



2023.08.26

美联储加息尾声的偏“鹰”表态

——鲍威尔在 2023 年杰克逊霍尔会议发言点评

报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001



汪浩(分析师)



0755-23976659



wanghao025053@gtjas.com

证书编号 S0880521120002

相关报告

广义财政周期有望温和回升	2023.08.22
非对称降息信号	2023.08.21
逆周期的“雨”接着下	2023.08.18
降息周期尚在途中	2023.08.15
基本面后续震荡走平	2023.08.15

本报告导读：鲍威尔在 2023 全球央行年会的发言整体偏“鹰”，旨在持续引导与压降通胀预期。美国当前表现出通胀粘性与经济韧性，但是由于中性利率、货币政策时滞效应、菲利普斯曲线陡峭化程度的不确定性等，货币政策仍需视数据而定。预计美联储四季度可能还有一次加息，主要在于防止通胀预期的波动和自我实现。短期内美债高位震荡，人民币汇率维持双向波动。

摘要：

- 2023 年 8 月鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发言，其整体基调相对于 2022 年全球央行年会期间偏鸽，但是相对于 2023 年 7 月 FOMC 会议新闻发布会的发言偏鹰。主要原因在于：一方面，2022 年正处于通胀高峰期，并叠加了 2021 年对通胀的判断失误、2022 年底中期选举等因素，从而表现出超“鹰”派，而当前通胀压力相对于高峰期已经明显缓解，所以相较于 2022 年央行年会边际偏“鸽”；但另一方面，通胀粘性较强，2023 年 7 月 CPI 通胀再度上行，降至 2% 的通胀目标仍然还有很长的路要走，所以相较于 7 月 FOMC 会议偏“鹰”。
- 当前美联储加息已经进入尾声，但是通胀粘性和经济韧性下，通胀仍存波动风险，本次会议表态整体偏“鹰”，目的在于防止通胀预期的波动上升与自我实现。整体来看，鲍威尔发言的核心要点在于三点：第一，重申 2% 的通胀目标，到目前为止压制通胀已经取得不错的效果，但是通胀水平依旧较高，粘性较强，存在进一步压制通胀的必要；第二，加息措施已经让经济增长放缓，但是当前美国经济和劳动力市场依旧具有很强韧性，使通胀前景面临波动风险；第三，美联储在中性利率、货币政策时滞效应、菲利普斯曲线陡峭化等方面面临较多不确定性，从而增加了货币政策决策的难度，其对于货币政策表态依然是视数据而定，但是不断强调价格稳定。
- 预计美国 CPI 通胀年内将在 3% 左右波动，粘性较强，经济仍有韧性，美联储四季度可能还会加息一次。美国 CPI 通胀受到非住房服务价格和食品、能源价格支撑，同时叠加去年同期下行加快的基数效应，预计年内将在 3% 左右波动，粘性较强。同时美国经济仍有韧性，服务业是主要支撑，短期房地产升温、制造业回流和新技术发展也带来一定助力。后续美联储表态上还是会偏“鹰”，但是整体加息已经进入尾声，加息节奏已经大幅放缓，四季度或还有一次加息，重在表达美联储对抗通胀的决心，引导预期。
- 美国股债市场对于鲍威尔偏“鹰”表态已经提前定价，发言后冲击并不大，预计短期内美债高位震荡，人民币汇率维持双向波动。8 月 25 日当天，美国三大股指均以上行收盘，10 年期美债小幅上行，反映此前对鲍威尔偏鹰表态已经提前定价。预计后续加息尾声但美国经济仍有韧性的情况下，实际利率企稳，同时通胀粘性，美债利率维持高位震荡；美国股市仍有韧性，尤其是科技成长领域进一步受人工智能技术浪潮催化；人民币汇率在美中货币政策分化、利差高位震荡和出口下行压力下，可能有一定贬值压力，但由于资本流动已经对中美利差相对脱敏，叠加央行、外管局的政策表态，预计后续短期内人民币汇率围绕在 7.3 左右双向波动。
- 风险提示：美国经济下滑超预期；通胀粘性超预期。

目 录

1、鲍威尔发言较 7 月 FOMC 会议偏“鹰”.....	3
2、预计四季度美联储或还有一次加息	4
3、预计美债利率短期高位震荡，美股短期仍有韧性，人民币汇率维持双向波动	7
4、风险提示	8

1、鲍威尔发言较 7 月 FOMC 会议偏“鹰”

2023 年 8 月 25 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发言，其整体基调相对于 2022 年全球央行年会期间偏鸽，但是相对于 2023 年 7 月 FOMC 会议新闻发布会的发言偏鹰，主要原因在于：

- ✓ 一方面，2022 年 8 月左右正值通胀的高峰期，其中 2022 年 6 月 CPI 达到高点 9.1%，叠加 2021 年对于通胀走势的判断失误、2022 年末中期选举等因素，当时表态极其鹰派，同时加息也进入连续 4 次 75BP 的高峰期，但是当前通胀水平已有明显下降，2023 年 6 月 CPI 降至 3.0%，加息已经渐入尾声，所以表态相对于 2022 年全球央行年会期间已经有明显偏鸽倾向；
- ✓ 但是另一方面，由于较强的通胀粘性，为了进一步压制通胀预期，相对于 2023 年 7 月 FOMC 会议新闻发布会的发言偏鸽，在当时的新闻发布会上鲍威尔在“鹰”、“鸽”之间反复横跳，模糊化前瞻性指引，但是本次全球央行年会发言无论是对通胀粘性、经济韧性，还是抗通胀决心的表述，都是相对偏鹰的，我们认为其主要目的是进一步压降通胀预期，尤其是当前通胀进一步显示出粘性倾向，2023 年 6 月 CPI 通胀降至 3.0%，但是 7 月反弹至 3.2%，要将通胀降至 2.0% 的长期目标还有很长的路要走。

当前美联储加息已经进入尾声，但是通胀粘性和经济韧性下，通胀仍存波动风险，美联储需进一步压制通胀预期，本次会议表态整体偏“鹰”，“鹰”政尾声的偏“鹰”表态实质在于防止通胀预期的波动上升与自我实现。整体来看，鲍威尔发言的核心要点在于以下三点：

- ✓ 第一，重申 2% 的通胀目标，到目前为止压制通胀已经取得不错的效果，但是通胀水平依旧较高，粘性较强，存在进一步压制通胀的必要。刨除受全球因素影响从而价格具有不稳定性的商品和能源，核心 PCE 从 2022 年 2 月的高点 5.4% 降至 2023 年 6 月的 4.1%，依旧处于较高的水平，主要的影响因素就在于非住房服务价格的粘性，核心商品和住房服务通胀已经放缓，但占核心 PCE 一半以上的非住房服务价格粘性很强。
- ✓ 第二，加息措施已经让经济增长放缓，但是当前美国经济和劳动力市场依旧具有很强韧性，使通胀前景面临波动风险。美联储激进加息让美国的信贷收紧，工业产出、住宅投资等放缓，但是当前 GDP 增长依旧超预期，并且消费强劲，地产行业有复苏迹象，劳动力市场虽然不断再平衡，缺口在下降，但是还未达到平衡状态，名义工资增长放缓，但由于通胀下降更快，实际工资增速却在上升。
- ✓ 第三，美联储在中性利率、货币政策时滞效应、菲利普斯曲线陡峭化等方面面临较多不确定性，从而增加了货币政策决策的难度，其对于货币政策表态依然是视数据而定，但是不断强调价格稳定。鲍威尔指出了三重不确定性：一是当前实际利率已经高于多数测算的中性政策利率，即具有限制性，但是中性利率到底是多少，具有不确定性，因而无法明确是否真的具有限制性；二是货币政策影响的时滞效应具有不确定性，时滞效应的估算区间比较广，货币政策可能还会进一步发挥压制作用；三是对于菲利普斯曲线在紧张劳动力市场的陡峭化程度存在不确定性，当前美国劳动力市场依然紧张，如果菲利普斯曲线非常陡峭，意味着失业率轻微的上升，将带来通胀率显著的下降，但是目前陡峭程度存在不确定性，也给政策制定带来难度。多重不确定性导

致货币政策要具有灵活性，所以最后鲍威尔表态货币政策要视数据而定，这与前期的表态基本一致。

从最后对货币政策的表态的来看，与前期模糊化前瞻性指引的做法基本一致，表示视数据而定，但是从通篇对于通胀粘性、经济韧性和不确定性风险的分析来看，其态度还是偏向“鹰”派，主要目的在于压制通胀预期。

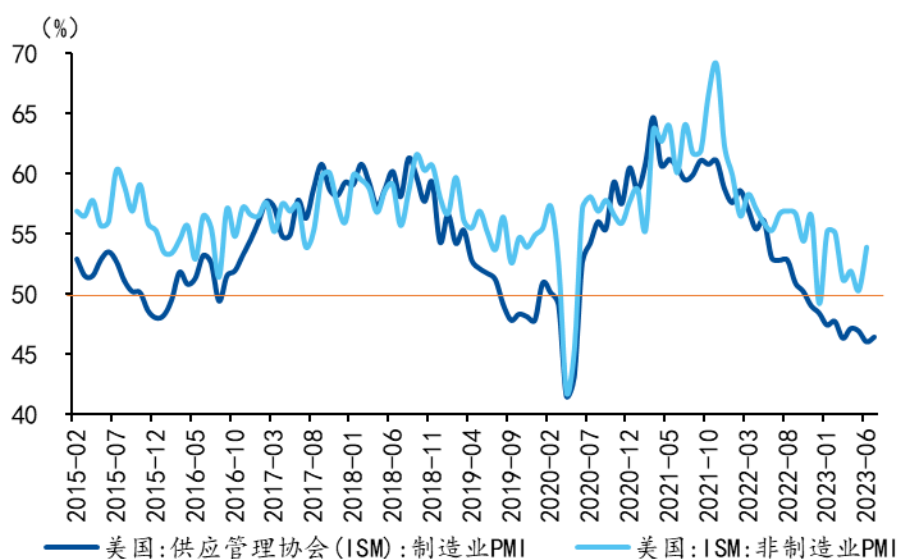
2、预计四季度美联储或还有一次加息

预计美国 CPI 通胀年内将在 3% 左右波动，粘性较强，经济仍有韧性，美联储可能还会加息一次。美国 CPI 通胀受到非住房服务价格和食品、能源价格支撑，同时叠加去年同期下行加快的基数效应，预计年内将在 3% 左右波动，粘性较强。同时美国经济仍有韧性，服务业是主要支撑，短期房地产升温、制造业回流和新技术发展也带来一定助力。2023 年二季度美国 GDP 增速环比折年率达到 2.4%，根据美国亚特兰大联储模型 GDPNow 的预测，三季度实际 GDP 增长率的预估上调至 5.8%，衰退已经不再作为基准预期。当前美国经济韧性主要来自四个方面：

- ✓ 一是服务业对经济和劳动力市场的支撑。美联储加息对经济的影响存在滞后期，其一般会按“房地产-制造业-商品消费-服务消费”的链条传导，美国的房地产在加息后率先下行，制造业 PMI 从 2022 年 11 月以来持续低于荣枯线水平，商品消费在疫情期间发放补贴的支撑下实现快速反弹，增速已经大大放缓，但是服务消费当前仍未恢复到疫情前的趋势值，仍然具有一定的动力，而服务业是支撑美国劳动力市场的主要部门，较为强劲的服务业成为美国经济和劳动力市场的主要支撑。
- ✓ 二是美国房地产业短期升温。按照加息影响的滞后链条，房地产应是最先衰退的，但是当加息在向后续行业传导过程中，房地产在经历一轮快速下行后，2023 年以来又实现一定程度反弹，我们认为这与过热的劳动力市场带来的收入增长、超额储蓄释放、疫后住房环境更新需求等相关，从而也在一定程度上助力了美国经济韧性。
- ✓ 三是“再工业化”下的美国制造业回流。美国从奥巴马、特朗普到拜登政府，都在积极推进提升制造业竞争力，力促“再工业化”，从而推动制造业回流美国。2023 年以来，美国制造业投资增速提升明显，二季度同比增速到达 69.42%，创历史新高。
- ✓ 四是新技术的发展带来新的机会。2023 年上半年以人工智能为主题的技术进步取得明显进展，相关芯片制造、科技应用等带来一系列新的投资机会，从而对经济和全要素生产率有一定助力。

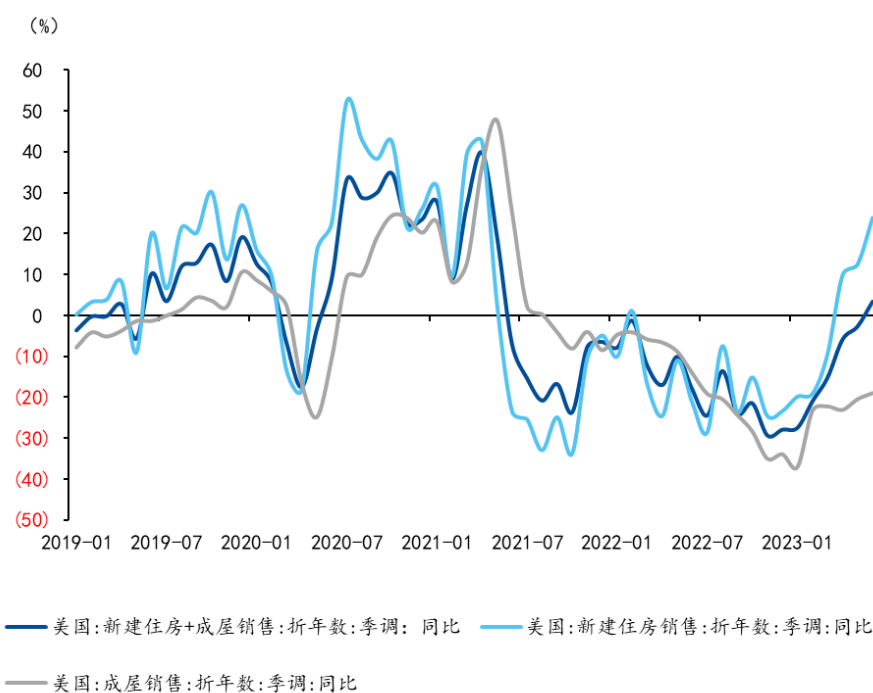
由于美国的通胀粘性和经济韧性，我们认为后续美联储在表态上还是会偏“鹰”，但是整体加息已经进入尾声，整体加息的节奏已经大幅放缓，年内或还有一次加息，重在表达美联储对抗通胀的决心，从而引导预期。

图 2：美国服务业当前仍有一定韧性，成为经济和劳动力市场主要支撑



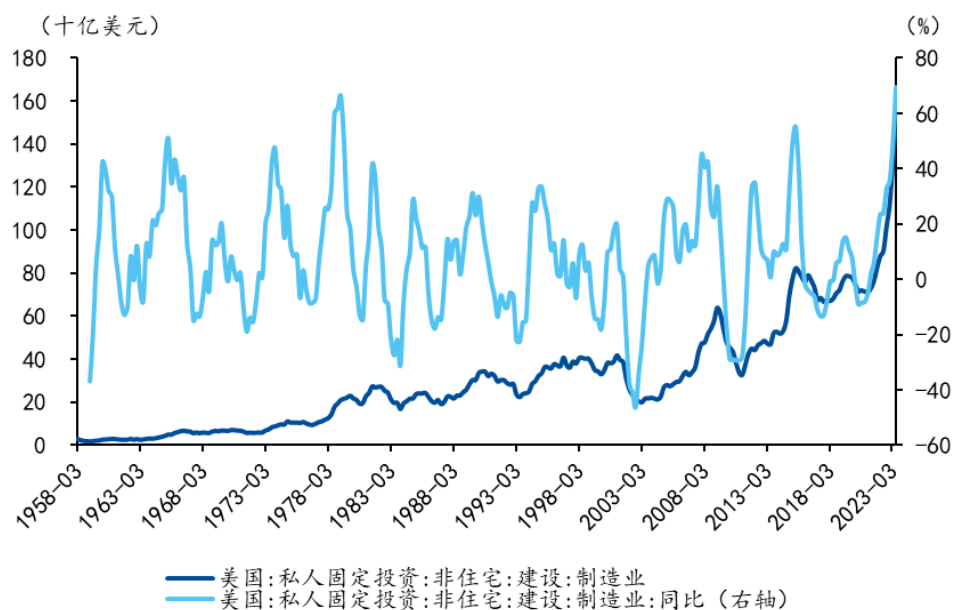
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：美国房地产市场在经历加息的快速下行后，2023 年初以来有所回温



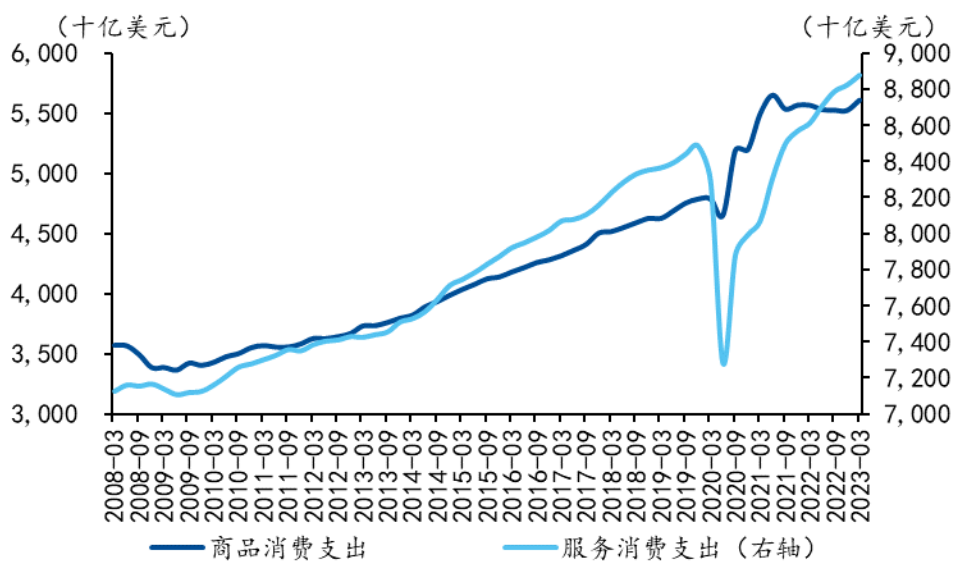
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：美国“再工业化”政策促进了制造业回流和相应投资



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：美国商品消费已经超过疫情前的趋势值，服务消费尚未达到但已接近，后续仍有一定动能但相对有限



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：2023 年 8 月鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言后，联邦基金利率期货市场反映的加息预期

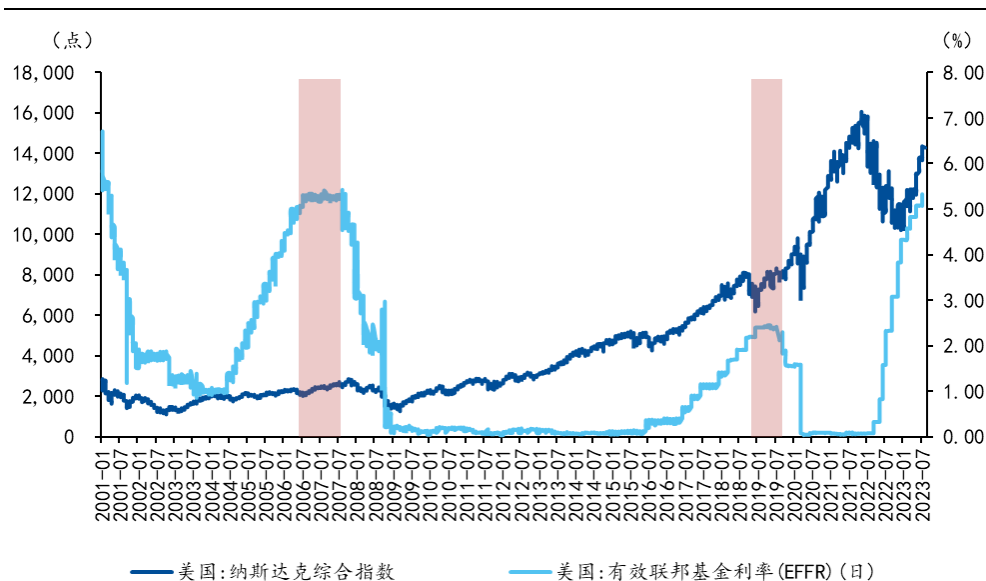
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

数据来源：CME FedWatch，国泰君安证券研究

3、预计美债利率短期高位震荡，美股短期仍有韧性，人民币 汇率维持双向波动

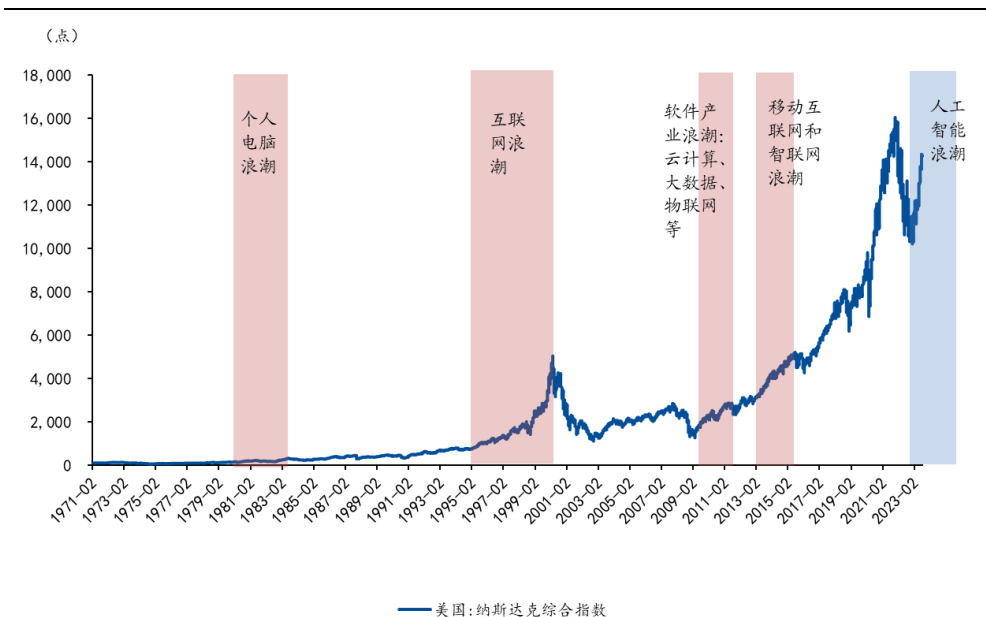
美国股债市场对于鲍威尔偏“鹰”表态已经提前定价，发言后价格冲击并不大，预计短期内美债高位震荡，美股仍有韧性，人民币汇率维持双向波动。8 月 25 日当天，美国三大股指均以上行收盘，其中道琼斯指数上行 0.73%，纳斯达克指数上行 0.94%，标普 500 指数上行 0.67%，虽然在鲍威尔发言期间，盘中震荡比较大，但是后续均以上行重新定价收尾；债券市场美债 10 年期国债收益率当日小幅上行 2BP。预计后续加息尾声但美国经济仍有韧性的情况下，实际利率企稳，同时通胀在 3% 左右波动，美债利率维持高位震荡；美国股市仍有韧性，尤其是科技成长领域进一步受人工智能技术浪潮催化；人民币汇率在中美货币政策分化、美中利差高位震荡和出口下行压力下，可能有一定贬值压力，但是由于资本流动已经对美中利差相对脱敏，叠加央行、外管局的政策表态，预计后续短期内人民币汇率围绕在 7.3 左右双向波动。

图 7：复盘历史，美联储加息尾声到降息期间，纳指整体趋于上行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：历轮信息技术浪潮均助推纳斯达克指数上行，美股科技表现较好



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4、风险提示

美国经济下滑超预期；通胀粘性超预期导致终点利率进一步抬高。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		