

# 美联储9月加息75bp概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决

## ——鲍威尔杰克逊霍尔会议发言点评

2022年8月28日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表《货币政策与价格稳定》讲话，全程围绕高通胀问题。

主要观点：

**鲍威尔周五在全球央行行长会议上对通胀态度严肃，指出价格稳定是经济的基石。**鲍威尔提到，一个月的通胀回落不足以显示出通胀问题得到根本性解决。他认为，本次通胀是强劲的需求与受限的供给造成的；当前通胀形势比1970年代略好，美联储开启收缩政策的时间比沃克尔时代要早；当前的经济确实在放缓，但劳动力市场极其强劲。他希望将通胀回落至2%的长期目标水平。本次讲话鲍威尔只提及央行对通胀的责任，认为央行也可以有能力控制通胀水平。由此可见，在就业和通胀两大目标之间，目前的工作重心完全偏向后者。

**9月加息75bp概率略升。**目前期货市场定价为50%概率75bp，50%为25bp。我们在之前非农数据点评中提到7月通胀超预期回落和非农超预期强劲提供了8月初最佳数据组合，使得美联储在9月加息决定中在50和75之间非常自由。周五鲍威尔发言中对9月加息75bp持开放态度，虽然同时提出加息幅度极度依赖后续数据。他的原话为“在7月会议上我们第二次加息75bp，正如我当时所言，另一个不同寻常的加息幅度可能在下一次会议中也合适”。鲍威尔认为当前有利的局面是长期通胀预期较为稳定。当民众对长期预期从稳定转变为高位常态的话，就如同1970年代那样，情况会更糟。鲍威尔希望通过加息能对需求起到降温作用，从而能匹配当前供给能力，他认为稳定的长期通胀预期对经济尤为重要。

**限制性的货币政策是指政策利率高于当前水平。**鲍威尔认为当前政策利率2.25~2.5%已进入长期中性利率区间，但为了进一步控制通胀需进一步加息。从他的讲话可以看出，从当前利率水平开始往上的利率被称为“限制性”政策利率。为控制通胀，将在限制性利率水平上停留一段时间。

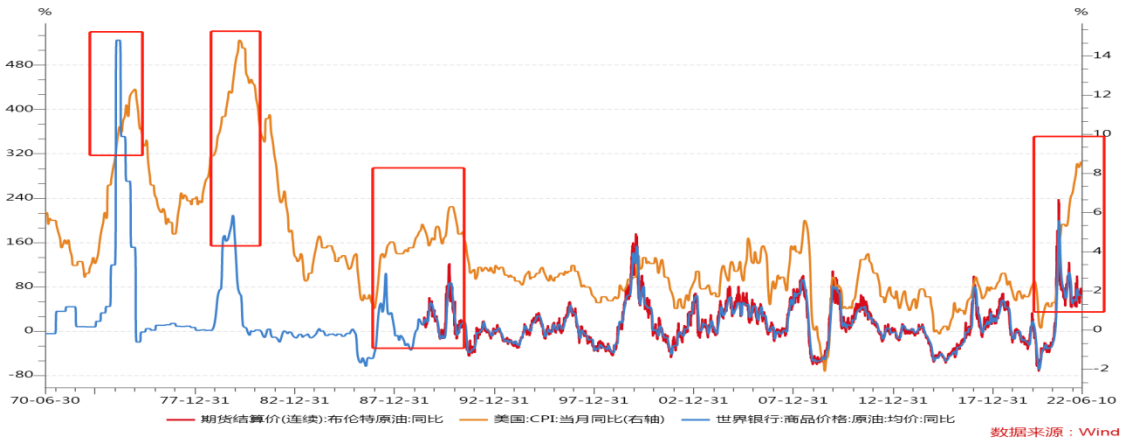
**鲍威尔发言与市场的预期差在于明确不会很快降息，而不在9月加息幅度。**之前市场预期若2023年出现经济放缓衰退，美联储将很快降息。同时，市场对7月FOMC会议纪要的关注重点在于“在不久的将来将放缓加息节奏”。而周五鲍威尔明确指出将在限制性利率区间停留一段时间，哪怕经济出现一定程度低于长期趋势增长或者劳动力市场略有回落，直至确认通胀问题得到彻底解决。为防止通胀反复，维持高利率一段时间的必要性正是1970年代美联储在宽松紧缩之间反复而得到的经验。我们一直提到，鉴于经济理论和货币政策框架的发展，本次通胀周期更接近1970年代的快进版。市场对美联储对通胀的严肃态度认知不够，对明年降息过于乐观。这一预期差造成股市大跌。

**本轮加息周期的潜在风险点在于美联储仍认为通胀的长期目标为2%，这或使得加息周期末期货币政策过紧。**我们一直强调地产在本轮疫情当中起到了抬升通胀中枢的作用。这在2021年以来尤为明显，预计地产对通胀中枢的抬升有50bp的影响，即中性核心通胀水平由过去十年的1.8%抬升至2.3~2.5%左右。

**我们认为结合原油、非管理人员时薪持续回落，地产降温，基本可以判断本轮通胀见顶，但冬季可能会有反复。**考虑到原油期货8月下跌至2月水平，美国平均汽油价格回落至3月初水平，8月通胀预计加速回落。当前通胀扩散效应进入尾部阶段。汽油价格环比下降抵消了食品和住宿分项的上升，交通工具和服务已持续下降2月。结合近期地产表现，部分热门地区租金已出现小幅下跌，占核心CPI40%以上的住宅分项快速上涨基本接近尾声。能源价格是通胀决定性因素，冬季欧洲能源危机尚未解除，四季度通胀或有反复。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为90年代以来首次，有效回落所需时间较长。高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免，但我们认为仅为温和衰退。

**资本市场方面，维持美十债利率上限3.5~3.75%，美股长期中性，等待低点。**美联储加息周期并未结束，维持美十债利率上限3.5~3.75%。鲍威尔讲话后，短期利率略有上行，美十债日内波动后，收盘价与鲍威尔发言之前接近，表明市场对未来经济衰退、价格回落之间的双重考量。美股方面，维持美股之前上涨为季节性反弹，长期中性。我们一直在急速加息周期结束之前保持美股中性，等待低点。短期由于7月美联储没有选择100bp，市场存在预期差并预期后期加息幅度放缓，加之二季

图1：本轮通胀大幅脱离原油价格为90年代以来首次



资料来源：wind, 东兴证券研究所

度财报尚可，因此短期季度反弹合理。7月超预期非农和超预期通胀回落最佳数据组合暗示后期加息节奏接近放缓，美股进一步上涨。而周五鲍威尔的讲话打破市场对美联储加息、降息节奏的预期。加之欧洲央行有官员支持欧洲加息75bp,美股大跌。

**风险提示：**海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                        | 日期         |
|--------|---------------------------|------------|
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8月将继续回落  | 2022-08-11 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国就业增长广泛，不阻碍加息步伐   | 2022-08-07 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国通胀再创新高,下月或小幅回落   | 2022-07-14 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲         | 2022-07-11 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国通胀再创新高,扭转市场预期    | 2022-06-12 |
| 宏观深度报告 | 宏观专题报告：2022年海外宏观及资本市场年中展望 | 2022-05-31 |
| 宏观普通报告 | 宏观报告：美国通胀高点已过，但回落不及预期     | 2022-05-13 |
| 宏观普通报告 | 宏观报告：美国就业小幅慢涨             | 2022-05-10 |
| 宏观深度报告 | 2022年海外宏观及资本市场展望          | 2021-12-07 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526