

10月FOMC會議：

今年二度降息、12月降息仍非定局, QT正式進入尾聲

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) Fed持續降息以刺激就業需求, 惟政府關門增添數據真空, 12月是否降息有待觀察; 縮表將於12/1終結。
 - 聯準會降息1碼, 將政策利率下調至3.75~4.0%區間, 本次政策決議以10:2通過。
 - 會議聲明變化不大, 重申「近幾個月就業下行風險增加」, 在考量風險平衡變化後, 本次再度降息。
 - 結束QT: 取消公債每月到期不再投資50億限制、MBS維持每月350億, 到期後本金轉投於國庫券。
- 2) 市場變化: 鮑爾淡化市場對12月降息預期(機率由逾9成降至不到7成), 美元利匯率反彈、美股漲幅收斂。
 - 利率: 10年債利率+9bps至4.07%, 2年債利率+10bps至3.59%。
 - 美元: DXY指數反彈近0.4%, 回至99.1上方。
 - 美股漲跌互見: 標普收平、道瓊下跌0.16%、那斯達克上漲0.55%。
 - 黃金: 金價回落至3930美元/盎司。

策略思維

- 1) 股市: 聯準會貨幣寬鬆帶動資金環境改善、企業獲利反應景氣良好。高評價將影響指數震盪可能性, 然而未來多頭趨勢未扭轉, 逢拉回視為買進契機。
- 2) 債市: 降息預期回調導致利率反彈, 不過長線聯準會降息路徑未扭轉, 預期未來利率仍將緩步滑落。隨穩定幣成趨勢、Fed增加短債持有, 預期殖利率曲線延續陡峭。
- 3) 匯市: 短期在歐洲央行仍保留降息選項, 日圓在高市交易上呈弱勢, 加上鮑爾的12月降息未定論下, 支撐美元; 若聯準會未來降息幅度大於預期(明年底是否跌破3%), 美元才有進一步走貶的空間。

降息1碼符合預期：政策利率區間下調至3.75~4.0%區間, 以10:2通過。理事Miran支持降2碼、堪薩斯分行總裁Schmid反對降息。

會議聲明：「現有指標顯示, 經濟活動持續以溫和步調擴張。今年就業成長放緩, 失業率截至 8 月小幅上升但仍處低檔；近期指標與這些發展一致。通膨自今年稍早回升, 並維持在略高水準。」凸顯雙重使命的兩難, 使部分官員開始持不同政策立場。

展望未來：若更多數據支持, 12月仍有望再降1碼。2026年Q1應維持不變, 以觀察今年降息後的影響, 明年Q2~Q3降息機率將提升。

預期12月再一碼, 明年空間有望高於預估



註：預估採利率期貨路徑與2025/9點陣圖差異。
資料來源：Bloomberg預估。

縮表步伐已進入尾聲



資料來源：Bloomberg。

9月FOMC(9/18)

- **失業率4.3%仍低, 但已經上揚**。過去3個月非農平均為2.9萬人, **勞動需求下滑高於供給**, 下行風險已加重。無法認為就業市場依然「非常穩固」。
- Fed將確保價格的一次性提高, 不會成為持續的通膨問題。
- 估8月PCE上升至2.7%, 核心PCE 2.9%。
- 通膨上升且保持高位, 不過**就業市場偏離Dual Mandate的目標值更大, 因此決議降息1碼**。
- 對聯準會獨立性不予過多評論。

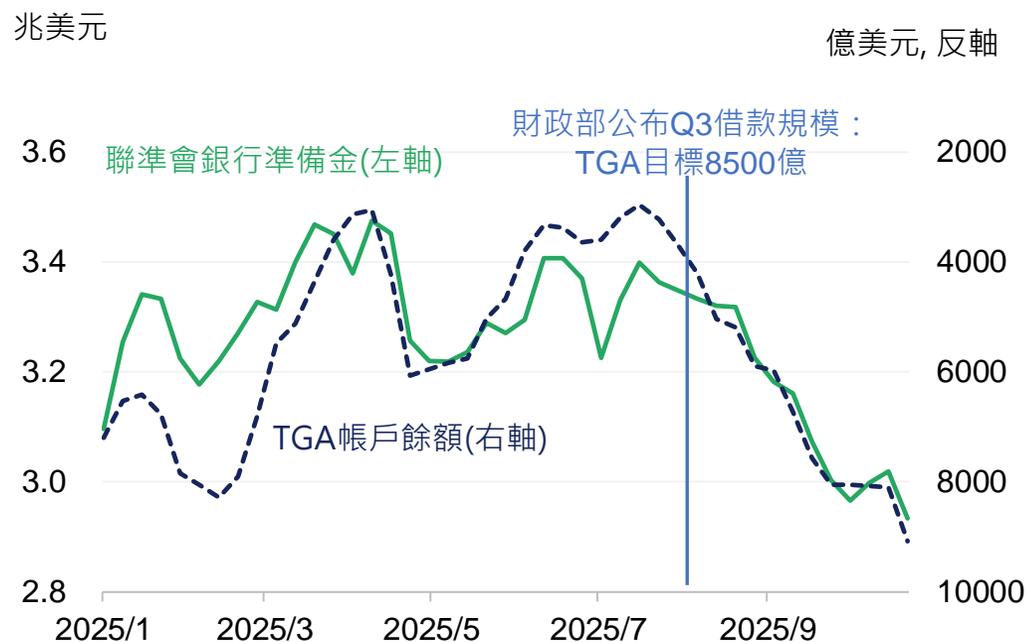
10月FOMC(10/30)

- **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。

QT結束的核心原因：金融體系流動性壓力升高。美國財政部第三季借款規模擴大至1.007兆, 主要目的為回補財政部一般帳戶(TGA)餘額。自7月底以來, TGA餘額增加超過5000億美元, 透過公債發行吸收資金, 推升美債存量。然而, 資金來源中相當部分來自銀行準備金轉為持有美國公債, 導致整體準備金水位下滑逾4000億, 並跌破3兆美元。

隨銀行準備金下滑, 銀行資金量縮減, 推升隔夜拆借成本。近期 SOFR 與 IORB 利差一度擴大逾8bps, 凸顯流動性壓力。預期Fed必要時採取措施：1)臨時公開市場回購操作(TOMO), 增加短期流動性。2)擴大調整常備回購工具(SRF)規模, 避免短天期利率的波動。

TGA餘額升至9千億, 銀行準備金跌破3兆



銀行間的拆借利率持續升高



註：銀行準備金指金融機構存放於聯邦準備體系(Federal Reserve)帳戶中的資金, 以符合準備金要求、流動性管理。

資料來源：Bloomberg。

註1：IORB利率為聯準會支付銀行存放準備金的利率；SOFR利率為銀行間的拆借利率。

註2：當SOFR > IORB, 銀行拆借市場的誘因增加, 導致資金環境緊縮。

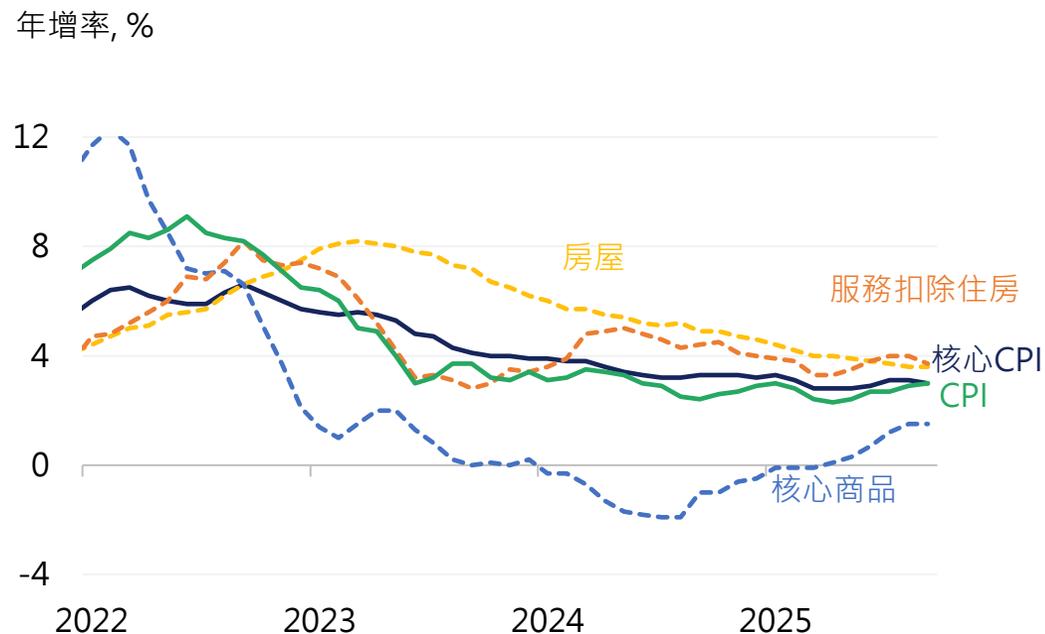
資料來源：Bloomberg。

- **CPI**年增3.0%(前值2.9%)、月增0.3%(前值0.4%), **能源價格**上漲影響; **核心CPI**年增降至3.0%(前值3.1%)、月增0.2%(前值0.3%)。
- 1)佔CPI比重逾三分之一的**住房價格**月增0.21%(前值0.44%)。2)**不含住房的服務項目**月增0.24%(前值0.35%)。3)受關稅影響較大的**核心商品**月增0.22%(前值0.28%)：新車、服飾、家具與休閒用品等項目上行, 二手車增速轉負。

通膨預期降溫：衡量市場通膨預期的指標——10年期Breakeven Rate持續下滑, 顯示市場對關稅的影響預期已不若幾個月前激烈。

關稅影響為一次性、暫時性已成共識, 且預估成本增幅將由出口商、進口商及零售端同步承擔, 導致全面僵固性通膨機率不大。

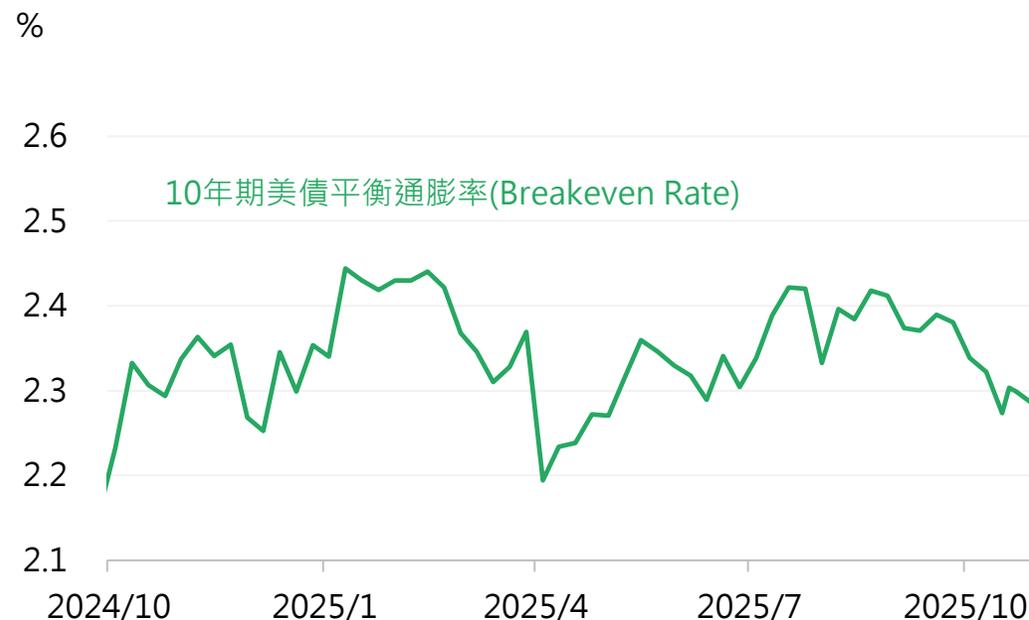
年增：住房、服務降溫, 商品受關稅影響下滑緩慢



註：CPI權重=食品(13.6%)+能源(6.5%)+核心CPI【住房(35.4%)+服務不含住房(25.2%)+核心商品(19.3%)】。

資料來源：Bloomberg。

通膨預期降溫, 市場逐步淡化關稅影響



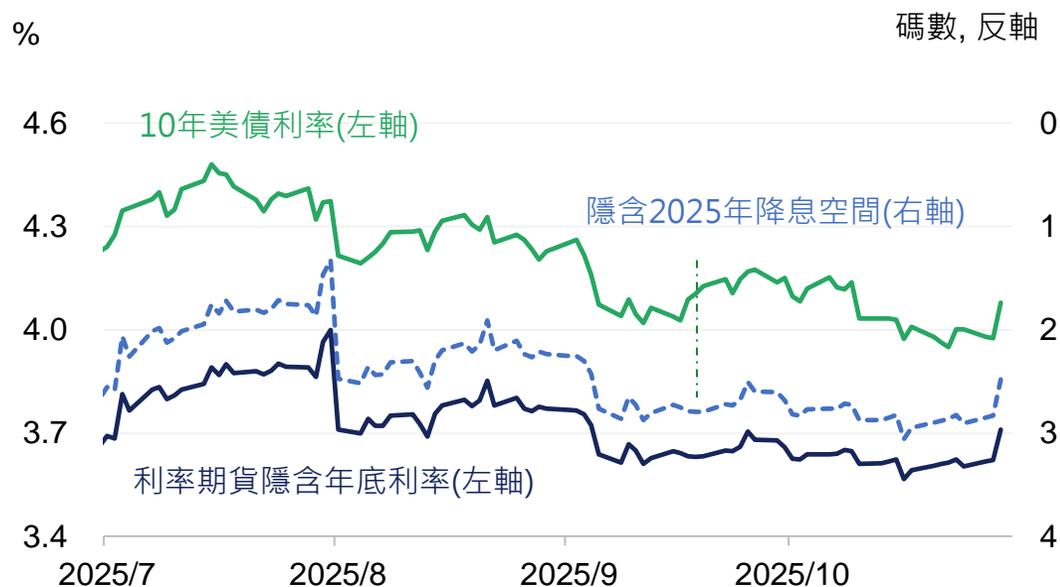
註：10年期美國公債殖利率-10年期TIPS殖利率。

資料來源：Bloomberg。

利率期貨原反應12月降息1碼, 但在鮑爾表示仍在未定之數下, 導致各天期美債利率反彈。最新市場預期: 12/11降息1碼機率回落, 由原先逾90%, 回落至68%。

未來降息趨勢明確, 將帶動公債殖利率緩步下行, 惟**利率曲線應延續陡峭格局**: 1) **短天期利率**與**聯邦政策利率**連動性高, 將隨著未來降息而持續滑落。2) 隨**穩定幣規模增加**, 強化對**90天期以下國庫券**的買盤, 使短天期利率進一步下滑。3) **長天期利率**則反映景氣以及美債發行規模而有較多變數, 限縮下行空間。

市場原先已完全定價今年共3碼空間



註: 降息預期以期貨市場隱含年底利率位階換算。
資料來源: Bloomberg。

美債殖利率於近一年低點反彈, 陡峭格局延續

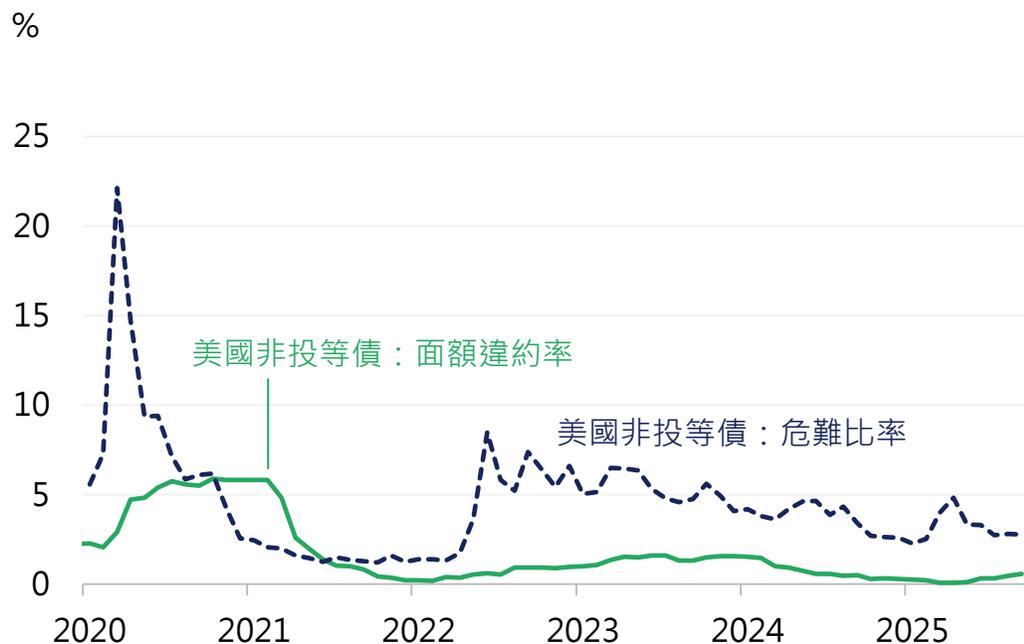


註: 統計自2024/10/30至2025/10/30。
資料來源: Bloomberg, 資料截止至10/30 5:00。

信用利差方面，美國投等債、非投等債信用利差在「解放日」後持續收緊，目前於歷史低位狹幅震盪(IG：75bps、HY：280bps)，反映現階段信用風險相對可控。非投等債的**違約率**、**危難比率均維持低點**，加上聯準會政策寬鬆的支撐下，提供發行人更低的融資成本，形成基本面支撐。

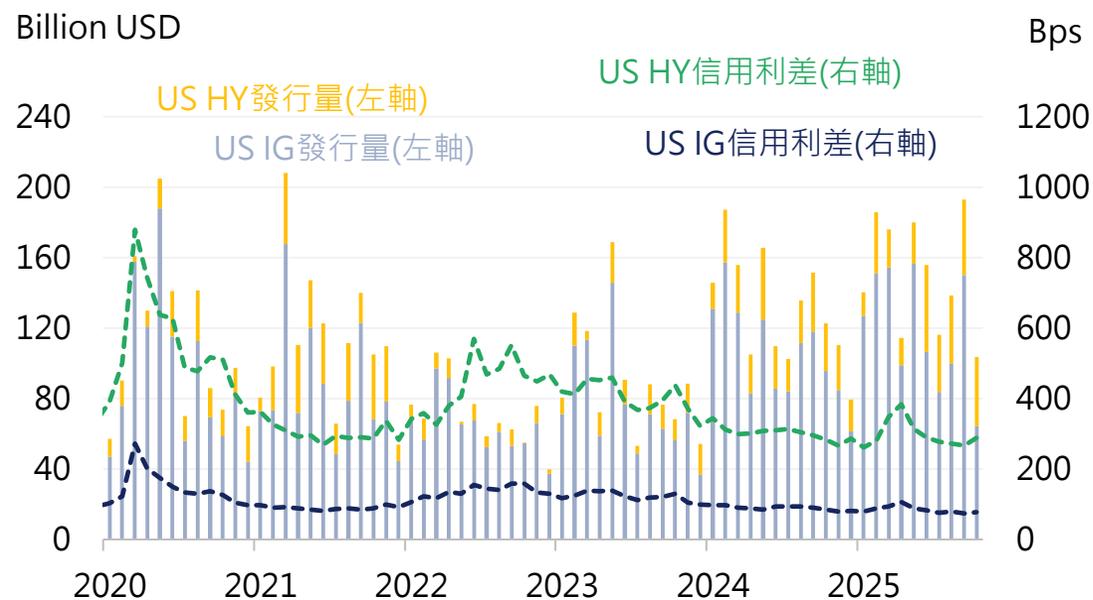
自2022年以來，信用債的發行人已連續三年呈現上升，整體融資需求上升。然而，需留意當前的信用利差處歷史低點，在債券供給量上升背景下，地緣/信用性事件仍可能引發零星違約情事，導致利差擴大風險，布局以**BBB+以上級別**為主，兼顧收益率與防禦性的特點。

現階段信用風險仍相對可控



註1：過去12個月內，違約債券的「面額總額」佔總發行面額的比例。
註2：危難比率(Distressed Ratio)指處於困境(OAS超過1000bps)債券之佔比。
資料來源：Bloomberg。

信用利差收緊，留意發債量仍持續升溫

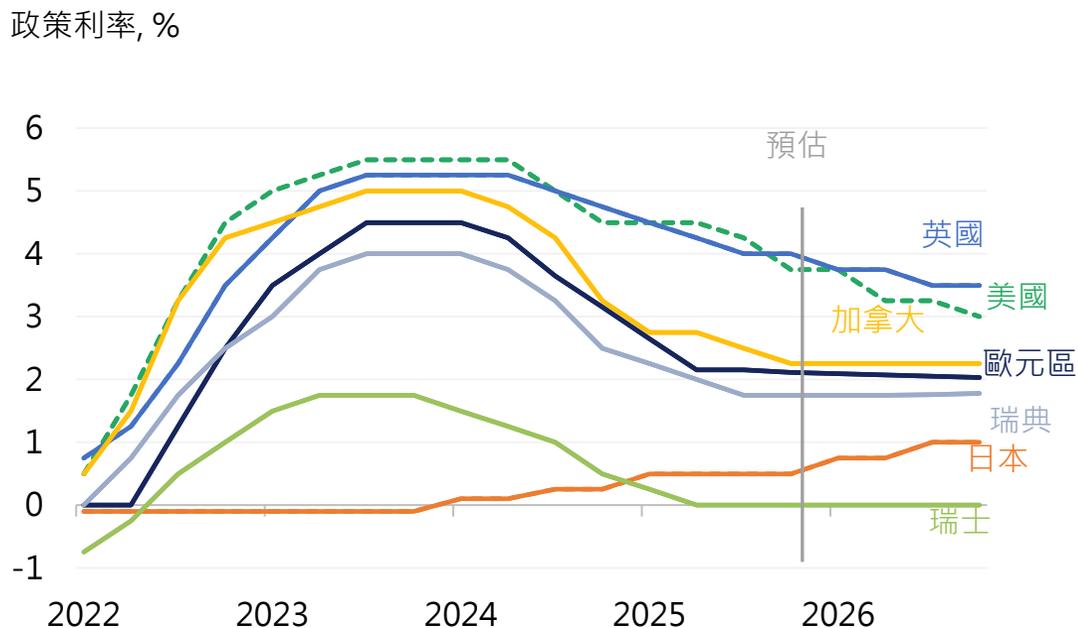


註：每月發行金額。
資料來源：Bloomberg。

美元指數(DXY)於10月震盪走升, 主要受到: 1)「高市交易」影響, 市場預期BoJ升息時點延後, 推動美元兌日圓(USDJPY)走強。2)法國政局動盪推升法債利率波動, 壓抑歐元兌美元(EURUSD)升勢, 10月EURUSD在1.18以下震盪。3)鮑爾淡化12月降息預期, 昨天美元重回99.0關卡。

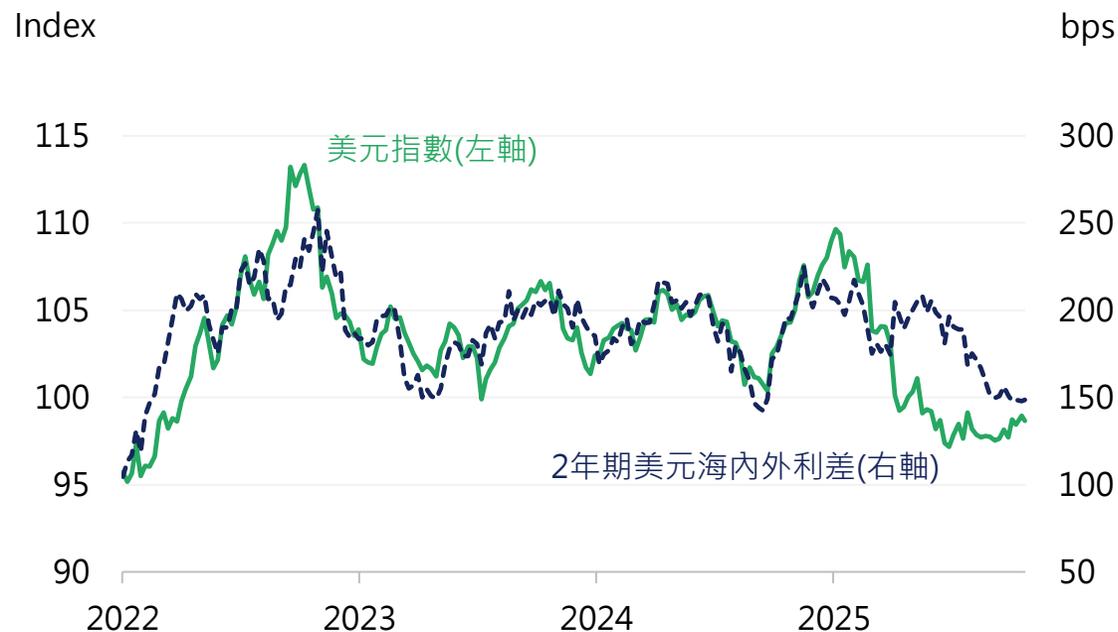
若聯準會未來降息幅度大於預期(明年底是否跌破3.0%), 美元才有進一步走貶的空間。趨勢上, 聯準會未來一年的寬鬆幅度, 將大於其他主要央行, 使美元欲升空間有限; 特別是隨著各國與美國的利差有收斂空間, 若美國降息至3%以下, 美元將偏震盪弱勢格局。

預期美國降息步調大於主要國家



資料來源: Bloomberg。

美國海內外利差持續收斂, 引導長線美元趨弱



註: 利差採2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

美股持續創新高, 受惠於: 1) **美中達成貿易框架**, 貿易不確定性降溫。2) 聯準會今年二度降息, 未來將**持續貨幣寬鬆**。3) 第三季企業財報表現亮眼, 目前**近半數**的企業已公布財報, 其中**EPS優於預期比例超過80%**。

然而, 隨著股市短線漲勢迅猛, 標普500的前瞻本益比已突破**23倍**, 需留意**高評價導致的震盪風險**(今天隨財報公布, 臉書盤後下跌8%, 微軟下跌逾3%, 谷歌上漲5%)。然而, 隨著AI趨勢帶動大型科技業持續增加AI資本支出, 亦帶動對未來獲利成長的樂觀預期: 彭博預估2026年度的EPS年增率13%, 未來12個月EPS達298美元。

持續降息有利市場環境寬鬆



資料來源: Bloomberg。

EPS上修帶動評價面擴張, 留意本益比已至高位



註: 前瞻本益比=目前股價/未來12個月前瞻EPS(未來四季的盈利加權平均)。
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