



1月FOMC觀點

聯準會隱而不發

焦點內容

1. 聯準會 1 月份 FOMC 會議維持政策利率 5.25-5.50% 不變，符合市場預期。聯準會會後聲明刪除了更為緊縮聲明，暗示等待時機轉為寬鬆。
2. 政策利率已來到高峰，聯準會暗示不會再進一步升息，但也表達 3 月不會降息。美國通膨仍高於 2%，必須等待更多數據以確認將持續降溫。3 月 FOMC 會議將深入討論 QT。
3. 2024 下半年可能面臨經濟成長下降與失業上揚風險，預計聯準會在第 2 季降息後，可能加快降息幅度，使得全年降息幅度提高到 5-6 碼。中長天期的槓桿效果使其資本利得空間較大，建議加大中長天期債券比例。

聯準會維持政策利率於 5.25-5.5%，符合市場預期

聯準會 1 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議維持政策利率 5.25-5.50% 不變，符合市場預期。本次會議並非 3、6、9、12 的季度大會，因此沒有提供包括點陣圖 (dot plot) 在內的經濟預測摘要 (Summary of Economic Projections, SEP)，不過會議聲明與會後記者會則對短期內聯準會態度有較清晰的表達。

聯準會會後聲明刪除了更為緊縮聲明，暗示等待時機轉為寬鬆

會議聲明除了陳述美國通膨降溫但過高，勞動市場放緩但仍過熱之外，還有 3 項重點：

1. 將經濟表現由放緩改為穩健擴張，反應美國近期公布的經濟數據，特別是 GDP 強勁狀態 (圖 1)。
2. 刪除「進一步升息聲明」，新增「通膨往 2% 目標邁進更有信心前不降息」，顯示美國貨幣政策已經轉向，只是希望有更多證據顯示通膨往 2% 目標邁進，好讓 Fed 啟動降息。
3. 刪除「銀行體系健全有韌性」。從近期的銀行定期融資計劃 (BTFP) 快速增加可以得知，除了因為計畫將於 3 月 11 日到期，部分大型銀行藉此低利套利外，部分小型銀行可能面臨流動性不足風險 (圖 2)。

Powell 會後記者會更進一步闡述後續貨幣政策細節，短期政策不變但後續將陸續轉為寬鬆

1. 政策利率已來到高峰，暗示不會再進一步升息，但是也表達 3 月不會降息。通膨已 6 個月明顯回落，很大程度來自商品下降 (圖 3)，通膨仍高於 2%，必須要有更多證據確認通膨降溫會持續。
2. 3 月 FOMC 會議將深入討論 QT，不會等到 ONRRP 降至 0 才開始放緩。
3. 勞動市場處於接近正常狀態，勞動參與率與移民都強勁回歸；不希望看到疲弱的勞動市場，經濟成長強勁不是問題。

投資建議

1. 勞動市場將逐漸回到常態。近期勞動市場降溫更多來自勞動供給增加，也因此經濟成長表現強勁。經濟成長強勁不是 Fed 延後降息原因，但是卻提供 Fed 可以晚一點降息的緩衝空間。
2. 銀行體系流動性整體充沛，但是分布不均，Fed 將在 3 月討論 QT 細節，預計第 2 季開始 QT 緊縮放緩 (圖 4)。

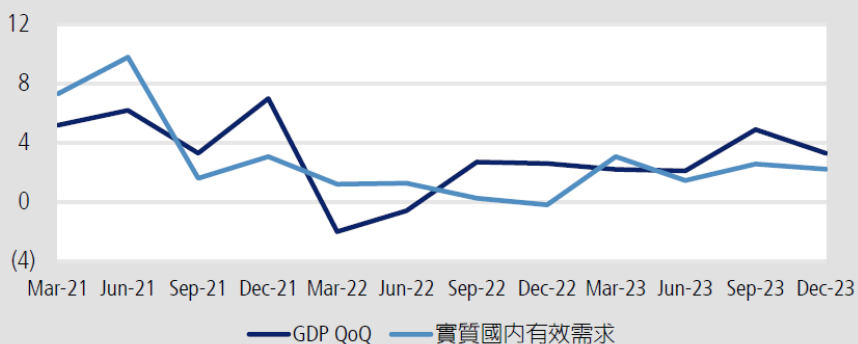
3. 通膨降溫主要來自商品部門價格下跌，Fed 期待通膨下降證據必須來自服務與住房通膨(圖 5)。預期住房通膨與服務通膨將持續走低，Fed 將在第二季開始降息。
4. Fed 僅是表達降息時間不如市場預期在 3 月，但是並非表達鷹派緊縮或不願降息的訊息，而是將貨幣政策方向正式轉為寬鬆路徑，只是尚在等待展開降息時機。由債券殖利率來看，6 個月以內的國庫券反應晚降息而殖利率上揚，但是 1 年後的公債殖利率卻明顯走低，反應後續有機會降息幅度擴大。這一點可以從聯邦利率期貨的降息預期顯示，3 月降息預期降低，5 月變化不大，但是 6 月以後降息預期明顯提高(圖 6)。
5. 由於 2024 下半年可能面臨經濟成長下降與失業上揚風險，預計聯準會在第 2 季降息後，可能在下半年加快降息幅度，使得全年降息幅度提高到 5-6 碼。雖然殖利率曲線可能在年中開始轉為正斜率，但是中長天期的槓桿效果讓中長天期資本利得空間較大，因此建議增加債券配置，加大中長天期債券比例。

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：美國經濟表現由放緩轉為穩健擴張，其中 GDP 表現強勁

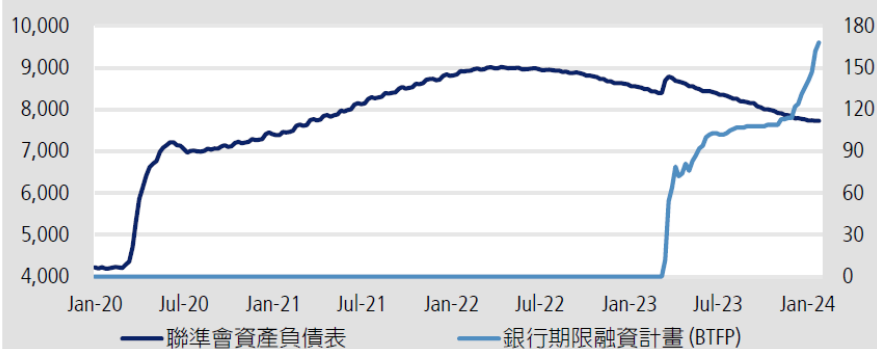
GDP 季增率及實質國內有效需求季增率，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：近期銀行定期融資計畫快速增加，部分小型銀行可能面臨流動性不足風險

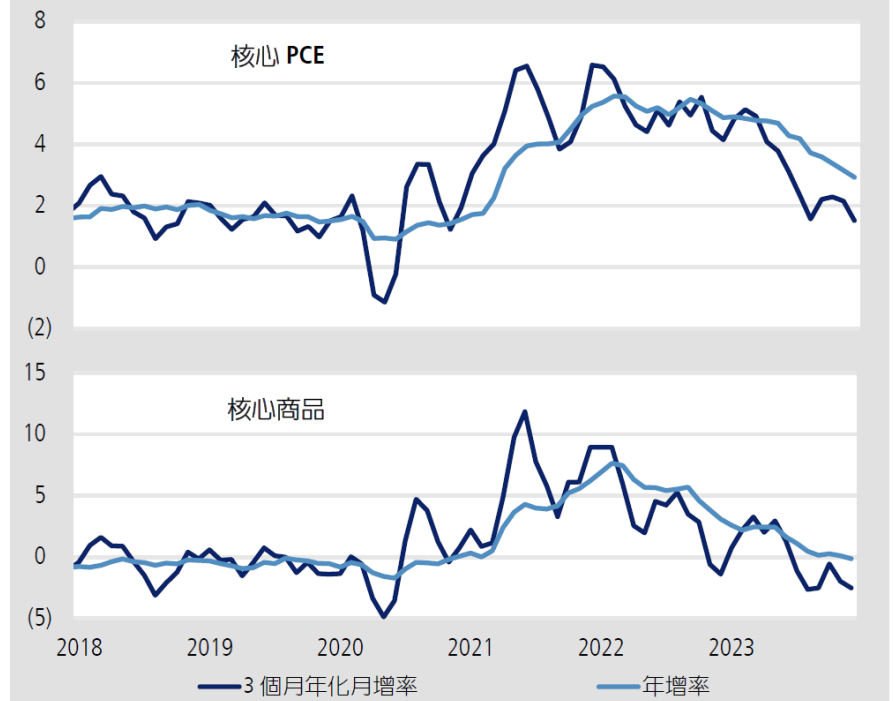
聯準會資產負債表，十億美元(左軸)；銀行期限融資計畫，十億美元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：數據顯示通膨已明顯回落，其中主要來自核心商品下降，但通膨目前仍高於 2%

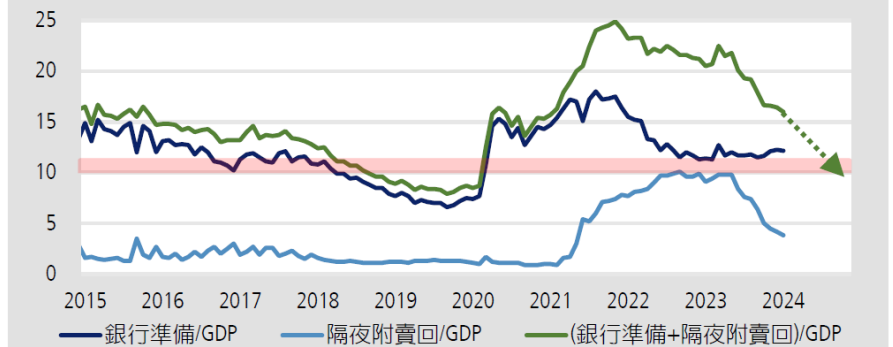
美國核心 PCE 及核心商品 3 個月年化月增率及年增率，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：銀行體系流動性整體充沛，但是分布不均，聯準會將在 3 月討論 QT 細節

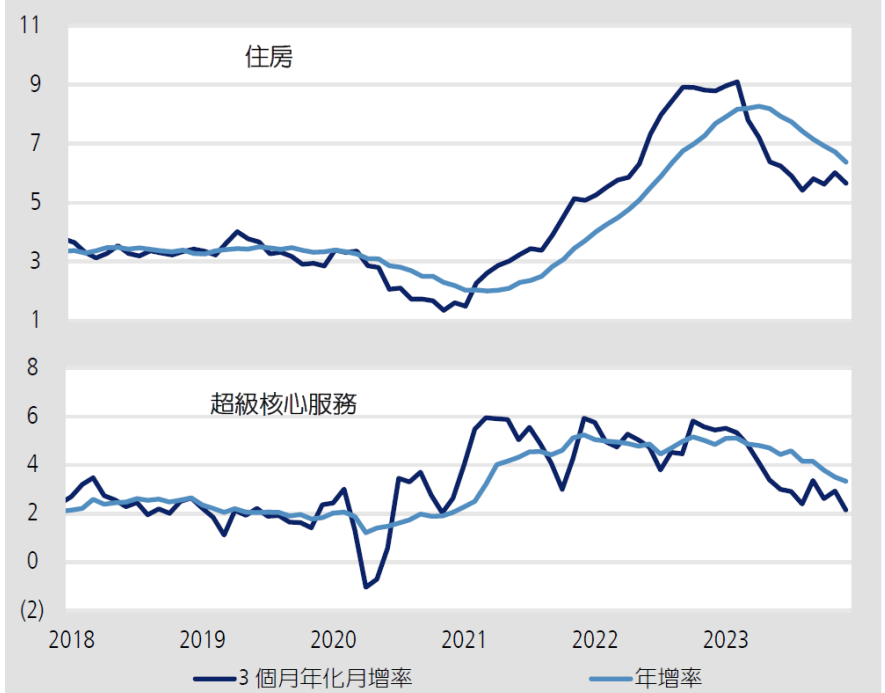
銀行準備/GDP、隔夜附賣回/GDP 和 (銀行準備+隔夜附賣回)/GDP，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：聯準會期待通膨下降證據來自服務與住房通膨，我們預期住房與服務通膨將持續走低，聯準會將在 2Q24 開始降息

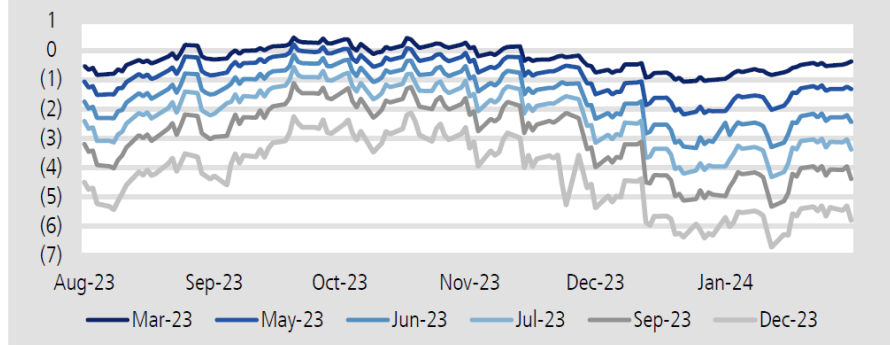
美國住房及超級核心服務 3 個月年化月增率及年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：聯邦利率期貨的降息預期顯示，3 月降息預期降低，5 月變化不大，但是 6 月以後降息預期明顯提高

聯邦利率期貨市場對 2023 年 3,5,6,7,9,12 月份利率預測，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	2023	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					2.2			2.1		4.9					3.3	
	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	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.2	3.1	3.4	3.4	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	5.5	5.6	5.5	5.3	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	3.7	5.2	4.4	4.4	4.0	3.2	3.3	3.3	3.4	2.9	2.6	2.6	2.6
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.1	4.8	4.8	4.8	4.7	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	2.9
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.6	62.6	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8	62.5	62.5	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,793	2,697	248	217	217	281	105	236	165	262	105	173	216	216
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	149	523	138	(255)	297	205	291	50	(270)	586	(683)	(683)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	410	319	176	287	25	(8)	267	58	9	(41)	(20)	(20)
	職缺求供比	倍	1.07	1.57	1.74	1.60	1.62	1.61	1.69	1.54	1.54	1.53	1.62	1.58	1.52	1.61	1.61	1.61
	平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	4.1	4.7	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.1	4.1
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	0.2	0.9	0.2	0.4	0.1	(0.4)	0.1	0.0	(0.2)	(0.9)	(0.6)	1.0	
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	4.5	0.2	4.6	2.7	7.5	9.0	2.9	3.0	5.9	0.7	10.0	3.7	3.7
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	2.7	1.9	1.0	3.2	1.4	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	1.2	1.2
	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	1.37	1.37
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47		1.49	1.48	1.50	1.49	1.48	1.47	1.46	1.46	1.48	1.48	1.48	1.48
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24		1.28	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	47.1	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7	46.7	47.4	47.4
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	52.8	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8	51.8	52.7	50.6
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	47.0	44.3	45.7	42.6	45.6	47.3	46.8	49.2	45.5	48.3	47.1	47.1
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.02)	(0.15)	(0.29)	(0.50)	0.08	(0.16)	(0.43)	0.17	(0.21)	(0.03)	(0.68)	0.01	(0.15)	(0.15)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(7.0)	(8.0)	(8.3)	(8.2)	(8.1)	(7.8)	(7.9)	(8.1)	(8.1)	(7.7)	(7.1)	(7.1)
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			
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)				
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,462	1,482	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,498	1,467	1,493	
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,415	1,436	1,380	1,348	1,583	1,418	1,451	1,305	1,356	1,376	1,525	1,460	
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	668	625	640	679	710	683	728	654	698	676	615	664	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.3	18.6	4.8		0.6	(1.0)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	0.1	2.2	4.0	4.9	5.5	5.5	
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	2.2	2.3	1.7	1.6	1.8	2.1	2.5	2.0	2.1	1.9	2.7	3.2	
	零售銷售	YoY %	0.9	18.2	9.7	3.4	5.3	2.2	1.3	2.1	1.5	2.8	2.8	4.0	2.2	4.0	5.6	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.7	17.2	11.3	3.2	6.4	2.5	1.6	1.4	0.5	1.7	2.4	3.4	2.0	3.4	4.5	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	14.9	14.8	15.9	15.1	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5	15.3	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	103.4	104.0	103.7	102.5	110.1	114.0	108.7	104.3	99.1	101.0	108.0	114.8
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	66.9	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	78.8
財政	財政餘額	(占GDP%)	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(6.1)	(6.7)	(7.2)	(7.8)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(5.2)	(6.3)	(6.5)	
	經常帳	(占GDP%)	(2.8)	(3.5)	(3.8)			(3.4)			(3.2)		(3.1)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321		150.3	173.6	102.3	18.8	163.5	11.1	92.1	0.7	3.4	126.1		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	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	3.92	3.47	3.42	3.64	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	104.9	102.5	101.7	104.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7	103.5	101.3	103.3

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	2023	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24
GDP	GDP年增率 YoY %	3.4	6.6	2.6	1.4		(3.5)			1.4			2.3				5.1
物價	消費者物價指數 YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	2.4	2.4	2.4	2.0	1.8	1.9	2.5	2.9	3.1	2.9	2.7	
	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	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	
勞動市場	失業率 %	3.7	3.7	3.6	3.4	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
	工業生產 YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(12.4)	(10.0)	(16.0)	(22.6)	(15.7)	(17.3)	(15.5)	(10.8)	(6.9)	(2.3)	(2.1)	(4.0)	
經濟活動	Markit台灣製造業PMI 點		58.5	47.7	46.3	49.0	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	
	景氣對策燈號					藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	黃藍	藍	黃藍	黃藍	
	景氣綜合判斷分數 點	24.3	39.0	24.2	14.3	10.0	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	20.0	20.0	
	景氣領先指標 YoY %	(0.5)	4.6	(2.8)	(1.0)	(5.4)	(5.1)	(4.7)	(4.3)	(3.9)	(3.5)	(3.3)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.5)	
消費	零售銷售 YoY %	(0.7)	7.1	(1.1)	(6.1)	(14.2)	(14.5)	(14.0)	(13.1)	(11.6)	(9.8)	(7.7)	(5.4)	(3.2)	(1.0)	1.0	
	零售銷售 YoY %	0.2	3.3	7.4	6.9	4.6	7.6	7.5	17.1	13.9	5.3	4.3	6.9	5.1	7.2	1.1	
外貿	出口 十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	31.1	35.2	36.0	36.1	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5	39.9	
	進口 十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	28.7	31.0	29.3	31.3	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7	28.8	
	貿易收支 十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	2.4	4.2	6.7	4.9	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8	11.1	
	出口成長率 YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	(17.1)	(19.1)	(13.3)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.5)	3.8	11.8	
	進口成長率 YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(9.5)	(20.1)	(20.3)	(21.8)	(30.1)	(21.0)	(23.0)	(12.2)	(12.4)	(14.8)	(6.5)	
	外銷訂單 十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	42.1	46.6	42.5	45.7	44.2	47.7	46.0	51.4	52.9	50.6	43.8	
貨幣與金融	外銷訂單成長率 YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	(18.3)	(25.7)	(18.1)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	1.0	(16.0)	
	M1B貨幣供給 YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	2.0	2.0	2.7	3.3	2.4	3.7	2.9	2.8	3.3	3.0	3.1	
	M2貨幣供給 YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	6.8	6.6	6.7	6.6	5.9	6.9	6.5	6.0	5.7	5.3	5.3	
	外匯存底 十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	558.4	560.3	561.1	562.9	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5	570.6	
	重貼現率 %	1.1	1.1	1.8	1.9	1.8	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	28.1	27.7	30.7	30.6	30.6	30.5	30.8	30.8	31.2	31.5	31.9	32.2	32.4	31.3	30.6	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。