

美國總體經濟：3月FOMC觀點

聯準會不因關稅戰而調整貨幣政策路線

焦點內容

1. FOMC 維持利率不變，符合市場預期，點陣圖顯示降息路線沒有改變，但是理事分布較鷹派。
2. 聯準會下修經濟成長預期，提高失業率與通膨預期，不過失業率上修幅度不大，加上通膨沒有下降，聯準會降息空間有限。
3. 聯準會對於經濟成長、勞動市場與通膨狀態都有高度不確定，並且經濟有停滯性通膨風險。
4. Powell 記者會與 QT 政策上較為鴿派，特別是 QT 政策是這次貨幣會議上唯一有實質改變的政策，因此金融市場出現 risk on 表現。
5. 聯準會偏向鴿派的利多反應為短期，未來展望仍將受川普關稅政策影響，須留意 4/2 美國因對等關稅而提出各國關稅調整清單的衝擊。

重要訊息

美國 3 月 FOMC 會議維持聯邦基金利率 4.25-4.5% 不變，符合市場預期。會議聲明強調經濟前景不確定性上升，並且預測經濟成長下降、失業率上升與通膨維持高位不降。未來利率路線維持去年 12 月點陣圖，不過放緩量化緊縮規模，金融市場風險資產出現利多上揚。

評論及分析

聯準會 FOMC 會議，公布後續經濟數據與利率預測(圖 1)，2025 年下修經濟成長預期(2.1% 下修至 1.7%)，提高失業率預期(4.3% 上修至 4.4%)，提高核心通膨預期(2.5% 上修至 2.8%)。使得經濟成長由 2024 年的 2.5% 明顯降至 1.7%，失業率由 4.2% 小幅上揚至 4.4%，核心通膨則維持在 2.8%。

聯準會 3 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，點陣圖顯示降息路線沒有改變(圖 2)，但是理事分布較去年 12 月 FOMC 會議鷹派。美國目前政策利率限制性約在 50bps(圖 3)，後續降息必須隨通膨降溫與失業上揚狀態而定。依照 FOMC 的經濟預測顯示經濟有小幅停滯性通膨現象，但是 2026 年後逐漸回到原來經濟降溫狀態，經濟不會出現衰退，只是今年核心通膨不會下降，並且年底核心通膨將高於目前，因此我們認為第 2 碼降息機率不高，除非勞動市場比預期來的更為疲弱。

2024 年 12 月聯準會僅對通膨預期不確定性明顯升高，並且具有高度不確定。但是 2025 年 3 月 FOMC 會議顯示，聯準會對於經濟成長、勞動市場與通膨狀態都有高度不確定，並且經濟成長為高度下行風險，失業率與通膨都有高度上行風險(圖 4)。不過不管是經濟預測或是 Powell 記者會都認為關稅戰對經濟影響為短期現象，沒有要因此調整貨幣政策路線，聯準會目前態度是不會升息與等待時機降息。

1 月 FOMC 提到提到要放緩 QT，3 月 FOMC 公布 4 月開始執行細節：

(1) 公債每月縮減金額由 250 億降至 50 億

(2) MBS 維持每月縮減 350 億。

QT 政策放緩為鴿派，在債務上限未提高而 TGA 帳戶回補前，市場流動性將提高。

市場反應與投資建議

聯準會雖然在聲明、點陣圖上略為鷹派，但是 Powell 記者會與 QT 政策上較為鴿派，特別是 QT 政策是這次貨幣會議上唯一有實質改變的政策，因此金融市場出現 risk on 表現，股市、債市與降息預期上揚、美元走弱，黃金反應偏向因通膨與寬鬆而走揚，不過能源與工業金屬等原物料仍因經濟下滑而反應較為平淡。

由於聯準會貨幣政策轉變以因應川普新政(關稅戰)變化為主，因此金融市場因聯準會偏向鴿派的利多反應為短期，未來展望仍將受川普關稅政策影響，須留意 4/2 美國因對等關稅而提出各國關稅調整清單的衝擊。

圖 1：2025 年下修經濟成長預期至 1.7%，分別提高失業率及核心通膨預期至 4.4% 及 2.8%。

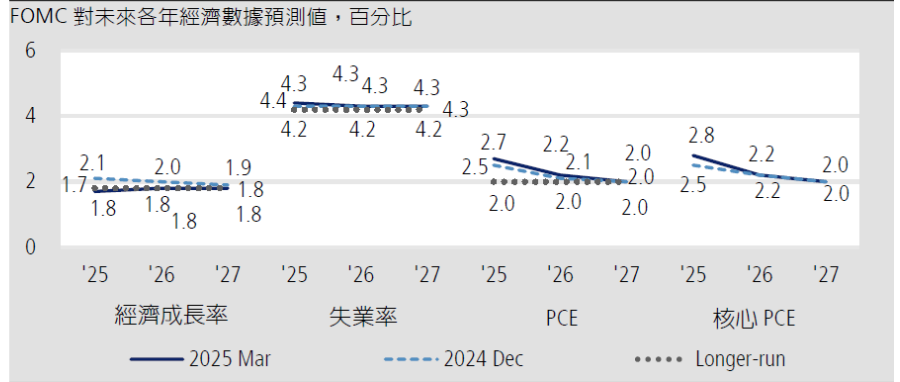


圖 2：3 月 FOMC 點陣圖顯示降息路線沒有改變，然理事分布更為鷹派

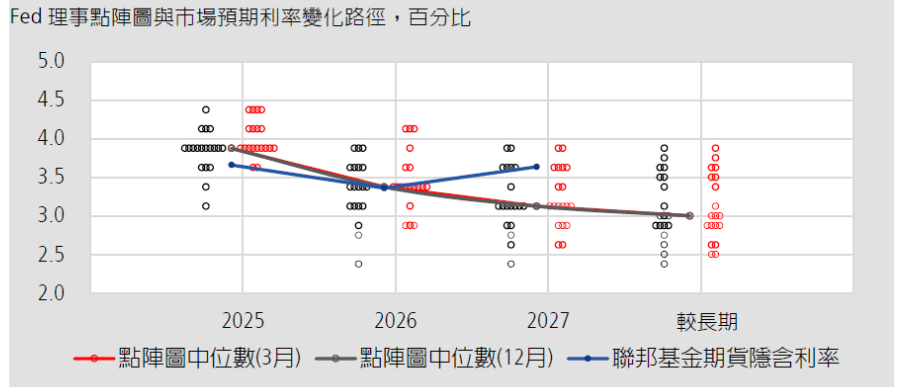


圖 3：美國目前政策利率限制性約在 50bps，後續降息必須隨通膨降溫與失業上揚狀態而定

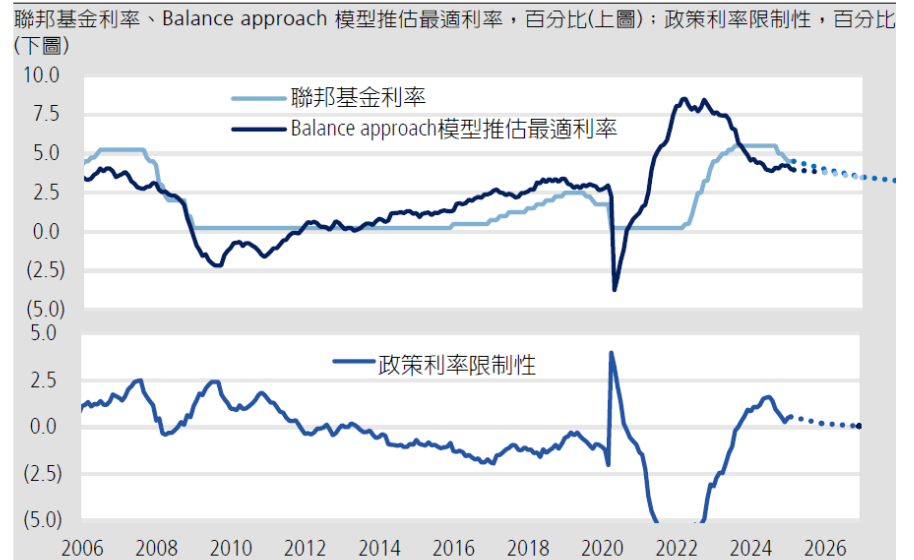
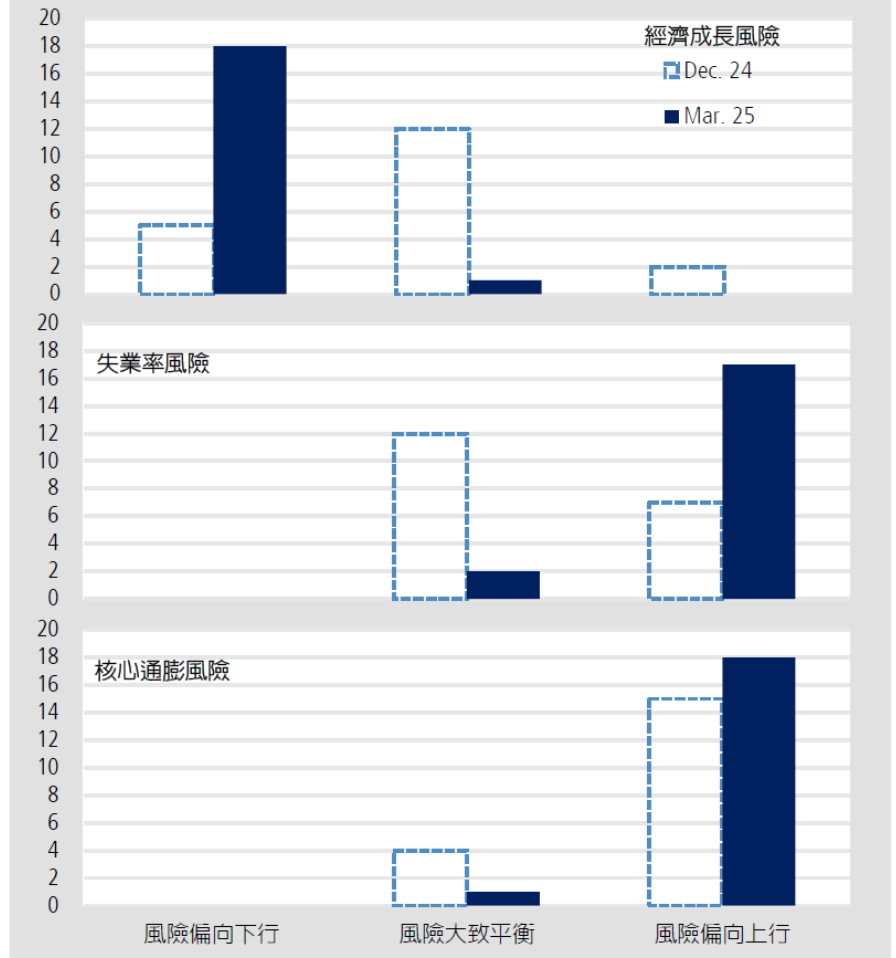


圖 4：聯準會對於經濟成長、勞動市場與通膨狀態都有高度不確定，並且經濟成長為高度下行風險，失業率與通膨都有高度上行風險

理事對於經濟成長、失業率、核心通膨之預期風險進行投票，數量



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 6：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				1.6			3.0			3.1			2.3			
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.9		3.0			2.7			2.5			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.6	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	246	118	193	87	88	71	240	44	261	323	125	151
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	412	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	1	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.48	1.36	1.42	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.44	
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.2	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0
	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.3)	(0.8)	0.5	1.9	1.4
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.6)	(2.2)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	4.3	
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.9	2.2	
	整體存銷比	倍	1.28	1.34	1.37	1.37	1.37	1.37	1.38	1.38	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.35	1.37	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.46	1.47	1.46	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.32	1.32	1.30	1.32	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	49.8	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	51.3	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	50.3	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.17)	(0.20)	(0.38)	0.15	(0.15)	(0.33)	(0.05)	(0.21)	(0.51)	(0.05)	0.18	(0.03)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(5.5)	(5.4)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		15.6			7.9			0.0			6.2	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(26.6)			0.0			(21.3)			9.4		
房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,462	1,485	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	1,473	1,456
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,368	1,299	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,305	1,526	1,350	1,501
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	686	683	736	672	672	707	691	726	623	679	734	657	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.5	7.5	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.5		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.7	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	
	零售銷售	YoY %	18.2	9.1	3.5	2.6	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	3.0	4.0	4.4	3.9	3.1
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.3	10.6	3.4	2.7	3.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.4	2.7	3.2	3.4	3.5	3.1
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.5	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	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	103.1	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	98.3
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.8)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)		(3.2)			(3.3)			(3.6)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	801	89.7	42.8	(4.1)	26.2	101.1	94.9	211.0	120.4	54.2	75.0	(45.2)	
	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.20	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.6	6.6			4.9			4.2			2.9		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0
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	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	4.8	15.2	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	5.1	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5
	景氣對策燈號					綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	34.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.1	0.3	1.3	2.5	3.5	4.1	4.5	4.6	4.5	4.3	4.2	4.1	
	景氣同時指標	YoY %	8.3	(1.5)	(8.6)	7.0	5.9	7.3	8.3	8.9	9.0	9.0	8.8	8.6	8.6	8.5	8.2	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.1	2.9	5.3	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	18.8	4.2	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.5
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	7.1	7.1	0.5	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(16.9)	47.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6
	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	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8

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有。