

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

115.6.18

前 言

本(2026)年3月本行理監事會議以來，國際油價隨中東情勢呈劇烈波動，近期美伊雖已達成簽署停戰協議的共識，惟能源供應仍具不確定性，可能抑制本年全球經濟成長動能；國際機構下調本年全球經濟成長率預測值，並上修全球通膨率預測值。國內方面，預期人工智慧(AI)需求續強，挹注出口及民間投資成長，加以民間消費持續成長，本行上調本年經濟成長率預測值至9.45%；由於國際油價預測值上修、進口物價續趨上揚及國內服務類通膨轉升，在考量政府積極採行供給面措施下，本行略上修本年CPI年增率預測值至1.91%。

隨信用資源過度集中不動產放款情形逐漸改善，本年3月本行對第2戶購屋貸款成數由5成微調至6成。由於外界持續關注本行不動產選擇性信用管制措施，爰就本年上半年不動產貸款集中度下降原因、近期不動產市場動向、我國與主要經濟體房價走勢與房價所得比變動趨勢等相關議題，以問答方式說明，俾利各界瞭解。

近年台灣電子資通訊製造業與傳統製造業表現出現分歧走勢，引發外界高度關切。爰就台灣電子資通訊製造業表現亮眼，站穩全球AI供應鏈關鍵地位，係長期累積的經濟成果；而傳統製造業表現相對和緩，此非台灣獨有現象，韓、日亦有相似情形，專文分析。

川普政府於2025年4月2日(川普稱之為「解放日」)宣布對各國實施對等關稅政策以來，迄今已屆滿週年，對全球經貿與供應鏈布局影響甚鉅。特為文回顧川普解放日以來對全球經濟、貿易之影響，並分析美、中、台經貿結構之變化，以及對全球金融市場之影響與美國關稅政策後續之發展，提供各界參考。

近期美國新任Fed主席Kevin Warsh在就職演說中推崇Alan Greenspan為其典範，並宣布將領導「以改革為導向」的Fed。爰專文引介自Greenspan主政以來，Fed貨幣政策的演變，並檢視Fed政策工具及溝通策略的變化，進而剖析新任主席Warsh的政策主張、未來面臨的挑戰及對美元與美國公債可能影響。

穩定幣採用日益擴張且與實體金融體系連結愈趨緊密，外界關注其可能從虛擬資產的交易媒介，轉變為金融基礎設施的重要一環；國際間監管當局討論焦點已轉向如何妥適因應其發展。穩定幣雖可提升支付效率，但也引發對貨幣金融影響等議題的廣泛討論，爰彙整外界關切的穩定幣最新監管發展與評論，提供各界參考。

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；經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	12
三、2026 年上半年本行不動產選擇性信用管制執行情形	27
四、當前台灣產業發展之探討*	39
五、美國「川普解放日」滿一週年之回顧與後續發展	53
六、美國 Fed 貨幣政策的演進與新任主席 Kevin Warsh 的政策主張	67
七、穩定幣相關議題	87

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2026)年3月本行理監事會議以來，美伊於4月7日宣布停火後進行談判，惟進程反覆，直至6月14日宣布將於6月19日簽署備忘錄(MOU)，逐步開放荷姆茲海峽並進行後續談判。國際油價雖自4月高點回落，惟仍高於衝突前水準。若能源等原物料之供應不確定性持續居高，恐抑制全球經濟成長動能；而美、台、韓等國則受益人工智慧(AI)投資紅利，製造業景氣持續擴張，支撐全球經濟成長。本年6月15日，S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.19%，較3月預測值 2.61%下調 0.42 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，本年中東衝突導致荷姆茲海峽航運受阻，波斯灣地區之能源、農產品及工業材料供應鏈中斷，致相關原物料價格居高，推升生產者物價指數(PPI)與全球商品類通膨率；此外，油價高漲具外溢效果，若全球服務類通膨率由近年之緩降趨勢轉為上升，將進一步增添全球通膨之上行壓力。S&P Global 在油價仍將居高之假設下，預測本年全球通膨率為 4.13%，較3月預測值 3.22%大幅上調 0.91 個百分點，主要經濟體本年通膨率預測值均上調。

主要央行貨幣政策方面，為預防能源價格推升生產成本及通膨預期、引發第二輪通膨效應，主要經濟體貨幣政策基調偏向緊縮；惟供給面衝擊亦加大經濟下行壓力，主要央行將權衡成長與通膨風險，評估妥適之政策立場。Fed 本年4月維持政策利率不變，金融市場預期本年底或轉升息；ECB 於6月11日決議升息 1 碼，並強調持續以數據為導向進行決議，不預先承諾利率路徑；BoJ 於6月16日升息 1 碼，主因油價上漲對物價之傳導效應增強，且通膨預期持續上升，為達成物價穩定目標，決議延續貨幣政策正常化進程；人行則持續寬鬆貨幣基調。

金融市場方面，油價居高推升通膨壓力，主要國家 10 年期公債殖利率走升後震盪，美國公債殖利率曲線轉趨平坦，日本公債殖利率曲線則益趨陡峭；全球股市屢創新高，惟近期因市場擔憂股市過熱而下跌修正，波動度上升；美元指數先跌後升，主要經濟體貨幣對美元升貶互見。

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定因素，包括地緣政治及氣候變遷增加通膨壓力、主要央行貨幣政策調整動向、AI 熱潮與私募市場擴張推升高槓桿及高估值風險、美國貿易政策不確定性等，宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：中東衝突致油價居高，抑制全球經濟成長動能，惟受 AI 投資持續擴大所支撐

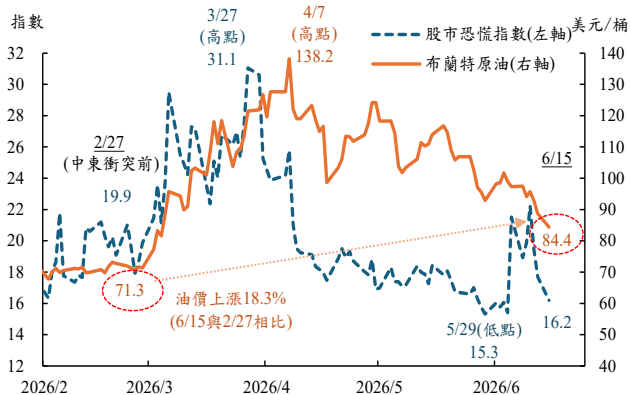
1. 美伊歷經 2 個月停火談判後將達成初步協議，國際油價走低惟仍高於衝突前水準；近期股市波動度上升

- 本(2026)年 2 月 28 日美伊爆發衝突迄今已逾 3 個月，4 月 7 日美伊宣布停火，惟談判進展膠著，6 月 14 日雙方宣布達成初步協議，將於 6 月 19 日簽署備忘錄，逐步開放荷姆茲海峽並進行後續談判，中東衝突僵局出現曙光。
- 國際油價自 4 月 7 日高點回落，惟仍較 2 月底衝突前上漲 18.3%；股市恐慌指數(VIX)降至衝突前水準，近期因市場擔憂科技類股漲幅過高，股市下跌修正，VIX 一度轉升(圖 1)。

2. 主要國家擴大 AI 投資，支撐全球經濟成長，美、台、韓受益 AI 投資紅利，製造業景氣持續擴張

- 本年全球經濟韌性面臨國際油價高漲挑戰，惟美、台、韓等國受益 AI 投資紅利，5 月製造業採購經理人指數(PMI)仍高於 2 月中東衝突前水準，表現優於其他經濟體(圖 2)。
- 主要國家擴大 AI 基礎建設投資，全球半導體銷售金額及成長率自 2023 年底攀升。AI 基礎建設對高階半導體商品需求旺盛，部分業者表示，本輪景氣循環將優於過去歷史表現(圖 3)；未來宜密切關注 AI 應用層商業效益，以及科技巨頭資本支出調整對半導體供需之影響。

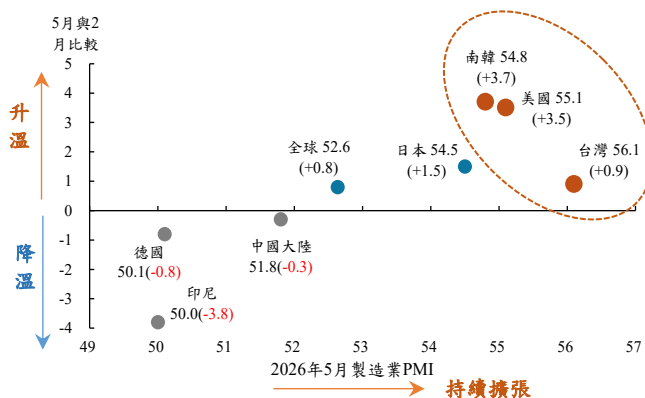
圖 1 國際油價及股市恐慌指數



註：股市恐慌指數(VIX)為投資人擔憂股市大幅下跌程度之衡量指標；指數上升表示投資人預期股市下跌之風險上升。

資料來源：LSEG Datastream

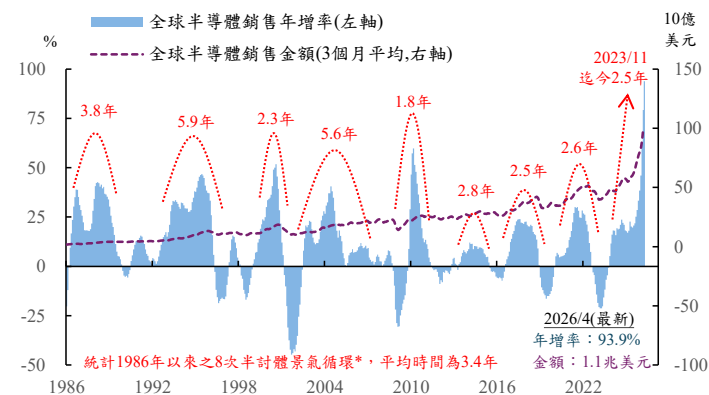
圖 2 主要經濟體製造業 PMI 及變動



註：縱軸為本年 5 月與 2 月製造業 PMI 指數之差距，顯示各國景氣變動情形；橫軸為 5 月製造業 PMI 指數，顯示各國當前景氣擴張強度。

資料來源：J.P. Morgan；S&P Global；LSEG Datastream

圖 3 全球半導體銷售金額及年增率



註：*以全球半導體銷售年增率由負轉正之月份為起點，年增率由正轉負之月份為終點，期間長於 1 年者，定義為 1 次全球半導體景氣循環。

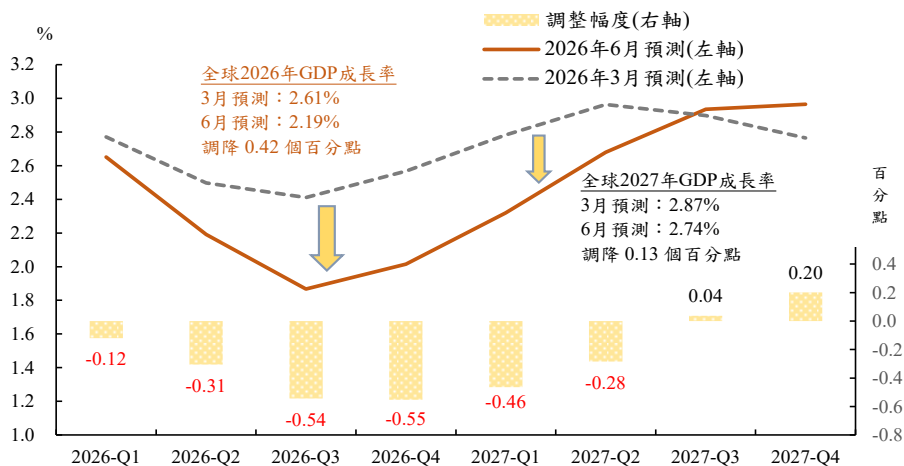
資料來源：LSEG Datastream；本行計算

3. 荷姆茲海峽航運全面恢復仍需數月時間，S&P Global 下調本年全球經濟成長率預測值至 2.19%

美伊達成初步協議，惟荷姆茲海峽航運與中東能源供應全面恢復仍需數月時間。S&P Global 預期油價仍將明顯高於上年，壓縮企業獲利，減損民眾購買力，本年 6 月調降本年全球經濟成長率預測值至 2.19%，低於 3 月預測之 2.61%(圖 4、圖 5)。主要經濟體成長率多下調，台灣本年經濟成長率預測值調升至 5.64%，高於主要國家(圖 5)。

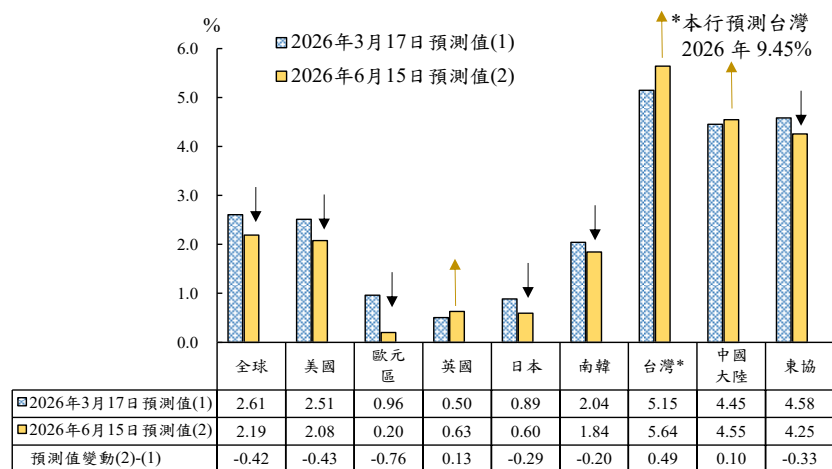
- **美國**：AI 投資暢旺，惟汽油價格大漲將排擠民間消費，S&P Global 預測本年經濟成長率 2.08%，較 3 月預測值下調 0.43 個百分點(圖 5)。
- **歐元區與英國**：中東衝突干擾全球供應鏈，歐元區企業信心下滑，預測本年經濟成長率僅 0.20%，接近停滯，較 3 月預測值下調 0.76 個百分點；英國本年成長率預測值為 0.63%，較 3 月預測值上調 0.13 個百分點(圖 5)。
- **日本**：能源價格居高削弱企業利潤，降低民眾購買力，預測本年經濟成長率 0.60%，較 3 月預測值下調 0.29 個百分點(圖 5)。
- **中國大陸**：近年建立之原油庫存降低中東衝突影響，惟房市低迷之負面財富效應持續削弱消費信心，加以全球貿易保護主義升溫抑制外需，預測本年經濟成長率為 4.55%，較 3 月預測值上修 0.10 個百分點(圖 5)，位於當局之 4.5%~5.0%政策目標區間下緣。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率預測路徑變動情形



資料來源：S&P Global (2026/6/15)

圖 5 S&P Global 對 2026 年經濟成長率預測值



註：↑及↓表示本年 6 月預測值較 3 月上調及下調。

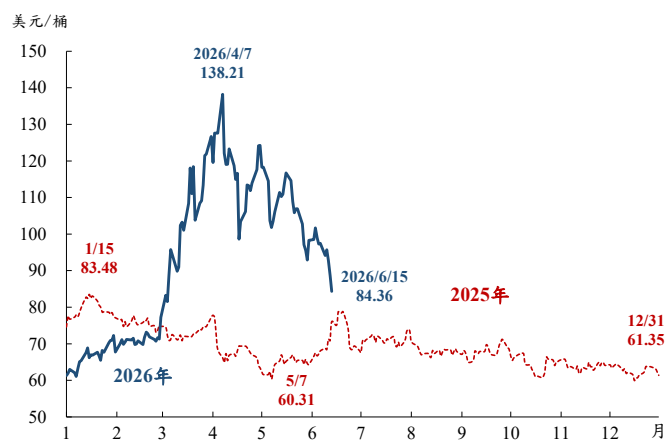
資料來源：S&P Global (2026/6/15)

(二)全球物價展望：國際油價自高點回降，惟仍高於中東衝突前水準，全球通膨率上升風險猶存

1. 油價先升後降，穀物價格下跌，金屬價格上漲，致整體國際商品價格較3月底略跌

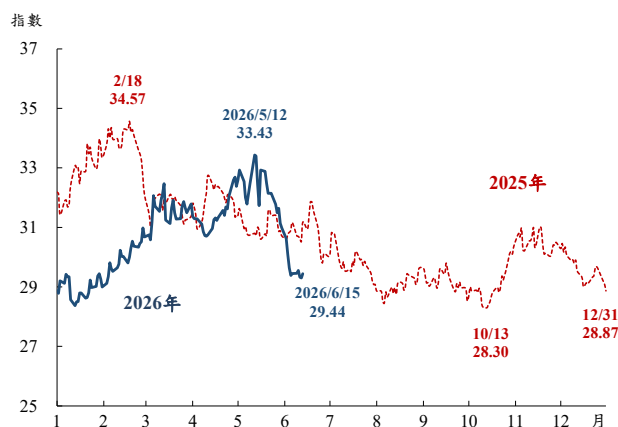
- 油價隨美伊談判進展於高檔震盪，5月下旬雙方有望達成初步協議，恢復荷姆茲海峽航運，布蘭特原油現貨價跌破每桶100美元關卡。6月以黎停火問題一度使美伊談判進展再度膠著，惟中旬美伊雙方宣布，將於6月19日簽署MOU，逐步開放荷姆茲海峽，油價續跌。6月15日布蘭特原油現貨價格較3月底下跌33.4%，仍較2月底衝突前上漲18.3%(圖6)。
- 市場預期荷姆茲海峽有望開放，氮肥供應緊張情勢可望趨緩，復以美國產區天氣有利作物產出，穀價下跌。6月15日較3月底下跌7.4%(圖7)。
- 本年3月底以來，美伊停火致風險情緒改善，復以AI基礎建設帶動工業用金屬需求，多空交錯下，6月15日代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數較3月底略跌2.0%(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



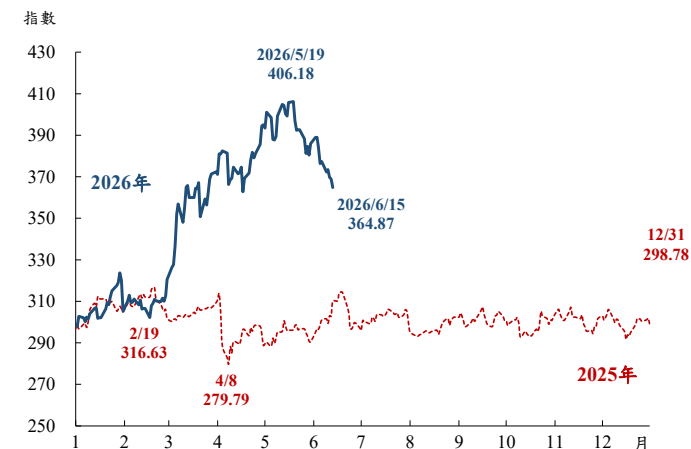
資料來源：LSEG Datastream

圖7 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖8 R/J CRB期貨價格指數

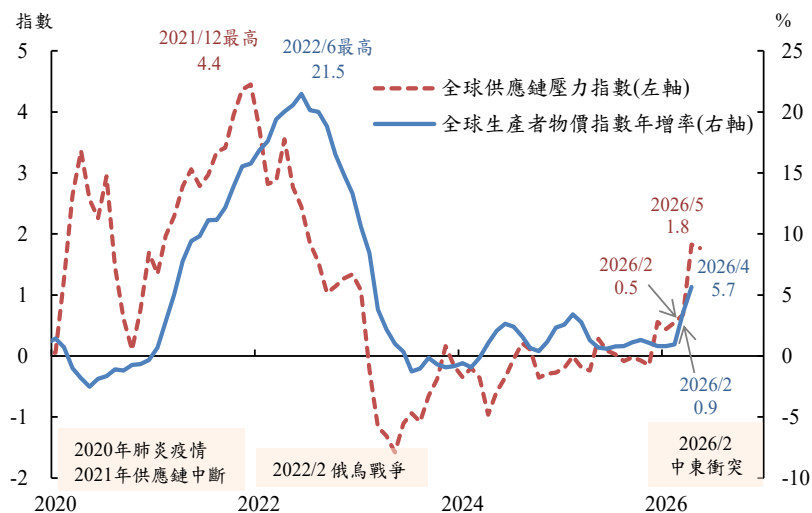


註：R/JCRB期貨價格指數係由能源(權重39%)、軟性商品(權重21%)、穀物(權重13%)、工業用金屬(權重13%)、貴金屬(權重7%)及牲畜(權重7%)等6大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

2. 全球供應鏈壓力升高，延緩物流運輸時程，推升商品類通膨

- 荷姆茲海峽航運受阻致大量商船滯留，中東波斯灣國家生產之能源產品、農產品及工業材料等**供應鏈中斷**，導致**相關原物料價格居高**，**全球生產者物價指數(PPI)走高**(圖 9)；若**供應鏈中斷情勢持續過久**，恐推升通膨壓力¹。
- 2020 年疫情後之防疫管制措施及接續爆發俄烏戰爭，導致廠商交貨時程延後，全球供應鏈壓力上升推升 PPI，上游生產物價上漲逐步傳導至消費者物價，全球商品類通膨率大幅上升，服務類通膨率後亦伴隨走升(圖 10)。
- 本年 2 月中東衝突以來，**全球商品類通膨率已上揚**；油價高漲具外溢效果，若近年呈緩降趨勢之**服務類通膨再度轉升**，則恐推升未來全球通膨壓力(圖 10)。

圖 9 全球供應鏈壓力指數*與 PPI 年增率**

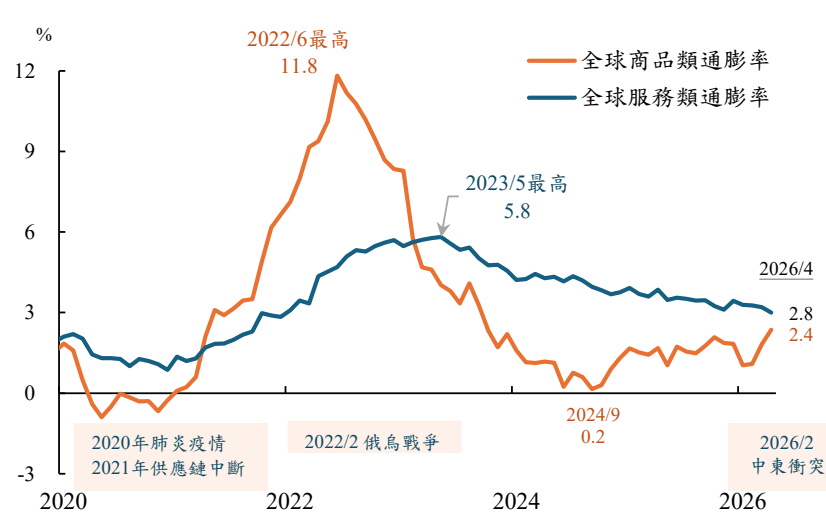


註：* New York Fed 編製「全球供應鏈壓力指數」(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)，係整合跨境運輸成本及製造業 PMI 中之分項指數所構成，指數愈大，表示供應鏈瓶頸壓力愈大。

**以全球 84 個(含台灣)定期發布 PPI 國家，取中位數計算全球 PPI 年增率；因部分國家尚未公布 5 月數據，統計至 2026 年 4 月。

資料來源：CEIC；New York Fed 官網；本行計算

圖 10 全球服務類與商品類通膨率*



註：*以 OECD 會員國及其他共 40 個(含台灣)定期發布服務類、商品類通膨率國家，取中位數計算全球服務類、商品類通膨率；因部分國家尚未公布 5 月數據，統計至 2026 年 4 月。

資料來源：LSEG Datastream；本行計算

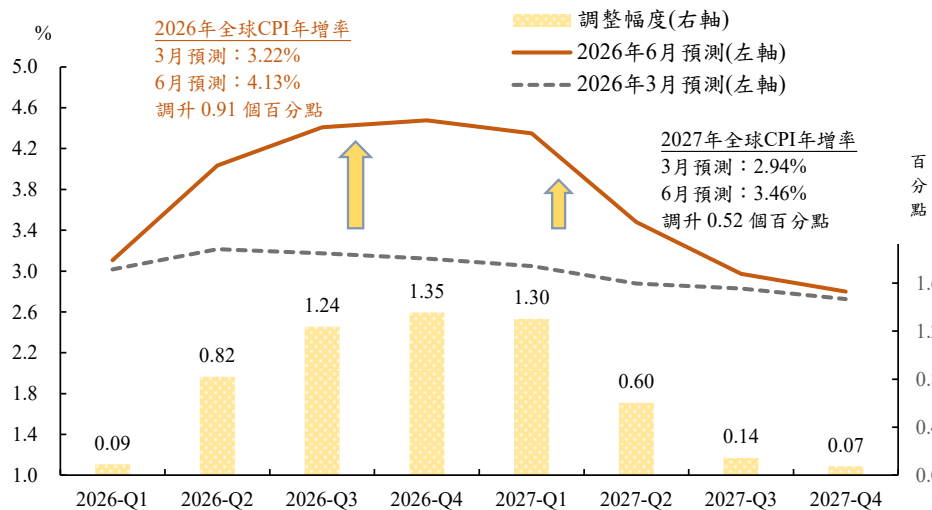
¹ 參見 Jordà, Òscar (2026), "Uncertainty Clouds the Outlook on Inflation and the Economy," San Francisco Fed, Jun. 4。

3. S&P Global 上調本年全球通膨率預測值至 4.13%

S&P Global 預測國際油價仍將居高，預測本年全球通膨率為 4.13%，較 3 月預測值大幅上調 0.91 個百分點(圖 11、圖 12)。主要經濟體通膨率預測值均上調，美國、東協、南韓及歐元區上調幅度較大，台灣通膨率預測值上調至 2.07%，相對其他國家仍屬溫和(圖 12)。

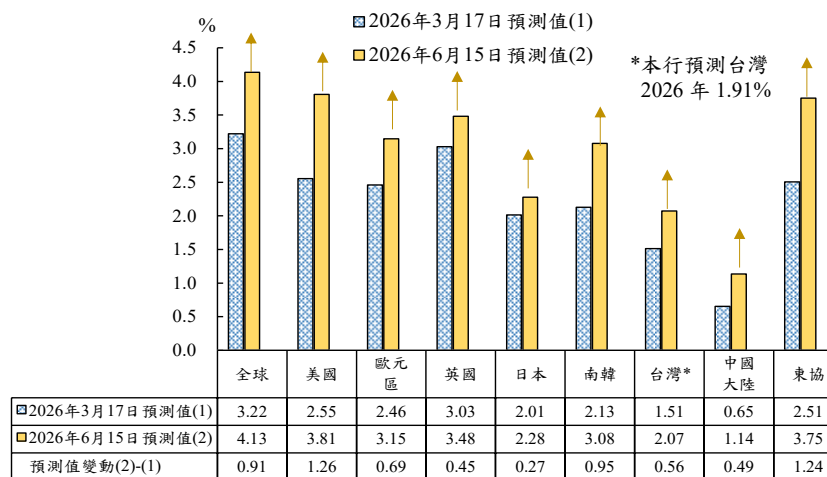
- **美國**：關稅轉嫁效應逐步減弱，惟近期汽油價格上漲將短暫推升通膨；S&P Global 預測本年 CPI 年增率為 3.81%，較 3 月預測值上調 1.26 個百分點，通膨率仍明顯高於 Fed 政策目標。
- **歐元區與英國**：薪資成長持續放緩，惟能源進口依賴度高，高油價的外溢效果較大；預測本年歐元區與英國 CPI 年增率分別為 3.15%及 3.48%，較 3 月預測值上調 0.69 及 0.45 個百分點。
- **日本**：上年同期食品價格飆升墊高基期，抑制本年通膨上升動能，惟近期日圓貶值與油價上漲並行，可能加大輸入型通膨壓力，預測本年 CPI 年增率 2.28%，較 3 月預測值上調 0.27 個百分點。
- **中國大陸**：能源結構採多元策略，並採成品油價格調控機制，近期國際油價上漲對其通膨影響尚屬溫和；預測本年 CPI 年增率為 1.14%，較 3 月預測值上調 0.49 個百分點，仍維持低位水準。

圖 11 S&P Global 對全球 CPI 年增率預測路徑變動情形



資料來源：S&P Global (2026/6/15)

圖 12 S&P Global 對 2026 年 CPI 年增率預測值



註：↑表示本年 6 月預測值較 3 月上調。

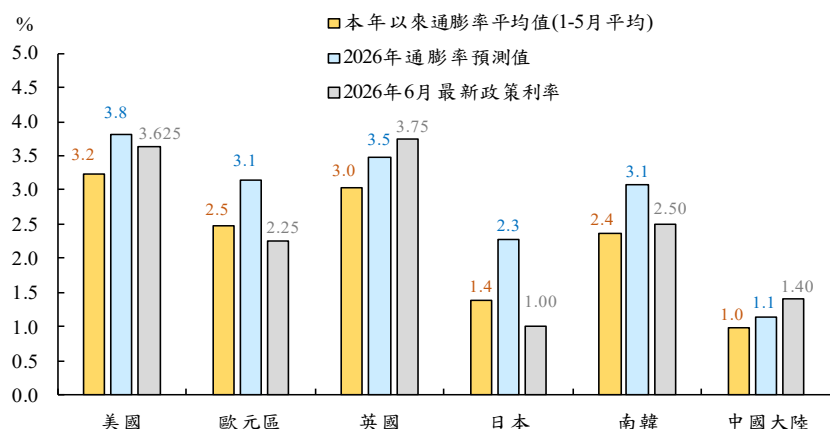
資料來源：S&P Global (2026/6/15)

(三) 主要央行貨幣政策：Fed 維持政策利率不變，ECB 及 BoJ 升息，人行延續寬鬆貨幣政策

本次中東衝突導致之供給面衝擊除推升通膨前景，亦加大經濟成長下行壓力，目前美伊已停火並有望簽署初步協議，惟荷姆茲海峽全面恢復時程仍具不確定性，對物價之影響仍待觀察；主要央行將持續關注最新數據動向，權衡經濟成長及通膨風險，以評估妥適之貨幣政策立場(圖 13)。

- Fed 本年 4 月 29 日維持政策利率不變，會議聲明表示，由於中東衝突加劇經濟前景不確定性，將持續關注影響通膨與就業雙重目標之風險²；金融市場預期 Fed 維持政策利率不變，本年底可能升息 1 碼(0.25 個百分點)(圖 14)。
- ECB 本年 6 月 11 日升息 1 碼，主因中東衝突推升通膨壓力；貨幣政策聲明表示，通膨具上行風險、經濟成長具下行風險，未來將持續基於最新經濟金融數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。
- BoJ 本年 6 月 16 日升息 1 碼，主因中東衝突推升油價，並傳遞影響整體物價，中長期通膨預期持續上升，為達成物價穩定目標，決議延續貨幣政策正常化進程。
- 人行為推動經濟穩定成長與物價溫和回升，延續寬鬆基調，並向市場釋出流動性。

圖 13 主要經濟體通膨率與央行政策利率

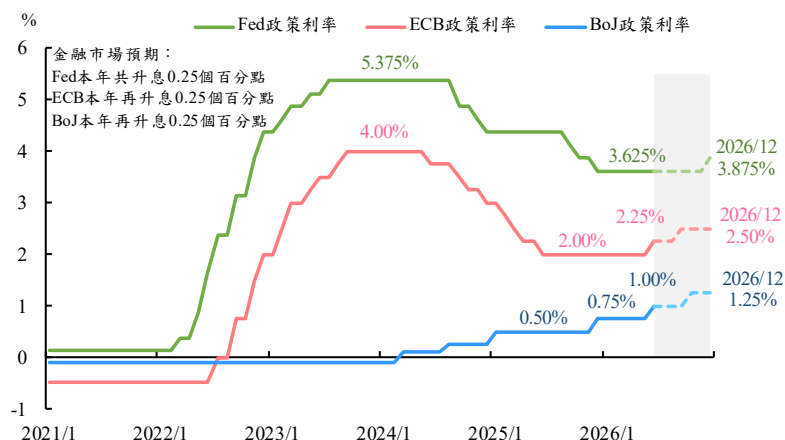


註：1.美國 Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值；歐元區 ECB 政策利率為隔夜存款利率；中國大陸人行政策利率為 7 天期逆回購利率。

2.日本及英國本年以來通膨率為 1-4 月平均值。

資料來源：LSEG Datastream；S&P Global (2026/6/15)；本行計算

圖 14 金融市場對政策利率之預測路徑



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

資料來源：Bloomberg (2026/6/15)，本行計算

² 本年 5 月 Fed 主席換屆，相關說明參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、美國 Fed 貨幣政策的演進與新任主席 Kevin Warsh 的政策主張」。

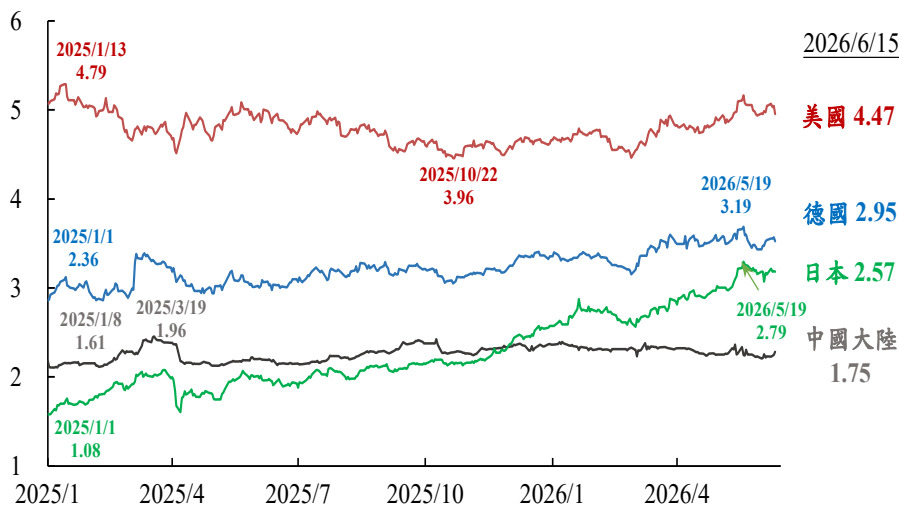
(四) 金融市場：主要國家公債殖利率隨通膨預期震盪，全球股價指數自高點下跌修正，美元指數走升

1. 債市：美、德、日 10 年期公債殖利率高檔震盪，中國大陸則維持低檔

— 本年 3 月底以來，市場預期油價居高將推升通膨壓力，市場評估美國經濟表現仍穩健，限縮 Fed 降息空間，美國 10 年期公債殖利率走升，德、日因貨幣政策趨向緊縮，恐增加其財政壓力，致該等國家公債殖利率走升；後均隨油價自高點下滑而震盪走低。中國大陸因內需仍弱，通膨率雖然轉正惟仍處低檔，預期人行貨幣政策將持續寬鬆，致其 10 年期公債殖利率續降(圖 15)。

— 能源價格上漲推升通膨壓力，本年迄今，美、德、英等主要國家短期公債殖利率升幅多大於長期公債，致公債殖利率曲線呈平坦化趨勢，惟日本 10 年期公債殖利率升幅明顯高於 2 年期，除反映通膨預期升溫外，亦顯示市場擔憂日本財政赤字擴大，未來恐增加發行公債，投資人對較長天期債券要求更高的期限溢酬，致日本公債殖利率曲線呈陡峭化趨勢；而中國大陸長、短期殖利率均走跌，反映該國內需疲弱及通膨水準仍低(圖 16)。

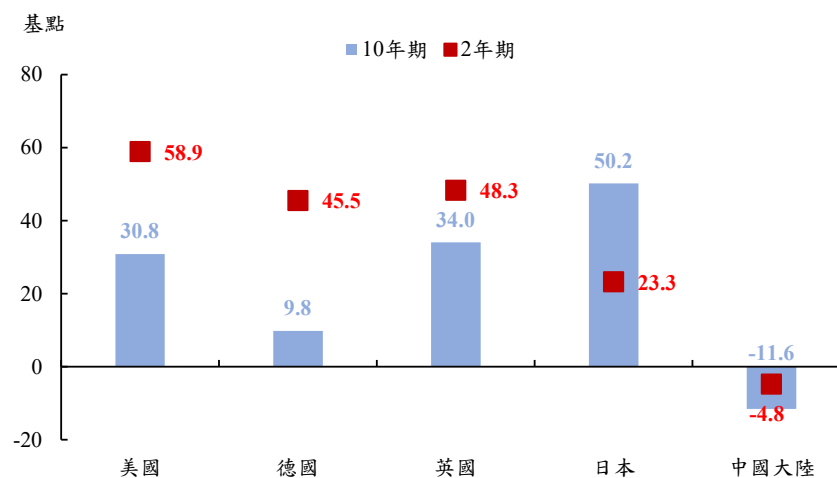
圖 15 主要經濟體 10 年期公債殖利率



註：圖內數字為 2025 年迄今各國公債殖利率之高低點。

資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖 16 本年主要國家長、短天期公債殖利率變動*



註：*以本年 6 月 15 日與上年 12 月底相比，計算各天期殖利率升降幅度。

資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

2. 股市：市場創高後拉回修正，美伊宣布達成初步協議後反彈，主要股市仍多上漲

本年3月底以來，美伊宣布停火及AI需求強勁，帶動半導體類股勁揚，全球股市同步走高，惟全球通膨壓力升溫，主要央行貨幣政策趨緊縮，復以部分AI企業成長展望未如預期及融資疑慮³，股市回檔修正，嗣美伊宣布將簽訂MOU，股市止跌回升；VIX恐慌指數一度回升，惟仍低於中東衝突初期水準(圖17)。

本年6月15日與3月底比較，主要股市多上漲，各國股市漲幅依科技類股占比多寡而有所差異(圖18)。

- 美股：具AI紅利之費城半導體指數大幅上漲85.8%，相對而言，傳統大型股為主之道瓊工業指數僅上漲11.5%。
- 歐股：成員國股市以傳統價值股為主，漲幅相對溫和，泛歐元道瓊上漲11.8%。
- 日股：美伊停火帶動樂觀情緒，AI資本支出帶動軟銀(SoftBank)等大型科技企業股價上漲，日股上漲35.7%。
- 韓股：記憶體廠商受惠AI運算需求，獲利能力大增，股市大幅上漲69.1%。
- 陸股：中國大陸內需仍弱，原油及大宗商品價格上漲壓縮企業利潤，上海綜合指數略漲5.3%。

圖 17 MSCI 全球股價指數及 VIX 恐慌指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 18 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年6月15日與3月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

³ 近期博通(Broadcom)營收展望低於市場樂觀預期，甲骨文(Oracle)大幅擴增AI投資及融資規模，引發投資人對獲利與現金流的擔憂，兩家公司股價均明顯回落。

3. 匯市：美元指數先跌後升，主要經濟體貨幣對美元升貶互見

本年3月底以來，美元指數大抵維持區間波動，4月初美伊宣布停火致美元避險需求下降，美元指數走低，後因美國通膨率走升及就業數據優於預期，市場預期Fed降息可能性下降，並可能轉為升息，美元指數止跌轉升(圖19)。

本年6月15日與3月底相較，主要經濟體貨幣對美元升貶互見(圖20)。

- 歐元：歐元區經濟表現疲弱，惟能源價格推升通膨率，ECB轉向升息，歐元對美元升值0.3%。
- 英鎊：政治不確定性升高，惟外國直接投資流入英國AI、生物科技與金融領域，英鎊對美元升值1.4%。
- 日圓：當局干預外匯市場一度推升日圓，惟美國經濟數據強化Fed升息預期，民間資金持續流向海外市場，日圓對美元貶值1.0%。
- 韓元：外資逢高賣出韓股並匯出資金，韓元對美元貶值0.4%。
- 人民幣：人行上調匯率中間價，當局建立境外投資安全審查制度，限制跨境資金流動，人民幣對美元升值2.2%。

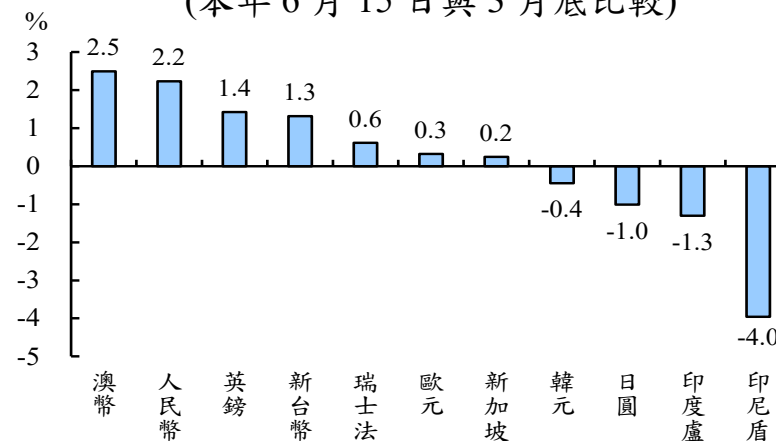
圖 19 DXY 美元指數



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

資料來源：LSEG Datastream

圖 20 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年 6 月 15 日與 3 月底比較)



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 21)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 21 全球經濟前景面臨之不確定因素

地緣政治及氣候變遷增加通膨壓力

- 美伊敲定諒解備忘錄(MOU)最終文本並即將簽署，惟荷姆茲海峽航運全面恢復尚需時日，復以波斯灣國家能源生產設備有待修復，全球能源等原物料供給仍具不確定性，恐影響企業投資意願，有礙全球經濟動能，亦為推升通膨之隱患。
- 氣候變遷所致之高溫、乾旱、洪澇等極端氣候事件頻發，將重創農業生產並破壞交通基礎建設，造成糧食短缺並阻斷供應鏈物流，抑制全球經濟成長並推升通膨。

主要央行貨幣政策調整動向

- 美國通膨率居高，新任 Fed 主席作風尚不明朗，未來貨幣政策路徑及對外溝通方式具不確定性；ECB 升息因應通膨上行風險，若未來通膨壓力未減，或將持續緊縮；BoJ 升息因應油價上漲帶來的通膨加速風險，為達成物價穩定目標，未來將依經濟、物價與金融情勢，適時調升政策利率；中國大陸經濟有賴政策支持，人行維持貨幣寬鬆。
- 主要央行政策牽動資金流向，可能增添金融市場波動。

AI 熱潮與私募市場擴張推升高槓桿及高估值風險

- AI 實體經濟需求暢旺，惟樂觀情緒推升相關企業股價屢創新高，投資人擴大槓桿投資，若遇意外事件衝擊，恐導致財務風險擴大；另部分 AI 企業彼此間循環交易，並採特殊目的公司(SPV)表外融資策略，具高槓桿且資訊不透明之疑慮。若企業預期獲利無法支撐當前高估值，恐引發投資人情緒急遽反轉，股價將面臨大幅修正風險。
- 近年私募市場規模擴大，且對科技產業之曝險增加。由於私募市場具評價不透明與變現能力受限等特性，倘景氣反轉致資產價值減損，恐觸發連鎖資金壓力，其風險將外溢至銀行及其他金融機構，對金融穩定構成潛在威脅。

美國貿易政策不確定性

- 美國依《貿易法》122 條款所課關稅仍在訴訟程序中，不同審級法院之法律見解相異；行政部門擬依該法 301 條款加徵關稅，另依《貿易擴張法》232 條款加強調查；此類將經貿政策工具化之保護主義手段，加劇全球供應鏈不確定性。
- 中東衝突致全球供應短缺，可能使更多國家就農產品、肥料或關鍵礦產等重要物資實施出口管制，加劇全球供應鏈問題並推升通膨。

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

本(2026)年第1季輸出、民間投資與民間消費暢旺，帶動台灣經濟成長 14.55%，優於預期，且預估人工智慧(AI)與高效能運算(High Performance Computing, HPC)等新興應用科技商機續發酵，上半年經濟成長率將達 12.74%。展望下半年，AI 所帶動的輸出與民間投資，仍係支撐台灣經濟成長之關鍵動能。由於國際主要雲端服務供應商(cloud service provider, CSP)上修本年資本支出規模，且主要國家亦積極投入 AI 基礎設施，預期 AI 需求續強。同時，AI 發展重心由模型訓練(training)逐步擴展至推理(inference)，加速代理式 AI (Agentic AI)、邊緣 AI (Edge AI)、實體 AI (Physical AI)等場域應用，加以 AI 伺服器新架構量產，均帶動高階製程與 AI 關鍵零組件等需求擴增，支撐台灣下半年輸出成長；此外，高階製程、先進封裝與 AI 關鍵零組件產能緊俏，國內相關業者陸續擴增產線、廠房與優化製程，增添民間投資動能，加以預期民間消費成長態勢延續，維繫下半年經濟成長表現，惟因上(2025)年下半年比較基期已高，預估下半年經濟成長率為 6.50%。整體而言，本行將本年經濟成長率預測值由前次(3 月)之 7.28%，上調至 9.45%。

物價方面，鑑於本年全年國際油價預測均值略為上修，我國進口物價續趨上揚，加以國內服務類通膨轉趨上升，預期下半年物價漲幅將大於上半年。本行將本年台灣消費者物價指數(CPI)年增率預測值由前次(3 月)的 1.80%略上修至 1.91%。

以下就本年國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)全球 AI 基礎建設正處擴張期，可望帶動本年台灣經濟穩健成長

1. 本行預測本年經濟成長率為 9.45%，較前次預測值 7.28% 上調 2.17 個百分點(圖 1)，除第 1 季經濟成長率優於預期之外，主要考量美國四大 CSP 資本支出上調、廠商加碼在台擴產(廠)投資與民間消費優於預期等有利因素。

(1) 美國四大 CSP 擴建資料中心、採購 AI 伺服器，鞏固主導權，本年資本支出預估值上限由 2 月約 6,700 億美元調升至 7,250 億美元，年增 75% (圖 2)，加以 AI 應用由生成式 AI 推展至代理式 AI，帶動硬體需求，使具高階製程與先進封裝、伺服器代工或散熱解決方案優勢的台灣受益最大，可望續挹注相關供應鏈出口。

□ 受主要 CSP 擴大 AI 基礎設施競賽與代理式 AI 商業化等帶動，全球半導體進入上升週期¹(圖 3)，續支撐台灣出口與國內廠商資本支出。

(2) 載板等 AI 關鍵零組件與半導體高階產能吃緊，國內供應鏈業者積極擴廠或擴產；加以台灣科技業位居全球 AI 供應鏈核心地位，吸引國際大廠積極建立合作關係，並來台設點投資，增添民間投資成長動能。

圖 1 本年以來台灣經濟成長率預測路徑

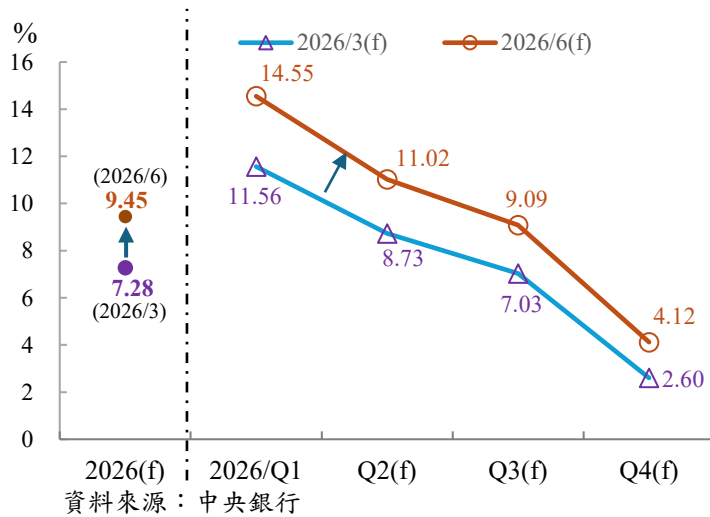


圖 2 美國四大 CSP*資本支出

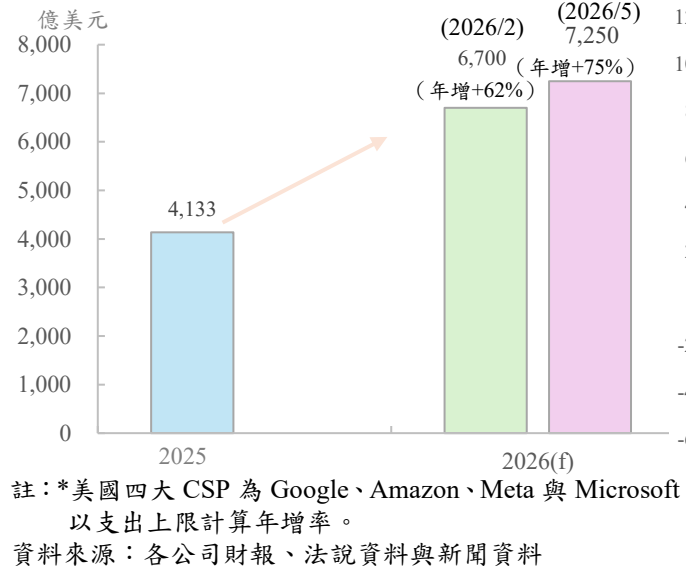
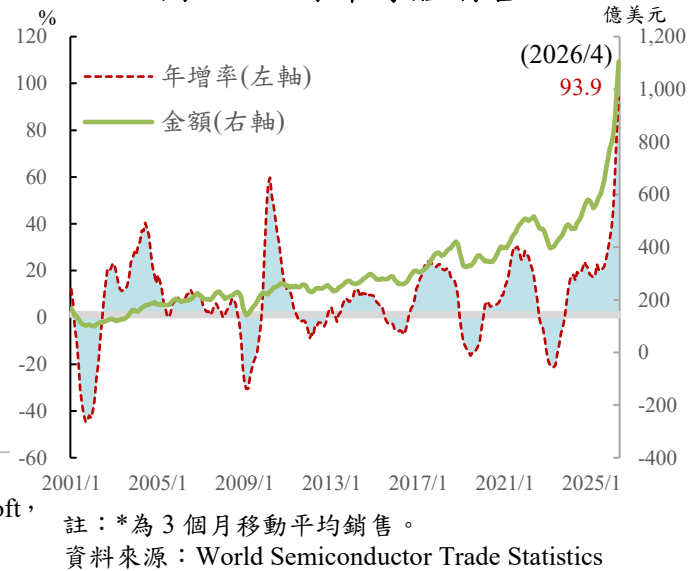


圖 3 全球半導體銷售*



¹ 過去半導體銷售循環週期平均約 3~4 年，本輪循環將優於歷史表現。

2. 全年淨外需與資本形成為支撐本年經濟成長的主要驅動力，分別貢獻 5.05 與 2.28 個百分點(表 1)。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻之預測值

單位:%;百分點

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)	民間消費 (a)	政府消費 (b)	(c)	資本形成			(d)	國外淨需求	
						民間投資	公共投資*	存貨變動		輸出	(-) 輸入
上半年	12.74	4.31	1.95	0.42	1.93	1.41	0.20	0.33	8.44	20.10	11.66
下半年	6.50	4.47	1.07	0.81	2.60	1.44	0.09	1.06	2.03	9.96	7.93
全年	9.45	4.40	1.49	0.62	2.28	1.43	0.14	0.71	5.05	14.75	9.69

*: 包含公營事業與政府投資。

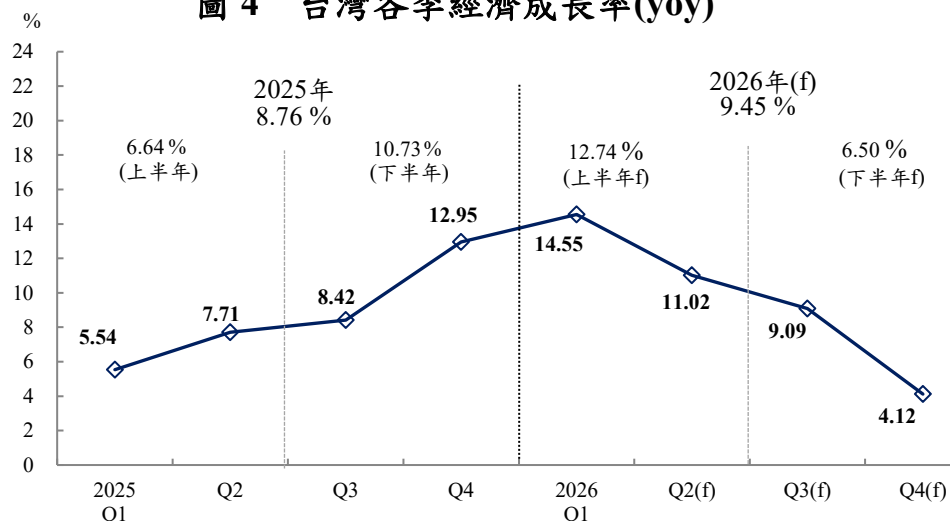
資料來源：中央銀行

3. 比較基期墊高，本年下半年經濟成長低於上半年。

(1) 新興應用科技及相關供應鏈之出口與投資趨勢延續，惟上年下半年比較基期已高，本年下半年經濟成長率(yoy)預測值為 6.50%，低於上半年之 12.74% (圖 4)。

(2) 經季節調整後實質 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 5)。

圖 4 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 5 台灣各季經濟成長率(saar)



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

(二)預期本年下半年台灣輸出持續成長；民間投資動能穩健，且民間消費成長態勢延續

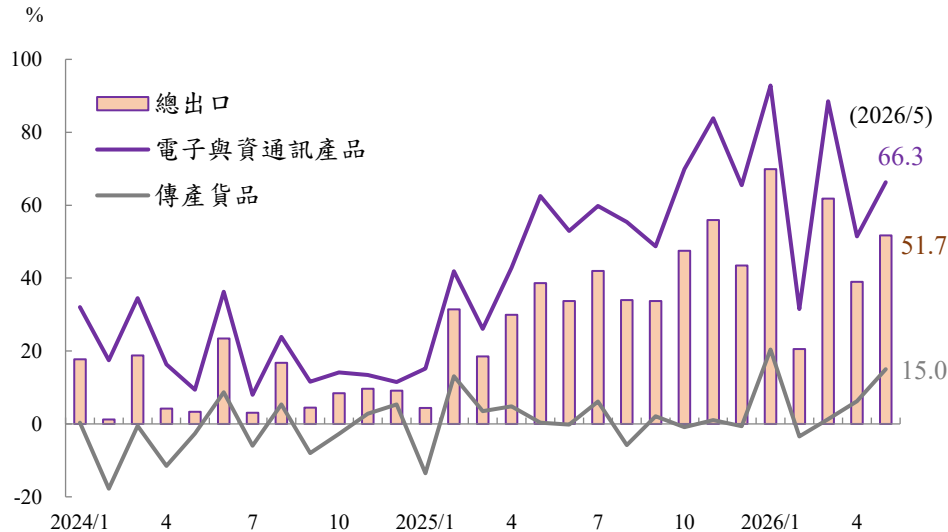
1. 下半年出口動能持續，全年輸出可望續呈雙位數成長

(1) 國際主要 CSP 擴大資本支出，加以各國亦積極推動主權 AI 與加速布建 AI 基礎建設，AI、HPC 及雲端資料服務等需求殷切，帶動台灣電子資通訊出口動能。

□ 本年5月商品出口年增率達51.7%。出口成長動能仍集中於電子資通訊產品；而傳產貨品雖受中國大陸低價傾銷加劇市場競爭、美國關稅政策等影響，惟近期成長動能回溫(圖6)。

□ 出口之地區別而言，美國續為台灣電子資通訊出口最大國(圖7)，係支撐出口表現之關鍵引擎。

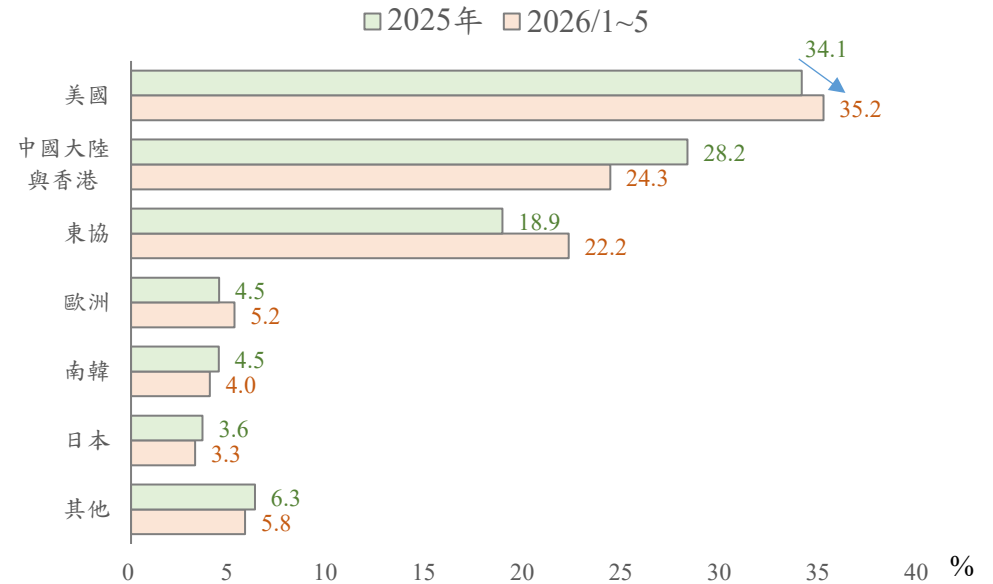
圖6 台灣總出口、電子產品及傳產貨品出口年增率
(以美元計價)



註：電子資通訊產品包括電子零組件加上資通與視聽產品；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7 台灣電子資通訊產品出口之地區別占比
(以美元計價)



註：電子資通訊產品包括電子零組件加上資通與視聽產品。

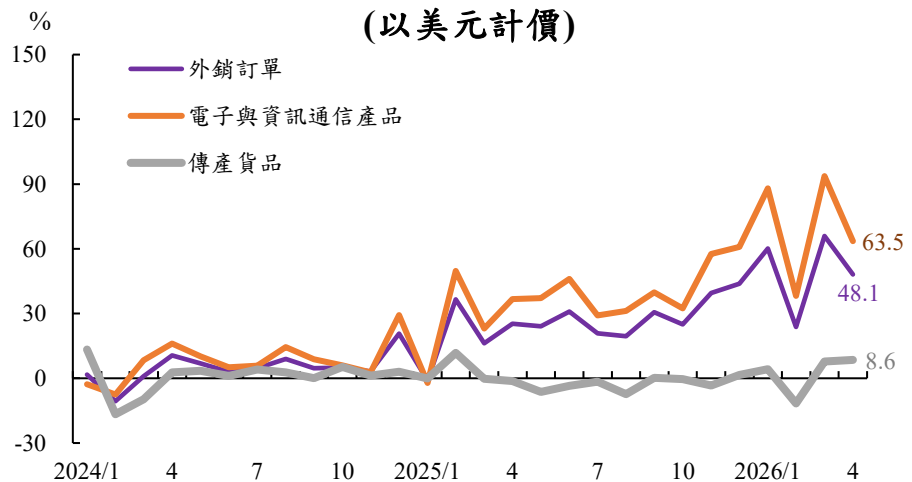
資料來源：財政部

(2) **AI 發展**正由模型訓練**轉向推理**，並加速朝「**代理式 AI**」、「**邊緣 AI**」(AI 手機與 PC)²等應用場域**拓展**，帶動算力與自研晶片(ASIC)³需求，以及**新一代 AI 伺服器**對硬體效能與使用量提升，預期關鍵**零組件需求倍增**⁴，加以國內半導體與伺服器等供應鏈具領導地位，且**高階製程及先進封裝產能陸續開出**，將**挹注台灣下半年出口成長動能**。

□ 4 月電子與資訊通信產品外銷訂單年增 63.5%，帶動整體**外銷訂單成長 48.1%** (圖 8)，加以本年以來，資訊通信產品國內生產比重提高⁵，**維繫下半年台灣出口成長**。

(3) 綜合前述有利因素，且考量下半年比較基期墊高，本行預測本年上半年實質輸出成長率為 27.86%，高於下半年之 13.34%，全年為 20.05% (圖 9)。

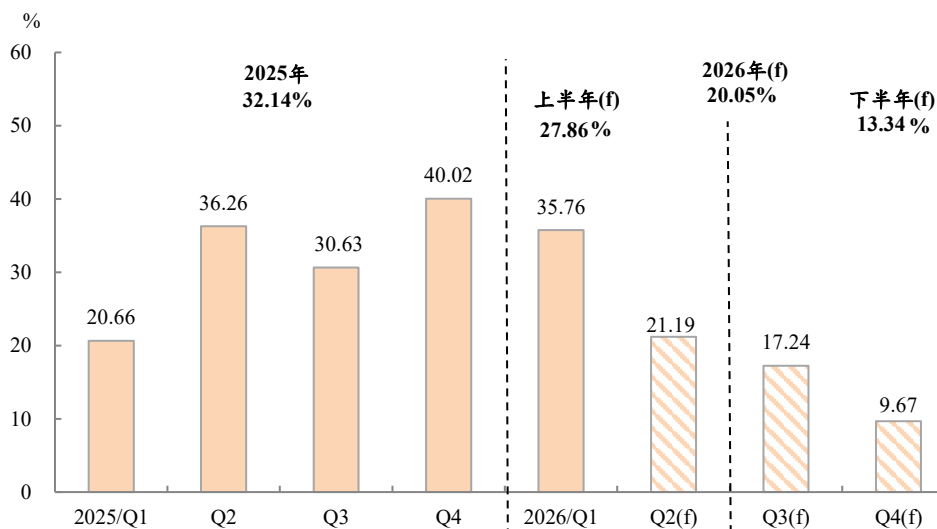
圖 8 台灣外銷訂單金額年增率
(以美元計價)



註：電子與資訊通信產品為電子產品加上資訊通信產品；傳產貨品主要包括化學、塑橡膠、紡織品、基本金屬、機械、電機及運輸工具。

資料來源：經濟部

圖 9 台灣實質輸出成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

² 代理式 AI 經授權後，可自行採取行動、決策等，以達成最終目標；邊緣 AI 指 AI 模型在手機、物聯網裝置等終端設備上運行。

³ 目前 CSP 巨頭皆投入自研晶片發展，如 Google 的 TPU。ASIC (Application Specific Integrated Circuit) 為特定任務訂製之晶片，可提高運算效率與降低成本、耗能。隨著 AI 應用多樣化與專業化，ASIC 需求亦提升。

⁴ 如 Vera Rubin 架構預計下半年推出，其對硬體效能及使用量提升，相關封測、載板、散熱與電源管理等供應鏈需求將大增。

⁵ 資訊通信產品外銷訂單的國內生產比重由上年之 25.9% 升至本年 1~4 月之 29.9%；電子產品則維持 6 成以上之國內生產比重。

2. 廠商深化在台投資，預期下半年及全年民間投資動能穩健

(1) 半導體供應鏈**維持製程領先優勢**，續**擴充高階產能**、**研發支出**，加以 AI 等新興科技應用擴增，相關供應鏈仍供不應求，國內封裝測試、載板與伺服器**等廠商提高資本支出**⁶以擴充產能，以及**國際大廠續加碼對台投資**⁷，均**增添民間投資動能**。

□ 本年 5 月半導體設備購置力道續增，進口年增率為 22.4%，而資本設備進口成長 54.7% (圖 10)。

□ 本年 4 月**投資財生產指數**續呈**雙位數成長**(圖 11)，民間投資動能延續。

(2) 國人出國旅遊、AI 產品空運需求暢旺，**航空業擴編客、貨機隊**，有利**推升民間投資動能**。

□ 本年第 1 季運輸工具投資同步走揚，年增 8.47%。

圖 10 台灣資本設備與半導體設備進口年增率

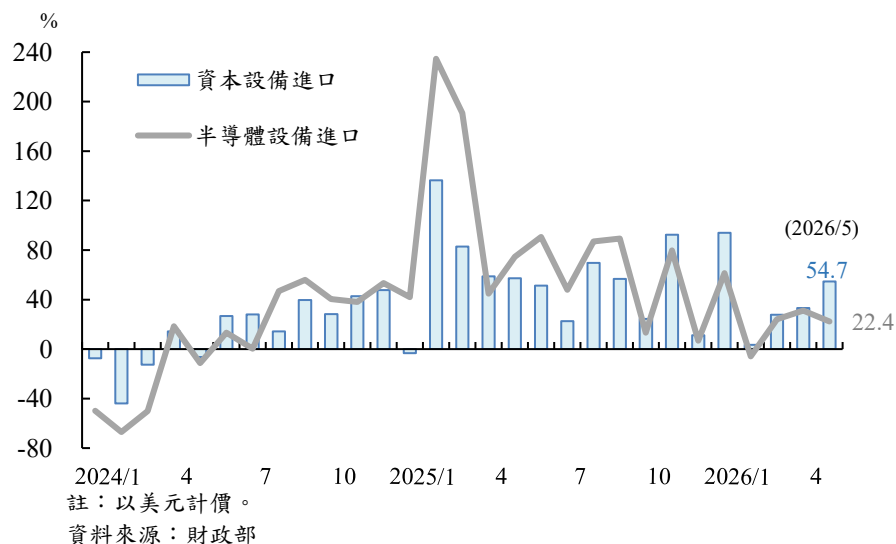
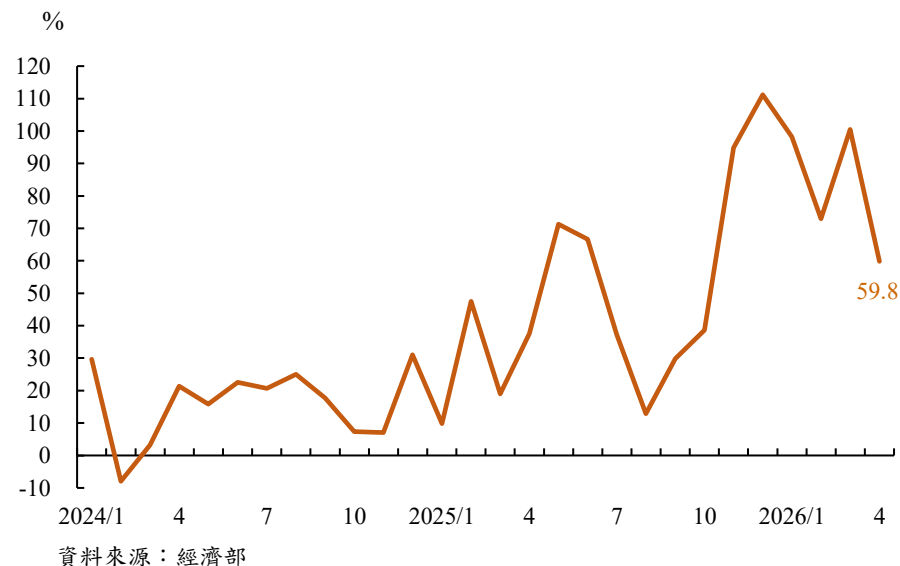


圖 11 台灣投資財生產指數年增率



⁶ 本年台積電資本支出預估為 520 億~560 億美元，目前偏向上限；日月光、力成、京元電等封裝廠商投資上看新台幣 3,687 億元，較 2 月預估高 414 億元。

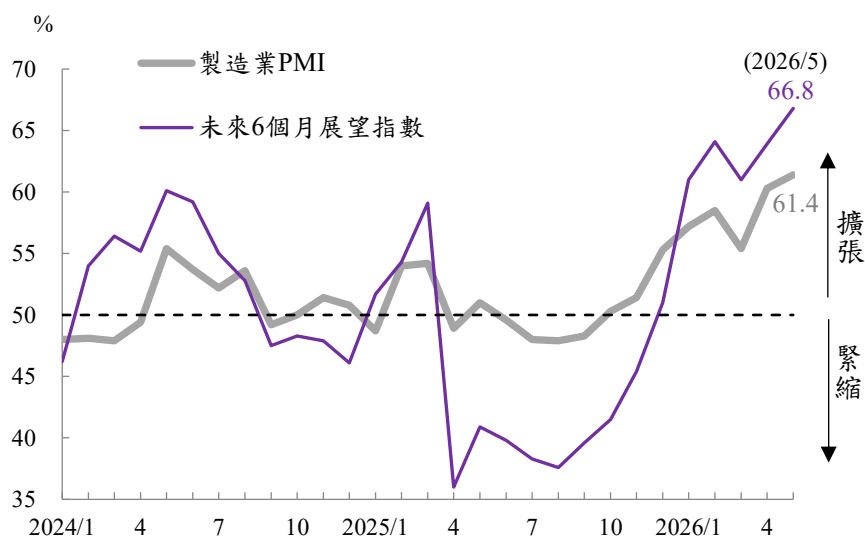
⁷ 如 5 月 AMD 宣布投資台灣 100 億美元，確保下半年 AI 機櫃產能順利開出，甚至滿足未來三年產能需求；Google 本年加碼新台幣 270 億在台擴建資料中心。

(3) 因 **AI 與半導體需求擴張**，廠商對**經濟前景展望續佳**，有助激勵業者投資意願，**挹注下半年民間投資擴增**。

□ 各產業看法雖分歧，惟受惠 AI 硬體需求帶動，5 月**製造業 PMI** 與**未來 6 個月展望指數**續同步走升(圖 12)，並創近 5 年最強擴張。

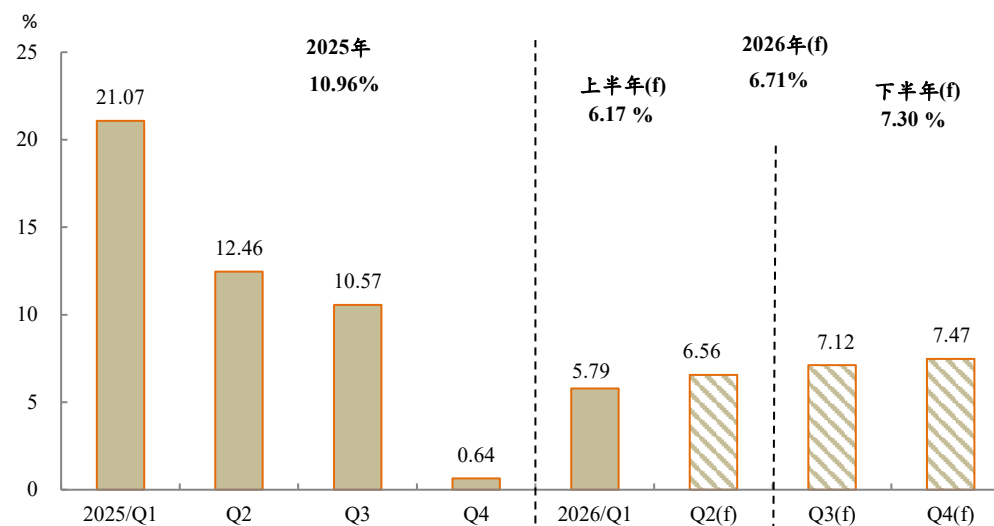
(4) 考量前述有利因素，本行預測本年上、下半年實質民間投資成長率分別為 6.17%與 7.30%，全年為 6.71%(圖 13)。

圖 12 台灣製造業 PMI 與未來 6 個月展望指數



資料來源：國發會

圖 13 台灣實質民間投資成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

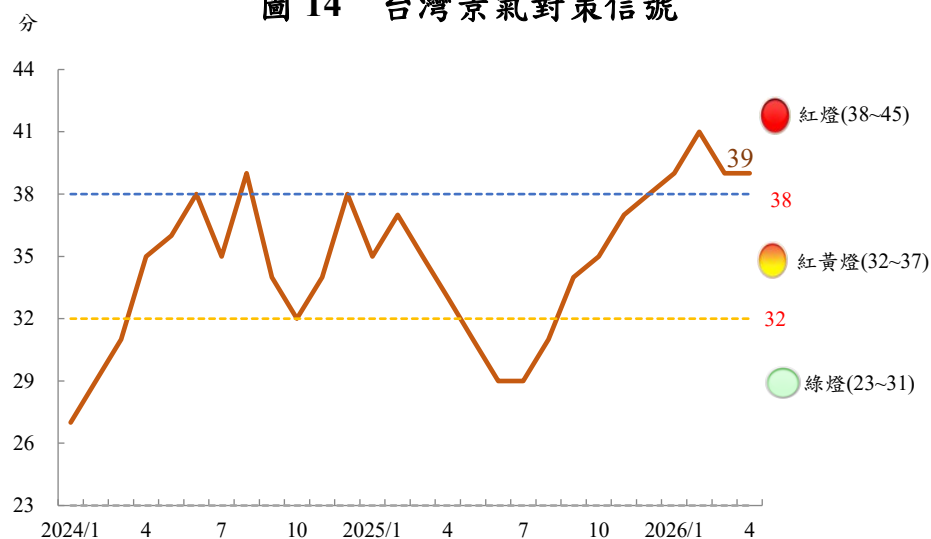
3. 景氣穩健、薪資成長，預期下半年民間消費動能延續，全年成長增溫

(1) 當前國內景氣、就業市場情勢穩定，薪資成長持續，以及上年上市櫃公司獲利成長，提高本年現金股利發放意願，挹注民眾可支配所得，加以股市交易熱絡，帶動金融服務手續費增加，均促進民間消費動能回升。此外，國人出國旅遊熱度不減⁸，亦有助活絡民間消費。

□ AI 需求強勁，4 月景氣對策信號維持紅燈(圖 14)；另領先指標再度轉為上升，同時指標續呈上升，顯示國內景氣穩健。

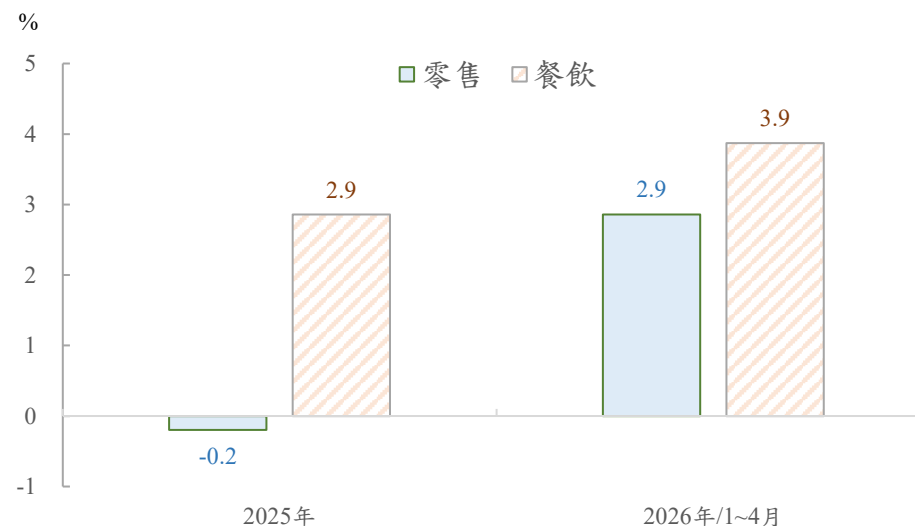
□ 薪資成長與娛樂展演增加，以及政府陸續推出國旅補助等有利因素，挹注餐飲與零售消費支出(圖 15)。本年 1~4 月餐飲與零售業營業額成長動能優於上年。

圖 14 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 15 台灣零售、餐飲業營業額年增率



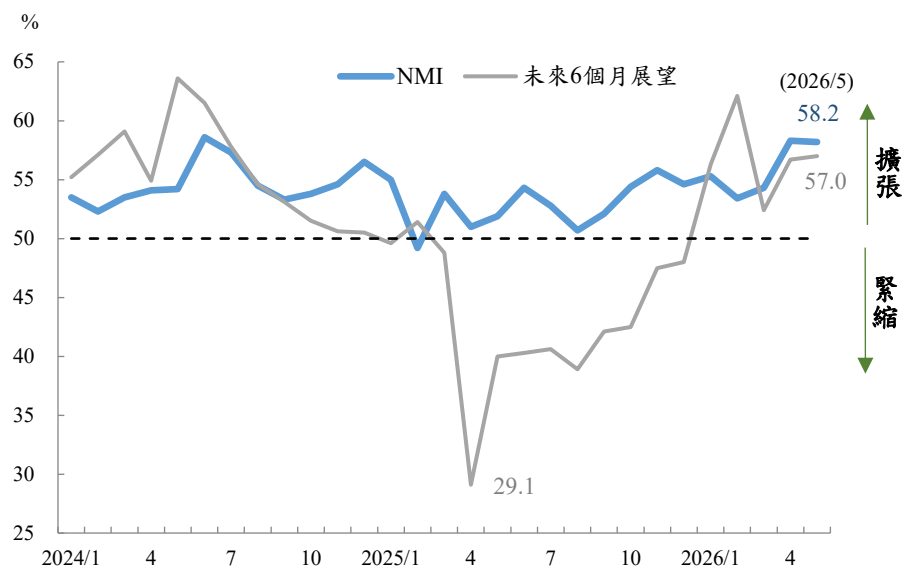
資料來源：經濟部

⁸ 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。

(2) 內需服務業相關活動熱絡，非製造業採購經理人指數(NMI)與其未來6個月展望指數續處擴張(圖 16)，下半年內需擴增動能穩定。

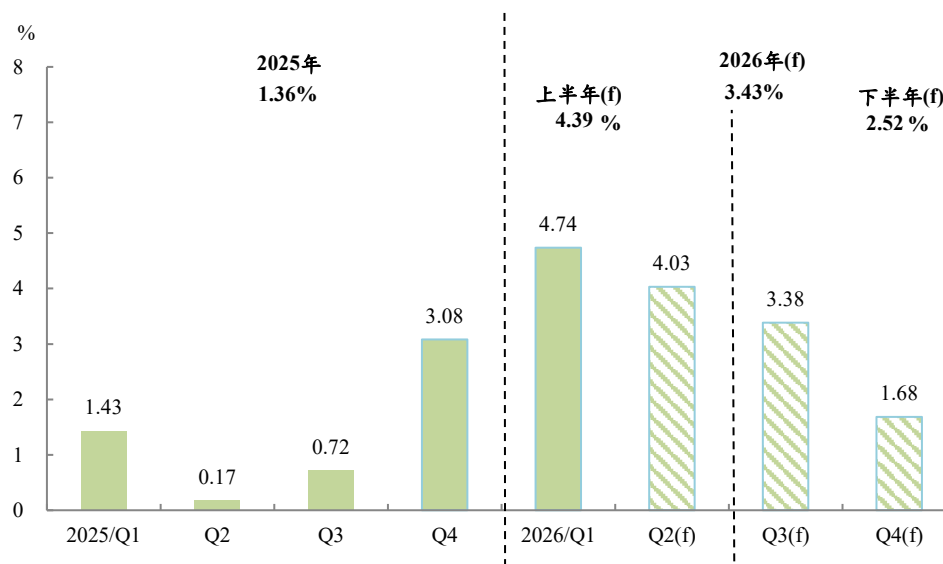
(3) 綜合前述因素，預測本年上、下半年實質民間消費成長率分別為 4.39%及 2.52%，全年則為 3.43% (圖 17)。

圖 16 台灣 NMI 與未來 6 個月展望指數



資料來源：國發會

圖 17 台灣實質民間消費成長率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

4. 下半年經濟不確定性因素仍多，惟主要機構普遍上修本年台灣經濟成長率預測值

(1) 經濟不確定性因素

地緣政治與極端氣候推升全球通膨風險：近期美伊談判達成停火共識，惟荷姆茲海峽航運全面恢復尚需時日，復以中東能源生產設備有待修復，增添全球通膨與經濟之變數。另外，高溫、乾旱與天然災害等極端氣候事件頻仍，恐助漲糧食、燃料等價格，並透過製造、物流與原物料等成本傳遞，進一步加劇全球通膨壓力，抑制消費、企業投資意願，拖累全球經濟成長動能。

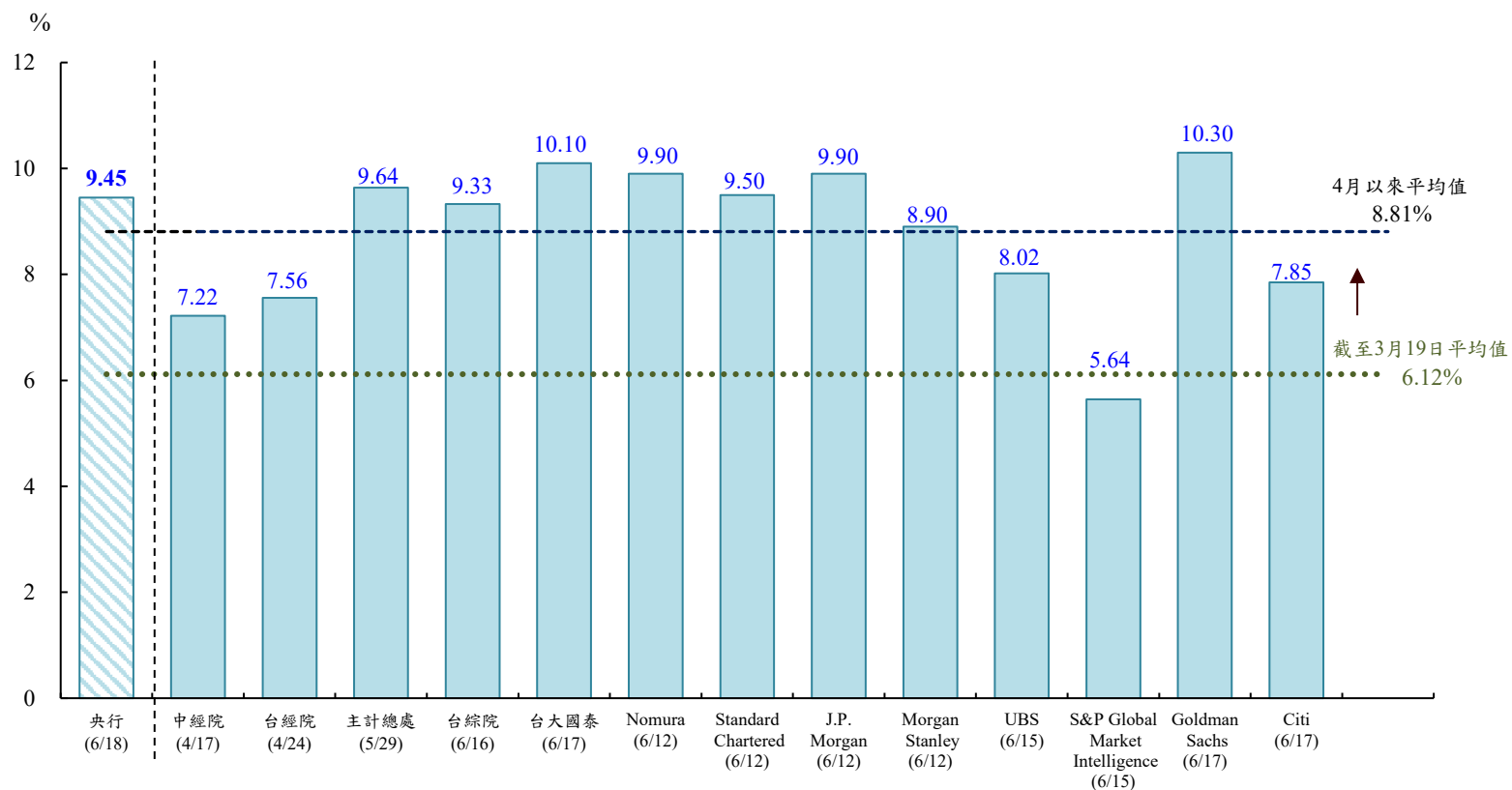
主要經濟體央行貨幣政策未來走向：中東衝突推升能源價格，並透過運輸與燃料成本轉嫁，恐擴散為廣泛之商品與服務價格上漲，加劇通膨風險，致主要經濟體貨幣政策立場趨於緊縮，進而削弱企業投資動能，亦牽動未來國際資金流向，影響全球股匯債市穩定。

AI 企業資本支出規模變化與股價重估價值之風險：主要 CSP 積極布建 AI 基礎建設，其資本支出規模的調整狀況，左右本年台灣出口成長幅度。此外，全球 AI 企業股價大漲，加以部分 AI 企業採特殊目的公司(SPV)表外融資、私募信貸，擴大槓桿，或彼此進行循環交易支援業務發展，若企業獲利無法支撐當前高估值，恐引發投資人情緒急遽反轉，該等股價面臨大幅修正風險，而影響全球金融市場穩定。

美國關稅等政策後續發展：2月美國基於《貿易法》第122條款對全球進口商品課徵的10%臨時關稅，已被美國國際貿易法庭裁定違法，並持續訴訟中。後續美國可能透過《貿易法》第301條款及《貿易擴張法》第232條款分別針對國家別及產品別加徵差異化關稅。美國關稅的後續發展以及各國與美方之貿易協定是否履行，亦增添全球經貿不確定性。

(2)電子資通訊製造業生產持續暢旺，當前國內外主要機構對本年台灣景氣展望多較3月樂觀，經濟成長率預測值介於5.64%~10.30%之間，平均值為8.81%(圖18)。

圖 18 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



(三) 當前國內通膨仍屬溫和，本行上修本年 CPI 及核心 CPI 年增率預測值分別為 1.91%、1.90%

1. 當前國內通膨仍屬溫和

(1) 本年 3 月，農曆春節因素消失，CPI 年增率回降至 1.20%。嗣因**油料費漲幅逐漸擴大**，加以**機票價格**反映燃油附加費**調漲**，提升**運輸費**及**娛樂服務費**漲幅，**CPI 年增率回升**，至 5 月為 2.20%，係 2025 年 4 月以來新高(圖 19)；不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則為 **2.12%**。

(2) 本年 1 至 5 月平均 **CPI** 年增率為 **1.52%**，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)娛樂服務、教養費用及運輸費上漲(圖 20)。

圖 19 台灣 CPI 及核心 CPI 年增率

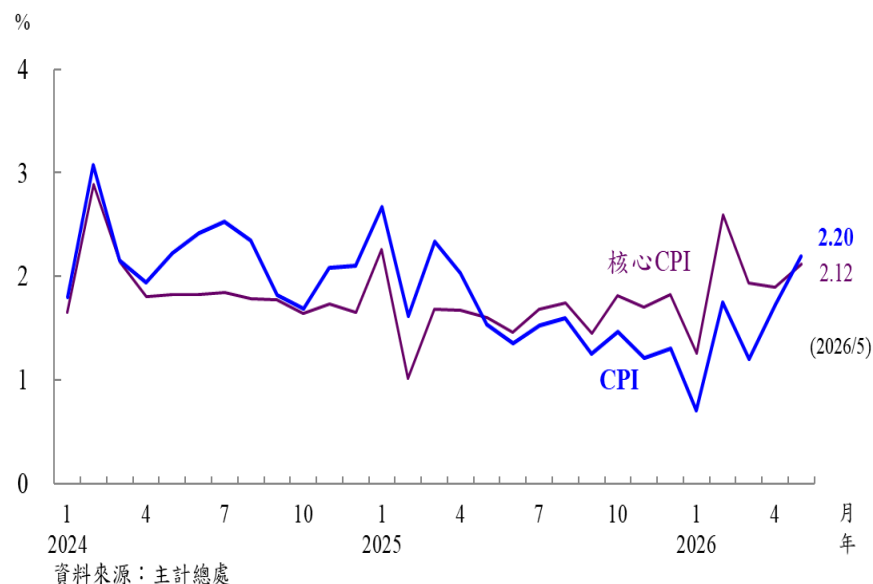
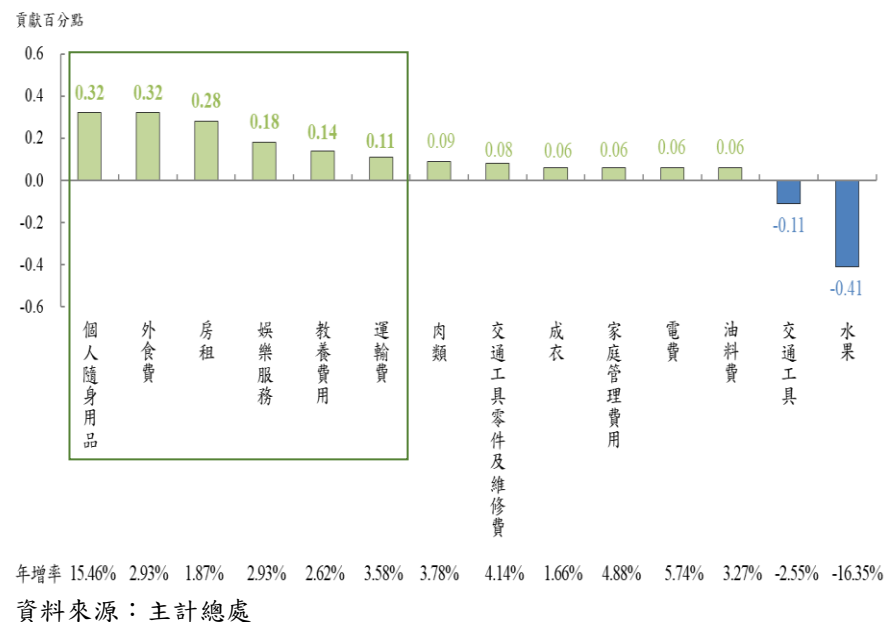


圖 20 本年 1 至 5 月台灣 CPI 年增率主要影響項目



2. 當前國內輸入性通膨壓力尚屬可控

(1) 本年以來，國內進口物價走升

□ 本年5月，以美元計價之進口物價年增率續升為17.21%，係2022年4月以來最高；以新台幣計價之進口物價年增率則升為22.33%，係1980年7月以來新高(圖21)。

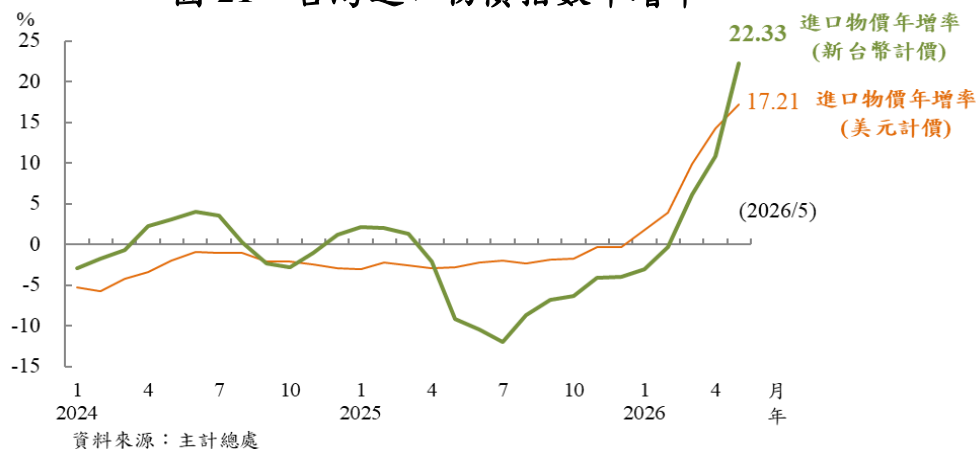
□ 本年1至5月以美元計價及新台幣計價之進口物價分別年增9.26%、6.94%。

(2) 國內進口物價攀升，主要受積體電路等電子零組件、原油等能源礦產品價格上漲影響；惟大多反映至出口物價，加以政府積極採穩定能源價格措施，國內輸入性通膨壓力尚屬可控。

□ 例如，本年5月積體電路等進口價格年增27.95%，惟大多反映至出口相關商品價格，國內相關電子消費品如電腦、行動電話等在CPI所占權數小(分別為1.21%、0.64%)，對CPI年增率影響有限(分別為+0.07、-0.05個百分點)。

□ 本年5月能源礦產品(含原油、天然氣等)進口價格年增56.60%，惟政府積極採能源價格穩定機制⁹等供給面措施，有效減輕國內通膨壓力。

圖 21 台灣進口物價指數年增率



⁹ 政府能源價格穩定機制如(1)落實油價雙緩漲機制及搭配專案緩漲機制吸收至少60%售價漲幅、(2)民生用天然氣與桶裝瓦斯及電價凍漲等。

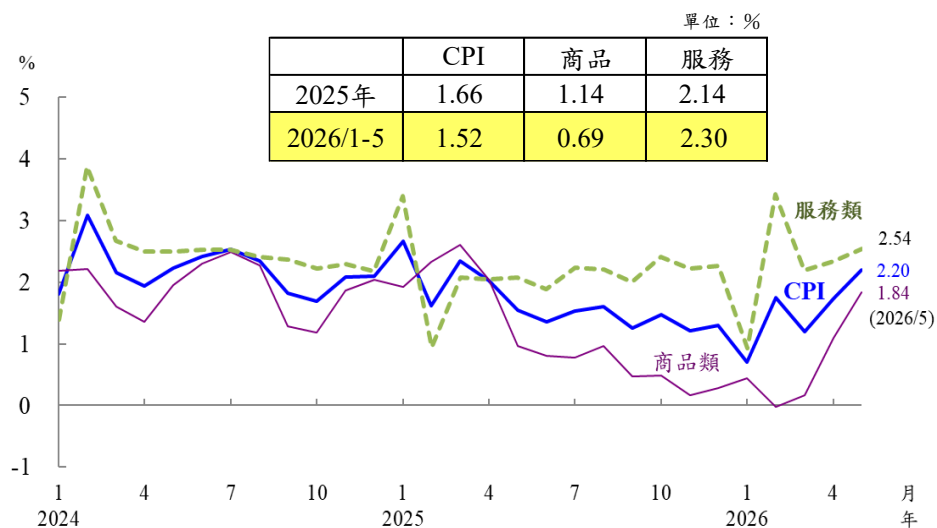
3. 本行略上修本年台灣 CPI 與核心 CPI 年增率預測值至 1.91%與 1.90%

(1) 鑑於本年全年國際油價預測均值略為上修¹⁰，我國進口物價續趨上揚，加以國內服務類通膨轉趨上升(圖 22)¹¹，本年台灣通膨壓力上升。惟同時考量政府積極採供給面措施¹²穩定國內物價，本行將本年 CPI 及核心 CPI 年增率預測值，分別由 3 月之 1.80%、1.75%略上修至 1.91%、1.90% (圖 23)。

□ 本行持續密切關注中東衝突之發展對國際油價及台灣通膨之影響。

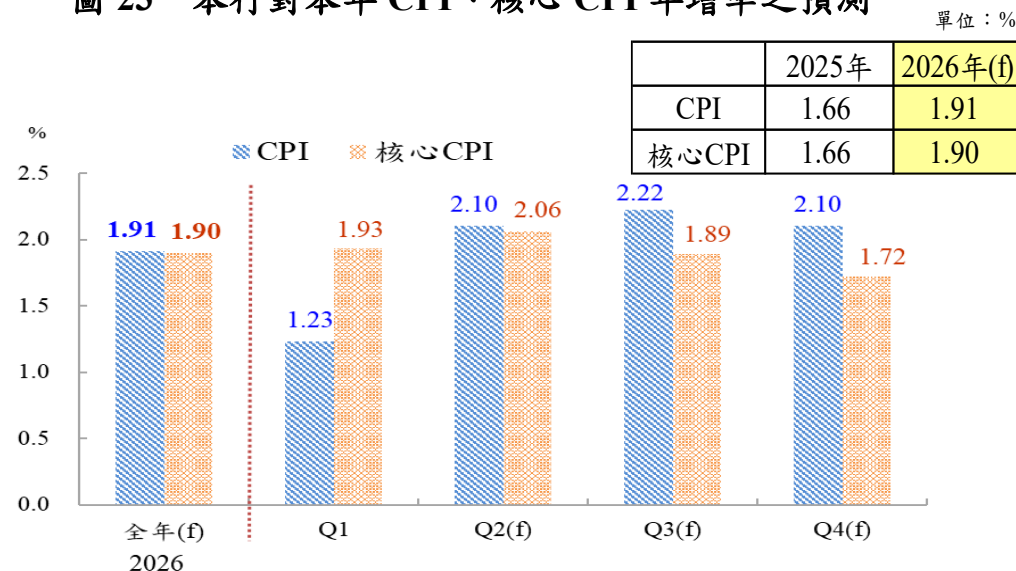
□ 地緣政治風險與天候因素係影響未來台灣通膨走勢之重大變數。

圖 22 CPI、商品類及服務類 CPI 年增率



資料來源：主計總處

圖 23 本行對本年 CPI、核心 CPI 年增率之預測



資料來源：中央銀行

¹⁰ 本年初至 6 月 15 日，布蘭特油價平均值為每桶 93.7 美元，隨近期美伊達成和平停火協議，預期國際油價回降，本行設定本年全年布蘭特油價平均值為每桶 90 美元，略高於本年 3 月本行理事會設定之每桶 85 美元。

¹¹ 由於國際油價高漲，大幅推升燃油附加費，國際機票及國外旅遊團費反映調漲售價，致國內服務類通膨轉呈上升趨勢。

¹² 政府採供給面措施，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；(2)搭配專案緩漲機制吸收至少 60%售價漲幅；(3)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%；(4)4 月起桶裝瓦斯貨物稅減徵 50%(例如，20 公斤桶裝瓦斯貨物稅每桶減徵 6.9 元)；(5)4 至 6 月民生用天然氣與桶裝瓦斯價格維持不變、4 至 9 月電價凍漲；(6)大眾運輸票價凍漲措施延長為 6 個月，以及計程車油價補助加碼(至 1 萬 5,000 元)；(7)強化民生商品(如塑膠袋)價格監測，防範不合理囤積漲價。

(2) 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.80%至 2.10%，平均為 1.95% (圖 24)。

(3) Consensus Economics 每月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測平均值，本年 3 月之前多介於 1.5%至 1.6%，4 月起升至 1.9%，5 月及 6 月則均維持在 1.9% (圖 25)。

圖 24 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值

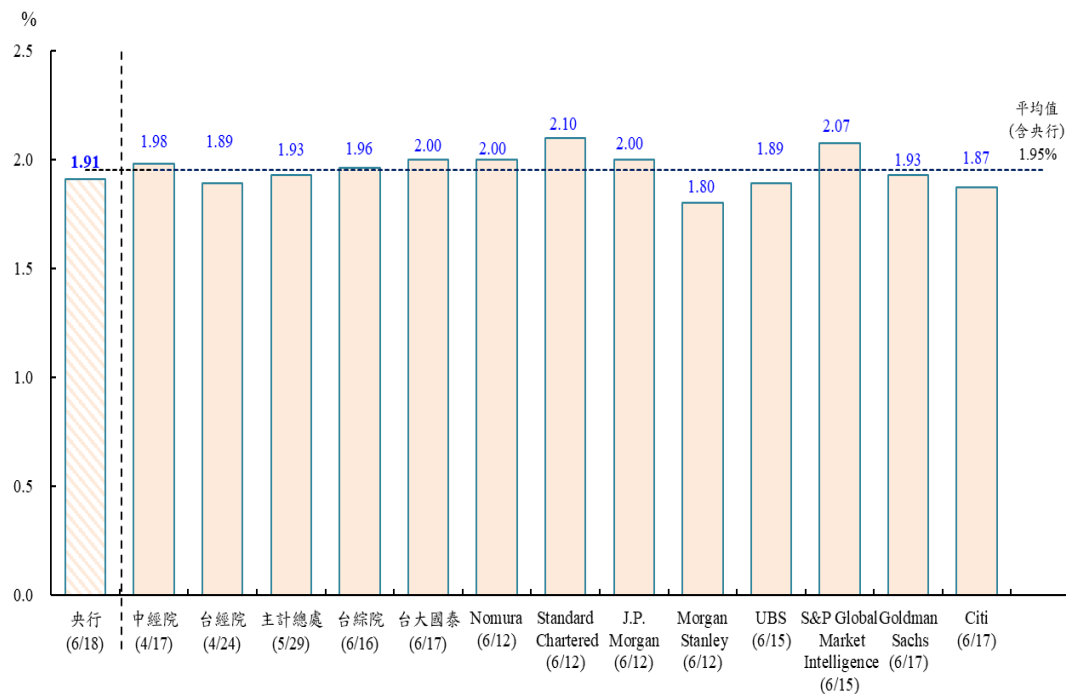
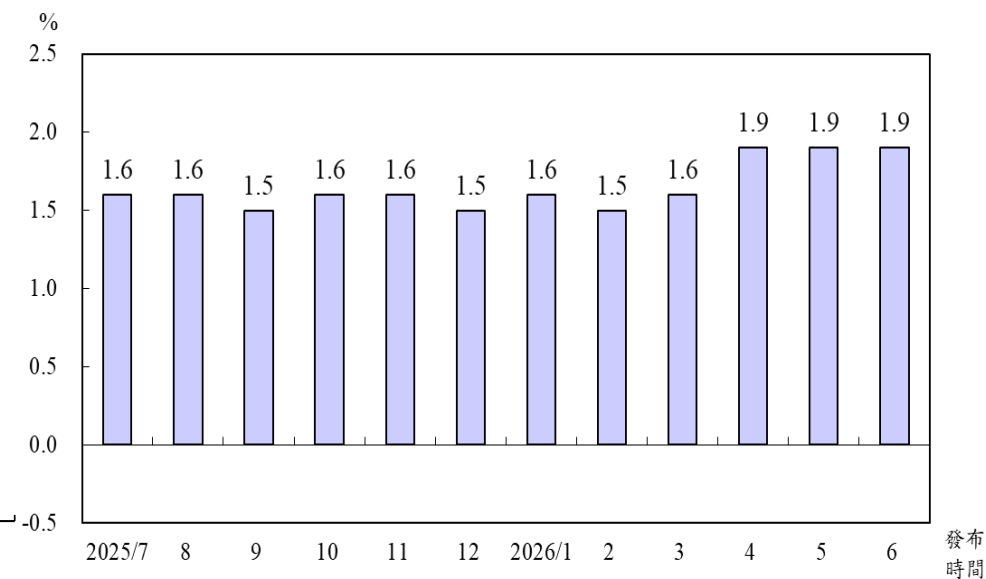


圖 25 近 20 家專業預測機構對台灣本年 CPI 通膨率之預測數平均



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

三、2026 年上半年本行不動產選擇性信用管制執行情形

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逐漸改善，爰本(2026)年 3 月本行對第 2 戶購屋貸款成數由 5 成微調至 6 成。本文就今年上半年不動產貸款集中度下降原因、近期不動產市場動向、我國與主要經濟體房價走勢與房價所得比變動趨勢，以及近期外界關注之議題，以問答方式分述如下。

Q1：今年上半年不動產貸款集中度下降原因為何？

Q2：近期不動產市場動向？

Q3：我國與主要經濟體房價走勢與房價所得比變動趨勢為何？

Q4：近期外界關注其他議題？

Q4-1：土方清運新制對購地貸款動工期限之影響情形？

Q4-2：民眾辦理換屋協處措施情形？

Q4-3：本年 3 月報載 2025 年第 4 季台南市 32 件建商倒閉案情形？

Q4-4：購置住宅貸款違約情形及預售屋解約情形？

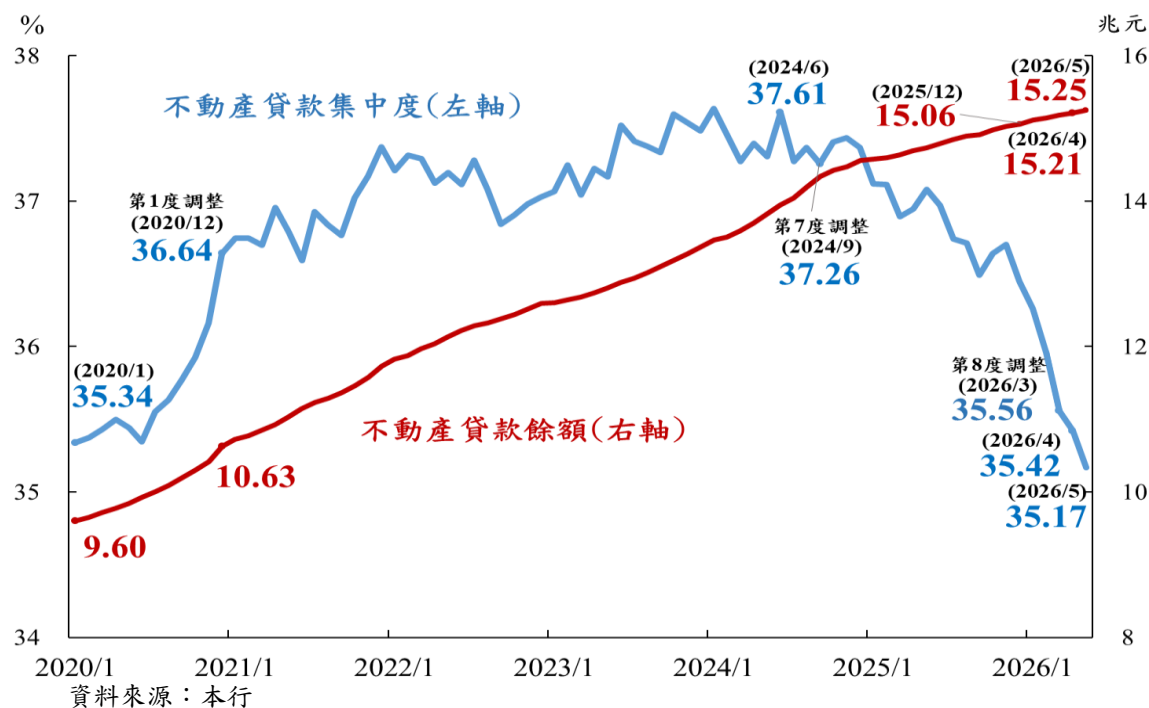
Q1：本年上半年不動產貸款集中度下降原因為何？

A1：不動產貸款集中度係不動產貸款餘額(分子項)占總放款餘額(分母項)之比率，而總放款餘額係不動產貸款餘額及其他放款餘額之總和；近期分子項持續增加，並未減少；惟因台股交投熱絡，銀行對個人理財週轉金貸款等其他放款大增，致分母項增額大於分子項增額。

(一) 本年以來，全體銀行不動產貸款集中度雖續降，惟不動產貸款餘額持續增加。

本年5月底全體銀行不動產貸款集中度由近期高點之2024年6月底37.61%降至35.17%(降幅2.44個百分點)，惟不動產貸款餘額仍由2025年12月底之15.06兆元續增至15.25兆元(圖1)。

圖1 全體銀行不動產貸款餘額與集中度



(二)全體銀行非屬不動產貸款之其他放款餘額顯著擴增，增額大於不動產貸款餘額增額。

1. 本年5月底全體銀行其他放款餘額年增率續升至12.41%，高於不動產貸款餘額增幅3.49%(圖2)。

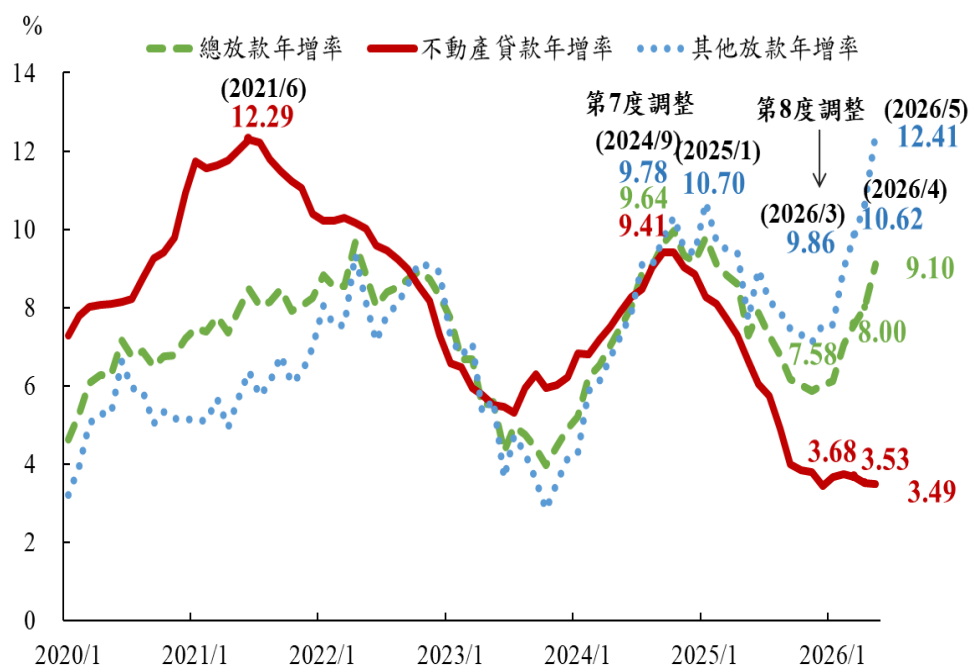
2. 不動產貸款集中度之分子與分母結構分析：本年5月底與2024年6月底比較(表1)

(1) 分子項：不動產貸款餘額增加1.30兆元。

(2) 分母項：其他放款餘額增加4.96兆元，主因台股交易熱絡，帶動與股市活動相關信用明顯擴張，合計1.87兆元，而製造業放款餘額僅增加1.02兆元。

(三)未來若台股交易降溫，將使相關貸款需求減少，不動產貸款集中度可能反轉向上。

圖2 全體銀行不動產貸款與總放款餘額年增率



資料來源：本行

表1 不動產貸款集中度—分子及分母結構

單位：兆元、%、百分點

項目	2024/6 (1)	2026/5 (2)	增減額 =(2)-(1)	說明
分子：不動產貸款(A)	13.95	15.25	1.30	不動產貸款+1.30兆元： 1.無自用房貸及都更危老貸款 合計+1.48兆元
無自用住宅購屋貸款	6.35	7.61	1.26	
都更危老貸款	0.63	0.85	0.22	2.其他如建築貸款等-0.18兆元
分母：總放款(B)	37.09	43.35	6.26	其他放款+4.96兆元，主要為： 1.投入股市+1.87兆元
其他放款	23.14	28.10	4.96	(1)個人理財週轉金+1.74兆元 (2)對證券期貨及金融輔助+0.13兆元 2.對製造業放款+1.02兆元 (1)對AI相關+0.79兆元 (2)非AI相關+0.23兆元
集中度(=A/B)	37.61	35.17	-2.44	分母增額>分子增額 集中度↓

資料來源：本行

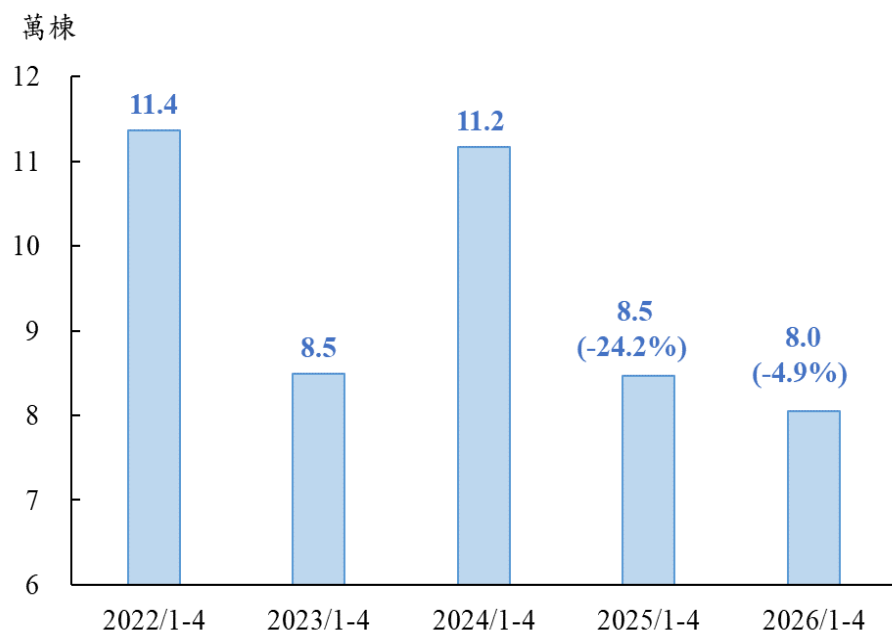
Q2：近期不動產市場動向？

A2：全國房市交易量縮價盤整，惟部分都會區交易量轉為正成長，新推案房價指數仍創新高；不動產業者對未來景氣看法漸趨樂觀，消費者仍多看跌房價。

(一) 本年 1 至 4 月全國建物買賣移轉棟數年減幅縮小，1 至 5 月台北市、台南市及高雄市則轉為正成長。

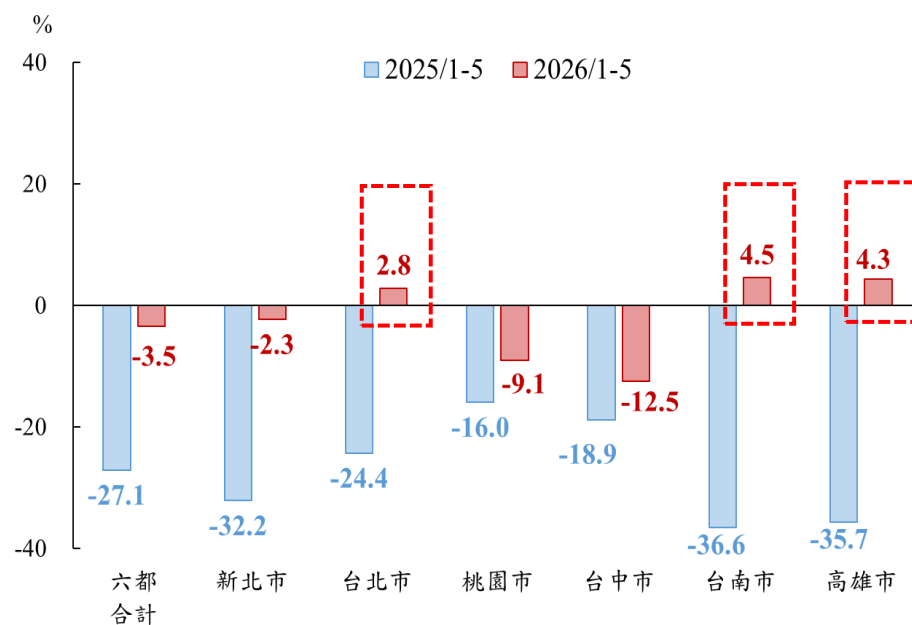
1. 本年以來，隨不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管，銀行房貸已無排撥情形，房市買方觀望情緒稍緩；**本年 1 至 4 月全國建物買賣移轉棟數 8.0 萬棟**，年減幅已由上年同期 **24.2%** 縮小為 **4.9%**(圖 3)。
2. **本年 1 至 5 月六都建物買賣移轉棟數 7.9 萬棟**，年減幅則由上年同期之 **27.1%** 縮小為 **3.5%**，以台中市年減 12.5% 最多；另台北市、台南市及高雄市已轉為年增 **2.8%~4.5%**(圖 4)。

圖 3 全國建物買賣移轉棟數



註：() 為年增率。
資料來源：內政部

圖 4 主要都會區建物買賣移轉棟數年增率

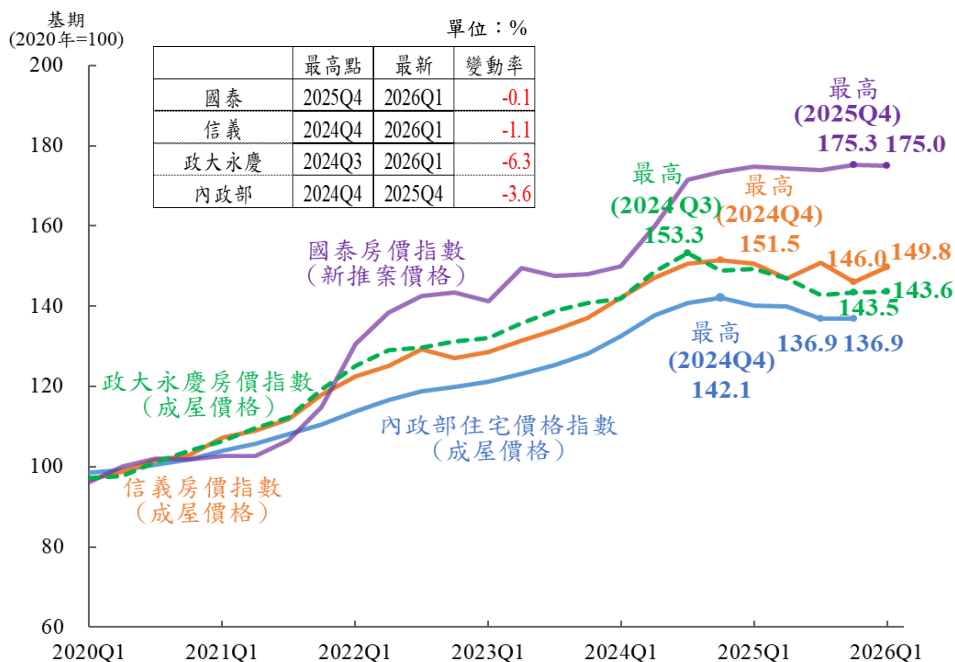


資料來源：六都地政局

(二) 本年第 1 季全國成屋及新推案房價指數已自高點下降，惟雙北市、新竹縣市及高雄市新推案房價指數仍創新高。

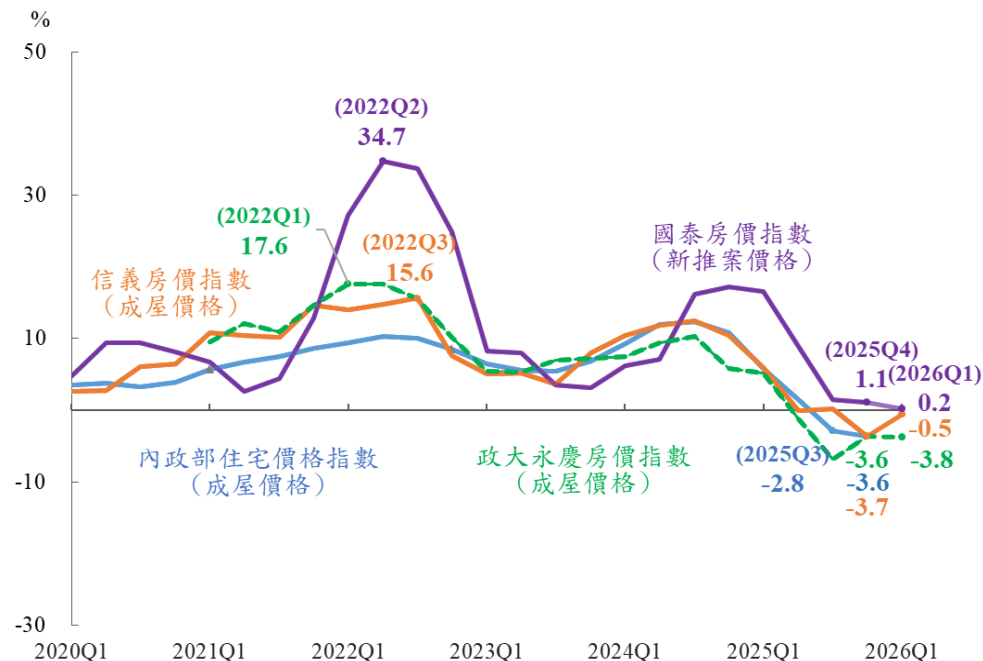
1. 成屋價格方面，**本年第 1 季信義、政大永慶全國房價指數已分別自高點下降 1.1%、6.3%**(圖 5)，**呈盤整緩跌**；惟**信義房價指數略回升，年減幅由上季 3.7%縮小為 0.5%**，**政大永慶房價指數年減幅由上季 3.6%擴大至 3.8%**(圖 6)。
2. 新推案價格方面，**本年第 1 季國泰全國房價指數亦自上季高點略降 0.1%**(圖 5)，**年增率則由上季 1.1%續降至 0.2%**(圖 6)；主要都會區**雙北市、新竹縣市及高雄市仍創新高**。
3. 本年以來，房價續呈高價盤整，強化買方觀望心理；**若房價向下修正，有助帶動交易量回升**。

圖 5 全國房價指數



註：1. 各指數均轉換基期為 2020 年=100。
 2. 最新資料：內政部住宅價格指數至 2025Q4，其餘至 2026Q1。
 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 6 全國房價指數年增率

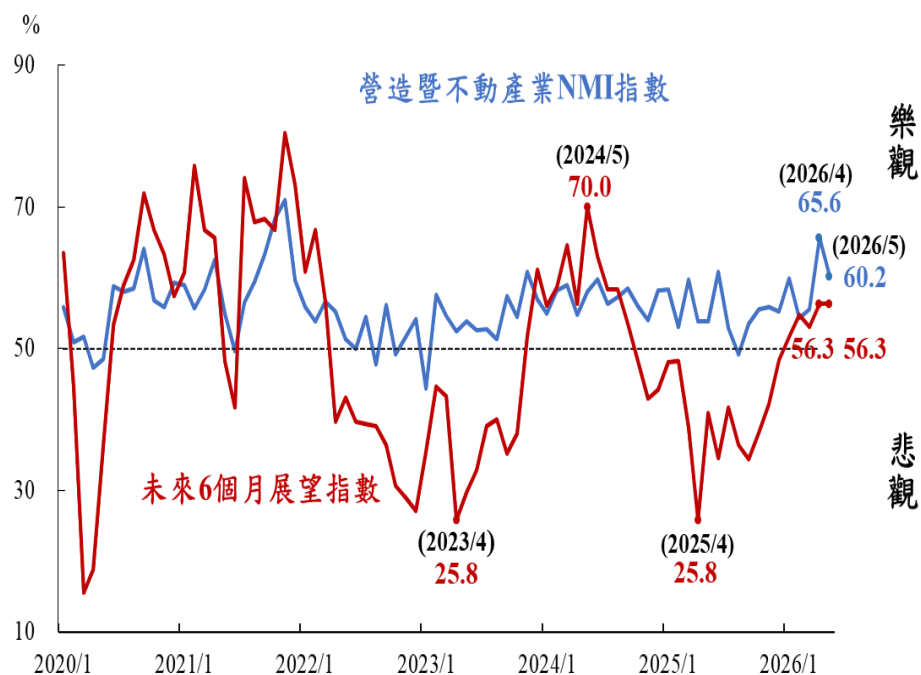


資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

(三) 本年第 2 季營造暨不動產業者對未來景氣看法漸趨樂觀，消費者仍多看跌房價。

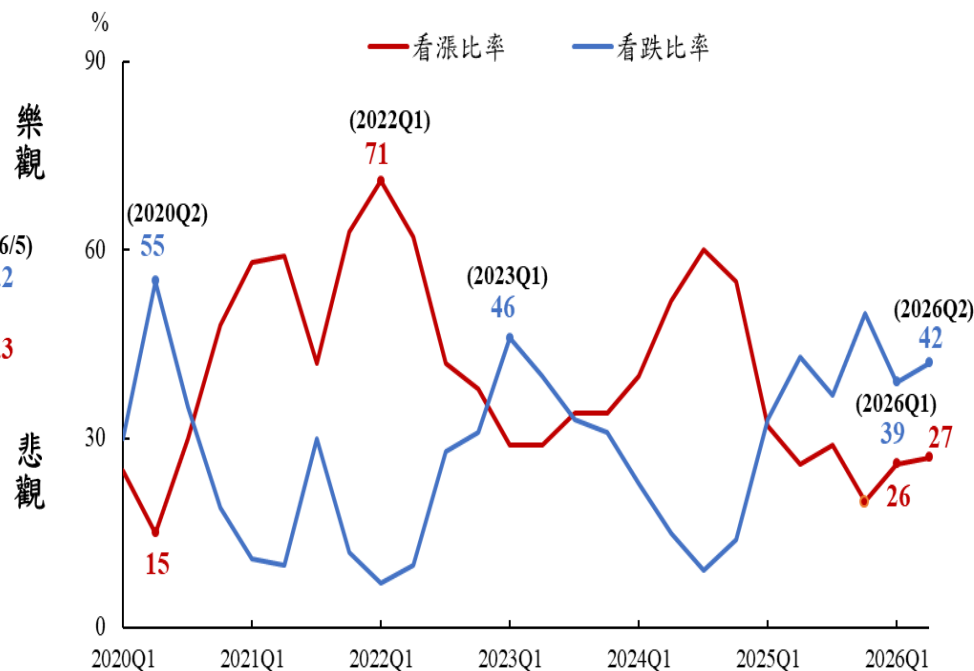
1. 本年 5 月營造暨不動產業之非製造業經理人(NMI)指數 60.2%；未來 6 個月展望指數 56.3%，連續 5 個月寬鬆(圖 7)，主因 AI 商機暢旺，帶動半導體設備廠房等營造工程需求增加，致不動產業者對未來景氣看法漸趨樂觀。
2. 本年第 2 季永慶房產網路調查，消費者看跌房價比率由本年第 1 季 39%升至 42%，仍高於看漲房價比率 27%(圖 8)，顯示經濟前景面臨不確定性，消費者對未來房價仍多持保守態度。

圖 7 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 8 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

Q3：我國與主要經濟體房價走勢與房價所得比變動趨勢為何？

A3：近1年來台灣房價呈高價盤整，跌幅有限；自疫情迄今主要經濟體累計房價漲幅仍以台灣最大。

(一) 2025 年以來，台灣部分都市房價鬆動，惟至本年第 1 季全國房價跌幅仍有限。

— 近 1 年來，內政部住宅價格指數、信義房價指數、政大永慶房價指數等成屋價格指數均於 2024 年下半年抵高點後走跌，國泰房價指數(新推案可能成交價格)亦於 2025 年第 4 季抵高點後微降(表 2)，部分都會區房價略鬆動，惟全國房價跌幅仍有限。

(二) 就 2020 年疫情以來，主要經濟體房價累計漲幅而言，仍以台灣漲幅較高(表 3)。

1. 名目房價指數累計漲幅：以台灣國泰房價指數之 86.0% 最高，信義房價指數漲幅亦達 54.9%，高於澳洲(51.9%) 及美國(50.7%)。
2. 實質房價指數累計漲幅：亦以台灣實質國泰與信義房價指數漲幅分別達 65.8% 與 38.1% 最大，且台灣內政部住宅價格指數漲幅亦達 25.3%，高於澳洲(22.2%)、美國(19.6%) 及新加坡(19.4%)。

表 2 台灣房價指數與其高點比較之變動幅度
(最新資料與高點比較)

	成屋價格			新推案價格
	內政部住宅價格指數*	信義房價指數	政大永慶房價指數	國泰房價指數
全國	-3.6	-1.1	-6.3	-0.1
新北市	-1.6	-1.2	-5.1	創新高
台北市	0.0	創新高	-5.8	創新高
桃園市	-2.2	-2.2	-6.8	-2.3
新竹縣市	n.a.	-7.0	-7.2	創新高
台中市	-6.7	-7.1	-8.5	-2.9
台南市	-4.2	-15.5	-8.9	-2.6
高雄市	-4.9	-8.3	-9.9	創新高

註：最新資料：台灣信義與國泰房價指數為 2026Q1，內政部住宅價格指數為 2025Q4。

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

表 3 主要經濟體房價指數 2020 年以來累計變動幅度
(最新資料與 2019 年第 4 季比較)

變動幅度 (%)	名目房價 累計漲幅(%)	實質房價 ^{註1} 累計漲幅(%)	最新資料 時點 ^{註2}
台灣 (國泰房價指數)	86.0	65.8	2026Q1
台灣 (信義房價指數)	54.9	38.1	2026Q1
台灣 (內政部住宅價格)	39.7	25.3	2025Q4
澳洲	51.9	22.2	2025Q4
美國	50.7	19.6	2025Q4
新加坡	40.9	19.4	2025Q4
南韓	17.6	-0.1	2025Q4
紐西蘭	25.9	-0.9	2025Q4
英國	26.7	-1.7	2025Q4
香港	-21.8	-28.2	2025Q4

註：1. 本表各國實質房價以各國 CPI 平減計算，並依累計漲幅由大至小排序。

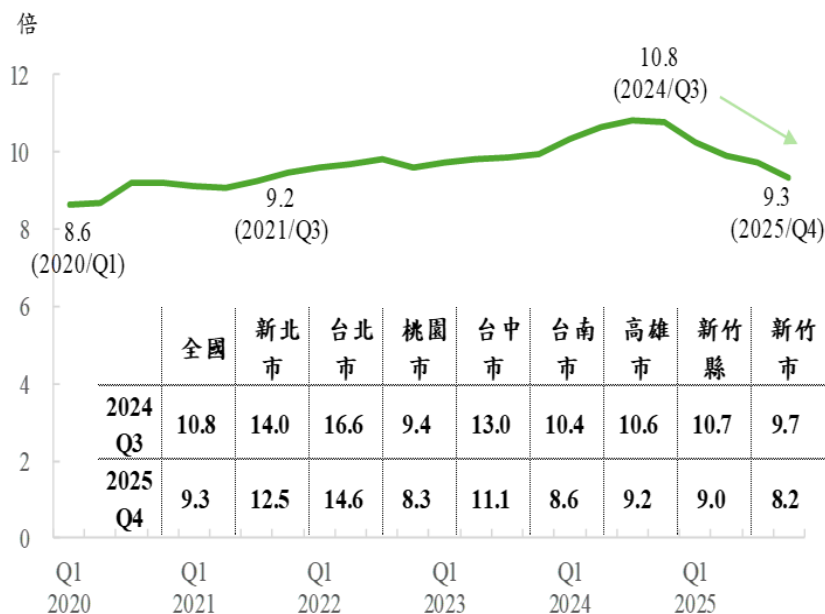
2. 最新資料：台灣信義與國泰房價指數為 2026Q1，其餘為 2025Q4。

資料來源：國際房價指數係依據國際清算銀行住宅價格統計(BIS Residential property prices)之選定房價指數，台灣部分同表 2

(三) 近 1 年來，隨台灣房市交易降溫，房價所得比雖下降，惟仍高於其他主要國家。

1. 隨近年台灣中位數房價緩降，中位數家戶可支配所得增加，房價所得比¹由 2024 年第 3 季之 10.8 倍高點逐季降至 2025 年第 4 季之 9.3 倍，為 2021 年第 4 季以來新低(圖 9)。
2. 就主要國家房價所得比而言：台灣僅低於澳洲(9.7 倍)，惟遠高於紐西蘭(7.7 倍)、南韓(6.9 倍)、英國(5.6 倍)與美國(4.8 倍)，顯示台灣購屋負擔相對沉重。
3. 另就主要國際城市比較：2025 年第 4 季台北市房價所得比雖由 2024 年第 3 季之 16.6 倍高點降為 14.6 倍，惟仍高於香港(14.4 倍)、雪梨(13.8 倍)，並遠高於倫敦(9.1 倍)、首爾(8.8 倍)、奧克蘭(7.7 倍)、紐約(7.4 倍)(表 4)。

圖 9 台灣房價所得比



資料來源：內政部不動產資訊平台(最新資料至 2025/Q4)

表 4 主要國家及主要國際城市之房價所得比

		房價所得比 (倍數)	最新資料時點
國家別	澳洲	9.7	2024Q3
	台灣	9.3	2025Q4
	紐西蘭	7.7	2025Q1
	南韓	6.9	2025Q2
	英國	5.6	2024Q3
	美國	4.8	2024Q3
城市別	台北	14.6	2025Q4
	香港	14.4	2024Q3
	雪梨	13.8	2024Q3
	倫敦	9.1	2024Q3
	首爾	8.8	2025Q2
	奧克蘭	7.7	2024Q3
	紐約	7.4	2024Q3

資料來源：台灣與南韓係依內政部房價負擔能力統計(最新至 2025/Q4)；其餘依據 Demographia International Housing Affordability (2025 版)為年資料，最新為 2024/Q3 資料

¹ 房價所得比(倍數)公式為：房價所得比(倍數) = $\frac{\text{中位數房屋總價}}{\text{中位數家庭可支配年所得}}$

Q4：近期外界關注其他議題？

Q4-1：土方清運新制對購地貸款動工期限之影響情形？

A4-1：土方清運新制旨在杜絕非法棄置問題，針對因土方問題致無法如期動工案件，本行已授權由各銀行依個案核實認定所需動工期限。

(一) 土方清運新制旨在杜絕非法棄置問題，政府已積極採行措施擴充去化量能及查緝不當哄抬，期使相關費用儘速回歸合理水準。

1. 根據內政部統計²，全國土方去化管道持續擴充，土方合法載運的 GPS 車輛亦大幅擴增。全國近期土方處理均價每立方公尺約 1,063 元，較本年初之平均處理費用 1,235 元，已大幅降低約 14%。
2. 內政部提醒，如業者遇惡意哄抬者應儘速通報，如屬惡意哄抬，政府將嚴加處罰。

(二) 本年 1 至 4 月購地貸款受土方清運新制影響展延動工期限情形仍屬個案，該類案件之撥款金額占比有限。

1. 據本行調查本年 1 至 4 月放款市占率前 20 大本國銀行購地貸款受土方清運新制影響展延動工期限案件，共計 11 件³，仍屬個案。
 - 該類案件之擔保品主要位於高雄市，撥款金額合計 23.21 億元，僅占購地貸款撥款金額 320.12 億元之 7.3%。
2. 購地貸款如因土方清運新制致無法於 18 個月內動工者，係由各銀行依個案實際情況核實認定，並與借款人協議合理之動工期限。
 - 據本行調查統計，相關承貸銀行係以「不可歸責借款人因素」，延長動工期限 6~12 個月(平均約 7.2 個月)。

² 見本年 6 月 2 日內政部國土管理署「全臺土方平均處理費用 1,063 元已較年初大幅降低 持續擴充國內去化管道 土方總去化量能達 2.35 億方」新聞稿。

³ 高雄市 6 件；台北市、桃園市、台中市、彰化縣及台南市各 1 件。

Q4-2：民眾辦理換屋協處措施情形？

A4-2：2025年9月本行延長售屋期限為18個月以來，本年第1季銀行辦理切結換屋戶數續增，換屋陳情案件漸減。

- (一) 本行自2023年6月起提供換屋協處措施，**借款人經切結於1年內出售原屋，申辦第1戶或第2戶購屋貸款(非高價住宅貸款)，貸款成數及寬限期均不受本行規定限制**；並於2025年9月適度調整協處措施之**售屋期限，由1年延長為18個月**。
- (二) 2025年9月本行延長售屋期限為18個月以來，銀行積極辦理換屋協處措施，**民眾向銀行切結換屋戶數逐季續增至本年第1季之344戶，切結換屋戶數占受限貸款撥貸戶數比率亦升至5.2%**(圖10)，爰民眾透過本行意見信箱陳情換屋相關議題案件已由近期高點2025年9月的41件大幅下降至本年5月的8件(圖11)。
- 民眾**無法完成切結事項原因包括：賣方交屋流程延宕或買方貸款問題，以及無法於期限內出售房屋**。
- (三) 據本行調查**本年第1季放款市占率前20大本國銀行辦理換屋協處案件，大多數借款人售屋時間介於1-12個月**，爰本行**不再延長售屋期限**。
- 至於**未於期限內售屋之個案，由銀行考量借款人是否有原屋掛售誠意及交屋情形⁴，依風險考量及相關授信規定審慎評估協處⁵**。

圖 10 銀行辦理受限貸款與切結換屋案件

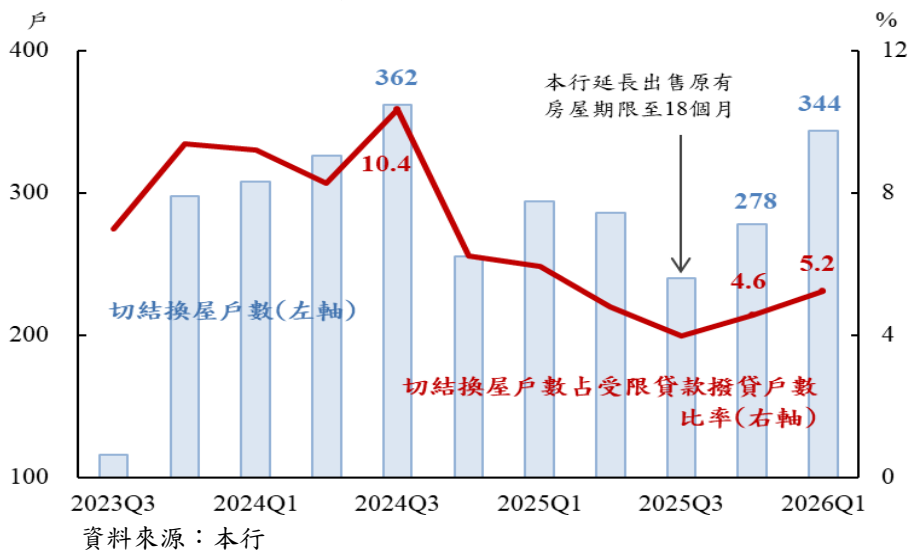
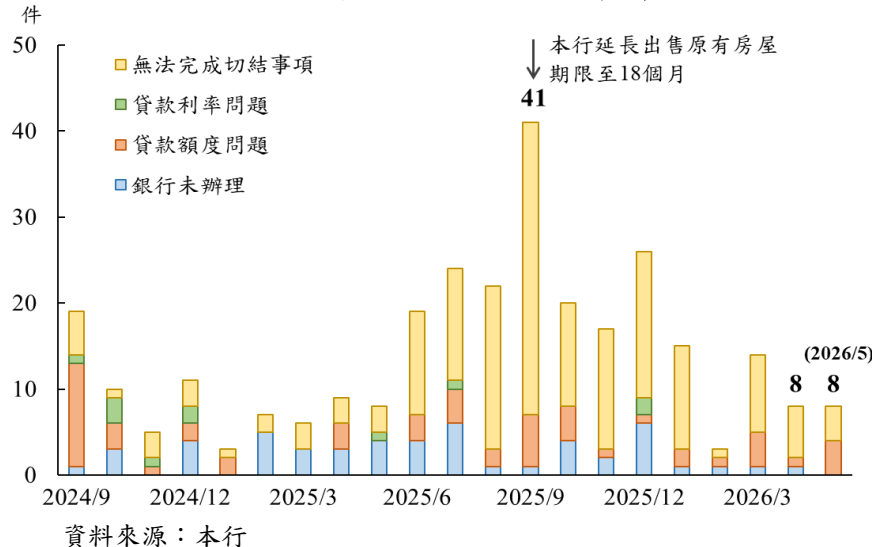


圖 11 本行有關換屋議題之陳情案件數



⁴ 例如借款人掛售原屋2,100萬元，惟市場行情約1,700萬元，銀行可能認定非屬有掛售誠意；或買賣雙方已簽約，惟因交屋流程略微延宕，致借款人未能於切結期限內出售原屋，銀行可能酌予延長售屋期限。

⁵ 借款人切結換屋係屬貸款契約約定事項，可洽銀行協商處理。

Q4-3：本年3月報載⁶2025年第4季台南市32件建商倒閉案情形？

A4-3：32件雖分類為「建商倒閉」，實質為同一建案與買方之「交易糾紛」。

(一) 2025年與建商有關房地產消費糾紛件數計1,627件，糾紛原因中以施工相關爭議為最多，約占3成，資金相關糾紛⁷不到1成。

(二) 2025年第4季糾紛原因屬「建商倒閉」者計32件，均屬台南市同一建案，係因原建商資金週轉困難，將該已完工未交屋之建案轉售其他建商，致預售屋買方與原建商產生交易糾紛，惟原建商並未倒閉。

一 另依據內政部最新統計，本年第1季已無「建商倒閉」相關糾紛案件。

(三) 本年5月14日行政院召開消費者保護會議，透過內政部研擬之「預售屋買賣定型化契約應記載及不得記載事項」修正草案，持續強化履約擔保機制，就「不動產開發信託」及「價金信託」明訂預售屋買方所繳價金專款專用⁸，另就「同業連帶擔保」明訂擔保公司續建至完工後交屋義務，以確保消費者購屋權益。

⁶ 本年3月16日工商時報「建商倒閉糾紛「暴衝16倍」！32件竟全數集中在這縣市」。

⁷ 與建商有關房地產消費糾紛原因中涉及資金糾紛，包括建商倒閉、有關稅費爭議、標的物貸款問題、逃漏稅捐及銷售人捲款潛逃等糾紛，2025年共105件。

⁸ 賣方應於契約內揭示信託專戶名稱及帳號，而買方所繳價金應由買方直接存入信託專戶，且買方所繳價金限用於支付工程款與相關稅費。

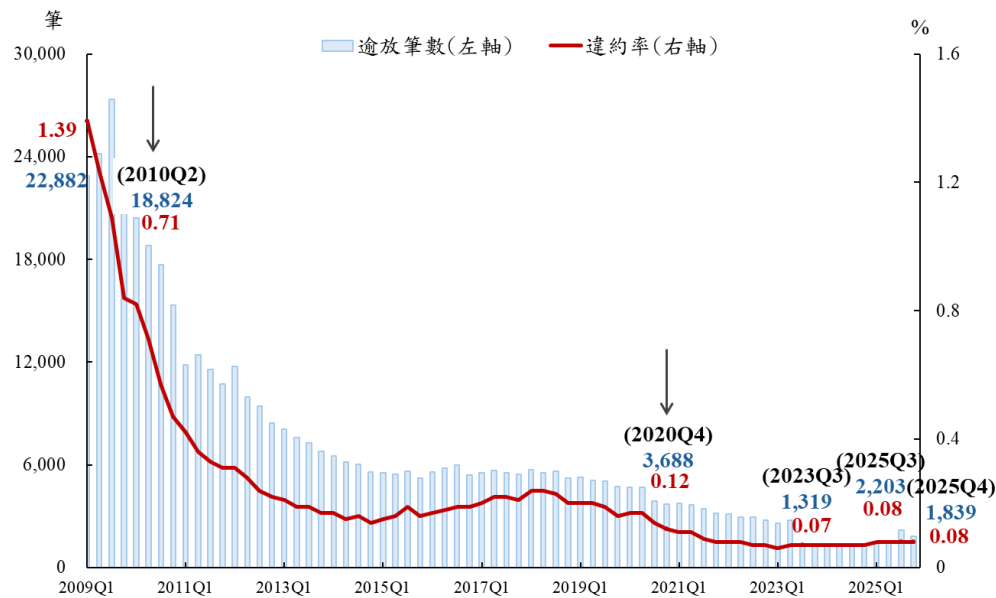
Q4-4：購置住宅貸款違約情形及預售屋解約情形？

A4-4：2025年第4季全國購置住宅貸款逾放筆數減少；預售屋解約案件雖逐季增加，惟占比仍低。

(一) 2025年第4季全國購置住宅貸款逾放筆數已由2025年第3季2,203件減至1,839件，且低於2020年第4季(近年本行第1度調整選擇性信用管制措施時點)3,688件；2025年第4季購置住宅貸款違約率0.08%，亦低於2020年第4季0.12%(圖12)。

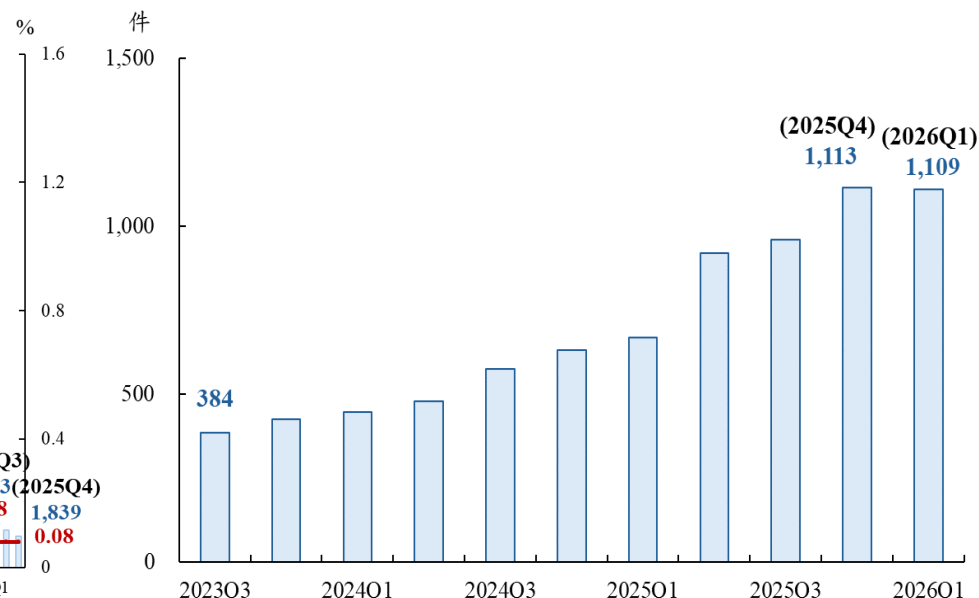
(二) 2023年7月起內政部實施平均地權條例2.0，預售屋簽約後不得讓與或轉售第三人，投資客資金調度壓力升高，致解約案件逐季增加，由2023年第3季(內政部新增預售屋解約申報登錄之規範時點)384件續增至2025年第4季1,113件，惟本年第1季略降至1,109件(圖13)；2021年7月至本年3月預售屋簽約買賣解約案件總計7,718件，僅占同期間預售屋買賣簽約42.6萬件之1.8%⁹。

圖12 全國購置住宅貸款逾放筆數及違約率



註：內政部統計範圍包括全體銀行及壽險公司。
資料來源：內政部不動產資訊平台

圖13 全國預售屋解約件數



資料來源：內政部實價登錄

⁹ 依據2025年8月21日內政部新聞稿，2021年7月至2025年6月預售屋解約案件占比僅1.1%，且解約者購買2戶以上預售屋者或名下已有其他房屋者占解約人數之66%，顯示解約者多非屬自住需求者；解約原因包括因換戶、增購車位需要而先解除契約或工作地變更等，貸款成數不足者占比有限。

四、當前台灣產業發展之探討*

2018 年以來，受惠全球供應鏈重組、美中貿易爭端的轉單效應、COVID-19 疫情帶動的數位轉型商機，以及人工智慧(AI)等新興科技應用的爆發，台灣經濟快速成長，且與全球經濟成長趨勢逐漸脫鉤。在這波強勁的成長動能中，電子資通訊製造業表現極為亮眼，憑藉半導體製程的領先優勢與完整的供應鏈，成為推升台灣經濟成長的最大主力。事實上，台灣能夠站穩全球 AI 供應鏈關鍵的硬體製造樞紐地位，是源自於 1970 年代以來逾半世紀的政府政策引導、產業群聚效應以及企業不斷突破技術等長期累積成果。

相對而言，當前傳統製造業則面臨中國大陸低價傾銷及美國關稅政策等嚴峻挑戰，導致出口及產值等表現與電子資通訊製造業出現分歧走勢，惟此現象並非台灣獨有，南韓與日本亦面臨相似的情境。面對激烈的國際競爭，台灣多數傳統製造業並未出現萎縮或競爭力下滑的疑慮，而持續投入研發經費與增購機器設備，積極朝生產製程優化與產品高值化轉型，帶動其附加價值率長期持續走升。

為期有助各界深入瞭解當前台灣產業發展之相關議題，本報告擬以問答方式逐一說明。

Q1：當前台灣站穩全球 AI 供應鏈關鍵地位的原因為何？

Q2：電子資通訊產品是否一直位居台灣的出口主力？

Q3：近年台灣經濟成長率明顯優於全球的原因為何？

Q4：2018 年後，台灣傳統製造業競爭力是否明顯下降？

Q5：電子資通訊製造業與傳統製造業表現分化，是否只出現在台灣？

* 本文係發布於 2026 年 6 月 18 日的央行理監事會後記者會參考資料，承蒙前經濟建設委員會副主委葉萬安先生於 6 月 24 日來函表達肯定，並提出幾點修正意見，如強化小欣欣早餐店會議的討論過程(第 40 頁)、工研院在台灣發展半導體產業發展的貢獻(第 40 頁)，以及表 4 之年複合成長率的計算方法(第 47 頁)等內容；茲根據上述意見予以增修，特此誌謝。

Q1：當前台灣站穩全球 AI 供應鏈關鍵地位的原因為何？

A1：台灣躍升全球 AI 供應鏈樞紐，係長期努力的成果：政府政策引導、產業群聚效應、工程師文化、晶圓代工創新模式、長期研發、順勢調整全球布局等，故能成功掌握科技典範轉移商機。

(一) 台灣電子資通訊製造業發展歷程：

- 1970 年代以前，台灣仰賴勞力密集型輕工業；之後隨勞動成本上升與石油危機衝擊，國家政策確立發展半導體產業¹。
 - 1974 年政府決定跨入半導體技術²，1976 年工研院³與美國 RCA 簽訂半導體技術移轉授權合約，派員赴美取經，工研院後續成立積體電路試驗工廠，並技術移轉衍生(Spin-off)在地企業(如聯電、台積電)。
 - 1980 年代政府設立「新竹科學園區」形塑產業聚落效應(圖 1)。
- 1980 年代中期，美國為平衡貿易逆差並保護本土產業，透過 1985 年「廣場協議」與 1986 年「美日半導體協議」，促使日本開放市場及限制出口，對日本半導體產業實施貿易制衡，使得全球半導體供應鏈重組，台灣取得商機。
- 1990 至 2010 年代，台灣出口受惠資訊科技協定(ITA)零關稅，帶動國內電子資通訊製造業擴大生態系。
 - 1997 年 ITA (我國為創始參與國)消除關稅壁壘：多數電子資通訊產品出口零關稅，相關高科技廠商無需將生產線外移，同時深度融入國際品牌供應鏈，並擴大生態系。
- 2018 年美中爭端後，更強化台灣在全球供應鏈的關鍵地位
 - 2018 年美中爭端起，客戶要求建立非紅供應鏈，台商回台與新南向東協投資，增加供應鏈韌性。

圖 1 政府設立科學園區帶來產業群聚效應

核心目標：發揮外部經濟之關鍵群聚
最終效益：帶動產業全面升級，為高度專業化分工
奠定全球難以複製之優勢利基

制度誘因與人力資本回流

- 租稅優惠、單一窗口行政效率優化。
- 高規格基礎設施供給與頂尖學研聚落。
- 吸引大批具美國矽谷經驗之高階人才回台。

網絡聚落與知識外溢

- 研發、製程與設備供應商聚集於極短實體距離。
- 進行高頻率互動與良率參數調整。
- 加速技術、管理與實務經驗之知識外溢。

資料來源：本行整理

¹ 行政院秘書長費驊請託方賢齊先生(時任電信總局局長)研究台灣產業發展方向，經與美國 RCA 公司的潘文淵先生敲定以積體電路為計畫主體，獲經濟部長孫運璿支持。

² 1974 年當時的經濟部長孫運璿、交通部長高玉樹、行政院秘書長費驊、電信總局局長方賢齊、工研院長王兆振、電信研究所長康寶煌，以及潘文淵博士，在台北市南陽街的小欣欣豆漿店用早餐，經方賢齊、潘文淵兩位先生細說分明後，提出開發積體電路技術建議，在席間取得共識，為今日半導體大業緣起。

³ 工研院帶領半導體產業發展，現已成為先進半導體研發基地，協助國內供應鏈投入更前瞻的技術研發，擴大材料、設備與製程自主能力，並透過產學研合作與人才流動，帶動技術持續升級，扮演引領台灣科技實力躍升的關鍵角色。

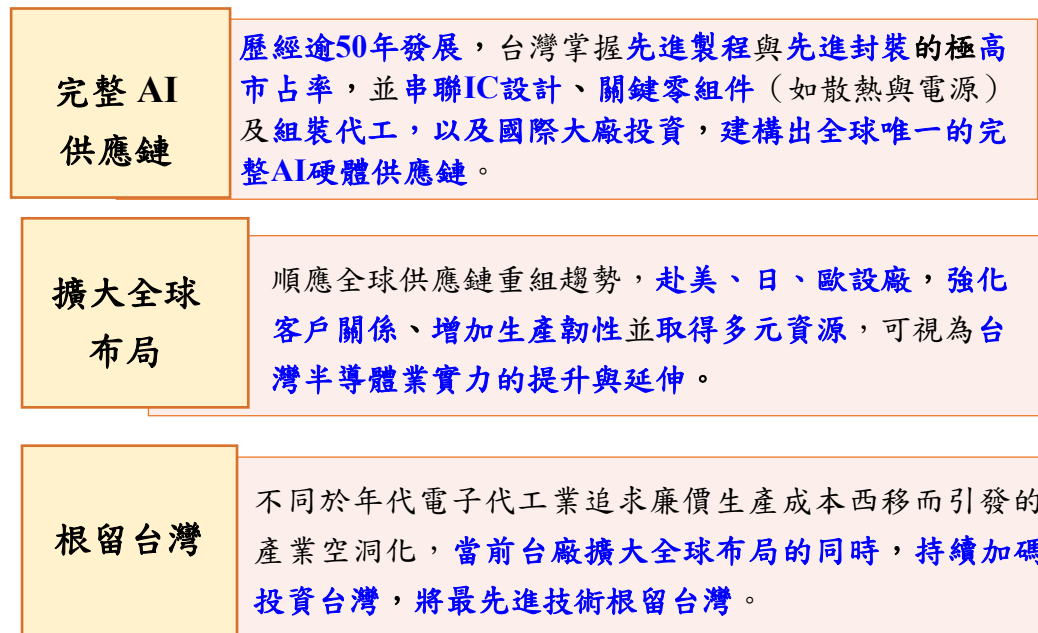
- (2) **2021年拜登總統時期，美國提出供應鏈安全報告⁴，以強化供應鏈的韌性及安全，半導體戰略地位確立；並推動與盟國合作的「友岸外包」策略。**
- (3) **台灣半導體居全球領先優勢及獨特戰略地位(表 1)，尤其台積電扮演重要角色。**
5. **2022年底生成式 AI 爆發成長，台灣成為 AI 供應鏈中硬體製造樞紐。**
- (1) **台灣具有完整的 AI 供應鏈：由 IC 設計、關鍵零組件至系統整合，台廠憑藉逾 50 年發展建置的完整 AI 供應鏈，深獲國際雲端服務供應商信賴，是世界難以複製、全球不可缺少的樞紐(圖 2)。**
- (2) **彈性的全球布局：如 2024 年以來，美國推動在地生產，台商東進美國，強化與客戶關係、增加生產韌性並取得多元資源，將台灣產業實力延伸至海外。**
- (3) **根留台灣：台廠持續投資台灣，將最先進技術留在台灣，進一步帶動資通訊製造業朝向微笑曲線高附加價值端移動。**

表 1 當前台灣電子資通訊製造業之發展

在 台 生 產 狀 況	<p>台灣為主要生產基地：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 國家政策推動及科學園區完善規劃下，擁有完整供應鏈，並吸引外資投資。 2. 2018年美中爭端後，供應鏈由「效率導向」轉為「韌性與安全導向」，更強化台灣在全球供應鏈的重要性。
全 球 供 應 鏈 地 位	<p>半導體居全球領先優勢及獨特戰略地位，尤其台積電扮演重要角色，提高台灣在國際的話語權及能見度(矽盾效應)。</p> <ul style="list-style-type: none"> — 取得談判籌碼，得與美國洽簽台美對等貿易協定(ART)與台美投資合作備忘錄(MOU)。 — 台灣先進製程晶片成為全球新興科技應用的重要戰略物資。 — 台積電赴美、日等國投資，擴大對外影響力，緩解國內五缺壓力。 — 台灣 ICT 有完整產業聚落，不易被取代，惟須持續維持技術領先優勢。

說明：電子資通訊製造業包含電子零組件製造業與電腦、電子產品及光學製品製造業。
資料來源：本行整理

圖 2 迎向 AI 浪潮，台灣成為 AI 硬體製造樞紐中心



資料來源：本行整理

⁴ The White House (2021), “Building Resilient Supply Chains, Revitalizing American Manufacturing, and Fostering Broad-Based Growth,” 100-Day Reviews under Executive Order 14017, June。

(二) 台灣憑藉四大核心策略，電子資通訊製造業朝微笑曲線的高附加價值端轉型。

電子資通訊製造業持續朝微笑曲線高附加價值端移動，其附加價值率由 2000~2010 年平均之 27.6%，上升至 2011~2017 年之 31.8%，2024 年已高達 48.1%。四大核心策略如下：

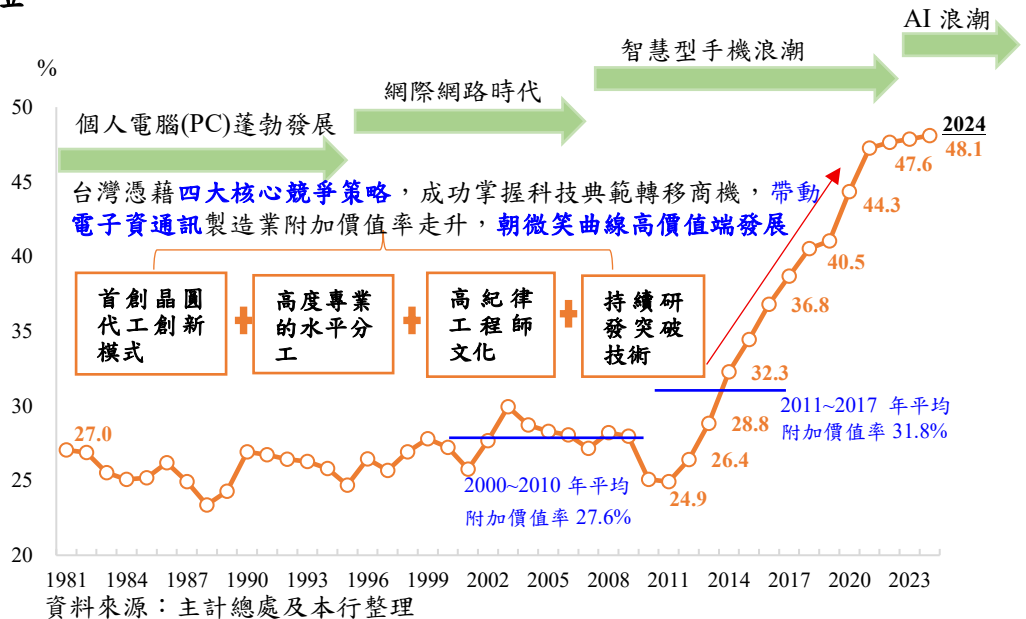
1. 首創「晶圓代工」營運模式：如台積電晶圓代工模式，堅持「絕不與客戶競爭」原則，取得客戶高信任度及互利共生的合作。
2. 採專業水平分工：在半導體供應鏈中的 IC 設計、製造與封測等生產環節具備領先優勢，展現卓越的競爭力⁵；與美、日、韓採垂直整合模式⁶不同。
3. 高紀律工程師文化：台灣工程師素質高，且嚴謹態度、高度紀律與卓越執行力等優點，台廠才能以遠勝國際對手之速度，突破良率瓶頸。
4. 持續投資與研發新技術：台廠長期致力於研發並擴增資本支出，率先跨入先進製程與封裝，因而在智慧手機熱潮，取得重要商機，以及在 AI 熱潮中占有關鍵地位。

(三) 台灣電子資通訊製造業長期耕耘，在全球取得關鍵地位，

惟當前須持續注意過度集中所可能產生的風險：

1. 景氣波動風險：若科技景氣反轉，可能加劇台灣經濟波動。
2. 要素排擠效應：若過度推升水、電、土地與人力等成本，恐抑制傳統製造業投資與生產意願。
3. 所得分配惡化：科技紅利集中特定勞動族群，一般民眾感受程度較低，所得分配狀況可能惡化。

圖 3 1981 年以來台灣電子資通訊業之附加價值率走勢



⁵ 台灣在晶圓代工與封測產值位居全球第一，IC 設計為全球第二。

⁶ 如英特爾，從晶片設計至製造再到品牌銷售整合於同一企業內，屬高度垂直整合模式。

Q2：電子資通訊產品是否一直位居台灣的出口主力？

A2：台灣出口主力產品的變化反映產業轉型升級與因應國際需求的變遷，1990 年以後，電子資通訊產品出口比重逐漸攀升，2026 年 1 至 5 月已高達 78.6% (=33.7%+44.9%)。

- (一) 1980 年代，**紡織品曾是台灣最大出口產品**，1981 年出口比重 21.1%；隨台灣產業由勞力密集轉為資本與技術密集，以及勞力密集產業外移、國內人口老化及少子化，紡織品出口比重逐漸下滑(表 2)。
- (二) 1980 年**新竹科學園區設立**，吸引投資資本與技術密集產業，電子資通訊製造業起步；1990 年代開始受惠於**國際大廠持續釋出委外代工訂單**，台灣**電子資通訊產品出口比重由 1981 年之 13.7% (=13.0%+0.7%) 逐步上升至 2001 年的 41.4% (=16.6%+24.8%)**，其中**隨個人電腦蓬勃發展**，**資通與視聽產品出口比重增至 24.8%**。
- (三) 2001 年中國大陸加入 WTO，兩岸貿易分工深化，嗣隨**紅色供應鏈興起**，**台商資通與視聽產品朝台灣接单、中國大陸生產模式發展**，**2011 年後台灣出口更集中於上游的積體電路**，加以**順應智慧型手機晶片浪潮之需求**，**電子零組件比重上升**，**資通與視聽產品比重下降**，**電子資通訊產品合計出口比重維持 3 成以上**。
- (四) 2018~2022 年，**受惠於轉單、遠距與數位轉型商機**，**電子零組件比重上升**，由 2018 年之 33.2%，**上升至 41.7%**，**資通與視聽產品比重變化幅度相對較小**，僅由 2018 年之 10.6%，**增加至 2022 年之 13.5%**。
- (五) **隨美中爭端**，**伺服器大廠擴大在台投資生產**，**加以 AI 熱潮爆發**，**2026 年 1 至 5 月資通與視聽產品比重大幅增至 44.9%**，**成為台灣最主要的出口產品**。

表 2 台灣出口主要產品之比重

單位：%

		1981 年	1991 年	2001 年	2011 年	2018 年	2022 年	2026 年 /1~5 月
電子資通訊產品	電子零組件	13.0	10.7	16.6	24.2	33.2	41.7	33.7
	資通與視聽產品	0.7	7.3	24.8	11.8	10.6	13.5	44.9
礦產品及塑化產品		8.0	9.5	11.2	21.2	18.5	14.4	6.5
機械、電機及家用電器		7.9	13.6	13.8	11.2	11.1	9.4	5.6
基本金屬及其製品		6.8	7.6	9.0	9.7	9.5	7.7	3.6
光學及精密儀器		2.4	2.7	2.8	7.7	5.0	3.5	1.6
運輸工具		3.7	5.2	3.6	3.3	3.4	3.5	1.2
紡織品		21.1	15.7	10.0	4.1	3.0	1.8	0.7
農產品		7.7	4.5	1.6	1.3	1.7	1.1	0.5

說明：藍粗體字為該年度比重最大值。

資料來源：財政部

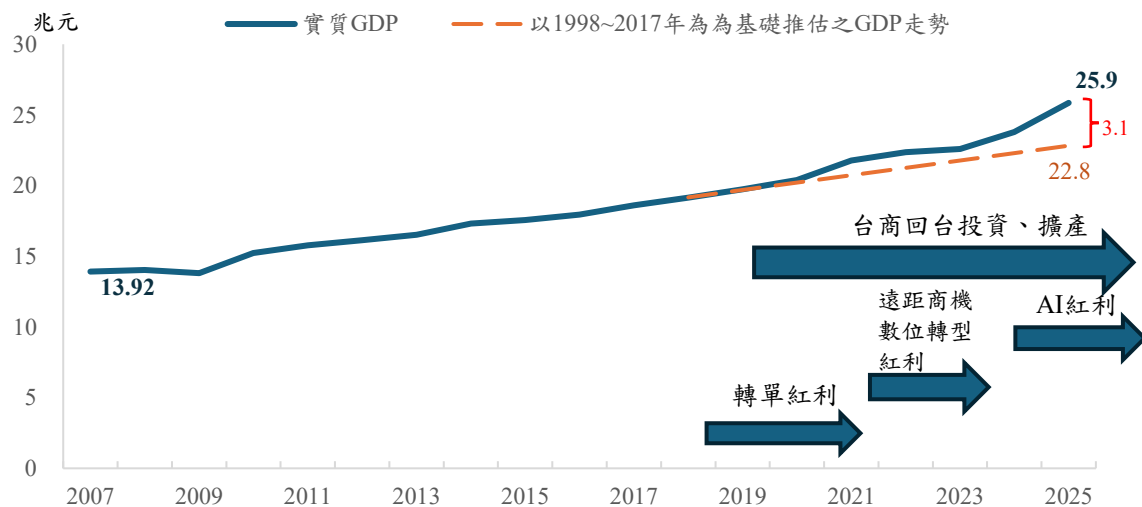
Q3：近年台灣經濟成長率明顯優於全球的原因為何？

A3：2018 年後，受惠全球供應鏈重組與科技需求之多項經濟紅利，帶動全球對台灣高科技產品需求，台灣經濟成長明顯優於全球。

(一) 歷經美中爭端之轉單效應、COVID-19 疫情之遠距與數位轉型商機，以及 AI 等新興科技應用擴展等經濟紅利，2018 年後台灣經濟快速成長

1. 2018 年美中爭端後，台灣經濟受惠於台商回台生產與投資，以及後續的轉單紅利，使 2018~2020 年台灣實際 GDP 規模高於以 1998~2017 年為樣本的推估值(圖 4)。
2. 2020 年全球爆發 COVID-19 疫情，台灣疫情控制得宜，製造業生產活動未受影響，加以疫情帶動之遠距與數位轉型商機，推升台灣 GDP 規模。
3. 2022 年底生成式 AI 熱潮興起，帶動 AI 基礎建設和算力需求(如美國 4 大雲端服務供應商資本支出持續擴增)(圖 5)，台灣因半導體與伺服器供應鏈完整且具競爭優勢，挹注高科技產品出口動能，進一步擴大實際 GDP 與趨勢推估值之差距，2025 年高約 3.1(=25.9-22.8)兆元。

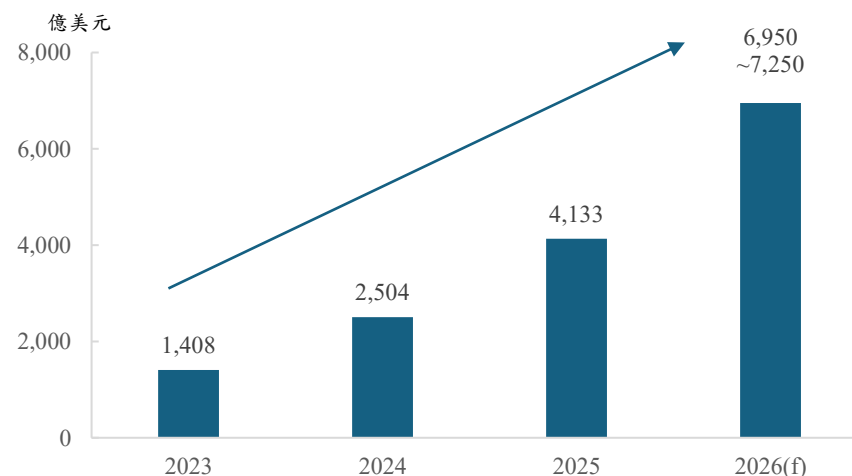
圖 4 2007~2025 年台灣實際實質 GDP 與趨勢推估值之比較



註：本文以 1998 年至 2017 年之實質 GDP，利用線性迴歸方式，推估 2018~2025 年實質 GDP 規模，並以橘線呈現之。

資料來源：主計總處；本文自行推估

圖 5 美國 4 大雲端服務供應商資本支出規模



註：1. 4 大雲端服務供應商為 Meta、Amazon、Google、Microsoft。

2. (f)為預估值。

資料來源：各公司法說會與新聞報導彙整

(二) 受惠於上述紅利因素，2024~2025 年台灣經濟表現明顯優於全球

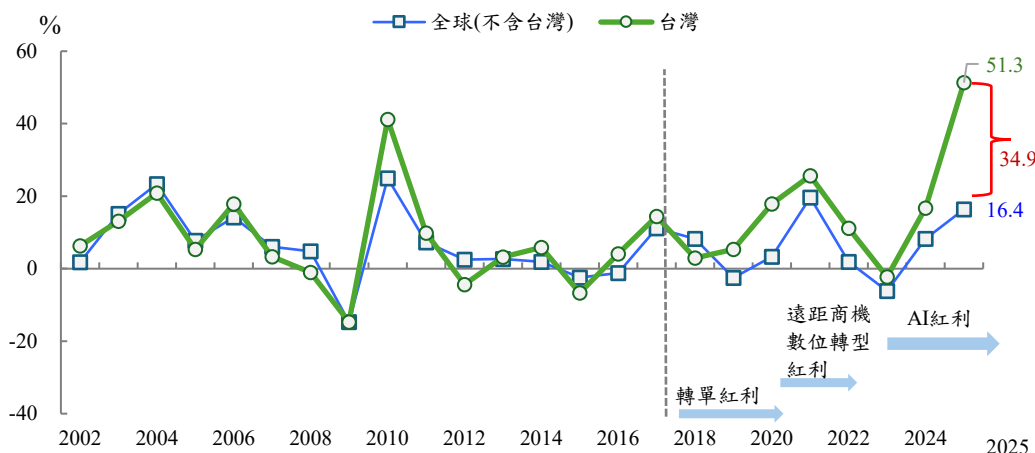
1. 台灣高科技產品出口年增率與國際市場之高科技產品進口年增率之比較：

- (1) 2018 年之前，台灣高科技產品出口年增率與國際市場之高科技產品進口年增率走勢相近。
- (2) 2018 年之後，受惠轉單等紅利，台灣出口年增率逐漸高於國際市場進口年增率；2024~2025 年因 AI 基礎建設積極布建，台灣出口與國際市場進口年增率之差距，高達 34.9(=51.3%-16.4%)個百分點(圖 6)。

2. 台灣經濟成長與全球經濟成長之關係：

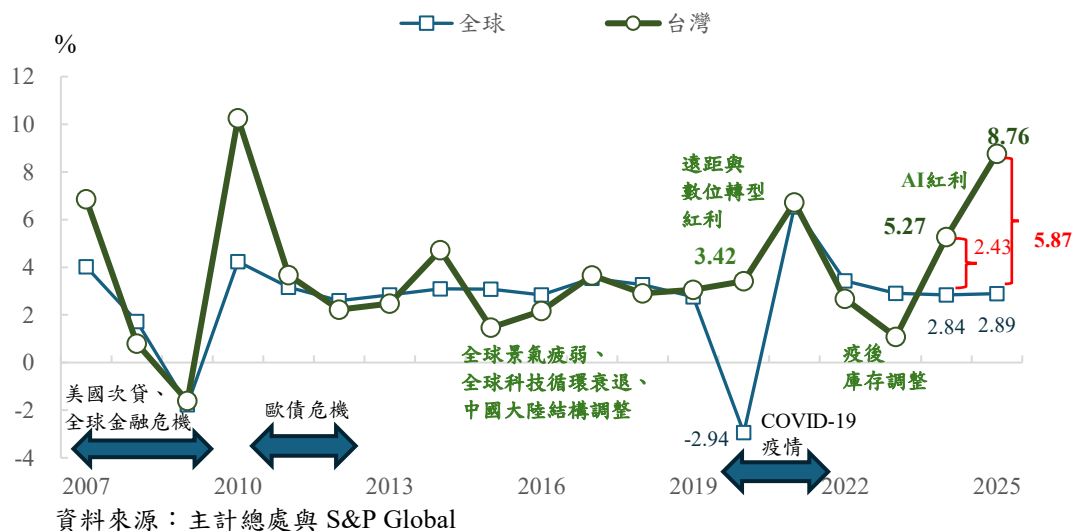
- (1) 2020 年 COVID-19 疫情期間，台灣製造業生產未受影響，經濟成長率為 3.42%，明顯高於全球之-2.94%。
- (2) 隨 AI 熱潮發展，台灣位居 AI「5 層蛋糕理論」之晶片層與基礎建設層關鍵角色⁷，經濟表現受益最大；2024、2025 年台灣經濟成長明顯優於全球，分別高 2.43 百分點與 5.87 個百分點(圖 7)。

圖 6 台灣高科技產品出口年增率與國際市場高科技產品進口年增率



註：高科技產品為資通與視聽產品、電子零組件及光學。
資料來源：財政部與 International Trade Centre

圖 7 2007~2025 年台灣與全球經濟成長率之比較



資料來源：主計總處與 S&P Global

⁷ 5 層蛋糕理論的分別是能源層、晶片層、基礎建設層、模型層與應用層等 5 層。Jensen Huang (2026), "AI is a Five Layer of Cake", Nvidia Blog, 2026/3/10。

Q4：2018年後，台灣傳統製造業競爭力是否明顯下降？

A4：面臨中國大陸低價傾銷、美國關稅與全球終端需求低迷等衝擊，台灣傳統製造業 GDP 仍小幅成長；同時，業者為求轉型升級，仍持續擴大研發投資，有助其附加價值走升，提升產業競爭力。

(一) 隨全球供應鏈重組，台灣其他製造業(主要為傳統產業，以下稱為傳統製造業)不僅持續深化跨國布局，更強化台灣在研發基地的角色(表 3)。

表 3 台灣傳統製造業生產與研發布局之發展趨勢

全球生產布局與供應鏈重組	研發創新與高值化發展策略
<p>在台灣勞動等成本上升的壓力，多將大規模生產活動移轉海外，提升企業獲利能力：</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 1990 年代西進中國大陸，建立兩岸分工模式。 □ 2018 年後，因應地緣政治摩擦(如美中爭端)帶來的關稅風險與供應鏈重組壓力，廠商更加速轉向東協等國，建立「中國+1」供應鏈布局，以分散地緣政治風險。 	<p>將台灣逐步轉型為研發創新與高值化製造重鎮：</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 深化區域產業群聚，推動傳統製造業朝高值化與智慧化轉型： 如台中精密機械園區，高雄石化工業園區等，打造具備外部經濟效益的創新環境，推動台灣傳統製造業朝高值化發展。 □ 透過「客製化彈性生產」與「隱形冠軍」等方式，立足全球供應鏈： 如汽車零組件產業透過彈性生產模式滿足客製化需求，紡織業以高端機能性布料，聞名全球；自行車、機械與扣件等產業，居全球重要關鍵地位。

資料來源：本行整理

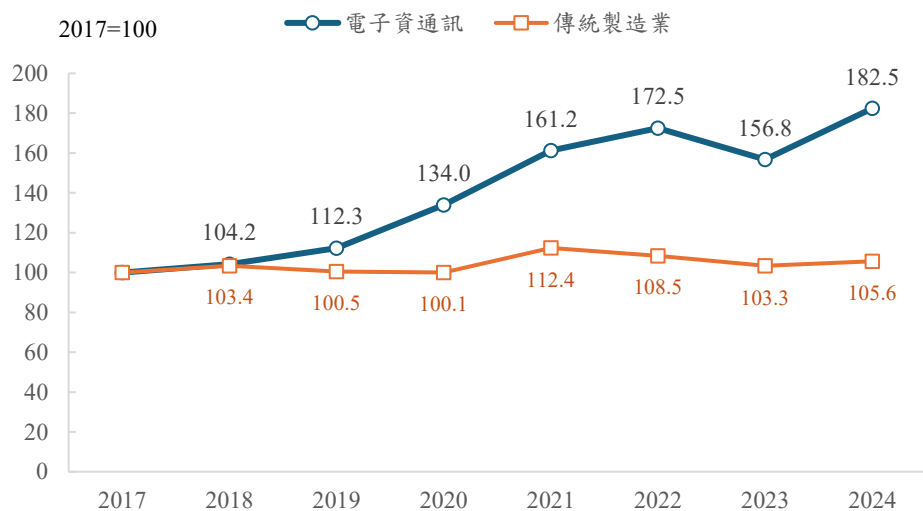
(二) 面對國際環境不利因素，台灣傳統製造業 GDP 仍小幅成長，且持續擴大研發支出，有助提升附加價值。

1. 面對 COVID-19 疫情，以及中國大陸低價傾銷全球、美國關稅與全球終端需求低迷影響，傳統製造業 GDP 仍小幅成長，並未出現萎縮的現象。

(1) 若以 2017 年為基期(=100)，2020 年傳統製造業之實質 GDP 指數受 COVID-19 影響而降至低點 100.1(圖 8)，隨後各年均明顯大於 100，2024 年指數為 105.6，亦即較 2017 年成長 5.6%。

(2) 2017 年至 2024 年電子資通訊製造業產值複合成長 7.0%，成長幅度大於傳統製造業之 1.6%，傳統製造業產值占製造業比重下滑，由 2017 年之 62.7%，降至 2024 年之 53.7%(表 4)。

圖 8 電子資通訊與傳統製造業之實質 GDP 指數
(2017 年為基期)



資料來源：主計總處；本行推估

表 4 電子資通訊產業與傳統製造業產值變化之比較

	電子資通訊 製造業	傳統製造業
2017 年	7.35 兆元 (37.3%)	12.36 兆元 (62.7%)
2024 年	11.84 兆元 (46.3%)	13.74 兆元 (53.7%)
複合平均 成長率	7.0%	1.6%

註：1. 產值為名目國內生產總額。

2. 考量分析期間各年產值規模變化甚大，故採複合平均成長率進行分析，

其公式為 $\sqrt[7]{(2024 \text{ 年產值} \div 2017 \text{ 年產值}) - 1} * 100$ 。

3. 括號內數值為占製造業比重。

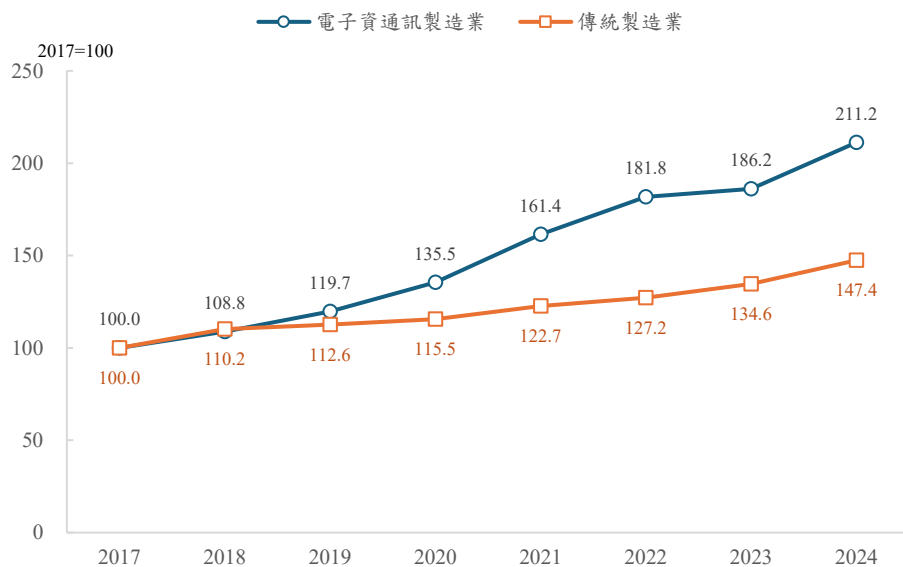
資料來源：主計總處

2. 為了優化生產製程(如智慧化生產等)與產品高值化與肆應電子資通訊產品需求，傳統製造業持續擴增研發支出。

(1) 傳統製造業持續投入研發經費，金額持續增加，2024年較2017年增加47.4%；惟增幅不及電子資通訊製造業之111.2% (圖9)。

(2) 相較2017年，2024年多數傳統製造業持續強化研發強度(研發經費占銷售額比重)，惟2024年強度不及電腦、電子產品及光學製品與電子零組件之10.25%與8.95% (表5)。

圖9 製造業研發支出經費指數
(2017年為基期)



資料來源：國科會「全國科技動態調查」

表5 主要製造業研發強度

單位：%；百分點

		2017	2024	2024與2017年 差距
主要傳統 製造業	紡織業	0.66	0.85	+0.19
	皮革、毛皮及其製品	5.86	12.39	+6.53
	石油及煤製品	0.18	0.25	+0.07
	化學材料及肥料	0.41	0.57	+0.16
	其他化學製品	1.02	1.36	+0.34
	藥品及醫用化學製品	9.94	8.82	-1.12
	橡膠製品	1.44	1.55	+0.11
	塑膠製品	0.46	0.59	+0.13
	非金屬礦物製品	0.42	0.5	+0.08
	基本金屬	0.23	0.27	+0.04
	金屬製品	0.19	0.26	+0.07
	電力設備及配備	1.97	2.45	+0.48
	機械設備	1.22	1.83	+0.61
	汽車及其零件	1.12	1.51	+0.39
電子資通訊 製造業	電子零組件	5.59	8.95	+3.36
	電腦、電子產品及光學製品	10.14	10.25	+0.11

說明：研發強度為研發經費占銷售額比重。

資料來源：國科會「全國科技動態調查」

3. 多數傳統製造業長期致力於高值化，持續轉型升級，附加價值率走升。

(1) 如 2024 年機械設備、電力設備及配備、紡織業與塑膠製品製造業之附加價值率分別較 2017 年高 3.1、3.9、4.6 與 7.3 個百分點(表 6)，長期持續向上。

(2) 石油及煤製品與化學材料及肥料業因國際原物料上揚、淨零轉型等因素，使中間投入大幅增加，加以國際競爭激烈與需求疲弱，致 2024 年附加價值率分別較 2017 年下滑 12.3 與 3.8 個百分點。

表 6 主要製造業附加價值率

單位：%；百分點

		2017	2024	2024 與 2017 年差距
主要傳統製造業	紡織業	26.8	31.3	+4.6
	皮革、毛皮及其製品	32.6	42.2	+9.7
	石油及煤製品	21.9	9.7	-12.3
	化學材料及肥料	20.9	17.1	-3.8
	其他化學製品	28.2	29.1	+0.9
	藥品及醫用化學製品	39.6	48.3	+8.6
	橡膠製品	37.9	42.6	+4.8
	塑膠製品	28.8	36.1	+7.3
	非金屬礦物製品	30.0	29.8	-0.2
	基本金屬	17.6	17.4	-0.2
	金屬製品	33.3	32.1	-1.2
	電力設備及配備	24.8	28.7	+3.9
	機械設備	26.7	29.7	+3.1
	汽車及其零件	29.1	31.8	+2.7
	其他運輸工具及其零件	24.1	26.8	+2.7
電子資通訊製造業	電子零組件	44.6	51.4	+6.8
	電腦、電子產品及光學製品	25.7	39.3	+13.6

註：附加價值率=((國內生產總額-中間投入)÷國內生產總額)*100，代表每生產 1 單位商品或服務所創造新增價值的能力。

資料來源：主計總處

- (三) 台灣正處產業結構轉型階段，傳統製造業若能藉由電子資通訊之優勢，進行升級轉型，更有助台灣經濟發展。
1. 當前台灣經濟表現集中於電子資通訊製造業，並非國內市場失衡，而是順應全球市場需求的專業化分工表現。
 - 電子資通訊製造業非單一產業，而是透過與上下游廠商深化技術協作，將傳統單向供應鏈轉為高度互賴的生態系，包含上游的積體電路設計、關鍵材料等、中游的晶圓代工、封裝測試等，至下游的終端設備與系統組裝等。
 2. 除了原有的電子資通訊廠商外，傳統製造業亦藉由跨域融合尋求價值的提升，進入電子資通訊供應鏈。
 - 高階材料與關鍵設備國產化，融入生態系：如精密儀器業(半導體設備)、化學材料業(特用化學品)，切入半導體與關鍵設備供應鏈；電力設備業(AI 基礎建設的電力配置)，金屬加工業(AI 伺服器散熱與機櫃)，營建業(半導體廠務工程)；上述產業均成功打破傳統藩籬，融入電子資通訊之生態系。
 - 擴大跨域範圍：金屬製品、塑橡膠及運輸工具部件整合感測與通訊技術，成為全球車用電子供應鏈之一環。
- (四) 當前台灣面臨電子資通訊製造業表現優於傳統製造業之分化狀況，惟傳統製造業仍持續成長，並努力朝高值化方向，以及跨入 AI 等供應鏈，進行產業升級轉型，與 1960 年代之荷蘭產業發展存在顯著差異(表 7)。

表 7 當前台灣經濟發展與荷蘭病現象並不相同

	當前台灣產業發展	1960 年代荷蘭
成長動能	電子資通訊製造業透過持續性的研發支出與製程創新，確立全球重要與領先地位，屬於知識與技術密集型產業	依賴天然資源(如石油、天然氣)開採，繁榮取決於國際大宗商品價格波動
與國內供應鏈關聯度	電子資通訊製造業內緊密結合，傳統製造業逐漸參與，生態系逐漸擴大	資源產業與國內其他工業關聯度極低，較難產生技術擴散效應
對其他製造業影響	傳統製造業藉由融入 AI 生態系等方式，持續提升自我競爭力與附加價值率	其他製造業萎縮

資料來源：本行整理

Q5：電子資訊製造業與傳統製造業表現分化，是否只出現在台灣？

A5：受國際情勢影響，傳統產業表現相對弱勢，並非台灣獨有現象，韓、日亦有相似情形。

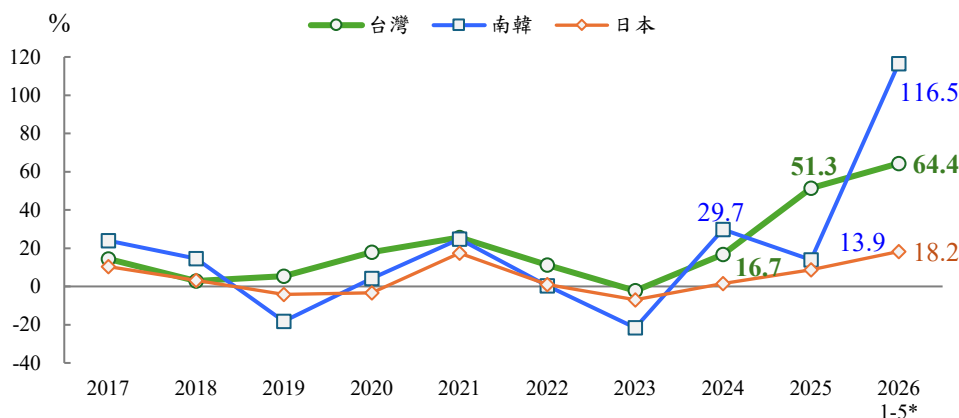
(一) 台、韓相同的是高科技產品出口表現明顯優於傳產貨品。

1. 高科技產品：受惠於美國等國積極發展 AI 之紅利，台、韓高科技產品出口表現亮眼，尤其台灣。

Goldman Sachs 指出當前 AI 紅利集中在半導體及相關製造供應鏈⁸，如 2024 至 2026 年最新資料，台、韓出口年增率持續雙位數成長，分別為 16.7%、51.3%與 64.4%，以及 29.7%、13.9%與 116.5%⁹ (圖 10)。

2. 傳產貨品：同樣受中國大陸低價傾銷、美國加徵關稅¹⁰及終端需求疲弱影響，台、韓、日傳產貨品出口表現均不如高科技產品。本年以來，台、韓傳產貨品出口逐步復甦，年增率分別為 7.7%與 8.3%(圖 11)。

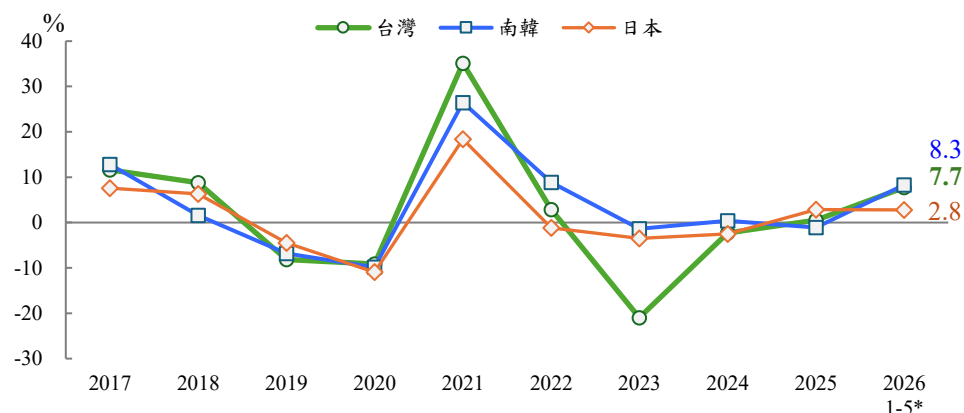
圖 10 台、韓、日高科技產品出口年增率



註：1.高科技產品為資通視聽產品、電子零組件及光學。
2.日本高科技產品中，內含無法拆分產品分類之復出口(HS99)。
3.*台灣至本年 1-5 月，日本及南韓則為本年 1-4 月。

資料來源：財政部與 International Trade Centre

圖 11 台、韓、日傳產貨品出口年增率



註：1.傳產貨品係指不含高科技產品及農產品。
2.2023 年台灣傳產貨品出口減幅大於日韓，主要係因產業去庫存程度較大；而韓、日因汽車等運輸設備出口正成長，部分抵銷其他產品出口不佳的衝擊。
3.*台灣至本年 1-5 月，日本及南韓則為本年 1-4 月

資料來源：財政部與 International Trade Centre

⁸ Goldman Sachs (2026), "AI Spend vs. Benefit," Apr.

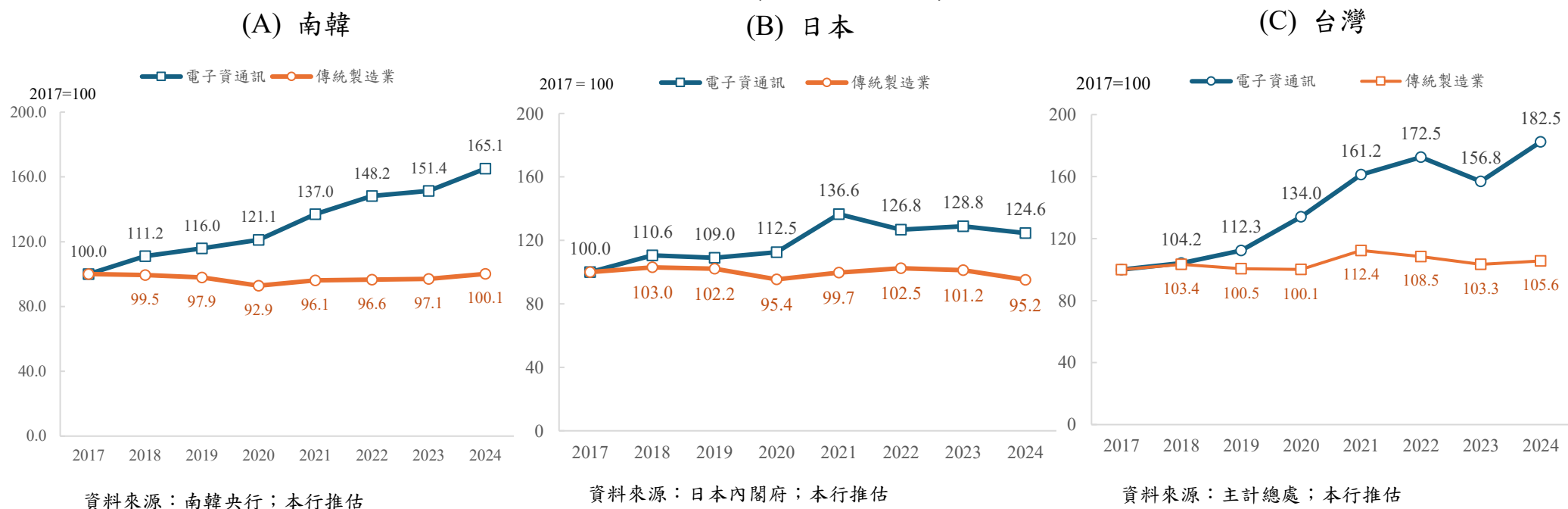
⁹ 本年以來，因 AI 熱潮，核心記憶體(如 HBM)等供不應求致價格大幅上漲，致南韓資通與視聽產品(主要為記憶體模組)及電子零組件(主要為記憶體)分別成長 131.3%及 124.5%。

¹⁰ 美國 232 條款加徵關稅項目主要為鋼鋁銅、汽車及零組件等傳產貨品；以 IEEPA 加徵關稅項目亦主要為傳產貨品，不含半導體及其衍生物。2026 年 1 月 15 日起，232 條款雖對特定先進伺服器、顯示卡及電腦零附件加徵關稅，惟設豁免條件。

(二) 韓、日電子資通訊製造業 GDP 表現亦優於傳統製造業，且 2024 年傳統製造業 GDP 指數更低於 2017 年。

1. 南韓的電子資通訊製造業與傳統製造業指數化後的實質 GDP 走勢與台灣相似(圖 12)，隨 AI 等新興科技應用蓬勃發展，兩者走勢明顯分歧，2024 年電子資通訊製造業指數為 165.1，高於傳統製造業之 100.1。
2. 日本的分歧雖未如台、韓明顯擴大，惟電子資通訊製造業指數化的實質 GDP 仍高於傳統製造業，2024 年分別為 124.6 與 95.2。
3. 此外，2024 年台灣傳統製造業指數化實質 GDP 高於 2017 年，而日本是低於 2017 年，南韓則是與 2017 年差異不大；尤其是南韓可能受中國大陸進口替代與其國內投資疲軟影響，指數化後實質 GDP 長期低於 100。

圖 12 電子資通訊與傳統製造業之實質 GDP 指數
(2017 年為基期)



五、美國「川普解放日」滿一週年之回顧與後續發展

川普總統為扭轉美國長期面臨貿易不公平現象，**2025年4月2日援引**1977年《**國際緊急經濟權力法**》(IEEPA)，**對全球加徵對等關稅**(reciprocal tariffs)，並稱是日為「解放日」(Liberation Day)(本文以「川普解放日」稱之)，嗣後，各國輸美平均有效關稅稅率明顯上升，**推動供應鏈進一步重組，重塑全球化**。台灣具有**電子資通訊產品生產之優勢**，且順應美國積極發展 AI 之需求，**出口重心轉向美國**，而在 AI 產業鏈國際分工及出口引申需求推升下，帶動台灣自亞洲各國進口明顯增加。本(2026)年2月 IEEPA 失效後，川普政府改採《貿易法》第 122 條款對全球加徵 10% 暫時性關稅，且強化 301 及 232 條款調查，重建對等關稅之關稅結構，並做為與各國履行原先相關經貿安排的重要基礎。

全球金融市場部分，「川普解放日」迄今(本年6月15日)，國際美元下跌、主要經濟體公債殖利率及全球股市普遍上揚，主要反映中東衝突之影響，弱化對等關稅之效果。

本文擬以問答方式，回顧川普解放日以來，美國關稅政策分別對全球經濟及金融，以及對美國、中國大陸、台灣等貿易結構之影響，俾供外界參考。

Q1：2025年4月2日川普政府宣布對全球加徵對等關稅，對全球經濟影響為何？

Q2：川普政府加徵對等關稅以來，各國輸美關稅及全球出口年增率之變化為何？

Q3：川普政府加徵對等關稅以來，對美、中、台貿易結構有何影響？

Q4：「川普解放日」迄今，全球金融市場有何變化？

Q5：美國關稅政策後續發展為何？

Q1：2025年4月2日川普政府宣布對全球加徵對等關稅，對全球經濟影響為何？

A1：多數國家積極與美洽談雙邊貿易協定，降低輸美關稅，並透過財政及金融政策減緩負面影響，以及擴大人工智慧(AI)相關投資等，使得對等關稅對全球經濟的負面衝擊幾乎全數被抵銷。

(一)2025年4月2日美國川普總統宣布，外國的貿易與經濟行為已構成國家緊急狀態，因此援引 IEEPA，推出對等關稅措施，以扭轉美國長期面臨貿易不公平現象，並重振美國製造業。

1. 2025年4月5日起，美國先對進口品全面加徵基礎關稅；原定4月9日對個別國家加徵對等關稅，惟當日川普總統宣布暫緩90天實施；多個國家在此期間經由各項貿易協定爭取關稅調降或豁免；同年8月7日實施修訂後的加徵對等關稅。
2. 本年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。IEEPA 失效後，川普政府改採《貿易法》第122條款對全球加徵10%關稅，並於近月強化301及232調查(表1)。

表1 川普 2.0 的重要關稅政策

	2025/2	2025/3	2025/4/2	2025/4	2026/2	2026/3	2026/4	2026/6	
法律	IEEPA	232 條款	IEEPA	301 條款	2/20 IEEPA 失效， 2/24 改採 122 條款	301 條款	232 條款	301 條款	4/2 川普 解放日
對象	中、墨、 加芬太尼 與邊境 安全	全球 鋼鐵、 鋁材	全球	中國 大陸	全球	啟動產能過剩 調查 (對16個經濟體) 啟動強迫勞動 調查 (對60個經濟體)	全球 特定藥品	公布強迫 勞動調查 初步結果 (60個經濟體)	4/5 全面加徵基礎關稅 10% 4/9 延後90天實施對等關稅 8/7 實施修訂後對等關稅： 台灣20%*、日本15%、 南韓15%、中國30%、 歐盟15%等
最高 關稅稅率	25%	25% (2025/6 調高至 50%)	10%~50%	逾100% (嗣後隨美 中關係而 變化)	上限15% (實際10%)		100%~0% (可協議調 降，產線赴美 可豁免)	10%~12.5% (暫定)	註：*2026年1月15日我國與美方簽署台 美投資備忘錄(簡稱台美投資MOU)， 並於2月12日簽署台美對等貿易協定 (ART)，達成關稅15%不疊加的協議。

資料來源：本行整理

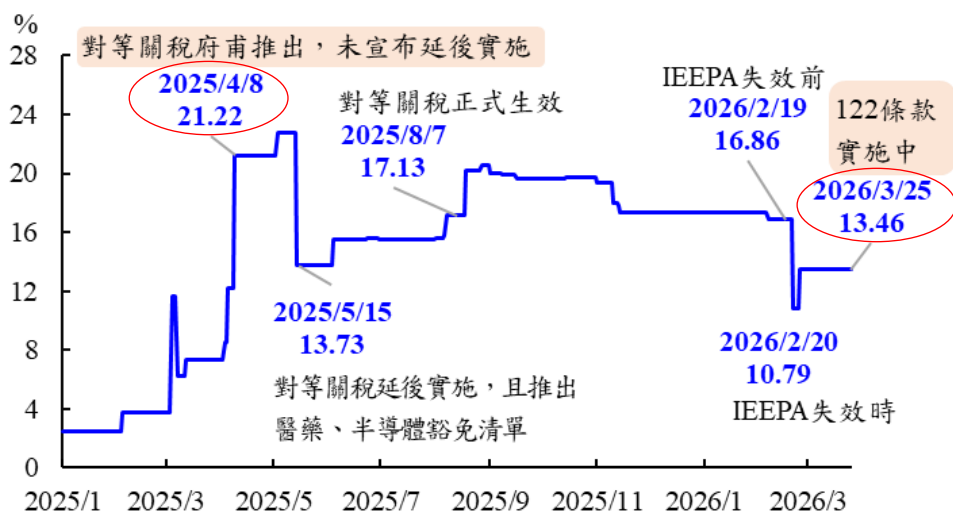
(二)川普解放日以來，多數國家積極與美國協商，加速貿易談判，有效降低輸美所面臨的關稅；加以財政、金融、人工智慧(AI)投資等有利因素影響，使得對等關稅對全球經濟的負面衝擊幾乎全數被抵銷。

1. 根據 IMF 估算，當前美國援引 122 條款之加徵 10% 關稅措施，以及雙邊協議與豁免持續執行下，本年 3 月美國整體有效法定關稅率約為 13.46%¹，較 2025 年 4 月 8 日對等關稅剛推出且未宣布暫緩 90 天實施的 21.22% 低 7.76 個百分點(圖 1)。

2. 根據 IMF 估算，原預估川普解放日帶來之負面衝擊，隨接續發生的正面因素，已幾乎全數被抵銷(圖 2)：

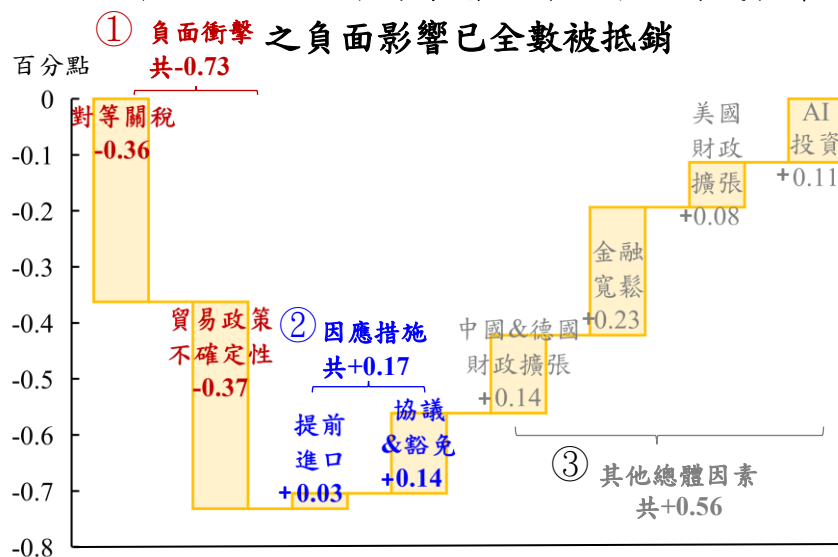
- 正面因素
- ① 負面衝擊：原預估對等關稅及其帶來不確定性，影響全球經濟成長率達負 0.73 個百分點；
 - ② 因應措施：美國進口商提前進口、各國與美國貿易協議、豁免等，可抵銷負面衝擊共 0.17 個百分點，
 - ③ 其他總體因素：主要國家財政擴大、金融寬鬆與 AI 投資等，可抵銷負面衝擊共 0.56 個百分點。

圖 1 IMF 設算美國有效法定關稅稅率



資料來源：IMF WEO (2026/4)

圖 2 IMF 估算對等關稅對全球經濟成長率



資料來源：IMF WEO (2026/4)

¹ 有效法定關稅稅率(Effective statutory tariff rate)是指將政府已宣布的各項法定關稅稅率，以實施前的進口權重，所計算的加權平均稅率；惟受運輸與交貨有時間差距、貿易協議及豁免清單，以及轉單的影響，致以實際關稅收入計算之平均有效關稅稅率一般會低於有效法定關稅稅率。

Q2：川普政府加徵對等關稅以來，各國輸美關稅及全球出口年增率之變化為何？

A2：相較於加徵對等關稅前，各國輸美關稅稅率大幅提高，惟全球出口維持高成長。

(一)2025 年以來，川普除援引 IEEPA 對等關稅提高與各國雙邊談判籌碼，並對鋼鋁、汽車等加徵 232 條款關稅，各國輸美平均有效關稅稅率²明顯上升；惟本年 2 月改採 122 條款後，該關稅稅率下降。

1. 全球輸美平均有效關稅稅率自 2025 年 1 月 2.2%，升至 5 月 9.3%；本年 4 月為 6.7%。
2. 中國大陸輸美平均有效關稅稅率自 2025 年 1 月 11.0%，升至 5 月 48.2%，遠高於全球平均稅率 38.9 個百分點；本年 4 月平均稅率雖降為 22.5%³，惟仍比全球平均稅率高出 15.8 個百分點(表 2)。
3. 台灣輸美平均有效關稅稅率遠低於全球平均稅率，本年 4 月為 2.3%，主因輸美主力產品(電子資通訊產品)多屬 232 條款⁴範圍，免除加徵對等關稅。

(二)全球出口維持高成長，本年 1 至 2 月及 2025 年全球出口年增率分別為 12.9%及 6.8%，均高於 2024 年之 1.6% (圖 3)，意味著當前美國進口替代尚有限，從貿易觀察未出現去全球化，而是重塑全球化。

推測主因：①AI 等新興科技發展需求；

②全球供應鏈重組，且中國大陸為突破美國貿易壁壘，繞道第三地間接出口美國，顯示重塑全球化。

表 2 主要國家輸美平均有效關稅稅率

單位：%

	2025/1	2025/4	2025/5	2026/4
全球	2.2	7.4	9.3	6.7
中國大陸	11.0 (8.8)	38.6 (31.2)	48.2 (38.9)	22.5 (15.8)
日本	1.5 (-0.7)	9.3 (1.9)	14.1 (4.8)	10.9 (4.2)
東協	2.5 (0.3)	3.9 (-3.5)	6.2 (-3.1)	6.7 (0.0)
南韓	0.2 (-2.0)	5.7 (-1.7)	12.3 (3.0)	8.5 (1.8)
墨西哥	0.3 (-1.9)	5.7 (-1.7)	5.9 (-3.4)	3.6 (-3.1)
台灣	0.9 (-1.3)	1.7 (-5.7)	2.6 (-6.7)	2.3 (-4.4)

註：括弧中數字為各國平均有效關稅稅率較全球之差距百分點。

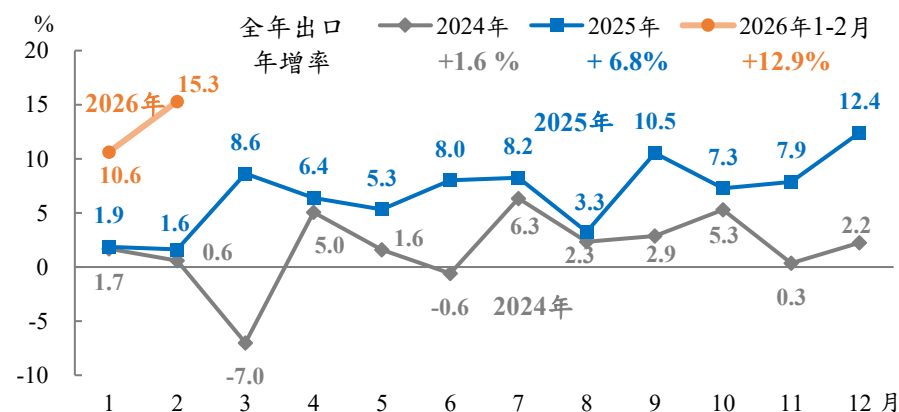
資料來源：美國國際貿易委員會(USITC)

² 按美國各期間實際關稅收入除以已完稅進口通關金額計算。

³ 中國輸美關稅下降說明：2025 年 5 月 12 日白宮宣布對中國對等關稅稅率由 125%降至 10%(川普 1.0 之 301 條款關稅及芬太尼關稅 20%不變)，為期 90 天，以利後續談判，嗣後再延至 11 月 10 日；10 月 30 日川習會達成協議，自 11 月 10 日起，美國對中國芬太尼關稅由 20%暫降至 10%，並暫停對中國更高對等關稅，為期 1 年(對等關稅僅加徵 10%)。

⁴ 多列於 2025 年 4 月美國發布 20 項對等關稅豁免清單(屬 232 條款調查範圍)中。本年 1 月美國發布 232 條款第一階段半導體調整計畫，惟符合特定條件者，可豁免。

圖 3 全球出口年增率(各月)



資料來源：IMF International Trade in Goods (IMTS)

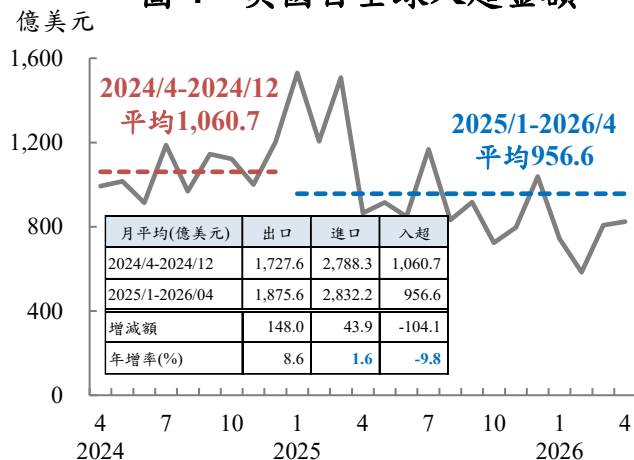
Q3：川普政府加徵對等關稅以來，對美、中、台貿易結構有何影響？

A3：美自中進口比重明顯下降，轉而增加自東協及台灣進口；中國大陸出口市場更加多元；台灣則順應美國積極發展 AI 之需求，出口重心轉向美國。

(一)美國自中國大陸進口比重下降、自東協及台灣進口比重上升。

1. 川普解放日迄今，美國月平均進口略增⁵、貿易入超因出口增加而略減⁶(圖 4)，不是因為進口減少。
2. 川普解放日以來，中國大陸輸美關稅稅率遠高於各國，推動供應鏈進一步重組，加上近年美國 AI 建設需求較大，致美國自東協及台灣進口比重增幅較大。
 - 美國自中國大陸進口比重較解放日前一年下降 4.9 個百分點；自東協及台灣進口比重分別增加 4.1 及 3.5 個百分點。
 - 美國主要產品進口中，自中國大陸進口比重均下降；而與 AI 需求及國安相關的資通訊產品，美國自中國大陸進口比重大減 20.2 個百分點，自台灣及東協進口比重分別增加 11.1 及 7.9 個百分點，變化最為明顯(表 3)。
3. 本年 1 至 4 月美國自中國大陸進口比重降至 7.2%；自台灣進口比重則增至 8.2%，已超過自中國大陸進口比重(圖 5)。

圖 4 美國自全球入超金額



資料來源：美國商務部

表 3 美國主要產品之進口來源比重增減
(2025/4~2026/4 與 2024/4~2025/3 相較)

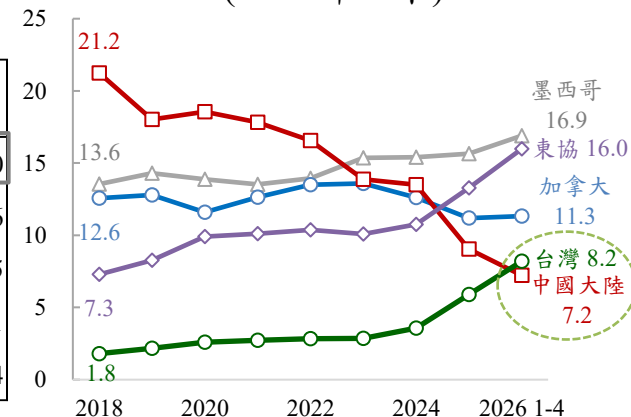
單位：百分點

	所有產品	資通訊產品	電子零組件	機械及電機設備	汽車及其零件	鋼鐵及其製品
中國大陸	-4.9	-20.2	-2.9	-5.0	-0.8	-4.0
台灣	3.5	11.1	4.9	0.4	0.1	0.6
東協	4.1	7.9	-5.4	2.5	0.5	2.5
南韓	0.2	0.0	2.8	-0.2	0.0	-0.1
墨西哥	1.6	0.9	-1.5	1.5	2.1	-0.4

註：機械及電機設備係指不含電子資通訊之 HS84 及 85。

資料來源：美國商務部

圖 5 美國主要進口來源國比重變化
(2018 年以來)



資料來源：美國商務部

⁵ 考量美國對等關稅實施前(2025 年 1~3 月)，進口廠商大量提前備貨，故調整解放日以來美國月平均出進口金額之計算期間為 2025 年 1 月至本年 4 月。調整後，該段期間美國每月平均進口 2,832.2 億美元，較 2024 年 4 至 12 月之 2,788.3 億美元，略增 1.6%，推測部分原因係美國加速 AI 基礎建設之進口需求增加。

⁶ 美國每月平均貿易入超由 2024 年 4 至 12 月之 1,060.7 億美元，減至 2025 年 1 月至本年 4 月之 956.6 億美元，減幅 9.8%。

(二)中國大陸貿易出超續增，透過多元化出口市場，降低對美國市場的依賴。

1. 2025 年中國大陸整體出口逆勢成長 5.4%，帶動貿易出超突破 1 兆美元大關。

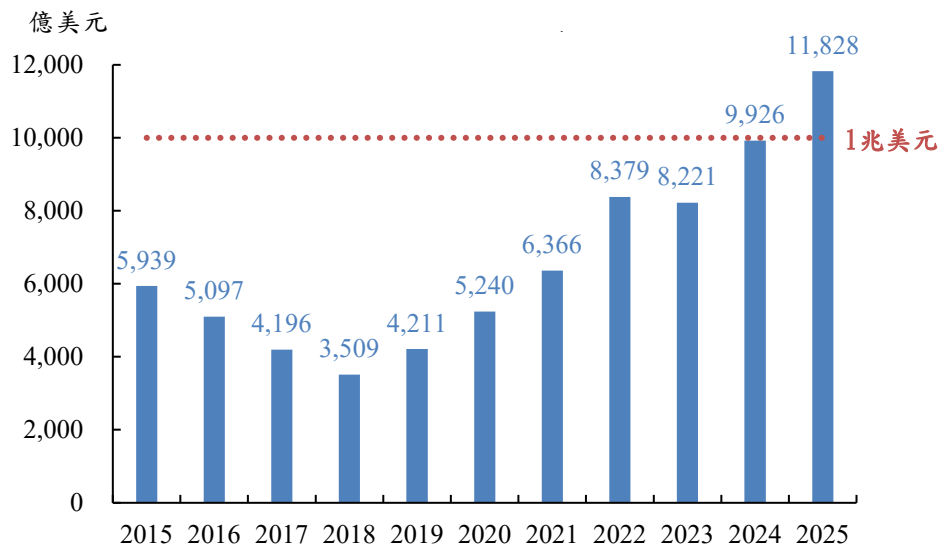
2025 年美國陸續對**中國大陸**加徵高額關稅，惟其**出口**成長 **5.4%**，並帶動**貿易出超**擴大 19.2%，**首次突破 1 兆美元大關**(圖 6)。

2. 中國大陸多元化出口市場，對東協及歐盟等出口續增，緩解美中衝突帶來之負面衝擊。

— 隨美中貿易衝突升溫，川普解放日以來中國大陸**對美國出口明顯衰退**(-19.4%)，惟其對**東協**(16.9%)、**歐盟**(12.2%)及**非洲**(28.5%)等市場**出口擴增**。

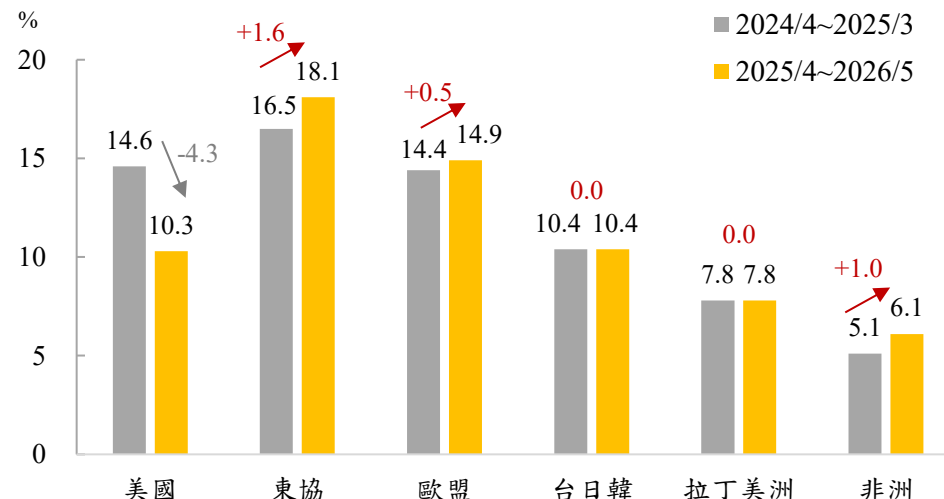
— 近年中國大陸逐漸降低對美國市場的依賴，川普解放日以來**輸美比重降至 10.3%**，透過**供應鏈調整**及積極**拓展非美市場**，對**東協**(18.1%)及**歐盟**(14.9%)等地**出口比重擴增**(圖 7)。

圖 6 中國大陸貿易出超



資料來源：中國大陸海關總署

圖 7 中國大陸對主要地區出口比重



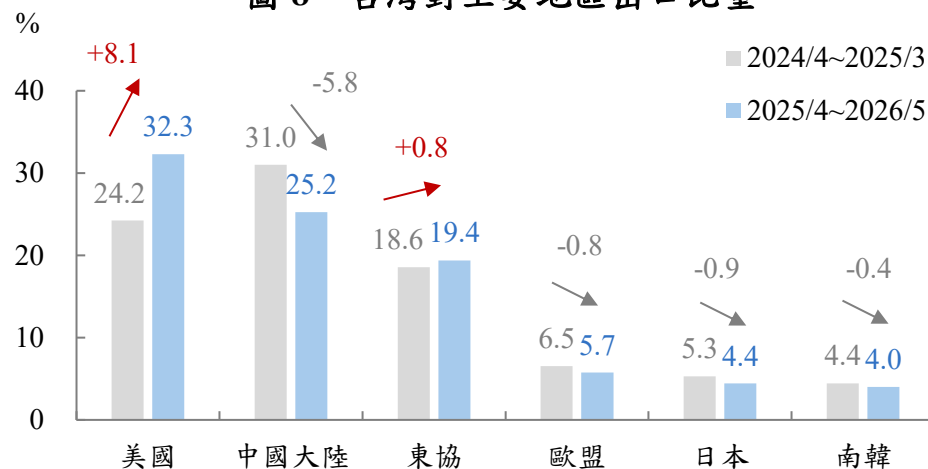
註：箭號旁紅字為兩期比重增減百分點。

資料來源：中國大陸海關總署、CEIC

(三)台灣出口市場愈集中美國；而因 AI 產業鏈國際分工及出口引申需求，自亞洲供應鏈國家進口增加。

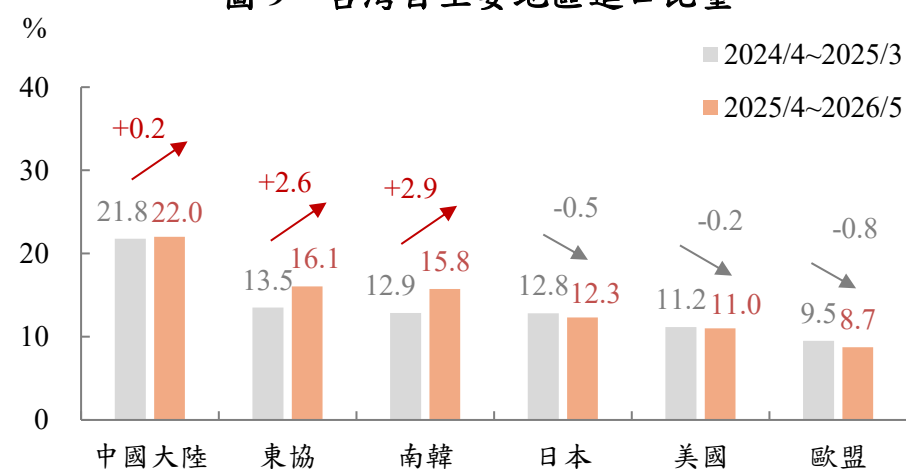
1. 台灣對美國出口比重增至 32.3%，係 2000 年以來再次超越中國大陸⁷，為台灣最大出口市場，且高度集中於資通訊產品，反映 AI 需求暢旺(圖 8)。
 - 2025 年 4 月美國擴大對各國加徵關稅，惟為提升 AI 建設及競爭力需求，對電子資通訊產品多設有關稅豁免，且美國強化資安及國安考量，使得台灣受惠美國積極 AI 建設的獲益較明顯。
2. 台灣與電子資通訊供應鏈上下游貿易往來密切，在出口成長之引申需求帶動下，川普解放日以來，自南韓(+2.9 個百分點)、東協(+2.6 個百分點)及中國大陸(+0.2 個百分點)進口比重較川普解放日前增加(圖 9)。
 - 川普解放日以來，台灣自中國大陸、南韓、東協進口之主要產品，逾 5 成係電子資通訊產品⁸，尤其自南韓進口電子零組件(79.4%)近 8 成，主要係記憶體。

圖 8 台灣對主要地區出口比重



資料來源：台灣財政部

圖 9 台灣自主要地區進口比重



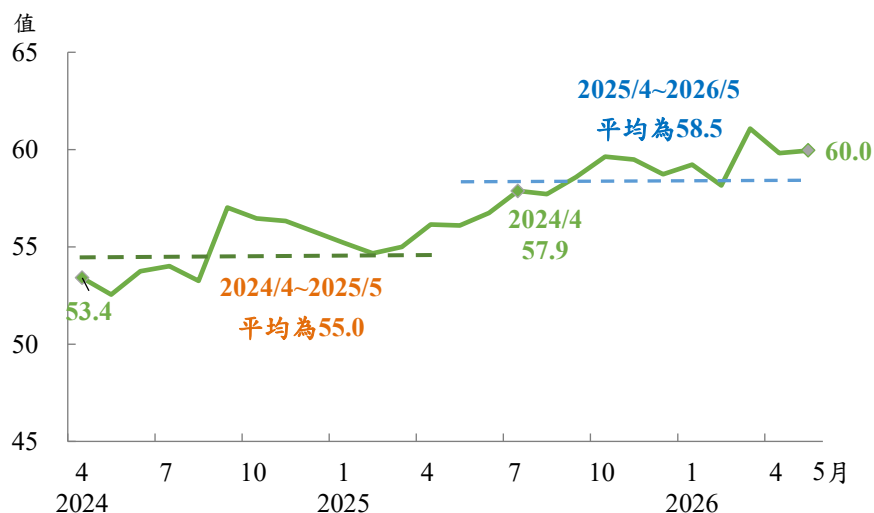
註：台灣自主要地區進口比重之計算，總進口已剔除原產地為台灣的部分。
資料來源：台灣財政部

⁷ 1981~1994 年及 1997~1999 年，美國為台灣最大出口市場；1995 及 1996 年，以及 2000 年起，中國大陸超越美國，為台灣最大出口地；2025 年美國再度成為台灣最大出口市場。

⁸ 自中國大陸進口電子零組件及資通訊產品之比重分別為 32.7% 及 17.9%，自東協進口電子零組件及資通訊產品比重分別為 24.7% 及 27.7%。

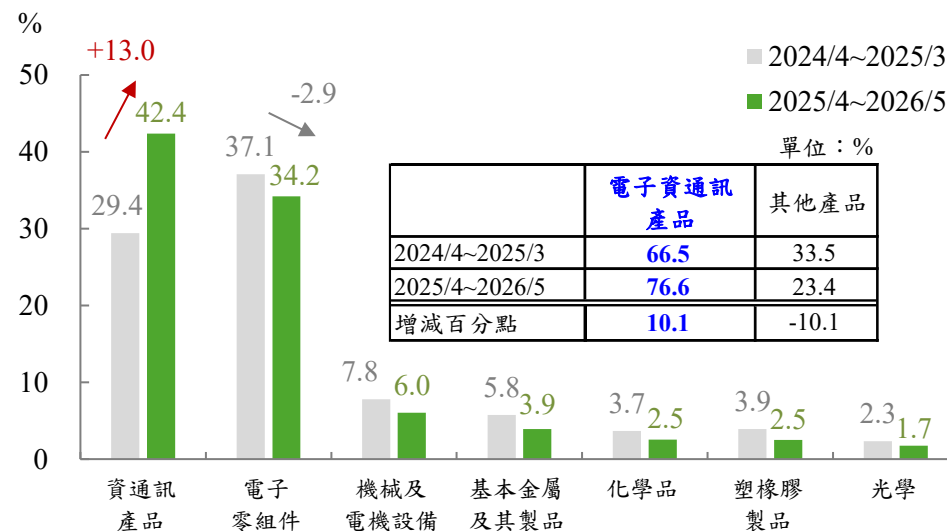
3. 順應國際情勢發展，近年**電子資通訊產品占台灣出口比重**升至**近8成**。
- 川普解放日以來，**台灣出口愈集中於電子資通訊產品**，**出口產品集中係數⁹**由川普解放日前一年平均之**55.0**升至**58.5**（圖 10），主要反映**台灣具有電子資通訊產品生產之優勢、美中爭端、順應美國積極發展 AI 之需求**。
 - 台灣出口中，**電子資通訊產品**的比重由川普解放日前一年之**66.5%**，大幅**增加至76.6%**（其中，**資通訊產品**比重由**29.4%**增至**42.4%**，**增加13.0個百分點**）；**其他產品**的比重由**33.5%**降至**23.4%**（圖 11）。
 - 台灣資通訊產品出口比重明顯增加，除了 AI 需求強勁外，部分亦**反映顯示卡及伺服器**等出口主力產品之**關鍵零組件**（如**記憶體**）**價格上漲**。

圖 10 台灣出口產品集中係數



資料來源：台灣財政部，央行計算

圖 11 台灣出口產品別比重



註：機械及電機設備係指不含電子資通訊之 HS84 及 85。

資料來源：台灣財政部

⁹ 出(進)口商品集中係數 = $\sqrt{\sum_{i=1}^n R_i^2}$ ， R_i ：第 i 項商品出(進)口占總出(進)口比重×100。

Q4：「川普解放日」迄今，全球金融市場有何變化？

A4：國際美元略下跌後回穩，主要經濟體公債殖利率及全球股市普遍上揚，主要反映中東衝突之影響，
弱化對等關稅之效果。

(一)國際美元下跌，惟美元仍維持國際最重要準備貨幣之地位。

1. 川普解放日至中東衝突前：國際美元因對等關稅的不確定性而先走弱，之後趨穩。

— 2024年9月底投資者開始預期川普將當選美國總統，市場興起**川普交易(trump trade)**，資金流向美元資產，帶動**美元指數**自2024/9/30之**100.779**走升至2025/1/13之109.956(圖12)。

— 惟川普解放日至中東衝突期間，**不確定性升高**，市場曾興起**疑美論及去美元化風潮**，加以**美國聯準會(Fed)在2025年9至12月共降息0.75個百分點(3碼)**，導致**美元指數**自2025/4/2之**103.807**下跌**6.0%**(圖13)至2026/2/27之97.608。

2. 中東衝突迄今(6/15)：近期國際美元先因中東衝突之避險需求升溫走強，並回到2024年9月川普交易前水準整理。

— 2026/2/27至3月底，**美元指數**自低點約97.608**回升至100以上**，反映地緣政治風險升溫下，**避險需求上升**，美元恢復其避險功能。

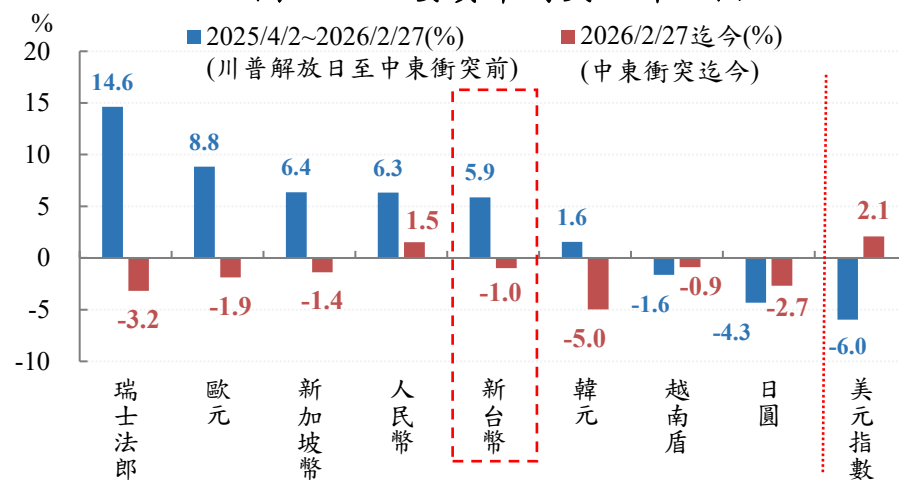
— 惟3月底後，隨市場避險開始趨緩，部分避險需求降溫，**美元指數**回到2024年9月**川普交易前水準(100)附近整理**。

圖12 美元指數走勢



資料來源：Bloomberg

圖13 主要貨幣對美元升貶幅



資料來源：Bloomberg

(二)主要經濟體公債殖利率多呈上揚，反映對各國政府債務擔憂及中東衝突引發通膨疑慮。

1. 川普解放日至中東衝突前：

- 2025年4月初美國宣布對等關稅後，市場擔憂美國通膨可能上揚，加以去美元化情緒升溫，致美國10年期公債殖利率呈現上揚，之後因Fed降息3碼而回跌；此期間美國10年期公債殖利率下跌19.3個基點(圖14)。
- 部分央行立場轉趨鷹派，如日本、南韓、澳洲及加拿大，致其10年期公債殖利率呈現上揚(圖15)。

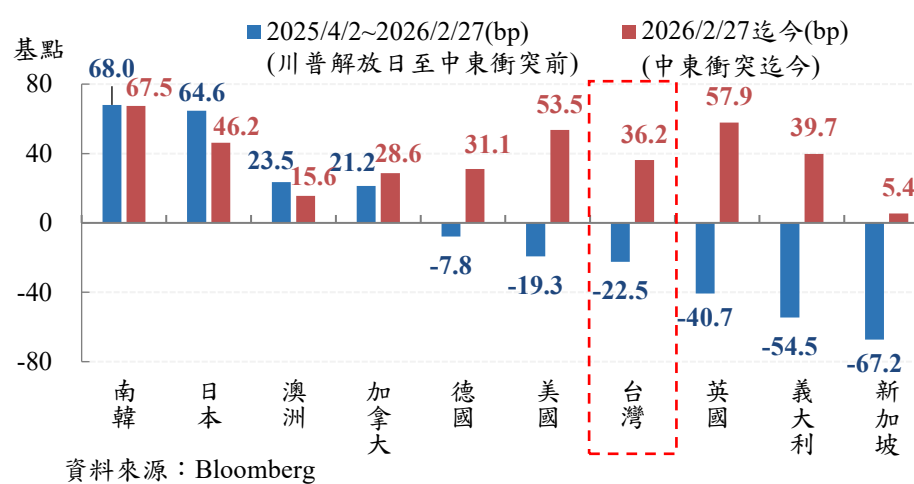
2. 中東衝突以來：主要經濟體公債殖利率反映油價帶動通膨及政府債務疑慮多呈大幅上升。

- 受能源價格上漲帶動通膨預期升溫影響，美國10年期公債殖利率自2026/2/27之3.938%上升53.5個基點至4.473%；其他主要經濟體公債均大幅上揚，尤其以南韓、英國、日本等因政府債務疑慮或通膨較高，漲幅最為明顯。
- 台灣公債殖利率上漲36.2個基點，反映：(1)亞洲國家公債殖利率多隨美債殖利率上升而走揚；(2)當前通膨仍屬溫和，本年1至5月平均CPI年增率為1.5%；(3)政府因應中東衝突所採之供給面措施，較俄烏戰爭期間更為積極，有效緩和國內通膨上升壓力。

圖14 美國10年期公債殖利率走勢



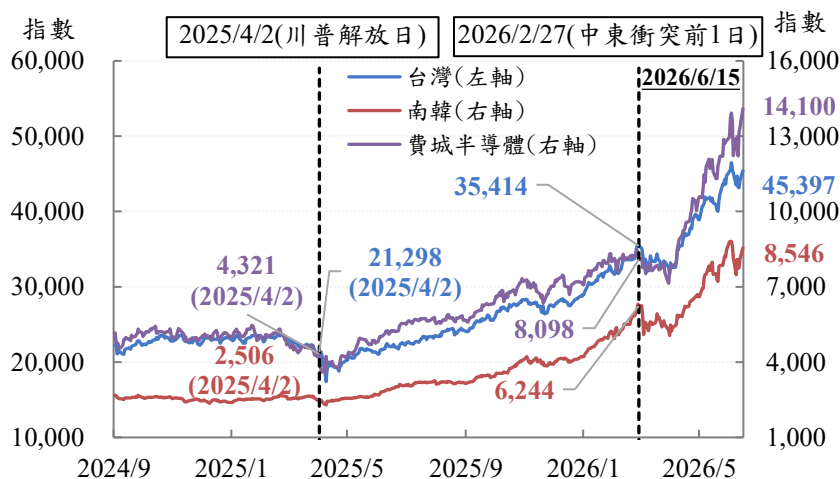
圖15 主要經濟體10年期公債殖利率變動



(三)全球股市普遍上揚；中東衝突使主要股市先承壓後反彈。

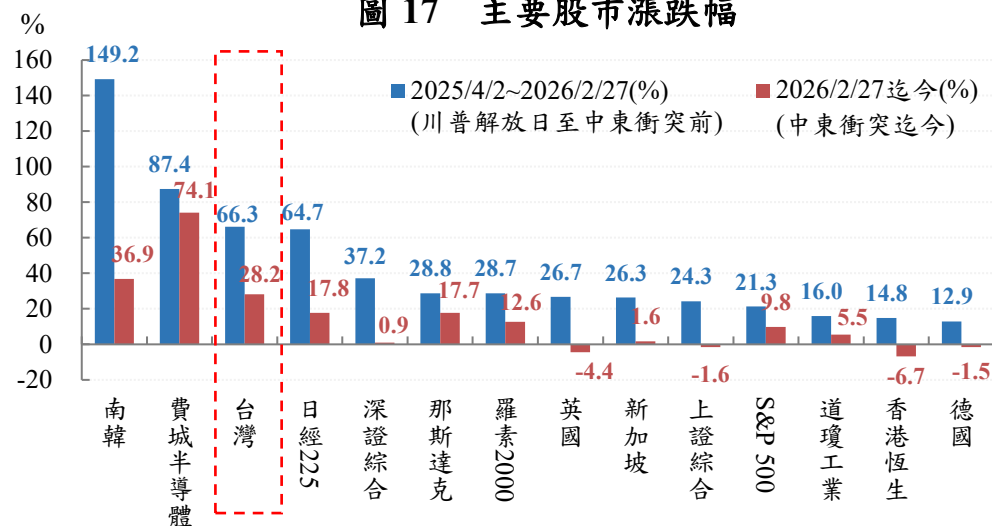
- 全球股市對等關稅之疑慮消退而大幅反彈，與 AI 及半導體相關程度較高之韓、美、台、日股市尤其亮眼。
 - 川普解放日一度拖累國際股市等風險性資產價格下跌，惟受惠於主要經濟體推出**擴張性財政政策**與**AI 投資**等正面力道的支持，**抵銷對等關稅對全球經濟之衝擊**(圖 16)。
 - 近期市場聚焦於**AI 及半導體相關類股之良好基本面及獲利**，2025/4/2 至 2026/2/27，**南韓、美國費半、台灣及日經 225 指數**分別上揚**149.2%、87.4%、66.3%及 64.7%**(圖 17)。
- 中東衝突後，國際股市全面下跌後反彈，惟部分股市仍未回到中東衝突前水準。
 - 本年 3 月以來，由於中東**地緣政治風險升溫**，全球股市等風險性資產因避險情緒加劇而上揚。之後隨美伊宣布**暫時停火並啟動和談**，市場對衝突擴大之疑慮逐步降溫，地緣政治風險趨緩，帶動**全球股市反彈**。
 - 中東衝突迄今，**美國費半、台灣及南韓股市**分別受惠於**AI 概念股及記憶體缺貨**議題發酵，分別上漲**74.1%、28.2%及 36.9%**；同期間**德國、英國、香港及上證指數**缺乏**AI 題材之支持**，尚未回到起跌點(圖 17)。

圖 16 台股、南韓 KOSPI、費半指數走勢



資料來源：Bloomberg

圖 17 主要股市漲跌幅



註：川普解放日至中東衝突前，韓股漲幅居冠，主因政治不確定性降低、政府支持措施(新任總統李在明推動改革，包括修訂商業法、強化公司治理與股東權益、提高股息等，並設下韓股指數目標 5,000 點，激發投資者信心)，以及記憶體缺貨議題發酵。

資料來源：Bloomberg

Q5：美國關稅政策後續發展為何？

A5：美國強化 301 條款及 232 條款之調查，對特定國家、特定產品加徵差異化關稅，做為與各國履行原先相關經貿安排的基礎，有利台灣爭取回到 ART 及台美 MOU 之關稅框架。

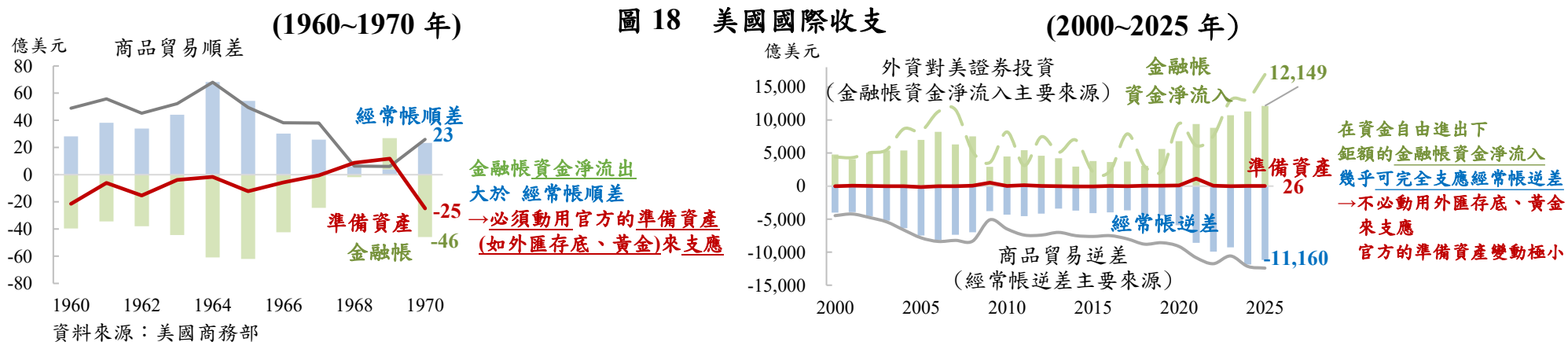
(一) 本年 2 月 IEEPA 失效後，川普政府改採第 122 條款對全球加徵關稅，當前此過渡性質關稅措施雖面臨法源適用問題，惟法院審理過程費時，有利川普政府爭取時效，以 301 及 232 條款接續關稅措施。

1. 本年 2 月 24 日起，川普政府依據 1974 年《貿易法》第 122 條款對進口品全面加徵 10% 暫時性關稅¹⁰；此關稅措施將於 150 天法定期滿(至 7 月 24 日)，若國會拒絕展延，將依法失效。
2. 122 條款係為處理國際收支危機，其適法性在美國國內有不同見解。

- 川普政府認為，美國貿易及經常帳長期巨額逆差，加劇美國面臨基本的國際支付問題(圖 18)，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 個州向美國國際貿易法院(United States Court of International Trade, USCIT)提起訴訟，主張當前「商品貿易逆差」，非「國際收支逆差」危機，在資金自由進出下，國際收支具自動平衡機制，質疑川普政府援引第 122 條款之適法性。

— 本年 5 月 7 日美國國際貿易法院裁定援引 122 條款加徵關稅係違法，川普政府提出上訴。

— 本年 6 月 11 日美國聯邦上訴法院裁定，川普政府可在上訴期間，繼續依 122 條款加徵 10% 全球關稅。

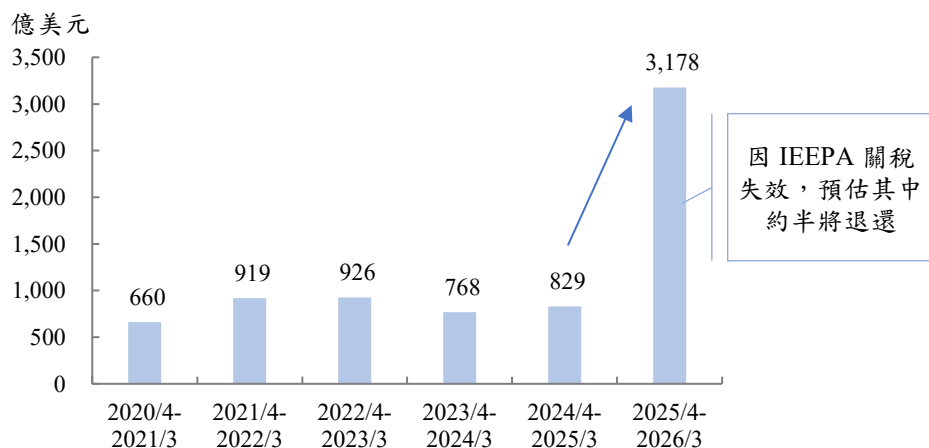


¹⁰ 本年 2 月 21 日川普於社群媒體表示該稅率將由 10% 提高至 15%，惟美國政府並未正式公告提高稅率，此稅率仍維持 10%。

(二)美國 301 條款及 232 條款可就國家別及產品別加徵差異化關稅，並補充 122 條款加徵關稅到期後之財政收入。

- 2025 年 4 月至 2026 年 3 月美國關稅收入 3,178 億美元¹¹，為前一年同期間關稅收入(829 億美元)近 4 倍，已成為聯邦政府財政收入的第 4 大來源，比重 5.8%(圖 19)。
 - IEEPA 對等關稅失效後，預估其中約半數將退還。
- 目前依 122 條款對進口品全面加徵 10%暫時性關稅，於法定期滿(至本年 7 月 24 日)，可能難以持續。
- 301 條款及 232 條款可分別滿足川普政府針對特定國家及特定產品加徵差異化關稅的安排(表 4)，且可補充 122 條款加徵對等關稅到期後之政府財政收入。
 - 美國援引 122 條款具加徵關稅稅率上限(15%)，且屬無差別化、全面性關稅措施，與既有之雙邊貿易協定優惠承諾不同。

圖 19 美國關稅收入



註：本年 4 月及 5 月關稅收入分別為 221 億美元及 -0.4 億美元。
資料來源：美國財政部

表 4 美國政府可運用之關稅措施

法源	類別	實施期限	加徵關稅稅率上限
1974 年《貿易法》第 122 條款	全面性 (非針對單一國家或產品)	150 天	15%
1962 年《貿易擴張法》第 232 條款	產品別	未明訂期限 (給予總統及政府權衡的彈性)	未明訂上限 (給予總統及政府權衡的彈性)
1974 年《貿易法》第 301 條款	國家別	4 年 (4 年後重新審查可續延)	未明訂上限 (給予總統及政府權衡的彈性)

資料來源：整理自國際機構報告

¹¹ 由於聯邦最高法院裁定 IEEPA 在關稅徵收上逾越法律授權，美國政府必須退還自此政策實施以來超徵之稅款，並依法加計執行期間之法定利息。美國海關及邊境保護局(U.S. Customs and Border Protection, CBP) 已於本年 4 月 20 日正式啟動專屬退稅申請系統(Consolidated Administration and Processing of Entries, CAPE)；根據 CBP 初步估算，預計退還之關稅、保證金及利息總金額約為 1,660 億美元，未來將推高美國財政部 2026 財年的預算赤字。惟關於進口商對川普 1.0 期間援引 301 條款對中國大陸加徵關稅上訴案，本年 6 月 15 日美國最高法院公布維持原上訴法院之裁定，無須退稅。

(三)我國已於本年4月14日向美國提交301調查書面意見，全力鞏固台美ART及MOU談判成果。

1. 本年3月美國啟動產能過剩及強迫勞動之301條款調查，惟我國係依市場需求生產，且刻正修改相關勞動法令¹²；4月14日我國已提交書面說明給美方，全力維繫我國在ART及台美投資MOU取得之談判成果。

(1) 結構性產能過剩¹³：

台灣電子資通訊產品為台灣貿易順差最大來源，惟該產品涉及美國國安議題，成為301條款重點調查項目。

— 4項結構性產能過剩之調查事證¹⁴中，台灣僅因貿易順差龐大被列入調查，被認定之違反情事相對單純。

— 台灣輸美電子資通訊產品出口擴增係因應市場需求，非源於補貼等政策干預所致之產能過剩。

(2) 禁止強迫勞動：

— 本年6月美國貿易代表署(USTR)之調查報告¹⁵初步提議對台灣等14個經濟體加徵10%關稅，將低於對日、韓之加徵稅率(12.5%)，惟未公布採行日期。

2. 本年5月美國聯邦公報公告調降對台灣部分非半導體之232條款關稅稅率¹⁶，有助提升台灣相關傳產貨品輸美競爭力。

— 汽車零組件為主要受惠產品，其總稅率從26.71%大幅降至15%，與日、韓、歐盟一致。

3. 301條款及232條款之調查係美國重建原先對等關稅之關稅結構，做為與各國履行原先相關經貿安排的重要基礎，有利台灣爭取回到ART及台美MOU之關稅框架。

¹² 詳勞動部簡報(2026/2/13)，「台美對等貿易協定勞動篇—完善勞權規範競爭更有力」。

¹³ 根據本年3月11日美國貿易代表署(USTR)公布之“USTR Initiates 301 Investigations Relating to Structural Excess Capacity and Production in Manufacturing Sectors”，結構性產能過剩係源於政府干預或政策激勵，促使企業無效率地維持或擴大其閒置產能，導致工業產能過剩，造成美國商業不公平的負擔或限制。

¹⁴ USTR關於結構性產能過剩之調查事證有四，分別為貿易順差龐大、產能利用率偏低、產能過剩，以及存在大量獲利能力不佳或無法支付利息的公司。

¹⁵ 本年6月2日USTR公布之“60 Section 301 Investigations Relating to Failures to Take Action on Trade in Forced Labor Goods”調查報告指出，台日韓同被美國列為未能實施並有效執行禁止進口強迫勞動生產商品禁令的經濟體，惟台灣已透過ART對美承諾禁止強迫勞動商品進口，故加徵關稅稅率10%，低於日韓(12.5%)。

¹⁶ 本年5月27日美國聯邦公報公告“Implementing Certain Tariff-Related Elements of a Trade and Security Agreement Between the American Institute in Taiwan and the Taipei Economic and Cultural Representative Office in the United States”對台灣非半導體232之關稅優惠措施包括：(1)汽車零組件、原木、木材及木製衍生品等總稅率最高為15%(相當於ART 15%不疊加MFN之關稅稅率)；(2)航空器零組件中的鋼、鋁、銅衍生品免除232關稅。上述優惠措施回溯自5月1日起生效。

六、美國 Fed 貨幣政策的演進與新任主席 Kevin Warsh 的政策主張

當前人工智慧(AI)快速發展，帶動投資熱潮與生產力提升，令人聯想到 1990 年代中期網際網路興起的盛況。當時，Alan Greenspan 為美國 Fed 主席，並以「非理性繁榮」(irrational exuberance)形容當時的經濟情勢。歷史不會重演，卻往往押韻。時序來到本(2026)年，這段似曾相識的旋律再次響起。本年 5 月 22 日，Kevin Warsh 於白宮東廳正式宣誓就任第 17 任 Fed 主席，接替任期屆滿的 Jerome Powell。此係繼 1987 年雷根(Ronald Reagan)總統為 Greenspan 監誓以來，Fed 主席再度於白宮(而非聯準會大樓)舉行就職典禮。Warsh 在就職演說中推崇 Greenspan 為其典範，並宣示將領導一個「以改革為導向」的 Fed。

Warsh 接任 Fed 主席之際，美國經濟正面臨能源通膨再起的挑戰。回顧 1970 年代，美國曾因兩次石油危機推升油價，陷入物價高漲與經濟成長停滯交織的停滯性通膨(stagflation)困局。不同的是，歷經頁岩油革命後，美國已由昔日的能源進口大國轉變為能源淨輸出國，對油價衝擊的承受力已不可同日而語。即便如此，當前地緣政治衝突推升能源價格，進一步帶動通膨上行的風險，仍使市場高度戒慎。在當前中東情勢多變、AI 與新創產業興起等多重力量交織下，金融市場尚難評估 Fed 新任主席 Warsh 政策影響，惟其政策主張未來將成為影響美國及全球金融市場的關鍵變數，後續仍須密切關注。

本文擬以 Greenspan 主政 Fed 以來，歷任主席之貨幣政策演進為背景，檢視 Fed 利率政策、非傳統貨幣政策及溝通政策的變化，進一步剖析新任主席 Warsh 的政策主張、可能面臨的挑戰及其潛在影響，並兼論 Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響。全文採問答方式呈現，分述 4 個問題如下：

Q1：從 Alan Greenspan 時代以來 Fed 貨幣政策的演進為何？

Q2：Fed 新任主席 Kevin Warsh 有哪些政策主張？

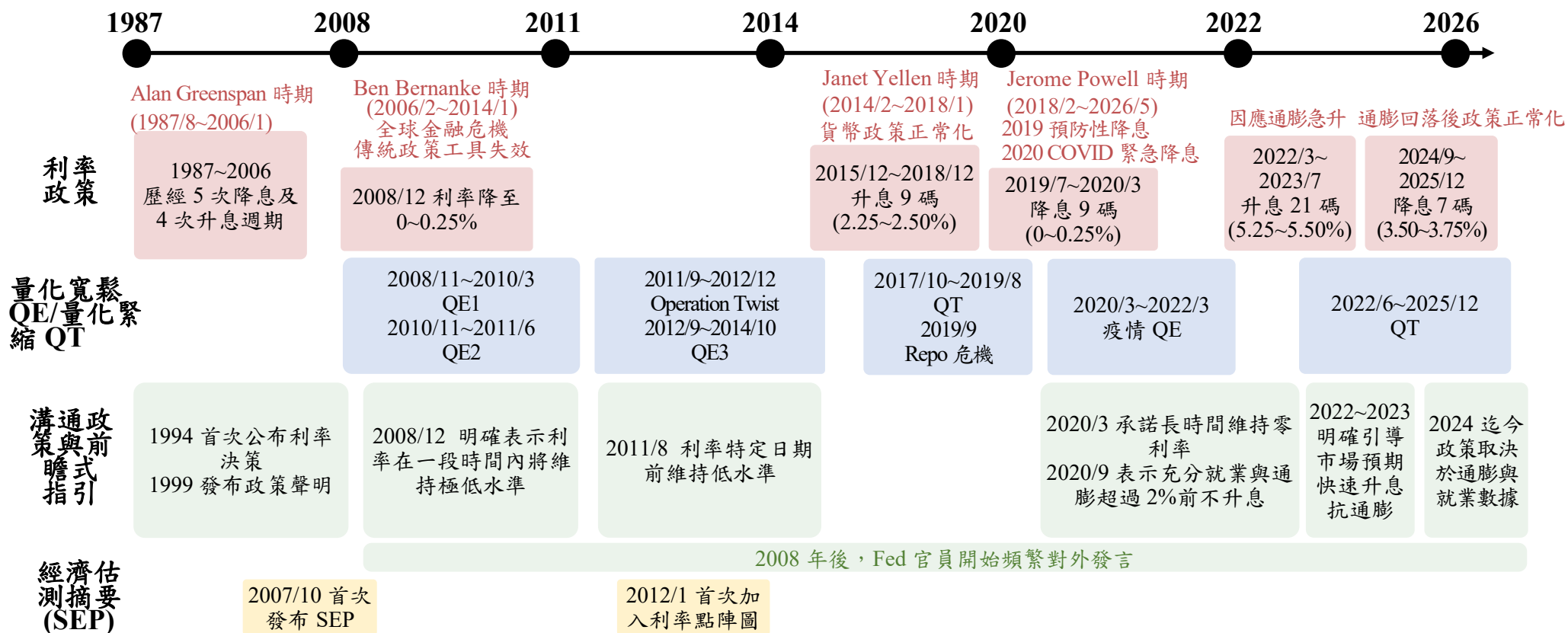
Q3：當前 Kevin Warsh 所領導的 Fed 及其貨幣政策面臨哪些挑戰？

Q4：Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響為何？

Q1：從 Alan Greenspan 時代以來 Fed 貨幣政策的演進為何？

A1：近 40 年來，Fed 貨幣政策歷經長期經濟情勢變動與 4 位主席不同領導風格的演進。就政策執行與工具而言，由利率工具，擴及資產負債表，再回到利率為主的軌跡；就對公眾溝通與預期管理而言，則由刻意神秘，走向高度透明，再轉為淡化前瞻式指引、依數據決策的轉折。透過此些面向的演進，可更理解新任主席 Kevin Warsh 改革藍圖與挑戰。

圖 1 近 40 年來 4 位 Fed 主席的貨幣政策及溝通政策



資料來源：本行整理

(一) Alan Greenspan 時期(1987/8~2006/1)：政策權衡與模糊策略

Alan Greenspan 執掌 Fed 達 18 年半，適逢全球化紅利與科技生產力躍升，相對 1970 年代的停滯性通膨，美國經濟進入通膨相對平穩、經濟成長穩健的大溫和(Great Moderation)時期¹。

1. 政策執行與工具：權衡策略並調整政策利率為主，低度金融監理

- Greenspan 重視經濟情勢研究，藉以研判景氣動向，惟其不過度依賴計量模型，亦不拘泥於單一法則，採**權衡(discretion)策略**，並以**調整聯邦資金利率為主要政策工具**。另對金融創新與衍生性金融商品採低度監管(light-touch)的監理態度。
- Greenspan 曾於 1996 年 12 月以「**非理性繁榮**」(irrational exuberance)描述網際網路興起致資產估值高漲現象²，惟 Greenspan 研判當時正值生產力大幅提升時期，且**通膨情勢溫和**，**並未立即採取緊縮政策**(下頁圖 2)。
- Greenspan 時期，歷經多次金融危機事件(1987 年「黑色星期一」股災、1997 年亞洲金融風暴、1998 年長期資本管理公司(Long-Term Capital Management, LTCM)事件、2000 年網路泡沫破裂、2001 年 911 事件)，多以迅速且大幅降息或挹注流動性因應(下頁圖 2、表 1)。
- 綜觀 Greenspan 擔任 Fed 主席期間，歷經 5 次降息及 4 次升息週期(下頁圖 2、表 1)，**並非一味地採行寬鬆政策**。其**降息時點通常發生在美國經濟趨緩或通膨下降**，以及**發生重大金融事件時**；而當**美國通膨過高或經濟景氣過熱需要降溫時**，**Fed 仍會升息予以因應**(下頁圖 2、表 1)。

2. 對公眾溝通與預期管理：刻意維持央行的神秘感，藉出其不意強化政策效果

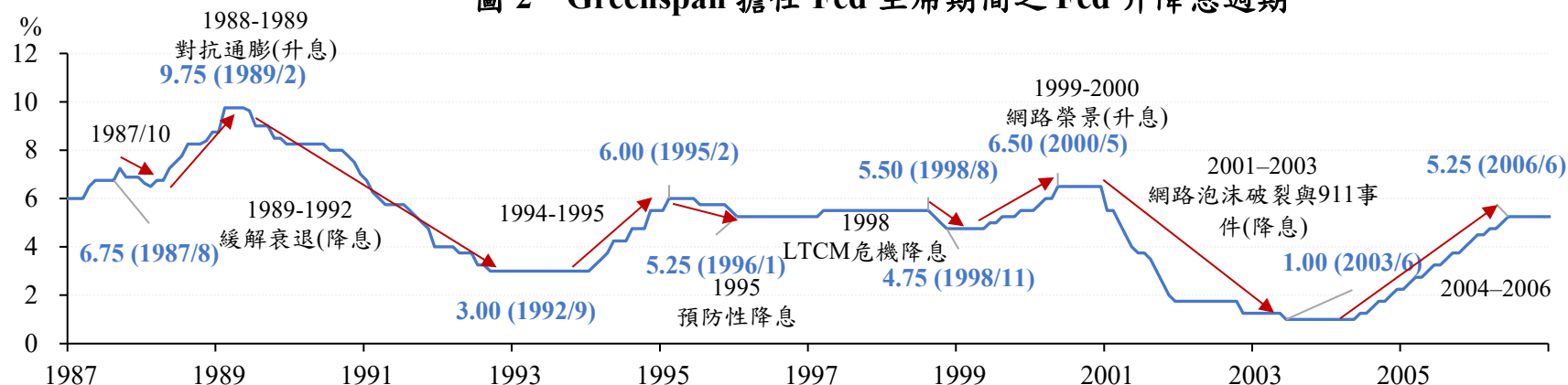
- Fed 1994 年首次公布利率決策，1999 年發布政策聲明，惟 Greenspan 奉行模糊策略，以**隱晦迂迴**的表達方式，刻意**維持央行的神秘感**³，以保留彈性並避免市場過度反應；且透明度與可預測性偏低，**藉出其不意強化政策效果**。

¹ Bernanke, Ben S. (2004), "The Great Moderation," Speech Delivered at the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, Feb. 20.

² Greenspan, A. (1996), "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society," paper presented at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., Dec. 5.

³ Greenspan 在 1987 年面對國會委員會時的名言可為寫照：「Since I've become a central banker, I've learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said.」(自從當上央行官員，我已學會極不連貫地含糊其詞；倘若你覺得我說得太清楚，那一定是你誤解了我的意思。)

圖 2 Greenspan 擔任 Fed 主席期間之 Fed 升降息週期



資料來源：Bloomberg

表 1 Greenspan 擔任 Fed 主席期間之升、降息週期

升息週期	升息幅度 (百分點)	主要考量	降息週期	降息幅度 (百分點)	主要考量
1988~1989 年	3.25	為對抗通膨，政策利率由 1988 年 2 月之 6.5% 逐步升至 1989 年 2 月 9.75%。	1987/10~ 1988/2	0.75	因應 1987 年 10 月 9 日「黑色星期一」股災，由 1987 年 10 月之 7.25% 降息至 1988 年 2 月之 6.50%。
1994~1995 年	3.0	為防止經濟過熱及通膨上揚壓力，政策利率由 1994 年 1 月之 3.00% 逐步升至 1995 年 2 月之 6.00%。	1989~1992 年	6.75	為因應經濟衰退及通膨快速下降而降息，政策利率由 1989 年 5 月之 9.75% 逐步下調至 1992 年 9 月之 3.00%。
1999~2000 年	1.75	為因應網路榮景及對抗通膨，政策利率由 1999 年 5 月之 4.75% 逐步升至 2000 年 5 月之 6.50%。	1995~1996 年	0.75	因應經濟成長走緩，政策利率由 1995 年 6 月之 6.00%，逐步調降至 1996 年 1 月之 5.25%。
2004~2006 年	3.50	因應美國通膨上揚及失業率下降，政策利率由 2004 年 6 月之 1.0% 逐步升至 Greenspan 卸任時 (2006 年 1 月) 之 4.5% (該升息週期最終升至 5.25%)。	1998 年	0.75	1998 年 9 月長期資本管理公司(LTCM)倒閉，Fed 為避免該事件波及全球金融市場，政策利率由 1998 年 9 月之 5.5% 逐步降至 1998 年 11 月之 4.75%。
			2001~2003 年	5.5	因應網路泡沫破裂與 911 事件，2001 年至 2003 年政策利率由 2000 年 12 月之 6.50% 逐步降至 2003 年 6 月之 1.0%。

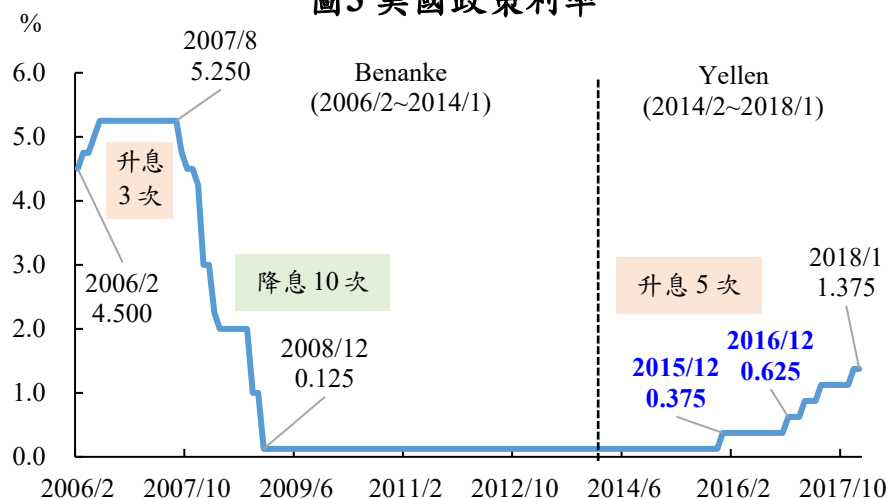
資料來源：本行整理

(二) Ben Bernanke 與 Janet Yellen 時期(2006/2~2018/1)：非傳統貨幣政策與透明化

1. 政策執行與工具：資產負債表由危機工具轉為主要政策工具

- Bernanke 接任 Fed 主席初期，美國經濟較熱，他延續 Greenspan 卸任前的升息週期，於 2006 年間 3 度升息(由 4.5% 升至 5.25%)。2007 年 9 月起，在信用情勢緊縮可能加劇房市修正且有礙經濟成長之背景下，啟動降息週期(圖 3)(2007~2008 年共降息 10 次，總計降息 20 碼)。
- 2008 年全球金融危機後，**政策利率觸及零利率底限(Zero Lower Bound, ZLB)**(圖 3)，傳統利率工具失靈。Bernanke 時期，Fed 引進非傳統貨幣政策，包含 **3 輪量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)**、**扭轉操作(Operation Twist)** 等，**透過購債壓低長端利率**；Fed 資產負債表大幅擴增(圖 4)。
- Yellen 後期啟動**貨幣政策正常化**，2015 年 12 月升息(2008 全球金融危機後**首度升息**)，2016 年初國際油價重挫，美國通膨放緩，延後升息，2016 年 12 月重啟升息週期(圖 3)(2015~2017 年共升息 5 次，總計升息 5 碼)，且 2017 年起實施**量化緊縮(QT)**，以證券到期不再投資的被動縮表方式，**縮減 Fed 資產負債表規模**(圖 4)。

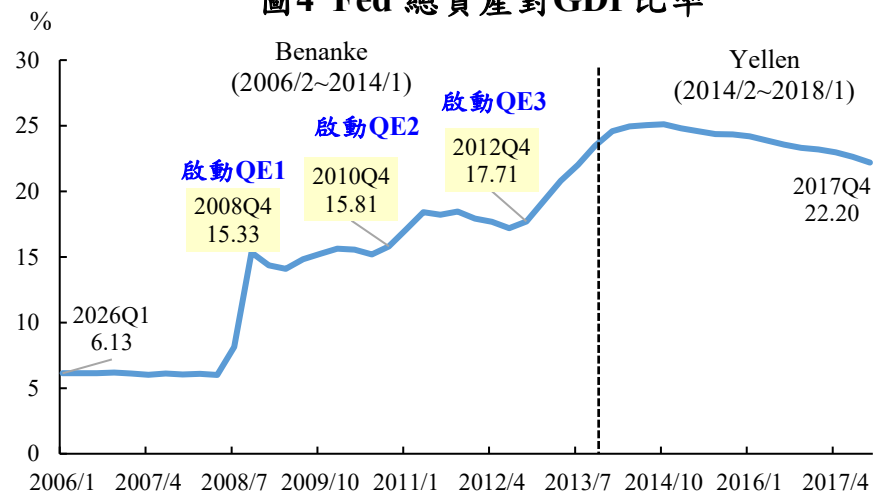
圖3 美國政策利率



註：早期聯邦資金利率目標為單一值；至 2008 年 12 月起聯邦資金利率目標改採區間制，圖示以區間中點表達。

資料來源：BIS

圖4 Fed 總資產對GDP比率



資料來源：FRED

2. 對公眾溝通與預期管理：轉向透明化與可預測性以彌補利率工具之不足

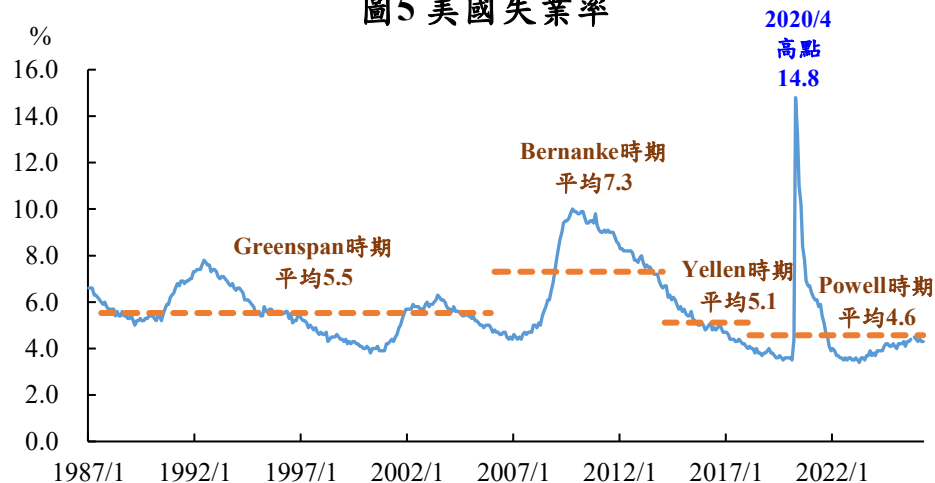
- 2008年12月FOMC會後聲明表示利率將維持低檔「一段時間」，前瞻式指引(forward guidance)正式成為在ZLB下彌補利率工具不足的主要手段。
- Bernanke揚棄刻意模糊，**轉向透明化與可預測性**，並將政策溝通提升為一項政策工具，以管理市場對未來政策路徑的預期。2007年10月首次發布「經濟估測摘要」(Summary of Economic Projections, SEP)，2011年起舉行FOMC會後記者會；2012年1月起，在SEP中首度**納入利率點陣圖(dot plot)**；同月發布《長期目標與貨幣政策策略聲明》**明訂2%通膨目標**。

(三)Jerome Powell 時期(2018/2~2026/5)：貨幣政策架構調整、猛烈升息與漸進縮表

1. 政策執行與工具：政策工具以利率為主、資產負債表管理為輔，並嘗試縮表收回過剩流動性

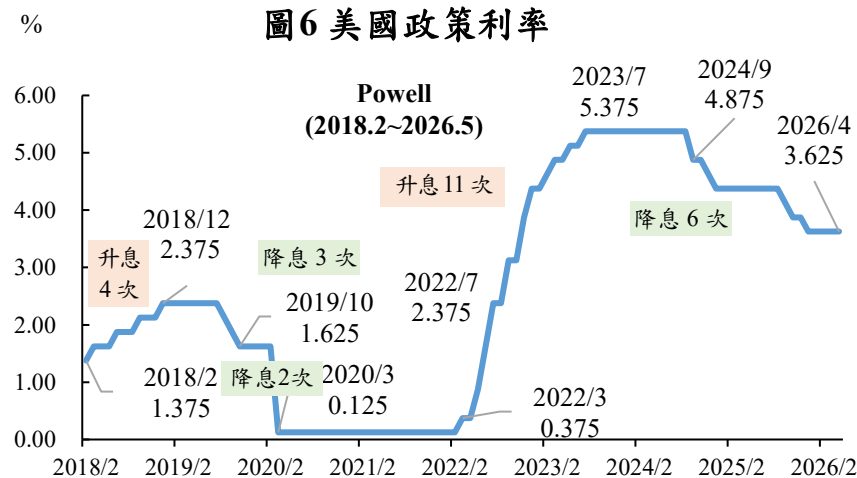
- Powell 接任 Fed 主席初期，經濟穩健成長，失業率持續下降(圖 5)，**延續 Yellen 卸任前的貨幣政策正常化步伐**，於 2018 年間 **4 度升息**(政策利率目標中點由 1.375% 升至 2.375%)(圖 6)。嗣因**美中貿易衝突加劇與全球經濟擴張走緩**，Fed 轉而啟動降息(3 度降息，政策利率目標中點由 2.375% 降回 1.625%)。

圖5 美國失業率



資料來源：FRED

圖6 美國政策利率



資料來源：BIS

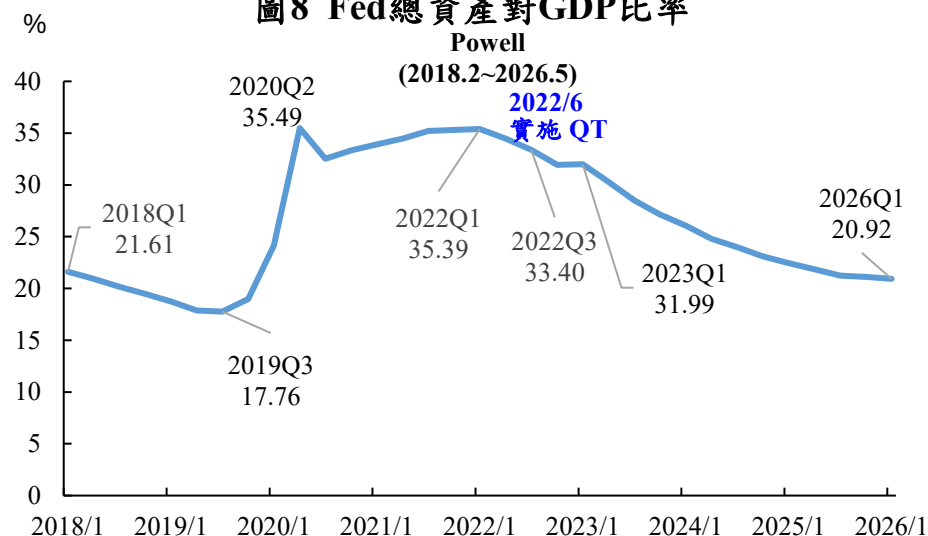
- 2020年初為因應 COVID-19 衝擊，4月失業率高達 14.8%(上頁圖 5)，Fed 連續 2 次迅速降息至零、重啟大規模 QE，並設立多項緊急流動性與信用便利(emergency facilities)，資產負債表再度急速膨脹。
- 2022年3月起，為因應逾 40 年來最高的通膨(圖 7)，啟動數十年來最猛烈的升息循環(2022~2023 年共升息 11 次，總計升息 21 碼，政策利率目標中點升至 5.375%)(上頁圖 6)，並自 2022 年 6 月起實施 QT(圖 8)，主要以證券到期不再投資的被動縮表方式，循序漸進縮減資產負債表規模。
- 2023 年 3 月爆發矽谷銀行倒閉引發銀行危機事件，Fed 繼續其升息抗通膨立場，惟以「銀行定期融資計畫」(Bank Term Funding Program, BTFP)穩定金融。
- 至 2024 年夏季，美國通膨率持續回落、失業率僅微幅上升，薪資漲幅也趨於降溫，軟著陸(soft landing)逐漸成形，Fed 於同年 9 月開始降息。

圖7 美國CPI年增率



資料來源：FRED

圖8 Fed總資產對GDP比率



資料來源：FRED

2. 對公眾溝通與預期管理：整體仍延續透明化路線，惟淡化前瞻式指引，轉向依數據決策

- 2019 年 1 月起，將原為每季舉行之 FOMC 會後記者會(每年 4 次)，改為每次 FOMC 會後均舉行記者會(每年 8 次)。
- 2020 年 8 月採行**彈性平均通膨目標化**(Flexible Average Inflation Targeting, FAIT)，容許通膨適度補償，亦即在通膨率持續低於 2% 目標的時期之後，Fed 可能會容許通膨率在一段時間內適度高於 2% 目標；惟此事後補償的容忍通膨邏輯致 **2021 年將通膨誤判為暫時性(transitory)**，凸顯**前瞻式指引與溝通的可信度(credibility)**框限可能帶來**風險**。
- 2022 年，為對抗疫後經濟重啟與俄烏戰爭所導致之通膨急升，Powell 淡化前瞻式指引，**改採依數據決策(data-dependent)策略**。
- 上(2025)年 8 月完成貨幣政策架構檢視，廢除 FAIT，**重返「彈性通膨目標化」(Flexible Inflation Targeting, FIT)**，對稱看待通膨的雙向偏離，並更**強調制約通膨預期的重要性**。

(四)綜觀近 40 年來 Fed 貨幣政策之演進，有理解新任主席 Warsh 之改革藍圖之脈絡

回顧近 40 年來 4 位 Fed 主席面對的**經濟金融環境、重大危機事件及其政策因應**(表 2)，Fed 的決策與溝通模式，歷經 Greenspan 時期的模糊策略與靈活裁量，再轉向 Bernanke、Yellen、Powell 的透明化與制度化兩種典範。有理解 Warsh 未來改革方向與政策主張。

表 2 近 40 年來 4 位 Fed 主席所處之經濟金融環境、重大危機事件及其政策因應

		Alan Greenspan (1987/8–2006/1)	Ben Bernanke (2006/2–2014/1)	Janet Yellen (2014/2–2018/1)	Jerome Powell (2018/2–2026/5)
經濟 金融 情勢	CPI 年增率	平均 3.1%	平均 2.2%	平均 1.3%	平均 3.5%
	失業率	平均 5.5%	平均 7.3%	平均 5.1%	平均 4.6%
	資產負債表 對 GDP 比率	介於 5.0%~6.6%區間	6.0% → 23.5%	介於 22.0%~25.1%區間	17.8% → 35.4% → 20.9%
貨幣 政策	利率區間	1.00%~9.75%*	0.00%–0.25%~ 5.25%*	0.00%–0.25%~ 1.25%–1.50%	0.00%–0.25%~ 5.25%–5.50%
	主要工具	<ul style="list-style-type: none"> ● 聯邦資金利率為主 ● 風險管理、政策權衡 	<ul style="list-style-type: none"> ● 零利率+非傳統貨幣政策 ● 資產負債表成為主要政策工具 	<ul style="list-style-type: none"> ● 漸進升息、貨幣政策正常化 ● 2017 年起被動縮表 	<ul style="list-style-type: none"> ● 利率與資產負債表雙工具 ● 2020 年大規模 QE ● 2022~2023 抗通膨升息、縮表
向公眾溝通策略		<ul style="list-style-type: none"> ● 模糊策略 ● 央行神秘感 	<ul style="list-style-type: none"> ● 走向透明化 	<ul style="list-style-type: none"> ● 延續透明化 ● 強化前瞻式指引 ● 強調漸進、可預測 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年 FAIT→ 2025 年重返 FIT ● 後期淡化前瞻式指引 改採依數據決策之策略
重要事件		<ul style="list-style-type: none"> ● 1987 美國股災 ● 1997 亞洲金融風暴 ● 1998 LTCM ● 2000 網路泡沫 ● 2001 911 事件 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2007 美國次貸危機 ● 2008 全球金融危機 ● 2008~2014 QE1~QE3 ● 2013 縮減購債恐慌(taper tantrum) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年初國際油價重挫 與低通膨持續 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019 年 9 月債券附買回 市場利率飆升 ● 2020 COVID-19 疫情爆發 ● 矽谷銀行倒閉事件

* Greenspan 時期與 Bernanke 早期，聯邦資金利率目標為單一值，非區間；2008 年 12 月起聯邦資金利率目標改採區間制。

資料來源：Fed 官網、本行整理

Q2：Fed 新任主席 Kevin Warsh 有哪些政策主張？

A2：Warsh 表示，未來將調整 Fed 多項現行做法並推動改革，包括考慮建立一套新的通膨評估指標、調整 Fed 對外溝通方式，及縮減 Fed 資產負債表規模等。

(一)Warsh 的政策思想背景⁴

1. Warsh 的政策思維，深受 Fed 前主席 Alan Greenspan 影響

- Warsh 表示，在幾位熟識的 Fed 前主席中，Greenspan 是第一位告訴他、也親自示範該職位需具備哪些條件的人；**Warsh 更暗示自己以 Greenspan 為典範**，希望用充滿活力與使命感的方式履行 Fed 主席職責。
- Greenspan 在 1990 年代網路繁榮時期維持政策利率不變，而非提前升息；當時通膨未見明顯升溫，他認為此反映生產力正在提升，因此無需透過升息抑制經濟。**Warsh 於上年亦曾表示**，他相信人工智慧(AI)的**普及將提升生產力、降低通膨**，並為 Fed 創造降息空間。
- **Greenspan 的溝通採模糊策略**，以較為含蓄的方式傳達政策訊息，保留彈性空間。**Warsh 亦認為，Fed 官員應減少公開發言與前瞻式指引**，並避免暗示未來的政策方向。

2. Warsh 於 2006~2011 年擔任 Fed 理事期間，身處 2008 年全球金融危機前後、Greenspan 與 Bernanke 時代交接的轉折點；Warsh 向來認為⁵，央行過度干預金融市場、職責過度擴張，恐帶來不利影響

- Warsh 認為，**央行持續介入金融市場，恐扭曲市場價格、強化金融市場參與者對央行將支撐市場的預期**，從而**削弱市場紀律**(market discipline)、加劇**過度的風險承受**(excessive risk-taking)。他表示，央行採行購債計畫、擴大資產負債表規模時，須審慎權衡此舉對總體經濟的效益，以及其恐帶來的**債務貨幣化疑慮、央行可信度受損**等成本。
- Warsh 表示，**Fed 應聚焦於物價穩定與最大就業的職責**，而非氣候變遷等非核心議題；**Fed 不應扮演財政當局之角色**，必須回歸貨幣政策的本分；如**央行涉足領域過廣，恐危及其履行核心職責的能力**。

⁴ Schonberger, Jennifer (2026), “New Fed Chair Kevin Warsh Suggests He May Take an Alan Greenspan-Style Approach at the Central Bank,” *Yahoo Finance*, May 24; Velasquez, Francisco (2026), “Trump Wants New Fed Chair to be ‘Totally Independent’,” *BBC*, May 23.

⁵ Warsh, Kevin (2006), “Financial Markets and the Federal Reserve,” Speech at the New York Stock Exchange, Nov. 21; Warsh, Kevin (2010), “It’s Greek to Me,” Speech at the Atlanta Rotary Club, Jun. 28; Canepa, Francesco (2025), “Former Fed Governor Warsh Blasts US Central Bank for Leaving Its Lane,” *Reuters*, Apr. 26; Warsh, Kevin (2025), “The High Cost of the Fed’s Mission Creep,” *The Wall Street Journal*, Apr. 27.

(二)Warsh 的核心政策主張

1. Warsh 在美國參議院銀行委員會舉辦之任命聽證會等場合⁶，曾闡述其重要的政策主張與理念。他表示，將領導一個「**以改革為導向**」的 Fed，從過去的成功與錯誤中學習，並擺脫一成不變的架構與模型。
2. Warsh 指出，未來將**調整 Fed 多項現行做法並推動改革**，包括**考慮建立一套新的通膨評估指標**、**縮減 Fed 資產負債表規模**，以及**調整 Fed 對外溝通方式**等(表 3)。

表 3 Warsh 的核心政策主張

核心政策主張	主要內容說明
建立新的通膨評估指標	<ul style="list-style-type: none"> ● Warsh 認為過去 Fed 慣用的評估指標，例如核心個人消費支出(Core PCE)物價指數，單純將食物與能源價格從 PCE 物價指數中剔除，屬於一種「粗略的估算」，且不合時宜。 ● 呼籲改採「截尾平均通膨」(trimmed mean inflation)⁷或「中位數通膨」(median inflation)⁸，以排除極端價格波動，更精準觀察廣泛物價趨勢。
縮減 Fed 資產負債表規模	<ul style="list-style-type: none"> ● Warsh 主張縮表，反對 Fed 持有大量長天期美國公債，並表示當 Fed 持有之未償還政府債務比許多金融市場參與者還多時，本質上成為「披著偽裝的財政政策」(fiscal policy in disguise)。 ● 相較於能影響整體經濟的利率工具，資產負債表工具帶來極不公平的財富分配效果。龐大的資產負債表對 Fed 達成其物價穩定、最大就業的雙重職責毫無幫助；大約有半數美國民眾並未持有任何金融資產，無法從擴張的 Fed 資產負債表規模中獲益。
調整 Fed 對外溝通方式	<ul style="list-style-type: none"> ● 主張淡化前瞻式指引、每季發布的「經濟估測摘要」(其中包含利率預測點陣圖)等。 ● 質疑定期舉行 FOMC 會後記者會的必要性。

資料來源：Bloomberg News (2026)、Saraiva (2026)、本行整理

⁶ Bloomberg News (2026), “Kevin Warsh’s Fed Confirmation Hearing: TOPLive Transcript,” *Bloomberg*, Apr. 21; Saraiva, Catarina (2026), “Warsh Pledges Independence But Dodges Questions on Rates,” *Bloomberg*, Apr. 21; Schneider, Howard (2026), “Exclusive: Warsh Pledges to Follow Best of Fed’s Traditions, While Also Looking for Change,” *Reuters*, Jun. 3; Moadel, David (2026), “Kevin Warsh Is about to Make a Major Change to the Fed. Donald Trump Will Cheer It on,” *24/7 Wall St.*, Jun. 4.

⁷ Warsh 認為，「截尾平均數」會剔除數據中的所有極端值與一次性干擾項目，俾利決策者更清晰地觀察普遍性的價格變動是否已對經濟產生二階效應(second order effects)。

⁸ Warsh 希望建立一個由公部門(如勞工統計局)與私部門共同合作的「數據計畫」。他主張透過調查高達「10 億筆價格」，從中精準標定出「第 5 億零 1 筆價格」(即中位數價格)的變化，強調此中位數的變動率，才是真正代表整體經濟中普遍物價水準變動的「基本通膨率」(underlying inflation rate)。

(三)外界對 Warsh 政策主張的評論

1. Warsh 提出的政策主張與 Fed 之改革構想，包括考慮建立新的通膨評估指標、縮減 Fed 資產負債表規模，以及調整 Fed 對外溝通方式等，已引發各界廣泛討論(表 4)。
2. Warsh 已延攬兩位保守派外部人士擔任顧問⁹，包括川普(Donald Trump)第一任政府期間之白宮國內政策專家 Paul Winfree，及史丹佛大學胡佛研究所(Hoover Institution)政策研究員 Daniel Heil；未來 Warsh 將如何推動相關改革，值得密切關注。

表 4 外界對 Warsh 核心政策主張的評論

外界評論	主要內容說明
Warsh 考慮建立的新通膨評估指標利弊兼具，而轉向新指標亦可能損及央行可信度 ¹⁰	<ul style="list-style-type: none"> ● Warsh 考慮建立的新通膨評估指標—截尾平均通膨與中位數通膨，將會排除那些導致物價一次性上漲之衝擊；然而，未反映於前述指標的這些衝擊，仍可能影響金融市場、企業與消費者之通膨預期。 ● 當前美國 PCE 物價指數年增率已連續 5 年高於 Fed 目標，若此時轉向新通膨指標可能被外界視為改變規則，恐對 Fed 可信度產生不利影響。
關於 Warsh 擬縮減 Fed 資產負債表規模，各界仍存在不同意見 ¹¹	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed 前理事 Jeremy Stein：有關 Fed 資產負債表之討論，應聚焦於資產組合之期限結構與利率風險，而非規模。 ● Fed 理事 Michael Barr：縮減資產負債表規模對央行而言是錯誤的目標，此舉恐損害銀行韌性 (resilience)、妨礙貨幣市場功能，進而危及金融穩定。 ● 倫敦政經學院(LSE)經濟學教授 Ricardo Reis：欲縮減 Fed 資產負債表規模，應先透過制度改革，觀察準備金需求變化，再逐步調整準備金供給，以避免造成流動性過度緊縮，甚至引發金融市場動盪風險。
對 Warsh 可能調整 Fed 對外溝通方式的舉措，正反看法皆有 ¹²	<ul style="list-style-type: none"> ● 支持淡化前瞻式指引者認為，此有助避免 Fed 因預測失誤而衍生其他問題。Kansas City Fed 前總裁 Esther George 認為，市場對點陣圖的解讀，已遠遠超出其原先擬作為軟性指引之設計意旨；Fed 前副主席 Richard Clarida 指出，在 FOMC 政策聲明中刪除前瞻式指引相關措辭的條件已趨成熟。 ● 反對改變 Fed 現行溝通方式者認為，Fed 發布的「經濟估測摘要」及 FOMC 會後記者會，現已成為引導公眾預期的重要工具；如揚棄該等工具，恐加劇市場波動。St. Louis Fed 前總裁 James Bullard 表示，FOMC 會後記者會已成為 Fed 解釋政策決策與經濟前景的國際標準，如欲改變恐相當困難。

資料來源：智庫及外媒報導、本行整理

⁹ Timiraos, Nick (2026), “Warsh Names Two Conservative Policy Veterans as Interim Fed Advisers,” *The Wall Street Journal*, Jun. 2.

¹⁰ Rosin, Andrew and David Wessel (2026), “What Are Trimmed Mean and Median Inflation Rates? And Why Does Kevin Warsh Prefer Them?” *Brookings*, Apr. 30.

¹¹ Central Banking (2026), “Focus on Duration and Not Size of Fed Ledger, Ex-governor Says,” *Central Banking*, May 19; Barr, Michael (2026), “Efficient and Effective Central Banking: Beyond the Balance Sheet,” Speech at the Money Marketeers of New York University, May 14; Chow, Thomas (2026), “The Fed’s Six-Trillion-Dollar Balance Sheet Question,” *Central Banking*, May 5.

¹² Schneider, Howard and Ann Saphir (2026), “Warsh Has Big Plans for the Fed, But Results May Take Time,” *Reuters*, May 14; Schneider, Howard (2026), “Exclusive: Warsh Pledges to Follow Best of Fed’s Traditions, While Also Looking for Change,” *Reuters*, Jun. 3; Moadel, David (2026), “Kevin Warsh Is about to Make a Major Change to the Fed. Donald Trump Will Cheer It on,” *24/7 Wall St.*, Jun. 4; Jones, Claire and Kate Duguid (2026), “Kevin Warsh Set to Revamp Federal Reserve’s Signalling to Wall Street,” *Financial Times*, Jun. 3.

Q3：當前 Kevin Warsh 所領導的 Fed 及其貨幣政策面臨哪些挑戰？

A3：當前美國通膨升溫，Fed 面臨降息空間縮減與 FOMC 共識凝聚的挑戰，快速縮表恐增添金融風險，溝通政策改革、Fed 獨立性等都引發各界關注。此些總體環境與制度問題，恐使 Warsh 落實改革藍圖與未來 Fed 貨幣政策走向充滿變數。

(一)目前通膨壓力未消，就業數據強勁，Fed 的降息空間與理由恐縮減，且凝聚共識成為 Warsh 就任初期的挑戰

1. 美國通膨壓力未消，且就業數據強勁，市場原先預期 Fed 將於年內降息恐難實現，更出現升息可能性之討論。

□ **通膨面**：中東衝突推升油價，加以先前關稅政策推升通膨的滯後效應，本年 5 月美國 CPI 年增率達 4.2%，4 月 PCE 物價年增率達 3.8%(表 5)；**能源價格居高使通膨升溫的環境下，Fed 政策方向恐將側重物價穩定。**

□ **就業面**：本年 5 月美國非農就業新增 17.2 萬人，已連續 3 個月逾 15 萬人，且失業率亦連續 3 個月持穩於 4.3%，勞動市場穩健。**強勁的就業將使 Fed 缺乏為支撐就業而降息的迫切理由。**

2. 政策重心若偏向物價穩定，如何精準研判通膨走勢至關重要。

□ 本年 4 月中位數 PCE 物價年增率為 2.8%，截尾平均 PCE 物價年增率為 2.3%，兩者**均低於同月 PCE 物價年增率的 3.8%與核心 PCE 物價年增率的 3.3%(表 5)。**

表 5 美國通膨率指標

單位：%

	CPI 年增率	核心 CPI 年增率	中位數 CPI 年增率	截尾平均 CPI 年增率
2026/5	4.2	2.9	2.9	2.9
	PCE 物價年增率	核心 PCE 物價年增率	中位數 PCE 物價年增率	截尾平均 PCE 物價年增率
2026/4	3.8	3.3	2.8	2.3

註：核心 CPI 與 PCE 是固定剔除波動較大的食物與能源兩類；截尾平均則不限類別，而是每月剔除價格漲跌最劇烈的頭尾兩端項目，僅保留中間部分加權平均，故被剔除的項目每月不同。

資料來源：LSEG Datastream、Federal Reserve Bank of Dallas、Federal Reserve Bank of Cleveland

□ **Warsh 主張以中位數通膨與截尾平均通膨等指標**，過濾關稅、戰爭與供應衝擊等因素，以**評估基本通膨走勢**。惟如何即時辨別暫時性供給衝擊與持續性通膨，相當困難¹³。此外，**關於新通膨指標的改革仍須時日，且其效果有待未來檢驗。**

¹³ 2021 年 Fed 誤判通膨為暫時性(transitory)的前車之鑑，凸顯此種判斷具高風險。

3. 在當前經濟情勢中，凝聚共識成為 Warsh 就任初期的挑戰。

□ 本年 4 月 29 日，Powell 任內最後一次 FOMC 會議雖以 8 比 4 決議維持利率不變，卻仍有 4 位委員表達異議，分歧程度為近 34 年來最高。外界認為，Warsh 接手的，正是這樣意見較為分歧的委員會；加上他鼓勵委員更積極討論並提出異議，Warsh **就任初期凝聚共識的難度可能較高**。

□ **Warsh 的改革藍圖**，不論是縮表、取消點陣圖，或重新檢討通膨指標等，都必須取得**委員會集體同意**，因此在**政策討論過程中**，**可能因難以形成共識而被迫折衷或延後**。市場也高度關注 Warsh 主持的首場 FOMC 會議，並視其為檢驗其領導力與協調能力的重要指標。

(二)快速縮表恐增添金融風險，且長端利率上升可能推高政府舉債成本

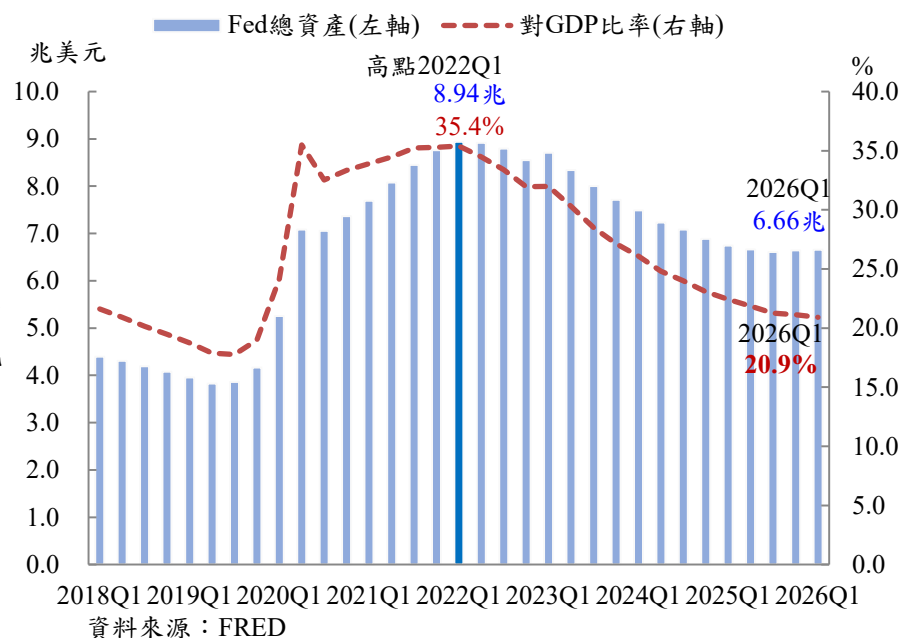
1. Warsh 曾主張，透過**持續縮減資產負債表**壓縮市場流動性、**推升長端殖利率**，收緊**金融情勢**，讓 Fed 得以在不致引發通膨反彈下，下調**利率**。然而，市場擔憂這項構想恐增添金融風險。

□ 當前 Fed 資產負債表規模約 6.66 兆美元，雖已自高點 8.94 兆美元回落(圖 9)，但**若縮表過快**，恐重演 2019 年 9 月準備金驟減、債券附買回市場利率飆升的情況，進一步增加**金融風險**。

□ 已請辭 Fed 理事的 Miran，在 2026 年 3 月的 FEDS 工作論文¹⁴中主張，縮表應以**自然到期(runoff)**為主，即被動縮表，**建議**循序縮減資產負債表規模約 1.2~2.1 兆美元。

2. 此外，若因縮表而推升長端殖利率並使殖利率曲線趨陡，亦可能提高政府舉債成本，恐**難以**回應**川普總統希望透過降息減輕公債利息負擔**的政策訴求。

圖9 Fed 資產負債表規模及其對 GDP 比率



¹⁴ Anderson, Alyssa G., Alessandro Barbarino, Anthony M. Diercks, and Stephen Miran (2026), "A User's Guide to Reducing the Federal Reserve's Balance Sheet," *Finance and Economics Discussion Series*, 2026-019, Board of Governors of the Federal Reserve System.

(三)Fed 溝通政策改革的挑戰

1. 自 Bernanke、Yellen 與 Powell 時期，Fed 逐步走向更透明的溝通模式，期以建立貨幣政策公信力並穩定**通膨預期**。惟 Warsh 認為，過度依賴前瞻式指引會使市場過於依賴 Fed，因此主張取消**前瞻式指引**、**減少官員對外發言**，甚至**調整利率點陣圖公布**；若調整對外溝通方式，FOMC 委員將可不受預測數值的限制，更**充分表達意見**。
2. 然而，外界擔憂市場可能因而更難預測 Fed 的政策方向，甚至削弱其長期建立的通膨預期制約¹⁵。Warsh 的主張與過去數十年朝向透明化與強化究責的制度演進並不一致。**如何在政策彈性與可究責性之間取得平衡，將是其溝通政策改革的關鍵**。

(四) Fed 的獨立性之討論

1. Warsh 一再強調，Fed 在**執行貨幣政策時**，**維持獨立性**至關重要；但他也指出，Fed 雖具獨立性，**仍屬政府體制的一部分**，亦即「**在政府內獨立，而非獨立於政府之外**」(independent inside of government, not independent of government)¹⁶。
 - 在川普總統多次公開要求 Fed 儘速降息的**政治壓力**下，Fed 如何在**行政部門的降息期待**與**維護其獨立性之間取得平衡**，成為 Warsh 就任 Fed 主席後，各界關注的焦點。
 - Warsh 曾提出「**新版 1951 協議**」構想¹⁷，主張與財政部協商，規範疫情後過度膨脹的 Fed 資產負債表。然而，**在當前強勢的行政部門下**，外界關注**此種協商是否可能成為影響 Fed 決策的管道**。
2. Warsh 過去反對 QE 的重要理由之一，在於其模糊了貨幣政策與財政政策的界線；亦即，Fed **大規模購債**，實質上形同**為財政赤字融資**。也因此，**Warsh 長期被視為捍衛 Fed 獨立性的代表人物**。然而，外界擔憂，在當前美國公債規模龐大、政府高度依賴低利率維持債務可持續性的情勢下，潛在的龐大財政壓力，也是 Fed 當前面臨的挑戰之一。

¹⁵ Schneider, Howard and Ann Saphir (2026), “Warsh Has Big Plans for the Fed, But Results May Take Time,” *Reuters*, May 14. English, William B. (2026), “The New Fed Chair Wants Less Transparency. That’s a Mistake.,” *Yale Insights, Yale School of Management*, May 27.

¹⁶ Bloomberg News (2026), “Kevin Warsh’s Fed Confirmation Hearing: TOPLive Transcript,” *Bloomberg*, Apr. 21.

¹⁷ 1951 年《財政部—聯準會協議》解除了 Fed 自二戰以來為財政部釘住公債利率(長債上限約 2.5%)的義務，使貨幣政策不再從屬於政府債務融資，奠定現代 Fed 獨立性的基礎。Warsh 於上年 30 國集團(G30)春季演講及接受《CNBC》訪談時，均曾提及「新版 1951 年協議」的構想，詳請參閱 Warsh, Kevin (2025), “G30 Spring Lecture 2025 - Kevin Warsh, “Commanding Heights: Central Banks at A Crossroads”,” Hoover Institution, Apr. 25; Cox, Jeff (2025), “Kevin Warsh Touts ‘Regime Change’ at Fed and Calls for Partnership with Treasury,” *CNBC*, Jul. 17.

Q4：Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響為何？

A4：Kevin Warsh 被提名為 Fed 新任主席後，市場多認為渠政策改革方向或將提高金融市場不確定性；而近期金融市場波動加大，主要係與中東衝突事件發展影響市場通膨預期及對未來政策走向有關。

(一)外界看法：Fed 新局勢對金融市場之可能影響

Kevin Warsh 所主張之政策改革，可能**影響市場對美國貨幣政策方向之預期**，外界亦就其政策方向及可能影響提出分析與看法¹⁸(表 6)。

表 6 Kevin Warsh 新政策與相關最新研究及經濟數據

政策方向	外界看法
Fed 利率政策、AI 之影響及通膨數據衡量	<ol style="list-style-type: none"> 1. 市場預期 Warsh 上任後 Fed 貨幣政策或偏向寬鬆，惟當前通膨壓力仍高、消費及 AI 資本支出仍具韌性，加以 FOMC 多數委員對降息仍持審慎態度，短期內不易降息，未來將維持較久期間的較高利率(higher for longer)。 2. 高盛研究指出，短期內 AI 相關投資(如基礎設施)及資料中心需求擴張，推升關鍵電子零組件及軟體價格，並帶動用電需求及電力價格上升，對美國通膨帶來上行壓力。
縮減 Fed 資產負債表規模	<ol style="list-style-type: none"> 1. Warsh 主張逐步推動資產負債表正常化、轉向存續期間較短公債的資產配置。 2. 高盛研究指出，倘若 Warsh 推動 Fed 縮表，將使 Fed 持有美國公債占比下降，市場可能需吸收更多美國公債供給，進而推升中長天期公債殖利率，且其亦預估如 Fed 縮表過快或幅度過大，恐導致美國貨幣市場利率(債券附買回市場利率)明顯飆升，難以透過降息來緩和其衝擊。
調整對外溝通方式	<p>外界多認為，過去 Fed 提高透明度(如前瞻式指引、SEP、記者會)有助降低利率波動；倘若 Warsh 弱化前瞻式指引或減少政策溝通，市場對未來政策方向之不確定性可能提高。</p>

資料來源：本行整理

¹⁸ Pradhan, Anshul and Demi Hu (2026), “Shifting Gears,” *Barclays*, Jun. 5; Giannoni, Marc *et al.* (2026), “Into the Fire,” *Barclays*, May 15; Oganer, Luis (2026), “Global Macro Outlook and Strategy,” *J.P. Morgan*, Jun. 9; Feroli, Michael (2026), “US: The Fed under Warsh,” *J.P. Morgan*, May 1; Abecasis, Manuel (2026), “AI and (Measured) Inflation: Up Then Down,” *Goldman Sachs Economics Research*, May 4; Marshall, William (2026), “Revisiting the Outlook for the Fed’s Balance Sheet,” Goldman Sachs, May 21; Schaper, Friedrich (2026), “Global Markets Daily: Fed Communication And Rates Volatility,” Goldman Sachs, May 1; Barbarino, Alessandro *et al.*(2026), “Measurement of ‘Computer Software and Accessories’ Inflation,” *FEDS Notes*, May 22

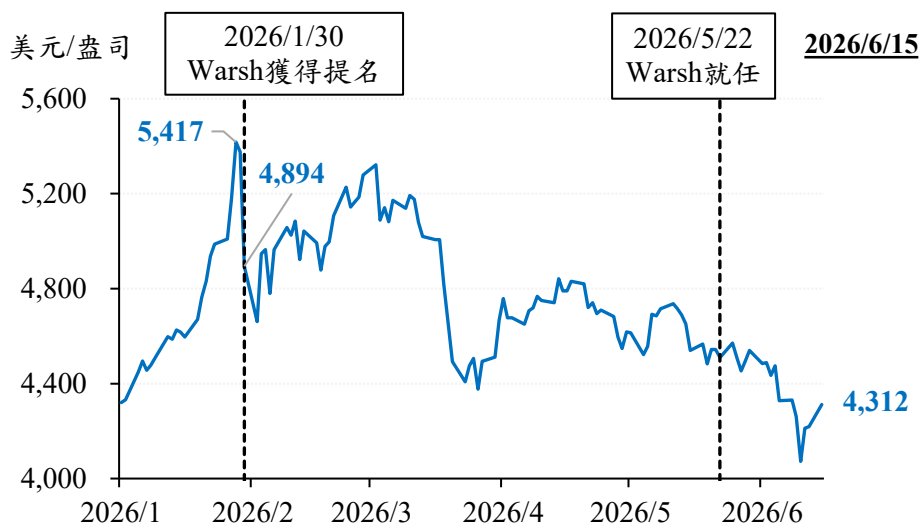
(二)Warsh 獲得提名後，國際金融市場之表現及觀察重點

本年 1 月底 Kevin Warsh 獲提名後金價曾一度大跌(圖 10)，此或與市場擔憂其縮表主張(收回市場流動性)有關；惟隨後爆發中東衝突，市場焦點轉向油價及通膨上揚等衝擊。由於 Warsh 不支持點陣圖等前瞻式指引，市場預期未來政策不確定性上升；近期受油價波動及 AI 估值等因素影響，債市及股市波動率均呈上揚，但尚難以認定此與 Warsh 政策主張有關。

1. 因通膨攀升，市場重新評估 Fed 政策利率路徑，本年降息預期轉為升息

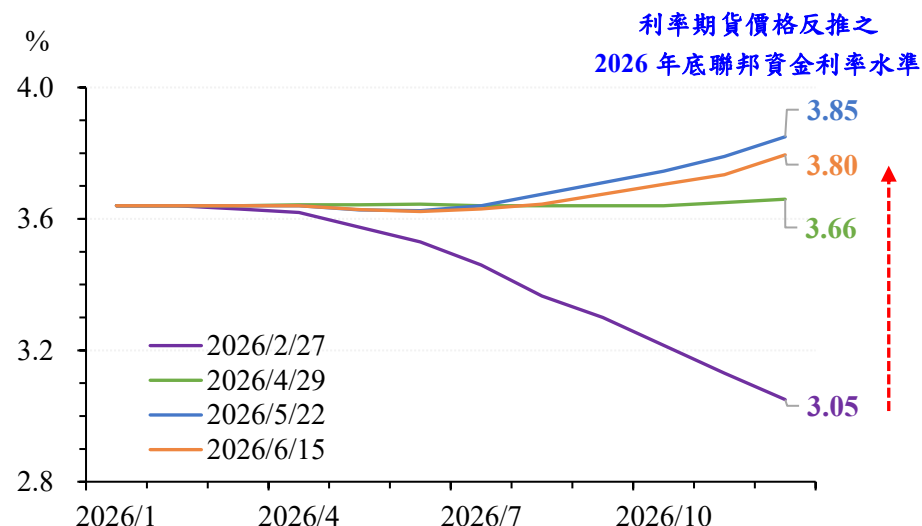
- 本年 2 月底中東衝突升溫以來，油價上漲致通膨增溫，市場上調年底之美國聯邦資金利率路徑，由降息 2 碼調整為按兵不動(圖 11)。4 月底 Fed Powell 主席主持任內最後一次 FOMC 會議，表示當前通膨偏高，若未看到通膨改善，Fed 不會考慮降息。
- 5 月上旬就業強勁及通膨升溫壓力持續，市場再度調整預期，認為 Fed 年底將升息 1 碼，並謹慎評估新任主席 Warsh 應對通膨風險之政策走向。

圖 10 黃金價格



資料來源：Bloomberg

圖 11 利率期貨隱含之 Fed 政策利率路徑

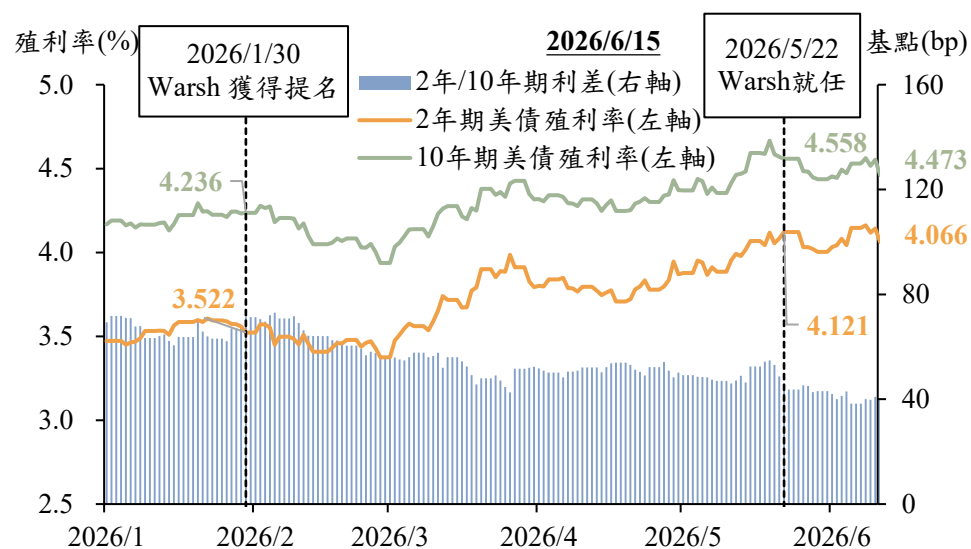


資料來源：Bloomberg

2. 美國公債殖利率上升且短期利率升幅大於長期升幅致曲線平坦化，期限溢酬尚未反映其或積極推動縮表之可能性

- 受地緣政治衝突及新任 Fed 主席等多重事件的綜合影響，美國公債殖利率曲線呈現上移，短端升幅大於長端。本年初迄今(6/15)，2 年期美債殖利率自 3.47% 升至 4.07%，10 年期美債殖利率自 4.17% 升至 4.47%，2 年期與 10 年期公債利差自 70 個基點縮小至 40 個基點，殖利率曲線平坦化(圖 12)。
- 2013 年 5 月 22 日時任 Fed 主席 Bernanke 暗示可能縮減 QE 購債規模引發縮減購債恐慌(taper tantrum)，致美國公債期限溢酬(term premium)¹⁹大幅攀升(由當(5/22)日之 76 個基點上升至 2013 年 12 月 31 日之 190 基點，增加 114 個基點)。
- 本年迄今，10 年期公債期限溢酬波動幅度不大，大致介於 60bp 至 80bp(圖 13)，顯示目前期限溢酬並未反映(priced-in) Warsh 主席將積極推動縮表的可能性。

圖 12 2 年期、10 年期公債殖利率及利差



資料來源：Bloomberg

圖 13 美國 10 年期公債期限溢酬



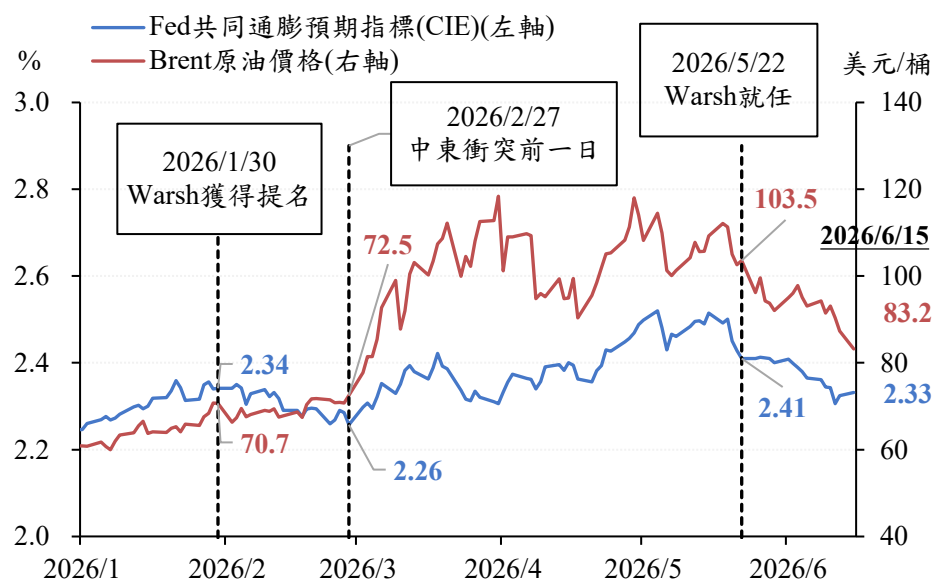
資料來源：Bloomberg

¹⁹ 期限溢酬係指，投資人為持有較長天期債券所要求之額外報酬，以補償其承受較大之價格風險及通膨風險。

3. 美國股市及債市波動度曾一度擴大，主要係反映中東衝突發展，此現象應與 Warsh 政策主張無關

- 本年初迄今，油價與美國通膨預期大致呈同步上升趨勢；惟自 5 月中旬起，通膨預期升幅明顯趨緩。儘管油價仍維持於較高水準，Warsh 於 5 月 22 日正式就任 Fed 主席後，市場認為 Fed 仍將優先致力於物價穩定，加以美伊戰事趨緩，通膨預期未再明顯攀升，反而呈現回落趨勢，Fed 共同通膨預期指標(CIE)已降至 2.33% (6/15)(圖 14)。
- 美債市場波動度指標(MOVE 指數)²⁰及股市恐慌指標(VIX 指數²¹)曾於 3 月間大幅攀升(圖 15)，惟市場波動加大主要反映美伊戰事導致通膨預期上揚及市場恐慌情緒升溫所致，應與 Warsh 政策主張無關。
- 近期隨美伊停戰協議磋商出現明顯進展，國際油價呈現回檔，通膨預期降溫，市場波動度亦呈下降。

圖 14 美國通膨預期與油價



資料來源：Bloomberg

圖 15 美國 VIX 指數與 MOVE 指數走勢



資料來源：Bloomberg

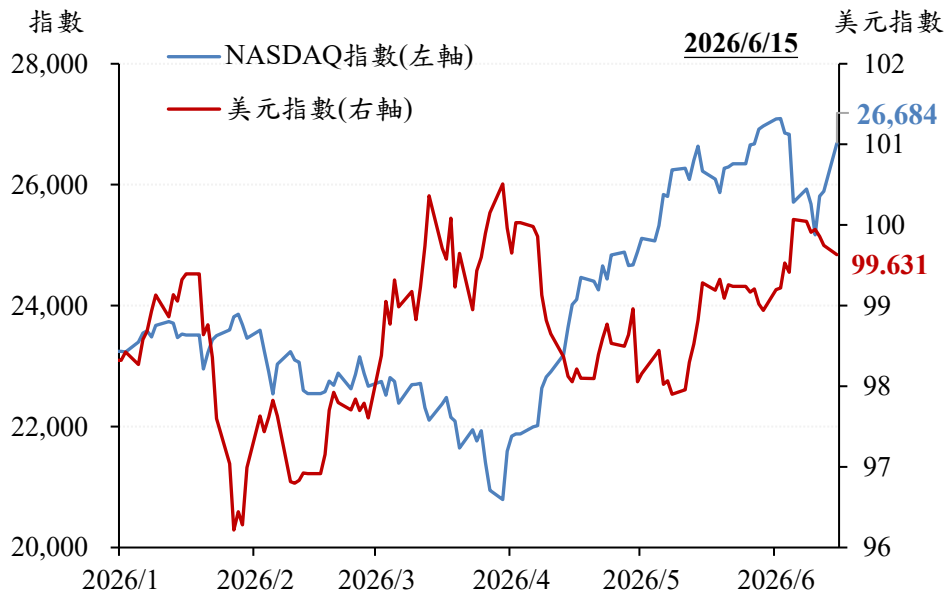
²⁰ MOVE 指數(全名為洲際交易所美銀 MOVE 指數)，係透過美國公債選擇權價格，計算出市場對未來 1 個月美國公債殖利率(即市場利率)波動之預期；該指數越大，代表投資人預期未來債市會有劇烈震盪。

²¹ VIX 指數(全名為芝加哥選擇權交易所波動率指數)，係透過計算標普 500 指數未來 30 天的選擇權(Options)價格，來推估市場對未來股市波動程度的預期，該指數越大，代表投資人預期未來股市會有劇烈震盪，市場充滿恐懼與不確定性，爰市場常稱其為恐慌指數。

4. 中東衝突導致避險情緒升溫，國際美元一度走強；近期則因美國經濟表現穩健，美元維持高檔盤整

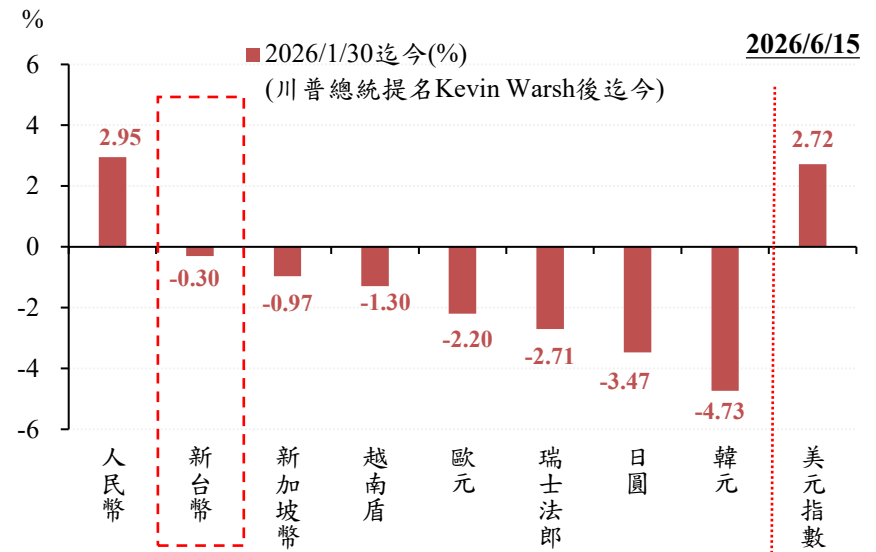
- 2026年3月以來，由於中東地緣政治風險升溫，全球股市等風險性資產因避險情緒加劇而上揚。之後隨美伊宣布暫時停火並啟動和談，市場對衝突擴大之疑慮逐步降溫，地緣政治風險趨緩，帶動全球股市反彈(圖16)。
- 市場原預期Fed新主席Warsh上任後或採行相對寬鬆貨幣政策，美元將因此走弱；惟本年1月30日Warsh獲得提名後迄今，美元指數上升2.72%，主要反映：1)中東衝突以來，國際美元因避險需求走強(圖17)，凸顯美元仍維持國際最重要準備貨幣之地位；2)市場目前評估美國經濟(就業市場)表現相對穩健，且通膨仍處於相對高檔，Fed降息空間有限。
- 本年1月30日迄今，除人民幣以外，歐元、日圓、瑞士法郎及韓元等主要貨幣對美元匯率多呈貶值。

圖16 那斯達克指數及美元指數



資料來源：Bloomberg

圖17 主要貨幣對美元匯率及美元指數升貶幅度



註：以紐約時間下午5時收盤匯率為準。若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。
資料來源：Bloomberg

七、穩定幣相關議題

穩定幣(stablecoins)全球市值已從 6 年前不及 100 億美元至如今的逾 3,000 億美元，目前仍主要用於加密資產(crypto assets)交易，惟跨境支付使用益增。根據本(2026)年美國管理諮詢公司發布的調查指出¹，全球逾 86%機構投資者已使用穩定幣或對穩定幣感興趣，傳統金融機構亦開始積極布局，且現實世界資產(Real-World Assets, RWA)代幣化發展下，需求料將續增。隨著穩定幣的採用日益擴張，以及與實體金融體系連結越發緊密，外界關注穩定幣可能從虛擬資產的交易媒介，轉變為金融基礎設施的重要一環。國際間監管當局的討論焦點，已由「穩定幣應否存在」轉向「如何妥適因應其發展」。

各國相繼實施穩定幣監管架構。美國欲藉通過「指導與建立美國穩定幣創新法案」(Guiding and Establishing National Innovation for U.S.，以下稱 GENIUS 法案)，以及正在國會審議中的「數位資產市場清晰法案」(Digital Asset Market Clarity Act，以下稱 Clarity 法案)，建立兼顧風險控管與創新的監管架構，意在確保美元地位。日本及歐盟則較著重維護金融體系的完整性；日本修訂「資金結算法」，限制僅由已持牌金融機構發行穩定幣，立場相對謹慎；歐盟加密資產市場規範(Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA)則在監管完整性上居領先地位。我國「虛擬資產服務法」亦於本年 6 月初經立法院財政委員會初審通過，持續推進後續立法程序。

穩定幣雖有望提升支付效率與金融創新，但也引發對貨幣金融影響、能否成為貨幣體系支柱及對跨境資本移動影響的廣泛討論。本行繼上(2025)年兩度探討相關議題後²，再次就外界關切國際間穩定幣的最新監管發展與評論，提供各界參考：

- Q1：在美元穩定幣發展下，美國及其他經濟體近期有哪些相關政策與立法進展？
- Q2：國際機構就穩定幣對實體金融與貨幣主權影響的最新看法與建議？
- Q3：穩定幣與存款代幣皆由私部門發行，兩者有何差異？與 RWA 代幣化的關係？
- Q4：穩定幣作為數位貨幣有何不足之處？
- Q5：穩定幣對跨境資本移動及外匯市場之影響？

¹ EY Parthenon and Coinbase (2026), “Volatility Drives Discipline, Not Retreat,” *2026 Institutional Investor Digital Assets Survey*, Mar.

² 請參見中央銀行(2025)，「穩定幣的貨幣屬性、對貨幣信用創造的影響及其相關風險之探討」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 18 日。中央銀行(2025)，「美元穩定幣與新台幣穩定幣相關議題之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 18 日。

Q1：在美元穩定幣發展下，美國及其他經濟體近期有哪些相關政策與立法進展？

A1：美國積極為美元穩定幣鋪路，除透過GENIUS法案與Clarity法案完善監管架構，也開放合規加密業者進入Fed支付系統；其他經濟體紛紛建立穩定幣監管架構，甚或布局官方數位貨幣以資抗衡。

(一)美國藉GENIUS法案與Clarity法案完善加密資產監理架構，並開放加密業者使用Fed支付系統

1. 上年7月美國通過GENIUS法案，建立聯邦層級的穩定幣監管架構。本年以來，美國貨幣監理署(OCC)、財政部轄下外國資產控制辦公室(OFAC)與金融犯罪執法網路(FinCEN)等監管機構，相繼依法發布擬議規則並徵求公眾意見³，推動制度落實。
2. Clarity法案著眼於建立更完整的數位資產市場監理架構，被視為GENIUS法案的重要配套措施。目前參議院銀行委員會已完成法案草案審議，後續仍須經國會完成立法程序⁴。
 - (1) Clarity法案的重要目標之一，在於釐清美國證券交易委員會(SEC)與商品期貨交易委員會(CFTC)之監理權責劃分，建立數位資產分類及監理標準，以降低長期以來因法規定位不明所產生之監管不確定性。在國會推動數位資產市場架構法制化的同時，SEC與CFTC也於本年3月提出了數位資產分類的釋義性指引⁵，作為未來監理實務之參考。
 - (2) Clarity法案在參議院陷入僵局數月，最大障礙在於銀行業者為防範存款流失，力促填補GENIUS法案中未禁止穩定幣發行人間接透過關係業者付息的漏洞，與加密業者產生利益衝突。而參議院銀行委員會審議通過的草案已明訂，不得就純粹持有穩定幣的行為而發放類存款利息，惟允許基於交易或活動(transaction or activity-based)的獎勵機制。

³ 監管機構依法須在 GENIUS 法案頒布後的 1 年內(即本年 7 月 18 日前)提出擬議規則並徵求公眾意見。GENIUS 法案將於頒布後的 18 個月(即明(2027)年 1 月 18 日)或監管機構發布最終規則後的 120 天生效，以先到者為準。詳 Office of the Comptroller of the Currency (2026), “GENIUS Act Regulations: Notice of Proposed Rulemaking,” *OCC Bulletin* 2026-3, Feb. 25; U.S. Department of the Treasury (2026), “Treasury Proposes Rule to Implement the GENIUS Act’s Requirements to Counter Illicit Finance,” *Press Release*, Apr. 8.

⁴ 法案經參議院全院表決通過後，需由眾議院通過相同或具協調基礎的版本；若參、眾兩院文本分歧，則須召開協商委員會化解差異。待最終一致文本獲兩院表決通過，即送交總統簽署生效。詳 Wilkins, Emily (2026), “Crypto Industry Scores Win as Clarity Act Regulation Bill Clears Senate Hurdle,” *CNBC*, May. 14; Park, Alicia (2026), “Crypto Stocks Surge as Senate Committee Advances Long-stalled CLARITY Act,” *Forbes*, May. 14。

⁵ 該指引將數位資產分成五類。前四類不被視為證券，分別為：(1)以比特幣(Bitcoin)等加密貨幣為代表的數位商品(digital commodities)；(2)以非同質化代幣(NFT)為代表的數位收藏品(digital collectibles)；(3)具有代表會員資格、票證、憑證等類似實質用途的數位工具(digital tools)；(4)GENIUS 法案定義的支付穩定幣(payment stablecoin)。最後一類則是由 SEC 監管的數位證券(digital securities)，包括代幣化證券(tokenized securities)。詳 SEC (2026), “SEC Clarifies the Application of Federal Securities Laws to Crypto Assets,” *Press Release*, Mar. 17。

3. Fed新任主席Kevin Warsh具數位資產投資背景，他於本年4月參議院聽證會上表示，數位資產已融入美國金融體系，Fed應在維持穩定的前提下支持創新⁶。此外，Fed近期開放具銀行執照的加密貨幣業者申請「精簡型主帳戶」(Skinny Master Account)，允許有條件使用Fed支付系統。此政策動向被視為Fed對加密貨幣與金融科技業者(FinTechs)的友善訊號，亦提升市場對數位金融發展的期待。

(1) 創新業者參與美國核心支付基礎設施

- 傳統「主帳戶」(Master Account)：過往僅受監管之存款機構得於各地區聯邦準備銀行開立「主帳戶」，直接連結Fed支付系統，辦理跨行支付、資金結算及清算等業務；加密貨幣業者及FinTechs等支付創新業者，則須透過持有主帳戶之第三方銀行間接入Fed支付網路，不僅增加營運成本，亦提高對傳統銀行體系的依賴程度。
- 「精簡型主帳戶」：為因應支付創新需求，Fed於上年10月提出「精簡型主帳戶」構想，規劃設立功能較傳統主帳戶精簡之支付帳戶，其用途僅限於支付、結算與清算，不得使用日間透支、貼現窗口及準備金制度等完整銀行業務之功能，不涉及準備金管理及其他完整銀行業務(見表1)。Fed並於本年2月完成公眾意見徵詢程序，隨後於3月正式核准首批業者開立此類帳戶。

表 1 傳統主帳戶 v.s 精簡型主帳戶

Fed 支付系統提供之服務功能	傳統主帳戶	精簡型主帳戶	設限理由
			是否設有隔夜餘額(overnight balance)上限
是否對隔夜餘額支付利息	V	X	
帳戶擁有者能否向貼現窗口(discount window)借款	V	X	旨在降低帳戶擁有者對聯邦準備銀行可能構成的信用風險(credit risk)。
帳戶擁有者是否允許產生日間透支(daylight overdrafts)	V	X	

資料來源：Federal Reserve Board of the Federal Reserve System (2025), “Federal Reserve Board Requests Public Input on “Payment Account,” Which Eligible Financial Institutions Could Use for the Limited Purpose of Clearing and Settling Their Payments,” *Press Release*, Dec. 19; Bank Policy Institute (2025), “Federal Reserve Payment Accounts: A Primer,” Dec. 19；本行自行整理。

⁶ Kiernan, Paul (2026), “Warsh Says He Believes in Crypto’s Place in Finance,” *The Wall Street Journal*, Apr. 21; Shilina, Alex (2026), “Kevin Warsh Officially Replaces Fed Chair Jerome Powell: Is Crypto About to Enter a New Era?” *CCN*, May. 17.

— **首家加密業者獲准直接連結Fed支付系統**：本年3月，加密貨幣交易所Kraken旗下銀行部門獲准開立精簡型主帳戶，成為美國首家直接對接Fed支付系統的加密業者，惟基於風控考量，該帳戶功能除用途受限、無法獲取準備金利息、不得使用貼現窗口等流動性支援外，另須接受更高標準的監理審查與風險控管。

(2) Fed檢討帳戶機制，擴大創新業者參與空間

— 本年5月，**美國總統川普**(Donald Trump)簽署行政命令，要求Fed全面檢視帳戶申請機制，以促進市場競爭與創新。**Fed隨即重啟意見徵詢**，並暫緩受理第三層級(Tier 3)機構申請以研擬新標準⁷。市場普遍預期，若後續改革持續推進，將有助於加密與金融科技業者更深度融入美國金融基礎設施，進一步推動數位金融市場發展。

(二)其他經濟體普遍採取審慎監理立場，強化私部門穩定幣規範；更有甚者推動官方數位貨幣

1. 美國川普政府大力支持穩定幣發展，旨在藉此拉抬國際間對美國公債的需求，進一步鞏固美元地位，但也威脅到全球其他經濟體的貨幣主權與金融穩定⁸。
2. 美國以外的各經濟體面對數位貨幣競爭雖策略各異，但普遍呈現出對私部門穩定幣加以監管的立場，要求發行人須具銀行或特定牌照背景。另值得注意的是，**歐盟正加速推動數位歐元**，**中國大陸則將數位人民幣轉為數位存款貨幣**，期以官方數位貨幣抗衡(見下頁表2)。

⁷ Fed 依申請機構的風險程度將其分為三級，Tier 1 係加入聯邦存款保險者，Tier 2 係未加入聯邦存款保險但受聯邦監管者，以及 Tier 3 係未加入聯邦存款保險且未受聯邦監管者。其中 Tier 3 申請帳戶將受到最嚴格審查。詳 Board of Governors of the Federal Reserve System (2022), “Guidelines for Evaluating Account and Services Requests,” Aug. 19。

⁸ Bénassy-Quéré, Agnès (2025), “Is Tokenization a Game-Changer for the International Monetary System?” Banque De France, Sep. 16; Rey, Hélène (2025), “Stablecoins, Tokens, and Global Dominance,” *IMF Finance & Development Magazine*, Sep.

表2 美國以外其他經濟體在貨幣競爭數位化下的政策方向

焦點 經濟體	對私部門穩定幣的立場	發行官方數位貨幣的態度
歐盟	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2024年歐盟「加密資產市場規範」(MiCA)正式納管穩定幣，並設置了嚴格的託管要求¹。惟歐盟能否透過歐元穩定幣提升國際影響力，ECB總裁Christine Lagarde持懷疑態度。 ➤ 法國央行副行長Denis Beau示警，穩定幣若廣泛用於清算卻缺乏適當監管，歐盟支付系統恐面臨穩定幣化(stablecoinization)與美元化(dollarization)威脅，故呼籲在MiCA架構下加以限制(尤其是非歐元)穩定幣的支付應用。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ ECB擬於明(2027)年下半年展開數位歐元試點計畫。若歐洲議會於本年底前完成相關立法且試點順利，數位歐元有望於2029年問世。
英國	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 「2023年金融服務與市場法案」(FSMA 2023)賦予BoE監管數位清算資產(digital settlement assets)的職權，包括系統穩定幣(systemic stablecoin)²。 ➤ BoE於上年11月發布穩定幣監管擬議規則，預計在本年下半年定案：系統穩定幣將由BoE及英國金融行為局(FCA)共同監管；未被廣泛用於支付的穩定幣，則由FCA單獨監管。 ➤ BoE預告本年底將開放系統穩定幣的營運申請，並考慮放寬原擬監管規則³。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ BoE與英國財政部刻正探索發行數位英鎊的可行性，將於本年內決定數位英鎊的發展去留。
香港	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 香港「穩定幣條例」於上年8月生效，在香港發行港元穩定幣須向香港金融管理局(HKMA)申請牌照。 ➤ HKMA本年4月首發牌照給碇點金融科技公司(由渣打銀行(香港)持股50.5%)及香港上海滙豐銀行兩家機構，反映其青睞具發鈔銀行⁴背景者。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ HKMA基於上年10月完成「數位港元先導計畫」的成果，未來將優先發展數位港元供金融機構在批發場景的應用，但尚未決定是否推出數位港元。

註：1. 穩定幣發行人的準備資產，至少須有30%以存款形式存放於受監管的信貸機構(若為重要穩定幣發行人則為60%)。

2. BoE在上一年11月發布穩定幣監管擬議規則中定義：系統穩定幣，係指被廣泛用於支付、因此可能對英國金融穩定構成風險的穩定幣。凡經英國財政部認定為系統穩定幣者，將受到BoE與FCA共同監管；BoE負責審慎監管與金融穩定風險，FCA則監督市場行為與消費者保護。

3. 英國上議院的金融服務監管委員會(Financial Services Regulation Committee)於本年6月3日發布報告，明示BoE應重新考慮其原擬監管規則的部分內容，包括持有量上限(個人/企業：2萬/1,000萬英鎊)及準備資產要求(至少40%以零息準備金形式存放BoE，其餘最高60%可投資英國短期公債)。

4. 目前香港僅有香港上海滙豐銀行、渣打銀行(香港)及中國銀行(香港)這三家商業銀行獲准發行港元鈔券；在香港的聯繫匯率制度下，發鈔銀行須以7.80港元兌1美元的固定匯率，向香港外匯基金繳存美元，方可發行港元鈔券。

表2 美國以外其他經濟體在貨幣競爭數位化下的政策方向(續)

焦點 經濟體	對私部門穩定幣的立場	發行官方數位貨幣的態度
南韓	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 南韓執政黨已於本年4月提出「數位資產基本法」草案，但南韓金融服務委員會(FSC)與南韓央行(BoK)對穩定幣監管存在歧見：前者支持非銀行機構主導發行穩定幣，後者則主張穩定幣發行主體須由銀行持股51%以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ BoK新任總裁申鉉松在本年4月的就職演說聚焦央行數位貨幣(CBDC)，上年暫停的數位韓元試點計畫有望重啟。
日本	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 日本國會修訂「資金結算法」於2023年6月生效，明確定義穩定幣為電子支付工具，僅限銀行、信託公司及資金轉移業者可擔任發行主體。日本金融科技公司JPYC獲日本金融廳批准，於上年10月在日本發行首款日圓穩定幣。 ➤ 日本執政黨國會議員於本年6月提交政策建言，主張政府應將「鏈上金融」提升至國家戰略高度，包括推動日圓穩定幣在亞洲的清算應用。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ BoJ自2023年啟動數位日圓試點計畫，預計於本年底前決定發行數位日圓的必要性。
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 中國人民銀行(人行) 上年11月召開「打擊虛擬貨幣交易炒作工作協調機制會議」，對外表示穩定幣存在被用於洗錢、集資詐騙、違規跨境轉移資金等非法活動的風險，拒絕其在境內作為支付工具使用。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 人行於本年1月將數位人民幣由原先不計息、定位M0的數位現金，轉為具備計息機制且受存款保險保障的數位存款貨幣。
台灣	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 金管會研擬「虛擬資產服務法」草案，內容涵蓋穩定幣相關規範，已於本年6月初經立法院財政委員會初審通過，持續推進後續立法程序。 ➤ 證交所與櫃買中心本年5月發布「穩定幣交易會計處理」及「持有加密貨幣內部控制制度」指引，以協助企業處理相關會計認列，並完善加密貨幣控管機制。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 央行於本年4月發布「央行數位貨幣(CBDC)對外溝通活動總結報告」，表示現行國內支付體系多元、便利，尚無發行零售型CBDC的急迫性，因此央行先以CBDC試驗成果為基礎，建置數位金流平台，以數位券作為先行試作項目⁵。 ➤ 為因應資產代幣化發展，央行持續進行以批發型CBDC支援各類資產代幣交易之試驗計畫。

5. 上年已協助客委會發放「客家幣1.0」及行政院普發現金1萬元，運作順暢；本年持續與其他部會合作辦理發放專案，如客委會「健康幣2.0」、運動部「運動幣」及衛服部「健康幣」等。

資料來源：各經濟體監管機構網站及國際媒體報導；本行自行整理。

Q2：國際機構就穩定幣對實體金融與貨幣主權影響的最新看法與建議？

A2：國際間就穩定幣對金融中介的衝擊看法不一，惟均關注穩定幣在廣泛採用下可能為金融體系帶來的影響；至於美元穩定幣，恐產生美國貨幣政策的外溢效應，並加速威脅若干新興市場經濟體的貨幣主權。

(一) BIS 及紐約 Fed 皆認為穩定幣恐弱化銀行之金融中介功能；另 IMF 與金融穩定委員會(FSB)示警穩定幣對金融市場的外溢效應

1. **BIS**指出⁹，一旦穩定幣被廣泛採用作為支付工具，並與傳統貨幣形式競爭，恐促使金融體系朝十足準備制的狹義銀行(narrow bank)模式發展，並影響銀行之金融中介角色。
 - 現行實體金融的部分準備金制度下，銀行體系存款與放款間原有的緊密連結將因穩定幣廣泛採用而弱化，使部分信用供給轉由監理程度較弱且放款行為通常較具順景氣循環性之非銀行金融機構¹⁰提供，銀行承作存放款業務所帶來之綜效(synergies)¹¹可能消失，進而提高流動性衝擊之脆弱性。
2. **紐約Fed**研究提出¹²，穩定幣發行人因對資金流動性需求高，收受發行人存款的銀行會面臨更大準備金餘額波動，亦即穩定幣市場將流動性壓力傳導至傳統銀行體系，使得銀行傾向增持超額準備金，因而削減放款，削弱其信用創造¹³。
3. **ECB**總裁Lagarde表示¹⁴，面對穩定幣市場擴張所引發的銀行信用緊縮，美國憑藉資本市場發達尚可吸收之，對企業融資影響有限；惟在歐元區，仍以銀行作為實體經濟的主要信用來源而言，將會帶來衝擊。

⁹ Hernández de Cos, Pablo (2026), “Stablecoins: Framing the Debate,” Speech at a Bank of Japan Seminar, Tokyo, Apr. 20.

¹⁰ 如投資銀行、金融公司、共同基金等。

¹¹ 係指銀行承作存款與放款業務時，因存款提領與放款需求通常不會同時大量發生，銀行體系得以共用流動性資產並彈性調度資金，從而降低流動性持有成本。

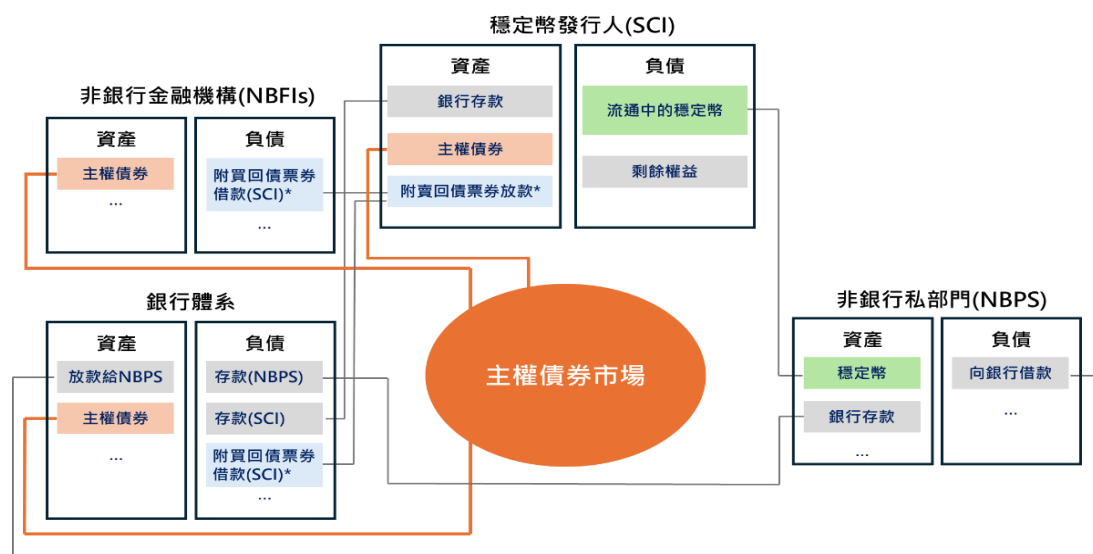
¹² Lee, Michael Junho and Donny Tou (2026), “Stablecoins Disintermediation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 1185, Feb.

¹³ 惟美國白宮經濟顧問委員會(CEA)認為，不論是否禁止穩定幣支付利息，對維護銀行金融中介功能之效果有限。詳 CEA (2026), “Effects of Stablecoin Yield Prohibition on Bank Lending,” The White House, Apr. 8。

¹⁴ Lagarde, Christine (2026), “Stablecoins and the Future of Money: Separating Functions from Instruments,” Speech at the Banco de España LatAm Economic Forum in Roda de Bará, Spain, May 8.

4. IMF與FSB學者共同研究指出¹⁵，**隨穩定幣規模成長**，其準備資產同步擴張，使**發行人與主權債券市場的連結日益緊密**，漸具**系統重要性(systemic importance)**¹⁶。任何**源自於系統重要性穩定幣的壓力**，均**可能波及整個金融體系**(見圖1)。
- 若穩定幣面臨贖回且現金準備資產不足時，發行人恐被迫出售如債券等其他資產，使穩定幣陷入「**贖回**」與「**拋售準備資產**」**交織的循環**(見圖2)。

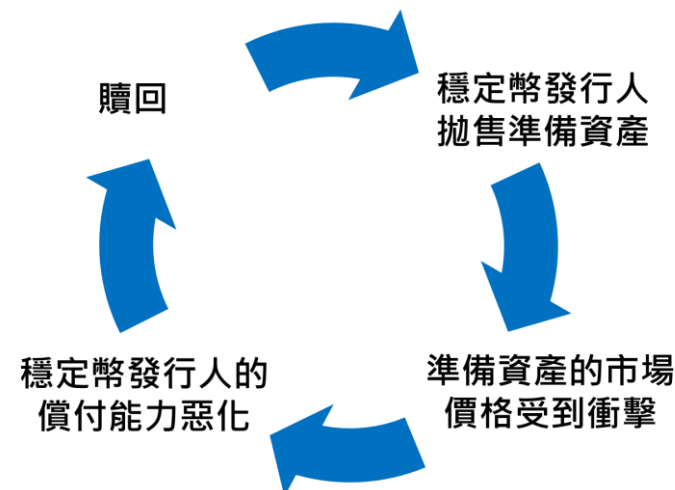
圖 1 穩定幣在金融體系的定位



*：銀行/非銀行金融機構與穩定幣發行商進行債票券附條件交易：前者將債票券賣給後者，並約定於未來特定日期按約定價格買回。對穩定幣發行商而言，此舉本質上是提供資金融通，並在約定期滿時將該資產賣回給原機構。

資料來源：Gross and Senner (2026)

圖 2 贖回與拋售準備資產循環



資料來源：Gross and Senner (2026)

¹⁵ Gross, Marco and Senner, Richard (2026), "From Par to Pressure: Liquidity, Redemptions, and Fire Sales with a Systemic Stablecoin," *IMF Working Paper*, Jan.

¹⁶ Gross and Senner (2026)指出，穩定幣之系統重要性可參照 FSB 對全球系統重要性銀行(Global Systemically Important Banks, G-SIBs)之辨識架構，主要考量其規模大小、與金融體系連結程度、提供服務是否難以替代、跨國業務範圍，以及業務與組織架構之複雜程度。

(二) 美元穩定幣恐產生美國貨幣政策的外溢效應，並加速若干新興市場經濟體貨幣主權的威脅

1. **穩定幣跨境支付的使用正在增加，尤其是美元穩定幣**。根據IMF經濟學家Marco Reuter的估計，美元穩定幣跨境資金移動已於2022年初超越比特幣與以太幣等未擔保加密資產¹⁷（見圖3）。
2. 許多**新興市場經濟體為對抗高通膨、規避國際支付限制，以及抵禦本幣貶值風險，日益增加使用美元穩定幣**；根據IMF統計，非洲、中東、拉丁美洲及加勒比海地區，穩定幣持有量相對於銀行存款的比率正快速增加(見圖4藍色實線、紅色實線)¹⁸。
3. 國際機構指出¹⁹，**美元穩定幣**透過降低取得美元的門檻，從而更加強化現有美元的網絡效應(network effect)，**類似1960~1970年代歐洲美元(eurodollar)市場擴張**，對於**通貨替代風險本來就高的新興市場經濟體**，美元穩定幣恐進一步加劇其通貨替代；一旦這些經濟體的交易、商品價格及薪資使用美元穩定幣計價越來越增加，可能挑戰其貨幣主權。
4. **至於台灣**因國內支付系統具成本效率、物價穩定且債信佳，民眾高度信任本國貨幣，並無「美元化」問題。

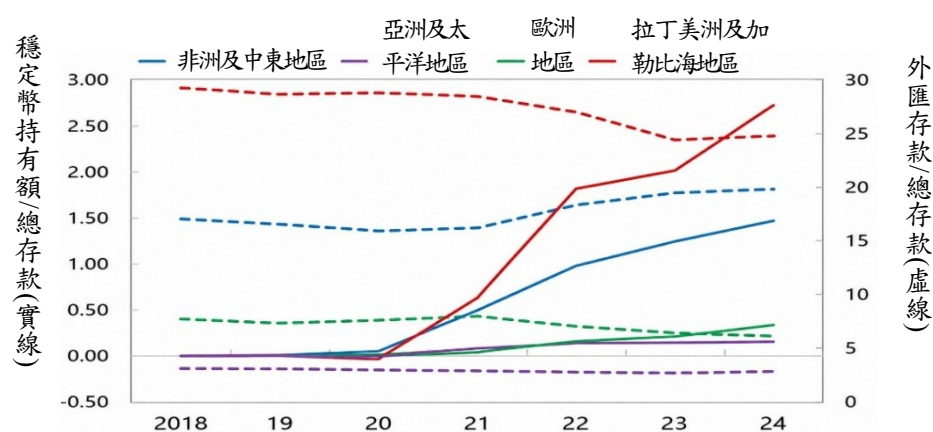
圖3 穩定幣跨境資金移動



註：穩定幣 USDT+USDC 係依據 Reuter (2025)研究方法衡量，且不包括區域內的資金移動。

資料來源：Cerutti et al. (forthcoming); Chainalysis; Reuter (2025)

圖4 穩定幣持有量相對於總存款之比率



資料來源：Adrian et al. (2025)

¹⁷ Adrian, Tobias et al. (2025), "Understanding Stablecoins," *Department Papers*, IMF, Dec.

¹⁸ Hernández de Cos, Pablo (2026), "Stablecoins: Framing the Debate," speech at a Bank of Japan seminar, Tokyo, Apr. 20; Adrian, Tobias et al. (2025), "Understanding Stablecoins," *Department Papers*, IMF, Dec.

¹⁹ Aldasoro, Iñaki, Jon Frost and Hiro Ito (2026), "The Impact of Stablecoins on the International Monetary and Financial System," *BIS Paper No 170*, May; Adrian, Tobias et al. (2025), "Understanding Stablecoins," *Department Papers*, IMF, Dec.

(三) 國際機構提出因應穩定幣帶來金融風險的若干對策²⁰

1. 近期**BIS總經理**Pablo Hernández de Cos在**演講**中，**提出**設置**類似存款保險機制或流動性支持**，以**消弭**穩定幣的**擠兌風險**。另他也**強調**，隨著各國監管方法逐漸完善，**國際間協調合作至關重要**；國際若無合作，各國分歧的監管架構恐導致嚴重的市場碎片化(fragmentation)，甚至讓監管套利有機可乘。
2. 另**IMF與FSB學者**共同研究分析，**規範發行人維持100%以上的資產負債率及最低現金準備金比率**，可作為**強化發行商償付能力與流動性緩衝**的「**預防性機制**」，**降低價格脫鈎、贖回潮、準備資產被拋售及市場負向反饋的風險**，能帶來**最廣泛的穩定成效**；至於**贖回門檻**的設置，則可作為**流動性壓力顯現後的「緩解性機制」**，**降低市場波動**(見圖5)。
3. 此外，對**總體經濟統計編製**而言，**穩定幣也帶來重大挑戰**，因持有者資料往往無法完全掌握或缺乏關鍵細節，有**數據缺口(data gaps)**，**影響國際投資部位、國際收支及貨幣金融統計的資料品質**，亦或**影響發行者所在國的外債估計**。因此，**國際機構正合作在「G20數據缺口倡議3」(G20 Data Gaps Initiative 3)架構下**，**建立試行的資料蒐集機制**。

圖 5 IMF 研究報告評估各種監管設計的效果

↓ 顯著改善
 ↘ 略有改善
 → 無明顯變動

對策 \ 風險	價格脫鈎		贖回		準備資產被拋售		準備資產已被拋售的情況下	市場反饋
	發生機率	嚴重程度	發生機率	嚴重程度	發生機率	嚴重程度	嚴重程度	嚴重程度
資產負債率提高	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
準備資產中的現金比重提高	↘	↘	→	↘	↓	↓	↘	↓
贖回門檻設置	→	→	→	↘	→	↘	↘	↘

資產負債率提高，是最具成效的選項。其核心邏輯在於強化發行商的償付能力，從源頭降低「贖回」與「準備資產被拋售」交織循環的發生機率並減輕其嚴重程度。

充足的現金準備可作為第一線緩衝，先行吸收兌付壓力，進一步減少主權債券被拋售及其對市場的衝擊。

藉由限制每日贖回上限，可重新塑造資金流出的時間分布，給予市場消化債券拋售的空間。

資料來源：Gross and Senner (2026)

²⁰ Hernández de Cos, Pablo (2026), “Stablecoins: Framing the Debate,” speech at a Bank of Japan seminar, Tokyo, Apr. 20; Gross, Marco and Richard Senner (2026), “From Par to Pressure: Liquidity, Redemptions, and Fire Sales with a Systemic Stablecoin,” *IMF Working Papers*, Jan.; Li, Bo, Tommaso Mancini-Griffoli, Marcello Miccoli, Brandon Joel Tan and Longmei Zhang (2026), “Making Stablecoins Stable,” *IMF Working Papers*, Apr. 10.

Q3：穩定幣與存款代幣皆由私部門發行，兩者有何差異？與 RWA 代幣化的關係？

A3：穩定幣是一種價值與美元或其他法幣掛勾的虛擬資產，存款代幣則是代幣化的銀行存款，兩者之發行主體、價值基礎、取得方式及主要應用場景等皆不同，惟均在區塊鏈或分散式帳本技術(DLT)運作，均可支援 RWA 代幣之交易及結(清)算等金流作業，並可能在未來資產代幣化世界的貨幣體系中扮演重要角色²¹。

(一)穩定幣與存款代幣皆由私部門發行，運用 DLT 運作，惟兩者之發行主體、價值基礎、取得方式及主要應用場景等皆不同

1. 穩定幣在公共區塊鏈上運作²²，價值與美元或其他法幣掛勾，由法幣資產擔保其價值，**通常由非銀行部門發行，屬該部門的負債**，目前主要用途為**虛擬資產市場的交易媒介**，但應用範圍已逐漸擴及實體經濟的支付服務²³。

(1) 穩定幣常被用作洗錢的工具，且可能因**發行人的信用狀況、準備資產的透明度或安全性**等因素，而有**發行人倒閉、準備資產不足或價值不穩定**的風險，因此主要國家如美、日、歐及新加坡等均已著手予以納管，包括須以足額低風險且高流動性資產作為支持，並有適當的資本、流動性與風險管理標準，讓穩定幣更加安全可靠。

(2) 我國已由金管會研擬「**虛擬資產服務法**」草案²⁴，其中亦包含穩定幣相關規範條文。

2. 存款代幣為代幣化的銀行存款，**屬商業銀行的負債**，由於**商業銀行受高度監理，安全性較穩定幣為高**。

(1) 在適法性方面，**基於技術中立原則**，國外機關如歐洲銀行監理機關(EBA)²⁵及 BoE²⁶認為，存款代幣係將現行存款

²¹ 另可參見中央銀行(2025)，「資產代幣化世界之數位貨幣體系：存款代幣、穩定幣及央行數位貨幣(CBDC)扮演的角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月19日。

²² 公共區塊鏈係指任何人皆可自由加入、查看交易紀錄並參與交易驗證的區塊鏈，如以太坊(Ethereum)；私有區塊鏈則僅有經授權的成員才得以加入或驗證交易。

²³ 在部分新興國家，如高通膨或欠缺支付基礎設施的國家居民會將當地貨幣轉為美元穩定幣，當作美元使用並維持購買力外，其他用途也包括國際匯款、商業活動及支付薪資等。Visa (2024), “Stablecoins: The Emerging Market Story,” Sep.。

²⁴ 該草案已於2026年6月3日經立法院初審通過。

²⁵ EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24.

²⁶ Bank of England (2024), “The Bank of England’s Approach to Innovation in Money and Payments,” *Discussion Paper*, Jul. 30.

之價值或權利，改以數位形式表示，**不會因此改變存款人債權的經濟功能與基本性質**，因此**應適用銀行業之現行規範與制度**。

- (2) 在監管與風險控管機制方面，商業銀行受高度監理，須遵守嚴格的最低資本、流動性及風險管理等規範，具有存款保險機制，必要時尚有央行可充當最後貸款者(last resort)，因此存款代幣之安全性較穩定幣為高。
3. 存款代幣與穩定幣雖均為私部門發行之代幣化貨幣且於區塊鏈上運作，惟其**取得方式及主要應用場景**等具有差異(見下頁表3)，**兩者間可為互補、共存**。
 - (1) 由於**存款代幣**為代幣化的銀行存款，因此**持有人須經商業銀行 KYC 且開立帳戶後**，才能持有或使用存款代幣；**穩定幣**因在**公共區塊鏈**上運作，且屬於**可轉讓的債權**，因此**只要持有人能連接網路並透過數位錢包，即能取得或使用穩定幣**，對於部分面臨高通膨或資本管制較為嚴格的新興國家居民，相較於在銀行開立帳戶，更容易取得或使用穩定幣。
 - (2) **存款代幣與穩定幣**均可支援**可程式化及全天候(24/7)運作**，主要應用場景差異如下：
 - 存款代幣可供企業用於**即時流動性管理**或**跨境支付**等場景，部分大型銀行已積極進行相關研究及試驗。例如，美國**摩根大通銀行**於 2019 年推出存款代幣 JPM Coin 供該行客戶於自行內部進行境內或跨境資金移轉²⁷，並於本年 6 月協同**花旗銀行、富國銀行、美國銀行**等大型銀行及**美國結算所公司(The Clearing House)**宣布**共建存款代幣網路(金融聯盟鏈)**²⁸，以支援跨國企業於不同銀行間進行境內或境外之資金調度，提升跨境支付效率。
 - **穩定幣**目前主要作為**虛擬資產交易媒介**，並**可用於零售匯款、支付或收受薪資**，具有用於**小額支付**²⁹或**跨境支付潛力**。惟波士頓諮詢集團推估³⁰，2024 年穩定幣主要用途仍為虛擬資產交易，比重達 88%；至於實體經濟活動之支付³¹僅占 6%，尚未廣泛應用。

²⁷ Bloomberg (2023), “JPMorgan Is Exploring Blockchain-Based Deposit Token for Payments, Settlements,” Sep. 8.

²⁸ The Clearing House (2026) “Major Financial Institutions Unveil Bank-Led On-Chain Money Initiative,” *Press Release*, Jun. 5.

²⁹ 例如 USDT 上年第 4 季鏈上轉帳約 22 億筆，其中 19.4 億筆的轉帳金額低於 1,000 美元，占比達 88.2%。參見 Gradwell, P. (2026), “USDT Q4 2025 Market Report,” Tether, Feb. 4。

³⁰ Jhanji, K., K. Burchardi, Y. H. Zhang, C. Bravo, T. Hung, B. Kronfellner and H. Samad, (2025), “Stablecoins: Five Killer Tests to Gauge Their Potential,” White Paper, Boston Consulting Group, May.

³¹ 包括個人間轉帳(P2P)、個人與企業間轉帳(P2B)及企業間轉帳(B2B)。

表3 穩定幣、存款代幣之特徵

	穩定幣	存款代幣
發行主體	<ul style="list-style-type: none"> • 非銀行或銀行子公司 	<ul style="list-style-type: none"> • 商業銀行或其他存款機構
功能	<ul style="list-style-type: none"> • 即時清算、全天候運作(24/7) • 最終性 • 可程式化 • 主要是公共區塊鏈 	<ul style="list-style-type: none"> • 即時清算、全天候運作(24/7) • 最終性 • 可程式化 • 主要是私有區塊鏈(如金融聯盟鏈)
價值基礎	<ul style="list-style-type: none"> • 以低風險的流動性資產 1:1 支持，並有適當的資本、流動性與風險管理標準 	<ul style="list-style-type: none"> • 由銀行資產負債表支持，受銀行監管架構規範；具存款保險並可取得央行流動性支援
取得方式	<ul style="list-style-type: none"> • 由發行機構發行，但主要在次級市場取得 • 使用者須有數位錢包 	<ul style="list-style-type: none"> • 由商業銀行發行 • 使用者須有存款帳戶
主要應用場景	<ul style="list-style-type: none"> • 虛擬資產交易 • 零售匯款、具有用於小額或跨境支付潛力 	<ul style="list-style-type: none"> • 用於企業間的財務及營運資金管理或跨境支付
倒閉處理機制	<ul style="list-style-type: none"> • 資產隔離及破產程序 	<ul style="list-style-type: none"> • 存款保險及相關處理機制

註：最終性係指交易一旦確認後，即無法撤銷或變更。

資料來源：Liang, N., and W. Dudley (2026), “Next Steps for GENIUS Payment Stablecoins,” Brookings Institution, Mar. 3; 本行自行整理。

(二)近年 RWA 代幣化規模持續成長，私部門發行之代幣化貨幣(如存款代幣、穩定幣)均可作為交易與結(清)算工具³²，但無論是使用存款代幣或穩定幣，涉及跨機構或跨體系之運作，仍需以央行貨幣作為貨幣體系的清算資產及定錨

1. 近年來RWA代幣化市場成長快速，多家機構預測未來將持續增長。

(1) RWA 代幣化係將現實世界資產(包括股票、債券、基金等金融資產，黃金、房地產等實體資產)所衍生之經濟價值及權利連結至區塊鏈上之代幣，使其可呈現於區塊鏈上，並於鏈上進行交易。

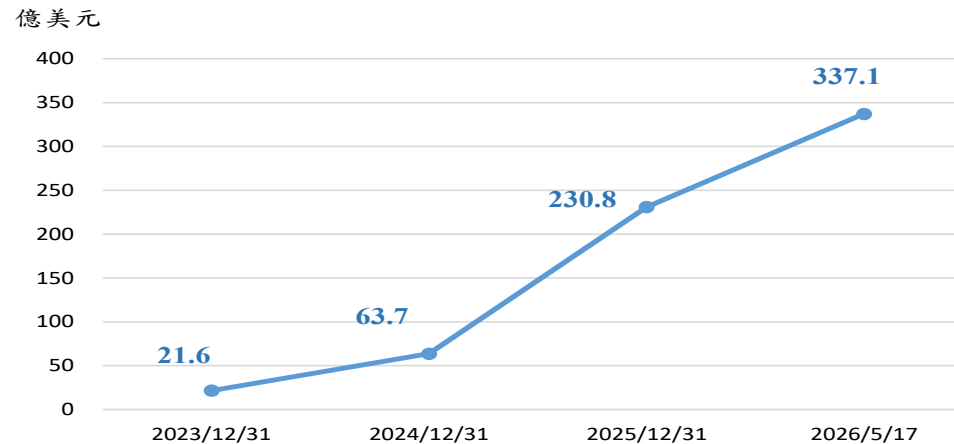
(2) 近年來代幣化技術興起促成資產代幣化的發展，若能善加利用代幣化的技術優勢與所帶來的好處，如全天候、跨境與跨時區交易、降低投資門檻、提高資產流動性等³³，則可有效提升交易效率。因此，近年 RWA 代幣化市場快速成長，總市值由 2023 年底之 21.6 億美元，成長至本年 5 月之 337.1 億美元(見下頁圖 6)，且許多機構樂觀預測未來將持續大幅增長³⁴。

³² 例如零售投資人可持有存款代幣或穩定幣，並用以投資購買證券代幣，提升交易的共通性與效率。

³³ 儘管將 RWA 代幣化具有許多好處，但仍有監管、法律等議題待釐清；此外，隨其規模日益擴大，亦須留意相關風險如傳遞衝擊、交易時間錯配及資訊揭露不足等。參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

³⁴ 例如麥肯錫顧問公司(McKinsey & Company)預估，至 2030 年，RWA 代幣市值將達 1.9 兆美元；渣打銀行預估，至 2028 年，RWA 代幣市值將達約 2 兆美元。Banerjee A., J. Sevillano, M. Higginson, D. Rigo, and G. Spanz (2024), "From Ripples to Waves: The Transformational Power of Tokenizing Assets," McKinsey & Company, Jun. 24; Khatri, Yogita (2025), "Standard Chartered sees tokenized real-world assets reaching \$2 trillion by 2028- 'vast majority' on Ethereum" The Block, Oct. 30。

圖 6 RWA 代幣市值



資料來源：RWA.xyz(統計資料未包含代幣化貨幣如存款代幣、穩定幣)

- (3) 代幣化資產的世界仍需有代幣化的貨幣支援交易、交割及結(清)算等金流運作，才能提高互通性，增進交易效率；由私部門發行的**存款代幣或穩定幣**，或將成為其中重要的**交易與結(清)算工具**。
2. 即使**存款代幣、穩定幣**等可能在未來資產代幣化世界中扮演重要角色，但最終仍需以**央行貨幣**作為**最佳清算工具及定錨**，才能共同建構完善的數位貨幣體系。
- (1) 隨著資產代幣化的蓬勃發展，不同 DLT 平台或帳本之間需有**共通的清算資產**，使支付體系可支援任何代幣化資產的清算服務，促進市場效率。
- (2) **央行貨幣**由央行發行，無流動性風險與信用風險，**即為最佳清算資產**；在代幣化的世界中，需以代幣化的央行貨幣³⁵(即為批發型 CBDC 或為準備金代幣)作為跨體系、跨機構的最終清算資產，才能持續為代幣化的貨幣支付體系提供信任基礎，並作為定錨。基此，**本行將持續進行批發型 CBDC 相關試驗**³⁶，期建構未來代幣化貨幣體系基礎設施，以確保貨幣支付之**安全性、互通性與最終性**。

³⁵ 為代幣化準備金，為批發型 CBDC 的一種，用於金融機構間代幣化資產的清算。

³⁶ 2025 年起本行與集保結算所合作，試驗以批發型 CBDC 結合存款代幣，支援債券代幣採款券同步交割(DvP)之技術可行性。

Q4：穩定幣作為數位貨幣有何不足之處？

A4：穩定幣在公共區塊鏈上運作，惟受限於公共區塊鏈碎片化的傾向，不利貨幣的網路效應，加以不符合單一性(singleness)、彈性(elasticity)、完整性(integrity)等三項貨幣的測試標準，因此難以成為貨幣體系的支柱，須透過妥適的監管確保其安全可靠，並以央行貨幣作為定錨。

(一)公共區塊鏈有碎片化的傾向，不利穩定幣作為貨幣的網路效應³⁷

1. 社會大眾願意接受某種貨幣，係因相信該貨幣未來亦能被他人接受，因此信任是貨幣體系的基礎³⁸；當接受某種貨幣的商家愈多，消費者採用該貨幣的誘因就愈高，從而形成正向循環，具有網路效應(network effect)，貨幣可藉此協調經濟活動。
2. 前BIS貨幣與經濟部門主管、現任南韓央行總裁申鉉松認為，穩定幣受限於公共區塊鏈碎片化的傾向，不利其作為貨幣的網路效應。

(1) 公共區塊鏈「去中心化」的設計，會導致許多不互通的區塊鏈相繼出現，形成碎片化現象。

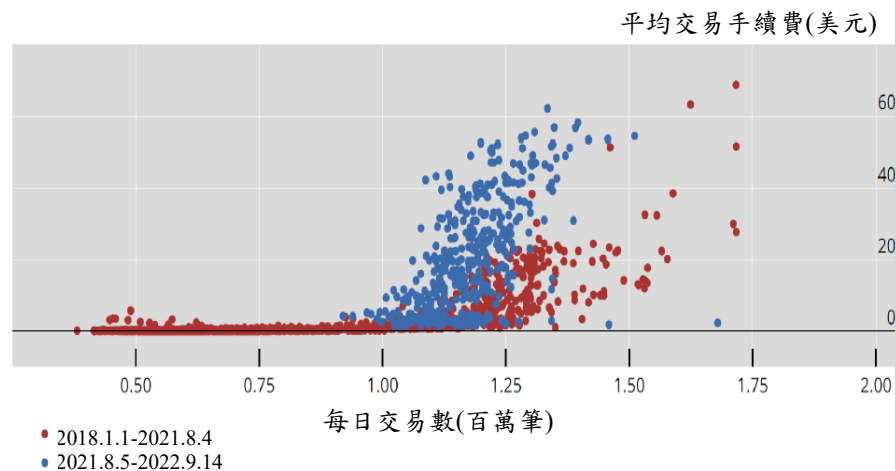
- 去中心化的設計係透過不同驗證者之間的共識，來取代對某一中心化機構的信任，亦即透過用戶交易活動之手續費等獎勵作為誘因，鼓勵驗證者參與共識機制³⁹。
- 有許多用戶欲同時交易，區塊鏈將產生擁塞的情形，此時用戶須提高手續費，以使其交易優先受到處理，因而形成交易活動愈多、手續費愈高的現象(見下頁圖7)；若費用過低，則可能無法提供足夠誘因吸引驗證者參與共識並確保帳本安全性。
- 當某一區塊鏈因交易活動增加而導致手續費大增，用戶基於成本考量，將分流至不互通的其他區塊鏈，例如對價格敏感的用戶，將遷移到費用較低，但安全性或去中心化程度可能較弱之區塊鏈，形成碎片化現象(見下頁圖8)。

³⁷ Shin, Hyun-Song (2026), “Tokenomics and Blockchain Fragmentation,” BIS Working Papers, No.1335, Mar.

³⁸ Carstens, Agustin (2022), “Digital Currencies and the Soul of Money,” Speech at the Goethe University's Institute for Law and Finance (ILF) Conference, Jan. 18.

³⁹ 例如，比特幣採用「工作量證明」(Proof of Work, PoW)作為共識機制，驗證者透過大量運算競爭解決密碼學難題，由最先解決者將交易紀錄打包成區塊，並獲得代幣與手續費獎勵；以太坊(Ethereum)採用「權益證明」(Proof of Stake, PoS)，驗證者透過質押區塊鏈的原生代幣取得驗證資格，系統依質押比例選出負責確認交易之驗證者，並由其他驗證者確認交易區塊，若有造假或惡意行為，質押代幣將被沒收。

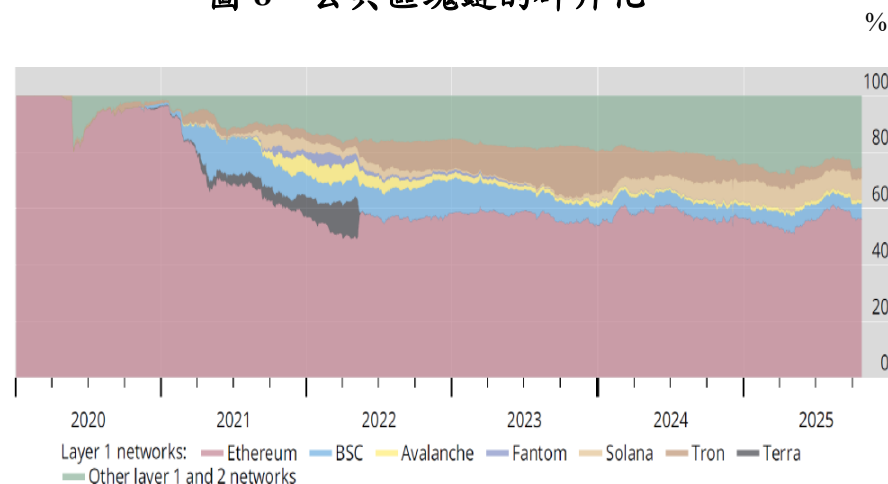
圖 7 以太坊之手續費隨交易活動增加而上升



說明：以太坊之手續費(gas fee)係用戶為使其交易或智能合約得以於區塊鏈上執行，而支付之費用。

資料來源：Shin, Hyun-Song (2026), “Tokenomics and Blockchain Fragmentation,” BIS Working Papers, No.1335, Mar.

圖 8 公共區塊鏈的碎片化



說明：圖中顯示不同區塊鏈上 DeFi 總鎖定價值(total value locked, TVL)之占比，TVL 係鎖定於 DeFi 協議的虛擬資產總價值。

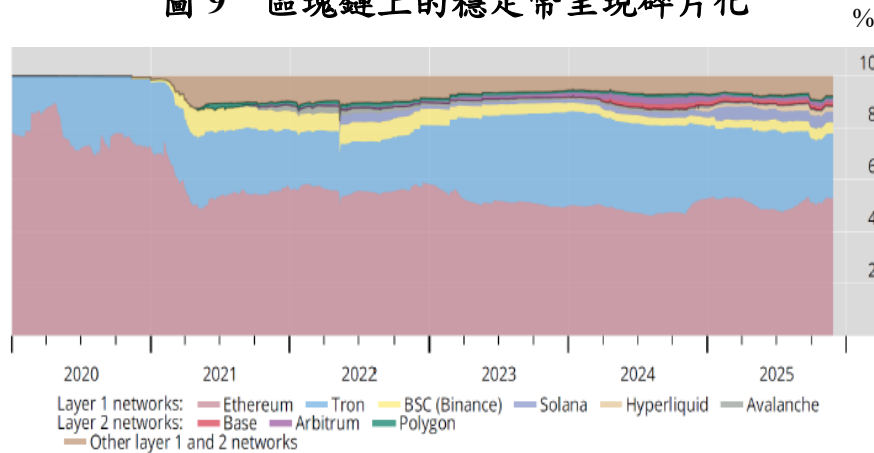
資料來源：Shin, Hyun-Song (2026), “Tokenomics and Blockchain Fragmentation,” BIS Working Papers, No.1335, Mar.

(2) 穩定幣係在公共區塊鏈發行，故亦受限於公共區塊鏈碎片化的傾向，不利貨幣的網路效應。

- 不同的區塊鏈間缺乏共同通訊機制，即使由同一發行人在不同區塊鏈上所發行的穩定幣亦無法直接互通。
- 穩定幣跨鏈間的轉移須透過跨鏈橋(bridges)技術進行⁴⁰，耗費時間與操作成本，且容易成為駭客的攻擊目標，此外，跨鏈間缺乏穩定幣依面值等價兌換的信任基礎，因此不同鏈上的穩定幣不具無縫移轉性質(seamless transferability)。
- 在不同區塊鏈上運作的穩定幣，形同將用戶與流動性分散在不互通的孤島，造成流動性的碎片化(見下頁圖9)，損害貨幣的網路效應。

⁴⁰ 在某一鏈上鎖定一種代幣，並在另一鏈上鑄造等值代幣的協議。

圖 9 區塊鏈上的穩定幣呈現碎片化



說明：圖中顯示穩定幣在不同區塊鏈上之市值占比。

資料來源：Shin, Hyun-Song (2026), "Tokenomics and Blockchain Fragmentation,"
BIS Working Papers, No.1335, Mar.

1. 穩定幣在不同區塊鏈(如以太坊、Tron、Solana)上發行與流通，彼此不互通，無法完全相互替代，不具貨幣應有的無縫移轉性質。
2. 穩定幣在不同區塊鏈上運作，將造成流動性的碎片化，貨幣使用規模難以集中，不利貨幣的網路效應。

(二) 穩定幣不符合貨幣的三項測試標準

BIS 認為⁴¹，從單一性、彈性、完整性等三項貨幣的測試標準來看，穩定幣均無法成為貨幣體系的支柱。

1. **單一性**：不同機構發行的貨幣，應能以面額等值支付及清算，方能成為使用者可無條件接受(no-questions-asked)的支付工具。銀行間支付係由央行準備金作為交易的最終清算資產，實現支付的等值清算；穩定幣於次級市場交易之兌換率則可能偏離面值，且不同穩定幣可能因準備資產、發行人信用等差異而產生折價或溢價。
2. **彈性**：指發行機構可依經濟體的需求，靈活調節貨幣發行量之能力。商業銀行貨幣(客戶存款)不必提存100%的準備金，可在監管範圍內經由放貸而彈性擴張其資產負債表，滿足個人或企業借款需求；而穩定幣是採100%準備的發行方式，如要增加供給，需要用戶提前支付法幣才能發行，發行人無法自行擴張穩定幣之供給。

⁴¹ BIS (2025), "The Next-Generation Monetary and Financial System," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

3. **完整性**：防止金融犯罪與非法活動的能力，以維持信任與穩定。面對客戶的中介機構須實施嚴格KYC程序及AML/CFT等措施，客戶則須遵守相關規定以進行交易；而**穩定幣屬於數位不記名支付工具**⁴²，可自由跨境流通、出入不同交易所及自我託管錢包(self-hosted wallet)，**在KYC合規上存在漏洞**。

(三) 為確保穩定幣的安全可靠，各國陸續著手納管穩定幣

1. 為**確保穩定幣的價值穩定**，並**降低被用作洗錢、詐欺等工具的風險**，近來主要國家監理機關已陸續訂定規範予以納管。例如，美國訂定GENIUS法案，規範支付型穩定幣之初級市場發行相關事宜；歐盟則以MiCA規範虛擬資產(含穩定幣)之初級市場發行及次級市場交易等相關事宜。
2. **各國對穩定幣的規範項目**主要包括**發行人資格、準備資產管理、贖回要求、資訊揭露、禁止向穩定幣持有人支付利息**、須遵守**洗錢防制**相關規範等。

(四) 以央行貨幣為定錨係健全數位貨幣體系的關鍵

1. **現代貨幣體系由央行提供信任基礎，建構貨幣的網路效應**，使貨幣能充分發揮交易媒介、計價單位及價值儲藏等三大功能，促進經濟活動的協調。
2. 依據前述三項貨幣的測試標準，BIS認為**當前的雙層貨幣體系仍是最適模式**⁴³，亦即**以央行貨幣為核心**，取代之成本較高且具有碎片化傾向的去中心化設計，確保清算最終性及維護計價單位的穩定；商業銀行及其他民間機構則提供支持經濟活動所需的各項金融服務，並協助支付順暢。
3. 未來數位貨幣體系仍須以央行貨幣為定錨，支援存款代幣或穩定幣的互通性及安全性；BIS建議⁴⁴，可建立**由央行貨幣為核心的聯合帳本(Unified Ledger)**⁴⁵，使不同銀行發行的**代幣化存款及各類代幣化資產**共同存在一個互通的平台，以**確保貨幣的網路效應及單一性**，建構健全的數位貨幣體系。

⁴² 穩定幣持有人可能並非發行人的客戶，發行人無法確認持有人是否已完成身分驗證。

⁴³ BIS (2025), "The Next-Generation Monetary and Financial System," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

⁴⁴ BIS (2023), "Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 20.

⁴⁵ 聯合帳本的架構選擇可視為一個連續光譜(continuum)，從極端的單一共享帳本到多個帳本透過橋接連接皆為可能的範圍，設計時可依需求進行選擇。

Q5：穩定幣對跨境資本移動及外匯市場之影響？

A5：穩定幣正逐步影響全球金融與支付體系，其價格相對穩定、跨境移轉便捷及交易成本較低等特性，有助提升跨境支付效率與資金流動性；惟其亦可能降低跨境資金流向透明度、加劇資本移動及匯率波動，並影響資本流動管理措施之有效性。鑑於穩定幣對跨境資本流動、外匯市場及金融穩定之潛在影響，IMF、BIS 及 FSB 均呼籲各國建立適當監理架構，強化風險管理與監督機制。

(一) 穩定幣對跨境資本移動之影響

1. 改變跨境資本移動模式，提升資金移動效率

傳統跨境支付主要依賴 SWIFT 及代理銀行體系(correspondent banking system)，資金移轉通常需經過多層金融中介，結算時間較長且交易成本較高。相較之下，穩定幣可透過區塊鏈網路進行點對點(P2P)移轉，得提供近乎即時之跨境支付與結算服務，大幅降低交易及時間成本，此一機制不僅有助提升國際貿易、跨境投資及跨境匯款之效率，亦有助於金融基礎設施尚不完善之新興市場與發展中地區提升金融服務可及性，進一步強化普惠金融之發展潛力。

2. 降低跨境資金流動透明度，增加金融監理挑戰

穩定幣具備跨境移轉快速、全天候交易、紀錄可追溯但持有人具匿名性(pseudonymity)等特性，加上其可透過境外平台、自我託管錢包或點對點形式進行，使得相關交易較不受傳統金融監管⁴⁶。此一去中介化流通特性，將降低各國主管機關對資金來源、流向及最終用途的掌握度，形成監理資訊缺口(data gap)，增加洗錢防制、跨境資本監測及金融監理挑戰。

3. 提高跨境資本流動規模與波動性，影響資本流動管理之有效性

穩定幣雖具有降低跨境支付成本及提升資金移動效率之潛力，但亦可能擴大資本移動規模與波動性，特別是在市

⁴⁶ FATF (2026), “Targeted Report on Stablecoins and Unhosted Wallets – Peer-to-Peer Transactions,” Mar.

場面臨壓力或不確定性升高時，資金可快速轉換為美元穩定幣並跨境移轉，進一步加劇短期跨境資本流動，對於資本帳尚未完全開放之經濟體而言，可能削弱既有資本流動管理措施(Capital Flow Management Measures, CFMs)之有效性，甚至引發資本外流風險。IMF 亦強調，各國主管機關應密切關注穩定幣及其他虛擬資產對資本流動穩定性之影響，並防範其對既有資本流動管理措施所造成之潛在衝擊⁴⁷。

(二)穩定幣對外匯市場之影響⁴⁸

1. 形成銀行體系外之新型外匯交易渠道

美元穩定幣雖於區塊鏈網路流通，但其價值仍錨定美元。當市場參與者以本國貨幣購買或贖回美元穩定幣時，實質上已涉及本幣與美元間的兌換。隨著穩定幣交易規模逐漸擴大，部分原循傳統銀行體系進行的換匯需求，可能轉移至虛擬資產服務商(VASP)，於銀行體系外形成新型態的外匯交易渠道。

2. 穩定幣交易可能影響外匯市場供需

美元穩定幣採 1:1 錨定美元機制，交易人以本幣買賣美元穩定幣，本質上仍涉及本幣與美元間的兌換。當此類需求自銀行體系分流至虛擬資產服務商後，服務商為管理其庫存與匯率風險，最終仍須透過銀行體系持有或調整美元部位。因此，穩定幣交易所衍生之美元需求，最終將傳導至實體外匯市場，進而影響外匯市場之供需。

3. 穩定幣交易可能加劇匯率波動

IMF 及 BIS 研究指出，當美元穩定幣價格與銀行體系美元即期匯率出現價差時，將引發套利交易⁴⁹；尤其於市場波動劇烈期間，程式化高頻套利交易除可能推升外匯市場交易量外，亦可能加劇各國匯率波動。香港金融管理局(HKMA)實證研究亦發現，新興市場貨幣與美元穩定幣交易量愈高，該貨幣之匯率波動度通常愈高⁵⁰。

⁴⁷ IMF (2023), “Elements of Effective Policies for Crypto Assets,” IMF Policy Paper, 2023/004, Feb.

⁴⁸ 目前主要穩定幣價值係連結美元，因此本節皆以美元穩定幣分析說明。

⁴⁹ Aldasoro, I., Beltran, P., and Grinberg, F. (2026), “Stablecoin flows and spillovers to FX markets,” *BIS Working Papers* No. 1340 / *IMF Working Paper* WP/26/56, Mar.

⁵⁰ Hong Kong Monetary Authority (2026), “Assessing the Impact of Stablecoins on Exchange Rate Volatility: Evidence from Emerging Market Economies,” Research Memorandum 02/2026, Feb. 24.

4. 穩定幣脫鉤風險可能衝擊外匯市場穩定

若**美元穩定幣**因發行機構信用風險、儲備資產品質疑慮或市場信心惡化而發生**擠兌或脫鉤**(depeg)事件，虛擬資產服務商可能需於短時間內大幅調整外匯部位，此類風險事件可能透過套利交易、流動性管理及避險操作等管道，**將虛擬資產市場風險傳導至外匯市場**⁵¹，加劇匯率波動並影響市場穩定。

(三)穩定幣對資本移動與外匯管理之挑戰

穩定幣之應用可能使部分跨境資金流動逐步脫離既有外匯管理架構，除增加主管機關掌握跨境資本流向之難度，並可能削弱資本移動及外匯管理措施之有效性。因此，各國已逐漸將穩定幣納入總體審慎監理及外匯管理之重要政策議題。

1. 國際組織之監理倡議

面對穩定幣所帶來之新興風險，國際重要金融組織已陸續提出監理原則與政策建議。其中，IMF 與 FSB 指出，主管機關應辨識並妥善因應穩定幣及其他虛擬資產對總體經濟及金融穩定之影響，包括要求虛擬資產服務商申報相關資料，以縮小資訊缺口，並透過國際合作及資訊交換機制提升監理效能⁵²。BIS 亦建議，各國應**借鏡傳統金融監理經驗，依據穩定幣之功能與風險特性，建立相應之監理架構**⁵³。

2. 本行之監理立場與因應

在此國際監理趨勢下，**為維持外匯管理制度之一致性與有效性**，本行將於「虛擬資產服務法」授權架構下，依循「**相同活動、相同風險、相同監管(same activity, same risk, same regulation)**」原則，建立穩定幣外匯管理機制，維護我國外匯市場秩序與穩定。

⁵¹ Aldasoro, I., Beltran, P., and Grinberg, F. (2026), “Stablecoin flows and spillovers to FX markets,” *BIS Working Papers* No. 1340 / *IMF Working Paper* WP/26/56, Mar.

⁵² IMF-FSB (2023), “Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets,” *IMF-FSB Joint Paper*, Sep. 7.

⁵³ Iñaki Aldasoro, Matteo Aquilina, Ulf Lewrick and Sang Hyuk Lim (2025), “Stablecoin growth – policy challenges and approaches,” *BIS Bulletin* No. 108, Bank for International Settlements, Jul. 11.

(1) 建立穩定幣移轉資料通報機制

針對境內虛擬資產服務商提供之穩定幣移轉服務，規劃建立資料通報制度，以強化對鏈上資金流向、跨境移轉及交易規模之掌握，提升跨境資本移動之監理能力。

(2) 穩定幣交易納入既有外匯管理架構

將穩定幣交易納入既有外匯管理架構，以確保不同金融通路間適用相同監理標準，避免因業務型態轉換而產生監理套利空間，維護外匯管理制度之一致性與完整性。

(3) 持續關注穩定幣市場發展，審慎因應相關風險

本行將持續關注穩定幣市場發展，包括交易規模、價格偏離情形、跨境資金流向及虛擬資產服務商業務模式等，並透過資料通報制度、鏈上監理科技及外匯管理規範之完善，持續強化監理量能，維護我國外匯市場秩序及匯率穩定。