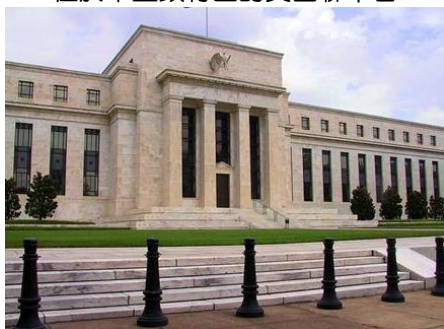


## 美國

位於華盛頓特區的美國聯準會



FOMC 開會時間表

2025 年	01 月 30 日
2025 年	03 月 20 日
2025 年	05 月 08 日
2025 年	06 月 19 日
<b>2025 年</b>	<b>07 月 31 日</b>
2025 年	09 月 18 日
2025 年	10 月 30 日
2025 年	12 月 11 日

資料來源：Bloomberg

總經研究小組

## 美國

## 7 月 FOMC 會議記錄

部分官員認為就業風險大於通膨，9 月重啟降息機率高

## 結論：

聯準會公布7/30-7/31的FOMC會議記錄，本次會議維持利率目標區間4.25%-4.5%不變、符合市場預期，9位官員全數投下贊成票、2位反對（支持降息1碼）、1位未出席。

會議記錄顯示，貨幣政策框架的審查即將完成，將在未來公布。儘管美元貶值，外國持有美國資產保持穩定；穩定幣有助提高支付系統效率、美債需求。經濟預測持平6月預估，信用卡與車貸違約率偏高；商用不動產拖欠率居高不下。通膨預測低於6月預估，關稅效果下調、但持續更長時間，官員對通膨展望看法分歧。勞動市場大致平衡、接近充分就業水準，官員對就業展望看法也存在分歧。聯準會謹慎等待更多證據並評估經濟狀況，一些官員認為就業風險大於通膨。持續維持每月400億的縮表速度，將密切監控準備金水準。

展望未來，儘管川普政府的政策展望未明，使聯準會降息行動謹慎。不過，考量房租與薪資通膨持續降溫、油價弱勢，以及貨幣政策存在限制性，金融與信貸環境緊縮，持續對信貸、不動產市場帶來壓力，且美國與貿易對手國陸續達成貿易協商，有助關稅不確定性下降。因此，研究部認為，聯準會有望在9月重啟降息。

## 重點內容：

## 1. 會議記錄顯示，官員對通膨與就業展望看法分歧

## 貨幣政策框架審查：

本次會議記錄中，官員持續討論了有關聯準會貨幣政策框架的審查，重點關注價格穩定和貨幣政策策略，藉由過去五年美國和其他經濟體在應對通膨方面的經驗，以及貨幣政策的可能影響。在討論中，與會官員強調需要制定一項政策策略，旨在應對各種高度不確定的情況下，仍可實現聯準會的充分就業和通膨目標。未來聯準會也將增強透明度和責任制，以加強貨幣政策的有效性。官員表示《長期目標和貨幣政策策略聲明》的審查即將完成，將在不久的將來公布。

## 回顧金融市場狀況：

官員討論了上次會議（2025/6月會議）以來的金融市場狀況。這段期間內，美國債券殖利率與市場預期政策利率都大致穩定，整體上股市



上漲、信貸利差縮小、美元指數略有貶值，金融市場穩定。儘管投資人持續關注貿易政策的消息，但對相關議題的反應已更為克制，市場評估美國整體經濟仍保持韌性。另外，根據資料顯示，外國持有的美國資產也保持穩定。

研究人員也討論了關於資產流動性的狀況，隨著美國債務上限在7月初上調之後，美國財政部重新回補TAG (Treasury General Account) 帳戶，國庫券發行量增加可能導致市場利率小幅上升，且預計隔夜逆回購協議 (ON RRP) 的使用量將快速的降至低點。在此背景下，研究人員將密切監測準備金狀況，不過目前市場指標持續顯示資金充裕。另外，官員也討論了穩定幣的近期和未來發展，隨著《GENIUS法案》已經通過，支付類穩定幣的使用可能增長，將有助提高支付系統效率，且可能會增加所需資產 (如美國國債) 的需求。

#### 討論經濟成長狀況：

在探討經濟狀況時，工作人員表示為7月會議做的經濟預測，大致持平6月會議時所做的預估，主要是因為數據的調整互相抵消。包含關稅的進口商品成本漲幅將低於先前預測，且成本轉嫁的效果晚於先前預測，加上金融狀況將對最終產出的成長更有支撐作用；然而，弱於預期的支出數據與移民減少則將抵消經濟成長。

關於家庭部門，信用評分高的借款人，承保標準沒有變化、仍然容易獲得貸款。包含購房、再融資、汽車貸款和循環信貸的申請都偏弱，反映出借貸成本上升以及信用評分低的借款人信貸標準收緊。房屋抵押貸款嚴重拖欠率 (拖欠超過90天) 持續上升；信用卡、汽車貸款的拖欠率均高於疫情前；學生貸款恢復繳款後，拖欠率大幅上升。在商業領域，中、大型企業都能輕鬆獲得融資，但非金融企業債券和槓桿貸款發行略有下降；小型企業貸款狀況持續低迷，因為借款人需求疲軟。商業不動產市場貸款品質不佳，6月的拖欠率仍然居高不下

#### 討論通貨膨脹狀況：

在通膨的議題上，工作人員表示為7月會議做的通膨預測，略低於6月會議時所做的預估，反映出關稅對進口物價的影響下調，但預計將持續更長時間。預期關稅政策，將推高今年的通膨率，並在2026年持續帶來小幅提振，直到2027年通膨率將降至2%。

許多與會官員表示，通膨仍高於聯準會2%目標，由於關稅效應在數據中越來越明顯，因此預期通膨將在短期內上升，但全面性的影響可能



需要一段時間，才能在消費品和服務價格中完全顯現。官員舉了幾個關稅效果仍然滯後的原因，如提前囤積庫存、合約價格逐步更新、企業與客戶關係維護、關稅支付問題、成本傳導需要時間。有一些官員更提到，國內企業與消費者承擔了大部分關稅，且隨著時間推移，許多公司仍將轉嫁成本至終端。

不過一些與會官員則表示，企業透過更換供應商、改變生產流程、加強薪資紀律，或利用自動化和新技術等措施節省成本；而且目前消費者的價格彈性限制了企業轉嫁成本的能力。因此一些官員強調，關稅只會導致物價出現一次性上漲，關稅效應掩蓋了通膨的真實趨勢，若扣除關稅則通膨已接近2%目標。

#### 討論就業市場狀況：

在探討就業議題上，研究人員認為勞動市場將會走弱，預計失業率將在今年年底超過自然失業率，並在2027年之前保持在自然失業率之上。官員認為勞動市場可能已達到充分就業水準，如同聯準會主席鮑威爾於7月會議記者會中提到，失業率處於歷史低位的4.1%、過去一年維持在較窄範圍，薪資成長放緩、但仍快於通膨率，一系列指標顯示，勞動市場大致平衡，符合充分就業的預期。不過，除了官員們對通膨的看法存在分歧，一些與會者認為一些指標可能預示就業疲弱，如就業成長放緩且更加集中、對週期性敏感的黑人和青年失業率上升、跳槽者薪資漲幅低於留任者。

#### 討論利率政策：

在考慮利率政策時，考量勞動市場繼續保持穩健，通膨率依舊偏高，加上包含關稅、財政、移民等政策的不確定性減少，因此7月會議上，幾乎所有官員認為維持目標利率為4.25%-4.5%是合適的。官員認為聯準會有能力等待並評估經濟狀況，在新政府一系列政策變化帶來的效果變得更加明朗之前，採取謹慎態度是適當的。未來幾個月，將根據收到的大量數據，來評估風險平衡與合理的聯邦基金利率。

儘管大多數與會官員認為通膨上行風險大於勞動市場下滑；但有些官員認為兩種風險大致平衡，且有幾位官員認為勞動市場下行風險更為突出。且有一些官員提到，等待關稅效果完全明朗後再調整貨幣政策立場，是既不可行也不合適。根據7月聲明內容研判，認為勞動市場下行風險更為顯著的官員，應為投下反對票的Bowman與Waller，其傾向在7月會議上將目標利率下調25個基點，認為剔除關稅影響後，通膨正接近聯準會設定的2%的目標，且提高關稅不會對通膨產生



持續影響。

#### 討論QE與縮表政策：

在談論聯準會資產負債表部分，7月會議與會官員一致同意，將繼續減持美國公債、機構債、MBS等資產，致力於支持達成最大就業並將通膨率恢復到2%目標。但由於判斷充足的準備金水準存在不確定性，因此從2025年4月開始，每月縮減的最高上限已經降為400億（本輪縮減高峰每月950億），其中公債的縮減速度由250億降至50億，MBS則維持在350億，並將超過此上限的任何本金再投資於公債。除了研究人員談論準備金狀況，與會官員也特別提到，鑒於財政部重新補充TAG帳戶，預計準備金水準將下滑，因此密切監測貨幣市場並持續評估準備金充足水準相當重要。

#### 2. 待情勢進一步明朗，預計9月重啟降息

展望未來，儘管川普政府的政策展望未明，使聯準會降息行動謹慎。不過，考量房租與薪資通膨持續降溫、油價弱勢，以及貨幣政策存在限制性，金融與信貸環境緊縮，持續對信貸、不動產市場帶來壓力，且美國與貿易對手國陸續達成貿易協商，有助關稅不確定性下降。因此，研究部認為，聯準會有望在9月重啟降息。

表一、期貨市場預估FED升息時程

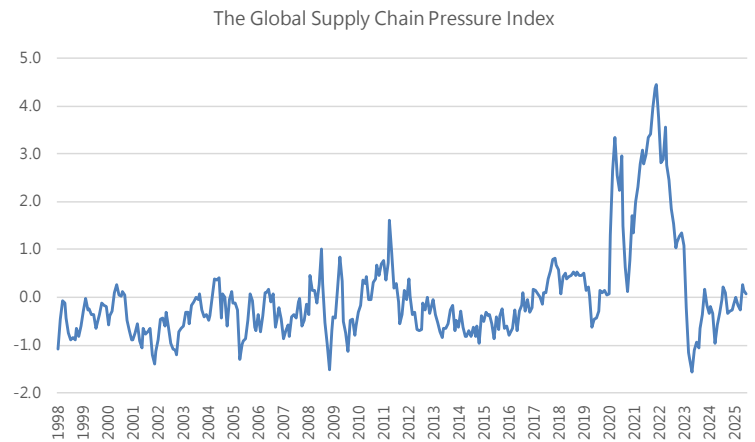
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.6%	18.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.6%	47.8%	8.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.7%	47.0%	16.5%	1.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	40.2%	33.5%	10.0%	1.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	28.5%	36.6%	21.1%	5.2%	0.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	14.9%	31.2%	31.5%	15.8%	3.6%	0.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.5%	9.5%	24.0%	31.3%	22.7%	9.0%	1.8%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.5%	4.0%	14.0%	26.3%	28.7%	18.5%	6.8%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.2%	1.8%	7.8%	18.7%	27.2%	24.8%	14.0%	4.7%	0.8%	0.1%
2026/10/28	0.5%	2.9%	9.9%	20.3%	26.7%	22.7%	12.2%	3.9%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.6%	3.1%	10.2%	20.5%	26.6%	22.4%	12.0%	3.8%	0.7%	0.0%

資料來源：FedWatch (8/21)



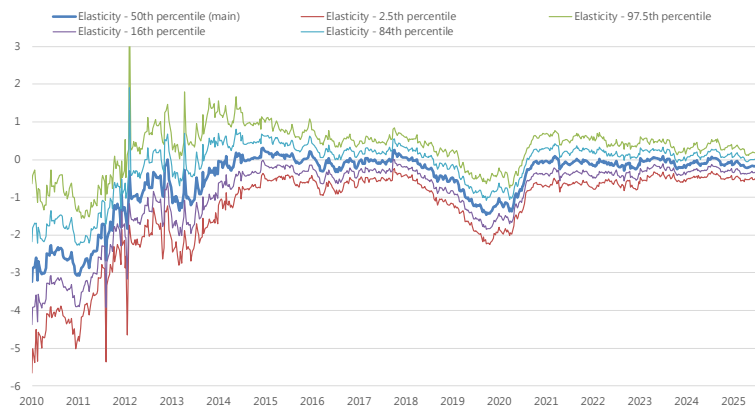


圖一、聯準會編列全球供應鏈壓力指數



資料來源：FED

圖二、聯邦準備金充裕狀況



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