

不能排除美联储未来继续加息可能

——海外观察：2023年Jackson Hole会议

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**鲍威尔在Jackson Hole会议发表开幕演讲。
- **核心观点：**鲍威尔的讲话维持了此前基调，为抑制通胀会继续采取限制性货币政策，政策决策保持灵活和数据依赖。但鲍威尔也强调了通胀超预期下，美联储重新加息的风险，较先前表态偏鹰。我们认为，财政赤字上行加剧了美国通胀风险，金融条件整体宽松，货币的累积效应是否能持续释放存疑，不排除美联储未来将继续加息。
- 鲍威尔的讲话维持了此前基调，为抑制通胀会继续采取限制性货币政策，政策决策保持灵活和数据依赖。**增量信息主要在于以下几个方面：**
 - **通胀超预期的风险。**“如果存在经济持续过热的进一步证据，这可能会对通胀的进一步进展构成风险，并可能需要进一步收紧货币政策。”
 - **中性利率不确定下，错估政策立场的风险。**“我们认为当前的政策立场是紧缩的，对经济活动、就业和通胀产生下行压力。但我们无法确定中性利率水平，因此对货币政策紧缩程度的确切水平总是存在不确定性。”
 - **就业市场供需错配下错估通胀走势的风险。**“本轮周期当中独特的供需错配通过其对通货膨胀和劳动力市场动态的影响，为我们提出了更多难题。”“如果菲利普斯曲线陡峭化，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化。”
- **本次讲话直接或间接提到的可能触发政策利率调整的条件：**可能触发进一步加息的条件有 1) 通胀超预期 2) 劳动力市场的紧张状况不再持续缓解 3) 中性政策利率高于主流估算水平；本次讲话并未提到降息的可能性，仅仅提出两个风险点 1) 就业市场放松后通胀快速下降 2) 政策的累积效应与时滞。这两点是进行加息前的顾虑，而非降息的先决条件。
- **市场小幅上调加息预期，但仍预计9月大概率不加息。**鲍威尔讲话后，市场上调了加息预期，由于市场对本次会议偏鹰表态已有预期，资产价格已经提前做了调整。鲍威尔讲话期间，标普500指数一度快速下跌，随后日内逐步上涨，最终小幅收涨。联邦基金利率期货计价的9月加息25bps的概率为20%，不加息概率为80%。
- **财政宽松加剧美国通胀风险，不排除联储未来继续加息。**除了鲍威尔讲话提到的经济过热导致的通胀风险之外，美国政府加大财政开支力度，也是导致通胀可能反弹的重要原因。在拜登政府一系列财政开支法案之下，美国财政赤字重新开始增加。今年以来，美国政府共新增了37万人的就业岗位。
- **进一步去通胀可能无法寄希望于货币紧缩的滞后与累积效应。**虽然大幅加息提高了借贷成本，但综合来看，金融条件依然宽松。芝加哥联储的全国金融条件指数依然为负，说明金融条件宽松程度超过历史均值。美联储研究人员新发布的FCI-G指数，衡量了金融条件对未来实际GDP增速的累积效应和滞后效应。该指数显示，目前的金融条件估计在未来一年内对GDP增长产生约0.06pct的拖累，影响很小，可能难以持续推动通胀下行，也可能导致美债利率继续上行。
- **风险提示：**原油和粮食价格超预期回升；海外金融市场风险。

正文目录

1. 鲍威尔讲话信息与市场反应.....	4
2. 美国通胀仍有超预期风险	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 8 月 25 日标普 500 指数走势.....	4
图 2 联邦基金利率期货计价的加息概率.....	5
图 3 近期美国财政赤字上升, 百万美元.....	5
图 4 今年以来美国政府新增就业人数较多, 千人.....	5
图 5 芝加哥联储 NFCI.....	6
图 6 FCI-G	6

事件：鲍威尔在 Jackson Hole 会议发表开幕演讲。

1. 鲍威尔讲话信息与市场反应

鲍威尔的讲话维持了此前基调，为抑制通胀会继续采取限制性货币政策，政策决策保持灵活和数据依赖。增量信息主要在于以下几个方面：

通胀超预期的风险。“如果存在经济持续过热的进一步证据，这可能会对通胀的进一步进展构成风险，并可能需要进一步收紧货币政策。”

中性利率不确定下，错估政策立场的风险。“我们认为当前的政策立场是紧缩的，对经济活动、就业和通胀产生下行压力。但我们无法确定中性利率水平，因此对货币政策紧缩程度的确切水平总是存在不确定性。”

就业市场供需错配下错估通胀走势的风险。“本轮周期当中独特的供需错配通过其对通货膨胀和劳动力市场动态的影响，为我们提出了更多难题。”“如果菲利普斯曲线陡峭化，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化。”

本次讲话直接或间接提到的可能触发政策利率调整的条件：可能触发进一步加息的条件有 1) 通胀超预期 2) 劳动力市场的紧张状况不再持续缓解 3) 中性政策利率高于主流估算水平；本次讲话并未提到降息的可能性，仅仅提出两个风险点 1) 就业市场放松后通胀快速下降 2) 政策的累积效应与时滞。这两点更像是进行加息前的顾虑，而非降息的先决条件。

市场小幅上调加息预期，但仍预计 9 月大概率不加息。鲍威尔讲话后，市场上调了加息预期，由于市场对本次会议偏鹰表态已有预期，资产价格已经提前做了调整。鲍威尔讲话期间，标普 500 指数一度快速下跌，随后日内逐步上涨，最终小幅收涨。联邦基金利率期货计价的 9 月加息 25bps 的概率为 20%，不加息概率为 80%。

图1 8月25日标普500指数走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 联邦基金利率期货计价的加息概率

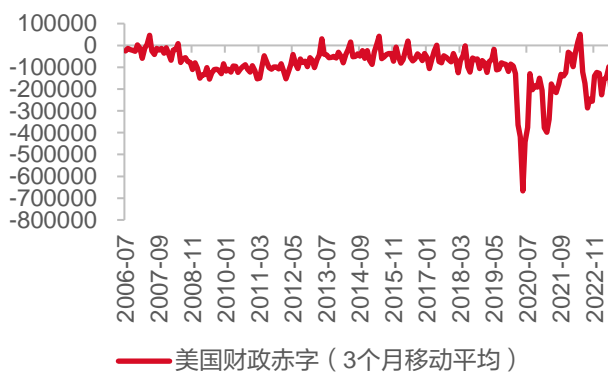
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

2.美国通胀仍有超预期风险

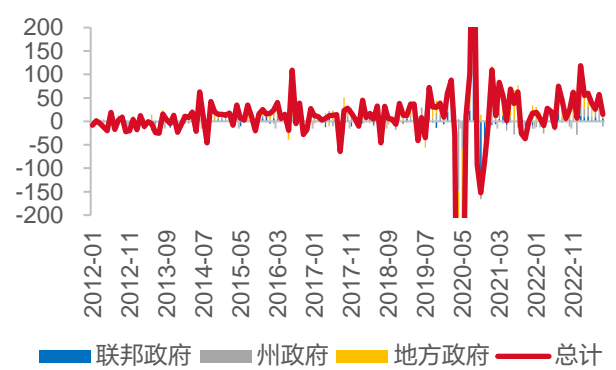
财政宽松加剧美国通胀风险，不排除联储未来继续加息。除了鲍威尔讲话提到的经济过热导致的通胀风险之外，美国政府加大财政开支力度，也是导致通胀可能反弹的重要原因。在拜登政府一系列财政开支法案之下，美国财政赤字重新开始增加。今年以来，美国政府共新增了 37 万人的就业岗位。

图3 近期美国财政赤字上升，百万美元



资料来源：FRED，东海证券研究所

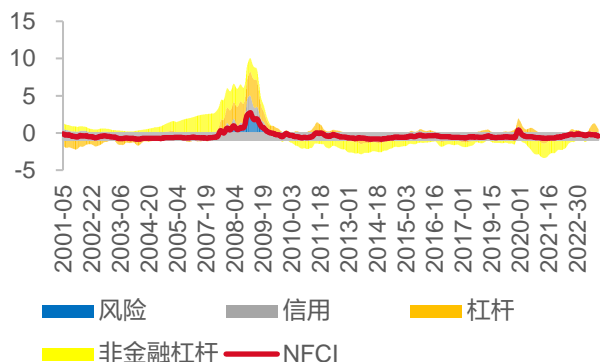
图4 今年以来美国政府新增就业人数较多，千人



资料来源：Wind，东海证券研究所

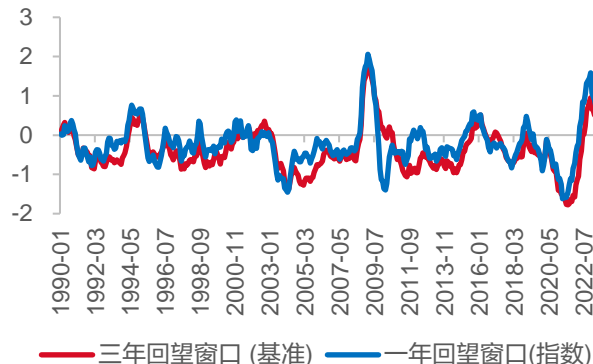
进一步去通胀可能无法寄希望于货币紧缩的滞后与累积效应。虽然大幅加息提高了实体经济借贷成本，但间接融资在美国企业融资中占比有限，综合来看，金融条件依然宽松。芝加哥联储的全国金融条件指数依然为负，说明金融条件宽松程度超过历史均值。美联储研究人员新发布的 FCI-G 指数，衡量了金融条件对未来实际 GDP 增速的累积效应和滞后效应。该指数显示，目前的金融条件估计在未来一年内对 GDP 增长产生约 0.06pct 的拖累，影响很小，可能难以推动成功通胀下行，也可能导致美债利率继续上行。

图5 芝加哥联储 NFCI



资料来源：芝加哥联储，东海证券研究所

图6 FCI-G



资料来源：圣路易斯联储，东海证券研究所

3.核心观点

鲍威尔的讲话维持了此前基调，为抑制通胀会继续采取限制性货币政策，政策决策保持灵活和数据依赖。但鲍威尔也强调了通胀超预期下，美联储重新加息的风险，较先前表态偏鹰。我们认为，财政赤字上行加剧了美国通胀风险，金融条件整体宽松，货币的累积效应是否能持续释放存疑，不排除美联储未来将继续加息。

4.风险提示

- 1) 原油和粮食价格可能推动美国通胀超预期上行；
- 2) 海外金融市场风险，可能导致美联储提前转向宽松。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089