

## 降息行情重啟，快速掌握股債配置策略

2025年09月18日

市場特報

### 重點摘要

- FOMC降息1碼至4.00%~4.25%，理事Miran支持2碼
- 就業下行風險>通膨上行風險，平衡風險而降息1碼
- 經濟預測摘要(SEP)：經濟保有韌性，通膨略高，鴿派利率點陣圖

### 會議決策

FOMC以11票贊成1票反對調降政策利率1碼至4.00%~4.25%，理事Miran支持降2碼。維持每月削減公債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：就業下行風險>通膨上行風險，平衡風險而降息1碼

- 經濟與就業放緩：
  - ✓ 刪除“儘管在淨出口的擺動已經影響數據”。經濟活動在上半年轉趨溫和(moderated)。
  - ✓ 刪除“就業市場狀態保持穩固(Solid)”；新增就業已經減緩，且失業率小幅上升(edged up)，但保持在低檔；
- 通膨仍高於2%目標：通膨已上揚(moved up)，保持某種程度的上升”(somewhat elevated)。
- 就業市場下行風險已在上升：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，新增”以及判斷就業市場已在上升的下行風險”。

刪除就業市場穩固(Solid)，但沒有給出陳述，表明委員們對充分就業看法分歧，成為後續討論的焦點，但一致認為就業市場的下行風險已上升

For release at 2:00 p.m. EDT September 17 July 30, 2025

Recent Although swings in net exports continue to affect the data, recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. Job gains have slowed, and the The unemployment rate has edged up but remains low, ~~and labor market conditions remain solid~~. Inflation has moved up and 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 remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that downside risks to employment 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。

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：平衡風險降息1碼

- 基於支持政策目標，以及轉向平衡風險，委員會決定將聯邦基金利率調降1碼至4.00%~4.25%，在考慮額外的調整利率目標區間的幅度(總次數)，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：降息平衡就業市場下行風險

In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower/maintain the target range for the federal funds rate by at 4-1/4 percentage point to 4 to 4-1/4 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; Alberto G. Musalem; ~~and~~ Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. Voting against this action was Stephen I. Miran/were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/24 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。

**SEP預估：就業與經濟有韌性，年內降息3碼，通膨在2027年底接近2%**

- 經濟成長：預估2025年~2027年GDP (4Q/4Q)分別為1.6%(+0.2 p.p.)、1.8%(+0.2 p.p.)、1.9%(+0.1p.p.)，2028年為1.8%；
- 就業市場：預估2025年~2027年失業率為4.5%(+0.0 p.p.)、4.4%(-0.1 p.p.)、4.3%(-0.1 p.p.)，2028年為4.2%。
- 通膨：預估2025年~2027年PCE為3.0%(+0.0p.p.)、2.6% (+0.2 p.p.)、2.1% (+0.0 p.p.)，2028年為2.0%；預估2025年~2027年核心PCE為3.1%(+0.0 p.p.)、2.6%(+0.2 p.p.)、2.1%(+0.0 p.p.)，2028年為2%。

SEP預估變化：上修GDP與核心通膨，下修失業率，降息週期增加1碼至9碼

Variable(Unit: %)	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Jun. projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
Jun. projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Jun. projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation	3.1	2.6	3.1	2.0	-
Jun. projection	3.1	2.4	2.1		-
Fed Fund Rate	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0
Jun. projection	3.875	3.625	3.375		3.0

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

**利率點陣圖中位數變化**

利率點陣圖中位數：降息碼數為2025年~2028年分別降息3碼、1碼、1碼，及0碼(共5碼，自2024年開始的降息循環則為4碼、3碼、1碼、1碼(共9碼)；以分布來看，2025年至2027年利率點陣圖的中位數各下降1碼至3.625%、3.375%以及3.125%，2025年有一位官員支持2.75%~3.00%，推測是新任理事Miran；平均利率方面，2025年~2028年分別為3.81%、3.30%、3.15%以及3.13%；長期利率維持在3.000%。

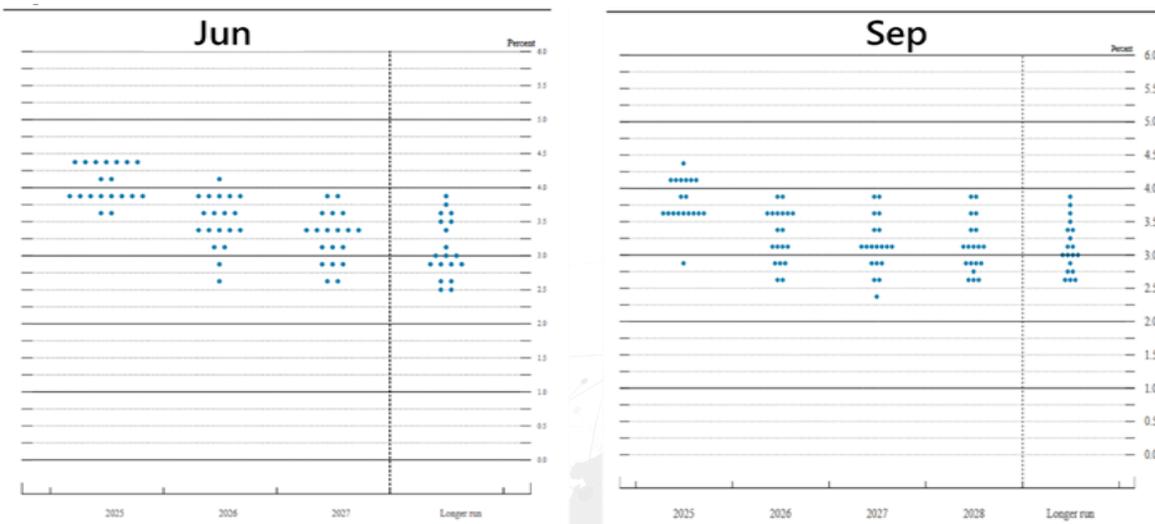
SEP預估中性利率維持在3.0%

Rate(%)	Last	Actual	Survey
FFR Upper Bond	4.50	4.25	4.25
聯邦超額準備金利率	4.40	4.150	4.15
Current Year(2025)	3.875	3.625	3.875
Next 1 Years(2026)	3.375	3.375	3.375
Next 2 Years(2027)	3.125	3.125	3.125
Longer Run	3.000	3.000	3.000

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**：美國上半年GDP由去年的2.5%下降至1.2%，經濟成長趨緩(moderated)大部份是私人消費的減速，相反地，企業的固定與無形投資在去年開始便有所加快，家庭部門經濟活動仍然疲弱(remain weak)。
  - ✓ 貸款拖欠率略有上升，因為就業與經濟狀況仍在改善，並不到非常擔憂的程度
  - ✓ 提及AI部門或企業投資熱絡，是經濟的上行風險
- **就業**：失業率逐步上升(edged up)，但保持在低檔，新增就業顯著地(Significantly)減速，過去3個月平均新增2.9萬人，新增就業的下降一部份來自於移民與整體勞參率共同下降形成勞動力下降現象，即使如此，就業需求也已軟化(soften)，以致於新增就業低於損益平衡率。薪資持續成長並高於通膨，**整體來看，就業供需雙雙轉弱是為不尋常(Unusual)，就業市場的下行風險已經上升。**
  - ✓ 失業率雖維持在低檔，但就業市場前景已相比過去有所不同，例如畢業生、青年與少數族群的就業特別困難等
  - ✓ 人工智慧的發展可能影響到新增招聘
  - ✓ 移民政策對就業市場的整體影響大於關稅

**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，政府的各項政策持續造成不確定性，更高的關稅推升一些(some)商品項目的價格，

但總體來看，影響仍是清晰可見，維持關稅對通膨的基準情境是短暫(short-lived)以及一次性(one-timed)物價水準的移動，也有可能(possible)對通膨的影響是具有持續性；

✓ 預期關稅造成的影響持續至明年；

➤ **貨幣政策：**

✓ 認為本次降息基於風險管理，屬於預防性降息；

✓ 50個基點的降息並未獲得廣泛的支持。

✓ 被問及降息是否造成股市泡沫，Powell認為降息是基於雙重使命，會嚴密監控金融環境

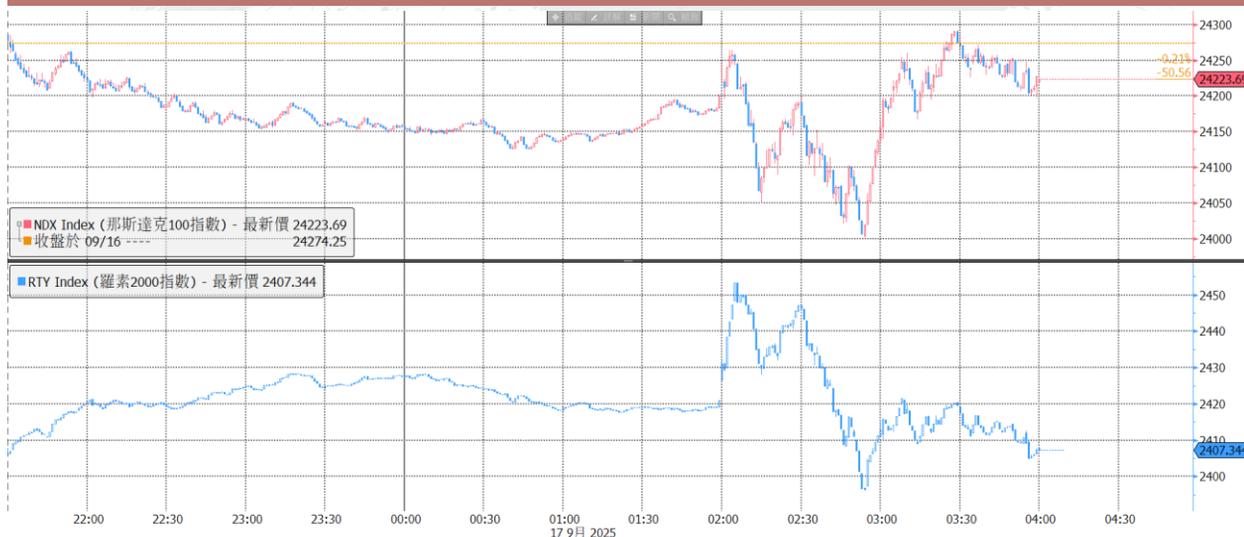
**總結：**

- FOMC基調偏鴿派，但市場抱有過多的憧憬：儘管Fed主席Powell在會後記者會稱本次會議是風險管理，意味著預防性降息，市場對降息的憧憬減弱並引起市場價格波動，但從三大面向來看，可預期將保持鴿派並以相對較快的方式回到中性利率：**(1)利率點陣圖：降息週期的時長與幅度與都曾出現在過去數次會議變化中，2025年中位數顯示降息3碼，高於市場預期的2碼，有9位官員在2026年預估FFR在3.375%之下，理事Miran預估的利率位置是一竿插到底(可能是2025~2027年最低的其中一位)；(2)前瞻指引：就業市場不再穩固，為進一步降息鋪路；(3)淡化核心PCE上調、關稅等通膨議題。
- Fed的決策路徑思考：儘管關稅轉嫁遠未結束，並且還存在諸多的挑戰，但夏季時的通膨報告顯示企業正以有序方式的轉嫁，通膨尚屬可控逐步成為市場共識。**就業市場自去年以來第二度出現加速放緩的跡象，以致Fed刪除就業市場為穩固(Solid)的，定調為軟化(Soften)，預示未來更為偏離充分就業狀態。根據市場共識，就業市場約尚有兩個季度的下行過程，支持Fed回到中性利率水準，**預期10月、12月以及2026年1月會議逐次會議降息1碼，聯邦基準利率(FFR)將落在3.25%~3.50%**，但鑒於委員們對就業市場的充分就業定義各有不同且中期通膨存在諸多的挑戰，Fed內部對於降息的共識將持續分歧。

## 股市展望：預計第四季將走整理格局，維持美股中性

- S&P 500指數在FOMC會議後收跌10個基點，盤中波動劇烈，幅度超過1%，反映市場對多重因素的糾結，包括中國與NVIDIA相關新聞及FOMC決策的影響。科技巨頭與AI主題股持續維持在年內高點附近，顯示市場目前缺乏可輪動的投資標的。市場焦點集中在降息25個基點是否會引發板塊輪動或風格轉向，但從降息後兩小時的市場反應來看，答案似乎是「沒有」。納斯達克100 ( NDX ) 在Powell記者會後表現亮眼，而羅素2000 ( R2K ) 則相對落後。
- 對於降息後的市場走勢，我們認為關鍵不在於降息本身 ( 市場已大多消化此預期 ) ，而是市場對後續經濟前景的解讀。**儘管就業市場有所放緩，消費數據依然穩健，信心調查等軟性數據也出現回升，市場對2026年的展望仍偏樂觀。**唯一的隱憂是，S&P 500指數已觸及我們的目標價，預計年內上行空間不足，短期內將呈現箱型震盪走勢。

NDX與RTY日內走勢圖



## 債市展望：

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

- 2025年9月初以來，市場對長期殖利率上升的擔憂已轉為美國經濟數據疲軟與Fed政策路徑的重估。在龐大赤字環境下，近期通膨緩解與降息空間擴大，降低長期風險溢價。
- FOMC上，2025年利率點陣圖中位數顯示降息3碼，與我們的預期相同，市場定價的美國短天期也基本符合我們的預期，預期2026年經濟成長改善，短天期風險報酬平衡。**儘管勞動市場疲軟，利率市場反映鴿派政策，從跨資產視角看，成長定價韌性強，衰退恐慌未增。然而市場定價已考慮到明年降息幅度，終端利率若要低於3%，需要更疲軟的經濟數據。**
- 長天期殖利率上漲為2025年全球債市現象，G4國家長天期陡峭化明顯，德國與日本漲幅最大。赤字、通膨風險與需求轉變將維持高殖利率。美國長天期無獨特風險溢價，顯示市場平靜應對Fed獨立性疑慮，但潛在風險未定價，基於穩健布局考量，宜優先關注中短天期債券的配置機會。