

12月FOMC觀點

聯準會開始討論降息了

焦點內容

1. 12 月份 FOMC 如市場預期維持政策利率於 5.25-5.5% 不變，並調降 2024 年終端利率 2 碼至 4.50-4.75%，但是仍高於市場預期 4.0%。
2. Powell 在會後記者會表達利率處於或接近高點，擔心更久維持更高利率的風險，因此聯準會已開始討論降息議題，預期聯準會首次降息將在 2Q24 並且每季降息 1 碼。Fed 預期 2024 年經濟開始進行著陸。
3. 由於 2024 年經濟在年中可能面臨經濟成長下降與失業上揚風險，預計聯準會在第 2 季降息後，可能在下半年加快降息幅度。殖利率曲線可能在年中開始轉為正斜率，但是中長天期的槓桿效果讓中長天期資本利得空間較大，因此建議增加債券配置，並在殖利率反彈時加大中長天期債券比例。

聯準會明顯調降 2023、2024 年核心通膨預期，調升 2023 年經濟成長預期，失業率維持充分就業預期不變

聯準會 12 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議維持政策利率不變，符合市場預期，並沒有如 9 月點陣圖顯示再升 1 碼到 5.5-5.75%。調降 2024 年終端利率 2 碼至 4.50-4.75%(降息 3 碼)，但是仍高於市場預期 4.0%(降息 5-6 碼)(圖 1)。Powell 在會後記者會表達利率處於或接近高點，雖然保留再升息可能性，但是更擔心更久維持更高利率的風險，希望在達到通膨目標 2%之前可以顯著降低限制性，因此聯準會已開始討論降息議題。以點陣圖顯示 2024 年降息 3 碼、2025 年降息 4 碼，預期聯準會首次降息的意願在 2024 年第 2 季並後續以每季降息 1 碼的方式。

關於 2023 年經濟預期部分，GDP 由 2.1%調升至 2.6%、失業率維持 3.8%、核心通膨由 3.7%調降至 3.2%，聯準會在 2023 年經濟數據調整顯示經濟持續朝向軟著陸發展。至於 2024 年經濟預期部分，GDP 由 1.5%調降至 1.4%、失業率維持 4.1%、核心通膨由 2.6%降至 2.4%；Fed 預期 2024 年經濟開始進行著陸過程(圖 2)，由於 2024 與 2025 年失業率最高僅到 4.1%(年平均)，並未遠離自然失業率，因此聯準會預期 2024-2025 年將逐步實現軟著陸，2026 年回到經濟均衡。

Fed 轉為討論降息後，市場加大原先 2024 年降息預期由 4 碼擴大至 6 碼

雖然 FOMC 會議的靜默期前，多位理事表達 Fed 尚未討論降息議題，聯準會還處於討論是否再升息，但是 12 月 FOMC 點陣圖增加 2024 年降息幅度，並且 Powell 在會後記者會明確表示聯準會已開始討論降息，聯準會的舉動超乎市場預期，使得市場加大降息預期，3 月降息機率已拉高至 90%，全年降息幅度已接近 6 碼，遠高於 Fed 預期的 3 碼(圖 3)。聯準會已轉向往降息思考，以及市場更大幅度的降息預期不僅讓美元與美債殖利率大跌，也推高美股走勢。

Fed 加大 2024 年降息幅度雖降低了政策利率的限制性，但是 2024 年限制性仍明顯高於 2023 年，使得 2024 年軟著陸過程中仍需留意經濟下降風險

雖然目前核心通膨仍高達 3.7%，但是以 3 個月變動的年化核心通膨率來看(圖 4)，通膨已接近聯準會 2%目標，因此聯準會開始轉為降息方向，並且加大 2024 年的降息目標至 3 碼，但是我們認為聯準會對於失業率上揚預期可能過於保守，市場預期的中位數認為 2024 年失業率可能高達 4.4%，高於聯準會預期的 4.1%，而目前自主離職率與雇用率已回到疫情前(圖 5)，預計先前高利率對於經濟的滯後影響可能讓失業率開始上揚。即便我們以聯準會自己的經濟預期(核心通膨與失業率)代入 Balance approach 模型去推估最適利率，因為 2023 年第 4 季的核心通膨由 3.7%降至 3.2%，最適利率由 5.4%降至 4.65%，



使得聯準會政策利率 5.5% 的限制性大幅提升至 85bps(圖 6)。而 2024 年核心通膨進一步下降讓最適利率由原本的 3.6% 降至 3.3%，即便聯準會將政策利率降到 3.75%，限制幅度由 165bps 降低到 145bps，仍遠高於 2023 年的 85bps，直到 2025 年的限制幅度才能降到 30bps。因此我們認為雖然 2024 年經濟著陸過程可能傾向軟著陸，但是仍要留意 2024 年經濟下降風險。

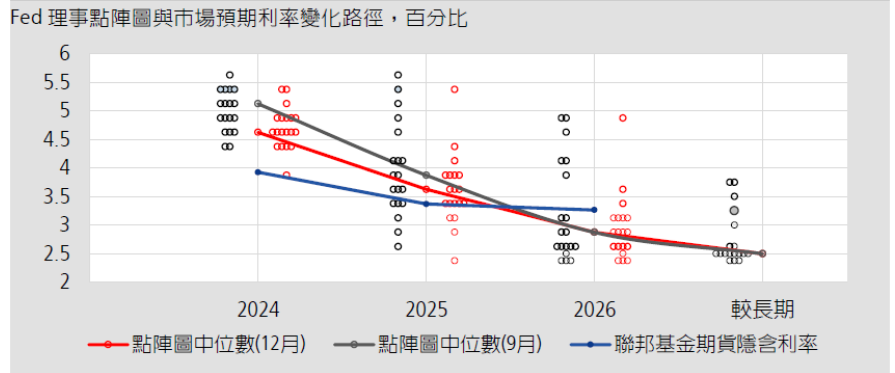
結論：Fed 加大 2024 年降息幅度雖降低了政策利率的限制性，但是 2024 年限制性仍明顯高於 2023 年，使得 2024 年軟著陸過程中仍需留意經濟下降風險

由於 2024 年經濟在年中可能面臨經濟成長下降與失業上揚風險，預計聯準會在第 2 季降息後，可能在下半年加快降息幅度，使得全年降息幅度提高到 5 碼。雖然殖利率曲線可能在年中開始轉為正斜率，但是中長天期的槓桿效果讓中長天期資本利得空間較大，因此建議增加債券配置，並且在殖利率反彈時加大中長天期債券比例(圖 7)。

投資風險

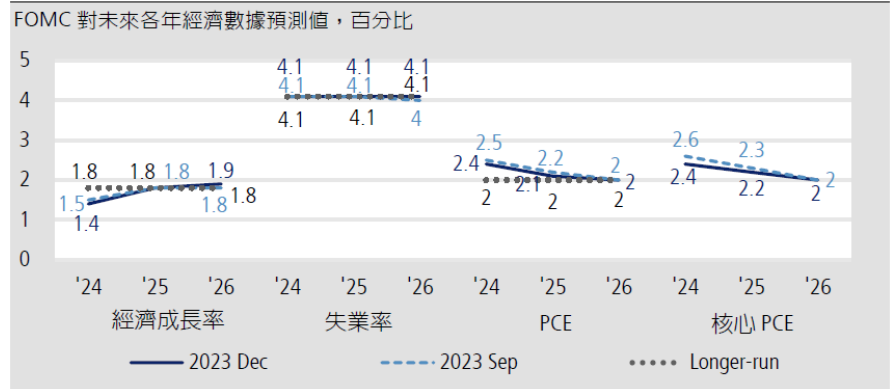
通膨再度意外上揚，導致聯準會降息幅度不如預期。

圖 1：12 月份 FOMC 會議維持政策利率不變，並調降 2024 年終端利率 2 碼至 4.50-4.75% (降息 3 碼)



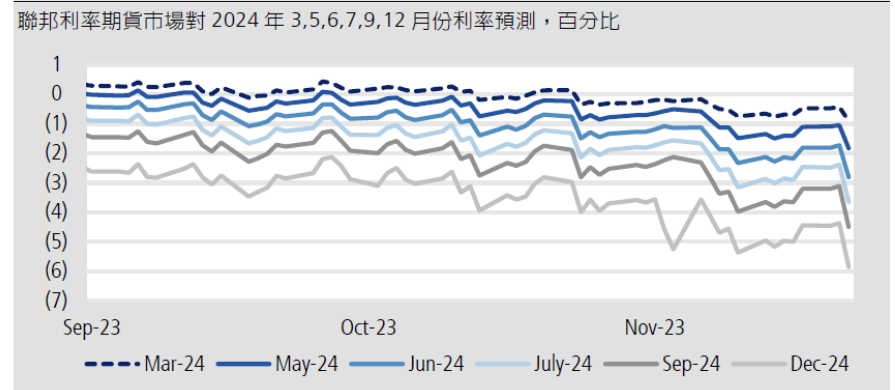
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：本次 FOMC 會議調降 2024 年經濟成長、維持 2024 年失業率，及調降 2024 年核心物價預測，Fed 預期 2024 年經濟開始進行著陸



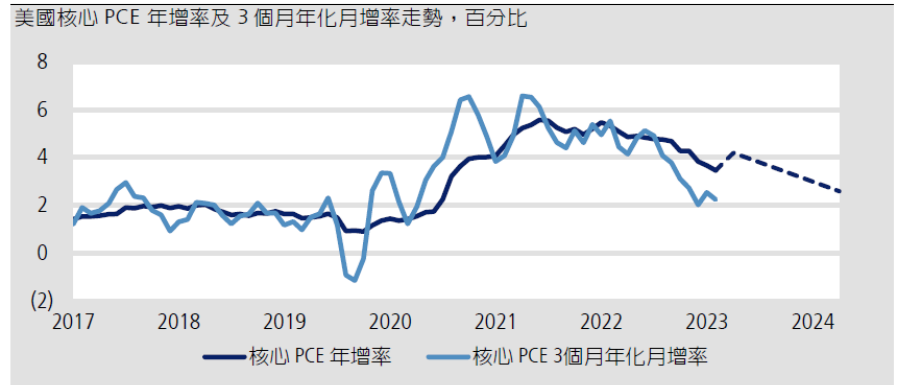
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：Powell 明確表示聯準會已開始討論降息，使市場增加降息預期，3 月降息機率已拉高至 90%，全年降息幅度已接近 6 碼，遠高於 Fed 預期的 3 碼



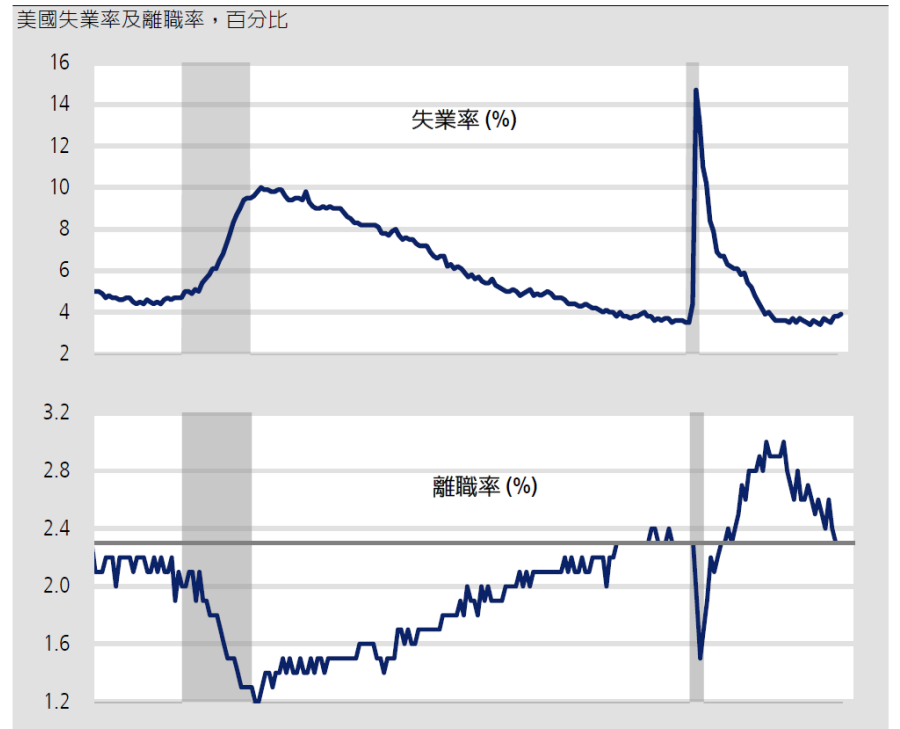
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：目前核心通膨仍高達 3.7%，但 3 個月年化月增率顯示通膨已接近聯準會 2% 目標



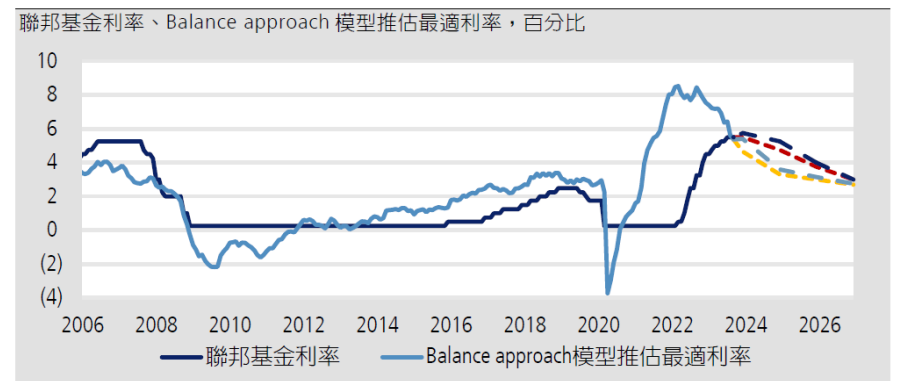
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：市場預期 2024 年失業率中位數可能高達 4.4%，高於聯準會預期的 4.1%，而目前自主離職率已回到疫情前水準



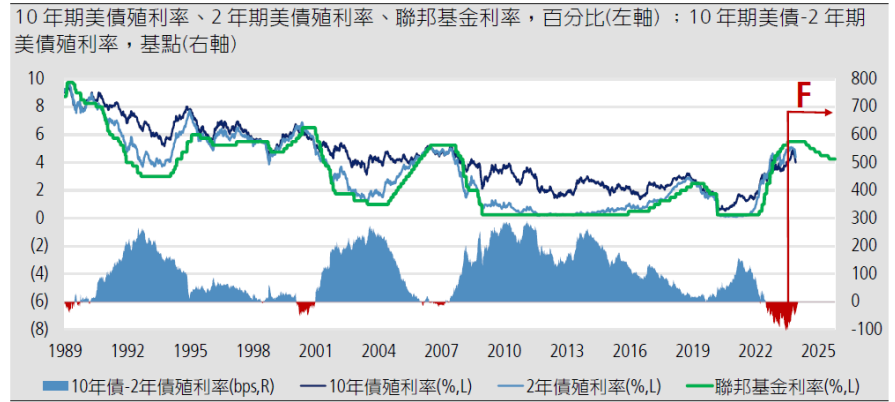
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：以聯準會的經濟預期(核心通膨與失業率)代入 Balance approach 模型去推估最適利率，最適利率由 5.4% 降至 4.65%，使得聯準會政策利率 5.5% 的限制性大幅提升至 85 基點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：預計聯準會 2Q24 降息後可能在下半年加快降息幅度，使得全年降息幅度提高，殖利率曲線可能在 2024 年中開始轉為正斜率



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar			2.6			2.2			2.1			5.2		
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	0.7		1.7			2.4			3.0		
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	6.5	6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.2	3.1
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	5.7	5.6	5.5	5.6	5.5	5.3	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	5.4	5.5	5.2	4.4	4.4	4.0	3.2	3.4	3.4	3.4	3.0
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.3	4.3	3.8	3.7	3.5
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.3	62.4	62.5	62.6	62.6	62.6	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.9
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,793	239	472	248	217	217	281	105	236	165	262	150
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	717	894	177	577	139	(310)	273	268	222	86	(348)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	129	440	410	319	176	287	25	(8)	267	58	9
	職缺求供比	倍	1.07	1.57	1.74	1.80	1.67	1.62	1.61	1.69	1.54	1.54	1.53	1.62	1.58	1.48
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	4.8	4.4	4.7	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.0	4.0
	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	0.6	1.5	0.9	0.2	0.4	0.1	(0.4)	0.1	0.1	(0.2)	(0.7)
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	4.7	2.3	0.2	4.6	2.7	7.5	9.0	2.9	3.0	5.9	0.9
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.0	5.6	2.7	1.9	1.0	3.2	1.4	0.4	0.6	0.5	0.8
	整體存銷比	倍	1.44	1.29	1.34	1.39	1.37	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.39	1.37	1.36	
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.49	1.48	1.49	1.48	1.50	1.49	1.48	1.47	1.46	1.46	1.48
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.30	1.27	1.28	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	48.4	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	49.2	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	45.1	42.5	47.0	44.3	45.7	42.6	45.6	47.3	46.8	49.2	45.5
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.02)	(0.44)	0.40	(0.29)	(0.50)	0.09	(0.16)	(0.43)	0.18	(0.15)	(0.02)	(0.49)
美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.9	(6.0)	(6.0)	(6.8)	(7.9)	(8.1)	(7.9)	(7.9)	(7.5)	(7.6)	(7.8)	(7.6)	
銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8		44.8			46.0			50.8			33.9	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4		(31.3)			(55.6)			(51.6)			(30.5)	
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,409	1,354	1,482	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,498
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,357	1,340	1,436	1,380	1,348	1,583	1,418	1,451	1,305	1,346	1,372
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	636	649	625	640	679	710	683	728	662	719	679
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.0	4.0	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	3.8
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.3	18.6	4.8	4.8	2.8	0.6	(1.0)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	0.1	2.2	4.0	
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,409	1,354	1,482	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,498
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,357	1,340	1,436	1,380	1,348	1,583	1,418	1,451	1,305	1,346	1,372
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	636	649	625	640	679	710	683	728	662	719	679
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.0	4.0	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	3.8
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.3	18.6	4.8	4.8	2.8	0.6	(1.0)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	0.1	2.2	4.0	
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	1.3	2.3	2.3	1.7	1.6	1.8	2.1	2.6	2.2	2.2	2.2
	零售銷售	YoY %	0.9	18.2	9.7	6.0	7.4	5.3	2.2	1.3	2.1	1.5	2.8	2.8	4.1	2.5
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.7	17.2	11.3	7.2	8.4	6.4	2.5	1.6	1.4	0.5	1.7	2.4	3.5	2.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	13.3	15.7	14.9	14.8	15.9	15.1	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	109.0	106.0	103.4	104.0	103.7	102.5	110.1	114.0	108.7	104.3	99.1
密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	59.8	64.9	66.9	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(5.4)	(5.9)	(6.1)	(6.7)	(7.2)	(7.8)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(6.3)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.5)	(3.8)	(3.7)			(3.4)			(3.2)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	152.8	30.8	81.6	196.0	127.2	19.3	186.1	9.5	62.2	(1.7)	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.87	3.51	3.92	3.47	3.42	3.64	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	103.5	102.1	104.9	102.5	101.7	104.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	(0.7)			(3.5)			1.4			2.3		
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.7	3.1	2.4	2.4	2.0	1.8	1.9	2.5	2.9	3.1	2.9	
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.7	3.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(11.5)	(23.6)	(10.0)	(16.0)	(22.6)	(15.7)	(17.3)	(15.5)	(10.8)	(6.9)	(2.3)	
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	44.6	44.3	49.0	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3
	景氣對策燈號					藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	黃藍	藍	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	12.0	11.0	10.0	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.6	(2.9)	(6.6)	(6.0)	(5.4)	(5.1)	(4.7)	(4.3)	(3.9)	(3.6)	(3.7)	(4.1)	(4.9)	
	景氣同時指標	YoY %	(0.7)	7.1	(1.1)	(12.0)	(13.5)	(14.4)	(14.7)	(14.3)	(13.3)	(11.8)	(9.9)	(7.6)	(5.0)	(2.3)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	9.4	4.3	4.6	7.6	7.5	17.1	13.9	5.3	4.3	6.9	5.1	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	35.8	31.5	31.1	35.2	36.0	36.1	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	31.0	29.2	28.7	31.0	29.3	31.3	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	4.8	2.3	2.4	4.2	6.7	4.9	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(12.2)	(21.2)	(17.1)	(19.1)	(13.3)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.5)	3.8
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(11.7)	(16.8)	(9.5)	(20.1)	(20.3)	(21.8)	(30.1)	(21.0)	(23.0)	(12.2)	(12.3)	(14.8)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	52.2	47.5	42.1	46.6	42.5	45.7	44.2	47.7	46.0	51.4	52.9	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(23.2)	(19.3)	(18.3)	(25.7)	(18.1)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	4.1	2.7	2.0	2.0	2.7	3.3	2.4	3.7	2.9	2.8	3.3	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	7.1	6.7	6.8	6.6	6.7	6.6	5.9	6.9	6.5	6.0	5.7	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	554.9	557.1	558.4	560.3	561.1	562.9	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	30.7	30.7	30.0	30.6	30.5	30.8	30.8	31.2	31.5	31.9	32.2	32.4	31.3

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，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。