

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

114.9.18

前 言

本(2025)年6月本行理監事會議以來，美國關稅政策重塑全球貿易局勢，恐影響全球供應鏈未來發展，預期本年全球經濟動能趨緩，明(2026)年略回升，本、明年通膨率緩降。國內方面，受惠人工智慧(AI)等相關產品需求暢旺，輸出與民間投資成長優於預期，本行上調本年經濟成長率預測值至4.55%，預測明年將溫和成長2.68%；通膨率維持緩步回降趨勢，本行下調本年CPI年增率預測值至1.75%，預測明年將續降為1.66%。

為抑制房市投機行為，並引導銀行信用資源支應無自用住宅者購屋貸款、都更危老重建等配合政府政策相關用途，本行分別於上(2024)年8月及9月，請銀行自主管理不動產貸款及第七度調整選擇性信用管制；實施以來已獲成效。惟隨房市交易降溫，銀行審慎核貸，部分論者指稱上述措施，導致民眾申貸排隊撥款、阻礙都更危老重建等問題，並提出相關建議；針對此，特以問答方式說明不動產貸款實際情形與本行立場，俾利各界瞭解。

近期媒體報導預售屋交屋面臨貸款不足、預售屋解約潮及爛尾樓事件等問題係因本行採取不動產貸款規範，並非事實，有誤導大眾之虞；爰就上述問題逐一釐清，並說明本行換屋協處措施辦理情形及銀行不願受理換屋族貸款之原因，希望增進各界對此相關議題之瞭解。

美國業已通過GENIUS法案，將支付型穩定幣(stablecoins)納入監管，以促進美元穩定幣市場之發展。我國目前亦已研擬「虛擬資產服務法」草案，將穩定幣納入監管。特針對各界關切之美元穩定幣若普及化，對全球支付體系、歐元等其他國際貨幣及開發中國家貨幣主權可能造成之影響，以及國內若發行新台幣穩定幣，是否會影響國內支付體系及貨幣供給等相關議題，以問答方式加以探討分析供參。

當前美國面臨勞動市場趨疲、通膨卻上行之風險。各界關注Fed之貨幣政策如何在勞動市場與通膨間尋求平衡，以達成其物價穩定及充分就業之雙重法定職責；爰撰擬美國勞動市場與Fed貨幣政策之展望供參。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟發展之職責，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題之發展；爰探討上述議題並將之彙集成冊，俾供各界參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	11
三、本行選擇性信用管制措施相關議題之說明	31
四、近期外界關切預售屋、爛尾樓及換屋等議題之說明	39
五、美元穩定幣與新台幣穩定幣相關議題之說明	46
六、美國勞動市場與 Fed 貨幣政策之展望	65

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年 6 月本行理監事會議以來，美國對等關稅對經濟之衝擊小於預期，貿易政策不確定性下降，全球製造業景氣重返擴張，惟美國關稅政策重塑全球貿易局勢，其產業關稅未完全公布，恐影響全球供應鏈未來發展，且對等關稅及芬太尼(Fentanyl)關稅之合法性仍待美國聯邦最高法院裁決，加以地緣政治衝突仍可能進一步升溫等因素影響，全球經濟動能趨緩。S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率放緩至 2.64%；展望明(2026)年，由於美國等主要經濟體寬鬆貨幣政策及擴張財政政策，預期全球經濟成長率略回升至 2.66%。

物價方面，國際油價略漲，穀價低檔震盪，惟服務類通膨居高。另關稅對美國通膨之上行壓力將逐漸顯現，其他經濟體通膨則多趨降。預期全球通膨率緩降，S&P Global 預測本年全球通膨率為 3.24%，明年降至 2.95%。

貨幣政策方面，由於美國關稅政策對各經濟體經濟及通膨前景之影響仍待評估，本年 7 月以來主要經濟體央行 Fed、ECB 及 BoJ 均維持政策利率不變。Fed 主席 Powell 於 8 月 Jackson Hole 全球央行年會表示，美國勞動市場下行風險擴大，加以近月非農就業新增人數大幅下修，市場預期 Fed 將持續降息；ECB 總裁 Lagarde 於 9 月政策會議表示，歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡，未來將持續基於最新數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場；BoJ 總裁植田表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息立場。中國人民銀行(以下簡稱人行)則為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策。

金融市場方面，投資人擔憂財政可持續性而減少購債，主要經濟體 30 年期公債殖利率一度走升後回降；關稅不確定性對全球之負面衝擊趨緩，投資人樂觀情緒升溫，加以人工智慧(AI)浪潮持續，全球股價指數續創新高；市場對 Fed 降息預期升溫，美元指數(DXY)震盪走低，9 月 16 日達本年底點 96.63，惟與 6 月底相較，主要經濟體貨幣對美元則升貶互見。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國貿易政策發展及其影響仍具不確定性、主要央行貨幣政策走向分歧與財政風險升溫、地緣政治風險與氣候變遷及中國大陸生產過剩問題仍存等；宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：美國對各國關稅稅率初步確定，惟產業關稅未完全公布，全球經濟前景變數仍多

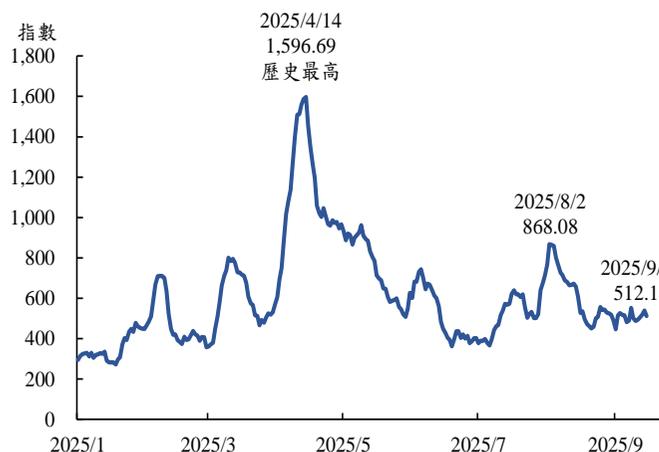
1. 美國貿易政策不確定性下降，全球製造業景氣重返擴張，惟產業關稅政策未完全公布，且對等關稅及芬太尼關稅面臨合法性爭議，對全球經濟影響仍具不確定性

—本年 7 月以來，美國與各國陸續達成貿易協議，且新公布的對等關稅稅率多低於原先稅率，貿易政策不確定性下降，惟仍居高(圖 1)。

—全球製造業採購經理人指數(PMI)回升至 50 榮枯線以上(圖 2)，惟各經濟體表現分歧；美、歐等先進經濟體訂單強勁，製造業 PMI 重返擴張。

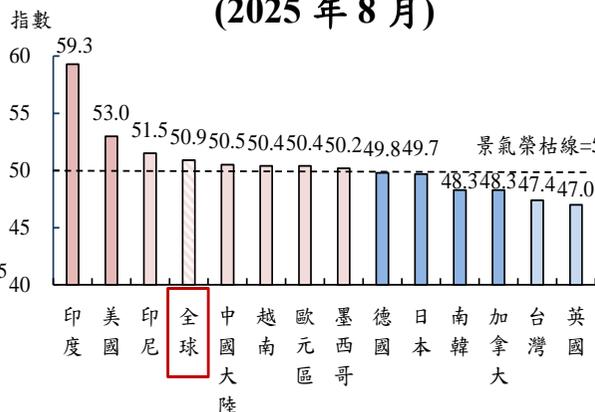
—展望未來，OECD 編製之 G20 國家景氣領先指標續高於長期趨勢值(圖 3)，預期本年第 4 季至明年上半年景氣維持回升趨勢。當前美國產業關稅政策未完全公布，且對等關稅及芬太尼關稅之合法性仍待美國聯邦最高法院裁決，關稅對全球經濟之影響尚待評估，加以地緣政治衝突仍可能進一步升溫，全球經濟前景變數仍多。

圖 1 美國貿易政策不確定性指數



註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。
資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

圖 2 全球製造業 PMI 指數 (2025 年 8 月)



註：PMI 指數高於 50 表示產業景氣處於擴張期 (expansion)，低於 50 表示處於緊縮期 (contraction)。
資料來源：J.P. Morgan

圖 3 G20 國家景氣領先指標



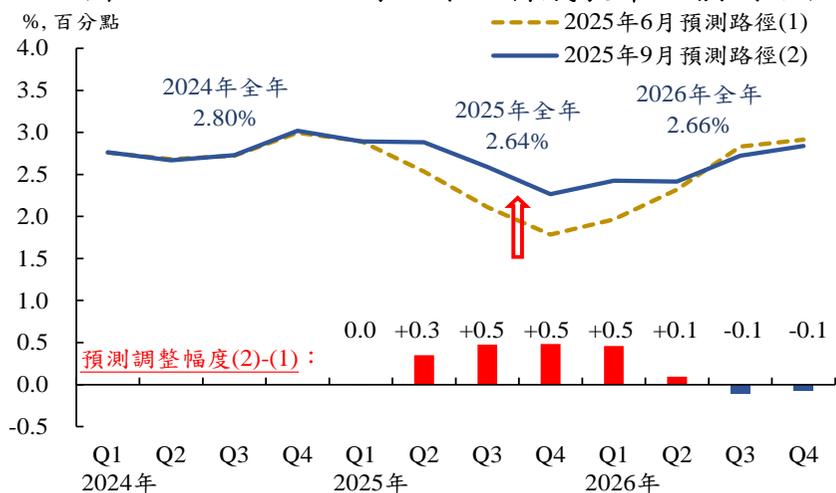
註：OECD 編製 G20 國家景氣領先指標，指數高於 100 表示預期未來 6~9 個月 G20 國家整體 GDP 水準值高於長期趨勢的信心程度增強。
資料來源：OECD

2. 預期本年全球經濟動能趨緩，經濟成長率將降為 2.64%，惟明年略回升至 2.66%

關稅對全球景氣之負面衝擊趨緩，本年7月以來 S&P Global 上修全球經濟成長率預測路徑(圖 4)；惟美國關稅政策重塑全球貿易局勢，加以產業關稅尚未完全公布，恐影響全球供應鏈未來發展，全球經濟動能趨緩，S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.64%，惟受惠美國等主要經濟體寬鬆貨幣政策及擴張財政政策，明年成長率將略回升至 2.66%(圖 4)。

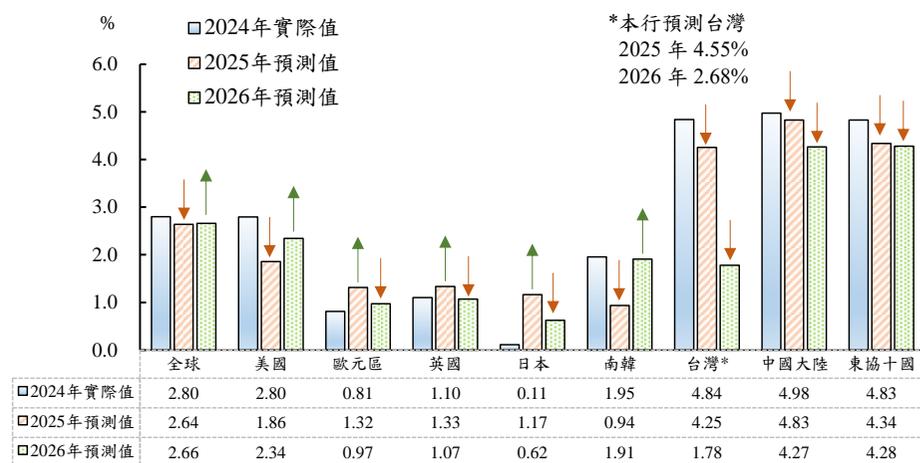
- 美國：關稅轉嫁效應逐步顯現及勞動市場放緩，短期將抑制消費需求，預測本年經濟成長率為 1.86%，明年回升至 2.34%(圖 5)。
- 歐元區與英國：德國擴大基礎建設及國防支出，英國服務業表現強勁，預測歐元區及英國本年經濟成長率分別為 1.32%及 1.33%，惟本年提前拉貨及生產設施購置對經濟成長之支撐效果將逐漸消退，明年成長率分別回落至 0.97%及 1.07%(圖 5)。
- 日本：企業積極推動數位化及自動化，激勵設備投資，加以 AI 浪潮推動電子零組件與設備出口，預測本年經濟成長率為 1.17%，惟美國關稅政策抑制出口及投資，通膨居高不利民間消費，明年成長率回落至 0.62%(圖 5)。
- 中國大陸：財政激勵措施效益走弱，消費需求疲軟，加以民間投資及房市持續低迷，外需則受關稅影響，不確定性仍高，預測本年經濟成長率為 4.83%，明年續降至 4.27%(圖 5)。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑



資料來源：S&P Global (2025/9/15 及 2025/6/17)

圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑分別表示當年預測值較上年下降及上升。

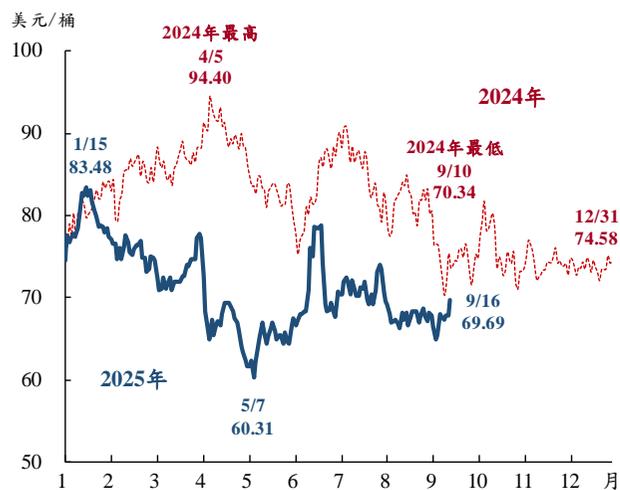
資料來源：S&P Global (2025/9/15)

(二)全球物價展望：國際油價略漲，穀價低檔震盪，預期全球通膨率緩降

1. 國際油價略漲，穀價低檔震盪，整體國際商品價格小漲

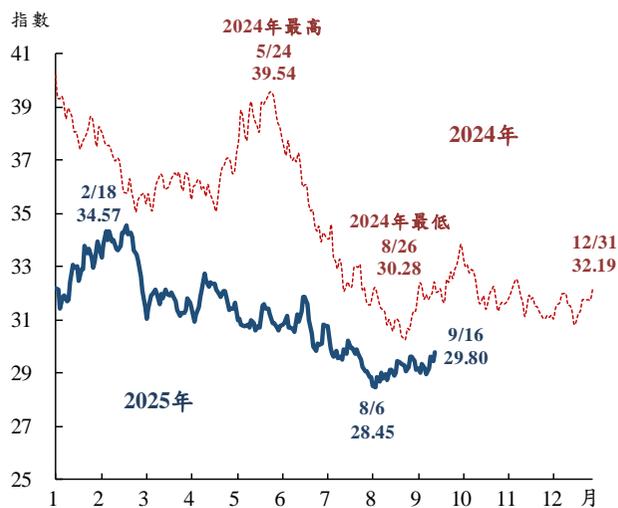
- **OPEC+持續增產**，油價承壓，惟7月底**美國再度威脅制裁俄羅斯**，油價**一度彈升**；嗣因美國**非農就業**數據低於預期，並大幅下修前值，油價**下修**；**近期**以色列空襲卡達哈瑪斯總部，以及烏克蘭攻擊俄羅斯煉油廠，**供應擔憂再起**，油價**轉漲**。**9月16日布蘭特原油現貨價格較6月底小漲2.3%**(圖6)。
- 美國產區天氣有利作物生產，穀價持續走跌，惟8月美國農業部報告顯示小麥及玉米出口銷售強勁，穀價止跌回穩，**9月16日則仍較6月底下跌0.7%**(圖7)。
- 美國公布銅關稅豁免精煉銅，銅價大幅下跌，惟近期市場預期美國將降息，金屬價格轉漲，又咖啡因氣候影響不利產出而漲價，黃金因金磚國家與部分高通膨國家增加黃金儲備，以及投資人避險需求升溫，致價格大漲；**9月16日代表整體國際大宗商品價格之R/J CRB期貨價格指數較6月底上漲3.4%**(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



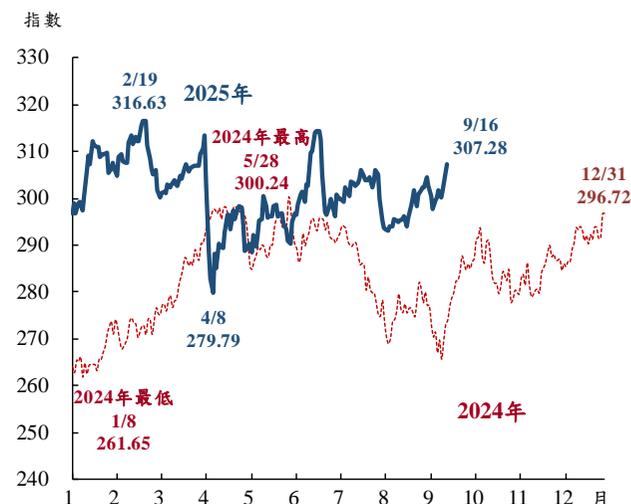
資料來源：LSEG Datastream

圖7 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖8 R/J CRB期貨價格指數



註：R/J CRB期貨價格指數係由能源(權重39%)、軟性商品(權重21%)、穀物(權重13%)、工業用金屬(權重13%)、貴金屬(權重7%)及牲畜(權重7%)等6大類商品期貨價格編製而成。

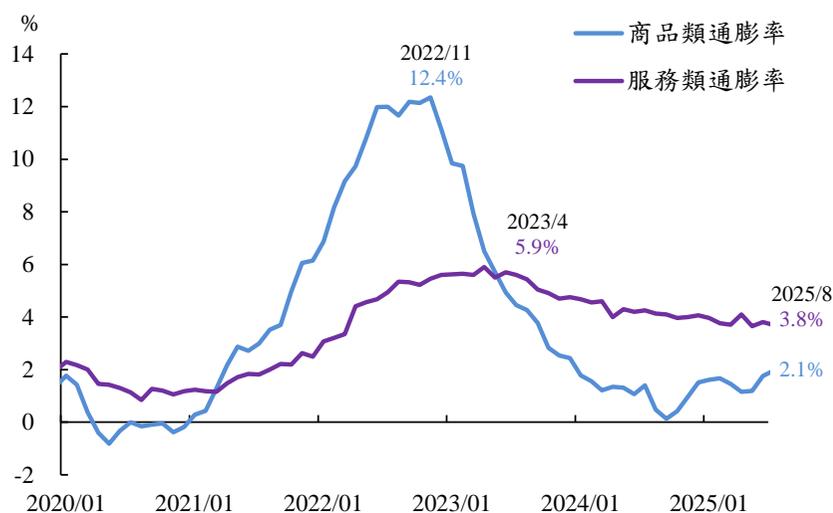
資料來源：LSEG Datastream

2. 預期全球通膨率緩降，本年全球消費者物價指數(CPI)年增率預測值為 3.24%，明年將續降至 2.95%

全球**商品類通膨**略回升，**服務類通膨**居高(圖 9)，惟國際大宗商品價格上漲有限，**S&P Global 預測全球通膨率緩降**，本年**全球 CPI 年增率預測值為 3.24%**，明年**續降至 2.95%**(圖 10)。

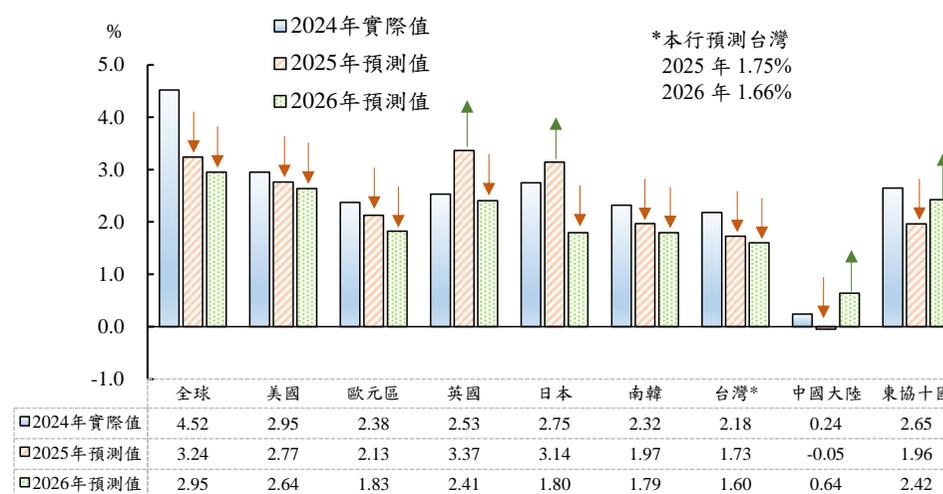
- 美國**：近期房租走升，二手車、醫療與運輸服務價格漲幅擴大，通膨升溫；預期**關稅成本**將逐漸**反映於零售物價**；惟能源價格續跌，**預測本年 CPI 年增率為 2.77%**，**明年降至 2.64%**(圖 10)，持續高於 Fed 之 2% 目標。
- 歐元區與英國**：**歐元區**能源價格走低，**通膨**持續降溫，**預測本年調和消費者物價指數(HICP)年增率為 2.13%**；**英國**因能源價格上漲帶動運輸成本與家庭費用增加，推升**通膨**，**預測本年 CPI 年增率為 3.37%**；明年隨經濟成長趨緩，**歐元區 HICP 年增率及英國 CPI 年增率將分別降至 1.83% 及 2.41%**(圖 10)。
- 日本**：能源價格增幅下降致**近月通膨率略降**，惟**米價攀升加劇食品通膨**，整體**通膨仍居高**；另日本政府決定**實施新一輪能源補助政策**，有望抑制物價；**預測本年 CPI 年增率為 3.14%**，**明年將降至 1.80%**(圖 10)。
- 中國大陸**：餐飲需求回落致**食品價格走低**，近期**CPI 年增率持續低迷**，惟**服務價格走高帶動核心 CPI 年增率續升**；**預測本年 CPI 年增率-0.05%**，**明年升至 0.64%**(圖 10)，仍低於政府政策目標之 2%。

圖 9 全球商品類及服務類通膨率*



註：*以目前全球有編製服務類及商品類 CPI 之國家，共計 35 國(含台灣)，每月服務類及商品類 CPI 年增率中位數編製。
資料來源：CEIC，本行計算

圖 10 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



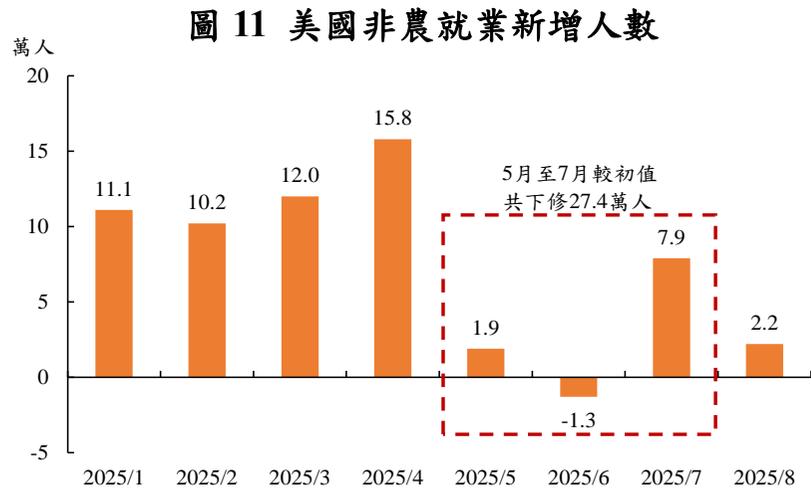
註：↓、↑分別表示當年預測值較上年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/9/15)

(三)主要央行貨幣政策：預期至本年底，Fed 持續降息，ECB 維持政策利率不變，BoJ 升息，人行則延續寬鬆基調

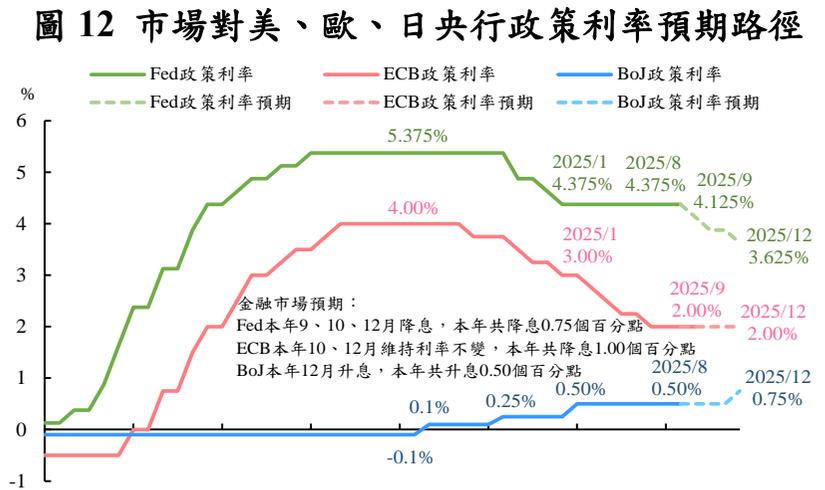
本年 7 月以來，主要經濟體央行多維持政策利率不變，並審慎觀察最新數據動向，以衡量妥適之貨幣政策立場；惟近月美國勞動市場下行風險增加，非農就業新增人數大幅下修(圖 11)，市場對 Fed 連續降息之預期升高。

- Fed 本年 7 月續維持政策利率不變，8 月主席 Powell 於 Jackson Hole 全球央行年會表示，勞動市場下行風險擴大，且關稅造成持續性通膨之可能性較低；另在基準展望及風險平衡變化之下，Fed 或需調整政策立場¹。
- 金融市場預期 Fed 將持續降息，且本年底前共降息 0.75 個百分點(圖 12)。
- ECB 本年 7 月及 9 月維持利率不變，總裁 Lagarde 於 9 月政策會議後記者會表示，歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡；未來將持續基於最新數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。
- BoJ 本年 7 月續暫停升息，總裁植田於會後記者會表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息立場。然而，鑒於近期日本首相辭職，國內政治不確定性升溫，市場對 BoJ 年底升息之預期略降。
- 人行為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策，並向市場釋出資金，以維持市場流動性合理充裕。



註：美國對非農就業人數進行年度基準修訂，上年 4 月至本年 3 月下修 91.1 萬人，惟每月數據修正須待明年 2 月。

資料來源：LSEG Datastream



註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值，ECB 政策利率為隔夜存款利率，日本政策利率為無擔保隔夜拆款利率。

資料來源：Bloomberg (2025/9/16)，本行計算

¹ 請參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、美國勞動市場與 Fed 貨幣政策之展望」。

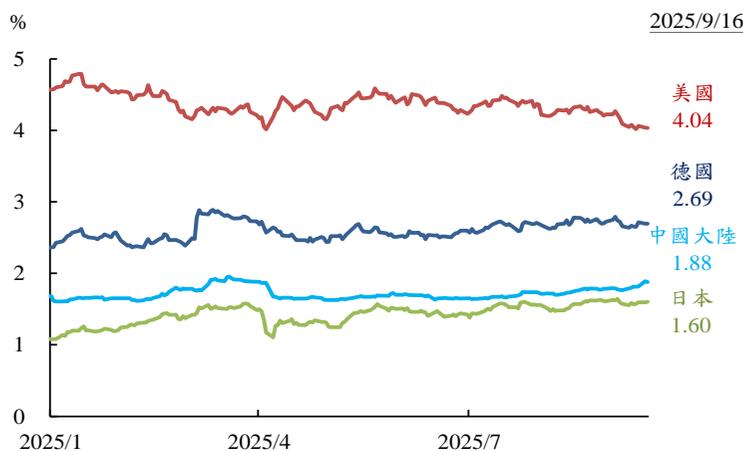
(四) 金融市場：主要經濟體30年期公債殖利率一度走升後回降，全球股價指數續創新高，美元指數震盪走低

1. 債市：主要經濟體長天期公債殖利率多走升

— 本年7月，美國通過「大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)」，加大財政惡化隱憂，美國10年期公債殖利率走高，德、日、中10年期公債殖利率亦隨之走揚；嗣因美國勞動市場疲軟，Fed降息預期升溫，美國10年期公債殖利率呈下降趨勢；惟德國大規模財政支出計畫持續對公債殖利率形成上行壓力，日本第2季經濟成長優於預期，BoJ維持升息立場，中國大陸因美中雙邊關稅協議再度延後，避險情緒趨緩，資金由債市轉往股市，帶動德、日、中10年期公債殖利率續升(圖13)。

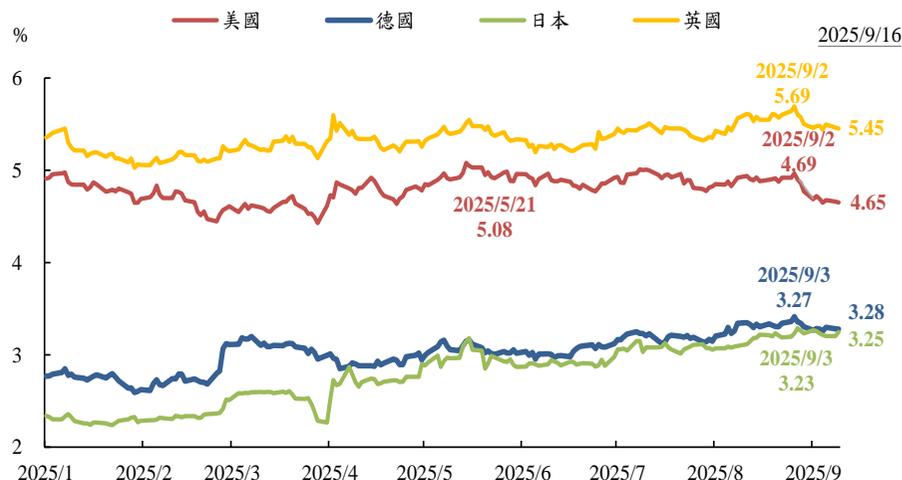
— 美國、德國、日本、英國財政赤字攀高，市場擔憂其財政可持續性，對其長天期公債的信心動搖，而減少購債，推升其30年期公債殖利率；美國30年期公債殖利率一度突破5%，德國及英國分別創2011年及1998年以來新高，日本亦創歷史新高，嗣隨美國降息預期升溫，近期皆小幅回落(圖14)。

圖 13 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖 14 主要經濟體 30 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

2. 股市：全球股價指數續創新高，亞洲股市漲幅多高於美、歐股市

本年7月以來，關稅不確定性對全球之負面衝擊趨緩，投資人逐漸習慣美國關稅紛擾訊息，且市場對Fed降息預期升溫推升投資人樂觀情緒，加以AI浪潮持續，MSCI全球股價指數續創新高，VIX恐慌指數呈下跌走勢(圖15)。

本年9月16日與6月底比較，亞洲股市漲幅多高於美、歐股市(圖16)。

- 美股：大型科技企業財報表現亮眼，主要為科技類股之美國那斯達克指數上漲9.7%，美國標普500指數亦上漲6.5%；另能源、健康照護及民生必需品等價值型類股亦隨之走揚，美國道瓊工業指數上漲3.8%。
- 歐股：歐元區因法國政治不確定性升高，資金避險情緒升溫，泛歐元道瓊指數小幅上漲1.6%。
- 日股：美日達成關稅協議，美國對日本之對等關稅及汽車進口稅率均下調至15%，日本出口下行壓力緩和，加以經濟成長優於預期，另市場預期新任首相將擴大財政激勵措施，日股上漲10.9%。
- 陸股：美中貿易爭端緩和，中國大陸貨幣寬鬆與財政擴張，加以政策支持AI等新興產業，上海綜合指數大漲12.1%。
- 亞股：關稅不確定性下降，加以Fed降息預期升溫，資金湧入亞洲股市，越南及泰國股市分別大漲22.2%及20.1%。

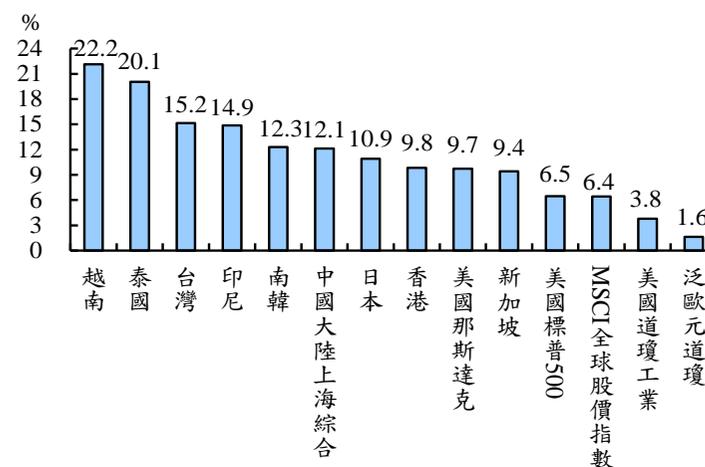
圖15 VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

圖16 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年9月16日與6月底比較)



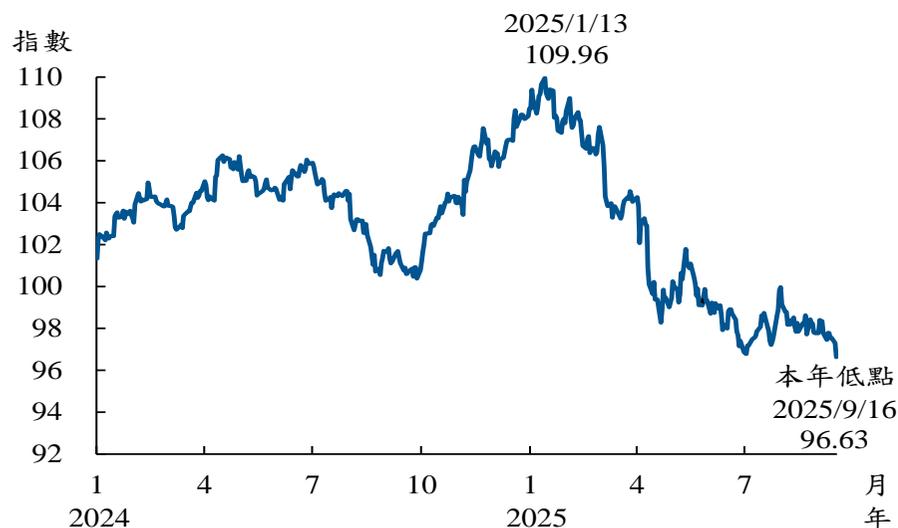
資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數震盪走低，主要經濟體貨幣對美元則升貶互見

本年7月以來，美國貿易政策不確定性下降，支撐美元一度走揚，嗣因 Fed 降息預期升溫，美元指數震盪走低，9月16日達本年底點 96.63(圖 17)。惟與6月底相較，主要經濟體貨幣對美元則升貶互見(圖 18)。

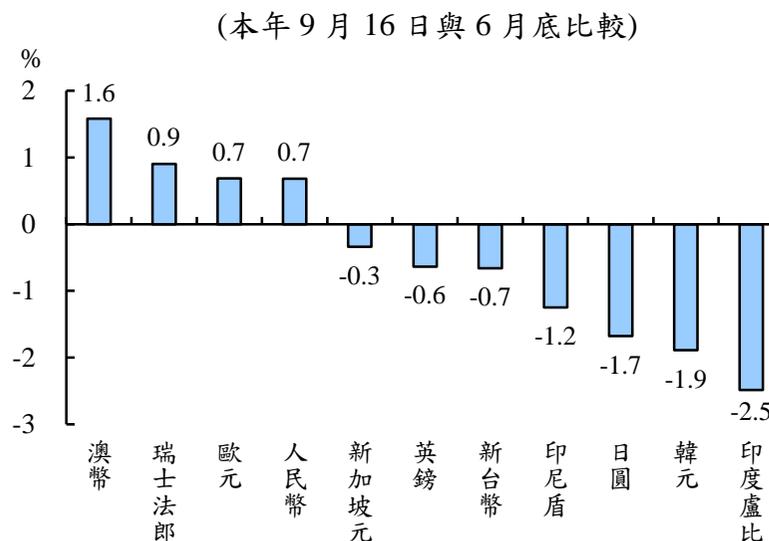
- 歐元：ECB 降息週期近尾聲，市場預期美、歐利差縮窄，歐元對美元略升值 0.7%。
- 人民幣：美中貿易爭端緩和，外資投資中國大陸股市增加，人民幣對美元略升值 0.7%。
- 英鎊、日圓：英國經濟疲軟，通膨居高，且財政狀況惡化加劇市場擔憂，日本財政隱憂升溫，加以政治新局帶來不確定性，英鎊及日圓對美元分別貶值 0.6%及 1.7%。
- 印度盧比：美國對印度加徵 50%高額關稅，恐衝擊其經濟，市場資金持續流出，印度盧比對美元貶值 2.5%。

圖 17 DXY 美元指數



註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。
資料來源：LSEG Datastream

圖 18 主要經濟體貨幣對美元升貶幅



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

(五)影響全球經濟前景之風險因素

預期本年全球經濟成長趨緩，且經濟前景面臨諸多風險因素(圖 19)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 19 全球經濟前景面臨之風險因素

美國貿易政策發展及其影響仍具不確定性

- 美國仍與多國持續協商對等關稅，細節尚未明朗，且對等關稅及芬太尼關稅面臨美國國內合法性爭議，未來若遭美國聯邦最高法院判定無效，恐致全球貿易與美國稅務混亂；另中國大陸、俄羅斯及印度加強多邊合作機制，且中、歐計劃強化綠色轉型與供應鏈關係等均影響國際經貿局勢；美國關稅執行成效與政策走向仍具高度不確定性。
- 當前美國平均有效關稅為二戰以來最高水準，影響美國國內產業與全球貿易，對全球供應鏈之衝擊尚待觀察。

主要央行貨幣政策走向分歧與財政風險升溫

- 近月美國勞動市場下行風險擴大，Fed 將持續降息；歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡，ECB 將視最新情勢調整貨幣政策；日本近期國內政治不確定性升溫，惟若關稅不確定性下降，薪資成長與通膨之良性循環符合預期，BoJ 將仍持升息立場；中國大陸經濟有賴政策支持，人行將維持貨幣寬鬆；主要央行貨幣政策調整走向，將牽動未來國際資金流向，進而影響全球股市、匯市及債市的穩定性。
- 近期法國政局不穩，主權信用評等遭降，引發各界擔憂歐洲主權債務危機是否將再起；全球政經情勢快速變化，恐影響全球經濟與國際金融穩定。

地緣政治風險與氣候變遷

- 俄烏戰爭尚未結束、中東局勢依然緊張，地緣政治衝突未解，影響全球供應鏈穩定，致全球通膨不確定性仍高。
- 本年夏季，全球多地再次遭遇高溫與乾旱等極端天氣事件，衝擊農業生產，加劇全球經濟成長與通膨不確定性。

中國大陸生產過剩問題仍存

- 中國大陸內需疲弱、消費信心不足，部分地區與產業通縮壓力持續存在，政府雖祭出財政擴張與貨幣寬鬆政策，但提振效果尚未顯現，經濟復甦仍具挑戰。
- 此外，生產過剩問題依然嚴峻，企業低價競爭加劇市場通縮，若中國大陸轉而將商品大量出口，恐導致其他經濟體通縮壓力增加並衝擊相關產業，加劇貿易摩擦與保護主義風險。

資料來源：本行整理媒體報導，以及 IMF、BIS、World Bank 等主要國際機構觀點

二、國內經濟及通膨展望

本(2025)年第2季受惠人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)、雲端資料服務等相關產品需求暢旺，台灣輸出與民間投資成長優於原預估，經濟成長率為 8.01%，致上半年經濟成長率達 6.75%。

展望下半年，預期 AI 需求續熱絡，推升電子資通訊產品出口，維繫台灣輸出成長，亦帶動相關供應鏈擴增產能與投入研發；惟受美國關稅政策影響，傳產貨品競爭力下滑，加劇國內產業發展情勢分歧，且消費者信心疲軟，民間消費動能不易擴增，預測下半年經濟成長率降為 2.51%。考量上半年經濟成長優於預期且 AI 相關產品需求續旺，本行將全年經濟成長率由 6 月預測之 3.05% 上調至 4.55%。物價方面，因進口物價大幅下降，加以部分商品免徵或減徵貨物稅，預期通膨率維持緩步回降趨勢，本行將本年 CPI、核心 CPI 年增率預測值由 6 月之 1.81%、1.69%，分別下調至 1.75%、1.67%。

至於明(2026)年，美國關稅措施持續制約全球貿易量成長，將影響台灣外貿表現，預測明年經濟溫和成長 2.68%。通膨方面，預期明年國際油價低於本年，加以服務類通膨可望維持緩降走勢，通膨率將低於本年，本行預測 CPI 及核心 CPI 年增率分別續降為 1.66%、1.64%。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明：

(一)AI 需求熱絡帶動輸出與民間投資擴張，本行上調全年經濟成長率預測值至 4.55%

1. 本行上調本年經濟成長率預測值，且預期外需為經濟成長之主要驅動力。

(1)本行預測本年經濟成長率為 4.55%，較 6 月預測之 3.05%，上修 1.50 個百分點，主要係因上半年 AI 相關產品出口動能強勁，亦帶動民間投資成長，上半年經濟表現優於原預估，且預期下半年 AI 需求不墜所致。

(2)預期本年**下半年** AI、HPC 等**新興科技**應用**需求仍般**，**輸出穩健成長**。惟受美國關稅措施不確定性影響，**民眾消費意願保守**，限縮民間消費動能，且上(2024)年民間投資**比較基期墊高**，**內需成長有限**。

(3)**外需為驅動本年經濟成長之主力**。

□ 本年上半年受惠客戶端提前拉貨，加以新興科技應用帶動相關供應鏈出口與擴大投資，淨外需與內需對經濟成長貢獻分別為 3.34 與 3.41 個百分點(表 1)。

□ 預期 AI 相關產品出口動能持續，下半年**淨外需**對經濟成長**貢獻** 2.37 個百分點，**高於內需**之 0.14 個百分點。

— 內需加計淨外需貢獻後，本行預測**下半年經濟成長率**為 2.51%，**低於上半年**之 6.75%。

□ 預測全年經濟成長 4.55%，其中淨外需與內需貢獻分別為 2.84 與 1.71 個百分點。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻度

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	公共支出		存貨變動 (d)	國外淨需求			
					(c)	消費		投資*	(e)	輸出	(-) 輸入
上半年	6.75	3.41	0.42	3.91	0.41	0.22	0.19	-1.34	3.34	17.09	13.75
下半年(f)	2.51	0.14	0.28	0.43	0.75	0.39	0.36	-1.33	2.37	13.41	11.04
全年(f)	4.55	1.71	0.34	2.11	0.59	0.31	0.28	-1.33	2.84	15.18	12.35

*：包含公營事業與政府投資；f：代表中央銀行預測數。

資料來源：主計總處、中央銀行

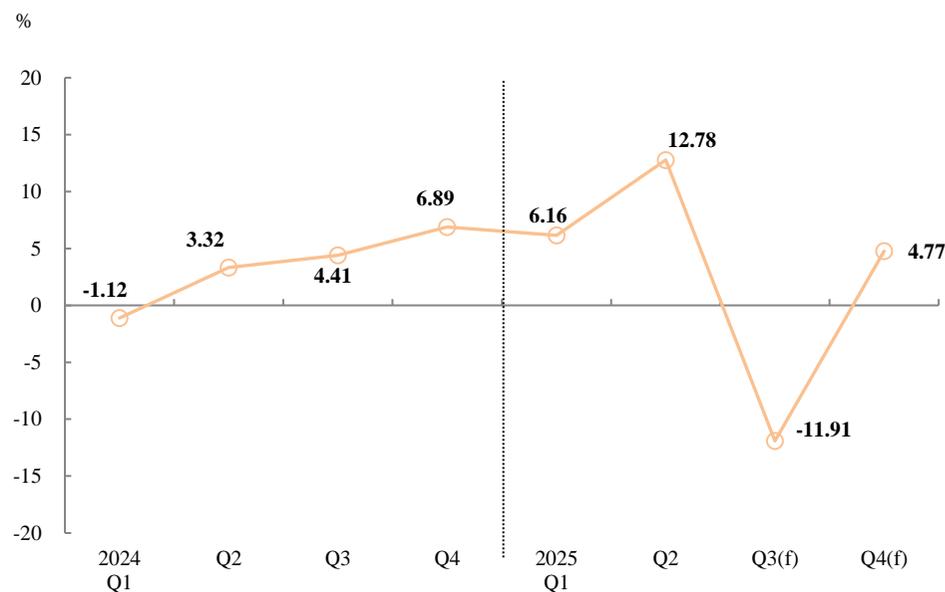
2. 預期本年下半年經濟成長率低於上半年，第3、4季經濟成長率(yoy)呈走緩趨勢(圖1)。
3. 就經季調後，實質GDP對上季增率折成年率之經濟成長率(saar)而言，由於本年第2季經濟表現亮眼，致**第3季** saar 轉呈負值，為**全年最低**，而後於第4季回穩(圖2)。

圖1 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖2 台灣各季經濟成長率(saar)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

(二)預期本年下半年輸出動能穩健，而民間投資溫和成長，民間消費動能平緩

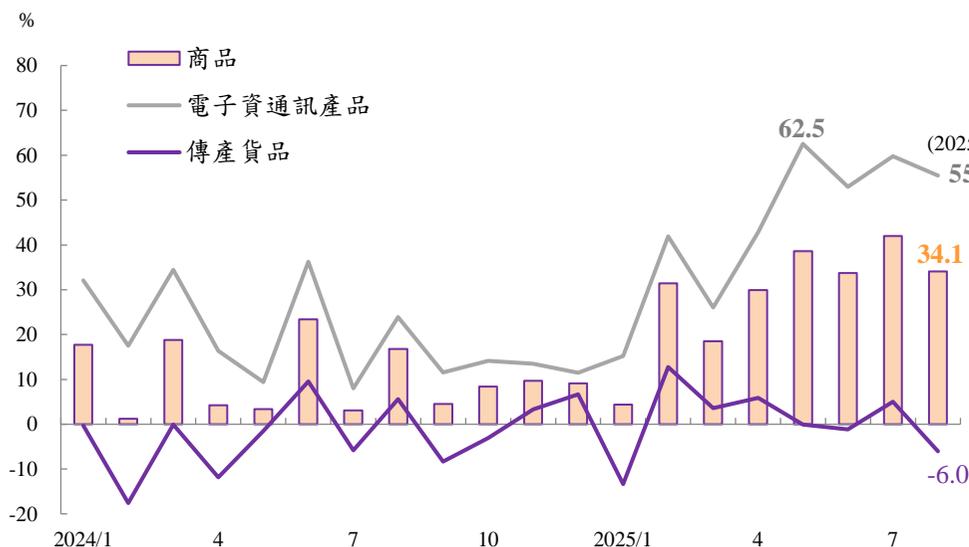
1. 預期下半年輸出動能穩健成長：主因 AI 需求超乎預期。

(1)受惠國際主要雲端服務商(Cloud Service Provider, CSP)加碼本年 AI 資本支出計畫，以及各國加速建置主權 AI¹、AI 基礎設施與企業持續興建資料中心等，加以 AI 伺服器新品將於本年第 4 季量產，均維繫台灣半導體與伺服器等供應鏈之出口需求，挹注下半年輸出成長。

□ 本年 8 月電子資通訊產品出口成長 55.5%，已連續 4 個月超過 50%，並推升商品出口成長 34.1%(圖 3)。

□ AI、HPC 等需求續增，帶動電子資通訊產品出口，整體外銷訂單擴增動能持續，7 月年增率為 15.2%(圖 4)。

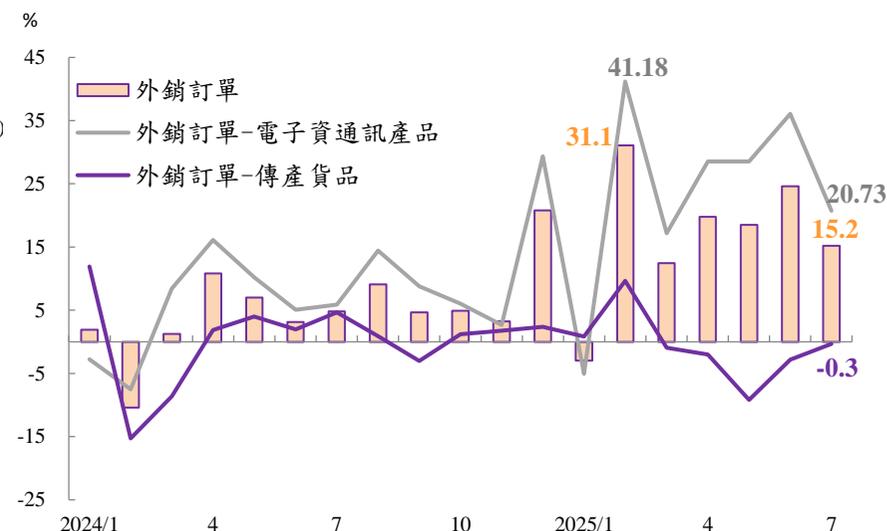
圖 3 商品、電子資通訊產品以及傳產貨品出口年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括礦產品、化學品、塑膠製品、紡織品、基本金屬、機械、電機產品、運輸工具；電子資通訊產品包括電子零組件、資通與視聽產品。

資料來源：財政部

圖 4 外銷訂單年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括礦產品、化學品、塑膠製品、紡織品、基本金屬、機械、電機產品、運輸工具；電子資通訊產品包括電子、資訊與通信產品。

資料來源：經濟部

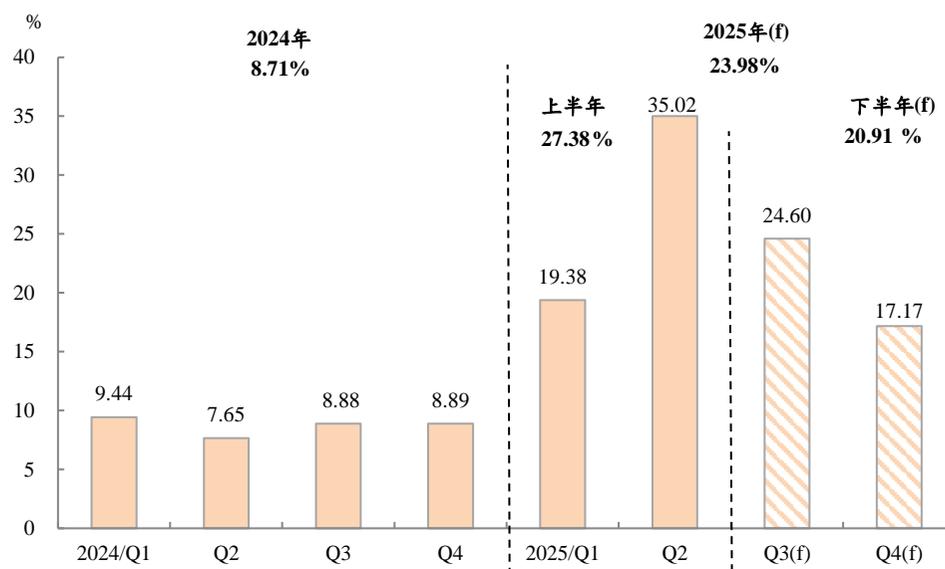
¹ 主權 AI 指一國能自主研發，掌控 AI 技術，以保障資料安全。美國、中國大陸、歐洲(法國、義大利等)、亞洲國家(日本、新加坡、台灣)均投入主權 AI 發展。

(2)中國大陸產能過剩持續，加以受美國關稅措施影響，台灣傳產貨品競爭力下滑，加劇國內產業發展情勢分歧，傳產貨品復甦力道續疲且接單狀況不佳。

□ 本年8月傳產貨品出口衰退6.0% (圖3)，且7月傳產貨品外銷訂單亦年減0.3%(圖4)。

(3)綜合考量前述因素，本行預測下半年實質輸出成長率為**20.91%**，低於上半年之27.38%，全年為**23.98%**(圖5)。

圖5 實質輸出成長



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

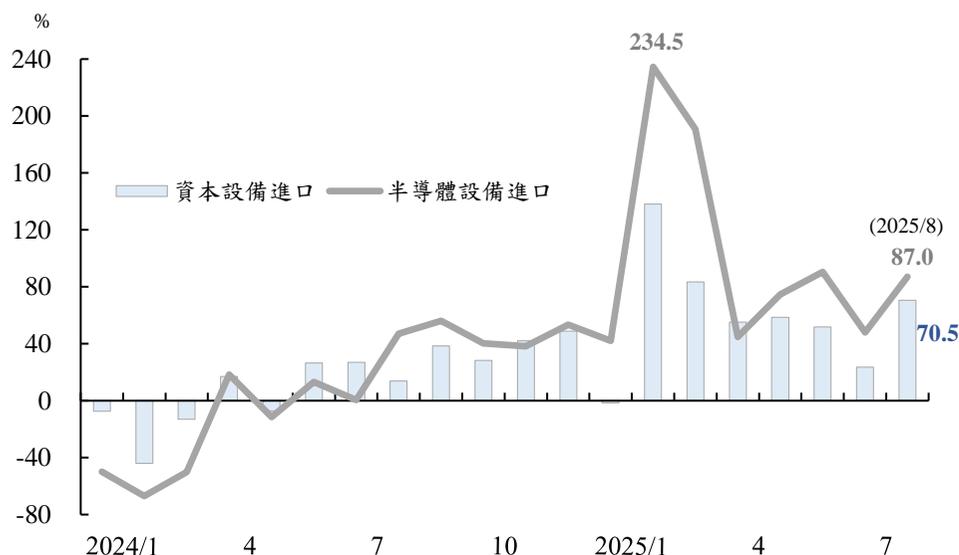
2. 預期下半年民間投資溫和成長：主因 AI 相關投資持續，惟比較基期已高。

(1) 因 AI 等新興科技應用需求強勁，帶動相關供應鏈業者擴增高階製程與先進封裝產能，且部分業者上修本年資本支出目標，加以政府積極吸引國際大廠在台紮根前瞻技術、產業合作，均維繫民間投資動能。

□ 半導體業投資先進製程，購置半導體設備，亦帶動資本設備進口成長，8 月兩者分別年增 87.0% 與 70.5% (圖 6)。

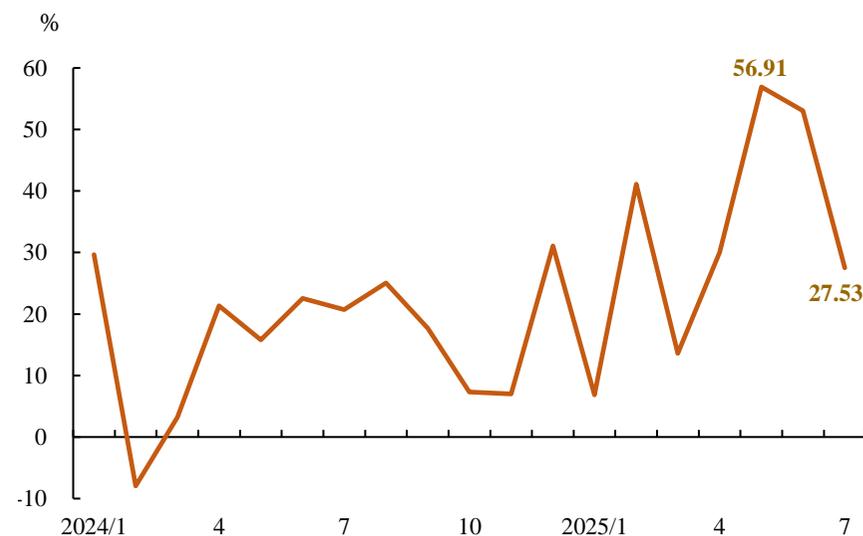
□ 7 月製造業生產最終用於投資部分，續呈雙位數成長，達 27.53%，反映國內企業大幅擴增投資力道 (圖 7)。

圖 6 資本及半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 7 製造業投資財指數年增率



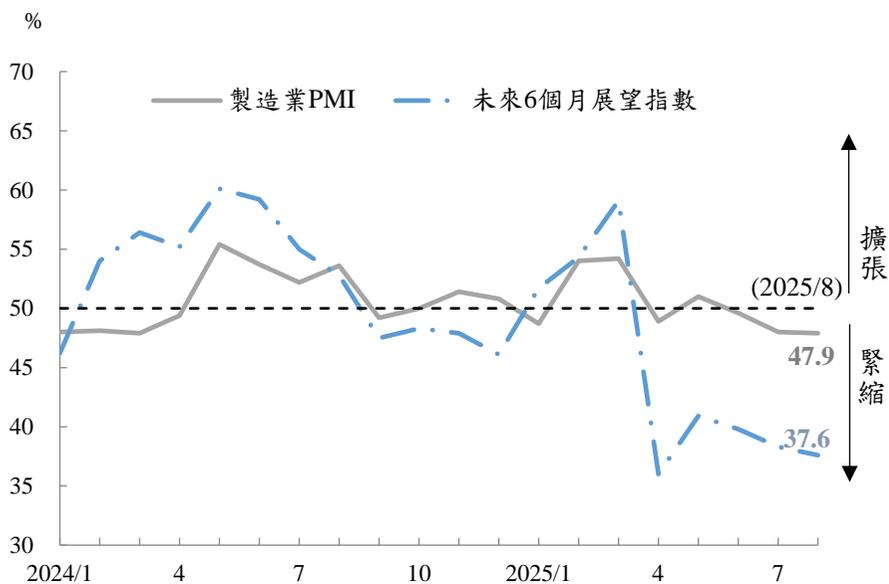
資料來源：經濟部

(2)受到美國關稅措施帶來的不確定性影響，傳統產業、半導體成熟製程等廠商對**景氣看法偏保守**。

□ 8月製造業PMI為47.9%，為上年4月以來新低，另一方面，廠商對未來6個月展望指數續低於榮枯線50(圖8)。

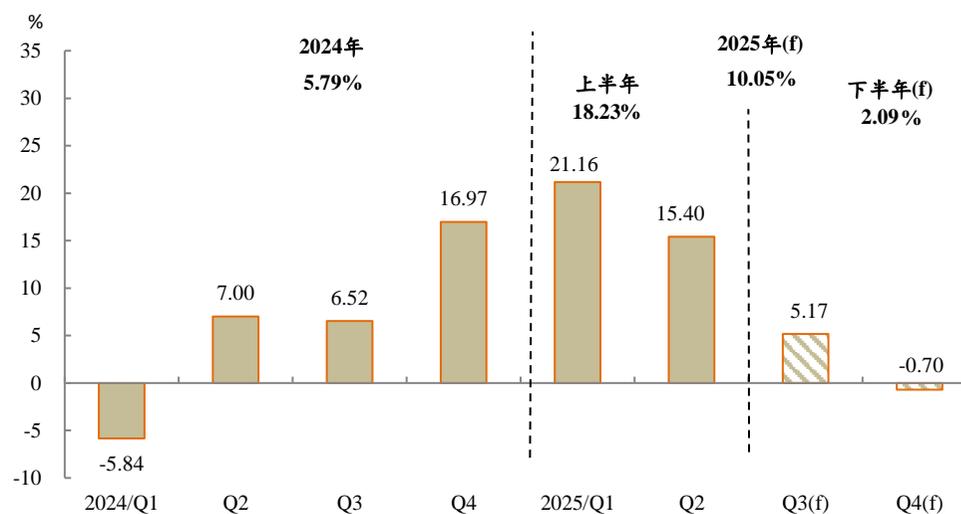
(3)考量**上年下半年比較基期墊高**以及前述不利因素，本行預測本年**下半年**實質民間投資成長率為**2.09%**，低於上半年之18.23%，**全年**則為**10.05%**(圖9)。

圖8 製造業PMI及其未來6個月展望指數



資料來源：國發會

圖9 實質民間投資成長



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

3. 預期下半年民間消費擴張動能平緩：主因薪資持續成長，惟美國關稅政策衝擊消費信心與傳產製造業就業。

(1) 上年上市櫃公司獲利佳，帶動本年薪資成長²與現金股利發放，均挹注民間消費動能；惟受對等關稅影響，民眾消費信心疲軟，購買耐久性財貨意願下降，下半年民間消費擴增受限。

□ 8月中央大學消費者信心指數創近年新低(圖10)。

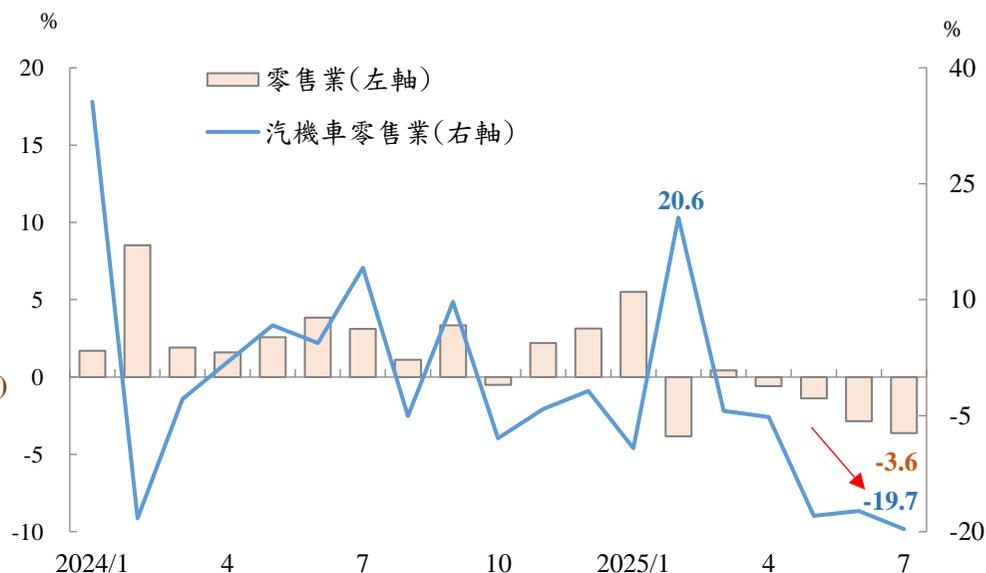
□ 受台美關稅談判仍持續進行影響，車市買氣遞延，7月汽機車零售業營業額(約占零售業營業額18%)續衰退19.7%；零售業營業額則年減3.6%，已連續4月呈負成長，且減幅擴大(圖11)。

圖10 消費者信心指數



資料來源：中央大學

圖11 零售業與汽機車零售業營業額年增率



資料來源：經濟部

² 本年1~7月實質經常性薪資與實質總薪資分別年增1.09%及1.86%，創近5年同期最高增幅。

(2)傳產製造業受美國對等關稅政策之衝擊，造成製造業無薪假人數上升(表 2)，本年 9 月中為上年 4 月初以來新高，亦不利下半年民間消費擴增。

(3)綜合考量前述因素，下半年實質民間消費成長率預測值為 0.57%，全年則為 0.73%(圖 12)。

表 2 實施減班休息人數

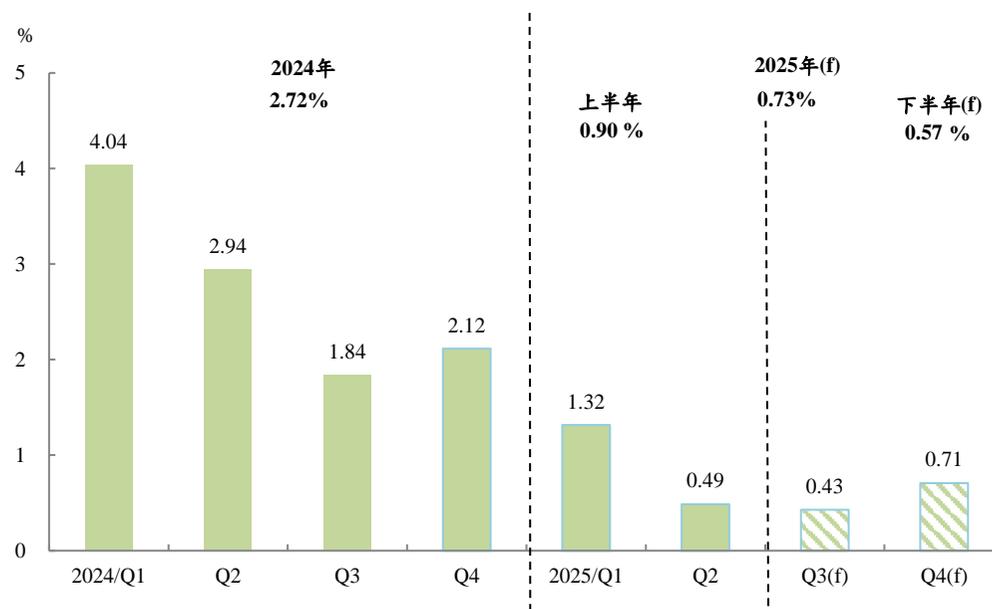
單位：人

	本年 9 月中	較本年 3 月底* 增減
總計	7,334	+5,345
製造業	6,870	+5,332
金屬機電工業	5,731	+4,588
資訊電子工業	669	+474
化學工業	200	+107
民生工業	270	+163

註：*美國對等關稅於本年 4 月宣布。

資料來源：勞動部

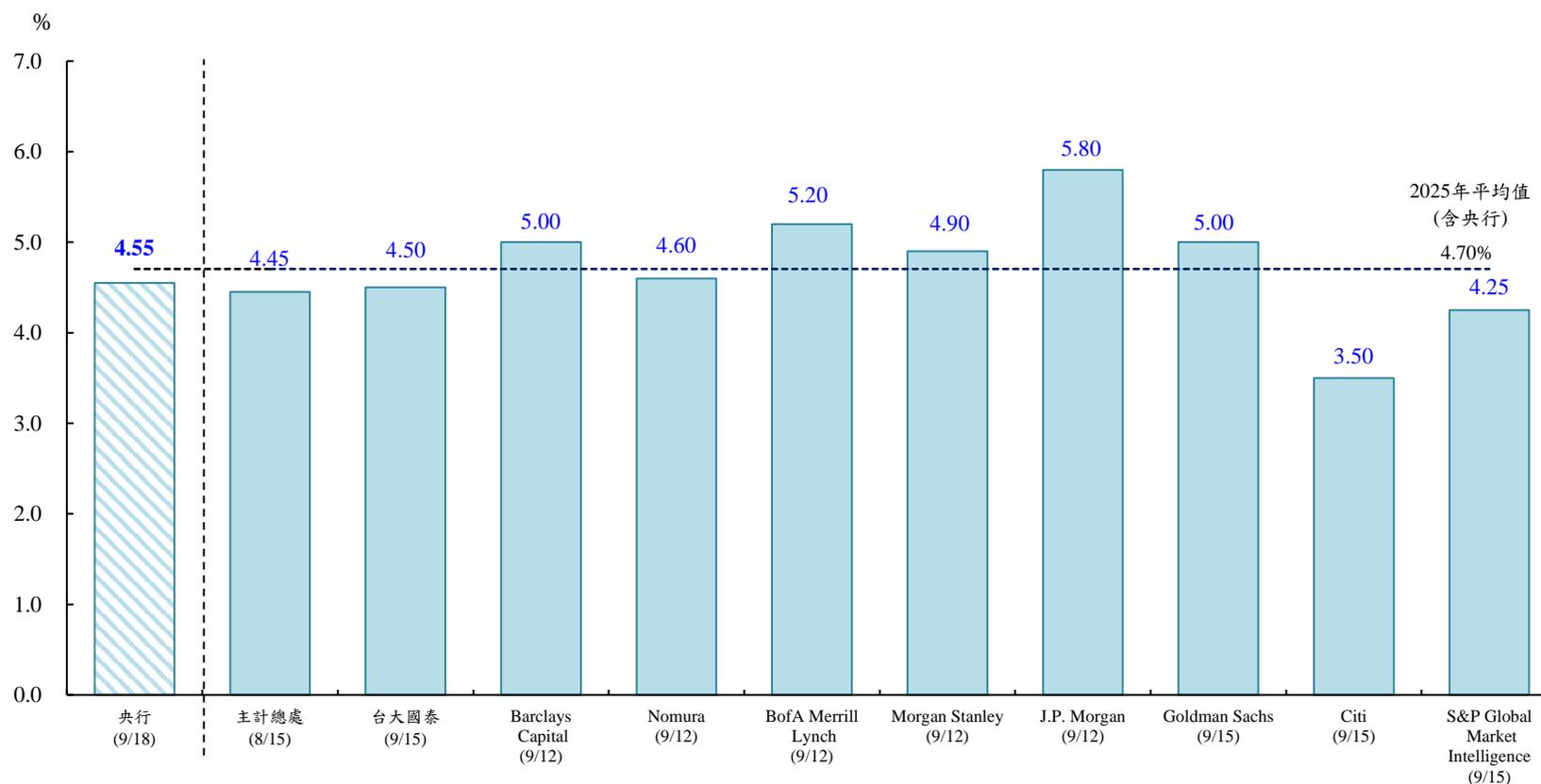
圖 12 實質民間消費成長



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

4. 本年 8 月以來，國內外主要機構對本年台灣經濟成長率預測值介於 3.50%至 5.80%之間，平均為 4.70%(圖 13)。

圖 13 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



(三)預期明年民間消費動能回升，帶動經濟溫和成長

1. 本行預測明年經濟溫和成長，內需為主要驅動力。

(1)受惠於內需消費回溫以及民間投資溫和成長，本行預測**明年台灣經濟成長 2.68%**。

□ 各季經濟成長率預測值分別為 2.46%、0.60%、3.26%、4.37%。

(2)預測**內需貢獻 2.43 個百分點**(表 3)，高於**淨外需貢獻之 0.26 個百分點**。

表 3 明年台灣實質 GDP 及各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	公共支出			存貨變動	淨外需		
					政府消費	政府投資	公營投資		輸出	(-) 輸入	
成長率	2.68	2.89	2.14	1.85	2.76	4.22	-3.78	--	--	1.93	2.02
貢獻度		2.43	0.96	0.41	0.36	0.13	-0.06	0.64	0.26	1.37	1.11

資料來源：中央銀行

2. 預期明年全球商品貿易量成長趨緩，台灣輸出成長降溫。

(1)美國對等關稅等經貿措施將持續抑制全球需求，致明年全球貿易量成長明顯不如本年，以及部分台灣貿易夥伴經濟動能趨緩，加以本年比較基期已高，預期台灣明年輸出成長放緩。

□ 7 月 IMF 預測明年全球貿易量成長 1.9%，低於本年之 2.6%。

(2)本行預測**明年實質輸出成長 1.93%，低於本年之 23.98%**。

3. 預期明年內需穩健成長。

(1) **民間投資溫和成長**：半導體供應鏈業者持續投資高階製程與擴充先進封裝等產能，政府、企業(包含國際大廠)積極布建 AI 基礎建設，以及政府擴編明年科技預算、規劃 AI 十大建設，以及企業能源轉型投資持續等有利因素，有助支撐明年民間投資成長。惟考量近年民間投資金額墊高，本行預測**明年民間投資溫和成長 1.85%，低於本年之 10.05%**。

(2) **民間消費成長回溫**：隨本年整體上市櫃公司獲利持續成長，有助明年薪資及股利發放調升，加以政府推動「減稅、減負擔」等措施，均挹注民眾家庭可支配所得，且政府鼓勵車輛汰舊換新(如貨物稅條例修正案減徵新購小客車貨物稅)，車市買氣可望隨台美關稅談判明朗後回升，本行預測**明年民間消費成長率為 2.14%，高於本年之 0.73%**。

4. 本年 8 月以來，國內外主要機構預測明年台灣經濟溫和成長，平均成長率預測值為 2.25%(表 4)。

表 4 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位:%

機構 (預測 日期)	央行 (9/18)	主計總處 (8/15)	台大國泰 (9/15)	Barclays Capital (9/12)	Nomura (9/12)	BofA Merrill Lynch (9/12)	Morgan Stanley (9/12)	J.P. Morgan (9/12)	Goldman Sachs (9/15)	Citi (9/15)	S&P Global Market Intelligence (9/15)	平均值 (含央 行)
預測值	2.68	2.81	2.00	0.70	2.70	2.00	3.70	1.90	2.02	2.50	1.78	2.25

(四)台灣經濟仍面臨諸多不確定性，恐影響下半年與明年經濟表現

1. 美國關稅政策細節未明，恐影響全球供應鏈與台灣出口動能：雖然美國已與主要國家達成貿易協定架構，並公布各國對等關稅稅率，惟多數協議內容細節尚待確定。此外，美國依據《貿易擴張法》第 232 條款，針對半導體與資通訊等產業調查結果，可能對全球相關供應鏈的生產與投資布局造成衝擊。若美國依該條款對半導體與資通訊產品加徵關稅，將推升電子相關產品價格，進而衝擊台灣相關產品出口表現。
2. 主要經濟體貨幣政策調整走向，牽動國際資金流向：受就業市場放緩的影響，Fed 將採取降息措施；中國人民銀行因經濟成長趨緩，持續實施寬鬆政策；ECB 暫緩降息，並視最新經濟數據、通膨走勢，調整貨幣政策；BoJ 持續評估美國關稅措施的影響，若經濟與物價情勢改善，仍將進一步升息。主要國家貨幣政策分歧，牽動未來國際資金流向，進而影響全球股市、匯市及債市的穩定性。
3. 地緣政治風險與氣候變遷加劇全球經濟與通膨不確定性：俄烏戰爭持續且和談進展緩慢，加上以巴衝突持續，國際地緣政治衝突未歇。另一方面，本年夏季全球多地再現極端高溫與乾旱，影響農糧生產，均增添未來全球經濟成長與通膨的不確定性。
4. 中國大陸結構性問題之外溢效應：中國大陸內需消費與投資信心不足、失業問題依舊嚴峻，且房市低迷不振、地方政府債務高築等結構性問題猶存；另一方面，其雖推出多項刺激政策，挹注經濟動能，惟成效仍有待觀察。此外，中國大陸內需疲軟，持續輸出過剩產能，加劇全球市場競爭，將不利於全球經濟與台灣出口表現。
5. 政府因應美國對等關稅提出支持措施，執行成效左右產業發展與就業市場穩定：為因應美國對等關稅措施對台灣出口供應鏈帶來的壓力，政府推出產業支持方案³，擴大對受衝擊產業的協助，藉以降低營運與外銷風險，政策成效將影響相關產業發展與就業市場穩定。

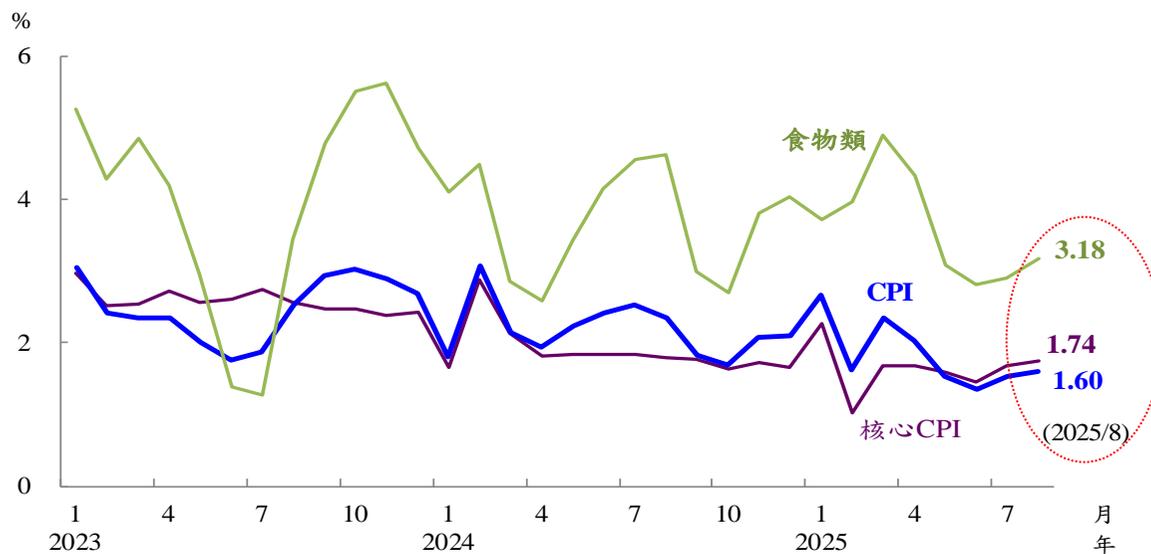
³ 如《因應國際情勢強化經濟社會及民生國安韌性特別條例》。

(五)通膨率維持緩步回降趨勢，本行略下修本年 CPI 年增率預測值至 1.75%，明年續降至 1.66%

1. 當前通膨率維持緩步下降趨勢。

(1)本年 7 月起，受颱風豪雨影響，食物類價格漲幅擴大，CPI 年增率回升，至 8 月為 1.60%；不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 1.74%(圖 14)。

圖 14 CPI、核心 CPI 與食物類價格年增率



資料來源：主計總處

(2)本年1至8月平均CPI年增率為1.83%，主因：(1)外食、水果、肉類等食物類價格走升；(2)房租調高；(3)金飾及珠寶等個人隨身用品價格上漲。上述合計使CPI年增率上升1.51個百分點，貢獻約83%(表5)。

表5 本年1至8月CPI年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1,000	1.83	1.83
食物類	256	3.63	0.98
外食費	106	3.36	0.37
水果	21	13.85	0.32
肉類	23	4.25	0.10
蔬菜	15	5.85	0.09
蛋類	4	-11.08	-0.04
房租	148	2.41	0.36
個人隨身用品	19	7.47	0.17
娛樂服務	60	1.46	0.09
醫療費用	28	2.84	0.07
香菸及檳榔	16	4.01	0.07
教養服務	30	2.16	0.07
交通工具零件及維修費	19	2.72	0.05
家庭管理費用	11	3.85	0.04
合計			1.90
油料費	24	-4.30	-0.11
成衣	38	-1.12	-0.05
合計			-0.16
其他			0.09

合計使CPI年增率上升1.51個百分點，貢獻約83%。

資料來源：主計總處

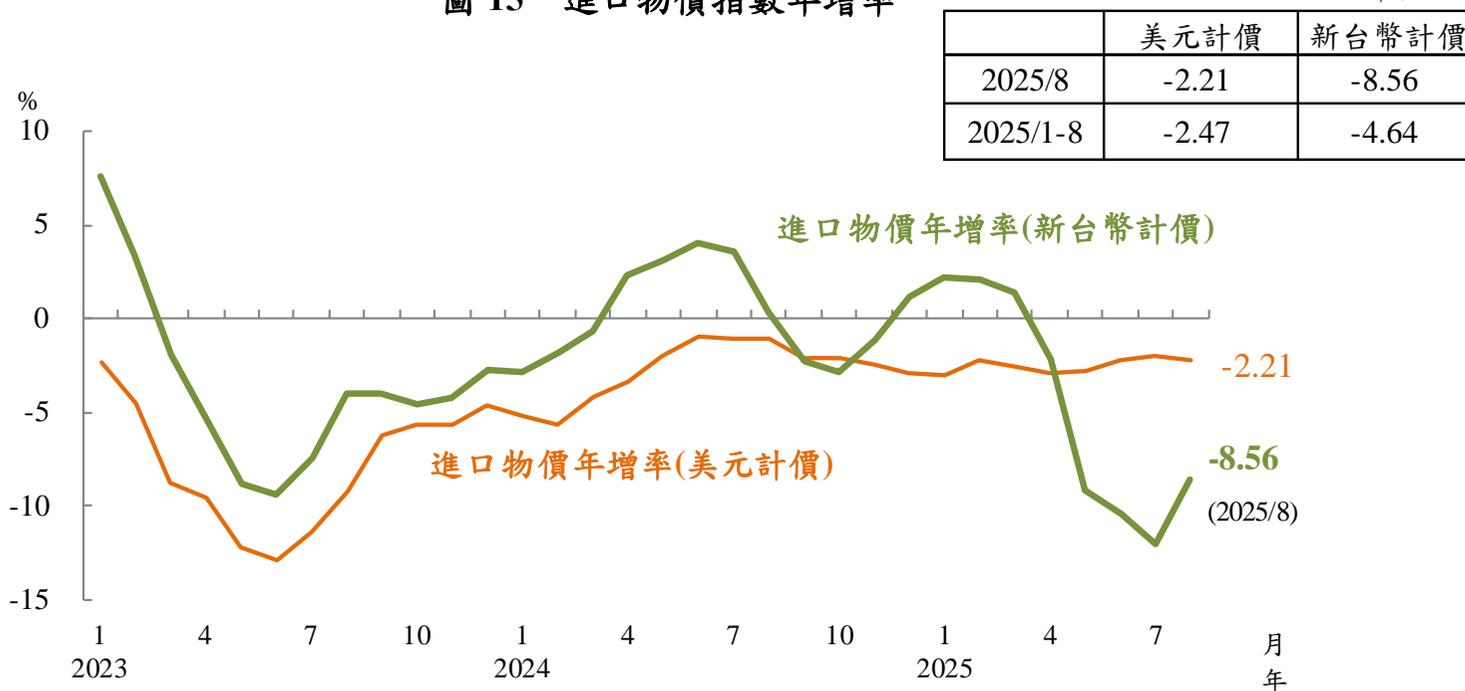
2. 進口物價大跌，預期通膨率維持緩步回降趨勢；本行略下修本年 CPI 年增率預測值至 1.75%，明年續降至 1.66%。

(1) 近期新台幣對美元匯率較上年同期升值，進口物價大跌。

- 本年 8 月，以美元計價之進口物價年減 2.21%，連續 34 個月下跌，因新台幣對美元匯率較上年同月升值，以新台幣計價之進口物價年減 8.56%(圖 15)。
- 本年 1 至 8 月，以美元計價及新台幣計價之進口物價分別年減 2.47%、4.64%。

圖 15 進口物價指數年增率

單位：%



資料來源：主計總處

(2)近期受颱風豪雨接連來襲等天候因素影響，預期**蔬果等食物類價格**居高，惟**進口物價**大幅下降，加以**部分商品免徵或減徵貨物稅**，本行預測**本年**台灣 CPI 及**核心** CPI 年增率分別由 6 月預測之 1.81%、1.69%，**略下修為 1.75%、1.67%**(圖 16)。

(3)國際機構預測明年油價低於本年，加以**服務類通膨**可望維持**緩降**走勢(圖 17)，本行預測**明年** CPI 及**核心** CPI 年增率分別**續降為 1.66%、1.64%**。

□ **地緣政治風險與天候**因素係影響未來**台灣通膨**走勢之**重大變數**。

圖 16 本行對本年及明年 CPI、核心 CPI 年增率之預測

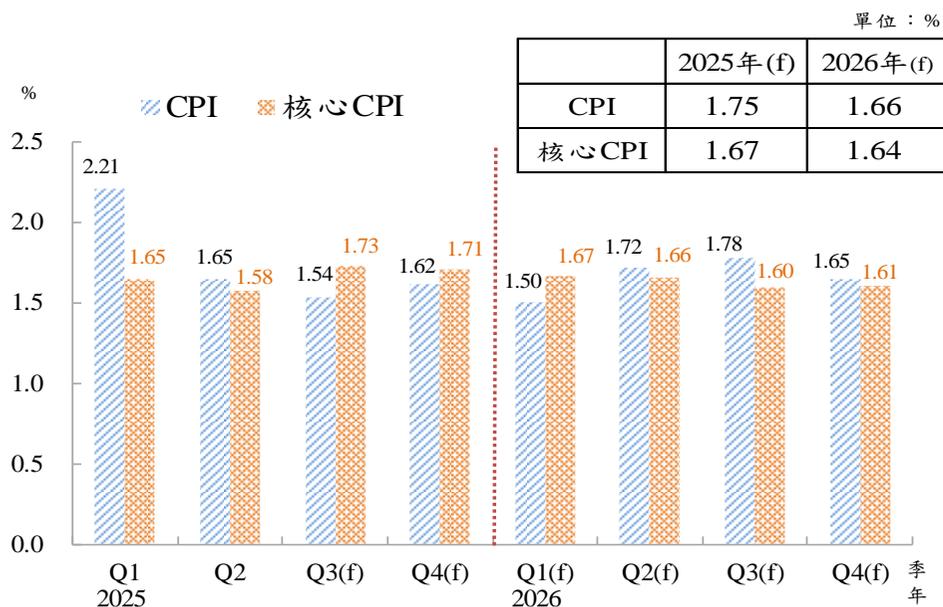
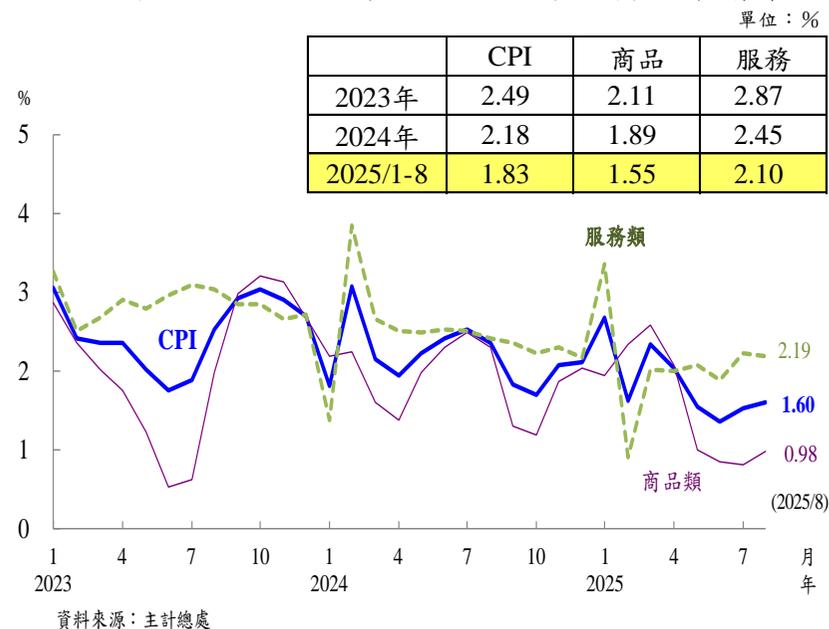
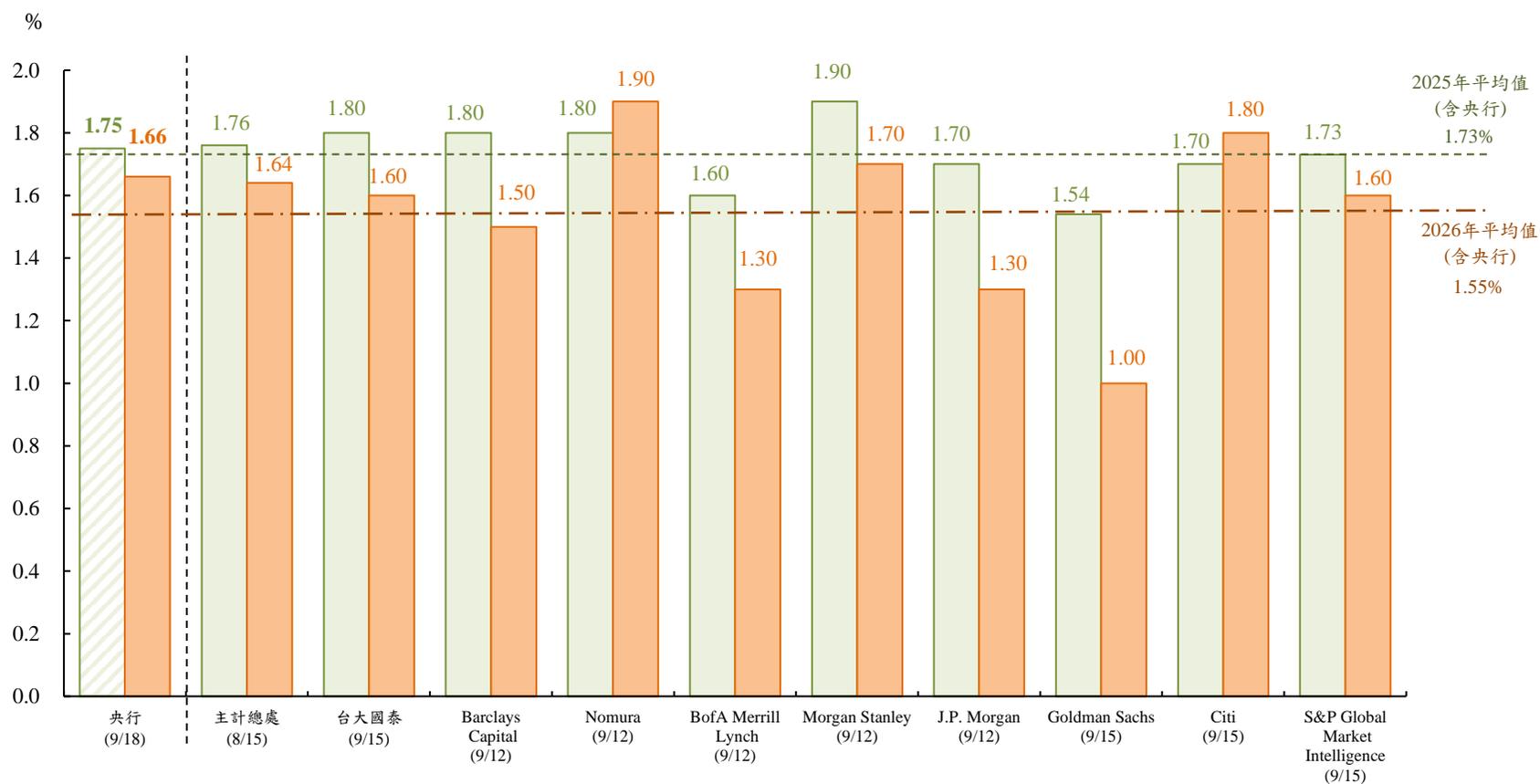


圖 17 CPI 及商品類、服務類價格年增率



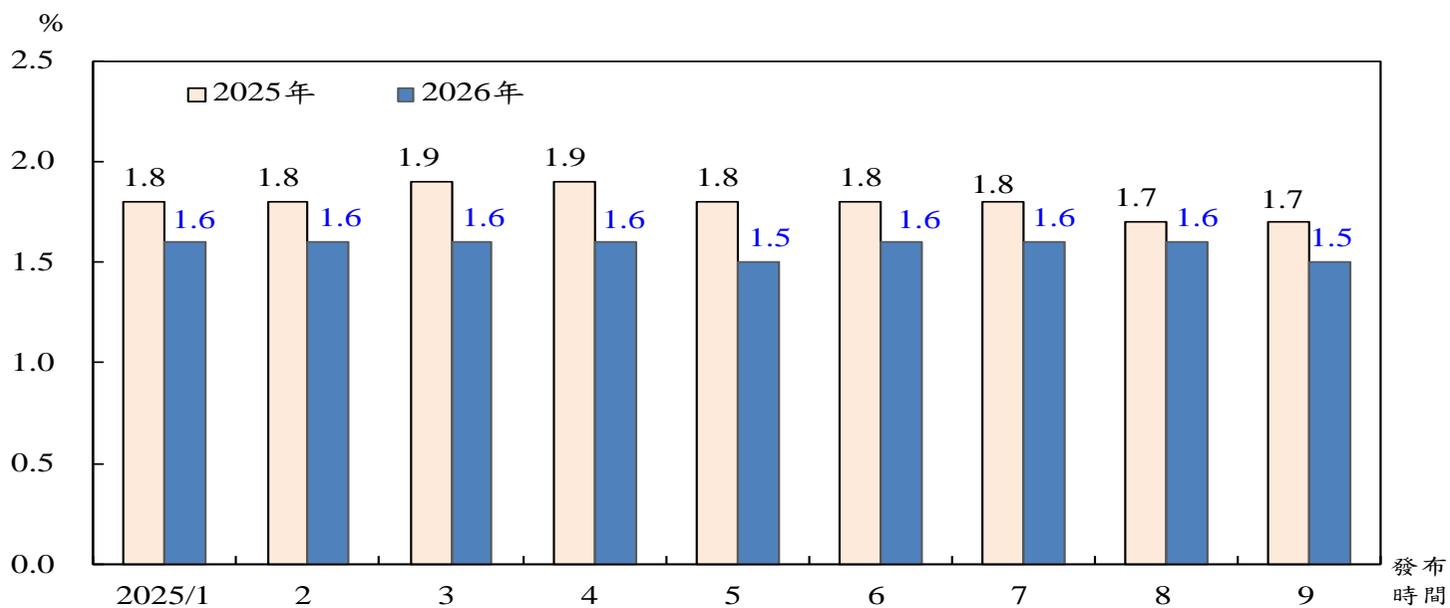
(4)8月以來，國內外主要機構對台灣本年CPI年增率預測值介於1.54%至1.90%，平均為1.73%；明年則介於1.00%至1.90%，平均為1.55%(圖18)。

圖 18 國內外主要機構對台灣本年及明年CPI年增率預測值



(5)Consensus Economics 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值，連續 3 個月維持在 1.8%後，**8 月起**降至 **1.7%**；
明年則多維持在 **1.6%**(圖 19)。

圖 19 近 20 家專業預測機構對台灣本年及明年 CPI 通膨率之預測數平均



資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

專欄：製造業對經濟成長貢獻大，且受僱員工人數比重亦高

- 2024 年台灣經濟成長為 4.84%，其中，製造業對經濟成長貢獻達 2.68 個百分點。
 - 製造業對經濟成長貢獻遠高於金融保險業(0.84 個百分點)、批發及零售業(0.63 個百分點)、運輸及倉儲業(0.18 個百分點)、營建工程業(0.07 個百分點)與不動產業(0.06 個百分點)。
 - 營建工程投資中⁴，非住宅房屋(用於生產活動，如廠房)與其他營建工程(如基礎建設)合計之比重較大，而住宅房屋比重相對較小。
- 2024 年製造業受僱員工人數占工業與服務業受僱員工人數之比重為 33.84%，高於批發及零售業(20.26%)、住宿及餐飲業(6.32%)、營建工程業(5.85%)、金融保險業(4.80%)、運輸與倉儲業(3.51%)、不動產業(1.60%)。

2024 年主要行業對經濟成長率之貢獻

單位：%；百分點

經濟成長率 (%)	主要行業對經濟成長率之貢獻(百分點)					
	製造業	營建工程業	批發及零售業	金融及保險業	運輸及倉儲業	不動產業*
4.84	2.68	0.07	0.63	0.84	0.18	0.06

說明：*行業別 GDP 貢獻中無單獨列示不動產業資料；惟主計總處列示「不動產及住宅服務業」貢獻，並說明其中住宅服務(包括出租及自住設算)占約 8 成，因此，本表就不動產及住宅服務業對經濟成長之貢獻 0.29 個百分點，以 2 成推估不動產業之貢獻為 0.06 個百分點(=0.29*20%)，以 8 成推估住宅服務之貢獻為 0.23 個百分點(=0.29*80%)。

資料來源：主計總處

2024 年主要行業受僱員工人數

單位：人；%

工業及服務業	工業部門		服務業部門					
	製造業	營建工程業	批發及零售業	住宿及餐飲業	金融及保險業	運輸及倉儲業	不動產業	
8,457,162	2,861,523	495,067	1,713,292	534,428	405,844	296,707	135,264	
(40.62%)	(33.84%)	(5.85%)	(20.26%)	(6.32%)	(4.80%)	(3.51%)	(1.60%)	

說明：表中數值為該行業受僱員工人數，括弧內數值為該行業受僱員工人數占工業及服務業受僱員工之比率。

資料來源：主計總處

⁴ 2023 年非住宅房屋占營建工程比重為 45.16%，其他營建工程比重為 22.37%，兩者合計為 67.53%，住宅房屋比重為 31.37%。

三、本行選擇性信用管制措施相關議題之說明

為避免信用資源過度流入不動產市場，抑制房市投機與囤房行為，並引導信用資源支應無自用住宅者購屋貸款、都更危老重建等配合政府政策相關用途所需資金，本行於上(2024)年 8 月請銀行自主管理不動產貸款，嗣於上年 9 月第七度調整選擇性信用管制，實施以來已見成效。

惟隨房市交易降溫，銀行審慎核貸，部分論者指稱本行信用管制措施及銀行自主管理不動產貸款，導致民眾申貸排隊撥款、阻礙都更危老重建等問題，並建議本行調降存款準備率、放寬本行信用管制之解除高價住宅貸款限制、延長購地貸款 18 個月開工限制等，或將都更危老重建貸款及所衍生之整批性分戶房貸，排除在不動產貸款計算範圍。針對外界指稱問題與建議，簡要說明不動產貸款實際情形與本行立場如下：

Q1：因本行信用管制、銀行自主管理不動產貸款，導致房貸排撥現象？本行調降存款準備率，可緩解當前銀行排撥現象？

A1：本(2025)年以來，貸款排撥現象未能有效緩解，主因公股銀行辦理新青安貸款案件尚多，目前撥款金額是上路前的 3 倍之多；受此影響，全體銀行不動產貸款集中度呈緩降。本行調降存款準備率雖可以營造市場資金寬鬆的環境，惟無法解決當前銀行貸款排撥現象。

(一)當前民眾申貸排撥現象，主因公股銀行承做新青安貸款案件多，致上年 9 月以來銀行法第 72 條之 2 比率¹持續居高²，全體銀行不動產貸款集中度則呈緩降。

1. 2023 年 8 月起隨新青安貸款上路，民眾踴躍申貸，公股銀行每月撥貸戶數與金額由上路前水準(2013 年 1 月至 2023 年 7 月平均)之 2,110 戶與 93 億元，驟升至上年 5 月之 8,273 戶與 636 億元。

嗣隨財政部啟動新青安貸款優化措施、本行強化信用管制，本年 7 月降為 4,182 戶與 344 億元，惟仍高於新青安

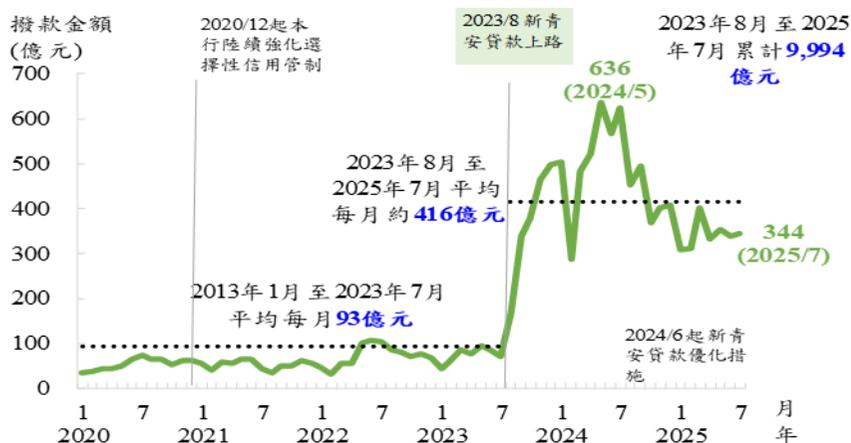
¹ 銀行法第 72 條之 2 比率 = 住宅建築及企業建築貸款 / (放款時之存款總餘額+金融債券發行額)。法定上限為 30%。

² 本年 7 月公股銀行之銀行法第 72 條之 2 比率平均為 27.61%，高於本國銀行之 26.04%。詳 2025 年 9 月 4 日行政院院會議案簡報「新青安·貸的到-配合青年安心成家購屋優惠貸款精進方案之調整」(<https://www.ey.gov.tw/Page/448DE008087A1971/c8a3b8c3-b444-4bf5-9898-cfe9a02cca0c>)。

貸款上路前水準(圖 1)。

2. 因銀行辦理新青安貸款案件尚多，全體銀行不動產貸款占總放款比率(貸款集中度)由上年 6 月之 37.61%緩降至本年 8 月之 36.71%(圖 2)。

圖 1 青安貸款每月撥款金額



資料來源：財政部國庫署

圖 2 全體銀行不動產貸款占總放款比率(貸款集中度)



註：不動產貸款=購置住宅貸款+房屋修繕貸款+建築貸款；
總放款=不動產貸款+其他放款(如企業放款)。

資料來源：本行，本文自行計算

- (二)日前金管會宣布銀行法第72條之2比率排除新承做之新青安貸款，應有助緩解民眾申貸排撥現象。
- (三)未來公股銀行亦可透過多吸收存款(使銀行法第72條之2比率之分母提高)，增加承做無自用住宅者購屋貸款的空間。此外，民營銀行之銀行法第72條之2比率相對較低，仍有貸款承做空間，民營銀行宜增加承做無自用住宅者購屋貸款，以協助緩解當前民眾申貸排撥現象。
- (四)調降存款準備率雖可以營造市場資金寬鬆的環境，但無法解決公股銀行貸款排撥現象，更何況目前市場資金仍屬寬鬆，近月銀行體系超額準備近400億元，貨幣市場利率下跌。

—本年7月以來，因應所得稅款繳庫、外資匯出現金股利之大額資金緊縮因素，本行透過減發定期存單(NCD)，維持市場資金寬鬆；30天期商業本票平均利率由本年6月之1.487%降至9月(1至16日平均)之1.464%，金融業隔夜拆款利率與2~10天期公債附買回(RP)利率亦分別由6月之0.823%、1.330%，微降為9月之0.820%、1.326%。

Q2：本行信用管制、銀行自主管理不動產貸款，阻礙都更危老重建？

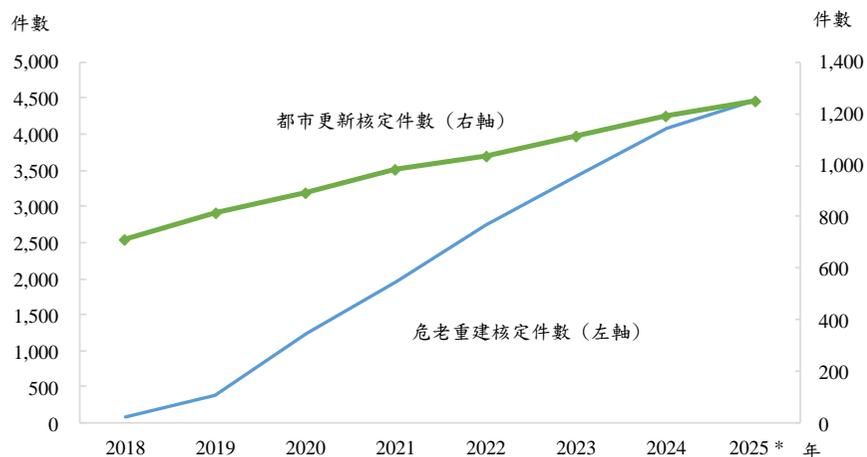
A2：近年都更危老重建貸款持續擴增。

(一)配合政府推動都更危老重建政策，本行信用管制措施未限制都更危老重建貸款；近年都更危老重建貸款持續擴增。

1. 近年政府積極推動都市更新政策，都市更新與危老重建核定案件持續擴增(圖 3)。
2. 2020 年 12 月以來，本行陸續強化信用管制措施，有關都更、危老或其他配合政府政策之重建案件均不受限制。本行上年 8 月請銀行自主管理不動產貸款，亦多次強調不應影響推動都更危老重建等用途所需資金。
3. 本行信用管制措施實施以來，本國銀行都更危老重建貸款³持續顯著成長。

—本年 8 月底，本國銀行都更危老重建貸款升達 8,235 億元，較上年 9 月底增加 1,534 億元(+23%)，較 2020 年 12 月底大增 6,144 億元(+294%)，占全體銀行建築貸款比率由 2021 年 1 月底之 8.3% 升至 24.0%(圖 4)。

圖 3 都市更新與危老重建核定案件數量



註：*各年為全年累計數，2025 年資料至 7 月底止。

資料來源：內政部營建署都市更新入口網

圖 4 本國銀行都更危老重建貸款餘額暨其占全體銀行建築貸款餘額比率



資料來源：本行、金管會，本文計算

³ 都更危老重建貸款係指免計入銀行法第 72 條之 2 項目中符合都市更新事業計畫與都市危險及老舊建築物加速重建條例第 10 條之 1 規定之放款合計數。

(二)本行關注不動產貸款集中度，旨在觀測銀行信用配置情形與控管相關貸款風險。都更危老重建貸款及所衍生之整批性分戶房貸均屬中長期貸款，銀行仍須承受房市景氣波動風險。若依部分人士建議排除相關貸款，雖可使不動產貸款集中度下降，惟將無法完全反映相關授信風險及信用資源流向不動產市場全貌，恐有失本行觀測不動產貸款集中度之用意。

Q3：隨房價上揚，本行應解除購置高價住宅貸款規定或提高高價住宅認定標準？本行管制高價住宅貸款導致小宅化？

A3：信用資源宜優先提供給無自用住宅者，而非財力雄厚之高價住宅購買者；近年不動產業者推案小宅化，主因房價高漲、家庭人口減少，並非因本行管制高價住宅貸款所致。

(一)本行規範高價住宅貸款之理由：

1. 由於高價住宅屬於小眾市場，價格高且波動大、流動性低且授信風險高；因此，國際金融監理機關多要求銀行辦理高價住宅貸款適用較嚴格貸款條件。
2. 隨高價住宅價格上漲，在比價效應帶動下，易推升其周邊成屋價格。

(二)本行係以漸進方式，調整購置高價住宅貸款規定。

—本行購置高價住宅貸款規範之成數上限，係由2010年12月之6成，逐步降為2021年3月之5.5成(已有2戶以下房貸)及4成(已有3戶(含)以上房貸)、2021年12月之4成、上年9月之3成。

(三)本行高價住宅規範之高價住宅認定標準，係反映信用管制措施強弱之規範門檻(管制越緊，門檻越低；管制越鬆，門檻越高)，並非住宅實際價格變化。

—根據不動產實價登錄統計，近五年全國符合本行規範之高價住宅認定標準⁴成文件數，占全體住宅成文件數比重皆低於2%。

(四)近年不動產業者推案小宅化，主因：(1)房價高漲，購屋者考量購屋負擔而縮小購屋面積；(2)家庭結構變化：戶內人口愈來愈少，較小面積住宅需求增加，並非因本行管制高價住宅貸款所致。

⁴ 係指成交價高於本行規範之高價住宅認定標準者(台北市為7,000萬元、新北市為6,000萬元、其他縣市為4,000萬元者)。

1. 根據財團法人金融聯合徵信中心統計，金融機構新承做購置住宅貸款之平均每戶面積由 2020 年第 4 季之 151 平方公尺(45.7 坪)，降至本年第 2 季之 136 平方公尺(41.1 坪)。
2. 反映家庭結構變化(如單身族增加、三代同堂減少)，戶內人口減少：本年第 1 季設有戶籍住宅約 793.6 萬宅，較 2020 年第 4 季之 721.9 萬宅，增加 71.7 萬宅，以 1 人一宅者增加 61.0 萬宅最多，其次為 2 人一宅者、3 人一宅者分別增加 22.6 萬宅與 10.1 萬宅，但 4 人以上一宅者，則減少 22.1 萬宅(表 1)。

表 1 設有戶籍住宅(依戶內人口數別)

	設有戶籍住宅數	1人一宅宅數	2人一宅宅數	3人一宅宅數	4人以上一宅宅數
2025Q1(萬宅)	793.6	248.8	156.2	139.5	249.0
2020Q4(萬宅)	721.9	187.8	133.6	129.5	271.1
變動額(萬宅)	71.7	61.0	22.6	10.1	-22.1

資料來源：內政部不動產資訊平台

Q4：建商因缺工等問題仍存，致開工困難，應延長購地貸款於 18 個月內開工之規定？

A4：針對不可歸責於借款人因素者，本行已予銀行彈性處理。

(一)為**避免金融機構資金流供囤地、養地**，本行規範借款人須於「**一定期間**」內動工興建，該「**一定期間**」**最長以18個月為原則**，係**銀行認為實務上合適的期限**，且為本行與本國銀行開會取得的共識。

(二)借款人未如期動工，如經金融機構查證屬「**不可歸責於借款人因素**」者(例如：受疫情等大環境因素影響而發生缺工缺料等情形，致影響動工時程，或因建案特性不同，致影響公務機關審照時程較長者⁵)，可由金融機構與借款人**協商合理動工期間**，**且無須執行違約效果**。

(三)**本行關切重點**在於，建商借款後**一再展期但未動工興建**，除有**囤地**之虞，並易排擠無自用住宅者購屋貸款之資金供應。

⁵ 參見本行網站之「央行辦理健全房地產市場方案專區」：「問與答」之「購地貸款第 2 題」(網址：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-4225-145049-a647a-1.html>)。

四、近期外界關切預售屋、爛尾樓及換屋等議題之說明

本行上(2024)年 8 月中旬採取道德勸說，請銀行自主管理不動產貸款，以及 9 月第七度強化選擇性信用管制以來，**房市景氣過熱現象逐漸降溫**。近期媒體報導**預售屋交屋面臨貸款不足、預售屋解約潮及爛尾樓事件**等問題係因**本行採取不動產貸款規範，並非事實，有誤導大眾之虞**，因此，本文就上述問題逐一釐清，並說明本行換屋協處措施辦理情形及銀行不願受理換屋族貸款之原因。

(一)有關預售屋房貸資金需求、預售屋解約潮及購屋者貸款不足之說明

1. 目前銀行體系資金能量尚足以支應本(2025)年下半年預售屋房貸資金之需求

- (1) 根據實價登錄**預售屋成交建案**¹推估，預計於**本年完工交屋者約 13.5 萬宅**²，其中**下半年完工者**³約 6.9 萬宅；假設上半年完工者均已完成分戶貸款作業，且下半年完工之**分戶購屋貸款**(本文推估總成交金額約 6,789 億元)**平均貸款成數為 7 成**，則**貸款需求約 4,752 億元**。
- (2) 本行調查 **15 家本國銀行**⁴預計可承作 4,757 億元，**加上其他銀行、基層金融機構及壽險公司均可承作房貸**，全體金融機構之資金動能，尚**足以支應本年下半年預售屋分戶貸款資金之需求**。
- (3) 本行促請銀行自主管理不動產貸款，相關控管目標均係各銀行依其資產規模、營運特性不同而自行訂定。對於銀行辦理**無自用住宅民眾購屋貸款**致未達不動產貸款自訂控管目標者，自本年第 2 季起，本行**已提供銀行自主彈性調整空間**；**第 3 季、第 4 季仍將依前述原則辦理**。
- (4) **至於銀行核予預售屋房貸之實際貸款成數、利率等條件，並非依購屋者與「建商」簽訂購屋契約時，建商或代銷人員所宣稱之貸款條件**，因此當貸款條件不如購屋者之預期，自會面臨貸款不足之問題。

¹ 本文依據實價登錄資料，篩選介於 2021 年 7 月至 2025 年 6 月的住宅類預售屋成交建案，並串聯樂居網之同一建案預計完工日進行推估，經刪除無法辨識之成交建案後進行分析。

² 部分媒體或業者依據核發建造執照住宅推估，預計本年交屋戶數多介於 14 萬至 15 萬戶之間。

³ 本統計以樂居網成交案件中屋齡登錄為 0 年的建案為基礎，並結合實價登錄預售屋建案資料，採取建造執照核發日期加 3 年的方式推估其可能完工時間。

⁴ 係 2025 年 7 月底購置住宅貸款餘額前 15 大銀行，該等銀行購置住宅貸款餘額合計占全體本國銀行之 85%。

2. 依內政部資料統計，預售屋解約案件比重僅 1.1%，並無媒體所稱解約潮席捲全台情形，且解約案件多屬短期交易者；另消費爭議屬資金糾紛僅占 5.97%，而貸款不足僅係其中一部分，占比小

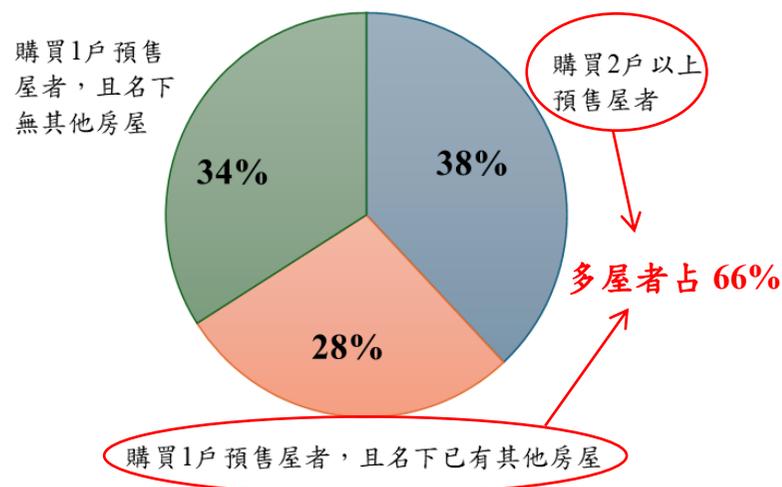
(1) 依據本年 8 月 21 日內政部新聞稿，2021 年 7 月(開始實施預售屋實價登錄)至本年 6 月間之相關資料統計：

一 預售屋簽約買賣解約案件計 4,418 件，僅占預售屋買賣簽約 40 萬件之 1.1%，並無解約潮席捲全台情形。

一 解約案買受人購買 2 戶以上預售屋者占解約人數之 38%，購買 1 戶預售屋者名下已有其他房屋占解約人數之 28%，合計多屋者占比 66%(圖 1)，顯示解約者多非屬自住需求者。

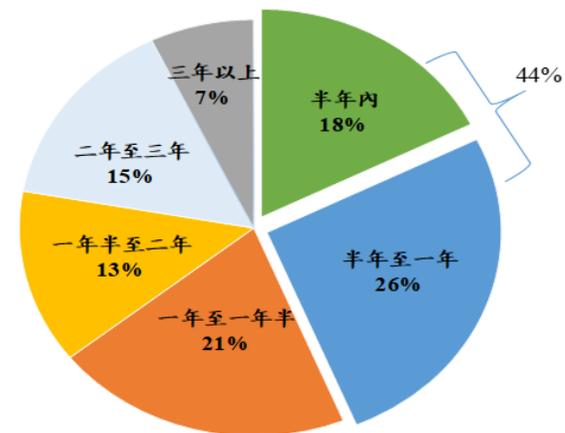
(2) 另就本年以來預售屋解約案件契約存續期間觀察，簽約未滿 1 年解約者占解約案件之 44%(圖 2)，該類案件之購屋者係於房市交易熱絡期間購入，可能考量未來房價下行風險升高，以及交屋時貸款條件不如預期，且受平均地權條例新制(自 2023 年 7 月 1 日起預售屋簽約案件不得讓與或轉售第三人)限制，只能以解約提前退場。

圖 1 預售屋解約案件買受人購買或持有房屋情形統計(2021 年 7 月至 2025 年 6 月)



資料來源：內政部

圖 2 本年以來預售屋解約案件依契約存續期間別占比



資料來源：內政部不動產交易查詢網(資料下載 2025/8/31)

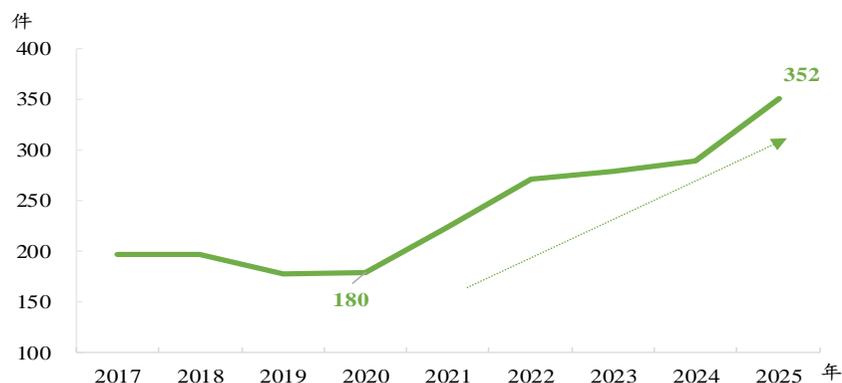
(3) 解約原因眾多，並非全因交屋貸款不足因素所致。

— 依據本年 8 月 21 日內政部新聞稿指出，**預售屋解約原因**眾多，**包含買受人換戶、增購車位需要而先解除舊契約再重訂新契約**，以及**工作地點變更、個人資金不足**等，**並非全因交屋貸款不足**因素所致。

(4) 另查，房地產消費糾紛係以施工相關議題為主，資金糾紛占比有限，而貸款不足問題僅係其中一部分，占比小。

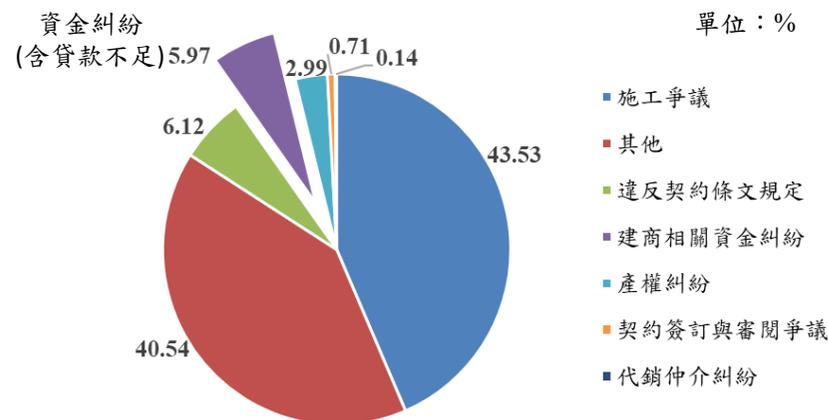
— 2020 年以來，隨住宅預售建案增加，與建商有關之**房地產消費糾紛件數**，**增至今年上半年平均每季 352 件**(圖 3)。本年以來，引發與建商有關**消費糾紛的主要原因**，則以**施工相關爭議最多**(占 43.53%)，**其次為違反定型化契約規定**(占 6.12%)；而**建商相關資金糾紛僅占 5.97%**(圖 4)，其中貸款不足問題係其中一部分，占比小。

圖 3 與建商有關房地產消費糾紛件數



註：各年為全年季平均數，2025 年為上半年平均。
資料來源：內政部不動產資訊平台「房地產消費糾紛」統計
(最新至本年第 2 季)

圖 4 與建商有關房地產消費糾紛原因之占比
(2025 年以來)



註：本文依據內政部統計分類計算。
資料來源：內政部不動產資訊平台「房地產消費糾紛」統計
(最新至本年第 2 季)

3. 預售屋購屋貸款不足之問題，可依內政部公告之預售屋買賣定型化契約解決

- (1) 購屋者與「建商」簽訂之預售屋買賣契約，與購屋者跟「銀行」簽訂之購屋貸款契約，本屬兩種不同契約；因此，預售屋買賣契約所列貸款條件如何，非屬本行信用管制規範之範圍，亦無溯及既往之問題。
- (2) 消費者誤信建商或代銷人員於預售屋銷售簽約時提出之貸款條件，導致交屋後向銀行申貸時，實際取得之貸款條件與原本預期有所落差。此問題可透過內政部所規範之預售屋定型化契約解決。
- (3) 依據內政部「預售屋買賣定型化契約應記載及不得記載事項」之「貸款約定」條款，不可歸責於雙方致貸款不足差額在 30% 以內者，買方得分期清償，差額超過 30% 者，買賣雙方亦可解除契約，且賣方不得收取違約金：
 - 上年 11 月內政部通函地方政府釋明，經政府變更金融業者對不動產買賣之授信條件，致貸款不足，屬「不可歸責於雙方」因素。
 - 例如購買預售屋時尚非屬高價住宅，惟交屋貸款時受本行購置高價住宅貸款規定限貸成數，致貸款不足，司法已有判例屬「不可歸責於雙方」因素。

(二)爛尾樓事件、購屋者權益保障與建商管理之說明

1. 目前停工之爛尾樓屬零星個案，並未擴散影響整體房市

(1) 「爛尾樓」係指工程中止、無法完工交屋之建案，致影響預售屋購屋者權益。少數財務體質脆弱之中小型建商，因過度操作槓桿，房屋銷售不佳、營建成本上升，或銀行授信緊縮等情況，可能發生資金鏈中斷致無法完工情形。

(2) 目前發生之爛尾樓案件係屬零星個案⁵，並未擴散影響整體房市及金融穩定。

2. 本國銀行對建商授信風險可控

— 本年 7 月底本國銀行建築貸款逾放比率 0.09%(圖 5)，顯示本國銀行對建商授信風險可控，不致發生系統性風險。

3. 對於建商申辦購地貸款，無法於 18 個月內動工者，本行已訂有協處機制

(1) 本行規範建商原則應於 18 個月內動工興建，係為避免建商以銀行資金囤地、養地、炒地。

(2) 對於建商無法於 18 個月內動工者，本行已訂有彈性協處機制：

— 如屬「不可歸責借款人因素」：建商可依個案情形與銀行協商延長動工期限，銀行不需收回貸款額度或調高利率，故不會影響建商資金鏈。

— 如非屬「不可歸責借款人因素」：建商可與銀行協商貸款額度逐步收回之條件，使建商可保有一定之資金運用彈性。

圖 5 本國銀行逾放比率



資料來源：金管會

⁵ 近期媒體報導鉅泓建設(嘉義市臻品舞案)、太極地產(花蓮綠野仙蹤建案)、鉅興建設(台北市鉅興藏及日安吉林案等)及合總建設(台中市小時代及峰光案)，經查僅有 1 案未完工成為爛尾樓，其餘已完工進行法拍或有建商接手續建，並非爛尾樓。

4. 購屋者權益保障與建商管理涉及內政部主管業務

(1) 內政部賡續強化預售屋履約擔保機制。

內政部於本年9月4日預告修正「預售屋買賣定型化契約應記載及不得記載」草案，包括：

- 買方所繳價金之用途、信託財產受益權歸屬情形：買方所繳價金應用於實際工程興建，避免工程未動工或興建初期，買方所繳價金即被用罄。
- 明定受託機構之信託專戶名稱、帳號：買方可將購屋款項直接匯入信託專戶，避免建商私自挪用。
- 明定賣方於簽約時應提供信託權益說明書：買方透過相關說明內容，可瞭解其信託權益，並注意於簽約前應審慎評估風險。

(2) 為因應建商高度操作財務槓桿問題，似宜強化建商管理機制：

- 我國尚未建立建商管理機制，且建商若非屬上市櫃公司，則不需揭露財報，故其財務資訊有欠透明，購屋者難以確實瞭解建商的負債、現金流等財務資訊。
- 建商或代銷業者常以低首付、工程零付款等話術促銷預售屋，易讓民眾低估購買預售屋所涉風險：近來預售屋交屋時衍生之貸款爭議，多係誤信建商或代銷人員促銷時所宣稱之貸款成數與利率，而實際貸款條件，應依金融機構實際受理貸款時之相關授信規定辦理⁶。

⁶ 如借款人信用、還款能力、擔保品狀況等。

(三)本行換屋協處措施辦理情形及銀行不願受理換屋族貸款之說明

1. 考量實質換屋自住者需求，自上年9月20日起錄案之貸款案件，換屋期限延長為18個月

(1) 上年9月至本年8月本國銀行辦理適用第七度管制措施之換屋協處案件計775件，占第1戶、第2戶受限貸款案總計16,165件之比率為4.79%(表1)。

(2) 本年以來隨房市交易降溫，近期民眾反映出售原有房屋時間拉長，或買賣雙方已簽約，買方因貸款須等待銀行排撥，延長交屋期限，致無法於1年內出售原有房屋等情事，爰本行延長換屋協處措施之出售原有房屋期限為18個月，自上年9月20日(含)以後錄案之貸款案件均可適用。

表1 本國銀行辦理受限貸款與換屋協處措施案件
(2024/9/20~2025/8/31)

項目	受限貸款	切結換屋		撥貸總計
	戶數(件) A	戶數(件) B	占比(%) C=(B/D)*100	戶數(件) D=A+B
第1戶購屋貸款	12,213	62	0.51	12,275
第2戶購屋貸款 (適用第7度)	3,177	713	18.33	3,890
合計	15,390	775	4.79	16,165

資料來源：本行

2. 銀行不願受理換屋族貸款之原因

(1) 近期媒體報導銀行不願受理換屋族之貸款，經查，多因擔保品座落地點不佳、借款人不符授信5P原則⁷、貸款利率、成數未符借款人期待及無實質換屋自住需求(包括借款人、配偶及未成年子女有多間房屋、短期內連續買屋賣屋、第1戶出租使用等)。

(2) 本行籲請銀行在借款人符合授信5P原則與實質換屋自住之前提下，協助支應換屋者之資金需求。

3. 借款人如有申辦換屋協處問題，仍可持續透過本行專線或意見信箱反映；本行將依規續予以協處。

⁷ 授信5P原則：係指銀行授信須考量借款戶信用(people)、資金用途(purpose)、還款來源(payment)、債權保障(protection)及授信展望(perspective)等五面向。

五、美元穩定幣與新台幣穩定幣相關議題之說明

比特幣等虛擬資產因價格波動劇烈、穩定性不足，難以作為支付工具，因此**價值與法幣掛鈎的穩定幣(stablecoins)**逐漸興起。穩定幣大多以高品質、高流動性金融資產為準備資產來維持價格穩定(如 USDT、USDC 等美元穩定幣)，現已**逐漸擴及跨境支付等實體經濟活動**。

本(2025)年 7 月，**美國**通過 **GENIUS 法案**(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act)，將**支付型穩定幣納入監管**，以**促進美元穩定幣的市場發展**，藉以帶動美國公債需求。由於**全球跨境支付仍以美元為主**，隨著美元穩定幣的普及，將可能對**全球支付體系、其他國際貨幣(如歐元、人民幣)的地位**，以及**開發中國家的貨幣主權**等造成影響。

近年國內對虛擬資產的投資需求日益增加，目前研擬之「**虛擬資產服務法**」草案，將穩定幣納入監管。未來若**國內發行新台幣穩定幣**，一般認為可提升虛擬市場交易效率，也可能成為**實體經濟的支付工具**，並可能對國內支付體系及貨幣供給造成影響。然而，**我國支付體系完整**且具有**多元之支付工具**，並提供即時、收費低等便捷的支付服務，是以，**新台幣穩定幣作為支付工具對國內支付體系之影響有限**；此外，**新台幣穩定幣之發行應僅造成市場資金重新分配**，對台灣廣義貨幣總計數(M2)與銀行信用創造影響亦不大。

本文就**何謂穩定幣**，以及外界關注之**美元穩定幣與新台幣穩定幣**等相關議題，以問答方式逐一說明，供各界參考。

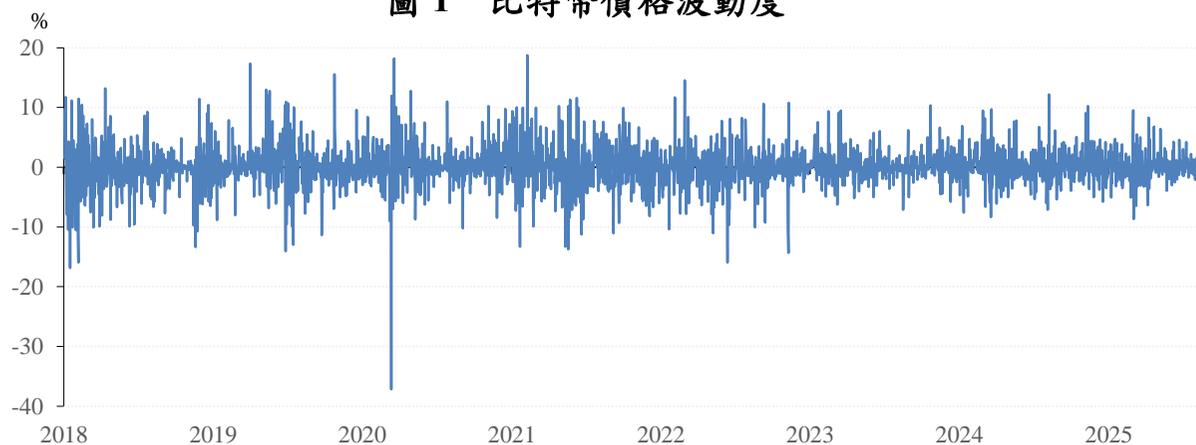
Q1：何謂穩定幣？

A1：以下就穩定幣之緣起、穩定幣之基本介紹(包含穩定幣的主要發行架構、市場規模及面臨之挑戰)等議題說明。

(一)穩定幣之緣起

1. 比特幣(Bitcoin)自 2008 年由化名為「中本聰(Satoshi Nakamoto)」之個人或團隊提出以來，原本被設計為**虛擬世界中的支付工具**，旨在提供一種**去中心化**¹、無需中介的**點對點**²(Peer-to-peer)交易方式³。
一然而隨比特幣市值逐漸擴大，其**價格高度波動**的特性愈加凸顯(圖 1)，單日價格漲跌幅往往可達 5-10%，遠**高於法定貨幣**，使比特幣**難以成為一種穩定且普遍適用的交易媒介**。
2. 全球虛擬資產市值快速成長，投資人對虛擬市場中**交易媒介之穩定性需求增強**；使用比特幣交易將承受價格大幅波動的風險，使用法幣交易則受限於傳統金融監管，因而自 2014 年始，市場逐步**發展價值與法幣掛鈎的穩定幣**。
3. **穩定幣**也是虛擬資產的一種，**兼具支付功能及區塊鏈技術的優勢**，目前已成為**虛擬世界的主要交易媒介**，透過穩定幣所進行之虛擬資產交易**占比逾八成**。

圖 1 比特幣價格波動度



資料來源：CoinMarketMap

¹ 去中心化(Decentralized Finance)係指在沒有中心化中介機構下，於區塊鏈上自動執行之交易；可降低銀行、政府或其他人工審查的介入，為自由且無國界限制的金融服務。

² 指個人錢包對個人錢包直接進行交易。

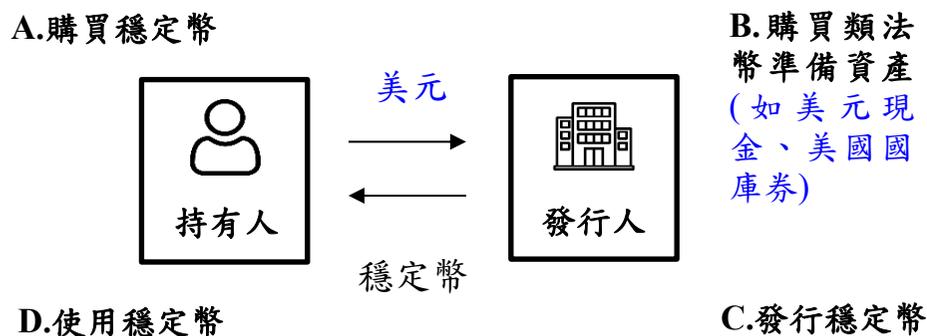
³ 中本聰在其著作「比特幣白皮書」中強調，比特幣可作為一種電子現金系統，解決傳統金融體系對中介機構的依賴。請參見 Nakamoto, S. (2008), "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System".

(二)穩定幣之基本介紹

1. 穩定幣的主要發行架構

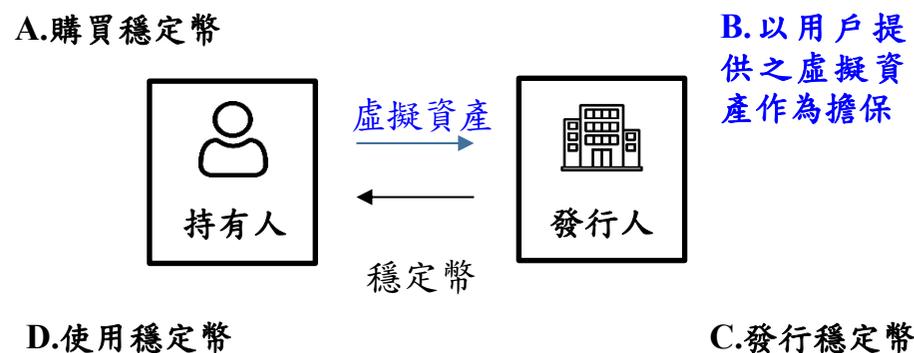
- (1)穩定幣大致以 3 種方式維持其價格的穩定，分別為**以高品質、高流動性金融資產為擔保**的穩定幣，如 USDT、USDC 等；**以虛擬資產為擔保**的穩定幣，如 Dai；以及**演算法**穩定幣，如 TerraUSD。
- (2)其中，**以法幣為擔保的**(Fiat-Collateralized)穩定幣與**等值美元**或其他高流動性、高信用品質**金融資產掛鉤**，發行架構**與法幣同質性較高**，運作機制較單純(圖 2)，**最能維持價格穩定**。
- (3)**以虛擬資產為擔保的**(Crypto-Collateralized)穩定幣之發行，仰賴價格波動較大的**虛擬資產作為準備資產**(圖 3)，價格穩定性較差；而**演算法**穩定幣(Algorithmic Stablecoin Model)之設計則較為複雜，且**很難證明其有效性**。
- (4)**穩定幣市場以法幣為擔保的穩定幣為主流**；**以虛擬資產為擔保**的穩定幣與**演算法穩定幣**因難以維持價格穩定，市占率較低。

圖 2 以法幣為擔保的穩定幣發行架構



資料來源：本行整理

圖 3 以虛擬資產為擔保的穩定幣發行架構



資料來源：本行整理

2. 穩定幣的市場規模

(1)近年來虛擬資產市場迅速成長，總市值約 3.9 兆美元(圖 4)；作為主要交易媒介的**穩定幣市場規模**亦隨之**擴張**，其中**以法幣為擔保的穩定幣**因價格穩定及準備資產透明度較高，成為**市場主流**，市占率最高(圖 5)。

—**穩定幣市值達 2,989 億美元**，以 **Tether** 所發行 **USDT** 及 **Circle** 所發行 **USDC** 等美元穩定幣為大宗(約八成)。

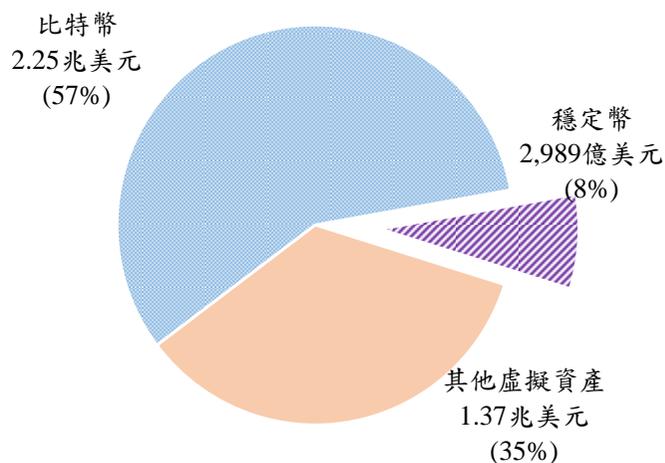
—**USDT 及 USDC 兩者市值**加總由 2023 年底之 1,162 億美元**快速增加**，至本年 9 月初約 2,400 億美元。

(2)USDT 及 USDC 等穩定幣市值快速成長，主要得益於其對穩定幣發行人與持有人所帶來的多重優勢。

—對**穩定幣發行人**之益處：發行人可運用持有的美元準備資產獲取穩定收益，卻無需支付穩定幣持有人任何利息。

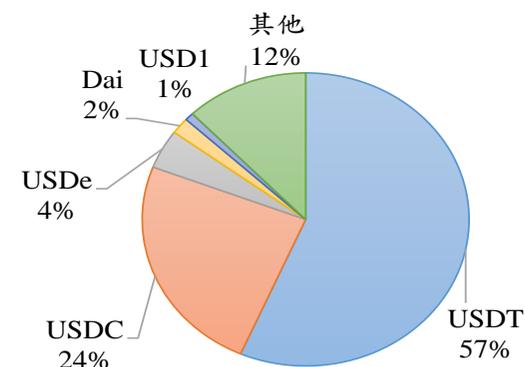
—對**穩定幣持有人**之益處：穩定幣既可作為虛擬資產交易的媒介，也是連接實體世界與虛擬世界的重要橋梁。使用者在進行虛擬市場交易時，無需透過傳統法幣結算管道，現行監管的約束因而降低，同時亦能享受區塊鏈技術所帶來的便利與高效率，進一步提升支付與交易的速度與安全性。

圖 4 虛擬資產市值及占比



註：截至 2025 年 9 月 8 日資料。
資料來源：CoinMarketCap

圖 5 穩定幣占比



註：截至 2025 年 9 月 8 日資料。
資料來源：CoinMarketCap

3. 穩定幣所面臨之挑戰

(1) 穩定幣設計制度較難以同時兼顧**價格穩定**與**資金使用效率**。

- **價格穩定**：發行人可藉由持有足額高品質、高流動性準備資產，並建立穩定幣與法幣間 1:1 之兌換與贖回機制，以確保價格穩定，如 USDT 及 USDC 等。
- **資金使用效率**：透過演算法設計的穩定幣，相較於 USDT 及 USDC，發行人較無須依賴準備資產來維持幣值穩定，可提升資金使用效率⁴；然在市場面臨壓力時，**價格穩定性容易面臨挑戰**，如 TerraUSD (UST) 等。

(2) 市場信任的主要關鍵⁵：歷史上曾**出現脫鈎**甚至**發行人倒閉**之事件，顯示穩定幣作為虛擬資產市場主要交易媒介，**市場信任**的關鍵仍在於**足額的高品質、高流動性準備資產**，以維護其價值穩定。

- 2023 年 3 月**矽谷銀行(SVB)**宣布**倒閉**並遭 FDIC 接管，**波及**當時把部分美元準備資產存放於 SVB 之 **Circle** 公司，負面市場事件衝擊使 **USDC 價值下跌**，最低跌至 0.85-0.87 美元。
- 2022 年 5 月美元穩定幣 **TerraUSD (UST)**維繫**價值穩定機制失靈**，價格崩跌 90%，最終導致**發行人破產**。

(3) 為進一步**推動**美元穩定幣**市場發展**，確保美元穩定幣可 1:1 兌換法幣，並預防倒閉風險等弊端，美國政府推出 **GENIUS 法案**，將未受監管之**穩定幣合法化**⁶，並試圖**鞏固**美元及美國公債之**國際地位**。

⁴ 穩定幣發行人有效利用準備資產，理想情況下，盡可能減少依賴提撥準備資產來維持幣值穩定。提撥的準備資產比例愈高，代表發行人之資金使用效率愈低；反之亦然。例如，以準備資產 1.5 美元來發行 1 美元的穩定幣，相對於以準備資產 1.1 美元來發行 1 美元的穩定幣，前者資金使用效率較低。

⁵ 另有學者指出，私人貨幣常因缺乏可信度而不穩定，當其未受到妥善監管，也缺乏公部門支持時，容易遭遇擠兌。請參見 Rey, H el ene (2025), “Stablecoins, Tokens, and Global Dominance,” *IMF Finance & Development Magazine*, Sep.。

⁶ USDT 價值與美元掛鈎，但因 USDT 部分準備資產為比特幣及黃金(有關 USDT 之準備資產，請參見表 2)，不符合 GENIUS 法案之規範，故本年 9 月 12 日 USDT 發行人 Tether 宣布將推出完全符合 GENIUS 法案的穩定幣 USAT，預定本年底開放給美國境內客戶。

Q2：美元穩定幣相關議題為何？

A2：相關議題主要涵蓋美國 GENIUS 法案、美元穩定幣發行的影響(包括對全球支付體系、美國債券市場、美國貨幣體系及其他國家貨幣的影響)等，說明如下。

(一)美國 GENIUS 法案簡介

1. GENIUS 法案重點內容

(1)GENIUS 法案於本年 7 月 18 日由 Trump 總統正式簽署成為法律，明確建立支付型穩定幣的監管框架。

(2)法規涵蓋美元穩定幣之發行人資格、準備資產要求、資訊揭露與審計義務、消費者保護、反洗錢監管框架等專項，透過明確的法律基礎及監管要求，提升穩定幣的透明度和安全性，並推動其走向主流金融應用(詳表 1)。

2. GENIUS 法案對美元穩定幣的影響

GENIUS 法案強化美元穩定幣的合法性與透明度，促使其價格更為穩定，提升用戶信任，鞏固美元作為全球虛擬資產交易與支付的核心貨幣，提升美元在加密金融領域的霸主地位。

表 1 GENIUS 法案三大重點項目整理

美元穩定幣發行及準備資產規範	透明度及消費者保護	監管與合規框架
確保穩定幣背後有充足且安全的資產支撐，減少擠兌風險，增強市場信心	強制資訊揭露與審計制度，提升透明度，保障穩定幣持有人資金安全	將穩定幣納入金融監理體系，防止濫用，同時使美元穩定幣合法化並融入現行金融體系
<ul style="list-style-type: none">• 僅限合格機構發行，不得支付任何形式之利息或收益• 發行穩定幣之準備資產，須 1:1 錨定高流動性安全資產，如美元現金、活期存款、93 日以內到期之美國公債及短期附買回協議(Repo)，或投資於上述產品的政府貨幣市場基金	<ul style="list-style-type: none">• 應每月公開準備資產報告；市值達 500 億美元以上者，須提供年度審計• 發行人破產時，穩定幣持有人享有優先償付權	<ul style="list-style-type: none">• 建立聯邦與州雙層監管制度• 發行人須遵守洗錢防制規範• 設定資本與流動性標準，及風險管理制度；州及聯邦監管應實質一致，避免監管套利

3. GENIUS 法案將支付型穩定幣納入金融監管體系

(1) 美國境內發行支付型穩定幣之管轄權限

— 須為許可的發行人，並符合 GENIUS 法案規範之發行標準。未經許可之穩定幣，不得於美國境內行銷或流通。

— 採取聯邦與州級雙重監管機制：

由聯邦層級監管機關核准之「聯邦合格穩定幣發行人」，受聯邦監管；州層級監管機關則核准並監管「州合格穩定幣發行人」，並可與聯邦準備理事會簽署合作備忘錄(Memorandum of understanding, MOU)共同監管，然若州合格穩定幣發行人之發行額逾 100 億美元，則須轉入聯邦監管。

(2) 非美國境內發行支付型穩定幣之管轄權限

— 規定非美國發行人發行之支付型穩定幣，不得於美國境內公開發行或交易，除非該發行人具備技術能力並承諾遵守美國的法令規定。

— 上述支付型穩定幣，須符合以下條件：

➤ 發行人所在國之監管制度，須經美國財政部認定與 GENIUS 法案相當。

➤ 向美國財政部通貨監理署(Office of the Comptroller of the Currency, OCC)登記。

➤ 發行人在美國金融機構須持有足額準備資產，以滿足美國用戶的流動性需求。

➤ 發行人所在國不得受到美國全面性制裁，或被列為洗錢高風險國家或地區名單。

— 基此，台灣業者發行美元穩定幣，如欲於美國境內使用，將同時受台灣監管法規及美國 GENIUS 法案管轄；且一般民眾可能將更偏好美國機構發行之美元穩定幣，而使台灣業者發行美元穩定幣之發展具侷限性。

(二)美元穩定幣發行的影響

1. 對全球支付體系的影響

(1)目前全球**銀行間跨境支付清算**，須**透過**環球銀行金融電訊協會(**SWIFT**)進行，其中**美元**為**最主要之交易幣別**。日後，若**美元穩定幣**成為跨境交易之重要媒介，可能將**排擠傳統 SWIFT 系統**之美元交易量，對 SWIFT 及金融機構之收益構成挑戰。

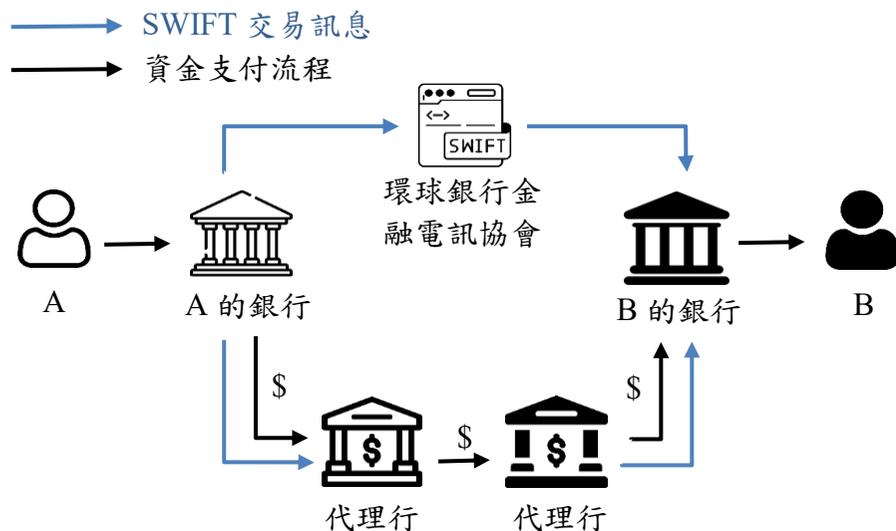
(2)對穩定幣持有人而言，使用穩定幣交易與支付，可享有新興支付工具的便利性。

—**提升跨境支付速度**：與傳統跨境支付系統相比，穩定幣可**排除**往來銀行、代理行及清算系統等**繁複流程**(圖 6、圖 7)，有助進出口商**簡化金流**、**即時清算**並**提升交易效率**。

—**降低交易成本**：穩定幣交易能**節省**傳統多重中介機構之**手續費**，同時**減少**對帳**錯誤及作業風險**。

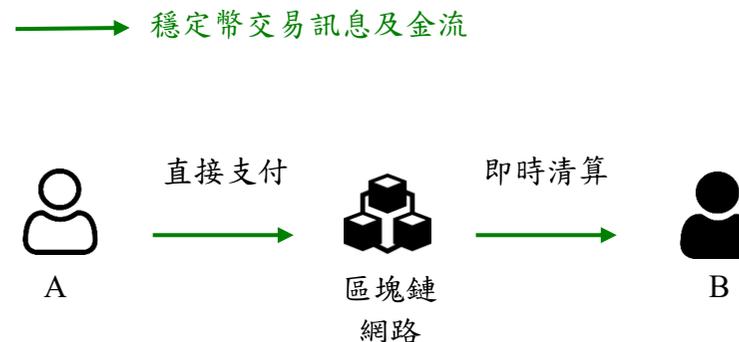
—**增加時間彈性**：穩定幣可**全年無休使用**，不受銀行營業時間或假日影響，大幅**提升**支付**便利性**。

圖 6 傳統跨境交易流程
(耗時 1~5 工作日；每筆手續費 0.2~50 美元)



資料來源：本行整理

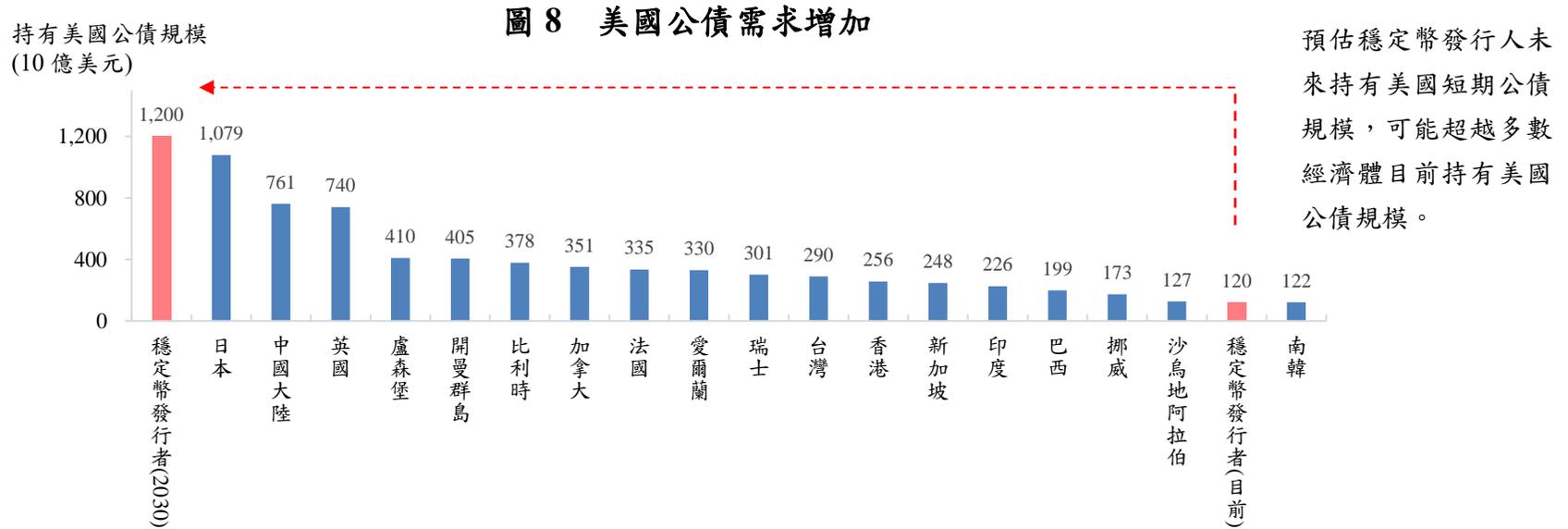
圖 7 穩定幣跨境交易流程
(幾乎為即時清算；每筆手續費低於 0.1 美元)



資料來源：本行整理

2. 對美國債券市場的影響

- (1)美國財長貝森特表示⁷，2028 年底前美元穩定幣市場規模可望達到 2 兆美元，此有助於鞏固美元全球準備貨幣地位，並大幅推升美國公債需求。
- (2)為發行穩定幣，發行人大量購買美國短期公債，花旗銀行(Citi)預估市場對短債需求將成長至 1.2 兆美元⁸(圖 8)。
- (3)穩定幣對債券市場影響之關鍵，在於短債之「淨需求」是否上升。舉例而言，若民眾提領銀行存款 100 元，購買 100 元穩定幣，穩定幣發行人購買 100 元國庫券作為準備資產，將會推升短債淨需求；惟若民眾出售所投資之貨幣市場基金(基金出售國庫券 100 元)，改投資穩定幣(發行人購買國庫券 100 元)，則對短債淨需求之影響相對有限。



資料來源：美國財政部、Tagus Capital、Citi

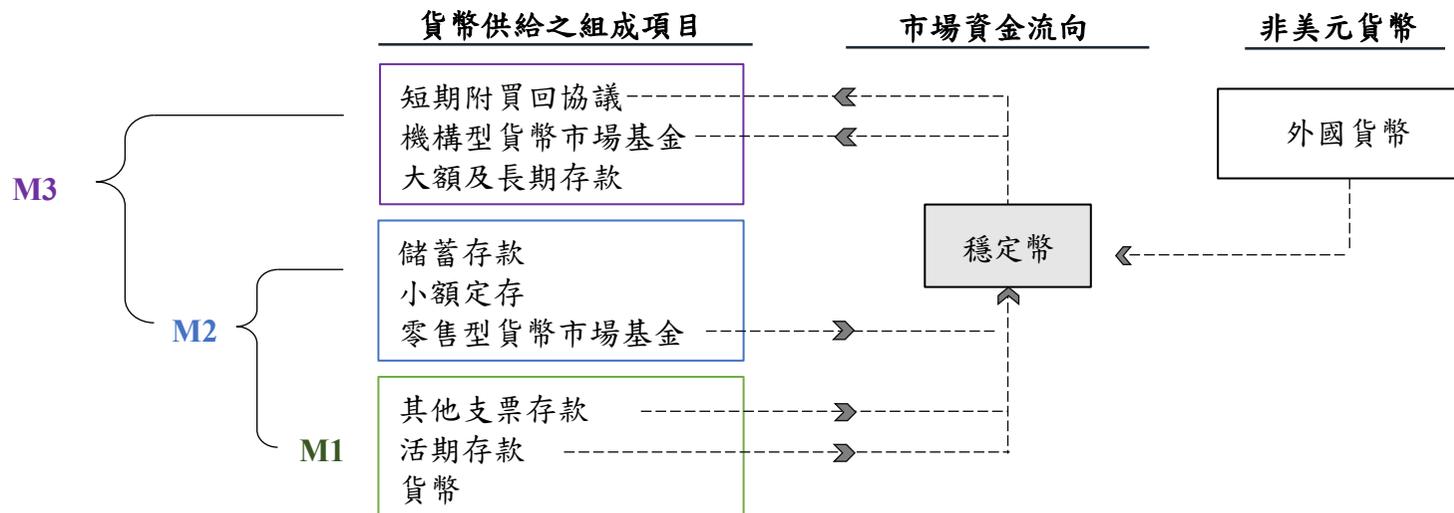
⁷ Dillard, Jarrell (2025), “Bessent Says \$2 Trillion Reasonable for Dollar Stablecoin Market,” *Bloomberg News*, Jun. 12; U.S. Department of the Treasury (2025), “Statement from U.S. Secretary of the Treasury Scott Bessent on Enactment of the GENIUS Act,” *Secretary Statements & Remarks*, Jul. 18.

⁸ 為因應來自穩定幣準備資產之短債需求，美國財政部在制定發債計畫時，可能適度提高短期國庫券發行比重，縮短整體債務之加權平均到期期限(weighted-average maturity, WAM)。

3. 對美國貨幣體系的影響

- (1) 民眾提領銀行存款，購買穩定幣，穩定幣發行人購買貨幣市場基金等金融資產，**資金仍於貨幣體系流通，廣義貨幣總計數(M3)不變**(圖 9)。
- (2) 依本年 4 月，美國財政部借款諮詢委員會(Treasury Borrowing Advisory Committee, **TBAC**)報告指出⁹，若穩定幣能提供利息收益，可能會吸引目前約 6.6 兆美元的**交易性存款**流向穩定幣市場；此外，美元穩定幣做為價值儲藏手段，提供非美元持有者便捷取得美元的途徑，可能吸引資金流入美國，進而影響美國貨幣供給的規模。
- (3) 部分銀行業者擔憂活期**存款外流**風險；惟亦有研究指出¹⁰，**穩定幣使用與銀行存款流出**間並無統計上**顯著相關性**。可能因穩定幣之**準備資產仍留在金融體系**(如現金回存銀行，國庫券存放於保管行)，支持銀行放款業務。

圖 9 廣義貨幣總計數(M3)不變，排擠銀行存款



資料來源：美國財政部借款諮詢委員會(TBAC)

⁹ TBAC (2025), "Digital Money," *TBAC Presentation*, Apr. 30.

¹⁰ Charles River Associates (2025), "New Study from CRA Finds No Material Impact of Stablecoins' Adoption on Community Bank Deposits," *Reports*, Jul. 31.

4. 對其他國家貨幣的影響

美元穩定幣可能影響歐元、人民幣、日圓等其他國際貨幣之地位。

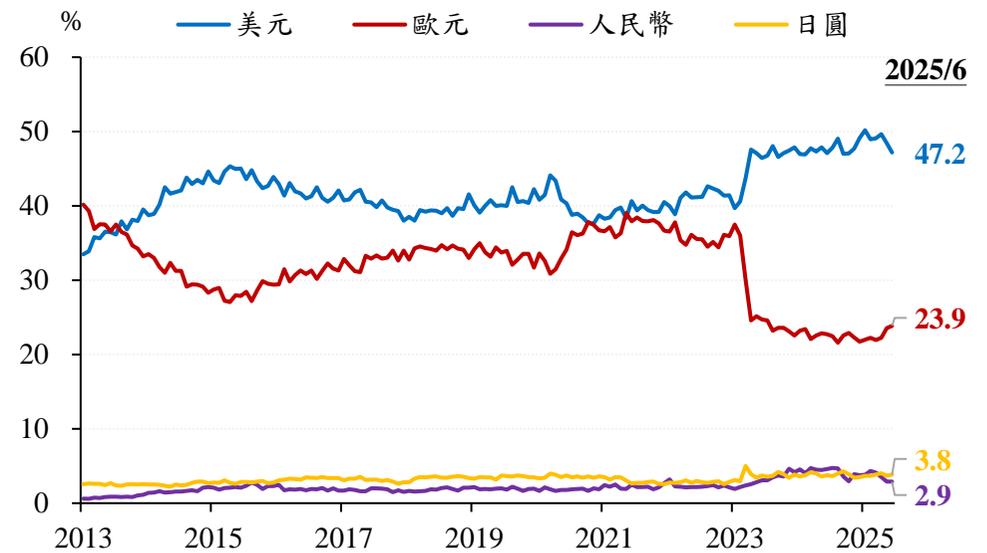
(1) 對歐言之影響

— 目前歐元為全球第二大國際準備貨幣，惟在**跨境支付中的占比仍遠低於美元**(圖 10)。ECB 顧問 Schaaf 指出，若美元穩定幣在歐元區廣泛使用，恐影響**歐洲金融穩定及歐言之重要性**¹¹，進一步不利歐元國際地位之提升。

— 為提升歐元的國際地位，ECB 總裁 Lagarde 提出「全球歐元時刻」(Global Euro Moment)的概念，強調歐元區需強化**政治可信度、經濟韌性及法律與制度完整性**，增強歐元在國際貨幣體系的角色¹²。

— 歐元區將同時透過零售型 CBDC¹³、合規的歐元穩定幣、以分散式帳本技術(DLT)改善跨境支付等方式，因應美元穩定幣的興起，以維護歐元區的貨幣主權及歐元的國際地位；此外，歐盟應**加強監管外國穩定幣發行人，要求其遵守與歐盟內同等要求之規範**，以防監管套利與擠兌風險，強化區域間的金融穩定¹⁴。

圖 10 國際支付使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

¹¹ 請參見 Schaaf, J. (2025), “From Hype to Hazard: What Stablecoins Mean for Europe,” *ECB blog*, Jul. 28。另知名學者 Rey 亦指出，隨著美元穩定幣成為全球重要支付工具，除可能對主要通貨的國際化進程產生影響外，亦可能對金融穩定、銀行體系功能弱化及洗錢等帶來風險，請參見 Rey, Hélène (2025), “Stablecoins, Tokens, and Global Dominance,” *IMF Finance & Development Magazine*, Sep.。

¹² Lagarde, C. (2025), “Europe’s ‘Global Euro’ Moment,” *ECB blog*, Jun. 17.

¹³ 即數位歐元(digital euro)。

¹⁴ Reuters (2025), “ECB’s Lagarde Says EU Should Close Loopholes in Stablecoin Regulation,” Sep. 3.

(2)對人民幣之影響¹⁵

- 若中國大陸的企業或個人以美元穩定幣作為支付工具，可能強化美元在全球貿易的地位，削弱人民幣國際地位；加以美元穩定幣於區塊鏈上之流通，不完全依賴中心化的機構，貨幣當局對其施以傳統資本管制措施相關限制時，可能增加資本管理的難度，進而形成一個中國大陸無法完全掌控的美元交易管道。
- 本年 5 月香港通過「穩定幣條例」，允許特定機構發行港元或離岸人民幣(CNH)穩定幣，未來中國大陸可能在香港試行以離岸人民幣為基礎的穩定幣，以便在維持嚴格資本管制的同時，開拓人民幣於境外流通的另一條途徑，藉此提升人民幣的國際影響力，並防範美元穩定幣對人民幣國際地位的挑戰¹⁶。

(3)對日圓之影響

- 日圓為主要國際準備貨幣之一，但在跨境支付的占比相對較低；若美元穩定幣在日本的跨境支付應用範圍增加，可能影響日圓在國際準備貨幣之角色。
- 本年 8 月日本金融廳核准金融科技公司 JPYC 發行日圓穩定幣¹⁷，計劃於三年內發行總額達 1 兆日圓。日圓穩定幣將提升日本公債需求，並可能應用於國際匯款、企業支付、資產管理、利差交易等跨境支付或投資場景¹⁸。

(4)對開發中國家貨幣主權之影響

- 美元穩定幣具有速度快、成本低、價格穩定等優勢，在通膨較高或資本管制較為嚴格國家，民眾或企業可能更加傾向使用美元穩定幣進行交易或儲蓄等行為¹⁹，使美元穩定幣成為主要流通貨幣，弱化本國貨幣功能。
- 部分開發中國家的監管能力有限，大規模使用美元穩定幣可能帶來洗錢、黑市交易等風險，加以美元穩定幣的便捷性，將使資金更容易匯出，不利外匯準備與金融穩定。

¹⁵ Zongyuan, Zoe Liu (2025), “Why China Is Spooked by Dollar Stablecoins and How It Will Respond,” Council on Foreign Relations, Aug. 21.

¹⁶ 另一方面，中國大陸自 2019 年起即陸續對零售型 CBDC 進行試點計畫(即數字人民幣)，惟誘因不足且使用率低，推廣成效有限。

¹⁷ JPYC 公司已取得資金轉帳營運商之執照。

¹⁸ CoinCenteal (2025), “Japan to Approve First Yen-Backed Stablecoin JPYC This Fall,” Aug. 18; Cointelegraph (2025), “Japan to Approve First Yen-Backed Stablecoins This Fall,” Aug. 17.

¹⁹ 請參見 Auer, R., U. Lewrick and J. Paulick (2025), “DeFying Gravity? An Empirical Analysis of Cross-Border Bitcoin, Ether and Stablecoin Flows,” *BIS Working Papers*, No.1265。

Q3：新台幣穩定幣相關議題為何？

A3：相關議題主要涵蓋國內投資人對穩定幣之需求、新台幣穩定幣之發行(包括性質及準備資產)、新台幣穩定幣對國內支付體系及貨幣供給之影響等，說明如下。

(一)國內投資人對穩定幣之需求

1. 近年虛擬資產市值趨升，國內投資虛擬資產交易隨之增加。

(1)根據 Chainalysis 推估²⁰，2023 年 6 月至上(2024)年 6 月，台灣交易之虛擬資產價值約為 550 億美元，相對當時全球虛擬資產市值約 2.6 兆美元，金額不大。

(2)惟據富達(fidelity)國際投信公司調查，台灣持有虛擬資產之投資人比例將由上年之 12%，上升至本年之 24%；在持有者中，有 51%預計在未來 12 個月內增持虛擬資產(圖 11)。

圖 11 台灣投資人增持虛擬資產



說明：富達國際委託 YouGov 於 2025 年 5 月 15 日至 28 日期間在澳洲、中國大陸、香港、日本、新加坡及台灣等 6 個亞太區市場進行調查，其中在台灣成功訪問 1,005 名年齡介於 18 至 69 歲，且個人收入達每月新台幣 30,000 元以上之投資人。
資料來源：富達國際「2025 年亞太區投資人調查」

²⁰ 請參見 Chainalysis (2024), “The 2024 Geography of Crypto Report,” Oct.。但事實上，國人持有虛擬資產之總值或交易量等相關資料難以取得，原因包括國人大多透過境外平台交易虛擬資產，虛擬資產多為跨境持有，境外平台亦未公開國家別的交易資料，且虛擬資產可點對點直接交易，造成統計上的困難等。

2. **穩定幣**作為虛擬市場的交易媒介，其**需求亦將隨國人對虛擬資產的投資需求而增加**；加以**穩定幣可點對點(P2P)直接支付**，**速度快、成本低且可 24 小時交易**，因此國內若發行新台幣穩定幣，一般認為可**提升虛擬市場交易效率**，也可能成為**實體經濟的支付工具**，例如進行各類**消費支付及用戶間之轉帳**。
3. 由於穩定幣具有支付功能，若缺乏適當監管，不僅不利消費者保護，還可能**影響現有支付與金融體系的健全運作**；加以虛擬市場之詐欺、洗錢等非法活動頻傳²¹，且**穩定幣可能作為洗錢、詐騙等工具**²²，因此主要國家陸續將**穩定幣等虛擬資產納管**。
4. 主要國家對穩定幣的**監管作法**主要分為兩種，一種為直接訂定**穩定幣專法**(如美國、香港)，另一種則是訂定**虛擬資產專法**，其中包括**穩定幣相關規範**(如歐盟、我國)。
 - (1)我國對**穩定幣之監管作法**類似**歐盟**，即研擬「**虛擬資產服務法**」作為虛擬資產的管理專法，**其中包括穩定幣之規範**。
 - (2)我國對**穩定幣之規範內容**，與**美國、歐盟等先進國家**相似，主要包括**發行許可、發行人資格、資產隔離、準備資產管理**(例如準備資產組成項目及需經公正第三方審計等)、**禁止付息及資訊揭露**等規定。

(二)新台幣穩定幣之發行²³

1. 新台幣穩定幣性質類似我國電子支付代幣化

- (1)**穩定幣**發行涉及向不特定大眾吸收資金，與現行**電子支付之儲值款項**係來自**不特定大眾(用戶)所繳存資金**之**作法類似**，且均**作為支付用途**。

²¹ 例如，我國虛擬資產投資詐騙案件所導致之財損，由 2020 全年之 4,800 萬元，大幅上升至 2024 年 1 至 7 月之 5.79 億元，請參見翁珮珊(2024)，「我國對虛擬資產監管現況及待精進方向之初探」，立法院預算中心專題研究，8 月。

²² 例如，本年 8 月，台灣幣想科技涉嫌利用美元穩定幣 USDT 洗錢，該案已於一年內導致投資人損失超過 12.8 億元，涉及洗錢金額高達 23 億元，請參見經濟日報(2025)，「全台最大『幣想』涉洗錢 23 億 士檢起訴 14 人...對主嫌求刑 25 年」，8 月 22 日。

²³ 有關穩定幣之發行架構，請參見前述「Q1：何謂穩定幣？」中「穩定幣的主要發行架構」之說明。

(2)穩定幣係利用區塊鏈等技術所發行，性質類似我國悠遊卡、一卡通等電子支付的代幣化，惟穩定幣可在虛擬市場作為交易媒介，但悠遊卡、一卡通等電子支付尚無此項功能。

(3)此外，現有穩定幣的準備資產與貨幣市場共同基金(MMF)投資組合相似，均以高品質、高流動性金融資產為主(表2)，具有部分類似的特性，因此某些人士認為兩者相似²⁴。但事實上，穩定幣為支付工具，MMF為短期資金管理工具，兩者之本質及實際應用均不相同(表3)。

表2 穩定幣準備資產與MMF投資組合

USDT (2025/6)		貝萊德政府貨幣市場基金(2025/8)	
準備資產	負債	投資組合	負債
美國國庫券、銀行存款等	76%	美國公債	38%
貨幣市場共同基金(MMF)	4%	美國政府機構債券(付息票據)	23%
擔保放款	6%	美國政府機構附買回協議	22%
貴金屬	5%	美國公債附買回協議	11%
比特幣	5%	美國政府機構債券(無息貼現票據)	6%
其他	4%		
合計	100%	合計	100%

資料來源：Tether 網站、BlackRock 網站

表3 穩定幣與MMF之比較

相同	差異
<ul style="list-style-type: none"> 穩定幣試圖維持與法定貨幣價值 1:1 掛勾；MMF 試圖維持每單位淨值為 1 美元 穩定幣以傳統金融資產作為維持價格穩定之準備資產，與 MMF 投資組合相似，主要投資於短天期票債券 	<ul style="list-style-type: none"> 穩定幣價值與法幣掛勾，並以高品質資產作為準備以維持價值穩定，持有人未能分配收益；MMF 匯集投資人資金，須由專業投資機構管理，將資金運用於貨幣市場的金融商品，投資人可分配收益 穩定幣為交易媒介，具支付用途；MMF 為許多機構短期資金管理工具，不具支付功能

²⁴ Derby, M. S. (2021), "Derby's Take: Fed Officials Want Increasingly Risky Stablecoins Regulated," *The Wall Street Journal*, Jul. 22.

2. 新台幣穩定幣之準備資產

(1)為保障消費者權益，我國現行電子支付收受儲值款項，需以 100%信託作為保障，**穩定幣亦需以 100%準備資產作為保障。**

(2)由於**新台幣穩定幣與電子支付**均是向大眾(用戶)吸收資金，為保障用戶資金安全，新台幣穩定幣發行人應比照電子支付機構，發行達一定金額者，**準備資產的一部分須為提存於本行的準備金，其餘部分則可參照國外作法，用於存款或購買高品質、高流動性金融資產**(如短天期債券或票券)。

—**穩定幣的準備資產價值需大於或等於其發行的穩定幣金額**²⁵，以增加市場信心並防範擠兌，保障用戶可依面值贖回法幣。

—流通在外的穩定幣屬於發行人的負債，**新台幣穩定幣發行人的準備資產**將類似於目前**電子支付機構或國內貨幣市場基金(MMF)的投資組合**(表 4)。

表 4 電子支付準備資產、MMF 投資組合及未來新台幣穩定幣發行人可能的準備資產

悠遊卡公司(2025/7)		國內某檔貨幣市場基金(2025/7)		新台幣穩定幣發行人	
準備資產	負債	投資組合	負債	準備資產	負債
準備金	1%	銀行存款	74%	準備金	新台幣穩定幣 100%
交付信託資產		短期票券	25%	存款	
活期存款	23%	債券附買回	1%	短期債券	
定期存款	73%			短期票券	
公債	3%				
合計	100%	合計	100%	合計	100%

資料來源：悠遊卡公司、台新投信

²⁵ 例如本年 7 月，悠遊卡公司所提存之準備金與交付信託之資產合計 147 億元，大於所收儲值款項餘額 117 億元。

(3)有關穩定幣發行人的準備資產規範，本行前建議金管會增訂準備資產審計、資訊揭露及準備金計提等規定，均已納入「虛擬資產服務法」草案條文。

—未來準備資產相關規範的遵行辦法，金管會將洽商本行定之；準備金計提之相關辦法，則由本行洽商金管會定之。因此未來金管會與本行將共同訂定相關子法規範，以符合監理需求。

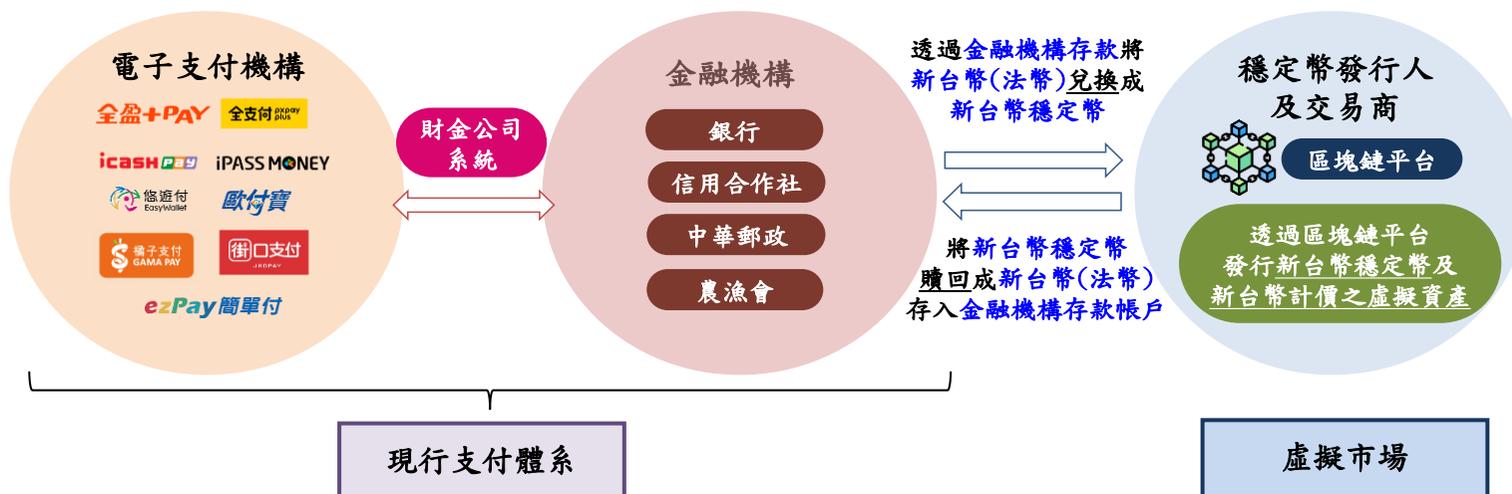
(三)新台幣穩定幣之影響

1. 對國內支付體系之影響

(1)現行我國支付環境已有電子支付機構與金融機構等兩大體系，並透過財金公司系統串聯運作，形成完整的支付生態圈(圖 12)。

(2)新台幣穩定幣係與新台幣(法幣)價值連結，大眾須透過金融機構存款將新台幣(法幣)兌換成新台幣穩定幣，以新台幣穩定幣進入虛擬市場作為交易媒介；反之，新台幣穩定幣亦可透過贖回機制換成新台幣(法幣)存入金融機構存款帳戶。此種新台幣穩定幣與新台幣(法幣)間 1:1 之兌換及贖回機制，可串聯金融體系與虛擬市場之運作。

圖 12 國內支付體系及虛擬市場之串聯運作



(3)新台幣**穩定幣**作為**支付工具**，對**國內現行支付體系之影響**：

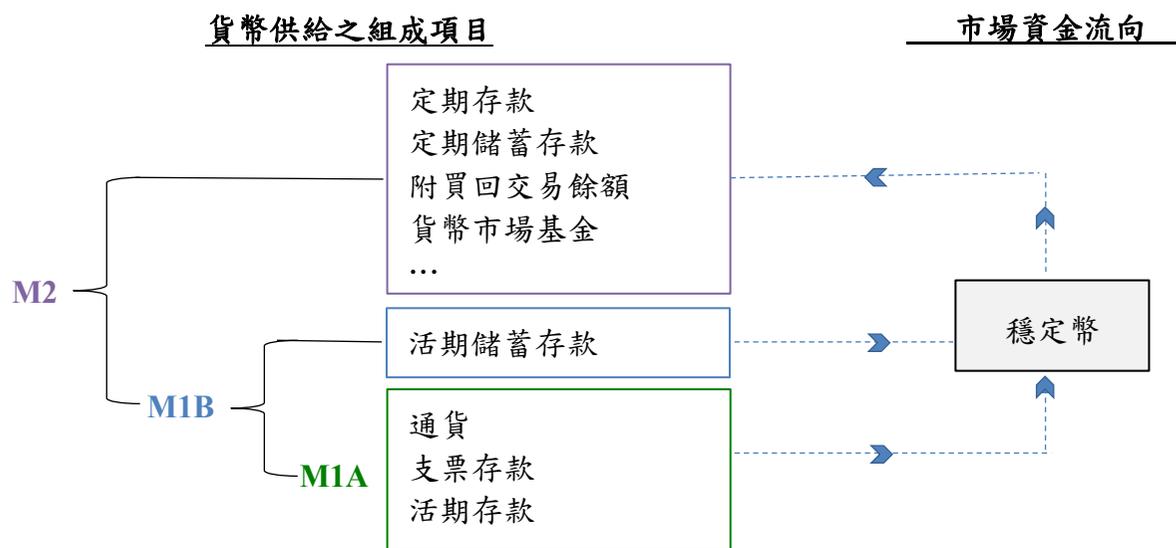
- 目前**虛擬市場**以新台幣計價之**虛擬資產**不多，因此**發行新台幣穩定幣**作為**新台幣計價虛擬資產之交易媒介**，其**需求不大**。
- 我國**支付體系相當完整**，已有**信用卡、金融卡、銀行存款及電子支付等多元支付工具**，並提供**即時支付、收費低等便捷**的支付服務，**新台幣穩定幣**作為**支付工具**對**國內支付體系之影響應有限**。

2. 對國內貨幣供給與貨幣政策傳遞機制之影響

(1)**新台幣穩定幣之發行**應僅造成市場資金重新分配，對台灣**廣義貨幣總計數(M2)**與**銀行信用創造**之**影響不大**。

- 民眾購買新台幣穩定幣後，發行人將所收取之資金用以購買準備資產，**資金仍在貨幣體系內流通**，**M2大致保持不變**(圖 13)。

圖 13 廣義貨幣總計數(M2)大致不變



- 新台幣穩定幣發行人須提撥高流動性之準備資產，且不得支付任何形式之利息或收益，加以新台幣非國際貨幣，大眾持有新台幣穩定幣的誘因較低，故對國內銀行體系的信用創造影響有限。
 - 台灣短期公債的流通量不大，可作為穩定幣之準備資產有限，加以購買短債之新台幣資金仍會回流銀行體系，不致衝擊國內的信用創造過程。
- (2) 本行仍可透過調整政策利率及公開市場操作，調節整體新台幣流動性，故新台幣穩定幣之發行應不會干擾我國貨幣政策傳遞機制。

(四) 主管機關已研擬「虛擬資產服務法」草案，作為虛擬資產的管理專法

1. 該專法包括穩定幣之規範，如發行申請許可、發行人資格、資產隔離、準備資產管理、禁止支付任何形式之利息或收益及資訊揭露等規定。
2. 未來國內穩定幣之發行，金管會將洽商本行意見；本行將與金管會共同訂定相關子法規定，以落實本行管理制度。

六、美國勞動市場與 Fed 貨幣政策之展望

上(2024)年 9 至 12 月 Fed 考量美國勞動市場及通膨均呈放緩，遂將聯邦資金利率由 5.25%~5.50%調降至 4.25%~4.50%。上年第 4 季至本(2025)年第 1 季非農就業數據一度回穩，惟近月公布數據不佳，美國勞動市場出現明顯降溫跡象。8 月 22 日 Fed 主席 **Powell** 於 Jackson Hole 央行年會即表示，**7 月非農就業新增數據放緩速度超出先前預期**，且 5、6 月就業新增數據亦大幅下修，惟失業率、離職率、裁員率等其他數據尚未顯著惡化；當前勞動市場平衡係反映供需同步放緩，惟**勞動市場下行風險增加**，此下行風險如實現，裁員率及失業率或將迅速攀升，爰**未來有調整政策需要**。

市場解讀 Powell 暗示 Fed 將於 9 月再度降息，惟在本年初川普上任以來，開始引用 232 條款針對鋼、鋁等產業加徵關稅，並自 4 月起進一步對主要貿易對手加徵對等關稅，美國經濟面臨勞動市場持續趨緩，但通膨走勢卻面臨上行風險。當前 **Fed 在面對勞動市場疲軟及通膨壓力下之政策走向**，備受各界關注，尤其**內部成員意見**亦出現難得一見之**分歧**，部分與會成員主張靜待經濟數據確認，加徵關稅對通膨之影響較為明朗後，如僅為一次性且不具持續性，再度啟動降息循環；惟部分成員則主張，在通膨預期仍良好錨定下，為因應勞動市場放緩，應採預防性降息。

如就貝弗里奇曲線(Beveridge curve)觀察，**目前職缺率及失業率正處曲線轉折位置**，如經濟情勢回到 **COVID-19 疫情前趨勢**，代表未來職缺數如再進一步下降時(反映企業勞動需求減緩)，**失業或有加速上升之可能**。另一方面，**假設通膨預期仍錨定良好**，在勞動市場情勢轉弱下，依泰勒法則推估，目前政策利率水準偏高，係處於對經濟成長動能具限制性之水準，**Fed 有降息空間**，惟其**幅度端視勞動市場疲弱程度而定**。

本文先從各項勞動市場指標，尤其是職缺與失業等相關數據之貝弗里奇曲線等，來觀察美國勞動市場放緩現象；其次，從菲利普曲線探討當前 Fed 達成「物價穩定」及「充分就業」雙重法定職責之挑戰；並透過泰勒法則來分析 Fed 未來降息之空間及步調。最後，探討未來 Fed 政策展望之觀察重點，如 Fed 新主席及理事之提名、川普新政及新興科技對通膨及就業之可能影響，以及在前述影響下，目前通膨預期是否仍錨定良好，以供外界參考。

(一)美國勞動市場放緩且正面臨轉折點，未來失業及裁員或將加速增加

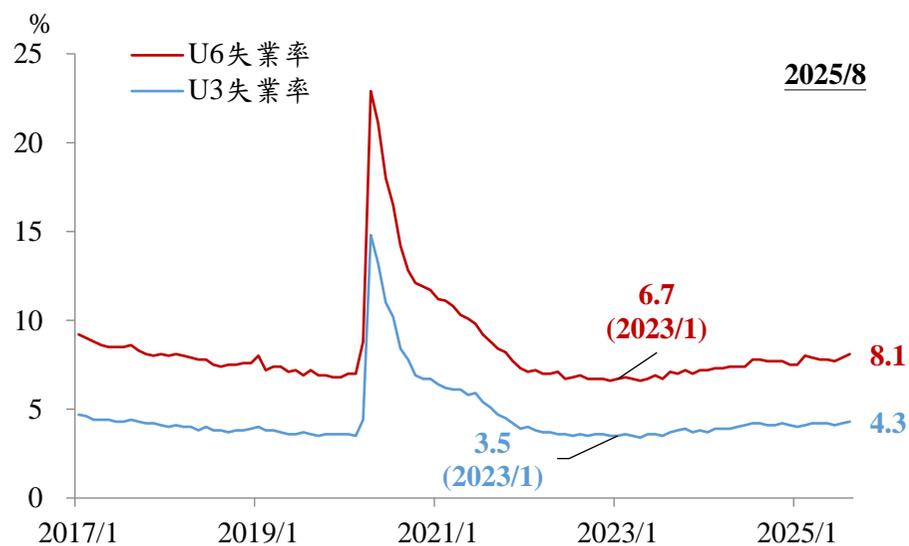
Fed 主席 Jerome Powell 於 Jackson Hole 央行年會表示，美國勞動市場偏向下行風險；理事 Christopher Waller 亦指出，勞動市場如出現明顯惡化，Fed 將需採取更積極措施加以因應；勞動市場情勢為當前觀察 Fed 政策走向焦點。

1. 美國勞動市場放緩：美國勞動市場自接近充分就業以來，隨著經濟成長放緩，逐漸出現降溫跡象

(1) 本年 8 月失業率(U3)由本年 7 月之 4.2% 上升 0.1 個百分點至 4.3%，較 2023 年 1 月之 3.5% 上升 0.8 個百分點；廣義失業率¹(U6)由本年 7 月之 7.9% 上升 0.2 個百分點至 8.1%，較 2023 年 1 月之 6.7% 上升 1.4 個百分點(圖 1)。

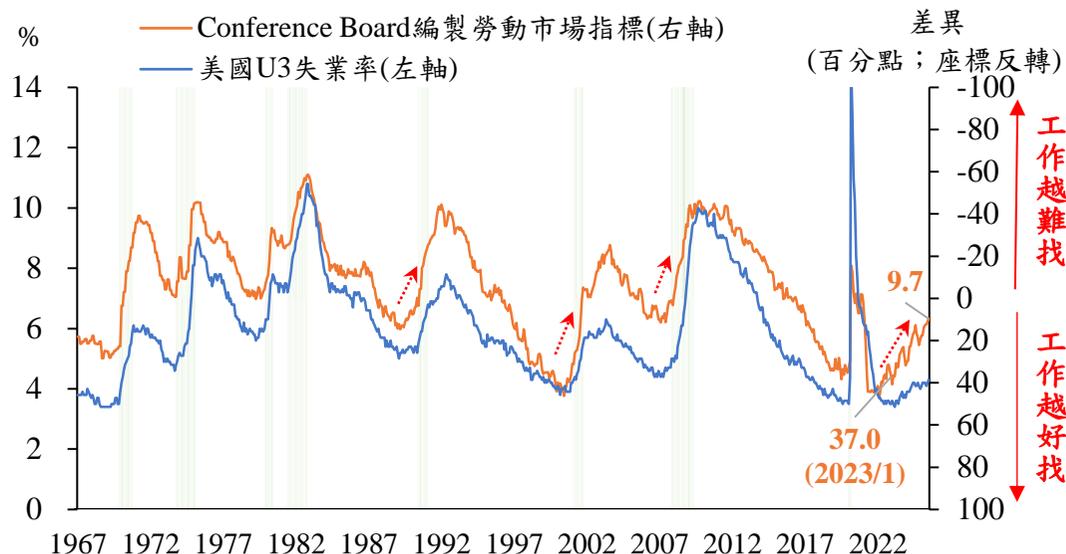
(2) 美國 Conference Board 勞動市場差異指標近期呈下跌趨勢，勞工認為工作難找比例上升²，亦佐證勞動市場逐漸降溫；先前經濟衰退前常出現此現象，而本年 8 月指標自 2023 年 1 月之 37.0 降至 9.7，下跌趨勢明顯(圖 2)。

圖 1 美國 U3 及 U6 失業率



資料來源：Bloomberg

圖 2 Conference Board 勞動市場差異指標與失業率



註：綠色陰影部分為 NBER 定義之美國經濟衰退期間。

資料來源：Bloomberg

¹ U3 失業率僅考慮積極找工作且有能力工作但未能找到工作者；U6 失業率則將想工作而未找工作但隨時可開始工作者及目前兼職但想找全職工作者亦納入計算。

² 美國 Conference Board 勞動市場差異指標係指 Conference Board 訪查工作眾多(jobs plentiful)指數減掉工作難找(hard-to-get)指數之淨差異，該指標數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大；指標數值愈低，顯示工作越難找。長期而言，此指標走勢變化與失業率變化呈明顯相關。

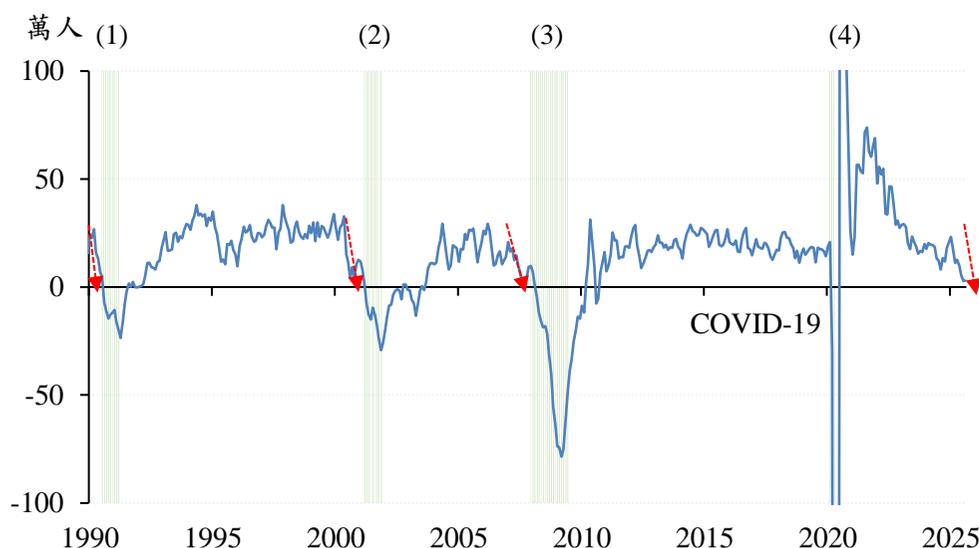
2. 美國非農就業新增人數遠低於預期，且 3 個月移動平均增幅出現逐步下滑現象

(1) 本年 8 月美國非農就業新增人數初值為 2.2 萬人，遠低於市場預期之 7.5 萬人，且低於本年 7 月修正後之 7.9 萬人；而過去 3 個月非農就業新增人數平均僅 2.9 萬人，為 2020 年 6 月以來最低，顯示美國勞動市場降溫趨勢明顯。

(2) 自 1990 年以來，美國非農就業新增人數之 3 個月移動平均值與經濟衰退有明顯關係(圖 3)。資料顯示，每次經濟衰退前，非農就業成長通常會先趨緩，尤其一旦 3 個月移動平均增幅出現逐步下滑現象，甚至可能迅速由正轉負陷入經濟衰退³(表 1)，主要係反映企業在景氣走弱或惡化時，除傾向減少招聘(職缺減少)外，並放緩人力擴張，甚或裁員。

— 以 1990 年儲貸危機(表 1 (1))、2001 年科技泡沫破裂(表 1 (2))及 2008 年全球金融危機(表 1 (3))為例，美國非農就業新增人數之 3 個月移動平均值皆在衰退前夕出現快速走弱，並在衰退期間出現負值(裁員)。

圖 3 1990 年迄今美國非農就業新增人數 3 個月移動平均 表 1 美國非農就業新增人數 3 個月移動平均值在經濟衰退前後表現



註：綠色陰影部分為 NBER 定義之美國經濟衰退期間。

資料來源：Bloomberg

	經濟衰退期間	經濟衰退前 1 個月	開始發生衰退當月	發生衰退後 1 個月	發生衰退後 3 個月
(1)	1990/7-1991/3	7.0	4.7	-7.4	-14.6
(2)	2001/3-2001/11	7.7	1.2	-8.2	-15.1
(3)	2007/12-2009/6	9.3	9.8	7.1	-4.6
(4)	2020/2-2020/4	19.0	20.8	-30.0	-641.7

單位：萬人

資料來源：Bloomberg

³ 高盛估計，目前維持失業率穩定所需之非農就業新增人數降至約 9 萬，並可能於本年底降至 7 萬，低於 2024 年初期之 20 萬。Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025), "US Daily: June Immigration Update: Stabilizing," *Goldman Sachs Economics Research*, Jul. 21。

3. 當前美國職缺對失業比(Vacancy/Unemployment ratio)隱含裁員數及失業率將快速增加

- (1)在經濟衰退時，**勞動需求(即可得工作機會=職缺數+就業數)**將**小於勞動供給(即勞動力=失業人口+就業數)**，勞動市場惡化，失業人口攀升；而在經濟復甦時，勞動需求將大於供給，勞動市場則呈緊俏(圖 4)。
- (2)基此，可用**美國職缺對失業比**做為評估**勞動市場情勢**之重要指標。當**該值高時**，代表**平均每位失業人口對應更多職缺數**，顯示**勞動需求強勁**，市場緊俏；**該值下降**則**反映就業機會減少**或**失業人口增加**，**勞動市場放緩**。
- (3)近年勞動市場一度因供需失衡而呈緊俏，惟在疫情緩和及 Fed 啟動升息下，勞動市場放緩，目前供需趨於平衡；而**職缺對失業比**已由疫情後高峰約**2.0**回落至疫情前大致平衡之水準⁴；近日 Fed 理事 **Waller** 認為⁵，倘若勞動市場**加速降溫**，**企業勞動需求大幅減緩**，或將引發**裁員並導致失業率攀升**，**美國勞動市場存在惡化風險**(圖 5)。

圖 4 美國勞動需求、勞動供給及失業人口

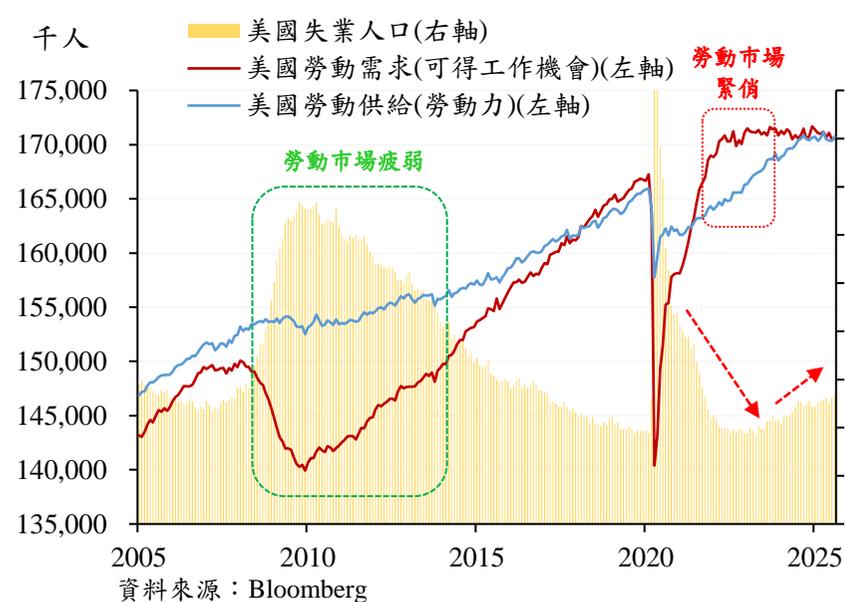
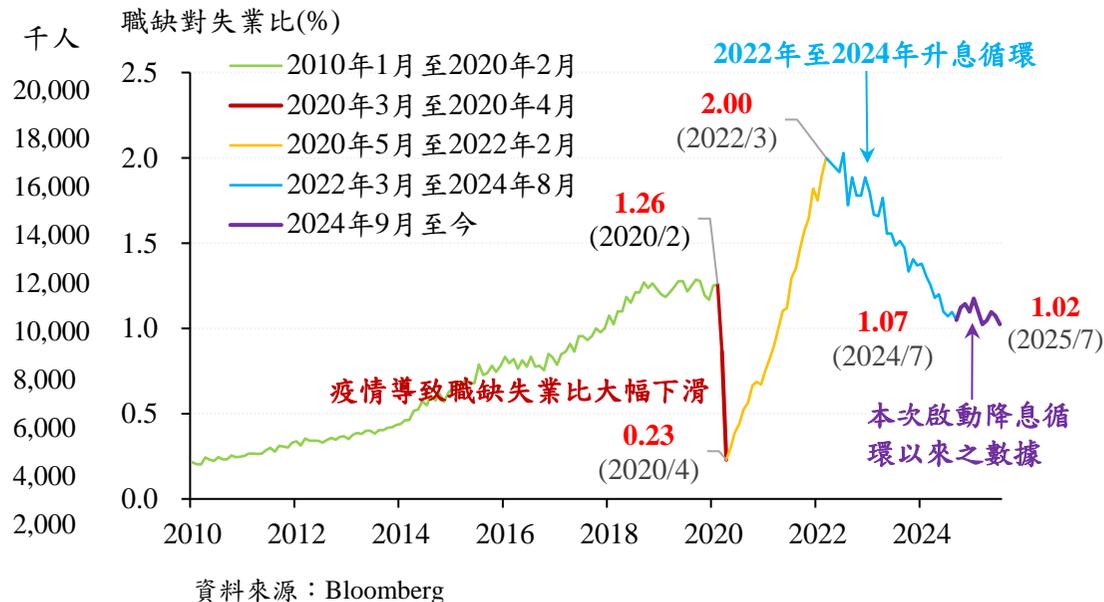


圖 5 美國職缺對失業比



⁴ Mutikani, Lucia (2025), "US Labor Market Softening as Job Openings Hit 10-Month Low, Hiring Remains Tepid," *Reuters News*, Sep. 4.

⁵ Waller, Christopher (2025), "The Effects of Tariffs on the Three I's: Inflation, Inflation Persistence, and Inflation Expectations," 2025 Bank of Korea International Conference Remarks, Jun. 1.

4. 從美國貝弗里奇曲線(Beveridge curve)看美國勞動市場：職缺率續降恐將使失業率上升

(1)美國貝弗里奇曲線以失業率為橫軸、職缺率⁶為縱軸，可描繪勞動市場之供需狀態或緊俏程度。

(2)一般而言，貝弗里奇曲線呈負斜率。然而，曲線位置及形狀會隨經濟週期、政策變動及結構性因素而發生位移或斜率變化，透過觀察其動態變化，可進一步分析勞動市場緊俏程度及潛在失業壓力⁷。

① 2010年至2020年初：勞動市場自金融危機修復，伴隨職缺率回升，失業率下降(圖6 綠色點，由右下方往左上方移動)。

② 2020年3月至2020年4月：惟疫情爆發後，職缺率略下滑而失業率快速攀升(紅色點)，反映疫情封鎖對勞動市場之衝擊。

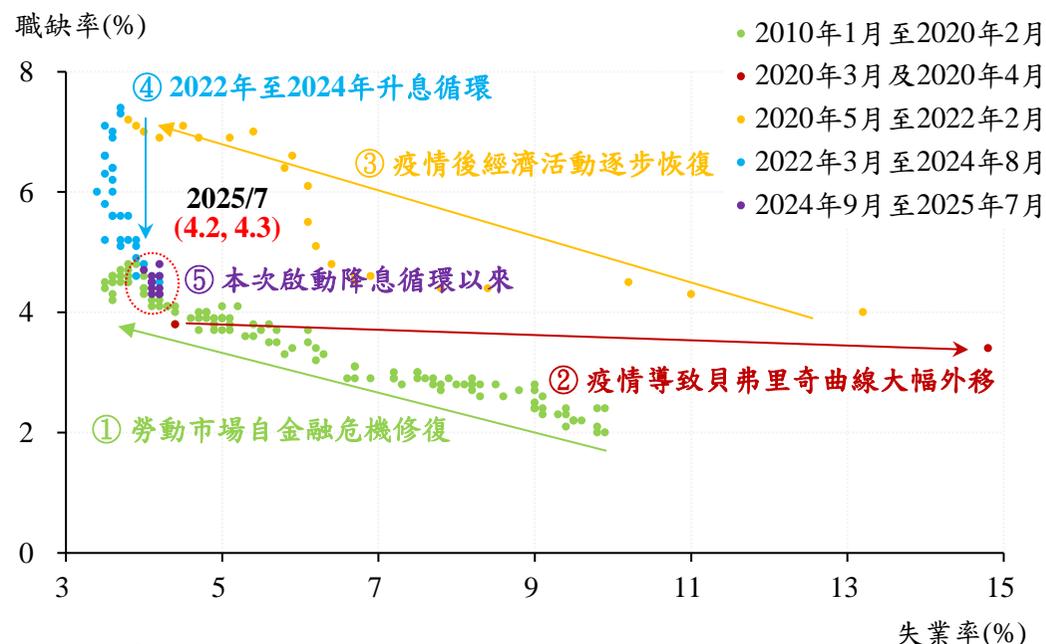
③ 2020年5月至2022年初：隨經濟活動逐步恢復，企業勞動需求殷切，職缺率快速回升，失業率亦顯著回落(黃色點)。

④ 2022年3月Fed升息後：勞動需求降溫，職缺率自高點回落，惟失業率變化不大(藍色點)。

⑤ 上年9月Fed降息迄今：職缺率緩慢下降，失業率開始微幅上升(紫色點)，顯示勞動市場已面臨轉折點，似回到疫情前貝弗里奇曲線之趨勢(綠色點)。

—未來如景氣下行風險升溫及勞動市場持續惡化，在企業減少聘雇下，職缺率下降，將伴隨失業率大幅攀升之風險(如綠色點由左上方往右下方移動)。

圖6 美國貝弗里奇曲線



⁶ 失業率=失業人口/勞動力*100%；職缺率=職缺數/勞動力*100%。

⁷ Fed理事Waller對貝弗里奇曲線有獨到見解，相關分析可參見中央銀行(2022)，「當前美國經濟動能、就業情勢及通膨走勢之評估」，央行理監事會後記者會參考資料，12月15日；中央銀行(2023)，「當前主要經濟體勞動市場變化對薪資、通膨之影響及貨幣政策展望」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

5. 多項美國勞動市場指標顯示當前美國勞動市場已較 2019 年疲弱

(1) 本年 8 月 Fed 主席 Powell 於全球央行年會指出，過去一年來勞動市場多項指標略呈轉弱⁸。

(2) 如觀察各項勞動市場指標最新數據，幾乎均較上年 7 月或 2019 年全年平均值為弱(表 2)：

- 除解雇率較疫情前為佳外，職缺率、雇用率、辭職率⁹及職缺對失業比均回到疫情前水準，亦較上年 7 月為差；
- Conference Board 勞動市場差異指標¹⁰、Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)¹¹及失業率與自然失業率差距¹²等指標亦均不及疫情前水準及上年 7 月時水準。

(3) 本年 7 月全美 50 州中合計 23 州失業率高於其 2019 年平均；同月合計 28 州觸及 Sahm Rule 門檻¹³。

表 2 美國勞動市場觀察指標

	最新值 (1)	2024/7 (2)	2019 年平均 (3)	差異 (4)=(1)-(3)	相較 2019 年 指標情況
解雇率 (越低越好)	1.1% (2025/7)	1.1%	1.2%	-0.1 個百分點	未惡化
職缺率 (越高越好)	4.3% (2025/7)	4.6%	4.5%	-0.2 個百分點	惡化
雇用率 (越高越好)	3.3% (2025/7)	3.5%	3.9%	-0.6 個百分點	惡化
辭職率 (越低越好)	2.0% (2025/7)	2.1%	2.3%	-0.3 個百分點	惡化
職缺對失業比 (越高越好)	1.02 (2025/7)	1.07	1.23	-0.21	惡化
Conference Board 勞動市場差異指標(越高越好)	9.7 (2025/8)	16.4	33.2	-23.5	惡化
Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)(越高越好)	0.25 (2025/8)	0.53	0.95	-0.70	惡化
失業率減自然失業率 (差距越小越好)	-0.1 個百分點 (2025/8)	-0.2 個百分點	-0.9 個百分點	0.8 個百分點	惡化

資料來源：本行整理；Kansas Fed

⁸ 如辭職率、職缺對失業比及名目薪資成長率等均呈轉弱；惟 Powell 亦指出，近期失業率上揚，主要係反映雇用率下滑，並非如過去景氣低迷期間由解雇率上揚所帶動(請參見 Powell, Jerome (2025), “Monetary Policy and the Fed’s Framework Review,” Jackson Hole Remarks, Aug. 22)。

⁹ 雇用率(hire rate)：當月總雇用人次/整體勞動市場就業人數；辭職率(quit rate)：當月辭職人次/整體勞動市場就業人數。

¹⁰ 請參見附註 2。

¹¹ 原文全名為 labor market conditions index，該指標係 Kansas Fed 綜合美國就業人口比率、勞動力參與率、失業率、職位空缺數、離職率、初領失業救濟金人數等 24 項勞動市場指標編製。

¹² 此處以美國 U3 失業率扣除國會預算辦公室(CBO)估計之自然失業率計算，當兩者差距越大，表示勞動市場趨於疲弱。

¹³ Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 曾提出，如果 U3 失業率之 3 個月移動平均值比過去 12 個月之最低點高出 0.5 個百分點或以上，隱含經濟面臨衰退風險。

(二)由菲利浦曲線觀察 Fed「物價穩定」及「充分就業」雙重法定職責

1. 儘管住宅通膨下降，惟因川普政府加徵關稅，導致近期核心商品通膨明顯上揚，核心服務通膨亦位於高點，美國通膨放緩速度變慢

(1)COVID-19 疫情期間美國政府祭出極寬鬆貨幣及擴張性財政等政策，導致疫情復甦後美國通膨大幅上揚，至上年似呈下降趨勢；惟川普總統就任後推行關稅及減稅政策，導致美國通膨似又開始反彈上升(圖 7)，且市場憂慮加徵關稅效果非一次性，可能長期推升美國通膨及通膨預期。

(2)Fed 主席 Powell 認為，美國核心通膨可拆解成 3 個部分：核心商品通膨、住宅通膨及核心服務(不含住宅)通膨(圖 8)。

—**核心商品通膨**於疫情復甦後竄升，Fed 大幅升息後持續下降且一度呈現負值，為通膨率可以快速下降主因；惟在川普上任推行關稅政策後，**核心商品通膨**再次上揚，使**整體通膨**略呈回溫。

—**住宅通膨**於亦曾一度居高不下，**近期呈下降趨勢**，3 個月變動年率已降至接近疫情前之水準。

—**核心服務(不含住宅)通膨**仍居高不下，且仍逾 2015 至 2019 年平均之 2.0%，為近年通膨具僵固性之主因。

圖 7 美國整體及核心 PCE 通膨

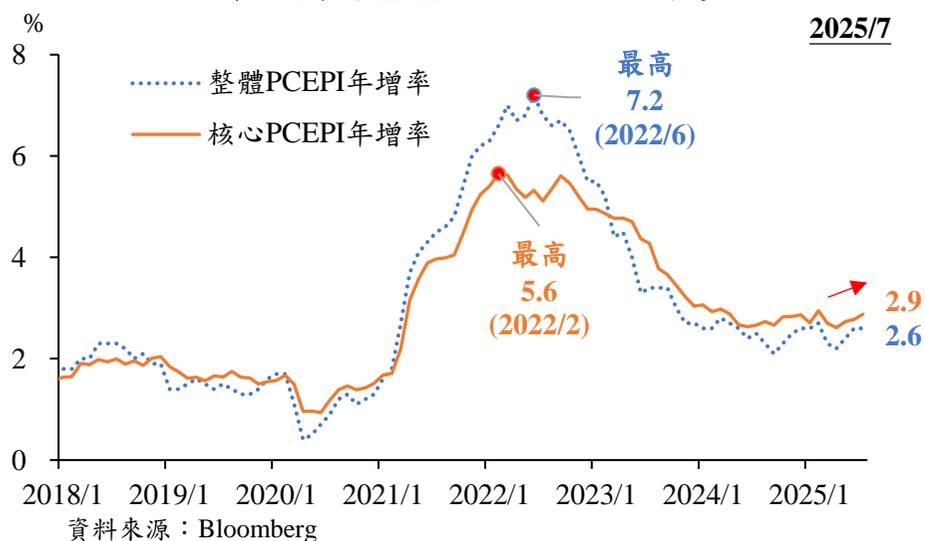
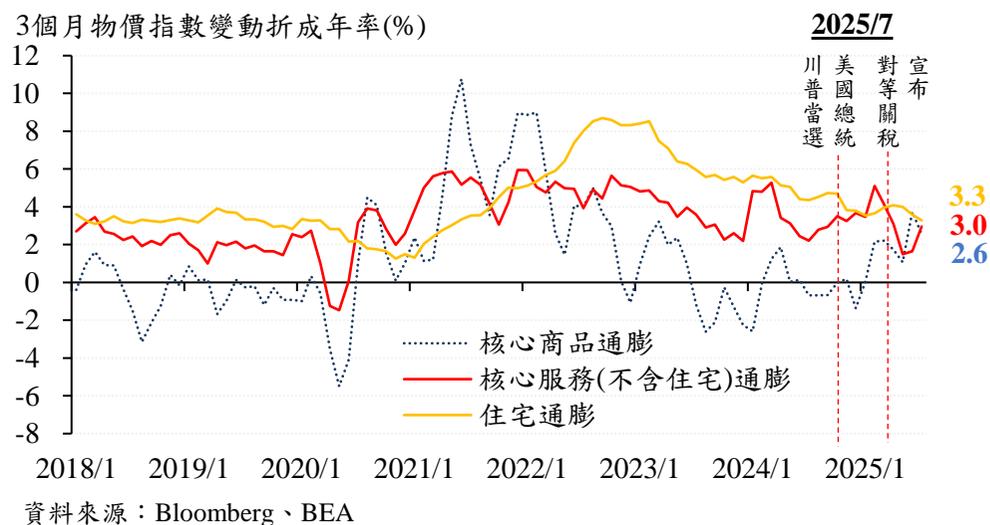


圖 8 美國核心商品通膨、核心服務通膨及住宅通膨



2. 目前勞動市場平均時薪成長率逐漸下降，惟仍高於 Fed 物價穩定相對應之 3.0%~3.5% 區間

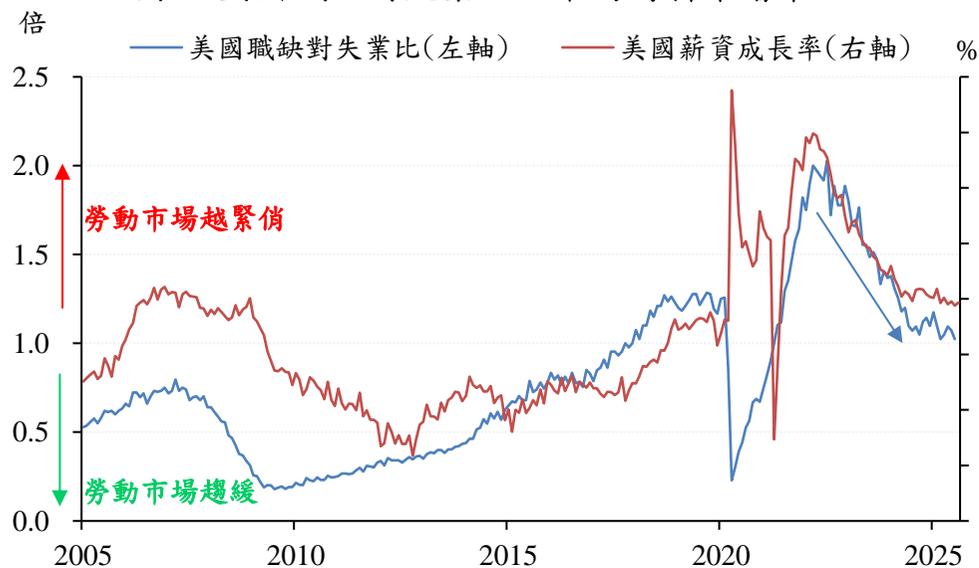
(1) 勞動市場供需情勢與時薪年增率息息相關，亦即，當職缺對失業比呈上升趨勢時，將因勞動市場緊俏，平均時薪年增率亦呈上揚；而在勞動市場放緩時，即職缺對失業比呈下降趨勢時，平均時薪年增率亦趨緩(圖 9)。

—2021 年疫情復甦後：疫情期間美國推出極寬鬆貨幣及擴張性財政等政策，加上防疫措施解封，帶動勞動需求強勁，職缺對失業比大幅攀升，時薪年增率亦迅速上升；

—2022 年起 Fed 快速升息：勞動市場逐漸放緩，時薪年增率亦隨職缺對失業比下降而逐漸下降。

(2) 本年 8 月美國平均時薪年增率已降至 3.7%(圖 10)，惟仍高於 Fed 認定 2% 通膨目標對應之時薪年增率 3.0%~3.5%；由於平均時薪成長動能為核心服務類通膨加速或減緩之關鍵，且由前述分析可知，目前此項目之通膨率仍偏高並具僵固性，在當前關稅政策影響之不確定性下，未來平均時薪年增率是否隨勞動市場趨緩而下滑，為目前 Fed 貨幣政策決策成員討論之焦點。

圖 9 美國職缺對失業比及平均時薪年增率



資料來源：Bloomberg

圖 10 美國平均時薪年增率



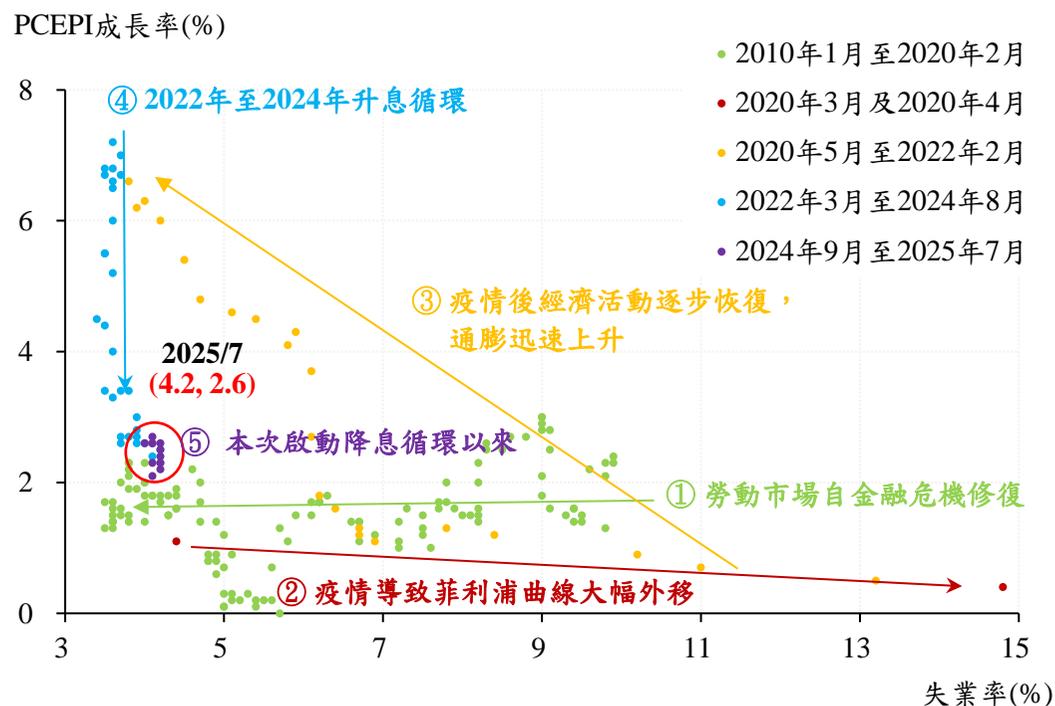
資料來源：Bloomberg

3. 美國菲利普曲線似已回到疫情前軌跡，若勞動市場持續趨緩，可能透過時薪成長率下降帶動通膨下降

- ①2008 年全球金融危機以後至 2020 年 COVID-19 疫情爆發前，美國經濟持續好轉、失業率下降，惟通膨無顯著上升，係處在低經濟成長、低通膨、低利率之長期停滯困境(secular stagnation)，菲利普曲線呈平坦化(圖 11 綠色點)。
- ②2020 年美國因 COVID-19 疫情及防疫措施導致失業率驟升，菲利普曲線相較 2019 年以前軌跡大幅外移(紅色點)。
- ③疫情復甦後，美國政府祭出極寬鬆貨幣及擴張性財政政策，失業率快速下降；惟因疫情所引發之全球供應鏈瓶頸(supply bottleneck)問題，加上俄烏戰爭爆發，致美國通膨快速攀升，菲利普曲線沿黃色點向左上方移動。
- ④Fed 為因應高通膨於 2022 年 3 月開啟升息循環，加以供應鏈瓶頸問題緩解，通膨呈下降趨勢，此期間失業率並未上升，曲線大致沿藍色點呈垂直向下移動。之後，隨政策緊縮效果浮現，伴隨通膨下降，失業率略呈上升。
- ⑤自 2024 年 9 月 Fed 啟動降息以來，曲線位置(紫色點)變化不大；目前曲線已接近疫情前平坦化軌跡(綠色點)。

- 未來如勞動市場持續放緩，失業率上升，核心服務通膨可望因平均時薪年增率下降而下降；
- 惟加徵關稅對通膨影響之幅度、持續性及是否引發薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)，為通膨能否降至 2% 目標區之隱憂。

圖 11 美國菲利普曲線



資料來源：Bloomberg

(三) 泰勒法則隱含 Fed 降息空間有限，Fed 將在勞動市場與通膨間尋求平衡

近期 Fed 成員對降息步調看法呈現分歧，部分成員重視勞動市場疲弱及失業率上升，認為應提前行動以避免陷入經濟衰退；惟亦有部分成員關注通膨放緩進展之不確定性，尤其關注服務通膨放緩停滯及關稅推升物價之壓力，主張調降利率時應謹慎；綜合兩派意見，Fed 較可能漸進式調整貨幣政策，逐步降息至中性利率水準(表 3)。

表 3 近期具投票權之 FOMC 與會成員言論彙總

日期	FOMC 與會成員	評論
2025.8.9	理事 Michelle Bowman	近期數據顯示勞動市場疲弱，且認為關稅政策將不會引發持續性通膨，爰本年適合降息 3 次。
2025.8.21	Kansas City Fed 總裁 Jeffrey Schmid	鑑於通膨仍高於 Fed 2% 目標，且勞動市場尚屬穩健，目前似乎無需急於降息；倘若要調整貨幣政策立場，須有明確數據支持。
2025.8.22	主席 Jerome Powell	勞動市場供需處同步放緩之脆弱平衡關係，勞動市場下行風險正在增加；目前 Fed 貨幣政策立場已較一年前更接近中性利率水準，惟仍處於限制性水準，而隨著經濟前景及風險平衡之變化，Fed 可能需進一步調整貨幣政策立場。
2025.8.22	St. Louis Fed 總裁 Alberto Musalem	鑑於通膨仍高於 Fed 之 2% 目標且預期將持續上升，而勞動市場風險尚未顯現，在決定是否支持 Fed 於 9 月 16 日至 17 日會議降息前，需更多數據佐證。
2025.8.23	Boston Fed 總裁 Susan Collins	倘若 9 月 FOMC 會議前之數據顯示勞動市場下行風險上升，且相較通膨持續偏高之風險更為明顯，則近期適合開始調整政策立場。
2025.9.3	理事 Christopher Waller	鑑於通膨接近 2% 目標且上行風險有限，勞動市場疲軟，Fed 應於 9 月降息，且未來幾個月可能將多次降息。
2025.9.4	New York Fed 總裁 John Williams	倘若經濟符合其目前預測，即明(2026)年失業率小幅上升與通膨放緩，政策利率可隨時間逐步下降至中性立場；惟其未透露 Fed 應何時啟動降息。
2025.9.5	Chicago Fed 總裁 Austan Goolsbee	仍未決定 9 月是否為降息合適時機，並指出未來公布之 8 月 CPI 通膨數據為其決策關鍵依據。

1. 目前政策利率與中性利率水準相比仍具限制性，未來 Fed 似將緩步降息

(1) 實質中性利率(real neutral rate)係指在經濟成長和潛在產出趨勢成長一致之下，維持通膨穩定之實質利率水準。

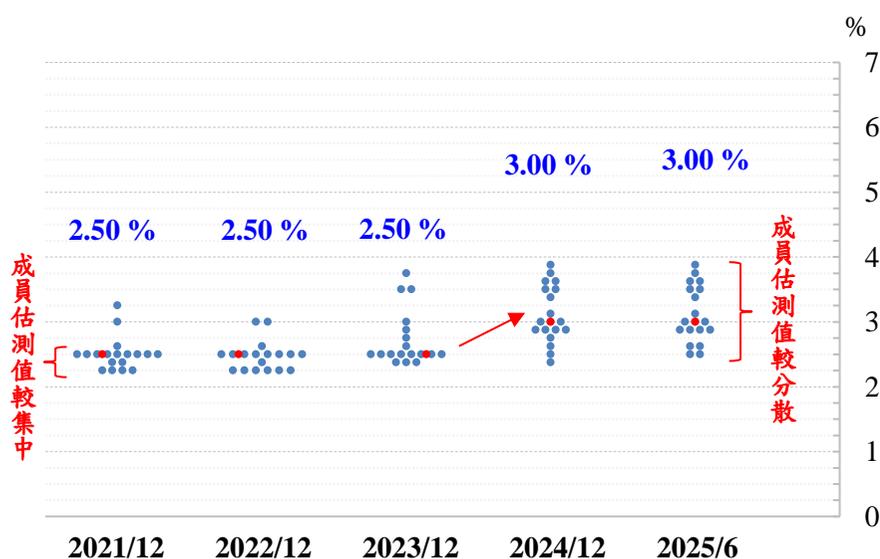
— 實質政策利率 > 實質中性利率，貨幣政策立場相對緊縮，往往可使通膨趨緩，惟可能導致經濟成長降溫。

— 實質政策利率 < 實質中性利率，貨幣政策立場相對寬鬆，有助於刺激經濟成長，惟可能導致通膨上揚。

(2) FOMC 經濟估測(Summary of Economic Projections, SEP)較長期政策利率(longer run)預測值，常被視為觀察 FOMC 與會成員對較長期中性利率(neutral rate)看法之指標；數據顯示，自上年起，FOMC 與會成員對較長期政策利率預測值，無論就平均數或中位數，均呈現逐漸上升(圖 12 及圖 13)。

— 目前政策利率區間 4.25%~4.50% 高於前述平均值(3.11%)或中位數(3%)，顯示目前政策利率水準仍具限制性。

圖 12 FOMC 成員對長期政策利率預測



資料來源：Fed

圖 13 SEP 對長期利率預測之平均數與中位數



資料來源：Fed

2. 泰勒法則(Taylor Rule)隱含 Fed 目前降息空間有限；惟倘若美國失業率持續上升，降息空間將擴大

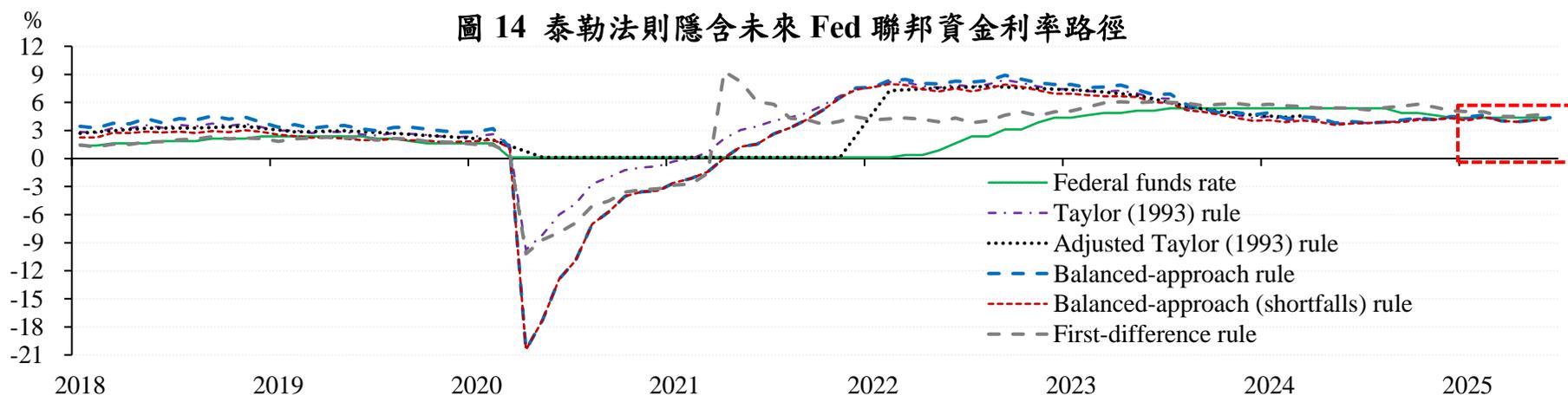
(1) 泰勒法則係描述央行制定政策利率之行為法則¹⁴(參見附表：Fed 貨幣政策報告提及之 5 種泰勒法則公式)，典型公式¹⁵為 $R_t = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi_t^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t)$ ，即當前**最適聯邦資金利率水準**，可依據**長期名目中中性利率(即長期實質中性利率加通膨率)**、**通膨缺口(當前通膨率扣除通膨目標)**及**失業率缺口(自然失業率扣除當前失業率)**計算得之。

—倘若**通膨缺口為正值(當前通膨率逾通膨目標)**或**失業率缺口為正值(當前失業率低於自然失業率)**，顯示面臨通膨或經濟過熱風險，隱含政策利率似偏低，Fed 應**調升政策利率**；

—倘若**通膨缺口為負值**或**失業率缺口為負值**，顯示面臨通縮或經濟疲軟風險，則隱含 Fed 有**調降政策利率**空間。

(2) 自全球融危機後，**泰勒法則**並不被視為可用以解釋 Fed 政策利率水準之依據，主要反映**零利率底限**及 Fed 改採行**非傳統貨幣政策**等因素；惟**近年來**隨美國經濟似已走出長期停滯，加以通膨持續逾 Fed 政策目標，泰勒法則**重新被用來檢視 Fed 貨幣政策之鬆緊程度**。

—近半年 Fed 維持聯邦資金利率於**4.38%**，與泰勒法則推估之水準**4.39%****差距不大**(圖 14 及次頁表 4)，顯示其**政策合理性**。



註：本處較長期中性利率、失業率及通膨目標均取自歷次 FOMC 經濟估測(SEP)，資料更新至本年 6 月底；惟 Adjusted Taylor (1993) rule 數值沿用本年 6 月 Fed 貨幣政策報告資料。

資料來源：Fed; Bloomberg; 本行自行計算

¹⁴ Taylor, John (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Dec.

¹⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (2025), “Monetary Policy Report,” Jun. 20.

(3)近年泰勒法則可作為觀察 Fed 貨幣政策走向之參考指標(表 4)

— 上年 6 月底聯邦資金利率水準 **5.38%** 明顯高於 5 種泰勒法則隱含最適聯邦資金利率水準平均值 **4.22%**(3.75~5.39%)，兩者差距 **1.16 個百分點**，隱含當時政策利率水準具限制性，Fed 具 **4~5 碼之降息空間**。

— 上年 6 月至 12 月 Fed 共降息 4 碼，至上年 12 月底聯邦資金利率水準 **4.38%** 與 5 種泰勒法則隱含最適聯邦資金利率平均值 **4.54%**(4.30~5.11%) 之差距僅 **-0.17 個百分點**，隱含當時政策利率水準已不具限制性，自此 Fed 停止降息。

(4)如美國勞動市場轉弱，失業率續升，Fed 將有降息空間(表 4 之情境分析)：在美國核心通膨率持平目前(7 月)水準 **2.9%** 下，失業率上升至 **4.5%**(本年 6 月 FOMC 經濟估測對本年第 4 季失業率預期之中位數)，Fed 有降息空間，泰勒法則推估最適聯邦資金利率為 **3.99%**，降息幅度為 **0.38 個百分點**(1~2 碼)；若失業率攀升至 **4.7%**，則最適聯邦資金利率將降至 **3.67%**，降息幅度擴大至 **0.71 個百分點**(約 3 碼)。

表 4 聯邦資金利率與 5 種 Taylor Rule 最適聯邦資金利率之比較(含情境分析)

單位：%；百分點

時點	當時聯邦資金利率水準 (1)	5 種泰勒法則公式					不同泰勒法則之平均值 (2)	差異 (3)=(1)-(2)
		Taylor (1993) rule	Balanced- approach rule	Balanced- approach (shortfalls) rule	Adjusted Taylor (1993) rule	First- difference rule		
2024 年 6 月	5.38	3.85	3.95	3.75	4.16	5.39	4.22	1.16
2024 年 12 月	4.38	4.40	4.50	4.30	4.41	5.11	4.54	-0.17
2025 年 6 月	4.38	4.26	4.36	4.16		4.76	4.39	-0.01
失業率上升之情境分析 (假設核心通膨維持 2025 年 7 月水準)								
情境 1：失業率 4.5%	目前 4.38	4.02	3.72	3.72		4.51	3.99	0.38
情境 2：失業率 4.7%	目前 4.38	3.82	3.32	3.32		4.21	3.67	0.71

註 1：本處較長期中性利率、失業率及通膨目標均取自歷次 FOMC 經濟估測(SEP)，資料更新至本年 6 月底；惟 Adjusted Taylor (1993) rule 數值沿用本年 6 月 Fed 貨幣政策報告資料。情境分析均假設通膨率維持本年 7 月水準。

註 2：當時聯邦資金利率-最適聯邦資金利率值；數值為正，隱含 Fed 具降息空間；數值為負，則隱含 Fed 降息空間有限。

資料來源：Fed; Bloomberg

(四)未來 Fed 政策展望觀察重點

1. 近期 Fed 成員對降息步調看法呈現分歧(詳表 3)，Fed 內部支持降息者因近期美國勞動市場轉弱而增加

隨著 Fed 主席 Jerome Powell 任期將於明年 5 月屆滿，市場關注繼任人選可能帶來政策轉向，也使 Fed 內部對降息分歧更受矚目。

- (1)本年以來政策利率區間維持 4.25%~4.50%水準，惟本年 7 月 FOMC 會議中，理事 Christopher Waller 及 Michelle Bowman 因認為應降息 1 碼而投反對票(自 1993 年以來首次 2 位理事投反對票)，顯示 Fed 內部分歧逐漸擴大。
- (2)本年 8 月 Fed 主席 Powell 於 Jackson Hole 演說中，表示「Fed 目標之風險平衡似在轉變」、「勞動市場下行風險上升」、「可能需進一步調整貨幣政策立場」，暗示貨幣政策由物價穩定優先轉向更加平衡之雙重法定職責。
- (3)總統川普多次公開批評 Powell，並暗示將尋求更「配合」之繼任者。本年 9 月，其指出白宮經濟顧問 Kevin Hassett、現任理事 Christopher Waller 與前理事 Kevin Warsh 為最後候選名單¹⁶(表 5)。川普人選偏好凸顯其對貨幣政策高度影響力。3 位潛在人選皆展現不同程度鴿派立場，與川普推動寬鬆政策主張相契合。

表 5 潛在 Fed 主席人選貨幣政策立場

潛在人選	職位	對目前 Fed 政策看法	主張
Kevin Warsh	Fed 前理事	批評 Fed 利率過高，形容其為錯誤政策 阻礙經濟	支持降息，並搭配其他改革措施， 加速實體經濟發展
Kevin Hassett	國家經濟委員會主席	認為 Fed 利率過高拖累經濟，與川普經 濟政策立場高度一致	傾向支持更寬鬆貨幣政策
Christopher Waller	Fed 現任理事	批評 Fed 降息「過於謹慎」，應更積極 因應經濟下行風險	在 2025 年 7 月 FOMC 會議中支持 降息 1 碼

資料來源：本行整理

¹⁶ 參考 Wingrove, Josh (2025), “Trump Says Hassett, Warsh and Waller Are Finalists for Fed Chair,” *Bloomberg News*, Sep. 6 ; Derby, Michael S. (2025), “Weakening US Jobs Market Hits Center of Fed Rate Policy Debate,” *Reuters News*, Aug. 2。

2. 觀察美國加徵關稅及移民政策等新政及新興科技之後續影響

當前川普政策大幅調整關稅與移民政策，且近年經濟及金融市場頗受新興科技(如人工智慧(AI))蓬勃發展影響，部分產業勞動需求及薪資均呈成長，使勞動市場相對緊俏，亦帶來通膨壓力。然前述政策及經濟結構改變能否提升美國製造業就業及生產力、以及其對勞動市場供需及通膨之影響，目前仍具較高不確定性¹⁷。

(1) 關稅政策

- **通膨壓力提升**：據彼得森國際經濟研究所(PIIE)¹⁸估計，課徵**10%關稅將推升物價約1.3%**，目前加徵關稅遠逾10%，通膨走勢將具較高不確定性；且如**供應鏈轉移與製造業回流過程不順**，**企業營運成本亦可能增加**。
- 美國稅務基金會(Tax Foundation)¹⁹指出，**關稅將使家庭每年多支出1,300美元**，將不利經濟成長動能及就業。

(2) 移民政策

- **勞動力短缺與產業競爭力受損**：美國政府緊縮移民審核，減少工作簽證與庇護核准。移民在農業、建築及科技等產業占重要比重，**限制移民導致勞動力不足**，**薪資成本上升**，**增加通膨壓力並削弱產業競爭力**。

(3) 新興科技

- **新興科技(如 AI)有助生產力提升**，此正向供給面因素將可以**提振經濟動能並緩和通膨壓力**²⁰；惟**短期而言**，企業可能將投資之初期成本(含投資、電力消耗及高薪酬等成本)，轉嫁給消費者，進而**推升通膨**。
- **New York Fed** 調查雖顯示，目前人工智慧對整體經濟及勞動市場影響**尚屬溫和**²¹；但因當前金融市場深受相關產業所提振，未來如產業前景或獲利不如預期，可能對金融市場出現較大負面衝擊，進而影響相關產業之人力需求(職缺數下降、甚或裁員)，致失業率有快速上升之風險。

¹⁷ Fed 主席在本年 6 月參議院聽證會表示，人工智慧對美國經濟的影響目前可能還不大，惟它有潛力對經濟、工作場所、工人工作、公司運作方式產生真正大幅度的變化，惟其亦承認此對經濟影響的時間和後果存在巨大不確定性(參見 Bracken, Matt (2025), “Fed Chair Sees AI Creating ‘Significant Changes’ to US Workforce,” *Fedscoop*, June 26)。

¹⁸ PIIE (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” PIIE Working Paper, Sep.

¹⁹ York, Erica and Alex Durante (2025), “Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War,” *Tax Foundation Research*, Sep. 5.

²⁰ 部分研究推估美國生產力可望因 AI 之運用，可能在各產業中實現每年提升 1.5 個百分點，進而出現通膨趨緩或下跌現象(參見 Chui, Michael, Eric Hazan, Roger Roberts, Alex Singla, Kate Smaje, Alex Sukharevsky, Lareina Yee and Rodney Zimmel (2023), “The Economic Potential of Generative AI: The Next Productivity Frontier,” McKinsey Global Institute, Jun. 14; Ellingrud, Kweilin, Saurabh Sanghvi, Gurneet Singh Dandona, Anu Madgavkar, Michael Chui, Olivia White and Paige Hasebe (2023), “Generative AI and the Future of Work in America,” McKinsey Global Institute, Jul. 26)。

²¹ 調查結果顯示，僅 25~40%採用人工智慧之企業已因應相關趨勢，對人力做出調整，因此對於整體勞動市場之潛在影響尚屬溫和，且目前未導致就業大幅減少。(參見 Abel, Jaison R., Richard Deitz, Natalia Emanuel, Ben Hyman and Nick Montalbano (2025), “Are Businesses Scaling Back Hiring Due to AI?” *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, Sep. 4)。

3. 通膨預期是否良好錨定(well-anchored)

(1)目前通膨預期走勢之數據略呈分歧(圖 15、表 6)，但整體而言，當前美國通膨預期仍**錨定良好**：

一如以**市場交易數據**(market-based)觀察，本年初以來，5 及 10 年期 TIPS 債券隱含通膨率(即損益兩平通膨率)²²變動有限(如 5 及 10 年期 TIPS 隱含通膨率由年初之 2.41% 及 2.36% 分別維持在 2.41% 及微幅上升至 2.37%)，顯示**投資人對中、長期通膨風險看法仍相對平穩**。

一就**調查資料**(consensus-based)而言，**短期通膨預期**(密西根大學未來 1 年通膨預期調查)較年初(3.3%)**明顯上升**(本年 7 月為 4.5%)；惟 NY Fed 類似通膨調查僅微幅上升，且 NY Fed **未來 3 及 5 年通膨調查亦大致維持穩定於 3% 水準**，但仍高於 Fed 2% 目標水準。

一另 Fed 編製之**共同通膨預期指標**(CIE)²³則顯示，通膨預期自上年底之 2.12%，略上升至本年 6 月之 2.34%。

(2)如關稅及移民政策使**短期通膨預期持續升高**，未來**薪資與價格調整出現「薪資-物價螺旋」**現象可能性提高，將使 Fed 在充分就業與物價穩定間取得平衡之難度上升；惟就目前數據觀察，**通膨預期走勢略有隱憂但尚無失控現象**。

圖 15 美國長期通膨預期

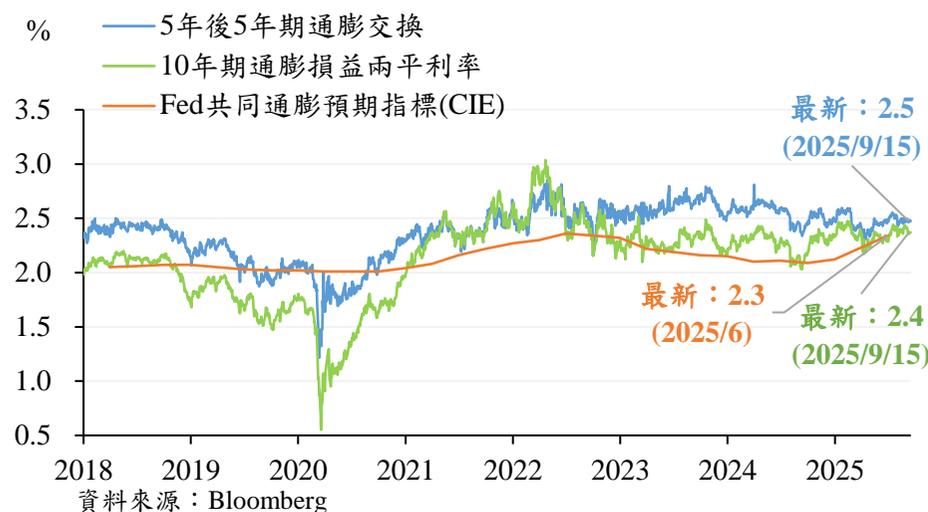


表 6 各項通膨預期指標

指標	最新數據	年初數據	趨勢評估
密西根大學未來 1 年通膨預期調查	4.5% (7 月)	3.3%	明顯上升
NY Fed 未來 1 年通膨預期中位數	3.2% (8 月)	3.0%	微幅上升
NY Fed 未來 3 年通膨預期中位數	3.0% (8 月)	3.0%	穩定
NY Fed 未來 5 年通膨預期中位數	2.9% (8 月)	3.0%	穩定
5 年期 TIPS 隱含通膨率	2.41%(9/15)	2.41%	持平
10 年期 TIPS 隱含通膨率	2.37%(9/15)	2.36%	微幅上升
Fed 共同通膨預期指標(CIE)	2.34%(6 月)	2.12%	微幅上升

資料來源：New York Fed、St. Louis Fed

²² 損益兩平通膨率(Break-even Inflation Rate)為美國公債名目殖利率扣除同年期 TIPS 實質殖利率之差值，隱含市場參與者對於未來的通膨預期。

²³ Fed 所編製之共同通膨預期指標(Index of Common Inflation Expectation)，係彙總市場調查資訊及市場即時交易數據等評估通膨預期之綜合性指標。

附表 Fed 貨幣政策報告提及之 5 種泰勒法則公式

法則	公式*
Taylor (1993) Rule	$R_t^{T93} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t)$
Balanced-approach Rule	$R_t^{BA} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2(\mu_t^{LR} - \mu_t)$
Balanced-approach (shortfalls) Rule	$R_t^{BAS} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2\min\{(\mu_t^{LR} - u_t), 0\}$
Adjusted Taylor (1993) Rule	$R_t^{T93adj} = \max\{R_t^{T93} - Z_t, ELB\}$
First-difference Rule	$R_t^{FD} = R_{t-1} + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t) - (\mu_{t-4}^{LR} - \mu_{t-4})$

*R 表示最適名目政策利率； r^{LR} 表示長期實質中性利率； π 表示通膨率； π^{LR} 表示通膨目標； u 表示失業率； u^{LR} 表示自然失業率；ELB 表示政策利率之有效下限(接近於零)；Z 係調整項，以彌補過去政策利率無法降至 ELB 以下所產生之累積偏離。

資料來源：Fed