

七、美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討

上(2024)年美國通膨逐步降溫，勞動市場放緩，Fed 於 9 月開啟降息週期，連續 3 次會議降息，聯邦資金利率目標區間由 5.25%~5.50% 降至年底 4.25%~4.50%。本(2025)年 1 月美國川普總統就職後，相關政策對通膨之影響不確定性高，加以通膨未進一步減緩，**Fed 為評估川普政策對就業及通膨之影響，暫停降息達 9 個月。本年 9 月因勞動市場又有放緩跡象，Fed 重啟降息**，本年底利率降至 3.50%~3.75%，累計降息 7 碼，達 175 個基點。

惟相較 **1990 年以來多次降息週期**，長天期利率多呈現下跌趨勢；**上年 9 月降息迄今，10 年期公債殖利率反而上升 54 個基點**，主要係反映**長天期公債之期限溢酬(Term Premium)攀升**。此應與川普新政以來，美國**通膨有升溫跡象、經濟前景不確定性高**，且市場對**政府財政負擔及 Fed 政策獨立性存有疑慮**等因素有關；投資者基於諸多不確定因素考量，在持有較長天期之公債時，希望能有**較高之期限溢酬作為補償**，致長債殖利率未能隨 Fed 降息而下跌。

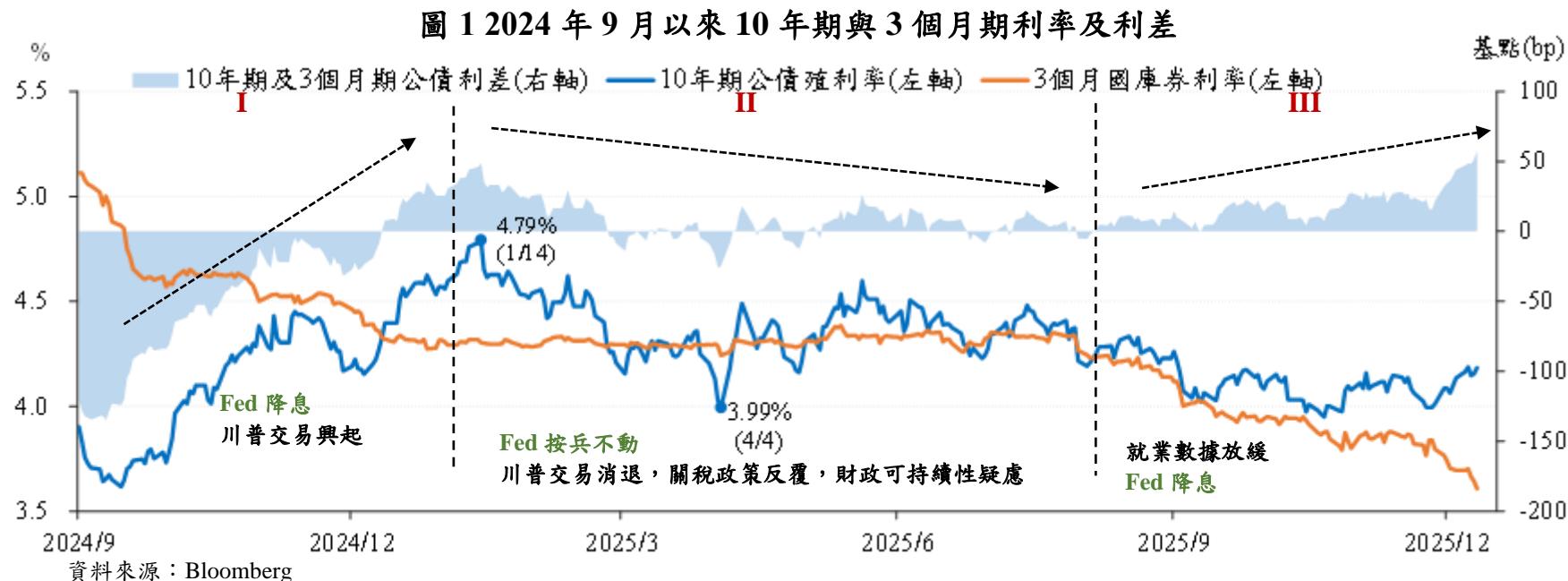
近年來，COVID-19 疫情使美國政府債務大幅攀升，加以地緣政治風險升溫，部分國家對美元武器化心存疑慮，致市場上「**疑美論**」的聲浪上升，拋售美債等美元資產或增持黃金等相關議題常成為近期市場焦點。然而，實務上執行「去美元化」並不容易；由於美國經濟、金融及科技創新實力居全球之首，美國公債又是**全球金融資產的評價基礎**，為**國際金融市場最普遍接受之高品質資產**，故美元資產仍是全球投資人之首選，而**美國公債仍是全球流動性最佳之安全資產**。

本文首先回顧自上年 9 月 Fed 開啟降息週期以來的重要經濟情勢轉折，整理殖利率曲線在三個階段中的調整過程，說明殖利率曲線如何反映貨幣政策、川普政策與經濟數據預期的變化；並探討美國公債期限溢酬上升之原因及近期投資人持有美國公債情形。儘管市場上存在「去美元化」的討論，實際數據顯示**外國投資人持有美國公債的規模持續刷新歷史高點**。美國公債市場深度與流動性仍居全球之冠，**美元資產的核心地位依然穩固**。

(一)本次降息週期美國貨幣政策、市場預期與公債殖利率曲線之轉折變化

上年美國勞動市場放緩，Fed 於 9 月至 12 月間累計降息 4 碼；本年以來貨幣政策維持按兵不動，直至勞動市場再次出現降溫跡象，並自本年 9 月重啟降息，迄今累計降息 3 碼。此期間，短天期利率變化大致與 Fed 貨幣政策動向一致，長天期利率走勢則更多反映市場對經濟成長與通膨之預期變化，以及期限溢酬上升的影響，致長天期利率出現幾次轉折變化。以下分三個階段說明(圖 1)：

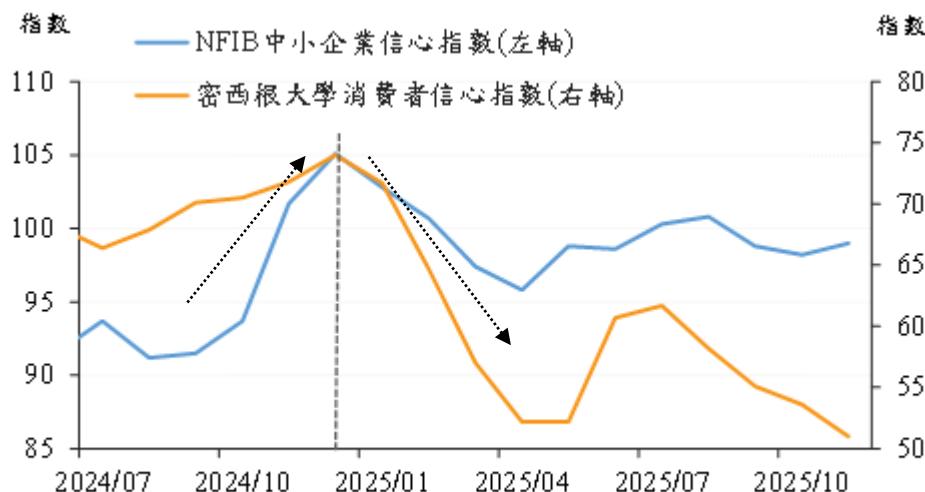
- (1) 第一階段(2024 年 9 月至 12 月底)：**曲線由倒掛轉陡峭**。短率隨 Fed 連續降息 4 碼而下降；長率則回升，主要反映川普交易興起，市場預期川普 2.0 政策將支持經濟成長，通膨恐再升溫。
- (2) 第二階段(2025 年 1 月至 7 月底)：**曲線由陡峭轉趨平坦**，反映川普經貿政策影響廣泛，加深市場對經濟前景的疑慮，川普交易快速消退。而川普關稅政策反覆，加以美國財政可持續性疑慮升溫，多空因素交錯，長率震盪下行。
- (3) 第三階段(2025 年 8 月迄今)：**曲線重新趨陡**。美國勞動市場降溫，Fed 主席 Powell 表示風險平衡出現變化，自本年 9 月重啟降息，短率降幅大於長率。



1. 第一階段(2024 年 9 月至 12 月底)：曲線由倒掛轉趨陡峭

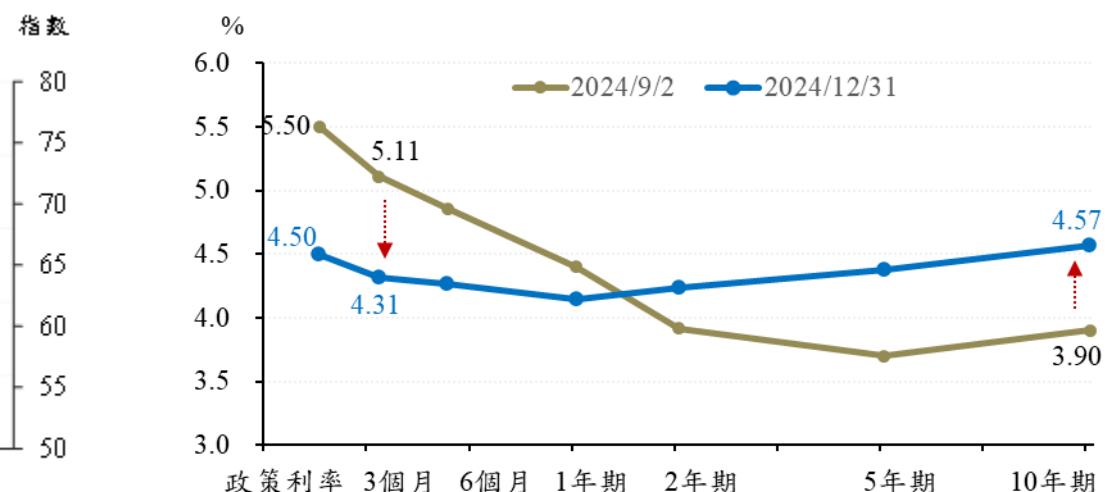
- (1) 2024 年 9 月，Fed 考量美國勞動市場及通膨均呈放緩，開啟降息週期，至年底合計降息 4 碼，政策利率從 5.25%~5.50% 下調至 4.25%~4.50%。
- (2) **10 年期公債殖利率**則自降息前**低點回升**，主要係反映投資人預期川普 2.0 政見將帶動經濟成長。相關政見如減稅政策將促進消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管以提振企業獲利等，均有助提升整體經濟前景信心(圖 2)。在此預期下，金融市場亦呈現「川普交易」的樂觀行情¹。
- (3) 此期間**3 個月期利率**自 5.11%**下降至** 4.31%，**10 年期利率**自 3.90%**上升至** 4.57%，殖利率曲線由大幅倒掛轉為小幅陡峭(圖 3)。

圖 2 川普交易前後之經濟信心變化



資料來源：Bloomberg

圖 3 殖利率曲線由倒掛轉趨陡峭



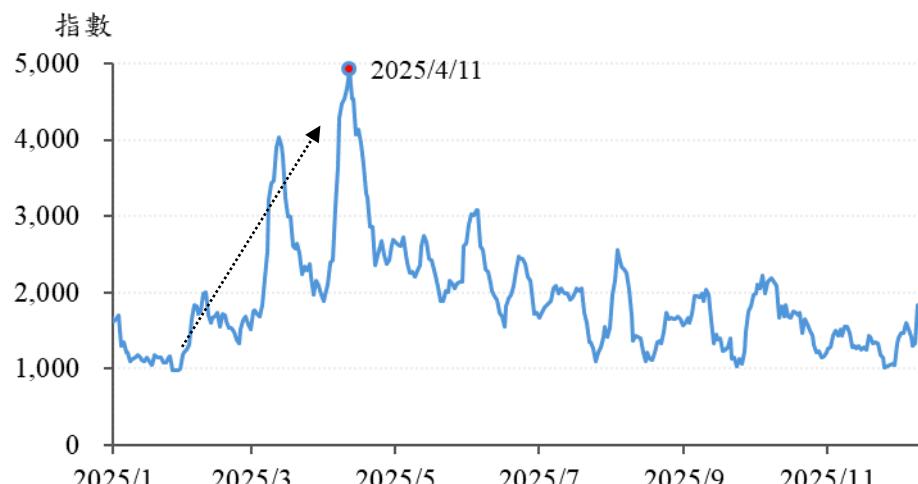
資料來源：Bloomberg

¹ 有關川普交易，請參見中央銀行(2025)，「川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 20 日。

2. 第二階段(2025 年 1 月至 7 月底)：曲線由陡峭轉趨平坦

- (1) 川普上任以來，**政策具高度不確定性**(圖 4)，企業投資與民眾消費信心轉弱(圖 2)，美國經濟成長動能出現放緩跡象，致「川普交易」迅速降溫，10 年期公債殖利率一度自 1 月 14 日高點 4.79% 降至 4 月 4 日 3.99% (圖 1)。
- (2) 4 月初**對等關稅政策規模超乎市場預期**，市場擔憂高額關稅措施恐推升通膨，而「**大而美法案**」(One Big Beautiful Bill Act)之擴張性財政政策，加深市場對美國財政可持續性之疑慮²，加以川普經貿政策反覆不定，10 年期公債殖利率於 4.2%~4.5% 間**區間震盪**。
- (3) 此期間，**Fed** 政策步調審慎**按兵不動**，3 個月利率大致**維持不變**，**10 年期利率**由 4.56%**下降至** 4.37%，殖利率曲線轉趨平坦(圖 5)。

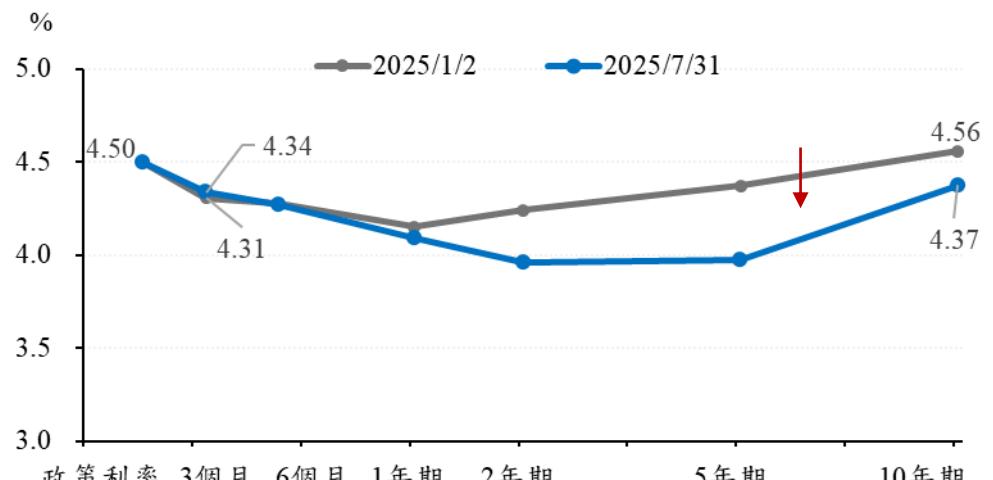
圖 4 美國貿易政策不確定指數



註：表中數值為原始資料取 7 日移動平均值。

資料來源：Baker, Bloom and Davis, Economic Policy Uncertainty 網站

圖 5 殖利率曲線轉趨平坦



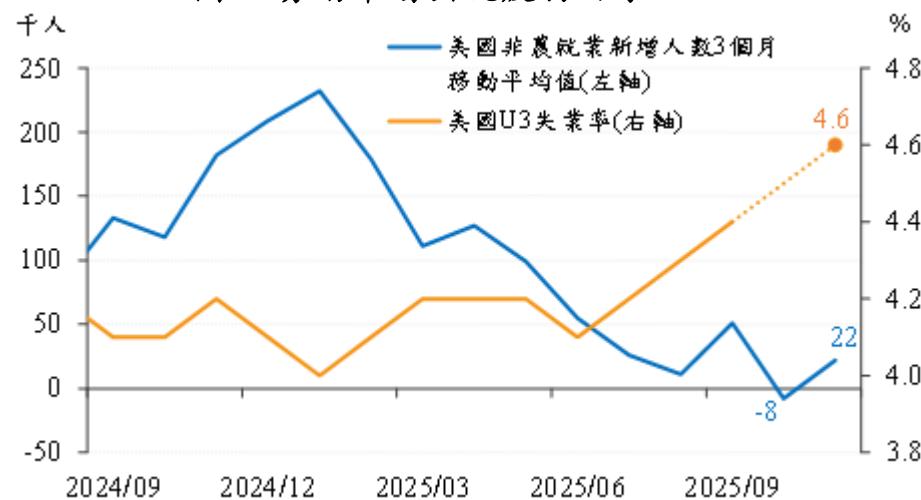
資料來源：Bloomberg

² 本年 5 月 16 日 Moody's 將美國主權信用評等由「Aaa」下調至「Aa1」，伴隨市場預期「大而美法案」即將通過，外界擔憂延長減稅措施等擴張性財政政策，恐加重債務負擔，使美國財政可持續性受到質疑。市場敘事除聚焦經貿政策不確定性外，亦圍繞降評及減稅法案等話題，共同帶動殖利率上行。

3. 第三階段(2025 年 8 月迄今)：殖利率曲線重新陡峭化

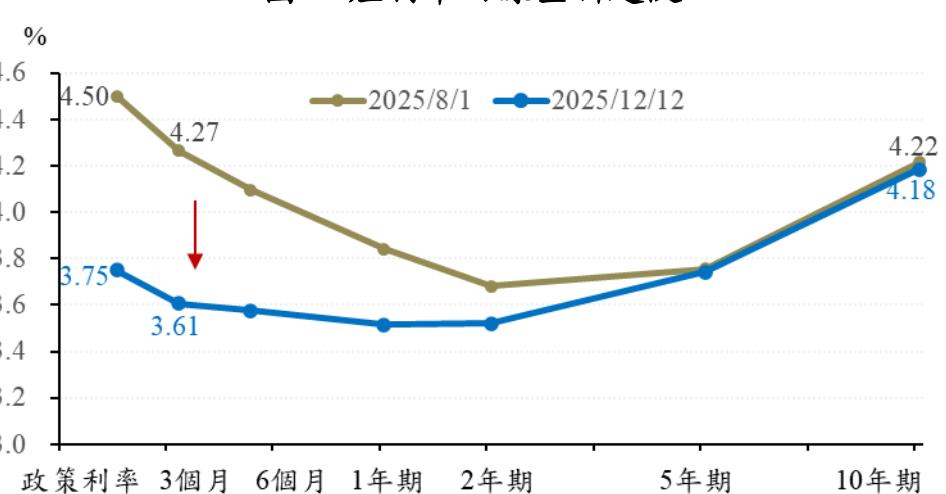
- (1) 本年 8 月以來美國勞動市場下行風險升高(圖 6)，Fed 於 9 月重啟降息，全年合計降息 3 碼，3 個月期利率自 4.27% 下降至 3.61%，10 年期利率自 4.22% 下降至 4.18%，長端利率降幅有限(圖 7)，主要反映市場對未來 Fed 降息步調與經濟前景之觀望態度。
- (2) 近期 Fed 內部對後續利率路徑看法分歧，使中長期降息展望仍不明確。
- 由於通膨仍高於目標，部分成員對降息保持審慎態度；然亦有部分成員側重就業下行風險，主張仍有降息空間。
 - 12 月 FOMC 會議點陣圖顯示，成員對於未來降息的必要性看法分歧。主張明(2026)年降息 2 碼以上的成員有 8 位，主張不降息或升息的成員則有 7 位。
- (3) 此外，川普就任後多次呼籲 Fed 加快降息，市場因而預期其未來提名之 Fed 主席立場可能偏鷹，且 AI 投資支撐成長動能的情況下，通膨回溫疑慮尚未消除，亦限制長天期利率的下行空間。

圖 6 勞動市場出現疲弱跡象



註：美國未公布本年 10 月失業率。
資料來源：Bloomberg

圖 7 殖利率曲線重新趨陡



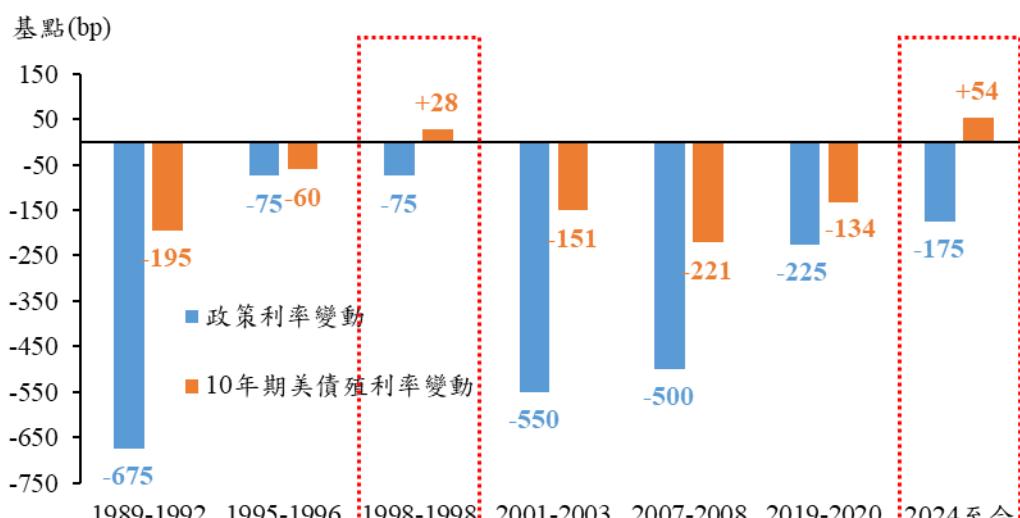
資料來源：Bloomberg

(二)美國本次降息週期公債殖利率曲線變化之特殊性：政策利率下降，長天期殖利率不降反升

相較於 1990 年以來之降息週期，Fed 多因經濟衰退或資產泡沫破裂，而採快速降息，或併以實施量化寬鬆，大規模購買中長天期債券，壓低殖利率曲線，致美國公債殖利率曲線整條下移。然而，**本次降息週期緩慢且漸進**，政策利率下調，**長天期殖利率不降反升**，市場對持有長天期債券所要求的風險補償有所增加。

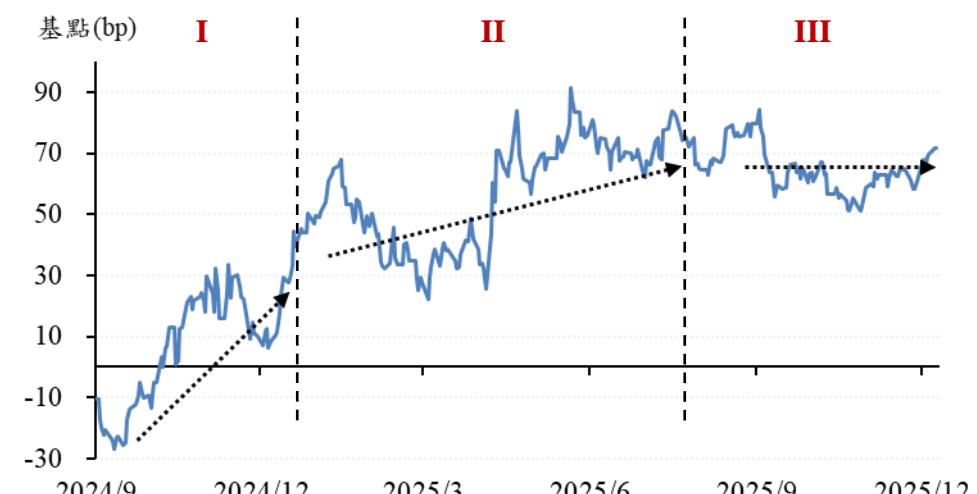
1. **1998 年 Fed 降息 3 碼³**，惟當時科技業仍蓬勃發展，**經濟表現亦優於預期**，致使**長天期利率不降反升**(圖 8)。
2. 上年美國勞動市場放緩，Fed 自 9 月開啟降息週期，至本年 12 月聯邦資金利率**下調 175 個基點**至 3.50%~3.75%，10 年期**公債殖利率**於同期間由 3.6%**上升約 54 個基點**至 4.2%(圖 8)。
3. 本次降息週期，適逢川普總統重返執政，川普 2.0 各項政策之不確定性影響市場對美國公債之信心⁴，**投資人對持有長天期公債要求更高的風險補償**，期限溢酬上升近 100 個基點(圖 9)。

圖 8 本次降息週期，長天期公債殖利率不降反升



資料來源：Bloomberg

圖 9 10 年期美國公債期限溢酬



資料來源：Bloomberg

³ 1998 年 9 月 LTCM(Long-Term Capital Management)對沖基金因俄羅斯債務問題發生倒閉危機，Fed 連續三次會議各降息 1 碼。

⁴ 請參見中央銀行(2025)，「川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 19 日。

4. 本次降息週期長天期公債期限溢酬上升之可能因素

自上年 9 月 Fed 降息以來，期限溢酬由負轉正，且呈逐步上升趨勢(圖 9)。可能反映以下因素：

- (1) 美國通膨預期仍具黏性：美國通膨雖自高點回落，然中長期通膨預期仍高於 Fed 目標(圖 10)；目前市場普遍認為通膨回到目標的過程將較為緩慢，使債券期限溢酬居高。
- (2) 美國經濟成長可能優於市場預期：
 - 11 月 S&P Global 預測明年美國經濟成長率(2.24%)高於本年(1.98%)⁵。
 - 12 月 FOMC 之經濟估測顯示，Fed 已連續兩季上修明、後年美國經濟成長率預測，反映對美國經濟前景的看法轉趨樂觀⁶(圖 11)；在 AI 相關投資支撐下，美國經濟表現可能優於原先預期。

圖 10 市場對美國中長期通膨預期

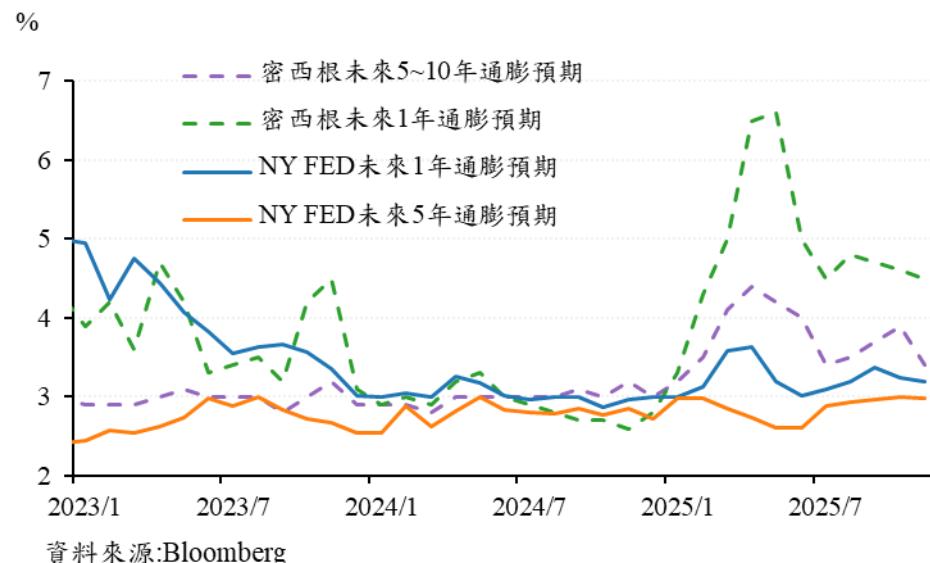
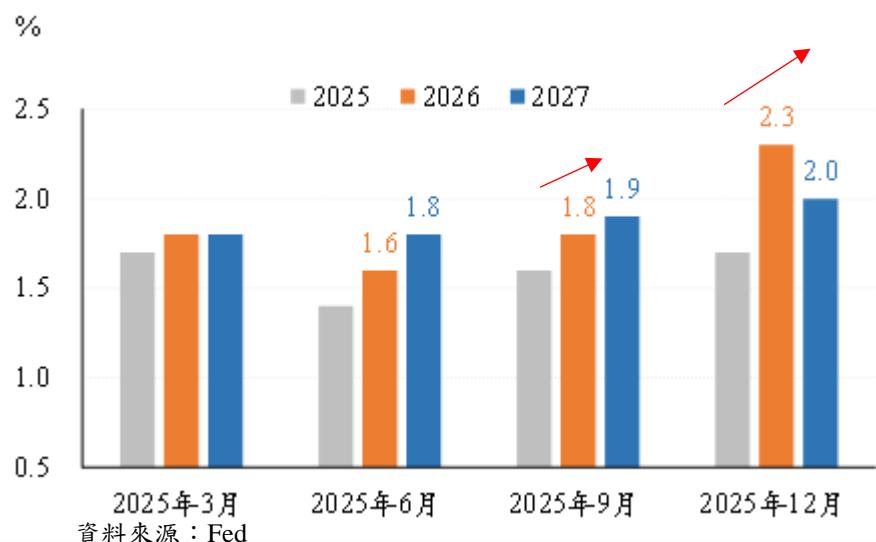


圖 11 FOMC 會議對美國實質 GDP 成長率預測



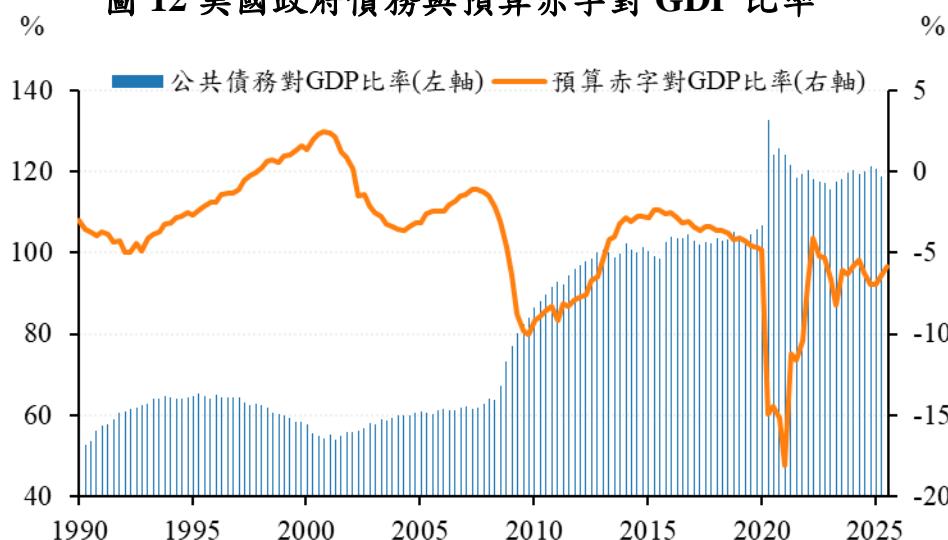
⁵ S&P Global 11 月 18 日報告上修美國明年經濟成長率至 2.24%，主因為 AI 產業蓬勃發展，且民間部門持續擴大設備投資，推動經濟成長上行。

⁶ 12 月 FOMC 會後聲明指出，美國政府重啟運作之後，經濟成長或將加速，明年美國經濟成長率中位數預估值自 1.8% 上修 0.5 個百分點至 2.3%

(3) 財政赤字與債務可持續性問題：

- 美國債務對 GDP 比率處歷史高檔(圖 12)，且國會預算辦公室(CBO)預估預算赤字對 GDP 比率將於未來十年持續上升，使財政部需擴大債務發行，增加市場對美國長期財政紀律的疑慮⁷。
 - 疫情後美國政府擴大發債，加以 Fed 快速大幅升息推升融資成本，帶動利息費用持續攀升，2025 財政年度已逾 1.2 兆美元；即便 Fed 已啟動降息週期，惟在降息步伐緩慢且債務結構難以迅即調整下，債息負擔恐仍沉重(圖 13)。
- (4) 對 Fed 獨立性之擔憂：川普總統明確表示「立即降低利率」將為挑選下一任 Fed 主席的核心條件，然而，在通膨尚未回到目標、經濟仍具韌性的情況下，部分投資人擔憂貨幣政策恐更易受到政治因素影響，而有過度寬鬆之風險，對持有長天期公債要求額外的期限溢酬。

圖 12 美國政府債務與預算赤字對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 13 美國公債利息費用與平均利率(財政年度)



資料來源：美國財政部 FiscalData

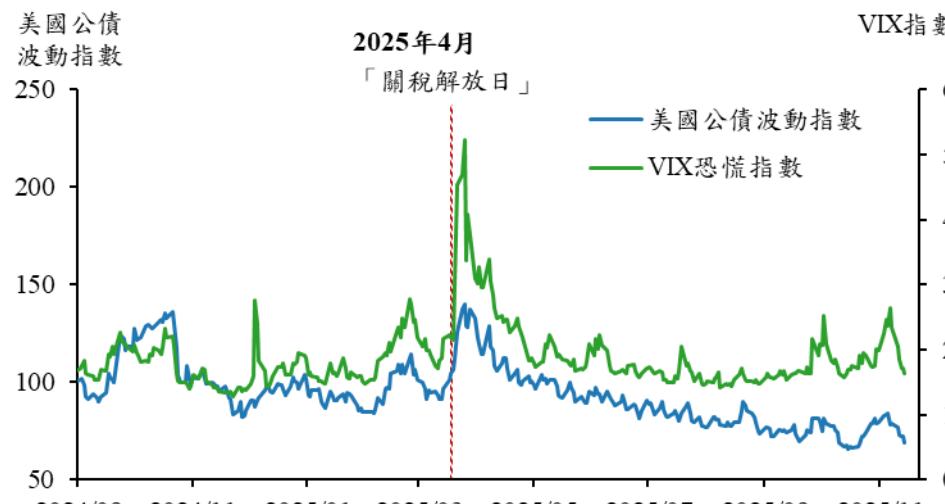
⁷ 研究顯示政府債務及財政赤字對 GDP 比率上升，將推升長天期利率及期限溢酬，反映：(1)債券供給增加(supply shock)，需較高殖利率以吸引投資人，及(2)財政與通膨路徑的不確定性，赤字持續擴大提高了未來通膨風險及財政政策凌駕貨幣政策(Fiscal Dominance)之疑慮，使投資人要求額外補償以因應可能上升的利率與物價風險。參見 Laubach T. (2009), "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt," *Journal of the European Economic Association*, Vol.7, No.4, pp.858-885；Greenwood R., Vayanos D. (2014), "Bond Supply and Excess Bond Returns," *NBER working paper*, Mar. 及 Furceri D., Goncalves C. and Li H. (2025), "The Impact of Debt and Deficits on Long-Term Interest Rates in the US," *IMF Working Paper*, Jul.。

(三) 「去美元化」觀點使市場進行多元化投資，然美國資產之核心角色尚難取代

2020 年 COVID 疫情爆發，美國等主要國家擴大舉債，債務負擔加重；2022 年俄烏戰爭爆發，全球地緣政治衝突升溫，市場出現去美元化(De-dollarization)論述。尤其自本年川普 2.0 任期開始，高額關稅與經貿政策反覆不定，更加深疑美論(US skepticism)，致市場對美國公債的疑慮上升，部分資金將轉而分散配置至黃金或其他資產。然而，本年黃金價格飆漲，更大程度反映特定民間需求加速增持，而非全面性撤離美元資產；另就市場深度、流動性、抵押品功能等面向觀察，美國公債作為全球核心無風險資產與金融定價基準的角色，短期內仍難被實質取代⁸。

1. 本年 4 月美國宣布加徵高額關稅後，市場波動度大幅上升；然而隨金融市場恐慌性指標回落(圖 14)，本年下半年美元回穩，美股受 AI 產業推動，持續創高(圖 15)，美元資產仍為投資人之核心配置。
 - 美元指數降至本年 4 月以來低點 96.776 (7/2) 後逐步回升，至 11 月底已回升至 99.459，升幅達 2.8%。
 - 美股 S&P500 指數降至本年低點 4,876 (4/8) 後逐步回升，至 11 月底回升至 6,807，升幅達 39.6%。

圖 14 隨關稅問題緩解，金融市場波動度回落



資料來源：Bloomberg

圖 15 美元指數與美股指數



資料來源：Bloomberg

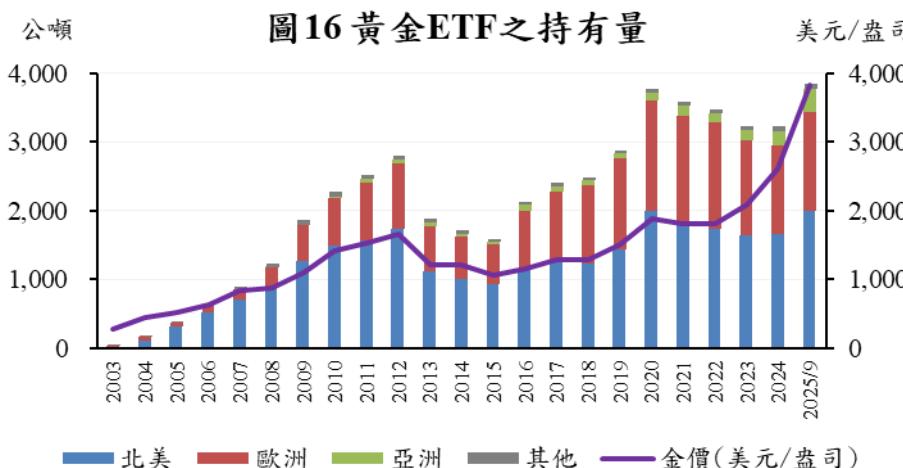
⁸ 請參見中央銀行(2025)，「川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 19 日。

2. 國際金價大幅上漲主要係反映民間投資人將部分資金分散至黃金(如黃金 ETF)

投資人受通膨可能再度升溫、地緣政治關係緊張及各國政府債務負擔攀升等因素影響，將部分資金分散至黃金(如民間投資黃金 ETF)，推動本年金價上漲。近期，市場關注全球央行所持有之黃金市值，超越其所持有美國公債之金額，惟實際上各國央行黃金持有量之增幅仍小於其所持有美國公債之增幅；亦即，央行持有之黃金市值超越美國公債金額，係反映國際金價大漲。此外，增持黃金之央行僅集中於基於本身戰略考量或本國幣值不穩等少數國家。

(1) 今年以來國際金價上漲，主要係由民間投資人搶買黃金所推動(主要如黃金 ETF)

- 黃金 ETF：長期觀之，其黃金持有量較隨黃金價格起伏(圖 16)；本年迄 9 月底黃金 ETF 增持 619 公噸。
- 央行：長期以來，全球央行黃金持有量係逐步穩定增加(圖 17)；本年迄 9 月底增持 200 公噸。
- 黃金 ETF 增持的黃金量約為全球央行的 3 倍，本年黃金價格上漲 47%，主要係民間投資人所推動。



公噸	2024/12	2025/09	變動量	變動(%)
ETF	3,219	3,838	619	19

資料來源：World Gold Council

公噸	2024/12	2025/09	變動量	變動(%)
全球央行	36,257	36,457	200	0.55

資料來源：IMF

- (2) 國際金價大幅上漲，致本年以來全球央行所持有之黃金市值超越其所持有美國公債之金額，惟渠等黃金持有量增幅小於持有美國公債之增幅；且增持黃金之央行主要集中於少數 5 國，而各有其考量因素
- 本年迄 9 月底，**全球央行黃金持有量增幅僅 0.6%**，小於**持有美國公債之增幅 2.5%**；惟同期間金價上漲 47%，致**全球央行持有黃金市值(4.5 兆美元)超越持有美國公債金額(3.9 兆美元)**(表 1)。
 - 自 **2009 年以來**，黃金增持量較大之央行集中於 5 國，該等國家之增持量占全球總增持量約 **80%**；本年以來，前述 5 國央行增持量(120 公噸)占全球央行總增持量(200 公噸)則達 **60%**。其考量包括政治戰略(如俄羅斯、中國大陸、波蘭)、本國幣值不穩(如土耳其)及文化(如印度)等因素(表 2)。

表 1 全球央行持有之黃金市值及美債金額變動

	單位：十億美元		
	2024/12	2025/9	變動(%)
黃金市值	3,041	4,484	47%
全球央行黃金持有量 (百萬盎司)	1,165	1,172	0.6%
黃金市價(美元)	2,609	3,825	47%
外國官方持有美國公債金額	3,793	3,887	2.5%

註：1 公噸 (tonne) = 32,150.74657 盎司(oz)

資料來源：IMF；Bloomberg 倫敦黃金市場協會(LBMA)下午黃金定價(美元/盎司)；美國財政部 TIC

表 2 黃金增持集中於少數 5 國，而各有其考量因素

單位：公噸

	2025/09	2009/03~2025/09*		2024/12~2025/09**	
	黃金 持有量	增持量	增幅 占比	增持量	增幅 占比
俄羅斯	2,330	1,798	28%	-3	-1%
中國大陸	2,304	1,704	26%	24	12%
印度	880	522	8%	4	2%
土耳其	799	683	11%	28	14%
波蘭	515	412	6%	67	34%
全球合計	36,457	6,493	100%	200	100%
增持前 5 大國		5,119	79%	120	59%

註：* 2009 年 3 月為全球央行黃金持有量之最低點。

** 本年以來增幅較大之其他國家尚包括哈薩克及捷克，截至 9 月底其黃金持有量分別為 324 及 67 公噸，本年以來之黃金增幅占全球增幅比重分別為 20% 及 8%；與前述 5 國合計，占全球增幅比重達 87%。

資料來源：IMF

3. 儘管美國對等關稅政策加劇全球金融市場不確定性，外國投資人持有美國公債情形仍穩健，外國投資人持有美國公債之規模持續創高(圖 18)，顯示美國公債在全球避險與資產配置中仍具一定吸引力。
- (1) 根據美國財政部公布之國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)⁹，自 2020 年以來，全體外國投資人持有美國公債金額占流通餘額之比率大致持穩於三成。截至本年 9 月底，全體外國投資人持有美國公債之規模約 9.25 兆美元，接近歷史新高，相較上年底增加 6,297 億美元，另亦較本年 3 月底增加 1,931 億美元(表 3)。
- (2) 由主要經濟體持有規模觀察，日本持有美國公債之規模穩定增加；中國大陸則逐步減少(表 3)。
- 截至本年 9 月底，日本持有美國公債之規模約 1.2 兆美元，相較上年底增加 1,278 億美元，另亦較本年 3 月底增加 585 億美元。
 - 中國大陸持有美國公債之規模約 7,005 億美元，相較上年底減少 585 億美元，另亦較本年 3 月底減少 649 億美元。

圖 18 外國投資人持有美國公債金額及占流通餘額之比率

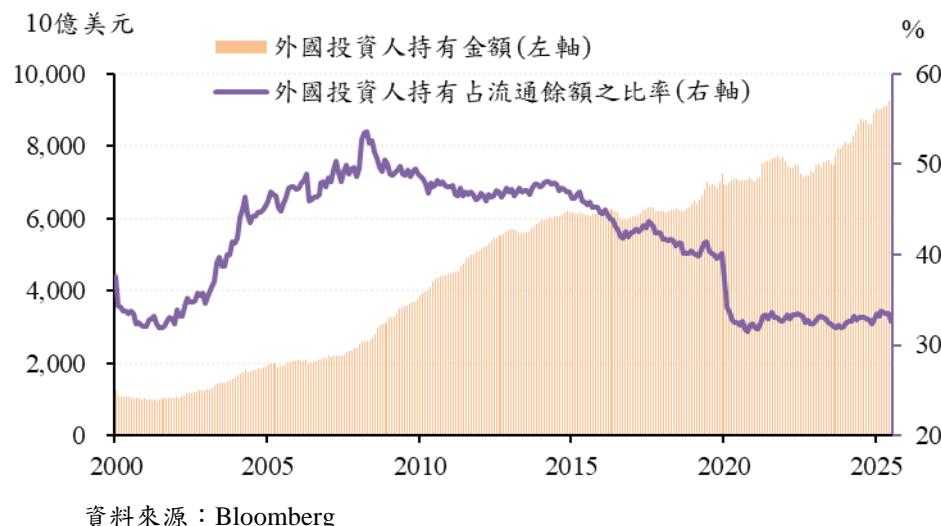


表 3 美國財政部統計之外國投資人持有美國公債金額

日期	全體外國投資人(官方及民間)			單位：10 億美元
	日本	英國	中國大陸	
2024/12/31 (1)	86,193	10,615	7,228	7,590
2025/3/31 (2)	90,559	11,308	7,793	7,654
2025/9/30 (3)	92,490	11,893	8,650	7,005
與 2024 年 12 月底比較 (3)-(1)	+6,297	+1,278	+1,422	-585
與 2025 年 3 月底比較 (3)-(2)	+1,931	+585	+857	-649

資料來源：Bloomberg

⁹ 美國財政部每月公布之 TIC 資料，統計外國投資人(含官方與民間)之每月美國公債持有金額與買賣交易量，由在美國註冊之美國銀行業及外國銀行在美國分支機構(含商業銀行、投資銀行與保管機構)填報；惟統計資料顯示之國別並不代表美國公債最終持有人國別。

4. 美國債信與經濟表現具相對優勢，美國公債等美元資產之核心資產角色尚難以取代
- (1) 目前主要信評機構給予美國之債券評等(AA+)為次高等級；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，優於英國(AA)、法國(A+)、日本(A+)及義大利(BBB+)。
 - (2) **10 年期美國公債殖利率**於 G7 國家中為**次高**，反映其**貨幣政策利率較高**(表 4)；**10 年期與 2 年期殖利率利差**，則為 G7 中為**最低**，反映其長天期公債之**價值儲藏功能**仍**最受投資者青睞**，投資人所要求之**期限溢酬相對較低**。
 - (3) 美國公債市場之深度與廣度居全球之首，為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，具高度流動性。
 - (4) 美國財長 Bessent 指出¹⁰，本年美國公債指數總報酬達 6%，為已開發國家債市中表現最佳(圖 19)，且海外持有美債規模創新高，財政部標售公債獲得投資人廣泛支持，美國公債仍是全球流動性最佳安全資產與定價基準。

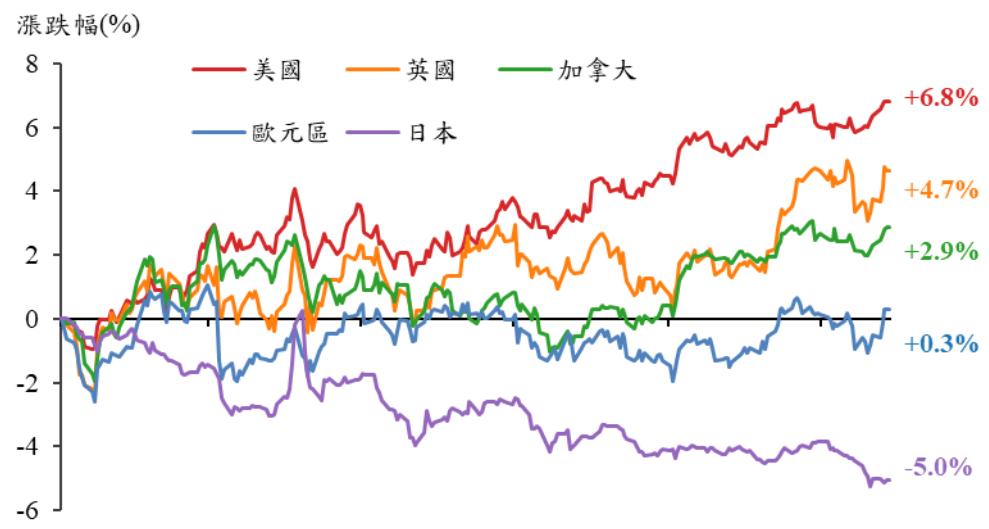
表 4 各國債信評等、政策利率及公債殖利率

	美國	法國	德國	日本	英國
S&P 債信評等	AA+	A+	AAA	A+	AA
政策利率(%)	3.50~3.75	2.15	2.15	0.5	4.0
2 年期公債 殖利率(%)	3.52	2.37	2.15	1.07	3.75
10 年期公債 殖利率(%)	4.18	3.58	2.86	1.95	4.52

註：截至 2025 年 12 月 12 日。

資料來源：Bloomberg

圖 19 各國政府公債指數總報酬率變動



資料來源：Bloomberg

¹⁰ 請參見 U.S. Department of the Treasury (2025), “Remarks by Secretary of the Treasury Scott Bessent before the Treasury Market Conference,” *Secretary Statements & Remarks*, Nov.

(四) 結論

上年9月起，Fed採取**漸進式、預防性之降息**路徑，並呈二段式降息；其間為因應川普新政(尤其是加徵關稅)對通膨的潛在衝擊，Fed一度採行「靜觀其變」的審慎節奏，按兵不動達9個月，此與過去景氣急遽下滑或金融危機時期持續寬鬆步調不同。此次降息週期以來，美國公債殖利率曲線呈現**「短端下移、長端走升」**的緩步陡峭化現象，顯示**長天期債券的定價似已脫離單純的降息預期**，而係受到**期限溢酬上升**所主導；亦即，投資人對持有美國**長天期債券要求更高風險補償**。

此或反映：1)市場認為**美國通膨預期具黏性**，且受關稅與財政政策影響，通膨回落至2%之政策目標較為漫長；2)**美國經濟成長優於預期**，例如受惠於AI產業蓬勃發展與企業資本支出強勁，S&P Global已上修美國2026年經濟成長率至2.24%，削弱了市場對經濟衰退的避險需求；3)**市場擔憂美國財政惡化**，政府債務對GDP比率處歷史高檔，2025年利息支出逾1.2兆美元，加深市場**對財政可持續性的擔憂**；4)**Fed獨立性或將面臨川普總統的干擾，不利長久以來其根據經濟數據之決策模式及錨定市場通膨預期**。

近年來因地緣政治風險升高，尤其自俄烏戰爭以來，美元武器化疑慮致市場「去美元化」聲浪增強，加以川普總統上任後，經貿政策高度不確定性，更加深市場「**疑美論**」觀點，促使投資人出現增持黃金或其他**替代資產配置**之動機。惟如從資金流向及市場持有結構等數據觀察，近期**金價漲勢主要係由民間投資人的需求所推動**；且因全球央行在黃金持有量的增幅(0.6%)仍小於其美國公債的增幅(2.5%)，外國投資人持有美國公債規模亦持續創下新高，顯示各國投資人**雖尋求資產配置多元化，但並未出現大規模拋售美債的結構性轉變**。

本年8月以來美國公債殖利率曲線趨陡，係因短期利率下降而長債利率變化不大；此期間長債期限溢酬略呈下降，主要反映美國貿易政策已較為溫和，並強調將維持債信，使市場對持有美國公債之疑慮較6月時降溫；事實上，以**美國公債債信及投資報酬率而言**，憑藉其無可取代的市場深度、高流動性與相對優勢的國家信用評等，美債為已開發國家債市中表現最佳者，其做為**全球資產配置之核心地位依然穩固**。