

海外宏观周报

杰克逊霍尔会议传递什么信息？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **杰克逊霍尔会议传递什么信息？** 8月25日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言。我们认为，鲍威尔的发言相较7月会议以来的信号略偏鹰派。“鹰派”的部分主要体现在，**鲍威尔提到经济可能不会如期降温的风险，至少说明美联储对货币政策进一步加码持更为开放的态度。**但好在，鲍威尔在讲话开篇和结尾都称，美联储将“谨慎行事（proceed carefully）”；在“中性利率”的问题上，鲍威尔并未“吓唬”市场，仅称无法确定具体的中性利率水平。鲍威尔讲话后，市场对年内再加息一次的预期有所升温，但主要资产反应相对平淡、并未出现“恐慌”。CME数据显示，9月和11月至少加息一次的概率，由前一日的49.4%上升至55.5%。对市场而言，虽然美国经济上行只是一个风险情形，但仍可能引发市场波动。因为政策和市场对这一风险的关注增多，可能引发公众对美国经济潜在增长能力的重估，以及“中性利率”是否需要上调的讨论。**短期来看，货币政策的不确定性上升，或阶段抬升美债利率波动中枢，也可能令美元汇率处于偏强水平，或不利于美股等风险资产表现。**
- **海外经济政策：**美国方面，近一周多位美联储官员发声，**巴尔金强调美国经济“重新加速”风险，古尔斯比、哈克和柯林斯等倾向于支持停止加息。**美国7月成屋销售量环比下降2.2%，仍受低库存影响；7月新屋销售环比上升4.4%；30年期抵押贷款利率刷新2002年以来新高。**美国8月Markit服务业和制造业PMI均下降。**美国近一年非农就业基数下修**30.6万人**；美国最新初请失业金人数继续回落。美国7月耐用品订单环比跌幅超过预期，但剔除运输设备的订单仍保持增长。截至8月24日，亚特兰大联储GDPNow模型预测，美国三季度GDP环比折年率为5.9%，较一周前进一步上修。**欧洲方面，欧元区 and 英国8月服务业PMI超预期下滑，经济下行压力加剧。**
- **全球大类资产：****1）股市：**美欧股市有所回暖，全球科技股反弹，部分亚洲股市受益。纳指和标普500结束了此前三周连跌。英伟达业绩数据强于预期，带动全球科技股上涨。**2）债市：**7年期及以下美债收益率上行，更长期限美债利率下行。10年美债利率在周内冲高回落，曾于8月21日升至4.34%、创本轮新高，整周小幅回落1BP至4.25%。**3）商品：**不同品种商品价格走势分化，油价小幅下跌，金属价格上涨。**4）外汇：**美元指数收于104.19，整周上涨0.73%，创6月以来新高。欧元区服务业景气走弱释放消极信号，10年德国国债利率整周下跌5BP，美德国债利率继续走阔，令欧元汇率承压，
- **风险提示：**美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期，国际地缘政治博弈超预期等。

一、 杰克逊霍尔会议传递什么信息？

2023年8月25日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言。整个讲话分为三部分：**第一部分回顾抗击通胀的成效**，较为关注核心通胀回落的进展；其认为非住房服务通胀回落缓慢，主因是受供应链改善和利率的影响较小，但更受劳动力市场的支撑。**第二部分展望经济和就业市场**，认为基准预期是经济将低于趋势而增长，但也提到经济不会如期降温的可能；认为就业市场的“再平衡”有望持续。**第三部分强调不确定性与风险管理**，同时指出了“紧缩过度”和“紧缩过少”的双向风险，几乎没有表露出倾向性。据此总结，美联储将保持灵活和“数据依赖”。

我们认为，鲍威尔的发言相较7月会议以来的信号略偏鹰派。

“鹰派”的部分主要体现在，鲍威尔提到经济可能不会如期降温的风险。此前，政策和市场的关注点在于经济降温的幅度。但是，近一个月公布的数据显示，美国7月经济增长整体仍然向上，GDPNow模型对三季度经济增长的初步估算（截至8月24日为环比增长5.9%）显著高于美国潜在增长水平。鲍威尔提及经济超预期上行的风险，至少说明美联储对货币政策进一步加码持更为开放的态度。

但好在，鲍威尔在讲话开篇和结尾都称，美联储将“谨慎行事（proceed carefully）”，这与7月会议中传递的模糊信号是基本一致的。尤其在“中性利率”的问题上（此前市场或预期美联储暗示上修中性利率水平），鲍威尔并未“吓唬”市场：其只是称目前的政策利率足以对经济产生限制性，且远高于中性利率的主流估计水平，但美联储无法确定具体的中性利率水平。我们认为，目前美联储继续加息的必要性在下降、阻力也在增多，在非必要的情形下，美联储或仍将选择尽快暂停加息，追求实现一次“完美去通胀”的历史纪录。

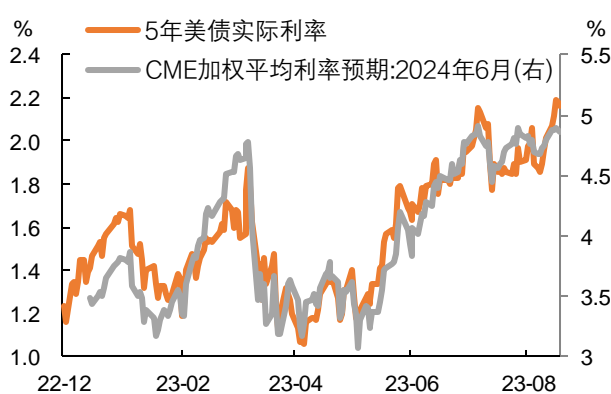
鲍威尔讲话后，市场对年内再加息一次的预期有所升温，但主要资产反应相对平淡、并未出现“恐慌”。8月25日，CME数据显示，9月和11月至少加息一次的概率，由前一日的49.4%上升至55.5%。此外，市场对明年的利率预期也有一定上修，截至2024年6月的加权平均利率预期，由前一日的4.97%升至5.05%。当日，10年美债利率在鲍威尔讲话期间先跳水后反弹，最终基本回到讲话前的波动中枢；美股三大股指一度由涨转跌，但很快又恢复涨势，小幅收涨0.6-1%不等；美元指数也曾经历跳水和反弹，最终收于104上方，创6月以来最高水平。

图表1 市场对年内再加息的预期小幅升温

CME 利率期货市场预期	2023/8/25	2023/8/24
9月和11月都不加息	44.5%	50.6%
9月加息、11月不加	11.1%	11.9%
9月不加、11月加息	35.5%	30.4%
9月和11月都加息	8.9%	7.1%

资料来源：CME, 平安证券研究所

图表2 市场对2024年中的利率预期上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

展望未来的美联储政策路径，我们认为大致有三种可能：第一是年内不再加息、此后也停止加息，触发条件需要看到未来1-2个月公布的经济、就业和通胀数据顺利走弱。第二是年内再加息一次（大概率选择11月加息）但此后停止加息，触发条件是未来的经济数据虽有回落、但回落幅度不令人满意。我们目前认为这一情形的可能性较大。第三是未来加息不只一次，触发条件是经济数据走强，暗示美国经济呈现“异常”。

对市场而言，虽然美国经济上行只是一个风险情形，但仍可能引发市场波动。因为政策和市场对这一风险的关注增多，可

能引发公众对美国经济潜在增长能力的重估，以及“中性利率”是否需要上调的讨论。短期来看，货币政策的不确定性上升，或阶段抬升美债利率波动中枢，也可能令美元汇率处于偏强水平，或不利于美股等风险资产表现。

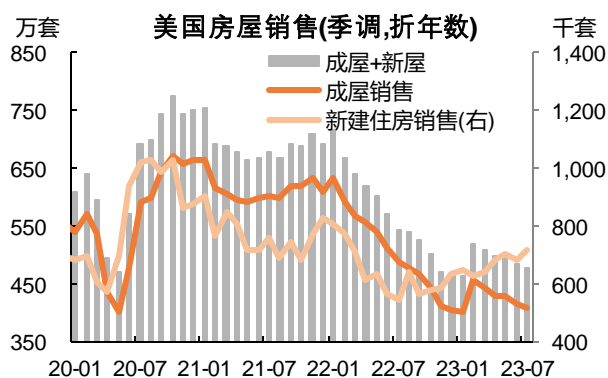
二、海外经济政策

1.1 美国：成屋落、新屋起，年度非农数据下修

近一周多位美联储官员发声，巴尔金强调美国经济“重新加速”风险，古尔斯比、哈克和柯林斯等倾向于支持停止加息。8月22日，里士满联储主席巴尔金称，近期数据显示零售销售表现亮眼，消费者信心升温，经济发展势头可能存在很多种可能，而不仅仅是衰退或所谓的“软着陆”。其暗示，考虑到美国经济有可能加速而不是放缓，美联储应保持开放态度，这种情况可能会影响通胀应对策略。8月23日，芝加哥联储主席古尔斯比称，随着通胀继续下降，而实体经济仍保持弹性，软着陆看起来更有希望。其认为，“问题不是利率还需要上涨多少，而是我们需要将利率保持在这个水平多久”。8月24日，费城联储主席哈克和波士顿联储主席柯林斯表示，暂且乐见近期债券收益率上涨，认为这可以符合美联储放缓经济并使通胀回到2%目标的工作。但同时指出，他们认为很有可能不再需要加息。在阐述货币政策和经济前景时，哈克和柯林斯还评估了债券收益率的上升对央行减缓经济活动以降低通胀的使命意味着什么。

美国7月成屋销售量环比下降2.2%，仍受低库存影响；7月新屋销售环比上升4.4%；30年期抵押贷款利率刷新2002年以来新高。8月22日公布的数据显示，美国7月成屋销售折年数为407万套，低于预期的415万套，环比下降2.2%，同比减少16.6%。价格方面，7月成屋价格中值为40.67万美元，同比增长1.9%，是今年1月以来首次上涨。库存方面，7月底待售房屋共111万套，同比下降14.6%。当前库存仅能满足3.3个月的销售，在供需平衡的市场，库存通常可以满足5-6个月的销售。8月23日公布的数据显示，美国7月新屋销售折年数为71.4万套，好于预期的70.7万套，环比上升4.4%。截至8月17日，美国30年期固定抵押贷款平均利率升至7.09%，创造自2002年4月以来的最高纪录。

图表3 美国7月成屋销售下滑、新屋销售上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 美国30年期抵押贷款利率创新高



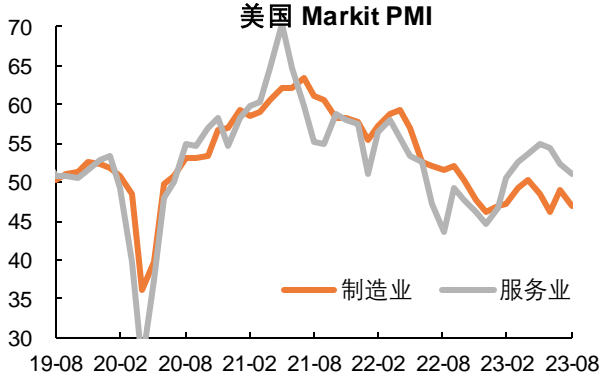
资料来源：Wind, 平安证券研究所

美国8月Markit服务业和制造业PMI均下降。8月23日标普全球公布数据显示，美国8月服务业PMI降至51.0，创今年2月以来新低；制造业PMI从7月份的49.0降至47.0，连续第四个月收缩；综合PMI从此前的52.0骤降至50.4，创2022年11月以来最大环比跌幅。虽然数据连续第七个月维持在荣枯线上方，但显示出经济已经接近停滞。标普全球解读称，美国8月商业活动几乎停滞，美国第三季度经济增长的力度有待观察；调查显示，第二季度服务业主导的增长加速已经消退，同时工厂产出进一步下降。

美国近一年非农就业基数下修30.6万人；美国最新初请失业金人数继续回落。8月23日美国劳工部公布数据显示，截至今年3月的一年里，美国非农就业人口可能将下修30.6万人；最终数据将于明年初公布。8月24日美国劳工部公布，截至8

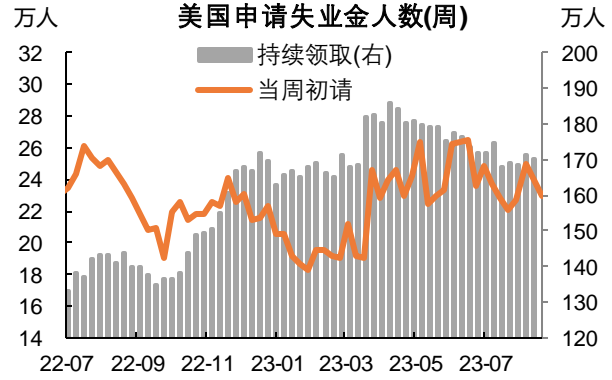
月 19 日当周，美国初请失业金人数为 23.0 万人，低于市场预期的 24 万人，前值自 23.9 万人上修至 24.0 万人；截至 8 月 12 日当周，美国续请失业金人数为 170.2 万人，前值 171.1 万人。

图表5 美国 8 月 Markit 服务业和制造业 PMI 均下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

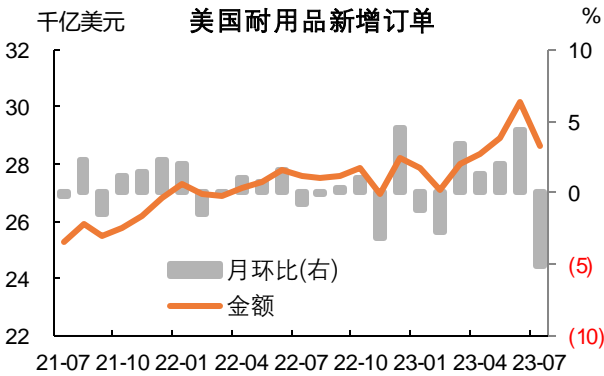
图表6 美国最新初请失业金人数继续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

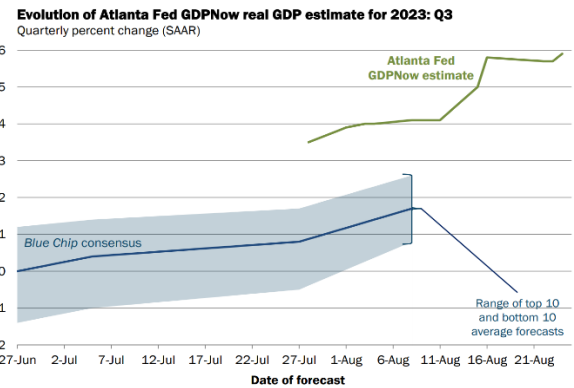
美国 7 月耐用品订单环比跌幅超过预期，但剔除运输设备的订单仍保持增长。8 月 24 日公布的数据显示，美国 7 月耐用品订单环比下跌 5.2%，预期下跌 4%，前值修正为增长 4.4%；剔除运输的耐用品订单环比增长 0.5%，剔除国防的耐用品订单环比下跌 5.4%，剔除飞机的非国防订单环比增长 0.1%。整体来看，美国制造业企业在二季度增加设备开支后，订单需求仍保持一定韧性。截至 8 月 24 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型预测，美国三季度 GDP 环比折年率为 5.9%，较一周前进一步上修。

图表7 美国 7 月耐用品订单环比跌幅较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 GDPNow 进一步上修美国三季度经济预测

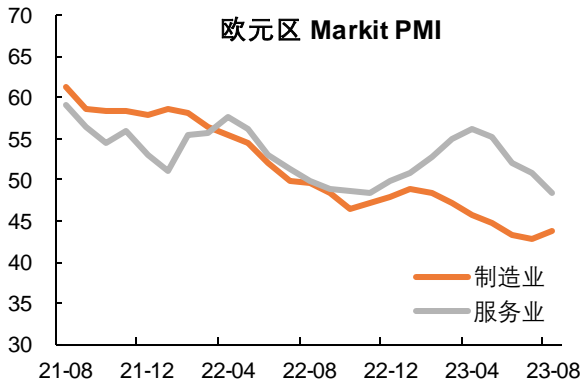


资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

1.2 欧洲：服务业景气下滑

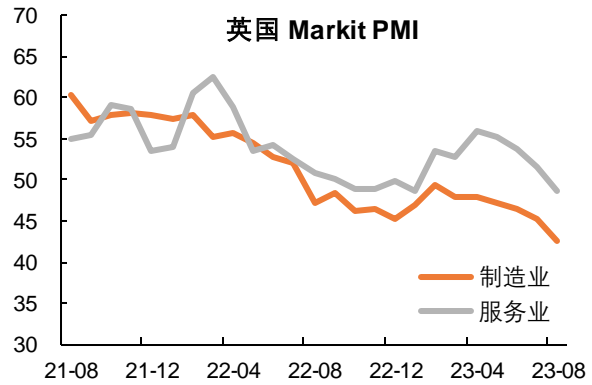
欧元区和英国 8 月服务业 PMI 超预期下滑，经济下行压力加剧。8 月 23 日标普全球公布数据显示，欧元区 8 月制造业 PMI 初值为 43.7，前值 42.7，高于市场预期的 42.6，并创 3 个月新高；8 月服务业 PMI 跌破 50 降至 48.3，前值 50.9，远低于市场预期的 50.5；8 月综合 PMI 为 47，远低于市场预期的 48.5，创下 33 个月新低。其中，法国 8 月制造业 PMI 初值 46.4，为 5 个月高点；德国 8 月制造业 PMI 初值 39.1，为 39 个月低位；英国 8 月制造业 PMI 为 42.5。英国 8 月制造业 PMI 为 42.5，预期 45，前值 45.3；服务业 PMI 为 48.7，预期 51，前值 51.5；综合 PMI 为 47.9，预期 50.3，前值 50.8。

图表9 欧元区8月制造业PMI回升、服务业下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 英国8月制造业、服务业PMI均下滑



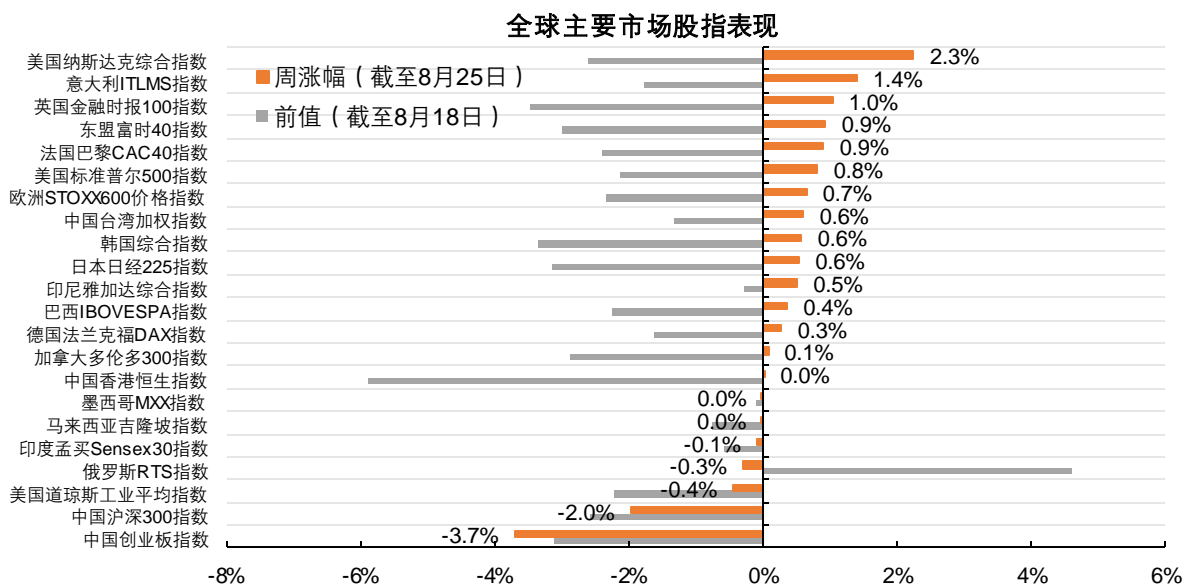
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球大类资产

2.1 股市：全球科技股反弹

近一周(截至8月25日),美欧股市有所回暖,全球科技股反弹,部分亚洲股市受益。美股方面,纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周分别上涨2.3%、上涨0.8%和下跌0.4%,纳指和标普500结束了此前三周连跌,主要受科技股上涨驱动。宏观层面,美欧服务业PMI走弱,10年美债利率高位回落,一定程度上缓和了美股估值压力;微观层面,英伟达8月23日发布的业绩数据强于预期,大型科技股当日普涨;英伟达涨超3%,谷歌、苹果、Meta涨超2%,微软、特斯拉涨超1%,亚马逊涨近1%。欧洲股市方面,欧洲STOXX600指数整周上涨0.7%,德国DAX指数、法国CAC指数和英国金融时报100指数分别0.3%、0.9%和1.0%。亚洲股市方面,中国台湾、韩国和日本等地区主要股指小幅上涨,亚洲科技股受益。

图表11 美欧股市有所回暖,部分亚洲股市受益

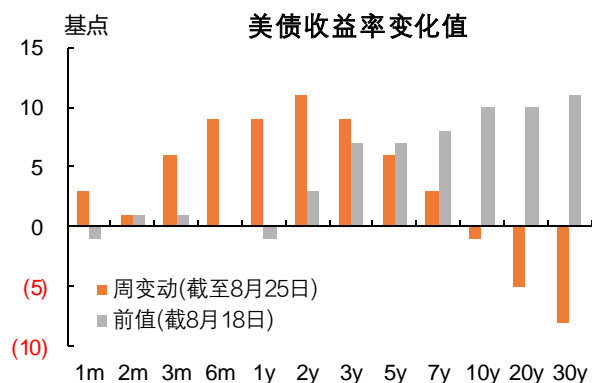


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 债市：10 年美债利率冲高回落

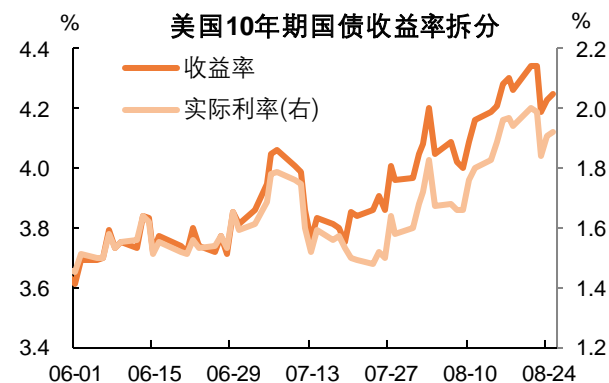
近一周（截至 8 月 25 日），不同年期美债利率走势分化，7 年期及以下美债收益率上行，更长期限美债利率下行；2 年期美债利率整周上升 11BP、涨幅最大，30 年期美债利率则回落 8BP。10 年美债利率在周内冲高回落，曾于 8 月 21 日升至 4.34%、创本轮新高，整周小幅回落 1BP 至 4.25%。10 年美债实际利率整周小幅下行 2BP 至 1.92%，曾于 8 月 21 日升至 2.0% 高点；隐含通胀预期整周上行 1BP 至 2.33%。8 月 21 日，“新美联储通讯社” Nick Timiraos 撰文称，历史性的低利率时代可能已经结束，生产率提高和赤字的增加可能会提高“中性利率”。8 月 23 日，美国 20 年期国债显示需求稳健，当天欧美 PMI 逊色影响债市。8 月 24 日，美国 30 年期 TIPS 国债标售，得标利率 1.97%，竞标倍数为 2.42 倍，高于前次的 2.38 倍，也体现了需求稳健。

图表 12 7 年期及以下美债收益率上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 13 10 年期美债名义、实际利率冲高回落

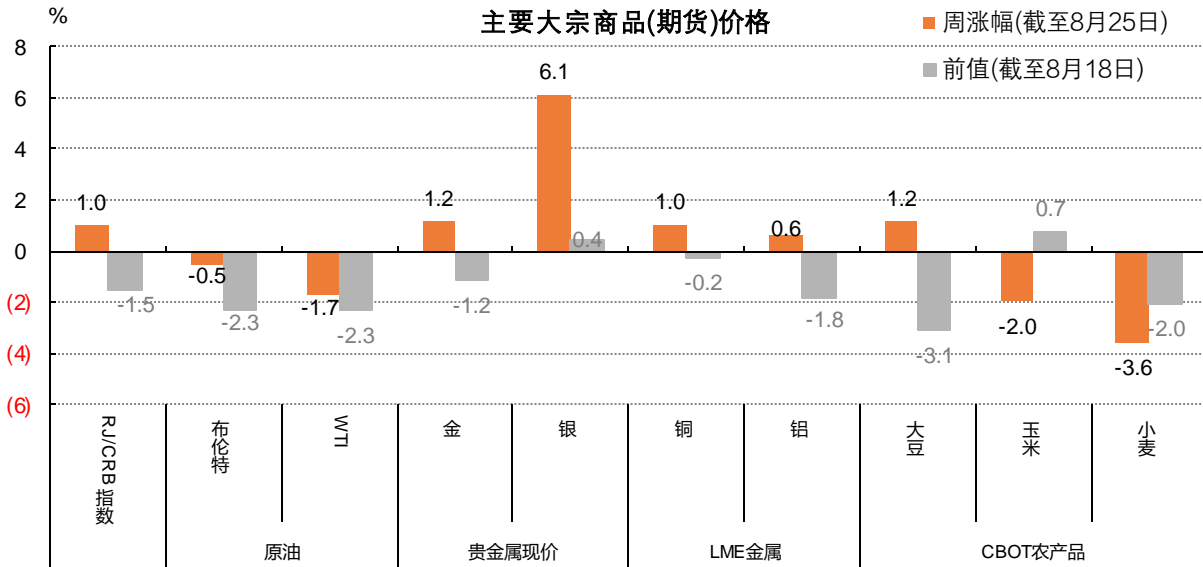


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.3 商品：原油跌，金属涨

近一周（截至 8 月 25 日），不同品种商品价格走势分化，油价小幅下跌，金属价格上涨。原油方面，布伦特油价和 WTI 油价整周分别下跌 0.5% 和 1.7%，至 84.5 和 79.8 美元/桶。宏观层面，美欧 PMI 走弱令油价需求预期更为谨慎；供给层面，最新 EIA 数据显示，截至 8 月 18 日当周，美国原油库存减少 610 万桶，预期为减少 280 万桶。据汇通财经报道，伊朗石油部长称，尽管美国的制裁依然存在，但伊朗的原油产量到 9 月底将达到 340 万桶/日；同时，美国正在考虑放松对委内瑞拉石油业的制裁。金融市场层面，美元汇率走强，令油价受到一定压制。贵金属方面，金价整周上涨 1.2%，银价大涨 6.1%，在美元走强背景下“逆势”上涨。金属方面，LME 铜和铝整周上涨 1.0% 和 0.6%。农产品方面，CBOT 大豆整周上涨 1.2%，CBOT 玉米和小麦整周下跌 2.0% 和 3.6%。

图表14 不同品种商品价格走势分化，油价小幅下跌，金属价格上涨

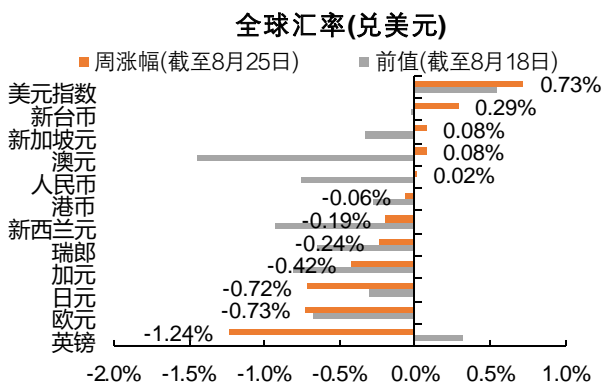


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇：美元指数升破 104

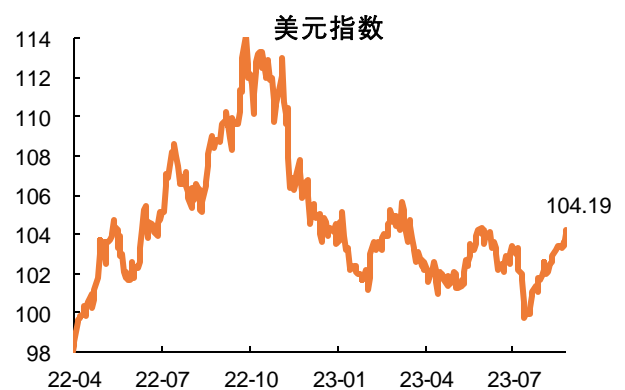
近一周（截至 8 月 18 日），美元指数收于 104.19，整周上涨 0.73%，创 6 月以来新高。美国方面，杰克逊霍尔会议前后，市场围绕“中性利率”上升的讨论增多。欧元区方面，服务业景气走弱释放消极信号，10 年德国国债利率整周下跌 5BP，美德国债利率继续走阔，令欧元汇率承压，欧元兑美元贬值 0.73%。英国方面，制造业和服务业景气同时走弱，更令市场怀疑英国央行加息决心，英镑兑美元整周大幅贬值 1.24%。日本方面，日元兑美元贬值 0.72%。

图表15 美元升值、英镑大幅贬值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美元指数升破 104、创 6 月以来新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期，国际地缘政治博弈超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层