

【宏观专题】

海外共识中的裂缝

- ❖ **核心观点：**追踪市场共识、检验共识逻辑，有助于我们把握交易机会，要么遵循它，要么做空它。对于2024，市场最一致的预期是“政策转向之年”，我们拆解这个共识背后的两大逻辑，检验其可信度：
 - ①从货币政策框架角度来检验“政策正常化”的逻辑，G10货币中，美元兑加元、瑞典克朗、澳元的上行风险或相对较高。
 - ②“经济软着陆”背后是两大循环：“工资-通胀”循环和“家庭-企业”循环。校验两大循环自身及其间传导的四个堵点，我们认为，欧元区企业面临的压力可能是最大的（物价的下行要仰赖企业盈利的下滑，工资粘性又会侵蚀一部分盈利）；美国企业受益于量的逻辑（劳动生产率提升），物价水平下降带来的调整相对而言缓慢适度，两大循环的运转较为顺畅。
- ❖ **一、海外共识是什么？**
 - （一）基本共识：政策转向之年
全球主要央行转向降息。从OIS曲线隐含的1年远期政策利率来看，市场预期全球19家主要央行中，18家央行降息，仅日央行加息。
 - （二）“转向之年”基本共识背后是什么故事？（图3）——政策正常化 & 经济软着陆
 - 1、“政策正常化”的故事背后是什么基本逻辑？——泰勒规则
 - （1）基本逻辑阐述：政策正常化，指的是通胀能回归目标，主要央行降息退出紧缩（日本是加息退出超宽松）。（2）校验方法：利用泰勒规则横向比较多个央行，把握哪些央行的预期相对偏离度最大。偏离度越大，触发预期校正的可能性及调整幅度可能就越大。
 - 2、“经济软着陆”的故事背后是什么基本逻辑？——两大循环
 - （1）基本逻辑阐述：经济软着陆，即全球经济经历一轮货币政策紧缩后“缓而不衰”。故事背后涉及两大循环：一是“工资-通胀”循环，二是“家庭消费-企业盈利循环”。
以欧美为例，这个基本故事是：从家庭部门出发，就业市场降温，名义工资下降，但通胀回落，带来实际收入改善，从而支撑消费。从企业部门出发，家庭消费形成盈利，企业盈利保障就业市场，就业市场支撑名义工资稳定回调。货币紧缩在其中发挥的主要作用是抑制“家庭消费-企业盈利”循环，特别是对企业部门影响更大（因为非金融企业部门杠杆率普遍高于居民部门），政策收紧一方面抑制信贷，在数量上减少了企业可用现金流，另一方面提高再融资成本，在价格上增加了企业净利息支出，综合影响企业的流动性和盈利。
 - （2）校验方法：检验两大循环自身运行及其互相之间传导的堵点风险如何，重点关注欧美日。
- ❖ **二、裂缝可能在何处？**
 - （一）“政策正常化”的裂缝如何寻？从政策目标和规则看谁的偏离大
横向对比市场对主要央行政策利率的预期与各自的通胀、就业、产出情况，我们发现市场对联储的降息定价可能相对激进，特别是相对于澳大利亚、加拿大、瑞典而言。因此，纯粹从降息预期可能有所修正的角度来看，美元兑澳元、瑞典克朗、加元上行风险或相对较高。数据详见正文。
 - （二）“经济软着陆”的裂缝如何寻？从循环系统的堵点看谁的风险高
 - 1、“工资-通胀”循环通畅吗？
故事：“就业市场降温，名义工资下降，但通胀回落，带来实际收入改善？”
（1）逻辑推演：时薪的定价中枢是劳动生产率，而劳动生产率的变化仰赖中长期因素的变化，短期可以看作基本稳定。因此，短期视角下，时薪高增会带来劳动力成本压力，时薪偏离劳动生产率越大，这种压力就越大。（推导公式详见正文）。综上，对于“工资-通胀”循环，重点关注时薪增速和劳动生产率两方面。
 - （2）数据情况：综合而言，对于欧元区，涨薪带来的通胀压力可能是最大的，工资-通胀运行风险最高；而美国时薪增速中扣除掉劳动生产率提升的影响后，物价压力不足2%。（数据详见正文）
- ❖ **2、“工资-通胀”循环→家庭消费的逻辑通畅吗？**
故事：“实际收入改善，从而支撑家庭消费”
（1）逻辑推演：“工资-通胀”循环能否顺利传导到支撑家庭消费，主要考察的是消费函数的收入侧，也就是居民是否有钱消费。首先，厘清一个概念：可支配收入≠可消费现金流。部分收入并不对应真实的现金流入，而消费者自身

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】国债分三路，预算看四处》

2024-03-13

《【华创宏观】利率“无人区”&银行“不可能三角”》

2024-03-11

《【华创宏观】美国财政入门：5步&15分钟》

2024-03-08

《【华创宏观】资产的“大选效应”是否存在？》

2024-03-03

《【华创宏观】31省预算观察：债务、地产、财政力度》

2024-03-03

感知到的收入高低主要取决于真实现金流的多寡，其对消费决策的影响更大。据此或可推断，只关注所谓的实际收入韧性，或存在高估消费的风险（详细的数据论证见正文）。

（2）数据情况：以美、欧、日消费者调查数据作为依据，从家庭财务状况角度，消费下行风险的排序可能是：欧元区>美国>日本。需要注意的是，该风险评估重点关注的是家庭的收入侧。数据详见正文。

❖ 3、“家庭消费-企业盈利”循环通畅吗？

故事：“再看企业部门，家庭消费形成企业盈利”

（1）逻辑推演：第2点侧重收入侧，现在假设收入有支撑，下一个问题是，居民有钱就消费吗？我们提出的验证方法是：如果“家庭-企业”循环顺利运行，应该看到企业存款-居民存款增速差提升，意味着居民从企业部门获得的报酬，很快通过消费支出的方式回流到企业。

（2）数据情况：美国居民到企业之间的资金流动较好，企业-居民存款增速差略高于疫情前十年中值；欧元区居民和企业之间资金流动偏弱（存款增速差仍处在历史较低位置），但状况边际有所改善（具体数据见正文）。

❖ 4、“家庭消费-企业盈利”循环→就业市场的传导通畅吗？

故事：“企业盈利保障就业市场，就业市场支撑名义工资稳定回调”

（1）逻辑推演：前述路径侧重于强调家庭到企业的资金流动，实际上并未充分考虑企业向家庭的资金转移，这也是“经济软着陆”故事的最后一环：“家庭消费-企业盈利”循环→就业市场的传导。最后一环的关键是企业，核心是企业收入与劳动力成本可否匹配。我们拆解企业盈利，得到一个简化的企业盈利模型： $企业盈利 = 物价 * 劳动生产率 - 工资 - 资本成本$ 。

从上述模型出发，我们推论：①短期工资粘性背景下，假设其他变量均不变，劳动生产率提升可以降低企业盈利压力；劳动生产率不升甚至下滑，企业要么选择提价（推升价格水平，加剧通胀螺旋风险）、要么忍受利润下滑，下滑到一定程度，难以支撑高工资，就可能触发就业市场调整。②考虑货币政策紧缩的影响，其意味着资本成本提升，其他变量不变的情形下，压低企业盈利，实质上将加速第①步的出清过程。

（2）数据情况：从企业盈利模型角度考虑，欧元区企业面临的压力似乎是最大的，资本成本提升得快，工资粘性又偏强（单位劳动力成本调整缓慢，时薪跟踪指标显示的工资降幅尚不明显），同时缺乏量的逻辑支撑（劳动生产率基本没升）。在此基础上，再考虑到第二步“工资-通胀”循环到家庭消费的传导中，欧元区居民对未来财务状况预期或偏弱，以及第三步“家庭消费-企业盈利”的循环运行中，欧元区居民到企业的资金流动循环或也偏弱，或指向欧元区面临的调整风险是最大的。而美国企业盈利处在“相对舒适区”。（数据详见正文）

❖ 风险提示：分析框架不完备

投资主题

报告亮点

- 1、分析思路方面，将当下海外基本共识“政策转向之年”的内涵拆解为“政策正常化”和“经济软着陆”，再分别分析这两个故事背后的基本逻辑链条是什么，尝试寻找逻辑链条上的薄弱环节。
- 2、思考框架方面，提出“政策正常化”故事背后的逻辑框架核心在泰勒规则，“经济软着陆”故事背后的逻辑框架核心是两大循环及其间的传导。

投资逻辑

2024年，市场对海外形成一个基本共识是货币政策转向，主要央行如欧美等降息，日央行加息。基本共识背后是两个相互关联的故事：政策正常化和经济软着陆。分别校验这两个基本故事逻辑链条中的薄弱环节，越脆弱的地方，共识调整的概率及幅度可能就越大，往往意味着更多的交易机会。

政策正常化：以一套量纲标准，横向比较市场对多个央行的政策利率预期，我们可以把握哪些央行的预期相对其他央行偏离度最大。偏离度越大，触发预期校正的概率及幅度可能就越大，往往就意味着更多的交易机会。

经济软着陆：涉及两大循环（工资-通胀循环、家庭-企业循环）的通畅运行，及其间的顺利传导。因此重点是校验整个大系统运行过程中有何堵点、堵点出险的概率高低。堵点风险越高的，发生崩盘的可能性越大，意味着经济下行风险更高。

目 录

一、海外共识是什么？	6
（一）基本共识：政策大转向之年	6
（二）“转向之年”基本共识背后是什么故事？	6
1、“政策正常化”的故事背后是什么基本逻辑？——泰勒规则	7
2、“经济软着陆”的故事背后是什么基本逻辑？——两大循环	7
二、裂缝可能在何处？	8
（一）“政策正常化”的裂缝如何寻？从政策目标和规则看谁的偏离大	8
（二）“经济软着陆”的裂缝如何寻？从循环系统的堵点看谁的风险高	10
1、“工资-通胀”循环通畅吗？	10
2、“工资-通胀”循环→家庭消费的逻辑通畅吗？	11
3、“家庭消费-企业盈利”循环通畅吗？	15
4、“家庭消费-企业盈利”循环→就业市场的传导通畅吗？	16

图表目录

图表 1	市场预期全球主要央行转向降息	6
图表 2	可能是金融危机以来全球第三次集体大降息	6
图表 3	海外基本共识：“政策转向之年”	7
图表 4	市场预期利率变化 VS 核心通胀压力	9
图表 5	市场预期利率变化 vs 就业市场压力	9
图表 6	市场预期利率变化 VS 泰勒规则	9
图表 7	美欧日：名义薪资增速	11
图表 8	美欧日：劳动生产率增速	11
图表 9	欧元区家庭实际可支配收入正增，但实际消费偏弱	12
图表 10	欧元区：认为过去 12 个月收入跑输物价的家庭占比近 8 成	12
图表 11	欧盟：消费者对当前自身财务状况的评估	12
图表 12	欧盟：各项收入来源是否构成真实现金流	13
图表 13	工资实际同比：欧弱于疫情前，美持平疫情前	13
图表 14	欧元区家庭部门信贷脉冲弱于美国	14
图表 15	欧美家庭感知的信贷易得性：欧难于美	14
图表 16	美国家庭财务状况：对今年的预期与 23Q4 相比稳中略升	15
图表 17	欧元区家庭财务状况：对今年的预期相比 2023 年反弹	15
图表 18	日本家庭：对今年 Q2 的收入增长预期以及耐用品购买意愿均提升	15
图表 19	美国企业-居民存款剪刀差略高于疫情前 10 年中值	16
图表 20	欧元区企业-居民存款剪刀差仍处在历史低位	16
图表 21	欧美日：单位企业利润与单位劳动力成本指数化（2019 年均值=100）	18
图表 22	欧美日：劳动生产率指数化（2019 年均值=100）	18
图表 23	非金融企业净付息压力：欧 > 美 > > 日	18
图表 24	日本单位企业利润的发展有积极迹象	18

前言：为什么重视海外共识？

共识，是市场交易的一致预期，已经反映在各类资产定价中，因此，追踪共识是把握当下资产定价的基础。在把握了一致预期的基础上，我们才能尝试捕捉超预期的交易机会。从这个角度出发，市场的一致性预期越强，越值得我们关注。如果共识背后的故事逻辑通顺、证据充足，那么就需要遵循市场共识；反之，如果共识背后的故事逻辑不畅、证据链条有明显薄弱环节，那么可能就需要抓住这个“裂缝”，把握共识校正反转的交易机会。

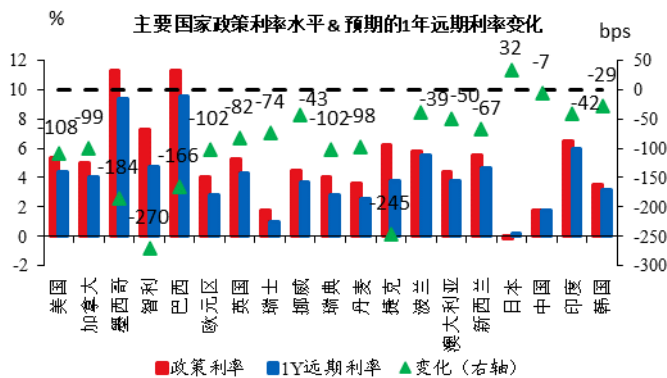
一、海外共识是什么？

（一）基本共识：政策大转向之年

全球主要央行转向降息。从OIS曲线隐含的1年远期政策利率来看，市场预期全球19家主要央行中，18家央行降息，仅日央行加息。

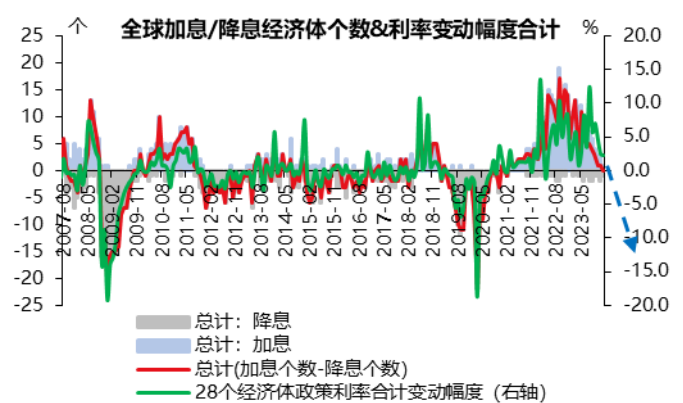
从市场共识预期来看，这可能是金融危机以来，全球主要央行第三次集体大降息，而且不同于前两次（2008年金融危机、2020年新冠疫情），属于危机模式下政策大幅宽松，本次可能实现软着陆下的政策正常化。

图表 1 市场预期全球主要央行转向降息



资料来源：Bloomberg，华创证券。统计时间为2024/3/12

图表 2 可能是金融危机以来全球第三次集体大降息

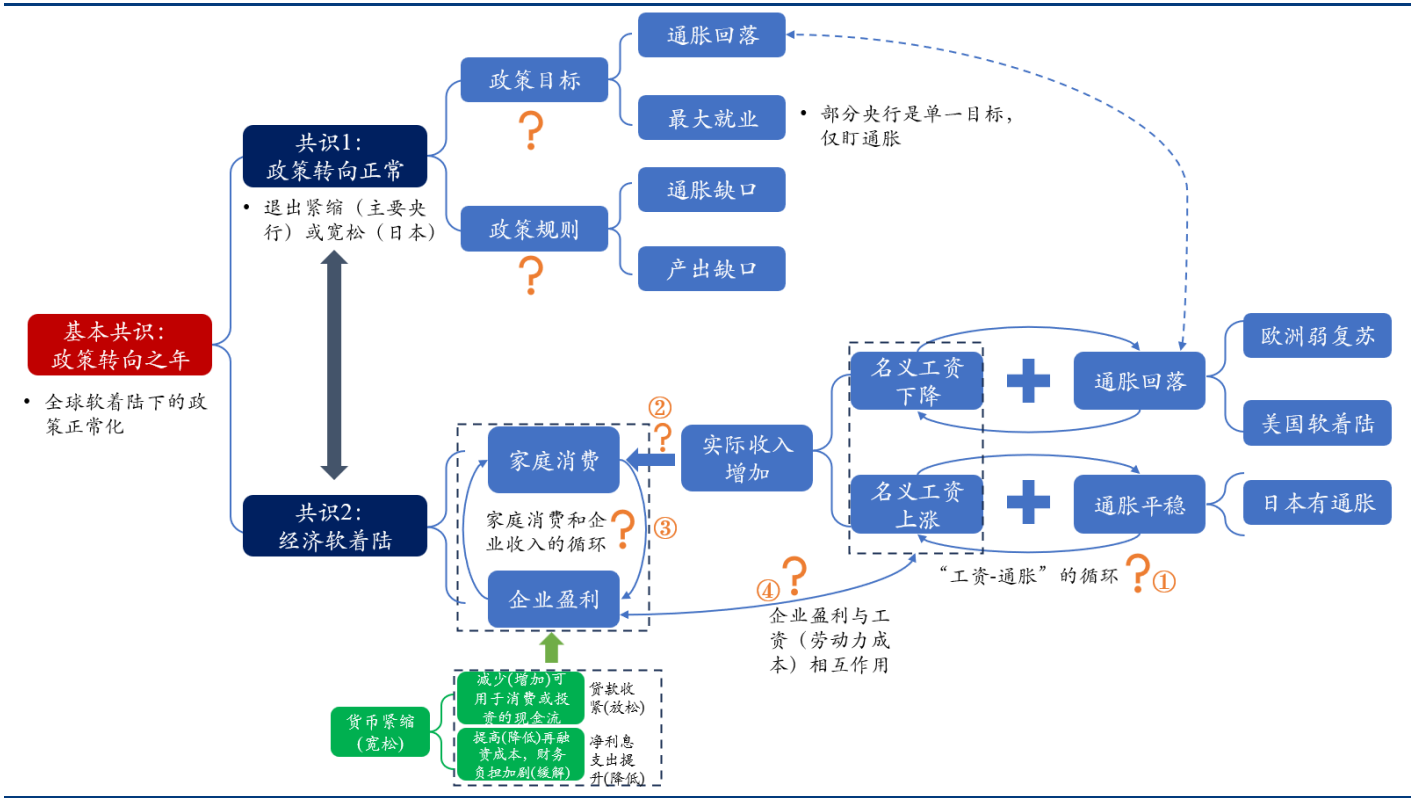


资料来源：Wind，华创证券；加息个数记为正值，降息个数记为负值。注：样本包括美国、欧元区、英国、挪威、瑞典、瑞士、中国内地、中国香港地区、中国台湾地区、日本、韩国、印度、越南、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、土耳其、加拿大、澳大利亚、新西兰、俄罗斯、沙特、以色列、埃及、南非、巴西、智利

（二）“转向之年”基本共识背后是什么故事？

捋顺市场共识背后的主要故事和基本逻辑，才能尝试验证故事的可信度。将基本共识“政策转向之年”进一步拆解，可以发现，其背后有两个基本故事：政策正常化、经济软着陆。

图表 3 海外基本共识：“政策转向之年”



资料来源：华创证券

1、“政策正常化”的故事背后是什么基本逻辑？——泰勒规则

基本逻辑阐述：政策正常化，即主要央行降息退出紧缩（日本是加息退出超宽松），讲述的故事是，通胀可以顺利回归目标，而未来可能因为通胀回落、实际利率上行而产生过度紧缩的风险，甚至当下可能已经过度紧缩，或者前期紧缩可能导致经济有硬着陆风险，因此有降息的必要。

可信度判断：故事的可信度如何？针对单一央行，由于缺少可靠抓手和有效标准，我们可能很难精准判断当下的降息预期到底合不合理。但是，如果以一套量纲标准，横向比较市场对多个央行的政策利率预期定价，我们可以把握市场对哪些央行的预期相对其他央行偏离度最大。偏离度越大，触发预期校正的概率及幅度可能就越大，往往就意味着更多的交易机会。

2、“经济软着陆”的故事背后是什么基本逻辑？——两大循环

(1) 基本逻辑阐述

经济软着陆，即全球经济经历一轮货币政策紧缩后“缓而不衰”，讲述的故事实际上与“政策正常化”的故事是相互关联的，经济放缓，通胀如期回落，才能对应政策顺利正常化，由全球主要央行大紧缩转向降息。

我们进一步拆解“经济软着陆”的叙事，重点关注三个发达经济体：美国、欧元区、日本，对应的故事分别是“美国软着陆”“欧洲弱复苏”“日本有通胀”。概括而言，这三个故事背后有一套共通的逻辑（只是日本与欧美的逻辑运行方向相反），均涉及两大循环：其一是“工资-通胀”循环，其二是“家庭消费-企业盈利循环”。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/108133140105006045>