

## 9月份FOMC觀點

### 聯準會利率展望：更高、更遠、更鷹！

#### 焦點內容

9月FOMC會議維持2023年終端利率再調高1碼到5.5-5.75%，並調高2024年終端利率2碼，形成2024年鷹派前瞻指引。目前利率已達限制性，但經濟表現穩健，因此需要更加緊縮(今年再升1碼以及明年降息幅度減少)。2024年展望中，聯準會調升經濟成長與調降失業率，顯示經濟軟著陸機率高，市場調降2024年降息時間延緩至9月。2024年經濟成長風險提高，Fed可能再度陷入behind the curve困境。另外，聯準會理事可能預期將美國中性利率水準上調，後續也將導致中長期公債殖利率存在上揚空間。

聯準會調高經濟成長預期、降低失業率預期，認為美國經濟韌性強，因此將終端利率升得更高，維持更久

聯準會九月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議維持政策利率不變，符合市場預期。依舊維持2023年終端利率再調高1碼到5.5-5.75%，高於市場預期的維持不變。調高2024年終端利率2碼至5.0-5.25%(降息2碼)，高於市場預期4.5-4.75%(降息4碼)，形成2024年鷹派前瞻指引(圖1)，不過點陣圖分布為9:9，以平均數或眾數來看調整為降息3碼機率仍相當高。Powell在會後記者會表達目前利率已達限制性，但經濟表現穩健，所以需要更加緊縮(今年再升1碼以及明年降息幅度減少)。

關於2023年經濟預期部分，GDP由1.0%調升至2.1%、失業率由4.1%調降至3.8%、核心通膨由3.9%調降至3.7%，由於這是聯準會這次升息循環中首次將核心通膨預期轉為調降，顯示Fed對今年通膨下滑效果顯現滿意(圖2)。至於2024年經濟預期部分，GDP由1.1%調升至1.5%、失業率由4.5%調降至4.1%、核心通膨維持2.6%不變；Fed預期這波升息打通膨並未讓失業率大增，最終形成軟著陸的機率明顯提高。

#### Fed更為鷹派的點陣圖，市場預期2023年再升息1碼，2024年降息由6月延至9月

由於9月FOMC會議點陣圖中2023年底的終端利率等於就是聯準會對2023年第4季升息意圖，後續除非經濟數據出現重大變化，否則聯準會按表操課的可能性非常高，也導致市場將12月的升息預期由45%上揚至54%。另外FOMC在2024年展望中調升經濟成長與調降失業率，顯示聯準會預期這一次升息循環打通膨過程，失業率不會大幅提升，經濟呈現軟著陸機率高，因此降低2024年降息幅度至2碼，也讓市場把首次降息時間由2024年6月的預期延後至9月(圖3)。更為鷹派的點陣圖讓美元與美債殖利率走高，美股下跌。

#### Fed在2024年過晚降息以及降息幅度不足，使得利率環境對經濟限制大幅提高，使得2024年經濟風險明顯提高

目前的通膨展望確實如聯準會預期穩定向下，也讓聯準會在2024年得以展開降息(圖4)，至於透過亞特蘭大分行的GDPNOW觀察，美國第三季GDP表現非常強勁，消費支出的優異表現讓經濟成長預期一度來到6.0%，這也是為何Powell在會後表達目前利率已達限制性，但經濟表現穩健，所以需要更加緊縮(圖5)，但是近期因油價高漲讓消費受到影響，第3季經濟成長預期已降至4.9%。最重要的是依照聯準會對各年度的經濟數據預測，以及點陣圖顯示的政策利率位置，以Fed慣用的Blanchard-Approach模型評估，2023年底的經濟限制力約為46bp，2024年為183bp，2025年降至94bp。因此2024年經濟成長風險將明顯提高，Fed也可能再度陷入behind the curve困境。

### 觀察點陣圖在較長期政策利率的變化，必須留意中性利率提高對中長期債券結構風險

聯準會對於 2026 年的經濟數據由於時間過久，沒有參考性，但是背後邏輯卻值得讓人深思，因為 2026 年經濟成長已降至潛在成長 1.8%，失業率回到自然失業率 4.0%，核心通膨也回到通膨目標 2.0%，但是聯準會在 2026 年卻仍表態將政策利率維持在 2.9%，而非回到 Longer run 的 2.5%。或許這表達出聯準會整體鷹派的氛圍態度，另外也可能與聯準會理事今年以來在 Longer run 政策利率的點位分布不斷上移有關，雖然一直以來 Longer run 的政策利率都維持在 2.5%，但是從 3 月、6 月與 9 月在 2.5% 上方與下方的分布比例來看，分別是 4:5、7:3、7:3，9 月比 6 月在 2.5% 上方的位置明顯更高。顯示聯準會理事可能預期美國的中性利率水準應該要由現在 0.5% 上調，這樣的舉動很可能在未來會逐漸顯現，也將反映在中長期公債的 term premium 上，使得中長期公債殖利率在結構上存在上揚空間(圖 6)。當然在循環上，接近美國升息循環尾端，中長期公債殖利率也已來到高原區，美債在利率循環上仍具有配置價值(圖 7)。

### 投資風險

經濟衰退或通膨緩解程度不如預期

圖 1：FOMC 會議維持 2023 年終端利率再調高 1 碼，並調高 2024 年終端利率 2 碼至 5.0-5.25%，成為 2024 年鷹派前瞻指引

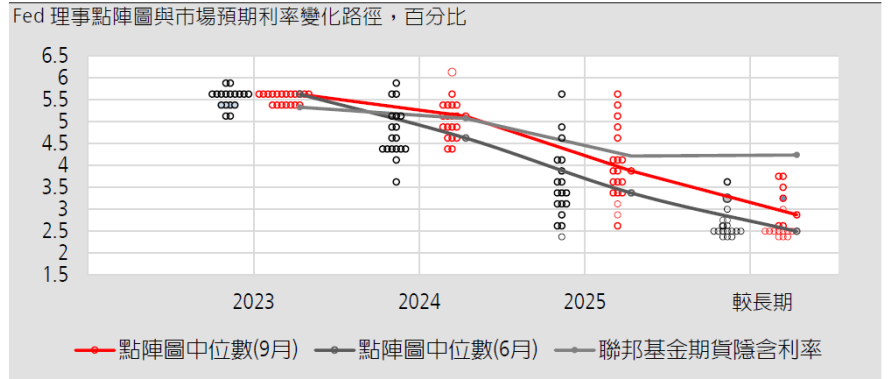


圖 2：本次 FOMC 會議調升 2023 年經濟成長、調降 2023 年失業率，及調降 2023 年核心物價預測

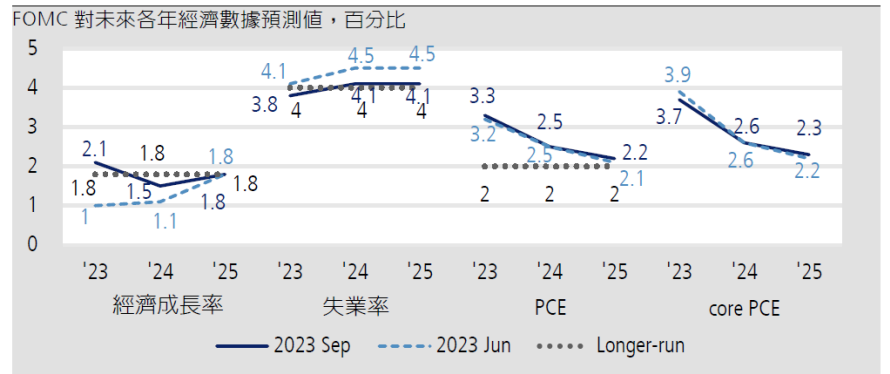


圖 3：2024 年展望中聯準會調升經濟成長與調降失業率，經濟軟著陸機率高，市場調降 2024 年降息時間由 6 月延至 9 月

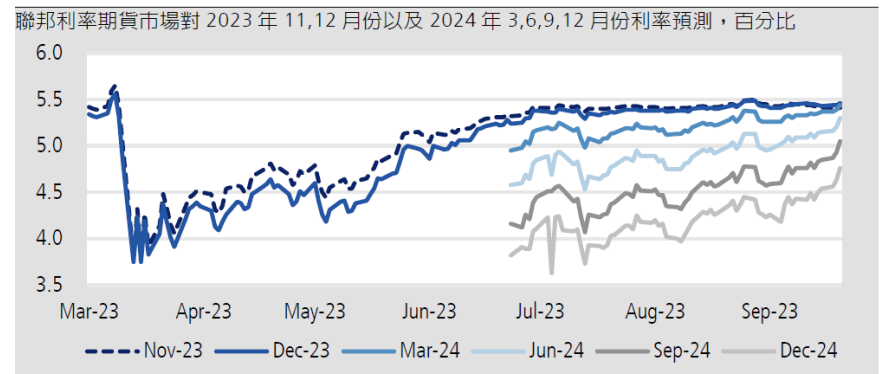


圖 4：通膨展望如聯準會預期穩定向下，讓聯準會在 2024 年得以展開降息

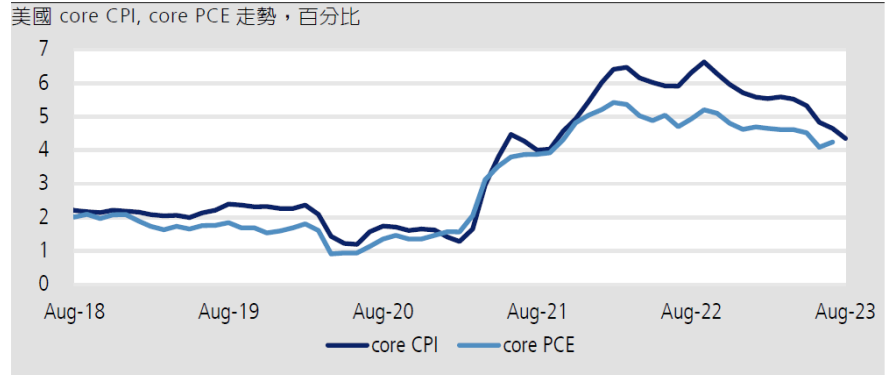


圖 5：3Q23 美國 GDP 表現強勁，消費支出的優異表現讓經濟成長預期一度來到 6.0%，經濟表現穩健

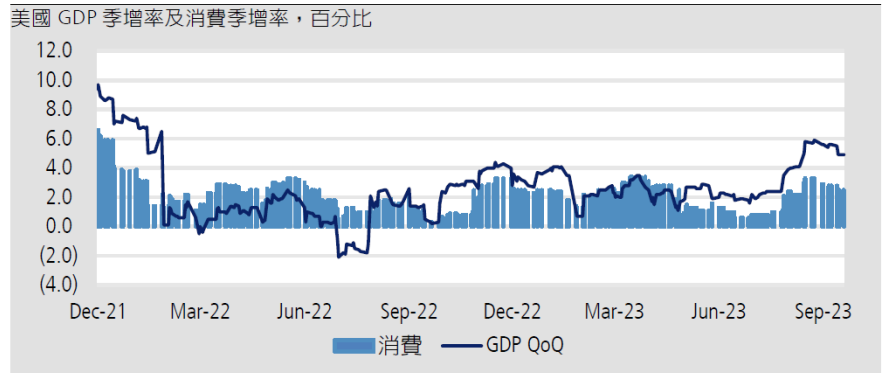


圖 6：聯準會理事可能預期將美國的中性利率水準上調，後續也將導致中長期公債殖利率存在上揚空間

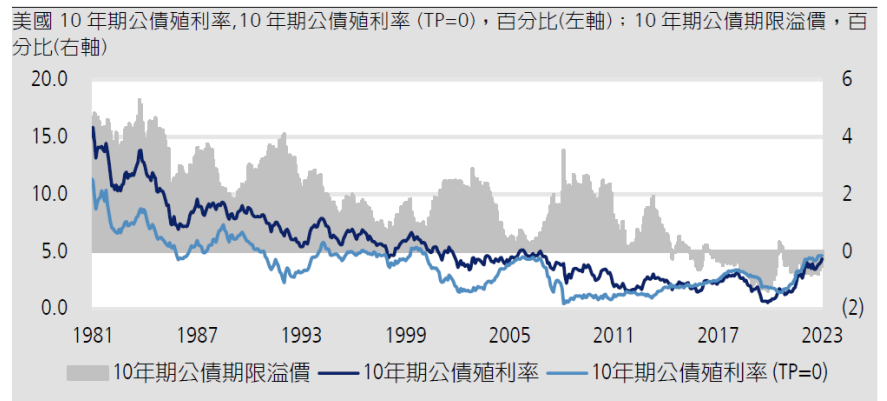
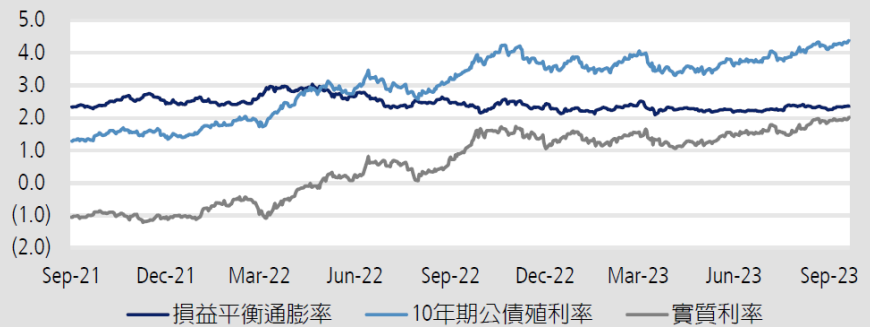


圖 7：在循環上接近美國升息循環尾端，中長期公債殖利率已來到高原區

美國損益平衡通膨率, 10 年期公債殖利率, 實質利率, 百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

表 1：美國失業率與核心 PCE 在不同的數據情境下所帶來的政策利率限制性

政策利率限制性，基點											
失業率											
core PCE	失業率	3.75	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	6.00
6.00		317	317	267	217	167	117	67	17	(33)	(83)
5.75		280	280	230	180	130	80	30	(21)	(71)	(121)
5.50		242	242	192	142	92	42	(8)	(58)	(108)	(158)
5.25		205	205	155	105	55	5	(46)	(96)	(146)	(196)
5.00		167	167	117	67	17	(33)	(83)	(133)	(183)	(233)
4.75		130	130	80	30	(21)	(71)	(121)	(171)	(221)	(271)
4.50		92	92	42	(8)	(58)	(108)	(158)	(208)	(258)	(308)
4.25		55	55	5	(46)	(96)	(146)	(196)	(246)	(296)	(346)
4.00		17	17	(33)	(83)	(133)	(183)	(233)	(283)	(333)	(383)
3.75		(21)	(21)	(71)	(121)	(171)	(221)	(271)	(321)	(371)	(421)
3.50		(58)	(58)	(108)	(158)	(208)	(258)	(308)	(358)	(408)	(458)
3.25		(96)	(96)	(146)	(196)	(246)	(296)	(346)	(396)	(446)	(496)
3.00		(133)	(133)	(183)	(233)	(283)	(333)	(383)	(433)	(483)	(533)
2.75		(171)	(171)	(221)	(271)	(321)	(371)	(421)	(471)	(521)	(571)
2.50		(208)	(208)	(258)	(308)	(358)	(408)	(458)	(508)	(558)	(608)
2.25		(246)	(246)	(296)	(346)	(396)	(446)	(496)	(546)	(596)	(646)
2.00		(283)	(283)	(333)	(383)	(433)	(483)	(533)	(583)	(633)	(683)

資料來源：Bloomberg；凱基

表 2: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar			3.2			2.6			2.0			2.1			
	GDP年增率	YoY %	(2.8)	5.9	2.1	1.9		0.9			1.8			2.5			
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	6.6	6.3	6.0	5.7	5.6	5.5	5.6	5.5	5.3	4.8	4.7	4.3
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.0	6.3	6.3	6.1	5.7	5.3	5.4	5.0	4.2	4.3	3.8	3.0	3.3	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.5	5.0	5.2	5.1	4.8	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	4.1	4.2	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.3	62.2	62.2	62.3	62.4	62.5	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.8
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,793	350	324	290	239	472	248	217	217	281	105	157	187
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	156	(257)	(66)	717	894	177	577	139	(310)	273	268	222
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	68	48	417	129	440	410	319	176	287	25	(8)	267
	職缺求供比	倍	1.07	1.57	1.74	1.74	1.70	1.72	1.80	1.67	1.62	1.61	1.69	1.54	1.54	1.53	
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	5.1	4.9	5.0	4.8	4.4	4.7	4.3	4.4	4.3	4.4	4.4	4.3
	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	4.5	3.1	1.9	0.6	1.5	0.9	0.2	0.3	0.0	(0.3)	(0.0)	0.3
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	8.7	8.3	3.0	4.7	2.3	0.2	4.6	2.7	7.5	9.0	3.1	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	5.6	5.0	3.2	1.0	5.6	2.7	1.9	1.0	3.2	1.4	0.5	
	整體存銷比	倍	1.44	1.29	1.34	1.36	1.36	1.38	1.39	1.37	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.39	
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.47	1.46	1.47	1.49	1.48	1.49	1.48	1.50	1.49	1.48	1.48	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.27	1.25	1.27	1.30	1.27	1.28	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	51.0	50.0	49.0	48.4	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	55.9	54.5	55.5	49.2	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5	47.0	44.3	45.7	42.6	45.6	47.3	46.8
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.48)	0.37	0.01	0.11	(0.12)	(0.58)	(0.47)	0.43	(0.33)	(0.49)	0.07	(0.18)	(0.33)	0.12	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.9	(1.6)	(3.2)	(4.6)	(6.0)	(6.0)	(6.8)	(7.9)	(8.0)	(7.8)	(7.7)	(7.5)	
銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8		39.1			44.8			46.0			50.8		
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4		(8.8)			(31.3)			(55.6)			(51.6)		
房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,588	1,555	1,402	1,409	1,354	1,482	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,543
	新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,463	1,432	1,427	1,357	1,340	1,436	1,380	1,348	1,583	1,418	1,447	1,283
	新屋銷售	千, saar	833	769	637	567	577	582	636	649	625	640	679	704	684	714	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.7	4.4	4.1	4.0	4.0	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.3	18.6	4.7	10.4	8.7	6.8	4.7	2.6	0.4	(1.2)	(1.7)	(1.8)	(1.2)		
消費	個人支出	年比%, sa	(3.0)	8.3	2.7	2.1	1.7	1.4	1.9	2.6	2.4	2.1	2.2	2.2	2.4	3.0	
	零售銷售	YoY %	0.9	18.2	9.7	9.4	8.8	6.1	6.0	7.4	5.3	2.2	1.3	2.1	1.5	2.6	2.5
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.7	17.2	11.4	10.3	9.6	7.4	7.2	8.4	6.4	2.5	1.6	1.4	0.5	1.6	2.0
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	13.5	14.9	14.1	13.3	15.7	14.9	14.8	15.9	15.1	15.7	15.0	
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	107.8	102.2	101.4	109.0	106.0	103.4	104.0	103.7	102.5	110.1	114.0	106.1
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	58.6	59.9	56.8	59.7	64.9	67.0	62.0	63.5	59.2	64.4	71.6	69.5
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.4)	(10.6)	(5.4)	(5.3)	(5.0)	(5.2)	(5.4)	(6.0)	(6.1)	(6.8)	(7.3)	(8.0)	(8.5)	(7.6)	
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.6)	(3.8)	(3.8)			(3.7)			(3.4)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	117.7	117.7	67.8	171.5	152.8	30.8	80.5	196.0	127.1	19.2	186.0	8.8
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	3.25	3.25	4.00	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.83	4.05	3.61	3.87	3.51	3.92	3.47	3.42	3.64	3.84	3.96	4.11
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	112.1	111.5	106.0	103.5	102.1	104.9	102.5	101.7	104.3	102.9	101.9	103.6

資料來源：Bloomberg；凱基

表 3: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5	2.4	3.6		(0.4)			(2.9)			1.4			
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.8	2.7	2.4	2.7	3.1	2.4	2.4	2.4	2.0	1.8	1.9	2.5
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7	3.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4		
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(8.5)	(8.1)	(9.2)	(11.5)	(23.6)	(10.0)	(16.0)	(22.6)	(15.7)	(17.3)	(15.2)	
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3	49.0	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3
	景氣對策燈號					黃藍	黃藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	17.0	18.0	12.0	12.0	11.0	10.0	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.5	(3.2)	(6.1)	(6.9)	(7.1)	(6.8)	(6.2)	(5.6)	(5.3)	(4.9)	(4.4)	(3.8)	(3.3)	
	景氣同時指標	YoY %	(0.7)	7.1	(1.2)	(4.6)	(7.2)	(9.6)	(11.7)	(13.2)	(14.1)	(14.4)	(14.0)	(13.0)	(11.6)	(9.8)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	7.8	2.1	1.8	9.4	4.3	4.6	7.6	7.5	17.1	13.9	5.3	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	37.5	39.9	36.1	35.8	31.5	31.1	35.2	36.0	36.1	32.3	38.7	37.4
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	32.5	37.0	32.7	31.0	29.2	28.7	31.0	29.3	31.3	26.4	30.3	28.8
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	5.0	3.0	3.4	4.8	2.3	2.4	4.2	6.7	4.9	6.0	8.5	8.6
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(5.3)	(0.5)	(13.1)	(12.1)	(21.2)	(17.1)	(19.1)	(13.3)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(2.6)	8.2	(9.2)	(11.4)	(16.8)	(9.4)	(20.1)	(20.3)	(21.8)	(29.9)	(20.9)	(22.9)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	60.9	55.4	50.1	52.2	47.5	42.1	46.6	42.5	45.7	44.2	47.7	46
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(3.1)	(6.3)	(23.5)	(23.2)	(19.3)	(18.3)	(25.7)	(18.1)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	6.6	5.2	4.4	4.1	2.7	2.0	2.0	2.7	3.3	2.4	3.7	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	6.8	7.3	7.4	7.1	6.7	6.8	6.6	6.7	6.6	5.9	6.9	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	541.1	542.8	552.2	554.9	557.1	558.4	560.3	561.1	562.9	564.8	566.5	565.5
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
	新台幣匯率	USD/TWD	28.3	27.7	30.7	31.8	32.2	30.9	30.7	30.0	30.5	30.5	30.7	30.8	31.1	31.4	31.9

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有。