

八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明

近年美國受惠於 AI 產業大規模資本支出及家計部門消費穩健，經濟表現相對優於德、日等其他主要已開發經濟體。本（2026）年 2 月底美伊戰事爆發後，能源價格大幅上漲，加以 AI 投資推升原物料及電價，美國通膨維持相對高檔，使市場預期 Fed 貨幣政策將由年初偏向寬鬆逐步轉向緊縮。受此影響，本年 3 月以來，美國及其他主要經濟體公債殖利率普遍走升，相關發展亦引發市場高度關注。

另本年 7 月底日圓對美元匯率貶破 1 美元兌換 163 日圓關卡，日本央行(BoJ)進場拋售外匯以阻貶日圓；市場關注本次 BoJ 是否須大幅拋售美債以取得美元，進而對美國公債市場產生影響。另一方面，美國財政部基於債券市場供需及美國公債流動性等考量，於 8 月下旬宣布進一步擴大長天期債券回購方案，其操作及後續影響亦為當前市場關注焦點。

儘管美債殖利率走升引發市場對去美元化的疑慮，惟美元資產仍為全球投資者之最主要投資標的，且美國公債市場具備規模大、流動性高及資產品質佳等優勢，目前尚無其他國家公債可取代美債的全球核心地位。

本文將聚焦近期美國公債殖利率相關發展，並以問答方式探討以下 4 項議題：

Q1：本年美國公債殖利率走升之主要原因為何？

Q2：美國財政部擴大長天期公債回購之背景、目的及可能影響為何？

Q3：日本干預匯市之方式，與美國公債供需有何關聯？

Q4：在近期美債殖利率走升及相關事件影響下，投資者是否對美元資產產生疑慮？

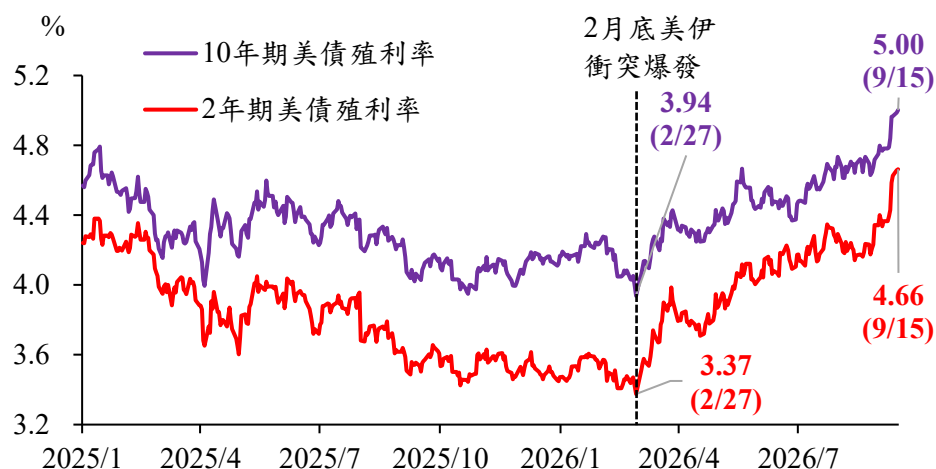
Q1：本年美國公債殖利率走升之主要原因為何？

A1：本(2026)年3月以來，各天期美國公債殖利率明顯走升，2年期殖利率自3.37%升至9月15日之4.66%，10年期殖利率自3.94%升至5.00%(圖1)，升幅均逾100個基點，主要反映通膨壓力上升，經濟表現良好，市場預期Fed貨幣政策路徑轉為升息，帶動短天期殖利率走升；此外，長天期殖利率受到財政及貨幣政策不確定性¹，以及長天期債券供給擴增等因素影響而上揚。

(一) 通膨面：美伊戰爭推升國際油價，帶動美國通膨預期同步走升(圖2)

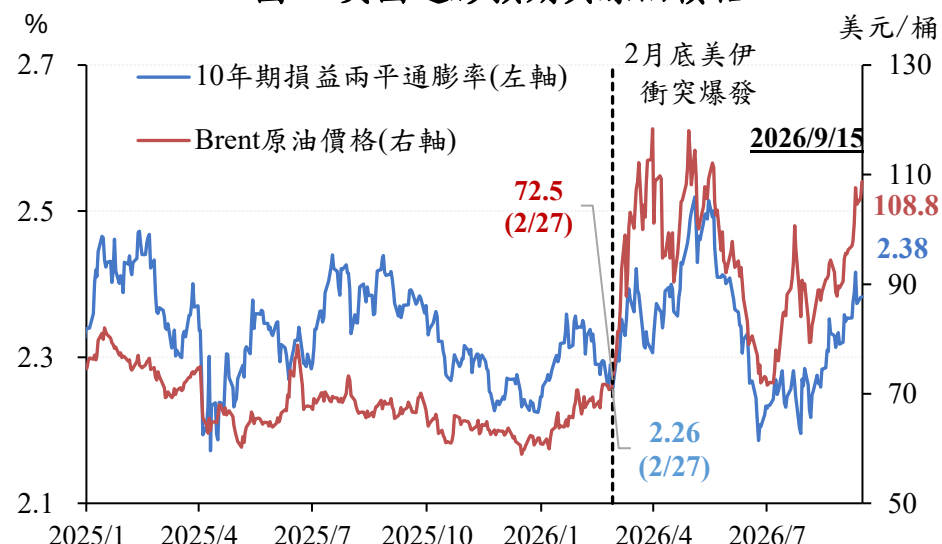
— 本年7月整體及核心PCE物價指數年增率分別為3.7%及3.3%，仍高於Fed之2%目標，且連續65個月高於政策目標。

圖1 美國2年期及10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg

圖2 美國通膨預期與原油價格



資料來源：Bloomberg

¹ 請參見中央銀行(2025)，「美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討」，央行理監事會後記者會參考資料，12月18日。

(二) 經濟面：AI 投資需求強勁，經濟表現較預期強勁，美國勞動市場維持穩健

1. 2022 至 2026 年期間，美國**實質 GDP 成長率**平均值高達 **2.5%**，**優於其他主要已開發國家**(表 1)。此外，若以 2021 年為基期(=100)，IMF 預估本年美國實質 GDP 累積成長指數將達 113.4，其成長幅度亦位居主要先進經濟體之冠(圖 3)。
2. 2026 年第一季及第二季美國實質 GDP 成長率(QoQ, s.a.a.r.)分別為 2.1%及 1.5%；2026 年第一季及第二季名目 GDP 成長率(QoQ, s.a.a.r.)則分別為 5.8%及 8.0%；其中民間消費穩健成長，AI 投資需求強勁，企業獲利表現佳。
3. 勞動市場亦維持穩健，8 月非農就業新增 16.2 萬人，U3 失業率²則維持相對低檔於 4.1%，Fed 主席 Warsh 研判當前美國勞動市場大致符合「充分就業」³。

表 1 美國經濟成長在先進經濟體中維持領先地位

實質 GDP 成長率(%)	2022	2023	2024	2025	2026 (f)	2022 至 2026 平均值
美國	2.5	2.9	2.8	2.1	2.3	2.5
加拿大	4.7	2.0	2.0	1.7	1.5	2.4
澳洲	4.2	2.1	1.0	2.0	2.0	2.3
英國	5.2	0.3	1.1	1.3	0.8	1.7
義大利	4.8	0.9	0.8	0.5	0.5	1.5
法國	2.8	1.6	1.1	0.9	0.9	1.5
日本	1.3	0.7	-0.2	1.2	0.7	0.7
德國	1.8	-0.9	-0.5	0.2	0.8	0.3

註：2026(f)表示經濟預估值。

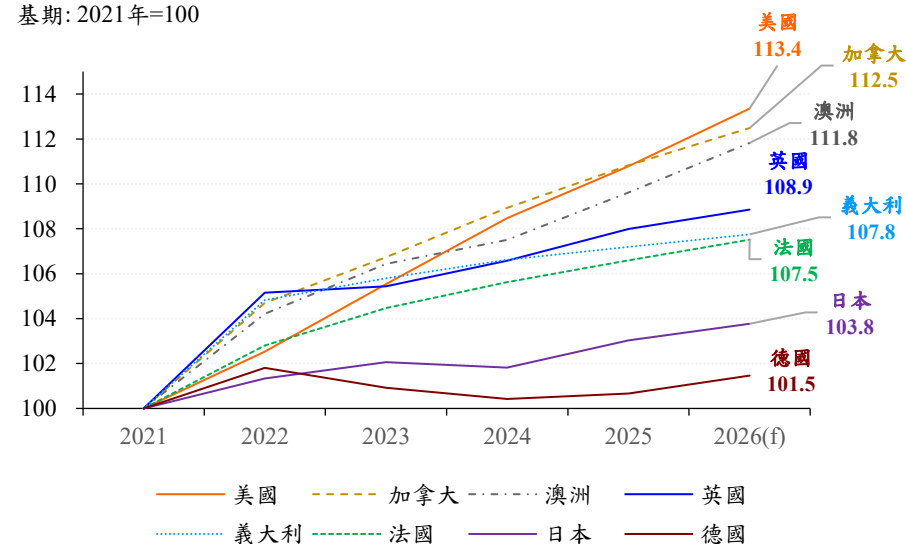
資料來源：IMF World Economic Outlook (2026 年 7 月)

² U3 失業率=當月失業人數/總勞動力；勞動力=失業人數+就業人數。

³ Warsh, Kevin(2026), "In Our Time," Remarks at "Financial Innovation: Implications for Payments and Policy," an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Board of Governors of the Federal Reserve System.

圖 3 美國實質 GDP 水準累積成長幅度領先其他先進國家

基期: 2021 年=100



註：1.2026(f)表示經濟預估值。

2.此處將各國實質 GDP 水準進行平準化，以 2021 年水準為基期(=100)。

資料來源：IMF World Economic Outlook

(三) 市場預期本年 Fed 貨幣政策由降息轉為升息

1. 美國經濟成長與通膨數據高於市場預期

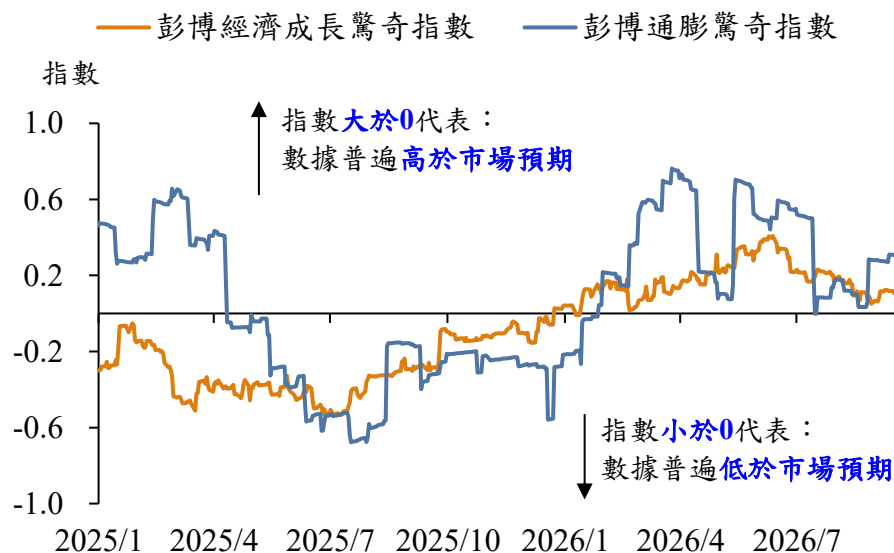
— 由彭博編製之驚奇指數觀察⁴，本年以來美國經濟成長(圖 4 橘線)及通膨數據(圖 4 藍線)持續高於市場預期；美國通膨回落進程仍具不確定性，加以經濟基本面具韌性，使市場逐步上修本年底聯邦資金利率水準之預期值。

2. 市場重新評估 Fed 本年政策利率路徑，對政策利率之預期亦逐步由降息轉向升息

(1) 由利率期貨觀察，上(2025)年底及本年 2 月底時，市場原預期 Fed 將於本年間逐步調降政策利率，年底政策利率約降至 3.05% 附近，相當於預期全年降息約 2 碼(圖 5 綠線及紫線)。

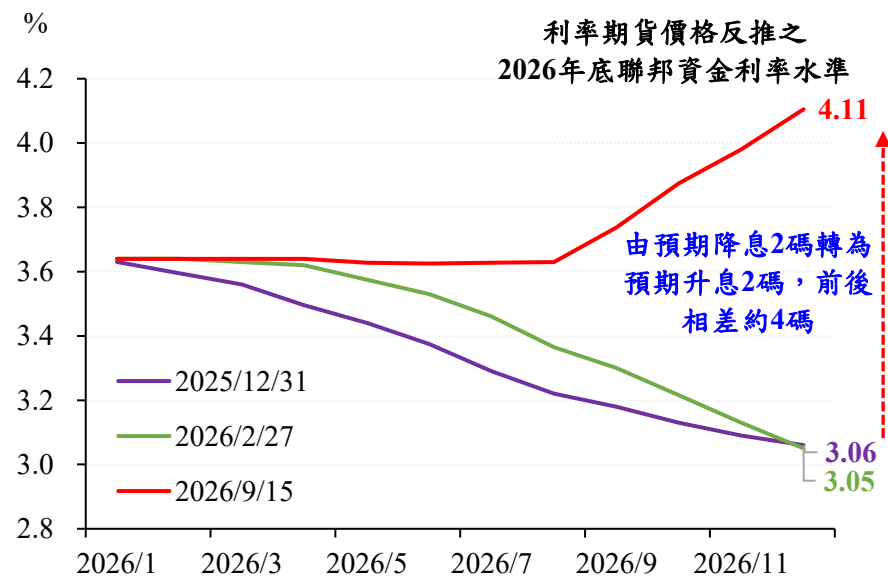
(2) 截至本年 9 月 15 日，市場已轉為預期本年底政策利率升至約 4.11%，相當於預期升息約 2 碼(圖 5 紅線)。

圖 4 美國經濟成長及通膨多高於市場預期



資料來源：Bloomberg

圖 5 利率期貨隱含之 Fed 政策利率路徑



資料來源：Bloomberg

⁴ 經濟驚奇指數係衡量實際公布之經濟數據與市場預期之差異；指數大於 0 表示實際數據整體高於市場預期，小於 0 則表示低於市場預期。

(四) 政府及民間融資需求成長，增加長天期債券供給，帶動長天期殖利率上揚

1. 政府部門：財政赤字維持高檔，政府融資需求仍大

— 目前**美國財政赤字占 GDP 比率約為 6%**(圖 6)，惟政府融資需求仍大，美國國會預算辦公室(CBO)預估未來 10 年美國**債務規模將持續以 6%成長**。

2. 民間部門：AI 相關資本支出增加長天期公司債供給，可能產生資金排擠效果

— Dallas Fed 指出⁵，AI 資料中心投資規模龐大，相關企業資金來源已由內部資金逐步轉向債務融資，**公司債發行規模明顯增加**，且**集中於長天期券種**。Reuters 亦指出⁶，截至本年 7 月 Amazon、Alphabet、Meta 及 Oracle 已發行約 **1,941 億美元**公司債，較上年全年約 1,084 億美元增加近八成(圖 7)。

3. 政府與民間融資需求均增加，使市場整體債券供給提高，加以**政策不確定性高**，致投資人**要求較高之期限風險補償**⁷，進而對長天期殖利率形成上行壓力。

圖 6 美國財政赤字及利息費用狀況

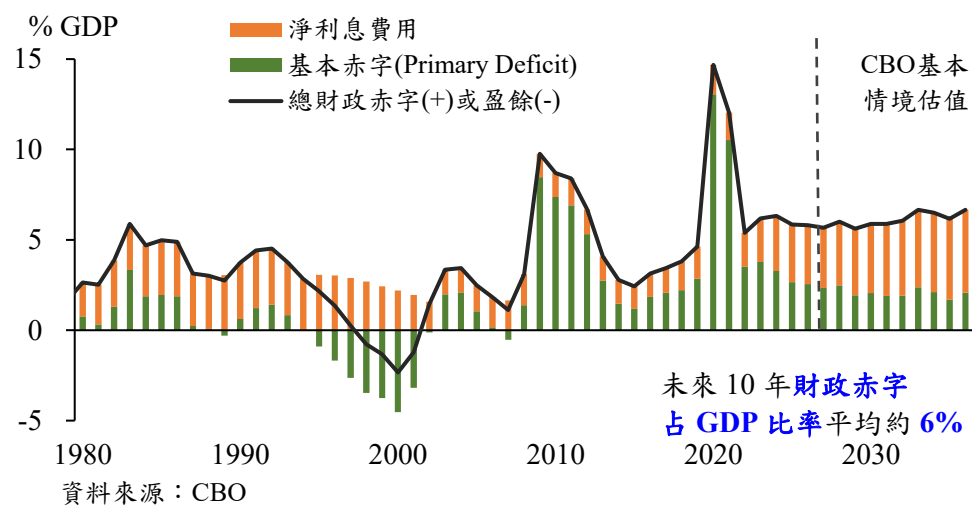
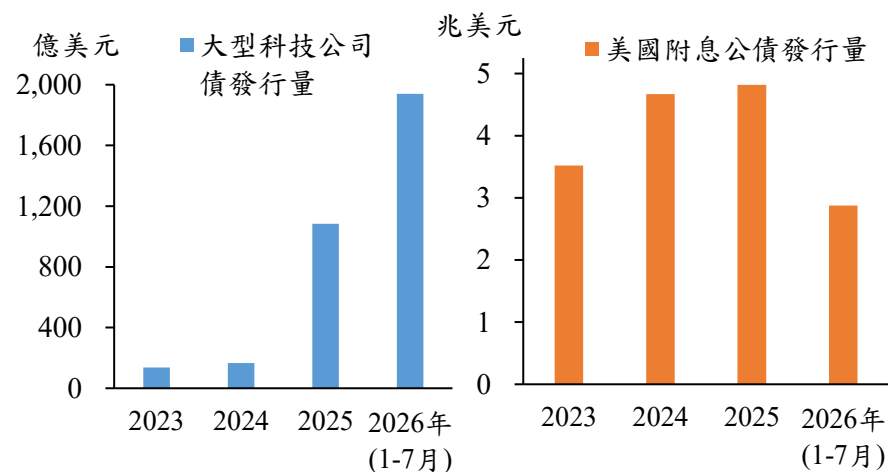


圖 7 付息美國公債與 AI 企業公司債供給



資料來源：Bloomberg、SIFMA

⁵ Hugo De Vere, Srinu Ramaswamy and Seth Searls (2026), “How AI Debt Financing Impacts Duration Supply and Interest Rates,” Federal Reserve Bank of Dallas, Jul. 29.

⁶ Murugaboopathy, Patturaja (2026), “Hyperscaler Debt Binge Pushes Yields up as Investor Demand Cools,” Reuters, Jul. 29.

⁷ 美國公債期限溢酬自 2025 年初以來大致呈上升趨勢，近期仍處相對高檔，反映市場對持有長天期債券所要求之風險補償提高。

Q2：美國財政部擴大長天期公債回購之背景、目的及可能影響為何？

A2：財政部本年 8 月宣布擴大長天期公債回購規模，主要係為持續改善次級市場流動性，與 Fed 之貨幣政策不同。該措施公布後長天期殖利率短暫下滑，顯示回購有助改善市場流動性；惟整體而言，殖利率走勢主要仍受經濟、通膨及債券供需等因素影響。

(一) 財政部公債回購與 Fed 扭轉操作均涉及公債期限結構調整，惟政策目的及操作方式不同

- 1. Fed 於 2011 年至 2012 年間實施**扭轉操作**⁸(Operation Twist, OT)，其核心機制為**賣出短天期公債、買入長天期公債**，在不擴大持有證券總規模下延長資產組合期限，**壓低長期利率**以放寬整體金融情勢，並**支持經濟復甦**。
- 2. 財政部於 2024 年重啟公債回購機制(Buyback Program)，主要分為**流動性支持回購**(liquidity support)與**現金管理回購**(cash management)等兩類；前者旨在為次級市場中流動性相對較低之非當期公債(off-the-run)提供定期且可預期的出售管道，以**改善次級市場流動性與交易商中介能力**；後者則利用稅收高峰期間較充裕之現金，買回近期到期公債，以**降低國庫現金餘額**及國庫券發行規模**波動**。

表 2 扭轉操作(Fed)與債券回購計畫(財政部)政策之比較

	2011-2012 年美國聯準會「扭轉操作」	2024-2026 年美國財政部「債券回購計畫」
政策屬性	貨幣政策	債務管理
政策背景	次貸危機後經濟復甦緩慢、聯邦資金利率已達零利率底限(Zero-Lower Bound, ZLB)，Fed 欲在不擴大證券持有規模下，透過調整資產期限結構，以進一步放寬金融情勢。	美債總規模迅速擴增，加上監理規範限制做市商承接債券意願，導致非當期公債流動性惡化；且財政部面臨長天期殖利率衝高壓力。
主要目的	壓低長天期利率與期限溢酬，降低房貸與企業發債成本，以刺激實體經濟投資與消費。	提高非當期公債流動性、優化現金管理(收回長債/流動性較差債券，改以發行短期國庫券融資)，防止長天期殖利率因市場流動性不足而無序衝高。

資料來源：自行整理

⁸ 正式名稱為到期日延長計畫(Maturity Extension Program, MEP)，透過賣出剩餘年期 3 年以下之短天期公債，將取得資金等額買入剩餘天期 6-30 年之長天期公債。

(二)財政部擴大長天期公債回購，改善次級市場流動性，提升市場運作效率

- 2025 年初財政部借款諮詢委員會(TBAC)對回購計畫之**成效評估**大致維持**正面**，主要交易商認同回購有助提升市場流動性，並協助其**去化舊券庫存**，**強化**交易商之**中介能力**。有鑑於此，財政部於 2025 年**提高**長債**回購頻率**，另於本年 8 月宣布，自 9 月至 11 月**提高**長債**單次回購上限**⁹(圖 8)。
- 美國財政部公布本年擴大回購規模後，各天期公債殖利率短暫下滑，顯示回購有助**改善次級市場流動性**；惟整體而言，殖利率走勢主要仍受經濟、通膨、債券供需等因素影響。
- 公債回購之資金可由發行短期國庫券，或由財政部一般帳戶餘額支應；美國財政部長 Scott Bessent 曾以「Treasury Twist」描述長債回購計畫，爰主要管道可能為發行國庫券支應。目前財政部**尚有以國庫券融資之空間**¹⁰(圖 9)。
- Bessent 強調，財政部**無法改變**殖利率之**市場均衡水準**，未來仍須持續與白宮行政管理預算局(OMB)合作推動**財政整頓**，以降低聯邦赤字並強化財政基礎。

圖 8 財政部流動性回購規模

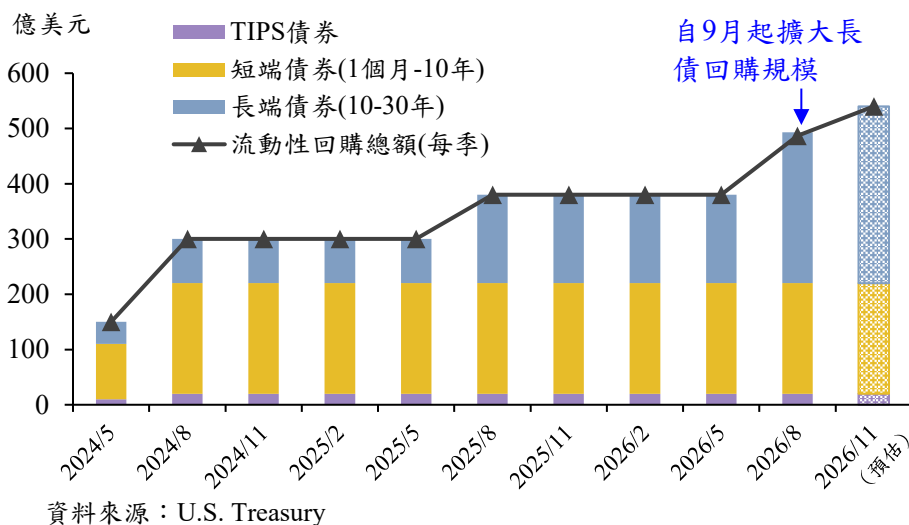
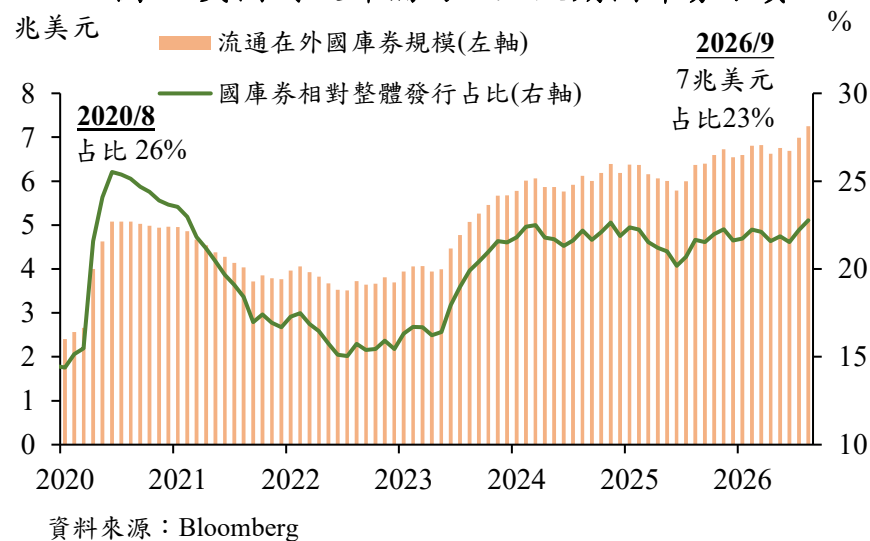


圖 9 美國財政部偏向以短天期國庫券融資



⁹ 財政部長 Bessent 表示，近期長天期美國公債交易清淡，加以公司債發行增加，影響市場流動性；參見 CNBC (2026), “Transcript: U.S. Treasury Secretary Scott Bessent Speaks with CNBC’s Sara Eisen on ‘Squawk on the Street,’” Aug. 20。

¹⁰ 美國財政部(2024)及 TBAC(2024)過去均指出，國庫券占比無固定上限，且可因應融資需求及市場結構彈性調整；TBAC(2026)會議紀錄亦顯示，在 Fed 增加國庫券購買的環境下，財政部或可相應提高國庫券之發行之量；顯示目前短券融資仍具有一定調整空間。

Q3：日本干預匯市之方式，與美國公債供需有何關聯？

A3：從過去干預經驗(包含本次美日協同干預)觀察，日本央行多透過調整短期美債持有部位來籌措美元資金進行干預，且干預後通常逐步回補美債部位。未來日本如依照美國財政部建議，透過**外國及國際貨幣當局債券附買回交易機制(FIMA Repo Facility¹¹)**取得外匯干預所需美元資金，將可降低直接出售美國公債之需求，爰對美國公債市場之影響有限。

(一) 本年7月底，美日聯手干預阻貶日圓，係**1997年亞洲金融風暴後再度聯合干預匯市¹²**；**本次日本干預規模創單月最大**

1. 本年7月30日日本央行(BoJ)進場干預賣出外匯，買進日圓，加以7月31日美日聯合干預匯市，日圓對美元升值；由1美元兌換163.74日圓下降至8月3日之155.23日圓，幅度達851基點。隨後因市場對BoJ加快升息步調之預期升溫，美元對日圓匯率於9月15日收在155.10(圖10)。
2. **操作規模更大**：日本財務省(MOF)公布之資料顯示，7月30日至8月26日期間，日本進行之外匯干預金額達**15.4兆日圓**(約986.6億美元)，**創單月干預金額之最高紀錄¹³**(圖11)。

圖10 2026年7月30日迄今美元對日圓匯率

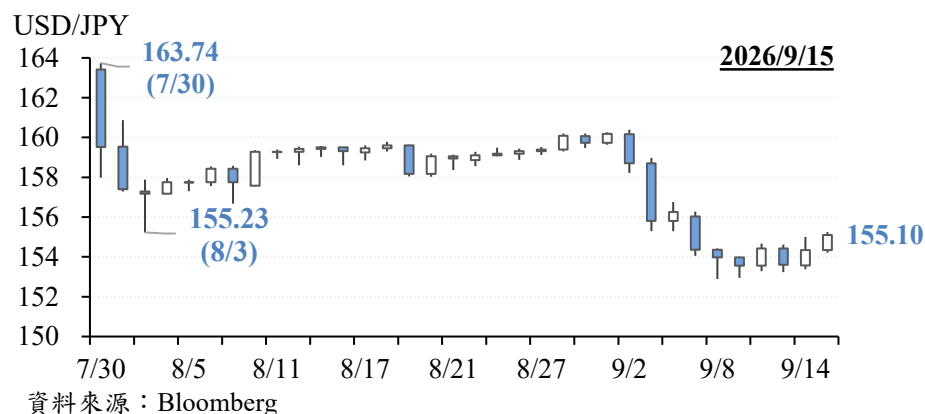
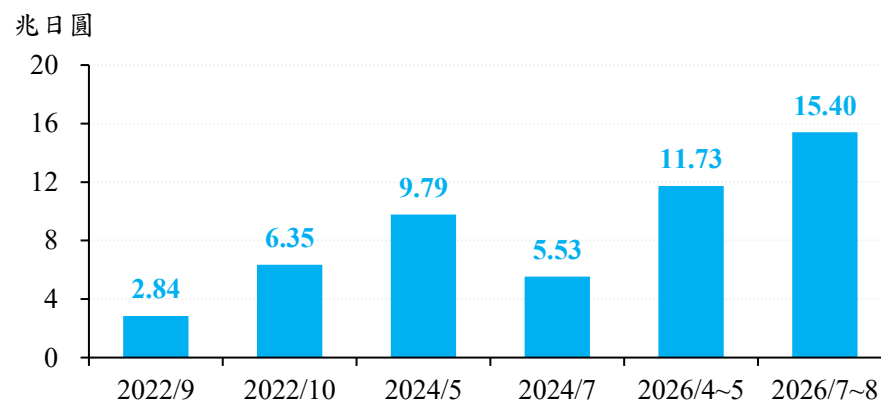


圖11 2020年迄今日本歷次外匯干預金額



註：2020年迄今，日本央行均以買進日圓，賣出美元方式進行外匯干預。
資料來源：Bloomberg

¹¹ FIMA 英文全名為 Foreign and International Monetary Authorities。

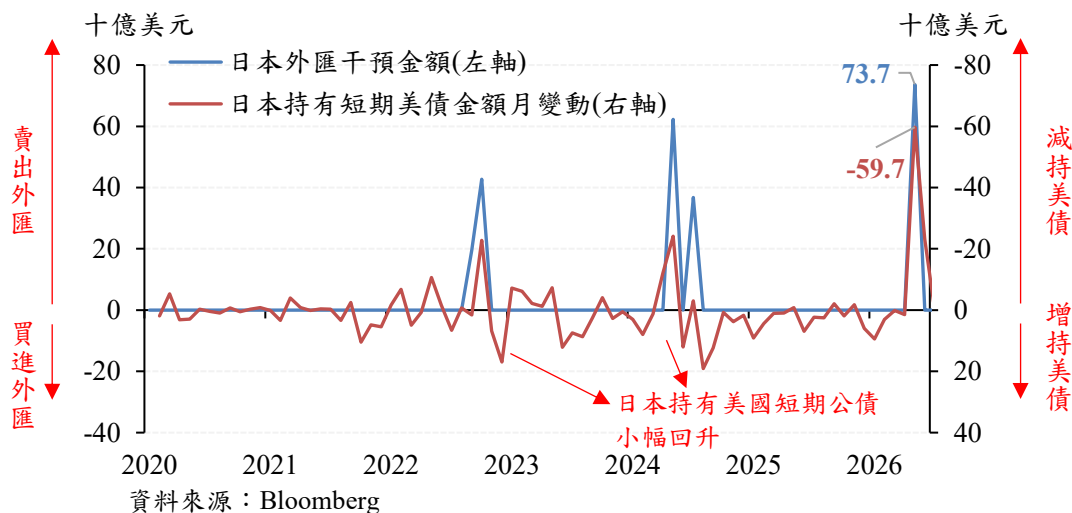
¹² 亞洲金融風暴期間日圓大幅貶值，美日共同賣出美元、買進日圓。短期效果約維持六週。

¹³ 據高盛估計，日本央行於本年7月30至31日可能進行最多約850億美元之日圓買進操作；其中7月30日單日操作規模約7兆至8兆日圓，可能創歷來單日買進日圓金額之最高紀錄，日本財務省預計於本年11月初公布本年7月及8月之每日詳細干預金額。

(二) 日本外匯干預(阻貶日圓/賣出美元)對美國公債市場的影響

1. 本年 8 月日本外匯存底由 7 月 1.09 兆美元大幅減少 946 億美元至 9,950 億美元，其中**持有外國證券部位由 9,273 億美元減少 877 億美元至 8,396 億美元**。
2. **日本過去多透過先動用現金，再減持短期美國公債等高流動性資產，籌措外匯干預所需資金，降低美債市場衝擊：**
 - 如美國財政部公布之國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)資料顯示，**日本所持有之短期美國公債部位在實施干預之月份明顯下降**(圖 12)，倘若日本於干預後未再進行干預，此部位通常會在干預後之次月小幅回升。此種分階段資金調度方式，可降低其對美債市場的短期衝擊。
3. **本次美方除參與干預外，美國財政部長 Bessent 並提倡外國央行使用 FIMA Repo Facility，除可協助 BoJ 干預匯市外，並可避免美國公債市場因 BoJ 拋售而承壓。**
 - (1) 美方配合本次日本干預且改採「賣出歐元/買進日圓」之操作方式，使投機者重視美日政策當局穩定匯率之決心，降低其持續押注日圓貶值之誘因。
 - (2) 此次**美國財長鼓勵日本央行未來可透過 FIMA Repo Facility 取得美元流動性**(詳次頁)，並建議 Fed 提高個別央行承做 FIMA Repo Facility 之上限額度¹⁴。

圖 12 日本外匯干預金額與其持有短期美債部位變動



以 2026 年 5 月為例，日本買進 11.73 兆日圓，同時賣出 737 億美元；同月日本減持 597 億美元之美債部位。

¹⁴ 外國及國際貨幣當局債券附買回交易機制(FIMA Repo Facility)承作額度如有需要調高，必須經過 FOMC 會議同意。

(三)美方建議未來日本干預匯市可透過 FIMA Repo Facility 取得美元資金，可避免日本短期間內大量拋售美債

1. 個別央行可透過兩項管道，向美國 Fed 取得暫時性美元流動性

— 外國及國際貨幣當局債券附買回交易機制(FIMA Repo Facility)：美國允許外國央行，把存放於 Fed 的美國公債作為抵押品，透過附買回交易，向 Fed 取得美元。交易到期後，外國央行返還美元並支付利息，再取回美債。該機制可避免外國央行為取得美元而急售美債的衝擊。

— 美元流動性互換額度(Dollar Liquidity Swap Line)：美國允許外國央行，將本國貨幣作為抵押品，透過該機制取得美元。交易到期後，外國央行返還美元並支付利息，再取回本國貨幣。該機制主要在因應區域性或全球性之金融情勢緊俏，緩解金融體系之美元資金短缺。

2. 未來日本央行擬透過 FIMA Repo Facility 取得美元，日本無須立即且大量拋售美債來籌措資金，可避免造成美國公債價格下跌(債券殖利率上揚)之情況。

表 3 外國及國際貨幣當局債券附買回機制與美元流動性互換額度之比較

項目	外國及國際貨幣當局債券附買回機制	美元流動性互換額度
基本機制	外國央行以存放於 Fed 之美國公債為抵押品，透過附買回交易向 Fed 取得美元；到期後返還美元及利息，取回美債。	Fed 提供美元與外國央行交換其等值本國貨幣，到期後按原匯率反向交換並支付利息。
目的及政策訊號	市場通常視為外匯存底管理操作，可避免外國央行拋售美債籌措美元，較不易被解讀為金融危機訊號。	主要目的在緩解區域性或全球性金融體系之美元資金短缺。若在美元融資市場運作正常時使用，可能被市場解讀為外國央行面臨美元流動性壓力，或 Fed 正在直接提供政策資金支援他國匯率目標。
額度與成本	單一使用者上限 600 億美元；融資成本約 1 週 OIS(隔夜指數交換利率)+25 個基點，屬短期且需展期之工具。	額度及條件依央行間協議而定，危機期間可提供較大規模之美元流動性。

資料來源：自行整理

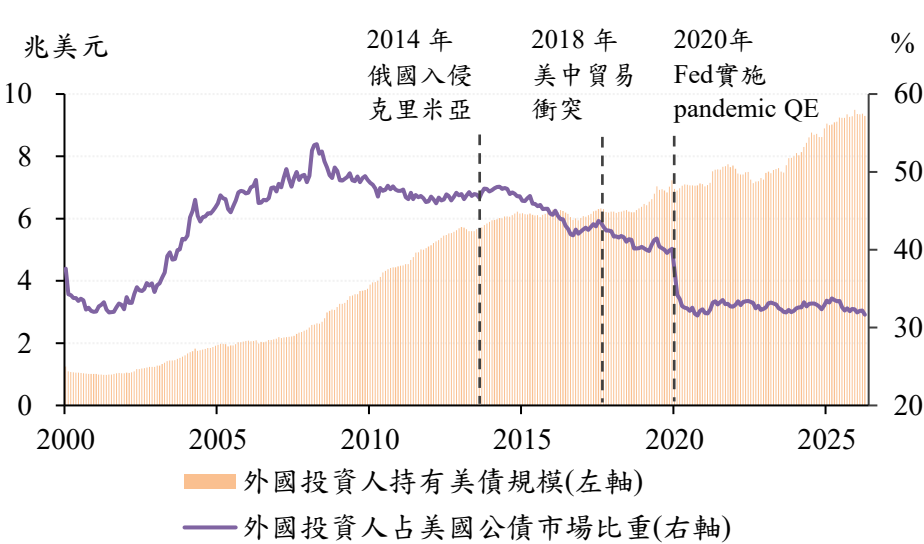
Q4：在近期美債殖利率走升及相關事件影響下，投資者是否對美元資產產生疑慮？

A4：外國投資人持有美國公債情形維持穩健，並未對美國公債失去信心。儘管主要國家普遍面臨財政負擔上升，惟美國經濟與財政仍具相對韌性。從全球投資人資產配置趨勢觀察，美元資產仍是全球投資者之最主要投資標的。

(一) 外國投資人持有美國公債情形仍穩健，規模持續創高

- 1. 根據美國財政部國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)，自 2020 年以來，全體外國投資人(包含官方及民間)持有美國公債金額占流通餘額之比率大致持穩於三成(圖 13)，顯示**外國投資人對美國公債仍具穩定需求**。
- 2. 截至 2026 年 6 月底，**全體外國投資人持有美國公債之規模約 9.29 兆美元**(表 4)，**接近歷史新高**。相較 2024 年底增加 6,797 億美元，另亦較 2025 年 12 月底增加 295 億美元。
- 3. 由主要經濟體持有規模觀察，儘管近年來中國持有美債金額逐步減少，惟基金註冊地(如**英國、盧森堡及愛爾蘭**)及離岸金融中心(如開曼群島等)之持有金額穩定增加，致全體外國投資人持有美債金額仍呈增加。

圖 13 外國投資人持有美國公債規模及占比



資料來源：美國財政部、Bloomberg

表 4 外國投資人持有美國公債金額

單位:十億美元

日期	全體外國										
	投資人 (官方及 民間)	日本	英國	中國	比利時	加拿大	開曼群島	盧森堡	法國	愛爾蘭	台灣
2024/12/31 (1)	8,619.3	1,061.5	722.8	759.0	374.6	378.8	423.0	423.9	332.3	339.4	292.3
2025/12/31 (2)	9,269.5	1,185.5	863.1	684.4	477.3	468.3	421.6	434.0	368.9	341.0	310.6
2026/6/30 (3)	9,299.0	1,116.7	939.9	633.4	482.5	459.6	453.1	434.2	389.9	353.5	302.5
與2024年12月底 比較 (3)-(1)	+679.7	+55.2	+217.1	-125.6	+107.9	+80.8	+30.1	+10.3	+57.6	+14.1	+10.2
與2025年12月底 比較 (3)-(2)	+29.5	-68.8	+76.8	-51.0	+5.2	-8.7	+31.5	+0.2	+21.0	+12.5	-8.1

資料來源：美國財政部、Bloomberg

(二) 美國公債安全性未受質疑

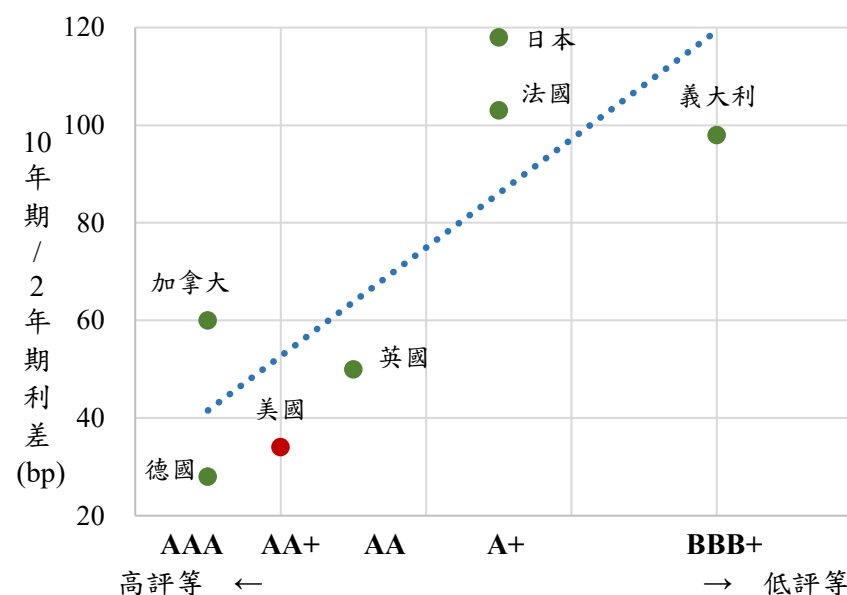
1. 目前主要信評機構給予美國之債券評等(AA+)為次高等級；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，優於英國(AA)、法國(A+)、日本(A+)及義大利(BBB+)。
2. 美國公債市場之深度與廣度居全球之首，為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，具高度流動性。
3. **10 年期美國公債殖利率**於 G7 國家中為**次高**，部分反映其**政策利率仍處較高水準**(表 5)；若進一步觀察 **10 年期與 2 年期公債殖利率之利差**，美國為 34 個基點，**於 G7 國家中僅高於德國**(28 個基點)，顯示在短端利率較高的情況下，美國長端殖利率並未相對大幅上升，**長天期公債需求仍具一定支撐**。

表 5 G7 國家債信評等、政策利率及公債殖利率

G7 國家	美國	加拿大	法國	德國	義大利	英國	日本
長期債信評等	AA+	AAA	A+	AAA	BBB+	AA	A+
貨幣政策利率(%)	3.5~3.75	2.25	2.50	2.50	2.50	3.75	1.00
2 年期公債殖利率(%)	4.66	3.36	3.48	3.26	3.44	4.89	1.86
10 年期公債殖利率(%)	5.00	3.95	4.51	3.54	4.42	5.39	3.04
10 年/2 年期利差(bp)	34	60	103	28	98	50	118

資料來源：Bloomberg，截至 9 月 15 日。

圖 14 國家債信評等及其 10 年及 2 年公債利差

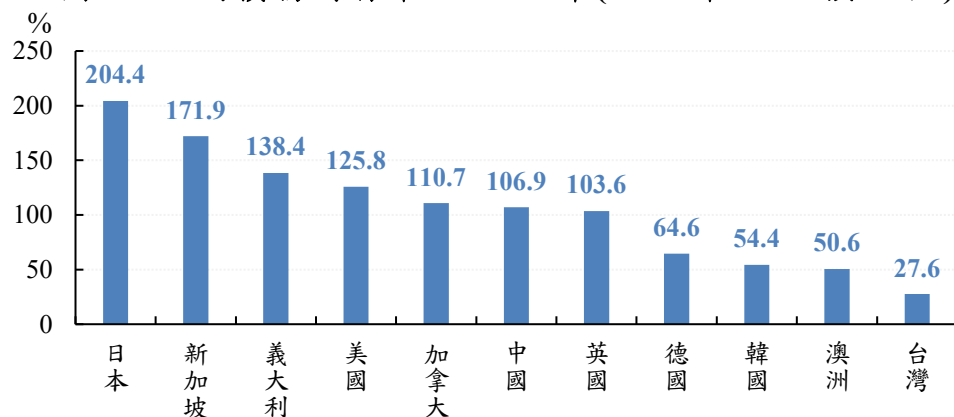


資料來源：Bloomberg，截至 9 月 15 日。

(三) 全球主要國家財政負擔普遍升高，然美國的經濟與財政相較於其他已開發國家仍具韌性

1. 2008 年全球金融危機及 2020 年疫情等重大衝擊，主要國家擴張財政支出；其後全球通膨升溫、主要央行大幅升息，致多數國家財政負擔再度上升。IMF 預估 2026 年美國一般政府債務占 GDP 比率約 125.8%，其他主要經濟體之政府債務亦處偏高水準(圖 15)，顯示近年財政壓力為主要國家共同面臨之課題。
2. 儘管美國預算赤字金額居高，政府債務占 GDP 比率曾於 2020 年底一度飆升至 133%，但由於名目 GDP 成長強勁，政府債務占 GDP 比率於 2021 年底(125%)至 2026 年 6 月(126%)相對平穩(圖 16)。
3. 美國財政部長 Bessent 表示，近期較高的公債殖利率除受到能源價格及通膨壓力影響外，亦部分反映市場對美國經濟成長的信心，而非投資人對美國經濟或公債市場的疑慮升高¹⁵。即使當前美國預算赤字偏高，惟因 AI 科技發展將帶來生產力提升，未來經濟如能強勁成長，相較其他已開發國家而言，美國債務仍將維持穩定。

圖 15 政府債務對當年 GDP 比率(2026 年 IMF 預估數*)

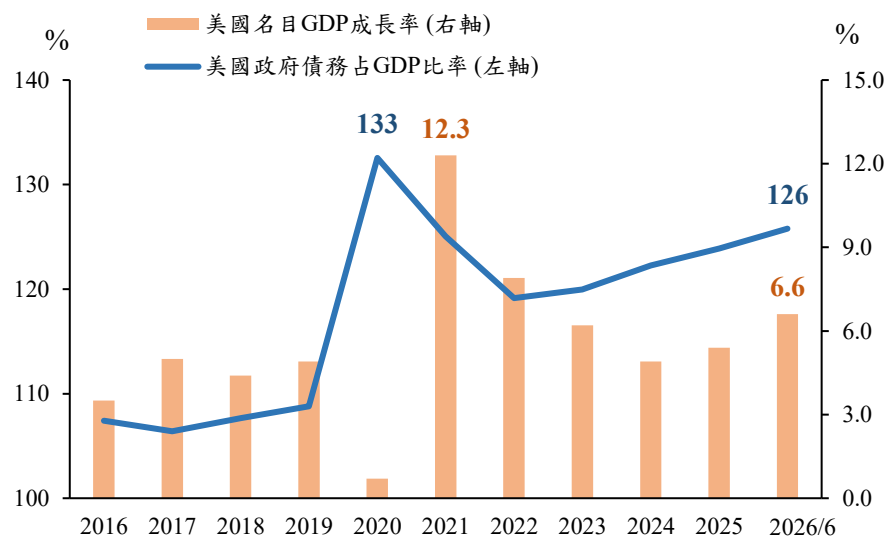


註 1：為利國際比較，IMF 以統一標準計算各國一般政府債務(包含中央及地方政府所有債務)占當年度 GDP 比率。

註 2：新加坡政府債務對 GDP 比率包含 SSGS 與 RMGS 等非支出用途之債務，渠等債務主要用於發展國內債券市場、支應中央政府公基金投資需求及管理官方準備資產等。

資料來源：IMF World Economic Outlook

圖 16 美國政府債務占 GDP 比率與名目 GDP 成長率



資料來源：Bloomberg、IMF World Economic Outlook

¹⁵ Lawder, David and Leika Kihara (2026), "Bessent Pushes back on Fears over US Debt Market Strains," Reuters, Aug. 31.

(四) 全球投資人之資產配置趨勢顯示，美元資產仍是全球投資者之最主要投資標的

1. New York Fed 分析指出¹⁶，目前幾無證據顯示全球央行正廣泛進行去美元化

- (1) 儘管國際貨幣基金(IMF)所公布之官方外匯存底貨幣組成(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, **COFER**)資料顯示，**美元在全球官方外匯存底之占比**，由 2015 年的 64%**下降**至 2025 年的 56%；惟此占比之下降主要反映少數大型外匯存底持有國之個別行為(如中、俄)，並**非源於全球央行系統性撤出美元資產**。
- (2) 各國官方持有外匯存底，主要受**美元流動性需求**、**匯率管理需求**，以及**因應資金來源衝擊之預防性需求**所驅動。若觀察美元占比增加、減少或無明顯變動之國家數，上述期間美元占比上升與下降之國家數量大致相當。此一均衡現象顯示，**各國間並不存在普遍撤離美元之一致性趨勢**。

2. 個別大型官方投資機構調整美國公債配置，不代表美元資產配置降低

- (1) **挪威政府退休基金**(The Government Pension Fund Global, GPFG)分析評估該基金債券投資策略後表示，目前美元債券配置權重占最大宗(約 52%)，擬調降美國公債配置，並相應增加美國政府保證房貸抵押證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)及相關政府保證債券，調整後**整體美元債券配置權重仍維持約 52%**¹⁷。
 - (2) 新加坡財政部向新加坡央行發行外幣特別公債(Reserve Management Government Securities, RMGS)，將取得之外幣資金，委託予**新加坡政府投資公司**(Government of Singapore Investment Corporation, GIC)，進行海外投資(如美股)¹⁸。顯示**官方投資機構資產配置**並非去美元化，而是**美元資產種類之調整**。
3. 近日**美國公債標售結果**顯示，投資人對美國公債的**需求仍然強勁**。以投標金額對發行金額倍數比率(Bid-to-Cover Ratio)觀之，**最新一期** 10 年期**公債標售之倍數**為 2.71 倍，高於歷史平均之 2.46 倍；30 年期公債標售之倍數為 2.61 倍，亦高於歷史平均之 2.41 倍，且兩者倍數皆為**2015 年以來最高**。

¹⁶ Linda S. Goldberg, Oliver Hannaoui, and Sneha Parthasarathy (2026), “Are Central Banks Moving Out of Dollar Assets?” *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, Sep. 2.

¹⁷ Norges Bank (2026), “The Government Pension Fund Global – Analyses and Assessments of the Investment Strategy for Bonds,” Sep. 1.

¹⁸ GIC 年報資料顯示，其 2023、2024、2025 會計年度之美國資產配置比重分別為 39%、49%、53%，另股票配置比重分別為 30%、51%、56%，均呈上升趨勢。

4. 美元資產仍為全球投資者之最主要投資標的

- (1) 美國金融市場**規模居全球第一**，就**國際準備貨幣**功能而言，尤其是**支付貨幣**與**價值儲藏**方面，美元均具**支配地位**，即使排名第二之歐元，其占比仍遠低於美元(表 6)。
- (2) 此外，隨**美元穩定幣**(stablecoin)規模擴張¹⁹，亦可望增加虛擬資產市場對美國國庫券等高流動性美元資產之需求，進一步**支持美元國際地位**，當前尚無其他貨幣具備與美元相當的功能。
- (3) 美國金融市場**廣度與深度**足以**胃納全球超額儲蓄**(表 7)，外國人持有美國資產總額仍持續成長(圖 17)，本年迄今(6 月底)增加 4.1 兆美元(=63.9-59.8)，在可預見的未來，國際金融市場仍將高度倚賴美元資產。

表 6 主要貨幣股債市市值占比
(%；2026/9/15)

貨幣別	債市	股市
美元	45 (44)	49 (48)
歐元	23 (23)	5 (6)
人民幣	11 (10)	9 (8)
日圓	8 (9)	5 (5)
英鎊	4 (4)	2 (3)

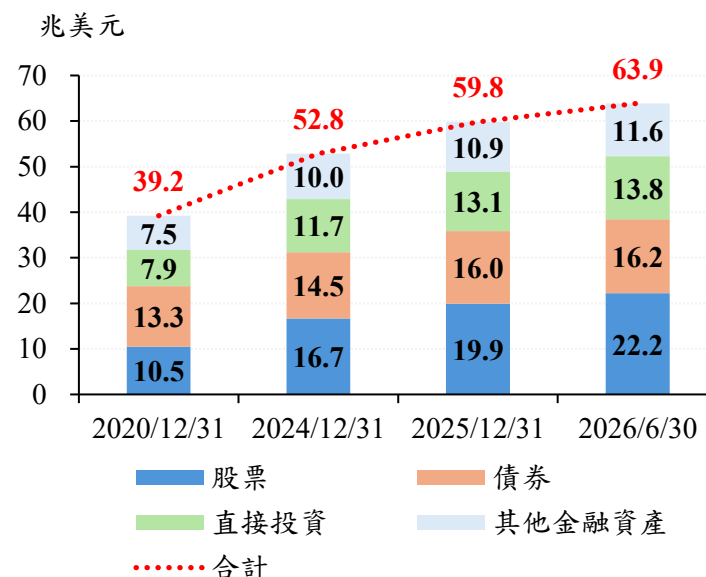
註：括弧內資料日期為 2025 年 6 月。
資料來源：Bloomberg (債市取自 Global Aggregate Index，股市取自 World Exchange Mkt Cap Index)。

表 7 美國金融市場廣度與深度
(兆美元；2026/6)

資產類別	餘額	外人持有金額 (比率)
股票	124	22.2 (18%)
公債	31	9.3 (30%)
公司債	18	5.2 (29%)
政府保證房貸抵押債(MBS)	13	1.5 (11%)
貨幣市場基金及共同基金	34	2.1 (6%)
合計	219	40.3 (18%)

資料來源：Fed Financial Accounts of the United States-Z.1

圖 17 外國人持有美國資產總額



資料來源：Fed Financial Accounts of the United States-Z.1

¹⁹ 美國 GENIUS 法案規定，發行支付型穩定幣之準備資產，須 1:1 錨定高流動性安全資產，如美元現金、活期存款、93 日以內到期之美國公債及短期附買回交易(Repo)，或投資於上述產品的政府貨幣市場基金。