

12月FOMC：寬鬆訊號再現，股債後市可期

2025年12月11日

市場特報

重點摘要

- FOMC降息1碼至3.50%~3.75%，降息看法更分歧，啟動短債購買計劃
- 經濟保有韌性，通膨略高，提高後續降息門檻
- FOMC鷹中帶鴿，貨幣市場流動性改善在即，有利於風險性資產的聖誕行情

會議決策

FOMC以9票贊成3票反對調降政策利率1碼至3.50%~3.75%，其中理事Miran支持降2碼，反對降息的官員有Schmid、Goolsbee，為2019年以來最大的意見分歧。

總結

1. FOMC鷹中帶鴿，貨幣市場流動性改善在即，有利於風險性資產的聖誕行情：利率點陣圖中位數符合市場預測，從前瞻指引措施(新增“考慮額外的調整利率目標區間的幅度(總次數)”)提高降息門檻，但(1)投下反對降息的鷹派官員少於市場預期(根據華爾街日報記者Nick Timiraos指出8次FOMC中，僅12月會議允許19位與會者參與SEP，視為是軟性的發表意見的途徑之一)；(2)SEP下調PCE預估；(3)Fed主席Powell在會後記者會上屢次被問及權衡就業與通膨的重要性時，**仍相對重視就業下行風險，與排除升息情境等跡象研判降息週期仍在持續，整體基調未像市場原先預期般鷹派，另初始國庫券購買為400億美元，高於多數投行預估，有助貨幣市場流動性緊張回到正常水準，有利於風險性資產的聖誕行情。**
2. Fed的決策路徑思考：Fed大致完成基於(就業下行)風險管理而降息的階段，邁入2026年，關稅仍會推升美國核心物價在2Q/25年增率3.5%左右後回落，鑒於近期國際原油供過於求的前景、關稅有序與溫和地傳導，以及基於1H/26是觀察就業市場軟著陸的窗口期，仍支持Fed回到中性利率水準，**預期1Q/26、2Q/26降息1碼，聯邦資金利率將落在3.00%~3.25%，但提醒部份的關鍵貨物關稅尚未實施、收緊移民使得服務通膨黏著性，通膨上行風險猶存，**加上被視為下屆Fed主席熱門人選的NEC主席Hassett將在2026/5上任，除Fed內部對於降息的共識將持續分歧，可預期市場情緒將更容易受到影子主席的談話影響。

會議聲明

- 經濟：可行的資料顯示經濟活動適度的步伐擴張
- 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·經濟前景的不確定性仍在高位·委員會將仔細檢視來自雙重使命的風險·以及判斷近幾個月上升的就業市場下行風險”。

經濟、就業與通膨展望整體的變化有限

Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up ~~but remained low~~ through September. ~~More August; more~~ recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year 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 rose in recent months.

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

- 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3.50%~3.75%·新增“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。
- 新增“委員會判斷銀行準備已經下降至充足(ample)水準·將啟動基於維持充足準備金供應為基礎的短期債券購買計劃”。
- 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。

SEP預估：經濟與通膨前景改善，穩定的就業市場展望

- 經濟成長：預估2025年~2028年GDP (4Q/4Q)分別為1.7%(+0.1 p.p.)、2.3%(+0.5 p.p.)、2.0%(+0.1p.p.)、1.9%(+0.1p.p.)
- 就業市場：預估2025年~2028年失業率為4.5%、4.4%、4.2%(-0.1 p.p.)、4.2%。
- 通膨：預估2025年~2028年PCE為2.9%(-0.1 p.p.)、2.4% (-0.2p.p.)、2.1%、2.0%；預估2025年~2028年核心PCE為3.0%(-0.1 p.p.)、2.5%(-0.1 p.p.)、2.1%、2.0%。

12月預估變化：上修GDP，下修失業率與通膨					
Variable(Unit: %)	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
Sep. projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
Sep. projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
Sep. projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation	3.0	2.5	2.1	2.0	-
Sep. projection	3.1	2.6	2.1	2.0	-
Fed Fund Rate	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0
Sep. projection	3.625	3.375	3.125	3.125	3.0

資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

利率點陣圖中位數變化

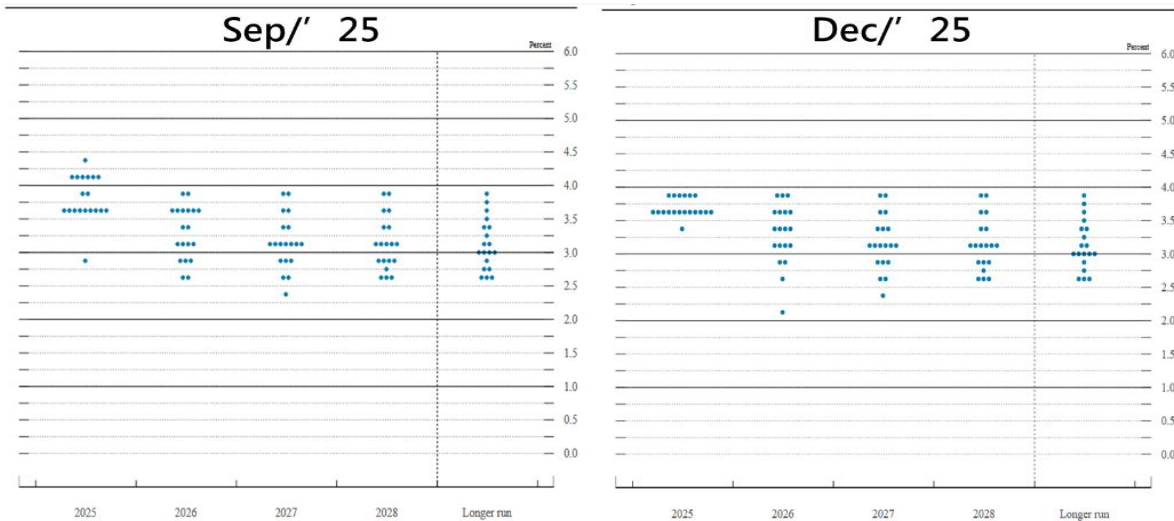
利率點陣圖中位數：降息碼數為2026年~2028年依序為1、1、0(共2碼)，自2024年開始的降息循環則為4、3、1、1(共9碼)；以分布來看，2026年至2028年利率點陣圖的中位數各為3.375%(降1碼)、3.125%(降1碼)與3.125%，2026年一位官員支持2.00%~2.25%；平均利率方面，2026年~2028年分別為3.30%、3.16%以及3.15%；長期利率維持在3.000%。

市場充分預期聯邦基金利率，2026~2027年將接近長期水準			
Rate(%)	Last	Actual	Survey
FFR Upper Bond	4.00	3.75	3.75
聯邦超額準備金利率	3.90	3.650	3.65
Current Year(2025)	3.625	3.625	3.625
Next 1 Years(2026)	3.375	3.375	3.375
Next 2 Years(2027)	3.125	3.125	3.125
Longer Run	3.125	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。

2026年中位數不變，支持利率水準3.00%~3.25%的官員由9月的6位上升至8位



資料來源：Federal Reserve；永豐投顧整理

會後記者會

Fed 主席Powell 會後談話重點如下：

- **經濟**：儘管政府關門並未提供資料，但可供參考的資料指出經濟適度步伐(moderate pace)擴張，私人消費顯示穩固(Solid)，企業的固定與無形投資持續擴張，房地產部門仍然疲弱(remain weak)。
 - ✓ 上調2026年經濟成長預估，部份可能是政府關門對經濟成長的挪移效果，但**基礎情境是基於有韌性的消費、AI伺服器與相關的資本支出與來自財政政策的支持。**
 - ✓ 藉由低收入和中低收入群體的消費品企業的財報電話會議，凸顯消費者在勒緊褲帶，而房產、股票等大多掌握在收入和財富水準較高的人手中，無法確定這種結構能持續多久。
- **就業**：9月失業率上升至4.4%，就業市場的下行風險在近幾個月上升，**新增就業相比今年稍早顯著下降，部分原因是因為移民與勞參率下降導致的勞動力減少以及勞動需求減弱。**
 - ✓ 新增就業被高估，4月以來新增就業可能已經轉為負成長。
 - ✓ 可供參考的指標顯示就業率與解雇率皆保持低位，家庭部門在就業取得或感知就業困難的程度正在下降
 - ✓ 人工智慧發展可能影響到新增招聘，但效果並不大

- **通膨**：9月整體與核心PCE年增率為2.8%，反映關稅對商品的推升效果，服務反通膨效果仍在持續，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。
 - ✓ 預期關稅造成的影響持續，但無法預估其影響確切的時間與峰值，但若不實施新關稅，商品通膨可能在1Q/26觸頂
- **貨幣政策**：
 - ✓ 政策處在良好位置，觀察後續經濟將如何演變。不會預先設定立場，基於資料、不斷演變的風險與風險平衡進逐次會議進行決策。
 - ✓ 資產購買是基於銀行準備金充足供應基礎的獨立計劃，確保利率在聯邦利率區間，並不會設定目標，根據市場對貨幣與儲備資金的需求而定，資產負債表存在一種長期、結構性的增長趨勢，就需要每個月增加大約200~250億美元的準備金；**根據紐約分行的預估，將在首月購買400億美元，並因目前貨幣市場的緊縮程度，預期未來數個月(2026/4/15報稅季)的購買金額將有所上升(elevated)後將開始回落**
 - ✓ 將共同操作SRF、Repo與資產購買計劃三種工具，以維護市場秩序
 - ✓ 當被問及1月是否有降息的可能性，Powell重申當前就業風險下行與通膨風險上行的艱困決策環境，並強調官方數據取得與審慎分析的重要性，舉例若未能收集到資料造成扭曲與失真，失業率的上升幅度會比現在要低
 - ✓ 市場共識或官員們的基礎情境排除接下來政策路徑是升息的可能性

債市展望：降息與技術性擴表給予流動性支持，債市吃下定心丸

- 12月FOMC會議中宣布降息25個基點，符合市場預期，基於近期美國勞動市場降溫、通膨控制得宜，透過降息支持就業市場。最新利率點陣圖則預估明後年各降息一碼，基本假設不包含升息。
- 流動性方面，繼聯準會於 2025/10 會議宣佈 12/1 正式結束縮表後，**本次會議接續宣佈將開啟購買短債，主要考量為委員會判斷存準金水位已降至充足水平 (ample levels)，需要開始購買短期國債，以維持充足的存準金環境，避免短天期利率的波動加大。**根據紐約聯儲公佈的操作計畫，聯準會到期美債部分，將根據不同期限，參與財政部的發債拍賣，以保持聯準會持有的美債期限組成不變，而在MBS 部分，若有民眾提前償還或到期，則將再投資至短期國庫券，目前每月約有 100 ~ 200 億 MBS 提前贖回或到期，將逐漸推動聯準會整體持有證券期限逐漸轉向短天期。整體而言，在2026年 4/15 繳稅吸走大量流動性前，準備金都將維持在高位，以應對非存準金的負債端增加。對債市而言，流動性的維持無疑是一大利多。
- 目前利率市場維持低檔波動特性，受惠於溫和通膨壓力，同時勞動市場指標整體疲軟，依舊有下行風險，導致美國公債殖利率在年內低檔區間盤整。即便點陣圖顯示出近年來官員對於利率政策最大的分歧，投資者依然對降息持樂觀態度，期貨市場預期聯準會2026年降息兩次或兩次以上機率仍超過6成。**總體而言經濟數據仍支持條件寬鬆，在流動性無虞、低通膨與降息環境下，依然看好債市未來發展，並且維持10年期美國公債未來一年交易在3.75~4.25%區間的觀點。**

股市展望：降息與技術性擴表給予流動性支持，牛市行情持續

- AI需求強勁，惟資本支出基期墊高，市場對於能否收回足夠的回報抱持懷疑態度，尤其從甲骨文財報後反應來看情緒持續謹慎，預計牛熊的爭論不會太快得到驗證，短期波動更多受制於資金定位、流動性緊縮等影響。原先預計，流動性的緩解與支持將在2026年年初才會顯現，**本次的國庫券購買為400億美元，高於多數投行預估，有助貨幣市場流動性緊張回到正常水準，有利於風險性資產，是一個意外利多。**
- 中長期來看，**聯準會處於漸進式降息循環週期，AI仍處於資本支出加速週期，**與市場對抗並不明智，同時定調基本面並未出現太大變化，2026年企業盈利成長的遠景不變。維持美股相對正向觀點，對於2026年底達成目標價7600點仍樂觀看待。