

12月FOMC會議：

降息1碼，明年1月傾向維持利率，路徑分歧大

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) 12月降息一碼符合預期, 但反對票數上升, 點陣圖路徑維持不變; 政策工具調整支撐流動性。
 - 聯準會降息1碼, 將政策利率下調至3.50~3.75%區間, 本次政策決議以9:2(維持利率):1(降2碼)通過。
 - **會議聲明**: 重申「就業市場走弱」、「通膨維持高位」, 謹慎考量進一步調整的幅度與時機。12月點陣圖與9月相同, 部分鷹、鴿派官員轉向中性, 以靜待就業、通膨兩難出現轉折。
 - **流動性工具調整**: 1)銀行準備金已降至充足水平, Fed將啟動**購買短期國庫券**。2)**取消**常設回購操作(Standing Repo Operation)的**總額限制**, 確保聯邦基金利率維持在區間範圍內。
- 2) 市場變化: 儘管官方態度保守, 市場仍預期明年將有超預期寬鬆, 帶動美元雙率走弱、美股收高。
 - 利率: 10年債利率-4bps至4.14%, 2年債利率-8bps至3.53%。
 - 美元: DXY指數貶值0.6%至98.6。
 - 美股收漲: 標普+0.7%、道瓊+1%、那斯達克+0.3%。

策略思維

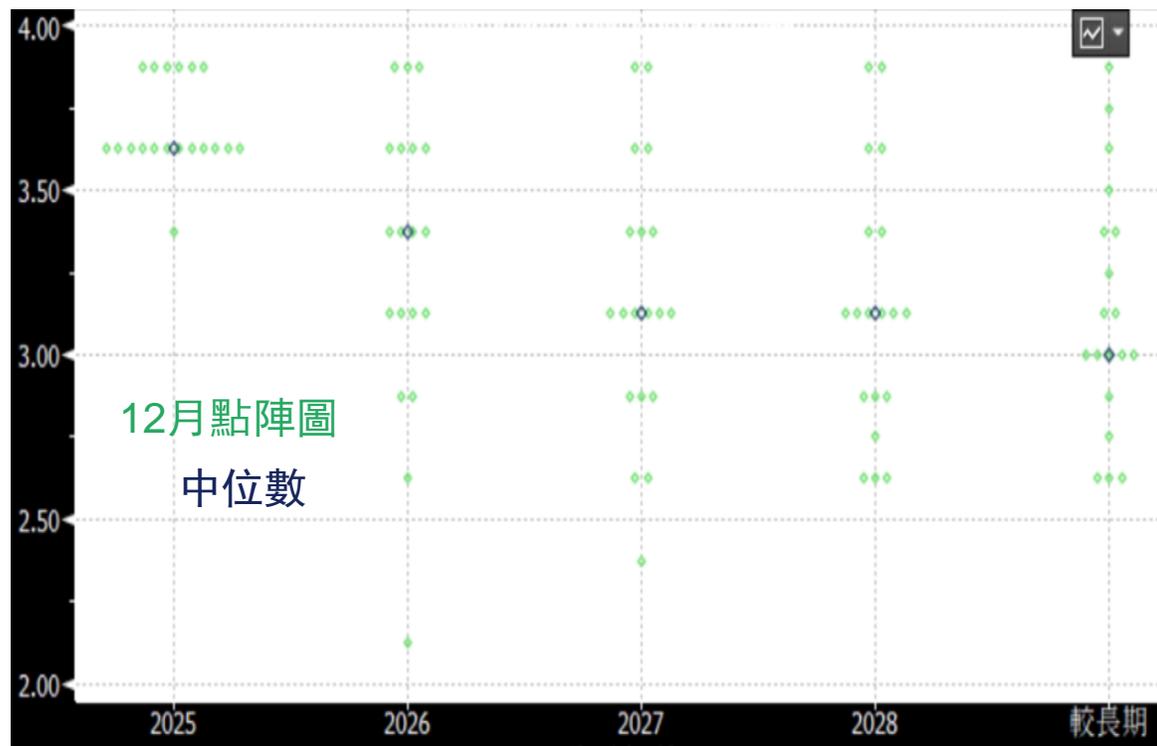
- 1) **股市**: 高評價易導致股市震盪, 然而在聯準會持續寬鬆帶動資金環境寬鬆, 以及預估明年企業獲利超過雙位數成長幅度, 為長線多頭支撐。
- 2) **債市**: 2025年降息3碼後, 明年初的降息門檻提高, 導致市場觀望未來政策節奏, 影響近期利率震盪。中長期隨聯準會仍偏好政策寬鬆, 有利於美債利率緩步滑落, 惟殖利率曲線維持陡峭格局。
- 3) **匯市**: 儘管聯準會12月鷹派降息, 惟預計2026年美國降息空間仍大於全球主要央行, 將帶動中長期美元偏弱震盪。

政策利率：下調至3.5~3.75%區間, 投票委員中, Goolsee(芝加哥)、Schmid(堪薩斯)認為應保持不變；理事Miran支持降息50bps。

降息路徑維持不變：點陣圖中位數預估2026、2027、2028年降息1、1、0碼。明年政策路徑的19名委員態度上, 鷹派：維持不變(8→7)、鴿派官員：降息超過2碼(9→8), 各有一位轉為中性：降息1碼(2→4)。

經濟數據預測：大幅上調明年經濟成長至**2.3%**；失業率維持前次估值, 後年緩步降溫；通膨較9月預估有所下調。樂觀成長態勢支撐Fed「緩降息」, 預期日漸受控的通膨增速、維持高位的失業率使聯準會高機率維持中性偏向寬鬆的政策立場。

點陣圖中位數預測明年降1碼, 態度持續分歧



2026年：經濟成長堅韌、失業率持平、通膨滑落

	2025年		2026年		2027年	
	9月	12月	9月	12月	9月	12月
GDP	1.6%	1.7%(↑)	1.8%	2.3%(↑)	1.9%	2.0%(↑)
失業率	4.5%	4.5%(-)	4.4%	4.4%(-)	4.3%	4.2%(↓)
PCE	3.0%	2.9%(↓)	2.6%	2.4%(↓)	2.1%	2.1%(-)
核心PCE	3.1%	3.0%(↓)	2.6%	2.5%(↓)	2.1%	2.1%(-)

資料來源：FOMC December Projections。

10月FOMC(10/30)

- **委員會對12月降息態度分歧**：1)政府關門導致經濟數據較不完整，增添判讀的不確定性。2)部分官員認為中性利率在3~4%之間，目前政策利率已降至該水平。
- 鮑爾重申貨幣政策**仍具適度限制性**，有助對抗通膨，但也造成就業市場降溫。(→暗示未來降息前景不變)。
- **通膨**：關稅對通膨的影響應為一次性的，**扣除關稅影響後**核心PCE增速為2.3%~2.4%，距2%通膨目標不遠。
- **就業**：1)初領失業金保持低位，**勞動降溫但未出現急遽下滑**。2)就業供給、需求減少。3)若剔除BLS重複計算，就業增長幾乎為0。
- 備用數據：PriceStats與Adobe價格數據、Indeed職缺與ADP就業報告。

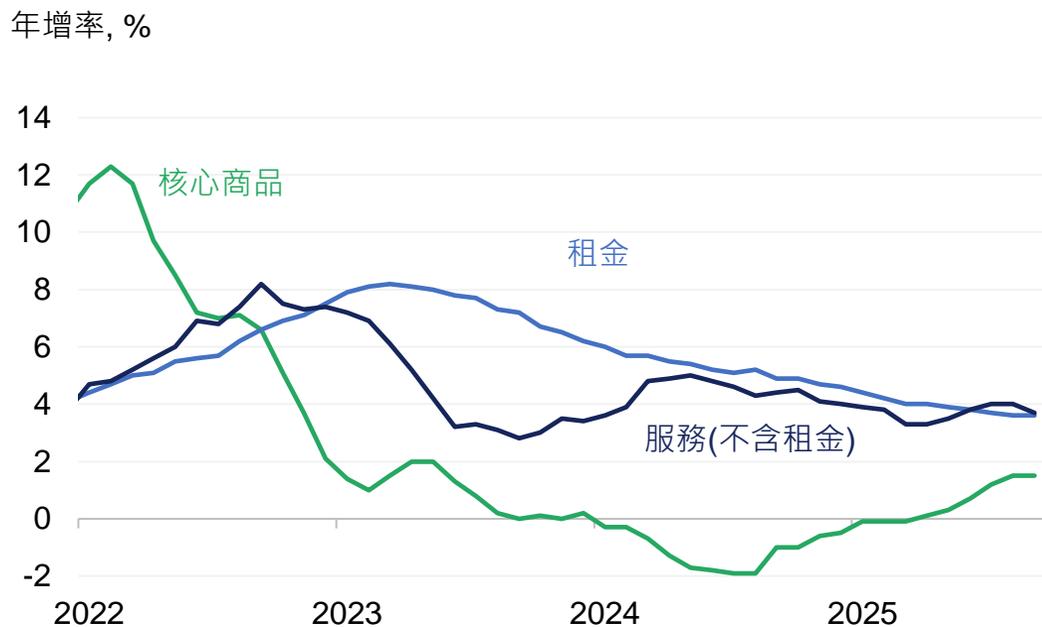
12月FOMC(12/11)

- 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。

關稅政策帶來的一次性效應仍在發酵，持續推升物價壓力。CPI細項中，1)核心商品年增率仍呈上行，進口價格影響依舊顯著。2)服務通膨於9月回落，對服務業的影響未進一步惡化。3)房租通膨維持緩步下行。市場預期，關稅的滯後效應將持續影響到2026年上半年，恐成為聯準會年底降息後，2026年初態度觀望的主因。

另一方面，油價的回落亦有助穩定通膨預期。近期西德州原油價格在60美元/桶上下震盪，相較7月底時下滑14%。儘管俄烏和談進展依舊膠著，但原油供給充足的情境下，使得國際油價承壓。

商品受關稅影響大，服務通膨漲勢緩和



資料來源：Bloomberg。

隨著油價滑落，通膨預期緩和

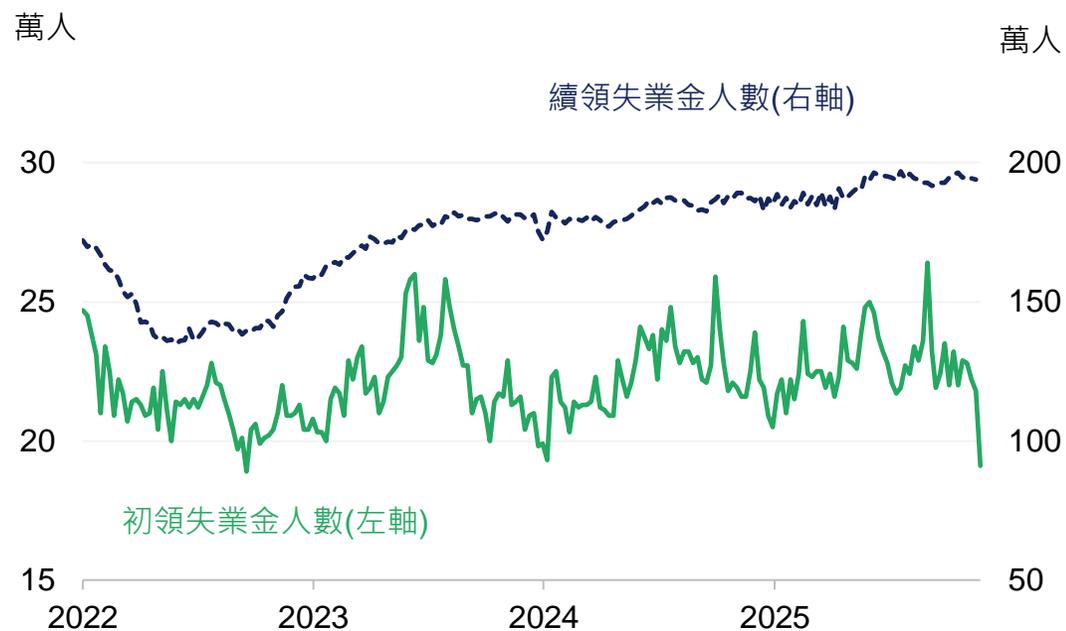


註：5年通膨預期=5年期美國公債殖利率-5年期TIPS殖利率。
資料來源：Bloomberg。

上週初領失業金人數降至三年來(2022/9以來)新低，表面上似乎暗示勞動市場改善，但實際上受到感恩節假期影響(行政處理延遲、勞工延後申請)，導致暫時性下降，並非結構性改善。相對而言，**續領人數仍呈現上行趨勢，反映勞動市場壓力未緩解。**

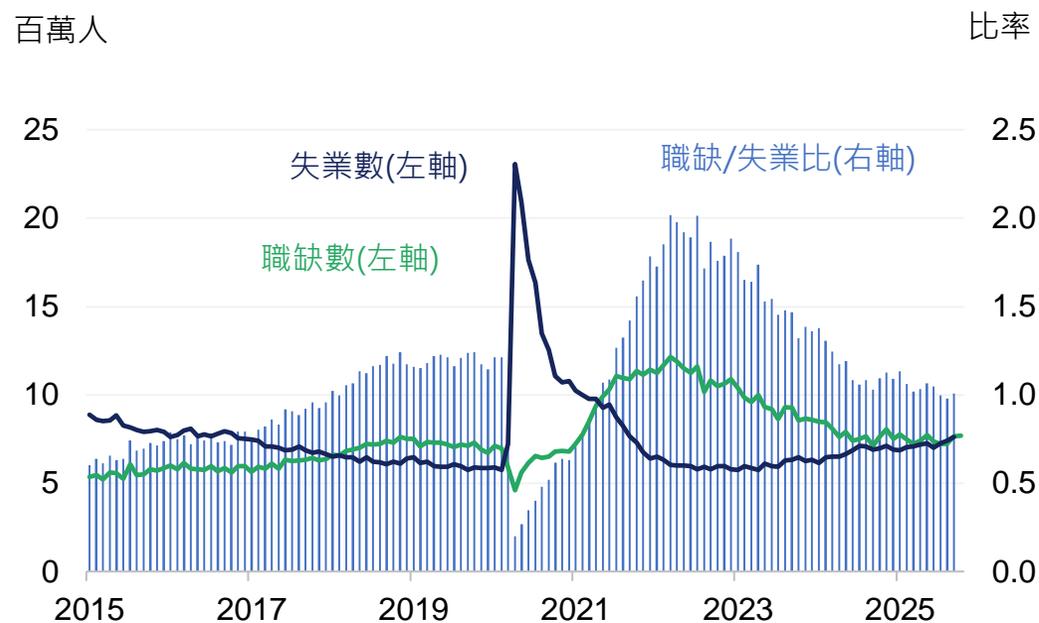
職缺與失業：政府重啟後，本週公布9、10月JOLTS職缺數(767萬、765萬)，較8月722萬回升，並優於市場預期，使職缺/失業比率重返1.0上方。然而，勞動市場供需仍處「供過於求」的臨界點，企業普遍維持招聘放緩、甚至部分大企業傳出人力縮編，市場對就業疲態的擔憂仍未消除。

假期因素導致初領人數下滑，惟續領持續升高



資料來源：Bloomberg。

職缺/失業比：處在「供過於求」臨界值



資料來源：Bloomberg。

近期利率偏向反彈：1)市場已消化今年降3碼空間，聯準會短期態度轉趨觀望；2)ECB官員放鷹帶動德、法利率走揚，同步牽動美債利率走勢。在FOMC會議後，儘管點陣圖中位數維持，不過市場對明年新主席上任、川普政治干預下，仍預期明年降息幅度超過2碼。

展望2026年5月新主席上任後，預期鴿派立場將強化中長期降息路徑。惟近期市場對明年擴大財政，進而增加債券供給的疑慮，將限縮長券利率下滑幅度。殖利率曲線：惟需留意，Fed寬鬆伴隨著期限溢價回升，料短天期利率(2Y)下滑幅度將大於長天期(10Y)，牛陡趨勢延續下，長端大幅下跌空間應當有限，投資人應以穩定息收為主要考量。

市場評估降息步伐，美債利率震盪



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。

降息環境仍有助利率滑落，惟長短天期有別

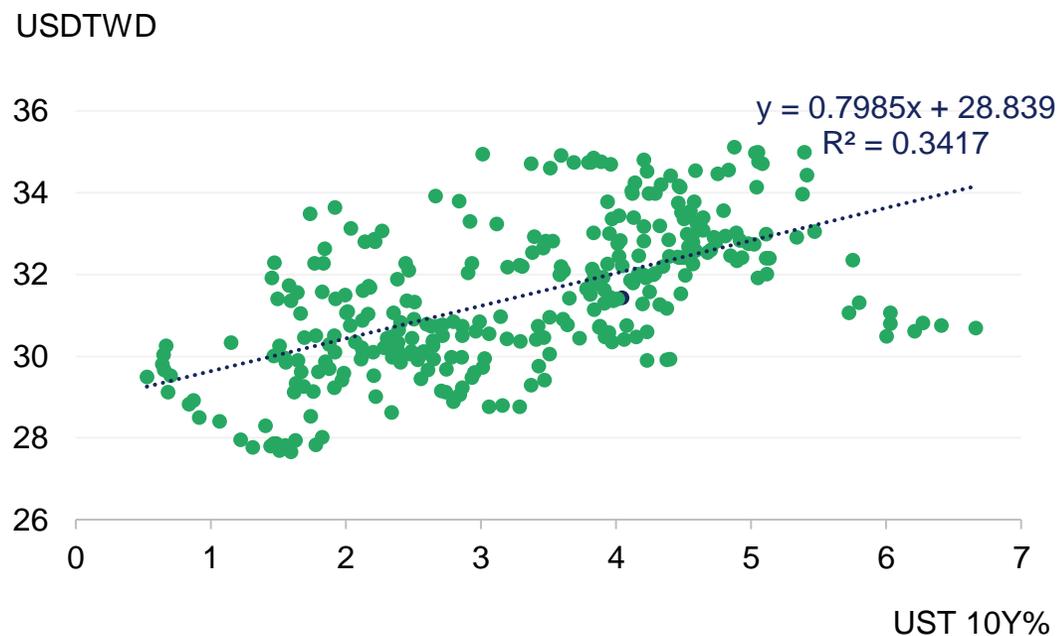


資料來源：Bloomberg。

聯準會降息展望仍是全球匯率市場的核心驅動因素。今年已累計降息3碼，預期**Fed將暫時觀望，以避免通膨再度失控，短期觀望將支撐美元指數走勢**。中長期在「就業放緩」、「川普政治施壓」的背景下，聯準會降息空間仍大於歐、英、澳等主要央行。另一方面，在日銀持續政策正常化的步調上，各國與美國利差收斂的方向上，將使非美貨幣迎來相對強勢。

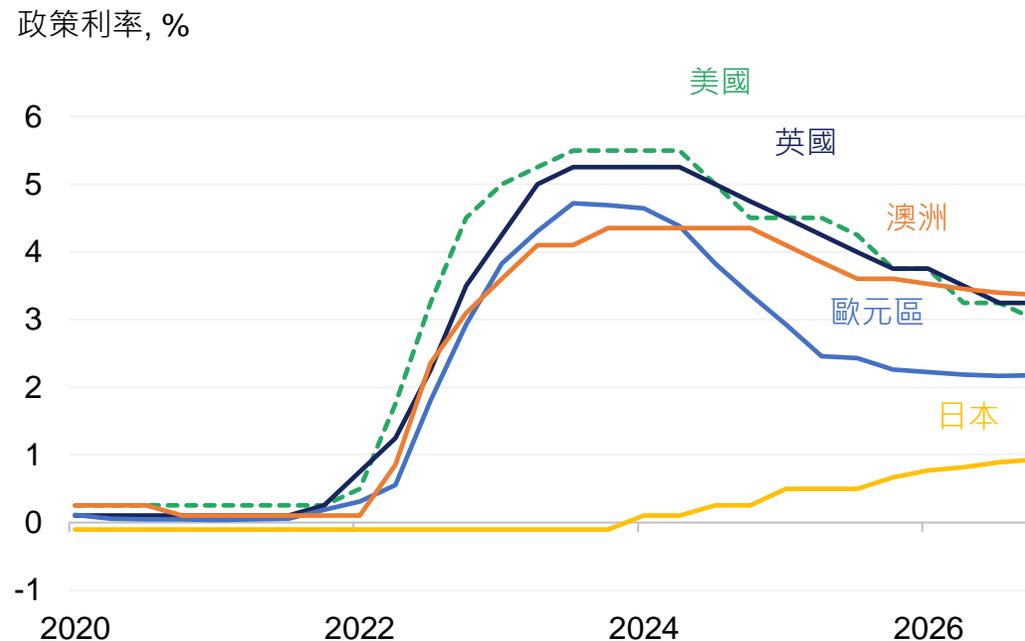
亞幣方面，日圓近期仍偏弱勢，將進而影響韓台匯率同步震盪。未來待明年降息預期發酵，美債利率的滑落將使新台幣在內的亞幣緩步走升，尤其在資金回流亞洲，以及出口動能亮眼帶動的資金回流潮，提供亞幣支撐。

美債利率與新台幣回歸分析



註：2000年至今月資料，10年美債殖利率與美元兌新台幣位置。
資料來源：Bloomberg。

預期美國2026年降息幅度居前



資料來源：Bloomberg。

本輪Fed寬鬆循環建立在「經濟軟著陸」的基礎, 採取漸進式降息, 與2000年、2008年衰退時期的大幅降息截然不同。在經濟溫和放緩的情境下, 利率下行改善金融情勢, 加上AI投資持續推動資本支出, 均為美股走強的有利因素。

獲利展望與評價風險：Bloomberg預估標普500企業EPS 2026全年約300美元, 對應全年獲利成長約13%。在明年貨幣政策、財政政策雙寬鬆(降息、減稅)持續發酵下, 不排除仍有進一步上調的空間。

短期市場因高評價與情緒波動出現震盪, 但隨資金環境寬鬆, AI及高獲利產業仍具備成長能見度, 支撐未來股市前景。

持續降息有利資金環境寬鬆



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