

政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

2024 年 J.P.Morgan 第 49 屆央行年會

心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：紀元瀚/研究員

出國地點：美國 紐約

出國期間：113 年 6 月 3 日至 6 月 7 日

報告日期：113 年 7 月 26 日

## 前言

1928年法國社會學家 Maurice Halbwachs 在其著作《記憶的社會框架》(Les cadres sociaux de la mémoire)中，提出「集體記憶」(Collective Memory)的概念，並強調社會群體共同經歷所形成的認知與認同框架，也將形塑個人的記憶。1984年法國歷史學家 Pierre Nora 在承襲了前述的概念下，匯集法國當代學者的研究，發表了一部深具影響性之歷史著作《記憶所繫之處》(Les Lieux de Mémoire)，他將這個新創的書名詞彙定義為，一種物質或非物質實體，經由人類或時間轉變，而成為一個社群的象徵性遺產。

2020年隨著 COVID 新冠疫情的蔓延，與 2022 年俄烏戰爭的爆發，全球陷入通膨高漲之苦。美國聯準會為對抗通膨，自 2022 年 3 月起快速升息，頃刻間，以美國為首之債券殖利率大幅拉高，並形成殖利率曲線倒掛。這樣的因果關係與場景，在人類歷史的洪流中不斷地循環演繹，或許從某個角度而言，升息以抑制通膨、殖利率曲線倒掛預示衰退，一直以來即是市場金律，且早已深深烙印在金融市場投資人的集體記憶之中。然而，Fed 主席 Powell 在上(2023)年 11 月 9 日的一場演講<sup>1</sup>中，藉由三個提問提醒我們，貨幣政策執行者，不應糾結拘泥於傳統的貨幣政策執行方式，也不應陷於傳統貨幣學說所謂之供給與需求面的思維，而應體察當前之經濟社會是否出現長期結構性之變化。因此，本文藉由梳理影響疫情前名目利率長期走跌之原因與結構性因素，並試由全球投資與產業供應鏈、人口結構與移民人口等角度，觀察前述原因與結構性因素是否發生轉變，重新省思並審視當前貨幣政策面臨之挑戰，揭示不同以往的因果關係與可能的貨幣政策面

---

<sup>1</sup> Powell, Jerome H. (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy," Opening Remarks, a Policy panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, Board of Governors of the Federal Reserve System, Nov. 9.

貌；因應結構性的轉變，新的事與物，或將重新形塑我們這一代人的「金融市場集體記憶」，成為新的記憶所繫之處。

邁入 21 世紀的中國，不僅政治更迭且內憂頻仍，從人口結構到房地產崩跌，社會經濟正面臨許多裂痕；根據聯合國(UN)的統計，印度人口已經在 2023 年 4 月正式超越中國，成為全球人口第一大國，不僅如此，以勤奮著稱的中國勞動力正在萎縮。憑藉著改革開放、出口貿易，中國人民在過去數十年間累積了龐大的超額儲蓄，中國人有土斯有財的照拂，以及 2008 年中國四兆財政刺激與基礎建設的推波助瀾，堆疊衍生出了過去 10 年來房地產的盛世榮景，但這樣的榮景隨著中國經濟成長趨緩、美中貿易衝突的激化，以及去全球化、防堵中國等概念的方興未艾，而危如累卵。

另一方面，1970 年代牽起美國與中國友好同盟關係的一代政治巨擘 Henry Kissinger 在上年 11 月 29 日殞落，似乎也象徵著這兩個大國間友好關係正式畫上句點。隨著美中競合關係的日趨緊張與貿易戰的開打，歷經 1990 年代初改革開放，2001 年正式加入世貿組織，中國與全球所逐步建構的產業供應鏈，似乎正被迫走向崩解與式微，原本用以致富的全球自由貿易體系正面臨諸多的限制與挑戰。可預見的是，中國未來的對外發展之路將極其艱辛複雜。

本次參加 J.P.Morgan 於紐約所舉辦之第 49 屆中央銀行年會，循例邀請全球多國之中央銀行、主權財富基金，以及國際機構債發行人等官方機構投資人參加。前述美國經濟、中國經濟與地緣政治正是與會成員共同熱烈商討的議題；面對詭譎多變的全球政經局勢發展，多數成員對於 2024 年全球經濟成長仍保持樂觀預期，特別是對美國經濟之展望，認為其經濟具韌性，勞動市場與資本市場表現亮眼穩健，均有助於維持美國經濟成長動能；惟囿於通膨降溫遲滯，Fed 或於本(2024)年維持當前限制性政策利率水準不變，抑或於年底前降息一碼。

此外，各國官方機構代表對本年美國總統大選結果多表示擔憂，咸認為 Donald Trump 再次當選機率頗高，恐推升全球地緣政治風險，並影響未來經貿政策與移民政策走向，或使經濟前景及通膨走勢不確定性提高，成為金融市場之黑天鵝。對長線投資者而言，分辨週期性變化(Cyclical)與長期趨勢(Secular)間的差異，是非常重要的—項課題。而由長期趨勢所衍生的另一個更深層次的重點，則在於觀察並辨識出經濟、政治、社會等各層面，所發生之「結構性的轉變」。因為，一旦出現結構性的變化，其影響通常是深遠且長久，換言之，對於資產配置與投資表現，也將扮演極具關鍵性的角色。因此，Donald Trump 的再次當選，或將為美國乃至全球政治經濟局勢帶來結構性的轉變，同樣將重新形塑我們這一代人的「金融市場集體記憶」。

## 目錄

<b>壹、美國的貨幣政策與隱身其後之社會經濟結構轉變.....</b>	<b>1</b>
一、疫情至今通膨大幅上揚之真正原因與應對之策.....	2
二、後疫情時代之利率走向.....	16
<b>貳、中國社會與經濟所面臨的結構轉變與挑戰.....</b>	<b>25</b>
一、中國所面臨的人口問題.....	25
二、美國與中國之博弈.....	30
三、全球產業供應鏈的變化.....	36
<b>參、J.P.Morgan 研討會之重點內容摘要.....</b>	<b>42</b>
一、全球經濟展望(Global Economic Outlook).....	42
二、外匯存底管理與資產配置趨勢問卷調查.....	43
<b>肆、結論.....</b>	<b>49</b>
一、央行應審慎觀察並評估社會經濟之結構性變化，及其對於貨幣政策潛在之 影響.....	49
二、中國人口問題棘手難解.....	49
三、全球產業鏈的變遷，將深遠影響中國經濟.....	52
四、外匯存底管理與資產配置之趨勢.....	54
<b>參考文獻.....</b>	<b>56</b>

圖次	頁碼
圖 1 美國 Core PCE 年增率	4
圖 2 供應鏈中斷和航運塞港情況嚴峻	5
圖 3 全球半導體產能利用率在 2021 年第三季已近滿載	5
圖 4 全球半導體產業集中度高和交貨時間長限制了晶片產能擴充	6
圖 5 全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)	6
圖 6 美國核心 CPI 月增率及組成分項	6
圖 7 房市出現 1970 年代以來最大榮景	7
圖 8 美國就業情況	8
圖 9 美國家計部門淨財富資產來源	9
圖 10 美國 65 歲及以上人口數目與人口占比	10
圖 11 2010~2020 年間美國各年齡層人口變化	11
圖 12 美國退休人口占勞動力人口比重	12
圖 13 2000、2010 與 2020 年美國人口年齡層結構比較	13
圖 14 美國人口出生率 (1800~2020 年)	13
圖 15 美國總人口年增率 (1990~2021 年)	14
圖 16 美國新生人口與新移民人口之比較 (2000~2021 年)	14
圖 17 美國時薪年增率中位數之三個月平均移動值	15
圖 18 美國本土勞動力與移民之就業產業類別的比較	16
圖 19 Holston、Laubach、Williams (HLW) 對美國長期實質中性利率的估計	17
圖 20 預估實質長期聯邦基金利率(Real Long-Run Federal Funds Rate)之中位數	18

圖 21 全球創投融資(VC)趨勢 (2010~2021)	20
圖 22 全球私募資金(PE)與創投融資(VC)趨勢 (2020~2023)	21
圖 23 全球創投融資趨勢	21
圖 24 全球 M&A 交易趨勢	22
圖 25 主要國家占全球股市與債市之比重	22
圖 26 中國進口與出口價格	23
圖 27 中國人口數	27
圖 28 中國 65 歲及以上老年人口撫養比 (2012~2022 年)	27
圖 29 中國人口政策與人口年增長率	29
圖 30 美國已降低對中國商品貿易之依賴 (2017~2023)	37
圖 31 全球電腦主要進出口渠道 (2021)	38
圖 32 中國占美國製造業商品比例 (2017~2023)	38
圖 33 英國、德國與中國間之貿易未出現大幅改變 (2017~2023)	39
圖 34 中國貿易對手近年有逐漸轉向發展中國家的傾向 (2017~2023)	40
圖 35 中國主要進出口國家發生轉變 (2017~2023)	41

## 壹、美國的貨幣政策與隱身其後之社會經濟結構轉變

1928 年法國社會學家 Maurice Halbwachs 在其著作《記憶的社會框架》(Les cadres sociaux de la mémoire)中，提出「集體記憶」(Collective Memory)的概念，並強調社會群體共同經歷所形成的認知與認同框架，也將形塑個人的記憶。1984 年法國歷史學家 Pierre Nora 在承襲了前述的概念下，匯集上百位法國當代一流學者的研究，收錄 135 篇長文，發表了一部深具影響性之歷史著作《記憶所繫之處》(Les Lieux de Mémoire)，其書名(Lieux de Mémoire)更因新創而被收錄於重要的法語字典。他將這個新創的書名詞彙定義為，一種物質或非物質實體，經由人類或時間轉變，而成為一個社群的象徵性遺產。就當代法國人而言，聖女貞德(Joan of Arc)、《追憶似水年華》(À La Recherche du Temps Perdu)的作者 Marcel Proust、法國國歌《馬賽曲》(La Marseillaise)、巴黎艾菲爾鐵塔(La Tour Eiffel)便是這樣的「記憶所繫之處」。對金融市場的投資人而言，面對著周而復始的景氣循環與各類金融事件，我們是否也存有「集體記憶」呢？

2020 年隨著 COVID 新冠疫情的蔓延，與 2022 年俄烏戰爭的爆發，原物料價格隨之攀升，更使得全球陷入通膨高漲之苦。美國聯準會為對抗通膨，自 2022 年 3 月起快速升息，債券殖利率大幅拉高，並形成殖利率曲線倒掛。這樣的因果關係與場景，在人類歷史的洪流中不斷地循環演繹。或許從某個角度而言，COVID、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭皆已逐漸內化成投資人記憶所繫之處，而成為集體記憶。

另一方面，升息以抑制通膨、殖利率曲線倒掛預示衰退，一直以來即是市場金律，且早已深深烙印在金融市場投資人的集體記憶之中。



然而，Fed 主席 Powell 在上年 11 月 9 日的一場演講<sup>2</sup>中，藉由三個提問，揭示了不同以往的因果關係與可能的貨幣政策面貌；結構性的轉變，新的事與物，或將重新形塑我們這一代人的「金融市場集體記憶」，成為新的記憶所繫之處。演講中的三個提問，包括：(1)疫情至今通膨大幅上揚之真正原因與應對之策；(2)是否應以緊縮性貨幣政策應對供給面衝擊；(3)後疫情時代之利率走向。

其中，提問二係指傳統上供給面衝擊(如食物或能源)所造成之物價上漲，通常屬短期暫時性現象，故少有以貨幣政策作為應對之討論；惟 Fed 從近年全球供應鏈面臨結構性變化衝擊，及俄烏戰爭導致原物料供應斷鏈而激化物價上漲等經驗得知，供給面衝擊若持續過久，恐推升民眾之長期通膨預期，故應即時輔以緊縮性貨幣政策限制總合需求，幫助供給和需求面重返均衡，也才能有效錨定民眾之通膨預期。這個提問言簡意賅，其答案相對明確，因此，本文主要聚焦在另兩個提問，即疫情至今通膨大幅上揚之真正原因與應對之策，與後疫情時代之利率走向。由此延伸，重新省思並審視當前貨幣政策面臨之挑戰、影響美國貨幣政策之結構性因素，與未來可能之利率走向。

## 一、疫情至今通膨大幅上揚之真正原因與應對之策

在小說《追憶似水年華》(À La Recherche du Temps Perdu)中，作者 Marcel Proust 用了相當大的篇幅，細膩描繪主人公因偶然間嘗到熟悉的瑪德蓮蛋糕(madeleine)，而喚醒被束之高閣與遺忘的童年時光；那份悸動，伴隨著思緒沾染上瑪德蓮蛋糕與茶的香味及滋味，兒時在 Combray 的鄉居歲月倏忽間歷歷在目。這段關於氣味、嗅覺與記憶的

---

2 Powell, Jerome H. (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy," Opening Remarks, a Policy panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, hosted by the International Monetary Fund, Board of Governors of the Federal Reserve System, Nov. 9.

文字被心理學家以「Proust phenomenon」稱之，也讓瑪德蓮蛋糕搖身成為舉世聞名的法國甜點。

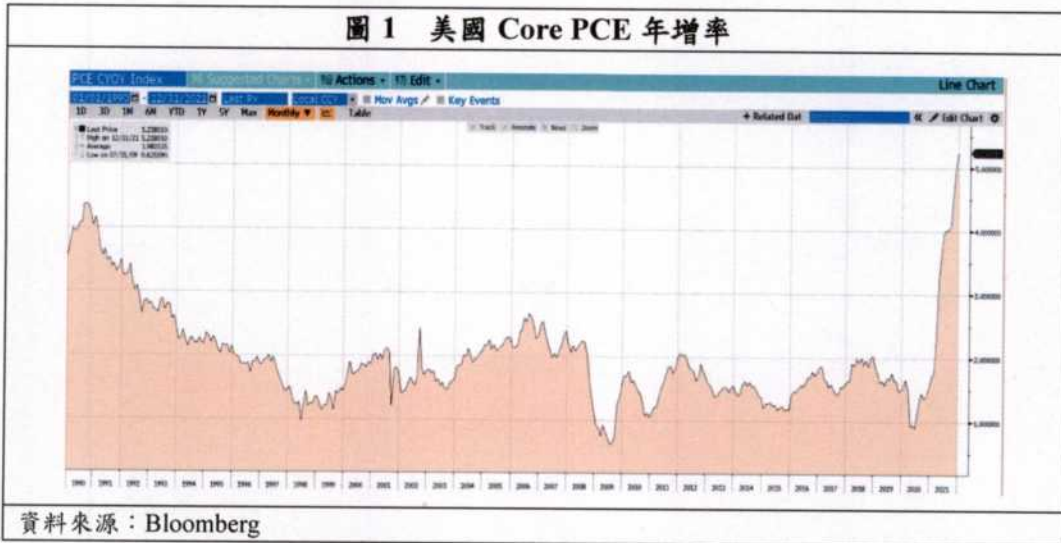
事實上，每當回憶起 2021 年這段通膨驟升的期間，「Transitory(意即暫時性的)」這個字彙就好比那扇貝形的瑪德蓮蛋糕，成為世人對於 2021 年通膨高漲之深刻記憶的關鍵字。猶記當時，美國聯準會和 Biden 政府官員廣泛使用「Transitory」一詞來形容高於正常水準的物價，不斷地強調現階段的通膨現象是「暫時性的」，美國聯準會的推波助瀾，造就了 Transitory 這個字彙傳頌街頭。但隨著時間的推移，高物價顯得相當的頑強與具有黏性，「暫時性」的說法逐漸被拋棄。也因為這段有損信譽的通膨誤判，Powell 在其演講中的第一個大哉問，即在於試圖找出高通膨遲滯的真正原因。

### (一) 往事豈能如煙

首先，讓我們回顧一下，當年通膨上揚的場景。2021 年 3 月核心個人消費支出物價指數(Core PCE)年增率為 2.25%，創近 13 年來新高。至 7 月份，年增率攀升至 4.0%，10 月則進一步上揚至 4.5%。然而，通膨上升初期，聯準會主席 Powell 及其官員卻尚未意識到通膨的難以控制以及隱身其後所發生之結構性變化；咸認為，高通膨是由於供應鏈問題以及少數產品所推動，市場供需很快就會恢復正常，敦促美國人毋須驚慌。美國財政部長 Yellen 在 2021 年 6 月七大工業國集團(G7)財長倫敦會議的記者會上表示，美國 2021 年底前通貨膨脹率會停留在 3% 的水準，惟通膨高漲現象是暫時性的。聯準會主席 Powell 則是在同年 7 月赴眾議院金融服務委員會聽證會報告時明確表示，通膨飆升是暫時性質。

的確，Powell 與 Yellen 的反應，與當時大多數財經官員和經濟學家的觀點一致，均認為通膨率將在 2021 年底緩解。但事與願違，

Core PCE 年增率由疫情發生後約 1%，一路攀升至 2021 年 12 月的 5.24%。顯然美國通膨已升至 1990 年以來新高(圖 1)，主要係因供應鏈瓶頸持續導致耐久財價格驟升，另隨著疫情解封與財政政策刺激，薪資及房租加速成長，致服務通膨亦回升至 2000 年代中期水準。



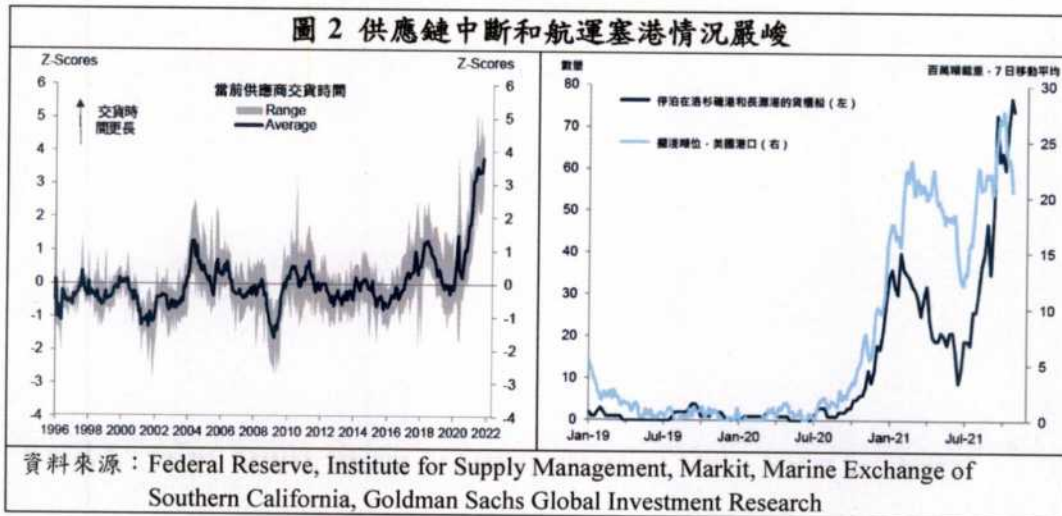
## (二) 通膨大幅上揚之真正原因

對此，我們試圖歸納出以下三個主要原因：

### 1. 供應鏈瓶頸問題

2021 年下半年美國通膨快速上揚成為市場熱門話題，其中核心 PCE 及核心 CPI 年增率更是逐月攀升，在引發通膨上揚的可能因素中，供應鏈瓶頸特別受到重視，也最顯而易見，例如塞港(圖 2)、新車汽車價格上揚連帶導致二手車價格水漲船高，以及全球半導體產業鏈的供應吃緊。

以汽車價格為例，截至 2021 年 8 月底，來自馬來西亞和越南的關鍵汽車半導體產品進口下降了 36%，導致 9 月份美國汽車產量月減 15%，美國二手車價格指數(Manheim used vehicle index)在 2021 年 10 月前半月大漲 8.3%，主要反映 Delta 變異株疫情導致東南亞及其他地區工廠停工的影響。



由於半導體已成為當前許多製造業不可或缺的關鍵零組件，晶片短缺對供應鏈的影響備受關注。2021 年第三季全球半導體產能，除了東南亞因疫情停工外，產量及產能利用率多已恢復到幾近滿載（圖 3）。換言之，提高半導體產能利用率非解決晶片短缺之關鍵，全球半導體產業的高度集中與擴充不易的特性（圖 4），才是造成晶片供應鏈短缺的實質因素。

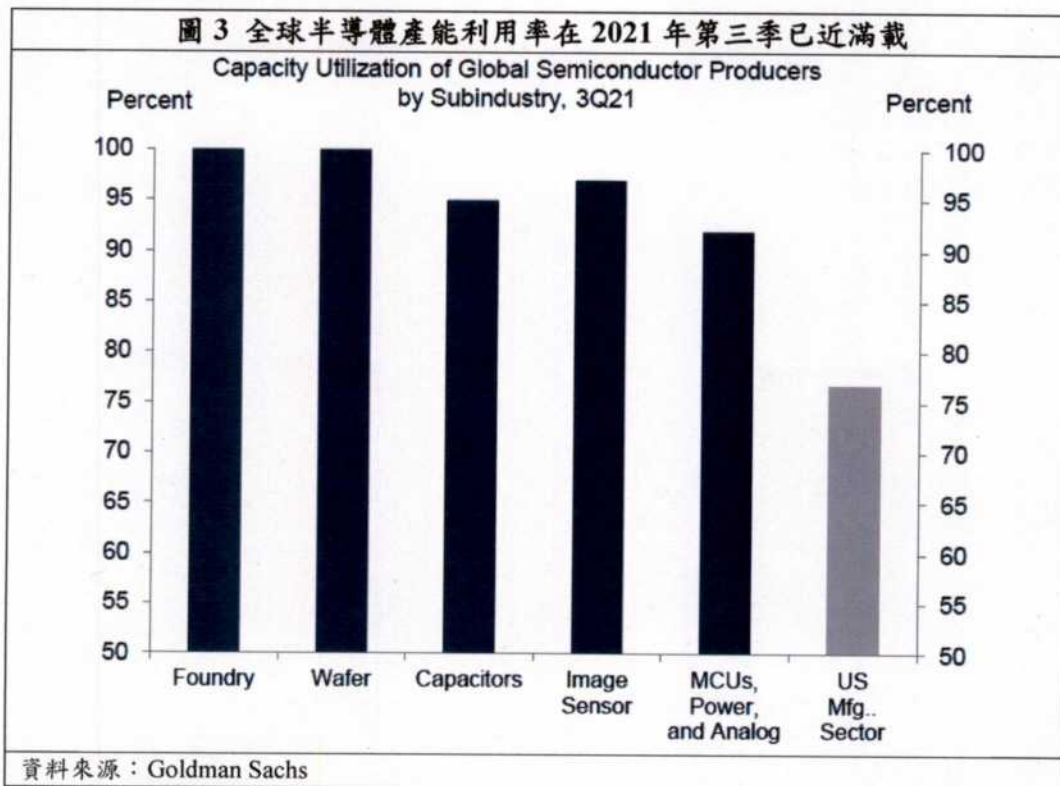
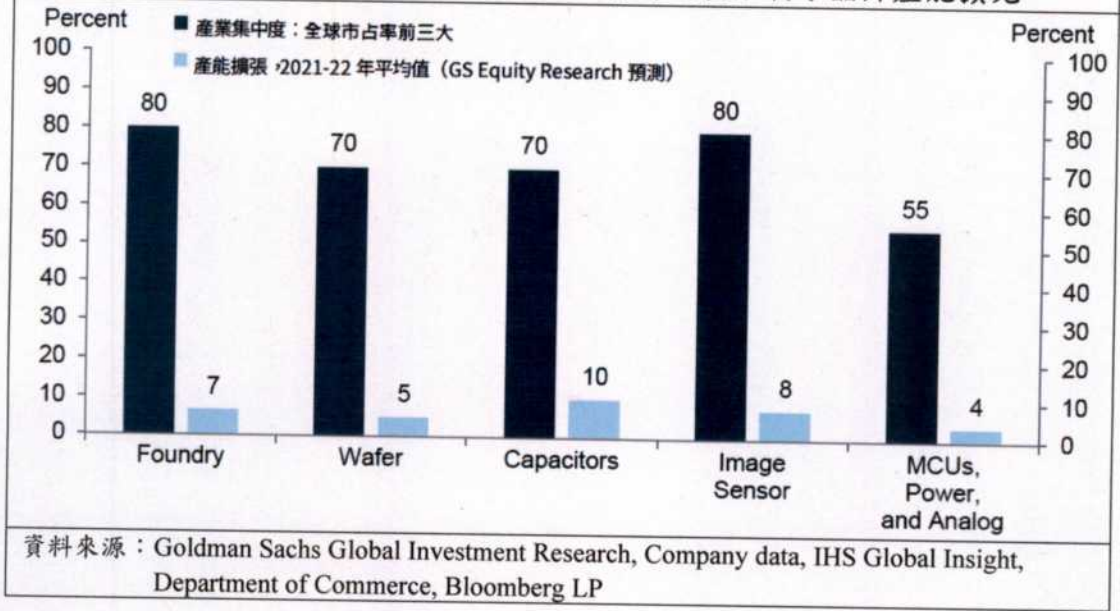


圖 4 全球半導體產業集中度高和交貨時間長限制了晶片產能擴充



另一方面，紐約聯邦銀行為更全面地衡量全球供應鏈中斷情形，整合多項常用指標後建構一簡要衡量標準—「全球供應鏈壓力指數 (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)」；指數的最高峰 4.36，正是出現在 2021 年的 12 月(圖 5)，全球供應鏈的壓力隨後逐步緩解，2023 年 5 月已降至最低點-1.56，目前 2024 年 6 月的最新數據，則維持在-0.03。

圖 5 全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)



資料來源：NY Fed

圖 6 美國核心 CPI 月增率及組成分項

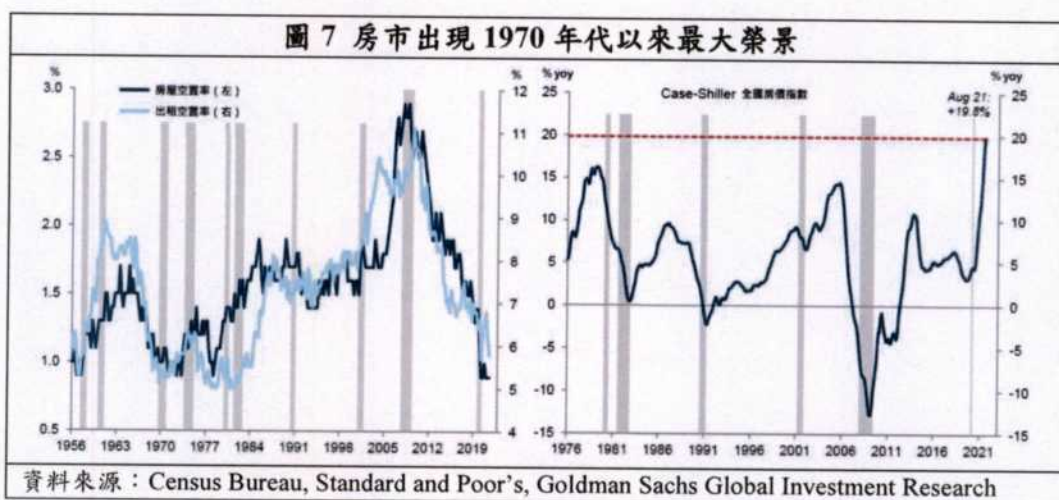


資料來源：Citi

## 2. 就業與生活習慣的改變，影響住房與租金價格

疫情改變了過往就業與生活的型態，人口持續溫和成長及低房貸利率，帶動強勁住房需求；此外，供給的限制因素，例如，缺勞工、

缺可使用空地等，亦顯示房市供需缺口仍將相當顯著，使得許多地區的房屋價格與租金價格上揚，這個現象自 2021 年下半年逐漸顯現。以 2021 年 9 月核心 CPI 為例(圖 6)，占核心 CPI 權重高達 4 成的住房價格表現強勁，其中，自有住房成本(owner's equivalent rent)及租屋成本(indirect rent)分別創 2006 年及 2001 年以來最強表現，全美 Case-Shiller 房價指數同創新高(圖 7)。



### 3. 經濟保持韌性，導致通膨居高不下

疫情期間美國政府及 Fed 分別推出史上最大財政刺激及寬鬆貨幣政策，使民間儲蓄大幅攀升，另經濟解封有助其消費穩健成長，加以勞動市場熱絡，尤其是服務業部門就業持續成長，使個人薪資所得隨之增加；此外，股市及房市等金融資產價格上揚的財富效果，亦增添消費動能。經濟保持韌性的結果，自然也導致通膨居高不下。

#### (1) 財政刺激及寬鬆貨幣政策係經濟具韌性的原因之一

- 2020 至 2021 年財政部推出逾 5 兆美元之財政紓困方案<sup>3</sup>(約當 GDP 之 23%)，致家計部門儲蓄率大幅攀升，而 Fed 緊急調降政策利率至 0~0.25%，並於 2020 年 6 月實施無限量資產購買計畫(unlimited QE)，於 2020 至 2022 年期間共購買

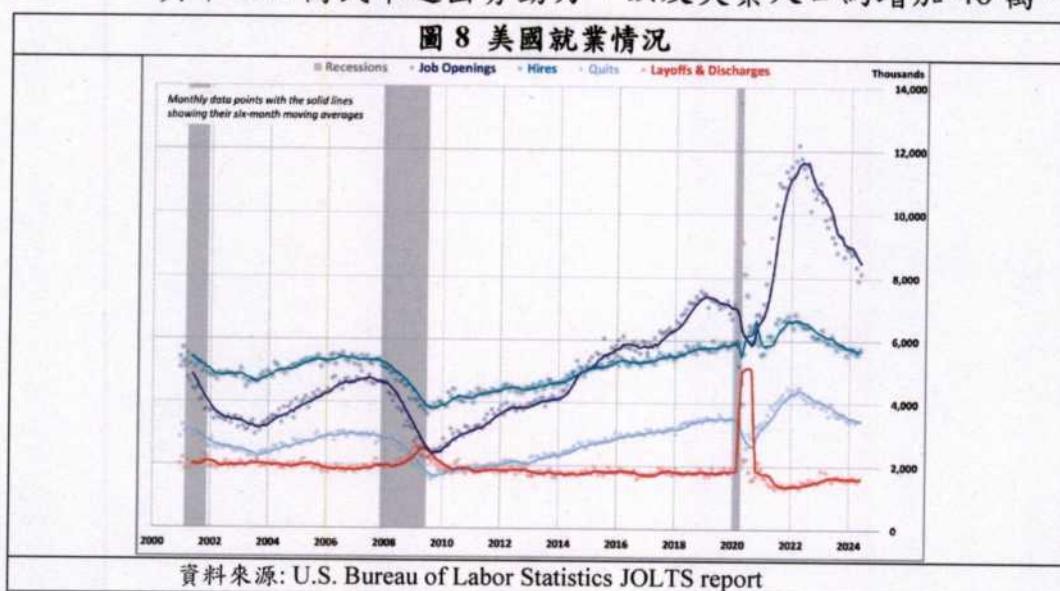
<sup>3</sup> 包含「冠狀病毒援助、救濟和經濟安全法案(CARES)」及「2021 年美國援助計畫法案(ARPA)」等。

4.9 兆美元美債。

- 家計部門因財政紓困方案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，經濟得以展現韌性。

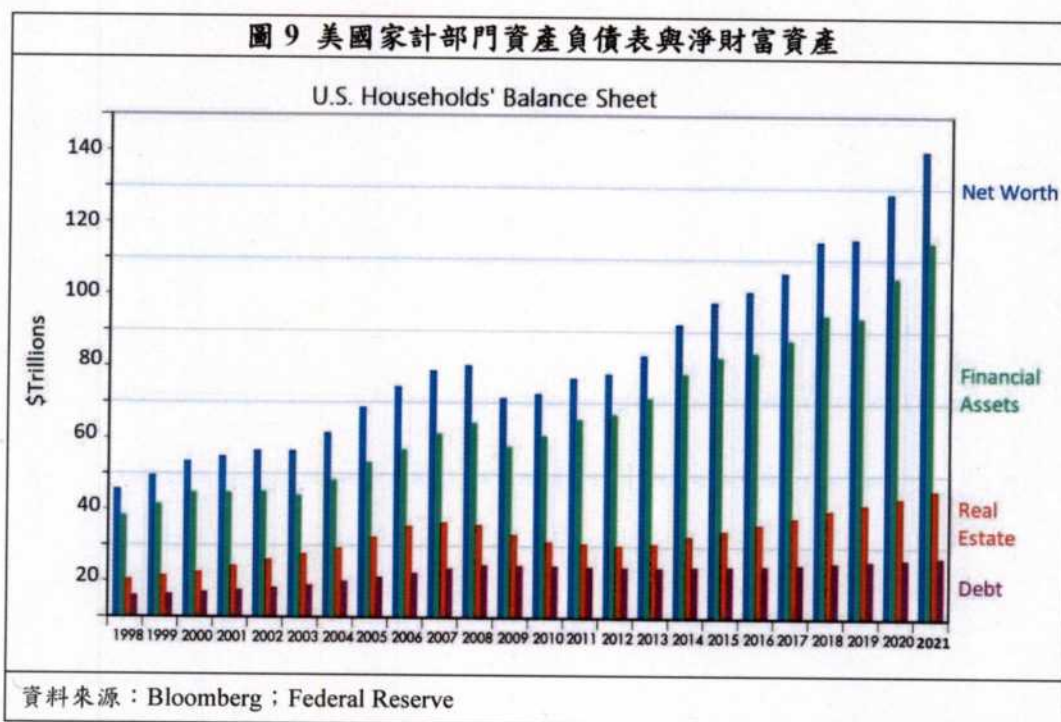
## (2) 勞動市場漸趨復甦

- 美國總就業人口因 COVID-19 疫情的爆發，由 2019 年 12 月 1 億 5,877 萬人，大幅減少 2,545 萬人至 2020 年 4 月最低點 1 億 3,332 萬人，之後隨著勞動市場復甦，至 2021 年 12 月累計增加約 2,266 萬人，使總就業人口上升至 1 億 5,598 萬人(圖 8)。
- 總非農就業人口自 COVID-19 疫情爆發前(2019 年 12 月)的 1 億 5,192 萬人，大幅下降至 2020 年 4 月 1 億 3,016 萬人，後於 2021 年 12 月回升至 1 億 4,895 萬人。
- 截至 2021 年 12 月為止，充分就業之缺口(shortfall)可能仍有 280 萬人(約 64%來自主要工作年齡(prime-age)就業缺口)；另相較於 2020 年 4 月之就業缺口 2,545 萬人，已縮小逾 89%，其中 234 萬民眾退出勞動力，以及失業人口約增加 46 萬。



### (3) 所得效果及財富效果

- 除薪資所得持續成長外，另因短期利率高漲，家計部門如將超額儲蓄投資於短天期資產，可賺取較高利率；而負債(房貸等)則因已鎖定在先前較低之利率水準，有助於個人可支配所得增加，進而帶動消費支出。
- 家計部門之不動產淨值較疫情前大幅增加<sup>4</sup>，且淨財富資產主要增加之來源為金融資產，尤其疫情趨緩後股票價格由低點回升頻創新高(尤其科技股)，使 2021 年家計部門淨財富資產攀至 142 兆美元(較疫情前增加約 20 兆美元)(圖 9)，進一步推升消費動能。



<sup>4</sup> 疫情期間，住宅房價一度受壓抑，惟其後則因需求攀升而大幅上漲；近期雖房貸利率隨長債殖利率上揚，不利需求，惟因高房貸利率限制民眾換屋，且新屋建築成本攀升，致可供銷售之新屋及成屋數量下降，房價仍受到支撐。

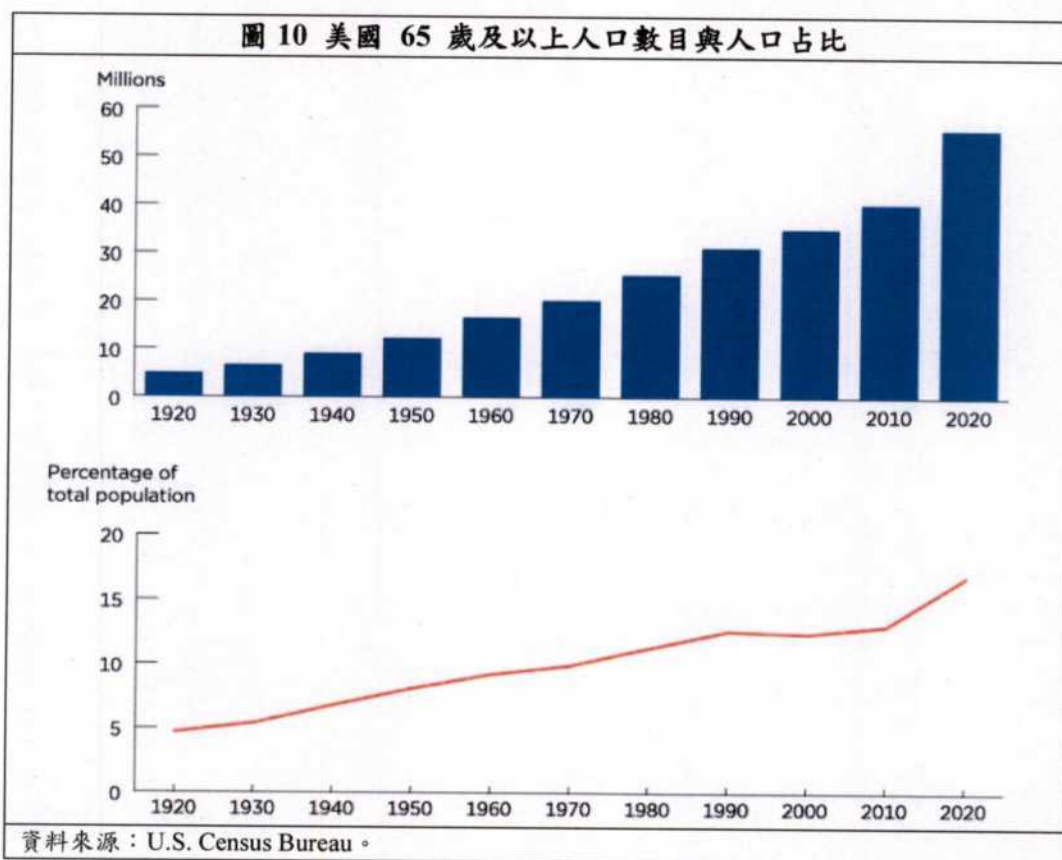


#### 4. 人口結構的改變

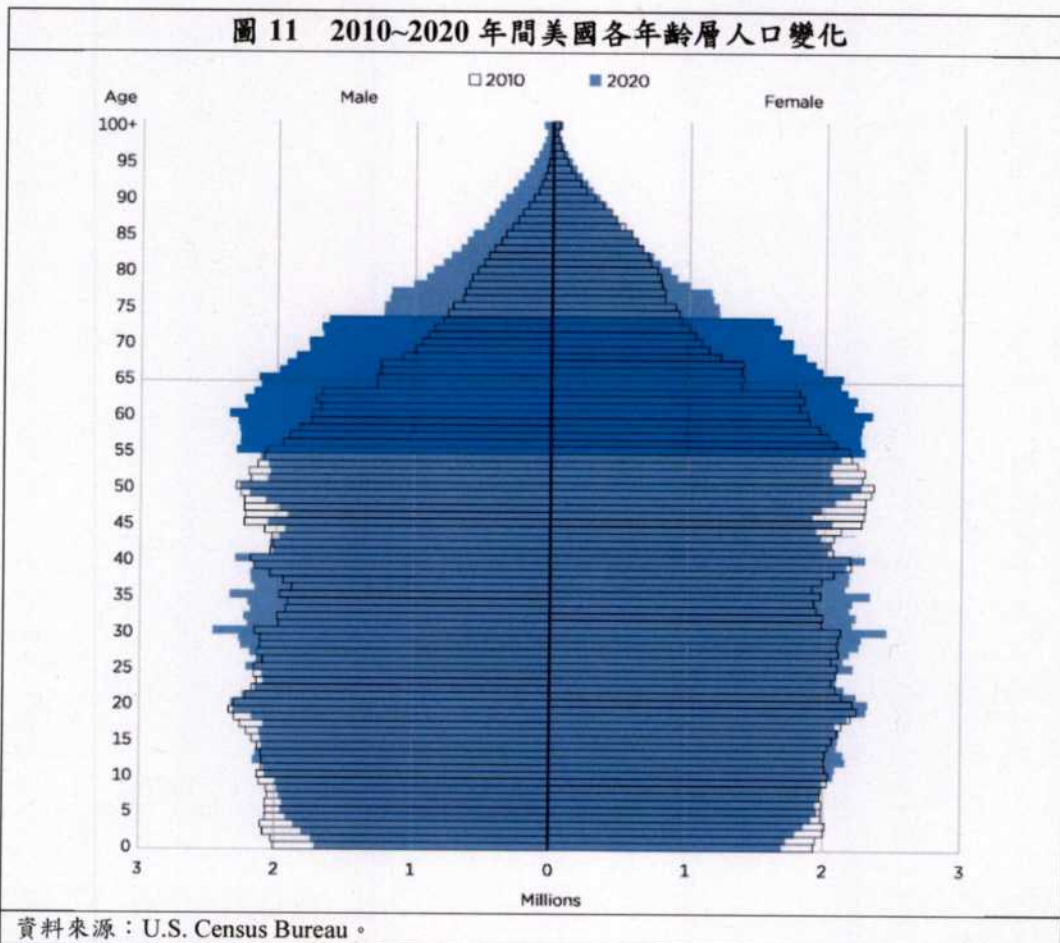
我認為，美國聯準會在 2021 年會低估通膨的嚴峻度與持續性，最主要的原因，即在於聯準會並未嚴正看待或者說低估了人口結構的改變，對歷經疫情洗禮的美國經濟社會所造成之影響。而這樣的結構性轉變，實質上影響了美國的勞動與就業人口結構，以及消費族群。

##### (1) 嬰兒潮的退休

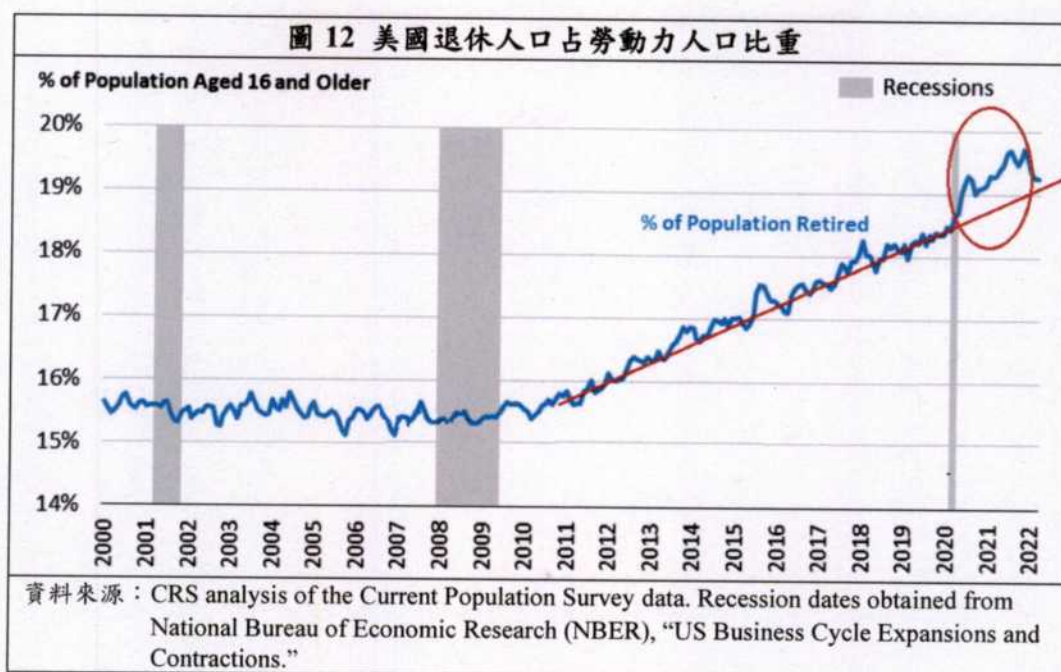
近年來，美國勞動力參與率逐漸下降，從 2001 年初的 67% 下降到 2019 年的平均 63%。這主要是由於人口老齡化和嬰兒潮世代(係指 1946~1964 年間出生者)退休所致。隨著時間的推移，高齡人口所占比例不斷增加，根據 2020 年人口普查，美國 65 歲及以上人口達到 5,580 萬，占美國總人口的 16.8%，1920 年該比例尚不及 5%。(圖 10) 此外，值得注意的是，2010~2020 這 10 年間，美國 65



歲及以上人口從 4,030 萬增至 5,580 萬，成長近 38%。這是自 1890 年以來最快的成長率，是上一個 10 年(2000~2010 年成長率約 15%) 的兩倍多。究其原因，主要是由於嬰兒潮世代的高齡化所推動，此世代的人群自 2011 年開始年滿 65 歲。若疊加 2010 年和 2020 年年齡性別金字塔可得知，嬰兒潮世代的老化如何影響美國的年齡分布(圖 11)。在 2010 年，嬰兒潮世代的族群在人口金字塔(Population pyramid) 46 歲至 64 歲的區間出現隆起。過了 10 年，亦即在 2020 年的人口金字塔圖中，嬰兒潮世代的族群則是在 56 歲至 74 歲的區間出現隆起。換言之，嬰兒潮世代的更迭，是美國過去 20 年造成人口老齡化的最主要原因。依此推估，至 2030 年，所有嬰兒潮世代的年齡都將邁入 65 歲，老年人口的成長速度或將開始放緩。



上述資料顯示，嬰兒潮出生者在 2020 年疫情爆發時，其年齡約介於 56~74 歲之間，而該世代的勞動者，其正常退休年齡<sup>5</sup>約 67 歲，惟只要年滿 62 歲即可申請提前退休<sup>6</sup>，並請領部分社會安全福利金 (Social Security retirement benefits)。因此，對照下圖 12 可推測，在疫情發生後的兩年內，退休人口占勞動力人口比重突然出現跳升的現象，或許與許多人選擇提前退休有關。



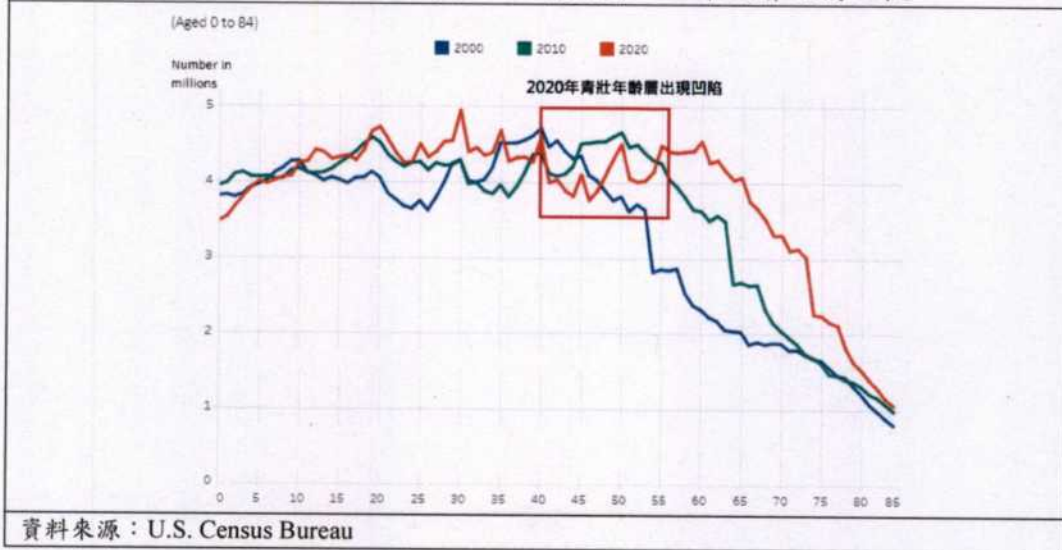
## (2) 勞動人口的改變

大量嬰兒潮世代進入退休或準退休階段，美國青壯年齡層開始出現青黃不接，另一方面，Trump 執政時期對於移民的諸多限制，導致在疫情及後續解封期間的勞動參與人口難以恢復至疫情前的水準。(圖 13)

<sup>5</sup> 係指可全額領取 Social Security (社會安全) 全額福利。

<sup>6</sup> 係指年滿 62 歲即可領取退休福利金。惟在達到全額退休年齡之前，將按其差距之月份數，退休福利金平均每個月削減約 0.5%。例如：若全額退休年齡為 67 歲，在 62 歲申領 Social Security (社會安全) 福利，則只能領取全額福利的 70%。

圖 13 2000、2010 與 2020 年美國人口年齡層結構比較

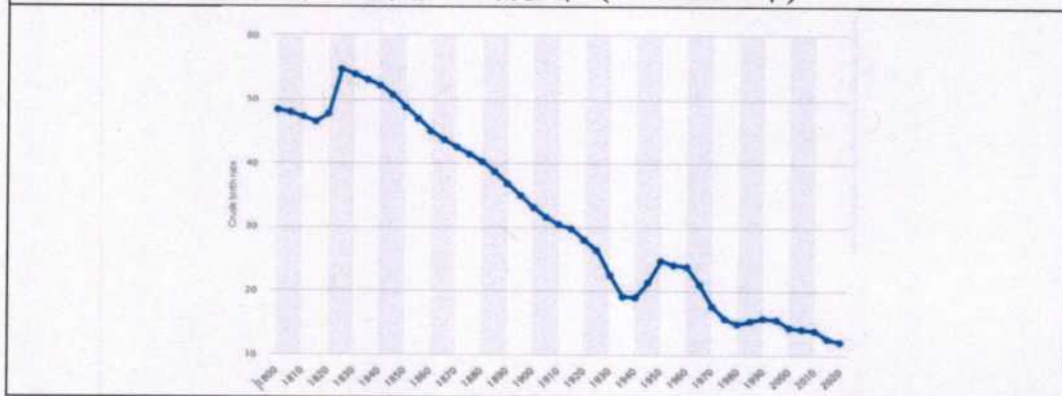


### (3) 移民政策的影響

美國是一個由移民組成的國家，根據調查 2022 年美國 3.33 億的人口當中，有超過 4,620 萬人是「非出生在美國本土」的移民，占了全美國人口的 13.9%。若以 2022 年美國總勞動力人口(16 歲及以上)估算(約 1.669 億人口)，移民勞動力人口(約 2,860 萬人口)約占 17%，顯見移民對於填補美國勞動力缺口的重要性。

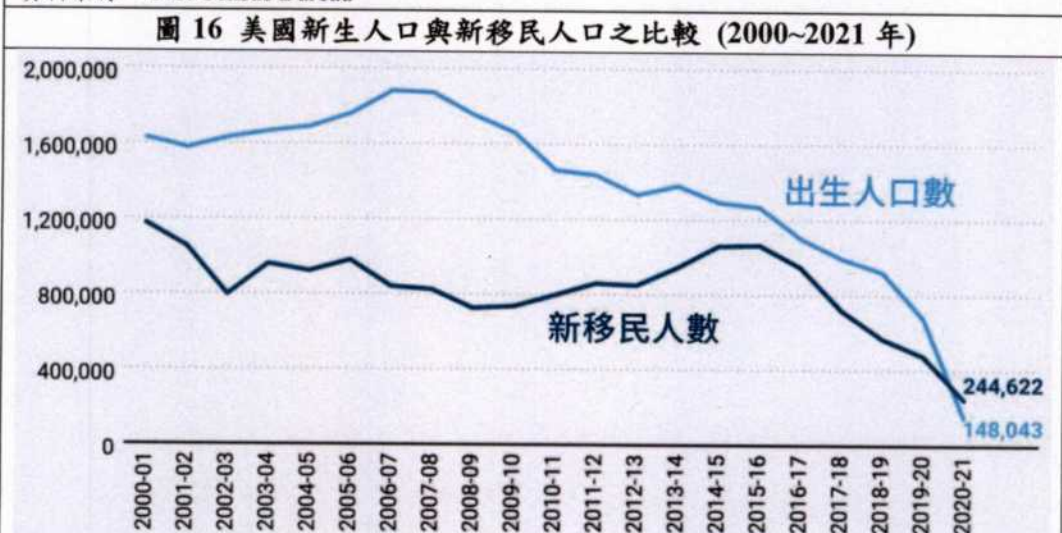
其實，自 1990 年代開始，美國人口就逐漸高齡化，出生率又越來越低(圖 14)，受限疫情，2021 年(2020-2021)總人口成長率更是創下美國歷史最低的 0.12%(圖 15)。誠如 Brookings Institution 人口統計學家 William H. Frey 所示警的，美國因為人口高齡化且出生率低，「移民」才是增加人口的解方。(圖 16)

圖 14 美國人口出生率 (1800~2020 年)





資料來源：U.S. Census Bureau



資料來源：U.S. Census Bureau 與 William H. Frey 共同研究成果

美國前總統 Trump 執政期間，推出了針對非法移民的嚴厲政策，於 COVID19 疫情初期更宣布了移民禁令，許多持 H-1B 簽證在美工作的人，也同時受到影響。這項政令影響所及，不僅一般申請工作簽證移民美國的外國人，美國學術界與基礎科學研究單位、還有大量聘用外籍人才的高科技產業，也都受到相當嚴重的影響。事實上，美國的「無證移民(即非法移民)」數量從 2007 年的 1,220 萬，下降到了 2017 年的 1,050 萬，10 年間減少了 14%。也因此當 2021~2022 年疫情趨緩逐步解封後，美國就業市場卻因移民人口減少，與大量勞動力退出市場的結果，薪資不斷成長(圖 17)，並成為美國整體物價居高不下的助力。也因此聯準會主席 Powell 於 2022

年 11 月 30 日 Brookings 演講時表示<sup>7</sup>，移民人數偏低是美國勞動力低於大流行前水準的原因之一。而時任美國勞工部長的 Marty Walsh 在 2022 年 12 月 2 日接受 FOX 商業新聞網專訪<sup>8</sup>時表示，美國經濟面臨的最大威脅就是缺乏強而有力的移民政策，並強調過去五年，由於美國缺乏足夠的移民人口，而形成嚴重的缺工問題。



我們或許可從另一角度分析移民對美國經濟社會的重要性，下圖(圖 18)所顯示的是美國本土勞動力與移民所分別從事的產業類別，相較於美國本土勞動力，移民主要是在服務業、建築採礦以及農業等產業類別彌補了美國勞動力的缺口。

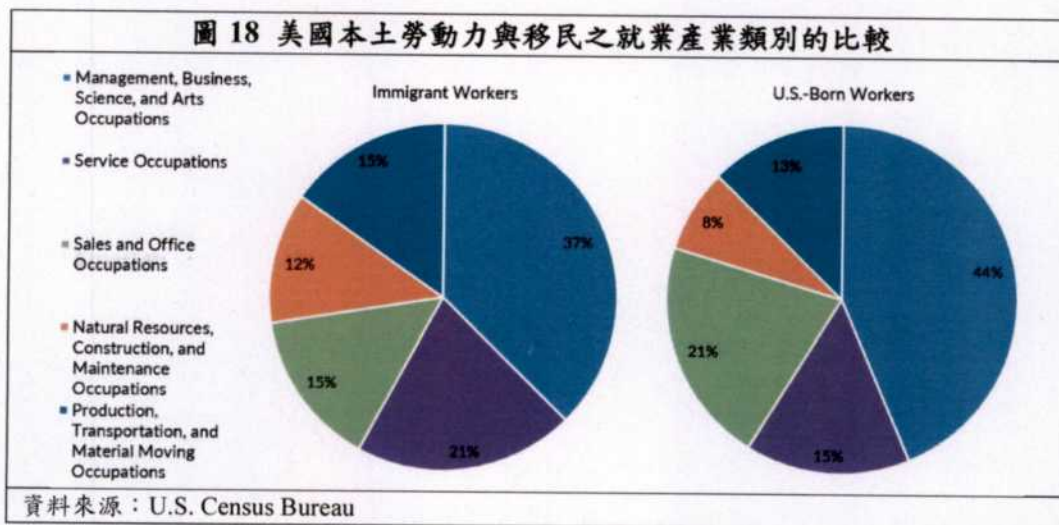
CNN 曾引述並總結 University of California, Davis 全球移民中心 (the Global Migration Center) 主任 Giovanni Peri 的研究指出<sup>9</sup>，

<sup>7</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20221130a.htm>

<sup>8</sup> *US labor chief says poor immigration policy is 'biggest threat' to economy*, FOX news  
<https://www.foxbusiness.com/economy/us-labor-chief-poor-immigration-policy-biggest-threat-economy>

<sup>9</sup> *America needs immigrants to solve its labor shortage*, CNN  
<https://edition.cnn.com/2022/12/22/economy/immigration-jobs/index.html>

目前美國有 1,030 萬個職位空缺，其中建築業有 37.7 萬個，酒店住宿業有 160 萬個，出現如此多職位空缺的原因之一，是美國移民政策改變所致。



2020 年 3 月，美國前總統 Trump 援引了 1944 年的《公共衛生服務法》第 42 條，表示該法授予美國衛生當局預防疾病傳播的緊急權力，從而將移民和潛在尋求庇護者拒之門外。此後兩年合法移民的減少損害了美國企業，特別是在需要較低技能勞動力的行業：建築、農業和酒店住宿。根據美國餐飲協會的數據<sup>10</sup>(2022 年)，未來 10 年，餐飲業營業額將由目前 8,630 億美元，成長至 1.2 兆美元；從業人員則由目前 1,530 萬人，成長至 2030 年約 1,700 萬人。顯然產業的成長幅度，遠高於美國本土勞動力的填補能力；約 60% 餐廳經營者將面臨人員短缺，限制了他們的經營能力。

## 二、後疫情時代之利率走向

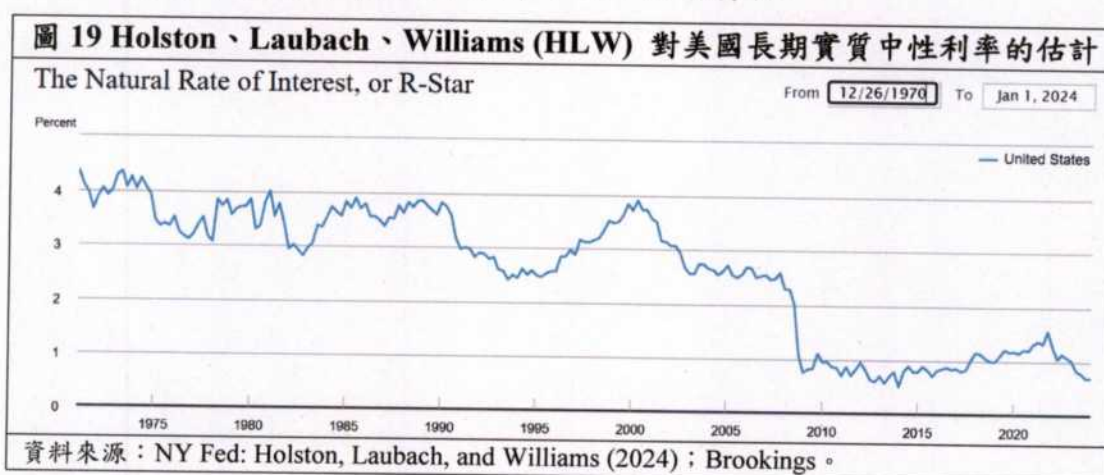
2008 年全球金融危機引發經濟大衰退，疫情前十餘年期間，全球經濟成長緩慢、通膨維持低檔，前美國財政部長 Lawrence Summers

<sup>10</sup> <https://restaurant.org/nra/media/restaurant-2030/restaurant2030.pdf>

及 PIIIE 經濟學家 Olivier Blanchard 等相繼以長期停滯(Secular Stagnation)來描述金融危機後之低成長、低通膨及低利率等經濟狀況；在如此的經濟環境背景之下，各國央行的貨幣政策無可避免地陷入有效利率下限(Effective Lower Bound, ELB)之政策難題，亦即當央行政策利率降息至 0%或趨近於 0%之時，理論上央行無法進一步將利率下調至負利率，市場也將如此預判，此時央行將難以運用政策利率，作為有效的貨幣政策工具<sup>11</sup>。

從另一層面講，當央行的政策利率接近其「有效利率下限」，即意味著實質(或通膨調整後)中性利率<sup>12</sup>(也稱為長期均衡利率或  $r^*$ )大幅降低，就業與產出對貨幣政策之反應將陷入鈍化，進而限縮央行以寬鬆貨幣政策支持經濟復甦的空間。

經濟學家使用不同的模型來估計實質中性利率，其中聯準會經濟學家 Kathryn Holston、Thomas Laubach 和 John Williams 所建構的實質中性利率模型最常被廣泛引用，他們認為，截至 2024 年第 1 季，美國的實質中性利率約為 0.7%。圖 19 顯示了 Holston、Laubach、Williams (HLW) 對美國長期實質中性利率的估計，20 世紀 70 年代以來，實質中性利率預估約下降了 3.4 個百分點。



<sup>11</sup> Bernanke, Ben S. (2017), "MONETARY POLICY IN A NEW ERA," Brookings, Oct. 2.

<sup>12</sup> 中性利率是貨幣政策的重要指標，主要是受到人口結構與生產力等基本面因素所驅動。



另一方面，根據 Fed 經濟預測摘要(Summary of Economic Projections, 簡稱 SEP)估算(圖 20)，截至 2024 年第 2 季預估實質長期聯邦基金利率(可視為實質中性利率估計值)為 0.8%，目前數值較十年前低了約 1.2 個百分點，值得注意的是本年以來逐步攀升之勢。



雖然目前通膨和政策利率皆已上升，但 Fed 主席 Powell 在演講中特別提到，目前要認定有效利率下限之難題已解，似乎仍言之過早。換言之，這樣的政策難題是否有解，Fed 應先釐清(一)哪些是影響疫情前名目利率長期走跌之原因與結構性因素，以及(二)前述原因與結構性因素是否於疫情後仍將影響利率，使之再次走跌。換句話說，影響實質中性利率的關鍵因素或結構性因素，是否發生鬆動，又或者隨著時間與外在經濟環境的改變，形塑新的結構性轉變，並影響長期利率走勢，是未來的關注重點。

### (一) 哪些是影響疫情前名目利率長期走跌之原因與結構性因素

#### 1. 實體面因素

- (1) 2008 年全球金融風暴之後，全球投資動能不足導致技術進步放緩，企業生產力未能提升，致潛在經濟成長率與實質中性利率下降。

- (2) 全球供應鏈興起及線上銷售模式盛行，持續對物價產生下行壓力，同時也對通膨預期產生抑制。
- (3) 伴隨 2001 年中國加入 WTO 與新興市場經濟體的出口導向政策，各國累積了大量外匯儲備，且主要投資於美國公債，因而壓低了美國利率，尤其是長年期利率。

## 2. 社會經濟結構面因素

- (1) 嬰兒潮世代邁入老齡化階段以及少子化困境，勞動市場結構轉變致勞動力參與率下降。
- (2) 人口高齡化導致投資與消費行為改變，轉趨保守。

## 3. 政策面因素

- (1) 美國大規模實施量化寬鬆政策、低利率環境及投資者對美國長債需求上升，壓低長債之期限溢酬及殖利率；如 Fed 前主席 Bernanke (2015) 即指出<sup>13</sup>，在近年低通膨及寬鬆貨幣政策下，利率風險下降，使期限溢酬接近於零。
- (2) 2008 年全球金融危機後，歐洲央行(ECB)與日本央行(BoJ)等大型經濟體央行陸續採行負利率政策，希望透過壓低實質利率、推升通膨預期，達到提振經濟之目的。瑞典、瑞士及丹麥等歐元區鄰近國家為抵銷 ECB 政策的外溢效果，避免熱錢湧入推升本國貨幣，亦跟進採行。
- (3) 歐債危機使得各國開始面對財政樽節的議題，惟金融危機後銀行業法規趨嚴而對安全性資產之需求上升，歐美等先進國家之公債需求上升，進而支撐了公債價格致殖利率走跌。

---

<sup>13</sup> Bernanke, Ben S. (2015), "Why are Interest Rates so Low, Part 4: Term Premiums," *Commentary*, Brookings, Apr. 13.

## (二) 疫情前名目利率長期走跌之原因與結構性因素，是否發生轉變

### 1. 全球投資與供應鏈等結構性因素發生變化

#### (1) 投資動能重新蓄積。

2000~2008 年全球經濟在金磚四國的議題引領下蓬勃發展，資本投資快速進入相關領域，導致全球通膨與經濟大幅成長。惟在 2008 年全球金融風暴發生後，近 10 年的時間，全球欠缺一個足以和金磚議題匹配的投資議題與焦點，疊加各國金融監管趨嚴與財政樽節，導致資本市場的熱度蓄積不足，進而影響了相關的資本投入(圖 21)與技術的進步，也箝制了經濟成長的動能。



但伴隨 ESG、電動車，以及人工智能發展等投資議題陸續成形，以及疫情舒緩全球漸次解封，美國、歐洲、日本與許多新興市場股市重新蓄積動能與熱情而迭創新高。全球的私募基金(private equity)與創投融資(venture capital)更是在 2021 年攀升至高點(圖 22、23)；這樣的熱度，同樣反映在全球 M&A 的熱絡市況(圖 24)。惟須注意的是，這樣的上漲趨勢

在 2022 年 Fed 啟動升息循環後似乎開始冷卻降溫，惟整體投資仍高於疫情前。

圖 22 全球私募資金(PE)與創投融資(VC)趨勢 (2020~2023)

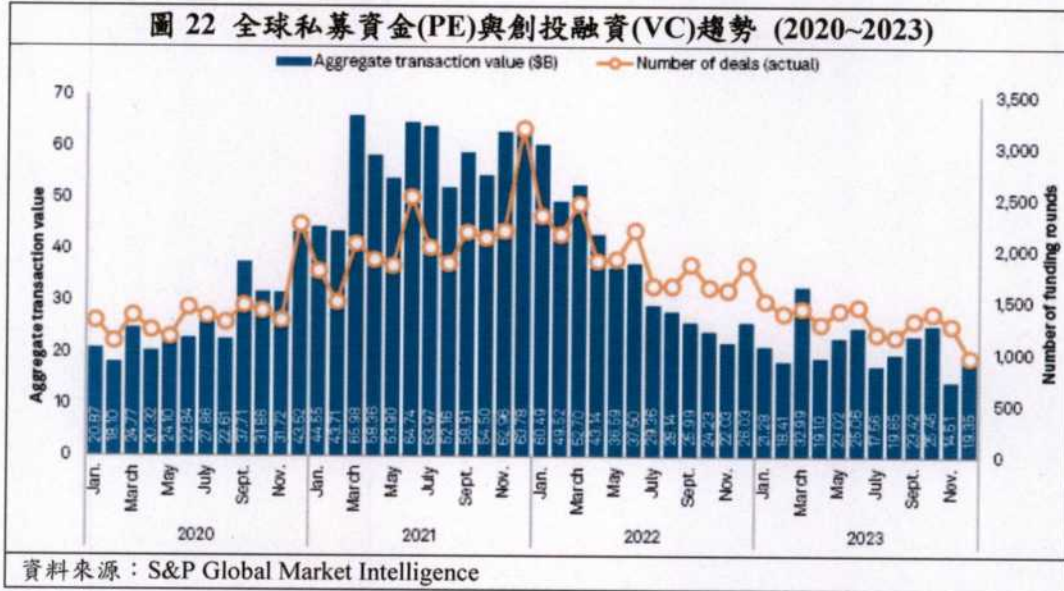


圖 23 全球創投融資趨勢

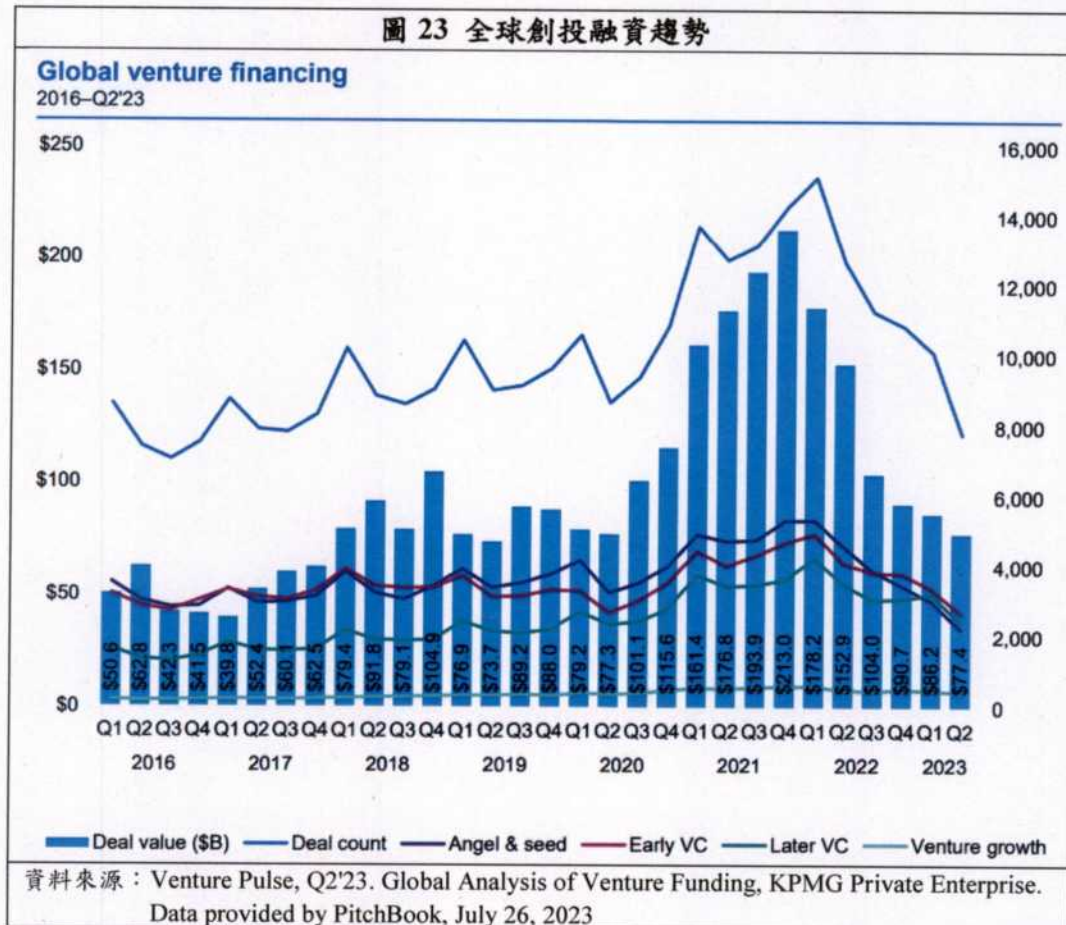
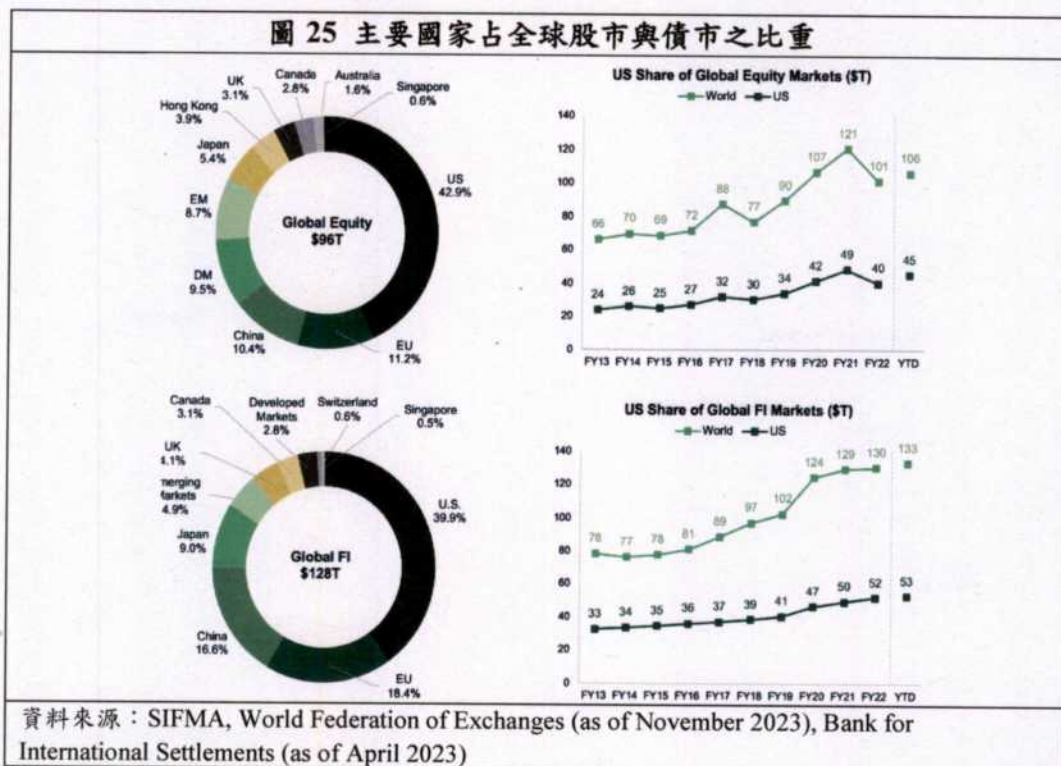


圖 24 全球 M&A 交易趨勢



此外，值得注意的是，全球資本市場在疫情後的表現非全然一致，美國占全球股市市值之比例創歷史新高，由疫情前的 37.8% 攀升至 42.9% (圖 25)，換言之，全球的資金不斷湧入美國，也造就了美國經濟的韌性，而股市市值的上揚，也隱含財富效果的上升，為消費與就業帶來助益。

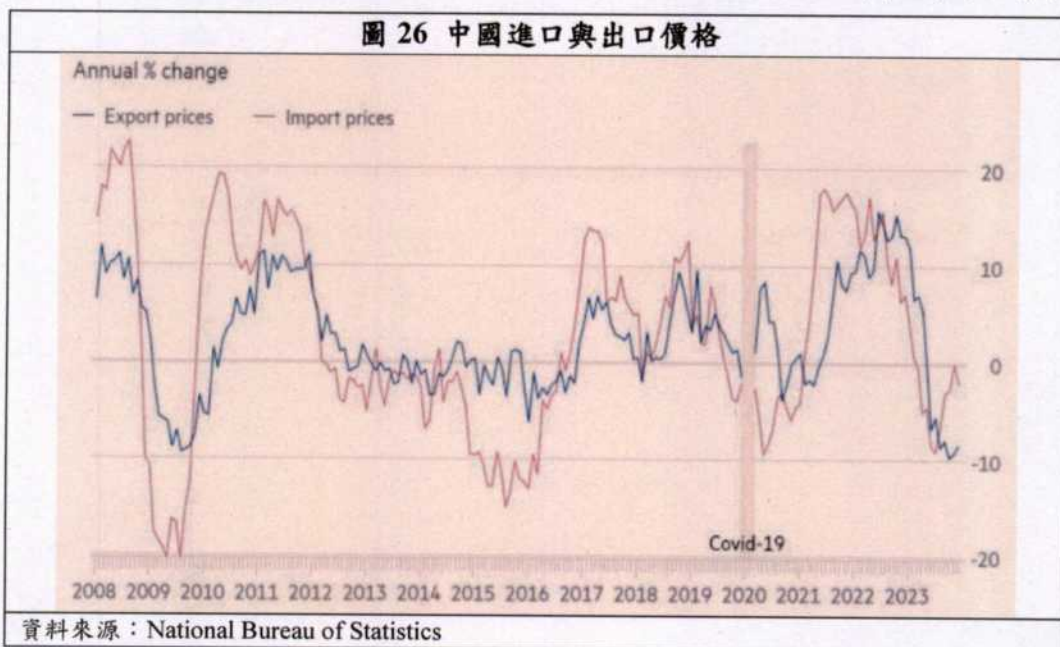
圖 25 主要國家占全球股市與債市之比重



## (2) 去全球化與供應鏈重組

2017 年美中貿易戰揭開序幕，時任美國總統 Trump 於 2017 年 8 月下令依據《美國貿易法》「301 條款」對中國是否侵犯美國知識產權展開調查，2018 年開始，透過關稅制裁與出口限制，在經貿、技術移轉及產業供應鏈上與中國脫鉤，影響層面與規模不斷擴大，貿易保護主義使「去全球化」的趨勢加速進行。Biden 政府則延續 Trump 時期的限制措施，致全球供應鏈被迫重組，不僅傳統勞力密集產業加速移出中國，高科技產業的供應鏈也發生明顯變化，這樣的改變，或將造成兩種不同的影響。首先，1990 年代以來，全球受惠中國廉價勞力與大規模產出，而得以享有低物價的承平時代，亦即中國對全球輸出通縮。一旦斷絕自中國輸入廉價物品，除非能尋求更便宜的替代供應商或產區，否則對於過去嚴重倚賴自中國進口貨品的國家(如美國)，勢必造成生產成本與物價上行之壓力。

另一方面，近年來由於中國經濟放緩導致產能過剩，促使中國出口商降低向海外銷售的商品價格，中國的出口價格(圖 26)不



斷下滑，形同對進口國輸出通貨緊縮。根據 ECB 的報告<sup>14</sup>，中國藉由其在全球大宗商品供需產業鏈中的重要地位，及作為世界工廠與主要中間材供應商的重要角色，對歐元區進口價格(下滑)產生了實際影響。

## 2. 人口老齡化與少子化等經濟社會結構面之因素，仍將延續

前面已提到，美國嬰兒潮世代的退休潮將持續至 2030 年，同時少子化的趨勢在短期內難以逆轉，整體勞動力將逐年下降，除非美國移民政策能有效改善勞動力短缺的問題，然若 2024 年美國總統由 Trump 再次當選，則美國勞動力不足的問題恐將進一步惡化。

英國經濟學家 Charles Goodhart 和 Manoj Pradhan 在 2020 年出版的《人口結構大逆轉：老化社會、不平等現象減弱與通貨膨脹復甦》(The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival)一書中指出，過去三十年的通貨緊縮逆風，主要是由於非常有利的人口趨勢以及中國和東歐進入世界貿易體系而導致全球勞動力供應大幅增加。然而中國等新興經濟體人口結構老化，加上全球化的趨勢，可能逆轉過去 30 餘年中國與印度等新興經濟體崛起所帶來的產出成長和物價穩定，導致全球性薪資與通膨上升。

此外，Goodhart 和 Pradhan 也認為，人口結構逆轉以及為對抗 COVID-19 而採取的擴張性貨幣和財政政策遲早會導致儲蓄減少和投資增加，這將推高實質中性利率。金融市場和政策制定者對這種事態發展若毫無準備，累積的槓桿將導致金融體系變得脆弱，阻礙央行緊縮政策，因此通膨必然會加劇。

---

<sup>14</sup> ECB Economic Bulletin, Issue 7/2023

## 貳、中國社會與經濟所面臨的結構轉變與挑戰

邁入 21 世紀的中國，不僅政治更迭且內憂頻仍，從人口結構到房地產崩跌，社會經濟正面臨許多裂痕；根據聯合國(UN)的統計，印度人口已經在 2023 年 4 月正式超越中國，成為全球人口第一大國，不僅如此，以勤奮著稱的中國勞動力正在萎縮。憑藉著改革開放、出口貿易，中國人民在過去數十年間累積了龐大的超額儲蓄，中國人有土斯有財的照拂，以及 2008 年中國四兆財政刺激與基礎建設的推波助瀾，堆疊衍生出了過去 10 年來房地產的盛世榮景，但這樣的榮景隨著中國經濟成長趨緩、美中貿易衝突的激化，以及去全球化、防堵中國等概念的方興未艾，而一夕崩塌蕭條。

另一方面，1970 年代牽起美國與中國友好同盟關係的一代政治巨擘 Henry Kissinger 在 2023 年 11 月 29 日殞落，似乎也象徵著這兩個大國間友好關係正式畫上句點。隨著美中競合關係的日趨緊張與貿易戰的開打，歷經 1990 年代初改革開放，2001 年正式加入世貿組織，中國與全球所逐步建構的產業供應鏈，似乎正被迫走向崩解與式微，原本用以致富的全球自由貿易體系正面臨諸多的限制與挑戰。可預見的是，中國未來的對外發展之路將極其艱辛複雜。

### 一、中國所面臨的人口問題

日本現代週刊副總編輯近藤大介在其 2019 年出版之「中國的人口危機」一書中指出，雖然中國的政治與軍事宛如黑箱，經濟指標亦無可信度，但想預測這個國家的未來，「人口」仍是最能信賴的指標。他更預言：2020 年，3,000 萬適婚期男性將成為「結婚難民」，難以婚嫁。2022 年，每年從大學畢業的人突破 900 萬，面臨「大失業時



代」。2049年，慶祝建國100週年的5億老人將成為中國最大社會危機。顯然他的預言正一一實現。

### (一) 人口老齡化的問題

2021年中國社科院預估人口將從2027年開始收縮。世界銀行則認為中國2029年人口開始負增長；即便最悲觀的《經濟學人》智庫，也預測人口將在2025年前後達到峰值。惟實際情況遠較這些預測來得更早，程度更深，中國人口自2022年起即進入下彎的拐點。

根據中國國家統計局的數據，2023年全中國人口14億967萬人，比2022年末減少208萬人，人口自然成長率為千分之負1.48，成為繼1959年至1961年三年「大饑荒」後，63年來首次連續第二年人口負成長。與此同時，出生人口則跌至902萬人，這一出生數字不但創下1762年(清乾隆27年)以來的最低紀錄，且只有同年印度的1/3<sup>15</sup>。如果把時間線拉的更長一些，下降趨勢幾如斷崖式般發展，僅僅過了7年，中國每年出生人數自2016年1,883萬人，大幅下滑至2023年902萬人，減少超過一半。這樣的發展趨勢，將對中國經濟的成長潛力，產生長期且深遠的影響。

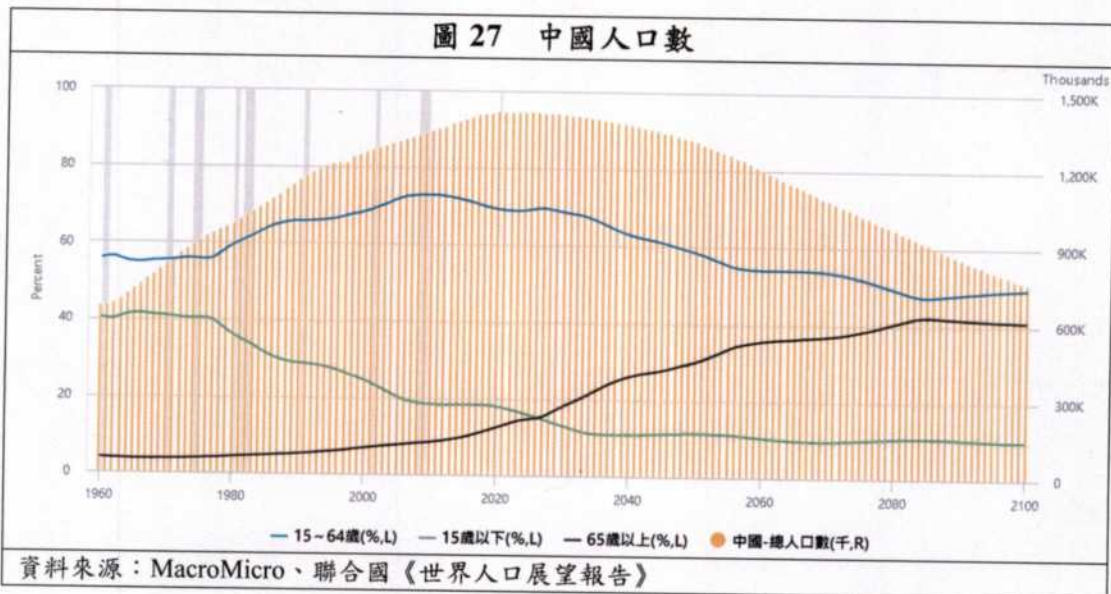
此外，截至2023年底，中國60歲及以上的退休年齡人口，共2.8億，占總人口比例約為20%，到2035年，此數值預計將攀升至4億以上，超過美國總人口。而2023年底，中國65歲及以上人口共2.17億，占總人口比重為15.4%；相較之下，與中國人口相當的印度，截至2023年4月，65歲及以上人口僅占印度總人口的7%，顯見同為人口大國，中國已進入深度老齡化社會。

---

<sup>15</sup>美國之音(VOA)中文網所刊載之易富賢「千年未有的中國人口大變局」文章。

根據中國中原銀行首席經濟學家任澤平的分析，「十四五」時期的人口老齡化壓力比「十三五」時期更大。1962-1976年嬰兒潮世代人口在未來5-10年進入老齡化。預計2033年左右進入占比超過20%的超級老化社會，之後持續快速升至2060年的35%。人口老齡化雖已成為全球普遍現象，但中國人口老齡化趨勢將呈現五個特徵：

- (1) 老年人口規模龐大。2022年中國65歲及以上老年人口達2.09億，占總人口比重為14.9%，全球每4個老年人中就有一個中國人，也是全球唯一擁有超過2億老年人口的國家。預計2057年中國65歲以上人口達4.25億人的峰值，占總人口比重32.9%-37.6%。(圖27)



- (2) 老化速度快。2001年中國65歲以上人口超過7%，標誌進入老化社會，花了21年的時間即2022年步入深度老化，65歲及以上人口占比超14%，時間短於法國的126年、英國的46年、德國的40年。
- (3) 高齡化、空巢化問題日益突出。2020年中國80歲以上人口3,660萬，預計2050年將增至1.59億，高齡老人可能面臨更為嚴峻

的健康問題，空巢老人和獨居老人的增長將弱化家庭養老的功能。

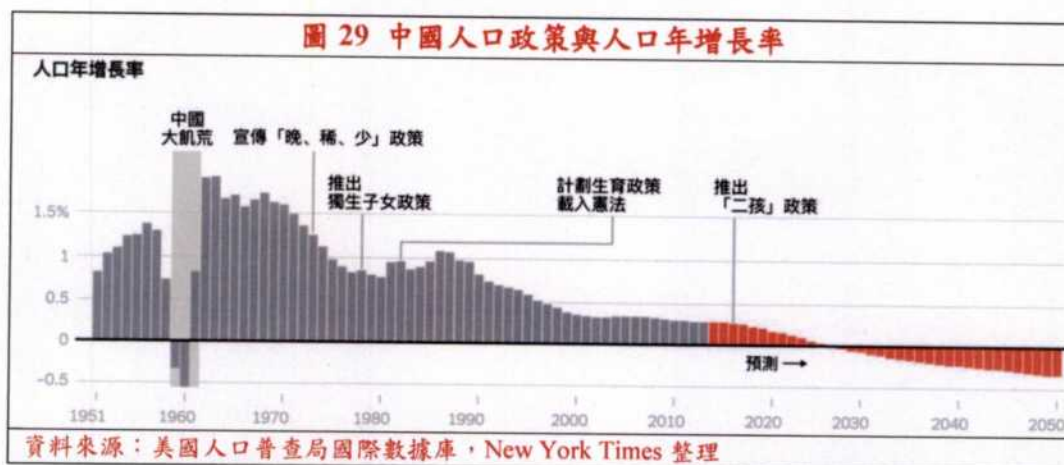
- (4) 老年扶養比大幅上升，養老負擔加重。2022年65歲及以上老年扶養比21.8%，預計2050年將突破50%，代表每兩位年輕人需要撫養一位老人。養育老人和養育小孩成本高昂，年輕人兩頭承壓。(圖28)



- (5) 未富先老。中國人均 GDP 接近已開發經濟體下限，但 14.9% 的老化程度已超過中高收入經濟體 10.8% 的平均水平，將面臨經濟成長和養老負擔雙重壓力。

## (二) 中國少子化問題

從 1949 年毛澤東開始統治中國時，總人口不過 5 億 4000 萬人。換言之，中國在這 70 年，人口成長將近 2.6 倍，平均每年呈現 1200 萬人口的正成長。雖說如此，1981 年鄧小平為了避免人口過度快速成長，推行一胎化政策，使人口金字塔出現了倒三角形的發展；直到 2016 年，習近平正式修改法律，始迎來二胎化政策的時代。(圖 29)



長達35年的一胎化政策，可以說是直接造成少子高齡化的元凶。但中國的少子化全是政策導致的結果嗎？其實不盡然。隨著醫學上檢驗嬰兒性別的技術大幅提升，1982年中國第3次全國人口普查時，新生兒男女比例達到108.5，高於107的正常值上限。此後中國出生性別比持續波動上升，2004年達到了最高值121.2，中國官方開始介入整治，2022年降至111.3，惟仍高於正常值。

中國的性別歧視傳統，讓男女人口大幅度傾斜，目前20歲到45歲適婚年齡男性，比女性多3,000萬人。中國人口學會副會長、南開大學教授原新表示，中國長達約40年的出生人口性別比偏高(性別失衡)，造成一些人「被動單身」，有3,000萬以上的中國男性找不到本國老婆。此外，在大幅提升生活品質的同時，也拉高生活成本，結婚與生養子女的支出讓人難以承擔，因此不婚不生成為了符合邏輯的經濟決策。

聯合國《2022年世界人口展望》預測，中國的生育率將從2023年的1.19上升至2050年的1.39、2100年的1.48，總人口將在2100年降至7.67億，遠低於2019年版所預測的10.65億。然而，美國威斯康辛大學麥迪遜分校中國人口問題專家易富賢則撰文指出，2022年版的預測仍是嚴重誇大，因為2023年中國的生育率僅1.0，並將沿

著台灣、香港、澳門這些華人地區的趨勢下降，2022 年三地的生育率分別只有 0.87、0.70、0.68。

歷史上中國人口長期占全球的三分之一，1820 年占 37%，1950-1980 年穩定在 22%，但 2023 年只占 16%。假設中國有幸能將生育率穩定在 1.0，2050 年、2100 年中國的總人口將降至 10.6 億、3.9 億，占世界比例將降至 11%、4%。

## 二、美國與中國之博弈

過去以美國為首的西方世界，總想著運用同一套思維，藉由經濟發展與對中國事務的涉入，潛移默化中國內部政治體制的變革與轉型，猶如 1990 年代初期東德與蘇聯的瓦解<sup>16</sup>。然而就像有「蘇聯解體推手」之稱的 Zbigniew Brzezinski<sup>17</sup>在其著作《Out of control: Global turmoil on the eve of the twenty-first century》中所預言，中國將崛起，並以不同於歐美國家的方式，開展屬於自己的國際影響力，最終成為西方的威脅。與此同時，中國科技實力的躍進，同樣使得以美國為首的西方世界猶如芒刺在背，畢竟，隱身其後的，不僅是科研實力，更是可能改變未來的經濟實力與軍事實力。

中國在過去三十年的發展過程中，已由單純的經濟強權，漸漸形塑出屬於中國特有的國際影響力與競爭力；因此，習近平此番權力的擴張，以及從中國國民經濟和社會發展五年規劃<sup>18</sup>所揭櫫的企圖心，

---

<sup>16</sup> 蘇聯解體代表著自第二次世界大戰結束後持續了近半個世紀的冷戰和兩強對峙格局的結束，美國也在蘇聯解體後成為世界上唯一的超級大國。

<sup>17</sup> 1966年至1968年擔任美國總統 Lyndon B. Johnson 的顧問，並於1977年至1981年擔任美國總統 Jimmy Carter 的國家安全顧問，協助推動美國與中國雙邊關係正常化，支持中美建交。他在冷戰時期主張美國應聯合中國對抗蘇聯。

<sup>18</sup> 中國自1953年起對國民經濟和社會發展做長期規劃，每五年規劃一次，每次規劃五年期，簡稱五年規劃。

勢必會觸發美國深層的警覺性與危機意識。事實上，從 Obama、Trump 乃至 Biden 的對華政策，即可明顯看出美國對中國的警戒與覺醒。

### (一) 軍事圍城

2009 年上任的歐巴馬，面對中國超越日本成為全球第二大經濟體，以及美國民眾對反恐戰爭與長時間陷入中東和中亞爭端的疲乏，崇尚多邊自由主義的歐巴馬因此提出「重返亞洲」(Pivot to Asia)和「重啟合作」(Re-engage)的大戰略，持續與中國交往，但另一方面卻又將海、空軍部署至亞太地區、建立跨太平洋合作(Trans-Pacific Partnership, TPP)、利用中國與周邊國家的爭端建立圍堵。由此可見，歐巴馬的對中政策並非一味地綏靖，將軍力部署至亞洲顯示歐巴馬政府已意識到中國的軍力崛起。

### (二) 經濟圍城

2001 年 12 月 11 日中國正式加入世界貿易組織(WTO)，再伴隨 2003 年「金磚四國」<sup>19</sup>的經濟發展概念與憧憬，自此開啟了中國快速累積經常帳順差的序幕，其經濟規模與國際地位也上升至另一層次與位階。隨著中國經濟的成長，中國境內的社會與經濟發展也與日俱進，漸漸形塑出布爾喬亞(Bourgeoisie)的新資產階級；就業成長、薪資上揚與都市化所帶動的人口移動，更順勢拉升中國房地產市場的蓬勃發展，畢竟，中國人對於有土斯有財，有著非常深刻的體悟與執著。至此，出口與房地產市場逐漸成為過去二十年來中國經濟成長最重要的

---

<sup>19</sup> 2001年前美國高盛資產管理公司主席 Jim O'Neill 首次提出「金磚四國(BRIC)」這一概念，由巴西(Brazil)、俄羅斯(Russia)、印度(India)和中國(China)四個國家的英文國名開頭字母所組成，其發音同英文的「磚塊」(brick)一詞。2003年 Jim O'Neill 在一份題為《與「金磚四國」一起夢想 (Dreaming with BRICs: The Path to 2050)》的研究報告中預測，至2050年，世界經濟格局將重新洗牌，「金磚四國」將超越英國、法國、義大利、德國等西方已開發國家，與美國、日本一起躋身全球新的六大經濟體。

雙引擎，因此，習近平所提出之「內外雙循環」發展模式，看似務實且合理。

然而，以「美國優先」(American first)為口號的 Trump，競選期間就不斷強調中國對美國的貿易逆差、控訴中國掠奪美國製造業的工作機會。2017 年上任後，Trump 不僅任用對中強硬的鷹派幕僚，並在 2018 年開啟美中貿易戰，加大對中國的批判，同時也驅使華府對中政策的「改弦易轍」，一改 1970 年代尼克森(Richard M. Nixon)與季辛吉(Henry Kissinger)所開啟的「美中關係正常化」與「交往政策」。

Biden 政府上臺後，不僅延續 Trump 對華政策，更明確將中國定位為競爭對手而非貿易夥伴關係，一時間「修昔底德陷阱(Thucydides's Trap)」<sup>20</sup>成為國際政治的顯學與討論的焦點。上年 4 月 27 日美國國家安全顧問 Jake Sullivan 於華盛頓智庫布魯金斯學會(Brookings Institution)發表演講<sup>21</sup>，會中更提出「新華盛頓共識(New Washington Consensus)」之倡議，前述中國有關雙循環的理想發展模式，恐將戛然而止。

所謂的「新華盛頓共識」，主要是相對於美國雷根政府時期，以新自由主義(Neoliberalism)市場經濟理論為基礎的「華盛頓共識<sup>22</sup>」，其背景是奠基於拉美深陷債務危機與冷戰結束之後的國際社會氛圍。

---

<sup>20</sup> 修昔底德陷阱(Thucydides's Trap)是美國政治學者 Graham Tillet Allison 創造的一個術語，用來描述當新興強國崛起，威脅到現有強國的國際霸主地位時，雙方直接爆發戰爭衝突的可能性將升高。其概念來自修昔底德(《伯羅奔尼撒戰爭史》的作者)的名言：「伯羅奔尼撒戰爭的無可避免，肇因於斯巴達對雅典崛起的恐懼。」因此，他認為中美關係可能陷入同樣的境地。

<sup>21</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2023/04/27/remarks-by-national-security-advisor-jake-sullivan-on-renewing-american-economic-leadership-at-the-brookings-institution/>

<sup>22</sup> 1989年陷於債務危機的拉美國家急需進行國內經濟改革。美國邀請國際貨幣基金組織、世界銀行、美洲開發銀行和美國財政部的研究人員以及拉美國家代表在華盛頓召開研討會，旨在為拉美國家經濟改革提供方案和對策。前彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics)經濟學家 John Williamson 執筆寫了《華盛頓共識》，系統地提出指導拉美經濟改革的各項主張，包括實行緊縮政策防止通貨膨脹、削減公共福利開支、金融和貿易自由化、取消對外資自由流動的限制以及國有企業私有化、取消政府對企業的管制等。

「華盛頓共識」強調自由市場的機制，反對國家對國內經濟的干預、對商業行為和財產權的管制。在對外政策上，支持自由貿易和國際性分工，以及運用經濟、外交或透過國際組織(如世界貿易組織與世界銀行)等方式達到擴展國際市場之目的。

相反地，Sullivan 在演講中直陳，上述理念與主張已對美國與國際社會產生負面影響，全球化、國際貿易分工與自由市場經濟已將美國的工業基礎掏空，同時也斲傷了美國繼續創新的能力。經濟一體化、相互依賴並未使各國更加負責任和開放，也未能使全球秩序更加和平與合作；而且這些因素相互疊加作用，削弱了民主政體賴以生存的社會經濟基礎，也顯現在歐洲能源供給的不確定性，以及醫療設備、半導體和關鍵原物料供應鏈的脆弱性。

「新華盛頓共識」主張各國可以通過政府干預、科技封鎖、市場准入及財政補貼等產業政策來保護國內產業；並且超越傳統貿易協定，和有共同理念的國家結盟，建立新型態的國際貿易關係，重點在於，美國的目標不是自給自足，而是強化供應鏈的彈性和安全性。

「新華盛頓共識」所鋪陳的，是一嶄新的全球產業供應鏈與依存關係，美國將重拾關鍵技術的領先優勢，以確保在國際競爭中的地位與國家安全。換言之，習近平的外循環將面臨直接的挑戰，伴隨出口的受挫與產業的外移，中國的就業人口、薪資成長、產業發展等，都將面臨限縮甚至衰退，習近平的內循環同樣會面臨難以為繼的傷害，畢竟就業與薪資是民間消費與房地產市場持續增長的柴火；另一方面，中國人口老齡化與出生率的下滑，將疊加在房地產衰退的壓力上，隨著房地產泡沫的破滅，地方政府融資平臺、銀行、信託與財富管理公司等關聯性產業都將難以倖免；隨著資產價值的縮水，中國地方政府財政稅收、民間消費與投資意願等，也將陷入泥沼。



現階段，中國能否應付接踵而至的”負面情緒”，值得深思。尤其，中國政治經濟結構特殊，資本市場亦未完全對外開放，若整體負債未隨資產的減損而同步下滑，”負面情緒”未能化解，強顏歡笑的結果，中國或將步日本後塵而陷入失落的年代，猶未可知。諷刺的是，2008年全球金融風暴中國能置身事外，即在於其”與世隔絕”的金融體系；同樣地，近期中國因房地產巨擘違約，所掀起的滔天巨浪，也因為中國特有的金融環境，而仍”限縮”在中國境內未明顯外溢，惟水能載舟亦能覆舟，此處不妨借用生物學的觀點，生態系若缺少了生物多樣性，往往導致基因缺陷而自交弱化，中國即是如此。

### (三) 科技圍城

在討論 Biden 對華政策之前，不妨先思考一下，何以 Biden 會由 Trump 時期的貿易戰轉進科技戰，事實上，上年一則關於俄羅斯登月失敗的消息即透露出端倪。

俄羅斯聯邦太空總署(Roscosmos)表示，原本預計於上年 8 月 21 日在月球軟著陸的無人探測器「月球-25」失控墜毀，睽違 47 年的登月計畫宣告失敗。目前全球有能力登陸月球的國家僅五個：美國、蘇聯、中國、印度與日本，但中國卻是第一個成功著陸在月球背面南極艾特肯盆地(South Pole-Aitken Basin)，並順利採集樣本返航的國家。實際上，本世紀以來的五次探測器登月行動，前三次都是中國所創。而中國之所以能成功，即代表其具有相當的財力和人力<sup>23</sup>，與最重要的科技實力。

《關鍵少數》這部電影主要是描述受到種族歧視的非裔美國太空總署女性數學家，如何藉由其過人的數學天分，幫助美國在與蘇聯太空競賽中後來居上，其中透露出太空科技競賽的關鍵之一，即在於計

<sup>23</sup> 根據 BBC 2020 年 12 月 5 日專文，美國在 1960 年代開始的「阿波羅」登月計劃，當時耗資 250 億美元，共有 40 萬人參加。

算能力。如今，這項計算能力依恃的是超級電腦的模擬運算；自超級電腦問世以來，美國一直是執世界之牛耳，但中國在 2010 年首次拔得頭籌，2013~2016 年更是高踞全球運算速度最快之列。與此同時，中國的太空科技也進入高速發展的時期，2019 年 1 月 3 日中國嫦娥四號飛船更締造人類探測器首次降落月球背面的紀錄。可想而知，美國科學界與政府高層所受之震撼，當如暮鼓晨鐘。

而超級電腦的研發，最重要的核心即在於晶片。當然，奠基於晶片的技術，除了超級電腦，更包含了中國傾力發展的量子電腦、核融合、人工智慧(AI)及航空科技等領域。換言之，中國在科技領域的發展，早使得美國政府坐立難安，這也說明何以 Biden 政府自上任後，即毫不掩飾地開展對中國科技業尤其是半導體產業分進合擊的打壓與步步進逼的圍城策略。

階段 I：2022 年 8 月 9 日美國總統 Biden 簽署了《晶片與科學法案》(Chips and Science Act；CHIPS Act)，將提撥 2,800 億美元的經費，推動美國的創新與科技中心，宣稱將會降低美國的製造成本、創造工作機會以及強化供應鏈。前述經費中將有 527 億美元投注在與半導體相關，對在美國發展半導體產業進行了系統性規劃，以巨額財政補貼，吸引全球半導體企業赴美投資。該法案也針對半導體相關設備的製造商祭出 25%的投資稅賦抵減，惟其但書是不得在中國與其它有疑慮的國家建置工廠。與此同時，美國持續推進晶片限制出口中國的新措施，同年 8 月 31 日，美國政府要求輝達(NVIDIA)和超微(AMD)停止向中國出口人工智慧與高速運算晶片。9 月 11 日，美國商務部又通知科磊(KLA)、科林研發(LAM Research)和應用材料(Applied Materials)3 家公司，除非取得銷售許可，否則禁止向中國出口 14 奈米以下的晶片製程設備。

階段 II：2022 年 10 月 7 日美國商務部工業暨安全局(Bureau of Industry and Security)發布對華半導體出口管制措施，從晶片製造設備、人才、企業服務、技術、產品等各方面執行嚴格控管，這在很大程度上箝制了中國購置設備和募集人才的空間，雖無制裁之名，但行制裁之實。

階段 III：美國聯手日本與荷蘭<sup>24</sup>限制對中國出口半導體製造設備，其中荷蘭政府將限制艾司摩爾(ASML)對中國廠商出售深紫外光(Deep Ultraviolet；DUV)設備，日本則同步對 Nikon 等半導體設備廠商進行出口管制。相關禁令，將進一步削弱中國深化半導體產業以及自行開發生產晶片的能力。

另一方面，美國總統 Biden 於上年 8 月 9 日正式簽署行政命令，以「小院高牆」(small yard, high fence)<sup>25</sup>的方式限制美國企業投資中國敏感科技，包括半導體、量子運算以及人工智慧等領域。Biden 在致國會的信中表示，中國正全力發展敏感科技及產品，攸關該國的軍事、情報、偵察和軟體應用能力。這項行政命令，旨在確保中國政府不會藉由美國科技和資本推動其軍事現代化，威脅美國國家安全。

### 三、全球產業供應鏈的變化

#### (一) 美國與歐洲對中國採取不同的貿易策略

自 1990 年代初中國改革開放與 2000 年代初加入世貿組織以來，中國曾在全球產業供應鏈扮演著舉足輕重的角色；但伴隨美中貿易戰

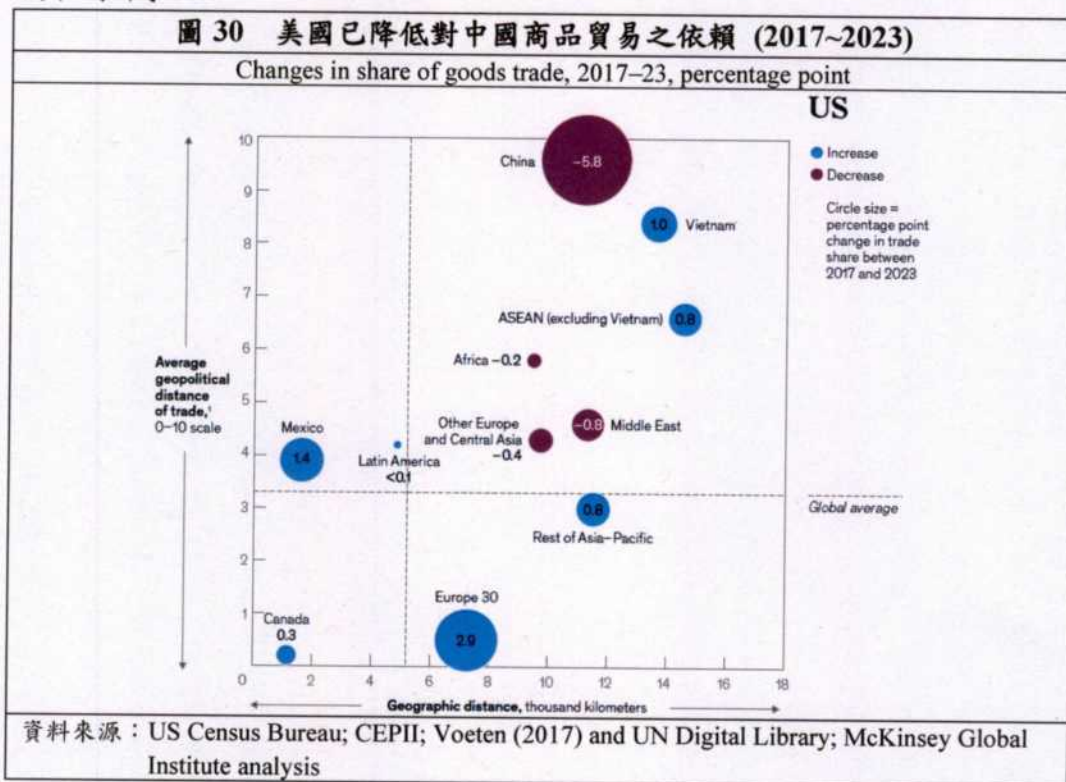
---

<sup>24</sup> 路透社 2023 年 1 月 31 日的報導 <https://www.reuters.com/technology/us-official-acknowledges-japan-netherlands-deal-curb-chipmaking-exports-china-2023-02-01/>

<sup>25</sup> 「小院高牆」(small yard, high fence)的概念由智庫「新美國」(New America)研究員 Samm Sacks 於 2018 年提出，係指在科技競爭領域，應由美國政府確定與國家安全直接相關的特定技術和研究領域(即「小院」)，劃定適當的戰略邊界(即「高牆」)，以保護美國的核心技術；「小院」內的核心技術，政府應嚴密封鎖，「小院」外的其他高科技領域，則可開放。這個概念後來在 2020 年 11 月由國會「中國特別工作組」正式提出。

與地緣政治風險上升，美國與中國間的貿易與產業供應鏈正在轉變，美國正從多個國家(包括墨西哥和越南)進口更多商品，使其進口來源更加多元化。另一方面，墨西哥取代了部分來自日本對美出口運輸設備方面的份額，則顯示了區域內貿易(nearshoring)的趨勢。(圖 30)

這種轉變的淨效應是美國進口商品來源的集中度急劇下降，2017 年至 2023 年間，中國占美國製造業進口商品的比例自 24% 下滑至 15%；其中，電子產品是下降最多的領域，從接近 50% 降至約 30%，然中國失去的市占率，似乎已由越南取而代之，例如筆記型電腦和手機。

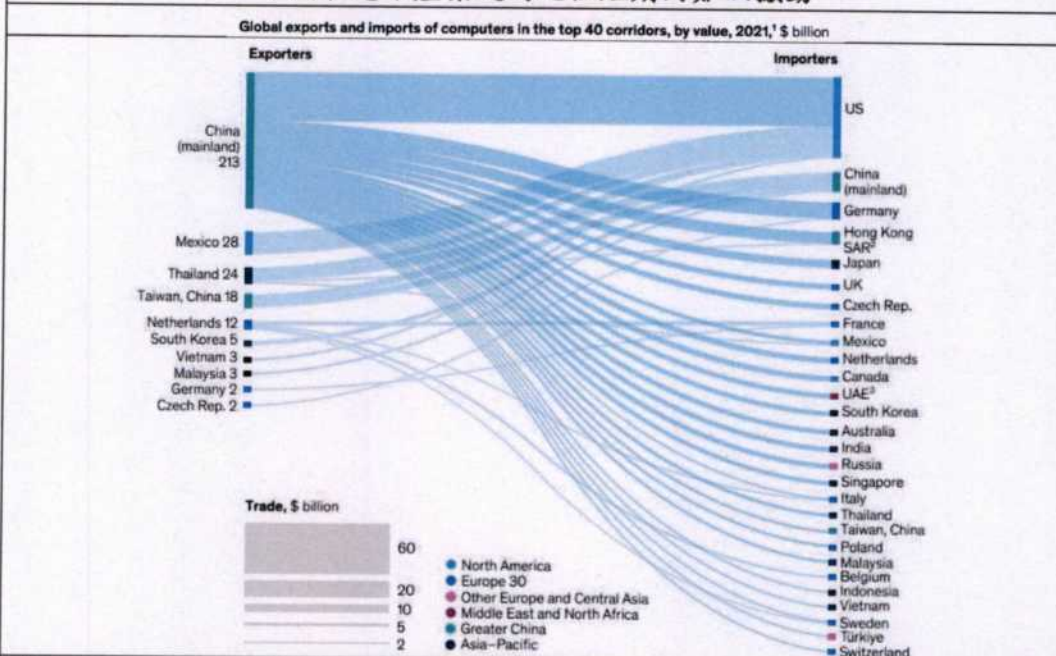


換句話說，若以附加價值的角度觀之，美國與中國間的貿易連結，不如表面上的劇烈與惡化。因為，越南僅只扮演了簡單的最終組裝與第三國轉運的角色，美國實質上進口了更多在中國生產的商品，亦即供應鏈可能會變得更長，卻不一定代表著對中國依賴的減少。(圖 31)

根據 McKinsey 的研究，2017 年至 2020 年，中國占美國最終消費品之附加價值比例略有上升，從 24% 上升到 25% (圖 32)。筆記型

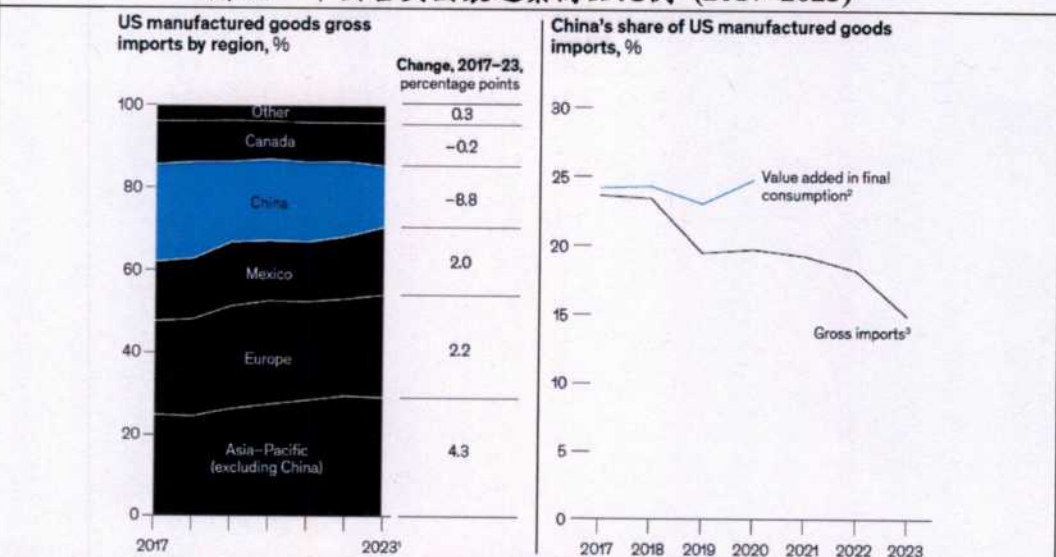
電腦就是一個例子，2017 年至 2022 年間，美國從越南進口的筆記型電腦數量成長一倍以上，約 8 億美元。與此同時，越南自中國進口的筆記型電腦零件(例如印刷電路板和觸控螢幕)也同樣成長了一倍，約 8 億美元。

圖 31 全球電腦主要進出口渠道 (2021)  
中國在電子產業鏈的地位短期內難以撼動



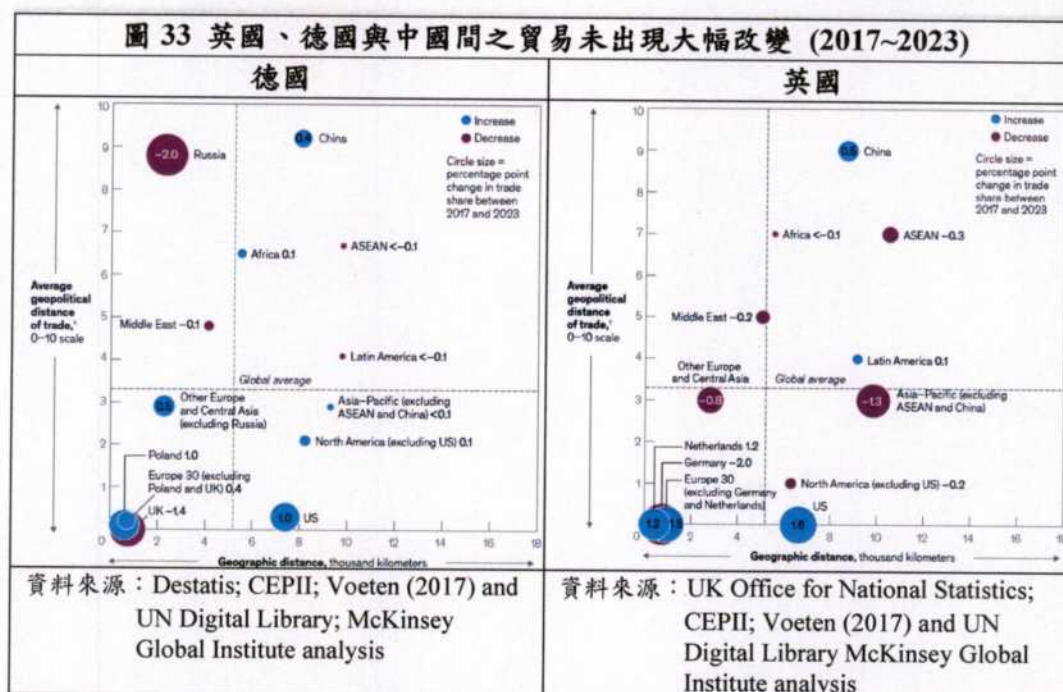
資料來源：McKinsey Global Institute analysis ;  
United Nations Comtrade data, updated Sept 9, 2023

圖 32 中國占美國製造業商品比例 (2017~2023)



資料來源：McKinsey Global Institute analysis ; Trade in Value Added Database, 2022, OECD, accessed November 2022; US Census Bureau

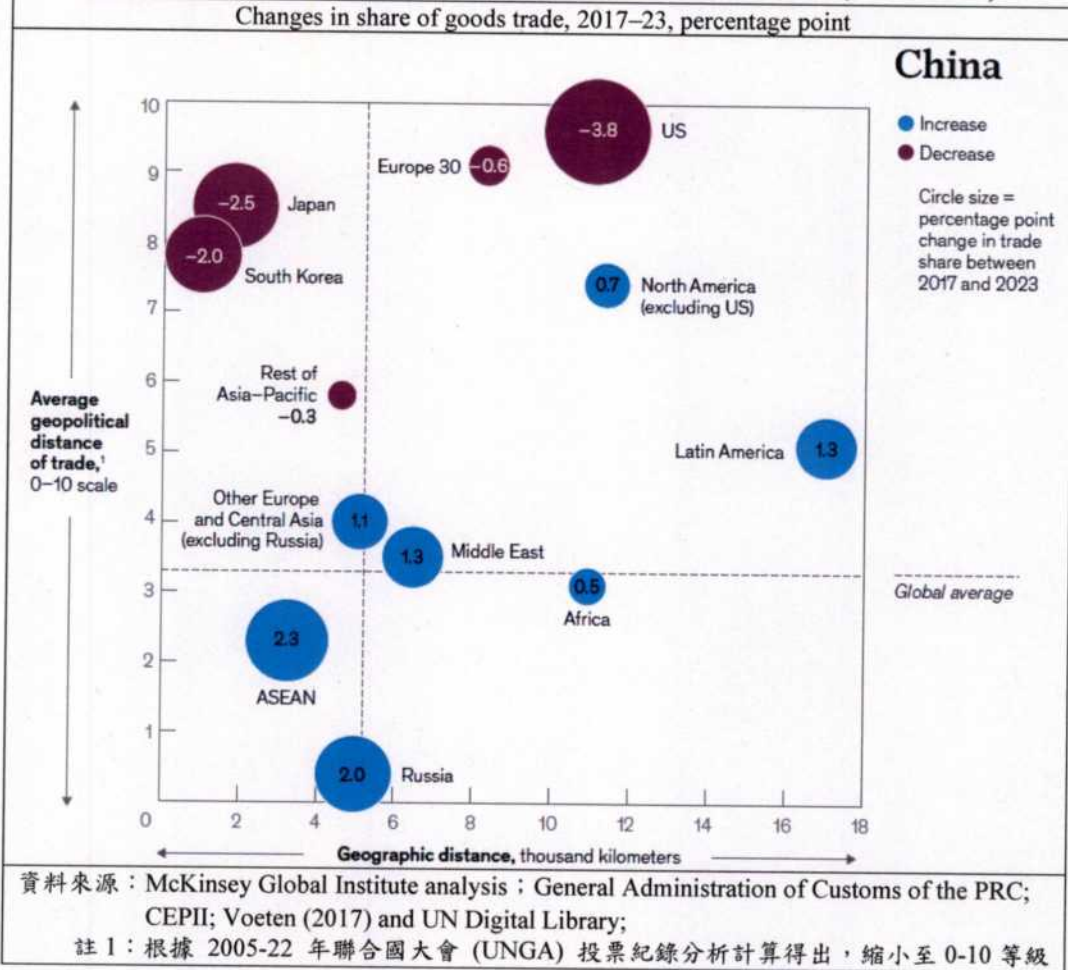
2017年至2023年間，歐盟自中國進口的比例略有增加，從19%增加到21%。某些領域這種成長更為明顯。例如，德國從中國進口的電子產品所占份額從2017年的24%上升到2023年的30%。值得注意的是，該類產品正是中國占美國進口份額下滑最多的類別。此外，2017年德國僅1%的電動車進口來自中國，然至2023年前九個月，德國電動車進口總額中近四分之一來自中國。顯然截至目前為止，歐洲與美國對於與中國之貿易關係，採取截然不同態度與策略。(圖33)



## (二) 中國貿易對手逐步轉向發展中經濟體

2017年至2023年間，中國對美國的出口份額下降(部分原因是貿易關稅)，轉而由東協經濟體的出口份額上升所取代；與此同時，中國的進口也從日本和韓國轉向東協經濟體、拉丁美洲和中東以及俄羅斯。因此，在2023年，發展中國家占中國商品貿易之比例高達一半以上(2017年僅42%)。這些轉變往往傾向於與中國在地緣政治上更接近的貿易夥伴進行貿易。(圖34)

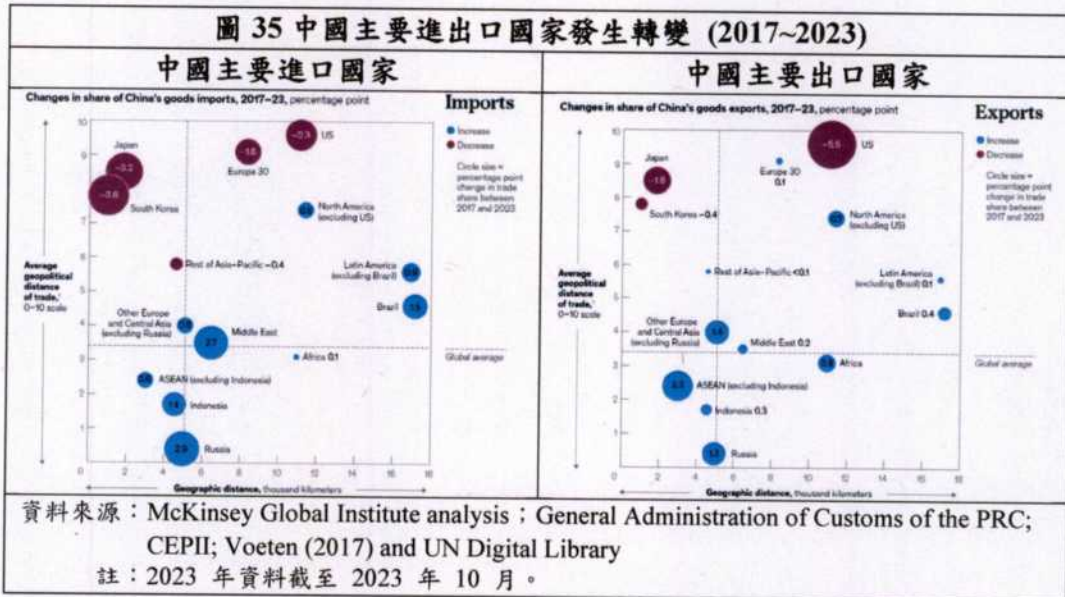
圖 34 中國貿易對手近年有逐漸轉向發展中國家的傾向 (2017~2023)



鎳即為一例。加拿大傳統上是中國主要鎳礦進口來源，然而由於印尼在地緣政治上更接近中國，且是中國一帶一路的重要夥伴，因此，印尼取代加拿大成為中國重要的鎳礦來源，進口額從 2017 年的不到 20 億美元飆升至 2023 年前 10 個月的超過 120 億美元，成長近六倍。另一個顯著的例子，則是中國參與了非洲幾內亞的鐵礦開採，並使得該國可望成為全球第三大鐵礦石出口國。(圖 35)

根據 Brookings 的研究，Trump 雖成功降低了對華雙邊貿易逆差，由 2018 年 4,190 億美元的高峰，大幅降至 2020 年的 3,110 億美元，然而 Trump 擔任總統的四年裡，美國全球商品和服務貿易逆差卻大幅上揚，自 Trump 就職前夕 2016 年的 4,810 億美元，飆升至 2020 年

6,790 億美元，增加了約 21%。換言之，Trump 對中國加徵關稅直接減少了自中國的進口，卻也導致美國轉而與中國相鄰的經濟體(如越南、墨西哥、泰國、韓國、馬來西亞等)建構新的進口供應鏈，既未形成國內生產之進口替代，亦未降低進口。





## 參、J.P.Morgan 研討會之重點內容摘要

### 一、全球經濟展望(Global Economic Outlook)

本次參加 J.P.Morgan 於紐約所舉辦之第 49 屆中央銀行年會，循例邀請全球多國之中央銀行、主權財富基金，以及國際機構債發行人等官方機構投資人參加。前述美國經濟、中國經濟與地緣政治正是與會成員共同熱烈商討的議題；面對詭譎多變的全球政經局勢發展，多數成員對於 2024 年全球經濟成長仍保持樂觀預期。J.P.Morgan 預期 2024 年全球經濟成長略為降溫，自 2023 年 2.9% 降至 2.2%，低於 IMF 與 World Bank 之預期值 3.2% 與 2.6%；惟短期內陷入衰退的風險不大，預計全球經濟擴張將在 2025 年中期結束。此外，2024 年已開發國家 GDP 年增率平均為 1.3% (歐元區、日本與英國分別為 1.0%、0.9% 與 0.7%，除歐元區外，均較 2023 年滑落)、新興市場為 3.3% (中國為 4.5%，低於 2023 年之 5.5%)。

而對美國經濟之展望，與會成員多認為其經濟具韌性，勞動市場與資本市場表現亮眼穩健，均有助於維持美國經濟成長動能。相較之下，J.P.Morgan 判斷美國經濟將趨於軟著陸 (soft landing)，預估 2024 年 GDP 年增率為 1.5%，大幅自 2023 年的 3.1% 向下修正，且低於 Fed 預估值 2.1%。

與此同時，美國 Fed 之 QT 政策將持續至年底，總資產規模將由目前約 7.26 兆美元縮減至 6.89 兆美元；隔夜附賣回操作 (Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP) 與銀行存款準備金 (Reserves) 於本年底之餘額則分別為 3,690 億美元與 3 兆美元，市場流動性仍充足。惟囿於通膨降溫遲滯，Fed 或於本年維持當前限制性政策利率水準不變，抑或於年底前降息一碼。

此外，各國官方機構代表對本年美國總統大選結果多表示擔憂，咸認為 Donald Trump 再次當選機率頗高，恐推升全球地緣政治風險，

並影響未來經貿政策與移民政策走向，或使經濟前景及通膨走勢不確定性提高，成為金融市場之黑天鵝。

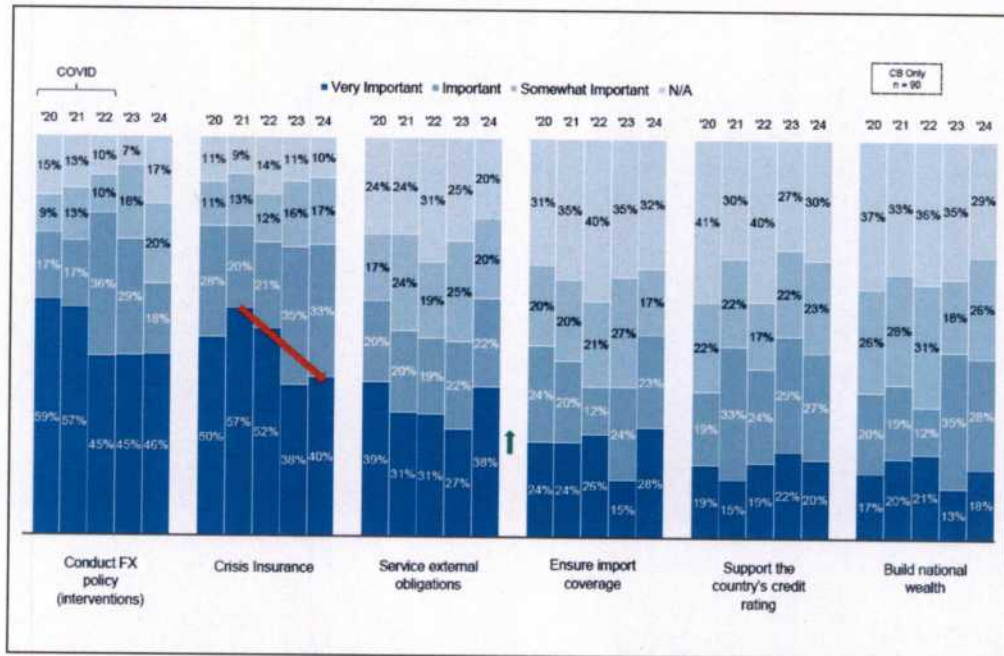
## 二、外匯存底管理與資產配置趨勢問卷調查

本次研討會於會前即針對 93 家央行與 20 家國際組織，提出有關外匯存底管理與資產配置等一系列問卷調查，內容包括持有外匯存底之動機與目的、外匯存底流動性、安全性與收益性的重要性排序、外匯存底自行及委外操作的選擇、外匯存底投資運用趨勢等項目，並於研討會期間公布問卷結果。

該問卷調查已持續執行多年，其結果代表著全球超過 90% 的外匯存底資產規模(11 兆美元)，若以地域性來看，41% 來自歐洲、26% 來自美洲、19% 來自中東及非洲、14% 來自亞洲。透過該調查結果可進一步了解各國外匯存底的管理趨勢及未來的布局方向，下方項目 1 與 2 括弧內之百分比數字，係認為該選項為非常重要之比例。調查結果重點摘要如下：

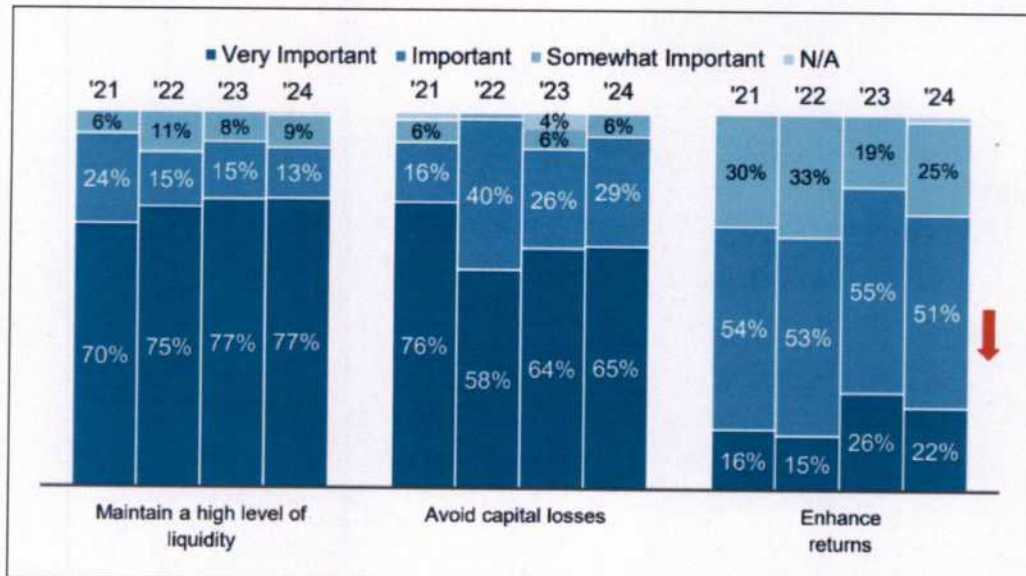
### 1. 持有外匯存底之動機與目的?

- (1) 執行匯率政策(conduct FX policy–interventions)。(46%)
- (2) 危機保險(crisis insurance)。(40%)
- (3) 支應外部債務(service external obligation)。(38%)
- (4) 確保支應進口覆蓋率(ensure import coverage)。(28%)
- (5) 支持國家信用評等(support the country's credit rating)。(20%)
- (6) 累積國家財富(build national wealth)。(18%)



2. 外匯存底流動性、安全性與收益性的重要性排序?

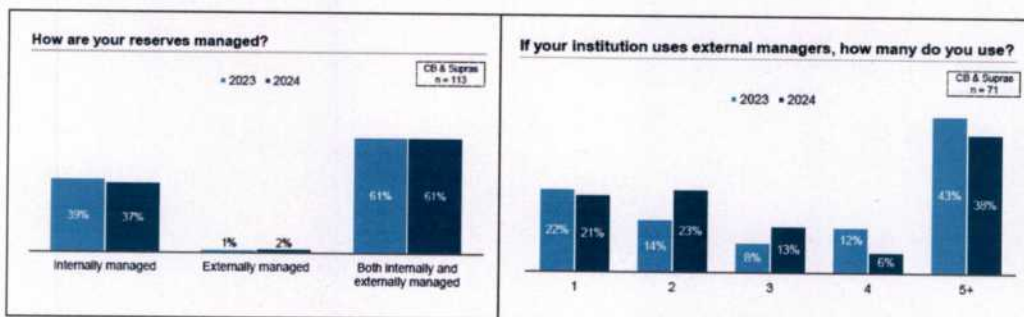
- (1) 流動性：高度流動性(Maintain a high level of liquidity)。(77%)
- (2) 安全性：避免資本損失(Avoid capital losses)。(65%)
- (3) 收益性：提高收益(Enhance returns)。(22%)



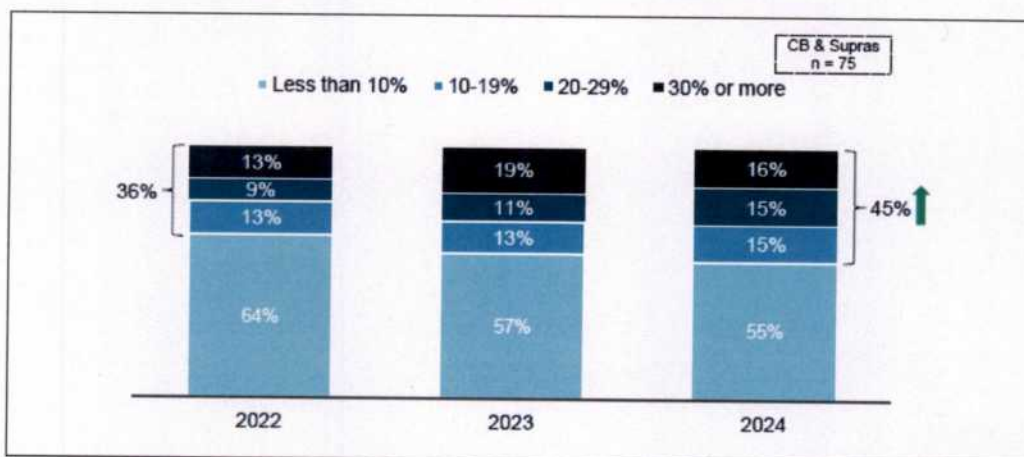
### 3. 外匯存底自行及委外操作的選擇。

(1) 在 113 個受訪者中，61%為同時採行自行及委外操作方式，目前僅有 37%仍為自行操作外匯存底投資。(下圖左)

(2) 外匯存底委外投資之受託家數為 5 家以上者有 38%，為最高。(下圖右)



(3) 委外投資比例低於 10%之占比 55%，為最高。



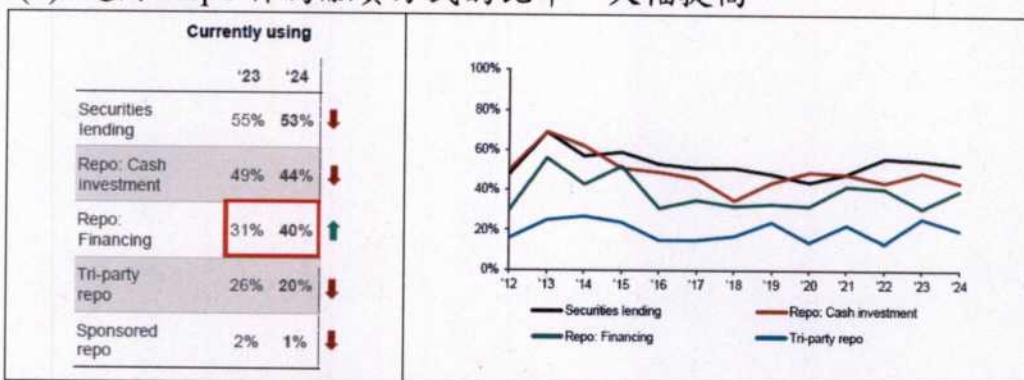
### 4. 外匯存底投資運用趨勢。

(1) 為提高收益，延長存續期間(duration)是最常採行之投資策略。

**What strategies are you using to achieve returns this year?** (CB & Supras n = 106)

	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24
Lengthening portfolio duration	33%	31%	39%	34%	23%	11%	37%	60%
More exposure to credits	38%	41%	38%	36%	36%	33%	26%	32%
More use of derivatives	32%	21%	15%	12%	16%	14%	11%	25%
Exit or avoid negative yielding instruments	35%	44%	38%	27%	23%	19%	14%	20%
Moving into new markets, i.e. different currencies	37%	44%	31%	17%	20%	16%	9%	15%
More exposure to FX risk	16%	12%	11%	12%	27%	13%	8%	12%
More use of non-traditional liquidity products	5%	0%	3%	3%	3%	3%	8%	7%

(2) 運用 Repo 作為融資方式的比率，大幅提高。

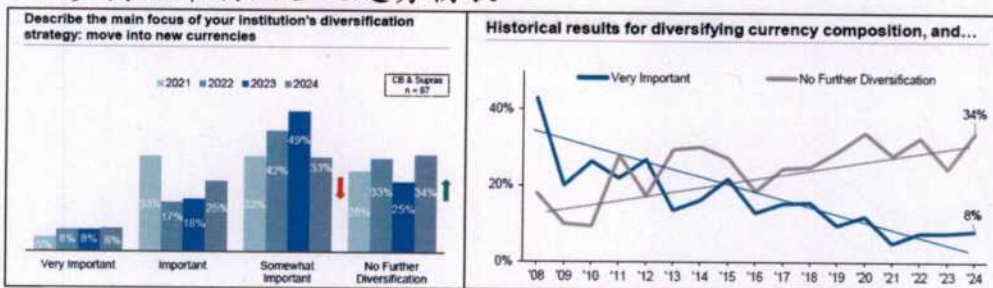


(3) 幣別投資趨勢。

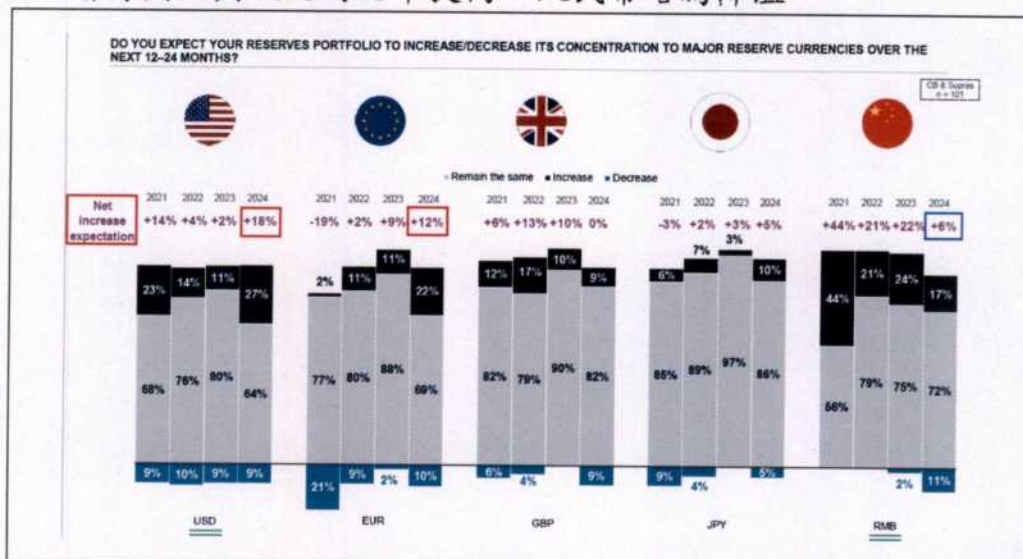
i. 美元仍是外匯存底主要幣別，歐元居次。

GLOBAL FOREIGN EXCHANGE RESERVES ALLOCATION BY CURRENCY (% OF RESERVES)									
Year	USD	EUR	JPY	GBP	RMB	AUD	CAD	CHF	Other
2000	71.1	18.3	6.1	2.8				0.3	1.5
2010	62.2	25.8	3.7	3.9				0.1	4.3
2015	65.7	19.1	3.8	4.7		1.8	1.8	0.3	2.8
2020	58.9	21.3	6.0	4.7	2.3	1.8	2.1	0.2	2.7
2021	58.8	20.6	5.5	4.8	2.8	1.8	2.4	0.2	3.1
2022	58.5	20.4	5.5	4.9	2.6	2.0	2.4	0.2	3.5
Q4 2023	58.4	20.0	5.7	4.8	2.3	2.1	2.6	0.2	3.9

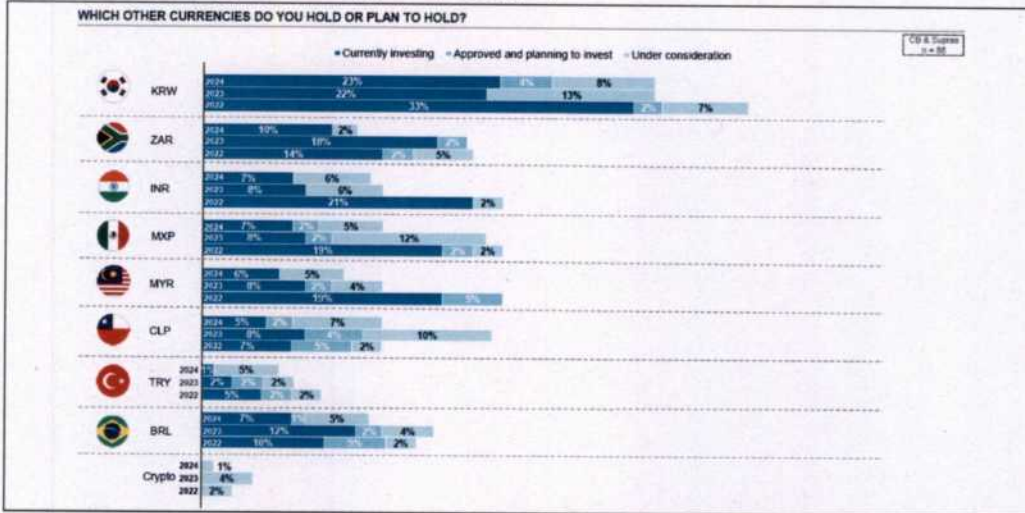
ii. 多角化幣別組合之趨勢稍歇



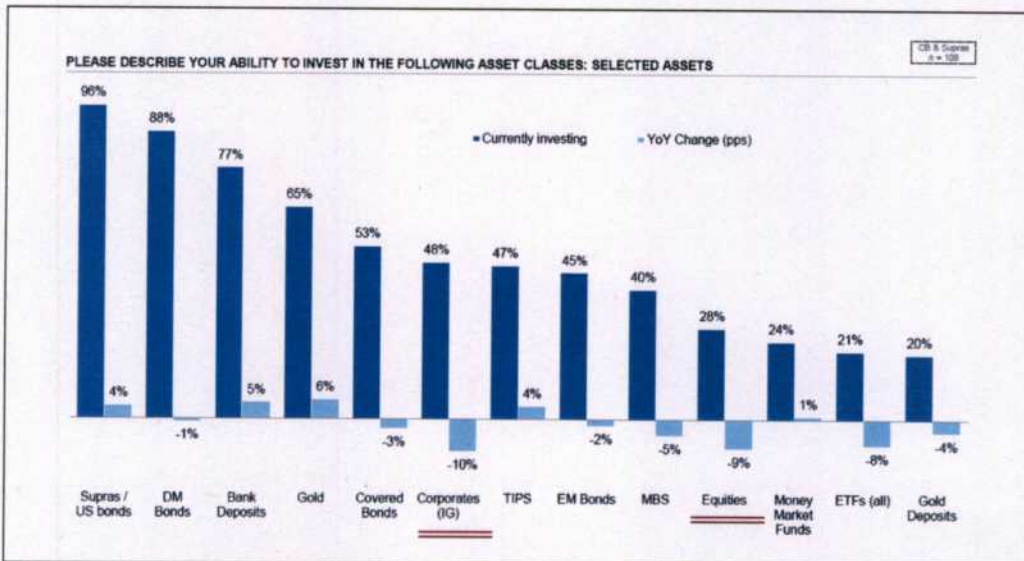
iii. 增持美元與歐元的比率提高，人民幣略為降溫。



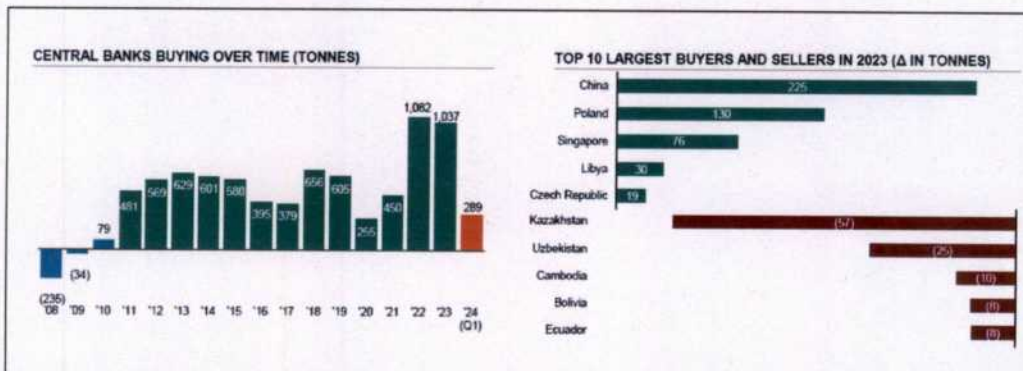
iv. 新興市場貨幣中，韓元最受青睞。



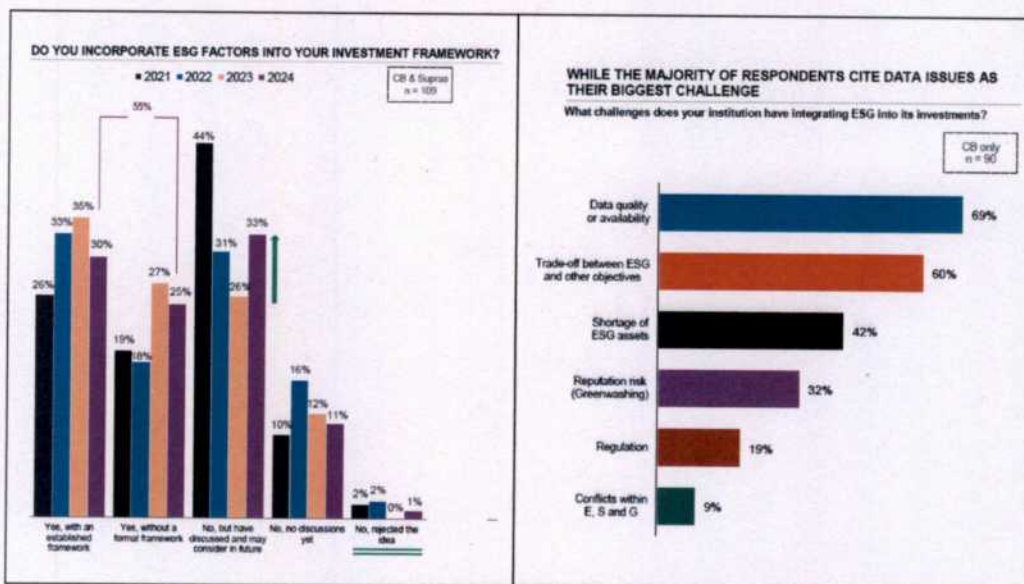
(4) 減持投資級公司債與股票等風險性投資。



(5) 央行對於黃金投資需求仍熾。



(6) 多數央行投資已將 ESG 納入考量，惟相關資料的取得與可信度是一大挑戰。



## 肆、結論

### 一、央行應審慎觀察並評估社會經濟之結構性變化，及其對於貨幣政策潛在之影響

正如對長線投資者而言，分辨週期性變化(Cyclical)與長期趨勢(Secular)間的差異，是非常重要的。而由長期趨勢所衍生的另一個更深層次的重點，則在於觀察並辨識出經濟、政治、社會等各層面，所發生之「結構性的轉變」。因為，一旦出現結構性的變化，其影響通常是深遠且長久，換言之，對於金融市場的資金供需，以及對於經濟活動的表現，也將扮演極具關鍵性的角色。

Fed 主席 Powell 藉由三個提問，同樣是在提醒我們，貨幣政策執行者，不應糾結拘泥於傳統的貨幣政策執行方式，也不應陷於傳統貨幣學說所謂之供給與需求面的思維，而應體察當前之社會經濟是否出現長期結構性之變化。

因此，本文藉由梳理影響疫情前名目利率長期走跌之原因與結構性因素，並試由全球投資與產業供應鏈、人口結構與移民人口等角度，觀察前述原因與結構性因素是否發生轉變，得以重新省思並審視當前貨幣政策面臨之挑戰與未來可能之利率走向，最終所得之結論，與本年 6 月 FOMC 會議所揭示的經濟預測摘要結果相一致，亦即美國中性利率將呈上升趨勢；會議中 Fed 官員預測的中性利率(長期聯邦基金利率中位數)為 2.8%，高於上年 12 月發布的 2.5%及本年 3 月的 2.6%，確實處於逐步攀升之勢。

### 二、中國人口問題棘手難解

瑞典著名經濟學家 Knut Wicksell 曾指出，經濟學教科書應該從人口章節開始。老齡化、少子化、移民等人口問題，為近 10 年來全



球越來越普遍關注的議題，而全球人口的變動，除了左右著各國的政策外，也改變了全球生產力的面貌。全球兩大強權美國與中國，正經歷著嚴峻的人口老齡化過程，影響所及，包括消費、就業、金融投資等社會經濟結構等層面，都將產生長期趨勢性的變化。根據 Moody's 的分析指出<sup>26</sup>，預計中國的 GDP 年增率將從 2014~23 年間平均 6.0%，放緩至 2024 年和 2025 年的 4.0%；且人口老齡化和勞動力萎縮等結構性因素，將進一步限縮生產力與經濟成長動能，至 2030 年中國 GDP 年增率將降至 3.5%。

中國人口問題除囿於本身結構性因素外，實則亦受制於中國經濟持續下行的壓力。相較美國、日本雖同樣面臨老齡化問題，中國的劣勢是在邁入富裕國家行列前，就先進入了經濟成長疲軟時期，也就是「未富先衰」。根據華爾街日報引述世界銀行數據顯示<sup>27</sup>，2022 年中國人均收入為 1 萬 2,850 美元，遠低於 1991 年日本的 2 萬 9,080 美元。中國達到勞動年齡人口峰值時的收入水平僅為美國達到峰值時的 20%。2023 年 6 月，中國發布的 16 歲至 24 歲青年失業率是 21.3%，則是從另一角度，詮釋了中國經濟下行的現況，更遑論 2024 年將有創新高的 1,179 萬名大學生畢業，就業問題將持續嚴峻。這樣的條件背景下，如何能提高中國的結婚人口以及生育率。

2016 年，中國廢除了「獨生子女」政策，允許夫婦生育兩個孩子。2021 年，當局將限制放寬到「三孩」。近年來，中央和地方政府還提供了稅收優惠、更好的孕產婦保健措施和其他激勵政策，試圖扭轉出生率的快速下跌。中國國家主席習近平在「二十大」上更將這一問題列為優先事項，承諾「建立生育支持政策體系」。但這些措施並

---

<sup>26</sup> <https://ratings.moody.com/ratings-news/412128>

<sup>27</sup> <https://www.wsj.com/world/asia/is-chinas-economic-predicament-as-bad-as-japans-it-could-be-worse-aa962d0d>

未導致出生率的顯著增長。一些專家表示，這是因為在政府的「催生」政策之外，育兒負擔依然高踞。

再者，出生人口下滑會漸次影響到各行各業的發展，短期內是學齡前孩童消費，中長期是教育、房屋、電子消費品、醫療、養老等。換言之，出生人口出現拐點向下，意味著內需將持續低迷，經濟和就業不得不繼續依賴出口。超乎預期的快速老化和勞動力萎縮，意味著中國經濟下行並非週期性的，而是結構性且難以逆轉。

中國曾先後經歷 1950~1958 年、1962~1975 年和 1981~1997 年三次嬰兒潮，年均出生人口分別達到 2,077 萬人、2,583 萬人和 2,206 萬人。遵循人口發展的慣性規律，這三次嬰兒潮時期的出生人口會在 2010~2018 年、2022~2035 年和 2041~2057 年相繼步入老年期，分別帶來三次人口老齡化「衝擊波」，這構成了中國人口老齡化發展形勢的基本面。其中，中國第三次人口老齡化「衝擊波」將發生在 2050 年前後，這批人將屆齡 60 歲開始退休。與此同時，中國 2023 年出生人口僅 902 萬人，到 2050 年，他們 27 歲，正是成家立業的年紀，也就是說，2020 年每個中國老人有 5 個勞動力供養；到 2050 年，將僅剩目前不到一半的勞動力供養。

人口老齡化就像一個經濟體的慢性病，青壯年勞動力占比越來越小，需要全社會供養的老年人占比越來越多，造成社會負擔沉重。倒金字塔的人口結構，在步入退休潮時，對國家整體經濟與財政狀況都將是難以承受之重。根據聯合國的預測，中國早自 2015 年即面臨勞動人口減少的問題，未來勞力密集產業將逐步消失。除了產業政策，包含醫療、看護在內的社會政策，中國同樣相形見絀，目前的社會保險與退休制度有破產之虞。

依據中國社科院《中國養老金精算報告 2019-2050》預測，養老金收不抵支會出現在 2028 年，並在 2035 年耗盡累計結餘。此時離 2050 年更深沉的老齡化危機僅餘 15 年。此外，2023 年中國養老金資產總額與 GDP 之比約為 2.4% 左右<sup>28</sup>，遠低於其他亞洲國家，如南韓 64.5%、馬來西亞 64.5% 與香港 56%，急待補充。中國政府在 2022 年 4 月提出建立養老保險「三大支柱」：基本養老保險、企業補充養老保險、職工個人儲蓄性養老保險，但這些政策能否及時補足養老金的缺口，令人存疑。畢竟，人口變化趨勢具有強大的慣性，非短期政策調整所能改變，且中國正面臨經濟下行，與內外經濟衝擊交相迫的局面，但無論如何，人口老齡化問題終將成為中國經濟發展上必須嚴肅面對的坎。

### 三、全球產業鏈的變遷，將深遠影響中國經濟

自 2010 年開始蘋果逐步在產品中搭載自行研發的晶片，A4 處理器即為首例，隨後被搭載在 iPad 與 iPhone 4 上正式發表。A4 處理器雖出自蘋果，卻是由三星代工生產；但令市場側目的是，三星自家研發的 S5PC100 處理器卻與 A4 處理器的設計極為類似，雖然蘋果 A5、A6 與 A7 處理器仍都委由三星生產，但出於減少對三星的依賴考量（畢竟雙方正逐步在手機市場上成為競爭對手），蘋果也組建了自己的處理器設計研發團隊。

隨著蘋果和三星在手機市場的競爭加劇，雙方在晶片代工上的關係也開始生變，2011 年蘋果正式起訴三星 Galaxy 系列產品抄襲 iPhone 和 iPad，三星則是反起訴蘋果侵犯其技術專利，蘋果與三星兩強爭訟的結果，台積電因而首度拿下 iPhone 6 的 A8 處理器全部訂

---

<sup>28</sup> <https://www.statista.com/statistics/960085/pension-assets-to-gdp-ratio-by-country/>

單。雖然蘋果 A9 處理器訂單改採三星與台積電雙代工模式，但自 A10 處理器開始，台積電正式成為蘋果唯一晶片處理器代工生產廠，並獨佔至今。事實上，三星失去的不僅僅是蘋果的代工生產訂單，其閒置的龐大產能與高昂的折舊費用，才是三星說不出的苦處。

我們常說商場如戰場，戰場何嘗不是如商場般爾虞我詐強者倖存。蘋果與三星的爭霸，一如今日美國與中國在全球政治、經濟影響力上的兩強之戰。當蘋果發現三星在手機市場的競爭力急起直追，甚至借助抄襲欲取而代之擴大市占率，蘋果自然必須與之切割甚至予以壓制，並尋找替代者。因此，當美國發現，中國藉由自由貿易不斷累積財富，進而發展自身科技與武力之際，自然會有所警惕；這也是美國 Biden 政府上臺後，不僅延續 Trump 對華政策，更明確將中國定位為競爭對手而非貿易夥伴關係的根本原因。

美國國家安全顧問 Jake Sullivan 所提出之「新華盛頓共識(New Washington Consensus)」倡議，更是希望藉此重塑全球經濟貿易運行之規範，並主張各國可以通過政府干預、科技封鎖、市場准入及財政補貼等產業政策來保護國內產業；並且超越傳統貿易協定，和有共同理念的國家結盟，建立新型態的國際貿易關係，重點在於，美國的目標不是自給自足，而是強化供應鏈的彈性和安全性；而最重要之目的，即在於限縮中國發展的空間與可能性。

時至今日，中國借助過去 30 多年的改革開放與經濟發展，早已非吳下阿蒙，然而擴張的產能、龐大的生產規模與大量的勞動人口與都市新移民，在面對去全球化、生產外移與出口限制等不利因素的衝擊下，疊加國內資產價格崩跌、政治環境渾沌不明以及官僚體制的壓抑，不僅經濟體制的轉型不易，整體金融環境所面對的不確定性同屬未定之天。

#### 四、外匯存底管理與資產配置之趨勢

- (一) 多數央行預期利率已至高點。從上述問卷結果，尤其是延長存續期間(duration)的投資策略角度觀之，存續期間的延長，無非是為了能鎖定高殖利率或提高未來債券投資之資本利得空間，換言之，多數央行認為未來利率下行之機率高於上行。此外，提高 Repo 作為融資方式之運用，同樣認為短端利率將下滑，亦即降息之可能，未來融資成本可望逐步下降，並擴大與長端投資之利差。
- (二) 美元重獲青睞，人民幣熱度降溫，反映市場投資人對地緣政治風險的警覺性提高，以及對美元資產的評價上升。投資人的嗅覺總是敏銳的，嬰兒潮世代造成全球人口結構的改變，移民(尤其是技術移民)則成為美國勞動市場的助力與經濟成長的相對優勢，隨著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不斷向美國傾斜與位移，造就美國經濟與資本市場的榮景，以及對美元部位的需求。反觀美國對中國由經濟的圍城擴展至科技的圍城，美中競合關係的日趨緊張，將使過去二十多年中國與全球所逐步建構的產業供應鏈，被迫走向崩解與式微，可預見的是，中國未來的對外發展之路將極其艱辛複雜，更遑論中國目前內部正面臨嚴重的經濟衰退與通縮風險。
- (三) 央行是過去兩年黃金價格推升的主力，而中國則是其中最主要的推手；新加坡挾政治與地域優勢，或將成為全球繼倫敦與紐約後，另一重要黃金交易與保管中心。過去 10 年全球央行每年平均黃金購買量是 604 噸，但自 2022 年起，全球央行黃金年購買量即超過 1000 噸，2022 與 2023 年分別高達 1,082 噸與 1,037 噸；這使得過去兩年央行占全球黃金需求量之份額提高近兩倍，

達到 25%~30%。而央行的黃金買盤，正好幫助抵消了黃金 ETF 的黃金賣盤；世界黃金協會的數據顯示，全球黃金 ETF 投資在 2021~2023 年的連續三年內，分別減少了 188.8 噸、109.5 噸與 244.4 噸，亦是這段期間全球最主要的黃金減持力道。未來若 Fed 進入降息週期，則黃金 ETF 或將迎來由賣轉買的翻轉趨勢，對黃金價格將形成支撐。

另根據 J.P.Morgan 與世界黃金協會(World Gold Council)的資料，中國央行為各國央行中最大的買家，2023 年共買入 225 噸，占全球央行黃金購買量之比重高達 21.7%。但值得注意的是，中國央行連續 18 個月增持黃金的紀錄在本年 5 月份中斷。事實上，黃金價格在本年 4 月初突破每盎司 2,250 美元之後，全球央行購買黃金力道即開始減弱，4 月各國央行的黃金總購買量為 36 噸，較上月減少 3 噸，更遠低於第一季單月平均 96.7 噸的購買量。

新加坡自 2021 年開始大幅增持黃金，2023 年更成為全球第三大黃金淨購買國，速度與規模令人驚嘆。世界黃金協會即表示，隨著黃金市場重心東移亞洲，新加坡因擁有穩定的政局、發達之金融市場、黃金投資稅負優惠，以及設有黃金精煉廠等優勢，再加上新加坡地理位置鄰近全球 25%的金礦供應國，包括中國、澳洲、菲律賓、巴布亞紐幾內亞及寮國等地，將有助於新加坡成為全球繼倫敦與紐約以外重要的黃金交易與保管中心。

## 參考文獻

1. Ben S. Bernanke. (2017) *Monetary Policy in A New Era*. PIIIE. Brookings
2. Fiorella De Fiore and Oreste Tristani. (2019) *(Un)conventional Policy and the Effective Lower Bound*. BIS.
3. Austin Nichols, Steven Martin, Nan Marie Astone, H. Elizabeth Peters, Rolf Pendall, Kaitlin Franks Hildner, and Allison Stolte. (2015) *The Labor Force in an Aging and Growing America*. URBAN.
4. Harry Holzer, John LaFarge Jr. (n.d.) *The U.S. Labor Market in 2050: Supply, Demand and Policies to Improve Outcomes*. Peter G. Peterson Foundation.
5. *Global Flows: The Ties That Bind in an Interconnected World*. (2022). McKinsey.
6. *A new paradigm for our connected world?* (2023). McKinsey.
7. *Restaurant Industry 2030* (2019). National Restaurant Association.
8. *Globalization in Transition: The Future of Trade and Value Chains*. (2019). McKinsey.
9. *The Complication of Concentration in Global Trade*. (2022). McKinsey.
10. *Geopolitics and the geometry of global trade*. (2024). McKinsey.
11. *Venture Pulse Q2 2023*. (2023). KPMG.
12. *Global M&A Report 2024*. (2024). Bain & Company.
13. *Global Investment Outlook 2024*. (2024). Northern Trust.
14. 高長. (2019). 美「中」貿易戰及其對全球經貿衝擊. 展望與探索, 17(4), 88-106.