

杰克逊霍尔会议后，外部有哪些关注？

证券研究报告

2022年08月29日

海外宏观专题（2022-08-29）

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：9月资金面和债市怎么看？-利率债市场周报（2022-08-28）》
2022-08-28
- 2 《固定收益：再谈转债强赎余波及权益市场扰动 - 可转债市场周报（2022.8.28）》
2022-08-28
- 3 《固定收益：城投债：高等级利差下行，中低等级利差上行-城投债利差动态跟踪（2022-08-26）》
2022-08-28

杰克逊霍尔会议上鲍威尔发言后，市场主要关注三方面外部环境变化：一是外部流动性宽松预期的修正；二是欧元区衰退可能加速外需回落；三是输入性通胀的可能加剧。

展望后续，美国经济仍有韧性，而欧洲经济在能源制约下大概率走向衰退，结合鲍威尔维持紧缩立场的表态，年内美元对欧元将维持强势，推动美元走强，进而推动人民币持续贬值。按照年内美元指数 110-115，我们预计，年内人民币可能贬值至 7 附近。

欧元区经济衰退，将不可避免地加速外需回落。8 月我国集装箱运价指数出现断崖式回落，预计出口环比将进一步转弱，年内我国出口可能在 8 月出现拐点。

当前美欧通胀高企，在天然气价格快速上涨的推动下，通胀上行风险仍未解除。虽然国内总体通胀压力可控，但 CPI 已经有上行迹象。面对全球性能源困局和气候变化，市场对输入性通胀问题仍有关关注。

在国内经济面对诸多压力的背景下，考虑中国能源结构，我们认为输入性通胀虽然会被关注，但并不是市场交易的重点。

从货币政策过去大半年的实际执行情况观察，为应对国内经济下行压力，央行政策选择基本聚焦于内，后续人民币汇率即使进一步跟随美元贬值，不会制约央行宽松的货币政策立场。

风险提示：全球经济放缓超预期、全球货币政策调整超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

内容目录

1. 如何理解鲍威尔的发言?	3
2. 市场关注哪些外部环境变化?	5
3. 对国内意味着什么?	6
4. 小结	7

图表目录

图 1: 美国实际 GDP 增速 (%)	3
图 2: 美国职位空缺数比登记失业数 (%)	3
图 3: 美国 CPI 同比 (%)	3
图 4: 美债隐含通胀与实际利率 (%)	3
图 5: 天然气价格与原油价格 (便士/色姆、美元/桶)	4
图 6: 6 月联储加息点阵图	4
图 7: 会后 FEDWATCH 工具显示的市场预期	4
图 8: 2 年与 10 年美债	4
图 9: 美元指数与美元兑欧元	5
图 10: 美元指数与人民币汇率	5
图 11: 俄乌冲突后美国与欧元区经济预测 (%)	5
图 12: 我国出口环比与集装箱指数 (%)	5
图 13: 美国 CPI 与欧洲 CPI (%)	6
图 14: CPI 与核心 CPI 同比 (%)	6
图 15: 失业率 (%)	7
图 16: 中美政策利率 (%)	7

8月26日，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表题为《货币政策与价格稳定》的讲话¹，如何理解鲍威尔的发言？还要关注哪些外部环境变化？对国内债市意味着什么？

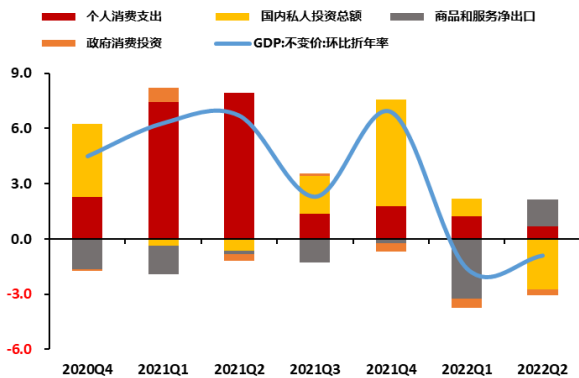
1. 如何理解鲍威尔的发言？

鲍威尔首先明确，联储重心仍在对抗通胀，直至通胀降至2%的目标。恢复价格稳定仍需时日，代价是劳动力市场的可能疲软，但长期通胀将带来更大痛苦。

鲍威尔指出，当前美国经济增长放缓，但劳动力市场仍旧强劲、失衡仍在持续。目前通胀仍远高于2%的目标，需要加息至长期中性利率以上。

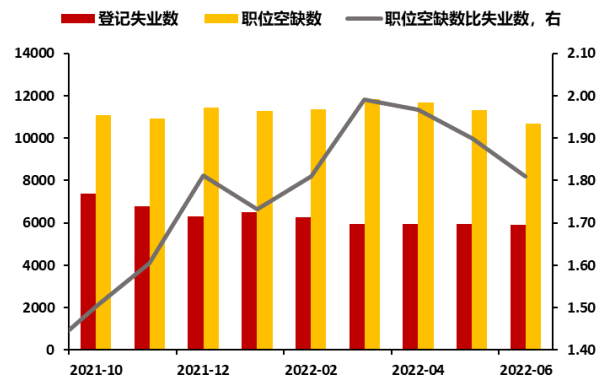
7月加息后，美国当前联邦基金利率的目标区间为2.25-2.5%，符合前期鲍威尔所估计的长期中性利率水平，后续美联储将持续加息，并较长时间将利率维持在当前水平之上。

图 1：美国实际 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：美国职位空缺数比登记失业数 (%)

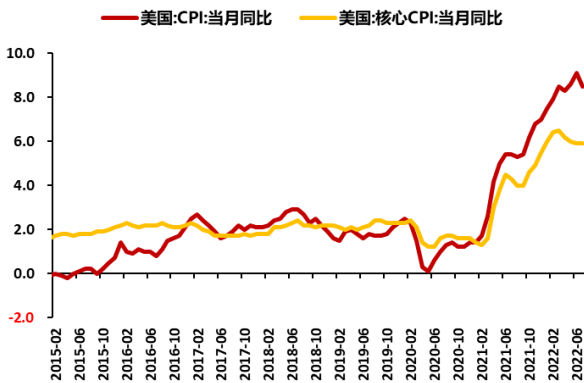


资料来源：WIND、天风证券研究所

鲍威尔表示，7月通胀数据的改善，还不足以使委员们确信通胀将持续回落。9月继续加息75个基点是有可能的。在未来某个时间放缓加息步伐可能是合适的。但与7月会议相同，鲍威尔没有给出明确的前瞻性指引。

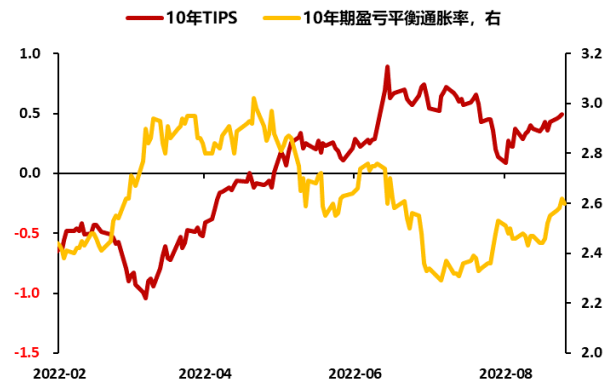
6月中旬以来，随着市场对未来经济衰退担忧的加剧，以及对通胀见顶的交易，市场通胀预期一度降至2.3%左右的较低水平。但随着市场对经济衰退的担忧逐步消退，以及市场近期对欧洲能源衰退的担忧快速推升天然气价格，市场通胀预期重新回到2.6%左右，即联储在6月首次加息75个基点时的水平。我们认为，在联储已经快速提升加息幅度的背景下，市场通胀预期扭转下趋势性的快速反弹，是联储无法容许的。

图 3：美国 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：美债隐含通胀与实际利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

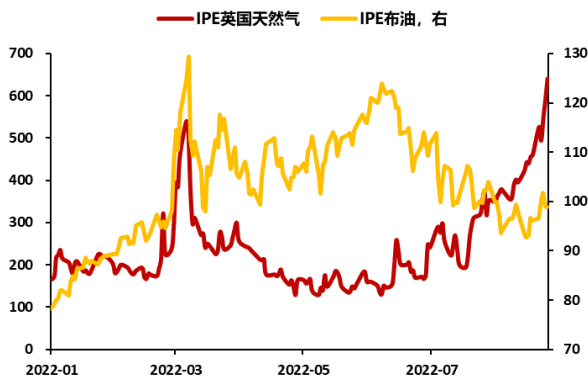
¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

鲍威尔强调，恢复价格稳定需要在一段时期内保持限制性政策立场，历史经验警告不宜过早放松政策。鲍威尔重申了 6 月 SEP 上委员们预测的加息路径，预计到 2023 年底，联邦基金利率中位数将维持在略低于 4% 的位置。

在具体的加息路径方面，鲍威尔给出的增量政策有限，只是重申了 6 月 SEP 上委员们预测的加息路径，预计到 2023 年底，联邦基金利率中位数将维持在略低于 4% 的位置。但是相对于会前市场的乐观预期，鲍威尔重申紧缩立场的行为，已经能够起到纠偏市场过度乐观预期的效果。

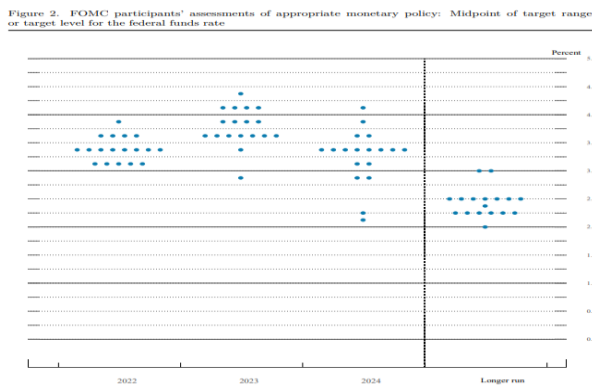
鲍威尔发言后，市场预期重新向 6 月 SEP 靠拢，市场预计联储加息将持续至 2023 年一季度的 3.75-4%，不再预期联储可能在 2023 年上半年降息。

图 5：天然气价格与原油价格（便士/色姆、美元/桶）



资料来源：FED、天风证券研究所

图 6：6 月联储加息点阵图



资料来源：FED、天风证券研究所

整体而言，鲍威尔的发言增量信息有限，关键在于继续传递紧缩信号，纠偏市场预期，巩固加息对抗通胀、降低通胀预期的效果。鲍威尔发言后，从 2 年美债上行、美股下跌、黄金回落的市场表现看，鲍威尔的表态整体偏鹰。

展望后续，鉴于联储已经放弃前瞻性指引，还是要综合经济数据与市场预期来评估联储决策。考虑到当前通胀预期已经快速反弹，如果后续数据无法压制通胀预期，预计 9 月联储仍将加息 75 个基点。参考 6 月加息点阵图，预计联储加息将在明年初结束在 3.75% 左右区间，然后在 2023 年年内都维持这一利率水平。

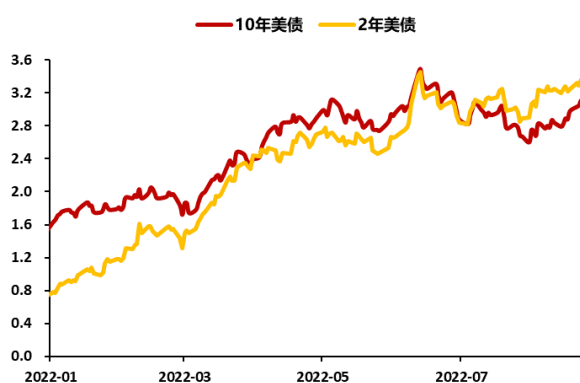
会后市场围绕 6 月 SEP，已经对 2 年美债较充分定价。考虑到联储加息至长期中性利率以上，将压制经济增长与通胀预期，预计后续 10 年美债上行空间有限，我们仍维持年内 2.5-3.2% 的定价。后续美债 10-2 年期限利差预计持续倒挂。

图 7：会后 FEDWATCH 工具显示的市场预期

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	39.0%	61.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	8.5%	43.8%	47.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	1.2%	13.5%	44.4%	40.9%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.9%	9.9%	35.4%	41.9%	11.9%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.6%	7.1%	27.5%	39.9%	21.2%	3.7%
2023/5/3	0.0%	0.6%	7.3%	27.6%	39.8%	21.1%	3.7%
2023/6/14	0.1%	2.0%	11.3%	30.0%	36.0%	17.6%	2.9%
2023/7/26	0.4%	3.6%	14.6%	31.1%	32.8%	15.0%	2.4%

资料来源：FEDWATCH、天风证券研究所

图 8：2 年与 10 年美债



资料来源：WIND、天风证券研究所

2. 市场关注哪些外部环境变化？

杰克逊霍尔会议上鲍威尔发言后，主要关注三方面外部环境变化：

一是外部流动性宽松预期的修正。

一方面，如前所述，年内联储加息节奏简单放慢的可能性不大，2 年美债年内预计高位运行，10 年美债预计维持区间格局，年内中美各期限利差倒挂的局面料将持续。

另一方面，我们预计，年内美元指数的持续强势，将推动人民币汇率持续贬值。8 月 12 日以来，受美元走强影响，人民币跟随贬值。

展望后续，美国经济仍有韧性，而欧洲经济在能源制约下大概率走向衰退，结合鲍威尔维持紧缩立场的表态，年内美元对欧元将维持强势，推动美元走强，进而推动人民币持续贬值。按照年内美元指数 110-115，我们预计，年内人民币可能贬值至 7 附近。

图 9：美元指数与美元兑欧元



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：美元指数与人民币汇率



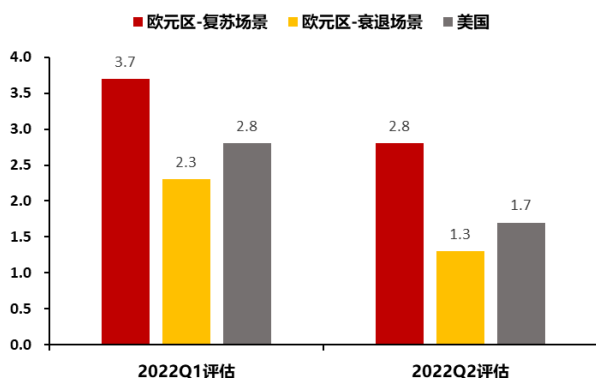
资料来源：WIND、天风证券研究所

二是欧元区衰退可能加速外需回落。

欧元区经济的问题是，欧元区的能源供给高度依赖俄罗斯。2021 年，欧元区 35% 的天然气进口与 20% 的原油进口依赖俄罗斯²。当前俄罗斯对欧元区的天然气供给已经降至峰值的 20%，如果不能改变现状，根据欧央行的估计³，欧元区年内大概率无法避免经济衰退。

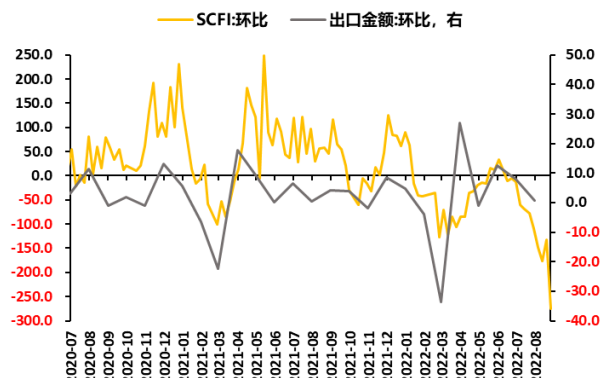
欧元区经济衰退，将不可避免地加速外需的回落态势。8 月我国集装箱运价指数出现断崖式回落，预计出口环比将进一步转弱，年内我国出口可能在 8 月出现拐点。

图 11：俄乌冲突后美国与欧元区经济预测 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：我国出口环比与集装箱指数 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

² https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202206_eurosystemstaff~2299e41f1e.en.html

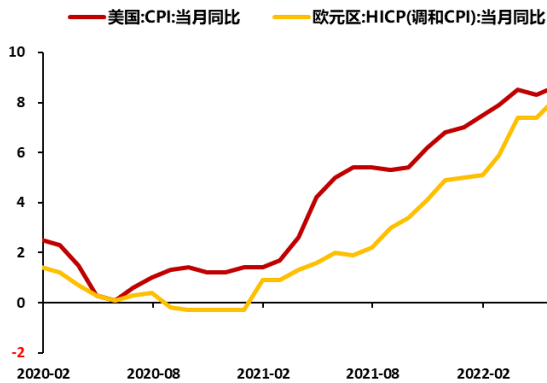
³ https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202206_eurosystemstaff~2299e41f1e.en.html

三是输入性通胀仍然会被关注。

当前美欧通胀高企，在天然气价格快速上涨的推动下，通胀上行风险仍未解除。虽然国内总体通胀压力可控，但CPI已经有上行迹象。面对全球性能源困局和气候变化，市场对输入性通胀问题仍有关注。

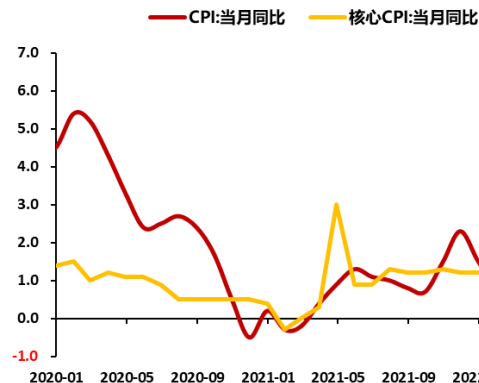
在国内经济面对诸多压力的背景下，考虑中国能源结构，我们认为输入性通胀虽然会被关注，但并不是市场交易的重点。

图 13：美国 CPI 与欧洲 CPI (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 14：CPI 与核心 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

3. 对国内意味着什么？

市场对外部环境的关注主要集中在两方面：第一，外需回落带动出口下行，是否会加剧国内经济下行压力？第二，外部流动性宽松预期扭转、以及输入性通胀压力仍在，央行货币政策是否受制约？

第一个问题，我们认为，目前国内经济面对诸多压力，出口是少数对经济仍有支撑的动能。考虑到欧元区已经是我国最大外贸伙伴，且我国与欧元区的出口商品替代性有限，欧元区经济陷入衰退，很大概率会加剧国内出口下行压力。

第二个问题，货币政策始终是对内为主，兼顾外部均衡。近期央行表态也明确，要坚持以我为主的基本方向。

7 月 13 日，央行发布会明确⁴，“我国作为超大型经济体，国内货币和金融状况主要由国内因素决定，货币政策会继续坚持以我为主的取向，兼顾内外平衡。”

8 月 22 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会指出⁵，“当前正处于经济回稳最吃劲的节点，必须以时不我待的紧迫感，巩固经济恢复发展基础。”

从货币政策过去大半年的实际执行情况观察，为应对国内经济下行压力，央行政策选择基本聚焦于内，后续人民币汇率即使进一步跟随美元贬值，不会制约央行宽松的货币政策立场。

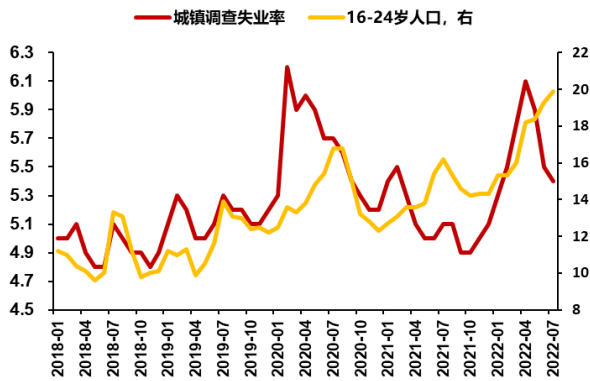
至于输入性通胀压力问题，一方面，国内经济压力较大，考虑中国能源结构，输入性通胀需要考虑需求传导问题；另一方面，央行货币政策以币值稳定为首要目标，更加注重就业目标。国内通胀压力整体可控，货币政策仍然会突出稳增长、稳就业。

我们预计，后续央行仍将维持宽松取向。

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4605218/index.html>

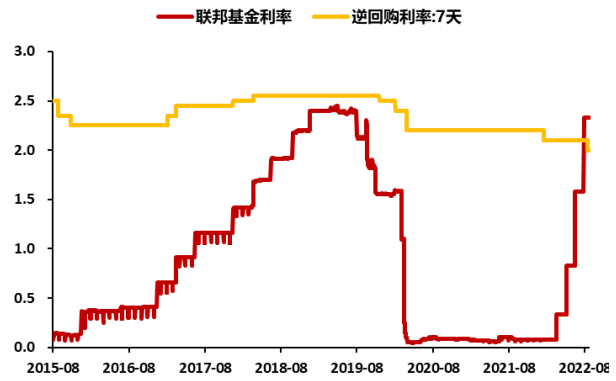
⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4638569/index.html>

图 15: 失业率 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 中美政策利率 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

联储鹰派，国内是否还有降息降准的可能？

联储加息对央行降息的经验枷锁已经打破，如果国内经济下行压力加剧，社融信用再次出现塌方，降息可能还会有，只是时间上可能明年初概率更高。

当然，本轮央行缩量降息，我们认为，一定程度上也有避免流动性陷阱的考量。从释放基础货币角度考虑，后续央行降准的可能性并不高。从呵护银行负债端出发，不排除降准置换 MLF 的可能性。

4. 小结

杰克逊霍尔会议上鲍威尔发言后，市场主要关注三方面外部环境变化：一是外部流动性宽松预期的修正；二是欧元区衰退可能加速外需回落；三是输入性通胀的可能加剧。

展望后续，美国经济仍有韧性，而欧洲经济在能源制约下大概率走向衰退，结合鲍威尔维持紧缩立场的表态，年内美元对欧元将维持强势，推动美元走强，进而推动人民币持续贬值。按照年内美元指数 110-115，我们预计，年内人民币可能贬值至 7 附近。不排除人民币汇率破 7 的可能。

欧元区经济衰退，将不可避免地加速外需回落。8 月我国集装箱运价指数出现断崖式回落，预计出口环比将进一步转弱，年内我国出口可能在 8 月出现拐点。

当前美欧通胀高企，在天然气价格快速上涨的推动下，通胀上行风险仍未解除。虽然国内总体通胀压力可控，但 CPI 已经有上行迹象。面对全球性能源困局和气候变化，市场对输入性通胀问题仍有关注。

在国内经济面对诸多压力的背景下，考虑中国能源结构，我们认为输入性通胀虽然会被关注，但并不是市场交易的重点。

从货币政策过去大半年的实际执行情况观察，为应对国内经济下行压力，央行政策选择基本聚焦于内，后续人民币汇率即使进一步跟随美元贬值，不会制约央行宽松的货币政策立场。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com