

美國總體經濟：12月FOMC觀點

如預期降息，超預期放錢

焦點內容

1. FOMC 調降利率 1 碼，符合市場預期，點陣圖顯示明年僅降息 1 碼(低於預期)，而通膨不確定性略有降低，並調升經濟成長預期，失業率維持不變，對經濟前景展望仍未明顯改變。
2. 聯準會投票結果有三票反對票，內部分歧情況高於 10 月，另外聯準會決定 12 月開始停止 QT，且為了緩解近期流動性偏緊，自 12/12 起執行儲備管理購買(RMPs)，預計 12 月購買 400 億，未來幾個月也將維持高購買量。
3. 雖然市場之前已大致反應降息一碼，不過 RMPs 購買量高於市場預期，提供市場寬鬆效果，且依模型推估 2026 年可能有 2-3 碼降息空間，維持目前增持中長期債券建議，但 2026 下半年中長期債券將轉為中性建議。

重要訊息

美國 12 月 FOMC 會議調降聯邦基金利率 1 碼至 3.5-3.75%，符合市場預期。整體經濟前景仍是高度不確定，但通膨不確定性略有降低。聯準會調升經濟成長預期，失業率維持不變與通膨上揚程度預期略有減緩。

評論及分析

聯準會 FOMC 會議，公布後續經濟數據與利率預測(圖 1)，其中

1. 2026 年經濟成長預期小幅成長(1.8%上修至 2.3%)，一方面反應關稅的負面衝擊降低，另一方面反映 2025 年 10-11 月政府關門後重啟的經濟成長。
2. 維持 2026 年失業率 4.4%，顯示聯準會雖然認為勞動市場有下行風險，但是主軸上仍預期 2026 年失業率開始緩慢下降。雖然勞動數據有所缺失，但聯準會預期失業率大概增加 0.1-0.2 個百分點(由 9 月的 4.4%上升到 4.5-4.6%)，因此不存在大幅降息理由。
3. 2026 年第 4 季核心通膨下修(2.6%下修至 2.5%)，明顯低於 2025 年的 3.0%，顯示非關稅通膨已受到壓抑，關稅通膨高峰在 2026 年第 1 季，2026 下半年開始走低。

FOMC 12 月會後聲明與 10 月相當，經濟以溫和速度擴張外，通膨仍高與就業放緩、失業上揚。由於通膨與就業市場風險趨於平衡，因此 12 月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議調降聯邦基金利率 1 碼至 3.5-3.75%，符合市場預期，不過中央理事 Miran 主張應降息 2 碼；堪薩斯城聯準銀行總裁 Schmid 與芝加哥聯準銀行總裁 Goolsbee 都投票維持利率不變，12 月 FOMC 會議理事在利率決策投票上分歧程度高於 10 月。

聯準會自 9 月以來連續 3 次降息 1 碼，至 2025 年 12 月政策利率限制性已取消。由於聯準會對後續失業率預期是 2025 年的 4.5%緩慢下降至 2026 年的 4.4%，再降至 2027 年的 4.2%；而核心通膨將由 2025 年的 3.0%降至 2026 年的 2.5%，再降至 2027 年的 2.1%，因此 12 月 FOMC 點陣圖維持與 9 月一樣(圖 2)，就是 2026 與 2027 年每年降息 1 碼。

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%以下(圖 3)，回到聯準會先前預期 9-11%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 4)，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。聯準會自 12 月 12 日起開始執行儲備管理購買(RMPs)，預計 12 月將購買 400 億，未來幾個月將維持高額購買量。

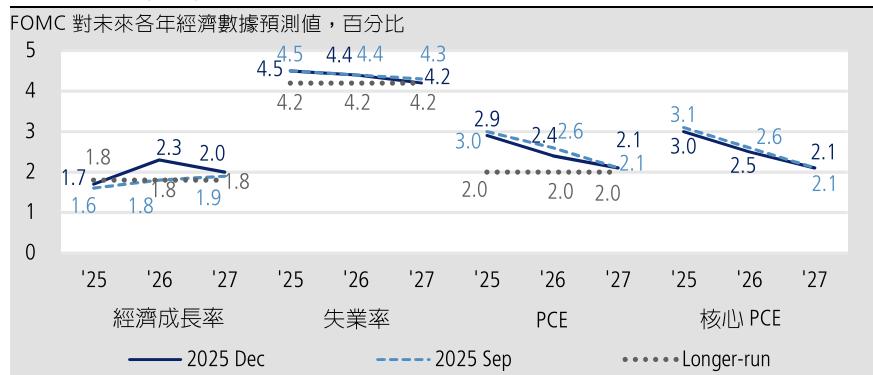
市場反應與投資建議

由於 Powell 過去習慣在非一致性降息時於記者會發表鷹派言論，市場先前就預期這次是鷹派降息。然而 Powell 的主席任期將在 2026 年 5 月卸任，下一任不論是呼聲最高的 Hassett 或是其他人，必定是川普總統屬意的鴿派，因此這次降息後 Powell 鷹派演說並未產生效果。

聯準會 12 月開始購買 400 億國庫券(RMPs)以補充市場流動性，購買幅度高於市場預期的每月 150-200 億，啟動時間早於市場預期的 1 月。雖然購買國庫券與過去 QE 時購買長債的寬鬆效果不同，但是比預期快、多的 RMPs 仍將帶來寬鬆效果，美債、美股都上揚，美元指數也快速走低。

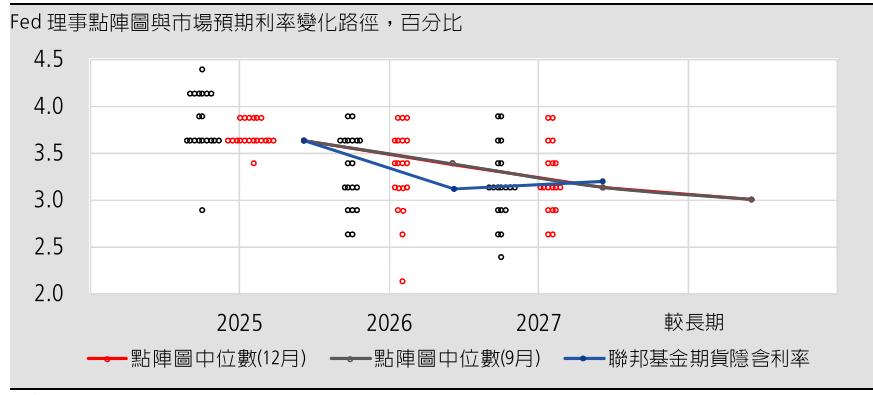
雖然聯準會並未提高失業率估計，但近期多數勞動市場數據顯示勞動市場下滑速度可能加速，失業率也將進一步上揚，因此依據 balance-approach 模型推估的 2026 年可能有 2-3 碼的降息空間。我們仍認為中長期債券殖利率將在上半年走低，然而隨著聯準會持續降息與勞動市場重新走穩，下半年中長期債券殖利率將重新反映美國財政紀律與 2027 年以後可能通膨重新走高風險。維持目前增持中長期債券建議，但 2026 下半年中長期債券將轉為中性建議。

圖 1：2026 年經濟成長預期由 1.8% 上修至 2.3%，核心通膨預期略微下調至 2.5%，失業率持平在 4.4%。



資料來源：Fed : Bloomberg : 凱基

圖 2：12 月 FOMC 點陣圖顯示 2026 與 2027 年各降息 1 碼



資料來源：Fed : Bloomberg : 凱基

圖 3：銀行準備金/名目 GDP 降至 10%以下，回到聯準會先前預期 9-11%的合理區間

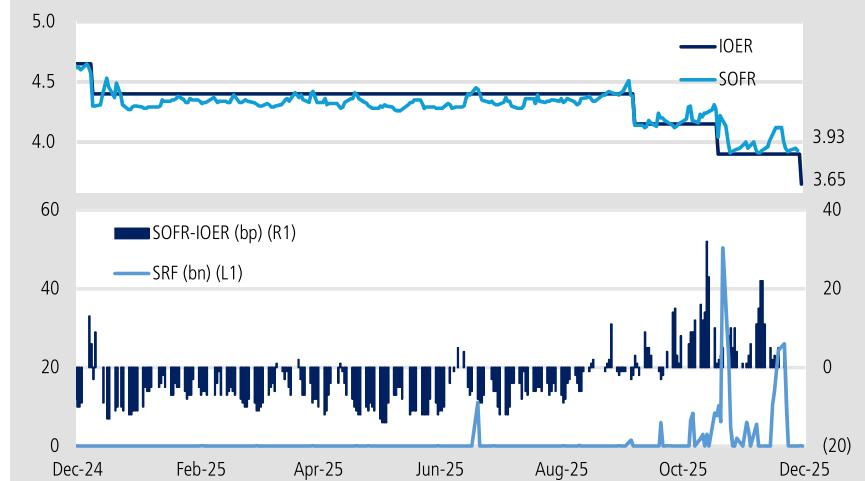
QE 擁有公債、QE 擁有 MBS，十億美元（上圖）；
銀行準備金/N GDP，百分比（左軸）；銀行準備金，十億美元（右軸）（下圖）



資料來源：Fed : Bloomberg : 凱基

圖 4：近期擔保隔夜融資利率 SOFR 已多次超過準備金利率 IOER，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

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 5：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	
		GDP季增年率	QoQ%, saar					1.9	(0.6)			3.8						
物價	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.4		2.0			2.1						
	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	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	3.2	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	2.7	2.6	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8		
勞動市場	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	3.0	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8		
	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3	62.3	62.4	
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4		
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	323	111	102	120	158	19	(13)	72	(4)	119		
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93	(260)	288	251		
	Challenger企業廣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	11	(40)	103	205	63	47	(2)	140	13	(26)	175	24
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.38	1.41	1.43	1.49	
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	(2.2)	0.9	0.8	0.6	0.9	0.1	0.5	1.6	0.9	1.6		
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.6	5.1	9.7		
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.4	2.5	5.3		
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37	1.37	1.37		
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.29	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29	1.28			
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0	48.7	49.1	48.7	48.2
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1	52.0	50.0	52.4	52.6
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1	51.4	48.9	49.4	47.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	0.00	(0.13)	(0.15)	0.36	(0.39)	0.36	0.13	(0.39)	(0.19)	(0.13)	(0.28)	(0.12)			
房市	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(3.9)	(3.4)	(3.4)	(3.3)		
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		6.2		18.5		9.5			6.5			
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	9.4		(20.3)		(28.6)					11.5		
	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	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	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,382	1,429	1,307			
消費	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	718	662	642	660	706	627	676	664	800			
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	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	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4		
	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	3.6	3.3	2.7	3.2	3.1	2.5	2.5	2.5	2.6	2.1		
消費	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0	4.3		
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	4.0	4.0	4.9	4.1		
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6
	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	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	88.7
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)
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	776	56.0	(39.6)	103.0	161.1	(24.0)	257.3	153.7	39.0	134.2	179.8		
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	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5

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	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	
		YoY %																
GDP	GDP年增率	6.7	2.7	1.1	5.3	4.1			5.5			7.7				8.2		
物價	消費者物價指數	2.0	3.0	2.5	2.2	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.2	1.5	1.2	
	核心消費者物價指數	1.9	2.7	2.4	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3		
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.7	13.7	16.4	14.5	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8
	景氣對策燈號	點					紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	黃紅	黃紅		
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.3)	(1.5)	2.4	9.6	9.3	8.7	7.8	6.9	6.1	5.6	5.6	6.0	6.7	7.3	
消費	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.4)	(9.4)	4.1	11.1	11.9	12.9	13.8	14.5	14.9	14.9	14.9	14.9	15.0	14.9	
	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	
	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3	56.7	58.5	54.3	61.8	64.1
外貿	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3	42.3	41.7	41.9	39.2	48.0
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1	14.3	16.8	12.4	22.6	16.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	9.1	4.4	31.4	18.6	29.9	38.6	33.7	42.0	34.0	33.8	49.7	56.0
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	30.2	(17.2)	47.4	28.7	32.9	24.8	17.2	20.5	29.5	25.1	14.6	45.0
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	52.9	47.9	51.6	54.9	59.0	60.7	59.7	60.4	60.0	70.2	69.4	
貨幣與金融	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	20.8	(1.1)	36.7	16.3	25.2	24.2	31.0	20.8	19.5	30.6	25.1	
	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8
	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	
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.6	32.8	32.8	32.7	32.9	33.2	32.0	29.9	29.2	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4

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，本行並不另行通知。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。本報告亦不存在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。