



▲美國非農新增就業人數超預期，加息概率升至約60%，市場壓力或使沃什傾向加息。路透社

經濟觀察家

隨着非農新增就業人數超預期落地，市場對美國9月加息預期居高難下；「辜負市場」還是「辜負特朗普」，成為聯儲主席沃什必須面對的選擇題。如何看待不加息的可能「後果」，以及加息的潛在「衝擊」？

加息預期增 沃什如何抉擇？

金融熱話
趙偉

8月份的美國消費者物價指數（CPI）數據會否打消市場的加息期待？除非數據大幅低於預期，否則市場的加息預期難以退去。上周五（4日）遠超市場預期的非農就業數據公布後，市場計價的9月加息概率已高達60%；通脹數據或成博弈關鍵。美國勞工局公布8月就業數據，非農就業職位新增16.2萬人，遠高於市場預期的5.5萬人。這導致市場對美聯儲9月加息預期劇烈變動，在9月3日聯儲理事沃勒講話後，9月加息概率一度跌至50%；在非農就業數據公布後，9月加息概率重新上升至60%左右。在9月FOMC議息會議召開前，美東時間周五（11日）公布的CPI數據或成為左右市場加息預期的關鍵。

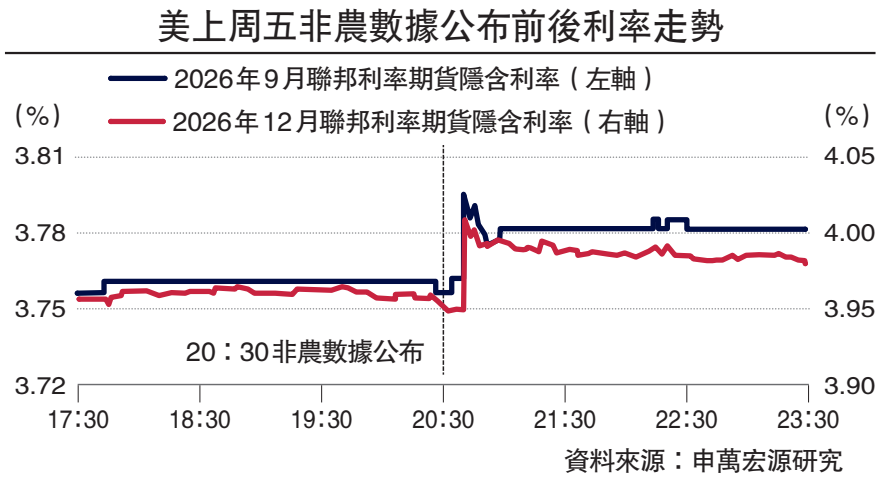
歷史回溯來看，只有顯著低於預期的CPI數據，或才能帶來市場對加息預期的大幅下修。綜合2015年以來CPI和核心CPI的同比、環比數據，分別計算了每次CPI發布日通脹的超預期程度。基於此，我們發現：1）在通脹低預期情況下，發布日當天市場對下次會議的加息預期平均下修6個百分點；2）歷史上僅出現過13次通脹數據發布後加息預期下修幅度超過10%的案例，其中僅3次發生在通脹持平或略超預期的背景下；這三次加息預期分別受「疫情衝擊」、「費城聯儲銀行總裁哈爾克放鴿」、「第一共和銀行事件」衝擊，CPI數據發布的影響相對淡化。

當下，受到油價反彈、人工智能（AI）通脹黏性等影響，美國8月CPI大幅回落的可能性或相對較低。7月美國CPI同比回落至3.4%，主要得益於能源價格走低，而這一「技術性利好」在8月恐難重現。當下，美伊衝突升級導致霍爾木茲海峽通行受阻，油價震盪走高；同時，受全球煉油產能嚴重不足等因素影響，成品油面臨結構性短缺，裂解價差（原油與汽油、柴油、航空用油等成品油的價格差異）更是走高至每桶67.9美元。綜合來看，8月CPI面臨能源反彈與AI結構性漲價的雙重壓力，大幅回落的可能性較低。以現有的4項CPI數據機構預測為基準，我們進行1萬次蒙特卡洛模擬，CPI顯著低預期的概率僅約10.6%。

不加息 或遭遇市場反噬

市場的加息預期會否落空？2015年以來，40%以上的預期從未落空，落空或致期限溢價上行、市場「反噬」。當前美聯儲內部分歧仍然較大，9月會議上沃什對加息與否的引導或較為關鍵；如果市場加息期待仍在，「辜負市場」還是「辜負特朗普」或將成為必須面對的難題。

在7月聯儲議息會議出現9比3的投票結果後，美聯儲內部分歧已進一步加劇。從近期發言等透露的態度來



資料來源：申萬宏源研究

看，哈馬克、卡什卡利等三人相對偏鷹，沃勒、威廉姆斯等三人相對偏鴿，其他官員的鷹鴿取向均易受到通脹數據及沃什本人的影響。這就意味着，如果通脹基本符合預期，沃什的態度將極為關鍵；而當前，沃什或正面對着特朗普與市場的雙重壓力。

歷史回溯來看，2015年以來，但凡FOMC前10個交易日內、市場加息預期超過40%，議息會議上加息從未有過落空；加息預期超過30%但落空的也僅有5次。2015年以來的92次聯儲議息會議中，在會議召開前10個交易日內、有20次市場對當次會議的加息預期超過40%，這20次加息均如期或超預期落地；有5次加息預期介乎於30%至40%，分別發生在2015年9月、2016年9月、2018年5月、2018年11月以及2026年7月，這5次會議市場對加息有期待、但最終期待落空。

即便只是30%概率的加息期待落空，市場也有可能出現顯著的「反噬」。5次「加息落空」的案例中，2015年9月的FOMC會議上美聯儲將不加息原因歸於「一系列全球風險」，彼時市場接受了美聯儲的審慎行為；2016年9月，疲軟的經濟數據也在一定程度上平復了市場對加息的擔憂。此外的3次，加息落空均導致了市場大幅上修對下次會議加息的預期。2018年5月、2026年7月的議息會議，分別是鮑威爾、沃什上任之初框架確立階段的會議，在加息預期落空後，均出現了長端期限溢價大幅上行的反噬；加息落地後10个交易日，10年期美債的期限溢價分別上行5個和6.2個基點。

特朗普的「政治壓力」固然存在，但市場壓力或使沃什的天平向加息傾斜。截至8月27日，Polymarket市場顯示民主黨奪取參議院控制權的概率為51%，共和黨為50%；截至2026年9月3日，參議院方面，民主黨預測席位為50位，共和黨預測席位為50位，特朗普正面臨着巨大的中期選舉失利壓力。但政治壓力能否影響美聯儲仍存一定「不確定性」。歷史回溯來看，1983年以來，在中期選舉年、在任總統尋求連任年的9月，加息落地共出現過3次，發生頻率並未顯著低於「非政治敏感年」。2018年，剛剛受特朗普提名上任的鮑威爾

就頂住了政治壓力連續加息。

若加息 衝擊持續料有限

如果加息落地，衝擊會有持續性嗎？如加息基本符合預期、且未帶來加息路徑上修，對市場或是「利空出盡」。

歷史回溯來看，加息落地對多數資產衝擊的持續性有限；黃金、美元無明確規律，美股短期回調、中期修復，美債收益率走高、但期限溢價回落。從1990年以來51次加息後的資產表現規律來看：1）美債收益率多數走高、但期限溢價收斂；2）美股加息後一個月內相對偏弱，隨後逐步修復。

從1990年以來，加息周期開啟後首次加息對資產表現的影響來看：1）標普500指數仍是短期回調、中期修復，結構上周期股表現相對較弱；2）10年期美債收益率震盪走高，但期限溢價明顯回落。

具體來看，資產走勢在加息後分化主要受兩個因素影響：加息是否超預期、加息落地後遠期路徑是否上修。

1）在加息超預期落地的情況下，後20个交易日10年期美債利率平均回落9個基點，反而在加息幅度不及預期的情況下，10年期美債利率平均上行28個基點。

2）在加息路徑基本持平的情況下，後20个交易日10年期美債收益率平均回落5個基點，而在加息路徑明顯上移的情況下，10年期美債收益率平均上行35個基點；黃金方面，如果加息路徑基本持平，黃金的中期表現相對突出。

如果9月加息略超預期的落地，市場或將之視作未來一年加息的相對前置，未必會帶來加息路徑的大幅上修。一方面，「季調」因素對8月非農新增就業擾動較大，考慮到低招聘率、裁員率，以及低勞動參與率，美國就業市場仍維持「弱平衡」，單次強非農數據意義或相對有限。另一方面，薪資增速未現明顯上行，當前的通脹更多是結構性而非全面的，對於這類通脹，連續多次加息的必要性存疑。短期來看，如果9月點陣圖指引並未帶來加息路徑的大幅上修，加息造成的市場衝擊或相對有限。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

干預日圓易 馴服美債難



周浩

微觀經濟

近期美國財政部長貝森特在日圓和美國國債市場上的一系列操作，引發了市場一個有趣卻極具現實意義的問題：如果他能夠憑着幾次公開態度和政策協調推動日圓大幅反彈，為何面對持續攀升的美國長期國債收益率，卻顯得辦法不多？答案在於，兩者雖然都屬於金融市場，但背後的運行邏輯、參與者結構和定價機制都存在着本質差異。

從結果來看，近期貝森特對於日圓的表態確實取得顯著效果。美元兌日圓匯率在其公開發聲後迅速回落，日圓升至數月高位。市場之所以如此敏感，並非因為投資者認為美國財長能夠決定日圓匯率，而是因為他代表着一個具有執行能力的政策聯盟。在日圓問題上，美國和日本並非各自為戰，而是形成了罕見的協調框架。此前日本政府動用近千億美元干預匯市，美國則在政策層面給予支持。對於外匯市場而言，這種協調本身就是一種強大的威懾力量。

更重要的是，貝森特向市場釋放了一種「信息優勢」的信號。當他表示自己對日本央行和日本政策制定層下一步行動擁有「相當好的了解」時，本質上是在告訴市場，做空日圓不僅是在押注利差，還可能面臨政策突襲風險。對於高槓桿的套利交易而言，這種風險極具殺傷力。因為一旦日本央行進一步加息，或日本政府再次大規模干預匯市，空頭可能同時遭遇利率和匯率兩個方向的損失。

從博弈論角度看，貝森特實際上是在通過提高對手的不確定性成本，迫使部分投機資金撤退。這也是外匯市場與債券市場最重要的區別之一。外匯市場的邊際定價者往往是對沖基金、商品交易顧問及其他槓桿交易者，其頭寸集中度較高，對政策信號異常敏感。許多時候，官方的「喊話」本身就是一種干預工具。當交易者相信政府可能採取行動時，他們往往會提前平倉，從而放大政策效果。因此，匯率市場經常出現「預期先於行動」的現象。

但即便如此，貝森特對於日圓的影響仍然是有限。過去幾輪日圓干預都證明了同一個規律：政府可以改變市場運行的速度，卻很難改變方向。支撐美元兌日圓長期維持高位的決定性力量仍然是美日利差。只要美國利率遠高於日本利率，資本就會持續流向美元資產，套息交易仍然具有吸引力。

事實上，此前日本央行大規模干預結束之後不久，部分國際基金便重新建立了日圓空頭倉位。這意味着，即便擁有政策協調和信息優勢，貝森特能夠

影響的更多是市場情緒，而不是長期均衡價格。

這種局限在美國長期國債市場上體現得更加明顯。近期美國財政部宣布擴大10年至20年期國債回購規模，試圖向市場釋放穩定長端利率的信號，但市場反應卻並不積極。投資者原本期待更大規模的操作，結果公布後10年期國債收益率反而繼續上升，並一度逼近近年高位。這反映出市場已經認識到，財政部的回購更多只能改善流動性，而無法改變債券市場的供需平衡。

事實上，貝森特也已經公開承認這一現實。他表示自己並不認為能夠改變市場的均衡價格，其目標只是幫助價格回歸均衡。這一表態透露出一個重要信息：美國財政部認識到自身影響力的邊界。財政部可以調整發行結構，可以進行回購操作，也可以通過溝通管理市場預期，但無法決定長期利率應該處於什麼位置。長期利率最終反映的是全球投資者對於未來增長、通脹、財政赤字和債務可持續性的判斷。

投行籲削減長債供給

更關鍵的是，目前長期國債市場面臨的壓力具有明顯的結構性特徵。美國財政赤字持續擴大，意味着未來幾年國債供給仍將維持高位；企業融資活動增加推升整體利率水平；能源價格再度上漲則強化了市場對於通脹黏性的擔憂。在此背景下，投資者要求更高的期限溢價來持有長期國債幾乎成為自然結果。換句話說，推動收益率上行的並非市場情緒，而是宏觀基本面。

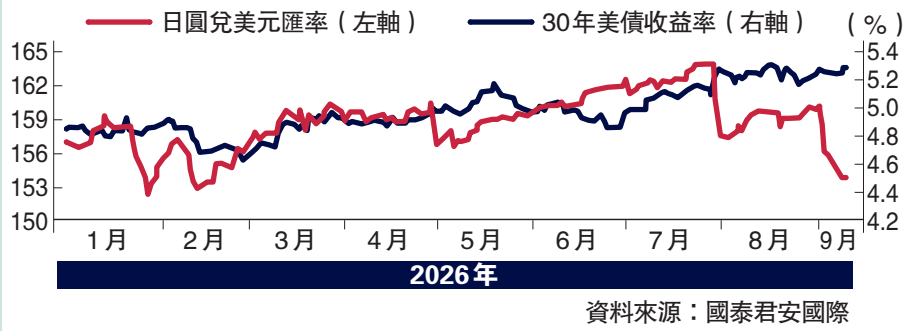
而為了支撐日圓，日本需要出售海外資產籌集資金，而這些海外資產中相當部分是美國國債。換言之，美國支持日本穩定匯率，而日本又通過出售美債來實施穩定匯率的政策。貝森特在幫助日圓的同時，實際上也在間接增加美國國債市場的供給壓力。

德意志銀行、摩根士丹利和花旗等機構均認為，如果美國財政部希望真正壓低長期收益率，僅依靠回購遠遠不夠，更有效的辦法可能是減少20年和30年國債供給，提高短期國債發行佔比。這相當於通過改變債務結構而非直接干預價格來影響市場，其效果理論上也會比回購更持久。

對於投資者而言，貝森特近期的經歷實際上揭示了一條重要規律。外匯市場受到政策協調和預期管理影響較大，因此政府往往能夠在短期內改變價格走勢；而國債市場最終由財政、通脹和增長等宏觀變量決定，行政力量能夠影響波動，卻難以逆轉趨勢。

（作者為國泰海通旗下GTJAI首席經濟學家）

貝森特雖能有效干預日圓，但對美債無能為力



資料來源：國泰君安國際

人才與資金流入 樓市穩步向上



陳永傑

樓市新態

香港特區政府新一份施政報告及首份「五年規劃」將於9月16日公布，樓市政策會否再加碼，勢必成為市場焦點。回顧本屆政府2022年7月上任以來，已推出最少十項樓市支援及放寬措施，政策最態由審慎微調，逐步轉向支持市場。特區政府先為來港人才提供置業印花稅退款，其後調低中小價物業印花稅，並於2023年局部「減辣」。

到2024年，特區政府全面撤銷額外印花稅、買家印花稅及新住宅印花稅，並放寬按揭成數、取消壓力測試及放寬發展商融資限制。其後把銀行住宅按揭成數劃一放寬至七成，將只須繳付100元印花稅的物業價值上限由300萬元提高至400萬元，並容許投資移民把部分住宅投資計入合資格投資額。

一系列措施的主線清晰，就是降低交易及融資門檻，吸引人才和資金流入，協助市場恢復流動性與信心。

樓市轉勢，從數字看得最清楚。中原城市領先指數CCL於2021年起三年半內下挫近三成。隨着政府撤辣、息口回落，加上私人住宅租金持續上升並

屢創新高，帶動樓價由低位反彈約兩成。中原地产研究部數據顯示，2026年首8個月整體住宅買賣登記錄49219宗，涉及4449.69億元，宗數及金額同創5年新高。

隨着樓價及成交回暖，特區政府再大幅加碼扶持樓市的迫切性已降低，預料新一份施政報告未必會推出重大放寬措施。樓市升幅過急亦非好事，在實際需求支持下平穩復甦，反而更有利長遠健康發展。

藉五年規劃建立新增長點

樓市前景亦不能只看短期政策。本屆政府積極搶人才，截至7月底，已吸引逾30萬名人才來港。若當局進一步做好引才及留才工作，新增人口將繼續支持住宅租務及買賣市場。

若香港經濟持續改善，北部都會區及基建發展順利，帶動產業、就業和人口增長，樓市便有望隨經濟穩步向上。相比再為樓市「加辣」或「減辣」，如何透過「五年規劃」為經濟建立新增長動力，才是今次施政報告最值得關注之處。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）