

2026年1月29日

1月FOMC會議：

聯準會按兵不動，持續審慎評估

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

觀察重點

1) 聯準會維持利率不變，主席鮑爾對下次會議(3/18)仍難預判。

- 聯準會利率不變，將政策利率維持於3.50~3.75%區間，本次政策決議以10(維持利率):2(降1碼)通過。
- **會議聲明**：略顯樂觀如「經濟穩固步調、就業市場穩定化」、維持不變如「通膨維持高位」，謹慎考量進一步調整的幅度與時機。
- **流動性工具持續**：1)銀行準備金已降至充足(ample)水平，Fed將持續**購買短期國庫券**。2)不限制常設回購操作(Standing Repo Operation)的**總額**

2) 市場變化：債匯雙率幾無變動，美股持平但科技股較強，利率期貨仍顯示今年將有超過中位數寬鬆舉措。

- 利率：10年債利率幾乎不變至4.243%，2年債利率-0.02bps至3.571%。
- 美元：DXY指數小幅反彈0.13%至96.34。
- 美股收漲：標普-0.01%、道瓊+0.02%、那斯達克+0.17%。

策略思維

- 1) **股市**：目前的高評價水準、地緣政治紛擾，影響美股短線震盪；然而在聯準會仍處降息循環、以及AI帶動的企業獲利支撐，預估2026全年盈餘動能仍有望維持雙位數增長，提供長線多頭動能。
- 2) **債市**：日債賣壓外溢、全球債務供給增加，美債利率同步承受上行壓力。隨Q1聯準會態度觀望，利率暫缺明顯下行動能；待新主席上任後，若聯準會釋出明確的降息訊號，仍有助長線利率緩降。
- 3) **匯市**：美元弱勢震盪，但在各國赴美投資，及美元穩定幣買盤支持下，不致大幅貶值。

2025/12 FOMC(12/11)

- 本次調整後，政策已落入中性利率的預估範圍內，持續觀望後續經濟發展、風險平衡。
- FOMC內部分歧：官員在權衡「通膨過高」，「勞動力疲軟」上存在分歧。
- **經濟活動持續擴張**：消費保持韌性、財政政策支持、AI數據中心支出。
- **通膨受關稅影響**：商品通膨仍高，服務通縮逐漸受控預計**明年Q1商品通膨增速達到峰值**。
- **就業市場降溫**：今年平均每月就業人口新增(4萬人)可能高估實際增長恐為-2萬人。
- **購買短期國庫券**，以維持充足的準備金水準，將於**12/12開始，首輪規模每月400億美元**。
- **取消常設回購操作(Standing Repo Operation)總額限制**，以提供流動性支持。

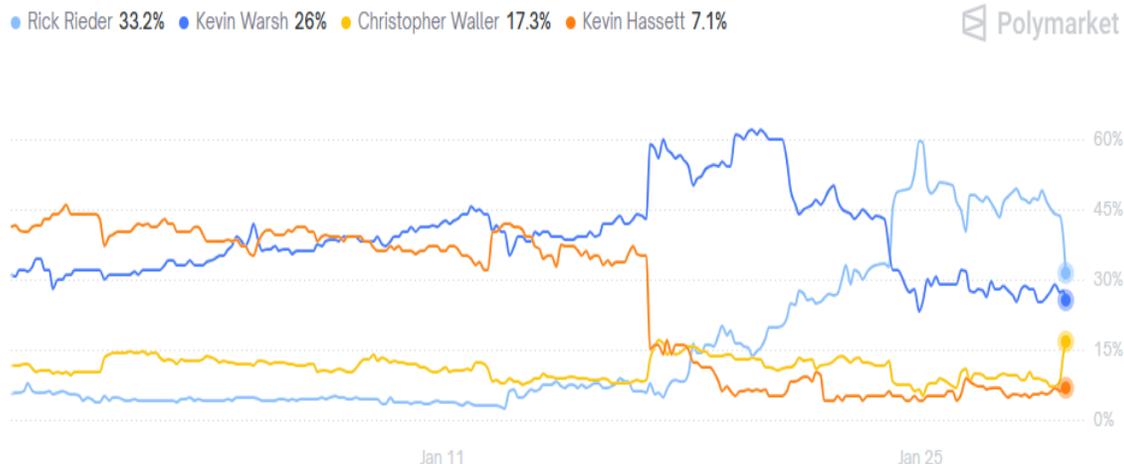
2026/1 FOMC(1/29)

- 聯準會維持利率不變(3.5%至3.75%)，主要是認為目前的政策立場足以推動最大就業與2%通膨目標。
- 經濟活動正以「**穩步**」(solid pace)擴張，消費者支出具韌性，企業固定投資持續增長，但住房部門依然疲軟。停擺造成的數據失真在12月已逐漸縮小。
- **通膨現狀**：PCE和核心PCE仍處於略微偏高(somewhat elevated)關稅影響而上升。若無新關稅預計**關稅對物價的影響將在年中達到頂峰**，隨後回落。
- AI的影響仍難以精確分析，但**資料中心的擴建對經濟增長有實質貢獻**。可能會取代部分初級職位，但長遠來看，技術進步帶來的生產力提升是工資增長基礎。
- **就業增長仍低**：過去三個月非農就業平均每月減少2.2萬人，但私人部門平均每月增加2.9萬人，但失業率穩定在4.4%，且有穩定(stabilization)跡象。

市場關注聯準會新主席動向, 在Davos會後, 目前Reider取代Warsh成為呼聲最高的領跑者, 聯準會偏鴿論調需待6月後。預期3月仍偏向維持利率不變, 6月開始今年首次降息的可能性高。

整體而言, 極鴿派減少使點陣圖分布略有收斂, 但仍呈現分散態勢。考量關稅之於通膨的影響仍需時間檢驗, 和現行官員組成, 預估聯準會第一季維持觀望基調。

新主席之爭方興未艾



| 觀點 | Rick Rieder (市場派) | Kevin Warsh (制度派) |
|------|---------------------|-------------------|
| 容忍通膨 | Breakeven rate可錨定通膨 | 回歸 2% 附近 |
| 政策判斷 | 降息助房市流通和壓制房租 | 預期心態·錯不如慢 |
| 勞動市場 | AI、生產力為通縮力量 | 警惕「工資螺旋」 |

Miran卸任與否, 點陣圖中位數變化有限

| 2026年利率落點 | 2025/12點陣圖：推估官員態度 |
|----------------|---|
| 3.75-4.00 | Hammack, Logan, Schmid |
| 3.50-3.75(目前) | Barr, Barkin, Musalem, Bostic |
| 3.25-3.50(中位數) | Powell, Jefferson, Kashkari, Collins |
| 3.00-3.25 | Cook, Williams, Paulson, Goolsbee |
| 2.75-3.00 | Bowman*, Daly |
| 2.50-2.75 | Waller* |
| 2.25-2.50 | |
| 2.00-2.25 | Miran* |

新主席

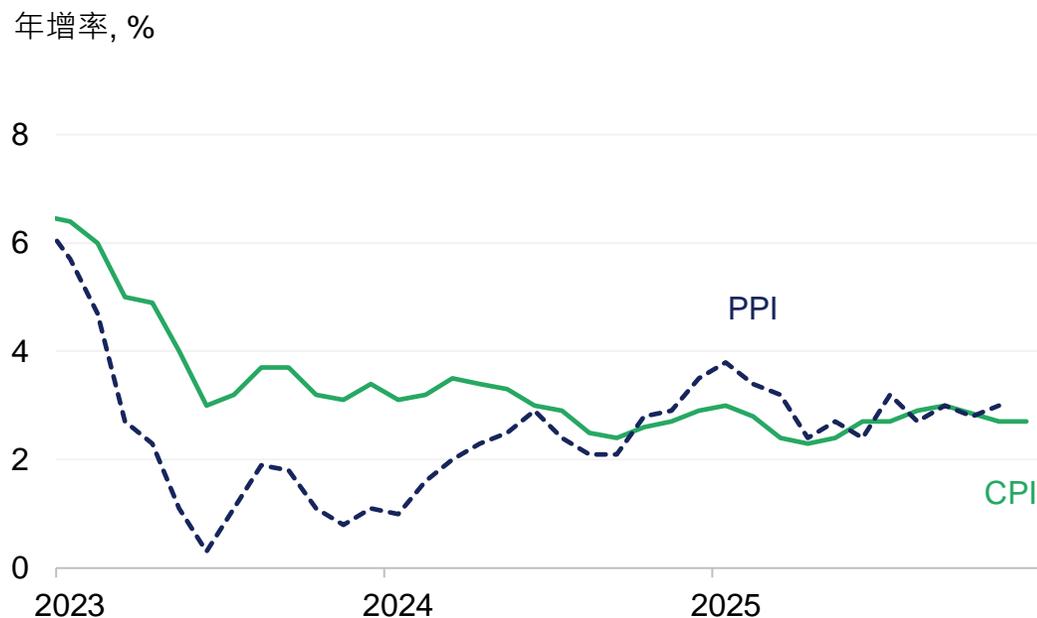
資料來源：維基, Polymarket, 國泰世華銀行整理。

註：綠字為投票委員(粗體為今年輪值區域性總裁), *為貼近川普意志官員, 藍字推測新主席。
資料來源：Bloomberg。

美國2025年12月CPI年增率2.7%，符合預期；核心CPI年增率2.6%，幅度低於預期。儘管消費者物價指數反映通膨降溫，惟考量季節性的假期因素、政府關門使數據採樣的偏差。並需留意，PPI年增率3.0%反映上游企業仍面臨關稅成本壓力，未來轉嫁至消費者的幅度、時機，仍需時間發酵。

未來通膨走勢上，1)預期油價維持弱勢，委內瑞拉供給增加與伊朗地緣政治風險抵銷，2)房租年增速維持下行，3)就業市場偏向降溫，薪資年增速趨緩，預料通膨逐步降溫趨勢不變。

CPI溫和下滑, 惟PPI反映企業成本壓力



資料來源：Bloomberg。

油價、房租年增率震盪下行, 有助通膨持續緩降



註：5年通膨預期=5年期美國公債殖利率-5年期TIPS殖利率。
資料來源：Bloomberg。

美國失業率下滑至**4.4%**(前月下調至4.5%)，顯示裁員壓力仍相對可控；然而**招聘動能仍舊保守**，去年12月非農就業人口新增**5.0萬**(前值6.6萬)，雖維持正成長，但10-11月合計下修**7.6萬人**。產業結構方面，就業增幅主要集中於服務業；製造業招聘持續疲弱，顯示關稅帶來的成本壓力，以及AI技術提升生產效率、降低人力需求，亦為潛在就業需求放緩的原因。

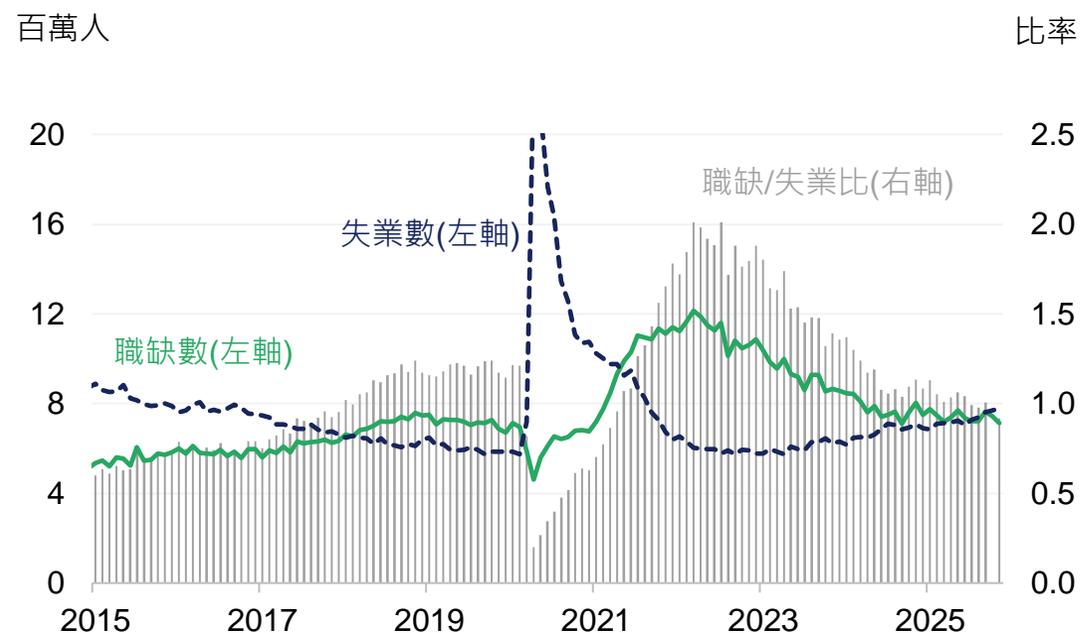
職缺/失業比下滑至**0.92**，反映在美國就業市場供需雙雙降溫的情況下，企業的招聘需求下滑。**儘管勞動市場未失序，但漸趨疲軟的新增就業人口、動能偏向下行的薪資成長率，仍支撐為聯準會態度中性偏鬆。**

去年12月非農溫和成長，製造業動能仍疲



資料來源：Bloomberg。

職缺/失業比：反映就業「供過於求」



資料來源：Bloomberg。

美債利率近期上升，反映多重不利因素交疊：1)日債賣壓加大，利率上行壓力外溢至美債市場，2)對聯準會獨立性擔憂加劇，3)格陵蘭爭議影響下，市場調節美元資產部位，美元與美債呈現波段跌幅。以聯準會動向觀察，現行的總經環境**並無降息急迫性**，使**美債利率暫缺下行動能**。

縱使短線聯準會維持觀望，但預期今年中下旬仍將朝向寬鬆政策路徑邁進，待降息預期升溫，美長債利率走勢有望下行。應需留意，受到：1)聯準會獨立性擔憂，2)美國債務總量上升，3)各國長天期債券賣壓情勢，恐限制長天期利率下行空間。

降息預期收斂，近期美債利率震盪上行



長短利差幅度逐步擴大



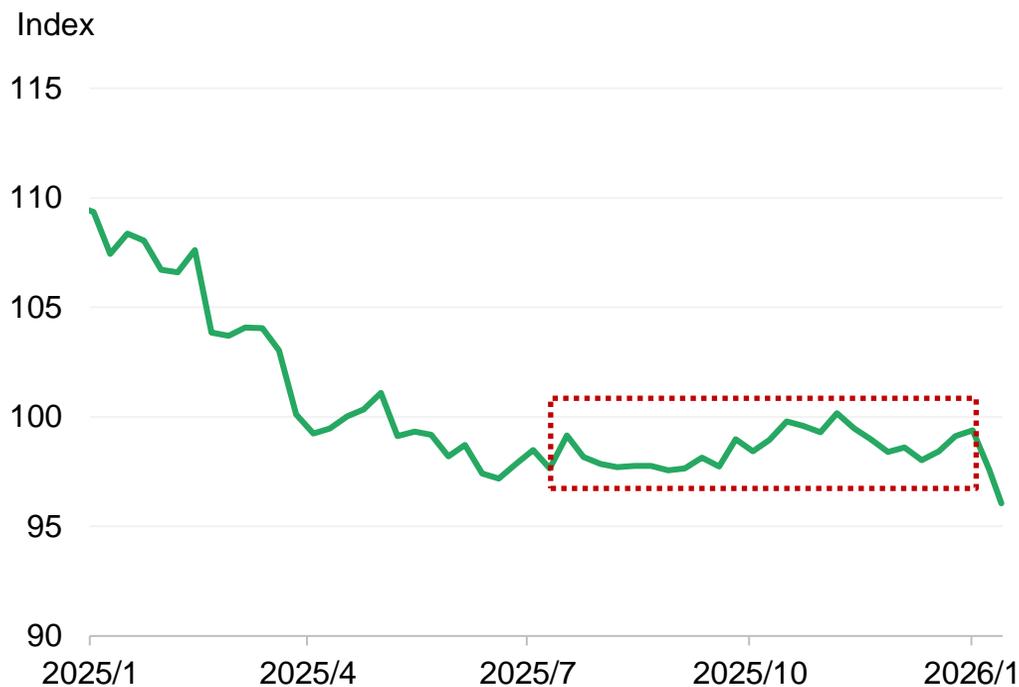
註：隱含利率為聯邦基金期貨對未來EFFR的月平均值預估。
資料來源：Bloomberg。

資料來源：Bloomberg。

政策利率多數時間普遍為牽動全球匯市的誘因，然而觀察2025年下半年聯準會降息3碼後，美元並未明顯轉弱，而是維持區間震盪，利差與匯率走勢脫鉤且逐漸淡化。直到近期事件連發，rate check導致聯合干預匯市預期增溫，而ICE執法過當引發1/30部分政府機構關門疑慮，以及川普談話對弱勢美元的價值讚賞，市場對美元的信心走勢急轉直下。

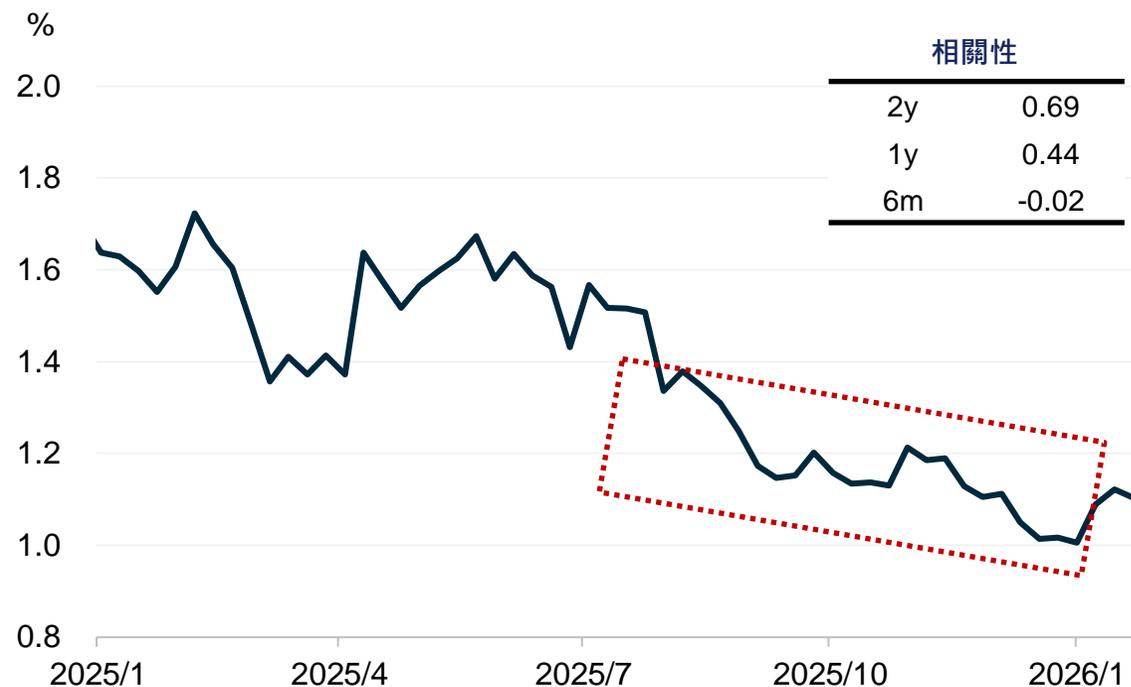
未來關注，1)各國財政與債務信心：在利率大幅調整環境消退後，財政穩健度將更受關注。2)各國對直接投資(FDI)：川普引導AI供應鏈轉向美國，各國赴美投資的意願增加，3)穩定幣買盤支撐。

去年下半降息3碼後，美元指數震盪



資料來源：Bloomberg。

美對歐英日綜合利差與美元相關性鈍化



註：以美國減去各國兩年債殖利率乘DXY權重。

資料來源：Bloomberg。

2026年美股強勢開局，惟在去年漲勢迅猛導致評價延續高位，以及地緣政治衝突引發帶動股市順勢回調，亦帶動P/E由相對高點下滑。

獲利展望與評價風險：Bloomberg預估標普500企業EPS 2026年Q1年增率降溫，反映淡季期間需求放緩、及考量成本壓力。但預估全年仍有望達14%的雙位數成長，預期增速有望優於去年。

高評價震盪下，宜留意中小型、防禦性產業受資金輪動的挹注。中長期而言，正值降息循環有利資金環境寬鬆，AI相關產業仍具較佳成長性，長線多頭格局不變，拉回過大可逢低布局。

降息循環有利資金環境寬鬆



註：金融情勢指數採Fed Financial Conditions Index(G Model)。寬鬆：利率下滑、信用利差收斂、股市上漲、美元走弱、波動率指標(VIX)回落。

資料來源：Bloomberg。

獲利增速維持上行，穩固美股成長動能



資料來源：Bloomberg預估。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及記者媒體之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL：8722-6666