

## 美國總體經濟：9月FOMC觀點

### Fed 不再緊縮，但非轉趨寬鬆

#### 焦點內容

1. FOMC 調降利率 1 碼，符合市場預期，點陣圖顯示今年降息 3 碼(符合預期)，但是明年僅降息 1 碼(低於預期)。
2. 聯準會對 2025 年經濟預測為上修經濟成長預期，維持失業率預期與下修通膨預期。顯示關稅對經濟成長、勞動市場與通膨影響有限，因此在貨幣政策立場上轉為通膨與勞動市場風險平衡，貨幣政策上取消限制利率。
3. 由於貨幣政策僅轉為中立而非寬鬆，因此債券殖利率與美元短期上揚，但是整體勞動市場下行風險提高，建議增加中長期債券配置。

#### 重要訊息

美國 9 月 FOMC 會議調降聯邦基金利率 1 碼至 4.00-4.25%，符合市場預期。雖然經濟前景仍是高度不確定，但不確定性略有降低。聯準會預測經濟成長小幅增長，失業率維持不變與通膨上揚程度略有減緩。

#### 評論及分析

聯準會 FOMC 會議，公布後續經濟數據與利率預測(圖 1)，其中

1. 2025 年經濟成長預期小幅增長(1.4%上修至 1.6%)，2026 年回到長期目標(1.6%上修至 1.8%)，顯示關稅對經濟影響有限，以及 2026 年經濟開始復甦。
2. 維持 2025 年失業率 4.5%不變，並降低 2026 年失業率(4.5%下修至 4.4%)，顯示聯準會雖然認為勞動市場有下行風險，但是主軸上仍預期失業率不會大幅上揚，加上 2026 年失業率開始緩慢下降，因此不存在繼續快速降息理由。
3. 將 2025 年第 4 季核心通膨上揚幅度小幅下修(3.1%下修至 3.0%)，但是將 2026 年第 4 季核心通膨上修(2.4%上修至 2.6%)，顯示企業放緩關稅轉嫁的時間，讓關稅推升通膨的高峰有所後延與降低。

FOMC 9 月會後聲明仍維持通膨偏高論述外，將 7 月的「勞動市場穩健」論述轉為「就業成長放緩，失業率小幅上升」，加上 Powell 會後記者會也明確表示先前經濟面臨通膨風險，而現在轉為通膨與就業風險平衡，因此 9 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議調降聯邦基金利率 1 碼至 4.00-4.25%，符合市場預期。

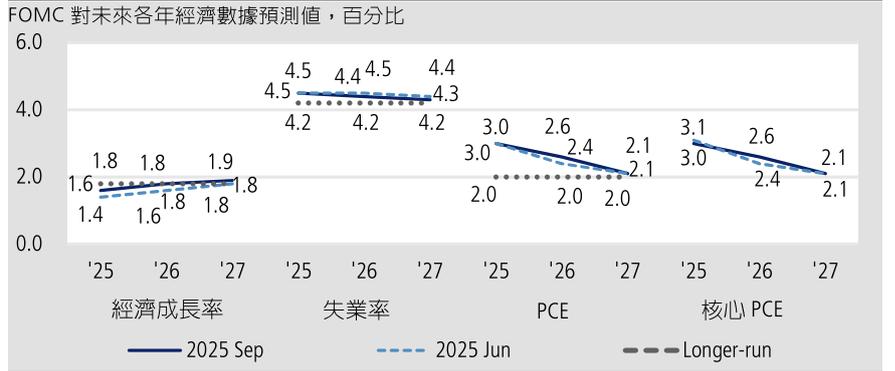
由於聯準會僅是轉為通膨與就業風險趨向平衡，因此貨幣政策將原由偏向限制性的政策利率快速降至中立性，並非轉為寬鬆性貨幣政策。以聯準會預測的經濟數據推算 2025 年中性利率為 4.5%、2026 年為 3.9%，不過若把 Powell 在記者會表示關稅推升通膨約 0.3-0.4%扣除掉，2025 年與 2026 年的中性利率分別為 3.75%與 3.45%，因此 9 月點陣圖(圖 2)顯示 2025 年降息幅度由 2 碼提高到 3 碼，符合市場預期(圖 3)，但是 2026 年仍維持降息幅度為 1 碼，明顯低於市場預期降息 3 碼。

#### 市場反應與投資建議

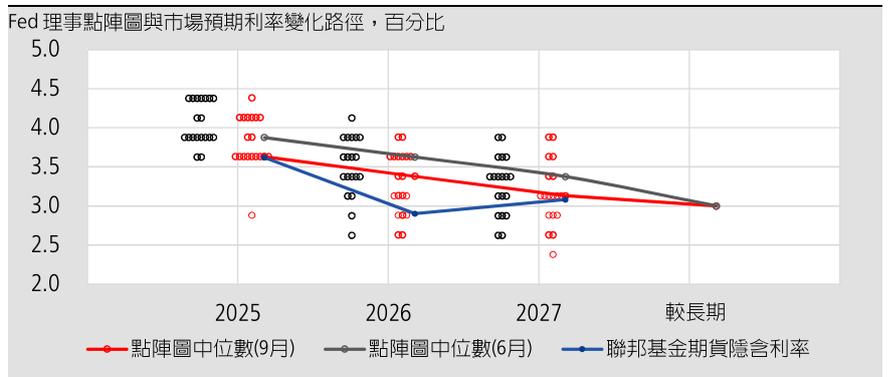
由於聯準會僅是把貨幣政策態度轉為中立而非寬鬆，導致 2026 年降息幅度不如預期，因此與貨幣政策關係最密切的債券殖利率與美元指數都出現上揚。不過 2026 年貨幣政策走向不確定性高，因此債券殖利率與美元指數上揚幅度有限，股市僅是受到盤中波動，影響更是有限。

雖然聯準會並未大幅提高失業率估計，但卻是把勞動市場下行風險提高，加上近期非農就業市場疲弱與 U6(含就業不足)失業率上升速度加快(圖 4)，我們對 2026 年降息預期仍維持 3-4 碼，因此在重啟降息初期預期債券殖利率仍有下行空間，建議加碼配置中長期債券，並且也預期後續美元指數將回到貶值狀態。

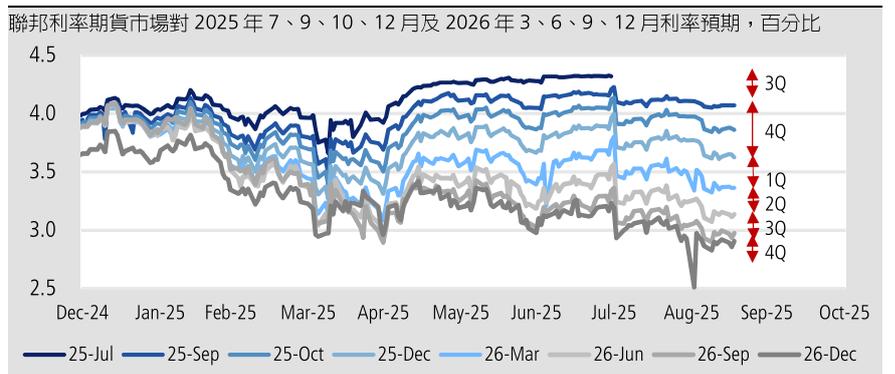
**圖 1：2025 年上修經濟成長預期至 1.6%，維持失業率 4.5%及下修核心通膨預期至 3%**



**圖 2：9 月點陣圖顯示 2025 年降息幅度由 2 碼提高到 3 碼，符合市場預期，但是 2026 年仍維持降息幅度為 1 碼，明顯低於市場預期降息 3 碼**

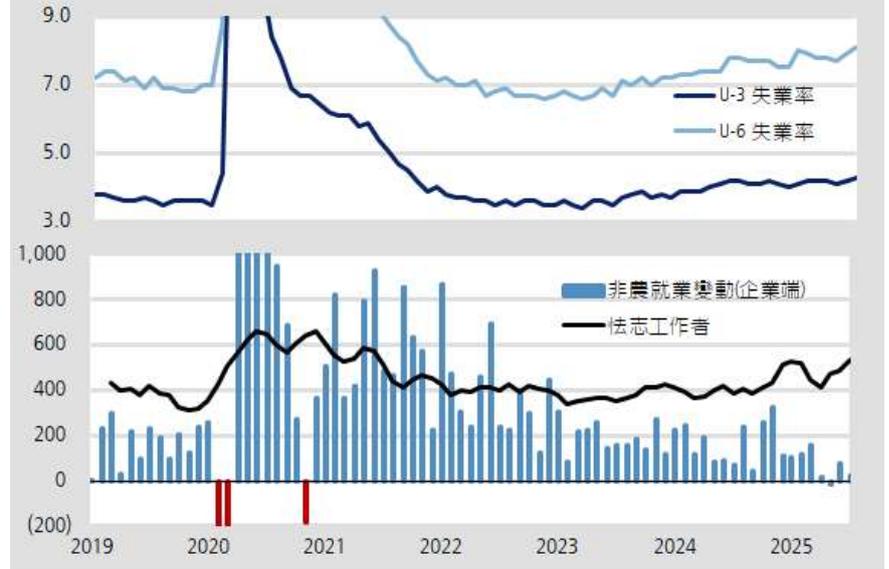


**圖 3：2025 年第 4 季至 2026 上半年降息速度較快**



**圖 4：近期非農就業市場疲弱與 U6(含就業不足)失業率上升速度加快**

U-3、U-6 失業率，百分比（上圖）；非農就業變動（千人）、怯志工作者（千人）（下圖）



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				3.1			2.4			(0.5)			3.3			
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.7		2.5			2.0			2.1			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.9	
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.3	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	240	44	261	323	111	102	120	158	19	(13)	79	22
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93	(260)	288
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	53	51	27	11	(40)	103	205	63	47	(2)	140	13
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.35	
平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.9	3.7	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.1	1.0	1.2	0.7	0.9	1.3	0.9
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	(1.8)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.7	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	0.5	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.6	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.41	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.56	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.33	1.32	1.31	1.29	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0	48.7
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1	52.0
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1	51.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.21)	(0.50)	(0.05)	0.36	(0.39)	0.36	0.16	(0.41)	(0.18)	(0.18)	(0.19)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(4.0)	(3.6)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		0.0			6.2			18.5			9.5	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(21.3)			9.4			(20.3)			(28.6)		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,434	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362	1,312
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,357	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,382	1,429	1,307
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	717	621	675	718	662	642	660	706	630	656	652	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	5.0	6.5	4.6	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.5	2.8	2.9	2.2	2.2	2.1	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	4.0	3.9	4.9
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4	16.1
	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	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.4
密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)	(3.8)			(4.0)			(4.6)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	771	210.3	119.2	49.1	47.4	(42.4)	113.0	162.3	(7.7)	266.8	150.8		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	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	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37	4.23
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8

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	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8	4.2		3.8			5.5			8.0			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.7
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	3.3	3.3	3.3		
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.1	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2	47.4
	景氣對策燈號					黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)	2.4	8.8	8.9	8.9	8.7	8.4	7.8	6.9	5.7	4.6	3.7	2.9	
	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.5)	(9.3)	4.7	9.8	10.0	10.4	11.1	12.0	12.9	13.7	14.3	14.6	14.6	14.7	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3	56.7	58.5
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3	42.3	41.7
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1	14.3	16.8
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.4	18.5	29.9	38.6	33.7	42.0	34.1
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.5	28.8	32.3	25.0	17.2	20.8	29.7
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0	56.4	57.9	56.8	57.6	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5	19.8	18.5	24.6	15.2	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9	597.4
	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	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9	29.6	29.9	30.6

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](http://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，并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。