

杰克逊霍尔会议：给降息预期“踩刹车”？

2025 年 08 月 22 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **当市场几乎一致押注 9 月降息已成定局，杰克逊霍尔会议是否会给降息预期“泼盆冷水”？** 7 月以来大幅下修的非农数据和不及预期的 CPI 使得市场降息叙事进一步强化：在就业随时可能“熄火”的风险下，只要通胀不发生恶性上升，那么就不足以阻挡 9 月降息的步伐。

➤ **但这也给鲍威尔带来了两难：**

➤ **一方面**，潜在的通胀风险仍然存在，尽管 7 月 CPI 同比以及关税影响的部分核心商品并未出现加速上涨迹象；但 PPI 超预期上行并创下三年多来的最大增幅，则再次点燃了通胀的隐患，这意味着关税可能已经开始推升企业成本，并将最终传导至消费终端。因此，在 8 月经济数据未公布之前，鲍威尔不敢轻易做出降息的判断。

➤ **另一方面**，狂热的降息预期对美联储也是一种“裹挟”，在市场普遍押注 9 月降息 25bp 的基础上，届时美联储如果不降息，对市场带来的影响可能与加息无异，或带来资产端的剧烈波动，这也使得美联储在后续的货币政策中陷入被动。

➤ **对于美联储来说，其更希望在这场博弈和较量中夺回主动权，保留选择的余地，因此其当前的核心是给降息预期“降降温”。**从近期的美联储表态来看，联储官员也有迹象地在往这方面靠拢。例如克利夫兰联储主席哈玛克明确反对立即降息，堪萨斯城联储主席则认为“现在调整政策利率确实需要非常明确的数据”。**但都是“雷声大，雨点小”，市场并不完全买账。**

➤ **而本次的杰克逊霍尔会议可能是最好的时机，将再次体现出鲍威尔预期管理的“艺术”。**由于鲍威尔发言的政策影响远超其他美联储理事，而作为一年一度的央行年会，杰克逊霍尔会议通常是其释放货币政策信号的重要窗口。在全球瞩目下，任何表态的轻微变动都会对市场产生明显影响，这也给了鲍威尔平衡降息预期提供了最大的“舞台”。

➤ **我们预计，在杰克逊霍尔会议上，鲍威尔将延续其“卫道士”的角色，其在一定程度上或许并不否认 9 月降息的概率，但可能也不会进行明显的鸽派转向，而是更多地选择等待和观察。**我们认为，鲍威尔可能在会议上释放以下信号，给市场一致的降息预期“踩踩刹车键”：

➤ **一方面，劳动力市场可能存在下行的风险**，但由于当前供需均走软，失业率等指标仍保持相对稳定，仍需进一步观察。

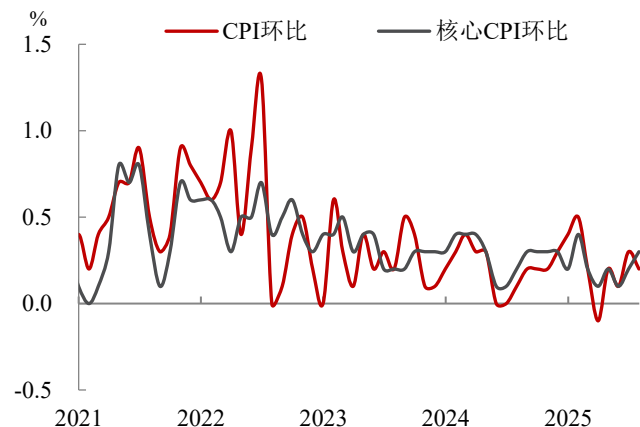
➤ **但是另一方面，潜在的通胀风险更令人担忧**，关税的影响还有待考察，尚无法确定其引发的价格上涨是否是一次性的。

➤ **最后，在降息上，则继续强调数据依赖**，认为在 9 月会议前还有更多数据待公布，会议结果仍存在不确定性，而不是认同当前市场对于 9 月降息的强烈预期。

相关研究

1. 资产价格研究：A 股 VS 美股：“跑赢”行情的来龙与去脉-2025/08/21
2. 2025 年 7 月财政数据点评：财政收入增速年内新高的背后-2025/08/19
3. 美国经济研究：保税区库存，美企避税的最后自留地-2025/08/18
4. 海外市场追踪：Hibor 上涨：噪音还是隐忧？-2025/08/17
5. 美国经济研究：美国通胀：PPI 会如何“搅局”？-2025/08/17

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国 CPI 环比增速回落


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 7 月。

图2：PPI 超预期上行


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 7 月。

图3：美联储官员表态

美联储官员降息表态		
美联储官员	日期	最新表态
鲍威尔	7月31日	美联储在制定利率政策时没有考虑政府融资需求的空间。美联储肩负国会授权的使命，是控制通胀同时尽可能保持就业市场的强劲。鉴于这一法定职责，美联储不考虑联邦政府的财政需求。
威廉姆斯	8月2日	预计经济增速在2026年反弹。预计经济增速今年放缓至约1%。劳动力市场依旧稳健。仍需要具有适度限制性的货币政策。
鲍曼	8月10日	认为劳动力市场的明显疲软超过了未来通胀上升的风险。预计将在美联储今年剩下的三次会议上均支持降息。
柯林斯	8月22日	如果劳动力市场前景恶化，短期内可能适宜降息。不能等到通胀完全明朗才考虑降息。预计通货膨胀率将在今年年底前继续上升，然后在2026年恢复早些时候的下降。就业趋势弱于预期的风险更大。更高的关税可能会挤压消费者的购买力，从而削弱支出。
库克	8月7日	在看待数据时必须谨慎。7月就业数据令人担忧，经济在转折点时可能会出现重大数据修正。
古尔斯比	8月22日	最新通胀数据并不理想。关税上调似乎远未结束，持续通胀风险依然存在，服务业通胀上升是一个“危险”的数据点。美联储仍有时间收集更多数据。
穆萨莱姆	8月8日	美联储目前在通胀目标上有所偏离，但在就业目标上并未偏离，劳动力市场已接近充分就业。关税对通胀的影响大部分可能将逐渐消退，但存在一定程度的通胀可能持续下去的可能性。
施密德	8月12日	通胀风险略高于就业市场风险，不过随着决策者考虑下月是否调整利率，当前的货币政策处于合适位置。
沃勒	8月1日	FOMC应将利率调至更接近中性的水平。关税将对价格产生一次性影响。私营部门招聘接近“停滞速度”。
博斯蒂克	8月21日	劳动力市场的走势“或许令人担忧”，值得密切关注。但今年仍有可能降息一次。倾向于美联储在开始行动后保持单一方向，而不是先行动再回撤。
戴利	8月16日	就业市场走软，经济正在放缓，但并不缓慢，与仍高于美联储目标的通胀相比。今年降息两次仍然是一个很好的预测。
巴尔金	8月12日	美国经济发展方向的不确定性正在减少，但目前尚不清楚央行是应该更多地关注控制通胀还是支持就业市场。随着前景进一步清晰，需要及时调整政策立场。倾向于在决定是否调整利率之前保留选择权。
哈玛克	8月21日	当前通胀水平过高，并且在过去一年呈上升趋势。维持温和紧缩的政策立场很重要，以便继续将通胀拉回到目标水平。目前看不到有理由降低利率。
卡什卡利	8月6日	美国经济的放缓可能使短期内降息成为合适之举，仍预计今年年底前将有两次降息。关税仍是一个重大的不确定因素，将对通胀产生怎样的影响仍不明确。若关税的通胀影响显示出持续性，官员们的降息次数可能更少。

资料来源：华尔街见闻，金十数据，民生证券研究院整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048