



中銀香港 研究產品系列

- 中銀財經述評
- Economic Vision
- 中銀內部研究
- 中銀策略研究
- 綜合期刊

中銀經濟月刊
離岸人民幣快報
香港綠色金融研究
Green Dialogue
東南亞觀察
中銀評論
中銀經濟預測

作者：曾之騰
電郵：kennethzeng@bochk.com
電話：+852 282 66211

聯繫人：陳女士
電郵：ccchan@bochk.com
電話：+852 282 66208

美國經濟「軟著陸」前景如何？

經濟研究員 曾之騰

在 2024 年 9 月的議息會議上，美聯儲將聯邦基金利率目標下調 50 個基點，寬鬆力度略超市場預期，這一決定傳遞出其貨幣政策的重點已從物價上行風險轉向勞動力市場和宏觀經濟下行風險的訊號。同時，美聯儲主席鮑威爾等官員表示，實現經濟「軟著陸」（即在引導通脹回歸至目標水平的同時，避免對勞動力市場和宏觀經濟造成太大損害）是當前首要目標。美聯儲的這些表態，加上近期勞動力數據的波動，引發市場對美國經濟是否能實現「軟著陸」的廣泛討論。本文將從勞動力市場和宏觀經濟兩個方面探討美國經濟的現狀和前景，並簡要展望美聯儲後續的利率路徑。

一、美國勞動力市場顯著降溫 但仍顯韌性 後續風險相對可控

近幾個月來，美國的新增非農就業人數呈現顯著下滑趨勢，隨之上升的失業率亦觸發了「薩姆規則」（Sahm Rule，即當失業率的 3 個月移動平均值較前 12 個月的低點上升 0.5% 或以上時，便會觸發經濟衰退的警告），引發市場對美國勞動力市場可能失速下行的擔憂。我們判斷，勞動力需求已明顯回落，但仍保持堅韌，近期勞動力市場的悲觀訊號與供給側因素的干擾因素密切相關。展望後續，需求降溫引發失業率顯著上升的風險增大；然而，由於美聯儲已作出政策轉向，勞動力市場惡化的風險仍相對可控。以下詳細論述這些觀點。

勞動力需求回落，但急劇惡化的訊號尚未出現。一方面，隨着貨幣緊縮的滯後效應逐漸顯現，加上服務業擴張放緩等原因，美國的勞動力需求相較前兩年已顯著降溫。美國勞工流動調查報告（JOLTS）數據顯示，職位空缺率在 8 月降至 4.8%，較疫情後 7.4% 的高點顯著回落。其他反映勞動力需求的指標（如僱傭和離職情況）也顯示出近似趨勢。另一方面，



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

勞動力需求目前的回落僅使其趨於疫情前的供需平衡狀態，尚未出現急劇下滑的訊號，與經濟衰退的水平仍有一定距離。從圖 1 可以看出，反映勞動力市場供需缺口和緊張程度的指標已從疫情後的高位顯著下行，回到疫情前的常態化水平，但並未大幅回落至衰退時的狀態。同時，反映企業裁員和解僱情況的指標依然處於低位（圖 2），不符合經濟衰退期的特徵，也證明勞動力需求仍未顯現出惡化的跡象。

圖 1：美國勞動力市場供需缺口和緊張程度

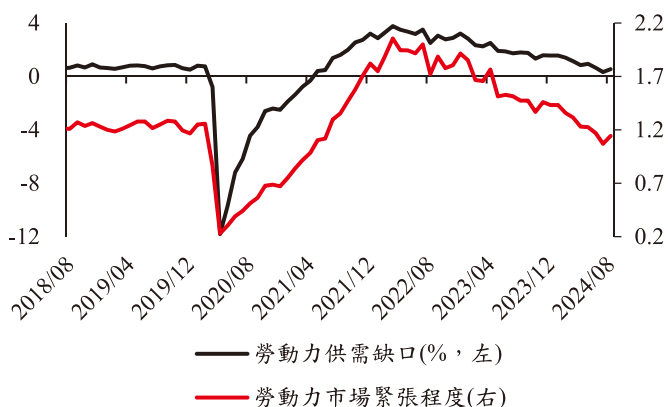
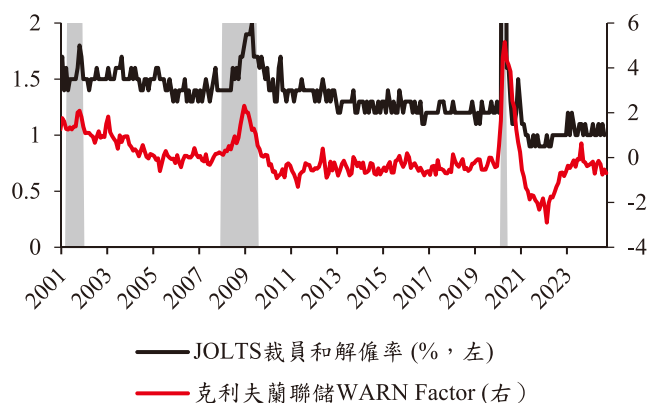


圖 2：美國裁員和解僱數據



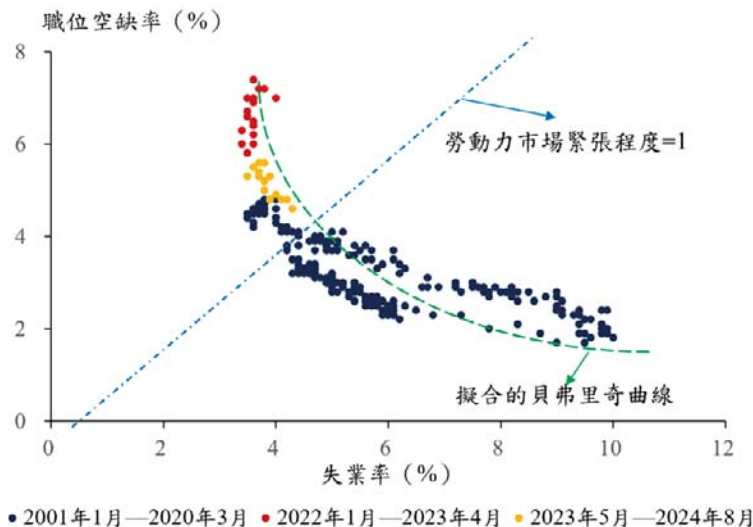
註：1. 圖 1 中，勞動力供需缺口 = (勞動力需求 - 勞動力供給) / 勞動力供給 × 100%，其中勞動力需求為職位空缺數和就業人數之和，勞動力供給為勞動力參與人口數；勞動力市場緊張程度 = 職位空缺率 / 失業率。
2. 圖 2 的陰影部分為美國國家經濟研究局 (NBER) 認定的經濟衰退期。
數據來源：Macrobond，中國銀行香港金融研究院

勞動力供給的擾動因素可能放大了近期勞動力市場的悲觀訊號。從供給端看，勞動參與率從疫情期間的最低點 60.8% 修復至 2024 年 9 月的 62.7%（同一時期 25 歲至 54 歲的勞動參與率從 80.6% 上升至 83.8%）。同時，受政府寬鬆的邊境政策影響，大規模移民流入（尤其是非法移民）也顯著提升了勞動力供給。在勞動力需求回歸正常水平的背景下，供給側的非典型增長推高了失業率。從數據上看，根據舊金山聯儲 Petrosky Nadeau and Stewart(2024) 的估算，在疫情前，每月平均新增 7 萬至 9 萬個職位即可使失業率維持在較穩定水平。而在今年新增非農數據表現相對較差的 6 月至 8 月期間，新增非農就業人數的 3 個月移動平均值仍達到 14.0 萬人，這意味着在正常情況下，當前的新增非農就業崗位基本能夠吸收新增的勞動供給，從而使失業率保持在相對穩定的水平。儘管失業率短期內仍可能上行，但根據美國國會預算辦公室 (CBO) 的估算，勞動力供給對失業率的推升作用在後續會逐步減弱，再加上裁員和解僱數據尚未顯著增加，我們認為，近期勞動力市場所傳遞的悲觀訊號可能因勞動力供給側的擾動因素而被誇大。

勞動力需求進一步降溫引發失業率顯著上升的風險增大，但美聯儲的政策轉向使勞動力市場失速下行的風險有限。美國的貝弗里奇曲線 (Beveridge Curve，即職位空缺率與失業率之間的經驗關係曲線，見圖 3) 顯示，隨着勞動力需求進一步降溫，該曲線將變得更加平坦，意味着職位空缺率的下降將引起更顯著的失業率上升。然而，根據美聯儲 9 月降息 50 個基點所傳遞的訊號，美聯儲「不尋求也不歡迎勞動力市場狀況進一步降溫」（鮑威爾語），表明在通脹上行風險趨弱的形勢下，履行「雙重使命」（dual mandate，即物價穩定和充分就業）的美聯儲制定貨幣政策的關注焦點已從物價轉向勞動力市場。同時，美聯儲貨幣政策空間較為充足，因此經濟持續受到高利率壓力、繼而出現「裁員和失業上升→消

費下降→總需求減少→裁員和失業進一步上升」惡性循環的概率儘管較過去一年有所上升，但仍處於可控狀態。

圖 3：美國貝弗里奇曲線

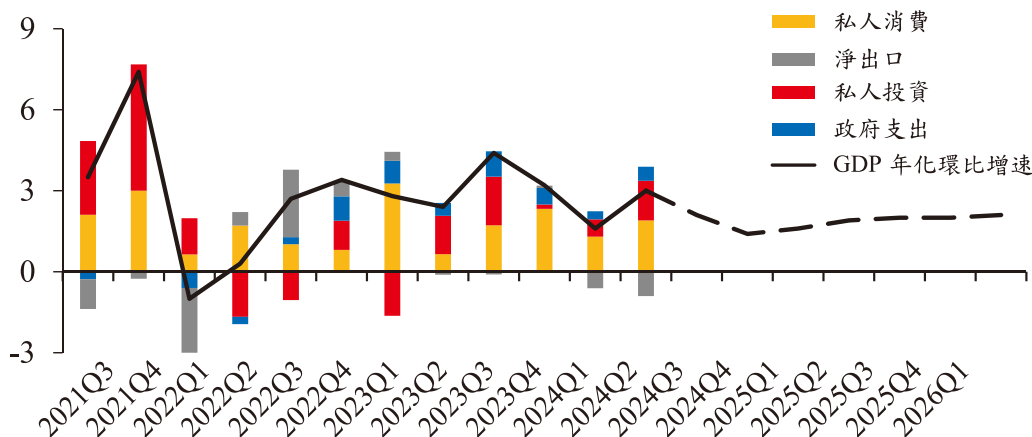


註：受臨時失業率大幅上升等特殊因素的影響，貝弗里奇曲線在疫情後曾出現外移。
為簡化分析，圖 3 省略 2020 年 4 月至 2021 年 12 月的數據。
數據來源：WIND，中國銀行香港金融研究院

二、私人部門資產負債表支撐美國經濟韌性 衰退風險可控

自 2022 年初進入加息周期至今，美國經濟展現出超預期韌性。從數據上看，美國的實際 GDP 僅在 2022 年前兩個季度出現增速大幅放緩的情況，在隨後兩年均保持良好的增長動能（圖 4）。相較 2007 年 12 月至 2009 年 6 月的「大衰退」（Great Recession），疫情後私人部門（包括家庭、非金融企業和金融機構）的資產負債表相對健康，削弱了「資產價格下跌—私人部門資產負債表惡化—實體經濟下行」的「金融加速器」機制對貨幣緊縮的放大作用。我們判斷，由於私人部門資產負債表的穩健狀況，前期的貨幣緊縮並未大幅抬升實體經濟的融資成本，這也減輕了高利率對消費和投資活動的抑制，從而提升了美國經濟實現「軟著陸」的概率。

圖 4：美國實際 GDP 環比折年率及其分項貢獻拆解 (%)



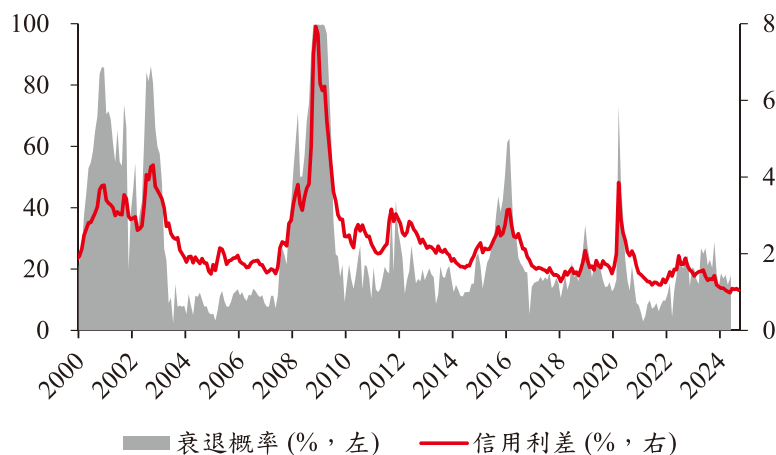
註：藍色虛線為 Bloomberg 一致預期。
數據來源：Macrobond，中國銀行香港金融研究院

美國家庭的資產負債表較為健康，因此高利率對美國家庭債務負擔的不利影響相對有限，後續消費韌性料將持續支持消費活動。具體而言，金融危機後，美國家庭在使用槓桿方面變得較為謹慎，加上金融危機和疫情後的兩輪大規模貨幣寬鬆推升了資產價格，這些因素共同降低了家庭資產負債率。同時，在疫情期間的低利率環境下，許多家庭將其貸款從浮動利率轉為固定利率，因此美聯儲的激進加息並未顯著增加居民部門的債務負擔。以按揭貸款利率為例，房地美（Freddie Mac）發布的30年期按揭利率曾在2023年10月達到7.8%的階段性高位，較2022年2月底上升超過400個基點。然而，同期存量按揭貸款的有效利率僅上升49個基點，顯示出美聯儲加息對家庭部門利息支出的影響相對有限，這也證明了貨幣緊縮對家庭資產負債表的負面衝擊可控。家庭債務水平處於可控範圍，加上勞動力市場穩健和服務消費增長強勁等因素，使得消費活動保持韌性。展望後續，儘管高利率仍可能抑制大件耐用品等利率較敏感商品的消費需求，使消費活動有所降溫，但在健康的資產負債表和穩定的收入增長的支撐下，短期內消費動能大幅減弱的可能性較低。

與家庭部門類似，美國企業的資產負債表同樣保持相對穩健，因此企業投資大幅下滑的概率不高。特別是在2020至2021年的低利率環境下，美國的非金融企業在發債時延長了債務久期，這使得近期的償還壓力相對可控。雖然在接下來的兩年中，企業的整體償債壓力有所增加，且融資成本遠高於疫情期間，但考慮到美聯儲已經進入降息周期，加上企業持有的流動性資產相對充裕，其償債和再融資的壓力仍處於合理水平。因此，儘管企業投資增速的波動可能會比家庭消費更明顯，但企業投資急劇下滑，從而使整體宏觀經濟陷入深度衰退的概率仍然不高。

金融體系的穩定使得借貸成本並未因貨幣緊縮而急劇上升，從而有助抵禦經濟衰退的風險。家庭和企業的資產負債表保持穩健，加上金融危機後強化的金融監管制度，爆發系統性金融風險的概率明顯降低。在此背景下，美聯儲此前的貨幣緊縮並未顯著增加金融壓力。同時，在高利率環境下，信用利差（Credit spreads）未明顯擴大（圖5），在一定程度上限制了加息向實體經濟融資成本的傳導。根據信用利差進行測算，美國發生經濟衰退的概率低於兩成（圖5），衰退風險仍相對可控。

圖 5：美國信用利差和衰退概率



註：信用利差和由其推算出的衰退概率根據 Gilchrist and Zakrajšek(2012) 的方法計算得出。
數據來源：Macrobond，中國銀行香港金融研究院

三、「軟著陸」基準情形下風險猶存 後續利率路徑存變數

從上述分析來看，美國的勞動力市場已從疫情後初期供需緊張的狀態回復至疫情前的常態化水平，但勞動力需求仍保持相對穩建，近期勞動力市場的悲觀訊號主要受到供給端因素的驅動，與經濟衰退期勞動力需求加速下滑的特徵存在明顯區別。儘管後續勞動力市場進一步放緩引發失業率顯著上升的概率有所提高，但美聯儲的政策轉向使得勞動力市場急劇惡化的風險有限。同時，家庭、非金融企業和金融機構的資產負債表較為健康，加上美聯儲已進入降息周期等利好因素，家庭消費和企業投資有望得到支撐。因此，儘管後續經濟增速可能放緩，但考慮到良好的資產負債表增強了宏觀經濟對不利衝擊的抵禦能力，我們仍預計經濟「軟著陸」將成為美國經濟的基準情形。

需要注意的是，儘管「軟著陸」的概率相對較高，但美國經濟中的不利因素也在逐步累積，包括超額儲蓄的耗盡對消費的拖累、債務展期對企業信用狀況的潛在影響，以及財政擴張力度可能低於預期等。因此，雖然美國經濟重演 2007 至 2009 年深度衰退的可能性不大，但考慮到上述因素的潛在影響，美國經濟仍面臨一定的下行風險，因此不能完全排除其發生溫和衰退的可能性。

在「軟著陸」的基準情形下，預計美聯儲將通過漸進式的降息來應對就業下行風險對經濟的潛在不利影響。儘管美聯儲的貨幣政策焦點已從通脹轉向勞動力市場，但考慮到當前勞動力市場和宏觀經濟並未顯示出明顯的衰退訊號，加上仍需保留一定的政策空間，以對沖可能出現的大規模經濟衝擊，美聯儲目前仍有較大概率通過相對謹慎的微調來實現其「雙重使命」。因此，近期美聯儲持續保持 50 個基點的降息節奏的可能性暫時不高。然而，美聯儲在近年已逐步淡化前瞻指引，在制定貨幣政策時更加倚重「數據依賴」策略，這降低了其政策的可預測性。因此，鑑於未來就業和宏觀經濟數據的不確定性，我們也不排除在出現衰退訊號的情況下，美聯儲會採用更積極的降息來刺激經濟。在此背景下，美聯儲降息節奏的不確定性可能會增加美國乃至全球金融市場的波動，這值得我們持續關注，以便及時調整應對策略。

免責聲明及重要注意事項

本文件由中國銀行(香港)有限公司「中銀香港」刊發只供參考。

本文件的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發亦無意供該等人士或實體使用。

本文件僅供參考並不構成亦無意作為也不應被詮釋為投資建議、專業意見或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本文件之內容作出任何投資決定。

本文件所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制惟該等資料來源未經獨立核證故中銀香港不會就本文件及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文件刊發日期前之判斷任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本文件所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者且並未考慮本文件各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文件無意提供任何專業意見故投資者在任何情況下都不應依賴本文件作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務(無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務)、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許否則不可把本文件作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式轉發或傳送本文件任何部份予[公眾或]其他未經核准的人士或將本文件任何部份儲存於可予檢索的系統。

「中國銀行香港金融研究院」簡介：

「中國銀行香港金融研究院」是中銀香港集團的主要研究及策劃單位。以構建「中銀大腦」為目標，立足香港，面向大灣區和東南亞，放眼亞太和全球，主要研究當地的宏觀經濟與政策、金融市場、人民幣國際化與數字貨幣、金融業改革與創新、綠色金融與可持續發展等領域，發揮創研結合，宏觀、中觀、微觀一體，研究實務打通的優勢，持續提升「中銀研究」的品牌形象和社會影響力。研究院以服務國家和香港社會為己任，積極向政府和監管機構建言獻策，同時與香港及內地的一些著名大學、智庫以及行業領軍企業建立了廣泛的合作關係並開展聯合研究。目前，研究院擁有一支近60人的研究團隊，每年完成內外部各類研究報告近千篇。

作者簡介：

曾之騰(Kenneth)：現任中國銀行香港金融研究院經濟研究員，波士頓大學經濟學博士，主要研究中國內地和環球經濟金融形勢與貨幣政策。加入中銀香港之前，曾在內地金融監管機構從事宏觀經濟、監管政策和綠色金融的相關研究工作。

如需投稿或提出建議，請發送至本單位

郵箱：espadmin@bochk.com

或直接聯絡本文作者



歡迎關注「中銀香港」訂閲号
經濟金融深度分析盡在掌握

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2022	2023	2024/Q1	2024/Q2
一、本地生產總值 GDP				
總量 (億港元) GDP(HKD 100million)	28,090	29,010	7,299	7,165
同比增長率 (%) YoY change(%)	-3.7	3.3	2.8	3.3
二、對外商品貿易 External merchandize trade			2024/8	2024/1-8
外貿總值 (億港元) Total trade(HKD 100million)				
總出口 Total exports	45,317	41,774	3,813	29,530
總進口 Total imports	49,275	46,450	4,144	31,690
貿易差額 Trade balance	-3,958	-4,676	-331	-2,160
年增長率 (%) YoY Growth(%)				
總出口 Total exports	-8.6	-7.8	6.4	11.5
總進口 Imports	-7.2	-5.7	7.9	8.0
三、消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.9	2.1	2.5	1.8
四、零售市場 Retail market				
零售額同比升幅 (%) Change in value of total sales YoY(%)	-0.9	16.2	-10.1	-7.7
五、訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) Total arrivals(10 thousands)	60.5	3,400.0	445.4	2,952.7
年升幅 (%) YoY change(%)	561.5	5,523.8	9.2	43.7
六、勞動就業 Employment			2024/6-2024/8	2024/7-2024/9
失業人數 (萬人) No. of unemployed(10 thousands)	16.3	11.3	12.2	12.0
失業率 (%) Unemployment rate(%)	4.3	2.9	3.0	3.0
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.3	1.1	1.2	1.2
七、住宅買賣 Domestic property sales and price index			2024/7	2024/8
合約宗數 (宗) No. of agreements	45,050	43,002	3,723	3,654
住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index	369.7	337.4	297.2	292.1
八、金融市場 Financial market			2024/8	2024/9
港幣匯價 (US\$100=HK\$) 期末值	780.8	781.1	779.9	777.0
HKD exchange rate (US\$100 = HK\$), end of period				
銀行體系收市總結餘 (億港元) 期末值	962.5	449.5	448.9	478.0
Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period				
銀行總存款升幅 (%)	1.7	5.1	5.0	-
Change in total deposits(%)				
銀行總貸款升幅 (%)	-3.0	-3.6	-2.7	-
Change in total loans & advances(%)				
最優惠貸款利率 (%) 期末值	5.6250	5.8750	5.8750	5.6250
Best lending rate (%), end of period				
恒生指數 Hang Seng Index	19,781	17,047	17,989	21,134