

# 杰克逊霍尔会议后，外部有哪些关注？

证券研究报告

2022年08月29日

## 海外宏观专题（2022-08-29）

作者

孙彬彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com廖翊杰 联系人  
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：9月资金面和债市怎么看？-利率债市场周报（2022-08-28）》  
2022-08-28
- 2 《固定收益：再谈转债强赎余波及权益市场扰动 - 可转债市场周报（2022.8.28）》  
2022-08-28
- 3 《固定收益：城投债：高等级利差下行，中低等级利差上行-城投债利差动态跟踪（2022-08-26）》  
2022-08-28

杰克逊霍尔会议上鲍威尔发言后，市场主要关注三方面外部环境变化：一是外部流动性宽松预期的修正；二是欧元区衰退可能加速外需回落；三是输入性通胀的可能加剧。

展望后续，美国经济仍有韧性，而欧洲经济在能源制约下大概率走向衰退，结合鲍威尔维持紧缩立场的表态，年内美元对欧元将维持强势，推动美元走强，进而推动人民币持续贬值。按照年内美元指数 110-115，我们预计，年内人民币可能贬值至 7 附近。

欧元区经济衰退，将不可避免地加速外需回落。8 月我国集装箱运价指数出现断崖式回落，预计出口环比将进一步转弱，年内我国出口可能在 8 月出现拐点。

当前美欧通胀高企，在天然气价格快速上涨的推动下，通胀上行风险仍未解除。虽然国内总体通胀压力可控，但 CPI 已经有上行迹象。面对全球性能源困局和气候变化，市场对输入性通胀问题仍有关关注。

在国内经济面对诸多压力的背景下，考虑中国能源结构，我们认为输入性通胀虽然会被关注，但并不是市场交易的重点。

从货币政策过去大半年的实际执行情况观察，为应对国内经济下行压力，央行政策选择基本聚焦于内，后续人民币汇率即使进一步跟随美元贬值，不会制约央行宽松的货币政策立场。

**风险提示：**全球经济放缓超预期、全球货币政策调整超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

## 内容目录

1. 如何理解鲍威尔的发言? .....	3
2. 市场关注哪些外部环境变化? .....	5
3. 对国内意味着什么? .....	6
4. 小结 .....	7

## 图表目录

图 1: 美国实际 GDP 增速 (%) .....	3
图 2: 美国职位空缺数比登记失业数 (%) .....	3
图 3: 美国 CPI 同比 (%) .....	3
图 4: 美债隐含通胀与实际利率 (%) .....	3
图 5: 天然气价格与原油价格 (便士/色姆、美元/桶) .....	4
图 6: 6 月联储加息点阵图 .....	4
图 7: 会后 FEDWATCH 工具显示的市场预期 .....	4
图 8: 2 年与 10 年美债 .....	4
图 9: 美元指数与美元兑欧元 .....	5
图 10: 美元指数与人民币汇率 .....	5
图 11: 俄乌冲突后美国与欧元区经济预测 (%) .....	5
图 12: 我国出口环比与集装箱指数 (%) .....	5
图 13: 美国 CPI 与欧洲 CPI (%) .....	6
图 14: CPI 与核心 CPI 同比 (%) .....	6
图 15: 失业率 (%) .....	7
图 16: 中美政策利率 (%) .....	7

8月26日，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表题为《货币政策与价格稳定》的讲话<sup>1</sup>，如何理解鲍威尔的发言？还要关注哪些外部环境变化？对国内债市意味着什么？

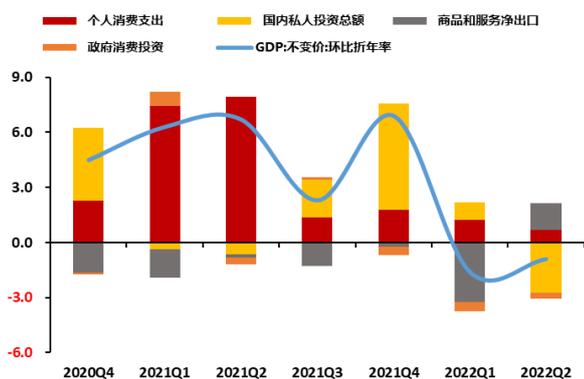
## 1. 如何理解鲍威尔的发言？

鲍威尔首先明确，联储重心仍在对抗通胀，直至通胀降至2%的目标。恢复价格稳定仍需时日，代价是劳动力市场的可能疲软，但长期通胀将带来更大痛苦。

鲍威尔指出，当前美国经济增长放缓，但劳动力市场仍旧强劲、失衡仍在持续。目前通胀仍远高于2%的目标，需要加息至长期中性利率以上。

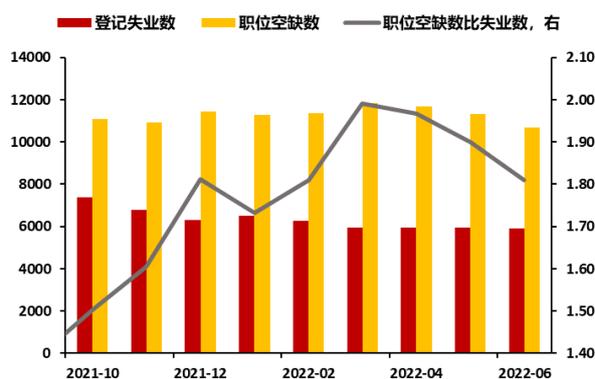
7月加息后，美国当前联邦基金利率的目标区间为2.25-2.5%，符合前期鲍威尔所估计的长期中性利率水平，后续美联储将持续加息，并较长时间将利率维持在当前水平之上。

图 1：美国实际 GDP 增速 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：美国职位空缺数比登记失业数 (%)

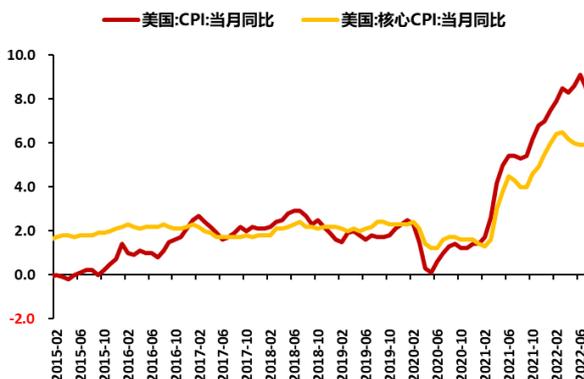


资料来源：WIND、天风证券研究所

鲍威尔表示，7月通胀数据的改善，还不足以使委员们确信通胀将持续回落。9月继续加息75个基点是有可能的。在未来某个时间放缓加息步伐可能是合适的。但与7月会议相同，鲍威尔没有给出明确的前瞻性指引。

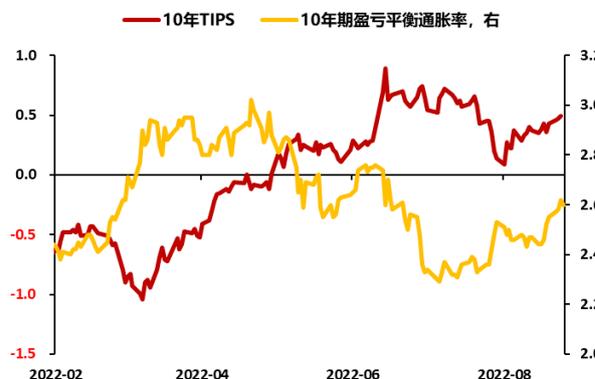
6月中旬以来，随着市场对未来经济衰退担忧的加剧，以及对通胀见顶的交易，市场通胀预期一度降至2.3%左右的较低水平。但随着市场对经济衰退的担忧逐步消退，以及市场近期对欧洲能源衰退的担忧快速推升天然气价格，市场通胀预期重新回到2.6%左右，即联储在6月首次加息75个基点时的水平。我们认为，在联储已经快速提升加息幅度的背景下，市场通胀预期扭转下趋势性的快速反弹，是联储无法容许的。

图 3：美国 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：美债隐含通胀与实际利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

鲍威尔强调，恢复价格稳定需要在一段时期内保持限制性政策立场，历史经验警告不宜过早放松政策。鲍威尔重申了 6 月 SEP 上委员们预测的加息路径，预计到 2023 年底，联邦基金利率中位数将维持在略低于 4% 的位置。

在具体的加息路径方面，鲍威尔给出的增量政策有限，只是重申了 6 月 SEP 上委员们预测的加息路径，预计到 2023 年底，联邦基金利率中位数将维持在略低于 4% 的位置。但是相对于会前市场的乐观预期，鲍威尔重申紧缩立场的行为，已经能够起到纠偏市场过度乐观预期的效果。

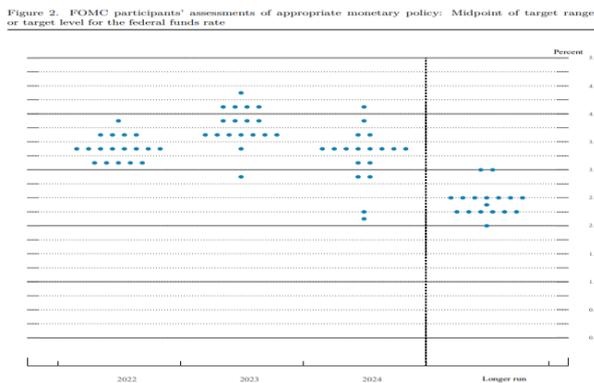
鲍威尔发言后，市场预期重新向 6 月 SEP 靠拢，市场预计联储加息将持续至 2023 年一季度的 3.75-4%，不再预期联储可能在 2023 年上半年降息。

图 5：天然气价格与原油价格（便士/色姆、美元/桶）



资料来源：FED、天风证券研究所

图 6：6 月联储加息点阵图



资料来源：FED、天风证券研究所

整体而言，鲍威尔的发言增量信息有限，关键在于继续传递紧缩信号，纠偏市场预期，巩固加息对抗通胀、降低通胀预期的效果。鲍威尔发言后，从 2 年美债上行、美股下跌、黄金回落的市场表现看，鲍威尔的表态整体偏鹰。

展望后续，鉴于联储已经放弃前瞻性指引，还是要综合经济数据与市场预期来评估联储决策。考虑到当前通胀预期已经快速反弹，如果后续数据无法压制通胀预期，预计 9 月联储仍将加息 75 个基点。参考 6 月加息点阵图，预计联储加息将在明年初结束在 3.75% 左右区间，然后在 2023 年年内都维持这一利率水平。

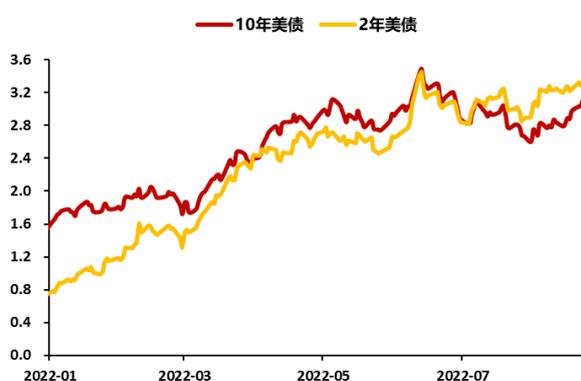
会后市场围绕 6 月 SEP，已经对 2 年美债较充分定价。考虑到联储加息至长期中性利率以上，将压制经济增长与通胀预期，预计后续 10 年美债上行空间有限，我们仍维持年内 2.5-3.2% 的定价。后续美债 10-2 年期限利差预计持续倒挂。

图 7：会后 FEDWATCH 工具显示的市场预期

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：FEDWATCH、天风证券研究所

图 8：2 年与 10 年美债



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 2. 市场关注哪些外部环境变化？

杰克逊霍尔会议上鲍威尔发言后，主要关注三方面外部环境变化：

### 一是外部流动性宽松预期的修正。

一方面，如前所述，年内联储加息节奏简单放慢的可能性不大，2 年美债年内预计高位运行，10 年美债预计维持区间格局，年内中美各期限利差倒挂的局面料将持续。

另一方面，我们预计，年内美元指数的持续强势，将推动人民币汇率持续贬值。8 月 12 日以来，受美元走强影响，人民币跟随贬值。

展望后续，美国经济仍有韧性，而欧洲经济在能源制约下大概率走向衰退，结合鲍威尔维持紧缩立场的表态，年内美元对欧元将维持强势，推动美元走强，进而推动人民币持续贬值。按照年内美元指数 110-115，我们预计，年内人民币可能贬值至 7 附近。

图 9：美元指数与美元兑欧元



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：美元指数与人民币汇率



资料来源：WIND、天风证券研究所

### 二是欧元区衰退可能加速外需回落。

欧元区经济的问题是，欧元区的能源供给高度依赖俄罗斯。2021 年，欧元区 35% 的天然气进口与 20% 的原油进口依赖俄罗斯<sup>2</sup>。当前俄罗斯对欧元区的天然气供给已经降至峰值的 20%，如果不能改变现状，根据欧央行的估计<sup>3</sup>，欧元区年内大概率无法避免经济衰退。

欧元区经济衰退，将不可避免地加速外需的回落态势。8 月我国集装箱运价指数出现断崖式回落，预计出口环比将进一步转弱，年内我国出口可能在 8 月出现拐点。

图 11：俄乌冲突后美国与欧元区经济预测（%）



图 12：我国出口环比与集装箱指数（%）



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\\_45720](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45720)

