

2025 年 08 月 23 日

宏观研究团队

美联储 9 月降息共识或已基本达成

——2025 Jackson Hole 鲍威尔发言点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● **事件：**北京时间 2025 年 8 月 22 日晚 10 点，美联储主席鲍威尔在 2025 年 Jackson Hole 全球央行年会发表题为“货币政策与美联储框架审查”的讲话。

● **讲话强调了美国就业下行与通胀上行风险，表示货币政策可能需要调整**

1. 强调风险平衡正在发生变化，即劳动力市场下行风险与通胀上行的风险均有提升。讲话表示在特朗普经济政策大幅波动的情况下，美国经济保持了韧性，但这些政策对经济的持久影响存在重大不确定性（significant uncertainty）。其中移民政策的改变导致劳动力市场供需同时明显放缓（a marked slowing），因此劳动力市场看似平衡，但就业市场下行的风险正在上升（裁员大幅增加和失业率上行）；与此同时关税对通胀上升的影响已显而易见且将继续累积，但基准假设是这些影响是单次的（a one-time shift）。虽然关税税率的变化可能会导致通胀上行过程延长，且存在通胀螺旋的可能，然而由于劳动力市场的下行风险不断增加及通胀预期的稳定，因此通胀上行的风险虽然提升，但可能不会持久。

2. 需要调整政策立场，暗示 9 月或将开启 2025 年首次降息。如前所述，将两个风险整合起来后，虽然当前就业、通胀的情况与美联储的货币政策目标产生冲突，且更接近中性利率，但考虑到政策处于紧缩区域，基本前景和风险平衡的变动可能需要调整政策立场，暗示 9 月将开启降息。当然也强调了依据后续数据行事。

● **美联储货币政策框架如期调整，回归灵活通胀目标制**

1. 货币政策框架调整，回归灵活通胀目标制，将平衡货币政策目标。2025 年是美联储 5 年 1 次的货币政策框架审查，本次讲话也如期对框架进行了调整。一是删除了“接近有效利率下限（0 利率）是经济决定性特征（即低增长、低利率、低通胀）”表述，更加符合当前经济中高通胀的特点；二是回归灵活通胀目标框架，并取消了“弥补”策略（即允许通胀超调）；三是删除就业“缺口”表述，因容易引发误解，修订成“就业可能暂时高于实时估计的最大就业水平，但不一定威胁价格稳定”，更加强调就业对美国家庭、雇主和社区的价值；四是当就业与通胀目标冲突时，将采取平衡策略，考虑偏离程度和回归时间差异来进行决策。

2. 货币政策是前瞻性的，要考虑对经济影响的滞后性。讲话强调货币政策行动取决于经济前景以及对该前景的风险平衡。设定一个就业数字目标是不明智的，而 2% 的长期通胀率与美联储的双重使命目标最为一致，将予以保留。

● **9 月大概率降息 25bp，市场风险情绪短期或将有所提振**

1. 鲍威尔此次讲话较市场预期偏鸽，我们预计 9 月降息 25bp，全年降息 2 次。由于 7 月 FOMC 表态偏鹰，且 7 月 PPI 相对超预期，市场一度预期鲍威尔本次讲话不会表态进行货币政策转向，美国市场在讲话前也经历持续调整。但本次讲话鲍威尔对经济的评估更加务实，与其在 7 月 FOMC 会议上对劳动力市场下行风险的关注较为一致。我们认为，美联储 9 月大概率会降息 25bp，但对 2025 全年降息次数不可太乐观，全年预计降息 2 次。因关税对通胀的影响尚需时间显现，美联储对于降息的决策或将比较谨慎，以避免通胀螺旋的情况发生。

2. 市场整体反应较为积极，短期风险情绪或将有所提振。往后看，或仍将沿着经济“软着陆”、美联储将顺畅降息路径进行交易，后续要关注美股大型科技公司财报表现。美股当日录得较多涨幅，美债收益率、美元下行，黄金价格收涨。

● **风险提示：**美国通胀超预期上行，特朗普经济政策变动超预期。

相关研究报告

《对等关税 2.0 后，行业关税或将成关键新变量——宏观经济专题》-2025.8.20

《广义财政收入压力边际缓解——宏观经济点评》-2025.8.19

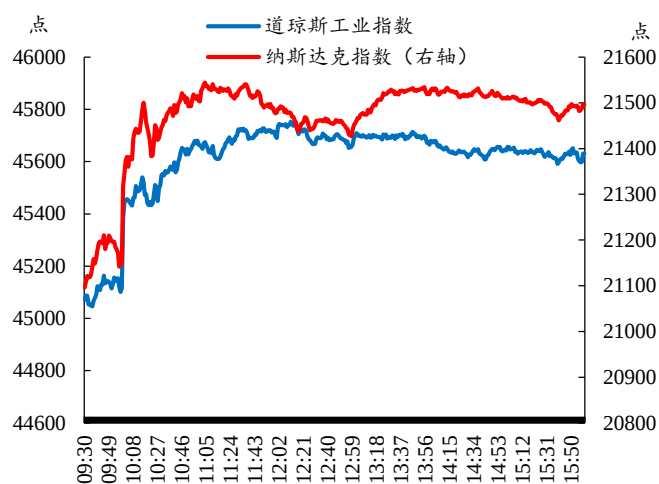
《建筑需求同比下行速度放缓——宏观经济专题》-2025.8.19

附表1. 鲍威尔 2020-2024 年 Jackson Hole 会议发言内容

时间	会议主题	讲话主题	讲话主要内容
2024	Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy 重估货币政策传导有效性	Review and Outlook 回顾及展望	鲍威尔表示，与疫情相关的经济扭曲现象已经消失，在限制性的货币政策下，通胀水平已经明显下降，劳动力市场不再过热，就业与通胀这两项使命的风险平衡已经发生了变化，因此政策调整的时机已经到来， 为本轮加息周期后的首次降息奠定了基调。
2023	Structural Shifts in the Global Economy 全球经济的结构性转变	Inflation: Progress and the Path Ahead 通货膨胀：进展和未来的道路	鲍威尔表示，美联储的目标是将通胀率降至 2%。为此，美联储在过去一年中大幅收紧了政策，尽管通货膨胀已经从高峰回落，但仍然太高。美联储准备在适当的情况下进一步加息，并打算将政策保持在限制性水平，直到确信通胀正在可持续地朝着目标下降。 鲍威尔提出存在新旧不确定性使平衡货币政策的任务变得更加复杂。传统的政策不确定性来源有无法确定中性利率、货币紧缩影响的滞后时间不确定；新的政策不确定性来源有供需错位对通胀和劳动力市场动态的影响、通货膨胀对劳动力市场紧缩的反应更为敏感。
2022	Reassessing Constraints on the Economy and Policy 重新评估经济和政策的约束	Monetary Policy and Price Stability 货币政策和物价稳定	鲍威尔指出，FOMC 的首要任务是使通胀率回落到 2% 的目标，因为物价稳定是经济良好运行的关键。恢复物价稳定将通过持续加息和一段低于趋势的增长期来维持限制性政策立场，这将带来一些经济痛苦。 他借鉴了 20 世纪 70/80 年代的经验教训，强调美联储对物价稳定负有责任，而预期在通胀中发挥着作用。如果高通胀持续下去，对高通胀的预期可能会变得根深蒂固，就像 20 世纪 70 年代那样。 主张采取有力的政策措施，并在完成任务之前保持紧缩政策 ，以避免反复失败，并避免出现抑制通胀所需的漫长限制期。
2021	Macroeconomic Policy in an Uneven Economy 经济不平衡中的宏观经济政策	Monetary Policy in the Time of COVID 新冠疫情时期的货币政策	鲍威尔概述了大流行造成的急剧但短暂的衰退，并指出复苏速度快于预期，但不平衡，服务业等行业滞后。就业增长也落后于产出复苏。 鲍威尔 承认通货膨胀已急剧上升，但由于供应链问题和基数效应，这些压力在很大程度上是暂时的。 大多数通胀预期指标仍处于锚定状态。他列举了几个因素，表明通胀上升是暂时的，包括通胀集中在受大流行影响的特定商品、某些价格已经出现放缓以及缺乏广泛的工资压力。他认为， 根据 20 世纪 50 年代的经验教训，美联储不应暂时性通胀反应过度 ，但将密切监控风险，并准备在通胀变得更加持久时收紧政策。
2020	Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy 展望未来十年：对货币政策的影响	New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review 新的经济挑战与美联储的货币政策审查	鲍威尔在讲话中讨论了美联储对其货币政策框架的审查，审查的动机是过去十年中经济的变化，如利率降低和通胀率低于 2% 的目标。根据审查结果，美联储通过了修订后的《长期目标和货币政策战略声明》，其中纳入了框架的关键变化。新声明强调，充分就业是一个包容性目标，美联储的目标是随着时间的推移实现平均通胀率 2%，以防止出现低于目标的结果。 鲍威尔认为，这些变化使美联储能够更好地应对有效利率下限等挑战，并在不断变化的经济中促进其双重使命。他承诺每五年对该框架进行进一步的公开审查，以便根据需要不断进行调整。

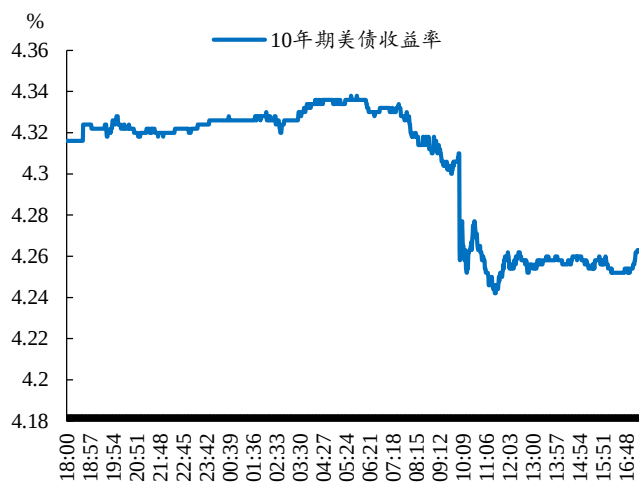
资料来源：美联储、开源证券研究所

附图1. 美股当日录得较多涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2. 10年期美债收益率收跌



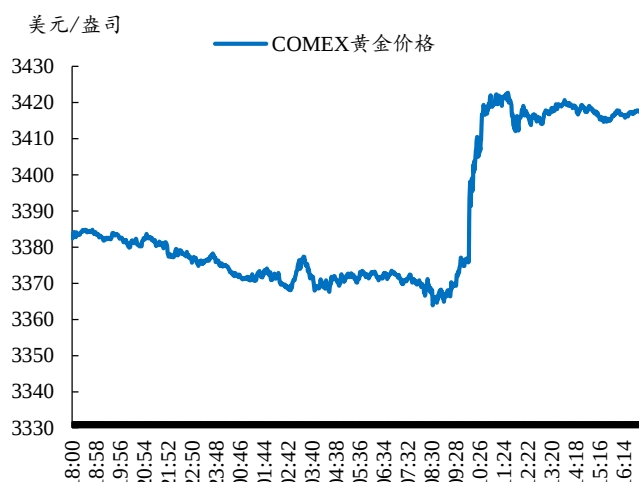
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3. 美元指数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4. 黄金价格走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

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