美國總體經濟：7月FOMC觀點

聯準會亦陷入高度不確定

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，但是會議聲明較為鴿派，並有兩位理事投票表達降息 1 碼。
2. Powell 在會後記者會表現鷹派，表達失業率偏低與通膨過高以外，強調商品通膨剛開始，影響可能更久，並沒有暗示 9 月降息，導致股債下跌。
3. 我們預期勞動市場下行將讓 Fed 於 9 月開始降息，2026 年降息速度將高於聯準會 6 月點陣圖，並且建議可適度增加中長天期債券配置。

重要訊息

美國 7 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率 4.25-4.5%不變，符合市場預期。會議聲明除了仍強調高度不確定，但顯示經濟成長放緩；不過 Powell 會後記者會強調失業率偏低與通膨過高。

評論及分析

1. 聯準會 FOMC 會議維持利率不變，但是副總裁 Michelle W. Bowman 與理事 Christopher J. Waller 都投票降息 1 碼。會議聲明表達就業市場穩固與通膨略高，但是將經濟活動狀態由”持續穩健擴張”轉為”上半年成長有所趨緩”，並且將經濟前景不確定從”有所下降”轉為”仍處於高檔”。顯示會議聲明態度較為鴿派，但是也表達關稅引發的不確定沒有改善。

2. 總裁 Powell 於記者會上態度較為強硬，雖然表達勞動市場有下行風險，但強調勞動供需成長都放緩，目前勞動市場供需平衡，提醒市場要關注的是失業率在低點。雖然關稅對通膨影響可能是短期的，但通膨效應可能更頑固，且關稅轉嫁過程可能比預期更慢，所以所引發的商品通膨只是剛開始。其甚至表示目前通膨還是過高，聯準會沒有升息就是看淡關稅對通膨影響。至於消費支出可能開始下降，信用卡公司與銀行則認為消費趨勢與信用是穩健的。整體而言，Powell 在記者會仍表達要維持貨幣政策的適度限制性，並且沒有透露出 9 月可能降息的暗示，比起 FOMC 會議鷹派許多。

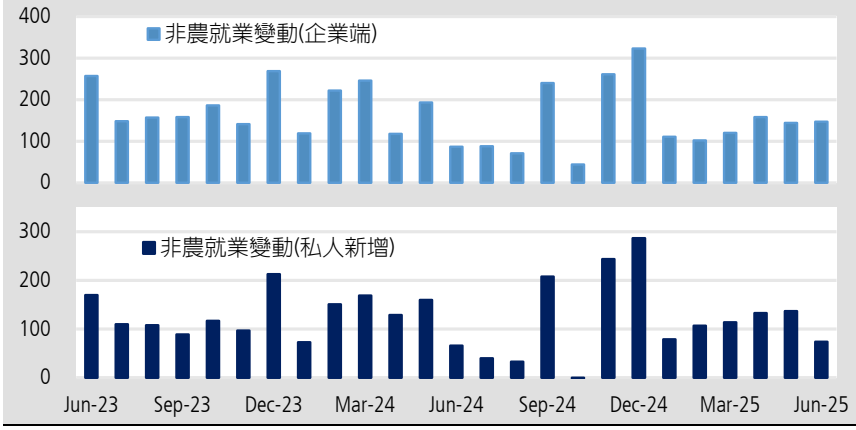
3. Fed 總裁 Powell 與 FOMC 會議聲明在貨幣政策態度上有所差異，其實在 6 月 FOMC 會議的點陣圖就已出現明顯分歧，8 位理事認為全球降息 2 碼與 7 位理事認為維持不降息。我們預期隨著時間推進，9 月支持降息的理事將更多，加上消費支出與勞動市場放緩(圖 1)，以及長期通膨預期也將走低(圖 2)，9 月應該會重新啟動降息。更重要的是 9 月點陣圖對 2026 年降息態度將比先前預期的 1 碼更為積極(圖

市場反應與投資建議

由於 FOMC 會議聲明較為鴿派一度讓美股與美債走高，但是 Powell 記者會的意外鷹派卻讓美股與美債快速走跌。我們預期下半年經濟表現將進一步走低，市場在一定程度上低估貿易戰對當前的股市利空影響度。因此從基本面的角度，我們仍然看淡美股表現。至於美債部分，我們認為後續經濟與勞動市場走緩將提高降息預期，加上 2026 年降息速度也將更積極，勞動市場存在裁員增加風險；而債務上限過關下提高 TGA 帳戶過程，美國公債發行量符合市場預期，並且更多來自短債發行，因此建議可增加中長期債券配置。

圖 1：勞動市場出現降溫跡象

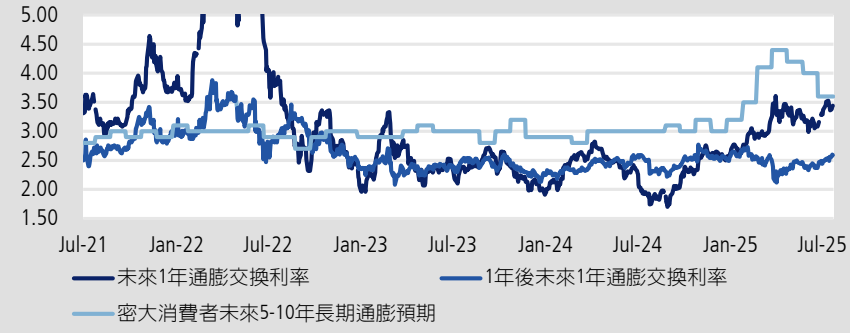
非農就業變動人數，千



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：消費者長期通脹預期有所放緩

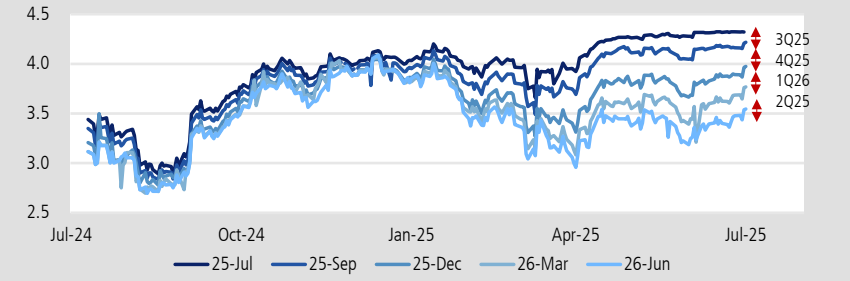
未來 1 年通膨交換利率、1 年後未來 1 年通膨交換利率、密大消費者未來 5-10 年長期通膨預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：2025 年第 4 季至 2026 上半年降息速度較快

聯邦利率期貨市場對 2025 年 7、9、12 月及 2026 年 3、6 月利率預期，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar							3.1			2.4			(0.5)			
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8			2.7			2.5			2.0			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.3	2.2	2.3	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.6	2.7	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	88	71	240	44	261	323	111	102	120	158	144	147
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	9	1	53	51	27	11	(40)	103	205	63	47	(2)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.2	1.1	1.3	0.7	0.7
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	2.2	(1.0)	(1.8)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.4	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	(0.6)	(1.8)	0.5	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.1	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.40	1.41	1.41	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.58	1.58	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.31	1.33	1.33	1.32	1.31	1.29	1.31	1.31	1.29	1.29	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.34)	(0.05)	(0.21)	(0.50)	(0.04)	0.36	(0.37)	0.39	0.16	(0.36)	(0.28)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.5)	(4.3)	(3.9)	(4.0)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	7.9			0.0			6.2			18.5		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	0.0			(21.3)			9.4			(20.3)		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,436	1,476	1,434	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,397
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,265	1,391	1,357	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,263	1,321
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	710	693	717	621	675	718	662	642	659	722	623	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.6	4.1	3.4		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.5	2.8	2.9	2.2	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	3.0	1.9	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.3	3.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.4	2.2	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.6	3.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3
	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	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	93.0
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)			(3.8)			(4.0)			(4.6)			
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	771	103.1	96.6	210.3	119.2	49.1	47.1	(42.0)	113.3	162.2	(8.2)	259.4	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：台灣重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8			4.2			3.8			5.5			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.6	1.4
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.6	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2
	景氣對策燈號						黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.3)	(1.6)	2.2	7.0	7.5	7.8	7.9	7.7	7.5	7.1	6.5	5.4	4.2	3.1	
	景氣同時指標	YoY %	8.5	(1.5)	(9.2)	5.1	9.8	9.7	9.5	9.5	9.9	10.5	11.3	12.4	13.6	15.0	16.5	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.6)	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.4	18.5	29.9	38.6	33.7
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.5	28.8	32.3	25.0	17.3
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0	56.4	57.9	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5	19.8	18.5	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4
	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	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9	29.6

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。