

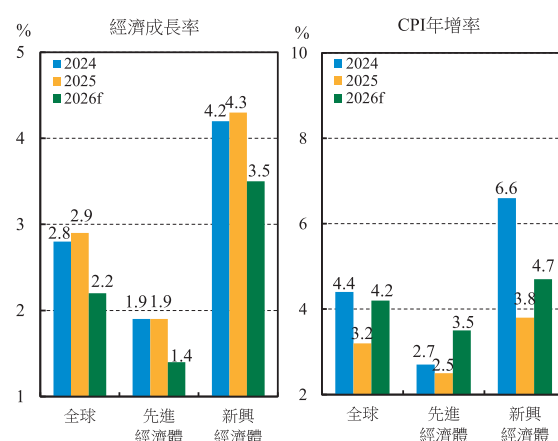
貳、影響金融體系之總體環境

一、國際經濟金融情勢

2025年受AI等新興科技發展帶動，加以美國延後對等關稅措施緩解市場恐慌，全球經濟穩步成長，資產價格反彈，金融情勢轉趨寬鬆。2026年以來，受中東戰事、地緣政治風險升溫、美國貿易政策變動及主要央行貨幣政策不確定性等因素影響，全球經濟前景不確定性增加，恐使各國經濟成長放緩，通膨壓力回升，並可能使金融情勢趨緊。另能源價格上升、主權債務與銀行聯動風險、AI產業高估值，以

及非銀行金融機構(Non-Bank Financial Intermediaries, NBFIs)與穩定幣規模快速擴張等問題，均可能提高全球金融脆弱度，增添金融不穩定風險，宜持續密切關注。

圖 2-1 全球經濟成長率及CPI年增率



註：2026f為S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2026/5/15)。

(一) 全球經濟穩步成長，惟經濟前景不確定性高

2025年受惠於AI等新興科技強勁發展帶動，緩解美國高關稅政策之負面衝擊，全球經濟穩步成長，S&P Global⁸ 估計全年全球經濟成長率為2.9%(圖2-1)。其中，美國在科技投資支撐下成長仍具韌性，歐元區受航太出口回溫及財政支出擴張帶動動能回升；中國大陸出口成長率自2024年5.82%降至5.45%，成長動能尚屬穩健，惟內需疲弱；日本則因企業投資增加而呈溫和成長。

隨國際油價及穀物價格走低，全球通膨持續回降，S&P Global⁹ 估計全年全球CPI年增率由2024年之4.4%下降至3.2%(圖2-1)，主要央行多已啟動或延續寬鬆政策，以支撐經濟表現。

⁸ 同註1。

⁹ 同註1。

展望2026年，全球經濟成長動能可能轉趨放緩，S&P Global¹⁰ 預測2026年全球經濟成長率將下降至2.2%，其中先進經濟體及新興經濟體分別降至1.4%及3.5%(圖2-1)。儘管高科技產業與製造業擴張有助支撐經濟，惟中東戰事等地緣政治緊張情勢延續，加以美國貿易政策變動、主要央行貨幣政策調整路徑與AI發展之經濟效益及其影響未明，以及中國大陸內需疲弱與產能過剩問題等諸多因素，均推升全球經濟前景不確定性。

通膨方面，受中東戰事衝突推升國際原油等能源及大宗商品價格影響，S&P Global¹¹ 預測全年全球CPI年增率將升至4.2%，若戰事拖延，恐增添全球通膨上行壓力，並引發因預期心理導致物價持續上漲的「第二輪通膨效應」。

考量當前國際經濟前景不確定性高可能加劇金融市場波動，並透過利率、資本流動及資產價格等管道，擴大資產價格修正壓力，進而可能引發跨境資本快速移動與匯率波動，加劇全球金融體系之脆弱性，相關發展仍值得密切關注。

(二) 中東戰事加劇金融市場波動，恐致全球金融情勢轉趨緊縮

2025年4月，隨川普政府宣布實施對等關稅，各國股市重挫，市場避險情緒升高，全球金融情勢大幅緊縮¹²，中國大陸以外新興經濟體因匯率走勢穩定，抵銷股價下跌之影響，金融情勢緊縮程度相對溫和¹³；嗣後因美國延後對等關稅措施，並與多國進行貿易談判，加以和中國大陸達成暫緩互徵高額關稅協議，緩解金融市場恐慌情緒，全球資產價格大幅反彈，金融情勢轉趨寬鬆。

2026年2月28日，中東戰爭爆發以來，金融市場運作大致正常，股市、債市與外匯市場流動性未見明顯惡化，全球金融情勢僅略為緊縮，且緊縮程度仍低於以往全球性衝擊，以歷史標準衡量仍屬相對寬鬆。惟IMF指出¹⁴，若中東衝突持續時間延長，金融情勢恐進一步惡化；未來風險走勢取決於金融情勢緊縮狀況與金融市場間負面交互效果，嚴重情況下恐使投資人與金融機構面臨龐大壓力。

¹⁰ 同註1。

¹¹ 同註1。

¹² IMF金融情勢指標包括利率、企業估值、房價與外部融資風險四大面向。

¹³ IMF (2025), *Global Financial Stability Report*, October.

¹⁴ IMF (2026), *Global Financial Stability Report*, April.

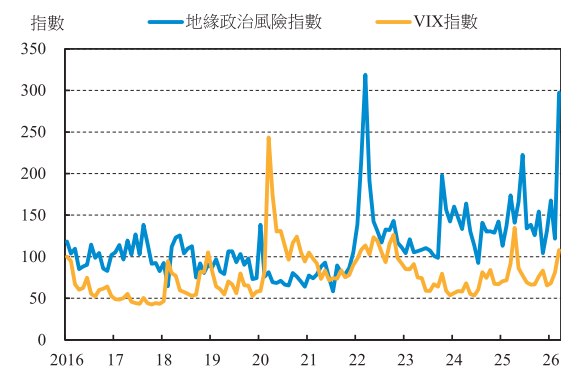
(三) 地緣政治風險將影響全球通膨走勢與金融市場穩定

隨中東戰爭爆發，2026年2月28日後地緣政治風險指標迅速飆升(圖2-2)，並帶動能源價格大幅上漲¹⁵，IMF預估未來兩年全球通膨率將分別上升0.3個與0.8個百分點¹⁶。在能源價格與美元走強影響下，以大宗商品進口為主之新興經濟體將同時面臨貨幣貶值與進口價格攀升等負面衝擊，脆弱度恐持續升高。

金融市場方面，中東戰爭爆發後，全球股市終止自2025年下半年開始之漲勢，波動度¹⁷亦明顯走升(圖2-2)。債市方面，G4¹⁸等先進經濟體在疫情後財政赤字與政府債務持續累積下，儘管投標倍數(bid-to-cover ratios)未見顯著變化¹⁹，惟近年來G4長天期公債於拍賣日之殖利率變動幅度明顯走升(圖2-3)，顯示投資人要求較高風險補償。鑑於G4公債被視為無風險資產，其債券殖利率急劇飆升可能對其他金融資產價格形成壓力。

信用評等較低之新興經濟體與前緣經濟體因融資管道相對受限，政府多依賴國內銀行購買主權債券，致銀行持有公債比重持續攀升，進而推升主權債務與銀行聯動風險(sovrenign-bank nexus)。根據IMF估計²⁰，在主權債價格下滑40%之極端

圖 2-2 地緣政治風險指數與VIX指數

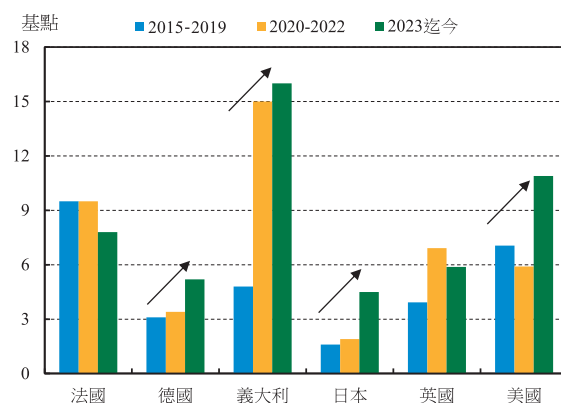


註：1. 地緣政治風險指數係量化10家新聞媒體報導關注度所得。

2. VIX指數係以2016年1月底資料作為基準值100估算所得。

資料來源：IMF (2026), *World Economic Outlook*, April。

圖 2-3 公債拍賣日殖利率變動幅度



註：圖中為30年期公債殖利率變動幅度。

資料來源：IMF (2026), *Global Financial Stability Report*, April。

¹⁵ IMF (2026), *World Economic Outlook*, April.

¹⁶ 同註14。

¹⁷ 股市波動度由VIX指數衡量，該指數係衡量S&P 500指數未來30天之波動度。

¹⁸ G4經濟體係歐盟、英國、日本及美國。

¹⁹ 投標倍數係指債券投標總額除以債券標售額度，一般用於衡量債券或票券在初級市場買氣。在2015至2019年、2020至2022年以及2023年迄今等三個時間區段中，30年期美債拍賣平均投標倍數幾乎持平在2.5，變化幅度有限。

²⁰ 同註14。

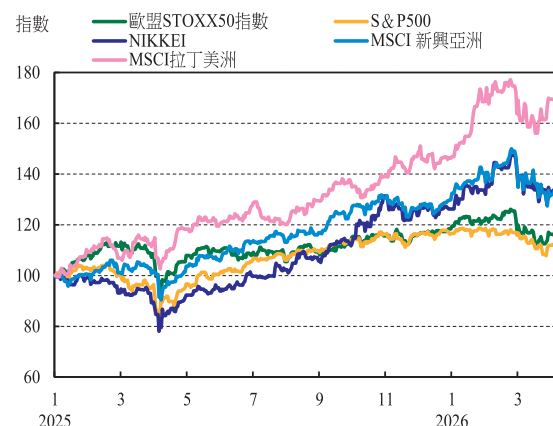
壓力情境下，近半數低評級²¹ 國家銀行因資本適足率跌破10%，將面臨增資壓力。此外，若同時考量全球通膨漲勢未見明顯緩解，主權債務違約機率恐進一步增加；一旦政府與銀行同時陷入困境，將引發信用緊縮，進而對總體經濟造成顯著衝擊。

(四) AI產業高估值與循環交易不透明，恐增添潛在系統性風險

2025年4月美國宣布對等關稅後，全球股市一度重挫，嗣後隨對等關稅措施延後及美中暫緩互徵高額關稅，金融市場情緒回穩，加以AI投資熱潮延續，帶動全球股價指數續創新高(圖2-4)。

惟IMF指出²²，自2025年11月以來，美股波動加劇，反映市場對AI產業未來獲利之疑慮升溫，目前S&P 500指數集中度已達歷史高點。IT相關股票之權重亦超過35%，其中「7大科技巨頭」²³ 之權重即高達33%。以赫芬達爾-赫希曼指數(Herfindahl-Hirschman Index)²⁴ 衡量，目前股票集中度風險甚至高於網路泡沫時期，若企業預期獲利無法支撐當前高估值²⁵，恐引發投資人情緒急遽反轉，導致該等股票價格面臨大幅修正風險。此外，AI產業鏈中存在供應商、客戶、股東及融資來源相互交織之「循環交易」(circular financing)模式²⁶，形成高度連結之結構，資訊不透明，增加法人與投資人評估AI公司股權結構與真實市場價值之困難度²⁷，可能增添潛在系統性風險。

圖 2-4 國際股價指數表現



註：1. 2025年1月1日=100

2. EURO STOXX 50為歐元區12個主要經濟體之50檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

²¹ 低評級國家係信用評等低於BB/B之經濟體。

²² 同註14。

²³ 7大科技巨頭係指輝達(NVIDIA)、蘋果(Apple)、微軟(Microsoft)、Alphabet(Google母公司)、亞馬遜(Amazon)、Meta(Facebook母公司)及特斯拉(Tesla)。

²⁴ 赫芬達爾-赫希曼指數(Herfindahl-Hirschman Index, HHI)是一種用來衡量市場集中度、評估競爭程度的綜合指標，計算方式為市場各廠商市佔率的百分比平方和，數值越大代表市場越集中、壟斷程度越高。

²⁵ 根據IMF內部模型估計，美國、英國、德國、法國、西班牙、義大利、日本與南韓股市之12個月前瞻性本益比(forward P/E ratio)均高於模型估算之市值，顯示股市價格有高估風險。詳見IMF (2026), *Global Financial Stability Report*, April。

²⁶ 循環交易係指A公司投資B公司後，B公司同時購買A公司產品或服務，例如晶片供應商輝達股權投資雲端服務商CoreWeave，CoreWeave再向輝達採購AI晶片。

²⁷ IMF (2026), *World Economic Outlook Update*, January.

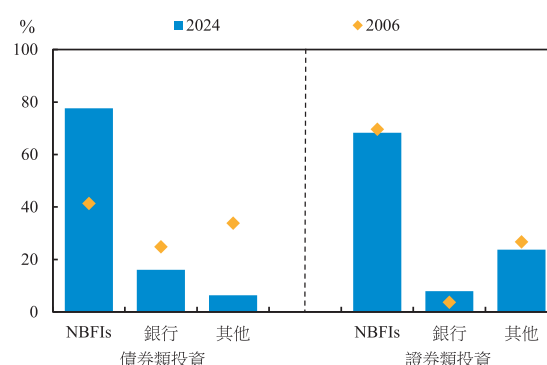
生成式AI崛起亦對傳統軟體服務業造成衝擊，引發私募信貸投資人對該產業所提供抵押資產品質之疑慮，導致贖回壓力升高²⁸，私募信貸市場面臨流動性考驗。因AI基礎設施高度依賴私募信貸等非傳統融資管道，一旦相關市場資金轉趨緊縮，可能連帶影響AI產業投資動能及後續發展(專欄1)。

另一方面，隨AI模型在資料處理與系統操作上之能力大幅提升，倘遭不當運用，可能被用於辨識金融基礎設施或交易平台之潛在漏洞，進而擴大網路攻擊之規模及精準性，對支付清算系統²⁹及貨幣政策傳導機制構成潛在不利影響。IMF亦指出³⁰，全球貨幣體系尚未充分準備因應AI相關風險，尤以資安相關風險值得關注，且目前各國防範大規模網路攻擊之能力仍顯不足，未來宜強化資安防護並深化國際合作，以維持金融穩定。

(五) 非銀行金融機構投資比重增加對新興經濟體帶來之衝擊

2008年全球金融危機後，隨金融監管法規趨嚴，新興經濟體轉向國際資本市場尋求其他融資管道，帶動NBFIs部門³¹快速擴張，並逐漸取代傳統銀行成為新興市場主要外部融資來源(專欄2)。根據IMF統計³²，流入新興經濟體的海外投資顯著增加，截至2025年累計金額接近4兆美元，其中債券類投資約占新興經濟體GDP之15%，且有五分之一的國家超過20%。該等資金來源多來自NBFIs部門，其持有新興經濟體債券之比重，自2006年以來已翻倍，2024年已高達80%(圖2-5)。

圖 2-5 新興經濟體海外金融機構投資比重



註：1. 圖中數字為該類海外金融機構對新興經濟體投資占整體投資比重。

2. NBFIs為非銀行金融機構。

資料來源：IMF (2026), *Global Financial Stability Report*, April。

²⁸ 2026年2月下旬Blue Owl為應對基金贖回需求，宣布出售約14億美元私募信貸資產；第1季黑石(Blackstone)旗下旗艦信貸基金BCRED的贖回率達7.9%；3月貝萊德(BlackRock)旗艦級私募信貸基金的贖回率為9.3%，Cliffwater旗艦私募信貸基金亦面臨超過7%的贖回申請。

²⁹ 新一代AI模型(如Mythos)可能具備辨識並利用系統漏洞之能力，在銀行仰賴部分舊有系統下，恐形成更廣泛網路攻擊路徑，進而推升重要基礎設施受攻擊之風險。

³⁰ 參見Economic Times (2026), "IMF Chief Warns Global Monetary System Not Ready for AI Cyber Threats," April 13。

³¹ NBFIs包括投資基金、退休基金與保險公司等。

³² 同註14。

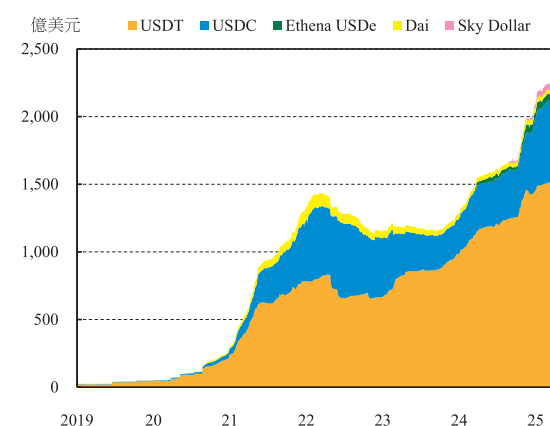
然而，NBFIs之結構特性亦帶來潛在風險，包括開放式基金之流動性錯配風險，當市場面臨壓力時易因大量贖回引發資產拋售潮；被動式基金因依循基準指數進行機械式投資組合調整，可能產生同步交易(synchronized trading)風險；此外，對沖基金的高槓桿特性及私募信貸之資訊透明度不足，均可能放大市場波動。一旦金融情勢轉趨不利，該等潛在風險恐加劇資本外流與資產價格下跌，使新興經濟體面臨更劇烈之金融衝擊³³。

考量NBFIs部門本身存在一定脆弱性，且其投資對全球避險情緒變化高度敏感，並隨VIX指數上升呈擴大效應。當全球金融體系面臨壓力時，監理制度較弱、外匯存底不足或負債比重過高之新興經濟體，極易面臨資金流入突然中斷與貨幣大幅貶值風險，進而陷入總體金融不穩定之惡性循環³⁴。

(六) 穩定幣規模不斷擴大，對金融穩定帶來風險

穩定幣(stablecoin)是價值與美元或其他法幣掛鉤之虛擬貨幣，憑藉高可取得性、相對匿名性及低成本跨境支付等優勢，快速擴展其應用範圍³⁵。全球穩定幣規模已由2019年之30億美元，大幅成長至2025年6月底近2,500億美元，且資產與交易量高度集中於泰達幣(USDT)與USDC等全球兩大主流美元穩定幣(圖2-6)。

圖 2-6 穩定幣市值走勢



資料來源：BIS (2025), *Annual Economic Report*, June。

IMF與BIS指出，穩定幣市值波動度雖不如其他加密貨幣，惟亦存在下列風險³⁶：(1)在總體經濟基本面較弱之經濟體，穩定幣易誘發隱性美元化(stealth dollarisation)之貨幣替代現象，侵蝕貨幣主權並削弱央行貨幣政策傳遞效率，使總體調控工具失去原有效力；(2)穩定幣發行需大量持有高品質流動資產(high-quality liquid assets, HQLA)，導致穩定幣發行人對短期政府公債需求增加，可能改變短期

³³ 同註14。

³⁴ 同註14。

³⁵ BIS (2025), *Annual Economic Report*, June.

³⁶ 詳見註13與註35。

公債市場供需結構，影響殖利率曲線³⁷，並削弱銀行提供家庭與企業貸款之能力，弱化銀行信用中介功能；以及(3)穩定幣存在潛在擠兌風險，一旦發生大規模贖回，發行人將被迫拋售準備資產，產生之外溢效果將傳遞至總體金融市場，甚至威脅整體金融穩定。

³⁷ 根據BIS估計，穩定幣市值每增加35億美元，將使美國公債殖利率下降約2.5至5個基點，詳見註35。

專欄1：AI相關產業投資快速成長與高估值之風險

人工智慧(AI)發展迄今已逾70年，隨晶片效能提升與資料大量累積，2022年底生成式AI熱潮興起，帶動AI相關產業蓬勃發展，並推升全球投資浪潮，使科技類股市值大幅上揚，惟相關風險亦逐漸浮現。本專欄介紹AI相關產業資本支出快速攀升現象、AI財務運作與潛在風險，以及高估值之風險，以加強市場參與者之危機意識。

一、AI相關產業資本支出快速攀升

自2022年底生成式AI技術取得突破性進展以來，全球科技產業逐步出現由算力需求所驅動的結構性轉型。AI不僅為提升生產力的工具，更被視為企業及國家未來競爭力核心。全球主要雲端服務商為建立技術優勢，持續大幅擴增資本支出至歷史罕見水準，TrendForce估計2026年全球8大雲端服務商(包含亞馬遜、Google、Meta、微軟、甲骨文、騰訊、阿里巴巴及百度)資本支出將年增約61%至7,100億美元以上¹，以期透過前期投資取得長期市占。同時，在地緣政治風險升溫下，「算力即國力」趨勢逐漸形成，美國、歐盟、日本、南韓、中國大陸、沙烏地阿拉伯及我國等主要經濟體相繼推動主權AI發展政策，使AI基礎設施投資成為各國競逐之重要領域。

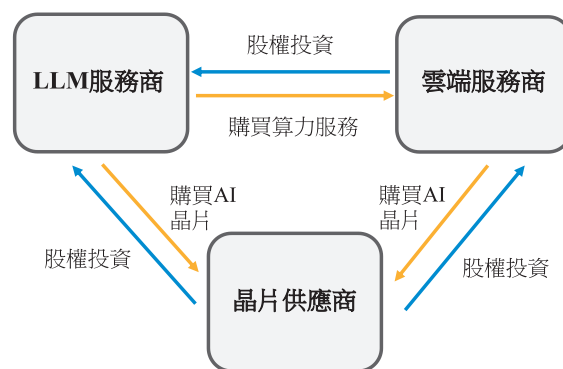
二、AI相關產業財務運作與潛在風險

(一) AI相關產業透過循環交易支援業務發展，營運與財務狀況高度連動

AI全球生態系主要由「晶片供應商及硬體製造商」、「雲端服務商」及「大語言模型(LLM)服務商」等核心角色組成²，各廠商間同時扮演供應商、客戶、股東及融資來源，藉由「我投你錢，你買我產品或服務」之循環交易模式相互挹注資金(圖A1-1)。

此等高度交織的交易安排，使各廠商之營運與財務狀況高度連動。在此結構下，部分營收實質上係由同一產業體系內部資金反覆流轉所支撐，而非終端市場對AI服務之最終需求，恐使財務報表對企業實際現金流創造能力之反映產生偏差。任一關鍵企業之營運變化，皆可能經由產業鏈與資金網絡快速傳導，引發連鎖反應，進而對整體產業流動性與資金運作造成重大影響。

圖A1-1 AI相關產業循環交易

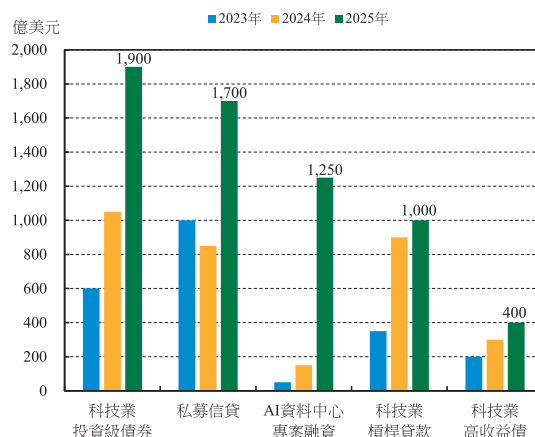


資料來源：本行整理。

(二) AI相關產業融資規模快速擴張，宜留意槓桿風險

AI廠商除透過循環交易相互支援業務外，亦運用多元融資工具籌措資金。以美國為例，2025年AI相關融資工具新發行規模大幅成長並創歷史新高，其中以投資級債券規模最大，發行規模由2023年之600億美元增至1,900億美元；其次為私募信貸³，由1,000億美元增至1,700億美元；專案融資規模亦由50億美元大幅增加至1,250億美元，顯示AI相關產業融資需求強勁(圖A1-2)。儘管目前AI科技巨頭與晶片供應商之營運及財務基本面仍屬穩健，且現金部位充裕，AI相關產業供應鏈風險尚屬可控，惟在AI相關投資快速擴張下，仍宜持續留意相關企業之營運表現及槓桿程度。

圖A1-2 美國AI相關融資工具新發行規模



資料來源：Reuters (2025), "Five Debt Hotspots in the AI Data Centre Boom," December 12；本行整理。

(三) AI廠商藉由表外融資優化財報，真實財務風險不易掌握

為支應AI基礎設施投資之龐大資金需求，AI廠商多採用「表外融資」策略，具體做法包括：(1)透過與私募信貸基金合資成立特殊目的公司(SPV)，再由SPV出資並興建資料中心。SPV透過發行私募債券等方式，向非銀行金融機構(如主權財富基金、私募信貸基金等)籌措資金，AI廠商則向SPV支付長期租金，以使用資料中心服務；及(2)將繪圖晶片(graphics processing unit, GPU)證券化，由AI廠商設立SPV，再由SPV向晶片供應商購買GPU。AI廠商以租賃方式使用GPU，SPV再以GPU及其長期租約現金流發行資產抵押債券(asset-backed securities, ABS)，向非銀行金融機構籌措資金。

此類表外融資可將AI廠商的高額一次性資本支出，轉化為分期支付的營運費用(如租金)，提升資金運用之靈活性，且因SPV承擔的負債不列入母公司(AI廠商)資產負債表，企業可藉此優化信用評等。然而，SPV資訊揭露透明度相對有限，投資人較難掌握AI廠商實際承擔的債務風險。

(四) 私募信貸係AI產業重要融資來源，惟該市場具高度脆弱性

私募信貸相較於傳統銀行貸款與公開債券市場，具備較高之彈性、時效性與客製化優勢，已成為AI產業重要的融資來源。近年來私募信貸市場快速擴張，惟亦伴隨多項潛在脆弱性，包括：(1)資訊不透明且未即時評價，風險不易掌握；(2)常見多重槓桿操作，易引發連鎖效應⁴；(3)資金來源散戶化及半流動性(semi-liquid)⁵信貸商品興起，

增加流動性錯配及擠兌風險；及(4)核貸標準趨於寬鬆等情形。

此外，私募信貸投資高度集中於資訊產業，其中又以軟體服務業占比最高。2026年初以來，生成式AI對傳統軟體服務產業造成衝擊⁶，引發投資人對相關貸款抵押資產品質之疑慮，出現大規模贖回潮⁷，使私募信貸市場面臨流動性考驗。鑑於AI產業對私募信貸融資依賴程度較高，若該市場資金出現緊縮，可能連帶影響AI產業發展。

三、AI相關產業高估值之風險

新技術發展初期，市場通常伴隨資金集中與估值提前上漲，反映未來成長潛力現象，惟面對當前AI相關產業投資熱潮，部分投資人對其估值合理性及成長永續性存在歧異，若未來實際經濟效益未如預期，相關資產價格可能面臨修正壓力，潛在風險值得關注。

(一) 全球AI相關產業面臨高估值修正壓力及獲利轉化能力不確定性

目前AI相關產業評價方式多依賴資本支出等領先指標。市場普遍將雲端服務商之擴張視為未來營收重要依據，並提前反映中長期發展潛力，加以產業內循環交易在短期內亦推升企業帳面表現，使整體估值快速攀升。然而，在估值已處高檔情形下，市場對利空消息之敏感度顯著提高，一旦企業成長動能未如預期，資產價格便可能出現較大幅度之修正。若總體經濟金融環境轉趨不利，或地緣政治干預供應鏈等因素再度浮現，相關產業可能面臨重新定價壓力。

此外，全球科技巨頭已投入大量資本建置及發展AI，若應用端商業化進程落後，導致AI相關產業實際產出與獲利能力未如預期，伴隨既有表外融資槓桿操作，恐造成其估值修正壓力。屆時AI相關產業投資人(含非銀行金融機構)之潛在損失可能透過金融網絡蔓延至整體金融市場，對整體金融體系穩定帶來外溢影響。

(二) AI相關產業快速發展對金融市場之影響

隨全球AI熱潮持續發酵，我國作為全球AI硬體供應鏈之核心，並受惠於半導體及伺服器AI相關產業競爭優勢，在強勁的資金動能帶動下，台股價量齊揚且頻創新高，惟應注意相關風險。

1. 市場集中於AI相關產業

AI投資熱潮推升台股AI相關產業股價，惟市場資金集中於少數AI族群，將放大單一產業趨勢變化對整體市場之衝擊。

2. 外資資金進出對匯市穩定帶來挑戰

受AI投資熱潮驅動，外資買賣台股日平均交易值增幅及外資持有國內資產市值對外匯存底之比率均攀升，其資金進出對外匯市場之影響性升高。

3. 投資人運用槓桿情形增加，宜留意風險管理

由於全球科技產業景氣熱絡，帶動資本市場行情升溫，投資人「恐失良機」(FOMO, Fear of Missing Out)情緒升高，除使用股票融資外，亦有透過銀行信用貸款及不限用途款項借貸等方式擴大投資部位之情形。然而，當市場波動加劇時，槓桿操作可能放大報酬與損失，增加財務脆弱性，投資人宜審慎評估自身財務條件與風險承受能力。

四、結語

近年AI相關產業投資快速成長，惟其伴隨的金融脆弱性已逐漸浮現。融資規模快速擴張、產業內高度交織的循環交易及表外融資模式等，可能使相關企業財報未能充分反映其實際獲利能力及債務風險，並隱含多重槓桿等潛在風險。另全球股市屢創新高，吸引投資人積極投入，惟若AI相關產業獲利成長放緩或未來經濟效益不如預期，需留意股市估值修正之影響。本行基於總體審慎監理目的，將持續關注AI相關產業發展及潛在風險，並適時透過跨部會金融監理聯繫小組分享研究結果，以因應AI等新興科技對金融穩定可能帶來之挑戰。

註：1. 資料來源：<https://www.trendforce.com.tw/presscenter/news/20260225-12933.html>。

2. AI晶片供應商(如輝達等)提供具備高速與高效能運算能力之晶片，並仰賴AI硬體製造商(以臺灣供應鏈為核心)進行晶片製造與封測；再由雲端服務商(如微軟、甲骨文等)以其基礎設施搭載高效能晶片，提供雲端算力服務予LLM服務商(如OpenAI)開發並訓練AI模型，進而發展各項AI應用服務，如醫療科技、行銷廣告、資安服務等。
3. 私募信貸(private credit)係指由資產管理公司、保險公司等非銀行機構，直接提供給企業的非公開債務融資。該類融資多透過私募信貸基金(private credit fund)運作，該基金通常由專業投資團隊管理，資金主要用於提供貸款予不易從傳統銀行取得融資之中小企業或新創公司。
4. 係指私募信貸基金本身可能舉債，其投資或融資對象亦常進行槓桿操作(如透過SPV舉債、槓桿收購)，形成多重槓桿結構，若一家公司倒閉，易引發連鎖效應。
5. 半流動性係指投資人可於特定日期贖回其基金持份，然贖回仍受到特定比例之門檻或暫停贖回等條款之限制。
6. 生成式AI對傳統軟體服務產業的衝擊，包含：(1)AI輔助開發軟體，使軟體開發變得更便宜、更快速，傳統軟體服務產業競爭加劇；(2)AI提升效率將使企業削減成本與人力，可能導致客戶縮減軟體授權數量；(3)商業模式的典範轉移，由一次性授權費或按使用量計費的軟體使用，轉向以AI產出成果為基礎之收費模式。
7. 2026年2月下旬Blue Owl為應對基金贖回需求，宣布出售約14億美元私募信貸資產；第1季黑石(Blackstone)旗下旗艦信貸基金BCRED的贖回率達7.9%；3月貝萊德旗艦級私募信貸基金的贖回率為9.3%，Cliffwater旗艦私募信貸基金亦面臨超過7%的贖回申請。其中，Meta與Blue Owl合資成立SPV，興建資料中心。

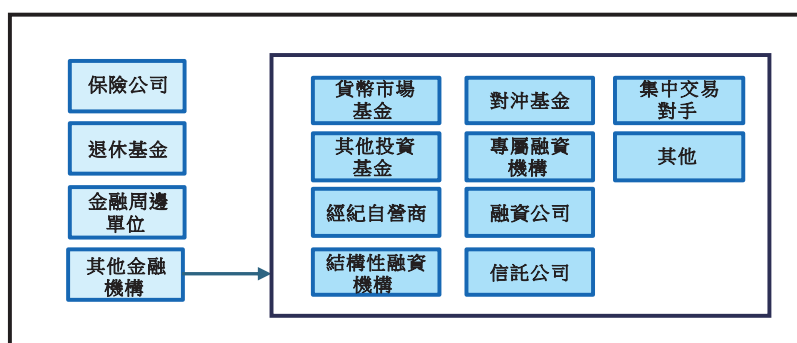
專欄2：全球非銀行金融機構之潛在風險及監理挑戰

非銀行金融機構(Non-Bank Financial Intermediaries, NBFIs)¹提供之金融中介功能，有助於滿足市場參與者對信用之多元需求與偏好，亦可擴增金融體系信用供給，降低融資成本，進而提高資源配置效率與風險承擔能力。近年隨著NBFIs之規模與市場參與程度持續擴大，其所潛藏之風險成為各國監理機關及國際組織關注之重要議題。本專欄主要說明全球NBFIs之發展情形、風險來源及監理挑戰，供各界參考。

一、非銀行金融機構之定義及範圍

NBFIs泛指銀行體系以外從事金融中介活動之各類金融機構，由於該等金融機構之態樣多元，國際間對NBFIs之定義不盡相同。金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)將NBFIs定義為「在銀行體系外，扮演信用中介功能且可能涉及系統性風險或有監理套利情形之機構或活動」。

圖 A2-1 廣義NBFIs範圍



資料來源：FSB (2025)。

FSB從廣義及狹義認定NBFIs²。廣義NBFIs係指保險公司、退休基金、金融周邊單位及其他金融機構等非屬央行、銀行或公營金融機構之所有金融機構(圖A2-1)；狹義NBFIs則依風險導向篩選具信用中介功能，且可能引發系統性風險或涉及監理套利之活動，並依其經濟功能(economic functions, EF)區分為五大類型如表A2-1，以利監理機關進行風險辨識與持續監測。

表 A2-1 NBFIs 經濟功能及範圍

經濟功能	範圍
EF1：易產生贖回風險之集合投資工具	貨幣市場基金、固定收益基金、信用對沖基金及不動產基金
EF2：以短期資金從事放款活動	融資公司、租賃公司
EF3：以短期資金或抵押客戶資產所獲資金，進行金融中介活動	證券經紀自營商、證券金融公司
EF4：協助信用創造之機構	財務保證機構、信用保險公司、專業保險公司(monoline insurers)
EF5：為金融機構提供證券化或融資服務	證券化機構、結構型融資機構、資產抵押證券發行機構

資料來源：FSB (2025)。

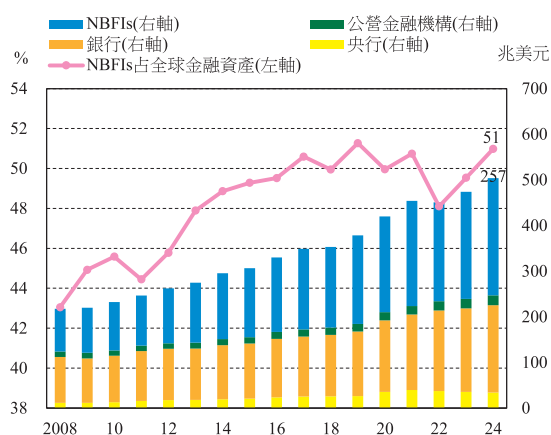
二、全球NBFIs發展趨勢、風險來源及監理挑戰

(一) 全球NBFIs規模持續成長

受長期低利率環境、銀行監理規範趨嚴，以及機構投資人追求較高收益與多元資產配置需求增加等因素帶動，近十餘年NBFIs快速成長，成為全球金融體系重要之資金融通管道。

2024年底全球NBFIs資產總額已達257兆美元，約占全球金融資產之51%³(圖A2-2)，超過銀行體系之38%。此外，雖然各國金融體系結構、監理制度與市場成熟度不盡相同，惟NBFIs資產規模之擴張趨勢卻具高度一致性，此種跨國同步擴張之趨勢，隱含NBFIs發展可能受到全球資本市場環境、投資人風險偏好等共同因素所驅動。

圖A2-2 全球NBFIs規模成長趨勢



資料來源：FSB (2025)。

(二) 系統性風險來源

隨金融活動逐步由銀行體系轉向NBFIs，其在信用供給、市場融資及資產管理之角色日益提升，惟所累積之槓桿風險、流動性螺旋及跨機構連結性等脆弱性，可能透過多重傳導機制影響金融穩定。主要風險來源⁴如下：

1. 槓桿風險與去槓桿壓力：部分NBFIs透過借款、附買回交易及衍生性商品提高財務槓桿。當市場價格下跌或融資條件趨嚴時，可能被迫出售資產以降低槓桿，進一步擴大市場波動。
2. 流動性錯配與流動性螺旋：NBFIs可能以短期或可贖回資金投資低流動性資產，如私募信貸、不動產或結構型商品。壓力期間若出現集中贖回，可能迫使NBFIs出售資產，引發價格下跌、擔保品價值縮減及融資能力惡化，形成「流動性螺旋 (liquidity spiral)⁵」與負向反饋機制。若風險外溢至核心融資市場或其他信用中介機構或實體經濟，將推升系統性風險。
3. 與銀行體系連結性提高：銀行與NBFIs透過跨境放款、附買回協議、衍生性商品保證金機制及信用額度等形成高度連結。IMF (2026)指出，全球銀行對NBFIs之暴險已接近全球GDP之13%。當NBFIs面臨流動性壓力或資產價格重挫時，相關風險可能透過信用損失、資金撤離或資產拋售向銀行體系傳導，進而擴大系統性風險。
4. 估值不透明與資產重估風險：部分NBFIs持有缺乏活絡市場之資產，估值依賴模型

假設或外部評價。一旦市場信心轉弱或信用條件惡化，資產價格可能因估值調整而快速重估，進一步加劇投資人贖回壓力與市場波動。

(三) 對金融監理之挑戰

NBFIs業務類型多元且各國差異大，加上長期以來存在資料缺口問題，均使金融監理面臨挑戰。

1. 系統性風險來源多樣：NBFIs業務模式多元，風險類型及脆弱程度各異，推升金融監理難度。
2. 監理套利：多數NBFIs監理較寬鬆，易促使資金從高度監理的銀行部門轉移至非銀行部門，形成監理套利。此外，各國監理架構不一致，引發跨境監理套利，恐進一步導致風險跨境移轉或擴散。
3. 監理資料缺口：多數NBFIs資訊不透明，存在嚴重資訊落差。監理資料缺口，使監理機關無法掌握NBFIs暴險與槓桿行為，進而難以評估逐漸累積之系統性風險。

三、結語

NBFIs具有滿足市場參與者對信用之需求與偏好、促進資金配置效率及分散市場風險等功能，隨其規模擴張，對全球金融市場之影響力亦日益提高。近年國際間已發生多起由NBFIs引發之金融動盪事件⁶，顯示其潛在風險不容忽視，如何在促進金融發展與維護金融穩定間取得平衡，已成為各國監理機關重要課題。未來宜強化相關監理資料蒐集、提升資訊透明度、深化跨機關與跨境合作機制，並透過風險導向監理及早辨識潛在脆弱性，以降低系統性風險對金融穩定之衝擊。

註：1. 2008年全球金融危機後，「影子銀行」(shadow banking)多用以指涉具信用中介功能但游離於傳統監理體系之外之非銀行活動。金融穩定委員會(FSB)於2011年提出相關定義及監測架構；嗣於2018年為避免用語可能產生誤解，將「影子銀行」改稱為「非銀行金融中介」或「非銀行金融機構」；參見FSB (2011), “Shadow Banking: Scoping the Issues,” April。

2. FSB (2025), “Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025,” December.

3. 同註2。

4. 參見IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April; IMF (2026), *Global Financial Stability Report*, April; FSB (2025), “Vulnerabilities in Non-bank Commercial Real Estate Investors,” June; BIS (2022), “Non-bank Financial Intermediaries and Financial Stability,” *Working Paper*, No.972, January。

5. 當資產價格下跌，投資人會面臨保證金追繳(margin calls)而被迫賤價出售資產，該行為進一步壓低資產價格並增加後續保證金需求，形成負向循環。

6. 包括2020年3月新冠肺炎疫情使債券市場出現廣泛流動性衝擊、2021年3月Archegos家族辦公室倒閉使多家系統性重要銀行蒙受重大損失、2022年9月英國退休基金大幅拋售長天期公債引發市場運作失能，乃至近期全球私募信貸基金爆發贖回危機，多檔大型基金(如Blue Owl、Blackstone等)出現限制提款。