

强调就业降温、释放鸽派信号，为 9 月降息打开空间

——2025 年杰克逊霍尔会议鲍威尔讲话解读

研究发展部高级副总监 白雪

事件：2025 年 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话，认为当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升。这种风险平衡的转变可能意味着需要降息。鲍威尔在演讲开头就指出，今年，美联储实现就业和通胀双重使命面临的“风险平衡似乎正在发生转变。”他认为，当前经济状况对货币政策的影响是：“失业率和其他劳动力市场指标的稳定性使我们能谨慎考虑政策立场的调整。然而，由于政策处于限制性区间，基准前景和不断变化的风险平衡可能需要我们调整政策立场。”关于劳动力市场，鲍威尔表示：“总体来看，劳动力市场虽处于平衡，但这是一种因劳动力供需双双大幅放缓所致的‘奇特平衡’。这种异常形势暗示就业的下行风险正在增加。”关于关税对通胀的影响，鲍威尔表示，一种“合理的基准假设”是，关税会导致物价水平“一次性”上涨，但这些影响需要时间才能完全体现在经济中。综合各种影响因素来看，鲍威尔认为：“短期内，通胀风险偏向上行，就业风险偏向下行——这是一个有挑战的局面。”对于货币政策框架调整，鲍威尔指出，新的政策框架删除了两项表述：一是美联储寻求通胀在一段时间内达到平均 2% 的目标；二是以“偏离充分就业水平”作为决策依据。

对此，东方金诚解读如下：

鲍威尔在 2025 年杰克逊霍尔会议的讲话围绕就业市场风险与政策框架调整展开，释放了明确的鸽派信号，为 9 月降息打开了政策窗口。

鲍威尔的讲话主要包括以下三个关键内容：

一是就业风险成为政策调整的关键触发点。鲍威尔首次系统性阐述了劳动力市场的“奇特平衡”——供需两端同步放缓导致失业率表面稳定，但下行风险显著积聚。他特别指出，7 月非农就业仅增 7.3 万人，远低于预期的 11.5 万，且前值被大幅下修 25.8 万，这种异常现象可能迅速演变为裁员潮和失业率跳升。这种对就业市场“温水煮青蛙”式风险的强调，与 2024 年杰克逊霍尔会议时的表述形成鲜明对比——当时鲍威尔更关注通胀粘性。因此，就业下行风险的骤然加

大促成了“风险平衡的转变”，这意味着美联储将更关注就业风险，准备实施降息加以应对。

二是对通胀的判断转向“短期冲击论”，淡化关税对通胀的长期影响。尽管承认关税对物价的影响“清晰可见”，但鲍威尔将其定性为“一次性冲击”，认为不会引发持续通胀动态。鲍威尔评估“一个合理的基本情况是影响将相对短暂——价格水平的一次性转变”，强调“不能允许一次性的物价上涨演变成持续的通胀问题”。这种对通胀暂时性的判断，降低了高通胀作为阻止降息理由的权重，从而为政策转向提供了理论支撑：关税冲击是暂时的，而就业风险是结构性的，美联储有理由优先应对后者。

三是政策框架进行了实质性调整，重新回归灵活的通胀目标制。美联储在本次会议上通过新版《长期目标与货币政策策略声明》，删除了“通胀补偿”机制和“就业最大化”的量化评估标准。这意味着美联储放弃了2020年采用的“灵活平均通胀目标制”——这一旧框架旨在应对持续低通胀，但近年来的高通胀使其不再适用，转而回归更灵活的通胀目标制。这一调整为降息提供了制度空间：当就业与通胀目标冲突时，美联储可以更自由地倾斜于就业保障。这种框架改革也被市场视为鲍威尔卸任前的“政治遗产”，为后续降息周期奠定法理基础。

我们判断，鲍威尔本次讲话意味着近期就业数据超预期降温加速了美联储对政策调整达成的共识，9月降息几乎已成定局。市场也对此形成高度一致的预期：鲍威尔讲话后，利率期货市场迅速修正预期。CME FedWatch工具显示，9月降息25基点的概率从讲话前的75%左右飙升至91.3%。市场预期从摇摆迅速转向高度共识，反映出两个关键变化：一是鲍威尔明确将“风险平衡转变”作为政策调整依据，打破了此前“数据依赖”的模糊表述；二是特朗普政府对美联储的政治施压达到临界点，市场开始计价政治因素对货币政策的渗透。

在降息幅度方面，我们认为，25基点是唯一的选项。当前联邦基金利率处于4.25%-4.5%的限制性区间，降息25基点既能释放宽松信号，又不至于引发市场对政策失序的担忧。从历史经验看，鲍威尔在2019年和2024年的降息周期中均以25基点为常规操作，这种路径依赖进一步巩固了市场预期。

尽管市场已对9月降息形成高度一致的预期，但仍需关注8月就业与CPI数据的不确定性。若8月非农就业反弹至15万以上，或核心CPI突破3.2%，也可能迫使美联储推迟行动。此外，美联储内部仍存在分歧——比如，堪萨斯城联储主席施密德等官员强调通胀“最后一公里”的艰难，主张维持利率。不过，考虑到鲍威尔在讲话中已明确将就业风险置于首位，这种分歧更可能体现在降息节奏而非方向上。

市场影响与政策前瞻方面，鲍威尔的鸽派转向已引发市场连锁反应：美元指数在讲话后下跌 0.78% 至 97.88，两年期美债收益率跳升 8 个基点至 3.69%，标普 500 指数当日上涨 1.6%。这种市场反应验证了“预期管理”的有效性——美联储通过释放清晰的政策信号，避免了 2024 年降息周期初期的市场震荡。

9 月降息可能成为美联储重启宽松的政策起点。若 10 月核心 PCE 物价指数回落至 2.8% 以下，美联储可能在 11 月和 12 月会议上再次降息，年内降息 2-3 次，累计幅度 50-75 个基点。对于全球市场而言，美联储的转向意味着跨境资本流动格局的重塑，新兴市场资产可能迎来阶段性重估机遇。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。