

交銀金融

2025 年 8 月號 第 206 期

環球金融市場部研究組

美聯儲後續降息路徑預判： 就業轉向疲弱及內部人事變動或加速美聯儲寬鬆速度

摘要

- ✚ **物價方面**，隨關稅帶來的通脹效應逐步顯現，美國核心商品價格有所反彈，特別是進口依賴度較大的電器、汽車及家具價格漲幅居前。
- ✚ **就業方面**，美聯儲「就業供需平衡」敘事或難維持，共和黨反移民政策並未顯著減少勞動力供給，但勞動力需求料將加速疲弱。
- ✚ **美聯儲方面**，今明兩年美聯儲公開市場委員會面臨人事變化，令白宮對美聯儲控制力加強，美聯儲票委政策立場料將整體轉鴿。
- ✚ **後市預判來看**，今年美聯儲降息或較審慎，但明年降息節奏料顯著加快，並令政策利率於明年年末降低至中性水平附近。

一、美國的通脹進展及後續走勢預判

（一）上半年美國消費者物價走勢：核心商品價格漲幅回升，關稅通脹效應初步顯現

- ✚ **特朗普關稅政策逐步推升進口成本，二季度起商品通脹成為物價上漲中較具粘性的環節**：截至今年 7 月，美國整體及核心 CPI 按年升幅分別錄得 2.71% 及 3.06%，較去年末的 2.89% 與 3.24% 有所回落。當中主要拉動物價下行的原因，是能源商品及核心服務價格的回落，食品價格延續低位波動；但核心商品價格在二季度開始有所回升，部分源於上年的低基數效應及美元上半年的貶值，部分由於特朗普的高關稅推升了部分商品的進口成本，令商品成為整體物價中較具粘性的環節。
- ✚ **分項來看，美國進口依賴度較大的商品價格反彈幅度居前，而核心服務價格有所降溫**：電器、汽車及家具用品等美國進口依賴度較高的耐用品價格按年升幅的反彈幅度居前，部分由於關稅對進口成本的推升作用開始傳導到消費者領域，而食品價格按年升幅也有所上升；能源服務（主要公共部門提供的天然氣管線服務）因今年 1 季度國際天然氣價格上漲的影響回升，但能源商品的回落幅度較大，總體來看核心服務價格年比升幅較去年末有所降溫。
- ✚ **庫存逐步耗淨令商品價格環比上升，但消費者對耐用品的支出漸趨審慎**：隨特朗普關稅政

策正式落地及供應鏈庫存逐步消耗，6 月起包括能源及食品在內的商品價格呈現環比上行趨勢，而勞務價格則有所降溫（特別是居所價格在美聯儲按兵不動、按揭利率維持相對高位的背景下顯著回落）。值得注意的是，6 月起新車及二手車價格在 25% 汽車關稅的基礎上環比不升反降，反映出消費者對耐用品支出的態度漸趨審慎，及前期提前釋放的需求已經逐步耗淨。

（二）美國通脹走勢預判：隨關稅成本逐步傳導至消費者領域，美聯儲降息面臨艱難權衡

✚ 今年以來美國關稅稅率大幅上漲，預計至年末水平將較特朗普上任前提高超 20 個百分點：今年以來，由於特朗普政府全面提升本國貿易壁壘，美國平均進口關稅稅率從年初的 2.3% 已經上漲到 6 月的 10%。截至今年 8 月，目前美國已經與歐盟、日本等主要國家達成不平衡貿易協議（以美國高關稅及對手國零關稅為特點），並宣布對其餘的數十個貿易夥伴單邊徵收 15%-50% 不等的關稅。

預計截至今年年底，美國的進口平均關稅稅率將會超過 25%，較特朗普上任前的 2.3% 累計上升逾 20 個百分點，預計將影響約 3.27 萬億美元的進口產品，約佔美國居民商品消費名義總額（24.98 萬億美元）的 13%。

✚ 美國提升貿易壁壘帶來的額外成本絕大部分由美國本土進口商承擔，並將部分轉嫁至消費者領域：從美國當前的進口物價指數（該指數不包括進口商關稅成本）來看，截至今年 6 月份，美國進口物價指數較去年年末累計下降了 0.4%，意味著今年上半年增加的 7% 關稅稅率所帶來的額外成本絕大多數是由美國本土進口商承擔（特別是製成品）。若關稅提升帶來的物價提升完全轉嫁至消費者，則預計將直接推升商品通脹年度增幅約 0.9 個百分點，且若考慮關稅帶來的二次通脹效應，則整體及核心 CPI 同比增速或在今年年末分別回升至 3.0% 及 3.5% 水平。

✚ 預計年內美國商品物價回升速度會加快，美聯儲後續降息或將面臨兩難權衡：由於特朗普政府針對數十個貿易夥伴的範圍在 15%-41% 不等的對等關稅在本月初正式生效，隨著進口成本持續上行，長期受制於供給瓶頸的美國後續通脹上行風險非常顯著，且由於企業前期囤積的庫存漸漸耗淨，預計後續商品物價上漲的速度還會加快。在美聯儲最新季度預測中，美聯儲關注的核心消費者物價指數 2025 年同比增幅將達到 3.1%，料至明年回落至 2.4%，均高於其 2% 的目標水平，令美聯儲在維持物價穩定和最大就業方面面臨艱難權衡。

圖 1-1：關稅效應逐步顯現，二季度起商品價格上漲帶動美國整體及核心通脹均有所反彈，物價降溫進程陷入停滯

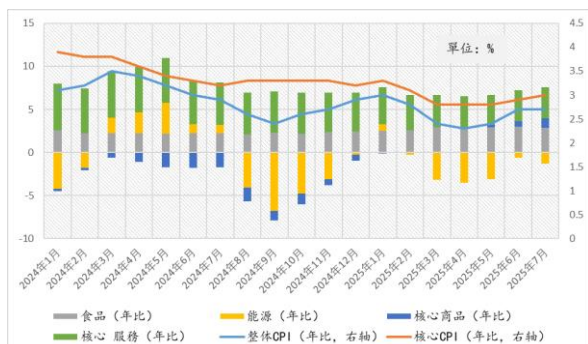
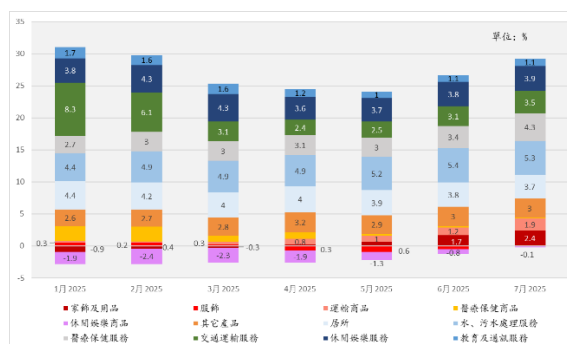


圖 1-2：分項來看，美國進口依賴度較高的商品價格上漲幅度較快



數據來源：Bloomberg

圖 1-3：上半年美國關稅稅率持續抬升，預計至年末將較特朗普上任前提高超過 20 個百分點

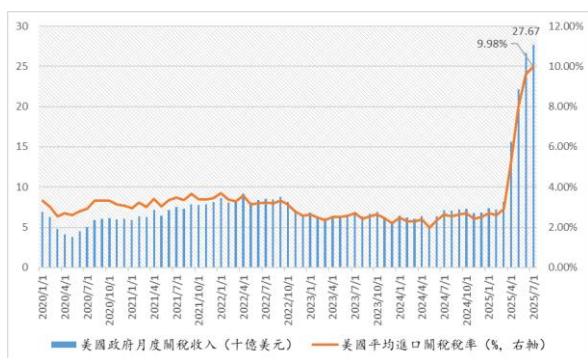


圖 1-4：但進口物價環比數據顯示絕大部分關稅成本由美國本土承擔，特別是美國進口依賴度較大的製成品



數據來源：Bloomberg

圖 1-5：美國居民的額外儲蓄已經完全耗淨，總需求已回落至自然水平，經濟表現較好源於供給不足

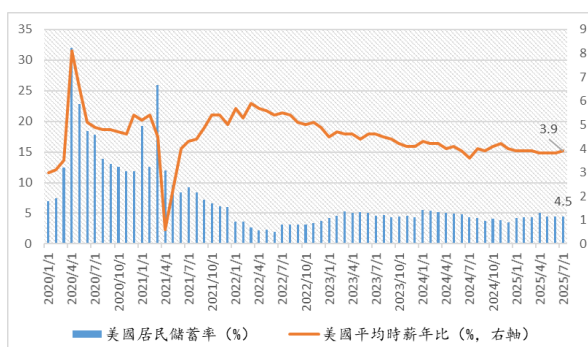
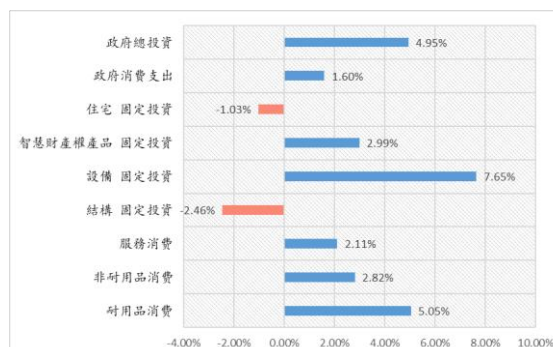


圖 1-6：即便不考慮進出口，上半年美國經濟受政府政策的暫時性影響較大，消費增長動能減弱態勢顯現



數據來源：Bloomberg

二、美國的就業進展及後續形勢展望

(一) 今年以來美國就業市場進展：7 月非農指標爆冷，「就業穩健」敘事被顛覆

- ✚ 美國 7 月非農就業數據大幅爆冷，美聯儲堅稱的「就業市場穩健」被打破：7 月非農就業人數僅淨增 7.3 萬人，遜於預期的 10.5 萬人次，當月失業率也由 4.1% 上升至 4.2%。從數據來看，7 月非農就業新增並非是 2024 年以來的最差表現，去年 10 月美國非農就業淨增就層錄得 4.4 萬人次的低位水平；但這次讓市場驚訝的是勞工統計局對 5、6 月份就業人數增長的大幅下修，兩個月合計減少了 25.8 萬人次，約佔下修前合計總就業增長的 90.2%。

勞工統計局稱，本次下修幅度較大主要是受到企業調查回覆率偏低以及其內部預估模型失真的影響，但新數據同時也顯示包括貿易運輸、商業服務、酒店等傳統服務業，及政府、製造業就業放緩的特征較為顯著。特別是政府就業下修了 11.9 萬人次，佔全部下修的 46%，就業萎縮的速度相當快。美國勞動力市場持續穩健的標準敘事已被顛覆。

1、美國的勞動力需求：隨經濟增長動能轉弱而整體回落，但不同行業用工需求分化特征突出

- ✚ 從就業需求表征來看，美國勞動力需求在今年隨著經濟增長動能趨弱而整體回落：製造業（主要是耐用品製造）職位需求下滑成為主要拖累，而特朗普政府裁撤政府部門的減支行動也推動聯邦政府的職位空缺數顯著下降。另一方面，周期性較強、波動性較大的服務業成為就業需求的主要來源，但服務業內部具體產業之間的差異很大，如諮詢（信息行業）及專業服務今年貢獻了主要的勞動力需求增長，但反應居民消費情緒的傳統服務業（如貿易運輸、醫療教育、餐旅休閒及金融服務等）的勞動力需求則大幅回落。

- ✚ 從工業生產的角度來看，共和黨的產業政策改革對部分製造業拉動作用較強：由於共和黨的產業政策與民主黨政府有較大的不同，共和黨力圖重建美國汽車行業及提升傳統能源產出，並致力於實現金屬製品的本土獨立性，今年上半年美國機動車、石油及金屬礦業的生產漲幅居前，此外受到關稅前需求前置效應的提振，運輸設備及機械設備製造也實現了較強的成長；而電器電機、公用事業、食品加工等產業產能則有所回落，反映出特朗普政府取消電力、天然氣等清潔能源補貼以及個人消費總體轉弱對消費品生產的不利影響。

- ✚ 總體來看，今年上半年美國工業實際產量實現了部分擴張，特別是特朗普重點關注的汽車行業受政策拉動的特征較顯著。而製造業訂單也呈現出相似的趨勢，上半年月平均名義訂單較上年實現了小幅成長，當中運輸設備製造（尤其是造船與機動車）、機械製造、金屬製造增速較快，電子產品及非耐用品訂單則有所回落。

- ✚ 雖然今年美國的製造業 PMI 一直居於萎縮區間，顯示企業對未來訂單及成本的預期偏弱，製造業景氣程度不佳抑制了企業進行產能投資及招聘員工的決策，但從實際產能及訂單來看，由於美國貿易政策的破壞性還未完全顯現，今年上半年美國工業增長尚算穩健，製造業職位空缺數量下降、就業人數減少僅是企業負面預期的反應，尚未真正到達製造業產能萎縮及大幅裁員的階段。

- ✚ 從個人消費的角度來看，商品消費因需求前置效應實現了較快增長，但服務消費動能較弱：今年上半年商品（主要是耐用品，如汽車、家具等）消費由於關稅需求前置作用增長較快，比較起來服務消費動能較弱，且主要是受到醫療保健需求等非週期產業增長的推動，娛樂服務、餐飲住宿及金融服務等消費全線轉弱，部分是由於居民對就業及收入前景預期暗淡，且居民部門儲蓄已回落基本至疫情前的水平，意味著居民並沒有多餘財富為額外的非必需品成本買單。
- ✚ 今年美國服務業 PMI 指數持續處於擴張區間，但從數據指標來看，服務業發展前景實際上較為消極。從服務業營收來看，今年 1 季度美國服務業名義營收基本上全線轉弱，意味著後續待對耐用品的前置需求耗淨之後，美國個人消費回落速度會加快。再疊加下半年關稅通脹對物價的推升作用，若美聯儲仍然堅持其緊縮性的貨幣政策立場，預計美國經濟回落的速度料將快於此前預期，並最早會於今年四季度正式進入萎縮區間，勞動力需求全面弱化會客觀上帶來失業率的快速攀升。

2、美國的勞動力供給：總體持平，特朗普反移民政策下外國勞工減少、本土居民就業攀升

- ✚ 民主黨的移民政策令本土選民未能完全獲得就業崗位擴張帶來的福利，並直接導致其在去年總統選舉的全線潰敗。拜登政府任內，由於新冠疫情導致病亡及提前退休人口顯著增長，美國政府放鬆移民政策以補充境內勞動力供給。由於疫情後美國財政及貨幣政策大幅寬鬆以促進社會經濟復甦，美國就業崗位較 2021 年初累計擴張了近 10%，但是由於移民大量流入，美國本土居民並未完全分享就業市場緊俏及財政開支擴張帶來的福利增長。

從勞工統計局公布的數據來看，拜登政府任內外國勞動者就業人數猛增了 25.5%，但本地居民就業僅增長了 6.1%，移民在某種程度上擠佔了本國居民的就業機會，這也是民主黨在 2024 年總統選舉中於 7 個搖擺州全線潰敗的重要原因之一。

- ✚ 特朗普的反移民政策客觀上實現了移民與本土居民之間的就業再平衡，具有較強的民意基礎：在特朗普上任之後，共和黨政府大刀闊斧對移民政策進行改革，大幅抬高移民入境門檻並遣返無證入境黑戶，2025 年 2 月至 7 月的半年時間以來，美國就業人數累計上漲了約 0.89%，當中外國出生居民就業下滑了 3.18%，而本國出生居民就業則增長了 1.89%，反映出本屆政府在移民與本地居民（尤其是白人選民）之間實現利益再平衡的政策取態，在擁有選票的美國公民中擁有較強的民意基礎。
- ✚ 從後市角度來看，我們認為移民人數的下降不一定意味著勞動力供應的整體收縮：目前美國移民的勞動力參與率、就業增長速度普遍高於本土公民，但是移民在美國勞動力供應的整體佔比仍然較低（約為 17.7%），且由於特朗普的反移民政策釋放了部分就業崗位，本土居民勞動力參與率與就業增長也在持續上升，與移民的差距逐步收窄。
- ✚ 從數據角度來看，美國勞動力總供給在特朗普上任的半年內基本持平，但結構分化明顯，在不同居民群體中呈現不同的趨勢：外國出生工作年齡人口累計下降了 3.83%，而本土出

生工作年齡人口增長了 1.36%。因此，今年上半年美國就業市場的穩健表征並不來源於勞動力供應的收縮，而主要源於經濟發展的慣性較強，美國勞動力市場的供需平衡大概率在下半年隨著經濟動能轉弱而被打破。

(二) 美國就業形勢預判：勞動力需求疲弱速度或加快，就業供需平衡料難持續

✚ 美國上半年經濟增長相對穩健，主要是受到政府產業政策及經濟主體需求前置的帶動作用，但增長不平衡性強、薄弱環節突出，特別是服務消費全線轉弱預示著此前為勞動力市場提供大量就業崗位的服務業前景較為暗淡。而美國的製造業長期投資不足，短期內難以吸納較多的就業人口，加之「搶生產」本身意味著對後續需求的透支，及美聯儲利率前景未定、地緣政治局勢緊張及國際貿易形勢的動盪不利於企業擴張產能，預計後續美國勞動力需求的走弱會較上半年顯著加速。

✚ 從勞動力供給來看，美國勞動力供應的結構性特征暗示著兩個潛在可能：

- 雖然美國本土老齡化、居民財富水平較高等原因令本土居民的勞動參與率相對較低，但其較大的基數意味著移民離開帶來的崗位空缺能很快被本國勞動者補足；
- 美國本土居民的就業意願未必不及移民，其勞動參與率較低僅是因為本土居民對就業待遇的議價權受到外來人口競爭的壓抑，若移民人數下行，本土居民的勞動力參與率將會提高。

✚ 7 月非農就業數據中，前兩個月數據大幅下修 90%也部分印證了這個觀點，即美國勞動力供給回落的幅度很可能完全不及勞動力需求的萎縮速度，就業指標截止目前顯現出的穩健表象僅是因為特朗普關稅政策的負面衝擊尚未完全傳導至實體經濟，因此就業供需得以維持暫時脆弱的平衡。按兵不動的美聯儲對本國就業市場後續惡化的速度或許存在一定程度的誤判。

圖 2-1：美國 7 月非農就業數據大幅爆冷，前兩月下修人數超
過修改前數據的逾九成

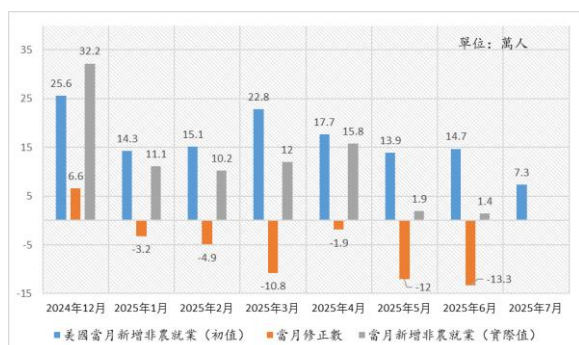
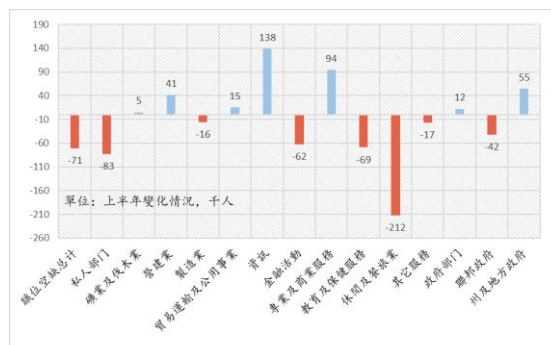


圖 2-2：除信息行業就業增長之外，美國包括製造業、政府、
傳統服務業在內的職位空缺全線回落



數據來源：Bloomberg

圖 2-3：美國上半年工業生產實現部分增長，但受共和黨產業政策拉動效應較明顯



圖 2-4：今年一季度美國私人服務業營收基本全線環比下滑，發展前景黯淡



數據來源：Bloomberg

圖 2-5：拜登的移民政策擠佔了本土居民的就業機會；而特朗普的反移民政策實現了移民與本土居民的就業再平衡

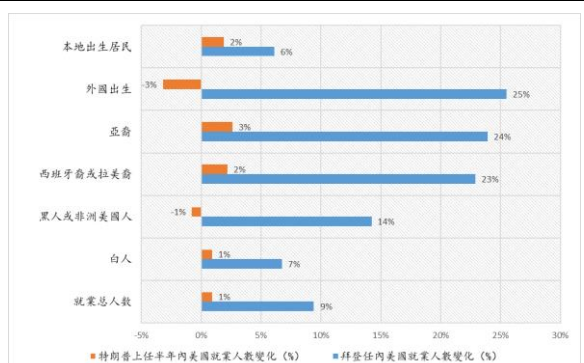


圖 2-6：美國勞動力供應並未回落，本土居民就業增長料將填補移民離開留下的就業空缺



數據來源：Bloomberg

三、美聯儲內部人事變動對美聯儲政策取態的影響

（一）美聯儲票委今明兩年迎來內部人事變化，或令央行政策取態顯著轉鴿

- 美聯儲內部出現分歧，1993 年以來首次出現兩位理事在議息會議上提出反對意見：美聯儲 7 月議息會議如期按兵不動，但是票委內部出現了意見分歧，雖然有 9 位票委支持按兵不動，但 Bowman 及 Waller 這兩位由特朗普上個任期任命的、立場鴿派的美聯儲理事提出要在本次會議上降息 25 個基點，這也是美聯儲 1993 年以來首次有兩位理事在會議上提出了不同意見。
- 美聯儲公開市場委員會由 8 位固定成員、4 位輪值成員構成：美聯儲 FOMC（公開市場委員會）共有 12 名享有投票權的成員，當中有 7 名聯邦儲備委員會成員（由美國總統任命，每位理事任期 14 年；主席及副主席職位任期為 4 年，可連任），目前成員為美聯儲主席鮑威爾 Powell、美聯儲理事巴爾 Barr、鮑曼 Bowman、庫克 Cook、庫格樂 Kugler、沃勒 Waller

及傑弗遜 Jefferson，加上紐約聯儲行長威廉姆斯 Williams（同時也是副主席），共 8 位為固定成員。

其餘 4 名有投票權的 FOMC 成員為當年輪值的地區聯儲銀行行長，2025 年為波士頓聯儲行長柯林斯 Collins、芝加哥聯儲行長古爾斯比 Goolsbee、聖路易斯聯儲行長穆薩隆 Musalem 以及堪薩斯聯儲行長施密特 Schmid。

✚ **目前美聯儲公開市場委員會的 12 名票委大部分為鷹派立場的官員，上述美聯儲 FOMC 票委成員的政策取態如下：**

- **鷹派（傾向於用緊縮性政策限制物價增長，有 8 位）：**主席 Powell（中性偏鷹，2017 年特朗普任命）、紐約聯儲行長 Williams（副主席）、理事 Cook（2022 年拜登任命）與 Kugler（已退休，2023 年拜登任命）、理事 Barr（2022 年拜登任命）、波士頓聯儲行長 Collins、聖路易斯聯儲行長 Musalem 以及堪薩斯聯儲行長 Schmid
- **鴿派（傾向於以寬鬆性政策支持最大就業，有 3 位）：**理事鮑曼 Bowman（2018 年特朗普任命）、沃勒 Waller（2020 年特朗普任命）以及傑弗遜 Jefferson（2022 年拜登任命）
- **中性（1 位）：**芝加哥聯儲行長古爾斯比 Goolsbee

✚ **明年開始，由於輪值地區聯儲行長變化及鮑威爾卸任，白宮對美聯儲掌控力加強：**由於拜登任命的美聯儲理事 Kugler 今年提前退休，意味著特朗普可以任命新的美聯儲理事（現任白宮經濟顧問 Stephen Miran 接任 Kugler 未完成的任期至明年 1 月），則今年特朗普最多可以佔據 7 個 FOMC 固定票委席位中的 4 個支持其降息的主張。進入 2026 年，由於地區聯儲行長輪換，克利夫蘭聯儲、費城聯儲、達拉斯聯儲以及明尼阿波利斯聯儲行長成為新一屆票委成員，加上鮑威爾 5 月主席任期屆滿，FOMC 內部立場整體料將從鷹派轉為鴿派：

- **鷹派（傾向於用緊縮性政策限制物價增長，有 4 位）：**紐約聯儲行長威廉姆斯 Williams、理事庫克 Cook（2022 年拜登任命）、理事巴爾 Barr（2022 年拜登任命）、達拉斯聯儲行長洛根 Logan
- **鴿派（傾向於以寬鬆性政策支持最大就業，有 7 位）：**理事鮑曼 Bowman（2018 年特朗普任命）、沃勒 Waller（2020 年特朗普任命）以及傑弗遜 Jefferson（2022 年拜登任命）、克利夫蘭聯儲行長哈馬克 Hammack、明尼阿波利斯聯儲行長卡什卡利 Kashkari、新任美聯儲主席（特朗普 2026 年 5 月任命，大概率鴿派）、新任美聯儲理事（2026 年 Miran 任期屆滿後接替，大概率鴿派）
- **未知（1 位）：**費城聯儲新任行長寶爾森 Paulson

✚ 從目前市場傳說的美聯儲主席人選來看，有包括現任美聯儲理事沃勒（Waller）、現任白

宮經濟委員會主任哈塞特（Kelvin Hassett）、前美聯儲理事沃什（Kelvin Warsh）以及現任美聯儲理事鮑曼（Bowman）。這些人選都與特朗普關係密切，且政策立場都是鴿派，較政策取態審慎中性的鮑威爾而言相對更易推行降息決策。但是，無論明年是誰上任美聯儲主席，都將面臨來自白宮降息壓力和美聯儲貨幣政策獨立性的艱難權衡，以及來自國際金融市場的嚴格審視。

（二）政府債務壓力、貿易失衡料將令特朗普加大力度施壓美聯儲降息

- ✚ 由於鮑威爾任期將近，白宮今年圍繞「解僱鮑威爾」及提名新任美聯儲主席進行了多番輿論炒作，試圖以政治壓力（如宣稱將任命影子美聯儲主席、對鮑威爾提起法律訴訟等多種手段）倒逼美聯儲放鬆貨幣政策的限制性。特朗普為何急於降息？其中原因主要有兩點：一是為了減輕財政部債務負擔，二是為可能到來的經濟疲弱做提前緩衝，此外還有推動美元匯率適度下行以便利出口等方面的考慮。
- ✚ 由於財政收支缺口持續擴大，美國政府債務壓力與日俱增。從財政部的融資情況來看，今年 7-9 月美國財政部計劃融資 1.01 萬億美元，規模創下 2023 年三季度以來的新高，季末財政部現金賬戶餘額得以回升至 8,500 億美元的常規水平。
 - 財政部三季度預計融資規模比 4 月發佈的預測高了 4,530 億美元，主要是因為《大而美法案》（其中涉及債務上限提升的條款）較原定預期更晚落地（7 月初才通過總統簽署生效），及 4 月稅季稅收收入較低的影響。由於美聯儲持續按兵不動的政策取態，及美債近期迎來發行洪峰，財政部數據顯示今年以來美國國債平均付息利率不降反升至 3.35%，近期財政部國債標售數據（特別是中長期券種）也顯示市場對美債的需求較為疲軟。
 - 自《大而美法案》通過提升 5 萬億美元債務上限的條款生效後，美國國債存量餘額截止 8 月中旬已經升至 37 萬億美元，較上限提升前的 36.21 萬億已經膨脹了近 8,000 億。特朗普政府推動的大規模減稅法案預計將在其本次任期帶來逾 1.56 萬億美元的額外赤字，美國財政開支壓力極大，特別是美聯儲 2022 年開始的加息行動已經令財政部失去了至少 1,000 億美元的年均匯款收入（2023、2024 財年），本已承壓的聯邦財政雪上加霜。從這個角度來看，特朗普政府有充分的理由催促美聯儲盡快降息。
- ✚ 從美國經濟的潛在疲軟勢頭來看，前述分析已經提及其製造業景氣度較低、服務業發展前景暗淡的問題，由於 7 月美國非農就業數據大幅爆冷，特朗普處於對就業數據的不滿，當日就解僱了時任勞工統計局局長（拜登 2023 年提名任命）的麥肯塔弗，並指控其通過操縱數據幫助民主黨人選舉，並堅稱美國經濟正在「繁榮發展」。共和黨人在美國社會對拜登政府管控移民、限制通脹等方面的普遍不滿情緒中獲勝上台，又將面臨明年國會中期選舉，對經濟進展密切關注，顯然不希望就業情況在任期內大幅惡化。
- ✚ 此外，美聯儲的政策利率水平較歐洲、亞太等主要央行仍處於限制性水平，對總需求的抑制作用仍然存在。而在主要央行普遍放鬆貨幣政策（如歐洲央行今年已累計降息 100 個基

點)的大背景下,美聯儲仍具限制性的利率水平(目前為 4.25%-4.50%,仍然遠高於加息前的 0%-0.25%及美聯儲預期的中長期利率水平 2.8%-2.9%)對總需求的抑製作用仍然存在,由於美國經濟動能目前已經受到破壞性貿易政策的影響,不難理解白宮對央行降息的強烈呼籲源於較強的現實壓力。

而從美元匯率與出口的關係來看,特朗普此前經常稱希望通過美元貶值促進出口。作為國際儲備及支付結算貨幣的美元,因其國際地位長期存在一定程度的幣值溢價,而從 2022 年年中美聯儲開始加息起直至 2024 年年末,在經濟強勁增長及利率不斷攀升的支持下,美匯指數累計上漲了 6.62%,當中美元兌部分主要貿易對手貨幣的匯價(如對日圓、加元)升值甚至超過了兩位數,本幣匯率升值令美國產品的出口競爭力下降,部分貢獻了其不斷攀升的巨額貿易逆差,至 2024 年美國全年的貿易逆差累計達到了 1.29 萬億美元,同比上漲了 15.2%。

為了解決貿易不平衡問題,特朗普上任後顯著提升了美國的關稅壁壘,今年以來美元在降息預期及避險情緒的影響下累計下跌了 7.85%。雖然美國的出口並未見到顯著性好轉,但本幣貶值客觀上令出口產品面臨的價格競爭壓力有所緩解。

從利差邏輯來看,套息交易會促使國際資金從回報率較低的資產流向回報率高的資產,並推升資產所在國貨幣需求及價值。而從特朗普的角度,若美聯儲能夠更快推進降息,則美元走弱的整體趨勢將更加穩健可控,而非僅僅受到「去美元化」情緒的影響而具有較大的波動性(今年 7 月由於關稅通脹前景及美國經濟強勁、貿易談判進展良好,美元再度上漲)。

圖 3-1：美國財政部第三季度的借款融資需求再創新高，政府開支壓力持續上升

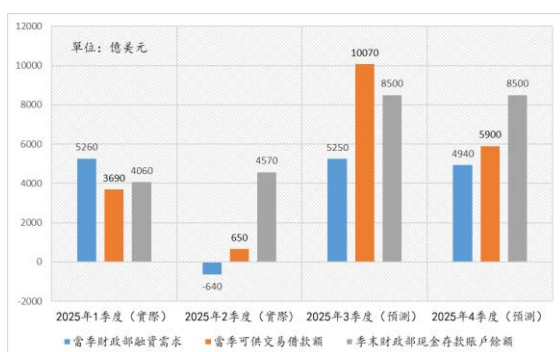


圖 3-2：存量美債規模快速擴張，但今年美聯儲減持不降息的大背景下美債平均付息利率不降反升



數據來源：Bloomberg

圖 3-3：與歐洲央行、英國央行、瑞士央行等對比，今年堅持不降息的美聯儲已成為世界主要央行中的「異類」

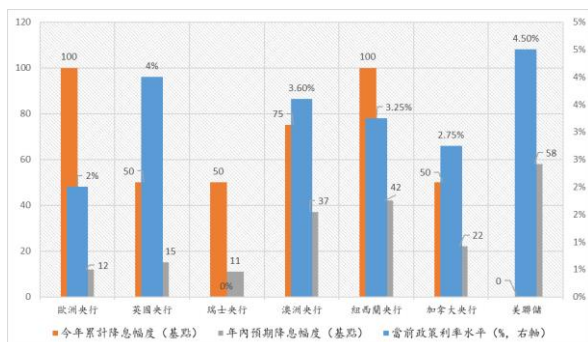
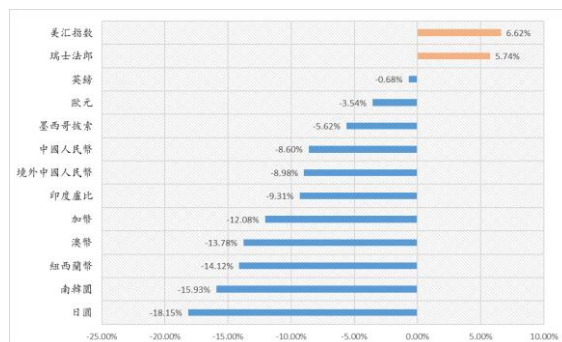


圖 3-4：從美聯儲 2022 年開啟加息至去年年末，美元累計升值了 6.6%，部分主要貿易夥伴貨幣兌美元匯率貶值超 10%



數據來源：Bloomberg

圖 3-5：近年美國商品貿易逆差屢創新高，貿易失衡已成為擺在美國政府面前的最重要問題

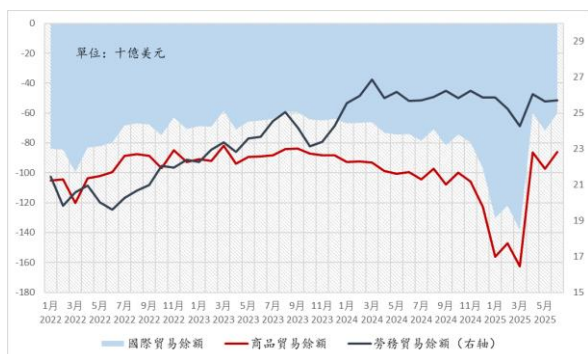
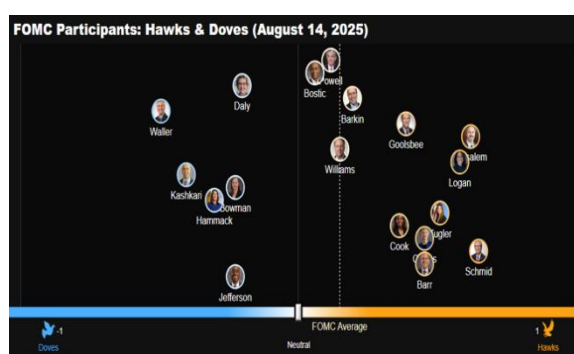


圖 3-6：由於公開市場委員會內部人事變動，預計美聯儲明年政策立場料將整體轉向更加鴿派



數據來源：Bloomberg

四、美聯儲後市降息路徑預判：今年美聯儲立場料持續審慎，明年降息步伐將加速

- 美聯儲票委內部已有更多官員支持盡快降息，勞動力市場進展料將重回美聯儲政策重心：美聯儲 7 月議息會議中有兩位理事（鮑曼及沃勒）支持今年 7 月底降息，而 8 月以來又有包括理事庫克在內的三位美聯儲官員出面表示對勞動力市場進展的擔憂情緒，預計美聯儲 9 月降息已成定局，而在 9 月 17 日之前發布的 8 月非農數據的強弱將決定美聯儲是次會議降息 25 個基點還是如去年 9 月般大幅降息 50 個基點。但由於美聯儲票委內部鷹派立場的官員還是居於多數，考慮到關稅通脹的潛在前景，預計今年美聯儲降息的次數至多不會超過 3 次，或累計 75 個基點。

✚ 明年開始，美聯儲降息幅度預計將顯著擴大。由於輪值的地區聯儲行長普遍從 2025 年的鷹派立場轉向鴿派，加上特朗普將任命新的美聯儲主席（美聯儲主席通常在卸任後同時辭去理事職位，即鮑威爾可能不會留在 FOMC 票委內），白宮對 FOMC 票委內部的控制權顯著提升，預計在 2026 年美聯儲降息的幅度將受到經濟轉弱、白宮政治影響及票委整體轉鴿的影響而顯著擴大，預計將降息 3-4 次，或累計 75-100 個基點，令聯邦基金利率目標降至 2.8%-2.9% 的中長期水平附近。

✚ 這對外匯市場的啟示是，在今年年末至明年上半年美國經濟逐步顯示疲態及美聯儲開啟降息操作過程中，預計國際貿易環境的動盪程度也將下行，**但今、明兩年美元的弱勢行情可能會較為有限：**

- 一是今年上半年在美聯儲延續按兵不動、主要央行持續放鬆貨幣政策的過程中，美元匯價不升反降，可見避險情緒已經取代了傳統利差邏輯，成為主導美元走勢的最重要因素（當然也受到了市場提前計價美聯儲降息的影響，但這並非主導因素），而美國貿易政策的不確定性在後市料將更加明朗化，對美元匯價起到一定的支撐作用。
- 二是對比歐洲、亞太等主要經濟體來看，美國經濟成長的內生潛力仍然較強、且在貿易談判中獲得的有利條件（包括關稅及產業投資）較多，雖然存在薄弱環節，但隨著後續美國財政、貨幣雙雙走向放鬆，預計經濟基本面的相對強弱仍會趨勢此前流出的國際資金回流美國，並令前期積累的投機性美元空頭頭寸獲利平倉，因此美元後續的下行空間也許較為有限。

圖 4-1：互換市場預測美聯儲降息次數為今年 2 次、明年 3 次，略超 125 個基點



圖 4-2：今年以來 CFTC 投機性美匯指數期貨空頭頭寸持續累積，但政策利空出盡後再度大幅攀升空間不大



數據來源：Bloomberg

圖 4-3：今年 4 月由於避險情緒驅動，國際資金淨流出美國資本市場，但在降息預期升溫的驅動下已實現部分回流



圖 4-4：隨國際貿易環境不確定性下降，美國資本市場波動率指數均有所回落



數據來源：Bloomberg

圖 4-5：與其他發達國家或地區相比，美國經濟的內生潛力仍然較強，後續財政、貨幣雙寬鬆料將為經濟帶來更多緩衝

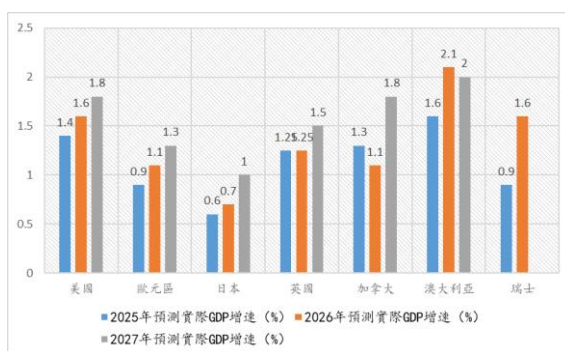


圖 4-6：預計至今年年末美匯指數下行動能或較有限



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人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證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。