



## 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 Insights
- 中銀策略研究
- 內部研究報告

作者：曾之騰  
電郵：[kennethzeng@bochk.com](mailto:kennethzeng@bochk.com)  
電話：+852 282 66211

聯繫人：陳女士  
電郵：[ccchan@bochk.com](mailto: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

## 就業和通脹的風險權衡將如何影響 美聯儲的政策前景？

經濟研究員 曾之騰

2025年，特朗普2.0經濟政策加劇了美國經濟的滯脹風險，對美聯儲實現「雙重使命」（充分就業與物價穩定）構成挑戰。面對經濟前景的高度不確定性，美聯儲曾一度暫停降息周期。隨後，由於勞動力市場下行風險逐步超過通脹上行風險，美聯儲的政策重心由通脹轉向就業，於9月重啟寬鬆，並在連續三次議息會議中降息，全年累計降息75個基點。展望2026年，就業與通脹的風險平衡仍將是驅動美聯儲政策方向的關鍵因素。本文將探討美國勞動力市場與通脹面臨的潛在風險，並分析其對美聯儲2026年政策路徑的影響。

### 一、勞動力市場：需求或繼續降溫， 失業和裁員風險上升

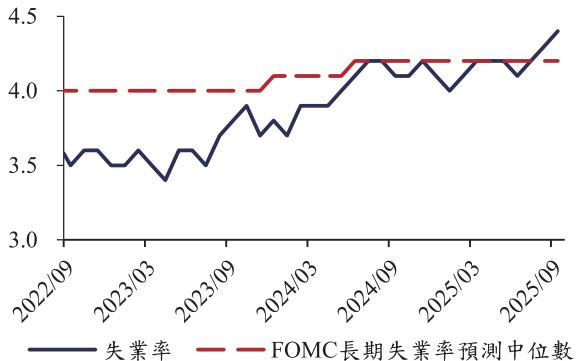
從2025年前三季度的數據看，美國勞動力市場基本處於美聯儲主席鮑威爾描述的「因供需同時顯著放緩而形成的奇特平衡」，即勞動力需求的下滑對失業率上行的壓力基本被勞動力供給的收縮抵消，但隨着需求側降溫速度快於供給側，失業率上行態勢逐步顯現。同時，在經濟前景不確定性增大、但衰退風險可控的背景下，勞動力市場亦呈現「低招聘、低裁員」特徵。展望2026年，就業形勢急劇惡化的風險仍不算高，但降溫趨勢料難逆轉，並可能繼續體現在失業和裁員等相關指標中。

勞動力供需同步回落的趨勢料將延續，且需求端收縮幅度預計仍將超過供給端。2025年，受到高利率環境及特朗普政府政策不確定性所引發的觀望情緒的持續壓制，勞動力需求逐步降溫；移民限制政策與偏低的勞動參與率則從供給端制約就業增長。供需兩側的同步收縮推動「盈虧平衡」新增就業（即維持失業率穩定所需的月度新增就業人數）顯著回落：根據聖路易斯聯儲估算，在特朗普推行移民限制政策後，「盈虧平衡」新增就業已由約15萬人大幅降至3.2萬至8.2萬人。受此影響，前三季度新增非農就業人數明顯下滑（圖1）。鮑威爾在12月議息會議記者會上更指出，當前本已偏弱的官方就業數據或存在系統性高估，實際就業增長或已轉為負值。這一供需雙降的格局在一定程度上維持了失業率的相對穩定，但自2025年8月起，失業率已超出美聯儲長期失業率預測的中位數（圖2），為2022年以來首次；美聯儲於12月議息會議公布的經濟預測摘要亦顯示，其對2025年年底失業率的預測中位數達到4.5%，高於長期失業率預測中位數4.2%。鑑於勞動力供需同步下滑的格局短期內難以扭轉，新增就業放緩的態勢料將延續至2026年，且需求的收縮速度仍可能快於供給端。

圖1：美國新增非農就業人數（萬人）



圖2：美國失業率 (%)

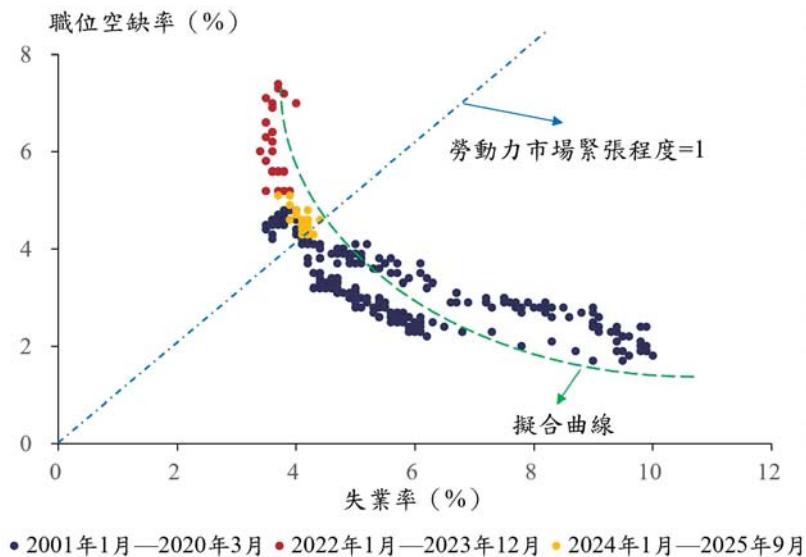


數據來源：Macrobond，中國銀行香港金融研究院

勞動力市場的下行風險目前仍屬可控，但失業率與裁員率顯著上升的風險正在累積。今年以來，在經濟前景不確定性上升的背景下，企業招聘意願明顯回落，職位空缺與勞動力流動調查（JOLTS）所示的招聘率已於10月降至3.2%，為五年多以來最低水平；然而，裁員率仍維持在約1.2%的相對低位，反映企業更傾向於保留人力資本，而非進行大規模裁員，短期內就業下行風險暫屬可控。不過，從美國的貝佛里奇曲線（描述職位空缺率與失業率之間經驗關係的曲線，見圖3）來看，當衡量勞動力市場緊張程度的關鍵指標——職位空缺率與失業率之比逼近1時，該曲線趨於平坦，意味着職位空缺率的進一步回落可能引發更為顯著的失業率上升。該指標在過去一年已明顯下行，並於2025年8月觸及1的關鍵臨界點。結合12月美聯儲經濟預測摘要以及鮑威爾在議息會議記者會上的表態，美聯儲判斷失業率在2026年持續攀升的風險不大；然而，若勞動力需求進一步降溫，且過去數月的貨幣寬鬆向實體經濟的傳導力度不及預期，失業率

上升的節奏可能加快，進而觸發「裁員與失業上升→總需求收縮→裁員與失業進一步惡化」的循環。值得注意的是，克利夫蘭聯儲裁員預警指數以及就業諮詢公司 Challenger 公布的計劃裁員人數等領先指標，均已顯示企業裁員出現升溫跡象，相關影響或將逐步體現在官方勞動力統計數據之中。

圖 3：美國貝佛里奇曲線



註：受臨時失業率大幅上升等特殊因素的影響，貝佛里奇曲線在疫情後一年半左右的時間內曾出現明顯外移。為簡化分析，該圖省略 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

**AI 或將對勞動力市場產生結構性影響，但整體負面衝擊短期內料有限。**近期，AI 對勞動力市場的影響備受關注，但尚無充分證據顯示其為近期美國就業增長放緩的主要原因。舊金山聯儲指出，AI 技術主要適用於處理入門級辦公室任務，理論上對應屆大學畢業生構成較高的替代風險，但從現有數據來看，兩者之間的因果關係仍不明確。鮑威爾亦於 12 月議息會議記者會上表示，部分大型企業確因 AI 應用而放緩招聘或增加裁員，但此趨勢尚未在更廣泛的就業數據中得到反映。此外，美國智庫蘭德公司於 8 月發布的《Macroeconomic Implications of Artificial Intelligence》，以及美國國家經濟研究局（NBER）的最新工作論文《Artificial Intelligence and the Labor Market》均指出，當前 AI 對就業的整體效應以補充為主而非替代：一方面，任務層面的替代效應可通過勞動力向未受影響或新興任務轉移而部分抵消；另一方面，AI 的廣泛普及提升企業勞動生產率，反而可能擴大整體勞動需求。綜合來看，儘管 AI 渗透率上升可能對特定行業（如資訊科技、專業服務）及特定群體（如應屆大學畢業生）帶來結構性衝擊，但其對整體勞動力市場的負面影響預計短期內仍相對有限。

## 二、通脹：關稅傳導料持續，整體通脹或將維持黏性

2025 年至今，儘管特朗普政府大幅上調關稅稅率，關稅向通脹的傳導效應弱於預期，整體通脹並未出現明顯反彈（圖 4）。然而，關稅衝擊仍對通脹形勢產生實質影響：2024 年進展順利的商品去通脹進程在 2025 年遭遇阻滯，以 PCE 物價指數同比增幅衡量的整體通脹率與美聯儲 2% 目標仍存在較大差距（圖 5）。根據美聯儲的估算，在當前約 2.8% 的核心 PCE 通脹中，關稅因素貢獻約 40 至 50 個基點。展望 2026 年，通脹出現大幅反彈的風險有限，但關稅傳導的滯後效應疊加服務通脹的黏性，仍將使去通脹進程面臨不確定性；預計關稅對商品通脹的傳導效應將於上半年基本完成，但從全年視角看，通脹回落至美聯儲目標水平仍面臨相當挑戰。

圖 4：美國 CPI 環比增幅及其分項貢獻（季調，%）

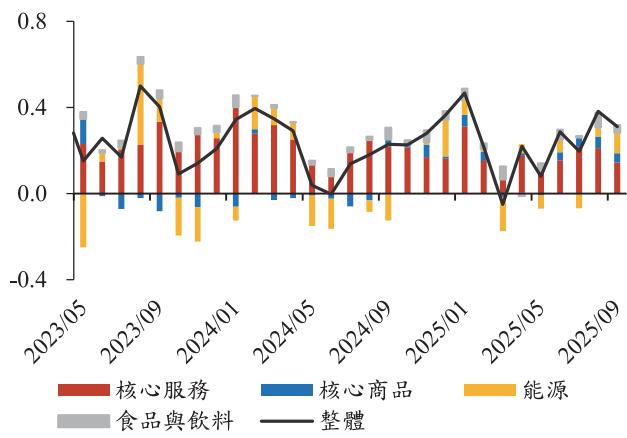
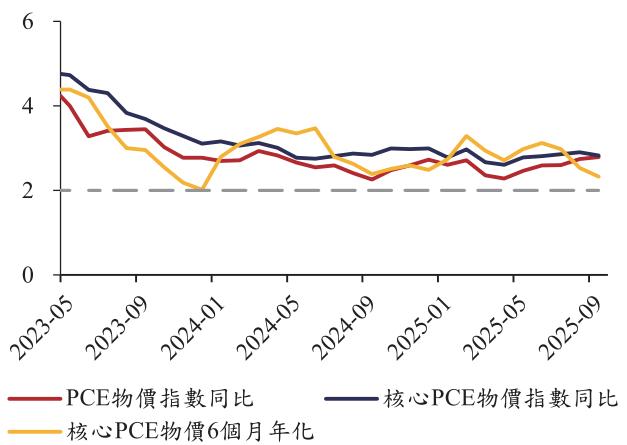


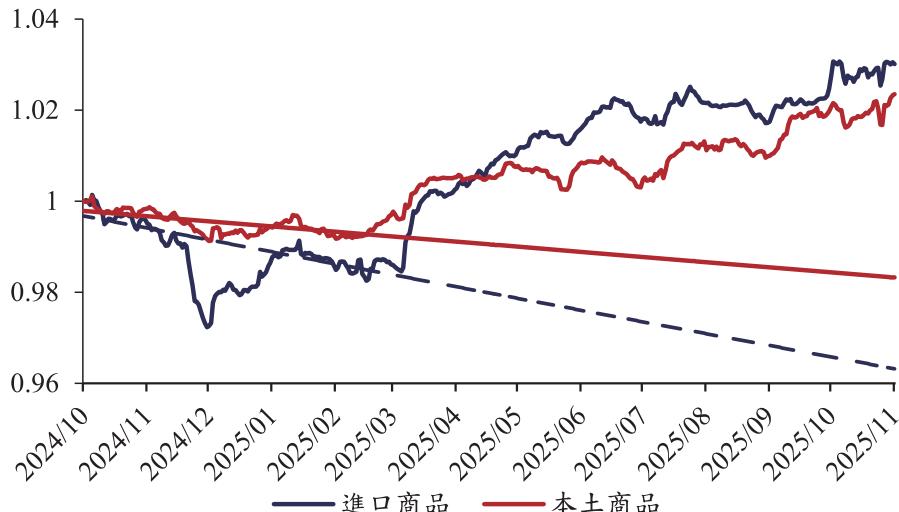
圖 5：美國 PCE 物價增速（%）



數據來源：Macrobond，中國銀行香港金融研究院

商品通脹方面，關稅的傳導效應仍將延續，可能於 2026 年上半年見頂，演變為持續性高通脹的概率相對有限。2025 年以來，關稅向商品通脹的傳導整體弱於預期，主要源於三方面緩衝機制：美國進口商在面對可預期的關稅衝擊時提前囤積庫存；特朗普關稅政策頻繁調整，疊加需求前景不確定性上升，使零售商在調整售價時保持謹慎；企業傾向於通過壓縮利潤空間以吸收部分關稅成本。然而，上述因素在緩衝關稅傳導的同時，也拉長了其影響周期——隨着庫存逐步消化、企業利潤緩衝空間收窄，以及關稅稅率逐漸明朗，關稅向商品通脹的傳導將繼續推進。亞特蘭大聯儲、里士滿聯儲與杜克大學聯合開展的全國 CFO 調查顯示，企業正計劃逐步將關稅成本轉嫁給消費者，這一趨勢亦已在哈佛商學院「關稅追蹤器」的高頻零售價格指數中得到反映（圖 6）。根據鮑威爾在 12 月議息會議記者會上的估算，關稅向通脹的傳導效應或將於 2026 年上半年基本釋放完畢。值得注意的是，在年中經歷明顯上升後，美國消費者的通脹預期已逐步回落並維持良好錨定，這意味着除非出現新一輪大規模關稅調整，否則關稅衝擊經由預期自我實現機制或「工資—物價」螺旋引發二次效應的可能性偏低。我們預計，在基準情景下，關稅因素將於 2026 年推動 PCE 物價同比上升約 30 至 40 個基點，其影響主要集中於上半年，形成持續性高通脹的風險暫時可控。

圖 6：哈佛商學院定價實驗室「關稅追蹤器」價格指數  
(2024 年 10 月 1 日 = 1)



註：該價格指數基於五家美國主要零售商的線上數據構建，為日度頻率，旨在衡量 2025 年關稅的影響。該數據更新至 2025 年 11 月 1 日。虛線部分表示相應價格指數在關稅實施前的趨勢線。

數據來源：哈佛商學院，中國銀行香港金融研究院

服務通脹方面，房租通脹下行空間有限，而「超級核心通脹」的降溫將成為 2025 年去通脹的關鍵因素。儘管 Zillow 房屋租金指數等指標顯示市場租金漲幅仍處於下行通道，但鑑於 CPI 房租通脹黏性較強，且 2025 年前九個月的平均環比增幅已達 0.28%，接近疫情前同期水平，其進一步回落的空間料將相對有限。就與勞動力市場高度相關的「超級核心通脹」（剔除房租的核心服務通脹）而言，勞動力市場疲軟或將推動其降溫，這將成為 2026 年去通脹的關鍵驅動因素。然而，考慮到移民限制等供給端約束因素持續發揮作用，且經濟衰退風險目前依然可控，服務通脹的下行幅度恐難以完全對沖商品通脹的上行壓力及房租通脹的黏性。

在基準情景下，我們預計 2026 年 PCE 通脹將較 2025 年下降約 30 至 50 個基點，與美聯儲於 2025 年 12 月經濟預測摘要所給出的估計區間大致吻合（預測範圍為 2.2% 至 2.7%，中位數為 2.4%）。儘管通脹預期仍基本維持良好錨定，且勞動力市場走弱推動「超級核心通脹」下行，使通脹大幅反彈的風險總體可控，但預計其距離 2% 的政策目標仍有一定距離。

### 三、貨幣政策：降息周期將延續 後續寬鬆節奏變數猶存

2024 年，在通脹風險受控、勞動力市場自疫情後初期的緊張狀態逐步回歸常態的背景下，美聯儲於 9 月啟動降息周期，全年累計降息 100 個基點。然而，2025 年 1 月正式開啟第二任期後，特朗普推出的一系列政策——尤其是關稅措施——對美國經濟構成

滯脹衝擊（即通脹上行與就業下行風險並存），使美聯儲的「雙重使命」面臨雙向壓力。在通脹與就業風險的主導方向尚未明朗、「雙重使命」框架下的風險平衡存在較大變數的情況下，美聯儲在 2025 年 1 月至 7 月採取「邊走邊看」的審慎立場，維持利率不變。隨着就業下行風險逐漸超越通脹上行風險，鮑威爾在 8 月的傑克遜霍爾全球央行年會上明確釋放鴿派信號，指出「基準展望與風險平衡的變化可能要求調整政策立場」，成為 2025 年貨幣政策轉向的關鍵轉折點。此後，在 9 月至 12 月的三次議息會議中，美聯儲均降息 25 個基點，全年累計降息幅度達 75 個基點。值得注意的是，關稅政策帶來的高度不確定性，使聯儲官員在經濟形勢判斷以及通脹與就業的風險權衡上分歧加深，亦引發 7 月至 12 月連續四次會議均出現反對票的罕見局面。

綜合前述對勞動力市場與通脹的分析，美國經濟面臨的滯脹風險（即就業下行與通脹上行並存）仍然存在，但就業下行風險高於通脹上行風險的格局料將延續至 2026 年。基於此，在基準情景下，美聯儲於 2026 年大概率延續鮑威爾在傑克遜霍爾演講中所確立的政策取向，在「雙重使命」的權衡中相對更側重就業穩定，降息周期出現逆轉的可能性較低。鑑於就業在短期內大幅惡化的風險不高，美聯儲更可能延續「風險管理式降息」，以漸進方式應對勞動力市場的下行風險；但如果勞動力需求持續走弱，且就業風險明顯加劇（例如裁員潮加速蔓延、失業率突破 4.5% 並持續攀升），美聯儲就可能改以更快的政策寬鬆步伐對沖衰退風險。

另一方面，關稅對通脹影響的變數可能將制約美聯儲的寬鬆節奏。鑑於鮑威爾在 2025 年 12 月議息會議上指出，美聯儲「處於有利位置，可觀察經濟如何演變」，可以預計，在關稅傳導效應尚未完全顯現、通脹前景仍存變數的背景下，美聯儲料將延續「邊走邊看」的政策取向，在降息決策上保持審慎。隨着關稅對通脹的衝擊逐步被消化，通脹對政策寬鬆的掣肘有望減弱，降息條件亦將更趨成熟，美聯儲或可進一步釋放政策寬鬆空間，以緩解勞動力市場的下行壓力。值得警惕的風險情景在於，若關稅向通脹端的傳導強於預期，而就業壓力同時明顯緩解，「超級核心通脹」對抑制通脹的作用減弱，屆時美聯儲可能在風險權衡中可能適度向通脹傾斜，放緩降息步伐，以防通脹預期脫錨並引發通脹大幅反彈。

## 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之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。此前任職於深圳證券交易所研究所，研究中國宏觀經濟和金融監管政策，並曾在中國人民銀行金融研究所擔任訪問學者，研究全球貨幣政策和綠色金融。

如需投稿或提出建議，請發送至本單位  
郵箱：[espadmin@bochk.com](mailto:espadmin@bochk.com)  
或直接聯絡本文作者



歡迎關注「中銀香港」訂閱號  
經濟金融深度分析盡在掌握

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2023	2024	2025/Q2	2025/Q3
<b>一、本地生產總值 GDP</b>				
總量 (億港元) GDP(HKD 100million)	29,010	29,729	7,852	8,537
同比增長率 (%) YoY change(%)	3.3	2.5	3.1	3.8
<b>二、對外商品貿易 External merchandise trade</b>			2025/10	2025/1-10
外貿總值 (億港元) Total trade(HKD 100million)				
總出口 Total exports	45,317	41,774	4,618	42,602
總進口 Total imports	49,275	46,450	5,017	45,942
貿易差額 Trade balance	-3,958	-4,676	-399	-3,340
年增長率 (%) YoY Growth(%)				
總出口 Total exports	-8.6	-7.8	17.5	13.8
總進口 Total imports	-7.2	-5.7	18.3	13.6
<b>三、消費物價 Consumer Price</b>				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.9	2.1	1.2	1.5
<b>四、零售市場 Retail market</b>				
零售額同比升幅 (%) Change in value of total sales YoY(%)	-0.9	16.2	6.9	0.0
<b>五、訪港遊客 Visitors</b>				
總人數 (萬人次) Total arrivals(10 thousands)	60.5	3,400.0	458.9	4,106.0
年升幅 (%) YoY change(%)	561.5	5,523.8	12.2	11.9
<b>六、勞動就業 Employment</b>			2025/8- 2025/10	2025/9- 2025/11
失業人數 (萬人) No. of unemployed(10 thousands)	16.3	11.3	15.0	14.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	4.3	2.9	3.8	3.8
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.3	1.1	1.6	1.6
<b>七、住宅買賣 Domestic property sales and price index</b>			2025/9	2025/10
合約宗數 (宗) No. of agreements	45,050	43,002	5,643	5,714
住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index	369.7	337.4	293.1	288.5
<b>八、金融市場 Financial market</b>			2025/10	2025/11
港幣匯價 (US\$100=HK\$) 期末值	780.8	781.1	777.1	778.7
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	540.5	540.7
Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period				
銀行總存款升幅 (%)	1.7	5.1	9.7	-
Change in total deposits(%)				
銀行總貸款升幅 (%)	-3.0	-3.6	0.9	-
Change in total loans & advances(%)				
最優惠貸款利率 (%) 期末值	5.6250	5.8750	5.0000	5.0000
Best lending rate (%), end of period				
恒生指數 Hang Seng Index	19,781	17,047	25,907	25,859