

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

鲍威尔于杰克逊霍尔“最后演讲”：为何市场读懂了降息，却忽视了滞胀风险？

联合资信 研究中心 |

最新美国 CPI 与 PPI 升温而就业放缓，滞胀阴影浮现。鲍威尔杰克逊霍尔演讲承认经济放缓与关税推升通胀，但强调关税“一次性冲击”，为降息铺路。市场解读分裂：股市狂欢于流动性预期，债市却异常平静——这背后或是美财政部以关税收入压制利率的短期操作，扭曲了市场信号。这种政策干预虽暂稳债市，却以压缩企业利润为代价，恐难持续。对中国而言，美政策不确定性加剧，我更需坚持底线思维，以充裕的政策空间和扩大内需应对变局，同时扩大开放把握机遇，激活香港金融市场、助力科技融资。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



在当前复杂多变的经济形势下，对美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上的观点进行剖析，具有重要的现实意义。从最新公布的数据来看，美国经济滞胀风险正在走高。7月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.7%，连续数月维持在较高水平，且核心 CPI 同比涨幅扩大至 3.1%，显示通胀压力顽固；生产者价格指数（PPI）环比大涨 0.9%，三年新高，同比上涨 3.3%，反映企业生产成本上升。然而，就业市场却亮起红灯，7月非农部门新增就业仅 7.3 万人，远低于预期，5月和6月非农就业数据大幅下修，过去三个月平均新增非农就业仅 3.5 万人¹，较 2024 年每月 16.8 万的水平大幅下滑，失业率虽小幅上升至 4.2%，但就业市场整体降温趋势明显。在这一背景下，鲍威尔此次美联储主席任期内的最后一次央行年会演讲备受关注，在美联储风雨飘摇中，他将留下什么样的“经济遗产”。

一、鲍威尔核心观点

在杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔阐述了美联储对当前经济形势的评估和政策立场。他的讲话主要围绕以下几个方面：

就业市场

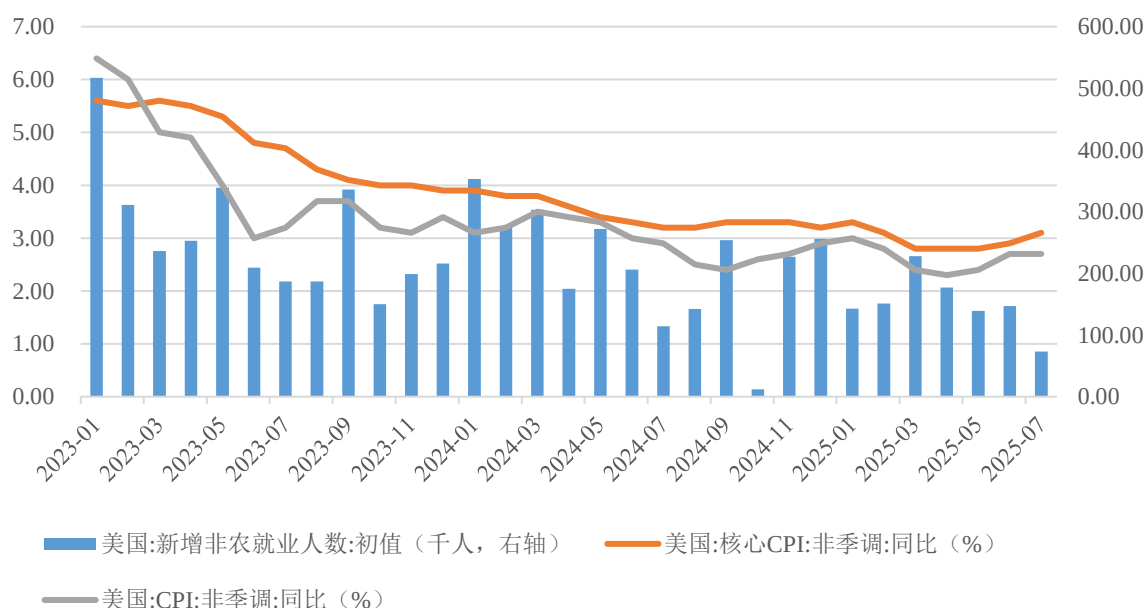
鲍威尔明确指出，**美国劳动力市场已经出现显著放缓**。他在讲话中强调：“劳动力市场与经济增长已出现显著放缓”。这一判断与近期就业数据表现一致。鲍威尔特别提到，就业市场的下行压力可能成为美联储调整政策立场的关键因素。他甚至表示“就业的下行风险正在上升。如果这些风险成为现实，可能会导致裁员大幅增加和失业率上升”。值得注意的是，他不仅关注总体就业数据，还关注就业质量、工资增长和劳动力参与率等多维度指标。这种全面的评估框架有助于更准确地把握劳动力市场的真实状况，为货币政策决策提供更可靠的依据。

关税与通胀

在通胀方面，鲍威尔展现了更为复杂的观点。他明确指出“**关税已推高部分商品价格**”，并引用数据称，“截至 2025 年 7 月的过去 12 个月核心个人消费支出 (PCE) 物价指数累计同比上涨 2.9%”。这表明美联储已经认识到贸易政策变化对通胀的实质性影响。然而，鲍威尔对关税影响的评估保持了相对谨慎的态度。他强调：“**关税效应可能是一次性冲击，但若通胀预期被推升，风险不可忽视**”。这一表述表明美联储正在试图区分临时性的价格冲击和持续性的通胀压力。鲍威尔还指出，美联储需要“**确保不会让一次性物价上涨演变成长期通胀问题**”。这反映了美联储对 1970 年代恶性通胀的深刻教训的记忆，当时美联储未能及时应对供给侧冲击导致的通胀上升，最终

¹ 5月非农就业下修至 1.9 万人，6月非农就业下修至 1.4 万人，7月非农就业初值 7.3 万人。

使得通胀预期失控，付出了巨大的经济代价才得以恢复价格稳定。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1 美国经济滞胀风险走高

风险权衡

在双重使命(最大就业和物价稳定)之间，鲍威尔暗示“**风险平衡正在发生变化**”。他表示：“政策利率现在比一年前更接近中性 100 个基点，失业率和其他劳动力市场指标的**稳定**使我们能够在考虑改变政策立场时谨慎行事。”这表明美联储可能更倾向于优先支持就业市场，而不是单纯关注通胀控制。值得注意的是，鲍威尔特别提到了**政策不确定性的影响**。他指出：“税收、财政支出和监管政策的变化，也可能对经济增长与生产率产生重要影响。这些政策最终会定格在何种状态，以及其对经济的持久性影响，目前来看尚存在巨大的不确定性”。这种不确定性增加了美联储决策的难度，可能需要更灵活的政策应对。

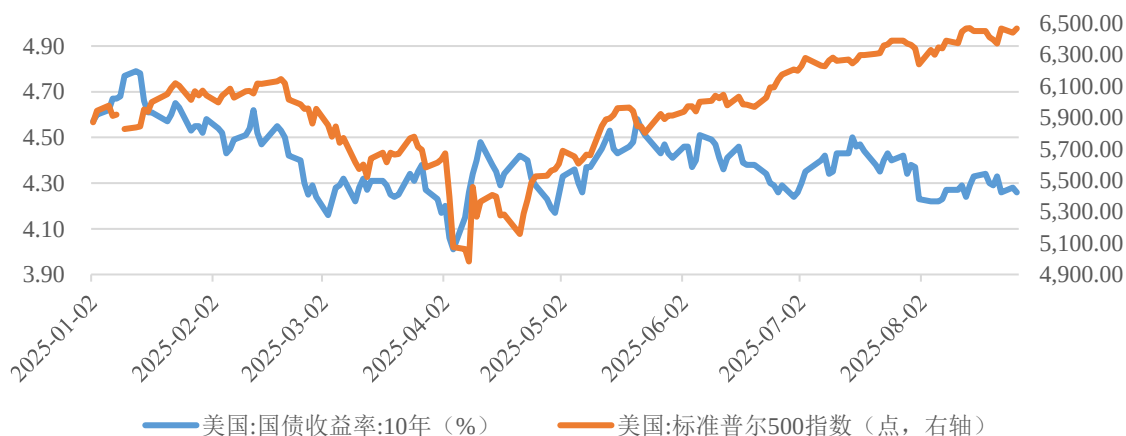
鲍威尔在杰克逊霍尔的讲话为未来货币政策提供了重要信号，但同时也保留了一定的灵活性和模糊空间。鲍威尔明确表示美联储对降息持开放态度，但强调需要谨慎行事，未来政策决策将高度依赖数据。市场对鲍威尔讲话的解读出现一定分歧：**鸽派解读认为**，预计美联储可能在 9 月的会议上降息 25 个基点，若就业报告显示明显疲软，不排除降息 50 个基点的可能性；**鹰派解读认为**，若后续通胀反弹，美联储可能推迟降息。

二、资产价格反应与分歧

金融市场对鲍威尔讲话的反应呈现显著分化，不同资产类别表现出截然不同的走势，反映出市场对未来经济前景和货币政策取向的评估存在多重不确定性。

债券市场变动有限及其背后机理：尽管鲍威尔讲话释放了可能的降息信号，但**债券市场反应相对克制**，收益率并未出现大幅变化。这一反常现象的背后，可能存在深刻的政策干预因素。美国财长贝森特正**巧妙地利用关税收入作为平抑债市的工具**，将这笔额外财政收入用于干预国债价格，从而人为地压制长端利率的上升。与此同时，白宫通过政治喊话威胁试图涨价的企业，短期内压抑了价格的传导，但这实质上**压缩了企业盈利空间**，导致企业扩张与创造新岗位的动能减慢。然而，由于企业对未来的政策预期尚未发生根本性扭转，这解释了为何当前企业倾向于停止招聘而非大规模裁员。这套政策组合拳的本质，是**将资金通过关税渠道从企业和家庭部门抽取出来，再注入国债市场**，从而在表面上维持了债券市场的“稳定”。关键在于，这种通过行政与财政手段维持的**脆弱平衡能否持续**，还是会扭曲定价信号，最终引发滞胀形势的快速发展。

股票市场反应积极：与债券市场的谨慎形成对比的是，**股票市场表现出明显的乐观情绪**。美股主要指数在鲍威尔讲话后出现显著上涨，特别是对利率敏感的科技股和成长股表现尤为强劲。这一反应表明股票投资者更加关注鲍威尔关于**支持流动性**的表述，而非对通胀的警告。股票市场似乎认为，美联储的降息将有效支持经济扩张和企业盈利，同时不会放任通胀失控。



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 市场解读分歧

市场解读分歧的深层原因：股债市场反应的分歧揭示了市场对未来经济情景存在

的不同预期。债券市场潜在的“人为稳定”可能掩盖了交易员对“滞胀”情景的真实担忧，即经济增长放缓的同时通胀持续高企，这将最终迫使美联储维持紧缩政策或降息幅度有限。而股票市场则更倾向于预期“金发女孩”情景，即经济增长温和放缓同时通胀逐步回落，允许美联储实施适度降息。这种分歧也反映了不同资产类别投资者时间偏好的差异——债券投资者更关注长期通胀风险，而股票投资者更关注短期流动性改善。“财政操作”正是这种分歧的核心所在，它创造了一个看似平静却暗流涌动的债券市场，其持续性将是未来最大的风险点。

三、鲍威尔“最后演讲”的长期评估

本次杰克逊霍尔演讲可能是鲍威尔作为美联储主席的最后一次亮相，具有特殊的历史意义。从他的讲话内容和风格中，我们可以看出其试图为任期留下“经济遗产”的意图，同时也反映出面对政治压力和经济学困境的平衡之道。

政策框架调整：鲍威尔领导下的美联储同一时间发布了修订后的《长期目标与货币政策战略声明》，取消“平均通胀目标制”、回归灵活“通胀目标”。这一调整实际上是对2020年引入的“平均通胀目标制”的反思和修正。平均通胀目标制原本旨在允许通胀在一段时间内适度超过2%目标，以弥补此前低于目标的时期。然而，这一策略在实践中面临挑战，特别是在通胀持续超预期上行的环境下，继续维持宽松政策可能加剧通胀压力。回归灵活“通胀目标”表明美联储重新强调价格稳定优先的原则，这可能是对近年来高通胀经验的总结与反思。

应对政治压力：鲍威尔任期后半段一直面临来自白宫的巨大政治压力。美国总统特朗普“认为不存在通胀风险，美联储应立即大幅降息”，并“一直在向美联储施压，要求鲍威尔辞职”。在这种背景下，鲍威尔试图保持美联储的独立性，同时也在一定程度上回应政治关切。他的讲话平衡了各方诉求——既表达了对通胀的关注，也为支持就业的降息打开了大门。

美联储信誉和独立性的挑战：鲍威尔领导下的美联储面临前所未有的挑战，不仅需要应对疫情后的经济重建，还要处理贸易战、地缘政治冲突以及国内政治极化带来的政策不确定性。近年来，美联储的预测准确性受到质疑，特别是在通胀走势判断上多次出现偏差。这削弱了市场对美联储引导经济能力的信心。此外，白宫对货币政策的前所未有的公开干预也考验着美联储的独立性。鲍威尔在讲话中试图维护美联储的技术性和独立性，强调政策决策的数据依赖性，但政治压力仍然影响着市场对美联储行动空间的预期。

四、对中国宏观调控的启示与建议

全球通胀抬升，欧洲、日本国债利率走高，美国国债利率受关税资金支持却保持稳定，美元在美国资本市场强势下依然走弱，需警惕这一全球金融形势变化对中国外部需求的冲击。面对美国经济政策不确定性上升和全球金融环境变化，中国需要采取前瞻性和战略性的宏观调控策略。

坚持底线思维，保留政策空间：中国应当保持充足的宏观政策空间以应对可能的外部冲击。美国关税政策和美联储货币政策转变都可能对全球资本流动和汇率市场产生重大影响。中国需要维持相对较高的外汇储备规模，审慎管理资本账户开放节奏，防止跨境资本异常流动对国内金融稳定的冲击。在货币政策方面，应保持利率和存款准备金率政策的灵活性，以便在外部环境剧烈变化时能够及时应对。财政政策方面，需要保持财政可持续性的同时，保留一定的刺激能力，以应对可能的外部需求减弱。

着力扩大内需，减少外部依赖：面对美国主导的贸易保护主义升温，中国需要更加依靠国内市场需求驱动经济增长。这要求继续推进收入分配改革，提高居民可支配收入占比，完善社会保障体系，降低预防性储蓄意愿，从而提升消费对经济增长的贡献度。同时，应加大对新基建、绿色转型和科技创新等领域的投资支持，既培育长期增长新动能，也在短期内起到稳定总需求的作用。通过扩大内需，中国可以减少对外部市场的依赖，增强经济韧性和自主性。

进一步扩大高水平对外开放：尽管全球贸易保护主义抬头，中国仍应坚持对外开放，通过高水平对外开放应对外部环境不确定性。这包括主动降低关税壁垒，减少市场准入限制，加强知识产权保护，吸引更多高端外资企业来华投资。同时，应积极参与全球经贸规则重构，推动区域贸易协定的落实和完善，在国际经贸规则制定中发挥更大影响力。

利用外部变局，激活香港金融市场、助力科技融资：美国政策不确定性造成的全球资产再配置需求，正是中国扩大金融开放的机遇。应重点强化香港国际金融中心地位，推动更多内地企业赴港上市，鼓励全球资本通过港股市场投资中国新经济资产。这将直接利好港股估值修复，为其注入新一轮活力。同时，应借此东风加快完善内地多层次资本市场，特别是优化科创板、创业板等市场功能，为符合国家战略的科技型企业提供更便捷的上市融资渠道，打通“科技—产业—金融”的良性循环。这不仅能帮助中资企业尤其是“硬科技”企业突破外部融资限制，更能推动中国经济向创新驱动转型。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。