

## 鲍威尔 Jackson Hole 会议讲话偏鸽

### 一、鲍威尔 Jackson Hole 会议讲话总体略偏鸽

■ 2019年 Jackson Hole 会议的主题是“货币政策面临的挑战”，与二十年前（1999年）会议主题“货币政策的新挑战”相类似。对比来看，通胀的持续低迷是这两个时期央行面临的主要问题。23日，**美联储主席鲍威尔发表开场致辞，总体基调偏鸽**。从 CME 联邦基金利率期货数据来看，当前 9 月美联储降息 25bp 概率为 95%，降息 50bp 概率为 5%。在讲话中，**鲍威尔首先回顾了 1950 年以来货币政策的三个大的阶段**，第一个阶段即战后大通胀时期（1950-1982 年）；第二个阶段从“大缓和”（Great Moderation）到“大衰退”（Great Recession）时期（1983-2009 年）；第三个阶段即 2010 年以来这一时期。随后对当前的货币政策以及面临的主要问题作了阐述。**第一，关于美国经济**，鲍威尔表示，美国目前的经济扩张已经进入第 11 年，是有记录以来最长的一次，2018 年以来失业率也已接近半个世纪以来最低点。今年以来美国经济前景总体乐观，虽然企业投资和制造业有所走弱，但稳定的就业增长和工资上涨推动了强劲消费，在消费者支出的推动下，美国经济整体表现良好。就业增速虽然较去年增速有所放缓，但仍高于整体劳动力增速。此外，通胀水平也接近 2% 目标。**第二，关于当前经济面临的风险**。影响经济前景的风险包括三个方面：全球经济增速放缓、贸易政策的不确定性和通胀的持续走弱。去年年中以来，全球增长前景不断恶化，特别是在德国和中国。贸易政策的不确定性是全球经济增速放缓，以及美国制造业和企业资本开支走弱的主要原因。通胀虽然在年初低于 2% 目标，但预计将逐步实现 2% 目标。其他问题则包括英国脱欧等地缘不确定性等。近期金融市场波动加大，全球长端债券收益率也大幅下挫至接近危机后的低点。货币政策对贸易问题的应对是一项挑战，因为制定贸易政策是国会和政府的工作，并不属于美联储。虽然货币政策是支持消费者支出，企业投资和公众信心的有力工具，但却难以应对贸易不确定性。将进一步关注贸易不确定性如何影响经济前景，并调整政策以促进“就业”、“通胀”目标的实现。7 月以来的降息，以及预期政策路径的调整缓解了金融状况，有利于就业和通胀前景的实现。**第三，关于货币政策面临的挑战**。自 2012 年以来，虽然失业率持续下降，但对通货膨胀影响微乎其微，原因在于自然失业率、自然利率水平不断下降。当前经济的特点是中性利率的降低，通货紧缩压力和增长放缓。货币政策面临的挑战是，如何在中性利率偏低的环境中更好地实现最大的就业和价格稳定。为了应对这一新常态，美联储政策正在对货币政策策略、工具和沟通进行公开评估，以及研究和考虑是否应该扩大我们的工具。同时，正在研究如何改进政策框架的沟通机制。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

### 二、全球央行观察

- **中国央行：运用市场化改革办法降低实际利率水平。**
- **美联储：部分官员对于降息存在分歧。** 达拉斯联储主席 Kaplan 表示，不认为现在处于降息周期，尚未决定在 9 月会议上对利率的看法，对调整利率持开放态度，但更希望维持利率不变。圣路易斯联储主席 Bullard 表示，美联储应该降息，下次政策会议将围绕降息 50 个基点展开激烈辩论；美联储愿意采取一切必要行动以继续实现经济扩张。
- **其他央行：埃及、印尼央行降息。**

### 三、文献推荐

- 低利率和负利率时期的货币政策和银行股权价值（FED）。

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下:

### 一、鲍威尔 Jackson Hole 会议讲话总体略偏鸽

2019 年 Jackson Hole 会议的主题是“货币政策面临的挑战”，与二十年前（1999 年）会议主题“货币政策的新挑战”相类似，对比来看，通胀的持续低迷是这两个时期央行面临的主要问题。23 日，美联储主席鲍威尔发表开场致辞，总体基调略偏鸽。从 CME 联邦基金利率期货数据来看，当前 9 月美联储降息 25bp 概率为 95%，降息 50bp 概率为 5%。

在讲话中，鲍威尔首先回顾了 1950 年以来货币政策的三个大的阶段，第一个阶段即战后大通胀时期（1950-1982 年）；第二个阶段从“大缓和”（Great Moderation）到“大衰退”（Great Recession）时期（1983-2009 年）；第三个阶段即 2010 年以来这一时期。随后对当前的货币政策以及面临的主要问题作了阐述。

**关于美国经济**，鲍威尔表示，美国目前的经济扩张已经进入第 11 年，是有记录以来最长的一次，2018 年以来失业率也已接近半个世纪以来最低点。今年以来美国经济前景总体乐观，虽然企业投资和制造业有所走弱，但稳定的就业增长和工资上涨推动了强劲消费，在消费者支出的推动下，美国经济整体表现良好。就业增速虽然较去年增速有所放缓，但仍高于整体劳动力增速。此外，通胀水平也接近 2% 目标。

**当前经济面临的风险**。影响经济前景的风险包括三个方面：全球经济增速放缓、贸易政策的不确定性和通胀的持续走弱。去年年中以来，全球增长前景不断恶化，特别是在德国和中国。贸易政策的不确定性是全球经济增速放缓，以及美国制造业和企业资本开支走弱的主要原因。通胀虽然在年初低于 2% 目标，但预计将逐步实现 2% 目标。其他问题则包括英国脱欧等地缘不确定性等。近期金融市场波动加大，全球长端债券收益率也大幅下挫至接近危机后的低点。货币政策对贸易问题的应对是一项挑战，因为制定贸易政策是国会和政府的工作，并不属于美联储。虽然货币政策是支持消费者支出，企业投资和公众信心的有力工具，但却难以应对贸易不确定性。将进一步关注贸易不确定性如何影响经济前景，并调整政策以促进“就业”、“通胀”目标的实现。7 月以来的降息，以及预期政策路径的调整缓解了金融状况，有利于就业和通胀目前的实现。

**关于货币政策面临的挑战**。自 2012 年以来，虽然失业率持续下降，但对通货膨胀影响微乎其微，意味着自然失业率、自然利率水平不断下降。当前经济的特点是中性利率的降低，通货紧缩压力和增长放缓。货币政策面临的挑战是，如何在中性利率偏低的环境中更好地实现最大的就业和价格稳定。为了应对这一新常态，美联储政策正在对货币政策策略、工具和沟通进行公开评估，以及研究和考虑是否应该扩大我们的工具。同时，正在研究如何改进政策框架的沟通机制。

**图表 1: 历年 Jackson Hole 会议主题**

年份	主题	年份	主题
2019 年	货币政策面临的挑战	1998 年	收入不平等问题和政策选择
2018 年	市场结构和货币政策的变化	1997 年	在全球经济中维持金融稳定
2017 年	培育充满活力的全球经济	1996 年	实现价格稳定
2016 年	为未来设计有弹性的货币政策框架	1995 年	预算赤字与债务: 问题与选择
2015 年	通胀动态与货币政策	1994 年	减少失业: 当前问题和政策选择
2014 年	重新评估劳动力市场动态	1993 年	改变中的资本市场: 对货币政策的影响
2013 年	非常规货币政策的全球维度	1992 年	长期经济增长政策
2012 年	不断变化的政策环境	1991 年	贸易和货币区的政策含义
2011 年	实现最大长期增长	1990 年	新兴市场经济体中的中央银行问题
2010 年	宏观经济挑战: 未来十年	1989 年	九十年代的货币政策问题
2009 年	金融稳定与宏观经济政策	1988 年	金融市场波动
2008 年	在不断变化的金融体系中保持稳定	1987 年	重组金融体系
2007 年	住房, 住房融资和货币政策	1986 年	债务, 金融稳定和公共政策
2006 年	新经济形势: 影响与政策含义	1985 年	在世界市场竞争: 美国农业面临的挑战
2005 年	格林斯潘时代: 未来的经验教训	1984 年	美元 - 近期发展, 展望和政策选择
2004 年	全球人口变化: 经济影响和政策挑战	1983 年	价格稳定与公共政策
2003 年	货币政策与不确定性: 适应不断变化的经济	1982 年	工业变革与公共政策
2002 年	重新思考稳定政策	1981 年	八十年代的货币政策问题
2001 年	为信息经济制定的经济政策	1980 年	20 世纪 80 年代农业的政策分析
2000 年	全球经济一体化: 机遇与挑战	1979 年	西部水资源: 即将出现的问题和政策选择
1999 年	货币政策的新挑战	1978 年	世界农业贸易: 增长潜力

来源: Kansas City Fed, 国金证券研究所整理

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行: 运用市场化改革办法降低实际利率水平

**国内货币市场利率回落。**8 月 23 日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周(8 月 16 日)波动-13bp、-3bp、2.4bp 至 2.72%、2.64%、2.69%。下周有 1490 亿 MLF、800 亿国库现金定存、2700 亿逆回购到期。

**20 日, 央行副行长刘国强介绍了降低运用市场化改革办法降低实际利率水平有关政策情况, 部分内容如下:**

银行贷款原来是参照基准利率, 将来是贷款市场报价利率, 即 LPR, 这是全覆盖的, 不是说某几种继续参照基准利率, 某几种参照新的 LPR, 而是全覆盖, 各种贷款都要参照 LPR。

完善贷款市场报价利率的改革, 是“修水渠”, 让利率传导更加畅通, 并不能替代货币政策, 也不能替代其他的政策。

改革完善 LPR 形成机制, 重点在于深化利率市场化改革, 并运用改革的办法推动降低实体经济的融资成本。也就是说, 利率市场化重点是要降低实体经济的融资成本。对于房地产市场, 要坚决贯彻落实 7 月 30 日中央政治局会议的要求, 坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位, 落实房地产长效管理机制, 不

将房地产作为短期刺激经济的手段，确保差异化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率基本稳定。房贷利率由参考基准利率变为参考 LPR，但最后出来的贷款利率水平要保持基本稳定。

**香港货币市场利率下降，Libor-Hibor 利差回升。**8月23日，Hibor 隔夜、1周、3个月较上周（8月16日）分别下降 112bp、68bp、3bp 至 0.85%、1.39%、2.35%；1周 Libor-Hibor 利差升至 78bp。

## 2. 美联储：部分官员对于降息存在分歧

美联储主席鲍威尔表示，全球经济增速放缓以及贸易不确定性使经济前景承压；将调整政策以促进目标实现（就业和通胀）。

克利夫兰联储主席 Mester 表示，贸易不确定性是经济面临的下行风险；7月会议上支持维持利率不变；目前还不确定在九月会议上对利率的看法。

达拉斯联储主席 Kaplan 表示，不认为现在处于降息周期，尚未决定在 9 月会议上对利率的看法，对调整利率持开放态度，但更希望维持利率不变。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，美联储应该降息，下次政策会议将围绕降息 50 个基点展开激烈辩论；美联储愿意采取一切必要行动以继续实现经济扩张。

费城联储主席 Harker 表示，不认为需要再次降息，目前的经济增速与去年预期的相符。

堪萨斯联储主席 George 表示，受消费者支出支撑，美国经济表现良好；当前没有必要提供更多政策宽松。

旧金山联储主席 Daly 表示，不认为美国经济正走向衰退期；支持美联储 7 月的降息决定

波士顿联储主席 Rosengren 表示，进一步降息可能会使下一次经济衰退更加严重，而且减少了美联储应对危机的空间

## 3. 其他央行：埃及、印尼央行降息

8月23日，埃及央行降息，将基准利率从 15.75% 下调基准利率 150 个基点至 14.25%。

8月22日，印尼央行将 7 天逆回购利率从 5.75% 下调至 5.5%。

## 三、文献推荐

### 低利率和负利率时期的货币政策和银行股权价值

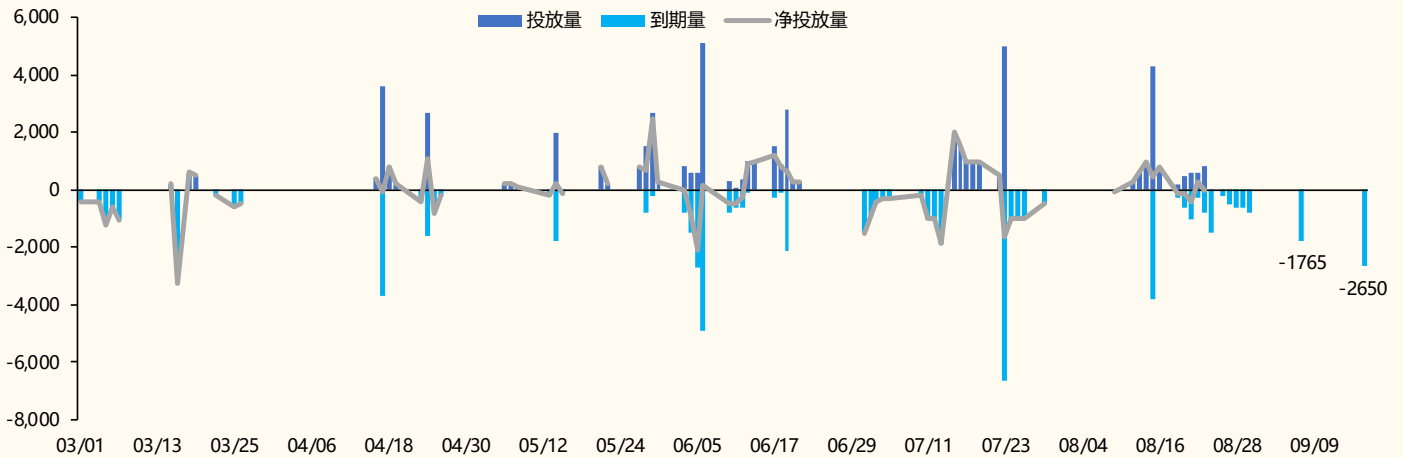
Miguel Ampudia, Skander J. Van den Heuvel

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019064pap.pdf>）

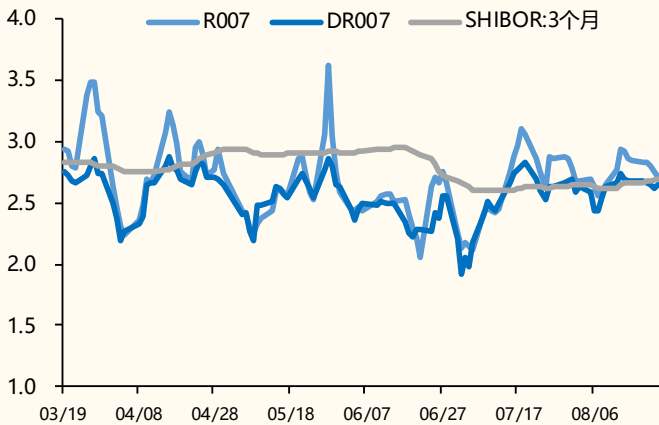
当利率很低甚至为负时，银行的利率风险敞口会发生变化吗？利用高频事件研究方法和对日内数据的整理，我们发现，自欧元区利率达到零及以下以来，欧央行宣布的意外降息对欧洲银行股权价值产生了负面影响，而这一影响通常是积极的。此后，短期利率政策进一步意外下调 25 个基点，使银行股价平均下跌约 2%，而正常时期则应上涨 1%。在横截面上，这种“逆转”对于具有更传统的、存款密集型融资组合模式的银行更为明显。我们认为，这种逆转及其横截面特征可以用零售存款利率的零下限来解释。

图表 2: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



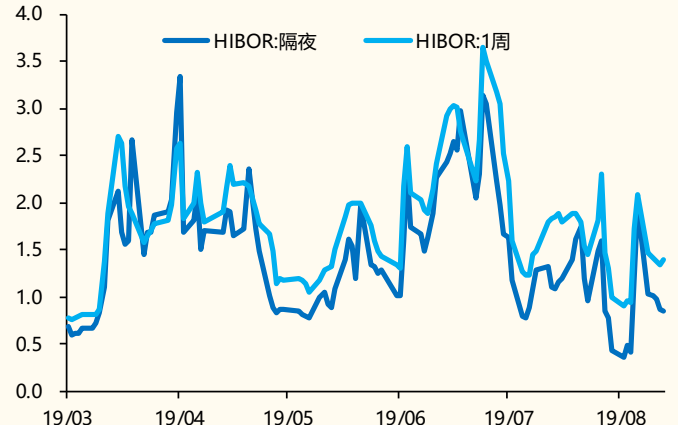
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 国内货币市场利率回落 (%)



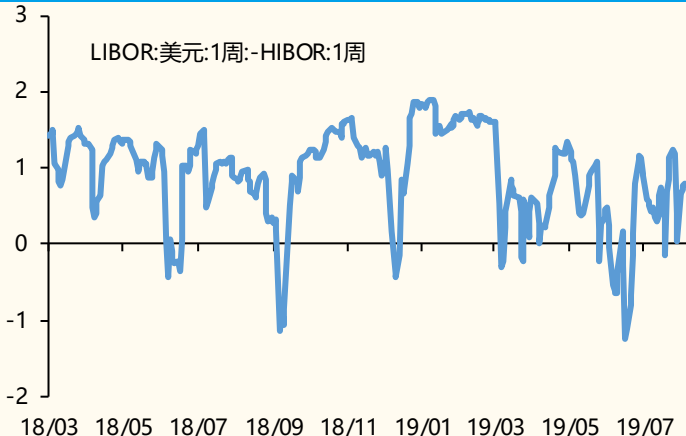
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 香港货币市场利率回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: Libor-Hibor 利差上升 (%)



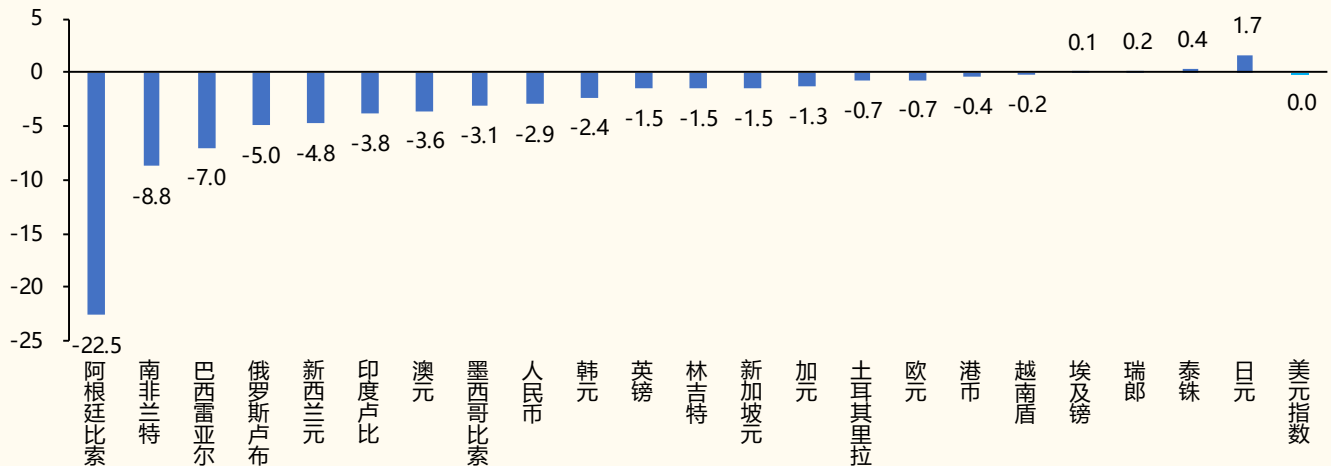
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: CME 数据显示的美联储降息概率 (8.24)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			5.0%	95.0%	0.00%
2019/10/30	0.0%	3.3%	63.7%	33.1%	0.00%
2019/12/11	1.2%	24.7%	52.8%	21.3%	0.00%
2020/1/29	15.2%	41.5%	34.0%	8.6%	0.00%
2020/3/18	22.2%	39.5%	27.3%	6.3%	0.00%
2020/4/29	26.3%	36.6%	22.3%	4.8%	0.00%

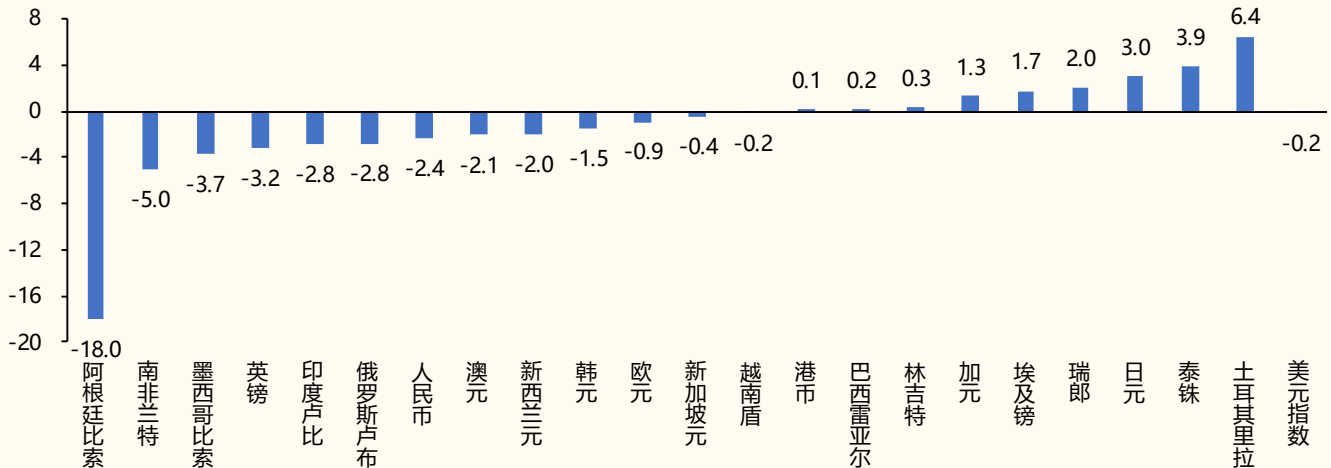
来源: CME, 国金证券研究所

图表 7: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



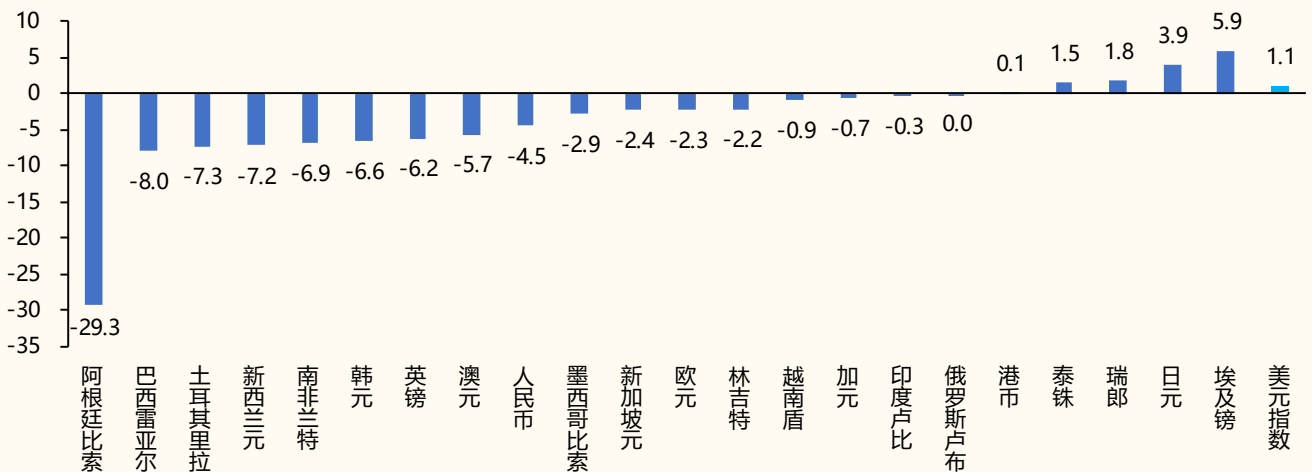
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
8月23日	为对冲政府债券发行缴款、地方国库现金管理到期和央行逆回购到期等因素的影响，以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
8月22日	为对冲政府债券发行缴款等因素的影响，以利率招标方式开展了600亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
8月21日	以利率招标方式开展了600亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
8月20日	以利率招标方式开展了500亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
8月19日	以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
8月24日	美联储副主席 Clarida	永久	全球经济前景自从7月FOMC会议之后出现了恶化；美国经济衰退风险并没有增加
8月23日	美联储主席鲍威尔	永久	全球经济增速放缓以及贸易不确定性使经济前景承压； 将调整政策以促进目标实现（就业和通胀）。
8月23日	克利夫兰联储主席 Mester	2020年	贸易不确定性是经济面临的下行风险； 7月会议上支持维持利率不变；目前还不确定在九月会议上对利率的看法
8月23日	达拉斯联储主席 Kaplan	2020年	不认为现在处于降息周期，尚未决定在9月会议上对利率的看法，对调整利率持开放态度，但更希望维持利率不变。
8月23日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	美联储应该降息，下次政策会议将围绕降息50个基点展开激烈辩论； 美联储愿意采取一切必要行动以继续实现经济扩张。
8月22日	费城联储主席Harker	2020年	不认为需要再次降息，目前的经济增速与去年预期的相符。
8月22日	堪萨斯联储主席 George	2019年	受消费者支出支撑，美国经济表现良好；当前没有必要提供更多政策宽松。
8月21日	旧金山联储主席 Daly	2021年	不认为美国经济正走向衰退期；支持美联储7月的降息决定
8月20日	波士顿联储主席 Rosengren	2019年	进一步降息可能会使下一次经济衰退更加严重，而且减少了美联储应对危机的空间

来源：Wind，国金证券研究所整理

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\\_10547](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10547)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn