

策略点评 20250905

美联储降息之箭已在弦，全球钱往哪里跑？

2025 年 09 月 05 日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

■ **JacksonHole 会议基调偏“鸽”，承认劳动力市场风险正在上升，暗示将于 9 月开启降息。**我们认为除非在 9 月议息会议前，8 月就业数据显著增强（目前市场预期为新增 7.5 万人），且通胀环比增速 $>0.4\%$ ，否则降息已成定局。考虑当前美国经济并未显著放缓，外部关税压力尚未完全传导至通胀，此次降息更接近“预防式”性质，而非“衰退式”（图 1）。

■ **展望未来，若 9 月美联储降息，全球大类资产可能如何演绎？**我们更偏向于认为 1) 发达市场 $>$ 新兴市场；2) 美股 $>$ 美债 $>$ 黄金 $=$ 美元；3) 中国资产主要还是“以我为主”。

1、发达市场 $>$ 新兴市场。首先，历史平均来看（图 2），鸽派宽松信号释放后的 1-3 个月，发达市场的上涨弹性更大。其次，我们复盘预防式降息下，发达市场表现相对占优（图 3）。典型的，2024 年 9 月，美联储预防式降息，且全球流动性充裕的情况下，发达市场明显跑赢新兴市场（图 4）。基于 2025 年 9 月是预防式降息的假设，全球流动性宽裕，发达市场企业盈利有韧性的背景下，我们预计发达市场很有可能再次跑赢新兴市场。

2、美股：鸽派信号强化风偏，预防式降息下，受益于经济逐步企稳，美股弹性较大。以史为鉴，过去 16 次 JacksonHole 会议，10 次定调偏鸽的会议中，标普 500 在会议后 1 个月，上涨幅度平均达 1.3%，会议后 3 个月内涨幅更大，平均达 5.5%（图 5）。

1) 风格上，大盘 $>$ 小盘？历史上看预防式降息后的 3-6 个月，大盘的胜率更高（图 6）。不过，这次可能不一样，主要考虑：一是对利率敏感的小盘股企业盈利改善预期明显（图 7）；二是小盘股上涨幅度与宏观经济基本面预期息息相关。目前美国经济已经开始“复苏”的迹象，若经济领先指标进一步回升，指向经济“复苏”，小盘的上涨的弹性更为明显（图 8）。

2) 行业上，信息技术、医疗保健等成长股以及金融为代表的周期板块表现往往更优，对利率变动更加敏感，更加受益于降息带来的流动性宽松（图 6）。

3、美元：不一定下行。一是，降息并不一定导致美元大幅走弱（图 10）。二是，从历史看，美元在鸽派会议一周后平均小幅下跌（-0.03%）转为上涨，未来一个月和三个月平均上涨 0.25%、1.63%。三是，本轮降息有利于改善美国经济，如果美国经济韧性好于非美国国家，我们预计美元走势相对平稳。

4、美债：短端利率下行空间更大。鲍威尔释放鸽派信号后，2 年期美债利率已进入技术性下行通道，相较之下，我们预计长端利率下行幅度有限。在预防式降息周期中，长端美债通常提前定价降息，在降息落地后的 1-2 个月内价格涨幅收窄。此外期限溢价（财政赤字、美元信用及美联储政策独立性等）也在一定程度上制约了长端利率的下行空间（图 11）。

5、中国资产：降息是“锦上添花”，“以我为主”是主线。中国市场当前不缺流动性，未来潜在增量资金入市更取决于经济基本面叙事。从 2000 年以来的 4 轮降息周期看：

1) **A 股：**整体而言，成长方向优于价值；利率敏感的医药生物、电子往往在降息后 6 个月内表现更出色（图 12）。

2) **港股：**降息后，资讯科技业无论是短期还是长期的表现都更优，必需性消费和医疗保健在中长期展现出更稳健的上涨趋势（图 13）。

6、黄金：上涨还需催化剂。一是，市场已充分定价降息次数（2.4 次），全年降息次数很难进一步上调；二是，基于美元不一定走弱的预期判断，黄金进一步上涨的动能相对有限；三是，贸易政策和全球地缘政治问题暂时趋缓。另外，历史上预防式降息下，美国经济实现“软着陆”，黄金涨幅明显低于“衰退式降息”（图 14）。

■ **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储降息不及预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

相关研究

《上半年，汇金买了哪些 ETF？——资金流向和中短线指标体系跟踪（十七）》

2025-09-02

《并购重组跟踪（三十四）》

2025-09-01

图1：美国历次降息周期一览

历次降息周期一览					
降息周期	首次降息	最后一次降息	持续时间(日)	降息幅度 (bp)	降息类型
1981/6-1982/12	1981/6/1	1982/12/15	562	1150	衰退式降息
1984/9-1986/8	1984/9/20	1986/8/21	700	563	预防式降息
1987/11-1988/2	1987/11/4	1988/2/11	99	81	预防式降息
1989/6-1992/9	1989/6/6	1992/9/4	1186	681	衰退式降息
1995/7-1996/1	1995/7/6	1996/1/31	209	75	预防式降息
1998/9-1998/11	1998/9/29	1998/11/17	49	75	预防式降息
2001/1-2003/6	2001/1/3	2003/6/25	903	550	衰退式降息
2007/9-2008/12	2007/9/18	2008/12/16	455	500	衰退式降息
2019/8-2019/10	2019/8/1	2019/10/31	91	75	预防式降息
2020/3	2020/3/3	2020/3/16	13	150	衰退式降息
2024/9	2024/9	-	349	100	预防式降息

数据来源：Bloomberg，美联储，东吴证券研究所

图2：历次 JacksonHole 全球央行年会，全球各类资产的表现

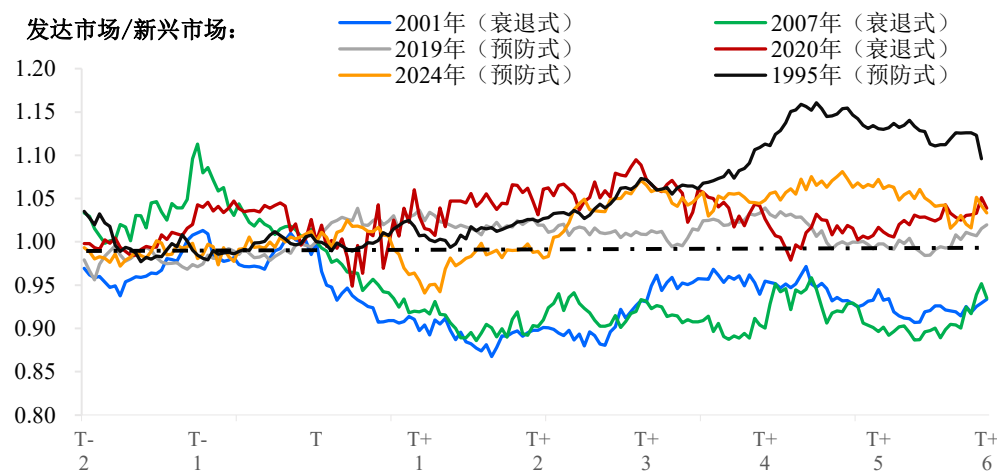
历次JacksonHole会议前后，资产价格表现																				
年份		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	平均涨跌幅	
信号属性		偏鸽	偏鸽	偏鸽	偏鸽	中性	偏鸽	偏鸽	偏鹰	中性	偏鹰	偏鸽	偏鸽	偏鸽	偏鹰	偏鹰	偏鸽	偏鸽		
降息属性		/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	预防式	衰退式	/	/	/	预防式	预防式	偏鹰	偏鸽
MSCI发达市场	前一个月	6.8	-4.6	-13.9	1.4	-1.5	0.1	-4.8	1.4	-0.8	0.5	-3.0	5.7	1.0	4.4	-4.3	0.6	1.5	0.48	-1.07
	前一周	0.4	-3.8	-3.8	-1.2	-1.9	1.9	-4.4	-0.3	-0.7	1.6	2.2	2.0	1.0	-1.9	-0.7	2.4	-1.1	-0.31	-0.32
	后一周	3.3	4.2	3.0	1.1	-0.6	0.5	0.4	-0.4	0.9	1.2	-0.1	-0.8	1.1	-4.6	1.6	0.0	-	-0.55	1.28
	后一个月	8.4	10.2	-6.3	2.2	4.9	0.3	-1.3	-0.1	2.7	2.0	2.9	-4.9	-0.7	-10.9	-2.0	1.3	-	-2.72	1.20
	后三个月	11.5	13.8	-5.6	1.6	8.2	-0.6	5.0	-1.2	5.6	-7.9	6.5	5.9	2.3	-1.4	2.3	2.8	-	-2.08	4.32
MSCI新兴市场	前一个月	3.7	-2.0	-15.3	-0.5	-3.3	1.8	-8.9	3.3	1.7	-2.0	-7.4	4.1	-1.1	1.7	-3.1	1.4	0.7	-0.02	-2.41
	前一周	-0.4	-2.8	-5.0	-2.6	-4.7	1.0	-3.3	-1.3	2.1	2.4	1.2	1.6	0.4	-1.2	0.7	2.3	-1.2	0.16	-0.76
	后一周	2.6	3.4	6.1	-0.3	-0.4	0.2	1.8	-0.6	1.1	0.7	-1.3	-0.9	2.9	-0.9	1.0	-0.5	-	0.05	1.39
	后一个月	11.7	9.4	-11.9	5.2	9.6	-2.9	0.2	2.3	2.5	0.1	3.9	-5.4	-0.8	-8.0	-0.6	0.5	-	-1.57	0.99
	后三个月	19.3	13.9	-9.5	4.0	10.3	-8.8	6.2	-4.6	7.5	-7.2	7.0	8.8	-1.7	-5.4	1.4	-0.6	-	-3.93	3.87
标普500	前一个月	5.9	-6.1	-13.3	1.0	-2.3	0.9	-3.9	0.2	-1.3	1.8	-2.1	7.6	1.1	5.9	-3.9	0.1	1.0	0.98	-0.87
	前一周	0.2	-4.3	-2.9	-1.0	-1.7	2.3	-4.4	-0.4	-1.2	1.4	2.9	3.3	1.6	-1.8	-0.6	2.1	-1.5	-0.37	-0.03
	后一周	3.5	3.3	2.3	1.5	-0.3	0.5	0.5	-0.2	1.1	1.4	0.0	-0.7	0.9	-4.2	1.6	-0.5	-	-0.36	1.13
	后一个月	7.2	8.8	-3.5	2.1	4.1	1.2	-0.5	-0.5	2.4	2.4	2.3	-5.2	-0.9	-10.8	-2.6	1.5	-	-2.89	1.31
	后三个月	11.4	13.6	-1.3	0.0	8.4	3.1	7.6	1.3	6.3	-7.4	6.3	4.3	4.6	-2.7	2.7	5.3	-	-1.52	5.48
美元	前一个月	-0.5	1.0	0.2	-1.4	-0.9	2.0	-0.8	-2.6	-0.8	1.1	1.0	-0.7	0.5	1.8	2.6	-2.7	0.8	0.69	-0.14
	前一周	-0.5	0.8	0.6	0.2	-0.3	0.7	-0.7	0.0	-0.2	-1.1	0.2	0.0	-0.1	1.7	0.5	-1.1	0.9	0.27	0.01
	后一周	-0.5	-0.9	0.7	-0.5	0.8	0.3	1.1	0.9	-0.6	-0.4	0.2	-0.1	-0.7	0.9	0.2	0.2	-	0.41	-0.03
	后一个月	-2.6	-4.7	5.7	-2.0	-1.1	3.1	1.0	0.8	-1.1	-0.9	0.2	1.8	0.5	4.0	2.2	-0.4	-	1.51	0.25
	后三个月	-4.4	-4.1	6.8	-1.5	-0.4	6.5	4.6	7.3	0.0	1.7	-0.4	-1.0	4.3	-2.3	0.5	5.4	-	1.79	1.63
A股（沪深300）	前一个月	-12.4	1.4	-2.2	-5.3	4.6	8.7	-16.1	2.4	-0.2	-5.8	0.3	4.5	-2.5	-2.3	-2.1	-5.7	5.0	-1.96	-2.94
	前一周	-7.4	-3.0	0.6	-3.7	-1.9	-0.2	-17.5	-1.9	0.9	0.9	3.0	-0.2	-1.9	-2.4	-2.5	0.1	2.7	-1.48	-3.01
	后一周	4.7	2.8	0.9	0.1	0.4	-2.3	11.2	-0.8	1.8	1.3	0.2	2.4	-0.6	-0.9	1.9	-1.3	-	0.34	1.81
	后一个月	6.1	0.5	-5.0	3.5	5.4	2.5	6.8	-1.6	2.2	3.1	4.1	-2.9	-1.0	-5.5	1.1	-3.6	-	-0.73	1.10
	后三个月	20.4	11.7	-8.0	-3.9	5.0	7.2	25.0	4.4	12.6	-2.5	3.3	4.3	0.4	-7.6	-4.1	20.0	-	-2.45	8.05
港股（恒生指数）	前一个月	4.2	-1.1	-11.4	-0.2	2.2	6.9	-10.3	3.7	2.5	-1.6	-8.2	2.8	-3.0	-2.9	-2.4	0.0	0.4	-0.81	-2.02
	前一周	-0.5	-2.0	-2.6	-1.7	-2.9	0.4	-5.7	0.1	0.4	1.7	3.0	0.4	-1.7	0.2	-0.6	3.1	-2.0	0.34	-0.74
	后一周	1.4	1.1	5.7	-2.9	-0.5	-1.7	-0.7	1.5	2.1	0.8	-2.2	-1.9	1.5	1.7	3.0	2.3	-	1.76	0.28
	后一个月	8.4	7.2	-9.2	5.3	7.7	-3.4	0.5	3.8	1.7	0.1	0.6	-8.9	-5.8	-6.9	1.2	5.0	-	-0.46	-0.03
	后三个月	14.5	11.6	-8.2	9.7	8.6	-7.1	6.7	-0.6	9.5	-7.0	2.4	4.6	-3.9	-9.1	-0.6	13.3	-	-4.33	4.35
黄金	前一个月	-0.7	4.5	9.2	2.0	2.9	-2.9	2.6	-0.2	2.4	-2.8	5.7	0.3	-0.3	3.1	-0.9	5.1	-0.7	-0.19	2.54
	前一周	-1.1	0.7	-1.7	1.0	3.2	-2.8	-0.3	-1.8	0.7	0.6	-1.3	-1.7	0.6	-0.3	0.9	1.6	-0.7	-0.15	-0.50
	后一周	0.3	0.8	4.1	2.4	2.7	-0.4	0.0	-0.9	2.5	0.2	1.4	-0.8	1.2	-3.0	0.9	0.3	-	-0.69	0.92
	后一个月	7.3	5.0	-4.2	6.7	-2.0	-6.0	1.9	0.9	0.4	0.0	0.6	-4.5	-2.3	-6.2	-0.2	3.9	-	-1.39	0.83
	后三个月	21.2	9.3	-2.6	3.6	-9.3	-8.7	-4.8	-10.7	-0.2	1.9	-2.9	-7.5	-0.1	-0.6	2.2	4.2	-	-1.78	1.16
10年期美债（bps）	前一个月	-8	-58	-76	12	37	-7	-8	1	-14	-13	-46	15	9	22	32	-39	-2	10.50	-20.60
	前一周	-17	-8	15	-5	13	1	9	5	0	-5	10	9	10	15	-7	-6	4	2.00	1.80
	后一周	5	13	-8	5	-15	-7	0	-1	-7	4	-12	-11	-5	23	-14	1	-	3.00	-1.90
	后一个月	7	4	-32	1	-18	16	-8	1	3	26	10	-7	14	85	32	-11	-	36.00	-0.60
	后三个月	-6	43	-34	0	-10	-5	5	78	13	24	11	14	30	68	19	55	-	47.25	11.30

注 1：除了 10 年期美债收益率外，其他资产的期间价格表现单位为%；黄金为 Comex 黄金

注 2：历次 JacksonHole 会议表态倾向及具体内容，详见附录 1

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

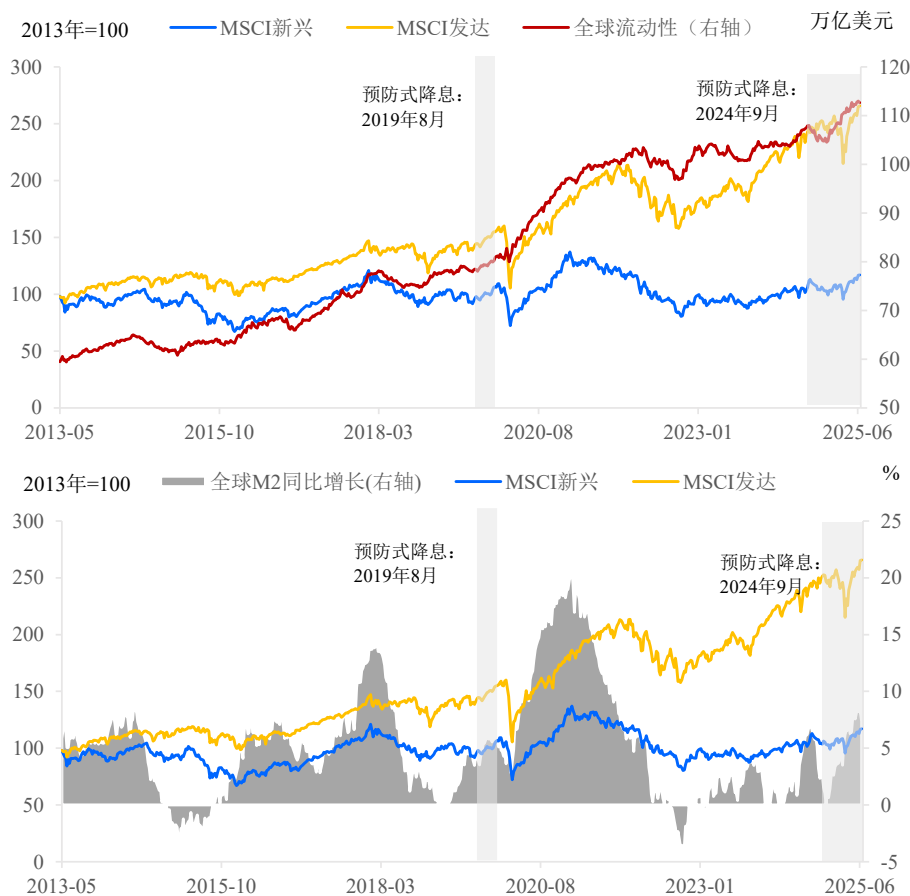
图3：预防式降息背景下，发达市场涨幅相较于新兴市场较好



注：T为降息当日，前后加减数字为降息前后月数；数值>1表示发达市场表现更好，反之新兴市场表现更好。

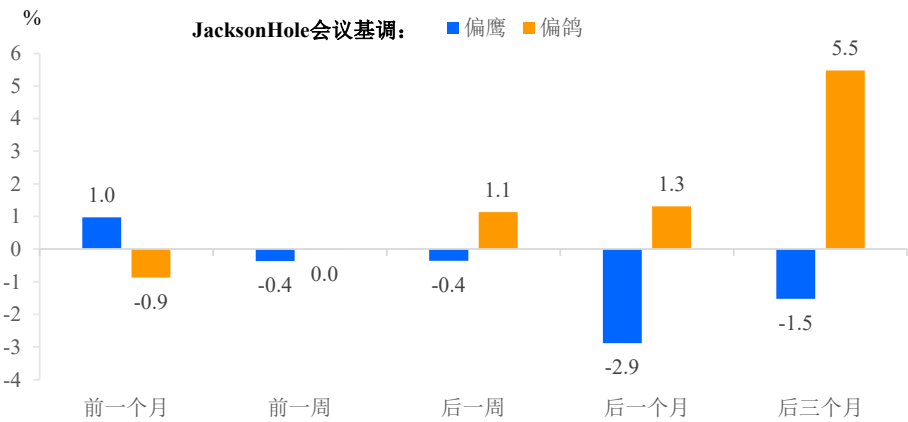
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：全球流动性充裕的情况下，发达市场明显跑赢新兴市场



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：不同会议基调下，标普 500 平均涨跌幅



注：会议定调“偏鹰”或“偏鸽”详情参考附录 1

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

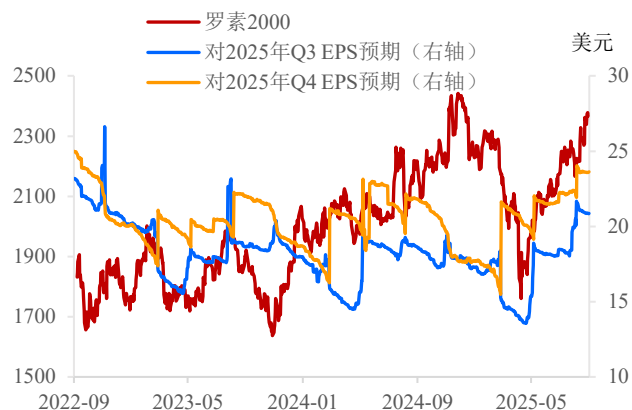
图6：美国降息前后，美股及其行业涨跌幅变化

	1995年7月			1998年9月			2019年8月			2024年9月		
	降息前3月	降息后3月	降息后6月	降息前3月	降息后3月	降息后6月	降息前3月	降息后3月	降息后6月	降息前3月	降息后3月	降息后6月
标普500	9.5	5.1	11.3	-7.9	18.4	24.9	1.0	3.8	9.2	2.7	7.7	1.0
罗素2000	9.8	5.5	9.1	-19.4	12.0	9.2	-1.6	2.5	4.1	9.4	5.8	-6.3
罗素2000成长							0.9	-3.3	2.8	10.6	6.8	-3.5
信息技术	28.9	-1.8	-6.1	2.1	32.5	48.5	2.3	5.3	18.7	-4.0	12.1	-0.9
金融	9.9	14.7	15.9	-19.1	18.7	27.5	-0.5	5.3	8.4	8.9	8.7	8.7
医疗保健	7.2	16.8	26.1	0.6	11.8	15.8	2.4	4.0	9.4	6.1	-10.4	-5.6
可选消费	8.4	-1.2	2.9	-15.1	25.9	40.4	0.0	1.5	5.3	5.3	26.6	1.5
电信服务	4.9	12.3	24.5	7.7	27.7	30.6	1.2	2.9	8.6	-0.8	17.4	9.4
工业	9.0	1.1	11.9	-11.4	14.1	19.3	-1.6	5.2	6.5	7.0	3.3	0.9
必选消费	7.2	8.7	16.2	-14.1	20.6	14.6	3.7	3.1	6.6	7.6	-0.4	-0.9
能源	4.0	0.9	13.3	-2.3	-0.9	5.0	-5.6	-3.2	-10.3	-2.1	-2.0	3.1
公用事业	5.8	3.8	11.9	3.5	2.1	-5.8	3.5	6.6	14.8	12.5	-2.3	1.0
房地产							4.1	4.4	4.9	17.2	-5.5	-5.8
原材料	9.9	-3.6	0.2	-11.3	-1.4	0.5	2.9	1.8	-0.4	4.3	-5.9	-7.0

注：单位为%

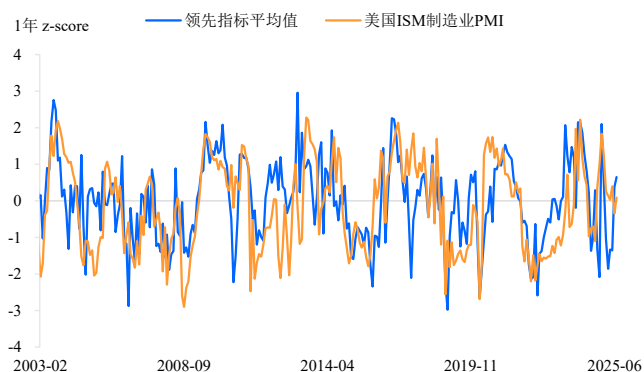
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：市场预期小盘股企业盈利改善



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：领先指标显示，美国经济可能开始复苏



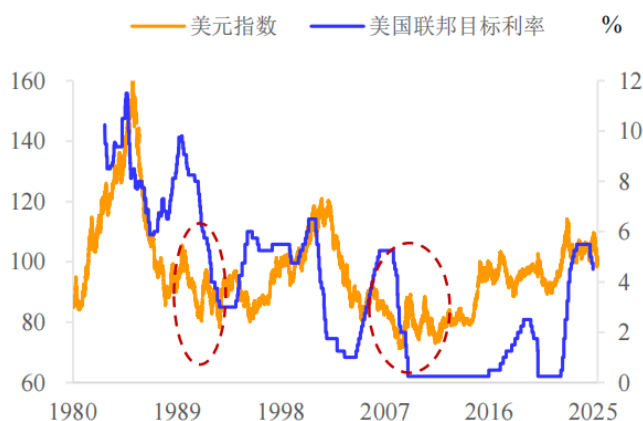
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图9：美国年内至少还有2次降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
9/17/2025						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.3%	0.7%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.3%	42.4%	0.3%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	49.0%	44.6%	6.4%	0.0%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	46.9%	26.8%	3.4%	0.0%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	37.0%	35.1%	13.1%	1.4%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	22.2%	36.3%	26.9%	8.7%	0.9%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.3%	31.4%	30.1%	15.0%	3.6%	0.3%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	1.2%	8.0%	21.8%	31.0%	24.6%	10.8%	2.4%	0.2%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.5%	4.0%	13.7%	25.6%	28.3%	18.9%	7.4%	1.5%	0.1%	0.0%
10/28/2026	0.1%	1.1%	5.7%	15.8%	26.1%	26.7%	16.9%	6.3%	1.3%	0.1%	0.0%
12/9/2026	0.2%	1.7%	7.0%	17.1%	26.1%	25.4%	15.5%	5.7%	1.1%	0.1%	0.0%

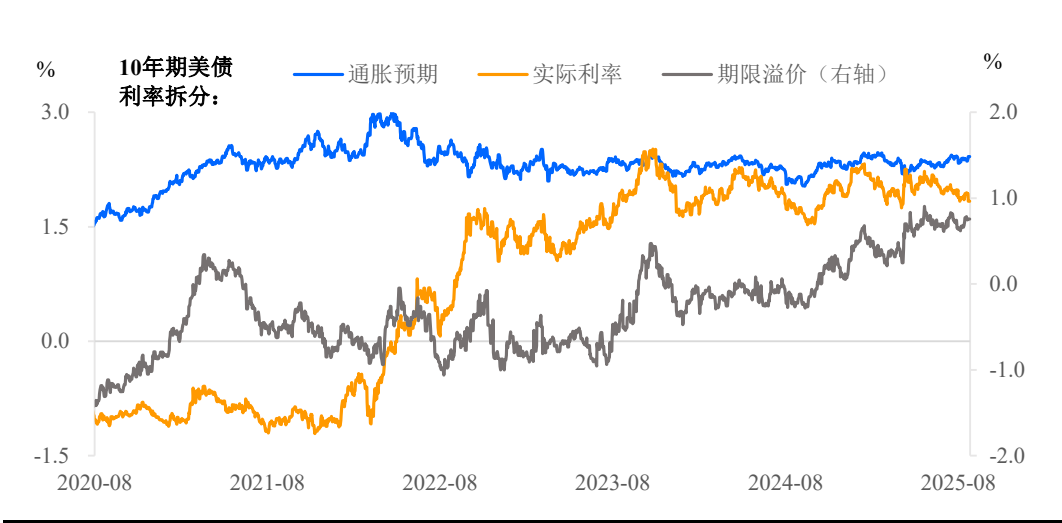
数据来源：CME，东吴证券研究所

图10：美国降息不一定削弱美元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：长端美债利率中，期限溢价阻碍其大幅下降空间



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：2000年以来，4轮美联储降息周期中A股各行业表现

申万一级行业	平均涨跌幅 (%)		
	降息后1个月	降息后3个月	降息后6个月
建筑材料	-4.1	-3.7	7.8
电力设备	-2.6	-2.3	11.5
美容护理	1.9	8.3	15.5
商贸零售	-2.8	0.8	3.1
房地产	-6.1	-8.5	-6.0
食品饮料	3.4	9.9	20.0
轻工制造	-4.9	-3.2	4.8
医药生物	-0.8	3.9	14.7
基础化工	-1.7	-1.4	7.7
电子	-6.0	-3.0	10.1
社会服务	-6.6	-2.3	15.4
钢铁	-4.6	-7.1	-7.2
国防军工	-0.4	-3.8	4.4
环保	-5.6	-5.9	0.2
计算机	-6.6	-2.7	4.6
农林牧渔	0.2	2.0	11.1
纺织服饰	-3.6	-6.1	-2.3
机械设备	-3.7	-4.3	1.6
传媒	-5.4	-2.8	4.4
综合	-6.0	-6.6	3.3
建筑装饰	-3.6	-6.6	-5.5
有色金属	-0.9	-8.2	-1.1
非银金融	2.7	-4.7	-6.8
汽车	-4.7	-5.5	0.7
交通运输	-3.3	-3.6	-4.2
公用事业	-2.6	-4.5	-3.9
石油石化	0.9	-3.7	-4.0
家用电器	-6.9	-2.4	1.9
银行	-1.4	0.9	-5.3
通信	-3.0	-4.2	-3.2
煤炭	-2.9	-10.5	-7.5

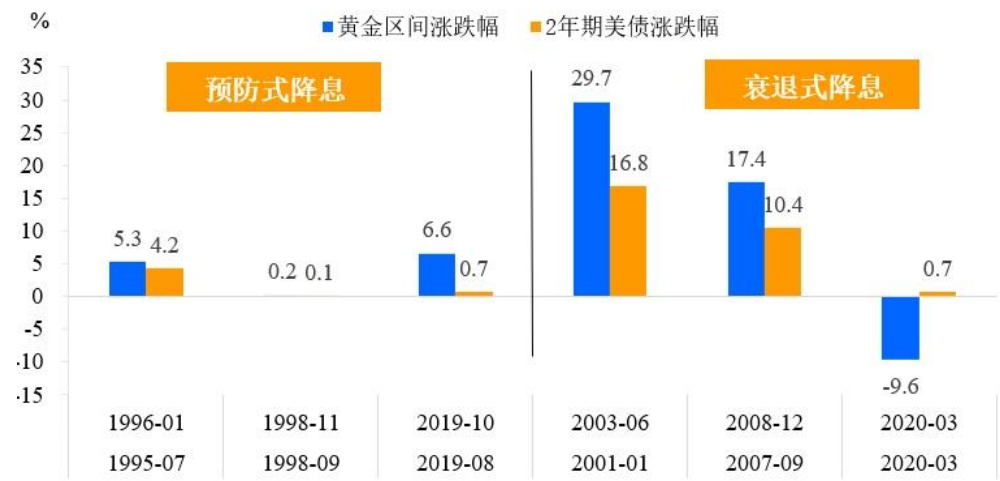
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2000年以来，4轮美联储降息周期中港股各行业表现

恒生一级行业	平均涨跌幅 (%)		
	降息后1个月	降息后3个月	降息后6个月
工业	1.3	-2.4	-2.8
资讯科技业	9.4	3.7	11.1
地产建筑业	-2.1	-6.1	-9.2
电讯业	10.2	-4.8	-3.3
非必需性消费	0.1	-4.6	-0.3
必需性消费	0.3	8.4	6.9
医疗保健业	-0.3	6.5	3.2
原材料业	-3.6	-4.3	9.1
综合企业	-3.7	-9.7	-13.7
金融业	0.1	-8.3	-10.6
公用事业	-2.1	-0.9	-2.2
能源业	6.2	0.6	0.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：软着陆的经济背景下，黄金涨幅不如衰退时期下的黄金涨幅



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

附录:

图15: 历次 JacksonHole 全球央行年会, 主题及会议基调

主题及关键信号				
序号	年份	主题	释放信号	信号属性
1	2009	《金融稳定与宏观经济政策》	会议聚焦于危机后的政策反思。伯南克成功安抚市场, 为后续的宽松政策铺路, 奠定了“央行看跌期权”的预期	偏鸽
2	2010	《危机后的宏观经济政策挑战》	明确释放QE2信号	偏鸽
3	2011	《实现长期最大增长》	在全球市场动荡和债务危机阴影下, 伯南克未推出QE3, 但延长了会议时间讨论额外刺激工具	偏鸽
4	2012	《政策格局的变化》	为QE3强力辩护。他明确表示“严重关切”劳动力市场, 为9月宣布QE3奠定了坚实基础	偏鸽
5	2013	《非常规货币政策的全球影响》	市场预期他会给出Taper (缩减QE) 的清晰路径。但他未提供新的时间表, 选择回避	中性
6	2014	《重新评估劳动力市场动态》	演讲主要关注劳动力市场深度研究, 未提供明确的政策前瞻指引	偏鸽
7	2015	《通胀动态与货币政策》	官员的言论被解读为9月加息可能性大降, 安抚了市场。	偏鸽
8	2016	《构建稳健的货币政策框架》	耶伦表示“加息的理由在近几个月已增强”。这与当时市场的温和预期形成鲜明对比	偏鹰
9	2017	《促进动态全球经济》	耶伦主要捍卫金融监管, 未谈货币政策。德拉吉对经济表示乐观, 但未给出退出QE的明确信号	中性
10	2018	《市场结构变化及其对货币政策的影响》	鲍威尔首次在杰克逊霍尔讲话。他声称经济过热风险很低, 当前渐进加息的路径是合适的, 其自信的言论巩固了加息预期	偏鹰
11	2019	《货币政策的挑战》	在复杂的贸易环境下, 鲍威尔承诺美联储将“采取适当行动维持扩张”	偏鸽
12	2020	《未来十年的政策导航: 对货币政策的启示》	宣布美联储货币政策框架的重大变革, 采用“平均通胀目标制”(AIT)	偏鸽
13	2021	《不均衡经济中的宏观经济政策》	市场预期他会明确宣布Taper。但他虽然表示“今年 taper 可能是合适的”, 但极力淡化与加息的联系, 语气比预期更为谨慎和鸽派	偏鸽
14	2022	《重新评估经济与政策的制约因素》	市场期待美联储可能放缓加息。鲍威尔直言“必须坚持加息直至大功告成”	偏鹰
15	2023	《全球经济结构性转变》	鲍威尔表态谨慎, 称通胀仍太高, 承诺“必要时进一步加息”, 但也承认风险已更双向平衡。整体符合9月暂停加息的预期。	偏鹰
16	2024	《重新评估货币政策的有效性和传导机制》	鲍威尔强调就业的下行风险有所增加, 政策调整时机已至, 美联储会竭尽全力托举劳动力市场	偏鸽
17	2025	《转型中的劳动力市场: 人口结构、生产力和宏观经济政策》	鲍威尔表示“风险平衡的变化可能要求调整政策立场”, 就业下行风险上升, 关税对通胀的影响或是“一次性”的	偏鸽

数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>