



鲍威尔的杰克逊霍尔“大撤退”

2025年08月24日

宏观经济深度报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

鲍威尔的杰克逊霍尔“大撤退”

基本内容

鲍威尔在杰克逊霍尔会议中转鸽来的毫无预兆，且一些言论与7月FOMC记者发布会的表态背道而驰。在对经济的回顾与展望中，鲍威尔对于劳动力市场的观点产生了180度转变，开始极度担忧就业下行风险。

这种参考系的转变与7月不降息十分类似，很难用单纯的经济数据变化来解释，或许证明了特朗普对联储的政治高压终于取得回报。

尽管联储对于2025年的降息预期一直保持在2次(50bp)，但这次如此清晰的鸽派信号，加强的不仅仅是9月降息25bp，更是年内连续降息的可能。

我们想提醒的是，偏宽松的货币政策环境和偏鸽派的政策框架的副作用是不容忽视的；美国未来更难控制的通胀动态。大幅降息后，一个再加速的美国经济必然面临着更高的通胀中枢；今年更“滞”，明年更“胀”。这也意味着美国对于AI科技大幅提升生产效率的押注必须延续，某种程度上这是美国的国家意志。

风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



鲍威尔在杰克逊霍尔会议中转鸽来的毫无预兆，且一些言论与7月FOMC记者发布会的表态背道而驰。在对经济的回顾与展望中，鲍威尔对于劳动力市场的观点产生了180度转变，开始极度担忧就业下行风险。

这种参考系的转变与7月不降息十分类似，很难用单纯的经济数据变化来解释，或许证明了特朗普对联储的政治高压终于取得回报。

尽管联储对于2025年的降息预期一直保持在2次(50bp)，但这次如此清晰的鸽派信号，加强的不仅仅是9月降息25bp，更是年内连续降息的可能。

鲍威尔的杰克逊霍尔会议发言分为两个部分，第一部分是经济回顾与展望，第二部分是对联储货币政策框架的修改。在整个演讲的最开头，鲍威尔便直白地说出了“风险平衡似乎正在发生变化(the balance of risks appears to be shifting)”，这给整个演讲奠定了鸽派基调。

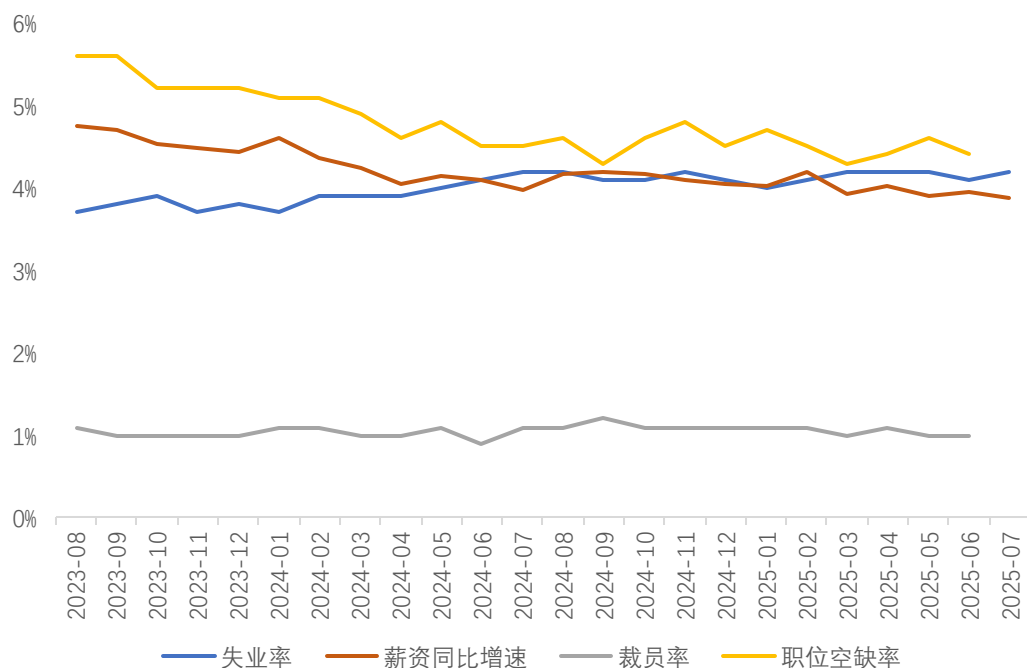
一、鲍威尔的杰克逊霍尔“大撤退”

鲍威尔对劳动力市场总结为“当下处于一种供需双弱的奇异平衡状态”，更为关键的是“就业的下行风险正在上升，且如果这些风险成为现实，可能会以大幅增加裁员和失业率上升的形式迅速实现(downside risks to employment are rising. And if those risks materialize, they can do so quickly in the form of sharply higher layoffs and rising unemployment)”。

尤其注意到用sharply这种词来提示劳动力市场风险并不多见，往往仅用在大型的经济冲击发生时（例如俄乌或2020-2021年供应链冲击）。这句话从联储主席嘴里说出，我们自然而然会担忧鲍威尔是否看到了一些我们没有看到的劳动力市场恶化数据：例如劳动力供给的减少遇到拐点，或者劳动力需求坍塌的前兆。

不同于7月FOMC会议时强调他唯一关注的劳动力市场指标是失业率(unemployment rate)，这次杰克逊霍尔会议鲍威尔选择关注了劳动力数据中“弱”的部分，比如劳动力增长的急剧放缓以及劳动参与率的持续下行。

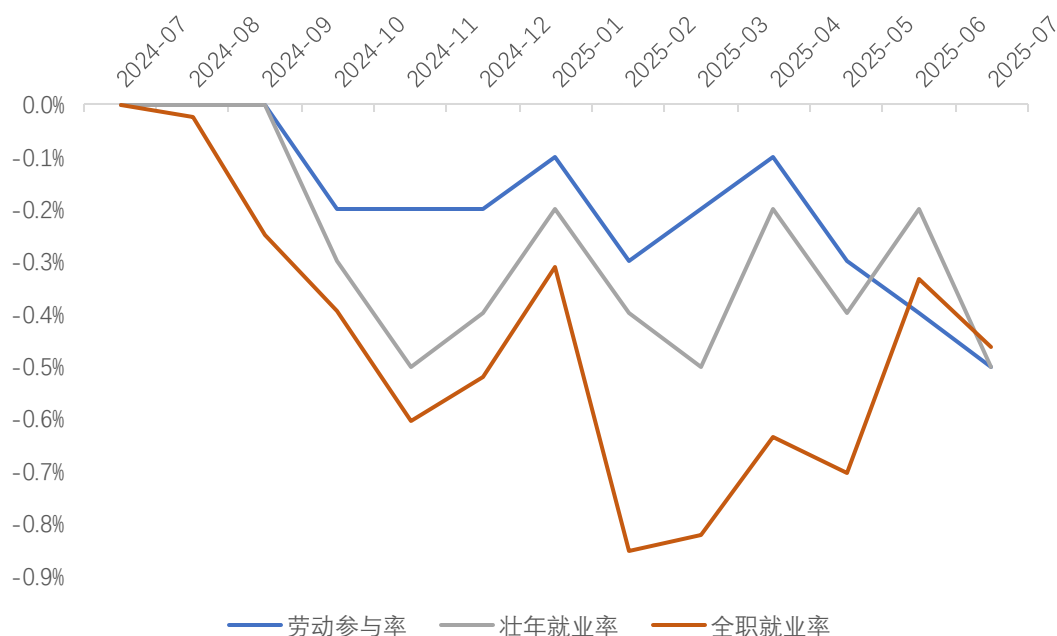
图1：鲍威尔在7月FOMC认为劳动力市场依然稳健的论据



来源：Wind，国金证券研究所



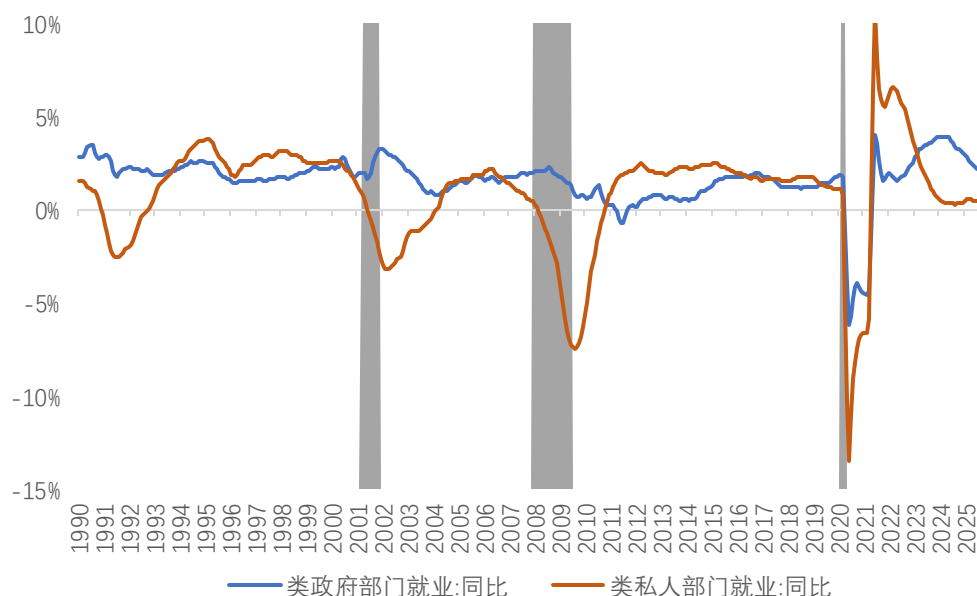
图 2：鲍威尔在杰克逊霍尔提到的恶化数据的趋势早已发生



来源：Wind，国金证券研究所（数据为相较于 2024 年 7 月的绝对值变动）

鲍威尔发出的鸽派信号意味着他对私人部门就业的“二段式”下跌（即私人部门就业零增长，乃至负增长）的担忧开始具象化体现。值得注意的是，这些数据的恶化也并非一朝一夕间产生，鲍威尔的这种特意选取并不能用单纯的经济因素所解释。正如我们报告《鹰派卫道士鲍威尔》（2025 年 8 月 1 日）所言，降息不是简单的经济问题，而是货币政策与政治立场间的复杂博弈。

图 3：私人部门的就业并未明显受益于已实现的 100bp 降息



来源：Wind，国金证券研究所

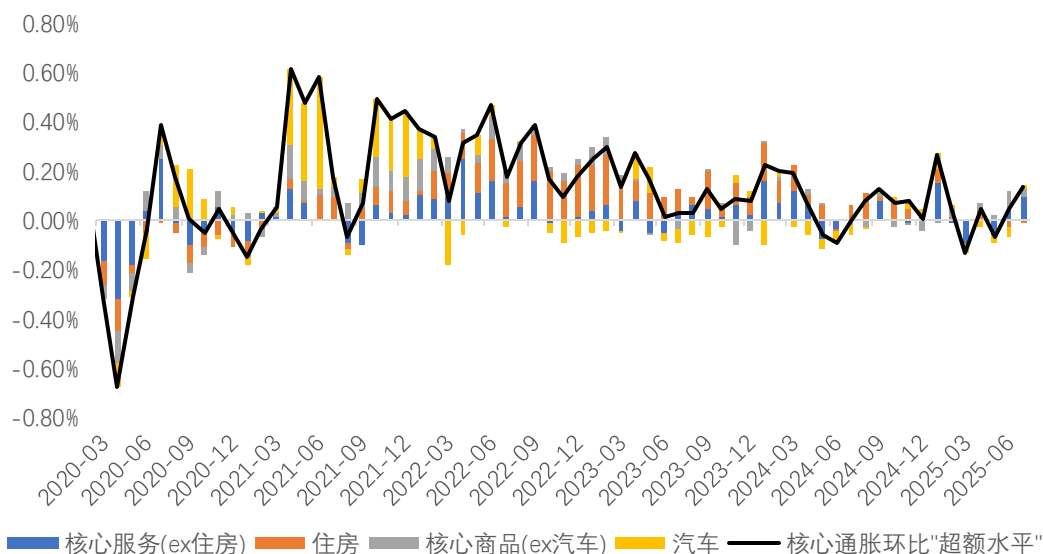
鲍威尔对通胀则倒向了“沃勒派”，即开始更倾向于关税是短暂的一次性冲击（the effects will be relatively short lived—a one-time shift in the price level）。

具体来看，鲍威尔依然描述了三种路径：一次性通胀、薪资-通胀螺旋、通胀预期的脱锚。对于一次性通胀的描述与此前 FOMC 会议并没有太大的区别，鲍威尔着重强调的其实是对于其余两种情形的否定：鉴于劳动力市场并不是特别紧张，并且面临着越来越大的下行风险，薪资通胀螺旋似乎不太可能；而长期通胀预期也并未明显变动。



鲍威尔选择向市场靠拢，认为只要关税通胀没有明显再加速，这就是一份“好报告”；从某种程度来看，这与 2021 年暂时性通胀的判断有着本质上的类似之处。

图 4：关税通胀“二阶导”并未加速，使得核心服务的小幅反弹被选择性无视



来源：Wind，国金证券研究所

基于此，鲍威尔将当前经济形势依然总结为上行的通胀风险与下行的就业风险，但结论已然发生变化：不再是 7 月 FOMC 的等等看（we are well positioned to learn more about the likely course of the economy and the evolving balance of risks before adjusting our policy stance），而是当前情形已经满足货币政策调整的条件（the baseline outlook and the shifting balance of risks may warrant adjusting our policy stance）。

总的来说，从 7 月 30 日的 FOMC 到 8 月 22 日的杰克逊霍尔会议，期间失业率小幅升高但就业数大幅下修的非农报告以及两份相对较热的物价报告，将那个“只关注失业率，不关注新增就业，且高度关注通胀风险”的鲍威尔对降息的态度大幅扭转。

二、修改货币政策框架

第二部分对于货币框架的修改则基本回到了 2012 年的版本，删除了对零利率下限（Zero Lower Bound）的描述，2020 年引入的“平均通胀目标制”也早已名存实亡，此次修改重新强调通胀与就业的双平衡（a balanced approach），但细节上展现出了更加明显的鸽派倾向。

物价稳定目标方面，完全摒弃了 2020 年的修改，回到 2012 年伯南克引入的最初框架，基于 2% 通胀目标的灵活通胀目标制度（flexible inflation targeting），这实质上更加模糊，联储的最终解释权也更具有灵活性。

对于充分就业的框架修则体现出了不对称性，有种“宁愿经济过热，也不愿经济停滞”的意味。

联储认为此前的就业目标不足（shortfall）定义并不够清晰，且在很多时候劳动力市场过热并不是通胀的来源。因此将其修改为“委员会认识到，就业有时可能超过对最大就业的实时评估，而不会对价格稳定造成风险（employment may at times run above real-time assessments of maximum employment without necessarily creating risks to price stability）”。

这意味着，在没有其他冲击的情况下（关税、供应链等），劳动力市场的过热并不必然面临着货币政策的收紧：主因是自然失业率测不准，因此短期来看薪资不一定成为通胀的来源。所以美国经济在这个框架下更有可能看到的是经济增速加快，劳动力市场的持续过热，以及通胀的滞后但明显反馈。

我们理解这更像是一种超大号版的联储看跌期权（FED Put），即对于充分就业的过度容忍。经济增长领先于就业，就业领先于通胀。而新框架下这种对于就业的容忍很可能会带来货币政策的大开大合，我们看到的降息与加息间的时间间隔会变得越来越短；货币政策波动性将被放大，前瞻指引或将逐渐让位于数据依赖。

三、降息的未来路径与资产影响

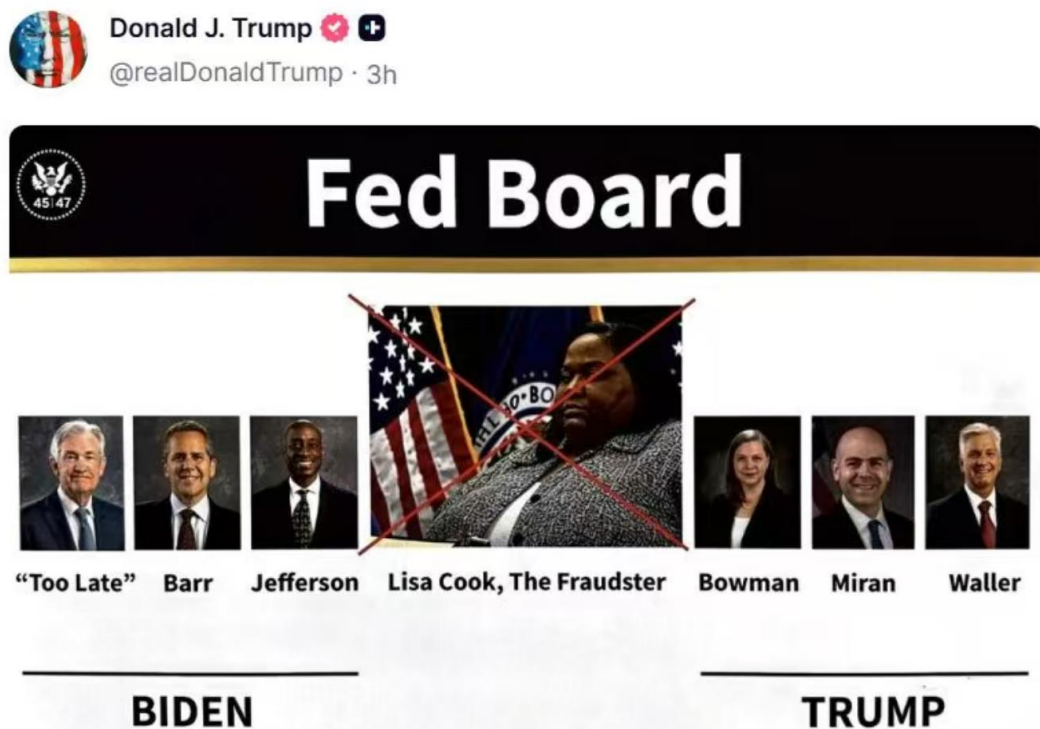
9 月“不降息”的门槛变得更高，且主要取决于非农数据，如果 8 月非农数据没有全面好转，联储有无视通胀数据采取 50bp 补偿式降息的可能。通胀水平的增加（小幅超预期）很可能并不会引发担忧，毕竟将其定性为一次性（one-time but not at once）冲击后，一些“余波”是可以被接受的。

同时考虑到特朗普对于联储理事会的干预正在进一步增加，对于理事库克的穷追猛打以及明确将联储理事分派别的行



为将会带来更大的政治压力，这意味年内很可能看到连续降息的发生，基准的降息幅度应该上调至 75bp。

图 5：特朗普公开将联储理事分派别，也将加剧其政治化担忧



来源：Truth，国金证券研究所

对于美元来说，降息靴子的落地并不必然带来下行趋势的延续。联储的实际行动（降息）和未来政策预期（更鸽派的货币政策框架）可能进一步改善美国经济预期，再加上美欧及美加墨这些关税协定中的硬骨头被逐步解决，未来经济增长的相对压力或将逐渐向非美国国家倾斜。

在中期选举前，特朗普对于美国经济各个领域的全面掌控将进一步推升美国资产的吸引力。

当下依然是一轮以 AI 或者泛科技类别为主的投资热潮，目前也并没有看到（美-非美）经济基本面定价权重的提升；在各国经济基本面明显改善之前，资金流出美股与否需要权衡的并不是简单的利差，而是各国资产的实际回报。美元趋势背后也不仅仅是利差，而是对于科技技术突破的“概率下注”。

图 6：估值问题依然存在，但基本面（预期）改善会减少部分压力



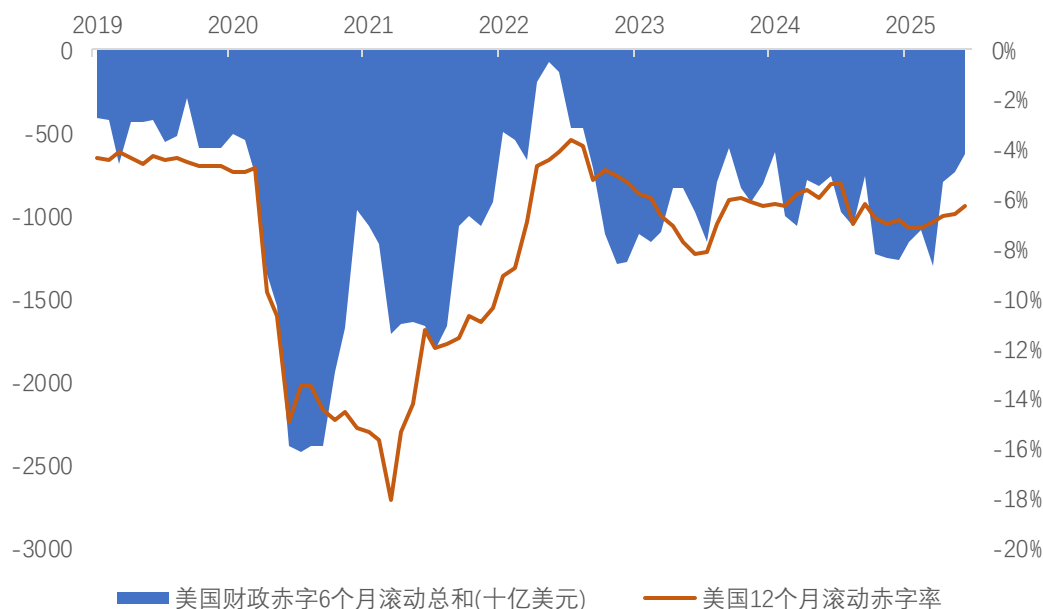
来源：Wind，国金证券研究所



沿着这个路径前进，可预见的是降息对经济增速（尤其是与短端利率更密切的消费）的支撑将托底实际利率水平，而通胀问题的被选择性忽视也将促使债券投资者要求较高的通胀补偿。

从风险的角度，长端美债蕴含的预期利率下行可能被期限溢价所侵蚀：期限溢价所蕴含的赤字、信用、流动性问题只能被缓解，但难以彻底解决；联储独立性问题也可能被更显性的展现在定价之中。

图 7：赤字问题会是阻碍长端利率下行的天堑



来源：Wind，国金证券研究所

考虑到特朗普对于财政和货币的把控，美债陡峭化的加剧可能触发联储停止缩表乃至扩表，或者采取某种模糊化收益率曲线控制（YCC）的形式来压降长端利率。简而言之，短久期有更大确定性，中久期博更大的资本利得，长久期则需要特朗普“发力”。

长端利率高企也将继续压制利率敏感性部门的复苏，过去十年间佛罗里达州和德克萨斯州共同贡献了制造业就业增长的 32% 和制造业企业增长的 25%，摇摆州也贡献巨大。这成为特朗普中期选举的命门之一，即大幅降低美国实体部门的融资成本，不仅是对冲 OBBB 法案中的“不养闲人”对红州基本盘的冲击，也是争取更多铁锈带和摇摆州的选民支持。推动房贷与工商业贷款利率的利率下行将会成为特朗普的下一个诉求。

最后，我们想提醒的是，偏宽松的货币政策环境和偏鸽派的政策框架的副作用是不容忽视的：未来更难控制的通胀动态。大幅降息后，一个再加速的美国经济必然面临着更高的通胀中枢；今年更“滞”，明年更“胀”。为了解决“胀”的问题，美国对于 AI 科技大幅提升生产效率的押注必须延续，某种程度上这是美国的国家意志。



风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究