

3月FOMC觀點

聯準會對軟著陸更有信心

焦點內容

1. 聯準會維持利率不變與會後聲明大致不變，調升 2024 年經濟成長與核心通膨，顯示聯準會認為通膨降溫緩慢與經濟呈現軟著陸。
2. 聯準會維持 2024 年降息 3 碼預期，點陣圖顯示後續降息速度緩慢，以及中性利率處於上揚趨勢。
3. Powell 鴿派記者會扭轉了點陣圖與經濟預測鷹派氛圍，市場全年降息預期增加至略高於 3 碼。後續仍會有其他理事表達偏向鷹派言論，不過現階段市場預期與聯準會差距不大，不至於再發生如今年 1-2 月降息預期大幅變動的情況。
4. 2024-2025 年處於高限制性利率環境，留意勞動市場是否出現惡化跡象，可在勞動市場惡化時增加中長期債券配置。

聯準會維持利率不變與會後聲明大致不變，調升 2024 年經濟成長與核心通膨，顯示聯準會認為通膨降溫緩慢，但是經濟呈現軟著陸

聯準會 3 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 1 月 FOMC 幾乎相同，僅將就業成長放緩改為強勁。Powell 在會後記者會表達目前利率可能處於高點，今年某個時點將展開降息，但不確定利率會在高位更久。

關於經濟數據預期部分(圖 1)，2024 年 GDP 由 1.4%調升至 2.1%是最明顯的變動，2025 與 2026 年 GDP 都上修至 2.0%，高於長期的 1.8%；2024-2026 年失業率則維持在 4.0-4.1%，符合長期趨勢，顯示 Fed 對於高利率抑制通膨而沒有引發經濟降溫與失業率上揚相當有自信。至於核心物價(core PCE)則將 2024 年由 2.4%上修至 2.6%，2025-2026 年核心物價沒有修正，依然預期 2026 年通膨回到目標 2%。

這次 FOMC 意外沒有交代後續 QT 政策，不過 Powell 表達不希望發生銀行準備金過低，進而出現 2019 年公債市場動盪事件重演，因此未來將迅速放慢縮表。由於美國在 2021 年建立了 SRF 機制，准許金融公司以優質擔保品向 Fed 拆借資金，因此未來 SRF 使用增加時，Fed 可以快速放慢/停止 QT，因此這次沒有公布 QT 放慢時程，並沒有讓市場感到不舒服。

聯準會維持 2024 年降息 3 碼預期，但是點陣圖顯示後續降息速度緩慢

點陣圖部分(圖 2)，雖然 2024 年降息 3 碼與去年 12 月 FOMC 相當，但是整體卻有 3 點改變。首先是維持降息 3 碼的理事由 6 位提升至 9 位，降息低於 2 碼的由 8 位也提升至 9 位，降息 4 碼以上的由 5 位降至 1 位，顯示理事認為美國經濟韌性強，不須大幅降息，甚至擔憂通膨降溫不易，可能後續出現全年降息縮減至 2 碼(只要 1 位認為降息 3 碼以上的理事改為 2 碼)。其次是 2025 年核心通膨沒有改變(維持 2.2%)，失業率沒有改變(維持 4.1%)，但是因為經濟成長由 1.8%上修至 2.0%，所以聯準會得以降息速度由原先 4 碼變為 3 碼，隱含著 Fed 將維持具限制性利率更久。第三，長期利率部分由 2.5%上修至 2.6%，並且加權平均更是上調至 2.8%(圖 3)，但是 Fed 維持長期通膨目標 2.0%，顯示 Fed 理事預期美國中性利率處於上揚趨勢。

Powell 鴿派記者會扭轉了點陣圖與經濟預測鷹派氛圍，市場全年降息預期增加至略高於 3 碼

點陣圖雖維持 2024 年降息 3 碼，但是在分布上或是 2025 年降息幅度上都顯示出鷹派。或許因為降息前夕，利率期貨市場擔憂點陣圖出現 2024 年降息 2 碼意外，所以一度交易出 2024 全年降息 2.8 碼(圖 4)，但是在點陣圖依然顯示 2024 年降息 3 碼，以及 Powell 在會後記者會表達點陣圖不等於 Fed 計劃，並且淡化近期通膨數據上揚的言論，使得這次 FOMC 會議呈現鴿派影響。對於 FOMC 會議因 Powell 言論而偏向鴿派，與點陣圖、經濟預測向鷹派並不相同，因此我們認為這個鴿派影響不會維持太久，後續仍會有其他理事表達偏向鷹派言論，不過現階段市場預期與聯準會差距不大，不至於再發生如今年 1-2 月降息預期大幅變動的情況。

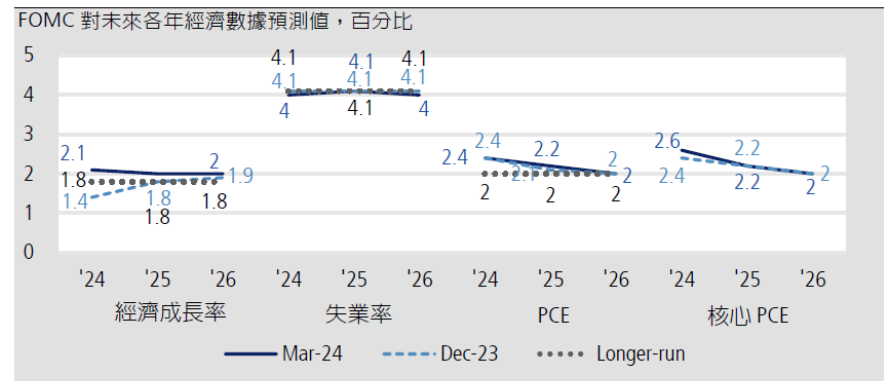
2024-2025 年處於高限制性利率環境，留意勞動市場是否出現惡化跡象

由於聯準會維持 2024 年降息 3 碼的預期，但是上修了 2024 年核心通膨至 2.6%，透過 Balance approach 模型計算(圖 5)，2024 年第 4 季的限制性由原本 145bps 縮減至 110bps，但是仍高於 2023 年第 4 季的 85bps；2025 年的限制性則降至 100bps。雖然美國經濟相當具有韌性，不過長期維持高限制利率對於經濟的傷害將逐漸累積，因此後續仍須留意勞動市場的變化。由於勞動市場降溫過程並非線性反應，往往勞動市場惡化會出現螺旋加快現象，所以我們關注職位空缺率降至 4.5% 之下，新增非農就業降至 160K 之下時(圖 6)，失業率可能會有快速上揚現象，後續經濟可能面臨降溫風險，上述經濟數據發生的時間可能在第三季。目前市場交易未來一年降息幅度約在 4 碼，而 10 年債殖利率與未來一年降息幅度趨勢相近(圖 7)，維持中長期債券中性配置；一旦勞動市場出現惡化可以增加中長期債券配置，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

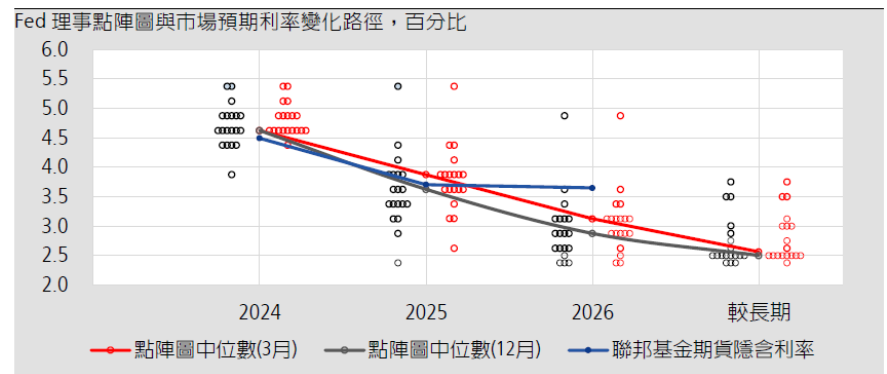
通膨再度意外上揚，導致聯準會降息幅度不如預期。

圖 1：本次 FOMC 會議調升 2024 年經濟成長、調降 2024 年失業率，及調升 2024 年核心物價預測，Fed 預期依然預期 2026 年通膨回到目標 2%



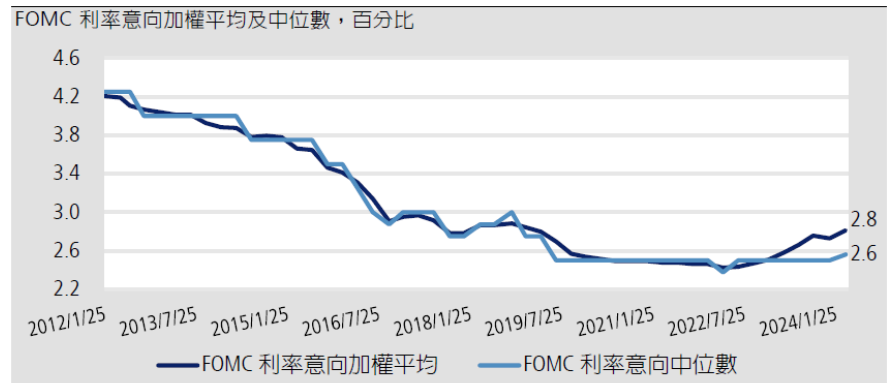
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：3 月 FOMC 會議維持政策利率不變，2024 年降息 3 碼與去年 12 月 FOMC 相當



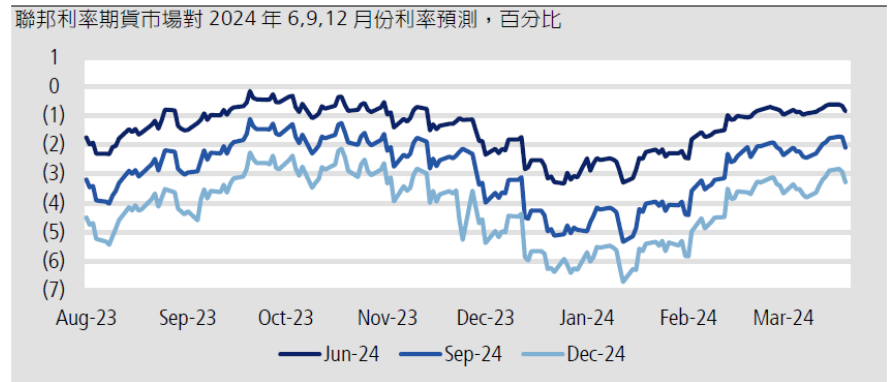
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：3 月長期利率部分由 2.5% 上修至 2.6%，加權平均更上調至 2.8%，聯準會理事預期美國中性利率處於上揚趨勢



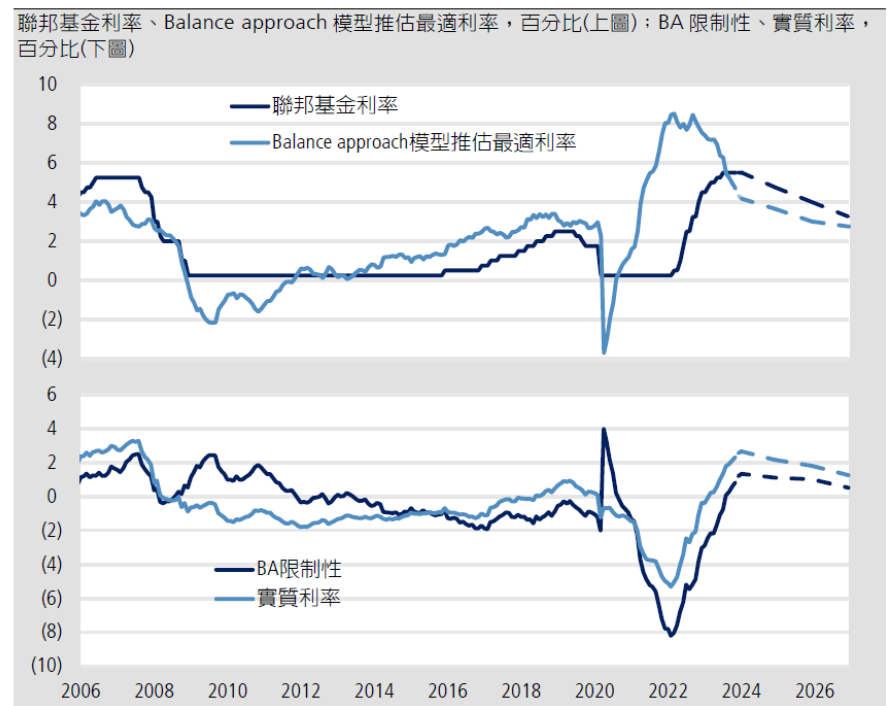
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：點陣圖分布上或是 2025 年降息幅度上顯示出鷹派，利率期貨市場擔憂點陣圖出現 2024 年降息 2 碼意外，一度交易出 2024 年降息 2.8 碼



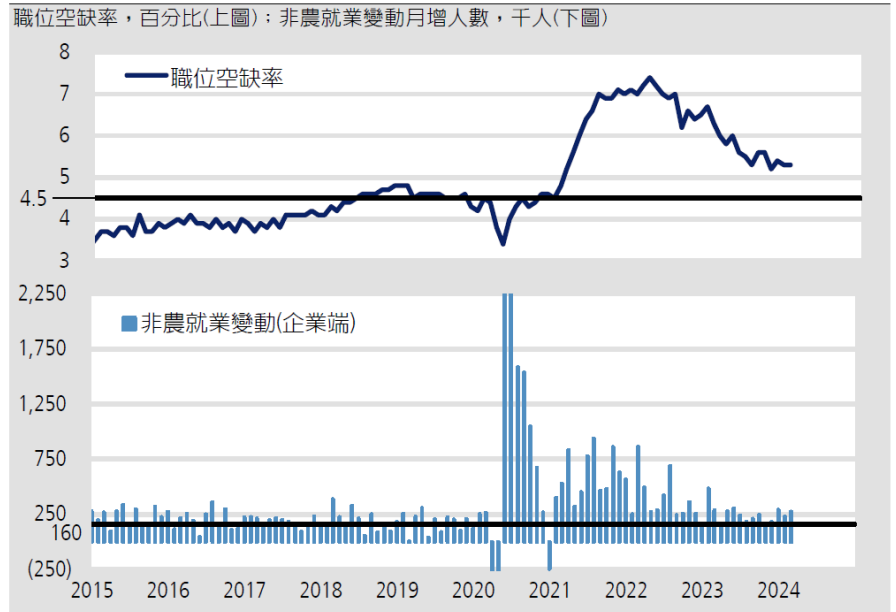
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：透過 Balance approach 模型計算，4Q24 限制性由原本 145bps 縮減至 110bps，但仍高於 4Q23 85bps。雖然美國經濟仍具韌性，但長期維持高限制利率對於經濟的傷害將逐漸累積



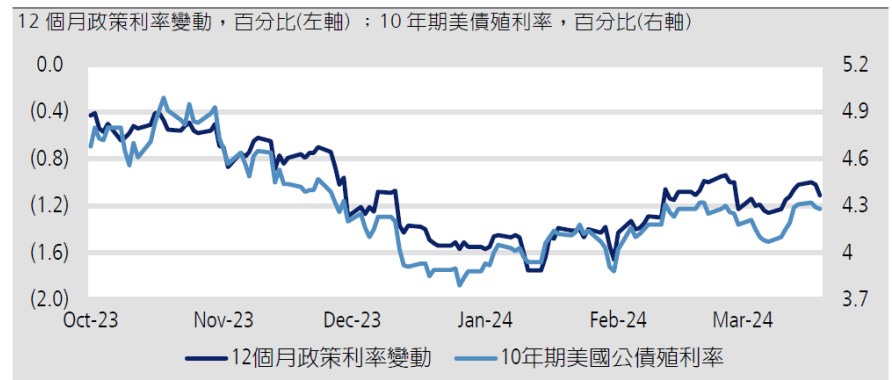
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：勞動市場惡化會出現螺旋加快現象，當職位空缺率降至 4.5% 之下，新增非農就業降至 160K 之下時，失業率可能有快速上揚現象，後續經濟可能面臨降溫風險



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：目前市場交易未來一年降息幅度約在 4 碼，而 10 年期公殖利率與未來一年降息幅度趨勢相近，維持中長天期債券中性配置



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	2023	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				2.2			2.1			4.9					3.2	
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	2.5	1.7		2.4			2.9					3.1	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	4.1	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	5.6	5.5	5.3	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	3.7	4.4	4.4	4.0	3.2	3.3	3.3	3.4	3.0	2.7	2.6	2.4	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.1	4.8	4.8	4.7	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	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	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8	62.5	62.5	62.5	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	
	非農業就業增加數	千	(9,274)	7,245	4,528	3,013	146	278	303	240	184	210	246	165	182	290	229	275
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	523	138	(255)	297	205	291	50	(270)	586	(683)	(31)	(184)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	319	176	287	25	(8)	267	58	9	(41)	(20)	(20)	9
	職缺求供比	倍	1.07	1.56	1.75	1.58	1.62	1.66	1.51	1.55	1.54	1.59	1.59	1.49	1.60	1.54	1.56	
平均時薪	YoY %	5.4	5.0	4.9	4.3	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	0.2	0.2	0.4	0.1	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.1)	1.2	(0.3)	(0.2)
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	4.4	4.6	2.7	7.5	9.0	2.9	3.0	5.9	0.7	10.0	3.4	(0.9)	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	1.9	1.0	3.2	1.4	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	0.8	(0.3)	
	整體存銷比	倍	1.44	1.29	1.34	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.39	1.37	1.36	1.37	1.37	1.38	1.39	
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.48	1.48	1.50	1.49	1.48	1.47	1.46	1.46	1.48	1.48	1.48	1.50	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.30	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31	1.33	
	ISM製造業採購經理人指數	點	54.4	60.6	53.5	47.1	46.5	47.0	46.6	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8
	ISM非製造業採購經理人指數	點	52.3	62.4	56.1	52.8	51.2	52.3	51.0	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	44.6	45.5	42.9	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.03)	(0.12)	(0.53)	0.11	(0.16)	(0.41)	0.17	(0.25)	(0.03)	(0.65)	0.21	0.02	(0.30)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(8.0)	(8.3)	(8.2)	(8.1)	(7.8)	(7.9)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	(7.1)	(7.0)	
	銀行貸款調查: 對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	43.9			46.0			50.8			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)			(55.6)			(51.6)			(30.5)			(25.0)	
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,462	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,498	1,467	1,495	1,489	1,518
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,415	1,380	1,348	1,583	1,418	1,451	1,305	1,356	1,376	1,525	1,460	1,374	1,521
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	666	640	679	710	683	728	654	698	670	607	651	661	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.4	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	
標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.3	18.6	4.9	6.2	(1.0)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	(1.2)	0.1	2.2	4.0	4.9	5.5	6.2		
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	2.2	1.7	1.6	1.8	2.1	2.5	2.0	2.1	2.0	2.8	3.2	2.1	
	零售銷售	YoY %	0.9	18.2	9.7	3.4	2.2	1.3	2.1	1.5	2.8	2.8	4.0	2.2	3.6	5.0	0.0	1.5
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.7	17.2	11.3	3.1	1.5	1.6	1.4	0.5	1.7	2.4	3.4	2.0	3.1	4.0	0.6	1.5
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	14.8	15.9	15.1	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5	15.3	15.8	15.0	15.8
	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	104.0	103.7	102.5	110.1	114.0	108.7	104.3	99.1	101.0	108.0	110.9	106.7
密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	
財政	財政綜額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(6.7)	(7.2)	(7.8)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(5.2)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	
國際收支	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.5)	(3.8)		(3.4)			(3.2)		(3.1)						
	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	1,027	174.3	103.1	17.6	192.0	14.2	92.6	17.4	(24.1)	99.7	158.6	36.1	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.88	3.47	3.42	3.64	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	3.91	4.25
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	102.5	101.7	104.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7	103.5	101.3	103.3	104.2

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	2023	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	1.3	(3.5)			1.4		2.2				4.9		
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	2.4	2.4	2.0	1.8	1.9	2.5	2.9	3.0	2.9	2.7	1.8	3.1
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.4	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	1.7	2.9
勞務市場	失業率	%	3.8	3.7	3.6	3.4	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	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)	(12.5)	(15.6)	(22.6)	(16.0)	(17.2)	(15.4)	(10.7)	(6.7)	(2.2)	(1.8)	(3.8)	16.0	
	Markit台灣製造業PMI	點			47.7	46.3	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	48.8	48.6
	景氣對策燈號					藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	黃藍	藍	黃藍	黃藍	綠	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	14.4	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	20.0	22.0	27.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.7	(2.9)	(1.1)	(5.3)	(5.0)	(4.6)	(4.2)	(3.8)	(3.6)	(3.5)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	
	景氣同時指標	YoY %	(1.1)	8.2	(1.0)	(6.7)	(14.6)	(14.3)	(13.5)	(12.2)	(10.5)	(8.5)	(6.3)	(4.3)	(2.3)	(0.7)	0.7	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	6.9	7.6	7.5	17.1	13.9	5.3	4.3	6.9	5.1	7.2	1.1	0.3	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	35.2	36.0	36.1	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5	39.9	37.2	31.4
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	31.0	29.3	31.3	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7	28.8	34.7	23.6
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	4.2	6.7	4.9	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8	11.1	2.5	7.9
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	(19.1)	(13.3)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.6)	3.7	11.7	18.1	1.3
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(20.2)	(20.6)	(22.0)	(30.2)	(21.1)	(23.0)	(12.2)	(12.4)	(15.0)	(6.8)	19.0	(17.8)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	46.6	42.5	45.7	44.2	47.7	46.0	51.4	52.9	50.6	43.8	48.4	38
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	(25.7)	(18.1)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	1.0	(16.0)	1.9	(10.4)
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	2.0	2.7	3.3	2.4	3.7	2.9	2.8	3.3	3.0	3.1	3.6	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	6.6	6.7	6.6	5.9	6.9	6.5	6.0	5.7	5.3	5.3	5.4	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	560.3	561.1	562.9	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5	570.6	569.5	569.4
	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	1.9	1.9
	新台幣匯率	USD/TWD	28.5	27.7	30.7	30.7	30.5	30.7	30.8	31.1	31.4	31.9	32.3	32.4	31.3	30.7	31.3	31.6

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。