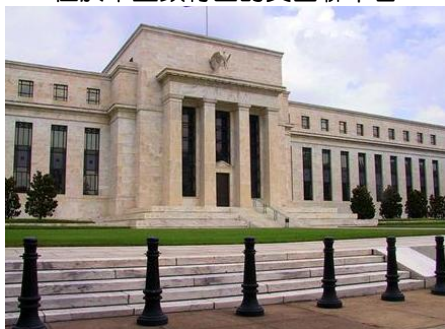


## 美國

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
2025 年	07 月 31 日
<b>2025 年</b>	<b>09 月 18 日</b>
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

## 9 月 FOMC 會議記錄

關稅效果為暫時的、勞動市場風險增，預期聯準會 4Q25 持續降息

## 結論：

聯準會公布7/30-7/31的FOMC會議記錄，本次會議下調利率目標區間1碼為4.0%-4.25%、符合市場預期，11位官員投下贊成票、1位反對(支持降息2碼)，即為剛上任的Miran。

會議記錄顯示，勞動市場風險增加，但整體股市受惠科技業強勁獲利展望持續上漲；外國對美國資產需求強勁、市場流動性充足。經濟預測高於7月預估，因消費者支出與商業投資優於預期；商用不動產拖欠率居高不下。關稅雖帶來漲價效果，但不是持續性的。勞動市場成長趨緩、需求與供給都降溫，但不是急劇惡化。多數官員認為今年進一步寬鬆是合適的；但有官員曾在9月會議表達維持利率不變的看法。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尚未完全明朗，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，聯準會將在4Q25持續降息。

## 重點內容：

## 1. 會議記錄顯示，多數官員支持今年進一步寬鬆：

## 回顧金融市場狀況：

本次會議記錄中，官員首先討論了上次會議(2025/7月會議)以來的金融市場狀況。這段期間內，市場預期聯準會政策路徑方向大致不變，但認為勞動市場的下行風險有所增加，使得公債殖利率走低。但儘管如此，整體股市持續上漲、信貸利差幾乎沒有變化，研究人員認為，此情況與總體經濟前景還有科技行業的強勁獲利展望相符。另外，根據資料顯示，外國對美國資產需求保持強勁。

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TGA(Treasury General Account)帳戶，使得隔夜逆回購協議(ON RRP)的使用量快速降至低點，銀行準備金也大幅下降。但國庫券發行量增加導致市場利率上升的情形有限，指標顯示市場流動性充足。在此背景下，研究人員持續密切監測



準備金狀況，並認為若聯準會資產負債表持續以目前的速度縮減，預計至2026年3月底，整體規模將降至略高於6兆美元，銀行準備金水準將降至接近2.8兆美元。

#### 討論經濟成長狀況：

在探討經濟狀況時，工作人員表示為9月會議做的經濟預測，高於7月會議時所做的預估，主要是因消費者支出與商業投資強於預期，以及預期金融狀況將對最終產出提供更多支撐作用。預計2026年GDP成長率將高於2025年，因為預期關稅與移民政策的影響將減弱。

關於家庭部門，信用評分高的借款人，仍然容易獲得貸款，信用評分低的借款人信貸標準收緊，包含汽車貸款和循環信貸的成長都偏弱。房屋抵押貸款拖欠率大致處在近幾年的區間上緣；信用卡、汽車貸款的拖欠率均高於疫情前。在商業領域，中、大型企業都能輕鬆獲得融資，公司債和槓桿貸款的表現維持穩定；小型企業貸款狀況相對緊張，拖欠率小幅上升。商業不動產市場貸款品質不佳，8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9月會議做的通膨預測，與7月會議時所做的預估略有差異，反映出關稅上調仍將影響今年的物價，且預期關稅政策將在2026年持續對通膨帶來小幅提振，直到2027年通膨率將降至2%，並在2028年維持此水準，顯示研究人員依舊認為，關稅帶來的上漲效果不是持續性的。

儘管與會官員普遍認為關稅政策對2025年通膨帶來上升壓力，且有一些官員認為，即使不計入關稅影響，通膨率朝著2%目標的進展停滯不前。但一些官員認為，生產力的提高可能正在降低通膨；也有一些官員表示，與今年早些時候相比，關稅政策的影響已經減弱，且移民人數的減少將導致需求與通膨下降。

#### 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下行的風險略為上升，由於近期的就業數據降溫。與會官員表示，近期觀察到就業成長放緩，反映了勞動供給和需求成長下降，移民減少與勞動參與率下降是勞動供給減少的主要因素，經濟成長溫和與高度不確定性也對企業招聘決策帶來影響。除了新增就業數據，官員也列舉了包含失業率、職缺與失業人口比率、薪資成長、離職率等指標，來協助評估勞動市場



狀況，而目前這些指標並未顯示勞動市場急劇惡化。官員普遍認為，在適當的貨幣政策下，勞動市場狀況將大致呈現持平至小幅下降。另外一些官員表示，人工智慧的持續發展，可能會減少勞動力需求。

#### 討論利率政策：

在考慮利率政策時，官員一致認為通膨率依舊偏高，但由於就業數據的變化，不再將勞動市場描述為穩健，改而認為就業成長放緩、失業率低但正在上升。在追求充分就業與通膨穩定的雙重使命中，認為勞動市場下行風險上升。因此在9月會議上，幾乎所有官員支持調降目標利率1碼為4.0%-4.25%。風險平衡的轉變，使大多數與會官員認為，在今年剩餘時間裡進一步放寬貨幣政策可能是合適的。不過，會議記錄也透露，有一些官員原先支持維持目標利率區間不變，因為擔心通膨率無法及時回到目標水準。另外有一位官員支持降息2碼，將政策轉向更接近中性的立場，由先前公布的會後聲明可知，此位官員即為剛上任的Miran。

#### 討論QE與縮表政策：

在談論聯準會資產負債表部分，9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。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，與會官員也提到，縮表的工作至今為止進展順利，各項指標都顯示銀行準備金仍然充裕。官員也強調，持續密切監測貨幣市場並評估準備金充足水準相當重要。

#### 2. 隨著情勢進一步明朗，預期4Q25將持續降息：

展望未來，儘管川普政府的政策展望尚未完全明朗，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，聯準會將在4Q25持續降息。

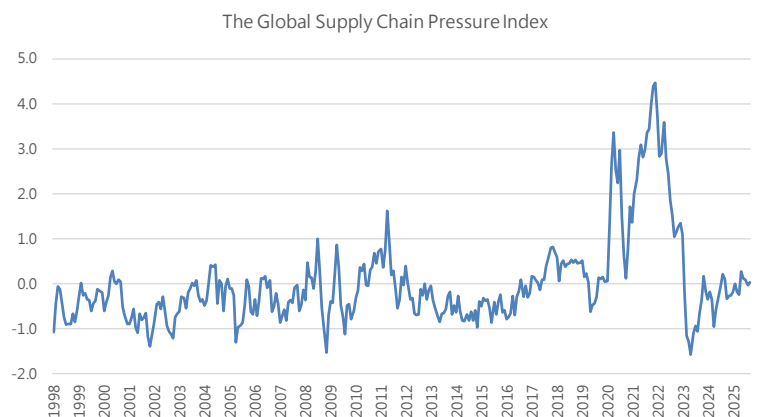


表一、期貨市場預估FED升息時程

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.1%	5.9%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.1%	19.0%	0.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.9%	55.8%	11.8%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	42.0%	37.2%	7.0%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	20.0%	40.9%	30.3%	5.5%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	12.2%	31.3%	35.2%	16.9%	2.7%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	17.9%	32.5%	29.7%	12.6%	1.9%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.0%	9.5%	23.1%	31.5%	23.6%	8.8%	1.2%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	3.0%	11.2%	24.1%	30.5%	21.8%	7.9%	1.1%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.7%	13.9%	25.5%	28.7%	18.9%	6.5%	0.9%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.0%	4.8%	14.0%	25.5%	28.6%	18.7%	6.4%	0.9%	0.0%
2027/3/17	0.1%	1.0%	4.7%	13.8%	25.2%	28.5%	19.0%	6.7%	1.0%	0.1%
2027/4/28	0.4%	2.2%	7.8%	17.7%	26.4%	25.2%	14.8%	4.7%	0.7%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.4%	5.2%	13.1%	22.4%	25.8%	19.6%	9.4%	2.5%	0.3%
2027/7/28	0.2%	1.2%	4.5%	11.7%	20.7%	25.2%	20.7%	11.2%	3.8%	0.7%
2027/9/15	0.2%	1.2%	4.5%	11.7%	20.7%	25.2%	20.7%	11.2%	3.8%	0.7%

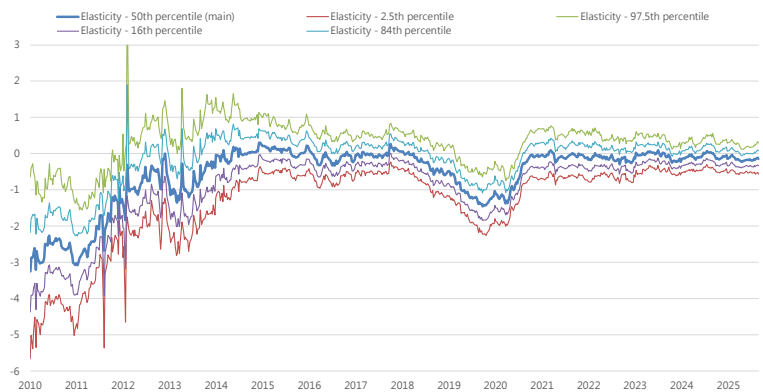
資料來源：FedWatch (10/9)

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