



美國總體經濟

9月FOMC觀點

焦點內容

1. 9月FOMC會議符合市場預期，調升聯邦基金利率一碼至3.75-4.00%，為三年多來首度升息，決策獲得全體12位票委一致認同，無任何異議。
2. 點陣圖利率中位數暗示2026年再升息一碼、2027年維持利率不變、2028年和2029年逐漸降息回到升息前之政策利率區間3.50-3.75%；雖然2027年點陣圖中位數顯示將維持利率不變，但有多達8位官員預期要升息第三碼，整體點陣圖分布偏鷹。
3. 主席Warsh會後記者會上總結自上次會議以來，有三個主要因素之轉變是今天FOMC會議一致通過升息決議的考量，包含就業市場改善、通膨趨勢未見好轉、及地緣政治情勢惡化等。
4. 點陣圖分佈偏鷹派，加上會後主席Warsh指出近期通膨趨勢未有改善，使得FOMC會後股市等風險性資產表現承壓，美債殖利率和美元指數上升，黃金等貴金屬價格下跌。
5. 考量近期國際油價飆漲已導致美國汽油價格年增率創年內新高，美國後續通膨壓力不小，建議股價市短期內謹慎保守操作，並留意未來一季高油價對核心通膨之影響及通膨擴散情形；債市部分，若後續通膨因中東情勢趨緩或廠商轉嫁潮結束後開始走低，或是美國景氣因高油價、低實質所得成長等因素而明顯放緩時，可因循環因素短線做多中長期美債，中長期美債因美國財政紀律不佳故不建議長期持有。

無異議升息一碼，點陣圖顯示FOMC對通膨逐漸不耐煩

重要訊息

美國9月FOMC會議調升聯邦基金利率一碼至3.75-4.00%，符合市場預期，但今年點陣圖分佈明顯較上次鷹派，且主席Warsh指出近期通膨趨勢改善有限，會後股市等風險性資產表現承壓，美債殖利率上升。

評論及分析

本月FOMC會議符合市場預期，調升聯邦基金利率一碼至3.75-4.00%，為三年多來首度升息(圖1)，升息決策獲得FOMC全體12位票委一致認同，無任何異議；會後聲明中新增“國內消費保持韌性”之描述，並指出“升息決策將有助於更快實現FOMC設定之2%的通膨目標”，其餘部分變動不大。

FOMC會議公布官方經濟數據與利率預測(SEP)(圖2)，其中：

1. 微幅上修今年經濟成長(2.2%上調至2.3%、2.3%上調至2.4%)，小幅上調今年PCE和核心PCE通膨預估(3.6%上調至3.7%、3.3%上調至3.4%)和2028年PCE和核心PCE通膨預估(2.0%上調至2.1%、2.1%上調至2.2%)，並預期2029年PCE和核心PCE通膨才會回到2%政策目標，顯示儘管Fed仍預期物價高峰落於今年，但暗示未來通膨下降進程更加緩慢。勞動市場部分，今年失業率預估由4.3%下修至4.1%，2028年失業率預估則由4.2%下修至4.1%。
2. 點陣圖利率中位數暗示2026年再升息一碼、2027年維持利率不變、2028年約降息一次，2029年再降息回到升息前政策利率區間3.50-3.75%；然而，今年點陣圖有4位官員認為再升息兩碼是合適的，且2027年點陣圖中位數雖顯示維持利率不變，但有多達8位官員預期再升息一碼，整體點陣圖分布偏鷹派(圖3)。
3. 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，其中有多達15位官員認為通膨風險偏向上行，且認為失業率風險偏向上行和經濟風險偏向下行之官員數量皆為零，較上次顯著減少，顯示整體FOMC委員會體認美國經濟成長前景較上次改善(圖4)；Fed主席Warsh和上次6月會議一樣，於會後記者會中坦言個人未提供經濟預測(SEP)預估。

會後記者會上，主席Warsh指出目前美國經濟維持韌性，勞動市場接近充分就業，但通膨仍然偏高，且近期物價數據顯示通膨趨勢並沒有好轉，未來將持續致力於維護物價穩定，引導通膨回到2%目標。另外，主席Warsh強調打擊通膨不代表需要犧牲經濟或就業成長，維護物價穩定和充分就業兩項核心使命(Dual mandate)彼此間並不相斥。

在被問及升息是否對於供給側通膨(Supply-side inflation)有幫助時，主席 Warsh 指出貨幣政策雖無法控制經濟體任何單一物價，但可以確保通膨不會廣泛擴散；此外，Warsh 也總結從上次會議以來，有三個主要因素之轉變是今天 FOMC 會議一致通過升息決議的考量，包含就業市場改善、通膨趨勢未見好轉、以及地緣政治情勢惡化等。在被問及關於長天期殖利率上升之問題時，主席 Warsh 指出他認為近期長率上升主要為三項因素所導致，包含具有韌性的美國經濟、AI 巨頭發債引發之資本競爭、和地緣政治原因等。

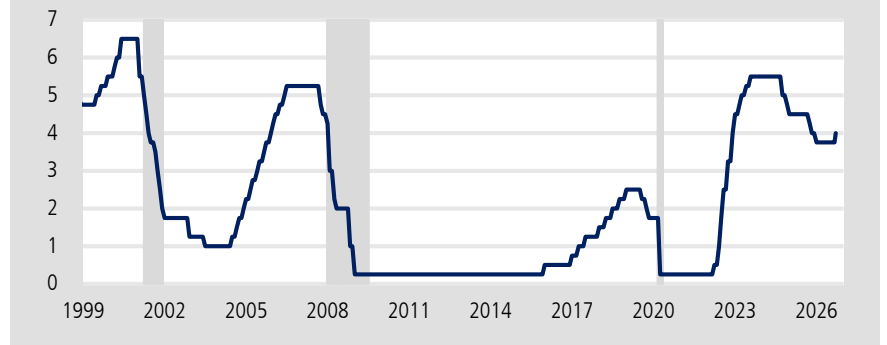
市場反應與投資建議

儘管本次經濟預測(SEP)僅小幅調升今年通膨預估，但點陣圖分布卻較上次明顯上移，顯示 FOMC 內部對於通膨回落進程越來越不耐煩；此外，雖然點陣圖中位數預估明年利率不變，但高達 8 位官員預估明年將升息第三碼，加上會後主席 Warsh 指出近期通膨趨勢未有改善，暗示若後續通膨趨勢維持現狀的話 Fed 可能仍將升息因應，整體偏鷹派之會議訊號使得 FOMC 會後股市等風險性資產表現承壓，美債殖利率和美元指數上升，黃金等貴金屬價格下跌。

展望後續，考量近期國際油價飆漲已導致美國汽柴油價格年增率創年內新高(圖 5)，顯示美國後續通膨壓力不小，未來宜密切關注高能源價格對於物價之傳導程度，以及通膨是否廣泛擴散到能源以外商品或服務價格。若核心通膨持續僵固或成長加速，將可能導致 Fed 後續轉向更為鷹派，並加快緊縮貨幣政策之步調，未來可觀察核心通膨月增率是否持續超過 0.2%(圖 6)，此為紐約聯準會總裁 John Williams 先前所提及之水準，每月核心通膨月增率低於 0.2%是確保通膨持續回歸目標的關鍵門檻之一。

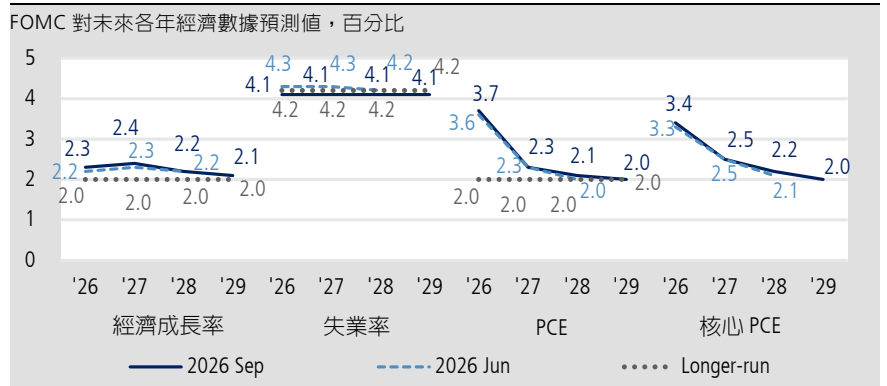
金融市場操作上，建議股債市短期內謹慎保守操作，並留意未來一季高油價對核心通膨之影響及通膨擴散情形；債市部分，若後續通膨因中東情勢趨緩或廠商轉嫁潮結束後開始走低，或是美國景氣因高油價、低實質所得成長等因素而明顯放緩時，可因循環因素短線做多中長天期美債，中長天期美債因美國財政紀律不佳故不建議長期持有。

圖 1：9 月 FOMC 宣布調升聯邦基準利率一碼至 3.75-4.00%，為三年多來首度升息
聯邦基準利率上界，百分比



註：灰色區塊為 NBER 經濟衰退時期。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

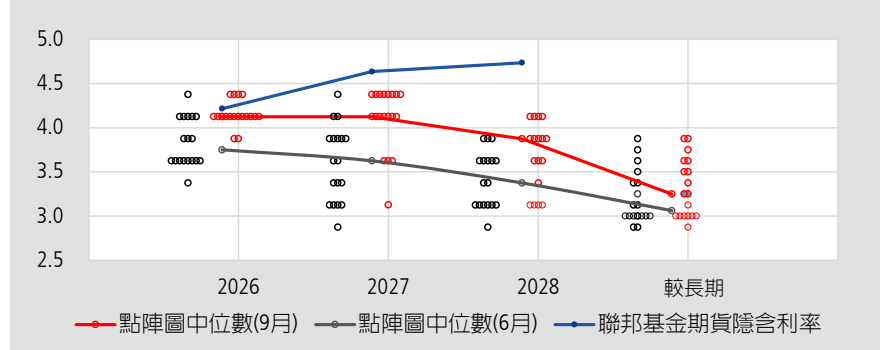
圖 2：9 月 FOMC 官方經濟預測調升今年經濟成長和今年通膨預估



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：9 月 FOMC 點陣圖中位數暗示 2026 年再升息一碼，2027 年利率維持利率不變、2028 和 2029 年逐漸降息回到升息前目標區間 3.50%-3.75%

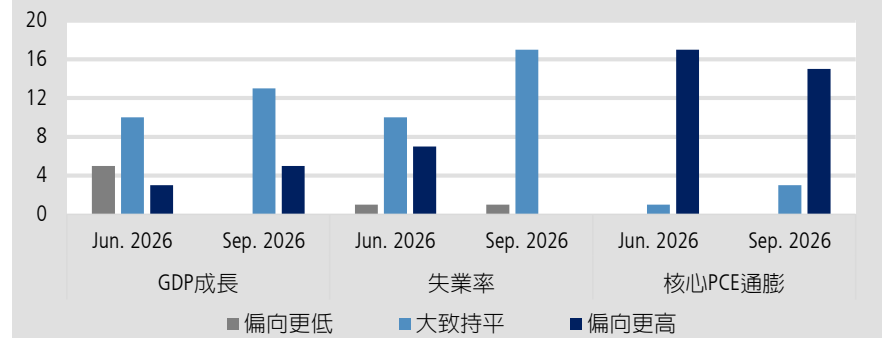
Fed 理事點陣圖與市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：FOMC 官員認為後續通膨上行風險仍高，失業率上行風險和經濟下行風險明顯降低

2026 年 6 和 9 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 5：近期國際油價顯著走升，汽柴油價格年增率創年內新高

西德州原油近月期貨價格年增率、美國平均汽油和柴油價格年增率，百分比

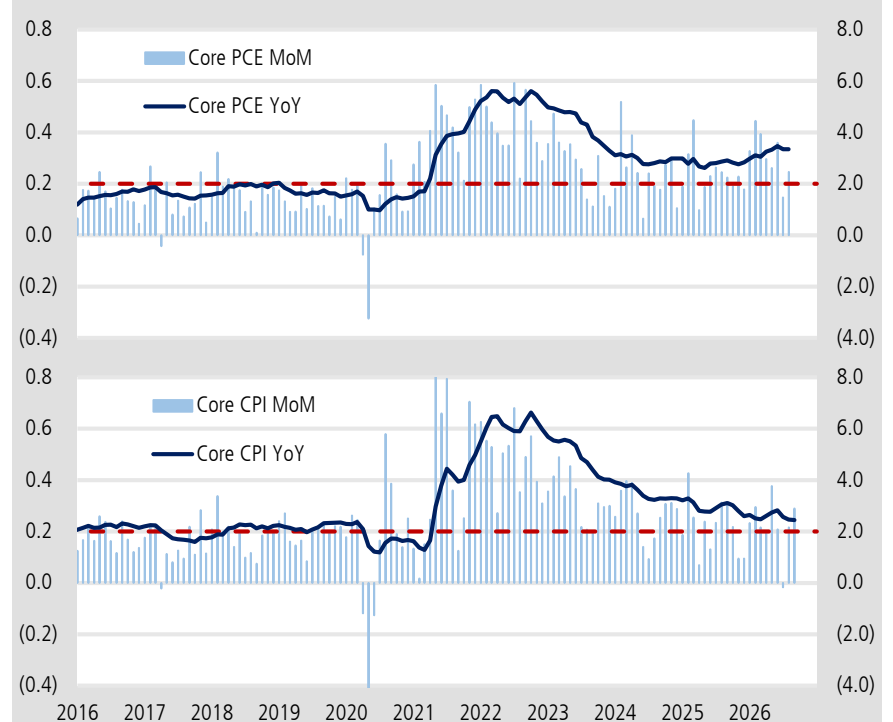


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：後續若核心通膨月增率持續超過 0.2%，Fed 緊縮政策力道恐加劇

美國核心 PCE 物價月增率，百分比(左軸)；美國核心 PCE 物價年增率，百分比(右軸)(上圖)

美國核心 CPI 物價月增率，百分比(左軸)；美國核心 CPI 物價年增率，百分比(右軸)(下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
GDP	GDP季增率	QoQ%, saar				4.4			0.5			2.1			1.5		
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.3		2.0			2.7			2.1		
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4	3.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.0		2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7	3.7	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.5	3.3	3.3
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.5	61.4	61.6
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	63	31	162
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	286			232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	(87)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)	(46)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.35	1.44
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.2
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.4	1.5	1.3	1.1
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2	13.0
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.9	13.2
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.30	1.28	1.30	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.47	1.47
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.28	1.29	1.28	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	1.26	1.25	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3	55.6
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0	54.1
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	56.7
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	(0.32)	(0.50)	(0.31)	(0.06)	(0.07)	0.22	(0.11)	0.10	(0.12)	0.06	(0.08)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.2)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.4)	(1.2)	(1.1)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨i	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		6.5			5.3			8.1			0.0
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		11.5			16.1			4.8			16.1
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,433
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,182	1,415	1,239
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	714	652	757	723	576	630	659	641	630	678	607
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	4.1
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.6	2.1	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.4	2.5	2.2	1.6	2.0	2.4	1.9	1.9	2.4	2.6	2.1
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.2	6.8	5.0
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.6	7.8	6.9	5.8
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5	16.3
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指i	點	112.7	104.5	105.4	104.5	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	90.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.8)	(5.7)	(5.8)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.6)	(6.0)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)	(4.1)			(3.8)			(3.0)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	176.7	30.6	203.5	102.3	12.6	55.8	80.2	105.3	231.2	172.7	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47	4.73
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2	99.9

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	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
TWGDCONY Index	EHGDTWY Index	GDP	GDP年增率	YoY %		6.7	2.7	1.1	5.3	8.4			13.0			15.4	12.9
TWCPYQY Index	EHPTWY Index	物價	消費者物價指數	YoY %		2.0	3.0	2.5	2.2	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7
TWCOCPY Index		核心消費者物價指數	YoY %			1.9	2.7	2.4	1.7	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9
TWLFADJ Index		勞動市場	失業率	%		3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3
TWINDPIY Index		工業生產	YoY %			14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9
MPMITWMA Index		Markit台灣製造業PM	點						50.9	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3
Signal		景氣對策燈號								黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅
TWCIMI Index		景氣綜合判斷分數	點			39.0	24.2	14.4	34.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	41.0
TWCLILY Index		景氣領先指標	YoY %			4.9	(3.2)	(1.7)	2.0	11.3	12.6	13.9	15.0	16.0	17.1	18.7	20.4
TWICICY Index		景氣同時指標	YoY %			8.8	(1.3)	(9.5)	2.7	17.6	18.5	19.4	20.3	21.2	21.8	22.2	22.5
TARSYOY Index	TARSTTL Index	消費	零售銷售	YoY %		3.3	7.4	9.7	3.3	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2
TWTRXP Index		出口	十億美元			446.6	479.7	432.6	475.3	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6
TWTRIMP Index		進口	十億美元			381.3	428.1	352.1	394.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3
TWTRBAL Index		貿易收支	十億美元			65.3	51.6	80.5	80.6	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4
TWTRXPY Index		出口成長率	YoY %			29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0
TWTRIMPY Index		進口成長率	YoY %			33.4	12.3	(17.8)	12.1	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2
TWTRIMPY Index		進口成長率	YoY %			33.4	12.3	(17.8)	12.1	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2
TWOTTL Index		外銷訂單	十億美元			674.1	666.8	561.0	589.6	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4
TWOTTL Index		外銷訂單成長率	YoY %			26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1
TWMSA1BY Index		M1B貨幣供給	YoY %			12.8	4.1	3.1	4.0	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3
TWMSAMZY Index		M2貨幣供給	YoY %			8.0	7.1	5.3	5.5	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5
TWIRFE Index		外匯存底	十億美元			548.4	554.9	570.6	576.7	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5
TAREDSO Index		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
TWD Curncy		新台幣匯率	USD/TWD			27.7	30.7	30.6	32.8	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.3	32.1	31.7

資料來源：Bloomberg；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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内部研究活動。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。