

## 宏观点评 20220826

### 进还是退，鲍威尔杰克逊霍尔讲话有何玄机？

2022年08月26日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 万众瞩目的杰克逊霍尔会议于本周举行，主题为“重新评估经济与政策约束”。鉴于历任美联储主席曾多次在该会议上释放重要的货币政策信号，市场都在期待鲍威尔的开场演讲，焦点在其对通胀的表态以及后续加息路径的暗示。近期美联储官员集体鹰派的立场以及8月通胀或再回升的风险下，我们认为鲍威尔将表示通胀回落尚未形成趋势，重申9月加息幅度取决于数据并巩固美联储加息的决心。

■ 7月议息会议以来，美联储官员的表态普遍鹰派，但9月加息幅度仍取决于数据（表2）。

官员们普遍表示对加息75bp呈开放态度，鸽派官员戴利也多次重申“在9月加息50bp或75bp都是合理的”，但强调“加息幅度将取决于数据”，9月议息会议前发布的通胀和就业数据尤为关键。官员们表示尽管需求有放缓迹象，但为压制通胀，还需要进一步降低需求。

利率终值方面，多位官员表示2022年利率终值为3.75-4%，由此看来，6月议息会议上3.4%的利率终值可能在9月被进一步上调。

■ 在我们看来，9月加息75bp的可能性很大，原因主要有两个：

■ 一是我们的模型显示8月核心CPI有进一步回升的风险。我们的模型预测8月核心CPI将升至6.3%（7月为5.9%），与克利夫兰联储的预测一致（图1）。近几个月来，通胀动能的放缓尚未形成趋势，核心CPI的回落速度持续下滑，7月更是和6月持平，8月在核心商品和住房租金的推动下，核心CPI此前的回落或被反转。而年内核心CPI回落至5%具备挑战，美联储需要进一步大幅加息以抑制需求。

■ 二是美国经济依旧强劲，GDP和就业数据被进一步上修。

GDP方面，二季度实际GDP环比增速被上修0.3%，而三季度或将反弹至1.6%（亚特兰大联储预测），我们预计四季度或进一步升至2%左右（图2）。企业设备投资仍稳健增长，缓解市场对于衰退的担忧。从美联储官员表态可以看出，尽管他们承认衰退风险上升，但不认为2022年美国将陷入衰退，这给美联储大幅加息打了“强心针”。

就业方面，美国劳工统计局年度基准修订的初估值显示，截至3月的12个月中，美国经济比之前估计的多创造46万个岗位。7月3.5%的失业率位于几十年来的低位，而从芝加哥联储行长埃文斯的表态推断，美联储可以接受失业率上升至4.25%，为美联储大幅加息留出空间。

■ 本次会议预示着美联储政策预期的引导方式将发生明显转变。从7月议息会议之后的经济和市场表现来看，美联储的预期管理无疑是失败的，面对1980s以来罕见的通胀，过去20年的预期引导模式是不适用的，7月议息会议一句可能在未来放缓加息的措辞便让75bp的加息徒劳无功——金融条件的紧缩程度反而回到了6月的水平，主要“贡献”来自于股市的反弹和信用利差的收窄（图3-图4）。

■ 美联储很可能将效仿欧洲央行，逐步放弃对于利率的前瞻指引。这意味着无论股市还是债市，波动率中枢都将系统性的上升。对于债市而言，当前隐含波动率水平已处于较高水平，基本与20世纪80、90年代相当，10年期美债收益率震荡明显加大，3%以上将成为常态（图5）。对于股市而言，由于市场此前对于政策预期的偏鸽解读，当前波动率明显处于较低水平，在美联储预期引导方式转变的背景下，股市波动上升、股市继续调整是大概率事件（图6）。

■ 风险提示：病毒再次变异，全球疫情再次大爆发，政策被迫提前转向

#### 相关研究

《稳增长2.0，火力如何？》

2022-08-25

《非对称降息，救地产还有哪些后手棋？》

2022-08-22

《倒计时80天！历次美股美债如何迈向中期选举？》

2022-08-20

表1: 历任美联储主席曾多次在杰克逊霍尔会议上释放重要货币政策信号, 后续伴随政策配合

时间	时任美联储主席	主题	具体内容	后续美联储操作
2021	鲍威尔	不平衡经济中的宏观经济政策	可能会在今年开始taper, 但taper并不直接暗示加息时间 重申此前对于就业和通胀的看法, 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。	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微高于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	<b>美国经济适合渐进性加息</b> 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
2017	耶伦	危机10年后的金融稳定	<b>加强金融监管, 维护市场稳定</b> 金融危机以来, 金融监管改革对改善金融体系稳定具有重要意义, 当前美联储也在积极行动, 以探求既能保证中小银行增长活力和市场交易流动性, 又能增强金融系统韧性的金融监管框架。 <b>高度肯定金融监管的作用, 但并未过多提及货币政策, 与特朗普放松金融监管主张不同, 预示了可能不再连任。</b>	-
2016	耶伦	美联储货币政策工具: 过去, 现在和未来	<b>美国经济将温和扩张</b> 预期美国经济将持续温和扩张, 近几个月的情形使加息的可能性增强, 暗示未来的加息步伐。	在12月宣布加息25个基点

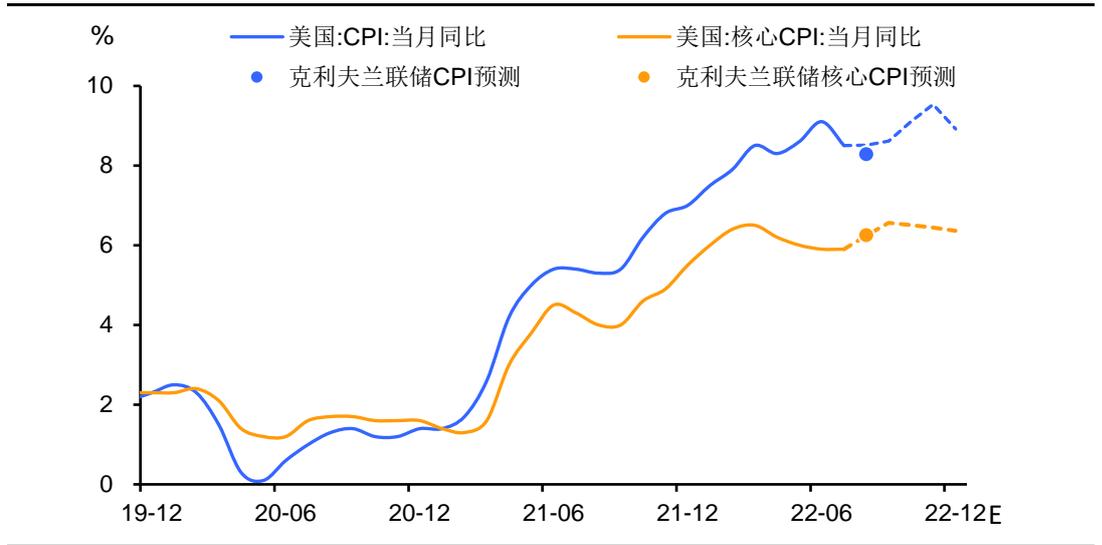
数据来源: 美联储, 堪萨斯联储, 东吴证券研究所

表2: 2022年7月议息会议以来美联储官员的表态

官员	日期	美联储官员表态	职位	2022FOMC 投票权	2023FOMC 投票权
鲍威尔	2022/7/28	我不认为美国目前处于衰退之中,失业率仍接近半个世纪以来的低点,而工资增长和就业增长稳健。我们确实希望看到需求在持续一段时间内低于潜在水平,从而造成经济疲软。 <b>加息的速度取决于未来的数据,下次会议大幅加息可能是合适的</b>	美联储主席	有	有
博斯蒂克	2022/7/29	我不认为美国陷入了衰退,美联储在控制通胀方面还有很多工作要做。美联储在利率方面将不得不采取更多措施,但具体细节取决于未来几个月的数据。 <b>加息可能会损害就业增长,但到目前为止,就业似乎仍有继续增长的势头</b>	亚特兰大联储行长	无	无
鲍威尔	2022/8/1	食品消费出现了实际的、真正的下滑,这非常不幸。但在物价涨势以令人信服的方式放缓之前,将继续加息	美联储主席	有	有
戴利	2022/8/2	<b>市场对降息的预期超前了,我们现在甚至还没有达到中性利率,6月发布的经济路径指引仍然是合理的。随着经济放缓,失业率会上升一点,这对我来说是可以接受的。9月加息50bp是合理的,但是如果通胀一直飙升,我认为加息75bp也会是合适的</b>	旧金山联储行长	无	无
布拉德	2022/8/3	<b>希望年底前政策利率达到3.75%至4%,我更喜欢提前加息。</b> 美国现在并没有步入衰退,下半年的GDP将出现正增长,劳动力市场将保持强劲。我们需要在更长的时间内使利率保持在高位,才能让通胀令人信服地下降	圣路易斯联储行长	有	无
埃文斯	2022/8/3	<b>如果通胀没有改善,加息50bp是9月会议的合理预期,75bp也是可以的,但我怀疑是否需要加息100bp。仍然希望能在9月加息50bp,然后以25bp的加息步伐继续,直到2023年第二季度初。认为在2023年第二季度前,利率达到3.75%-4%已经足够高了</b>	芝加哥联储行长	无	有
卡什卡利	2022/8/4	<b>美联储明年降息的可能性很小,通胀的蔓延仍然令人担忧,需要关注工资上涨导致的通胀风险。我们最终会在就业和通胀中达到一个平衡</b>	明尼阿波利斯联储行长	无	有
布拉德	2022/8/4	<b>美联储将坚定不移地提高利率,使运行在四十年高位的通胀率回到联储2%的目标</b>	圣路易斯联储行长	有	无
梅斯特	2022/8/5	我们没有陷入衰退,但是衰退的风险已经上升。目前需求的放缓并没有降低通胀, <b>我们需要进一步提高利率以降低需求。我们要提高利率直到通胀回到2%,然后开始降息,利率应该在今年和明年上半年继续上升</b>	克利夫兰联储行长	有	无
鲍曼	2022/8/8	<b>美联储应该考虑在未来的会议中多次加息75个基点,以便将高通胀重新降至央行的目标</b>	美联储理事	有	有
埃文斯	2022/8/10	我不认为会出现衰退,数据显示下半年的经济会增长,劳动力市场仍强劲,但是高通胀仍然难以接受。 <b>我们会持续加息,预计到2023年底利率在3.75%至4%的范围内,收紧货币政策的力度可能足以降低通胀并使失业率仅上升到4.25%</b>	芝加哥联储行长	无	有
卡什卡利	2022/8/11	我很高兴看到通胀意外下滑,但是距离宣布胜利还有很长一段距离。 <b>明年初开始降息的想不现实,我们需要提高利率直到通胀降到2%的目标。我预计美联储今年底前利率达到3.9%,2023年底前达到4.4%。我们可能在不久后进入衰退,但是衰退的风险不会阻止我们采取行动降低通胀</b>	明尼阿波利斯联储行长	无	有
戴利	2022/8/11	<b>通胀改善是好消息,但是仍然还是太高了。加息的幅度并不取决于一个数据点,九月份加息50bp是合理的基本情形,对于是否要加息75bp,我保持开放的态度。预计明年的政策更加收紧,以抑制通胀</b>	旧金山联储行长	无	无
巴尔金	2022/8/12	目前经济基本面良好,正在经受加息的考验,并且劳动力市场的紧俏不一定会导致通胀。 <b>目前需求明显疲软,我们需要保持这个势头,并将加息贯彻到底。</b> 现在有多种温和的衰退,经济的疲软会提高失业率。美联储缩表将产生一些紧缩效应,我对同时进行缩表和加息没有异议	里士满联储行长	无	无
戴利	2022/8/18	<b>宣布战胜通胀为时过早,我们需要进一步加息,在9月份加息50bp或75bp都是合理的。年底前利率需要达到3%,或者更高的利率,这取决于数据。</b> 但我不希望过度收紧的政策引起经济的过度紧张	旧金山联储行长	无	无
卡什卡利	2022/8/19	美联储知道如何控制通胀,但是不确定会不会引起衰退。供应链条件改善了,经济基本面强劲,但是 <b>仍需要降低需求。</b> 我认为三分之一的通胀是由国内因素导致的,包括财政因素。随着我们进一步加息,衰退更有可能发生	明尼阿波利斯联储行长	无	有
乔治	2022/8/19	将继续讨论加息速度的问题,但 <b>不会停止收紧政策,直到完全相信通胀正在回落</b>	堪萨斯城联储主席	有	有
巴尔金	2022/8/22	在需要决定在9月政策会议上进行多大幅度加息之前,美联储官员还有很多时间。由于两次会议的间隔时间长达八周,美联储还可以再消化一些数据,包括就业、通胀和其他报告,这些数据将决定是 <b>选择加息50bp,还是连续第三次加息75bp</b>	里士满联储行长	无	无

数据来源: 美联储, 路透, 东吴证券研究所

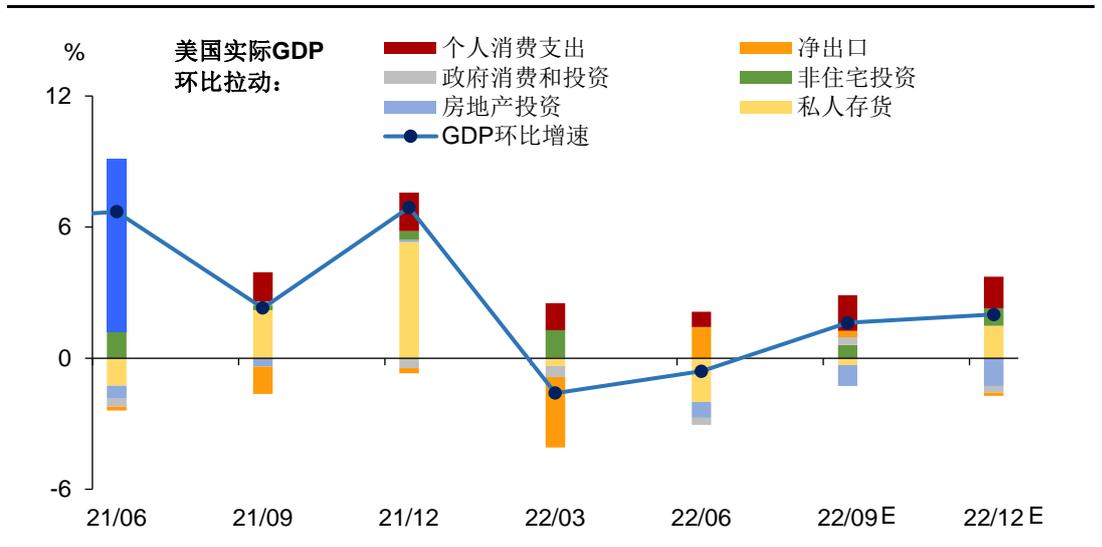
图1: 美国 CPI 和核心 CPI 预测



注: 虚线为东吴研究所预测

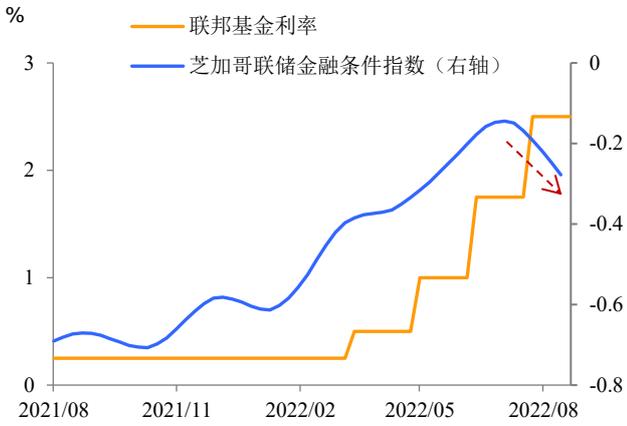
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 美国实际 GDP 环比增速预测



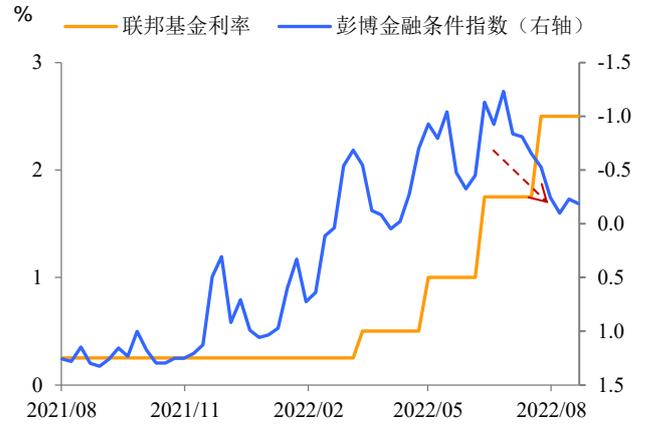
数据来源: Wind, 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图3: 7月底以来美国金融条件指数明显转向放松



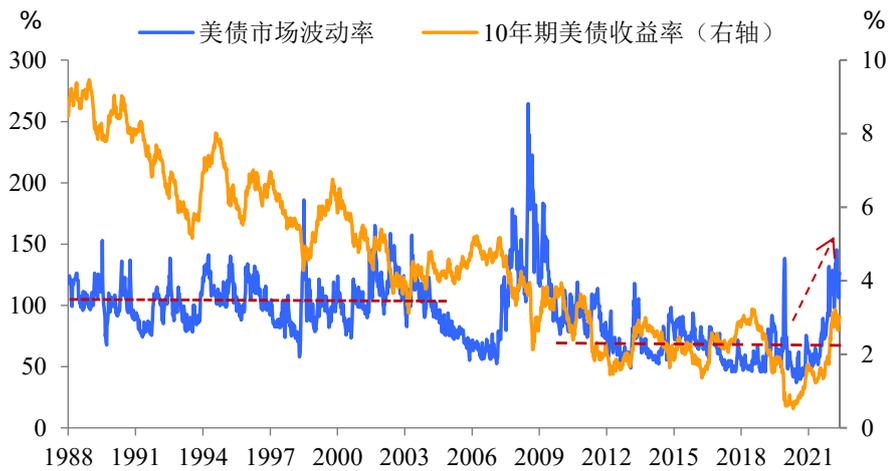
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 7月底以来美国金融条件指数明显转向放松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美联储预期引导方式的变化将会导致美债波动率上涨, 推升收益率中枢



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美联储预期引导方式的变化将会导致市场波动率上升



数据来源: Bloomberg, 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

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

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>

