

## 更為鷹派的利率點陣圖

### 聯準會將維持更高的終端利率更久，預期未來四次 FOMC 會議將再升息 2,2,1,1 碼至 4.75%

#### 焦點內容

九月份 FOMC 如市場預期升息 3 碼，但利率點陣圖釋放鷹派訊號，顯示聯準會將維持更高的終端利率更久。經濟預測方面，聯準會調升通膨率及失業率並大幅調降今年與明年的經濟成長率。我們於九月份 FOMC 後上修升息預期，預期未來四次 FOMC 會議將再升息 2,2,1,1 碼至 4.75%。隨著短端公債利率跟隨政策利率走揚，十年期公債殖利率將被墊高至 3.5~4%，利率攀升的過程可逐步布局十年期以上之中長期美國公債。

#### 九月份 FOMC 利率決策如市場預期，但利率點陣圖釋放鷹派訊號

聯準會九月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議如市場預期升息3碼，將聯邦基金利率的目標區間從2.25%至2.50%升至3.00%至3.25%。

首先，利率點陣圖較市場預期更為鷹派，說明如下：(1) 2022年剩餘2次FOMC會議仍將升息5碼至4.25~4.5%，略高於市場預期的4.3%。(2) 2023年升息1碼至4.5~4.75%，市場預期第1季將再升1碼，並在第4季降息1碼至4~4.25%。(3) 2024年降息3碼至3.75~4.0%，市場預期降息約3碼至3.5~3.75%。(4) 2025年將降息至2.75~3.0%。(5) 較長期(longer run)利率則沒有變化(圖1)。不過由於2024年之後點陣圖過於離散，因此不具參考性。

至於經濟預測方面：(1) 相較於六月份的預估值，2022與2023年經濟成長率遭到大幅調降，2022年由1.7%下修至0.2%、2023年由1.7%下修至1.2%、2024年由1.9%下修至1.7%、2025年回到長期水準1.8%。(2) 失業率則調升，尤其是2023年最為明顯，2022年由3.7%上修至3.8%、2023年由3.9%上修至4.4%、2024年由4.1%上修至4.4%。(3) 聯準會關注的核心PCE通膨率部份，2022年由4.3%上修至4.5%、2023年由2.7%上修至3.1%、2024年維持於2.3%(圖2)。由於聯準會預估2024年核心通膨率能回到2.0%附近，因此有機會啟動降息。

關於會後記者會，主席Powell提到以下四個重點：(1) 勞動市場過熱：大幅升息將緩解勞動市場供需失衡，高職位空缺有助於勞動市場出現軟著陸。(2) 房市過熱：抵押貸款利率大幅上揚將讓房市出現修正。(3) 通膨風險：通膨仍具上行風險，聯準會尚在尋找通膨下滑的證據，但是通膨預期已獲得控制。(4) 衰退風險：不確定經濟是否會陷入衰退，但是壓抑通膨時一定會造成經濟方面的痛苦。

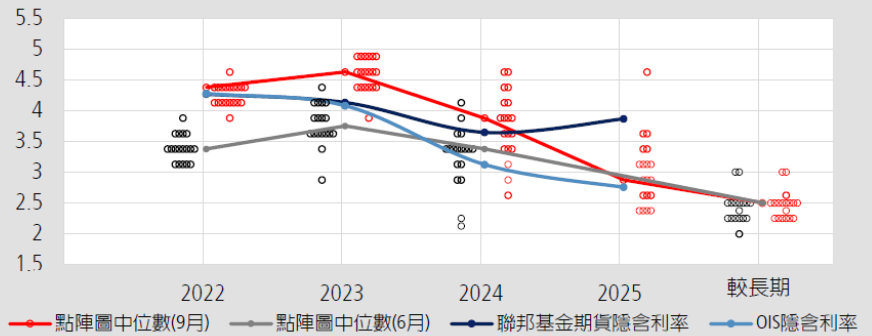
#### 我們於九月份 FOMC 後上修升息預期，預期未來四次 FOMC 會議將再升息 2,2,1,1 碼至 4.75%

在九月份FOMC後，我們調整了對於通膨預期與升息預期的觀點。關於通膨預期方面，我們預期2023年商品通膨年增率將降至0%，但是住房通膨在第2季開始放緩，扣除住房的服務業通膨仍維持高位，使得整體核心PCE降至3.3%，略高於聯準會目標。即便如此，實質政策利率1.45%遠高於美國中性利率0.5%，因此美國2023下半年陷入經濟衰退風險提高，經濟衰退有助於進一步壓低美國工資與服務業物價。

至於升息預期方面，市場預期今年十一月份及十二月份將再分別升息 3 碼及 2 碼，並於明年第一季升息最後一碼至 4.75%後於第四季展開降息(圖 3、4)。由於 2022 年點陣圖顯示升息 4 碼與 5 碼之理事人數比例為 10 : 11，我們預期在今年第四季核心 PCE 走低之下，剩餘兩次會議將各升息 2 碼。2023 年將在 2、3 月各升息 1 碼至 4.75%，並且維持到 2023 年底。

圖 1：利率點陣圖較市場預期更為鷹派

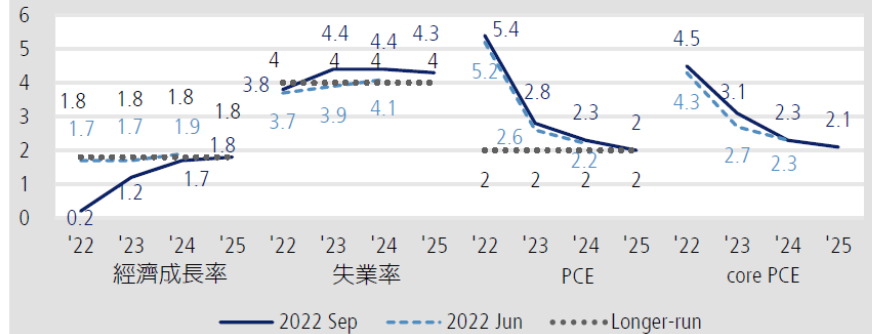
Fed 理事點陣圖與市場預期利率變化路徑，百分比



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 2：本次 FOMC 會議調升通脹率及失業率並大幅調降今年與明年的經濟成長率

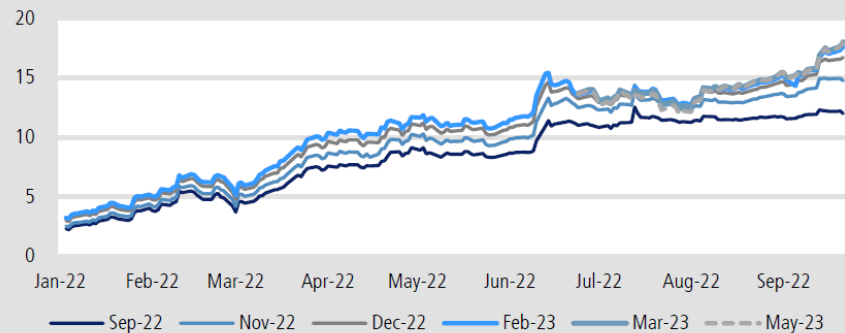
FOMC 對未來各年經濟數據預測值，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：市場預期今年十一月份及十二月份將再分別升息 3 碼及 2 碼，並於明年第一季升息最後一碼至 4.75%

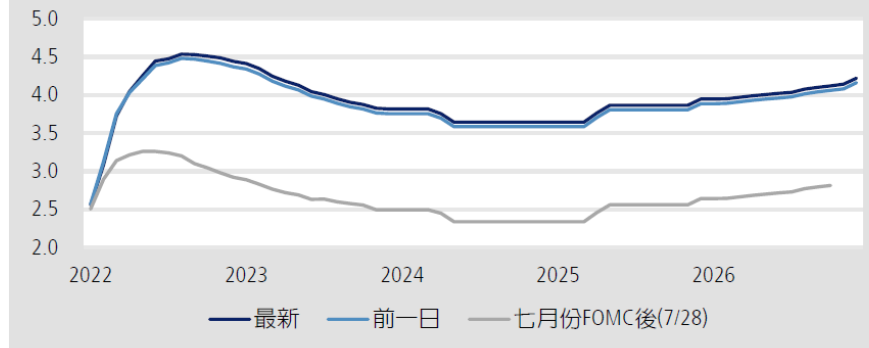
聯邦利率期貨市場對 2022 年 11,12 月份以及 2023 年 2,3,5 月份 FOMC 會議累積升息幅度預測，碼數



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：聯邦基金利率期貨顯示市場預期聯準會將於明年第四季啓動降息

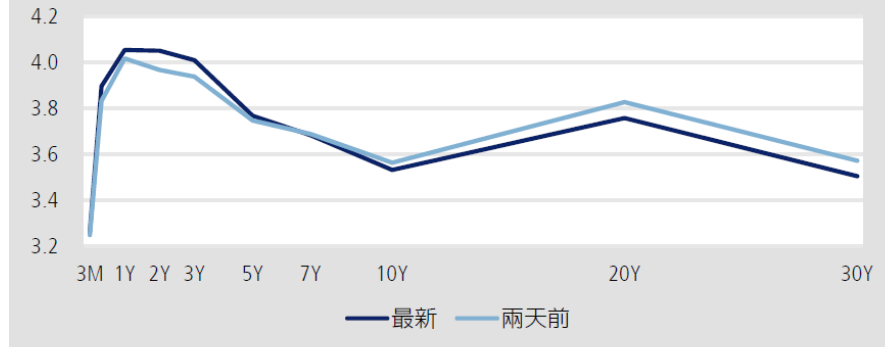
未來各期的 30 天期聯邦基金期貨殖利率：最新、前一日、七月份 FOMC 後(7/28)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：短天期殖利率反映更為鷹派的升息而上升，中長期殖利率則反映長期通膨受到抑制與經濟降溫而下滑

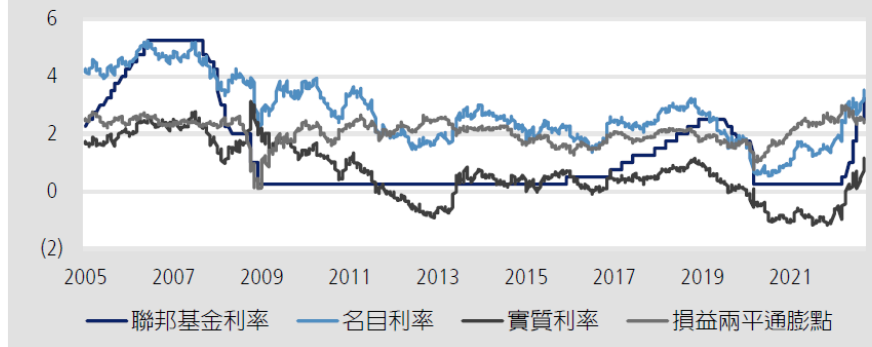
殖利率曲線：各年期公債殖利率(最新、兩天前)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：預期隨著明年第一季政策利率來到 4.5~4.75%，10 年期公債殖利率將被墊高至 3.5~4%，主要為實質利率上揚所致

聯邦資金利率與十年期公債殖利率拆解：名目利率、實質利率、損益兩平通膨點，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2019	2020	2021	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					6.9			(1.6)			(0.6)			
	GDP年增率	YoY %	2.3	(3.4)	5.7			5.5		3.5			1.7			
物價	消費者物價指數	YoY %	1.8	1.2	4.7	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3
	核心消費者物價指數	YoY %	2.2	1.7	3.6	4.6	4.9	5.5	6.0	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3
	PCE物價指數	YoY %	1.5	1.2	3.9	5.1	5.6	5.8	6.0	6.3	6.6	6.3	6.3	6.8	6.8	6.3
	核心PCE指數	YoY %	1.7	1.4	3.3	4.2	4.7	4.9	5.1	5.3	5.2	4.9	4.7	4.8	4.8	4.6
勞動市場	勞動參與率	%	63.3	61.5	61.9	61.7	61.9	61.9	62.2	62.3	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.4
	失業率	%	3.7	8.1	5.4	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7
	非農業就業增加數	千	1,968	(9,292)	6,743	677	647	588	504	714	398	368	386	293	526	315
	平均時薪	YoY %	2.9	5.5	4.9	5.4	5.3	4.9	5.4	5.2	5.6	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2
經濟活動	工業生產	YoY %	(0.7)	(7.0)	4.9	4.7	5.0	3.7	2.9	6.9	4.8	5.3	4.4	4.0	3.8	3.7
	耐久財訂單	YoY %	(6.6)	(4.5)	15.6	6.9	12.1	11.3	12.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.3	
	核心資本財訂單	YoY %	(0.6)	(7.8)	12.4	11.4	13.9	11.9	12.0	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.2	
	ISM製造業採購經理人指數	點	51.2	52.5	60.6	60.8	60.6	58.8	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8
	ISM非製造業採購經理人指數	點	55.5	54.3	62.5	66.7	68.4	62.3	59.9	56.5	58.3	57.1	55.9	55.3	56.7	56.9
	ISM新訂單指數	點	51.2	54.0	64.3	60.6	61.4	61.0	57.9	61.7	53.8	53.5	55.1	49.2	48.0	51.3
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	1.5	(4.1)	7.1	8.1	7.9	7.7	6.3	7.2	6.0	4.3	2.7	1.4	0.0	
房市	建築許可	千, saar	1,386	1,476	1,737	1,698	1,729	1,896	1,841	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	
	新屋開工	千, saar	1,291	1,395	1,605	1,563	1,706	1,768	1,666	1,777	1,716	1,805	1,562	1,599	1,446	
	新屋銷售	千, saar	683	831	769	671	756	839	831	790	707	619	630	585	511	
	成屋銷售	百萬, saar	5.3	5.6	6.1	6.2	6.3	6.1	6.5	5.9	5.8	5.6	5.4	5.1	4.8	
	NAHB 房地產市場指數	點, sa	66	70	81	80	83	84	83	81	79	77	69	67	55	49
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	2.8	10.2	18.5	18.5	18.3	18.5	19.0	20.3	21.2	21.3	20.5	18.7		
消費	個人支出	年比%, sa	2.2	(3.8)	7.9	6.7	7.2	6.7	5.0	6.5	2.1	1.8	2.3	1.7	2.2	
	零售銷售	YoY %	3.1	0.6	19.7	16.5	18.6	16.8	13.7	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.1	9.1
	零售銷售扣除汽車	YoY %	3.2	1.3	19.1	17.9	19.8	18.9	14.0	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	9.7
	國內汽車銷售	百萬, sa	203.0	173.0	179.2	13.0	12.9	12.4	15.0	14.1	13.3	14.3	12.7	13.0	13.4	13.2
	密西根大學消費者信心指數	點	96.0	81.5	77.6	71.7	67.4	70.6	67.2	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5	58.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(4.7)	(15.6)	(10.8)	(11.1)	(11.3)	(10.8)	(9.6)	(9.2)	(7.2)	(4.9)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	
	國際收支 經常帳	佔GDP%	(2.1)	(3.0)	(3.7)			(3.5)			(3.9)					
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	1.00	1.75	2.50	2.50
	10年期公債殖利率	%	1.92	0.91	1.51	1.55	1.44	1.51	1.78	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65	3.19
	美元指數	點	96.4	89.9	95.7	94.1	96.0	95.7	96.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9	108.7

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 8: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2019	2020	2021	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.1	3.4	6.6			5.3		3.7			3.1			
物價	消費者物價指數	YoY %	0.6	(0.2)	2.0	2.6	2.9	2.6	2.8	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	0.6	0.7	1.8	1.4	1.5	1.8	2.4	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	
經濟活動	工業生產	YoY %	(0.3)	7.1	13.4	11.8	11.5	8.7	8.4	9.5	2.4	6.4	4.1	0.5	1.1	
	Markit台灣製造業PMI	點		51.0	58.5	55.2	54.9	55.5	55.1	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7
	景氣對策燈號					紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	
	景氣綜合判斷分數	點	20.7	24.3	39.0	39.0	37.0	38.0	36.0	34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.6)	(0.6)	3.4	8.6	7.9	7.3	6.9	6.5	6.1	5.5	4.6	3.2	1.4	
	景氣同時指標	YoY %	(2.7)	(1.2)	4.1	11.0	10.2	9.5	8.7	8.0	7.3	6.7	6.3	5.9	5.3	
消費	零售銷售	YoY %	3.1	0.2	3.3	6.7	6.9	3.7	6.3	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	17.2	
外貿	出口	十億美元	329.2	345.2	446.6	40.1	41.6	40.7	40.0	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3
	進口	十億美元	285.6	285.8	381.3	34.0	35.9	35.0	35.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4
	貿易收支	十億美元	43.5	59.4	65.3	6.1	5.7	5.8	4.9	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0
	出口成長率	YoY %	(1.5)	4.9	29.4	24.5	30.2	23.3	16.7	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	14.2	2.0
	進口成長率	YoY %	0.3	0.1	33.4	37.2	33.3	28.0	24.2	35.3	19.5	26.7	26.6	19.2	19.4	3.5
	外銷訂單	十億美元	484.6	533.7	674.1	59.1	65.5	67.9	58.9	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	55
	外銷訂單成長率	YoY %	(5.3)	10.1	26.3	14.6	13.4	12.1	11.7	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	7.4	16.2	12.8	14.9	14.2	12.8	11.5	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	
	M2貨幣供給	YoY %	4.1	8.5	8.0	8.5	8.3	8.0	7.9	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	544.9	546.7	547.3	548.4	548.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	27.8	27.8	27.7	27.7	27.8	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4

資料來源: Bloomberg; 凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，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，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。