

美國總體經濟：6月FOMC觀點

Fed 立場透露出更多緊縮意味

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，但點陣圖今年中位數由降息改為升息，且會後主席 Warsh 強調捍衛物價穩定，立場透露出更多緊縮意味。
2. 官方經濟預測(SEP)下修今年經濟成長和失業率預估、並大幅上修今年 PCE 和核心 PCE 通膨預估。
3. 會後記者會中主席 Warsh 指出未來 Fed 將不再提供前瞻指引，顯示 FOMC 未來政策決定將取決於經濟情勢演進，而非先行提供方向指引。
4. 主席 Warsh 亦宣佈未來將成立五個特別工作小組，分別為溝通、資產負債表政策、數據來源、生產力和就業、通膨框架小組；預期未來 SEP 和點陣圖等預測方式可能將有所調整、Fed 可能有新的通膨檢視指標、縮表(QT)政策執行之可能性亦有所增加。
5. 展望未來，考量美國就業趨穩、核心物價僵固，預期 Fed 今年降息門檻相當高；然而，若後續美伊協議帶動油價持續回落，通膨高峰將落在 2Q-3Q26，再加上近期金融市場對 1Y 和 1Y1Y 之通膨預期已顯著走低，故研判 Fed 今年亦不至於升息，而是更可能維持政策利率不變至年底(High for longer)。

重要訊息

美國 6 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率於 3.50-3.75% 不變，符合市場預期，然而點陣圖今年中位數由降息改為升息，且會後主席 Warsh 強調捍衛物價穩定的決心，顯示 Fed 立場透露出更多緊縮意味。

評論及分析

聯準會 FOMC 會議公布未來經濟數據與利率預測(圖 1)，其中：

1. 下修今年經濟成長 (2.4% 下調至 2.2%) 並上修 2028 年經濟成長 (2.1% 上調至 2.2%)，下修今年失業率預估 (4.4% 下調至 4.3%)，並大幅上修今年 PCE 通膨 (2.7% 上調至 3.6%) 和核心 PCE 通膨預估 (2.7% 上調至 3.3%)、上調明年 PCE 通膨 (2.2% 上調至 2.3%) 和核心 PCE 通膨 (2.5% 上調至 2.2%)、和小幅上調 2028 年核心 PCE 通膨 (2.0% 上調至 2.1%)，顯示 Fed 預期物價高峰落在今年，但明後年核心物價預估上修暗示未來通膨下降進程將更緩慢。
2. 點陣圖利率中位數暗示 2026 年升息半碼、2027 年利率降回目前區間 3.50-3.75%、2028 年再降息一碼(圖 2)；不過，主席 Warsh 會後指出其自身未提供點陣圖預估，並表示未來將研究新的貨幣政策溝通框架，暗示點陣圖後續重要性將遞減。

本次會後聲明全面修改，明顯較先前版本精簡，內容包含“FOMC 以 12 比 0 的投票結果批准發布以下聲明：為支持 Fed 雙使命，委員會決定將聯邦基金利率目標區間維持在 3.50% 至 3.75%。委員會重申其在銀行體系維持充裕準備金之政策。儘管面臨一定程度不確定性，部分歸因於中東衝突，美國經濟仍穩健擴張。生產力成長和資本投資表現強勁，就業成長與勞動力規模保持同步，失業率變化不大。部分受供給面衝擊導致能源等特定產業價格上漲影響，通膨率仍高於 2% 目標水準，委員會將致力於實現物價穩定。”

會後記者會中，主席 Warsh 再次強調維護物價穩定，引領通膨回到 2% 目標的決心，從本次經濟預測(SEP)也可看出，穩定通膨是短期內 Fed 政策的首要目標，其中認為通膨風險上行的 FOMC 官員數量較上次增加，且認為失業率風險上行的官員數量降低(圖 3)。在被記者問及現在利率水準是否具有限制性時，Warsh 認為現在的利率對不同經濟領域是不平衡的，利率環境對像是房地產市場具有限制，但其他市場則不一定具限制性。

此外，主席 Warsh 指出未來 Fed 將不再提供前瞻指引(Forward Guidance)，也提及金融市場對經濟數據反應往往可做為央行官員決策的良好依據，顯示 FOMC 未來政策決定將取決於經濟情勢演進，而非先行提供方向指引。儘管 Warsh 指出記者會提供給 Fed 一個和外界的良好溝通管道，但也暗示遇到重要事件是記者會較有意義的場合，顯示 Warsh 將保持與市場溝通但會後記者會舉行頻率或許未來將有所調整。

另外，本次 FOMC 會後記者會上，主席 Warsh 亦宣佈未來將成立五個特別工作小組 (Task Force)，並預期年底前將完成工作，分別為溝通 (Communication)、資產負債表政策 (Balance Sheet Policy)、數據來源 (Data Source)、生產力和就業 (Productivity and Jobs)、通膨框架 (Inflation Framework) 小組。其中，溝通小組將負責研究經濟預測 (SEP) 相關的調整和建議；資產負債表小組則會負責衡量充裕銀行準備金制度 (Ample Reserves Regime) 之平衡和風險；數據來源小組會進行新資料來源之收集，或檢視現有官方數據，目的是更完整且即時地掌握美國經濟情勢；生產力和就業小組會研究像是 AI 對於經濟之影響等議題；通膨框架小組則會幫助 Fed 實現物價穩定，並研究例如通膨來源、衡量方式等領域。考量特別工作小組的設立，預期未來 SEP 和點陣圖等預測方式可能將有所調整、Fed 可能有新的通膨檢視指標、縮表 (QT) 政策執行之可能性亦有所增加。

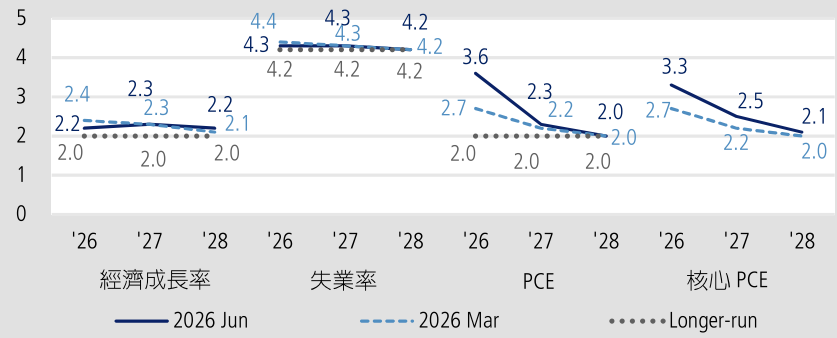
市場反應與投資建議

由於點陣圖顯示高達半數 Fed 官員預期今年升息，且會後主席 Warsh 多次強調捍衛物價穩定之決心，本次 FOMC 較鷹派的立場使得市場增加對 Fed 未來升息之預期，造成股市等風險性資產表現承壓、美元指數上升、美債殖利率大幅跳升、黃金等貴金屬價格下跌等影響。

展望未來，今年 Fed 降息之門檻相當高。首先，近幾個月勞動市場數據已有所回溫，非農新增就業連三個月保持強韌成長 (圖 4)，失業率亦出現回穩，故就業市場不再給予 Fed 降息理由；再者，近幾個月核心商品通膨有所升溫、核心服務通膨下降進程緩慢，顯示整體物價僵固 (圖 5)。然而，未來升息之可能性亦不算高，若後續美伊雙方達成協議，油價的下跌將使得物價壓力明顯趨緩，通膨總指標 (Headline) 高峰可能坐落在 2Q-3Q26，如同本次 Fed 經濟預測 (SEP) 預估一般，通膨於今年觸頂後將逐步下降，再加上近期金融市場對 1Y 和 1Y1Y 之通膨預期已顯著走低 (圖 6)，綜上考量下預期 Fed 今年不至於啟動升息，而是更可能靜待能源衝擊對物價傳導漸漸消退，維持政策利率不變至年底 (High for longer)。

圖 1：Fed 下修今年 GDP 成長和失業率預測，並大幅調升今年 PCE 通膨預測

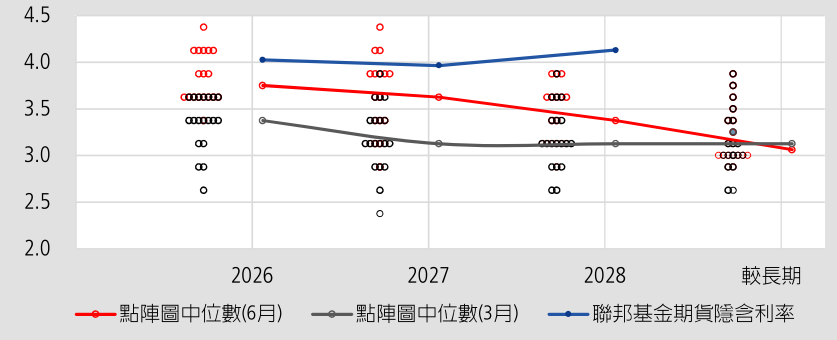
FOMC 對未來各年經濟數據預測值，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：6 月 FOMC 點陣圖中位數暗示 2026 年升息，2027 年利率降回當前區間 3.50-3.75%、2028 年再降息一碼

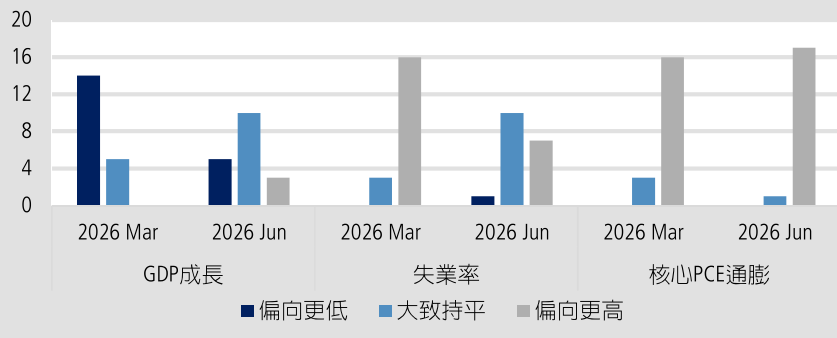
Fed 理事點陣圖與市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：FOMC 官員認為後續通膨上行風險增加，失業率上行風險降低

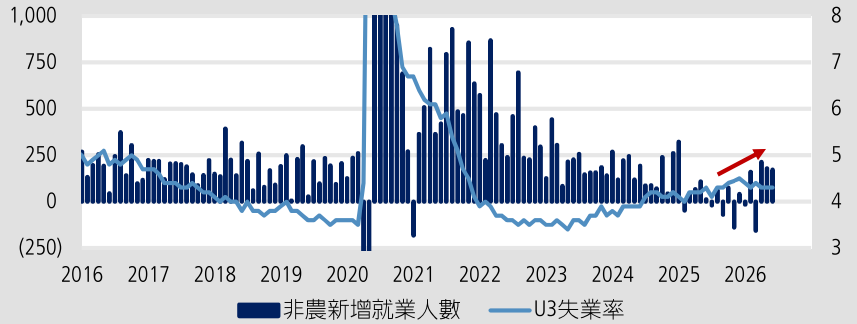
2025 年 12 月和 2026 年 3 月 FOMC 會議中認為經濟成長、失業率和核心 PCE 通膨未來風險偏向更低、持平或更高之與會者數量，個



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：近幾個月美國就業市場已有所回穩

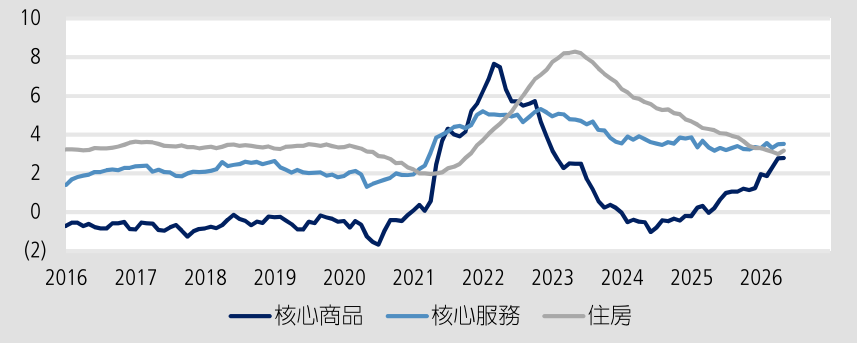
美國非農就業每月新增人數，千人(左軸)；美國 U-3 失業率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：美國核心服務通膨僵固，核心商品通膨近期明顯上升

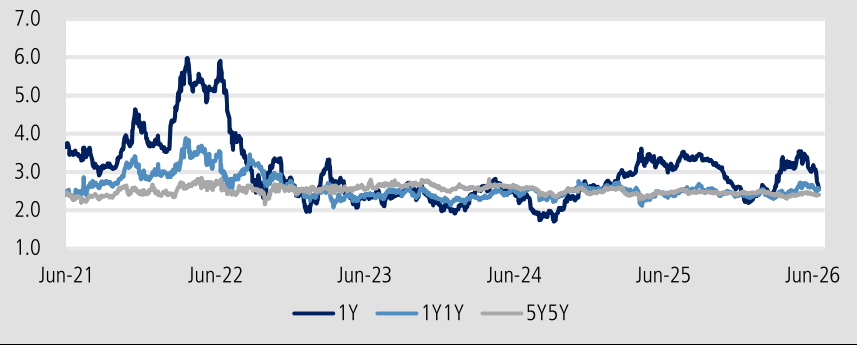
美國核心 PCE 各分項價格年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：近期國際油價的走低帶動市場通膨預期下降

美國通膨交換利率，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	2021	2022	2023	2024	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar	6.2	2.5	2.9	2.8	3.8		4.4		0.5				1.6			
	GDP年增率	YoY %	2.1				2.1		2.3		2.0				2.6			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.7	2.7	2.9	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	2.9	3.1	3.1	3.0	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.2	3.3	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.3	62.2	62.3	62.5	62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8	
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.3	4.3	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	(20)	64	(70)	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	179	172
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	83	(187)	230	286		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(2)	140	13	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.35	1.36	1.34	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.49	
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.9	4.0	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	0.6	1.9	1.2	1.9	1.8	1.8	1.2	1.1	0.8	0.6	1.4	1.7
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	12.6	3.6	5.1	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	4.5	4.4	2.5	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	10.9	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.31	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.50	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.29	1.29	1.28	1.28	1.29	1.28	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	49.0	48.4	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.8	50.5	51.9	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	46.9	47.5	51.1	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.06)	(0.12)	(0.20)	(0.08)	0.01	(0.36)	(0.31)	(0.49)	(0.30)	(0.04)	0.12	0.09	(0.15)	0.14	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.0)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.3)	(3.7)	(3.9)	(3.7)	(3.3)	(3.1)	(1.7)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		9.5				6.5		5.3			8.1	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(28.6)			11.5			16.1			4.8		
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,399	1,400	1,347	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,413
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,379	1,432	1,291	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,392	1,177
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	665	648	698	714	652	757	723	576	641	663	622	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	2.1	1.8	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.2	0.9	0.8		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.5	2.6	2.8	2.4	2.5	2.2	1.6	2.2	2.6	2.1	2.1	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.4	4.1	5.0	4.1	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	4.8	6.9	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.0	4.0	4.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.4	7.5
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1
	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	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	93.1
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(5.2)	(5.9)	(5.3)	(5.2)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.3)	(4.1)	(4.3)			(4.0)		(3.6)						
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	157.7	37.6	132.9	177.8	30.6	203.4	100.3	12.8	57.0	81.3		
	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.23	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3	7.7		8.4		13.0		14.6					
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.4	1.5	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3		
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	20.6	20.1	15.2	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.2	
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	47.2	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1
	景氣對策燈號					綠	綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	39.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.3)	(1.7)	2.2	8.6	8.9	9.7	10.9	12.2	13.5	14.6	15.6	16.6	18.0	19.6	
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	3.0	16.7	16.9	17.3	17.9	18.8	19.7	20.6	21.4	21.9	22.2	22.4	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	53.3	56.7	58.4	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	41.3	42.3	41.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	12.1	14.4	16.8	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.7	42.0	33.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	17.2	20.4	29.5	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.9
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	59.8	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	31.0	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	598.4	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1
	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	30.7	32.8	29.6	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4	β1.4	31.5	31.2	32.0	31.7	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，并不能在未獲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。