



宏观研究

【粤开宏观】鹰派的回归及影响：8月杰克逊霍尔央行年会点评

2022年08月28日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对》2022-08-16

《【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束》2022-08-22

《【粤开宏观】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》2022-08-22

《【粤开宏观】房地产风险的化解之道》2022-08-24

《【粤开宏观】中美达成审计监管协议，中概股或将云开月明》2022-08-27

摘要

8月25-27日，美国堪萨斯联储主办的杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话，重申货币政策持续紧缩抗通胀的立场，超预期的鹰派立场引发美股全面大跌。

一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？

1、本次鲍威尔讲话内容更精简，意图更明确，重申牺牲经济实现价格稳定的决心。要实现恢复通胀稳定的目标，就必须承受一段时间的经济下行的代价，抗住加息的短痛才能避免高通胀的长痛。

2、鲍威尔总结出应对大通胀时代三条经验教训。一是央行必须承担稳定通胀的责任，这是无条件的；二是借鉴70年代高通胀经验，货币政策必须考虑公众的通胀预期；三是借鉴“沃尔克时刻”，必须坚持加息直至大功告成。长时间的限制性货币政策对于抑制通胀十分必要。

二、为何鲍威尔如此“鹰派”？

3、当前鲍威如此高调的鹰派讲话，是因为：一是全球高通胀的风险蔓延，通胀的粘性超预期；二是中期选举临近，要求美国政府抗通胀的政治呼声加大；三是美联储要弥补误判通胀的过错，打压通胀预期需要更大的努力。

三、鲍威尔讲话如何影响市场预期？

4、鲍威尔讲话引发市场对未来加息周期再评估。美联储本轮加息周期或将持续更久，投资者修正了期待美联储提前转向宽松的预期，目前市场预期加息周期将会持续到2023年3月，加息终点上升至3.7%附近。

5、未来加息的紧缩预期何时回落，主要取决于居民通胀预期与失业率变化。一是通胀预期何时持续回落，进而推动实际通胀趋势性下降。二是美国劳动力市场出现拐点，失业率反弹突破4%上方，美国经济衰退风险进一步加大。

四、鲍威尔讲话如何影响大类资产价格？

6、美国经济矛盾在“滞”与“胀”之间切换，市场在紧缩交易与衰退交易之间反复。若通胀粘性超预期，紧缩交易之下股债双杀、美元走强；若经济衰退风险迫近，衰退交易之下债强股弱，美元回落。

7、未来大类资产价格走势研判：一是美股或有二次探底风险，警惕估值盈利双杀。二是美债收益率短期仍有上行空间，曲线倒挂程度加深。三是美元指数或将继续冲高，美欧经济周期与货币周期差扩大支撑美元强势，加剧新兴市场货币贬值压力。

风险提示：能源价格推升通胀超预期；经济衰退风险加剧。



目 录

一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？又为何“鹰”？	3
二、鲍威尔讲话如何影响市场预期与大类资产价格？	5
三、附录：鲍威尔发言稿中文译文	8

图表目录

图表 1： 美联储主席鲍威尔历年杰克逊霍尔央行年会的讲话情况	3
图表 2： 美国工资—通胀螺旋指数持续攀升	4
图表 3： 消费者对未来的通胀预期从高位回落	5
图表 4： 8 月市场预期未来美联储加息的高点进一步抬升	6
图表 5： 美股 7 月以来的反弹中成长风格占优	6
图表 6： 美债长短期收益率倒挂程度加深	7
图表 7： 欧元兑美元汇率跌破平价，推动美元指数突破新高	7



一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？又为何“鹰”？

杰克逊霍尔会议是由美国堪萨斯城联储举办的一年一度全球货币政策专题研讨会，从1978年至今已连续举办了45届。历次年会上，美联储主席发表的主旨讲话是管理市场预期的重要方式。2019年，鲍威尔讲话暗示预防式降息，应对全球贸易摩擦和美国增长放缓风险。2020年，鲍威尔阐明了对美联储货币政策框架的调整，采用就业优先的平均通胀目标制。2021年鲍威尔则坚持了“通胀暂时论”，货币政策按兵不动。会议今年的主题是“重新评估经济与政策的约束”（Reassessing Constraints on the Economy and Policy）。

今年鲍威尔讲话聚焦于通胀，鹰派立场坚定。鲍威尔的主旨讲话简洁有力，传递出的鹰派信号是前所未有的。讲话正文篇幅不及往年的一半，着重讨论了美联储维护价格稳定的必要性和紧迫性，并总结了过去货币政策的三个经验教训，坚持货币政策持续紧缩以恢复价格稳定。

图表1：美联储主席鲍威尔历年杰克逊霍尔央行年会的讲话情况

年份	标题	主要内容	正文字数
2018	经济变化中的货币政策 (Monetary Policy in a Changing Economy)	加息与缩表的货币政策正常化过程是适当的，重新审视自然失业率 (u^*)。通胀预期锚定在稳定的水平，菲利普斯曲线趋于平坦，自然失业率的估计值可能有误导性。	3464
2019	货币政策的挑战 (Challenges for Monetary Policy)	美联储货币政策面临低利率、低通胀、低增长时代的考验。贸易政策的不确定性阻碍全球增长，需要为降息做准备。	3123
2020	新的经济挑战与美联储货币政策综述 (New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review)	修订美联储的货币政策框架，采用平均通胀目标制度。美联储不再坚持通胀维持在2%的目标水平，而是允许通胀一段时间适度高于2%的目标，以弥补过去的低通胀。	3197
2021	疫情期间的货币政策 (Monetary Policy in the Time of COVID)	基于通胀不够广泛、工资增速低、通胀预期稳定等因素提出“通胀暂时论”，货币政策调整需要满足就业取得进一步实质性进展。	2810
2022	货币政策与价格稳定 (Monetary Policy and Price Stability)	重申货币紧缩恢复通胀达到2%的目标，总结了过去货币政策的三个经验教训，9月加息幅度将取决于经济数据及前景展望变化。	1301

资料来源：美联储、粤开证券研究院

首先，重申牺牲经济实现价格稳定的决心。鲍威尔开篇强调美联储维护价格稳定的使命，这也是美国经济社会稳定的基石 (bedrock)。当下高通胀对美国经济社会的伤害程度，要远远高于加息引起的经济放缓。高通胀源于供需失衡，美联储今年历次会议强调了这一点，供需再平衡需要时间。而美联储加息的作用就在于让总需求降下来，经济增长慢下来，进而让通胀落下来。要实现恢复通胀稳定的目标，就必须承受一段时间的经济下行的代价 (sustained period of below-trend growth)。

其次，警告加息抗通胀不容松懈。虽然7月CPI从历史高点小幅回落，但单个月度的数据变化不足以支撑美联储改变紧缩立场。当前美联储政策利率已经达到2.5%的长期中性利率水平，鲍威尔强调这还不是放弃加息的时候 (not a place to stop or pause)。关于未来货币政策紧缩节奏是否放缓，鲍威尔仍持开放的态度，依然没有给出明确的指引，9月加息75bp还是50bp，依然取决于后续经济数据。

最后，吸取大滞胀时期的三大经验教训。



一是央行必须承担稳定通胀的责任，这是无条件的。本轮通胀源于疫情冲击引发的供需错配，虽然货币政策对供给瓶颈的解决作用有限，但美联储仍责无旁贷，依然可以通过加息来调控需求进而实现经济软着陆。

二是借鉴 70 年代高通胀经验，货币政策必须考虑公众的通胀预期。这是由于通胀预期与实际通胀存在正反馈循环，历史上的工资通胀螺旋加大通胀的粘性。当居民预期到高通胀，就会要求涨工资，而企业会将人力成本转嫁到产品定价上，加剧高通胀。持续的高通胀环境下，央行应当注重管理企业与居民的预期，避免脱锚。7 月工资-通胀螺旋指数继续升至 15.3%，接近 1970 年代的高峰。美联储或将通过更大力度的紧缩，才能给通胀降温。

图表2：美国工资—通胀螺旋指数持续攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院（指数根据美国 CPI 同比增速+美国私人非农企业生产和非管理人员平均时薪同比增速计算）

三是借鉴“沃尔克时刻”，必须坚持加息。鲍威尔认为沃尔克抗通胀的成功经验，在于坚持加息直至大功告成。所以长时间的限制性货币政策（A lengthy period of very restrictive monetary policy）对于抑制通胀十分必要，这是鲍威尔最为鹰派的表态。

当前鲍威如此高调的鹰派讲话，是因为全球高通胀的风险蔓延、美国政府抗通胀的政治呼声、美联储要弥补误判的过错。

一是全球高成本时代，通胀粘性超预期。本轮通胀周期是人口红利逆转、贸易逆全球化、能源绿色转型等长期因素综合作用的结果，短期难以根本逆转。而地缘冲突下全球能源危机加剧，供应链瓶颈难解，使得全球步入高成本时代。美国通胀回落速度放缓，延长美联储加息周期。

二是中期选举临近抗通胀的政治诉求升温。美国滞胀给经济和民生带来巨大压力，也使得拜登领导下的民主党执政处于更加不利的位置。拜登签署了《2022 通胀削减法案》，虽然具体政策举措抑制通胀的作用甚微，但也挽回了部分民意支持率。而中期选举临近，美国政府当前抗通胀的诉求更加迫切，美联储的鹰派立场也需要表现的更加坚定。

三是美联储需要弥补过晚加息的失误。美联储去年误判暂时性通胀，通胀失控后才开始加息，如今可能需要更大力度更加持久的加息才能打压通胀预期。根据纽约联储 7 月的消费者预期调查，未来一年的通胀预期从 6.8% 的高点回落至 6.2%，通胀预期回落



的持续性仍有待观察。

图表3：消费者对未来的通胀预期从高位回落



资料来源：纽约联储、粤开证券研究院

二、鲍威尔讲话如何影响市场预期与大类资产价格？

鲍威尔讲话加大了市场的紧缩预期，市场主题短期转向紧缩交易。目前距离 9 月议息会议仍有四周，8 月度经济数据和通胀数据十分关键。

未来加息的紧缩预期何时回落，主要取决于居民通胀预期与失业率变化。一是通胀预期何时持续回落，进而推动实际通胀趋势性下降。二是美国劳动力市场出现拐点，失业率反弹突破 4% 上方，美国经济衰退风险进一步加大。

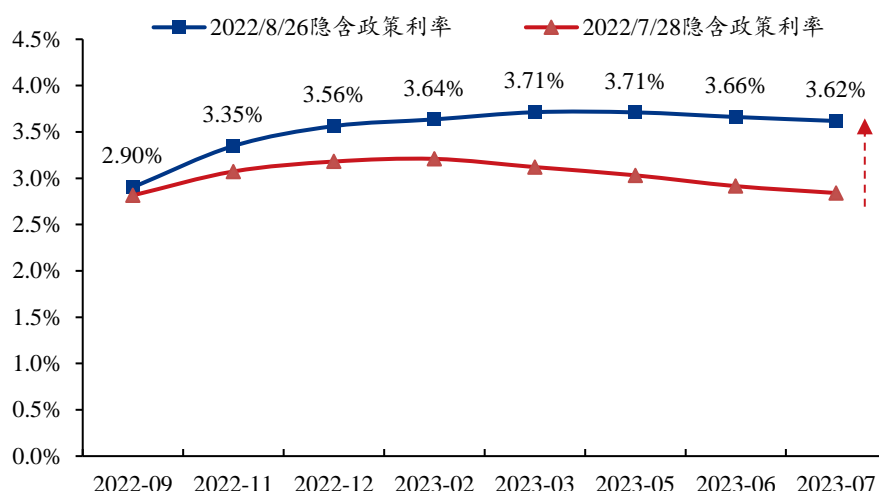
1、市场加息预期再审视，加息终点上升至 3.7% 附近

鲍威尔发言意味着美联储本轮加息周期或将持续更久，引发美股大幅波动。此前市场对鲍威尔坚持抗通胀的立场有了一定的预期，但期待美联储提前转向宽松不切实际，鲍威尔总结过去教训高调声称不会重蹈覆辙，进一步强化了紧缩预期。7 月议息会议开始不再提供加息幅度的具体指引，使得投资者对美联储态度的边际变化的敏感程度更大，鹰派加码容易引起短时间内的过度反应。当天，美股三大股指全面下跌，道指跌 3.03%、标普 500 指数跌 3.37%、纳指跌 3.94%。

目前市场预期加息周期将会持续到 2023 年 3 月。CME 联邦基金利率期货显示，自 7 月议息会议以来，市场预期美联储的紧缩将持续更久。一是今年 9 月加息 75bp 的概率明显提升。8 月以来，市场对美联储加息放缓的乐观预期在降温，市场预期 9 月加息 75bp 的概率从 26% 一路上升至 60% 以上。二是市场对明年政策利率预期全面提升，高点从 3.2% 抬升到了 3.7%。三是市场打消了对明年一季度降息的预期，加息周期将一直持续到 2023 年 3 月，并于 5 月继续维持高位。



图表4：8月市场预期未来美联储加息的高点进一步抬升



资料来源：CME、粤开证券研究院

2、大类资产紧缩交易与衰退交易还将反复

美国经济矛盾在“滞”与“胀”之间切换，市场在紧缩交易与衰退交易之间反复。若通胀粘性超预期，紧缩交易之下股债双杀、美元走强；若经济衰退风险迫近，衰退交易之下债强股弱，美元回落。

警惕估值盈利双杀，美股或有二次探底风险。一是流动性预期转向紧缩压制估值。7月以来的美股反弹，主要源于市场对美联储放缓加息甚至明年降息的乐观预期，市场风险偏好回升使得估值修复，标普500成长风格涨幅明显强于价值风格。而美联储重申加息抗通胀的决心后，美股市场又将回到紧缩交易主题。二是当前美股盈利下滑还刚开始，美联储加息至中性利率以上，对经济需求的打压力度将更强，生产和消费数据可能加强衰退预期，压制美股的盈利端。

图表5：美股7月以来的反弹中成长风格占优

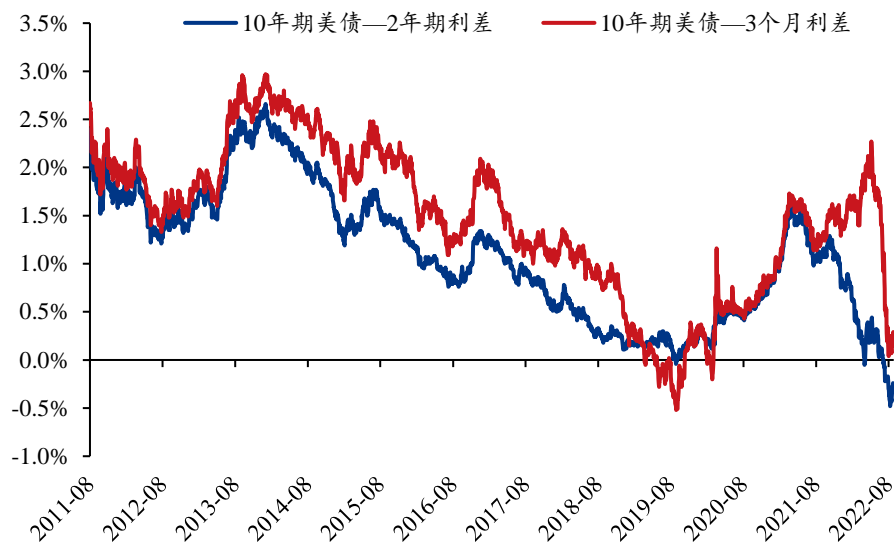


资料来源：wind、粤开证券研究院



美债收益率短期仍有上行空间，曲线倒挂程度加深。近期美债利率长短端倒挂程度加大，主要由于长端利率明显回落。而拆分下来，长端利率回落主要是由于实际利率下行驱动，通胀预期依然强劲。接下来美联储紧缩预期对美债短端利率的提振更强，预计美债 2 年期利率还将在 9 月议息会议前后冲高，高点与本轮加息终点一致，处于 3.5% 至 3.75% 之间。而预计美债 10 年期利率走势弱于 2 年期，不会突破 3.5% 的高点。

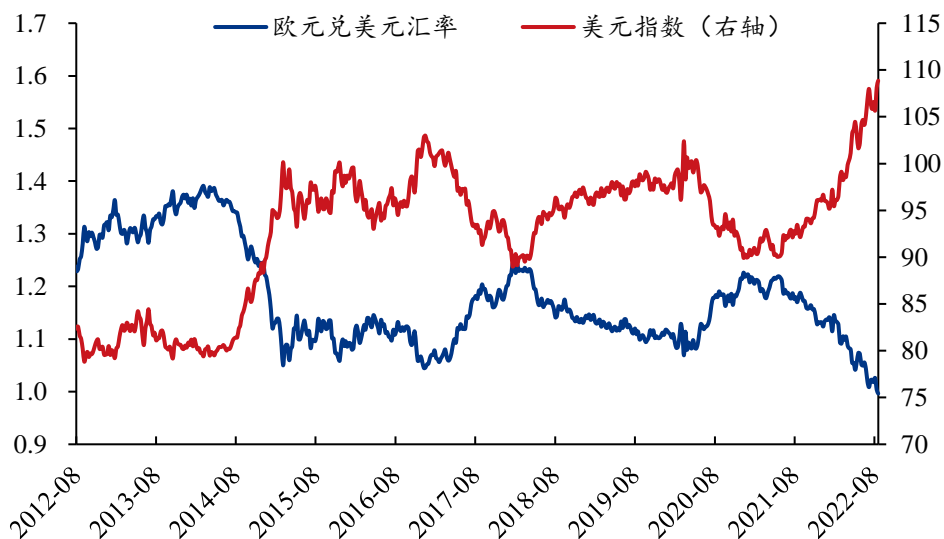
图表6：美债长短期收益率倒挂程度加深



资料来源：wind、粤开证券研究院

美欧经济周期与货币周期差或将推动美元指数继续冲高。8 月以来美联储紧缩预期回升，美元指数创出近二十年新高，而欧元兑美元汇率跌至平价以下。今年美国与欧洲的经济增长差距，或将推动美元指数创新高，新兴市场货币贬值压力较大。一是美联储鹰派紧缩，欧央行加息落后于美元，欧元区内部债务风险分化进一步拖累欧央行加息。二是美联储加息尚未引发美国经济衰退，而秋冬季欧元区经济衰退风险加大，欧元基本面受到受到能源危机、债务风险、政局不稳三大因素困扰，地缘冲突下欧洲能源缺口导致生产瓶颈，推高通胀预期，扩大贸易逆差。

图表7：欧元兑美元汇率跌破平价，推动美元指数突破新高



资料来源: wind、粤开证券研究院

三、附录：鲍威尔发言稿中文译文

在去年的杰克逊霍尔会议上，我曾讨论过广泛的话题，比如不断变化的经济结构，以及在高度不确定性下实施货币政策的挑战。今天，我的讲话将会更简短，更聚焦，传达的讯息也更直接。

当前，联邦公开市场委员会（FOMC）的重中之重是将通胀降低至 2% 的目标。物价稳定是美联储的职责所在，也是我们经济的基石。没有价格稳定，经济不再普惠于大众。特别是，如果没有价格稳定，持久而强劲的劳动力市场状况也无法惠及所有人。高通胀的负担将最沉重地砸在那些最无力承受的人肩上。

恢复价格稳定需要一段时间，需要强力地运用我们的工具，使需求和供给更好地平衡。降低通胀可能需要经济在一段时间内低于趋势增长率。此外，劳动力市场状况很可能也会有所走软。虽然利率上升、经济增长放缓和就业市场疲软会降低通胀，但也会给家庭和企业带来一些痛苦。这些都是降低通胀的不幸代价。然而，恢复价格稳定失败将意味着更大的痛苦。

美国经济增长率从 2021 年的历史高水平开始显著放缓，而去年的增速反映了在疫情衰退后经济重开的影响。虽然最新的经济数据好坏参半，但在我看来，我们的经济继续显示出强劲潜在动能。劳动力市场尤其强劲，但它显然是失衡的，对工人的需求大大超过了可用工人的供给。通胀率远高于 2%，并且高通胀继续在经济中蔓延扩散。尽管 7 月通胀数据较低令人欣慰，但单月的改善远低于使 FOMC 确信通胀正在下降所需的水平。

我们特意将政策立场调整到一个足以限制通胀的水平，以使其恢复到 2%。在我们 7 月份的最近一次会议上，FOMC 将联邦基金利率的目标区间上调至 2.25%-2.5%，这是经济预测摘要（SEP）对联邦基金利率长期预期水平的估计区间。在目前的情况下，通胀水平远高于 2%，且就业市场极度紧俏，即使在到达对长期中性利率的预计水平后，依然还不是罢手或暂停的时候。

7 月份上调目标区间是在多次会议中第二次加息 75 个基点，我当时说，下次会议时再来一次不寻常的大幅加息可能是合适的。现在休会期大约已经过了一半。我们在 9 月会议上的决定将取决于所获得的全部新进数据和不断演变的前景。在某种程度上，随着货币政策的立场进一步收紧，放缓加息步伐可能会变得合适。

恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场。历史记录对过早放松政策提出了强烈警告。委员会成员对 6 月 SEP 的最新个人预测显示，到 2023 年底，联邦基金利率中值略低于 4%。与会者将在 9 月的会议上再次更新他们的预测。

美联储的货币政策审议和决策，建立在我们从 1970 年代和 1980 年代高且不稳定的通胀，以及从过去四分之一世纪低且稳定的通胀中了解到的通胀动态。具体而言，我们吸取到三点重要的教训。

第一点教训是，央行能够而且应当承担起实现低且稳定的通胀的责任。央行家乃至其他人居然在这两个方面踌躇不前，现在看来可能很奇怪，但正如前主席本·伯南克所指出的那样，在大通胀期间，这两项主张都受到了广泛质疑。今天，我们认为这两个问题已有定论。我们实现价格稳定的责任是无条件的。

诚然，目前的高通胀是一种全球现象，世界上许多经济体面临的通胀与美国本土一



样高甚至更高。在我看来，美国目前的高通胀确实也是需求强劲和供给受限的产物，而美联储的工具主要是针对总需求发挥作用。这一切都没有削弱美联储执行国会赋予我们的实现价格稳定任务的责任。在调节需求使之与供给更加匹配方面，我们显然还有工作要做。我们致力于完成这项工作。

第二点教训是，公众对未来通胀的预期会在设定一段时间内的通胀路径中发挥重要作用。今天，从很多指标来看，长期通胀预期似乎仍然保持锚定。对家庭、企业和预测人士的调查，以及基于市场的指标，都大致符合这一结论。但这并不是自满的理由，因为通胀远超我们的目标已经有一段时间了。

如果公众预期通胀将在一段时间内保持低且稳定，那么，在没有重大冲击的前提下，它很可能会保持在该水平。不幸的是，对高且不稳定的通胀的预期也是如此。在 1970 年代，随着通胀的攀升，对高通胀的预期在家庭和企业的经济决策中变得根深蒂固。通胀越高，人们就越预期它保持在高位，并将这种信念纳入薪资和定价决定。正如前主席保罗·沃尔克在 1979 年大通胀顶峰时期所说的那样，“通胀的部分成因在于它自身，所以要经济回归一个更稳定、生产率更高的状态，一部分工作是必须摆脱通胀预期的束缚。”

对于实际通胀如何影响对其未来路径的预期，一个有用的见解是基于“理性忽视”的概念。当通胀持续走高时，家庭和企业必须密切关注通胀并将之纳入经济决定。当通胀低且稳定时，他们可以更随心所欲地将注意力放在其他地方。前主席艾伦·格林斯潘是这样说的：“实际而言，价格稳定意味着平均价格水平的预期变化足够小、足够渐进，以至于它们不会对企业和家庭的财务决定产生实质性影响。”

当然，通胀现在是所有人关注的焦点，这凸显出我们今天面临的具体风险：目前的高通胀持续的时间越长，对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。

这就要谈到第三点教训，即我们必须坚持加息，直至大功告成。历史表明，随着时间的推移，降低通胀的就业代价可能会愈发高昂，因为高通胀在薪资和价格制定中变得更加根深蒂固。1980 年代初沃尔克成功去通胀之前的 15 年里，多次降低通胀的尝试都失败了。通过长时间的限制性货币政策，高通胀才最终得到遏制，并开启了将通胀降低到低且稳定水平的进程，这样的“常态”一直延续到去年春天。我们的目标是通过在当下采取坚决的行动，从而避免这样的结果。

在美联储动用工具降低通胀的过程中，这些教训为我们指引着道路。我们正在采取有力和迅速的措施来调节需求，使其与供给更加匹配，并让通胀预期保持锚定。我们将继续努力，直到我们确信工作已经完成。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于10%；
- 增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com