



中銀香港 研究產品系列

- 中銀財經述評
- Economic Vision
- 中銀經濟月刊
- 離岸人民幣快報
- 中銀經濟預測
- 東南亞觀察
- Green Dialogue
- 中銀策略研究
- 內部研究報告

作者：和曉北
電郵：davidhe@bochk.com
電話：+852 282 62195

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



歡迎關注「中銀香港」訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

美國經濟是否面臨「滯脹」？

經濟研究員 和曉北

近期美國經濟表現參差：一季度經濟增長呈現衰退，但短期就業增速不減，市場對美聯儲降息的預期則有所下降，聯儲基金利率仍維持在較高位置區間。美股、美國國債和美元指數更是在短時間內大起大落，種種跡象令市場近期重提美國經濟「滯脹」的可能性。如今，金融市場暫時恢復平靜，美國各項宏觀數據陸續出爐，新的政策影響也逐漸浮出水面。美國經濟存在「滯脹」的風險有多大，這個問題值得通過分析美國宏觀經濟和近期金融市場表現來尋找答案。

一、歷史回顧——美國 70 年代的「滯脹」

停滯性通貨膨脹（stagflation，簡稱「滯脹」），是指經濟增速停滯（stagnation），但是失業與物價持續上升（inflation）的經濟現象。該現象在 70 年代曾經出現在多個西方國家，其中也包括美國。在布雷頓森林體系瓦解的背景下，當時總統林登·約翰遜（Lyndon B. Johnson）試圖通過減稅和增加政府開支等方式刺激美國經濟增長，拉低失業率，一系列措施擴大了政府預算赤字，並且最終在內、外部原因影響下，美國整體經濟經歷了學術定義上的滯脹期。該現象在 1970 年、1974 年至 1975 年、1980 年和 1982 年較為明顯。

當時的美國經濟均陷入衰退，同比倒退 0.2% 至 1.9% 不等，通脹年均超過 6 個百分點，失業率高企。最終，美聯儲將聯儲基金利率提升至 20%，大幅縮緊貨幣供給來壓制通脹，以重啟美國經濟，同時外部環境逐漸緩和，石油價格下降，美國經濟才最終走出「滯脹」。

表：美國 1970 年滯脹期主要宏觀指數

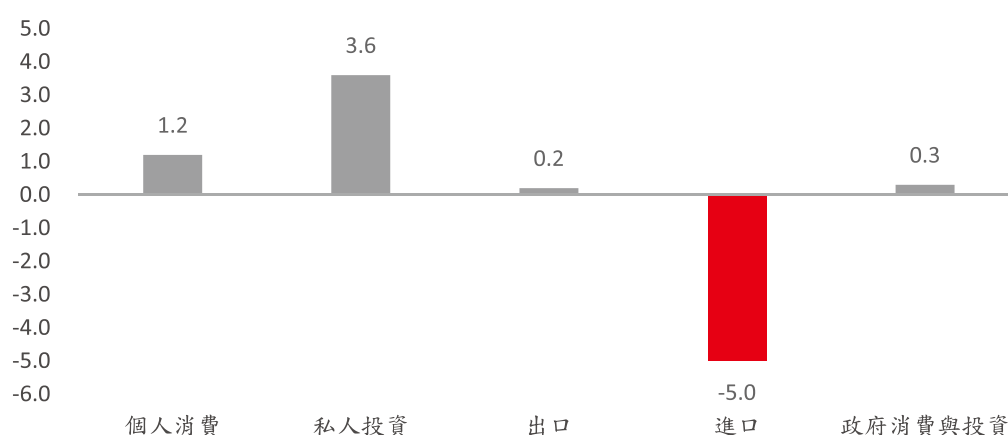
年份	經濟增長	核心通脹增速	失業率
1970	-0.2%	6.3%	4.9%
1974	-0.5%	8.3%	5.6%
1975	-0.2%	9.1%	8.5%
1980	-0.2%	12.4%	7.1%
1982	-1.9%	7.4%	9.7%

資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

二、經濟形勢——增速放緩，走勢的不確定性明顯

今年首季，美國經濟增速自 2022 年一季度以來首次錄得下跌，為 -0.3 個百分點。在美聯儲議息路徑不確定、政策影響、金融市場動盪等一系列因素下，重燃市場對美國經濟「滯脹」的憂慮。從 GDP 分項來看，「趕進口」是此次經濟下跌的主要原因（進口對 GDP 貢獻為 -5.0%），私人消費和投資合共貢獻了 4.8% 的增長率，而且本身離由升轉跌還有一段距離。最近兩年，美國經濟即使遭受高通脹和美聯儲頻繁加息等影響，單季經濟增速依然維持在百分之 2 到 3 左右的水平，所以本次受美國貿易政策變化帶來的供給衝擊較為嚴重。值得一提的是，雖然「趕進口」是市場公認的負面因素，但是對美國宏觀層面帶來的影響遠大於市場共識。根據彭博 4 月公布的經濟學家調查中，第一季度 GDP 預測高位（1.7%）和低位（-2.4%）差距頗大，衡量穩定性的標準差（standard deviation）為 0.80%，2024 年同期預測的標準差僅為 0.31%。

圖 1：美國實際 GDP 分項增速（%）



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

細分來看，美聯儲兩大主要風向標的走勢目前還算平穩。美國第一季度通脹平均同比增速為 2.7%（其中，核心通脹為 3.1%），與 2024 年一季度 3.2% 和 3.8% 相比有所放緩，3 月核心通脹更是首次跌破 3.0 大關。就業方面，美國短期新增就業人數較好，但是失業率

也有所上升，就業機會、崗位空缺等一些衡量就業市場整體健康程度的指標則指向飽和。同時，通脹與就業數據尚未反應美國新貿易政策生效後的影響。美聯儲本身在降息方面則保持觀望狀態，與 2024 年第三季度起的「三連降」態度截然不同，目前的 3 次議息會議都維持 4.25% 至 4.50% 的聯邦基金目標利率水平。美聯儲在 4 月 23 日出版的褐皮書也多次強調美國經濟增速的不確定性。

圖 2：美國通脹同比走勢（%）

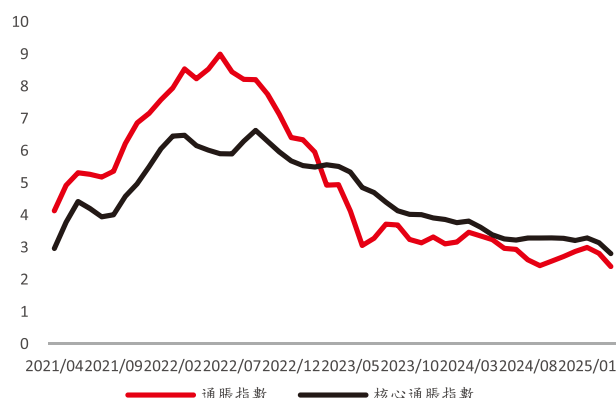
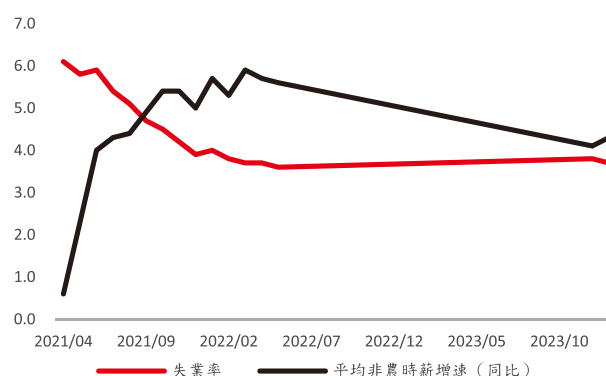


圖 3：美國就業趨勢（%）



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

三、金融市場——近期回穩

受美國的貿易與內部政策影響，美國金融市場出現較為情緒化的交易波動。美國股市、債市與美元指數在短時間內經歷了「同起同落」的極端走勢。美國股市在經濟不確定性與「滯脹」可能性增加的大前提下，導致投資者風險偏好一度下滑，情緒低迷。標普 500 在 2 月創下紀錄高位後持續下滑。債市方面遭受同樣先漲後跌趨勢，10 年期美國國債收益率曾在 4 月初跌破 4%，隨後急劇上行，近期停留在 4.2% 至 4.3% 區間，主要原因為外國投資者曾集體增持美債，推高價格，壓低收益率，隨後拋售美元產品，導致債息反彈。美元指數也受美國股市與債市牽連，投資者因為風險偏好、收益率變動等原因，轉戰歐元與日圓債。美元指數受其影響曾一度跌破 100，隨後穩定在 100 至 101 區間。

近期，美國與中國和英國就貿易之間的談判取得進展。其中，中美兩國在 5 月 12 日日內瓦經貿會談後發布聯合聲明，雙方認識到雙邊貿易可持續、長期和互利的重要性，同意暫緩互相的高額關稅。自 5 月 14 日起的 90 天內，本輪美國對中國的關稅暫時降至 30%，中國對美國的關稅降到 10%，與談判前加徵的關稅相比天壤之別，市場因此而樂觀情緒高企。消息公布後的兩個小時內，美元指數由 100.68 上升至 101.69。

圖 4：美元指數

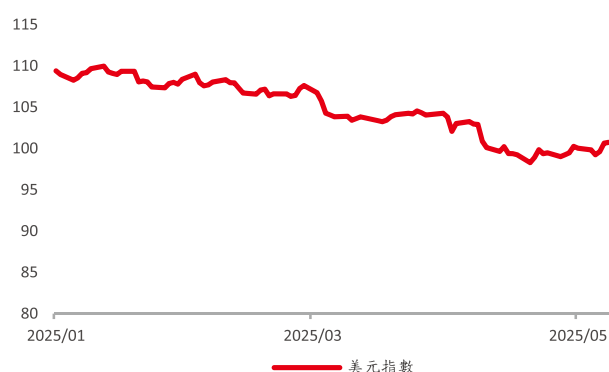
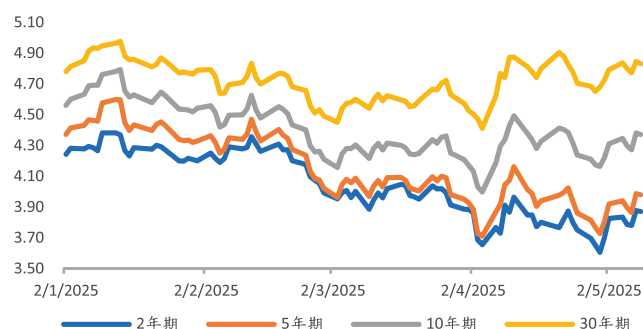


圖 5：美債收益率比較



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

四、未來展望——「滯脹」可能性尚且不高，但風險猶存

與上一次「滯脹」相比，美國目前通脹、失業率走勢均處於較為溫和的水平。以失業率為例，若要達到 70 年代「滯脹」失業率均值（7.2%），美國需要新增 510 萬失業人口。其他促進美國「滯脹」的外界因素，例如當時經歷的原油價格飆升，同樣不成立。同時，全球貿易緊張形勢未來有望緩和。若像美聯儲主席鮑威爾所說，關稅令通脹只會短期上漲的話，那麼美國再次面臨「滯脹」的可能性暫時不算高。然而，美國貿易、移民政策、未來的減稅政策對美國產業和國民需求影響仍是未知數。減稅方面，僅延長 2017 年減稅和就業法案（TCJA），未來十年就會為美國政府帶來 3.3 至 4.5 萬億美元的額外財務負擔；同時，政府效率部門目前只節省 1,600 億美元的花銷，其原先 2 萬億美元的開支削減可能過於樂觀。產業和需求方面，美國最大鋼鐵生產商提到當下貿易政策調整對美國鋼鐵行業有積極影響，同時認為基建、先進製造及工業回流相關項目需求穩健。相反，汽車行業的龍頭企業則認為該行業供應鏈未來受牽連，行業利潤也會因需求低迷而受創。

雖然全球經濟與貿易走勢仍存在不確定性，美國貿易政策對其宏觀經濟的影響也尚未完全顯現出來，但是，從中美、美英貿易談判的進展來看，由美國貿易政策帶來的負面影響未來可能會有所緩和，金融市場的反應因此而較為正面，美國「滯脹」可能性暫時不算高，但其風險猶存，未來仍然不能忽視美國進口、就業市場與通脹帶來的任何預警信號。

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。投資者須了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：

和曉北 (David)：現任中國銀行香港金融研究院經濟研究員，康奈爾大學經濟學學士，主要研究中國內地和環球經濟形勢、外貿走勢與財政政策。此前任職於馮氏集團旗下 Living Style Group，研究中美外貿及政策走向，並曾在畢馬威中國擔任高級諮詢師，為跨國金融機構提供客戶運營諮詢服務。

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」订阅号
經濟金融深度分析盡在掌握

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一、本地生產總值 GDP	2022	2023	2024	2025/Q1
總量 (億港元) GDP(HKD 100million)	28,090	29,010	29,729	7,966
同比增長率 (%) YoY change(%)	-3.7	3.3	2.5	3.1
二、對外商品貿易 External merchandize trade			2025/3	2025/Q1
外貿總值 (億港元) Total trade(HKD 100million)				
總出口 Total exports	45,317	41,774	4,555	11,711
總進口 Total imports	49,275	46,450	5,009	12,517
貿易差額 Trade balance	-3,958	-4,676	-454	-807
年增長率 (%) YoY Growth(%)				
總出口 Total exports	-8.6	-7.8	18.5	10.1
總進口 Total imports	-7.2	-5.7	16.6	9.8
三、消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.9	2.1	1.4	1.6
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	-3.5	-6.5
五、訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) Total arrivals(10 thousands)	60.5	3,400.0	382.0	1,220.0
年升幅 (%) YoY change(%)	561.5	5,523.8	12.0	9.0
六、勞動就業 Employment			2024/12-2025/2	2025/1-2025/3
失業人數 (萬人) No. of unemployed(10 thousands)	16.3	11.3	11.2	12.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	4.3	2.9	3.2	3.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.3	1.1	1.1	1.1
七、住宅買賣 Domestic property sales and price index			2025/2	2025/3
合約宗數 (宗) No. of agreements	45,050	43,002	3,200	5,367
住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index	369.7	337.4	284.7	284.2
八、金融市場 Financial market			2025/3	2025/4
港幣匯價 (US\$100=HK\$) 期末值	780.8	781.1	778.0	775.7
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	446.2	446.1
Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period				
銀行總存款升幅 (%)	1.7	5.1	3.5	-
Change in total deposits(%)				
銀行總貸款升幅 (%)	-3.0	-3.6	0.6	-
Change in total loans & advances(%)				
最優惠貸款利率 (%) 期末值	5.6250	5.8750	5.2500	5.2500
Best lending rate (%), end of period				
恒生指數 Hang Seng Index	19,781	17,047	23,120	22,119