

美國經濟

--迎來Goldilocks Economy

--Fed展開降息，QT考慮縮減規模

--商業不動產有隱憂，但衝擊預期有限

研究員 徐國安

03/27

/2024

群益投顧



結論

- 預期美國將迎來Goldilocks Economy金髮女孩經濟，經濟不慍不火、溫和增長，通膨逐步降溫，就業市場穩定。預期2024年美國經濟成長率為2.1%
- 受惠於充分就業、所得與財富效果等，美國消費增長具韌性。
- 供需逐漸趨於平衡，存貨調整於4Q23告一段落，資本投資2H24回溫。
- 預期美國聯準會展開降息行動，降低實質利率過高對經濟的負面衝擊，同時，流動性會隨著QT行動而緩步緊縮，未來QT規模幅度縮減可以預期。
- 美國商業不動產有隱憂，主要來自辦公室風險，但其他如多戶出租公寓、工業與零售等不動產，空置率仍屬於較低的水平，且疫情過後，美國經濟強韌，相關物業如廠房、零售商場等出租率高，風險相對較低。

03/2024美聯儲FOMC經濟與利率預期

- **Fed利率**：2024至2026年底聯基金利率預期中值分別為**4.6%**，**3.9%**，**3.1%**。
(12/2023預期分別為4.6%，3.6%，2.9%。● **GDP**：2024至2026年底GDP增速預期中
值分別為**2.1%**，**2.0%**，**2.0%**。(12/2024預期分別為1.4%，1.8%，1.9。● **核心物價**：
2024至2026年底核心PCE通脹預期中值分別為**2.6%**，**2.2%**，**2.0%**。(12/2024預期分
別為2.4%，2.2%，2.0%)。

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
December projection	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

資料來源：Fed，群益投顧彙整

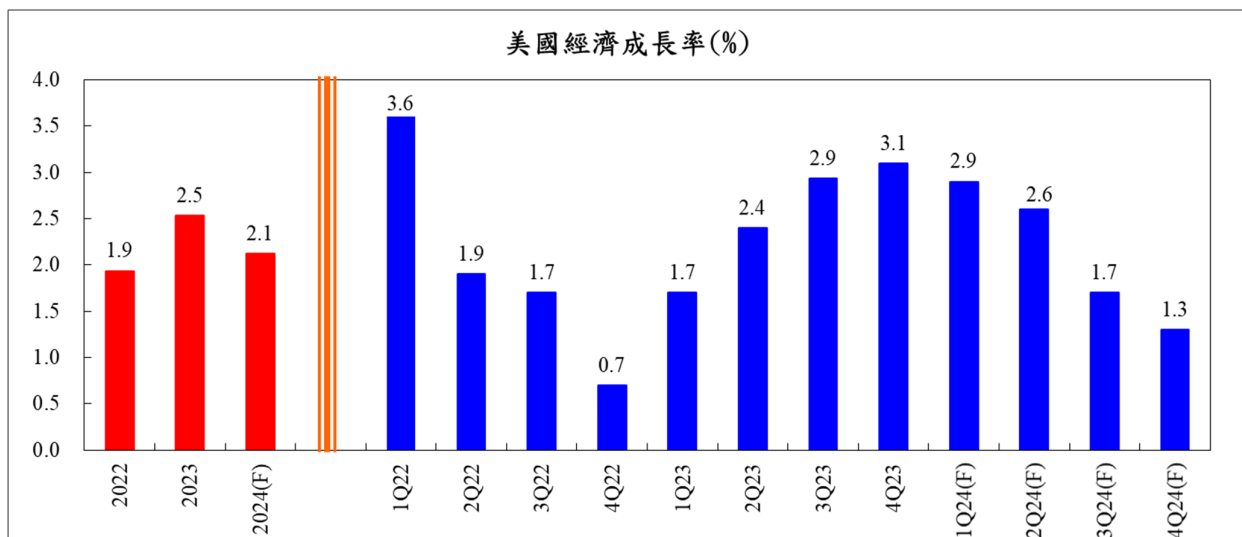
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

3

美國迎來Goldilocks Economy

- 預期美國將迎來Goldilocks Economy金髮女孩經濟，經濟不慍不火、溫和增長，通膨逐步降溫，就業市場穩定。預期2024年美國經濟成長率為2.1%。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

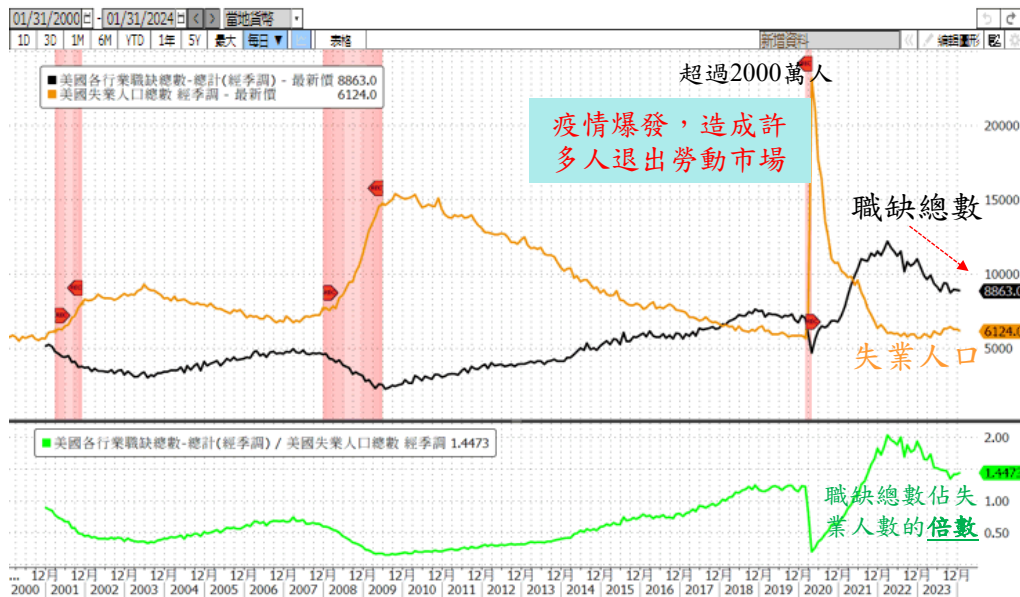
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

4

美國勞動市場依舊供不應求 增強經濟韌性

- 美國01/2024職缺總數下滑至886萬人，但仍高於01/2024失業人數約1.45倍，顯示美國勞動市場仍是處於供不應求的局面。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

5

專業技術、醫療、休閒餐飲業 支撐美國勞動市場動力

- 美國12/2023(註1)私營部門勞動缺口主要集中在專業、醫療保健以及休閒餐旅業，為支撐美國勞動市場的主要動力，但需留意美國經濟前景放緩，部分行業勞動需求下滑。

美國職缺總數與失業人口					
	(1) 職位空缺	(2) 失業人數	(1)-(2) 需求缺口	近六個月 需求缺口	(1)/(2) 最新倍數
產業 - NAICS (千人)	8863	6124	2739		1.4
私人	7963	5450	2513		1.5
礦業及伐木業	29	16	13		1.8
營建業	413	699	(286)		0.6
製造業	622	512	110		1.2
批發及零售銷售	739	936	(197)		0.8
交通運輸及倉儲業、和公用事業	312	351	(39)		0.9
資訊業	211	156	55		1.4
金融服務業	539	214	325		2.5
專業及商業服務	1633	816	817		2.0
教育及保健服務	1986	667	1319		3.0
休閒及餐旅業	1100	814	286		1.4
政府 (千人)	900	402	498		2.2

備註：(1)職缺與失業人數採用相同月份做比較

(2)線段紅點部分為負值，代表勞動需求<勞動供給

勞動缺口最大

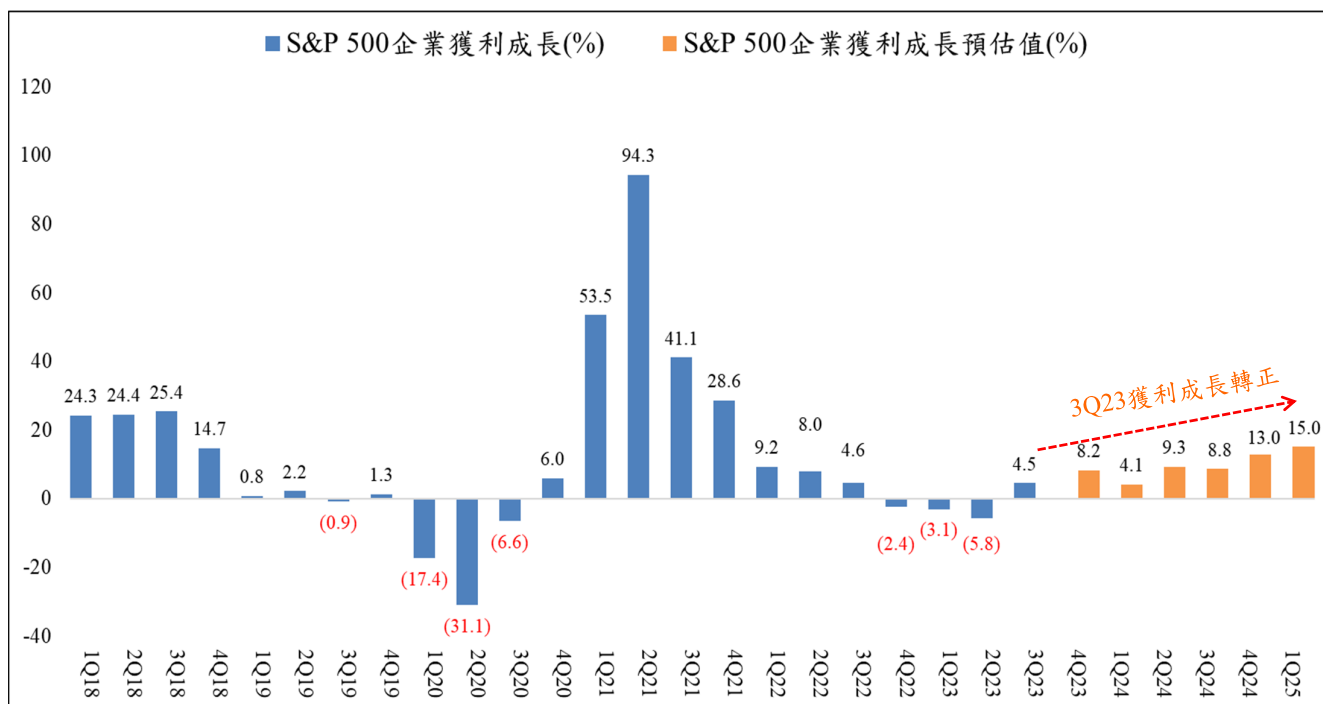
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

6

企業獲利回升維持就業市場韌性



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

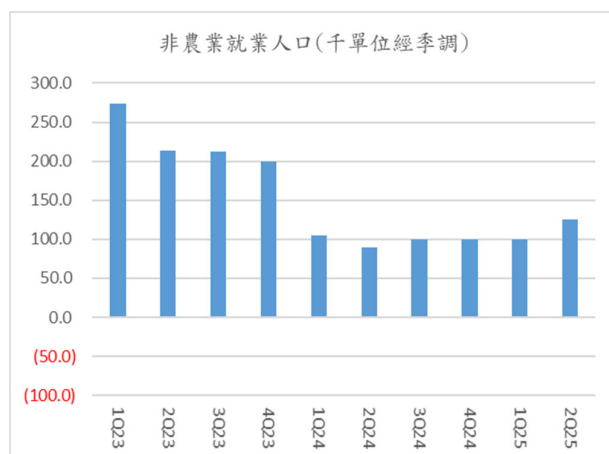
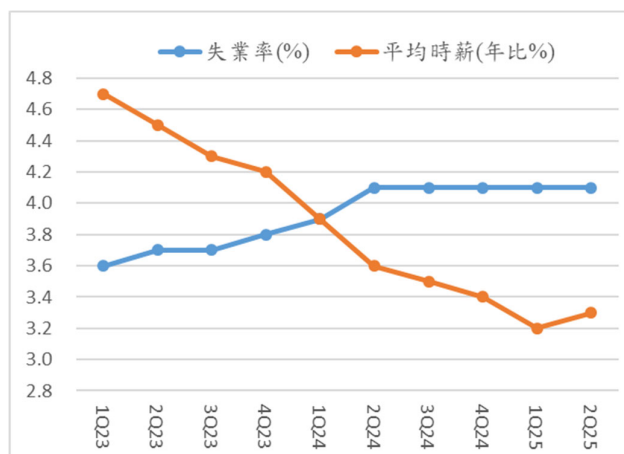
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

7

勞動市場具韌性、薪資下滑緩解通膨

經濟指標	實際值			預測值						
	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
勞動市場										
失業率(%)	3.6	3.7	3.7	3.80	3.90	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
非農業就業人口(千單位經季調)	274.0	213.0	212.0	200.00	105.00	89.00	100.00	100.00	100.00	125.00
平均時薪(年比%)	4.7	4.5	4.3	4.20	3.90	3.60	3.50	3.40	3.20	3.30



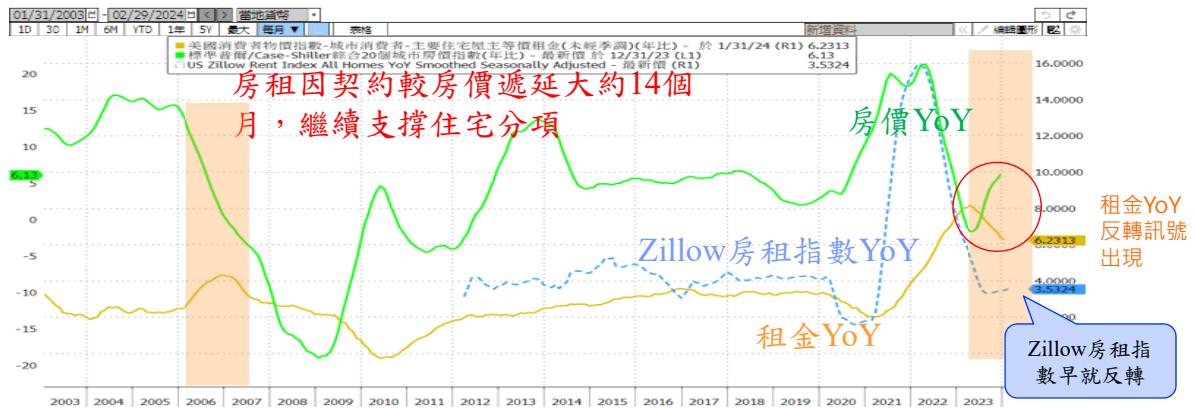
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

8

房租具有遞延性，但已於2Q23反轉



房價領先期調整→：
房價YoY經14個領先月份調整後，
租金價格已於2Q23出現反轉
向下。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

群益投顧

9

Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海

排除房屋的核心物價趨勢向下 但依舊偏高



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

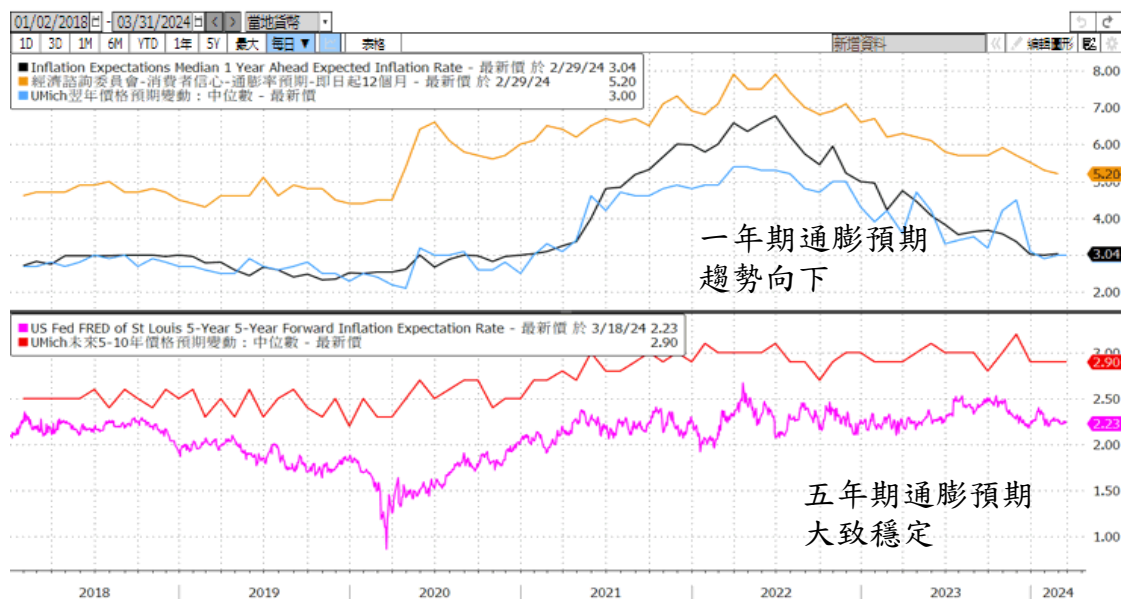
群益投顧

10

Capital Care 群益關心您
台北·香港·上海

一年期通膨預期下滑，但仍高於2% 長期通膨預期大致穩定

- 一年期通膨預期大約在3-5%，5年期通膨預期回落到2-3%，長期通膨大致穩定。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

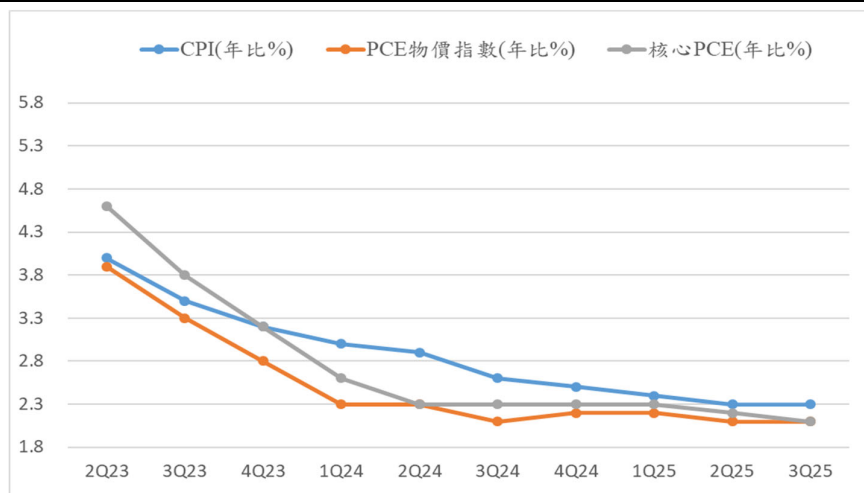
群益投顧

11

通膨朝向2%目標邁進

分析師通膨預估

經濟指標	實際值			預測值						
	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
物價指數										
CPI(年比%)	4.0	3.5	3.2	3.00	2.90	2.60	2.50	2.40	2.30	2.30
PCE物價指數(年比%)	3.9	3.3	2.8	2.30	2.30	2.10	2.20	2.20	2.10	2.10
核心PCE(年比%)	4.6	3.8	3.2	2.60	2.30	2.30	2.30	2.30	2.20	2.10



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

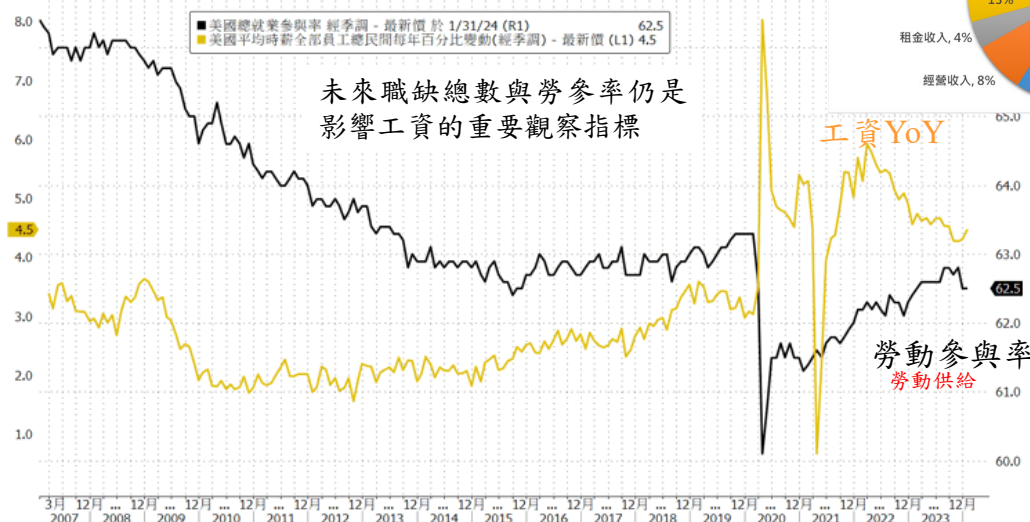
群益投顧

12

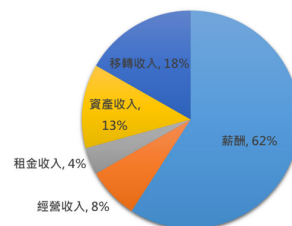
勞動市場仍吃緊，工資高於疫情前水平 所得效果支撐民眾消費

- 近期疫情解封，導致勞參率逐漸回升，工資增長速度放慢，但**勞動市場**仍供不應求，工資高於疫情前水平。

01/31/2007 - 03/08/2024 | 當地貨幣 | 1D | 3D | 1M | 6M | YTD | 1年 | 5Y | 最大 | 每日 | 表格 | 新增資料



個人所得來源結構



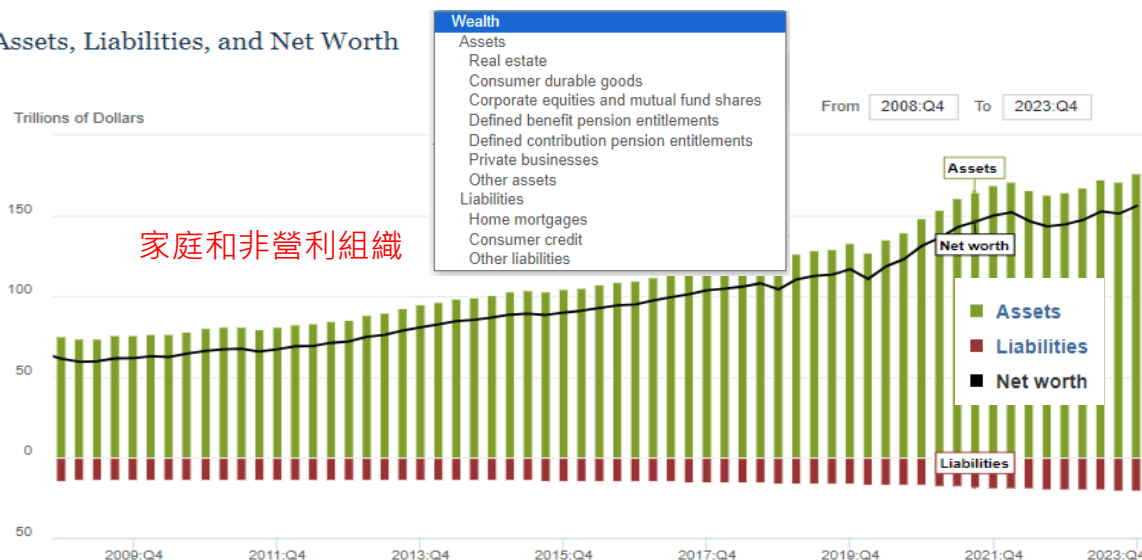
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

4Q23美國家庭淨財富創新高

- 美國4Q23家庭淨資產總額達156兆美元，高於3Q23的151兆，主要來自直接和間接持有的股票價值上升。
- 因為實質工資轉正，民眾消費能力提升。預期美國零售銷售維持穩定增長，歸功於勞動市場韌性與財富效果加持。

Assets, Liabilities, and Net Worth

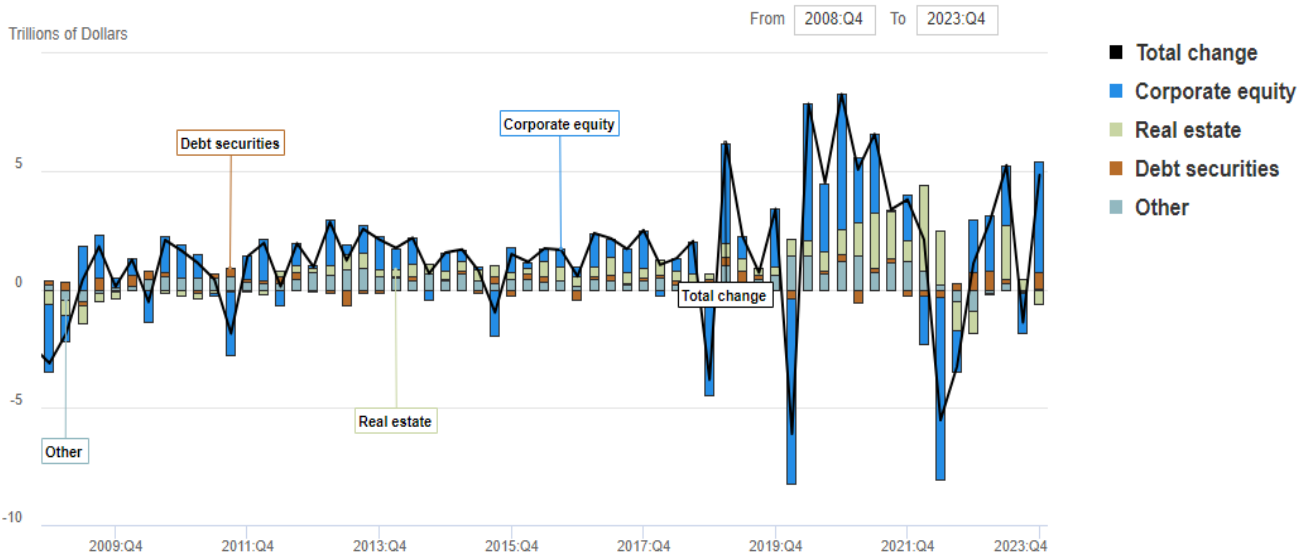


資料來源：Fed，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

預期1Q24美國家庭淨財富再創新高

- 美國4Q23家庭淨資產較上季淨增4.84兆美元，其中股票貢獻4.7兆美元(藍色)，不動產減值約6,000億美元(綠色)。
- 預期1Q24家庭淨財富可望再創新高，主要來自股票創新高所衍生的財富效果。



資料來源：Fed，群益投顧彙整

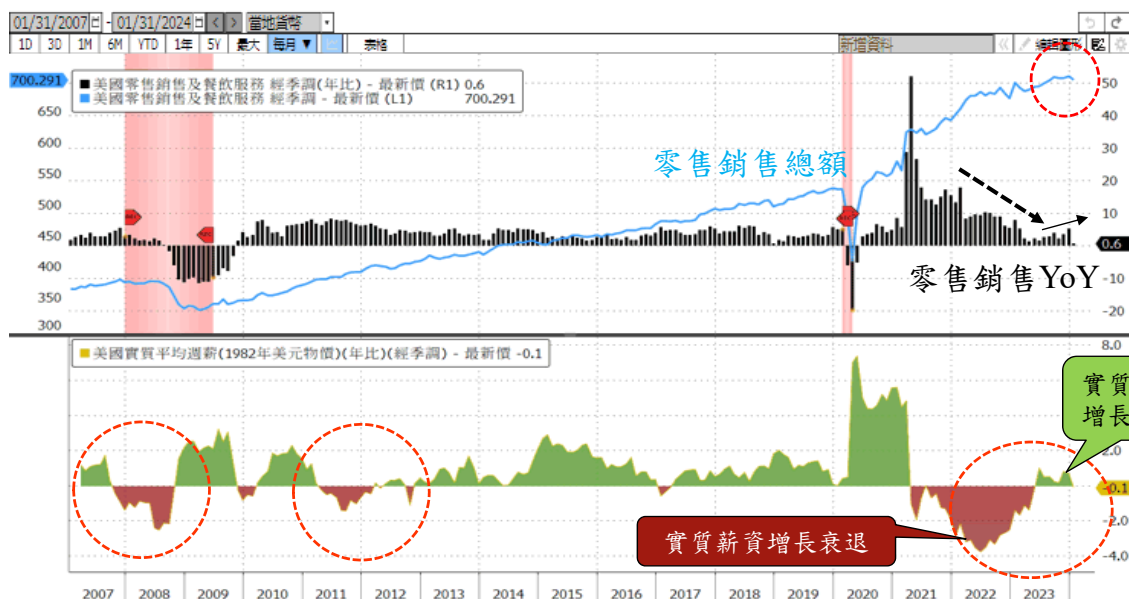
群益投顧

15

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

實質工資轉正，民眾消費能力提升

- 實質工資轉正，民眾消費能力提升。預期美國零售銷售維持穩定增長，歸功於勞動市場韌性與財富效果加持。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

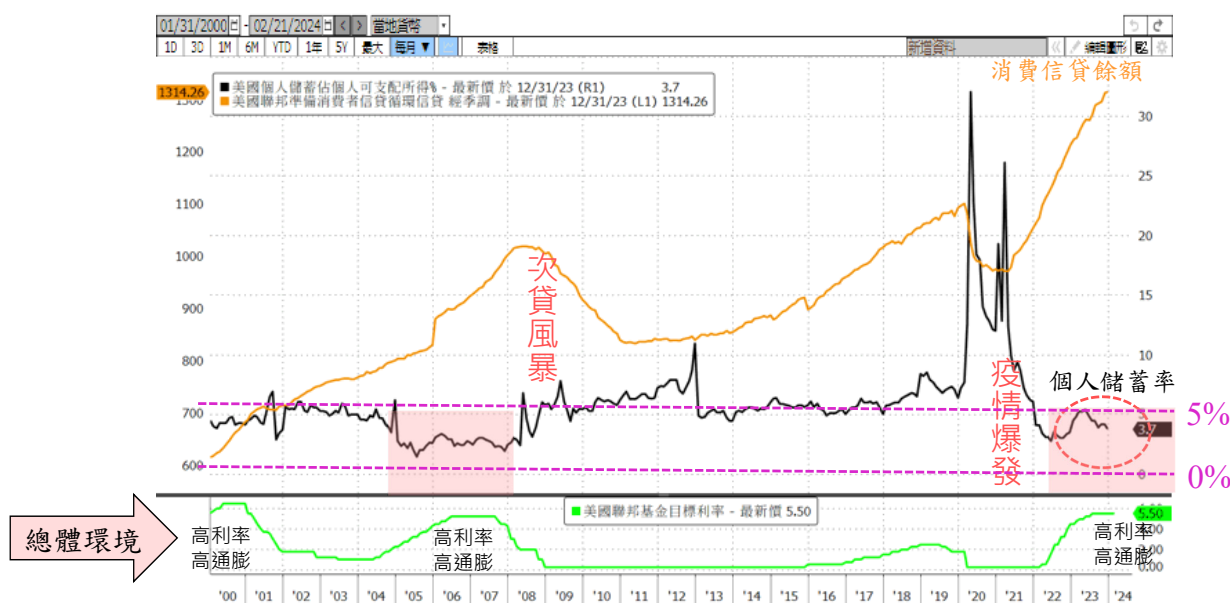
群益投顧

16

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

低儲蓄與信貸擴張，壓抑未來消費？

- 在高物價、利率的情況下，伴隨儲蓄率下降與信用擴張，或壓抑未來消費？



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

17

信用卡沖銷率低於疫情前水平 發卡公司繼續信用擴張

- 目前信用卡違約率與沖銷率仍低於疫情前水平，預期發卡公司暫時不會停止信用擴張，預期消費信貸餘額將隨著消費擴張繼續衝高。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

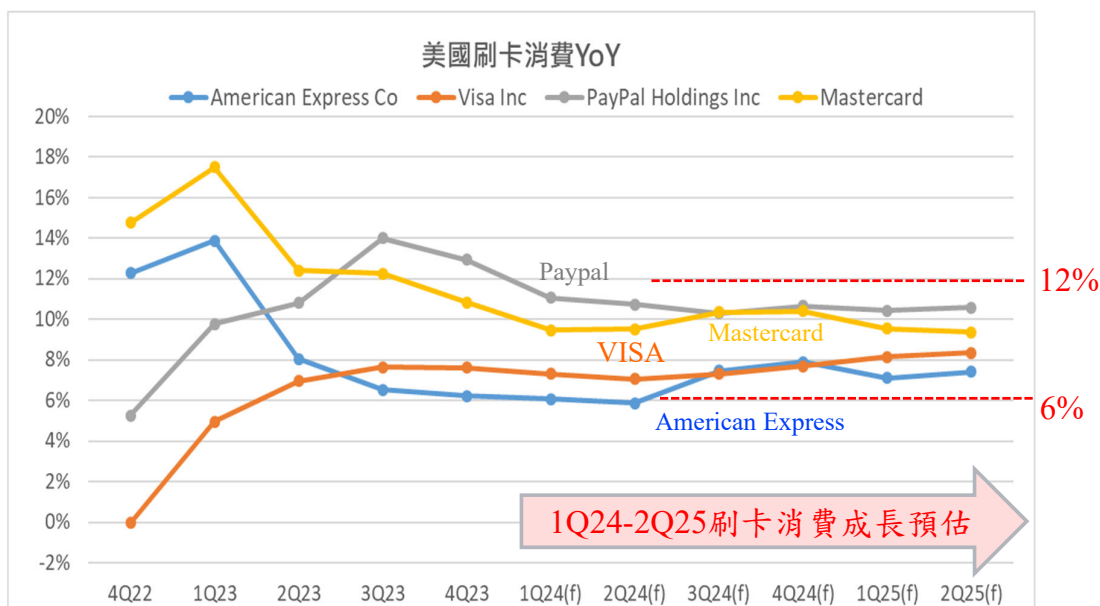
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

18

預期美國刷卡消費交易持續增長

- 市場預期美國信用卡公司預估2024年刷卡消費支出交易仍維持YoY 6-12%的成長，1H25也是維持穩定成長。



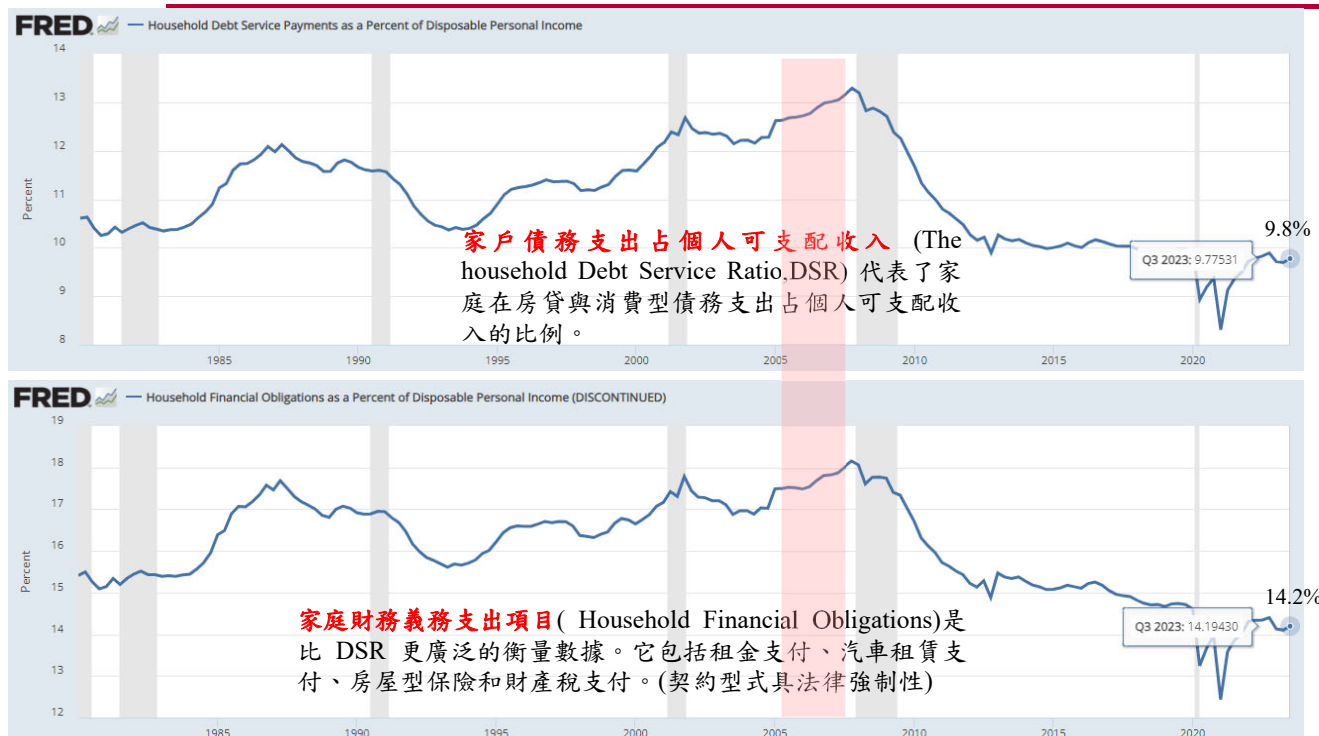
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

群益投顧

19

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

家戶債務佔可支配所得比仍處相對低點



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

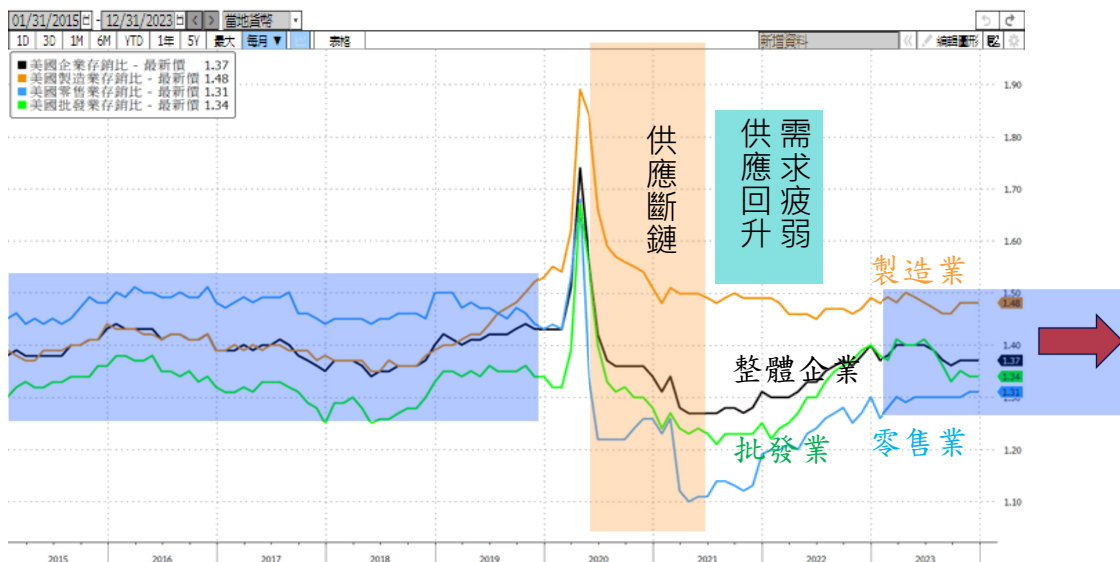
群益投顧

20

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

庫存去化見成效，商品需求回溫 企業存銷比趨勢漸漸穩定

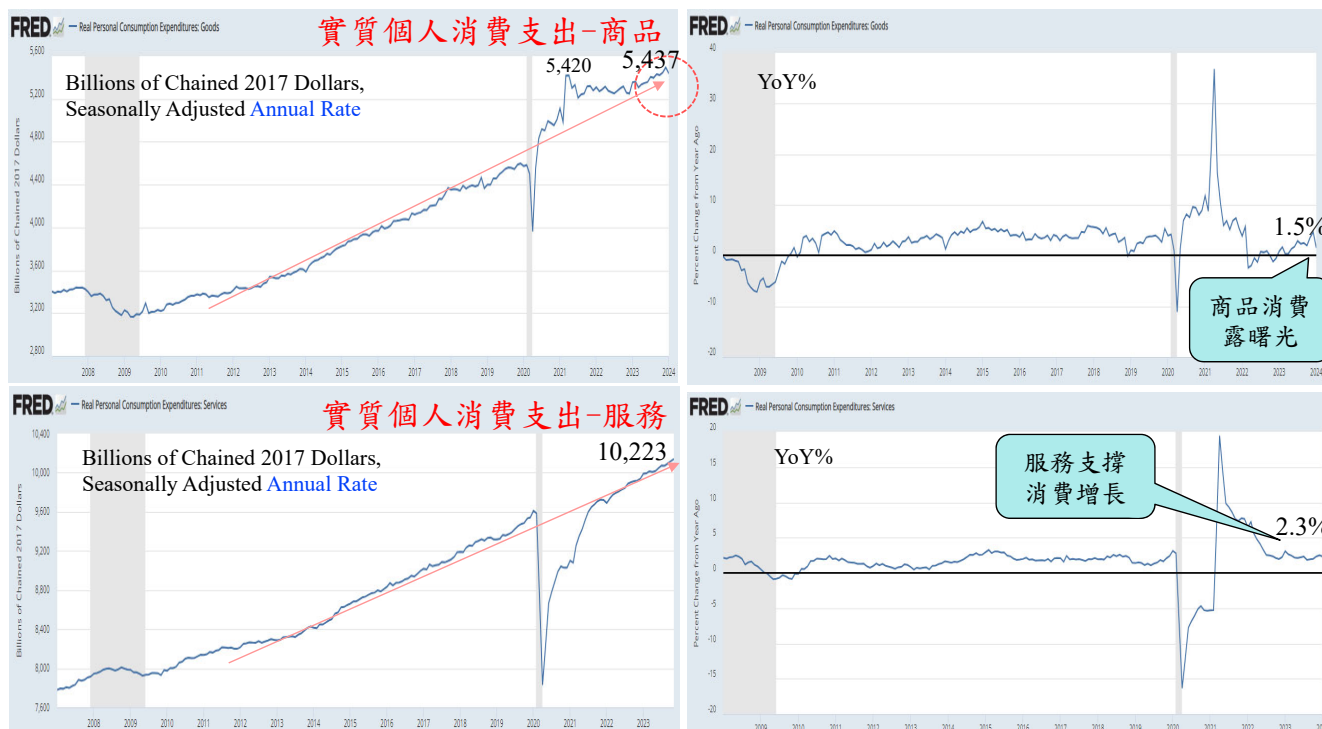
- 在歷經一段庫存調整期，加上商品需求回溫，已見企業存銷比趨勢逐漸穩定，增加未來經濟與庫存量的能見度，庫存調整週期即將結束。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

服務消費支撐、商品消費露曙光



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

非國防資本財訂單(除飛機)仍疲弱 預期資本支出於2H24才有機會回升



資料來源：FRED，群益投顧彙整

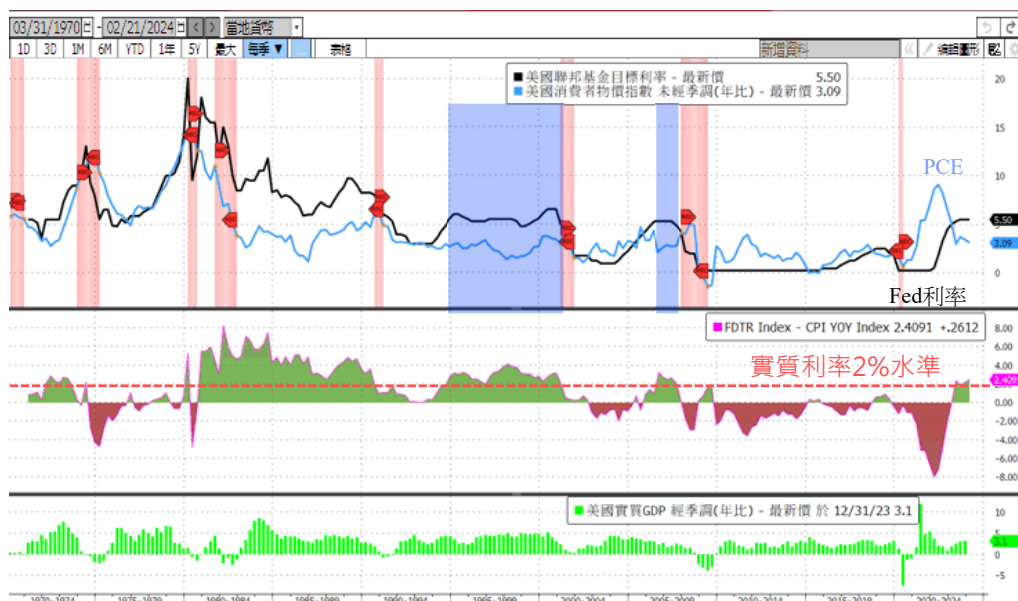
Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

23

實質利率已達2%具有限制性

- 目前美國實質利率已經達2%水準，已經具有限制性，容易促成經濟軟著陸，反觀石油危機時期，實質利率高達4-6%或更高，反而造成經濟硬著陸。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

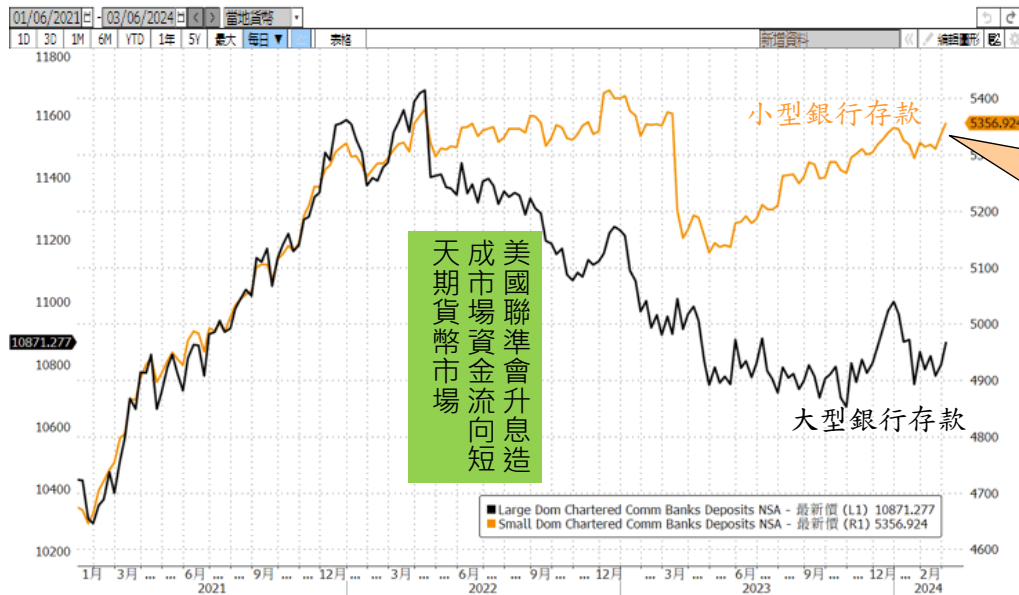
群益投顧

24

銀行存款已見回流、流動性回升

- 大中小型銀行個別來看，一樣面臨存款流失，主要在於Fed激進升息，導致部分存戶將資金流向貨幣市場或債市，但是央行救市與銀行吸收存款，銀行存款已見回流、流動性回升，增強銀行韌性。

單位：十億美元



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

25

FedWatch預期2024年降息三碼

降息

最快6月
降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	70.1%	26.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	33.9%	50.1%	14.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	26.8%	46.5%	22.2%	3.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.9%	36.6%	34.5%	12.8%	1.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	9.6%	29.3%	35.2%	19.8%	5.2%	0.5%
2025/1/29	0.0%	0.2%	5.0%	19.4%	32.2%	27.5%	12.5%	2.9%	0.3%
2025/3/19	0.1%	2.8%	12.9%	26.4%	29.6%	19.3%	7.2%	1.4%	0.1%
2025/4/30	1.2%	6.9%	18.3%	27.7%	25.5%	14.4%	4.9%	0.9%	0.1%

彭博利率預估-分析師平均值

	實際值			預測值						
經濟指標	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
利率										
央行利率(%)	5.3	5.5	5.5	5.50	5.25	4.90	4.55	4.20	3.85	3.60
3個月利率(%)	5.3	5.4	5.3	5.29	5.06	4.72	4.37	4.00	3.69	3.48
2年期債券(%)	4.9	5.1	4.3	4.43	4.16	3.89	3.67	3.50	3.37	3.27
10年期債券(%)	3.8	4.6	3.9	4.09	3.97	3.87	3.82	3.73	3.67	3.64

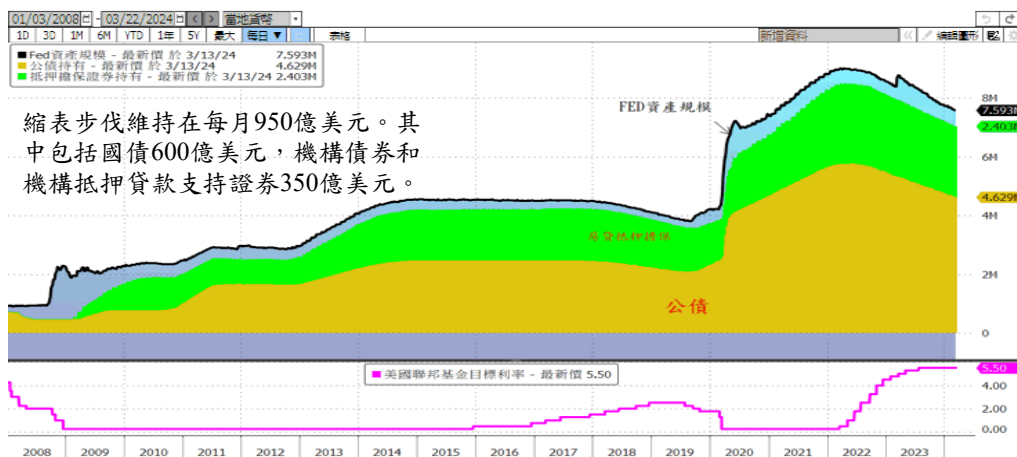
資料來源：芝商所FedWatch，Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

26

流動性使Fed考慮減緩縮表幅度



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

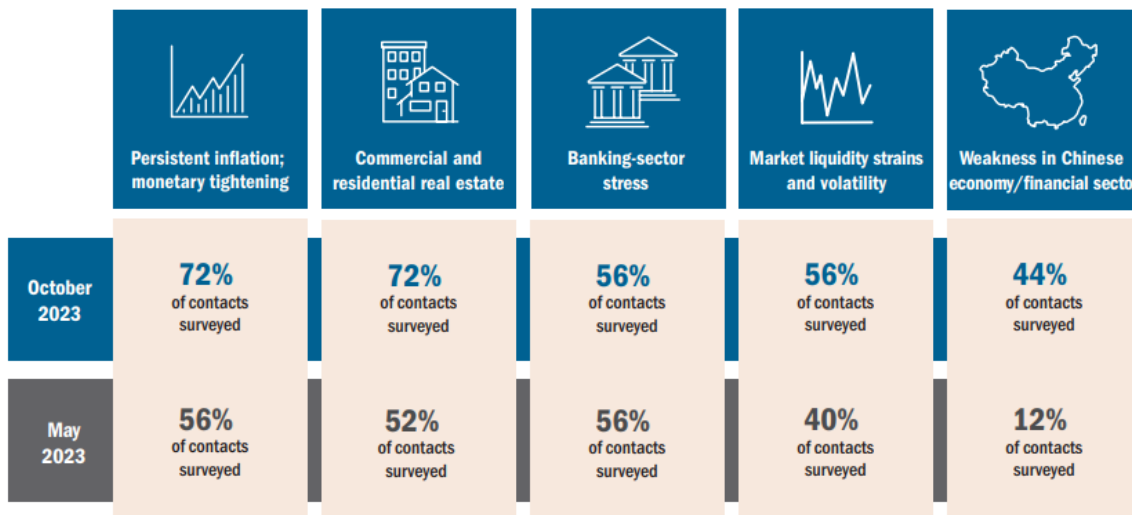
Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

27

美國Fed金融穩定報告 通膨與貨幣緊縮、不動產為主要風險

- 調查受訪者列舉了幾個新出現和現有的事件或條件，這些事件或條件對美國金融體系和更廣泛的全球經濟構成風險。其中，通膨與貨幣緊縮、商業與住宅不動產被視為主要的風險。

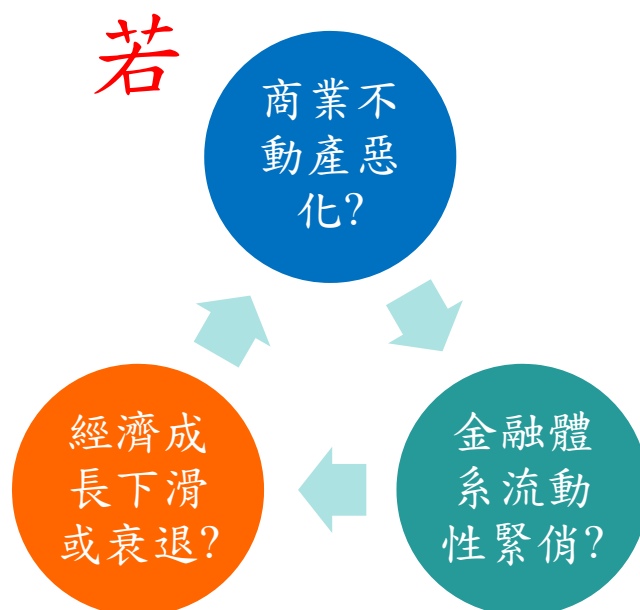


資料來源：FED，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

28



資料來源：群益投顧製圖

群益投顧

29

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產定義

- 在一般人觀點中，住宅以外之不動產都統稱為商業不動產。就廣義來看，所有作為商業使用收益之不動產，以具有租金收益和資本利得為主要核心，都可統稱為商用不動產。

美國商業不動產-依功能分

辦公室	工業	零售	多戶公寓
<ul style="list-style-type: none"> 辦公大樓 	<ul style="list-style-type: none"> 廠辦 工業廠房 	<ul style="list-style-type: none"> 購物商場 百貨公司 超市 餐廳 	<ul style="list-style-type: none"> 出租公寓

資料來源：群益投顧彙整

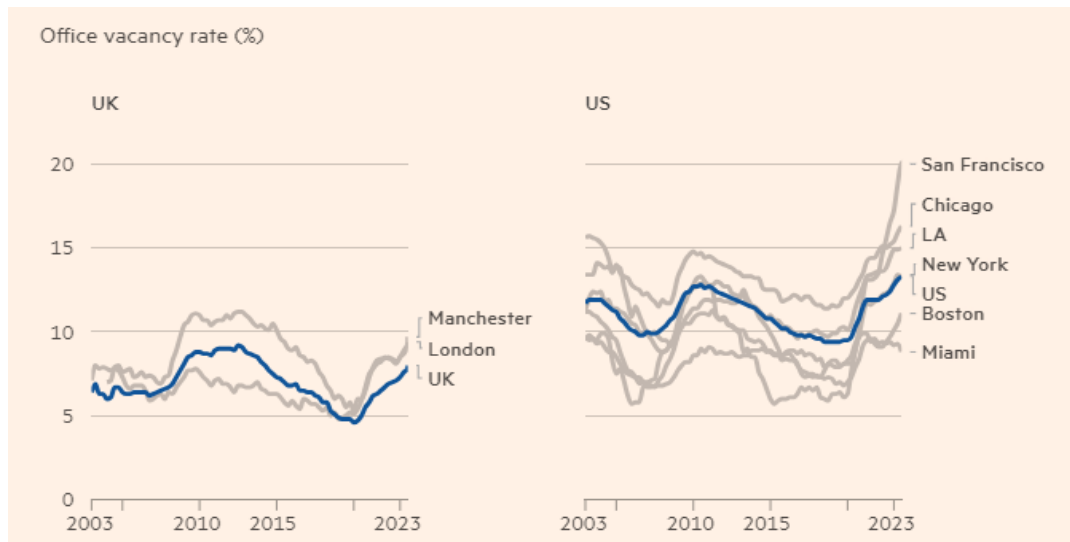
群益投顧

30

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國辦公室空置率創新高

- 隨著工作模式從新冠病毒導致的在家工作，遠距辦公導致美國辦公室空置率創新高。
- 舊金山辦公室的空缺率創下二十年來的新高，第三季達到 20%，高於疫情爆發時的 6.3%。

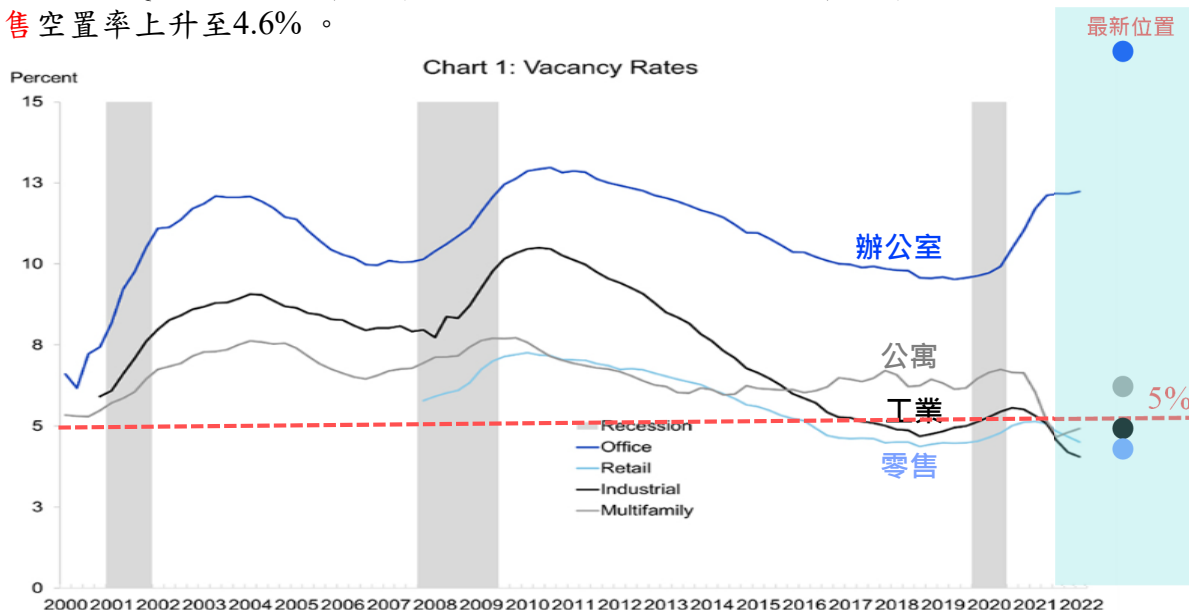


資料來源：Financial Time，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產 辦公室空置率高，其他物業較低

- 美國商業不動產中，辦公室空置率高，其餘多數行業隨著疫情解封，經濟復甦，不動產空置率維持低檔。根據最新數據顯示，01/2024辦公室空置率大幅上升至18%，4Q23公寓空置率上升至6.6%，01/2024工業空置率上升至4.8%，12/2023零售空置率上升至4.6%。



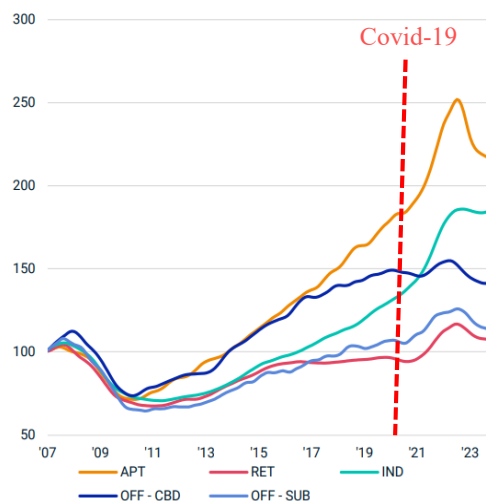
資料來源：CoStar，Nareit，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

近一年美國所有商業地產價格下跌

- 房貸利率上升導致美國景氣略微降溫，近期大多數行業的價格開始的回落，在過去一年當中，RCA CPPI全國全房產價格指數同比下降9.0%，不過，工業跌幅有限。
- 從疫情以來至今為止，辦公室價格出現衰退，主要在大都會地區。

National Property Types



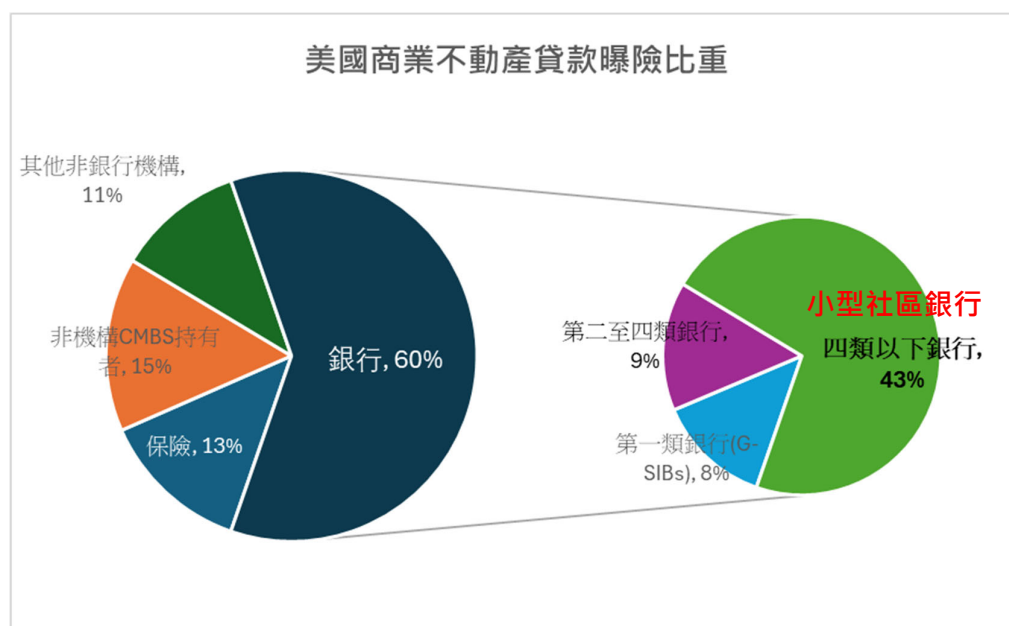
Change in RCA CPPI September 2023

	1-mth	3-mth	1-yr	3-yr	5-yr	10-yr
Office	-0.3%	-1.0%	-8.8%	5.6%	8.9%	51.5%
Office - CBD	0.0%	-0.3%	-5.6%	-4.2%	-0.7%	46.1%
Office - Sub	-0.3%	-0.9%	-9.0%	7.1%	10.0%	52.6%
Industrial	0.2%	0.4%	-0.8%	33.0%	58.9%	132.8%
Retail	-0.1%	-0.3%	-6.9%	14.3%	13.3%	36.8%
Commercial	0.0%	-0.2%	-5.1%	13.9%	21.7%	62.4%
Apartment	-0.3%	-1.0%	-12.8%	16.7%	33.1%	121.4%
All Types	0.0%	-0.1%	-9.0%	14.0%	24.5%	80.0%
6 Major Metros All Types	-0.2%	-0.6%	-7.2%	4.7%	12.3%	64.2%
Non-Major Metros All Types	-0.1%	-0.5%	-9.6%	16.9%	29.0%	86.2%

資料來源：MSCI，群益投顧彙整

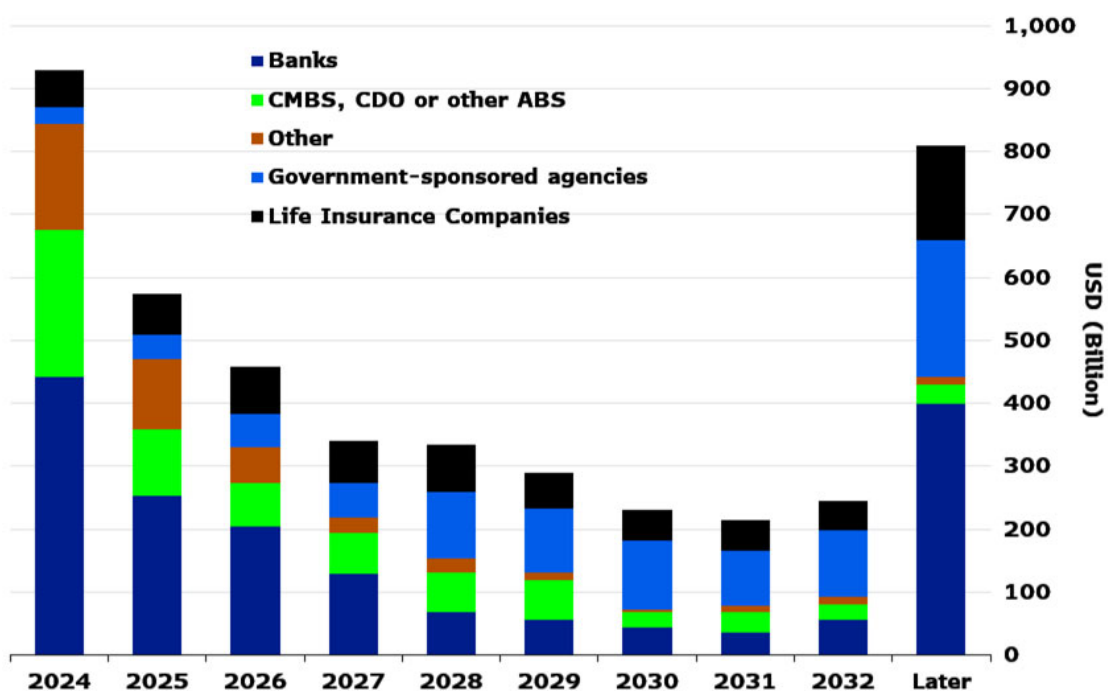
美國商業不動產貸款曝險比重

- 在美國商業不動產貸款中，曝險比重最高的是銀行，約佔六成。
- 銀行曝險部位當中，小型銀行曝險部位約佔CRE貸款比重的43%，佔整體銀行的七成。



資料來源：Fed，財經M平方，群益投顧彙整

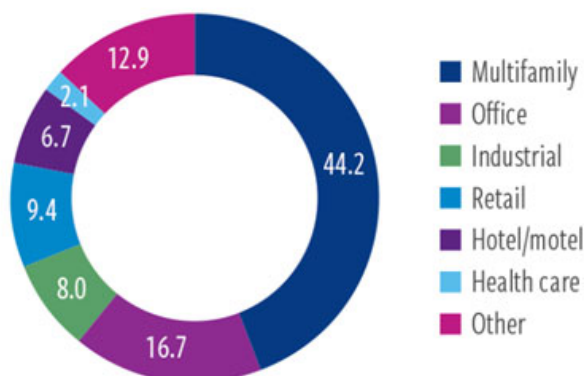
商業不動產 約9,290億美元於2024年到期



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

辦公室佔商業不動產貸款16.7%

- 在美國商業不動產貸款中，16.7%屬於辦公室貸款，為目前風險較高的物業，因為空置率高+辦公室價格大幅下跌。
- 多戶出租公寓、工業與零售分別佔CRE的44.2%、8%與9.4%。三種物業總共佔CRE的六成，由於空置率較低，同時，物業價格下跌幅度相對有限，預期違約的可能性較低。



資料來源：Cohen & Steers，群益投顧彙整

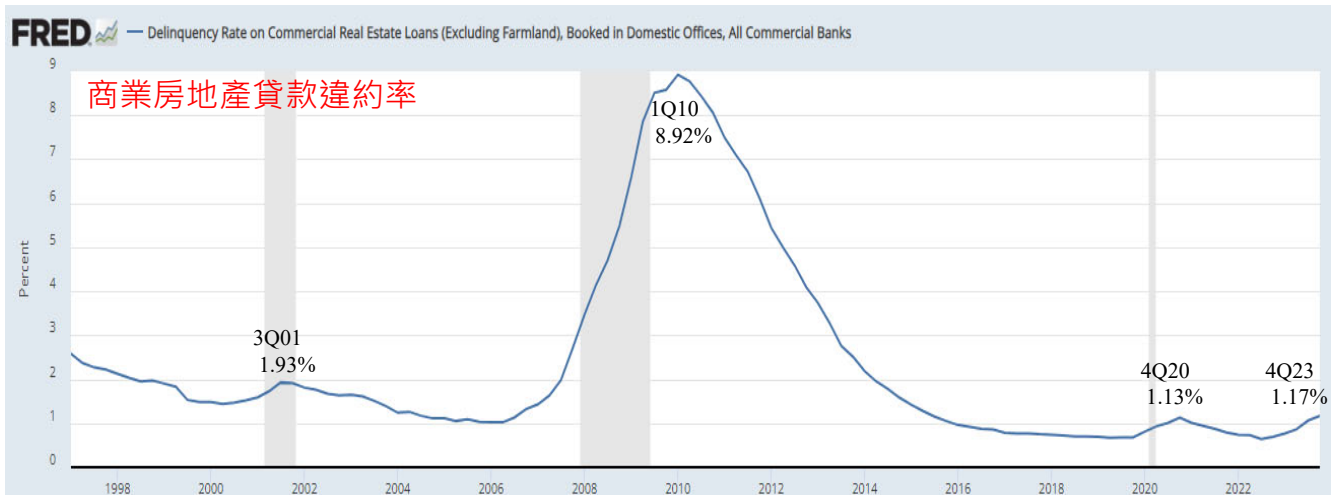
銀行存款已見回流、流動性回升

- 大中小型銀行個別來看，一樣面臨存款流失，主要在於Fed激進升息，導致部分存戶將資金流向貨幣市場或債市，但是央行救市與銀行吸收存款，銀行存款已見回流、流動性回升，增強銀行韌性。



美國商業房地產違約仍處低水位

- 儘管近期商業不動產惡化情況有多嚴重，一直干擾市場情緒。
- 但是從Fed數據中發現，所有商業銀行國內辦事處登記的商業房地產貸款（不包括農地）的違約率仍處於相對低的水位，暗示儘管辦公室空置率高，但所帶來的風險並不如預期高（若多數仍正常繳款）。
- 或許美國紐約社區分行可能是單一銀行大幅踩雷的幾個個案之一。



CRE規模小，對金融市場的影響較低

- 美國商業不動產的資產規模佔比約14%，對金融市場的影響力較低。

Table 1.1. Size of selected asset markets

Item	Outstanding (billions of dollars)	Growth, 2022:Q2-2023:Q2 (percent)	Average annual growth, 1997-2023:Q2 (percent)
Residential real estate	56,301 (32.7%)	-1.2	6.4
Equities	53,457 (31.0%)	15.0	8.2
Treasury securities	24,772 (14.4%)	6.5	8.4
Commercial real estate	24,003 (13.9%)	2.5	6.4
Investment-grade corporate bonds	7,369	5.3	8.0
Farmland	3,288	8.1	5.7
High-yield and unrated corporate bonds	1,667	-6.0	6.4
Leveraged loans ¹	1,394	-1.5	13.0
Price growth (real)			
Commercial real estate ²		-3.9	3.3
Residential real estate ³		-1.3	2.7

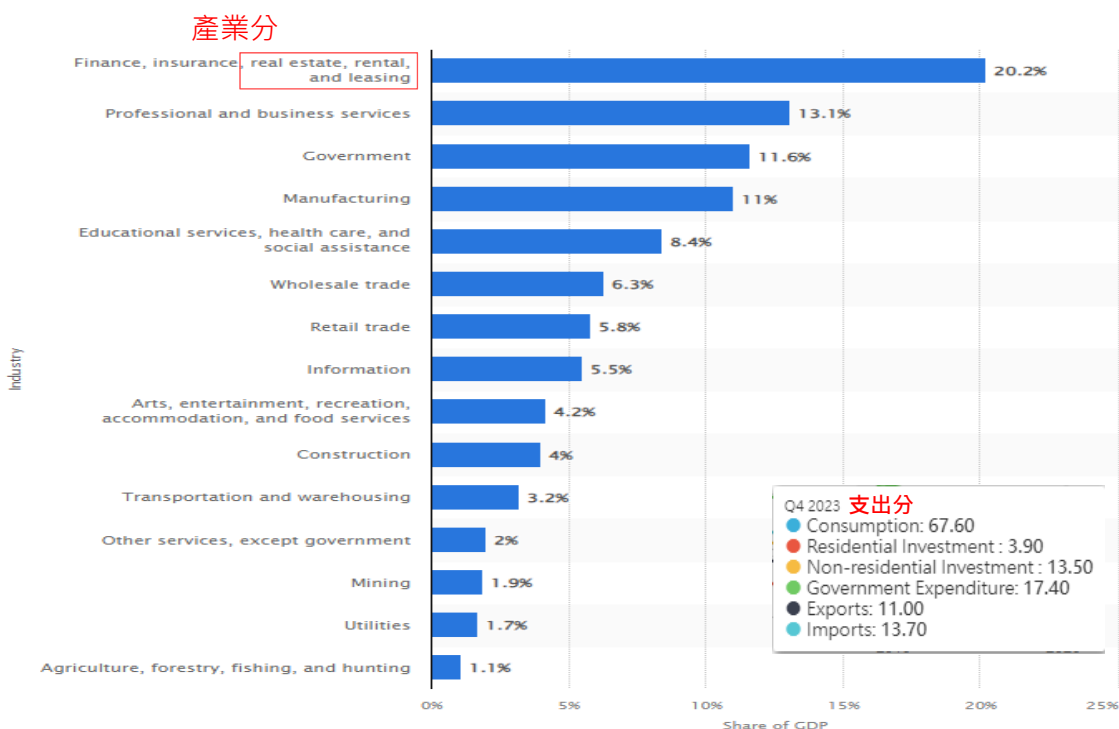
資料來源：FED，群益投顧彙整

群益投顧

39

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

不動產租賃佔美國GDP比重小



資料來源：Bloomberg，Statista，群益投顧彙整

群益投顧

40

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

投資評等及免責聲明

投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。