

6月FOMC:鷹派聲浪下的股債市觀點

重點摘要

- FOMC維持利率4.25%~4.50%與QT每月400億美元不變
- SEP:通膨更高，但經濟保持韌性，而降息路徑更淺，回歸中性利率水準路途變得更遙遠
- FOMC並未有超預期內容，維持美股(中性)、美債(相對正向)評等不變

FOMC維持利率4.25%~4.50%與QT每月400億美元不變

FOMC以贊成12票比反對0票維持政策利率目標在4.25%~4.50%。每月削減公債50億美元、350億美元MBS，每月縮減購債金額為400億美元。

會議聲明風險上升，但還不足以扭轉政策方向

- 景氣就業、雙穩固: 儘管在淨出口的擺動已經影響數據，但經濟活動繼續以“穩固”(Solid)的步伐擴張，失業率維持在低檔，刪除“近幾個月穩定在低水準”的字眼，就業市場狀態保持穩固(Solid)。
- 通貨仍高於2%目標: 通膨保持某種程度的上升(somewhat elevated)。
- 不確定性逐步轉化風險，先通膨、後就業: **委員會尋求就業極大化與通膨長期2%的目標**，經濟前景的陳述由「有關經濟前景的不確定性已經進一步上升」調整為「經濟不確定性減弱，但維持著一定程度的高檔」，委員會將仔細檢視來自雙重使命的風險，刪除上次新增的「審視已經上升的更高失業與通膨風險」。

經濟評估現狀幾無變化，強調不確定性上升

For release at 2:00 p.m. EDT **June 18**~~May 7~~, 2025

Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate **remains low**~~has stabilized at a low level in recent months~~, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook has **diminished but remains elevated**~~increased further~~. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate ~~and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen~~.

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理，修改處顯示本次FOMC與前次會議的聲明內容變化。

前瞻指引：變化有限，暗示政策發生調整需要等待一段時間

- 基於支持政策目標，委員會決定將聯邦基金利率維持在4.25%~4.50%，在考慮額外的調整利率目標區間的幅度(總次數)與時機(並非每次會議都會像過去一樣逐次降息)，委員會將謹慎地評估即將公布的資料、不斷演變的前景與風險平衡。
- 委員會維持新增支持就業最大化(Supporting Maximum employment)與通膨回到2%目標。
- 在評估適當的貨幣政策立場時，委員會將繼續監測最新資訊對經濟前景的影響。若出現可能阻礙實現目標的風險，委員會將準備好酌情調整貨幣政策立場。委員會的評估將參考廣泛資訊，包括勞動力市場狀況、通膨壓力和通膨預期，以及金融和國際形勢變化的資料。

政策前景評估：變化有限，暗示政策發生調整需要等待一段時間

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; ~~Neel Kashkari~~; Adriana D. Kugler; Alberto G. ~~Musalem~~; ~~Jeffrey R. Schmid~~; and Christopher J. Waller. ~~Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.~~

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理，修改處顯示本次FOMC與前次會議的聲明內容變化。

經濟預測摘要(SEP)預估：經濟保持韌性，通膨更高、降息路徑更淺

- 經濟:預估2025年~2027年GDP (4Q/4Q)分別為1.4%(-0.3 p.p.)、1.6%(-0.2 p.p.)、1.8%(+0.0 p.p.)。
- 就業:預估2025年~2027年失業率為4.5%(+0.1 p.p.)、4.5%(+0.2p.p.)、4.4%(+0.1 p.p.)。
- 通膨:預估2025年~2027年PCE為3.0%(+0.3p.p.)、2.4% (+0.2 p.p.)、2.1% (+0.1 p.p.)；預估2025年~2027年核心PCE為3.1%(+0.3 p.p.)、2.4%(+0.2 p.p.)、2.1%(+0.1 p.p.)。

SEP預估經濟成長放緩，通膨、失業率上揚				
Variable(Unit: %)	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
Mar. projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
Mar. projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
Mar. projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation	3.1	2.4	2.1	-
Mar. projection	2.8	2.2	2.0	-
Fed Fund Rate	3.875	3.625	3.375	3.0
Mar. projection	3.875	3.375	3.125	3.0

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

利率點陣圖藏有鷹派訊號，支持減少降息的官員增加

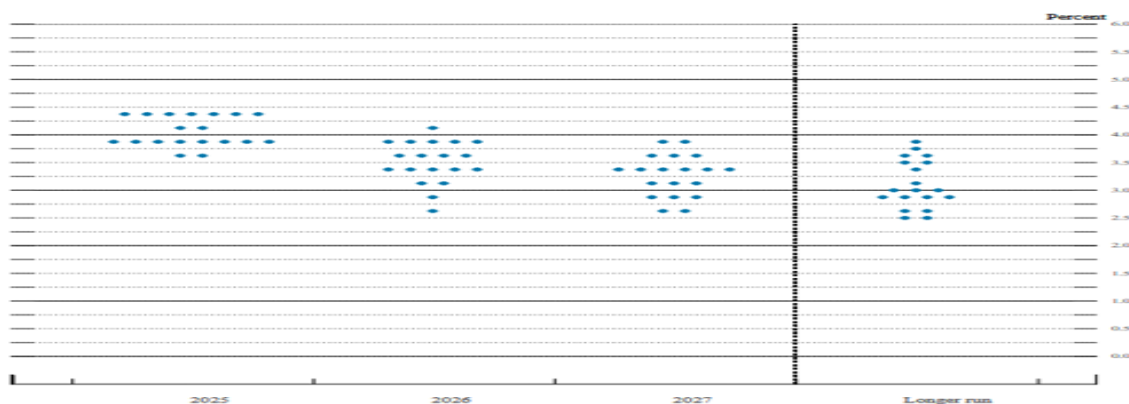
利率點陣圖中位數：降息碼數為2025年~2027年後分別降息2碼、1碼、1碼 (共4碼，自2024年開始的降息循環則為4211(8碼)，而3月會議時的點陣圖則為4221(9碼))，但在平均數方面2025年為4.06%(+0.05 p.p.)、3.51%(-0.2 p.p.)、3.27%(+0.2 p.p.)；以分布來看，2025年至2027年利率中位數不變，相比3月SEP，多三位官員支持年內維持利率不變，僅差一位官員支持1碼或不變讓中位數下降至1碼，2026年中位數雖然為1碼，但平均利率下降，顯示仍有降息2碼空間；長期利率維持在3.000%，低於市場預期的3.125%。

SEP預估中性利率維持在3.0			
Rate(%)	Last	Actual	Survey
FFR Upper Bond	4.50	4.50	4.50
聯邦超額準備金利率	4.40	4.40	4.40
Current Year(2025)	3.875	3.875	3.875
Next 1 Years(2026)	3.500	3.500	3.500
Next 2 Years(2027)	3.125	3.125	3.125
Longer Run	3.000	3.000	3.125

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

投資聲明:1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025~2027利率中位數不變，但支持更少降息的官員數增加



資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

會後記者會Powell表達靜觀其變的立場

Fed 主席Powell 會後談話重點如下：

- **經濟**：認為美國經濟正以穩固(solid)的步伐成長，消費在去年下半年快速成長後，近期有所放緩，家庭與企業調查信心與報告顯示近幾個月下降並指出經濟前景不確定性上升，大部份都是反映不確定性的貿易政策，未來如何影響支出與投資則有待觀察。
- **就業**：評估狀態為穩固(Solid)，維持在過去一年狹窄波動區間的健康水準，就業與職缺缺口在過去數個月保持穩定，工資成長下降，持續高於通膨。整體而言，就業市場廣泛地均衡(Broadly in balance)，與就業最大化一致；重申就業市場並非是通膨風險的來源；**就業市場正在緩慢降溫，但狀態健康，截至為止，並沒有看到陷入麻煩(Nothing in trouble at this time)。**
- **通膨**：通膨相比2022年以來已明顯趨緩，但仍某種程度地高於2%目標，**近期看見家庭、企業調查的通膨預期有所上升，提到關稅是主要的驅動因素，然而大多數中長期的通膨預期與Fed 2%目標保持一致；關稅對通膨的影響可能短暫以及一次性物價水準的移動，也有可能對通膨的影響是具有持續性的。**

➤ 貨幣政策：

- 強調貿易、財政、移民與監管四大面向政策不斷變化，持續對經濟產生不確定性，但已在4月觸及頂峰後，近期有所下降，但年內的關稅政策便足以推升通膨，以及使經濟活動放緩。
- 鑒於不確定性高，政策不預設路徑、不急於調整政策，強調政策仍處在良好位置，可以等待形勢更清晰再進行調整，將根據就業、通膨出現意外變化時，加速調整政策以追求雙重使命。
- 本次會議官員們檢視為期五年的政策框架，將在夏季晚期公布貨幣政策目標與策略，在此之後將持續強化包括SEP在內的政策工具；Fed主席Powell將在2026/6屆滿任期，但貨幣政策框架決定後的事物不會因為主席而改變(獨立性)。
- 強調政策仍處在良好位置，確保通膨是一次性，目前政策的狀態具有溫和限制性(modestly restrictive，相比moderate更為溫和)。
- 先有通膨穩定，才有就業最大化。
- 在本次會議中，因年度預算法案仍在變化，官員們並沒有將其納入決策考量，視作外生變數。
- 除1970年代，中東地緣政治對能源價格的影響都是短暫並且迅速回落。

總結：

1. 相比市場的經濟預測，Fed對經濟與就業更有信心：維持政策利率與縮表不變，符合市場預期。SEP已將一部份的不確定性轉化為正確，納入預估後，SEP結果與市場預估存在較大的差異，Fed預測以關稅政策衝擊為主的基準情境中，預估比市場預期更為樂觀，經濟與就業存在韌性，但較高的通膨也隱含通膨回到2%或政策利率回到中性利率水準的步調變得更慢、時間變得更長。
2. Fed降息的底氣：本次記者會被多位記者詢問為何通膨已相當接近目標，但為何始終不選擇降息，可想而知，Fed主席Powell費盡心力(例如超出預期的關稅、需要等待並檢視夏季數據、政策展望總是前瞻性為基準)，而美國目前有著穩固的經濟與體面的成長率，就業市場有序降溫、並非是通膨風險來源，服務與房租通膨正在降溫。
3. Fed的決策路徑思考：在5~6月會議期間，大多數Fed官員談話演說已經暗示將更多地關注雙重使命的通膨，預期本次會議到7/29~7/30的演說大方向亦是如此，但關稅對通膨影響前景則會更為清晰(目前理事Waller與Kulger認為關稅對通膨是暫時/一次性的)，回顧4-5月CPI、PCE報告雖未有明顯地出現關稅的影響，軟指標、PPI或進口物價相繼大幅上升，將在夏季見到更為明顯的結果，若後續貿易談判進展平穩(關稅變化有限)，以及國會順利通過年度預算法案，House view預期年內仍有兩次降息時機，分別落於9月、12月。以伊軍事衝突若僅限在原油供給與運輸縮減而非全面中斷，在原油供給充裕的當下，對美國通膨的影響是有限的，可能讓Fed放慢降息步伐，應不致放棄，甚至轉為升息。

股市展望：聚焦AI龍頭，謹慎看待非AI科技股，維持美股中性觀點

基於當前市場環境與估值分析，投資策略應優先聚焦於AI龍頭類股，以兼顧成長性與評價面的合理性。當前那斯達克指數的遠期本益比為27.7倍，位於近五年估值的百分位52%，顯示整體科技股的估值尚屬合理範圍。然而，總體經濟走弱的趨勢、通膨風險的上升，以及消費電子市場的不確定性，對非AI科技股構成顯著挑戰。此外，工業與車用市場雖因庫存調整結束而出現初步復甦跡象，但其成長路徑並非一帆風順，潛在的波動風險仍需警惕。

- 因此，**建議投資者將資金配置於評價合理且具長期成長潛力的AI龍頭企業，以規避市場不確定性帶來的風險。**整體而言，對科技股維持中性評等，預估S&P 500指數短期內將在5800至6200點區間震盪。

債市展望：聯準會持續等待，債市更多聚焦財政與供需前景

儘管本次FOMC略顯鷹派，但總體內容與市場預期相差不太多。同時當前債市的驅動力，更多聚焦在美國財政前景與美債供需問題，總結了美國公債供需失衡核心包括：(1) 通膨，(2) 經濟政策制定，(3) 赤字展望。此外，關稅及潛在的第899條的問題也加劇了不確定性。

- 美國財政赤字的展望：國會預算辦公室(CBO)估計，最新的財政計劃將在未來10年增加2.4兆美元的赤字。關稅收入可能抵消一部分赤字，但由於法庭審議的相關挑戰、貿易談判和後續期中選舉，關稅收入可能不持久。美國經濟學家認為，目前最好的結果可能是赤字與GDP比率保持平穩。如果長天期利率無序飆升，可能迫使國會通過更具財政責任的和解法案，但以近期市場相對平穩動態下的這種可能性不大。**市場可能已將相對溫和的法案內容納入定價，因國會可能會對法案進行小幅修改。**
- 潛在解決方案有限，但風險猶存：解決公債供需失衡的潛在方案包括：(1) 降低美國赤字，(2) 監管變革，(3) 縮短公債發行期限。降低赤字在政治上難以實現，對低門檻的監管變革如SLR我們也持保守態度。最可行的方案為縮短公債發行期限，但也僅是緩兵之計，有其局限性，並非供需問題的徹底解決方案。
- 投資者持續保持謹慎：市場對持有長天期公債一直保持謹慎態度，尤其美元空頭觀點接近近期的情緒高點，但目前尚未看到投資者大幅退出美國公債部位，暴露出外匯風險成為重要考量。總體而言，這些因素使市場更加擔心長天期公債的供需問題。
- 交易策略：**由於聯準會按兵不動且美國經濟數據持續穩健，建議低配美國長天期債券**，交易建議如下：(1) **由於美國經濟穩健且經濟成長放緩跡象不多，建議優先持有短期債券**；(2) 由於美國長期債券供需失衡，建議低配長天期債券。