



美联储降息拐点确立，转向防止劳动市场衰退

——Jackson Hole 会议讲话

2024年08月23日

- **鲍威尔基本确立美联储降息拐点来临：**其表示“货币政策调整的时刻已经到来。（调整的）方向十分清楚，降息的时机和节奏降取决于未来的数据、展望的演进和风险的平衡。目前的我们的政策利率水平给了我们足够的空间应对任何我们可能面临的风险，包括劳动市场情况不受欢迎的进一步弱化的风险。”关于货币政策的表述基本确立了美联储将在9月开启货币政策转向，方向符合前期的铺垫。在表明货币政策将转向的同时，鲍威尔也充分表示了应对经济所面临的风险的信心。美联储的双重目标中，劳动市场转向成为核心关注，而通胀担忧已经“让路”；考虑到美联储超过500BP的理论降息空间，鲍威尔信心十足的表示可以应对“任何”潜在风险，这也表明美联储有决心和一定能力在利率放松下使经济继续趋向“软着陆”，尽管前路充满不确定性。
- **防止劳动市场陷入衰退代替通胀控制成为美联储的首要目标：**鲍威尔表示“目前，失业率的上行并非像在常见的经济下行期中来自于裁员的增加，其增加主要反映了劳工供给的显著增加以及此前狂热雇佣的放缓。总的来说，当前劳动市场条件比2019年疫情前更加宽松，而19年通胀低于2%。我们不寻求或欢迎劳动市场情况的进一步冷却。就业面临的下行风险增加了。”对于劳动市场的评估表明“防止劳动市场衰退”已经取代降低通胀成为美联储货币政策转向的首要任务。虽然劳动市场短期依然存在一定韧性和惯性，我们判断失业率年内仍会持续温和升高，这意味着美联储降息阻止劳动市场陷入衰退的理由十分充分。前期非农数据根据季度就业和薪资普查(QCEW)的下修以及家庭就业2024上半年接近零增长的状态也印证了劳动市场的稳步下行且非线性弱化风险加大。
- **对通胀向2%稳定回落抱有信心：**鲍威尔表示“向2%通胀目标的进程继续。我对于通胀可持续的向2%回归的信心增强。劳动市场短期来看不太可能成为通胀上行压力的来源。通胀上行的风险显著减弱。”在就业下行和通胀上行的风险平衡中，通胀已经不再是左右货币政策的最核心因素，“保就业、防衰退”可能是降息的主要驱动。通胀拆分中，食品稳定，能源由于需求不强难以大幅抬升，核心商品通缩持续，居住成本和核心服务均在缓慢缓和，因此通胀2024下半年环比增长压力有限。虽然CPI四季度同比增速可能小幅回升，但这种回升从鲍威尔对通胀下行的信心之下应不会阻止美联储降息。中性利率和通胀中枢的抬升并没有被讨论，短期也不再是美联储的担忧，但需要注意不论特朗普还是哈里斯的财政政策未来都有刺激通胀的可能。
- **降息预防衰退的背景下，年内“软着陆”概率仍较高：**鲍威尔似乎对美联储2022年以来快速而坚定的加息表示满意，在回顾了近期的成绩后，他的讲话整体表明降息的时机已经成熟，而降息的幅度依然取决于数据。考虑到美国2024年下半年消费在薪资和其他收入支撑下不会大幅失速、投资仍受高利率压制、财政继续扩张托底经济、失业率整体继续上行的情况，美联储进行2至3次降息，累计50-75BP是合适的，两次或三次降息实际对经济影响的区别有限。同时，年内经济韧性下暂无单次降息50BP的必要，市场预期仍稍显乐观。考虑到货币政策的滞后效应，美国经济在下半年仍应呈现缓慢下滑的状态。
- **市场乐观交易降息预期：**美国三大股指集体上涨。美元指数在鲍威尔讲话后由101.50左右的水平大幅降低至100.6824，2年期美债收益率回落9.0BP至3.992%，10年期美债收益率回落5.4BP至3.803%。CME联邦基金利率期货显示9月FOMC会议降息25BP概率为63.5%，11月降息50BP概率为75.4%，12月再度降息25BP概率为86.0%，总降息幅度变化不大。在美联储将关注重点转向劳动市场，而失业率进一步抬升同时经济短期仍有韧性的情况下，市场可能继续以“降息交易”为主线，而劳动数据和投资数据的弱化可能导致交替交易阶段性穿插进行，短期美债收益率和美元指数的下行继续获得支撑。

分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国劳动市场和经济数据超预期下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 选举产生重大政策变动和预期波动的风险

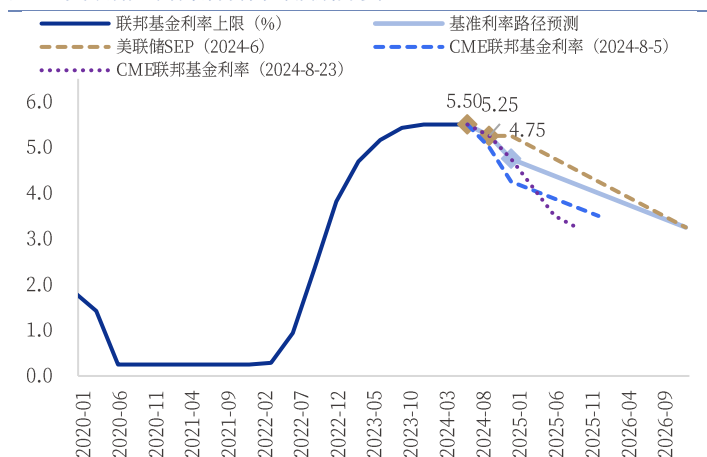
美联储主席鲍威尔在 8 月 23 日于 Jackson Hole 会议中“重新评估货币政策有效性和传导”的主题讨论前做开场发言。其发言主要分为两部分，第一部分为“近期货币政策展望”，第二部分为“通胀的起落”。鲍威尔在第一部分中基本确立了美联储自 2022 年 3 月以来的紧缩周期将在 2024 年 9 月的 FOMC 会议上转向宽松，态度鸽派。

具体来看，鲍威尔在会议中的关键表述有包括：

(1) 货币政策方面：“政策进行调整的时刻已经到来；(调整的)方向十分清楚，降息的时机和节奏取决于未来的数据、展望的演进和风险的平衡。目前的我们的政策利率水平给了我们充分的空间应对任何我们可能面临的风险，包括劳动市场情况不受欢迎的进一步弱化的风险。”

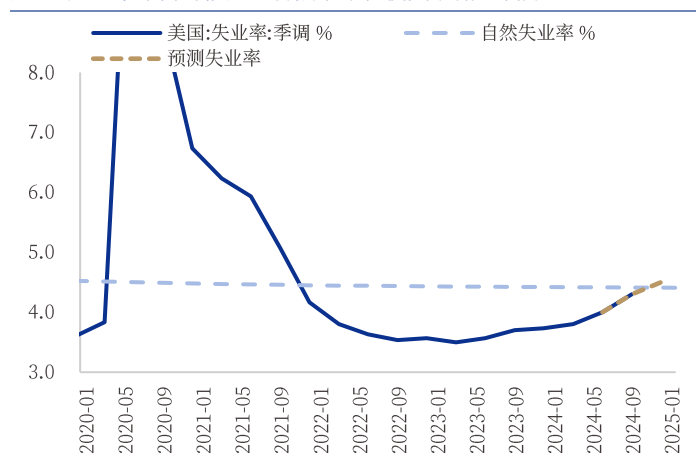
解读：关于货币政策的表述基本确立了美联储将在 9 月开启货币政策转向，方向符合前期的铺垫，鲍威尔对降息的表述相对直白。在表明货币政策将转向的同时，鲍威尔也充分表示了应对经济所面临的风险的信心。美联储的双重目标中，劳动市场转向成为核心关注，而通胀担忧已经“让路”；考虑到美联储超过 500BP 的理论降息空间，鲍威尔信心十足的表示可以应对“任何”潜在风险，这也表明美联储有决心和一定能力在利率放松下使经济继续趋向“软着陆”，尽管前路充满不确定性。

图1：美联储 9 月开启转向的预期夯实



资料来源：Fred, CME, 中国银河证券研究院

图2：失业率年内可能超过自然水平，使美联储连续降息

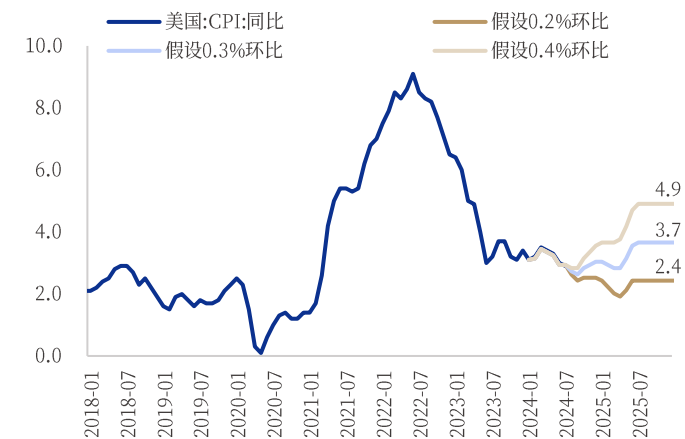


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(2) 劳动市场方面：“目前，失业率的上行并非像在常见的经济下行期中来自于裁员增加，其增加主要反映了劳工供给的显著增加以及此前狂热雇佣的放缓。劳动力市场情况的冷却不容置疑，新增就业今年仍然稳固但有所放缓。总的来说，当前劳动市场条件比 2019 年疫情前更加宽松，而 19 年通胀低于 2%。我们不寻求或欢迎劳动市场情况的进一步冷却。就业面临的下行风险增加了。”

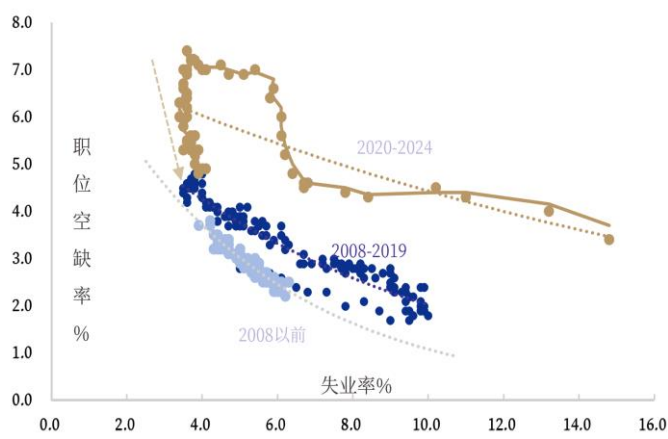
解读：鲍威尔对于劳动市场的评估表明“防止劳动市场衰退”已经取代降低通胀成为美联储货币政策转向的首要任务。虽然劳动市场短期依然存在一定韧性和惯性，失业率上行也更多是供给侧驱动而非需求侧弱化，但在常见的通胀缓和周期中失业率均趋于上行，我们也判断失业率年内仍会持续温和升高，这意味着美联储降息阻止劳动市场陷入衰退的理由十分充分。前期非农数据根据季度就业和薪资普查 (QCEW) 的下修以及家庭就业 2024 上半年接近零增长的状态也印证了劳动市场的稳步下行且非线性弱化风险加大。因此，美联储年内连续降息的空间打开。

图3: 通胀增速短期回落向 2% 的概率加强, 美联储更有信心 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 贝弗里奇曲线已经正常化, 需要降息阻止失业率进一步恶化

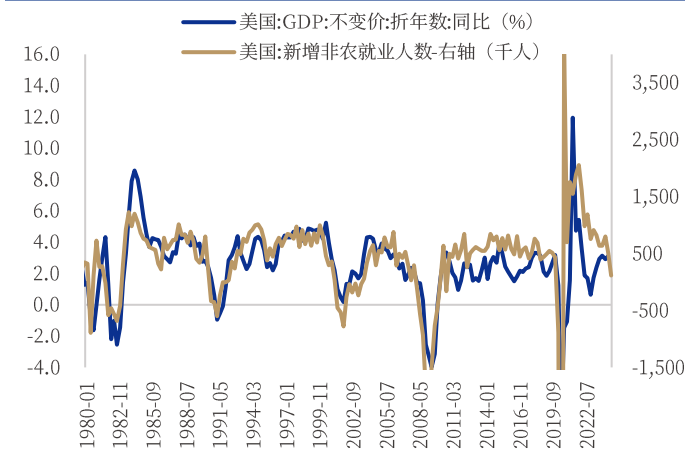


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(3) 通胀方面: “向 2% 通胀目标的进程继续。我对于通胀可持续的向 2% 回归的信心增强。劳动市场短期来看不太可能成为通胀上行压力的来源。通胀上行的风险显著减弱 (diminished)。”

解读: 在近期 CPI 同比增速降至 3% 下方, PCE 通胀名义和核心增速接近 2.5% 的情况下, 美联储认为通胀缓和向 2% 的概率明显增长。在就业下行和通胀上行的风险平衡中, 通胀已经不再是左右货币政策的最核心因素, “保就业、防衰退” 才是降息的主要驱动。通胀拆分中, 食品稳定, 能源由于需求不强难以大幅抬升, 核心商品通缩持续, 居住成本和核心服务均在缓慢缓和, 因此通胀 2024 下半年环比增长压力有限。虽然 CPI 四季度同比增速可能小幅回升, 但这种回升从鲍威尔对通胀下行的信心之下应不会阻止美联储降息。中性利率和通胀中枢的抬升并没有被讨论, 短期也不再是美联储的担忧, 但需要注意不论特朗普还是哈里斯的财政政策未来都有刺激通胀的可能。

图5: 防止就业进一步下滑并防止经济弱化是美联储的新目标



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图6: 联邦基金利率期货交易者维持年内 100BP 降息的预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES								
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	36.50%	63.50%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.37%	24.63%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.98%	86.02%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	30.50%	69.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	43.50%	56.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/5/7	0.00%	0.00%	46.34%	53.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	0.00%	79.23%	20.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	18.50%	81.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/9/17	57.73%	42.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

此外, 在“通胀的起落中”, 鲍威尔也回顾了促成这轮令美联储开始误判为“暂时性”的大通胀成因以及通胀增速回落的原因。通胀主要是由于疫情期间积压的需求 (包括财政政策对总需求的支持)、全球供应链收到的冲击、大宗商品价格大涨以及严重的劳动力短缺等因素形成的不平衡所致。而在通胀回落的部分中, 鲍威尔重点分析了为何通胀回落过程中失业率没有像往常一样超过自然水平的原因为: 在美联储的政策利率限制显著高出供给的总需求、总供给逐步恢复的基础上, 劳动市场的空缺程度被逐步填补, 这导致贝弗里奇曲线下移, 职位空缺率降低替代了失业率的上行。此外, 他也强调了央行公信力和维持通胀预期稳定的重要性。总之, 鲍威尔似乎对美联储 2022 年以来快速而坚定的加息表示满意,

在回顾了近期的成绩后，他的讲话整体表明降息的时机已经成熟，预防劳动市场进一步下行带动经济走弱将是美联储新的工作重点，而降息的幅度依然取决于数据。

因此，我们认为考虑到美国 2024 下半年消费在薪资和其他收入支撑下不会大幅失速、投资仍受高利率压制、财政继续扩张托底经济、失业率整体继续上行的情况，美联储进行 2 至 3 次降息，累计 50-75BP 是合适的，两次或三次降息实际对经济影响的区别有限。同时，年内经济韧性下暂无单次降息 50BP 的必要，市场预期仍稍显乐观。考虑到货币政策的滞后效应，美国经济在下半年仍应呈现缓慢下滑的状态，年内“软着陆”概率较高。

市场方面，美联储明确的降息宣言被乐观交易：美国三大股指集体上涨；美元指数和美债收益率明显回落。美元指数在鲍威尔讲话后由 101.50 左右的水平大幅降低至 100.6824，2 年期美债收益率回落 9.0BP 至 3.992%，10 年期美债收益率回落 5.4BP 至 3.803%。CME 联邦基金利率期货显示 9 月 FOMC 会议降息 25BP 概率为 63.5%，11 月降息 50BP 概率为 75.4%，12 月再度降息 25BP 概率为 86.0%，总降息幅度变化不大。在美联储将关注重点转向劳动市场，而失业率进一步抬升同时经济短期仍有韧性的情况下，市场可能继续以“降息交易”为主线，而劳动数据和投资数据的弱化可能导致衰退交易阶段性穿插进行，短期美债收益率和美元指数的下行继续获得支撑。

风险提示

- (1)美国劳动市场数据和经济超预期下行的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)选举产生重大政策变动和预期波动的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn