

杰克逊霍尔全球央行会议点评——

## 美联储年内或将继续加息

### 事件：

8月26日，2023年杰克逊霍尔全球央行年会在美国怀俄明州举行，鲍威尔在该会议发表了关于美国经济和通胀前景相关的讲话。

### 投资要点：

- 关于利率和通胀前景，鲍威尔表示如果合适，美联储准备进一步提高利率，将谨慎地决定是否再次加息。在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策。
- 关于最近的通胀数据，鲍威尔强调2%仍是并将继续是美联储的通胀目标，虽然最近的通胀数据更加有利但依然过高，因此还有很长的路要走。
- 一方面，核心商品通胀尤其是耐用品通胀有所下降，但离通胀目标犹远。核心商品价格在过去两个月有所下降，但从12个月来看，核心商品通胀率仍远高于疫情前的水平。需要持续的进展，需要采取限制性的货币政策来实现这一进展。
- 另一方面，住房服务通胀变化较慢，后续仍有一定上行风险。鲍威尔表示将继续密切关注市场租金数据，以寻找住房服务通胀上行和下行风险的信号。从先行指标来看，反映美国房地产景气度的NAHB住房市场指数7月升至56，为2022年12月以来连续7个月上升，因此住宅项环比增速未来或仍有进一步上升的空间。
- 总体而言，鲍威尔发言偏鹰，美联储年内或将继续加息。目前芝商所Fed Watch工具显示11月加息25BP概率由发言前一天的42.2%上升至48.3%。从鲍威尔关心的核心通胀数据来看，虽然核心CPI未来有走弱趋势，但下行速度缓慢，并且从权重最大的住宅分项来看，先行指标显示未来住宅分项环比有进一步上涨空间，进而可能将继续支撑核心CPI。因此我们维持之前的观点，认为美联储年内大概率会进一步加息。
- 风险提示：美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌  
执业证书编号：S0210522050001  
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《美国7月通胀反弹但小幅不及预期——美国7月CPI点评》2023.08.11
- 2、《就业市场略降温，但韧性犹在——美联储7月非农就业数据点评》2023.08.06
- 3、《美国本轮加息周期结束了吗？——7月全球经济观察》2023.08.03

## 正文目录

1	美联储年内或将继续加息 .....	1
2	风险提示 .....	3

## 图表目录

图表 1: 住宅项环比增速未来有进一步上升的空间 .....	2
图表 2: 11 月加息 25BP 概率由发言前一天的 42.2% 上升至 48.3% .....	3

## 1 美联储年内或将继续加息

8月26日，2023年杰克逊霍尔全球央行年会在美国怀俄明州举行，鲍威尔在该会议发表了关于美国经济和通胀前景相关的讲话。

本次杰克逊霍尔全球央行年会的主题是“全球经济的结构性转变”，该会议是由怀俄明州杰克逊霍尔堪萨斯城联邦储备银行举办的经济政策研讨会，参会者包括各国的央行行长、财政部长、经济学者等。鲍威尔为本次会议做了开场白（Opening Remarks）。

关于利率和通胀前景，鲍威尔表示如果合适，美联储准备进一步提高利率，将谨慎地决定是否再次加息。在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策。

关于最近的通胀数据，鲍威尔强调2%仍是并将继续是美联储的通胀目标，虽然最近的通胀数据更加有利但依然过高，因此还有很长的路要走。

一方面，核心商品通胀尤其是耐用品通胀有所下降，但离通胀目标犹远。货币政策收紧和供需失调的缓慢缓解正在降低通胀。机动车行业就是一个很好的例证。在疫情初期，在低利率、财政转移支付、面对面服务支出减少以及偏好从使用公共交通和城市生活的偏好转变的支持下，对汽车的需求急剧上升。但由于半导体短缺，汽车供应实际上下降了。汽车价格飙升，出现了大量被压抑的需求。随着大流行及其影响的减弱，生产和库存增加，供应改善。与此同时，更高的利率打压了需求。由于这些供需因素的综合影响，机动车通货膨胀率急剧下降。核心商品价格在过去两个月有所下降，但从12个月来看，核心商品通胀率仍远高于疫情前的水平。需要持续的进展，需要采取限制性的货币政策来实现这一进展。

另一方面，住房服务通胀变化较慢，后续仍有一定上行风险。由于租约周转缓慢，市场租金增长的下降需要时间才能影响整体通胀指标。大约在过去一年中，新租约租金增长放缓可以被认为是“正在筹备中”，并将影响未来一年的住房服务通胀。鲍威尔表示将继续密切关注市场租金数据，以寻找住房服务通胀上行和下行风险的信号。我们在此前的报告《美国7月通胀反弹但小幅不及预期——美国7月CPI点评》中也提到，权重最高的住宅分项7月环比上升0.4%，前值0.4%。其中，业主等价租金和主要住所租金环比分别上升0.5%和0.4%。此前美国线上房地产信息平台Zillow表示，季节性趋势显示，房租环比增速在今年剩下的月份中会进一步下降，并可能在10月小幅下滑。但从先行指标来看，反映美国房地产景气度的NAHB住房市场指数7月升至56，为2022年12月以来连续7个月上升，因此住宅项环比增速未来或仍有进一步上升的空间。

**图表 1：住宅项环比增速未来有进一步上升的空间**


来源：Wind, 华福证券研究所

关于经济前景，鲍威尔表示实现通胀目标需要低于趋势增长，需要关注经济未按预期降温的迹象，高于趋势的增长可能需要收紧货币政策。

关于劳动力市场，鲍威尔强调实现通胀目标需要劳动力市场放缓，如果劳动力市场没有放缓，将用货币政策作出回应。由于 25 至 54 岁工人的参与率提高以及移民人数恢复到 2008 年之前的水平，劳动力供应有所改善。劳动力的需求也有所放缓，虽然职位空缺仍然很高，但呈下降趋势。鲍威尔表示预计这种劳动力市场再平衡将继续下去。我们在报告《就业市场略降温，但韧性犹在——美联储 7 月非农就业数据点评》中也提到过劳动力短缺率（就业率+广义职位空缺率-劳动力参与率）呈下降趋势，显示加息对劳动力供需的缺口有所改善，说明就业市场正在趋于供需平衡，但年底之前短缺率大幅降至 0 以下的概率较低。

最后，鲍威尔强调“将根据数据的整体情况以及不断变化的前景和风险来评估我们的进展”。根据这一评估谨慎行事，决定是否进一步收紧政策，或者保持政策利率不变并等待进一步的数据。

总体来看，此次鲍威尔的发言偏鹰。目前芝商所 Fed Watch 工具显示 11 月加息 25BP 概率由发言前一天的 42.2% 上升至 48.3%。从鲍威尔关心的核心通胀数据来看，虽然核心 CPI 未来有走弱趋势，但下行速度缓慢，并且从权重最大的住宅分项来看，先行指标显示未来住宅分项环比有进一步上涨空间，进而可能将继续支撑核心 CPI。因此我们维持之前的观点，认为美联储年内大概率会进一步加息。

图表 2：11 月加息 25BP 概率由发言前一天的 42.2% 上升至 48.3%

目标利率	现在	2023/8/24	2023/8/18	2023/7/25
525-550 (当前利率)	42.5%	50.6%	63.9%	60.8%
550-575	48.3%	42.2%	33.0%	34.1%
575-600	9.2%	7.1%	3.1%	5.0%
575-600	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

更新时间：2023/8/25

来源：芝商所 Fed Watch 工具，华福证券研究所

## 2 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治影响超预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn