

鲍威尔没有摇摆，摇摆的是市场情绪

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

鲍威尔的态度其实没有发生变化。今年杰克逊霍尔会议上美联储主席鲍威尔发表了仅 10 分钟的短暂讲话，但是给市场掀起了巨大波澜。美股与黄金大跌，美元指数冲高。因此市场分析将此归结为鲍威尔发表了“非常鹰派”的言论。近几个月来全球资本市场对美联储行动的定价反复摇摆，资产价格大幅波动，似乎美联储经常在“摇摆”，因此晃动了市场。但我们认为其实美联储的态度始终没有发生明显的变化，只是市场情绪一直在左右两方向上“过度定价”。在当前的背景下应着眼于长期的判断，而避免被短期波动过多干扰。我们认为鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的讲话其实并没有提供很多增量信息，只是对原本抗通胀态度的确认。其核心内容总结起来就是：美联储当前的核心目标是降低通胀，并且需要确认通胀下行趋势。未来政策将相机决策。我们详细梳理了几个月以来美联储各官员的讲话，对比来看本次讲话几乎没有任何新的“鹰派”言论出现。可以非常明显的看出美联储的表态一直是连贯的。所以，我们并不认同市场波动的原因是鲍威尔“再度转鹰”。我们认为市场波动的原因仍在于滞胀交易和衰退交易两方在激烈博弈。市场情绪对美联储表态有放大效应，容易过度定价。但由于美联储态度本质上没有发生变化，所以双方博弈仍会持续，还没有出现明确的方向。市场的“左右摇摆”仍将较为明显。

数据重于态度。长期以来美联储的态度一直是全球资产定价最为关注的信息。不过我们认为目前不应过度解读美联储的表态。美联储现在的决策机制已经转变为“相机决策”，即根据实际经济和通胀数据来决定下一步计划，这是一个重要的变化。在过去相当长的时间内，美联储的态度要重于实际数据，比如 2021 年下半年美国通胀持续上升，但美联储坚持强调“通胀暂时论”，所以美国 10 年期国债收益率没有出现趋势性上升。而现在美联储多次提出根据“数据”来做决定，甚至淡化了前瞻性指引的作用，表明未来的实际数据将重于现在美联储的表态。一旦通胀数据以及经济数据出现超预期的趋势性变化，货币政策的的路径可能会发生较快速的转变。所以我们认为对海外资产判断的重心应该放在对通胀和经济数据的回应上，而非对美联储态度的解读上。

未来的经济路径和对资产的影响。从经济周期的角度来看，美国经济毫无疑问正处于下行期之中。未来的经济前景无非有三种路径：一是如上世纪 70 年代一样“大滞胀”，二是如 2001 年和 2008 年一样“大衰退”，三是如 1994 年一样“退而不衰”地“软着陆”。我们认为实现“软着陆”的难度较大。一是因为本轮加息周期启动过晚，严重滞后

于曲线；不似 1994 年一样提前加息来对经济降温，拥有更多的时间和空间。二是因为当前全球经济的核心问题在于供给不足，既包括商品供给又包括劳动力供给。所以压制通胀需要需求端收缩的幅度比以往更大。“滞胀”还是“衰退”的可能性取决于通胀的顽固性，我们倾向于认为衰退的概率大于滞胀。我们认为美股仍然存在较大风险。上述三种路径之中，只有“软着陆”是对股市较为利好的。“滞胀”会引发长期的熊市，“衰退”则会导致迅速的暴跌。我们认为黄金具有较好的配置价值。在当前的环境下黄金具有较强的防御属性，“滞胀”对于黄金通常是利好环境。今年在高通胀的环境下黄金几乎没有上涨，其原因在于美国短期通胀和长期通胀预期的背离：短期通胀不断冲高而长期通胀预期相当稳定。因此利率水平随短期通胀迅速上行，而在长期通胀预期稳定的情况下，长期实际利率上升幅度较大，压制了黄金的表现。但是短期通胀和长期通胀预期不会长期背离，终将回归相近的水平。而如果未来发生经济较大规模的衰退，则黄金的进攻属性也将凸显出来。

风险提示：美国通胀超预期上行。

目录

1. 鲍威尔的态度其实没有发生变化.....	5
2. 数据重于态度.....	7
3. 未来的经济路径和对资产的影响.....	7

图表目录

图表 1：近期美元反复波动较大.....	5
图表 2：美股反复波动较大.....	5
图表 3：近几个月来美联储官员表态始终是连贯的.....	5
图表 4：美国经济周期处于下行期.....	8
图表 5：短期通胀和长期通胀预期不会长期背离.....	9

1. 鲍威尔的态度其实没有发生变化

今年杰克逊霍尔会议上美联储主席鲍威尔发表了仅 10 分钟的短暂讲话，但是给市场掀起了巨大波澜。美股与黄金大跌，美元指数冲高。因此市场分析将此归结为鲍威尔发表了“非常鹰派”的言论。近几个月来全球资本市场对美联储行动的定价反复摇摆，资产价格大幅波动，似乎美联储经常在“摇摆”，因此晃动了市场。但我们认为其实美联储的态度始终没有发生明显的变化，只是市场情绪一直在左右两方向上“过度定价”。在当前的背景下应着眼于长期的判断，而避免被短期波动过多干扰。

图表 1：近期美元反复波动较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：美股反复波动较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们认为鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的讲话其实并没有提供很多增量信息，只是对原本抗通胀态度的确认。其主要内容是以下几方面：一是 FOMC 的重中之重是将通胀降至 2% 的目标，7 月通胀数据的改善远低于使 FOMC 确信通胀正在下降所需的水平。二是降低通胀可能需要经济保持一段持续低于趋势增长率的时期。此外，劳动力市场状况很可能也会有所走软。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。三是 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。总结起来就是，美联储当前的核心目标是降低通胀，并且需要确认通胀下行趋势。未来政策将相机决策。我们详细梳理了几个月以来美联储各官员的讲话，对比来看本次讲话几乎没有任何新的“鹰派”言论出现。可以非常明显的看出美联储的表态一直是连贯的。

图表 3：近几个月来美联储官员表态始终是连贯的

日期	官员	职位	主要观点
2022/8/26	梅斯特	克利夫兰联储行长	9 月份的加息幅度预计在 50-75 个基点之间；需要提高利率并保持在 4% 以上
2022/8/26	鲍威尔	美联储主席	FOMC 的重中之重是将通胀降至 2% 的目标；7 月份的较低通胀数据不足以让央行相信通胀正在下降；9 月会议上的决定将取决于数据
2022/8/26	博斯蒂克	亚特兰大联储行长	现在考虑降息还为时过早；限制性利率有望在年底前达到 3.5%-3.75%；如果数据很强劲，9 月份倾向于加息 75 个基点
2022/8/26	布拉德	圣路易斯联储行长	提前加息是合适的；希望年底前利率达到 3.75%-4%
2022/8/26	哈克	费城联储主席	限制性的立场是利率显然高于 3%，具体高出多少还有待观察；

			头号风险是通胀预期失控
2022/8/25	乔治	堪萨斯城联储主席	美联储会将利率保持在4%以上；加息方面还有更多空间
2022/8/19	巴尔金	里士满联储行长	支持“提前”加息；美联储致力于让通胀率回归2%的目标
2022/8/19	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	在确信通胀将回到2%的水平之前，不会考虑降息；支持9月加息75个基点
2022/8/18	戴利	旧金山联储行长	宣布战胜通胀还为时过早；年底前利率需要略高于3%；9月份加息50或75个基点是合理的；不希望过度收紧政策；美联储可能需要更高的利率，这取决于数据
2022/8/11	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	明年初降息的想法“不现实”，应提高利率直到通胀率降至2%；预计美联储利率在今年年底前达到3.9%，到2023年底之前达到4.4%
2022/8/10	埃文斯	芝加哥联储行长	预计到2023年底，联邦基金利率在3.75%-4%的范围内；在利率方面可以转向更具限制性的立场，或者不加息那么多
2022/8/5	梅斯特	克利夫兰联储行长	一旦通胀率回落至接近2%就会降息；利率应该略高于4%；9月份可能加息75个基点或是50个基点，将以数据为指导
2022/8/4	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	美联储明年降息的可能性非常小；更可能提高利率，然后维持不变
2022/8/3	戴利	旧金山联储行长	市场对美联储明年降息的预期超前；利率可能在年底达到3.4%，下次会议上利率下限可能达到3%；利率维持在高水平的时间可能延长至超过6个月，甚至是一年；9月加息50个基点是合理的，如果通胀一直飙升，加息75个基点更合适
2022/8/3	布拉德	圣路易斯联储行长	希望今年将利率提高到3.75%-4%，更倾向于提前加息
2022/8/3	埃文斯	芝加哥联储行长	如果通胀未改善，9月会议可能加息50个基点；在2023年第二季度前，利率达到3.75%-4%已足够高；对今年的经济增长预测有所下调，可能是1%或更低
2022/7/28	鲍威尔	美联储主席	美国目前没有陷入衰退；放缓加息步伐可能是合适的，下次会议可能大幅加息，加息的速度取决于未来的数据
2022/7/15	布拉德	圣路易斯联储行长	核心PCE尚未见顶；应该在年底前把政策利率目标定在3.75%；支持在7月会议上加息75个基点
2022/7/15	博斯蒂克	亚特兰大联储行长	通胀过高，美联储需要将其压低
2022/7/14	戴利	旧金山联储行长	加息100个基点是可能性之一；支持加息75个基点
2022/7/14	博斯蒂克	亚特兰大联储行长	7月加息100个基点不无可能
2022/7/11	乔治	堪萨斯城联储主席	快速加息可能会使紧缩速度超过经济和市场的调整速度；传达利率走向比政策变化的速度“重要得多”
2022/7/9	威廉姆斯	纽约联储行长	预计2023年失业率将升至4%以上；预计2022年的GDP增速将低于1%，2023年约为1.5%
2022/7/2	戴利	旧金山联储行长	支持美联储在7月份加息75个基点，预计联邦基金利率到2022年年底将被提升至3.1%
2022/6/29	鲍威尔	美联储主席	美国经济形势强劲，软着陆是可能的，但相当具挑战性
2022/6/29	梅斯特	克利夫兰联储行长	提倡加息75个基点，希望明年利率高于4%
2022/6/29	戴利	旧金山联储行长	预计经济增长可能会低于2%，但不会是负增长
2022/6/28	威廉姆斯	纽约联储行长	联邦基金利率达到3.5%-4%是合理的，今年需要提高到3%-3.5%
2022/6/25	布拉德	圣路易斯联储行长	可提前加息，今年利率将上调至3.5%
2022/6/24	鲍威尔	美联储主席	预计未来两年通货膨胀率将更接近2%的目标水平；不会提高通胀目标；预计会进一步加息

2022/6/23	鲍曼	美联储理事	支持在7月会议上加息75个基点，7月之后可进行数次50个基点的加息
2022/6/23	鲍威尔	美联储主席	美联储对抗通胀的承诺是“无条件的”，之前低估了通胀
2022/6/23	埃文斯	芝加哥联储行长	2022年年底政策利率为3.25%-3.5%，2023年底前达到3.8%；未来几个月需“大幅”加息
2022/6/23	哈克	费城联储主席	希望年底利率超过3%
2022/6/22	鲍威尔	美联储主席	持续加息是适当的，需要加快加息步伐；坚决承诺将通胀率恢复到2%；美国经济可以应对紧缩政策
2022/6/22	哈克	费城联储主席	需要迅速达到2.5%的中性利率，应该在年底前超过3%；GDP可能会出现几个季度的负增长
2022/6/21	布拉德	圣路易斯联储行长	产出预计会在2022年全年保持增长，高通胀“像风暴一样”出现
2022/6/18	鲍威尔	美联储主席	再次重申美联储专注于令通胀回落至2%
2022/6/17	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	可能需要在超过当前预期的基础上继续加息，谨慎的策略可能是在7月会议后继续加息50个基点，2024年稍微放松政策
2022/6/17	鲍威尔	美联储主席	美联储非常专注于将通胀率恢复至2%
2022/6/16	鲍威尔	美联储主席	下次会议最有可能是50个基点或75个基点。预计加息75个基点的举措不会成为常态；坚决承诺将通胀率恢复到2%
2022/6/4	梅斯特	克利夫兰联储行长	将提高联邦基金利率，如果看到通胀下降的有力证据，可能会加息25个基点
2022/6/2	布雷纳德	美联储副主席	市场定价6月和7月加息50个基点是合理的，如果看到上行风险，可能需要加快步伐

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

所以，我们并不认同市场波动的原因是鲍威尔“再度转鹰”——美联储的态度一直都没有变化。我们认为市场波动的原因仍在于滞胀交易和衰退交易双方在激烈博弈。市场情绪对美联储表态有放大效应，容易过度定价。鲍威尔重申了抗通胀的重要性，使得滞胀交易暂时占上风，但由于美联储态度本质上没有发生变化，所以双方博弈仍会持续，还没有出现明确的方向。市场的“左右摇摆”仍将较为明显。

2. 数据重于态度

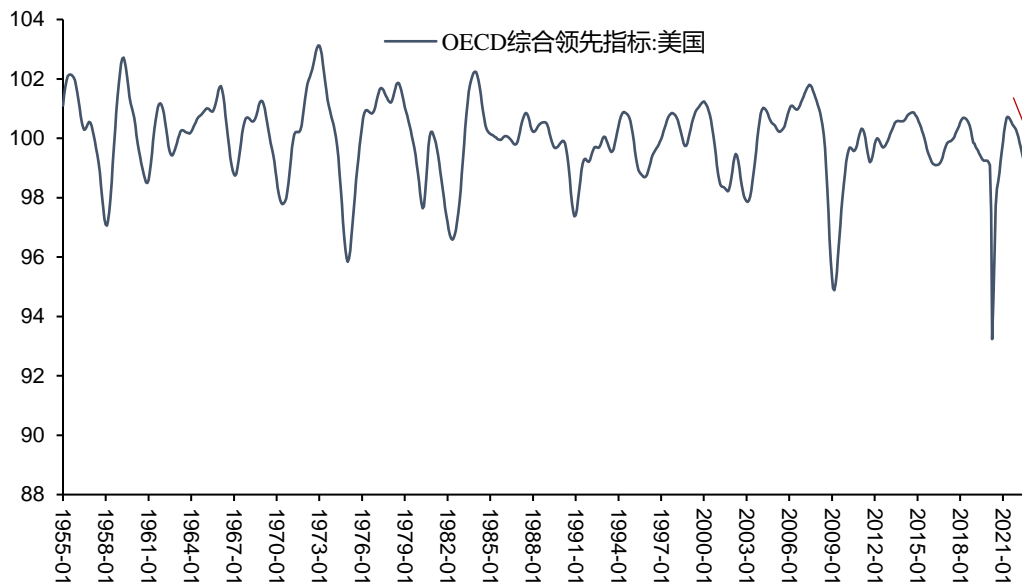
长期以来美联储的态度一直是全球资产定价最为关注的信息。不过我们认为目前不应过度解读美联储的表态。美联储现在的决策机制已经转变为“相机决策”，即根据实际经济和通胀数据来决定下一步计划，这是一个重要的变化。在过去相当长的时间内，美联储的态度要重于实际数据，比如2021年下半年美国通胀持续上升，但美联储坚持强调“通胀暂时论”，所以美国10年期国债收益率没有出现趋势性上升。而现在美联储多次提出根据“数据”来做决定，甚至淡化了前瞻性指引的作用，表明未来的实际数据将重于现在美联储的表态。一旦通胀数据以及经济数据出现超预期的趋势性变化，货币政策的路径可能会发生较快速的转变。所以我们认为对海外资产判断的重心应该放在对通胀和经济数据的回应上，而非对美联储态度的解读上。

3. 未来的经济路径和对资产的影响

美国经济当前的一大矛盾是“弱预期”和“强现实”。PMI指数和OECD领先指数等多种具有“前瞻性”的指标显示出美国前景较为黯淡；而美国就业市场以及居民消费支出等数据依然

较为坚挺。不过“强现实”也是相对的，比如消费与历史平均状况相比不弱，但与去年相比增速下降趋势仍然明显。所以从经济周期的角度来看，美国毫无疑问正处于下行期之中。未来的经济前景无非有三种路径：一是如上世纪70年代一样“大滞胀”，二是如2001年和2008年一样“大衰退”，三是如1994年一样“退而不衰”地“软着陆”。

图表4：美国经济周期处于下行期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

“软着陆”即通胀和经济温和下行，而不引发市场动荡或金融风险，这是美联储和市场最为期待的结果。但我们认为实现“软着陆”的难度较大。一是因为本轮加息周期启动过晚，严重滞后于曲线；不似1994年一样提前加息来对经济降温，拥有更多的时间和空间。二是因为当前全球经济的核心问题在于供给不足，既包括商品供给又包括劳动力供给。所以压制通胀需要需求端收缩的幅度比以往更大。“滞胀”还是“衰退”的可能性取决于通胀的顽固性，我们倾向于认为衰退的概率大于滞胀。

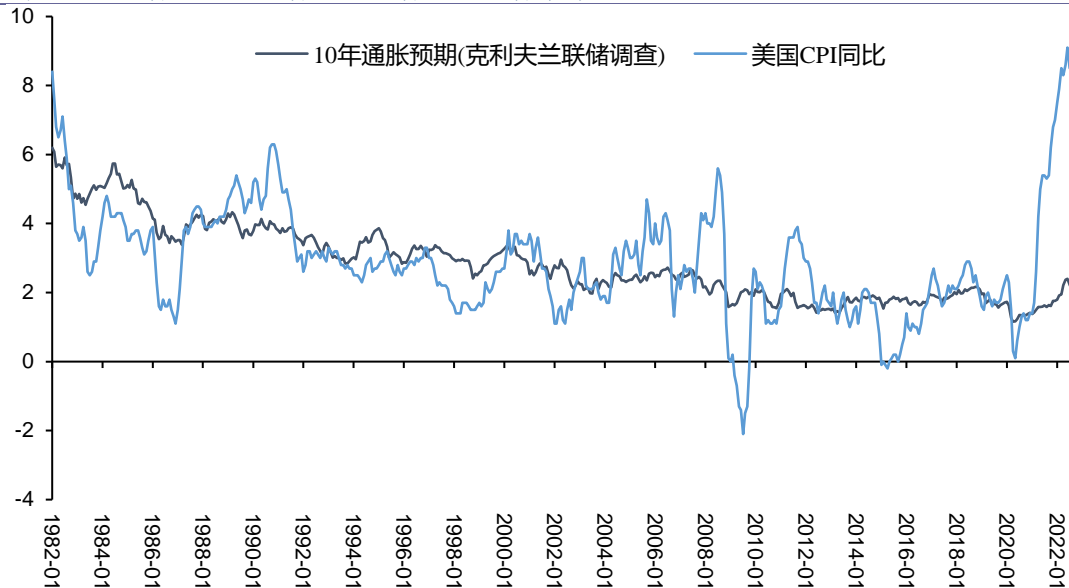
“软着陆”的情景下，货币政策路径应是先快速加息，维持一段时间，而后缓慢降息。“滞胀”的情景下，加息周期的持续时间会较长。“衰退”的情景下，货币政策会先快速加息而后快速降息。

我们认为美股仍然存在较大风险。上述三种路径之中，只有“软着陆”是对股市较为利好的。“滞胀”会引发长期的熊市，“衰退”则会导致迅速的暴跌。而如前文所述，我们认为“软着陆”的难度较大，所以美股的风险仍然不小。

我们认为黄金具有较好的配置价值。在当前的环境下黄金具有较强的防御属性，“滞胀”对于黄金通常是利好环境。今年在高通胀的环境下黄金几乎没有上涨，其原因在于美国短期通胀和长期通胀预期的背离：短期通胀不断冲高而长期通胀预期相当稳定。因此利率水平随短期通胀迅速上行，而在长期通胀预期稳定的情况下，长期实际利率上升幅度较大，压制了黄金的表现。但是短期通胀和长期通胀预期不会长期背离，终将回归相近的水平，其结果是两种可能：一是短期通胀下行，向长期通胀预期靠拢，这会导致名义利率下降，长期实际利率进而下降。二是通胀持续高位，引发长期通胀预期上行，向短期通胀靠拢，这也会导致长期实际利率下降。这两种结果都是利好黄金的。而如果未来发生经济较大规模的衰退，则黄金的

进攻属性也将凸显出来。

图表 5：短期通胀和长期通胀预期不会长期背离



资料来源：克利夫兰联储，Wind，太平洋证券研究院

风险提示：美国通胀超预期上行。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。