

# 宏观报告

证券研究报告

2024年08月24日

## 从7月的平衡表态转向迄今为止最鸽派的发言

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-特朗普的“泛科技领域”立场演变》2024-08-21
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年8月第3周》2024-08-20
- 3 《宏观报告：宏观报告-杰克逊霍尔前瞻：No Dove》2024-08-18

鲍威尔在杰克逊霍尔会议的发言坚定地传达了政策转向的信号。虽然没有明确抗通胀已经完成，但是全文对于通胀展望着墨极少，体现出联储将更加专注于充分就业的目标。

为何在短短一个月内，鲍威尔从7月FOMC的平衡表态，转向了迄今为止最为鸽派的发言？我们认为主要原因是联储对失业率持续上升并且可能越过拐点(inflexion point)的担忧。

不过有两个原因会影响到联储行动的速度，一个是移民的影响、另一个是此前飓风的扰动究竟多大。

这意味着8月非农失业率将是9月降息幅度的关键：如果失业率下行或者持平，证明飓风是更大的短期驱动因素，联储可以更加从容地用小步调整的方式降息；而如果是衰退前周期的映射，不能排除联储大幅度降息的可能。

而鲍威尔没有说的话同样重要。

他对降息的幅度、节奏，以及终点都并未做任何阐释；也没有对2%的通胀目标有进一步的评价。他也没有提到近期联储官员发言的热词“渐进降息”。

发言之后，市场进一步朝年内降息100bp靠拢；依然认为联储是一个“单一目标制”的央行，只不过重心换到了稳增长。

而这种从一个极端向另一个极端的转变，往往都会面临纠偏的风险。

风险提示：美国劳动力市场放缓超预期，美国通胀回落超预期，美国大选意外事件再现

鲍威尔在杰克逊霍尔会议的发言坚定地传达了政策转向的信号。虽然没有明确抗通胀已经完成，但是全文对于通胀展望着墨极少，体现出联储将更加专注于充分就业的目标。

整个发言中冲击力极强的两句话，都和劳动力市场有关。

第一句是“随着价格稳定目标取得进一步进展，将尽一切努力支持强劲的劳动力市场（We will do everything we can to support a strong labor market as we make further progress toward price stability）”。

第二句是“我们不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温（We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions）”。

这很容易联想到欧债危机时欧央行行长德拉吉的经典发言——“whatever it takes”，鲍威尔的“一切努力”和对劳动力市场进一步降温的“厌恶”也传递了联储将更加明确的托底经济增长。

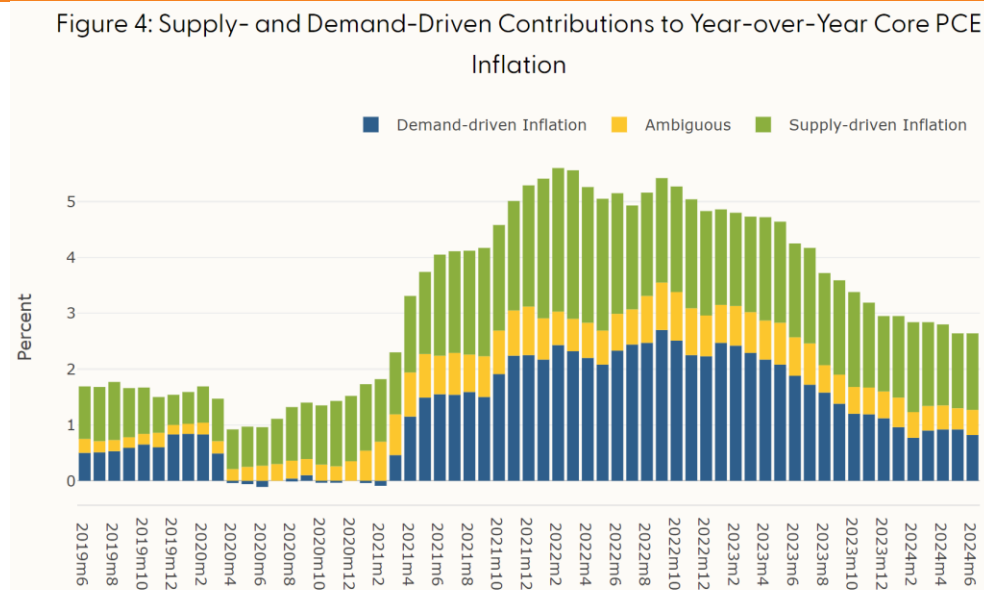
为何在短短一个月内，鲍威尔从 7 月 FOMC 的平衡表态，转向了迄今为止最为鸽派的发言？我们认为主要原因是联储对失业率持续上升并且可能越过拐点(inflexion point) 的担忧。

鲍威尔的发言淡化了通胀的重要性，且强调供给驱动的影响。

他认为疫情相关的供需扭曲，尤其是能源和大宗商品市场的严重冲击，是高通胀的重要驱动因素；同时薪资增速也带来一定的通胀压力。但随着供给修复至与总需求相对匹配的角度，美国通胀问题就应得到解决。

当下美国商品和劳动力市场正在处于一个更加平衡的状态，也就不需要更多需求侧的限制性政策。

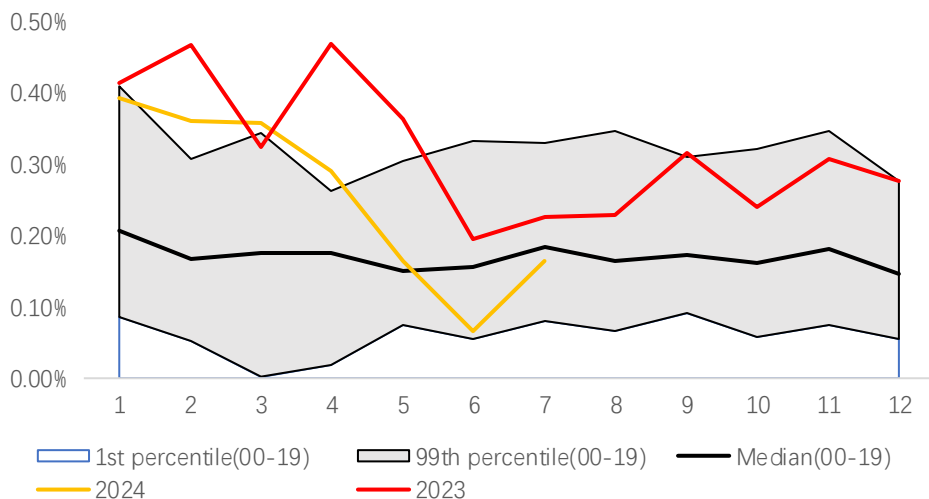
图 1：供给驱动的核心 PCE 通胀确实有所放缓，但较疫情前仍有差距



资料来源：旧金山联储，天风证券研究所

尽管通胀在进一步回到 2%的水平上会更加颠簸（或者无法回到 2%），但至少过去几个月的趋势让联储少了一个不行动的理由。

图 2：美国核心 CPI 环比虽然仅回到均值，但联储少了一个不行动的理由

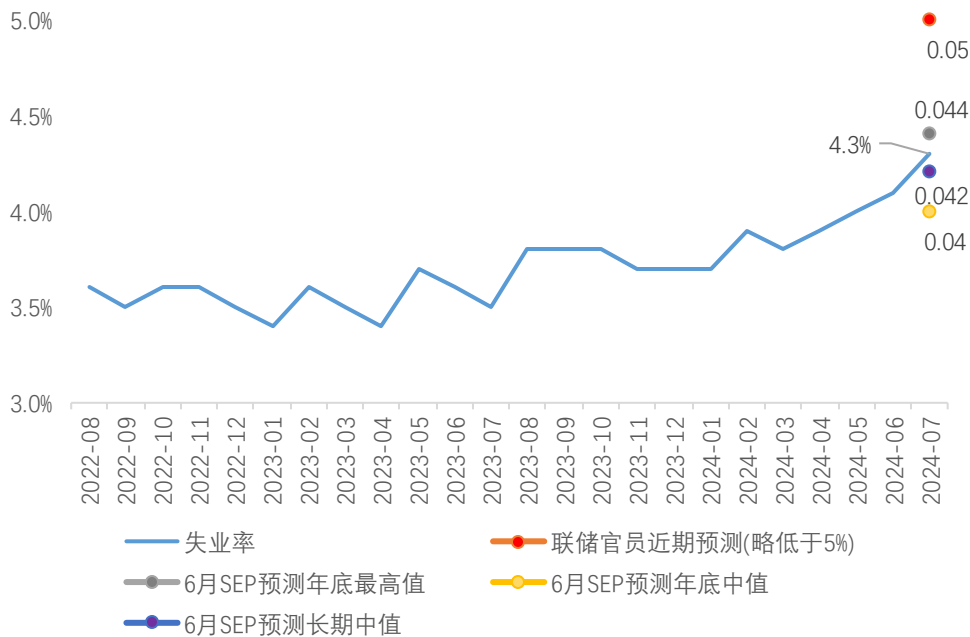


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

在通胀稳定的前提下，鲍威尔的讲话转向了对失业率的担忧。

第一个担忧来自本次杰克逊霍尔会议的首篇论坛论文（鲍威尔的发言也引用了该论文），主要从贝弗里奇曲线(U/V Curve)得出了拐点对应的失业率约在 4.42%，这与美国最新的失业率已经较为接近。考虑到货币政策传导的时滞，降息的时间窗口已经临近。

图 3：论文中失业率加速恶化的拐点约在 4.42%

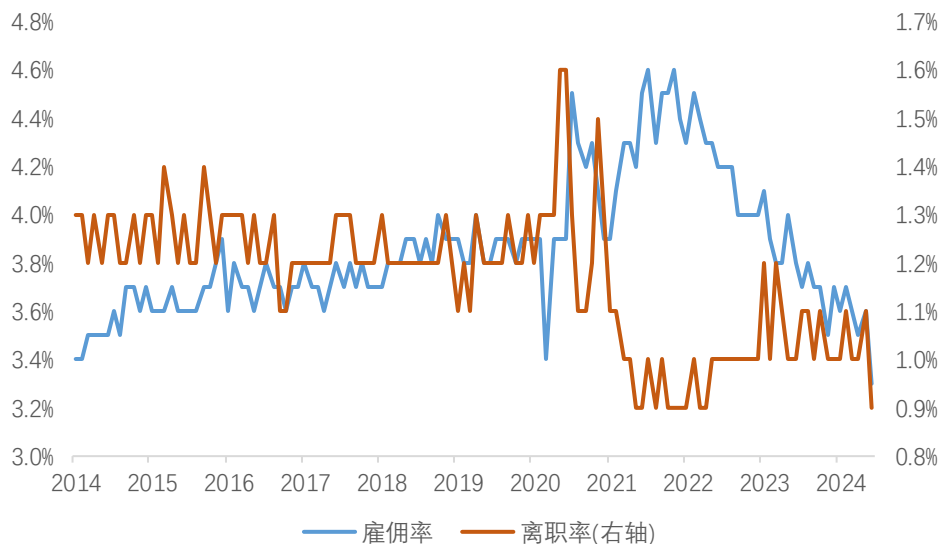


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

第二个担忧是对于失业率的估计依然谨慎。鲍威尔把当前劳动力市场状态和疫情前进行对比，劳动力市场的紧度（V/U 比）回到，甚至略低于 2019 年水平，雇佣率和离职率低于 2018 年和 2019 年的水平（实际上均是 2014 年来除疫情期间外新低）；这意味着对失业率的容忍度也应该处于类似的水平。

6 月 FOMC 会议公布的最新失业率估计中，对于 2024 年的估计上限在 4.4%，而 7 月失业率已经接近这一水平（4.3%），因此联储具备行动的逻辑。

图 4：2014 年以来最低的雇佣率与离职率(平滑处理疫情开始水平)



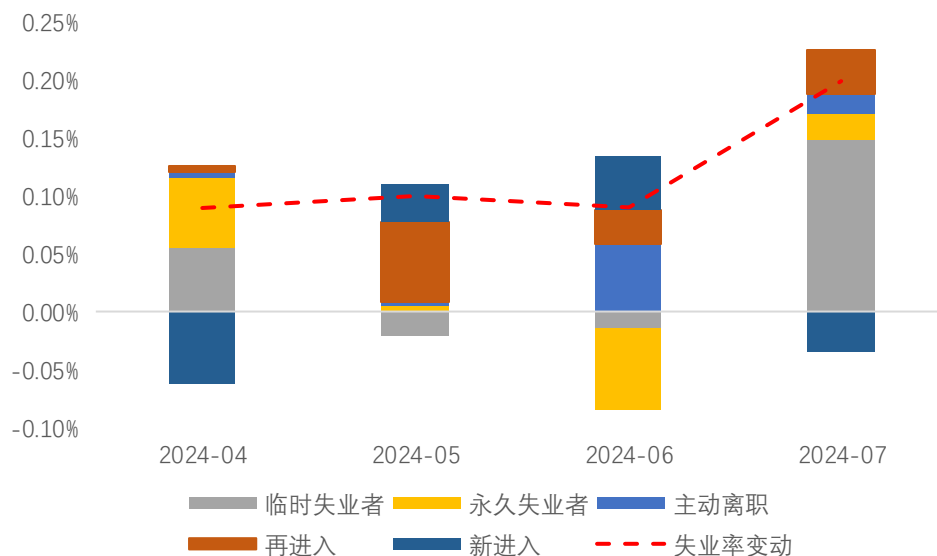
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

不过有两个原因会影响到联储行动的速度。

一是 7 月失业率有很大一部分是临时失业推动的，可以归咎于飓风的因素；但是以往的衰退前周期也出现过临时失业增加的情况，很难分清真正的驱动力。

这意味着 8 月非农失业率将是 9 月降息幅度的关键：如果失业率下行或者持平，证明飓风是更大的短期驱动因素，联储可以更加从容地用小步调整的方式降息；而如果是衰退前周期的映射，不能排除联储大幅度降息的可能。

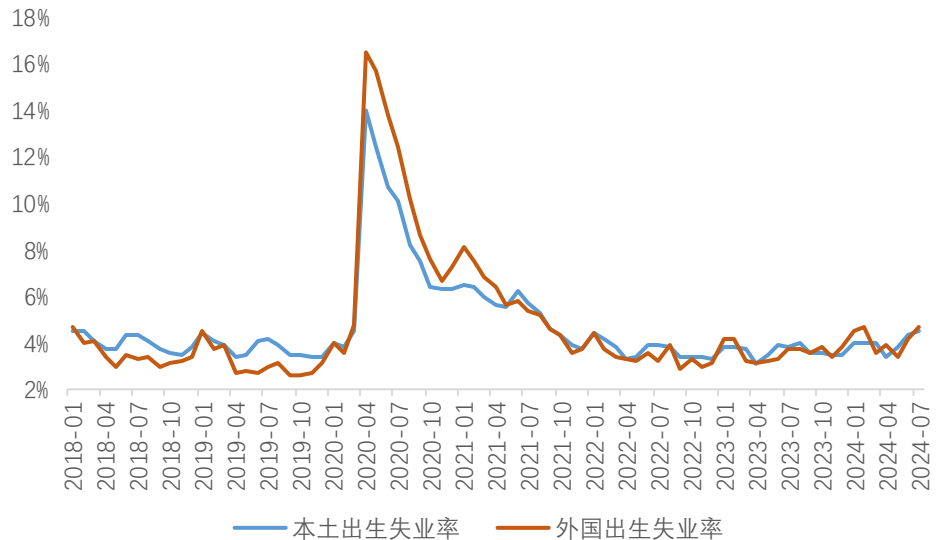
图 5：美国 7 月失业率变动绝大多数都是由临时失业贡献



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

二是移民因素推高了失业率水平（也是“萨姆规则”可能失效的原因）。当前美国外来人口失业率为 4.7%（2024 年 7 月），远高于 2019 年同期水平的 3.0% 水平，而本土出生人口失业率则差异并不大（2024 年 7 月为 4.5%，2019 年 7 月为 4.2%）。在供给推升下，联储对更高失业率的容忍度可能也会提升。

图 6：外国出生人口失业率较疫情前明显增加



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

总的来说，今年的 JH 发言和过去两年恰好形成了两个不同角度的对比：与 2022 年坚定的“8 分钟”开启抗通胀之旅比，我们认为这次发言多了一份胜利者的从容；与 2023 年对通胀细致拆分比，这次发言完全反向，聚焦于劳动力市场。

而鲍威尔没有说的话同样重要。

他对短期（9 月）降息的幅度，潜在降息节奏，以及降息终点（自然利率水平）都并未做任何阐释；也没有对 2% 的通胀目标或者去通胀进程的结构有进一步的评价。

他也没有提到近期联储官员发言的热词“渐进(gradual)降息”，这意味着联储依然会追随数据依赖的模式。一旦降息周期开启后，很难再基于数据趋势的依赖，而又要回归数据点(data point)解读，这本质上会带来更大的波动性。

鲍威尔并未对放松货币政策后的通胀反弹风险以及通胀的需求侧影响进行展开。例如，美国实际薪资是否会随着通胀更快的下行而得到进一步改善，从而推动更高的需求；又或者如何理解美股与地产价格上涨带来的外生财富效应对需求侧影响。

如果降息真的刺激了美国经济，这些未被提及的需求侧因素或会加大对于联储货币政策可持续性和可预测性的担忧。

从市场走势看，7 月 FOMC 会议之后就打满的 9 月降息预期以及年内 75bp 往上的降息预期已经充分计入了鲍威尔的发言意图。发言之后，市场进一步朝着年内降息 100bp 的幅度靠拢；并没有过多在意降息刺激经济从而引发通胀反弹的风险，更像是把联储从 2022-2023 年的单一目标（去通胀）切换到了 2024 年的单一目标（充分就业）。

鲍威尔并未对年内降息 100BP 做出任何反应，也没有试图抑制如此幅度的降息下注。我们认为对任何幅度任何路径都保持开放态度意味着，他其实证实了没人敢直白表述的话：联储开始担心经济增长了。但在近期经济数据还不错的背景下，这个转变显得有些突兀。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com