



〔投資研究報告〕

2025/4/10

美中競爭：貨幣之戰

目錄

- 一、特里芬兩難：美元霸權的結構性困境
- 二、單邊關稅與經常帳調整：川普的非常規出招
- 三、互相出拳：美中經濟痛點的攻防
- 四、市場震盪與避險浪潮：短期風暴一觸即發
- 五、長期趨勢：去美元化與新貨幣格局的雛形

影響所有人的貨幣角力

2025/4/10 新光投顧

美中競爭背後，一場全球貨幣主導權的角力正悄然展開。美元作為全球儲備貨幣的地位面臨嚴峻挑戰，中美雙方在貨幣金融領域的對撞正加速逼近。這不僅關係到兩國的經濟興衰，更深刻影響國際金融秩序。這篇文章爬梳美元的結構性困境、貿易政策衝擊，以及中美針對對方經濟痛點的博弈。對國際局勢敏銳的投資人與決策者而言，理解這場貨幣戰爭的來龍去脈，將是預測市場動盪與把握全球資產配置趨勢的關鍵。

目錄

- 一、 特里芬兩難：美元霸權的結構性困境
- 二、 單邊關稅與經常帳調整：川普的非常規出招
- 三、 互相出拳：美中經濟痛點的攻防
- 四、 市場震盪與避險浪潮：短期風暴一觸即發
- 五、 長期趨勢：去美元化與新貨幣格局的雛形

一、 特里芬兩難：美元霸權的結構性困境

所謂特里芬兩難 (Triffin Dilemma)，指當一國貨幣同時作為全球儲備貨幣時，該國內部短期經濟目標與國際長期責任之間會產生衝突。

✧ 美元信用的建立

美元作為全球儲備貨幣，其基本責任是滿足全球對美元的需求，輸出美元的主要方式是長期保持貿易逆差，美國印鈔票買進全球各國製造的貨物與服務，將大量美元輸出海外，全球各國手上滿滿的美元，互相進行國際交易就也用美元了。

✧ 美元信用的侵蝕

然而，過度的美元外流導致美國經常帳與財政赤字累積，美元就開始貶值，如此一來反而造成各國對美元信心的侵蝕，「我辛辛苦苦製造的產品雙手捧上給你美國，你只要印鈔票就可以換得，但給我的鈔票卻越來越不值錢，這樣對嗎？」。

這一結構性矛盾在當前環境中再度浮現：

- **美元超額發行與債務攀升**：2020 年以來，美國政府大規模財政支出和寬鬆貨幣政策引發美元外流與債務激增。截至 2025 年 3 月，美國公共債務利息支出達 4,780 億美元，甚至超越同期國防預算。**美國債務/GDP 已超過 120%**，聯邦赤字擴大至二戰後罕見水準。這不僅凸顯特里芬兩難，更動搖外界對美元資產安全性的信心。
- **美元儲備地位的逐步弱化**：IMF 外匯儲備構成 (COFER) 數據顯示，美元在全球外匯儲備中的佔比已自 2000 年的 70% 以上滑落至 2024 年的 58% 左右。儘管美元仍是**全球最主要儲備貨幣**，其佔比下滑的趨勢明顯。其他主要貨幣 (歐元、日圓、英鎊) 並未完全填補這一下降，反而是**澳元、加元、人民幣**等“非傳統”儲備貨幣的佔比在提升。這意味著各國央行在尋求**儲備資產多元化**以降低對美元的依賴，特里芬兩難預言的美元地位弱化正逐漸驗證中。
- **美元強勢與內在矛盾**：有趣的是，近期美元指數 (DXY) 仍維持相對強勢，2025 年初甚至升至 109 以上，創兩年新高。這在某種程度上反映市場在美聯儲緊縮與美國經濟韌性下的資金流入。然而美元匯率堅挺掩蓋不了儲備佔比下降的事實。**美元強勢但儲備佔比下滑**，說明各國央行減持美元更多是出於**策略性調整**，而非單純匯率因素。這印證全球金融正潛移默化地進入美元霸權逐步弱化的新階段。

上述現象表明，美元作為全球貨幣的“超額特權”正在面臨來自內外部的雙重壓力。美國一方面須應對債臺高築和國內通膨，另一方面又要維繫全球對美元的需求和信心。**特里芬兩難絕非教科書上的過時理論，而是當前美元霸權困境的寫照**。這為我們理解美國近年的政策轉向提供了背景：如何在不損及美元長期地位的前提下，緩解自身經濟失衡，成為美國決策者的一道難題。

二、單邊關稅與經常帳調整：川普的非常規出招

面對結構失衡，美國政府曾試圖以激進手段應對。川普政府在 2017-2021 年第一任期內就以關稅大棒強行減少貿易逆差，2025 年重返白宮後更是變本加厲地推行極端單邊主義政策。

註：單邊主義 (Unilateralism) 是一種國際關係中的行為模式，指實力地位較強的國家或組織在制定和執行政策時，忽視其他國家或多邊機構的意見與利益，單方面行動以實現自身目標。這種行為通常具有民族主義和霸權主義的色彩，與多邊主義 (Multilateralism) 形成對比。

川普使用「巨額逆差象徵美國被不公平對待」的政治說詞，並以此為由採取前所未見的對等關稅措施，在 2025 年 4 月 2 日對包括中國在內多國商品課徵高達 10% 至 50% 的懲罰性關稅。這一系列舉措背後，有其深刻的金融與政治盤算：

- **尋求逆差緩解，緩和特里芬困境：**川普多次強調「不解決貿易逆差，就不達成協議」。他認為對大陸的巨大逆差削弱了美國，就算對消費者帶來通膨痛苦也在所不惜。川普的邏輯是，透過縮減貿易逆差可減少美元外流，減輕美元作為儲備貨幣所承受的壓力。某種程度上，這是以行政手段嘗試緩解特里芬兩難——關稅壁壘迫使製造業回流，改善經常帳平衡，讓美元「流出減速」以維繫長遠地位。
- **美國優先與金融主導權：**川普政府在貨幣金融上極力維護“美國優先”。除了關稅，他還施壓聯準會維持相對寬鬆以降低債務負擔，並積極動用美元的金融制裁權。美元作為全球金融體系樞紐，讓美國得以輕易祭出制裁手段（如切斷 SWIFT、凍結外匯資產）。川普深知美元霸權帶來的「超額權力」（exorbitant privilege）——低融資成本、無匯率風險、制裁利器等，因此在戰術上不惜以短期震盪來捍衛長期霸權。在他看來，關稅可以讓美國在全球資本流與供應鏈重構中奪回主導權，而最近一個禮拜，全球股市隨著川普的關稅創意公式丟出來又暫緩執行而上沖下洗，證明了，關稅超有用的。
- **政治動機與選民經濟：**不能忽視的是，川普的貨幣與貿易強硬政策也服務於國內政治。他將美元霸權描繪成被盟友與對手“占便宜”的結果，以民粹語言激發選民共鳴。透過對外強硬來轉移國內對經濟失衡的不滿，進而凝聚政治支持。這種內外聯動的策略，使貨幣政策不再只是經濟問題，更成了川普政治敘事的重要一環。其極端單邊主義反映出對保護美國金融利益、迎合民意及扭轉全球經濟格局的多重考量。

然而，川普此路徑充滿風險和後遺症。過度關稅壁壘擾亂全球供應鏈並推升物價壓力。聯準會陷入進退兩難：降息則擔憂資金外流、升息又擔心經濟下行。此外，川普式單邊主義也嚴重傷害盟友關係。德國《明鏡周刊》直言「川普將

台日韓歐推向中國懷抱」，歐盟甚至重新考慮與中國擴大貿易以抗衡美國壓力。這說明當美國試圖逆特里芬困境而動時，可能引發全球經濟碎片化（economic fragmentation）的反作用。儘管如此，川普政府的非常規操作仍深刻改變了美中關係的經濟底色，為接下來雙方在貨幣金融領域的對撞埋下伏筆。

三、互相出拳：美中經濟痛點的攻防

當前美中競爭已超越關稅層面，進入直接打擊對方經濟痛點的階段。雙方在 2025 年前後各自出招，試圖在貨幣和金融領域牽制對手、化解自身脆弱：

- **中國痛點：出口受阻與內循環瓶頸**

出口封鎖的衝擊：美國對中國祭出累計 104% 的高額關稅（多輪疊加）已於 2025 年 4 月 9 日全面生效。這對中國製造業造成直接壓力。美國素來是中國第一大單一出口市場和最大貿易順差來源。高關稅導致中國部分對美出口訂單流失，特別是低附加值、高替代性的產品正被迫讓出市場。2024 年中國對美出口增速一度大幅放緩，外需驟減對經濟的拖累立竿見影。例如，中國家具等產業因美方關稅，其業績呈斷崖式下跌。在美國封堵下，中國長期以來透過出口創匯做為增長來源之一的作法遭遇嚴峻挑戰。

內循環受限：面對外需衰退，中國政府自 2020 年起提出“雙循環”戰略，希望以內需市場支撐經濟。然而實踐證明，內循環並非一蹴可幾。2024 年中國內需復甦不及預期——房市下跌、消費疲軟、民間投資信心不足，無法完全對沖出口下降的影響。地方政府債務與房地產風險束縛了財政刺激的空間。即便提高內需的重要性已成共識，但中國經濟結構短期內仍無法脫離對出口與投資的依賴。“內循環”並非閉關鎖國，短期很難獨力拉動中國經濟。美方精準封堵出口，並將各國的製造業投資帶回美國本土，正是擊中中國增長動能的要害，也削弱人民幣在國際化進程中的信心基礎。

- **美國痛點：高利率債務與財政赤字風險**

利率飆升與債務負擔：美國持續的逆差和寬鬆政策導致巨額債務累積，在聯準會緊縮政策下壓力驟增。2025 會計年度僅前 5 個月財政赤字就達 1.147 兆美

元，創歷史同期新高。其中**公共債務利息支出同比增加 10%**，年化已接近 9,000 億美元，超過國防開支。對美國而言，高利率環境不僅可能刺破金融市場泡沫，更讓聯邦財政入不敷出的痼疾雪上加霜。如果國際投資人對美債需求下降，利率還將進一步攀升，美國**債務循環恐陷入失控**。

財政赤字與逼近上限：更棘手的是美國債務上限問題週期性地觸發危機。2025 年初財政部長葉倫警告聯邦債務可能在 1 月中就觸及上限，需要國會提高額度。同時，川普上任後推行減稅與增加基建支出，使赤字進一步擴大。**財政透支與政治掣肘**相互交織，讓美國信用評等和美元信譽頻遭質疑。中國等主要美債持有國近年持續減持美債，就是擔憂美國**通膨稀釋與債務違約**風險上升。美方深諳其弱點，因此聯準會必須在抗通膨與穩市場間小心拿捏邊界。

與此同時，中國**大幅減持美債**的趨勢已毋庸置疑——中國持有美國國債規模自 2018 年高點的 1.3 兆美元降至 2024 年底的 7,590 億，創 16 年新低。這意味著中國正在**未雨綢繆，減少對美元體系的曝險**，提升自身在極端金融脫鉤情況下的生存能力。中國此舉等同向華府亮出王牌：拋售美債可作為金融反制的籌碼，黃金則是打造「離岸美元替代體系」（例如以人民幣或加密貨幣為本位）的基礎。

中國官方黃金儲備（噸）趨勢：從 2000 年不足 400 噸，一路攀升至 2024 年底的約 2,280 噸。特別是 2015 年後增持加速，2015 年中國一次性公告黃金儲備躍增至 1,658 噸（因此前六年未公開更新）。2022 年俄烏戰爭以來，中國與多國央行持續大買黃金，新興市場平均黃金佔儲備比重已升至 8.87%，但仍遠低於已開發國家的 26.89%，預示仍有大量購金潛力。

美國升高制裁與聯盟圍堵：對此，美國也不是坐以待斃。一方面，美國政府揚言若中國大規模拋售美債將視同**經濟戰爭升級**，不排除動用金融制裁還擊（如凍結中國在美資產，雖然此舉風險極高）。另一方面，美國正積極聯合盟友構築更嚴密的**技術與金融圍堵網**。2025 年美國已協調 G7 加強對中國關鍵技術出口管制，同時施壓歐盟、日本減少使用人民幣計價或清算的金融管道，務求**限制人民幣國際化的進程**。此外，美國還遊說主要產油國不接受人民幣支付原油（護衛“石油美元”體系）。可以說，**美方在經貿、金融、外交多線佈防**，目的在於堵住中國在貨幣領域反制的空間。北京的動作越大，美國政府回應越強硬，雙方痛點攻防正呈螺旋升級。

四、市場震盪與避險浪潮：短期風暴一觸即發

中美貨幣戰升溫下，全球市場短期內極可能陷入劇烈動盪。決策者和投資人須高度警惕接下來 6 個月內可能出現的風險場景：

- **股債雙殺壓力：**貿易與金融衝突使市場避險情緒驟然升溫。2025 年 4 月初，在美國 104%關稅及中國拋售美債等消息刺激下，全球股市經歷“黑色星期”重挫。美股 NASDAQ 與 S&P500 兩日內重挫近 6%；歐亞股市亦全線下跌。債市方面，美國 10 年期公債殖利率在 4 月 7 日、8 日、9 日連續飆升，3 日共升 15.98%至 4.5%，創下新冠疫情以來最大漲幅。**長債利率飆升與股市暴跌**形成“股債雙殺”，投資組合同時遭受資本利得重挫和利率風險攀升的雙重打擊。這種局面反映市場對**貨幣戰失控**的擔憂，一旦持續，將削弱全球信貸與融資活動，進一步衝擊實體經濟。
- **美元走弱與新興市場震盪：**值得注意的是，4 月初的市場動盪中美元指數並未扮演典型避風港角色。由於衰退憂慮及美債收益率過快上行，美元反而出現走軟。資金轉向日圓、瑞士法郎等傳統避險貨幣。新興市場貨幣則面臨雙重壓力：一方面美元流動性收縮使其匯率承壓，另一方面全球風險趨避導致資金外流，**部分高負債新興經濟體恐爆發債務危機**。IMF 已警告全球經濟碎片化將令新興市場特別受害。短線看，若美中金融戰繼續升級，美元資產的避險魅力可能遜於黃金和其他貨幣，但美元**流動性收緊**的外溢影響仍可能引爆脆弱經濟體的風險點。
- **避險資產“三箭齊發”：**每當市場巨震，資金總要尋找出路。這次也不例外，我們正見證**三大避險資產同步受追捧**：
 1. **黃金重現王者地位：**作為對抗貨幣信用風險的終極資產，黃金在動盪中依然閃耀。雖然 4 月初因投資人補繳保證金等技術因素，黃金一度隨股市下跌跌破 3000 美元/盎司。但很快黃金價格止跌回穩，重拾升勢，市場分析普遍看好黃金在**中長期動盪周期內的上行空間**。特別是各國央行仍在**大舉買進黃金**：2024 年全球央行淨購金量超 1,000 噸，再創新高。黃金不僅對衝通膨，也是對衝**美元信用風險**的首選。預計未來半年，國際金價或將在高位寬幅震盪甚至再創歷史新高，投資組合中**適量配置黃金**成為共識策略。

2. **日圓、瑞郎成資金避風港**：日元和瑞士法郎素有「危機貨幣」之稱。4月初風暴中，日圓兌美元兩週內升值逾 3%；瑞郎兌美元也創三個月高點。分析指出，日圓是避開貿易緊張和美國衰退風險的最佳選擇之一。日本長年低利率、對外資產淨值高，讓日圓在市場恐慌時因套息平倉而走強。瑞士法郎則因瑞士強大的金融穩定性和中立地位而備受青睞。甚至有觀點稱，此輪動蕩中黃金短暫失靈時，瑞郎和日圓才是真正的避險天堂。短期展望，若風險事件繼續，預期日圓、瑞郎對美元有望維持強勢。對投資人而言，持有一定比例日圓或瑞郎計價資產可降低組合波動。
3. **美國短債重新受捧**：雖然長債因殖利率上升遭拋售，但**短期美國國債**仍是流動性避險資產。4月恐慌中，3個月與2年期美債一度出現買盤支撐，因為市場預期一旦出現經濟危機，美聯儲將被迫轉向降息。避險資金配置短債可坐收高票息並等待降息資本利得。在全球美元本位體系尚未根本改變前，美國國債（特別是短期國債）仍是**流動性洪水的主要蓄水池**。只是目前國債市場流動性有所下降，交易成本升高，需防範波動加劇的風險。總體而言，**資金正從股市等風險資產撤離，涌向上述避險領域**，形成市場的自我保護機制。

綜上，短期內國際金融市場正進入高度敏感時刻。美中貨幣戰若稍有升溫，即可能引爆**新一輪“資產重估”風暴**。全球主要指數下行壓力空前，而資金將以更快速度涌入避險港灣。對投資者來說，這意味著**防禦至上**的策略：控制槓桿、提高現金比重、增持避險資產，寧可錯失部分反彈，也要在風雨中保住實力。決策者則須考慮協調應對，如 G20 機制是否介入緩和、美聯儲與他國央行的掉期措施等，以避免局勢失控。

五、長期趨勢：去美元化與新貨幣格局的雛形

即便短期風暴過後，我們仍將面臨全球貨幣版圖長期重構的局面：

- **儲備資產“去美元化”加速**：特里芬兩難的終極結果，正是全球逐步**去美元化**。未來數年，各國央行預計會繼續小幅降低美元在外匯儲備中的佔比，轉向黃金以及其他貨幣資產。特別是在美國頻繁動用金融制裁、凍結他國資產的背景下，儲備多元化被視為**國家安全議題**。Invesco 對多家央行的調查顯示，

68%的央行已將更多黃金儲存在本國，而不再托管於倫敦或紐約。這意味著美元的“信任票”在減少。或許 10 年後回顧，我們將確認 2020 年代中期這波去美元化浪潮，是美元霸權黃昏的序曲。

- 人民幣國際化與區域貨幣興起：**另一值得關注的趨勢是，人民幣與其他新興貨幣將在國際儲備中扮演更大角色。人民幣在 IMF 儲備貨幣籃子的佔比仍低，但 2022 年俄烏戰爭後俄羅斯等國大幅增持人民幣，以避開美元制裁。未來若中國資本市場逐步開放、保持經常帳順差，人民幣有潛力在全球貿易中擔當更多結算功能。其他如歐元雖受制於歐盟內部分歧，但也將在能源貿易、全球碳交易等領域擴大使用。**區域性的貨幣安排**（如亞洲的貨幣互換、拉美的清算單位）可能興起，**全球貨幣體系從一極（美元）向多元化過渡**。正如法國前財長 Giscard d'Estaing 所言，美國享有的“超額特權”終有代價；21 世紀中葉的貨幣格局或將更加平衡。
- 美元韌性與美國籌碼：**然而，我們也不可低估美元與美國的頑強韌性。畢竟美元迄今仍占全球外儲近六成、全球債務和貿易計價的一半以上。最關鍵的是，美國擁有**全球最大且最具活力的消費市場**。各國最終仍難以割捨對美出口與投資，美國市場對跨國企業和各國經濟的吸引力短期內無可取代。此外，美國在**國際聯盟**方面仍有強大動員能力。無論是 G7 還是 IMF、世界銀行等體系，美國都處主導地位。再加上美元相關的**金融工具與服務**（避險市場、支付清算網絡等）依然最健全，其他貨幣要追趕需要時間和制度累積。換言之，**美元或許不再一枝獨秀，但美國仍善於構築新優勢**。例如，美國可能推動**數位美元**、加強對**新興支付系統**的掌控，以維持對全球流動性的引力。
- 新的均衡：**長期看，全球可能形成“美元+X”的新均衡格局。美元仍為最大儲備貨幣，但佔比降至 50% 上下，一兩種其他資產（可能是黃金和人民幣或歐元）各占約 15-20%，剩餘由其他貨幣瓜分。屆時特里芬兩難的壓力將更分散，不再全由美國獨擔。這對全球金融穩定或許是好事，但在過渡期內，我們勢必經歷秩序重組的陣痛。正如有學者將當前比作「百年一遇的全球秩序重構」，**貨幣格局變遷將深刻改變資本流動和國際投資的版圖。唯有密切追蹤這一趨勢，才能在大變局中化危機為轉機。**