

# 宏观报告

证券研究报告

2024年05月21日

## 全球央行各自的“围城”

当前美国经济的“胀”和日欧经济的“滞”形成了鲜明的对比，夹杂其中的还有英国更为明显的“滞胀”情形；各大经济体主要矛盾的不同直接映射到四大央行分叉的货币政策路径。

美联储降息预期一再证伪，市场也并未将降息节点集中押注在某次会议；我们认为欧央行大概率于6月开启本轮降息周期；日央行在3月开启缓慢的货币正常化进程后受制于内需疲软与薪资回落难有更进一步的动力；英国央行在滞胀的环境中还未明确降息路径。

广义上的全球央行货币政策应该趋向协同、密切配合，但当前各大央行所在经济体有着各自的“围城”：美国艳羡日欧通胀的持续放缓，而日欧觊觎美国经济的稳步增长，英国则面临持续“滞胀”的挑战，各自货币政策都面临不同的掣肘。

我们认为美联储年内不降息或是基准情形；而欧央行的降息进程或已落后于曲线；日央行货币正常化进程在年内难以持续推进；英国央行则不得不对通胀妥协，跟随欧央行降息以维系经济微弱的复苏势头。

**风险提示：**美国流动性超预期收紧，欧洲通胀粘性超预期，英国经济复苏不及预期，日本央行货币政策超预期收紧

### 作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-二季度的主要变化》2024-05-18
- 《宏观报告：宏观报告-美国4月通胀数据点评》2024-05-16
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第3周》2024-05-13

## 前言

当前美国经济的“胀”和日欧经济的“滞”形成了鲜明的对比，夹杂其中的还有英国更为明显的“滞涨”情形；各大经济体主要矛盾的不同直接映射到四大央行分叉的货币政策路径。

美联储降息预期一再证伪，市场也并未将降息节点集中押注在某次会议；我们认为欧央行大概率于 6 月开启本轮降息周期；日央行在 3 月开启缓慢的货币正常化进程后受制于内需疲软与薪资回落难有更进一步的动力；英国央行在滞涨的环境中还未明确降息路径。

广义上的全球央行货币政策应该趋向协同、密切配合，但当前各大央行所在经济体有着各自的“围城”：美国艳羡日欧通胀的持续放缓，而日欧觊觎美国经济的稳步增长，英国则面临持续“滞涨”的挑战，各自货币政策都面临不同的掣肘。

我们认为美联储年内不降息或是基准情形；而欧央行的降息进程或已落后于曲线；日央行货币正常化进程在年内难以持续推进；英国央行则不得不对通胀妥协，跟随欧央行降息以维系经济微弱的复苏势头。

## 正文

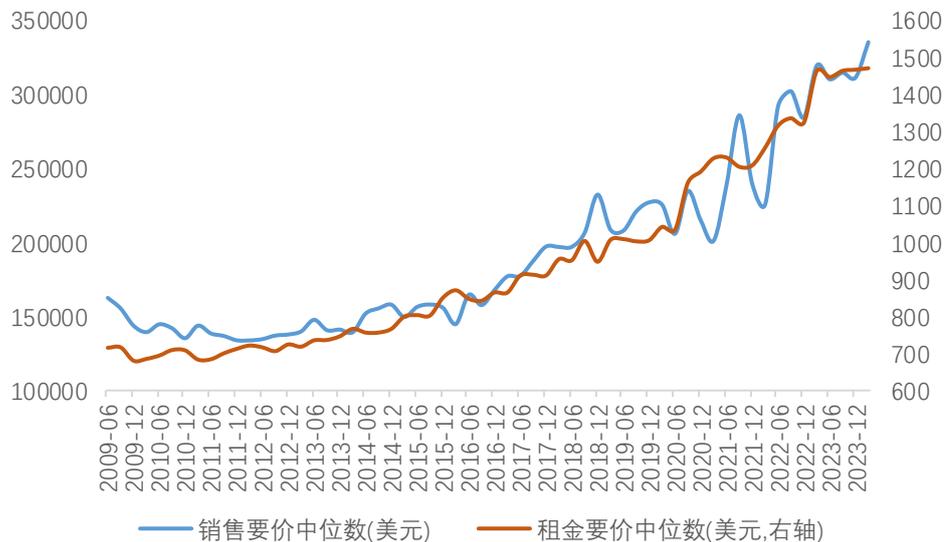
### 美联储：面临“二次通胀”与更加顽固的“通胀预期”威胁

美联储当前面临的主要威胁是二次通胀趋势的持续演化以及向通胀预期的加速传导。

从更高维度看，我们在 2024 年 5 月 16 日报告《美国 4 月通胀数据点评》提及：“我们认为与其关注某一个分项对当月通胀数据的影响，不如关注在通胀系统性抬升的情况下，各个实体部门对通胀的序贯式反馈。”

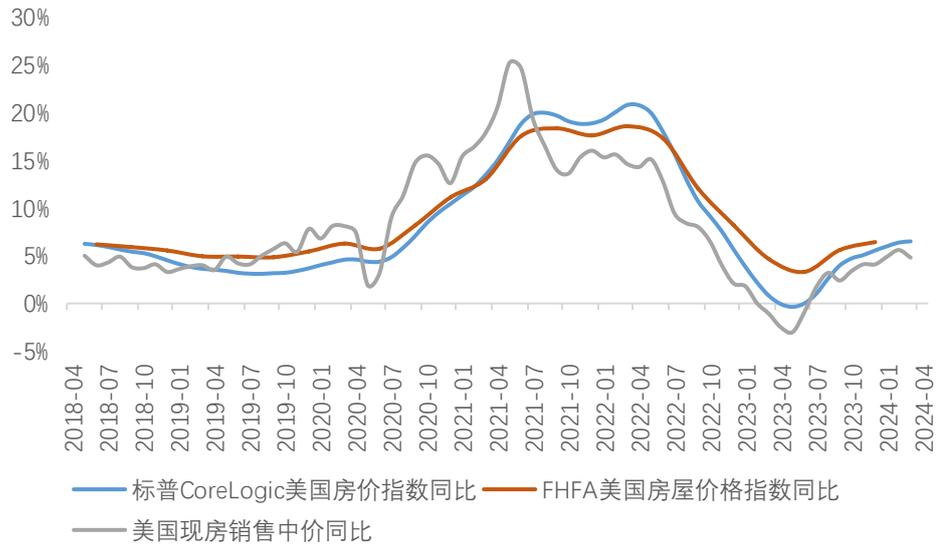
以住房为主的核心服务通胀依然保持在 5%以上水平，房价分项难放缓的背后是美国房地产销售要价(asking price)中位数和租金要价中位数的角度均维持在高位；从整体房价同比变化角度看，自去年 2 季度起的反弹趋势仍在延续。

图 1：美国房地产销售要价和租金要价中位数均保持在高位



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：美国房地产价格同比反弹趋势仍在延续

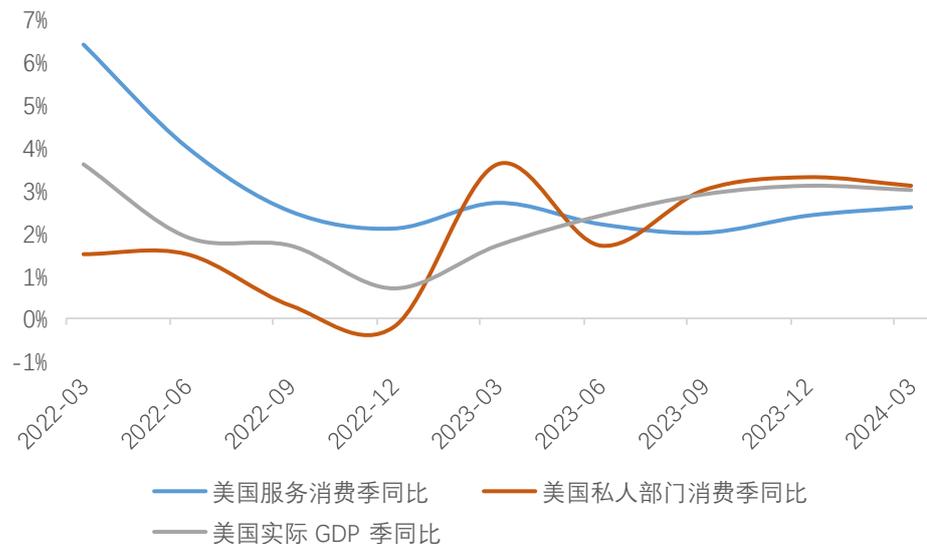


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

虽然一季度的经济数据以及 4 月的非农新增就业读数相对较弱，但是我们认为**美国经济仍然处于相对高位走平的状态，并未显出疲态。**

具体来看，无论是更能反映美国内需的国内私人部门总需求，还是在经济总量占比近 50% 的私人服务消费在一季度都并未放缓。4 月非农新增就业总量的超预期走弱也是建立在 3 月终值 31.5 万人是过去 14 个月新高的基础之上。

图 3：美国经济依然在高位运行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

反之，我们认为更为重要的是观察到了近期通胀预期的再次抬头，各类口径下都再次触及年内新高；二次通胀的趋势正让通胀预期变得更加顽固。

消费者视角下，无论是对未来一年房租的涨幅预期、未来一年的整体通胀预期，还是服务业与制造业 PMI 物价分项的持续反弹都指向了消费者对通胀持续反弹趋势的逐渐“适应”。

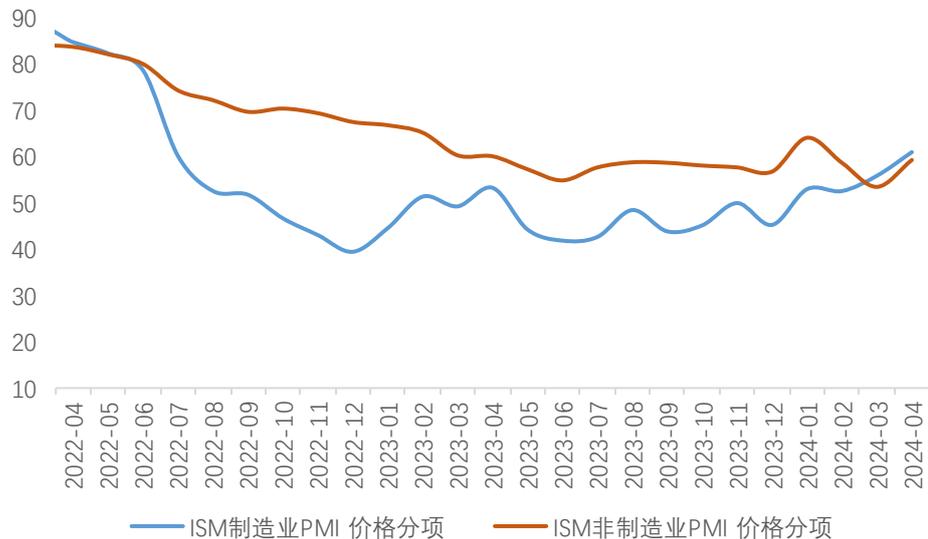
在 4 月 1 日报告《如何看待当前美国降息预期？》中，我们提到通胀预期在疫后的系统性上行也是联储没空间降息的因素之一，当前持续升温的通胀预期更是让联储难以实质性降息。

图 4：消费者视角下的通胀预期开始升温



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 5：尽管服务业和制造业 PMI 放缓，但物价分项持续反弹，带来潜在通胀压力



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

而投资者视角下的 5y5y BEI，和更长期的 10 年期 BEI 近期都创下年内新高，这也是对美国二次通胀趋势的真实反映。

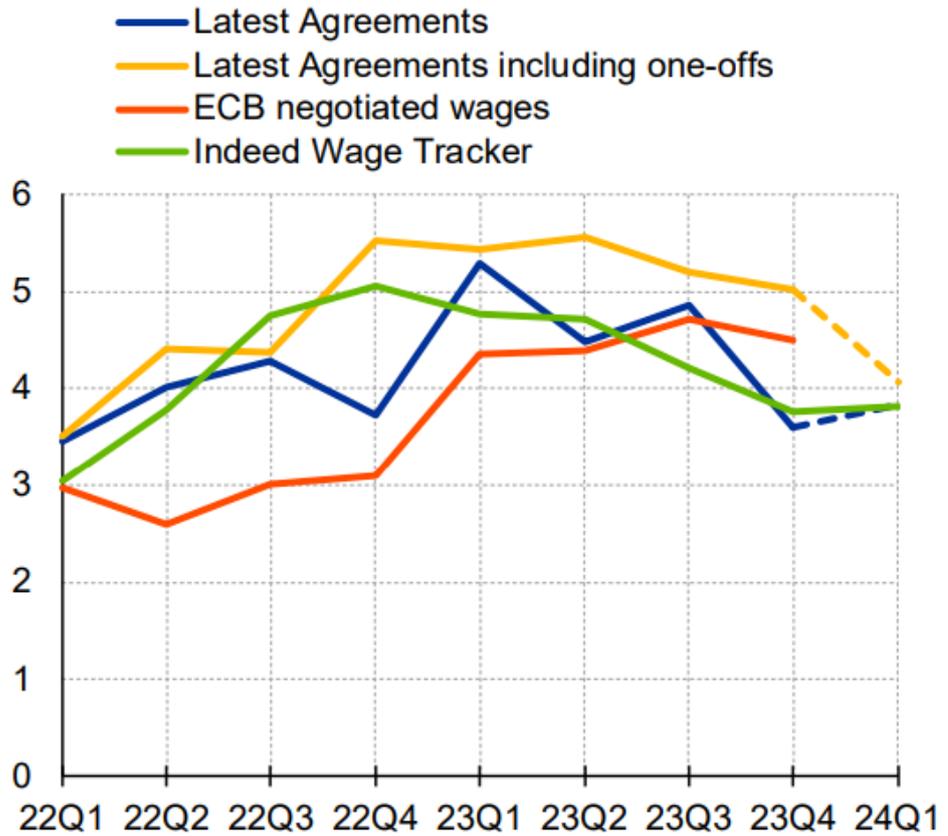
**欧央行：过于担心去通胀的“最后一英里”，降息或已落后于曲线**

欧央行受制于对去通胀进程可持续性的过于担心，在降息问题上显得犹豫。

我们认为欧央行应该在 4 月会议便开启降息以应对持续疲软的制造业和工业产出。当前欧央行或已落后于曲线，这也意味着本轮降息的幅度会更大，时间会更紧凑。这也将带来对欧元额外的贬值压力，进一步拖累全球制造业补库周期。

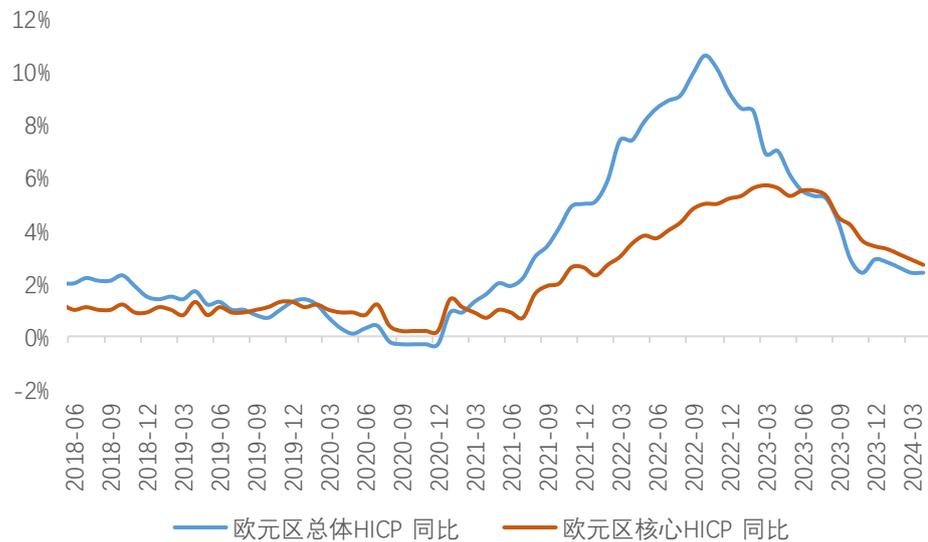
欧央行最为担心的去通胀进程并未受阻，尤其是服务通胀和与其紧密相关的各类薪资增速预期均持续下行。其中不含酒精和烟草的核心 HICP 进一步下行至 2.7%，而整体 HICP 则维持在 2.4%。从通胀动态方面，非能源工业商品价格趋势已经开始收敛，而服务通胀虽然相对顽固，但也并未扩散。

图 6：欧洲的各类薪资增速持续下行(同比，%)



资料来源：ECB，天风证券研究所

图 7：欧洲整体去通胀进程仍在持续

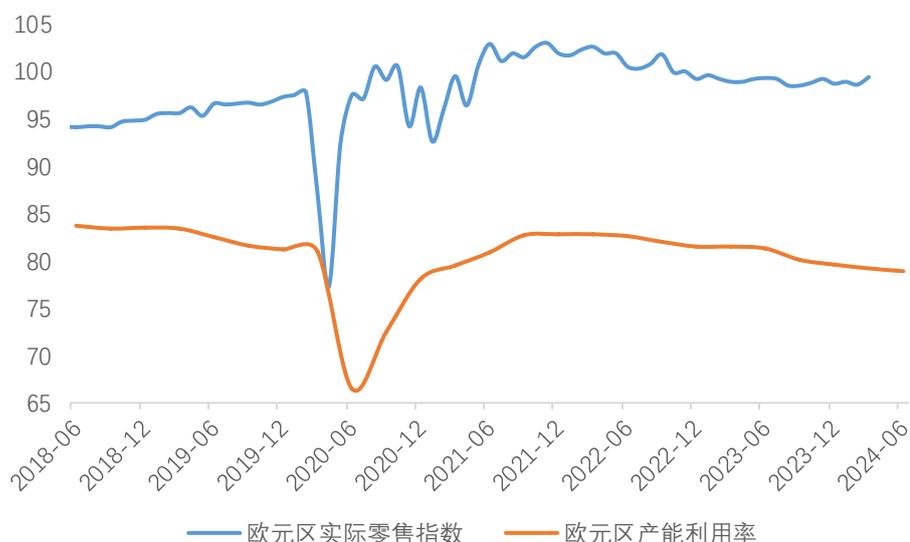


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

欧洲经济虽然在回暖，但经济总量上的“滞”仍然明显，凸显降息的必要性。

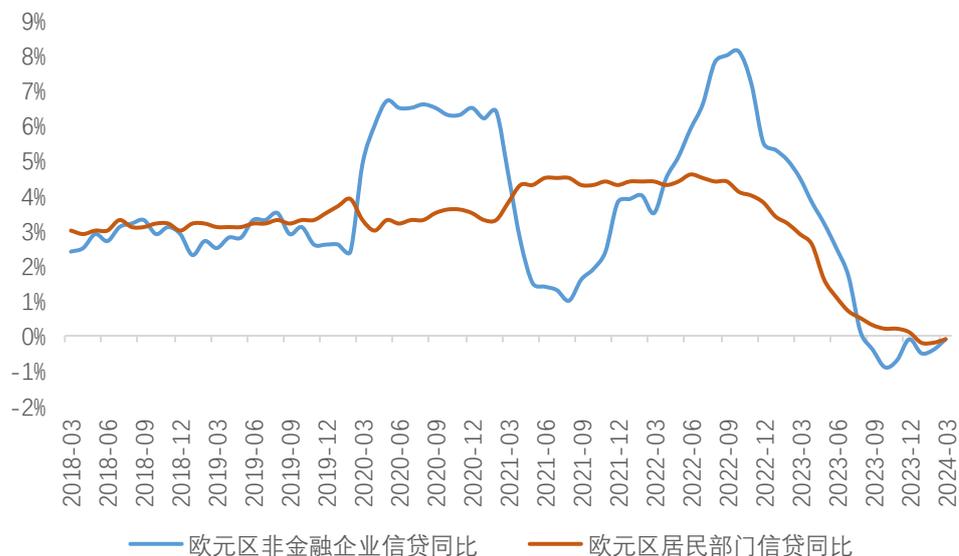
从结构上看，实际零售销售在疫情后仍然低迷，工业产能利用率续创 2021 年以来新低，企业与居民部门的银行信贷同比仍未转正。尽管服务业和制造业 PMI 持续扩张，但制造业 PMI 持续疲软；我们认为失去最主要经济驱动的欧洲在不大幅降息的情况下摆脱经济停滞或较为困难。

图 8：欧元区经济仍在停滞



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 9: 欧元区居民和企业部门信贷持续低迷



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 日央行：默许日元贬值与内需动能的缺位阻碍正常化进程

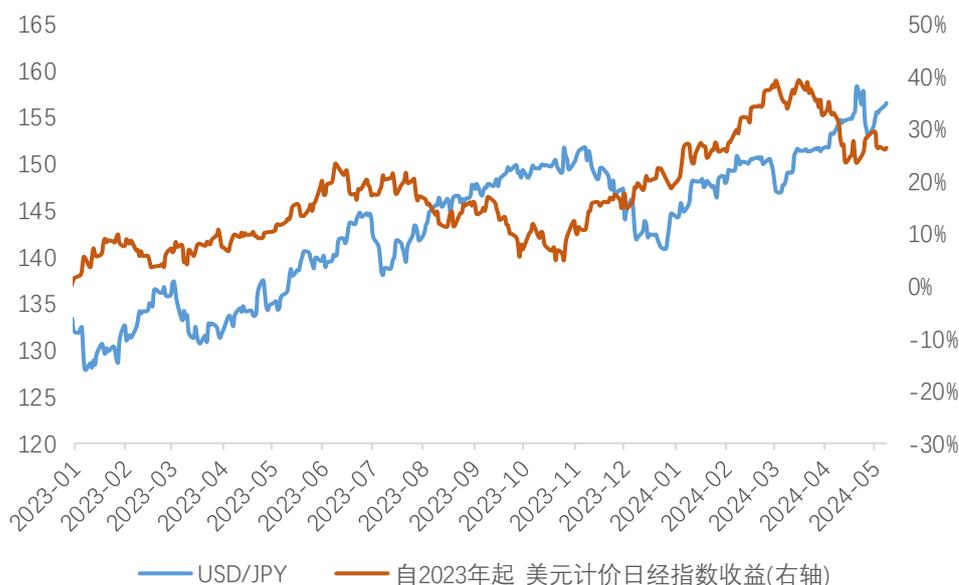
日本央行在 3 月历史性的退出了负利率框架，退出收益率曲线控制政策，逆着全球宽松预期下开启了缓慢的货币正常化进程。

然而其进一步的加息也受到了内需疲软以及实际薪资增速不及预期的影响，内生动能不足使得全球投资者持续看空日元，日本经济“复苏”的故事尚未得到一致认可。

尤其是自 3 月 19 日日央行会议后至今，日元兑美元汇率从 149.1 一度升破 160；尽管在日央行的干预下有所升值，但整体依然保持在 155 以上的偏弱水平，贬值趋势尚未逆转。

我们认为日元的贬值符合多方利益，日央行和政府也有默许日元贬值的动力。具体来说，如果日元开始贬值，海外日本的企业盈利（即日股盈利）与日本居民部门的海外资产将共同受到贬值冲击。日股盈利受损对应着此前流入的海外资金利润摊薄，海外资产受损意味着居民部门财富受损，从而影响内需修复。

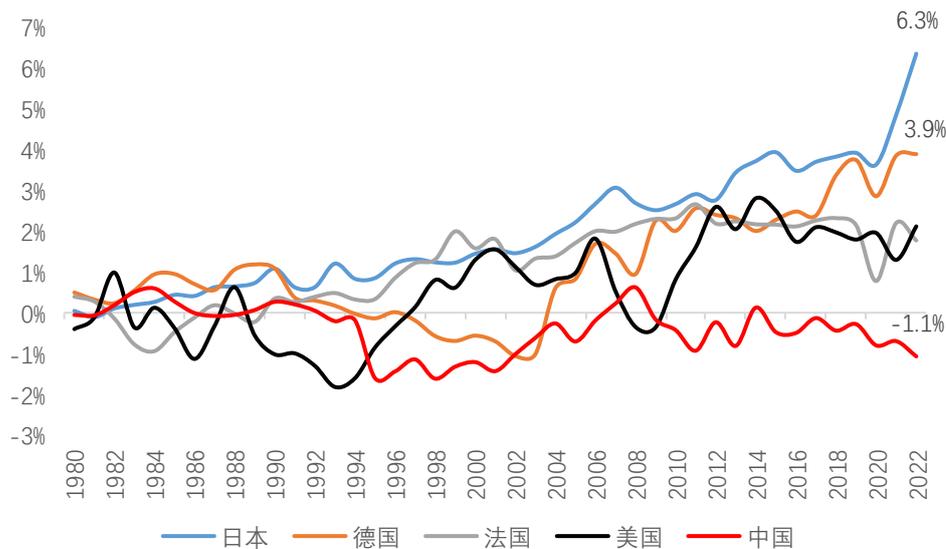
图 10: 受到日元贬值的冲击，美元计价的日经指数收益年内有所下行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

从广义的角度看，1990 年以来，日本的 GNI 与 GDP 的差值不断上升，在全球主要经济体中居首，日本海外收入占 GDP 比重从 2000 年的 2.3% 上升至 2023 年的 9.1%；这意味着日元保持相对弱势亦有利于日本经济增长。

图 11：日本 GNI 与 GDP 缺口远高于全球其他主要经济体



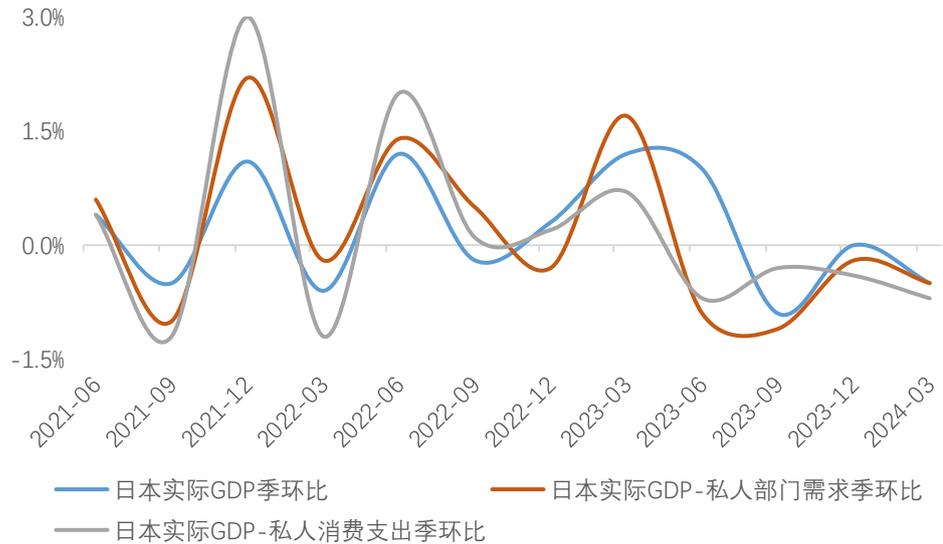
资料来源：Wind，天风证券研究所

从内需的角度看，当前日本经济十分疲软，日央行进一步加息受到制约。

内需动能的不足主要体现在 2024 Q1 GDP 环比增速再次转负、私人部门总需求和私人消费支出连续四个季度负增长、实际现金收入的持续低迷、通胀的下行以及短观调查中企业景气度和内需指标的走弱。

从经济总量指标来看，日本 2024 Q1 实际 GDP 环比下降 0.5%，低于 -0.3% 的彭博一致预期。更能反应内需动力的私人部门总需求和私人消费支出则分别下滑 0.5% 和 0.7%，均为连续四个季度负增长。

图 12：日本 2024 Q1 GDP 环比再次负增长，私人消费连续四个季度收缩

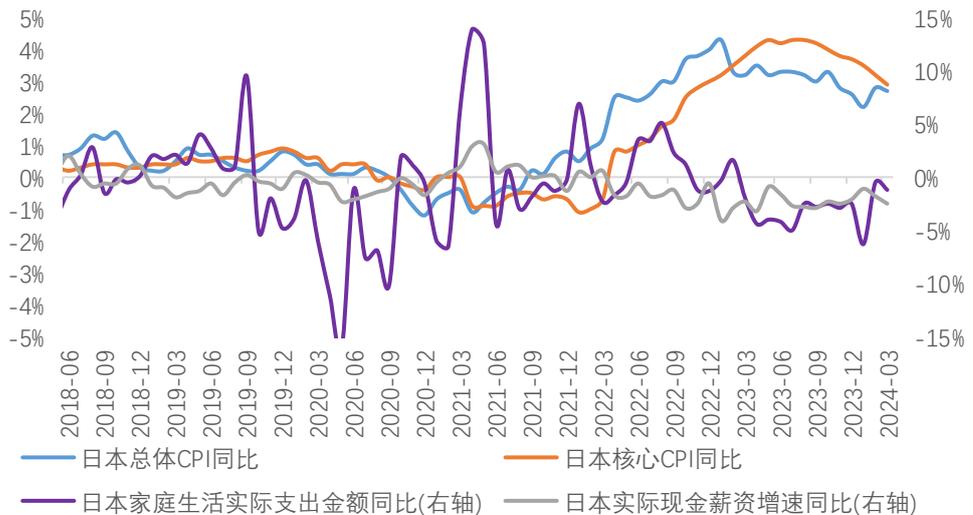


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

3 月日本现金薪资增速同比仅 0.6%，远低于前值 1.4%；实际现金薪资增速同比则进一步下行至 -2.5%，自 2022 年 3 月起连续 24 个月为负；日本家庭生活实际支出同比增速自 2022 年 10 月起大多为负，仅在 2023 年 2 月短暂转正。

内需的走弱直接反映在核心通胀的持续下行，并未展现出日央行所期待的“可持续性”。

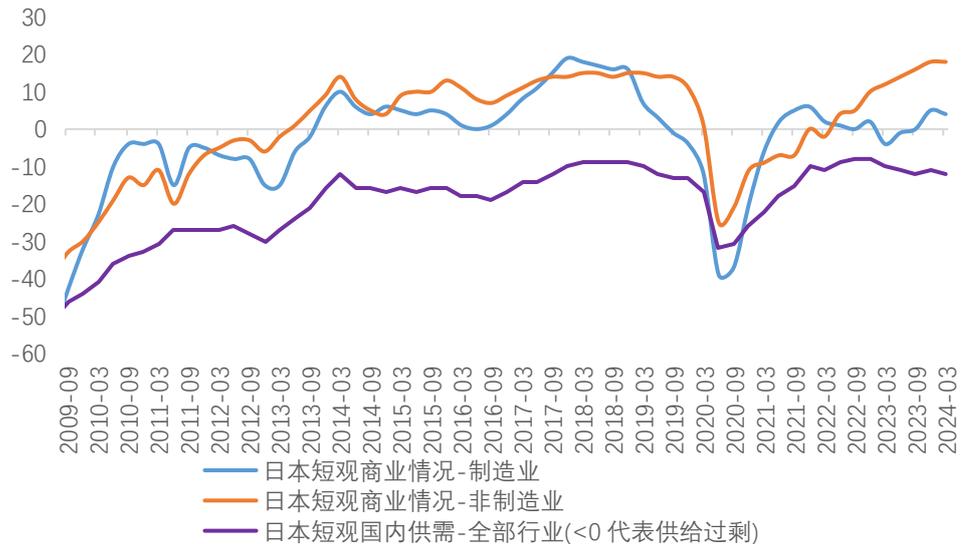
图 13: 日本实际现金薪资增速连续 24 个月为负，家庭实际支出疲软，通胀走弱



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

最新的短观调查也反映出日本的企业部门商业情况并未持续修复，尤其是非制造业企业预期未来景气度将开始下行。而国内需求方面，日本企业部门仍然是反映出内需相对不足；且在老龄化的背景下，劳动力明显短缺，这些都制约了日本经济进一步修复。

图 14: 日本短观调查显示景气度并未持续修复

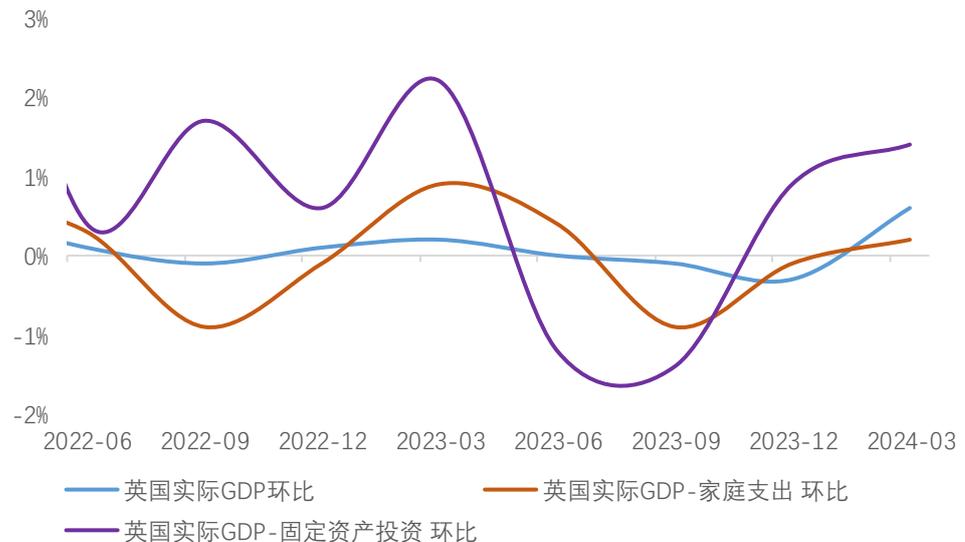


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 英国央行：若不愿向通胀妥协，微弱的复苏势头或将受损

相较于欧元区，英国的一季度经济表现展示出了微弱的复苏势头。在实际 GDP 环比两个季度收缩后，2024 Q1 英国实际 GDP 环比录得 0.6%，与疫情前水平接近。但从同比角度看，仅微增 0.2%，并未完全摆脱衰退威胁。

图 15：英国经济 2024 Q1 超预期增长，但复苏势头还需巩固

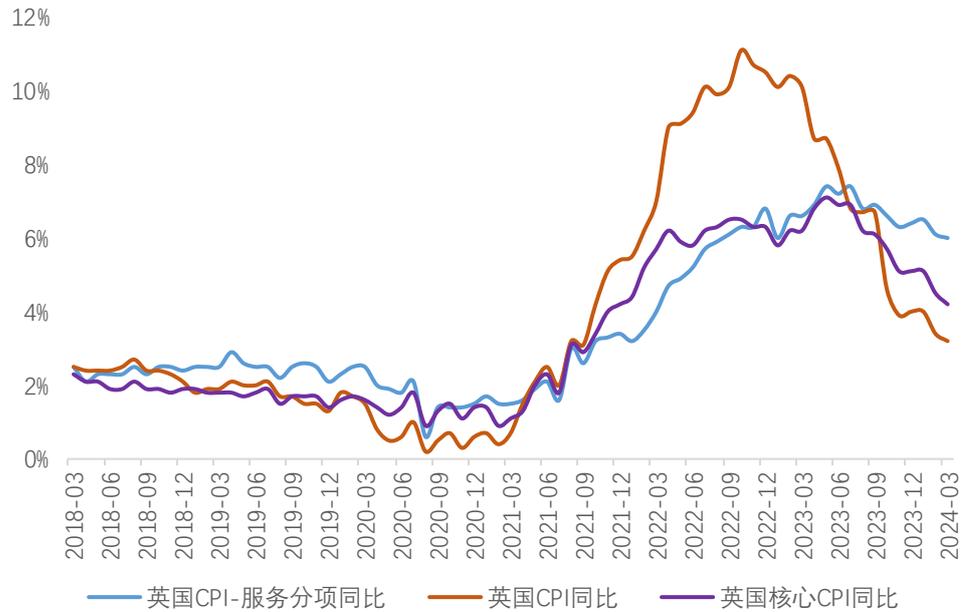


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

与对欧央行的观点类似，我们认为英国央行不应错过微弱的复苏势头；应向通胀妥协，在 6 月跟随欧央行降息，避免落后于曲线的情况。

诚然，当前英国央行面临更大的去通胀压力：服务通胀依然处于 6% 的相对高位，核心 CPI 也仍高达 4.2%。薪资粘性也是隐患，私人部门周薪增速同比保持在 6% 以上水平，使得服务业生产价格指数同比增速仍高于疫情前增速约 2%。

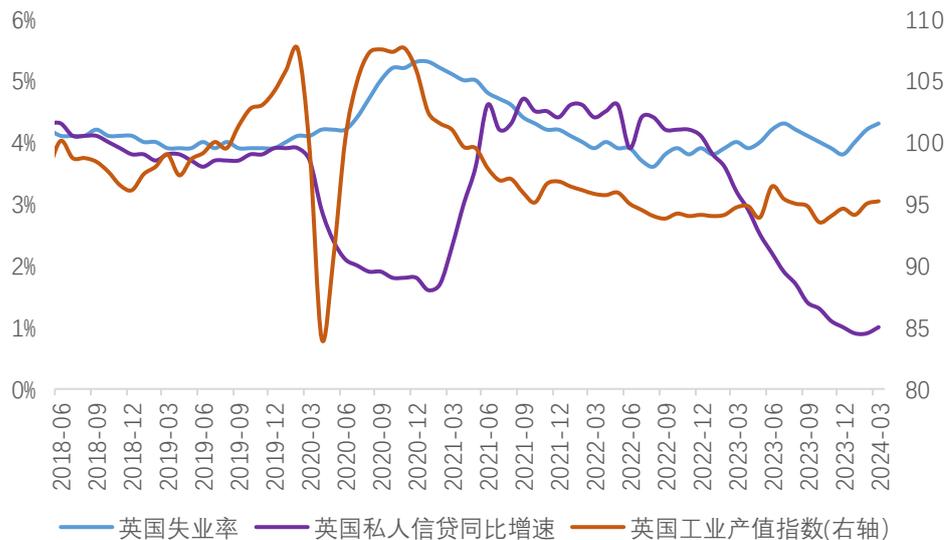
图 16：英国通胀仍处于高位，服务通胀压力较大



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

但英国同时也面临着失业率抬升，工业生产修复乏力，以及信贷扩张缓慢的情况。在更为明显的滞涨环境中，我们认为英国央行或应更果断的降息以维系住经济复苏动能，避免二次衰退。

图 17: 英国失业率接近 2021 年以来最高水平，信贷修复速率较慢



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

总的来说，当前全球央行货币政策分叉依然是为了应对各自经济体通胀趋势的不同。

美国通胀趋势有着高度不确定性，通胀的上行风险仍存叠加通胀粘性使得联储难以明显放松货币政策立场。欧洲的通胀下行较为顺利，欧央行也具备相对充分的降息基础；但从经济增长的角度看，欧央行或已小幅落后于曲线，未来亟待更大幅度降息。

日本一季度经济数据反映出内需连续四个季度走弱，整体工业景气度修复趋势并未延续，春斗带来的高薪资增速向消费的传导尚需时日。在整个薪资-通胀正循环建立之前，日央行进一步加息动力有限，忍耐或是日央行年内主旋律。

英国经济展现出较为明显的复苏势头。尽管服务通胀居高不下，但为了避免滞涨情形的延续，英国央行大概率跟随欧央行降息步伐。两害相权取其轻，若降息进程顺利，英国经济有望加速复苏。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com