

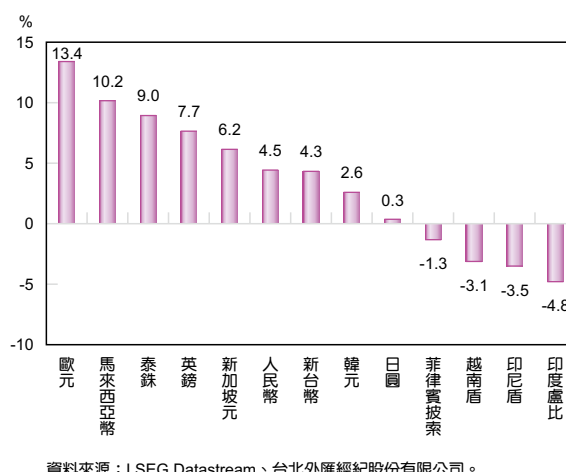
2025 年底與去年底相較，歐元因德國擴大國防支出，歐元區結束降息循環，美歐利差收斂，歐元對美元大幅升值 13.4%。BoJ 於年中兩度升息，復以美元資金流入，惟市場預期

高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，致日圓小幅升值 0.3%。人民幣因人行持續穩匯，復以資金流入，對美元升值 4.5%。

DXY 美元指數



2025年國際主要通貨對美元升貶幅



## 專題一 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<sup>1</sup>

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

(一) 2024 年 9 月，Fed 考量美國勞動市場及通膨均放緩，開啟降息周期，至年底累計降息 4 碼；2025 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 2025 年 9 月重啟降息，至年底累計降息 3 碼。

(二) 此期間（2024 年 9 月至 2025 年底），美國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（term premium）上升的影響，致長天期利率出現轉折變化。以下分三個階段說明：

1. 第一階段（2024 年 9 月至 12 月底）：公債殖利率曲線由倒掛轉陡峭。短天期利率隨

<sup>1</sup> 主要取材自中央銀行（2025），「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」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 18 日。

Fed 連續降息 4 碼而下降；長天期利率則回升，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）：公債殖利率曲線由陡峭轉趨平坦，反映川普經貿政策加深市場對經濟前景的疑慮。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，長天期利率震盪下行。
3. 第三階段（2025 年 8 月至 12 月底）：公債殖利率曲線重新趨陡。美國勞動市場降溫，Fed 主席表示風險平衡出現變化，自 2025 年 9 月重啟降息，短天期利率降幅大於長天期利率。

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，長天期公債殖利率不降反升

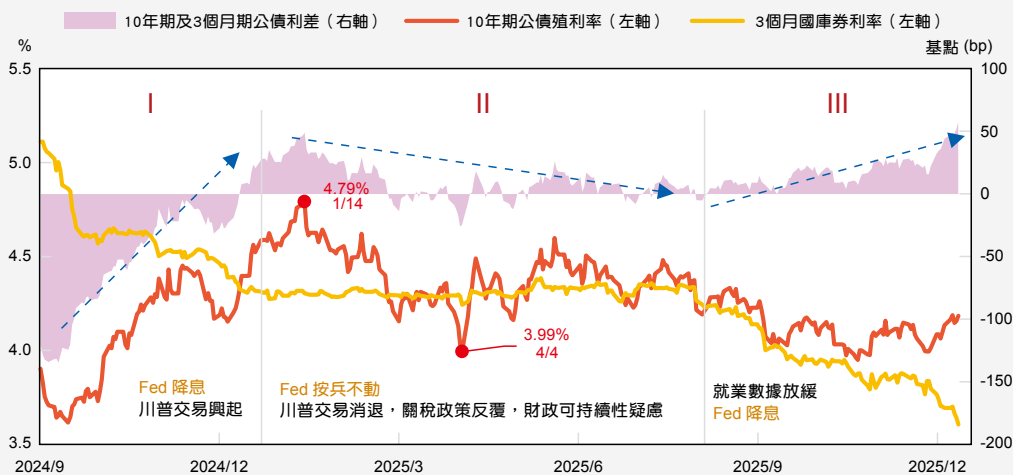
（一）本次降息週期緩慢且漸進，Fed 自 2024 年

9 月開啟降息週期，至 2025 年底聯邦資金利率下調 175 個基點至 3.50%~3.75%。

（二）同期間，長天期殖利率不降反升，10 年期公債殖利率由 3.6% 上升約 54 個基點至 4.2%，市場對持有長天期債券所要求的風險補償有所增加。可能反映以下因素：

1. 美國通膨預期仍具黏性：通膨雖自高點回落，然中長期通膨預期仍高於 Fed 目標；目前市場普遍認為通膨回到目標的過程將較為緩慢。
2. 美國經濟成長可能優於市場預期：2025 年 12 月 FOMC 之經濟估測顯示，Fed 已連續兩季上修 2026、2027 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<sup>2</sup>。
3. 財政赤字與債務可持續性問題：COVID-19 疫情後美國政府擴大發債，加以 Fed 快速升息推升融資成本，帶動利息費用攀升；即便 Fed

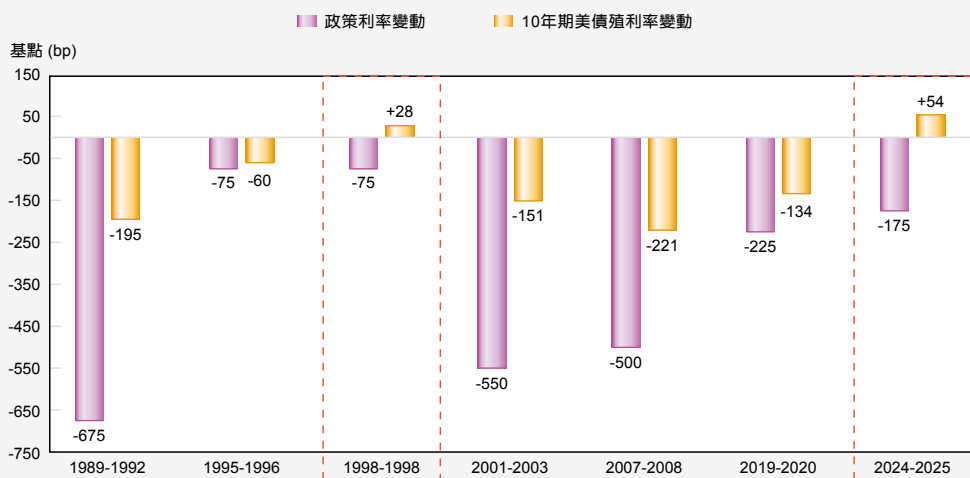
2024年9月以來10年期與3個月期美國公債利率及利差



資料來源：Bloomberg。

<sup>2</sup> 2025 年 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，2026 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%。

### 本次降息週期，長天期美國公債殖利率不降反升



資料來源：Bloomberg。

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。

4. 對 Fed 獨立性之擔憂：川普總統表示「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。

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

- (一) 2025 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，2025 年下半年美元回穩，美股受 AI 產業推動，持續創高，美元資產仍為投資人之核心配置。

- (二) 然而，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，推動 2025 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。

- (三) 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，顯示美國公債在全球避險與資產配置中仍具一定吸引力。