



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

杰克逊霍尔会议前瞻：模糊论调至上

基本内容

尽管过去一年联储已经下调了 100bp 的基准利率，但当下美国的宏观环境比去年同期更为严峻，美国经济进入 2025 年后增速的明显放缓也需要用降息加以对冲。

在这个过程中，降息对实体经济（信用）的刺激将主要来自于金融条件宽松、财富效应扩散以及预期改善。在犹豫之中，美国硬数据的下行趋势或还将延续；鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的态度也值得关注。

从最关心的降息路径来看，我们认为鲍威尔很难在杰克逊霍尔会议给出任何清晰的降息指引，当前积极定价的 9 月降息 25bp 将直面联储主席的抗争。如果有指引，那更可能是引导鹰派降息预期：年内更少的降息幅度，更高的终点利率水平。

9 月降息决策的一锤定音，依然需要 8 月非农数据的支撑，而且关键的不是“新增就业”，而是再次修正的幅度与方向，以及供需双弱下失业率上行是否受控。换言之，如果我们见到 8 月非农报告里的失业率稳健、前值上修以及新增就业反弹，鲍威尔依然有充分的理由去否决 9 月降息。

市场不应对模糊乃至偏向鹰派的表达有所惊讶；数据如果没有指向货币政策方向的一致性，联储更可能对冲而非强化单边预期。

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。

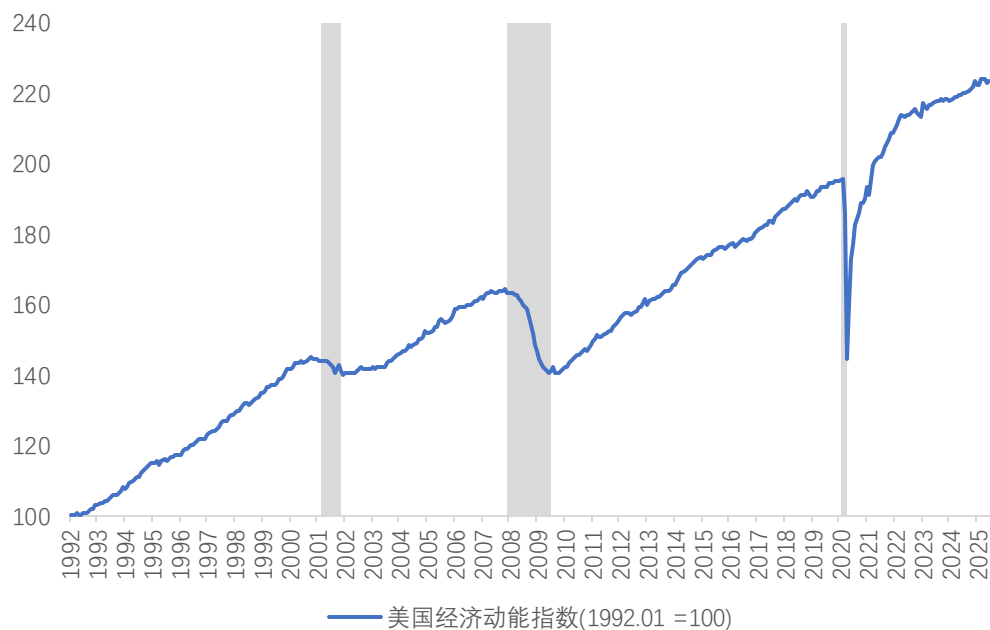


尽管过去一年联储已经下调了 100bp 的基准利率，但当下美国的宏观环境比去年同期更为严峻，美国经济进入 2025 年后增速的明显放缓也需要用降息加以对冲。

在这个过程中，降息对实体经济（信用）的刺激将主要来自于金融条件宽松、财富效应扩散以及预期改善。在犹豫之中，美国硬数据的下行趋势或还将延续；鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的态度也值得关注。

从最关心的降息路径来看，我们认为鲍威尔很难在杰克逊霍尔会议给出任何清晰的降息指引，当前积极定价的 9 月降息 25bp 将直面联储主席的抗争。如果有指引，那更可能是引导鹰派降息预期：年内更少的降息幅度，更高的终点利率水平。

图 1：经济动能层面进入 2025 年后震荡放缓



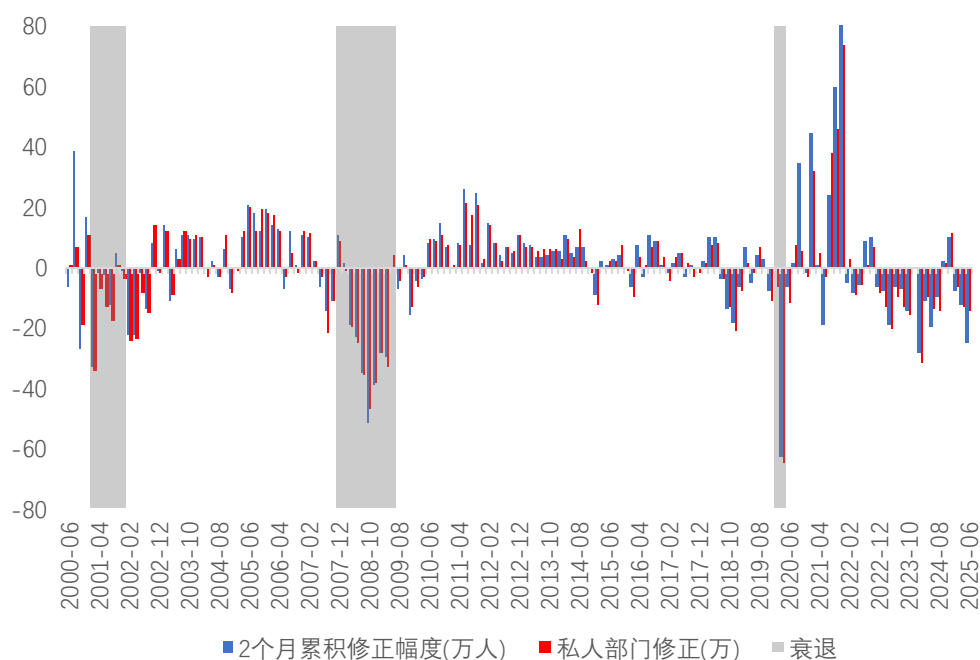
来源：Wind，国金证券研究所

7 月非农报告中对前值的大幅下修一度带来恐慌，但随着市场意识到应当关注修正的“比例”而非“绝对值”后，衰退预期开始消散。

就业的疲软也被归因于劳动力供给的趋势走弱和短期噪音的“坏运气共振”；这份报告对 9 月降息的推动大致止步于此，难以一锤定音降息的发生。

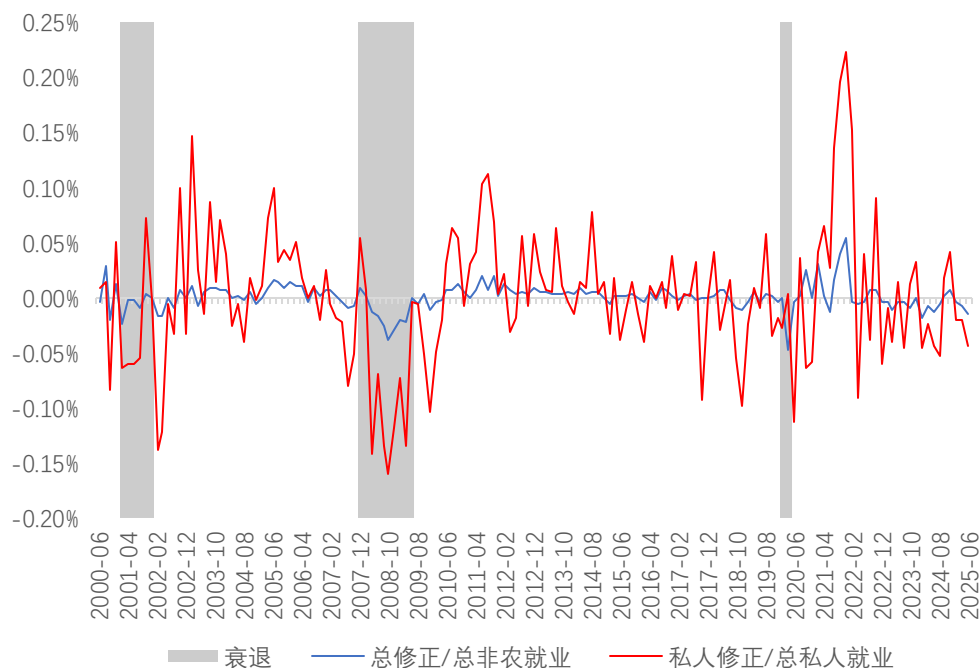


图 2：总就业修正的绝对水平引发了对美国经济更大担忧



来源：Wind，国金证券研究所

图 3：从修正幅度的比例来看，私人部门仍在延续“弱而未衰”的进程

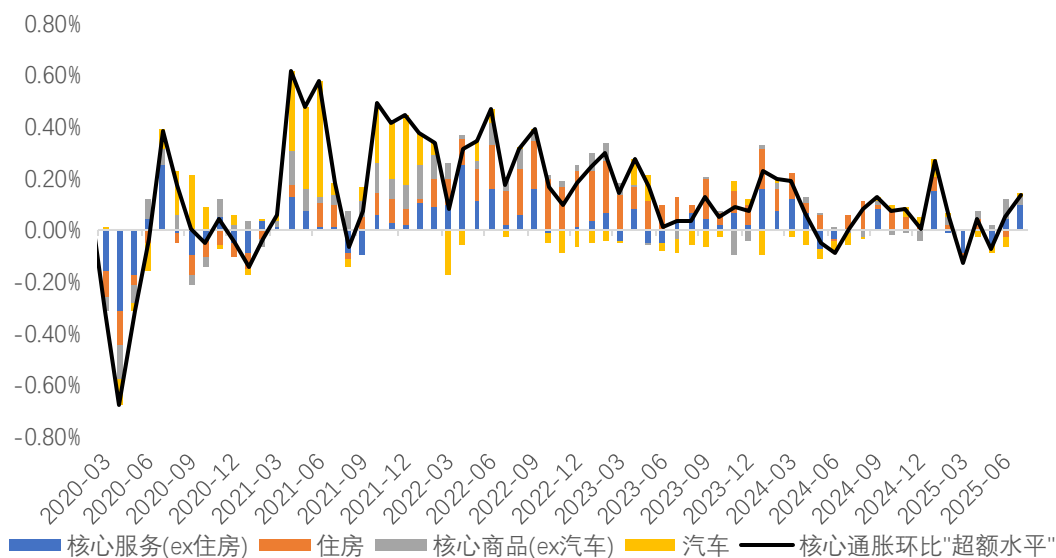


来源：Wind，国金证券研究所

在此基础上，核心服务偏强，核心商品偏弱的 CPI，以及更为火热的 PPI 带来了一定的扰动，但并未明显压制 9 月 25bp 的降息概率。这是因为关税通胀（一些敏感的核心商品）的二阶导变化是市场在这一阶段的主要担忧，尽管服务通胀的超额贡献在增加，但只要关税通胀没有明显再加速，这就是一份（暂时性的）“好报告”。

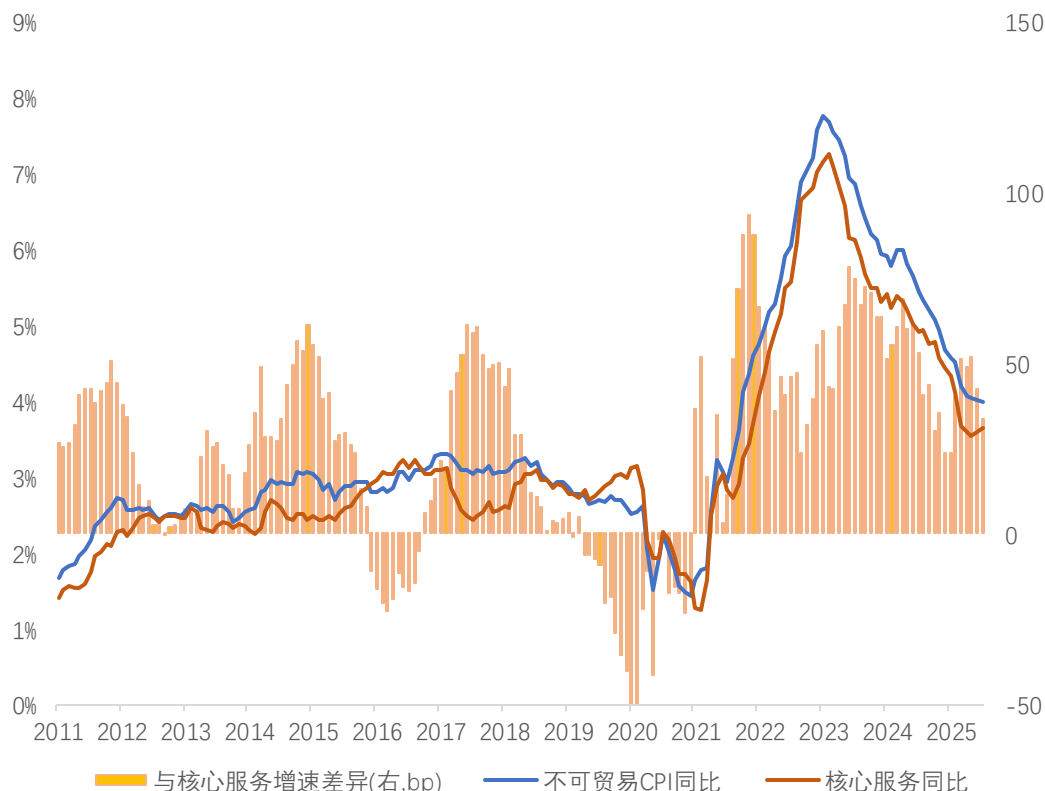


图 4：关税通胀“二阶导”并未加速，使得核心服务的小幅反弹被选择性无视



来源：Wind，国金证券研究所

图 5：核心服务通胀很可能成为鲍威尔着重关注的内容



来源：Wind，国金证券研究所

同时注意到，无论是此前更为激进的贝森特，还是 7 月投下反对票的两位理事，并未明确寻求 50bp 的补偿式降息，9 月降息 25bp 已经成为阻力最小的方向。

降息的乐观情绪正随着特朗普将联储主席候选人名单扩大而进一步上扬，这些人正组成“鸽派合唱队”，争先恐后地表达对更多降息的支持：下一任期更加政治化的鸽派联储已经难以避免。

如果这种“加力宽松”的氛围开始弥漫，在没有新数据催化的情况下，鲍威尔在杰克逊霍尔会议选择采取模糊论调（鹰



派降息预期) 进行对冲, 将更为合理。

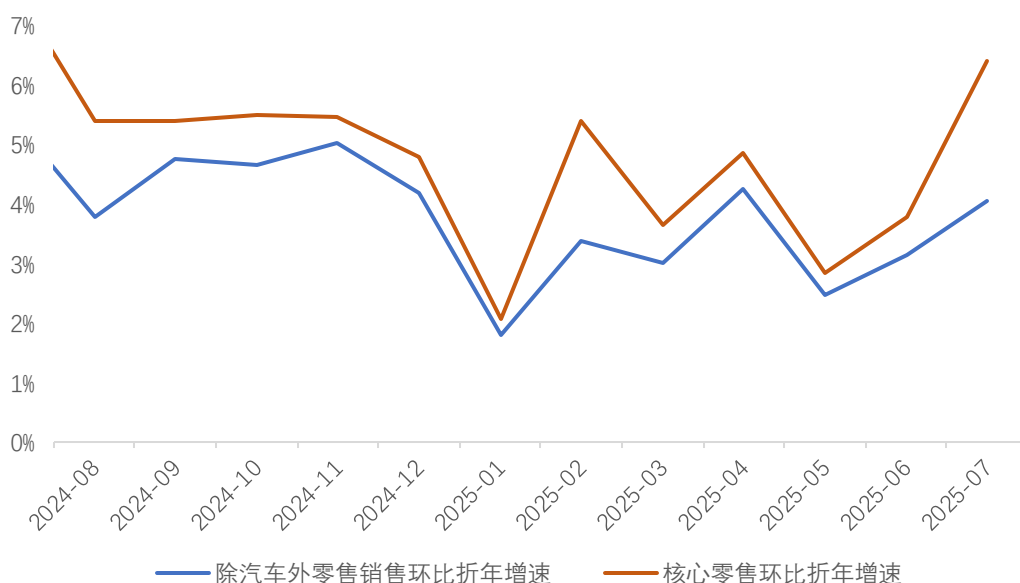
基于这些前置条件, 如果鲍威尔在 8 月非农揭晓前的杰克逊霍尔会议就释放鸽派姿态, 毫无疑问将进一步加强“本就足够乐观”的预期, 带来更流畅的降息路径遐想。

因此, 我们认为鲍威尔很难在杰克逊霍尔会议给出任何清晰的降息指引, 当前充分定价的 9 月降息 25bp 将直面联储主席的抗争。如果有指引, 那更可能是引导鹰派降息预期: 年内更少的降息幅度, 更高的重点利率水平。

值得一提的是, 此前市场往往把这种模糊论调理解为对潜在货币政策路径的默许; 但在当下, 很可能被理解为是一种潜在的反对和更大的阻力。

随着 CPI 和 PPI 的公布, 7 月核心 PCE 环比大概率会保持在 0.3% 左右水平, 叠加零售销售在夏日大促和返校季销售前移 (以规避 8 月新关税税率) 的推动下依然稳健; 这些都会成为鲍威尔保持模糊偏鹰的论据。

图 6: 美国居民 7 月再次展现出“抢消费”的局面



来源: Wind, 国金证券研究所

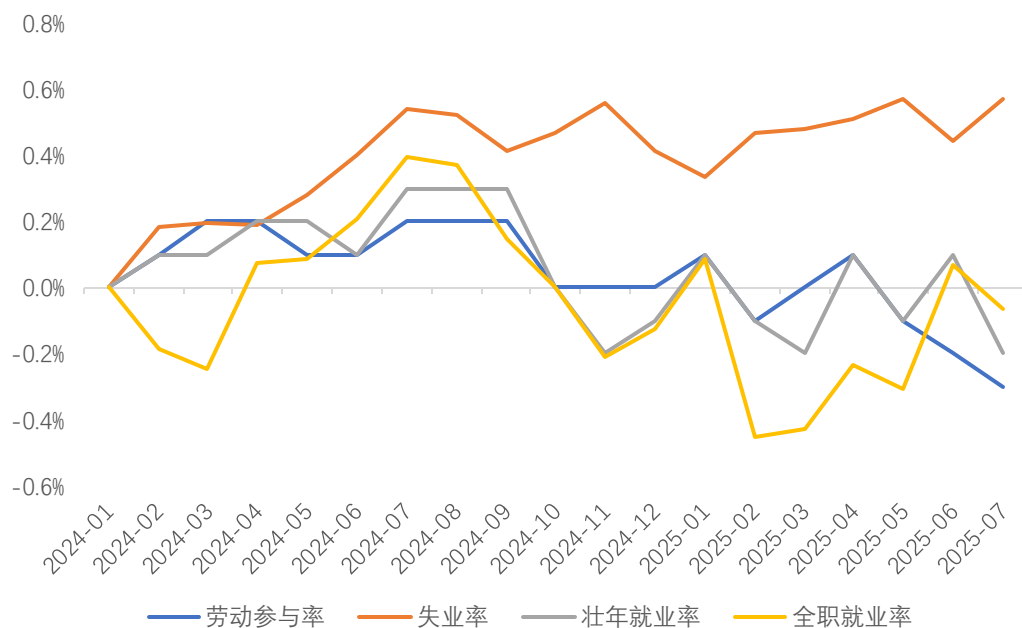
其他票委们的渐进式降息、接近调整时间等模糊的言论, 既可以指 9 月降息, 也可以指 11 月再降息。

9 月降息决策的一锤定音, 依然需要 8 月非农数据的支撑, 而且关键的不是“新增就业”, 而是再次修正的幅度与方向, 以及供需双弱下失业率上行是否受控。换言之, 如果我们见到 8 月非农报告里的失业率稳健、前值上修以及新增就业反弹, 鲍威尔依然有充分的理由去否决 9 月降息。

但就业本就是一个滞后变量, 劳动参与率、壮年就业率等指标的恶化已经持续一些时间。而且失业金申请数据亦具有迷惑性, 一般在 30 周以上将自动失去资格 (各个州有些许区别), 这也与非农数据中长期失业比例增加相互对应。



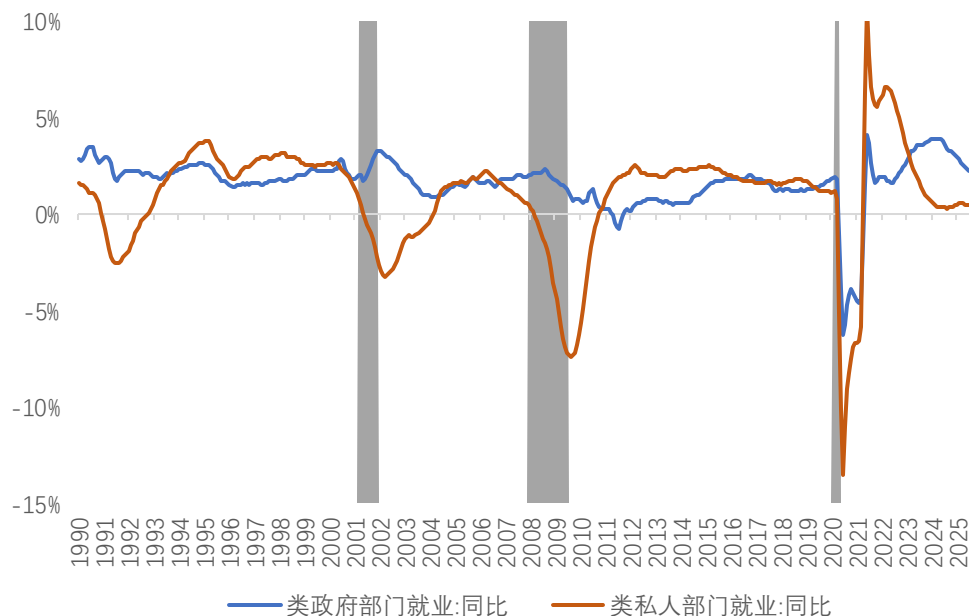
图 7：劳动参与率和壮年就业率与失业率的背离还在延续



来源：Wind，国金证券研究所（图中单位为各指标相较于 2024 年 1 月的绝对值变化）

从就业结构上看，考虑到医保教育业与宏观周期的关联度有限（提供公共品），如果将其看作类公共部门就业，那美国私人部门的就业强度远比失业率展现出的还要脆弱。

图 8：美国的私人部门就业同比增速已经明显放缓



来源：Wind，国金证券研究所

简而言之，我们推断杰克逊霍尔会议的鲍威尔仍然难以给出明确的货币政策指引，市场亦不应对模糊乃至偏向鹰派的表达有所惊讶；数据如果没有指向货币政策方向的一致性，联储更可能对冲而非强化单边预期。



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