

美國總體經濟：3月FOMC觀點

美伊衝突推升經濟前景不確定性，降息路徑將更趨謹慎

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，點陣圖仍顯示今年將降息一碼；但從點陣圖分布上移、會後 Powell 發言皆可看出後續降息門檻不低、利率決策將更為謹慎。
2. 聯準會官方經濟預測調升未來經濟成長預期和通膨，失業率僅 2027 年略有上修；然而，從官方經濟預測(SEP)中也可以看出聯準會內部認為當前經濟前景不確定性有所提升。
3. 會後記者會中，主席 Powell 將目前利率區間定調為“中性利率上緣”或是“具有一點限制性”，並提及“內部會議有人提議升息，但並非多數與會者的基本情境”，此外也提到“若通膨後續沒有進展，將不會降息”。
4. 儘管中東局勢充滿不確定性，但 2H26 通膨將隨能源衝擊減緩而走低，且就業市場下行風險若成真，仍有望帶動降息預期提升；建議中長期美債逢 2Q26 利率彈高時，可因短線交易目的而做多，並建議於 3Q26 後利率轉降時適時獲利了結，不建議長期配置。

重要訊息

美國 3 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率於 3.50-3.75% 不變，符合市場預期。儘管點陣圖維持今年各降息一碼之指引，但從點陣圖分布上移、會後 Powell 發言等皆可看出未來降息門檻不低，利率決策將更謹慎；近期美伊衝突增添經濟前景不確定性，聯準會將持續關注對通膨預期和物價之影響。

評論及分析

聯準會 FOMC 會議公布未來經濟數據與利率預測(圖 1)，其中：

1. 分別上修 2026、2027、2028 年和長期經濟成長預估(分別上調至 2.4、2.3、2.1 和 2.0%)，反映美國經濟活動仍然穩健，且生產力有所提升。
2. 失業率預估僅 2027 年由 4.2% 小幅上修至 4.3%；通膨部分，明顯上修 2026 年 PCE 通膨 (2.4% 上調至 2.7%) 和核心 PCE 通膨預估 (2.5% 上調至 2.7%)，並小幅上調 2027 年 PCE 和核心 PCE 通膨至 2.2%，反映能源價格上漲和近期通膨下降進程緩慢。
3. 點陣圖利率中位數和去年 12 月(圖 2)皆維持 2026 和 2027 年各降息一碼之預期；不過，點陣圖整體分布略有上移、且長期利率預期中位數上升 0.1 個百分點，顯示高利率環境恐維持更久(Higher for longer)。

FOMC 會後聲明中，除了對於勞動市場之描述由“顯示出穩定跡象”改為“近幾個月變化不大”、並新增“中東局勢對美國經濟影響尚不明朗”這兩項變動外，並無其他顯著改變。本次會議維持利率在 3.50-3.75% 不變，符合市場預期；然而，中央理事 Stephen Miran 投下反對票，主張應降息一碼。

會後記者會中，主席 Powell 將目前利率區間定調為“中性利率上緣”或是“具有一點限制性”，並提及“內部會議有人提議升息，但並非多數與會者的基本情境”，此外也提到“若通膨後續沒有進展，將不會降息”，顯示後續降息門檻更高。當被問及聯準會對於能源價格上漲的應對方式時，主席 Powell 表示目前判斷仍為之過早且不確定性仍高，未來將持續關注通膨預期和其他物價指標；從官方經濟預測(SEP)中也可以看出，聯準會內部認為當前經濟前景不確定性有所提升(圖 3)。

儘管本次會議未對儲備管理購買(RMPs)和近期私募信貸風險有任何評論，但根據紐約聯準會公開市場帳戶(SOMA)操作結果，聯準會自去年 12 月為充實市場流動性而啟動 RMPs 以來，前三個多月執行量約為 1,300 億美元，預期將帶動美國銀行體系準備金/名目 GDP 回到 10% 以上較充裕之水準(圖 4)；不過當前執行量已佔首年預計規模 2,200 億的六成，後續若總規模維持不變，每月儲備管理購買下降將使得對市場帶來之流動性效果遞減。

市場反應與投資建議

由於 FOMC 會議前夕中東緊張局勢再度升溫，油價上漲使得風險性資產承壓、美債殖利率走高、美元升值；雖然後續點陣圖公布當下，維持今年各降息一碼之前瞻指引一度帶動美債殖利率走降，但會後主席 Powell 發言顯示 Fed 對降息更趨謹慎、降息門檻更高，使得市場降息預期縮減，帶動美債殖利率上升、美元升值，股市等風險性資產進一步下挫，黃金等貴金屬跌幅亦有所擴大。

儘管油價上升對通膨影響不小，然而能源價格主要影響通膨總指標，若後續美伊衝突收斂、油價衝擊未外溢至其他層面，Fed 關注的核心通膨將影響有限。事實上，過往在油價衝擊發生時也不乏聯準會先採取“等待和觀望”的時候，包含 2011 年阿拉伯之春引發油價飆升，時任 FOMC 會議主席 Bernanke 就將其視為短期現象、以及 2022 年俄烏戰爭起初油價飆漲也未導致 Fed 積極升息，而是後來通膨明顯擴散到核心商品和服務後才大幅升息；而我們認為本次亦不例外，美伊衝突之初 Fed 仍會先採取“等待和觀望”之方式以對。不過，未來若 2 年以上通膨預期因此失控(圖 5)、或能源價格升溫擴散到核心物價，Fed 將難以維持觀望。

中東戰事將使得油價短期維持高位，但中長期而言美伊衝突緩和、油價逐漸回落仍是凱基的基本情境，再加上關稅物價高峰逐漸褪去、房市不景氣持續壓抑住房價格等因素，預期 2H26 通膨仍將走低；此外，美國就業動能放緩也將限制薪資與核心服務價格漲幅，近半年非農就業和職缺率明顯下滑，顯示勞動需求正在惡化，且將非農扣除和經濟循環關聯度較低之醫保與教育業後，已連五個月呈負成長(圖 6)，顯示美國勞動市場並無想像健康，發展亦不均衡，後續失業率仍有上行風險。預期 2H26 通膨將隨能源衝擊減緩而走低，且就業市場下行風險若成真，將有機會帶動 Fed 釋出更多降息訊號，因此凱基仍預估今年美國有一至二碼之降息空間；建議中長天期美債逢 2Q26 美債殖利率彈高時，可因短線交易目的而做多，並建議於 3Q26 後利率轉降時適時獲利了結，不建議長期配置。

圖 1：Fed 經濟預測上修今年和未來兩年 GDP 成長預估，今年 PCE 通膨預期上調至 2.7%、失業率預估則維持在 4.4%。

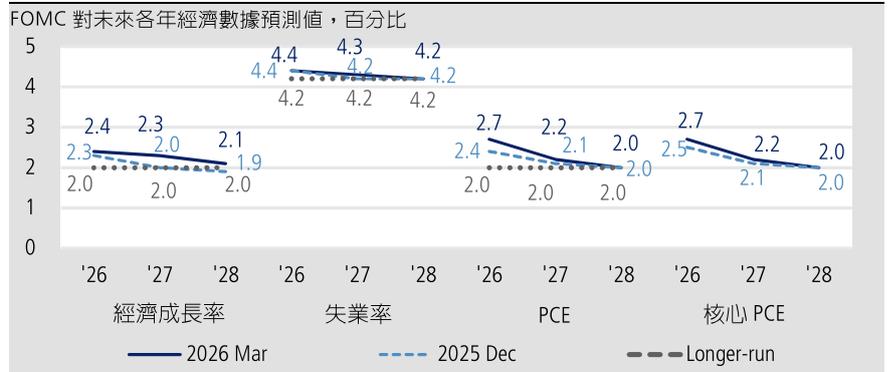
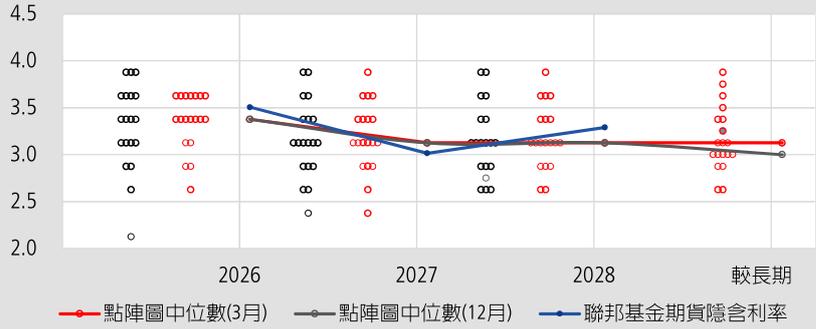


圖 2：3 月 FOMC 點陣圖仍顯示 2026 與 2027 年各降息 1 碼

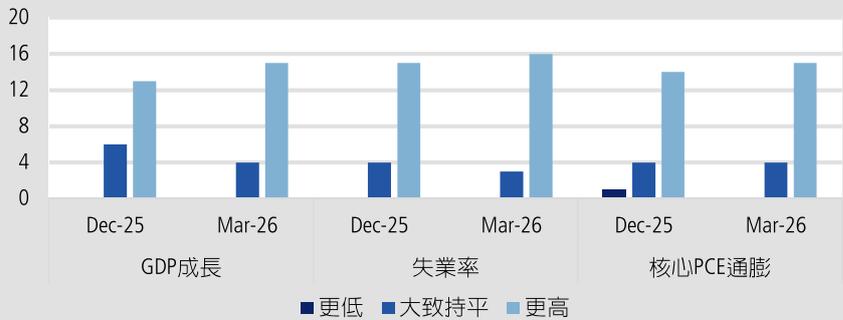
Fed 理事點陣圖與市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：FOMC 官員認為後續經濟前景不確定性有所提高

2025 年 12 月和 2026 年 3 月 FOMC 會議中認為經濟成長、失業率和核心 PCE 通膨不確定性更低、持平或更高之與會者數量，個

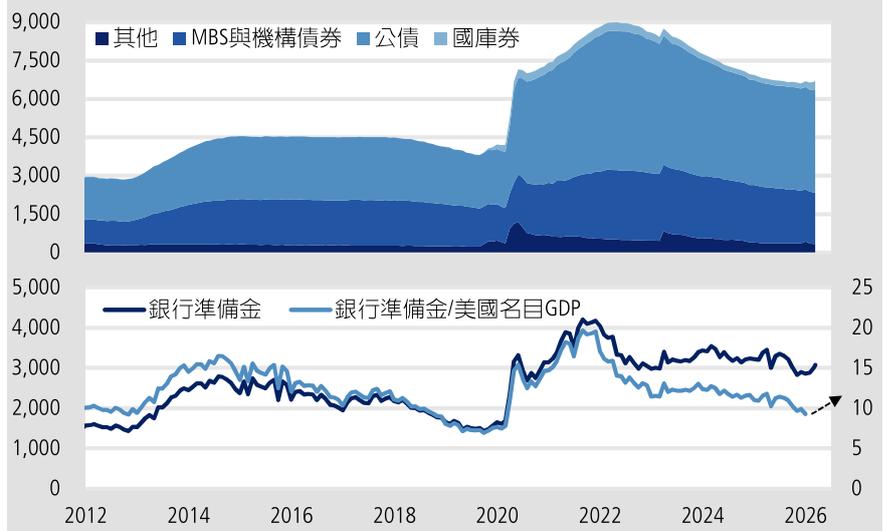


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：聯準會自 2025 年 12 月啟動 RMPs 來持續購買國庫券和短天期公債，將帶動美國銀行準備金/名目 GDP 回升至 10% 以上

聯準會持有資產類別，十億美元（上圖）；

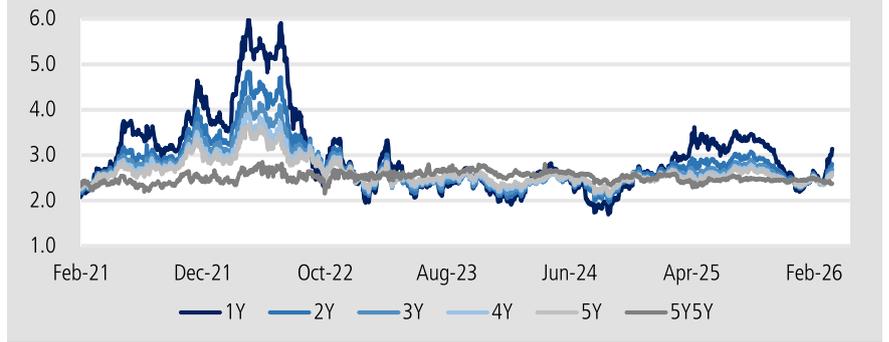
銀行準備金，十億美元（左軸）；銀行準備金/N GDP，百分比，百分比（右軸）（下圖）



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：通膨預期將成為後續 Fed 觀察物價壓力之關鍵指標

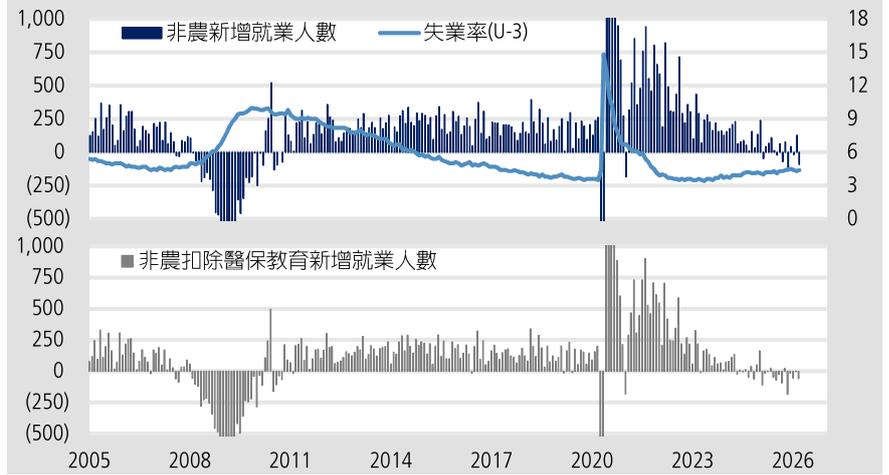
美國通膨 1Y、2Y、3Y、4Y、5Y 和 5Y5Y 交換利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：美國就業並無想像健康，非農扣除和經濟循環關聯度較低之醫保與教育業後已數月呈負成長

美國非農就業每月新增人數，千人(左軸)；美國 U-3 失業率，百分比(右軸) (上圖)；美國非農扣除醫保教育產業後每月新增就業人數，千人 (下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				(0.6)			3.8			4.4			1.4			
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.0		2.1			2.3			2.2			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9		
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0		
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.2	4.2	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	67	108	13	(20)	64	(70)	76	(140)	41	(17)	126	(92)
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	171	389	(654)	83	(187)	230	286		232	(895)	(185)	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	205	63	47	(2)	140	13	(26)	175	24	(8)	118	(72)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.33	1.32	1.41	1.40	1.38	1.41	1.43	1.39	1.35	1.24		
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	4.2	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.8
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	0.6	0.9	0.1	0.6	1.9	1.2	1.9	1.8	2.1	1.3	2.3	
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.6	5.1	9.7	4.6	10.5	12.6		
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.4	2.5	5.3	6.2	4.1	7.9		
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	1.37	1.36		
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.58	1.57	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57	1.56		
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29	1.28	1.28	1.29	1.28	1.28		
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.9	48.8	48.6	49.0	48.4	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.8	51.6	50.2	50.8	50.5	51.9	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	45.6	47.5	48.3	46.9	47.5	51.1	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	0.16	(0.36)	(0.29)	(0.10)	0.00	(0.34)	(0.29)	(0.52)	(0.15)	(0.21)	0.18	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(4.0)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.3)	(3.8)	(3.9)		
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		18.5			9.5			6.5			5.3	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(20.3)			(28.6)			11.5			16.1		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362	1,330	1,415	1,411	1,388	1,455	1,376	
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,355	1,398	1,282	1,382	1,420	1,291	1,328	1,272	1,324	1,387	1,487	
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	660	706	627	662	639	706	719	656	758	745		
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.5	4.6	4.1	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	3.2	3.1	2.5	2.5	2.6	2.8	2.4	2.5	2.4	1.7		
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0	4.1	3.2	3.2	2.4	3.2	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.2	4.1	3.7	4.0	4.0	4.8	3.8	3.7	4.1	3.3	3.9	
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8
	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	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(5.2)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.3)	(4.1)	(4.5)			(4.4)			(4.0)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	161.1	(24.0)	257.2	157.7	37.9	131.6	172.7	29.7	206.6	28.0		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3	5.5		7.7			8.4				12.7		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	14.1	25.4	24.6	20.6	20.1	15.2	18.2	15.9	18.4	23.1	28.5	
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2
	景氣對策燈號					黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.1	9.2	8.3	7.5	7.1	7.3	8.0	9.2	10.7	12.4	14.3	16.3	
	景氣同時指標	YoY %	8.7	(1.3)	(9.5)	3.4	15.0	15.8	16.2	16.3	16.5	16.9	17.5	18.3	18.9	19.4	19.7	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.5)	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	49.5	48.7	51.7	53.3	56.7	58.4	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	42.6	41.2	39.1	41.3	42.3	41.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.9	37.0
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	6.9	7.4	12.6	12.1	14.4	16.8	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	18.6	29.9	38.6	33.7	42.0	33.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	28.7	32.9	24.8	17.2	20.4	29.5	25.1	14.5	44.9	14.9	63.6	6.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	54.9	59.1	60.8	59.8	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	16.3	25.2	24.2	31.0	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5
	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	30.6	32.8	33.2	32.0	29.9	29.2	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	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。