

不达目的不罢休

——2023 年鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评

美东时间 8 月 25 日，鲍威尔在 2023 年杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲，再次重申将维持 2% 的通胀目标不动摇，评估截至目前去通胀进展顺利，但未来不确定性仍高。总体上看，未来一段时间内美国加息周期将保持在峰值位置，并不能排除美联储进一步小幅上调政策利率的可能性。

鲍威尔演讲后，美股和美元双双走强，美债短端收益率上行。

一、抗通胀“最后一公里”变数仍存

虽然最近的数据显示抗通胀进展良好，但是“最后一公里”仍存变数。鲍威尔认可了最近的通胀读数 (favorable recent readings)，但也表示前路依然漫漫 (a long way to go)。PCE 通胀从去年 6 月的 7.0% 降至今年 7 月的 3.3%。2022 年初以来，俄乌冲突的变化实际上主导了通胀走势，食品和能源价格并不稳定，可能会发出误导信号 (misleading signals)。

未来美联储将聚焦核心通胀，这一数据下行的可持续性仍然存疑。7 月核心 PCE 通胀仍高达 4.3%，远高于美联储 2% 的控制目标。以 2022 年 2 月峰值 5.4% 为起点计，核心通胀去化程度不到 1/3。6-7 月核心 PCE 环比增速回归合意水平 (0.2%)，但可持续性仍待观察。从鲍威尔的三要素框架看，核心商品通胀已随供需矛盾缓解大幅下降，但仍高于疫前水平；住房服务通胀已经开始下降，高利率对房地产市场的压制正在向租赁市场传导；占核心 PCE 一半以上的非住房服务通胀仍处高位，这部分通胀对利率水平敏感度较低，持续受到紧张劳动力市场的支撑。

二、密切关注经济韧性

紧缩政策带来了结构性放缓，但经济基本面和劳动力市场总体上均表现出了超预期韧性 (not be cooling as expected)。从住宅投资和工业

生产看，经济活动确实在放缓，两者同比增速均已转负。然而，GDP 增长，尤其是居民消费，表现出了超强韧性，地产行业也有一定的复苏迹象。持续高于趋势的增长水平（**persistently above-trend growth**）无疑加剧了美国通胀前景的复杂性。更重要的是，劳动力市场仍处供小于求的状态，雇佣需求（职位空缺）的收缩并未带来失业率的上行。

鲍威尔相信劳动力市场的再平衡（**rebalancing**）进程仍将持续，否则货币政策将做出反应。雇佣需求仍在收缩，工作时长也已回归疫前水平。随着通胀回落，名义薪资增速持续下行且实际薪资增速显著回升。劳动力市场处在回归正常的轨道之上。

三、考虑货币紧缩滞后效应

鲍威尔认为，目前的利率水平已经显著高于中性政策利率水平的主流估算值，货币紧缩的滞后效应仍在传导过程之中。以政策利率下限减去 CPI 通胀计，当前美国实际利率水平已超 2%，逼近次贷危机以来最高值。本轮加息周期够快、够高但不够久，对货币紧缩滞后效应的把握就更为困难。鲍威尔表示美联储并不能明确指出中性利率的水平，也无法确定货币紧缩的滞后时长，故未来的利率决议仍将基于数据。

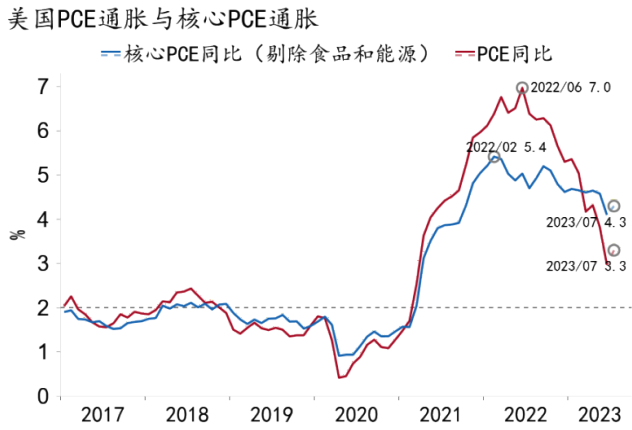
四、前瞻：少一点近忧，多一点远虑

鲍威尔讲话后，9-11 月再次加息的概率从 53% 升至 62%，2024 年降息预期亦有回落。从短期看，房价和租金同比增速的大幅回落仍将向住房服务通胀继续传导，叠加商品价格持续疲弱，核心通胀去化仍有支撑。我们仍然倾向于认为美国此轮加息周期已经见顶：即使总通胀在基数影响下维持在 3% 上方，核心通胀的进一步回落也可以支持美联储按兵不动。从长期看，需密切跟踪评估经济和劳动力市场韧性使得通胀和利率中枢上行，进而导致美联储政策转向不及预期的可能性。

（评论员：谭卓 王天程 陈诚）

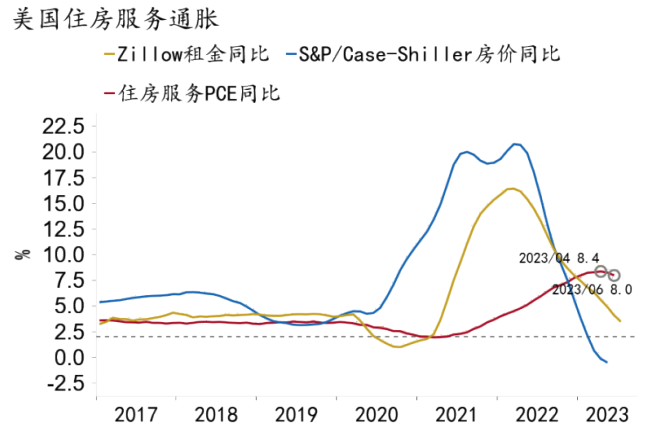
附录

图 1：2023 年中以来核心通胀加速去化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：住房服务通胀开始下行



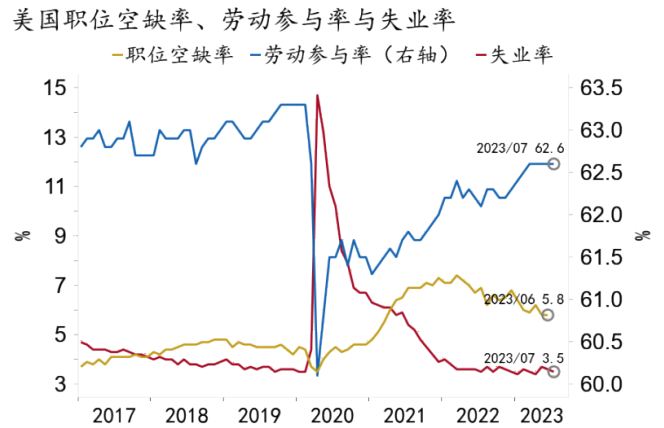
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：住宅投资和工业生产持续走弱



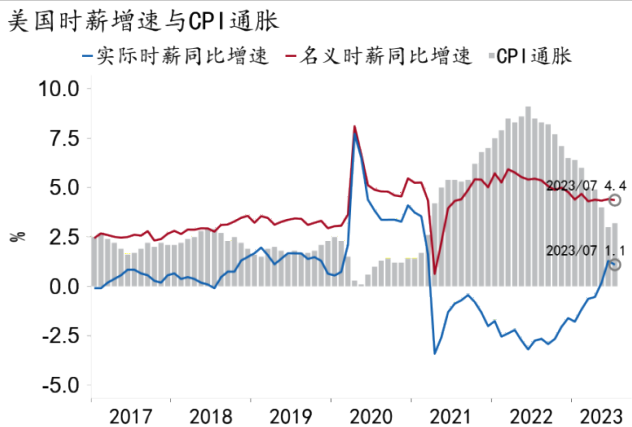
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：职位空缺回落但失业率保持低企



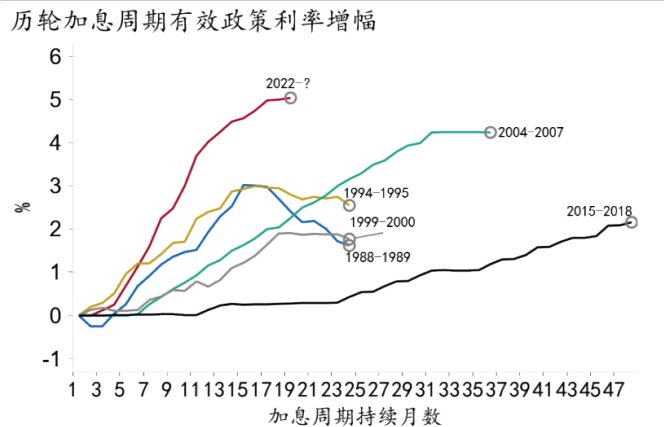
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：通胀下降令实际薪资增速上升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：史上最快加息周期



资料来源：Macrobond、招商银行研究院