

央行面對貿易保護主義的政策應對

— 不同匯率制度下的比較

吳宜臻

2025 年 12 月

本文純屬作者個人意見，與服務單位無關，如有任何疏漏或謬誤，概由作者負責

目錄

一、前言.....	1
二、匯率相關制度與理論.....	2
(一) 匯率制度分類.....	2
(二) 不可能的三位一體 (Impossible Trinity)	6
(三) 時間不一致性 (Time Inconsistency)	8
(四) 貿易保護政策對匯率的潛在影響.....	9
三、匯率制度與政策回應案例探討—中美貿易戰.....	11
(一) 背景.....	11
(二) 過程.....	11
(三) Fed 政策立場.....	15
(四) PBOC 應對措施.....	15
(五) 小結.....	19
四、不同匯率制度下因應關稅衝擊之策略思維.....	20
(一) 管理浮動匯率制度 (以我國為例)	20
(二) 固定匯率制度 (以香港為例)	21
(三) 浮動匯率制度 (以加拿大為例)	22
(四) 不同匯率制度下的應對政策比較.....	24
五、結論與建議.....	26
(一) 結論.....	26
(二) 建議.....	27

參考資料

一、前言

近年國際經貿環境劇變，全球化趨勢逐漸放緩，取而代之的是保護主義的抬頭。自 2018 年起，美中貿易戰拉開序幕，兩國相互加徵高額關稅，不僅改變雙邊貿易格局，也對全球供應鏈產生影響。

2025 年初至今，各國貿易政策亦顯著向保護主義傾斜。美國總統川普於 4 月 2 日宣布名為「解放日」(Liberation Day) 之行政命令：美國將對所有進口商品徵收至少 10% 的關稅，並對包括我國在內的多個貿易逆差國，實施最高 50% 的「對等關稅」(Reciprocal Tariffs)。各國亦因美國宣布關稅政策措施相繼採取反制措施，例如：中國大陸於 4 月 4 日宣布對美出口商品徵收約 34% 報復性關稅；加拿大亦於同日宣布，將對未符合《美墨加協定》(USMCA) 規範的美國車徵收 25% 關稅，顯示中國大陸及加拿大對美國關稅政策皆呈現強硬態度。

在此情勢下，匯率政策與貿易政策之間的關聯日益顯著。一方面，貿易政策的轉向往往影響國際收支與資本流動，進而對匯率造成壓力；另一方面，匯率變動亦會改變一國的進出口價格競爭力，間接影響貿易結構與政策走向。

因貿易保護主義再度抬頭與全球經濟不確定性升高，各國如何在不同匯率制度下維持政策空間並有效因應外部衝擊，成為重要課題。本文將自匯率制度與理論出發，說明其對政府政策與外部調整機制的影響；其次，透過中美貿易戰之發展與美、中兩國央行的作法，解析匯率制度與政策互動的實際案例；最後，結合加拿大、香港與我國等例子，比較不同匯率制度下的政策調節工具與限制，並提出整體結論與建議。

二、 匯率相關制度與理論

(一) 匯率制度分類

匯率制度決定了一國貨幣當局對匯率變動的容忍程度與其政策操作的彈性，亦深刻影響央行應對外部衝擊的能力。根據經濟學上傳統的分類，匯率制度可大致分為三種，彙整如表 1。

表 1 匯率制度分類與比較

類型	特徵說明	政策彈性	代表國家（地區）
固定匯率制度	匯率盯住選定外幣（如美元或一籃子貨幣），央行需透過外匯市場干預維持匯價穩定	低	香港及歐元區等
管理浮動制度	匯率主要由市場決定，央行視情況進行干預，避免過度波動	中	台灣、南韓及中國大陸等
浮動匯率制度	匯率完全由市場供需決定，央行原則上不干預匯市	高	美國、日本及加拿大等

參考資料：作者整理

1. 固定匯率制度

固定匯率制度是指一國貨幣對選定之外幣（如美元、歐元或一籃子貨幣）設定固定或小幅波動區間的匯率水準，並由中央銀行透過外匯市場干預以維持該水準。對外貿易導向型或高通膨國家或經濟體而言，此制度可使匯率穩定，且有助於建立市場信心，但其貨幣政策自主性受限、需持有大量外匯存底與貿易政策配合困難等挑戰；表 2 就固定匯率制度依釘住強度進行分類與比較。

表 2 固定匯率制度分類與比較

類型	特徵說明	釘住強度	代表國家（地區）
一般固定匯率制度 (Conventional Peg)	將本國貨幣的價位釘住一國或一籃子他國貨幣	低	沙烏地阿拉伯設定 1 美元可兌換為 3.75 里爾
聯繫匯率制度 (Linked Exchange Rate System, LERS)	由貨幣當局保證，可透過固定匯率將本國貨幣兌換為特定外國貨幣	中	港幣匯率兌美元穩定在 7.75 至 7.85 兌 1 美元區間內，並以百分百外匯存底保證
貨幣美元化制度 (No Separate Legal Tender)	選定某一國家的貨幣作為法償貨幣，不發行本國的貨幣	高	厄瓜多以美元作為該國法償貨幣

參考資料：作者整理

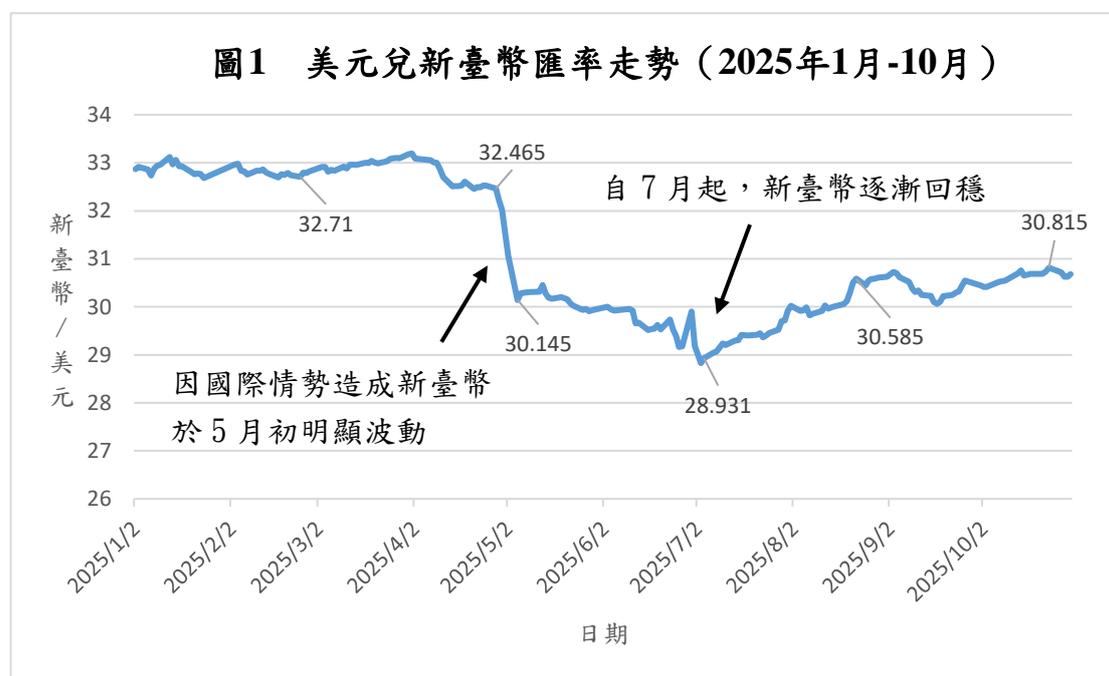
2. 管理浮動匯率制度

管理浮動匯率制度是指匯率主要由市場供需決定，但中央銀行會根據經濟或金融穩定目標，不定期進場干預外匯市場，以引導匯率走勢或抑制過度波動。在一般情況下，匯率主要由市場供需決定，維持必要的彈性；而在市場失序或資本進出劇烈時，中央銀行仍可透過政策工具進行必要調節，因此兼具市場彈性與政策自主性，廣泛應用於多數開放型新興經濟體，如印度、南韓、中國大陸及我國等。

相較於固定匯率制度，管理浮動制度允許央行擁有一定的貨幣政策自主性，可因應國內物價、就業與資本流動狀況靈活調整利率與匯率；相較於完全自由浮動制度，保留了央行在金融市場干預的空間，

能適度穩定匯率預期、防止資產價格過度波動或熱錢衝擊；但此制度易受操縱匯率之指控、政策目標權衡困難、資訊揭露與政策透明度被質疑等挑戰。

我國自 1990 年代起實施管理浮動匯率制度，央行旨在維護幣值穩定，並在此目標範圍內，協助經濟成長。自 2025 年 4 月起，新臺幣匯率波動幅度大，主要係國際經貿及金融情勢變化較大，尤其美國宣布對等關稅相關消息後，國際資金移動加劇，新臺幣匯率曾於短期內出現較大波動（圖 1）。



參考資料：鉅亨網

在管理浮動匯率制度下，我國央行並不預設目標匯率水準，惟為維護外匯市場秩序與金融穩定，必要時會進場調節，以避免投機性力量扭曲匯價走勢，影響正常經濟活動；此制度可兼顧市場機能與政策彈性，亦有助於經濟基本面與國際收支變化。

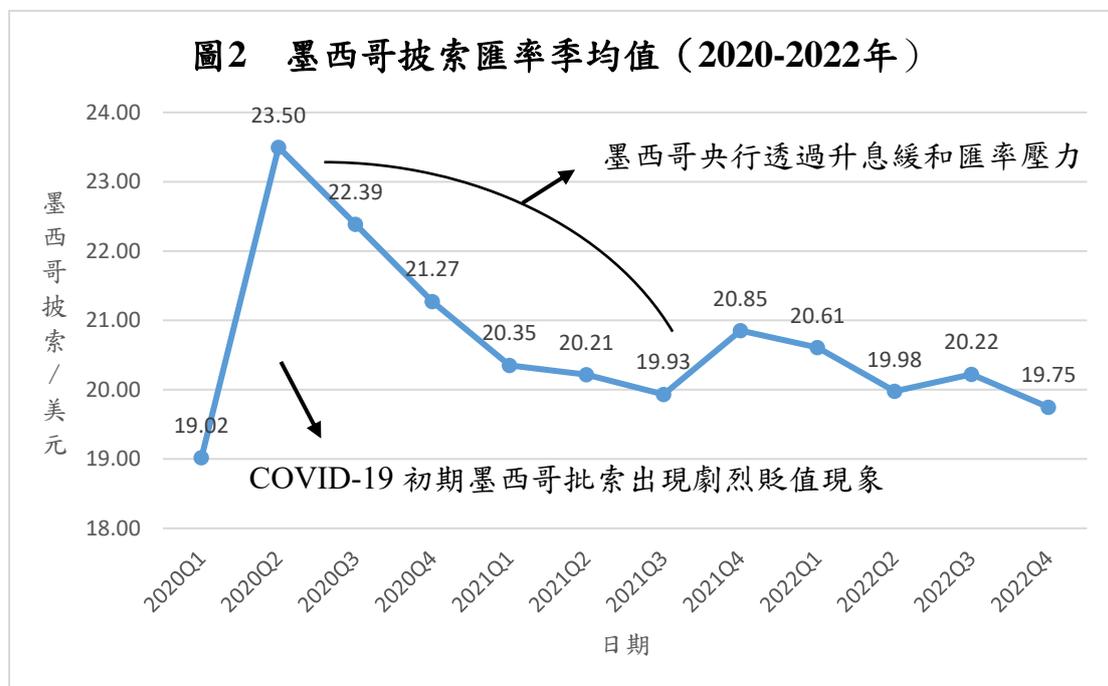
3. 自由浮動匯率制度

自由浮動匯率制度係指匯率完全由市場供需決定，政府與中央銀行原則上不進行干預。此制度強調市場機能，能迅速反映一國經濟基

本面、資金流動與利率變化等，此制度常見於資本市場成熟、金融體系已高度發展的國家，如美國與日本。

2022 至 2024 年間，美國聯準會（Federal Reserve System, Fed）大幅升息以對抗通膨，強勢推升美元，導致採自由浮動匯率制度的新興市場國家（例如：巴西與墨西哥）面臨資本外流與本幣貶值壓力，加劇該國進口成本與通膨風險。

此制度雖具高度透明性與政策彈性，惟在金融市場動盪或投機資金大幅進出時，可能引發匯率劇烈波動，對實體經濟穩定構成挑戰。因此，部分採浮動匯率制度國家，會在極端情況下採取「非正式」干預措施，以因應市場失序。例如：在 2020 年，COVID-19 致使全球金融市場避險需求增加，投資人迅速從新興市場撤離資金，並轉向美元等安全資產，因此墨西哥披索（MXN）出現大幅貶值現象（如圖 2），政府並未正式干預，該國央行透過升息提升本國資產報酬率，吸引資金回流、緩和匯率壓力以穩定資金流動。



參考資料：Banco de México

(二) 不可能的三位一體 (Impossible Trinity)

「不可能的三位一體」概念最早可追溯至 Mundell (1963)¹與 Fleming (1962)²提出的開放經濟模型，該模型為開放總體經濟學中，用以分析匯率制度與貨幣政策之間取捨的重要理論基礎，其核心主張源自在資本自由流動條件下所推導出的 Mundell - Fleming 模型，直至 1990 年代，相關理論內涵才被系統化並以「不可能的三位一體」之名正式統整，此原則可以用來說明一個開放經濟體系無法同時實現以下三個政策目標：

1. 資本自由流動 (Capital Mobility)

沒有資本管制，資金可以自由進出國境。

2. 貨幣政策自主性 (Monetary Policy Independence)

中央銀行能獨立調整利率以應對國內經濟，如因應通膨或刺激經濟成長等原因調整利率。

3. 固定匯率制度 (Fixed Exchange Rate)

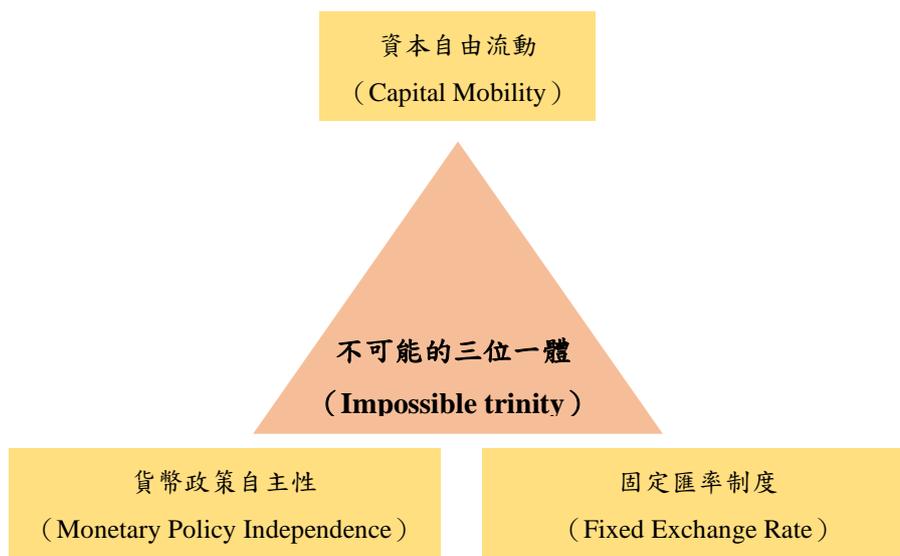
維持匯率穩定，不讓本國貨幣大幅升貶。

根據不可能的三位一體理論，一個國家最多只能同時實現兩項目標，無法同時達成三個目標，也就是說，若要實現其中兩個目標，必須放棄第三個目標作為代價。例如：一國想要貨幣政策自主性並採行固定匯率制度，當該國想透過降息來促進經濟活動時，資本會外流造成本幣貶值，因此只能實施資本管制來限制資金自由流動，以避免匯率貶值。下面列舉出圖示及適用國家案例 (圖 3 及表 3)：

¹ R. A. Mundell (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *The Canadian Journal of Economics and Political Science*.

² J. Marcus Fleming (1962). "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates." *Staff Papers (International Monetary Fund)*.

圖 3 不可能的三位一體圖示



參考資料：作者整理

表 3 不可能的三位一體案例

選擇的目標	放棄的目標	例子
資本自由流動＋ 貨幣政策自主性	固定匯率制度	美國、我國
固定匯率制度＋ 資本自由流動	貨幣政策自主性 (港幣盯住美元)	香港
固定匯率制度＋ 貨幣政策自主性	資本自由流動 (實施資本管制)	馬來西亞 (1998 年亞洲金融風暴)

參考資料：作者整理

（三）時間不一致性（Time Inconsistency）

「時間不一致性」最早可追溯至 Strotz (1956)³，指出個體在跨期決策中，當下與未來的偏好可能不同，因而使行為前後出現矛盾；後續 Kydland 和 Prescott(1977)⁴則將此概念引入總體經濟政策領域，指出決策者在規劃長期最適政策時，可能因短期誘因而偏離原先計畫，形成政策上的時間不一致性，因此主張必須透過規則化政策與承諾機制來建立政策可信度。

以匯率政策為例，政府或央行可能對外宣稱要維持穩定匯率以吸引外資，如中國人民銀行（PBOC）經常表示會將人民幣匯率保持在合理區間內。然而，一旦經濟走弱，就可能選擇讓貨幣貶值來刺激出口，或者在壓力下頻繁干預、調整匯率，這會讓投資人懷疑政策缺乏一致性，隨時可能改變，結果造成資金撤出、風險上升，形成典型的時間不一致性問題，其解決方法包含以下 3 種方式（表 4）：

整體而言，時間不一致性凸顯政策承諾與實際執行之間的不同，以致影響公信力。若政府或央行缺乏可信度，外資與市場對政策穩定性將存疑，進而引發資金外流風險升高。因此，透過制度化約束、維持央行獨立性，以及提升政策透明度，應可有效降低時間不一致性帶來的負面影響。

³ R. H. Strotz (1955). "Myopia and Inconsistency in Dynamic Utility Maximization." *The Review of Economic Studies*.

⁴ Finn E. Kydland, & Prescott, E. C. (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*.

表 4 解決時間不一致性方法

解決方法	內容
設立明確規則	Kydland 和 Prescott (1977) 提出「規則優於裁量 (Rules Rather than Discretion)」的理論，主張透過事前設定明確的政策規則，可以提高政策可信度，改善政策效果。
央行獨立性	確保央行政策獨立性 (Alesina & Summers, 1993) ⁵ ，避免政治力干預
建立承諾機制	宣示貨幣改革架構 (如：通膨目標制) (Bernanke et al., 1999) ⁶ ，避免政策任意調整

參考資料：作者整理

(四) 貿易保護政策對匯率的潛在影響

貿易保護政策(如提高進口關稅與出口補貼)旨在保護本國產業，但其施行將影響國際收支與資本流動，進而對匯率產生潛在影響。表 5 及表 6 分別從提高進口關稅及出口補貼兩種貿易保護政策兩方面來分析對匯率的影響。

整體上，貿易保護措施往往帶來本國貨幣短期升值、長期不確定的結果。無論是提高進口關稅或提供出口補貼，初期都可能因外匯流入增加而推升本國幣值；但若引發貿易爭端、資本外流或財政壓力，匯率反而可能走弱，波動度也會擴大。因此，這類政策的匯率效果並非單向，仍取決於外部反應與政策本身的持續性。

⁵ Alberto Alesina & Summers, L. H. (1993).指出透過賦予中央銀行一定的自主權，使中央銀行具獨立性，可降低通膨率並增加政策可信度。

⁶ Ben S. Bernanke & Mishkin, F. S. (1997)認為通膨目標制可提升政策透明度與可信度

表 5 提高進口關稅對匯率的影響

提高關稅可能造成的情況	對匯率的影響
進口商品價格提高 →進口減少	減少對外幣需求，貿易順差擴大 →本國貨幣短期升值壓力
對外幣需求減少 →本國貨幣需求相對提高	本國貨幣升值 (影響取決於進口依賴程度)
貿易不確定性升高 →市場避險、資本外流	投資信心下降，資本外流 →長期本國貨幣貶值壓力增加
他國報復性關稅 →貿易戰風險提高	國際摩擦升高 →匯率波動度增加

參考資料：作者整理

表 6 出口補貼對匯率的影響

出口補貼可能造成的情況	對匯率的影響
出口補貼提升商品競爭力 →出口增加	外幣流入增多 →短期升值壓力
政府補貼支出上升 →財政赤字擴大	對政府財政穩定性產生疑慮 →長期貶值壓力
若違反世界貿易組織(WTO)規範 →面臨反補貼調查與制裁風險	出口受阻，外匯流入減少 →影響匯率穩定性與信心

參考資料：作者整理

三、 匯率制度與政策回應探討—中美貿易戰

(一) 背景

2018 年迄今，美國與中國大陸之間持續進行貿易戰，主因係美國對中國大陸商品貿易赤字嚴重、美國產業外移進而影響美國國內就業機會減少等因素，正式貿易爭端起源於美國總統川普（Donald John Trump）於 2018 年 3 月 22 日簽署備忘錄時，宣稱「中國大陸偷竊美國智慧財產權和商業秘密」（The White House, 2018）⁷，並根據美國國內法對從中國大陸進口的商品徵收關稅，涉及商品總值估達 600 億美元。

(二) 過程

2018 年至 2019 年，川普政府陸續採取增課關稅的行動，2018 年 8 月，美國對中國大陸進口約 500 億美元產品徵收 25% 關稅⁸；當中國大陸亦對美國採取增課關稅行動⁹後，美國於 2019 年 6 月再將其他 2,000 億美元的中國大陸進口產品關稅稅率提高至 25%。

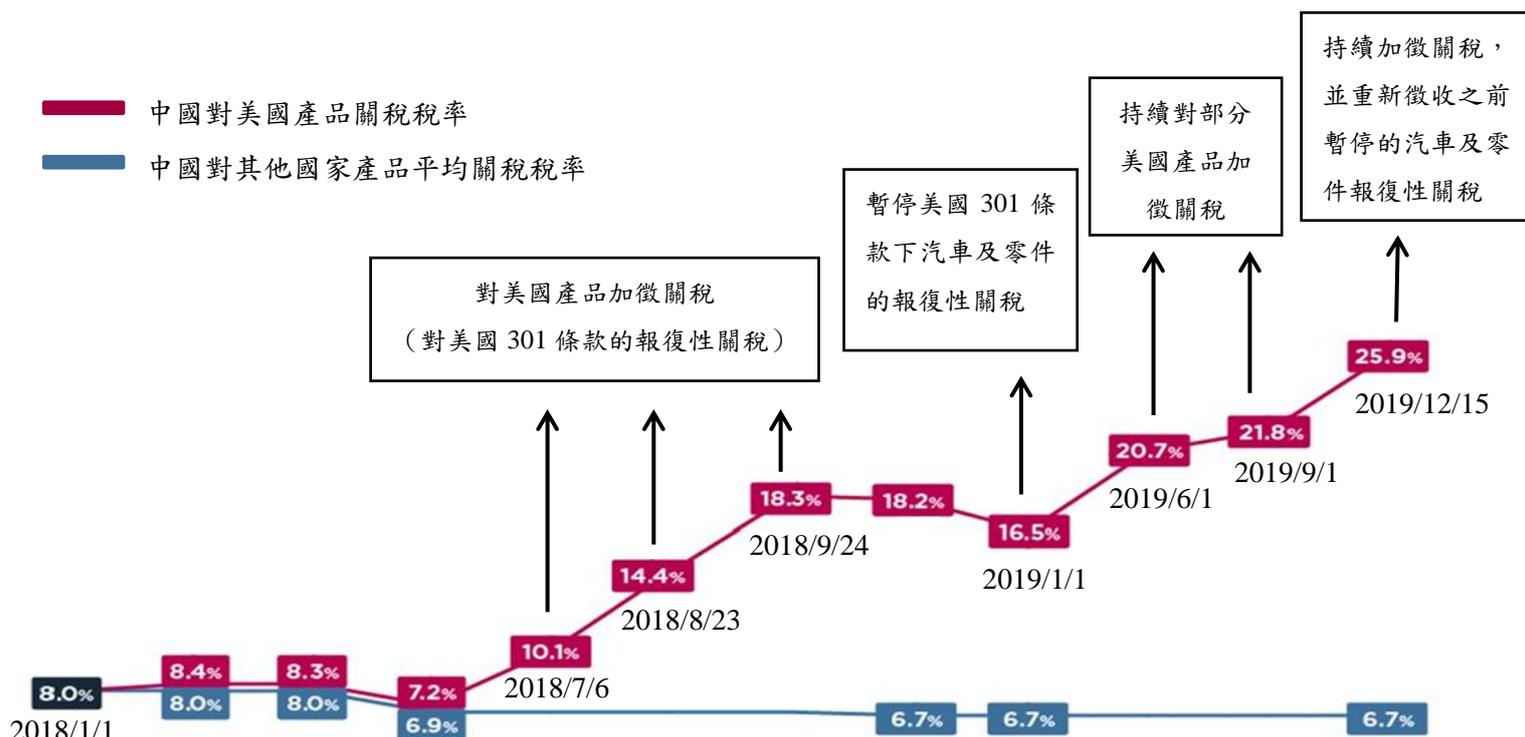
前述美國對中國大陸商品加徵關稅後，中國大陸出口到美國的商品平均稅率大幅提高到 25.9%（圖 4），遠高於同期其他國家出口美國的平均稅率 6.7%，此稅率差距大幅增加中國大陸商品進入美國市場的成本，對雙邊貿易造成重大影響，使兩國貿易關係更加緊張。

⁷ The White House. (2018, March 22). *Presidential memorandum on actions by the United States related to the Section 301 investigation*.

⁸ 美國自 2018 年起，依據《1974 年貿易法》第 301 條（Section 301 of the Trade Act of 1974）對中國大陸啟動調查，認定中國大陸在技術移轉、智慧財產權等方面存在「不公平貿易行為」。因此，美國對自中國大陸進口的部分商品加徵 25% 關稅。

⁹ 中國大陸採取「對等報復」措施，對等額的美國商品課徵 25% 關稅，涵蓋大豆、汽車、農產品、化工品等多項產品，此舉使雙方貿易戰正式升級。

圖 4 中國大陸對美國與其他國家平均稅率變化（2018-2019 年）



資料來源：摘譯自 Chad P. Bown, “US-China Trade War: The Guns of August.”

2020 年 1 月，美國和中國大陸簽訂第一階段貿易協議（Phase One Trade Agreement）¹⁰，要求中國大陸在 2021 年底前，大幅增加從美國進口商品的數量，作為雙方緩和貿易緊張關係的重要承諾；但於 2020 年起，COVID-19 疫情逐漸衝擊全球，進而影響中國大陸對美國的採購¹¹。2021 年 1 月新上任的美國總統拜登（Joe Biden）仍延續對中國大陸的關稅政策；中國大陸雖試圖改善美中關係並積極採購，卻因疫情影響，最終總體採購金額僅達原定目標約 69%。

自 2018 年起，受美國加徵 25% 關稅的中國大陸產品進口量明顯下滑（圖 5），疫情爆發後，美國需求大幅增加，但整體進口量仍低於貿易戰開始前。以部分硬體及消費性電子產品為例（圖 6 及圖 7），疫情期間美國需求大幅增加，但關稅所造成的成本拉升、全球企業生產

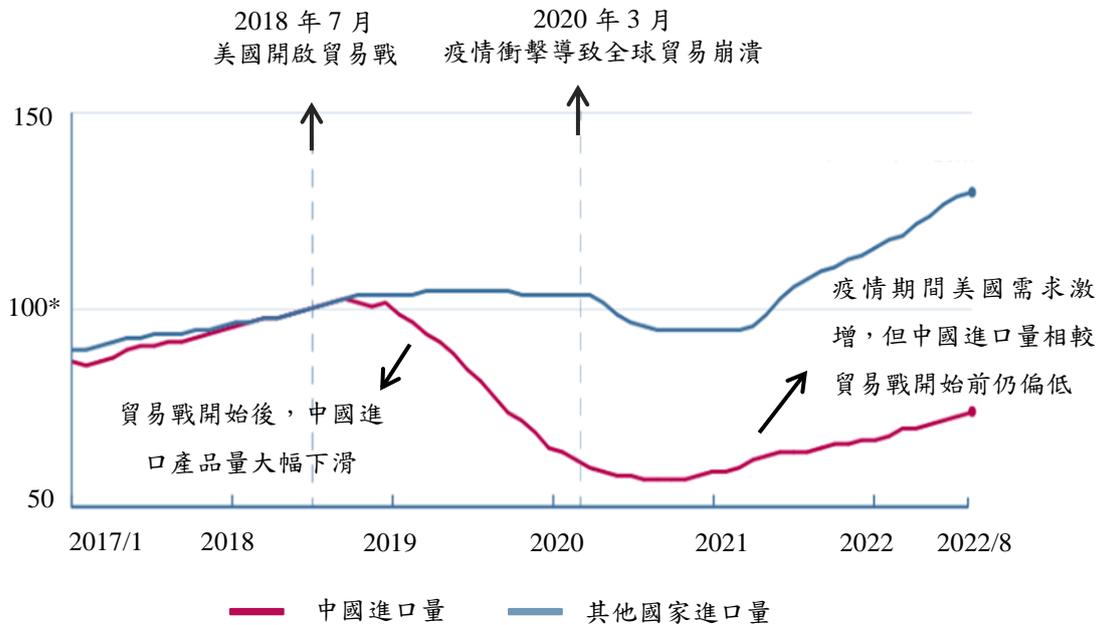
¹⁰ 2020 年 1 月，美國與中國大陸簽署了第一階段貿易協議（Phase One Trade Agreement），這是自 2018 年貿易戰爆發以來雙方達成的首個正式協議，旨在緩和緊張的經貿關係，雖降低部分關稅與風險，但並未解決雙方結構性矛盾。

¹¹ COVID-19 疫情造成全球需求萎縮、供應鏈中斷及中美雙方生產受限，使中國大陸難以依照第一階段貿易協議的大量採購承諾增加自美進口量。

基地多元化、中國大陸封城與停工，以及國際航運塞港等多重因素下，美國自中國大陸進口之部分硬體與消費性電子產品反而呈現下滑。

圖 5 美國自中國大陸與其他國家進口量 (2017-2022 年 8 月)

*註：將 2018 年 7 月進口量設為基準 100



資料來源：摘譯自 Chad P. Bown, “Four years into the trade war, are the US and China decoupling?”

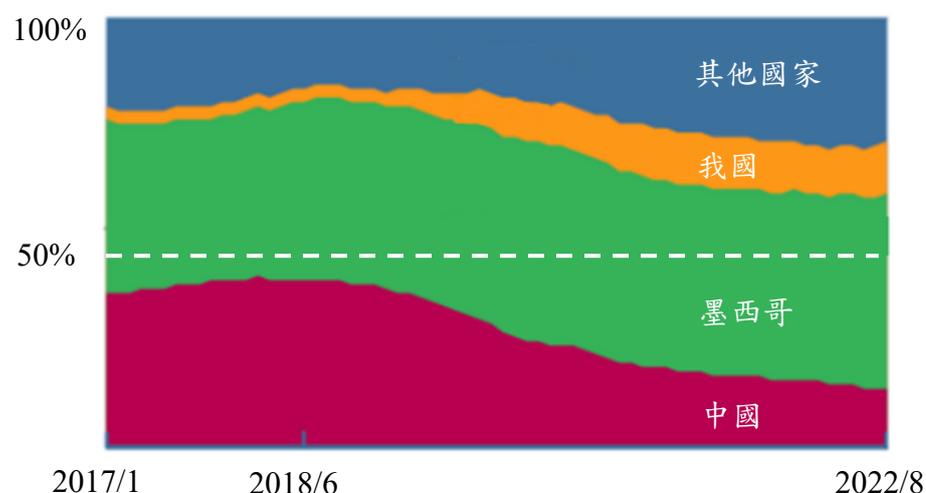
圖 6 美國自中國大陸與其他國家進口量 (部分硬體及消費性電子產品)

*註：將 2018 年 7 月進口量設為基準 100



資料來源：摘譯自 Chad P. Bown, “Four years into the trade war, are the US and China decoupling?”

圖 7 美國貿易夥伴進口份額（部分硬體及消費性電子產品）



資料來源：摘譯自 Chad P. Bown, “Four years into the trade war, are the US and China decoupling?”

2025 年川普再度執政及簽署行政命令¹²，對所有中國大陸進口商品在既有基礎上加徵 10% 關稅。4 月 2 日美中貿易戰擴大至全球，中國大陸商品總稅率提高至 54%，中國大陸因此於 4 月 4 日宣布，對美國進口商品徵收約 34% 報復性關稅，並於 4 月 11 日進一步把美國商品稅率調漲至約 125%，美國因此對中國大陸商品調高稅率至 125%，遠高於對全球普徵的 10% 基本稅率。

2025 年 5 月，中美達成關稅休戰協議¹³，美國對中國大陸商品的關稅從約 145% 下調至 30%，中國大陸則將美進口商品關稅從 125% 降至 10%，但此協議並未解決根本結構問題，未來持續性高關稅與政治不確定性仍可能引發中美兩國經濟衰退或停滯。

¹² 川普於 2025 年再度就任後，簽署行政命令 Executive Order 14257（即 Reciprocal Tariff Executive Order，對等關稅行政命令）此命令會在既有關稅（如原先對中國大陸實施的 25% 關稅或其他稅率）的基礎上加徵額外 10%。

¹³ 2025 年 5 月 12 日，中美兩國代表於瑞士日內瓦經談判後對外發表「Joint Statement on China-U.S. Economic and Trade Meeting in Geneva」（中美日內瓦經貿會談聯合聲明），根據該聲明，雙方同意在接下來 90 天內，暫時大幅下調彼此互施的部分懲罰性關稅（additional ad valorem duties）。

（三）Fed 政策立場

美國採浮動匯率制度，但其財政部有「匯率穩定基金¹⁴ (Exchange Stabilization Fund, ESF)」來干預外匯市場，Fed 在 2018 年至 2025 年中美貿易戰期間，並未進行直接的外匯市場干預，僅財政部對主要貿易夥伴進行有無「貨幣操縱」的評估。

根據 2018 年中美貿易戰期間美元走勢的相關文獻，Khalil & Strobel (2024)¹⁵指出，貿易政策不確定性才是推動美元走強的主要因素，在 2018-2019 年局勢高度緊張的情況下，市場避險情緒高漲，使美元升值；Olivier Jeanne (2020)¹⁶則指出，關稅理論上應使對手國貨幣升值或本國貨幣貶值，致關稅效果被部分抵消，但實際上 2018 年關稅衝擊對美元匯率的直接影響有限，反而是人民幣出現大幅貶值現象。綜合前述研究可見，美元匯率更受到不確定性與避險需求左右，而非關稅政策的影響。

Fed 極少干預匯率，其政策立場是讓市場決定美元匯率，不將匯率作為調節貿易平衡的工具，Fed 更偏好透過利率、前瞻指引 (Forward Guidance) 或資產購買 (Large-Scale Asset Purchases) 等方式來影響貨幣市場，而非直接買賣美元；另一原因是美元為全球主要流通貨幣，干預美元匯率的邊際效果相對有限。

（四）PBOC 應對措施

2018 至 2019 年間，人民幣對美元貶值超過 12% (圖 7)，部分是市場因素，但也反映 PBOC 容忍人民幣適度貶值以維持出口競爭力，減緩貿易戰所帶來的衝擊；2019 年美國財政部將中國大陸列為匯率操縱國，同年 8 月 5 日，PBOC 在聲明中指出：「中國人民銀行積累

¹⁴ 匯率穩定基金 (Exchange Stabilization Fund, ESF) 隸屬美國財政部，透過美元及外匯的投資組合來達到干預匯率的目的，可使美國政府在不影響美元供應的前提下調整匯率。

¹⁵ Makram Khalil & Strobel, Felix (2024). "US trade policy and the US dollar," *Journal of International Economics*.

¹⁶ Olivier Jeanne & Jeongwon Son (2020). "To what extent are tariffs offset by exchange rates?," *Journal of International Money and Finance*.

了豐富的經驗和政策工具，將繼續創新和豐富調控工具箱，並針對外匯市場可能出現的正反饋行為採取必要的、有針對性的措施。」顯示該行外匯政策與調控方面的立場與能力。

2020 年 COVID-19 疫情全球爆發，美國採取寬鬆貨幣政策，例如：Fed 降息至接近零及量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）政策，致美元走弱；中國大陸因率先恢復生產出口大增，貿易順差擴大，外匯流入增加，人民幣兌美元匯率從 2020 年月約 7.1 (RMB/USD) 至 2022 年初約 6.4 (RMB/USD) 顯著升值。此期間 PBOC 採取「順勢而為」的態度，並未刻意打壓，反而因人民幣升值降低進口成本；PBOC 於 2020 年底一度取消逆週期調節因子，顯示政府默許人民幣走強。

2022 至 2023 年間，Fed 持續升息（聯邦資金利率區間一度達 5%），美元指數走強，人民幣相對走弱，且中國大陸商品出口放緩，貿易順差縮小，美元流入亦減少；期間 PBOC 積極管理人民幣中間價（CNY Central Parity Rate）¹⁷，甚至暫時維持不變，以舒緩人民幣的貶值壓力，維持匯率穩定，惟因美元強勢，PBOC 政策只能抵消部分貶值壓力。

2025 年 4 月 10 日人民幣兌美元跌至 7.3512 元，觸及 17 年新低，當時 PBOC 未如市場預期降息，而是保持政策利率不變，以穩定匯率為優先。2025 年 5 月，PBOC 下調存款準備金率（Required Reserve Ratio, RRR）¹⁸及貸款市場報價利率（Loan Prime Rate, LPR）¹⁹，並提供流動性支持給內需產業、科技創新或製造業，為科技和實體經濟提供資金。

2025 年 8 月初，PBOC 召開半年工作會議並指出：「PBOC 將保

¹⁷ 每日早上 PBOC 會在銀行間市場開盤前公布人民幣中間價，當日人民幣的匯率只會以中間價為中心上下波動 2%。

¹⁸ 存款準備金率是存款機構必須繳存在 PBOC 的存款比例，目的是保障客戶存款與資金清算需要，PBOC 能透過調整此比率來控制市場資金流動性與貨幣供給，達到調控經濟的目標。

¹⁹ 貸款市場報價利率是 PBOC 根據政策利率及銀行資金成本所報出的貸款基準利率，可直接影響企業及家庭的貸款成本

持匯率彈性，並加強對市場預期的引導，以降低匯率波動風險」。整體而言，PBOC 自 2025 年起，在面對美國再啟高關稅政策的情況下，一方面靈活運用匯率與市場干預工具穩定人民幣，另一方面透過寬鬆貨幣政策（例如：調降準備率、降息等）支持經濟增長與出口，以緩解高關稅對匯率與經濟所施加的壓力。

表 7 美國關稅政策影響 V.S.PBOC 應對措施簡表

時間	政策內容及應對措施
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 2018 年美國對中國大陸商品加徵關稅，人民幣走弱。 ● PBOC 積極管理人民幣中間價，並調整外匯風險準備金率²⁰與逆週期因子²¹以避免過度貶值。
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019 年美國再度提高關稅，中美談判陷入僵局，人民幣貶值壓力增加。 ● PBOC 強化逆週期因子避免人民幣走勢被過度放大。
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 上半年因疫情衝擊，人民幣短暫走弱，PBOC 下調外匯風險準備金率，提供更多美元流動性。 ● 下半年起中國大陸率先復甦，人民幣快速升值；PBOC 於 10 月取消逆週期因子，容忍人民幣升值。
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 拜登上任後，維持關稅政策，人民幣維持相對強勢。 ● PBOC 重啟「總體審慎管理參數」²²控制跨境融資，避免熱錢大量流入。

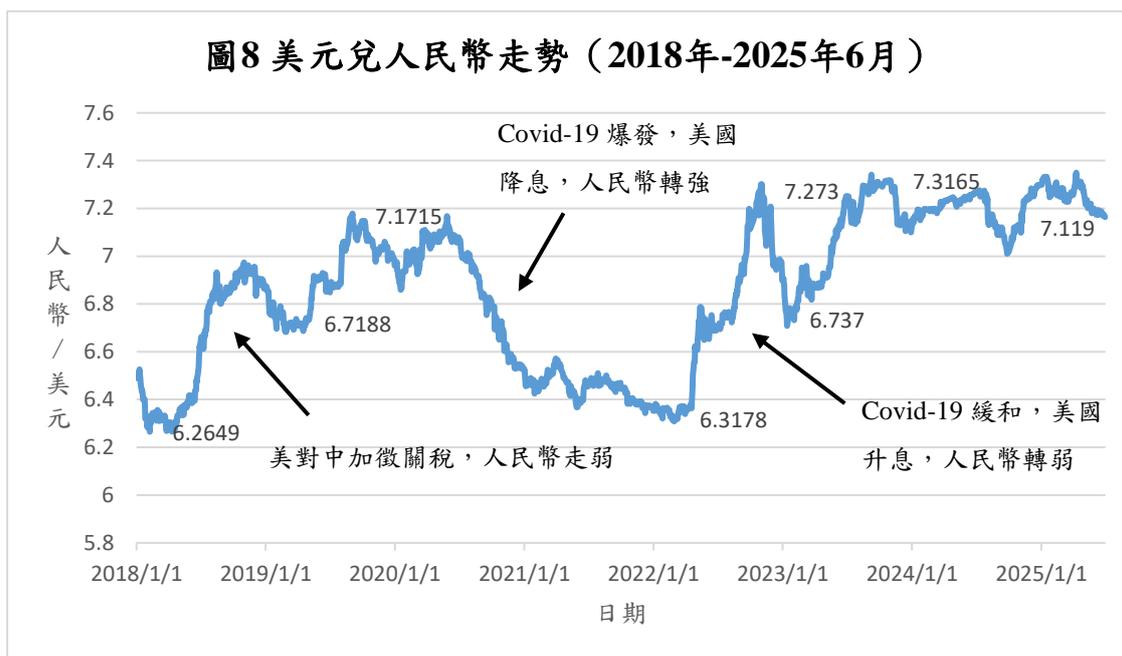
²⁰ 外匯風險準備金率（Foreign Exchange Risk Reserve Ratio）是 PBOC 要求金融機構在購買遠期外匯（FX forward purchase）時，必須按一定比例繳交一筆準備金，以增加購買外匯的成本，抑制人民幣貶值壓力

²¹ 逆週期因子（counter-cyclical factor, CCF）是 PBOC 設定中間價時，使價格不完全由前一天市場收盤決定，而是另外加入一項「調節項」來減弱貶值或升值壓力的機制。

²² 總體審慎管理參數（Macro-prudential Adjustment Parameter, MPAP）是 PBOC 管理跨境資金和企業外債的工具，用於調節企業、金融機構可借入的外債額度。

2022 至 2023 年	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed 激進升息，美元走強，人民幣面臨貶值壓力。 ● PBOC 兩次下調外匯存款準備金率²³，釋放美元流動性，減輕企業壓力；另強化人民幣中間價的引導作用，多次報出強於市場預期的價格。
2024 至 2025 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國再度對中國大陸加徵關稅；2025 年 4 月起推出另一輪高關稅措施。 ● PBOC 強調「將加強外匯市場韌性、穩定匯率並防止過度波動」，同時調降存款準備金率及利率，為出口企業釋放流動性。

資料來源：作者整理



參考資料：鉅亨網

²³ 外匯存款準備金率（Foreign Exchange Deposit Reserve Ratio）是指金融機構需就其吸收的外幣存款（如美元、歐元等），依規定向 PBOC 繳存的法定準備金比例。

（五）小結

自 2018 年中美貿易戰以來，雙方相互實施的高關稅政策不僅重塑了雙邊貿易結構，也對全球供應鏈及外匯市場帶來深遠影響。

美國方面，政府長期採行市場決定匯率的原則，並未直接干預外匯市場來抵銷關稅效果，財政部亦未動用穩定匯率基金影響匯率。利率與財政政策方面，Fed 依據通膨與就業情勢調整利率，政府則延續前期減稅與擴張性支出政策²⁴，使美國整體經濟動能保持強勁，另美元因避險需求走強，亦部分抵銷關稅對美國進口成本的衝擊。

中國大陸方面，PBOC 則展現更明顯的政策調控：2018 至 2019 年透過人民幣貶值支撐出口競爭力，2020 至 2022 年則順勢升值以降低進口成本，2025 年面對新一輪高關稅壓力時，PBOC 透過降低存款準備金率及調降政策利率（如 LPR）等政策來支撐內需與產業，同時加強管理人民幣中間價維持人民幣穩定。

在政策方面，美國的財政與貨幣政策並未明顯衝突，保持政策一致性；相較之下，中國大陸因兼顧匯率穩定與經濟成長，需不斷在「防止人民幣過度貶值」與「維護出口競爭力」之間調整，政策難以完全兼顧，形成「時間不一致性」問題。

雖然央行可運用匯率、利率與流動性等工具減緩關稅衝擊，但由於匯率仍受市場供需主導，政策效果多僅具緩衝性而非完全抵銷，最終關稅帶來的成本上升仍會體現在企業生產過程與全球貿易配置上。

²⁴ 美國政府延續前期的減稅與擴張性支出政策，包括 2017 年《減稅與就業法案》（Tax Cuts and Jobs Act of 2017）將企業與個人稅率降低，及 2018 與 2019 年《兩黨預算法案》（Bipartisan Budget Act of 2018 & 2019）提高支出上限並擴大國防與公共建設支出，這些政策使美國經濟基本面維持強勁。

四、不同匯率制度下因應關稅衝擊之策略思維

(一) 管理浮動匯率制度 (以我國為例)

面對全球保護主義再起與貿易摩擦加劇之國際環境，我國中央銀行之政策思維在匯率穩定、貨幣政策自主性與金融體系韌性之間仍能取得平衡。我國央行之策略可歸納如下：

1. 維持管理浮動匯率制度之彈性

我國自 1990 年代以來皆採行管理浮動匯率制度，其核心目的在於避免匯率出現過度波動，而非設定特定水準。面對全球貿易保護主義抬頭及國際貿易摩擦，此一制度兼具市場機制與政策調節功能，在必要情況，央行可以進場進行調節以維持匯率穩定，為我國長期匯率政策基礎。

2. 降低「時間不一致性」風險

決策者常因短期誘因而背離原有長期承諾，產生「時間不一致性」的風險，導致市場信心受損。我國央行進一步鞏固其獨立性，不受短期政治壓力影響，並透過透明化與制度化之政策設計（如公開市場操作原則），以降低市場對政策反覆性與不確定性之疑慮。

3. 加強前瞻性風險管理與國際金融監測

由於新臺幣高度受國際資本流動影響，我國央行強化跨國資訊交換並即時監測，以掌握美元、人民幣及主要新興市場貨幣之走勢。IMF 「Toward an Integrated Policy Framework」(2020)²⁵報告亦指出，前瞻性資本流動監測²⁶與總體審慎政策²⁷，可有效降低新興市場金融體系

²⁵ International Monetary Fund (2020) "Toward an Integrated Policy Framework." *Policy Papers 2020*, 046.

²⁶ 前瞻性資本流動監測 (Forward-looking Capital Flow Monitoring) 即央行不只是被動觀察現有資本流入或流出，而是預測資本流動趨勢與潛在風險，例如：透過監測國際利差及主要貨幣走勢等資訊判斷可能的資金流入或流出。

²⁷ 總體審慎政策 (Macroprudential Policy) 指針對金融體系整體風險的監管政策，而非單一銀行或機構，目標是減少系統性風險，確保銀行與金融市場在資本流動下仍保持穩

之脆弱性，對我國而言尤具參考價值。

4. 強化國際合作

BIS Annual economic report (2021) Chapter II²⁸建議，新興經濟體可以透過貨幣政策與總體審慎政策的靈活搭配、透明可信的承諾，以及加強國際合作，來降低資本、匯率波動等對本國經濟與金融體系的影響。我國央行也持續與IMF、APEC等國際或區域性合作組織互動，提升政策的可信度和國際認受性，增強金融體系抵禦外部衝擊的韌性。

(二) 固定匯率制度（以香港為例）

香港自1983年起採用聯繫匯率制度（Linked Exchange Rate System, LERS），將港元與美元間兌換匯率固定在7.8（HKD/USD, ± 0.05 的波動區間），因此在面對關稅波動時，香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority, HKMA）維持1美元兌7.75–7.85港元的制度，即使外資進出劇烈，HKMA仍透過外匯基金（Exchange Fund）²⁹自動干預市場，確保匯率不偏離區間。

外匯基金是香港維持聯繫匯率制度的關鍵工具，資產規模龐大（超過4,000億美元）；在資金進出不穩定時，HKMA會動用外匯基金，保證港元與美元掛鉤，以維持匯率穩定並減少企業在關稅波動中的匯率風險；香港匯率政策基本上非常固定，也因此吸引境外資金，使香港成為區域金融中心。

由於香港無法用匯率或貨幣政策直接抵消關稅衝擊，因此主要透過財政措施來支撐經濟。例如香港2019/20年度《財政預算案》³⁰中，

定。

²⁸ Bank for International Settlements (2021) “Annual economic report 2021: Chapter II - The distributional footprint of monetary policy.”

²⁹ 香港特別行政區政府於1935年成立外匯基金（Exchange Fund），旨在維護港元穩定，保障香港金融市場運作與經濟安全，目前由香港金融管理局（HKMA）管理。

³⁰ 香港2019/20年度《財政預算案》的主要內容包括減稅、紓困、支援中小企業、推動創新科技、加強基礎建設等，在外需走弱及全球經濟不確定性升高的情況下支撐本地經

政府提供所得稅與薪資稅的一次性減免，並持續推動由政府擔保的中小企融資計畫，以降低企業與居民負擔。

另一方面，當香港因高關稅或避險情緒提升而出現資金流出壓力時，香港可透過匯率「自動穩定機制」(表 8)，來自然緩解匯率波動，這些調節完全由市場與制度運作，可在資金流動劇烈時維持港元匯率穩定，降低高關稅衝擊所帶來的金融波動風險。

表 8 港元匯率「自動穩定機制」

匯率升貶	穩定機制運作
港元有升值壓力	港元兌美元的需求減少→香港銀行體系結餘 ³¹ 增加→市場上的港元增加→港元利率下滑→抑制後續流入
港元有貶值壓力	港元兌美元的需求增加→香港銀行體系結餘減少→資金流出→港元利率自動上升→抑制後續流出。

參考資料：作者整理

(三) 浮動匯率制度 (以加拿大為例)

加拿大過去曾採用固定匯率制度，直至 1970 年代正式轉為浮動匯率體系，由市場供需主導匯價波動，提升了加元的國際彈性與透明度。2018 年 3 月，美國政府以「國家安全」為由，對來自多國的鋼鐵和鋁製品徵收 25%和 10%的進口關稅³²。加拿大為主要受影響國之一，於 2018 年 7 月 1 日對價值約 166 億加元的美國進口商品實

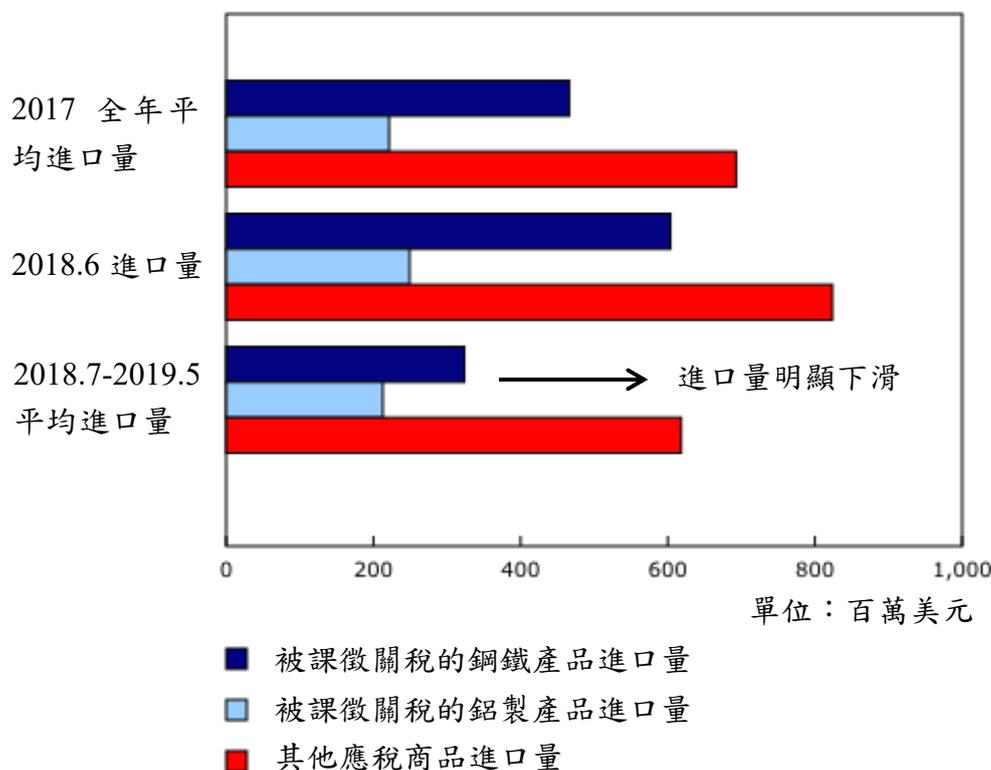
濟。

³¹ 銀行體系結餘 (Banking System Aggregate Balance, BA) 是指香港銀行體系在 HKMA 存放的結算準備金總額，也就是整個銀行體系可自由運用的「流動資金」總額。

³² 美國於 2018 年 3 月 8 日根據《Trade Expansion Act of 1962 - Section 232》對進口鋼鐵與鋁材施加關稅，以降低對外依賴，並維護國家對關鍵金屬供應鏈與國防產業的安全供應能力。

施報復性關稅，這些措施旨在回應美國對加拿大鋼鋁產品徵收關稅，並促使美方撤回不合理的貿易限制，而加拿大在關稅實施後，鋼鋁產品進口額明顯下滑（圖 9）。

圖 9 加拿大鋼鋁產品月平均進口額（關稅政策實施前後）



資料來源:Canadian International Merchandise Trade Program

關稅消息公布後，加幣一度出現貶值壓力，加拿大央行（Bank of Canada, BoC）此時選擇不進行外匯市場干預，而是透過利率政策與口頭指引穩定市場預期，讓市場透過供需來反映衝擊，並維持其通貨膨脹目標制³³政策框架；利率方面，BoC 已於 2017 年起逐步升息，未因關稅立即採取寬鬆政策，且在 2018 年 7 月持續升息，顯示其主要作為仍是維持政策一致性，不因短期衝擊而改變路線。

2019 年 5 月 17 日，美國和加拿大宣布達成協議³⁴，美國取消對

³³ 通貨膨脹目標制（Inflation-Targeting, IT）是指央行宣布一個通膨目標（例如 BoC 宣布為 2%，浮動範圍 1-3%），並以通膨目標為核心，透過利率調整和市場預期管理，引導市場行為，使通膨維持在目標範圍內。

³⁴ United States & Canada (2019, May 17) *Joint Statement by the United States and Canada on Section 232 Duties on Steel and Aluminum*.

加拿大鋼鐵和鋁製產品課徵的關稅³⁵，加拿大財政部隨後亦發布新聞稿³⁶，宣布由於美國已取消對鋼鐵與鋁製產品課徵的關稅，加拿大將自當日起撤銷先前對美施加的報復性關稅。

在這次關稅衝擊中，加拿大的主要反制係來自政府的報復性關稅措施，而非央行的匯率或貨幣政策干預。BoC 角色主要是透過貨幣政策聲明與經濟預測來穩定市場預期，避免因貿易緊張導致資本外流。

（四）不同匯率制度下的應對政策比較

在不同匯率制度下，各國央行與政府的選擇反映出各自對貨幣政策自主性與金融穩定性的權衡。例如，美國與加拿大的浮動匯率制度讓市場力量主導，卻可能伴隨短期劇烈波動；中國大陸與我國所採行的管理浮動制度則透過政策干預平抑波動，嘗試在穩定與自主性間取得平衡；香港則維持嚴格的聯繫匯率制度，保障匯率穩定的同時降低了自主性。

表 9 比較不同匯率制度下主要經濟體應對政策，整體而言，匯率制度並非單一最佳解方，政策制定者需在考量國內經濟結構、國際地位及外部風險後，制定最合適的制度與應對策略，比較這些制度的實際運作，可凸顯匯率制度如何影響國家在面對關稅衝擊與國際金融動盪時的政策與應對方法。

³⁵ Office of the United States Trade Representative (2019, May 17) *United States Announces Deal with Canada and Mexico to Lift Section 232 Tariffs on Steel & Aluminum Imports from Those Countries.*

³⁶ Canada Department of Finance (2019, May 20) *Canada Eliminates Countermeasures as the United States Lifts Tariffs on Canadian Steel and Aluminum.*

表 9 不同匯率制度下主要經濟體應對政策比較

比較內容/國家	美國	加拿大	香港	中國大陸	我國
匯率制度	浮動匯率制度	浮動匯率制度	固定匯率制度	管理浮動匯率制度	管理浮動匯率制度
政策立場	極少干預匯率，讓市場決定美元走勢	不直接干預加幣匯率	嚴格與美元掛鉤	主張以市場供需為基礎，維護人民幣匯率穩定，同時防範過度波動與投機行為	為避免新臺幣出現過度波動，必要時央行會進場調節
面對外部衝擊 應對方式	透過利率與貨幣政策（降息、QE）或財政工具（關稅、補貼）調節經濟，而非直接干預外匯	貿易戰期間，加幣貶值緩衝出口競爭力下降；央行貨幣政策維持一致性，不因短期衝擊而改變	透過外匯基金干預，確保港元與美元掛鉤；利率走勢跟隨 Fed	透過管理中間價與逆週期因子、外匯干預、降準或降息等方式來穩定經濟	透過貨幣政策與總體審慎措施等方式，並強化前瞻性風險管理與跨國合作
特徵	美元是全球主要貨幣，即便政府動用數百億美元干預，仍效果有限	主要反制措施來自政府的政策措 施，而非央行	港元匯率高度穩定，但失去貨幣政策自主性，	為兼顧匯率穩定與經濟成長，政策彈性大，卻可能產生時間不一致性的問題	政策重點在降低匯率過度波動與維持金融穩定，而非設定特定匯率水準
共通點	浮動匯率制度下，央行通常選擇不干預匯率，而是依靠市場力量調節；但匯率波動大，企業承受較高風險		匯率完全錨定，能降低企業匯率風險，但缺乏政策自主性，需依靠財政政策因應衝擊	兼具市場調節與政策干預，央行可在必要時進場，達到彈性與穩定間的平衡；但干預成本高，易被指控「貨幣操縱」	

參考資料：作者整理

五、 結論與建議

(一) 結論

本報告比較了不同匯率制度下，央行面對關稅與貿易保護主義衝擊的政策應對。依據 Frankel (1999)³⁷的觀點，沒有一種匯率制度適用所有國家，從美國、中國大陸、加拿大、香港與我國的案例可見，各國雖採取不同匯率制度，其共同挑戰都是在「匯率穩定」與「政策自主性」之間取得平衡。

浮動匯率制度（如美國與加拿大）讓市場主導調整，政策彈性高但波動大；固定匯率制度（如香港）能維持穩定，卻缺乏貨幣政策空間；管理浮動匯率制度（如中國大陸與我國）介於兩者之間，雖可透過干預穩定匯率，但也承受被質疑操縱匯率及干預成本的問題。

政策一致性與央行信任度對市場穩定至關重要。若政策頻繁轉向，將削弱外資信心並擴大波動，如中國大陸在不同階段為兼顧出口與匯率時出現時間不一致性問題，可能導致市場信心下降與資本波動。

整體而言，關稅與匯率相互影響，高關稅雖能短暫保護產業，卻改變資本流向與價格，若央行進行干預，僅能暫時緩解壓力，國家經濟的長期穩定仍取決於其產業競爭力與經濟結構。對我國而言，維持經濟穩定、加強產業競爭力、提升政策透明度並強化國際合作，是在全球貿易保護主義崛起下維持經濟韌性的關鍵。

³⁷ Jeffrey, A. Frankel, and David H. Romer. 1999. "Does Trade Cause Growth?" *American Economic Review* 89 (3): 379–399.

(二) 建議

在全球貿易保護主義逐漸升溫、匯率波動風險加劇的背景下，各國必須同時兼顧匯率穩定、政策自主性與產業競爭力。基於前述分析，本文提出以下政策建議：

1. 維持管理浮動匯率制度的彈性與強化央行獨立性

以我國為例，現行管理浮動匯率制度能兼顧市場運作與政策自主性，應繼續維持避免匯率過度波動的原則，於必要時再進場調節匯率；同時提升資訊透明度，例如我國央行會定時公布干預匯市金額等資料，讓市場能更清楚理解央行的做法及立場。

另為增加市場信任與避免政治干擾，央行應保持獨立性，在履行、制定與實施匯率或貨幣政策時不必與政府協商，且擁有自主決定政策的權力，不僅能避免政治景氣循環，亦可讓市場對未來政策方向有一定預期。

2. 強化企業外匯風險管理與推動產業升級

在全球金融環境持續變動的情況下，強化外匯風險管理已成為企業降低風險的必需品，除了央行持續確保外匯市場的平穩運作，政府可以協助企業採用避險工具，並提供外匯融資或技術諮詢管道，減少企業面對金融環境不穩定時的損失。

另一方面，政府應協助企業產業升級，讓經濟更能承受外部變動；例如我國經濟部中小及新創企業署持續推動 5G 與 AI 科技普及化應用，使中小企業提升數位能力與競爭力，並提升生產製造與營運銷售效益。透過前述兩者的推動，可提升企業應對外部衝擊的能力，並有助於國內經濟在變動環境中維持穩健與韌性。

參考資料

1. 彭德明(2014)「不可能的三位一體原則下之貨幣自主性—兼論國際外溢效果與最適匯率制度」，6月30日。
2. 中央銀行(2019)「香港聯繫匯率制度運作機制之介紹」，108年9月央行理監事會後記者會議題。
3. 中央銀行(2025)「議題三：新台幣匯率波動對進出口廠商之影響及其因應」，114年6月央行理監事會後記者會議題。
4. 許峻賓(2025)「美中貿易戰五週年全球貿易變化」，中華民國全國商業總會。
5. 鉅亨網。
6. Alberto Alesina, & Summers, L.H.(1993) “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151–162.
7. Ben S. Bernanke & Mishkin, F. S. (1997). “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?” *Journal of Economic perspectives*, 11(2), 97-116.
8. Bank for International Settlements (2021) “Annual economic report 2021: Chapter II - The distributional footprint of monetary policy.”
9. Bank of Mexico. Historical Exchange Rate.
10. Chad P. Bown (2022) “Four years into the trade war, are the US and China decoupling?” Peterson Institute for International Economics (PIIE).
11. Finn E. Kydland, & Prescott, E. C. (1977). “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.” *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.
12. International Monetary Fund (2020) “Toward an Integrated Policy Framework.” *Policy Papers 2020*, 046

13. Jeffrey, A. Frankel, and David H. Romer. 1999. "Does Trade Cause Growth?" *American Economic Review* 89 (3): 379–399.
14. J. Marcus Fleming (1962). "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates." *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 9(3), 369–380.
15. Makram Khalil & Strobel, Felix (2024). "US trade policy and the US dollar," *Journal of International Economics. Volume 151*.
16. Olivier Jeanne & Jeongwon Son (2020). "To what extent are tariffs offset by exchange rates?" *Journal of International Money and Finance, Volume 142*.
17. R. A. Mundell (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Economie et de Science Politique*, 29(4), 475–485.
18. R. H. Strotz, (1955). "Myopia and Inconsistency in Dynamic Utility Maximization." *The Review of Economic Studies*, 23(3), 165–180.
19. Statistics Canada. *Impact of recent tariffs on Canada's merchandise trade*.
20. The White House (2018). "Presidential memorandum on actions by the United States related to the Section 301 investigation."
21. Wikipedia. *China–United States trade war*.