

Jackson Hole 会议暗示紧缩周期更长

核心内容:

利率仍会上升，紧缩预期继续保持：鲍威尔发言后，美国市场出现动荡，不同资产反映对美联储的紧缩路径仍存在分歧。在紧缩周期延长的大前提下，我们倾向于美联储仍会在9月加息，而如果9月不出现加息，则观测数据更多的11月是合适时点。年内美联储在控通胀立场下仍不会明示紧缩的终止，以加强对市场的预期管理。在美国短期经济韧性过强的情况下，尚不能排除利率终值再度超市场预期的可能。

发言要点 - 通胀、经济增长、劳动市场与风险：(1) 美联储将通胀降低至2%的目标没有改变；(2) 强调对核心PCE的关注，核心服务由于对利率相对不敏感且受到紧凑的劳动市场支撑而展露粘性，对商品和居住成本担忧相对较小；(3) 对经济增长和劳动市场的展望，主要强调金融市场的收紧对经济增长构成压力，但高于潜在增速的GDP可能需要货币政策进一步收紧，劳动市场在逐渐正常化，但实际薪资收入压力尚在且如果就业的缓和不能持续则也要考虑加息；(4) 风险方面，美联储认为需要坚持2%通胀目标且对中性利率的水平并不确定，缩表的滞后效应可能进一步显现，贝弗里奇曲线目前高职位空缺与低失业的组合是反常的，需要警惕在菲利普斯曲线陡峭化背景下“严重过剩”的需求对通胀构成上行压力；(5) 美联储会基于所有数据和不断演变的前景与风险对进展做出评估，在决定是否进一步加息上谨慎行事。

货币政策的框架与值得关注的表述：(1) 美联储货币政策的框架没有明显变化，核心依然是通胀路径以及影响它的经济增长和劳动市场紧张程度。(2) 美联储对来自劳动市场的通胀风险特别警惕。职位空缺率缓慢降低下失业率保持了低位的背后是劳动需求的严重过剩，且实际工资增速回升值得担忧。(3) 从对通胀结构的拆解看，商品压力不大，居住成本大概率延续下行，PCE核心服务部分的走平是美联储最忧虑部分，7、8月份PCE核心服务在GPI与之对应的部分有反弹的情况下值得关注。(4) 美国GDP增速2023年全年大概率高于1.8%。这种增速不符合美联储判断的使通胀回落至2%的条件，即一段时间内“低于趋势的经济增长”，因此支持继续紧缩。

短期2%通胀目标不会变化，灵活的缩表工具是2024年的关注点：首先，鲍威尔本次否认了短期调整通胀目标的可能性，中性利率 r^* 的判断难度和美联储信誉问题都不允许当下调整目标。我们认为虽然短期通胀目标不易调整，但如果通胀在3%下方稳定且菲利普斯曲线斜率抬升进一步确认，则美联储有概率在2024年二季度开始与市场重新沟通通胀目标。第二，美联储强调了缩表的滞后效应，这在此前的会议中并不常见。缩表作为灵活紧缩工具的重要性在上升，即使2024年降息开始，美联储也可以通过量化紧缩(QT)收紧流动性，且可以根据物价稳定和经济状况相机抉择调整，对冲货币政策放松的效果，促进收益率曲线的向正常化方向迈进。

资产继续计入紧缩预期，美债和美元短期有上行风险但中枢不易长期保持高位：CME联邦基金利率观察工具显示对9月份加息的预期为20%，而对11月份加息的概率接近60%，对首次降息时间的判断也进一步推迟，美联储的鹰派态度进一步见效。不能排除在个别超预期数据的扰动下十年美债收益率暂时达到4.5%的可能，但大幅走高并保持的难度亦较大。美元短期继续受到美欧经济与利率预期差的双重支持。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

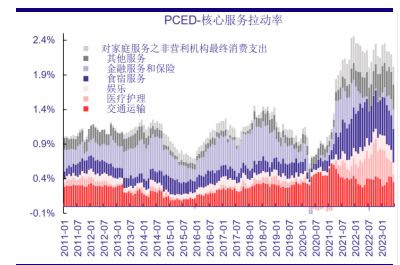
分析师登记编码: S0130523070003

研究助理: 于金潼

风险提示:

1. 美国经济超预期上行的风险
2. 通胀意外反弹的风险
3. 对政策理解和估算产生偏差的风险

图：美联储希望看到PCE核心服务下降



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

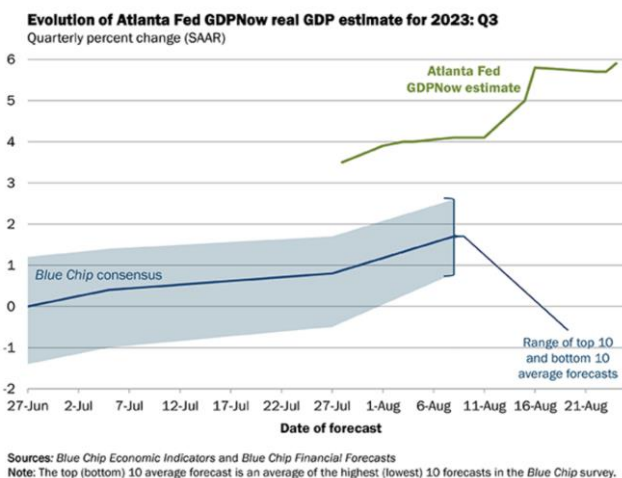
货币紧缩对控通胀有进展，但可能不够

美联储主席鲍威尔于8月25日的主题为“全球经济的结构性变化”的 Jackson Hole 论坛中进行了发言。去年同一会议上，鲍威尔曾以非常简短但鹰派演讲清晰传达了紧缩预期并有效震慑市场。而在目前名义通胀较快下行但核心通胀缓慢放缓，经济韧性强于预期的情况下市场预期鲍威尔仍会传达相对鹰派的情绪，以为美联储政策赢得充分空间。本次鲍威尔的发言依旧谨慎模糊的偏鹰，基本符合预期。发言后，美国市场出现动荡，不同资产反映对美联储的紧缩路径仍存在分歧。在紧缩周期延长的大前提下，我们倾向于美联储仍会在9月加息，而如果9月不出现加息，则观测数据更多的11月是合适时点。年内美联储在控通胀立场下仍不会明示紧缩的终止，以加强对市场的预期管理。在美国短期经济韧性过强的情况下，不能排除利率终值再度超市场预期的可能。

一、鲍威尔说了什么？

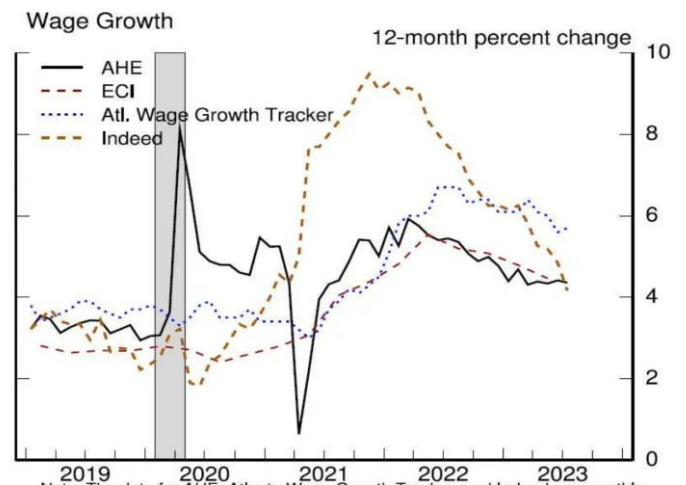
在名为“通胀：进展与未来路径”的发言中，鲍威尔回应了市场的预期。其发言主要分为（1）开篇强调美联储将通胀降低至2%的目标没有改变；（2）回顾了通胀的下行，强调对核心 PCE 的关注：美联储依然将核心通胀分解为核心商品、居住成本和核心服务，其中核心服务由于对利率相对不敏感且受到紧凑的劳动市场支撑而最为重要，也是决定美联储政策路径的关键；（3）对经济增长和劳动市场的展望，主要强调金融市场的收紧对经济增长构成压力，但高于潜在增速的 GDP 可能需要货币政策进一步收紧，劳动市场在逐渐正常化，但实际薪资收入压力尚在且如果就业的缓和不能持续则也要考虑加息；（4）风险方面，美联储认为需要坚持 2%通胀目标且对中性利率的水平并不确定，缩表的滞后效应可能进一步显现，贝弗里奇曲线目前高职位空缺与低失业的组合是反常的，需要警惕在菲利普斯曲线陡峭化背景下“严重过剩”的需求对通胀构成上行压力；（5）美联储会基于所有数据和不断演变的前景与风险对进展做出评估，在决定是否进一步加息上谨慎行事。

图 1：超预期的经济韧性产生通胀担忧



资料来源：Atlanta Fed，中国银河证券研究院

图 2：薪资放缓较慢，实际收入回升也不利于通胀回落至 2%



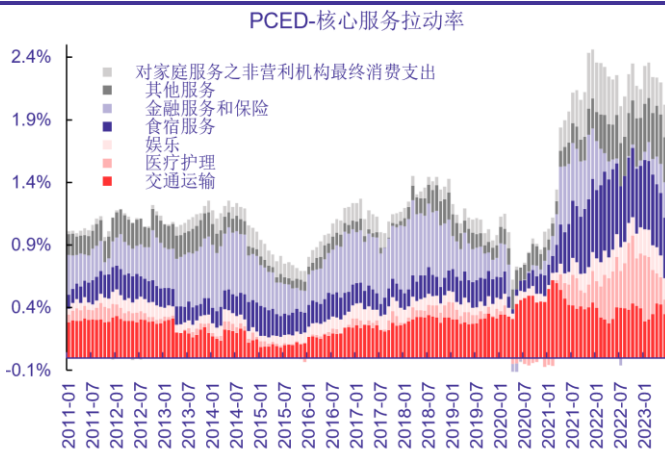
资料来源：FRB，中国银河证券研究院

二、哪些表述值得关注？

首先，决定美联储货币政策路径的框架没有明显变化。我们在年中展望《拾级而上》中判断在金融稳定短期无忧的情况下，框架的核心仍是通胀路径以及影响价格水平的经济增长和劳动市场紧张，进而做出紧缩周期拉长的判断。从鲍威尔的讲话来看，美联储的框架并没有做出明显调整，在中期构成通胀压力的因素，包括核心服务价格增速的走平、实际收入回升、信贷叠加超额储蓄的支撑、资产涨价带来的财富效应以及财政力度不弱等的托举下，美联储仍会尽力拉长紧缩周期。

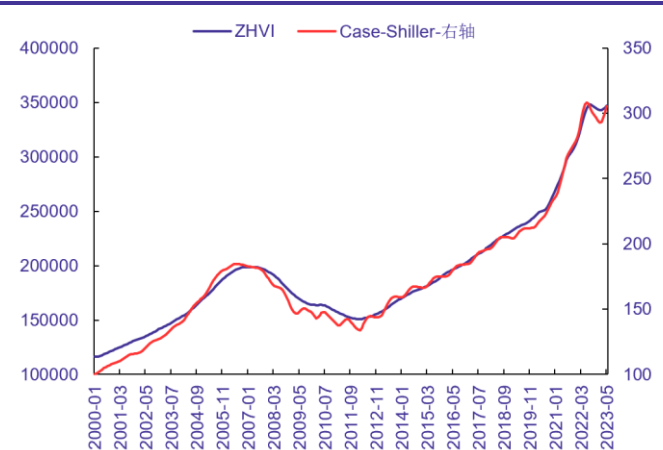
其次，美联储对通胀风险仍然十分警惕，特别是来自劳动市场的风险。虽然近期新增非农就业有所放缓，职位空缺率缓慢降低下失业率保持了低位，但鲍威尔认为这种情况背后是劳动需求的严重过剩，且实际工资增速在通胀下行后开始回升。在菲利普斯曲线斜率确实出现抬升的情况下，劳动市场阻碍核心服务通胀的回落并构成潜在上行压力；PCE 核心服务部分的走平恰恰是美联储最担忧部分，因此7、8月份PCE核心服务在CPI与之对应的部分略有反弹的情况下值得特别关注。

图3：核心PCE走平是美联储最大的困扰



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

图4：房价指数回升产生的财富效应支撑消费

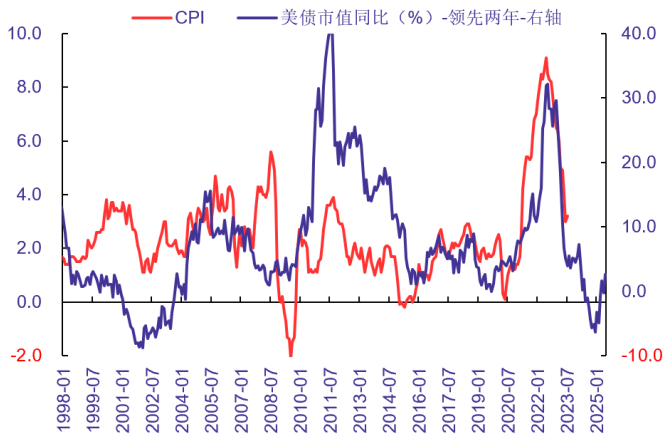


资料来源：Fred，中国银河证券研究院

经济增长带来的隐忧上行，也是支持年内进一步紧缩的变量。美国一二季度GDP增速分别为2.0%和2.4%，明显高于潜在经济增速，而三季度消费支出偏强的情况下亚特兰大联储的GDP预测目前指向5.9%的环比折年增速，这意味着美国2023年全年经济可能高于1.8%。这种增速不符合美联储判断的使通胀回落至2%的条件，即一段时间内“低于趋势的经济增长”（below-trend economic growth）。我们此前强调的房产与证券价格的边际回升所形成的财富效应等中期通胀因素正在发挥作用。

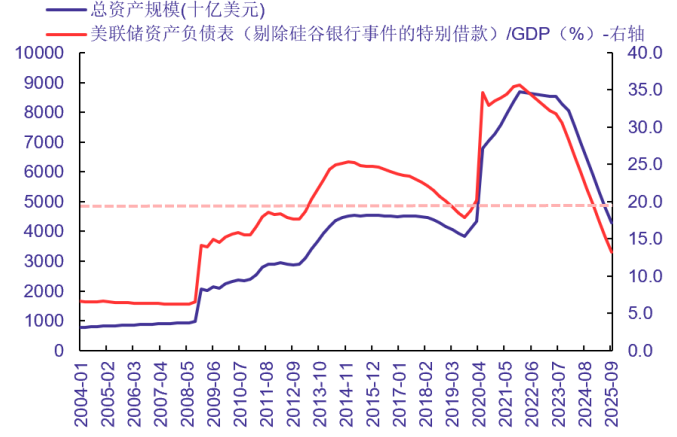
通胀方面本身没有增量信息，在核心商品、居住成本与核心服务中，只有核心服务的粘性令美联储较为担忧，而决定服务价格走势的依旧是劳动市场情况已经经济增长所暗含的总需求的韧性。

图 5：财政扩张对通胀的滞后效果较久



资料来源：BEA，中国银河证券研究院

图 6：缩表可能贯穿 2024，滞后效应将逐渐显现



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

综合以上信息，美联储在仍会在 9 月加息，而如果 9 月不出现加息，则观测数据更多的 11 月是合适时点。年内美联储在控通胀立场下仍不会明示紧缩的终止，以加强对市场的预期管理。我们仍然倾向 9 月进行较为前置的加息以传达压低总需求的决心，不过在利率处于历史高位的情况下鲍威尔的态度可能偏向谨慎。如果 9 月不加息，则对经济和价格数据有更全面的观察 11 月是合适时机，可以为美联储流出更多空间并拉长紧缩周期。在紧缩周期拉长的情况下，美联储年内保持紧缩的态度已经十分清晰，资产价格也在计入这一预期，加息的具体月份重要性并不很高。需要警惕的是，在美国短期经济韧性过强的情况下，不能排除利率终值再度超市场预期可能。

除此之外，还有两点值得注意。第一是美联储对于 2% 通胀目标的强调短期否定了提升中长期通胀目标至 3.0% 的讨论；但在菲利普斯曲线陡峭化之下，通胀目标未来仍可能调整。包括福尔曼和克鲁格曼等著名经济学家近期再度抛出了提高通胀目标的想法并引发市场讨论和情绪波动，对美债收益率的上行也有助推¹。鲍威尔本次否认这种做法短期的可能性，中性利率 r^* 的判断难度和美联储的信誉都不允许 2% 目标在年内出现调整。我们认为虽然短期通胀目标不易调整，但如果通胀在 3% 下方稳定，则美联储有概率在 2024 年二季度开始与市场重新沟通通胀目标。不过，通胀中枢对财政部的融资成本有相当影响，对 2% 目标实质性的调整在通胀基本稳定后还需要多方沟通讨论才会达成。

第二，美联储强调了缩表的滞后效应，这在此前的会议中并不常见。缩表作为灵活紧缩工具的重要性在上升，即使 2024 年降息开始，美联储也可以通过量化紧缩 (QT) 收紧流动性，且可以根据物价稳定和经济状况相机抉择调整，对冲货币政策放松的效果，促进收益率曲线的向正常化方向迈进。

¹ 当然，以上经济学家也并不认为美联储需要在近期调整通胀目标，福尔曼认为通胀至少应在 3% 以下保持超过半年后，美联储才可以考虑调整目标范围至 3% 以内。ACCF Scholar: The Fed Should Carefully Aim for a Higher Inflation Target | ACCF

三、资产表现与判断

在鲍威尔发言结束的初期，市场由于没有发现超预期鹰派的言论而一度反应乐观，美股上行，美元与美债收益率短暂回落。不过，随着市场进一步消化鲍威尔的态度，进一步紧缩的风险压制的资产价格表现。最终，美元指数保持在 104 上方，两年美债上行 5.5 个基点至 5.087%，十年略降低 0.3 个基点至 4.240%，美股仍然整体收涨。CME 联邦基金利率观察工具显示对 9 月份加息的预期为 20%，而对 11 月份加息的概率接近 60%，对首次降息时间的判断也进一步推迟，美联储的鹰派态度进一步见效。

图 7：对美联储进一步加息预期抬升

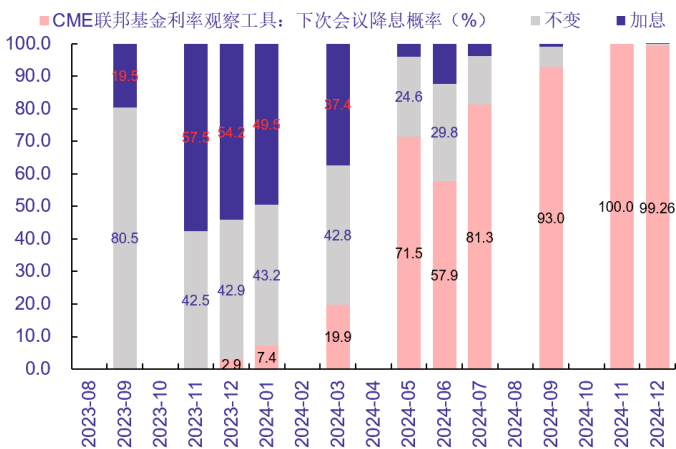
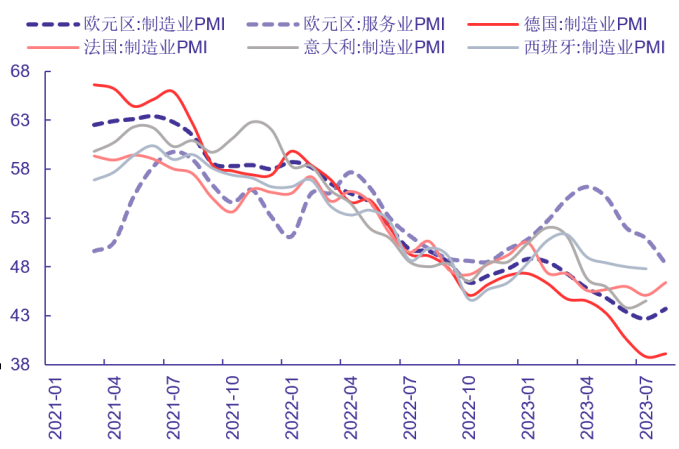


图 8：欧元区服务业 PMI 也意外走弱，美欧经济差扩大



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于我们维持对紧缩周期拉长的判断，短期不能排除在个别超预期数据的扰动下十年美债收益率暂时达到 4.5% 的可能，但大幅走高并保持的难度亦较大。2024 年十年美债收益率在美国通胀与经济放缓、温和衰退可能仍存，降息出现以及缩表可能诱发流动性问题的情况下仍会从当前的高中枢下行，可能与 2019 年存在相似性。美债方面，在中期展望《拾级而上》中提示超过前高的情况以及出现，而另一判断则是美元指数短暂超过 105 的前高。目前来看，美元指数不仅受到美国紧缩周期拉长和经济韧性的支撑，欧元区经济的进一步恶化对欧央行紧缩的限制也使欧元较美元走弱。欧元区 8 月制造业 PMI 依旧处于低位，而服务业超预期下滑至萎缩区间。Jackson Hole 上欧央行拉加德的讲话并不十分鹰派，而欧央行官员内部对进一步加息也出现动摇的声音。在美欧经济和利率两大预期差的加持下，美元指数的进一步上行超过 105 也是可能的，但亦不会在高位维持，同时美国经济超出预期的韧性意味着美元指数的下行会从我们年中展望四季度末的时点进一步推迟。

图9：Jackson Hole 会议重点

	2023-08 Jackson Hole会议重点	2023-07 FOMC会议重点	2023-06 FOMC会议重点
经济和就业状况	<ol style="list-style-type: none"> 限制性的货币政策收紧了金融状况，以支持对低于趋势增长的预期：过去的五个季度中，工业产出的增长已然放缓，住宅投资支出也在下降。 GDP增长超出预期并高于其长期趋势，最近的消费支出数据尤为强劲。此外，地产行业在过去18个月里急速放缓之后正显示出复苏的迹象。持续高于趋势增长的进一步证据可能会使通胀前景面临风险，可能需要进一步收紧货币政策。 劳动力市场的再平衡在过去一年中持续进行，但尚未完成；数据显示劳动力市场逐渐正常化。名义工资放缓，但通胀下行使更重要的实际工资增速上升。如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，货币政策可能要继续作出反应。 	<ol style="list-style-type: none"> 美国经济增长温和，消费支出比去年放缓；房地产部门活动有所回升，但仍明显弱于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。 劳动力市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给（没有保留上月“劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力”的说法）。 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。 美联储工作人员调整预测，认为年末经济下行但不会衰退。 	<ol style="list-style-type: none"> 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出加快；房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。 劳动力市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。委员会认为劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。
通胀	<ol style="list-style-type: none"> 重点关注核心PCE通胀：目前还不知道6、7月降低的核心通胀数据会持续到什么程度，也不知道未来几个季度潜在的通胀会在哪里稳定下来。 核心商品：核心商品，特别是耐用品通胀已大幅下降，这是由于供需错配的缓解。 居住成本：货币紧缩效果在利率高度敏感的房地产行业很快显现出来，PCE指数所衡量的住房服务通胀滞后于这些市场变化，但最近也开始下降。 核心服务：仅温和下降的部分原因是其中许多服务业受全球供应链瓶颈的影响较小，对利率敏感度相对居住成本和商品更低。服务的生产也是相对劳动密集型的，而劳动力市场目前仍然紧俏。在核心服务方面取得进一步进展对于恢复价格稳定至关重要。 	<ol style="list-style-type: none"> 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 长期通胀预期控制较好 	<ol style="list-style-type: none"> 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 核心通胀将高于整体通胀 长期通胀预期控制较好
货币政策	<ol style="list-style-type: none"> 2%仍是中长期通胀目标，没有能力明确指出中性利率的水平。 决定是进一步紧缩还是维持政策利率不变等待更多数据出炉上谨慎行事。准备好在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平，直到确信通胀正在朝着2%目标持续下降。 风险：（1）中性利率的不确定性；（2）缩表时滞效应的估算宽广，进一步拖累可能仍在传导当中；（3）职位空缺下滑，失业却未明显增加，这在历史上却是不寻常的，反映了对劳动力的严重过剩需求。如果菲利普斯曲线呈现陡峭化，劳动力市场紧张程度的一点细微变化，就可能引致通货膨胀更为显著的变动。 	<ol style="list-style-type: none"> 联邦基金利率增加25BP至5.25%-5.50%（全体票委同意） 美联储未来加息将继续取决于数据 量化紧缩按照之前公布的计划进行 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变） 	<ol style="list-style-type: none"> 联邦基金利率维持25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意） 几乎所有的参会者均认为未来再加息以降低通胀至2%是合适的 点阵图2023年末FFR中位数上调至5.6% 量化紧缩按照之前公布的计划进行 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）

资料来源：FRB，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn