

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
出國報告（出國類別：其他）

**Credit Agricole 中央銀行研討會
(Central Banks Seminar)
出國報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：謝才雄（倫敦辦事處四專）

派赴國家：法國、波爾多

出國時間：106年11月7日至106年11月11日

報告日期：107年1月15日

目 錄

壹、前言	1
貳、全球總體經濟概述	3
一、全球總體經濟現況及展望	3
二、全球主要央行貨幣政策	6
參、美國、歐洲及英國現況分析及探討	11
一、美國總經現況	11
二、歐元區總經現況	13
三、英國總經現況	15
肆、主要貨幣走勢分析及預測	17
一、主要國家貨幣—美元、歐元、英鎊	17
二、避險貨幣—日圓	18
三、商品貨幣—加幣、澳幣、紐幣	18
伍、心得結論與建議	19
參考資料	21

壹、前言

職奉 派於 106 年 11 月 8 日至 106 年 11 月 10 日，赴法國波爾多參加 Credit Agricole (以下簡稱 CA)所舉辦之中央銀行研討會 (Central Banks Seminar)。

本專題報告將以本次 CA 中央銀行研討會所探討之主題為主，該研討會內容包含，全球外匯市場分析及預測、歐、美總經及貨幣政策現況、英國脫歐展望、外匯資產管理及國際及官方機構簡介等多項議題。

本次課程邀請之講者，分別來自 CA、德國央行、法國央行、歐盟執委會、EBRD、EIB、ADB 等諸多國際及各國官方機構，該研討會參與者約有 150 位，主要來自各國央行及國際官方投資機構等。

在本次研討會開始時，演講者首先以介紹全球主要國家，例如，英、歐、美國等國之總體經濟及貨幣政策現況及展望作為開場，並對全球金融市場，包含外匯及債券市場進行分析及探討。

此外，另有諸多國際官方機構分享其投資組合管理策略，探討如何在目前全球低利率及低通膨的環境下進行融資及管理資產；研討會亦介紹許多不同類型之債券，例如，綠色債券、社會債券等。

本次報告主要共分為 5 個部分，第一部分，主要探討全球總體經濟背景及展望；第二部分，描述當前全球主要央行所面臨的挑戰及相關因應之道；第三部分 CA 研討會主要集中於美國、歐元區及英國發展現況及政策分析及探討；第四部分，主要貨幣走勢分析及預測；最後為心得與建議。

BIS 外匯存底管理研討會出國報告

研討會討論議題安排兼具深度與廣度，包含許多國際及官方機構人士的看法及經驗分享，有助於學員瞭解全球總體經濟及金融市場現況、主要國家央行貨幣政策、歐元區結構性改革方向，研討會安排課程內容豐富多元，對職有相當的助益。

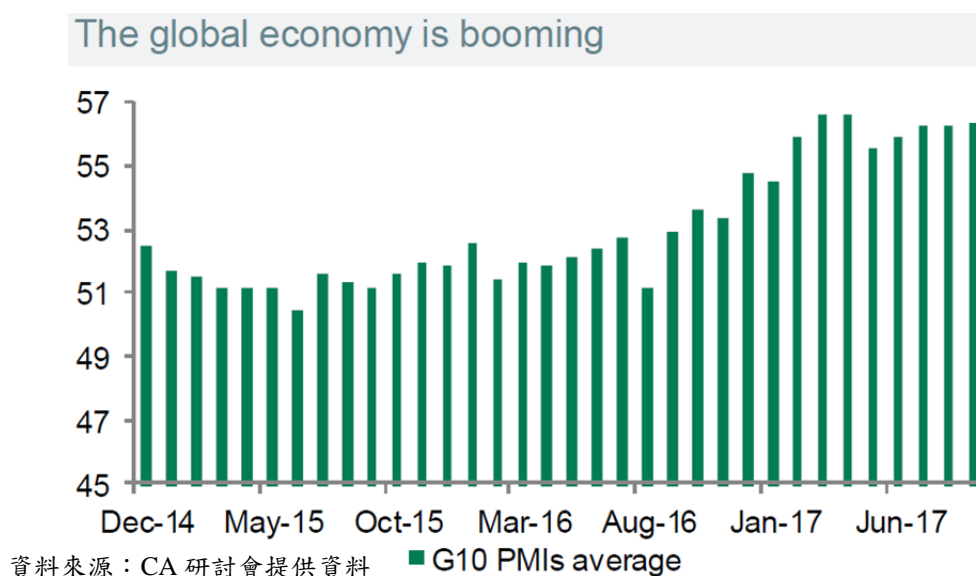
貳、全球總體經濟概述

一、全球總體經濟現況及展望

(一)全球經濟復甦力道漸強

IMF(2017)於全球經濟展望報告中指出¹，全球經濟活動力道正逐漸增強(見圖 1)，尤其是歐元區，有鑑於投資、貿易、工業產出明顯回溫，且強健的企業、消費者信心亦支持著經濟的復甦，IMF 將 2017、2018 年全球 GDP 成長率分別由 3.5%、3.6%上調至 3.6% 及 3.7%。

圖 1 全球經濟成長力道逐漸增溫



IMF 指出，全球多數國家經濟成長於 2017 年上半年普遍優於預期，因此調升對歐元區、日本、亞洲、歐洲新興市場及俄羅斯之經濟成長預測，儘管下調了美國、英國及印度經濟成長率，整體而

¹ IMF (2017), “World Economic Outlook October 2017,” World Economic and Financial Surveys, IMF, October 11.

言，全球經濟表現優於前次預期。

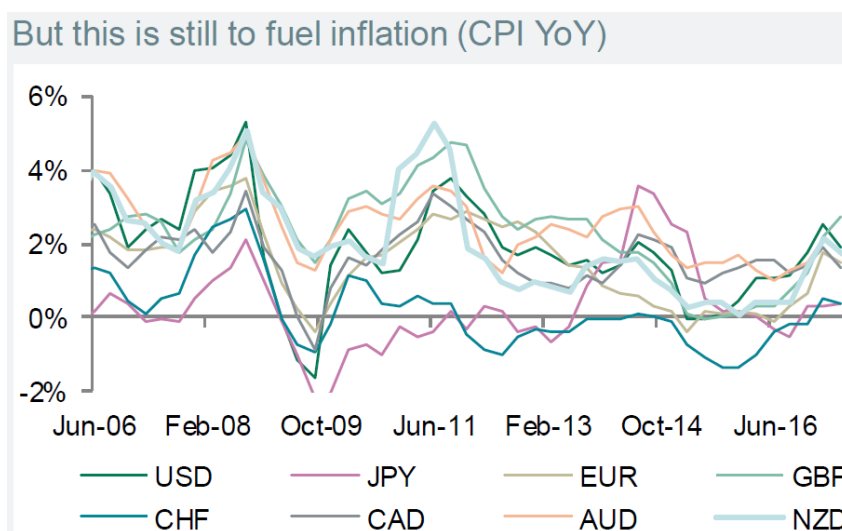
(二)惟通膨仍未出現明顯改善

惟 IMF 指出，全球經濟尚未全面復甦，儘管整體前景正在改善，許多國家經濟成長仍顯疲弱、多數先進經濟體通膨低於央行目標值、且中長期仍存在下行風險。

IMF 呼籲，全球政策制定者應利用全球景氣循環的上升週期，執行改革解決過去的重大問題，以推升潛在產出、更廣泛地提升生活水準及建構更具韌性的經濟體，因應未來可能面臨的下行風險。

Valentin Marinov(2017)亦指出²，全球經濟復甦更加廣泛且強勁，惟通膨仍顯疲弱，目前多數先進國家通膨均尚未達到央行所設定之目標值，僅英國除外，惟其通膨主要受到匯率等暫時性因素所影響(見圖 2)。

圖2 全球主要國家通膨率依舊低迷



資料來源：CA 研討會提供資料

² Marinov, Valentin (2017), "The end of free money and the FX markets," G10 FX outlook, Credit Agricole, November 01.

除了通膨率依舊低迷的問題外，IMF 另指出，多數先進的名目薪資成長仍舊明顯低於 2008~2009 年大衰退前的水準，而薪資放緩的主要原因為勞動市場中存在的閒置(slack)、通膨預期及生產力成長低迷等。

儘管全球通膨率及薪資成長尚未出現明顯改善，惟已大致擺脫 2016 年的通縮風險，IMF 預期全球通膨將逐步上揚，先進國家名目通膨將於 2017 年升至 1.7%，主要反映景氣循環週期性復甦及大宗商品價格自 2016 年下半年開始上漲，並於中期內逐漸向央行目標值 2% 靠進；新興市場及開發中國家名目通膨將由 2017 年之 4.2% 小幅上升至 2018 年之 4.4%。

(三) 中期而言，全球經濟前景仍面臨諸多風險

近期而言，全球經濟前景風險已大致平衡，惟 IMF 指出，中期而言，全球經濟仍面臨諸多下行風險，各項風險如下：

1. 政治不確定性及其他非經濟因素風險：美國財政政策及貿易協議仍充滿諸多不確定性，此外，另有英國脫歐、地緣政治、民粹主義等風險。
2. 金融風險：若資產價格出現大幅修正及金融市場波動度增加，或將對消費支出及消費者信心造成嚴重衝擊，此外，另有全球金融情勢過於緊俏及資本流動反轉等風險。金融時報亦引述 IMF 報告指出³，部份投資人正擴大使用與股票波動度連結的複

³ Johnson, Miles (2017), "IMF warns volatility products loom as next big market shock," Financial Times, October 30.

雜金融產品，或增加金融市場受到嚴重衝擊的未知風險，一旦波動度開始持續上揚，或引發市場拋售與上述金融產品連結的資產，將擴大對市場的衝擊；

3. 先進國家通膨持續低迷：許多先進國家通膨上漲的程度並不顯著，部份反映勞動市場閒置情況僅以緩慢的步調在減少，倘若低通膨環境遲遲未能改善，或導致中期通膨預期的下滑，且在低通膨及低利率的情況下，中央銀行在面臨經濟衰退時，將缺乏足夠的政策空間，此將增加先進國家於中期經濟成長前景的下行風險。

二、全球主要央行貨幣政策

(一)全球央行政策現況及展望

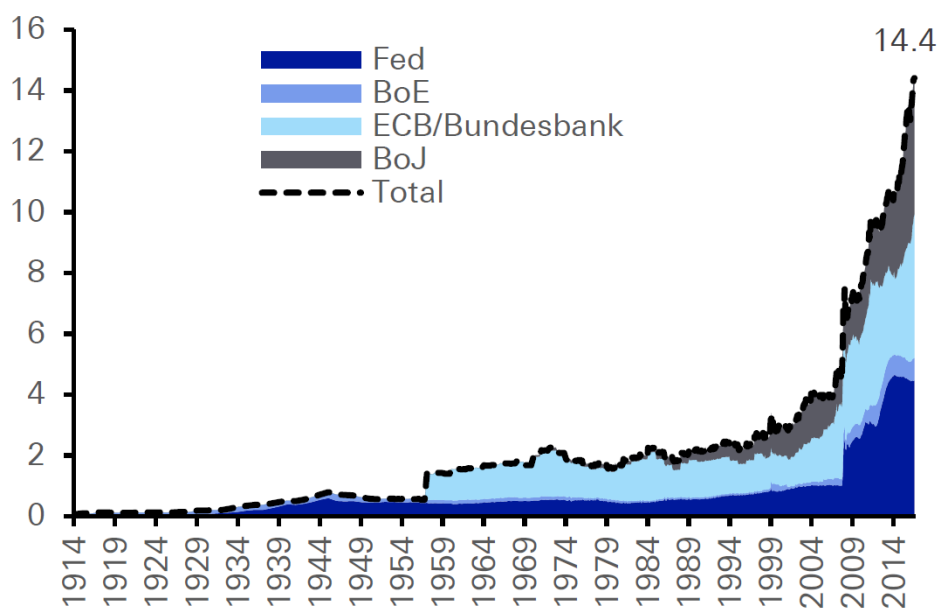
以 Fed 為首的主要國家央行(另包含 ECB、BoE 及 BoC 等央行)已開始逐漸退出寬鬆貨幣政策。Fed 已於 2017 年進行 3 次升息，根據 12 月份 FOMC 會議記錄⁴，預期 2018 年將升息 3 次、2019 年則為 2 次；ECB 於 10 月貨幣政策會議中宣布縮減 QE 政策，明年年初至 9 月底，購債規模將由目前每月之 600 億歐元降至 300 億歐元；而 BoE 及 BoC 則於不久前啟動數年來的首次升息。

有鑑於金融危機後主要央行所實施的非傳統貨幣政策，全球前 4 大央行的資產負債表規模增加逾 10 兆美元，升至超過 14 兆美元的空前水準(見圖 3)，目前僅 Fed 開始實施縮表政策，且縮減步

⁴ FOMC (2018), “Minutes of the Federal Open Market Committee, December 12–13, 2017” Board of Governors of the Federal Reserve System, January 3.

調相當漸進且緩慢，金融市場亦未對縮表政策感到恐慌，全球金融情勢仍普遍傾向寬鬆。對沖基金 Eurizon SLJ Capital Ltd. 駐倫敦首席執行官 Stephen Jen 預計，直到 2021 年，3 大主要央行的合計資產負債表規模仍將維持當前水準或是更高。

圖 3 四大主要央行資產負債表總規模



資料來源：Deutsche Bank

(二) 主要央行所面臨的挑戰

1. 過快升息及縮表帶來的風險

全球主要央行期望在維持寬鬆貨幣政策下，能使經濟持續性地復甦，惟低迷的通膨及對金融穩定性的擔憂使央行面臨政策面的挑戰。CA 指出，由於目前市場追逐風險情緒偏高，一旦央行緊縮力道高於市場預期，或將再度引發如 2013 年的緊縮恐慌(taper tantrum)，使金融市場波動性大幅升高並導致全球流動性快速減少。

惟德意志銀行策略師 Reid, Jim et al. (2017)對此發出警告⁵，指出目前有多項可能誘發全球下一個金融危機的成因，包含中國大陸危機、英國脫歐及民粹主義崛起及央行縮減資產負債表等，目前市場已習慣於極度寬鬆的貨幣政策及金融情勢，忽略了此一現象是極度不正常的，尤其是政府債務、利率及央行資產負債表規模正處於有史以來不尋常的關係，在全球資產價格如此高漲的情況下，主要央行縮表或將導致嚴重的後果。

隨著全球經濟進入 2011 年最強勁成長階段，投資銀行警告，投資人即將要為 2006 年來最強烈緊縮政策作好準備，如 Citi 及 JPMorgan 預期，2018 年先進國家平均利率或升至 1% 以上，將創 2006 年以來最大的增幅，此外，彭博經濟研究預估，2018 年底全球主要央行每月資產淨購買規模將由本年 9 月的 1,260 億美元降至 180 億美元，並於 2019 年上半年轉為負值。

2. 未來央行或無足夠的政策空間來對抗經濟衰退

目前看來，全球主要央行之中，在未來一段長時間內，僅剩 BoJ 及 SNB 將持續實施非傳統貨幣政策。多數主要央行已開始邁向貨幣政策正常化的道路上，然而，當初 2008 年金融危機時，Fed 將利率由 5.25% 降至 0% 仍無法避免經濟陷入衰退，有鑒於均衡名目利率水準已降至歷史低點(Fed 預估中長期均衡名目利率約為 2.75%)，即便央行未來能成功地將貨幣政策正常化，或仍無足夠的政策空間來抵抗下次的經濟衰退。

⁵ Reid, Jim et al. (2017), "Long-Term Asset Return Study: The Next Financial Crisis," Market Research, Deutsche Bank, September 18.

舉例來說，若未來 Fed 能將利率成功升至略低於 3% 的均衡水準，仍遠低於前兩次升息循環的均衡利率水準 6.5% 及 5.25%，換句話說，Fed 將僅有約 2.5%~3% 的降息空間，遠低於前兩次經濟衰退時 Fed 所能降息的幅度。

3. 通膨持續低迷的風險

此外，持續低迷的通膨亦困擾著許多先進經濟體，儘管該些經濟體復甦力道逐漸增強，勞動市場呈現緊俏，失業率降至歷史低點，甚至已低於自然失業率，惟薪資及通膨卻仍不見明顯改善，儘管 Fed 官員們普遍認為，美國通膨率主要係受暫時性因素所壓抑；並預期隨著暫時性壓抑通膨的因素逐漸消散，中期而言，通膨將朝其目標值 2% 邁進。

即便如此，Fed 主要決策者仍表達了對通膨持續低迷的擔憂，例如，Fed 主席 Yellen 於今年 9 月時曾表示，美國經濟成長及低失業率並未帶來傳統經濟模式所預期應出現的通膨，這不僅是個謎且相當出乎意料及令人擔憂；下屆 Fed 主席 Powell 亦指出，美國通膨仍有些低於 Fed 目標，在勞動市場緊縮情況下，低通膨的原因像是個謎。

此外，許多央行官員擔憂，在通膨持續低迷的情況下，或導致通膨預期下滑，一旦大眾形成通膨持續走低的預期心理，或將導致投資、消費更加疲弱，且未來經濟陷入衰退時，低通膨及利率環境，將導致央行將無足夠的政策空間。

(三) 面對挑戰的因應之道

1. 透過非傳統貨幣政策來對抗經濟衰退及低通膨風險

對於主要央行該如何因應上述困境，有「末日博士」之稱的紐約大學教授 Roubini (2017)指出⁶，未來央行對抗經濟衰退，非傳統貨幣政策的 4 項可行方案及其利弊分析。

(1) 量化寬鬆(Quantitative easing)：藉由購買政府公債或私人資產來增加流動性及銀行貸款，惟央行擴大資產負債表仍需負擔相當成本。

(2) 負利率政策：效果與量化寬鬆類似，惟負利率將對銀行及儲蓄者帶來成本，最終甚至傳導到消費者。

(3) 調升通膨目標：Fed 及其他央行曾對此議題進行探討，舉例來說，若通膨目標由 2% 調升至 4%，均衡利率或可升至 5%~6%，並可減少再度陷入零利率底限(zero lower bound)的可能性。惟此方法存有諸多爭議：(1)要達成通膨目標 2% 已屬不易，調升通膨目標勢將使用更多非傳統貨幣政策；(2)將通膨目標調升至 4% 將導致市場動盪；(3)通膨於 1970 年代被允許由 2% 升至 4% 時，通膨預期失控、物價成長明顯高於 4%。

(4) 下調通膨目標：BIS 曾建議將通膨目標由 2% 降至 0%，因

⁶ Roubini, Nouriel(2017) “The New Abnormal in Monetary Policy,” Project Syndicate, July 10.

此舉可降低對非傳統貨幣政策的需求，並將通膨控制在 2% 之下，惟陷入通縮的風險將大幅提升，此外，對小型開放經濟體來說，0%的通膨目標或將推升貨幣走強。

2. 留意過快升息或過度緊縮的風險

央行需留意過早升息的風險，在通膨及薪資尚未形成明顯上揚趨勢時，央行因誤判經濟情勢而過早升息，則將經濟再次衰退的可能性，屆時央行將無足夠的寬鬆空間，或導致通膨未能如預期般上揚，甚至導致通縮。

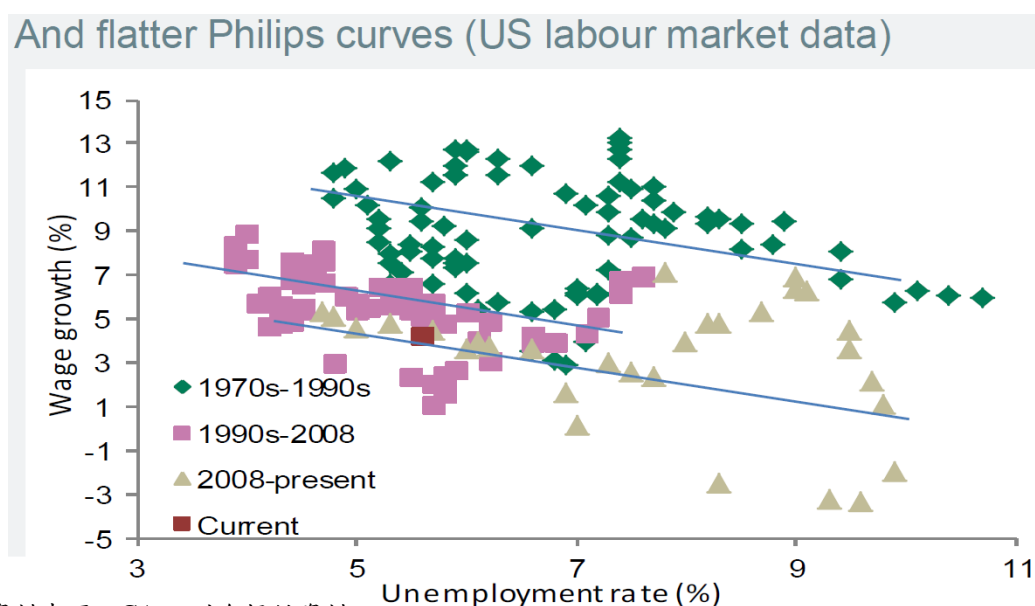
然而，基於及貨幣政策效果傳遞至實體經濟的落後性，貨幣政策決策者應避免過晚升息的風險，Fed 主席 Yellen 曾多次表示，若決策者等待至通膨出現明顯上揚時，才開始緊縮貨幣政策，或將導致未來過於猛烈的緊縮，因此，在經濟情勢發展大致符合預期的情況下，FOMC 委員會均認為以審慎且循序漸進的方式逐步調升利率是合適的。

參、美國、歐洲及英國現況分析及探討

一、美國總經現況

自全球金融危機後，(1)美國經濟成長率每年約以2%的速度成長；(2)家庭部門資產負債表及消費者信心已較金融危機前來得更加強健；(3)勞動市場表現強勁，失業率降至歷史低位，勞動市場閒置情況(slack)已明顯消失；惟(4)在菲力浦曲線趨平坦下，薪資增速未能出現明顯改善(見圖4)；及(5)物價仍低於 Fed 目標值。

圖4 美國菲力浦曲線趨平坦



資料來源：CA 研討會提供資料

有鑑於上述經濟情勢，Fed 官員普遍認為，近期美國通膨放緩係受到暫時性因素所壓抑，在失業率降至歷史低位下，薪資將開始加速成長，目前 Fed 已於12月貨幣政策會議宣布升息一碼，並持續執行其縮表計畫，在現任 Fed 理事 Jerome Powell 將接任下屆 Fed 主席情況下，美國貨幣政策仍將大致保持不變，目前市場普遍預期，2018年 Fed 或再升息3~4次。

有關於 Fed 資產負債表，CA 預期，Fed 將持續縮減其資產負債表直至2021年~2022年，並於資產負債表規模正常化後，逐步減少 MBS 持有量，轉而以持有美債為主。先前 Fed 官員預期其資產負債表正常化規模約介於2.5兆~3兆美元之間。

目前美國仍存在諸多不確定性，其中以川普上任美國總統後的政治風險為主，包含其於貿易、外交政策上所採行的保護主義，此外，由醫保案、稅改案等皆遭遇重重困難，顯示原先市場所期望

的再通膨或難以在短時間內實現。另金融風險亦是市場關注的風險之一，本年迄今，美國股票市場持續上揚，整體股、匯、債市波動度異常偏低，已創2014年來的最低水準；此外，本年美債殖利率曲線有逐漸趨平坦的跡象，過去認為美債殖利率趨平是經濟邁入衰退的跡象。許多政府機構及投資銀行已紛紛發出警示，一旦波動度大幅彈升或央行政策過度緊縮，或使金融情勢過於緊俏，導致資產價格下挫，並進一步對實體經濟造成衝擊。

二、歐元區總經現況

本次 CA 研討會邀請到歐盟委員會經濟暨金融事務局長 Marco Buti 前來演講有關歐元區整體現況及所面臨的挑戰。Buti 指出⁷，歐元區經濟自2013年來開始復甦，其復甦力道並於2016年後逐漸增強且範圍持續擴大，惟整體來看，歐元區經濟中的閒置情況仍較於英、美兩國來得明顯，例如，儘管失業率降至8.9%，已較金融危機後有顯著改善，尚明顯高於英、美國之失業率。

此外，Buti 表示，目前歐元區仍面臨諸多挑戰，其中包含，經濟復甦能否持續、高漲的民粹主義、脫歐的不確定性及歐元區各項結構性改革；並呼籲歐元區盡快執行結構性改革，以提升潛在產出、生產力及經濟體的韌性，改革應著重於長期目標，而非短期效果，以下為 Buti 所建議要推動的主要改革項目：

(一) 解決財政脆弱性(fiscal fragilities)問題

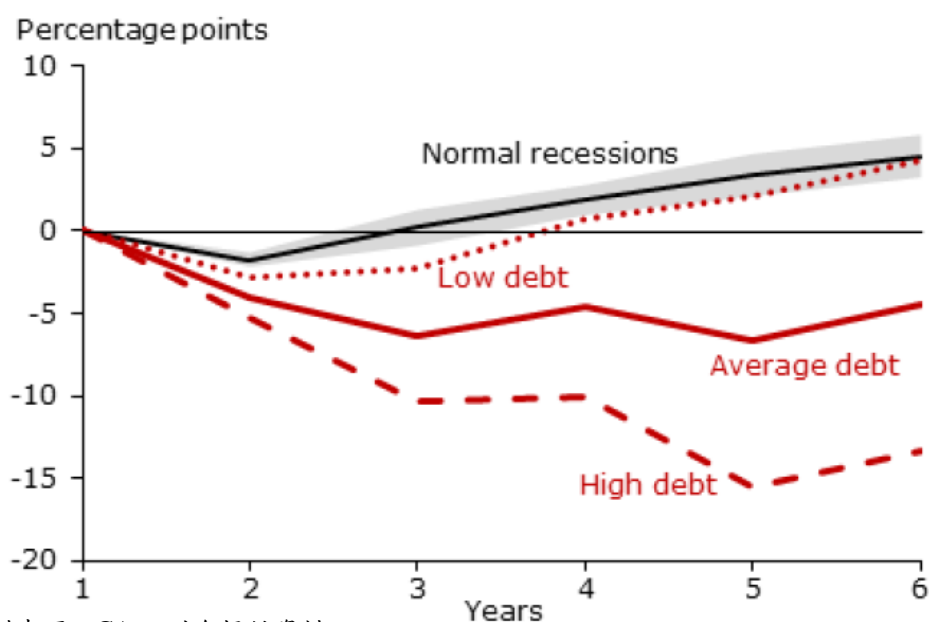
根據歐洲統計局，歐元區政府負債占 GDP 比重自 2008 年以

⁷ Buti, Marco (2017), “Reforms in the EU and the euro area: from recovery to resilience,” European Commission, November 10.

來仍持續上升，其中歐元區大型經濟體中，以義大利問題最為嚴重。舊金山 Fed 研究指出，政府負債比重越高的國家，陷入經濟衰退期間較長且衰退幅度較大(見圖 5)，且金融情況緊縮的程度亦較高。此外，某些國家的不良貸款比例過高，或導致該些國家容易再次陷入金融危機。

圖 5 經濟衰退對不同政府債務負擔之影響

GDP in recessions according to public debt levels



資料來源：CA 研討會提供資料

(二) 歐元區及歐盟各國應進一步強化政治統一性，以健全其經濟、財政及金融聯盟

1. 經濟聯盟：可提振潛在產出、生產力，增強經濟體的韌性，並減少歐元區各國經濟的分歧。歐元區各國可透過經濟政策的互相協調、強化預算與融資的連結性等各方面來達成。
2. 金融聯盟：可增強風險規避及風險共同承擔的能力，提供

企業更分散的金融工具。歐元區可藉由改善銀行體系、完成銀行聯盟(Banking Union)三支柱，並推動資本市場聯盟等政策來達到強化金融聯盟的目標。

3. 財政聯盟：對於如歐元區的貨幣聯盟來說，健全的財政是不可缺少的，歐元區官員可藉由整合規法、監管機構及市場紀律來推動財政聯盟。

三、英國總經現況

自金融危機以來，英國經濟持續復甦，在 BoE 寬鬆貨幣政策的支持下，就業市場逐漸緊俏，失業率降至40多年來的低點，惟英國民眾於2016年6月的脫歐公投中選擇脫離歐盟，致英國經濟面臨前所未見的不確定性，企業紛紛計畫在英國脫歐後，搬遷其營運據點至歐盟其他國家，特別是金融服務業，該行業在英國經濟中占據重要地位。

英國於2017年3月底啟動脫歐程序後，必須於2年內完成脫歐，換句話說，英國能與歐盟談判的時間已所剩無幾，其中談判項目繁多，包含公民權利、愛爾蘭邊界問題、分手協議、過渡期及貿易協議等諸多事項，使得英國執政的保守黨面臨分別來自黨內及歐盟方面的極大壓力。

截至2017年12月，脫歐第一階段談判已大致達成協議，其中包含(1)公民權利、(2)愛爾蘭及北愛爾蘭邊界、(3)脫歐分手費及(4)其他分手議題，以下為第一階段主要談判項目主要內容摘要：

- (一) 公民權利：在英國脫離歐盟前，在英國的歐盟公民及在歐盟的英國公民，於脫歐後所享有的權利不變，包含社會保障、醫療及其他法定權利等。
- (二) 愛爾蘭及北愛爾蘭邊界：
1. 英國及歐盟雙方均同意，1998年所簽訂的和平協議仍需受到保護。
 2. 英國承諾不會在愛爾蘭及北愛爾蘭邊境設立硬邊界(hard border)，包含任何的硬體設施或相關檢查及管制措施。
 3. 英國繼續遵守並維持北愛爾蘭作為英國不可分割的一部份領土。
- (三) 分手費(尚未透露具體數額)：英國及歐盟就金融清算方法(methodology for financial settlement)達成協議，其中包含：
1. 清算名單：至2020年之歐盟年度預算、2020年後之財務承諾、債務、或有負債及相關資產等。
 2. 財務清算項目之計算原則及支付方式。
 3. 確認英國將持續參與有關多年度金融架構(MMF)之計畫。
 4. 確認英國與EIB、ECB、歐盟信託基金及歐洲開發基金等相關財務協議。

儘管脫歐仍存在諸多不確定性，有鑑於英國經濟仍表現相當強勁，且通膨率持續高漲達3%，BoE MPC 委員會於2017年11月會議中以7:2票數通過調升貨幣政策利率至0.50%，並以9:0票數繼續維持資產購買計畫不變。

BoE 並警示脫歐相關風險，指出脫歐對英國經濟前景有顯著的影響，通膨的大幅提高係反映英鎊貶值推升進口物價，且脫歐的

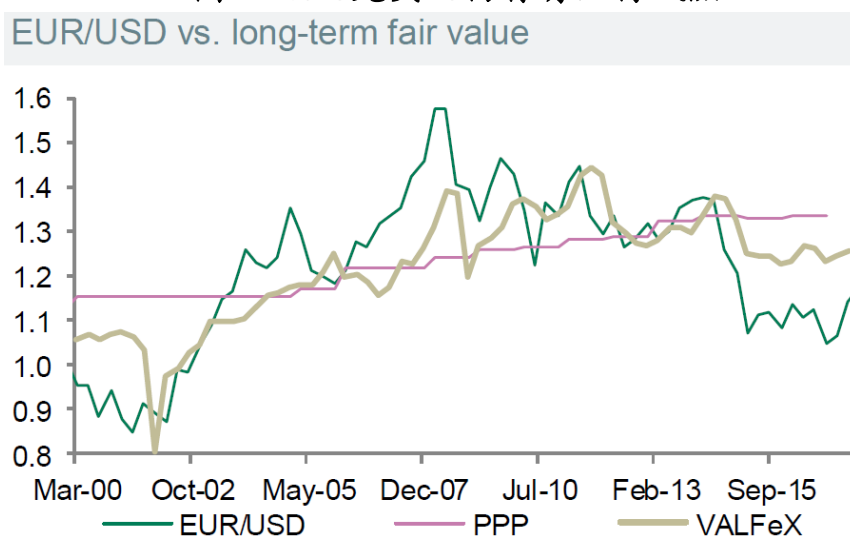
不確定性持續對國內經濟活動造成拖累。貨幣政策將持續在目前的特殊情境中對就業與經濟活動提供強力支持，MPC 的所有委員皆同意未來若升息將會以漸進有限的步調進行。

肆、主要貨幣走勢分析及預測

一、主要國家貨幣—美元、歐元、英鎊

- (一) 近期美元回升或難以持續：有鑑於美國債務上限、稅收改革及 Fed 主席更動等議題，CA 外匯研究主管 Valentin Marinov 認為，比較高的可能性是近期美元回升並非另一波升值循環的開始，惟美國政治若能大致穩定，經濟刺激措施得以實行，美元或可重新啟動升值循環。
- (二) 歐元仍存在上行風險：歐元區經濟加速復甦、資金持續流入該區域及 ECB 啟動縮減 QE 政策；且歐元近期的回檔已大致反映 ECB 官員對強勢歐元所提出的警告，此外，義大利 2018 年提早大選應無顯著風險，綜合上述，CA 預期歐元仍存有上行風險(見圖 6)。

圖 6 歐元兌美元仍存有上行風險



(三) 英鎊受脫歐不確定性及 BoE 升息前景影響：主要仍受到英國經濟前景惡化及脫歐不確定性所壓抑。

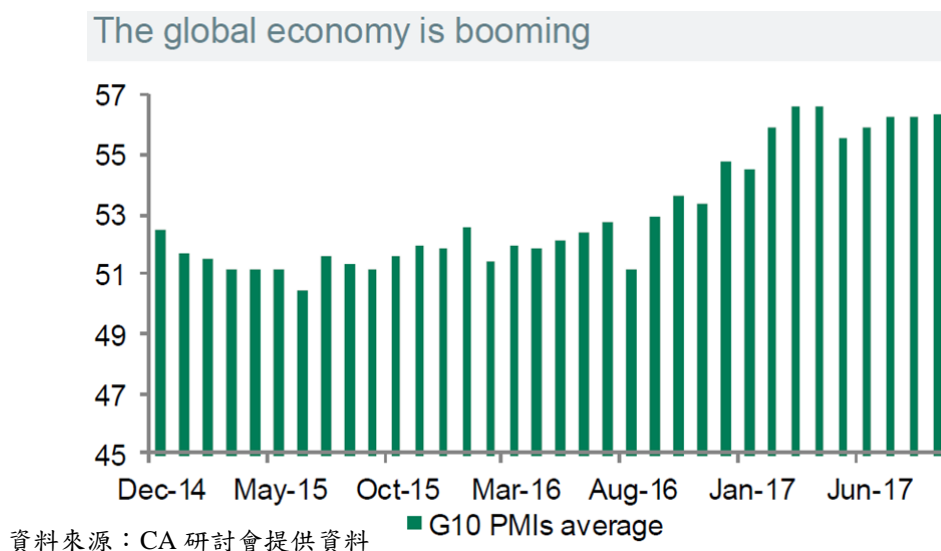
二、避險貨幣—日圓

日圓：在 BoJ 傾向鴿派立場、安倍繼續採取刺激政策及日本資金流入歐、美情況下，若無重大風險事件發生，日圓應較美元及歐元弱勢。

三、商品貨幣—加幣、澳幣、紐幣

商品貨幣(加幣、澳幣、紐幣)：儘管全球經濟成長強勁(見圖5)、資金流動性充沛及大宗商品出現反彈，惟 CA 指出，一旦全球金融情勢轉趨緊俏，加幣、澳幣及紐幣或將走弱。

圖 5 全球經濟成長力道持續增溫



伍、心得結論與建議

本次 CA 所舉辦之中央銀行管理研討會涵蓋內容廣泛，且對於當今時事、主要國家總經及貨幣政策有深入的探討，相關議題，包含全球外匯市場預測、歐、美總體經濟及貨幣政策、英國脫歐展望、策略性資產配置、中國大陸外匯與債券市場、外匯資產管理及交易演算法等多項議題，使課程兼具廣度及深度。

本次研討會有助職更加瞭解各項議題，並拓展國際金融專業，對目前全球央行所關注之議題或經濟事件有更深刻的了解，對職有相當的助益。

有鑑於本次研討會對主要貨幣之分析及預測，近期內應留意歐元的上行風險，若歐元區經濟復甦力道增強或通膨出現明顯回升，則歐元兌美元或將持續走高。

此外，決策者應密切關注美國政治、稅務改革及全球地緣政治風險，以掌握美元及避險貨幣未來可能的走勢；此外，由於目前市場追逐風險情緒偏高，一旦央行緊縮力道高於市場預期，或將再度引發如2013年的緊縮恐慌(taper tantrum)，外匯資產管理人應慎防相關風險。

最後，央行需留意過早升息的風險，在通膨及薪資尚未形成明顯上揚趨勢時，央行因誤判經濟情勢而過早升息，則將增加經濟再次衰退的可能性，屆時央行將無足夠的寬鬆空間，或導致通膨未能如預期般上揚，甚至導致通縮。

然而，基於貨幣政策效果傳遞至實體經濟的落後性，貨幣政策決策

者應避免過晚升息的風險，若決策者等待至通膨出現明顯上揚時，才開始緊縮貨幣政策，或將導致未來過於猛烈的緊縮，因此，在經濟情勢發展大致符合預期的情況下，央行決策者應以循序漸進的方式逐步退出寬鬆，以維持金融市場及經濟的穩定。

參考資料

1. FOMC (2018), “Minutes of the Federal Open Market Committee, December 12–13, 2017” *Board of Governors of the Federal Reserve System*, January 3.
2. IMF (2017), “World Economic Outlook October 2017,” *World Economic and Financial Surveys, IMF*, October 11.
3. Johnson, Miles (2017), “ IMF warns volatility products loom as next big market shock,” *Financial Times*, October 30.
4. Buti, Marco (2017), “ Reforms in the EU and the euro area: from recovery to resilience,” *European Commission*, November 10.
5. Marinov, Valentin (2017), “ The end of free money and the FX markets,” *G10 FX outlook, Credit Agricole*, November 01.
6. Reid, Jim et al. (2017), “Long-Term Asset Return Study: The Next Financial Crisis,” *Market Research, Deutsche Bank*, September 18.
7. Roubini, Nouriel(2017) “ The New Abnormal in Monetary Policy,” *Project Syndicate*, July 10.