

Jackson Hole 点评

刀子嘴、豆腐心？

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

8月28日，美联储主席沃什在 Jackson Hole 全球央行年会发表讲话，围绕美国通胀与就业形势、货币政策目标与工具、金融条件、前瞻指引以及美联储沟通和公信力等问题阐述政策立场。

评论：

沃什在杰克逊霍尔会议上的讲话明显偏鹰，但不宜视为下一次会议上加息的指引。沃什的发言主要传递了三方面内容。

第一，政策重心仍然明显偏向通胀，沃什再次重申了2%的通胀目标。沃什认为近期PCE和CPI改善尚不足以确认基础趋势已经扭转，通胀的水平、广度和回落速度仍不理想。他提到，过一年PCE篮子中54%的商品和服务价格涨幅超过3%。暗示如果基础通胀不能清晰且足够快速地回到2%，美联储就仍有进一步收紧政策的必要，委员会将随时采取行动（*readiness to act as circumstances might require*）。另外，沃什提到过去65个月通胀仍高这是美联储该承担的责任（*The responsibility for 65 months of sustained, elevated inflation sits squarely with the central bank*）。可见其发言基调总体偏鹰，这也与其作为货币主义学派代表人物的一贯政策取向相吻合。

第二，沃什对就业与金融条件相对乐观，认为经济和劳动力市场仍有韧性，整体金融条件没有明显限制性。其指出，AI投资、企业利润和私人需求仍然较强，信用利差偏低、企业融资活跃，劳动力市场也基本处于充分就业状态；同时，沃什也承认住房和农业存在结构性的压力。我们认为，沃什并未表现出通过货币宽松主动托底美国经济的意愿，反而倾向于将增长更多交给技术进步、生产率提升和私人资本开支。沃什同时明确，工作组结论不会影响当前政策决定。

第三，沃什用较大篇幅批评前瞻指引常态化，认为市场根据美联储表态交易、美联储再从市场价格中读取信号，容易形成相互强化的“镜厅效应”。可以看到，沃什并未向市场“妥协”，他仍然希望建立一个“更安静的美联储”，不承诺利率路径，不为市场提供过度确定性，只对最终能否实现通胀和就业目标负责。其背后的政策意图，是弱化市场对“美联储看跌期权”的依赖，重新夺回临会决策和应对意外冲击的空间。

结合上述三点来看，沃什此次发言更多是在向市场勾勒其长期政策框架，而非给出下一次会议的短期政策指引。其核心意图，是让市场逐步适应一种更清晰的政策分工：（1）增长交给生产率；（2）金融条件交给市场自发调整；（3）美联储则集中处理通胀，维护物价稳定。

图1：杰克逊霍尔会议上沃什主席发言要点梳理

主题模块	沃什主席在会上的发言要点	性质	解读
通胀	不应有任何误解：美联储以PCE价格指数衡量的2%物价稳定目标，是一个坚定、固定的目标。（“There should be no misunderstanding: ... 2 percent ... is a firm, fixed target.”）	强鹰派	2%不是可以软化或上调的弹性目标，美联储不会长期容忍通胀高于2%。
	我们必须确信，基础通胀正在明确且以足够快的速度向目标回归。否则，我们还有工作要做。（“Underlying inflation is moving to our objective ... at sufficient speed. Otherwise, we have work to do.”）	强鹰派	不只要通胀方向向下，还要求回落速度足够快；如果通胀下降缓慢或停滞，美联储可能继续加息。
	夏季PCE和CPI数据虽然好于预期，但基础趋势并未出现实质性改善；通胀仍高于2%，当前首要关注点应是物价。（“... better than expected, they do not tell me that underlying trends have meaningfully improved. ... focus right now should be on prices.”）	鹰派	承认短期数据有所改善，但拒绝据此判断通胀问题已经解决，暂时仍把通胀置于就业之前。
	好消息是，中期通胀预期总体保持稳定，目前仍然得到了良好锚定。（“Inflation expectations ... look stable. ... right now they are well anchored.”）	鸽派	通胀预期尚未脱锚，美联储没有通过紧急加息重建市场信心的迫切需要，可以等待更多数据。
就业与增长	当前经济的整体表现令人印象深刻，而且似乎已经有所增强。（“... the overall performance of the economy, which appears to have strengthened.”）	鹰派	经济具有韧性，需求仍然较强，进一步加息引发经济衰退的短期风险相对有限。
	总体而言，我很难把当前广泛的金融条件描述为具有限制性。（“I would be hard pressed to describe broad financial conditions as restrictive.”）	强鹰派	虽然美联储利率不低，但从整个金融市场来看，企业融资仍比较容易，资产价格仍然强，市场风险偏好也不低，所以货币政策还没有真正把经济“刹住”。
	住房和农业等部分行业正在显现压力。（“Certain sectors—like housing and agriculture—are showing strains.”）	鸽派	承认高利率已经伤及部分利率敏感行业；如果压力进一步扩散，可能限制美联储继续加息。
政策及框架	短期利率是实现双重使命的主要工具；刺激经济的非常规政策只适用于真正的危机，其他情况下应谨慎使用，甚至不用。（“Short-term interest rates are the predominant tool ... Unconventional policies ... should otherwise be used sparingly, if at all.”）	鹰派	政策利率仍是首选工具；排斥常态化使用QE、扩表等非常规宽松，也意味着不会因为市场波动就轻易救市。
	我和绝大多数同事认为，在判断是否适宜调整利率之前，更明智的做法是等待新信息。（“... the wiser course was to await new information ... before deciding whether a change in interest rate policy was advisable.”）	中性	不主张仅凭现有数据立即加息，希望继续观察通胀、供应链和金融条件，为按兵不动留下空间。
	我今天承诺的是一种政策纪律，而不是某项具体决定。（“I stand here today committed to a discipline, not to a decision.”）	中性	明确没有预先承诺9月加息。讲话虽然鹰派，但仍可根据后续数据选择维持利率不变。
	正常时期，前瞻性指引的作用应受到限制；一个更安静、沟通更有针对性的美联储，更有能力实现目标。（“Forward guidance should be limited and circumscribed. ... A quieter Fed, more purposeful in its communications, is better able to meet its objectives.”）	中性	减少提前暗示加息或降息路径，避免市场绑架政策；未来更多临会决策，政策选择权扩大，但市场利率预期的波动也会增加。

资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

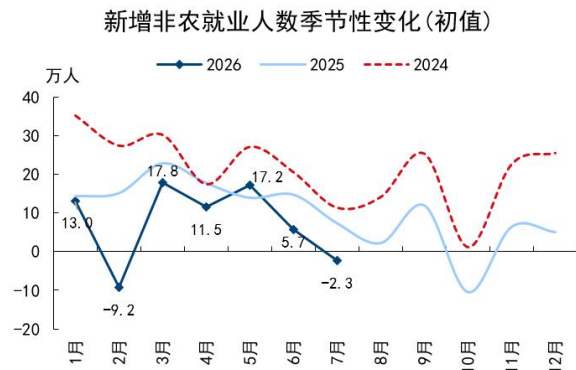
沃什主席发言后，市场迅速上调近期加息预期。CME Fed Watch 显示，9 月加息 25BP、将政策利率提高至 3.75%-4.00% 的概率升至 57%。因此，美债收益率上行、美元走强，黄金与美股承压。

（1）**美债收益率曲线呈现明显的熊平，短端上行幅度明显高于长端。**9 时至 16 时，6 个月、1 年和 2 年期收益率分别上行 7.1BP、10.8BP 和 11.6BP，5 年、10 年和 30 年期分别上行 8.1BP、4.4BP 和 1.3BP。熊平的主要原因是短债对政策利率路径更加敏感；另外沃什重申 2% 通胀目标，也在一定程度上稳定了长期通胀预期。（2）**美元走强、黄金跳水，市场主要交易的是实际利率中枢上移。**美元指数由讲话开始时的 99.17 升至 16 时的 99.66，涨幅约 0.5%；伦敦金则由 4615 美元/盎司降至 4456 美元/盎司，跌幅约 3.4%。沃什强调美国经济仍有韧性、整体金融条件并不紧缩，同时没有表现出通过降息主动托底增长的意愿，进一步强化了利率在更长时间内维持高位的预期。（3）**美股在讲话后短暂冲高，随后伴随利率预期上修而回落。**讲话初期，市场一度交易沃什对 AI 投资、企业利润和经济韧性的积极判断；但随着短端美债收益率持续上行，估值折现压力逐渐占据主导。

往后看，我们认为沃什此次讲话的重点不在于预告连续加息，而在于修复美联储的政策信誉。在财政赤字、长债供给和期限溢价持续影响市场定价的背景下，如果美联储弱化 2% 目标，或者因为资产价格和长端利率承压而轻易转向宽松，市场就可能将其理解为货币政策已经受到财政融资和金融稳定目标的支配。

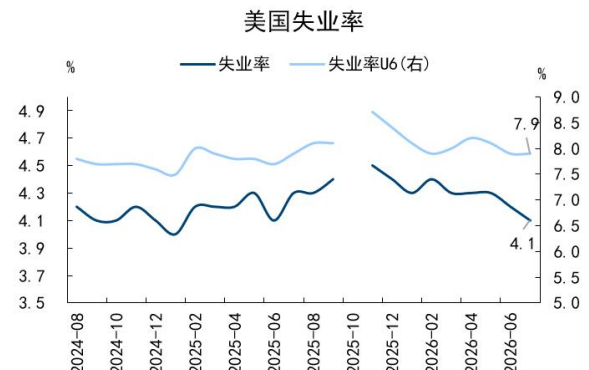
结合美国当前宏观环境，年内沃什大概率仍将延续“刀子嘴、豆腐心”的表态风格。即采用“鹰派表态+保留加息选项”的方式管理预期，除非通胀重新明显加速，否则不会立即开启连续加息周期。因为就业边际降温、增长动能分化、高利率约束加深都会对加息形成掣肘（详见《7 月 FOMC：鹰派“理想”难成“现实”》）。随着前瞻指引减少，每次通胀、就业数据和官员表态都可能触发市场重新评估政策路径，资产价格将经历更频繁的预期调整和多空博弈。沃什任内市场波动的幅度会更大、持续时间也可能更长，利率、美元与风险资产围绕政策信号反复定价成为常态。

图2: 新增非农就业人数



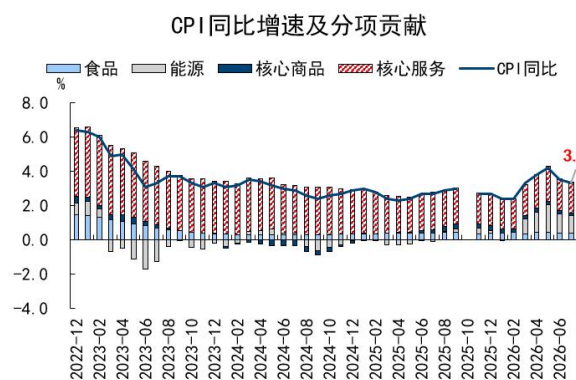
资料来源: Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图3: 美国失业率



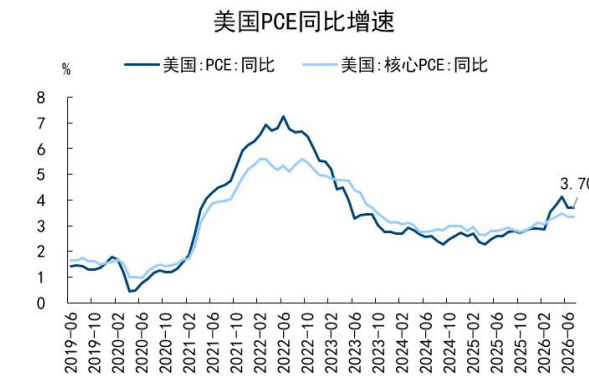
资料来源: Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图4: 美国 CPI 同比增速



资料来源: Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图5: 美国 PCE 同比增速



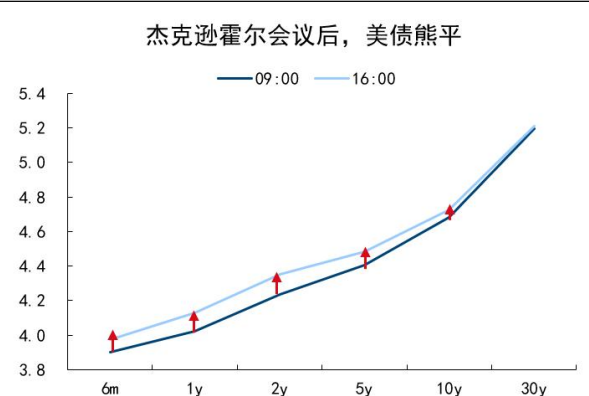
资料来源: Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图6: 后续会议加息概率分布图

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	43.0%	57.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	29.7%	52.7%	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	11.1%	38.3%	39.5%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	8.1%	30.8%	39.2%	18.9%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	5.1%	22.4%	36.1%	26.4%	8.9%	1.1%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.4%	20.1%	34.3%	27.7%	11.2%	2.1%	0.1%
2027/6/9	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/7/28	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/9/15	0.0%	4.1%	18.4%	32.6%	28.3%	13.0%	3.2%	0.4%
2027/10/27	0.3%	5.0%	19.4%	32.3%	27.2%	12.4%	3.0%	0.4%
2027/12/8	0.8%	6.6%	20.8%	31.7%	25.6%	11.4%	2.7%	0.3%

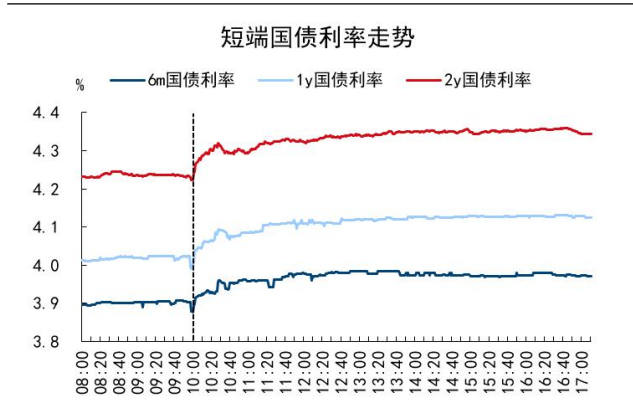
资料来源: Wind、Fed Watch、国信证券经济研究所整理

图7: 沃什发言后, 美债熊平



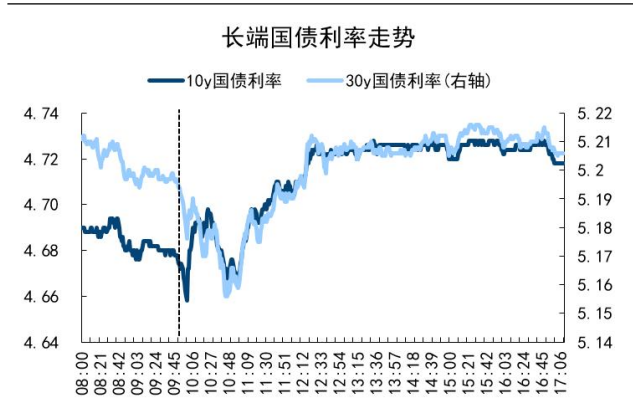
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8：短端美债利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：长端美债利率走势



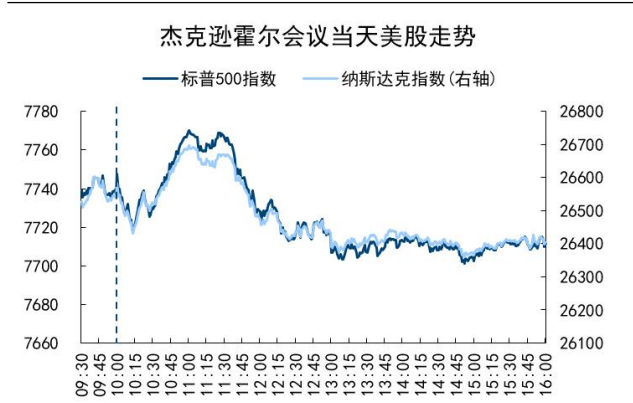
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：杰克逊霍尔会议当天美元指数和黄金走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：杰克逊霍尔会议当天美股走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

《2026年7月财政数据快评-财政力度继续收缩，增量政策窗口打开》——2026-08-22

《“久期大挪移”有用吗？-美国财政加码国债回购三问》——2026-08-20

《美国7月CPI点评-渐行渐远的加息》——2026-08-13

《通胀数据快评-价格环比温和回落》——2026-08-10

《7月非农数据点评-就业寒意渐浓，加息预期退潮》——2026-08-08

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032