

7月FOMC:鷹派vs鴿派，股債配置用「這招」

2025年07月31日

市場特報

重點摘要

- FOMC維持利率不變，但兩位鴿派理事反對
- 經濟活動放緩，不確定性仍存
- 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維持利率不變，但兩位鴿派理事反對

FOMC以9票贊成比2票反對(理事Waller、Bowman)維持政策利率目標在4.25%~4.50%。每月削減公債、MBS各50億、350億美元，每月縮減購債計畫400億美元不變。

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: “儘管在淨出口擺動影響數據”，近期指標顯示上半年的經濟成長活動變得溫和(moderated，刪除繼續保持穩健步伐)，失業率已保持低檔數個月，就業市場狀態保持穩固(Solid)；
- 通膨仍高於2%目標: 通膨保持某種程度的上升”(somewhat elevated)。
- 經濟不確定性仍存: 委員會尋求就業極大化與通膨長期2%的目標，“經濟前景不確定性維持某種程度的高位”(刪除正在消散，凸顯不確定性仍存在)，委員會將仔細檢視來自雙重使命的風險。

經濟評估現狀幾無變化，強調不確定性上升

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; ~~Adriana D. Kugler~~; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action were Michelle W. Bowman and, and Christopher J. Waller, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting. Absent and not voting was Adriana D. Kugler,

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。

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。

前瞻指引：維持利率與QT不變

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、通膨壓力和預期，以及金融和國際形勢變化的資料。

貨幣政策決策、前景與評估方法幾無變化

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.

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：認為美國經濟正以溫和(moderated)步伐成長，1H/25 GDP成長率(SAAR)由去年的2.5%下降至1.2%，2Q/25 GDP成長3.0%，主要是淨出口擺動所致，經濟活動成長放緩主要是受消費者支出減慢影響，相反地，商業投資的設備投資成長自去年便有所提速，房市部門仍然疲弱(weak)。
- 就業：評估狀態為穩固(Solid)，就業市場處於或接近充分就業，維持在過去一年狹窄波動區間的健康水準，就業與職缺的缺口在過去數個月保持穩定，工資成長持續高於通膨，重申就業市場並非是通膨風險的來源。整體而言，一系列的指標顯示就業市場大致均衡(Broadly in balance)，與就業最大化的目標一致；**然而新增就業人數已經下降，並接近損益平衡率，是由供需共同下降所致，且已經見到下行風險**，考量美國季度就業和工資普查(QCEW)的調整，新增就業可能趨近於零，但失業率、聘僱率、離職率等數據保持低檔一段時間，以完整性而言解釋就業市場為何穩固。
- 通膨：通膨已經自2022年中明顯趨緩(has been eased)，但仍某種程度地高於2%目標，最新的PCE、核心PCE分別年增2.5%、2.7%，相比年初時些許上升，但目前一部份組成的項目已經出現改變(shifted)，**服務通膨持續趨緩，上調關稅對商品項目價格施加上漲，短期通膨相比年初時有所上升且不平衡**，無論是市場和調查基礎都是如此，但在評估超越一年以上的長期通膨預期仍與2%目標相符；兩個月的時間觀察到的資料有限，斷定關稅對物價的變化仍為時過早或非常早期階段(very beginning)，正在持續調降價格的出口商僅有少部份比例，**企業與零售正在轉嫁，而消費者承擔多數的調漲，並顯示在6月CPI報告，並預期將看到更多這樣的狀況**，過程可能會變得更為緩慢，而沒有剛開始預測的迅速。
- 貨幣政策：
 - 仍在仔細審視與評估政策(貿易、財政、監管與移民)對經濟的影響，更高的關稅正在影響一些商品價格，整體對經濟、通膨已變得顯而易見，基礎情境是其影響將是短暫(short-lived)且一次性(one-time shifted)，但也可能是持續性；Fed的職責是確保前者以及長期的通膨預期穩定；白宮正推動降低關稅的貿易協議，不確定性已下降，但仍然有其影響；
 - **目前仍傾向觀望關稅對通膨、經濟前景與風險等綜合影響再採取行動，在未來數個月繼續觀察數據表現，再進行決策，並未承諾或釋放出明確在9月降息的訊號；並沒有看到OBBBA法案在未來數年對經濟的明顯提振效果。**
 - 目前的政策節奏追求的是效率(efficient)，成本最小化，因為過快或過慢的決策節奏都會損害大眾利益。
 - 本次會議繼續討論每五年一次的貨幣政策框架調整，聚焦在長期通膨目標、貨幣政策策略，將在夏季末公布結果；
 - 獨立性：迴避Fed幫助政府債務管理、新大樓修繕、政府預算削減8%等容易牽引政治的提問，但提到與總統川普了進行一次愉快的會晤；

總結：

1. 鴿派理事反對利率不變，經濟不確定性仍存：Fed維持政策利率不變，符合市場預期，但相比上次會議，反對維持利率不變增加1位至2位，經濟評估指出上半年經濟活動由穩健轉變成溫和(moderated)， “經濟前景不確定性維持某種程度的高位”。
2. 預期Fed決策以專業為重，數據細節決定降息：(1)捍衛獨立性：Fed近期面臨來自川普政府龐大的政治壓力，然在現有的理事會結構以及由下而上投票機制，預期年內都將按照專業進行決策；(2)數據細節決定降息：預期Fed以數據為導向為重的決策原則，9/16~17 FOMC會議召開前有兩份通膨與就業報告，以及9/9的QCEW修正，維持數據為導向的決策原則，有較高的機率是通膨上，就業(經濟)下，而細節與結構差異將被市場格外放大檢視，諸如物價中的項目上漲比例、企業財報所呈現的關稅成本與利潤比重，就業報告中的私部門就業，會議中數次提及失業率，顯見其評估時的重要性，而青年、就業不足率等細節值得重視。
3. Fed的決策路徑思考：**Fed重申關稅屬於一次/暫時性，隨著夏季到來，關稅對核心商品物價推升的效果將更為明顯，CPI或PCE將在8月>3%**，然(1)就業市場持續趨緩，並非通膨來源，與房價與房租降溫，通膨壓力並非全面性；(2)金融市場長期通膨預期良好錨定，實體經濟通膨預期較高，但隨著川普政府推進與更多國家貿易談判，關稅稅率下降令家庭通膨預期從高處回落，並未出現恐慌性囤積行為，企業經營成本居高不下，但憑藉利潤優勢、產品組合與管理能力，採取有序轉嫁關稅；(3)**維持既有降息看法不變：本次會議雖未對9月降息釋放訊號，但鴿派理事們的反對壓力升高，經濟與就業仍在放緩，關稅對通膨的影響大致符合Fed的基本假設，央行年會雖以貨幣政策框架調整為主題，但可以關注是否著墨降息。綜合以上三點，維持Fed在9、12月各降息1碼的看法不變。**

股市展望：鮑威爾降低降息預期，科技巨頭財報亮眼，維持美股中性

- 美國2Q企業財報公布至今表現亮眼，加以關稅談判持續釋出樂觀訊號，關稅對景氣衝擊的擔憂已有所淡化，美股在經濟韌性和企業獲利樂觀情緒下屢創新高。本週聚焦，川普對等關稅8/1大限將如期生效，日本、歐盟與韓國相繼獲得15%關稅，只要願意做出鉅額投資、產品採購便能夠獲得較低的關稅，若各國未與美國達成協議，將面臨關稅稅率調升，例如中國將於7/28在瑞典舉行新一輪貿易談判未有實質進展，便造成中國股市波動，7月FOMC會議未傳遞9月降息訊號，但Meta、微軟等巨頭財報出色，緊接著關注美國7月就業、ISM與蘋果財報，多空拉鋸，**預期短線美股呈現驚驚漲的創史高走勢。**

債市展望：未有新意，維持美國公債相對正向

- 本次FOMC內容未有新意，對年內(維持Fed在9、12月各降息1碼的看法不變)以及明年降息終端看法不變(預計降息至中性利率水準3.25%)。
- 有鑑於基本面未有任何變化，聯準會持續維持觀望態度，我們的觀點未有改變，**維持美國10年期公債2025年底4.5%、2026年底4.5%的預估不變，從息收的角度考量，建議以中短天期的投資等級債作為債市配置的核心。**