



# 降息總在衰退前？ 聯準會利率政策沙盤推演

財富管理部 投研團隊  
2024年03月11日

# 回顧各大機構 2024美國經濟展望

## 高盛:經濟溫和成長、通膨率續降

- 預測強勁的就業市場使民眾收入增加，並與穩健的消費支出形成良性循環，支持美國經濟的溫和成長。並預計通膨將繼續下降，促Fed今年至少降息四次。
- 儘管過去在選舉年通常會出現財政擴張，高盛預測今年政府支出可能會受到債務上限協議的約束而受到限制，認為政治和財政因素對美國經濟帶來不確定性。

## 美銀:消費者支出將是支持美國經濟的主要動力

- 儘管當時消費者對前景不樂觀，美國零售銷售數據仍在年末假期出現強勁成長。美銀認為若就業市場持穩，消費者支出將能維持一定熱度並得以支持美國經濟。
- 美銀指出過去幾年美國的高通膨可歸因於疫情時代的供給面衝擊，惟現已逐步改善，也反映於通膨數據上，亦使得決策者不須採取針對需求面的控制措施。

## 富國銀行:就業若能正成長則有助於經濟發展

- 通膨自2022年夏季以來顯著下降，個人可支配所得則穩定成長。富國銀行認為只要就業成長保持正向發展，就有助於支持消費，進而支撐經濟。
- 由於高利率環境與各貿易夥伴國經濟尚疲弱等因素，富國銀行預測今年美國經濟衰退可能性為四成。

## 各大機構重要經濟數據預測一覽表

2024展望	Fed(12月FOMC)	高盛	美銀	富國
GDP	1.4%	2.0%	1.2%	1.7%
失業率	4.1%	4.0%	4.2%	4.0%
核心PCE	2.4%	2.2%	2.2%	2.4%
降息幅度	3碼	4碼	4碼	5碼

資料來源：Fed、高盛《美國2024年經濟十問》、財富雜誌《Fortune》、富國銀行《U.S. Economic Outlook》、華南商業銀行財富管理部彙整



強勁的就業市場使消費者收入增加，有助於消費者支出持穩，將支持美國經濟。

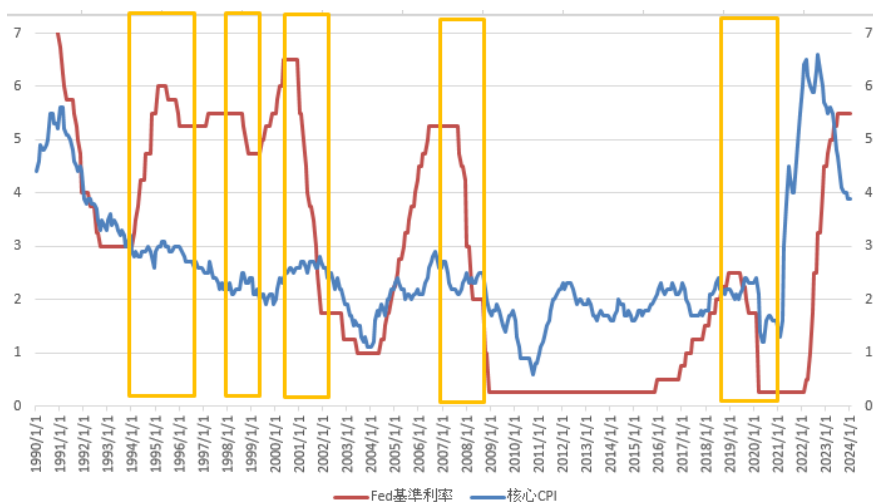
美國經濟風險在於年末的選舉與財政的不確定性，以及貿易夥伴經濟尚未復甦恐拖累出口表現。

# 當ISM製造業指數跌破50後 Fed降息機率高

- 雖然聯準會以維持物價穩定為首要目標，惟1990年以來核心CPI多維持在3%以下水準，在沒有明顯通膨疑慮下聯準會貨幣政策動向與物價並無太大關聯性。



## 物價穩定期間，Fed升降息與CPI無太大關聯

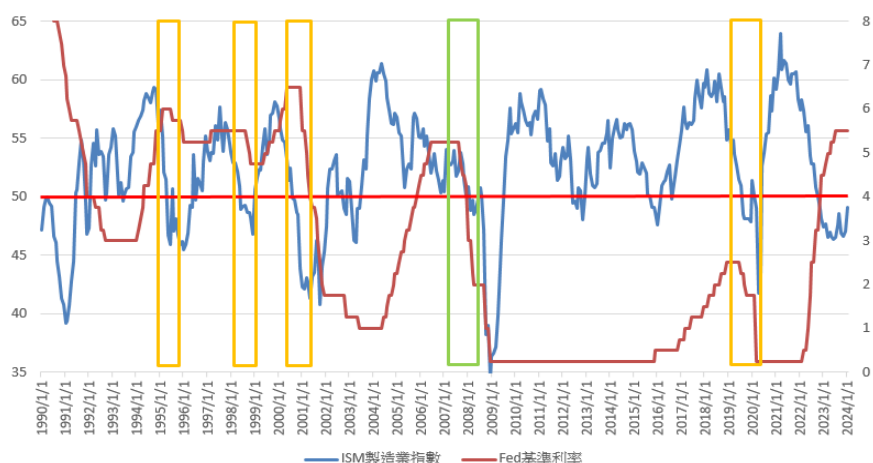


過往因核心CPI多維持在2-3%之間，故聯準會貨幣政策動向與物價關聯性不高。

當ISM跌破代表景氣擴張分界嶺50半年內，聯準會降息機率極高。

- 1990年聯準會共計啟動5次降息循環，除了次級房貸問題讓聯準會率先在ISM製造業指數跌破50之前就降息外，其餘4次聯準會都是ISM製造業指數跌破50半年內啟動降息循環。

## ISM製造業指數跌破50半年內Fed降息機率高



資料來源：Bloomberg、華南商業銀行財富管理部彙整

# 通膨趨緩、原油區間震盪 降息有底氣

美國通膨數據持續趨緩中，聯準會降息有底

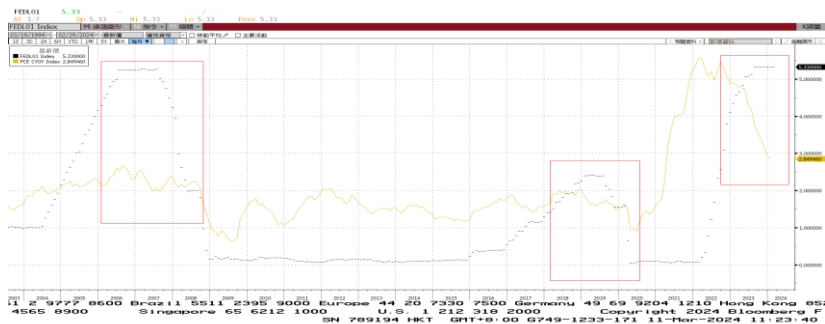
- 2024年1月美國個人消費支出物價指數(PCE)年增率從前月的2.6%降至2.4%，創下2021年2月以來最低，核心PCE年增2.8%，也創2021年3月以來低點。
- 前兩次降息循環期間，核心PCE均低於3%，目前核心PEC剛剛滑落至3%以下，雖給予聯準會降息空間，但距離實際啟動降息應尚有一段距離。
- 國際原油價格自2023年9月觸頂後回落，目前中東區域衝突規模並未擴大，而紅海危機也未進一步惡化，經濟軟著陸期間，原油維持區間震盪機率較高。
- 油價為驅動通膨率之重要因子，然與聯準會是否啟動降息並沒有絕對的關連性，無法僅依據原油價格判斷未來升降息路徑。



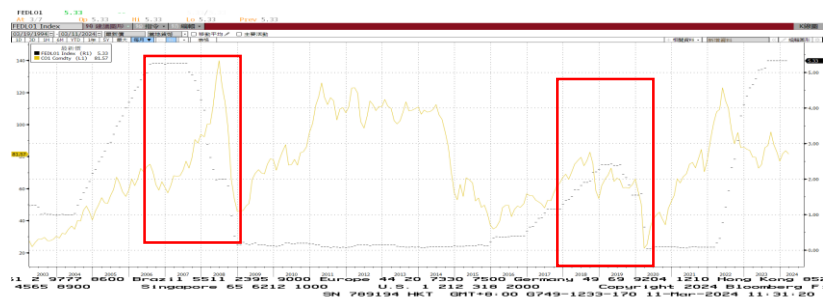
目前核心PEC剛剛滑落至3%以下，雖給予聯準會降息空間，但距離實際啟動降息應尚有一段距離。

油價為驅動通膨率之重要因子，然無法僅依據原油價格判斷未來升降息路徑。

## 停止升息期間通膨數據趨緩，後續降息機會大



## 停止升息期間原油價格無一定走勢



資料來源：Bloomberg

# 勞動市場與經濟成長 趨緩創造降息環境

## 正式啟動降息後，常伴隨經濟成長率下滑

- 美國2024年1月職位空缺數報886.3萬個，雖高於市場預期的880萬，然年線依然呈現下降趨勢，趨緩態勢明顯，短期內勞動力市場強勁復甦機率較低。
- 需注意職位空缺數目前下滑幅度減緩，因此降息空間雖然存在，降幅應有限，依據Fedwatch數據顯示，市場預估今年底前聯準會至多降息3-4碼。
- 美國去年第4季名目GDP年增率5.8%，實質GDP年增率3.2%，均呈現下滑趨勢，考量製造業PMI指數仍位於景氣榮枯線50之下，經濟成長率持續趨緩機率較高。
- 聯準會啟動降息後，經濟成長率常伴隨一段逆風期，目前經濟成長率已經呈現緩步下滑，然與職缺數同樣發生降幅減少之情況，限縮未來降息幅度。

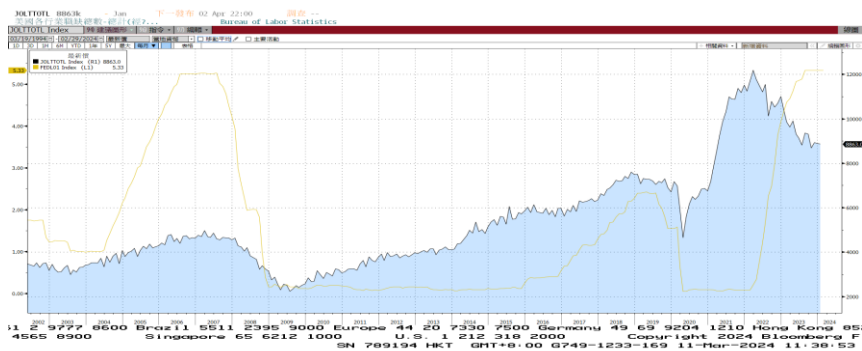


### Highlight

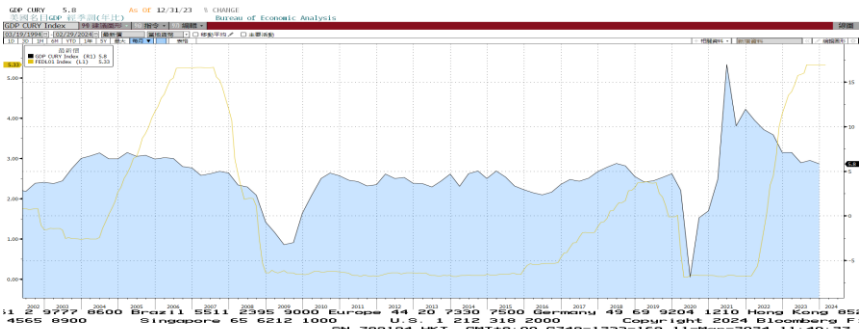
美國職位空缺數目前下滑幅度減緩，因此降息空間雖然存在，降幅應有限。

聯準會啟動降息後，經濟成長率常伴隨一段逆風期，目前經濟成長率已經呈現緩步下滑，然與職缺數同樣發生降幅減少之情況，限縮未來降息幅度。

## 利率高原期後段可見職位空缺數下滑



## 經濟成長率也常於利率高原期後大幅減少





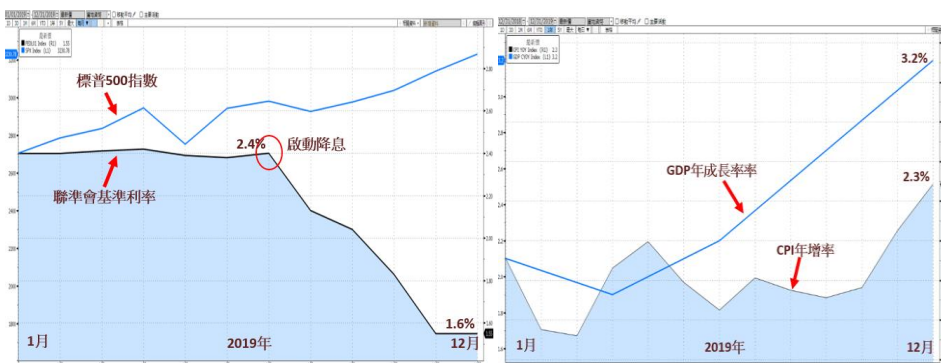
# 聯準會利率政策 情境分析:情境一

Fed於今年下半年降息(無重大負面特殊事件)

## 投資環境假設

- 美國及全球經濟持續朝溫和成長邁進，依IMF今年1/30公布「世界經濟展望」報告，今年全球GDP預估成長率3.1%，美國今年GDP成長率預測為2.1%。
- 美國通膨趨緩態勢不變，CPI年增率持續朝Fed的2.0%目標靠近。Fed有信心可排除通膨再大幅升高的疑慮，研判今年6月後Fed將會啟動降息政策。
- 美國今年2月非農就業新增27.5萬人(預期19.8萬人、前值22.9萬人)，失業率升至3.9%(預期與前值均為3.7%)，數據顯示目前美國就業市場穩健。

## 情境一與2019年Fed開始降息情況相仿



- 今年與2019年Fed開始降息情況相似，經濟溫和成長，並同樣預期Fed會啟動降息。2019年Fed7月降息後，經濟成長率出現較明顯增長，通膨略增溫。
- Fed利率政策為情境一，即今年下半年啟動降息政策，時機是因為通膨降溫，經濟溫和成長，就業市場穩健，Fed有信心通膨不會死灰復燃。



目前美國經濟及就業市場穩健且具韌性，通膨呈趨緩態勢，預期情境一發生機會大。

情境一與2019年時空背景相似，借鏡2019年7月降息分析，顯示降息後有利經濟表現。

資料來源：CME FedWatch、華南商業銀行彙整

# 聯準會利率政策 情境分析:情境二

Fed於今年內突大幅迅速降息  
(有重大負面特殊事件)

## 2000年以來觸發Fed降息的重大負面事件

- 回顧過往，Fed降息原因多半是發生重大事件導致景氣衰退，2000年至今共遇到3次降息循環，分別是2000年科技泡沫、2008年金融海嘯、2020年新冠疫情。
- 2000年因投資人追捧網際網路資訊相關公司股票，導致股市泡沫，加上經濟出現衰退跡象，Fed於2001年1月降息2碼，共降22碼，利率降至0.75%~1%區間範圍。
- 2007年受次級房貸影響，Fed9月宣告降息2碼，之後2008年又遭逢貝爾斯登、雷曼兄弟破產，Fed持續降息救經濟，共降20碼，利率降至0%~0.25%區間範圍。
- 2020年新冠肺炎引發市場對全球經濟衰退擔憂，Fed3月宣布緊急降息2碼，本次共降息4碼，利率再度降至0%~0.25%區間範圍。

資料來源：Bloomberg、財經M平方、鉅亨網

## 未來引發Fed降息的潛在重大負面因子可能性分析

- 地緣政治:目前俄烏戰爭、以巴衝突，仍侷限在區域範圍內，若未來戰線擴大至美歐出兵介入，或爆發其他如朝鮮半島對峙加劇，影響經濟層面有可能讓Fed降息。
- 美國商業不動產低迷:美國商辦空租率高，導致專門放貸給商業不動產的美國地區銀行虧損擴大，若金融系統性風險擴大，Fed有可能降息向市場挹注流動性。
- 美國總統大選:現階段川普民調暫時領先拜登，若年底川普重新奪回總統寶座，川普的政策不確定性讓人難以捉摸，恐衝擊經濟與股市，Fed也可能降息支撐經濟。
- 中國經濟持續放緩:若中國消費、投資等經濟相關發展動能持續疲弱，外溢擴散至與中國貿易密切的美、歐等經濟體，全球景氣恐受牽連，Fed料將降息防堵衰退。

資料來源：鉅亨網、聯合新聞網、華南銀行彙整



Highlight

回顧過往，Fed降息原因多半是發生重大事件導致景氣衰退，2000年至今共遇到3次降息循環。

未來地緣政治風險增溫、美國商業不動產低迷、美國總統大選不確定因素、中國經濟持續放緩，有可能觸動Fed降息因應。



# 聯準會利率政策 情境分析:情境三

Fed於今年年底前維持利率不變

## 投資環境假設

- 全球及美國經濟、地緣政治風險等並無明顯惡化，觀察美國通膨下滑速度不如預期，聯準會(Fed)沒有足夠信心通膨率可以很快回到2%以下的目標區。
- Fed決策官員覺得影響通膨的不確定仍高，需要更長時間觀察陸續公布的經濟數據，以避免過早降息而導致通膨死灰復燃，因此繼續維持基準利率不變。

## 停止升息到首次降息，標普指數漲跌表現

升息暫停	開始降息	升息暫停至首次降息期間 (標普 500 指數報酬率)
1989 年 2 月	1989 年 6 月	13%
1995 年 2 月	1995 年 7 月	16%
1997 年 3 月	1998 年 9 月	33%
2000 年 5 月	2001 年 1 月	-12%
2006 年 6 月	2007 年 9 月	16%
2018 年 12 月	2019 年 7 月	20%
平均報酬率		11%
2023 年 9 月	?	?

- Fed去年9/21宣布暫停升息後，截至今年3/8，標普指數已上漲14.1%，高於過去平均漲幅的11%。股市動能將視經濟成長及企業獲利，而非降息帶來的資金流動性。



Highlight

若陸續公布的美國通膨下滑速度不如預期，預期Fed態度將謹慎，情境三發生機會大。

根據過去6次停止升息到首次降息期間的統計，標普指數上漲的機會大。

Fed去年9月宣布暫停升息後，(至今年3/8)標普指數上漲14.1%，已高於平均漲幅的11%。

# Thank You

## 揭露事項與免責聲明

107年7月18日金管證投字第1070321780號

華南商業銀行股份有限公司

客戶服務專線:02 2181 0101| 免付費專線:0800 487 888(限市話)

地址:台北市信義區松仁路123號

本報告為華南商業銀行(下稱本行)提供之參考資料，並非針對特定投資人所為之投資建議，亦不涉及特定投資標的或商品之建議，本報告內容僅供參考用途。

本報告所載資料均來自或本諸本行相信可靠之來源，且為本報告出版當時之資訊，本行對其完整性、即時性和正確性均不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行並不負任何法律責任，本行亦無義務持續更新本報告之內容。報告內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，投資人如參考本報告進行相關投資或交易或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資之風險，並應自行承擔所有損益。本報告內容未經本行允許不得逕行抄錄、翻印或另作派發。