

杰克逊霍尔会议快评

鲍威尔转鸽，9月降息在即

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间8月22日上午10点，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上发表讲话，讨论当前经济与货币政策短期展望，并公布修订版《长期目标和货币政策战略声明》。

评论：

◆ 论调偏鸽，预计9月迎来降息

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔（Jackson Hole）年会上释放鸽派信号。年会上，鲍威尔开篇系统阐述了对美国经济形势的判断，并指出“风险的平衡可能需要我们调整政策立场”（*the baseline outlook and the shifting balance of risks may warrant adjusting our policy stance*），这一表态为后续降息预留了空间，既审慎又明确。鲍威尔还对美国经济运行情况进行了进一步分析，主要包括以下几个方面：

图1：鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的演讲要点

主题	涉及内容	中文表述	英文原文	判断
经济形势与货币政策	新增就业	过去三个月新增就业仅3.5万/月，远低于2024年的16.8万/月；表明明显放缓。	"Payroll job growth slowed to an average of only 35,000 per month... down from 168,000 per month during 2024."	鸽
	失业率	失业率升至4.2%，仍处低位；劳动力供需两端放缓，形成奇特平衡，就业下行风险增加。	"The unemployment rate... 4.2 percent... labor market appears to be in balance... but downside risks to employment are rising."	鸽
	通胀水平	PCE同比2.6%，核心PCE 2.9%，比去年高；关税已推升商品价格。	"Total PCE prices rose 2.6%... core PCE prices rose 2.9%... tariffs have begun to push up prices."	中性偏鹰
	关税效应	关税效应是短暂的，预计是一次性冲击。	"A reasonable base case is that the effects will be relatively short lived—a one-time shift in the price level."	鸽
	工人薪资	若工人因实际收入下降要求加薪，可能触发工资-价格螺旋；但因劳动力市场不紧张，可能性低。	"Workers... demand and get higher wages... Given that the labor market is not particularly tight... that outcome does not seem likely."	鸽
	通胀预期	通胀已高于目标超4年，但长期预期仍锚定在2%。美联储不会让一次性物价上涨演变为持续通胀。	"Inflation has been above our target... longer-term inflation expectations remain well anchored... we will not allow a one-time increase... to become an ongoing inflation problem."	鹰
	政策信号	通胀风险在短期内偏向上行，而就业风险则偏向下行……我们的政策利率现在比一年前更接近中性水平100个基点。失业率及其他劳动力市场指标的稳定性，使我们在考虑调整政策立场时能够谨慎行事。	"risks to inflation are tilted to the upside, and risks to employment to the downside... Our policy rate is now 100 basis points closer to neutral... the stability of the unemployment rate and other labor market measures allows us to proceed carefully as we consider changes to our policy stance..."	中性

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

一是对劳动力市场表达担忧。过去三个月新增岗位仅3.5万/月，远低于2024年的16.8万/月，显示劳动力市场韧性趋弱；失业率虽仅升至4.2%，仍处低位，但供需两端同步走弱，显示就业下行风险正在积聚（*downside risk to employment are rising*），暗示政策宽松的必要性。

二是对关税带来的输入式通胀保持乐观。关税已推升部分商品价格 (*tariffs has begun to push up prices*), 但鲍威尔判断其效应主要为“一次性冲击” (*one time shift*), 持续性有限。该表态承认短期通胀压力, 也传递出长期通胀可控的鸽派信号。

三是对“工资-价格”螺旋态度相对温和。鲍威尔承认物价上涨或导致工人要求加薪, 但由于劳动力市场偏弱, 该机制触发的可能性较低 (*that outcome does not seem likely*), 弱化了通胀持续走高的担忧。

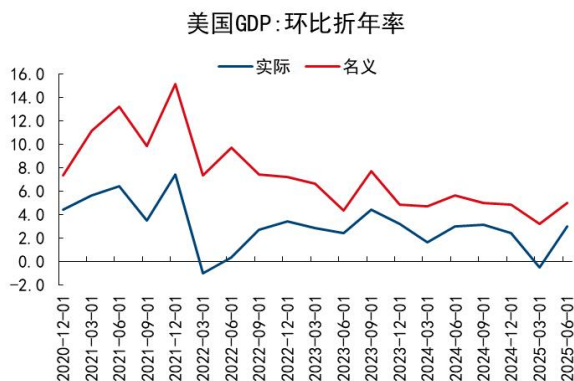
与此同时, 鲍威尔在讲话中也保留了相对中性或偏鹰的论断, 主要体现在对通胀表述上。他提到 7 月 PCE 同比 2.6%、核心 PCE 2.9%。同时, 他强调通胀已连续四年高于目标, 美联储不会容忍一次性冲击演变为持续性通胀问题。这些措辞虽带有鹰派色彩, 但更多是框架性表态, 而非单纯的释放紧缩信号。

总体来看, 鲍威尔对就业市场下行风险的关注强于对通胀的顾虑。一方面, 关税冲击被界定为一次性扰动, 工资-价格螺旋触发概率亦低, 通胀掣肘效应边际弱化, 为降息预期打开空间。另一方面, 结合鲍威尔在美联储主席任上的履历, 自 2022 年以来, 由于对疫后“临时性”通胀的判断失误, 叠加引入“平均通胀目标制” (*Average Inflation Targeting*), 他一定程度上背负了“制造通胀”的污名。此后对待货币政策相对谨慎偏鹰。同时, 面对特朗普多次公开施压, 鲍威尔坚守美联储独立性, 延续其一贯的原则与谨慎作风。也正因如此, 此次在杰克逊霍尔释放鸽派信号, 其态度的松动更显分量。再根据 8 月 20 日公布的 FOMC 7 月会议纪要, 美联储内部出现罕见的分裂, 沃勒和鲍曼两位理事表态支持降息, 与鲍威尔意见相左。因此, 在鲍威尔态度缓和的情况下, 9 月降息概率大幅提升。

◆ 现实情境：衰退隐忧位于通胀之上

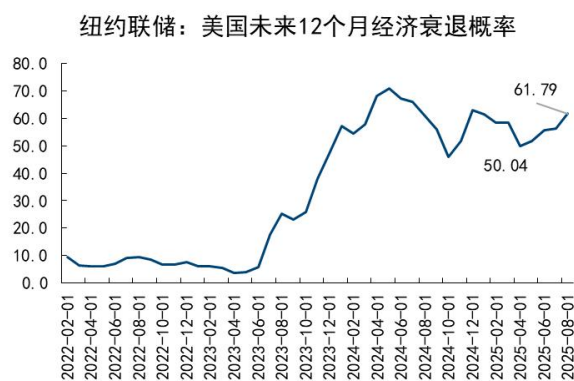
同时, 近期数据表明, 美国经济的下行风险已超过通胀风险。从宏观数据看, 美国经济已显现阶段性疲态。2025 年一季度实际 GDP 年化增速意外转负 (-0.5%), 虽二季度短暂反弹, 但整体波动加剧, 显示内生增长动能不足。纽约联储模型测算的未来 12 个月衰退概率重新攀升至 60% 以上, 反映市场与机构对经济硬着陆风险的担忧并未消退。

图2：美国 GDP 走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美国未来 12 个月经济衰退概率



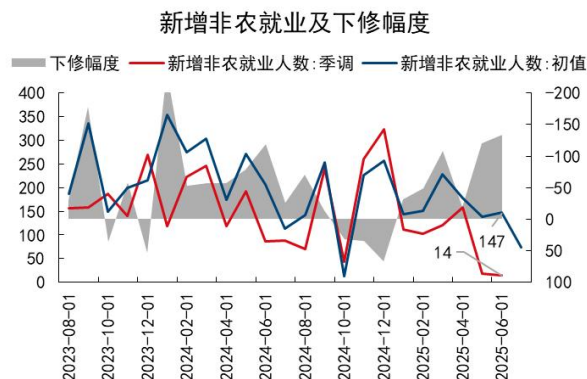
资料来源：Wind、纽约联储、国信证券经济研究所整理

就业数据更是雪上加霜。7 月非农新增就业仅 7.3 万人, 远低于预期的 10.4 万人, 创九个月新低。

从趋势上看, 非农新增就业自 2025 年初以来整体呈震荡下行态势, 反映出劳动力市场韧性正在消退。5、6 月的就业数据在最新修正中被大幅下调, 在市场层面加剧了对美国经济基本面放缓的担忧。

从节奏上看, 根据历史经验, 新增非农就业初值在 5-8 月往往呈现出明显的下行趋势, 季节性扰动与企业招聘节奏调整共同压制短期表现。考虑到劳动力供需两端均出现趋紧迹象, 预计 8 月非农数据仍将维持低位, 劳动力市场的弱势状态或将延续。

图4：新增非农就业趋势



资料来源：Wind、美国劳工部、国信证券经济研究所整理

图5：新增非农就业初值的季节性变化

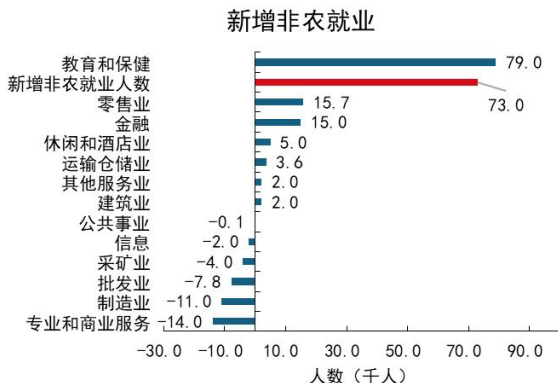


资料来源：Wind、美国劳工部、国信证券经济研究所整理

从结构上看，商品生产部门继续成为主要拖累，制造业与采矿业分别减少 11 万人和 4 万人，仅建筑业小幅增加 2 万人，反映出工业生产和能源相关环节需求疲软。这在一定程度上也与移民政策收紧有关，劳动力供给的不足对就业市场形成掣肘。

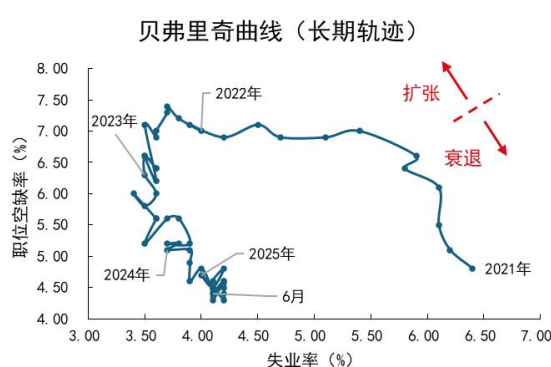
长期来看，就业市场走弱特征逐渐显著。从贝弗里奇曲线变化观察，其从美联储本轮加息早期垂直回落的趋势（单纯挤出冗余岗位需求），转为右下倾斜，失业率上升与空缺岗位流失同时出现。这一时期，失业率温和抬升至 4% 以上，而职位空缺率则持续回落至约 4.4%。岗位需求趋弱与闲置劳动力增加并存的局面，显示就业市场供需两端同时受到挤压。数据表明鲍威尔在杰克逊霍尔年会上对就业市场“供需两端均显疲态”的担忧是合理的。

图6：新增非农就业（区分行业）



资料来源：Wind、美国劳工部、国信证券经济研究所整理

图7：贝弗里奇曲线长期轨迹



资料来源：Wind、美国劳工部、国信证券经济研究所整理

反观通胀数据相对温和，为降息预留空间。7 月 CPI 同比维持 2.7%，核心 CPI 小幅升至 3.0%，主要受二手车和医疗服务带动，而食品与能源价格整体回落，物价压力整体有限。鲍威尔在杰克逊霍尔明确强调关税冲击“更多是‘一次性效应’”，与当下情景相符。

图8: 美国近期 CPI 数据一览

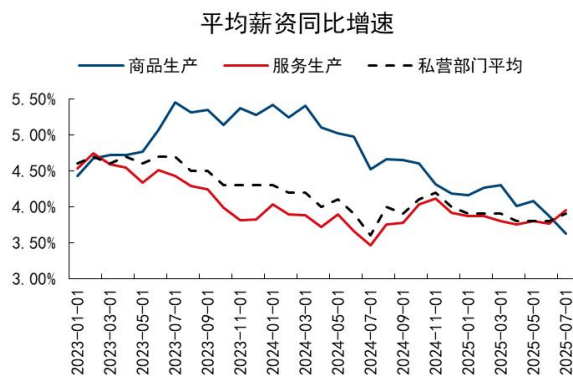
行业类别	7月CPI分项同比				7月CPI分项环比			
	2025-7	2025-6	2025-5	近一年同比趋势	2025-7	2025-6	2025-5	近一年环比趋势
CPI	2.7 (—)	2.7	2.4		0.2 (↓)	0.3	0.1	
* 食品	2.9 (↓)	3.0	2.9		0.2 (↓)	0.3	0.3	
* 家庭食品	2.2 (↓)	2.4	2.3		-0.1 (↓)	0.3	0.3	
* 非家用食品	3.9 (↑)	3.8	3.8		0.3 (↓)	0.4	0.3	
* 能源	-1.3 (↓)	-0.6	-3.1		-1.1 (↓)	0.9	-1.0	
* 汽油	-9.5 (↓)	-8.3	-12.0		-2.2 (↓)	1.0	-2.6	
* 电力	5.5 (↓)	5.8	4.5		-0.1 (↓)	1.0	0.9	
* 管道燃气	13.8 (↓)	14.2	15.3		-0.9 (↓)	0.5	-1.0	
* 核心CPI	3.0 (↑)	2.9	2.8		0.3 (↑)	0.2	0.1	
* 商品(不含食品和能源商品)	1.2 (↑)	0.7	0.3		0.2 (—)	0.2	0.0	
* 服饰	-0.1 (↑)	-0.5	-0.9		0.1 (↓)	0.4	-0.4	
* 新车	0.4 (↑)	0.2	0.4		0.5 (↑)	-0.7	-0.5	
* 二手车	4.8 (↑)	2.8	1.8		0.1 (—)	0.1	0.6	
* 医疗保健商品	0.1 (↓)	0.2	0.3		0.4 (↑)	0.3	0.2	
* 服务(不含能源服务)	3.6 (—)	3.6	3.5		0.2 (↓)	0.3	0.3	
* 住房	3.9 (↓)	4.1	4.0		0.8 (↑)	0.6	0.2	
* 医疗保健服务	4.3 (↑)	3.4	3.0		0.2 (↑)	0.1	0.1	
* 教育和通讯服务	0.4 (↓)	0.5	0.3		0.2 (↑)	0.1	0.1	

资料来源: Wind、美国劳工部、国信证券经济研究所整理

从工资端看潜在通胀压力, 近期确有一定上行迹象, 工资同比增速短期抬升。但是否会引发“工资-价格”螺旋仍存疑。从回归检验结果(图 10)来看, 工资增速与 CPI 走势保持较强相关性, 当前 7 月观测点虽略高于拟合水平(位于拟合线之上, 存在向下移动回归均值的动力), 但整体仍处合理区间。表明当前薪资上行对物价的边际推升有限, 通胀压力整体仍处可控区间。

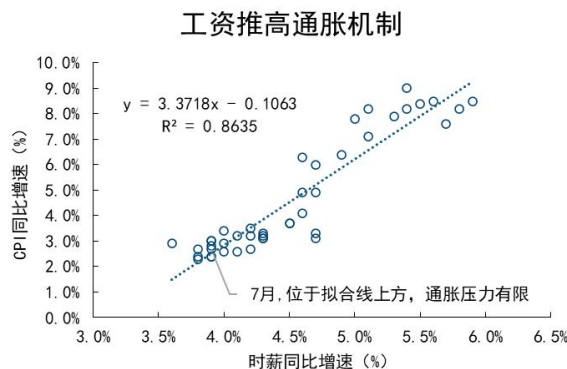
因此, 关税虽在短期推升部分价格, 但在“工资-价格”螺旋缺失的情况下难以形成系统性通胀压力。因此通胀虽仍高于目标, 但并未构成额外政策约束。

图9: 平均时薪同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 工资-通胀螺旋判定



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总结来看, 鲍威尔当前的政策抉择已不再是抗通胀与保增长的简单均衡博弈, 而是在衰退风险逐步显性化后, 倾向于提前防守、避免硬着陆。外部政治因素或许带来一定干扰, 但核心驱动仍在于基本面的弱化。从性质上看, 本轮若在 9 月落地的降息, 应被界定为预防式降息, 而非衰退式降息。一方面, 美国经济尚未陷入全面衰退, 消费与服务韧性仍存; 但另一方面, 就业动能边际减弱、企业招聘趋缓, 衰退风险已在积聚。

◆ 《长期目标和货币政策战略声明》的修订：紧守通胀锚

本次会议市场的核心关注点，除降息节奏外，还重点聚焦于《长期目标和货币政策战略声明》（*Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*，后文简称《声明》）的修订。鲍威尔在这部分讲话中整体措辞偏鹰，但由于属于框架性调整，短期内对政策操作的实际约束有限。不过，作为美联储货币政策的重要指引，其修订具备前瞻性意义，值得重点关注。本次修订主要包括以下四个方面：

图11：《声明》修订细节

涉及内容	中文表述	英文原文
有效利率下限（ELB）	删除了“ELB是经济格局决定性特征”的表述，改为“适用于广泛经济条件”。	<i>"We removed language indicating that the ELB was a defining feature... our strategy is designed to promote maximum employment and stable prices across a broad range of economic conditions."</i>
平均通胀 vs 灵活通胀	回归了灵活通胀目标制的框架，并取消了“弥补（makeup）”策略	<i>"We returned to a framework of flexible inflation targeting and eliminated the 'makeup' strategy."</i>
充分就业的“不足”与“偏离”	删除“不足（shortfalls）”，改为“就业可能高于评估的最大就业而不会制造通胀风险”；但就业过热威胁物价稳定，将提前行动。	<i>"We removed 'shortfalls' ... revised document states employment may run above real-time assessments... preemptive action would likely be warranted if... risks to price stability."</i>
目标冲突时采取“平衡方法”	当就业和通胀目标冲突时，将采取“平衡方法”，并考虑两个目标偏离的程度和回归目标所需的时间	<i>"If objectives are not complementary, we will follow a balanced approach... more closely aligns with the original 2012 language."</i>

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

一是删除有效利率下限（*Effective Lower Bound, ELB*）的表述。本次修订强调货币政策需适配更广泛的经济环境。回顾五年前的框架，当时是在全球金融危机后低利率环境下制定的，其核心假设是利率长期处于低位。因此在该框架下，美联储需要非常规工具（如前瞻指引和QE）来应对衰退，以便在利率触及零下限时仍能提供足够刺激。

此次修订正式否定了“长期低利率”这一前提，通过弱化 ELB 的地位，美联储释放出新的判断：低利率可能已经过去，“高利率时代”可能已经回归（*neutral level may now be higher than during the 2010s*）。在这种框架下，美联储无需再为未来承诺极度宽松预案，而是强调在更高利率区间内保持灵活操作。

二是放弃灵活通胀平均目标制，回归灵活通胀目标制，放弃“弥补”策略（*makeup strategy*）。2020 年《声明》出台的背景是低利率与低通胀并存。为避免通胀长期偏低导致预期脱锚，美联储承诺在通胀长期低于目标后，允许未来一段时间的通胀适度高于 2%，而不急于加息，这就是所谓的平均通胀目标制。从本质上看这是高度鸽派的，因为它为高于目标的通胀提供了制度合法性。

然而疫情后的高通胀既不是美联储刻意引导的结果，同时涨幅又远超预期。正如鲍威尔在讲话中所言，这波通胀“既非有意（*intentional*），更非适度（*moderate*）”，所谓的弥补策略并无用武之地。修订后的《声明》直接收回该提法，强调以有力行动锚定预期，并将价格稳定重新确立为健全经济的首要前提。此举意味着美联储对高于 2% 的通胀容忍度已显著下降。

三是调整对充分就业的表述，由“不足（*shortfalls*）”改为更加中性的“偏离（*deviations*）”。过去《声明》中的“*shortfalls*”强调弥补就业不足，易被误读为对就业过热“默认宽容”。修订后明确：“委员会认识到，就业有时可能高于对充分就业的实时评估，而不必然威胁价格稳定。”含义在于，在不破坏物价稳定的前提下，对略偏热的就业保持宽容；一旦出现明确的通胀风险迹象，会考虑预防性收紧。

四是明确在目标冲突时的政策取向。修订后，若就业与通胀目标出现冲突，美联储将采取“平衡方法”，即综合考量两个目标的偏离幅度及其回归所需的时间跨度。该表述更接近 2012 年版本，为未来政策操作保留了灵活性，并未预设“保就业”或“控通胀”的优先顺序，而是将根据当下风险权重动态取舍。我们认为，本次修订在框架上强化了对称性。此前在高通胀记忆下，政策更侧重控通胀；但随着修订版《声明》的落地、及衰退风险抬头，未来取向或将逐步向中性的“灵活调适”倾斜。

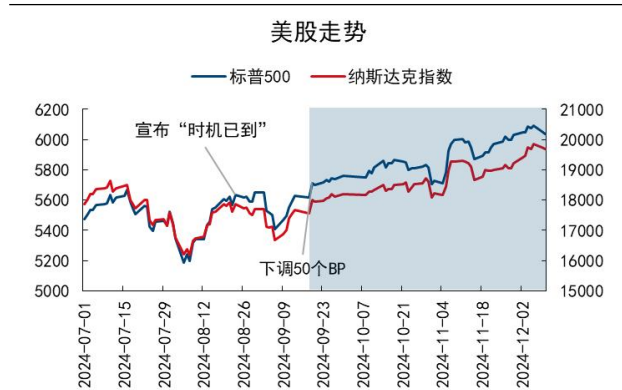
总的来看，本次修订是美联储对后疫情高通胀时代的反思，也是其为未来政策灵活性预留空间的前瞻框架。整体取向偏鹰派，对通胀风险提高警惕的同时，一定程度上削弱了对就业偏热的包容性。

◆ 往后看，风险资产占优，美债美元承压

从资产表现来看，降息对美股往往带来直接利好。流动性改善和融资成本下降，推动估值端修复，短期风险偏好显著回升。以去年 9 月 50BP 降息为例，标普指数在第四季度从 5713 点上行至 6000 点以上，纳指涨至 20000 以上。不过在经济周期性放缓和盈利下修背景下，中期股市仍将面临分化，流动性驱动的涨势能否持续取决于美国经济基本面能否跟上。另外，美股当前估值处于高位，市场波动风险亦不容忽视。

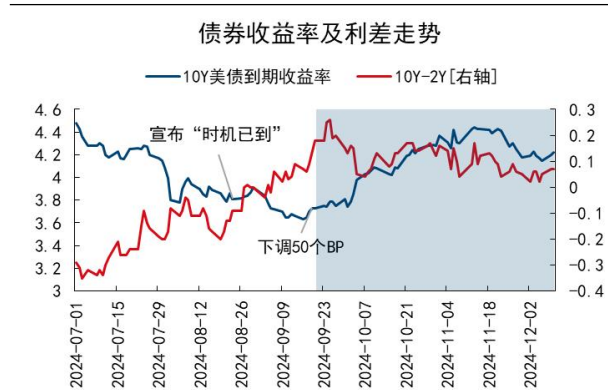
降息通常带来美债收益率下行与美元走弱。短端利率受政策驱动率先下行，推动收益率曲线趋于陡峭；长端则更多取决于通胀预期与期限溢价，若经济放缓压力占主导，长端利率同样回落。降息也会压低美元指数。叠加美国财政赤字高企与经常账户恶化，美元走弱的趋势可能更为持久。

图12：2024 年 9 月降息后美股走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：2024 年 9 月降息后美债到期收益率及利差走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

- 《2025 年 7 月财政数据快评-财政视角下“不一样”的 7 月经济》 ——2025-08-20
- 《7 月金融数据解读-“预期”与“现实”的金融映射》 ——2025-08-14
- 《通胀数据快评-CPI 同比转正》 ——2025-08-10
- 《进出口数据快评-下半程开局良好，高附加值商品领跑》 ——2025-08-08
- 《AI 解读 7 月中央政治局会议-总量收敛，结构鲜明》 ——2025-08-05

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032