



宏观研究报告

2025年8月23日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

黄凯鸿

+852 2509 7214

kaihong.huang@gtjas.com.hk

Jackson Hole: 你说的是政策框架，我听到鸽声嘹亮！



图片来源：Getty Images。

- 2025 年 Jackson Hole 年会上，美联储主席鲍威尔在复杂的经济背景下发表讲话，释放出货币政策可能转向宽松的信号。尽管他未明确承诺降息，但市场普遍解读为 9 月降息 25 个基点几乎已成定局。当前美国经济面临双重挑战：通胀压力因关税上调而重新抬头，而劳动力市场则在供需同步走软的背景下显得异常脆弱。
- 与此同时，核心 PCE 通胀率已升至 2.9%，高于去年同期水平，商品价格上涨尤为显著。鲍威尔承认关税对消费者价格的影响正在逐步显现，未来几个月可能继续累积。他强调，关键在于这些价格上涨是否会引发更持久的通胀态势，而这正是货币政策必须密切关注的风险点。
- 在这种双重风险并存的环境下，美联储的政策框架也发生了重要调整。鲍威尔宣布取消 2020 年引入的“补偿型”平均通胀目标制，回归更传统的灵活通胀目标。他指出，过去几年表明，有意的温和通胀过冲并不适用于现实情境，尤其是在通胀冲击剧烈且持续的情况下。这一调整不仅是对政策工具的技术性修正，更是对央行沟通策略的重新定位。
- 市场对此反应迅速。联邦基金利率期货显示，9 月降息的概率超过 85%。如果美联储在之后采取更激进的宽松措施，例如一次性降息 50 个基点或开启连续降息周期，将对整体风险资产产生深远影响。股市可能迎来估值重估，风险偏好上升，资金流入高 beta 资产，如科技股和新兴市场。
- 从 2018 年特朗普对鲍威尔的持续施压，到 2019 年 Jackson Hole 讲话中的隐性转向，再到 2025 年框架的重塑，美联储的政策演化始终在现实与理论之间寻找平衡。而这一次，市场已经开始下注。

2025 年 Jackson Hole 年会如期而至，美联储主席杰罗姆·鲍威尔再次站在了全球货币政策的聚光灯下。与往年不同的是，今年的讲话不再是对经济的宏观描绘，而更像是一场在不确定性中寻找锚点的努力。他没有给出明确的政策承诺，但市场听懂了他的暗示：**降息正在逼近。**

过去一年，美国经济在经历了政策利率长时间维持在 5.25% 至 5.50% 的高位后，终于显露出疲态。GDP 增速在上半年骤降至 1.2%，仅为去年同期的一半。消费支出放缓，劳动力市场也出现一些有些奇异的景象：非农就业增长大幅减速，但失业率仍维持在 4.2% 的低位。这种供需同步走软的现象，令鲍威尔在讲话中直言“就业面临的下行风险正在加剧”，并警告一旦风险兑现，“可能迅速演化为裁员激增与失业率飙升”。

与此同时，通胀压力并未完全消退。关税上调已开始推高商品价格，核心 PCE 通胀率升至 2.9%，高于去年同期水平。鲍威尔承认，关税对消费者价格的影响正在逐步显现，未来几个月可能继续累积。尽管他强调这些影响可能是一次性的，但也坦言“不能想当然地认为通胀预期会保持稳定”。

这种双重风险的并存，使得美联储的双重使命——价格稳定与最大可持续就业——陷入前所未有的紧张状态。与其说鲍威尔在捍卫央行独立性，不如说他正在努力在现实与理论之间寻找平衡。毕竟，政策工具的局限性在过去几年已被充分暴露：2020 年引入的“补偿型”平均通胀目标制未能有效锚定预期，反而在后疫情时代的通胀飙升中显得力不从心。

此次讲话中，鲍威尔宣布取消“补偿型”策略，回归更传统的灵活通胀目标框架。他指出，过去几年的经验表明，有意的温和通胀过冲并不适用于现实情境，尤其是在通胀冲击剧烈且持续的情况下。这一调整不仅是对政策工具的技术性修正，更是对央行沟通策略的重新定位。

市场对此反应迅速。联邦基金利率期货显示，9 月降息 25 个基点几乎已“on the table”，概率超过 85%。市场机构也纷纷上调降息预期，认为当前就业数据疲软与通胀温和构成了降息的充分条件。债市率先反应，短期美债收益率下行，资金涌入 5 年期以内的国债寻求避险与估值优势。股市则在宽松预期与科技题材的双重驱动下继续走高，尽管部分分析师警告科技板块估值已偏高，存在回调风险。

美元面临结构性压力。随着利差压缩与财政赤字扩大，美元的避险属性正在减弱。如果美联储在 9 月之后加快降息节奏，美元可能进一步走弱，推高大宗商品价格，并对新兴市场资本流动产生影响。

更值得关注的是，如果美联储不仅在 9 月降息 25 个基点，而是采取更激进的宽松措施，例如一次性降息 50 个基点或开启连续降息周期，那么对整体风险资产的影响将更加深远。股市可能迎来短期估值重估，风险偏好上升，资金流入高 beta 资产，如科技股、成长股和新兴市场。但与此同时，市场也可能重新评估经济基本面是否正在恶化，从而引发波动率上升。

在这种背景下，鲍威尔的讲话更像是一种“预备性沟通”：**既不承诺，也不否认，为政策调整预留空间**。他强调“货币政策并非预设路径”，所有决策将基于数据与风险评估。这种表态既是对市场的安抚，也反映出美联储内部的纠结——在通胀尚未完全受控、就业风险却日益加剧的情况下，任何政策动作都可能引发新的不确定性。

从 2018 年特朗普对鲍威尔的持续施压，到 2019 年 Jackson Hole 讲话中隐性转向宽松，再到 2020 年框架改革与 2022–2023 年激进加息，美联储的政策路径始终在现实与理论之间摇摆。而如今，鲍威尔再次站在十字路口，面对的是一个更加复杂的经济图景与更加敏感的市场环境。

他没有给出答案，但市场已经开始下注。而 Jackson Hole，仍是那个最具信号意义的舞台。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com