在明年上半年偏强，运行区间 105 - 110，进入三季度走弱。在情形二下，美元指数将会持续走强，有希望突破 110。

欧央行货币政策前景展望：“最后一英里”。欧元区抗通胀进程较美国有利的方面在于一是更加高效的货币信用紧缩效率。二是更低迷的消费倾向。三是欧元区非能源工业品通胀将快速回落直至明年中。

即便如此，欧元区面临的滞胀风险却远远大于美国，原因一是国际货币基金组织的研究表明，经历过贸易条件恶化的高通胀持续时间更长，且被有效遏制的概率更低。二是欧元区的薪资粘性似乎远远大于美国。三是欧元区没有像美国那样的劳动生产率提升来对冲劳动成本通胀压力。

明年美国可能是高增长和高通胀并存，为美联储创造更大的货币紧缩和信用紧缩空间；欧元区则是滞胀压力进一步显现，留给欧央行货币政策的腾挪空间仅剩“最后一英里”。

因此，欧央行的行为决策将更加趋于谨慎，一方面衡量居民薪资动态，一方面观测企业如何解决劳动力成本过高问题，最后还要关注劳动生产率带来的通胀压力。货币政策上行空间小于美联储，下行空间大于美联储，欧元运行区间或在 1.02 - 1.07。

日本银行货币政策前景展望：物价对薪资的弹性受限。关于日本物价 - 薪资上涨的良性循环，需重点关注以下三个方面：一是更高的名义薪资是否可持续，且跑赢通胀以实现实际薪资上涨和居民消费信心抬升（这一点未在今年达成），关键时间节点在明年“春斗”。二是以劳动薪资为主要成本的服务业价格设定对薪资成本弹性几何？今年来看弹性受限，难以形成物价 - 薪资循环的后半个闭环。三是 2024 年成本推动型的通胀传导基本结束，相关核心商品通胀回落在即，服务通胀能否对冲其下行压力，继续为物价 - 薪资循环营造良好的通胀环境。

考虑到明年进口价格对终端通胀的传导基本结束，核心商品通胀回落在即，但服务价格无法通过转移名义薪资成本有效拉高，明年日本银行面临的稳通胀压力远远大于今年。在物价对薪资的弹性回归前，我们预计日本银行对短端政策利率调整依旧保持谨慎，日元运行区间在 145 - 155。

中国人民银行货币政策前景展望：把握新特点。2024 年，由于人民银行需要“把握信贷供需新特点”、“盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率”、和“协同发挥政策合力疏通传导效率”。那么各项货币政策工具出台的时间节奏便显得尤为重要，如果宽货币政策不再大幅前置，那么资金面体感偏紧 + 波动加大可能是常态，经验上的流动性淤积在货币市场的情况较难再现。

总量型数量政策工具方面，我们预计 2024 年有 2 - 3 次 25bp 降准，释放狭义流动性 1 万亿以上，MLF 余额抬升 1 万亿以上，为保持 M2 增速 10.5%、社融增速 9.5% 提供 2 万亿以上的长期资金支持，缓解流动性约束。

总量型价格政策工具方面，我们预计降息（OMO/MLF 利率）有一定概率，但并不高。主因一是人民银行不再追求货币信用增速抬升；二是目前存贷款利率是较政策利率更加灵活，效率更高；三是在名义贷款利率稳定的假设下，随着明年通胀增速反弹，实际利率水平低于潜在 GDP 增速，符合“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”这一要求。

结构性政策工具方面，关注与高质量金融服务相对应的新型政策工具。

因此，人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉期点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值需等待中国出口反弹带动结售汇需求启动。预计运行区间在 6.8 - 7.3。

（二）风险因子

1、原油价格反弹幅度超预期，放大输入性通胀压力。若原油价格持续受供给侧减产支撑，将放大欧元区、日本输入性通胀压力，加剧滞胀风险。

2、美国经济快速走弱。若美国经济快速走弱，一方面无法提振中国出口，另一方面无法对美国长期中性利率形成支撑。

3、欧元区就业市场快速冷却或欧债压力。若欧元区就业市场快速冷却，或相关债务压力重新显现，欧央行将更快转鸽。

3、日本物价对薪资的弹性快速抬升。日本物价对薪资的弹性快速抬升将使日本银行确认通胀达标，货币政策转向的概率抬升。

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>