

国信期货贵金属专题报告

金银

Jackson Hole 全球央行年会前瞻

——购债缩减预期节奏的扰动

2021 年 8 月 25 日

● 主要结论

Jackson Hole 全球央行年会是每年一度的，对经济问题、全球主要央行货币政策走向有较强前瞻性的重要会议。今年的会议仍然备受关注，因为当下正是美联储量化宽松政策面临调整的关键节点，也是美联储 9 月季度会议前最为重要的一次美联储发声窗口。我们认为考虑到美国就业修复曙光已现，及美联储近期整体表态偏鹰，未来 Taper（购债缩减）方向明朗，货币政策易紧难松。8 月 27 日鲍威尔将在会议上发表讲话，内容除了可能提及美国在经济复苏中存在的不均衡现象外，市场预期还将进一步释放 Taper 暗示信号。但我们认为本次会议恰逢美国疫情反弹之际，其对经济复苏的影响仍待观察，鲍威尔将暂时淡化对 Taper 信号的释放。

对贵金属而言，若本次全球央行年会上鲍威尔未给出更多 Taper 暗示信息，甚至强调 Delta 病毒变异的负面影响，市场情绪将大幅缓和，贵金属或表现出短期内阶段性震荡偏强。但这更多的仅为预期的扰动而非逆转，货币政策调整趋紧的方向明朗，贵金属中期承压态势仍不变，贵金属或迎来逢高布局空单的机会，8 月非农就业数据及 9 月美联储议息会议成为下一个重要观测和交易窗口。目前市场主流预期是 9 月美联储议息会议正式讨论 Taper，并在 11-12 月的议息会议中开始执行。

需要注意的是，若疫情持续反弹，对劳动力市场需求端显示出较强的实质性冲击（如新增就业人数增加不及预期、岗位数减少），促使 taper 进程受阻延后，贵金属价格或面临较大反弹风险。

分析师助理：周古玥
从业资格号：F3075597
电话：021-55007766-6636
邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262520
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 Jackson Hole 对货币政策有前瞻性

Jackson Hole 会议，又被市场称为“全球央行年会”，是从 1978 年起开始的，由美国堪萨斯联储主办的重要经济政策研讨会，会议参与者包括各国央行官员、政府官员、学者、金融市场参与者等。

图：过去 10 年历届 Jackson Hole 会议简况及贵金属价格表现

	会议主题	美联储核心观点	货币政策动向	贵金属价格表现
2010	未来20年的宏观经济挑战	伯南克：美国经济复苏已放缓，将进行长期公开市场操作	2010年11月，美联储推出QE2。	在会议后的一个月內，黄金震荡上涨约5%。
2011	追求长期增长最大化	伯南克：需要采取措施解决失业问题	2011年9月，美联储推出扭曲操作。	在会议后的一个月內，黄金创出历史新高后大幅回调超10%。
2012	政策基石的变化	伯南克：不排除QE3的可能，但QE的门槛相对较高	2012年12月，美联储推出QE3。	伯南克发言当天黄金上涨2%。在会议后的一个月內，黄金震荡上涨7%。
2013	非常规货币政策的全球维度	伯南克即将卸任，缺席会议	2013年12月，美联储正式taper，每月缩减100亿的购债规模。	在会议后的一个月內，黄金震荡下跌4%。
2014	重估劳动力市场动态	耶伦：若就业市场进展持续好于预期，加息将更快到来	2014年10月，美联储正式停止购债。	在会议后的一个月內，黄金向下突破前期震荡区间，下跌5%。
2015	通胀动态变化与货币政策	副主席Fischer：为防止经济过热，美联储需在通胀达到2%目标前就加息。	2015年12月，美联储加息25bp。	在会议后的一个月內，黄金维持震荡，下跌约2%。
2016	面向未来设计弹性货币政策框架	耶伦：预期美国经济温和扩张，加息可能性增加。	2016年12月，美联储加息25bp。	在会议后的一个月內，黄金维持震荡，上涨约1%。
2017	让全球经济更有活力	耶伦：未提及货币政策	2017年12月，美联储加息25bp，年内共计3次加息。	会议后2周内黄金上涨5%。
2018	不断改变市场结构和对货币政策的影响	鲍威尔：肯定美国经济形势，渐进式加息是合理选择。	2018年9月和12月，美联储各加息25bp，年内共计加息4次。	会议当天黄金上涨1.7%。在会议后的一个月內，黄金维持震荡，上涨约1%。
2019	货币政策面临的挑战	鲍威尔：全球经济放缓叠加贸易不确定性的背景下，将采取适当措施维持经济扩张，整体偏鸽。	2019年7、9、10月，美联储三次降息。	会议当天黄金上涨2%，在会议后的一个月內黄金震荡偏强，上涨约1.6%。
2020	为未来10年启航：对货币政策的启示	鲍威尔：推出“灵活形式的平均通胀目标制”		会议当天黄金下跌1%，振幅近3%。会议后1个月內，黄金下跌4%脱离历史最高位。

数据来源：信息来自网络 国信期货整理

Jackson Hole 会议无论对于当下经济问题，还是货币政策走向都具有较强的前瞻性。尤其自 2007 年上一轮金融危机以来，市场对会议上可能暗示的货币政策方向较为重视和敏感。其中较有代表性的是 2007

年，Jackson Hole 会议主题被选定为住房、住房金融和货币政策(Housing, Housing Finance and Monetary Policy)，同年 8 月美国次贷危机爆发。2010 年，伯南克曾在会议上暗示 QE2，11 月 QE2 就被正式推出，而在会议后的一个月，黄金震荡上涨约 5%。

最近一次的 2020 年 Jackson Hole 会议上，鲍威尔宣布了美联储货币政策框架调整结果，推出“灵活形式的平均通胀目标制”，允许通胀适度高于 2%，以补偿过去的低通胀，并提升就业优先级。该次框架调整反映了美联储对于过去 10 年间低通胀、菲利普斯曲线走平的思考应对。同时这也为疫情后，当前通胀高企、就业逐渐修复的情况下，美联储仍然维持宽松提供了框架支持。

二、会议前瞻：Taper 方向明朗，疫情或产生节奏扰动

本次 Jackson Hole 会议的主题是不平衡经济中的宏观经济政策，时间是 2021 年 8 月 26 日-28 日。今年的会议仍备受关注，因为当下正是美联储量化宽松政策面临调整的关键节点。

随着近期劳动力市场复苏势头维持强劲、通胀仍维持高位，市场对于美联储讨论购债缩减(Taper)预期持续发酵。7 月美联储议息会议纪要公布后更是进一步加强了市场对 Taper 的预期。市场对本次 Jackson Hole 会议上，鲍威尔可能给出更多 Taper 讨论的暗示信息，也有较强的期待。

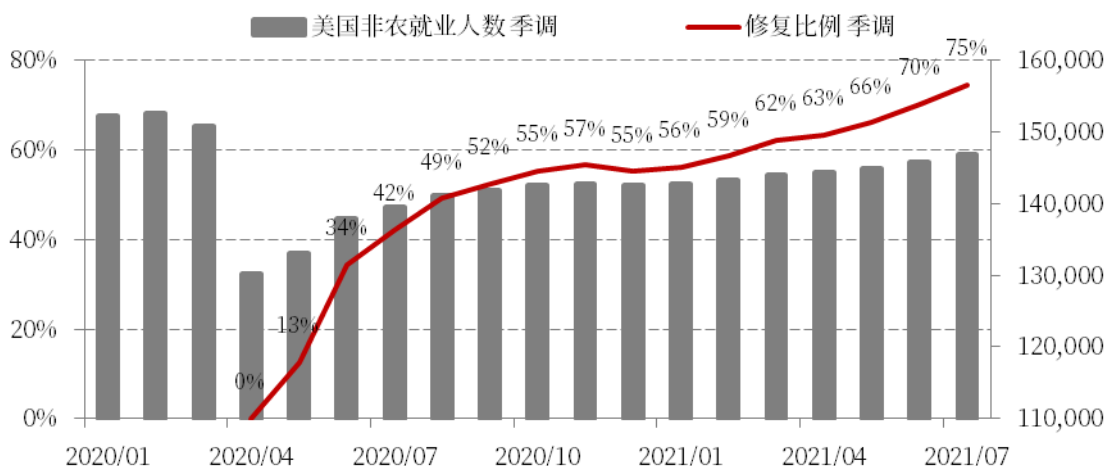
我们认为考虑到美国就业修复曙光已现，及美联储近期整体表态偏鹰，Taper 方向明朗易快难慢。8 月 27 日鲍威尔将在会议上发表讲话，内容除了可能提及美国在经济复苏中存在的不均衡现象，市场预期还将进一步释放 taper 信号的可能性。但我们认为本次会议恰逢美国疫情反弹之际，其对经济复苏的影响仍待观察，鲍威尔将暂时淡化对 Taper 信号的释放。

(一) 就业修复曙光已现

在当前无论是实际通胀、还是通胀预期均已达标的情况下，影响 Taper 的主要因素还是在于仍未完全修复的就业上，但 7 月非农就业公布后，修复比例已经符合美联储正式讨论 Taper（提及缩减购债）的条件。当前就业的主要问题不在于岗位创造（需求）不足，而在于就业意愿（供给）不高。一方面，未来疫情可能仍会对就业意愿形成限制，但失业补贴到期对于就业的提振仍可预见。另一方面，劳动力供给端的问题非货币宽松政策的能力所及。

首先，非农就业数据的修复率，已经符合 Taper 预期释放条件。美国 7 月非农就业新增 94.3 万人，失业率降至 5.4%，劳动参与率也出现小幅回升，随着疫苗覆盖率提升和失业补贴逐步撤出，有就业意愿群体规模扩大。结构上，7 月服务业就业增加 66 万人，制造业就业增加 4 万人，政府就业增加 24 万人，细分行业上看，休闲和酒店业就业增加 38 万人修复程度最大，显示出疫情的负面影响继续收缩，服务业继续接力制造业成为就业修复的主力。相比疫情前，美国就业人数修复比例已近 75%，超过 2013 年 5 月伯南克在国会证词上明确 Taper 预期时的就业修复水平。

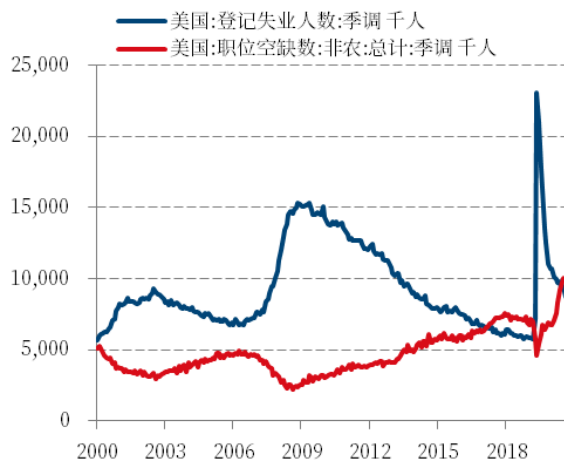
图：非农就业修复比例已近 75%



数据来源：WIND 国信期货

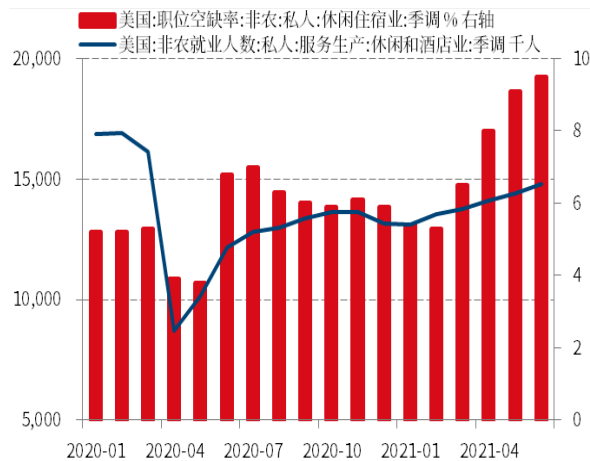
其次，职位空缺数创新高显示出旺盛的劳动力需求，当前就业的主要问题不在于岗位创造（需求）不足，而在于就业意愿（供给）不高。最新的6月职位空缺数创出历史新高达到1007万，凸显出劳动力市场上强劲的需求。而7月的失业人数为900多万人，职位空缺数和失业人数差距缩小的阶段，往往对应着失业人数下降的时期。就业修复的重点行业，休闲酒店业，在就业人数迅速上行的过程中，职位空缺率仍在上升，受疫情扰动较大的行业需求也显著回升。

图：美国职位空缺数持续上行



数据来源：WIND 国信期货

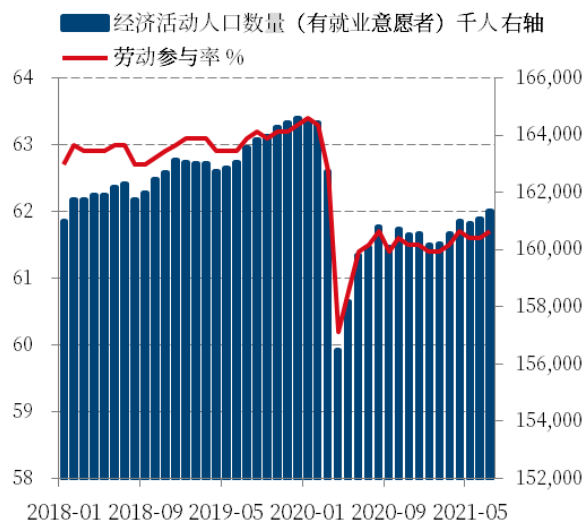
图：休闲酒店业职位空缺率仍走高



数据来源：WIND 国信期货

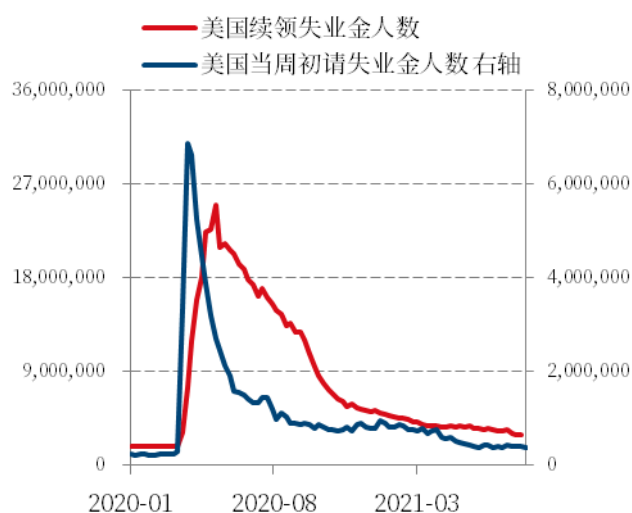
另外，失业补贴到期，对于就业意愿回升的利好还未充分体现。据CNBC报道，9月6日，疫情失业补助(PUA, Pandemic Unemployment Assistance)、疫情紧急失业补偿(PEUC, Pandemic Emergency Unemployment Compensation)将到期，据估算届时将有750万失业者面临补助断供。以最新数据计算，1174万仍在续领失业金，其中仍有866万人领取PUA和PEUC。在补助到期后，领取PUA补贴的人并无资格获得任何其他类型的失业保险，领取PEUC的人在部分州可以申领其他形式的补助，然而这些补贴适用范围和金额较为有限。叠加当前储蓄率已自高位回落，劳动力市场整体就业意愿有望增强，劳动参与率或将从9月起出现显著回升。

图：美国劳动参与率仍处低位



数据来源：WIND 国信期货

图：申领失业金人数已大幅回落



数据来源：WIND 国信期货

（二）美联储表态整体已偏鹰

美联储7月议息会议声明显示，经济已朝着购债缩减取得进展(further progress)，将在未来继续评估进一步实现“重大进展”(substantial further progress)情况，距Taper仅“重大”一词之差。

最新公布的纪要显示，会议对于资产购买做了更多讨论，年内taper概率大幅提升。大多数与会者指出，如果经济发展如预期，今年年内开始Taper可能是合适的。此外还对未来资产购买缩减的具体方式做了讨论，大部分参与者认为同时降低美债和MBS的购买速度较好。实体经济表现上，部分与会者认为通胀目标已经取得“重大进展”未来几个月通胀仍会保持高位，而最大就业目标仍未实现但接近取得，复苏仍存在不均衡现象。

另外，美联储官员近期发言整体表态偏鹰。最近一次鲍威尔的发言，也对当前市场针对复苏最大的忧虑点，疫情表达了看法。他认为COVID仍然伴随着我们，Delta病毒对经济是否会产生重要影响仍不明朗，但人们和企业已经学会了适应。另外大多数美联储官员已均在近两个月的对外发言中提及对购债缩减的看法，

具体节奏上，市场主流预期是9月美联储议息会议正式讨论Taper，并在11-12月的议息会议中开始执行。

表：美联储官员近期发言整体表态偏鹰

	官员	职务	立场	表态
2021有投票权	Powell	主席	中立	COVID仍然伴随着我们，这种情况可能会持续一段时间，但人们和企业已经学会了适应。
	Clarida	副主席	中立	2022年年底将满足美联储加息的条件，美联储将在未来几次会议上评估关于满足减码QE要求的进展。
	Quarles	副主席	中立	
	Waller	理事会成员	中立	对美国经济走出疫情的前景持乐观态度，美联储可能会比一些人认为的更早收回宽松的货币政策。
	Bowman	理事会成员	中立	美国劳动力市场需要一段时间才能从新冠疫情造成的影响中恢复，而经济要完全回到正轨需要做更多工作。
	Brainard	理事会成员	中立	美联储9月经济预测数据非常重要，将对劳动力市场的改善情况更具信心，希望就业能相较于2020年底弥补2/3的缺口，或1/2的相比疫情前的趋势的缺口。
	Williams	New York 联储主席	偏鸽	美国经济尚未达到减少购债的“实质性进一步的进展”标准。
	Evans	Chicago 联储主席	偏鸽	
	Bostic	Atlanta 联储主席	中立	如果没有实际数据证明通胀问题已经到来并且可能持续下去，我们将允许劳动力市场继续前进，我相信这有助于朝着长期的充分就业目标取得进展。
	Barkin	Richmond 联储主席	偏鹰	需求尚未遭受Delta病毒变异影响，在低收入人群中，薪资（上涨）压力比较突出。美国经济在实现美联储目标方面取得进展，劳动力市场还有更多改善空间。
	Daly	San Francisco 联储主席	中立	如今有很多因素影响就业市场，一些父母需要照顾孩子，部分民众担心感染新冠病毒，再加上联邦政府提供失业救济金，不过这些因素不会一直持续下去，随着经济进一步复苏，这些人中的大多数都会回归工作岗位。
2021无投票权	Harker	Philadelphia 联储主席	中立	支持今年晚些时候开始缩债；一年期缩债过程是合理的，即每月削减100亿美元；缩债过程应该“缓慢、有条理”的。
	Kaplan	Dallas 联储主席	偏鹰	应当在9月份宣布关于减码QE的决定从10月份开始行动，美联储的资产购买计划有助于刺激需求，但目前的问题主要在供应。
	Kashkari	Minneapolis 联储主席	偏鸽	关于缩债，问题是何时进行而不是是否缩债，时机将取决于就业市场的进展，今年年底、明年年初开始缩债的可能性是合理的。美联储可能还需要几年的时间才能提高利率。高通胀数据是暂时的，而就业市场“非常疲软”。Delta病毒可能导致经济复苏更加缓慢。
	Mester	Cleveland 联储主席	中立	随着经济的一些部分重新开放，我们正在经历供应中断，这推高了价格，再次引发了通胀担忧。然而，真正的问题是，这种价格上涨是否将导致通胀持续上升。
	Rosengren	Boston 联储主席	偏鹰	如果再有一份强劲的劳动力市场报告，会支持9月份宣布准备启动减码计划。从10月或11月开始放慢购买速度是合适的，然后到2022年年中之前结束该计划。
	George	Kansas 联储主席	偏鹰	美联储购债进入尾声，随着经济复苏，货币政策必须从非常宽松状态向更中性的状态转变。
	Bullard	St. Louis 联储主席	偏鹰	现在应该更早开始、更快行动，美联储应该在明年一季度前完成购债缩减。

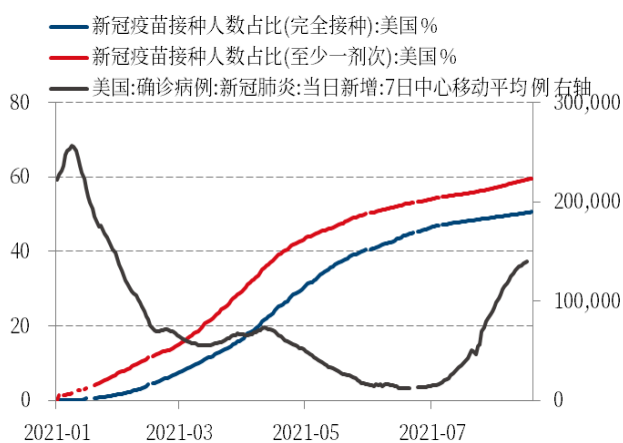
数据来源：信息来自网络 国信期货整理

（三）疫情反弹之际，或缓和鲍威尔 Taper 预期释放节奏

本次 Jackson Hole 会议恰逢美国疫情反弹之际，其对经济复苏的影响仍待观察，鲍威尔或将暂时淡化对 Taper 信号的释放。近期随着 Delta 病毒变异，美国日新增确诊人数持续回升至近 15 万人，向 2021 年年初高点逼近，本次疫情反弹过程中，进入 ICU 病例数大幅走高逼近疫情爆发以来高点，死亡人数也自低点出现一定反弹。美联储鹰派官员 Kaplan 观点也有所转变，从呼吁尽早 taper，到表示密切关注新冠病毒 Delta 变体对经济的任何影响，如果经济增长大幅放缓，可能需要“稍微”调整他对政策的看法。疫情不确定性下，或将暂时缓和鲍威尔在 Jackson Hole 上关于 taper 信号的释放。然而需要注意的是，随着疫苗接种铺开，以及近期美国疫情出现一定的见顶迹象，疫情反弹的冲击或仅为扰动而非对货币政策的逆

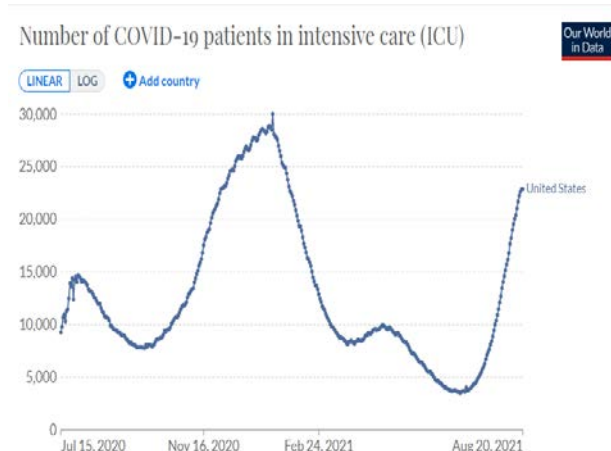
转。

图：美国日新增确诊人数反弹至 15 万高位



数据来源：WIND 国信期货

图：进入 ICU 病例数大幅走高逼近疫情爆发以来高点



数据来源：WIND 国信期货

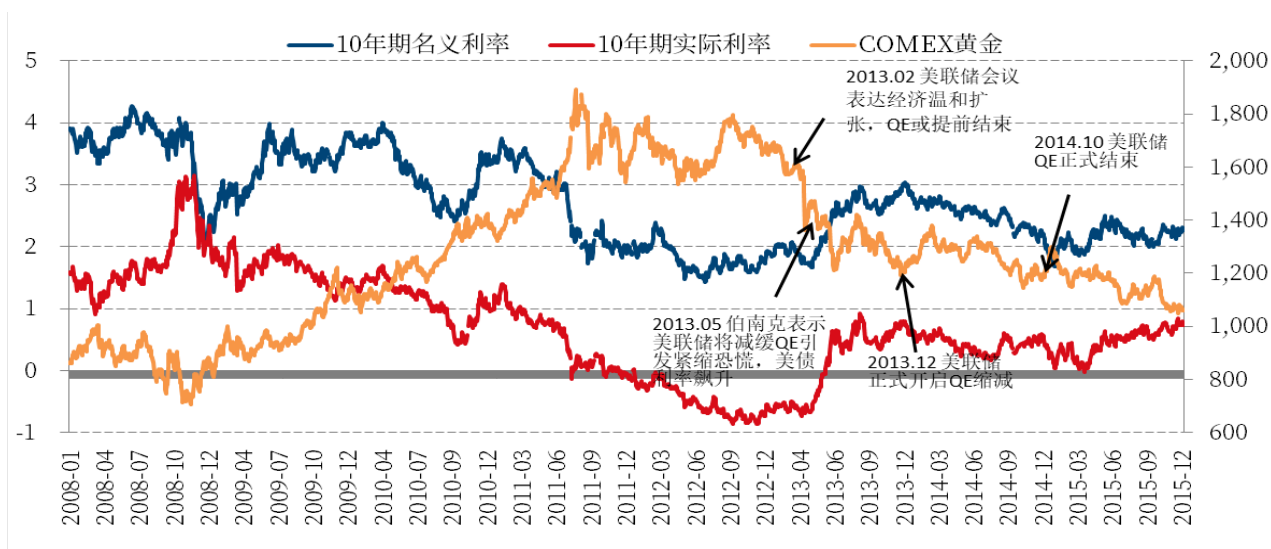
三、对贵金属资产价格影响探讨

对贵金属而言，总的来说，Jackson Hole 上鲍威尔是否释放更多 Taper 的暗示信息更多是回调节奏上的影响，难以在货币政策调整阶段，影响贵金属的整体方向。

若本次央行年会上，鲍威尔讨论 taper 进一步强化预期，贵金属可能在短期内进一步下跌。复盘美国上一轮 taper 过程，主要分 3 个阶段。（1）市场预期 taper （2）美联储给出 taper 预期 （3）美联储正式执行 taper，资产购买结束，美联储资产负债表规模见顶。其中，黄金在第一阶段市场对 taper 预期增强阶段，及第二阶段美联储给出 taper 预期但尚未落地阶段跌幅最大，累计跌幅近 23%，等 Taper 正式落地后，黄金以底部震荡为主，跌幅极为有限。若美联储在 Jackson Hole 央行年会上给出 taper 的预期，将意味着第二阶段起点渐近，9 月正式讨论 Taper 概率极大，黄金仍将承压。

若本次 Jackson Hole 央行年会上鲍威尔未给出更多 Taper 的暗示信息，甚至强调 Delta 病毒变异的负面影响，市场情绪将大幅缓和，贵金属或表现出短期内阶段性震荡偏强。但这更多的仅为预期的扰动而非逆转，货币政策调整趋紧的方向明朗，贵金属中期承压态势仍不变，贵金属或迎来逢高布局空单的机会，8 月非农就业数据及 9 月美联储议息会议成为下一个重要观测和交易窗口。

图：上一轮 Taper 中的黄金



数据来源：网络新闻整理 WIND 国信期货

表：上一轮 Taper 中黄金、10 年期美债、10 年期 TIPS 实际利率和隐含通胀预期表现

阶段	市场预期 taper	美联储给出 Taper 预期	美联储开始执行 Taper
时间	2013. 2. 20-2013. 5. 22	2013. 5. 23-2013. 12. 17	2013. 12. 17-2014. 10. 29
COMEX 黄金	-14%	-10%	-2%
10 年期美债利率	+7.5bp	+87bp	-57bp
10 年期通胀预期	-27bp	-9bp	-26bp
10 年期实际利率	+28bp	+91bp	-25bp

数据来源：WIND 国信期货

当前实际利率仍在历史低位附近徘徊，在美联储通胀取得进展的情况下通胀预期已见顶逐步回落，长端美债利率等待 9-10 月债务上限问题解决后 TGA 账户“吸水”，重获上升动能，未来实际利率仍易涨难跌，贵金属中期承压态势难改。需要注意的是，贵金属真正的做空风险在于疫情持续反弹，若对劳动力市场需求端显示出较强的实质性冲击（如新增就业人数增加不及预期、岗位数减少），促使 taper 进程出现延后，贵金属价格或面临反弹风险。

图：COMEX 金价与 10 年期实际利率负相关



数据来源：WIND 国信期货

图：美国财政部存款账户 (TGA) 下降释放流动性或延续至 9-10 月



数据来源：WIND 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。