

美國

11月FOMC會議記錄

隨著利率水準與金融風險升高，預期12月將放慢至升息2碼

美國

位於華盛頓特區的美國聯準會



FOMC 開會時間表

2022年	01月26日
2022年	03月16日
2022年	05月04日
2022年	06月15日
2022年	07月27日
2022年	09月21日
2022年	11月02日
2022年	12月14日

資料來源：Bloomberg

總經研究小組

結論：

聯準會公布11/1-11/2的FOMC會議記錄，本次會議維持調升利率3碼，目標利率區間升至3.75%-4.0%；縮表政策操作維持原先規劃時程進行，整體結果符合預期。

會議記錄顯示，官員普遍認為通膨仍然高得無法接受，就業市場依舊吃緊，其失業率處歷史低位、職位空缺仍非常高，因此將持續緊縮來打擊通膨。但有幾位官員表示，名目薪資成長率放緩，最近的新住房租約漲幅也一直下降；許多官員也指出，就業市場出現一些降溫的初期現象。

而且，鑒於先前英國公債的劇烈波動，官員加大了聯準會官員對金融風險的討論，認為美國公債市場的穩定運作相當重要。且政策效果存在滯後性，因此多數官員認為，隨著利率水準的升高，放慢升息速度很快將變得合適，其有助聯準會評估政策效果。

展望未來，由於通膨年增率遠高於聯準會2%目標，服務業價格仍然面臨上漲壓力；加上就業市場吃緊，企業職位空缺與失業人口差距懸殊，顯示勞動力供應依舊失衡；全球地緣政治衝突也等待進一步化解，因此短期內聯準會將持續緊縮來打擊通膨。但考量貨幣政策效果有滯後性，未來隨著升息的效果發酵，將有助經濟適當降溫及供需失衡狀況改善，並有利商品價格轉趨穩定；且近期消費者通膨預期指標轉趨穩定、未再顯著走升，有助化解通膨預期根深蒂固的擔憂；最後，聯準會大力實施緊縮政策，也令金融風險升高，故預期聯準會於12月將放慢至升息2碼。

重點內容：

1. 考量通膨居高不下、勞動市場失衡，11月利率會議升息3碼

本次會議，主席帶領官員們討論了道德標準，重申所有的同事必須了解並遵守聯準會規定的重要性，因為只有建立在公眾信任的基礎上，聯準會執行的政策才能有效。



回顧金融市場狀況：

本次記錄中，官員首先討論了上次會議(9月會議)以來的金融市場狀況。在這段時間中，金融市場的波動劇烈，由於公佈的數據表明核心通膨高於預期，使美國公債殖利率與期貨市場的隱含利率大幅上升，其反映了市場對政策利率的路徑預估向上調整。而隨著公債與公司債殖利率，及抵押貸款利率上揚，造成借貸成本上升，因而抑制了許多貸款市場的融資量。雖然總體而言信貸狀況尚屬良好，但是借款評級較低的借款人狀況有惡化跡象。

觀察主要的國外央行，普遍維持大幅度的政策收緊步伐來應對通膨問題，並表示將繼續收緊貨幣政策。英國政府於9月宣布擴張性財政政策，一度造成英國公債殖利率大幅飆升，所幸英國央行啟動了臨時購債計畫，且英國政府取消了部分擴張性措施，才幫助市場平息悲觀情緒。官員指出，在英國公債加劇市場波動性的時期，一些衡量債券市場隱含波動率的指標接近疫情極端時期，並導致市場流動性下降。

鑒於此期間的英國公債的劇烈波動，官員加大對金融風險的討論。與會官員表示，美國公債市場的穩定運作，對於貨幣政策傳導、滿足政府融資及全球金融體系穩定相當重要。幾位官員也指出，在全球央行快速收緊貨幣政策的環境下，非金融機構的槓桿風險可能放大金融市場的衝擊。根據聯準會紐約分行的風險調查顯示，受訪者判斷全球經濟與金融、地緣政治風險上升。

討論經濟成長狀況：

在探討經濟狀況時，研究人員表示，11月會議所做的經濟展望低於前次會議時(9月)所做的預測，主要反映出對政策收緊路徑的上修，以及外國經濟活動減弱。

分析家庭部門可見，消費支出成長率有所放緩，主要是因為可支配所得下降，尤其是在中低收入家庭，受到通膨的影響，他們正在轉向購買價格較低的選項，但整體而言，家庭財務狀況仍然穩健，因此支持民眾持續消費。不過，也有一些官員指出，部分家庭已經花光其在疫情期間累積的額外儲蓄。截至2Q22，雖然信用卡與汽車貸款拖欠率持續上升，但是汽車貸款拖欠率僅大致接近疫情前水準，信用卡拖欠率更是大幅低於疫情前水準。另外，較高的抵押貸款利率則顯著抑制了房屋市場活動。



在商業領域，儘管金融環境收緊壓抑投資意願，但整體商業投資保持韌性、維持溫和成長。一些官員指出，產業窗口回報供應鏈瓶頸緩解，而且運輸成本與交貨時間下降，這有利企業計畫生產排程。

討論通貨膨脹狀況：

在通膨的議題上，官員普遍認為通膨仍然高得無法接受，並遠高於2%長期政策目標，預估2022年PCE年增率為5.3%、核心PCE年增率為4.6%。一些官員指出，通膨壓力大多落在低收入家庭身上，因為食物、能源與住房等生活必要支出佔其所得比例較高。許多官員認為，服務業價格壓力未除，且由歷史經驗來看，服務價格的上漲將比商品價格更加持久。不過，與會官員普遍認同，供應短缺的改善，商品價格下跌將有助壓低中長期通膨。且幾位官員表示，名目薪資成長率放緩，最近幾個月的新住房租約漲幅也一直下降，但這需要一些時間才能發酵至PCE物價指數中。因此，官員預估隨著商品供需改善、勞動市場降溫，未來2年通膨率將顯著下降，並在2025年降回2%目標。

討論就業市場狀況：

在探討就業議題上，官員認為就業市場依舊吃緊，因失業率處歷史低位、職位空缺仍非常高。一些官員表示，包含如醫療保健、休閒飯店業、建築業等產業，面臨特別嚴重的勞動力短缺，因此這些產業的調薪資壓力也特別大。因此，鑒於招聘方面的困難，企業面對目前經濟活動減弱的情況下，仍然不太願意減少整體員工人數。但有許多官員也指出，就業市場出現一些降溫的初期現象，包括較低的員工流動率，以及名目薪資成長率的放緩。預期未來隨著貨幣政策收緊、總需求降溫，就業增長將進一步降溫，勞動市場失衡將逐漸減少，失業率將從目前的極低水準上升。

討論升息政策：

在考慮利率政策時，由於通膨率遠高於聯準會2%目標，加上勞動市場吃緊，因此官員一致同意在11月會議中，將利率目標區間上調75個基點為3.75%至4.0%。在未來即將召開的會議上，官員一致認同，到目前為幾乎沒有證據顯示通膨壓力正在減輕，因此繼續上調利率將是合適的，並且能實現限制性的貨幣政策。

但官員也一致認為，隨著聯準會執行強而有力的政策，緩解了市場總需求，包含住房和部分商業投資等，對利率較敏感的領域，已對金融環境的收緊做出顯著反應。而且，與會官員也提到，貨幣政策緊縮通常會對金融狀況產生快速影響，但金融狀況變化對總需求、勞動市場以及通膨的全面影響，需要更長的時間才能實現，政策效果存在滯後性，這使政策操作的評估變得複雜。此外，一些官員也指出，疫情後的經濟型態可能已與疫情前不同，研究分析很難將貨幣政策、經濟結構變化的影響分離出來，且沒有歷史經驗以供參考。加上聯準會目標利率水準已逐步墊高，並且逐漸接近限制性政策目標。因此，絕大多數的官員認同，放慢升息速度很快將變得合適；放慢步伐也有助於聯準會評估政策效果。一些官員也表示，放慢升息速度可以降低金融穩定的風險。

討論QE與縮表政策：

在談論聯準會資產負債表部分，鑑於勞動市場非常吃緊，且通膨遠高於2%目標，與會官員一致同意，繼續減持美國公債、機構債、MBS，堅定地將通膨率恢復到2%目標。根據5月發布的《美聯儲資產負債表規模計劃》內容可見，縮表計畫從9月起，債券每月縮減上限達600億美元、MBS每月縮減上限達350億美元，合計達到950億美元，未來將以整體銀行準備金餘額狀況來判斷縮表何時停止。

2. 隨著利率水準與金融風險升高，預期12月將放慢至升息2碼

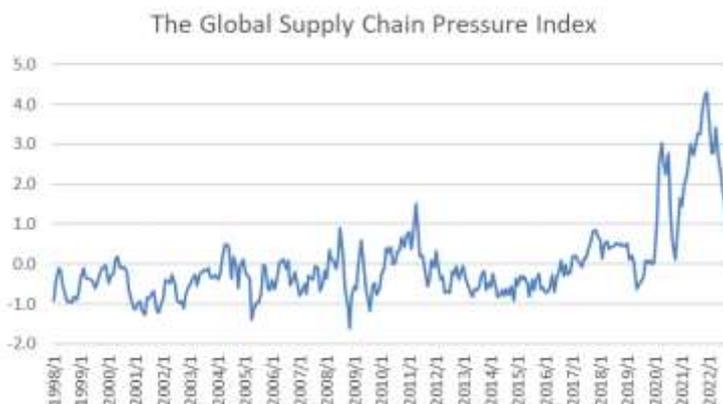
展望未來，由於通膨年增率遠高於聯準會2%目標，服務業價格仍然面臨上漲壓力；加上就業市場吃緊，企業職位空缺與失業人口差距懸殊，顯示勞動力供應依舊失衡；全球地緣政治衝突也等待進一步化解，因此短期內聯準會將持續緊縮來打擊通膨。但考量貨幣政策效果有滯後性，未來隨著升息的效果發酵，將有助經濟適當降溫及供需失衡狀況改善，並有利商品價格轉趨穩定；且近期消費者通膨預期指標轉趨穩定、未再顯著走升，有助化解通膨預期根深蒂固的擔憂；最後，聯準會大力實施緊縮政策，也令金融風險升高，故預期聯準會於12月將放慢至升息2碼。

表一、期貨市場預估 FED 升息時程

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	360-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.5%	48.3%	11.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	42.9%	36.9%	7.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	34.0%	38.7%	16.3%	2.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	33.2%	38.5%	17.0%	2.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	12.8%	34.1%	34.8%	14.5%	2.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.5%	18.5%	34.3%	29.3%	11.2%	1.7%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.4%	11.3%	26.2%	31.9%	20.6%	6.6%	0.9%
2023/12/13	0.1%	1.6%	8.2%	20.9%	29.9%	24.6%	11.5%	2.9%	0.3%

資料來源：Fedwatch(11/24)

圖一、聯準會編列全球供應鏈壓力指數



資料來源：Fed



附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~25%
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山區東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山區東興路 8 號 3 樓

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室