

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

**BIS Asia-Pacific Asset Allocation Workshop 2024**  
**心得報告書**

服務機關：中央銀行

出國人姓名：官佳璿

出國地點：香港

出國期間：113/2/27 至 113/03/01

報告日期：113 年 5 月 23 日

## 摘要

2023 年下半年至 2024 年第一季，美國與歐元區在實質 GDP 成長及通膨降溫路徑出現差異，其原因有長期結構性因素，也有疫情、戰爭引發的短期供需失衡。美國經濟成長主力為國內消費支出，勞動市場緊俏，薪資成長與消費需求有明顯相互強化效果。歐元區則較依賴出口，地緣政治風險致消費者信心疲弱，薪資成長未能帶動消費需求。這些差異造成美、歐在通膨降溫的最後一哩路有時程落差，美國的通膨黏性為強勁消費需求所驅動，歐元區則因能源危機解除致通膨放緩。

展望 2024 下半年至 2025 年，美、歐經濟前景可能為「軟著陸」或「通膨黏著」，目前兩種情境的發生機率相當。若為「軟著陸」情境，美、歐的實質 GDP 成長率及通膨率的差距縮小，Fed、ECB 於 2024 年降息，美國及德國債券殖利率曲線下移，恢復正斜率。若為「通膨黏著」情境，通膨回溫不利歐元區經濟復甦，ECB 於 2024 年降息以避免衰退。美國經濟保持韌性，Fed 延後至 2025 年降息，美國及德國長年期債券殖利率因通膨風險上揚，曲線長端趨陡。

## 目錄

壹、前言.....	4
貳、疫情後美國與歐元區經濟表現差異的原因.....	5
參、美國與歐元區經濟前景的可能情境.....	12
肆、美國與歐元區總體經濟因子及殖利率曲線預測.....	16
伍、心得及建議.....	22
參考文獻.....	24

## 壹、前言

美國及歐元區歷經 2022 年因供應鏈瓶頸、勞動市場供需失衡、能源短缺引發的高通膨，Fed 及 ECB 自 2022 年至 2023 年連續升息，強力緊縮貨幣政策以穩定物價。2023 年隨緊縮效果逐漸顯現，美國及歐元區的通膨率都自高點回落，商品及服務供需逐步恢復均衡。

然而 2024 年第一季度，美、歐的通膨降溫路徑出現差異。美國通膨率下降緩慢，高於預期的通膨數據未能強化 Fed 取得通膨降溫進展的信心，降息時點仍不明確。歐元區在能源危機解除後，通膨率降速符合 ECB 預期，ECB 最快可能在 2024 年 6 月開始降息。Fed 與 ECB 貨幣政策調整步調的落差是否可能擴大，為近期金融市場參與者關注的議題。

本文首先探討美國及歐元區自 2023 年下半年迄今，通膨率及實質 GDP 成長率出現差異的原因。進而設定 2024 至 2025 年美、歐經濟前景為「軟著陸」或「通膨黏著」兩種情境。應用 BIS 發展之總體經濟因子與殖利率曲線因子預測法，對美、歐的實質 GDP 成長率、物價指數年增率、美國及德國公債殖利率曲線進行預測，嘗試透過量化模型，推估在「軟著陸」、「通膨黏著」兩種情境下，殖利率曲線的可能變化及相應策略。

## 貳、疫情後美國與歐元區經濟表現差異的原因

COVID 疫情後，美國及歐元區經濟因全球供應鏈瓶頸及消費需求復甦，引發高通膨，美、歐央行相繼升息以錨定通膨預期。美國 Fed 於 2022 年 3 月啟動升息循環，2023 年 7 月聯邦資金利率(Fed Funds Rate)升至 5.25%~5.5%，維持該政策利率水準迄今 10 個月。2023 年底，美國整體 PCEPI 年增率降至 2.6%，全年實質 GDP 成長強勁，強勁的民間消費支出是主要成長動力，詳圖(2.1)、圖(2.2)。

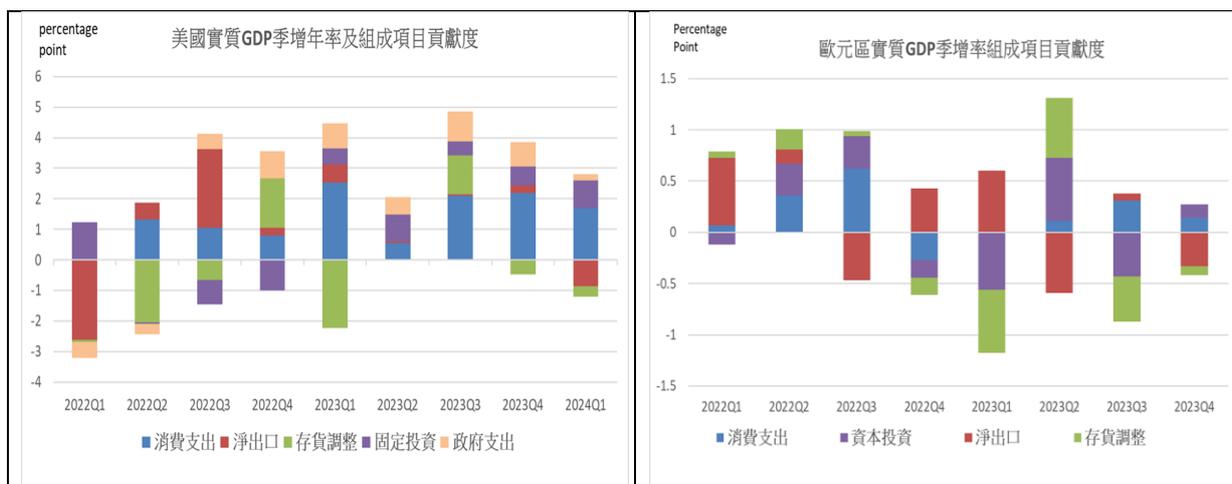
2022 年歐元區經濟受能源短缺衝擊，整體 HICP 物價年增率於當年 10 月攀升至 10.6%。ECB 於 2022 年 7 月啟動升息，脫離負利率政策，2023 年 9 月 ECB 存款機制利率(Deposit Facility Rate)升至 4%，維持該政策利率水準迄今 8 個月。2023 年下半年歐元區通膨率快速回落，消費支出及淨出口疲弱，實質 GDP 成長率陷入負成長。本章節探討在央行維持緊縮貨幣政策下，美國及歐元區經濟表現產生落差的原因。

圖(2.1) 美國與歐元區實質 GDP 成長率



資料來源:美國 Bureau of Economic Analysis，Eurostat

圖(2.2) 美國與歐元區實質 GDP 組成項目貢獻度

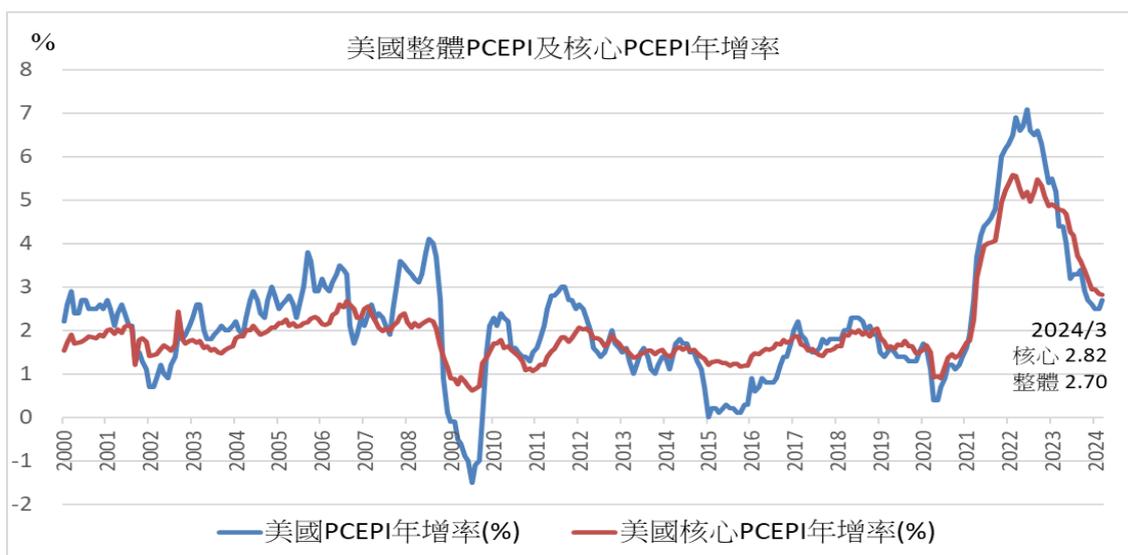


資料來源:美國 Bureau of Economic Analysis，Eurostat

一、 美國通膨黏性來自消費需求，歐元區能源危機緩解致通膨回落

美國通膨率於 2023 年持續放緩趨勢，2024 年第一季呈現黏性。2024 年 3 月美國整體物價 PCEPI 年增率 2.7%，核心物價 PCEPI 年增率 2.8%，與 2023 年底之 2.6%、2.9%相近，如圖(2.3)。美國整體及核心 PCEPI 之 3 個月變動率於 2024 年 3 月回升至 4.4%，通膨率下降趨勢似有反轉跡象。

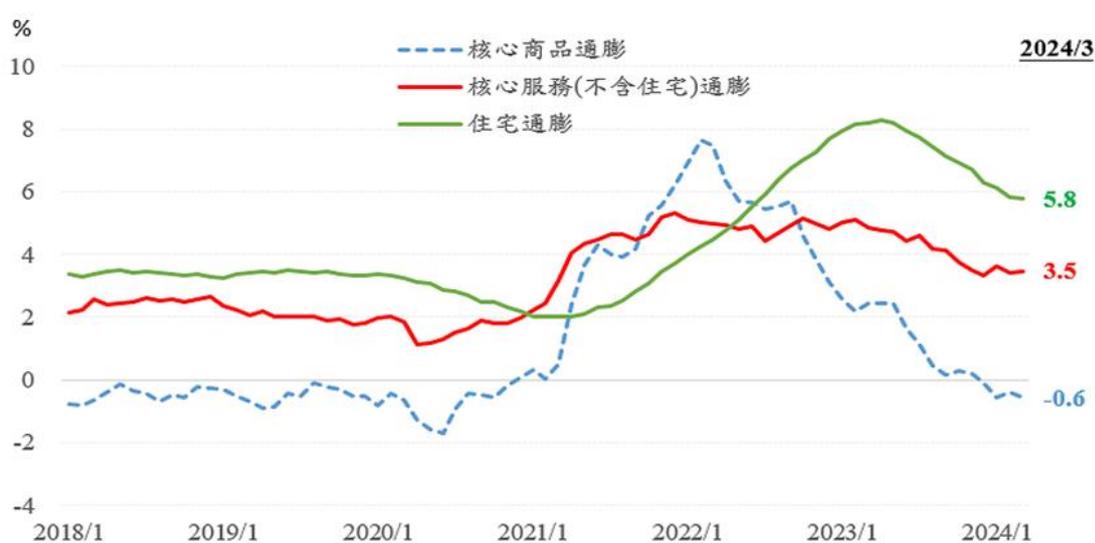
圖(2.3) 美國整體及核心 PCEPI 年增率



資料來源:美國 Bureau of Economic Analysis

圖(2.4)顯示美國通膨黏性來自核心服務(不含住宅)通膨率及住宅通膨率降速緩慢。核心服務(不含住宅)通膨呈黏性，係因財政刺激措施及財富效果支持消費需求。住宅通膨緩降係因住房市場供不應求，大部分房貸戶於疫情期間以低利率再融資，當前高利率對房價的抑制效果有限。

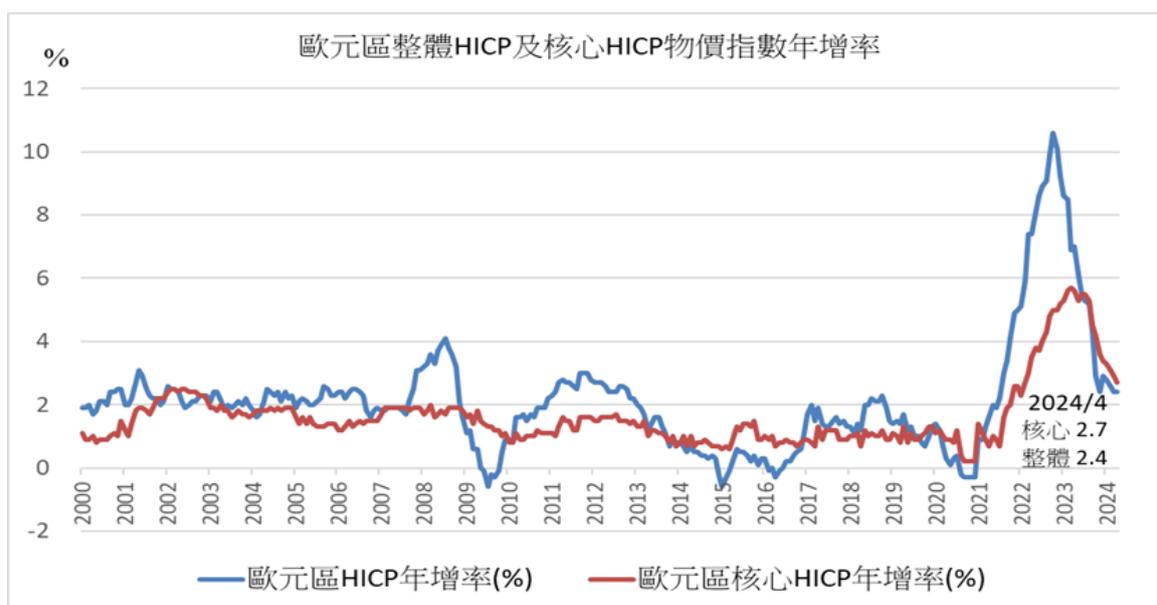
圖(2.4) 美國 PCEPI 之核心商品、核心服務(不含住宅)及住宅通膨率



資料來源:美國 Bureau of Economic Analysis

歐元區通膨率則因俄烏戰爭影響，整體及核心 HICP 物價年增率分別於 2022 年 10 月及 2023 年 3 月觸及高點，後由於天然氣價格下跌及儲存量充裕，通膨率回落。2024 年 4 月整體 HICP 年增率降至 2.4%，核心 HICP 物價年增率降至 2.7%，低於 2023 年底之 2.9%、3.4%，如圖(2.5)。歐元區通膨率起落的速度及幅度均大於美國。

圖(2.5) 歐元區整體與核心 HICP 年增率



資料來源: Eurostat

OECD 研究報告<sup>1</sup>指出，2023 年以來，主要經濟體的通膨放緩大部分來自供給面因素，特別是歐元區因能源短缺引起的高通膨已緩解。又因歐元區財政刺激措施受限制，消費者信心疲弱，總合需求增長幅度不及總合供給<sup>2</sup>，致 GDP 成長率及通膨率低於美國。

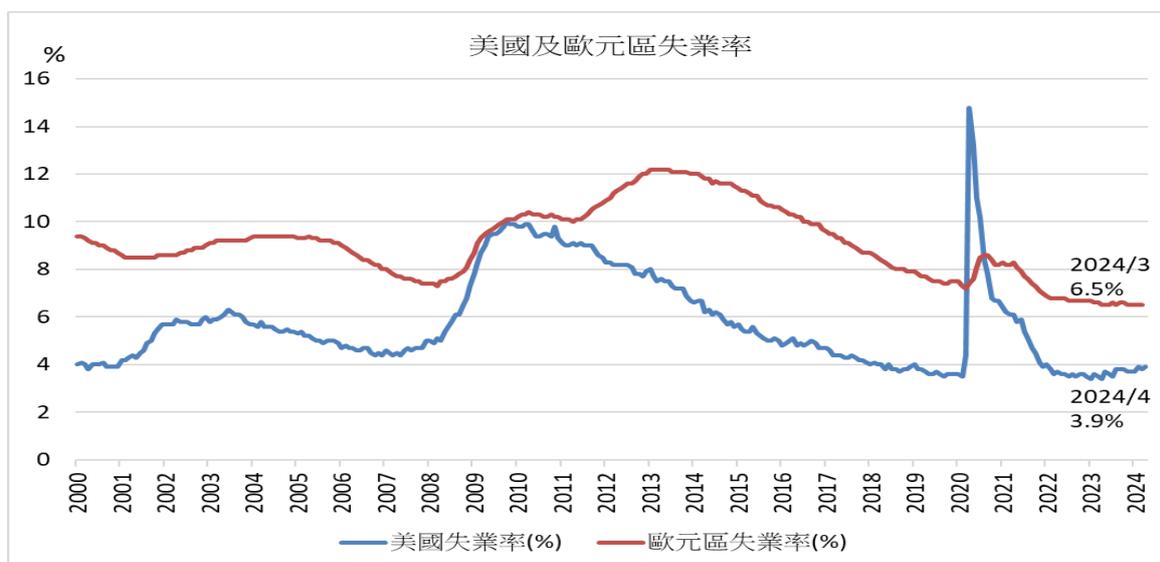
## 二、 美國薪資成長與消費支出相互強化，歐元區實質薪資成長主要來自通膨快速降溫

COVID 疫情後，美國及歐元區的勞動市場均呈現勞動需求大於供給的情形，失業率維持在低點。2024 年 4 月美國失業率 3.9%，連續 27 個月低於 4%。歐元區失業率更降至 6.5%，為 2000 年以來的低點，如圖(2.6)。

<sup>1</sup> OECD (2024), "OECD Economic Outlook", Volume 2024 Issue 1: Preliminary version, No. 115, OECD Publishing, Paris.

<sup>2</sup> 參見 de-Muizon, S. Raja and J. Weidner (2024), "Inflation trends: US, UK and Euro Area on diverging paths back to target", Global Inflation Report, Deutsche Bank Research, February 2024.

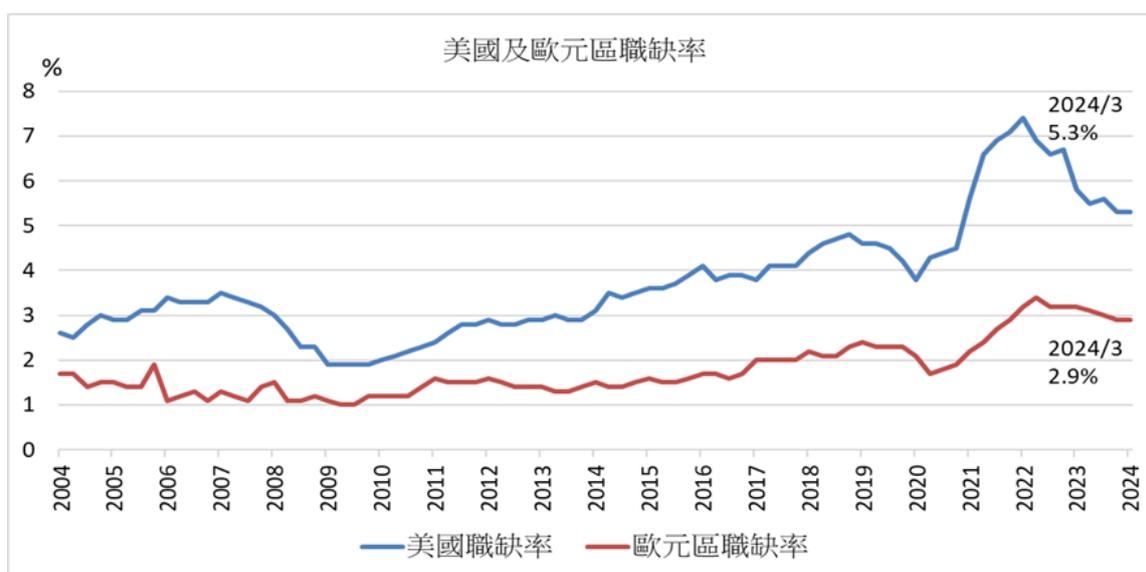
圖(2.6) 美國及歐元區失業率



資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics，Eurostat

職缺率變化則反應緊俏的勞動市場逐步回復供需平衡。美國職缺率由 2022 年第一季 7.4%，降至 2024 年第一季 5.3%，略高於 2019 年平均值为 4.5%。歐元區職缺率於疫情後的增長幅度小於美國，2024 年第一季職缺率降至 2.9%，已接近 2019 年平均值 2.25%，如圖(2.7)。

圖(2.7) 美國及歐元區職缺率



資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics，Eurostat

表(2.1)為美國及歐元區之職缺對失業率比率，可發現美國勞動市場的供需失衡程度大於歐元區。2023 年第四季，美國每一位失業人口仍有 1.39 個工作職缺。歐元區每一位失業人口僅有 0.45 個工作職缺。

表(2.1) 美國及歐元區之職缺對失業率比率

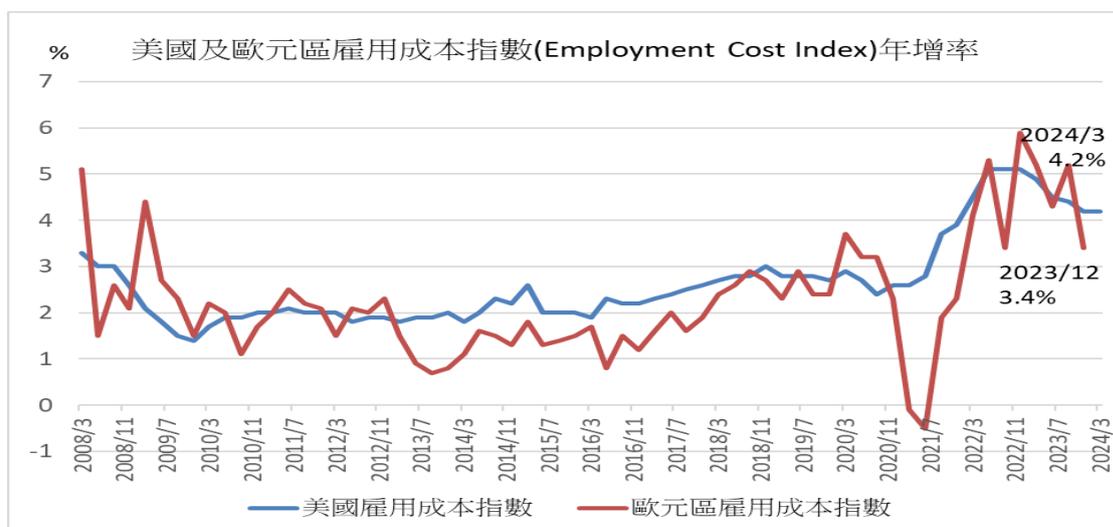
日期	美國	歐元區
2019/12/31	1.17	0.31
2022/3/31	2.06	0.47
2024/3/31	1.39	0.45

資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics，Eurostat

美國勞動市場供需恢復均衡的速度較歐元區慢，也反應在兩地薪資成長的差異。圖(2.8)顯示美國雇用成本指數(Employment Cost Index, ECI)年增率高於歐元區。2023 年美國 ECI 年增率 4%，高於 CPI 年增率及 PCEPI 年增率，實質薪資成長率為正值，支持美國民眾的消費支出，穩健的消費需求也讓企業維持雇用人力，就業與消費處於正向循環。

2023 年第四季歐元區的 ECI 年增率 3.4%，與 2023 年底核心 HICP 年增率 3.4%相當。歐元區勞工透過與雇主義薪以逐步提高薪資成長率，然而隨歐元區勞動供需平衡，勞工要求提高名目薪資的議價能力或有限，實質薪資增長來自通膨率的快速下降。

圖(2.8) 美國及歐元區雇用成本指數(ECI)年增率



資料來源:美國 Bureau of Labor Statistics , Eurostat

### 三、 小結

2023 年下半年以來，在央行維持貨幣政策利率於限制性水準一段時間後，美國與歐元區的通膨降溫路徑及經濟成長有明顯差異。美國通膨黏性為需求面所驅動，就業情況良好，薪資成長與消費支出形成正向相互強化。歐元區通膨放緩為供給面所驅動，能源價格下跌使整體通膨率快速回落，然而高利率及高通膨對消費支出與企業投資已造成負面衝擊，歐元區需要較寬鬆的貨幣政策以支持成長復甦。

## 參、美國與歐元區經濟前景的可能情境

2024 年第一季美國通膨數據高於市場預期，其通膨黏性可能延後 Fed 降息時點，限制降息幅度，甚至造成 Fed 與 ECB 貨幣政策分歧。本章節將探討 2024 年至 2025 年美、歐經濟的可能情境及貨幣政策調整步調。

### 一、經濟前景情境：「軟著陸」或「通膨黏著」

在沒有突發地緣政治風險事件的假設下，基本情境為美國及歐元區均達成「軟著陸」(soft landing)，預期美、歐通膨率將持續朝向 2% 目標回落。美國經濟成長放緩，歐元區經濟因 ECB 降息而逐年復甦，在此情境下，Fed 及 ECB 都採取漸進降息，詳表(3.1)。

表(3.1) 2024 ~2025 年美國及歐元區達成「軟著陸」情境

美國	歐元區
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 美國消費者面臨高借貸利率、儲蓄減少而縮減消費支出。</li><li>➤ 勞動市場供需恢復均衡，失業率略上升，薪資漲幅和緩。</li><li>➤ GDP 成長率放緩至 1.5%~2%。PCE 通膨率 2%~2.5%。</li><li>➤ Fed 於 2024 年降息 50~75bp，2025 年再降息 50~75bp。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 歐元區天然氣儲存充裕，再生能源產量增加，緩解能源漲價衝擊。</li><li>➤ 通膨回落，低失業率支持實質薪資成長及消費支出。</li><li>➤ GDP 成長率 0.0%~1.6%。HICP 通膨率約 2%~2.5%。</li><li>➤ ECB 於 2024 年降息 75~100bp，2025 年再降息 50~75bp。</li></ul>

資料來源: OECD<sup>3</sup>，Deutsche Bank Research<sup>4</sup>，BNP<sup>5</sup>，作者

<sup>3</sup> OECD (2024), “OECD Economic Outlook”, Volume 2024 Issue 1: Preliminary version, No. 115, OECD Publishing, Paris。

<sup>4</sup> de-Muizon M., S. Raja and J. Weidner (2024), “Inflation trends: US, UK and Euro Area on diverging paths back to target”, Global Inflation Report, Deutsche Bank Research, February 2024。

<sup>5</sup> Pretet, F. and N. Carrara (2024), “Different paces for last mile of global inflation”, BNP Paribas Strategy and Economics, May 3 2024。

2024 年第 1 季，美國及歐元區實質 GDP 季增年率顯示兩者分歧差距縮小，美國成長率由前季 3.4% 降至 1.6%，歐元區由前季-0.1% 回升至 0.3%，支持「軟著陸」情境。

消費者經歷一段期間的高通膨後，錨定通膨預期對央行達成物價穩定的政策目標更形重要。美國通膨降溫的最後一哩路不平順的因素包括：地緣政治風險再度引起油價上漲及供應鏈緊張、移民政策轉向使勞動供給短缺、企業轉嫁生產成本等，可能導致美、歐經濟體陷入「通膨黏著」(sticky inflation) 情境如表(3.2)。

「通膨黏著」情境下，Fed 需維持較高利率更長時間以錨定通膨預期，ECB 則需降息支持經濟復甦。高利率環境不利企業債務融資，金融資產價格易出現下跌修正，歐元區與美國金融情勢的連動，可能削弱 ECB 降息的效果，經濟衰退風險上升。

表(3.2) 2024~2025 年美國及歐元區「通膨黏著」情境

美國	歐元區
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 強勁消費需求支持經濟成長。</li> <li>➤ 企業囤積勞動力，薪資上漲，企業轉嫁生產成本。通膨呈黏性，通膨預期上升。</li> <li>➤ GDP 成長率 1.8%~2.5%。PCE 通膨率 2.5%~3.5%。</li> <li>➤ Fed 於 2024 年不降息，2025 年降息 25~75bp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 地緣政治風險加劇，油價上漲。企業生產成本上升，獲利減少。</li> <li>➤ 實質薪資下跌。儲蓄率上升，消費需求低迷，經濟衰退。</li> <li>➤ GDP 成長率-1.5%~1%。HICP 通膨率約 2%~3%。</li> <li>➤ ECB 於 2024 年降息 50bp，2025 年降息 50~75bp</li> </ul>

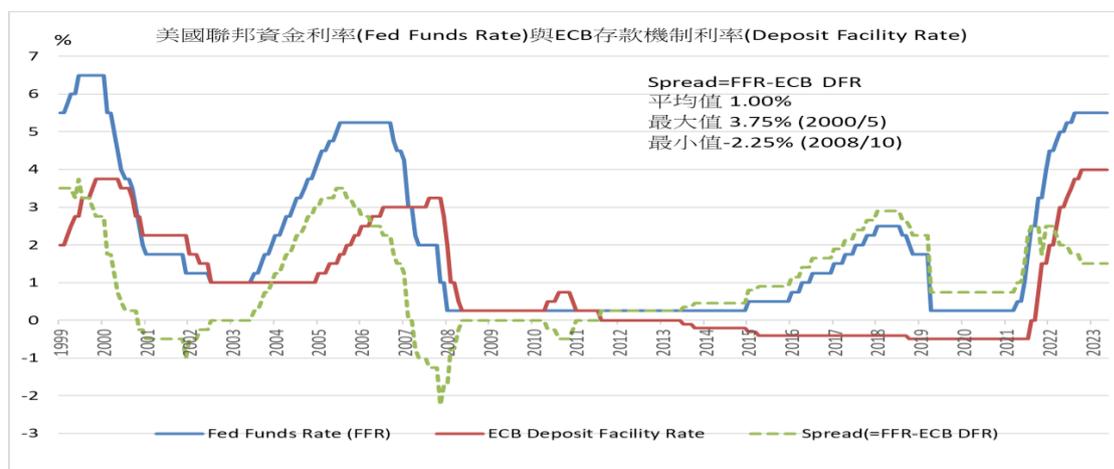
資料來源: OECD，Deutsche Bank Research，BNP，作者

由於近期俄烏戰爭、以哈戰爭、紅海武裝襲擊等地緣政治風險事件尚無平息跡象，另美國將於 11 月舉行總統及國會大選，政府重大政策存在高度不確定性，目前「軟著陸」、「通膨黏著」兩種情境的發生機率相當。

## 二、美、歐貨幣政策步調差異下的利差、匯率變化

依 IMF World Economic Outlook Database<sup>6</sup>之資料估計，自 2000 年至 2023 年，美國的實質 GDP 成長率平均值為 2.1%，歐元區成長率平均值為 1.3%。歐元區的長期 GDP 成長率低於美國，美、歐的政策利率利差也反應兩地成長率的差距。圖(3.1)顯示 Fed 聯邦資金利率與 ECB 存款機制利率的利差平均為 1%。僅在 2000 年美國科技股泡沫破滅及 2008 年金融海嘯時期，利差為負值。Fed 與 ECB 的升降息循環大致為同向，Fed 啟動時點都早於 ECB。兩者最大分歧僅 2015 年 12 月至 2018 年 12 月「Fed 升息，ECB 維持低利率」。

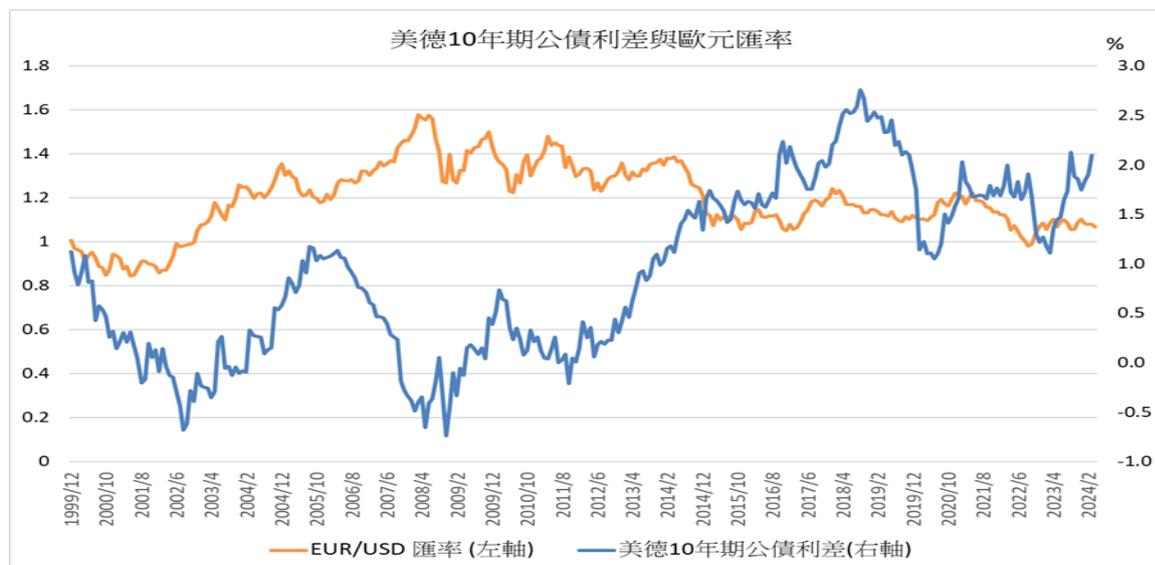
圖(3.1) Fed 聯邦資金利率、ECB 存款機制利率及利差



資料來源: Fed、ECB

<sup>6</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/April>

圖(3.2) 美德 10 年期公債利差及歐元匯率



資料來源: Bloomberg

觀察圖(3.2)美國與德國 10 年期公債利差與歐元匯率變化，可發現 2000 年至 2013 年期間，利差變化由美債與德債相互推動，利差平均 30bp，歐元匯率平均值為 1.24。2014 年至 2024 年期間，利差變化由美債推動，兩者利差平均 177bp，歐元匯率平均值為 1.14。長期而言，歐元匯率受利差變化影響，未來美國通膨是否順利降溫、歐元區經濟復甦程度分別為 Fed 與 ECB 調整貨幣政策所考量的主要因素，不論經濟前景為「軟著陸」或「通膨黏著」情境，若美國與德國公債利差縮小，將對歐元匯率有支持作用。

## 肆、美國及歐元區總體經濟因子及殖利率曲線預測

本章應用 BIS(Bank of International Settlements)發展的資產配置模組軟體(BIS Asset Allocation Module, BAAM)中的因子預測模型，依「軟著陸」及「通膨黏著」情境進行案例實作，預測美國及歐元區總體經濟因子，美國及德國公債殖利率曲線，探討相關之債券配置意涵。

### 一、 BAAM 因子預測模型

BIS 認為以長期持有為目的之資產配置應立基於總體經濟預期，該行依此理念發展殖利率曲線因子預測模型<sup>7</sup>，建立產出缺口、通膨率預期等總體經濟變數對殖利率曲線三因子(即短率水準(short rate level)、斜率(slope)、曲度(curvature))的統計模型。再以時間序列模型(time series models)取得總體經濟變數預測值，餵入殖利率曲線因子模型，得到公債殖利率預測值。BAAM 因子模型與央行貨幣政策目標之反應函數<sup>8</sup>有密切關聯。

本章預測實作使用 2000 年至 2024 年 4 月之歷史資料，包含美、歐實質 GDP 成長率、美國整體 PCEPI 月增率、歐元區整體 HICP 物價指數月增率、美國及德國公債殖利率。表(4.1)說明總體經濟因子預測係依其因子性質使用時間序列模型，殖利率曲線因子模型則為納入外生變數(exogenous variables)的自迴歸模型(autoregressive model, AR model)。

---

<sup>7</sup> 參見 Diebold, F.X. and C. Li (2006), "Forecasting the term structure of government bond yields", *Journal of Econometrics*, 130, 337-364。Nyholm, K. (2015), "A rotated Dynamic Nelson Siegel model with macro financial applications", ECB Working Paper Series, No 1851, September。

<sup>8</sup> 如討論央行政策利率與通膨預期、產出缺口關係之泰勒法則(Taylor Rule)。

表(4.1) BAAM 因子預測模型

總體經濟因子		變數	模型
	潛在 GDP 成長率	前期潛在成長率、前期成長率 前期產出缺口	指數加權移動平均 <sup>9</sup>
	產出缺口	潛在成長率及當期 GDP 成長率	當期 GDP 成長率為 AR(1)
	通膨預期	物價指數月增率	參見 Stock and Watson (2007) <sup>10</sup>
殖利率曲線因子		變數	自迴歸模型
	短率水準	產出缺口、通膨預期、前值	AR(1)
	斜率	產出缺口、前值	AR(1)
	曲度	前值	AR(1)

資料來源: BIS、BAAM

## 二、 預測結果

在「軟著陸」及「通膨黏著」情境假設下，對 2024 及 2025 年美國及歐元區之總體經濟因子、美國及德國之零息公債殖利率曲線進行預測。

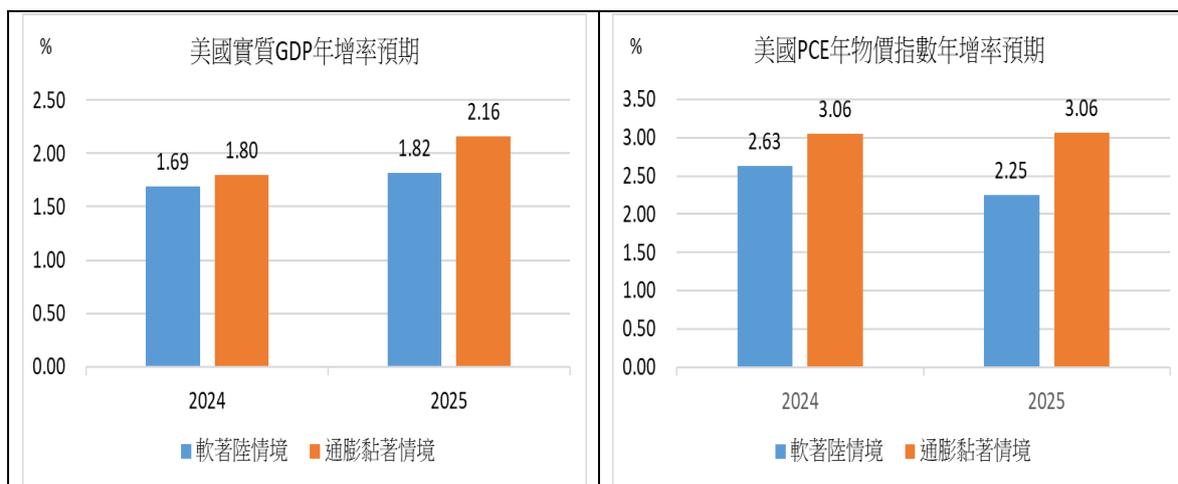
### (一)美國

圖(4.1) 顯示 BAAM 模型預測之美國實質 GDP 年增率、整體 PCEPI 年增率。GDP 年增率在「通膨黏著」情境高於「軟著陸」情境，但差距不大。整體 PCEPI 年增率走勢則明顯不同，「軟著陸」情境之通膨率持續下降，「通膨黏著」情境之通膨率則都在 3%以上。

<sup>9</sup> Exponentially weighted moving-average。

<sup>10</sup> Stock, J. and M. Watson (2007), “Why Has US Inflation Become Harder to Forecast?”, Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 39, No. 1, February。

圖(4.1) 美國總體經濟因子預估

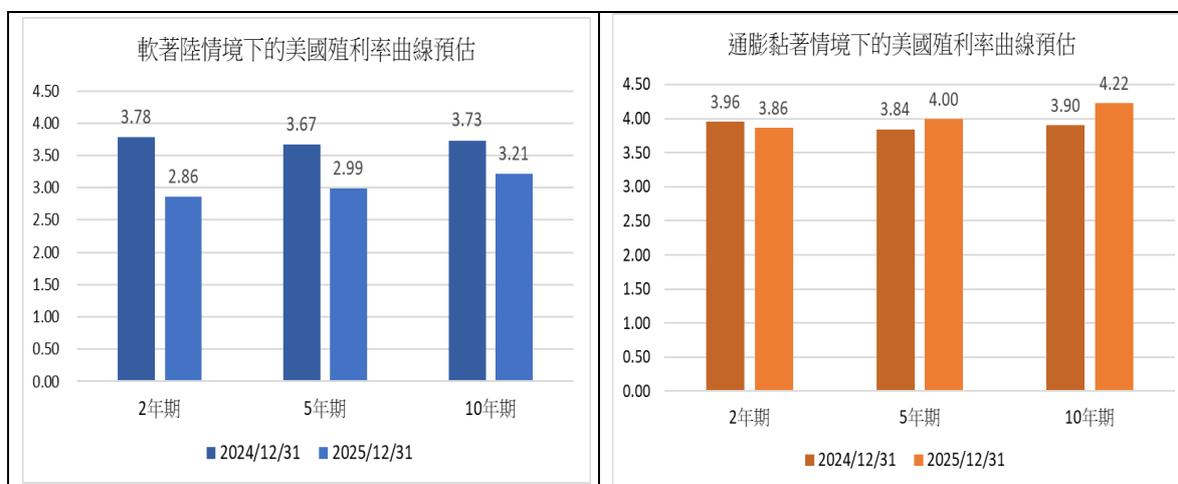


資料來源:BAAM

圖(4.2) 顯示 BAAM 模型預測之美國公債殖利率。

- 「軟著陸」情境之殖利率曲線下移，倒掛幅度縮小，2025 年恢復正斜率，2 年期殖利率 2.86%，10 年期 3.21%，利差 35bp。
- 「通膨黏著」情境之殖利率曲線水準接近 4%，高於「軟著陸」情境。2025 年 5、10 年期殖利率分別較 2024 年上升 16bp 及 32bp，2 年期則下跌 10bp，曲線趨陡化。

圖(4.2) 美國公債殖利率曲線預估

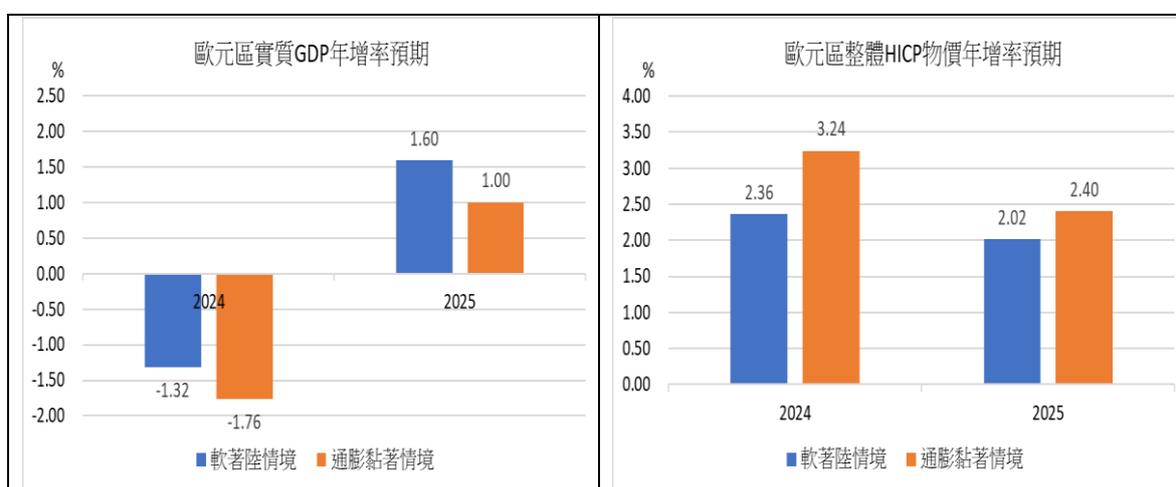


資料來源:BAAM

## (二) 歐元區

BAAM 模型預測 2024 年實質 GDP 成長於陷入衰退，2025 年復甦，如圖(4.3)，高通膨對歐元區實質 GDP 成長的負面衝擊明顯。「軟著陸」情境之整體 HICP 年增率逐年下降，於 2025 年回到 ECB 之 2% 目標。「通膨黏著」情境下，整體 HICP 年增率於 2024 年升至 3.24% 後回落至 2.4%。

圖(4.3) 歐元區總體經濟因子預估

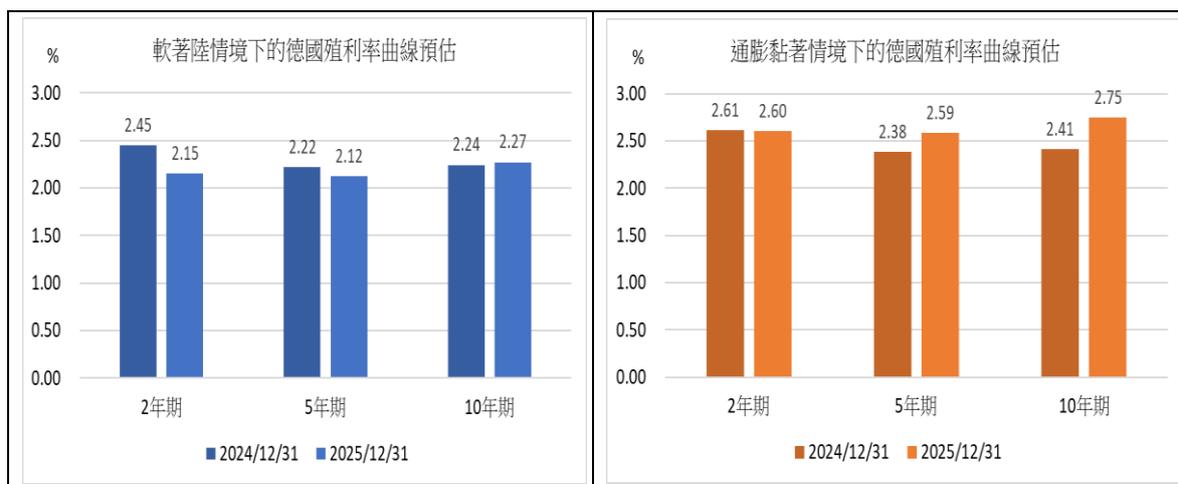


資料來源:BAAM

圖(4.4) 顯示 BAAM 模型對德國公債殖利率的預測。

- 「軟著陸」情境之殖利率曲線前端下移，2 年期殖利率下跌 30bp，10 年期大約持平，曲線由倒掛恢復正斜率。
- 「通膨黏著」情境之殖利率曲線長端彈升，10 年期殖利率上升 34bp，2 年期持平，曲線陡化。觀察殖利率曲線的變化可發現，通膨風險較 ECB 降息對德債殖利率影響更大。

圖(4.4) 德國公債殖利率曲線預測



資料來源:BAAM

### 三、 小結

透過 BAAM 模型的預測結果，可歸納下列美國及德國債券殖利率曲線的可能變化及因應策略：

#### ➤ 美債殖利率曲線

情境	軟著陸	通膨黏著
曲線變化	曲線下移趨陡峭，5 年期利率降 70bp，10 年期降 50bp	各年期殖利率近 4%。10 年期利率上揚 30bp
因應策略	偏好中長年期債券	偏好曲線前端短年期債券

#### ➤ 德債殖利率曲線

情境	軟著陸	通膨黏著
曲線變化	曲線趨陡，2 年期利率降 30bp，10 年期利率持平	曲線上移趨陡。10 年期利率上揚約 35 bp
因應策略	偏好短中年期債券	偏好短年期債券

➤ 美債與德債利差

情境	軟著陸	通膨黏著
利差變化	美債長端利率降幅大於德債，10 年期美債降 50bp，同年期德債利率持平，兩者利差由 200bp 縮小至 50bp	德債長端利率升幅大於美債，10 年期利差由 200bp 縮小至 130bp，平均 150bp。美債有利差優勢
因應策略	債券：偏好 5~10 年期美債、2 年期德債 匯率：看多歐元	債券：偏好 5 年美債 匯率：對歐元持中性看法

## 伍、心得及建議

當主要國家經濟受到類似的劇烈衝擊期間，各國貨幣政策通常有同向調整的情況，在衝擊減弱後，各國轉為注重國內經濟情勢，貨幣政策調整步調發生落差。自 2023 年下半年至 2024 年第一季，美國與歐元區在實質 GDP 成長及通膨降溫路徑率均出現差異，本文探究其原因，發現有長期結構性因素，也有短期因疫情、戰爭引發的供需失衡因素。

美國受惠於移民、新創科技產業及國際化資本市場，長期潛在成長率高於歐元區。美國之經濟成長主力為國內消費支出，疫情後薪資成長與消費需求有明顯相互強化效果。歐元區較依賴出口，消費者信心疲弱，薪資成長帶動消費需求的力道較弱。這些差異造成美國與歐元區在通膨降溫的最後一哩路有時程落差，美國的通膨黏性為強勁的消費需求所驅動，歐元區的通膨放緩則因能源短缺解除所致。

展望 2024 下半年至 2025 年，通膨降溫之路或有巔簸，中東地緣政治風險、美國總統大選等因素都可能影響通膨放緩路徑。美、歐經濟前景可能為「軟著陸」或「通膨黏著」，目前兩種情境的發生機率相當。本文假設在「軟著陸」及「通膨黏著」情境下，嘗試以 BAAM 因子預測模型，推估美國及歐元區總體經濟因子及殖利率曲線的可能變化。預測結果顯示，若為「軟著陸」情境，美、歐的 GDP 成長率及通膨率的差距縮小，美、德公債殖利率曲線下移，恢復正斜率，利差縮小。故偏好 5~10 年期

美債、2 年期德債及看多歐元。若為「通膨黏著」情境，通膨再升溫不利歐元區經濟復甦，美國經濟則維持韌性，美國及德國長年期公債殖利率受通膨回升而上揚，利差約 150bp。偏好 5 年期美債，對歐元則持中立看法。

本文之預測實作係使用 2000 年至 2024 年第一季之資料，選用模型為自迴歸模型，情境設定及預測模型係假設美國及歐元區經濟互為獨立，並未考慮兩個經濟體之貨幣政策外溢效果、金融情勢及貿易條件的相互影響。更新總體因子數據或選用其他時間序列模型將得到不同的預測結果。

## 參考資料

1. Chang, J., A. Ho, M. Hossain, Z. Mohammed, J. Loeys, A. Wise, L. Oganes, J. Goulden and S. Chinoy (2024), “Top 10 macro takeaways:2024 IMF/World Bank spring meetings”, Strategic Research, J.P. Morgan, April 24.
2. Cofsky, L., D. Dzombak and C. Raker (2024), “Central banks are starting to go their own ways”, Bridgewater Daily Observations, Bridgewater Associates, April 12.
3. Cofsky, L., D. Gardner and K. Hobson (2024), “Why global interest rates have been highly correlated—and why it’s not likely to last”, Bridgewater Daily Observations, Bridgewater Associates, April 24.
4. Diebold, F.X. and C. Li (2006), “Forecasting the term structure of government bond yields”, *Journal of Econometrics*, 130, 337-364
5. de-Muizon M., S. Raja and J. Weidner (2024), “Inflation trends: US, UK and Euro Area on diverging paths back to target”, *Global Inflation Report*, Deutsche Bank Research, February.
6. IMF (2024), “Steady but slow: Resilience amid divergence”, *World Economic Outlook*, April 16.
7. McMorrow, M. (2024), “Establishing macro-financial linkages”, *BIS Asia-Pacific Asset Allocation Workshop 2024*, February.
8. Nyholm, K. (2015), “A rotated Dynamic Nelson Siegel model with macro financial applications”, *ECB Working Paper Series*, No 1851, September
9. Nelson, C. and A. Siegel (1987), “Parsimonious Modeling of Yield Curves”, *The Journal of Business*, vol 60, no 4, pp 473-489.

10. OECD (2024), “OECD Economic Outlook”, Volume 2024 Issue 1: Preliminary version, No. 115, OECD Publishing, Paris.
11. Pretet, F. and N. Carrara (2024), “Different paces for last mile of global inflation”, Strategy and Economics, BNP Paribas, May 3.
12. Scatigna M. (2024), “Fixed income return estimation & projection”, BIS Asia-Pacific Asset Allocation Workshop 2024, February.
13. Stock, J. and M. Watson (2007), “Why Has US Inflation Become Harder to Forecast?”, Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 39, No. 1.
14. Zulaica, O. (2024), “Yield curve modelling”, BIS Asia-Pacific Asset Allocation Workshop 2024, February.