

鲍威尔的“背水一战”

事件：美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发表《货币政策与价格稳定》的主题演讲，“鹰派”论调大超预期，引发隔夜美股剧烈调整，纳指大跌4个点。

■ 第一大看点：高度精炼的演讲，重申“抗通胀是首要任务”

8月27日全球央行年会上，鲍威尔发表《货币政策与价格稳定》的主题演讲，精炼程度创历史之最。会议开始后，鲍威尔明确表示本次演讲将“更简短、更聚焦、更直接”，营造出“大敌当前、严阵以待”的肃杀氛围，也为后文的“破釜沉舟”做了完美的铺垫。纵览全程，鲍威尔的演讲全稿仅有1300余个词汇、用时不到10分钟，甚至不足往年正常水平的一半，精粹程度创历史之最。

鲍威尔重申“抗通胀是首要任务”的基调，且更加辩证的去阐释通胀与经济的关系。与前几次美联储议息会议释放的基调一样，鲍威尔继续表示“首要任务是将通胀率降至2%的目标”。相较以往，鲍威尔更加辩证的去阐释通胀与经济的关系，认为“物价稳定是美联储的职责所在，也是经济基石”。原因在于，“没有价格稳定，经济不再普惠于大众”，且“高通胀的负担落在最无力承受的人身上”。

■ 第二大看点：容忍经济放缓，暗示9月或上调利率点阵图

鲍威尔认为经济放缓是降通胀的“不幸代价”，否则会面临“更大的痛苦”。鲍威尔表示，“降低通胀需要时间，需要强力运用政策工具达到供需平衡”。这一过程中，鲍威尔认为“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则美国家庭和企业将会迎来“更大的痛苦”。换言之，在实现通胀目标前，经济放缓难以成为掣肘加息的核心因素。

鲍威尔表示暂停加息为时尚早，暗示9月或上调利率点阵图。鲍威尔表示，“随着政策立场进一步收紧，放缓加息可能是合适的”，但还未到讨论暂停加息的时候，因为“历史记录强烈警告不要过早放松政策”。6月利率点阵图表示，2023年底政策利率中值略低于4%，鲍威尔提示9月将更新预测。参考鲍威尔的暗示及其他官员的最新表态，美联储可能将在9月利率点阵图中上调终点利率预测。

■ 第三大看点：总结出“三大教训”，坚持加息直至完成抗通胀目标

鲍威尔最后回顾了近50年的通胀治理经验，总结出“三大教训”。第一，“央行能够承担且实现物价稳定的责任”，主要针对总需求进行管理，使其更好地平衡总供给、进而实现价格稳定。第二，“公众通胀预期能发挥重要作用”，高通胀持续时间越长，通胀预期更容易上升且变得根深蒂固，导致自我实现。第三，“必须坚持加息，直至目标完成”，即在通胀回归目标前，保证加息的决心不动摇。

对于市场而言，宏观环境的不确定性依然高企，或预示外围回归高波动。先前市场普遍预计美联储加息止步于2023年初、随后降息，终点利率水平约为3.5-3.75%。但就鲍威尔的最新演讲及其他官员的表态来看，在宏观经济前景依然存在较大不确定性的背景下，加息路径、尤其是终点利率水平依然是“一团迷雾”，隔夜美股大跌等映射了预期修正的风险，或预示外围市场将回归高波动。

风险提示：美国核心通胀居高不下；美国就业修复不及预期。

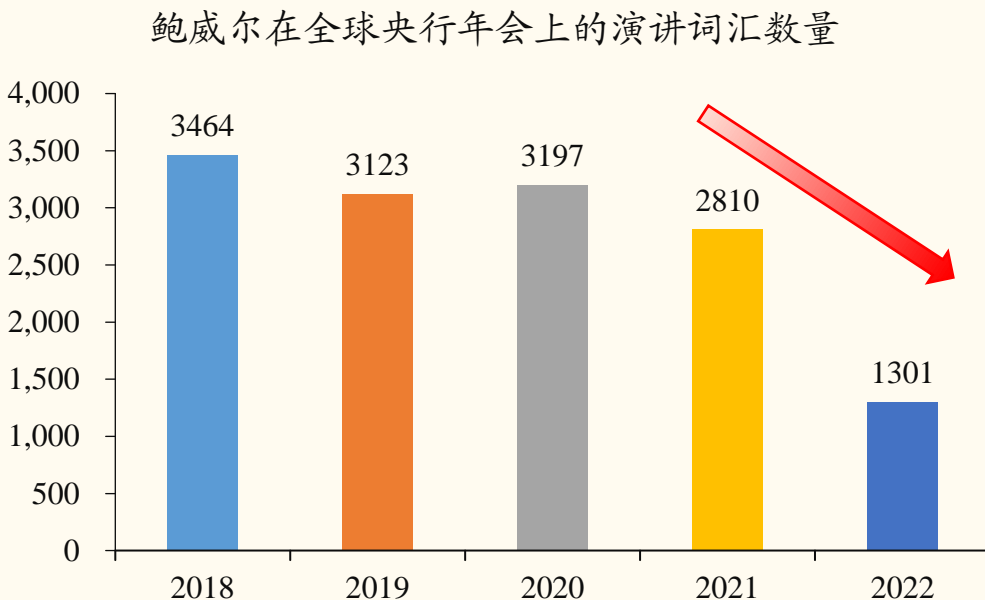
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

第一大看点：高度精炼的演讲，重申“抗通胀是首要任务”

8月27日全球央行年会上，鲍威尔发表《货币政策与价格稳定》的主题演讲，精炼程度创历史之最。会议开始后，鲍威尔明确表示本次演讲将“更简短、更聚焦、更直接”，营造出“大敌当前、严阵以待”的肃杀氛围，也为后文的“破釜沉舟”做了完美的铺垫。纵览全程，鲍威尔的演讲全稿仅有1300余个词汇、用时不到10分钟，甚至不足往年正常水平的一半，精粹程度创历史之最。

图表1：鲍威尔本次演讲的精炼程度创历史之最



来源：Fed、国金证券研究所

鲍威尔重申“抗通胀是首要任务”的基调，且更加辩证的去阐释通胀与经济的关系。与前几次美联储议息会议释放的基调一样，鲍威尔继续表示“首要任务是将通胀率降至2%的目标”。相较以往，鲍威尔更加辩证的去阐释通胀与经济的关系，认为“物价稳定是美联储的职责所在，也是经济基石”。原因在于，“没有价格稳定，经济不再普惠于大众”，且“高通胀的负担落在最无力承受的人身上”。

图表2：美联储会议声明对比

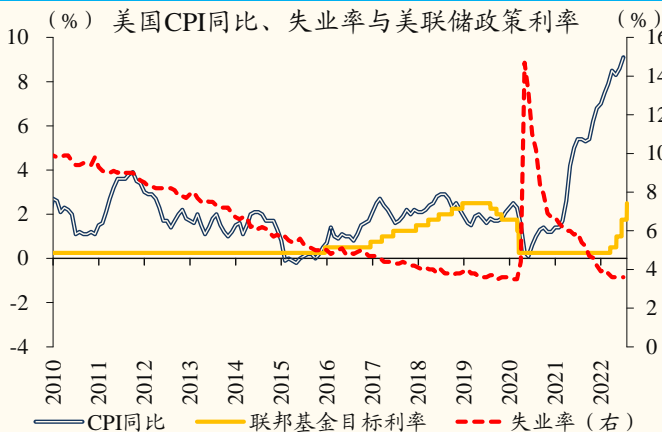
美联储议息会议声明对比										
FOMC会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15	2022/7/27
FOMC会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息25BP	加息50BP	加息75BP	加息75BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%	2.25%-2.5%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1通过	全票通过	8:1通过	全票通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓	似乎有所回升	已现疲软
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	进一步改善	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业率					大幅下降	大幅下降	大幅下降	大幅下降	维持低位	维持低位
消费支出										
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松				
12个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险	依然面临下行风险，包括新毒株带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性	俄乌战争正在拖累全球经济活动	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	继续加息、即将缩表	继续加息、开始缩表	继续加息、继续缩表

来源：Fed、国金证券研究所

第二大看点：容忍经济放缓，暗示9月或上调利率点阵图

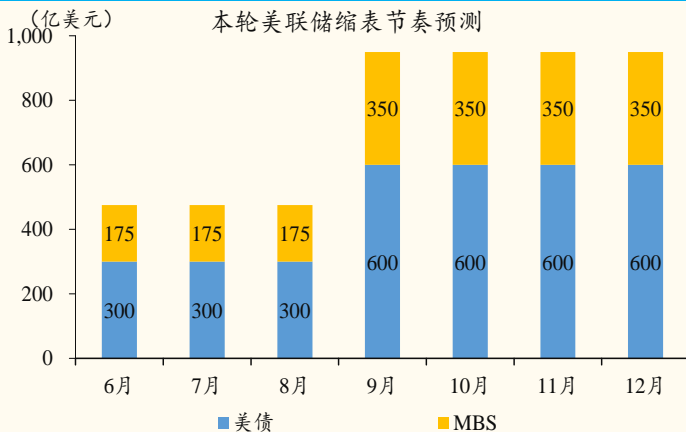
鲍威尔认为经济放缓是降通胀的“不幸代价”，否则会面临“更大的痛苦”。鲍威尔表示，“降低通胀需要时间，需要强力运用政策工具达到供需平衡”。这一过程中，鲍威尔认为“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则美国家庭和企业将会迎来“更大的痛苦”。换言之，在实现通胀目标前，经济放缓难以成为掣肘加息的核心因素。

图表 3：美联储连续加息



来源：Fed、国金证券研究所

图表 4：美联储推进缩表计划、9月继续提速



来源：Fed、国金证券研究所

鲍威尔表示暂停加息为时尚早，暗示9月或上调利率点阵图。鲍威尔表示，“随着政策立场进一步收紧，放缓加息可能是合适的”，但还未到讨论暂停加息的时候，因为“历史记录强烈警告不要过早放松政策”。6月利率点阵图表示，2023年底政策利率中值略低于4%，鲍威尔提示9月将更新预测。参考鲍威尔的暗示及其他官员的最新表态，美联储可能将在9月利率点阵图中上调终点利率预测。

图表 5：美联储官员讲话对比

姓名	职位	投票状态	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	常任	美联储对抗通胀的承诺是“无条件的”，预计随着时间推移会进一步加息；美国经济非常强劲，复苏形势良好	美国经济形势强劲，劳动力市场强劲，能够不受货币政策半措；软着陆可能但将相当具挑战性
Lael Brainard	副主席	常任	高通胀是我们面临最具压力的挑战；还没有就发行央行数字货币（CBDC）作出决定	很难看到暂停加息的理由；量化紧缩可能相当于额外加息2-3次
John C. Williams	纽约联储主席	常任	央行的作用是提供流动性和稳定性，但数字货币可能会改变实施情况；联储了解数字货币如何影响经济、金融和政策执行很关键	衰退不是我的基本预期，美国经济强劲，有一条降低通货膨胀的道路；美联储今年需要大幅加息，联邦基金利率达到3.5%-4%是合理的
Michael S. Barr	理事	常任	高通胀很可能是暂时的，未来会议上讨论缩减QE至关重要	基于调查的通胀预期比基于市场的通胀预期更重要；美联储在通胀问题上的观点可能是错误的
Lisa D. Cook	理事	常任	-	-
Michelle Bowman	理事	常任	-	支持在7月会议上加息75个基点，认为7月之后进行数次50个基点的加息是合适的
Philip N. Jefferson	理事	常任	-	-
Chris Waller	理事	常任	支持在7月加息75个基点，在9月加息50个基点；经济相当强劲，如果能在9个月到一年的时间里将增长率降下来，那就足以在不引发衰退的情况下让通胀回落	认为中性利率是2-2.25%；美国劳动力市场非常强劲，软着陆非常可能，经济衰退可以避免
Susan M. Collins	波士顿联储主席	2022年	-	对经济来说，这是一个非常具有挑战性的时期；通胀太高，解决通胀是当务之急
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022年	希望今年将利率提高到3.75%-4%，我更喜欢提前加息；通胀率需要一段时间才能降至2%，不会像市场预期的那样迅速	提前加息是合适的，希望年底前利率达到3.75%-4%
Loretta Mester	克利夫兰联储主席	2022年	通胀太高且未见顶；CPI数据并不显示美联储加息幅度将小于6月份紧缩政策必须是经过深思熟虑且在计划之中的	需要进一步提高利率以缓解需求；认为9月份我们可能加息75个基点也不是没有道理的，但很有可能是50个基点
Esther L. George	堪萨斯联储主席	2022年	在8月前将主要利率提高到2%左右；冲突和封锁造成的进一步生产中断可能会加剧通货膨胀，需要采取更强有力的行动	毫无疑问，美联储会将利率提升到4%以上；现在说9月预期还为时尚早，有更多关键数据即将出炉

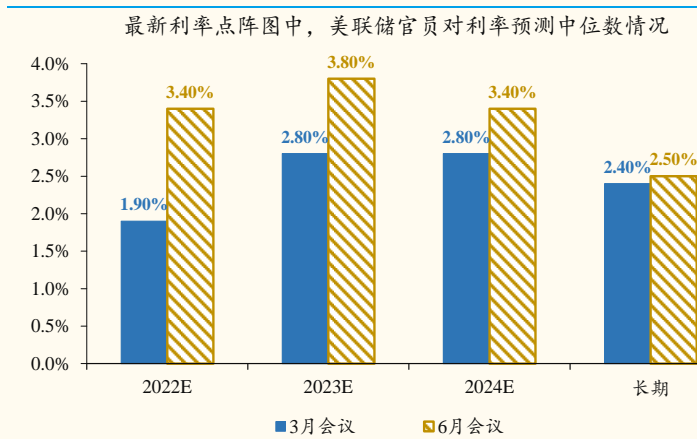
来源：Fed、国金证券研究所

图表 6: 美联储 6 月对未来经济预测的预测

美国经济数据预测		2022年	2023年	2024年	长期
GDP	6月预测	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%
	3月预测	2.8%	2.2%	2.0%	1.8%
失业率	6月预测	3.7%	3.9%	4.1%	4.0%
	3月预测	3.5%	3.5%	3.6%	4.0%
PCE物价	6月预测	5.2%	2.6%	2.2%	2.0%
	3月预测	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%
核心PCE物价	6月预测	4.7%	2.7%	2.3%	
	3月预测	4.1%	2.6%	2.3%	

来源: Fed、国金证券研究所

图表 7: 美联储 6 月对联邦基金利率的预测



来源: Fed、国金证券研究所

第三大看点: 总结出“三大教训”，坚持加息直至完成抗通胀目标

鲍威尔最后回顾了近 50 年的通胀治理经验，总结出“三大教训”。

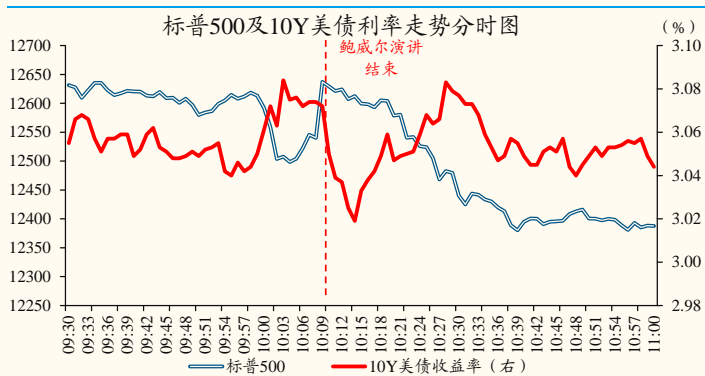
第一，“央行能够承担且实现物价稳定的责任”，主要针对总需求进行管理，使其更好地平衡总供给、进而实现价格稳定。

第二，“公众通胀预期能发挥重要作用”，高通胀持续时间越长，通胀预期更容易上升且变得根深蒂固，导致自我实现。

第三，“必须坚持加息，直至目标完成”，即在通胀回归目标前，保证加息的决心不动摇。

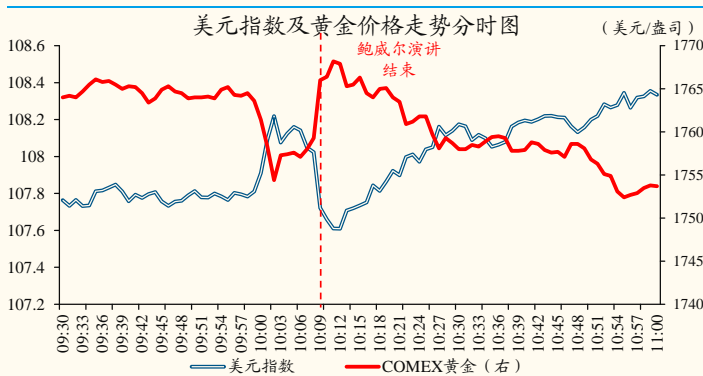
对于市场而言，宏观环境的不确定性依然高企，或预示外围回归高波动。先前市场普遍预计美联储加息止步于 2023 年初、随后降息，终点利率水平约为 3.5-3.75%。但就鲍威尔的最新演讲及其他官员的表态来看，在宏观经济前景依然存在较大不确定性的背景下，加息路径、尤其是终点利率水平依然是“一团迷雾”，隔夜美股大跌等映射了预期修正的风险，或预示外围市场将回归高波动。

图表 8: 美股及 10Y 美债利率走势



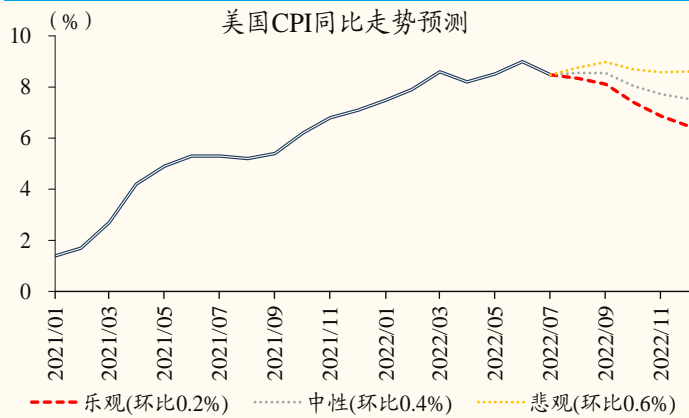
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 美元指数及黄金价格走势



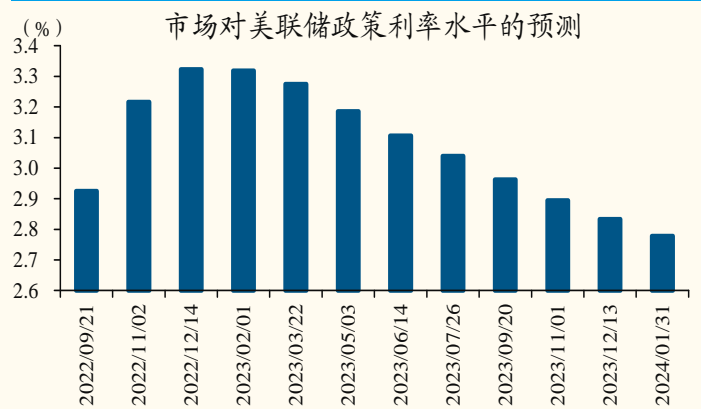
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 美国通胀粘性依然较强



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 市场预期美联储2023年开始降息



来源: Bloomberg、国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国核心通胀居高不下。**美国供应链瓶颈持续时长超预期，叠加劳动力成本增速高企，共同推升美国核心通胀。
- 2、美国就业修复不及预期。**若美国通胀压力高企的同时，就业修复不及预期，美联储货币政策将会因为“类滞胀”格局而陷入两难。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402