

相关研究

《财政继续发力——2023年7月财政数据点评》2023.8.22

《国内高频指标跟踪（2023年第30期）》2023.8.20

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

## 杰克逊霍尔会议有何信号？

### ——海外经济政策跟踪

#### 投资要点:

- **美国经济:** 全球央行年会上鲍威尔发言仍偏鹰，其重申了将通胀降至2%目标水平之内的决心，表示美联储将准备在适当的情况下进一步加息，并打算将政策利率保持在对经济增长具有限制性的水平。或受此影响，市场预期11月加息25BP的概率由上一周的33.0%上升至46.7%。不过，市场预期美联储或将于2024年1月开启降息周期。通胀预期相对稳定，10年期美债收益率稳定在4.25%。
- **房地产市场持续分化。** 7月美国新房销售继续回升，而成屋销售同比增速仍处于负值区间。8月制造业与服务业PMI仍呈放缓趋势，7月核心资本品制造业新订单有所回落。
- **欧洲方面，** 8月欧元区PMI回落，其中服务业PMI下滑幅度超预期。8月欧元区19国消费者信心指数持续低迷，7月欧盟28国粗钢产量同比增速仍处低位。
- **政策:** 鲍威尔全球央行年会上发表偏鹰派言论，表示将准备在适当的情况下进一步加息，并打算将政策利率保持在对经济增长具有限制性的水平。美联储内部关于贴现利率存在分歧。欧央行或仍将继续加息。土耳其央行加息750BP。
- **风险提示:** 美国经济超预期；美联储货币政策超预期

## 目 录

---

1. 美国：杰克逊霍尔会议有何信号 .....	4
2. 欧洲：服务业超预期回落 .....	7
3. 政策：美欧央行仍偏鹰 .....	8

## 图目录

图 1	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	4
图 2	市场预测美联储加息概率 (%)	4
图 3	美国新建住房销售同比 (%)	5
图 4	美国成屋销售同比 (%)	5
图 5	Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 6	美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	5
图 7	纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 8	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	6
图 9	欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI	7
图 10	德国、法国和英国服务业 PMI	7
图 11	欧元区和欧盟消费者信心指数	8
图 12	欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	8

## 表目录

表 1	美国经济数据总览	7
表 2	欧元区经济数据总览	8

## 1. 美国：杰克逊霍尔会议有何信号

**鲍威尔全球央行年会上发表偏鹰派言论。**通胀方面，美联储主席鲍威尔表示，在供给修复以及货币政策收紧带来的需求放缓的双重影响下，目前通胀已从高点回落，但仍然处于过高的水平，未来几个季度潜在通胀会稳定在什么水平尚不确定。其中，受供应链影响较小以及对利率敏感度较低的非住房服务通胀将是恢复物价稳定的关键。

**货币政策方面，鲍威尔重申了将通胀降至 2% 目标水平之内的决心**，表示美联储将准备在适当的情况下进一步加息，并打算将政策利率保持在对经济增长具有限制性的水平，直到确信通胀持续下降以实现目标。

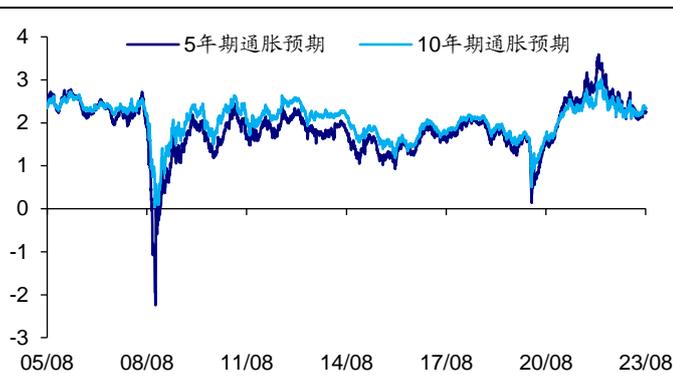
**此外，鲍威尔指出，若通胀回落受阻，货币政策可能会进一步收紧。**在经济增长方面，鲍威尔表示当前美国经济增长持续高于趋势水平，可能会使通胀进一步下降面临风险，并可能成为进一步收紧货币政策的理由。劳动力市场虽然正在逐渐正常化，但随着通胀的下降，实际工资有所上升。如果劳动力市场紧张状况不再持续缓解，仍有可能需要货币政策做出反应。

**中性利率方面，鲍威尔表示无法确定长期中性利率的位置。**因此货币政策限制经济的精确程度始终存在不确定性。**总体来看，鲍威尔发言仍然偏鹰，对经济形势仍维持强劲，以及当前通胀仍然过高的判断，或也意味着美联储短期内仍不会选择降息。**

**加息预期再次升温**，截至 8 月 26 日，市场仍预期 9 月大概率暂停加息（80.0%）。但或受鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上偏鹰派的发言影响，市场预期 11 月加息 25BP 的概率由上一周的 33.0% 上升至 46.7%。不过，市场预期美联储或将于 2024 年 1 月开启降息周期。

**通胀预期相对稳定。**截至 8 月 25 日，5 年、7 年和 10 年期通胀预期分别较上一周上行 3BP、3BP 和 1BP。

图1 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 市场预测美联储加息概率 (%)

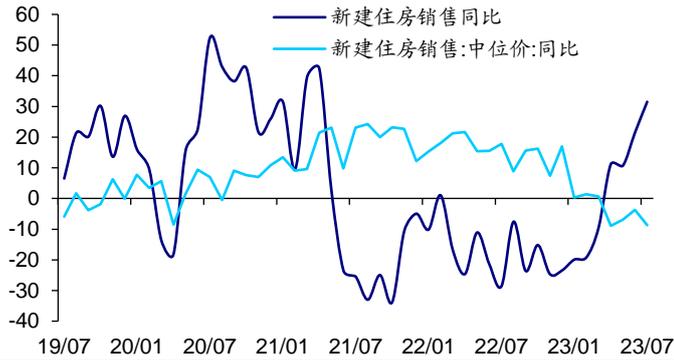
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 8 月 25 日

**新房销售持续回升。**7 月美国新建住房销售同比增速为 31.5%，较 6 月回升 10 个百分点，为 2021 年 4 月以来的新高。不过这一定程度上与去年低基数有关，若剔除基数效应，7 月新房销售两年平均同比增速均为 -3.1%，较 6 月的 -2.3% 有所回落。

**美国成屋销售仍低迷。**7 月美国成屋销售同比增速为 -16.6%，跌幅虽较 6 月有所收窄，但已连续 23 个月处于负增长区间。

近期美国新房与成屋市场呈现明显的分化，或主要与利率快速上升下，成屋业主出售房屋意愿下降，成屋供给不足导致部分需求转移到新房市场有关。此外，新房销售中位价同比增速已连续 4 个月处于负值区间，或也为居民购买新房起到一定提振作用。

**图3 美国新建住房销售同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 美国成屋销售同比 (%)**

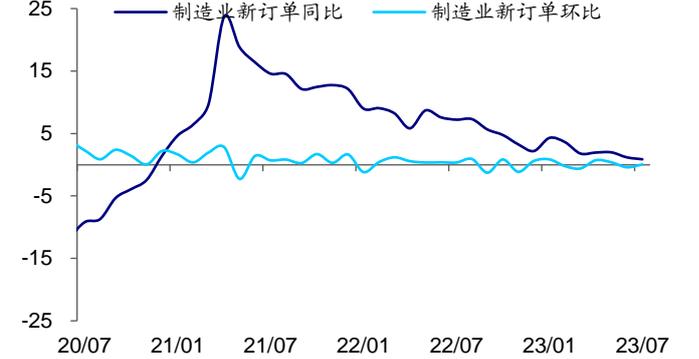

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**景气指数回落。**8月美国 Markit 制造业 PMI 为 47.0, 较7月下降 2.0。服务业 PMI 也较7月下降 1.3 至 51.0, 不过仍位于荣枯线之上。整体来看, 在美联储持续加息影响下, 美国制造业与服务业景气度仍呈现不断放缓趋势。

**核心资本品制造业新订单回落。**7月美国核心资本品制造业新订单同比增速为 0.9%, 较6月回落 0.3 个百分点, 环比增速回升 0.5 个百分点至 0.1%。

**图5 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

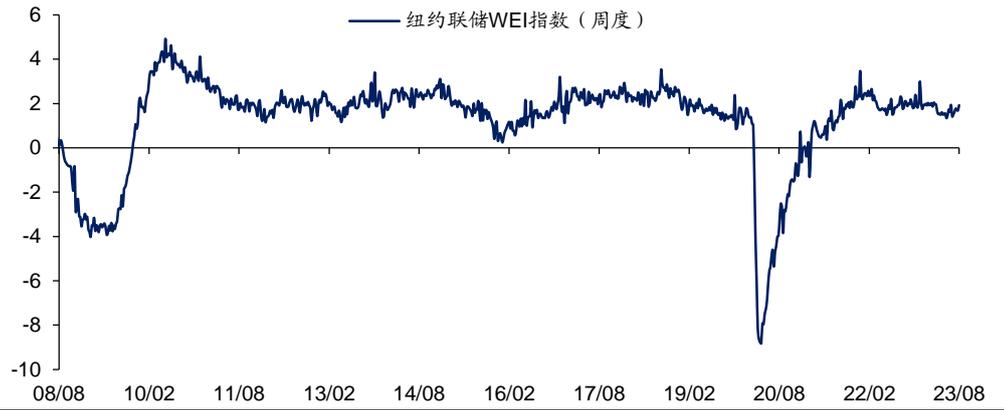
**图6 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**美债收益率稳定在 4.25%。**截至 8 月 25 日, 美国 10 年期国债名义收益率较前一周回落 1BP 至 4.25%, 相对稳定。其中, 10 年期美债实际收益率较上一周下降 2BP 至 1.92%, 10 年期通胀预期上升 1BP, 为 2.33%。

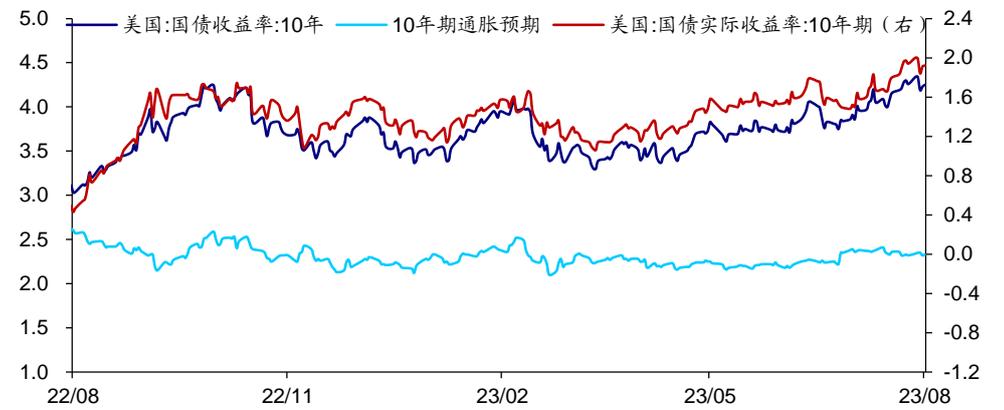
**往前看,**鲍威尔在全球央行会议中偏鹰的言论或使得市场加息预期升温, 并可能会进一步加剧市场对美联储将利率在更长时间维持高位的担忧, 从而强化美债利率的上行压力。

图7 纽约联储每周经济WEI指数(%)



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

图8 美国10年期国债收益率分解(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 美国经济数据总览

指标	单位	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08
GDP	实际 GDP 折年同比%			2.6			1.8			0.9			1.9	
	实际 GDP 折年季调环比%			2.4			2.0			2.6			3.2	
生产	工业总产值 季调同比%	0.0	-0.9	-0.2	0.0	-0.8	0.1	1.3	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	
	制造业新订单 季调同比%	0.9	1.2	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6	7.3	
	工业产能利用率 %	79.3	78.6	79.4	79.8	79.5	79.5	79.6	78.9	80.3	80.6	80.8	80.7	
消费	个人实际可支配收入 折年季调同比%		7.9	8.1	8.0	7.9	8.0	7.9	3.7	3.6	3.6	3.5	1.9	
	个人实际消费支出 季调同比%		5.4	6.1	6.6	6.4	7.6	8.1	7.3	7.1	7.9	8.5	8.7	
	零售销售额 季调同比%	2.0	0.5	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0	9.0	9.9	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	3.2	1.6	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	
地产	新房销售 折年季调同比%	31.5	21.5	10.7	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1	-23.6	-7.5	
	成屋销售 折年季调同比%	-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	
	新房开工 折年季调同比%	5.9	-10.4	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	-8.9	-6.2	-4.5	
	标普/CS 房价指数 同比% (20 城)			-1.7	-1.7	-1.1	0.4	2.6	4.6	6.8	8.6	10.4	13.0	
就业	新增非农就业人数 季调/万人	18.7	18.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2	
	失业率 季调%	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	
	U6 失业率 季调%	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	
通胀	CPI 同比%	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	
	核心 CPI 同比%	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	
	PCE 同比%		3.0	3.8	4.3	4.2	5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	
	核心 PCE 同比%		4.1	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	3.3	3.4	3.3	4.5	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8
景气指数	ISM 制造业 PMI	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	
	ISM 非制造业 PMI	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	
	Markit 制造业 PMI 季调	47.0	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5
	Sentix 投资信心指数	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0
	密歇根消费者信心指数	71.2	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

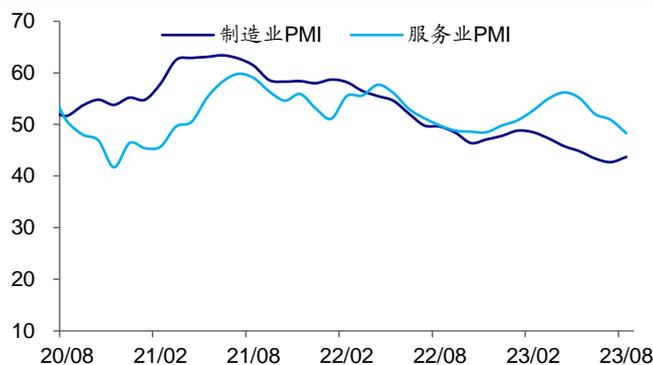
## 2. 欧洲: 服务业超预期回落

**PMI 持续回落。**8 月欧元区 Markit 综合 PMI 为 47.0, 较 7 月回落 1.6, 为 2020 年 11 月以来的最低值。其中, 制造业 PMI 较 7 月上升 1.0 至 43.7, 虽略有改善, 但仍处于荣枯线之下 (已连续 14 个月)。

**服务业 PMI 回落幅度超预期。**8 月服务业 PMI 回落 2.6 至 48.3, 为 2023 年以来首次跌落荣枯线之下, 并且低于此前市场预期的 50.5, 或主要受德国服务业 PMI 大幅下滑影响。8 月德国服务业较 7 月回落 5.0 至 47.3, 为 2022 年 12 月以来新低。

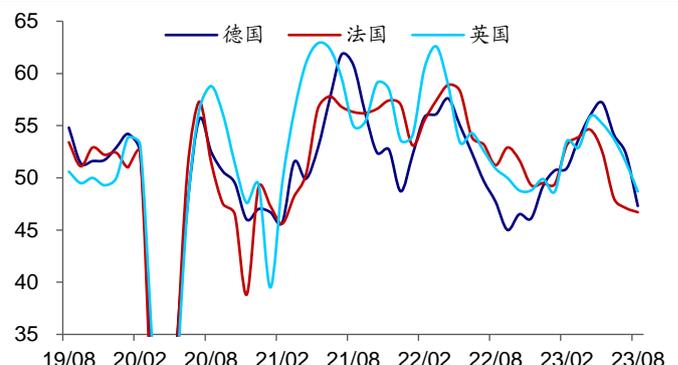
通胀高企与欧央行持续加息对欧元区需求的抑制作用仍在不断显现, 而服务业景气度的超预期回落也使得欧央行在不引起衰退的情况下降低通胀的难度加大。

图9 欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 德国、法国和英国服务业 PMI



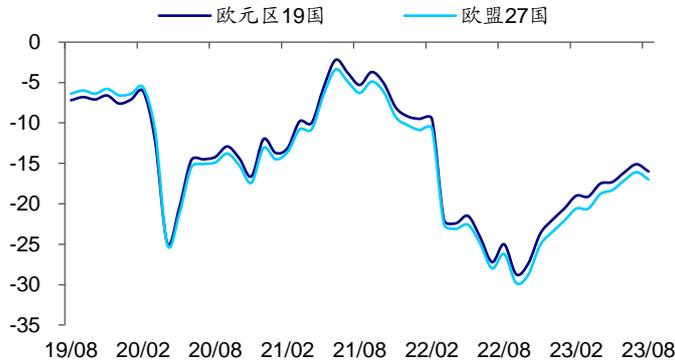
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**消费者信心仍处低位。**8 月欧元区 19 国消费者信心指数为 -16.0, 较 7 月回落 0.9, 仍显著低于疫情前水平 (2019 年 12 月为 -7.6)。在当前通胀压力仍大, 欧央行加息尚未停止

的情况下，消费者信心或仍将受到抑制。

**粗钢产量增速维持低位。**7月欧盟28国粗钢产量同比增速为-12.0%，降幅较6月扩大1.8个百分点，已连续20个月处于负增长。

图11 欧元区和欧盟消费者信心指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 欧盟28国粗钢产量当月同比(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

表2 欧元区经济数据总览

指标	单位	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08
GDP	实际 GDP 季调同比%			0.6			1.1			1.7			2.4	
	实际 GDP 折年季调环比%			1.0			0.1			-0.2			1.5	
生产	工业生产指数 同比%			-1.2	-2.5	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-1.9	3.9	4.3	6.3	4.8
	制造业产能利用率 非季调%			81.2			81.0			81.4			82.3	
	粗钢产量(欧盟) 同比%		-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4
消费	零售销售指数 同比%			-1.4	-2.4	-2.8	-3.3	-2.4	-1.8	-2.7	-2.4	-2.6	0.3	-1.2
就业	失业率 季调%			6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
通胀	HICP 同比%		5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1
	核心 HICP 同比%		5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3
	PPI 同比%			-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4
景气指数	制造业 PMI	43.7	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6
	服务业 PMI	48.3	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8
	消费者信心指数	-16.0	-15.1	-16.1	-17.3	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0
	经济景气指数 季调		94.5	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.6	96.9	95.1	93.9	94.7	98.1
	Sentix 投资信心指数	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2

资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

### 3. 政策：美欧央行仍偏鹰

**鲍威尔全球央行年会上发表鹰派言论。**美联储主席鲍威尔表示，美联储将准备在适当的情况下进一步加息，并打算将政策利率保持在对经济增长具有限制性的水平。此外，**美联储部分官员表示支持进一步加息。**美国波士顿联储主席 Collins 认为，美联储可能还需要进一步加息，且非常有可能需要将利率在一段时间内维持在高位。美国克利夫兰联储主席梅斯特（2025 年 FOMC 票委）表示，核心通胀仍过高，美联储可能还有更多工作要做，并不预计美联储会在 2024 年内降息。

**但也有部分官员认为应暂停加息，最早明年开始降息。**美国费城联储主席哈克（2023 年 FOMC 投票权）表示，目前不认为需要进一步加息，预计最早要到明年才会降息。

**美联储内部关于贴现利率存在分歧。**美联储 7 月贴现利率会议纪要显示，亚特兰大和纽约联储寻求维持贴现利率不变，其他地方联储决定加息 25 个基点。

**欧央行或仍将继续加息。**欧洲央行行长拉加德在杰克逊霍尔讲话中表示，欧洲央行将把利率设定在足够高的水平以抗击通胀，通胀必须及时且持续地回落。欧洲央行管委兼德国央行行长 Nagel 也表示，欧洲就业市场状况“相当好”，核心通胀仍具有黏性，当前考虑暂停加息还远远为时过早。**但仍有部分官员对加息保持谨慎。**欧

洲央行管委 Centeno 表示，欧洲央行在下次会议上应当保持谨慎，经济下行风险已经成为现实。

**土耳其央行加息 750BP。** 土耳其央行将基准回购利率上调 750BP 至 25%。

**风险提示：** 美国经济超预期；美联储货币政策超预期

## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。