

2025 年 08 月 23 日

美联储“偏鸽”表态后大类资产比较

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

● **事件：杰克逊霍尔经济研讨会（Jackson Hole Economic Policy Symposium）于 2025 年 8 月 22 日晚 10:00（北京时间）召开。**

释放“偏鸽”信号，但资产角度定价更“鸽”。鲍威尔讲话中提到“风险平衡正在发生转变（the balance of risks appears to be shifting）”，被市场解读为货币政策重心正逐步从通胀转向劳动力市场压力，从而引发了市场对降息的鸽派再定价。从彭博模型来看，美联储隐含降息预期显著上升，9 月降息概率从约 40% 快速攀升至接近 90%。鲍威尔同时强调货币政策仍处于限制性区间，未来政策立场可能调整，但降息路径仍需谨慎评估，关键在于后续数据表现。

● **劳动力下行风险占据主导**

讲话对宏观经济定调表现为：

（1）**强调劳动力市场的下行风险。**在谈及劳动力市场时，鲍威尔两次使用“sharply”，凸显出若这种平衡被打破，可能迅速引发裁员增加和失业率上升的风险。失业率等核心劳动力市场指标成为美联储研判经济形势和调整政策立场的重要参考，为 9 月降息打开了一定空间。

（2）**首次提到关于关税对于通胀的“一次性”影响。**关于关税对通胀的影响，鲍威尔指出，一个“合理的基准假设”是关税将带来物价水平的一次性上升，但这一效应需要时间才能在经济中逐步显现。可以看出美联储承认关税会对通胀带来影响，但相比通胀持续性的担忧，更加重视劳动力市场走弱带来的风险。

（3）从《长期目标与货币政策策略声明》中所体现的美联储第二次货币政策框架公开评估的结果，也可以看出鲍威尔对于劳动力市场的关注进一步提升。

● **市场定价再度强化“9 月保险式降息”的预期**

市场对美联储政策立场解读的“偏鸽”大于其立场本身，从而引发以美股、黄金、加密货币等资产普涨。但鲍威尔强调政策无预设路径，**决策仍基于数据与风险评估**，并通过“均衡论述”同时承认关税通胀压力的暂时性与劳动力市场的走弱迹象，从而避免了市场将其解读为政治妥协。利率预期方面，SOFR 期权定价显示市场显著偏向降息，至 2026 年年底，三个月 SOFR 在 3-3.5% 区间的概率为 22.7%。

● **大类资产比较：港股或存在补涨机会**

A 股：上周收盘整体 A 股情绪向好，美联储偏鸽的信号可能存在边际利好，但当前 A 股市场仍是“**以我为主**”，不会改变行情主导逻辑。

港股：短期有望受益于美债利率和美元下行所带来的流动性与情绪改善。此前港股相对 A 股表现偏弱，主要因 A 股受益于大陆的增量资金。Jackson Hole 讲话成为阶段性催化剂，**若 9 月美联储如期降息，港股或迎来补涨机会。**

美债：当前操作空间有限，新增仓位性价比不高，但已有多头可继续持有。

黄金：可作为防御性配置延续持有。

美股：美股结构性机会仍在，但不宜过度追高，需关注基本面数据的拐点。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动放大市场波动；全球流动性及地缘政治恶化风险；美国经济数据不及预期。

相关研究报告

《证券化率看牛市估值——投资策略专题》-2025.8.22

《北证 50：从关键突破到新中枢确立——投资策略专题》-2025.8.19

《机构关注度提升：通信、食品饮料、公用事业、美容护理——机构调研周跟踪》-2025.8.18

目 录

1、 核心内容解读	3
2、 大类资产交易更加“偏鸽”态度	6
3、 大类资产后续展望	9
4、 风险提示	10

图表目录

图 1： 截至 2025 年 7 月 31 日的已定价降息/加息次数	3
图 2： 截至 2025 年 8 月 22 日的已定价降息/加息次数	3
图 3： 美国劳动力市场处于“微妙”平衡	4
图 4： 美国核心 PCE 环比上升明显	4
图 5： 美国 PPI 环比上涨 0.9%	4
图 6： 当前关税影响或还没有明显体现在美国 CPI 数据中	5
图 7： 对利率敏感的 2Y 美债收益率盘中下跌明显	6
图 8： 美债利差走阔	6
图 9： 道指、纳指上涨	6
图 10： 小盘上涨更加明显	6
图 11： 欧洲主要股指上涨	7
图 12： 黄金上涨、美元指数下跌	7
图 13： SOFR（担保隔夜融资利率）期权显示市场定价降息	7
图 14： Fed Watch 显示 9 月降息 25bp 概率达到 75%	8

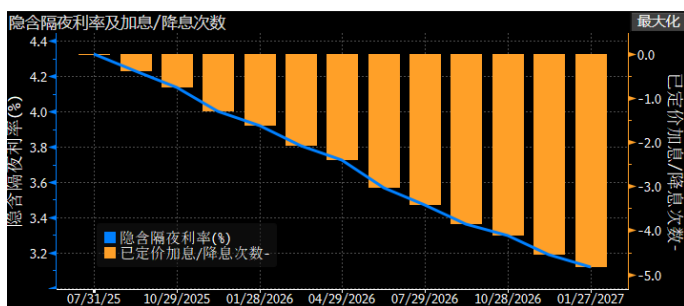
1、核心内容解读

事件：杰克逊霍尔经济研讨会（Jackson Hole Economic Policy Symposium）于 2025 年 8 月 22 日晚 10：00（北京时间）召开。

释放“偏鸽”信号，但资产角度定价更“鸽”。鲍威尔讲话中提到“风险平衡正在发生转变（the balance of risks appears to be shifting）”，被市场解读为货币政策重心正逐步从通胀转向劳动力市场压力，从而引发了市场对降息的鸽派再定价。这一表述意味着，美联储此前主要关注通胀风险，而当前更大的不确定性开始集中在劳动力市场。投资者因此认为，鲍威尔实际上承认了就业市场走弱，其潜在风险已超过关税带来的通胀压力，从而增强了市场对宽松政策的预期。从彭博模型来看，和 7 月 31 日的数据相比，8 月 22 日隐含联邦基金利率明显下行，市场从利率期货角度押注更加宽松的利率环境。

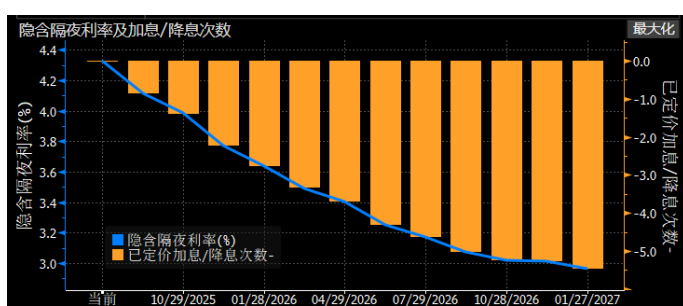
鲍威尔同时强调货币政策仍处于限制性区间，未来政策立场可能调整，但降息路径仍需谨慎评估，关键在于后续数据表现，尤其是即将公布的就业报告。自 2024 年 12 月以来，美联储基准利率一直维持在 4.25%-4.50% 区间。政策制定者多次指出关税对通胀的影响存在高度不确定性，因此在评估时需要保持审慎。鲍威尔亦未直接回应白宫的降息呼声，而是重申美联储的独立性，并强调 FOMC 的决策将完全以数据和经济前景为依据。

图1：截至 2025 年 7 月 31 日的已定价降息/加息次数



资料来源：彭博

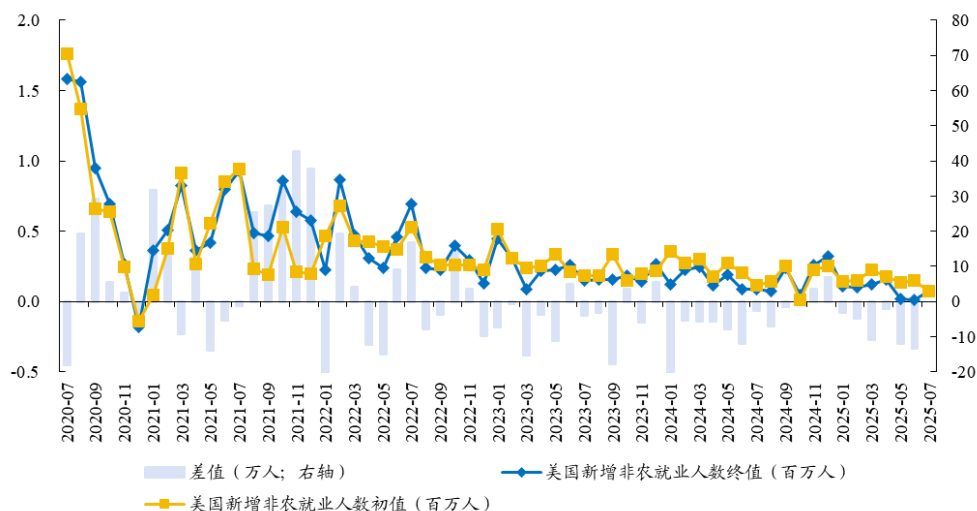
图2：截至 2025 年 8 月 22 日的已定价降息/加息次数



资料来源：彭博

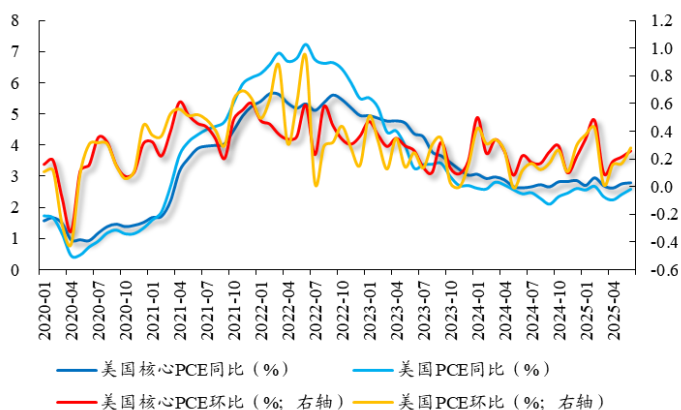
讲话中对宏观经济的定调体现为：

强调劳动力市场的下行风险。他指出，“收紧移民政策导致劳动力增长急剧放缓”，并提到特朗普政府在税收、支出和监管方面的一些政策调整也可能对经济增长和生产率产生深远影响。他表示：“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上升。”在谈及劳动力市场时，他两次使用“sharply”，凸显出若这种平衡被打破，可能迅速引发裁员增加和失业率上升的风险。在此背景下，失业率等核心劳动力市场指标成为美联储研判经济形势和调整政策立场的重要参考，也为 9 月降息提供了空间。

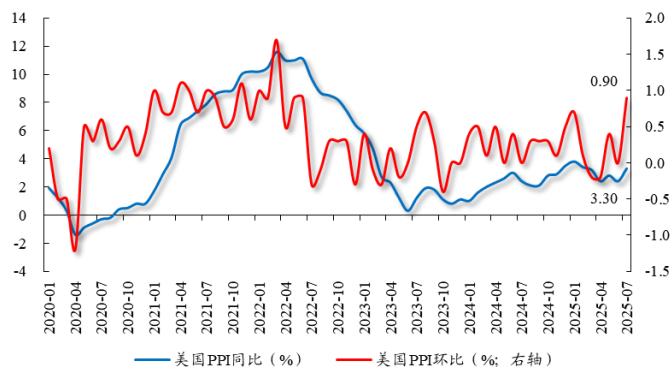
图3：美国劳动力市场处于“微妙”平衡


数据来源：Wind、开源证券研究所

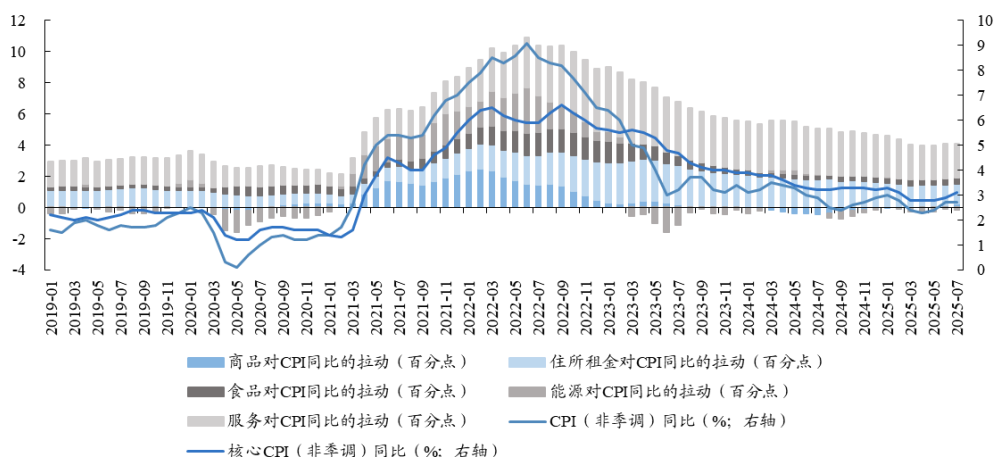
首次提到关于关税对于通胀的“一次性”影响。关于关税对通胀的影响，在谈及关税对通胀的影响时，鲍威尔指出，一个“合理的基准假设”是关税将带来物价水平的一次性上升，但这一效应需要时间才能在经济中逐步显现。从通胀与就业两方面来看，他认为短期通胀风险仍偏上行，而就业风险则偏向下行，这构成了当前政策权衡的核心挑战。结合本次 Jackson Hole 演讲的整体基调，可以看出，美联储承认关税会对通胀带来影响，但相比通胀持续性的担忧，更加重视劳动力市场走弱带来的风险。需要注意的是，Jackson Hole 会议侧重 5 年视角，因此鲍威尔意在传递的核心信号是：未来数年内美国通胀不具备长期走强的可能性。在此背景下，美联储可能据此调整政策框架。但这并不意味着短期通胀压力可以忽视，仍需警惕通胀数据阶段性意外上行的风险。

图4：美国核心 PCE 环比上升明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国 PPI 环比上涨 0.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：当前关税影响或还没有明显体现在美国 CPI 数据中


数据来源：Wind、开源证券研究所

从经修订的《长期目标与货币政策策略声明》中所体现的美联储第二次货币政策框架公开评估的结果，也可以看出鲍威尔对于劳动力市场的关注进一步提升：

（1）删除了将有效利率下限视为决定性经济特征的表述，转而强调货币政策应在广泛经济条件下促进充分就业和价格稳定。虽然在有效利率下限附近操作的困难仍是潜在担忧，但已不再是主要焦点。声明重申，委员会将在必要时动用所有工具以实现双重目标。

（2）回归灵活通胀目标制，取消了2020年采用的“弥补”策略。事实证明，允许通胀适度超调的设想已不合时宜。声明强调良好锚定的通胀预期对于在不引发失业率大幅上升的情况下实现通胀回落至关重要，并突出“价格稳定是健全经济和全民福祉的基础”。

（3）删除了2020年声明中的“不足”（shortfalls）表述，因为该表述在沟通上存在误解风险。修订后的声明更清晰地指出，就业水平有时可以高于实时评估的充分就业水平而不必然威胁价格稳定。同时强调，如果劳动力市场紧张对价格稳定构成风险，仍可能需要先发制人的政策行动。

（4）为与删除“不足”相一致，进一步明确在就业和通胀目标不完全互补时的政策方法。声明指出，将采取平衡方式，综合考虑目标偏离的程度及其回归时间跨度。这一原则与2012年原始措辞更一致，并在2022-2024年通胀偏离目标时期发挥过指导作用。

（5）强调了与过去声明的连续性。文件继续阐释美联储如何理解国会赋予的双重使命，并强调货币政策必须前瞻性，考虑对经济影响的滞后性。因此政策行动取决于经济前景以及该前景面临的风险平衡。同时，仍认为为就业设定具体数值目标不合适，因为充分就业水平不可直接测量且会随时间变化。

（6）重申2%的长期通胀目标符合双重使命。该目标既能保持通胀预期良好锚定，又足够低以避免影响家庭和企业决策，同时为央行在经济衰退时提供适度政策空间。

2、大类资产交易更加“偏鸽”态度

鲍威尔讲话后，全球金融市场出现剧烈反应。美股集体上涨，标普 500 指数升约 1.6%，纳斯达克上涨近 2%，道琼斯工业指数上涨约 2%，创下盘中新高。对降息预期的强化推动美债收益率下行，其中两年期美债收益率下跌近 11 个基点至 3.68%，10 年期下跌 7 个基点至 4.26%；美元兑欧元、日元等主要货币同步走弱。黄金、比特币等风险资产亦明显走强，美元指数录得自 4 月“解放日行情”以来的最大单日跌幅。

市场定价再度强化“9 月保险式降息”的预期。若美联储 9 月降息 25 个基点，前端利率下移幅度可能大于中端，收益率曲线趋陡风险上升；更温和的贴现率路径将利好久期敏感和现金流后置型资产。美元阶段性走弱有助于风险偏好外溢，但仍需关注关税可能带来的二次通胀冲击，这或对美债实际利率与美元走势产生扰动。

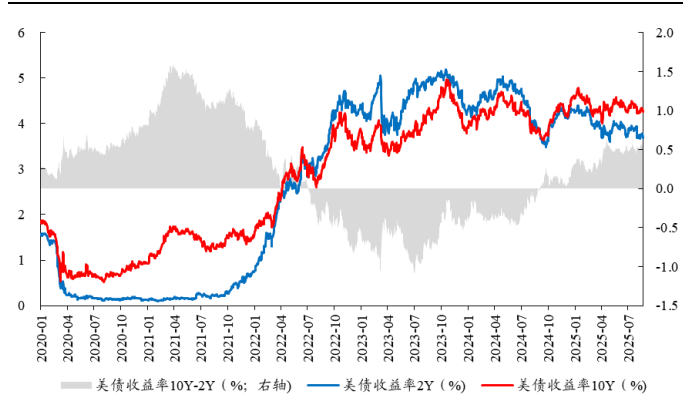
市场对美联储政策立场解读的“偏鸽”大于其立场本身，鲍威尔强调货币政策并无预设路径，FOMC 的决定将完全基于数据与风险评估。这种“均衡论述”既承认关税带来的短期通胀压力可能是暂时的，也提示劳动力市场已显现裂痕，从而避免了市场将其解读为政治妥协。正因如此，本次讲话推动市场一致性上行，而没有引发类似去年“先暴涨再暴跌”的过度反应。

图7：对利率敏感的 2Y 美债收益率盘中下跌明显



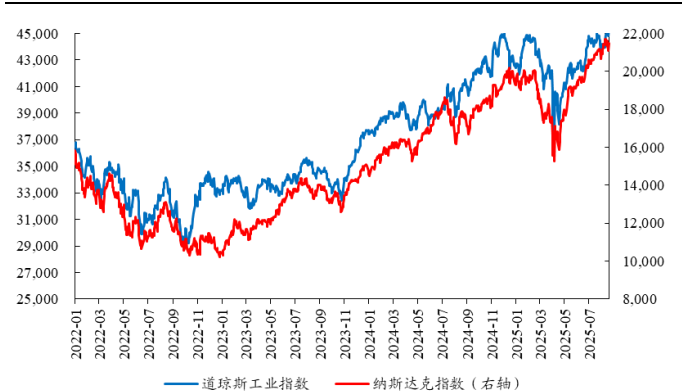
资料来源：彭博

图8：美债利差走阔



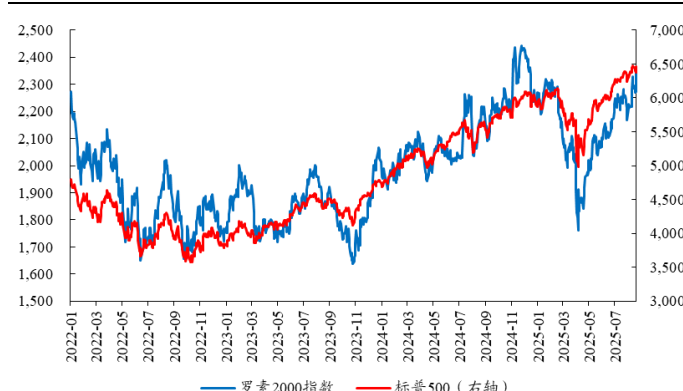
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：道指、纳指上涨



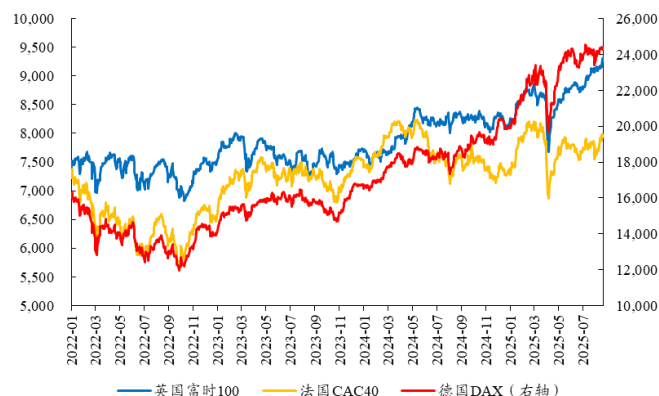
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：小盘上涨更加明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：欧洲主要股指上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

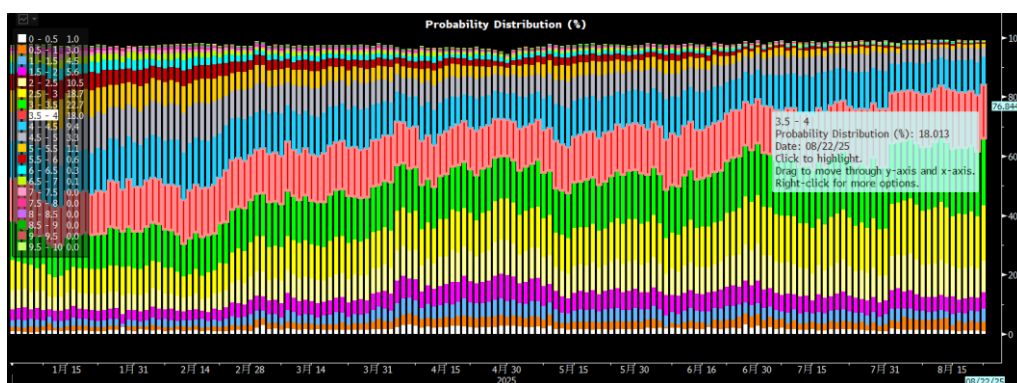
图12：黄金上涨、美元指数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

SOFR（担保隔夜融资利率）期权显示，到2026年年底，三个月SOFR在3-3.5%区间的概率为22.7%，在3.5-4%的概率分布为18.0%而利率低于3%的概率为40%左右。这表明市场分布偏向降息。这一观点基于两个前提：劳动力市场进一步走弱、消费者物价保持受控（核心PCE同比低于2.5%）。

图13：SOFR（担保隔夜融资利率）期权显示市场定价降息



资料来源：彭博

图14: Fed Watch 显示 9 月降息 25bp 概率达到 75%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.0%	25.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.3%	51.5%	13.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.4%	46.9%	24.0%	3.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	34.4%	37.3%	15.5%	2.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	23.2%	35.9%	25.7%	8.4%	1.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	11.5%	27.4%	32.6%	20.0%	6.0%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.6%	21.0%	30.5%	25.0%	11.6%	2.8%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.9%	24.1%	28.8%	20.7%	8.8%	2.0%	0.2%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.5%	6.7%	16.8%	26.0%	25.5%	15.9%	6.1%	1.3%	0.1%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.5%	8.7%	18.6%	25.9%	23.6%	14.0%	5.1%	1.0%	0.1%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.8%	10.7%	20.1%	25.4%	21.7%	12.2%	4.3%	0.8%	0.1%

资料来源: CME

3、大类资产后续展望

A 股：上周收盘整体 A 股情绪向好，美联储偏鸽的信号可能存在边际利好，但当前 A 股市场仍是“以我为主”，不会改变行情主导逻辑。

港股：短期有望受益于美债利率和美元下行所带来的流动性与情绪改善。此前港股相对 A 股表现偏弱，主要因 A 股受益于大陆的增量资金。Jackson Hole 讲话成为阶段性催化剂，**若 9 月美联储如期降息，港股或迎来补涨机会。**

美债：鲍威尔释放偏鸽信号，使得美债收益率技术上进入下行区间。尽管缺乏劳动力市场进一步走弱的数据确认，但降息预期已经充分计入，当前位置操作难度较大。对于已有多头头寸，仍可持有以博取收益率进一步下行空间；但新增仓位的性价比下降，需要等待数据验证或波动带来更优配置时机。整体判断，四季度美债收益率趋势仍偏向下行。

黄金：黄金已突破 3400 美元，前期在 3360 美元附近的低波震荡区间是更优的配置机会。随着降息预期快速兑现，黄金下限可能被抬升至 3400 美元一线，但缺乏新增催化因素推动其单边走强，短期大概率维持震荡。中期来看，若劳动力市场疲软引发美债实际利率进一步下行，黄金仍具上行潜力，因此可作为防御性配置延续持有。

美股：偏鸽信号短期内强化了风险偏好，美股预计延续上涨动能。但就业市场的潜在疲软风险仍未消退，一旦四季度数据显著走弱，股市可能面临回调压力。因此，美股结构性机会仍在，但不宜过度追高，需关注基本面数据的拐点。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

美国经济数据不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn