



5月FOMC觀點

維持現有高利率更久

焦點內容

1. 聯準會維持利率不變與會後聲明大致不變，強調“近期在實現 2% 的通脹目標方面缺乏進一步進展”
2. Powell 記者會再次表達了利率隨著時間推移，將具有足夠限制性，聯準會不會再次升息。不過不再表示今年某個時間點降息是合適的
3. 聯準會從 6 月開始每月減少持有公債上限由原先的 600 億美元，放慢至 250 億美元，原先每月減持 MBS 上限 350 億美元不變
4. 10 年期公債殖利率仍可能有小幅上升空間，建議維持中長天期債券中性配置；一旦勞動市場出現惡化可以增加中長天期債券配置，因為聯準會將會加快降息速度，公債殖利率也將出現較快速度下降

聯準會維持利率不變與會後聲明(記者會)大致不變，符合市場主流預期

聯準會 5 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。會後聲明與 3 月 FOMC 幾乎相同，通膨降溫部分增加了黏稠的形容“近幾個月來，在實現 2% 的通脹目標方面缺乏進一步進展”。(圖 1)

Powell 再次表達了利率具有限制性。維持現有高利率之下，隨著時間推移，將具有足夠限制性，並且在問答中表明聯準會下一步不是升息。不過 Powell 不再表示今年某個時間點降息是合適的，而是認為何時降息取決於數據表現，因為薪資成長已放緩，租金維持在低位，服務與住房通膨下降需要時間。

聯準會將從 6 月開始放緩 QT 速度

聯準會將從 6 月開始每月減少持有公債上限由原先的 600 億美元，放慢至 250 億美元，原先每月減持 MBS 上限 350 億美元不變。QT 在公債部分放緩速度較市場預期降至 300 億更為積極，一方面可能是受到財政部公債發行量大與公債殖利率偏高問題，另一方面也是因為 ONRRP 餘額快速降低所致。整體來說，聯準會希望維持高利率壓抑通膨過程，不要受到 QT 減持過快而打亂緊縮政策。

Powell 記者會鷹中偏鴿的記者會讓金融市場緩解了更緊縮風險

Powell 記者會雖然不再表達今年會降息預期而改以看數據發展，但是像市場傳遞不會再升息意圖，讓市場心中更為緊縮的擔憂有所緩解。因此金融市場在記者會期間出現小幅 risk on 表現，美元指數下跌 40 點，10 年期美債殖利率下降 5bps，而 S&P 500 指數上漲約 0.8%，不過記者會後 risk on 幅度都回復。市場維持第四季開始降息預期，全年降息幅度由原先的 1.13 碼小幅提高至 1.36 碼(圖 2)。

短期內中長天期公債仍有小幅上揚風險

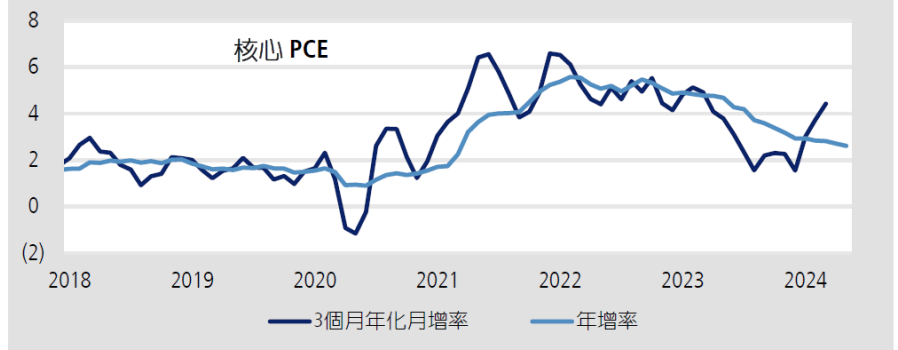
雖然 Powell 表達政策利率已達高峰，但是降息時間必須取決於數據，而非今年會降息。預計只要市場沒有出現再升息預期，美國 10 年公債殖利率應可維持在 5% 之下。但是在停止升息到開始降息期間，債券殖利率與市場預期未來 12 個月政策利率降息幅度相關性高(圖 3)，市場目前預期未來 12 個月降息幅度為 57bps，10 年期公債殖利率仍可能有小幅上升空間，建議維持中長天期債券中性配置；一旦勞動市場出現惡化可以增加中長天期債券配置，因為聯準會將會加快降息速度，公債殖利率也將出現較快速度下降。

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：核心 PCE 年增率顯示通膨降溫過程缺乏進一步進展

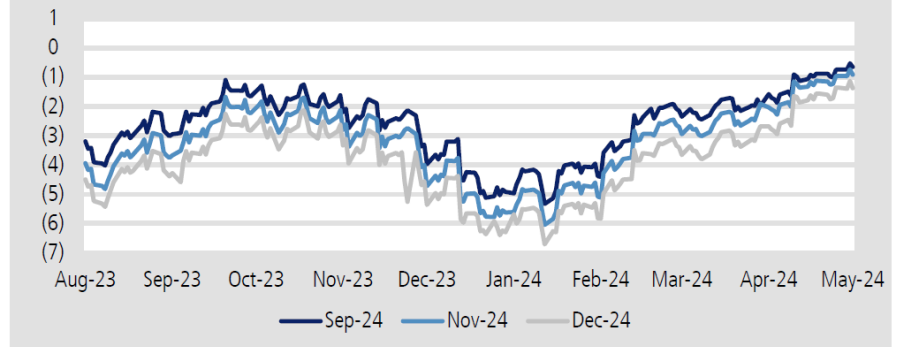
美國核心 PCE 3 個月年化月增率及年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：5 月 FOMC 會議後降息預期小幅增加

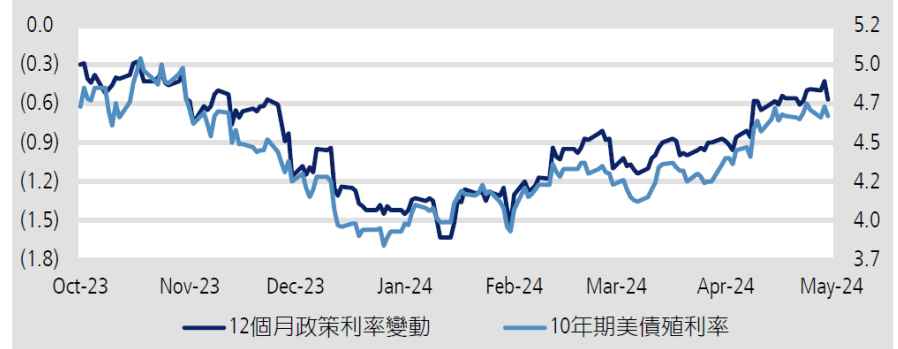
聯邦利率期貨市場對 2024 年 9,11,12 月份利率預測，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：未來 12 個月降息幅度與公債殖利率走勢高度相關

12 個月政策利率變動，百分比(左軸)；10 年期美債殖利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					2.1			4.9			3.4				1.6	
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	2.5		2.4		2.9			3.1				3.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	4.1	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	5.3	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	3.7	4.0	3.2	3.3	3.3	3.4	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.7	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.1	4.7	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	2.9	2.8	2.8	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.5	62.6	62.6	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8	62.5	62.5	62.5	62.7	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8	
	非農業就業增加數	千	(9,274)	7,245	4,528	3,013	303	240	184	210	246	165	182	290	256	270	303	
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	(255)	297	205	291	50	(270)	586	(683)	(31)	(184)	498	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	287	25	(8)	267	58	9	(41)	(20)	(20)	9	1	
職缺求供比	倍	1.07	1.56	1.75	1.58	1.51	1.55	1.54	1.59	1.59	1.49	1.60	1.54	1.54	1.52	1.54		
平均時薪	YoY %	5.4	5.0	4.9	4.3	4.6	4.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1		
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	0.2	0.1	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.1)	1.1	(0.7)	(0.3)	0.0	
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	4.4	7.5	9.0	2.9	3.0	5.9	0.7	10.0	3.4	(0.9)	4.5	(2.2)	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	3.2	1.4	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	0.8	(0.2)	3.2	(0.8)	
	整體存銷比	倍	1.44	1.29	1.34	1.38	1.39	1.39	1.38	1.37	1.36	1.37	1.37	1.38	1.39	1.38		
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.48	1.49	1.48	1.47	1.46	1.46	1.48	1.48	1.48	1.49	1.47		
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31	1.33	1.32		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.6	53.5	47.1	46.6	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8	50.3	49.2
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	52.8	51.0	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6	51.4	
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	42.9	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.03)	(0.12)	(0.16)	(0.39)	0.17	(0.25)	0.00	(0.61)	0.22	(0.12)	(0.81)	0.09	0.15	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(8.2)	(8.1)	(7.8)	(7.9)	(8.1)	(8.1)	(7.7)	(7.2)	(7.2)	(6.4)	(5.5)	
銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	43.9							33.9			14.5			
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4	(42.3)			(51.6)			(30.5)			(25.0)				
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,462	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,498	1,467	1,493	1,489	1,524	1,467	
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,423	1,583	1,418	1,451	1,305	1,356	1,376	1,512	1,566	1,375	1,549	1,321	
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	667	710	683	728	654	698	670	609	654	671	637	693	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.4	4.2	
標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.4	18.6	4.9	6.2	(1.8)	(1.3)	0.1	2.2	4.0	5.0	5.5	6.2	6.6	7.3			
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	2.2	1.8	2.1	2.5	2.0	2.1	2.1	2.9	3.3	1.9	2.3	3.1	
	零售銷售	YoY %	0.8	18.2	9.1	3.6	2.2	1.6	2.9	3.0	4.2	2.7	4.0	5.5	0.3	2.4	4.3	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.5	17.3	10.6	3.4	1.5	0.7	1.9	2.7	3.7	2.6	3.6	4.6	0.9	2.3	4.7	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	15.1	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5	15.3	15.8	15.0	15.8	15.5	15.7
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	105.4	102.5	110.1	114.0	108.7	104.3	99.1	101.0	108.0	110.9	104.8	103.1	97.0
密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(7.8)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(5.2)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	(5.9)		
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.5)	(3.8)	(3.0)		(3.2)			(3.0)		(2.9)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	1,008	11.9	194.2	13.8	92.6	17.4	(24.1)	99.7	150.6	14.0	71.5		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.88	3.64	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	3.91	4.25	4.20	4.68
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	104.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7	103.5	101.3	103.3	104.2	104.5	106.2

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	1.3		1.4		2.2			4.9				6.5	
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	2.0	1.8	1.9	2.5	2.9	3.0	2.9	2.7	1.8	3.1	2.1	
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	1.7	2.9	2.1	
勞動市場	失業率	%	3.8	3.7	3.6	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(12.5)	(16.0)	(17.2)	(15.4)	(10.7)	(6.7)	(2.2)	(1.8)	(3.8)	15.6	(1.3)	4.0	
	Market台灣製造業PMI	點			47.7	46.3	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	48.8	48.6	49.3	
	景氣對策燈號						藍	藍	藍	藍	黃藍	藍	黃藍	黃藍	綠	綠	綠	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	14.4	12.0	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	20.0	22.0	27.0	29.0	30.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.7	(3.0)	(1.0)	(4.1)	(3.7)	(3.2)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(2.9)	(3.0)	(3.2)	(3.3)	(3.0)	
	景氣同時指標	YoY %	(1.1)	8.2	(1.1)	(6.8)	(13.3)	(12.0)	(10.3)	(8.3)	(6.2)	(4.1)	(2.0)	(0.2)	1.4	2.6	3.5	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	6.9	17.1	13.9	5.3	4.3	6.9	5.1	7.2	1.1	0.3	9.3	0.7	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	36.1	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5	39.9	37.2	31.4	41.8	
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	31.3	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7	28.8	34.7	23.6	33.1	
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	4.9	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8	11.1	2.5	7.9	8.7	
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.6)	3.7	11.7	17.7	1.3	18.9	
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(22.0)	(30.2)	(21.1)	(23.0)	(12.2)	(12.4)	(15.0)	(6.8)	19.0	(17.8)	7.1	
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	45.7	44.2	47.7	46.0	51.4	52.9	50.6	43.8	48.4	37.7	47.2	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	1.0	(16.0)	1.9	(10.4)	1.2	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	3.3	2.4	3.7	2.9	2.8	3.3	3.0	3.1	3.6	4.5	5.4	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	6.6	5.9	6.9	6.5	6.0	5.7	5.3	5.3	5.4	5.6	6.2	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	562.9	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5	570.6	569.5	569.4	568.1	
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	28.3	27.7	30.7	30.7	30.8	31.1	31.4	31.9	32.3	32.4	31.3	30.7	31.3	31.6	32.0	32.6

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 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。