

美联储的一次转鸽，提振短期风险偏好

——美联储系列二十五

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 8 月 23 日，美国杰克逊霍尔央行年会上美联储主席鲍威尔发表讲话。

核心观点

■ 核心变化：美联储转向鸽派

1) 短期：释放 9 月降息的明确信号。鲍威尔认为限制性政策下，对于风险的平衡已经打破，劳动力市场下行的风险上升（8 月初公布的非农就业报告大幅下修就业数字，关注 9 月初非农报告低预期的可能）；而关税带来的通胀上升是一次性的（这点同 21 年对于通胀上升是临时性的表述类似），即货币政策在 9 月份降息的可能性大幅上升。

2) 长期：货币政策更强调就业，框架回到 2020 年之前。新的货币政策框架删除对零利率下限（ZLB）的描述；对于通胀，美联储删除了对于平均通胀目标的描述，回到了灵活通胀目标；对于就业，美联储从劳动力市场充分就业的“不足”改回了“偏离”，即美联储在经历了 2022 年通胀大幅上行的冲击后，再次弱化了通胀的影响，进一步强调了劳动力市场的重要性。

■ 宏观策略：短期增加风险偏好

关注美联储资产负债表政策转向前的风险。

美元：市场风险偏好的短期提升，短期波动率多头（+VIX）暂止损观望；关注美元资产风险偏好的提升对于非美资产的压力，继续逢高试空欧元兑美元（-EUR）。

美债：维持美元资产灵活性，预计阶段性随着风险偏好提升而驱动收益率曲线陡峭化（-2s10s）。趋势的角度，关注 8 月非农就业提升美联储 9 月降息定价（+2s）。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。阶段性关注美联储货币政策新框架落地后对于非美曲线结构的短期压力，短期继续保持 T 和 TL 看空（财政扩张）不做空（短期风险不确定性，关注 8 月美国非农就业报告提供的时空机会）的判断。

商品：美联储提供的流动性改善预期背景下，就业下行风险带来总需求弱化预期，而反内卷政策形成总供给弱化预期，关注在风险偏好改善的状态下短期内外商品分化的加强（增加黑色、化工等内需型工业品，减少能源、铜等外需型工业品），趋势上我们建议关注外需型工业商品若出现调整后的配置型机会。

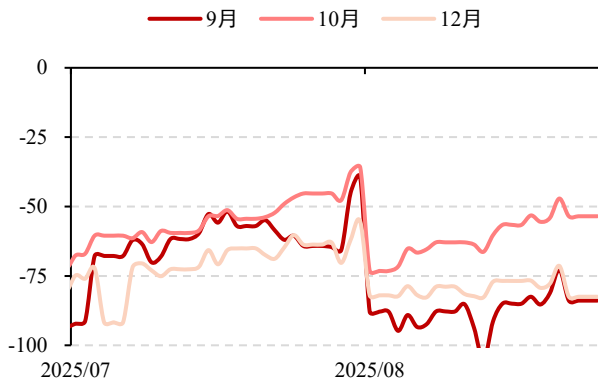
■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

附图

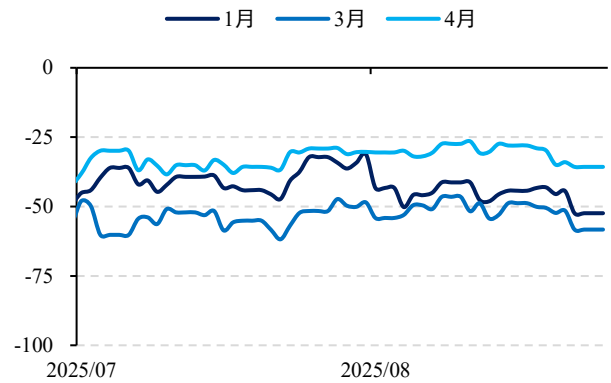
美联储利率预期

图 1：截止 8 月 23 日，市场对年内美联储降息概率定价维持在 83.9%，8 月份暂无显著抬升，市场或等待 9 月初非农就业报告给出的进一步信号 | 单位：%*pct*



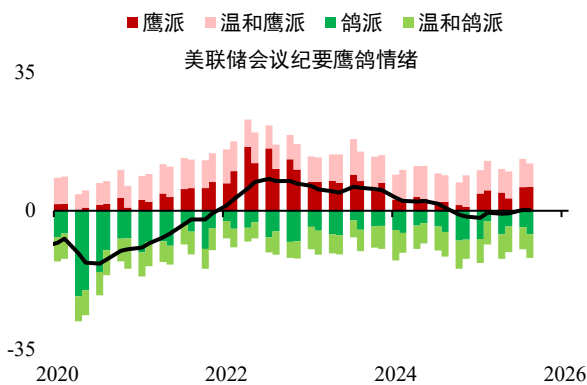
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：截止 8 月 23 日，市场对 2026 年上半年鲍威尔任期美联储继续降息概率维持在 58.3%，略高于 50% | 单位：%*pct*



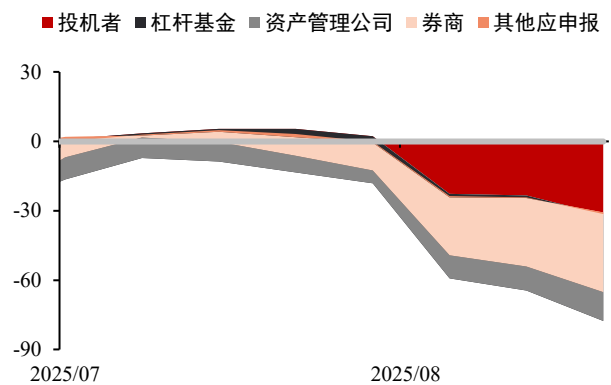
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：鲍威尔杰克逊霍尔年会上的讲话改变了 8 月中旬美联储公布会议纪要释放的相对中性偏鹰的特征，略转向了鸽派 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

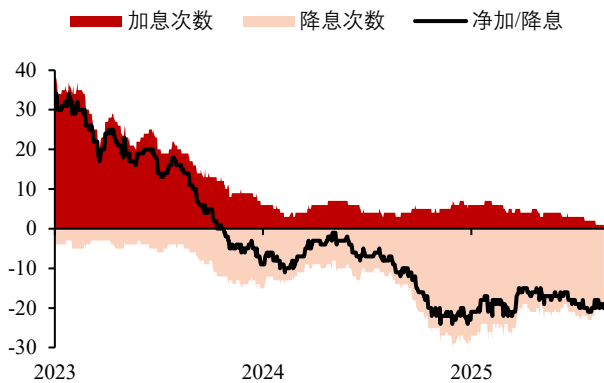
图 4：截止 8 月 19 日，美国联邦基金利率衍生品的净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

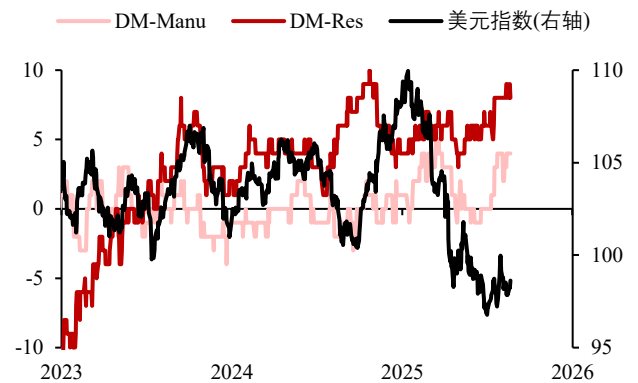
全球利率周期和市场

图 5：全球主要央行过去三个月净加息和减息次数统计显示，当前处在减息状态 | 单位：次数



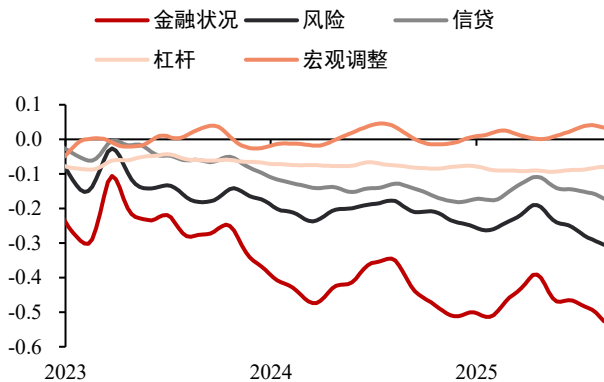
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：进一步细分央行类型显示，发达经济体相对制造业经济体和资源型经济体的加息减息次数显示出降息的压力仍落在后者身上 | 单位：次数，指数点



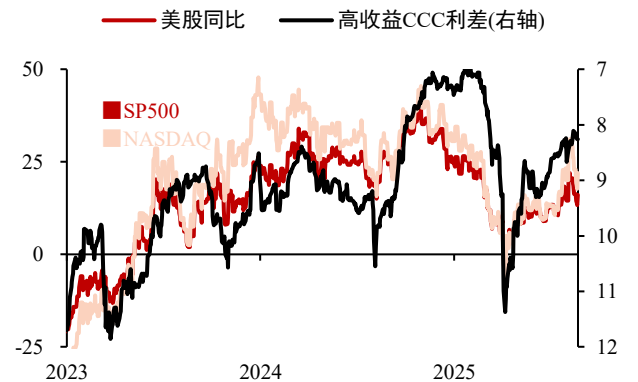
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：相对宽松的金融条件，使得美联储继续释放宽松货币政策的预期驱动市场风险偏好的再次改善甚至“过热” | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

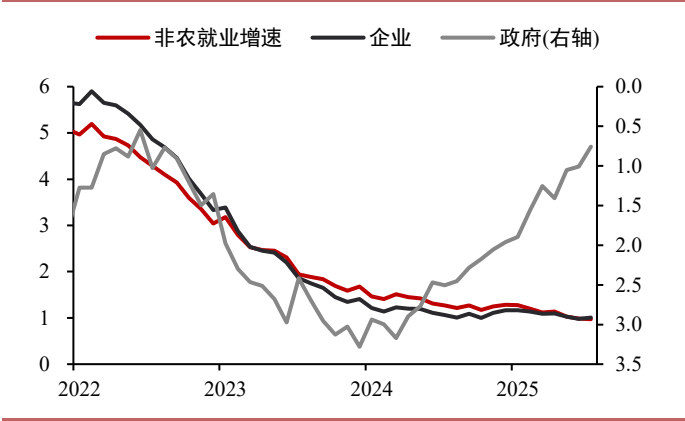
图 8：这也意味着美股相对高位的压力短期内或仍面临后移，美联储创造的相对宽松金融环境或仍将是短期市场风险偏好提升的主旋律 | 单位：%YoY, %



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

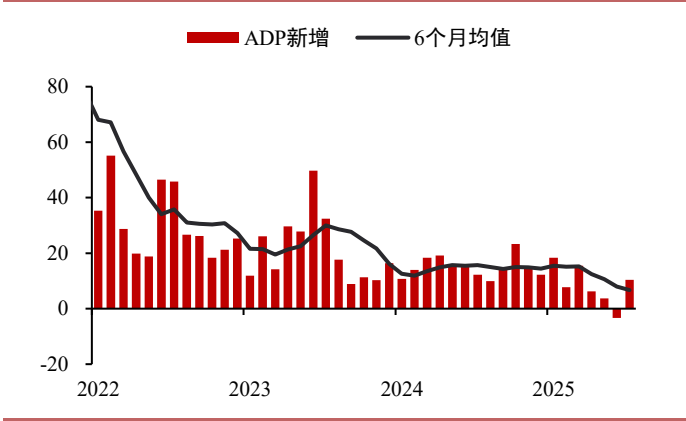
密切关注 9 月非农报告

图 9：美国劳动力市场的存量增速仍在继续放缓的状态
 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：私人部门调查的劳动力市场增量也面临下行的压力 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 1：美联储交易宏观策略跟踪

策略			策略	跟踪	策略	跟踪
				7 月 25 日		8 月 25 日
美元	波动率	+VXZ.B	持有	57.72	止损	56.14
	欧元	-6E0W.CME	试空	1.178	试空	1.173
	曲线	+1× ZN0W.CBT - 2×ZT0W.CBT	试空	96.1953	试空	95.7031
美债	方向	+@ZT0W.CBT	持有	103.566	持有	103.922
		-@ZN0W.CBT	试空	110.9375	试空	112.1406
	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	等待	96.44	等待	96.72
中债	方向	+TS00.CFE	持有	102.31	持有	102.318
		-T00.CFE	试空	108.18	持有	107.915

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com