

四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析

綜觀過去二十多年，全球興起貿易與金融自由化浪潮，尤其自 2001 年中國大陸加入世界貿易組織(WTO)後，全球化進程加速，有助於全球通膨維持相對穩定，各國金融市場均質化亦使貨幣政策具有同步現象，其中又以 Fed 多扮演貨幣政策之領航者。惟 2016 年英國決議脫歐，2018 年美中貿易衝突升溫，貿易保護主義興起，全球化遭遇逆風；二戰後之嬰兒潮世代步入高齡化，全球面臨人口結構改變，相應的移民政策，或改變就業人口與經濟脈動；隨著金磚四國(BRIC)、環境、社會和公司治理(ESG)與電動車等全球金融投資議題的更迭，新的投資議題與「AI 人工智慧」趨勢，正牽引著全球金融市場與人才技術板塊的位移；前述趨勢，皆為當前各國貨幣政策分歧埋下伏筆。

2020 年全球爆發 COVID-19 疫情，美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)、中國人民銀行(PBoC)四大主要央行均迅速採行寬鬆貨幣政策以支撐經濟成長。然 2022 年 2 月俄烏戰爭爆發，加以後疫情時期以來，國際大宗商品價格大漲，帶動全球通膨快速升溫，同年 3 月 Fed 啟動升息循環(迄今合計升息 5.25 個百分點)，7 月 ECB 亦跟進升息行列並結束負利率政策(NIRP)(截至本(2024)年 5 月底合計升息 4.5 個百分點)；另一方面，BoJ 雖啟動貨幣政策正常化，惟整體仍寬鬆，致日圓持續弱勢格局；中國大陸則因美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，且經濟復甦仍不穩定，PBoC 持續寬鬆貨幣政策；四大央行貨幣政策呈現分歧。

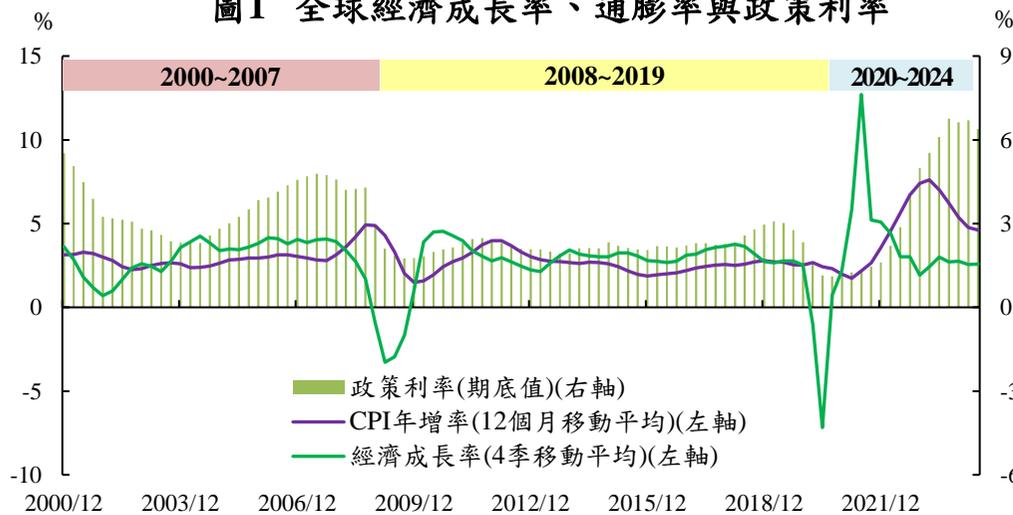
展望未來，短期內 Fed 似不急於降息，而 ECB 雖於本年 6 月降息，惟強調未來持續寬鬆貨幣政策存在不確定性，兩者均將以經濟數據為決策基礎(data dependent)。另一方面，BoJ 預期貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係仍脆弱，BoJ 將審慎調整貨幣政策；至於中國大陸方面，由於房地產市場拖累經濟表現，消費、投資信心不足，加以仍面臨通縮風險，因此 PBoC 將持續寬鬆貨幣政策，並維穩人民幣匯率。

本文謹探討主要央行貨幣政策分歧之現象及背後可能原因(如經濟金融情勢等)，並進一步討論前述央行面臨之主要挑戰與未來展望，供外界參考。

(一)過去 20 多年來貨幣政策之同步性(synchronization)受全球化與全球金融循環發展影響；近 2 年來因通膨率攀高，全球貨幣政策同步由疫情期間之極寬鬆快速轉向緊縮

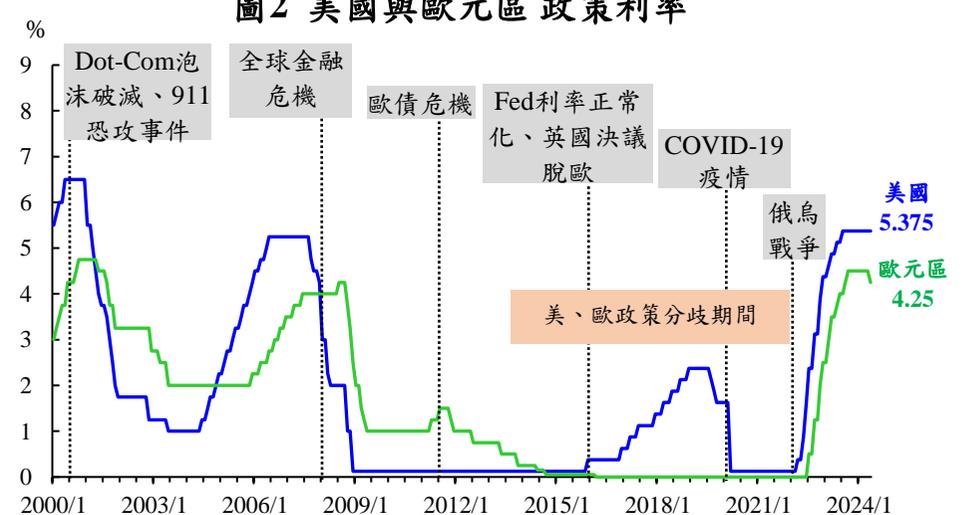
1. **2000 年至 2007 年**，全球處於**大溫和時期**，受**全球化加速**、技術進步影響，**全球通膨率低緩且經濟溫和成長**(圖 1)。
 - 此段期間，中國大陸加入 WTO，加以貿易與金融市場之**全球化快速進展**，強化美元之國際貨幣地位，**Fed 貨幣政策驅動全球金融循環**具有較大外溢效應(見專欄 1)，Fed 引領全球貨幣政策走向，**美、歐貨幣政策步調相近**(圖 2)。
2. **2008 年至 2019 年**，全球金融危機後，全球經濟經歷**低成長、低通膨之長期停滯時期**(Secular Stagnation)(圖 1)。
 - 2008 年美國**次貸危機**與 2012 年**歐債危機**，致全球經濟陷入**長期停滯時期**；惟 2016 年**英國決議脫歐**，加以 2018 年**美中貿易衝突**升溫，貿易**保護主義**興起，全球化遭遇逆風；此趨勢，為**當前各國貨幣政策分歧**埋下伏筆(圖 2)。
3. **2020 年至 2022 年**，受**COVID-19 疫情、俄烏戰爭**等非預期事件影響，全球通膨自底部攀升，美、歐與全球貨幣政策同步由疫情期間的極寬鬆快速轉向緊縮，**美、歐貨幣政策被迫重新併軌**(圖 1、圖 2)。

圖1 全球經濟成長率、通膨率與政策利率



資料來源：S&P Global Market Intelligence

圖2 美國與歐元區 政策利率



註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點，歐元區為主要再融通利率；資料截止至 2024 年 6 月 7 日。

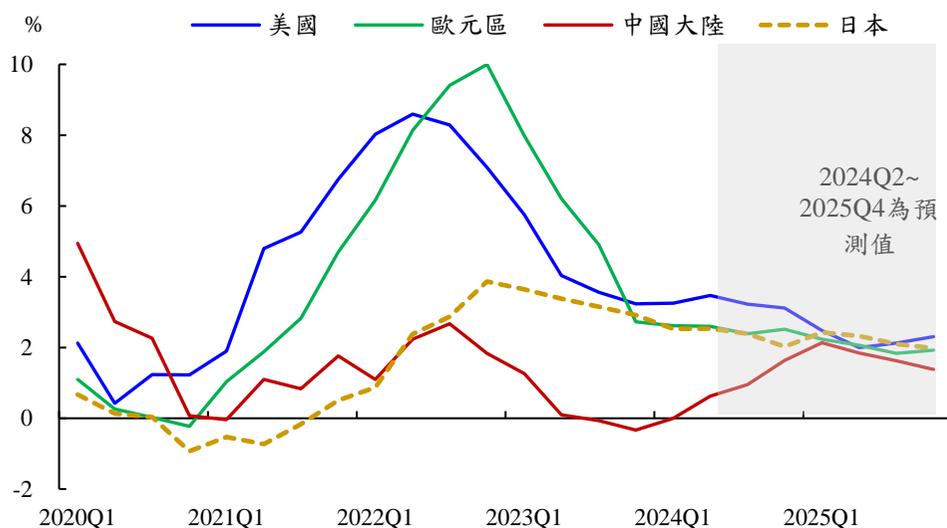
資料來源：LSEG Datastream

(二)當前美、歐、日、中經濟及貨幣政策路徑展望分歧之主要原因

2020 年全球爆發 COVID-19 疫情，**Fed、ECB、BoJ、PBoC 四大主要央行均迅速採行寬鬆貨幣政策以支撐經濟成長**。2022 年俄烏戰爭爆發，加以後疫情時期以來，國際大宗商品價格大漲，帶動全球通膨快速升溫(圖 3)，同年 3 月 Fed 啟動升息循環，7 月 ECB 亦跟進升息循環並結束負利率政策，BoJ 及 PBoC 則仍持續寬鬆政策，四大央行貨幣政策呈現分歧(圖 4)：

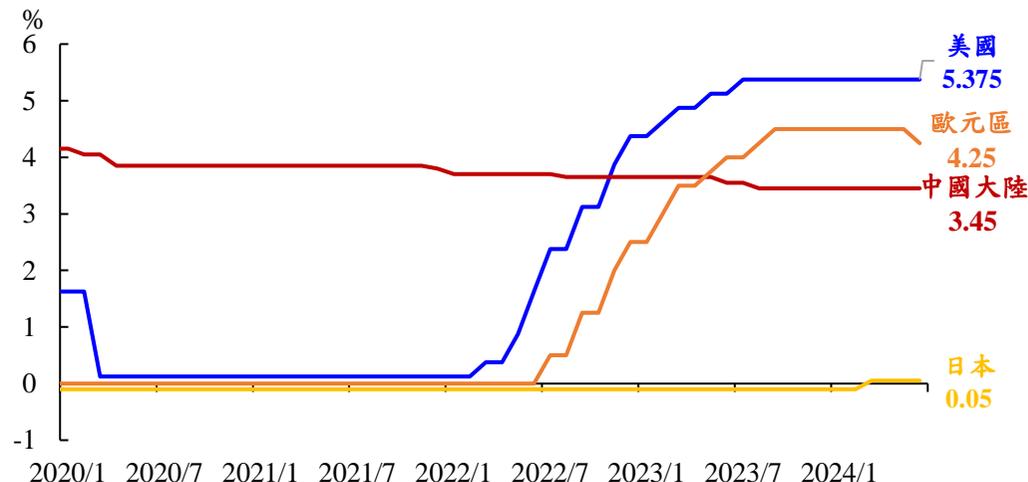
- Fed：鑑於美國經濟在高政策利率下仍具有**韌性**，**勞動市場亦呈緊俏**，**在先進經濟體中一枝獨秀**，加以本年第一季**通膨趨緩進展較慢**，爰 Fed 維持高利率較長一段期間；預期本年下半年 Fed 將隨經濟及通膨放緩而開始降息。
- ECB：**歐元區經濟受俄烏戰爭、能源價格上揚及勞動生產力成長停滯等衝擊表現較為疲弱**，**加以通膨率下降速度較美國為快**，本年 6 月 ECB 已領先 Fed 降息，惟其強調後續將以經濟數據為決策基準，存在不確定性。
- BoJ：由於薪資通膨良性循環逐漸形成，**BoJ 於本年 3 月啟動貨幣政策正常化第一步**，惟後續升息進程趨於審慎。
- PBoC：**中國大陸受美中貿易衝突、疫情期間實施嚴格「清零政策」**，加以緊縮產業監管及**房地產景氣保守拖累**，**經濟復甦動能溫和且面臨通縮風險**，因此 PBoC **持續採行寬鬆貨幣政策**，配合財政激勵措施。

圖 3 主要經濟體 CPI 年增率



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 4 美國、歐元區、中國大陸及日本政策利率



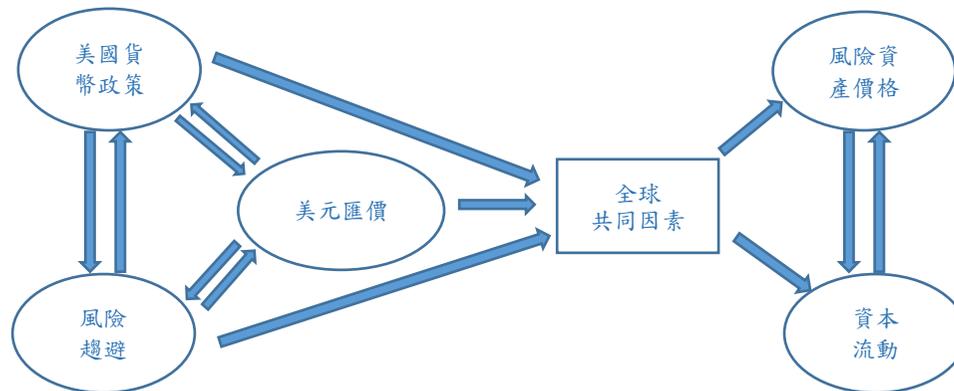
註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點；歐元區為主要再融通利率；中國大陸為 1 年期貸款市場報價利率(LPR)；日本為無擔保隔夜拆款利率中點。

50 資料來源：Bloomberg

專欄 1：美國經濟及 Fed 貨幣政策具有較大之外溢效應，透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞

1. 美國貨幣政策及全球風險趨避行為是驅動全球金融循環之兩股主要力量，其中之中介因素就是美元，並在三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球資本流動及風險資產價格¹(專欄 1 圖 1)。
2. 鑑於當前美國係全球經濟規模最大的國家及國際金融中心，且美元為全球最主要之國際貨幣；若 Fed 緊縮貨幣政策，恐使風險性資產價格下跌，並透過全球資本移動對全球經濟金融產生緊縮力道，反之若 Fed 採寬鬆貨幣政策，則易提升投資人風險情緒，並推升風險性資產價格，透過全球資本移動使全球金融情勢趨於寬鬆。

專欄 1 圖 1 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

全球金融循環擴張階段：Fed 採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲；

全球金融循環緊縮階段：Fed 加速緊縮貨幣政策，全球投資者嫌惡風險，風險性資產價格齊跌，美元短缺，國際資本移動緊縮。

¹ Habib, Maurizio Michael and Fabrizio Venditti (2018), “The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Articles*, European Central Bank, Jun.

3. Fed 貨幣政策之外溢效果(spillover effect)將透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞給其他經濟體²(專欄 1 表 1)。

(1) 匯率管道：美國升息，常帶動美元升值³，進一步使外國商品及服務價格相對於美國下滑，因而抑制美國經濟成長並推升外國經濟成長；而外國貨幣貶值及外國經濟體經濟成長上揚，二者將推升外國經濟體通膨。

(2) 貿易管道：Fed 緊縮貨幣政策，美國總合需求(包含進口需求)將因而放緩，致美國對外國商品及服務之進口需求下滑，進而拖累外國經濟成長及抑制他國通膨。

(3) 金融管道：Fed 緊縮貨幣政策，常伴隨美國較長天期(公債)殖利率上升，國際投資者將重新配置投資組合(資金由外國資產移轉至美國資產)，進而導致外國經濟體金融情勢緊縮，其效果將抑制他國經濟成長及通膨。

4. 根據傳統國際金融理論，不可能的三位一體(the Impossible Trinity)原則，資本自由移動，匯率穩定(或固定匯率)與貨幣政策自主性等目標，不能同時達成⁴。中國大陸採資本管制，維穩匯率，並保有較大貨幣政策自主性。

專欄 1 表 1 Fed 緊縮貨幣政策外溢效果之傳遞管道

傳遞管道	對外國經濟成長之影響	對外國通膨之影響
匯率管道(美元升值)	推升 (+)	推升 (+)
貿易管道	抑制 (-)	抑制 (-)
金融管道	抑制 (-)	抑制 (-)

資料來源：Caldare et al. (2022)

² Caldare et al. (2022), “International Spillovers of Tighter Monetary Policy,” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Dec. 22；Moschella, Manuela and Palma Polyak (2022), “Managing Global Monetary Spillovers How the Fed’s Interest Rate Hikes and Uncoordinated Tightening Affect the Euro Area,” *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Nov.

³ 例如：當 Fed 升息，將導致資金自其他國家流出，推升其借款成本，且使本國貨幣對美元貶值。

⁴ 參見中央銀行(2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

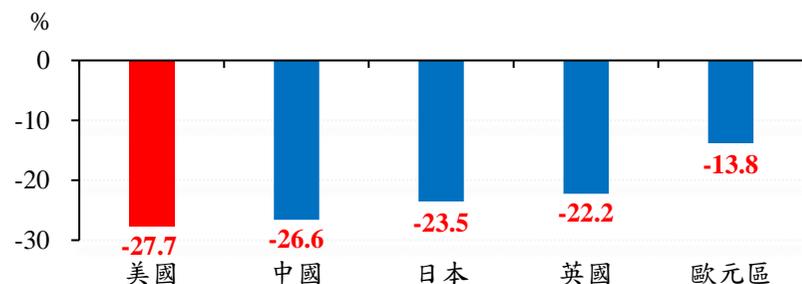
1. 美國：經濟具有韌性，一枝獨秀，通膨亦較具黏性；Fed 之限制性政策利率水準將持續較長時間

近期美國經濟及勞動市場仍相對強勁，通膨略微放緩惟仍具黏性，故 Fed 官員多認為，須對通膨能持續回落至 2% 目標更有信心時，才會降息。究其原因，美國受惠於疫情期間政府推出的大規模財政刺激及貨幣寬鬆措施，加以近年來在 AI 科技領域蓬勃發展及移民的相對優勢，均有助塑造美國經濟韌性。

(1) 美國推出大規模財政振興措施及寬鬆貨幣政策；美國金融情勢亦呈相對寬鬆

- I. 2020 至 2021 年美國財政部因應疫情推出史上最大規模財政紓困方案(5 兆美元，約當 GDP 之 23%)，致家計部門儲蓄率大幅攀升，家計部門因而累積大量超額儲蓄，有助於商品消費需求及解封後之服務消費需求，消費迅速成長，支撐企業獲利，使美國經濟具有韌性。
- II. 疫情以來美國財政赤字相較其他主要國家亦屬空前規模，如 2020 年迄今美國基本財政收支餘額(primary balance)⁵對 GDP 比率累計達 -27.7%(圖 5)，其規模遠逾歐元區之 -13.8%。Fed 研究指出，疫情爆發初期主要經濟體額外財政支出越大，越能協助該經濟體 GDP 回到疫情前的成長趨勢⁶(圖 6)。

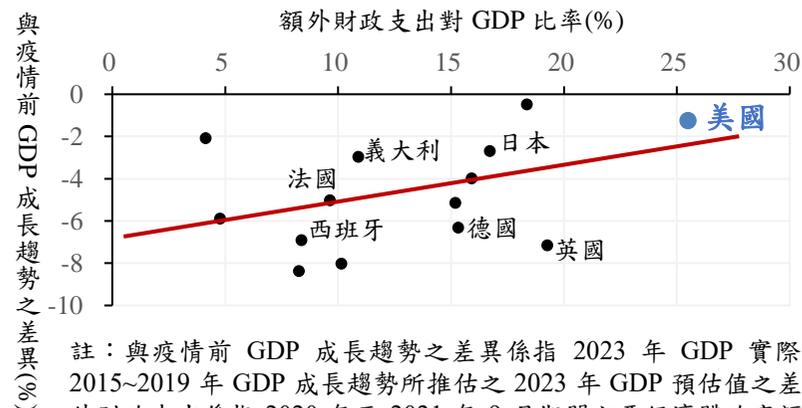
圖 5 2020 迄今各國 primary balance 對 GDP 比率之累計



註：此處 primary balance 係經景氣循環調整後，再計算其對 GDP 之比率，之後加總個別經濟體 2020 至 2023 年比率。

資料來源：IMF WEO (2024 April)

圖 6 主要經濟體財政支出及經濟成長



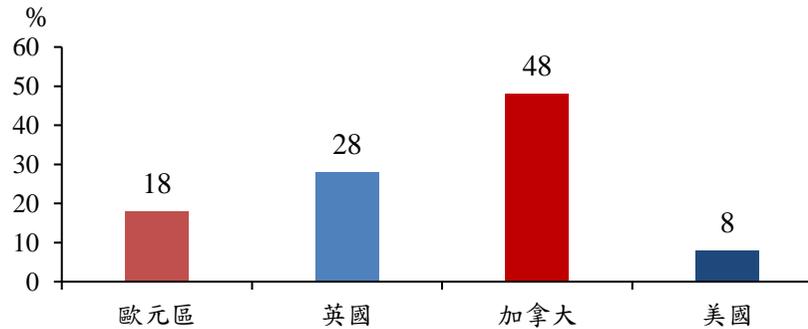
註：與疫情前 GDP 成長趨勢之差異係指 2023 年 GDP 實際值與以 2015~2019 年 GDP 成長趨勢所推估之 2023 年 GDP 預估值之差異；額外財政支出係指 2020 年至 2021 年 9 月期間主要經濟體政府額外支出及減少收入金額之合計。資料來源：Fed

⁵ 基本財政收支餘額係指政府歲入扣除歲出(不含債息支出)之差額。

⁶ 如 2020 年至 2021 年 9 月美國額外財政支出對 GDP 比率達 25%，遠逾其他主要經濟體，因此，有助於美國(相較於其他主要經濟體)GDP 水準更快回到疫情前的成長趨勢(參見 De Soyres, Francois, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Nils Goernemann, Sharon Jeon, GraceLofstrom and Dylan Moore, "Why is the U.S. GDP Recovering Faster than Other Advanced Economies?" FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, May. 17)

- III. 貨幣政策方面，2020 年 3 月 Fed 為因應疫情衝擊，緊急調降政策利率至 0~0.25%，並推出疫情資產購買計畫 (pandemic QE) 及多項流動性與信貸支持措施，2020 至 2022 年期間合計購買 4.9 兆美元債券，挹注市場大量流動性。
- IV. 除前述大規模刺激政策導致需求過熱外，因疫情所生之商品供應鏈瓶頸，推動美國通膨於 2021 年開始明顯上升；2022 年 2 月爆發俄烏戰爭，供應鏈瓶頸更加惡化，美國通膨率創下 40 年新高。Fed 於 2022 年 3 月啟動升息循環，將政策利率快速提高至限制經濟活動之水準(5.25~5.50%)。2022 年 8 月拜登總統簽署《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act)⁷，旨在降低政府赤字以對抗通膨。
- V. 惟近期美國金融情勢相對寬鬆，似未完全反映升息循環之緊縮效果，此亦或能部分解釋其經濟動能較為強勁。
- 美國政策利率上揚未充分轉嫁至市場融資成本(圖 7)，主要反映美國流通在外房貸及公司債利率多鎖定在固定利率，且美國廠商籌資多透過直接金融管道(如發行公司債或股票)，依賴銀行間接融資的程度較低⁸。

圖 7 主要經濟體政策利率上揚傳遞至房貸利率之比率



註：政策利率傳遞至房貸利率之比重係以流通在外抵押貸款利率變動對政策利率變動比率計算。該比率越高，表示央行升息越能帶動該經濟體房貸利率上揚。

資料來源：Fed

⁷ 《降低通膨法案》旨在降低政府赤字以對抗通膨、投資國內能源生產與太陽能板製造，並於 2030 年前減少 40% 碳排放量。該法案賦予聯邦醫療保險(Medicare)針對若干處方藥品價格進行談判，展延即將到期的《可負擔照護法案》(Affordable Care Act)醫療補貼 3 年至 2025 年；且另立法對營收逾 10 億美元的公司課徵 15% 最低公司稅負，並對企業實施庫藏股課徵 1% 特別稅，俾擴大政府財源。整體而言，該法案可使美國政府赤字減少逾 3,000 億美元。

⁸ Sidorov, Peter and Kuhumita Bhattacharya (2024), “Global Credit Conditions (1): Past Peak Tightening but a Tricky Path Ahead,” *Deutsche Bank Research*, Mar. 19; Sidorov, Peter and Kuhumita Bhattacharya (2024), “Global Credit Conditions (2): Headwinds to US Growth Exceptionalism,” *Deutsche Bank Research*, Mar. 27.

(2) 美國政府持續推出科技及基礎建設相關法案擴大支出，加以近年 AI 蓬勃發展，造就美國經濟與資本市場的榮景

- I. 2022 年 8 月拜登政府頒布《晶片與科學法案》(CHIPS and Science Act)⁹，直接補貼美國及在美投資半導體企業，以鞏固晶片研發與製造在地化¹⁰；另推出《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act)，透過擴張性財政政策帶動民間投資。
- II. 2022 年 AI 熱潮席捲全球，科技板塊產生位移不斷向美國傾斜，如 NVIDIA 及 Microsoft 等美國 AI 相關企業具關鍵影響力¹¹，造就美國經濟與資本市場的榮景。由全球股市市值占比觀察，2023 年美股股市全球占比高達 43.9%，同年中國大陸股市全球占比僅 9.8%；且由於美國在科技領域的領導與創新，科技股比重持續上升(圖 8)。
- III. 根據史丹佛大學 2024 年度 AI 報告¹²，美國 AI 投資規模引領全球，如過去 10 年來美國 AI 新創企業私募投資遠超其他主要經濟體且持續擴大；由 2023 年觀察，美國 AI 私募投資以 672 億美元(占比近 70%)居冠，遠逾歐盟與英國之 110 億美元(占比 11%)及中國大陸之 78 億美元(占比 8%)(圖 9)。

圖 8 美、中占全球股市市值比重

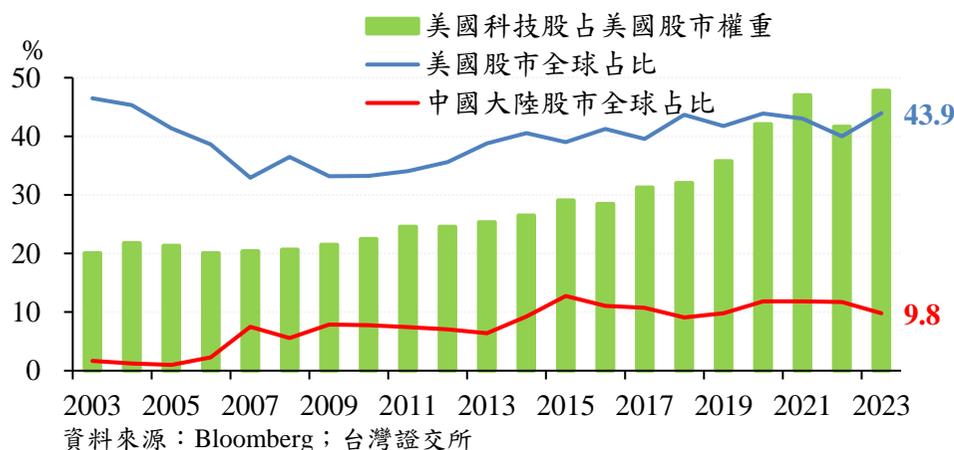
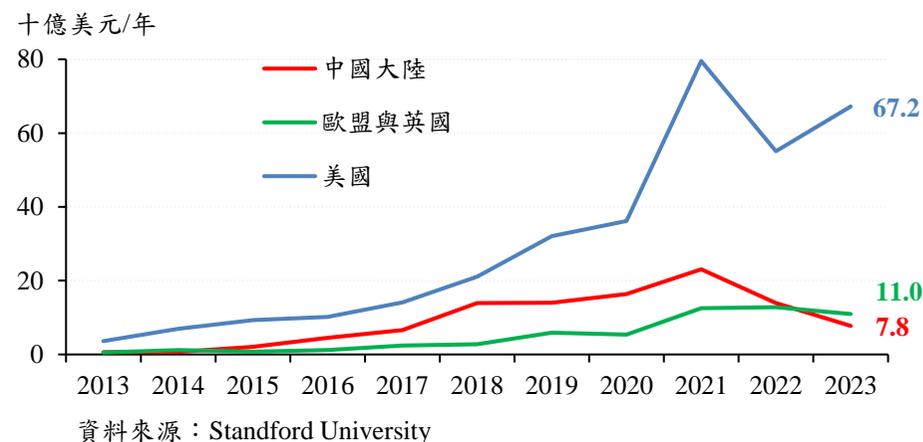


圖 9 2013~2023 年主要經濟體 AI 私募投資規模



⁹ The White House (2022), "CHIPS and Science Act Will Lower Costs, Create Jobs, Strengthen Supply Chains, and Counter China," Aug. 9.

¹⁰ 另一方面，2022 年以來美方陸續強化出口管制，限制美國廠商向中國大陸輸出先進 AI 晶片及半導體設備，曾於 2022 年 10 月、2023 年 10 月及本年 3 月發布及修訂對中國大陸先進半導體及設備出口管制(參見 Reuters (2024), "U.S. Updates Export Curbs on AI Chips and Tools to China," Mar. 30)。

¹¹ 另根據 CB Insights 調查，全球最具潛力 100 家 AI 新創企業，美國占據 69 家，而歐洲及中國大陸僅分別占 12 家及 2 家(參見 CB Insights (2024), "AI 100: The Most Promising Artificial Intelligence Startups of 2024," Apr. 2)。

¹² Stanford University (2024), "The AI Index 2024 Annual Report," Apr.

(3) 移民成為美國勞動市場的助力與經濟成長之相對優勢

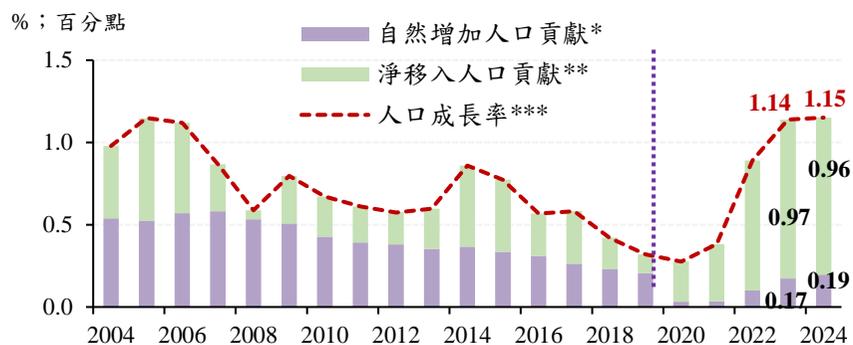
I. 隨著戰後嬰兒潮世代人口逐漸邁入老年，人口結構改變使美國亦面臨人口高齡化隱憂。COVID-19 疫情期間，許多老年勞動人口提前退休，造成美國全體勞動力參與率下降。自拜登政府上任以來，致力鬆綁移民政策¹³，吸引移民加入美國勞動市場，此有助彌補勞動力短缺問題。

— 根據美國國會預算辦公室(CBO)¹⁴，2022 年、2023 年及本年美國淨移入人口分別約 260 萬人、330 萬人及 330 萬人，遠逾疫情前(2010-2019 年)平均之 90 萬人，且協助疫情後美國人口成長率逐步回升至近 20 年高點(圖 10)。

II. 美國高技術移民比重高，為美國在重要產業維持競爭力及國家安全之關鍵。

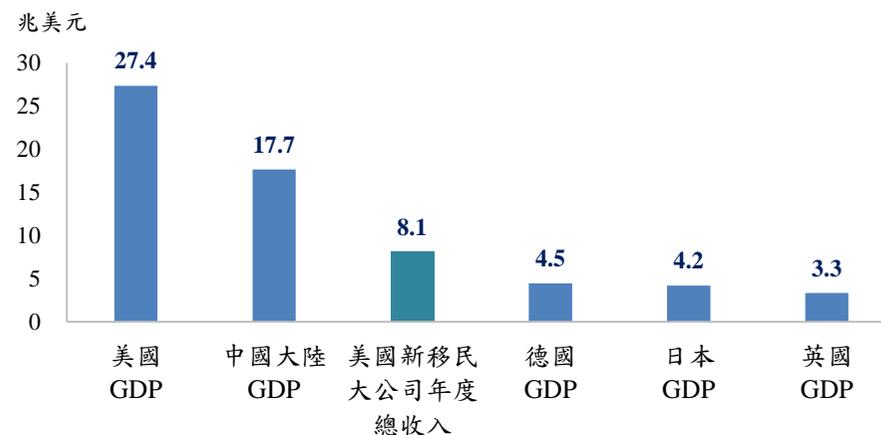
— 2023 年美國前 500 大公司中，有 44.8%(即 224 家)係由移民或其子女創辦¹⁵，該等公司 2022 年度總收入高達 8.1 兆美元，甚至超過包括德國、日本及英國等國之 GDP，僅低於美國、中國大陸之 GDP(圖 11)；隨著新興科技的崛起，全球最關鍵產業正展開人才爭奪戰，調查顯示¹⁶美國 AI 領域頂尖的公司中，有 65% 係由移民所創立。

圖 10 美國人口成長率貢獻來源拆解



*自然增加人口=美國出生人數-美國死亡人數
 **淨移入人口=移入美國人數-移出美國人數
 ***人口成長率=淨移入人口貢獻+自然增加人口貢獻
 資料來源：CBO (2024)

圖 11 美國新移民創立之大公司總收入高過多國 GDP



資料來源：American Immigration Council (2023)、IMF(2023)

¹³ 如 2022 年 1 月 21 日拜登政府發布行政命令，旨在吸引、留住泛指理工相關學科如科學(Science)、技術(Technology)、工程(Engineering)及數學(Mathematics)(合稱 STEM)領域的國際學生及研究人員，避免這些人才流向其他移民政策友善的國家。

¹⁴ Congressional Budget Office (2024), "The Demographic Outlook: 2024 to 2054," Congressional Budget Office, Jan. 18.

¹⁵ American Immigration Council (2023), "New American Fortune 500 in 2023 - The Largest American Companies and Their Immigrant Roots," *Special Report*, Aug. 29.

¹⁶ Anderson, Stuart (2023), "Neap Policy Brief: AI and Immigrants," *National Foundation for American Policy*, Jun.

2. 歐元區：經濟疲弱，通膨回落較為平順，ECB 於本年 6 月開始降息；惟本年下半年降息步調尚未取得共識

歐元區經濟表現較為疲弱主要反映：(1)相較於美國，**歐元區缺乏財政統合機制，歐洲各國政府實施財政刺激政策規模較小**；(2)**俄烏戰爭拖累歐洲經濟成長、加重財政負擔及推升通膨**；(3)**中國大陸經濟疲弱及中國大陸進口替代策略均拖累歐洲出口表現，以及(4)與美國相比，歐洲勞動生產力較低。**

(1) 相較於美國，歐元區缺乏財政統合機制，使歐洲各國政府實施財政刺激政策規模較小

疫情期間歐盟執委會(EC)雖推出歐盟復甦基金計畫(NextGenerationEU；下稱 NGEU)，惟受限於談判及政治因素，遲至 2021 年 5 月底才獲得所有會員國批准正式生效；且與美國相比，NGEU 最大規模僅 8,069 億歐元，經濟效益差距大。

(2) 俄烏戰爭衝擊歐元區經濟成長及推升通膨，且加重歐元區政府債務負擔，導致其實施大規模財政政策空間受限

- I. ECB 指出¹⁷，俄烏戰爭主要透過**貿易、大宗商品及信心**三大管道衝擊歐元區經濟¹⁸。**不利情境**之下，可能**拖累 2023~2024 年**歐元區實質 GDP 成長率**1.1 個百分點及 1.7 個百分點**。
- II. 歐盟執委會(EC)報告指出¹⁹，原先在俄烏戰爭爆發前，其預測**2022 年及 2023 年**歐盟 GDP 成長率分別為 4.3% 及 2.5%，惟受到俄烏戰爭及衍生能源價格上揚等衝擊，**2022 年及 2023 年**歐盟 GDP 成長率分別為 3.5%(**下修 0.8 個百分點**)及 0.5%(**下修 2.0 個百分點**)。
- III. **俄烏戰爭**使歐洲各國提高對**烏金援及國防支出**，如本年德國及丹麥等國更將**國防支出占 GDP 比重**提升至**2% 以上**，致歐洲各國財政情況更加惡化，間接限制歐洲各國政府實施**財政振興政策之空間**。

¹⁷ European Central Bank (2022), "ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area," Dec.

¹⁸ EIB 則指出，戰爭透過以下管道衝擊企業：(1)出口減少；(2)能源價格上漲導致利潤下滑；(3)融資管道縮減(參見 European Investment Bank (2022), "How Bad is the Ukraine War for the European Recovery?")。

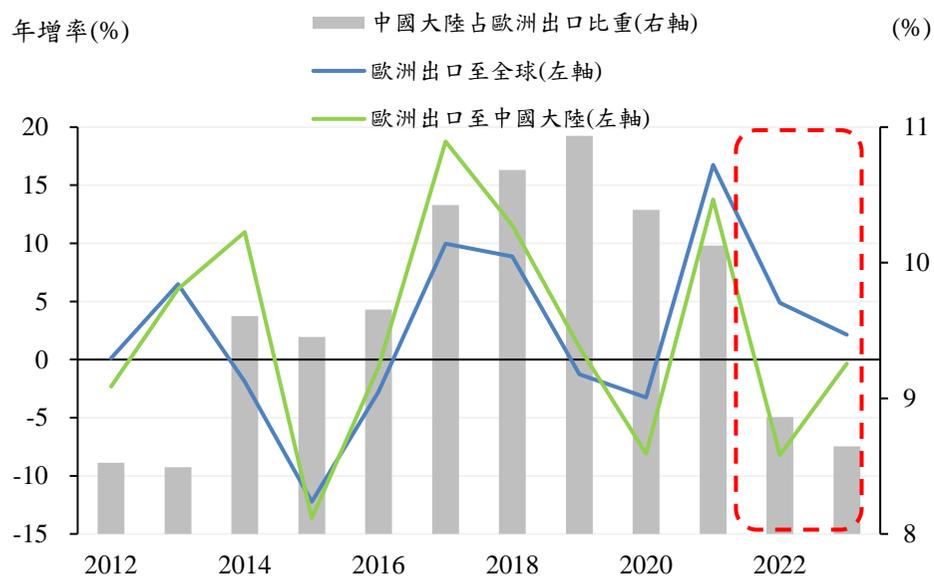
¹⁹ Papunen, Annastiina (2024), "Economic Impact of Russia's War on Ukraine: European Council Response," European Parliamentary Research Service, Feb. 23.

(3) 中國大陸經濟疲弱及中國大陸進口替代策略拖累歐洲出口表現

I. 中國大陸為歐盟第三大出口市場，約占歐盟整體出口比重之 8~11% 不等，2022 至 2023 年中國大陸經濟成長不如預期，連帶影響歐洲出口表現(圖 12)，如德國央行指出²⁰，倘若中國大陸經濟面臨衰退，估計將**拖累**德國當年及次年**實質 GDP** 約 **0.7 個百分點** 及 **1 個百分點**。

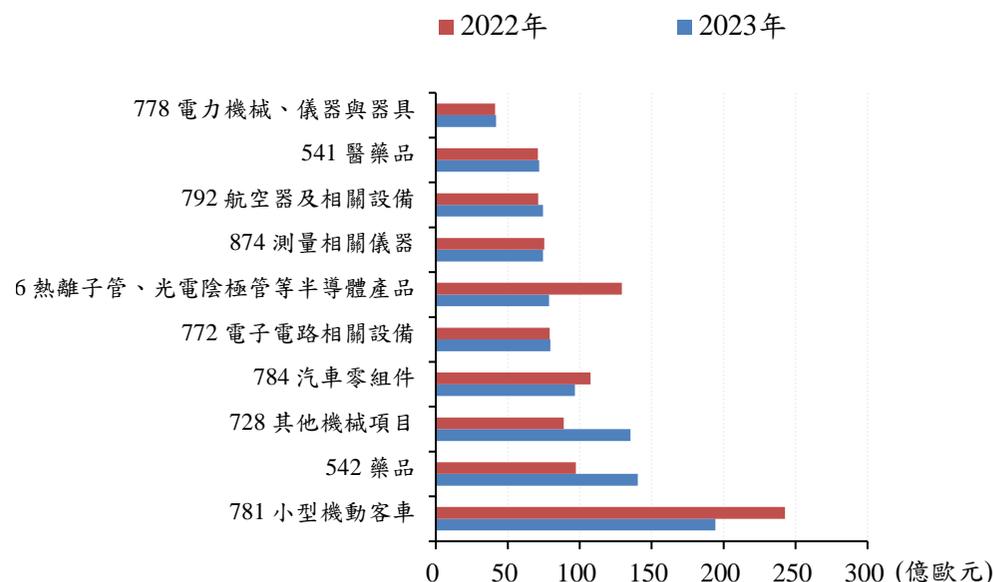
II. 另 2023 年歐洲**汽車**及**電子機械**等重點產業**出口大幅下滑**(圖 13)，部分反映中國大陸之**進口替代**貿易策略；此外，過去歐洲製造業多自中國大陸進口原材料及中間財²¹，一旦生產原料供應不足，歐洲製造業產能將受影響，亦不利其出口表現。

圖 12 歐洲出口表現與中國大陸經濟息息相關



資料來源：Global Trade Atlas、經濟部國貿局

圖 13 2022 至 2023 年歐洲出口至中國大陸主要商品



資料來源：Eurostat

²⁰ Bundesbank (2024), "Economic Risks from Germany's Ties with China," Jan. 24.

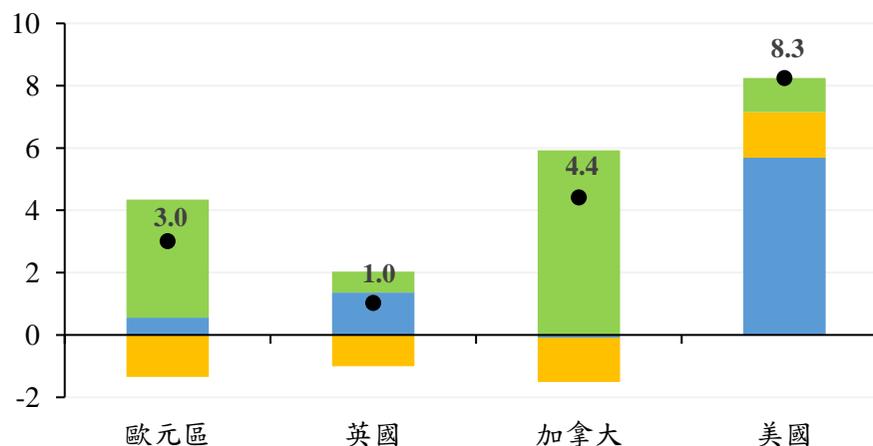
²¹ 德國央行調查指出，近半數德國製造業廠商直接或間接依賴中國大陸中間財作為生產原料，其中又以電池等儲能設備最為關鍵。

(4) 與美國相比，歐洲勞動生產力停滯不前

- I. Fed 研究指出²²，美國及歐洲於疫情期間 GDP 成長率之差異，主要反映兩者**勞動生產力**及**勞工工時**成長幅度不同(圖 14)，凸顯**歐洲勞動市場較不具彈性**，爰其勞動市場及產業無法如美國，能在經濟衰退期間重新配置至更具效率之產業。
- II. 倘若歐洲勞動市場持續僵固，其勞動市場將維持**低失業率**、惟**勞工工時縮減**之狀態²³。一方面，**歐洲勞動市場緊俏將使勞動成本持續偏高**，不利於其通膨下滑；另一方面，**歐洲勞動生產力成長將停滯不前**，亦不利於其經濟成長。
- III. 本年以來歐元區通膨因能源價格及食品價格回落而下降，ECB 遂於本年 6 月降息 1 碼，惟鑑於服務價格通膨顯著上升，強調**必要時將保持具限制性政策利率**，未來將以**經濟數據為基礎**及**逐次會議之方式**，決定**適當利率水準**。

圖 14 疫情期間各主要經濟體勞動市場結構變動及其對經濟成長之影響

%；百分點 ■ 每小時產出 ■ 勞工工時 ■ 勞工就業數 ● GDP成長



註：係 2019 年第 4 季至 2023 年第 4 季之累計變動情形。

資料來源：Fed

²² De Soyres, Francois, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Nils Goernemann, Sharon Jeon, GraceLofstrom and Dylan Moore (2024), “Why is the U.S. GDP Recovering Faster than Other Advanced Economies?” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, May. 17.

²³ Lagarde, Christine (2023), “Policymaking in an Age of Shifts and Breaks,” *Jackson Hole Speech*, Aug. 25.

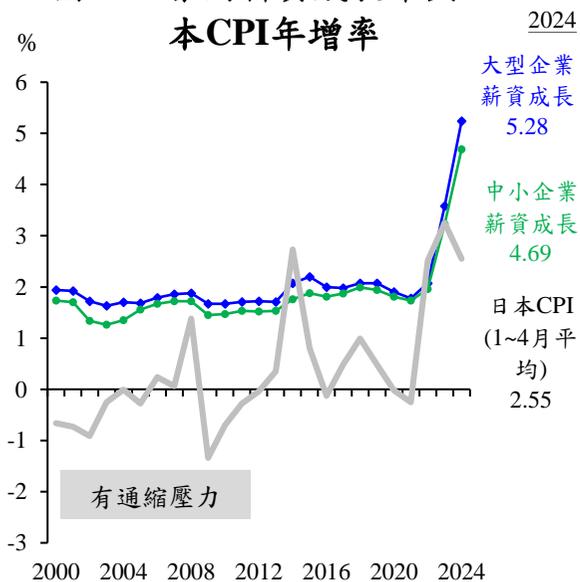
3. 日本央行貨幣政策正常化是其核心目標，惟利率匯率兩難權衡，中長期挑戰大

(1)本年3月BoJ初判薪資與物價之良性循環已見跡象，遂結束負利率政策與殖利率曲線調控，啟動貨幣政策正常化。

I. 本年3月春鬥結果提振薪資成長信心，BoJ初判薪資與物價之良性循環強化(圖15)，達成2%通膨目標已見跡象，3月宣布貨幣政策正常化第一步，如結束負利率政策(圖16)，同時廢除用來抑制長期利率之殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)。

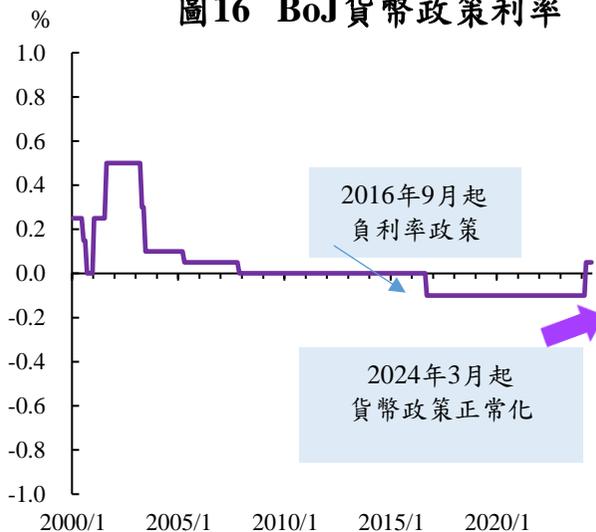
II. 2016年9月BoJ於原量質兼備量化寬鬆(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)政策²⁴及負利率政策外，增設殖利率曲線控制，引導10年期公債殖利率趨近於0%，壓低長期利率，希望藉以激勵經濟及達成通膨2%目標，惟長期以來，產生多項副作用(表1)。

圖15 春鬥薪資成長率與日本CPI年增率



資料來源：LSEG Datastream

圖16 BoJ貨幣政策利率



註：本年3月起BoJ重回引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間0%~0.1%左右，圖示以其政策利率目標區間中點0.05%表達。另，圖中數據為本月初資料。

資料來源：LSEG Datastream

表1 BoJ長期壓低長期利率之副作用

(1) 壓低長期利率，導致債券市場之市場機能低落，嚴重影響企業發行公司債等籌資行為。
(2) 存放款利差縮小導致金融機構之收益惡化。
(3) 壓低長期利率嚴重影響保險業及年金基金之長期資產運用。
(4) 日本與外國利差大，利差交易盛行，引發外匯市場劇烈波動，亦造成日圓貶值壓力。
(5) 發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
(6) 放款利率維持低檔，導致無效率且低收益之殭屍企業續存。

資料來源：作者自行整理

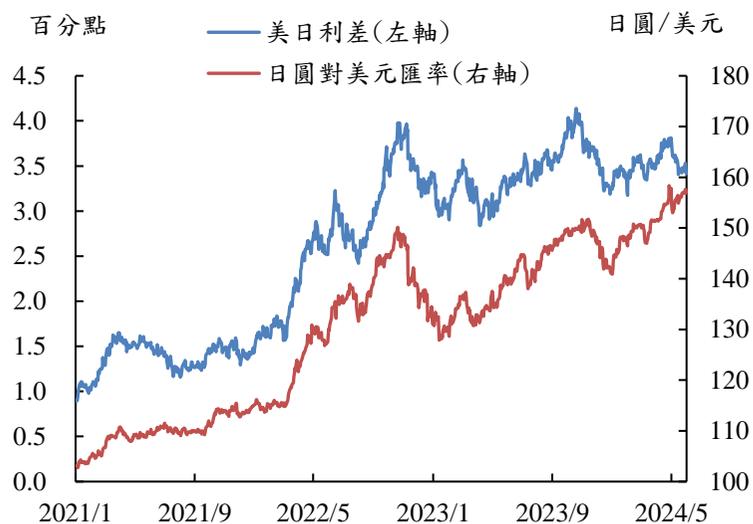
²⁴ BoJ前總裁黑田東彥於2013年4月實施QQE政策，並指出其理由在於扭轉長期以來民眾根深蒂固的通貨緊縮心態，營造未來物價將穩定上揚的預期心理。參見中央銀行(2024)，「日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化」，央行理監事會後記者會參考資料，3月21日。

(2) 美日利差擴大致日圓重貶，不僅增添升息壓力，打擊消費者信心，且經濟成長動能脆弱，停滯性通膨陰影隱現。

I. 市場預期 Fed 降息延遲致美日利差擴大(圖 17)，且其國內之實際及投機性美元需求極為強勁，利差交易盛行，日圓仍面臨強大續貶壓力(圖 18)；BoJ 雖擔心提早升息將不利未來經濟之穩健復甦，惟亦無法坐視日圓加速貶值帶來之嚴重副作用，如貿易收支連續 3 年逆差，故於本年啟動升息，並在 4 月至 5 月間執行大規模外匯干預以止貶日圓。

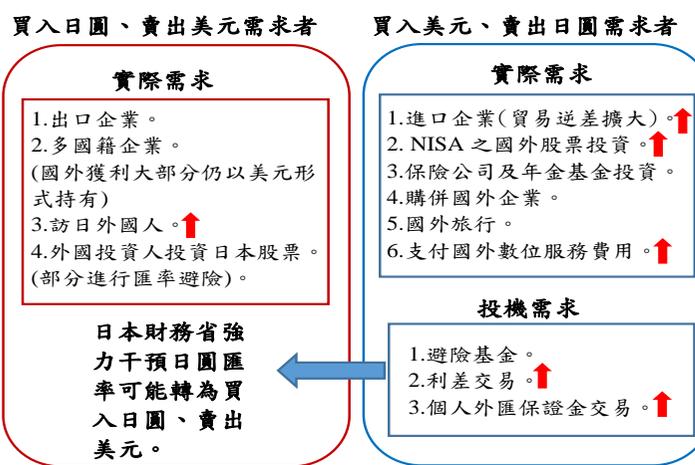
II. 日圓重貶恐引發輸入性通膨復燃；日本核心(剔除生鮮食品)CPI 年增率自 2022 年 4 月已連續 25 個月逾 2%(圖 19)。本年 5 月起日本政府將陸續終止對電價及瓦斯費之補助措施，預估本年將再推升 CPI 年增率約 0.25 個百分點²⁵，加以再生能源附加費亦將提高，消費者購買力將持續下降，實質薪資亦難恢復正成長；本年第 1 季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)已降至-1.8%，停滯性通膨陰影隱然若現。

圖 17 美日 10 年期公債殖利率利差及日圓匯率



資料來源：LSEG Datastream

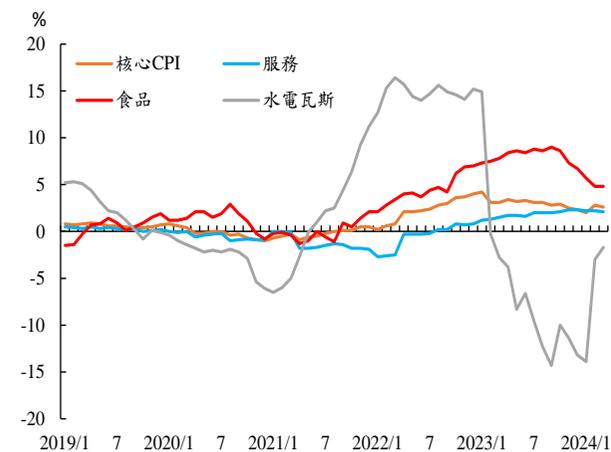
圖 18 日本國內美元需求強勁



註：標註↑係指近期需求特別強勁者；NISA 係日本政府為鼓勵民眾將家庭儲蓄轉入多元化投資，所推動之投資免稅個人儲蓄帳戶(Nippon Individual Savings Account, NISA)。

資料來源：作者自行整理

圖 19 日本核心 CPI 及日常必需品價格年增率



資料來源：日本總務省統計局

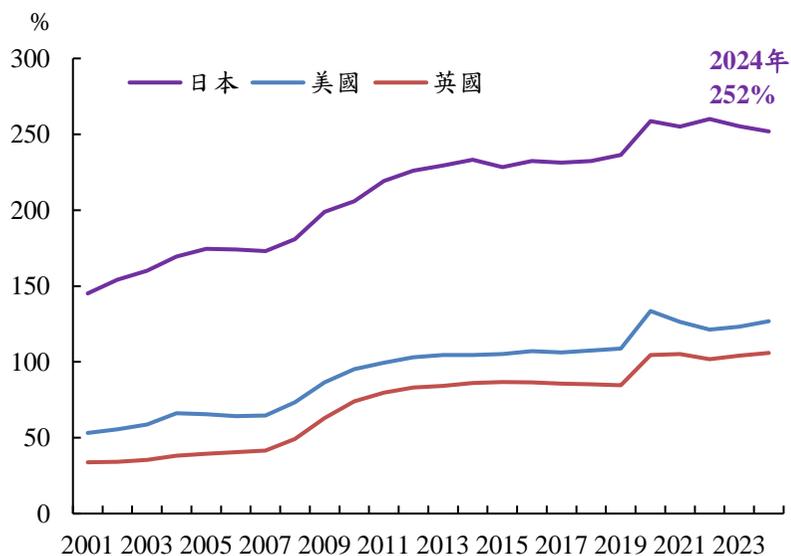
²⁵ 木內登英 (2024)，「物価高の逆風下で個人消費は異例の弱さ(1~3 月期国内 GDP 見通し)」，Global Economy & Policy Insight，野村総合研究所，5 月 9 日。

(3) BoJ 面臨的挑戰：貨幣政策正常化將使**長期利率走升**，恐令**財政狀況惡化**，且**干擾金融穩定**與**不利物價持續上漲**，惟**有助日圓止貶**，BoJ 須權衡兼顧利率與匯率的兩難困境；長期則有人口老化致實質消費力道不振等中長期結構性問題之挑戰。

I. 2024 日本各級政府債務餘額對 GDP 比率將達 252%(圖 20)，遠高於美國與英國，若**利率上升增加財政支出將使財政狀況更加惡化**；另根據日本財務省之估算，若**利率上升 1 個百點**，明(2025)年度之本息償還負擔將較預期**大幅增加約 3.7 兆日圓**；此為貨幣政策正常化使長期利率走升之重大挑戰。

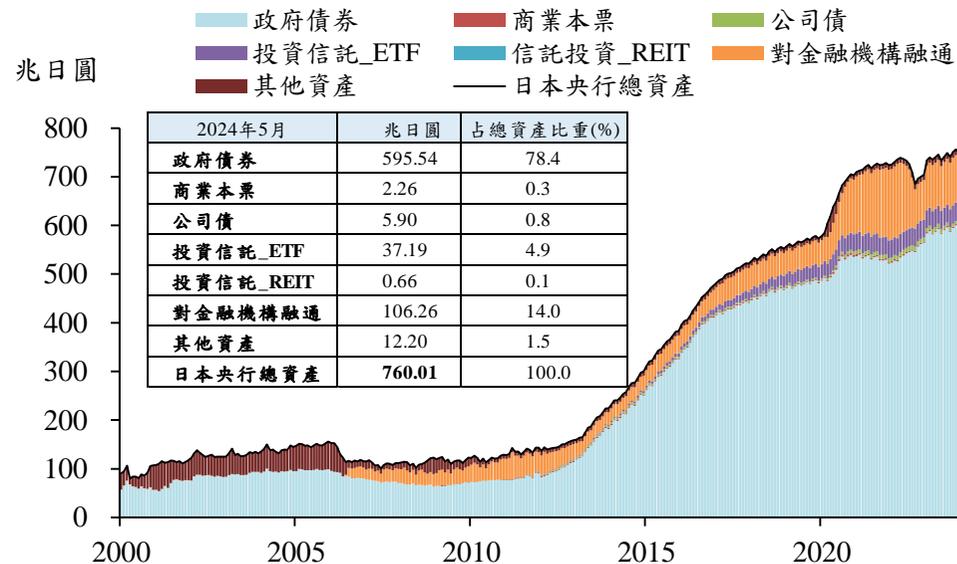
II. BoJ 持有資產對 GDP 比率達 126%，尤以**政府債券規模最大**(圖 21)，縮表速度過快將使**長期利率遽升**，將**干擾金融穩定**與**壓抑物價上漲**，惟若**長期利率上升**，**有助日圓止貶**。市場預期 BoJ 將減少購債並阻貶日圓，本年 5 月 22 日**10 年期公債殖利率升抵**實施 QQE 政策以來最高水準 **1%**，利率**上行壓力大**；BoJ 須**兼顧利率與匯率**兩難。

圖 20 日、美、英各級政府債務餘額對 GDP 比率



資料來源：IMF

圖 21 日本央行資產組成

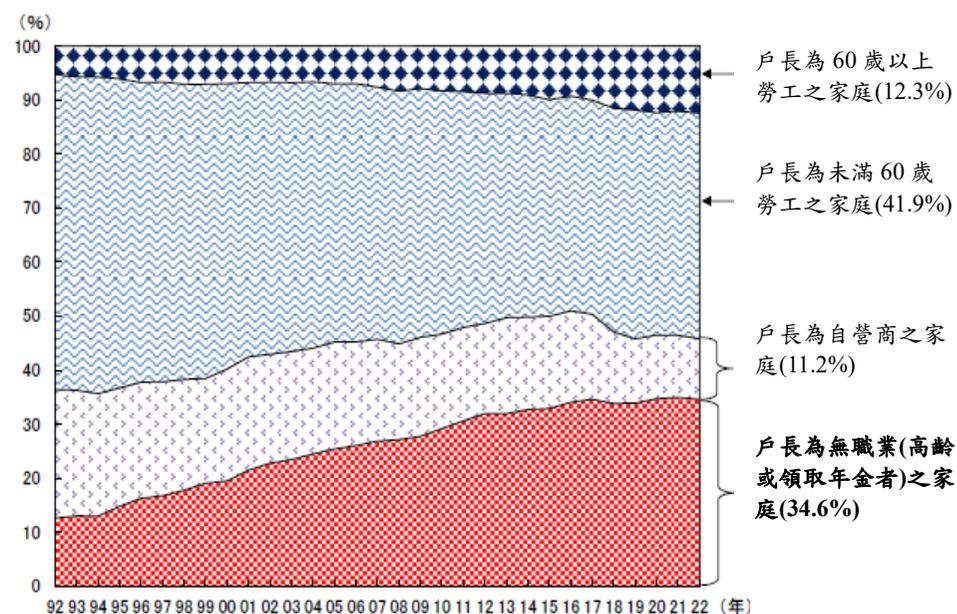


註：1. 資料係根據 BoJ 於本年 5 月 22 日公布之「營業每旬報告」。
 2. BoJ 持有之 ETF 包括東證股價指數(TOPIX)ETF 及日經平均股價(日經 225)ETF 等。
 3. BoJ 持有之外幣資產(包括外幣存款及外國債券等)僅占全體資產之 1.3%，本圖將之納入其他資產。

資料來源：Bloomberg

III. BoJ 期待藉由物價持續上漲帶動薪資加速成長，進而形成物價與薪資之正向循環，終結長期的通縮壓力與低成長。惟人口老化問題嚴重，如**高齡或領取年金之無職業家庭之比重持續攀高**(圖 22)，其**未能享受企業加薪之好處**，**反因物價居高節衣縮食**。人口老化問題恐加劇**消費放緩**，且亦將使**勞動力成長減緩**，此均將威脅物價與薪資之正向循環，不利 BoJ 貨幣政策正常化進程。

圖 22 日本按家庭(兩人以上)職業別劃分之構成比



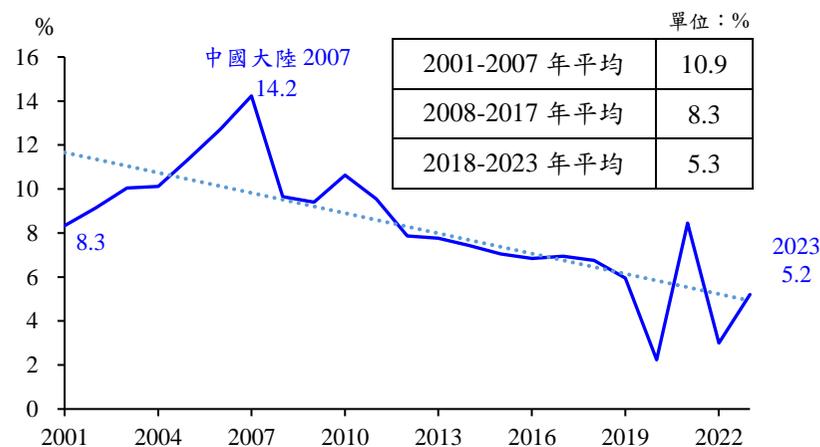
資料來源：日本總務省「2022 年家計調查報告」

4. 中國大陸經濟復甦不穩定，金融風險隱憂加大，加以通縮隱患猶存，PBoC 寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰

(1) 近年中國大陸經濟成長已不若過去高速成長時期，尤其近年來美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，迄今經濟復甦仍不穩定。

- I. **2001-2007 年**：2001 年中國大陸加入 WTO，**投資、民間消費、輸出「三駕馬車」**帶動經濟高速成長。
- II. **2008-2017 年**：**全球金融危機**後，中國大陸面臨外需不振與經濟下行，2008 年官方推出 4 兆人民幣**財政刺激**支撐經濟成長，在先進經濟體經濟成長放緩之際，**中國大陸成為全球經濟成長的主力**，惟 2010 年後其國內面臨**產能過剩問題**；2016 年「亞洲基礎設施投資銀行」開業，**對外積極推動「一帶一路」**，**對內**則以「**經濟再平衡**」為施政主軸，透過民間消費拉動經濟成長。
- III. **2018-2023 年**：2018 年**美中貿易衝突**，使中國大陸高科技發展受限，2020 年**COVID-19 疫情蔓延之際**，官方更強化「**國進民退**」，展開新一輪**產業監管**²⁶，不利生產與投資；以及 2021 年實施「**三道紅線**」**影響房地產業融資**，**房地產景氣急遽下滑**，並因應疫情再起而實施**嚴格封城與清零政策**，**嚴重打擊民間消費**；2022 年**俄烏戰爭爆發**，國際政經情勢動盪，中國大陸經濟內部與外部接連受到衝擊，2023 年經濟成長率為 5.2%(圖 23)，**經濟復甦仍不穩定**。

圖 23 中國大陸經濟成長率



資料來源：LSEG Datastream

²⁶ 產業監管係中國大陸透過眾多立法與管制措施，整頓互聯網、補教、網路遊戲及金融機構等產業，期能將國家資源再重新有效分配，以降低所得不均情形。

(2) 近年**房市景氣不振**，持續拖累經濟成長，加以社會大眾預期就業市場狀況不佳，**消費者信心下滑**(圖 24)，進一步使得**消費需求疲弱**。

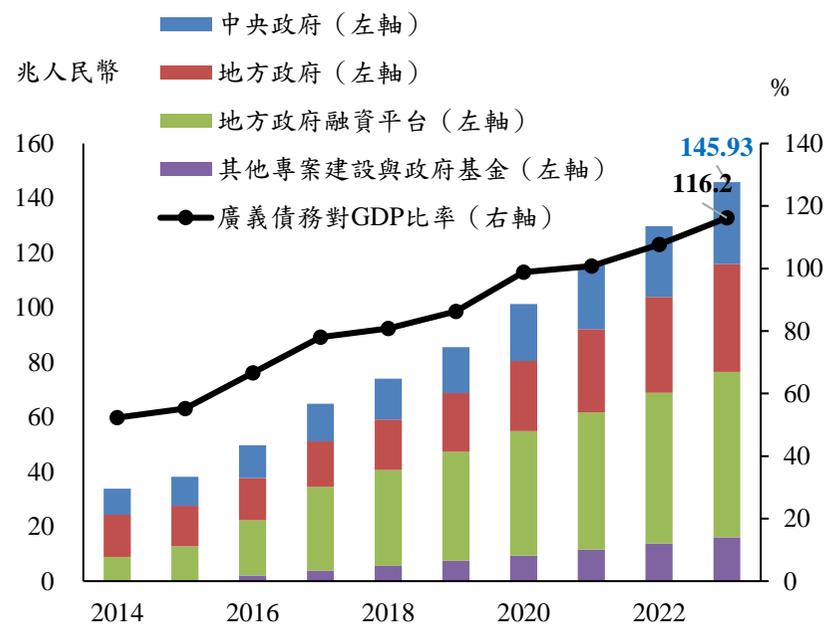
— 隨**房地產市場景氣下行**，多數地方政府融資平台(local government financing vehicle，簡稱 LGFV)因缺乏資金支付地方政府利息，加以景氣復甦遲緩，**地方政府財政收入疲軟**，**債務規模持續累積**(圖 25)。**PBoC 為穩定房市**，持續**寬鬆貨幣政策挹注市場資金**，恐將進一步加劇地方政府債務累積，**金融風險隱憂擴大**。

圖 24 中國大陸房地產及消費信心指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 25 中國大陸政府債務規模



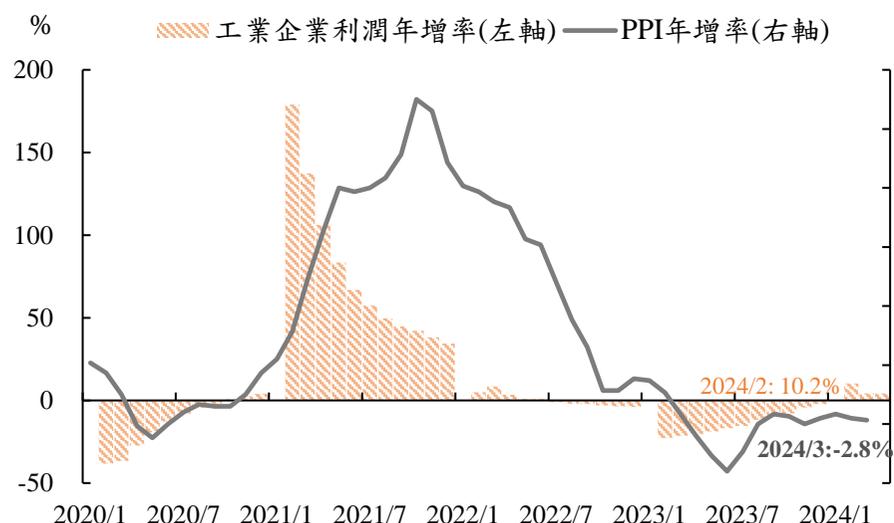
資料來源：IMF

(3) 中國大陸需求不振及產能過剩致物價承壓，通縮隱患猶存，貨幣將持續寬鬆，惟**推升物價回穩之效果恐有限**。

I. 為刺激經濟復甦，紓解長期**產能過剩問題**，官方擬透過提升**新質生產力**²⁷，作為**擴大投資**之施政重點。在此政策激勵下，「新三樣」之**電動汽車、鋰電池及太陽能電池**等新興產業，蓬勃發展，惟對產能過剩問題助益有限；整體而言，企業為消化庫存，仍**壓低商品售價以求出售**，**企業利潤仍居低檔**(圖 26)。

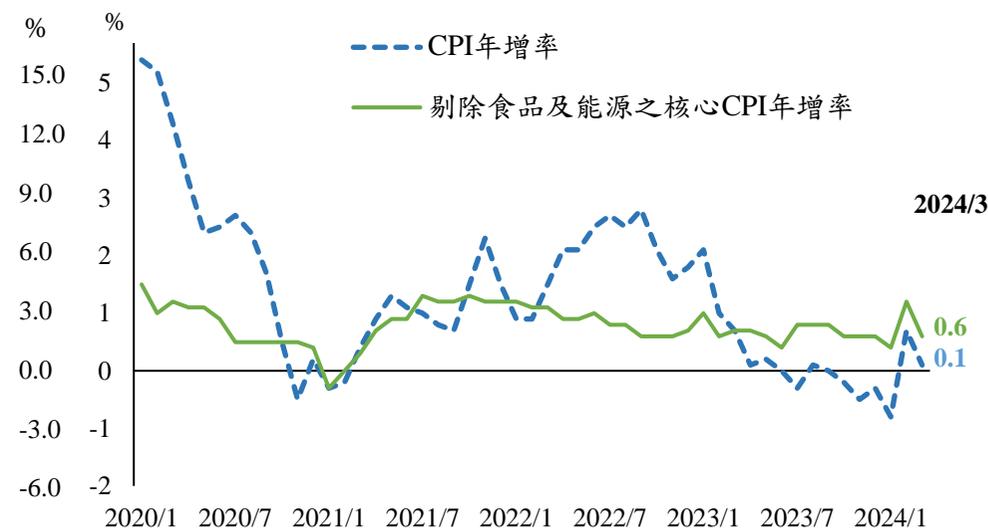
II. **消費需求疲弱**，致**消費者物價成長下滑**(圖 27)，且恐進一步影響**民眾預期心理**，並使民眾**增加儲蓄**，而廠商則延緩投資並裁減雇員，若陷入**嚴重惡性循環**，通縮問題難解；PBoC 持續寬鬆貨幣政策，然**推升物價回穩之效果恐有限**。

圖 26 中國大陸生產者物價指數(PPI)與工業企業利潤年增率



資料來源：中國大陸國家統計局、CEIC

圖 27 中國大陸消費者物價指數(CPI)年增率



資料來源：中國大陸國家統計局、Bloomberg

²⁷ 新質生產力為中國大陸國家主席習近平於 2023 年 9 月提出，係由技術突破、生產創新及產業轉型升級而推動之生產力，即以科技創新推動產業創新及發展新興產業，如製造業數位化與智能化，發展綠色能源及相關產業升級等；詳王勃(2024)，「習近平總書記強調的新質生產力」，中國共產黨新聞網，3 月 18 日。

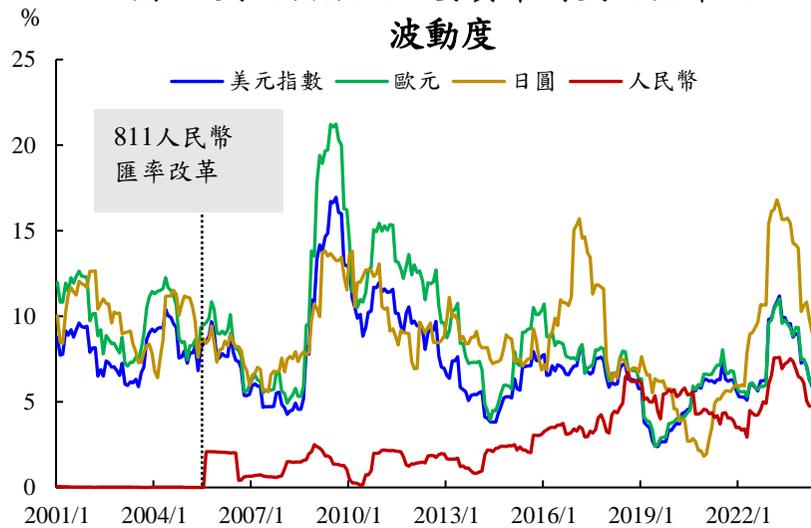
(4) 中國大陸資本管制程度高，PBoC 對外維穩人民幣，對內則配合財政激勵措施操作結構型貨幣政策工具，惟寬鬆貨幣政策仍面臨效果鈍化之挑戰。

I. 中國大陸資本管制程度高，人民幣對美元匯率波動度低(圖 28)，貨幣政策較多自主性(見專欄 2)。

— 2008 年全球金融危機，Fed 調降政策利率以因應經濟減緩，而當時中國大陸透過財政刺激支撐經濟成長，仍維持較美國高之政策利率水準(圖 29)。

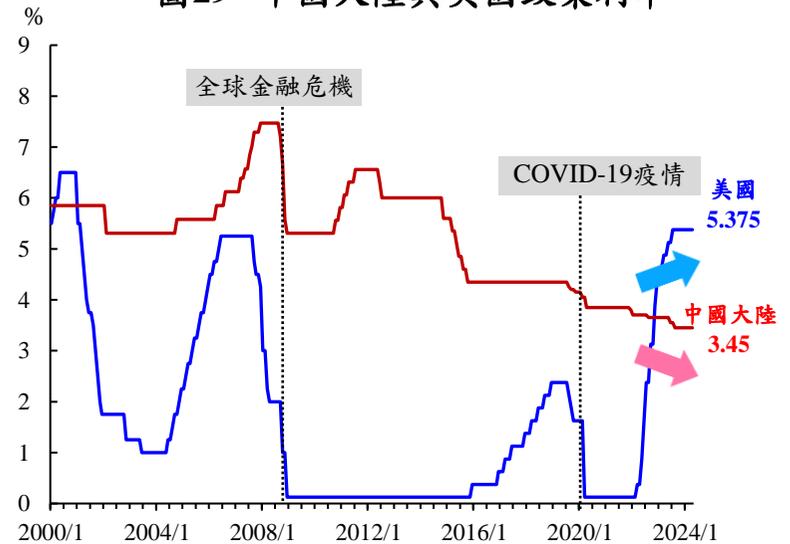
— 2022 年 Fed 啟動升息循環對抗通膨，而中國大陸則因經濟復甦不如預期而持續寬鬆，截至本年 5 月底，中國大陸政策利率 3.45%，已低於 Fed 利率(圖 29)。

圖 28 美元指數及主要貨幣對美元匯率之波動度



註：各幣別波動度係匯率變動之年率化 12 個月移動標準差。
資料來源：LSEG Datastream

圖 29 中國大陸與美國政策利率

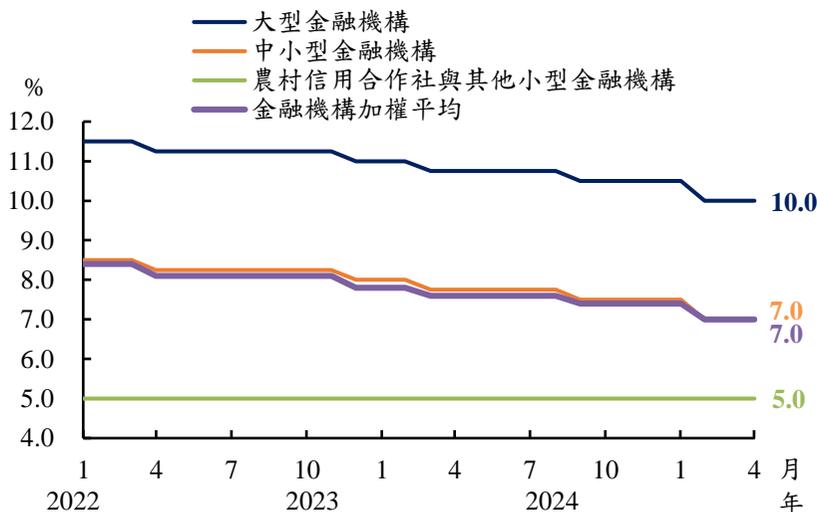


註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點，中國大陸為 1 年期貸款市場報價利率(LPR)。
資料來源：LSEG Datastream

II. PBoC 大規模國債購買無迫切性，政策工具箱仍充沛，近期續配合財政激勵措施操作結構型貨幣政策工具，支持對特定領域和行業的資金投放，惟中國大陸面臨人口紅利縮減，且經濟復甦力道仍疲弱，持續寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰。

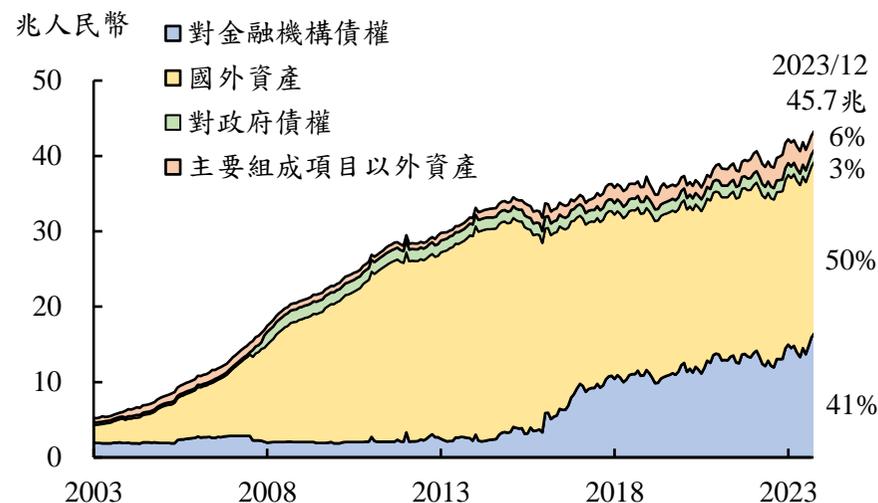
- 目前金融機構加權平均存款準備率為 7.0%(圖 30)，1 年期貸款市場報價利率(政策利率)則為 3.45%，尚有降準、降息空間，購買國債並非主要寬鬆政策工具(對政府債權僅占人行資產 3%(圖 31))，大規模國債購買計畫亦無迫切性。
- PBoC 政策工具箱仍充沛，可操作結構性貨幣政策工具，用以支持農業、中小企業，以及操作政策配合階段性工具，如減碳排支持工具、科技創新再貸款、保交樓貸款支持計畫、房企紓困專項再貸款等支持綠色經濟、科技創新與房市發展，惟人口紅利縮減，生產與消費成長力道疲弱，且經濟復甦不穩，持續寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰。
- 近期中國大陸財政部發行超長期特別國債，市場因缺乏安全資產而使金融機構增加購債意願，長期國債殖利率不升反降；若銀行資金持續大量流入債市，壓低長期國債殖利率，PBoC 指出將於必要時進行賣出國債操作²⁸。

圖 30 金融機構存款準備率



資料來源：中國人民銀行、LSEG Datastream

圖 31 PBoC 資產之主要組成項



資料來源：LSEG Datastream

²⁸ 參見 Reuters News (2024) “Futures and Spot Prices Fell in Unison in the Afternoon, and the Central Bank May Have Announced a Bond-Selling Operation to Knock the Market,” *China Bond Market Overview*, Mar. 30; 金融時報 (2024), 「長期國債這麼火? 專家提醒: 應重視風險」, 5 月 30 日。

專欄 2：近期人民幣貶值，PBoC 持續採維穩人民幣匯率相關措施

1. 根據傳統國際金融理論，**不可能的三位一體原則**，資本自由移動，匯率穩定(或固定匯率)與貨幣政策自主性等目標，不能同時達成。**中國大陸採資本管制，維穩匯率**，並保有**較大貨幣政策自主性**。
2. PBoC 雖**採行管理浮動匯率，維穩匯率**，但自 2022 年 3 月美國 Fed 強力升息致美元走強以來，與其他非美貨幣相似，人民幣**仍有對美元貶值壓力**(專欄 2 圖 1)。
3. 2022 年 11 月以來，**美國政策利率已逾中國大陸政策利率，美中利差持續**，中國大陸面臨**外人投資放緩、中國大陸企業償還外債壓力**，及鞏固**人民幣之國際準備貨幣地位及金融穩定**等因素，PBoC **持續寬鬆貨幣政策支撐經濟成長外**，亦須**持續維穩人民幣匯率**，相關措施如專欄 2 表 1。
4. 2023 年或本年初至 6 月 6 日，人民幣對美元匯率貶值 4.75%及 1.97%。

專欄 2 圖 1 人民幣對美元匯率



資料來源：LSEG Datastream

專欄 2 表 1 PBoC 持續採維穩人民幣匯率相關措施

(1) 透過行政措施，限縮企業大額購匯額度；
(2) 透過較預期強勁之人民幣對美元中間價來支持人民幣匯率；
(3) 透過總體審慎措施，如上調跨境融資宏觀審慎調節參數，鼓勵市場跨境融資及跨境資金流入，增加金融機構與企業外債借款額度；
(4) 透過口頭指引，關切市場對人民幣貶值之預期；
(5) 調降金融機構外匯存款準備金率，以增加美元供給；
(6) 調高外匯遠期交易之外匯風險準備金率，以增加做空人民幣之成本；
(7) 在香港發行人人民幣計價債券，收回人民幣流動性。

資料來源：作者自行整理

(三) 未來各主要經濟體央行貨幣政策面臨之主要挑戰及展望²⁹

由於當前四大經濟體處於不同發展階段，且面臨不同之結構性問題，如欲單獨以貨幣政策解決前述問題之難度甚高，以下僅列出四大央行面臨之主要挑戰與政策展望(表 2)：

表 2 美歐日中央行貨幣政策面臨之主要挑戰及展望

主要央行	Fed	ECB	BoJ	PBoC
貨幣政策面臨之主要挑戰	<ol style="list-style-type: none"> 1. 疫情後美國經濟是否已經出現結構性改變，使緊縮性政策利率水準面臨不確定性 2. 決策及政策溝通過度強調 data dependent，市場預期易受經濟數據影響而大幅波動 3. 本年美國總統大選結果影響未來經貿政策及移民政策走向，或使經濟前景及通膨走勢不確定性提高 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 俄烏戰爭、主要國家貿易衝突、中東衝突等地緣政治風險等經濟不確定性，致歐元區經濟成長面臨下行風險 2. 當前歐元區服務通膨仍居高，如地緣政治緊張局勢加劇及極端氣候事件，或將延後通膨回落至政策目標 3. ECB 政策走向仍受Fed 貨幣政策外溢效果所影響 	<ol style="list-style-type: none"> 1. BoJ 資產規模龐大且種類繁多，未來縮減其資產負債表，須避免造成金融市場大幅波動 2. BoJ 貨幣政策正常化過程仍須面臨高齡化及日本政府財政惡化等中長期結構性問題 3. 日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美中貿易戰或迫使中國大陸與全球所建構之產業供應鏈面臨大幅調整，PBoC 能否以寬鬆貨幣政策解決經濟結構性問題 2. 房地產景氣疲弱，將衝擊國內金融體系穩定；國內消費、投資信心不足，通縮風險上升 3. 美中貨幣政策走勢分歧與外人投資放緩，增添 PBoC 維穩人民幣之複雜度
政策展望	Fed 採審慎態度評估降息	傾向寬鬆貨幣政策，惟 存在不確定性	貨幣政策視通膨是否穩定回升至政策目標而調整	貨幣政策 持續寬鬆並持續維穩人民幣匯率

²⁹ 參考本行本次理監事會後記者會參考資料「一、國際經濟金融情勢及展望」。

(四) 結論

1. 2022 年以來，Fed 啟動升息循環，7 月 ECB 亦跟進升息循環並結束負利率政策，BoJ 及 PBoC 則仍持續寬鬆政策，前述央行貨幣政策呈現分歧以及原因：

(1) 美國：受惠於大規模擴張性財政政策及極度寬鬆貨幣政策，美國政府持續推出與科技及基礎建設相關等法案擴大支出及促進民間投資，加以近年 AI 蓬勃發展，後疫情時代移民有助舒緩美國勞動短缺，均有助塑造美國經濟之韌性。爰 Fed 雖維持 40 多年來最高政策利率水準，美國經濟在已開發經濟體中表現一枝獨秀，惟通膨亦較具黏性，基此，本次 Fed 在主要央行降息風潮中落後其他央行。

(2) 歐元區：相較於美國，由於歐元區缺乏財政統合機制，於疫情期間財政刺激政策規模較小，俄烏戰爭拖累歐洲經濟成長、加重財政負擔及推升通膨，近年來中國大陸經濟趨緩拖累歐元區出口表現，以及歐元區勞動生產力停滯不前，歐元區經濟表現較為疲弱；惟在歐元區通膨趨緩進展較順利下，ECB 於本年 6 月降息 1 碼。

(3) 日本：由於本年春鬥結果提振薪資成長信心，BoJ 初判薪資與物價之良性循環強化，達成 2% 通膨目標已見跡象，宣布跨出貨幣政策正常化之第一步，其基調仍維持寬鬆。

(4) 中國大陸：近年來受到美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，迄今經濟復甦仍不穩定，加以房地產景氣拖累，經濟復甦動能溫和，以及面臨通縮風險之威脅，貨幣政策亦保持相對寬鬆。

2. 四大央行貨幣政策面臨之主要挑戰

(1) **Fed**：後疫情時代美國經濟是否已經出現結構性改變，及中性利率水準是否上揚，使緊縮性政策利率水準亦面臨不確定性；Fed 決策及溝通過度強調 data dependent，市場更易因意料外的經濟數據而大幅波動；此外，本年美國總統大選結果恐影響未來經貿政策及移民政策走向，使經濟前景及通膨走勢不確定性提高。

- (2) **ECB**: 俄烏戰爭、主要國家貿易衝突、中東衝突等地緣政治風險等經濟不確定性使歐元區經濟成長面臨下行風險。當前歐元區服務通膨仍居高，如地緣政治緊張局勢加劇及極端氣候事件，或將延後通膨回落至政策目標之達成。
- (3) **BoJ**: BoJ 資產規模龐大且種類繁多，尤以持有日本公債及 ETF 為最，未來縮減資產負債表規模，須避免對債市及股市造成巨大衝擊，貨幣政策正常化難度高。另 BoJ 貨幣政策正常化過程，仍需面對高齡化等中長期結構性問題挑戰。此外，日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環，仍有待觀察。
- (4) **PBoC**: 美中貿易衝突影響中國大陸高科技發展，加以「共同富裕」為目標之社會政策基調，將造成社會動盪，致經濟復甦力道疲弱，PBoC 能否以寬鬆貨幣政策解決經濟結構性問題。此外，房地產景氣疲弱，將衝擊國內金融體系穩定；國內消費、投資信心不足，通縮風險上升。中國大陸持續寬鬆貨幣政策及外人投資減緩，致有資金外流及人民幣趨貶之虞；PBoC 恐面臨穩定匯率及寬鬆貨幣政策支撐國內經濟之兩難困境。
3. 此外，鑑於 Fed 常扮演主要經濟體貨幣政策之領航者，本次貨幣政策轉趨寬鬆時點或落後其他央行，惟仍須觀察長期以來 Fed 貨幣政策外溢效果(spillover effect)透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞給其他經濟體的情況³⁰，以及全球金融外匯及債券市場同步現象是否出現變動。倘若未來美國經濟達成軟著陸，則 Fed 亦將啟動降息循環，至於未來能否回到以 Fed 為全球政策領頭羊之局面，除了需要觀察各國經濟情勢走向是否趨向一致外，未來美元能否鞏固國際貨幣地位、地緣政治風險及全球貿易碎片化之後續發展，以及 AI 蓬勃發展或吸引更多資金流向美國等均值得留意。

³⁰ 例如 ECB 總裁 Christine Lagarde 及 BoC 總裁 Tiff Macklem 等官員提及，美國為全球最大經濟體及最主要經濟金融中心，Fed 貨幣政策對全球經濟及金融情勢具有重大影響力。ECB 政策決議某種程度上仍取決於 Fed 動向，並考慮匯率變動及國際資本流動；此外，ECB 其他官員亦指出，倘若 ECB 早於美國採行同方向政策，則其政策效果較差，故 ECB 與 Fed 間政策分歧程度將有其侷限。基此，ECB 在本年 6 月降息後，未來進一步降息仍需保持謹慎(參見 Lagarde, Christine (2024), “Monetary Policy Statement: Press Conference,” European Central Bank, Mar. 7; Lagarde, Christine (2024), “Monetary Policy Statement: Press Conference,” European Central Bank, Apr. 11 ; Reuters (2024), “ECB Should be Very Cautious about Post-June Rate Cuts, de Guindos Says,” Apr. 23 ; Schroers, Mark and Alexander Weber (2024), “Fed Rate-Cut Reluctance Will Limit ECB Leeway, Holzmann Says,” Bloomberg News, Apr. 18; Schneeweiss, Zoe (2024), “ECB’s Holzmann Says Fed Is Gorilla in Room Thanks to Dollar,” Bloomberg News, May 8 ; Weber, Alexander and Mark Schroers (2024), “There’s a Limit to How Far the ECB Can Diverge from the Fed, Vasle Says,” Bloomberg News, Apr. 18 ; Kihara, Leika and Satoshi Sugiyama (2024), “ECB’s Schnabel Calls for Caution in Rate Cuts Beyond June, Nikkei Reports,” Reuters, May 17 ; Rendell, Mark (2024), “We’re Seeing What We Need to See. We Just Need to See It for Longer: Tiff Macklem Explains the BoC’s Thinking as It Moves Toward a Pivot,” The Globe and Mail, Apr. 12)。