



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-08-27

## 降息已至，路径仍存在不确定性——杰克逊霍尔会议点评

蒋文斌

国债研究员

从业资格号：F3048844

交易咨询号：Z0017196

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

程靖茹（联系人）

宏观研究员

从业资格号：F03133937

✉ chengjr@wkqh.cn

### 报告要点：

美联储主席杰罗姆·鲍威尔于周五在怀俄明州举行的杰克逊霍尔年度研讨会上发表演讲，此次演讲中鲍威尔对于降息的表态备受投资者关注。具体而言，本次会议传递的重要信息如下：

**美联储的关注重点由通胀转向就业市场。**本次会议表明联储去通胀任务进程取得明显进展，美联储对于就业和通胀目标之间的权衡也随之发生变化，将更加重视充分就业的目标，尽可能支持强劲的劳动力市场。

**会上，鲍威尔释放了较为明确的降息信号，但对于后续降息的幅度以及降息的节奏并未作出说明。**会上强调后续将会根据经济数据的变化情况来确定政策的走向。基准情形下，美国降息幅度可能并不大，更多是预防式降息而非应对衰退的措施，预计9月份降息25bp。仍需关注美国就业等主要经济数据情况以及FOMC的经济预测和点阵图，从而推断降息可能的展开路径。

**预计软着陆和衰退交易的博弈仍将持续。**讲话结束后，美股、黄金收涨；石油价格上涨，美债收益率下行；美元指数大幅跳水，日元人民币升值，后续市场或延续软着陆和降息交易。当前数据显示市场已部分定价衰退预期，美国主要经济数据指向软着陆概率大，但仍需警惕经济数据走弱以及美股估值偏高风险。往后看，在经济数据落地之前衰退交易的博弈仍将持续。

## 降息已至，路径仍存在不确定性——杰克逊霍尔会议点评

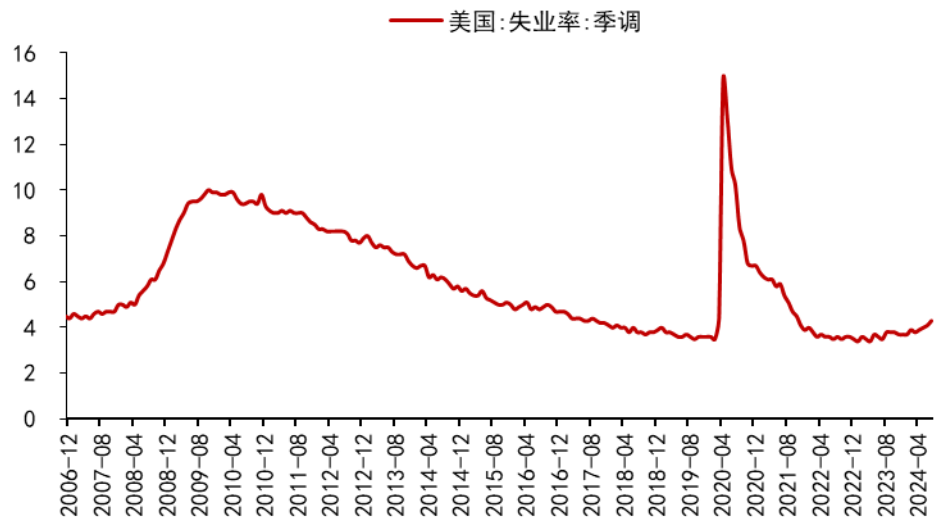
美联储主席杰罗姆·鲍威尔于周五在怀俄明州举行的杰克逊霍尔年度研讨会上发表演讲。今年会议的主题是“重新评估货币政策的有效性和传导机制”，此次演讲中鲍威尔对于降息的表态备受投资者关注。具体而言，该会议传递的信号有如下几点：

### 一、抗通胀取得重大进展，美联储将更专注于充分就业目标

本次大会首先说明了目前美国的通胀和就业形势。鲍威尔表明，本轮高通胀最主要的因素源于疫情带来的供需扰动，尤其是能源大宗商品市场的冲击以及工资-通胀效应的影响；而在限制性的货币政策、供需矛盾缓解以及劳动力市场降温的影响下，当前美国通胀水平显著下降。在谈到通胀问题时，鲍威尔表示，他越来越有信心“通胀率将可持续地回落至 2%”。根据最新数据，美国通胀率上个月降至 2.5%，远低于两年前的 7.1% 的峰值，接近联储 2% 的目标水平。

随着去通胀任务进程取得明显进展，美联储对于就业和通胀目标之间的权衡也随之发生变化，将更加重视充分就业的目标，以避免劳动力市场快速走弱。鲍威尔会上表明，“通胀和劳动力市场数据显示形势正在发生变化。通胀的上行风险已经减弱。而就业的下行风险则有所增加。”他表示，“在实现物价稳定方面取得进一步进展的同时，我们将竭尽全力支持强劲的劳动力市场”。这表明近期就业市场的走弱引起了美联储的关注，7 月份失业率上升至 4.3%，比去年最低点 3.4% 高出近一个百分点。

图 1：美国就业市场有所降温



数据来源： WIND、五矿期货研究中心

## 二、鲍威尔释放强烈的降息信号，但降息节奏仍存在不确定性

本次会议鲍威尔释放了较为明确的降息信号，他表示：“是时候调整政策了。前进的方向很明确，降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡。（The time has come for policy to adjust. The direction of travel is clear, and the timing and pace of rate cuts will depend on incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.）”。

鲍威尔对于后续降息的幅度以及降息的节奏并未作出说明，强调将会根据经济数据的变化情况来确定政策的走向。后续仍需关注美国就业等主要经济数据情况以及FOMC的经济预测和点阵图，从而推断降息可能的展开路径。

一般而言，美联储降息分为两种情形：

- 1) 预防式降息：就业市场等数据出现放缓迹象，美联储为预防经济进一步下行而提前进行降息。预防式降息通常幅度较小，渐进式降息，预计单次降息 25bp，年内预计累计降息 50-75bp 左右。
- 2) 衰退式降息：如果后续经济数据显示美国出现衰退迹象或者进入实质性衰退，此时美联储采取紧急措施，从而避免进一步衰退。在此种情形下，预计单次降息 50bp 以上。

从本次会议来看，鲍威尔表示，随着疫情后供需矛盾缓和以及加息政策的影响，美国在就业保持相对强劲下实现了通胀降温，指向软着陆的可能性较大。鲍威尔认为，当前失业率上升主要来自劳动力供给的增加和过热的劳动力需求回落，而非企业的大幅裁员。其对就业市场的态度是观察和警觉，而非过度担忧。目前美国就业市场已降温，但暂时并未显示出明显疲弱迹象。7月4.3%的失业率数据仍然处于较低水平，并且也一定程度上受到飓风因素的影响。因而基准情形下，美国降息幅度可能并不大，更多是预防式降息而非应对衰退的措施，预计9月份降息25bp，后续仍需观察相关经济数据的情况以确定降息节奏。

## 三、往后市场或延续软着陆和降息交易，当前已部分定价衰退预期，实质性数据证实之前衰退博弈仍将持续

鲍威尔在本次大会上的讲话总体符合市场预期，并且进一步确立了9月降息的确定性。讲话结束后，美股、黄金收涨；石油价格上涨，美债收益率下行；美元指数大幅跳水，当日下跌0.35%，至101.15；日元升值至144.29，离岸人民币升值至7.11。从当前数据看，目前市场暂定价年内降息100bp，相较于预防式降息的幅度有所扩大，显示市场目前已部分定价衰退预期。

当前美国主要经济数据指向软着陆概率大，但仍需警惕经济数据走弱以及美股估值偏高风险。往后看，市场或仍延续经济软着陆预期和降息预期进行交易，在经济数据落地之前衰退交易的博弈仍将持续，后续仍需重点关注首次降息后的就业市场情况。

图 2：目前市场预期美联储年内降息 100bp 左右

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              | 200-225   | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2024/9/18    |   |         |         |         |         |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 36.5%   | 63.5%   |
| 2024/11/7    |   |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 14.2%   | 47.0%   | 38.8%   | 0.0%    |
| 2024/12/18   | 0.0%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.5%    | 26.9%   | 43.8%   | 23.8%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/1/29    | 0.0%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.9%    | 9.0%    | 29.7%   | 40.5%   | 19.9%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/3/19    | 0.0%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.1%    | 2.0%    | 11.7%   | 31.1%   | 37.8%   | 17.3%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/5/7     | 0.0%  | 0.0%    | 0.0%    | 0.2%    | 2.2%    | 12.2%   | 31.3%   | 37.3%   | 16.8%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/6/18    | 0.0%  | 0.1%    | 0.8%    | 5.5%    | 18.5%   | 33.2%   | 30.5%   | 11.3%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/7/30    | 0.0%  | 0.4%    | 2.7%    | 10.6%   | 24.3%   | 32.2%   | 23.0%   | 6.9%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2025/9/17    | 0.2%  | 1.3%    | 5.8%    | 16.0%   | 27.4%   | 28.6%   | 16.7%   | 4.2%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

数据来源： CME、五矿期货研究中心

## 免责声明

---

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)