

美國總體經濟：11月FOMC觀點

政策不確定、前景不確定，降息路徑不確定

焦點內容

- 11月FOMC會議刪除了通膨回到目標更有信心的字句。顯示聯準會內部已就未來 Trump 經濟政策推升通膨相關風險展開討論。
- 整體勞動市場呈現不再緊俏，因此聯準會刪除就業增長放慢，改由勞動市場已變得寬鬆說法。
- 聯準會暗示未來降息速度將放慢，我們預期12月與2025/Q1將各降息1碼，2025/Q2後降息狀態將視財經政策而定。
- 中長期公債殖利率已大幅上彈反應降息放緩與 Trump 當選利空，可略為增加中長期債券配置。
- 未來美國財政赤字將加大公債發行，10年期債券 term premium 回升將推高10年期債券殖利率至5.0%之上。

重要訊息

美國11月FOMC會議將聯邦基金利率由4.75-5.0%降至4.5-4.75%，降幅符合市場預期。會議聲明重申了就業與通膨雙重目標面臨風險大致均衡，但是刪除了通膨回到目標更有信心的字句；另外也刪除了就業增長放慢，改由勞動市場已變得寬鬆說法。

評論及分析

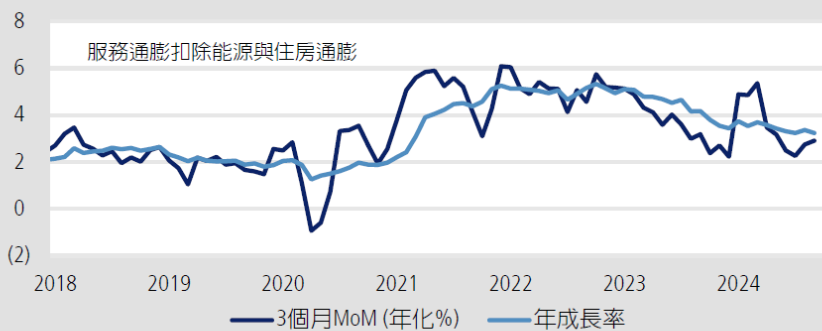
- 近期通膨數據顯示核心服務通膨降溫趨緩，甚至短期有回彈風險(圖1)，加上 Trump 與共和黨在參眾兩院的全面紅潮執政，後續遣返移民、增加關稅與國內減稅等相關法案將提高未來通膨風險。雖然 Powell 在會後記者會表達 Fed 政策尚未考量潛在財政政策變化，必須等待國會通過財政政策相關法律，但是在聲明中刪除通膨回到目標信心的語句，顯示聯準會內部已就相關風險展開討論。
- 近期勞動市場數據混亂，非農就業新增人數大幅波動，也出現大幅修正前期數據，加上波音罷工與兩場颶風影響，勞動市場變動訊號混亂，不過其他相關數據顯示整體勞動市場已不再緊俏。綜合上述兩點，聯準會釋放未來降息速度可能放緩訊號。
- 勞動市場未有衰退風險，但非臨時性工作因裁員的失業率逐漸提高(圖2)，因此聯準會仍須持續降低利率限制性。目前政策利率限制性已由9月的160bp降至85bp(圖3)，我們預估12月再降息1碼至4.25-4.5%的機率為80%，高於市場的67%，屆時限制性將降至60bp。2025年第一季再降息1碼至4.0-4.25%，第二季之後降息速度與幅度將放緩，避免降息過快風險，也必須參考視美國財政政策變化而定，預計後續仍有降息1碼至3.75-4.0%後停止降息。

結論

- 目前政策利率4.5-4.75%為10年債殖利率的短期上限區，未來12個月的降息幅度也已縮減至3-4碼(圖4)。中長期債券殖利率已大幅反彈，反應軟著陸與減少降息空間，以及 Trump 當選不利公債的狀態，殖利率再大幅上揚空間有限。隨著後續降息與經濟成長逐漸放緩，預估10年債殖利率有機會回到3.8-4.2%，建議配置中長期公債。
- 留意未來美國財政赤字增加導致公債供給過快風險(圖5)，10年期債券期限溢價(term premium)可能回升到100-150bp(圖6)，屆時將推升10年期公債殖利率重回5%之上。

圖 1：核心服務通膨降溫趨緩

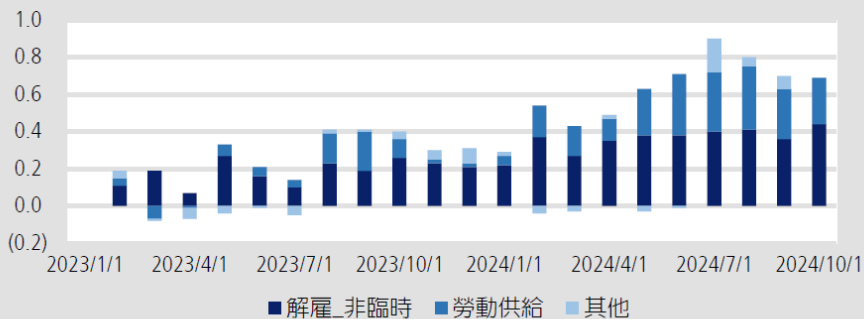
服務通膨扣除能源與住房通膨，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：非臨時性工作因裁員的失業率逐漸提高

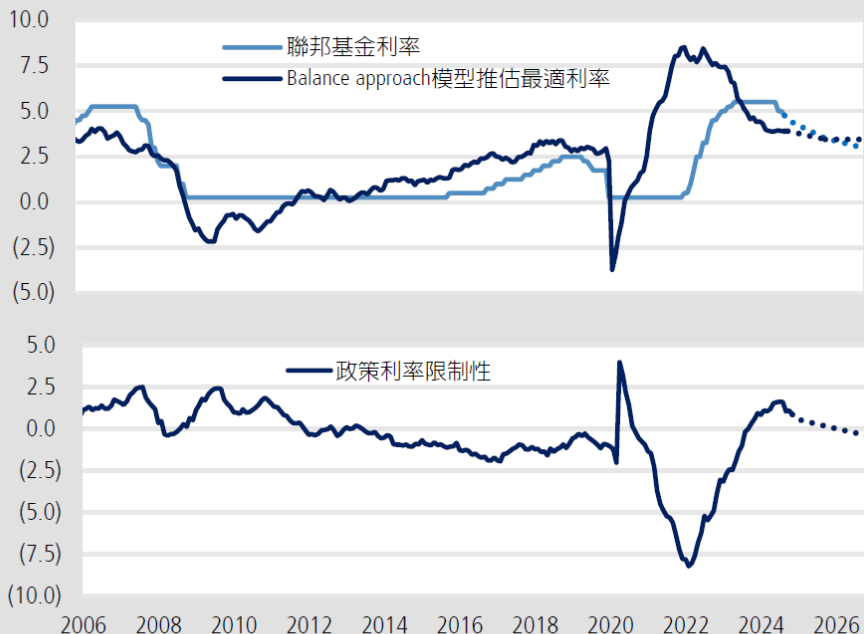
美國失業率來源，百分比



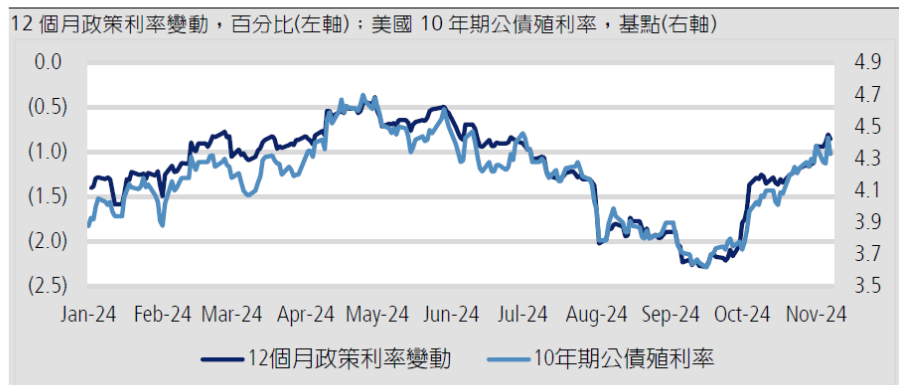
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：政策利率限制性已由 9 月的 160bp 降至 85bp

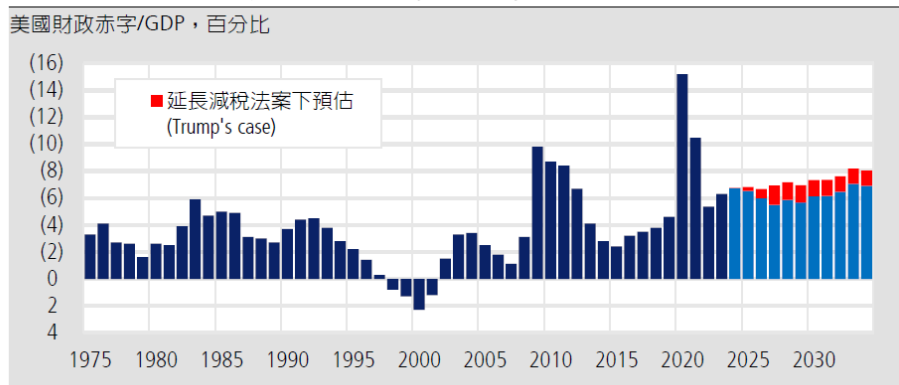
聯邦基金利率、Balance approach 模型推估最適利率，百分比(上圖)；政策利率限制性，百分比(下圖)



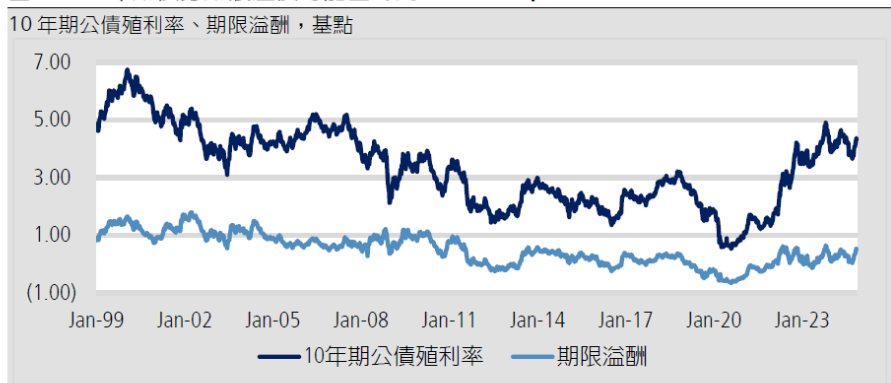
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：政策利率已達 10 年債殖利率的短期上限區，未來 12 個月的降息幅度已縮減至 3-4 碼


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：須留意美國財政赤字增加導致公債供給過快


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：10 年期債券期限溢價可能回升到 100-150bp


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	
GDP	GDP季增率	QoQ%, saar					3.2			1.6			3.0				2.8	
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	6.1	2.5	2.9		3.2		2.9			3.0				2.7	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	4.1	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.1	6.6	3.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.4	4.2	3.2	3.0	3.1	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.5	62.8	62.5	62.5	62.5	62.7	62.7	62.5	62.6	62.7	62.7	62.7	62.6
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1
	非農業就業增加數	千	(9,274)	7,245	4,528	3,013	182	290	256	236	310	108	216	118	144	78	223	12
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	586	(683)	(31)	(184)	498	25	(408)	116	67	168	430	(368)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	(41)	(20)	(20)	9	1	(3)	(20)	20	9	1	53	51
	職缺求供比	倍	1.07	1.56	1.75	1.58	1.60	1.54	1.54	1.52	1.49	1.41	1.46	1.51	1.42	1.45	1.34	
平均時薪	YoY %	5.4	5.0	4.9	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.6	3.9	3.9	4.0	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.1)	4.4	3.4	0.2	(0.2)	0.8	(1.2)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	0.1	0.8	(0.5)	(0.2)	(0.6)	
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.2	4.4	10.0	3.4	(0.9)	4.5	(2.2)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.8)	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	1.4	0.8	(0.2)	3.2	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.7	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28	1.34	1.37	1.36	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	1.38	1.37	1.38		
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.48	1.48	1.48	1.49	1.47	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.27	1.28	1.28	1.30	1.29	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.6	53.5	47.1	46.6	47.1	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	47.2	46.5
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	52.8	52.5	50.5	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8	51.4	51.5	54.9	56.0
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4	49.3	47.4	44.6	46.1	47.1
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.38	(0.01)	(0.11)	0.21	(0.11)	(0.81)	0.39	(0.15)	(0.39)	0.18	(0.15)	(0.26)	(0.01)	(0.28)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(7.6)	(7.1)	(7.1)	(6.5)	(5.5)	(5.5)	(5.2)	(4.9)	(5.1)	(5.0)	(4.8)	
銀行貸款調查: 對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	43.9			14.5			15.6			7.9				
銀行貸款調查: 大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4	(42.3)			(25.0)			(26.6)			0.0				
房市	建築許可	千, saar	1,478	1,738	1,682	1,518	1,508	1,530	1,508	1,563	1,485	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,428	
	新屋開工	千, saar	1,394	1,605	1,552	1,421	1,510	1,568	1,376	1,546	1,299	1,377	1,315	1,329	1,262	1,361	1,354	
	新屋銷售	千, saar	831	770	637	666	611	654	664	643	683	736	672	672	726	709	738	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	3.9	3.9	4.0	4.4	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.8	
	標普/斯庫勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.4	18.7	4.9	6.4	5.6	6.4	6.8	7.5	7.5	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2		
消費	個人支出	年比, sa	(2.5)	8.8	3.0	2.5	3.1	3.6	1.9	2.1	2.7	2.4	2.8	2.9	2.8	3.0	3.1	
	零售銷售	YoY %	0.8	18.2	9.1	3.6	4.0	5.5	0.3	2.1	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.2	1.7	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.5	17.3	10.6	3.5	3.6	4.6	0.9	2.0	3.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.5	2.2	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	15.3	15.8	15.0	15.8	15.5	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0
	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	101.0	108.0	110.9	104.8	103.1	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	108.7
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	(6.4)	(5.9)	(5.7)	(6.1)	(5.6)	(5.6)	(7.2)	(6.3)	
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.7)	(3.9)	(3.3)		(3.2)			(3.2)			(3.3)				
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	932	101.1	88.2	(69.4)	25.6	58.6	1.8	(42.8)	80.5	137.9	111.4		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.88	4.33	3.88	3.91	4.25	4.20	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	103.5	101.3	103.3	104.2	104.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 8: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	1.3		4.8		6.6			5.1				4.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	2.9	2.7	1.8	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.4	2.4	2.4	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6
勞動市場	失業率	%	3.8	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(12.5)	(1.8)	(3.8)	15.6	(1.3)	4.2	14.5	15.7	12.8	13.0	12.5	11.2	
	Market台灣製造業PMI	點			47.7	46.3	48.3	47.1	48.8	48.6	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2
	景氣對策燈號						黃藍	黃藍	綠	綠	綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	14.4	20.0	22.0	27.0	29.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.4)	4.7	(3.1)	(1.5)	(1.8)	(1.9)	(2.0)	(1.8)	(1.2)	(0.2)	1.0	2.0	2.7	3.3	3.6	
	景氣同時指標	YoY %	(0.9)	8.2	(1.4)	(8.1)	(1.9)	0.0	1.9	3.6	5.2	6.5	7.6	8.3	8.6	8.8	9.0	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	9.7	12.0	4.5	3.5	12.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.2	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	37.5	39.9	37.2	31.4	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	27.7	28.8	34.7	23.6	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	9.8	11.1	2.5	7.9	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	3.7	11.7	17.7	1.3	18.8	4.3	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(14.8)	(6.7)	18.7	(17.8)	7.2	6.5	0.6	33.9	15.8	11.7	17.3	
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	50.6	43.8	48.4	37.7	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	1.0	(16.0)	1.9	(10.4)	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.6	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	3.0	3.1	3.6	4.5	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	5.3	5.3	5.4	5.6	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	567.5	570.6	569.5	569.4	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	28.3	27.7	30.7	30.7	31.3	30.7	31.3	31.6	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0

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倉。