

出國報告（出國類別：其他）

## 參加聯行舉辦之「2024 Official Institutions Conference」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：邱唯婷 四等專員

卓世峻 辦事員

派赴國家/地區：美國/波士頓

出國期間：113年10月12日至19日

報告日期：113年12月30日



## 目錄

壹、 前言.....	1
貳、 美國總體經濟展望.....	2
一、 美國經濟在短、中、長期下各面臨之挑戰.....	2
二、 短期內美國勞動市場仍是關注焦點.....	2
三、 中期內財政赤字及政府債務攀升構成全球共同挑戰.....	10
四、 長期經濟因人口結構因素而面臨阻力；人工智慧能否扮演關鍵角色仍未定.....	12
參、 美國公債供需展望與對市場影響.....	18
一、 美債持有人結構近期發生轉變.....	18
二、 供給及需求面分析.....	20
三、 美國公債需求對利率敏感度分析.....	22
四、 新增美債供給將促使殖利率上升.....	23
五、 債券市場不確定性上升，加深未來挑戰.....	24
肆、 新利率常態下實質利率之探討.....	26
一、 後疫情時代實質利率上揚及其對市場影響.....	26
二、 美國股市在不同實質利率水準背景之情境分析.....	28
三、 高利率水準對固定收益資產影響.....	30
伍、 心得與建議.....	32
陸、 參考資料.....	33

## 壹、 前言

職等奉派於本(2024)年 10 月 12 日至 10 月 19 日參加 State Street Global Advisors 於美國波士頓舉辦之「2024 Official Institutions Conference & Institute」，主講者包括 State Street Global Advisors 首席經濟學家、資深總體經濟分析師、全球債券投資主管及地緣政治風險專家，另哈佛商學院、麻省理工學院及波士頓學院資深教授亦參與相關議題討論，其他與會人員包括日本、南韓、香港、新加坡、印尼、義大利、英國、巴西、墨西哥及美國等國家之政府機關、退休基金經理人、壽險投資部門主管等。

本次研討會主題涵蓋美國經濟前景分析、潛在金融危機預測、全球地緣政治風險與美國總統大選對金融市場之影響、美國債券市場與財政狀況問題探討、官方機構針對人工智慧之應用策略，以及新興市場未來展望等議題。主講者深入探討各個領域趨勢，並積極參與討論與互動，同時開放與會者即時提問交流，以激發更多不同觀點。

## 貳、 美國總體經濟展望

### 一、 美國經濟在短、中、長期下各面臨之挑戰

本次會議期間(10/12~10/19)，State Street 首席經濟學家 Simona Mocuta 指出，美國經濟在短、中、長期下各面臨不同挑戰，部分議題宜密切關注，謹統整如下：

- (一) 短期而言，儘管家計部門超額儲蓄逐步耗盡且勞動需求呈現放緩，惟隨 Fed 啟動降息、美國民間消費支出及收入仍穩健成長，經濟成長動能似有所延續，伴隨通膨持續回落，美國經濟仍有望實現軟著陸；然須警惕地緣政治衝突及美國政策不確定性仍存在變數，恐加劇金融市場波動，並衝擊經濟及通膨發展。
- (二) 中期而言，美國面臨財政赤字擴大及政府債務攀升，惟此亦為全球共同之挑戰，如疫情以來美國聯邦政府債務規模已由 2019 年底 23.2 兆美元增加至約 35.8 兆美元(增幅逾 50%)，除可能限縮財政政策靈活性之外，亦增添市場不確定性。
- (三) 展望長期，隨全球人口結構朝向高齡化、少子化發展，恐拖累勞動供給成長，或將不利全球經濟成長前景，爰須密切關注人工智慧等新興科技能否扮演關鍵角色，解決勞動力不足並推升勞動生產力，並進一步帶動長期經濟發展；此外，儘管支撐美元國際地位基本面似有所削弱，惟美元主導地位仍穩固。

### 二、 短期內美國勞動市場仍是關注焦點

本年 9 月 Fed 研判通膨上行風險已趨緩，惟勞動市場下行風險上升而啟動降息 2 碼，之後於 11 月及 12 月再各降息 1 碼；惟 12 月 Fed 主席 Powell 指出，鑑於目前美國經濟仍強勁(如本年第三季經濟成長率 3.1%)，而勞動市場穩健(如近期失業率有所上揚，惟仍處低點)，加以通膨展望仍具不確定性(如近期通膨上行風險有所增加)，爰當前 Fed 處於或接近適合放緩降息步調之時點，並依據數據審慎決策。

- (一) 近期美國勞動市場仍穩健，似舒緩先前各界對於美國經濟可能陷入衰退之擔憂
  - 1. 本年下半年起至 8 月，美國勞動市場呈現疲軟，引發各界對於美國經濟可能陷入衰退之擔憂，如本年 6 月、7 月及 8 月新增非農就業人數分別僅 11.8

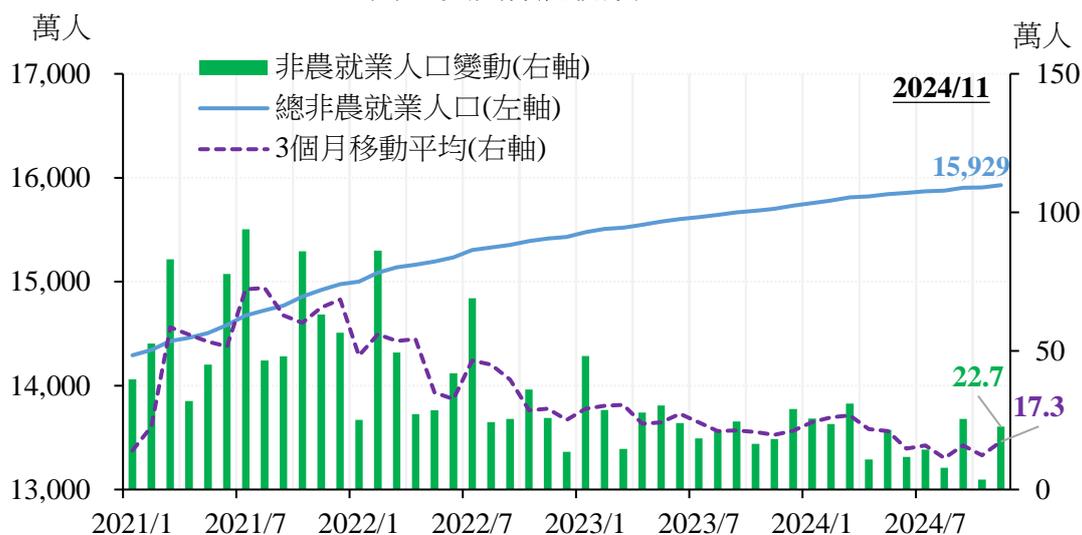
萬人、14.4 萬人及 7.8 萬人，而失業率一度上揚至 7 月之 4.3%，以失業率上揚幅度判別美國經濟陷入衰退之 **Sahm Rule** 指標，則示警美國經濟有衰退之可能性<sup>1</sup>，之後 Fed 暗示未來降息路徑之考量將更側重於勞動市場發展。

2. 後續若不考量本年 10 月颶風侵襲及波音公司罷工之影響(導致該月非農就業人數僅新增 3.6 萬人)，本年 9 月及 11 月非農就業人數分別新增 25.5 萬人及新增 22.7 萬人，顯示近期美國勞動市場仍相對穩健。

(二) 本年 11 月美國非農就業報告數據好壞參半，仍須密切關注後續發展

1. 機構調查顯示，本年 11 月新增非農就業人數略高於預期，反映勞動市場仍強勁
  - (1) 本年 11 月非農就業人數增加 22.7 萬人，高於 10 月之增加 3.6 萬人，亦高於市場預期之增加 22.0 萬人，主要反映波音罷工結束後返工潮以及本年 10 月颶風影響之逆轉；本年 9 月及 10 月新增非農就業人數合計上修 5.6 萬。
  - (2) 過去 3 個月及 12 個月非農就業人數平均分別增加 17.3 萬及增加 19.0 萬。
  - (3) 本年 11 月非農總就業人口上升至 15,929 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,231 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態(圖 1)。

圖 1 美國非農就業人口

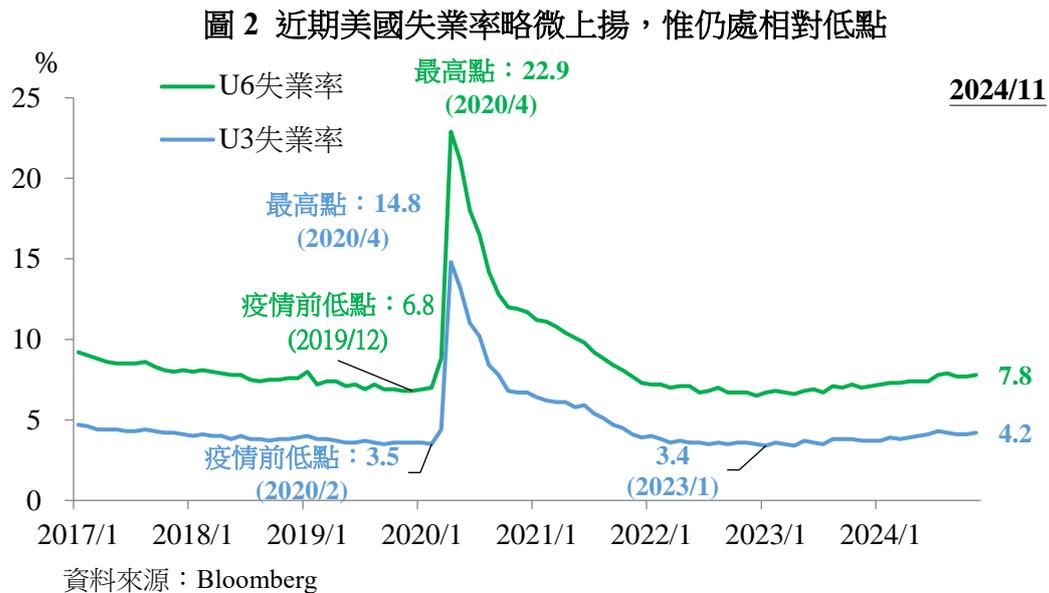


資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 提出 Sahm Rule 指標，其係指若美國 3 個月移動平均 U3 失業率較過去 12 個月內最低點上揚達 0.5 個百分點，則隱含未來經濟可能陷入衰退。

2. 家計部門調查則顯示，本年 11 月失業率略微上升至 4.2%，似有放緩跡象

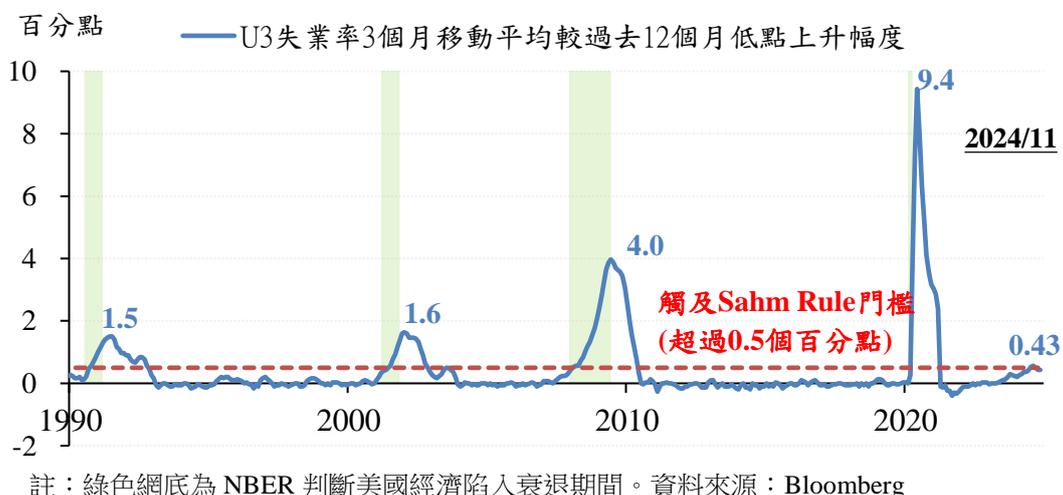
- (1) 本年 11 月 U3 失業率為 4.2%，較波段低點(2023 年 1 月之 3.4%)上升 0.8 個百分點；本年 11 月 U6 失業率由 10 月 7.7%上升 0.1 個百分點至 7.8%(圖 2)，惟兩者均位於相對低點，亦顯示當前勞動市場仍穩健。



- (2) 本年 11 月 Sahm Rule 指標並未示警美國經濟陷入衰退

—本年 7 月 Sahm Rule 指標(3 個月平均失業率較過去 12 個月內最低點上揚幅度)一度上揚至 0.53 個百分點，觸及臨界值(0.5)，引發各界對於美國經濟可能陷入衰退之擔憂；惟目前該指標已回落至 0.43 個百分點(圖 3)。

**圖 3 1990 年迄今美國經濟衰退期間與 Sahm Rule 指標**

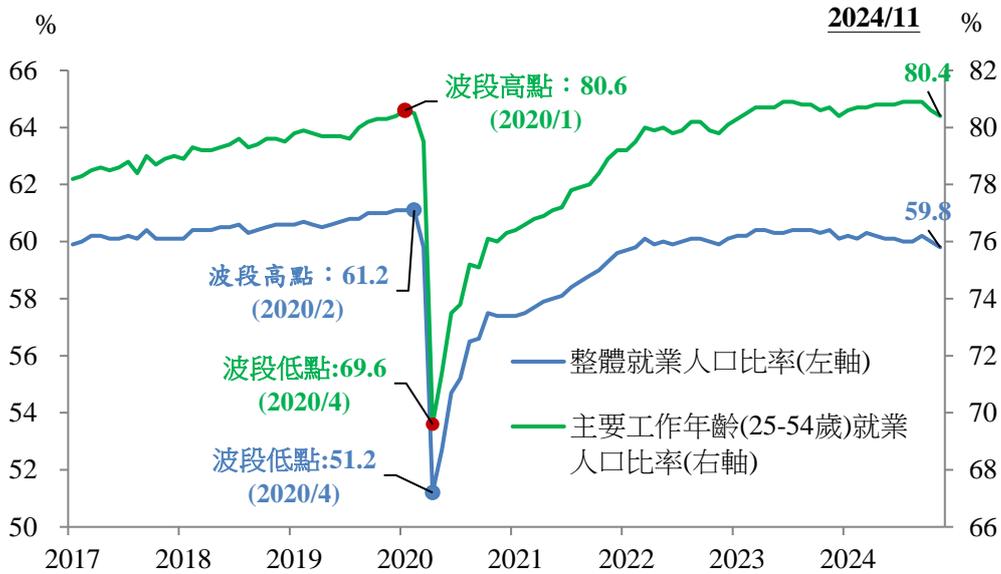


(3) 主要工作年齡人口就業人口比率及勞動力參與率維持高檔

—本年 11 月整體就業對人口比率為 59.8%；主要工作年齡(25 歲至 54 歲)

就業人口比率為 80.4%，兩者仍低於疫情前水準(圖 4)。

圖 4 美國就業人口比率已逐漸回升



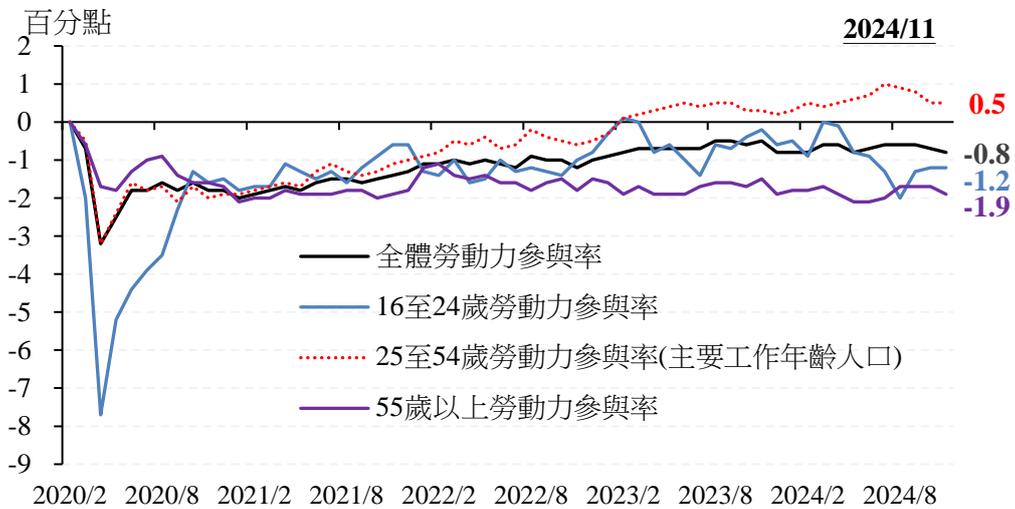
資料來源：Bloomberg

—本年 11 月整體勞動力參與率為 62.5%；主要工作年齡人口勞動力參與率

為 83.5%，較 2020 年 2 月高 0.5 個百分點；惟 16-24 歲及 55 歲以上人

口之勞動力參與率仍分別較 2020 年 2 月低 1.2 及 1.9 個百分點(圖 5)。

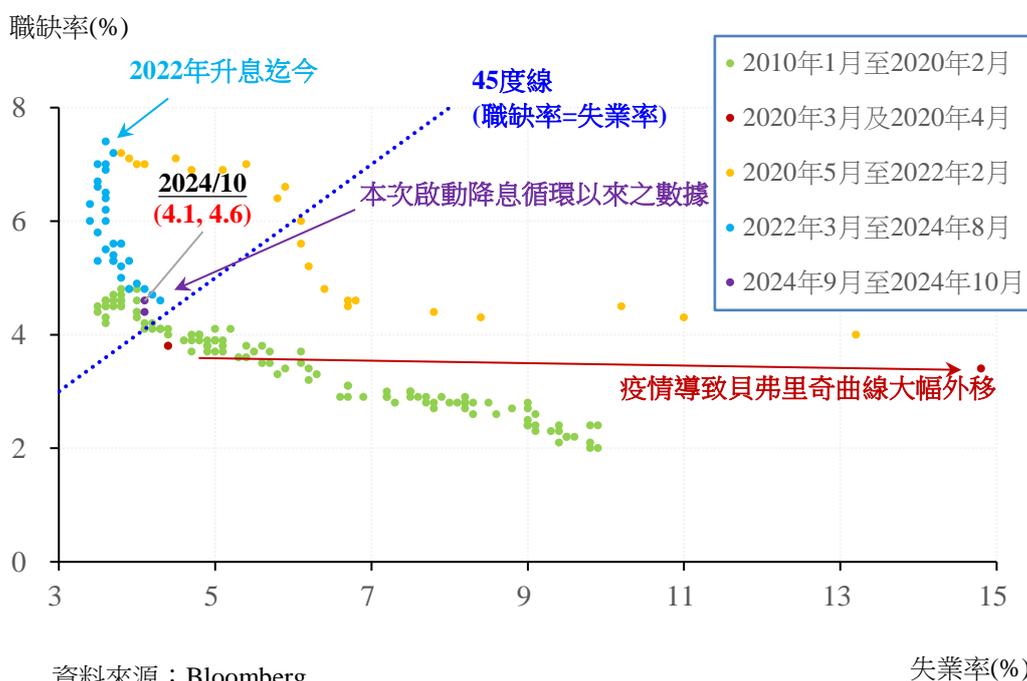
圖 5 美國年齡別勞動力參與率與 2020 年 2 月差異



資料來源：Bloomberg

(4) 儘管目前整體勞動力參與率仍低於疫情前水準，惟隨美國勞動供給逐漸復甦，而勞動需求亦逐步放緩，勞動市場供需將更趨平衡。如 2022 年 3 月 Fed 大幅升息迄今(本年 10 月)，美國職缺率由 7.4% 下降至 4.6%，而失業率僅由 3.6% 小幅上揚至 4.1%，美國職缺對失業比率由 2020 年 3 月新高 2.1 下降至 1.1 左右，已回落至疫情前水準<sup>2</sup>(圖 6)。

圖 6 美國貝弗里奇曲線

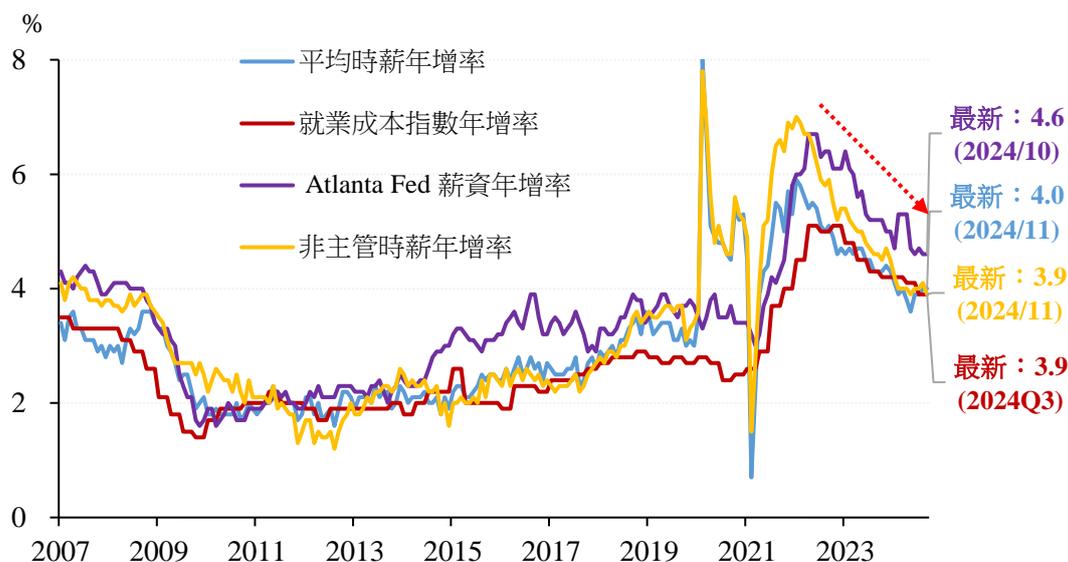


3. 近期美國薪資成長率已較 2022 年高點放緩，呼應近期 Fed 已表示不再視勞動市場為通膨上行風險主要來源，亦不樂見勞動市場進一步放緩

(1) 本年 11 月平均時薪月增率及年增率分別為 0.4% 及 4.0%；另本年 10 月 Atlanta Fed 薪資年增率為 4.6%；本年第 3 季就業成本指數 (ECI) 年增率為 3.9%，前述指標均顯示短期薪資成長動能似出現放緩(次頁圖 7)。

<sup>2</sup> 美國整體職缺失業比等於 1，可作為觀察美國通膨及勞動市場情勢之門檻值。倘若小於該門檻值，則供給及需求面衝擊對經濟及就業之影響較大，過慢鬆綁緊縮性貨幣政策或寬鬆力道不足，進而抑制經濟活動及就業成長之風險可能相對較大 (Benigno, Pierpaolo and Gauti B. Eggertsson (2024), "Revisiting the Phillips and Beveridge Curves: Insights from the 2020s Inflation Surge," *Jackson Hole Economic Policy Symposium*, Aug)。

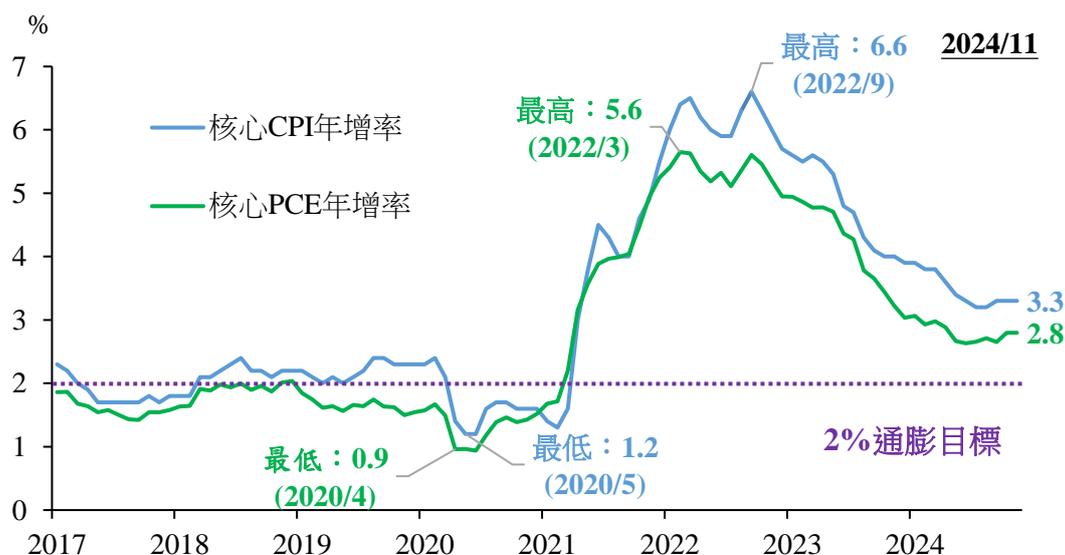
圖 7 美國薪資成長率已較高點放緩



資料來源：Bloomberg

(2) 目前核心 PCE 物價指數及核心 CPI 年增率分別為 2.8%及 3.3%(圖 8)，已較 2022 年高點大幅放緩，呼應近期 Fed 表示於抑制通膨方面取得重大進展，惟仍逾 2%通膨目標。本年下半年以來通膨較具黏性，加以川普 2.0 政經政策不確定性仍高，未來通膨可能面臨上行風險(如本年 12 月 FOMC 共 19 位與會成員中，有 15 位認為通膨面臨上行風險，高於前次之 3 位)。

圖 8 美國核心通膨率已較高點大幅放緩



資料來源：Bloomberg

### (三) 仍須留意近年來移民人口於美國勞動市場扮演之關鍵角色

1. 鑑於近年美國淨移民人口大幅增加，遠逾疫情前平均水準(圖 9)，加以移民之勞動力參與率亦較高，帶動移民勞動供給強勁成長，有助於美國勞動市場供需更趨平衡。此或能部分解釋近期美國就業成長強勁，惟失業率持穩且薪資成長放緩之現象<sup>3</sup>；然而，若扣除移民勞動力之貢獻，預估未來美國勞動力可能陷入負成長(圖 10)，恐不利美國就業前景。

圖 9 近年美國淨移民人口遠逾疫情前平均水準



資料來源：CBO

圖 10 歷年美國勞動力成長率變動及預估



資料來源：State Street

<sup>3</sup> Edelberg, Wendy and Tara Watson (2024), “New Immigration Estimates Help Make Sense of the Pace of Employment,” *Brookings Research*, Mar. 7.

2. 根據美國智庫彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics, 簡稱 PIIE)預估<sup>4</sup>, 倘若未來川普新政府主張限縮移民政策, 將導致移民勞動力供給大幅減少, 恐拖累美國經濟成長, 並推升通膨。

(1) 倘若川普新政府任內遣返非法移民 130 萬人, 預估未來 4 年美國 GDP 規模(以 2018 年價格為基期)累計將減少 8,116 億美元; 美國 CPI 累積將上揚 1.5%(各情境美國 GDP 及通膨率相較基礎情境之差異, 詳圖 11 及圖 12)。

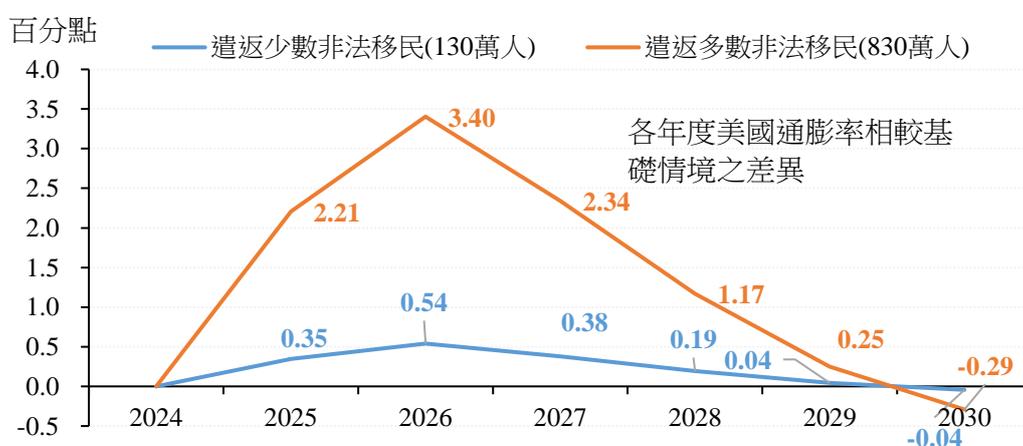
(2) 惟若川普新政府任內遣返非法移民高達 830 萬人, 對美國經濟及通膨負面影響恐較大, 預估未來 4 年期間美國 GDP 規模累計將大幅減少約 5.1 兆美元; 美國 CPI 則將累積上揚 9.1%。

圖 11 美國實質 GDP 規模之情境分析



資料來源：PIIE

圖 12 美國通膨率之情境分析



資料來源：PIIE

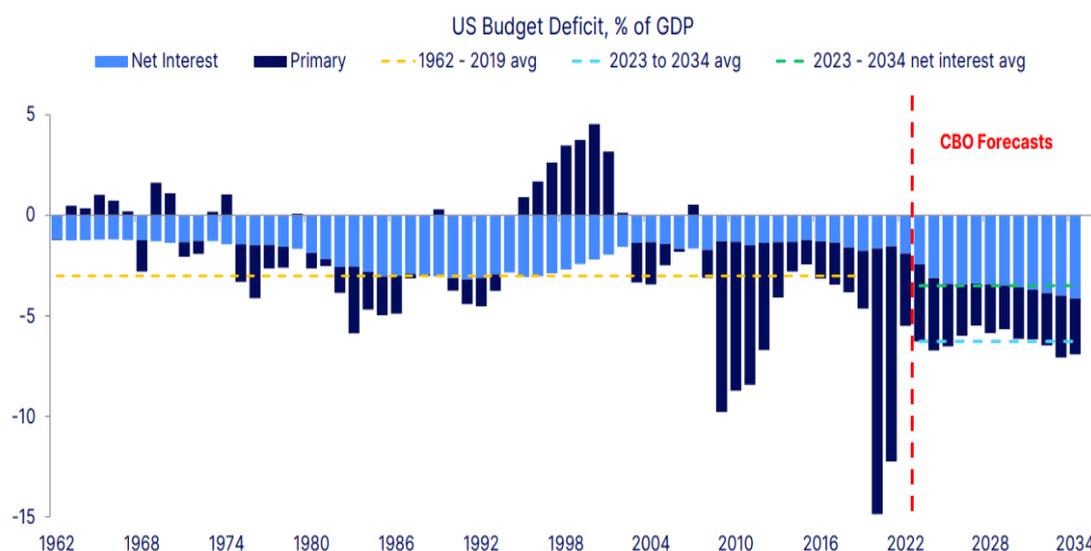
<sup>4</sup> McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), "The International Economic Implications of a Second Trump Presidency," *PIIE Working Paper*, Sep. 27.

### 三、 中期中內財政赤字及政府債務攀升構成全球共同挑戰

#### (一) 美國聯邦政府財政赤字現況及展望

1. 2024 財政年度美國財政赤字由上年度 1.70 兆美元上升 0.13 兆美元至 1.83 兆美元(財政赤字對 GDP 比率達 6.4%)，創下除 2020 及 2021 財年以外新高，主要反映利息支出高達 1.13 兆美元，逾國防預算及老年醫療保險支出總和。
2. 根據 CBO 預估，美國財政赤字將持續擴大，並於 2034 財政年度達到 2.86 兆美元，未來 10 年(2025 至 2034 年)美國政府財政赤字對 GDP 比率平均高達 6.3%(其中淨利息支出對 GDP 比率平均高達 3.7%)，遠逾疫情前(1962 至 2019 年)財政赤字對 GDP 比率平均水準之 2.7%(圖 13)。

圖 13 CBO 估計之未來 10 年美國財政赤字對 GDP 比率



資料來源：State Street、CBO

3. 川普新政府全面執政下，倘若逐步落實延長《減稅與就業法案》(TCJA)、額外稅收減免及提高國防支出等政策主張，恐將進一步擴大美國財政赤字。
  - (1) 賓州大學華頓商學院模型估計，倘若川普 2.0 延長《減稅與就業法案》(TCJA)，2025 財政年度財政赤字額外擴大約 750 億美元；另 2026 財政年度之後每年財政赤字額外擴大約 4,000 億美元。

- (2) Feroli *et al.* (2024)推估<sup>5</sup>，2025 財年美國政府財政赤字對 GDP 比率持平於 6.4%，惟 2026 財年將攀升 0.9 個百分點至 7.3%，創下非戰爭及衰退時期新高。

## (二) 美國聯邦政府舉債上限危機仍存

1. 1939 年美國國會通過「公共債務法案(Public Debt Acts)」，正式對美國聯邦政府債務設立債務總額限制。歷史上，美國債務上限議題層出不窮，如自 1962 年 3 月至 2021 年 12 月，舉債上限合計上調 83 次。
2. 上(2023)年 1 月 17 日美國聯邦債務再次觸及當前法定上限 31.41 兆美元，此後美國財政部長 Yellen 啟動緊急應變措施因應<sup>6</sup>；同年 6 月美國國會同意暫時凍結債務上限；當前美國債務總額已逾 35 兆美元，政府舉債上限恐再次成為外界關注焦點，引發市場對美國財政可持續性之擔憂。
3. 歷史上，雖曾發生數次美國聯邦政府停擺，惟通常未對美國經濟產生重大衝擊；另一方面，歷史上美國政府雖從未發生過違約，惟恐衝擊市場信心，對金融市場及整體經濟之影響難以量化。若美國聯邦債務發生違約將透過多重管道影響美國實體經濟，其詳細說明如後<sup>7</sup>(次頁表 1)。
4. 未來川普政府上任後，美國政府債務問題似將延續，根據 IMF 推估，2025 年美國政府淨負債(net debt)將首次超過 GDP 水準(淨負債對 GDP 比率達 101.7%)，另根據美國聯邦預算問責委員會(Committee for a Responsible Federal Budget)估計<sup>8</sup>，未來十年內美國聯邦政府債務則恐將大幅增加 7.75 兆美元。

---

<sup>5</sup> Feroli, Michael, Michael S Hanson, Abiel Reinhart and Murat Tasci (2024), “2025 US Economic Outlook: Yes, There Are Two Paths,” *J.P. Morgan Economic Research*, Nov. 21.

<sup>6</sup> Cox, Chelsey (2023), “Yellen Says Treasury Is Taking Extraordinary Measures to Avoid Default as U.S. Hits Debt Limit,” *CNBC News*, Jan. 19.

<sup>7</sup> Feroli, Michael (2023), “US: Don't Look up: A Debt Ceiling Primer,” *J.P. Morgan North America Economic Research*, Jan. 27.

<sup>8</sup> Committee for a Responsible Federal Budget (2024), “The Fiscal Impact of the Harris and Trump Campaign Plans US Budget Watch 2024,” Oct 28.

表 1 美國政府債務上限危機之可能影響管道

管道	說明
不確定性與借貸成本上升	恐慌指數(VIX)攀升、美債風險溢酬上揚及公司債利差擴大。
限縮財政支出	倘若美國財政部優先支付美國公債本金及利息，或將排擠其餘社會福利支出，可能打擊美國消費者信心及購買力。
信用評等被調降，增加利息支出	若美債違約將使信評機構進一步調降美債信用評等，將導致美國財政部借款成本大幅增加。例如，美國財政部借款利率每增加 50 個基點，將導致納稅義務人的利息支出增加 1,600 億美元。
緊縮信用供給	若信評機構調降美債信用評等，可能連帶影響受到聯邦政府隱性支持(implicitly backstopped)或顯性(explicitly backstopped)支持金融機構之信評，包括政府贊助企業(government-sponsored enterprises, GSEs)和大型銀行機構，進而導致金融機構收緊對民間部門之信用供給。
美元貶值	倘若外國投資者減持美國公債，將導致美元貶值，進而增加美國通膨壓力，美元之國際準備貨幣地位亦可能受到威脅。
影響貨幣市場之流動性	美國公債違約可能導致貨幣市場發生金融危機，使安全意識高的投資者自貨幣市場大量撤資。
增加美國政策不確定性，抑制投資支出	政策不確定性增加，恐將抑制投資支出。如美國政策不確定性指數於 2011 年美國舉債上限危機期間飆升至疫情爆發前的高點，致隨後美國經濟放緩。

資料來源：Feroli (2023)；作者自行整理

#### 四、 長期經濟因人口結構因素而面臨阻力；人工智慧能否扮演關鍵角色仍未定

##### (一) 全球人口結構持續朝向少子化和高齡化發展

1. 近年美國生育率(即平均每位女性在一生中所生育之子女數)已由 1960 年之 3.7 大幅下滑至 2022 年之 1.7(次頁圖 14)，創下歷史新低，且世界銀行(World Bank)預估未來數十年將維持低點，可預期隨幼齡人口成長持續萎縮，未來數十年人口高齡化速度將加快。

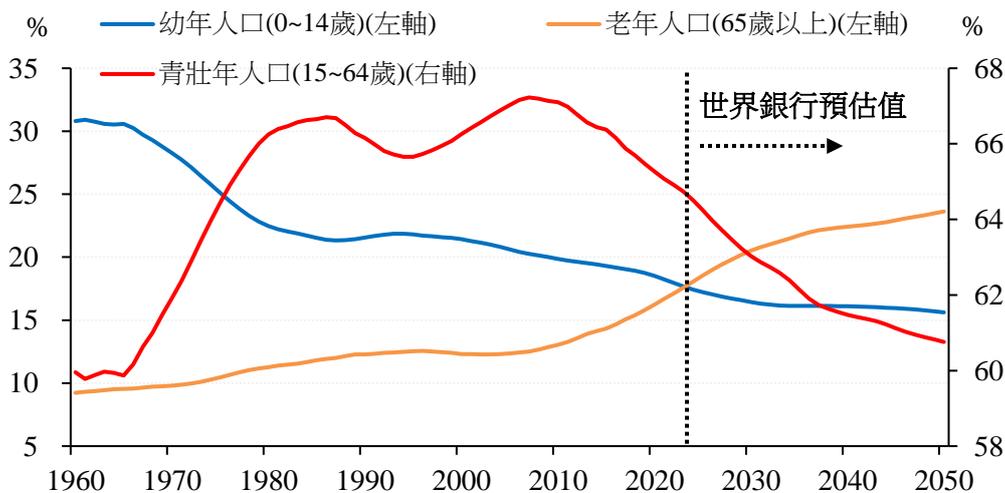
圖 14 1960 年迄今美國生育率及未來預估



資料來源：World Bank；作者自行整理

- 根據世界銀行估計，截至 2050 年，美國 15 歲以下幼年人口由目前約 17% 降至 15% 左右；介於 15 至 64 歲青壯年人口由約 65% 降至近 61%；而 65 歲以上老年人口占比則可能由目前約 18% 攀升至近 24% (圖 15)，導致扶老比<sup>9</sup>逐年由 28% 大幅攀升至近 39%，而此亦全球迄今共同面臨之挑戰 (次頁圖 16)，倘若未來勞動年齡人口成長速度放緩，勞動力短缺問題日益加劇，恐面臨長期經濟成長放緩之風險。

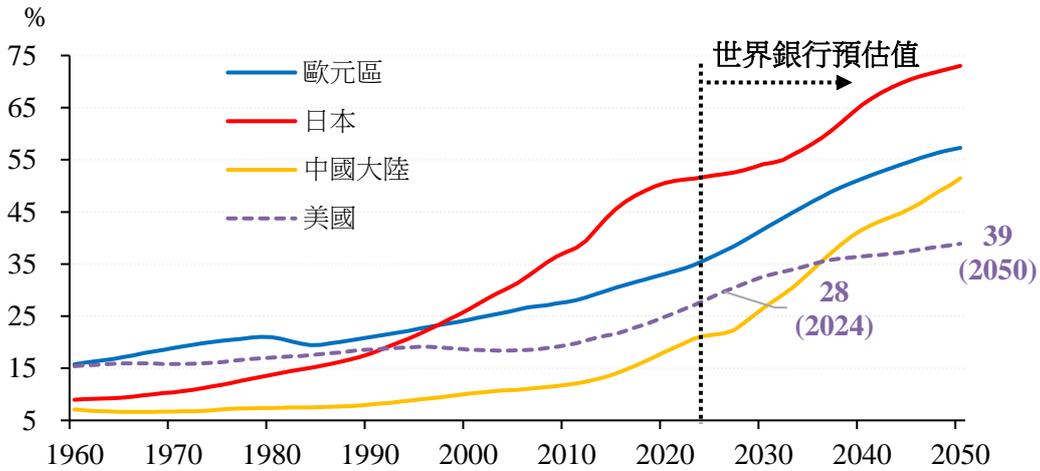
圖 15 1960 年迄今美國人口結構變動及未來預估



資料來源：World Bank；State Street；作者自行整理

<sup>9</sup> 扶老比係指每百位青壯年(15~64 歲)人口所扶養老年(65 歲以上)人數。

圖 16 1960 年迄今主要國家扶老比及未來預估



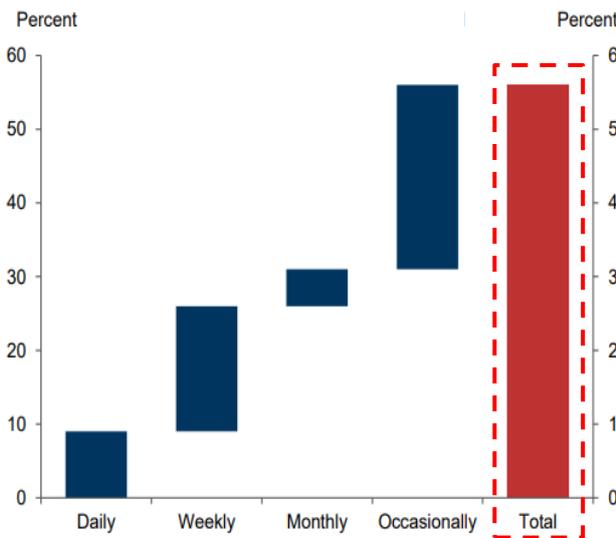
資料來源：World Bank；State Street；作者自行整理

(二) AI 熱潮席捲全球，並扮演帶動長期經濟發展關鍵角色

1. 近年企業逐漸增加 AI 投資，惟 AI 轉型仍處於早期階段<sup>10</sup>

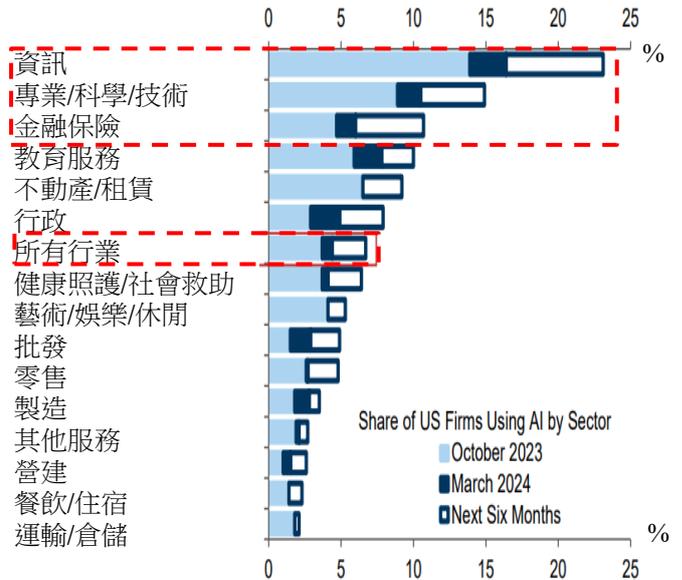
(1) 2022 年底 ChatGPT 問世迄今，生成式 AI 使用量遽增且持續居高，美國逾五成勞工曾於工作場合使用生成式 AI(圖 17)；惟除少數高科技及數位化程度較高產業外，企業普遍採用 AI 比率仍低，如目前整體產業 AI 採用率低於 5%，惟資訊、專業服務及金融業該比率為 15~20%(圖 18)。

圖 17 美國勞工曾於工作場合應用 AI 比例



資料來源：Hatzius et al. (2024)

圖 18 各產業平均 AI 採用率仍低



資料來源：Hatzius et al. (2024)

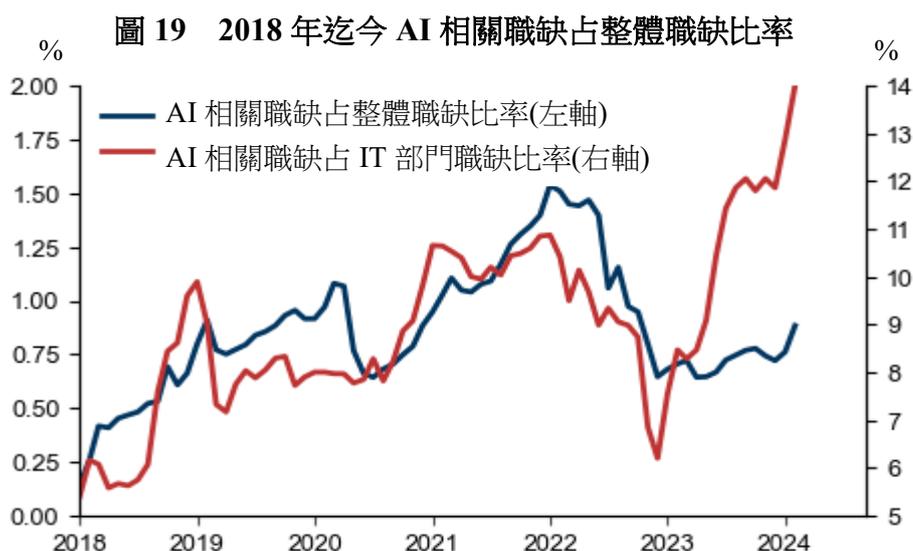
<sup>10</sup> Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2024), “The AI Transition One Year Later: On Track, but Macro Impact Still Several Years Off,” *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, Apr. 2.

(2) 當前距離各企業廣泛採用 AI 仍面臨許多阻礙，如企業缺乏對 AI 領域之認知、面臨資安疑慮及 AI 技術尚未發展成熟等阻礙。近年來企業已逐漸增加 AI 相關投資，惟當前 AI 投資週期仍處於初步階段，Hatzius *et al.* (2024)指出，未來 10 年內 AI 相關投資金額峰值可達美國 GDP 水準之 2~2.5%，惟 AI 能否扮演帶動長期經濟發展關鍵角色仍具不確定性。

## 2. AI 轉型對美國勞動市場之可能影響

(1) 儘管未來 AI 可能取代部分工作崗位而引發市場疑慮；然而，AI 不僅能有效節省單位勞動成本、提升勞動生產力，更能彌補因人口結構變化而造成經濟成長壓力，並可能透過提升總需求及增加勞動需求帶動整體就業成長，預估可能成為支撐長期經濟發展一大助力。

(2) 近年 AI 轉型並未對就業市場造成顯著負面影響，勞動需求方面，2022 年初美國科技業曾掀起裁員潮<sup>11</sup>，惟 2022 年末迄今，隨 ChatGPT 問世並帶動 AI 熱潮，AI 相關職缺占資訊科技(IT)部門職缺比率大幅攀升(圖 19)；企業對於 AI 相關勞動需求升溫，其中以資訊、科技及金融等部門尤為顯著。



資料來源：Hatzius *et al.* (2024)

<sup>11</sup> 2022 年美國科技業大幅裁員，主要反映隨疫後經濟正常化，科技企業營收成長放緩，加以 Fed 強力升息，因而使其勞動需求減少。

(3) 2022 年迄今美國失業率並未因企業導入 AI 而顯著上揚，如與 AI 關聯性較高部門之失業率並未明顯高於其餘部門之失業率(圖 20)。

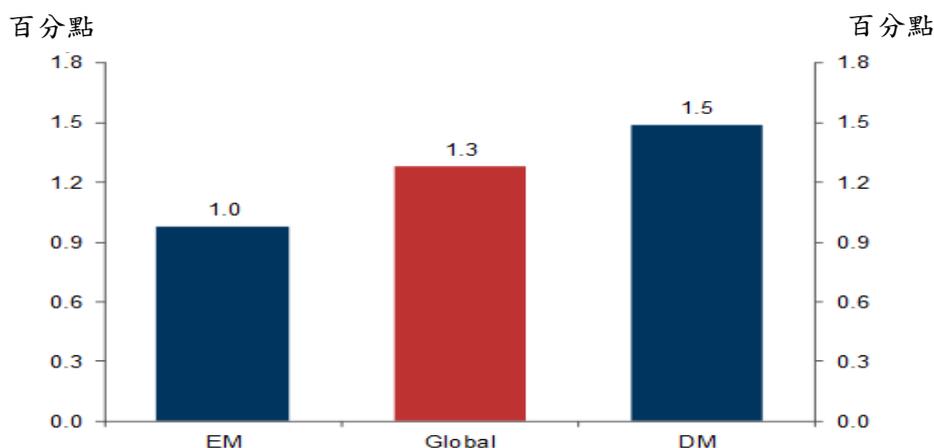
圖 20 2022 年迄今與 AI 關聯性較高部門之失業率亦未顯著上揚



資料來源：Hatzius *et al.* (2024)

(4) 未來 AI 可望提升全球勞動生產力並帶動經濟成長，惟仍需數年才能完全展現其影響力。Hatzius *et al.* (2024)指出，未來 10 年內 AI 可望帶動全球勞動生產力平均年增率上揚 1.3 個百分點，其中新興市場及先進經濟體分別為上升 1.0 及 1.5 個百分點(圖 21)，以先進經濟體而言，約當提升整體勞動生產力水準 15%。

圖 21 AI 將帶動勞動生產力成長

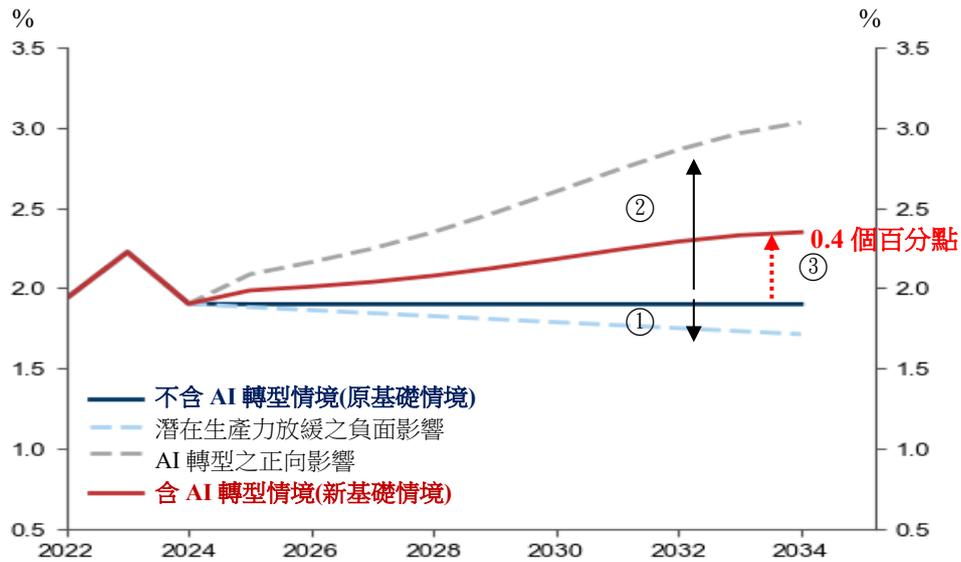


資料來源：Hatzius *et al.* (2024)

(5) 倘若不含 AI 之影響，預計全球潛在產出成長率將放緩，惟鑑於 AI 有效節省單位勞動成本、提升勞動生產力並創造就業機會，預估將帶動全球經濟

成長。以美國為例，在不含 AI 轉型情境之下，預估潛在生產力放緩將導致經濟成長趨緩(圖 23①)；而 AI 轉型將提升整體勞動生產力(圖 22②)；整體淨效果，將帶動美國經濟成長(圖 22③)，如預估 2034 年美國潛在產出成長率將較原基礎情境上揚 0.4 個百分點<sup>12</sup>。

圖 22 美國長期經濟成長情境分析



資料來源：Hatzius et al. (2024)

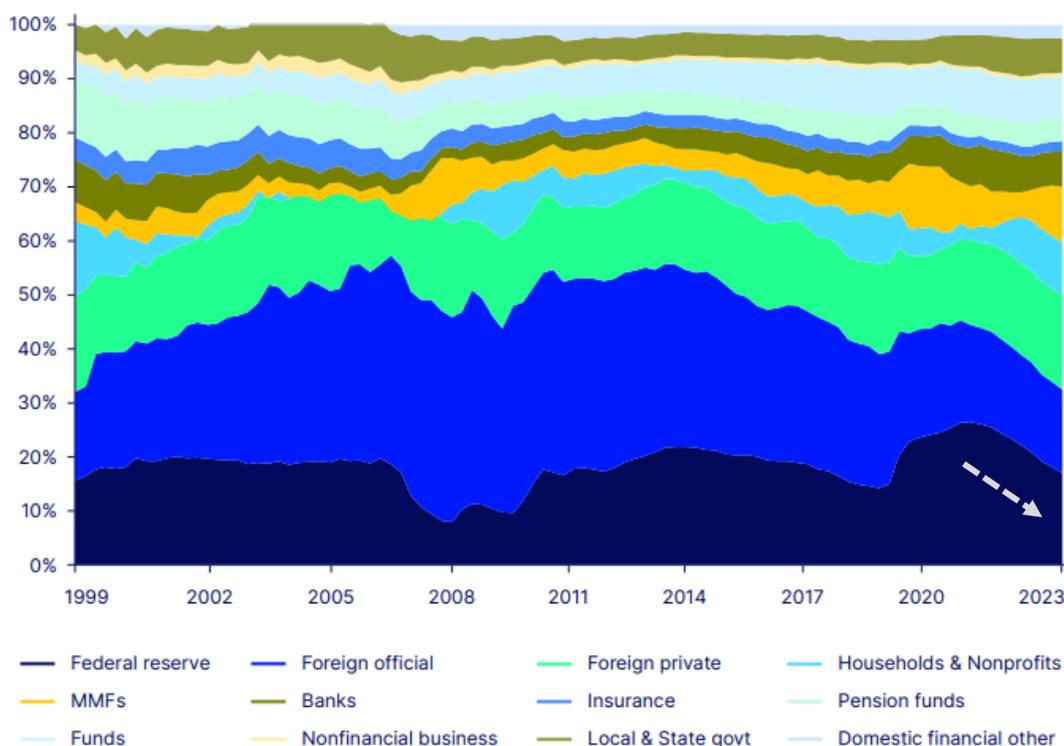
<sup>12</sup> 2034 年先進及新興市場經濟體潛在產出成長率分別上揚 0.2~0.4 個百分點及 0.1~0.2 個百分點(詳 Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2023), "Upgrading Our Longer-Run Global Growth Forecasts to Reflect the Impact of Generative AI," *Goldman Sachs Economics Research*, Oct. 29)。

## 參、 美國公債供需展望與對市場影響

### 一、 美債持有人結構近期發生轉變

回顧歷史，美國公債的主要買家，向來為全球主要國家及其中央銀行，特別是持續累積外匯存底，或採用將本幣與美元掛勾貨幣政策的亞洲國家和石油出口國家等。然而，根據美國財政部國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)，近年來上述國家持有美國公債的份額逐漸減少，外國官方機構持有美國公債餘額自 2020 年第一季度之 4.2 兆美元一路下降，2024 年第一季度僅餘 3.8 兆美元。自全球金融危機以來至 2022 年間，Fed 皆為美債市場的主導者，透過量化寬鬆(QE)計劃，購入債券以壓低市場利率。然而，當 Fed 貨幣政策自寬鬆轉至緊縮，並透過減少市場流動性以降低通膨時，上述趨勢逆轉，Fed 持有美債占比逐步下降，連帶引響其他投資人持有結構之轉變(圖 23)。

圖 23 美債持有人結構歷年來變化



資料來源：Bloomberg, State Street

自 2022 年以來，美國境內投資人部門(如共同基金、ETF 等)持續增持美債，而家戶單位及非營利組織(包含避險基金)亦大幅增加其美債部位(圖 24)，自 2021 年的 5,720 億美元增至 2023 年逾 2 兆美元。保險公司、退休基金及貨幣市場基金(money market funds, MMFs)亦自 2023 年以來增持美債。

相反地，Fed、美國境內銀行部門和外國官方機構(foreign official institutions)於 2023 年均減持美債部位；根據歷史經驗，Fed 及銀行部門向來為對債券價格較不敏感(price-insensitive)之買家，因 Fed 主要係依據貨幣政策方向而購買債券，而銀行主要係受準備金規定及其他監管需求而買債。然而 2022 年以來，對價格敏感(price-sensitive)的投資人對美債之需求大幅增加，而 Fed 及外國官方機構等對價格不敏感的買家需求則減少，此需求之結構性轉變將影響美債市場狀況，並影響美國利率市場及借貸成本，而有鑒於美國公債為全球無風險證券定價之參照指標，美債殖利率變動更將進一步影響全球主權國家利率之評價。

圖 24 過去 4 年美債持有人結構年增率變化

	2020	2021	2022	2023
Households & nonprofits	-22%	-50%	68%	125%
Federal reserve	98%	21%	-5%	-15%
Banks	35%	30%	14%	-10%
Insurers	10%	3%	-10%	11%
Pension funds	2%	9%	-4%	15%
Money market funds	121%	-6%	-34%	14%
Mutual funds & ETFs	2%	22%	-1%	2%
Foreign official	3%	-1%	-10%	-1%
Foreign private	12%	12%	8%	10%

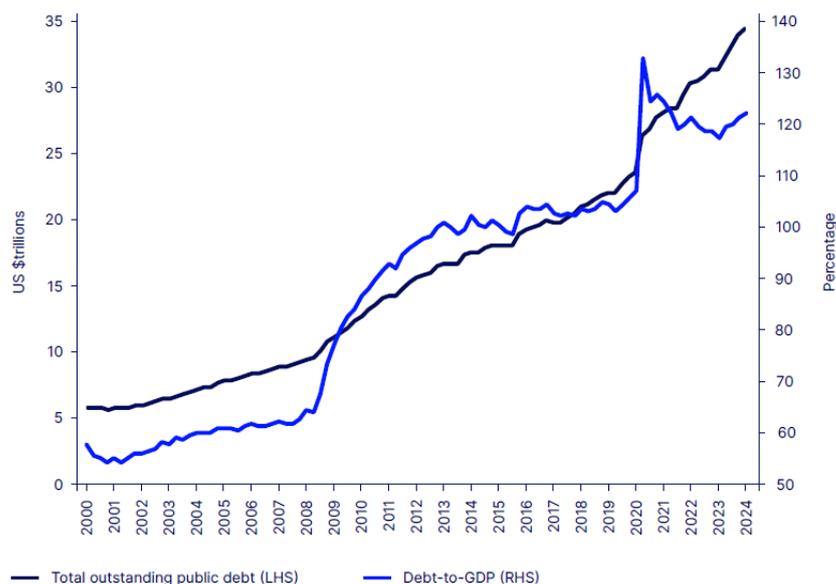
資料來源：Federal Reserve, US Treasury, State Street

## 二、 供給及需求面分析

### (一) 供給面

自全球金融危機以來，美國政府之未償債務餘額大幅增加，自 2007 年 9 月之 5.5 兆美元增至逾 35 兆美元，且負債占 GDP 的比例亦從 2007 年之 65% 上升至 2024 年第一季逾 120% 以上(圖 25)。

圖 25 美國政府債務及債務占 GDP 比例



資料來源：Macrobond, State Street

而美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)更指出，當前美國之主要預算赤字<sup>13</sup>占 GDP 比 3.9%，為 G7 國家中最高，更遠高於美國非衰退時期之平均值-1.6%。聯行預期，未來 10 年間(2025 年至 2034 年)美國赤字總額將達 20 兆美元，意即每年將需發行約 2 兆美元之債券籌資，債券市場鉅額新增供給之預期可能將增加債券商品的風險溢酬(risk premium)，並進一步推升殖利率。

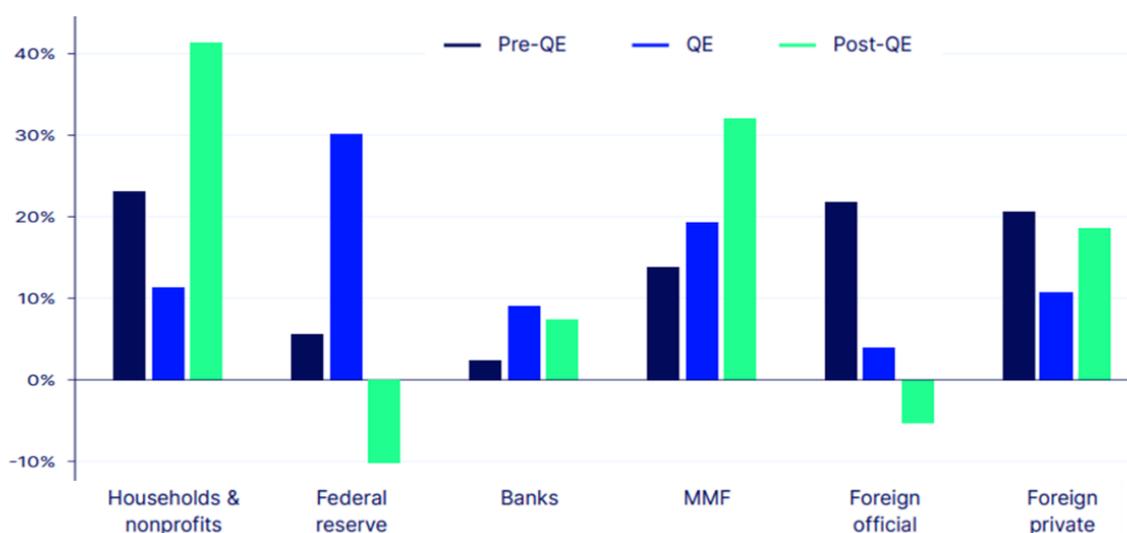
### (二) 需求面

為分析於不同經濟循環時期債券市場需求面變動之影響，研究進一步將歷史資

<sup>13</sup> 政府預算扣除利息費用後數額為負值，反映政府財務出現赤字，亦稱為主要預算赤字(primary deficit)。

料劃分成 3 個不同時期，分別為：(i) QE 前：自 2000 年第一季至 2008 年第四季；(ii) QE 期間：自 2009 年第一季至 2021 年第四季；(iii) QE 後：自 2022 年第一季至 2024 年第一季，藉此得到不同期間、不同類型投資人吸收美債供給的邊際反應係數如圖 26。

圖 26 投資人對新增美債供給之邊際吸收量



資料來源：State Street

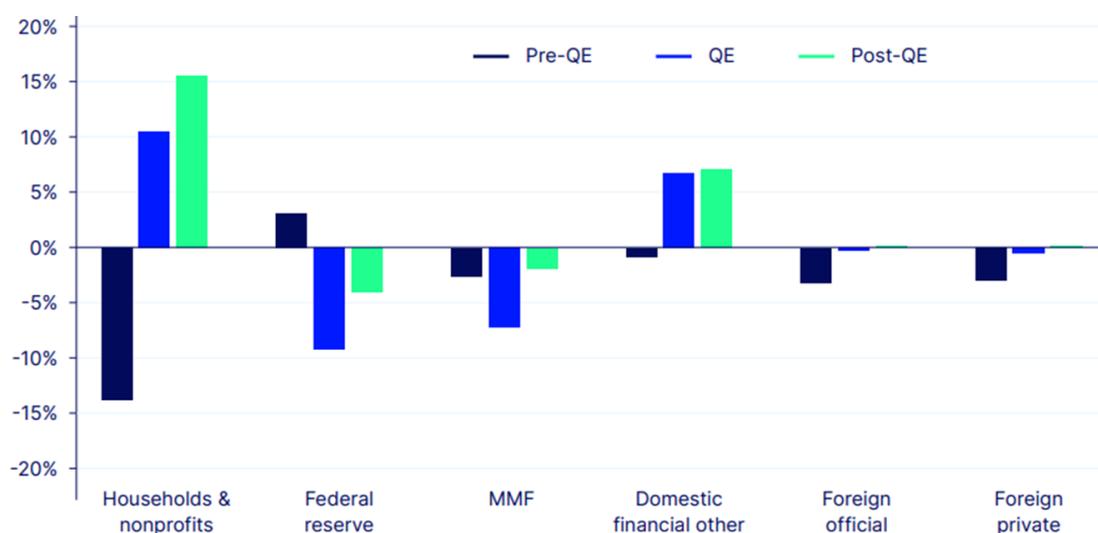
由圖可知，在實施 QE 計畫之前，外國投資人(含官方和私人機構)占邊際吸收量的四成以上，而 Fed 的吸收量尚不足一成；然而隨著 QE 政策啟動，Fed 成為最大的債券買方，吸收超過三成之債券供給，亦導致同段期間外國投資人的邊際吸收量有所下降。最後隨 QE 結束，Fed 的邊際吸收量轉為負值(即為減持美債)，促使外國官方機構投資人跟隨 Fed 同步減持美國公債，其邊際吸收量亦呈負值。

另一方面以美國家戶及非營利組織為首的私部門投資人，於 QE 後的邊際吸收量顯著增加。而受全球人口高齡化與風險趨避情緒所影響，貨幣市場基金於上述三 3 段時期均持續提高其邊際吸收量，突顯 MMF 作為美債買方的角色日益增強。綜上所述，近年來對美債之需求主力，已從官方機構轉向私部門投資人。

### 三、 美國公債需求對利率敏感度分析

(一) 參照 Kojien and Yogo (2019)研究，以需求面要素進行資產定價方式，可推估投資人於不同期間對美國公債需求的利率敏感度<sup>14</sup>如圖 27。其中正值代表該類型投資人平均而言將索要更高之報酬率，才願意增持美債；換言之，其對美債需求量相對於殖利率水準，呈現出向上傾斜的曲線型態，即為對利率水準敏感之投資人群體。

圖 27 不同投資人對美債需求之利率敏感度



資料來源：State Street

(二) 由圖可知，私部門機構之美債需求對利率水準較為敏感，特別是於 QE 開始之後，家戶及非營利組織之利率敏感度上升，且其他美國境內金融機構之利率敏感度亦增加；反之，Fed 之債券需求對利率敏感度於 QE 開始後則下降。此外，研究結果發現 MMF 投資人的債券需求對利率敏感度皆為負值，顯見 MMF 為對市場價格較不敏感之投資人類型，其可能原因如下：

1. 資產配置：當市場風險趨避情緒升溫時，投資人將傾向調降風險資產配置

<sup>14</sup> 債券殖利率與價格存有反向關連的關係，當殖利率上揚，則債券價格下跌；反之，當殖利率下跌則債券價格上漲。換言之，對價格敏感之投資人實質上亦為對債券殖利率變動更為敏感。

比例，並將其資金轉入 MMF，意即利率受避險情緒而下降時，MMF 美債持有量反而增加。

2. 直通市場(Direct Market Access)能力：Kotomin et al. (2014)研究顯示，於升息時期，可直接投資債務憑證之投資人將傾向於直接投資短期固定收益商品，而非透過 MMF 進行間接投資，反之亦然；從而使利率上升時 MMF 之美債持有量反而降低。
3. 投資偏好：升息期間，機構投資人對附買回協議(repos)等替代資產之投資偏好亦增強，削弱 MMF 之美債持有量與殖利率間相關性。

(三) 從上述分析結果看來，美國公債的需求結構已從對報酬率較不敏感的投資人，轉向至對報酬率敏感的投資人；就程度而言，家戶及非營利組織之美債需求對報酬率最為敏感，其次是美國境內金融機構，包括經紀商和政府贊助企業 (Government Sponsored Enterprises)等。

#### 四、 新增美債供給將促使殖利率上升

(一) 利用上面分析結果，進一步推算新增美債供給進入市場對利率水準帶來的影響。

聯行研究結果顯示，在其他條件不變之情況下，美國 5 年期殖利率水準將需要上升約 95 個基點，才能使整體投資人吸收每年約 2 兆美元的美債新增供給；該結果與其他歷史文獻研究結果相似<sup>15</sup>。

(二) 除利用邊際吸收量及需求彈性推算新增供給之溢酬外，亦可藉由利率交換 (Interest Rate Swap, IRS)之市場狀況，作為估算未來溢酬的指標。

「對 5 年後之 5 年期遠期利率交換合約(5y5y forward Interest Rate Swap)」為市場重要的金融指標，幫助金融機構與投資人進行定價、風險管理和理解更廣泛

---

<sup>15</sup> 挪威央行投資管理公司(NBIM, 2024)研究結果顯示，額外新增 1.4 兆美元之美債供給，將導致私部門投資人持有美債占比上升約 7 個百分點，並使殖利率溢酬上升約 83 個基點。Eren et al.(2023)研究亦顯示，若 Fed 之 QT 政策減少資產負債表規模 1.8 兆美元，將導致 8 年期美國公債殖利率上升約 100 個基點。

經濟趨勢。目前的市場定價比疫情前(2015 年至 2019 年期間)平均高出約 130 個基點，即市場預期 5 年後(即 2029 年)之風險溢酬仍將上升。市場交易出的 5y5y forward swap rate 展現較高水準，係考量多種複雜風險因素綜合所造成，包含美國不斷成長的利息支出費用，及對新任政府財政紀律不足之擔憂與其他風險事件等。

(三) 此外，隨著市場對利率預期上升，5y5y forward swap 合約波動性也增加，將連帶影響 5 年期的市場利率水準。研究結果顯示，5y5y forward swap rate 之波動性可作為未來利率水準的先行指標之一，且該波動性與未來 5 年期殖利率間之相關係數為正(圖 28)，5y5y forward swap rate 之波動性每增加 1 個百分點，將使 5 年期債券殖利率上升 9 個基點。

圖 28 落後一年 5y5y swap 波動度對 5 年期利率之相關性



資料來源：Federal Reserve, US Treasury, State Street

## 五、 債券市場不確定性上升，加深未來挑戰

(一) 前述分析前提係假設其他條件不變，然而現實狀況亦存在其他不確定性因素，可能導致美債市場之需求現狀發生改變，如：

1. 人口結構改變：根據美國疾病管制與預防中心資料，該國有近 1,800 萬名

成人(約占 6.8%)至今仍受長新冠症狀所苦，使其被迫退出勞動市場、增加對安全資產(如美債)需求。

2. 新技術或產品：多樣化之新興技術或金融產品趨於成熟，可能增加市場對實體美債需求，如以美債作為擔保抵押的穩定幣(stablecoin)等。
3. 其他市場風險：美中衝突、地緣政治及全球碎片化(fragmentation)等市場風險，將推升對美債等資金避風港資產之需求。

(二) 美國公債殖利率未來一年將面臨大幅上行風險，並對全球信用市場、股票和其他高風險資產帶來廣泛影響。聯行預期，若 5 年期美債殖利率上升 95 個基點，將造成整體固定收益指數下降約 7.4%、投資等級公司債指數下降約 8.2%，高收益債券指數下降約 4.7%，並造成市場信用利差大幅擴大；而以資產配置之 60/40 投資組合來看(即資產 60%投資於美股、40%投資美債)，5 年期利率上升 95 個基點，將使 60/40 投資組合下跌約 8%。上述情境分析結果再再突顯市場未來不確定性風險，與投資人及時重新調整風險管理和投資策略之重要性。

(三) 此外美債對市場狀況變化和總體經濟數據之敏感度上升，亦將挑戰美國公債作為首選之資金安全避風港的傳統觀點。隨著美債市場更加地由對價格敏感之投資人所主導，且該等投資人對收益率之敏感性不斷上升，債券市場波動度或將持續增加，推升投資人要求之風險溢酬，使利率面行進一步上行風險。除此之外，更將提高美國政府的借貸成本，使利息支出上升，並使債務管理更為困難。

(四) 最後，從貨幣政策的角度來看，美國債務需求面結構性的改變，將可能限制 Fed 執行貨幣政策的有效性。過去研究指出，當市場受對價格敏感投資人之影響程度越高，將降低中央銀行透過購買債券控制長期利率的政策力道，特別是在經濟衰退時期，Fed 必須透過貨幣政策刺激經濟時更為顯著。

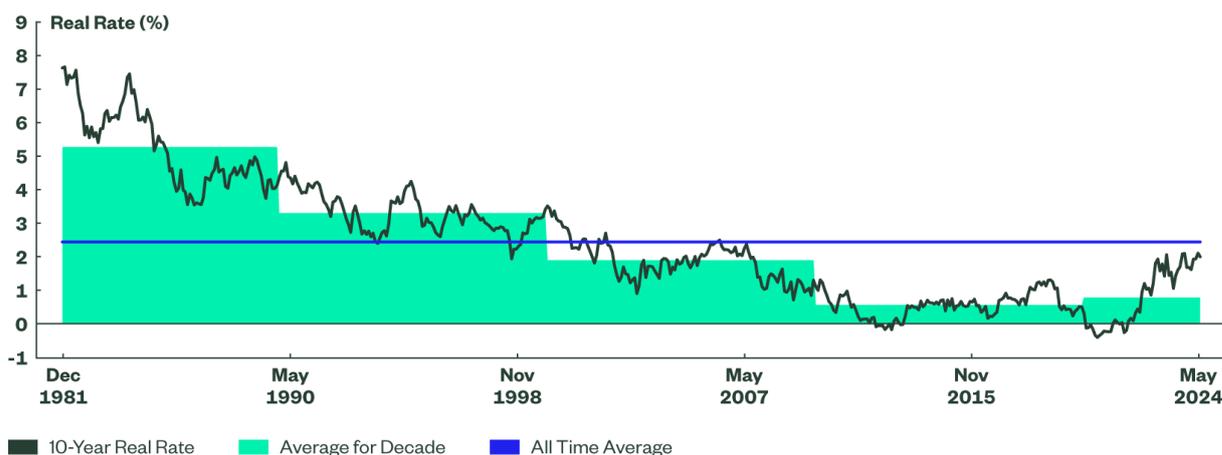
## 肆、 新利率常態下實質利率之探討

### 一、 後疫情時代實質利率上揚及其對市場影響

(一) 過去四十餘年以來，美國公債殖利率持續呈現下降趨勢，究其原因，1970 年代及 1980 年代時期美國通膨居高不下，且經濟活動快速成長，推動債券殖利率上升。而後上述因子趨於正常化並降至較低的水準，爰拉低實質利率並使得名目殖利率走跌，而 2008 年全球金融危機、2010 年歐洲主權債務危機及日本長期低利率政策，使全球名目殖利率長期以來持續低迷，使「低利率長期化」現象逐漸受到關注及討論。而以名目利率減去通膨因子所得出的實質利率亦呈現下降趨勢，於全球金融危機後的近 15 年內，實質利率始終低於 2%。

(二) 然而，低利率長期化的現象於疫情後發生轉變，全球央行提高政策利率，推動名目利率上揚，實質利率亦隨之上漲。圖 29 顯示隨時間變化的 10 年期實質利率走勢，以及每個十年來的歷史平均水準；從每 10 年之平均值可以發現，長期而言實質利率延續下降趨勢，然而於過去數年間顯著上升。

圖 29 美國 10 年期實質利率自 1980 年代以來呈現下降趨勢



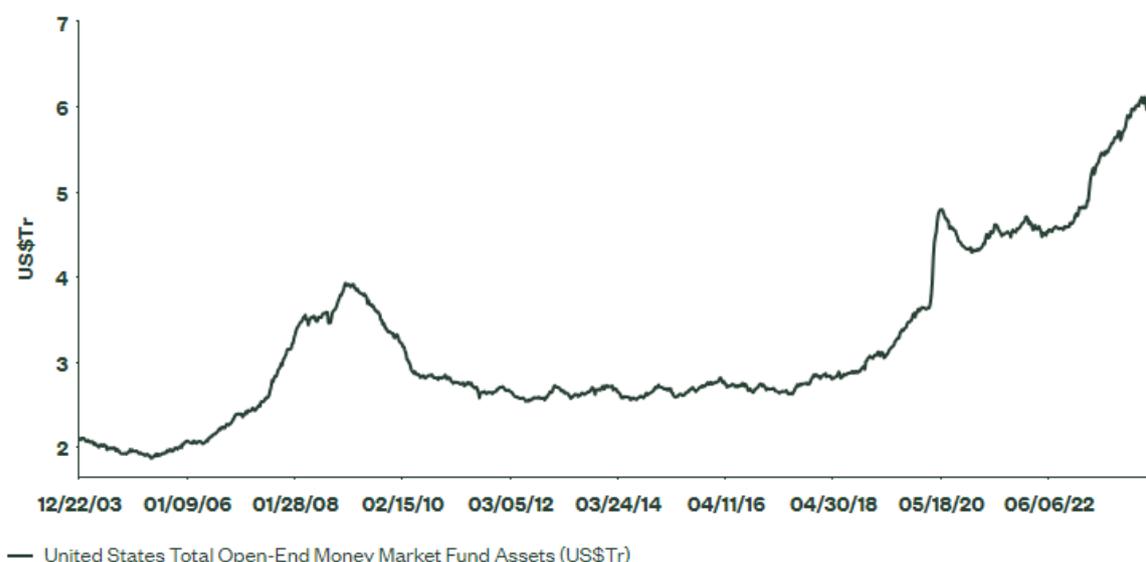
Source: FRED. Data from December 31, 1981 to May 31, 2024. All time average calculated from December 31, 1981 to May 31, 2024.

(三) 疫情後全球央行收緊貨幣政策之舉措，亦顯著推升實質利率，10 年期實質利率於 2021 年由負數轉為正數，名目利率高於通膨水準的情況也開始顯現。截至

2024 年 6 月，10 年期實質利率約為 1.89%，低於歷史平均水準之 2.44%<sup>16</sup>，但仍是近 17 年來之高點，並超過了過去 10 年來的平均水準。

(四) Fed 政策、經濟成長、通膨狀況、債券市場供需情況等等因素，都會影響各天期美國公債利率及殖利率曲線形狀，並最終影響企業融資、銀行貸款、民眾儲蓄及消費等經濟活動。當利率上升時，借貸成本增加，限制經濟活動並鼓勵儲蓄行為。Fed 自 2023 年 3 月調升政策利率區間 525 個基點至 5.25~5.50%，使投資人於基本上可稱為無風險的貨幣市場基金(money market fund)中賺取接近 5.5%的報酬率，而隨著通膨狀況不斷趨緩，貨幣市場基金的實質報酬率上升，為貨幣市場基金所管理資產大幅增加的主要原因之一(圖 30)。

圖 30 疫情後美國貨幣市場基金規模大幅增加



Source: Macrobond, ICI, MBA. Data from 12/22/2003 to 6/10/2024.

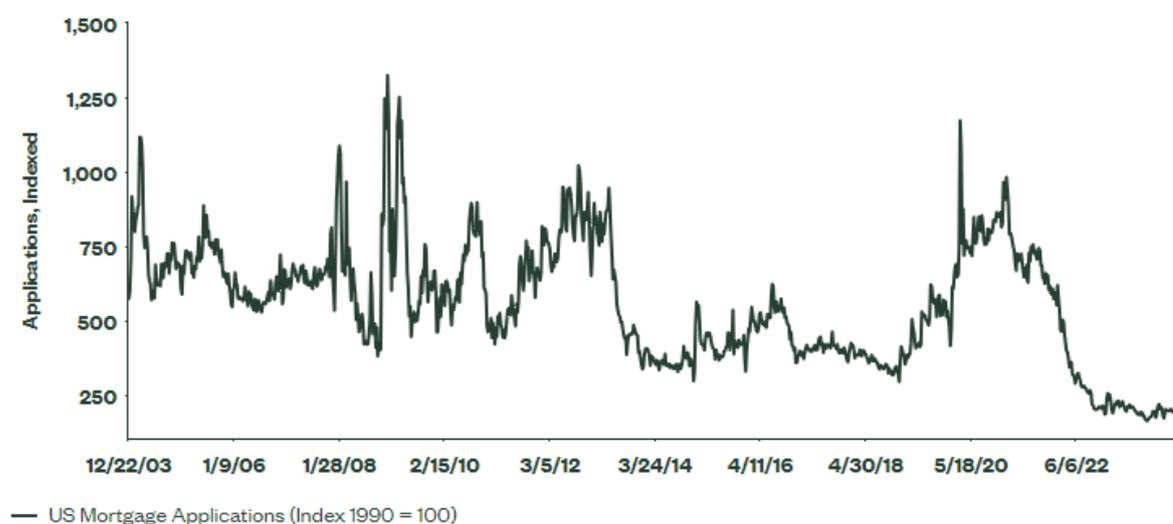
(五) 相比之下，一般民眾借貸最常見的方式之一是通過抵押貸款，而在實質利率上升的情況下，抵押貸款申請數量急劇下降(圖 31)。高利率持續發揮其經濟剎車

<sup>16</sup> 歷史平均水準之計算自 1981 年 12 月底至 2024 年 5 月底間資料

<sup>17</sup> 使用以市值加權之 S&P 500 指數之月度報酬率及美國 10 年期實質利率之月資料，計算兩個時間區段 (1982 年 1 月 29 日至 2024 年 5 月 31 日、2000 年 1 月 31 日至 2024 年 5 月 31 日)之相關性指標。

的效果，減緩經濟活動並抑制通膨。2024 年第二季以來，美國通膨降溫狀況取得進展，而 Fed 決策官員亦堅定地傳達其將通膨水準降至 2% 目標之信念。

圖 31 房貸利率走高，壓抑抵押貸款申請數量



Source: Macrobond, ICI, MBA. Data from 12/22/2003 to 6/10/2024. United States, Real Estate Indicators, Mortgage Applications, Market Composites, Market Index, MBA, Calendar Adjusted, SA, Index, MBA.

## 二、 美國股市在不同實質利率水準背景之情境分析

(一) 實質利率處於偏高水準，將逐步影響企業獲利、股價估值，最終影響股市價格；

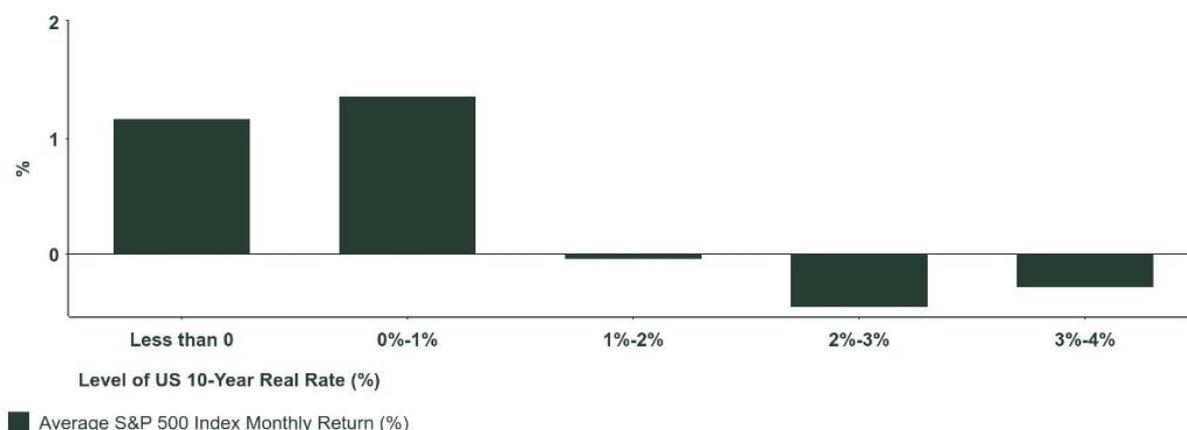
當融資成本較為昂貴時，企業進行資本投資以擴展業務的動機較低，恐將不利於企業未來的盈利前景，此外，高利率狀況將折現因子(用於折現未來現金流以進行目前估值)偏高，削減股票估值對投資人之吸引力。

(二) 觀察美國股市於不同實質利率環境下的表現，可發現越高的實質利率水準將對股價將帶來負面影響<sup>17</sup>(圖 32)：以較長時間段(1982 年至今)觀之，美國股價指標之月度表現與美國 10 年期實質利率間呈現強烈的負相關性，相關係數為-0.66；而於較短的時間跨度內(2000 年至今)，上述負相關性的強度有所減弱，相關係數約為-0.27，但仍為負值。

<sup>17</sup> 使用以市值加權之 S&P 500 指數之月度報酬率及美國 10 年期實質利率之月資料，計算兩個時間區段(1982 年 1 月 29 日至 2024 年 5 月 31 日、2000 年 1 月 31 日至 2024 年 5 月 31 日)之相關性指標。

圖 32 自 2000 年以來，較高之實質利率將伴隨較低的 S&P500 指數表現

Figure 4: The S&P 500 Has Historically Posted Negative Returns at Higher Real Rate Levels



Source: FRED, FactSet, S&P. Data as of 5/31/2024. Given the interest rate paradigm shift we referenced earlier, we have analyzed the S&P 500 post 2000 in order to normalize away from the higher rate regime seen pre 2000, which would otherwise create conflicting results. Please note each bucket has a varied sample size.

(三) 2000 年以來的歷史資料顯示，當實質利率處於接近或小於零水準時，股價報酬率較佳，其中在實質利率為適度之正值時(介於 0%至 1%之間)，股價報酬率表現最為優異(見圖 33)。而截至 2024 年 11 月底，10 年期實質利率介於 1%-2% 區間之上緣(2024 年 11 月底收盤為 1.90%)，歷史資料顯示該水準下的 S&P 500 指數之平均報酬率約為-0.02%；相比之下，S&P 500 指數本年實際漲幅較歷史資料估測值更為強勁，上述現象可歸因於多種因素，包括：

1. 人工智慧(Artificial Intelligence)相關股票的強勁上漲。此外值得注意的是，即便排除所謂「美股 7 巨頭(Magnificent 7)」<sup>18</sup>成分股，S&P 500 指數於過去一年之表現仍可稱得上相當強勁。
2. 美國經濟於高利率環境下持續展現具韌性的經濟實力，且消費者財務狀況健康、企業獲利穩定，亦為支撐股市表現的推動因素之一。
3. 針對 Fed 貨幣政策之延遲或滯後效應，尚未完全滲透至金融體系之中。

<sup>18</sup> 2023 年美國銀行(Bank of America)分析師 Michael Hartnett 將主導漲勢的科技巨頭股票組合稱為「Magnificent 7」，主要集中在人工智慧、電動車、雲端運算和數位服務等領域，包括當前科技領域最具影響力的七家公司：微軟(MSFT)、亞馬遜(AMZN)、Meta Platforms(META)、Alphabet(GOOG)、蘋果(AAPL)、特斯拉(TSLA)、輝達(NVDA)等。

圖 33 美股於不同實質利率水準背景之情境分析

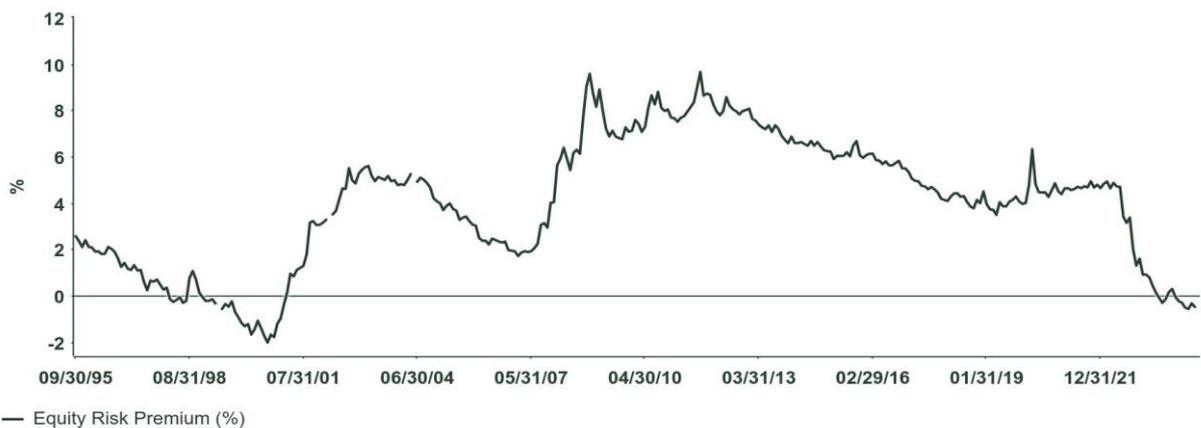
S&P 500 Sectors Average Monthly Return	Level of 10Y Real Interest Rate (%)			
	Less than 0	0-1	1-2	2-3
IT	1.51	1.95	0.60	-0.79
Materials	1.41	1.24	-0.14	0.84
Real Estate	0.66	1.17	-0.05	0.02
Health Care	1.65	1.22	0.13	-0.80
Comm Serv	2.06	0.72	-0.21	-0.36
Cons Staples	0.85	1.06	-0.02	0.29
Utilities	0.32	1.03	0.04	-0.18
Financials	0.71	1.41	-0.51	-0.15
Energy	-0.79	1.21	0.50	0.85
Industrials	0.60	1.47	-0.05	0.10
Consumer Discretionary	1.76	1.66	-0.05	-0.19

Source: FRED, FactSet, S&P. Sector data from December 31, 2001 to May 31, 2024. Start date chosen in order to start each return series at the same date. Shading organized horizontally for viewing where each specific sector has performed best. Please note each bucket has a varied sample size.

### 三、 高利率水準對固定收益資產影響

(一) 2024 年美國經濟成長逐步放緩，且通膨穩定回落，此時固定收益資產投資將獲得相對優勢，投資人之債券部位可獲得與股票部位差不多的投資報酬率，然而債券之風險程度將較股票部位更為低。若以 S&P500 指數報酬率扣除無風險之 3 個月美國國庫券利率，作為衡量股票部位風險溢酬(equity risk premium)之指標，可發現股票風險溢酬自 2022 年下半年以來急遽下降，並處於最近 23 年以來的最低水準(圖 34)，此意味著投資人每單位風險所獲得的報酬率降低，使得債券投資成為更具吸引力的選項。

圖 34 美國之股票風險溢酬快速下降，目前為近 20 年來最低點



Source: FactSet. Data as of 5/31/2024. Equity risk premium measured as S&P 500 earnings yield minus the 3-month T-Bill yield.

- (二) 然而，近期實質利率指標緩步上升，亦使固定收益領域也存在風險：較高的實質利率將推動企業融資成本，使需要發行新債融資的公司面臨困境，且若公司獲利無法彌補債務成本的上升，將使企業之利息覆蓋率(interest coverage ratio) 指標<sup>19</sup>惡化，危害其長期償債能力並進一步增加企業違約風險。除此之外，較高的實質利率亦將限制經濟，而若經濟狀況惡化可能將導致利差擴大，亦將推高企業融資成本。
- (三) 聯行認為美國經濟可成功達成軟著陸，然考慮到潛在的經濟衰退可能性仍存，政府公債仍為相較之下較為安全的投資標的，特別是，無論是美國經濟最終是軟著陸或硬著陸，美國公債部位都將表現良好。繼其他主要央行(如 ECB、BoE、BoC 等)放鬆貨幣政策並調降政策利率後，Fed 亦於本年 9 月宣布調降政策利率，進入降息週期，政策利率之下降亦為固定收益資產類別之自然推動力。
- (四) 然而，聯行仍警示固定收益資產未來仍可能遭受結構性問題轉變之風險，在這種情況下，儘管 Fed 政策仍具限制性，然經濟降溫速度較預期更為緩慢，導致 Fed 必須於更長的一段時間內維持政策利率於緊縮水準，並使名目利率會上升至更高水準。若 Fed 維持政策利率大幅高於過去 20 年之平均水準，則固定收益資產可能不會看到那麼大的推動助力。

---

<sup>19</sup> 利息覆蓋率為企業的息稅前利潤(EBIT)除以利息支出，係衡量企業履行利息支出義務能力之財務指標，計算企業是否具足夠的營業收入以支付利息；利息覆蓋率較高，表示企業債務違約風險較低，而較低的利息覆蓋率則顯示企業存在潛在財務困難狀況。

## 伍、 心得與建議

- 一、當前美國經濟仍具韌性，通膨持續回落，美國經濟能否軟著陸備受矚目。一方面，勞動市場仍穩健，如觀察非農就業人數仍穩定成長，且失業率仍處低點，然部分指標(如職缺率、職缺對失業比率等)顯示，美國勞動市場已較疫情前疲軟；另一方面，儘管 Fed 於通膨放緩已取得重大進展，惟本年下半年以來通膨更具黏性且仍逾 2% 目標。
- 二、展望未來，全球經濟將圍繞川普 2.0 政策高度不確定性發展，除恐加劇金融市場波動，更可能衝擊經濟成長及通膨，其中川普 2.0 加徵關稅政策、限縮移民、減稅及鬆綁產業監理等政策，可能推升通膨壓力，備受各界關注，本年 12 月 FOMC 經濟估測隱含，通膨回落至 2%時點可能延後至 2027 年底，且通膨上行風險增加，未來 Fed 降息步調恐放緩，宜密切關注未來川普新政策走向。
- 三、在當前的市場環境下，美債對市場狀況變化和總體經濟數據之敏感度上升，且隨著美債市場更加地由對價格敏感之投資人所主導，且該等投資人對收益率之敏感性不斷上升，債券市場波動度或將持續增加。
- 四、預期美國經濟可成功達成軟著陸，然考慮到潛在的經濟衰退可能性仍存，政府公債仍為相較之下較為安全的投資標的，特別是無論是美國經濟最終是軟著陸或硬著陸，美國公債部位都將表現良好，且全球主要央行政策利率下行，將為固定收益資產類別之自然推動力。

## 陸、 參考資料

1. Benigno, Pierpaolo and Gauti B. Eggertsson (2024), “Revisiting the Phillips and Beveridge Curves: Insights from the 2020s Inflation Surge,” *Jackson Hole Economic Policy Symposium*, Aug.
2. Christine Norton (2024), “Real Talk on Real Rates: A Data-Driven Look at the New Rate Paradigm”, State Street Global Advisors, July 1.
3. Committee for a Responsible Federal Budget (2024), “The Fiscal Impact of the Harris and Trump Campaign Plans US Budget Watch 2024,” Oct 28.
4. Cox, Chelsey (2023), “Yellen Says Treasury Is Taking Extraordinary Measures to Avoid Default as U.S. Hits Debt Limit,” *CNBC News*, Jan. 19.
5. Edelberg, Wendy and Tara Watson (2024), “New Immigration Estimates Help Make Sense of the Pace of Employment,” *Brookings Research*, Mar. 7.
6. Feroli, Michael (2023), “US: Don't Look up: A Debt Ceiling Primer,” *J.P. Morgan North America Economic Research*, Jan. 27.
7. Feroli, Michael, Michael S Hanson, Abiel Reinhart and Murat Tasci (2024), “2025 US Economic Outlook: Yes, There Are Two Paths,” *J.P. Morgan Economic Research*, Nov. 21.
8. Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2023), “Upgrading Our Longer-Run Global Growth Forecasts to Reflect the Impact of Generative AI,” *Goldman Sachs Economics Research*, Oct. 29
9. Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2024), “The AI Transition One Year Later: On Track, but Macro Impact Still Several Years Off,” *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, Apr. 2.
10. Jaison R. Abel, Richard Deitz, Natalia Emanuel, and Benjamin Hyman (2024), “AI and

the Labor Market: Will Firms Hire, Fire, or Retrain?," *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, September 4.

11. Lee Ferridge (2024), "Market Outlook: How Long Can They Go?," State Street Global Advisors, October.
12. McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), "The International Economic Implications of a Second Trump Presidency," *PIIE Working Paper*, Sep. 27.
13. Michael Metcalfe (2024), "Watch list for '25," State Street Global Advisors, October.
14. Ramu Thiagarajan, Hanbin Im, Prashant Parab, Marvin Loh, and Elliot Hentov (2024), "Shifting Supply-Demand Dynamics of US Treasury: Who Will Buy the Oncoming Surge of Treasuries? And at What Price?," State Street Global Advisors, August.
15. Simona Mocuta (2024), "Further Along The (Same) Road: Slowdown + Disinflation = Rate Cuts," State Street Global Advisors, October.