

7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增加關注勞動市場風險，顯示聯準會後續降息將不僅考量通膨降低進展，勞動市場風險的增溫也將成為聯準會降息原因。
2. 隨著通膨降溫與失業率走高讓 Fed 利率限制性明顯上揚，市場預期 Fed 在 9 月開始降息，並且在初期加快降息速度。
3. 失業率上揚主要是受到勞動供給增加所致，留意後續勞動市場風險。目前經濟仍運行在軟著陸路徑，裁員風險將使經濟出現硬著陸風險，中長期債券殖利率將出現明顯下降，也將加碼配置中長期債券。

聯準會維持利率不變，但是在會後聲明增加關注勞動市場風險

聯準會 7 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 6 月 FOMC 相比，在通膨與勞動市場描述有所改變。通膨部分：朝目標 2.0% 方面由「取得了適度的進展」改變成「取得了一些進展」，並且對於通膨形容也由「放緩但仍過高」改成「放緩但有些過高」。勞動市場部分：由「成長強勁，失業率維持低位」改變成「就業成長放緩，失業率有所上升」。因此先前聯準會高度關注通膨風險，這次會議改為關注通膨與勞動市場雙重使命風險，顯示聯準會後續降息將不僅考量通膨降低進展，勞動市場風險的增溫也將成為聯準會降息原因。

目前政策利率限制性過高，聯準會可能在降息初期加快降息速度

由於這次會議不是 3、6、9、12 月份的大會，因此無法透過利率點陣圖與 Fed 預測經濟數據看出貨幣政策路徑。隨著通膨降溫導致實質利率已接近 3%，失業率走高也讓 Fed 的利率限制性上揚至 1.5% (圖 1)，市場預期 Fed 在 9 月開始降息，並且在初期加快降息速度 (圖 2)，可能採取每次降息 25bps。至於 FOMC 理事對於後續降息的看法，除了等到 9 月 FOMC 點陣圖公佈外，8/22-8/24 的 Jackson Hole 全球央行年會，Powell 可能在演講會有更清楚的前瞻指引，並且 8/22 也將公布這次 FOMC 會議記錄，屆時可由紀錄中顯示委員是否有提高降息速度的意願。

勞動市場回到均衡，失業率提升將成為硬著陸風險與加碼中長期債券時機

勞動市場降溫速度加快，自主離職率 (圖 3) 與雇用率 (圖 4) 都已低於疫情前位置，失業率也已由 3.4% 上揚至 4.1% (接近 Fed 預估的自然失業率 4.2%)。不過失業率上揚主要是受到勞動供給增加所致，直至 6 月解雇率 (圖 5) 並未明顯上揚，但是 7 月中旬之後初請失業救濟人數有異常增溫 (圖 6)，留意後續勞動市場風險。

軟著陸路徑上，中長期債券殖利率下降空間有限；若是經濟出現硬著陸風險，中長期債券殖利率將出現明顯下降。目前經濟仍運行在軟著陸路徑上，若是勞動市場出現裁員潮將使消費支出下挫，並且引發衰退機率也將提高，屆時 Fed 也將加速降息，也將加碼配置中長期債券。

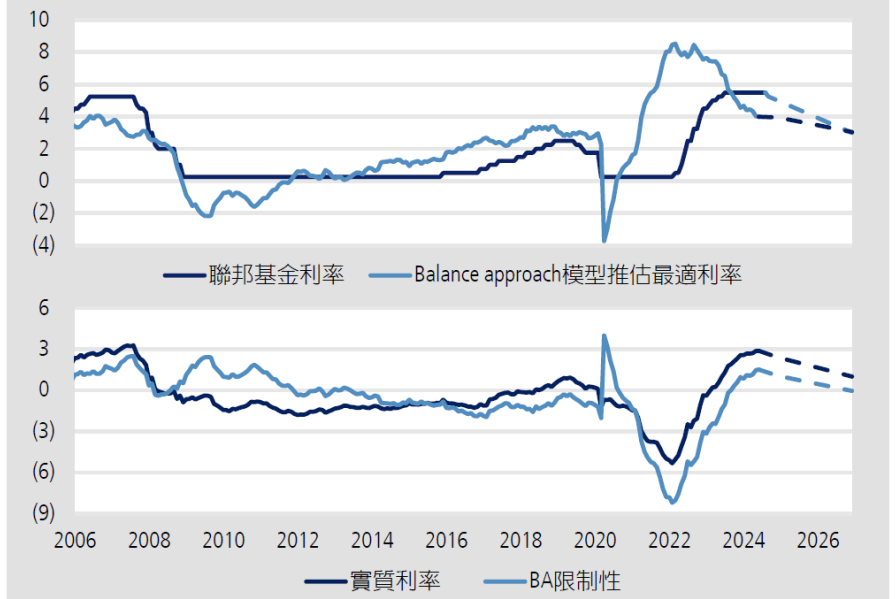
投資風險

聯準會過晚降息，降息速度過慢。

圖 1：通膨降溫與失業率升高，使得 Fed 的利率限制性上揚至 1.5%

上圖：聯邦基金利率、Balanced Approach 模型推估最適利率，百分比

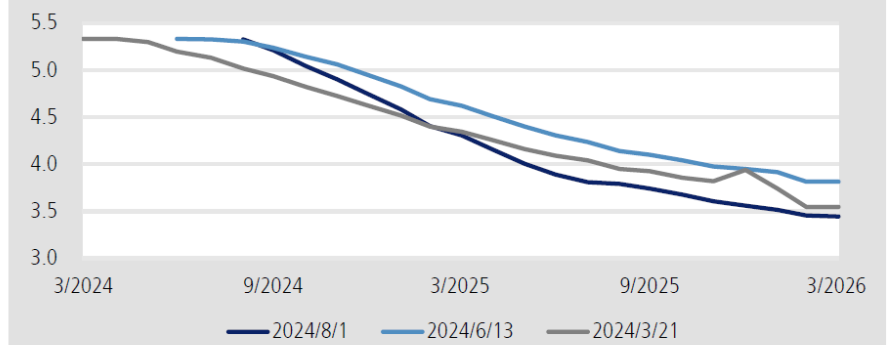
下圖：BA 限制性、實質利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：市場預期 Fed 在 9 月開始降息，並且在初期加快降息速度

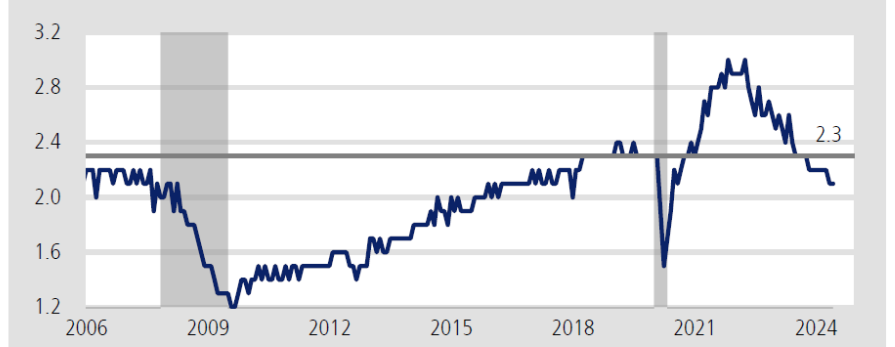
市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：勞動市場降溫，自主離職率降低於疫情前的水準

自主離職率，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

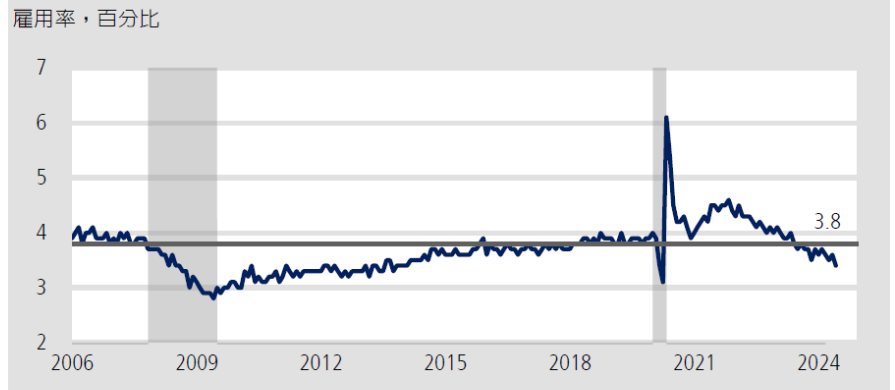
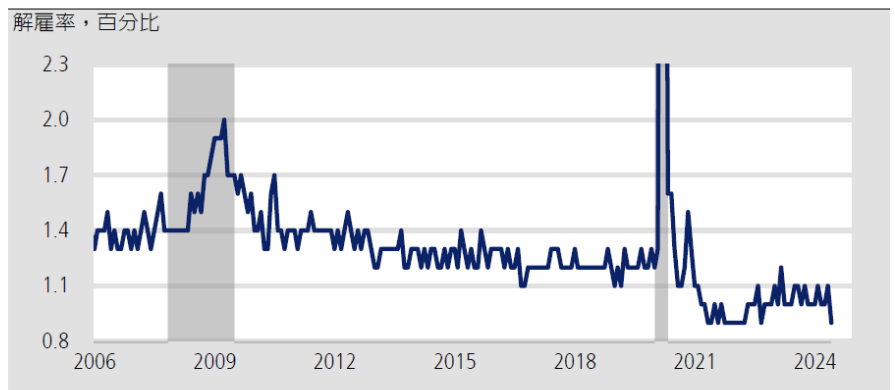
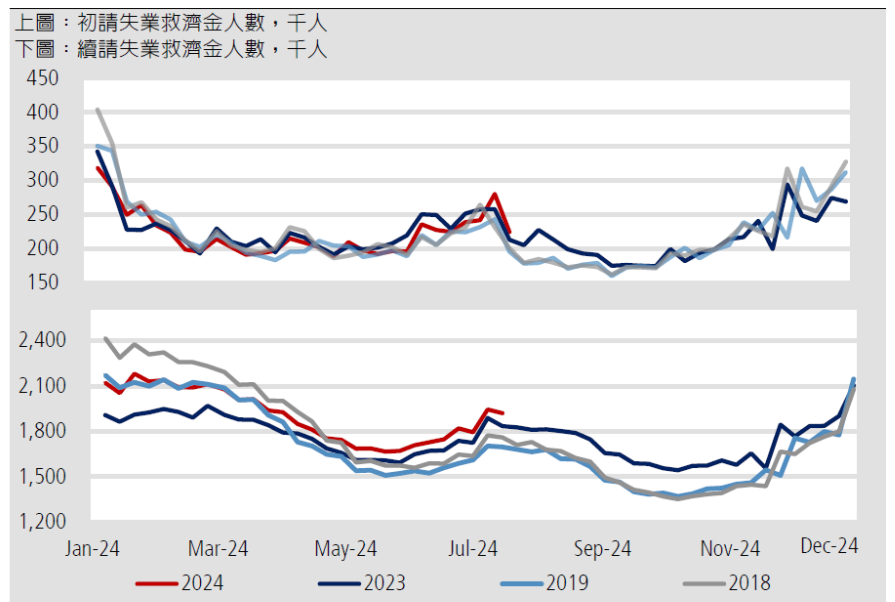
圖 4：雇用率亦顯著下降，跌落至低於疫情前的位置

圖 5：直至 6 月解雇率並未明顯上揚，顯示失業率上升主因為勞動供給增加所致

圖 6：7 月中旬之後初請失業救濟人數有異常增溫，若勞動市場出現惡化可以增加中長期債券配置


圖 7: 美國重要經濟數據彙總

| 指標 | 單位 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 | Jun-24 | |
|-----------------|--------------------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP | GDP季增年率 | QoQ%, saar | | | | | 4.9 | | | 3.4 | | | 1.4 | | | 2.8 | |
| | GDP年增率 | YoY % | (2.2) | 5.8 | 1.9 | 2.5 | | 2.9 | | 3.1 | | | 2.9 | | | 3.1 | |
| 物價 | 消費者物價指數 | YoY % | 1.2 | 4.7 | 8.0 | 4.1 | 3.7 | 3.7 | 3.2 | 3.1 | 3.4 | 3.1 | 3.2 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.0 |
| | 核心消費者物價指數 | YoY % | 1.7 | 3.6 | 6.2 | 4.8 | 4.3 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 3.3 |
| | PCE物價指數 | YoY % | 1.1 | 4.2 | 6.5 | 3.7 | 3.3 | 3.4 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |
| | 核心PCE指數 | YoY % | 1.3 | 3.6 | 5.2 | 4.1 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 2.6 |
| 勞動市場 | 勞動參與率 | % | 61.5 | 62.0 | 62.3 | 62.5 | 62.8 | 62.8 | 62.7 | 62.8 | 62.5 | 62.5 | 62.5 | 62.7 | 62.7 | 62.5 | 62.6 |
| | 失業率 | % | 8.1 | 5.4 | 3.6 | 3.6 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 |
| | 非農業就業增加數 | 千 | (9,274) | 7,245 | 4,528 | 3,013 | 210 | 246 | 165 | 182 | 290 | 256 | 236 | 310 | 108 | 218 | 206 |
| | 勞動力就業淨變動 | 千 | (8,856) | 6,135 | 3,176 | 1,883 | 291 | 50 | (270) | 586 | (683) | (31) | (184) | 498 | 25 | (408) | 116 |
| | Challenger企業宣告裁員人數 | YoY % | 15.8 | (1.2) | (1.7) | 2.1 | 267 | 58 | 9 | (41) | (20) | (20) | 9 | 1 | (3) | (20) | 20 |
| | 職缺求供比 | 倍 | 1.07 | 1.56 | 1.75 | 1.58 | 1.59 | 1.59 | 1.49 | 1.60 | 1.54 | 1.54 | 1.52 | 1.49 | 1.41 | 1.41 | |
| | 平均時薪 | YoY % | 5.4 | 5.0 | 4.9 | 4.3 | 4.5 | 4.5 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 4.1 | 3.9 |
| 經濟活動&企業狀況 | 工業生產 | YoY % | (7.1) | 4.4 | 3.4 | 0.2 | (0.1) | (0.2) | (0.8) | (0.2) | 0.8 | (1.2) | (0.2) | (0.4) | (0.8) | 0.3 | 1.6 |
| | 耐久財訂單 | YoY % | (4.6) | 18.4 | 8.2 | 4.4 | 3.0 | 5.9 | 0.7 | 10.0 | 3.4 | (0.9) | 4.5 | (2.2) | 1.2 | (1.3) | (11.1) |
| | 核心資本財訂單 | YoY % | (8.3) | 12.8 | 6.5 | 1.7 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 1.4 | 0.8 | (0.2) | 3.2 | (0.9) | 2.8 | (0.5) | (2.0) |
| | 整體存銷比 | 倍 | 1.44 | 1.28 | 1.34 | 1.37 | 1.36 | 1.35 | 1.37 | 1.36 | 1.37 | 1.38 | 1.37 | 1.37 | 1.37 | 1.37 | |
| | 製造業存銷比 | 倍 | 1.62 | 1.49 | 1.47 | 1.48 | 1.46 | 1.46 | 1.49 | 1.48 | 1.48 | 1.49 | 1.47 | 1.47 | 1.46 | 1.47 | |
| | 零售業存銷比 | 倍 | 1.34 | 1.15 | 1.24 | 1.27 | 1.27 | 1.27 | 1.28 | 1.28 | 1.28 | 1.30 | 1.29 | 1.29 | 1.30 | 1.31 | |
| | ISM製造業採購經理人指數 | 點 | 52.4 | 60.6 | 53.5 | 47.1 | 47.6 | 48.6 | 46.9 | 46.6 | 47.1 | 49.1 | 47.8 | 50.3 | 49.2 | 48.7 | 48.5 |
| | ISM非製造業採購經理人指數 | 點 | 54.3 | 62.4 | 56.1 | 52.8 | 54.1 | 53.4 | 51.9 | 52.5 | 50.5 | 53.4 | 52.6 | 51.4 | 49.4 | 53.8 | 48.8 |
| | ISM新訂單指數 | 點 | 53.9 | 64.3 | 51.6 | 46.0 | 46.4 | 48.6 | 46.2 | 47.8 | 47.0 | 52.5 | 49.2 | 51.4 | 49.1 | 45.4 | 49.3 |
| | Fed芝加哥分行全國經濟活動指數 | 點 | (0.46) | 0.40 | (0.02) | (0.13) | (0.20) | 0.00 | (0.64) | 0.21 | (0.13) | (0.87) | 0.30 | (0.17) | (0.30) | 0.23 | 0.05 |
| | 美國經濟諮詢委員會領先指標 | YoY % | (4.7) | 7.1 | 0.4 | (7.7) | (7.9) | (8.1) | (8.1) | (7.6) | (7.1) | (7.1) | (6.5) | (5.6) | (5.5) | (5.2) | (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 | | | 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) | | | (30.5) | | | (25.0) | | | (26.6) | | | |
| 房市 | 建築許可 | 千, saar | 1,478 | 1,738 | 1,682 | 1,518 | 1,578 | 1,515 | 1,534 | 1,508 | 1,530 | 1,508 | 1,563 | 1,485 | 1,440 | 1,399 | 1,446 |
| | 新屋開工 | 千, saar | 1,394 | 1,605 | 1,552 | 1,421 | 1,305 | 1,363 | 1,365 | 1,510 | 1,568 | 1,376 | 1,546 | 1,299 | 1,377 | 1,314 | 1,353 |
| | 新屋銷售 | 千, saar | 831 | 770 | 637 | 666 | 652 | 694 | 673 | 611 | 654 | 664 | 643 | 683 | 730 | 621 | 617 |
| | 成屋銷售 | 百萬, saar | 5.6 | 6.1 | 5.1 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 3.9 |
| | 標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數 | YoY % | 10.4 | 18.6 | 4.9 | 6.3 | 2.2 | 4.0 | 5.0 | 5.6 | 6.3 | 6.8 | 7.5 | 7.5 | 7.2 | | |
| 消費 | 個人支出 | 年比%, sa | (2.5) | 8.4 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.9 | 3.3 | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 2.4 | 2.6 | 2.6 |
| | 零售銷售 | YoY % | 0.8 | 18.2 | 9.1 | 3.6 | 3.0 | 4.2 | 2.7 | 4.0 | 5.5 | 0.3 | 2.1 | 3.6 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| | 零售銷售扣除汽車 | YoY % | 1.5 | 17.3 | 10.6 | 3.4 | 2.7 | 3.7 | 2.6 | 3.6 | 4.6 | 0.9 | 2.0 | 3.7 | 3.2 | 3.0 | 3.4 |
| | 國內汽車銷售 | 百萬, sa | 173.0 | 179.2 | 164.8 | 185.2 | 15.0 | 15.7 | 15.5 | 15.3 | 15.8 | 15.0 | 15.8 | 15.5 | 15.7 | 15.9 | 15.3 |
| | 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 | 108.7 | 104.3 | 99.1 | 101.0 | 108.0 | 110.9 | 104.8 | 103.1 | 97.5 | 101.3 | 100.4 |
| 密西根大學消費者信心指數 | 點 | 81.5 | 77.6 | 59.0 | 65.4 | 69.4 | 67.9 | 63.8 | 61.3 | 69.7 | 79.0 | 76.9 | 79.4 | 77.2 | 69.1 | 68.2 | |
| 財政 | 財政餘額 | 佔GDP% | (15.2) | (10.5) | (5.4) | (6.5) | (5.6) | (6.3) | (5.2) | (6.3) | (6.5) | (6.3) | (6.4) | (5.9) | (5.7) | (6.1) | (5.6) |
| | 經常帳 | 佔GDP% | (2.8) | (3.7) | (3.9) | (3.3) | | (3.3) | | | (3.2) | | | (3.2) | | | |
| 國際收支 | 長期證券投資淨流入 | 十億美元 | 505 | 907 | 1,321 | 993 | 87.7 | 15.3 | (24.1) | 100.8 | 147.5 | 21.6 | 57.6 | 108.9 | 123.3 | (54.6) | |
| 貨幣與金融 | 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 | 5.50 | |
| | 10年期公債殖利率 | % | 0.91 | 1.51 | 3.87 | 3.88 | 4.11 | 4.57 | 4.93 | 4.33 | 3.88 | 3.91 | 4.25 | 4.20 | 4.68 | 4.50 | 4.40 |
| | 美元指數 | 點 | 89.9 | 95.7 | 103.5 | 101.3 | 103.6 | 106.2 | 106.7 | 103.5 | 101.3 | 103.3 | 104.2 | 104.5 | 106.2 | 104.7 | 105.9 |

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 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 | Jun-24 | |
|-------|----------------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| GDP | GDP年增率 | YoY % | 3.4 | 6.6 | 2.6 | 1.3 | | 2.2 | | 4.8 | | | 6.6 | | | 5.1 | |
| 物價 | 消費者物價指數 | YoY % | (0.2) | 2.0 | 3.0 | 2.5 | 2.5 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 1.8 | 3.1 | 2.2 | 1.9 | 2.2 | 2.4 |
| | 核心消費者物價指數 | YoY % | 0.7 | 1.9 | 2.7 | 2.4 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 1.7 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 勞動市場 | 失業率 | % | 3.8 | 3.7 | 3.6 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 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 % | 8.8 | 14.7 | (1.7) | (12.5) | (10.7) | (6.7) | (2.2) | (1.8) | (3.8) | 15.6 | (1.3) | 4.2 | 14.5 | 15.7 | 13.2 |
| | Markit台灣製造業PMI | 點 | | | 47.7 | 46.3 | 44.3 | 46.4 | 47.6 | 48.3 | 47.1 | 48.8 | 48.6 | 49.3 | 50.2 | 50.9 | 53.2 |
| | 景氣對策燈號 | | | | | 藍 | 黃藍 | 藍 | 黃藍 | 黃藍 | 綠 | 綠 | 綠 | 黃紅 | 黃紅 | 紅 | |
| | 景氣綜合判斷分數 | 點 | 24.3 | 39.0 | 24.2 | 14.4 | 15.0 | 17.0 | 16.0 | 20.0 | 22.0 | 27.0 | 29.0 | 31.0 | 35.0 | 36.0 | 38.0 |
| | 景氣領先指標 | YoY % | (0.5) | 4.7 | (3.1) | (1.3) | (2.5) | (2.4) | (2.3) | (2.2) | (2.3) | (2.5) | (2.4) | (1.8) | (0.8) | 0.3 | 1.4 |
| | 景氣同時指標 | YoY % | (1.0) | 8.2 | (1.3) | (7.5) | (8.3) | (6.1) | (3.9) | (1.9) | 0.0 | 1.9 | 3.6 | 5.2 | 6.6 | 7.8 | 8.8 |
| 消費 | 零售銷售 | YoY % | 0.2 | 3.3 | 7.4 | 9.7 | 7.7 | 10.2 | 8.5 | 12.0 | 4.5 | 3.5 | 12.3 | 5.7 | 1.6 | 2.6 | 3.9 |
| 外貿 | 出口 | 十億美元 | 345.2 | 446.6 | 479.7 | 432.6 | 37.4 | 38.8 | 38.1 | 37.5 | 39.9 | 37.2 | 31.4 | 41.8 | 37.5 | 37.4 | 39.9 |
| | 進口 | 十億美元 | 285.8 | 381.3 | 428.1 | 352.1 | 28.8 | 28.5 | 32.3 | 27.7 | 28.8 | 34.7 | 23.6 | 33.1 | 31.0 | 31.3 | 35.2 |
| | 貿易收支 | 十億美元 | 59.4 | 65.3 | 51.6 | 80.5 | 8.6 | 10.3 | 5.8 | 9.8 | 11.1 | 2.5 | 7.9 | 8.7 | 6.5 | 6.1 | 4.7 |
| | 出口成長率 | YoY % | 4.9 | 29.4 | 7.4 | (9.8) | (7.3) | 3.4 | (4.6) | 3.7 | 11.7 | 17.7 | 1.3 | 18.8 | 4.3 | 3.5 | 23.5 |
| | 進口成長率 | YoY % | 0.1 | 33.4 | 12.3 | (17.8) | (23.0) | (12.2) | (12.4) | (15.0) | (6.8) | 19.0 | (17.9) | 7.1 | 6.6 | 0.6 | 33.9 |
| | 外銷訂單 | 十億美元 | 533.7 | 674.1 | 666.8 | 561.0 | 46.0 | 51.4 | 52.9 | 50.6 | 43.8 | 48.4 | 37.7 | 47.2 | 47.1 | 48.9 | 45.6 |
| | 外銷訂單成長率 | YoY % | 10.1 | 26.3 | (1.1) | (15.9) | (15.7) | (15.6) | (4.6) | 1.0 | (16.0) | 1.9 | (10.4) | 1.2 | 10.8 | 7.0 | 3.1 |
| 貨幣與金融 | M1B貨幣供給 | YoY % | 16.2 | 12.8 | 4.1 | 3.1 | 2.9 | 2.8 | 3.3 | 3.0 | 3.1 | 3.6 | 4.5 | 5.4 | 4.9 | 5.0 | 5.2 |
| | M2貨幣供給 | YoY % | 8.5 | 8.0 | 7.1 | 5.3 | 6.5 | 6.0 | 5.7 | 5.3 | 5.3 | 5.4 | 5.6 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 6.3 |
| | 外匯存底 | 十億美元 | 529.9 | 548.4 | 554.9 | 570.6 | 565.5 | 564.0 | 561.1 | 567.5 | 570.6 | 569.5 | 569.4 | 568.1 | 567.0 | 572.8 | 573.3 |
| | 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 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| | 新台幣匯率 | USD/TWD | 28.1 | 27.7 | 30.7 | 30.6 | 31.9 | 32.2 | 32.4 | 31.3 | 30.6 | 31.3 | 31.6 | 32.0 | 32.6 | 32.5 | 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，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。