

2023年08月26日

## 不确定与谨慎行动——2023 Jackson Hole 鲍威尔发言点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● **事件**：北京时间2023年8月25日晚10点，美联储主席鲍威尔在2023年Jackson Hole全球央行年会发表题为“Inflation: Progress and the Path Ahead”的讲话。

● **不确定与谨慎行动是讲话主基调**

1. **去通胀取得成果**。讲话第一部分主要回顾了当前通胀下降的进展(The Decline in Inflation So Far)，总的来看对当前美国通胀的下降速度较为满意(so this decline is very good news)，关注重点是核心通胀(core PCE)，核心商品、住房及其他服务通胀均出现下降，紧缩的货币政策将会继续降低关键部分的通胀压力。

2. **美国经济仍较强，劳动力市场将会更加均衡**。讲话第二部分是对后续经济前景和货币政策的展望，其认为紧缩性货币政策对通胀下行的作用会越来越高。经济增长目前比预期要强，而这将会带来更进一步的通胀风险；虽然实际工资增长正在提升(受益于通胀下行)，但劳动力市场将会在加息下变得更加平衡。

3. **不确定与谨慎行动是讲话的主基调**。美联储后续行动仍然面临诸多不确定性(Uncertainties)，一是当前实际利率虽然为正，但无法确定中性利率水平，因此货币政策的确切紧缩效果没有办法确定；二是紧缩货币政策对经济活动，特别是通胀，产生效果的时滞(the duration of the lags)不能确定；三是供需错配对通胀以及劳动市场的影响不能确定，这一点与过去的历史经验有较大不同。这些不确定构成了美联储货币政策面临的复杂局面，其将会谨慎行动(we will proceed carefully)，以避免可能的不利结果，这亦是当前美联储政策主基调。

● **讲话并无更多增量政策信息，美联储仍将依数据行动**

1. **本次讲话更像是事实陈述，并没有更多的增量政策信息**。较以往Jackson Hole会议上的发言不同，本次鲍威尔的发言并没有聚焦相对长期的经济/货币政策议题，而是对当前通胀、经济增长以及劳动力市场的情况进行了回顾与展望，与FOMC会议后的发言内容基本一致，因此更像是事实陈述。后续的货币政策方面，首先强调的是诸多不确定，虽然再次重申2%的通胀目标及价格稳定的重要性，但又表示风险管理的考量很关键，仍将依据最新的数据、经济前景来做决定，并没有给出更多的政策变动判断标准，较以往发言并无增量信息。

2. **如何理解鲍威尔发言及美联储的后续行动？**我们认为鲍威尔此次发言或反映出美联储内部的分歧在加大，由于当前经济情况更加复杂、不确定性增多，现有的经济预测效果下降，美联储只能根据最新数据做决定。往后看，我们认为美联储将会着重防范二次通胀风险，特别是对民众通胀预期进行有效锚定，以避免20世纪70年代通胀反弹事件重演。因此，虽然美联储已经接近本轮加息终点，但短期通胀存在诸多支撑因素，加息的可能性仍存，后续利率水平恐仍将保持在较高水平。再往后，若美联储因失业率走高/经济增长速度下滑/通胀持续下行而降息，有一定可能难重现之前降息周期开启后利率持续下降的情况。

● **对风险资产短期或有一定提振**

鲍威尔此次讲话并没有更加鹰派，而是强调当前的经济事实以及政策面临的不确定性。因此市场整体反映较为积极，或仍在沿着经济“软着陆”路径进行交易，美股最终录得一定涨幅，美债收益率、美元震荡上行，黄金价格微跌。

● **风险提示**：美国经济超预期下行。

### 相关研究报告

《财政收支增速边际改善——7月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.8.22

《增量政策有望延续落地—宏观周报》-2023.8.20

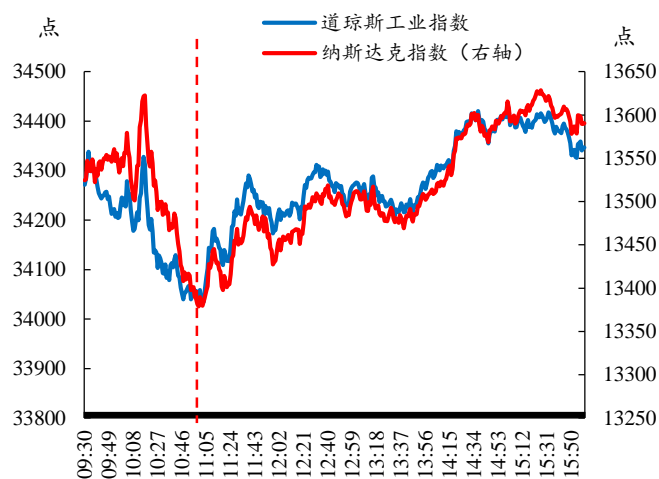
《地方化债方案复盘与思考—宏观经济专题》-2023.8.18

附表1. 鲍威尔历次 Jackson Hole 会议发言内容

时间	会议主题	讲话主题	鲍威尔讲话主要内容
2022	Reassessing Constraints on the Economy and Policy 重新评估经济和政策的约束	Monetary Policy and Price Stability 货币政策和物价稳定	鲍威尔指出，FOMC 的首要任务是使通胀率回落到 2% 的目标，因为物价稳定是经济良好运行的关键。恢复物价稳定将需要通过持续加息和一段低于趋势的增长期来维持限制性政策立场，这将带来一些经济痛苦。 他借鉴了 20 世纪 70/80 年代的经验教训，强调美联储对物价稳定负有责任，而预期在通胀中发挥着作用。如果高通胀持续下去，对高通胀的预期可能会变得根深蒂固，就像 20 世纪 70 年代那样。 <b>主张采取有力的政策措施，并在完成任务之前保持紧缩政策</b> ，以避免反复失败，并避免出现抑制通胀所需的漫长限制期。
2021	Macroeconomic Policy in an Uneven Economy 经济不平衡中的宏观经济政策	Monetary Policy in the Time of COVID 新冠疫情时期的货币政策	鲍威尔概述了疫情造成的急剧但短暂的衰退，并指出复苏速度快于预期，但不平衡，服务业等行业滞后，就业增长也落后于产出复苏。 鲍威尔 <b>承认通货膨胀已急剧上升，但由于供应链问题和基数效应，这些压力在很大程度上是暂时的</b> 。大多数通胀预期指标仍处于锚定状态。他列举了几个因素，表明通胀上升是暂时的，包括通胀集中在受疫情影响的特定商品、某些价格已经出现放缓以及缺乏广泛的工资压力。他认为， <b>根据 20 世纪 50 年代的经验教训，美联储不应暂时性通胀反应过度</b> ，但将密切监控风险，并准备在通胀变得更加持久时收紧政策。
2020	Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy 展望未来十年：对货币政策的影响	New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review 新的经济挑战与美联储的货币政策审查	鲍威尔在讲话中讨论了 <b>美联储对其货币政策框架的审查</b> ，审查的 <b>动机是过去十年中经济的变化，如利率降低和通胀率低于 2% 的目标</b> 。根据审查结果，美联储通过了修订后的《长期目标和货币政策战略声明》，其中纳入了框架的关键变化。新声明强调，充分就业是一个包容性目标，美联储的目标是随着时间的推移实现平均通胀率 2%，以防止出现低于目标的结果。 鲍威尔认为，这些变化使美联储能够更好地 <b>应对有效利率下限等挑战</b> ，并在不断变化的经济中促进其双重使命。他承诺每五年对该框架进行进一步的公开审查，以便根据需要不断进行调整。
2019	Challenges for Monetary Policy 货币政策面临的挑战	Challenges for Monetary Policy 货币政策面临的挑战	鲍威尔根据重大经济事件将二战以来的美国经济史划分为三个“时代”—— <b>大通胀、大缓和以及当前时期</b> 。每个时代都为货币政策提出了一个关键问题—— <b>抵御通胀压力、防止过度的金融活动以及在低增长/通胀环境下促进繁荣</b> 。 鲍威尔认为，随着时间的推移，美联储的方法也在不断演变，从不稳定性的“走走停停”政策到支持较长时间扩张的通胀目标制度。然而，当今的低利率、低通胀“新常态”对接近零下限的货币政策提出了挑战。鲍威尔讨论了美联储如何对其框架进行审查以应对这些挑战，包括补充政策等策略。他认为，美联储致力于履行其双重使命，并将根据数据和风险谨慎使用其工具包来维持经济扩张。
2018	Changing Market Structure and Implications for Monetary Policy 市场结构的变化及其对货币政策的影响	Monetary Policy in a Changing Economy 经济变化中的货币政策	鲍威尔讨论了金融危机以来经济如何得到加强，失业率如何降低，通胀率如何接近 2%。 <b>他认为，这支持了 FOMC 逐步实现利率正常化</b> 。然而，鲍威尔指出，货币政策无法直接应对工资增长缓慢和流动性下降等结构性经济挑战。 他总结了 20 世纪 60-70 年代的经验教训，当时的政策过于依赖对“星”（自然利率）的实时但不精确的估计，导致了高通胀。鲍威尔还讨论了 20 世纪 90 年代的情况，当时格林斯潘不顾“新经济”的迹象，等待收紧政策，避免了过去的政策失误。总体而言，鉴于经济结构的不确定性，鲍威尔主张采取侧重于广泛指数的风险管理方法。

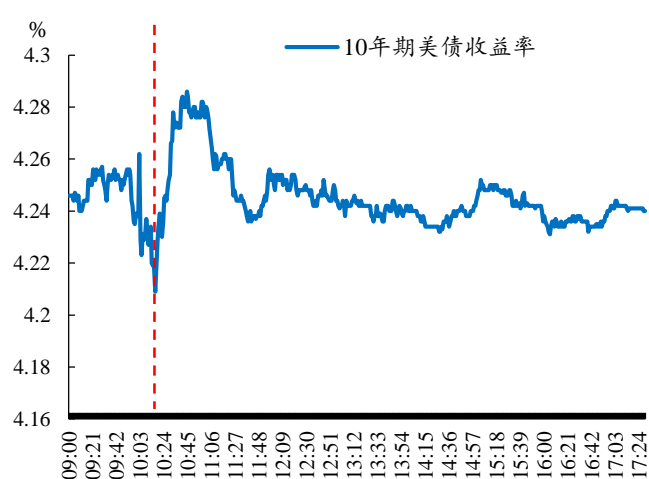
资料来源：美联储、开源证券研究所

附图1. 美股最终收涨



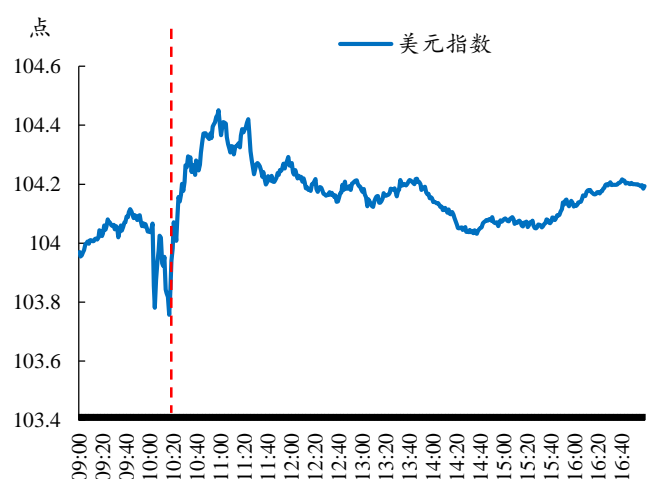
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2. 10年期美债收益率最终略涨



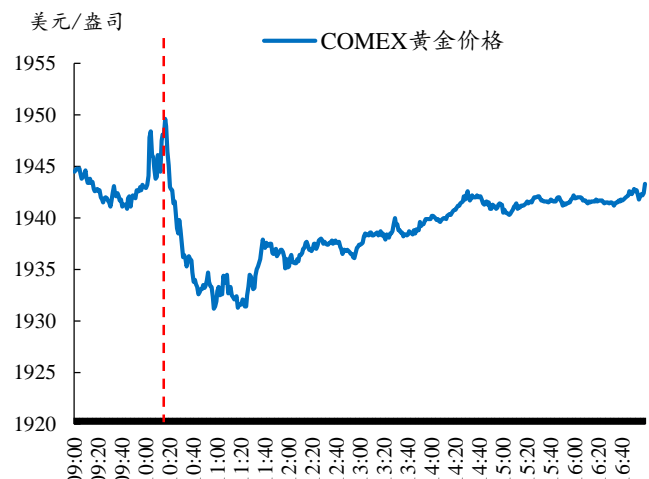
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3. 美元指数略微收涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4. 黄金价格略微走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn