

出國報告（出國類別：其他）

參加美國紐約聯邦準備銀行舉辦之
「第 42 屆中央銀行研討會」
研習課程報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：許怡君/副科長

派赴國家：美國/紐約

出國期間：107 年 9 月 29 日至 10 月 7 日

報告日期：108 年 1 月

摘 要

本屆中央銀行研討會的主題為「減少寬鬆政策，探究全球金融秩序」(Less Accommodative Policy Amid Questions About the Global Order)，參與成員來自歐洲央行、國際清算銀行、英國等 70 餘個國家或國際組織共逾 160 人，課程為期 5 天。

研討會除由各講師分享其研究經驗外，部分議題採主持人、與談人對談，及學員提問的方式進行。演講者集結產、官、學界菁英，包括紐約聯邦準備銀行總裁 John C. Williams 等，共同針對全球央行在未來貨幣決策可能面臨之變數與挑戰進行分享與討論。

由於全球經濟關聯日益緊密，經濟情勢具高度關聯，導致各國的貨幣政策傳遞效應高於以往，Fed 貨幣政策動向與觀點更形動見觀瞻。基於此，本報告首先探討美國貨幣政策執行，揭示本次 FOMC 貨幣政策會議重點，並分析當前美國經濟情勢與展望。

2018 年以來，雖然美國政府減稅及擴大政府支出等財政刺激措施，美國經濟成長強勁，失業率處於歷史低位，工業保持高成長，GDP 成長為金融危機以來的高水準，然美國經濟也存在一些值得警惕的不利因素，如貿易戰對美國出口的負面影響未歇。

從近來 Fed 對美國經濟的態度觀察，其對美國經濟依然保持樂觀，仍將繼續漸進式的升息。然受不確定因素干擾，金融市場日益看淡 Fed 升息前景，而近期美債收益率曲線的部分反轉，也對經濟前景蒙上陰影。Fed 高層正積極探討未來升息步伐及政策調整之必要，各界亦關注美國經濟衰退的潛在可能，值此之際，我國尤須密切留意其後續發展。

目 錄

壹、前言.....	1
貳、美國貨幣政策執行.....	2
一、Fed 貨幣政策正常化	2
二、Fed 縮表的進展	4
三、Fed 縮表之影響	7
四、Fed 利率操作	8
參、本次 FOMC 貨幣政策會議重點.....	11
一、下調經濟成長預期，但暫無失速風險	11
二、2019 年升息次數由 3 次下修為 2 次	13
三、維持縮表計畫不變.....	13
四、決策將依循資料與數據，且具超然獨立性.....	14
五、強化 Fed 與市場溝通機制.....	14
肆、當前美國經濟情勢與展望.....	16
一、美國經濟尚未達下行週期	17
二、美國經濟尚未出現嚴重的結構性失衡	18
三、Fed 升息對美國經濟的影響較以往略為鈍化	22
四、美國川普總統的減稅政策刺激	24
五、美中貿易戰方興未艾.....	24
六、展望.....	25
伍、心得與建議.....	29
一、心得	29
二、建議事項	29
參考資料.....	31

圖表目次

圖 1	美國 Fed 資產負債表	2
圖 2	Fed 國債與 MBS 每月實際縮減規模	5
圖 3	美國政府預算赤字	7
圖 4	美國國債利率	8
圖 5	美國聯邦資金利率	9
圖 6	10 年期美債利率與聯邦資金利率	10
圖 7	FOMC 會議利率中位數預期	13
圖 8	主要國家製造業指數	16
圖 9	美國經濟循環週期較以往長	18
圖 10	美國非金融企業債務	19
圖 11	美國銀行業資本適足率	19
圖 12	美國科技業資本支出	20
圖 13	美國住房空屋率	21
圖 14	美國家庭負債與餘屋	21
圖 15	美國家庭財富與儲蓄	22
圖 16	美國家庭股票資產	22
圖 17	美國住宅投資	23
圖 18	美國家庭債務支出	23
表 1	每月證券資產到期再投資金額縮減上限	3
表 2	Fed 持有倒期國債餘額	4
表 3	Fed 國債與 MBS 縮減規模	6
表 4	2018 年 FOMC 會議聲明	12
表 5	1960 年以來美國經濟衰退原因	17
表 6	美國對中國大陸進口商品加徵關稅概況	25
表 7	IMF 與 OECD 對全球 GDP 與貿易量成長率預估值	26
表 8	近來 Fed 對美國前景的看法	28

壹、前言

職奉派於本（2018）年 10 月 1 日至 10 月 5 日參加由紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York）舉辦之「第 42 屆中央銀行研討會」研習課程，參與成員來自歐洲央行、國際清算銀行、英國、德國、法國、日本、韓國、印尼、義大利、澳洲、紐西蘭、巴西、西班牙、土耳其、奈及利亞、泰國、菲律賓等 70 餘個國家或國際組織共逾 160 人，課程為期 5 天。

本屆中央銀行研討會的主題為「減少寬鬆政策，探究全球金融秩序」（Less Accommodative Policy Amid Questions About the Global Order），研討會除由各講師分享其研究經驗外，部分議題採主持人、與談人對談，及學員提問的方式進行。演講者集結產、官、學界菁英，包括紐約聯邦準備銀行總裁 John C. Williams、紐約聯邦準備銀行資深副總裁 Michael Schetze、美國外交關係協會（Council on Foreign Relations, CFR）總裁 Richard Haass、聯邦存款保險公司主席 Jelena Mc Williams、普林斯頓大學教授 Alan Blinder、北京大學國家發展研究院副院長黃益平教授、IBM 公司數位執行長（CDO, Chief Digital Officer）Bob Lord 及金融時報（Financial Times）編輯 Sam Fleming 等，共同針對全球央行在未來貨幣決策可能面臨之變數與挑戰進行分享與討論。

2018 下半年以來，全球金融環境波動劇烈，惟美國經濟數據仍佳，勞動市場持續強化，經濟活動強勁上升，離進入嚴重衰退期，可能還有一段距離，Fed 主席 Jerome Powell 表示，近期中美貿易與股市下修等風險因素，並未大幅改變對美國經濟前景的看法。但在全球經濟疲軟和金融市場反轉下，市場對於 2019 年的前景與升息預期存在嚴重分歧。

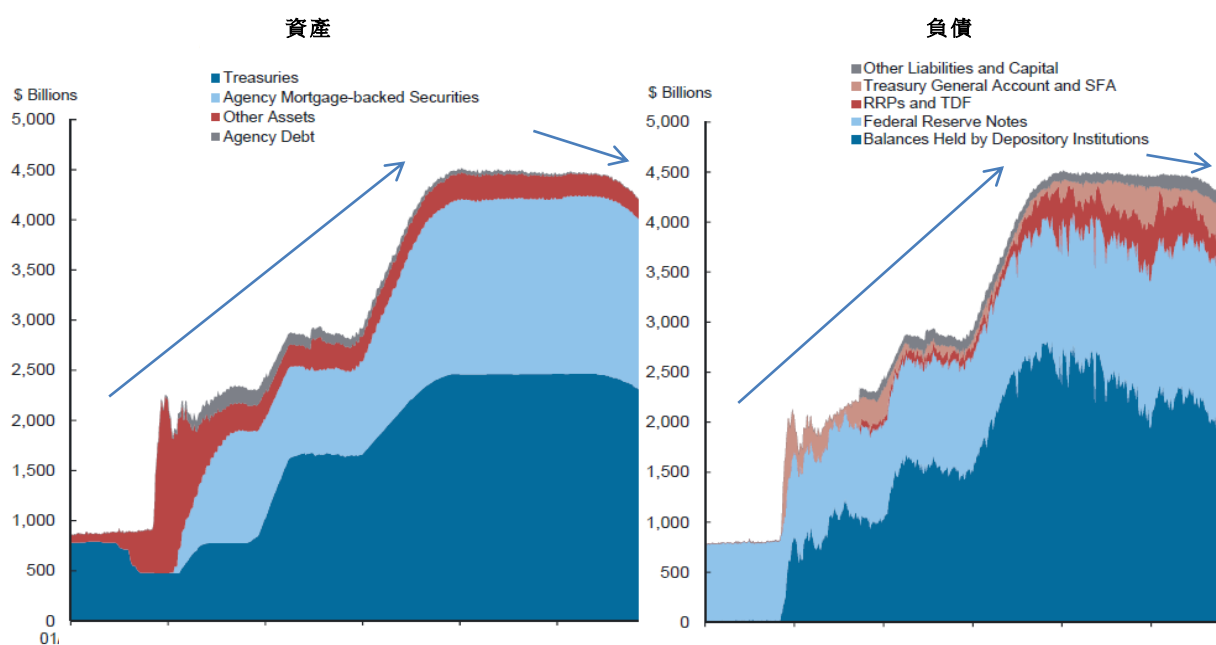
由於全球經濟關聯日益緊密，經濟情勢具高度關聯，導致各國的貨幣政策傳遞效應高於以往，Fed 貨幣政策動向與觀點更形動見觀瞻。本報告分為五個部分，除前言外，第二部分探討美國貨幣政策執行；第三部分為本次 FOMC 貨幣政策會議重點；第四部分則為當前美國經濟情勢與展望；最後為心得與建議。

貳、美國貨幣政策執行

2008 年金融危機後，Fed 採取大幅度降息和三輪量化寬鬆政策（QE），致資產負債表急劇擴張。隨著美國經濟復甦，2014 年 10 月 Fed 結束資產購買計畫。2017 年 9 月 20 日 Fed 宣布從當年 10 月開始按計畫縮減資產負債表規模；2018 年 3 月 FOMC 聲明縮表規模將在 4 月擴大，以符合原計畫。

金融危機前，Fed 規模僅為 9,000 億美元，於 2015 年 1 月達 4.5 兆美元的高峰，成長近 5 倍。透過縮表等貨幣政策正常化，至 2018 年 12 月 19 日止，資產規模逐步降至 4.08 兆美元（圖 1），美國貨幣政策的外溢效果，透過不同渠道影響全球金融環境。以下將探討當前 Fed 縮表進展及其影響等。

圖 1 美國 Fed 資產負債表



資料來源：Board of Governors of the Fed System

一、Fed 貨幣政策正常化

次貸危機後，為因應經濟衰退，Fed 啟動一系列非常規貨幣政策，隨著美國經濟於 2011 年開始轉佳，消費支出恢復樂觀，就業市場也陸續擺脫惡化情形。Fed 遂於

2011年6月的會議，宣布貨幣政策正常化，並於當年9月以扭曲操作(Operation Twist；OT) 替換 QE 政策。Fed 表示，縮表後資產負債規模會陸續降低，但仍然會高於危機前的水準，貨幣政策正常化時程的也將盱衡實際經濟情況而定。

2017年9月 Fed 雖維持聯邦資金利率目標區間不變，但10月份開始正式啟動縮減所持證券類資產規模(表1)，按計畫縮減資產負債表規模，採取被動縮表方式，逐步減少到期再投資。從計畫10月至12月每月縮減60億美元國債和40億美元機構不動產抵押貸款證券(Mortgage Backed Securities；MBS)的購買。

縮表上限每3個月調整一次，至2018年10月，兩項到期再投資上限預計提升至300億美元和200億美元。該計畫僅為縮表上限，實際縮表規模可能依據情況調整，而縮表可能採取的方式包括：1.被動到期、停止再投資；2.主動拋售。

Fed 表示縮表操作採漸進式，以降低對金融市場的衝擊，如先停止10%到期資產的再投資，續購90%；然後漸次降低續購的比例。經過一段時間後，視經濟和金融市場環境再主動拋售。此外，Fed 亦適時採置換操作工具，即主動拋售 MBS 的同時，購進美國國債，以維持總資產規模不變。

表 1 每月證券資產到期再投資金額縮減上限

單位:億美元

	2017/10~12	2018/1~3	2018/4~6	2018/7~9	2018/10 以後
國債	60	120	180	240	300
機構債與 MBS	40	80	120	160	200

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

二、Fed 縮表的進展

與歷史上縮表¹情形相較，此輪收縮時間可能持續較久，係因 Fed 為避免縮表速度過快，可能導致的悲觀預期，進而造成金融市場動盪。由於國債有明確的到期日，縮表時程較明確；MBS 規模則受利率影響，致縮表進度可能提前或延後。以下觀察近來主要縮表工具國債及 MBS 之縮表進展：

(一) 目前美國國債縮表速度符合預期

2018 年和 2019 年是 Fed 持有國債到期的高峰期，這 2 年到期的國債合計約 7,600 億美元（表 2），約占 Fed 持有國債餘額的 48%。此部分國債到期後將不再進行投資，是縮表操作的主要對象。

表 2 Fed 持有到期國債餘額

單位：億美元

	2017	2018	2019	2020	2021	2021
到期國債餘額	1,800	4,100	3,500	2,200	2,300	1,800

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

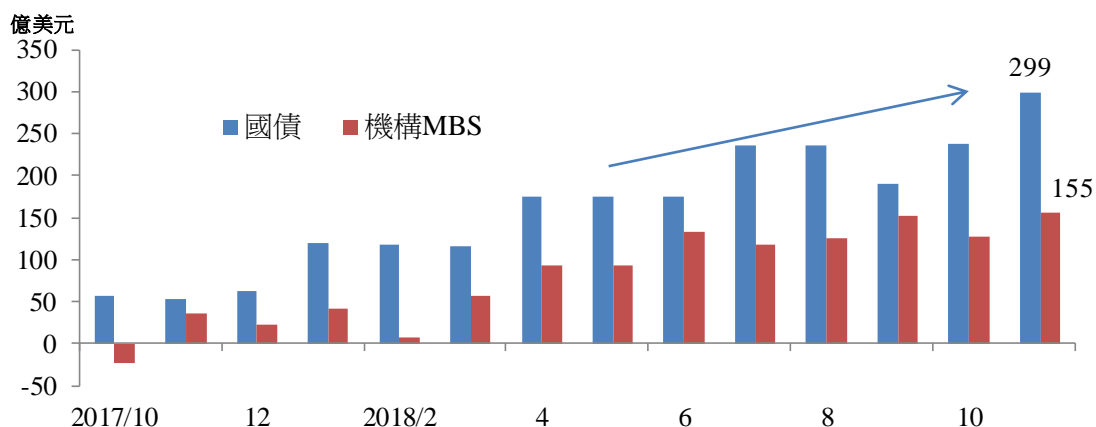
為避免縮表對市場造成過大衝擊，Fed 除循序漸進調整每月縮減金額上限外，亦考量公債與 MBS 之不同特性進行縮減。國債違約率較低，有明確的到期日，還本付息之時程與金額固定，縮表時程較易估算。

國債在本年第 1、2 季低於縮表上限；第 3 季則明顯加快至預定計畫。2018 年 10 月起，Fed 更大幅增加縮減國債的規模（圖 2），上限提高至 300 億美元，且實際縮表規模逐漸增加，這也導致長期利率上漲壓力加大。目前美國國債縮表速度符合預

¹ 歷史上聯準會曾進行 6 次縮表，時間分別為 1920 年~1921 年、1929 年~1931 年、1947 年~1951 年、1957 年~1965 年、1978~1979 年和 2000 年，均為美國經濟發展的重要時期。

期，完成率在 9 成以上（表 3）。

圖 2 Fed 國債與 MBS 每月實際縮減規模



(二) 目前 MBS 縮表速度略低於預期

Fed 持有 MBS 的期限為 30 年期和 15 年期，其中 30 年期占 88%。MBS 持有者在存續期間會收到利息收入，Fed 以往會將收到的利息收入進行再投資²，縮表啟動後，利息收入則不再進行再投資。

MBS 存續期間之利息收入與預期利率成反比，在未來升息預期下，若 Fed 希望加速縮表進度，也可能對 MBS 採取主動拋售的策略。此外，MBS 受房貸利率、房價、房貸條件等因素影響，可能提前或延後清償，到期規模較不易預測，2017 年 10~12 月 MBS 收縮僅 33 億美元，今年上半年 MBS 收縮幅度明顯低於計畫（圖 2）。

第 3 季後大幅增加，本年 11 月縮表規模大幅成長至 155 億美元，縮減規模逐漸邁向原定計畫，截至 11 月底，MBS 規模已減少 1,138 億美元，然實際縮表速度仍低於預期，完成率約 7 成左右（表 3）。

(三) 總資產規模逐步縮減

根據縮表計畫，2018 年及 2019 年底 Fed 資產規模將分別縮減至約 4.1、3.5 兆

² 2012-2016 年 MBS 再投資金額分別為 3,490、2,910、2,210、3,360 及 3,920 億美元。

美元。截至 2018 年 12 月 19 日，整體資產負債規模為 4.08 兆美元，較去年底大幅減少 3,632 億美元。

由目前觀察，Fed 縮表進度略低於計畫，可能係其對未來經濟情況持較謹慎態度，以減緩快速縮表對金融市場的衝擊。惟仍符合升息與縮表的貨幣政策正常化組合，未來若 Fed 升息暫緩，後續貨幣政策正常化可能主要透過縮表進行。根據不同情境設算，Fed 資產負債表正常化將在 2022~2023 年達成。縮表加速對長期利率的推升將更為顯著，若全球央行同時進行流動性緊縮，經濟成長將面臨挑戰。

表 3 Fed 國債與 MBS 縮減規模

單位：億美元；%

	實際縮減規模			計畫縮減規模			實際縮減規模(累計)			計畫縮減規模(累計)			完成率		
	國債	MBS	合計	國債	MBS	合計	國債	MBS	合計	國債	MBS	合計	國債	MBS	合計
2017/10	56	-24	32	60	40	100	56	-24	32	60	40	100	94.0	-60.0	32.4
11	54	35	89	60	40	100	110	11	121	120	80	200	91.6	14.2	60.6
12	63	22	84	60	40	100	173	33	206	180	120	300	95.9	27.5	68.5
2018/1	120	42	162	120	80	200	293	75	368	300	200	500	97.6	37.4	73.5
2	118	8	125	120	80	200	411	82	493	420	280	700	97.8	29.4	70.4
3	117	56	173	120	80	200	527	139	666	540	360	900	97.6	38.5	74.0
4	176	94	270	180	120	300	703	233	936	720	480	1200	97.6	48.5	78.0
5	176	94	270	180	120	300	879	327	1205	900	600	1500	97.6	54.4	80.4
6	175	133	308	180	120	300	1054	460	1513	1080	720	1800	97.6	63.9	84.1
7	235	117	352	240	160	400	1289	577	1866	1320	880	2200	97.6	65.6	84.8
8	237	125	362	240	160	400	1525	702	2228	1560	1040	2600	97.8	67.5	85.7
9	190	152	342	240	160	400	1715	855	2570	1800	1200	3000	95.3	71.2	85.7
10	238	128	366	300	200	500	1953	983	2936	2100	1400	3500	93.0	70.2	83.9
11	299	155	454	300	200	500	2252	1138	3390	2400	1600	4000	93.8	71.1	84.7
12				300	200	500				2700	1800	4500			
2017/Q4	173	33	206	180	120	300	173	33	206	180	120	300	95.9	27.5	68.5
2018/Q1	355	106	460	360	240	600	527	139	666	540	360	900	97.6	38.5	74.0
Q2	526	321	848	540	360	900	1054	460	1513	1080	720	1800	97.6	63.9	84.1
Q3	662	395	1057	720	480	1200	1715	855	2570	1800	1200	3000	95.3	71.2	85.7
2018/11	537	283	820	600	400	1000	1953	983	2936	2100	1400	3500	93.0	70.2	83.9

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System；華創證券

三、Fed 縮表之影響

(一) 預算赤字規模擴大，債市供需配置不當

2017 年以來，美國採取一系列擴張性財政政策以復甦經濟，2017 年 12 月通過規模達 1.5 兆美元的減稅政策，以及 1.3 兆的支出法案，造成財政赤字不斷攀升。

由於經濟成長帶來的財政收入成長遠不及稅收的減少，IMF 統計，2019 年美國政府的結構性財政赤字仍將擴大，並拖累 GDP 成長，2020 年財政赤字則可能較 2019 年略為縮小（圖 3）。

赤字攀升，迫使政府繼續發行債券，而 Fed 為國債重要的買方，縮表政策將使其減少債券持有，Fed 未積極參與市場，恐導致國債市場供需配置不當情況。

圖 3 美國政府預算赤字
(占 GDP 比重)



資料來源：Bureau of Budget

(二) 影響全球流動性

Fed 資產負債表之負債面主要為通貨和準備金，目前規模分別約 1.8 兆美元和 2.1 兆美元。Fed 資產面持有證券類資產的減少，主要對應負債面的準備金減少，而此基礎貨幣的減少，將透過影響金融和資本市場的流動性及結構，進一步傳導到實體經濟等其他領域。

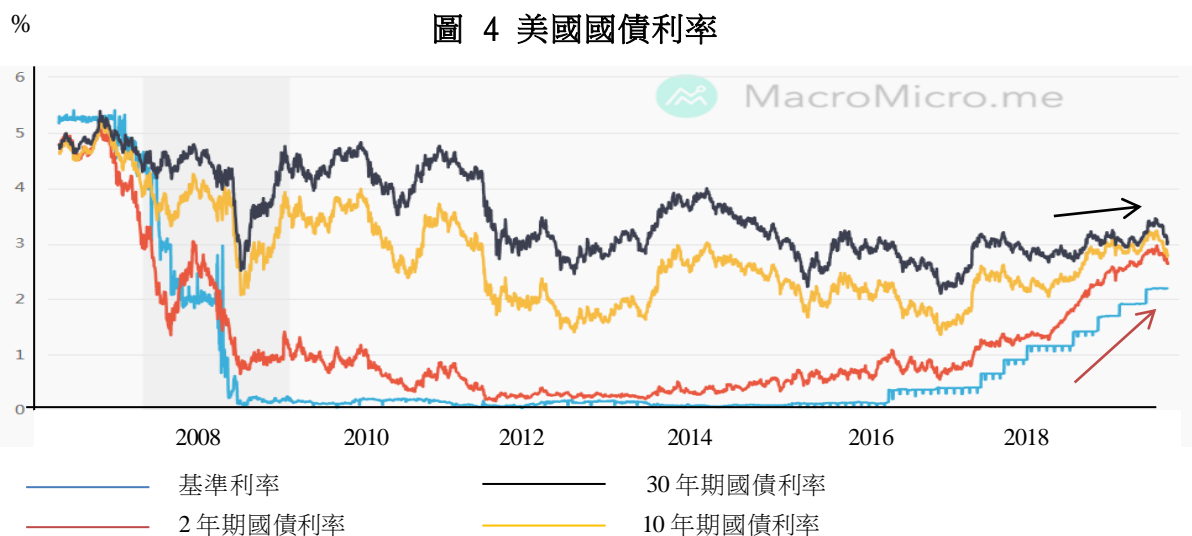
Fed 縮表會影響全球流動性，目前歐洲央行和日本央行每月購買資產規模合計約為 2,000 億美元。若 Fed 縮表速度高於歐日購債的速度，全球流動性將面臨緊縮。

隨著美元流動性緊縮，可能帶來美元升值的壓力，Fed 開始升息和準備縮表的同時，歐洲央行和日本央行仍在進行量化寬鬆操作，對美元匯率形成升值壓力的同時，也可能對歐元及日元匯率形成貶值壓力。若考慮資金回流美元資產等因素，新興市場將面臨更大的本幣貶值和資金外流之挑戰。

（三）帶動利率上揚

在本輪貨幣政策正常化過程中，Fed 主要透過升息調整短期利率、縮表調整長期利率，貨幣政策的正常化，即為政策利率向中性利率靠攏的過程。

Kansas Fed 經濟學家 Troy Davig 和 Lee Smith，2017 年研究升息與縮表的替代關係指出，Fed 縮表 675 億美元的效果，相當於升息 0.25 個百分點³。雖然 Fed 預告縮表時程，但升息和縮表所導致的流動性緊縮過程，仍難避免會為全球金融市場帶來波段調整的壓力。



資料來源：MacroMicro.me；財經 M 平方

³ Davig, Troy A. & Smith, Andrew Lee, 2017. "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 1-4, May 10.

就中長期而言，縮表直接影響國債供需關係，因為 Fed 減少債券持有，市場恐供過於求，致 2018 年下半年以來，美國國債利率一路上揚，2 年期公債利率升幅更高過 30 年期公債利率（圖 4）。國債利率係全球資產訂價的重要基準，其利率走向影響全球資金市場借貸成本，利率波動加大，可能對政府和企業帶來沉重的債務與風險負擔，為全球金融安定埋下隱憂。

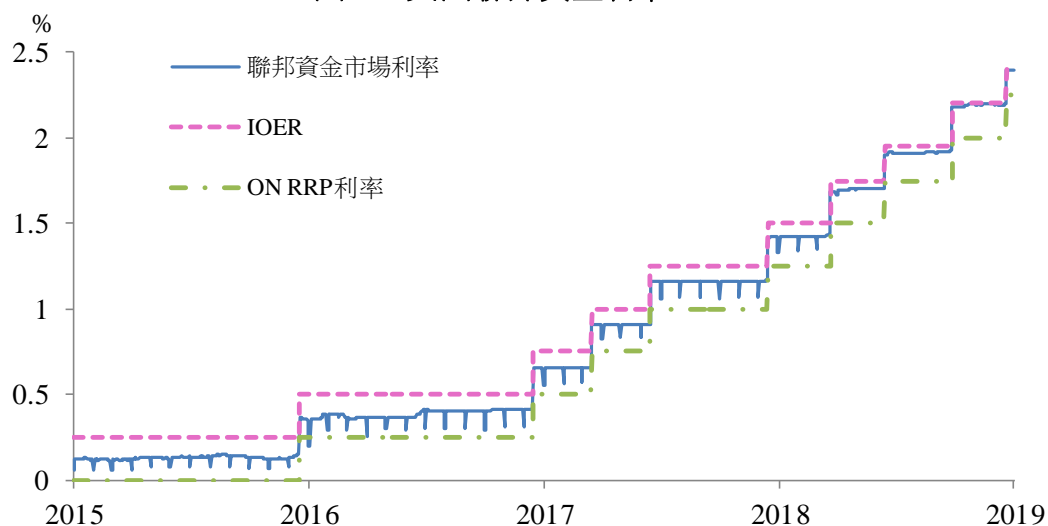
四、Fed 利率操作

Fed 升息係指調高聯邦資金目標利率，升息決議後，會同步上調 Fed（貨幣當局）與商業銀行（金融機構）間的利率，主要工具為：

- （一）隔夜逆回購利率（ON RRP）：為聯邦資金目標利率下限；
- （二）超額準備金利率（IOER）：為聯邦資金目標利率上限。

升息後，Fed 與商業銀行間的利率，鎖定在上、下限間，最終引導聯邦資金目標利率向目標區間靠攏（圖 5）。若上述過程無法維持至聯邦資金目標區間，Fed 仍可透過公開市場及準備金操作等方式，以實現目標。

圖 5 美國聯邦資金利率

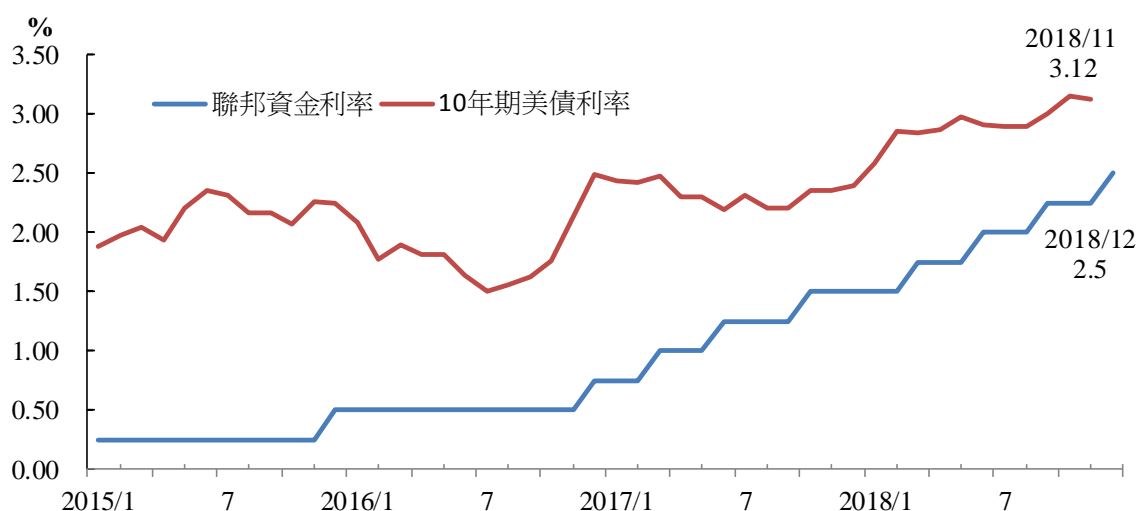


資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

以 2017 年～2018 年間觀察，2017 年升息 3 次後，Fed 在年底對 2018 年的升息預測 3 次，但市場當時認為升息步調過快，因此僅預測 2018 年升息 1 次。

然而，隨著美國就業的強勁成長和達成通脹目標，Fed 在升息步調上不僅未放緩，反而在年中將全年的升息上調至 4 次，市場對於升息路徑的判斷也逐漸向 Fed 收斂，隨著市場和 Fed 升息預期的一致上調，10 年期美債利率持續往上（圖 6）。

圖 6 10 年期美債利率與聯邦資金利率



資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

在升息延續、短期利率往上的情況下，未來美債期長期利率仍有進一步上行的壓力。從美國歷史上的幾次縮表效果觀察，歷次大規模減持國債都帶來了長期利率走高態勢。二戰後初期（1947-1951）、石油危機期間（1978-1979）和科技網路泡沫時期（2000-2001），Fed 的縮表計畫都推升了長期利率的上揚。

2008 年危機期間，大規模資產購買計畫（LSAP）人為地壓低了長期利率，甚至出現利率倒掛。而此次 Fed 持續縮表，則是透過預期效應推動長期利率上升，從而改善期限結構扭曲的收益率曲線型態。

觀察本次縮表以來，10年美國國債收益率穩步上升，自2018年年初突破2.7%後，延續走高態勢，上升至11月的3.12%（圖6）。相較於升息以提高資金借貸的成本，縮表將直接降低美元流動性，進一步推升美元升值，從而影響全球資金的流動性，長短期利率都將隨之波動。

參、本次 FOMC 貨幣政策會議重點

雖然面臨美股修正及川普政府極大的壓力，Fed 仍於 2018 年 12 月 19 日 召開本年最後一次 FOMC 會議，宣布調高聯邦資金利率一碼至 2.25%~2.50%（表 4），並將逐步漸進調高，調整之時機及幅度，則視充分就業及對稱 2% 之通膨目標而定，升息決議，基本上符合大部份市場的預期。

本次會議備受各界關注，因上次 9 月升息後，美股和全球金融市場出現大幅波動，其所傳遞訊息包括：下調經濟成長預期及長期中性利率、2019 年升息次數由 3 次降為 2 次、維持縮表計畫不變、將遵循數據指引模式並強化 Fed 與市場溝通機制等。

以下說明之：

一、下調經濟成長預期，但暫無失速風險

Fed 於 2018 年 12 月 FOMC 會議，對經濟前景的看法較 9 月悲觀，12 月的經濟預測中，下修 2018 和 2019 年的經濟成長預期 0.1 和 0.2 個百分點。此外，並下修通脹預測值，但維持失業率預期不變。

Fed 主席 Jerome Powell 表示，近期風險因素並未大幅改變美國經濟前景的看法。但在全球經濟反轉和金融市場修正的情況下，市場對於 2019 年的升息預期存在嚴重分歧，未來在利率調整的路徑上，不確定性程度相當高。

表 4 2018 年 FOMC 會議聲明

FOMC 會議時間	2018/3/21	2018/6/13	2018/8/1	2018/9/26	2018/11/8	2018/12/10
FOMC 會議 決議	升息	升息	不升息	升息	不升息	升息
聯邦資金 利率	1.5%~1.75%	1.75%~2.0%	1.75%~2.0%	2.0%~2.25%	2.0%~2.25%	2.25%~2.5%
投票結果	全數通過 10-0	全數通過 8-0	全數通過 8-0	全數通過 9-0	全數通過 9-0	全數通過 10-0
經濟活動	溫和成長	穩定成長	以強勁速度成長	以強勁速度成長	以強勁速度成長	以強勁速度成長
勞動市場	持續增強	持續增強	持續增強	持續增強	持續增強	持續增強
薪資收入	強勁成長	強勁成長	強勁成長	強勁成長	強勁成長	強勁成長
失業率	維持低點	繼續下滑	維持低點	維持低點	下滑	維持低點
消費支出	成長緩和	成長開始回升	成長強勁	成長強勁	成長強勁	成長強勁
商業投資	成長緩和	成長緩和	成長強勁	成長強勁	成長放緩	成長放緩
12 個月通膨	2%目標以下	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標
12 個月核心 通膨	2%目標以下	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標	接近 2%目標
對未來利率 調整的前瞻 指引	近期經濟前景 的風險大致均 衡，Fed 將密 切監控通膨變 化。	經濟基本面的 風險不大，通 膨將接近 2%。	利率正接近預 期的中性水 位，漸近式升 息，有助經濟步 入正軌。	相對於就業最 大化和 2%的通 膨目標，實際與 預期的經濟狀 況，包括勞動力 市場、通膨、金 融情勢等，經濟 基本面的風險 幾乎平衡。	相對於就業最 大化和 2%的通 膨目標，實際與 預期的經濟狀 況，包括勞動力 市場、通膨、金 融情勢等，經濟 基本面的風險 幾乎平衡。	相對於就業最 大化和 2%的通 膨目標，實際與 預期的經濟狀 況，包括勞動力 市場、通膨、金 融情勢等，經濟 基本面的風險 幾乎平衡。

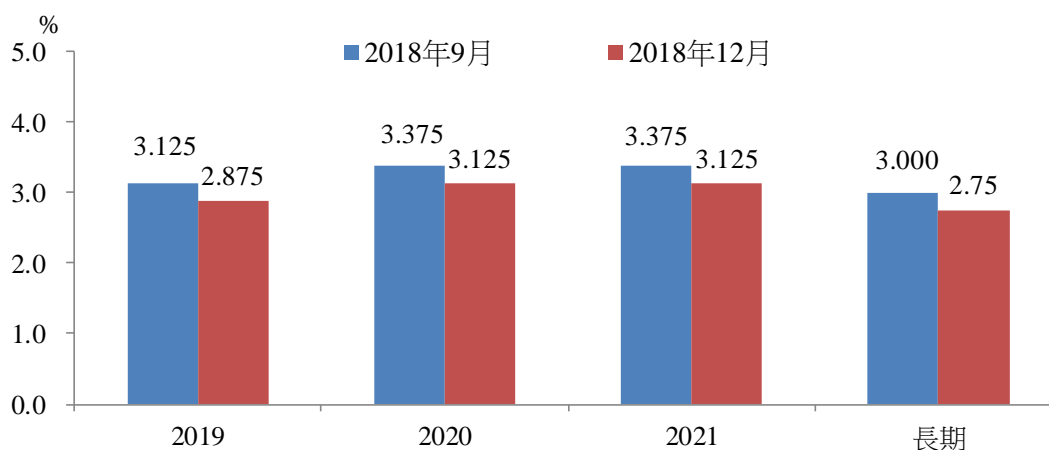
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

二、2019 年升息次數由 3 次下修為 2 次

Fed 指出目前利率已上升至中性區間下緣 (2.50%~3.00%，Fed has arrived at the lower end of neutral rate range)，Fed 下調 2019 年底、2020 年底、2021 年底聯邦資金利率中位數至 2.875%、3.125%、3.125% (圖 7)；2019 年升息次數由 3 次下修為 2 次。

2019、2020 年將分別再升息 2 碼、1 碼，2021 全年則維持利率不變；長期均衡利率由 3.00% 下調至 2.75%。Fed 雖認為聯邦資金需漸進調升，但向市場傳達 2019 年將放緩升息的訊息。

圖 7 FOMC 會議利率中位數預期



資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System

三、維持縮表計畫不變

Fed 主席 Jerome Powell 表示，到目前止，並不認為縮表在最近的金融市場波動和利率波動中扮演重要角色，資產負債表縮減計畫將繼續按計畫進行，即 2019 年每月將縮表 500 億美元 (國債 300 億美元；MBS 達 200 億美元) 計畫不變，全年縮表規模 6,000 億美元。

根據 Fed 對交易商的調查，41%認為 2019 年底 Fed 的資產負債表規模將約 3.5~4 兆美元。截至本年 12 月 19 日止，Fed 資產規模 4.08 兆美元，較上年縮表約 3,632 億美元，與計畫規模 4,500 億相較，完成率已達 8 成以上，惟仍有縮減空間。

此外，路透社對 15 家與 Fed 往來的交易商調查顯示，Fed 資產負債表的最終規模預測中值為 2.75 兆美元，即在當前規模基礎上，再縮減 1.75 兆美元，且估計 Fed 縮表時程可能需要持續 5 年。

四、決策將依循資料與數據，且具超然獨立性

Fed 重申貨幣政策除考量就業、通膨壓力與通膨預期指標、金融與國際情勢發展等廣泛資訊外，未來將更遵循「數據指引⁴ (data dependent)」的模式，若經濟數據或金融市場釋出更強勁或稍有不穩定的訊息，隨時可據以調整升息步伐，並維持中性利率的正常化。

此外，Fed 表示通膨的變化已非升息的主要關鍵，將採取更複雜的風險管理策略，升息時間點將更為靈活，且再次強調獨立性的重要，決策不受任何政治考量⁵影響。未來雖受不確定因素干擾，惟仍維持升息和縮表的搭配，以達貨幣政策執行之最佳化。

五、強化 Fed 與市場溝通機制

Fed 在與民眾溝通過程中，嘗試運用更簡潔的陳述，對未來的政策路徑採用較少的前瞻指引，此並非意味貨幣政策方針改變，而是致力在當前經濟前景下，正確傳達政策觀點。

4 2018 年 9 月 26 日 Fed 主席 Powell 指出：「期待用經濟數據說話，強調聯準會不想暗示什麼，要做的是仔細監控取得的數據，每次觀察政策是否達標。」；2018 年 11 月聯邦基金利率僅略高於 2%，依據 Fed 模型應接近 4%，因此 Fed 仍須繼續升息。

5 美國總統川普曾多次指責，Fed 主席 Jerome Powell 違背渠之刺激經濟政策，應暫緩升息。

Fed 主席 Jerome Powell 於本年 5 月宣稱，Fed 將明確地進行溝通以避免市場動盪，在升息之際，將協助全球金融穩定及成長，且會持續增加金融體系韌性，同時將盡可能地明確、透明地溝通政策策略，以協助調和市場預期，減緩市場動亂。

1994 年以前，Fed 並未對其決策發布任何聲明⁶，市場只能從銀行與 Fed 的交易推斷決策；1994 年 Fed 首次發布決策會議後的聲明；2011 年當時的主席 Ben Bernanke 第 1 次舉辦了決策會議後的新聞記者會。

Fed 強調應強化與市場的溝通機制，目前 Fed 僅在每季發布預測時才舉行記者會，但於本年 11 月提及，Fed 計畫未來在每年的 8 次政策會議後，均將召開新聞記者會，取代原本僅在每季召開一次的作法，以提升決策的透明度。

Fed 主席增加召開記者會的次數，是提高透明度的重要指標，外界認為，若增加召開記者會的次數可望提高政策制定決策的透明度，但在某種程度上，也可能降低 Fed 宣布事項的可預測性。

由於總體經濟與貨幣政策的操作具有高度的複雜度與專業性，普林斯頓大學 Alan S. Blinder 教授指出，金融危機後，各國央行要用更簡單或淺顯易懂的語言讓外界了解政策方向與背後邏輯的脈絡，避免中央銀行的傲慢，以朝更透明化、減少雜訊⁷，並加強與外界溝通的方向努力。

6 1994 年，Fed 首度發布會後聲明，內容不到 100 字。爾後，Fed 會後聲明內容大幅增加，金融危機後，聲明稿曾超過 900 個字。

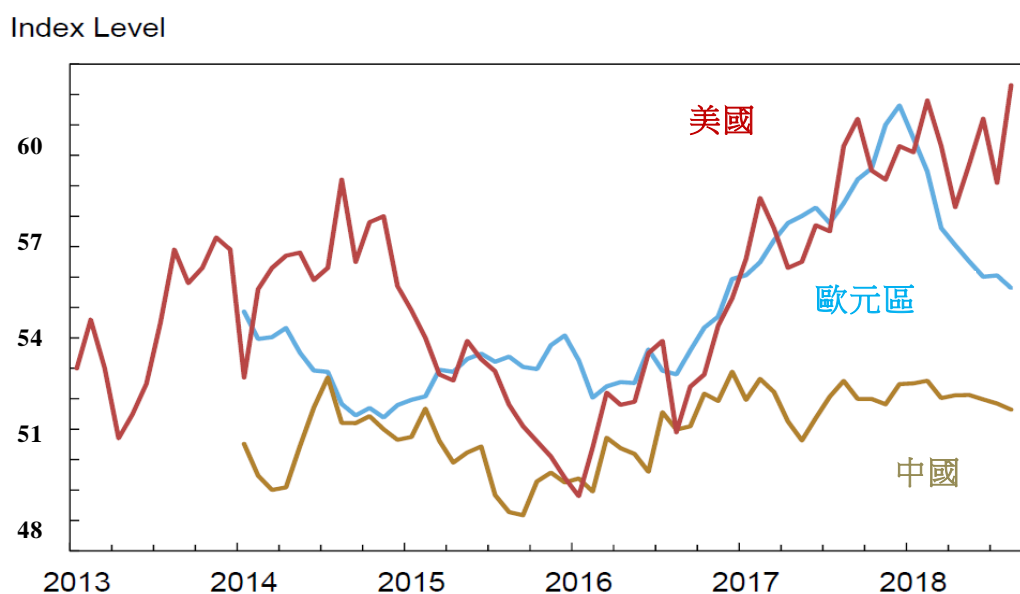
7 Blinder et al. (2008) 將央行溝通政策目的略分為二：一為提供市場訊息(create news)，有效地引導利率、匯率及其它資產價格；另一目的則為減少雜訊(reduce noise)，降低金融市場的波動性、增加貨幣政策的可預測性。

肆、當前美國經濟情勢與展望

2018 年上半年，美國經濟表現十分亮眼，但第 4 季以來伴隨著美股大跌，市場逐漸擔心美中貿易戰、經濟的不確定因素波動加劇、及 Fed 升息速度等，恐造成金融市場下修的可能。

目前美國經濟數據仍佳⁸，失業率位於 1969 年來低點⁹，成長樂觀，製造業指數仍向上，且優於歐元區與中國（圖 8）。但 2019 年成長將放緩，通脹壓力逐漸顯現，Fed 升息為金融市場帶來更大壓力，但鑒於：（1）美國經濟尚未達下行週期；（2）美國經濟尚未出現嚴重的結構性失衡；（3）Fed 升息對美國經濟的影響較以往略為鈍化；（4）美國總統川普的減稅政策刺激；由以上觀之，2019 年的美國經濟短期內衰退的機率應不高，然美中貿易戰方興未艾，致經濟前景蒙塵。以下分別探討：

圖 8 主要國家製造業指數



資料來源：IHS Markit and Institute for Supply Management via Haver Analytics.

8 2018 年 11 月美國 11 月消費者物價指數，受油價下跌影響，消費者物價月增率持平，年增率則自上月之 2.5% 下降至 2.2%，遠低於本年 7 月高峰時之 2.9%；核心消費物價指數年增率為 2.2%，仍維持於本年 3 月以來 2.1%~2.3% 間，走勢穩定。

9 2018 年 11 月美國失業率已經降到 3.7%，且還有可能往下。

一、美國經濟尚未達下行週期

根據美國國家經濟研究局（NBER）的定義與研究¹⁰，經濟危機為國內生產總值、實際收入、工業生產和零售業等經濟活動下滑超過半年。戰後以來，美國經濟共經歷 12 次經濟週期，平均經濟擴張期（從谷底到高峰）為 58.4 個月。

1983 年後，美國的經濟擴張期明顯延長，最近 3 個週期分別始於 1990 年、2001 年和 2008 年（表 5），這三個週期的共通點是低通膨環境，Fed 的貨幣政策長期處於寬鬆狀態，這段期間包括 Greenspan 的極寬鬆貨幣管理政策、Ben Bernanke 的 QE 時代，及 Yellen 的鴿派立場。

2001 年網路科技泡沫和 2009 年雷曼兄弟危機，都是從較深的谷底往上，企業在初期對投資明顯信心不足，致拉長擴張週期，但下行風險也較大（圖 9）。對經濟造成相當大的衝擊，金融市場嚴重受創，此與寬鬆貨幣環境下，槓桿率大幅上揚及金融市場投機過熱，引發之系統性風險有關。

表 5 1960 年以來美國經濟衰退原因

經濟衰退時期	衰退持續期間	谷底至高峰	背景
1960/4~1961/2	10 個月	24 個月	第一次美元危機，市場拋售美元
1969/12~1970/11	11 個月	106 個月	貨幣緊縮政策引發美國經濟衰退
1973/11~1975/3	16 個月	36 個月	石油危機、越戰拖累美國經濟
1980/1~1980/7	6 個月	58 個月	伊朗革命導致石油危機
1981/7~1982/11	16 個月	12 個月	拉丁美洲經濟陷入危機，影響國際金融體系
1990/7~1991/3	8 個月	92 個月	油價上漲、債務擴張（銀行業危機）
2001/3~2001/11	8 個月	120 個月	科技泡沫、911 恐怖攻擊（科技業危機）
2007/12~2009/6	18 個月	73 個月	房地產次貸引發全球金融危機（房貸危機）

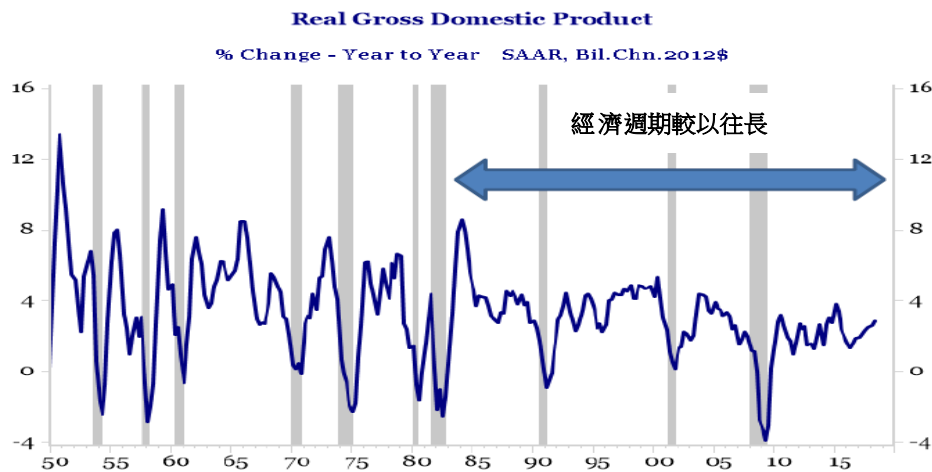
資料來源：NBER，作者整理

10.The NBER does not define a recession in terms of two consecutive quarters of decline in real GDP. Rather, a recession is a significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales. For more information, see the latest announcement from the NBER's Business Cycle Dating Committee, dated 9/20/10. <https://www.nber.org/cycles.html>

當前美國勞動市場持續強化，經濟活動強勁上升，離進入衰退期，可能還有一段距離，且川普政府的減稅計畫¹¹，對經濟走勢有助益。若衰退出現，可能是寬鬆貨幣環境，以及低資金成本所帶來的過度融資，尤其是高槓桿引發的金融風險。

然而，本次經濟循環與歷史經驗有所不同，本年下半年因油價下跌，通膨持續穩定於 2%，且尚無資產泡沫現象，與 2000 年情況相比，現在金融體系的槓桿程度相對溫和。加以 2008 年全球金融危機後，美國在處理銀行壞帳和監管槓桿問題上，相當嚴謹，且金融監管與和科技創新能力，也優於以往，致美國短期內急遽衰退的機率應不大。

圖 9 美國經濟循環週期



資料來源：Bureau of Economic Analysis

二、美國經濟尚未出現嚴重的結構性失衡

自 1960 年以來美國所經歷的經濟衰退中，除了 1973 年受石油危機外在衝

¹¹ 2017 年底通過的《減稅與就業法案》(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)，該法案對個人所得稅稅率、企業稅稅率、扣抵額及減免等都做出了重大改革，企業稅稅率從 35% 大幅降至 21%。未來 10 年內將使聯邦政府減少 5.8 兆美元收入，年均政府收入減少規模為 GDP 的 2.5%，是雷根總統減稅以來的最大減稅計畫。

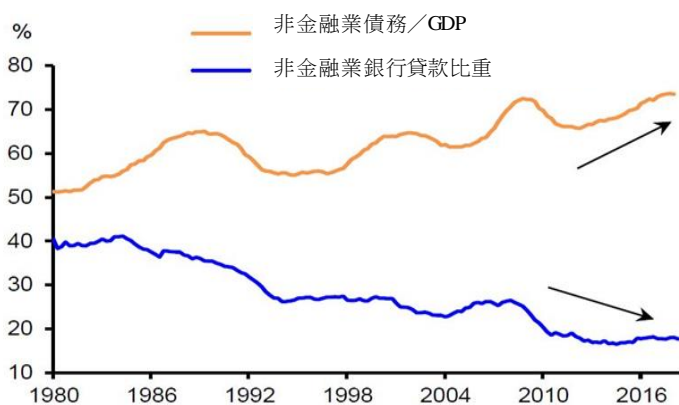
擊外，其餘觸發經濟衰退的因素不是 Fed 升息，就是經濟出現了結構性失衡。對應 1990 年以來，最近 3 次的經濟衰退（表 3），經濟的結構性失衡依次出現在銀行業、科技企業、以及房貸市場。以下將分別觀察：

(一)銀行業

金融危機後，美國非金融企業的槓桿仍高，但非金融企業債務中銀行貸款所占的比重則逐年降低，房貸危機爆發前非金融企業約 40% 來自銀行貸款，目前已降到至 20% 以下（圖 10）。

受惠於日益趨嚴的金融監管，近年來美國銀行業的資本適足率持續提升，且遠高於巴塞爾新規的要求¹²（圖 11）。因此，即使未來美國非金融企業的債務風險升高，短期內應不致造成銀行業危機。

圖 10 美國非金融企業債務



資料來源：Bloomberg

圖 11 美國銀行業資本適足率



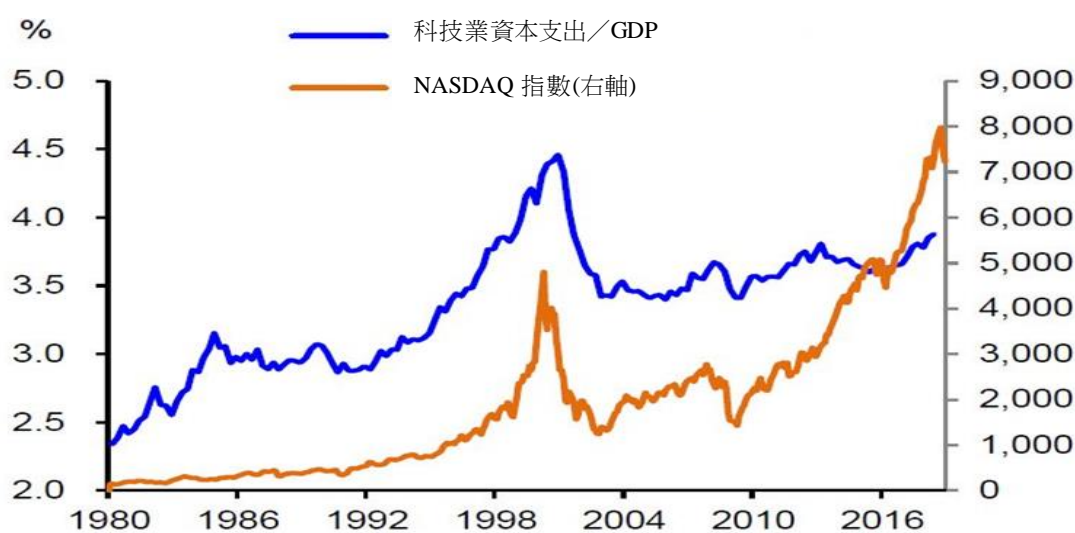
資料來源：Bloomberg

¹² Basel III 協定要求銀行第一類資本比率（Tier 1 Capital Ratio）為 8.5%。

(二)科技業

金融危機後，美國科技股強勢反彈，與屢創新高的那斯達克指數相較，美國科技業的資本支出占整個產業的比重仍低於歷史水準（圖 12）。顯見，當前美國科技業並未發生科技泡沫時期，資本高度擴張情況。因此，未來即使科技股出現大幅回檔修正，對總體經濟也不大可能重現 2001 年經濟衰退之嚴重衝擊。

圖 12 美國科技業資本支出



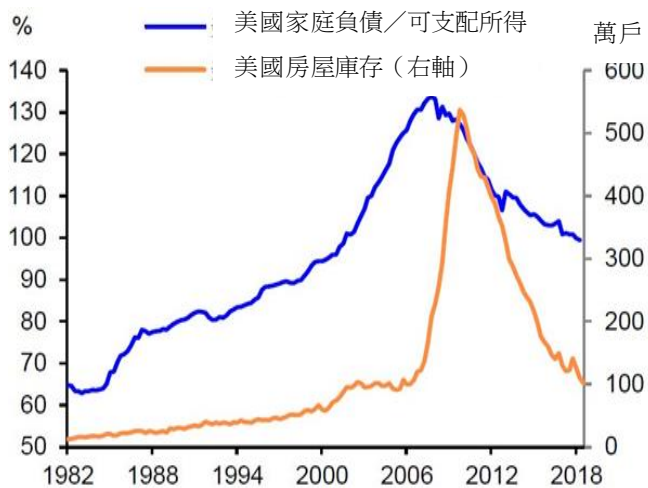
資料來源：Bloomberg

(三)房貸市場

2008 年的次貸危機，係因美國家庭部門房貸市場的高槓桿，及投機需求所衍生金融商品崩跌，進而導致實體房地產市場供給過剩。近年來，隨著美國家庭部門經濟情況改善與去槓桿化，家庭部門負債占可支配所得比率下滑，美國房地產市場不僅餘屋量減少，出租和自有住宅空屋率也均下滑（圖 13、

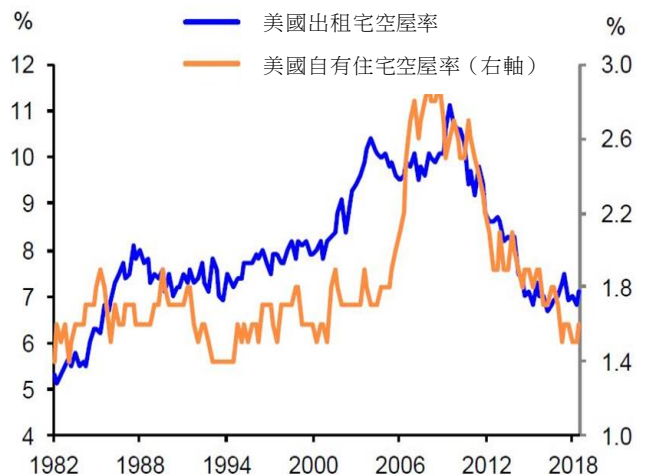
14)。目前房地產市場健全，並無失衡疑慮。2019 年 Fed 升息，美國房貸市場可能修正，但應不致在短期內造成經濟急遽衰退。

圖 13 美國家庭負債與房屋庫存



資料來源：Bloomberg

圖 14 美國住房空屋率



資料來源：Bloomberg

(四) 股票市場

由以上觀察，導致最近三輪美國經濟衰退的結構性失衡在當前並不存在。然而，若由美國經濟復甦最重要的引擎消費端觀察，市場擔心一旦股市下跌，是否透過財富效應來抑制消費。

美國家庭金融資產中的股票資產比重，已接近科技泡沫時的高點(圖 15)，此確實值得警惕。惟考慮到當前美國家庭的較高的淨財富，美股下跌對消費的產生的負財富效應很可能要弱於以往。

此外，美股上漲所帶來淨財富的增加，美國家庭部門儲蓄並未明顯降低(圖 16)。即使股市下跌，短期內美國家庭尚可透過降低儲蓄率來支撐消費。

圖 15 美國家庭股票資產



資料來源：Bloomberg

圖 16 美國家庭財富與儲蓄



資料來源：Bloomberg

三、Fed 升息對美國經濟的影響較以往略為鈍化

由利率敏感的住宅投資觀察，因其受 Fed 升息的衝擊最為明顯，尤其 2018 年以來隨著 Fed 升息，住宅投資已經連續 3 季負成長。然而，當前住宅投資的衰退，不致對整體經濟造成太大威脅，係因：

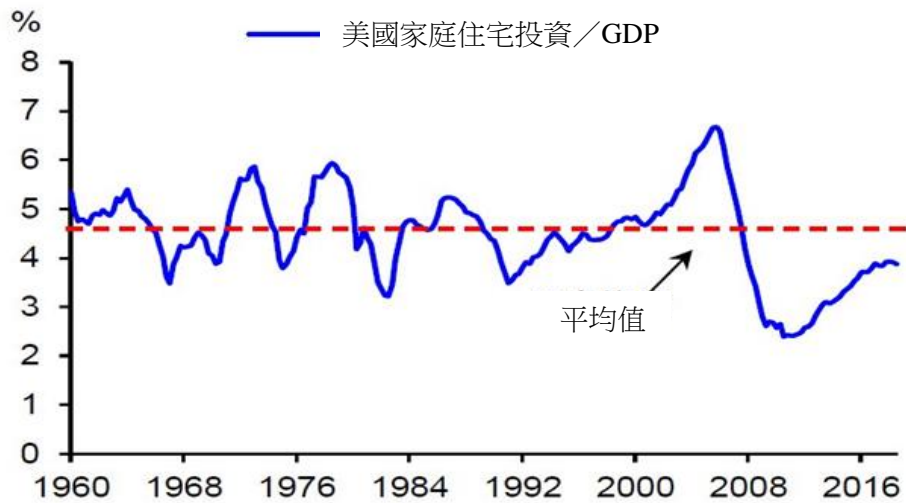
（一）住宅投資的重要性降低

目前美國住宅投資占 GDP 比重不足 4%，不僅較金融危機前的高峰下降近一半，與歷史相比，仍偏低近 1 個百分點（圖 17）。且 Fed 升息並未增加美國家庭的債務支出的壓力，因此對其消費的抑制也未顯現。

Fed 漸進升息所導致的信用利差的溫和上升，並未對實體經濟復甦構成實質性風險。2018 年以來，即使住宅投資持續下滑，對於 GDP 成長的拖累平均尚不到 0.1 個百分點，遠不及其他 GDP 主要項目之貢獻¹³。

13 2018 年對美國 GDP 成長之貢獻項目，依序為消費、企業投資與淨出口。

圖 17 美國住宅投資

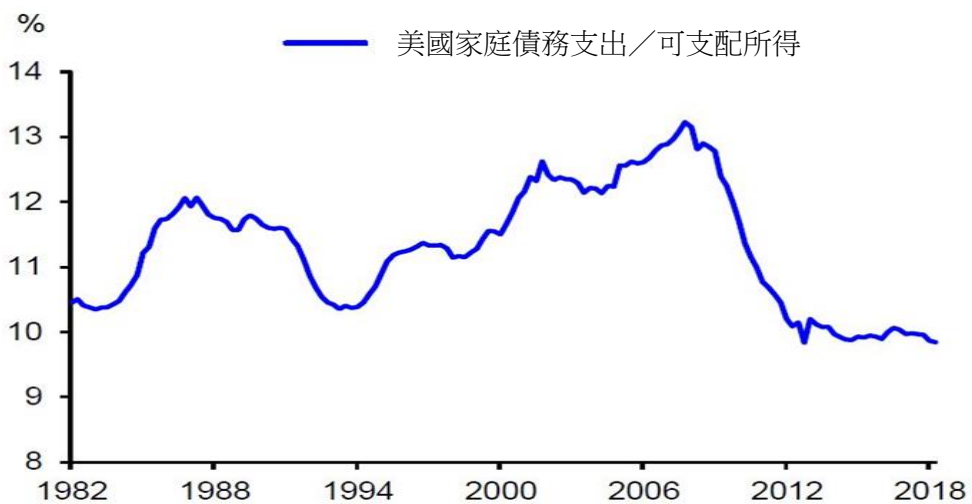


資料來源：Bloomberg

（二）家庭部門債務支出比重仍低

從融資端來看，Fed 升息的一個負面影響，無疑是家庭部門債務負擔增加。Fed 升息並未顯著增加美國家庭的償債壓力，因此對其消費的抑制也未顯現，目前美國家庭的債務支出占可支配收入的比重仍處於低點（圖 18）。

圖 18 美國家庭部門債務支出



資料來源：Bloomberg

四、美國川普總統的減稅政策刺激

美國川普總統的減稅政策，為美國經濟 2018 年成長的重要推手¹⁴，第 2 季及第 3 季 GDP 成長率分別上揚至 4.2% 與 3.4%，且初估對 2018 年美國 GDP 成長貢獻達 0.5 個百分點，其對家庭與企業之主要影響如下：

（一）家庭部門

2019 年家庭部門消費的擴張，仍將受惠於個人所得稅的減免計畫。由於個人所得稅率的降幅有限（最大降幅 4%），其刺激效應主要源於個人所得稅標準扣除額的提高，因為美國的低收入族群主要倚賴此方式報稅。

由於個人所得稅的減免將持續至 2025 年，因此 2019 年減稅效應帶來的可支配所得增加，有利家庭部門擴大消費。

（二）企業部門

稅改對於企業資本開支的提振在 2019 年應仍會繼續，由於企業在減稅之初，增加大設備等折舊資產的成本費用化，因此減稅對於企業投資意願會隨著時間而遞減。惟囿於 2019 年僅是稅改實施的第 2 年，上述帶動作用不大可能立即衰退。

此外，在現有的財政刺激之外，新一輪基礎建設投資法案可能於 2019 年下半年在國會通過，可望進一步帶動經濟成長。

¹⁴ 美國商務部（Commerce Department）報告指出，2018 年第 2 季消費者支出呈現近 4 年來的最大反彈，美國民眾購買汽車大增，並增加醫療保健、住房、水電雜費、餐廳和旅館支出。

五、美中貿易戰方興未艾

美國與中國貿易紛爭包括對鋼鋁關稅、威脅課徵汽車進口關稅、及簽訂新 Nafta 協議之不確定性，致全球貿易量減少¹⁵，對貿易不利影響將逐漸顯現。

美國對中國大陸進口商品等實施一連串約 2,500 億美元進口產品加徵關稅已生效（表 6），並威脅續擴大加稅清單。雖以絕對金額而言，佔全球貿易量比例不大，但跨國企業於思考未來投資布局時，恐需額外考慮其產品供應鏈之地緣政治風險，實不利全球貿易發展。

表 6 美國對中國大陸進口商品加徵關稅概況

清單		生效日期	進口品規模	項數	加徵關稅稅率	主要產品
第一波	階段 1	2018 年 7 月 6 日	約 340 億美元	818 項	25%	電子資通訊產品、機械用具、航空設備、汽車零組件
	階段 2	2018 年 8 月 23 日	約 160 億美元	279 項	25%	針對「中國製造 2025」相關產品
第二波	階段 1	2018 年 9 月 24 日	約 2,000 億美元	5,745 項	10%	網路通訊產品、民生消費品、機械用具、家具等
	階段 2	視協商結果決定			25%	
第三波		尚未公布	約 2,670 億美元	3,043 項	未定	上述清單以外所有產品

資料來源：經濟部國貿局資料整理

（一）國際機構下修全球經濟與貿易成長

受川普貿易政策影響，全球貿易中之資本投資成長近期已現疲態，本年 10 月 IMF 及 11 月 OECD 所發布之經濟展望報告均下修全球 GDP 與貿易量成長率（表 7），兩國際機構皆指出全球貿易衝突將削弱消費與投資信心，不利全球

¹⁵ 今年第 3 季德國出口萎縮，致整體經濟產出更加惡化，日本亦擔憂中國經濟放緩對出口之影響。

經濟穩健擴張。

表 7 IMF 與 OECD 對全球 GDP 與貿易量成長率預估值 (2018/11)

	OECD	IMF
全球 GDP 成長率	2018、2019 年均由本年 7 月預估值 3.9% 下修至 3.7%	2018 年維持 3.7%；2019 年則由本年 9 月預估值 3.7% 下修至 3.5%
全球貿易量成長率	2018、2019 年分別由本年 7 月預估值 4.8% 與 4.5% 下修至 4.2% 與 4.0%	2018、2019 年分別由本年 6 月預估值 4.7% 與 4.5% 下修至 3.9% 與 3.7%

資料來源: IMF、OECD

(二) 美國企業亦無法置身事外

美國企業仍須面對進口零件價格上漲、全球供應鏈及出口市場斷鏈等不確定因素之困境。本年 12 月初 G20 高峰會，美中同意於 90 天內（即明年 3 月 1 日前）進行談判磋商，美國暫緩進一步對中國大陸調升關稅措施；惟若談判結果未如預期，恐將調升現行關稅，美國亦可能另對現行加稅清單外之 2,670 億美元中國大陸進口商品加徵關稅（表 6）。

雖然減稅及法規鬆綁或使美國投資更具吸引力，惟川普總統掀起之貿易戰，重創包括美國在內之全球投資。近日美中雖同意暫時貿易休兵，惟 2019 年經濟成長前景，仍將取決於貿易緊張情勢能否獲得實質解決。

(三) 歐盟及日本將扮演重要角色

未來若美中貿易戰越演越烈，歐盟及日本須高度自律，避免貿易報復，以免全球貿易環境雪上加霜。全球經濟若因貿易戰而陷入衰退，加以美國恐不願因全球貿易戰影響自身財政及貿易政策情況下，歐盟及日本可能須採行擴張性財政及貨幣政策，方可緩和全球經濟衰退。

六、展望

2018 年以來，雖然美國政府減稅及擴大政府支出等財政刺激措施，美國經濟成長強勁，失業率處於歷史低位，工業保持高成長，GDP 成長為金融危機以來的高水準，然美國經濟也存在一些值得警惕的不利因素，如貿易戰對美國出口的負面影響未歇。

從近來 Fed 對美國經濟的表態來看，其對美國經濟依然保持樂觀（表 8），仍將繼續漸進式的升息。然受不確定因素干擾，金融市場日益看淡 Fed 升息前景，而近期美債收益率曲線的部分反轉，也對經濟前景蒙上陰影。Fed 高層正積極探討未來升息步伐及政策調整之必要，各界亦密切關注美國經濟衰退的潛在可能。

至於中美貿易戰部分，研討會中諸多經濟學家均表示，其恐影響全球供應鏈的變化，而以往此供應鏈的存在確實有助於抑制產品價格上漲的壓力。惟提高關稅對全球供應鏈的移轉，以致對通膨的具體效果與影響目前仍不確定，尚需更多的時間與數據佐證。

展望未來，在薪資、新屋開工、耐用品訂單等經濟領先指標創新高或維持高位的情況下，雖然美國經濟成長可能走緩，但在中期仍有望保持平穩態勢，經濟成長大幅下滑甚至步入衰退的機率較低。

未來仍面臨諸多風險，隨著美國總統川普政府 1.5 兆美元減稅計畫和聯邦支出增加帶來的刺激開始衰退，美國經濟成長是否已觸頂、全球貨幣政策動向，以及貿易與科技等趨勢變化而帶來不確定性，均可能對經濟及金融情況帶來更大的影響。

表 8 近來 Fed 對美國前景的看法

時間	發言人	發言場合	內容
2018/12/19	Fed 主席 鮑威爾 (Jerome Powell)	FOMC 會議	<p>1.2018 年係金融危機以來經濟成長最強勁之年度，惟通膨仍低於 2%，Fed 將耐心觀察未來經濟發展，客觀執行貨幣決策。</p> <p>2.就業市場近月成長強勁，失業率維持低檔，家計支出持續強勁成長，而企業固定投資則從本年稍早之強勁成長轉為溫和。</p> <p>3.近期風險大致平衡，惟仍將持續觀察全球經濟及金融發展，以評估對經濟之影響。</p> <p>4.多數委員預期 2019 年經濟狀況仍佳，但也見到疲軟跡象，預期 GDP 成長將放緩。</p>
2018/12/4	NY Fed 總裁 威廉斯 (John Williams)	G30 會議	<p>1.大量經濟指標顯示，美國經濟表現強勁，並將繼續增長，預估美國 2019 年 GDP 成長 2.5%，此將為美國經濟史上最長的擴張期。</p> <p>2.隨薪資增幅擴大，預估美國通膨將略微超過 2%，目前並無跡象顯示將推升至更高的水準。</p> <p>3.美國經濟"正處於強勁成長路徑"之際，Fed 漸進式升息是合理的。</p>
2018/11/28	Fed 主席 鮑威爾 (Jerome Powell)	紐約經濟俱樂部 (Economic Club of NY)	<p>1.與歷史相比利率仍處於較低水準，且略低於 (justbelow) 各種計算方法所得到的中性利率。相較 10 月初稱利率距中性水準仍遠之言論，市場解讀其立場可能轉趨鴿派。</p> <p>2.FOMC 的預測對前景仍樂觀，經濟將持續穩健成長，失業率低，通膨接近 2%。</p> <p>3.然而，逐步升息對經濟的影響仍具不確定性，可能須更長時間才能完全實現，未來將密切觀察新的經濟和金融數據。</p>

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System；作者整理

伍、心得與建議

一、心得

近年全球化雖屢遭逆風，惟仍持續蓬勃發展，然在川普總統美國優先的思維下，貿易戰影響擴大，金融市場波動程度加劇。基於此，Fed 透過各種貨幣工具搭配的組合，致力強化貨幣政策傳遞機制，以避免單一工具之侷促性，此外，更加重視各項數據與經濟模型，且重視溝通機制，以減緩對金融市場衝擊，並有效達成貨幣政策目標。

2019 年美國經濟成長將放緩，通膨壓力逐漸顯現。Fed 漸進升息為全球金融市場帶來更大壓力，但由此判斷美國經濟面臨衰退似乎過早。然金融市場劇盪，恐導致貨幣傳遞機制的改變，新興經濟體之金融市場衝擊勢必更大，各國央行需積極應對。

紐約聯邦準備銀行的課程安排，除了系統性地介紹，使學員全面瞭解外，並由主持人、與談人與學員，三方互動方式進行，不僅能深入瞭解課程內容外，並能與其他會員國學員進行經驗交流與分享，個人擴大視野且獲益良多。

二、建議事項

- (一) 隨著全球化的發展，和金融市場的不斷深化和完善，美國、歐元區及中國等國家的經濟波動將透過國際市場迅速傳遞。我國為小型開放經濟體，受主要經濟體外溢效果影響顯著，宜密切觀察各國經濟情勢變化，彈性運用各項貨幣政策工具，擬定妥適之貨幣政策。
- (二) 美中貿易戰供應鏈中斷，將對企業帶來衝擊，至於對通膨的具體效果與影響，美國 Fed 指稱仍待時間與更多的資料佐證。我國科技業為全球電子產品重要的供應鏈，貿易戰效應各界深度關注，宜留意其後續發展，妥善因應。
- (三) 金融科技快速發展，伴隨諸多新挑戰與新問題，亦增加貨幣決策的困難度。基

此，Fed 更強調資料與數據分析，未來本行加強大數據與建構經濟模型，並參考各國經驗，透過大數據甚至人工智慧等技術，更有效地預測和分析經濟金融狀況，制定最適之貨幣政策。

- (四) 金融危機後，各國更積極並主動進行貨幣政策的溝通與協調，本行一向重視貨幣決策資訊揭露透明化與溝通，近年透明化程度已高於許多國家，未來宜更強化並致力提升貨幣政策溝通管道。
- (五) 經與其他國家中央銀行人員於研討會中意見交流，對本行每季理事會會後發布議事錄摘要、主動提供當前重要經濟議題等參考資料，且已採總裁親自線上網路直播理事會後記者會等溝通過程，均表推崇與讚許，認為此舉有效提升貨幣政策透明度及本行形象，未來或可運用更多通訊科技，加強與民眾溝通。
- (六) 本研討會除各講師分享其研究經驗外，部分議題採主持人、與談人對談，及學員提問的方式進行。加上透過各國央行人員交換央行貨幣政策現況與其面臨之難題，均有助汲取新知。建議可鼓勵更多本行同仁參與相關課程，以獲得更多國際資訊交流機會。

參考資料

- 中央銀行(2013),「量化寬鬆貨幣政策」,央行理監事會後記者會參考資料,12月26日。
- 朱美智(2016),「Fed及ECB因應危機措施對其資產負債表」,國際金融參考資料第69輯,12月。
- 張天惠(2017),參加印尼央行與德國央行合辦之「貨幣政策執行研討會」出國報告書,中央銀行。
- 連欣儀(2017),參加紐約聯邦準備銀行「第41屆中央銀行研討會」出國報告書,中央銀行。
- 中央銀行(2018),「美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵」,央行理監事會後記者會參考資料,12月20日。
- 中央銀行(2018),「川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響」,央行理監事會後記者會參考資料,12月20日。
- Federal Reserve Bank of New York (2018),「42st Central Banking Seminar」研討會研習資料,10月1日。
- John M. Roberts (2018), "An Estimate of the Long-Term Neutral Rate of Interest ", FEDS Notes, 2018, September。
- NBER (2010), US Business Cycle Expansions and Contractions。
- Bonis, Brian, Lauren Fiesthumel and Jamie Noonan (2018), "SOMA's Unrealized Loss: What does it mean? ", FEDS Notes, August。
- Davig, Troy A. & Smith, Andrew Lee (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 1-4, May 10。
- Editorial Board of Financial Times, "The threat to growth from raging trade war" Financial Times. <https://www.ft.com>

FOMC (2018), "Federal Reserve issues FOMC statement", December 2018

[URL:https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20181219a1.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20181219a1.pdf)