

政策已至十字路口，中性利率未有指引

——鲍威尔全球央行年会发言传递的信号

核心观点

本次鲍威尔在全球央行年会中的发言增量信息较为有限，尤其是对于近期市场的关注核心“中性利率”并未给予明确的指引。我们认为在对疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后，未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：财政对经济的广义支撑逐步退坡后（如助学贷款豁免、超额储蓄等），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。

□ **重申通胀目标未变，但政策已到十字路口：中性利率和未来加息路径均不明确**
整体来看，本次鲍威尔在全球央行年会中的发言增量信息较为有限，尤其是对于近期市场的关注核心“中性利率”并未给予明确的指引。在大篇幅对经济、就业和通胀进行复盘以外，我们认为重点传达了三方面信息：

一是持续重申 2% 的通胀目标并未改变，联储将坚定采取必要的政策措施控制通胀向目标水平回归。

二是认为无法准确判断中性利率的水平，当前货币政策的“限制性水平”也存在不确定性。我们认为这一表述传递的信号同样也在于：联储认为中性利率可能已经出现变化，但对于方向暂无法明确判断。

三是强调当前政策处于十字路口，整体指向货币政策将继续相机抉择。经济对货币紧缩的滞后效应、中性利率的不确定性以及当前仍具韧性的劳动力市场都极大增加了当前联储决策的难度，政策“紧缩过度”和“力度不足”的可能性同时存在，整体指向未来货币政策将继续相机抉择，对未来加息路径未有明确指引。

□ **近期美债利率上行可能源自于市场预期中性利率抬升，而非通胀和供给扰动**

如以 8 月 9 日 10 年美债利率收于 4.0% 为界，截至本报告时最高曾升破 4.3%，本轮 10 年期美债利率上行有两大特征：一是升幅完全由实际利率贡献，通胀预期基本持平；二是 10 年与 2 年的期限利差在此期间走阔幅度有限，长端利率上行更多源自收益率曲线的整体抬升。这一数据结构说明本轮美债利率上行并非源自于通胀预期贡献，也非财政部部长端发行放量的供给扰动，更多源自于近期在美国市场引起广泛讨论的新逻辑：短期中性利率的抬升。

中性利率是经济同时处于充分就业和物价稳定环境下对应的短端利率水平；如果政策利率与中性利率对应，则说明政策环境同样处于中性（既非限制型货币政策，也非宽松型货币政策）。美联储将政策利率提至 5.25%-5.5% 的高区间后经济依然维持了较高强度，使得联储和学界近期对这一问题的探讨升温，认为政策利率并未处于严格的“限制性”区间，可能靠近当前的潜在中性利率水平（美联储 6 月点阵图指向的中性利率仍为 2.5%）。

□ **美国经济和中性利率核心取决于：财政退坡后产业周期能否接棒驱动经济增长**

从联储的角度来看，里士满联储近期更新实际中性利率测算已升至 2.16%，高于疫前水平（疫情前最后一次测算值约为 1.26%）；综合对应当前美国 CPI 和 PPI 水平，我们测算的名义中性利率位于 5% 附近。

近期海外市场对潜在增速的提升做了如下归因：一是制造业回流以及清洁能源领域的广泛投资推升了中性利率；二是提前退休人群增多，该部分群体在减少储蓄规模的同时增加支出规模，推升中性利率；三是人工智能的投资和对经济的潜在影响可能推升了中性利率。

我们认为在对疫后通胀中枢的抬升逐步形成一致预期后，未来美国经济和中性利率的走势将核心取决于：财政对经济的广义支撑逐步退坡后（如助学贷款豁免、超额储蓄等），以人工智能为代表的产业周期能否接力成为经济增长的核心动能。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

□ **美债交易逻辑短期较难证伪，长端利率可能仍有进一步上行空间**

美债方面，我们已于上文对近期美债利率的上行原因进行详述，即“中性利率上行”。考虑到短期以就业为代表的美国经济数据仍将具备韧性，可能仍将支持当前的交易逻辑并进一步推动美债利率小幅上行，10年期美债利率可能阶段性突破4.5%。

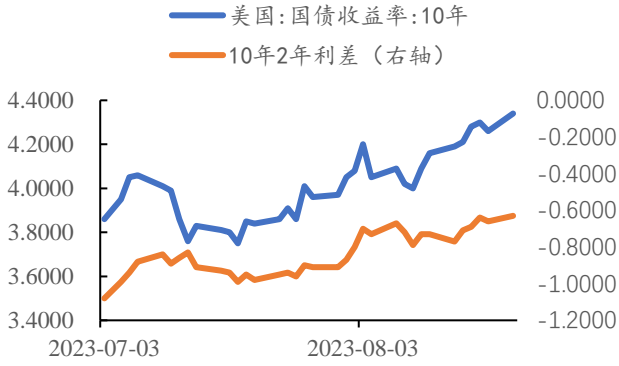
美元方面，短期美国经济仍具韧性，与美债利率的交易逻辑类似，美元尚不具备大幅回落的基础。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美债利率上行超预期

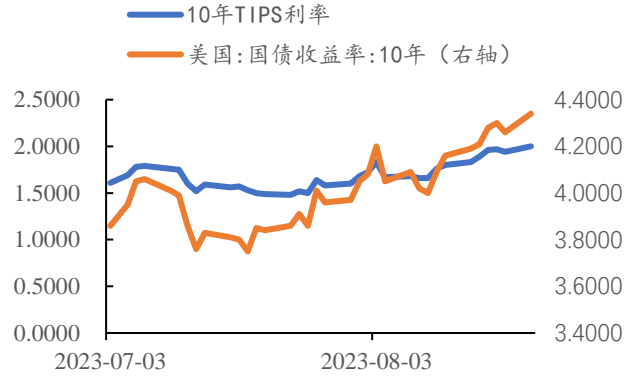
1 重要图表

图1：美债利率与期限利差走势（%）



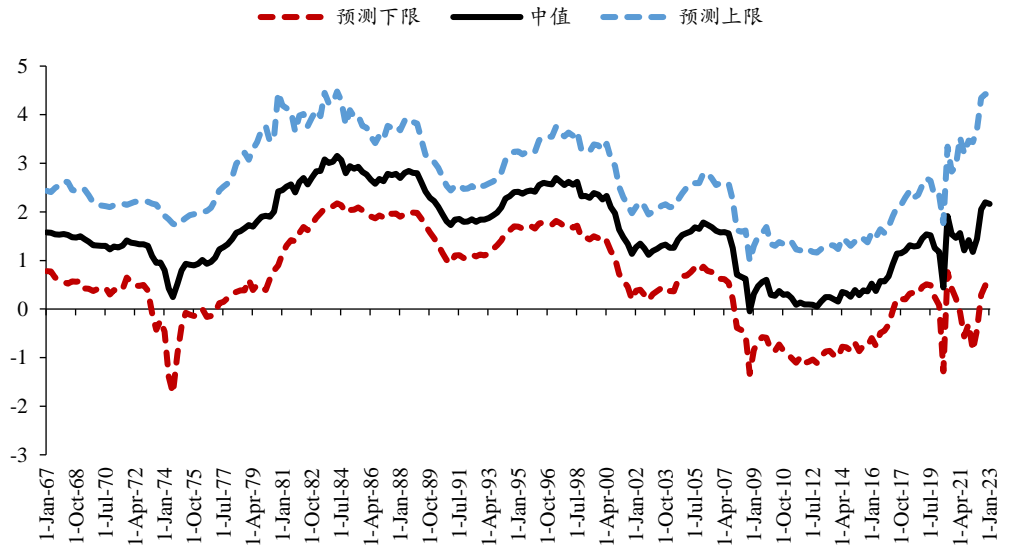
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美债名义利率与实际利率走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：里士满联储测算的实际中性利率走势（%）



资料来源：里士满联储，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>