

四大央行货币政策和汇率市场展望： 泾渭分明

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

四大央行货币政策前景和空间泾渭分明，美元指数整体偏强，人民币震荡运行。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 7.1 - 7.4。

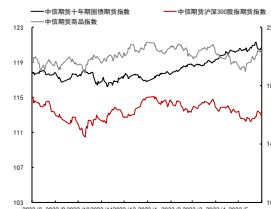
摘要：

主要观点：展望四季度，四大央行货币政策前景和空间泾渭分明。美联储面临中性利率上调压力；欧央行面临滞胀风险；日本银行希望的薪资 - 通胀良性循环长路漫漫；中国人民银行姿态积极，但资金体感宽松有限。美元指数整体偏强，人民币震荡运行。

- **美联储货币政策前景展望：山外有山。**考虑到美国后续通胀动态和就业市场韧性，以及制造业回流和科技革命会抬升长期中性利率，体现在其产出和投资冲动不再受限于信用状况，美联储有抬升长期中性利率的动机，为后续进一步加息打开空间。美元指数亦会受到提振，运行区间或在 105 - 110。
- **欧央行货币政策前景展望：强弩之末。**相较美联储，欧央行的行为决策将更加趋于谨慎，一方面衡量紧俏的劳动力市场和结构性因素引发的通胀脱锚风险，一方面受制于仅剩服务业消费增长前景。货币政策空间小于美联储，后续的加息只会强化市场对于滞胀的共识，无法提振欧元，运行区间或在 1.02 - 1.07。
- **日本银行货币政策前景展望：长路漫漫。**劳动力市场趋于缓和，日本居民实际收入和服务支出转弱，无法支撑日本银行希望看到的薪资 - 服务消费 - 通胀的良性循环。日本通胀水平会在 2024 年重新掉入 2% 以下，无法推动日银开启货币政策正常化。需要注意的是，对 YCC 的技术性调整和对负利率政策的相关考量，并非代表日银货币政策转向，反而会引发日银更大规模的资产购买力度，推动货币金融环境进一步宽松，日元汇率不升反降，日元运行区间在 145 - 155。
- **中国人民银行货币政策前景展望：波浪发展。**无论从央行表述还是海外经验来看，货币政策姿态仍偏积极，降准降息依旧可期，延续时长取决于房地产政策效果和居民收入改善时点。需要注意的是，中国人民银行偏积极的货币政策姿态并不等价于资金面感受偏松。因此，人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值仍需等待地产政策见效或美国朱格拉周期启动带动中国出口反弹。预计运行区间在 7.1 - 7.4。

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：油价抬升放大输入通胀压力；美国朱格拉周期无法启动；日本薪资超预期抬升



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

目 录

摘要:	1
一、2023Q3：人民币市场持续承压	5
二、美联储货币政策前景展望：山外有山	7
（一）回顾篇：美联储货币政策传导为何低效？	7
（二）展望篇：美联储后续面临怎样的货币政策环境？	12
（三）美联储货币政策和美元指数展望：山外有山	15
三、欧央行货币政策前景展望：强弩之末	21
（一）回顾篇：欧元区为何低产出和高通胀并存？	21
（二）展望篇：欧元区结构性因素放大其滞胀风险	25
（三）欧央行货币政策和欧元展望：强弩之末	29
四、日本银行货币政策前景展望：长路漫漫	31
（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？	31
（二）展望篇：日本就业 - 薪资 - 通胀前景几何？	33
（三）日本银行货币政策和日元展望：长路漫漫	37
五、中国人民银行货币政策前景展望：波浪发展	38
（一）回顾篇：稳健的货币政策精准有力	38
（二）展望篇：中国人民银行的三大发力点	41
（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：波浪发展	43
六、汇率展望	46
（一）市场展望：四大央行货币政策空间和路径泾渭分明，美元指数仍然偏强，人民币震荡运行	46
（二）风险因子	48
免责声明	49

图目录

图表 1：回顾 2023Q3，人民币汇率持续承压	5
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	8
图表 3：美国商业银行净息差走阔提高银行盈利能力和资本韧性，盈利能力抬升反而刺激银行加大信贷投放力度	9
图表 4：美国非金融企业和居民资产负债表稳健性进一步支撑居民就业、收入、和债务可持续性	10
图表 5：2022Q4 至 2023 年 7 月，10Yr 美债收益率期限溢价持续运行在-50bp 以下，金融机构加大风险资产配置，体现在美国 VIX 趋势走低	11
图表 6：制造业的建筑支出完工量快速抬升，主要贡献项来自计算机电子电器行业	11
图表 7：美国超额储蓄可以支撑美国消费至今年三季度	12
图表 8：由于人口老龄化因素，美国劳动参与率将在未来十年趋势回落，预计在 2024 年回落至 62.2%...	13
图表 9：截至今年二季度，美国非金融企业税前利润（不含库存和资本消耗调整）季调折年为 2.27 万亿美元	13
图表 10：按照周期长度和底部的经验位置，美国制造业或已经触及本轮底部，后续对经济的拖累减轻...	14
图表 11：目前里士满、达拉斯、纽约、费城、堪萨斯联储的预期 6 个月后的资本开支调查指标均已初现触	

底特征	14
图表 12: 美国成屋销售、新屋销售、新屋营建许可、新屋开工、私人住宅建造支出初现底部	15
图表 13: CRB 工业原材料价格指数同比增速领先美国进口价格同比增速约 2 个月, 美国进口价格同比增速领先 PCE 耐用品价格同比增速约 6 个月	16
图表 14: 经验来看, 汽油价格反弹和 CPI 能源项同比增速回落的背离不可持续	17
图表 15: 后续美国居民或经历长达一年的弥补实际收入的过程, 支撑除住房外核心服务通胀	18
图表 16: 职位空缺 / 失业人数 = 1 基本对应了 2% 的通胀中枢	18
图表 17: 假设美国职位空缺数沿 2022 年 3 月高点到 2023 年 7 月趋势继续下行, 2025 年上半年结束, 职位空缺约 420 万人	19
图表 18: 月均新增 9 万就业 (住户调查数据口径) 基本对应了软着陆情形下 PMI 触底反弹初期的阶段: 1995、2003、2013 年皆是如此	20
图表 19: 根据纽约联储 DSGE 模型测算, 疫情后美国长期中性利率抬升了 50bp, 美联储面临上修长期中性利率的压力	21
图表 20: 2022Q4 - 2023Q2, 欧元区 GDP 基本停滞, 居民消费走弱, 制造业生产放缓	22
图表 21: 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	23
图表 22: 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	24
图表 23: 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	24
图表 24: 欧元区非金融企业债务净融资已于 2022 年 12 月转负	25
图表 25: 欧元区金融环境从 2022 年以来不断上行, 截至 9 月达到 2009 年以来高位, 高于欧债危机时期	26
图表 26: 今年一季度, 欧元区居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 2%, 美国居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 4%	26
图表 27: 欧元区居民超额储蓄集中在低流动性资产, 美国居民超额储蓄集中在高流动性资产	27
图表 28: 能源价格飙涨给欧元区带来的可能不仅仅是短暂的供给冲击, 更可能是偏长期的疤痕效应	28
图表 29: 核心服务通胀的动量仍然趋于上行	29
图表 30: 制造业认为劳动力短缺限制产出的占比已经趋于回落, 但服务业这一占比仍位于历史高位	29
图表 31: 欧元区居民部门的收入、杠杆水平均不及美国居民, 无形中放大资产负债表和货币政策收紧的螺旋范围风险	30
图表 32: 2022 年以前, 衰退概率增大对应通胀风险补偿走弱; 2023 年以来, 两者之间关系大幅弱化, 表征市场在向滞胀方向定价	31
图表 33: 日本央行分别于 2022 年 12 月、2023 年 7 月分别两次对收益率曲线控制进行技术性调整, 并在调整后加大资产购买力度, 尽可能的表达超宽松的政策姿态	32
图表 34: 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度数不断走高	33
图表 35: 根据日本制造业新订单和日本库存周期之间的领先滞后关系和周期位置, 日本或进入到去库周期	34
图表 36: 以化学品为代表的高耗能产业在能源价格回落的背景下仍在趋势走低, 呈现出和欧元区类似的疤痕效应	35
图表 37: 日本劳动力市场今年以来持续走软, 同时日本劳动参与率不断走高, 劳动力市场趋于松弛, 造成 5 月以来日本实际薪资增速下行, 消费者信心走弱	36
图表 38: 日本居民实际收入放缓, 消费倾向未见明显抬升, 实际消费支出偏弱, 服务业实际消费支出转为负增	37
图表 39: 日本通胀水平会在 2024 年重新掉入 2% 以下, 无法推动日银开启货币政策正常化	38

图表 40： 中国通胀水平初现底部，货币信用增速下行.....	39
图表 41： 中国消费动能走弱，出口负增，基建和制造业投资无法对冲房地产投资下行	40
图表 42： 企业贷款价减量增；居民信贷量价均弱.....	41
图表 43： 美国居民杠杆、收入、信心、和美债收益率的联动关系.....	42
图表 44： 居民债务杠杆调整期，货币政策和利率水平趋势向下的时长取决于居民收入和收入前景何时能修复至调整之前	43
图表 45： 中国人民银行压平政策利率曲线，推陡存贷款市场利率曲线.....	44
图表 46： 2022Q3 以来，企业中长期贷款和 M1 走势背离.....	45
图表 47： PPI 同比触底后，即便是在环比偏弱 + 基数效应下缓慢回升，资金利率也难以进一步下行	46

一、2023Q3：人民币市场持续承压

进入 2023Q3，人民币汇率（USDCNY，下文称“人民币”）在外部美元指数走强、内部经济增长乏力双重压力下继续承压。2023Q3 人民币走势以 7 月 13 日为分界线，呈现前期短暂升值，后期贬值压力加剧的特点。

而人民币兑一篮子货币的 CFETS 人民币汇率指数，由 2023 年 6 月 30 日的 96.74 小幅升至 2023 年 9 月 8 日的 97.77，人民币兑非美货币反而稳中有升。

图表1：回顾 2023Q3，人民币汇率持续承压



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2023 年 6 月 30 日 - 2023 年 7 月 13 日，人民币受美元指数回落带动下短暂走高，由 2023 年 6 月 30 日的 7.25 升至 2023 年 7 月 13 日的 7.15。同期美元指数由 103.38 回落至 99.76。

7 月上旬公布的美国 6 月非农数据显示劳动力市场边际缓和、6 月通胀数据全面好于预期，市场对美联储 7 月之后继续加息的预期降温，美元指数边际回落，人民币外部压力缓解而短暂升值。美国 6 月新增非农就业 20.9 万人，低于前值 30.6 万人，与预期的 23 万人。美国 6 月 CPI 同比 3%，好于前值 4% 与预期 3.1%；核心 CPI 同比 4.8%，好于前值 5.3% 与预期的 5%。CPI 环比 0.2%（预期 0.3%），核心 CPI 环比 0.2%（预期 0.3%）。

2023 年 7 月 14 日 - 7 月 31 日人民币在 7.13 - 7.23 区间震荡。

2023 年 8 月 1 日以来，人民币在内、外双重压力下再度走贬。先是由 7 月 31 日 7.14 的相对高位贬至 8 月 17 日的 7.29。此后一直震荡运行在 7.27 - 7.29

区间至 9 月 4 日。

进入 9 月，人民币贬值压力不减，于 2023 年 9 月 5 日突破 7.30 的关口，持续贬值至 9 月 8 日的 7.34。而美元指数则由 7 月 31 日 101.88 升至 9 月 8 日的 105.07。在此基础上，中国人民银行加大对于人民币的预期管理力度。

国内方面，8 月陆续公布的 7 月中国经济数据全面走弱。2023 年 7 月工业增加值同比 3.7%，低于前值的 4.4%；社会消费品零售总额同比为 2.5%，低于前值的 3.1%；固定资产投资累计同比为 3.4%，低于前值的 3.8%；出口同比为-14.5%，低于前值的-12.4%。经济前景方面，8 月官方制造业、财新服务业 PMI 均低于预期，分别为 49.7、51.8（预期为 50.0、53.5）。

8 月以来，陆续公布的美国经济数据指向美国经济维持韧性，工资增速超预期支撑核心通胀难降。7 月美国零售数据全面超预期，环比增 0.7%，而预期增 0.4%；除汽车外的零售环比实际增 1%，而预期增 0.4%。7 月美国平均小时工资同/环比均超预期，同比 4.4%、环比 0.4%，预期分别为 4.2%、0.3%。7 月工业产值月环比 1.0%，预期 0.3%、前值-0.5%。

经济前景方面，美国呈现企稳回升，非美经济体超预期持续回落，推升美元指数走高。美国 7 月、8 月 ISM 制造业 PMI 持续回升，分别为 46.4、47.6；欧元区低位震荡，7、8 月分别为 42.7、43.5；英国持续回落，7、8 月分别为 45.3、43.0。服务业 PMI 方面，虽然都在回落，但美国 7、8 月仍在荣枯线以上，分别为 52.3、50.5；而欧元区、英国 8 月已跌入 50 以下，分别为 49.5、47.9。

利差方面，中国人民银行维持宽货币的姿态，并于 8 月 15 日再次降息，分别下调 OMO、MLF 利率 10bp、15bp 至 1.80%、2.50%，中美货币政策分化，10 年期中美利差为 2007 年以来低位。

8 月中下旬以来，央行持续开展多口径逆周期调控。中间价报价持续大幅偏离市场预期水平（700-1100 pips）。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，在岸汇率收盘涨 509 pips，收报 7.29。

进入 2023Q4，海外通胀压力有增无减，欧美央行加息周期结束与否悬而未决，日银对货币政策工具微调不断扰动市场，中国人民银行货币政策受到内外部环境更趋严峻复杂。在此基础上，我们寄希望于厘清四大央行的货币政策前景和空间，来为汇率市场走势指引方向。

二、美联储货币政策前景展望：山外有山

（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 9 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 高位震荡。既然货币紧缩无法下压产出缺口，背后就必然是货币政策传导渠道受阻：一是货币紧缩无法收紧美国商业银行扩表面临的流动性、资本、利率约束，净息差走阔反而刺激银行加大信贷投放力度；二是美国企业、居民部门资产负债表相当稳健，不仅没有放大货币政策紧缩的效力，反而起到了缓冲垫的作用；三是美联储持续缩表却无法抬升市场所感知的久期风险，金融机构加大对风险资产的配置力度；四是政策鼓励制造业回流和科技革命，使产出和投资冲动不再受限于信用状况，顺周期部门开启逆周期扩张。

2022Q1 - 2023Q2，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%。

2022Q1 - 2023Q2，美国名义产出缺口亦呈上行态势，分别为-0.67%、-1.08%、-0.94%、-0.75%、-0.69%、-0.67%。

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。

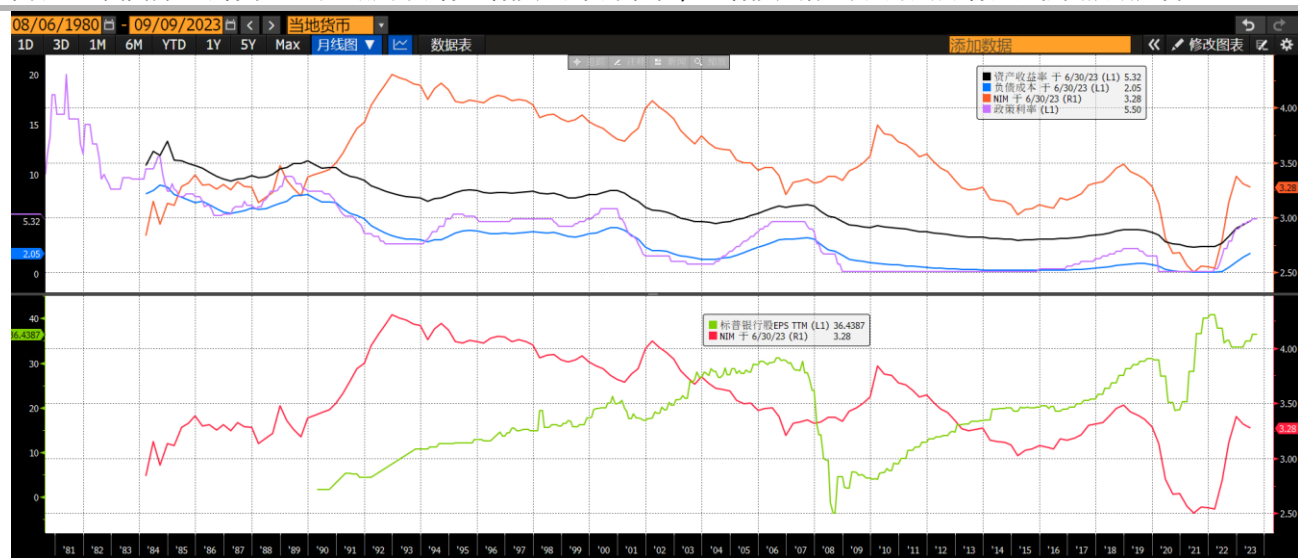
图表2：2022Q1 - 2023Q2，美国实际 GDP 季调环比折年率逐渐走高；核心 PCEPI 高位徘徊



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

银行扩表与否面临成本、流动性、资本三大约束，目前美国商业银行流动性充裕，政策利率向银行负债端成本传导不畅，净息差走阔提高银行盈利能力和资本韧性，盈利能力抬升反而刺激银行加大信贷投放力度（详见报告《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。

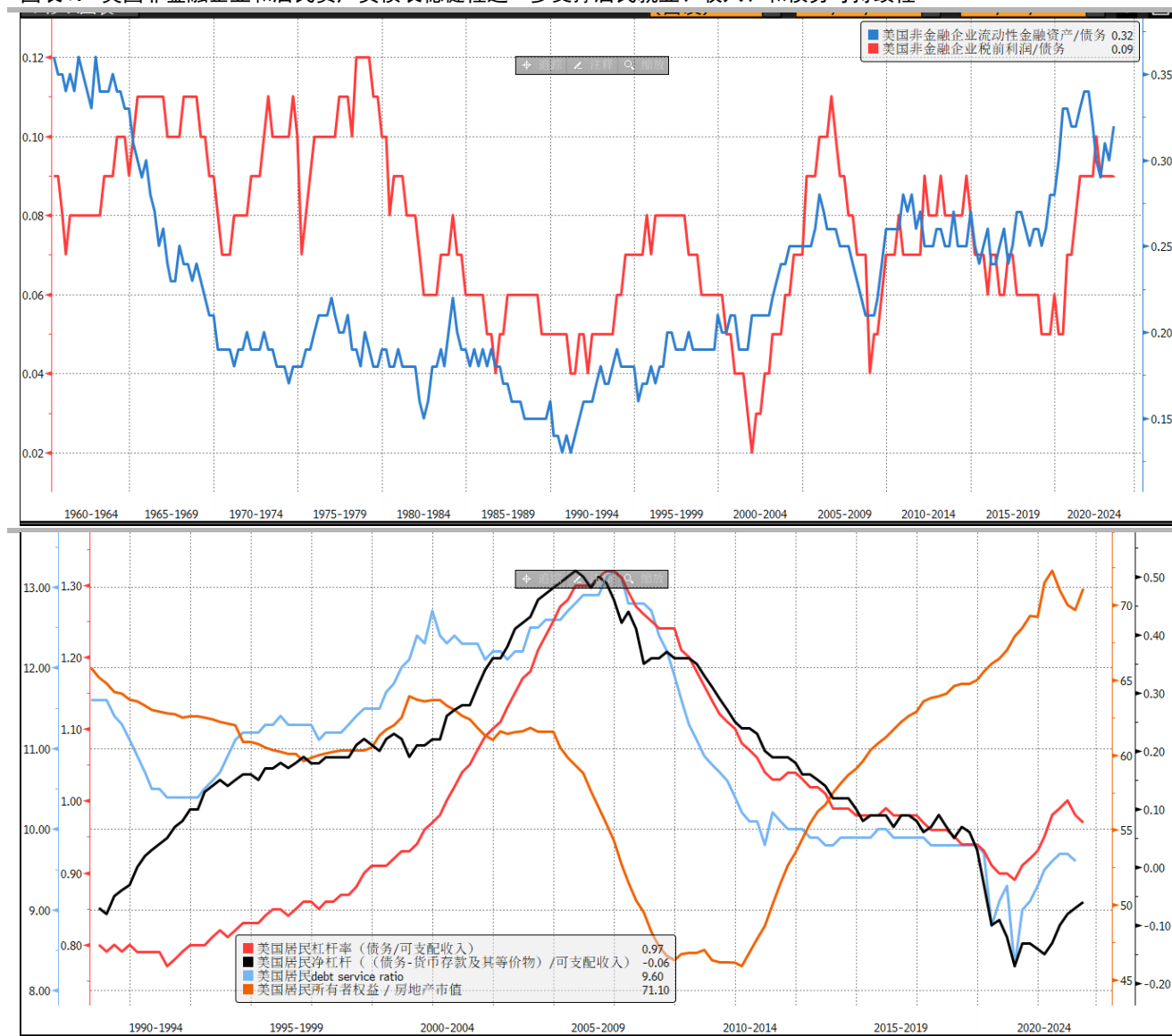
图表3：美国商业银行净息差走阔提高银行盈利能力和资本韧性，盈利能力抬升反而刺激银行加大信贷投放力度



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

实体部门资产负债表对货币政策的反馈分为两种：健康的资产负债表有抵御货币政策冲击的效果，会阻碍货币政策传导；高杠杆的资产负债表会放大货币政策的紧缩效力，并和实体部门去杠杆、金融部门信贷收缩、通货紧缩形成螺旋反馈，放大货币政策紧缩效力。目前，美国非金融企业税前利润占债务比例为 16 年以来最高、高流动性金融资产占债务比例为 60 年以来最高，美国居民的杠杆率、净杠杆率、偿债比率、权益占房地产市值比例均为近 30 年以来最健康水平，资产负债表稳健性进一步支撑居民就业、收入、和债务可持续性（详见报告《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。

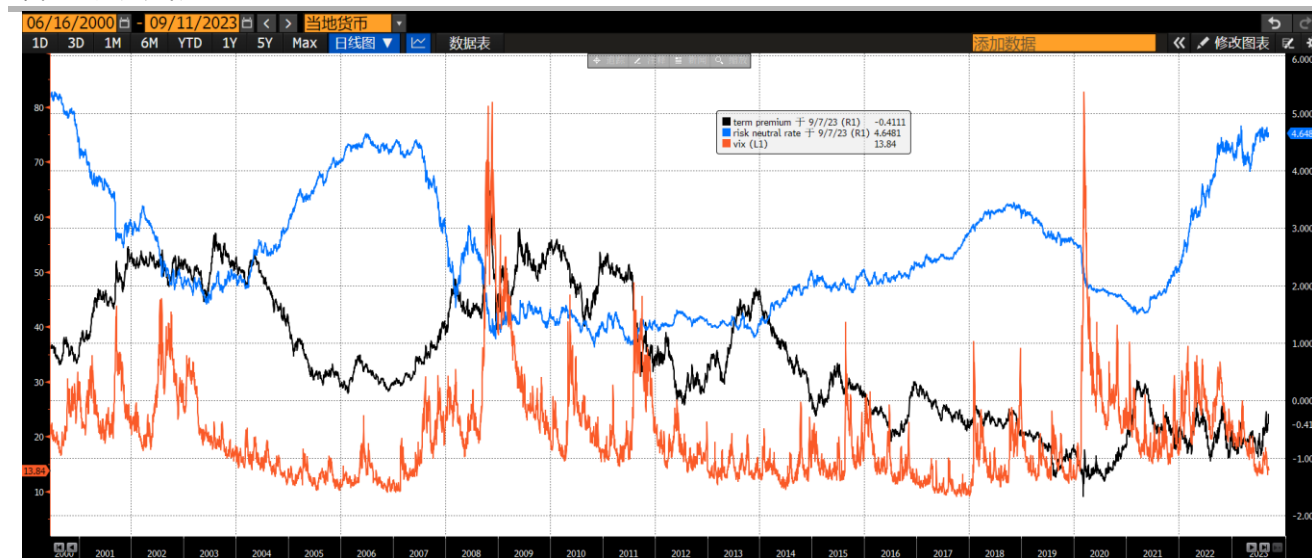
图表4：美国非金融企业和居民资产负债表稳健性进一步支撑居民就业、收入、和债务可持续性



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

以 10Yr 美债收益率期限溢价表征市场定价的久期风险，其变动影响了金融机构如何在长久期高风险资产和短久期低风险之间摆布头寸。自从美联储开启 LSAP 以来，美联储的扩表/缩表行为通过消除/增加市场上的久期风险来传递货币政策效力。2022 年以来，虽然美联储持续缩表，但并未有效增加市场上的久期风险供给，2022Q4 至 2023 年 7 月，10Yr 美债收益率期限溢价持续运行在-50bp 以下。由于，久期风险偏低，金融机构加大风险资产配置，一方面体现在美国 VIX 趋势走低，另一方面体现在美国中小企业信贷需求仍被充分满足（详见报告《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。

图表5：2022Q4 至 2023 年 7 月，10Yr 美债收益率期限溢价持续运行在-50bp 以下，金融机构加大风险资产配置，体现在美国 VIX 趋势走低



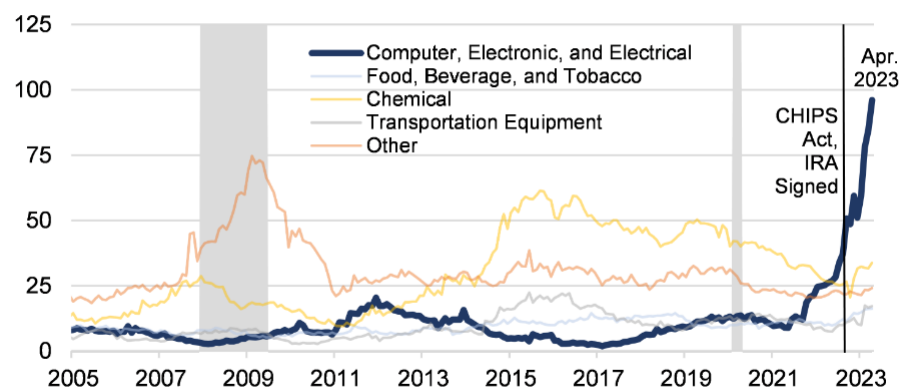
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2021H2 以来，美国制造业的建筑支出完工量快速抬升，由 2021 年 7 月的 807 亿美元抬升至 2023 年 7 月的 2015 亿美元，两年复合增速 58%。根据财政部的数据，其中的主要贡献项来自计算机电子电器行业，背后驱动一方面是由拜登政府的芯片法案鼓励制造业回流，另一方面是跨国因素驱动企业家加大在美国的投资力度，使产出和投资冲动不再受限于信用状况，顺周期部门开启逆周期扩张。

图表6：制造业的建筑支出完工量快速抬升，主要贡献项来自计算机电子电器行业

Figure 2: Real Manufacturing Construction Spending by Type

Billions of 2022 U.S. Dollars



Notes: Value of Private Construction Put in Place for Manufacturing, U.S. Census Bureau, decomposed by Detailed Type. Monthly at a seasonally adjusted, annualized rate. Nominal spending deflated by the Producer Price Index for Intermediate Demand Materials and Components for Construction, Bureau of Labor Statistics.

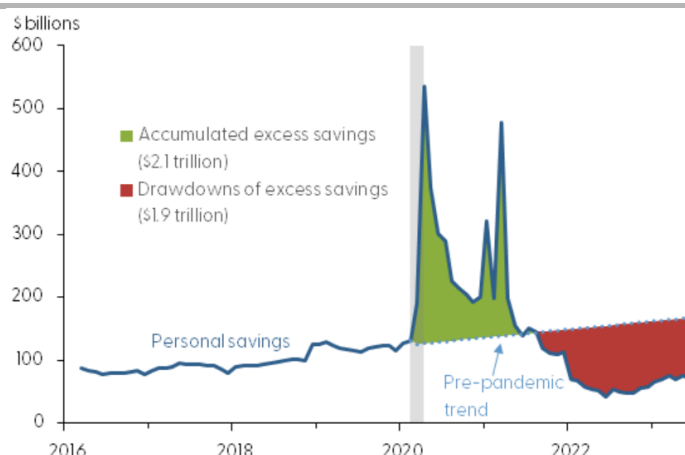
资料来源：美国财政部 中信期货研究所

（二）展望篇：美联储后续面临怎样的货币政策环境？

后续来看，除上述因素外，美国经济和通胀前景依旧受到以下几个方面的支撑：一是美国超额储蓄仍会在今年支撑美国消费前景；二是低失业率、高就业水平、劳动参与率趋势下行继续支撑美国就业市场供不应求，带来居民名义收入刚性和实际收入上行，并支撑通胀水平；三是上述因素继续支撑美国企业部门利润和就业；四是周期位置上制造业PMI已接近历史底部经验位置，初现触底反弹特征，对经济的拖累减轻；五是在制造业回流浪潮下，美国或开启新一轮朱格拉周期，并带动制造业和建筑业就业扩张；六是美国房地产销售、开工、房价亦呈现触底特征，支撑居民资产负债表、相关产出、就业和通胀中的住房分项。

根据旧金山联储的测算，美国居民在2020年 - 2021年8月累积了2.1万亿美元的超额储蓄，随后开始消耗超额储蓄，至2023年6月，已消耗1.9万亿美元，还剩2000亿美元。旧金山联储预测超额储蓄将于三季度耗尽。

图表7：美国超额储蓄可以支撑美国消费至今年三季度

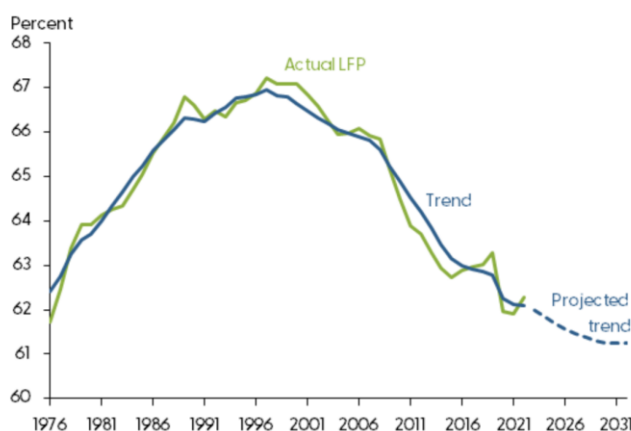


资料来源：旧金山联储 中信期货研究所

根据旧金山联储测算，由于人口老龄化因素，美国劳动参与率将在未来十年趋势回落，今年8月的劳动参与率抬升难以持续，预计在2024年回落至62.2%附近。按照目前的适龄劳动人口线性外推，62%的劳动参与率或意味着2024年劳动力人数在1.674亿附近，较2023年8月的1.6784亿人口少了44万。

图表8：由于人口老龄化因素，美国劳动参与率将在未来十年趋势回落，预计在 2024 年回落至 62.2%

Estimated trend in aggregate labor force participation

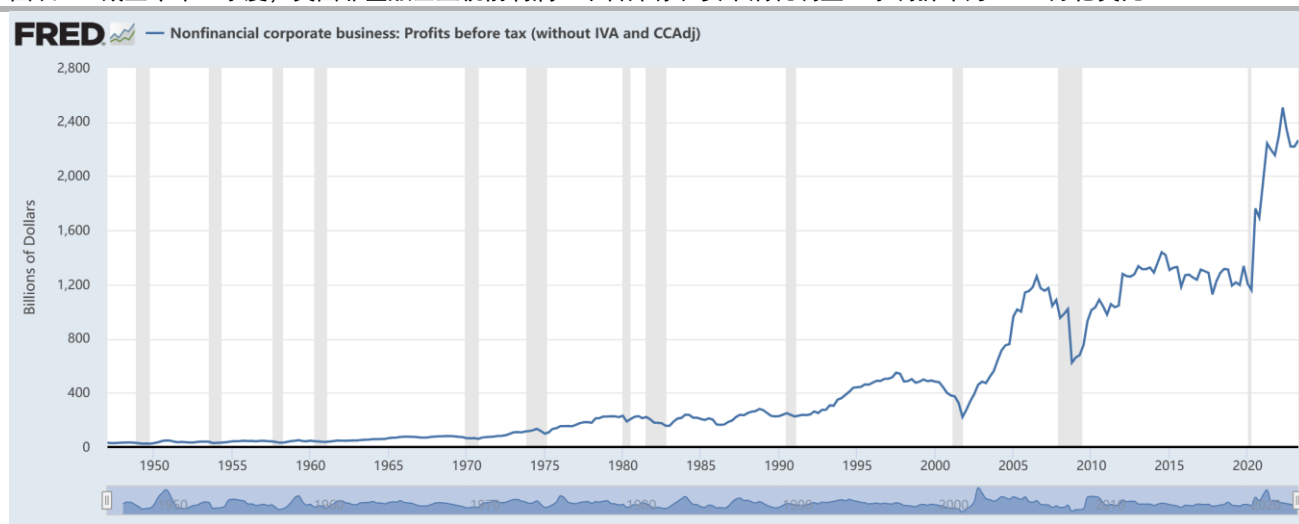


资料来源：旧金山联储 中信期货研究所

劳动力人数减少将加大劳动力市场供不应求的风险，继而支撑名义薪资刚性，抬升实际收入和消费前景。2023 年 8 月，美国新增非农就业人数 18.7 万人，如果不考虑今年 8 月的好莱坞罢工和运输公司倒闭的影响，新增非农普遍预计在 24 万人附近。8 月实际薪资同比增 0.5%。

存量储蓄和名义收入支撑美国居民消费和企业利润，截至今年二季度，美国非金融企业税前利润（不含库存和资本消耗调整）季调折年为 2.27 万亿美元。

图表9：截至今年二季度，美国非金融企业税前利润（不含库存和资本消耗调整）季调折年为 2.27 万亿美元

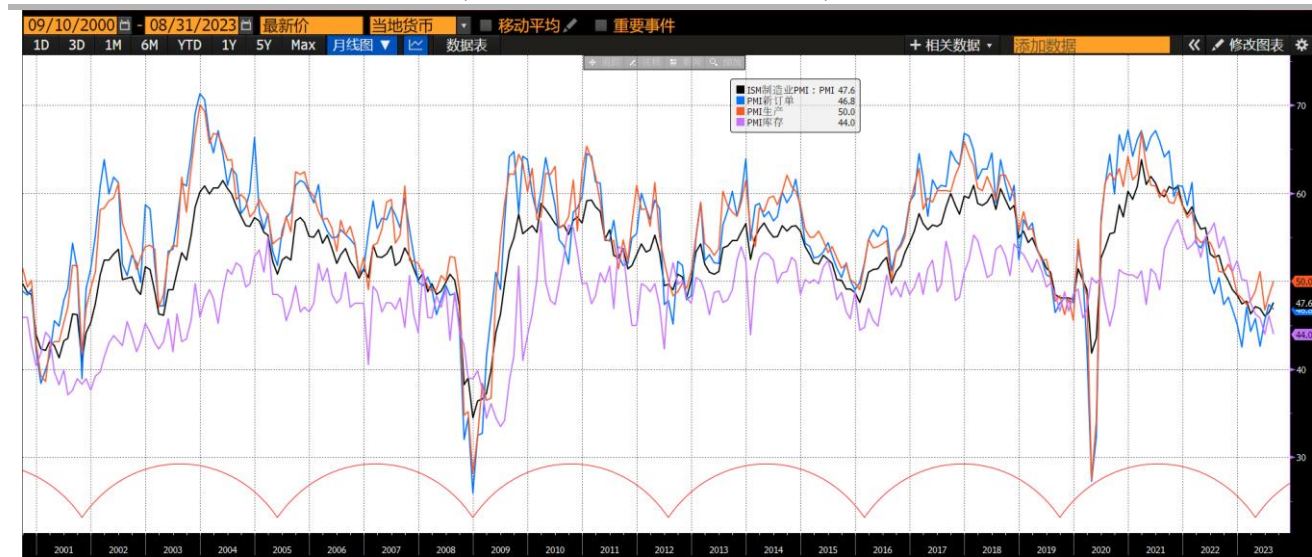


资料来源：纽约联储 中信期货研究所

美国 ISM 制造业 PMI 于 2023 年 6 月触及阶段性底部 46，随后在 7、8 月已连续两个月回升。其中新订单分项于 5 月触底 42.6，至 8 月反弹至 46.8；生产分项于 6 月触底 46.7，至 8 月反弹至 50；库存分项于 6 月触底 44，至 8 月持平

44. 按照周期长度和底部的经验位置，美国制造业或已经触及本轮底部，后续对经济的拖累减轻。

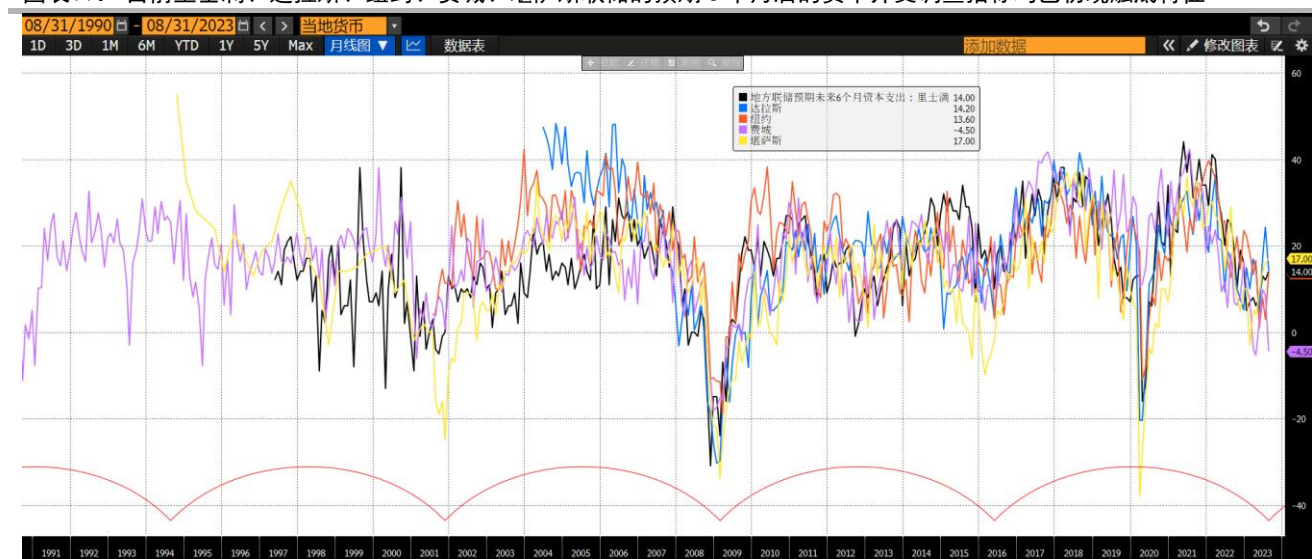
图表10：按照周期长度和底部的经验位置，美国制造业或已经触及本轮底部，后续对经济的拖累减轻



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

朱格拉周期代表的是 7 - 10 年左右的制造业设备投资周期。以美国 GDP 中的设备投资同比增速为观测变量，1980 年以来，美国经历了 1982 - 1991、1992 - 2001、2002 - 2009、2010 - 2016 四轮完成朱格拉周期，目前处于 2016 年以来的朱格拉周期的尾声。根据领先指标，目前里士满、达拉斯、纽约、费城、堪萨斯联储的预期 6 个月后的资本开支调查指标均已初现触底特征，叠加制造业回流浪潮和美洲半导体销量同比增速已于 2023 年 5 月触底反弹，美国开启新一轮朱格拉周期或近在眼前。

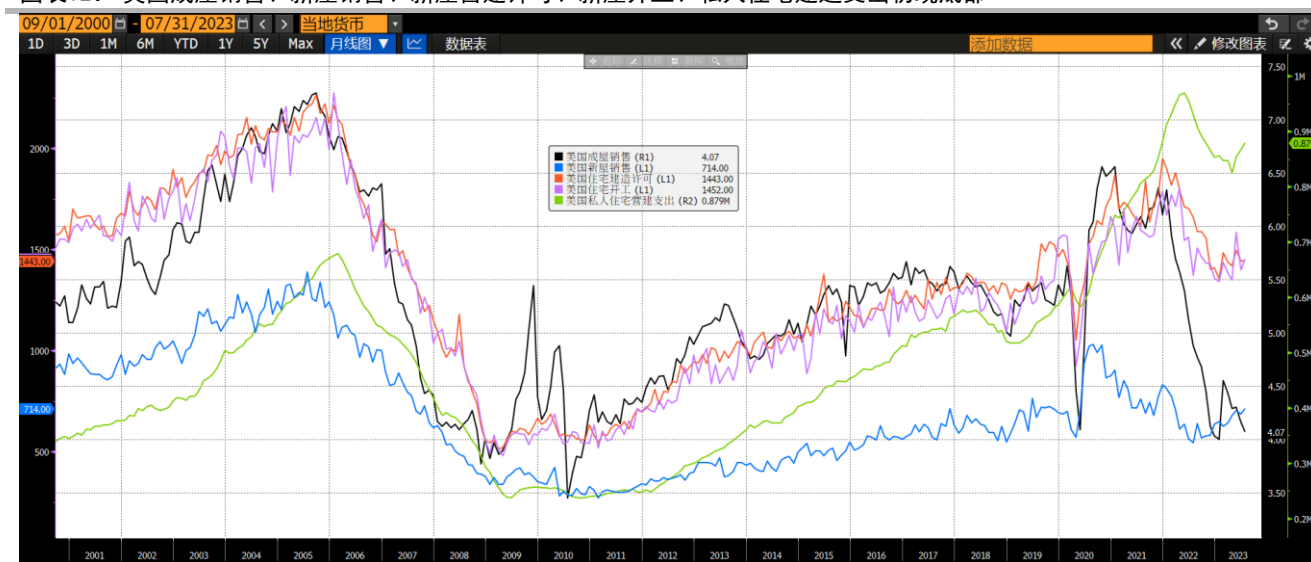
图表11：目前里士满、达拉斯、纽约、费城、堪萨斯联储的预期 6 个月后的资本开支调查指标均已初现触底特征



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

美国成屋销售、新屋销售、新屋营建许可、新屋开工、私人住宅建造支出分别于 2023 年 1 月、2022 年 7 月、2023 年 1 月、2023 年 1 月、2023 年 4 月触底。美国凯斯 - 席勒全国房价指数于 2023 年 2 月转为环比正增长，2023 年 5 月同比初现触底迹象。

图表12：美国成屋销售、新屋销售、新屋营建许可、新屋开工、私人住宅建造支出初现底部



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

在制造业和房地产业建造支出的双双加持下，美国建筑业新增就业人员已于 2023 年 3 月触底反弹。2023 年 3 - 8 月，非农新增建筑业就业人数分别为 0.9 万、1.1 万、2.5 万、2.9 万、1.6 万、2.2 万。

（三）美联储货币政策和美元指数展望：山外有山

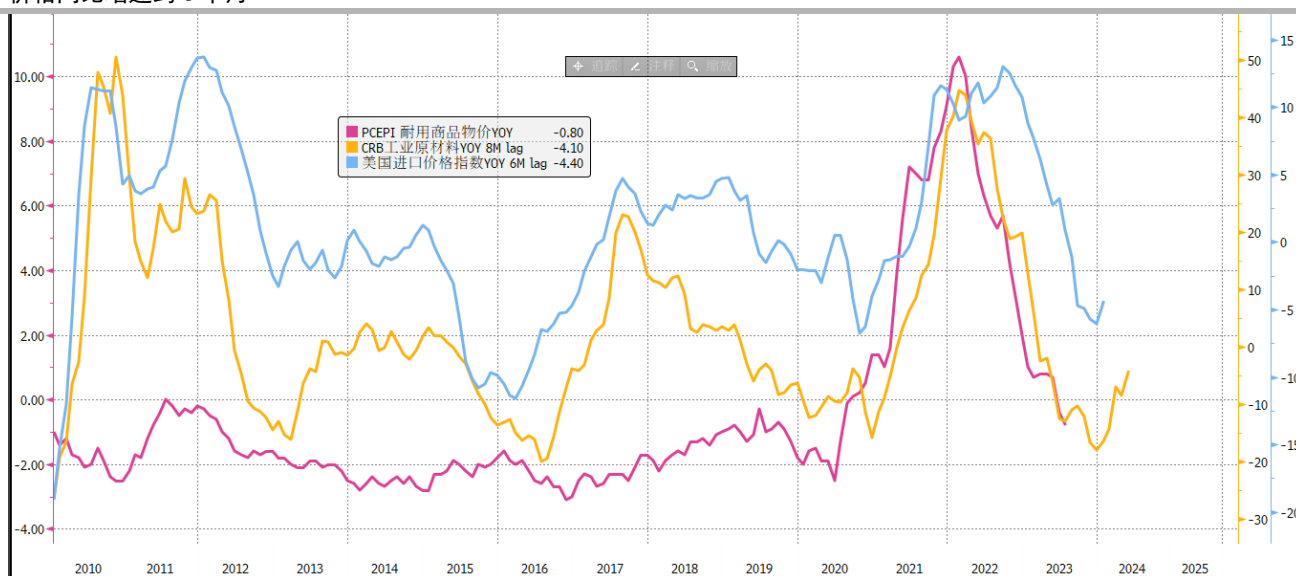
以此为基础，对于后续美联储的货币政策路径，可以从以下角度来分析：一是目前 CRB 原材料价格指数和进口价格指数已初现触底迹象，制造业周期触底和朱格拉周期一旦启动，CPI 核心商品通胀对后续核心通胀的下拉作用减弱；二是汽油价格反弹和 CPI 能源项回落的背离不可持续，后续 CPI 能源项面临极大反弹风险；三是从居民部门补薪资行为来看，CPI 除住房外核心服务通胀需到 2024H2 才有可能开启趋势下行；四是从职位空缺 / 失业人数与通胀水平的非线性关系看，职位空缺 / 失业人数回到 1 以下才对应 2% 的通胀中枢，而这一点或在 2025 年才能实现。

因此，考虑到上述通胀动态和就业市场韧性，以及制造业回流和科技革命会抬升长期中性利率，体现在其产出和投资冲动不再受限于信用状况，美联储有抬升长期中性利率的动机，为后续进一步加息打开空间。美元指数亦会受到提振，运行区间或在 105 - 110。

CRB 工业原材料价格指数同比增速领先美国进口价格同比增速约 2 个月，美

国进口价格同比增速领先 PCE 耐用品价格同比增速约 6 个月。CRB 工业原材料价格指数同比增速于 2023 年 4 月触及-18%的底部，截至 9 月初反弹至-3.8%；美国进口价格同比增速于 2023 年 6 月触及-6.1%的底部，7 月反弹至-4.4%。按照三者之间的领先滞后关系，PCE 耐用品价格同比增速或在今年年底触底反弹，对后续核心通胀的下拉作用减弱。

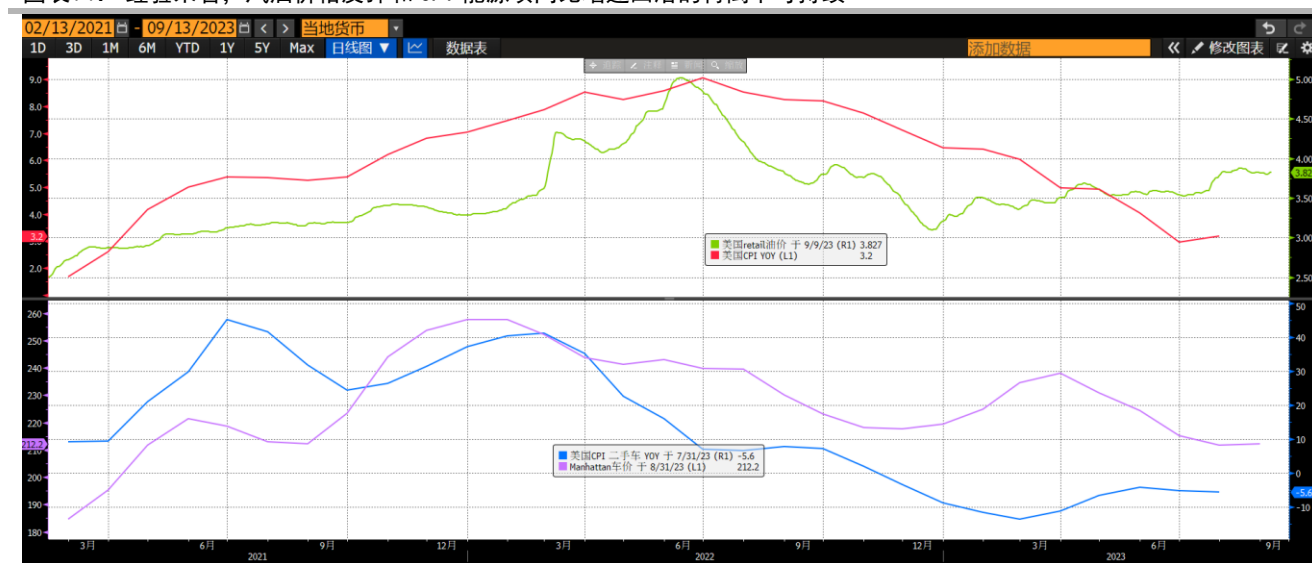
图表13：CRB 工业原材料价格指数同比增速领先美国进口价格同比增速约 2 个月，美国进口价格同比增速领先 PCE 耐用品价格同比增速约 6 个月



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

美国零售汽油价格今年以来持续反弹，由年初的 3.2 美元/加仑抬升至 9 月初的 3.8 美元/加仑。但油价抬升并未带动 CPI 能源项同比增速反弹，CPI 能源项同比增速由年初的 8.7%快速回落至 6 月的-16.7%，7 月抬升至-12.5%，对整体 CPI 的贡献由 0.6%下降至-0.9%。经验来看，汽油价格反弹和 CPI 能源项同比增速回落的背离不可持续，大概率会通过 CPI 能源项同比增速反弹的方式完成收敛。

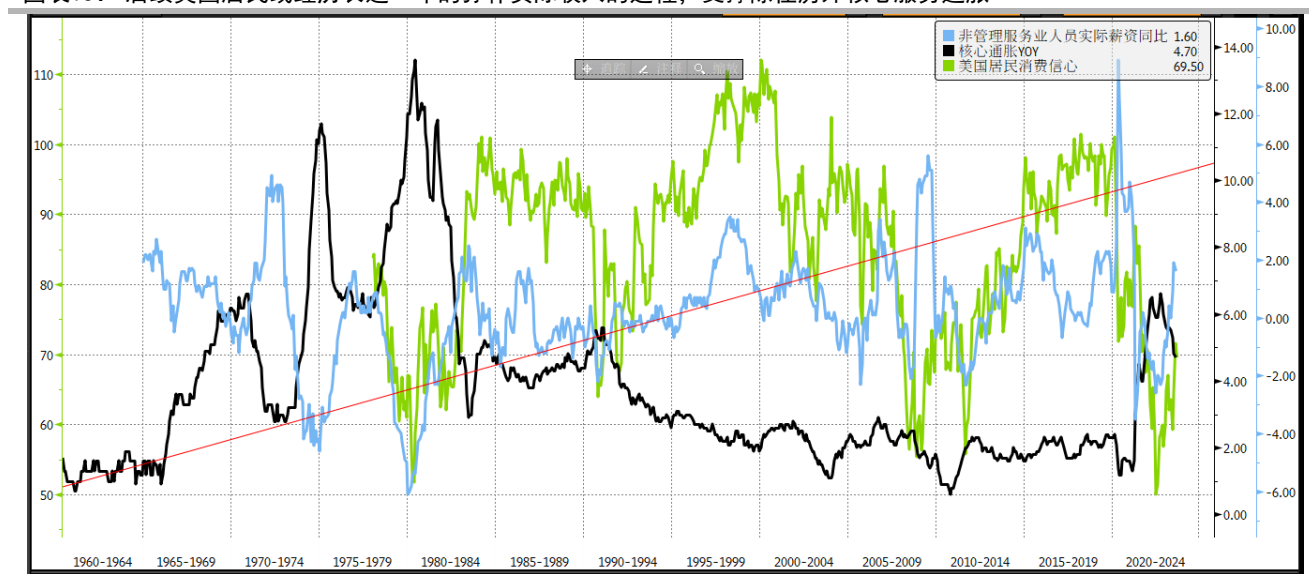
图表14：经验来看，汽油价格反弹和 CPI 能源项同比增速回落的背离不可持续



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

除住房外核心服务通胀的驱动因素来自服务业薪资压力。衡量方式之一是服务业实际薪资增速较劳动生产率增速的缺口。根据 1970 - 1980 年代的经验，在长达 10 年的实际薪资被高通胀侵蚀后，美国服务业实际时薪增速在长达 5 年的时间里系统性高于劳动生产率增速。在此期间核心服务通胀中枢在 5%。截至 2023 年 6 月，美国服务业实际时薪增速已回到疫情前水平，在经历了长达 2 年的实际薪资缺失后，后续美国居民或经历长达一年的弥补实际收入的过程，支撑除住房外核心服务通胀。2024Q3 后，随着美国居民弥补实际收入过程结束，除住房外核心服务通胀或确定性下行（详见报告《美联储货币政策传导为何低效？——兼论降息时点和美债市场》）。

图表15：后续美国居民或经历长达一年的弥补实际收入的过程，支撑除住房外核心服务通胀



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

如果用职位空缺 / 失业人数代替失业率来绘制菲利普斯曲线，显然劳动力市场的紧俏程度和通胀压力并非线性。从 1960 - 1969、2008 - 2022 这两段历史经验来看，职位空缺 / 失业人数 < 1 时菲利普斯曲线相对平坦，职位空缺 / 失业人数 > 1 时相对陡峭，职位空缺 / 失业人数 $= 1$ 基本对应了 2% 的通胀中枢。

图表16：职位空缺 / 失业人数 $= 1$ 基本对应了 2% 的通胀中枢

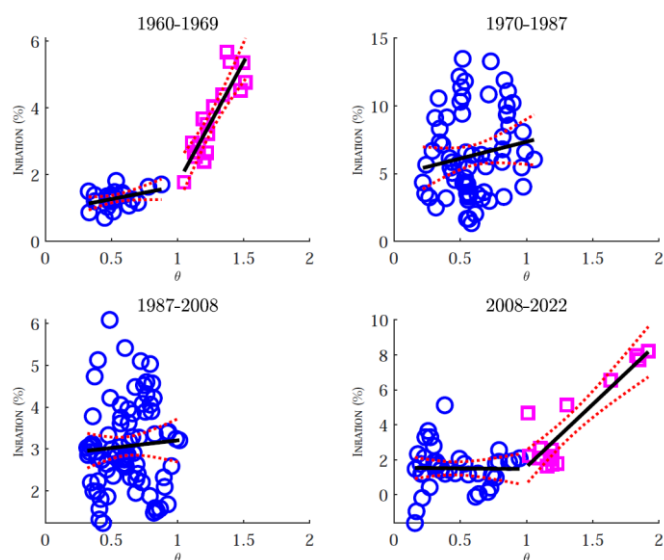


Figure 4: Inflation: CPI inflation rate at annual rates. θ : vacancy-to-unemployed ratio.

资料来源：Pierpaolo Benigno and Gauti B. Eggertsson (2023) 中信期货研究所

假设美国职位空缺数沿着 2022 年 3 月的高点到 2023 年 7 月的趋势继续下行，至 2025 年上半年结束，职位空缺约 420 万人。

如前所述，由于人口老龄化因素，美国劳动参与率将在未来十年趋势回落，今年 8 月的劳动参与率抬升难以持续，预计在 2024 年回落至 62.2% 附近。按照目前的适龄劳动人口线性外推，62% 的劳动参与率或意味着 2024 年劳动力人数在 1.674 亿附近。

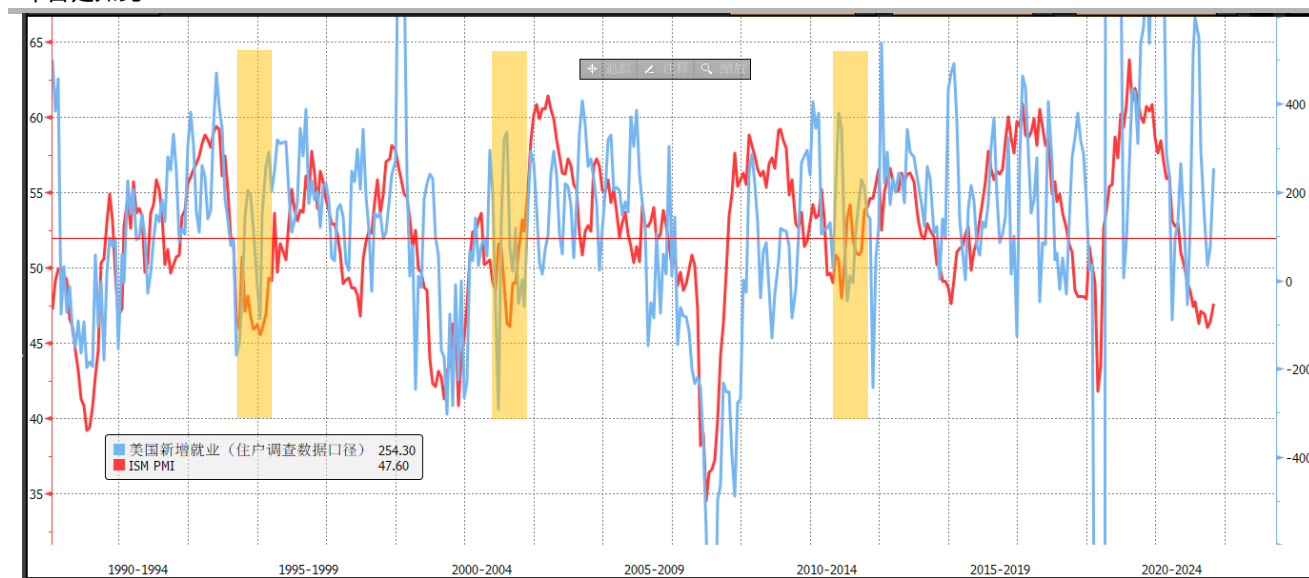
软着陆情形下 PMI 触底反弹初期的阶段，月均新增就业人数约 9 万（住户调查数据口径）：1995、2003、2013 年皆是如此。

图表17：假设美国职位空缺数沿 2022 年 3 月高点到 2023 年 7 月趋势继续下行，2025 年上半年结束，职位空缺约 420 万人



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表18：月均新增 9 万就业（住户调查数据口径）基本对应了软着陆情形下 PMI 触底反弹初期的阶段：1995、2003、2013 年皆是如此

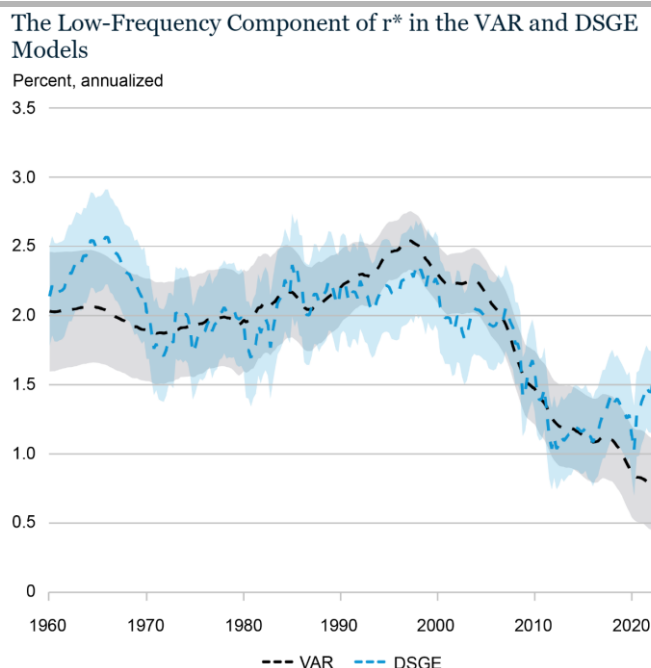


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

基于上述数据，假设 2024Q4 - 2025H2 的 20 个月的时间中，月均新增 9 万就业（住户调查数据口径），至 2025 年 6 月失业人数在 420 万人附近，届时职位空缺 / 失业人数回落至 1，对应通胀水平回落至 2%。

制造业回流和科技革命抬升劳动生产率和实际自然利率，通胀韧性和逆全球化抬高长期通胀预期中枢。根据纽约联储 DSGE 模型测算，疫情后美国长期中性利率抬升了 50bp，美联储面临上修长期中性利率的压力。

图表19：根据纽约联储 DSGE 模型测算，疫情后美国长期中性利率抬升了 50bp，美联储面临上修长期中性利率的压力



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

三、欧央行货币政策前景展望：强弩之末

（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 9 月，已累计加息 425bp。伴随着货币紧缩，欧元区 GDP 增速快速走低，2022Q4 至 2023Q2 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 5.3% 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 - 2023Q2，欧元区 GDP 季调环比增速分别为-0.1%、0.1%、0.1%。其中家庭最终消费支出季调环比增速为-0.7%、0.0%、0.0%；建筑投资季调环比增速分别为-0.6%、1.0%、-0.2%；机械设备投资分别为-0.3%、1.3%、0.2%；商品与服务出口增速分别为-0.4%、0.0%、-0.7%。

2023 年 1 - 7 月，欧元区实际零售销售季调环比增速分别为 0.9%、-0.1%、-0.4%、0.0%、0.6%、0.2%、-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 1.1%、0.1%、-0.7%、0.3%、0.4%、0.3%、0.5%。

2023 年 1 - 7 月，欧元区制造业生产季调环比增速分别为 0.3%、1.6%、-5.4%、0.5%、1.2%、1.8%；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%、-1.2%。

2023 年 1 - 6 月，欧元区建筑业生产季调环比增速分别为 3.1%、2.1%、-1.9%、-0.4%、0.2%、-1.0%；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%、-2.5%。

图表20：2022Q4 - 2023Q2，欧元区 GDP 基本停滞，居民消费走弱，制造业生产放缓



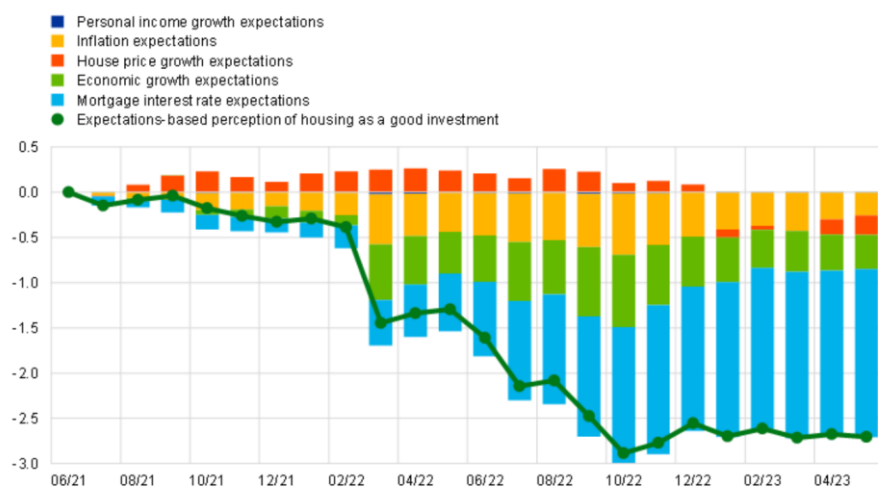
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

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21：2022 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：BLOOMBERG 中信期货研究所

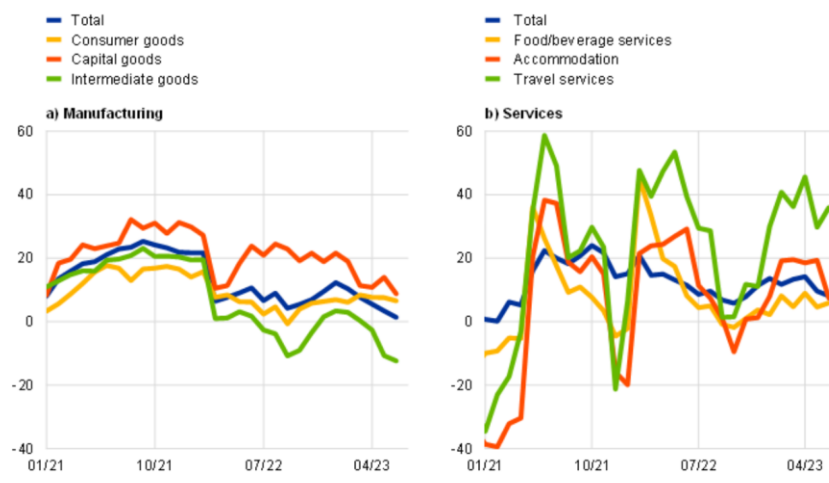
根据欧央行的调查，欧元区居民对服务业、尤其是线下旅游的服务业消费需求旺盛，对整体消费支出形成支撑。

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22：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

Expected manufacturing production and expected services demand

(percentage balances)



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2023 年 1 - 8 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%。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%、4.8%；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%；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%。

图表23：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



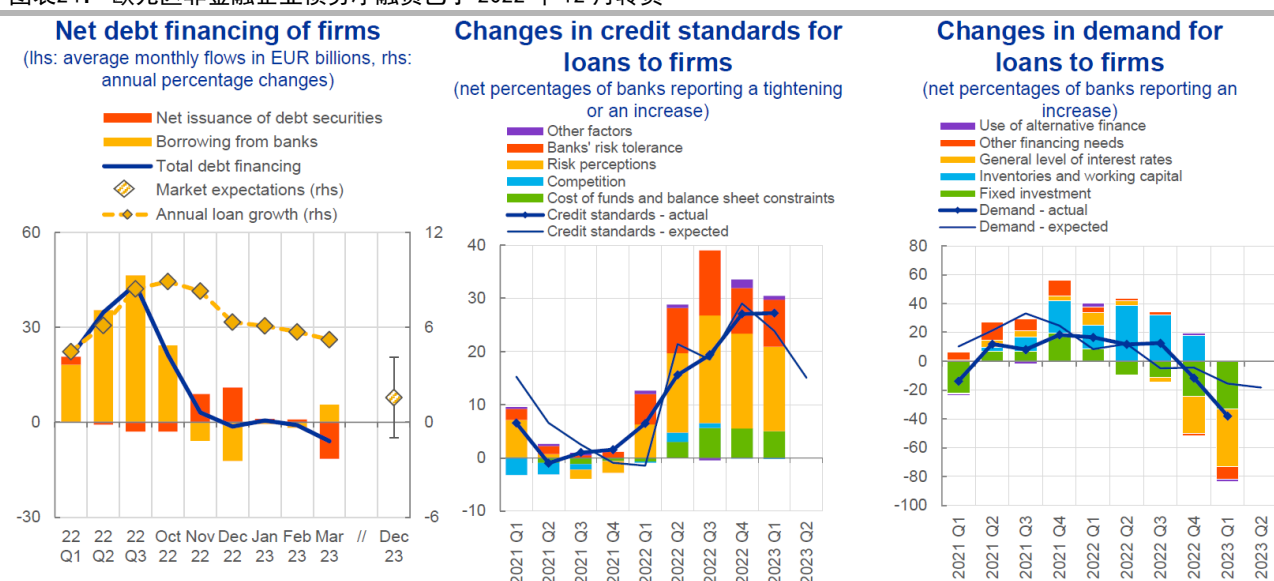
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（二）展望篇：欧元区结构性因素放大其滞胀风险

后续来看，欧元区较美国面临更多逆风，放大其滞胀风险：一是欧央行货币政策传导速率快于美联储；二是欧元区居民的实际收入修复程度不及美国居民；三是欧元区居民超额储蓄的量级、结构均不及美国居民更能支撑消费前景；四是与美国的制造业回流相反，欧元区似乎有将高耗能产业迁出的倾向，朱格拉周期开启难度大于美国，将会降低其潜在产出水平，加大通胀风险；五是欧元区的服务业就业供给依旧短缺，一方面支撑相关消费，另一方面支撑服务业通胀居高难下。

虽然欧央行收紧货币政策晚于美联储一个季度左右，但货币政策传导效率却快于美联储，体现在一是欧元区非金融企业债务净融资已于 2022 年 12 月转负，但美国非金融企业债务净融资在今年一季度仍在高位，由 2022Q3 的 310 亿美元抬升至 1630 亿美元；二是欧元区金融环境从 2022 年以来不断上行，截至 9 月达到 2009 年以来高位，高于欧债危机时期，但美国金融环境以从 2022 年 10 月以来趋势走弱。

图表24：欧元区非金融企业债务净融资已于 2022 年 12 月转负



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表25：欧元区金融环境从 2022 年以来不断上行，截至 9 月达到 2009 年以来高位，高于欧债危机时期

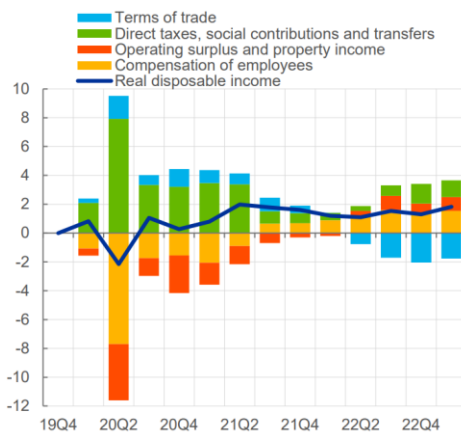


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

截至今年一季度，欧元区居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 2%，贡献项来自工资和财政支撑，拖累项来自贸易环境；同期，美国居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 4%。

图表26：今年一季度，欧元区居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 2%，美国居民实际可支配收入较 2019 年四季度高 4%

Real disposable income
(index: Q4 2019 = 0, percentages and percentage point contributions)



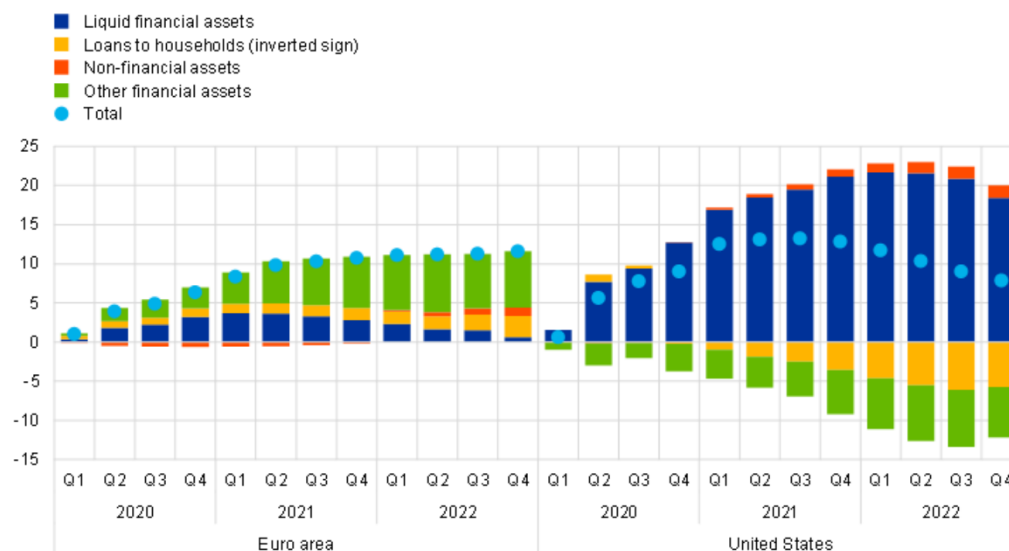
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

欧元区居民超额储蓄的高点出现在 2022Q4，占可支配收入的比例为 11.3%；美国居民超额储蓄高点出现在 2021Q3，占可支配收入比例为 13.2%。欧美居民在超额储蓄构成方面的差异更为明显：欧元区居民高流动性超额储蓄占可支配收入比例高点在 2021Q1 的 3.7%，随后降至 2022Q4 的 0.6%；美国居民高流动性超额储蓄占可支配收入比例高点在 2022Q1 的 22.2%，随后降至 2022Q4 的 18.5%。

图表27：欧元区居民超额储蓄集中在低流动性资产，美国居民超额储蓄集中在高流动性资产

Allocation of cumulated excess savings across assets

(deviations from the pre-pandemic trend, percentages of trend disposable income)

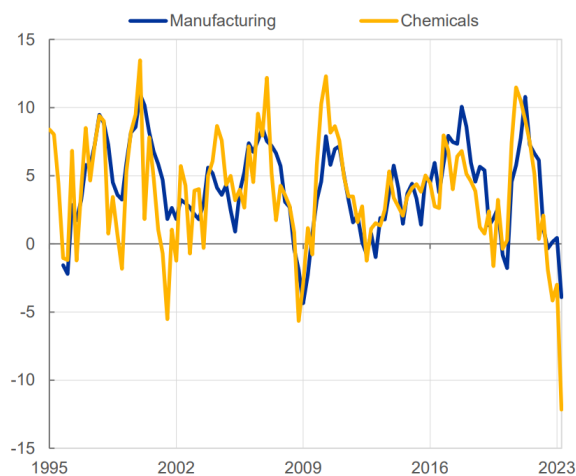


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

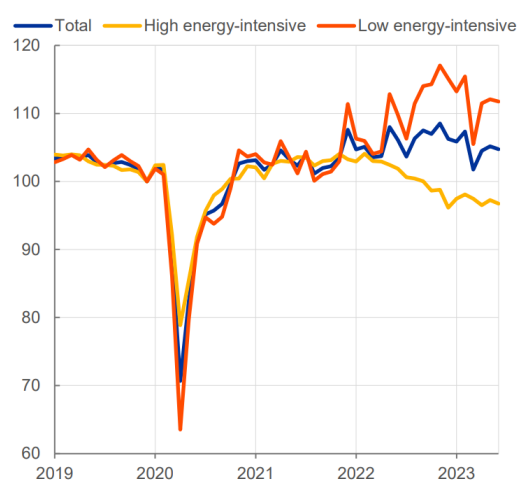
能源价格飙涨给欧元区带来的可能不仅仅是短暂的供给冲击，更可能是偏长期的疤痕效应。体现在一是以化学品为代表的高耗能行业认为自己在本地的价格竞争力较其他行业大幅走弱；二是 2023 年以来随着能源价格下行，高耗能行业的工业产出并未修复，仍处在下行趋势，但是下行斜率放缓；三是从朱格拉周期角度来看，无论是从周期位置还是成本角度而言，欧元区朱格拉周期开启难度大于美国。

图表28： 能源价格飙升给欧元区带来的可能不仅仅是短暂的供给冲击，更可能是偏长期的疤痕效应

Competitive position in domestic market
(percentage balance)



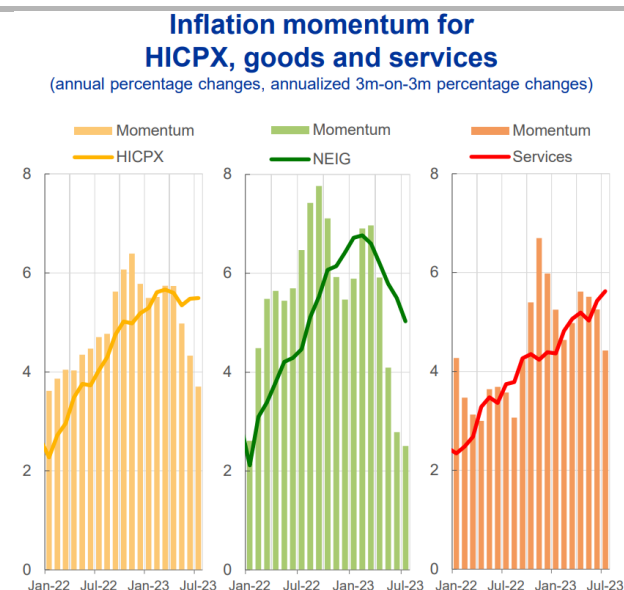
Industrial production: manufacturing sector
(index: December 2019 = 100)



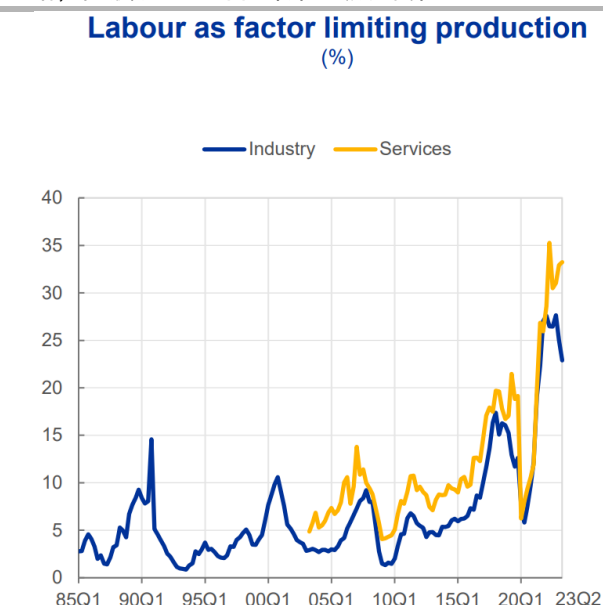
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

从欧元区通胀的潜在动态来看，非能源工业产品带动核心通胀拐点初现拐点，但核心服务通胀的动量仍然趋于上行，引发核心通胀反弹风险。背后是服务业从业人员供给短缺，据欧央行，制造业认为劳动力短缺限制产出的占比已经趋于回落，但服务业这一占比仍位于历史高位。服务业就业市场依旧紧俏，一方面支撑相关从业人员薪资和消费，另一方面继续放大服务业通胀压力。

图表29：核心服务通胀的动量仍然趋于上行



图表30：制造业认为劳动力短缺限制产出的占比已经趋于回落，但服务业这一占比仍位于历史高位



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：强弩之末

以此为基础，欧央行面临的环境将较美联储更加窘迫：一是同样面临服务业从业人员供给短缺推动的核心服务通胀居高不下；二是欧元区没有制造业回流和科技创新来推升自然利率，为欧央行创造额外的加息空间，反而由于能源危机带来的疤痕效应，中性利率有下行压力；三是欧元区居民部门的收入、杠杆水平均不及美国居民，无形中放大资产负债表和货币政策收紧的螺旋反馈风险。

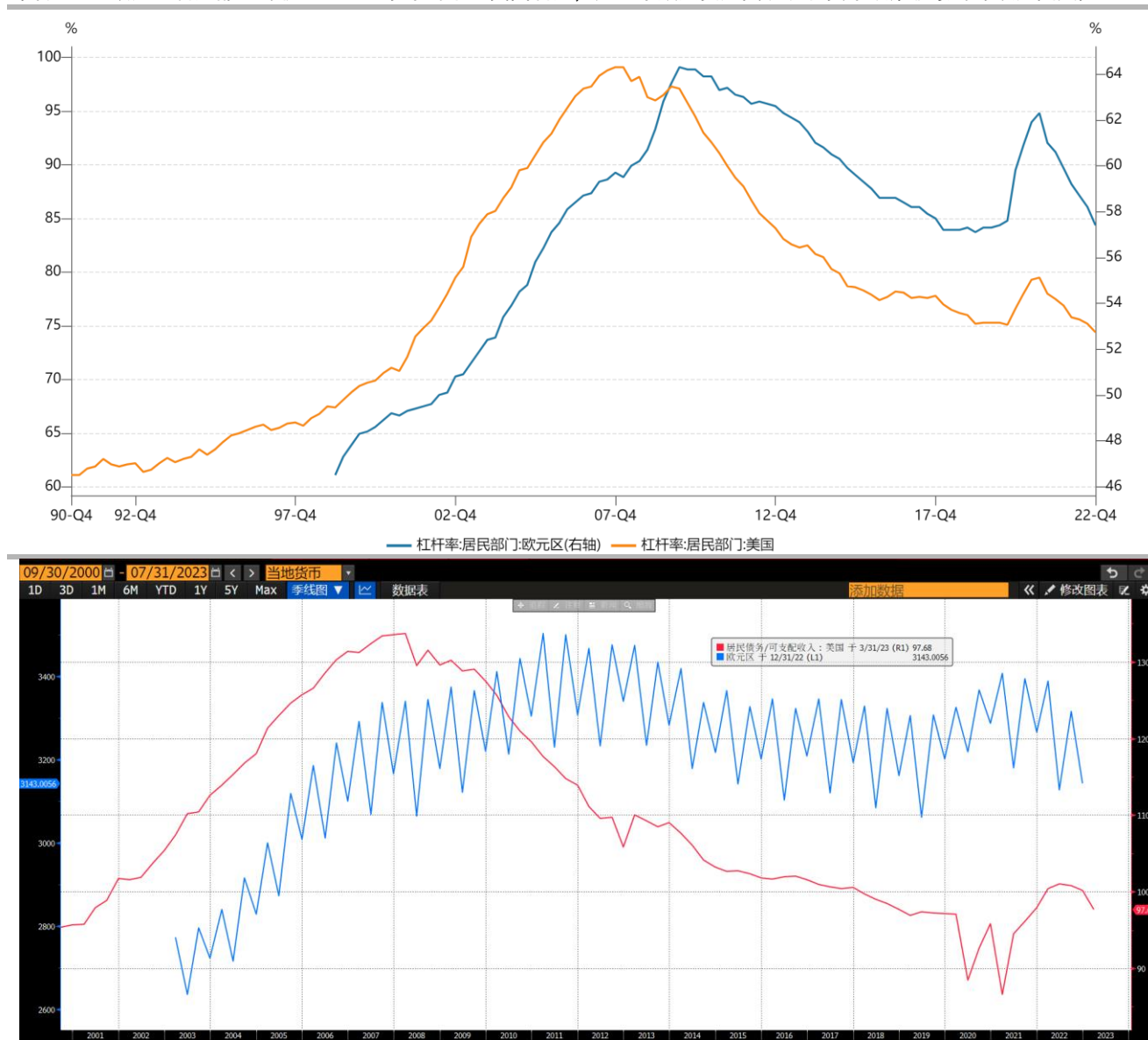
因此，欧央行的行为决策将更加趋于谨慎，一方面衡量紧俏的劳动力市场和结构性因素引发的通胀脱锚风险，一方面受制于增长前景的支撑因素仅剩服务业消费。货币政策空间小于美联储，后续的加息只会强化市场对于滞胀的共识，无法提振欧元，运行区间或在 1.02 - 1.07。

据 BIS 口径，2009 年 12 月 - 2022 年 12 月，美国居民杠杆率由 97.1%降至 74.4%，欧元区居民杠杆率由 64.3%降至 57.4%。

2009 年 12 月 - 2022 年 12 月，美国居民债务 / 可支配收入由 127.5%降至 100.2%，欧元区居民债务 / 可支配收入由 80.5%降至 78.6%。

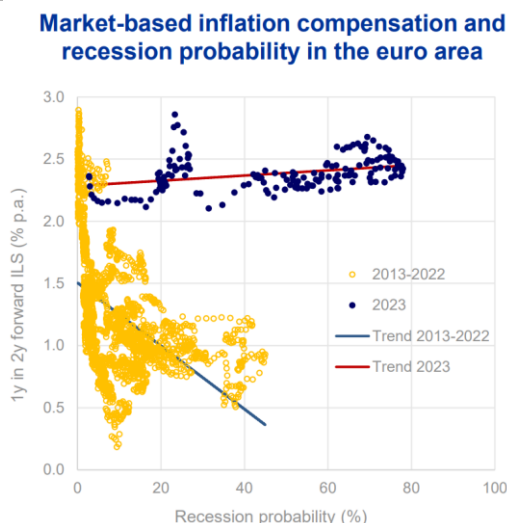
从市场定价来看，收益率曲线隐含的衰退概率和市场在通胀保值债券上索要的额外通胀风险补偿来看，2022 年以前，衰退概率增大对应通胀风险补偿走弱；2023 年以来，两者之间关系大幅弱化，表征市场在向滞胀方向定价。

图表31：欧元区居民部门的收入、杠杆水平不及美国居民，无形中放大资产负债表和货币政策收紧的螺旋范围风险



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表32：2022 年以前，衰退概率增大对应通胀风险补偿走弱；2023 年以来，两者之间关系大幅弱化，表征市场在向滞胀方向定价



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

四、日本银行货币政策前景展望：长路漫漫

（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？

随着其他主要央行于 2022 年先后进入货币紧缩周期，日本央行的动作相对谨慎，分别于 2022 年 12 月、2023 年 7 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。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不断走高。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。

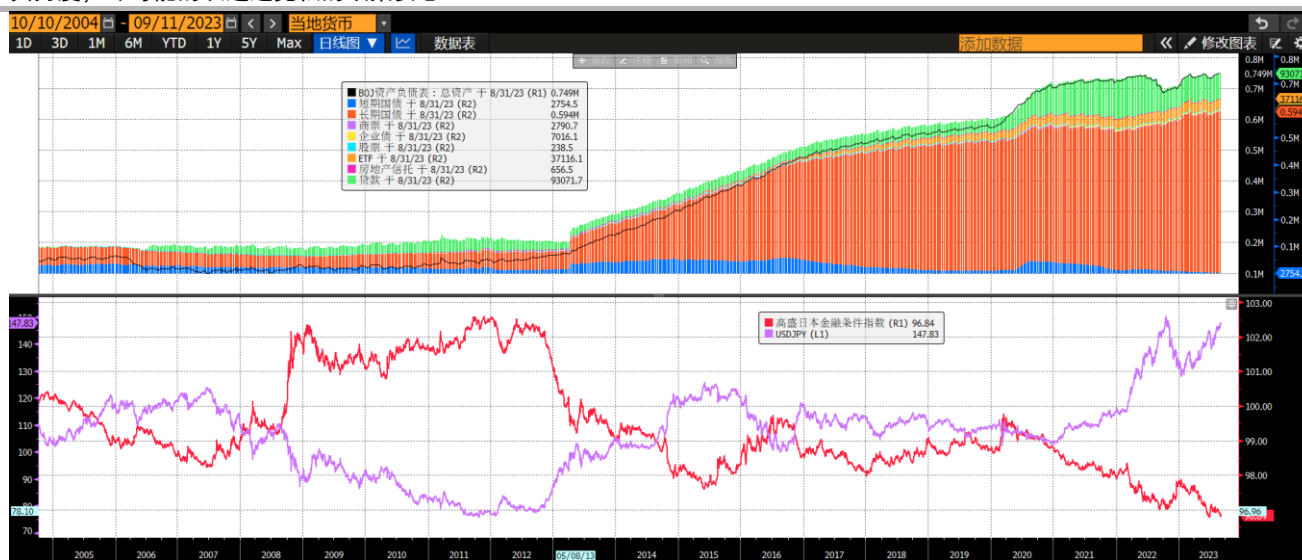
2022 年 12 月 20 日，日银宣布将 10 年期日本国债收益率的波动范围的目标水平从 $\pm 0.25\%$ 扩大到 $\pm 0.5\%$ ，公布后两周，日本银行扩表 12 万亿日元。

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。

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 9 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。

图表33：日本央行分别于 2022 年 12 月、2023 年 7 月分别两次对收益率曲线控制进行技术性调整，并在调整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

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 - 7 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%；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%；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%；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%；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%。

图表34：2022Q4 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度数不断走高



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

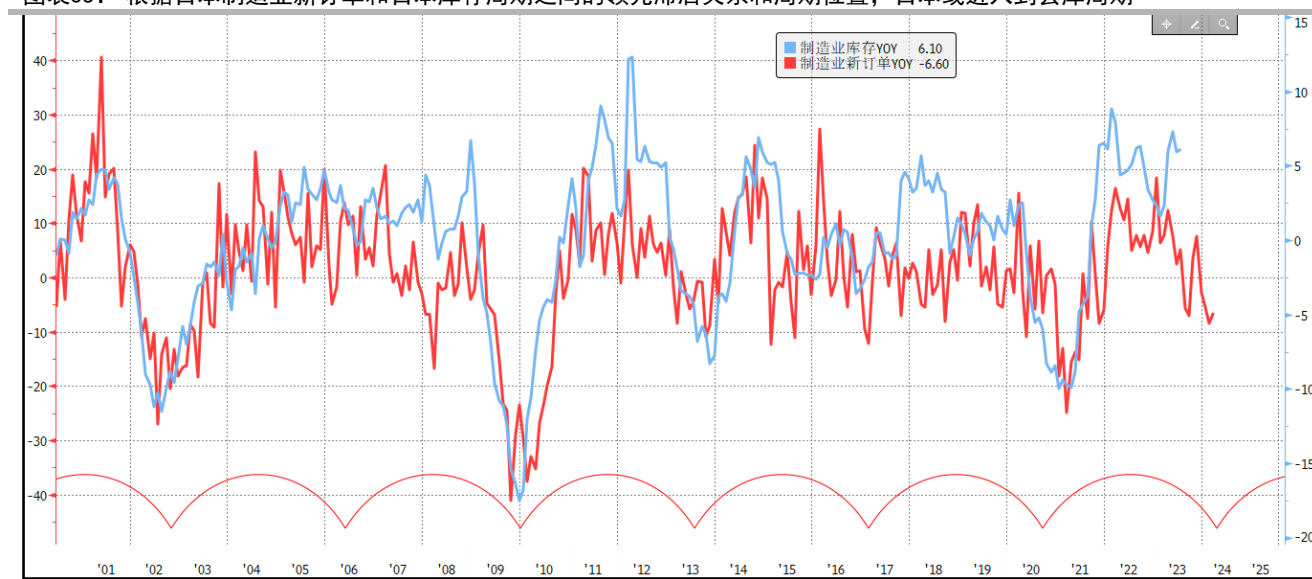
（二）展望篇：日本就业 - 薪资 - 通胀前景几何？

后续来看，日本产出和薪资动态面临一定逆风。一是根据日本制造业新订单和日本库存周期之间的领先滞后关系和周期位置，日本或进入到去库周期，且和美国制造业回流相关的电子电气行业库存水平偏高；二是日本同样面临和欧元区类似的由高能源价格带来的疤痕效应，高耗能行业产出一蹶不振；三是以职位空缺率为表征的日本劳动力市场今年以来持续走软，同时日本劳动参与率不断走高，劳动力市场趋于松弛，造成5月以来日本实际薪资增速下行，消费者信心走弱；四是日本居民实际收入放缓，消费倾向未见明显抬升，实际消费支出偏弱，服务业实际消费支出转为负增。

日本制造业一轮库存周期时长约 42 个月，其中制造业新订单领先制造业库存约 3 个季度。本轮日本库存周期开始于 2021 年 4 月，按照周期市场推测，下一个底部位置应在 2024 年底。滞后三个季度的日本制造业新订单同比增速截至

2024 年 3 月仍未确认底部，日本或进入到去库周期。

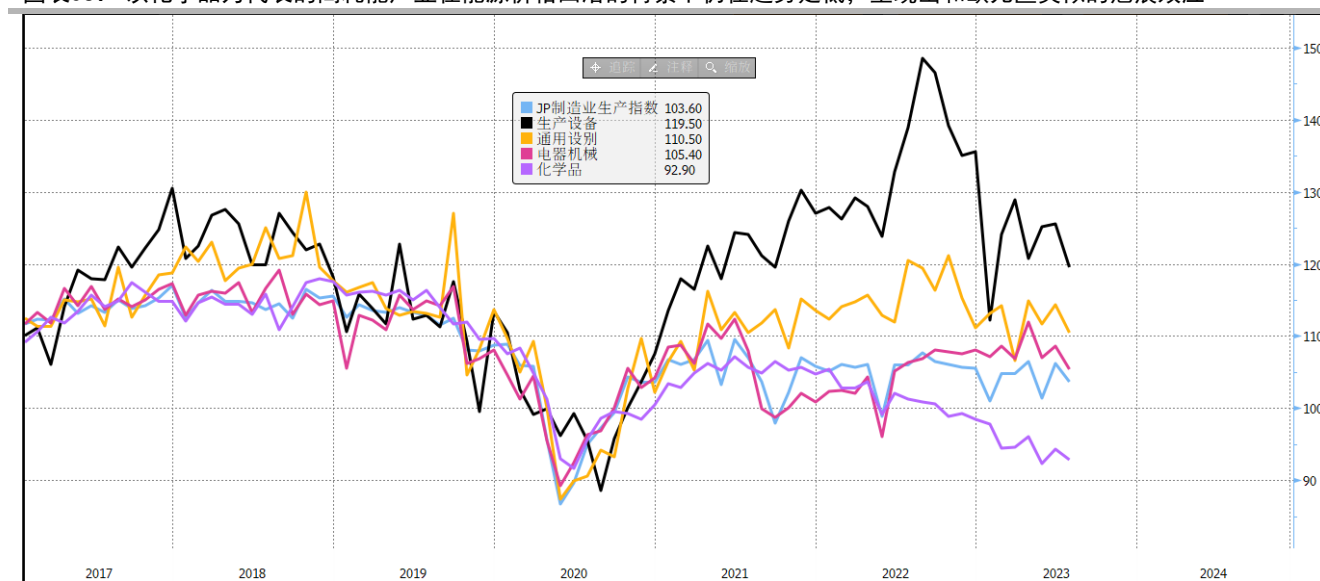
图表35：根据日本制造业新订单和日本库存周期之间的领先滞后关系和周期位置，日本或进入到去库周期



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

截至 2023 年 7 月，日本制造业生产指数为 103.6，2022 年 12 月为 105.5，2019 年 12 月为 108.7。其中生产设备业生产指数在 2023 年 7 月为 119.5、2022 年 12 月为 135.5、2019 年 12 月为 113.4；通用设备生产指数在 2023 年 7 月为 110.5、2022 年 12 月为 111.1、2019 年 12 月为 113.7；电器机械生产指数在 2023 年 7 月为 105.4、2022 年 12 月为 108.0、2019 年 12 月为 108.1；化学品生产指数在 2023 年 7 月为 92.9、2022 年 12 月为 98.5、2019 年 12 月为 109.7。也即，以机械设备为代表的低耗能产业在 2023 年生产指数变化不大，但以化学品为代表的高耗能产业在能源价格回落的背景下仍在趋势走低，呈现出和欧元区类似的疤痕效应。

图表36：以化学品为代表的高耗能产业在能源价格回落的背景下仍在趋势走低，呈现出和欧元区类似的疤痕效应



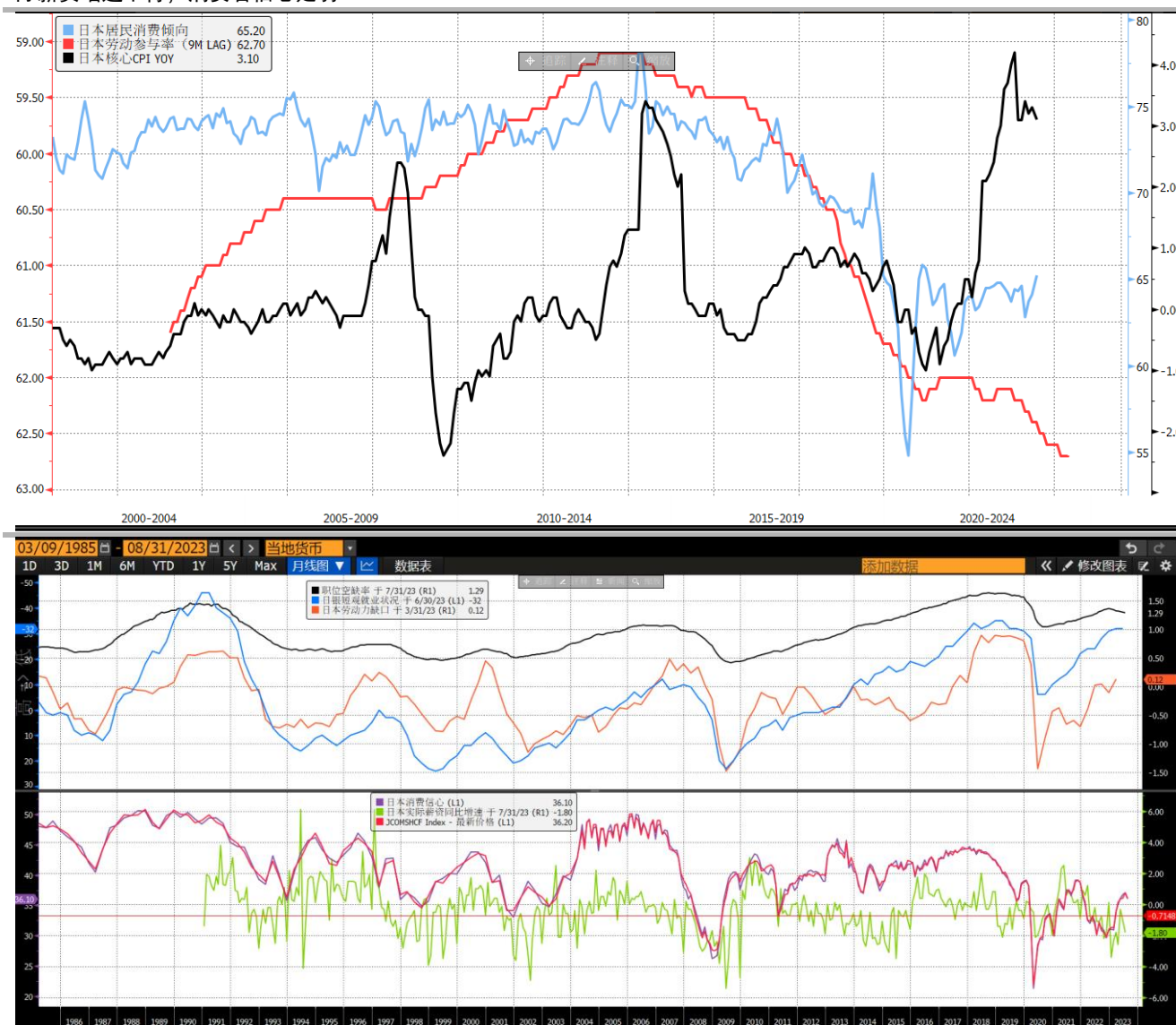
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

2023 年以来，日本职位空缺率分别为 1.35、1.34、1.32、1.32、1.31、1.30、1.29；劳动参与率（12MMA）在 62.6 - 62.7%附近徘徊，为 2000 年以来最高。

2023 年 4 - 7 月，日本实际薪资同比增速分别为-2.6%、-0.3%、-1.0%、-1.8%；消费者信心指数分别为 35.4、36.0、36.2、37.1、36.2。

2023 年 1 - 7 月，日本居民实际可支配收入分别为-2.8%、-1.0%、-5.0%、-0.6%、-7.4%、-5.1%、-6.4%；消费倾向分别为 67.0%、63.2%、63.6%、61.6%、66.0%、64.6%、65.1%；实际消费支出同比增速分别为-0.3%、1.6%、-1.9%、-4.4%、-4.0%、-4.2%、-5.0%；其中服务实际消费支出同比增速分别为-3.1%、4.5%、3.4%、-1.9%、1.0%、-3.2%、-5.4%。

图表37：日本劳动力市场今年以来持续走软，同时日本劳动参与率不断走高，劳动力市场趋于松弛，造成5月以来日本实际薪资增速下行，消费者信心走弱



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表38：日本居民实际收入放缓，消费倾向未见明显抬升，实际消费支出偏弱，服务业实际消费支出转为负增



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：长路漫漫

以此为基础，由于劳动力市场趋于缓和，日本居民实际收入和服务支出转弱，无法支撑日本银行希望看到的薪资 - 服务消费 - 通胀的良性循环。根据日本银行在7月28日发布的通胀前景展望，2023 - 2025财年，核心CPI（CPI除生鲜食品）分别为2.5%、1.9%、1.6%，核心 - 核心CPI（CPI除生鲜食品和能源）分别为3.2%、1.7%、1.8%。也即日本通胀水平会在2024年重新掉入2%以下，无法推动日银开启货币政策正常化。

需要注意的是，对YCC的技术性调整和对负利率政策的相关考量，并非代表日银货币政策转向，反而会引发日银更大规模的资产购买力度，推动货币金融环境进一步宽松，日元汇率不升反降，日元运行区间在145 - 155。

日本时间2023年9月9日5:00，《读卖新闻》发表了对日本央行行长植田和男的单独采访报导。

植田行长对负利率政策给出了明确的观点“如果确信是工资上涨所带来的物价上升、日本央行会采取包括退出负利率在内的各类选项。当经济、物价形势出现超预期上行时，目前还没法决定利率要上调多少、要调整几种政策。上调利率对总需求（消费）会有负面影响，但如果退出负利率后也能实现通胀目标的话、那么会考虑退出负利率”。

图表39：日本通胀水平会在 2024 年重新掉入 2%以下，无法推动日银开启货币政策正常化

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	+1.2 to +1.5 [+1.3]	+2.4 to +2.7 [+2.5]	+3.1 to +3.3 [+3.2]
Forecasts made in April 2023	+1.1 to +1.5 [+1.4]	+1.7 to +2.0 [+1.8]	+2.5 to +2.7 [+2.5]
Fiscal 2024	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.2 [+1.9]	+1.5 to +2.0 [+1.7]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+1.5 to +1.8 [+1.7]
Fiscal 2025	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.6]	+1.8 to +2.2 [+1.8]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.1 [+1.0]	+1.6 to +1.9 [+1.6]	+1.8 to +2.0 [+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：波浪发展

（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。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 - 2023Q2，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。

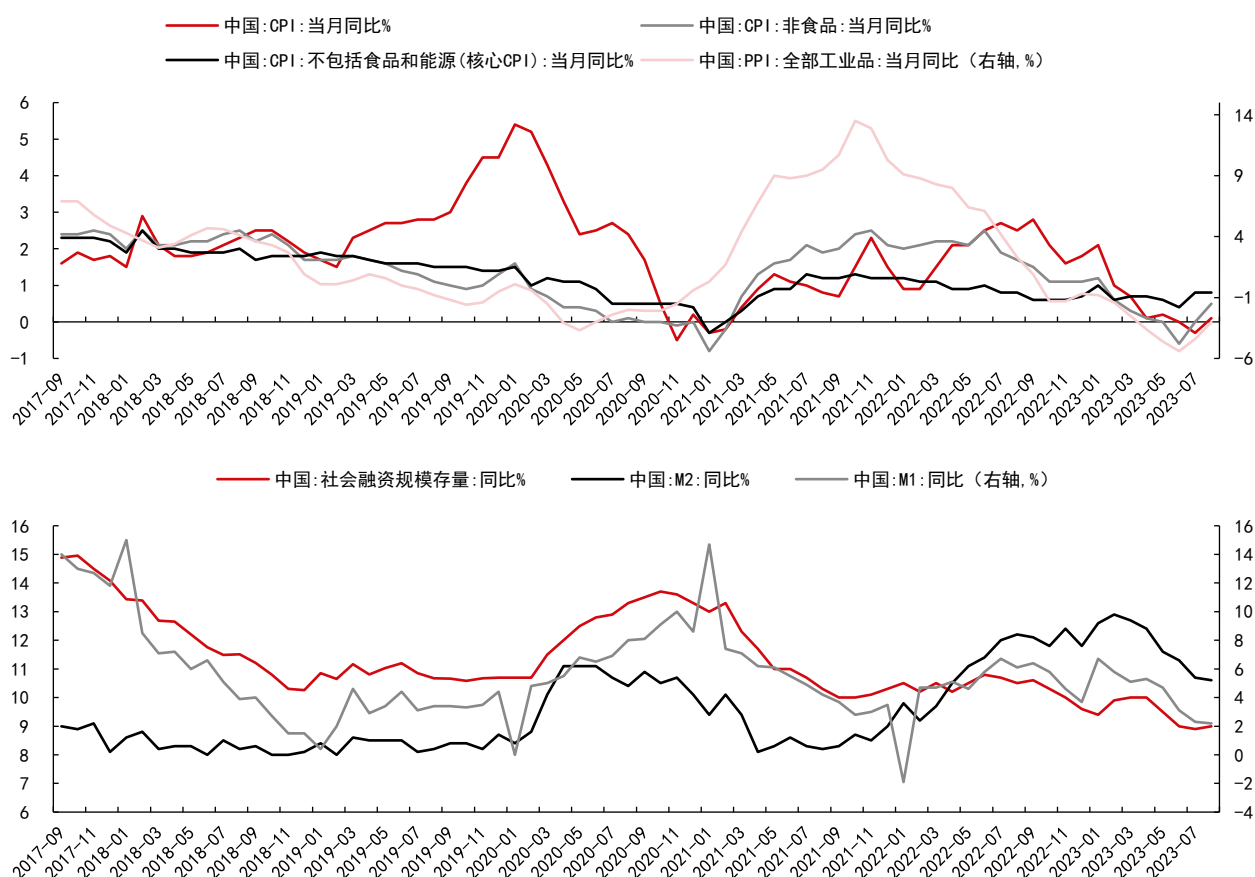
9 月初，6 家国有大行和多家股份制银行下调存款利率，1 年期、2 年期、3 年期和 5 年期定期存款利率普遍下调 10BP、20BP、25BP 和 25BP，调整后，以工商银行为例，1 年期、2 年期、3 年期和 5 年期整存整取存款利率分别为 1.55%、1.85%、2.2%、2.25%。

2022Q4 - 2023Q2，中国实际 GDP 季调环比折年率分别为 2.0%、9.1%、3.2%。

2023 年 1 - 8 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%；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%；PPI 同比增速分别为-0.8%、-1.4%、-2.5%、-3.6%、-4.6%、-5.4%、-4.4%、-3%。

2023 年 1 - 8 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%；M2 同比增速分别为 12.6%、12.9%、12.7%、12.4%、11.6%、11.3%、10.7%、10.6%；M1 同比增速分别为 6.7%、5.8%、5.1%、5.3%、4.7%、3.1%、2.3%、2.2%。

图表40：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

2023 年 1 - 8 月，中国出口同比增速分别为-11.6%、-2.7%、11.4%、7.3%、-7.1%、-12.4%、-14.5%、-8.8%；中国社会零售规模季调环比增速分别为 0.08%、2.31%、0.56%、0.23%、0.35%、0.24%、-0.06%。

2023 年 2 - 7 月新房销售累计同比增速分别为-3.6%、-1.8%、-0.4%、-0.9%、-5.3%、-6.5%；房地产投资增速累计同比分别为-5.7%、-5.8%、-6.2%、-7.2%、-7.9%、-8.5%；基建投资增速累计同比分别为 12.18%、10.82%、9.80%、

9.53%、10.15%、9.41%；制造业投资增速累计同比分别为 8.10%、7.00%、6.40%、6.00%、6.00%、5.70%。

图表41：中国消费动能走弱，出口负增，基建和制造业投资无法对冲房地产投资下行



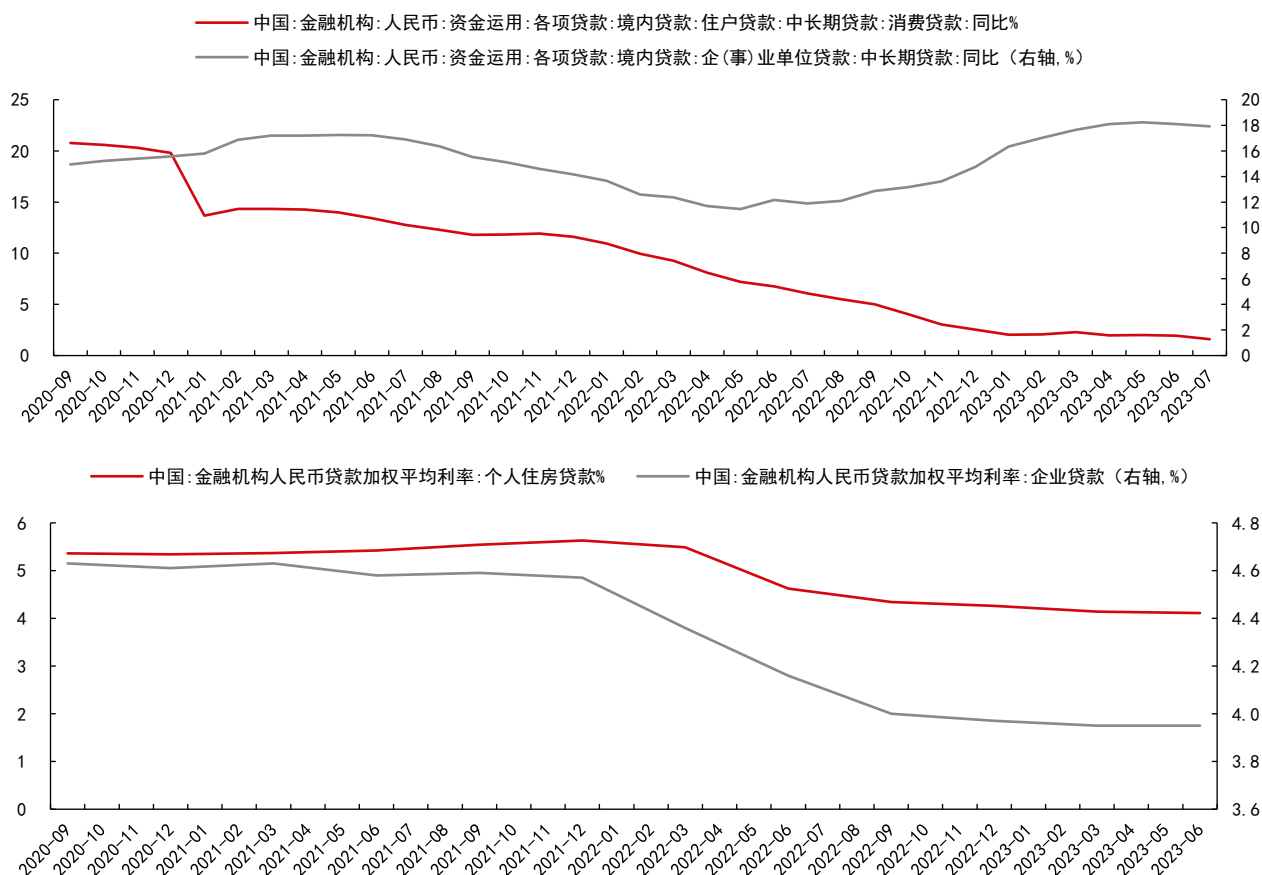
资料来源：WIND 中信期货研究所

2022Q4 - 2023Q2，企业贷款加权利率分别为 3.97%、3.95%、3.95%；2023 年 1 - 8 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%。

2022Q4 - 2023Q2，个人住房贷款加权利率分别为 4.26%、4.14%、4.11%；2023 年 1 - 8 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%、1.73%。

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42：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： 中国人民银行货币政策的三大发力点

后续来看，中国人民银行的最终目标是把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，加大宏观政策调控力度，稳固支持实体经济恢复发展；中介目标是保持货币供应量和社会融资规模增速基本匹配；发力重点一是稳定居民杠杆，二是帮助政府化债，三是着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。

无论从央行表述还是海外经验来看，货币政策姿态仍偏积极，降准降息依旧可期，延续时长取决于房地产政策效果和居民收入改善时点。

2023Q2《中国货币政策执行报告》指出“…把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，加大宏观政策调控力度，建设现代中央银行制度，发挥货币信贷效能，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。

“稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。综合运用多种货币政策工具，保持流动性

合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。

“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配，着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。密切关注主要央行货币政策变化，加强对流动性形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行”。

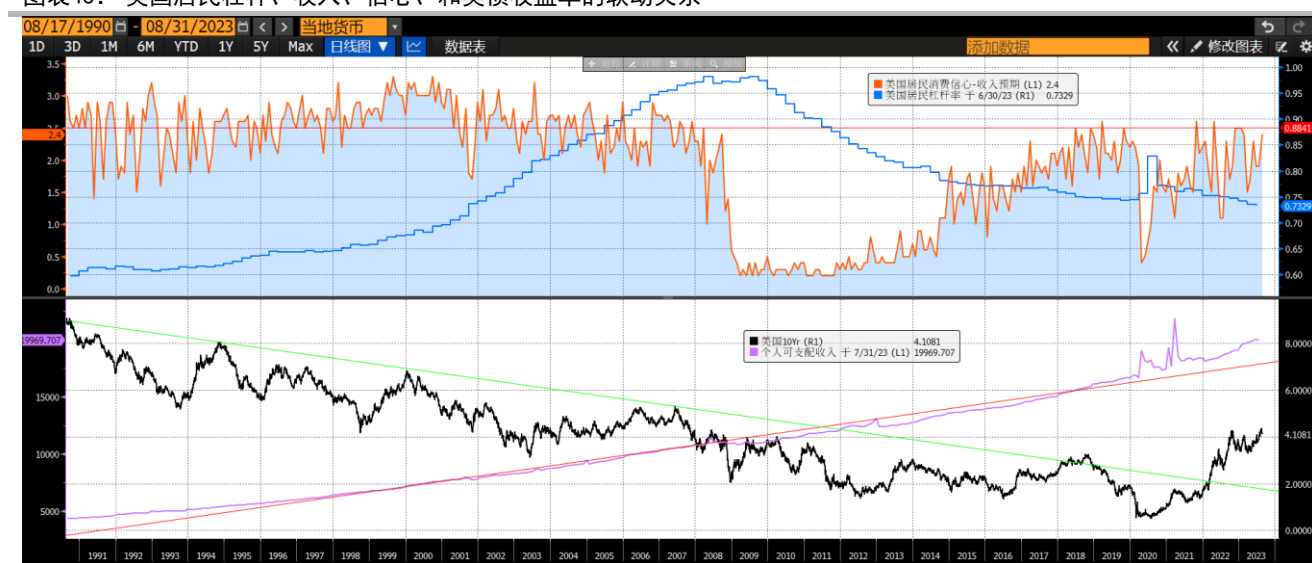
“…密切关注重点领域风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。

较一季度而言，二季度新增一是“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，经验来看这一表述往往对应降息操作；二是“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”；三是“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。

后续来看，中国人民银行货币政策偏积极的姿态持续时长一则取决于一线城市商品房销售情况；二则取决于居民收入修复情况。

从美国居民杠杆调整的经验来看，2009 年美国居民进入到去杠杆周期，与之对应密歇根大学收入信心指数快速走低，美国居民可支配收入回落至 2000 - 2007 年的长期趋势线以下，10Yr 美债收益率大幅低于 1990 - 2007 年以来的下行通道上沿。至 2018 年 6 月，美国居民可支配收入再次回到 2000 - 2007 年的长期趋势线，密歇根大学收入信心指数回升至金融危机前 2008 年 4 月水平，10Yr 美债收益率重新回到 1990 - 2007 年以来的下行通道上沿，并完成突破。

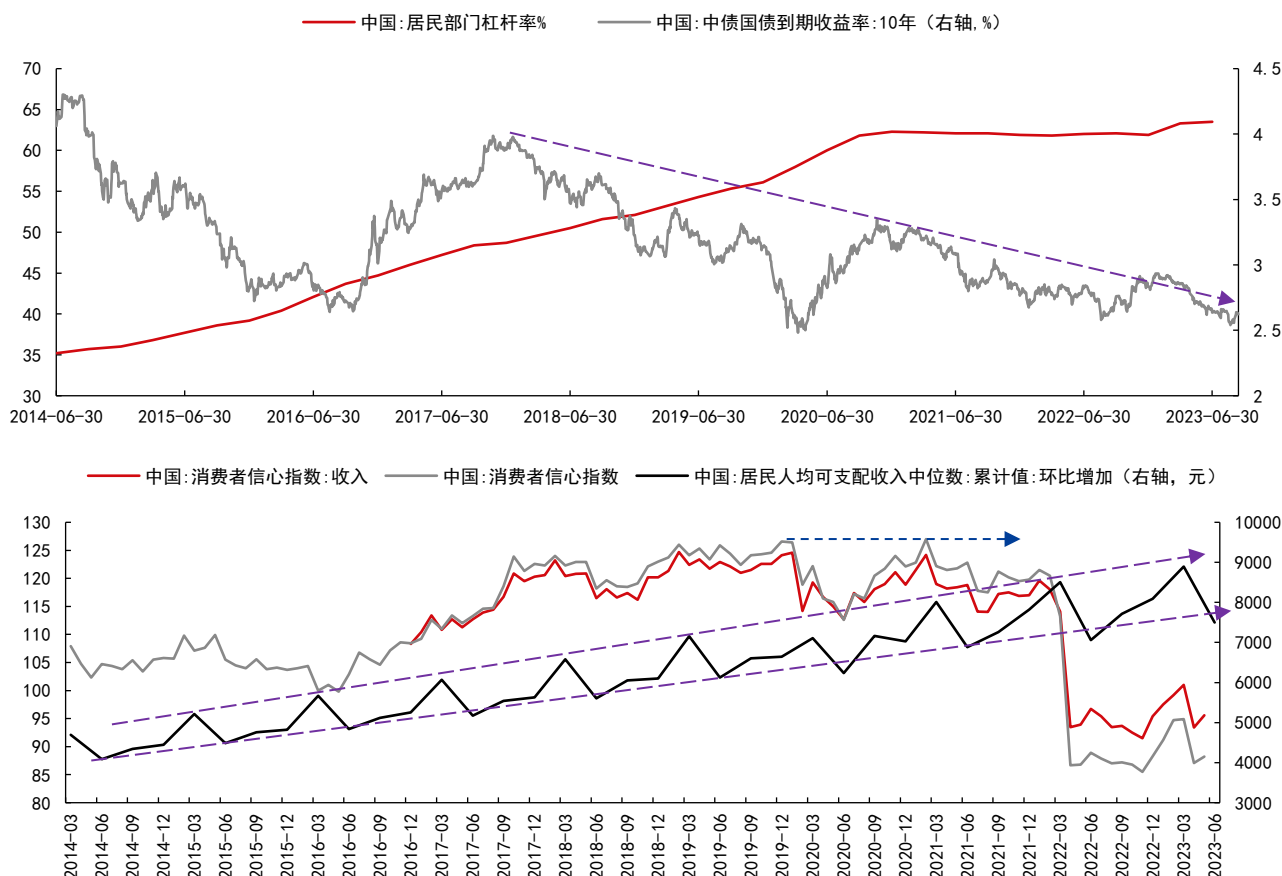
图表43：美国居民杠杆、收入、信心、和美债收益率的联动关系



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

因此，在居民债务杠杆调整期，货币政策和利率水平趋势向下的时长很大程度上取决于居民收入和收入前景何时能修复至调整之前。对于国内而言，可观测指标之一是国家统计局发布的消费者信心指数中的收入分项何时回到2021Q1水平。

图表44：居民债务杠杆调整期，货币政策和利率水平趋势向下的时长取决于居民收入和收入前景何时能修复至调整之前



资料来源：WIND 中信期货研究所

（三）中国人民银行货币政策和人民币展望：波浪发展

需要注意的是，中国人民银行偏积极的货币政策姿态并不等价于资金面感受偏松，原因一是回溯8月以来的货币政策操作，很大程度上体现了对于二季度《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，央行不再通过宽货币推动宽信用，宽货不再前置于宽信用，本质是央行对企业中长期贷款增速和M1增速走势背离的回应，亦体现出对于“资金空转”的警惕。二是根据周期位置经验，PPI同比触底后，即便是在环比偏弱+基数效应下缓慢回升，资金利率也难以进一步下行，可参考经验分别是2015Q4和2019Q4；三是美国朱格拉周期有启动可能，亦会带动中国出口上行，如果和一线城市房地产销售形成共振，可能会触发中国人民

银行边际转紧；四是中国非食品 CPI、服务 CPI 已连续两个月位于季节性高位，但市场对通胀的认识显然不足。

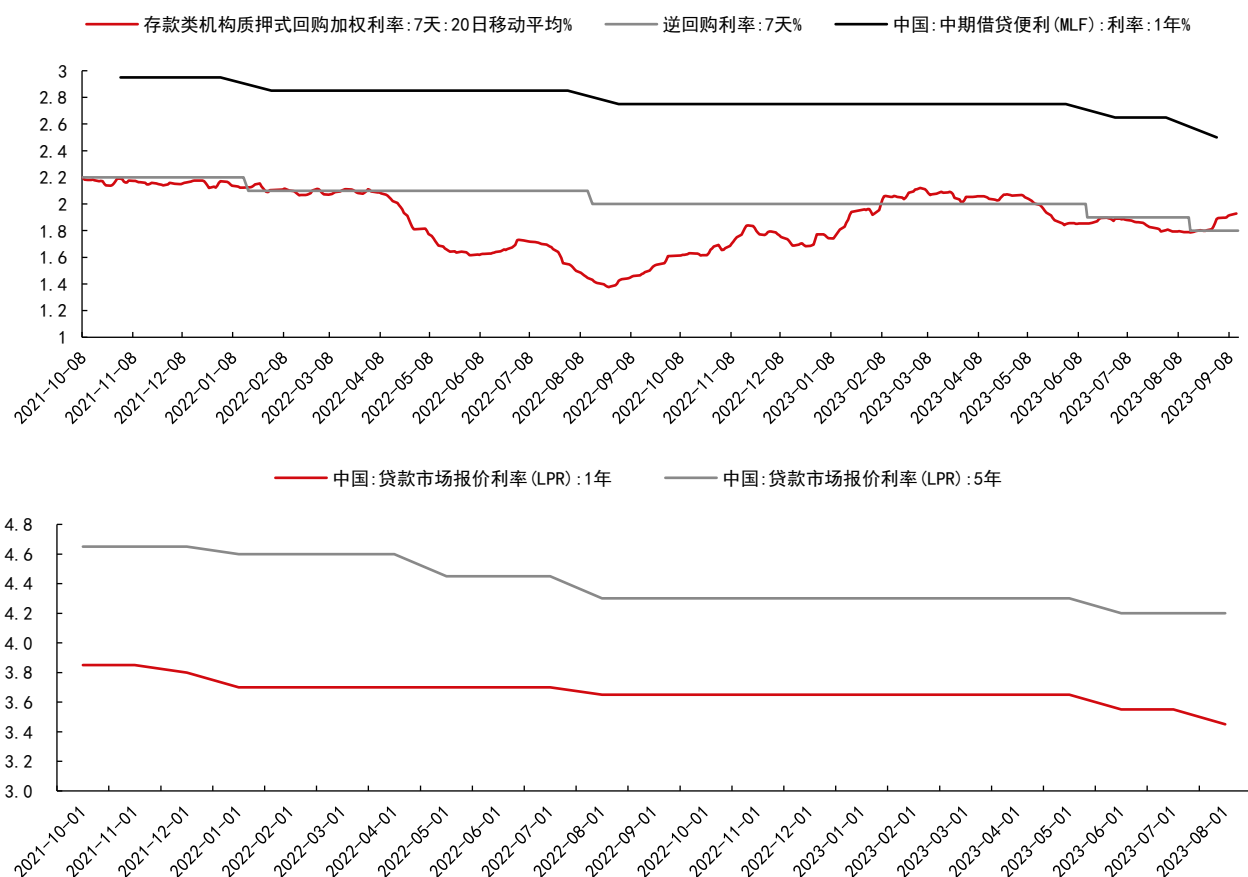
因此，人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉期点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值仍需等待地产政策见效或美国朱格拉周期启动带动中国出口反弹。预计运行区间在 7.1 - 7.4。

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 反而抬升至 1.9% 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。

图表45：中国人民银行压平政策利率曲线，推陡存贷款市场利率曲线



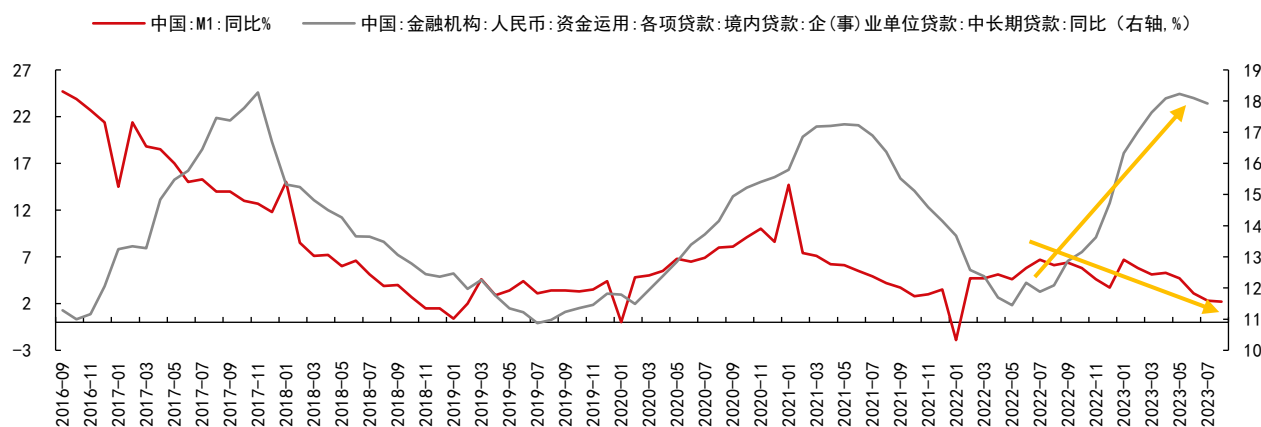
资料来源：WIND 中信期货研究所

复盘 8 月以来中国人民银行的货币政策摆布，虽然出现超预期幅度的降息，但其宽信用的含义远远大于宽货币：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，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。

8 月以来中国人民银行的的操作，很大程度上体现了对于二季度《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，本质上是对企业中长期贷款和 M1 走势背离的回应。在此政策思路下，央行不再通过宽货币推动宽信用，而是将宽货币置于宽信用的从属位置，偏积极的货币政策姿态不再等价于资金面感受偏松，亦体现出央行对于“资金空转”的警惕。

图表46：2022Q3 以来，企业中长期贷款和 M1 走势背离



资料来源：WIND 中信期货研究所

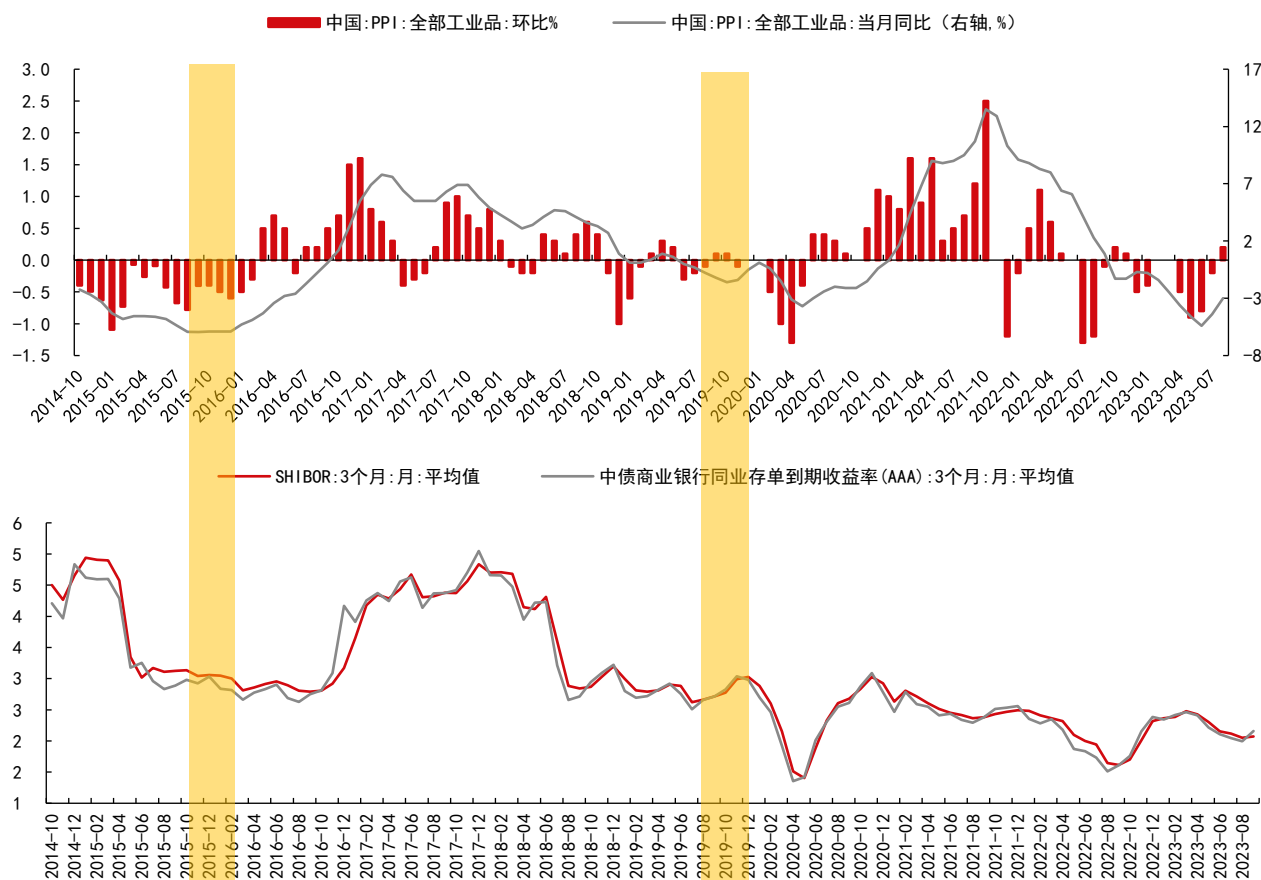
2015 年 8 - 12 月，PPI 处在磨底期，同比增速分别为-5.9%、-6.0%、-5.9%、-5.9%、-5.9%，环比增速分别为-0.8%、-0.4%、-0.4%、-0.5%、-0.6%。Shibor 3M 的月度均值分别为 3.11%、3.12%、3.14%、3.04%、3.06%；3M AAA 同业存单月度均值分别为 2.83%、2.89%、2.98%、2.93%、3.03%。

2019 年 9 - 12 月，PPI 处在磨底期，同比增速分别为-1.2%、-1.6%、-1.4%、-0.5%，环比增速分别为 0.1%、0.1%、-0.1%、0.0%。Shibor 3M 的月度均值分别为 2.71%、2.77%、2.99%、3.03%；3M AAA 同业存单月度均值分别为 2.71%、2.83%、3.04%、2.98%。

2023 年 7 - 8 月，CPI 非食品环比增速分别为 0.5%、0.2%，近 5 年季节性均值分别为 0.2%、0.0%。

2023 年 7 - 8 月，CPI 服务环比增速分别为 0.8%、0.1%，近 5 年季节性均值分别为 0.4%、0.1%。

图表47：PPI 同比触底后，即便是在环比偏弱 + 基数效应下缓慢回升，资金利率也难以进一步下行



资料来源：WIND 中信期货研究所

六、汇率展望

（一）市场展望：四大央行货币政策空间和路径泾渭分明，美元指数仍然偏强，人民币震荡运行

美联储货币政策前景展望：山外有山。一是目前 CRB 原材料价格指数和进口价格指数已初现触底迹象，制造业周期触底和朱格拉周期一旦启动，CPI 核心商品通胀对后续核心通胀的下拉作用减弱；二是汽油价格反弹和 CPI 能源项回落的背离不可持续，后续 CPI 能源项面临极大反弹风险；三是从居民部门补薪资行为来看，CPI 除住房外核心服务通胀需到 2024H2 才有可能开启趋势下行；四是从职位空缺 / 失业人数与通胀水平的非线性关系看，职位空缺 / 失业人数回到 1 以下才对应 2% 的通胀中枢，而这一点或在 2025 年才能实现。

因此，考虑到上述通胀动态和就业市场韧性，以及制造业回流和科技革命会抬升长期中性利率，体现在其产出和投资冲动不再受限于信用状况，美联储有抬升长期中性利率的动机，为后续进一步加息打开空间。美元指数亦会受到

提振，运行区间或在 105 - 110。

欧央行货币政策前景展望：强弩之末。欧央行面临的环境将较美联储更加窘迫：一是同样面临服务业从业人员供给短缺推动的核心服务通胀居高不下；二是欧元区没有制造业回流和科技创新来推升自然利率，为欧央行创造额外的加息空间，反而由于能源危机带来的疤痕效应，中性利率有下行压力；三是欧元区居民部门的收入、杠杆水平均不及美国居民，无形中放大资产负债表和货币政策收紧的螺旋范围风险。

因此，欧央行的行为决策将更加趋于谨慎，一方面衡量紧俏的劳动力市场和结构性因素引发的通胀脱锚风险，一方面受制于增长前景的支撑因素仅剩服务业消费。货币政策空间小于美联储，后续的加息只会强化市场对于滞胀的共识，无法提振欧元，运行区间或在 1.02 - 1.07。

日本银行货币政策前景展望：长路漫漫。由于劳动力市场趋于缓和，日本居民实际收入和服务支出转弱，无法支撑日本银行希望看到的薪资 - 服务消费 - 通胀的良性循环。根据日本银行在 7 月 28 日发布的通胀前景展望，2023 - 2025 财年，核心 CPI（CPI 除生鲜食品）分别为 2.5%、1.9%、1.6%，核心-核心 CPI（CPI 除生鲜食品和能源）分别为 3.2%、1.7%、1.8%。也即日本通胀水平会在 2024 年重新掉入 2% 以下，无法推动日银开启货币政策正常化。

需要注意的是，对 YCC 的技术性调整和对负利率政策的相关考量，并非代表日银货币政策转向，反而会引发日银更大规模的资产购买力度，推动货币金融环境进一步宽松，日元汇率不升反降，日元运行区间在 145 - 155。

中国人民银行货币政策前景展望：波浪发展。中国人民银行的最终目标是把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，加大宏观政策调控力度，稳固支持实体经济恢复发展；中介目标是保持货币供应量和社会融资规模增速基本匹配；发力重点是稳定居民杠杆，帮助政府化债，着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。无论从央行表述还是海外经验来看，货币政策姿态仍偏积极，降准降息依旧可期，延续时长取决于房地产政策效果和居民收入改善时点。

需要注意的是，中国人民银行偏积极的货币政策姿态并不等价于资金面感受偏松，原因一是回溯 8 月以来的货币政策操作，很大程度上体现了对于二季度《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，央行不再通过宽货币推动宽信用，宽货不再前置于宽信用，是央行对企业中长期贷款增速和 M1 增速走势背离的回应，亦体现出对于“资金空转”的警惕。二是根据周期位置经验，PPI 同比触底后，即便是在环比偏弱 + 基数效应下缓慢回升，资金利率也难以进一步下行，可参考经验分别是 2015Q4 和 2019Q4；三是美国朱格拉周期有启动可能，亦会带动中国出口上行，如果和一线城市房地产销售形成共振，可能会触发中国人民银行

边际转紧；四是中国非食品 CPI、服务 CPI 已连续两个月位于季节性高位，但市场对通胀的认识显然不足。

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，人民币升值仍需等待地产政策见效或美国朱格拉周期启动带动中国出口反弹。预计运行区间在 7.1 - 7.4。

（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、美国朱格拉周期无法顺利开启。若朱格拉周期无法顺利开启，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、日本薪资快速抬升。日本薪资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>