美國總體經濟

10 月 FOMC 觀點

Fed 維持利率不變，儘管部分官員主張更積極升息

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，顯示九月升息後 Fed 有更多時間和餘裕衡量後續政策路徑；然而，Fed 理事 Cook 和克里夫蘭聯準銀行總裁 Hammack 投下反對票主張升息一碼，顯示 Fed 內部仍有一派聲音主張進一步緊縮貨幣政策。
2. 主席 Warsh 會後再次強調通膨目前仍過高，且已連續六年未回到目標，未來將致力維護物價和通膨預期穩定。
3. Fed 宣布明年起開始進行貨幣政策策略會議，該會議不會有升降息決策和政策聲明，目的在於讓 FOMC 能夠更專注在長期性議題探討上，預計 2027 和 2028 年各召開一次和兩次。
4. 主席 Warsh 提到金融情勢有所收緊，並指出利率上升對科技業產生影響，不過目前資本支出潮仍強勁且範圍正擴大。此外，Fed 認為經濟未過熱，經濟成長加速也不代表推升通膨。
5. 考量 4Q26-1Q27 通膨風險上行，預期 Fed 將分別於今年 12 月和明年 3 月再升息一碼；然而，2Q27 起通膨總指標將隨油價基期走降，核心通膨也將受制高利率壓抑住房價格和薪資成長放緩，預期屆時 Fed 將維持利率不變。
6. 金融市場操作而言，4Q26-1Q27 考量 Fed 立場轉鴿不易，建議債市先保守操作，待明年較接近升息循環接近尾聲時可較積極做多債市。股市部分，考量 Fed 政策利率並非持續上升，對股市影響相對有限，企業獲利預期對股市影響更為顯著，因此建議留意後續企業獲利成長幅度變化。

重要訊息

美國 10 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率於 3.75-4.00%不變，符合市場預期，然而 Fed 理事 Cook 和克里夫蘭聯準銀行總裁 Hammack 皆投下反對票主張升息，顯示 Fed 內部仍有一派聲音主張更積極地緊縮貨幣政策。

評論及分析

1. 本月 FOMC 會議符合市場預期維持聯邦基金利率於 3.75-4.00%不變，但是 Fed 理事 Cook 和克里夫蘭聯準銀行總裁 Hammack 兩人投下反對票主張應升息一碼，顯示 Fed 內部仍有一派聲音主張進一步緊縮貨幣政策。

2. 會後聲明中，將描述經濟活動表現之字眼由「穩健」改為「強勁」，並且將「今天的政策決定將有助於更快實現 FOMC 設定的 2%通膨目標」改成「更多訊息的累積有助於 FOMC 確定適當的政策立場以更快實現 FOMC 設定的 2%通膨目標」，顯示上次會議升息一碼後，FOMC 評估目前具備更多時間和餘裕衡量後續政策路徑。

3. Fed 主席 Warsh 會後記者會上再次強調通膨目前仍過高，且已連續六年未回到目標區間，未來將致力於維護物價和通膨預期之穩定，並指出軟性通膨目標(Soft Inflation Target) 並不存在，意即 Fed 不會容忍通膨超出目標 2%；此外，被問及通膨對油價的敏感度時，Warsh 指出先前油價和利率一直保持著一定程度的正相關，但近期觀察到油價維持高檔但利率已轉為下降。

4. 主席 Warsh 宣布明年起將開始進行貨幣政策策略會議(Monetary strategy meeting)，該會議不會有升降息決策，也不發布政策聲明，目的在於讓 FOMC 能夠更專注在長期性議題和決策規劃上，預期 2027 年召開一次，其餘七次為正常貨幣政策會議，2028 年策略會議將召開兩次，其餘六次為正常貨幣政策會議，未來 Fed 會再釋出更多細節。此外，Warsh 也提及五大工作小組(Task force)仍進行中，且年底可能有初步結果，資產負債表小組建議將在 1Q27 初交給 FOMC 討論。

5. 會後記者會上主席 Warsh 提到自上次升息以來，金融情勢已有所收緊，部分資產信用利差走高，並如預期地對部分經濟活動造成影響；此外，Warsh 指出利率上升已對科技業產生影響，利率對科技投資潮有重大影響力，不過目前資本支出潮仍強勁且範圍正在擴大。

6. 在被問及需求和 AI 等新科技對通膨造成之影響時，主席 Warsh 表示物價是總合供給(AS)和需求(AD)曲線之相交，但我們對於 AD 曲線的衡量是不完美的，大多數 Fed 官員認為經濟並未過熱，儘管經濟成長加速也不代表會推升通膨；我們看到生產力有所改善，大部分和超級智能(SI)之發展有關，惟生產力的提升甚至早在 AI 浪潮出現之前的幾年就已存在。

市場反應與投資建議

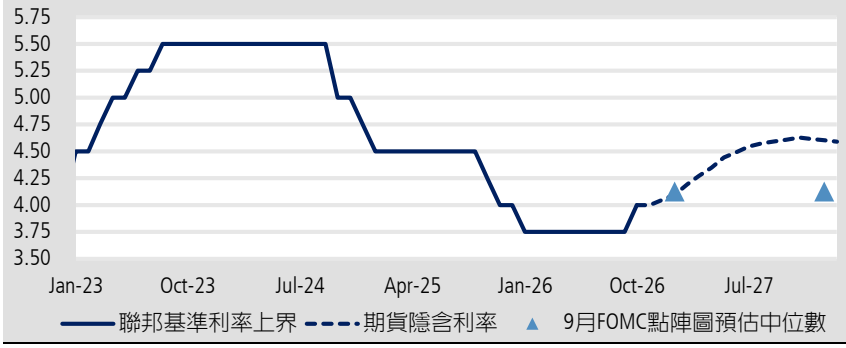
儘管本次 FOMC 會議出現兩位官員主張更積極地升息，但整體釋出之訊號偏中性，再加上會議前夕市場預期 Fed 未來一年再升息三碼 (圖 1)，已充分預期貨幣政策緊縮風險，故 FOMC 會後當下短線上股市等風險性資產價格上漲，短天期美債殖利率和美元指數回落，中長天期美債殖利率在升息預期收斂下小幅上升，殖利率曲線趨陡，黃金等貴金屬價格則有所回升。

展望未來，考量高油價將持續推升美國企業成本壓力(圖 2)，預期未來幾個月通膨風險偏上行；然而，2Q27 起通膨總指標將因油價基期緣故走降，因此 Fed 是否需要持續升息將取決於通膨是否擴散到能源以外之核心通膨領域。核心通膨中儘管核心商品價格有上行壓力，但佔比較高之住房和核心服務價格中長期而言有望表現相對溫和(圖 3)：房市過往對利率敏感度高，近來房貸利率大幅攀升將壓抑後續住房價格(圖 4)；此外，美國近年薪資成長放緩，且薪資成長廣度不足，大部分產業時薪成長放慢(圖 5)，因此未來通膨不致於廣泛擴散。不過，美國通膨不確定性仍高，且經濟維持韌性亦給予廠商轉價機會，後續仍不能排除核心通膨加速升溫之風險情境。預期 4Q26-1Q27 通膨上行將使得 Fed 分別於今年 12 月和明年 3 月再升息一碼，待明年能源通膨隨基期放緩、核心通膨若獲得控制下，2Q27 起 Fed 將維持利率不變；若根據 Fed 九月官方經濟預測(SEP)資料利用 Balanced Approach 模型推估，最適政策利率高點坐落於今年末，明後年將逐步下降，亦顯示明年起在通膨回落下 Fed 升息迫切性降低(圖 6)。

金融市場投資操作而言，債市部分 4Q26-1Q27 考量美國通膨仍存上行風險，Fed 立場轉鴿不易，建議債市先保守操作，待接近 2Q27 通膨隨油價基期走降、且核心通膨持續受高房貸利率限制住房價格和薪資成長放緩的壓抑，Fed 立場將有機會更為鴿派，升息循環也有望接近尾聲，屆時可較積極進場做多債市。股市部分，考量 Fed 政策利率並非持續上升，對股市影響相對有限，企業獲利預期對股市影響更為顯著，因此建議留意後續企業獲利成長幅度變化。

圖 1：金融市場目前預期 Fed 未來一年再升息三碼

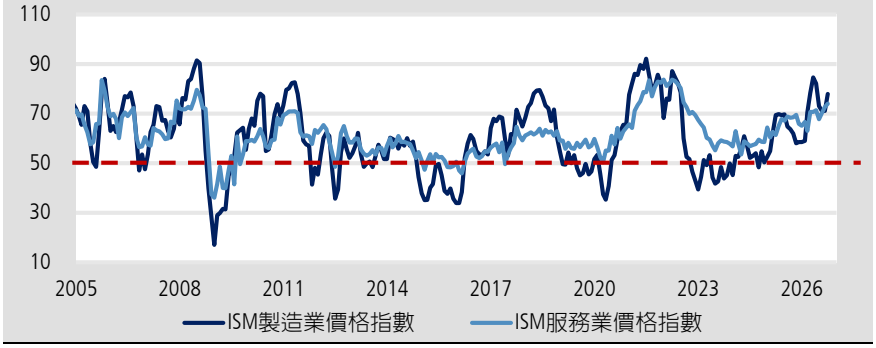
聯邦基金利率上界、聯邦基金利率期貨隱含未來利率預期、9 月 FOMC 點陣圖預估利率中位數，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：高能源價格短期內將持續推升美國企業成本壓力

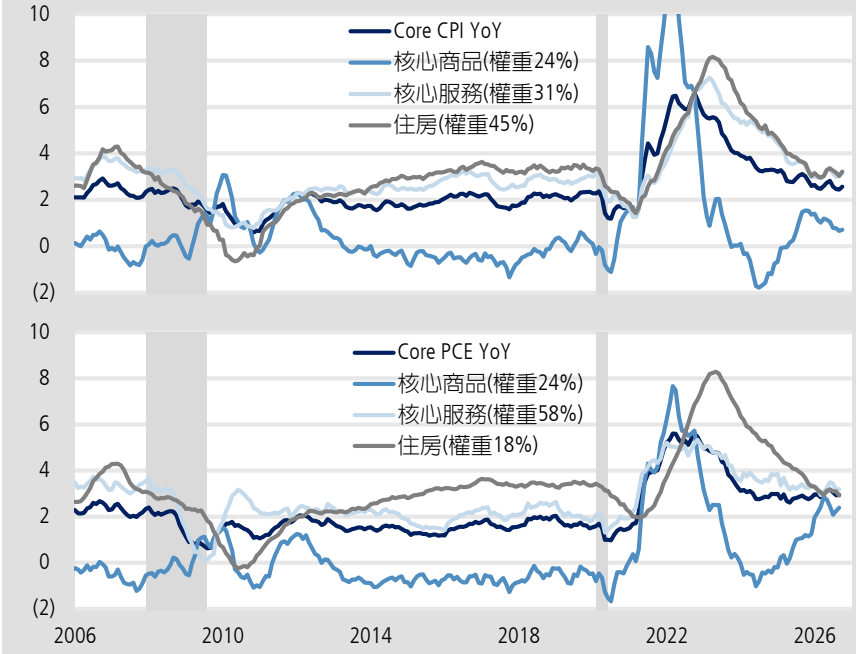
ISM 製造業和服務業 PMI 價格支付指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：中長期而言，核心通膨佔比較高之住房和核心服務價格有望表現相對溫和

美國核心 CPI、商品、服務和住房等分項價格指數年增率，百分比(上圖)；
美國核心 PCE、商品、服務和住房等分項價格指數年增率，百分比(下圖)



註：灰色區塊為經濟衰退時期。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：高房貸利率將持續壓抑未來住房價格

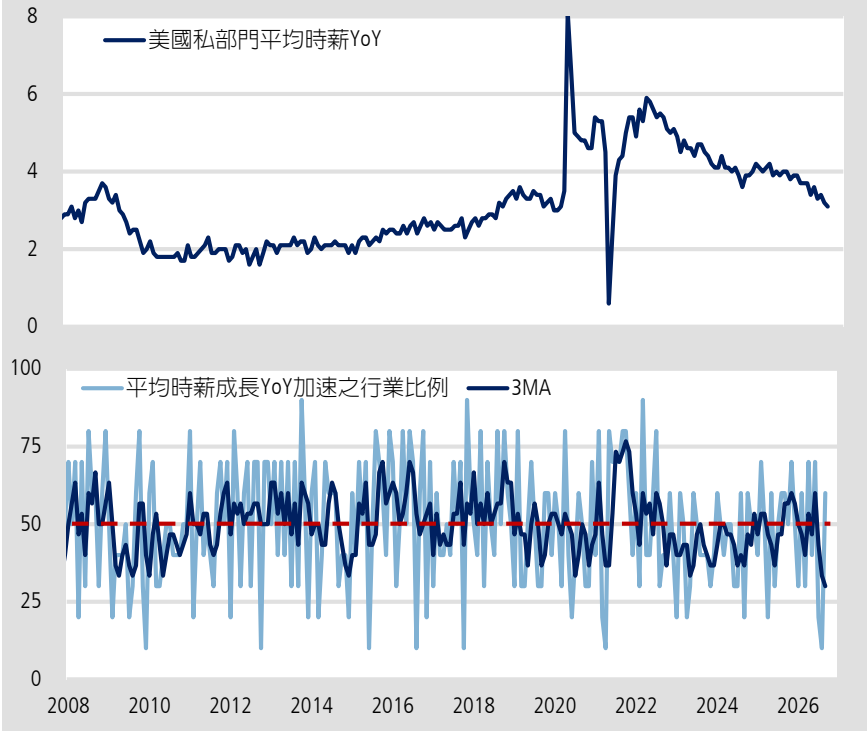
美國年化成屋銷售數，百萬棟(左軸)；房地美 30 年期固息房貸利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：美國薪資成長持續放緩且行業廣度不足

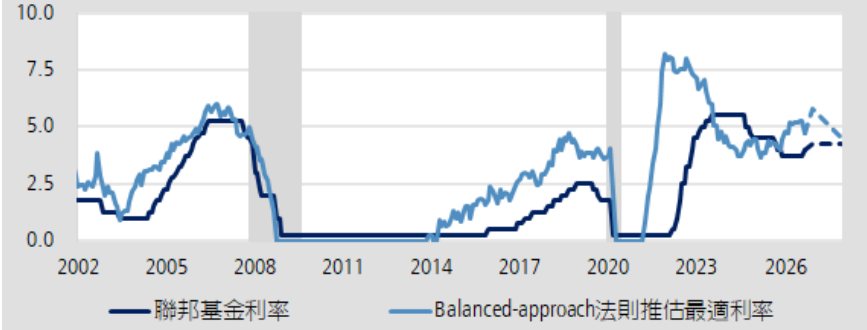
美國私部門平均時薪年增率，百分比(上圖)；
美國平均時薪年增率加速之行業比例和三期移動平均，百分比(下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：貨幣政策利率模型顯示最適政策利率高點坐落於今年末

Balanced Approach 模型推估最適政策利率，百分比



註 1：灰色區塊為經濟衰退時期；註 2：貨幣政策利率模型參數主要包含實質中性利率、通膨缺口和就業缺口等；註 3：虛線部分係根據 Fed 九月官方經濟預測(SEP)推估；註 4：上圖模型利率部分去除負值。
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 7：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-26
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar							0.2			2.5			2.2			
	GDP年增率	YoY %	6.3	2.4	2.9	3.0			2.0			2.6			2.2			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4	3.4	3.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4	2.6
	PCE物價指數	YoY %	4.0	6.6	3.9	2.6	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	3.4	3.6	3.8	3.5	3.4	3.4	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	3.0	2.7	2.7	2.9	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.0	3.0	3.0	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8	61.5	61.4	61.6	61.8
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.2
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	63	31	(10)	133	29
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528			232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	(87)	569	406
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)	(46)	(39)	(20)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.35	1.43	1.36	
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.2	3.1	3.0
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.4	1.7	1.5	1.3	1.6	2.3
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2	13.1	8.3	10.0
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.9	13.4	14.8	13.7
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.43	1.44	1.41	1.40	1.39	1.38	1.37	1.35	1.34	1.31	1.33	1.34	1.33	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.47	1.47	1.48	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.32	1.41	1.38	1.38	1.38	1.39	1.38	1.36	1.37	1.36	1.36	1.38	1.36	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3	55.6	54.6	54.5
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0	54.1	55.4	54.9
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	56.7	53.7	55.3
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.06)	(0.12)	(0.20)	(0.49)	(0.29)	(0.06)	(0.05)	0.23	(0.11)	0.11	(0.07)	0.01	0.12	(0.08)	0.07
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(0.6)	(0.5)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(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	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,433	1,403	1,398
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,182	1,439	1,369	1,288	1,221
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	652	757	723	576	630	659	641	636	680	647	680	676
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.5	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.7	2.2	2.5	2.7	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	2.9	2.3	2.9	2.5	2.3	1.5	2.0	2.3	1.9	2.2	2.7	2.7	2.3	2.6	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	1.4	1.1	2.8	2.9	2.1	2.2	3.5	3.6	4.1	6.7	5.9	4.5	5.6	6.3
	零售銷售扣除汽車	YoY %	16.9	10.3	1.2	1.9	3.2	3.7	2.9	2.7	3.4	4.8	5.6	7.2	5.9	5.2	6.3	7.2
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5	16.3	16.8	16.0
	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	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	90.2	88.6	84.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2	51.7	48.1
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.7)	(5.8)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.5)	(6.0)	(5.4)	(6.1)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)			(3.7)			(3.0)			(2.9)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	30.6	203.5	102.3	12.9	55.8	79.7	105.3	231.2	175.5	(27.9)	279.2	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47	4.73	4.75	5.28
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2	99.9	99.4	101.5

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	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3			13.0			15.4			12.9			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2	2.6	2.5	2.1	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3	2.5
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	22.6	24.0	22.8	19.2
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2	55.1	54.7	56.7
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0	41.0	41.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.2)	(1.7)	2.0	12.6	13.9	15.0	16.0	17.1	18.6	20.3	21.8	23.0	23.8	24.3	
	景氣同時指標	YoY %	8.9	(1.3)	(9.5)	2.6	18.3	19.2	20.1	20.9	21.5	21.9	22.1	22.6	23.3	24.1	24.8	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0	7.8	6.5	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	60.9	64.0	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8	75.3	82.4	87.2
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	39.3	48.1	43.2	46.8	37.0	58.9	53.3	60.5	62.6	58.1	60.1	63.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	21.6	16.0	19.3	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2	17.2	22.3	23.6
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	47.5	55.9	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3	32.8	41.0	60.9
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	14.9	45.2	15.2	63.0	6.6	37.1	28.6	53.9	51.5	37.0	44.1	51.7
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95.3	97.9	103.0	114
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4	61.9	71.4	62.4
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4	7.3	6.7	7.2
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1	7.4	6.8	7.2
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2	594.3	601.9	600.8
	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	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	30.7	31.4	31.4	31.5	31.2	32.0	31.7	31.4	31.8	32.3	31.7	31.8

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 JakartaSelatan 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。
受法規限制未評等 (R)	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。
	*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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。