

FOMC 2月會議觀點: 貨幣緊縮政策已接近尾聲

就業成長依然強勁，但通膨已有所減緩，預期聯準會升息已接近尾聲

焦點內容

二月份 FOMC 如市場預期升息 1 碼到 4.50-4.75%，FOMC 會議的會後聲明顯示升息已接近尾聲，整體顯現較為鴿派。目前聯準會與市場最大差異在於下半年是否降息，市場預期下半年經濟衰退下聯準會將降息兩碼，而聯準會將視經濟與通膨數據而定。我們認為下半年美國將陷入溫和衰退狀態，但是受限商品通膨降幅放緩與服務通膨溫和下降，核心 PCE 物價可能不易達到聯準會降息門檻，因此聯準會可能會在 2024 年才啟動降息動作，除非全球金融市場出現較為嚴重系統風險，才可能在 2023 年展開降息。

聯準會認為通膨高峰已過，升息速度逐漸放緩並進入討論何時停止升息狀態

聯準會二月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議如預期升息 1 碼，將政策利率升到 4.50-4.75%。

會後聲明依然表示最近的支出與生產指標顯示經濟維持適度成長、就業成長依然強勁(圖 1)，但是在通膨狀態和後續升息的描述與 12 月會議主要有 2 項不同：(1)繼續強調目前通膨仍居高不下，但是新增了“通膨已有所減緩”(圖 2)。(2)將考量貨幣政策累積緊縮、貨幣政策影響經濟活動和通膨的落後性，以及經濟和金融情勢變化，以決定未來調升政策利率目標區間的速度，改為未來調升目標區間的“程度”。這兩項改變顯示聯準會認為通膨高峰已過、升息速度已逐漸放緩，並且進入討論何時停止升息狀態。整體而言，FOMC 會議的會後聲明顯示升息已接近尾聲，整體顯現較為鴿派。

另外聯準會主席 Powell 在記者會上言論較會後聲明略為鷹派，但是對金融條件緊縮表現則不夠鷹派，包含：(1) 3 個月以來(10、11 與 12 月)的核心 PCE 通膨相當低，但勞動市場仍非常緊，不確定未來進一步壓低通膨是否容易，特別是核心服務業尚未看到通膨明顯降低現象。(2) FOMC 正在討論再升息幾次到限制水準就會停下來，並沒有討論暫停升息之後重啟。(3) 聯準會關切的是金融條件的持續變化，聯準會仍須努力緊縮金融條件，但是金融條件緊縮需要時間與耐心(圖 3)。

我們認為通膨趨勢正逐漸放緩，因此聯準會升息已接近尾聲

雖然聯準會主席 Powell 表示未來仍有幾次升息(聯準會 12 月點陣圖顯示還有 2 次 25bp)(圖 4)，但是在 3 月 FOMC 會議再升息 1 次 25bp 之後，5 月份的 FOMC 會議將可看到今年 1-3 月的通膨數據。結合 2022 年 10-12 月的數據，在商品物價快速走低驅使下，核心 PCE 通膨連續 6 個月下滑的機率相當高，因此 5 月 FOMC 會議不升息的機率也相當高。目前期貨市場顯示第二季再升息機率不到 25%(圖 5)，而停止升息的前瞻指引在 3 月 FOMC 會議點陣圖與經濟前景預測上會有較為清楚顯示。

至於目前聯準會與市場最大差異在於下半年是否降息，市場預期下半年經濟衰退下聯準會將降息兩碼(圖 6)，而聯準會將視經濟與通膨數據而定。我們認為下半年美國將陷入溫和衰退狀態，但是受限商品通膨降幅放緩與服務通膨溫和下降，核心 PCE 物價可能不易達到聯準會降息門檻，因此聯準會可能會在 2024 年才啟動降息動作，除非全球金融市場出現較為嚴重系統風險，才可能在 2023 年展開降息。而金融市場與聯準會對於下半年降息的分歧將延續到下半年才收斂。由於聯準會並未明顯關切目前金融條件緊縮程度不足，這一點與金融市場預期不同，因此短期內金融市場仍將反應聯準會升息放緩與升息接近尾聲的氛圍。

圖 1：非農職位空缺數上升主要反映住宿和餐飲服務職位空缺的激增，顯示就業市場仍強勁

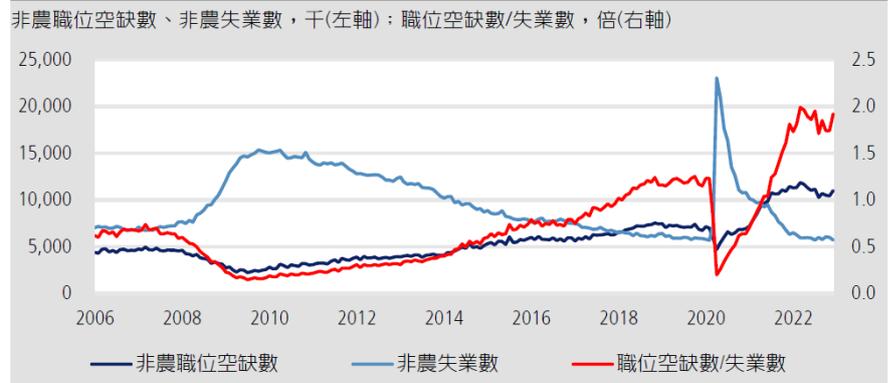


圖 2：近期不含住房的服務業通膨下降放緩，聯準會貨幣緊縮的核心關鍵還是在於勞動工資居高不下對服務業通膨的影響

美國 CPI 年增率：全部項目扣除食品及能源、商品不含食品及能源商品、居所、服務扣除居所的租金，百分比

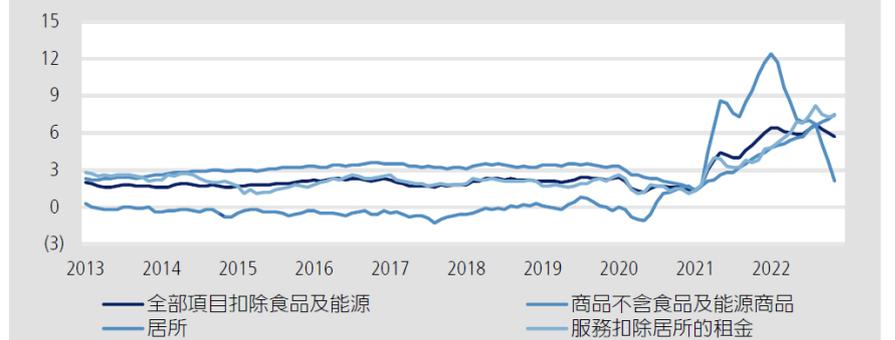


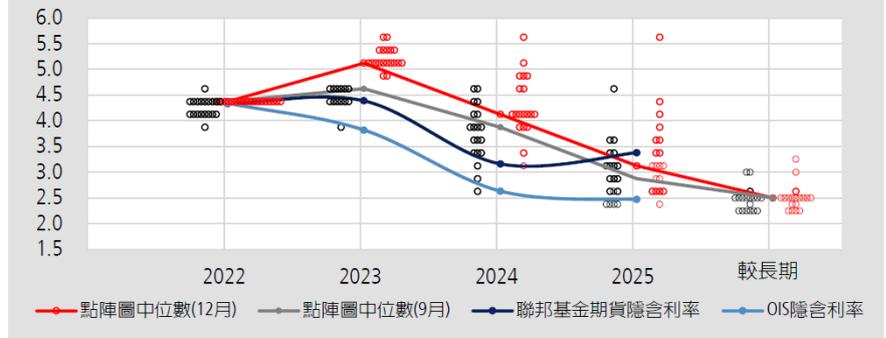
圖 3：目前金融條件緊縮程度不足，聯準會仍須努力緊縮金融條件

金融狀況指數，點(左軸)；聯邦基金利率，百分比(右軸)



圖 4：聯準會 12 月點陣圖顯示終端政策利率為 5.00-5.25%

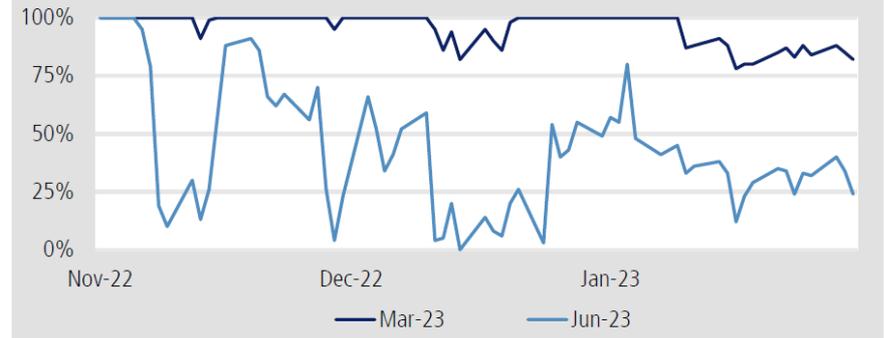
Fed 理事點陣圖與市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：聯邦基金利率期貨顯示市場預期聯準會第二季再升息機率不到 25%

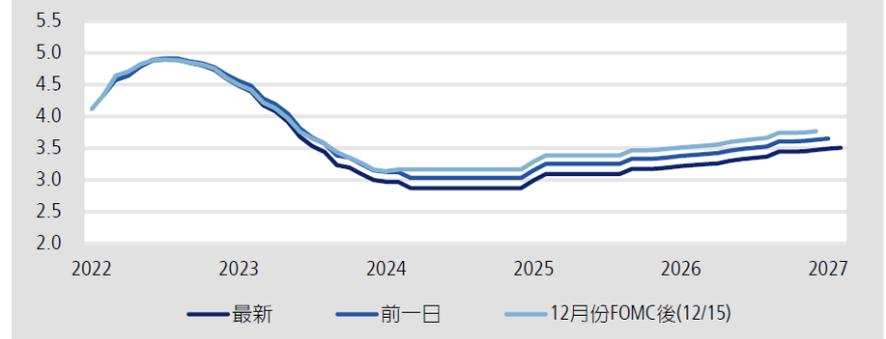
聯邦利率期貨市場對 2023 年 3,6 月份 FOMC 會議升息一碼以上預測，百分比，



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：市場預期下半年經濟衰退下聯準會將降息兩碼

未來各期的 30 天期聯邦基金期貨殖利率：最新、前一日、12/15，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP季增率	QoQ% saar				(1.6)			(0.6)			3.2				2.9	
	GDP年增率	YoY %	(2.8)	5.9	2.1		3.7		1.8			1.9				1.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	6.0	5.7	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.0	6.2	6.4	6.8	6.4	6.5	7.0	6.4	6.3	6.3	6.1	5.5	5.0	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.5	5.0	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.2	5.1	4.7	4.4	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.2	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.3	62.3	62.2	62.2	62.3	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	
	非農業就業增加數	千	(9,292)	6,743	4,503	714	398	368	386	293	537	292	269	263	256	223	
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	468	738	(346)	317	(242)	215	422	156	(257)	(66)	717	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	(56)	(30)	6	(16)	59	36	30	68	48	417	129	
	職缺求供比	倍	1.07	1.55	1.74	1.66	1.78	1.79	1.74	1.71	1.79	1.62	1.75	1.72	1.73	1.79	
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %	5.5	4.9	4.6	5.2	5.6	5.5	5.3	5.2	5.2	5.1	4.8	4.8	4.6		
	工業生產	YoY %	(7.0)	4.9	3.9	6.9	4.8	5.3	4.4	3.8	3.6	3.6	5.0	3.4	2.2	1.7	
	耐久財訂單	YoY %	(4.5)	15.6	10.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.1	11.3	11.5	10.5	6.3	11.1	
	核心資本財訂單	YoY %	(7.8)	12.4	8.3	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.3	9.8	8.0	6.4	5.2	3.3	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28		1.27	1.28	1.29	1.30	1.30	1.32	1.33	1.33	1.33	1.35		
	製造業存銷比	倍	1.61	1.51		1.48	1.47	1.46	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.47			
	零售業存銷比	倍	1.34	1.13		1.15	1.18	1.18	1.20	1.21	1.23	1.24	1.24	1.22	1.24		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	58.4	57.0	55.9	56.1	53.1	52.7	52.9	51.0	50.0	49.0	48.4	47.4
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	57.2	58.4	57.5	56.4	56.0	56.4	56.1	55.9	54.5	55.5	49.2	
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	61.2	54.3	53.8	54.9	50.0	48.6	50.4	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5
房市	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.48)	0.36	0.02	0.50	0.19	0.21	(0.25)	(0.34)	0.24	0.18	0.07	0.00	(0.51)	(0.49)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.9	7.0	6.0	4.4	2.8	1.3	(0.3)	(1.1)	(1.6)	(3.2)	(4.5)	(6.0)	
	銀行貸款調查: 對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8			(1.5)			24.2			39.1			
	銀行貸款調查: 大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4			12.3			24.2			(8.8)			
消費	建築許可	千, saar	1,476	1,737	1,649	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	1,542	1,564	1,512	1,351	1,337	
	新屋開工	千, saar	1,395	1,605	1,555	1,777	1,716	1,805	1,562	1,575	1,377	1,508	1,465	1,426	1,401	1,382	
	新屋銷售	千, saar	831	769	642	790	707	619	636	571	543	646	550	598	602	616	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	5.9	5.8	5.6	5.4	5.1	4.8	4.8	4.7	4.4	4.1	4.0	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.2	18.5		20.3	21.2	21.2	20.5	18.6	16.0	13.1	10.4	8.7	6.8		
財政	個人支出	年比%, sa	(3.0)	8.3	2.8	6.7	2.3	2.4	2.6	2.1	2.2	2.3	2.1	1.8	1.7	2.2	
	零售銷售	YoY %	0.6	19.8	9.2	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.0	9.7	8.4	8.0	6.0	6.0	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.3	19.1	10.6	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	10.3	9.1	8.6	7.2	7.0	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	14.1	13.3	14.3	12.7	13.0	13.4	13.2	13.5	14.9	14.1	13.3	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	105.7	107.6	108.6	103.2	98.4	95.3	103.6	107.8	102.2	101.4	109.0	107.1
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9	56.8	59.7	64.9
國際收支	財政餘額	佔GDP%	(15.6)	(10.8)	(5.5)	(9.2)	(7.2)	(4.9)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	(3.7)	(5.4)	(4.3)	(5.3)	(5.5)	
	經常帳	佔GDP%	(2.9)	(3.6)			(3.8)			(3.9)		(3.7)					
貨幣與金融	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907		145.0	23.7	87.6	155.3	121.8	21.3	198.3	117.7	67.8	171.5		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	0.25	0.50	0.50	1.00	1.75	2.50	2.50	3.25	3.25	4.00	4.50	
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05	3.61	3.87	3.51
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5	106.0	103.5	102.1

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 8: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5	2.4		3.9		3.0			4.0				(0.9)	
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	2.4	2.7	
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.8	2.7	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7	
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	
經濟活動	工業生產	YoY %	7.1	13.4	0.9	9.5	2.4	6.4	4.1	0.5	1.6	3.3	(4.5)	(4.3)	(5.6)	(7.9)	
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3
	景氣對策燈號					黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	綠	黃藍	黃藍	藍		
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0		34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	23.0	17.0	18.0	12.0		
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.0		5.8	5.5	5.0	4.3	3.3	1.9	0.4	(0.9)	(2.1)	(3.0)		
	景氣同時指標	YoY %	(1.1)	4.9		7.8	7.2	6.6	6.1	5.6	4.5	2.7	0.5	(2.1)	(4.8)		
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	18.1	12.0	7.8	2.1	1.8	9.4	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3	37.5	39.9	36.1	35.8	
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4	32.5	37.0	32.7	31.0	
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0	5.0	3.0	3.4	4.8	
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	13.9	1.9	(5.3)	(0.5)	(13.1)	(12.1)	
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	35.2	19.4	26.7	26.6	19.1	19.1	3.4	(2.6)	8.2	(8.6)	(11.4)	
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	54.6	60.9	55.4	50.1	52.2	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0	(3.1)	(6.3)	(23.5)	(23.2)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	7.6	6.6	5.2	4.4	4.1	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	6.9	6.8	7.3	7.4	7.1	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5	541.1	542.8	552.2	554.9	
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	30.7	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4	31.8	32.3	30.8	30.7	30.0

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，並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。