

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

115.3.19

前 言

上(2025)年 12 月本行理監事會議以來，全球經濟維持溫和成長；惟本(2026)年 2 月美國最高法院判定對等關稅無效，川普團隊迅即推出關稅政策替代方案，後續發展不確定性高，加以中東戰爭爆發，推升全球經濟展望之不確定性；一旦中東戰事持續過久，恐嚴重衝擊全球經濟與通膨。國內方面，受惠人工智慧(AI)商品需求強勁，挹注出口及民間投資成長，本行上調本年經濟成長率預測值至 7.28%；通膨率則因近期中東戰事推升國際原油等能源價格，在考量政府能源價格平穩機制下，本行上修本年 CPI 年增率預測值至 1.80%。

本行於 2024 年 8 月請銀行自主管理不動產貸款總量目標，並於同年 9 月第 7 度強化不動產選擇性信用管制措施；實施以來，房市交易降溫，民眾看漲房價預期心理趨緩，信用資源過度集中不動產貸款情形持續改善，管制措施成效逐漸顯現。特專文說明本行不動產選擇性信用管制施行成效、協處措施及後續作法，俾利各界瞭解。

美國為縮減貿易逆差、推動製造業回流，川普總統在其任期內積極透過關稅政策強化其政策效果，而在美國關稅政策的不確定性下，我國廠商動態調整全球布局，從「西進」轉向「新南向」與「東進」。爰專文探討美國關稅政策發展，分析其對台灣經貿的影響及台商布局的應對轉變，並以問答方式逐一說明供參。

近年 AI 發展引發全球投資熱潮，AI 企業龐大資本支出與多元融資管道引起外界擔憂，部分輿論甚至將當前情勢與 2008 年全球金融危機前的金融環境相提並論；回顧歷史上重要資產泡沫事件，多涉及信用擴張與投機行為的交互推升。特為文就 AI 企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件進行比較，供各界參考。

美元國際地位向為外界關注焦點。上年 4 月美國總統川普宣布對等關稅政策，金融市場出現「去美元化」風波，一度使美股、美債下跌，國際美元走弱；惟下半年隨 AI 浪潮帶動美股、美債價格反彈，美元指數回穩，「去美元化」疑慮逐漸平息。近期中東戰爭爆發，國際油價大漲，預期美國通膨升溫，避險資金再度湧入美國，美元獨強。爰為文分析美元國際地位在美國關稅政策及地緣政治風險中的演變供參。

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	14
三、本行不動產選擇性信用管制實施成效與檢討	28
四、美國關稅政策發展對台灣經貿之影響	44
五、AI 企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件之比較	60
六、美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響	77

一、國際經濟金融情勢及展望

上(2025)年 12 月本行理監事會議以來，全球終端需求逐步回溫，**製造業擴張力道轉強**；惟本(2026)年 2 月中旬後，**美國貿易政策迅速變化**，加以**美國與以色列聯合空襲伊朗**，**推升經濟前景之不確定性**；若此情勢持續過久，恐對全球經濟與通膨造成嚴重衝擊。本年 3 月 17 日，S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 **S&P Global**)假設中東戰事持續至本年 4 月中旬，**預測本年全球經濟成長率 2.61%**，較 2 月預測值 **2.87%**下調 **0.26 個百分點**，並**下調多數主要經濟體本年成長率預測值**。

物價方面，中東戰爭擴及其他中東主要產油國，且全球運輸要道荷姆茲海峽運量驟減，**國際原油等大宗商品價格大漲**，衝擊氮肥供應鏈，間接影響食品類價格，**影響全球通膨**；若戰事持續過久，延長荷姆茲海峽封鎖時間，**能源價格持續走揚恐增添全球通膨上行壓力**。**S&P Global 預測本年全球通膨率為 3.22%**，較 2 月預測值 **2.86%**上調 **0.36 個百分點**，並**上調多數主要經濟體本年通膨率預測值**。

主要央行貨幣政策方面，本年中東戰爭爆發前，Fed、ECB 及 BoJ 均維持政策利率不變，人行則持續寬鬆政策；**本次戰事與 2022 年俄烏戰爭均屬供給面衝擊**，若地緣政治衝突推升能源價格，**主要央行將密切關注**預期心理導致物價持續上漲之「**第二輪通膨效應**」。**金融市場預期主要央行貨幣政策將趨緊**，Fed 可能延後降息，且縮減降息幅度，ECB 或將重啟升息，BoJ 提前升息。

金融市場方面，近期在**中東戰爭爆發**下，供給面通膨衝擊之擔憂復燃，帶動**主要經濟體 10 年期公債殖利率走升**，全球**股市自高點下跌**，**波動度遽增**，**美元指數逐步回升**，**主要經濟體貨幣對美元多走貶**。

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定性因素，包括**地緣政治風險升溫**、**美國貿易政策發展及其影響**、**主要央行貨幣政策調整路徑**、**AI 發展之經濟效益及其影響**，以及**中國大陸內需疲弱與產能過剩問題**等，宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：製造業成長動能回升，惟中東戰爭持續過久，恐對經濟與通膨造成負面衝擊

1. 全球製造業擴張力道轉強，惟近期地緣政治風險升溫，為影響經濟及通膨前景之重要變數

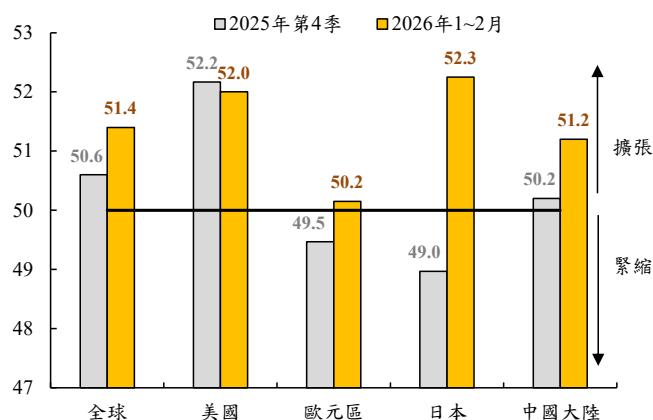
(1) 上年底全球終端需求逐步回溫，製造業擴張力道轉強；本年初，歐元區及日本相繼重返擴張軌道，主要經濟體製造業 PMI 均已站上 50 榮枯線，經濟成長動能轉強(圖 1)。

(2) 本年 2 月中旬以來，經濟展望之不確定性升高。

— 美國聯邦最高法院裁定政府援引「國際緊急經濟權力法(IEEPA)」之對等關稅逾越法律授權，嗣後美國政府宣布改採《1974 年貿易法》122 條款對全球課徵關稅，並採 301 條等其他措施補強關稅政策，推升貿易政策不確定性¹，惟程度遠低於上年 4 月美國宣布對等關稅時期(圖 2)；主要機構未因此調整對美國與全球之經濟與通膨展望。

— 美國與以色列聯合空襲伊朗，地緣政治風險指數遽升至 2022 年俄烏戰爭以來新高(圖 2)。伊朗威脅封鎖荷姆茲海峽，致此能源運輸重要航道之航運量銳減(圖 3)；若此情勢持續過久，恐對全球經濟與通膨造成嚴重衝擊。

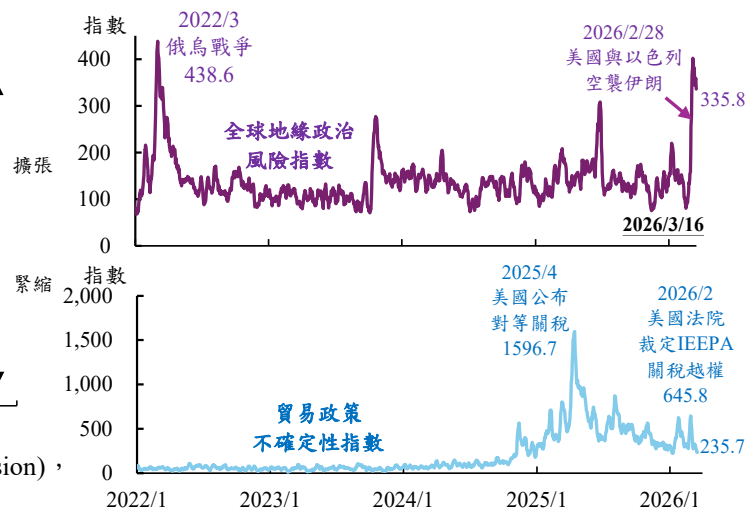
圖 1 全球及主要經濟體製造業 PMI



註：PMI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)。

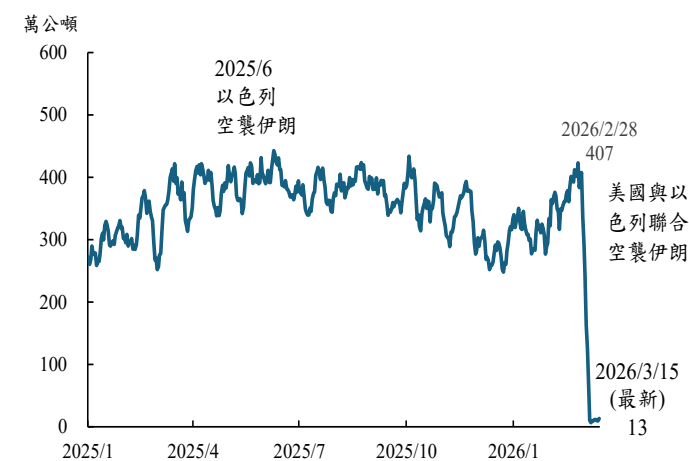
資料來源：Bloomberg

圖 2 全球地緣政治與貿易不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

圖 3 荷姆茲海峽航運運量



資料來源：IMF Port Watch 網站

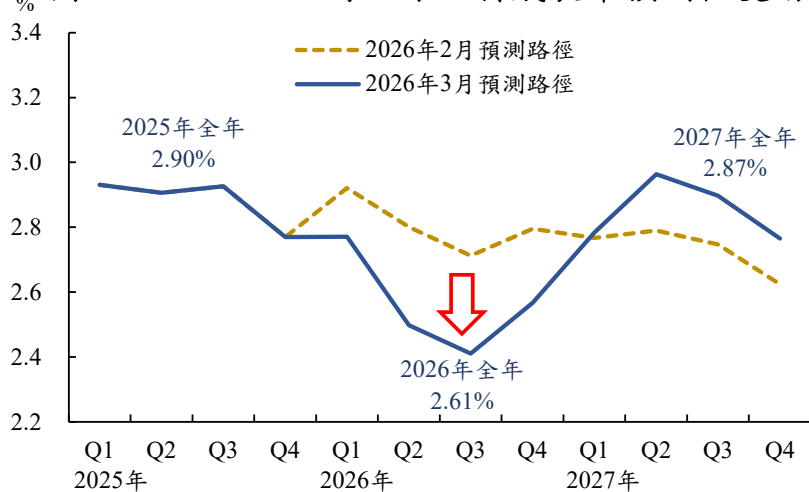
¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響」。

2. 近期中東戰爭推升全球經濟下行風險，S&P Global 下調本年全球經濟成長率預測值

近期中東戰爭衝擊能源供應，國際油價急升，推高企業生產成本並抑制消費需求，其影響將視戰爭持續時間而定。S&P Global 假設戰爭於本年4月中旬前和緩，預測本年全球經濟成長率為**2.61%**，較戰前預測值下調**0.26**個百分點(圖4、圖5)；主要經濟體成長率亦多下調(圖5)。

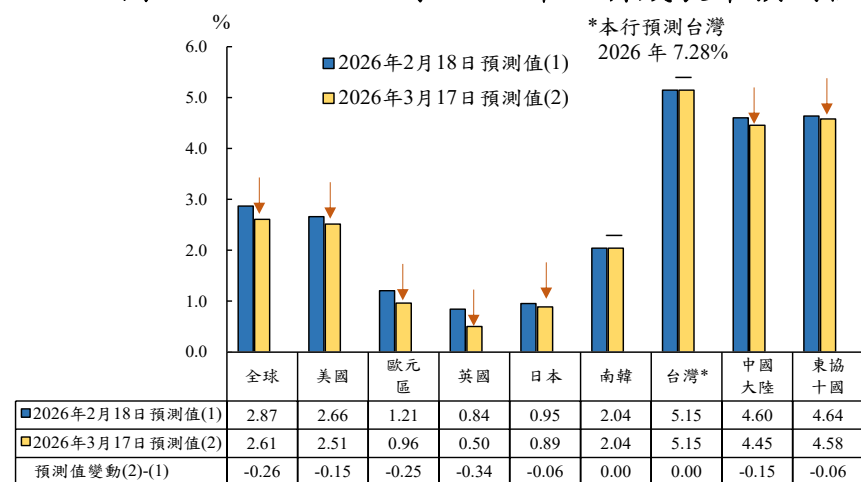
- 美國：美國將以其他法律途徑替代對等關稅，預期關稅政策調整影響有限，惟中東戰爭影響具不確定性，S&P Global 預測本年經濟成長率**2.51%**，較2月預測值下調0.15個百分點(圖5)。
- 歐元區與英國：油氣價格上漲對消費及供應鏈之負面影響，抵銷德國擴張性財政政策之外溢效益，預測本年經濟成長率**0.96%**，較2月預測值下調0.25個百分點；英國增稅措施及戰爭帶來之能源衝擊，可能加劇民間消費走疲，預測本年成長率為**0.50%**，較2月預測值下調0.34個百分點(圖5)。
- 日本：高市政府之追加預算案將帶動公共投資；惟能源價格居高將加大民生壓力，並削弱企業利潤，不利消費及資本支出，預測本年經濟成長率**0.89%**，較2月預測值下調0.06個百分點(圖5)。
- 中國大陸：房市調整與內需疲弱等結構性壓力仍存，加以近期中東戰事抑制全球需求，可能削弱其出口動能。預測本年經濟成長率為**4.45%**，較2月預測值下調0.15個百分點(圖5)，低於當局近期下調之**4.5%~5.0%**政策目標。

圖4 S&P Global 對全球經濟成長率預測值變動情形



資料來源：S&P Global (2026/3/17)

圖5 S&P Global 對2026年經濟成長率預測值



註：↓及—表示本年3月預測值較2月下調及持平。

資料來源：S&P Global (2026/3/17)

(二)全球物價展望：中東戰爭推升國際大宗商品價格，增添全球通膨上行壓力

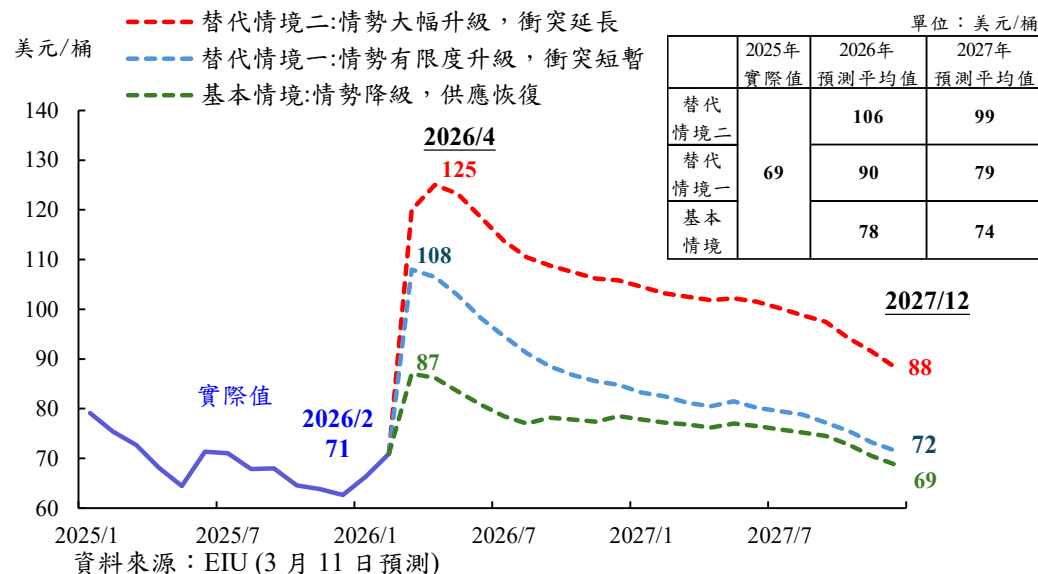
1. 國際原油價格因中東戰爭而大漲

- (1) 近年主要產油國持續增產，超額供給致國際油價呈下降趨勢；本年2月美國與以色列聯合攻擊伊朗，伊朗攻擊鄰國產油設施，並威脅封鎖荷姆茲海峽，油價轉升(圖6)。
- (2) 近代中東軍事衝突事件所造成的能源價格上漲多為暫時性，未對經濟及通膨產生持久性影響；惟本次衝突擴及其他中東能源商品生產國，且造成荷姆茲海峽運量驟減，若戰事持續過久，恐對全球經濟與通膨造成負面衝擊。
- (3) 經濟學人智庫(EIU)於3月11日依據衝突情勢嚴重程度及持續時間分為三種情境預測。基本情境假設戰事於未來4至6週內停火，預測油價於3月達到高點，3月平均油價每桶87美元(較2月均價上漲23%)，嗣後緩降至戰前水準。惟若情勢大幅升級，且轉為持久戰，預測油價於4月達到高點，4月平均油價每桶125美元(較2月均價上漲76%)，且至2027年底前油價仍接近於每桶90美元²(圖7)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



圖7 EIU 對油價走勢之情境假設

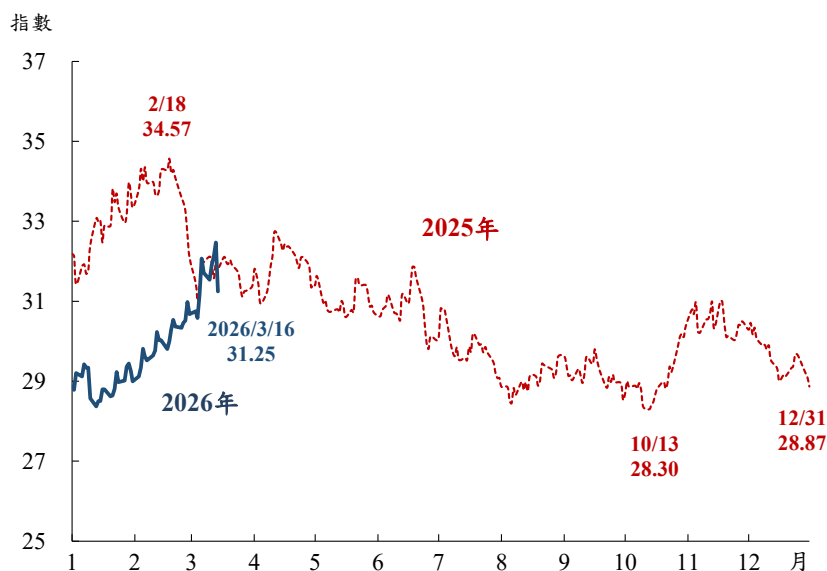


² 參見 EIU (2026), "Global Outlook," Mar. 11。

2. 穀物及整體國際商品價格皆上漲

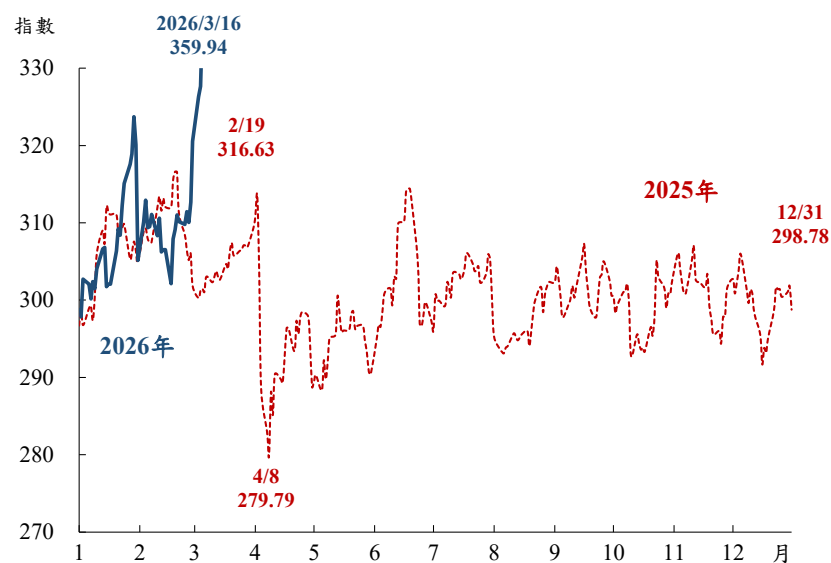
- (1) 中國大陸續買美國黃豆，冬季風暴影響小麥產出，另波斯灣沿岸國家為主要氮肥出口國家，近期因荷姆茲海峽航運中斷，導致氮肥及其原料之天然氣出口受阻，預期不利小麥、玉米等高度仰賴氮肥之作物產出，穀價上漲(圖 8)。
- (2) 能源轉型及 AI 基礎建設推升工業用金屬需求，帶動基本金屬價格上漲；黃金因避險需求及多國央行買盤帶動，價格續升；代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數震盪後大幅上漲(圖 9)。

圖 8 穀物 3 個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 9 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

專欄：中東戰爭推升能源類商品價格，間接影響食品類價格，增添全球通膨上行壓力³

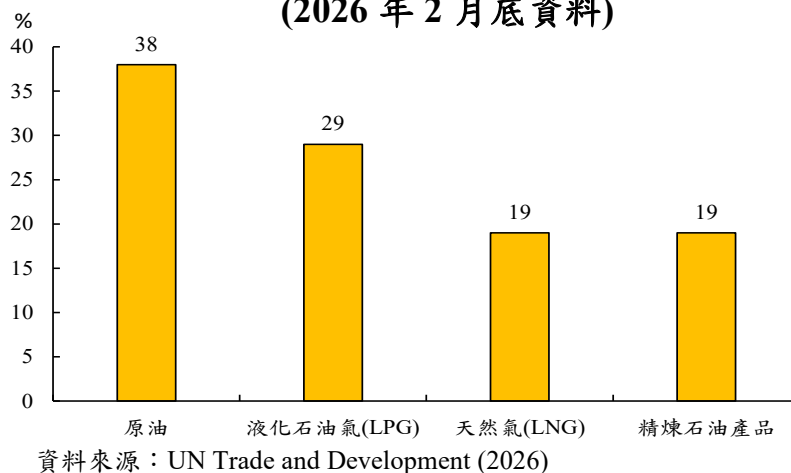
1. 荷姆茲海峽航道受阻，直接推升原油及天然氣等能源類商品價格

- (1) 全球以海運運送之原油產品中，約 38% 透過荷姆茲海峽航線⁴，液化石油氣及天然氣等能源商品之比例亦高達 29% 及 19%；航線運輸受阻直接推升能源商品價格。
- (2) 另航運保險之戰爭風險溢價上升，增加航運成本，疊加影響能源商品價格；本年 3 月航運價格已升至 2003 年以來新高。

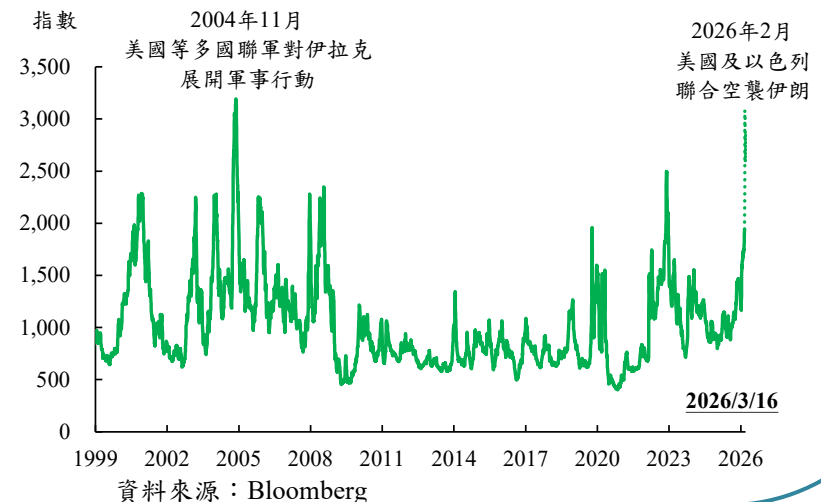
2. 天然氣價格飆漲及航道受阻，衝擊氮肥供應鏈，間接推升食品類價格

- (1) 天然氣為氮肥之主要生產原料，價格上漲直接推升氮肥生產成本。
- (2) 波斯灣沿岸國家(卡達、沙烏地阿拉伯、阿曼等)為全球主要氮肥生產與出口國，航道受阻將衝擊氮肥供應。

全球海運商品中通過荷姆茲海峽之比率
(2026 年 2 月底資料)



波羅的海原油海運價格指數



³ 主要參考 UN Trade and Development (2026), "Strait of Hormuz disruptions: Implications for Global Trade and Development," Mar. 10。

⁴ 根據美國能源資訊署(EIA)數據，若以整體石油及其他液體燃料消費計算，約五分之一透過荷姆茲海峽航線。詳見 EIA(2025), "Amid Regional Conflict, the Strait of Hormuz Remains Critical Oil Chokepoint," Jun. 16。

3. 能源價格與全球通膨率高度相關，原油及天然氣價格居高恐增添全球通膨上行壓力

- (1) 原油價格影響交通用油料費，天然氣影響水電燃氣費用，亦會透過提高氮肥成本而間接影響食品類價格，致全球通膨率與能源價格變動高度相關。
- (2) 若荷姆茲海峽封鎖時間延長，推升運輸與生產成本，能源價格持續走揚恐增添全球通膨上行壓力。

全球通膨率及能源價格指數



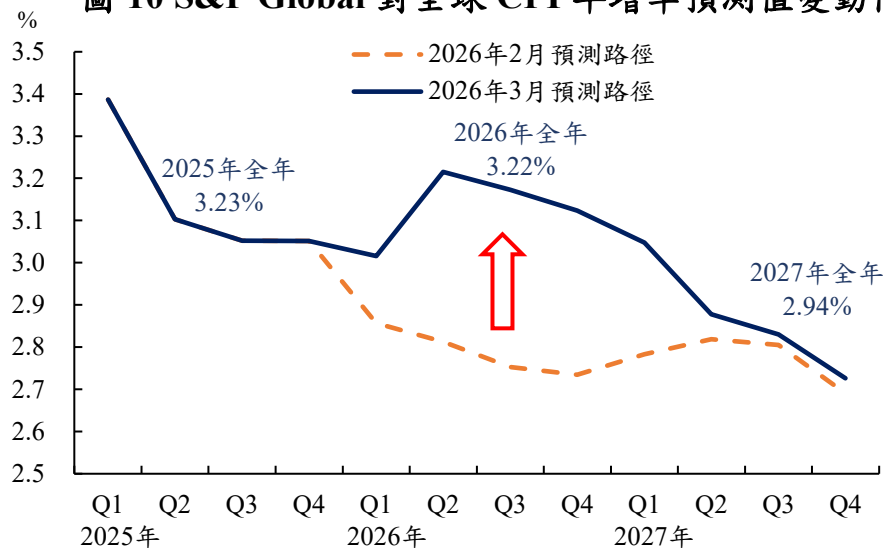
資料來源：S&P Global；FRED Database

3. 能源價格大漲推升通膨壓力，S&P Global 上調本年全球通膨率預測值至3.22%

能源價格大漲推升通膨壓力，S&P Global 預測本年全球通膨率為 3.22%，較戰前預測值上調 0.36 個百分點(圖 10、圖 11)；主要經濟體預測值多上調，並依其產業結構、對進口能源依賴度、匯率變動，面臨不同程度的成本推動型通膨壓力；歐元區、英國及日本通膨率預測值上調幅度較大，美國則較為和緩(圖 11)。

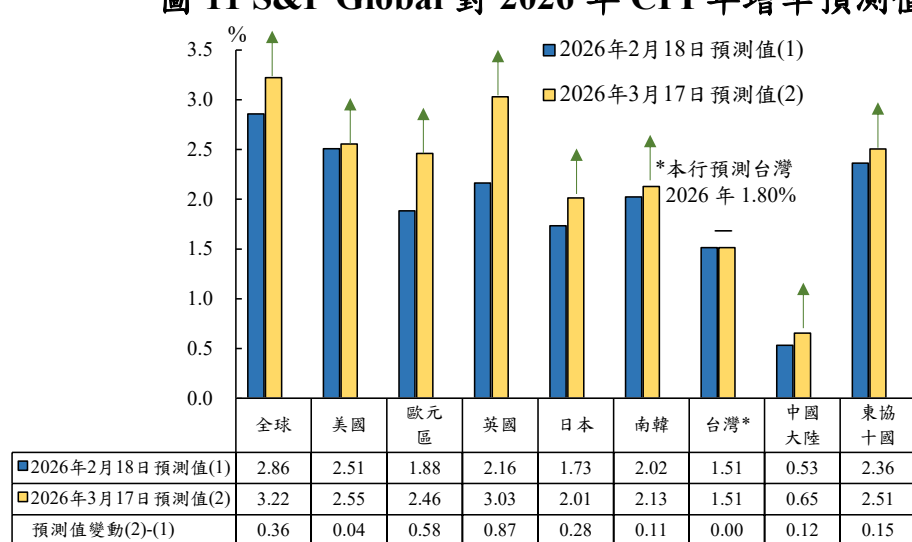
- 美國：關稅轉嫁效應逐步減弱，惟近期汽油價格上漲將短暫推升通膨；S&P Global 預測本年 CPI 年增率為 2.55%，較 2 月預測值上調 0.04 個百分點(圖 11)；若油價居高，帶動通膨預期升溫，可能進一步推升通膨上行風險。
- 歐元區與英國：薪資成長持續放緩，惟能源進口依賴度高，中東戰爭將造成潛在供給面衝擊；預測本年歐元區與英國 CPI 年增率分別為 2.46%及 3.03%，較 2 月預測值大幅上調 0.58 及 0.87 個百分點(圖 11)。
- 日本：上年同期食品價格飆升墊高基期，抑制本年通膨上升動能，惟近期日圓貶值與油價上漲並行，可能加大輸入型通膨壓力，預測本年 CPI 年增率 2.01%，較 2 月預測值上調 0.28 個百分點(圖 11)。
- 中國大陸：能源結構高度仰賴煤炭，且採成品油價格調控機制，近期國際油價上漲對其通膨影響有限；預測本年 CPI 年增率為 0.65%，較 2 月預測值上調 0.12 個百分點，仍維持低位水準(圖 11)。

圖 10 S&P Global 對全球 CPI 年增率預測值變動情形



資料來源：S&P Global (2026/3/17)

圖 11 S&P Global 對 2026 年 CPI 年增率預測值



註：↑及—表示本年 3 月預測值較 2 月上調及持平。

資料來源：S&P Global (2026/3/17)

(三)主要央行貨幣政策：本年以來，Fed、ECB 及 BoJ 均維持政策利率不變，人行則持續寬鬆貨幣政策

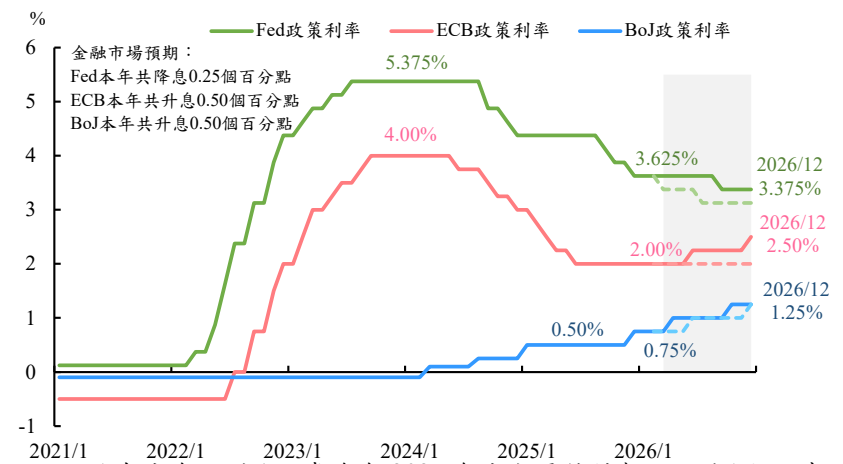
1. 中東戰爭爆發前，主要央行依既定步調調整貨幣政策，Fed、ECB 及 BoJ 均維持政策利率不變，人行則持續寬鬆政策，本年1月下調再貸款、再貼現及各項結構性貨幣政策工具利率各1碼(0.25個百分點)。
2. 近期中東戰爭與2022年俄烏戰爭均屬供給面衝擊，主要透過能源與運輸成本上升推高生產成本，進而影響通膨走勢(表1)。
 - 2022年俄烏戰爭爆發時，全球通膨已因疫後需求復甦而上升，且主要經濟體實質利率處於負值區間，貨幣政策相對寬鬆。為防止供給面衝擊進一步推升通膨並造成預期失控，主要央行遂快速升息以抑制通膨壓力。
 - 本年中東戰爭爆發前，全球通膨率呈下降趨勢，美、歐等主要央行雖已進入降息循環，但貨幣政策立場仍具限制性。若地緣政治衝突推升能源價格，主要央行將密切關注預期心理導致物價持續上漲之「第二輪通膨效應」。
3. 金融市場預期主要央行貨幣政策將趨緊；Fed可能延後降息，且本年降息幅度自2碼縮減至1碼；ECB或將重啟升息，本年預期升息2碼；BoJ提前升息(圖12)。

表1 俄烏戰爭及中東戰爭情勢比較

		俄烏戰爭(2022/2/24~)	中東戰爭(2026/2/28~)
供給面衝擊		<ul style="list-style-type: none"> ● 各國制裁俄羅斯出口 ● 俄羅斯降供歐洲天然氣 	<ul style="list-style-type: none"> ● 伊朗威脅封鎖荷姆茲海峽，並攻擊鄰國產油設施
需求面背景		疫後全球需求仍疲弱	全球製造業正逐步復甦
布蘭特原油價格	開戰前	100.95 (2/23)	71.32 (2/27)
	開戰後高點	138.23 (3/8)	103.23(3/13)
	漲幅	36.9% (3/8 與 2/23 相較)	44.7% (3/13 與 2/27 相較)
全球通膨率	開戰前	5.5% (2022/1)	2.8% (2026/1)
	開戰後高點	8.3% (2022/9)	3.2%(2026/5, S&P Global 預測)
主要央行政策		<ul style="list-style-type: none"> ● 疫情、財政刺激、供應鏈瓶頸、戰爭等特殊事件連續衝擊，高通膨較預期持久 ● 央行為抑低通膨預期而大幅升息 	<ul style="list-style-type: none"> ● 勞動市場放緩，缺工情勢不再，若戰事未升級，第二輪通膨效應可能性低 ● 密切關注物價傳導效應，避免通膨預期失控

資料來源：S&P Global；LSEG Datastream；本行整理

圖12 金融市場對政策利率之預測路徑



註：1.灰底為預測值，虛線為2025年底市場對利率之預測路徑，實線為2026年3月中東戰爭爆發後(3月16日)之最新預測值。
 2.美國政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。

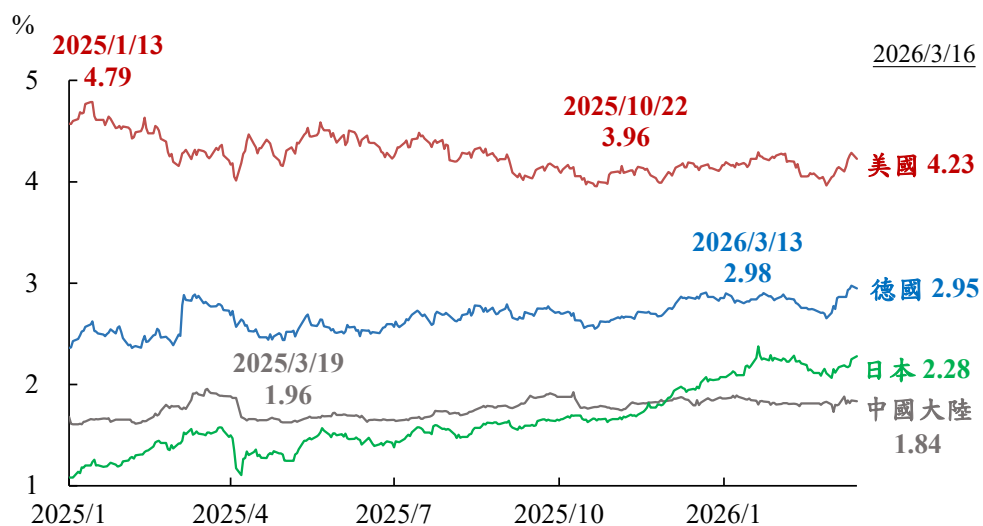
資料來源：Bloomberg

(四) 金融市場：公債殖利率走高，全球股市漲跌互見，美元指數先跌後漲

1. 債市：中東戰事推升通膨預期，主要國家通膨率走高

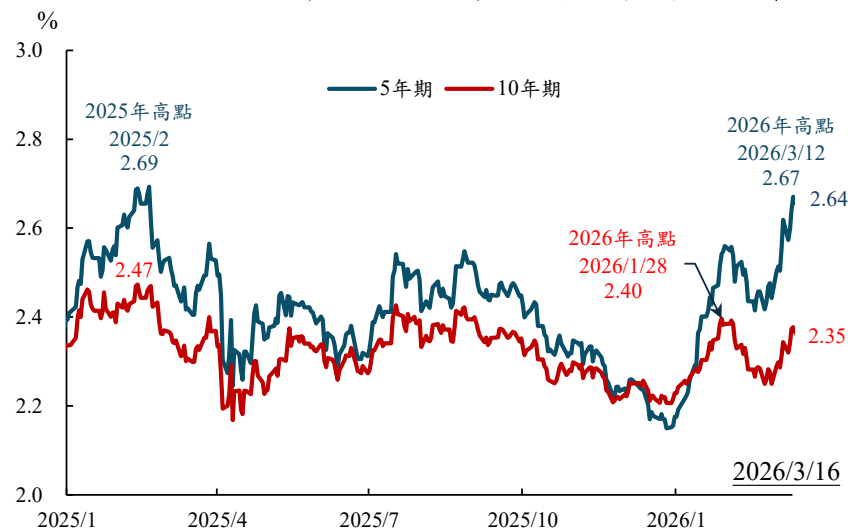
- (1) 去年底以來，日本首相高市早苗提前解散眾議院進行改選，並宣布為期兩年之食品飲料消費稅免徵政見，引發財政赤字惡化疑慮，日本 10 年期公債殖利率升至 26 年來新高，並帶動美、德 10 年期公債殖利率齊升；嗣後因高市首相澄清不增發公債，且全球股市震盪引導資金避險，美、德、日殖利率回降。中國大陸因貨幣政策續寬鬆，公債殖利率維持低檔。近期受中東地緣政治衝突影響，通膨升溫擔憂加劇，各國公債殖利率回升(圖 13)。
- (2) 另本年 1 月市場擔憂 Fed 主席任期屆滿更替後，獨立性或受政治干預，致貨幣政策過度寬鬆，美國公債市場隱含之損益平衡通膨率(breakeven inflation rate)上升，顯示投資人對未來之通膨預期走高。Fed 前理事 Kevin Warsh 獲提名後，市場疑慮有所緩解，通膨預期降溫。其後，中東戰爭引發國際油價大幅攀升，供給面通膨衝擊之擔憂復燃，5 年期損益平衡通膨率大幅走揚，惟 10 年期升幅較小，長期通膨預期仍穩固(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 美國 5 年期及 10 年期損益平衡通膨率*



*：為美國公債名目殖利率扣除同年期抗通膨債券(Treasury Inflation-Protected Security, 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。

資料來源：LSEG Datastream

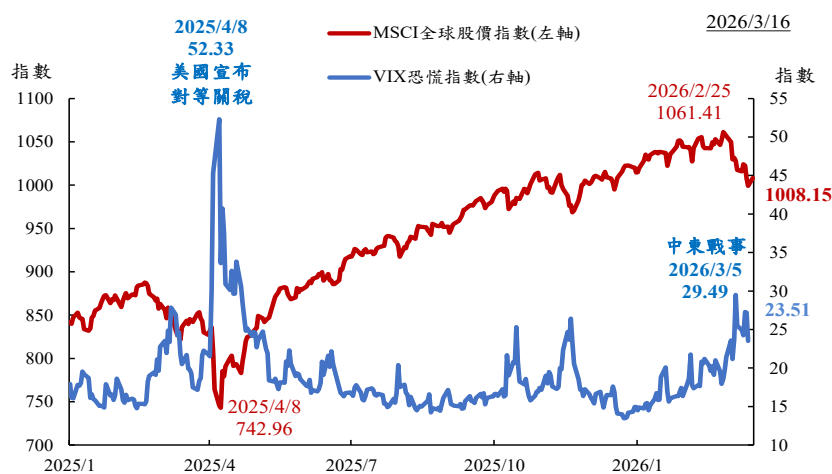
2. 股市：主要股市走勢分歧，近期中東戰事致股市波動度遽增

上年底以來，AI 資本支出持續增加，相關**硬體設備及其供應鏈類股表現強勢**，**軟體類股**因擔憂 AI 取代軟體服務而走弱，**MSCI 全球股價指數於高點震盪**。3 月初，**中東戰爭爆發**推升市場不確定性，**股市波動度遽增**，**MSCI 全球股價指數自歷史高點回落**(圖 15)。

本年 3 月 16 日與去年底比較，**全球主要股市漲跌互見**(圖 16)。

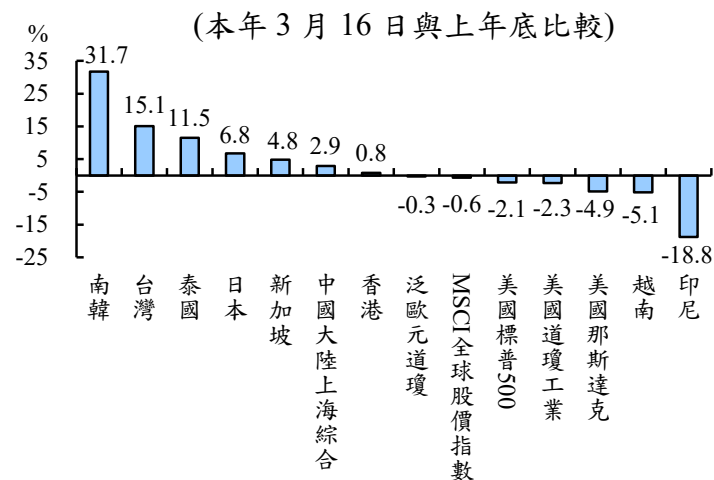
- **美股**：軟體公司市值占比較大，拖累整體股市表現，致**那斯達克指數下跌 4.9%**，大型類股為主之**美國道瓊工業指數亦因戰爭影響，下跌 2.3%**。
- **歐股**：科技股比重低，且企業財報表現佳，歐股一度上漲，惟**近期中東戰事推升能源商品價格，通膨隱憂升溫**，致歐股漲幅回吐，**泛歐元道瓊指數略跌 0.3%**。
- **日股**：半導體供應鏈之相關類股上漲，且**高市首相於眾院改選中大勝**，政策預期有利經濟成長，惟近期**荷姆茲海峽航道受阻恐衝擊能源供給**，**日股漲幅縮減至 6.8%**。
- **中國大陸**：市場**預期官方政策轉向提振內需**，貨幣與財政政策續寬鬆，產業獲利有望提升，**陸股上漲 2.9%**。

圖 15 MSCI 全球股價指數及 VIX 恐慌指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 16 主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數先跌後漲，主要經濟體貨幣對美元多走貶

去年底以來，美國借格陵蘭島議題施壓歐洲盟國，**國際美元指數(DXY)**走低，川普總統則表示不擔心美元貶值，致**跌幅較大**；後因 Kevin Warsh 受提名為新任 Fed 主席，加以**中東戰爭致避險資金流入美元**，**美元指數逐步回升**(圖 17)。本年 3 月 16 日與去年底比較，**主要經濟體貨幣對美元多走貶**(圖 18)。

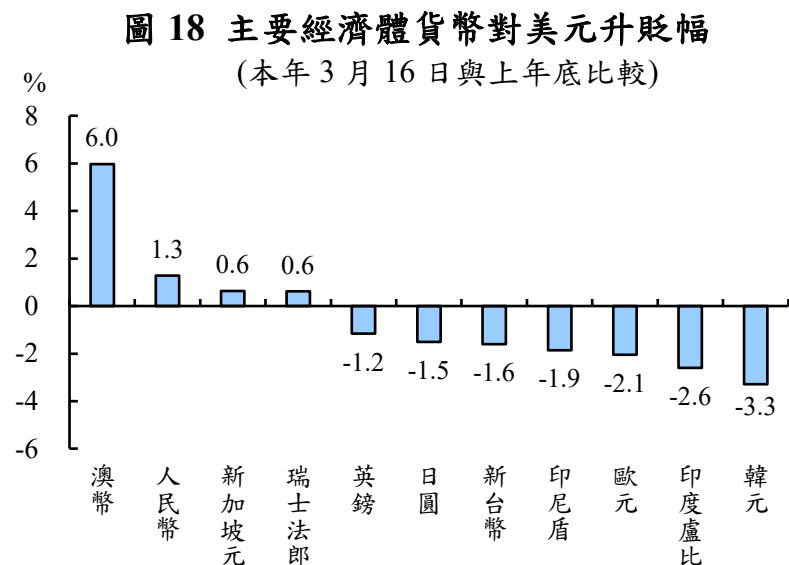
- **歐元**：戰事預期推升能源通膨，致升息預期走高，惟**進口成本上升引發對經濟成長擔憂**，**歐元對美元貶值 2.1%**。
- **英鎊**：能源通膨升溫，進口成本增加造成**經濟成長擔憂**，致**英鎊對美元貶值 1.2%**。
- **日圓**：市場預期高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，復以**能源價格上漲推升進口成本**，**預期衝擊經濟成長**，**日圓對美元貶值 1.5%**。
- **人民幣**：近期人行持續寬鬆，惟**中國大陸出口額創新高**，**人民幣對美元走升 1.3%**。



2025/1 2025/4 2025/7 2025/10 2026/1

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



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不確定因素

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定性因素(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不確定因素

地緣政治風險升溫

- 美伊衝突加劇、中東局勢膠著，荷姆茲海峽封鎖中斷全球能源供應，大幅推升能源價格，全球面臨停滯性通膨壓力，其對全球及區域經濟之影響，將取決於緊張局勢之持續時間、強度與地理範圍；同時，中日關係與俄烏談判等問題仍在延續，亦使全球地緣政治不確定性持續，恐抑制企業投資意願，增添全球經濟與通膨前景之變數。

美國貿易政策發展及其影響

- 美國現以《貿易法》122 條款對所有進口品加徵關稅，並依《貿易法》301 條款與《貿易擴張法》232 條款加強調查，堅定其關稅政策；惟相關法源適用性及調查結果仍具高度不確定性，加以未來仍可能援引其他法源加徵關稅，雙邊貿易甚或需重新談判，政策延續性難以預判，並加劇企業經營與供應鏈調整風險。

主要央行貨幣政策調整路徑

- 美國就業轉弱，加以中東情勢可能使通膨再度揚升，Fed 決策陷入兩難；歐元區通膨尚穩、經濟具韌性，惟外部因素之不確定性高漲，ECB 不預先承諾利率路徑；日本因能源成本上升不利其經濟與物價，BoJ 密切關注中東情勢發展，謹慎調整貨幣政策；中國大陸經濟有賴政策支持，人行將維持貨幣寬鬆。
- 主要央行貨幣政策走向分歧，勢將牽動國際資金流向，增添金融市場波動。

AI 發展之經濟效益及其影響

- AI 發展熱潮推升帶動相關產業投資，惟若未來經濟效益不如預期，龐大之 AI 投資恐有泡沫化風險，進而導致資產價格下跌，負面財富效果將削弱全球需求、衝擊全球金融穩定。
- 另一方面，若 AI 順利發展並被廣泛採用，將重塑企業管理、產業運作與競爭模式，可能導致市場淘汰企業、企業精簡人力，衝擊企業主與勞工，不利就業，進而影響經濟穩定。

中國大陸內需疲弱與產能過剩問題

- 中國大陸房市持續低迷、消費信心疲弱；政府雖加碼財政擴張力道，惟對實體經濟之提振成效仍待驗證。
- 產能過剩問題嚴峻，產業內捲式低價競爭壓縮獲利空間，不利經濟結構轉型；若其持續大量對外輸出過剩產品，恐衝擊他國相關產業，加劇全球貿易摩擦並使保護主義升溫。

資料來源：本行整理主要國際機構觀點及媒體報導

二、國內經濟及通膨展望

展望本(2026)年，近期**中東戰事**推升國際油價，恐助**長通膨**與抑制全球需求，**影響台灣經濟表現**。惟人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)等**新興科技應用趨勢延續**，國際主要**雲端服務供應商**(Cloud Service Provider, CSP)**上調資本支出**，帶動台灣**輸出續成長**；另一方面，民間投資與輸出連動性高，輸出暢旺帶動民間投資成長。隨新興科技應用之出口商機擴增，推升**先進製程**與相關**供應鏈投資**，且**關鍵零組件供不應求**，相關廠商在台**擴廠、興建廠房與升級產線**，資本支出規模擴大；加以**航空業者**為滿足跨境旅遊需求而**增購新機**，**民間投資將持續成長**。此外，本年**最低工資調升**與**所得稅制續優化**，且上(2025)年上市櫃企業獲利良好，增添股利、獎金發放與調薪意願，均挹注家庭可支配所得增加，加上**國內景氣穩健**與**勞動市場情勢穩定**之支撐下，**民間消費**成長可望**回溫**。綜上所述，本行將本年**經濟成長率預測值**由上年12月之3.67%，**上調**至7.28%。

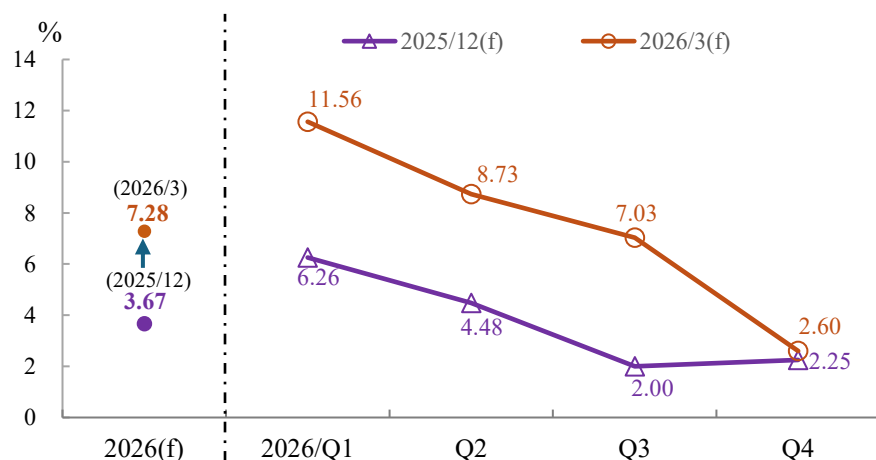
至於通膨方面，雖部分商品貨物稅減、免徵遞延降價效果持續，以及服務類價格可望維持緩降趨勢，惟**中東戰事**推升**國際原油**等能源價格，加以**消費性電子產品生產成本大幅上升**，售價面臨調漲壓力，本行將本年台灣**CPI**及**核心CPI**年增率預測值由前次皆為1.63%，分別**上修**至**1.80%、1.75%**。

在全球經濟不確定性升高下，本行將**密切關注美國301條款等關稅政策動向**及**中東戰事**後續發展對台灣經濟與通膨之影響。以下分別說明本年國內經濟成長、物價情勢及展望。

(一)AI 需求超乎預期，本年台灣經濟成長率預測值由前次之 3.67%上調至 7.28%

1. 本年經濟成長率預測值高於前次(圖 1)，主要係考量主要國際 **CSP 資本支出優於預期**、台灣**關鍵零組件廠商擴產(廠)投資**等，繼而上修輸出與民間投資成長預測值。
 - (1) 美國 **4 大 CSP 上調本年資本支出**，將突破 **6,000 億美元**，年增**逾 50%**(表 1)，持續帶動台灣相關供應鏈出口擴增。
 - (2) 美國改採 122 條款「10%+MFN」¹，較上年台灣**暫時性對等關稅「20%+MFN」情況有所改善**，傳產貨品輸美關稅壓力降低，加以台美簽署投資合作備忘錄(MOU)，**半導體 232 條款關稅優惠待遇**不變，有助維繫台灣半導體相關貨品出口動能。
 - (3) 全球 **AI 算力基礎設施加速建置**，帶動資訊相關產品需求，致**關鍵零組件缺料與高階產能吃緊**，國內相關**供應鏈業者積極擴廠或擴產**，增添民間投資成長動能。

圖 1 本年台灣經濟成長率預測路徑



資料來源：本行

表 1 美國四大 CSP 業者資本支出計畫與台灣輸出入年增率、經濟成長率

單位：%

	美國四大 CSP* 資本支出規模		台灣		
	金額(億美元)	年增率	輸出 年增率	輸入 年增率	經濟 成長率
2025	約 4,132	93.5	31.82	26.75	8.68
2026(f)	6,300~6,700	52~62	12.85**	9.83**	7.28**

註：* 美國四大 CSP 業者為 Google、Amazon、Meta 與 Microsoft。

**為本行預測數。

資料來源：主計總處、本行、各公司財報、法說資料與新聞資料

¹ 本年 2 月 21 日川普總統於社群媒體表示該稅率將提高至「15%+MFN」，惟截至 3 月 18 日尚未公告實施。不論稅率為「10%+MFN」或「15%+MFN」仍較上年台灣暫時性對等關稅「20%+MFN」情況有所改善。政府委託智庫進行影響研析，122 條款對全球加徵「15%+MFN」相較上年暫時性對等關稅「20%+MFN」，對我國出口、GDP 影響有所改善；若納入 232 條款最優惠待遇，對我國出口、GDP 影響之正向效果更為明顯，詳參行政院「台美關稅談判結果及其影響」專案報告(2026/3/3)。惟美國關稅政策變數仍高，需密切觀察。

2. 預期本年淨外需貢獻較內需為高，為國外淨需求帶動資本形成之經濟成長模式。

(1) 國際主要 CSP 加碼 AI 資本支出，預期本年台灣輸出熱絡，續扮演驅動經濟成長之角色；輸出入相抵後，淨外需貢獻為 4.09 個百分點(表 2)。

(2) 台灣投資與出口連動性高，本年相關供應鏈業者持續擴大在台投資，資本形成可望延續，加以民間消費成長回溫等有利因素挹注，內需貢獻 3.19 個百分點。

(3) 本年經濟成長模式與上年相似，係由「國外淨需求」與「資本形成」擔綱，合計對經濟成長貢獻達 5.55 個百分點，貢獻率達 76.2%。

表 2 台灣 GDP 及其組成項目成長率與貢獻度

單位：%；百分點

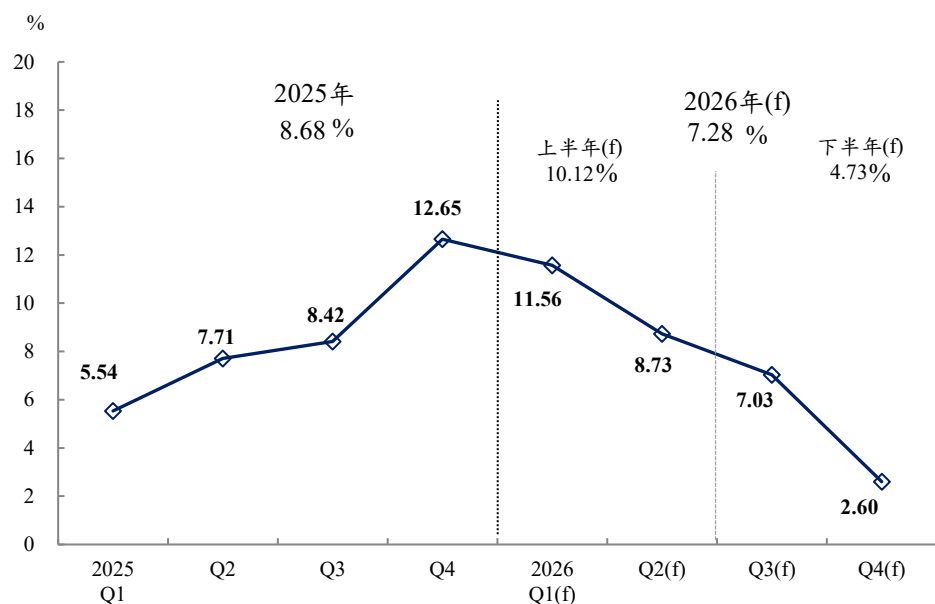
		GDP 成長率 =(a)+(b)+(c)+ (d)	內需 =(a)+(b)+(c)	民間 消費 (a)	政府 消費 (b)	資本形成(c)				淨外需 (d)	輸出	(一)輸入	
						民間 投資	政府 投資	公營 投資	存貨 變動				
2025	成長率	8.68	2.32	1.46	1.22	4.37	10.81	5.06	16.38	--	--	31.82	26.75
	貢獻度		2.02	0.68	0.16	1.17	2.30	0.15	0.26	-1.54	6.66	20.02	13.36
2026(f)	成長率	7.28	3.96	2.46	5.32	5.87	3.81	8.47	-5.56	--	--	12.85	9.83
	貢獻度		3.19	1.07	0.66	1.46	0.81	0.25	-0.09	0.50	4.09	9.43	5.34

註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

資料來源：主計總處、本行

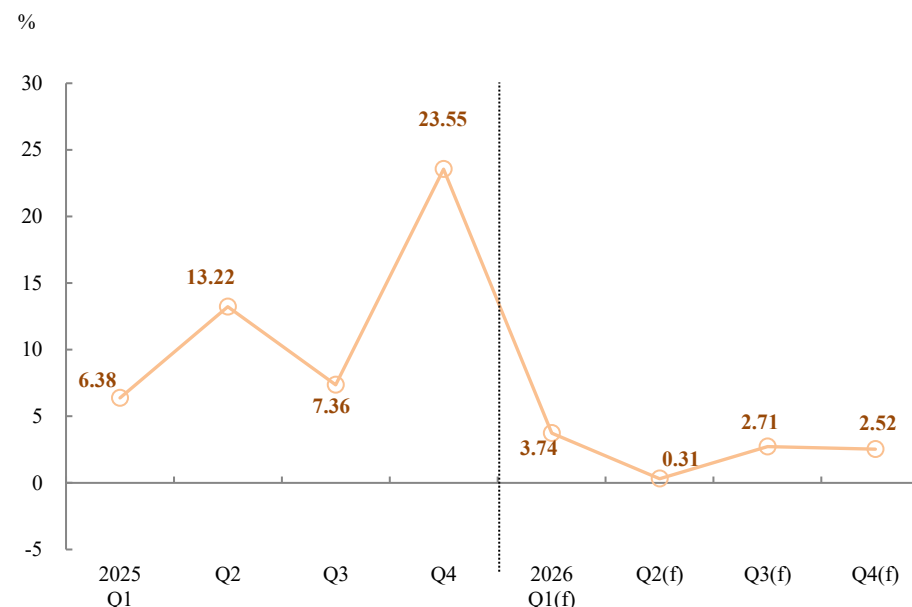
3. **新興應用科技**及相關供應鏈之**出口與投資趨勢延續**，加以下半年比較基期墊高，本年上半年經濟成長率預測值10.12%將高於下半年之4.73%(圖2)。
4. 實質GDP對上季增率折成年率之經濟成長率(saar)而言，本年**景氣擴張動能穩定**(圖3)。

圖2 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。
資料來源：主計總處、本行

圖3 台灣各季經濟成長率(saar)



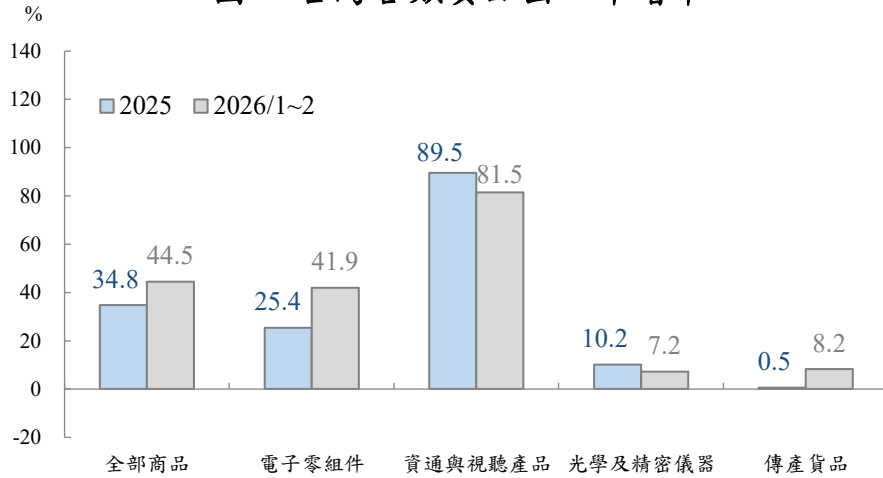
註：f代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。
資料來源：主計總處、本行

(二)預期本年輸出呈雙位數成長，帶動民間投資成長持續，而民間消費動能亦增溫

1. AI 等新興科技應用需求殷切，維繫相關供應鏈出口動能

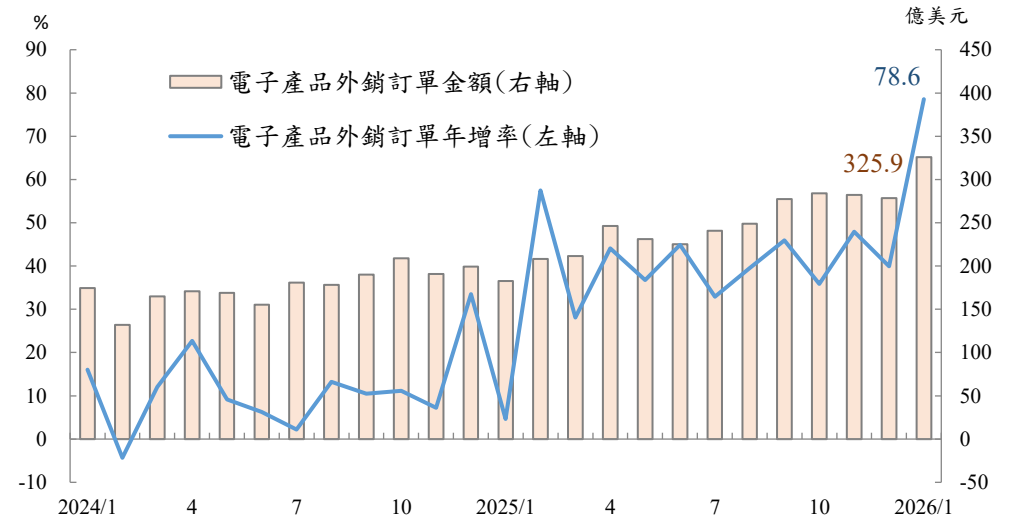
- (1) 本年 1~2 月**傳產貨品**(如石化等)續面臨**全球產能過剩**或**中國大陸低價傾銷**之不利因素干擾，惟**出口動能已有回溫跡象**(圖 4)，另一方面，**AI 應用持續拓展**，帶動**電子零組件與資通訊貨品出口大幅成長**。
- (2) 各國積極布建 AI 基礎設施²，及主要 CSP **擴大資本支出與自研晶片需求增溫**、AI 應用場域擴大³，且**低軌衛星、無人駕駛等需求放量**，加上台灣**半導體供應鏈與伺服器**具有製程領先等**競爭優勢**，商品出口動能可望延續。
- 晶片、封測及印刷電路板等需求擴增，近月電子產品外銷訂單穩定成長，且金額亦大幅上升(圖 5)。

圖 4 台灣各類貨品出口年增率



註：以美元計價；傳產貨品為除了動植物產品與油脂、調製食品、飲料及菸酒、電子零組件、資通與視聽產品、光學及精密儀器以外的產品。
資料來源：財政部

圖 5 台灣電子產品外銷訂單金額與年增率



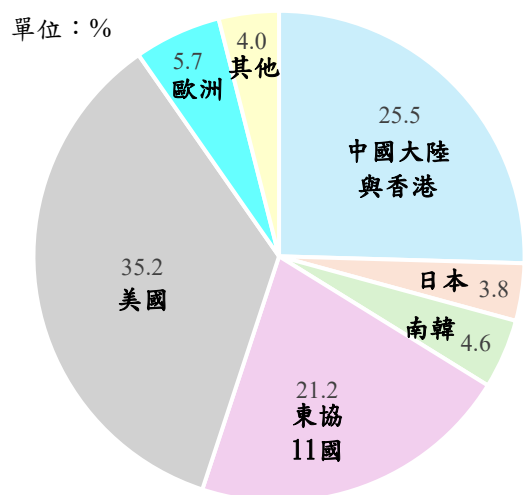
資料來源：經濟部

² 如新加坡與法國積極推動主權 AI。

³ 如擴展至醫療健康、軍事、AI 代理人、資訊安全、金融科技、智慧零售等面向。

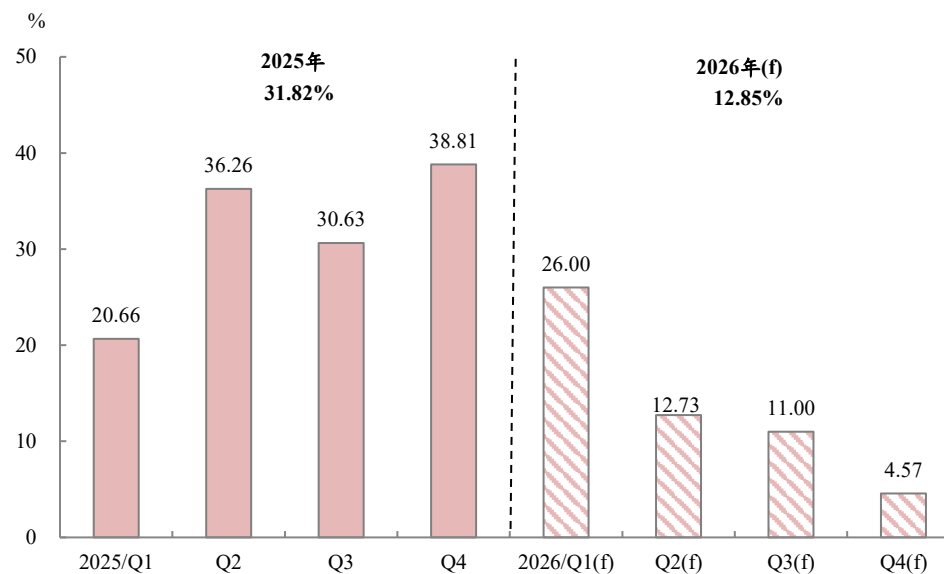
- 由本年 1~2 月電子、資通與視聽貨品出口地區觀察，**美國續為台灣最大出口國**(圖 6)，且半導體及其衍生品獲 232 條款關稅之最優惠待遇，係支撐台灣電子資通訊產品外銷表現的**關鍵引擎**。
 - **AI 伺服器新架構**量產出貨且不斷**推陳出新**⁴，與**高階晶片、先進封測產能逐漸開出**等有利因素，可望增添未來台灣半導體與伺服器供應鏈出口成長力道。
- (3) 近期中東**地緣政治風險**升溫，恐**抑制全球經貿活動**，惟**考量**主要 **CSP 擴大資本支出**，本年 AI 出口需求續旺，本行預測本年實質**輸出成長率**為 12.85%(圖 7)。

圖 6 本年 1~2 月台灣電子、資通與視聽貨品出口之地區別占比



資料來源：財政部

圖 7 台灣實質輸出成長率



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

資料來源：主計總處、本行

⁴ 如 Vera Rubin 預計本年下半年量產。

2. 受惠廠商布局新興科技應用商機與擴廠帶動，預期本年民間投資持續成長

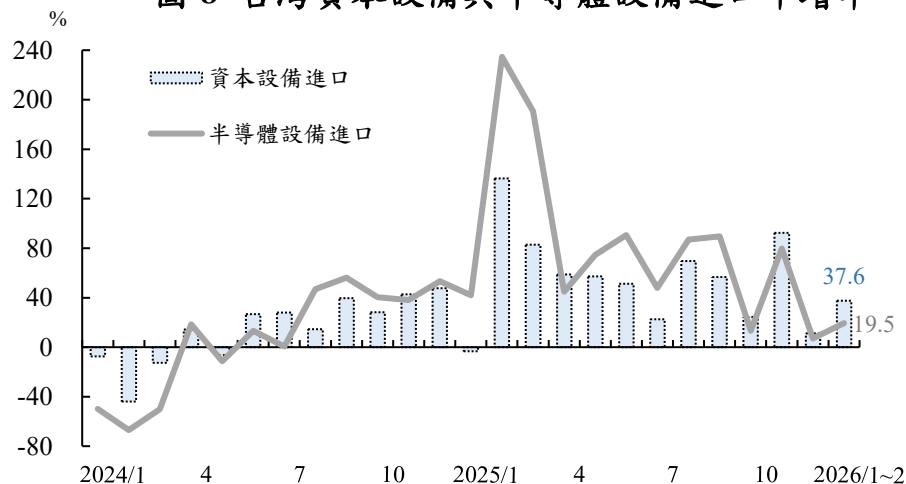
(1) 為維持技術領先優勢與因應 AI 等**新興科技應用商機**蓬勃發展，半導體業者積極**擴充先進製程與高階封測產能**，並**加大研發支出**。同時，**伺服器供應鏈亦擴增與優化在台產能**，部分業者因關鍵零組件短缺，在台興建廠房或擴廠，均挹注民間投資。

□ 本年 1~2 月平均半導體設備進口年增 19.5%，帶動資本設備進口成長 37.6% (圖 8)。

□ 本年 1 月投資財生產指數大幅擴增，民間投資可望續成長(圖 9)。

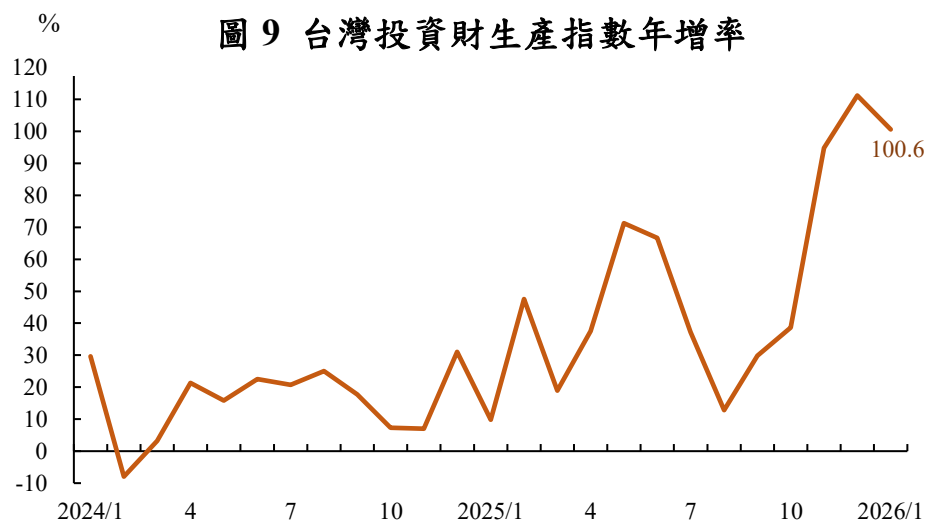
(2) 跨境旅遊續旺，國內**航空業者**擴大航線布局而增購運具，預期本年進入**交機潮**⁵，可望挹注運輸工具投資成長；加以政府擘劃半導體、AI 等 13 項**戰略性**產業藍圖⁶，並編列預算**協助**廠商落實淨零轉型，進一步增添民間投資動能。

圖 8 台灣資本設備與半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 9 台灣投資財生產指數年增率



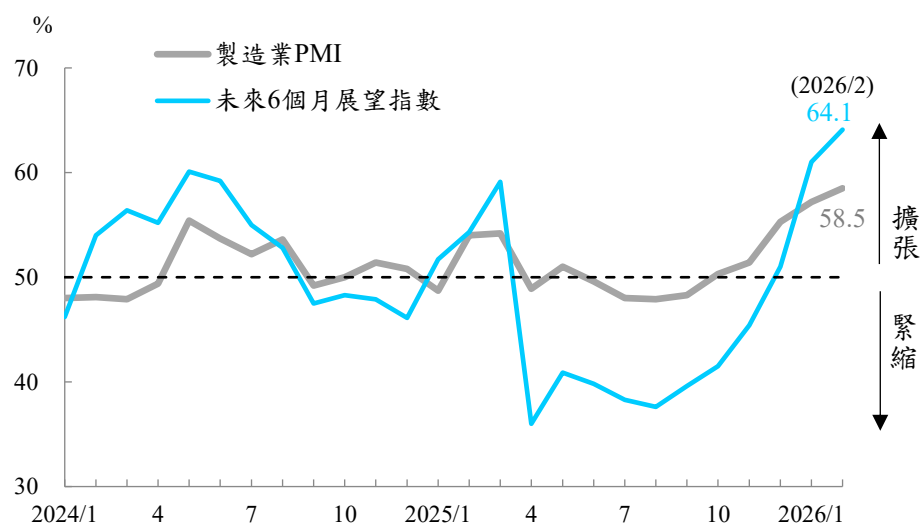
資料來源：經濟部

⁵ 如星宇航空本年預計交機 14 架。

⁶ 13 項戰略產業包括半導體產業、人工智慧、矽光子與量子等關鍵技術、AI 機器人、軍工產業、安控產業、次世代通訊產業、關鍵礦物、生技醫療、亞洲資產管理中心、基礎公共建設及都市更新、文創產業、兆元觀光產業等。

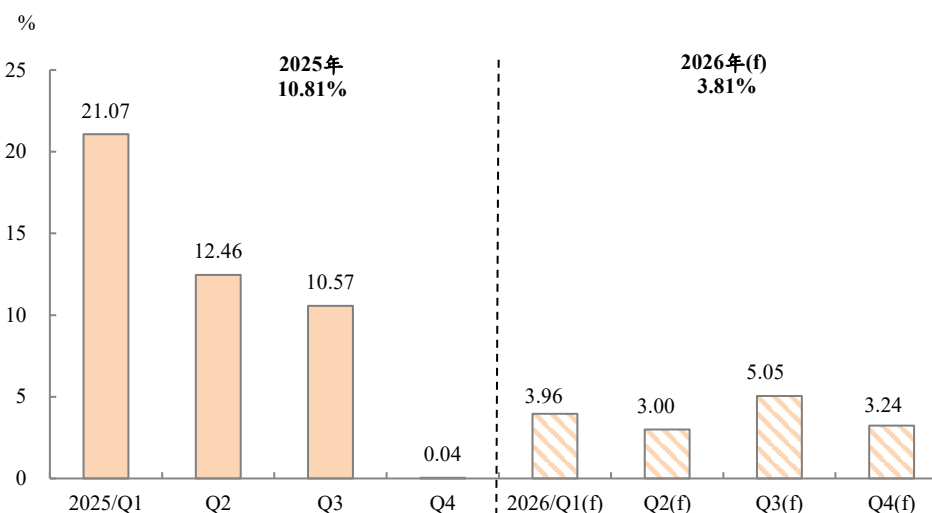
- (3) 展望未來，製造業信心回升，雖然農曆年工作天數減少，2月製造業採購經理人指數(PMI)與未來六個月展望指數續為擴張(圖 10)。
- (4) 中東地緣政治緊張推升全球經濟不確定性，廠商投資意願趨審慎，綜合上述因素，本行預測本年實質民間投資成長率為 3.81%(圖 11)。

圖 10 台灣製造業 PMI 與未來 6 個月展望指數



註：指數高於 50% 代表景氣擴張，低於 50% 則為景氣緊縮。
資料來源：國發會

圖 11 台灣實質民間投資成長率



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。
資料來源：主計總處、本行

3. 國內景氣維持穩健，本年民間消費成長增溫

(1) 本年以來，台股交易活絡且表現優於其他國家，財富效果有助提升民眾消費意願；加以國際大型賽事舉辦，國人出國旅遊熱度未減，均挹注民間消費成長動能⁷。

□ 1月國人出國人次達177萬人，創2019年疫情前以來新高，年增9.4%。

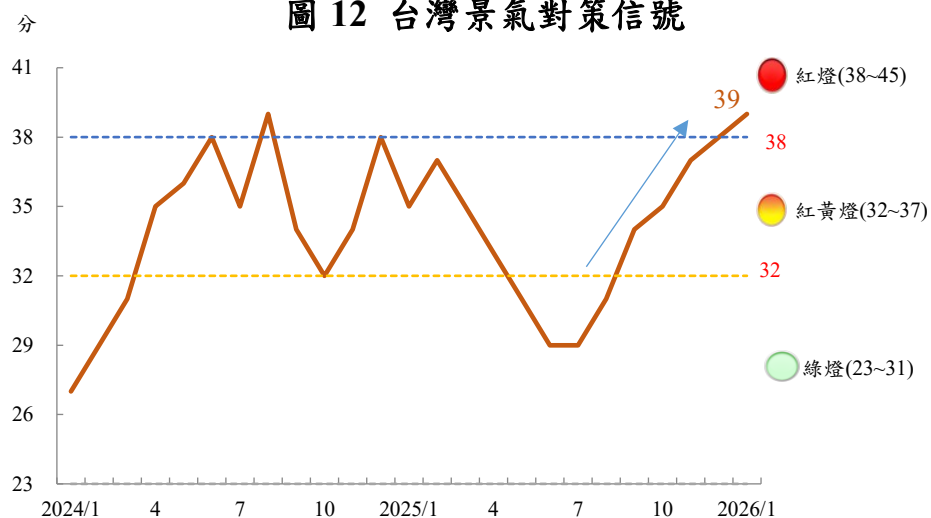
(2) 展望未來，中東戰事推升油價，國內通膨壓力上升，恐降低民眾消費支出，惟上年上市櫃企業獲利成長，增添本年廠商調薪與獎金、股利發放意願，加以最低工資調升與政府續優化所得稅制(如提高基本生活費用、綜所稅免稅額與扣除額等)，以及推出貨物稅減、免徵等惠民措施，均挹注民眾購買力，加以國內景氣穩健、當前就業情勢穩定，車市買氣回溫，有助帶動民間消費成長。

□ 本年1月景氣對策信號分數續揚，燈號維持紅燈(圖12)。

□ 除本年2月受農曆春節影響之外，近月汽車掛牌數大致呈緩步回升趨勢。

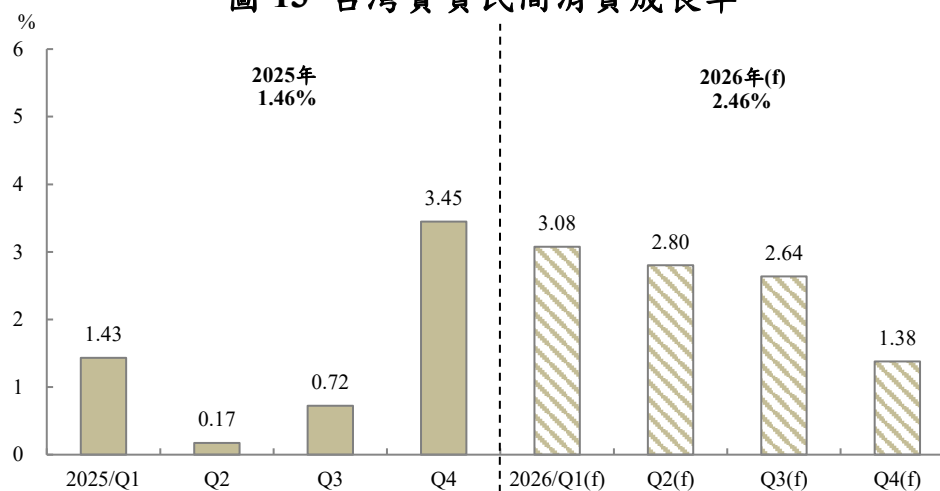
(3) 綜合上述因素，預測全年實質民間消費動能回升，成長率為2.46%(圖13)。

圖12 台灣景氣對策信號



註：「綠燈」表示景氣穩定；「紅燈」表示景氣熱絡；「黃紅燈」為注意性燈號。
資料來源：國發會

圖13 台灣實質民間消費成長率



註：f代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。
資料來源：主計總處、本行

⁷ 國人出國旅行支出上升，民間消費增加，惟服務輸入同步提高，兩者相抵，對整體GDP並無影響。

4. 台灣經濟仍面臨諸多不確定性因素，惟主要機構多數預測本年台灣經濟穩健成長

(1) 不確定性因素

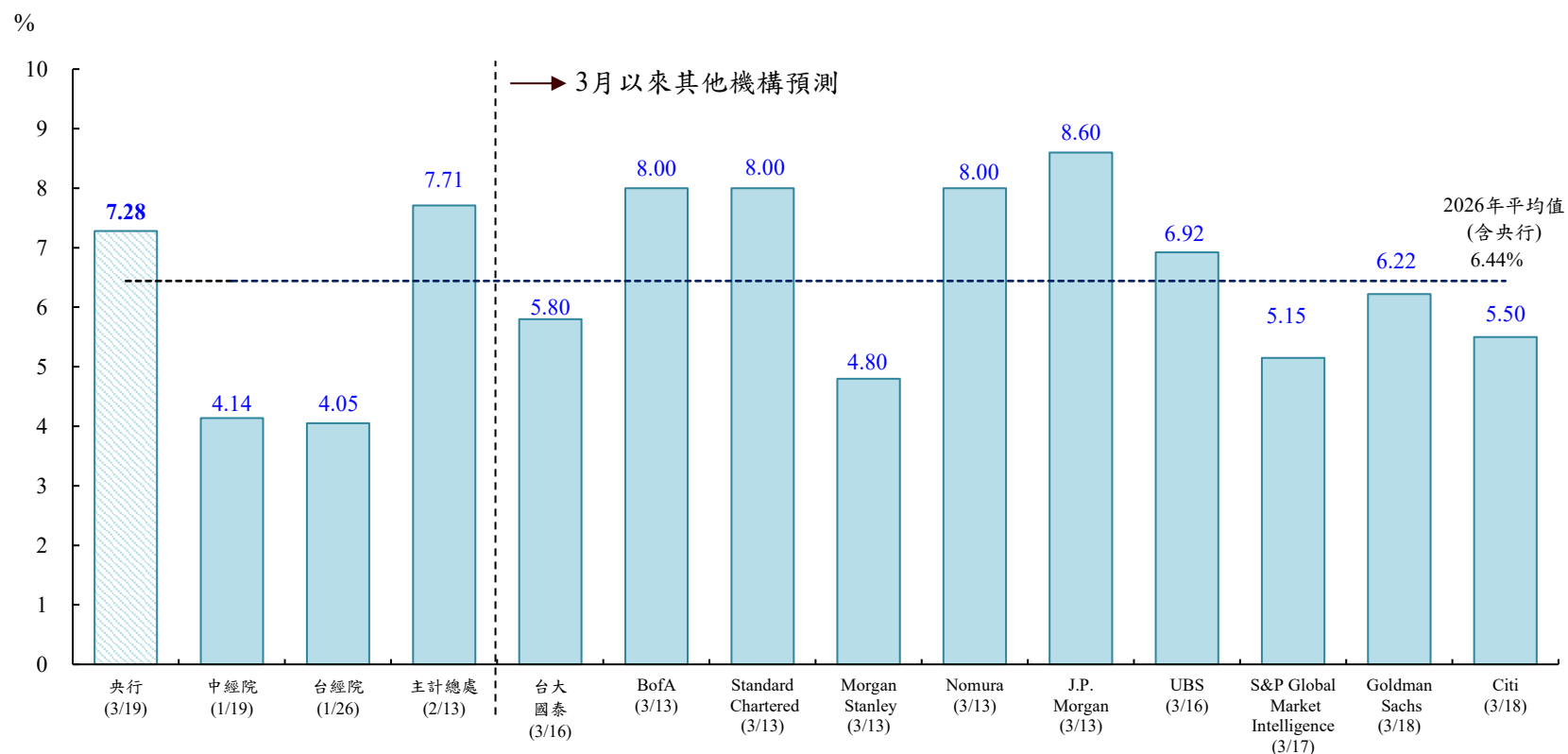
- **中東戰火增添全球通膨與經濟發展不確定性**：本年 2 月底美國與以色列對伊朗採取軍事行動，中東緊張情勢升溫。若戰事持續且延長，且荷姆茲海峽(Strait of Hormuz)運輸受阻，進而推升原油等能源價格，不利全球與台灣通膨穩定，並抑制經濟成長。
- **川普政府後續關稅政策措施，恐影響全球經貿運作**：川普政府在 IEEPA 法源失效後，改以《貿易法》122 條款做為法源基礎，惟此條款屬全面性加徵關稅，難以針對特定國家進行差異化安排，且與既有之雙邊貿易協定優惠承諾存在衝突，影響各國與美國之經貿協議的穩定性。此外，122 條款設有 150 天期限，美方日前依《貿易法》301 條款對包括台灣在內的主要貿易夥伴啟動調查⁸，可能作為後續與各國談判的籌碼；另亦可能搭配《貿易擴張法》232 條款針對個別產品展開調查，各國或將面臨更嚴峻的貿易環境，影響未來全球經貿運作。
- **主要經濟體央行貨幣政策走向牽動全球資金流向**：美國通膨與就業情勢走勢，以及 Fed 新任主席對美國貨幣政策立場將牽動未來降息路徑；歐元區通膨趨穩，經濟表現具韌性，惟外部不確定性升高，ECB 不預先承諾利率路徑；日本高市政府將採行大規模財政刺激措施，與傾向寬鬆貨幣政策，增添 BOJ 升息路徑的不確定性；中國人行則持續維持寬鬆貨幣政策，支持國內經濟。此外，國際油價未來變化，亦會影響主要國家貨幣政策動向；上述因素均將牽動未來國際資金流向，干擾全球股匯債市穩定。
- **AI 發展進程左右相關供應鏈營運狀況**：AI 算力基礎設施持續擴建，支撐半導體與伺服器供應鏈需求。若未來 AI 未能有效轉化為生產力與獲利，CSP 廠商可能下修資本支出，將影響台灣半導體與伺服器供應鏈出貨。另一方面，AI 投資熱潮使消費性關鍵零組件缺貨，推升電子終端產品售價，恐抑制消費，不利台灣相關供應鏈出口⁹。

⁸ 美國貿易代表署(USTR)本年 3 月 11 日宣布，將依《貿易法》301 條款對台灣、中國大陸、歐盟、日本、南韓、新加坡等 16 個貿易夥伴展開調查；3 月 12 日就強迫勞動議題，再對 60 個經濟體發動調查。詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、美國關稅政策發展對台灣經貿之影響」。

⁹ 國際數據資訊(IDC)預警記憶體供應緊缺與價格上漲，本年全球智慧型手機與 PC 出貨量將分別年減 12.9%、11.3%。

- **中國大陸產能過剩與產業內捲猶存，影響傳產貨品復甦力道**：中國大陸產能過剩與產業間內捲持續，引發外溢效應與加劇全球貿易緊張。與此同時，中國大陸經濟正面臨多重挑戰，包括消費者信心疲弱、青年失業率居高不下，以及房地產市場放緩，短期內難以改善，恐拖累未來台灣傳產貨品出口復甦力道與時程。
- (2) 考量中東戰事推升國際油價，對本年**台灣經濟成長**之衝擊尚屬**有限**；預期本年**AI 需求**續強勁帶動下，目前國內外主要機構對本年經濟**維持高度成長**看法未變，**預測值**介於 4.05%~8.60%，平均為 6.44% (圖 14)。

圖 14 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

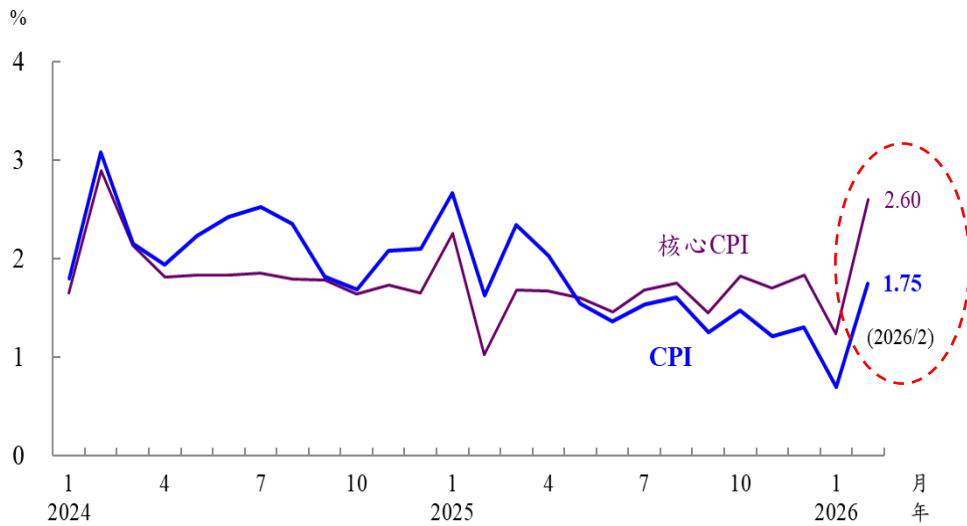


(三)本行上修本年 CPI 及核心 CPI 年增率預測值分別為 1.80%、1.75%

1. 當前通膨率平穩

- (1) **上(2025)年 CPI 年增率**由 2024 年之 2.18%**續降**為 **1.66%**，係 2021 年以來最低，且係 2022 年以來首度低於 2%；不含蔬果及能源之**核心 CPI 年增率**亦由 2024 年之 1.88%**續降**為 1.66%。
- (2) 受春節落點不同之比較基期因素影響，本年 1、2 月通膨率波動較大(圖 15)，1 至 2 月平均 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 1.23%、1.93%，顯示**當前通膨溫和**。
- (3) 本年 **1 至 2 月平均 CPI 年增率**為 **1.23%**，上漲主因：(1)金飾、珠寶等**個人隨身用品價格上漲**；(2)**餐飲業者反映食材、人事及租金等經營成本調漲價格，外食費價格上漲**；(3)**房租調高**；(4)業者調漲旅遊團費及旅宿價格，**娛樂服務價格上漲**(表 3)。

圖 15 台灣 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

表 3 本年 1 至 2 月台灣 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	1.23	1.23
個人隨身用品	19	17.36	0.35
外食費	106	2.94	0.32
房租	149	1.92	0.29
娛樂服務	65	2.64	0.17
肉類	22	4.60	0.11
交通工具零件及維修費	18	4.06	0.08
成衣	38	1.89	0.07
家庭管理費用	12	5.48	0.07
蛋類	3	19.23	0.06
電費	12	5.68	0.06
醫療費用	29	1.82	0.05
合計			1.63
水果	21	-11.99	-0.31
油料費	22	-7.62	-0.18
蔬菜	16	-9.14	-0.14
交通工具	41	-2.36	-0.11
通訊設備	7	-6.93	-0.04
合計			-0.78
其他			0.38

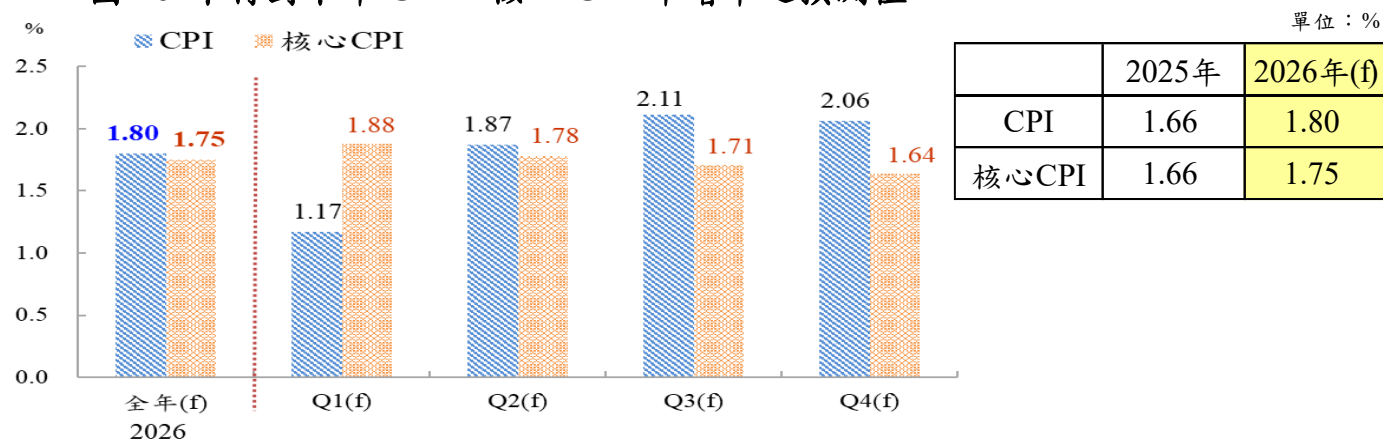
資料來源：主計總處

2. 本行上修本年台灣 CPI 與核心 CPI 年增率預測值至 1.80% 與 1.75%

(1) 近期中東戰事爆發，推升國際原油等能源價格，加以個人電腦等消費性電子商品生產成本大幅上升，業者面臨漲價壓力，本行將本年台灣 CPI 及核心 CPI 年增率預測值由上年 12 月預測之同為 1.63%，分別上修為 1.80%¹⁰、1.75%(圖 16)。

- 近期中東戰事干擾原油運輸，帶動國際油價走升；我國政府採供給面措施因應，包括：①持續落實「亞鄰最低價」調整上限與「油價平穩措施」之油價雙緩漲機制；搭配專案緩漲機制吸收至少 60% 售價漲幅；②關鍵原物料稅負減徵措施持續延長至本年 9 月底，並擴大汽柴油貨物稅減徵幅度至 50%¹¹，有助減輕國內通膨壓力。
- 本行持續密切關注該軍事衝突之發展對國際油價及台灣通膨之影響。
- 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 CPI、核心 CPI 年增率之預測值



資料來源：本行

¹⁰ 本行將本年國際原油價格全年均價預測值由上次理監事會議之每桶 58.3 美元上修至 85 美元，並考量政府啟動油價專案緩漲機制(吸收油價漲幅至少 60%)，加以油品貨物稅減徵幅度擴大至 50% 之影響。

¹¹ 包含進口黃豆、玉米及小麥免徵營業稅；小麥關稅全免；奶油、烘焙用奶粉、冷凍牛肉進口關稅稅率減半；水泥(卜特蘭一型)貨物稅減半；汽、柴油貨物稅減徵幅度分別由每公升降新台幣 2 元及 1.5 元，擴大為 3.415 元及 1.995 元。

(2) 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.50%至 1.91%，平均為 1.67%(圖 17)。

(3) 自上年起 Consensus Economics 每月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測平均值多在 1.5%至 1.6%(圖 18)，預期台灣通膨溫和且穩定。

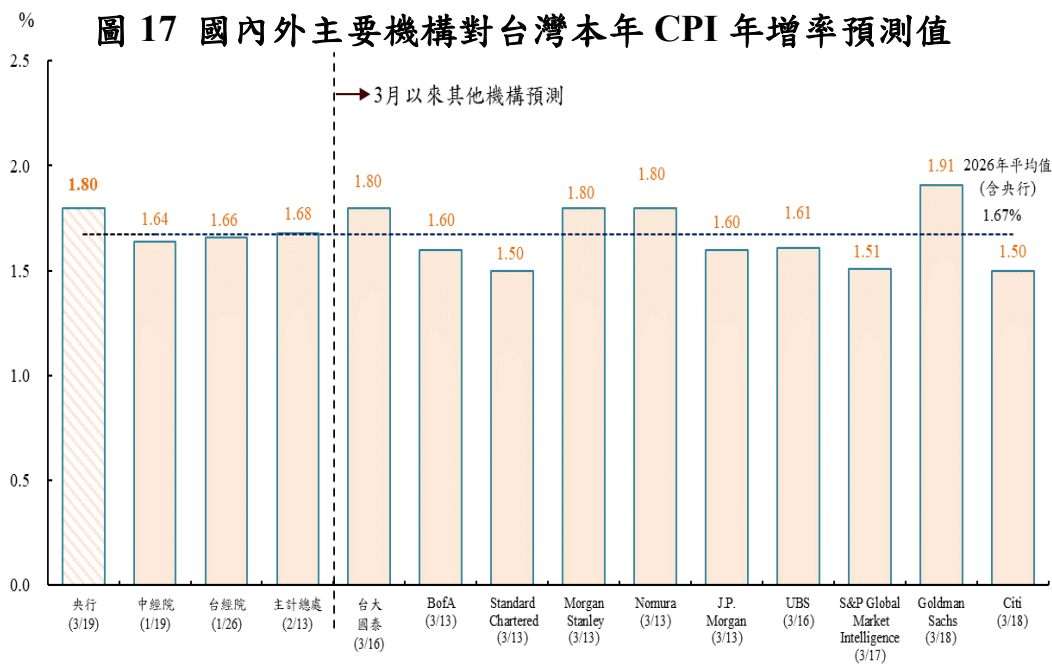
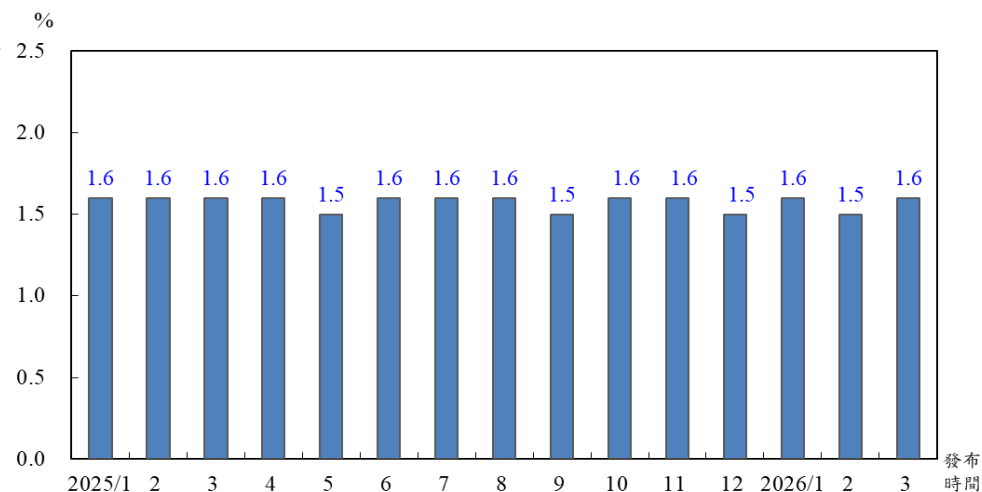


圖 18 近 20 家專業預測機構對台灣本年 CPI 通膨率之預測數平均



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

三、本行不動產選擇性信用管制實施成效與檢討

本行於 113 年 8 月請銀行自主管理不動產貸款總量目標，並於同年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施，相關措施實施以來，房市交易過熱現象降溫，民眾看漲房價預期心理趨緩，信用資源過度集中不動產貸款情形改善，並優先支應無自用住宅者購屋貸款及都更危老重建貸款等政策性貸款。本文就房市現況與展望、114 年第 4 季銀行自主管理不動產貸款總量目標執行情形與本行選擇性信用管制措施成效、其他外界關切議題及本行後續作法，以問答方式分述如下。

Q1：房市現況與展望為何？

Q2：114 年第 4 季銀行自主管理不動產貸款總量目標執行情形為何？

Q3：本行不動產選擇性信用管制措施成效為何？

Q4：近期銀行辦理換屋協處措施情形？

Q5：近期土方清運問題導致建商無法於限期內動工情形？

Q6：本行後續作法為何？

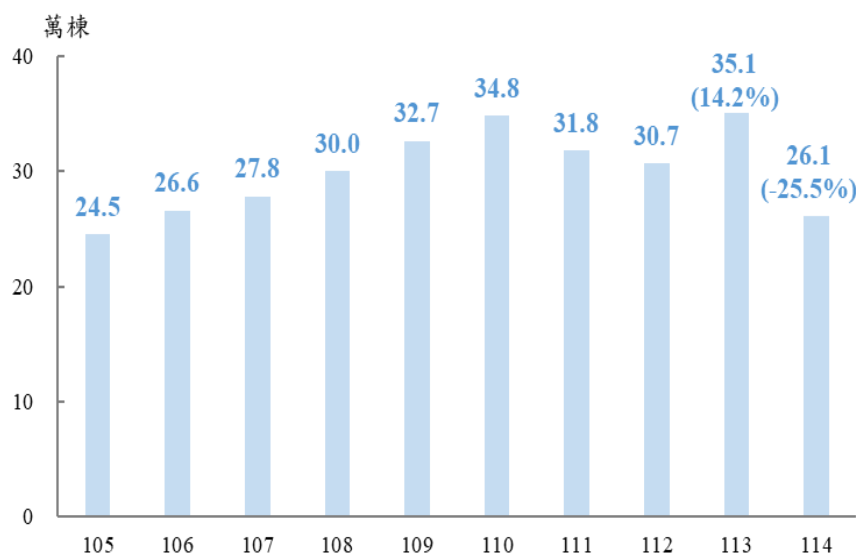
Q1：房市現況與展望為何？

A1：114年房市交易量縮價盤整，不動產業者對115年住宅市場展望保守，民眾多看跌房價。

(一) 114年房市交易量明顯縮減

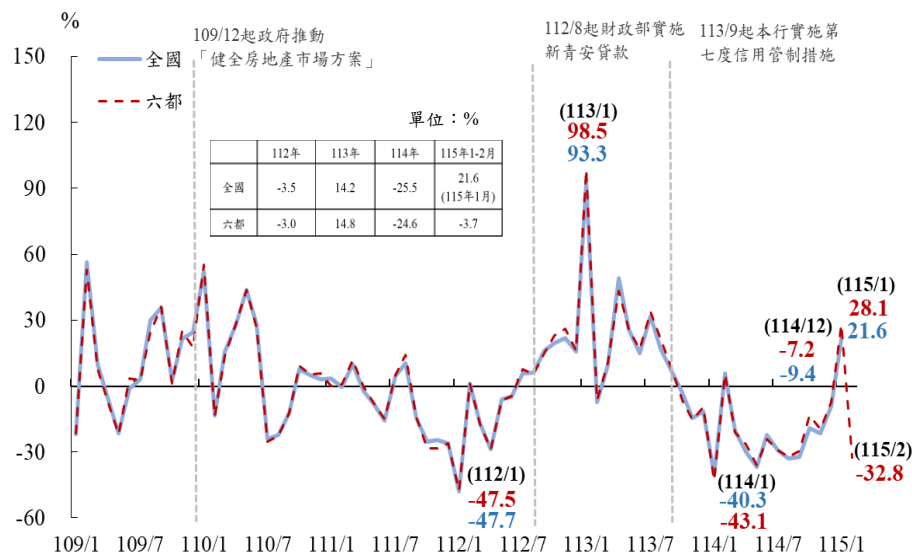
1. 隨本行賡續實施信用管制及銀行落實管理不動產貸款總量，投機買盤逐漸退場，114年**全國建物買賣移轉棟數降為26.1萬棟，年減25.5%**(圖1)，房市交易量明顯縮減。
2. 115年1至2月六都合計建物買賣移轉棟數續年減3.7%¹²，惟減幅縮小(圖2)。

圖1 全國建物買賣移轉棟數



註：()內之數據為年增率。
資料來源：內政部

圖2 全國及六都建物買賣移轉棟數年增率



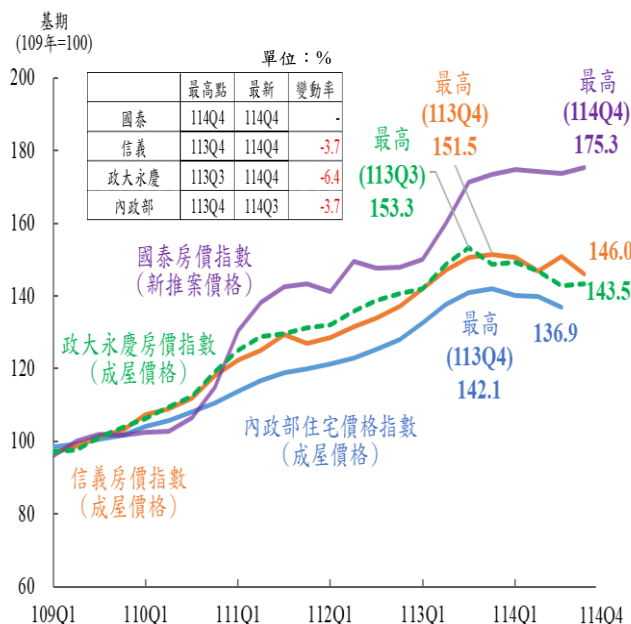
註：113年1月年增率明顯較高，係因建案完工交屋潮、農曆年前交屋旺季，以及基期112年1月逢農曆春節工作天數較少所致。
資料來源：內政部、六都地政局

¹² 115年1至2月六都建物買賣移轉棟數28,717棟，較114年1-2月29,824棟年減3.7%。

(二) 成屋價格自高點緩降；新推案價格漲幅亦趨緩，惟仍居高

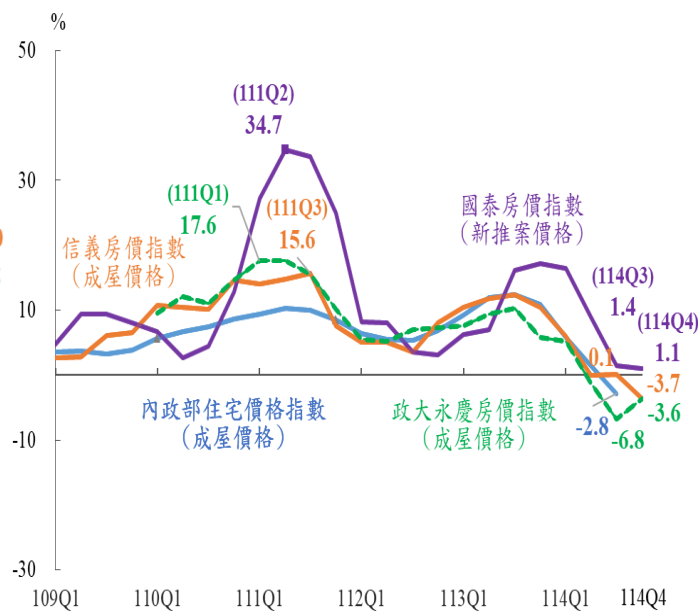
1. 在成屋價格方面，114年第3季內政部住宅價格指數及第4季信義、政大永慶房價指數，分別自其最高點減少3.7%、3.7%、6.4%(圖3)，以中南部都會區跌幅較大(表1)。114年第3季內政部住宅價格指數年減2.8%，第4季信義房價指數及政大永慶房價指數亦分別年減3.7%及3.6%(圖4)，顯示成屋價格有所鬆動。
2. 在新推案價格方面，114年第4季國泰之全國房價指數再創新高，惟年增率降至1.1%，連續4季縮小(圖4)；其中主要都會區中除新北市、新竹縣市較高點(113Q4、114Q1)下跌6.1%、1.7%外，其他地區均持續上升，續創新高(表1)，顯示新推案價格仍居高。

圖3 全國房價指數



註：各指數均轉換基期為109年=100。
資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

圖4 全國房價指數年增率



資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

表1 房價指數及變動幅度
(114年第4季與高點比較)

	成屋價格			新推案價格
	信義房價指數	政大永慶房價指數	內政部住宅價格指數	國泰房價指數
全國	146.0(-3.7%)	143.5(-6.4%)	136.9(-3.7%)	175.3(創新高)
新北市	142.9(-3.9%)	134.4(-4.6%)	133.9(-1.7%)	161.4(-6.1%)
台北市	131.1(-0.6%)	125.4(-5.4%)	122.2(-0.8%)	160.9(創新高)
桃園市	162.1(-4.0%)	152.0(-6.2%)	145.0(-2.8%)	180.4(創新高)
新竹縣市	199.5(-8.5%)	182.8(-6.8%)	-	209.2(-1.7%)
台中市	152.0(-6.8%)	141.8(-8.6%)	139.3(-6.1%)	193.1(創新高)
台南市	150.2(-13.0%)	149.6(-8.2%)	137.2(-3.2%)	180.9(創新高)
高雄市	150.8(-7.3%)	146.9(-8.9%)	138.7(-5.8%)	174.4(創新高)

註：1.各指數均轉換基期為109年=100。
2.()內之數據為114年第4季各地區房價指數相較其高點之變動幅度。
資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

(三) 109 年疫情以來，國內房價高漲，民眾購屋壓力沉重

1. 由於住宅為家庭重要資產與金融機構重要擔保品，房價如持續高漲，易加重民眾貸款負擔；一旦經濟金融情勢或房市景氣反轉，可能造成貸款違約風險，不利金融穩定，爰本行一向關注房價相關議題。
2. 自疫情以來(109Q1~114Q4)，台灣名目及實質房價漲幅均高於主要經濟體
 - (1) 就名目房價指數而言，主要經濟體累積漲幅以台灣信義房價指數之 **51.0%最大**，另內政部住宅價格指數漲幅(39.7%)亦僅低於美國(50.0%)、澳洲(47.0%)及新加坡(40.0%)(表 2)。
 - (2) 就實質房價指數而言，主要經濟體累積漲幅亦以台灣最大¹³(實質信義房價指數漲 34.9%、內政部住宅價格指數漲 25.3%)(表 2)。
3. 與主要國家相較，**114 年第 3 季台灣房價所得比達 9.7 倍**，與澳洲同居主要國家之冠，遠高於南韓(7.0 倍)、英國(5.6 倍)及美國(4.8 倍)；與主要國際城市相較，**台北市房價所得比達 15.0 倍**，亦居冠，高於香港(14.4 倍)、雪梨(13.8 倍)，並遠高於倫敦(9.1 倍)、首爾(8.3 倍)及紐約(7.4 倍)(表 3)，顯示我國民眾購屋負擔相對沉重。

表 2 主要經濟體 109Q1~114Q4 名目與實質房價指數之變動幅度

單位：%

經濟體	名目房價指數	實質房價指數
美國	50.0	19.1
紐西蘭	25.6	-0.6
英國	26.6	-1.4
澳洲	47.0	18.9
日本	29.1	15.8
台灣(信義房價指數)	51.0	34.9
台灣(內政部住宅價格指數)	39.7	25.3
香港	-23.8	-29.7
新加坡	40.0	19.5
南韓	16.9	-0.1

註：1.109Q1~114Q4 房價變動幅度係以 114Q4 與 108Q4 比較。

2.各國最新資料：台灣信義房價指數為 114Q4，其餘為 114Q3。

資料來源：國際房價指數係依據 BIS 之選定房價指數(以 2010 年為基期)

表 3 主要國家及城市之房價所得比

由大至小 排序	依國家別		由大至小 排序	依城市別	
	房價所得比 (倍數)	最新資料 時點		房價所得比 (倍數)	最新資料 時點
台灣	9.7	114Q3	台北市	15.0	114Q3
澳洲	9.7	113Q3	香港	14.4	113Q3
紐西蘭	7.7	113Q3	雪梨	13.8	113Q3
南韓	7.0	114Q1	倫敦	9.1	113Q3
英國	5.6	113Q3	多倫多	8.4	113Q3
美國	4.8	113Q3	首爾	8.3	114Q1
			奧克蘭	7.7	113Q3
			紐約	7.4	113Q3
			新加坡	4.2	113Q3

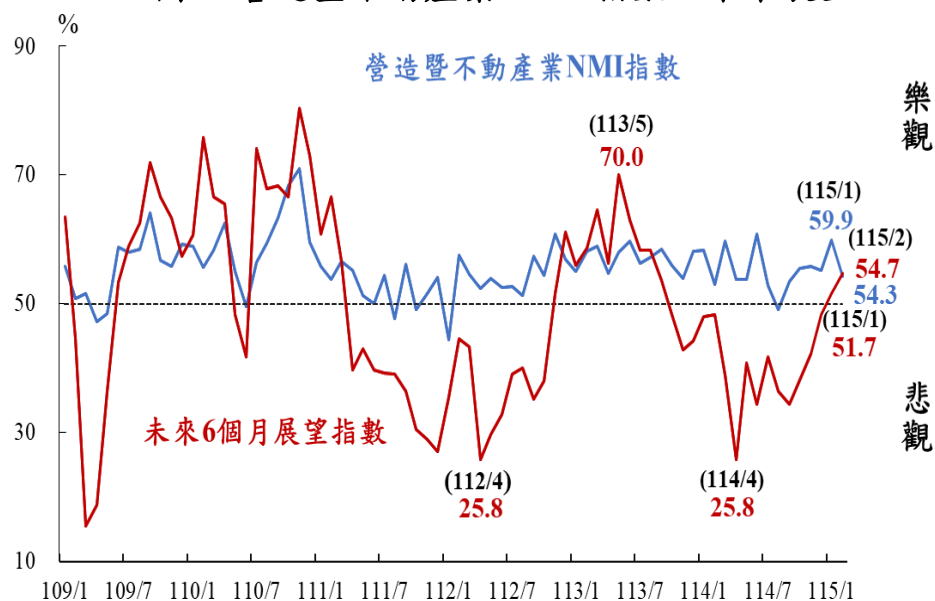
註：房價所得比係指中位數房屋總價相對於中位數家庭可支配所得之倍數。
資料來源：台灣與南韓係依內政部房價負擔能力統計，其他國際房價所得比係依據 Demographia International Housing Affordability (2025 版，最新為 2024 年第 3 季資料)

¹³ 111 至 112 年間全球物價高漲，經以 CPI 調整後之各國實質房價指數漲幅，均較名目房價指數漲幅縮小，台灣因物價相對平穩，致實質房價漲幅仍大。

(四) 不動產業者對 115 年住宅市場展望仍趨保守；民眾亦多看跌房價，且多數支持本行維持信用管制

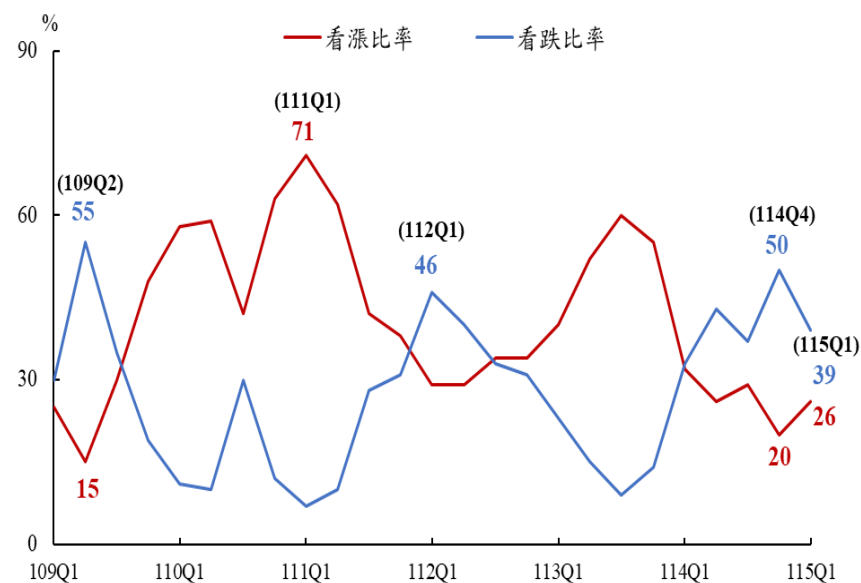
1. **115 年 2 月**營造暨不動產業之非製造業經理人(NMI)指數略降至 54.3%，惟受惠於半導體與物流等相關廠房設備需求，**未來 6 個月**展望指數續升至 **54.7%**(圖 5)，顯示不動產業者對未來景氣漸趨樂觀，惟**預期 115 年住宅、辦公及店面市場**整體表現仍相對保守¹⁴。
2. **115 年第 1 季**永慶房產網路調查，**消費者看跌房價比率**雖由 114 年第 4 季之 50%收斂至 **39%**，惟**仍高於看漲房價比率 26%**(圖 6)；另有 **68%**消費者支持本行持續實施**第 7 度信用管制措施**，顯示消費者多期望房市交易以自住需求為主。

圖 5 營造暨不動產業 NMI 指數及未來展望



註：營造暨不動產業之非製造業經理人指數係每月對受訪企業採購經理人進行調查；50%以上代表景氣擴張，50%以下代表景氣衰退。
資料來源：中華經濟研究院

圖 6 永慶房屋之消費者對房價看法調查



資料來源：永慶房產趨勢前瞻報告

¹⁴ 資料來源：115 年 1 月中華經濟研究院之台灣採購經理人指數發布記者會新聞稿。

Q2：114 年第 4 季銀行自主管理不動產貸款總量目標執行情形為何？

A2：114 年第 4 季 34 家本國銀行多落實執行達成其自訂目標。

- (一) 114 年第 4 季 34 家銀行¹⁵平均不動產貸款集中度實際值，較其自訂目標平均數下降 0.24 個百分點，主要係分子項「不動產貸款餘額」之「建築貸款餘額」較目標值平均數減少 4,094 億元，以及分母項「總放款餘額」之「其他放款(指非屬不動產貸款，主要為對企業放款)餘額」較目標值平均數增加 334 億元所致(表 4)。
- (二) 少數銀行未達成其自訂目標，主要係因承作無自用住宅者購屋及都更危老重建等政策性貸款，且該等銀行承作無自用住宅者購屋及都更危老重建等貸款之比重，均較 113 年 6 月(銀行自主管理不動產貸款總量目標之比較基期)上升，符合本行籲請銀行信用資源優先支應政策性貸款之意旨。
- (三) 114 年第 4 季底全體銀行¹⁶不動產貸款集中度緩降至 36.45%。

表 4 114 年第 4 季 34 家本國銀行自主管理不動產貸款總量執行情形

項目	實際值與銀行自訂目標值平均值比較變動數	單位
不動產貸款集中度	-0.24	百分點
1.總放款餘額(A=B+C)	-985	億元
2.不動產貸款餘額(B)	-1,319	億元
(1)購置住宅貸款餘額	2,789	億元
(2)建築貸款餘額	-4,094	億元
(3)房屋修繕貸款餘額	-14	億元
3.其他放款餘額(C)	334	億元

註：1.本表 34 家本國銀行未含 3 家網銀、輸銀及花旗(台灣)商業銀行，惟包括全國農業金庫。

2.其他放款係指銀行辦理政府放款、企業放款，以及個人理財周轉金貸款等。

資料來源：本行

¹⁵ 辦理不動產貸款前 34 大之本國銀行。

¹⁶ 包括本國銀行、外商銀行及大陸銀行在台分行。

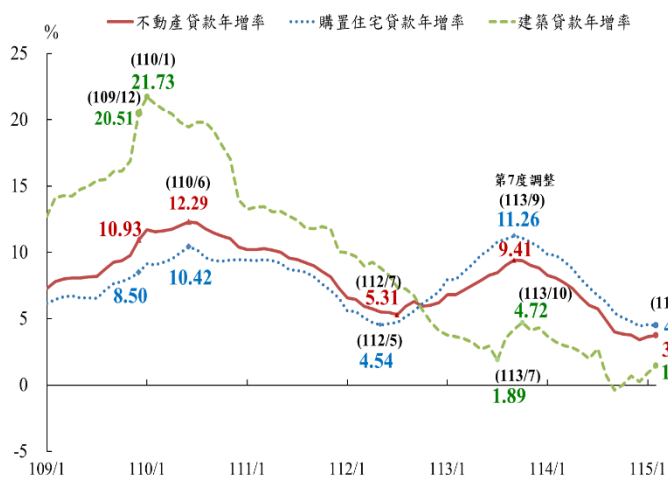
Q3：本行不動產選擇性信用管制措施成效為何？

A3：銀行信用資源集中不動產貸款情形持續改善，且優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等政策性貸款，不動產貸款逾放比率仍處低檔，相關授信風險控管尚屬良好。

(一) 115 年 2 月底銀行信用資源集中不動產貸款情形改善

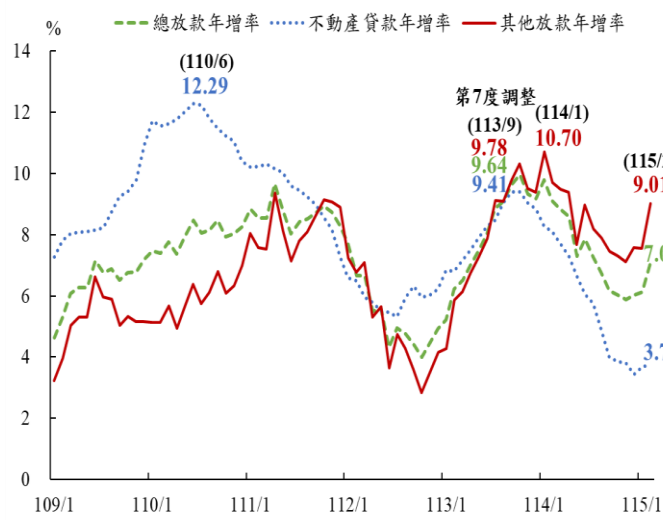
1. 115 年 2 月底全體銀行不動產貸款餘額、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額年增率亦分別由近期高點之 113 年 9 月底 9.41%、11.26%、10 月底 4.72%，降至 3.74%、4.49%、1.46%(圖 7)。
2. 114 年以來，因國內出口暢旺，支撐非不動產貸款之其他放款成長，115 年 2 月底全體銀行其他放款年增率 9.01%，高於總放款餘額與不動產貸款餘額之增幅 7.06%及 3.74%(圖 8)。
3. 115 年 2 月底全體銀行不動產貸款集中度由 113 年 6 月底(銀行自主管理不動產貸款總量目標比較基期)之 37.61%高點降至 35.96%(圖 9)，銀行信用資源集中不動產貸款情形改善。

圖 7 全體銀行不動產貸款餘額年增率



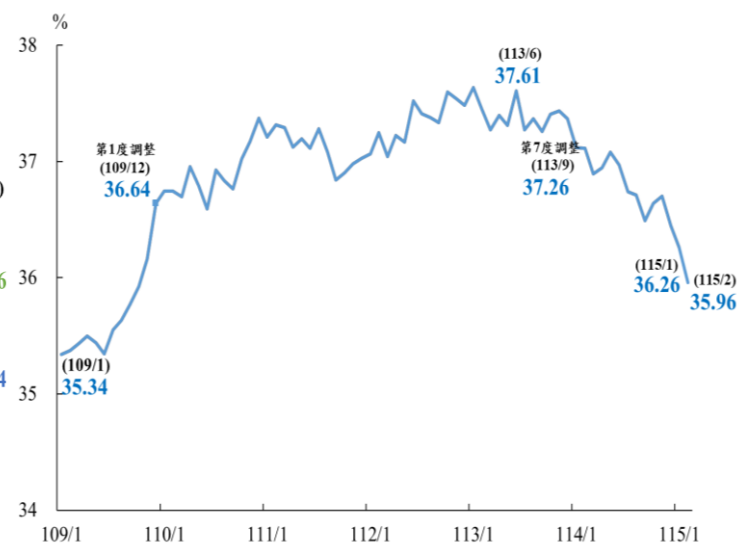
資料來源：本行

圖 8 全體銀行不動產貸款與總放款餘額年增率



註：其他放款係指總放款餘額扣除不動產貸款餘額部分。
資料來源：本行

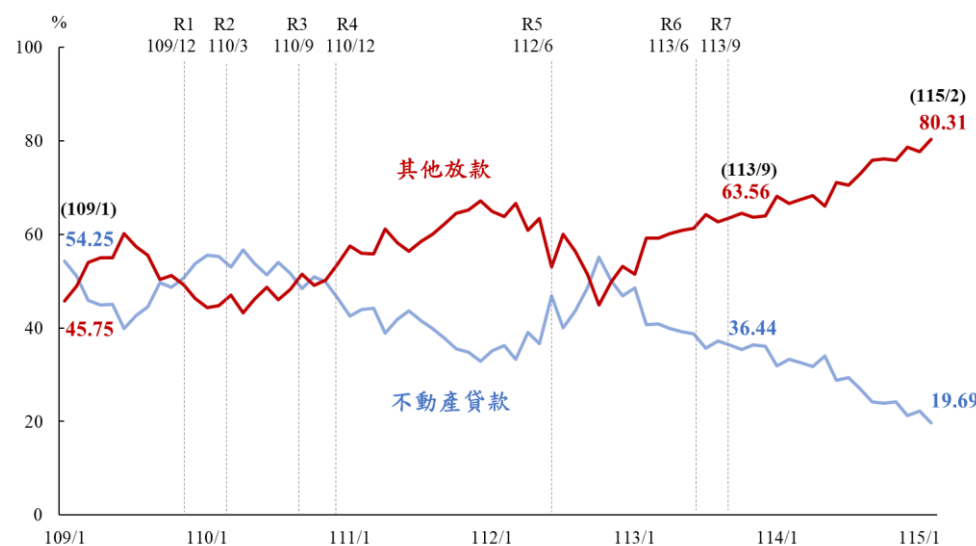
圖 9 全體銀行不動產貸款集中度



資料來源：本行

4. 本行第 7 度調整管制措施以來，其他放款對總放款之貢獻率明顯上升，不動產貸款對總放款之貢獻率則下降。
- (1) 114 年以來，銀行對其他放款成長相對高於不動產貸款成長，致其他放款成長對總放款成長之貢獻率¹⁷，由 113 年 9 月(本行第 7 度調整信用管制)之 63.56%，走升至 115 年 2 月底 80.31%；同期間，不動產貸款成長對總放款成長之貢獻率，則由 36.44%降至 19.69% (圖 10)，本行信用管制措施已具成效。
- (2) 鑑於不動產貸款集中度下降，主要是由其他放款成長所帶動，若其他放款成長趨緩，不動產貸款集中度仍有反轉之可能，爰本行除觀測不動產貸款集中度外，亦會持續以其他多元指標¹⁸觀察不動產市場狀況，審慎評估市場之後續發展。

圖 10 不動產貸款及其他放款對總放款之貢獻率



註：R1~7 為 109 年 12 月以來本行 7 度調整選擇性信用管制措施。

資料來源：本行

¹⁷ 其他放款對總放款之貢獻率係將總放款拆分為不動產貸款與其他放款，透過年增率與比重分別計算其貢獻率(化成百分率)；以 115 年 2 月為例，其他放款對總放款之貢獻率係以 115 年 2 月其他放款年增率與 114 年 2 月其他放款占總放款比重之乘積(5.67 個百分點)，除以 115 年 1 月總放款年增率(7.06 個百分點)而得。

¹⁸ 本行管制措施決策所參考之多元指標涵蓋不動產市場動向(如房市交易價量、住宅供需、市場預期等)、不動產貸款變動趨勢(如不動產貸款餘額年增率、不動產貸款逾放情形等)、金融機構執行本行信用管制情形及其他住宅相關政策(如新青安貸款)等面向。

(二) 本國銀行辦理受限貸款成數均合於規定，貸款利率已予差異化管理

1. 銀行辦理受限貸款成數均合於規定，相關**受限貸款項目之貸款成數均已明顯下降**(表 5)。
2. 貸款利率雖非本行管制項目，惟銀行落實風險定價原則，**貸款利率已進行差異化管理**，**平均貸款利率**由 113 年 8 月之 2.55%~2.88%**升至 115 年 2 月之 2.60%~3.30%**。

表 5 本國銀行辦理受限貸款情形

單位：%

受限貸款項目		規範前銀行成數 ¹ (主要 109/1~9 月)	規範後銀行成數 ²		本行規範 成數上限 (113/9/20 起)	
			(113/8) ³	(115/2)		
購置 住宅 貸款	公司法人	63.97	32.32	29.88	30	
	自然 人	第 1 戶	無資料	無資料	73.51	未規範
		第 2 戶	77.16	57.87	48.95	50
		第 3 戶以上	63.97	39.40	29.82	30
		高價住宅	71.00	38.58	28.45	30
購地貸款		69.19	48.32	49.81	50	
餘屋貸款		51.03	35.15	28.78	30	

註：1.「規範前」主要係本行 109 年 11 月邀請 14 家參與座談銀行所報送 109 年 1~9 月資料；自然人購置高價住宅貸款「規範前」係 101 年 6 月本行實施高價住宅貸款規範前銀行填報資料；自然人特定地區第 2 戶購屋貸款「規範前」係 112 年 1~5 月本行統計自然人特定地區第 2 戶購屋貸款成數資料。

2.「規範後」係本行統計 39 家本國銀行(含農業金庫)填報當月新撥款資料。

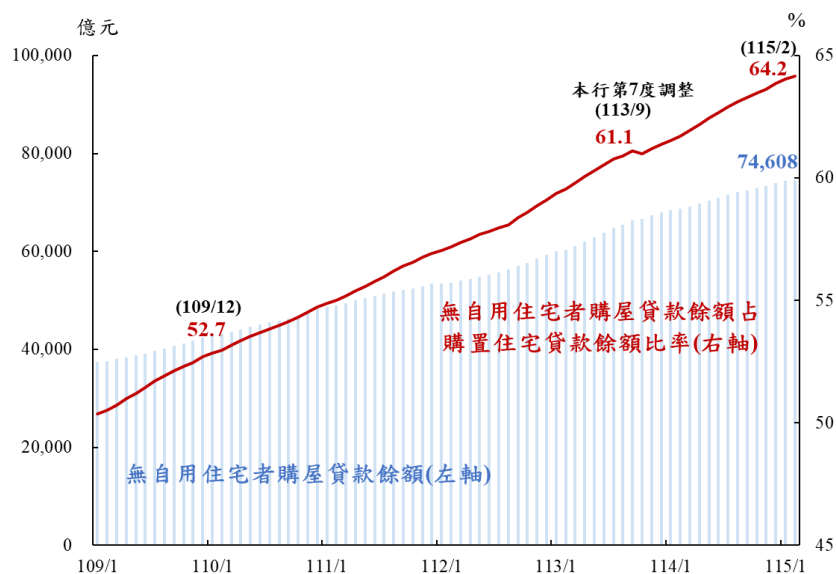
3.本行實施第 7 度管制措施前 1 個月資料。

資料來源：本行

(三) 銀行信用資源優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等配合政府政策之資金需求

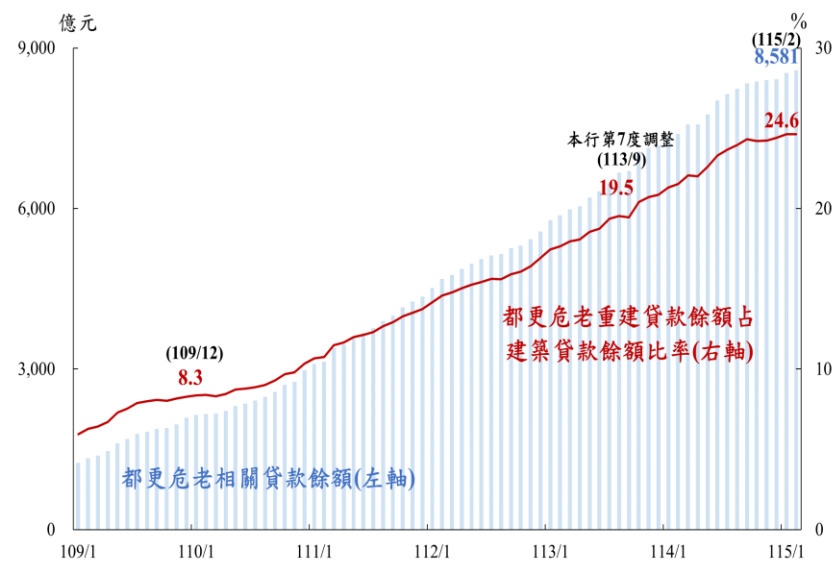
1. 115年2月底本國銀行辦理無自用住宅者購屋貸款餘額增至7兆4,608億元，占購置住宅貸款比率由109年12月底(本行實施第1度選擇性信用管制措施時點)之52.7%續升至64.2%(圖11)。
2. 115年2月底本國銀行辦理都更危老重建貸款餘額增至8,581億元，占建築貸款餘額比率則由109年12月底8.3%續升至24.6%(圖12)。

圖 11 本國銀行無自用住宅者購屋貸款餘額與占比



資料來源：金管會

圖 12 本國銀行都更危老重建貸款餘額與占比



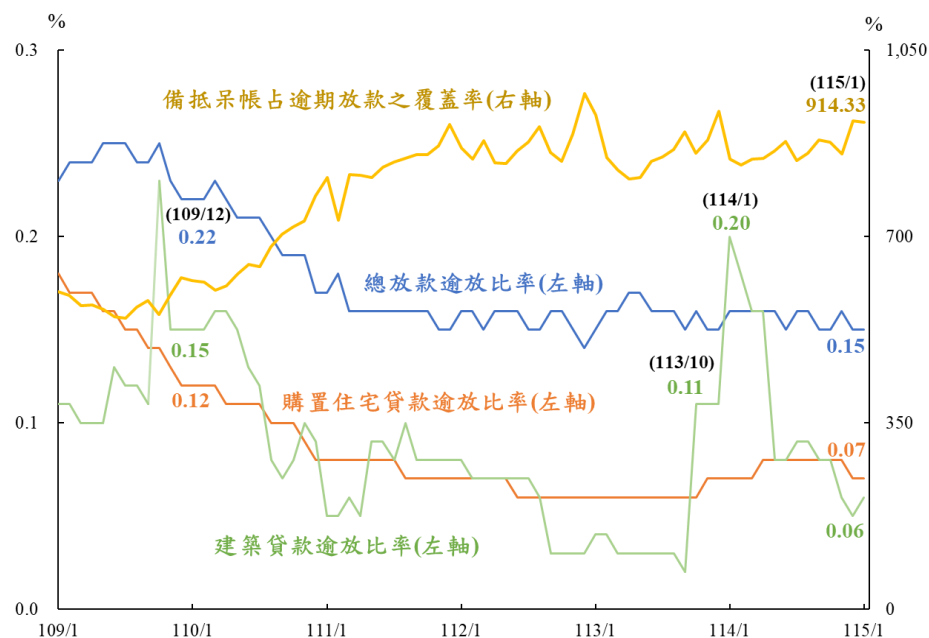
註：都更危老相關貸款為 AI395 授信業務申報資料表之本國銀行免計入銀行法第 72-2 條中符合都更或危老重建貸款合計餘額；建築貸款係指本行金融統計月報之全體銀行建築貸款餘額。

資料來源：金管會、本行

(四) 本國銀行不動產貸款逾放比率仍處低檔，相關授信風險控管尚屬良好

1. 115年1月底本國銀行建築貸款、購置住宅貸款逾放比率分別持穩於0.06%、0.07%，低於整體放款逾放比率之0.15%(圖13)，顯示本國銀行不動產相關授信風險控管尚屬良好。
2. 同年1月底本國銀行備抵呆帳占逾期放款之覆蓋率為914.33%(圖13)，備抵呆帳提列情形穩健。

圖13 本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率



註：113年10月及114年1月建築貸款逾放比率升至0.11%及0.20%，
係因個案貸款違約所致。

資料來源：金管會

Q4：近期銀行辦理換屋協處措施情形？

A4：自 114 年 9 月本行延長換屋協處措施售屋期間至 18 個月以來，銀行積極辦理換屋協處措施，切結換屋戶數持續增加，相對向本行陳情案件漸減。

(一) 自 114 年 9 月本行延長出售原有房屋期限至 18 個月以來，民眾向銀行申辦切結換屋戶數回增，由 114 年 9 月 61 戶增至 115 年 1 月 125 戶(圖 14，115 年 2 月降為 68 戶，則係因適逢農曆春節，工作天數較少所致)。

(二) 自 114 年 9 月本行延長出售原有房屋期限至 18 個月以來，由於銀行持續積極配合辦理換屋協處措施，民眾透過本行意見信箱陳情換屋相關案件有所減少，由 114 年 9 月 41 件降至 115 年 1 月 15 件(圖 15，115 年 2 月僅有 3 件，亦係工作天數較少所致)。

(三) 113 年 9 月(本行第 7 度調整信用管制)至 115 年 2 月民眾透過本行意見信箱陳情換屋相關案件累計 265 件(圖 15)，案件類型分析如次：

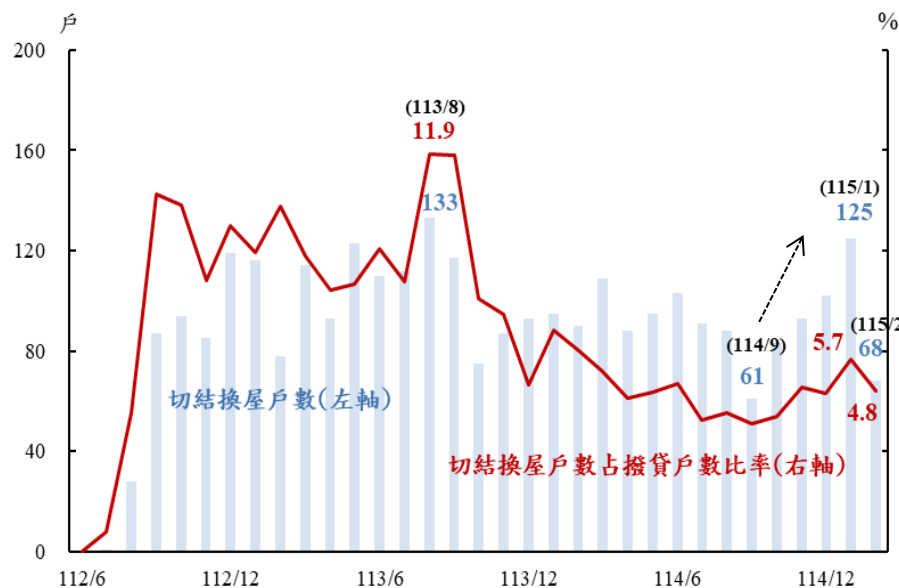
1. 銀行未辦理者計 49 件，主要係擔保品座落地點不佳、借款人不符授信 5P 原則及借款無實質換屋自住需求。
2. 貸款額度與利率問題計 58 件，主要係銀行依據授信 5P 原則，所核予之貸款條件不如借款人預期。
3. **無法完成切結事項計 158 件(占比 60%)為最多**。其中因房市交易降溫，房屋銷售速度趨緩，借款人評估可能無法於 1 年內出售原有房屋者，**本行均已妥處**如下，爰該類案件逐月減少：

(1) **113 年 9 月 20 日起錄案者，換屋期限由 1 年延長為 18 個月。**

(2) **113 年 9 月 20 日前錄案者，如承貸銀行查證已有掛售原屋之事實且尚未執行不利違約事項，得與承貸銀行協議延長為 18 個月。**

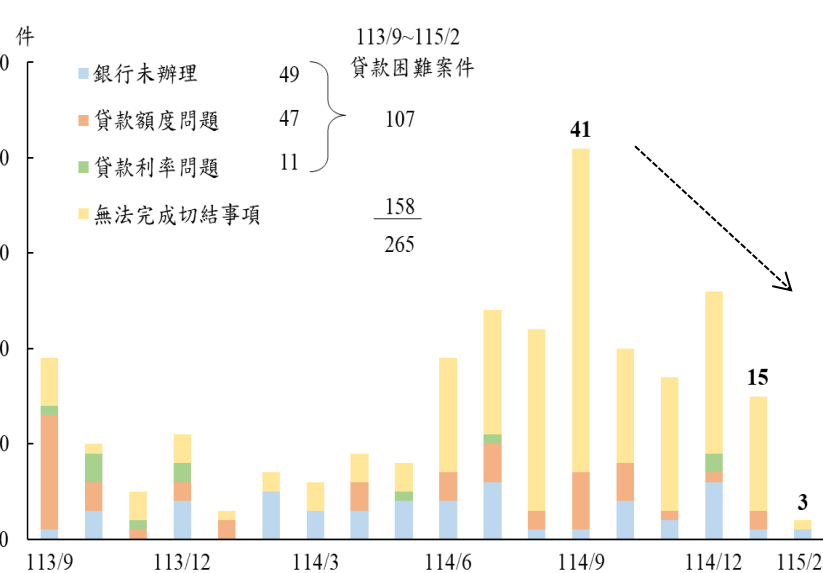
(四) 本行另調查放款市占率前 20 大本國銀行辦理換屋協處措施案件，多數借款人出售原有房屋時間介於 1 至 12 個月間，爰本行延長出售原有房屋期限為 18 個月，尚足以回應換屋民眾之需求。

圖 14 銀行辦理受限貸款與切結換屋案件



資料來源：本行

圖 15 本行有關換屋議題之陳情案件數 (113/9/20~115/2/28)



資料來源：本行

Q5：近期土方清運問題導致建商無法於限期內動工情形？

A5：營建剩餘土方清運問題導致建商無法於限期內動工情形，目前尚屬個案，由銀行個案評估依規處理。

- (一) 本行購地貸款規範借款人須於「一定期間」內動工興建，該期間最長以 18 個月為原則，係 111 年 1 月與本國銀行開會取得之共識，實施迄今，銀行均表示相關規範尚屬合理。
- (二) 本行洽多家銀行瞭解土方問題¹⁹，多數銀行表示對已動工建案並無影響；至於未動工建案，其客戶多為財務健全或大型建商，較無因土方問題致無法如期動工之情形，且內政部已積極處理中。
- (三) 鑑於目前土方問題致無法如期動工案件數有限，爰回歸由各銀行依個案實際情況核實認定，倘因土方問題致無法如期動工確屬「不可歸責借款人因素」，借款人得與銀行協議合理之動工期限，處理原則如下：
1. 借款人提出有效證明文件，由銀行核實認定。
 2. 銀行將個案風險控管納入考量。
 3. 目前高雄地區有個案發生，相關承貸銀行以「不可歸責借款人因素」延長動工期限 6 個月，可提供參考。

¹⁹ 115 年 1 月起內政部國土管理署實施「營建剩餘土石方全流向管理政策」，要求土石方清運車輛安裝定位系統，以電子取代原有紙本聯單申報方式，以遏止不肖業者虛偽申報土石方數量等違規情事，並強化土資場分類加工後之土石方至最終去處的流向管理。

Q6：本行後續作法為何？

A6：自 115 年起，不動產貸款總量回歸各銀行內部控管，本行函請各銀行按月報送不動產貸款相關資料，並仍持續辦理專案金檢，督促銀行改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。據 115 年 2 月銀行報送資料，全體銀行平均不動產貸款集中度降至 35.96%，顯示不動產貸款總量雖回歸各銀行內部控管，銀行仍持續改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。

(一) 自 115 年起，不動產貸款總量回歸各銀行內部控管，係因本行信用管制措施成效逐漸顯現

本行於 113 年 8 月請銀行自主管理不動產貸款總量目標，並於同年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施，相關措施實施以來，**成效持續顯現**：1.改善信用資源過度集中不動產貸款情形；2.引導信用資源優先支應政策性貸款(如無自用住宅者購屋貸款及都更危老重建貸款等)之資金需求；3.降低民眾看漲房價預期心理，以促進金融穩定與健全銀行業務。

(二) 為持續改善銀行信用資源之配置，並瞭解本國銀行辦理不動產貸款情形，**本行後續作法**如下：

1. **本行總裁**已於 114 年 12 月底**分別致函 34 家銀行董事長**，籲請其自 115 年起加強注意不動產貸款總量之內部控管，妥適調整信用資源配置不動產貸款之情形。
2. 本行業務局並**函請各銀行²⁰按月報送不動產貸款相關資料**，以供檢視，並請各銀行確實依授信 5P 原則，審慎承作不動產貸款業務；此外，各銀行須加強查核周轉金及其他貸款之資金用途與流向，以免發生規避本行規範之情事。
3. 本行仍將**持續辦理專案金檢**，以督促銀行落實法規遵循。

²⁰ 銀行不動產貸款辦理情形自 113 年 12 月起係由 34 家本國銀行按季申報，115 年 1 月起改由 38 家本國銀行(新增將來銀行、連線銀行、樂天銀行及花旗(台灣)銀行；不含輸銀)按月申報。

(三) 依據銀行報送 115 年 2 月底資料統計，全體銀行平均不動產貸款集中度實際值 35.96%，較 114 年 12 月底下降 0.49 個百分點，顯示不動產貸款總量雖回歸各銀行內部控管，銀行仍持續改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。

(四) 本行將密切關注未來房市動向、銀行辦理不動產貸款情勢、本行信用管制成效，以及新青安貸款屆期調整方案之影響，並滾動檢討相關措施內容，以促進金融穩定、健全銀行業務及兼顧民眾申貸購屋自住需求。

四、美國關稅政策發展對台灣經貿之影響

美國川普總統期透過關稅政策，縮減貿易逆差，並推動製造業回流，其第 1 任期(川普 1.0)加徵關稅對象以中國大陸為主，惟美國整體商品貿易入超仍持續擴大，部分中國大陸商品轉移至其他國家生產後再出口美國，形成所謂的破口，關稅政策效果未盡全功；2025 年川普二度就任總統(川普 2.0)，強化其關稅政策力道，援引《國際緊急經濟權力法》(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA)對全球加徵對等關稅(reciprocal tariff)。惟本(2026)年 2 月 20 日美國最高法院裁定川普政府援引 IEEPA 加徵關稅措施逾越法律授權，川普政府迅速改採《貿易法》第 122 條款全面加徵暫時性關稅，並強化 301、232 條款對各國貿易調查等替代性法律途徑。在美國重新調整關稅政策架構之際，其政策方向將進一步影響各國貿易及投資布局。面對新情勢變化，我國政府將在台美對等貿易協定(Agreement on Reciprocal Trade, ART)與台美投資合作備忘錄(簡稱台美投資 MOU)的基礎上，爭取在美方後續關稅政策調整中，確保台灣產業的相對優勢及最佳待遇。

在美國關稅政策的不確定性下，台商靈活應對全球經貿情勢，適時動態調整全球布局，加深與其他經濟體之跨國資源整合與運用，持續創造台灣經濟穩健發展的動能。隨美中爭端、全球供應鏈重組及美國積極推動在地供應鏈發展，台商從早期的成本及效率導向，轉向多元化布局、提高供應鏈韌性，經貿布局從「西進」轉向「新南向」與「東進」，2023、2024 年美國成為台灣最大對外直接投資地，近期復因 AI 等新興科技需求熱絡，2025 年美國亦再度成為台灣最大的出口市場。

由於台灣與美國投資及貿易往來益加密切，且隨美國強化關稅、產業及匯率政策之整合運用，台灣尤須關注其經貿政策動向。本文擬以問答方式說明美國最新關稅政策，分析其對台灣經濟的影響，以及台商在美國關稅政策變局下，西進、新南向及東進的發展。分述 7 個問題如下：

Q1：川普 1.0 與川普 2.0 的關稅政策為何？

Q2：2025 年初，美國政府援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)對各國加徵關稅，近期則改按《貿易法》第 122 條款延續其關稅政策的緣由為何？

Q3：美國改按《貿易法》第 122 條款對全球加徵暫時性關稅，對台灣及主要貿易對手之影響？

Q4：美國改按《貿易法》第 122 條款，台灣主要產品輸美關稅稅率的變化為何？相較主要競爭對手是否具優勢？

Q5：關稅是否仍為美國當局對外談判主要工具？有那些不確定性？

Q6：美國關稅政策變局下，台商如何調整全球布局？其對台灣貿易及投資的影響為何？

Q7：因應當前美國關稅變局，我國應特別關注的重點為何？

Q1：川普 1.0 與川普 2.0 的關稅政策為何？

A1：川普 1.0 時期之關稅政策針對中國大陸，2.0 時期轉向對全球普遍加徵關稅之策略；川普政府持續透過關稅措施與談判手段，引領各國投資美國，復興美國本土製造業，並促進經濟成長。

(一) **川普 1.0 時期**，美國主要**針對中國大陸加徵關稅**(表 1)，惟美國整體商品貿易入超仍持續擴大，部分中國大陸商品轉移至其他國家生產後再出口美國，形成所謂的**破口**，關稅政策效果未盡全功。

(二) **川普 2.0 以來**，持續**對全球強化關稅政策力道**外，**續採雙邊談判策略**，促使投資回流美國，目標**提振本土製造**，並促進經濟成長。

表 1 川普 1.0 與 2.0 的重要關稅政策

	針對商品或國家	重要內容
川普 1.0 時期(2018 年~2021 年)		
2018 年 1 月援引 201 條款	全球洗衣機、太陽能板	加徵最高 30%關稅，保護美國國內製造業
2018 年 3 月援引 232 條款	全球鋼鐵、鋁材	鋼鐵加徵 25%、鋁材 10%(部分國家豁免)
2018 年 7 月起援引 301 條款	中國大陸	公布四波清單，針對約 3,700 億美元商品加徵最高 25%關稅
川普 2.0 時期(2025 年迄今)		
2025 年 1 月總統備忘錄	全球	川普總統就職當日簽署「 美國優先貿易政策 」，下令美國貿易代表署 (United States Trade Representative, USTR)重新審查所有 不公平貿易行為
2025 年 2 月援引 IEEPA 《國際緊急經濟權力法》	中國大陸、墨西哥、加拿大	為處理 芬太尼與邊境安全 ，簽署行政命令對中國大陸加徵 10%，墨西哥、加拿大加徵 25%關稅
2025 年 3 月援引 232 條款	鋼鐵、鋁材	鋼鐵、鋁材關稅由川普 1.0 時代的 25%統一調升至 50%
2025 年 4 月援引 IEEPA	全球	實施 對等關稅* ，對全球普遍加徵 10%基礎關稅，另針對個別國家再加徵 11%~50%不同稅率
2025 年 4 月援引 301 條款	中國大陸	對中國大陸加徵關稅調升至 20%，後再疊加最高逾 100%
2025 年 11 月貿易協定	中國大陸	美中達成暫時協定，加徵關稅暫時由最高點降至 30%，換取中國大陸採購美國農產品
2026 年 2 月援引 122 條款	全球	美國最高法院裁定川普政府援引 IEEPA 之關稅措施逾越法律授權，嗣後川普政府迅速改採 122 條款對全球加徵 10%暫時性關稅
2026 年 3 月援引 301 條款	16 個經濟體 60 個經濟體	針對 16 個經濟體調查製造品產能過剩問題 針對 60 個經濟體調查不公平勞動標準與強迫勞動問題

註：*美國對等關稅延後至 2025 年 8 月 7 日生效。

資料來源：央行整理

Q2：2025 年初，美國政府援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)對各國加徵關稅，近期則改按《貿易法》第 122 條款延續其關稅政策的緣由為何？

A2：本年 2 月 20 日美國最高法院裁定川普政府援引 IEEPA 之關稅措施逾越法律授權；而《貿易法》第 122 條款允許總統在美國面臨國際收支危機時，直接宣布關稅措施，無須事先調查，故成為 IEEPA 關稅失效後，快速替代的方案，可立即延續川普政府的關稅政策。

(一)2025 年初，川普總統援引 IEEPA 宣布對各國加徵關稅，期降低美國巨額貿易逆差、提高國家安全，並作為對全球同步施壓及談判的即時籌碼。

1. 2025 年川普總統就任之初，認為**非法毒品湧入**已造成**美國公共衛生危機**，且**龐大且持續的貿易逆差**已導致**美國製造業基礎空洞化**，並破壞美國關鍵供應鏈，對美國構成異常威脅，故援引 IEEPA，宣布進入「國家緊急狀態」，對各國加徵關稅¹。
2. **IEEPA 無須事先調查，無實施期限²**，且能**繞過國會³**，**政策空間大**，並作為對全球同步施壓及談判的**即時籌碼**。

(二)本年 2 月 20 日美國最高法院裁定⁴川普政府援引 IEEPA 之關稅措施逾越法律授權。

1. 美國最高法院判決書指出，依據美國憲法三權分立原則，**課稅權係國會專屬**權限。
2. **IEEPA 未授權總統課徵關稅**。

(三)在 IEEPA 關稅失效後，本年 2 月 20 日川普政府迅速改按 1974 年《貿易法》第 122 條款，延續其關稅政策。

1. **第 122 條款**允許總統在美國面臨國際收支危機時，直接宣布關稅措施，**無須事先調查**，為**快速替代**的方案。
2. 本年 2 月 20 日川普政府以美國**貿易及經常帳長期巨額逆差**，國際投資部位存在**龐大淨負債**，加劇面臨基本的國際支付問題為由，改按《貿易法》第 122 條款對全球加徵關稅。
3. 惟 122 條款關稅**為期 150 天**，**超過 150 天須獲國會同意**。

¹ 包含芬太尼關稅及 2025 年 4 月 2 日宣布(2025 年 8 月 7 日生效)之對等關稅措施。

² 國家緊急狀態及其伴隨的懲罰措施在法律上有預設 1 年的期限，惟實務上總統每年持續展延緊急狀態已成常態。如 1979 年因伊朗人質危機之緊急狀態仍持續有效。

³ 惟總統依據 IEEPA 宣布全國緊急狀態，須立即向國會提交報告；在行使該法授予的任何權力前，須「在每一個可能情況下」先與國會進行協商；並定期提交報告。

⁴ 整理自 Learning Resources, Inc. v. Trump, No. 24-1287, Slip Op. (2026/2/20)。

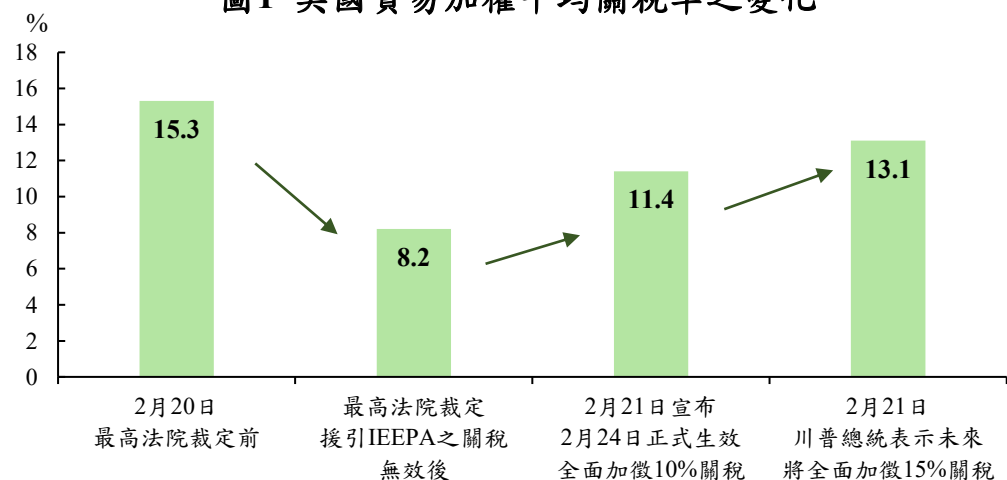
Q3：美國改按《貿易法》第 122 條款對全球加徵暫時性關稅，對台灣及主要貿易對手之影響？

A3：調整後之美國平均進口關稅稅率下降，中國大陸、印度及東協為主要受益者，台灣傳產貨品輸美關稅亦下調。

(一)本年 2 月 24 日起，美國依據《貿易法》第 122 條款對進口品全面加徵 10%暫時性關稅⁵，川普總統表示將提高該稅率至 15%⁶，目前尚未正式公告，故稅率仍維持 10%。

1. 根據 Global Trade Alert 估算，美國全面加徵 10%關稅，將使其貿易加權平均關稅稅率由最高法院裁定前之 15.3%，下降 3.9 個百分點至 11.4%(圖 1)。
2. 2 月 21 日川普總統表示，加徵關稅稅率將升至 15%，此將使加權平均關稅稅率由最高法院裁定前之 15.3%，小幅下降 2.2 個百分點至 13.1%(圖 1)。

圖1 美國貿易加權平均關稅率之變化



資料來源：“Section 122 in Effect: What the US Tariff Regime Looks Like Now,” *Global Trade Alert*, February 21 2026.

⁵ 美國對進口品全面加徵暫時性關稅，排除部分對象與例外，如已適用第 232 條款(針對鋼鐵、鋁、銅、木材、汽車等)加徵關稅範圍內的產品，免再加徵；《美墨加協定》免稅進口的商品維持免稅；《美國與中美洲及多明尼加共和國自由貿易協定》免稅進口的紡織品與服裝維持免稅；另有部分產品獲准列於例外清單，包含關鍵物資(醫藥、藥品成分、關鍵醫療器材)、能源類(原油、能源相關產品、電力)、關鍵礦產(銅、用於貨幣與金塊的金屬、特定戰略性礦產)、部分半導體、伺服器零組件與科技產品零組件。

⁶ 本年 2 月 21 日川普於社群媒體表示該稅率將由 10%提高至 15%，惟截至 3 月 18 日，美國政府尚未正式公告提高稅率，此稅率仍維持 10%。

(二)新制下，台灣輸美平均關稅稅率下降，且低於主要國家，具相對優勢。

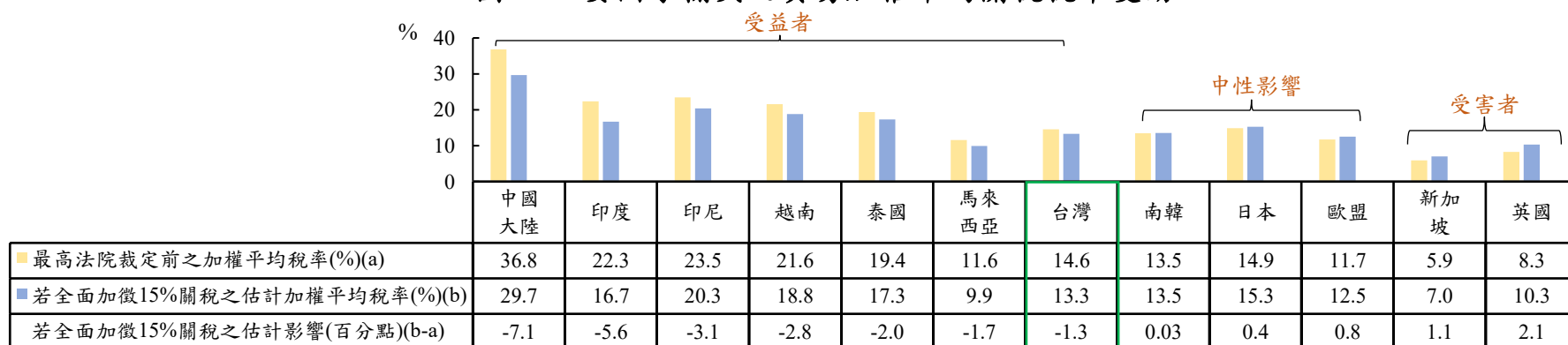
1. 根據 Global Trade Alert 估計，中國大陸、印度、東協及台灣為美國新關稅政策**受益者**；英國、新加坡等為受害者；韓、日、歐則**相對中性**(表 2、圖 2)。
2. 台灣輸美之貿易加權平均關稅率，將由 14.6%**下降 1.3 個百分點**至 13.3%；且新制下之 13.3%稅率**低於主要國家**，僅高於歐盟(12.5%)、英國(10.3%)、馬來西亞(9.9%)及新加坡(7.0%)，主因約 **76%輸美產品屬 232 條款範圍**，可望符合豁免條件適用 0%。

表 2 美國關稅新制下，主要國家之關稅稅率變化

關稅稅率	國家/地區	援引 IEEPA 關稅措施期間的名目關稅稅率	關稅新制貿易加權平均關稅稅率變化(以加徵 15%估計)
降幅較大 (較大受益者)	中國大陸	● 中國大陸輸美的名目關稅稅率最高，包括 301 條款加徵 25%、芬太尼加徵 10%、對等關稅加徵 10%，疊加累計達 45%	● 中國大陸輸美之貿易加權平均關稅稅率降低 7.1 個百分點 ● 若美方啟動 301 條款調查，中國大陸輸美關稅稅率恐 回升至接近 IEEPA 的關稅水準
降幅較小 (受益者)	印度、印尼、越南、泰國、馬來西亞、台灣	● 與美議定後，印度及東協之對等關稅稅率約加徵 32%~18% ● 台灣對等關稅稅率為 20%	● 印度及東協輸美貿易加權平均關稅稅率降低 5.6~1.7 個百分點 ● 台灣輸美貿易加權平均關稅稅率 降低約 1.3 個百分點
變化不大 (中性影響)	南韓、日本、歐盟	● 與美簽署協定，對等關稅稅率最高 15%	● 韓、日、歐輸美貿易加權平均關稅稅率分別上升 0.03、0.4、0.8 個百分點，影響有限
升幅較大 (受害者)	新加坡、英國	● 因對美貿易逆差或有雙邊協議享有優惠關稅稅率加徵 10%	● 新加坡、英國輸美貿易加權平均關稅稅率分別上升 1.1、2.1 個百分點，原有雙邊協議優惠可能失效

資料來源：Goldman Sachs、Morgan Stanley

圖 2 主要國家輸美之貿易加權平均關稅稅率變動



註：根據台美對等貿易協定(ART)成果，行政院估算我國輸美平均關稅稅率為**12.33%**。

資料來源：Global Trade Alert

Q4：美國改按《貿易法》第 122 條款，台灣主要產品輸美關稅稅率的變化為何？相較主要競爭對手是否具優勢？

A4：多數傳產貨品輸美關稅下降，且與主要競爭對手輸美關稅稅率相較，差距縮小，可望提升競爭力。

(一)美國對台灣對等關稅談判的演變



(二)美國改按 122 條款，加徵關稅稅率由 20% 降至 10%，惟川普總統表示要升至 15%，台灣傳產貨品輸美關稅下降。

1. 本年 2 月 12 日台美雙方簽署 ART，惟尚未實施；採 122 條款後，加徵關稅稅率由 20% 降至 10% 或 15% (表 3)。
 2. 多數傳產貨品原被加徵對等關稅 20%，122 條款加徵 10% 或 15%，下降 10 或 5 個百分點。
- 惟 122 條款須疊加 MFN，若 122 條款加徵稅率 15%，則條件劣於 ART 之稅率(15%不疊加)；目前加徵稅率為 10%，除自行車及紡織品外，多數主要傳產貨品之關稅稅率低於 ART 之稅率。

表 3 台灣主要傳產貨品輸美對等關稅稅率之變化

單位：%

產品別	援引 IEEPA 之對等關稅(暫時性) MFN+20%(有疊加) (2025/8/7~2026/2/23)	台美對等貿易協定(ART)* 15%(不疊加) (2026/2/12 簽署, 尚未實施)	依據 122 條款 MFN+附加關稅(有疊加) (2026/2/24~2026/7/24)	
			加徵稅率 10% (已生效)	加徵稅率 15% (尚未實施)
工具機	24.0	15	14.0	19.0
機械	21.5		11.5	16.5
自行車	25.6		15.6	20.6
手工具	23.3		13.3	18.3
水五金	22.6		12.6	17.6
塑膠製品	24.6		14.6	19.6
紡織品	28.7		18.7	23.7
醫療器材	22.5		12.5	17.5

註：*ART 爭取到共計 2,072 項、出口額約 99 億美元的輸美產品豁免對等關稅，包括 261 項農產品及 1,811 項工業產品，本表僅討論工業產品之主要傳產貨品。

資料來源：經濟部、美國白宮，本文整理

(三)電子資通訊產品及汽車零組件的輸美關稅涉及 232 條款，不受此次美國最高法院判決影響。

1. 美國改採 122 條款加徵關稅，適用範圍排除 232 條款規範的產品。
2. 台灣輸美產品中，約 76% 屬 232 條款範圍，主要係資通訊產品及電子零組件等產品，目前多為零關稅(表 4)。此外，本年 1 月 15 日已簽署「台美投資 MOU」，成功爭取到 232 條款關稅之最優惠待遇。

表 4 台灣電子資通訊產品及汽車零組件輸美關稅稅率之變化

產品別	232 條款 關稅措施前	232 條款 關稅措施後	
	ICT 產品多受惠 資訊科技協定(ITA) 0%關稅	232 條款 國家安全調查 電子資通訊產品 ¹ ：2026/1/15 起生效 汽車零組件 ² ：2025/5/3 起生效	台美投資 MOU 2026/1/15 簽署 (尚未實施)
資通訊視聽產品			
伺服器	0%	25%； 若符合美國境內使用等條件者，或未達特定先進運算晶片條件者，可豁免 ³	依據台美投資 MOU，獲得國安關稅優惠 ◆ 對赴美投資企業輸美半導體及衍生品給予一定配額內零關稅，配額外 15% 或更低稅率 ◆ 對赴美投資企業之設廠營運所需輸美之原物料、設備、零組件等豁免額外關稅(只課 MFN 稅率)
電腦零附件			
顯示卡			
其他(如筆電等)	0%	目前適用 0% 關稅； 惟 232 條款尚調查中 ⁴	
電子零組件 (如積體電路 ⁵ 等)	0%		
汽車零組件	1.25%	26.25% (=1.25%+232 條款關稅 25%)	透過台美投資 MOU 調降關稅， 並設立 15% 的上限

註：1. 美國白宮總統公告《Adjusting Imports of Semiconductors, Semiconductor Manufacturing Equipment, and Their Derivative Products into the United States》，2026 年 1 月 14 日。

2. 美國白宮事實清單《Fact Sheet: President Donald J. Trump Adjusts Imports of Automobiles and Automobile Parts into the United States》，2025 年 3 月 26 日。除汽車零組件以外，2025 年以來美國陸續以 232 條款對鋼鋁銅及其衍生物、汽車、木料及其衍生物等加徵關稅，台美投資 MOU 亦爭取到木料及其衍生物關稅稅率 15% 不疊加，以及航空器零組件中的鋼鋁銅衍生物零關稅優惠。

3. 232 條款第一階段半導體調整計畫自 2026/1/15 對特定先進運算晶片及其衍生品加徵 25% 關稅；惟若符合特定條件者可豁免。

4. 目前屬 2025/4/11 公布之對等關稅排除清單產品；惟受 232 條款調查中。

2026/1/14 美國 232 條款調查公告指出，將持續監控及調整半導體相關產品的關稅政策，可能採行範圍更廣且稅率更高的措施，甚至引用 301 條款。

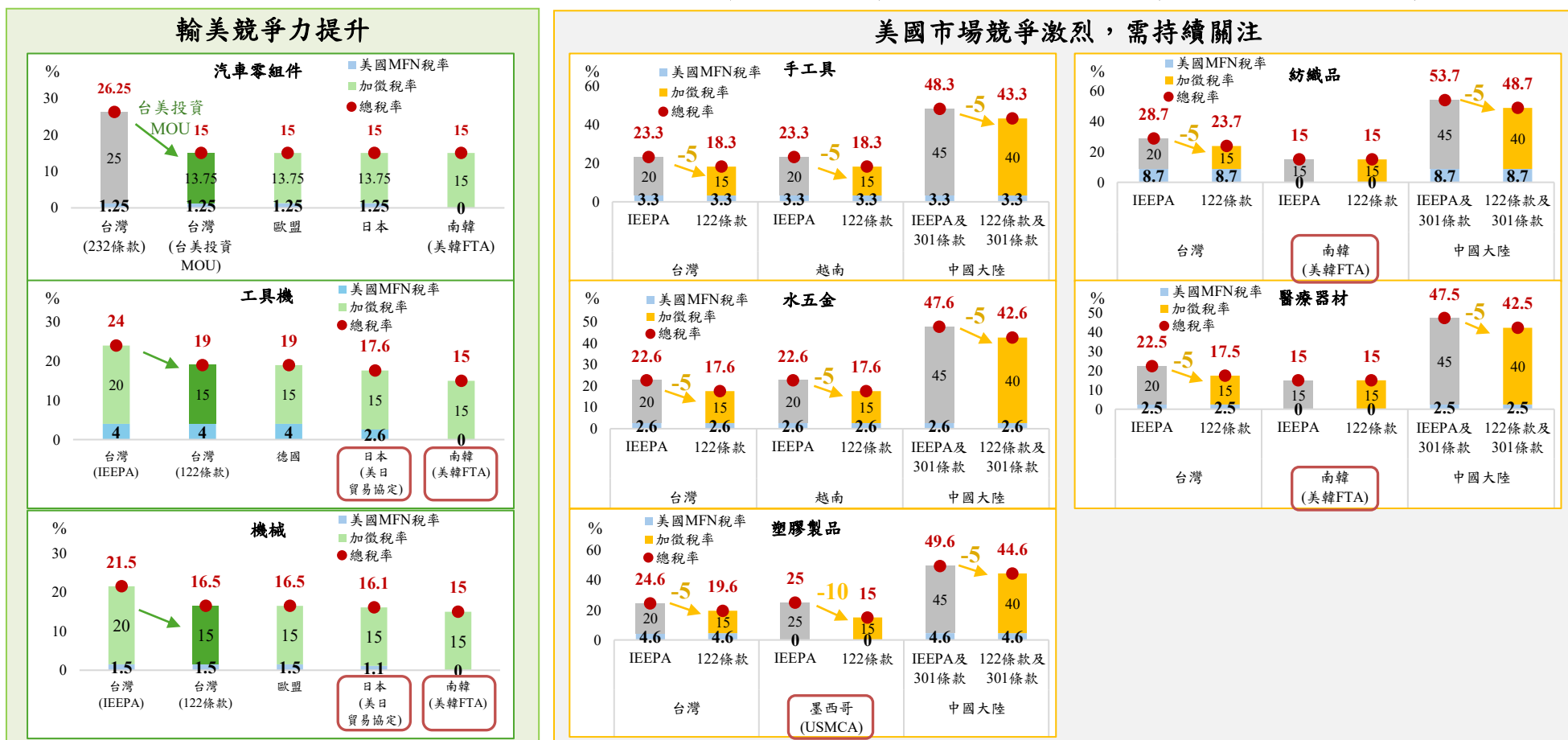
5. 台美投資 MOU 針對美方尚未公布的半導體關稅稅率，預先進行磋商，美方承諾，未來制定 232 半導體及其衍生品關稅，將給予台灣最優惠待遇。

資料來源：經濟部、美國白宮，本文整理

(四)美國改採 122 條款，台灣工具機及機械與主要競爭對手輸美關稅稅率之差距縮小；汽車零組件因台美投資 MOU，在美市場競爭力改善。

1. 汽車零組件、工具機、機械：關稅稅率與主要競爭對手差異縮小，輸美競爭力可望提升(圖 3)。
2. 手工具、水五金、塑膠製品、紡織品及醫療器材：各國輸美關稅普遍下降 5 個百分點；關稅稅率雖續低於中國大陸，惟面臨中國大陸低價競爭。
3. 南韓、墨西哥及日本享有與美國 FTA 或貿易協定之優惠，仍較台灣具優勢。

圖 3 非電子資通訊之工業產品輸美關稅稅率與主要競爭對手國變化之比較 (採加徵 15% 稅率分析)



資料來源：經濟部、本行整理

Q5：關稅是否仍為美國當局對外談判主要工具？有那些不確定性？

A5：關稅仍為美國當局對外談判主要工具，惟其不確定性仍存，需持續關注後續發展。

(一)IEEPA 失效後，川普政府除改採具時效性之《貿易法》第 122 條款外，亦強化《貿易擴張法》232 條款(產品別)與《貿易法》301 條款(國家別)之關稅措施，且未來可能納入《關稅法》338 條款(國家別)、《貿易法》201 條款(產品別)等(表 5)，以堅定其關稅政策立場。

表 5 美國政府可運用之關稅措施

法源	援引情況	類別	實施期限	加徵關稅稅率上限	重點說明
1974 年 《貿易法》 第 122 條款	現行關稅措施之法源	全面性 (非針對單一 國家或產品)	150 天	15%	<ul style="list-style-type: none"> 處理國際收支危機為前提，無須事先調查，總統直接宣布實施措施 超過 150 天須經國會同意 (截至 3 月 18 日止，白宮網頁正式生效之關稅稅率尚未更改為 15%)
1962 年 《貿易擴張法》 第 232 條款	<ul style="list-style-type: none"> 現行關稅措施持續之法源 啟動新一輪調查之法源 	產品別	未明訂 (給予總統 及政府權衡 的彈性)	未明訂 (給予總統 及政府權衡 的彈性)	<ul style="list-style-type: none"> 由商務部工業安全局(Bureau of Industry and Security, BIS)調查進口產品是否危害國家安全，調查報告提交後，總統須在 90 天內決定措施；總統決定措施後，須於 15 天內執行 總統可採加徵關稅、設定配額限制、或簽署出口限制協議等
1974 年 《貿易法》 第 301 條款	<ul style="list-style-type: none"> 未來可加強運用的選項 	國家別	4 年 (4 年後重新 審查可 續延)	未明訂 (給予總統 及政府權衡 的彈性)	<ul style="list-style-type: none"> 總統授權貿易代表署(USTR)調查，並反制外國政府之不公平貿易行為 可採取單邊報復，包括加徵關稅、設定進口配額，或中止、撤銷雙邊貿易協定之優惠待遇
1930 年 《關稅法》* 第 338 條款	未來可能選項	國家別	未明訂 (給予總統 及政府權衡 的彈性)	50%	<ul style="list-style-type: none"> 反制他國對美國商業與貿易造成限制與歧視為前提 無須事先調查，總統可對特定國家加徵懲罰性關稅，且總統有權禁止該國特定商品進口，反制措施無時間限制 因效力太強，美國從未正式援引此法律課徵關稅；該法律主要作為談判工具，迫使他國讓步
1974 年 《貿易法》 第 201 條款		產品別	4 年 (最長可延 長至 8 年)	50%	<ul style="list-style-type: none"> 由國際貿易委員會(United States International Trade Commission, USITC)啟動調查，採關稅或協議手段，以保護本土產業 加徵關稅或設定配額，實施 1 年後逐年降低稅率

註：*1930 年《關稅法》，即著名的《斯姆特-霍利關稅法》(Smoot-Hawley Tariff Act)。

資料來源：整理自國際機構報告

(二)美國關稅措施之不確定性仍存，仍需持續關注後續發展。

1. 122 條款適用性之相關議題

— 122 條款之適用前提為處理國際收支危機，其法律基礎在美國國內似有不同見解，目前美國國際貿易法院(United States Court of International Trade, USCIT)正就此法律見解之分歧進行審理。

- ✓ 川普政府認為，美國貿易及經常帳長期巨額逆差，國際投資部位淨額存在龐大負值，加劇美國面臨基本的國際支付問題，符合 1974 年《貿易法》第 122 條款處理「巨額且嚴重的國際收支逆差」之授權意旨，故援引該條款對全球加徵關稅。
- ✓ 本年 3 月 5 日美國 24 個州正式向 USCIT 提起訴訟，聚焦對 122 條款適用前提的法律詮釋。原告方主張，該條款在立法原意上嚴格限制於國際收支結算危機，而非商品貿易逆差，且美國早已由 1970 年代之固定匯率制度轉向完全浮動匯率制度，國際收支具自動調節平衡機制，故質疑援引第 122 條款之適用性。

— 援引 122 條款之新關稅措施於 150 天法定期滿後，若國會拒絕展延，行政部門或將宣告新緊急狀態，技術性重啟期限；惟此舉可能引發法律訴訟紛擾，致貿易對手國因缺乏穩定的法律法源而無所適從，恐影響雙邊經貿溝通。

— 122 條款屬全面性加徵關稅，無法滿足川普政府針對特定國家進行差異化安排，且可能與既有之雙邊貿易協定優惠承諾不同，影響各國與美國之經貿協議的穩定性。

2. 美國關稅法源轉向之不確定性

- 與 IEEPA 相比，**122 條款**具備 150 天期限及稅率上限明確等特性，川普政府的**關稅政策空間相對受限**。惟美國已加速推動更嚴謹的**301、232 條款調查**，各國恐面臨**美國更高強度的關稅措施**，且**調查結果仍具不確定性**。
- **針對國家別**：美國**正強化 301 調查**；未來或輔以極端的**338 條款作為談判工具**，各國或將面臨**更大壓力**。
- **針對產品別**：未來美國除了運用**232 條款之外**，亦可能輔以**201 條款**，針對個別產品展開調查，恐使各國相關企業面臨經營決策挑戰及供應鏈再調整等風險。

3. 美國正強化 301 條款調查

- 301 條款係因應外國不公平貿易行為之法律基礎，**授權美國總統針對外國不合理、歧視性或限制美國貿易之行為進行調查**，並得採取**加徵關稅、撤銷貿易優惠或限制進口等報復措施**，其本質屬**行政裁量之貿易執法工具**。
- 本年**3 月 11 日美國貿易代表署(USTR)**宣布，對**台灣、南韓、日本、中國大陸、歐盟、墨西哥、瑞士、挪威、新加坡、印度、印尼、馬來西亞、柬埔寨、泰國、越南及孟加拉等 16 個經濟體**，啟動**301 條款調查**，評估此些經濟體是否存在**製造業產能過剩**問題。
- 本年**3 月 12 日 USTR** 宣布，對**全球 60 個經濟體**(包含前述台灣等 16 個經濟體，以及美洲、中東、非洲及其他亞洲等經濟體)，啟動**301 條款調查**，評估此些經濟體是否存在**不公平勞動標準與強迫勞動**等問題。
- 當前川普政府在 122 條款暫時性關稅的 150 天效期內，**加速推進 301 調查**，此舉係為防範因國會**拒絕展延 122 條款期限**或**潛在訴訟失利所導致的法律基礎空窗期**；此外，川普政府強化 301 條款調查以堅定關稅立場的同時，更將其轉化為**與各國重啟經貿協商的手段**。

Q6：美國關稅政策變局下，台商如何調整全球布局？其對台灣貿易及投資的影響為何？

A6：台商具靈活應對全球經貿情勢之特性，1990 年西進(中國大陸)，2018 年起因應川普 1.0 轉赴南向(東協)，由投資帶動台灣出口；嗣後順應川普 2.0 東進(美國)，由對美出口帶動赴美投資。

(一)台商適時動態調整全球布局，1990 年後因成本考量，積極西進(中國大陸)；惟 2018 年美中爭端後，台商回台與加速轉赴南向(東協)、東進(美國)投資。

1. 中國大陸 1990 年代對外開放、2001 年加入 WTO，台商西進中國大陸：**建立兩岸分工模式，台對中貿易順差擴大。**
 - 早期**中國大陸具勞動及土地成本低廉等優勢**，且**加入 WTO 後**，引進大量外資，成為世界工廠，台商大舉西進(表 6)。
2. 2018 年美中爭端起，台商「中國+1」布局，新南向東協投資：**分散生產基地，增加供應鏈韌性。**
 - 台商生產基地**由中國大陸轉進東協**，主因**東協生產成本較低、區域經濟整合度高及客戶要求建立非紅供應鏈**等(表 6)。
3. 川普 1.0 加速供應鏈重組，2.0 推動美國在地生產，台商東進美國：**深化台美經貿戰略合作及科技多元布局。**
 - 隨台商**擴大東進投資，在美生產關鍵物資**，因 AI 熱潮帶動之台美貿易失衡擴增趨勢，長期可獲改善(表 6)。

表 6 台商選擇投資地區之成因分析

	西進(1990 年後)	新南向(2016 年*以來)	東進(2018 年以來)
投資原因	比較利益原則 追求生產效率與低成本	供應鏈重組 追求低成本，分散風險成立「非紅供應鏈」	地緣政治經濟學 追求供應鏈韌性、客戶信任與關稅規避
關鍵驅動	降低營運成本 中國大陸的人力、土地成本低	營運成本與區域內貿易關稅較低 中國大陸生產成本提高、法規趨嚴， 東協與中國大陸同為區域全面經濟夥伴協定(RCEP)成員， 部分國家亦為跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)成員	貼近市場 貼近 AI/高效能運算(HPC)主要客戶 (如輝達及雲端服務供應商)
主導力量	供給面推動 尋找生產成本較低的生產基地	供給面與需求面雙向 尋找生產成本較低的生產基地(供給面)， 客戶要求「中國+1」(需求面)	需求面拉動 美國客戶要求「台灣+1」及 美國在地製造
產業型態	勞力密集型 如輕工業(紡織)、 手機及 PC 組裝等	勞動密集、電子零組件聚落 如汽車零組件(泰國)、紡織(越南/印尼)、 印刷電路板(PCB)(泰國)、封測(馬來西亞)等	資本與技術密集型 如晶圓代工、AI 伺服器 etc
總結	擴大對中貿易順差， 建立兩岸分工模式	分散生產基地，增加供應鏈韌性	深化台美經貿戰略合作， 長期有助降低台美貿易失衡

註：*政府係於 2016 年宣布新南向政策推動計畫。

(二)台商西進及新南向投資，帶動台灣出口；台商東進，源自對美出口擴增，帶動赴美投資。

1. 西進：2001年起，台商加速赴中投資，建立兩岸產業分工，2000年起，中國大陸成為台灣最大出口市場。

— 對中國大陸投資：由2001年之27.8億美元，增至2010年之146.2億美元達最高，之後逐漸降至2025年之15.0億美元(圖4)。

— 對中國大陸出口：由2000年之371億美元，升至2021年之1,889億美元達最高後，2025年降至1,705億美元(圖5)。

2. 新南向：2018年後，全球供應鏈加速重組，台商生產基地由中國大陸轉進東協，帶動對東協出口金額躍升。

— 對東協投資：由2018年之18.0億美元，增至2024年之84.9億美元高點，2025年為55.7億美元(圖4)。

— 對東協出口：由2018年之581億美元，升至2025年之1,183億美元(圖5)。

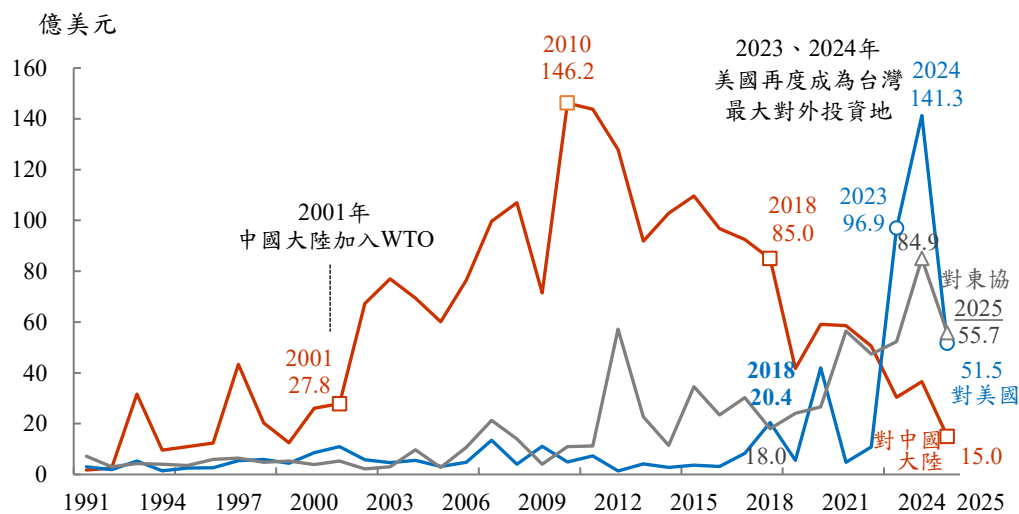
3. 東進：2018年後，全球供應鏈加速重組、AI熱潮興起，美國對台電子資通訊產品需求殷切，對美出口倍增。

— 對美出口：由2018年之395億美元，2025年大增至1,983億美元，美國再度成為台灣最大出口市場(圖5)。

— 對美投資：為貼近市場及美國在地製造要求，由2018年之20.4億美元，升至2024年之141.3億美元達最高(圖4)。

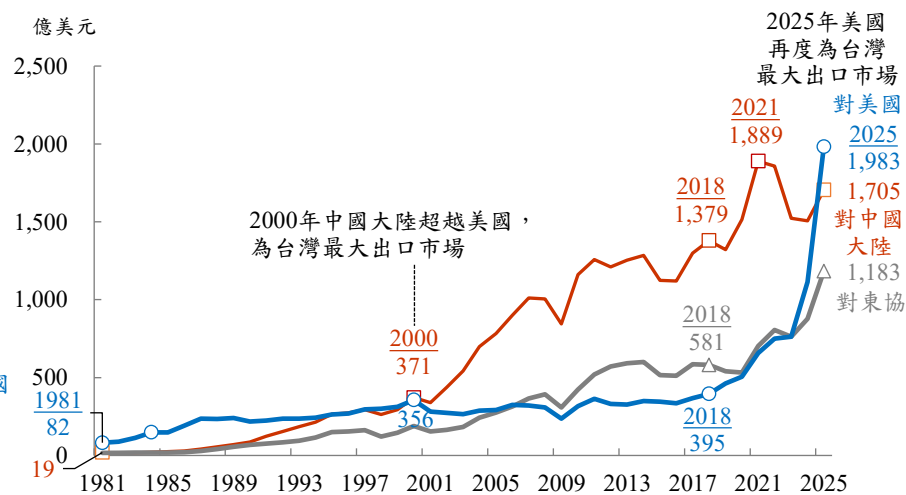
台美投資MOU及台美經濟繁榮夥伴對話(EPPD)有助深化雙方戰略夥伴關係，可望持續推升對美投資布局。

圖4 1991~2025年核准或核備對外投資金額



資料來源：經濟部投審司

圖5 台灣對主要地區出口金額



資料來源：財政部

(三)順應全球新興科技應用需求，台灣資通與視聽產品及電子零組件出口大增，帶動整體出口表現明顯優於全球。

1. 因美中爭端、2020 年後疫情遠距商機，以及其後 AI 等新興科技應用需求拉升(尤其自美國需求增加)，加上台灣半導體製造技術領先，台灣資通與視聽產品及電子零組件出口大增。

— 2025 年資通與視聽產品占台灣出口比重 39.2%，較 2018 年之 10.6%，增幅達 28.6 個百分點(圖 6)。
電子零組件占台灣出口比重 34.8%，與 2018 年之 33.2%，均維持高位。

2. 自 2023 年中起，受惠生成式 AI 蓬勃發展，挹注台灣資通與視聽、電子零組件出口成長，2024 至 2025 年台灣出口表現明顯優於全球。

— 過往台灣和全球出口高度連動(2003 至 2023 年兩者相關係數達 0.9)，惟自 2024 年後，台灣出口年增率遠高於全球出口年增率(圖 7)。

圖 6 台灣主要產品出口比重

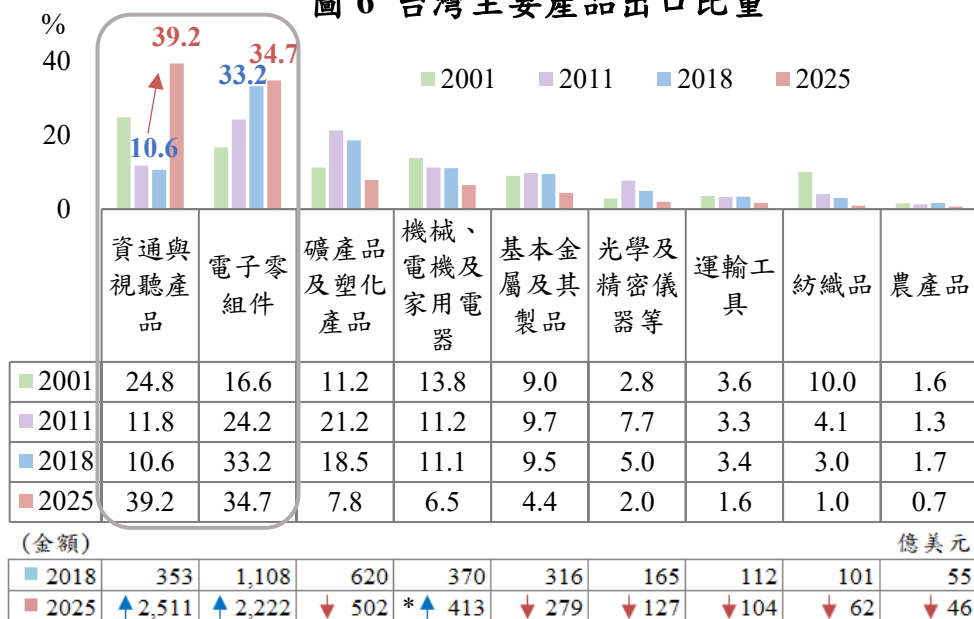
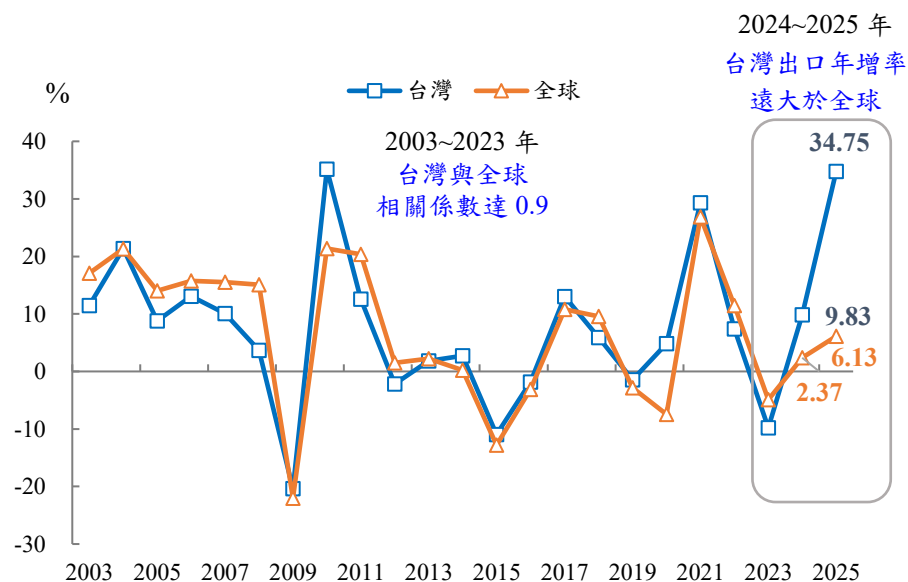


圖 7 台灣與全球出口成長率之比較



註：* 金額增加係受惠 AI 商機，生產半導體相關設備及變壓器、變流器等出口擴增所致。
資料來源：財政部

資料來源：財政部、S&P Global (2026/3/17)

Q7：因應當前美國關稅變局，我國應特別關注的重點為何？

A7：因應當前美國關稅變局，貿易夥伴多尋求向美國政府確認新關稅政策之具體適用方式，我國尤須關注美方 301 與 232 條款調查之動向。

(一) 歐盟將重新評估與美國的貿易協定；印度延後與美國協商；新加坡、澳洲、南韓等正尋求向美國政府確認新關稅政策之具體適用方式，或評估各項可能因應方案，各國與美國之貿易協定不確定性仍高。

(二) 本年 3 月美方對台灣等數個經濟體啟動 301 條款調查，我國政府將在台美已達成協議作為基礎，鞏固談判成果，守住台灣整體利益及產業發展機會。

1. 本次美國啟動 301 條款調查，主要應係美方因應最高法院判決 IEEPA 關稅措施失效，繼 122 條款暫時性關稅措施之後，重建制度性關稅措施的替代性法律途徑。

2. 我方談判團隊後續將持續與美方保持互動聯繫溝通，在 ART 與 MOU 基礎上，爭取在美方後續關稅政策調整中，確保台灣產業的相對優勢及最佳待遇。

(三) 美國關稅、產業與匯率政策關係更為緊密之際，我國尤須關注美方 301 與 232 條款調查之後續發展。

1. 當前川普政府強調關稅政策立場不變，且已啟動或強化其他條款重建關稅措施法源基礎，我國尤須關注 301 條款貿易調查，以及 232 調查項目擴大等最新關稅措施後續發展。

2. 本年 1 月美國財政部匯率政策報告首次提及該部可建議貿易代表署(USTR)對匯率操縱國展開 301 條款調查並加徵關稅，顯示美國關稅、產業與匯率政策關係更為緊密(表 7)。

表 7 美國關稅、產業與匯率政策關係緊密

貿易(關稅)	國安(產業)	金融(匯率)
<ul style="list-style-type: none">• 工具：301 條款• 目標：反制不公平競爭，迫使對手開放市場，縮減美國貿易逆差	<ul style="list-style-type: none">• 工具：232 條款• 目標：關鍵物資及供應鏈在地化、降低進口依賴	<ul style="list-style-type: none">• 工具：1988 年/2015 年法律*• 目標：遏阻貿易對手藉貨幣貶值獲取不公平競爭優勢，避免抵銷關稅政策效果

註：* 分別為「1988 年綜合貿易及競爭力法」及「2015 年貿易便捷化及貿易執行法」。

五、AI 企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件之比較

近年來，人工智慧(AI)引發全球投資熱潮，科技類股股價大幅攀升，AI 企業的龐大資本支出與多元融資管道(包含特殊目的公司(Special Purpose Vehicle, SPV)、資產抵押債券(Asset-Backed Security, ABS)及私募信貸等)引發外界擔憂，部分輿論甚至將當前情勢與 2008 年全球金融危機前的金融環境(如金融機構成立 SPV 並發行複雜證券化商品，包含房貸抵押擔保證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)與擔保債權憑證(Collateralized Debt Obligation, CDO)等)相提並論。

然而，回顧歷史上重要資產泡沫事件(Dot-com 泡沫、日本資產泡沫與美國次級房貸風暴)，各類泡沫事件均涉及實體資產金融化、信用擴張與投機熱潮的交互推升，但破滅後對於實體經濟的衝擊程度不一，以不動產相關資產泡沫衝擊較大，主因銀行體系與不動產相關資產連結程度較為緊密，在資產泡沫破滅後，金融中介功能將嚴重受損，阻礙資金流動，進而衝擊經濟活動。相對地，科技相關資產泡沫的衝擊影響較小，且科技創新所累積之實體投資，對提升長期經濟潛力具正面效應。

為期有助各界瞭解相關議題，以下擬以問答方式逐一說明。

Q1：當前 AI 供應鏈面對建置基礎建設的龐大資金需求，採取籌資方式為何？

Q2：雲端服務商舉債為何採「SPV 表外融資」策略及其衍生的風險為何？

Q3：歷史上主要資產泡沫化事件有何相同特性？

Q4：銀行等金融中介機構在資產泡沫化事件中扮演何種角色？

Q5：當前 AI 雲端服務業者表外融資策略與 2008 年全球金融危機融資策略有何異同之處？

Q6：當前 AI 熱潮與 2000 年 Dot-com 泡沫有何異同之處？

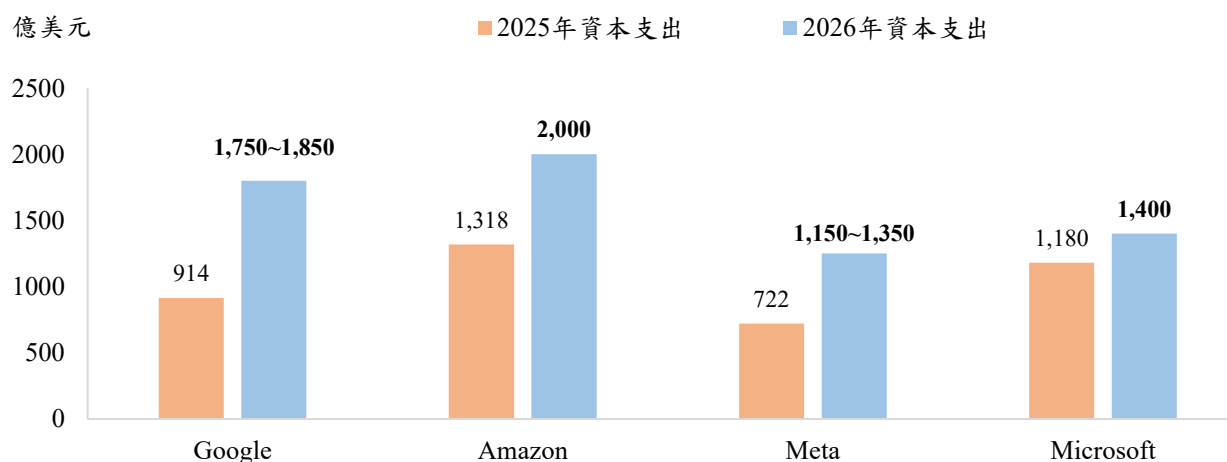
Q1：當前 AI 供應鏈面對建置基礎建設的龐大資金需求，採取籌資方式為何？

A1：2008 年全球金融危機後，銀行機構監管規範轉趨嚴格，AI 供應鏈為支應龐大基礎建設之資金需求，採取「交叉投資持股」、「引入非銀行機構資金」、發行「投資級債券」與「ABS」等多元籌資方式。

(一) 為加速建置 AI 算力基礎設施，主要雲端服務業者持續擴增 2026 年資本支出

1. 完善的 AI 基礎建設(包含算力與資料中心等)是推動 AI 應用蓬勃發展的關鍵，Google、亞馬遜(Amazon)、Meta 及微軟(Microsoft)等**四大雲端服務商(CSP)**為因應未來數年 AI 應用所需的算力，大幅擴增 **2026 年資本支出**至 6,300 億美元以上(圖 1)，**年增逾 52%**。
2. 本年信評機構**穆迪**指出，當前資料中心建置仍處於初期階段，**預測未來五年全球資料中心投資至少將達 3 兆美元¹**。

圖 1 四大 CSP 大幅擴增 2026 年資本支出



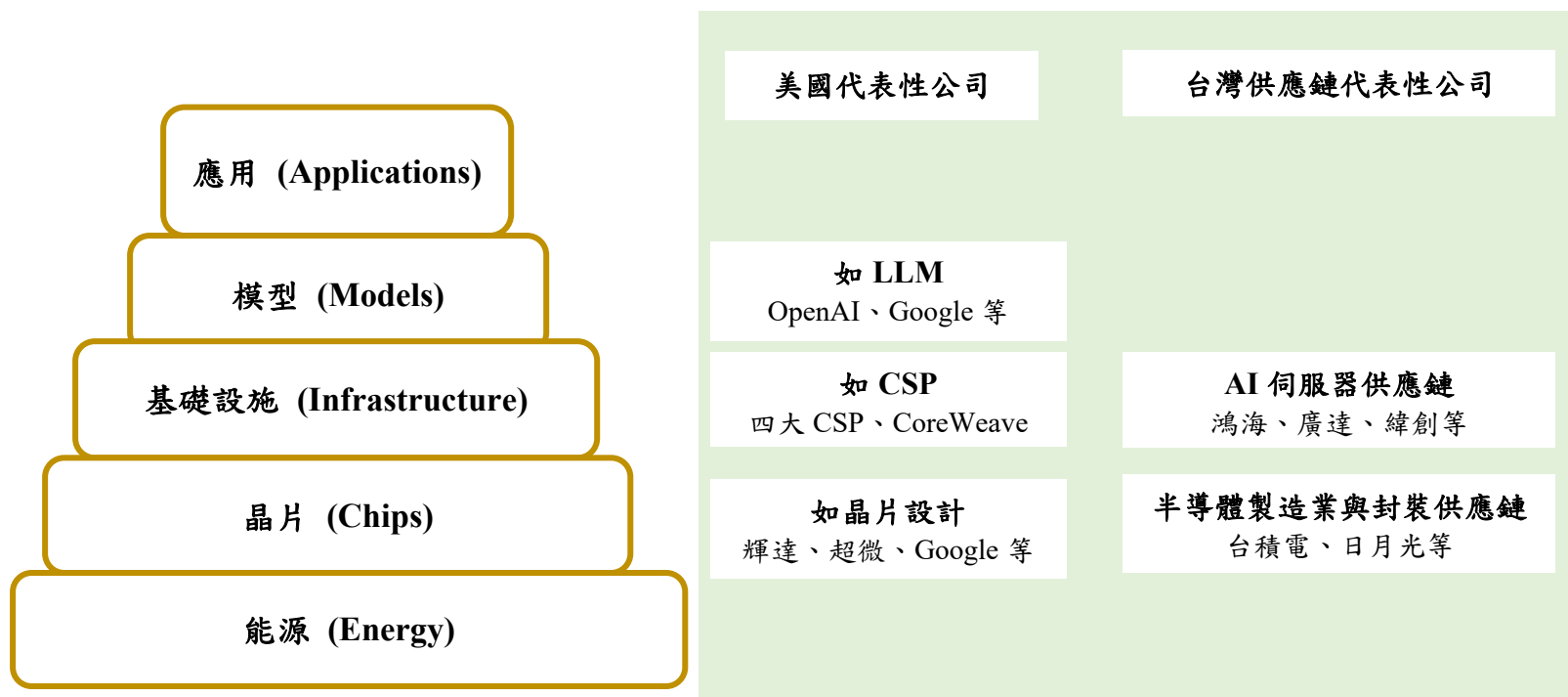
資料來源：本行整理自各公司財報、法說資料與新聞資料

¹ 參見經濟日報(2026)，「穆迪預測資料中心五年投資 3 兆美元」，1 月 13 日。

(二) AI 國際生態系愈加龐大，各層間相互依存，形成緊密的商業關係，以 AI 產業五層蛋糕架構(圖 2)為例

1. 能源：運用 AI 所需要電力，是發展 AI 不可或缺的關鍵因子。
2. 晶片：晶片設計，提供具備高速與高效能運算能力之晶片，美國代表企業如輝達(Nvidia)、超微(AMD)等。
台灣半導體製造供應鏈：包含晶片製造與封測，如台積電、日月光等。
3. 基礎設施：如雲端服務商(CSP)，提供雲端算力服務，美國代表企業如四大 CSP、新型雲端服務商 CoreWeave。
台灣 AI 伺服器供應鏈：包含散熱模組、系統整合，如鴻海、廣達、緯創等。
4. 模型：如大語言模型(Large Language Model, LLM)，美國代表企業如 OpenAI。
5. 應用：與不同領域結合，如醫療、工業、法律等，創造更大的經濟價值。

圖 2 AI 產業五層架構



資料來源：Jensen Huang (2026), “AI is a Five Layer of Cake”, Nvidia Blog, 2026/3/10.；本行整理

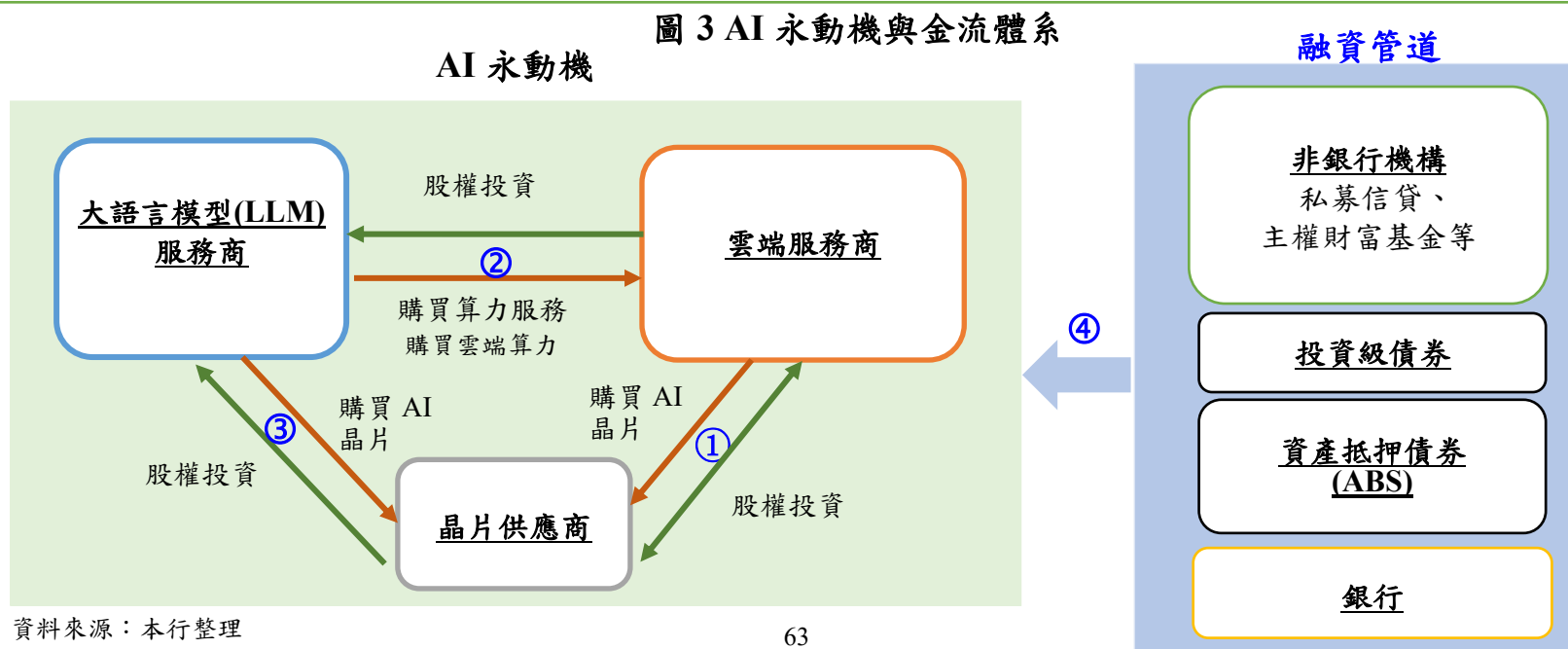
(三) AI 永動機及其相關之金流體系

1. 採**永動機(Perpetual Motion Machine)模式推動成長**：AI 產業供應鏈業者同時扮演供應商、客戶、股東及融資來源，藉由**循環交易**(即「我投你錢，你買我產品或服務」)模式，**形成緊密共同體**(圖 3)。
2. **融資管道**：AI 企業除**交叉股權投資**外，亦引入**非銀行機構**(如私募信貸等)資金、**發行投資級債券與 ABS**，以及**向銀行借貸**等多元管道，籌措所需資金。

圖 3 為例：

- ①如晶片供應商**輝達**股權投資雲端服務商 **CoreWeave**，**CoreWeave** 再向**輝達**採購 AI 晶片。
如雲端服務商 **Meta** 未來 5 年將向晶片供應商**超微**採購 AI 晶片，**超微**再向 **Meta** 發行**績效型認股權證**。
- ②如雲端服務商**微軟、亞馬遜**股權投資 LLM 服務商 **OpenAI**，**OpenAI** 向**微軟、甲骨文、亞馬遜**等購買**算力服務**。
- ③如晶片供應商**輝達**分期股權投資 LLM 服務商 **OpenAI** 建立資料中心，**OpenAI** 再向**輝達**購買 AI 晶片。
- ④如 LLM 服務商 **OpenAI** 獲**軟銀願景基金**投資，**本年新一輪** 1,100 億美元融資中，**軟銀**出資 300 億美元。

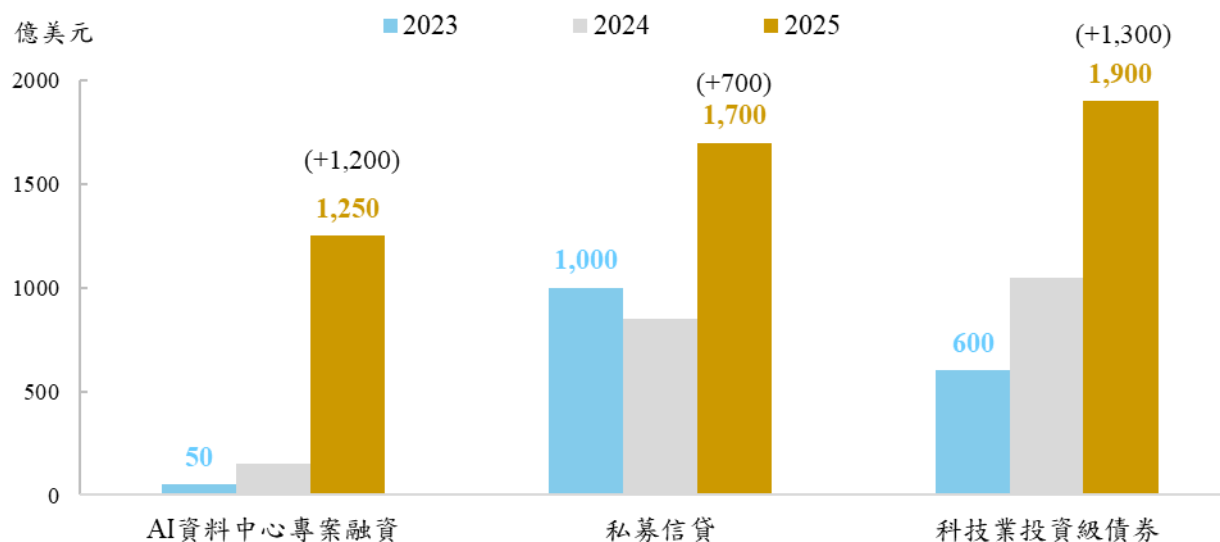
圖 3 AI 永動機與金流體系



(四) 擴大直接融資

1. **2008年**全球金融危機後，**銀行監理規範趨緊**，槓桿程度受限，致美國**AI產業供應鏈大幅增加自非銀行機構**(如**私募信貸**等)及**市場直接融資**(如發行公司債等)，來支應龐大的資金需求。
2. 市場資金大量湧入以支援 AI 投資需求，**2025年美國多項融資工具的新發行規模創歷史新高**，以**科技業投資級債券規模最多，達1,900億美元**(圖4)，其次為**私募信貸**²之1,700億美元。

圖4 美國企業 2023~2025年 AI 相關融資工具新發行規模



註：括號內數字為 2025 年與 2023 年的差異數。

資料來源：Reuters (2025), “Five Debt Hotspots In the AI Data Centre Boom,” December 12。引述 UBS Global Research citing data from Pitchbook LCD, UBS；本行整理

² 私募信貸(Private Credit)係指由資產管理公司、保險公司等非銀行機構，直接提供給企業的非公開債務融資。

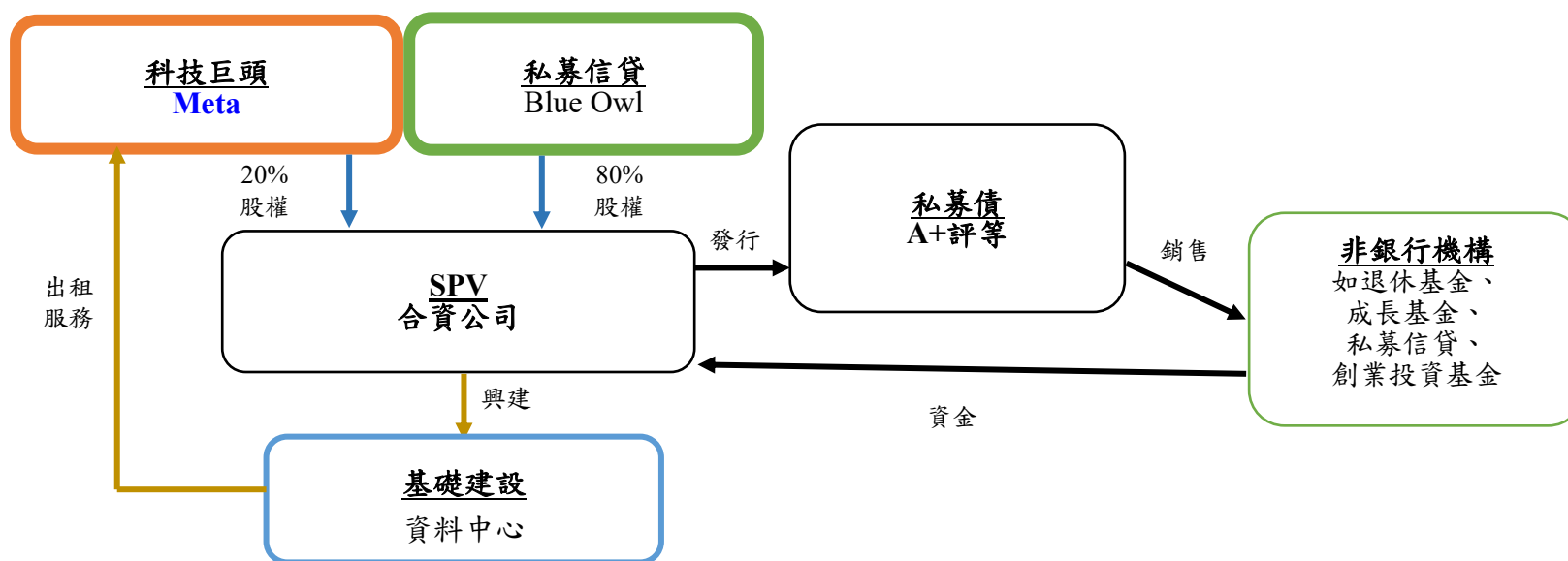
Q2：雲端服務商舉債為何採「SPV 表外融資」策略及其衍生的風險為何？

A2：為優化母公司資產負債表，雲端服務業者採用「SPV 表外融資」策略，惟資訊透明度不足，導致投資人難以察覺母公司實際承擔的鉅額債務。

(一) 案例 1：合資興建資料中心-如 Meta 之 Hyperion 專案(圖 5)

1. Meta 與私募信貸 Blue Owl 合資成立 SPV，再由 SPV 出資並興建資料中心。
2. Meta 向 SPV 支付長期租金，以使用 SPV 機房與電力等服務。
3. SPV 發行投資級私募債券，向非銀行機構籌措資金。

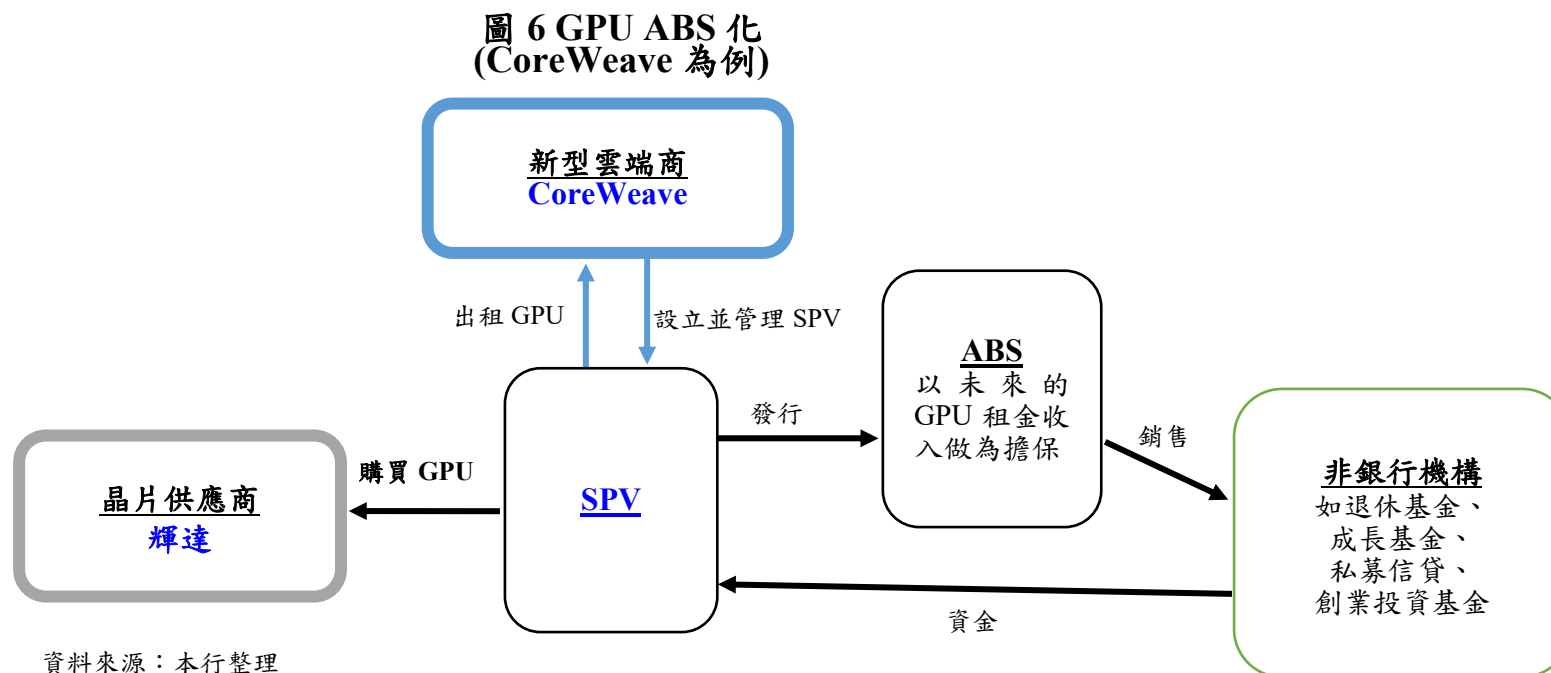
圖 5 表外基礎設施之興建
(Hyperion 專案為例)



資料來源：本行整理

(二) 案例 2：將繪圖晶片(GPU)證券化-如新型雲端服務商 CoreWeave 之 SPV(圖 6)

1. CoreWeave 設立 SPV，再由 SPV 向輝達購買 GPU。
2. CoreWeave 向 SPV 支付長期租金，以使用 GPU。
3. SPV 以 GPU 及其長期租約現金流發行 ABS，向非銀行機構籌措資金。



(三) AI 雲端服務商採用「SPV 表外融資」策略的目的與衍生風險

1. 目的：
 - 透過 SPV 興建或購買 AI 基礎建設並融資，SPV 的負債不會出現在母公司的資產負債表上，可優化母公司的信用評等。
 - 將母公司一次性資本支出，轉化為分期支付的營運費用(如租金)，優化利潤率。
2. 衍生風險：SPV 資訊透明度不足，導致投資人難以察覺母公司實際承擔的鉅額債務，市場擔憂可能重演類似 2008 年全球金融危機的系統性風險。

Q3：歷史上主要資產泡沫化事件有何相同特性？

A3：由 Dot-com 泡沫、日本資產泡沫與美國次級房貸風暴等歷史經驗，不動產相關資產泡沫衝擊大。

(一) 歷史資產泡沫事件多沿相似機制演進：

市場預期帶動泡沫生成，搭配實體資產金融化擴大市場參與，經信用擴張後，在投機熱潮中迅速膨脹(表 1)。

(二) 隨著資產標的不同，對於經濟衝擊程度亦有差異：

1. 不動產相關資產泡沫破滅衝擊較大：因銀行大量放貸與高槓桿結構，若價格反轉，將引發信用緊縮並衝擊經濟。
2. 科技相關資產泡沫破滅影響較小：Dot-com 泡沫時的網路基礎建設，為未來科技創新奠定基礎，並推動數位經濟發展。

表 1 歷史資產泡沫化事件比較

	泡沫形成機制				泡沫破裂 對後續經濟金融之影響
	觸發因素 泡沫生成	實體資產金融化 維持泡沫	信用擴張 推波助瀾	投機熱潮 泡沫擴大	
科技相關 Dot-com (2000 年)	<ul style="list-style-type: none"> 網際網路科技創新 預期科技進步帶來生產力變革 	<ul style="list-style-type: none"> 尚未獲利之新創公司以首次公開募股(IPO)上市 	<ul style="list-style-type: none"> 信用融資交易擴大槓桿 	<ul style="list-style-type: none"> 申購 IPO 後快速轉售賺取價差 以不合理之「本夢比」評價科技類股 	<ul style="list-style-type: none"> 股價重挫，經濟小幅衰退 民間持續數位建設投資，相關實體投資成為現代網際網路應用之基石
不動產相關 日本資產泡沫 (1990 年代初)	<ul style="list-style-type: none"> 1985 年廣場協議後，日圓大幅升值，資金湧入日本 預期經濟持續高速成長 	<ul style="list-style-type: none"> 政府推動金融自由化 降低房地產相關稅負 降低投資門檻、增加投資意願 	<ul style="list-style-type: none"> 股票未實現利得可計入銀行資本適足率，擴大銀行貸款規模 銀行競爭放貸 家計負債上升大量資金湧向土地與股票 	<ul style="list-style-type: none"> 專門不動產公司大量透過影子銀行高槓桿買地並快速轉賣 預期土地價格只漲不跌 	<ul style="list-style-type: none"> 銀行不動產放款損失，引發倒閉潮及後續整併 企業與家庭為償債而減少借款，去槓桿致民間需求不振 陷入長期通縮與低成長且政府高負債之困境
不動產相關 美國次級房貸風暴 (2007 年)	<ul style="list-style-type: none"> 全球儲蓄過剩壓低房貸利率 政府鼓勵提高住宅自有率，補助低收入家庭首付預期房市榮景持續 	<ul style="list-style-type: none"> 房貸證券化商品創新，房屋貸款被轉化為「可全球買賣的金融商品」 	<ul style="list-style-type: none"> 房貸證券化擴大銀行貸款規模 銀行競爭放貸 	<ul style="list-style-type: none"> 銀行放寬次級房貸審查標準 大眾預期房價續漲，國內外資金湧入買房 	<ul style="list-style-type: none"> 美歐大型金融機構蒙受鉅額損失而宣布破產或接受紓困，數家美國投資銀行則改制為商銀或轉型為銀行控股公司 引發 2008 年全球金融危機，全球經濟陷入大衰退，及其後之歐債危機

資料來源：本行整理

Q4：銀行等金融中介機構在資產泡沫化事件中扮演何種角色？

A4：銀行體系與資產的連結程度，將影響泡沫化對實體經濟的衝擊程度。

(一) 資產泡沫破滅後，若銀行體系介入過深，將導致金融中介功能嚴重受損，資金流動受阻，進而衝擊實體經濟

1. 資金供給與需求透過銀行等金融中介影響金融資產價格變動：

民眾及機構投資者供給資金，透過銀行等金融中介機構，藉由貸款、股票、債券等金融資產，供給資金予實體經濟資金需求方(圖 7)。

2. 資產泡沫破滅，金融中介功能受損，衝擊實體經濟：

(1) 資產價格下跌導致銀行擔保品價值下降而承受鉅額虧損，

銀行為保護資本適足率而開始縮減資產負債表，

進而壓縮對外放貸能力，

造成整體信用緊縮。

(2) 信用收緊，資金供給隨之枯竭；

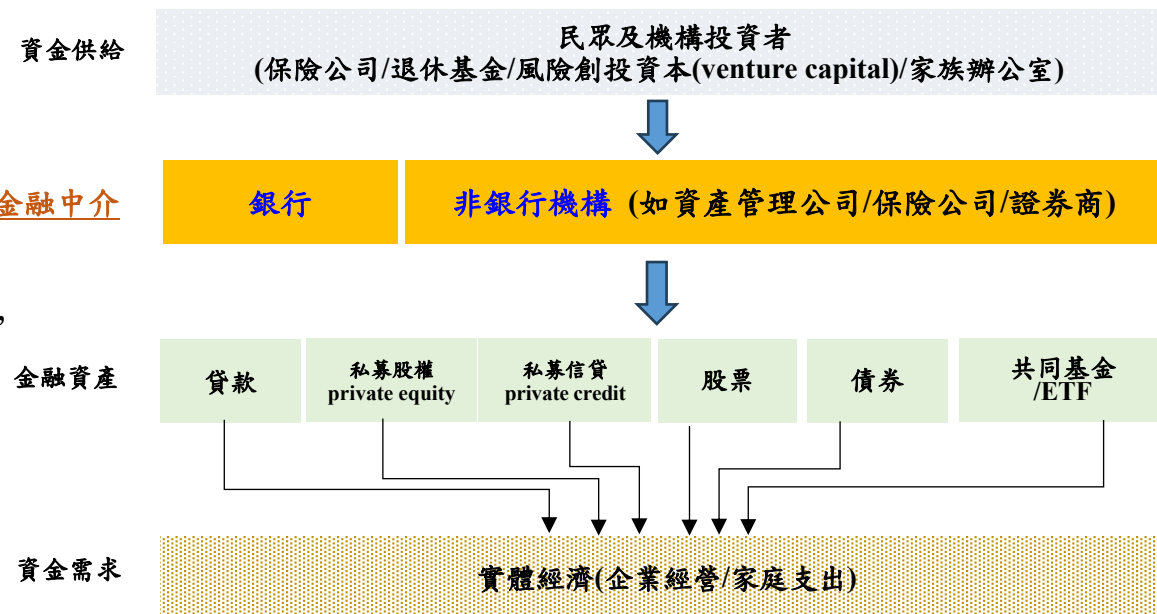
企業因融資困難被迫裁員或倒閉，

家庭則因財富縮水與借貸受阻而削減支出，

消費與投資同步萎縮，

最終釀成嚴重的經濟衰退與失業率攀升。

圖 7 經濟與金融體系資金連結示意圖



資料來源：Bank of England (2025), “Box E: Implications of the Growth in Private Markets for Financial Stability and Real Economy Financing,” *Financial Stability Report*, July；本行整理

(二)銀行體系對不動產貸款滲入程度深，導致泡沫破滅後，銀行大幅虧損對總體經濟與金融穩定造成嚴重衝擊

日本資產泡沫化與美國次級房貸風暴(表 2)，泡沫生成均起源於不動產價格高漲，而其泡沫破滅後，對總體經濟與金融穩定造成嚴重衝擊，且影響時間亦較為持久(見專欄 1)。

表 2 1990 年代日本與 2007 年美國不動產價格泡沫破滅之影響

	1990 年代日本資產泡沫化	2007 年美國次貸風暴
對總體經濟之影響	<p><u>日本較慢處理不良債權問題，致長期經濟低成長</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 1990 年代初起，日本股市、不動產價格崩跌，銀行不良債權遽升，金融中介功能受損 • 企業與家庭為償還負債而減少借款，致民間需求轉弱 • 日本陷入長期通縮、低成長且政府高負債之困境 	<p><u>引發 2008 年全球金融危機，全球經濟陷入大衰退，及其後之歐債危機</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 隨房價下跌，美國次貸違約率飆升，2007 年爆發美國次貸風暴，並透過房貸證券化商品及跨國銀行間交互往來，引發 2008 年全球金融危機，全球經濟陷入嚴重衰退，且復甦進程緩慢 • 相關影響擴散至全球，進而引爆 2009-2010 年歐債危機
對金融穩定之影響	<p><u>因大量不動產放款與投資損失，引發金融機構倒閉潮及後續整併</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 初期多家信合社與地方銀行倒閉，其後蔓延成大型銀行危機 • 北海道拓殖銀行倒閉並被兼併 • 日本長期信用銀行及債權信用銀行倒閉並被接管 • 日本四大券商之一的山一證券宣布破產清算 • 後續數家大型銀行進行整併及重組成三大金融集團(東京三菱、三井住友及瑞穗)，以強化資本 	<p><u>美歐大型金融機構在危機中蒙受鉅額損失而宣布破產或接受紓困，數家美國投資銀行則改制為商銀或轉型為銀行控股公司</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • 美國貝爾斯登公司(Bear Sterns)被 JP Morgan 併購 • 雷曼兄弟(Lehman Brothers)宣布破產 • AIG 金融集團接受政府紓困並進行重整 • 英國北岩銀行接受政府紓困並國有化 • 美國房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)³瀕臨破產而被政府接管 • 花旗集團、富國銀行、摩根大通、美國銀行、高盛集團、摩根史坦利、道富銀行、紐約梅隆銀行及美林證券因鉅額虧損而接受政府注資 • 美國五大投資銀行中，貝爾斯登、美林證券改制併入商業銀行集團，高盛、摩根士丹利轉型為銀行控股公司

資料來源：本行整理

³ 房利美和房地美為美國「政府支持企業」，主要透過收購銀行房貸，並經由證券化架構，以 MBS 行銷全球獲利，並成為美國房貸市場主要資金提供者。

專欄1：信用過度擴張與資產價格大幅成長將加劇金融不穩定風險，甚至恐引發更嚴重且持久的金融性衰退

1. 研究顯示，信用擴張與資產價格成長已成重要的金融危機預測指標，且家計部門債務之影響甚鉅⁴

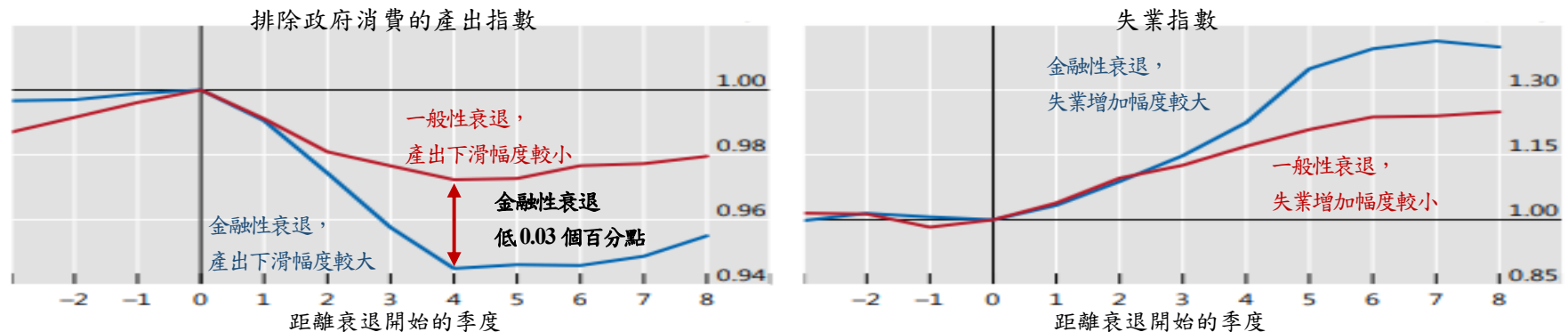
(1) 相關研究顯示，近年來，信用過度擴張與資產價格大幅成長，已成為預示金融危機的重要指標。

(2) 伴隨金融化(financialization)盛行⁵，家計部門的不動產抵押貸款在銀行資產負債表占比提高，與此相關的信用過度擴張，往往將加深金融脆弱性、提高金融危機爆發的機率，進而對總體經濟帶來較嚴重、較持久的不利衝擊。

2. 相較於一般性景氣循環的衰退，金融性衰退往往更嚴重且歷時更長

BIS 報告指出⁶，相較於一般性衰退，金融性衰退更嚴重且期間更長，致產出下滑、失業增加幅度更大(見下圖)。以產出指數為例(見左圖)，兩種衰退均在衰退開始後的第 4 季到達谷底，且金融性衰退下的跌幅更甚一般性衰退(金融性衰退低約 0.03 個百分點)，以及回復至基準值的時間更長。

相較於一般性衰退，金融性衰退對經濟的長期不利衝擊更為嚴峻



註：1980~2020 年資料，涵蓋奧地利、澳洲、比利時、加拿大、瑞士、捷克、德國、丹麥、西班牙、芬蘭、法國、英國、匈牙利、愛爾蘭、義大利、日本、南韓、盧森堡、荷蘭、挪威、紐西蘭、葡萄牙、瑞典與美國。
資料來源：BIS(2021)、各國資料

⁴ Greenwood, Robin et al. (2020), "Predictable Financial Crises," *NBER Working Paper*, Jun.; Jordà, Òscar et al. (2016), "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles," *Oxford Economic Policy*, Jan.; Mian, Atif et al. (2017), "Household Debt and Business Cycles Worldwide," *Quarterly Journal of Economics*, Nov.; Jordà, Òscar et al. (2020), "Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy," *NBER Working Paper*, Dec.

⁵ 金融化大抵係指，金融業與金融活動的規模與範疇擴大、債務驅動的投機活動取代具生產力的投資等。

⁶ BIS (2021), "The Distributional Footprint of Monetary Policy," *BIS Annual Economic Report 2021*, Jun.

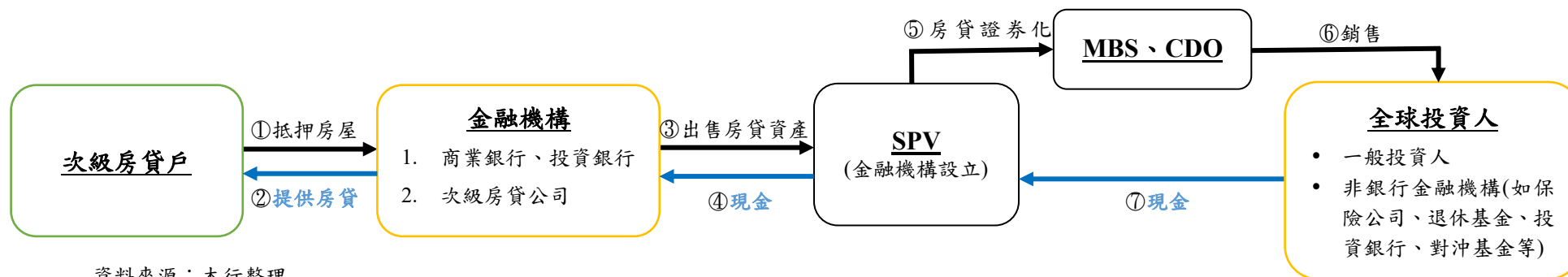
Q5：當前 AI 雲端服務業者表外融資策略與2008年全球金融危機融資策略有何異同之處？

A5：AI 表外融資策略與 2008 年全球金融危機雖均透過 SPV 操作，惟兩者發生系統風險及外溢程度可能不同。

(一) 2008 年全球金融危機：危機外溢程度大，且造成全球經濟陷入嚴重衰退。

1. 2008 年全球金融危機前，不少**金融機構(主要為投資銀行⁷)**成立 SPV(圖 8)，並出售持有之**次級房貸⁸**給 SPV，再包裝成**MBS、CDO**等複雜證券化商品後出售給全球投資人，以降低資本需求及美化財務結構。
2. 隨美國利率上升及房價下跌，次級房貸逾放比率攀升，**2007 年 8 月爆發美國次貸危機**，並透過**房貸證券化商品及跨國銀行間交互往來**，將危機擴散至全球金融體系，引發 2008 年全球金融危機。
3. **多家歐美大型金融機構**在危機中蒙受鉅額損失而**宣布破產或接受紓困**，數家美國投資銀行則**改制為商銀⁹**以取得央行緊急流動性資金，並促使國際組織及主要國家進行**大幅度之金融監理改革**，如 Basel III 及美國 Dodd-Frank 法。
4. 此外，全球金融危機亦導致金融機構資本不足而**引發信用緊縮**，使**全球經濟陷入嚴重衰退**，致**美、英、歐、日等主要央行陸續採取量化寬鬆(QE)貨幣政策**，並對全球經濟金融產生長遠影響。

圖 8 金融機構透過 SPV 進行房貸證券化之流程



資料來源：本行整理

⁷ 投資銀行在次級房貸證券化過程扮演下列角色：(1)協助 SPV 設計、發行並銷售 MBS 與 CDO；(2)提供 SPV 流動性支援額度或隱形擔保。

⁸ 銀行及次級房貸公司對信用評等較低、還款能力較弱之借款者提供次級房貸(subprime mortgage)，其利率較一般抵押貸款為高。

⁹ 美歐大型金融機構破產、接受紓困與改制的說明，詳見表 2。

(二)當前 AI 表外融資與 2008 年全球金融危機之 SPV 有許多不同之處，發生系統風險之外溢程度亦有差異(表 3)。市場對 AI 融資等議題之憂慮，不宜直接與 2008 年全球金融危機相提並論。

表 3 2008 年全球金融危機與當前 AI 表外融資策略不同之處

	2008 年全球金融危機融資策略	當前 AI 表外融資策略
SPV 的角色	由 金融機構 (投資銀行為主)成立 SPV，由 SPV 設計及出售證券化商品。	由 AI 企業 成立 SPV，來興建或購買 AI 基礎建設，並由 SPV 向 非銀行機構 (如 私募信貸 等)籌資(見圖 5、6)。
系統風險擴散程度	<ul style="list-style-type: none"> • 金融機構緊密結合，將風險擴散至全球金融體系。 • 金融風險蔓延至實體經濟，造成全球景氣嚴重衰退，擴散程度大且影響時間久。 	<ul style="list-style-type: none"> • 若 AI 產業獲利成長放緩或出現財務問題，需留意股市估值修正之影響。 • 若非銀行機構(AI 產業投資人/債權人)未透過銀行體系進行高度槓桿操作，風險僅存於AI 企業相互投資的緊密金流體系內。 • 目前 AI 科技巨頭與晶片供應商之營運及財務基本面仍佳，預期AI 產業供應鏈風險相對有限，不致引發系統性金融危機。

資料來源：本行整理

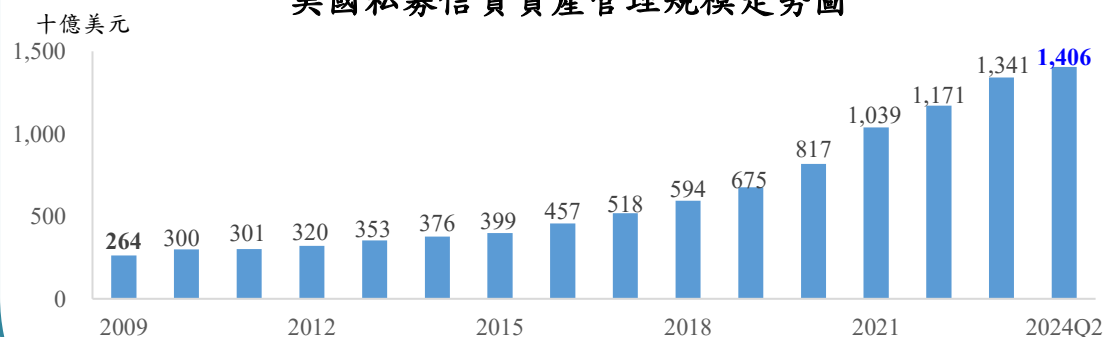
(三)未來關注議題

- 本年初以來，**生成式 AI 對傳統軟體服務業造成衝擊**，引發**私募信貸**投資人對軟體服務業所提供抵押資產品質之疑慮，導致**私募信貸市場面臨大額贖回壓力**，對金融穩定帶來挑戰(見專欄 2)。另一方面，AI 產業的資本密集特性，高度依賴此類非銀行機構之融資管道，亦可能影響 AI 基礎設施擴張速度。
- **當前私募信貸的贖回壓力**，尚無直接引發傳統銀行的**金融危機**，未來仍宜密切關注**私募信貸**等非銀行機構透過銀行體系進行高度財務槓桿操作，可能將風險擴散至銀行體系情形。此外，非銀行機構資訊透明度不足，對政府監管產生挑戰。

專欄2：因生成式 AI 對傳統軟體服務業造成衝擊，使得近期私募信貸出現流動性考驗

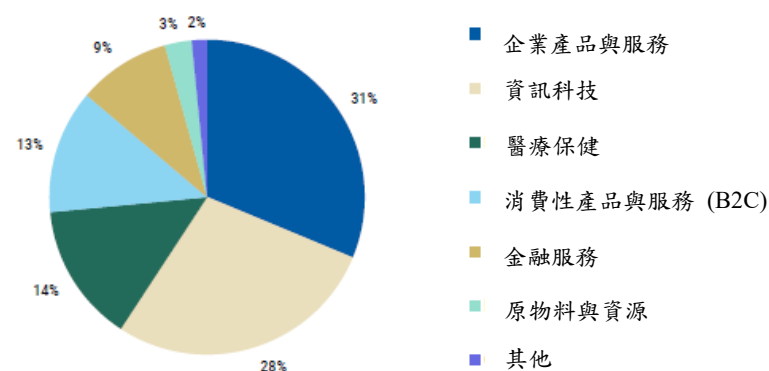
- 近 15 年全球**私募信貸市場快速成長**，其中資產規模最大之美國，**2024 年 Q2 私募信貸資產管理規模逾 1.4 兆美元**，較 2009 年成長逾 4 倍。
 - 美國私募信貸多採**商業發展公司(Business Development Companies, BDCs)**之運作模式，將所吸收資金提供予**不易從傳統銀行取得融資之中小企業或新創公司**。
 - 美國 BDCs 對於資訊科技產業曝險偏高**，Morgan Stanley 分析指出，2025 年第 3 季公開募集型 BDCs 投資於資訊科技產業占整體投資比重約 28%。另 Barclays 再就資訊產業細分，則整體 BDCs 對軟體業投資占整體投資組合約 20%。
- 私募信貸向軟體服務商提供大額貸款，惟近期因**生成式 AI 對傳統軟體服務產業造成衝擊**¹⁰，引發**投資人對貸款抵押資產品質之疑慮**，出現大規模**贖回潮**¹¹，使**私募信貸市場面臨嚴峻的流動性考驗**。

美國私募信貸資產管理規模走勢圖



資料來源：Jose Berrospide et al. (2025),
“Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications,”
FEDS Notes, May 23

BDCs 各產業曝險占比(依成本計)



資料來源：PitchBook | LCD, Morgan Stanley Research

¹⁰ 生成式 AI 對傳統軟體服務產業的衝擊，包含：(1)AI 輔助開發軟體，使軟體開發變得更便宜、更快速，傳統軟體服務產業競爭加劇；(2)AI 提升效率將使企業削減成本與人力，可能導致客戶縮減軟體授權數量。

¹¹ 本年 2 月下旬 **Blue Owl** 為應對基金贖回需求，宣布出售約 14 億美元私募信貸資產；本年第 1 季 **黑石**(Blackstone) 旗下旗艦信貸基金 BCRED 的贖回率達 7.9%；本年 3 月 **貝萊德**(BlackRock) 旗艦級私募信貸基金的贖回率為 9.3%，**Cliffwater** 旗艦級私募信貸基金亦面臨超過 7% 的贖回申請；其中，Blue Owl 與 Meta 合資成立 SPV(見本文圖 5)。

3. 私募信貸市場具高度脆弱性

(1) 近年來私募信貸市場快速發展，惟面臨多項脆弱性，包括：①**資訊不透明及未即時評價**，不易掌握風險，且監管寬鬆；②常見**多重槓桿操作**，易出現連鎖效應¹²；③**資金來源散戶化及半流動性**¹³信貸商品出現，提高**流動性錯配及擠兌風險**；④**曝險過度集中於資訊產業**；以及⑤**核貸標準趨寬鬆**。

(2) **2024年4月IMF《全球金融穩定報告》**亦指出，私募信貸存在顯著脆弱性，若出現連鎖性違約，恐引發**整體金融體系連動風險**。

— 信貸活動逐漸轉移到**較不透明**的私募信貸領域。

— **多層槓桿**之特性，以及**越來越多散戶加入私募信貸市場**，一旦爆發**贖回潮**，恐引發**流動性風險**。

4. 2024年第4季**美國銀行業對BDCs與私募信貸基金放款承諾金額約960億美元**，僅占對**整體非銀行機構放款承諾總額之4%**¹⁴，比重不高，且當前**私募信貸的贖回壓力**，尚無直接引發傳統銀行的金融危機，應持續關注**私募信貸風險回流至銀行體系**之可能衝擊。

(1) **銀行與私募信貸之間的關聯性仍高**：New York Fed 研究指出¹⁵，金融海嘯後，主要由**私募信貸公司等非銀行機構**承擔高風險企業的次級信用風險；惟此類**信貸風險並非單純由非銀行機構所承擔**，銀行仍為**非銀行機構提供優先貸款與信貸額度**，使**銀行成為非銀行機構之最終流動性提供者**。

(2) **私募信貸風險回流銀行體系**：

— **私募信貸市場面臨流動性危機時**，可能**高度同步且頻繁動用銀行提供之信貸額度**，此種狀況可能**轉為對銀行資產負債表之流動性壓力**。

— 銀行體系看似將**企業違約風險**移轉予**私募信貸等非銀行機構**，惟此風險**最終仍以「流動性風險」形式重新衝擊銀行體系**，進而放大**整體金融系統的脆弱性**。

¹² 係指不僅基金本身可能舉債，其投資或融資對象亦常進行槓桿操作(如透過SPV舉債、槓桿收購)，形成多重槓桿結構，若一家公司倒閉，易引發連鎖效應。

¹³ 半流動性係指投資人可於特定日期贖回其基金持份，然贖回仍受到特定比例之門檻或暫停贖回等條款之限制。

¹⁴ 2024年銀行對BDCs與私募信貸基金放款承諾金額約960億美元，對其他非銀行機構放款承諾金額則為21,930億美元。資料來源：Jose Berrospide et al. (2025), “Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications,” FEDS Notes, May 23。

¹⁵ Viral V. Acharya et al. (2026), “Transformed Intermediation: Credit Risk to NBFIs, Liquidity Risk to Banks,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1176.

Q6：當前 AI 熱潮與 2000 年 Dot-com 泡沫有何異同之處？

A6：兩者均源於對新科技之高度預期，致科技股股價漲幅高；惟科技創新所累積之實體投資，對提升長期經濟潛力具正面效應。

(一) AI 與網際網路均為當代之創新科技，科技業者看好未來潛力而投入巨額資本，投資人預期相關企業可實現高額回報而競相投資，致股價漲幅大；惟程度上具有明顯差異。

1. 股價表現(圖 9)：

— Dot-com 泡沫狂熱時期，美國那斯達克指數飆漲，2000 年 3 月 10 日高點相較 1997 年底，漲幅高達 221.5%，惟泡沫破裂後，指數重挫，2002 年 10 月 9 日較高點下跌 77.9%，指數甚至低於 1997 年低。

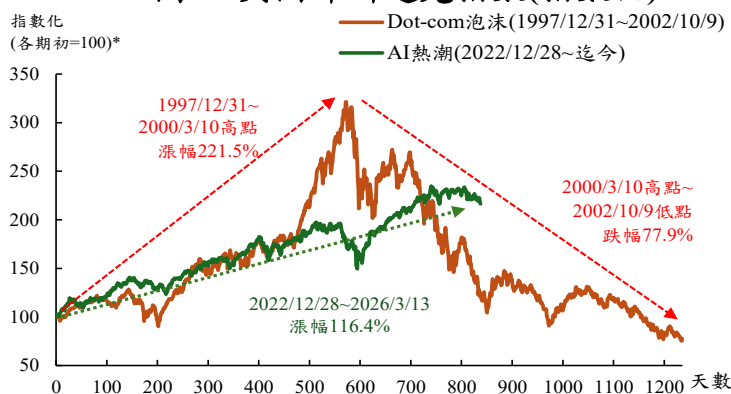
— AI 熱潮始於 2022 年底，那斯達克指數迄今之漲幅達 116.4%，惟未出現 2000 年代之暴漲暴跌現象。

2. 股價評價(圖 10)：

— Dot-com 泡沫狂熱時期，投資人以高成長預期評估尚未獲利之科技股，2000 年 3 月 10 日那斯達克指數本益比高達 64.9 倍。

— 主要 AI 公司資本支出多來自穩健的營收，有經常性收入，且營收狀況可預測，2026 年 3 月 13 日那斯達克指數本益比 31.0 倍，高於 1997 年以來之平均 27.8 倍，惟遠低於 Dot-com 泡沫時期。

圖 9 美國那斯達克指數(指數化)



註：*以 1997 年 12 月底及 2022 年 12 月底那斯達克指數為 100 繪圖；

指數化後之數值減 100 即為相對各期初之漲幅。

資料來源：LSEG Datastream

圖 10 美國那斯達克指數本益比



註：本益比(P/E Ratio)係用以評估股價昂貴或便宜的指標，其定義為「當前股價」除以「每股盈餘(EPS)」。

資料來源：LSEG Datastream

(二) 科技創新引發股市泡沫疑慮，惟吸引資金投入**創新研發**，企業所累積之**實體投資**，對**提升長期經濟潛力**具正面效應

1. **新技術落實至生產力提升的過程**，勢必歷經調整與適應過渡期，此係產業革新升級的必經之路。
2. **Dot-com 泡沫後**相關企業股價重挫甚或倒閉，惟**銀行體系曝險程度有限**，美國經濟僅小幅衰退，而**民間持續數位建設投資**，相關實體投資最終**成為現代網際網路應用蓬勃發展之基石**。
3. **AI 技術進步快速發展**，其效應**預期可提升長期經濟成長潛力**，惟**目前終端應用與商業化模式尚未成熟**，**新技術成熟需仰賴大量資本投入**，仍宜關注相關企業財務風險(表 4)。

表 4 AI 熱潮與 Dot-com 股市泡沫比較

	AI 熱潮	Dot-com 股市泡沫
那斯達克指數漲幅	漲幅 116.4% (2022 年底至 2026 年 3 月 13 日)	漲幅 221.5% (1997 年底至 2000 年 3 月 10 日高點)
那斯達克指數本益比	31.0 倍 (2026 年 3 月 13 日)	64.9 倍 (2000 年 3 月 10 日， 部分網路公司高達約 200 倍)
美股席勒本益比*	38.9 倍 (2026 年 3 月)	43.2 倍 (2000 年 3 月)
企業基本面	<ul style="list-style-type: none"> • 股市熱潮集中在具備實質營收與自由現金流之大型科技巨頭，營收狀況可預測性高 	<ul style="list-style-type: none"> • 狂熱集中在無盈餘之網路新創公司，多數公司處於「燒錢」階段
融資來源	<ul style="list-style-type: none"> • 資本支出多來自實質營收 • 近期非銀行機構及市場直接融資規模上升 	<ul style="list-style-type: none"> • 尚未獲利之新創網路公司以IPO 上市籌資 • 資本支出仰賴創投與債務融資
效益**	<ul style="list-style-type: none"> • AI 有助技術進步，預期可提高總要素生產力，提升長期經濟成長潛力 • 部分學者估計 AI 效益高於 2000 年網際網路 	<ul style="list-style-type: none"> • 泡沫破滅後，民間持續數位建設投資 • 隨網路普及率上升，現代網際網路應用蓬勃發展
風險	<ul style="list-style-type: none"> • 供應鏈間交叉持股結構複雜 • 多元融資管道降低財務透明度 • 終端應用與商業化模式尚未成熟，獲利模式仍待觀察 • AI 數據中心對電力需求龐大 	<ul style="list-style-type: none"> • 缺乏商業模式與實質獲利 • 企業資產負債表脆弱 • 過度投資網路基礎建設，惟終端需求之網路普及率及軟體應用尚未成熟

註：*諾貝爾經濟學獎得主席勒(Robert Shiller)以通膨調整後之本益比，編製美股 S&P 500 指數之景氣循環調整後本益比(cyclically-adjusted price earnings ratio, CAPE ratio)，以平滑景氣循環造成的獲利波動；參見 <https://shillerdata.com>。

**參見 World Bank (2026), “Global Economic Prospects,” Jan. 13；Acemoglu, Daron (2025), “The Simple Macroeconomics of AI,” Economic Policy, Jan.；Aghion, Philippe and Simon Bunel (2024), “AI and Growth: Where do we Stand?” London School of Economics, Jun.；Filippucci, Francesco et al. (2024), “Miracle or Myth? Assessing the Macroeconomic Productivity Gains from Artificial Intelligence,” OECD, Nov.。

六、美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

上(2025)年4月川普總統宣布高額對等關稅政策，部分投資人重新評估美國經貿政策不確定性的風險，市場出現「去美元化」(De-dollarization)風波，一度使美股下跌、美債價格下跌，美元走弱，部分資金轉向其他貨幣或黃金等資產。

惟上年下半年美國經濟受到 AI 資本支出支持而維持韌性，美股受惠於 AI 浪潮帶動以及聯準會(Fed)於上年9~12月降息3碼，加以美債因其市場深度與廣度居全球之首無可取代，美國資產續受國際資金青睞，致美股、美債價格反彈(殖利率下跌)，美元指數回穩，去美元化風波逐漸平息。

本(2026)年2月20日美國最高法院裁定美國川普總統於上年4月宣布之對等關稅違憲，隨即川普總統發布總統文告並援引1974年貿易法之122條款，亦責成美國貿易代表署(USTR)啟動新一輪301條款貿易調查等新關稅政策；惟市場預期美國本次關稅變動對其經濟與通膨影響有限，因而金融市場反應相對平淡。

然而，本年2月28日美國對伊朗發動史詩怒火行動，美伊衝突局勢造成國際油價大漲，國際金融市場大幅震盪。隨著荷莫茲海峽(Strait of Hormuz)之能源運輸出現瓶頸，市場對通膨疑慮升溫，預期本年Fed或將延後降息時點或削減降息幅度，並出現以「現金為王」(dash for cash)之風險趨避現象，黃金及美股回檔、美債價格則因通膨疑慮而下跌，惟美元表現較傳統避險貨幣為佳，凸顯美元作為避險資產及最重要國際準備貨幣的地位仍然穩固。

本文首先回顧川普2.0關稅政策及國際金融市場去美元化風波逐漸消退，美債之核心資產角色尚難以取代。其次，扼要說明美伊衝突局勢對Fed貨幣政策之影響。最後，探討在當前政經情勢下，美元仍持續扮演資金避風港及最重要國際準備貨幣之角色，俾供外界參考。

(一) 川普關稅政策對美元之影響

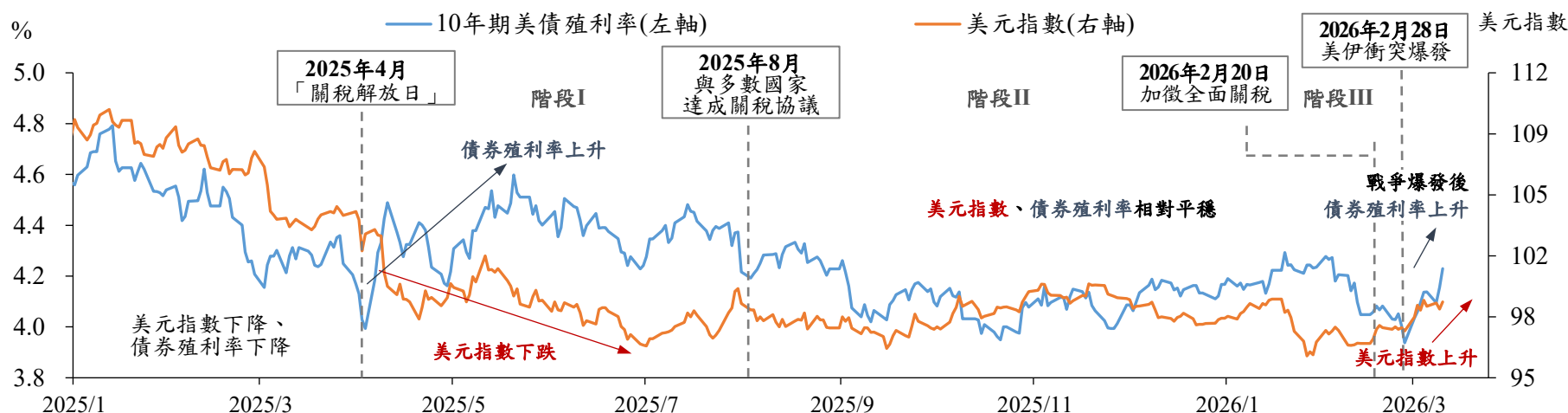
上(2025)年4月川普政府祭出史無前例的**高額對等關稅**後，全球金融市場一度因擔憂政治**不確定性**，而掀起「**去美元化**」風波。然上年下半年，受惠於人工智能(AI)產業強勁的資本支出，**美國經濟展現韌性**，加以**美國公債市場**無可取代的**深度、廣度**，促使**國際資金**快速**回流美國**，去美元化疑慮逐漸平息。

本(2026)年2月美國最高法院裁定上年4月對等關稅違憲，川普隨即宣布加徵**全面關稅**並重啟**新貿易調查**，但市場評估其實質**衝擊可能有限**，反應轉趨平淡，顯示川普關稅政策對美元地位的**負面干擾已淡化**。

1. 第 I 階段 (2025 年 4 月初~7 月底)：出現短暫「去美元化」風波

- (1) 上年4月，為解決美國長年以來面臨之**貿易失衡**問題，川普**2.0**推出史無前例的**對等關稅**政策，透過**保護主義**手段，強力推動製造業回流美國，**縮小**長期的**貿易逆差**，並將關稅作為與他國談判的經濟與戰略籌碼。
- (2) 然而，高額關稅政策引發**全球金融市場震盪**與對美國資產的**信心危機**，加以政策不確定性及關稅可能推升美國通膨等疑慮，使投資人轉向**非美元資產**，致**美元、美股下跌**、**美債殖利率上升**(價格下跌)(圖1)。

圖 1 2025 年迄今美元指數及美國公債殖利率變化



資料來源：Bloomberg

2. 第 II 階段 (2025 年 8 月初~2026 年 2 月 20 日)：「去美元化」風波逐漸平息

美國經濟在 AI 產業支撐下展現韌性，配合 Fed 降息適度釋放流動性，美股續創新高、美元指數回穩；美債受益於優良債信、高收益率等相對優勢，殖利率穩步回落(價格回升)，緩解市場對「去美元化」議題之擔憂(詳見專欄 1)。

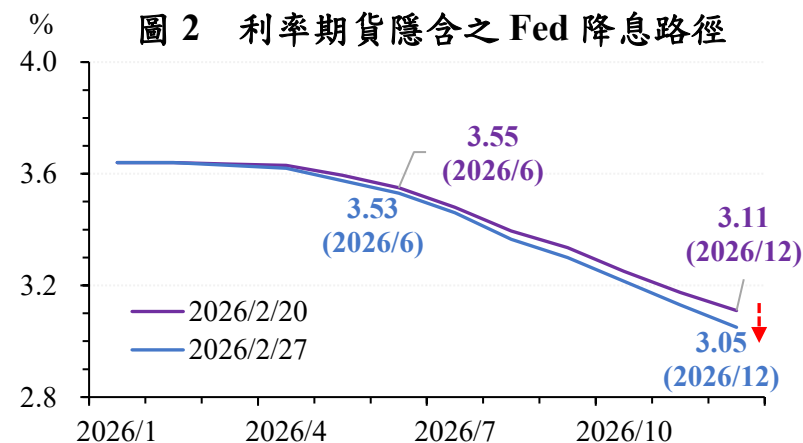
3. 第 III 階段(2026 年 2 月 21 日~美伊衝突前)：市場對新關稅議題反應平淡，轉為關注美伊衝突(詳見本文第二部分)。

- (1) 本年 2 月 20 日美國最高法院裁定總統川普依《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)對各國加徵之關稅(即對等關稅及芬太尼關稅)失效，且已加徵之對等關稅未來可能需退稅。川普總統隨即援引《1974 年貿易法》第 122 條款¹，對各經濟體加徵 10% 全面性關稅，為期 150 日；另川普總統隔日於社群媒體宣布將稅率調升至 15%。
- (2) 本次關稅政策變動有望使美國平均關稅稅率略微下降，且市場預期未來當局將以其他法源替代對等關稅，爰對其經濟與通膨影響有限(表 1)，金融市場反應不大，且未改變對 Fed 本年降息幅度之預期(圖 2)。

表 1 主要投資銀行對美國新關稅政策影響之評論

投資銀行	對美國經濟及通膨之影響
Barclays ²	本次裁決與川普新關稅政策對美國整體經濟影響有限。
JP Morgan ³	美國平均關稅稅率小幅下降，對經濟與通膨之影響有限。
Goldman Sachs ⁴	美國平均關稅稅率小幅下降，且關稅成本多數已轉嫁至消費者，爰對經濟與通膨之影響有限。
Morgan Stanley ⁵	美國平均關稅稅率小幅下降，且退稅款短期內難以挹注實體經濟，對經濟與通膨之影響有限。

資料來源：整理自各投資銀行



資料來源：CME

¹ 《1974 年貿易法》(Trade Act of 1974)第 122 條係美國賦予總統之緊急貿易調整權限，當美國出現重大且持續之國際收支赤字或美元面臨嚴重外部失衡時，總統得在有限期間內，對進口貨品採取臨時性措施，包括加徵最高不超過 15% 的進口附加關稅或實施數量限制，以迅速因應外部經濟衝擊並改善對外收支狀況。

² Rajadhyaksha, Ajay, Max Kitson and Pratham Hukmat Kingar (2026), "Global Macro Thoughts," *Barclays Economics Research*, Feb.23.

³ Feroli, Michael (2026), "A Brief Update on Trade Policy," *J.P. Morgan North America Economic Research*, Feb.22.

⁴ Phillips, Alec, Elsie Peng and David Mericle (2026), "US Daily: Tariffs and the Economy After the Supreme Court Ruling," *Goldman Sachs Economics Research*, Feb. 22.

⁵ Sibal, Rajeev, Mayank Phadke, Michael T Gopen, Arunima Sinha, Seth B Carpenter, Ariana Salvatore, Michael D Zezas and Priyan Mody (2026), "Global Tariffs: Moving Past IEEPA," *Morgan Stanley Global Economic Briefing*, Feb. 23.

專欄 1 美債之核心資產角色尚難以取代

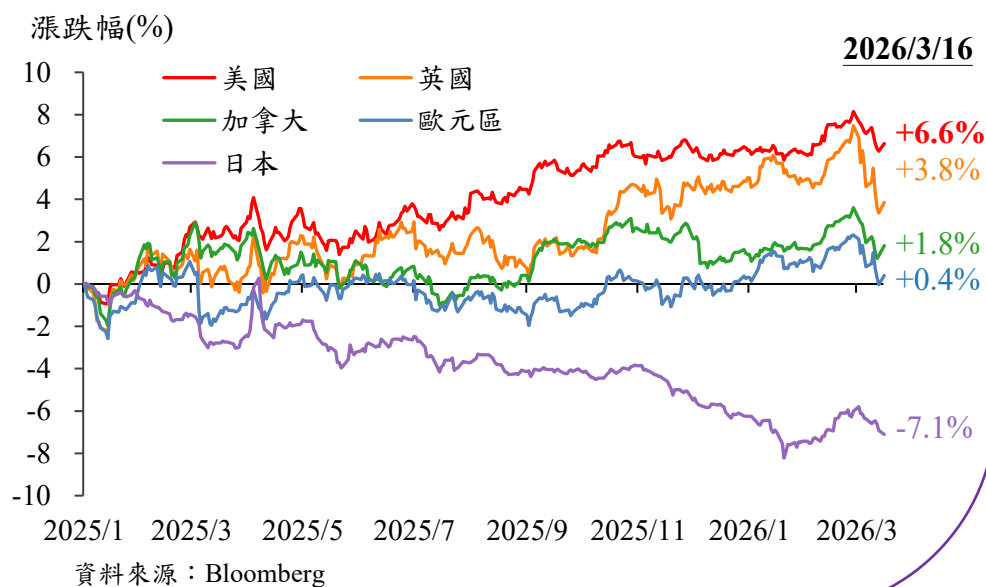
1. 近年來全球政經環境錯綜複雜，市場偶有對美國財政體質或「去美元化」之討論。然而，在避險與流動性管理需求下，美國公債持續扮演全球定價基準；綜觀其債信評等、市場深廣度、收益表現及外國投資人配置規模，美國公債仍具備相對優勢，其核心角色尚難以取代。機構給予美國債券評等(AA+)為次高等級(專欄 1 表 1)；10 年期美國公債殖利率相對較高，10 年期與 2 年期殖利率利差相對較低，反映其長天期公債之價值儲藏功能仍受市場青睞；另**美國公債市場之深度與廣度居全球之首**，為國際資金借貸合約中最廣為接受之**合格擔保品**，具**高度流動性**。
2. 上年以來美國公債指數總報酬達 6%，為已開發國家債市中表現最佳(專欄 1 圖 1)，且海外持有美債規模創新高(詳下頁表 2)，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**⁶。

專欄 1 表 1 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	0.75	3.75
2 年期公債殖利率(%)	3.67	2.57	2.40	1.28	4.10
10 年期公債殖利率(%)	4.22	3.62	2.95	2.28	4.77

註：截至 2026 年 3 月 16 日。
資料來源：Bloomberg

專欄 1 圖 1 各國政府公債指數總報酬率變動



⁶ 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.

4. 2025 年「去美元化」議題對投資人持有美國公債及黃金之影響

(1) 2025 年全體外國投資人持有美國公債情形穩健

- 根據美國財政部公布之國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)⁷，上年**3月底**，全體外國投資人持有美國公債之規模約**9.05 兆美元**，**7月底**增至**9.11 兆美元**，並於**12月底**進一步增至**9.27 兆美元**(表 2)。
- **第 I 階段(2025 年 4 月初~7 月底)**：儘管部分投資人對美元資產信心轉弱，惟全體外資持有美國公債之規模仍**增加 528 億美元**。主要經濟體中，**英國大幅增持 1,167 億美元**、**日本增持 210 億美元**；**中國大陸則減持 698 億美元**。
- **第 II 階段(2025 年 8 月初~年底)**：去美元化風波趨緩，海外持有美國公債規模持續創高，此期間全體外資持債規模**增加 1,639 億美元**。其中，**日本穩定增持 337 億美元**，**中國大陸減持幅度縮小至 121 億美元**；英國則略減持 300 億美元。

表 2 美國財政部統計之外國投資人持有美國公債金額

單位：億美元

日期	全體外國投資人(官方及民間)				
	日本	英國*	中國大陸	台灣	
2025/3/31 (1)	90,542	11,308	7,793	7,654	3,082
2025/7/31(2)	91,070	11,518	8,960	6,956	3,089
2025/12/31 (3)	92,709	11,855	8,660	6,835	3,106
【第 I 階段】2025 年 4 月初~7 月底變動 (2)-(1)	+528	+210	+1,167	-698	+7
【第 II 階段】2025 年 8 月初~12 月底變動 (3)-(2)	+1,639	+337	-300	-121	+17

註：英國倫敦係全球重要金融中心，國際投資人常透過當地金融機構進行美債之託管與交易，爰英國持有規模變化，未必完全反映英國本國投資人之實際配置行為。

資料來源：美國財政部 Treasury International Capital

⁷ 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。

(2) 2025 年俄羅斯等大國央行並未大幅增持黃金，國際金價大幅上漲，主要係民間投資人所推動

- 自 2009 年迄 2024 年底，黃金增持量較大之央行集中於 5 國(俄羅斯、中國大陸、波蘭、土耳其、印度)，該等國家之增持量占全球總增持量約 80% (=4,999/6,291)(其中，俄、中及印度之增持量占全球總增持量即逾 60%)(表 3)；渠等央行增持黃金之考量包括政治戰略(如俄、中及波蘭)、本國幣值不穩(土耳其)及文化(印度)等因素。
- 儘管在上年「去美元化」議題發酵下，俄、中及印度 3 大央行並未再大幅增持黃金，期間僅增持 25 公噸，僅占 2025 年全球央行總增持量之 8% (=25/298) (表 3、表 4)⁸。
- 另上年黃金 ETF 增持的黃金量為 805 公噸，約為全球央行增持量之 3 倍(表 4)，爰上年金價上漲 67%，主要係由民間投資人搶買黃金所推動。

表 3 央行黃金增持集中於少數國家

單位：公噸	2025/12	2009/3~2024/12*	2024/12~2025/12
	黃金持有量	增持量	增持量
俄羅斯	2,327	+1,801	-6
中國大陸	2,306	+1,680	+27
印度	880	+518	+4
土耳其	811	+655	+40
波蘭	550	+345	+102
全球合計	36,552	+6,291	+298
5 國合計	6,875	+4,999	+167

* 2009 年 3 月為全球央行黃金持有量之最低點。
資料來源：IMF

表 4 黃金 ETF 及全球央行之黃金持有量

單位：公噸	2024/12	2025/12	2024/12~2025/12
	持有量	持有量	增持量
黃金 ETF	3,219	4,024	+805
全球央行	36,254	36,552	+298
俄+中+印	5,488	5,513	+25
其他小國*	1,685	1,947	+262

*其他小國為土耳其、波蘭、哈薩克、巴西及捷克，渠等 2025 年增持量分別為 40、102、57、43 及 20 公噸，合計 262 公噸。

資料來源：World Gold Council, IMF

⁸ 2025 年其他增持黃金量較多之央行主要集中於土耳其、波蘭、哈薩克、巴西及捷克等國，合計增加 262 公噸，占全球央行總增持量之 88% (=262/298)。

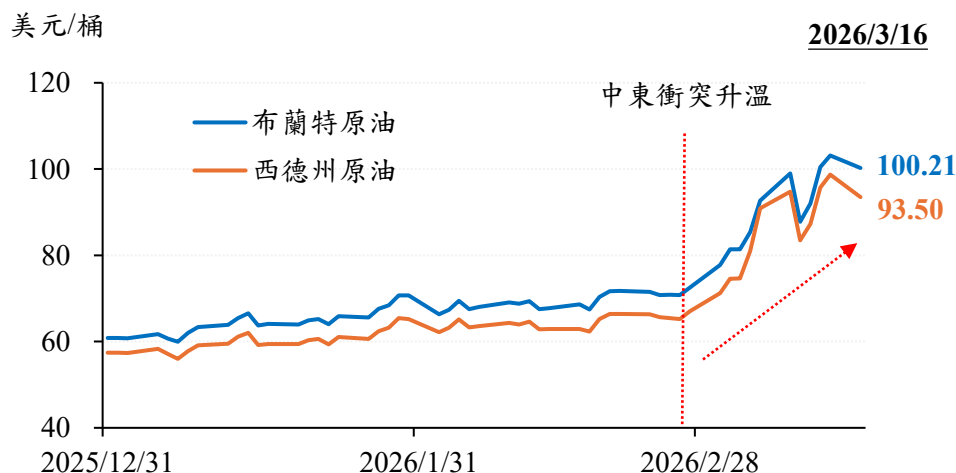
(二)美伊衝突局勢發展對通膨及貨幣政策之影響

本年2月底爆發之美伊衝突使中東緊張局勢急遽升溫，致承載全球逾兩成海運石油貿易的**荷莫茲海峽之能源運輸受阻**。戰爭風險不僅帶動**國際油價與通膨預期**雙雙攀升，更進一步影響未來貨幣政策路徑前景；面對地緣政治引發的**通膨復燃風險**，市場快速調整對Fed本年之降息預期，反映Fed或將**延後降息**或**縮減降息幅度**。

1. 美伊衝突局勢升溫推升原油價格及美國通膨預期

- (1) 本年2月28日，**美國與以色列對伊朗發動代號為「史詩怒火」之聯合空襲**，造成**伊朗最高領袖哈梅尼(Ayatollah Ali Khamenei)**及**伊朗領導體系**遭受重創，隨後伊朗展開**反制行動**，包括**發動無差別攻擊及封鎖戰略航運**。
- (2) 隨著中東地緣政治風險升溫，市場憂慮局勢**恐將升級為影響能源供應之全面性衝突**，經荷莫茲海峽運輸之原油可能受到影響，近期**布蘭特原油(Brent)**與**西德州原油(WTI)**期貨價格均已明顯上揚(圖3)。
- (3) 另美國2年期通膨損益兩平點由2.82%**上揚34個基點**至3月16日之3.16%；同期間10年期通膨損益兩平點由2.26%**上揚10個基點**至3月16日之2.36%(圖4)。

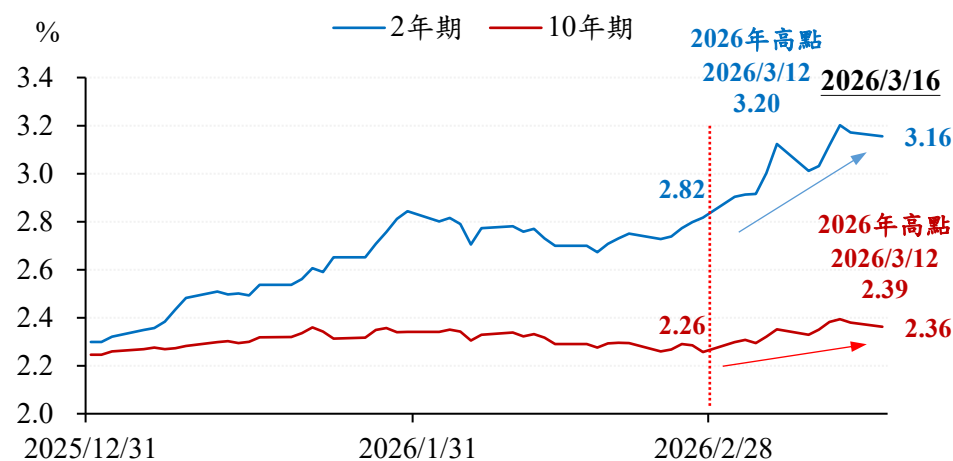
圖3 本年迄今布蘭特及西德州原油期貨價格



註：1 桶石油(1 barrel, bbl)=42 美制加侖(US gallons)

資料來源：Bloomberg

圖4 本年迄今美國2年期及10年期通膨損益兩平點*



*為美國公債名目殖利率扣除同年期抗通膨債券(Treasury Inflation-Protected Security, TIPS)實質殖利率之差值，隱含市場參與者對未來的通膨預期。

資料來源：Bloomberg

2. Fed 因應高油價之歷史經驗及未來展望

美國 Fed 具有達成「物價穩定」及「充分就業」之雙重法定職責。由於能源價格與全球通膨率高度正相關，能源價格持續走揚恐增添全球通膨上行壓力⁹，美國能源價格上揚亦會推升個人消費物價指數成長率(PCE 通膨)，1998 年迄今，當油價上揚導致 PCE 通膨壓力較高時(圖 5)，Fed 傾向採取緊縮政策以抑制通膨(圖 6 藍色網底期間)；惟亦有例外：

- (1) 儘管 2003 年及 2010 年國際原油價格曾大漲，惟鑑於當時美國經濟正經歷 2003 年網路泡沫、2009 年全球金融危機，經濟形勢(勞動市場)較疲弱，爰 Fed 並未採行緊縮貨幣政策，甚至採進一步寬鬆之貨幣政策。
- (2) 另 2020 年至 2021 年期間原油價格因 COVID-19 疫後需求強力反彈而大漲，帶動通膨大幅上揚，惟 Fed 直到 2022 年 3 月啟動升息循環，其升息啟動時點是否稍晚(behind the curve)頗受外界討論(圖 5 及圖 6 黑色圈圈)。
- (3) Fed 貨幣政策展望：近期儘管美國勞動市場進一步趨緩；惟美伊衝突升溫推升油價並增加通膨上行風險，市場預期 Fed 可能會避免重蹈未及時因應高通膨之覆轍，現階段可能維持較高利率水準，以抑制通膨預期上揚。

圖 5 彭博原油價格年增率與美國整體 PCE 年增率

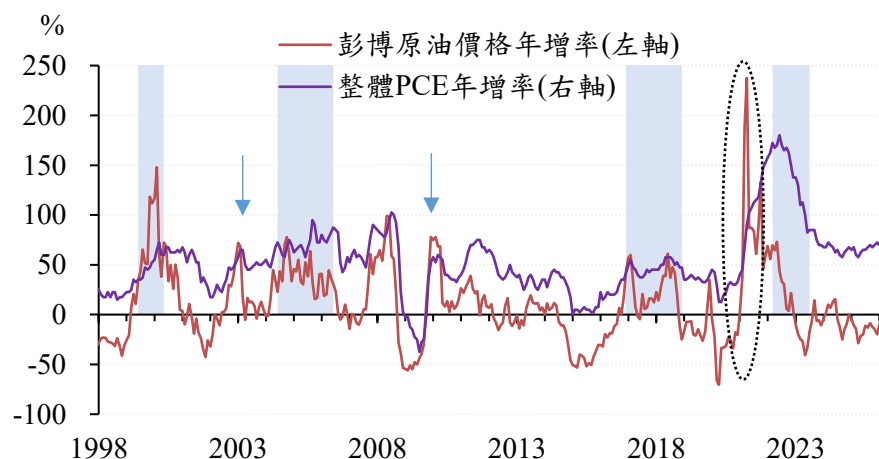
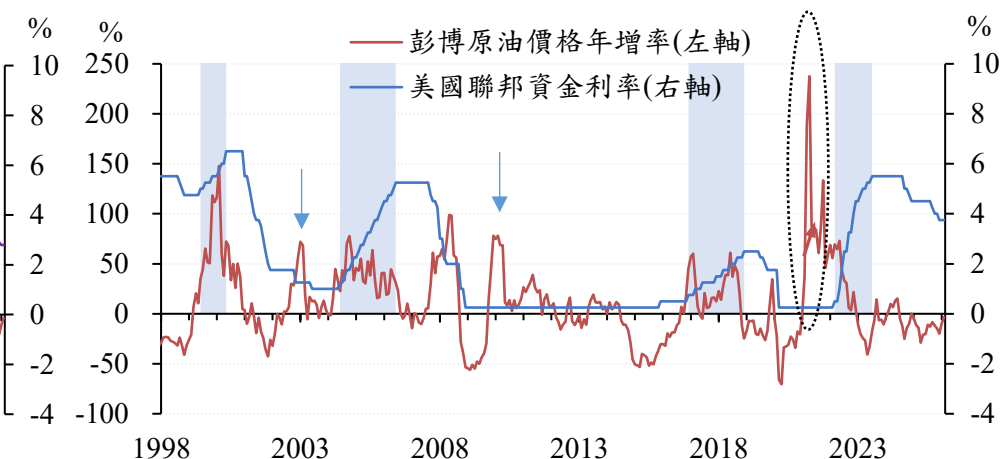


圖 6 彭博原油價格年增率與美國聯邦資金利率



註：藍色網底為升息循環期間。彭博原油價格數據來源：1861-1950 年取自 BP 統計年鑑；1951 年至 1983 年 4 月為彭博阿拉伯灣阿拉伯輕質原油現貨價；1983 年 5 月迄今為彭博 WTI 原油現貨價。

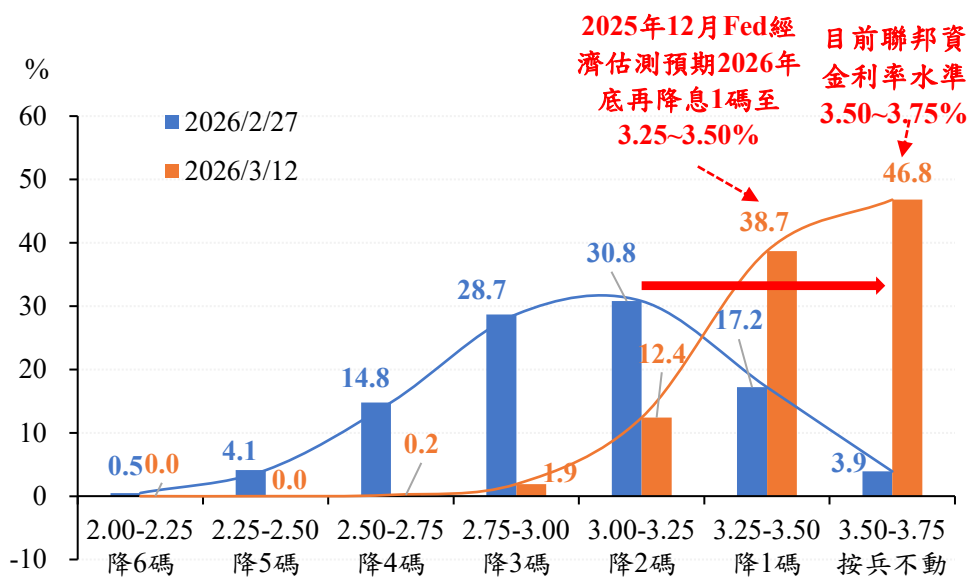
資料來源：Bloomberg

⁹ 請參見中央銀行 2026 年 3 月 19 日央行理監事會後記者會參考資料之第一題「國際經濟金融情勢及展望」第 6~7 頁之專欄。

(4) 市場上修預期之美國聯邦資金利率路徑，反映 Fed 或將延後降息及縮減降息幅度

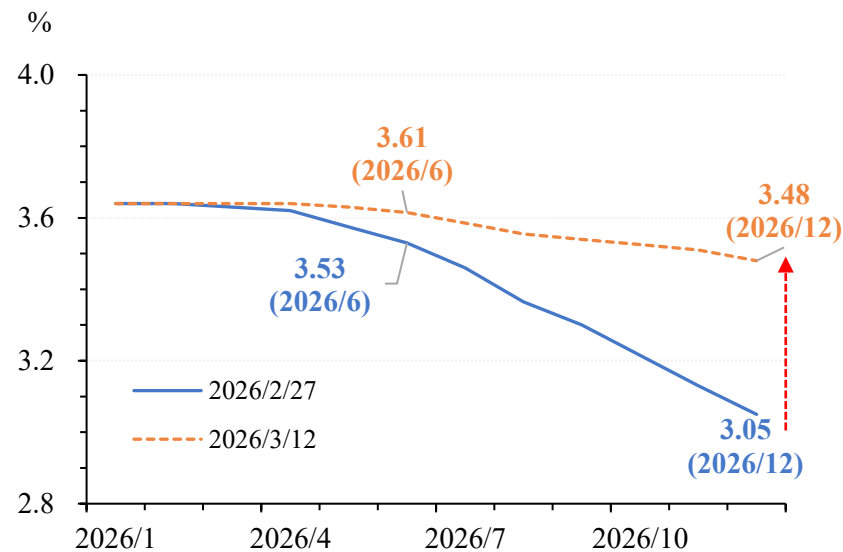
- 本年底聯邦資金利率區間之機率分布向右移動：由於近期能源價格大幅上揚，推升美國通膨，市場上修美國聯邦資金路徑。如本年 2 月 27 日市場預期本年底聯邦資金利率降息 2 碼機率由 30.8%，大幅下降至 3 月 12 日之 12.4%；同期間**降息 1 碼**至 3.25~3.50%之機率自 17.2%**上升至 38.7%**(圖 7)；**維持 3.50~3.75%**區間之機率，由 3.9%**大幅上升至 3 月 12 日之 46.8%**。
- 本年 Fed 降息終端利率：**中東地緣政治衝突加劇**，本年 3 月 12 日市場預期之本年 12 月終端利率由 **3.05% 上升至 3.48%**(圖 8 箭頭)。
- 本年底聯邦資金利率及本年降息幅度：本年 2 月 27 日**市場原預期本年底聯邦資金利率將降息 2 碼(降至 3.0-3.25%)**，惟本年 3 月 12 日預期**本年底聯邦資金利率將維持在 3.50~3.75%(即目前至本年底 Fed 將按兵不動)**(圖 7 **橘色柱狀**)。

圖 7 市場預期 2026 年底美國聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：CME

圖 8 利率期貨隱含之本年聯邦資金利率路徑



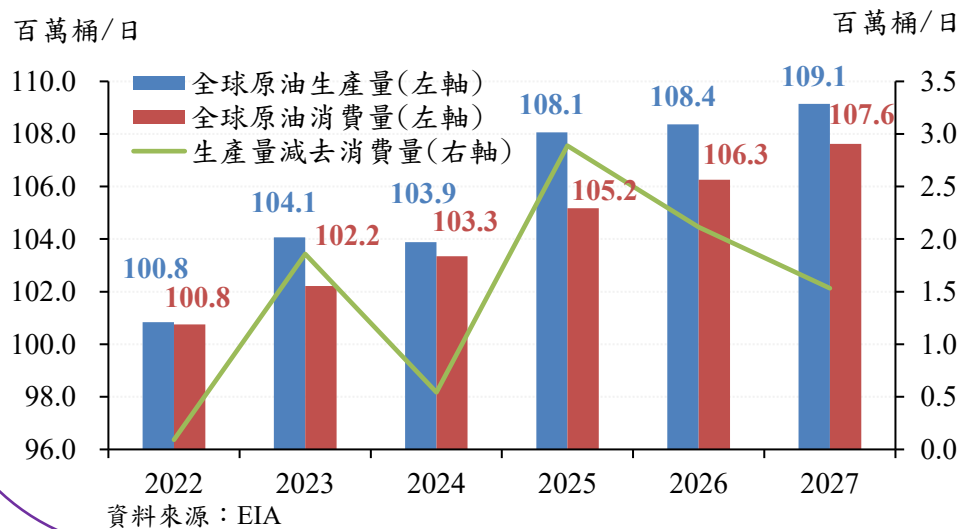
註：根據聯邦資金利率期貨價格推估

資料來源：Bloomberg

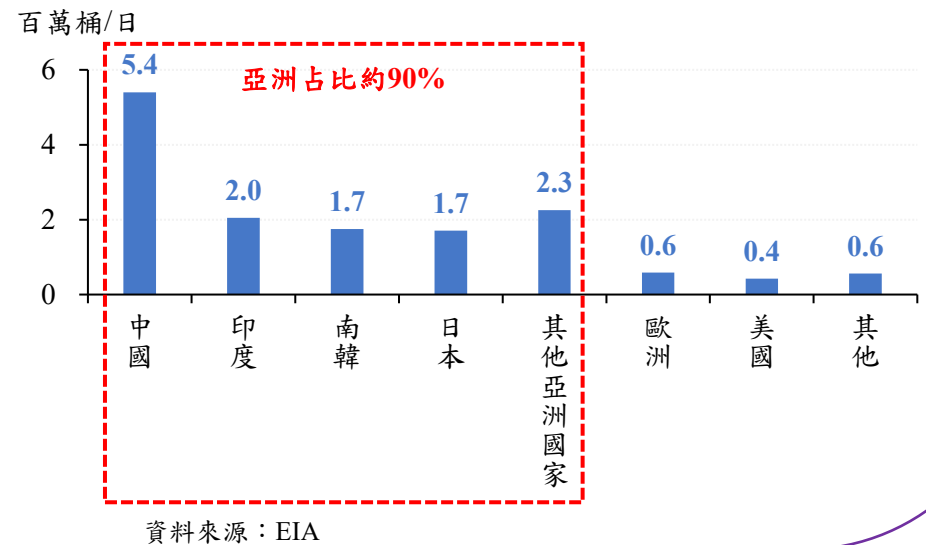
專欄 2 國際原油價格之未來走勢

1. 美伊衝突前，美國能源資訊署(EIA)曾預估，**未來幾年全球原油供給仍大於需求**(專欄 2 圖 1)；**惟**近期美伊衝突局勢升溫，使**國際能源市場**再度受到關注。**中東能源運輸通道之安全性**，成為觀察全球石油供應風險之重要因素。
 - **荷莫茲海峽**為中東原油出口之重要運輸通道。2025 年上半年經荷莫茲海峽運輸的石油總量平均約每日 2,090 萬桶¹⁰，**約占全球海運石油貿易量 25%**，其中**原油約占經該海峽運輸石油總量的七成以上**。經由荷莫茲海峽運輸之原油中，**約九成最終流向亞洲市場**，主要包括中國、印度、南韓及日本等經濟體(專欄 2 圖 2)。
2. 為緩解美伊衝突對能源市場可能造成之供應衝擊，**國際能源總署(IEA)**於本年 3 月 11 日**宣布其成員國將釋出約 4 億桶戰略石油儲備**，其中**1.72 億桶將由美國戰略石油儲備(SPR)提供**，為歷來規模最大的協調釋油行動。
3. 惟鑑於**荷莫茲海峽為全球重要能源運輸通道**，未來原油供應情形及國際油價走勢仍將主要取決於**該海峽之通航情況**，以及**區域能源基礎設施之受損與修復進度**。

專欄 2 圖 1 2022 年至 2027 年原油生產量及消費量



專欄 2 圖 2 2025 年上半年經荷莫茲海峽運輸原油數量(依目的地)



¹⁰ 石油總量包含原油及石油產品。請參見 EIA(2026), “World Oil Transit Chokepoints,” Mar. 3。

(三)美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

相較於上年美國關稅政策之不確定性造成美元走弱，本年美伊衝突局勢造成油價大漲，國際金融市場大幅震盪，美元彈升，凸顯其作為避險資產及最重要國際準備貨幣的地位。

1. 美元指數於美國對等關稅政策及美伊衝突事件前後之反應

(1) 2025年4月對等關稅政策：不確定性加深市場「去美元化」預期，美元指數走弱(圖9藍線)；其他避險貨幣如瑞士法郎、日圓對美元匯率升值，黃金上漲(表5)。

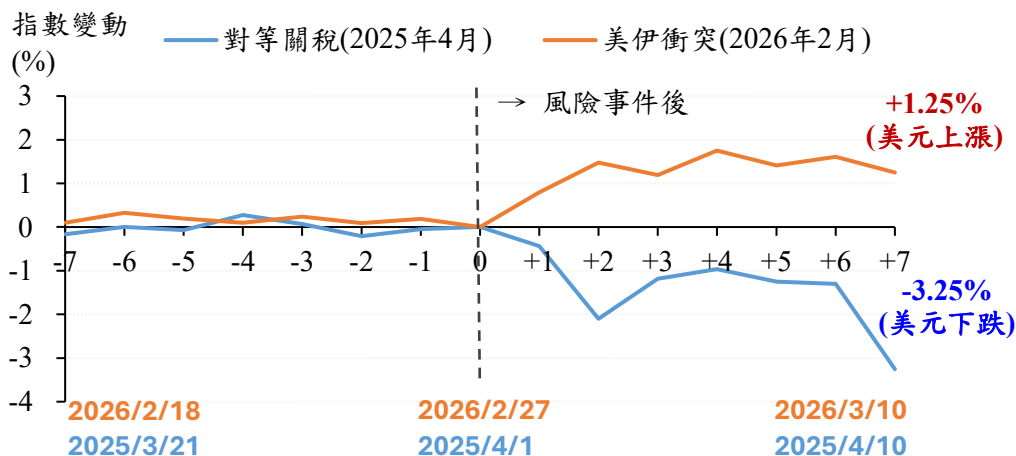
— 針對「海湖莊園協議」、「第2次廣場協議」等討論甚囂塵上，美國經貿政策之不確定性，使部分投資人質疑美元地位並重新評估美元資產風險，將部分資金轉向分散至非美元資產。

(2) 2026年2~3月美伊衝突：地緣政治風險致資金轉入美元避險，美元指數上漲(圖9紅線)；瑞士法郎、日圓對美元匯率貶值，黃金下跌(表5)。

— 投資人風險趨避，以現金為王，加以原油價格飆漲，重燃通膨升溫疑慮，由於美國有能源淨出口國之優勢且經濟具有韌性，資金流向美元避險；能源進口國如歐洲、日本貨幣則因原油價格上升而走弱。

— 另一方面，美元走強及通膨恐致央行政策趨緊的預期，增加了持有黃金的機會成本，致近期金價走跌。

圖9 美元指數於風險事件前後之反應*



*橫軸以風險事件發生前一交易日為基準0，以-/+表示風險事件發生前/後之交易日數；縱軸表示美元指數變動率。

資料來源：Bloomberg

表5 美元指數及其他避險資產於風險事件後之變動

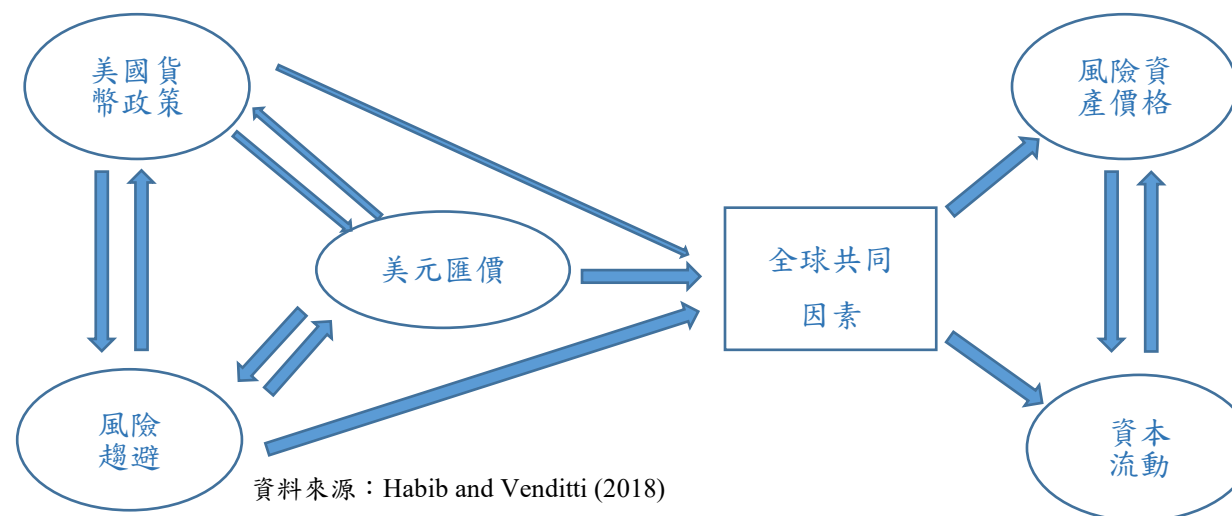
期間	對等關稅宣布後	美伊爆發衝突後
	2025/4/1~2025/4/10 7個交易日累積變動(%)	2026/2/27~2026/3/10 7個交易日累積變動(%)
美元指數	-3.25	1.25
日圓	3.57	-1.27
瑞郎	7.23	-1.18
黃金	2.02	-1.65

資料來源：Bloomberg

2. Fed 政策利率、美元及市場風險情緒與全球金融循環息息相關¹¹

- (1) Habib and Venditti (2018)指出¹²，**美國貨幣政策及全球風險趨避行為**係驅動全球金融循環之兩股主要力量，再加上**美元匯價**，**三者交互作用構成全球共同因素**，進而影響**全球的風險性資產價格及資本流動**，而此一全球性的價量變化，為全球經濟金融發展的重要因子(圖 10)¹³。
- (2) 例如，在金融循環擴張階段，美國 Fed 採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲。反之，亦然。
- (3) **近期中東戰事爆發更凸顯美元在全球金融循環之關鍵角色：**
 - 由於**能源價格上漲**，帶動**通膨及通膨預期上揚**，Fed 傾向維持當前利率水準，較市場預期鷹派，推升美元。
 - 全球投資者因中東戰事降低承擔風險，**資金流向高流動性之美元資產**，進一步帶動國際美元走強；由於國際資金有自**風險性資產**(如股市)或其他經濟體流出之現象，國際金融市場波動加大。

圖 10 全球金融循環的傳遞管道



¹¹ 相關分析請參照中央銀行(2022)，美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

¹² Habib, M. and F. Venditti (2018), "The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank.

¹³ Obstfeld, M. and H. Zhou (2022), "The Global Dollar Cycle," Paper presented at *BPEA Conference*, September.

(四) 結論

上年 4 月，川普總統宣布高額對等關稅政策，引發市場對美國經貿政策不確定性之擔憂，一度掀起「去美元化」(De-dollarization) 風波，致使美股與美債價格下跌、美元走弱，部分資金轉向其他貨幣或黃金等資產。然至**上年下半年**，受惠於 AI 產業強勁的資本支出，美國經濟展現出高度韌性；配合 Fed 於 9 至 12 月間累計降息 3 碼以釋放流動性，加上美債具備全球無可取代的市場深度與廣度，國際資金迅速回流美國核心資產。美股、美債價格隨之反彈，美元指數回穩，**去美元化疑慮逐漸消散**。

本年 2 月 20 日，美國最高法院裁定對等關稅違憲，川普雖隨即啟動新一輪全面性關稅，惟**市場評估新關稅對美國實質經濟與通膨之影響有限，金融市場反應平淡**，顯示川普**貿易關稅政策對美元地位的負面干擾似已大幅淡化**。

本年 2 月 28 日，美國對伊朗發動「史詩怒火」軍事行動，中東局勢急遽惡化。隨著承載全球逾兩成海運石油貿易的**荷莫茲海峽面臨運輸瓶頸**，國際原油及天然氣價格大漲，加深市場對通膨上揚疑慮。回顧歷史經驗，**當油價飆升推升通膨壓力時，Fed 多傾向緊縮以穩定物價**。面對此次地緣政治引發之通膨上行風險，市場預期短期內**Fed 極可能延後降息時點，甚或將原先預估的降息幅度削減為「按兵不動」**(維持於 3.50~3.75%區間)，並快速上調本年底聯邦資金利率水準之預期值，推升國際美元。

此外，就全球金融循環角度觀察，上年上半年雖曾出現去美元化風潮，短暫干擾美元在全球金融循環的角色，惟上年下半年去美元化風波逐漸平息。在本年 2 月中東戰事爆發後，市場預期 Fed 貨幣政策立場可能轉趨鷹派，加以金融市場湧現**風險趨避情緒**，資金快速由風險性資產撤出，轉而持有較高流動性、低風險之美元資產(如現金及短期票券)。近期國際金融市場變化，顯示在面對川普關稅政策的劇烈更迭，抑或突發的中東軍事衝突，**美元資產表現仍優於其他避險資產**，此印證了美元作為全球資金避風港及最重要國際準備貨幣的核心地位，以及在當前的全球政經格局及市場結構下，**去美元化在實務上並不易執行**。