

美國總體經濟：10月FOMC觀點

聯準會鷹派降息引發未來降息預期放緩

焦點內容

1. FOMC 符合市場預期降息 1 碼，除了中央理事 Miran 主張降息 2 碼，堪薩斯城聯準銀行總裁 Schmid 則反對降息。
2. 12 月開始停止量化緊縮，晚於市場預期的 11 月。會後記者會表達某些理事反對 12 月降息，市場降息預期明顯縮減。
3. 降息預期放緩讓美元、美債殖利率跳升，其他風險性資產與黃金下跌。然而溫和降息預期對股市影響有限；預期勞動市場未來將加速下行，建議趁殖利率反彈增加中長期公債配置。

重要訊息

美國 10 月 FOMC 會議符合市場預期調降聯邦基金利率 1 碼至 3.75-4.00%，然而 12 月停止量化緊縮，晚於市場預期之 11 月。另外會後記者會表達 12 月降息的不確定，使得 10 月 FOMC 會議呈現鷹派降息。

評論及分析

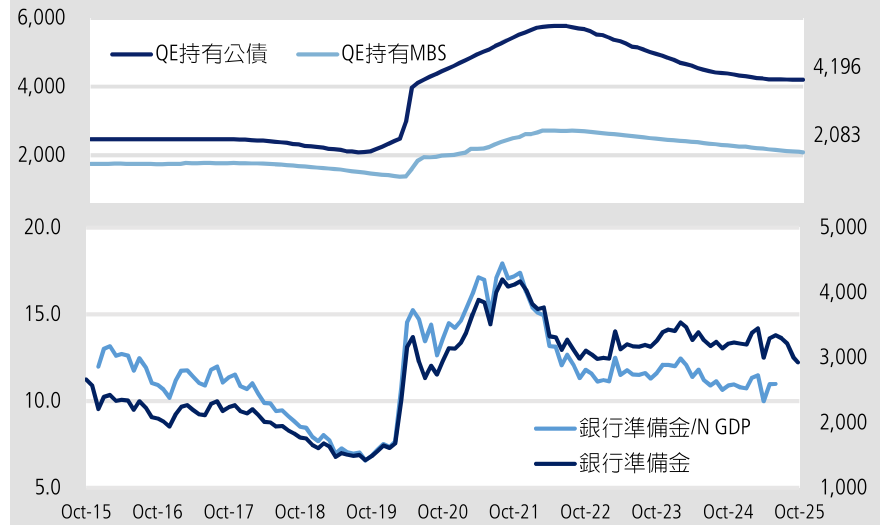
1. 聯準會 FOMC 符合市場預期調降聯邦基金利率 1 碼，但是中央理事 Stephen Miran 主張應降息 2 碼；堪薩斯城聯準銀行總裁 Jeffrey R. Schmid 投票維持利率不變。9 月 FOMC 點陣圖已顯示理事對未來降息主張分歧，10 月 FOMC 會議出現理事在利率決策投票上出現明顯分歧，加上會後聲明將經濟活動從成長趨緩轉為溫和擴張，進而讓市場擔憂未來降息速度可能放緩。
2. 由於美國量化緊縮計畫(QT)已讓 Fed 資產負債表從疫情高峰的近 9 兆美元縮減約 2.3 兆美元至目前的 6.6 兆美元，(銀行準備金/名目 GDP)也降至 10%左右(圖 1)，回到聯準會先前預期 9-12%的合理區間，因此 FOMC 決議自 12 月開始停止 QT。然而近期擔保隔夜融資利率 SOFR 已多次超過準備金利率 IOER(圖 2)，Fed 也多次透過選擇性回購協定 SRF 向市場提供流動性，顯示市場流動性有過緊跡象。聯準會 12 月停止 QT 計畫的時間晚於市場預期的 11 月，加上原本聯準會持有債券到期再投資標的是匹配未到期的期間分配，12 月之後則是轉為再投資國庫券，有反向 Operation Twist 的緊縮味道，讓市場反應貨幣政策偏向鷹派。
3. 總裁 Powell 記者會表示關稅引發的通膨主要在商品市場，通膨上行風險仍在，但是服務通膨趨勢則維持不變(圖 3)，扣除關稅的核心 PCE 通膨可能在 2.3-2.4%，顯示通膨壓力的擔憂放緩。至於勞動市場正逐步降溫，雖然沒有出現加速疲弱，但是需密切關注裁員狀態。通膨與勞動市場前景可以確認降息方向，但是 Powell 表示 12 月再次降息並非必然，FOMC 某些成員認為不該維持次次會議降息，而是暫停並進一步觀察數據變化。聯準會理事對後續降息路線分歧並未有所好轉，使得市場對於後續降息速度產生質疑(圖 4)。

市場反應與投資建議

整體 FOMC 會議偏向鷹派，金融市場反映降息預期縮窄，美元、美債殖利率跳升，其他風險性資產與黃金下跌。由於聯準會將逐漸消除政策利率限制性，因此未來降息方向是確定的，只是經濟活動與勞動市場數據沒有轉為特別疲弱，因此在降息速度上比市場預期慢。溫和降息對於股市影響有限，對美元與美債影響相對較為明顯一些。我們預期後續勞動市場下行速度將加速，因此建議趁美債殖利率反彈之際增加美國中長期公債配置。

圖 1：美國銀行準備金水準已降至目標區間，聯準會停止量化緊縮

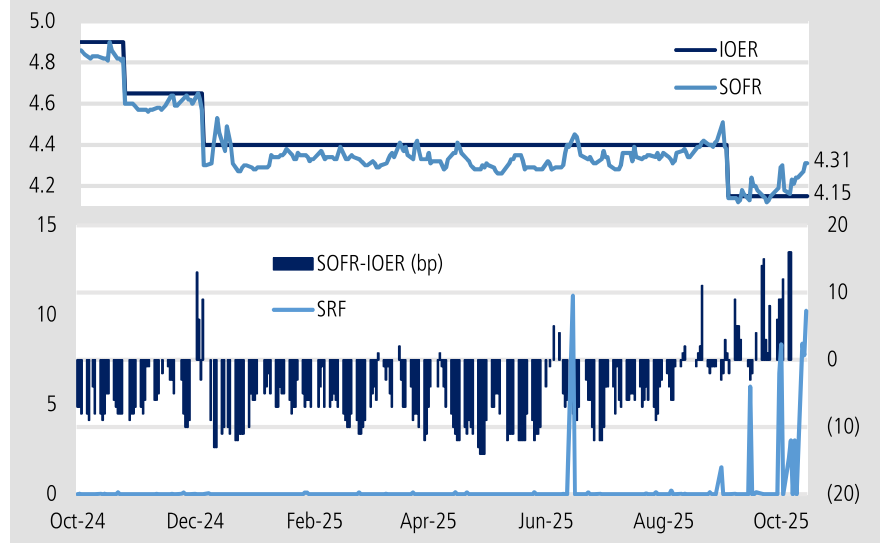
QE 持有公債、QE 持有 MBS，十億美元（上圖）；
銀行準備金/N GDP，百分比（左軸）；銀行準備金，十億美元（右軸）（下圖）



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：SOFR 利率已多次超過 IOER 利率，Fed 也多次透過 SRF 釋出流動性

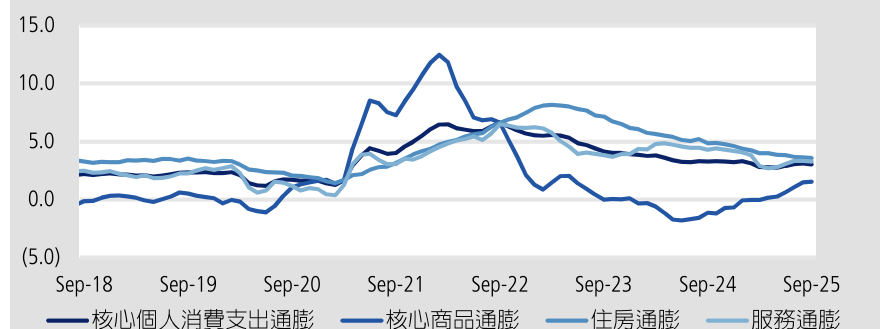
IOER、SOFR，百分比（上圖）；
SRF，十億美元（左軸）；SOFR-IOER，基點（右軸）（下圖）



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：商品通膨受關稅影響而上行，服務通膨則維持不變

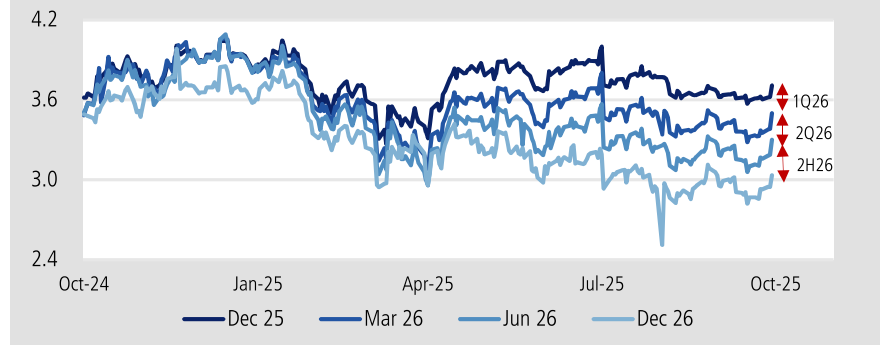
核心個人消費支出通膨、核心商品通膨、住房通膨、服務通膨之年增率，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：降息預期放緩引發金融市場出現修正

聯邦利率期貨市場對 2025 年 12 月及 2026 年 3、6、12 月利率預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar							1.9			(0.6)			3.8			
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8			2.4			2.0			2.1			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	3.0
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1	3.0
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	3.0	3.0	3.0	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	
	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3	
勞動市場	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	44	261	323	111	102	120	158	19	(13)	79	22	
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93	(260)	288	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	51	27	11	(40)	103	205	63	47	(2)	140	13	(26)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.38	1.41	
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.9	3.7	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.1	1.0	1.2	0.7	0.9	1.3	0.9	
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.7	5.4	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.5	2.9	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37		
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.57	1.56		
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.32	1.31	1.29	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29		
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0	48.7	49.1
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1	52.0	50.0
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1	51.4	48.9
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	0.00	(0.13)	(0.15)	(0.50)	(0.05)	0.36	(0.39)	0.36	0.13	(0.39)	(0.19)	(0.13)	(0.28)	(0.12)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(4.0)	(3.4)	(3.6)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	0.0			6.2			18.5			9.5		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	(21.3)			9.4			(20.3)			(28.6)		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362	1,330	
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,382	1,429	1,307	
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	621	675	718	662	642	660	706	627	676	664	800	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	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	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	3.3	3.2	3.6	3.3	2.7	3.2	3.1	2.5	2.5	2.5	2.7	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	4.0	3.9	4.9	
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4	16.1	16.4
	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	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.3)	(4.1)			(4.0)			(4.5)			(4.4)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	772	119.4	49.1	47.8	(42.3)	106.5	162.7	(4.1)	266.8	151.0	49.2		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37	4.23	4.15
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8	97.8

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：台灣重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8			3.8			5.5			8.0			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.3
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.7	13.7	15.5
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2	47.4	46.8
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	黃紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	31.0	35.0
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)	2.4	9.6	9.6	9.4	9.1	8.6	7.7	6.7	5.9	5.3	5.1	5.3	5.6
	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.4)	(9.4)	4.3	10.1	10.6	11.3	12.2	13.1	14.0	14.6	14.9	14.9	14.8	14.7	14.6
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	0.4	(2.2)
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3	56.7	58.5	54.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3	42.3	41.7	41.9
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1	14.3	16.8	12.4
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	8.4	9.6	9.1	4.4	31.4	18.6	29.9	38.6	33.7	42.0	34.1	33.8
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	5.9	19.6	30.2	(17.2)	47.4	28.7	32.9	24.8	17.2	20.5	29.5	25.1
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	55.5	52.3	52.9	47.9	51.6	54.9	59.0	60.7	59.7	60.4	60.0	70
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	4.9	3.3	20.8	(1.1)	36.7	16.3	25.2	24.2	31.0	20.8	19.5	30.5
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	4.5	5.2
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	4.8	5.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9	597.4	602.9
	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	32.0	32.5	32.8	32.7	32.9	33.2	32.0	29.9	29.2	29.9	30.6	30.5

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。