

如何看待鲍威尔的“鹰”派讲话？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

从鲍威尔的讲话来看，美联储不会因为经济的边际走弱和通胀的短期小幅回落而放弃紧缩性货币政策。这一表态偏“鹰”，但美元、美债及联邦基金利率期货市场对此已经有较为充分的预期，不过美股市场此前对此反映不充分。鲍威尔讲话强调要坚持紧缩政策直到实现抗通胀目标，不宜过早地放松政策。这意味着美联储的紧缩政策可能持续较长时间。我们预计美联储9月会议大概率加息75BP，到明年上半年美联储仍将维持紧缩性的货币政策。

摘要：

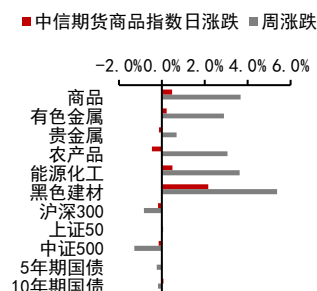
8月26号美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，市场将其解读为“鹰”派信号。

第一，从鲍威尔的讲话来看，美联储不会因为经济的边际走弱和通胀的短期小幅回落而放弃紧缩性货币政策。这一表态偏“鹰”，但美元、美债及联邦基金利率期货市场对此已经有较为充分的预期，不过美股市场此前对此反映不充分。鲍威尔表示经济的适当走弱是抗通胀需要付出的代价，目前美国劳动力市场仍是强劲的。鲍威尔还表示7月份CPI回落是可喜的，但1个月的通胀回落远远不足以让美联储确信通胀将持续回落。总体来看，鲍威尔讲话偏“鹰”。受此影响，8月26号美国10年期国债收益率上升1BP，美元指数上涨0.4%。不过，联邦基金利率期货市场反映的美联储9月加息75BP的概率较前一日回落3个百分点。从这个角度来看，市场对鲍威尔的“鹰”派讲话已经有较为充分的预期。鲍威尔讲话当天美国纳斯达克指数大跌3.94%。此前美股市场忽视了近期美联储官员的“鹰”派讲话；鲍威尔讲话之后美股才大幅下跌。

第二，鲍威尔讲话强调要坚持紧缩政策直到实现抗通胀目标，不宜过早地放松政策。这意味着美联储的紧缩政策可能持续较长时间。鲍威尔表示“恢复价格稳定需要将紧缩性政策维持一段时间。历史经验强烈地告诫我们不能过早地放松政策”。鲍威尔特别谈到了从历史经验中获得的三条经验教训。历史经验显示高通胀持续时间越长，抗通胀的成本会越大。1970年代美联储有多次失败的抗通胀经验——由于货币政策过早地转向放松，结果通胀再次回升，最终高通胀持续了较长的时间。因此，鲍威尔表示不能重犯历史上的错误，必须坚决地将通胀控制住，防止高通胀长期化。从鲍威尔表述来看，美联储倾向于较长时间地维持紧缩性货币政策，从而确保通胀得到控制。

第三，鲍威尔讲话并未明确未来的加息路径，也没有给出未来政策转向宽松的确切标准。我们预计美联储9月会议大概率加息75BP，到明年上半年美联储仍将维持紧缩性的货币政策。考虑到美国核心通胀压力仍大以及去年同期基数较低，我们预计美国8月份CPI同比大概率不会继续回落；美国服务业的修复，美国8月就业数据预计表现良好。我们预计美联储9月会议大概率加息75BP。目前美国非农职位空缺数仍比疫情前高50%左右。按照近2个月非农职位空缺数的回落速度，美国劳动力供需紧张的彻底缓解可能要到明年年中。在此之前，美联储货币政策转向宽松的可能性不大。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

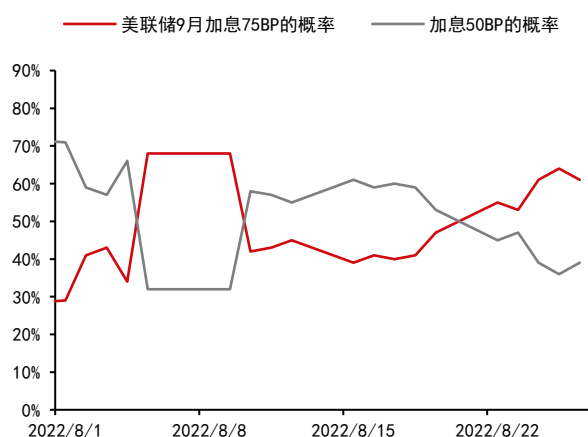
研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、如何看待鲍威尔的“鹰”派讲话？

8月26号美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，市场将其解读为“鹰”派信号。如何看待鲍威尔的“鹰”派讲话呢？

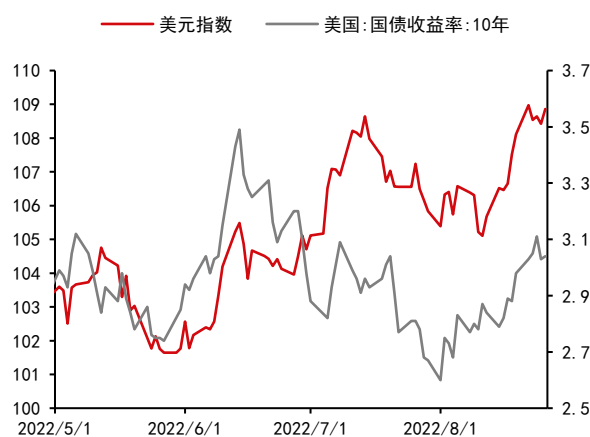
第一，从鲍威尔的讲话来看，美联储不会因为经济的边际走弱和通胀的短期小幅回落而放弃紧缩性货币政策。这一表态偏“鹰”，但美元、美债及联邦基金利率期货市场对此已经有较为充分的预期，不过美股市场此前对此反映不充分，因此在鲍威尔讲话之后跌幅较大。近期美国经济数据明显走弱，初步显示出“衰退”迹象；8月10号公布的美国7月CPI同比较6月回落0.6个百分点，通胀压力略有缓解。这使得市场一度预期美联储将放缓加息步伐，并可能在2023年二季度重启降息。不过，近期多位美联储官员发表“鹰”派观点，市场逐步修正了此前偏乐观的预期，因此最近两周联邦基金利率期货市场反映的美联储9月加息75BP的概率从45%提高至64%，美国10年期国债收益率从2.84%提高至3.03%，美元指数从105.68升值至108.43。在8月26号全球央行年会的讲话中，鲍威尔表示经济的适当走弱是抗通胀需要付出的代价。目前美国劳动力市场仍是强劲的。也就是说，目前美国经济的走弱是美联储可以接受的。鲍威尔还表示7月份CPI回落是可喜的，但1个月的通胀回落远远不足以让美联储确信通胀将持续回落。也就是说，目前抗通胀的目标还远远没有实现。总体来看，鲍威尔讲话偏“鹰”。受此影响，8月26号美国10年期国债收益率上升1BP，美元指数上涨0.4%。不过，联邦基金利率期货市场反映的美联储9月加息75BP的概率较前一日回落3个百分点。从这个角度来看，市场对鲍威尔的“鹰”派讲话已经有较为充分的预期。相对于美元、美债以及联邦基金利率期货相对平稳的表现，鲍威尔讲话当天美国纳斯达克指数大跌3.94%，标普500指数大跌3.37%，美股表现很弱。这是因为此前美股市场忽视了近期美联储官员的“鹰”派讲话，尚未明显调整。在鲍威尔讲话确认了美联储的“鹰”派态度后，美股大幅下跌。

图表：期货市场反映的美联储9月加息预期



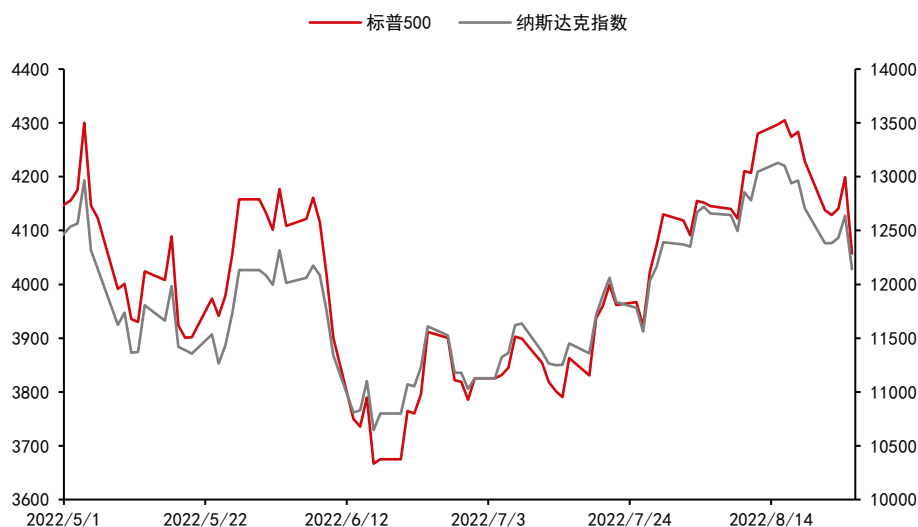
资料来源：CME 中信期货研究所

图表：美元指数与美债收益率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国股指



资料来源：Wind 中信期货研究所

第二，鲍威尔讲话强调要坚持紧缩政策直到实现抗通胀目标，不宜过早地放松政策。这意味着美联储的紧缩政策可能持续较长时间。鲍威尔表示“恢复价格稳定需要将紧缩性政策维持一段时间。历史经验强烈地告诫我们不能过早地放松政策”。鲍威尔特别谈到了从历史经验中获得的三条经验教训。第一条教训是央行可以而且应该承担实现价格稳定的责任。目前的高通胀既有需求过热也有供应约束的因素。尽管美联储对供应约束无能为力，但美联储还是应该通过适当抑制需求让供需更加匹配，从而实现价格稳定的目标。也就是说，即便紧缩性货币政策会导致经济有所走弱，美联储也要坚定地抗通胀。第二条教训是公众的通胀预期在通胀路径中发挥了重要作用。虽然目前通胀预期仍然稳定，并未明显上升，但是随着高通胀持续时间的增加，通胀预期仍有可能显著地抬高。这是美联储目前比较担心的。因此，为了防范通胀预期抬升，美联储需要尽快地将通胀拉回到2%的水平。第三条教训是必须坚持抗通胀直到目标实现。鲍威尔表示，历史经验显示高通胀持续时间越长，抗通胀的成本会越大。1970年代美联储有多次失败的抗通胀经验——由于紧缩性货币政策持续时间不够长，货币政策过早地转向放松，结果通胀再次回升，最终高通胀持续了较长的时间。在高通胀持续较长时间之后，控制通胀就需要较长时间地维持紧缩性的货币政策，也就需要付出较大的抗通胀成本。因此，鲍威尔表示不能重犯历史上的错误，必须坚决地将通胀控制住，防止高通胀长期化。从鲍威尔以上表述来看，美联储倾向于较长时间地维持紧缩性货币政策，从而确保通胀得到控制。

第三，鲍威尔讲话并未明确未来的加息路径，也没有给出未来政策转向宽松的确切标准。我们预计美联储9月会议大概率加息75BP，到明年上半年美联储仍将维持紧缩性的货币政策。对于9月会议的加息幅度，鲍威尔仍然表示这取决于未来的经济数据。目前市场预期美联储9月会议有61%的概率加息75BP。考虑到

美国核心通胀压力仍大以及去年同期基数较低，我们预计美国 8 月份 CPI 同比大概率不会继续回落。同时，随着美国服务业的修复，美国 8 月就业数据预计表现良好。因此，我们预计美联储 9 月会议大概率加息 75BP。从更长期的时间维度来看，尽管美国商品消费已经开始走弱，但由于服务消费会继续修复，未来 6-12 个月美国经济的走弱会相对缓慢，美联储不太可能为了支持经济而放松货币政策。未来美国通胀走势仍受到能源价格、食品价格、美国劳动力市场供需格局等因素的影响。由于地缘政治不确定性的影响，短期能源和食品价格可能难以明显回落。目前美国非农职位空缺数仍比疫情前高 50% 左右。按照近 2 个月非农职位空缺数的回落速度，美国劳动力供需紧张的彻底缓解可能要到明年年中。在此之前，美联储货币政策转向宽松的可能性不大。

图表：美国非农职位空缺数



资料来源：CME 中信期货研究所

图表：联邦基金利率期货市场对美联储基准利率的预期（概率）

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	39.0%	61.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	8.5%	43.8%	47.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	1.2%	13.5%	44.4%	40.9%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.9%	9.9%	35.4%	41.9%	11.9%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.6%	7.1%	27.5%	39.9%	21.2%	3.7%
2023/5/3	0.0%	0.6%	7.3%	27.6%	39.8%	21.1%	3.7%
2023/6/14	0.1%	2.0%	11.3%	30.0%	36.0%	17.6%	2.9%
2023/7/26	0.4%	3.6%	14.6%	31.1%	32.8%	15.0%	2.4%

资料来源：CME 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

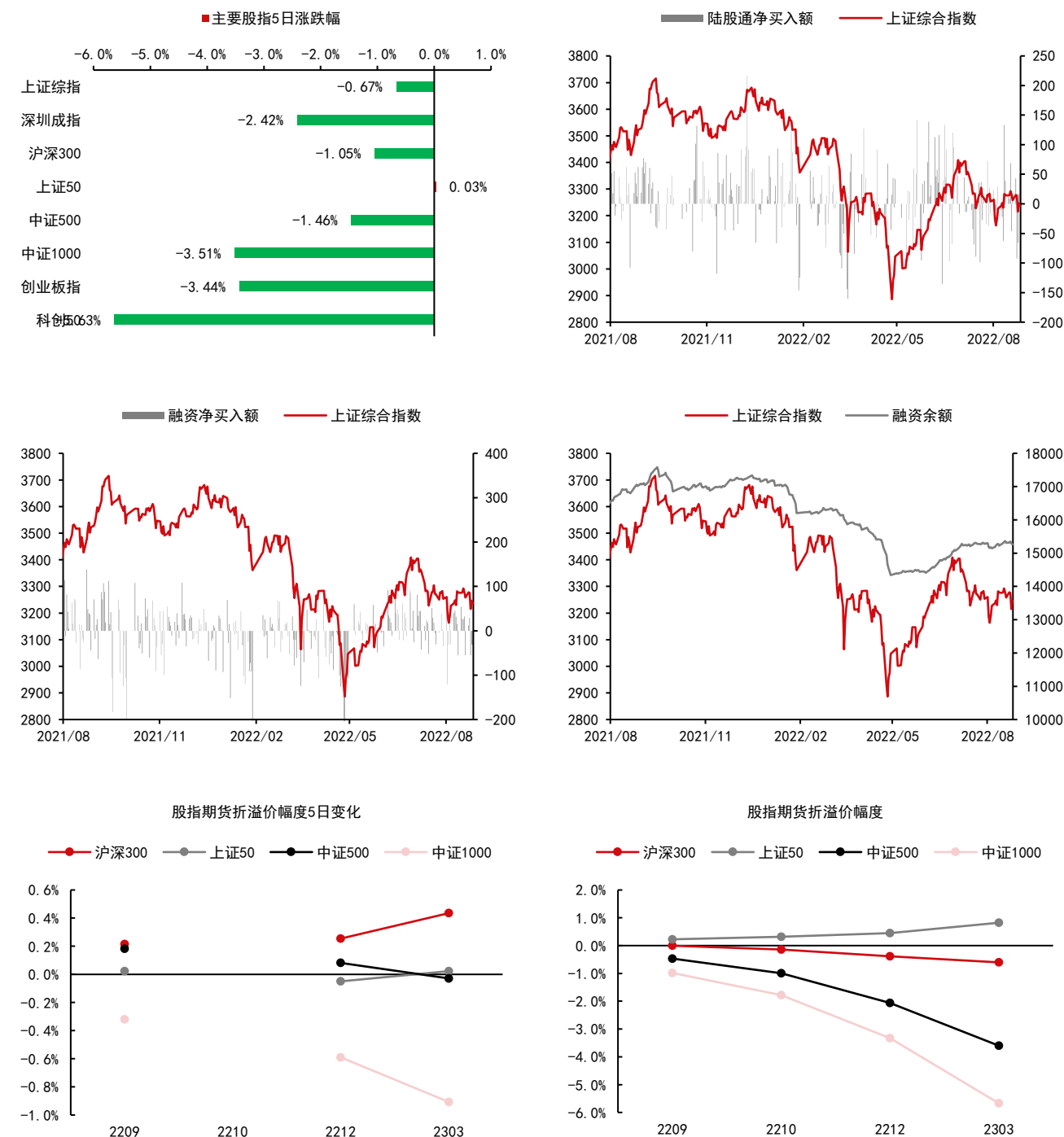
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-08-29	22:00	欧盟	8月欧洲央行首席经济学家连恩发表讲话			
2022-08-30	17:00	欧盟	8月欧元区:经济景气指数:季调	99	102	
2022-08-30	17:00	欧盟	8月欧元区:消费者信心指数:季调	-27	-27	
2022-08-30	22:00	美国	7月职位空缺数:非农:总计:季调(万人)	1069.8	1100	
2022-08-31	09:30	中国	8月官方制造业 PMI	49		
2022-08-31	20:15	美国	6月 ADP 就业人数:季调:环比(%)	0.1		
2022-09-01	16:00	欧盟	8月欧元区:制造业 PMI	49.8	49	
2022-09-01	17:00	欧盟	7月欧元区:失业率:季调(%)	6.6	6.6	
2022-09-01	20:30	美国	8月27日当周初次申请失业金人数(万人)	24.3		
2022-09-01	22:00	美国	8月制造业 PMI	52.8	52	
2022-09-02	17:00	欧盟	7月欧元区:PPI:环比	1.1	1	
2022-09-02	17:00	欧盟	7月欧元区:PPI:同比(%)	35.8	35.7	
2022-09-02	20:30	美国	8月新增非农就业人数:季调(千人)	528	285	
2022-09-02	20:30	美国	8月失业率:季调(%)	3.5	3.5	
2022-09-02	20:30	美国	8月劳动力参与率:季调	62.1		
2022-09-02	22:00	美国	7月耐用品:新增订单(百万美元)	294373		
2022-09-02	22:00	美国	7月全部制造业:新增订单(百万美元)	588273		

资料来源: Wind 中信期货研究所

三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

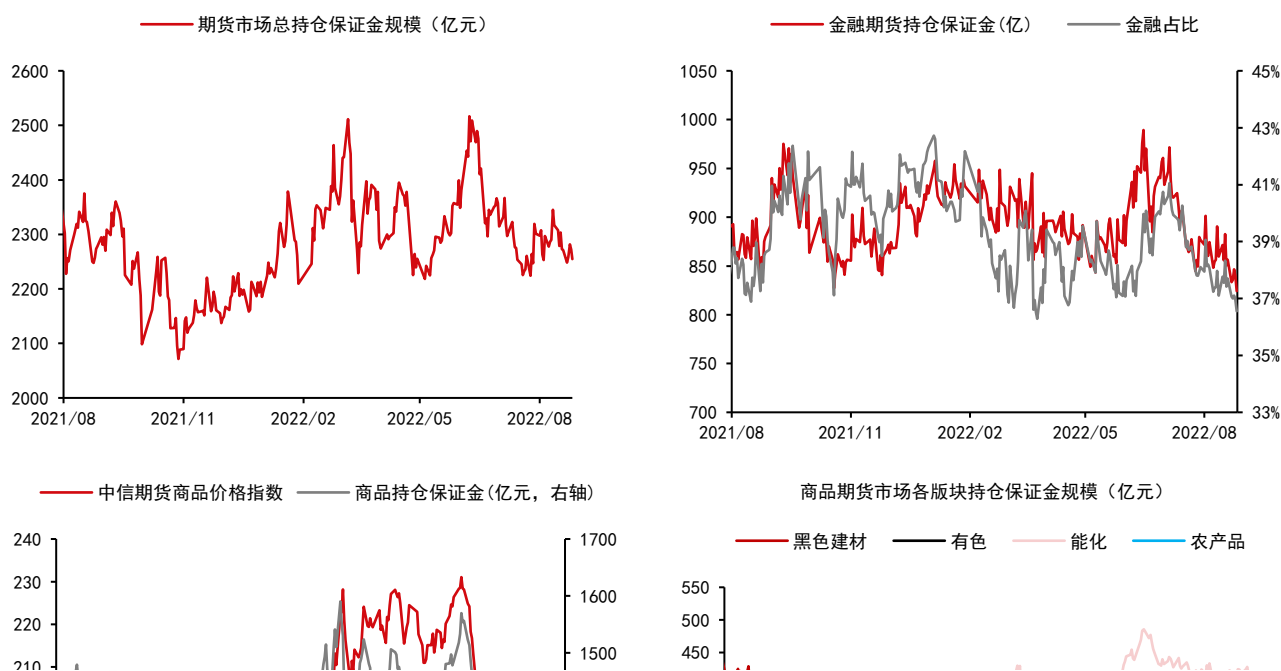
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			59.72	11.32	2312.58
金融			14.04	-2.36	874.44
商品			45.68	13.67	1438.14
贵金属	0.95%	0.71%	2.73	4.59	159.00
黑色建材	1.03%	-2.41%	5.49	-2.75	300.06
有色金属	2.75%	-2.71%	29.04	-14.16	248.14
能源化工	-0.86%	0.52%	3.37	1.78	407.22
农产品	2.12%	1.02%	5.06	24.21	323.72

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45716

