



罗志恒：鲍威尔鹰派讲话如何影响市场？ JH 全球央行会议点评



意见领袖 | 罗志恒

摘要

8月25-27日，美国堪萨斯城联储主办的杰克逊霍尔全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔发表讲话，重申货币政策持续紧缩抗通胀的立场，超预期的鹰派立场引发美股全面大跌。



一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？

本次鲍威尔讲话内容更精简，意图更明确，重申牺牲经济实现价格稳定的决心。要实现恢复通胀稳定的目标，就必须承受一段时间的经济下行的代价，承受加息的短痛才能避免高通胀的长痛。

鲍威尔总结了应对大通胀时代的三条经验教训。一是央行必须承担稳定通胀的责任，这是无条件的；二是借鉴 70 年代高通胀经验，货币政策必须考虑公众的通胀预期；三是借鉴“沃尔克时刻”，必须坚持加息直至大功告成。长时间的限制性货币政策对于抑制通胀十分必要。

二、为何鲍威尔如此“鹰派”？

当前鲍威如此高调的鹰派讲话，是因为：一是全球高通胀的风险蔓延，通胀的粘性超预期；二是中期选举临近，美国政府抗通胀的政治呼声加大；三是美联储要弥补误判通胀的过错，打压通胀预期需要更大的努力。

三、鲍威尔讲话如何影响市场预期？

鲍威尔讲话引发市场对未来加息周期的再评估。美联储本轮加息周期或将持续更久，投资者修正了期待美联储提前转向宽松的预期。目前市场预期加息周期将会持续到 2023 年 3 月，加息终点上升至 3.7% 附近。

未来加息的紧缩预期何时回落，主要取决于居民通胀预期与失业率变化。一是通胀预期何时持续回落，进而推动实际通胀趋势性下降。二是美国劳动力市场出现拐点，失业率反弹突破 4% 上方，美国经济衰退风险进一步加大。

四、鲍威尔讲话如何影响大类资产价格？

美国经济矛盾在“滞”与“胀”之间切换，市场在紧缩交易与衰退交易之间反复。若通胀粘性超预期，紧缩交易之下股债双杀、美元走强；若

经济衰退风险迫近，衰退交易之下债强股弱，美元回落。

未来大类资产价格走势研判：一是美股或有二次探底风险，警惕估值盈利双杀。二是美债收益率短期仍有上行空间，曲线倒挂程度加深。三是美元指数或将继续冲高，美欧经济周期与货币周期差距扩大支撑美元强势，加剧新兴市场货币贬值压力。

风险提示：能源价格推升通胀超预期；经济衰退风险加剧。

目录

一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？又为何“鹰”？

二、如何影响市场预期与大类资产价格？

三、附录：鲍威尔发言稿中文译文

正文

一、鲍威尔讲话“鹰”在何处？又为何“鹰”？

杰克逊霍尔会议是由美国堪萨斯城联储举办的一年一度全球货币政策专题研讨会，从1978年至今已连续举办了45届。历次年会上，美联储主席发表的主旨讲话是管理市场预期的重要方式。2019年，鲍威尔讲话暗示预防式降息，应对全球贸易摩擦和美国增长放缓风险。2020年，鲍威尔阐明了对美联储货币政策框架的调整，采用就业优先的平均通胀目标制。2021年鲍威尔则坚持了“通胀暂时论”，货币政策按兵不动。会议今年的

主题是“重新评估经济与政策的约束” (Reassessing Constraints on the Economy and Policy)。

今年鲍威尔讲话聚焦于通胀，鹰派立场坚定。鲍威尔的主旨讲话简洁有力，传递出的鹰派信号是前所未有的。讲话正文篇幅不及往年的一半，着重讨论了美联储维护价格稳定的必要性和紧迫性，并总结了过去货币政策的三个经验教训，坚持货币政策持续紧缩以恢复价格稳定。

图表1：美联储主席鲍威尔历年杰克逊霍尔央行年会的讲话情况

年份	标题	主要内容	正文字数
2018	经济变化中的货币政策 (Monetary Policy in a Changing Economy)	加息与缩表的货币政策正常化过程是适当的，重新审视自然失业率 (u^*)。通胀预期锚定在稳定的水平，菲利普斯曲线趋于平坦，自然失业率的估计值可能有误导性。	3464
2019	货币政策的挑战 (Challenges for Monetary Policy)	美联储货币政策面临低利率、低通胀、低增长时代的考验。贸易政策的不确定性阻碍全球增长，需要为降息做准备。	3123
2020	新的经济挑战与美联储货币政策综述 (New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review)	修订美联储的货币政策框架，采用平均通胀目标制度。美联储不再坚持通胀维持在 2% 的目标水平，而是允许通胀一段时间适度高于 2% 的目标，以弥补过去的低通胀。	3197
2021	疫情期间的货币政策 (Monetary Policy in the Time of COVID)	基于通胀不够广泛、工资增速低、通胀预期稳定等因素提出“通胀暂时论”，货币政策调整需要满足就业取得进一步实质性进展。	2810
2022	货币政策与价格稳定 (Monetary Policy and Price Stability)	重申货币紧缩恢复通胀达到 2% 的目标，总结了过去货币政策的三个经验教训，9 月加息幅度将取决于经济数据及前景展望变化。	1301

资料来源：美联储、粤开证券研究院

首先，重申牺牲经济实现价格稳定的决心。鲍威尔开篇强调美联储维护价格稳定的使命，这也是美国经济社会稳定的基石 (bedrock)。当下高通胀对美国经济社会的伤害程度，要远远高于加息引起的经济放缓。高

通胀源于供需失衡，美联储今年历次会议强调了这一点，供需再平衡需要时间。而美联储加息的作用就在于让总需求降下来，经济增长慢下来，进而让通胀落下来。要实现恢复通胀稳定的目标，就必须承受一段时间的经济下行的代价（sustained period of below-trend growth）。

其次，警告加息抗通胀不容松懈。虽然 7 月 CPI 从历史高点小幅回落，但单个月度的数据变化不足以支撑美联储改变紧缩立场。当前美联储政策利率已经达到 2.5% 的长期中性利率水平，鲍威尔强调这还不是放弃加息的时候（not a place to stop or pause）。关于未来货币政策紧缩节奏是否放缓，鲍威尔仍持开放的态度，依然没有给出明确的指引，9 月加息 75bp 还是 50bp，依然取决于后续经济数据。

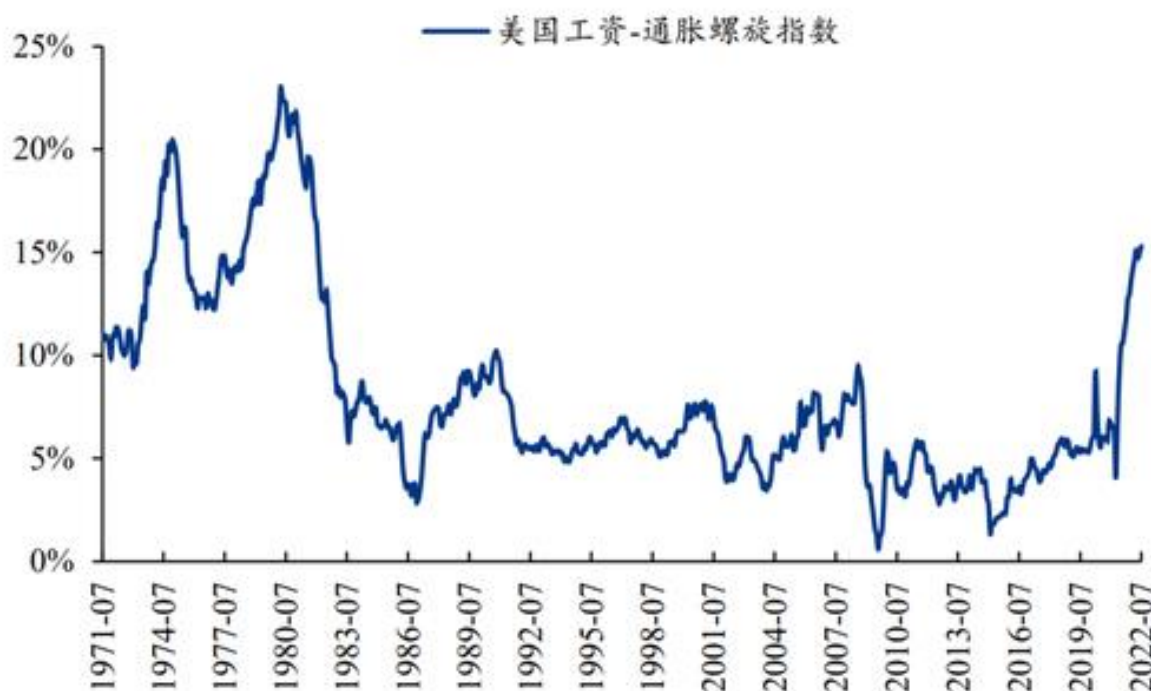
最后，吸取大滞胀时期的三大经验教训。

一是央行必须承担稳定通胀的责任，这是无条件的。本轮通胀源于疫情冲击引发的供需错配，虽然货币政策对供给瓶颈的解决作用有限，但美联储仍责无旁贷，依然可以通过加息来调控需求进而实现经济软着陆。

二是借鉴 70 年代高通胀经验，货币政策必须考虑公众的通胀预期。这是由于通胀预期与实际通胀存在正反馈循环，历史上的工资通胀螺旋加大通胀的粘性。当居民预期到高通胀，就会要求涨工资，而企业会将人力成本转嫁到产品定价上，加剧高通胀。持续的高通胀环境下，央行应当注重管理企业与居民的预期，避免脱锚。7 月工资-通胀螺旋指数继续升至 15.3%，接近 1970 年代的高峰。美联储或将通过更大力度的紧缩，才能给

通胀降温。

图表2：美国工资—通胀螺旋指数持续攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院（指数根据美国CPI同比增速+美国私人非农企业生产和非管理人员平均时薪同比增速计算）

三是借鉴“沃尔克时刻”，必须坚持加息。鲍威尔认为沃尔克抗通胀的成功经验，在于坚持加息直至大功告成。所以长时间的限制性货币政策（A lengthy period of very restrictive monetary policy）对于抑制通胀十分必要，这是鲍威尔最为鹰派的表态。

当前鲍威如此高调的鹰派讲话，是因为全球高通胀的风险蔓延、美国政府抗通胀的政治呼声、美联储要弥补误判的过错。

一是全球高成本时代，通胀粘性超预期。本轮通胀周期是人口红利逆转、贸易逆全球化、能源绿色转型等长期因素综合作用的结果，短期难以

根本逆转。而地缘冲突下全球能源危机加剧，供应链瓶颈难解，使得全球步入高成本时代。美国通胀回落速度放缓，延长美联储加息周期。

二是中期选举临近抗通胀的政治诉求升温。美国滞胀给经济和民生带来巨大压力，也使得拜登领导下的民主党执政处于更加不利的位置。拜登签署了《2022 通胀削减法案》，虽然具体政策举措抑制通胀的作用甚微，但也挽回了部分民意支持率。而中期选举临近，美国政府当前抗通胀的诉求更加迫切，美联储的鹰派立场也需要表现的更加坚定。

三是美联储需要弥补过晚加息的失误。美联储去年误判暂时性通胀，通胀失控后才开始加息，如今可能需要更大力度更加持久的加息才能打压通胀预期。根据纽约联储 7 月的消费者预期调查，未来一年的通胀预期从 6.8% 的高点回落至 6.2%，通胀预期回落的持续性仍有待观察。

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_45618

