

美联储年内加息概率上升——杰克逊霍尔全球央行会议点评

宏观点评

日期： 2026.08.31

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

北京时间 8 月 28 日晚，美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行会议上发表讲话。

事件点评

杰克逊霍尔会议显示，美联储“反应函数”正在边际转鹰，价格稳定的政策权重进一步上升。沃什虽然没有对 9 月是否加息作出明确承诺，但对通胀的容忍度明显下降，强调不仅要看到通胀回落，还需要确认底层通胀正在“明确且以足够快的速度”向 2% 目标收敛。同时，沃什对美国经济增长和就业并不悲观，认为消费和企业投资仍具韧性，AI 相关资本开支对需求形成较强支撑；企业信用利差较低、银行贷款标准较宽松，也意味着当前广义金融条件仍难称得上“限制性”。因此，相较会议前只要经济和通胀逐步降温即可维持利率不变的判断框架，会议后美联储对通胀回落速度提出了更高要求，加息的条件概率明显上升。

基准情形下，我们预计美联储年内可能加息一次 25bp，但经济数据仍是最终决定政策路径的核心变量。近期美国经济并非全面转强，7 月非农就业下降、前期就业数据被明显下修，零售和实际消费支出也有所走弱，反映增长和就业动能正在边际降温；通胀则呈现“方向改善、水平仍高”的特征。由此形成当前政策判断的核心矛盾：经济和通胀正在降温，但降温速度可能不足以满足更偏鹰的政策反应函数。若后续就业快速恶化、核心通胀连续低于预期，加息可能后移甚至取消；若就业保持稳定而通胀重新加速，9 月乃至年内多次加息的概率将进一步上升。

美联储转鹰不会改变中国货币政策“以我为主”的基本方向，但可能使降息操作更加谨慎。当前中国内需、价格和信用环境与美国存在明显差异，适度宽松的货币政策仍有必要；人民币汇率处于相对较强水平，也为国内政策保留了一定缓冲。不过，如果美国进一步加息，中美利差扩大将提高人民币汇率和跨境资金流动的敏感度。相比直接降息，降准、公开市场流动性投放以及结构性货币政策工具受到利差的直接约束更小，因此后续货币宽松更可能体现为数量型和结构性工具加码，降准和结构性政策的可能性高于降息。

资产价格短期面临阶段性紧缩交易，但长期趋势仍主要取决于基本面和产业逻辑。利率预期上升将对高估值科技股形成一定估值压力，但 AI 产业的盈利兑现、资本开支和生产率提升仍是中期方向的核心；黄金短期受到美元走强和实际利率上升压制，但美国财政约束、全球供应链重构及美元信用等因素仍对长期趋势形成支撑。铜、铝等工业金属受流动性冲击相对较小，AI 投资既推升美国需求和通胀黏性，也直接增加电网、数据中心等领域的金属需求，形成一定“同源对冲”；能源价格则仍主要由地缘政治和产业供需主导，美联储政策的直接影响相对很小。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

美联储“反应函数”边际重塑

杰克逊霍尔会议上，沃什并未对 9 月会议给出明确利率承诺，但其政策框架明显强化了价格稳定的优先级。判断美联储政策，可以将影响因素简化为两部分：一是经济实际运行状况，包括通胀、就业、增长以及金融稳定等，可视为政策决策的“自变量”；二是美联储对这些变量的敏感程度、权重和政策阈值，可视为“反应函数”。相同的数据，在不同的反应函数下可能对应不同的利率决策。此次杰克逊霍尔会议的意义，主要不在于沃什是否直接预告下一次加息，而在于他更清楚地界定了价格稳定、增长和金融条件在当前决策框架中的相对位置。

第一，对通胀的容忍度明显下降。沃什把 2% 的 PCE 通胀目标描述为明确而固定的目标，并强调价格稳定不会自动实现。当前 12 个月 PCE 通胀为 3.7%，过去 6 个月折年率为 4.1%；在 199 个 PCE 细项中，过去 12 个月有 54% 的项目涨幅超过 3%，过去 6 个月折年涨幅超过 3% 的项目占 49%。他特别强调，政策制定者必须确信底层通胀正在“明确且以足够快的速度”向目标回落，否则仍有工作要做。换言之，政策判断标准不再只是“通胀方向是否向下”，而更重视“下降速度是否足以保证回到 2%”。这使通胀降温速度本身成为更重要的政策变量。

第二，对经济增长和就业的判断并不悲观。沃什认为美国经济近期“看起来有所增强”：企业设备和无形资产投资过去四个季度增长约 9%，为 2021 年以来较高水平，今年资本开支增量的一半以上可能与 AI 建设有关；实际消费过去四个季度增长超过 2%，今年以来私人国内最终购买增长接近 3%。同时，7 月失业率仍为 4.1%，他判断劳动力市场总体与充分就业相一致。这样的经济环境意味着，美联储在当前阶段并不需要通过宽松政策优先托底增长。

第三，沃什明确认为当前广义金融条件很难称得上“限制性”。企业信用利差处于低位，银行商业和工业贷款标准较宽松，资产市场和融资条件总体仍具支持性。对于货币政策而言，这一判断十分关键：如果政策利率较高但金融条件仍然偏松，那么高政策利率本身并不足以证明需求已经受到足够压制。由此看，沃什并不认为当前的金融环境已经自动替代了进一步收紧政策的必要性。

第四，鹰派框架并不等于预先承诺加息。沃什反而主张在正常时期减少前瞻指引，避免市场持续猜测美联储，而美联储又根据市场定价反推经济信息所形成的“镜厅效应”。他在结尾强调，自己承诺的是一种政策纪律，而不是某一次会议的具体决定。因而，这次讲话的政策含义应理解为“提高加息的条件概率”，而不是“宣布 9 月一定加息”。

在沃什发言之后，美国国债收益率曲线并未全面上行，而是呈现明显的短端上行幅度大于长端的特征，说明市场主要重新定价近期政策利率，而并未同步大幅提高长期通胀补偿。这种曲线形态具有两层含义。第一，市场对短期加息风险的定价明显上升；第二，长端没有跟随短端大幅上行，反而表明更强硬的抗通胀表态在一定程度上改善了市场对美联储长期控制通胀能力的信心。从政策信誉角度看，鹰派沟通短期提高了融资成本，但同时降低了“美联储容忍通胀长期停留在高位”的尾部担忧。即沃什这次的鹰派发言是有助于维护美联储信用的。

总体而言，我们认为此次讲话使美联储的反应函数边际转鹰。会议之前，市场更容易认为只要经济和通胀沿着当前路径逐步降温，FOMC 就可以继续按兵不动；会议之后，我们认为更合理的理解是：如果经济仍具韧性，而通胀回落速度不足，美联储就有更充分的理由重新收紧。需要强调的是，反应函数的变化并未取代数据本身，后续通胀、就业和金融条件仍然是政策决策的基础。

基准情形下预计年内有一次加息

从“自变量”看，美国经济并非全面转强，近期数据反而显示增长和就业动能正在逐步降温。7 月非农就业减少 2.3 万人，过去 12 个月平均每月新增就业约 3.4 万人；5 月和 6 月新增就业还被合计下修 10.3 万人。失业率则维持在 4.1%，表明劳动力市场正在降温，但尚未出现明

显失速。7 月零售和餐饮销售环比下降 0.6%；实际个人消费支出环比接近零，也反映居民消费动能较前期有所放缓。与此同时，7 月个人收入仍环比增长 0.4%，因此目前美国经济总体上是处在边际降温的。

从通胀看，最新数据同样呈现“方向改善、水平仍高”的特征。7 月 PCE 价格指数和核心 PCE 环比均上涨 0.2%，同比涨幅分别为 3.7% 和 3.3%。单月环比并未显示通胀进一步加速，但同比水平距离 2% 目标仍有明显差距。结合沃什对通胀下降速度提出更高要求，当前这种温和降温可能不足以让美联储确信通胀会在合理时间内回到目标。

因此，我们认为当前的核心矛盾是“经济数据在降温”与“政策反应函数更鹰”并存。经济和通胀的下降方向降低了连续大幅加息的必要性，但下降速度可能仍不足以排除一次预防性加息。基准情形下，我们预计年内可能加息一次 25bp；若后续就业快速恶化、核心通胀连续明显低于预期，则加息可能继续后移甚至取消；若就业保持稳定而核心通胀重新加速，则 9 月甚至年内多次加息的概率将相应上升。

对中国货币政策的影响

我们认为，美联储转鹰不会改变中国货币政策“以我为主”的基本原则。7 月中央政治局会议继续要求实施适度宽松的货币政策、加强逆周期调节；人民银行二季度货币政策执行报告也强调继续实施适度宽松政策、保持流动性充裕，并提出把握政策力度、节奏和时机。当前中国内需、价格和信用环境与美国并不相同，并不需要跟随美联储的步伐。

而且相对有利之处在于，人民币当前处于较强水平，形成了一定缓冲，政策有一定的冗余空间。但美联储重新转鹰仍会提高中国进一步降息的外部成本。当前美国政策利率和市场利率水平明显高于中国。如果美国进一步加息，利差则可能继续扩大。利差扩大并不必然导致资本持续流出，但会提高人民币汇率与跨境资金流动的敏感度，因此央行在选择降息时点时需要兼顾内部稳增长和外部均衡。

在工具选择上，降准、公开市场流动性投放和结构性货币政策工具受到中美利差的直接约束相对更小。假如美联储加息，则对于中国而言，利差的压力将会更大，加息操作可能更谨慎。但降准操作是增加货币供给，不直接扩大利差，造成的压力相对较小。所以我们认为未来中国货币政策仍有宽松的空间，降准和结构性货币政策的可能性大于降息。

对金融市场的影响

沃什的鹰派讲话可能会造成阶段性的紧缩交易，对大部分金融资产而言，流动性环境偏逆风。但是我们认为长期影响不大。因为本质上决定长端利率的仍是经济和通胀的趋势，沃什也表现出了对数据的依赖性。

股市方面，我们认为短期内估值面临一定压力，但科技股长期仍取决于 AI 产业趋势。利率预期上升首先抬高无风险贴现率，因此高估值、长久期资产的短期压力通常更大。对科技股而言，短期内流动性环境偏逆风，但并不是长期趋势的决定性因素。科技股趋势的根本决定因素还是在于 AI 产业的收入增长、资本开支和生产率逻辑。目前 AI 产业的科技巨头仍然有充裕的经营现金流，即使发债增加资本开支，公司自身面临的财务压力也较小，不构成较大风险。因此，科技股中期方向仍应更多观察 AI 投资回报、盈利兑现和资本开支持续性，而不是由一次加息判断产业趋势。

贵金属方面，会受到美联储鹰派表态的阶段冲击。黄金是对美元和实际利率最敏感的大宗资产之一。加息概率上升通常意味着持有无息资产的机会成本提高，同时美元走强进一步压制美元计价黄金，因此短期冲击较为直接。但长期来看，美国财政困境仍没有良性解决渠道，全球供应链的割裂带来的潜在通胀压力仍在上行，全球各国对于美元的不信任度在继续增加，这些因素都会支持黄金的长期趋势。

工业金属方面，比如铜、铝、锌、镍等，受到的影响则相对偏小。工业金属价格本身会受到美元走强和全球融资条件收紧的负面影响，但其价格中长期更依赖矿端供给、库存和实际工业需求。当前 AI 建设、电网扩容和数据中心投资本身正成为工业金属需求的重要增量。AI 资本开支一方面增强美国需求、增加通胀黏性，从而提高美联储加息概率；另一方面又直接增加电力、数据中心和相关基础设施对铜铝等商品的需求，所以对工业金属价格形成了“同源对冲”。近期工业金属的走势可以视为一次压力测试。如果在美元和利率上行阶段，铜铝等价格仍能保持韧性，说明产业需求对金融条件逆风具有较强抵消能力，产业趋势带来的需求足以对冲流动性带来的负面影响。

能源方面，美联储政策的直接影响较小。当前能源价格主要受到地缘政治和产业需求的影响，对美元流动性敏感度较低，预计不会成为主要影响因素。但是美联储被迫转鹰后，特朗普政府缓解地缘政治压力的紧迫性可能更大，从而对能源价格造成间接影响。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010