

出國報告（出國類別：其他）

參加 2025 年「PIMCO Institute Educational Seminar」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳雅姿 三等專員

羅廣淇 辦事員

派赴國家/地區：日本/東京

出國期間：114 年 7 月 22 日至 7 月 26 日

報告日期：114 年 10 月 21 日

摘要

全球經濟正由效率驅動的全球化，轉向地緣政治主導的「碎片化時代」(Fragmentation Era)。貿易壁壘、區域聯盟的形成及地緣政治的不確定性，推升了市場波動。主要經濟體的政府負債佔 GDP 比率普遍接近或超過 100%，導致殖利率曲線趨陡，推升期限溢酬，並限制了未來財政和貨幣政策的彈性，與此同時，新興市場體質強健且利差較高，帶動全球資金趨向多元配置，降低美元資產集中度。

美國經濟面臨勞動市場放緩與通膨僵固的雙重風險，儘管核心通膨放緩停滯，但細部走向分歧，核心服務（不含住宅）通膨自上（2024）年中起放緩停滯，惟受川普關稅政策影響，核心商品通膨開始回升，Fed 內部對於關稅影響的持續性看法不一，惟大多認為是一次性衝擊，仍需密切觀察，而非農就業數據自本（2025）年 7 月開始下降，支持 Fed 於本年 9 月的降息決議，若勞動市場進一步降溫，失業率有大幅上升的風險，至於美國財政赤字持續膨脹（減稅政策等），亦是美國經濟未來走勢的一大隱憂。

目錄

壹、前言	1
貳、全球經濟模式轉變且新興市場經濟趨於強勁，帶動全球資產重配置	2
一、全球進入「碎片化時代」，從「經濟驅動政治」轉變成「政治與地緣政治驅動經濟」	2
二、殖利率曲線趨陡與較高實質利率，中期債券為最佳風險報酬投資	3
三、美國例外主義逐漸褪色，新興市場體質強健且高利差，資產可進行多元配置	5
四、政治壓力不會影響 Fed 獨立性，央行彼此交流頻繁有助於市場穩定	6
參、美國總體經濟現況	8
一、美國面臨勞動市場放緩及通膨仍僵固之雙重風險	8
二、本年美國通膨放緩速度似呈停滯，川普關稅可能持續推升商品通膨	8
三、本年 8 月美國非農就業人口增加低於市場預期，勞動市場似有所降溫	15
肆、心得及建議	22
伍、參考資料	23

壹、前言

職等奉派於本(2025)年 7 月 22 日至 7 月 26 日參加 PIMCO 在日本東京所舉辦之「PIMCO Institute Educational Seminar」，參加學員約 70 人，包括印尼央行、泰國證交所、新加坡政府投資公司（GIC），以及日本、南韓、泰國、澳洲、台灣與中國等機構投資人。課程內容從全球總體經濟展望、內部信用評等剖析與重要性、債券殖利率走向，到美元資產與新興市場投資機會等，課程議題涵蓋面向頗廣。

本報告內容共分為兩大部分。第一部分係探討全球經濟趨動模式轉變，新興經濟體趨於穩健且利差高，帶動全球資產重配置，出現往非美資產移動之浪潮；第二部分則探討美國勞動市場與通膨現況及展望。

貳、全球經濟模式轉變且新興市場經濟趨於強勁，帶動全球資產重配置

一、全球進入「碎片化時代」，從「經濟驅動政治」轉變成「政治與地緣政治驅動經濟」

過去十年全球逐漸被切割成區域安全聯盟、區域貿易協定及區域貨幣體系，在「川普 2.0」時代更加速分裂；PIMCO 指出，全球已從過去經濟效率驅動、以美國為主的「全球化」，將於本年進入地緣政治、區域安全聯盟與貿易壁壘主導的「碎片化時代」(fragmentation era)，全球經濟不確定性提高，總體經濟與市場波動性將隨之加劇，個別產業、企業、國家或地區將產生新的輸家與贏家，因此投資人需更主動與靈活地因應相關變化。

(一) 川普政權各項政策對全球經濟成長造成下行壓力、不確定性攀升

川普上任後即開始實施各項關稅政策，並於本年 4 月 2 日宣布對等關稅，引發全球股、匯、債市動盪。根據目前公布之關稅政策計算，美國有效關稅稅率已遠超近年平均水準。

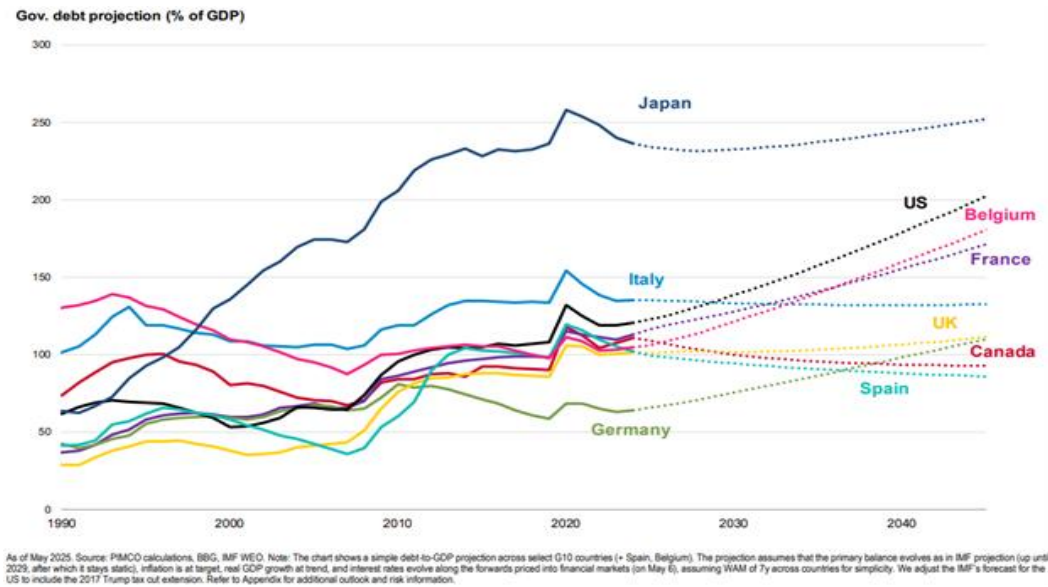
PIMCO 預測，根據目前情勢，美國最終關稅將落在約 15%，為全球經濟尚可承受之範圍。關稅將對全球經濟成長造成下行壓力，推升美國通膨，惟造成其他國家通膨趨緩。

(二) 主要國家政府負債對 GDP 比率均上升至超過或接近 100%，限制財政政策靈活度並加深倚賴貨幣政策

目前全球各主要國家政府負債對 GDP 比率已超過或接近 100%，美國推行減稅政策，德國推行財政擴張政策，日本可能對消費稅減稅等，預期未來負債可能持續上升（圖 1）。政府負債增加將使殖利率曲線更加陡峭，期限溢酬¹（term premium）上升，推升實質利率抑制經濟成長，在未來政府財政政策實行空間受到壓縮下，各國貨幣政策將受負債過高所牽制。

¹ 期限溢酬係指投資人因持有長期債券所承擔的不確定性（如未來通膨、利率變動風險），額外要求的報酬補償。

圖 1 各主要政府負債對 GDP 比率預期將持續上升



資料來源：PIMCO（2025）

二、殖利率曲線趨陡與較高實質利率，中期債券為最佳風險報酬投資

殖利率曲線趨陡主要係短期殖利率因降息循環而下降，長期殖利率則因央行政策與大幅舉債而上升；相較於目前股票市場高風險，投資債券可輕鬆鎖住高殖利率且風險低，綜合考量風險報酬，5~10 年中期債券將是首選。

（一）全球進入降息循環，拉低短期債券殖利率

PIMCO 認為，殖利率曲線將比過去 10 年陡峭，係因全球大多進入降息循環（日本除外，表 1），拉低短期債券殖利率，而長期債券殖利率則因期限溢酬回升而上揚。

表 1 未來主要央行貨幣政策之預測

Fed	Fed 因關稅對通膨之影響，將在近期保持觀望姿態，惟 PIMCO 估計中性利率落在 2% 接近 3%，目前利率仍為緊縮，Fed 本年 9 月可能開始討論降息 ² ，預期本年降息 1-2 次，至明（2026）年底前共降息 4 次。
ECB	可能結束降息循環，已接近 2% 通膨目標。
BoJ	已升息 2 碼，預計再升息 1 碼，以應對通膨，並建立政策緩衝區，且防止日圓過度貶值。
BoE	市場預期英國最終利率將高於美國 30~40bps，但 PIMCO 認為英國經濟疲軟，通膨最終下滑，因此最終利率將低於美國。

² Fed 已於本年 9 月降息 1 碼，利率點陣圖顯示本年底還有 2 碼的降息空間。

(二) 政府高額舉債與央行 QT 推升期限溢酬，推高長期債券殖利率

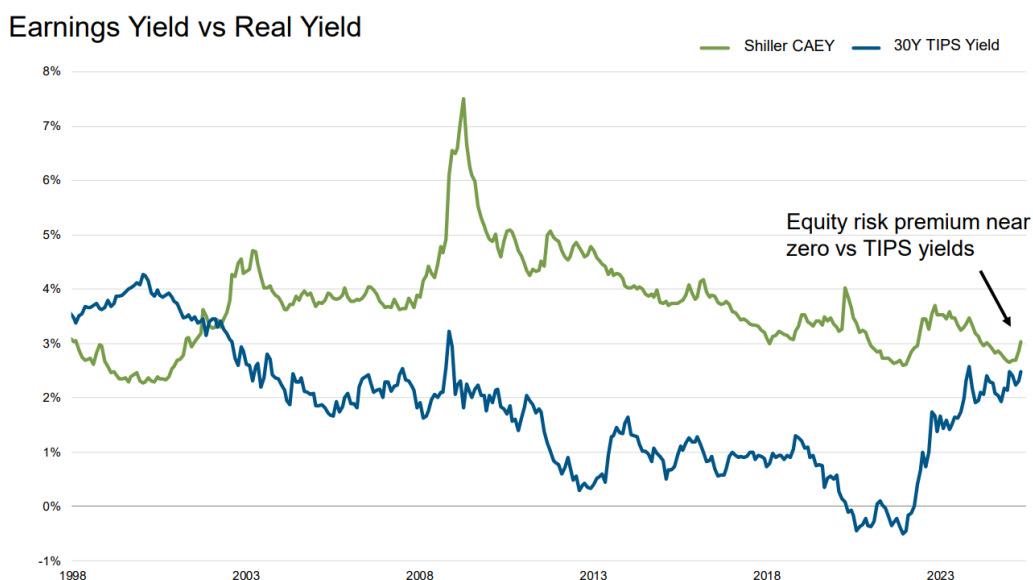
過去 10 年因長期停滯與大規模資產購買計畫 (QE)，央行大量購買長期公債，壓低長期利率，使期限溢酬近乎為零；近年來，以美國為首的各國政府為彌補預算赤字而大量發行長期公債 (供給增加)，加以央行進行量化緊縮 (QT)，減少對長期公債的需求 (需求減少)，為吸引投資人購買長債承擔更長期的風險，須提供更高補償、推升期限溢酬，從而支撐或推高 10 年期、30 年期的長期利率。

根據 PIMCO 預估，美國公債期限溢酬約 1.5 個百分點，此與紐約 Fed 主要公債交易商調查 (survey of primary dealers) 結果一致。

(三) 債券初始利率高能輕鬆鎖住 5 年較佳報酬率，現況優於股票

目前美國股票經循環調整的本益比 (cyclically adjusted price-earnings ratio, CAPE)³ 為 38，而 30 年期債券實質收益率為 2.6%，顯示股票風險溢酬已接近 0 (圖 2)，且實證顯示債券初始殖利率與未來 5 年報酬高度相關，目前的債券處於高殖利率與低風險之甜蜜點。

圖 2 近期股票風險溢酬已接近 0

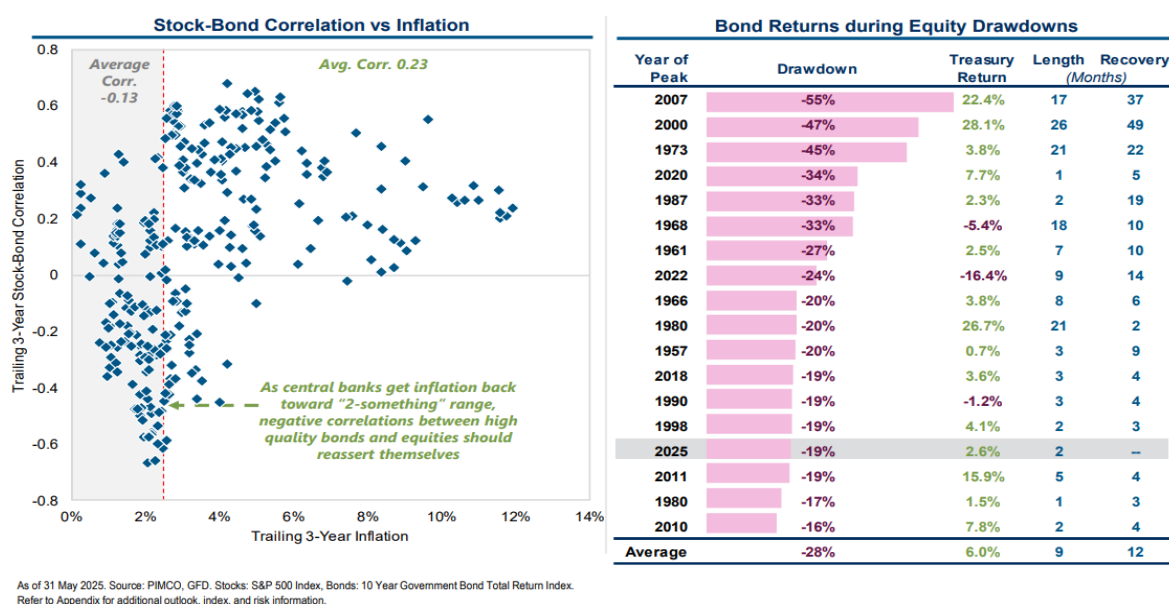


資料來源：PIMCO (2025)

³ 經循環調整的本益比 (cyclically adjusted price-earnings ratio, CAPE) 又稱 Shiller 本益比 (Shiller PE ratio)，係由 2013 年諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller 所提出，係將實質股價 (S&P 綜合股價指數經 CPI 平減) 除以每股實質盈餘，取 10 年平均值；為衡量長期股票報酬率的良好指標。

歷史數據顯示，當通膨率接近 2% 時，債券與股票報酬率呈負相關，尤其是在股票大幅下跌時，債券經常能產生正收益（圖 3）。目前股票相對價格較高，且經濟情勢前景可能趨緩，債券可能較能規避未來出現經濟衰退之風險，且殖利率曲線為正斜率，握持債券還可透過滾動向下（roll down）策略賺取資本利得，因此似可調整 60% 股 40% 債的傳統配比。

圖 3 通膨率接近 2% 時，債券與股票報酬率負相關；股票大幅下跌時，債券經常能產生正收益



資料來源：PIMCO（2025）

（四）5~10 年中期公債為最佳風險報酬投資工具

PIMCO 認為，比起 1~3 年短期公債，5~10 年中期公債更能獲得期限溢酬回升的效益；相較於長期公債，中期債券的存續期較短，對利率上升的敏感度較低，若長期利率因通膨或債務問題，攀升速度超乎預期，中期公債所受到的價格衝擊也會低於 30 年期公債。

三、美國例外主義逐漸褪色，新興市場體質強健且高利差，資產可進行多元配置

（一）美元仍將維持強勢貨幣地位，惟投資人分散風險而部分轉入其他貨幣資產

近期美元呈下行趨勢，至上（2024）年止美元已因疫情時之財政政策、Fed 調升政策利率及 AI 發展而大幅上升，近期回落只是回歸均值；短期內，美元走勢仍因關稅政策具高度不確定性，惟長期而言，因仍無可能性較高之替代貨幣出現，美元仍將維持強勢貨幣地位。

然而，美國例外主義光環可能不再，加上美國本身的高額債務與預算赤字，債務可持續性受到質疑，增添長期資產風險，加以川普政策的不確定性，推動全球走向碎片化時代，更加深自身資產風險溢價。

(二) 新興市場資產大幅看好，轉向當地貨幣債券

相較於美元看弱，PIMCO 認為新興市場處於歷史最佳的投資位置，係分散風險與獲取超額報酬的關鍵。

新興市場目前基本面良好，相較於先進經濟體的債務困境，新興市場債務對 GDP 比率更具可持續性，故信用評等在過去 1 年被大幅調升；不僅如此，新興市場成功應對通膨，比先進經濟體更快獲得成效，凸顯其貨幣政策的獨立性。

加以，在相同的信用評等下，新興市場債券比歐美債券提供更高殖利率，如巴西與墨西哥等新興市場國家名目利率遠高於通膨率，因此投資該地區債券可獲得相當高的實質殖利率，相較於過去投資新興市場買美元計價債券規避匯率風險，現在偏好新興市場當地貨幣債券，不僅可獲得利差，在美元長期看弱下，還可能從貨幣升值中獲益。

四、政治壓力不會影響 Fed 獨立性，央行彼此交流頻繁有助於市場穩定

(一) Fed 主席繼任者應不會影響美國貨幣政策的獨立性與公信力

Fed 主席 Jerome Powell 將於明年 5 月屆滿，前 Fed 副主席 Richard Clarida 分析，儘管主席接任人選正面臨政治角力，但美國制度設計為獨立性提供三道強大防線：(1)國會制衡，任命須經過參議院投票通過；(2)FOMC 多數決機制，非主席一人獨裁，決策走向不一定是自己要的，但能在會議前確保自己提案獲得多數支持；(3)對歷史定位的使命感，能抵禦政治干預；此外市場也有監督「一票」，若 Fed 獨立性受投資人質疑，將會拋售美元相關資產，造成股債匯市動盪，對川普提名 Fed 主席人選產生壓力。

Clarida 認為，3 位熱門人選與 1 位外卡人選中，目前最有可能接任人選是跟白宮關係密切、擁有廣大國會人脈的白宮國家經濟委員會主席 Kevin Hassett（表 2）。

表 2 PIMCO 分析師對 Fed 主席接任人選之預測

熱門人選	美國財政部長 Scott Besant ⁴	● 公認目前最有影響力的財政部長之一，職權涵蓋稅收、貿易、債務管理甚或外交談判，目前職位價值極高。 ● 留任財政部長比接任 Fed 主席價值更高，因此 Besant 不一定會接受提名。
	白宮國家經濟委員會（CEA）主席 Kevin Hassett	● 與川普私交甚篤，在川普 1.0 時期擔任 CEA 主席，在疫情期間重返白宮。 ● 跨黨派支持度高，擁有廣大華府人脈，當年提名獲得高度支持（包含部分民主黨議員）。
	前 Fed 理事、史丹佛學者 Kevin Warsh	● 曾擔任 Fed 理事，是位優秀的政策制定者，發表的文章極具分量。 ● 不過曾大量批評 Fed 過去政策，批評立場偏鷹派，這樣觀點可能不被當前白宮認可。
外卡人選	現任 Fed 理事 Chris Waller	● 非常優秀且具備足夠專業能力，惟與白宮的聯繫程度不如其他三位人選。

(二) 全球央行總裁會議交流深具價值，能了解彼此的思考邏輯，擬定納入外部因素的全面性貨幣政策

Clarida 肯定 BIS 等機構所舉辦全球會議價值，認為全球央行總裁在沒有記者、政治人物的場合下，可以坦誠交流，深入了解彼此的反應機制；因此面對特定經濟事件時，儘管彼此沒有明確的政策協調，但基於對彼此反應機制的了解，能準確地預判其他主要經濟體的政策走向，從而將外部因素納入考量，做出更全面、更穩健的貨幣決策，促成全球更為穩固的總體經濟環境。

⁴ 美國總統川普於本年 8 月 5 日接受訪問時表示，美國財政部長 Besant 已婉拒提名 Fed 主席。

參、美國總體經濟現況

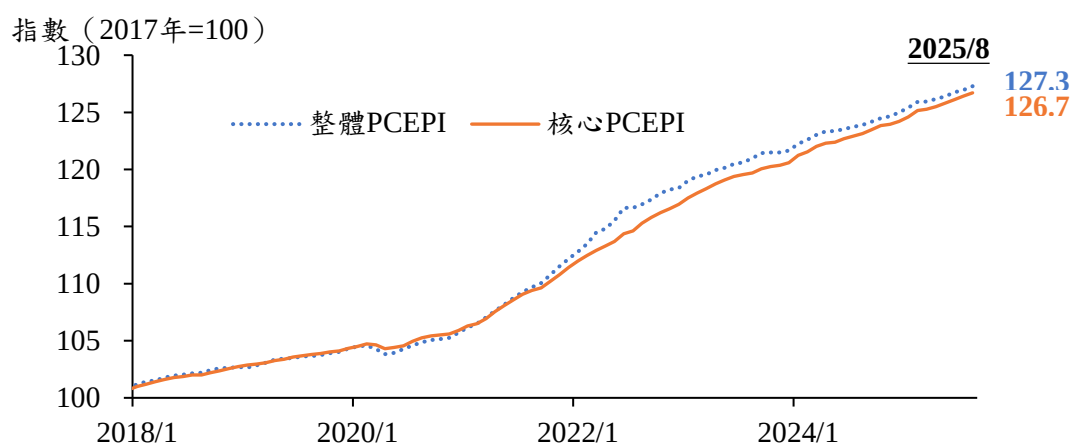
一、美國面臨勞動市場放緩及通膨仍僵固之雙重風險

- (一) 上年 9~12 月 Fed 考量美國勞動市場及通膨均呈放緩，遂將聯邦資金利率由 5.25%~5.50% 調降至 4.25%~4.50%。上年第 4 季至本年第 1 季非農就業數據一度回穩，惟近月公布數據不佳，美國勞動市場出現明顯降溫跡象。8 月 22 日 Fed 主席 Powell 於 Jackson Hole 央行年會即表示，7 月非農就業新增數據放緩速度超出先前預期，且 5、6 月就業新增數據亦大幅下修，惟失業率、離職率、裁員率等其他數據尚未顯著惡化；當前勞動市場平衡係反映供需同步放緩，惟勞動市場下行風險增加，此下行風險如實現，裁員率及失業率或將迅速攀升，爰未來有調整政策需要。
- (二) Fed 於本年 9 月 FOMC 會議降息 1 碼，惟內部成員對未來經濟軌跡看法分歧擴大，部分成員關注通膨趨緩速度停滯，並擔憂川普關稅政策將推升美國長期通膨預期，故對未來是否連續降息持保守看法；另部分成員則著眼於美國勞動市場趨緩速度，擔憂失業率加速上升，甚至陷入衰退之可能性，主張持續降息。

二、本年美國通膨放緩速度似呈停滯，川普關稅可能持續推升商品通膨

- (一) 本年 8 月美國整體個人消費支出物價指數 (PCEPI) 及核心 PCEPI 分別為 127.3 及 126.7 (圖 4)，整體 PCE 月增率為 0.3% (小數點後兩位為 0.26%)，符合市場預期，核心 PCE 月增率為 0.2% (小數點後兩位為 0.23%)，符合市場預期。

圖 4 美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI

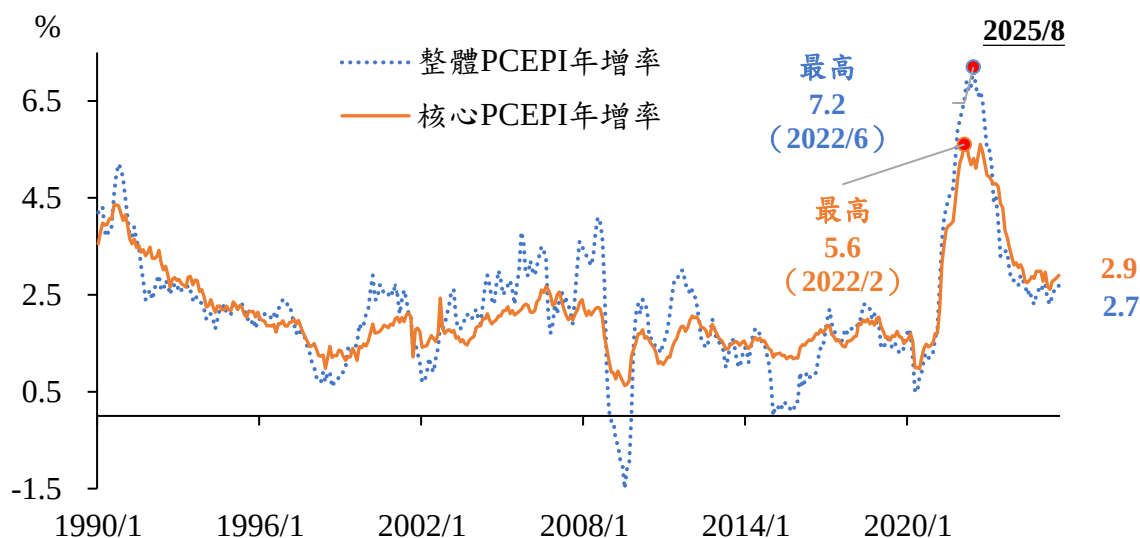


資料來源：BEA、Bloomberg

(二) 本年 8 月整體 PCEPI 年增率由本年 7 月之 2.6% 上升 0.1 個百分點至 2.7% (小數點後兩位由 2.60% 上升至 2.74%，圖 5 藍色虛線)，符合市場預期。

(三) 本年 8 月核心 PCEPI 年增率持平於本年 7 月之 2.9% (小數點後兩位由 2.85% 上升至 2.91%，圖 5 橘色線)，符合市場預期。

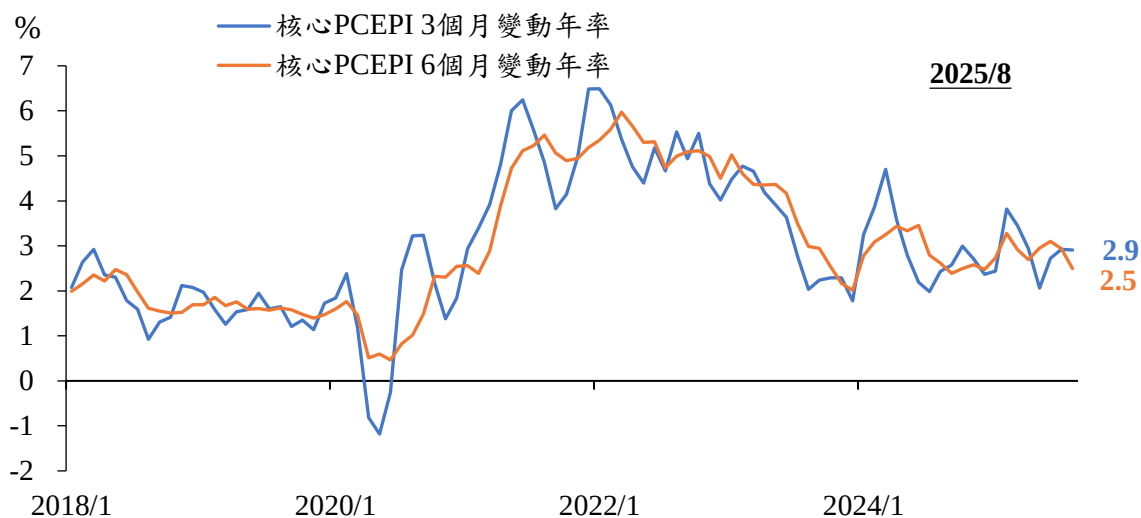
圖 5 美國整體 PCE 及核心 PCE 年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

(四) 本年 8 月核心 PCEPI 3 個月變動年率持平於本年 7 月之 2.9% (前 2 個月分別為 2.9% 及 2.7%，圖 6 藍色線)；核心 PCEPI 6 個月變動年率則由本年 7 月之 2.9% 下降 0.4 個百分點至 2.5% (前 2 個月分別為 2.9% 及 3.1%，圖 6 橘色線)。

圖 6 2018 年迄今美國核心 PCEPI 3 個月及 6 個月變動年率

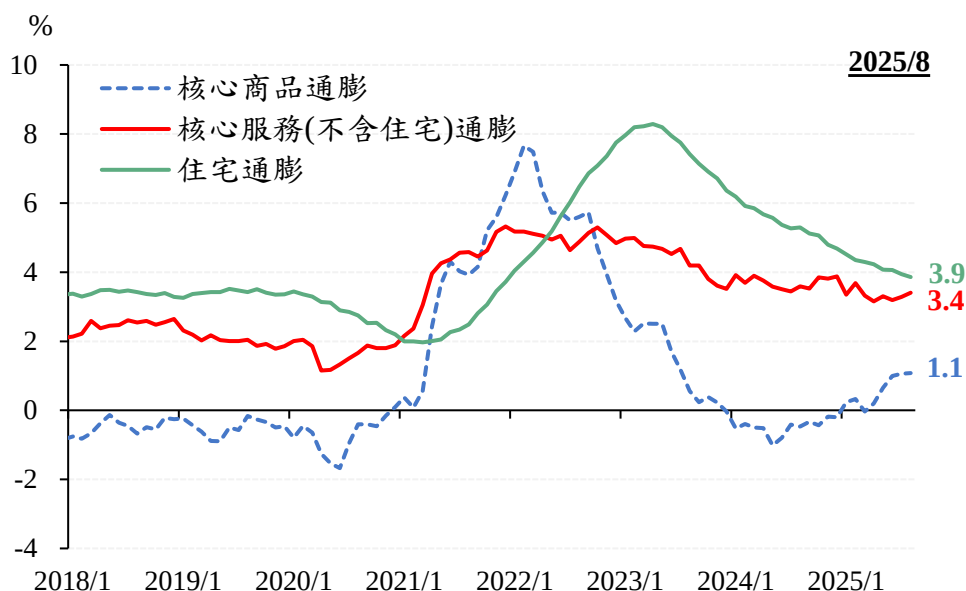


資料來源：BEA，Bloomberg

(五) Fed 主席觀察核心 PCE 通膨率之三項指標——核心商品通膨 (core goods inflation)、住宅通膨 (housing inflation) 及核心服務 (不含住宅) 通膨 (即 supercore inflation) 之 8 月數據：

1. 核心商品通膨：持平於本年 7 月之 1.1% (圖 7)。
2. 住宅通膨：持平於本年 7 月之 3.9% (圖 7)。
3. 核心服務 (不含房租) 通膨 (按 supercore inflation)：由本年 7 月之 3.3% 上升 0.1 個百分點至 3.4%，雖連續 23 個月跌破 4%，惟仍遠逾 2015 年至 2019 年平均值之 2.0% (圖 7)。

圖 7 核心商品及核心服務物價指數年增率



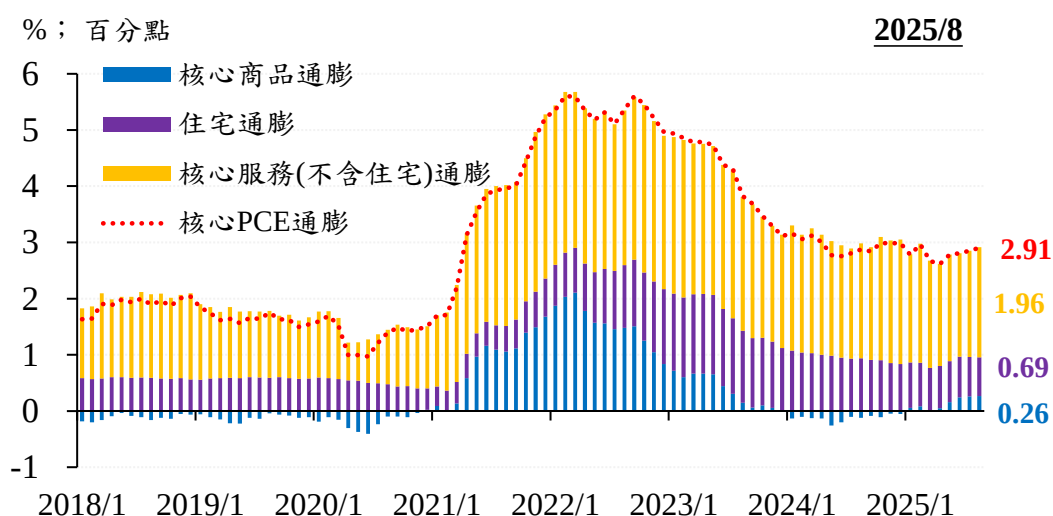
資料來源：BEA、Bloomberg

(六) Fed 主席觀察核心 PCE 通膨率之三項指標——核心商品通膨 (core goods inflation)、住宅通膨 (housing inflation) 及核心服務 (不含住宅) 通膨 (即 supercore inflation) 對核心 PCE 通膨之貢獻度：

1. 核心商品通膨：2022 年 3 月曾貢獻核心 PCE 通膨 2.1 個百分點 (占比約 38%)，之後隨核心商品通膨下降，致其對核心 PCE 通膨貢獻度逐漸遞減。本年 8 月則貢獻核心 PCE 通膨 0.26 個百分點 (占比約 9.1%，圖 8 藍色長條)。

2. 住宅通膨：本年 8 月貢獻核心 PCE 通膨 0.69 個百分點（占比約 23.7%，圖 8 紫色長條），較本年 7 月貢獻下降 0.01 個百分點，創下 2022 年 1 月以來低點。
3. 核心服務（不含住宅）通膨（按 supercore inflation）：本年 8 月貢獻核心 PCE 通膨 1.96 個百分點（占比約 67.5%，圖 8 橘色長條），較本年 7 月貢獻上升 0.07 個百分點，且高於 2018 年迄今平均值之 1.87 個百分點。

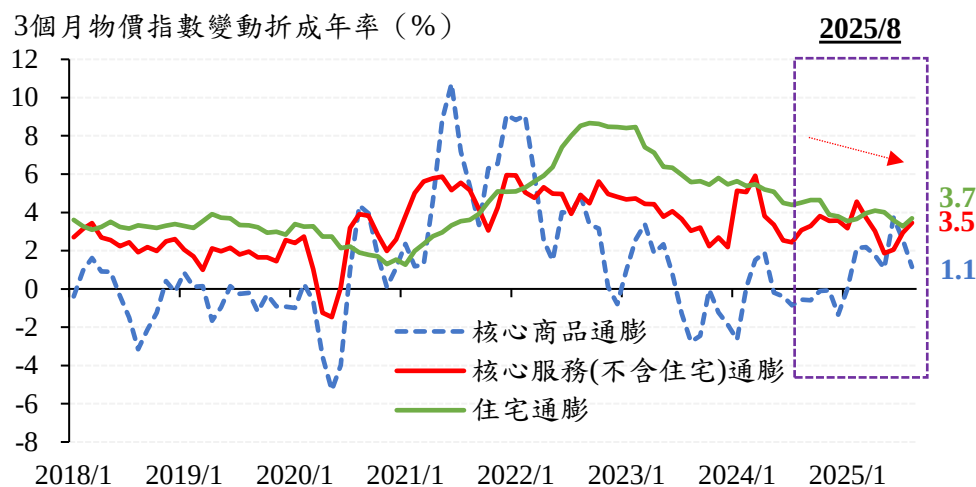
圖 8 2018 年迄今美國核心 PCE 通膨及其三大子項目貢獻度



資料來源：BEA，Bloomberg

- （七）本年 8 月核心商品通膨 3 個月變動年率由本年 7 月之 2.6% 下降 1.5 個百分點至 1.1%（前 2 個月分別為 2.6% 及 3.7%，圖 9 藍色虛線）；核心服務（不含住宅）通膨 3 個月變動年率由本年 7 月之 2.9% 上升 0.6 個百分點至 3.5%（前 2 個月分別為 2.9% 及 2.0%，圖 9 紅色線）；住宅價格 3 個月變動年率由本年 7 月之 3.3% 上升 0.4 個百分點至 3.7%（前 2 個月分別為 3.3% 及 3.6%，圖 9 綠色線），近期商品及住宅通膨呈放緩趨勢，惟服務通膨上揚。

圖 9 2018 年迄今美國核心 PCEPI 主要項目 3 個月變動年率



資料來源：Bloomberg、J.P. Morgan；繪圖：外匯局研究小組

(八) 美國 PCEPI 通膨可拆解為價格對整體經濟情勢較敏感之經濟循環 (cyclical) 類別及價格對特定產業因素較敏感之非經濟循環 (acyclical) 類別之貢獻度，由 PCEPI 年成長率角度觀察：

1. cyclical 類別 (圖 10 藍色線及圖 11 藍色長條)：自上年 3 月高點 8.04% 逐步回落，本年 8 月由本年 7 月 3.69% 上升 0.07 個百分點至 3.76%，同月貢獻核心 PCE 通膨 1.45 個百分點 (占比約 50%)，較本年 7 月貢獻度上升 0.03 個百分點。
2. acyclical 類別 (圖 10 橘色線及圖 11 橘色長條)：自 2022 年 2 月高點 5.92% 回落至 2023 年 12 月之 1.52%，本年 8 月由本年 7 月 2.35% 上升 0.05 個百分點至 2.40%，同月貢獻核心 PCE 通膨 1.47 個百分點 (占比約 50%)，較本年 7 月貢獻度上升 0.03 個百分點。

圖 10 美國 cyclical 及 acyclical 類別物價指數年成長率

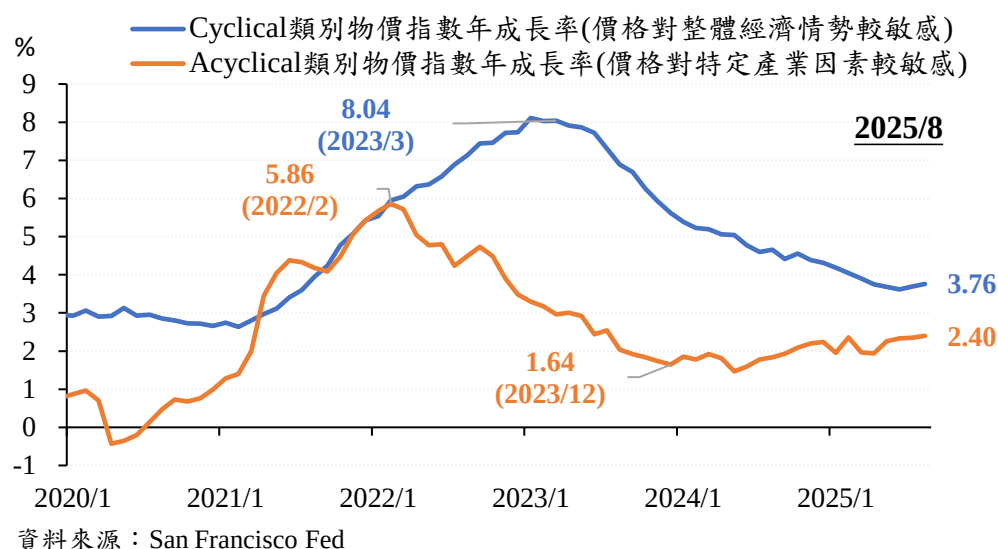
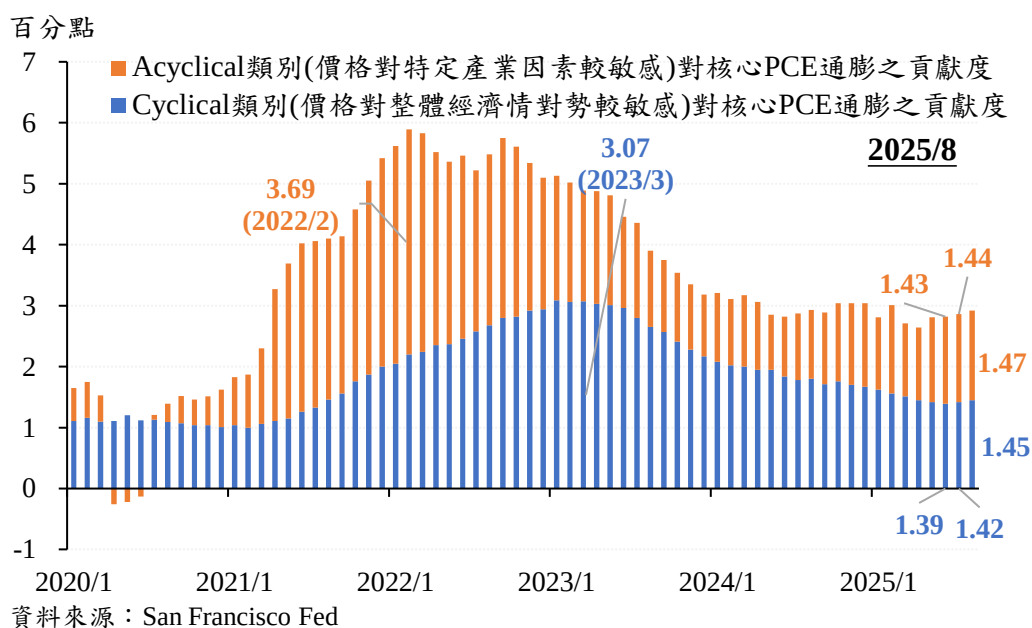


圖 11 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨之貢獻度

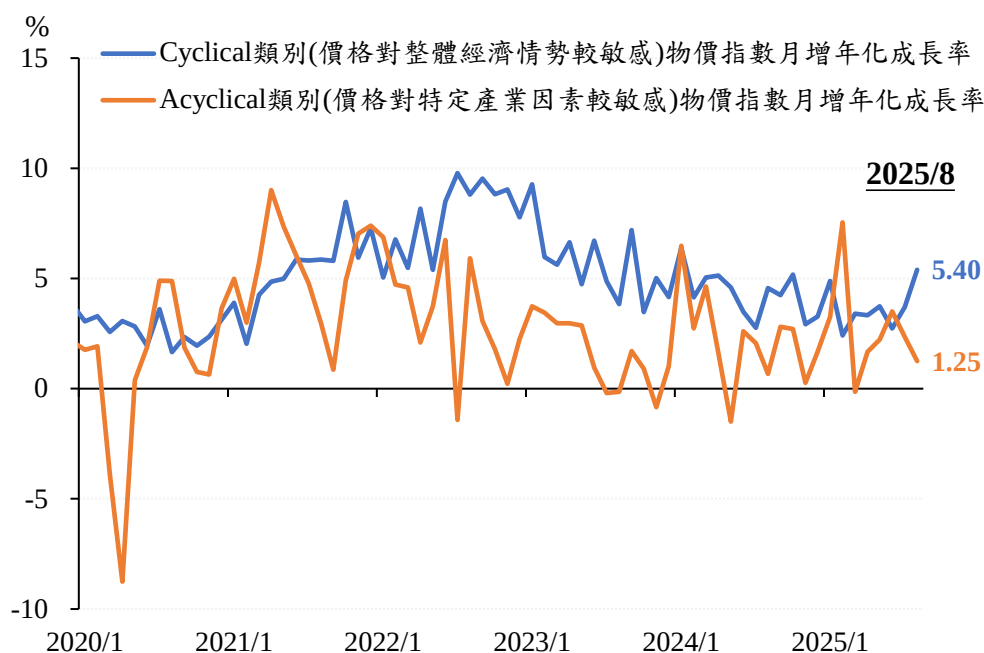


(九) 倘若由 PCEPI 月增年化成長率角度觀察，核心 PCEPI 通膨上揚主要來自 cyclical 類別（價格對整體經濟情勢較敏感）之貢獻：

1. cyclical 類別（圖 12 藍色線及圖 13 藍色長條）：本年 8 月月增年化成長率由本年 7 月 3.70% 上升 1.70 個百分點至 5.40%，本年 8 月貢獻核心 PCE 通膨 2.02 個百分點，較本年 7 月貢獻上升 0.62 個百分點。

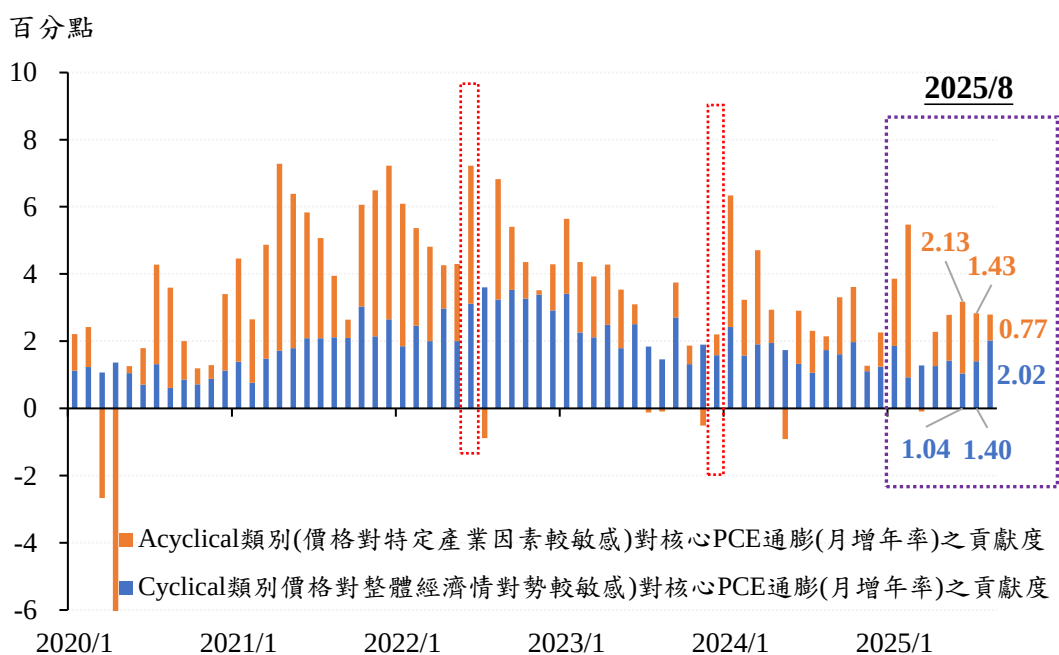
2. acyclical 類別(圖 12 橘色線及圖 13 橘色長條): 本年 8 月月增年化成長率由本年 7 月 2.35%下降 1.10 個百分點至 1.25%，本年 8 月貢獻核心 PCE 通膨 0.77 個百分點，較本年 7 月貢獻下降 0.66 個百分點。

圖 12 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數月增年化成長率



資料來源：San Francisco Fed

圖 13 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨 (月增年化) 之貢獻度



資料來源：San Francisco Fed

三、 本年 8 月美國非農就業人口增加低於市場預期，勞動市場似有所降溫

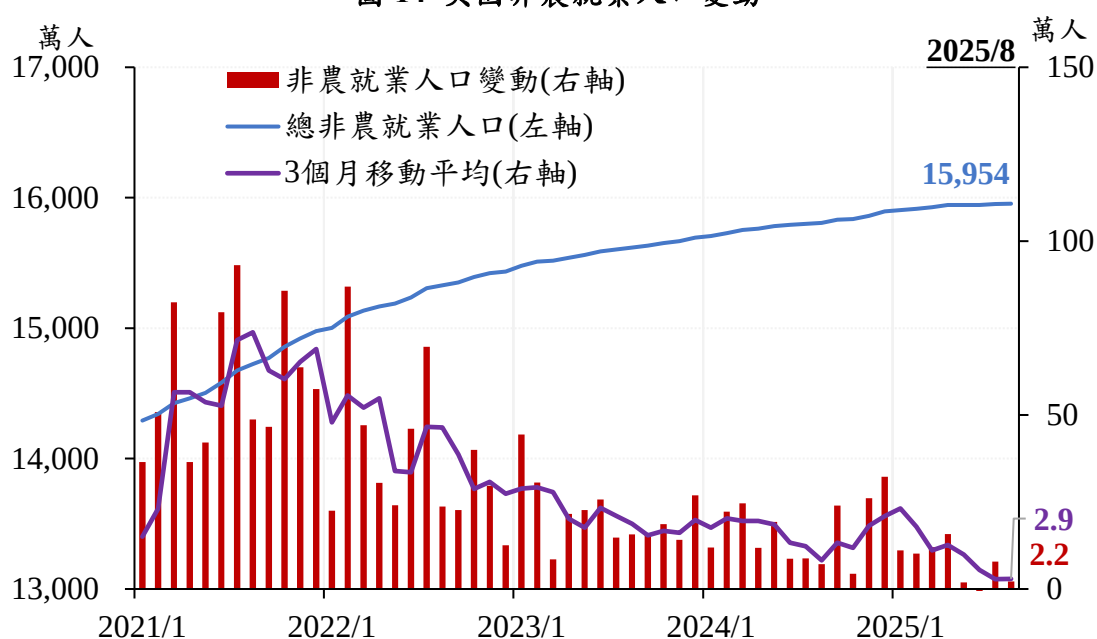
(一) 美國本年 8 月非農就業人數增加 2.2 萬人，低於本年 7 月修正後之增加 7.9 萬人（原 7.3 萬人），亦遠低於市場預期之增加 7.5 萬人。

(二) 本年 6 月非農就業人數由增加 1.4 萬下修 2.7 萬至減少 1.3 萬，本年 7 月非農就業人數由增加 7.3 萬上修 0.6 萬至增加 7.9 萬，合計下修 2.1 萬，創下連續 2 個月均為下修。

(三) 過去 3 個月及 12 個月非農就業人數平均分別為增加 2.9 萬及增加 12.2 萬，分別創下 2020 年 6 月及 2021 年 3 月以來最低值。

(四) 本年 8 月總非農就業人口上升至 15,954 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,229 萬人，顯示當前勞動市場似接近充分就業狀態（圖 14）。

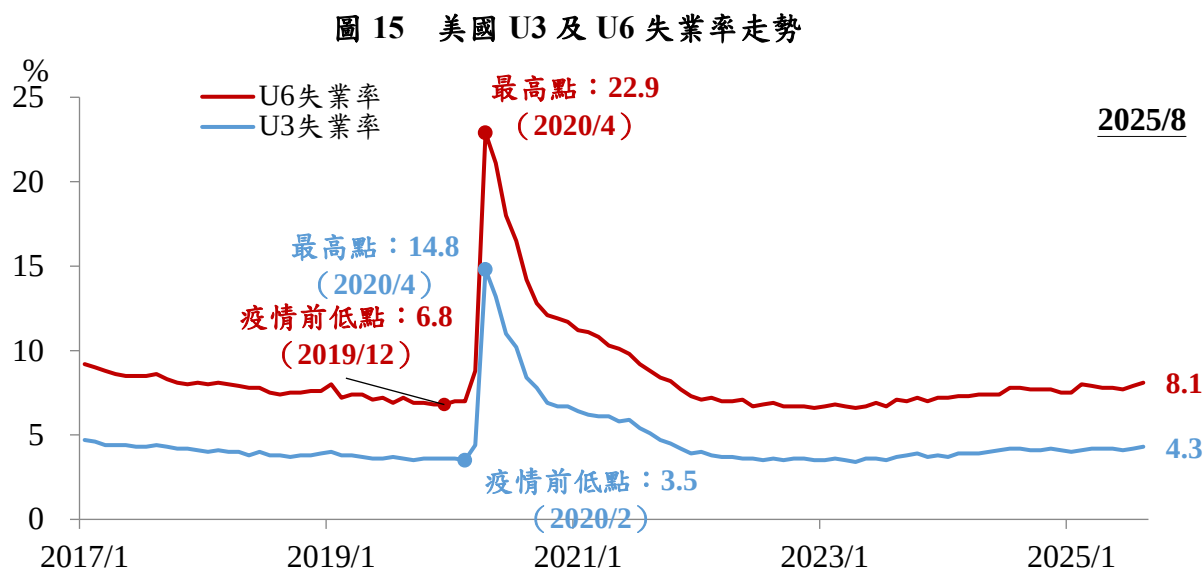
圖 14 美國非農就業人口變動



資料來源：Bloomberg

(五) 本年 8 月失業率由本年 7 月之 4.2% 上升 0.1 個百分點至 4.3%（小數點後 3 位實際值由本年 7 月之 4.248% 上升至 4.324%），較波段低點（2023 年 1 月之 3.4%）上升 0.9 個百分點，主要反映勞動力人數增加 43.6 萬人、失業人數增加 14.8 萬人，就業人數

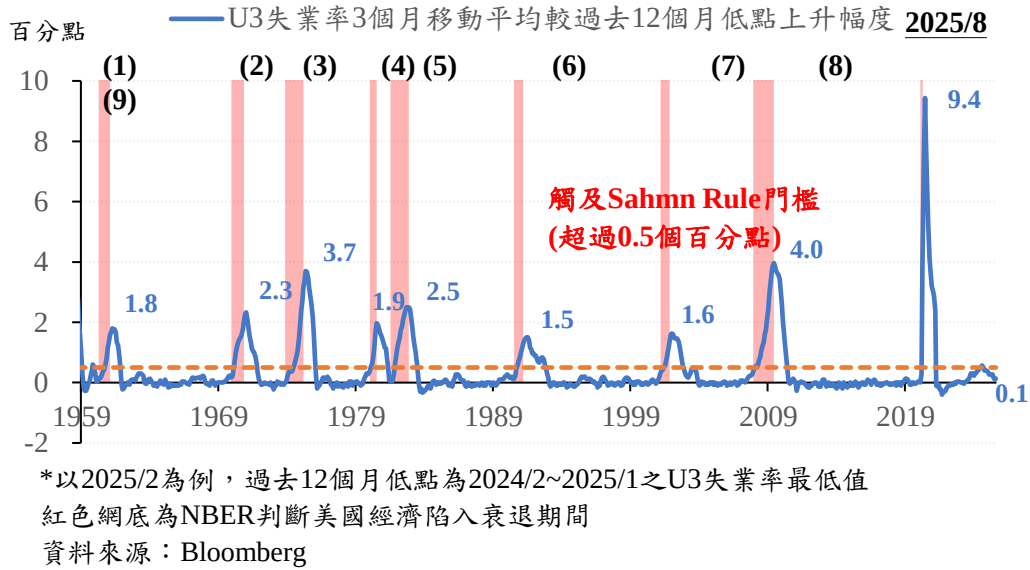
增加 28.8 萬人；本年 8 月 U6 失業率則由本年 7 月之 7.9% 上升 0.2 個百分點至 8.1% (圖 15)。



資料來源: Bloomberg

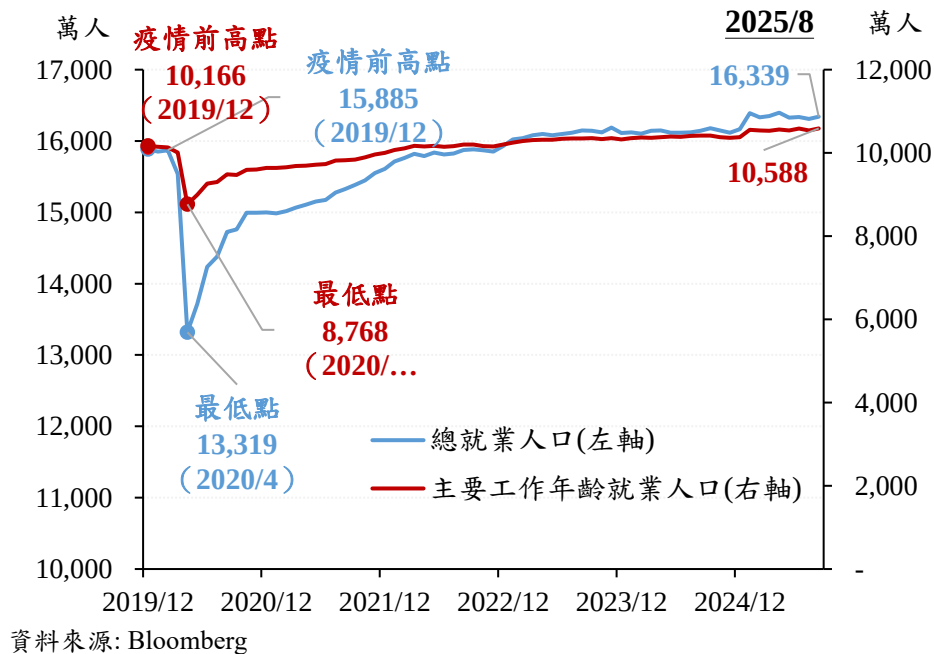
- (六) Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 所提出之 Sahm Rule 指標，係指若美國 3 個月移動平均 U3 失業率較過去 12 個月內最低點上揚達 0.5 個百分點，則隱含未來經濟可能陷入衰退。1960 年迄今美國經濟衰退期間，Sahm Rule 指標平均升幅為 3.2 個百分點，而中位數升幅則為 2.3 個百分點，而前述升幅中，最大值達 9.4 個百分點(2020/2~2020/4)；最小值則為 1.5 個百分點 (1990/7~1991/3)。
- (七) 本年 8 月 Sahm Rule 指標持平於本年 7 月之 0.1 個百分點，低於臨界值 (0.5 個百分點) (圖 16)。

圖 16 1960 年迄今美國經濟衰退與 Sahm Rule 指標

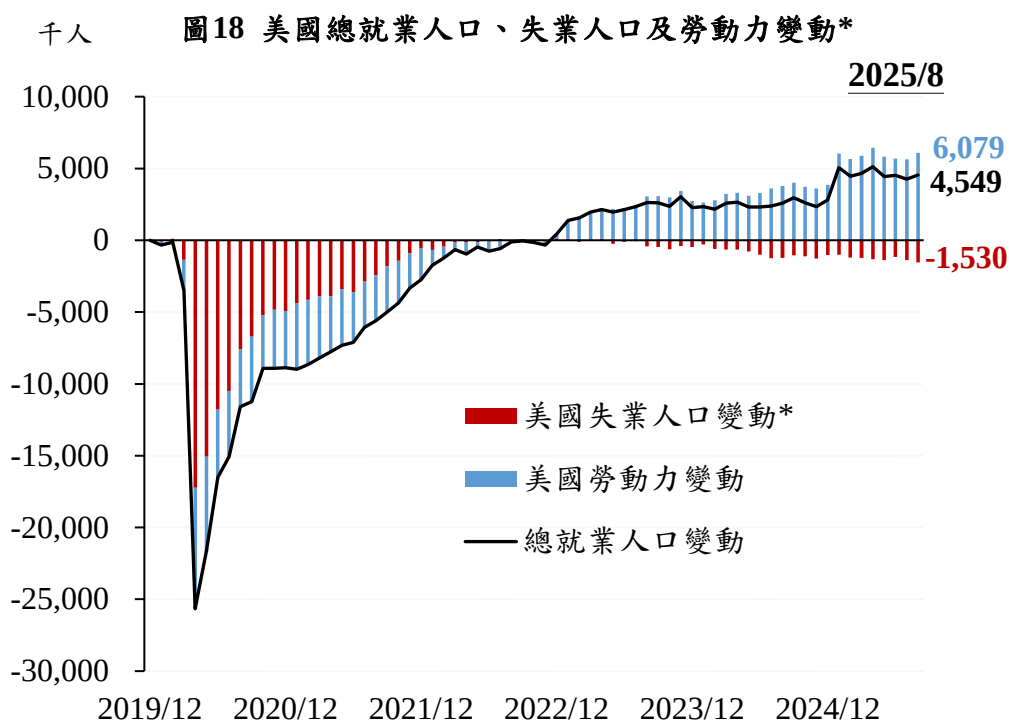


(八) 美國總就業人口因 COVID-19 疫情爆發，由 2019 年 12 月 15,885 萬人，大幅減少 2,566 萬人至 2020 年 4 月最低點 13,319 萬人，之後隨著勞動市場復甦，至本年 8 月累計增加約 3,020 萬人，使總就業人口上升至 16,339 萬人（圖 17）。

圖 17 美國總就業人口



(九) 當前就業人口較疫情前 2019 年 12 月增加 454.9 萬人，其中 607.9 萬民眾進入勞動力，以及失業人口約減少 153.0 萬（圖 18）。



註：比較基準以 2019 年 12 月為基礎；採家計部門調查（Household Survey）。

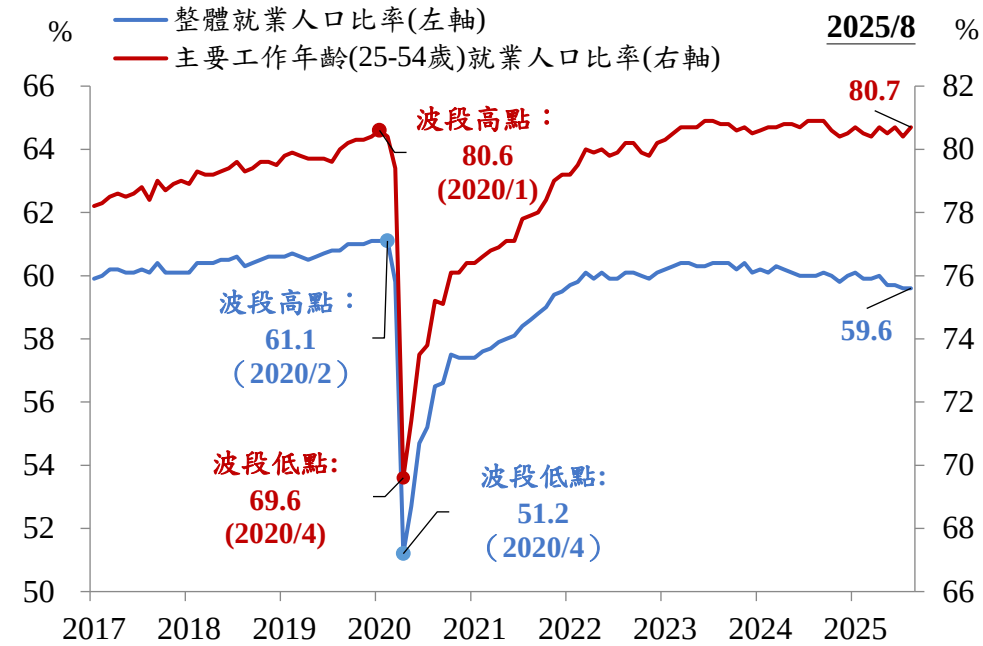
*此處失業人口變動負值表示，該月失業人口較 2019 年 12 月之累計增加數。

資料來源：Bloomberg

（十）本年 8 月就業對人口比率持平於本年 7 月之 59.6%；主要工作年齡（prime-age）（25 歲至 54 歲）就業人口比率由本年 7 月 80.4%上升 0.3 個百分點至 80.7%，惟整體就業人口比率尚未回升到疫情前水準（圖 19）。

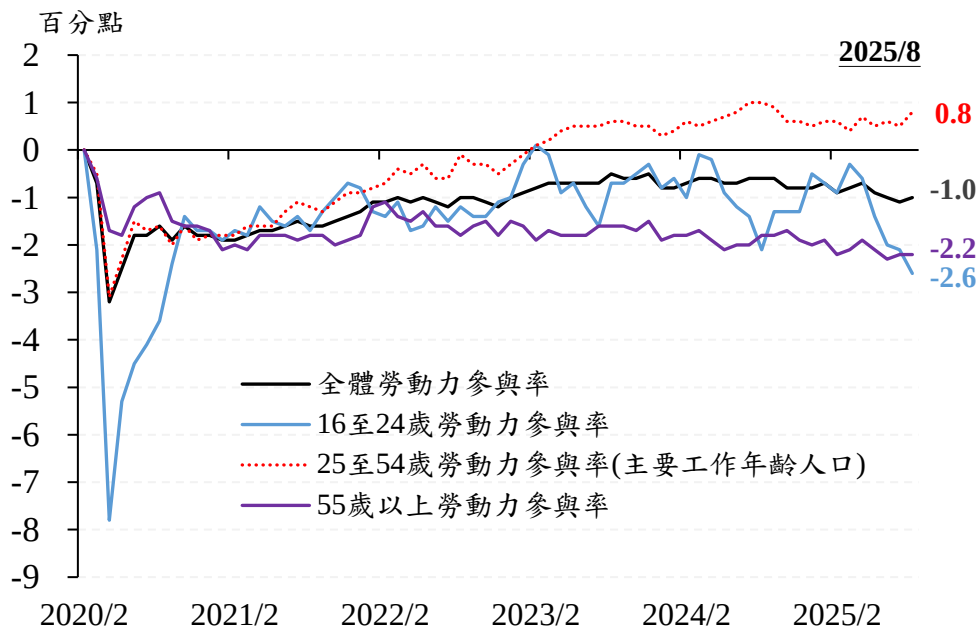
（十一）本年 8 月勞動力參與率由本年 7 月 62.2%上升 0.1 個百分點至 62.3%，主要工作年齡人口勞動力參與率由本年 7 月 83.4%上升 0.3 個百分點至 83.7%，且較 2020 年 2 月高 0.8 個百分點；惟 16-24 歲及 55 歲以上群組之勞動力參與率仍分別較 2020 年 2 月低 2.6 個百分點及 2.2 個百分點（圖 20）。

圖 19 美國整體就業人口比率



資料來源：Bloomberg

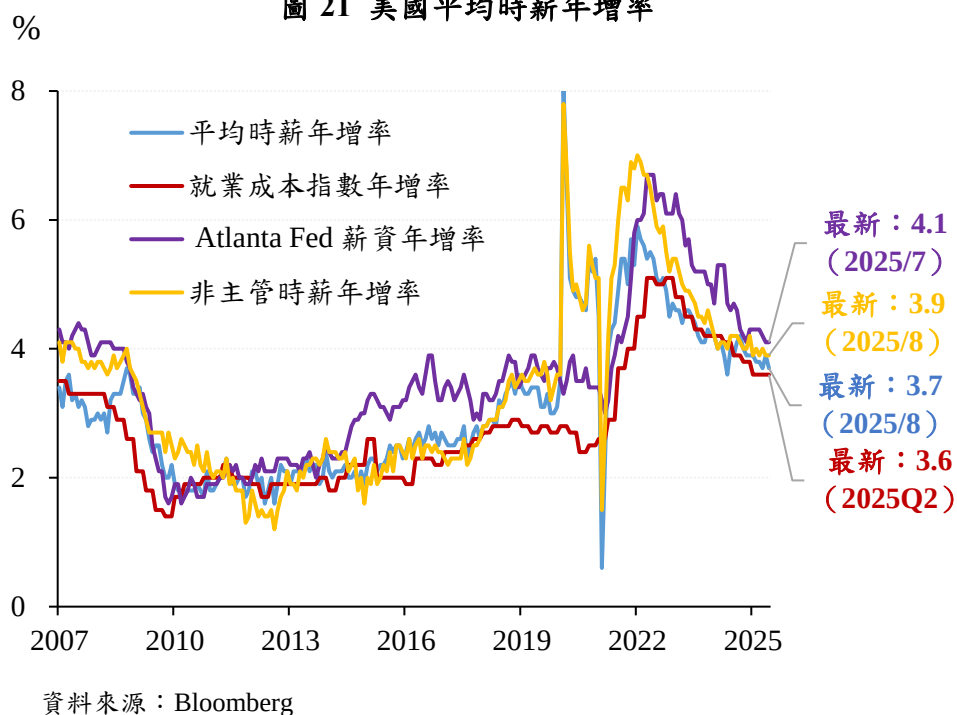
圖 20 美國年齡別勞動力參與率與 2020 年 2 月差異



資料來源：Bloomberg

(十二) 本年 8 月平均時薪月增率持平於本年 7 月之 0.3%，符合市場預期；而平均時薪年增率由本年 7 月之 3.9% 下降 0.2 個百分點至 3.7%，低於市場預期之 3.8%；本年 7 月 Atlanta Fed 薪資年增率為 4.1%，本年第 2 季就業成本指數 (ECI) 年增率為 3.6%，前述指標短期成長動能似出現放緩（圖 21）。本年 8 月平均每週工時持平於本年 7 月之 34.2 小時（預測值 34.3 小時）。

圖 21 美國平均時薪年增率

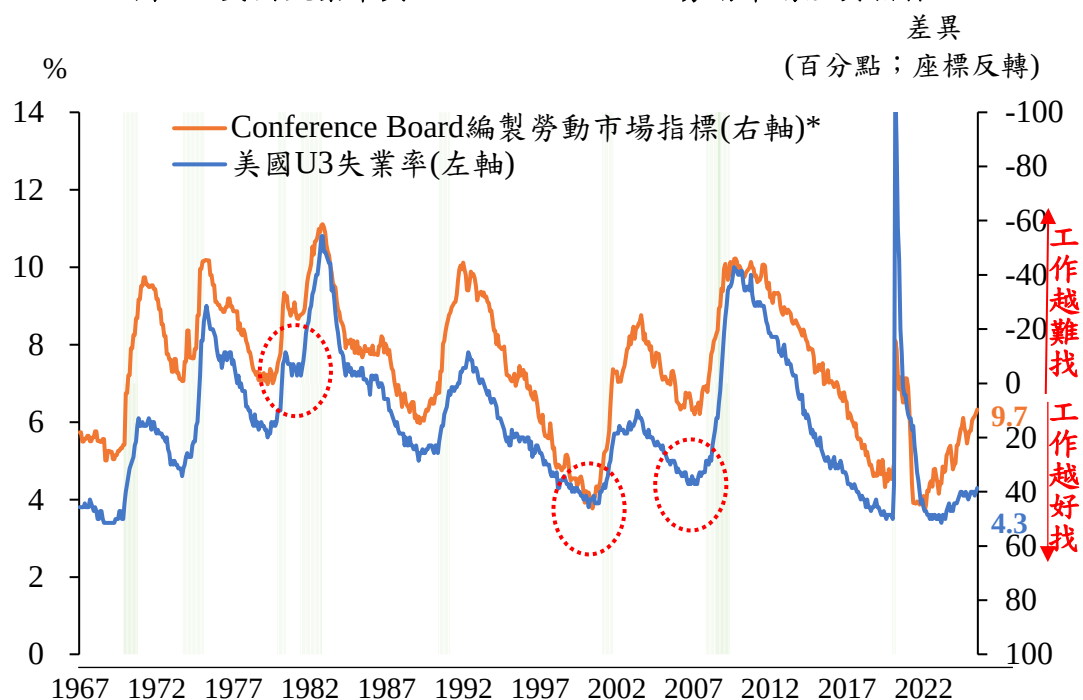


(十三) 美國 Conference Board 勞動市場差異指標係指 Conference Board 訪查工作眾多指數

(jobs plentiful) 減掉工作難找指數 (hard-to-get) 之淨差異，該指標數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大。

(十四) 本年 8 月前述指標由本年 7 月之 11.0 下降 1.3 至 9.7 (圖 22)，較 2022 年 3 月高點 47.1 大幅下滑，且遠低於疫情前 (2019 年) 平均水準 33.2，顯示勞工認為工作難找比例有所上升，亦佐證勞動市場有所降溫。

圖 22 美國失業率與 Conference Board 勞動市場差異指標



1967 1972 1977 1982 1987 1992 1997 2002 2007 2012 2017 2022

*Conference Board勞動市場差異指標係指Conference Board訪查工作眾多指數(jobs plentiful)減掉工作難找指數(hard-to-get)，該指標數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大。

**綠色陰影部門為NBER界定美國經濟衰退期間

肆、心得及建議

- 一、美元未來仍是強勢貨幣，但因全球經濟走向碎片化時代，政治主導經濟，美國政治不確定性高且例外主義光環可能褪色，加以美國財政可持續性受到質疑，而新興市場經濟體質穩健，全球金流朝向多元配置逐漸成形，似可適度降低美元資產集中度。
- 二、本年 9 月 Fed 因擔憂勞動市場下滑決議降息 1 碼，惟 Fed 內部對於未來美國經濟軌跡意見分歧擴大，部分成員擔心川普政府推行之關稅、移民政策導致通膨再度升溫，另部分成員則著眼勞動市場加速下滑之風險；當前美國通膨呈放緩速度停滯之趨勢，核心服務（不含住宅）通膨自上年中起呈放緩停滯，而核心商品通膨近期因川普政府關稅政策而開始呈上行趨勢，雖住宅通膨似持續下降，全體核心通膨放緩速度似停滯。部分 Fed 成員認為關稅對通膨影響僅為一次性，惟另部分成員擔憂關稅推升美國長期通膨預期，Fed 主席 Powell 於 Jackson Hole 央行年會等場合表示，Fed 認為基礎情境下，通膨之影響為一次性，惟仍需密切觀察未來數據。
- 三、美國非農就業數據於本年 7 月起下降，且 8 月大幅下修過去數據，引發市場擔憂勞動市場加速下滑。雖目前失業率尚未快速攀升，由 Sahm Rule 等指標觀察亦未現明顯衰退跡象，惟職缺率已大幅下降，勞動市場若進一步降溫，失業率有大幅上升之風險；美國政府之財政赤字持續膨脹亦為一隱憂，川普政府推行之減稅等政策，可能進一步推升財政赤字。美國未來經濟走勢及貨幣政策，乃至對於世界其他各國之影響，目前各界看法仍呈分歧，有待繼續觀察美國各項政治、經濟之動向。
- 四、川普對 Fed 主席 Powell 及成員 Cook 持續批評及提起訴訟，並於 FOMC 會議前加速通過其指派之新成員 Miran 加入 Fed，引發市場對於 Fed 獨立性之擔憂，加以 Fed 接任人選仍面臨多方政治角力。Fed 決策並非主席一人獨裁，為投票多數決，因此分析 Fed 理事與地區性 Fed 總裁立場仍是關鍵，才能拼湊出政策走向。

伍、參考資料

1. Akkeren, Marco van (2025) , “Portfolio Analytics,” *Pimco Institute Educational Seminar*, Jul..
2. Arora, Amit, Jingjing Huang (2025) , “Understanding Global Credit Markets,” *Pimco Institute Educational Seminar*, Jul..
3. Clarida, Richard (2025) , “PIMCO Economic Outlook,” *Pimco Institute Educational Seminar*, Jul..
4. Crust, Erin E., Kevin Lansing and Nicolas Petrosky-Nadeau(2023) , “Reducing Inflation along a Nonlinear Phillips Curve,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, Jul. 10.
5. Romo, Javier (2025) , “Emerging Markets: Opportunities and Risks in the Current Environment,” *Pimco Institute Educational Seminar*, Jul..