

杰克逊霍尔央行年会释放了什么信号



8月24日至26日,一年一度的杰克逊霍尔(Jackson Hole)央行年会召开,美联储主席鲍威尔于当地时间8月25日上午发表主题为《通货膨胀:进展与未来之路》的讲话,呈现出了先鹰后鸽的路径。总的来看,正如此次杰克逊霍尔全球央行年会中鲍威尔相对谨慎的表态,美国现在面临的债务压力与金融市场风险也对政策形成较强的约束力。在美国财政支持回落、经济表现和通胀率在美国财政支持回落、经济表现和通胀率按照当前形势继续降温的背景下,美联储难以再进行下一次加息。



鲍威尔讲话“鹰鸽”互现 继续加息概率降低

朱冠华

市场静待美联储新政策指引

杰克逊霍尔会议最早可以追溯到1978年,每年8月下旬,来自全球的央行行长、财政部长、国际机构负责人、经济学家、知名学者等齐聚于怀俄明州的度假小镇杰克逊霍尔,在三天的会议期内讨论当前全球经济前景和货币政策。

回顾历史,杰克逊霍尔全球央行年会在近20年的时间里成为央行政策的风向标。例如在2010年和2012年的央行会议上,美联储主席伯南克均释放了量化宽松信号,而会议之后美联储也如期推出了第二轮和第三轮量化宽松政策。2014年央行会议上,欧洲央行行长德拉基释放货币刺激信号,而美联储主席伯南克暗示将退出量化宽松,两者均在此后半年内成为现实。而最近几次会议上,2020年鲍威尔推出了新的货币政策框架,2021年鲍威尔宣布年内将启动Taper,2022年鲍威尔表明了坚定的加息立场。

今年杰克逊霍尔全球央行年会的主题是“全球经济的结构性转变”,与会者深入探讨影响全球经济的几个重大且可能持久的发展方向。对于市场更关心的美联储政策表态的更新,会议之前机构普遍认为有两种政策大幅变动方向。

第一种是直接发出下一步货币政策的明确信号,例如明确的继续加息指引或者利率维持期限的表述。这主要是参考2021年与2022年的经验,尤其是鲍威尔在前一年的会议上宣布以经济回落为代价继续保持紧缩的发言,明确了未来继续大幅加息的方向,也带动了股债市场的大幅抛售。

第二种则是更新货币政策指引框架,于2020年央行年会上公布的“平均通胀目标制(Average-inflation Targeting)”明确了希望通胀在一段时间内平均增长2%,同时允许通胀率适度高于2%。回过头看,这一货币政策框架显然是为过去20年低通胀时期所准备的,随着疫情以来美国通胀重返高位,且预计长期通胀将显著抬升,货币政策框架也需要进行重新调整,而新框架的公布也将引发市场大幅波动。

实际上,会议之前市场已经对鲍威尔偏鹰表态形成共识。这一方面是源于7月议息会议纪要显示美联储认为“通胀仍有上行风险,不排除继续加息可能”,鲍威尔央行会议上表态很难偏离这一立场。另一方面,8月公布的美国家零售、新房销售、就业等数据仍维持强势,而亚特兰大联储GDPNow模型在8月24日对三季度实际GDP增长率的年化估计为5.9%,也较8月初迎来大幅攀升。总的来看,经济数据的良好表现叠加加息会议的前期表态,都引发了市场对于鲍威尔鹰派表态的预期。

美联储利率政策将更加谨慎

8月25日上午,鲍威尔发表主题为《通货膨胀:进展与未来之路》的讲话,主要内容分为四个部分,呈现出了先鹰后鸽的路径。

第一,鲍威尔首先表明了可能继续紧缩的政策导向。鲍威尔在演讲一开始就明确提出,美联储正在致力于通胀将至2%的目标,打消了市场对货币政策框架更新的猜测。同时,鲍威尔认为虽然通胀率自高点已经回落,但目前水平仍过高。对此,美联储准备在适当的情况下进一步提高利率,并打算将政策利率维持在一个限制性水平,直到其确信通胀正在朝着目标持续下降。

第二,鲍威尔详细分析了通胀在各方面的进展。总体来看,美国个人消费支出(PCE)通胀率已经大幅下降,体现了货币政策的效果。分类来看,食品和能源价格受到全球因素的影响并不确定。核心商品通胀因为货币政策收紧以及供需错位的缓慢缓解正在逐步走低,并预计随着时间的推移,货币政策紧缩的效果会更加充分地显现出来。住房服务通胀方面,2022年抵押贷款利率翻了一番,导致房屋开工率和销售量下降,房价涨幅暴跌,市场租金的增长也很快触顶回落,住房服务的领先指标均迎来下行,而PCE指数所衡量的住房服务通胀虽滞后于这些市场变化但最近也开始下降。非住房服务方面,这些服务的生产是相对劳动密集型的,而劳动力市场目前仍然紧张,因此其降低有赖于时间的推进。

第三,就业市场仍有待降温。鲍威尔表示美国今年迄今为止,国内生产总值增长超出预期,也高于其长期趋势,尤其是消费支出项目和劳动力市场保持了强劲。劳动力市场方面,职位空缺水平仍然很高也在逐渐下降,平均周工作时长已下降至疫情前的区间下沿,这些数据均反映出劳动力市场状况的逐渐正常化,而美联储预计这种劳动力市场的再平衡将继续下去。

第四,鲍威尔表示美联储利率政策将更加谨慎。鲍威尔在最后重申2%的通胀目标,并表示美联储没有能力明确指出中性利率的水平,也因此不会调整成更加精确的货币政策约束水平。从当前经济情况看,利率水平对经济的

进一步的显著拖累可能仍在传导当中,且劳动力市场面临了独特的紧张局面。在这种情形下,紧缩力度不足会让高于目标水平的通胀积重难返,而过度紧缩会对经济造成不必要的伤害。因此,美联储会基于所有数据和不断演变的前景与风险,在决定是进一步紧缩还是维持政策利率不变等待更多数据出炉上谨慎行事。

总体上看,虽然鲍威尔在开篇强调了货币政策可能的进一步紧缩,但其后续表述围绕通胀已取得的有效进展以及劳动力市场再平衡展开,最后总结部分更是表示此次会议既不会更新货币政策框架也不会给出更加明确的利率指引,美联储利率政策将依据经济数据表现谨慎制定,这无疑是在打消了市场所预期的强鹰派的会议基调。

利率抬升成继续加息主因

虽然杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔的发言鹰鸽互现,但相较于会议之前,市场对继续紧缩的交易仍有所强化。会议之前,芝加哥商(CME)根据市场利率倒推出的未来两次会议不加息概率超过一半(50.6%),而这一数据在会议之后则变成了44.5%。市场对此也给出了相对鹰派的解读。

实际上,市场在会议之前就交易了更加激进的利率路径。从CME根据市场利率倒推出的利率走势看,7月底时市场预计年底前的再加息可能仅有27%,而维持利率不变的概率高达62%,甚至有9%的概率迎来降息。

经济模型与市场利率也持续走高。与经济数据相呼应的是GDPNow模型预估的三季度GDP增速在8月上旬以来屡创新高,美国似乎持续呈现了经济上的韧性。与此同时,美国各期限国债收益率也在8月明显走升,10年期美债收益率在8月1日开始突破4%,而2年期美债收益率在央行会议过后抬升至5%以上。对此,市场部分解读认为利率抬升来自美国通胀的长期化以及经济强势表现带动的加息预期的上行。

实际上,美国利率的全线抬升并非通胀与加息驱动。通胀方面,密歇根大学对于5年通胀预期的调查数据并未上升,而根据美国国债收益率与通胀指数国债(TIPS)推算的5年通胀预期的近期数据相较7月底甚至有所回落。加息方面,市场交易的9月加息预期并未上扬,而美联储的表态也并未更加紧缩,甚至相较市场的担忧更加偏鸽。

利率抬升的主因是信用评级与国债供需问题。信用评级方面,自8月1日惠誉下调美国长期外币发行人评级开始,主要评级机构均在针对美国经济薄弱处进行下调。首先是8月7日穆迪下调10家美国中小银行的信用评级,随后惠誉在8月16日警告可能下调数十家美国银行评级,而标普在8月21日也下调5家美国地区性银行评级,美国商业地产与中小银行联动性风险正在持续发酵,这也成为了债券市场风险溢价的来源。供需方面,在解决债务上限问题后,美国再次启动大规模的国债发行,二季度市场化国债发行量增加57.9亿美元,而三季度给出的1万亿美元国债发行安排更是较市场预期7000亿美元增幅巨大。而随着基准利率的不断走升,美国政府偿债压力不断增加,债务问题也越发凸显。

利率抬升导致对模型结果的误读。由于不论是CME的加息概率模型,还是GDPNow的经济增长模型,都很大程度上依赖于国债市场利率这一因子,因此市场利率的走升直接导致了模型计算出的加息预期和经济增速预期的抬升,并被市场解读和捕获,造成了一定程度上的误读。

加息受偿债与风险双重约束

从上述分析中可以看出,虽然加息预期模型和经济预测模型能推导出美联储年内有超过一半概率继续进行加息的可能,利率进一步抬升或是目前市场共识,但实际分析下来,信用评级与国债供需问题导致的国债收益率上扬可能导致了市场的误读,加息预期模型目前不应成为对联储利率路径的参考。

继续加息面临偿债与风险双重约束。对于加息的行为,目前可能呈现出弊大于利的局面。一方面,当下的基准利率已经显著维持在中性利率之上,紧缩的效果正在持续体现,未来维持利率带来的通胀回落力量比进一步提升更强。另一方面,如果继续进行加息,美国进行债券发行所面临的偿债压力将继续加大,市场对美债的不信任可能加深。同时,利率的走升也将加速美国潜在风险的暴露,美国商业地产与银行业的联动性风险可能迎来暴露。

总的来看,正如此次杰克逊霍尔全球央行年会中鲍威尔相对谨慎的表态,美国现在面临的债务压力与金融市场风险也对政策形成较强的约束。在美国财政支持回落、经济表现和通胀按照当前形势继续降温的背景下,美联储难以再进行下一次加息。

(作者单位:中信建投期货)

金银易涨难跌

周智诚



美联储主席鲍威尔在周末的杰克逊霍尔央行年会上再次强调2%的通胀目标,为达到这一目标美联储准备进一步加息,并有意保持有限制性的利率。但市场反应并不局限在这样的学术味道上:周末COMEX期金收在1942美元/盎司附近,伦敦现货金收在1914美元/盎司附近,二者差价之大并不常见。

欧美央行会不会提高通胀目标

美联储主席鲍威尔在央行年会上讲话的最核心内容依然是要把通胀水平坚定地降至2%,且没有妥协的余地。鲍威尔在讲话开头就承认降通胀有进展,但指出通胀“还太高”,说如果适合,美联储准备进一步加息,并有意保持有限制性的利率,直到有信心使通胀朝着美联储目标大幅下行为止。

经济衰退威胁下欧美央行会不会提高通胀目标?美联储主席鲍威尔和欧洲央行行长拉加德在杰克逊霍尔全球央行年会上给出了明确的答案——不会对通胀目标做出调整。“2%现在是,将来也是我们的通胀目标。”鲍威尔对此问题的坚持近乎“钢铁原则”,这将为进一步加息敞开大门,但称对加息将谨慎行事,这样的发言直接导致年内继续加息的概率上升。鲍威尔称,经济有韧性带来了通胀可能再度加快上升的风险。他认为,目前利率足以对经济有限制性,实际利率现在为正,远高于中性利率的主流估计水平,但美联储无法确定具体的中性水平。即使最近有一些更有利的数据,降低通胀的“过程也还有一段长路要走”。

鲍威尔发表讲话之后,上周五市场预期美联储9月加息概率约25%,11月加息概率约45%,这说明9月很有可能跟6月一样不加息,但11月加息的悬念上升。

比鲍威尔更鹰派的委员有很多

上周五,联邦公开市场委员会今年票委、费城联储主席帕特里克·哈克强调,“现在即使不继续加息,我们仍然处于限制性立场,仍在对经济施加压力以减缓通胀”,而他下一步的决定将取决于经济数据。哈克排除在2024年之前降息的可能性,他表示,美联储“显然会将当前的利率维持至年底”,而明年的数据将决定美联储是否降息。哈克表示,为了达到美联储降息的目标,需要有通胀向2%目标迈进的“明确迹象”,他表示,这“需要一些时间”。哈克表示,总体而言,软着陆是“最有可能”出现的情景,但也不是100%保证的。

克利夫兰联储主席洛雷塔·梅斯特表示,美联储很有可能再次加息。梅斯特表示,“美联储可能需要做一些工作”才能将通胀率降至2%。梅斯特表示,美联储现在需要平衡,并指出“我们不想过度紧缩,也不想紧缩不足”。她认为目前预计美联储明年不

会降息。

美联储内鸽派、联邦公开市场委员会今年票委、芝加哥联储主席古尔斯比表示,他仍然对实现软着陆的“黄金之路”充满信心。美联储当前有长达几个月改善通胀的窗口期,但是将通胀降至2%的目标,还有很长的路要走。他认为,当前的通胀水平依然可能在3%左右波动。尽管是美联储内的鸽派,但古尔斯比认为,美联储不应该将通胀目标调整至3%。“在达到通胀目标之前我们不能改变它,我们必须坚持走下去,我愿意耐心等待实现2%的通胀目标”。

金价大幅下跌的可能性非常小

如果市场就是单纯理解鲍威尔的发言是为了遏制通胀要继续加息,那么股市和金银都应该下跌才对,但事实上股市的反应是先跌后涨,而金银几天前就已经开始从阶段低点反弹。上周五鲍威尔讲话结束后,美股开盘一个多小时,三大指数齐转跌,纳指一度跌近0.7%,标普一度跌近0.5%,道指一度跌70点,后跌幅收窄,早盘尾盘时,道指和标普先后转涨,午盘纳指也转涨。

对于鲍威尔讲话为什么会引起这样的市场反应,很显然市场清楚:不管是不是还有一次,甚至多于一次加息,现在肯定是非常接近利率峰值了!美国前财长萨默斯认为,鲍威尔的讲话意味着美联储可能还需至少再加息一次,甚至更多。萨默斯认为,鲍威尔的言论表明,美联储对中性利率或将高于以往的可能性持开放态度。“老债王”比尔·格罗斯则说:“更高利率、更长久地维持高利率是我从杰克逊霍尔那里听到的潜台词。”更深刻的问题是,当下的美国经济是不是真允许美联储继续加息,并把高息状态维持足够长的时间,目前看前景并不乐观。

从历史上看,利率峰值向来不可能维持太久。一旦失业率上升或是季度GDP增长连续进入负值,那么把过高的利率降下来仅仅是时间问题。金银从去年四季度顶着加息和美元指数上升的压力一起上涨,涨幅超20%,这是清晰地进入牛市信号。利率峰值之后就是新的降息,金银的持有成本也将下降,同时在地缘冲突及不可预料风险四处蔓延背景下,越来越多的央行、机构甚至个人都在觉得黄金才是最可信的避险资产。金价即便在加息的环境里最多也只是振荡,振荡之后仍将向历史新高前进,大幅下跌的可能性非常小。

(作者单位:冠通期货)

铜价反弹空间受限

龚鸣



和现货环比都有走弱,价格面临下行风险。

宏观压力主要来自海外,除了美联储加息概率上升外,短期美债收益率亦有上行风险,带动流动性收紧施压商品价格。当前美国经济表现强劲,推高了美债利率中枢。叠加近期美国财政部发债规模超预期而美债市场偏弱且遭遇评级下调影响,近期美债收益率持续走高,创2022年10月以来新高,预计短期内美债利率仍有上行风险。超预期的美债发债规模以及高企的美债利率将造成市场风险偏好的转变以及流动性的进一步紧缩,对风险资产及商品价格形成一定的压力。

现货方面,供应增量叠加消费韧性存疑,8月国内市场无明显去库动力。一方面供应环比增量较为显著:国内炼厂检修量降低,产量预期在96万吨,且8月中下旬有进口精铜货源集中到港,恰逢8月价格下跌,进口窗口打开,也利于进口货源逐步流入。另一方面,消费提振更多来自价格激励,内生性需求仍偏弱,由于8月中旬下旬铜价下跌,又恰逢9月旺季前夕,产业库存不高,因此下游刚需采购韧性显现。但是当前下游采购主要基于旺季的季节性预期,而非真实消费好转,因此价格对于消费的提振可能边际衰减。

但整体来看,今年剩余时间,中美政策及经济恢复的差异导致铜价趋势性走势难见,价格运行偏振荡。海外衰退风险基本消除+降息预期延后,宏观因素影响大体中性,阶段性围绕降息预期波动。

从国内市场来看,旺季9—10月预计小幅去库。供应上,国内炼厂在9月检修较为集中,且进口货源中非洲铝的货运输不畅,到港较为缓慢,进口压力有限。如果按精铜消费符合季节性的预期来看,则9月小幅去库(5万吨左右),且再生铜在政策影响下持续偏紧,有望提振精铜消费,也有利于去库。

真正铜价面临下行压力的时间节点出现在明年,基本面和宏观均有远忧,价格阶段仍有下行压力。宏观方面,海外衰退压力加大仍是基准假设。美联储加息时间的延长会导致高利率环境持续时间长于预期,流动性危机的风险尚未被计价。从美联储政策周期的角度来看,当前处于降息周期的前夕,历史上降息周期的上半程普遍伴随着铜价的大幅下跌,因此从周期角度来看,铜价有压力。

(作者单位:金瑞期货)