



6月FOMC觀點

聯準會延後啟動降息時間

焦點內容

1. 聯準會維持利率不變與會後聲明大致不變，雖然調高了年底的通膨預期，但在通膨部分描述上由“缺乏進一步進展”改變成“取得了適度的進展”。
2. 聯準會點陣圖 2024 年降息幅度降至 1 碼，但是 Powell 暗示後續轉為 2 碼的機率並不低，另外 2025 與 2026 降息幅度由 3 碼提高至 4 碼。
3. 維持債券 duration 中性配置。2024-2025 年處於高限制性利率環境，留意勞動市場是否出現惡化跡象，可在勞動市場惡化時增加中長期債券配置。

聯準會維持利率不變與會後聲明大致不變，雖然調高了年底的通膨預期，但在通膨部分描述上由“缺乏進一步進展”改變成“取得了適度的進展”

聯準會 6 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。會後聲明與 5 月 FOMC 沒有太大改變，但是將通膨描述部分由“缺乏進一步進展”改變成“取得了適度的進展”。

關於經濟數據預期部分(圖 1)，GDP 沒有任何改變，2024 年 GDP 維持 2.1%，2025 與 2026 年 GDP 維持 2.0%，長期成長仍為 1.8%；失業率也沒有太大改變，2024 年失業率維持在 4.0%，2025-2026 年與長期失業率都小幅上修 0.1 個百分點，Fed 小幅上修自然失業率，整體顯示 Fed 對於高利率抑制通膨而沒有引發經濟降溫與失業率上揚相當有自信。至於核心物價(core PCE)則將 2024 年由 2.6%上修至 2.8%，2025-2026 年核心物價也分別上修 0.1 個百分點至 2.3%與 2.1%，由於 3 月 FOMC 的核心物價是由 2.4%上修至 2.6%，6 月又再度上修，顯示通膨降溫的困難。

聯準會調降 2024 年降息幅度至 1 碼，但是 2025 與 2026 降息幅度由 3 碼提高至 4 碼

點陣圖部分(圖 2)，2024 年降息幅度由 3 碼降至 1 碼，不過在各理事的點陣圖配置上卻是不降息 4 位、降 1 碼 7 位、降 2 碼 8 位、降 3 碼 0 位。點陣圖部分有 4 個重點，首先沒有理事表達再升息意圖；其次沒有理事認為 2024 年應該維持降 3 碼，顯示沒有理事認為後續需要加速降息；第三是 2025 年與 2026 年降息幅度皆由 3 碼增加至 4 碼；第四是 2024 年中位數降息 1 碼，但是眾數是降息 2 碼，只要有 1 位理事增加降息預期，2024 年中位數則變為 2 碼。綜合第三與第四點可以進一步延伸，聯準會傾向有序的每季降息 1 碼，至於啟動降息時間可能從第 3 季或是第 4 季開始，當然這部分取決於後續經濟表現。

另外，聯準會在長期政策利率部分由 2.625%上修至 2.75%，加權平均更是由 2.8%上調至 2.9%(圖 3)，但是 Fed 維持長期通膨目標 2.0%，顯示 Fed 理事預期美國中性利率處於上揚趨勢，中性利率與長期政策利率上調，後續若沒有出現硬著陸現象，中長天期公債殖利率下降幅度相當有限。

Powell 表達了通膨重新回到放緩趨勢，並且暗示未來可能變成降息 2 碼可能

相較過往 Powell 在會後記者會表達較為鴿派立場，這一次 Powell 在會後記者會鴿派態度較淡一些，但是仍對僅降息 1 碼有更多解釋，以避免市場出現更為緊縮的擔憂。首先是表達通膨以實質性放緩，特別是第一季通膨上揚後，第二季通膨重新回到降溫趨勢(圖 4)，至於年底通膨預估 2.8%，目前為 2.75%，並非通膨重新走揚，而是去年下半年通膨基期較低。其次是 FOMC 會議期間有重要經濟數據公布，有些委員會更新利率預期，但是多數委員不會。第三是 5 月 CPI 數據下降，核心 PCE 也會跟著走降，如果降至 2.6 或 2.7% 將是很好的.....等。第四是這次 19 位 FOMC 理事中有 15 位預期今年 1-2 碼降息，他們在 1-2 碼間的預期非常接近，只是表達最可能的預期。綜合上述說法，Powell 暗示如果通膨能有更好的降溫，轉變成降息 2 碼的機率不低。

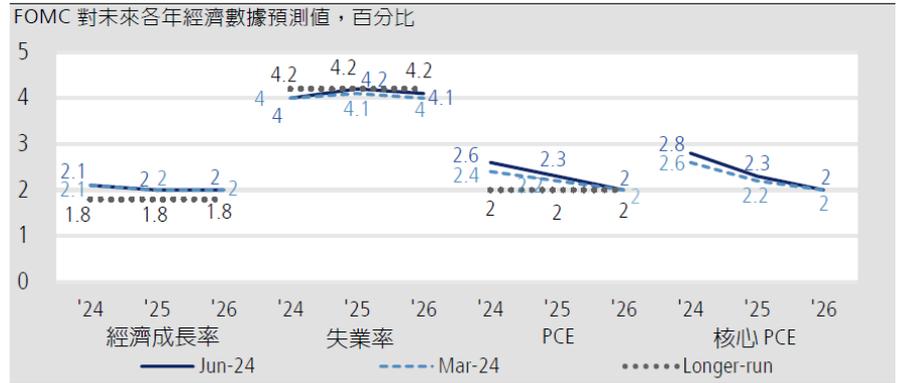
2024-2025 年處於高限制性利率環境，留意勞動市場是否出現惡化跡象

雖然美國經濟相當具有韌性，不過長期維持高限制性利率對於經濟的傷害將逐漸累積，雖然聯準會對後續經濟成長預期與失業率預期維持軟著陸路線，但也表達如果通膨快速下降或是勞動市場快速惡化將更快啟動降息，因此後續仍須留意勞動市場的變化。由於勞動市場降溫過程並非線性反應，往往勞動市場惡化會出現螺旋加快現象，所以我們關注職位空缺率降至 4.5% 之下，新增非農就業降至 160K 之下時(圖 5)，失業率可能會有快速上揚現象，後續經濟可能面臨降溫風險，上述經濟數據發生的時間可能在第四季。目前市場交易未來一年降息幅度約在 4 碼，符合聯準會的有序降息路線，而 2 年債殖利率與未來一年降息幅度趨勢相近(圖 6)，2 年債與 10 年債的利差也維持在 40 點左右，隨著愈接近降息時間殖利率曲線也將由平坦轉向趨陡，負斜率殖利率曲線將逐漸改善，10 年債殖利率將降至 4.2%，維持中長天期債券中性配置；一旦勞動市場出現惡化可以增加中長天期債券配置，例如初請失業救濟人數(未經調整)較過往趨勢大幅上揚(圖 7)，因為聯準會將會加快降息速度，公債殖利率也將出現較快速度下降。

投資風險

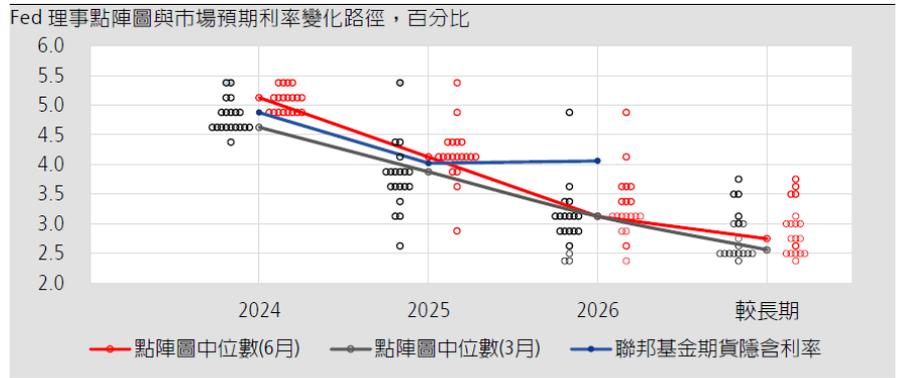
通膨再度意外上揚，導致聯準會降息幅度不如預期。

圖 1：本次 FOMC 會議維持 2024 年經濟成長 2.1%、維持 2024 年失業率 4%，及調升 2024 年核心物價預測至 2.8%



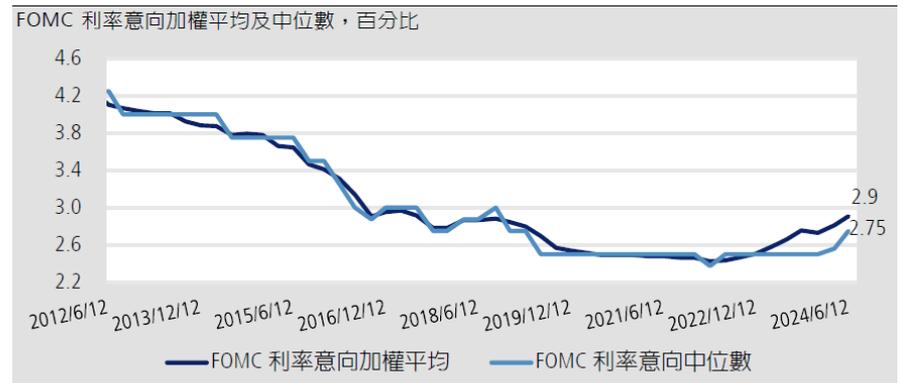
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：6 月 FOMC 會議維持政策利率不變，但 2024 年降息幅度由 3 碼降至 1 碼



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

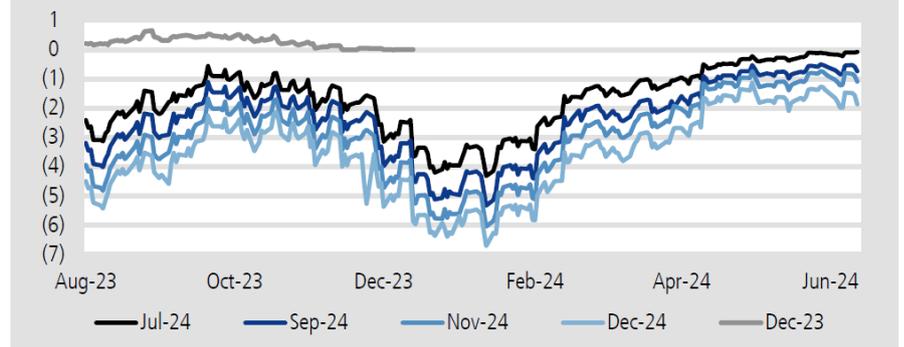
圖 3：6 月長期利率部分由 2.625% 上修至 2.75%，加權平均更上調至 2.9%，聯準會理事預期美國中性利率處於上揚趨勢



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 4：Powell 在記者會表示通膨以實質性放緩，在第一季通膨上揚後，第二季通膨重新回到降溫趨勢

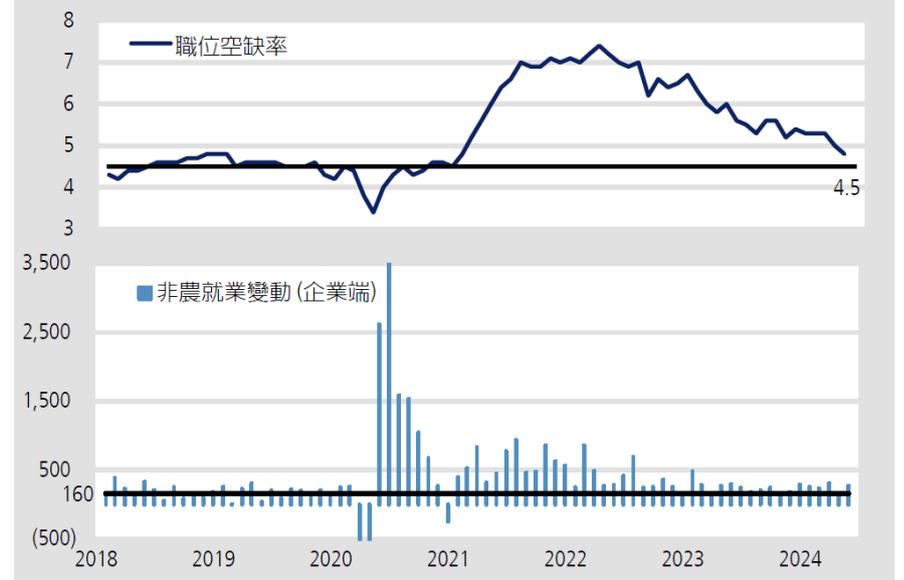
聯邦利率期貨市場對 2024 年 7,9,11,12 月份利率預測及 2023 年利率，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

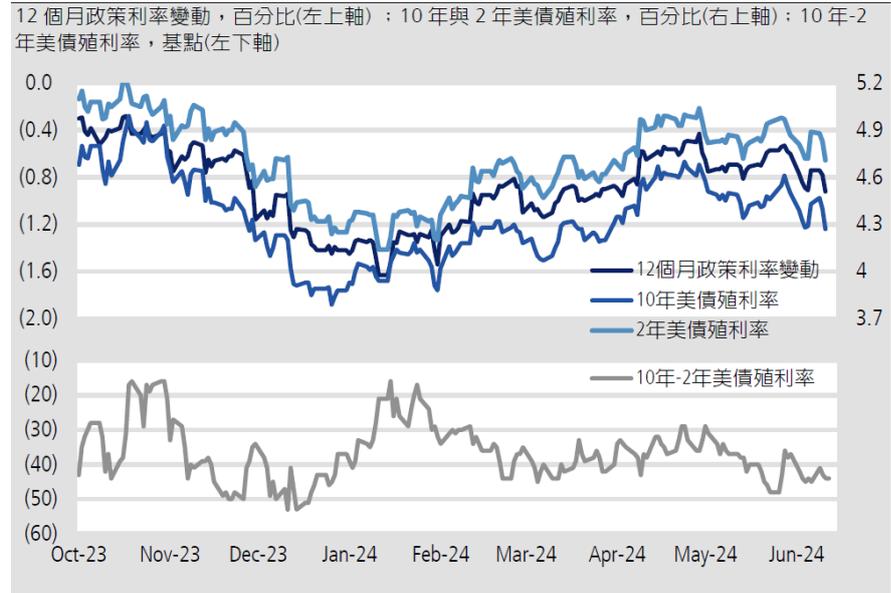
圖 5：勞動市場惡化會出現螺旋加快現象，當職位空缺率降至 4.5% 之下，新增非農就業降至 160K 之下時，失業率可能有快速上揚現象，後續經濟可能面臨降溫風險

職位空缺率，百分比(上圖)；非農就業變動(企業端)，千人(下圖)



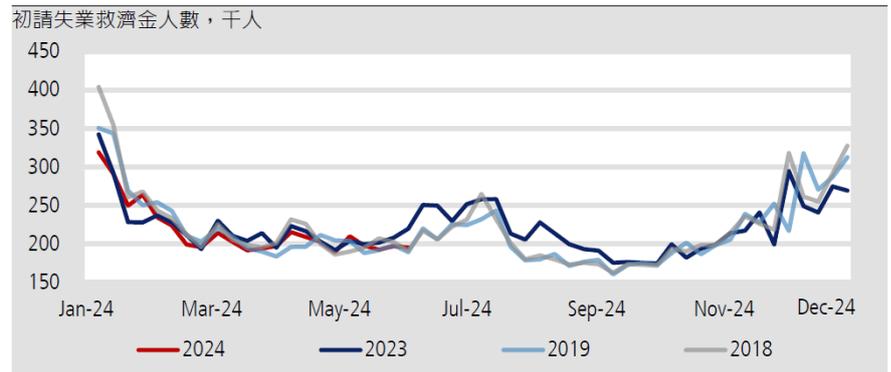
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：目前市場交易未來一年降息幅度約在 4 碼，而 2 年債殖利率與未來一年降息幅度趨勢相近



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：若勞動市場出現惡化，初請失業救濟人數(未經調整)較過往趨勢大幅上揚，可以增加中長期債券配置



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				2.1			4.9			3.4			1.3			
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	2.5	2.4		2.9			3.1			2.9			
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	4.1	3.0	3.2	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.6	3.4	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	3.7	3.2	3.3	3.3	3.4	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.7	2.7	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.1	4.3	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.5	62.6	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8	62.5	62.5	62.7	62.7	62.5	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	
	非農業就業增加數	千	(9,274)	7,245	4,528	3,013	240	184	210	246	165	182	290	256	236	310	165	272
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	297	205	291	50	(270)	586	(683)	(31)	(184)	498	25	(408)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	25	(8)	267	58	9	(41)	(20)	(20)	9	1	(3)	(20)
	職缺求供比	倍	1.07	1.56	1.75	1.58	1.55	1.54	1.59	1.59	1.49	1.60	1.54	1.54	1.52	1.49	1.43	
平均時薪	YoY %	5.4	5.0	4.9	4.3	4.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1	4.0	4.1	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	0.2	(0.4)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.2)	1.1	(0.7)	0.1	0.1	(0.4)	
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.2	4.4	9.0	2.9	3.0	5.9	0.7	10.0	3.4	(0.9)	4.5	(2.2)	1.2	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	1.4	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	0.8	(0.2)	3.2	(0.9)	2.9	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28	1.34	1.37	1.39	1.38	1.36	1.35	1.37	1.36	1.37	1.38	1.37	1.37		
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.48	1.49	1.48	1.46	1.46	1.49	1.48	1.48	1.49	1.47	1.47	1.45	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.27	1.28	1.27	1.27	1.28	1.28	1.28	1.28	1.30	1.29	1.29		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.6	53.5	47.1	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	52.8	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.03)	(0.12)	(0.40)	0.19	(0.25)	0.00	(0.60)	0.23	(0.14)	(0.79)	0.31	(0.04)	(0.23)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(8.1)	(7.8)	(7.9)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	(7.2)	(7.2)	(6.4)	(5.5)	(5.4)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	43.9	50.8				33.9			14.5			15.6	
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4	(42.3)		(51.6)			(30.5)			(25.0)			(26.6)		
房市	建築許可	千, saar	1,478	1,738	1,682	1,518	1,493	1,501	1,578	1,515	1,534	1,508	1,530	1,508	1,563	1,485	1,440	
	新屋開工	千, saar	1,394	1,605	1,552	1,421	1,415	1,473	1,305	1,363	1,365	1,510	1,568	1,376	1,546	1,287	1,360	
	新屋銷售	千, saar	831	770	637	666	666	700	652	694	673	611	654	664	631	665	634	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.4	4.2	4.1	
	標普/斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.4	18.6	4.9	6.3	(1.3)	0.1	2.2	4.0	5.0	5.5	6.3	6.7	7.4	7.4		
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	2.2	2.1	2.5	2.0	2.1	2.1	2.9	3.3	1.9	2.2	2.8	2.6	
	零售銷售	YoY %	0.8	18.2	9.1	3.6	1.6	2.9	3.0	4.2	2.7	4.0	5.5	0.3	2.1	3.8	3.0	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.5	17.3	10.6	3.4	0.7	1.9	2.7	3.7	2.6	3.6	4.6	0.9	2.0	4.0	3.6	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5	15.3	15.8	15.0	15.8	15.5	15.7	15.9
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	105.4	110.1	114.0	108.7	104.3	99.1	101.0	108.0	110.9	104.8	103.1	97.5	102.0
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(5.2)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	(6.4)	(5.9)	(5.7)	(6.1)
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.5)	(3.8)	(3.0)	(3.2)			(3.0)			(2.9)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	1,006	195.2	12.9	91.2	15.5	(25.6)	99.1	148.3	23.2	62.9	100.5		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.88	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	3.91	4.25	4.20	4.68	4.50
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7	103.5	101.3	103.3	104.2	104.5	106.2	104.7

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	1.3	1.4		2.2			4.8			6.6			
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	1.8	1.9	2.5	2.9	3.0	2.9	2.7	1.8	3.1	2.2	1.9	2.2
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.4	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8
勞動市場	失業率	%	3.8	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(12.5)	(17.2)	(15.4)	(10.7)	(6.7)	(2.2)	(1.8)	(3.8)	15.6	(1.3)	4.2	14.6	
	Markit台灣製造業PMI	點			47.7	46.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	48.8	48.6	49.3	50.2	50.9
	景氣對策燈號					藍	藍	藍	黃藍	藍	黃藍	黃藍	綠	綠	綠	黃紅		
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	14.4	13.0	15.0	15.0	17.0	16.0	20.0	22.0	27.0	29.0	31.0	35.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.6	(3.0)	(1.0)	(3.4)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(3.0)	(3.1)	(2.7)	(2.1)	
	景氣同時指標	YoY %	(1.0)	8.2	(1.2)	(6.9)	(12.1)	(10.3)	(8.2)	(6.0)	(3.8)	(1.7)	0.2	1.9	3.3	4.5	5.4	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	9.7	18.4	9.0	7.7	10.2	8.5	12.0	4.5	3.5	12.3	5.7	1.6	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5	39.9	37.2	31.4	41.8	37.5	37.4
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7	28.8	34.7	23.6	33.1	31.0	31.3
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8	11.1	2.5	7.9	8.7	6.5	6.1
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.6)	3.7	11.7	17.7	1.3	18.8	4.3	3.5
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(30.2)	(21.1)	(23.0)	(12.2)	(12.4)	(15.0)	(6.8)	19.0	(17.9)	7.1	6.6	0.6
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	44.2	47.7	46.0	51.4	52.9	50.6	43.8	48.4	37.7	47.2	47.1	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	1.0	(16.0)	1.9	(10.4)	1.2	10.8	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	2.4	3.7	2.9	2.8	3.3	3.0	3.1	3.6	4.5	5.4	4.9	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	5.9	6.9	6.5	6.0	5.7	5.3	5.3	5.4	5.6	6.2	6.1	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5	570.6	569.5	569.4	568.1	567.0	572.8
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	28.3	27.7	30.7	30.7	31.1	31.4	31.9	32.3	32.4	31.3	30.7	31.3	31.6	32.0	32.6	32.4

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，並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。