

# Jackson Hole 会议，鲍威尔“透露”了什么？

2023年08月26日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

## 相关研究

《5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗? 【勘误版】》

2023-08-24

《5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗? 》

2023-08-24

- 同样的“鹰”派发言，不一样的市场反应。去年 Jackson Hole 会议上，美联储主席鲍威尔十分钟的“鹰派”发言吓崩美股，当日下午下跌 3.4%。而在本次会议上，市场吸取了去年的教训，提前开始“鹰派”定价，所以相比于去年整体显得更加淡定与从容。市场也并未对此次鹰派的言论“伤得太深”，当日三大股指均收涨。
- 鉴于美联储在历次 Jackson Hole 会议上释放过政策信号后，都会有相应的政策配合（图 1），一年一度的全球央行年无疑是市场预判美联储下一步行动的重要依据。本次鲍威尔的演讲聚焦于两点：重申 2% 的通胀目标并强化或再次加息的立场。
- 发言承认利率到了限制性水平，但美联储年内结束加息周期难度较大。讲话中鲍威尔表明“实际利率为正值，远高于大多数中性预期”。但是从实际情况来看，即便利率已经高于中性水平，对经济放缓程度有限且经济有重新加速迹象。倘若经济增长持续高于趋势，美联储需要进一步加息来抑制这一强劲趋势。
- 其实临近加息终点，7 月议息会议以来，美联储官员对于年内是否仍还有一次加息存在一定分歧（图 2）。鸽派官员博斯蒂克认为“我们目前的政策显然处于限制性区域，无需进一步加息。”
- 而在 7 月疲软的 PCE 数据发布后，鹰派官员代表梅斯特、鲍曼、卡什卡利三位官员的表态并没有转向。反而在 7 月会议上上调了 2025 年的 PCE 和核心 PCE 同比预期，这与鲍威尔在会上传达的“尽管通胀已经从峰值回落，这是一个可喜的进展，但仍然过高”意思相一致。
- 美联储有“耐心”，加息更“从容”。美联储选择观望式策略以防前期工作的“前功尽弃”。因此在未看到持续性走软数据之前，9 月美联储很谨慎。但 11 月继续加息的可能性很大，原因主要有两个：
- 一是我们的模型显示年内美国通胀有再次提速的风险。我们的模型预测 8 月 CPI 同比将升至 3.8%（7 月为 3.2%），12 月 CPI 同比或将接近 4%，这与克利夫兰联储的预测基本一致（图 3）。近几个月来，通胀放缓的动能没有继续减弱，反而在上月反弹。
- 二是美国经济韧性十足，“双轨”经济逐渐从分化到收敛。制造业与服务业 PMI 分化的走势在上月开始在回归一致。收敛过程中体现美国超强经济韧性：不仅二季度实际 GDP 增速被上修至 2.4%，而三季度或将继续反弹至 5.8%（亚特兰大联储预测）。从美联储官员表态可以看出，衰退不再是基准假设，这给美联储尚还有一次加息打了“强心针”。
- 对于尚未结束的政策紧缩，债比股更“谨慎”。债市从上周开始，就在逐步定价本周杰克逊霍尔会议上可能释放的偏“鹰”政策预期。因此在讲话后，从波动来看，债市相对于股市表现的更加“从容”。往后看不确定性来自于 9 月议息会议上美联储对于降息的引导：  
  
 降息时点方面，虽然市场对降息预期在不断后移，但对于明年的降息幅度仍旧高于联储预期（图 4-5）。考虑到当前增长显著超预期，不排除联储在 9 月会议调降 2024 年降息幅度的可能性。
- 如果美联储对明年降息的指引持续低于市场一致预期，将对美债有一定的引导作用。对于债市而言，由于 10 年期国债收益率走势和美联储政策利率走势相近，在美联储预期引导偏“鹰”下，短期内 10 年期的美债收益率将在 4.2% 左右的中枢高位波动。
- 而对于股市而言，市场乐观预期将被修正。股市此前对市场政策预期的解读比债更“乐观”，虽然近期走势上出现了一定的下跌，但当前波动率明显处于较低水平。由于美联储政策并没有像市场所预期的“鸽派”靠拢，股市波动上升，美股继续调整将是大概率事件（图 6）。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，政策被迫提前转向，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 近五年杰克逊霍尔全球央行会议上时任美联储主席的观点

时间	时任美联储主席	主题	具体内容	后续美联储操作
2022	鲍威尔	重估经济与政策的约束条件	<b>重申加息的决心</b> 稳定的价格水平对于可持续增长经济及良性就业水平是必不可少的基础，而为了达到这个目标美联储将使用工具来强行平衡供需从而抑制通胀；然而这个过程必然会导致经济增长放缓、劳动力市场受挫等现象。 美国经济基础仍十分强劲，而劳动力市场火热但明显存在需求大于供给的现象。尽管7月的通胀数据有所缓解，但仅看单月的数据并不足以说明通胀水平已开始下行。9月会议的加息决策将取决于接下来公布的经济数据及经济前景的解读，同时9月会议中不排除再次非常规大幅加息的可能性，而紧缩的货币政策也将持续至2023年底。	在2022年9月、11月各加息75个基点，12月加息50个基点
2021	鲍威尔	不平衡经济中的宏观经济政策	<b>可能会在今年开始taper，但taper并不暗示加息时间</b> 重申对此前就业和通胀的看法，表示官方失业率低估了劳动力市场的疲软程度，并重申了通胀的暂时性。 区分暂时性通胀高峰和持续性通胀趋势所面临的挑战，当前的重点是即将到来的数据和不断变化的风险。 在实现最大就业率方面也取得了明显进展。如果经济发展大致符合预期，那么今年开始降低资产购买速度可能是合适的。将继续把联邦基金利率目标区间维持在当前水平，直到经济达到与最大就业率一致的条件，通胀率达到2%，并有望在一段时间内适度超过2%。	在会议之后的11月开始taper
2020	鲍威尔	新经济挑战和美联储货币政策回顾	<b>“平均通胀目标”制引导货币政策</b> 我们引入平均通胀目标制，力求使通胀率在较长一段时间内保持在平均2%的水平，因为这符合我们促进最大就业和物价稳定的使命。 在一定时间段内通胀率一直低于2%后，我们将采取适当的货币政策将通胀率在一段时间内抬高至略高于2%，这意味着通货膨胀率超出目标一段时间后才开始加息，当然，如果通胀压力过高或者通胀预期超过我们的目标，我们会毫不犹豫地采取行动。 我们还将之前的“就业最大化偏差”修改为“就业最大化缺口”来评估就业市场以配合通胀目标。	在2020年下半年维持基准利率0.25%不变
2019	鲍威尔	货币政策面临的挑战	<b>美国经济尚处有利位置，旨在维持经济和控制通胀</b> 我们的挑战来自于促进最大就业和稳定价格。目前经济还在扩张，尚处有利位置，失业率稳步下降，通胀率出奇的稳定。 全球经济放缓、贸易政策的不确定性以及通胀放缓是当前经济面临的挑战，我们现在的目标仍然是运用货币政策维持经济扩张，维持就业强劲并使就业市场带来的利好惠及更多需要帮助的人，并使通货膨胀控制在2%左右。	在会议之后的9月与10月，下调联邦基金利率目标区间至1.5%-1.75%
2018	鲍威尔	经济变化中的货币政策	美国经济适合渐进性加息预期美国经济将继续保持强劲，并且认为美联储在行动过快使经济扩张时间缩短和行动过慢导致经济过热的双重风险中寻求平衡。随着货币政策趋于正常化，通胀水平逐渐接近目标，薪资和就业也在稳健增长，渐进式加息是合理的选择。	分别在9月和12月各加息25个基点

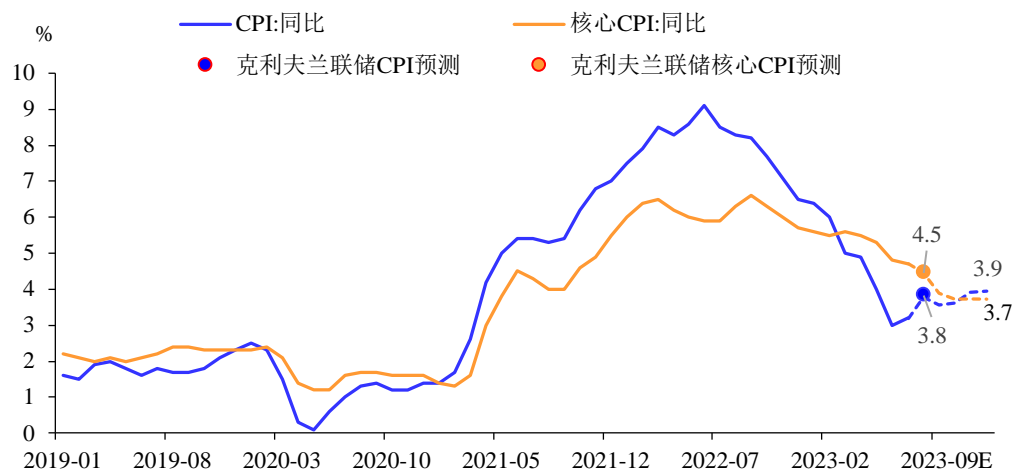
数据来源：美联储，堪萨斯联储，东吴证券研究所

图2: 2023年8月以来美联储官员表态

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC投票权	2024FOMC投票权
博斯蒂克	2023/8/2	9月行动取决于数据，通胀已取得重大进展。存在过度紧缩的风险，明年下半年之前不会降息。	亚特兰大联储行长	无	有
巴尔金	2023/8/3	美联储的目标是缓解通胀，而不是引发经济衰退。加息导致房地产和制造业出现略微衰退，希望最新的通胀数据会出现软着陆的迹象。对惠誉下调美国评级不感到意外，这不会影响美联储的行动。	里士满联储行长	无	有
博斯蒂克	2023/8/4	美国就业数据符合预期；我对此感到满意。美联储可能在2024年之前一直处于紧缩领域。预计经济将以一种相当有序的方式放缓，美联储正处于回到2%通胀目标的轨道上， <b>只要长期维持目前的利率水平就能实现这一目标。</b>	亚特兰大联储行长	无	有
古尔斯比	2023/8/4	工资不是通胀的领先指标。应开始考虑要维持利率多长时间。不认为惠誉的降级会有太大影响。我们一直不断收到不错的通胀数据，希望我们能够实现软着陆。我们正在使就业市场达到平衡。	芝加哥联储行长	有	无
鲍曼	2023/8/6	支持上个月美联储会议上加息的决定。希望看到更多持续通货紧缩的证据。将关注消费者支出放缓的迹象以及劳动力市场状况宽松的迹象。 <b>美联储可能需要进一步加息，以全面恢复物价稳定。</b>	美联储理事	有	有
博斯蒂克	2023/8/7	美联储可能在2024年之前一直处于紧缩领域。美国就业增长以有序方式放缓， <b>无需进一步加息。</b> 了解美国经济的多样性对于制定货币政策非常重要，数据只能告诉我们已经发生了什么，而货币政策需要预测未来可能发生的情况。	亚特兰大联储行长	无	有
威廉姆斯	2023/8/7	<b>预计利率将随着通胀而下降，不排除在2024年初降低利率的可能性，</b> 但具体取决于经济数据。预计明年失业率将上升至4%以上。	纽约联储行长	有	有
巴尔金	2023/8/8	GDP保持稳定，劳动力市场仍然非常有弹性。通胀仍然过高。 <b>不想预先宣布利率将会走向何方。</b>	里士满联储行长	无	有
哈克	2023/8/9	美国经济正处于平稳降落的轨道上， <b>不希望过度收紧货币政策。</b> 可能明年的某个时候，我们会开始降低利率。预计核心PCE指数将在2023年底降至略低于4%，并在2025年达到2%的目标。经济软着陆是相当有可能的。失业率可能会略微上升。	费城联储行长	有	无
戴利	2023/8/10	CPI数据基本符合预期，但并未证明通胀已经被我们掌控。离讨论降息还有很长的路要走。此外，企业仍很难找到工人。 <b>美联储还有更多工作要做，还没有决定是否支持下个月再次加息；</b> 认为美联储可能会在更长时间内将利率维持在峰值水平，明年之前不会有降息的讨论。	旧金山联储行长	无	有
博斯蒂克	2023/8/11	美联储在努力让通胀率回到2%的目标。除了促进物价稳定外，美联储还有促进最大程度可持续就业的使命。	亚特兰大联储行长	无	有
卡什卡利	2023/8/15	<b>还没准备好说加息已经结束了，通胀取得了一些进展，但或仍需加息。</b> 可以再花一点时间观察数据，看看是否需要进一步提高利率。 <b>离降息还有很长的路要走。</b>	明尼阿波利斯联储行长	有	无

数据来源：美联储，路透社，东吴证券研究所

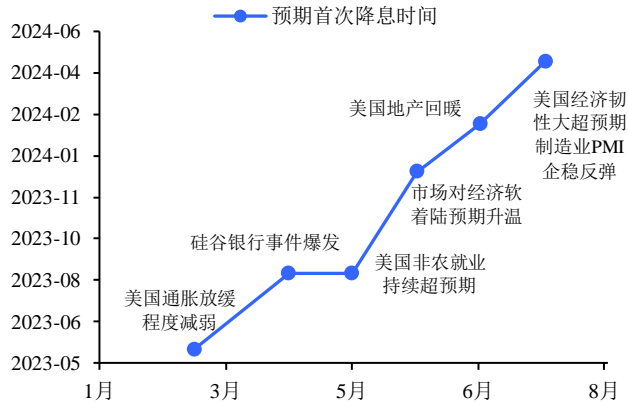
图3: 根据预测美国下半年通胀有再次提速风险



注：虚线为东吴研究所预测

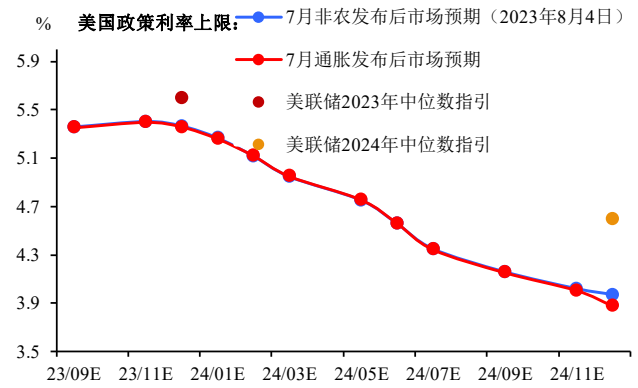
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4: 市场预计降息时点在不断后移



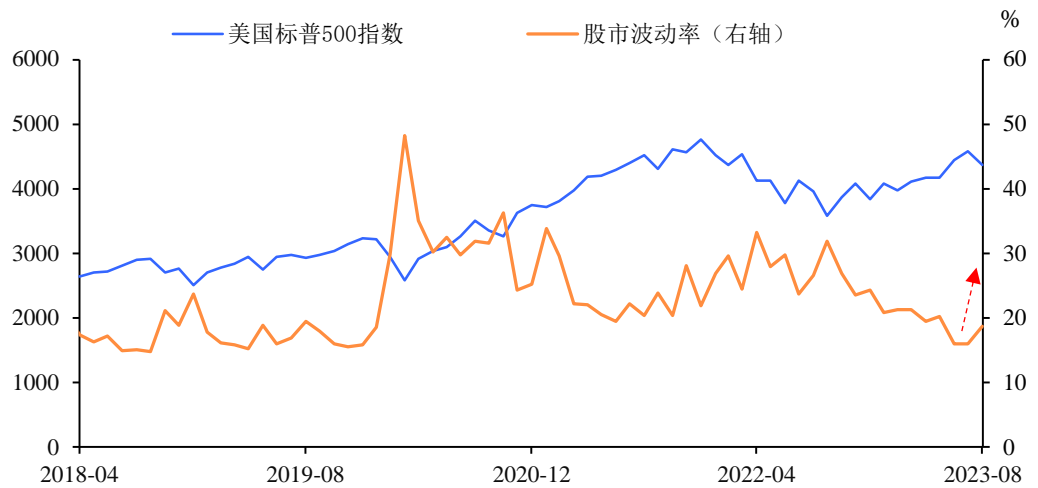
注: 横轴均为 2023 年  
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 市场仍旧比美联储“乐观”一次加息预期



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美股将在后期逐步回调



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>