

## 美國總體經濟：1月FOMC觀點

### 短期內不存在進一步降息條件

#### 焦點內容

1. FOMC 符合市場預期維持聯邦基金利率於 3.50-3.75% 不變，但中央級理事 Waller 和 Miran 皆支持降息一碼。
2. FOMC 會後聲明將經濟活動描述由“溫和”改為“強韌”成長，失業率由“小幅上升”改成“維持低檔”，並刪除“就業下行提高”字眼，聲明稿論調略為偏鷹。
3. 主席 Powell 於會後記者會上表示就業和通膨雙邊風險更趨於平衡，目前利率不具高度限制性且位於良好位置，顯示若經濟情況不變，短期可能沒有降息打算；由於 FOMC 前夕市場已縮減降息預期，因此會後金融市場反應溫和，美債利率和美元上升。
4. 考量 2H25 非農就業明顯放緩，我們預期失業率於第二季後可能再度上升，屆時將帶動美債利率走降，建議可於美債利率彈升時因交易目的買入中長天期美債，不過美國財政紀律不佳可能引發長期 term premium 上揚，因此後續美債利率轉降時仍須適時獲利了結。

#### 重要訊息

美國 1 月 FOMC 會議維持利率於 3.50-3.75% 不變，符合市場預期。Fed 主席 Powell 會後表示勞動市場好轉，物價和就業雙邊風險更趨平衡，暗示短期內可能不存在降息條件。

#### 評論及分析

1. FOMC 會議本月符合市場預期維持聯邦基金利率於 3.50-3.75% 不變，但是中央級理事 Christopher Waller 和 Stephen Miran 皆主張應降息一碼，顯示 FOMC 內部仍存在意見分歧。
2. FOMC 會後聲明中，對於經濟活動描述由“溫和成長”(moderate)改為“強韌成長”(solid)，對於失業率描述由“截至九月持續小幅上升”改為“失業率維持低檔”，並且刪除“近幾個月就業下行風險提高”之字眼；此外，對於通膨描述上刪除“通膨在今年早些時候有所上升”，並改為“已顯示出一些穩定跡象”，整體會後聲明論調略顯偏鷹。
3. 聯準會主席 Powell 於會後記者會上，表示美國經濟進入 2026 年維持穩健，Fed 雙邊使命(Dual Mandate)更趨向平穩，通膨上行風險和就業下行風險均減少。失業率因人口和勞參率成長下降而維持穩定，但勞動需求確有放緩且可能比勞動供給下降更多；通膨方面，核心商品通膨因關稅影響仍高，但近期通膨下降趨勢(disinflation)是明顯的，市場中長期通膨預期亦維持穩固，今年應會見到物價在關稅影響高峰結束後走降。在先前連三次降息後，目前政策利率處在良好的位置，後續降息仍將視經濟數據變化而定，當前利率並不具高度限制性。
4. 聯準會去年 12 月啟動儲備管理購買(RMPs)在二級市場購買國庫券來維持銀行體系儲備充足性，儘管本次 FOMC 未公布更多資訊，但根據紐約聯準會公開市場帳戶(SOMA)近期公布之操作結果，前兩個月 RMPs 執行量 800 億美元已佔首年預計規模 2,200 億近四成，後續購買量將下降，對市場帶來之流動性效果亦將遞減。

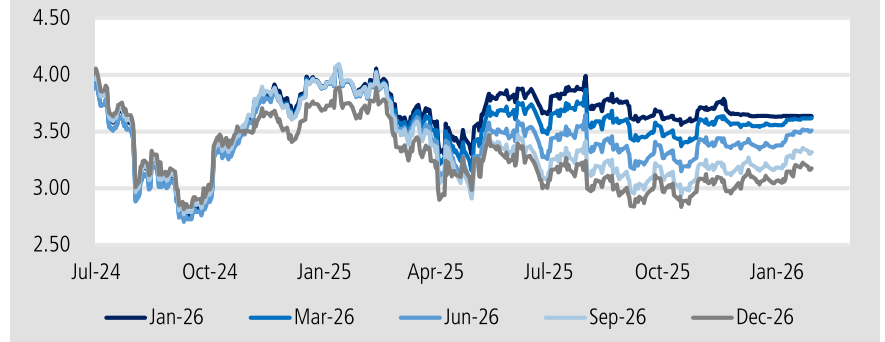
#### 市場反應與投資建議

由於 FOMC 前夕市場已大幅降低今年降息預期，因此會議決策公布後儘管聲明稿偏鷹使得美債利率和美元上升、股市等風險性資產略有承壓，單就 FOMC 會議而言市場反應實屬溫和。當前市場僅預期今年再降息 1-2 碼，反映失業率回穩下單靠通膨回落不易讓 Fed 增加降息力道。

然而，我們仍預期在非農就業明顯放緩下，失業率可能於第二季後再度上升，屆時將帶動美債利率走降，建議可以於第一季美債利率彈升時因交易目的買入中長天期美債，並於後續美債利率轉降時適時獲利了結，因為美國財政紀律結構惡化將推升美債期間溢價，長期持有中長天期美債並不適宜。

圖 1：本次 FOMC 會議前夕市場已明顯降低後續降息期待

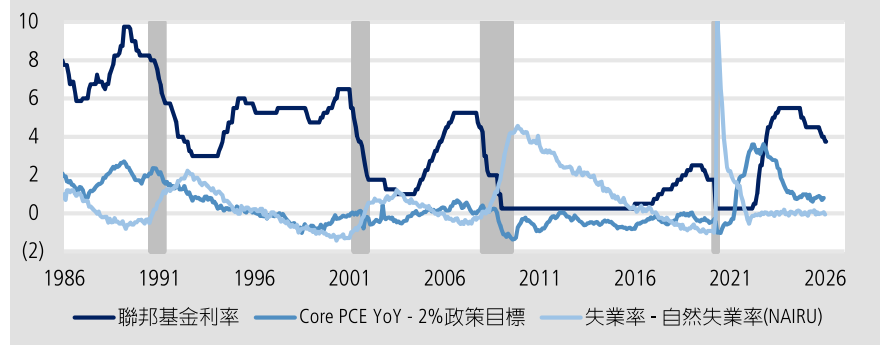
聯邦利率期貨市場對 2026 年 1、3、6、9、12 月利率預期，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：勞動市場需求更弱，或是通膨壓力更低，才能支持 Fed 進一步降息

聯邦基金利率、核心 PCE 物價指數年增率扣除 2% 政策目標、失業率扣除自然失業率(NAIRU)，百分比

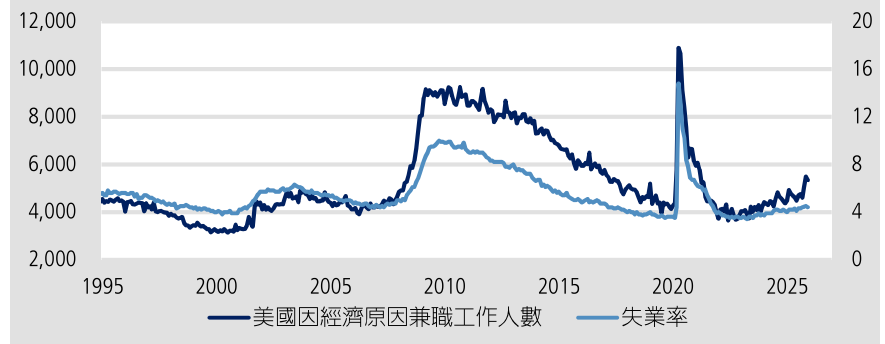


註：灰色陰影為經濟衰退期間；自然失業率(NAIRU)為勞動市場供需穩定時的長期均衡水平，上圖係引用美國國會預算辦公室(CBO)估計數字

資料來源：Fed；美國國會預算辦公室(CBO)；Bloomberg；凱基

圖 3：美國兼職人數上升，體現勞動市場仍存在惡化風險

美國因經濟原因兼職工作人數，千人(左軸)；失業率，百分比(右軸)

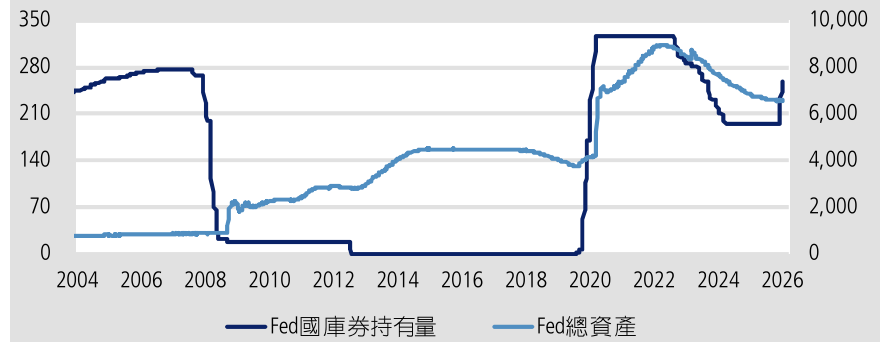


註：「經濟原因」指因不景氣或商業環境不佳無法找到全職工作，而每週工時介於 1 至 34 小時者

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：聯準會自 12 月啟動儲備管理購買(RMPs)以來，已購入逾 400 億國庫券

聯準會持有國庫券數量，十億美元(左軸)；聯準會總資產，十億美元(右軸)

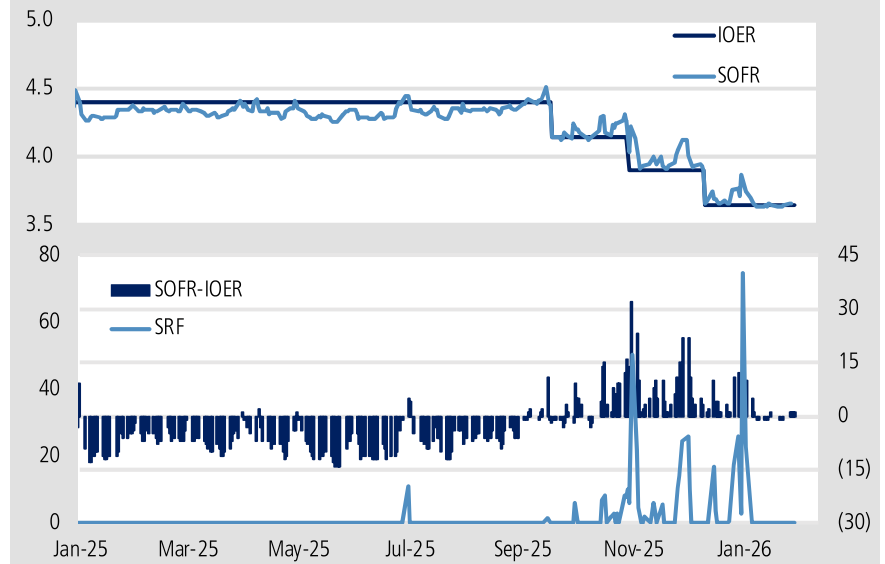


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 5：由於儲備管理購買(RMPs)改善金融市場流動性，當前 SOFR 利率已回落至 IOER 利率之下

準備金餘額利率(IOER)、有擔保隔夜融資利(SOFR)，百分比(上圖)；

美國 Fed 常備回購機制(SRF) 總成交量，十億美元(左軸)；SOFR-IOER，基點(右軸)(下圖)



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 6：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						(0.6)			3.8			4.4			
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8		2.0			2.1			2.3			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	3.0	2.7	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1	3.0	2.6	2.6
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.8
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.5	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3	62.5	62.5	62.4
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4	4.5	4.4
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	111	102	120	158	19	(13)	72	(26)	108	(173)	56
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	2,245	(493)	171	389	(654)	83	(187)	230	286		232
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(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	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.38	1.41	1.43	1.39	1.40
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.9	3.8	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)	0.9	0.8	0.6	0.9	0.1	0.6	1.9	1.2	2.0	2.1	2.7
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.6	5.1	9.7	4.5	10.5
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.4	2.5	5.3	6.0	4.3
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29	1.28	1.28	1.28	1.29	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	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	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1	52.0	50.0	52.4	54.4
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	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	0.36	(0.06)	(0.11)	(0.18)	(0.43)	0.42	0.18	(0.36)	(0.28)	(0.08)	0.01	(0.36)	(0.24)	(0.42)	(0.04)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(4.0)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.2)	(3.7)
	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		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362	1,330	1,415	1,411	
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,382	1,420	1,291	1,306	1,246	
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	662	642	660	706	627	662	639	711	738	737	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.4
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.5	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3	1.4
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	3.3	2.7	3.2	3.1	2.5	2.5	2.6	2.8	2.4	2.6	2.6
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0	4.1	3.3	3.3
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	4.0	4.0	4.8	3.8	3.7	4.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	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	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	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)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)
	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	(39.7)	103.1	161.1	(24.0)	257.2	156.8	39.1	132.8	177.5	30.9	220.2
	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	4.25	4.00	3.75
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	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	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	98.3

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3			5.5		7.7			8.2			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.3	1.5	1.2
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	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	3.4
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.7	13.7	16.4	14.2	15.8
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	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						黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.3	9.9	9.3	8.4	7.4	6.7	6.3	6.3	7.0	8.0	9.2	10.5
	景氣同時指標	YoY %	8.7	(1.4)	(9.5)	3.7	12.1	13.0	13.9	14.7	15.1	15.2	15.3	15.6	16.1	16.6	17.0
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.6
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	38.7	41.3	49.6	48.6	51.7	53.3	56.7	58.5	54.2	61.6	64.1
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	28.6	34.7	42.6	41.3	39.1	41.3	42.4	41.7	41.9	39.2	48.0
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	10.1	6.6	6.9	7.4	12.6	12.1	14.3	16.8	12.4	22.4	16.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.4	31.4	18.6	29.9	38.6	33.7	42.0	34.0	33.8	49.2	56.0
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	(17.2)	47.4	28.7	32.9	24.8	17.2	20.5	29.5	25.1	14.5	45.0
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	48.0	51.6	54.9	59.1	60.8	59.8	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	(1.0)	36.5	16.3	25.2	24.2	31.0	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	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	30.7	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9	29.6	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](http://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。