

美國總體經濟：5月FOMC觀點

不確定提高之下貨幣政策保持耐心

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，由於關稅政策導致通膨預期快速增加，而失業風險也明顯提高。關稅政策不確定性提高，目前貨幣政策必須保持耐心。
2. 企業投資與家庭消費都有暫緩跡象，但是貿易談判可能改變目前的高度不確定，因此聯準會很難有預防性降息政策。
3. 一旦勞動市場出現緊縮，聯準會將立刻啟動降息，可關注每週申請失業救濟人數是否異常。
4. 接下來與各國貿易談判，匯率與美債購買可能都是影響金融市場的核心議題。由於不確定性高，建議保守應對。

重要訊息

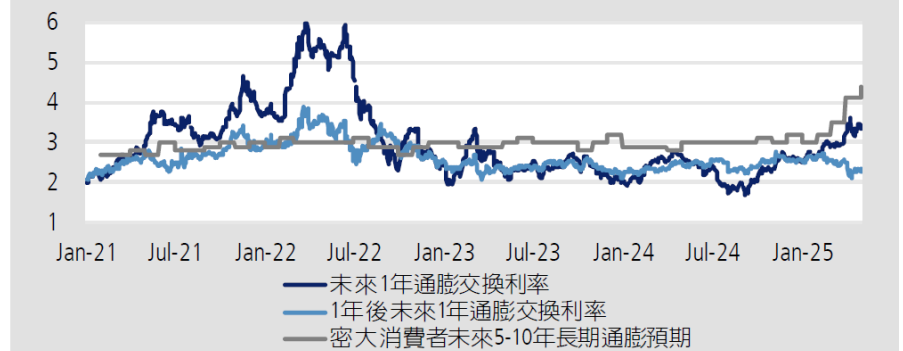
美國 5 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率 4.25-4.5% 不變，符合市場預期。會議聲明強調經濟前景不確定性上升，並且認為失業與通膨風險都提高，因此貨幣政策必須維持耐心。

評論及分析

1. 聯準會 FOMC 會議維持利率不變，會後聲明與主席 Powell 記者會都明顯表達了目前經濟穩健，失業率維持低檔顯示勞動市場穩固，而通膨略高於目標水準，因此目前政策利率是合適的。
2. 通膨的潛在方向走低，雖然關稅對通膨影響可能是暫時性的(圖一)，但是關稅政策導致通膨預期快速增加，聯準會沒有把握通膨是否僅是暫時性的，通膨衝擊的持續時間將取決於(1)關稅衝擊的幅度、(2)關稅傳導至消費者價格時間以及(3)通膨預期是否保持穩定。由於關稅政策不確定性提高，目前必須保持耐心維持政策利率不變。
3. 經濟的 soft data(信心)明顯轉弱，但是實際 hard data(支出)數據卻未走低。雖然企業投資與家庭消費都有暫緩跡象，但是貿易談判可能改變目前的高度不確定，因此聯準會現在很難有預防性降息政策。
4. 市場預期下半年經濟下滑速度加快，因此下半年聯準會降息機率與幅度也較大(圖二)。一旦勞動市場出現明顯的裁員增加與失業上揚，聯準會將立刻啟動降息，目前美國職位空缺率已來到 4.5%(圖三)，勞動市場緊縮將導致失業率上揚，因此可以關注每週申請失業救濟人數是否異常(圖四)。
5. Powell 再度表達聯準會的獨立性不會受川普影響。由於聯準會政策維持 depend on data 模式對金融市場影響有限，接下來與各國貿易談判，特別是匯率與美債購買可能都是影響金融市場的核心議題。由於不確定性高，建議保守應對。

圖 1：雖關稅對通膨影響可能是暫時性的，然關稅政策導致通膨預期加速

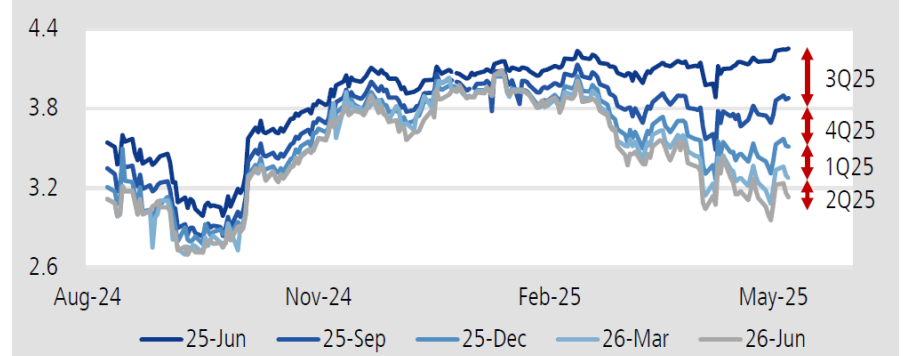
未來 1 年通膨交換利率、1 年後未來 1 年通膨交換利率、密大消費者未來 5-10 年長期通膨預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：市場普遍預期下半年經濟下滑速度加快，因此下半年聯準會降息機率與幅度也較大

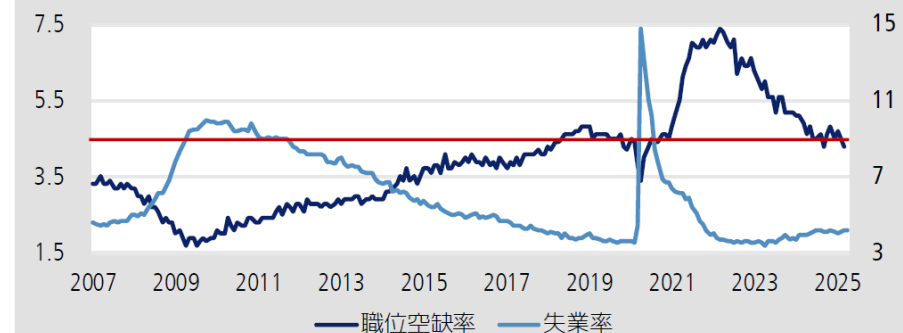
聯邦利率期貨市場對 2025 年 6、9、12 月及 2026 年 3、6 月利率預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：勞動市場若出現明顯的裁員增加與失業率上升，聯準會將啟動降息

職位空缺率，百分比(左軸)；失業率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：每週申請失業救濟金人數是否異常，將是觀察勞動市場是否緊縮且推升失業率的重要指標

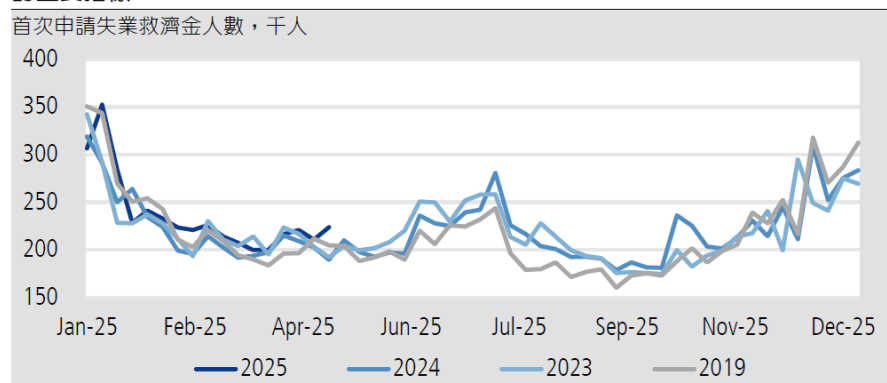


圖 5：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				3.0				3.1			2.4			(0.3)	
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	3.0			2.7			2.5			2.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.3
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	3.0	2.6
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.6	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	193	87	88	71	240	44	261	323	111	102	185
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103	205
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.42	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.8
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.5	1.8	1.5	1.3
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.6)	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	4.3	0.4	10.9
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.9	2.2	(1.3)	1.6
	整體存銷比	倍	1.29	1.34	1.37	1.37	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.35	1.36	1.35	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.47	1.46	1.46	1.46	1.45	1.45
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.32	1.32	1.30	1.31	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	0.15	(0.17)	(0.30)	(0.05)	(0.21)	(0.50)	(0.04)	0.37	(0.26)	0.24	(0.03)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.5)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		7.9			0.0				6.2		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		0.0			(21.3)				9.4		
房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,462	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	1,473	1,459	1,467
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,368	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,305	1,526	1,361	1,494	1,324
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	684	672	672	707	691	726	623	676	720	654	674	724
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	2.9	3.3
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	2.6	2.0	3.0	1.9	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	4.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	2.9	3.4	3.4	2.2	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.1
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)	(3.9)		(3.3)			(3.6)			(3.8)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	(4.1)	24.1	104.1	96.1	211.1	121.2	52.8	48.2	(42.2)	112.0	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.16
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.6		4.9		4.2		2.9				5.4	
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.6
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	13.7
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8
	景氣對策燈號					黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	34.0
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.0	3.3	4.3	5.1	5.5	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.7	4.1
	景氣同時指標	YoY %	8.5	(1.5)	(8.9)	6.3	8.7	9.3	9.4	9.4	9.2	9.2	9.5	9.9	10.3	10.6	10.8
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.5	18.6
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	0.5	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.8	28.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	582.8
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	32.0

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。