

出國報告（出國類別：其他）

參加 Allianz 舉辦之
「客製化課程與 International Portfolio
Management Conference 」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：翁尚伯/辦事員

派赴國家/地區：德國/法蘭克福、慕尼黑

出國期間：114 年 9 月 1 日至 9 月 14 日

報告日期：114 年 12 月 1 日

摘要

Allianz 舉辦之「客製化課程與 International Portfolio Management Conference」，旨在促進國際投資組合管理知識的交流與分享，探討長期投資策略、資產配置與風險管理等核心議題，同時關注市場最新動態、全球經濟情勢與新興投資趨勢。本次課程內容涵蓋許多議題，本文主要討論：(1) 近年全球政治與經濟不確定性之特徵，以及地緣政治風險所造成的影響與衝擊；(2) 檢視川普政府關稅政策之目標，以及其第二任期之進展與影響；(3) 探討近期美元呈現弱勢走勢，與全球去美元化跡象之關係。綜合上述分析，可得以下啟示：(1) 全球面臨高度不確定性，須建立前瞻且多元的風險管理策略；(2) 美元仍具主導地位，而美國政策方向將可能左右其後續發展。

目次

壹、前言.....	1
貳、全球不確定性與被放大的衝突.....	2
一、長久危機（Global Permacrisis）的廣泛影響.....	2
二、地緣政治風險可能持續延長.....	3
三、近年金融市場對地緣政治衝突的反應更為強烈.....	6
四、資產管理面臨多項風險因素.....	7
參、美國川普政府關稅政策的延續性.....	9
一、關稅政策三大目標.....	9
二、川普政府與貿易夥伴談判情形.....	11
三、川普政府關稅對通膨與經濟的可能影響.....	13
四、川普政府關稅發展與展望.....	14
肆、美元主導地位與弱勢美元的並存現象.....	16
一、近年似出現全球去美元化之跡象.....	16
二、美元的國際地位指標.....	16
三、可能影響美元國際地位的因素.....	20
四、歷史經驗.....	21
五、美元的主導地位暫無替代選項.....	24
六、美元前景.....	25
伍、結語與建議.....	26
一、全球面臨高度不確定性，須建立前瞻且多元的風險管理策略.....	26
二、美元仍具主導地位，而美國政策方向將可能左右其後續發展.....	26
參考文獻.....	27

圖目錄

圖 1 美國平均有效關稅稅率大幅上揚.....	13
圖 2 美元於全球外匯存底的占比近 10 年呈下滑趨勢.....	16
圖 3 美元占全球外匯存底比例仍接近 60%	17
圖 4 美元於未償還國際債券及發行占比均達 40%	18
圖 5 美元占國際金融交易於近 10 年上揚至近 50%	18
圖 6 美元於即期外匯交易占比仍達 60%	19
圖 7 美元於跨境銀行貸款占比持穩於 40%~50%.....	20
圖 8 1970 年以來美元匯率與外匯存底占比.....	22
圖 9 全球穩定幣市值大幅上揚且多與美元掛鉤.....	23

表目錄

表 1 地緣政治風險區域情境分析.....	3
-----------------------	---

壹、前言

近年全球不確定性似有逐漸升高之趨勢，地緣政治衝突頻傳，美國政策變化迅速，加以人工智慧（AI）科技發展，導致全球情勢持續處於不穩定的狀態，對各國政府、社會與機構均構成重大挑戰，未來將如何因應成為現階段的重要課題。

Allianz 舉辦之「客製化課程與 International Portfolio Management Conference」，為期 7 天，其中 3 天為 Allianz 為本行準備之客製化訓練課程，於法蘭克福總部舉行，其餘 4 天為於慕尼黑舉辦之國際資產管理組合研討會。參加人員主要為 Allianz 交易對手、客戶及其相關機構人員，除本行外，尚有來自英國、德國、希臘、土耳其、卡達、阿拉伯聯合大公國、馬來西亞等多國之央行、商業銀行、保險公司、主權財富基金、退休基金、投資管理公司等人員，共 49 名成員與會。

課程涵蓋投資組合管理的相關主題，如全球經濟前景、地緣政治、風險分析、資產配置策略、AI 科技、永續經營、主題式投資等，涵蓋證券、固定收益、新興市場、私人信貸及其次級市場等領域。

由於本次課程討論議題廣泛，本報告僅就以下三大部分進行介紹：(1) 近年全球政治與經濟不確定性之特徵，以及地緣政治風險所造成的影响與衝擊；(2) 檢視川普政府關稅政策之目標，以及其第二任期之進展與影響；(3) 探討近期美元呈現弱勢走勢，與全球去美元化跡象之關係。

貳、全球不確定性與放大的衝突

一、長久危機（Global Permacrisis）的廣泛影響

近年全球政治與經濟呈現「長久危機」之特徵，不同於單一事件所引發的短期衝擊，而係一系列危機相互影響，各項危機長期存在且持續升溫，廣泛影響地緣政治、經濟、氣候、科技與社會結構，成為長期且持續的不確定性來源，使各項風險更加不可預測。觀察當前國際局勢，可歸納出 4 項主要驅動因素：

（一）地緣政治（Geopolitics）

當前國際社會逐漸走向極化，且趨勢逐漸加劇。各國國內與國際政治走向分歧，不同形式的衝突逐漸浮現，主要國家之間的競爭加劇，國際合作與多邊主義面臨挑戰，導致跨國合作能力減弱，全球供應鏈亦受到干擾。部分地區情勢亦更加惡化，出現武裝衝突與區域戰爭，導致全球安全秩序漸趨複雜與不穩定。

（二）氣候變遷（Climate Change）

氣候變遷造成的影響逐漸加劇，洪水、野火、熱浪與乾旱等極端氣候事件，不斷造成重大的人身與經濟損失，且規模與頻率逐年增加。各國政府與企業面臨更嚴格的轉型要求，淨零碳排放政策亦導致生產與投資成本大幅增加，經濟成長與環境保護的衝突逐漸擴大，進一步加劇經濟與政治的不穩定性。

（三）人口結構（Demographic Change）

主要經濟體面臨生育率下滑與人口高齡化的問題，人口迅速老化對社會造成沉重壓力，亦導致社會福利與醫療保健支出等財政負擔劇增，衝擊財政支出的可持續性。部分地區人口快速成長、就業資源不足，亦可能引發社會不安與動盪，挑戰現有政治與經濟治理模式。

（四）科技發展（Technology）

近年 AI 的發展迅速且猛烈，以前所未有的速度規模化，衝擊傳統產業模式，改變工作型態。儘管透過 AI 得以提升效率並創造商機，惟可能導致部分勞工失業風險上升。而 AI 亦擴大數位與資訊落差，衍生出智慧財產與資訊安全等爭議，使得監管與倫理議題更為複雜。

前述 4 項原因，除本身已難以解決外，亦會產生交互影響，放大問題的複雜性，以地緣政治與氣候變遷為例，氣候變遷導致的水資源與糧食減少，將導致鄰國對水源、農地及漁場等資源的爭奪更加劇烈。而地緣政治緊張情勢升溫，亦可

能使難民前往相對安全，且具有較豐沛資源的地區移動，壓縮並爭奪他國資源，增加該地區的不穩定性，進而引發人道或軍事危機。這顯示任一危機均可能引發或使另一危機更加惡化，面對當前危機，不能企圖以單一領域的觀點處理問題，必須以跨國與跨領域觀點著手，否則問題將難以解決。

二、地緣政治風險可能持續延長

當前全球秩序劇烈變動且面臨高度不確定性，地緣政治風險同時具有「高度風險」(high stakes)、「強硬立場」(hard lines) 及「混合威脅」(hybrid threats) 等特性。

隨著各國在經濟、軍事、科技等領域的競爭日益加劇，國安議題漸趨複雜。多數國家轉向強硬且明確的立場，導致國際合作難度增加。而在軍事衝突之外，結合運用資訊戰、經濟制裁、代理戰爭及影響力滲透等多元手段的對抗模式，亦導致國安面臨前所未有的挑戰。

當前國際上主要有 5 大地緣政治風險區域，多數衝突的基本情境為「延續現有局勢」，即不太可能立即全面停火或明顯降溫；衝突範圍擴大與全面升級的可能性亦相對有限（詳表 1）：

表 1 地緣政治風險區域情境分析

風險區域	情境	可能性
美中競爭	經濟對抗並重燃貿易戰	極有可能 (Very likely)
	代理衝突擴大	很有可能 (Likely)
	升級為軍事衝突	可能 (Possible)
歐洲局勢	持續分裂與動盪	很有可能 (Likely)
	適度整合惟穩定性脆弱	不太可能 (Unlikely)
	民粹崛起引發系統性破壞	不太可能 (Unlikely)
俄烏戰爭	消耗戰持續	很有可能 (Likely)
	停火	可能 (Possible)
	衝突升級	不太可能 (Unlikely)

風險區域	情境	可能性
中東危機	以巴衝突持續	很有可能 (Likely)
	升級為區域衝突	可能 (Possible)
	衝突降溫	極不可能 (Very unlikely)
台灣海峽	維持現狀	很有可能 (Likely)
	衝突升級	可能 (Possible)
	全面戰爭	極不可能 (Very unlikely)

資料來源：Donzelmann (2025)。

(一) 美中戰略競爭

美中競爭是當前全球最重要的風險來源，兩國的衝突以經濟、貿易及外交層面為核心，逐步延伸至科技、金融、供應鏈與軍事等領域。儘管目前兩國的直接衝突多以經濟糾紛為主，惟雙方均積極於全球發揮其影響力，彼此透過代理人間接對抗，緊張情緒不斷累積，使整體風險處於高位。

美中競爭持續升溫，風險逐步升級，經濟對抗可能再度重燃貿易戰，當前緊張情勢難以緩解。而雙方除了直接對抗外，亦可能發揮其影響力，進一步透過代理人於其他層面擴大衝突。儘管美中全面升級為軍事衝突的可能性仍屬中等，惟該項風險係屬重大且不容忽視，仍需密切關注情勢發展。

(二) 歐洲政治不穩定

近年歐洲受到全球化衝擊，面臨產業外移、就業市場結構轉變及貧富差距擴大，部分地區與社會階級感受到失業和收入成長停滯，加以移民湧入，經濟與文化衝突促使民眾對現有政治體制信任鬆動，導致歐洲極端民族主義和民粹主義勢力抬頭，多國內部政治分歧極化，歐盟政策協調能力減弱，引發歐洲內部緊張。儘管歐盟持續推動政治與經濟合作，政治分裂與不穩定仍是當前重要的挑戰。

歐洲整體局勢預期仍將以分裂與動盪為主要情境，歐盟面臨政策協調困難、內部矛盾加劇與對外戰略意見分歧等挑戰。儘管仍具有成功整合的可能性，惟穩定性脆弱且機率相對較低。而民粹勢力雖具影響力，所幸引發系統性破壞的可能性亦不高。

（三）俄烏戰爭

俄烏戰爭的爆發直接影響歐洲安全局勢，隨著戰事不斷延長，局勢逐漸轉變為消耗戰，此長期衝突不僅拖累歐洲經濟，在俄羅斯與歐盟關係進一步惡化後，俄羅斯透過將原油與天然氣武器化，引發能源危機。而俄羅斯與烏克蘭雙方皆為全球重要糧食出口國，戰事嚴重衝擊農業生產與出口，導致全球糧食安全惡化。

俄烏衝突於短期內出現明顯轉折的可能性不高，消耗戰態勢恐將持續延長。儘管美國與歐盟積極嘗試介入調停，惟停火談判順利進行的可能性仍相對較低。然而，戰事再度升級的風險亦相當有限，主因戰爭已消耗雙方大量軍事與經濟資源，擴大戰線並不符合任何一方的戰略利益。儘管當前雙方仍持續交火，俄羅斯企圖擴大戰果，烏克蘭則致力於收復失土，惟戰略走向已趨於謹慎，局勢將持續僵持。

（四）中東地區

以色列與巴勒斯坦之間長期且複雜的政治衝突，使近期中東地區情勢再度陷入動盪。隨著以巴衝突持續升級，衝突將有可能擴散至鄰近國家，儘管區域性全面戰爭的可能性仍相對較低，惟衝突擴散的風險不容忽視。而在長期封鎖與軍事行動導致嚴重的人道危機，平民傷亡慘重，當地生活條件惡劣，引發國際社會高度關注。然而，美國、歐盟及中東各國立場分歧，使調解與停火協議面臨重大阻礙，局勢亦難以獲得緩解。

以色列與巴勒斯坦衝突持續的可能性相當高，雙方敵對態勢難以緩解。儘管尚未轉變為牽涉周邊國家的全面衝突，惟升級為大範圍區域衝突的風險依然存在，需持續關注地緣政治動態及各方勢力介入的情況。由於雙方長年累積的矛盾，且中東地區的複雜政治局勢，使和平談判面臨阻礙，衝突降溫的可能性極低。

（五）台灣海峽

台灣海峽的緊張情勢依舊存在，且近期呈現逐步升溫趨勢。儘管國際普遍認為全面軍事衝突的可能性極低，惟中國持續加強軍事演習的頻率與規模，對台灣及其盟友施加外交與經濟貿易壓力，引發美國、日本與環太平洋國家的高度關注，牽動亞太地區的政治與軍事平衡，使台灣海峽成為亞洲最敏感的地緣政治風險區域之一。

預期台海維持現狀的可能性較高，雙方在國際戰略利益與政治壓力下，持續採取相對謹慎的態度，避免直接升級為大規模軍事衝突。惟局部衝突升級的風險

依然存在，尤其在誤判、突發事件或政治動盪加劇的情況下，短期內可能出現緊張局勢升溫與對峙。惟考量區域安全與經濟損失的風險，相關國家均極力阻止局勢失控，整體而言，緊張局勢發展為全面戰爭的可能性相當有限。

三、近年金融市場對地緣政治衝突的反應更為強烈

近年地緣政治衝突似乎處於有史以來最激烈的時刻。然而，實際上與 1979 年冷戰高峰期相比，當時美國與蘇聯兩大陣營直接對抗，儘管越南戰爭已結束，仍有以阿衝突、伊朗革命及蘇聯入侵阿富汗等重大事件，大規模軍事衝突的嚴重程度也較近年更加嚴重。故近年金融市場對地緣政治衝突的反應更為強烈，可能源自衝突本身以外的因素，導致市場對風險強度與外溢效應的感受遭到放大，反應亦更為強烈。以下列舉部分可能因素：

（一）資訊環境大幅放大衝突

隨著資訊科技的迅速發展，新聞報導得以 24 小時不間斷播放，部分訊息在尚未經過充分查證的情況下即被大量傳播，人們難以有足夠時間冷靜進行判斷。加以影音裝置與社群媒體普及，網路空間充斥零碎化與情緒化的資訊內容。而部分媒體與網路平台為爭取流量，傾向使用「點擊誘導式」(clickbait) 標題，甚至散播片面的誤導性資訊，過度渲染或刻意隱匿資訊，進一步在情緒與心理層面上，放大衝突事件的強度與不安。

（二）衝突模式更加複雜

近年衝突事件已不再侷限於國家之間的對抗，而是轉變為政治、經濟與軍事層面的複雜競爭型態，導致區域性危機容易透過能源、糧食及金融市場等管道產生外溢效應，進而擴散至全球層面，衝擊整體國際秩序與經濟穩定。而強權支持下發展出的「代理人衝突」(proxy conflicts)，亦使得部分衝突更加複雜且具持續性，難以透過傳統外交途徑解決，進而導致地緣政治問題更加難以解決。

（三）信任流失導致社會分裂

近代社會普遍對政府機構與政治人物失去信任，媒體亦被質疑立場偏頗有失客觀，連帶使科學專業與學術權威遭受挑戰。傳統辨別訊息真偽的機制與公信力逐漸弱化，使官方及中立機構無法有效傳遞正確訊息，導致社會輿論充斥混亂、錯誤及不實資訊。在缺乏共識、討論基礎難以建立的情況下，社會更難以形成共識，進而加劇群體之間的矛盾與對立。

(四) 西方衰退 (decline of the west) 弱化全球合作能力

西方國家內部的政治分歧日益加劇，導致對外政策不再具有一致性與穩定性，弱化彼等於全球事務中的主導地位與協調能力。而當跨國危機與衝突發生時，亦無法充分合作並有效應對，進而使不穩定因素擴散的風險增加。此外，新興大國與傳統強權的戰略競爭漸趨激烈，導致國際體系加速零碎化，過去由西方主導的規則與制度逐漸喪失約束力，多邊秩序動搖，更容易引發衝突與代理人戰爭。

四、資產管理面臨多項風險因素

當前全球經濟與政治環境正面臨高度不確定性，資產管理亦面臨更加複雜的挑戰。考量地緣政治緊張、供應鏈中斷風險、金融市場波動加劇，加以法規與政策緊縮，對資產配置與風險管理的要求均更加嚴格。因此，必須審慎評估以下各項風險：

(一) 金融市場波動

當前金融市場面臨多重風險，整體波動性顯著提升。地緣政治與區域經濟的緊張局勢，如大國競爭、地區衝突和貿易摩擦，導致市場不確定性顯著上升。加以全球供應鏈瓶頸持續存在，生產與物流受阻，將進一步加劇市場波動。而近年全球通膨普遍高於以往，利率與貨幣政策調整頻繁，造成整體金融市場韌性減弱，投資風險亦因此上升。對此，資產管理需要更加審慎，以評估資產組合的風險敏感程度，強化風險管控與動態調整能力，以因應市場迅速的變化。

(二) 汇率變動幅度擴大

隨著全球經濟與政治環境的日益複雜，貿易與金融市場面臨極大的不確定性，匯率波動程度亦大幅增加，對跨境投資構成極大的挑戰，亦使財務風險顯著增加。對此應積極採取避險策略，利用衍生性金融商品降低風險，考慮多元幣別配置，避免過度集中於單一貨幣，以降低匯率波動對投資組合的負面影響。

(三) 多角化投資受到限制

過去全球化與跨國資產配置被認為是有效分散投資風險的重要手段，惟隨著全球政治與經濟環境的不確定性加劇，此一策略亦面臨越來越多的限制，而需要有所調整。鑑於部分市場風險不平衡的上升，可能出現劇烈波動，促使資產配置逐漸轉向「去風險化」(de-risking)，即降低對高風險與敏感市場的曝險。此趨勢有助於抑制整體風險的上升，惟同時造成可分散風險標的減少的問題，使原有的

多角化投資分散風險的效果減弱，表示在面對風險失衡的市場環境時，需要更加謹慎的選擇投資標的與配置策略，以平衡風險與報酬。

（四）全球法遵成本增加

近年全球監管法規走向逐漸分歧，又以當涉及經濟制裁、出口管制與金融監管等方面時，相關法規的複雜度將顯著增加，導致資產管理在遵循此部分法規時，必須付出更高的成本代價。部分國家對外資實施歧視性法規、貿易壁壘及制裁措施，亦可能影響投資的可行性和收益穩定性，對投資報酬的穩定性造成負面影響。資產管理將需要更謹慎的評估並分析各國法規環境，以降低前述法律與政策風險將直接成的衝擊。

參、美國川普政府關稅政策的延續性

本（2025）年以來，隨著川普再度競選並就任美國總統，推行關稅相關政策，全球貿易環境、金融市場與經濟前景均出現新的不確定性。於其第一任期內，川普政府逐步施行以「美國優先」（America First）為核心概念的關稅政策，主張透過關稅保護措施，強化美國國內產業競爭力。隨後，該政策在與主要貿易夥伴的交涉過程中，逐漸轉變為外交與談判的工具。

進入第二任期後，川普政府進一步強化對關稅的運用，使其成為推動美國外交政策的重要手段，其稅率調整幅度與頻率均有所增加，課徵項目與範圍亦更加廣泛。藉此與各主要貿易夥伴進行經貿磋商時，將部分商品關稅作為談判籌碼，以推動經貿與外交目標。

川普政府的關稅政策具有延續性，第二任期部分措施可與第一任期相互參照。除針對特定國家的貿易行為外，亦對美國特定產業實施保護性關稅，將關稅作為與貿易夥伴談判的工具，以強化美國國內經濟並爭取貿易利益。由於川普政府關稅政策調整迅速，且牽涉層面廣泛，後續本文僅將就部分重點政策進行彙整。

一、關稅政策三大目標

隨著川普政府對關稅政策的使用逐漸頻繁且成熟，其政策目的也逐漸明確。本年1月美國財政部長貝森特（Scott Bessent）於參議院的聽證會中，概述川普政府關稅政策的3項主要目標：

（一）糾正不公平貿易行為

川普政府認為，美國在國際貿易中面臨貿易夥伴的不平等對待，包含對美國商品課徵較高關稅，或採取其他不對等的貿易措施，導致美國產業競爭力受損，並影響國家安全。對此，川普政府主張，若某些國家對美國採取不公平的貿易措施，美國將對相關國家或商品課徵關稅，以改善貿易失衡情形，並協助國內產業發展。此外，川普政府亦認為，關稅措施將有助全球供應鏈調整，藉由提高進口成本，鼓勵企業前往美國設廠，強化美國製造業基礎。

自第一任期的2018年至2019年起，川普政府先後以國家安全與產業保護為主要依據，援引多項條款並採取相關關稅措施：

1、貿易擴張法「232 條款」

第一任期中，認定進口特定商品將威脅美國國家安全，(1) 對全球進口鋼鐵、鋁等金屬產品分別課徵關稅 25%、10% 關稅；(2) 對汽車及其零組件進行調查。

第二任期內，(1) 擴大鋼鐵、鋁的適用範圍，將銅納入課徵金屬產品關稅，並分階段將稅率上調至 50%；(2) 部分家電含有之鋼鐵成分亦納入課徵範圍；(3) 經調查後正式對汽車及其零組件課徵 25% 關稅；(4) 將太陽能電池與模組納入調查，於調查後對部分廠商課徵約 40%~50% 關稅；(5) 對部分藥品課徵 30%~100% 關稅；(6) 對半導體產品進行調查，隨後提出對晶片加徵最高可達 100% 的關稅，並給予投資美國設廠的廠商豁免，惟暫未正式實施。

2、貿易法「201 條款」

第一任期中，認定部分進口商品對美國國內製造業者造成嚴重損害，(1) 對太陽能電池與模組課徵關稅 30% 關稅，隨後逐年下調至 15%；(2) 對大型洗衣機等家電產品課徵約 20%~50% 關稅。

3、貿易法「301 條款」

第一任期中，認定部分國家於技術移轉、智慧財產權與創新領域採取不合理或歧視性行為，對航太、資通訊及機器人等高科技產品與技術進行調查，並分階段對特定國家進口商品課徵關稅。

4、國際緊急經濟權力法 (International Emergency Economic Powers Act, IEEPA)

第二任期內，川普政府調查並認定美國面臨重大威脅，且此威脅來自美國與多國的貿易逆差，以及部分國家不對等的貿易措施。據此於本年 4 月正式宣布實施「對等關稅」(reciprocal tariffs)，對全球貿易夥伴課徵 10% 基礎稅率，並依個別國家情形不同進行調整，部分國家最高稅率達 40% 以上。隨後川普政府迅速宣布進入約 3 個月的緩衝期，分別與各國進行協商並公布新的適用稅率。而在本年 8 月緩衝期結束後，對等關稅的基礎稅率已上調至 15%~20%。

(二) 增加政府收入

川普政府將關稅視為增加美國財政收入的手段之一，透過提高關稅稅率，並擴大適用的進口商品範圍，可在進口總額未顯著下降的情形下擴大稅基，進而增加政府稅收。

本年 4 月美國稅務基金會（Tax Foundation）估計，若美國對全球進口商品課徵 20% 的基礎關稅，在不考慮關稅對經濟成長潛在影響的前提下，預期未來 10 年（2025 年~2034 年）可新增約 3.4 兆美元稅收，對財政收入有顯著貢獻。

本年 9 月美國國會預算辦公室（Congressional Budget Office, CBO）估計，若現行關稅政策持續施行，預期未來 10 年可為美國政府帶來約 3.3 兆美元的額外收入，並減少 0.7 兆美元的債務支出，合計減少美國財政赤字達 4 兆美元，有助於改善美國財政餘額。

（三）作為談判籌碼

川普政府將關稅作為外交與經貿談判的策略性工具，認為關稅是不同於經濟制裁的工具，於部分情形下更為直接且靈活，藉由對進口商品課徵關稅，可增加美國與他國進行經貿談判與外交磋商時的籌碼，促使貿易夥伴於特定議題上讓步並達成協議。

二、川普政府與貿易夥伴談判情形¹

（一）主要貿易夥伴

1、中國

第一任期內，美國政府指稱中國不當取得智慧財產權與商業機密資訊，並據此大規模對中國進口商品加徵關稅。中國亦針對美國進口商品採取反制措施，雙方的行動導致美中貿易摩擦升溫。當時美國分 4 階段對中國價值約 3,500 億美元的機械、電子及化工等進口產品課徵最高 25% 關稅。

第二任期中，川普政府首先以跨境毒品芬太尼（fentanyl）流入美國，以及相關執法議題影響美國國家安全為由，宣布對中國進口商品加徵 10% 關稅，隨後再以毒品管制不力為由，對中國再額外加徵 10% 關稅，使加徵關稅之稅率提升至 20%。

本年 4 月，川普政府公布的對等關稅中，川普政府對中國加徵 34% 關稅，中國亦採取相應報復措施。隨後雙方持續提高關稅，最終美國宣布對中國加徵對等關稅 125%；若將先前因芬太尼議題加徵的 20% 關稅一併計算，累計加徵關稅達 145%，雙方貿易形同中斷。隨後，雙方進行談判並達成初步協議，美國暫緩實施 125% 的對等關稅，僅課徵 10% 基礎稅率，對中國關稅稅率暫時維持於 30%。本年 8 月川普政府於對等關稅寬限期結束後，宣佈再延長中國對等關稅寬限期約 3 個月至本年 11

¹ 相關政策與談判進展截至本年 9 月。

月，而對中國進行中的「301 條款」調查豁免期亦同步延長，以利美中雙方進行後續談判。惟美中雙方於各領域仍維持對抗態勢，談判進展仍具相當不確定性。

2、歐盟與日本

第一任期內，川普政府對對汽車及其零組件進行「232 條款」調查，並以可能課徵關稅對歐盟與日本施加談判壓力，推動雙邊貿易協議。

第二任期中，川普政府正式宣佈對汽車相關產品課徵關稅，引發歐盟與日本關切。本年 4 月公布的對等關稅中，川普政府分別對歐盟及日本加徵 20% 及 24% 關稅。隨後於寬限期的談判過程中，川普政府多次提出進一步上調稅率的可能性，包含將歐盟關稅上調至 30% 或 50%，而日本關稅則可能上調至 25%。

本年 8 月緩衝期結束後，美國宣布將歐盟與日本關稅均下調至 15%。歐盟承諾投資美國 6,000 億美元，並購買美國能源及軍事產品。日本則承諾投資美國 5,500 億美元，並擴大採購美國汽車與農產品。

3、加拿大與墨西哥

第一任期內，川普政府指控墨西哥未能有效控制非法移民經由墨西哥進入美國境內，並強調此問題導致美國邊境管理面臨挑戰。川普政府威脅將對墨西哥進口商品課徵 5% 關稅，並表示若非法移民問題未得到解決，將逐步上調此稅率至 25%。最終墨西哥同意加強邊境管控，川普政府則宣布無限期暫緩實施此項關稅。

第二任期中，川普以毒品芬太尼走私為由，對加拿大與墨西哥加徵 25% 關稅。本年 4 月公布的對等關稅中，加拿大與墨西哥則因為符合美墨加協議（*Agreement between the United States of America, the United Mexican States, and Canada, USMCA*）條款而獲得豁免，惟仍須加徵與汽車相關的 25% 關稅。隨後，川普政府再度因毒品查緝不利，將加拿大關稅上調至 35%，並威脅進一步上調墨西哥關稅至 30%。

（二）其他具代表性國家

1、英國

英國與美國的貿易規模相對較小，於本年 4 月的對等關稅中，英國僅被課徵 10% 關稅。儘管英國對此表示不滿，惟並未採取報復行動。隨後雙方持續進行貿易談判，本年 8 月緩衝期結束後，英國仍維持 10% 對等關稅，低於川普宣稱的新基礎稅率（15%~20%）。此外，英國部分金屬產品亦維持於原先的 25% 稅率，低於川普宣稱最高可達 50% 的關稅。

2、泰國與柬埔寨

本年 4 月的對等關稅中，泰國與柬埔寨分別被課徵 36% 及 49% 高額關稅。本年 7 月兩國發生軍事衝突，川普政府以暫停後續貿易談判為威脅，要求兩國停火。隨後，泰國與柬埔寨於馬來西亞宣布達成停火協議。本年 8 月緩衝期結束後，川普政府決定給予優惠稅率，將兩國關稅下調至 19%。

3、巴西與印度

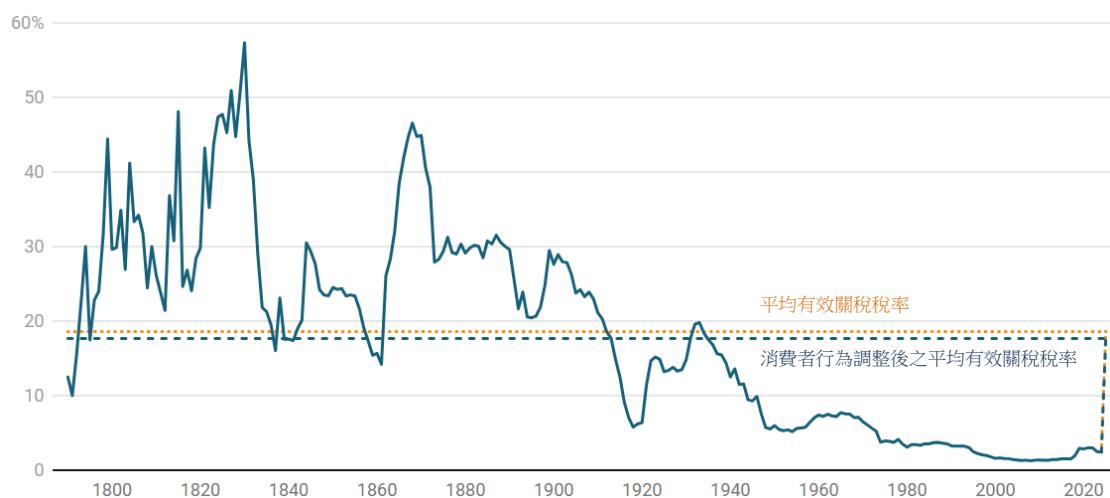
本年 4 月的對等關稅中，巴西與印度分別被課徵 10% 及 26% 關稅。本年 8 月緩衝期結束後，巴西稅率仍維持於 10%，印度稅率則下調至 25%。惟隨後川普政府分別指控巴西對前總統 Jair Bolsonaro 進行政治迫害，以及印度購買大量俄羅斯石油，支持俄羅斯的戰爭行為，將巴西與印度關稅稅率大幅上調至 50%。

三、川普政府關稅對通膨與經濟的可能影響

(一) 耶魯大學預算實驗室 (The Budget Lab at Yale)

根據本年 8 月 7 日耶魯大學預算實驗室 (2025) 估計，川普政府第二任期的平均有效關稅稅率由 2.4% 提高約 16.2 個百分點至 18.6%。若考量消費者行為調整，平均有效關稅亦由 2.4% 提高約 15.3 個百分點至 17.7%，兩者均達到 1930 年代以來的最高水準（見圖 1）。

圖 1 美國平均有效關稅稅率大幅上揚



資料來源：The Budget Lab (2025)

而在 Fed 未明顯改變其貨幣政策路徑，且廠商完全將關稅成本完全轉嫁消費者的情形下，耶魯大學預算實驗室預期關稅將推升本年 CPI 通膨 1.8 個百分點，若考量消費者行為調整，則可能推升通膨 1.5 個百分點。

另考量貿易夥伴可能對美國採取的報復措施，預期本年美國 GDP 成長率將下滑 0.5 個百分點，失業率將上揚 0.3 個百分點，就業數將減少約 50.5 萬。同時，全球長期 GDP 規模將減少 2.1%，美國長期 GDP 規模將減少 0.41%，中國 GDP 規模則將減少約 0.2%。至於，英國 GDP 則將受惠於美英貿易協議而成長 0.2%。

若假設關稅稅率維持於當前水準不變，預期未來 10 年（2025 年~2034 年）內，關稅收入將增加 2.557 兆美元，惟考量關稅相關的產出減少將使稅收減少 0.431 兆美元，合計約使稅收增加 2.125 兆美元。

（二）高盛（Goldman Sachs）

根據本年 7 月高盛經濟學家 Hatzius *et al.* (2025) 估計，截至本年 7 月 8 日美國有效關稅稅率提高約 9 個百分點，並預期將進一步擴大至增加 14 個百分點。高盛估計，截至本年 6 月，關稅約使美國核心個人消費支出物價指數（PCE）通膨增加 0.25%，預期本年下半年累計將再增加 0.66%，其中外國出口商吸收約 20% 關稅成本，進口商則僅轉嫁約 20% 關稅成本給消費者。預期本年底核心 CPI 年增率約為 3.2%，若扣除關稅影響則約為 2.4%。

另根據上（2024）年 8 月高盛經濟學家 Hatzius *et al.* (2024) 研究中的情境分析，在主要分析情境下，美國對中國平均有效稅率約為 20%，對全球課徵 10% 基礎關稅；而在激進情境下，美國將對中國全面課徵 60% 關稅，對全球課徵 20% 基礎關稅。在主要分析情境下，美國物價水準將上漲 1%，GDP 規模將增加 0.5%；全球物價水準將下跌 0.5%，GDP 規模將減少 0.9%；而在激進情境下，美國物價水準將上漲 0.5%，GDP 規模將增加 0.6%；全球物價水準將下跌 0.7%，GDP 規模將減少 1.3%。

鑑於目前美國已對中國加徵 30% 關稅，且僅係談判期間之暫時性稅率，此前川普政府曾一度將該稅率上調至 145%。加以美國對主要貿易夥伴之基礎稅率已由本年 4 月的 10% 上調至本年 8 月的 15%~20%，顯示當前川普政府採行的關稅措施已超出高盛的主要分析情境，惟暫未達到激進情境之標準。

四、川普政府關稅發展與展望

第一任期內，川普政府的關稅政策逐漸由「保護產業」發展為「談判工具」，不僅大幅調整美國的貿易政策與方向，亦對全球供應鏈與多邊貿易關係產生深遠影響。對於選擇配合的國家，川普政府通常會給予寬限並進一步達成協議；而對於選擇對抗的國家，川普政府則會不斷施加壓力迫使對方讓步。

第二任期中，隨著川普政府的關稅政策轉趨強硬且全面，除大幅提升關稅稅率外，其適用範圍亦擴大至多數國家與關鍵產業，並且更加積極將關稅作為外交及經貿談判的籌碼。儘管部分激進稅率並未全面實施，根據目前的關稅政策進展，顯示川普政府有意將關稅政策作為國家戰略工具。隨著川普政府於外交談判中取得更多成果，可預見未來川普政府將更加積極且主動利用關稅工具達成其政策目標，亦將對全球貿易還經與經濟情勢造成重大影響。

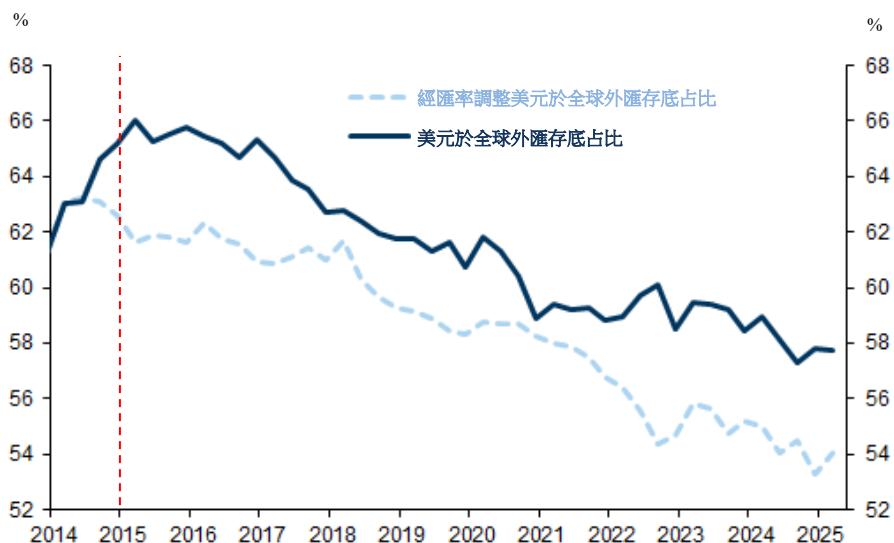
肆、美元主導地位與弱勢美元的並存現象

一、近年似出現全球去美元化之跡象

本年以來美元持續走弱，加以美國政府全面對主要貿易夥伴加徵關稅，並退出多個國際組織，引發市場猜測全球是否已出現去美元化（de-dollarization）之趨勢，美元的主導地位是否正面臨挑戰。

根據國際貨幣基金（IMF）公布的官方外匯存底組成（COFER）資料，自 2015 年以來，美元於全球外匯存底的占比約由 65% 下滑 7 個百分點至 58%；排除匯率變動因素後則約由 62% 下滑 8 個百分點至 54%（見圖 2），似反映過去 10 年全球去美元化之趨勢。

圖 2 美元於全球外匯存底的占比近 10 年呈下滑趨勢



資料來源：Trivedi (2025)

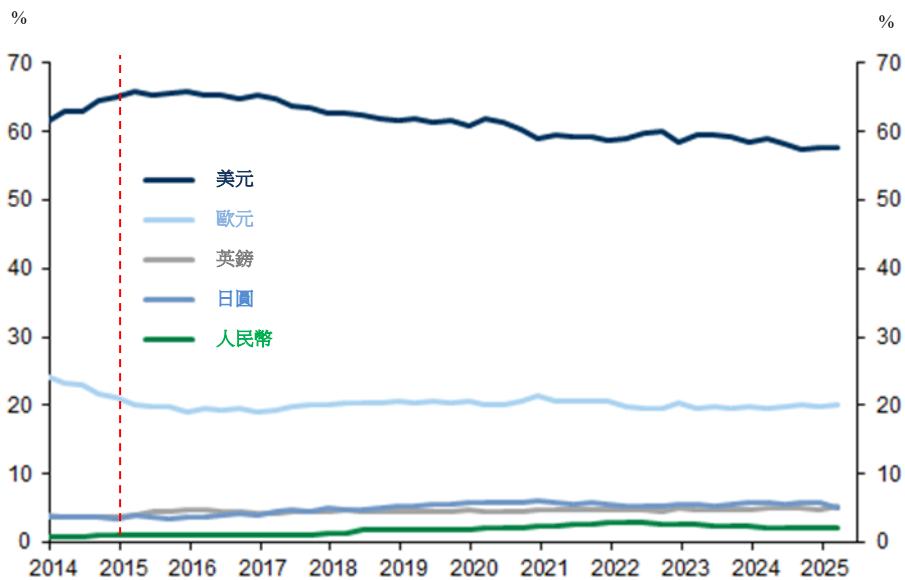
二、美元的國際地位指標

為更全面評估美元國際地位的變化情形，以下將檢視包含外匯存底占比在內，5 項常用於衡量貨幣國際地位的指標，藉此檢視是否確實存在全球去美元化的跡象：

（一）外匯存底占比

儘管自 2015 年以來，美元於全球外匯存底的占比已下滑約 8 個百分點，仍維持近 60% 的水準，顯示美元仍為全球主要的外匯存底貨幣。同期間歐元占比約由 25% 下滑 5 個百分點至 20%，而日圓、英鎊及人民幣的占比雖略有上升，整體占比仍相對有限（見圖 3）。

圖 3 美元占全球外匯存底比例仍接近 60%



資料來源：Trivedi (2025)

進一步觀察全球央行減持美元資產的原因，除應對制裁與美國政策影響外，亦包含報酬與風險等多重考量：

- 1、**應對制裁**：如俄羅斯遭受金融制裁後，將部分外匯存底由美元轉向其他貨幣，以降低受美元主導的貨幣體系約束。
- 2、**報酬考量**：部分央行為提升資產報酬率，調整投資組合配置，轉向投資報酬率較高、占比相對較低的貨幣資產。
- 3、**間接持有**：如部分央行執行日圓的利差交易（carry trade）時，透過貨幣交換（currency swap）等衍生性金融商品間接持有美元部位，惟此部位並未計入COFER的美元資產。
- 4、**風險分散**：為降低匯率波動與他國政策影響，部分央行增加持有黃金比重，作為價值儲存與避險工具。亦有部分央行以持有黃金之方式，應對潛在的經濟或金融制裁。

（二）國際債券發行占比

過去 20 年以來，美元於國際未償還債券的占比約由 35% 上揚 10 個百分點至 45%，且自 2015 年後穩定高於各國本幣的占比。此外，美元於國際新發行債券的占比長期穩定維持於 30% 以上，近 10 年更由 30% 上揚至逾 40%（見圖 4）。儘管部分跡象顯示，全球資產配置對非美元債券的需求有所增加，部分國際機構亦調整其發行結構，惟目前規模仍不足以撼動美元於國際債券市場的主導地位。

圖 4 美元於未償還國際債券及發行占比均達 40%



資料來源：Trivedi (2025)

(三) 金融交易占比

根據全球銀行金融電信協會 (SWIFT) 資料，自 2023 年以來，美元於國際金融交易的占比由 40% 顯著上揚至本年的近 50%，且接近自 2011 年以來的歷史高點。同期間，歐元占比則自接近 40% 下滑至約 20%，而日圓、英鎊及人民幣的占比則大致維持穩定（見圖 5），美元於國際支付系統的地位反而走強。

圖 5 美元占國際金融交易於近 10 年上揚至近 50%



資料來源：Trivedi (2025)

(四) 即期外匯交易占比

根據高盛編製之外匯交易量數據，與國際清算銀行（BIS）每 3 年公布的全球外匯市場調查，發現近年美元於即期外匯交易的占比約自 65% 略微下滑，惟仍大致穩定維持於 60% 以上。同期間，歐元的占比亦約由 30% 下滑至 25%，人民幣的占比則約由 5% 上揚至 15%（見圖 6），美元仍為全球即期外匯交易的主要貨幣。

圖 6 美元於即期外匯交易占比仍達 60%



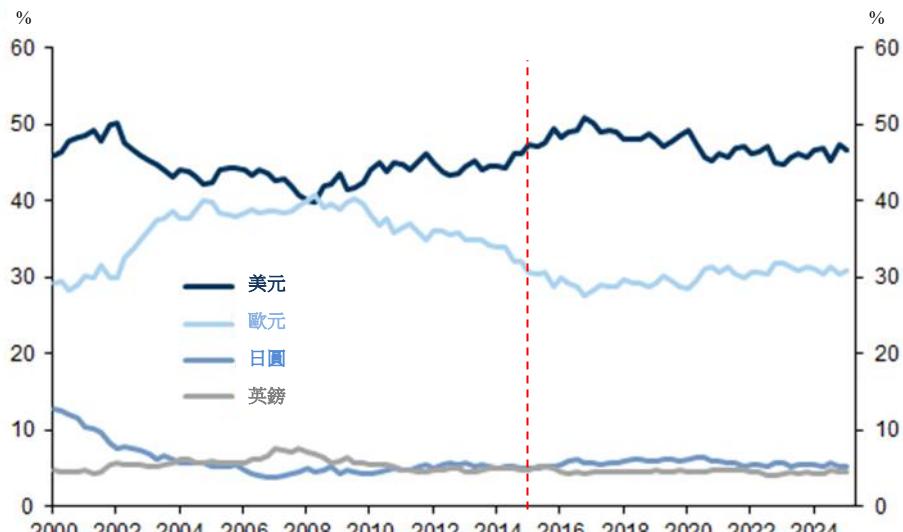
資料來源：Trivedi (2025)

(五) 國際銀行貸款占比

自 2000 年以來，美元於跨境銀行貸款的占比於 2008 年金融危機期間曾下滑至最低約 40%，隨後逐步回升至近 50%。同期間，歐元於 2004 年至 2008 年曾上揚至近 40%，惟近 10 年已再度回落至 30%。2015 年至今，英鎊及日圓的占比則大致維持於約 5%（見圖 7），美元於跨境貸款市場中依舊處於核心地位。

綜合前述 5 項指標，過去 10 年全球去美元化的實質證據相當有限。除美元於全球外匯存底的占比呈現較明顯的下滑趨勢外，美元於國際債市與金融交易的占比反而走揚，而於即期外匯交易及跨境銀行貸款的占比則維持相對穩定，顯示全球去美元化的證據仍相當有限，並不足以證明美元已失去於全球貨幣體系中的主導地位。

圖 7 美元於跨境銀行貸款占比持穩於 40%~50%



資料來源：Trivedi (2025)

三、可能影響美元國際地位的因素

高盛使用前述衡量美元國際地位的 5 項指標，並以 2000 年至今的季度資料為基礎，檢視可能影響美元國際地位的 5 項主要因素：(1) 貿易加權美元指數、(2) 美國股市相對全球表現、(3) 美國於全球 GDP 的占比、(4) 美國於全球貿易的占比、以及 (5) 美國於全球未償還政府債券的占比，迴歸分析之實證結果如下：

(一) 金融市場相關指標

美元的國際地位與「貿易加權美元指數」、「美國股市相對全球表現」以及「美國於全球未償還政府債券的占比」等 3 項金融市場相關指標的關聯性，於統計結果上具有顯著性，惟其斜率係數相對較小，較不具經濟意義。舉例來說，當前述 3 項指標分別增加 1 個百分點時，美元的國際地位指標平均僅上升約 0.1 個百分點，顯示金融市場的變動對美元國際地位的影響相對有限。

(二) 總體經濟相關指標

美元的國際地位與「美國於全球 GDP 的占比」及「美國於全球貿易的占比」等 2 項總體經濟相關指標，於統計結果上較不具顯著性，惟其斜率係數明顯較大，經濟意義不容忽視。舉例來說，當前述 2 項指標分別增加 1 個百分點時，美元國際地位指標平均將上升約 1 個百分點，顯示總體經濟變化對美元國際地位的影響相對強烈。

(三) 推估影響

根據前述實證結果估計，若未來 1 年貿易加權美元指數貶值 4%，預期美元的國際地位指標將下滑約 0.4 個百分點。若美國股市表現相對優於全球，將使美元的國際地位指標上升約 0.2 個百分點。

若美國持續提高關稅並增加貿易障礙，導致美國於全球貿易的占比下滑 5 個百分點，預期美元的國際地位指標平均將下滑 2.5 個百分點，其中美元於外匯存底的占比更可能減少達 5 個百分點。

前述推估結果顯示，匯市與股市的波動對美元國際地位的影響相對溫和，總體經濟與政策的變化對美元國際地位的影響則相對強烈，美國的政策方向或將成為影響美元主導地位的重要關鍵。

四、歷史經驗

根據上述實證結果可知，美元的國際地位雖與金融市場具有一定相關，惟幅度相對有限，顯示貨幣的主導地位並非短期市場波動所能撼動。此外，儘管貨幣的國際地位與匯率走勢皆會受到總體經濟的影響，兩者卻具有相當不同的變化軌跡。貨幣國際地位的變化往往較為緩慢，匯率則可能受到短期因素影響，以下將回顧歷史經驗，檢視貨幣國際地位變化的潛在影響因素。

(一) 美元取代英鎊的過程漫長

以過去的主導貨幣英鎊為例，1900 年~1950 年間，英國於全球製造業與貿易的占比約由 30% 下滑至 15%。同期間，英鎊於全球外匯存底的占比仍長期維持穩定。直到第二次世界大戰後，英國經濟惡化，且於全球 GDP 與貿易的占比持續下滑，全球外匯存底資產才逐步由英鎊轉向美元，英鎊最終失去其主導貨幣的地位。

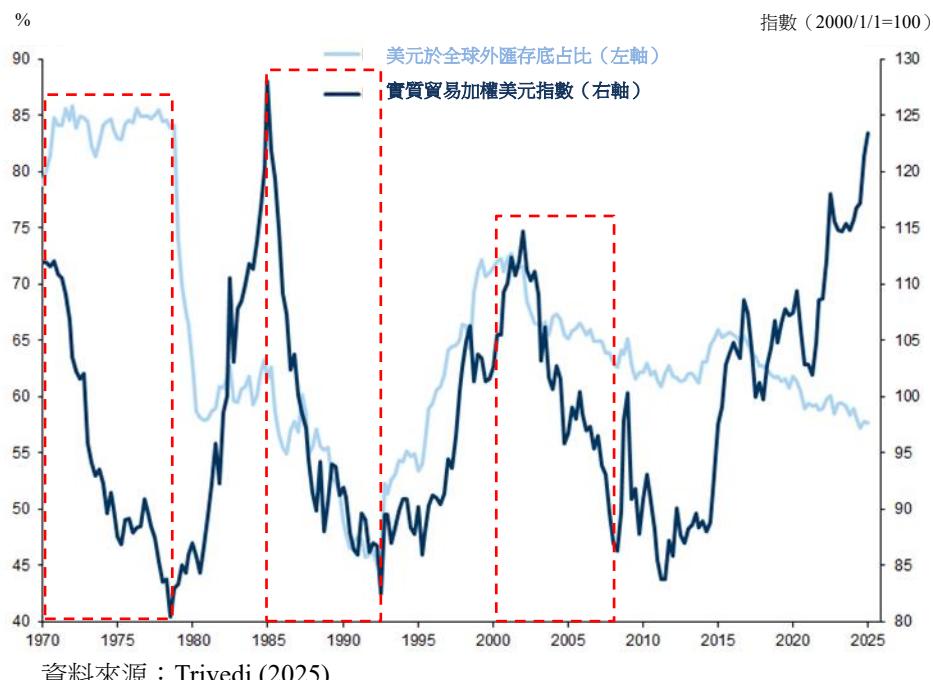
此現象反映主導貨幣的慣性效應 (inertial effect)²，以及當時英國實施資本管制等政策，延緩英鎊主導地位的結束。由英鎊的經驗可知，取代主導貨幣往往是漸進且緩慢的過程，同時受到總體經濟與國家政策等多重因素影響，並非單一事件即可發生決定性改變。由此可知，儘管當前部分數據顯示美元的國際地位略有受損，短期內仍難以斷言美元的主導地位將就此結束。

² 慣性效應是指國際貨幣體系中，由於特定貨幣長期維持主導地位，各國央行及國際金融機構普遍持有該貨幣作為外匯存底，並廣泛使用於國際貿易、投資與金融交易的定價與清算。此現象形成慣性，即使全球經濟或金融環境出現變化，各國央行及國際金融機構於短期內亦難以大幅改變對貨幣的使用與持有行為，使主導貨幣得以繼續維持其國際地位。

(二) 美元貶值並不代表國際地位下滑

儘管美元匯率的變動經常被視為反映其國際地位的指標，惟兩者間並不具有直接的因果關係。過去 50 年中，美元走勢曾於 1970 年代、1985 年~1990 年、以及 2000 年代表現相對疲弱，實質貿易加權美元指數累積跌幅達 25%~35% 以上；同期間，美元於全球外匯存底占比仍長期維持於 50% 以上（見圖 8）。這顯示顯示美元貶值，並不表示美元國際地位的衰退，而美元的主導地位亦不保證美元維持升值趨勢。

圖 8 1970 年以來美元匯率與外匯存底占比



資料來源：Trivedi (2025)

(三) 美元的主導地位有利於匯率表現

美元於國際金融市場的主導地位，使其長期被視為避險貨幣，各國央行與金融機構傾向優先持有美元資產，其重要性經常優先於風險與報酬等基本面考量。此特性為美國帶來過度特權（exorbitant privilege）³，得以吸引國際未避險資金流入，支應貿易及財政赤字，同時降低利率並推升資產價格。

若美元的主導地位動搖，美元可能因此失去部分特權，導致資產價格與匯率走弱，美元將可能因失去其主導地位而貶值。惟於短期內，一國貨幣國際地位的變動較為緩慢，對其匯率的影響亦相對有限，相較於總體經濟的變化，難以成為決定匯率走勢的關鍵。

³ 1960 年代法國財政部長 Valéry Giscard d'Estaing 提出的概念，用以批評美國在布列敦森林制度（Bretton Woods System）下利用美元的國際地位獲利，卻不承擔相應的責任。該項特權包含極低的貨幣發行與融資成本，並有能力對其他國家實施金融制裁。

(四) 美元國際地位的變動可能僅為正常化現象

美元於 2000 年與 2016 年分別於全球外匯存底的占比創下波段高點（見圖 8），主要反映：(1) 日本經濟影響力衰退與亞洲金融風暴後，對美元資產的需求上升，以及 (2) 歐洲負殖利率債券興起，使美元資產相對具吸引力。前述重大國際事件，導致全球外匯存底過度集中於美元資產。若由此觀點推論，近年美元於全球外匯存底占比的下滑，可能為全球外匯存底結構過度集中於美元資產後，回到以往趨勢的正常化過程，而非美元主導地位鬆動後的跡象。

(五) 美國政策可能成為影響關鍵

美國政策的調整將可能成為影響美元國際地位的關鍵，如當前美國對主要貿易夥伴全面課徵關稅，增加貿易障礙將可能導致美國於全球貿易的占比下滑，降低美元的國際地位。此外，曾有美國官員提議對外國投資人課稅，此舉將可能減損美國對資金流入的吸引力。

另一方面，近年穩定幣 (stablecoins) 的全球市值快速成長，且流通在外的穩定幣多與美元掛鉤（見圖 9），若美國支持穩定幣生態系的發展，將有助增強與美元的連結，增加對美元的需求，藉此強化美元的網路效應（network effect）⁴，進一步鞏固美元的主導地位。

圖 9 全球穩定幣市值大幅上揚且多與美元掛鉤



資料來源：Trivedi (2025)

⁴ 網路效應是指當特定貨幣的使用者數量增加時，其價值也隨之增加的現象。隨著更多國家與國際金融機構使用同一貨幣進行貿易、投資或金融交易時，該貨幣的市場流動性提升、交易成本下降，將進一步增加使用該貨幣的吸引力。

五、美元的主導地位暫無替代選項

近年受到地緣政治與經濟結構變化的刺激，全球金融市場的主要參與者開始積極尋求替代貨幣，以降低對美元的依賴並擺脫美元的主導地位。俄烏戰爭爆發後，俄羅斯的美元資產遭到凍結，使市場更加關注美元武器化的風險，進一步增加去美元化的動機。此外，美國於全球 GDP、貿易與資本市場的占比持續下滑，亦對美元的主導地位構成壓力。

普遍認為具潛力挑戰主導地位的貨幣包含歐元與人民幣，或是採取雙邊貨幣倡議（bilateral currency initiatives），惟仍有各自的侷限性有待克服：

（一）歐元：財政分歧、金融市場零碎化

歐元具備制度優勢與市場基礎，擁有龐大的歐元區經濟體，與可自由流動的資本市場，理論上具備成為國際主導貨幣的條件。然而，於歐債危機結束多年後，歐元區的金融市場仍相當零碎化，且缺乏統一的中央財政機構支持，導致當市場面臨壓力時，風險可能進一步加劇，導致投資者對歐元資產無法保有足夠的信任。

儘管新冠疫情過後，歐盟開始推動財政整合與共同債券計畫，歐元區似逐漸朝向組成更強的財政聯盟，惟歐洲各成員國之間的政治與財政狀況仍相當分歧，金融市場零碎化亦難以於短期內改善。歐元雖具潛力成為主導貨幣，惟仍不足以挑戰美元的地位。

（二）人民幣：資金流動受嚴格限制

人民幣的優勢恰與歐元呈現互補。中國擁有統一的貨幣與中央財政權力，且為全球最大的經濟體與貿易國之一。然而，中國的資本市場仍受到嚴格管制，資金流動的自由度有限，加以中國政府優先考量金融穩定與出口競爭力，暫時無法承受人民幣國際化所帶來的匯率與資產價格波動。

儘管近年中國於全球貿易的重要性逐漸提升，並積極推動以人民幣計價，惟人民幣於全球外匯存底及外匯交易的占比仍相對有限。未來若中國能逐步放寬資本限制，增加金融市場的透明度，人民幣的國際化程度或將提升，惟短期內仍難以成為主導貨幣。

（三）雙邊貨幣倡議：貿易失衡易導致機制失靈

於雙邊貨幣倡議下，貿易雙方直接使用本國貨幣進行貿易與投資，理論上可以減少對美元依賴、降低匯兌成本與美元匯率波動風險。惟實務上，雙邊貨幣倡

議具有明顯限制：若貿易雙方長期存在貿易失衡，淨出口國累積的大量外匯將難以有效運用，如俄羅斯出口能源至印度所獲得的大量印度盧比，由於缺乏可消費或可投資的標的，最終無法帶來實質效益，導致該機制難以持續運作。

儘管近年國際已浮現去美元化的動機，惟無論是歐元、人民幣或雙邊貨幣倡議，目前仍具有各自的限制與挑戰，暫不足以實質取代美元的地位。即使未來出現去美元化的趨勢，美元主導地位的衰退亦將是漸進且緩慢的過程。在潛在替代貨幣尚未克服其侷限性之前，美元的主導地位仍將維持穩固，全球金融體系沒有替代選項（*There Is No Alternative*, TINA）⁵的現狀仍將延續。

六、美元前景

貨幣的主導地位受到總體經濟、金融市場與國際政治等多重因素影響，其變化通常較為緩慢且漸進。即使全球去美元化的趨勢持續，短期內美元的主導地位仍將相對穩固。相較之下，短期內美元匯率則可能面臨貶值壓力，並隨著經濟情勢或政策調整後出現反轉。儘管部分因素可能同時導致美元貶值及其國際地位下滑，惟兩者的變化速度與軌跡具有相當大的差異。

當前市場對美元貶值走勢的預期，主要反映總體經濟的變化，與美元主導地位的衰退較無相關。近期美國經濟成長與勞動市場表現放緩，加以多位 Fed 官員發言表示，美國政策利率仍存在向下調整的空間，預期美元走勢將持續疲弱。另一方面，歐元可能受惠於德國的財政政策，支持歐元區經濟成長；人民幣則有望因中國出口強勁而受益，加以人民幣升值或有助中國與美國貿易談判進展，預期歐元及人民幣短期內將存在升值空間。

⁵ 1980 年代英國首相柴契爾夫人（Margaret Thatcher）於推動國營事業民營化、縮減政府支出與強化市場競爭時提出的概念，用以強調經濟自由主義（Economic liberalism）改革是英國擺脫經濟困境的唯一選項。此後，TINA 亦被廣泛延伸至金融與國際政治經濟領域，如描述美元在全球體系中的主導地位，於短期內缺乏替代選項。

伍、結語與建議

一、全球面臨高度不確定性，須建立前瞻且多元的風險管理策略

全球經濟前景正面臨高度不確定性與不可預測性，「長久危機」已對世界各國帶來深遠且重大的影響。儘管當前的重大地緣政治衝突，短期內未必會進一步惡化為更嚴重的局面，惟這些衝突仍將持續，可能於局部地區或領域升溫。同時，這些區域衝突的影響，將可能透過原物料供給及金融市場等管道向外傳播，進而擴大其影響範圍，進一步加劇全球市場的不穩定性。

面對近年的風險環境，無法仰賴傳統的風險管理模式，必須做出根本性的調整，亦需要對中長期可能出現的重大威脅做好充分規劃，強化靈活應變的能力，建立更加前瞻且多元的風險管理策略。同時，亦需針對可能發生的短期極端事件，做好充足的準備，以便迅速調整並控制潛在的損失。

二、美元仍具主導地位，而美國政策方向將可能左右其後續發展

川普政府大幅調整美國的貿易政策與方向，對全球供應鏈與多邊貿易關係產生深遠影響。對於選擇配合的國家，川普政府通常會給予寬限並進一步達成協議；而對於選擇對抗的國家，川普政府則會不斷上調關稅稅率與適用範圍，施加壓力以使對方讓步。

根據川普政府關稅政策進展，凸顯川普政府有意將關稅政策作為國家戰略工具，隨著川普政府於外交談判中取得更多成果，可預見未來川普政府將更加積極且主動利用關稅工具達成其政策目標。

儘管近年國際已浮現去美元化的動機，惟潛在替代選項均不足以實質取代美元的地位。近年全球去美元化的實質證據仍相當有限，而即使未來出現去美元化的趨勢，美元受益於網路與慣性效應，其主導地位的衰退亦將是漸進且緩慢的過程。考量總體經濟與政策的變化對美元國際地位的影響相對強烈，美國的政策方向或將成為影響美元主導地位的重要關鍵。

參考文獻

- Bayoumi, Tamim and Joseph E. Gagnon (2025), “The US Trade Deficit and Foreign Borrowing,” Peterson Institute for International Economics, Jul.
- de Soyres, François, Nils Goernemann and Chris Machol (2025), “Racing against Tariffs: Global Impacts of Frontloading,” Federal Reserve Board, Aug. 1.
- Donzelmann, Claudia (2025), “Turbulent Times: Geopolitics in Fluxs,” Allianz, Sep.
- Fishman, Karen Reichgott (2025), “Global Markets Daily: Dollar Remains Vulnerable Despite More Normal Correlations,” Goldman Sachs, Sep. 26.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025a), “The Coming Inflation Boost: the Impact of Tariffs on Consumer Prices,” Goldman Sachs, May. 7.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025b), “What Have We Learned about Tariff Passthrough to Consumer Prices So Far?” Goldman Sachs, Jul. 8.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025c), “The Economic Implications of Possible Tariff Scenarios,” Goldman Sachs, Jul. 21.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025d), “US Daily: Tariff Passthrough Update: More Underway Through June,” Goldman Sachs, Aug. 10.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “US Daily: Potential Trade Policy Outcomes in a Second Trump Administration,” Goldman Sachs, Aug. 15.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024a), “Global Economics Comment: Implications of Higher Tariffs for Euro Area and US Monetary Policy,” Goldman Sachs, Apr. 6.
- Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024b), “The Effect of

Tariffs on Government Revenue, Growth, and Inflation: Lessons From the Last Trade War,” Goldman Sachs, Apr. 6.

Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2024a), “The Global Impact of Higher US Tariffs,” Goldman Sachs, Apr. 15.

Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2024b), “Global Economics Comment: Implications of Higher Tariffs for Euro Area and US Monetary Policy,” Goldman Sachs, Jul. 2.

Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Sarah Dong and Megan Peters (2025), “Global Economics Comment: How Much Tariff Evasion?” Goldman Sachs, Sep. 23.

Kasman, Bruce (2025). “Dispatches from an Evolving Trade War,” J.P. Morgan, Aug. 1.

Lawrence, Robert Z. (2025), “‘Reciprocal’ Tariffs,” Peterson Institute for International Economics, Aug.

Ness, Nicholas Van (2025), “Trade War 2.0: Where Do We Stand after the 1 August Deadline?” Crédit Agricole, Aug. 6.

Szentivanyi, Nora and Fabio Tomasoni (2025), “Focus: Aug 1 Tariff Update,” J.P. Morgan, Aug. 1.

The Budget Lab (2025), “State of U.S. Tariffs: August 7, 2025,” Yale University, Aug. 7.

The Congressional Budget Office (2025), “CBO’s Current View of the Economy from 2025 to 2028,” The U.S. Congress, Sep.

Trivedi, Kamakshya and Stuart Jenkins (2025), “Dollar Dominance and Dollar Depreciation — Moving on Different Tracks,” Goldman Sachs, Sep. 23.

York, Erica and Alex Durante (2025), “How Much Revenue Can Tariffs Really Raise for the Federal Government?” Tax Foundation, Apr. 10.