

美國總體經濟：6月FOMC觀點

聯準會理事降息意見分歧

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，點陣圖顯示降息路線略為放緩，並且對於關稅影響不確定性高，因此經濟成長、勞動市場與通膨狀態不確定雖略有縮減，但是仍維持高位。
2. 聯準會再度下修經濟成長預期，提高失業率與通膨預期，經濟的停滯性通膨現象更為明顯。由於失業率上修幅度不大，加上 2025 年通膨高於 2024 年，以及聯準會對於降息意見分歧，顯示聯準會維持 2025 年降息 2 碼相當勉強。
3. 由於貨幣政策主要為應對川普政策，因此金融市場對 FOMC 會議反應不大。須留意勞動市場裁員引發經濟衰退風險。另外財政紀律風險也將導致債券殖利率走高，股市與債市都存在下行風險。

重要訊息

美國 6 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率 4.25-4.5% 不變，符合市場預期。雖然經濟前景不確定性略有下降，但仍處於非常高位。聯準會預測經濟成長進一步下降、失業率小幅上升與通膨進一步上揚，未來降息路線略為放緩。

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)，2025 年下修經濟成長預期(1.7%下修至 1.4%)，提高失業率預期(4.4%上修至 4.5%)，提高核心通膨預期(2.8%上修至 3.1%)。經濟成長由 2024 年的 2.5%明顯降至 1.4%，失業率由 4.2%小幅上揚至 4.5%，核心通膨則由原先下降趨勢轉為上揚至 3.1%。

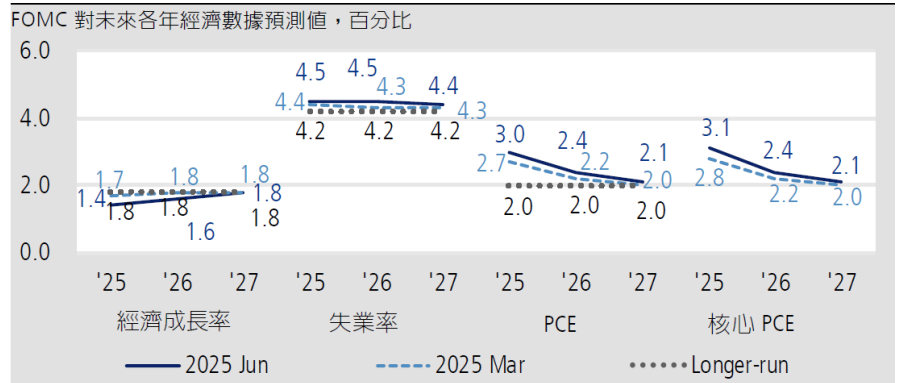
聯準會 6 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議維持政策利率不變，符合市場預期，點陣圖雖顯示 2025 年降息幅度維持 2 碼(圖 2)，但是理事分布非常分歧，降息 2 碼共 8 人(最多)，不降息有 7 人(次多)，降息 1 碼僅 2 人，主要是聯準會理事對於關稅對通膨影響預期存在差異。由於降息 2 碼以上為 10 人，降息 1 碼以下為 9 人，因此中位數落在降息 2 碼上，然而由於分配的離散將導致未來變化可能性高。至於 2026 年降息幅度縮減成 1 碼，明顯少於市場預期，但是整體分配相當離散，加上中位數落在降息 1 碼最後一位，未來變動的可能性相當大，因此面對降息路線變緩，市場對 2026 年降息 2.5 碼預期並未受到影響。

2024 年 12 月聯準會僅對通膨預期不確定性明顯升高，2025 年 3 月 FOMC 會議因川普政策導致聯準會在經濟成長、勞動市場與通膨狀態都有高度不確定。川普推出對等關稅後，6 月 FOMC 對於經濟成長與勞動市場的不確定性略有降低(圖 3)，但是整體仍維持偏高位置；至於通膨部分，仍於 3 月一樣處於極高位置，主要是聯準會在關稅對消費物價的傳導沒有信心。另外聯準會對經濟成長為高度下行風險，失業率與通膨都有高度上行風險，畢竟沒有人有把握川普會不會在關稅以及其他政策上再出招。

市場反應與投資建議

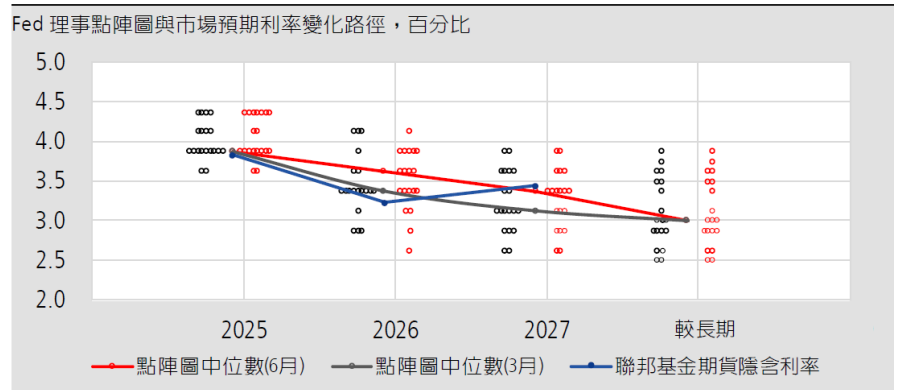
由於聯準會貨幣政策具有高度不確定，並且貨幣政策主要為應對川普政策，因此金融市場對 FOMC 會議反應不大。未來仍須留意勞動市場是否出現較嚴重裁員導致經濟陷入衰退風險。另外川普在財政紀律的破壞也將導致債券殖利率走高，對於股市與債市都存在下行風險。

圖 1：2025 年下修經濟成長預期至 1.4%，提高失業率及核心通膨預期至 4.5% 及 3.0%。



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

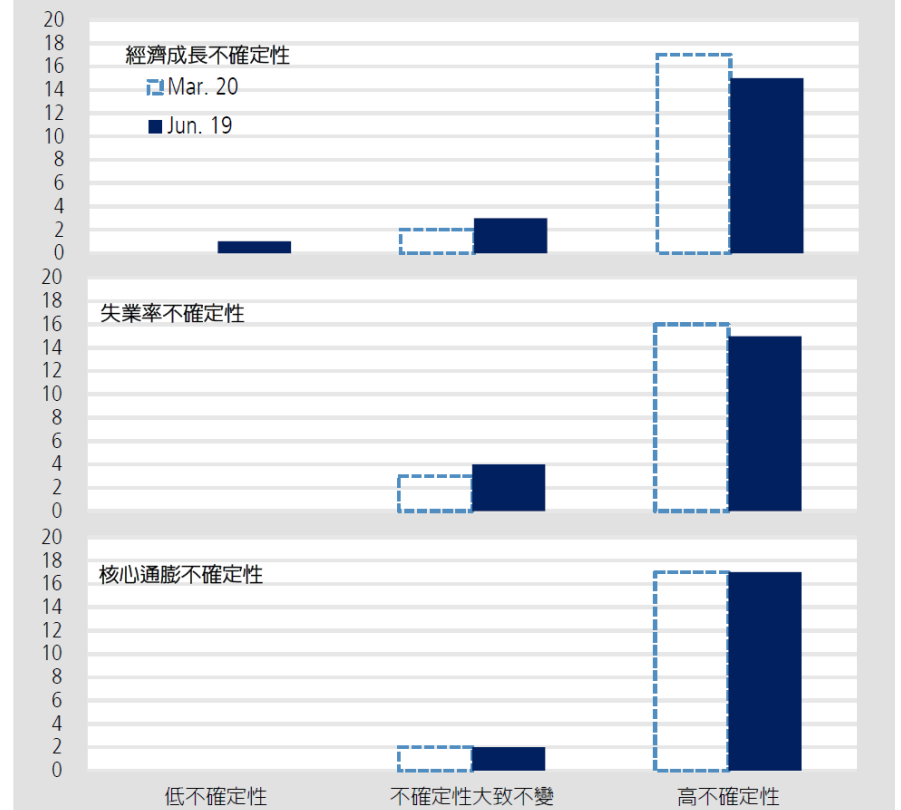
圖 2：6 月 FOMC 點陣圖顯示 2025 年維持降息 2 碼，然理事分布非常分歧



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：川普推出對等關稅後，6 月 FOMC 對於經濟成長與勞動市場的不確定性降低

理事對於經濟成長、失業率、核心通膨之不確定性進行投票，數量



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				3.0			3.1			2.4			(0.2)		
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	3.0		2.7			2.5			2.1		
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5	2.6	2.3	2.1
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.5
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	87	88	71	240	44	261	323	111	102	120	139
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103	205	63
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.33
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.2	1.2	1.4
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	(9.8)	2.2	(1.0)	(1.8)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	(4.0)	(0.6)	(1.8)	0.5	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.4
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.41	1.40	1.41	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.38
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.57	1.58	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.57	1.58
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.32	1.31	1.33	1.33	1.32	1.31	1.29	1.31	1.31	1.29	1.29
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.3	47.0	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	49.9
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.13)	(0.34)	(0.05)	(0.21)	(0.50)	(0.05)	0.37	(0.25)	0.37	0.03	(0.25)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.0)
	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			18.5
	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			(20.3)
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,461	1,436	1,476	1,434	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,327	1,265	1,391	1,357	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,392
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	671	710	693	717	621	675	718	662	653	670	743
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	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	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	4.1	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.0	2.7	3.1	3.2	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	2.0	3.0	1.9	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.4	3.4	2.2	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3
	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	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)
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	774	23.1	103.1	96.6	210.3	119.2	50.6	48.2	(42.1)	113.2	162.4	(7.8)
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	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8	4.9			4.2		3.8			5.5			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.6	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	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		
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	22.3	
	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	48.6
	景氣對策燈號						紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.2	5.2	6.0	6.5	6.8	6.8	6.6	6.3	5.9	5.2	4.1	2.9	
	景氣同時指標	YoY %	8.5	(1.5)	(9.0)	5.7	9.4	9.5	9.5	9.3	9.3	9.6	10.2	10.8	11.7	12.6	13.6	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.4	18.5	29.9	38.6
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.5	28.8	33.0	25.0
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0	56.4	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5	19.8	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0
	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	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9

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，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。