

2025 年 8 月 25 日

全球宏观

9 月降息大门敞开—2025 杰克逊霍尔央行年会点评

2025 年 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔出席杰克逊霍尔全球央行年会并发表演讲。从整体基调及市场的反应来看，鲍威尔言论“偏鸽”，主要体现在：**1）**就业市场阶段性下行风险>通胀上行风险；**2）**因而需要调整货币政策—即为 9 月降息敞开大门。同时，鲍威尔也宣布了货币政策框架调整，核心为由平均通胀目标制（AIT）改为 2% 的灵活通胀目标制度，并取消通胀“补偿”。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

美联储当前面临就业下行、通胀上行双向风险，且还有 8 月的就业、通胀数据可供参考，为何鲍威尔意外转鸽？

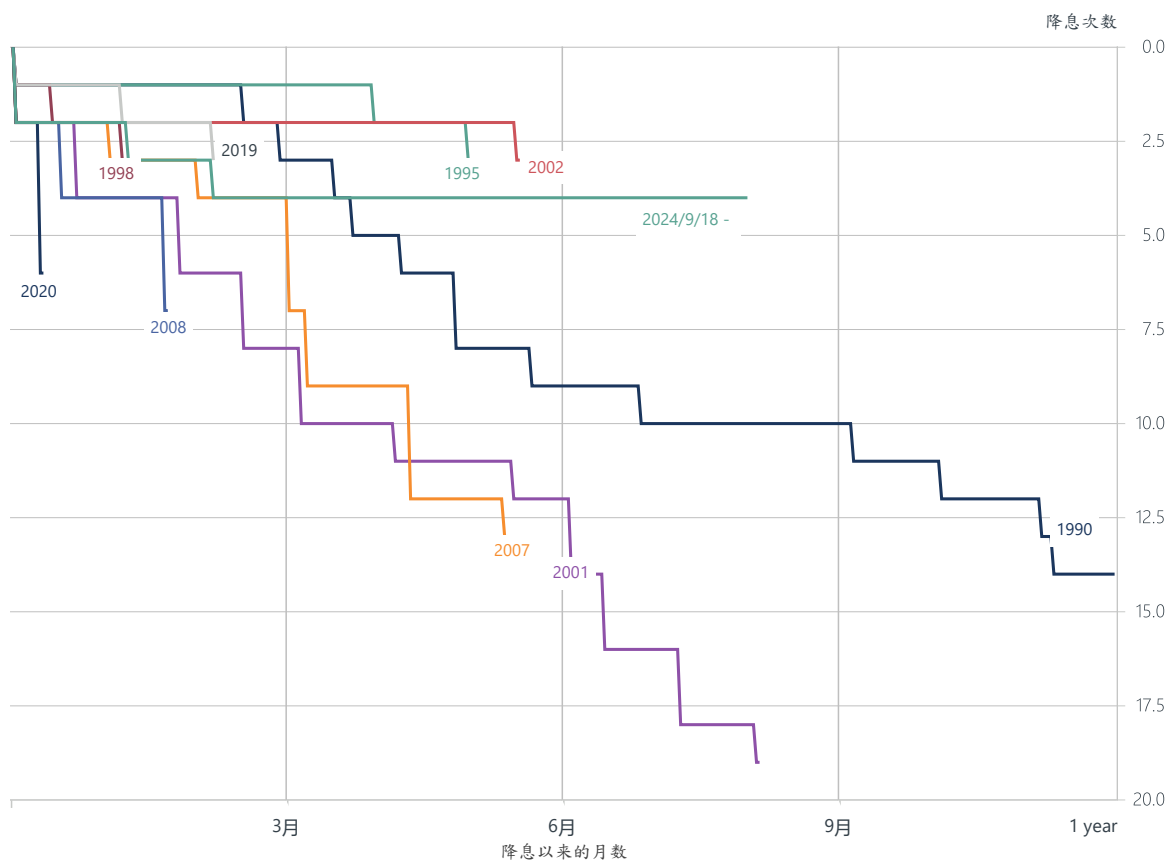
就业市场阶段性下行风险增大。同上一年 9 月类似，就业市场下行风险推动美联储降息。7 月，非农新增就业数据不及预期，且此前两月数据遭遇数十年来最大的下修。尽管从就业数据上来看，7 月非农数据似乎仍尚可，且失业率维持在低位。但由于持续下滑的就业调查回复率，及劳工局模型误差的影响，当前的就业数据可能存在大幅被高估的风险。同时，失业率维持在低位主要可能受供给因素推动，即移民减少等因素使得更多人退出劳动力市场，使得劳动参与率持续走低。如果劳动参与率维持在年初左右的水平，当前的失业率可能更高，而当前的就业调查指标也指向更高的失业率水平。因此，就业市场数据高估等因素使得美联储数据依赖的政策路径更具挑战性，也是鲍威尔转鸽的主要因素，而并非出自于白宫的压力。

通胀上行风险短期可控。在通胀的立场上，鲍威尔则认为关税带来的影响是短暂的，但并非是一次性的，即可能随着时间缓慢渗透到供应链中。言外之意，在于关税带来的滞后性的通胀影响需要时间显现，因而短期的通胀影响似乎可控，劳动力市场的阶段性下行风险则更为急迫。此外，关税及移民政策收紧造成的劳动力市场下行，亦对通胀有抑制作用，而这种通胀立场的论调实则也为 9 月降息提供支持。基准情形下，在 8 月就业、非农数据不大超预期情况下，9 月将大概率降息 25 个基点，也符合当前的市场定价，无论是美债市场、利率期货市场，及主流的预测网站来看，均是定价 25 基点。

货币政策框架的调整主要顺应经济形势变化。美联储货币政策框架宣布结束平均通胀目标制（AIT），而改回了 2012 年设定的简单的 2% 灵活通胀目标制，并取消了通胀“补偿”机制。此次框架调整也是根据经济环境顺势而变。此前，货币政策框架的设定旨在应对低通胀、低增长的经济环境，因而可以适度容忍通胀超过 2% 的水平，且允许劳动力市场适度紧张。然而，这也造成了上一轮加息周期低估通胀持续性反应过慢。因而，结束平均通胀目标制也合乎预期。此次的框架调整，也反映了当前高通胀、高增长经济环境变化。

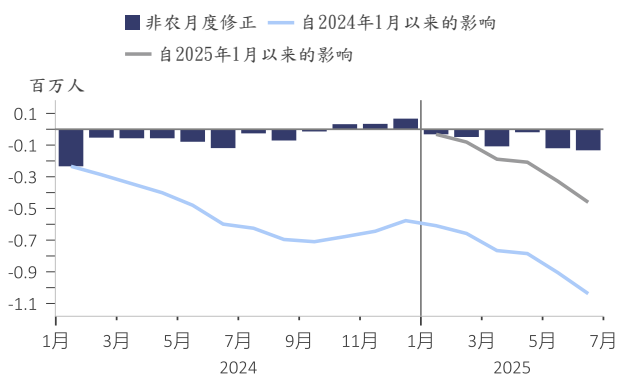
中期来看，连续降息并非能就此启动。我们认为，首先，即使 9 月降息，也是预防式降息，从零售、工业生产等主要经济指标来看，美国经济韧性尚存，短期出现衰退的可能性不大，且金融条件回归宽松，因而，只要劳动力市场不出现迅速恶化，尚不支持衰退式的连续降息。其次，关税带来的影响是滞后的，短期更多由零售商承担，但考虑到 2026 年，特朗普“大而美”法案带来的财政扩张及由此所驱动的需求回升，或将带来持续的通胀上行压力。这意味着即使在后鲍威尔时代，降息也可能是数据依赖的渐进式降息。

图表 1: 1990 年以来，历次美联储的降息周期进程



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 非农下修后的累计影响



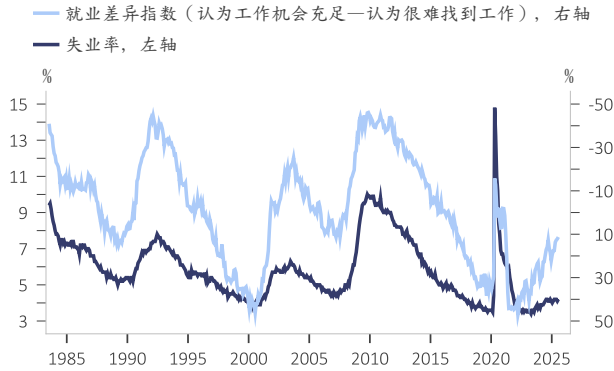
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国劳动参与率走低



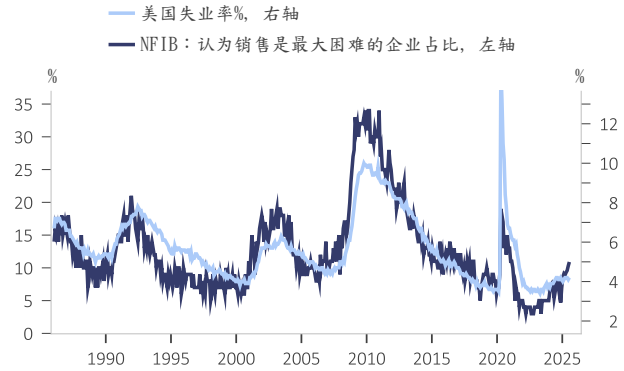
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国就业差异指数显示失业率可能更高...



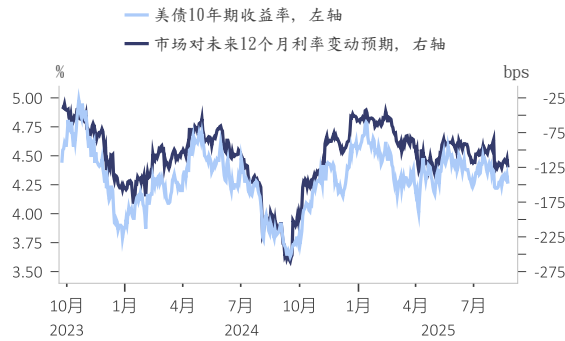
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: ...NFIB 指数读数亦是如此



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 不同于上年 3 季度，当前降息预期温和



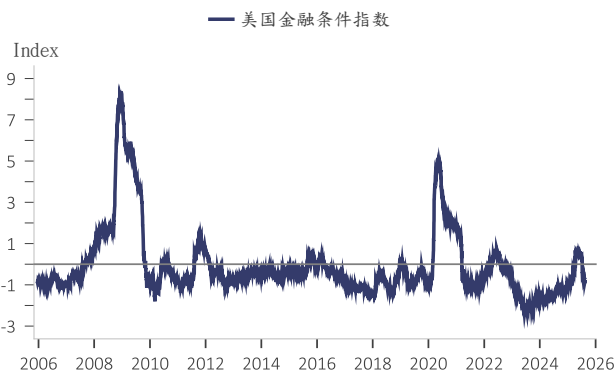
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 主流预测网站计价降息 25 基点



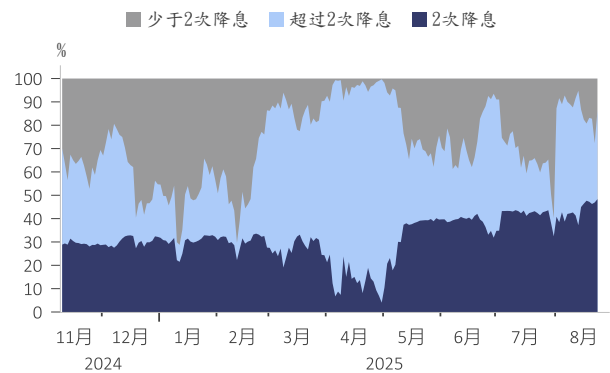
资料来源: Polymarket, 交银国际

图表 8: 美国当前金融条件宽松



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 利率期货市场显示降息 2 次的概率变化



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 美国主要经济指标距离衰退阈值仍有一定距离


资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。