

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

115.9.17

前 言

本(2026)年 6 月本行理監事會議以來，美伊軍事衝突再度升高，國際油價明顯走升，增添全球經濟成長下行風險與通膨上行壓力。國內方面，預期人工智慧(AI)需求續強，挹注出口及民間投資動能，本行上調本年下半年及全年經濟成長率預測值，明年經濟預估將續穩健成長；本行預期本年通膨率將略高於 2%，明年隨國際油價下跌，國內通膨率可望回降至 2%以下。

本年 3 月本行調升第 2 戶購屋貸款成數至 6 成後，外界持續關注不動產市場發展及本行不動產選擇性信用管制措施執行成效，爰就近期外界關注的不動產相關議題說明，提供各界參考。

有別於部分國家已放棄貨幣數量目標，本行長期關注貨幣總計數提供的政策訊息；自 2020 年起本行將 M2 成長目標區改採參考區間以來，貨幣數量操作得宜，有助維持利率平穩，達成物價穩定與防範資產價格泡沫。尤其，自 2022 年起本行維持相對偏緊的貨幣政策立場，長短期市場利率走高，多項指標亦顯示當前國內資金並未過度寬鬆，無通膨壓力上升之情形。

自 AI 快速發展以來，AI 成為影響全球經濟成長、物價及金融市場的熱門議題，特專文分析現階段 AI 帶動生產力上升情形、AI 基礎建設投資快速擴張衍生新的通膨壓力，以及投融資對金融市場的影響。

2018 年美中衝突後，全球供應鏈加速重組，台商朝多元布局，改變台灣的海外直接投資重心及外貿結構，並推動台灣成為全球 AI 硬體製造的核心，與此有關的議題值得關注。

央行貨幣是貨幣體系的定錨，也是最佳的清算資產。面對代幣化技術興起，推動央行數位貨幣（CBDC）有助延續信任基礎，並透過雙層式架構，與私部門的穩定幣、存款代幣共構數位貨幣體系，爰對相關議題加以說明。

本年 3 月以來長天期美債殖利率走揚，備受矚目；而 7 月底美、日聯合干預日圓；以及 8 月美國財政部擴大長天期公債回購與對美債殖利率之影響及其市場意涵等相關議題，均值得進一步探討。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助經濟成長之職責，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；茲探討上述議題，彙集成冊，提供各界參閱。

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	16
三、本行不動產選擇性信用管制執行情形	34
四、M2 之重要性及其在疫情以來之走勢與本行控制成效之說明	49
五、AI 發展對總體經濟與金融市場之影響	66
六、美中衝突後，台灣對外直接投資及貿易結構改變之分析	83
七、數位時代央行貨幣發展趨勢之相關議題	92
八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明	107

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2026)年 6 月本行理監事會議以來，美伊軍事衝突再起，荷姆茲海峽航運恢復時程延宕；復以葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點，中東衝突升溫，另本年聖嬰現象(El Niño)造成巴拿馬運河水位降低，全球主要航道運輸受阻，致國際油價走升，增添經濟成長下行壓力；惟人工智慧(AI)投資熱潮支撐主要經濟體經濟成長，全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)持續擴張。本年 9 月 17 日，S&P Global 預測本年全球經濟成長率為 2.47%，明(2027)年隨能源衝擊趨緩而回升至 2.93%。

物價方面，中東衝突及俄烏戰爭持續推升能源、糧食等大宗商品價格，將帶動全球生產者物價指數(PPI)回升，加以 AI 投資需求擴張，推升資通訊產品通膨，通膨上升風險猶存。S&P Global 在明年底油價仍將高於本年 2 月底中東衝突前水準之假設下，預測本年全球通膨率為 3.85%，明年在高基期影響下回降至 3.15%。

貨幣政策方面，能源價格居高時間過長，易透過成本轉嫁與薪資補償的第二輪效應推升整體通膨率，主要央行貨幣政策多趨緊，以避免通膨預期失去制約，並密切關注經濟成長與通膨風險。Fed、ECB 及 BoJ 均於 9 月升息；主席 Warsh 表示美國經濟具韌性，惟通膨仍偏高，將致力達成物價穩定目標；ECB 表示通膨率預期將高於目標水準一段期間；BoJ 表示日本企業物價指數上升，成本轉嫁壓力已開始外溢至消費者物價，通膨率高出目標的風險增加；人行則持續寬鬆貨幣基調。

金融市場方面，國際油價居高，主要經濟體財政疑慮升溫，美國 10 年期公債殖利率一度升抵 5.0%，主要國家公債殖利率亦多升至數年來高點，僅中國大陸維持低檔；全球股市修正後高點震盪；主要經濟體貨幣對美元多走升。

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定因素，包括中東衝突再起及聖嬰現象增強，能源與糧食供給短缺風險升高；主要央行貨幣政策趨向緊縮，牽動跨境資金流向；主要國家財政壓力升高，長期公債殖利率面臨上行壓力；AI 投資回報不確定性及融資風險升高，恐不利金融穩定，宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：中東緊張局勢升溫，能源供需持續緊俏，惟 AI 投資支撐主要經濟體經濟成長

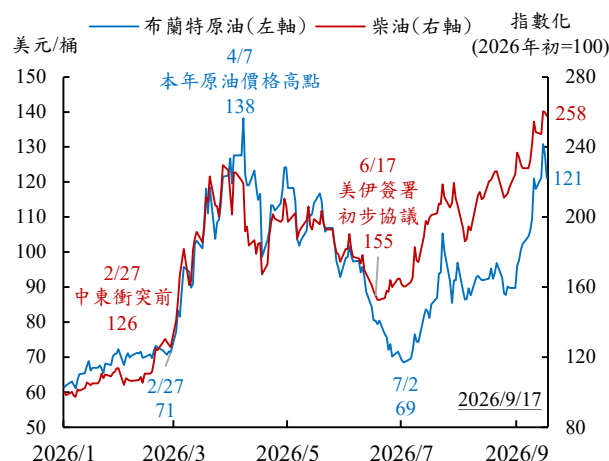
1. 中東緊張情勢及極端氣候衝擊主要航道運輸，能源供應情勢仍緊，國際油價走升

- (1) 本年 6 月 17 日美伊簽署初步協議，地緣衝突風險降溫，惟 7 月 7 日後因荷姆茲海峽控制權意見分歧，雙方軍事衝突再起；另葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點、聖嬰現象造成巴拿馬運河水位降低，全球主要航道運輸受阻。
- (2) 國際油價因中東情勢升溫而大漲，另各國回補原油庫存需求上升，原油運輸成本攀升，短期油市供需續緊俏。
- 9 月原油價格再度突破每桶 100 美元，成品油短缺情勢尤嚴峻，其中柴油價格創本年以來新高(圖 1，專欄 1)。

2. AI 投資熱潮支撐主要經濟體在能源衝擊下仍維持韌性

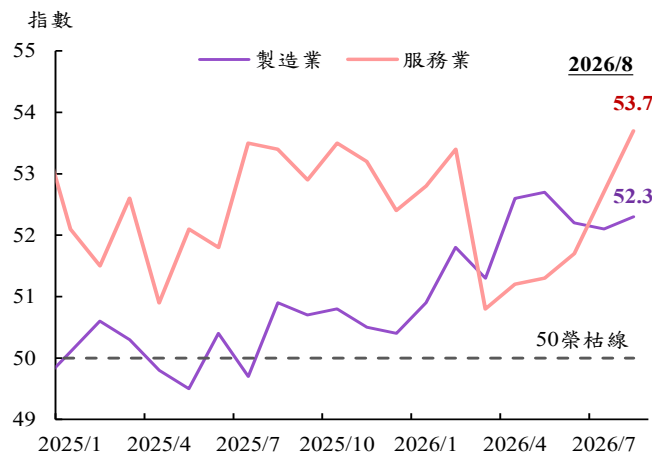
- 本年以來，全球製造業及服務業 PMI 維持擴張趨勢；主要經濟體持續擴大 AI 基礎建設投資，製造業活動續擴張，另全球股市表現良好，金融服務業景氣暢旺；全球經濟成長仍具韌性(圖 2)。
- 美國大型科技公司持續擴大 AI 基礎建設投資，分析師亦持續上調主要雲端服務商(CSP)未來 12 個月資本支出預測，顯示 AI 相關投資動能仍強(圖 3)。
- 惟 AI 相關投資與貿易集中少數經濟體，美國貿易入超與亞洲科技商品出口經濟體出超同步增加，全球經常帳失衡擴大(詳附錄)。

圖 1 布蘭特原油及柴油走勢



資料來源：LSEG Datastream

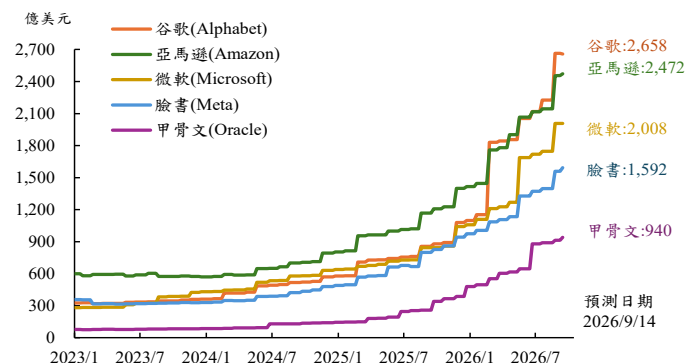
圖 2 全球製造業與服務業 PMI



資料來源：Bloomberg

2

圖 3 主要雲端服務商
未來 12 個月資本支出預測*



註：1.橫軸為機構分析師預測日期，縱軸為分析師對各 CSP 未來 12 個月資本支出規模之預測平均值。
2.*2026 年 9 月 14 日，分析師預測五大 CSP 未來 12 個月資本支出規模合計 9,670 億美元。
資料來源：LSEG I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System)

3. 預期本年全球經濟成長率為 2.47%，明年回升至 2.93%；惟中東衝突再起，增添經濟下行壓力

全球 AI 建設需求帶動投資及貿易成長，支撐全球經濟成長；S&P Global 上調本年全球經濟成長率預測值至 2.47%，明年隨能源衝擊趨緩而升至 2.93%，主要經濟體亦多回升(圖 4、圖 5)；惟近月美伊軍事衝突頻繁，加以沙烏地阿拉伯東西向輸油管道遇襲而受損，能源供應風險升溫，增添全球經濟成長下行壓力。

- 美國：「大而美法案」退稅措施之效益減退，汽油價格高漲降低民眾購買力，民間消費成長將趨緩，惟 AI 基礎設施建置需求挹注投資動能；S&P Global 預測本年經濟成長率 2.13%，明年升至 2.54%(圖 5)。
- 歐元區與英國：上半年經濟表現維持韌性，惟能源價格居高衝擊民間消費復甦；預測歐元區本年經濟成長率 0.98%，明年回升至 1.33%；英國本年成長率預測值則為 1.23%，明年升至 1.29%(圖 5)。
- 日本：全球 AI 產品需求持續擴張，支撐日本出口成長，復以政府擴大支出，部分抵銷能源價格上漲及日圓貶值對內需之衝擊；預測本年經濟成長率 0.85%，明年回升至 1.03%(圖 5)，成長動能仍緩。
- 中國大陸：出口持續擴張，惟成長動能集中於少數產業，對內需之提振力道有限；預測本年經濟成長率為 4.52%，明年降至 4.49%(圖 5)，位於當局 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

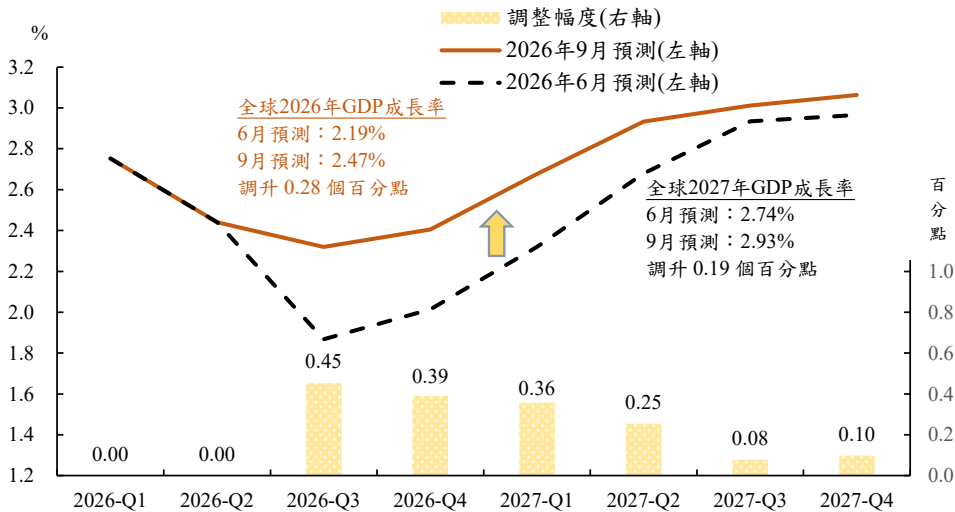
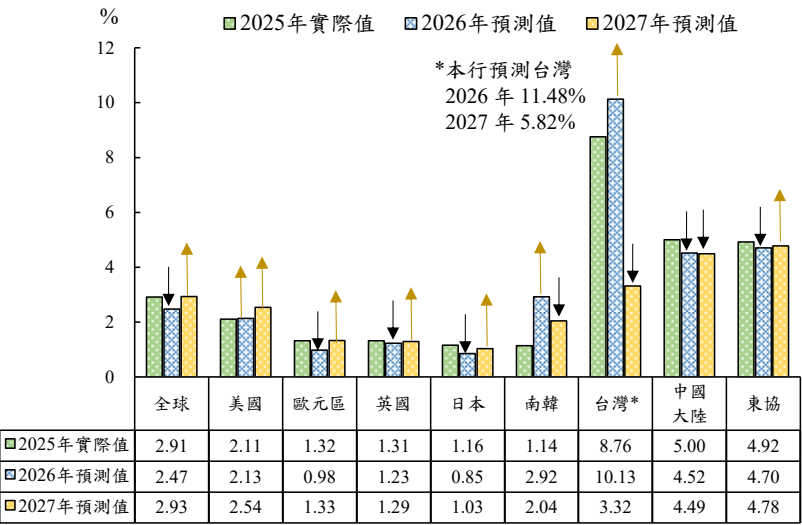


圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



(二)全球物價展望：國際油價自低點回漲，全球通膨率上升風險猶存

1. 油價、穀物及金屬價格上漲，致整體國際商品價格較 6 月底上漲

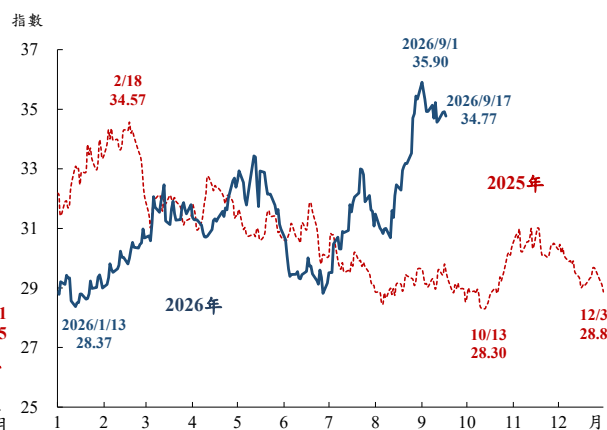
- **美伊**此前簽訂之初步協議失效，7 月下旬美國對伊朗實施金融封鎖，並威脅對其貿易夥伴國施加次級制裁。近期葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點，沙烏地阿拉伯**東西向輸油管道**因遇襲**停止運作**，**國際油價自 7 月底點大幅走升**。9 月 17 日**布蘭特原油現貨價格**升至每桶 **121.2 美元**，較 6 月底**大漲 72.0%**，且較 **2 月底衝突前上漲 69.9%**(圖 6)。
- **聖嬰現象**致產區發生**高溫、乾旱**現象，復以**俄烏衝突**致兩國**穀物出口受阻**，**整體穀物價格大漲**，9 月 17 日較 6 月底**上漲 19.2%**(圖 7)。
- 美、歐製造業持續復甦，**電網、再生能源**建設需求仍高，復以**荷姆茲海峽航運受阻**降低部分商品供給，9 月 17 日代表整體國際商品價格之 **R/J CRB 期貨價格指數**較 6 月底**上漲 20.3%**(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/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。

資料來源：LSEG Datastream

專欄1：全球成品油供給吃緊，柴油裂解價差升至歷史高點

近月中東及俄羅斯成品油出口減少，**反映成品油供給情勢之柴油裂解價差創歷史高點**。柴油主要用於貨運、農業及工業生產，相較原油，其供應變化**對經濟活動將產生更直接的影響**¹。

1. 柴油替代彈性較低，供應衝擊較易反映於價格

— **柴油為生產活動必要能源**；相較汽油主要用於乘用車、航空煤油用於航空運輸，柴油**需求對價格變動的敏感度較低**。

2. 柴油原料供應及主要煉解廠同步受衝擊，加劇全球柴油市場緊張情勢

— **中東及俄羅斯為柴油主要煉製來源**；中東出口受阻，加以俄羅斯煉油設施受烏克蘭無人機襲擊，並實施部分燃料出口管制，加劇全球柴油市場緊張情勢。

— 未來數月，**秋季農業收成及冬季取暖將推升柴油需求**；若供給復甦不及預期，**柴油供需情勢恐進一步承壓**。

成品油裂解價差



註：係汽、柴油價格與 WTI 原油 1 個月期貨價格之價差。
資料來源：Bloomberg

主要成品油之比較

	汽油	柴油	航空煤油
種類	輕質油品	對中東之中重質原油供應較為敏感	
主要用途	運輸燃料	貨運、農業、工業及發電	航太燃料
主要煉製來源	美國、新加坡、荷蘭	中東及俄羅斯占比約 34%	南韓、中東、中國大陸、美國
中東衝突迄今漲幅 (2026/9/17 與 2/27 相較)	95.8%	105.0%	85.9%

資料來源：LSEG Datastream；Bloomberg；本行整理

¹ 台灣持續落實「亞鄰最低價」調整上限與「油價平穩措施」之油價雙緩漲機制，降低汽、柴油價格上漲衝擊。

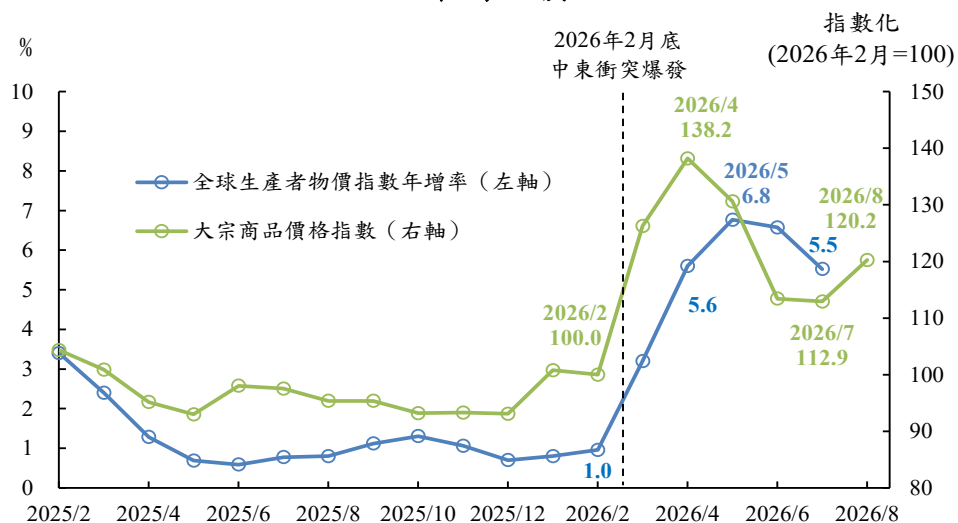
2. 大宗商品及 AI 需求增添物價上行壓力

(1) **全球 PPI 隨大宗商品價格變化**(圖 9)；6 月美伊情勢趨緩，**大宗商品價格**自 4 月高點回落，惟 7 月後**因中東情勢升溫而大幅回漲**，恐**推升 PPI 上行壓力**；若**原物料價格持續居高**，業者恐將成本轉嫁至終端售價，**增添通膨升溫之風險**。

(2) **AI 伺服器、資料中心及算力需求快速擴張**，先進半導體及相關零組件價格大漲，**推升資通訊產品通膨**。

—以**美國 PCE 物價指數**²為例，本年**資訊處理設備**(包含個人電腦、平板電腦、周邊設備、電腦軟體及配件等商品)**價格走勢強於整體物價**；惟其**占整體消費支出比重較低**，對**整體通膨之推升力道有限**³(圖 10)。

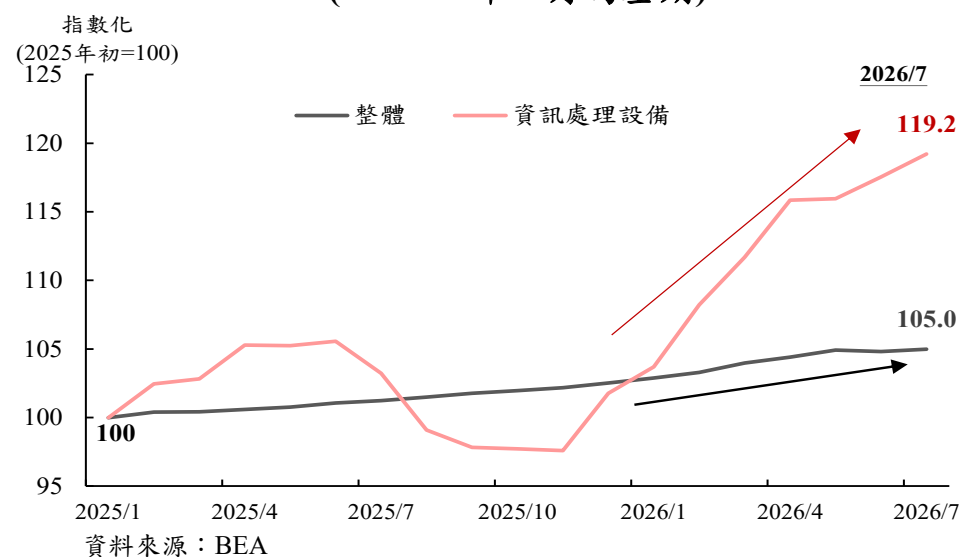
圖 9 全球生產者物價指數年增率*
及大宗商品價格



註：*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 8 月數據，統計至 2026 年 7 月。

資料來源：世界銀行；CEIC；本行計算

圖 10 美國 PCE 物價指數及其分項變動
(以 2025 年 1 月為基期)



資料來源：BEA

² 各國主計單位依標準編製 CPI 指數衡量通膨，美國經濟分析局另依消費者實際支出編製 PCE 物價指數；Fed 以 PCE 年增率 2% 為其物價穩定目標。

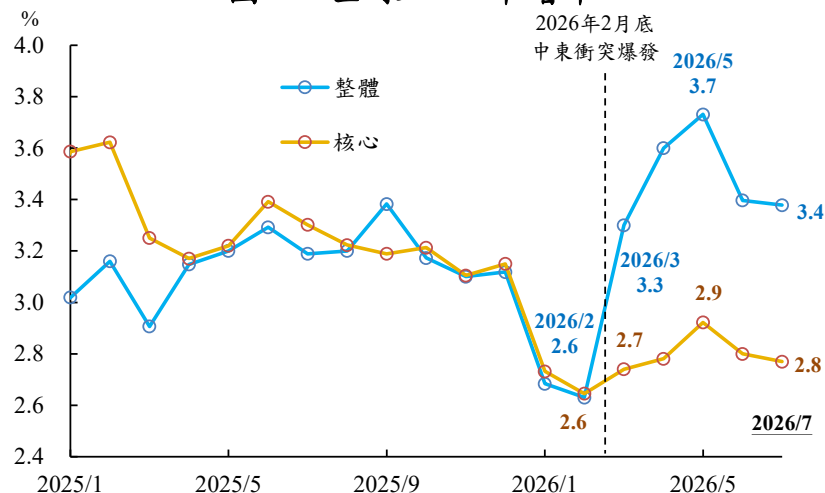
³ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「五、AI 發展對總體經濟與金融市場之影響」。

3. 預期國際油價居高，本年全球通膨率預測值為 3.85%，明年降至 3.15%

能源、糧食等大宗商品價格走高推升全球通膨率，惟核心通膨持穩(圖 11)，反映供給面衝擊尚未廣泛擴散至其他商品與服務，惟後續仍須留意成本轉嫁與第二輪通膨效果。S&P Global 預期明年底油價仍將高於中東衝突前水準；預測本年全球通膨率為 3.85%，明年因高基期影響而降至 3.15%，主要經濟體通膨率亦多下滑(圖 11、圖 12)。

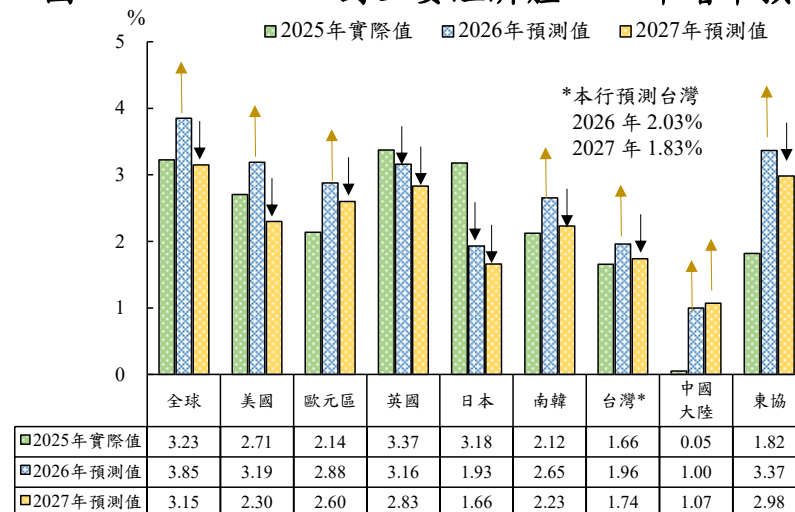
- 美國：關稅及能源價格推升本年通膨率走高，預期隨能源價格逐步回落，關稅轉嫁效應消退，通膨壓力將趨緩；S&P Global 預測本年 CPI 年增率為 3.19%，明年降至 2.30%(圖 12)，仍高於 Fed 之政策目標。
- 歐元區與英國：歐洲天然氣價格隨油價大漲，推升歐元區與英國通膨率，預期未來能源價格下滑，將有助通膨降溫；預測本年歐元區 CPI 年增率為 2.88%，明年降至 2.60%，英國本年則為 3.16%，明年降至 2.83%(圖 12)，均仍高於其央行之政策目標。
- 日本：上年米價飆升之高基期效應，以及本年能源補貼政策抑制本年通膨，預測本年 CPI 年增率為 1.93%；明年受惠於食品消費稅下調，CPI 年增率預測值降至 1.66%(圖 12)。
- 中國大陸：內需疲弱，致油價上漲對終端價格之傳遞效果有限，通膨維持低檔；預測本年 CPI 年增率為 1.00%，明年略升至 1.07%(圖 12)，仍低於政府之 2% 目標。

圖 11 全球 CPI 年增率



註：*以全球 79 個國家數據，取中位數計算全球通膨率及核心通膨率。
資料來源：CEIC；本行計算

圖 12 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



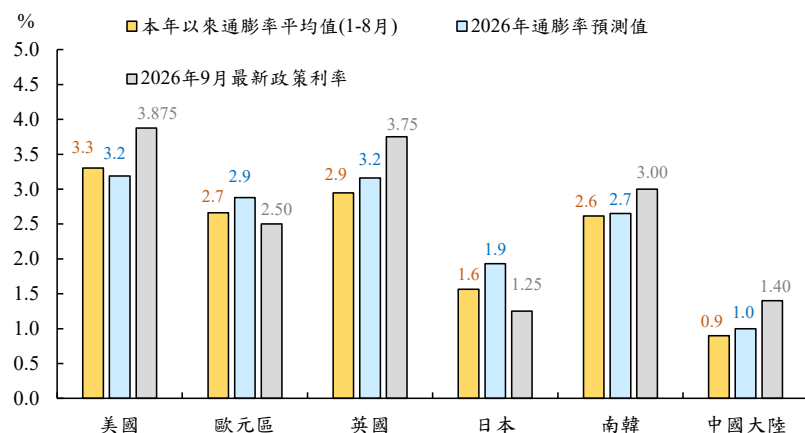
註：↓、↑分別表示當年預測值較前一年下滑、上升。
資料來源：S&P Global (2026/9/17)

(三)主要央行貨幣政策：本年9月Fed、ECB、BoJ升息，人行延續寬鬆貨幣政策

中東衝突引發之供給面衝擊已持續逾6個月，能源價格上漲推升全球通膨率，本年以來主要經濟體通膨率平均值多超過2%(圖13)；能源價格居高時間過長，易透過第二輪效應推升整體通膨率，主要央行政策立場多趨緊，以避免通膨預期失去錨定，並持續關注最新數據動向，權衡通膨上行與經濟下行風險，以評估妥適之貨幣政策立場。

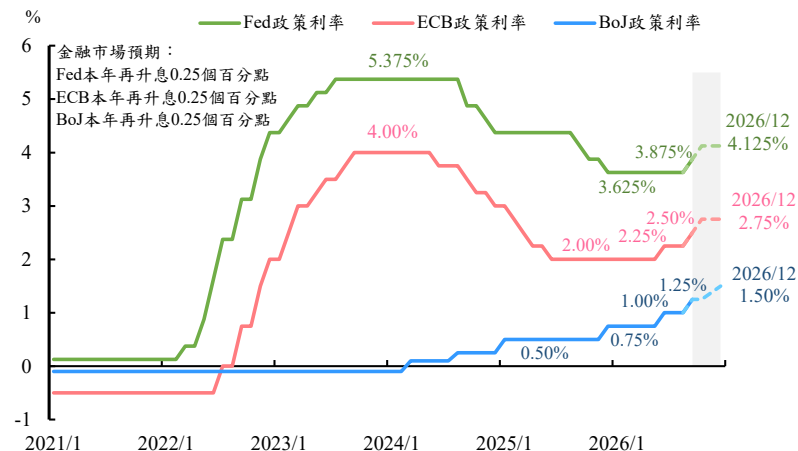
- Fed 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼(0.25個百分點)，主席 Warsh 表示，美國經濟具韌性，惟通膨率仍處偏高水準，本次升息旨在降低部分寬鬆程度(removed a dose of accommodation)，促使通膨率及時降至2%目標，並防止部分產業的相對價格上漲進一步擴散，形成廣泛的二度或三度效應(second and third order effects)；金融市場預期 Fed 至本年底前可能再升息1碼(圖14)。
- ECB 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼，貨幣政策聲明表示，通膨率預期將高於目標水準一段期間；未來將持續基於最新經濟金融數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑(圖14)。
- BoJ 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼，貨幣政策聲明表示，日本企業物價指數上升，成本轉嫁壓力已開始外溢至消費者物價，通膨率高出目標的風險增加；另金融情勢仍屬寬鬆，未來將視經濟情勢決議是否持續調升政策利率(圖14)。
- 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。
資料來源：LSEG Datastream；S&P Global (2026/9/17)；本行計算

圖14 金融市場對政策利率之預測路徑

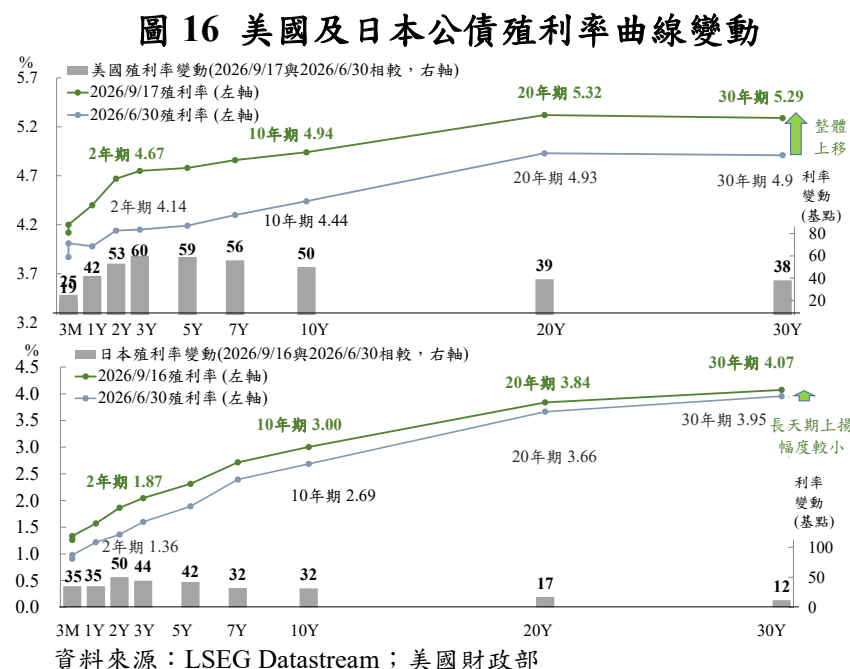
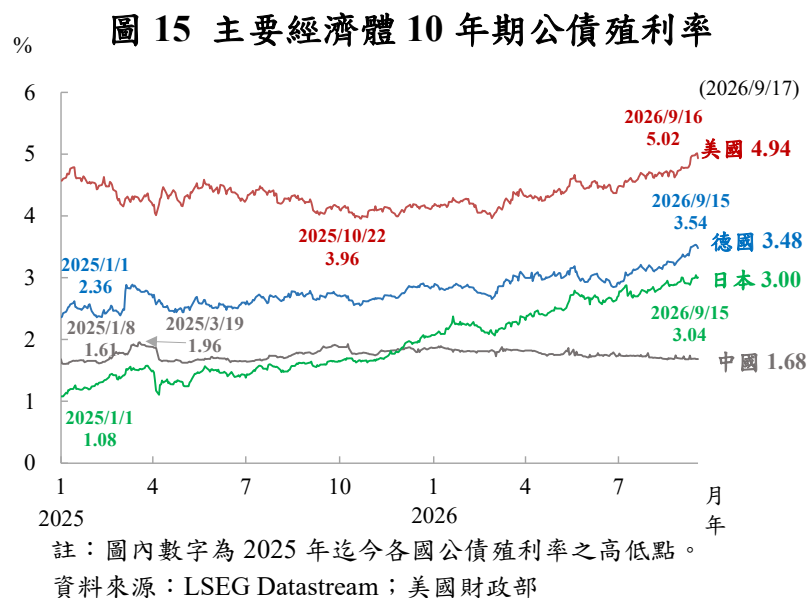


註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值，ECB 政策利率為隔夜存款利率，BoJ 政策利率為無擔保隔夜拆款利率。
資料來源：Bloomberg (2026/9/17)，本行計算

(四) 金融市場：主要國家公債殖利率多上揚，全球股價指數高點震盪，主要經濟體貨幣對美元多走升

1. 債市：美、德、日 10 年期公債殖利率升至多年來高點

- (1) 國際債市受美國 10 年期公債殖利率影響而波動。本年 6 月底以來，國際油價持續居高，主要央行升息機率上升，拉高短天期公債殖利率；主要國家財政赤字擴大、公債供給增加，加以美國科技公司擴大發行公司債以融通 AI 投資支出、美債持有結構轉向民間投資人，期限溢酬回升，致美國長天期公債殖利率一度升逾 5.0%，並帶動其他主要經濟體殖利率同步走高⁴；中國大陸 10 年期殖利率維持低檔(圖 15)，主因內需持續疲弱、貨幣政策持續寬鬆。
- (2) 美、日殖利率曲線同步上移，惟曲線型態分歧。美國整體曲線平行上升：短天期反映 Fed 升息預期升溫，中長天期則受公司債供給，以及投資人結構轉向價格敏感度較高之民間投資人影響；美國財政部 9 月擴大長天期公債回購規模，以改善次級市場流動性，壓抑殖利率效果仍待觀察⁵。日本殖利率曲線趨於平坦：BoJ 升息預期推升短天期殖利率，超長天期則因年金及壽險等國內法人增持，升幅相對有限(圖 16)。



⁴ 參見 BIS (2026), "Yields Climb, yet Risk Appetite Holds Firm," *Quarterly Review*, Sep。

⁵ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明」。

2. 股市：全球市場修正後高點震盪，主要股市多下跌

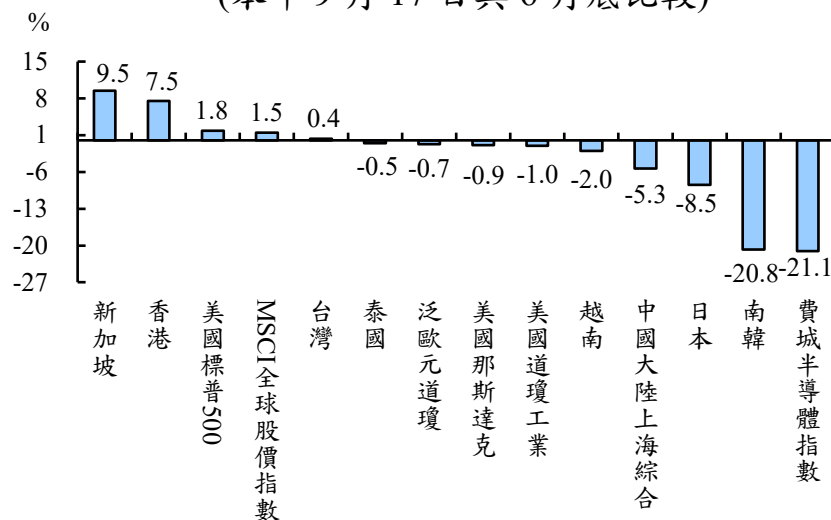
(1) 本年6月底以來，AI鉅額資本支出之回報不確定性升高，主要央行升息預期升溫，資金轉向傳統類股

- 本年南韓連結個股之槓桿型ETF大幅擴張，7月AI類股因市場擔憂科技巨頭高額資本支出恐減損獲利而重挫，高槓桿ETF機械性減碼，融資戶因股價下跌遭追繳保證金，賣壓相互加乘，**南韓股價指數重挫20.8%**(圖17)。
- 傳統類股權重較高之股市，因部分資金自科技股轉向防禦性類股，表現相對穩健；如新加坡及香港金融類股權重較高，近期市場成交活絡，帶動券商手續費及財富管理收入成長，金融類股走揚，支撐指數表現(圖17)。

(2) 成長股之遠期盈餘殖利率低於美債殖利率，反映市場看好其盈餘成長前景，願意以較高價格持有

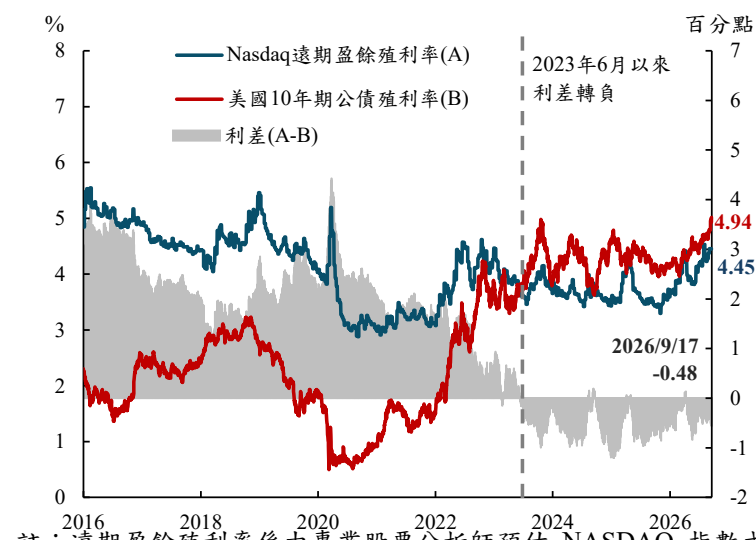
- 遠期盈餘殖利率係以未來一年公司之預期盈餘，相對目前股價所計算出之殖利率；自2023年以來Nasdaq遠期盈餘殖利率多低於美國10年期公債殖利率(圖18)；顯示投資人願接受低於無風險利率的盈餘報酬，以換取未來成長。
- 惟此評價高度依賴盈餘成長兌現。若企業盈餘不如預期，壓抑市場樂觀情緒，加以成長股對利率較為敏感，倘通膨前景升溫推升殖利率，可能致部分資金轉向傳產股或固定收益資產，加大股價波動風險。

圖17 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年9月17日與6月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

圖18 美國股票盈餘殖利率與10年期公債殖利率



註：遠期盈餘殖利率係由專業股票分析師預估 NASDAQ 指數成分股之未來12個月企業盈餘，除以股票市價而得。

資料來源：LSEG I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System)

3. 匯市：主要經濟體貨幣對美元多走升

本年6月底以來，**美日聯合干預日圓**(專欄2)，**日圓套利交易平倉**，加以**預期 ECB、BoJ 持續升息**，**美元指數走貶**；9月以來，**美國通膨數據居高**，**Fed 貨幣政策趨緊**，**美元指數止跌回升**(圖 19)。

本年9月17日與6月底相較，主要經濟體貨幣對美元**多走升**(圖 20)。

- **歐元**：歐元區**通膨率**居高，**市場對 ECB 將持續升息之預期升溫**，**歐元對美元升值 0.5%**。
- **英鎊**：預期**英國通膨率**走升，復以**美元走弱**，**英鎊對美元升值 0.7%**。
- **日圓**：美日聯合**干預匯市**，加以**BoJ 升息預期升溫**，**資金回流日圓資產**，**日圓對美元升值 4.2%**。
- **韓元**：**AI 需求**帶動半導體出口暢旺，**南韓貿易出超擴大**，加以記憶體大廠**SK 海力士赴美上市募資並匯回國內**，美元供給增加，**韓元對美元大幅升值 12.1%**。
- **人民幣**：中國大陸貿易出超持續擴大，出口商結匯需求增加，**人民幣對美元小幅升值 1.1%**。

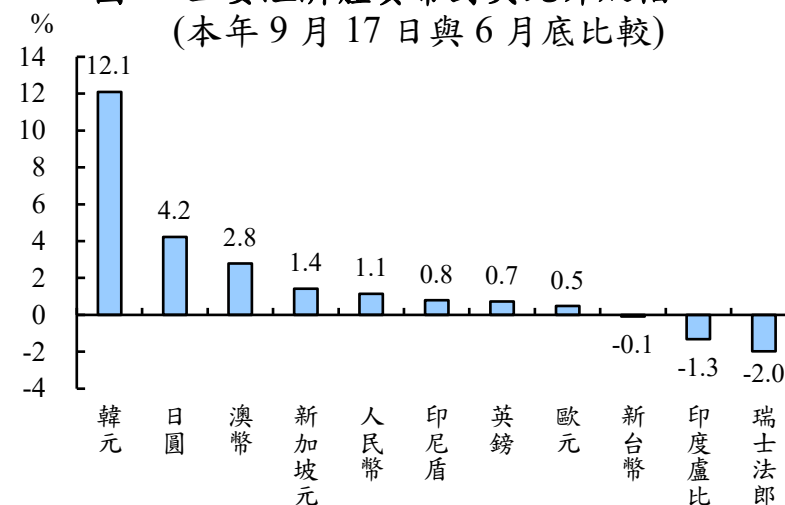
圖 19 DXY 美元指數



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 9 月 17 日與 6 月底比較)



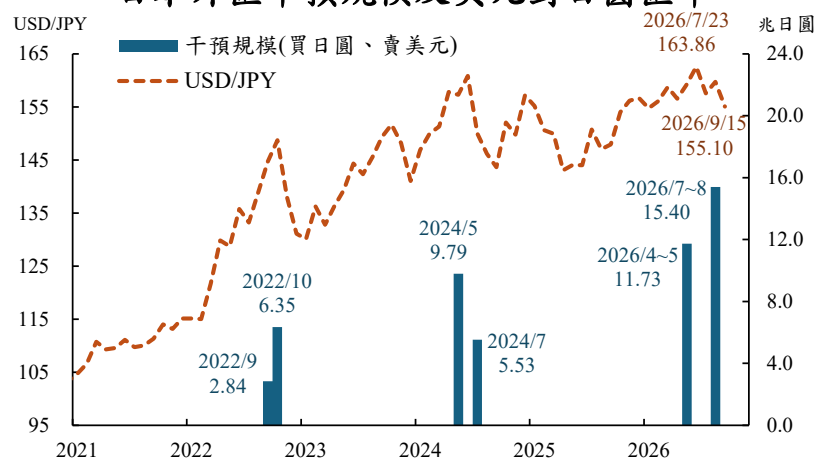
註：*新台幣略貶，主要係本年台股大幅上漲後，外資陸續獲利了結並調整全球資產配置；加以 7、8 月適逢上市櫃公司股利發放旺季，外資匯出獲配股利及賣股所得資金，增加外匯市場美元需求。

資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

專欄2：近期美日聯合干預匯市，美國財政部鼓勵日本運用債券附買回交易機制，避免拋售美債而衝擊債市⁶

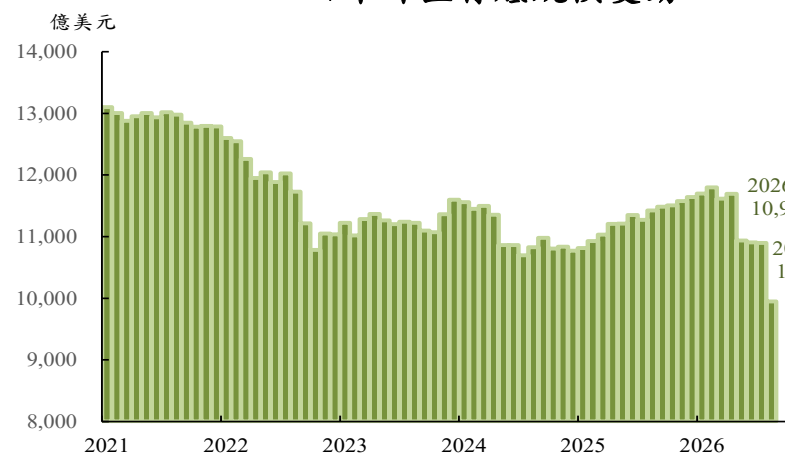
1. 本年**7月23日**，日圓對美元匯率貶至**163.86**之近**40年**新低，7月底**美國與日本聯手干預匯市、阻貶日圓**。
2. 日本採減持美國公債方式籌措外匯干預所需資金；本年7月至8月日本當局干預規模創紀錄，外匯存底大幅縮減——日本財務省於8月28日公布，本年7月至8月日本**外匯干預規模15.4兆日圓(約986.6億美元)**，創歷次**干預操作之最高紀錄**，且金額高於8月初各主要機構預估之約13兆日圓。
 - 過去日本多採減持美國公債方式籌措外匯干預所需資金**；本年7月**日本外匯存底**為1.09兆美元，8月降至9,950億美元，**大幅減少946億美元**；其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。
3. Fed 建立之外國及國際貨幣當局債券附買回交易機制(FIMA Repo Facility)，可降低干預匯市對美債市場之影響
 - 日本持有大量美債部位**，若以直接出售美債方式籌措干預匯市之資金，可能加重市場賣壓。
 - 美國財政部長 Scott Bessent 鼓勵日本運用 Fed 建立之 FIMA repo facility 取得美元**，**無須立即且大量拋售美債**來籌措資金，**避免匯率干預操作推升美債殖利率**。

日本外匯干預規模及美元對日圓匯率



資料來源：日本財務省、LSEG Datastream

日本外匯存底規模變動



資料來源：日本財務省、CEIC

⁶ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明」。

(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

中東衝突再起及聖嬰現象增強，能源與糧食供給短缺風險升高

- 美伊衝突再度升高，美方加大對伊朗金融封鎖及次級制裁；胡塞組織襲擊沙國能源設施並威脅封鎖曼德海峽。中東地區航運持續受阻，油價與運費居高，恐延緩全球通膨降溫進程。
- 美國國家海洋暨大氣總署(NOAA)指出聖嬰現象持續增強，預期秋冬季發展為極強事件之機率逾 9 成，異常乾旱或豪雨恐衝擊農業生產、水資源及交通運輸，加劇供應鏈干擾與糧價波動。

主要央行貨幣政策趨向緊縮，牽動跨境資金流向

- 美國通膨仍高且地緣政治增加物價壓力，供給端與需求端通膨壓力均上升，Fed 本年 9 月升息，主席 Warsh 強調達成物價穩定目標，貨幣政策趨向緊縮，確保通膨及時回落，本年底前再度升息可能性仍高；ECB 因能源價格推升通膨，政策立場偏緊縮；BoJ 持續推進貨幣政策正常化，將依經濟情勢判斷調整政策的時機與步伐；中國人行因內需偏弱，續維持寬鬆政策。主要央行政策牽動跨境資金流向，金融市場將隨之波動。

主要國家財政壓力升高，長期公債殖利率面臨上行壓力

- 主要國家債務維持高位，加以國防、基礎建設及利息支出增加，政府融資需求持續擴大；美國國債餘額已逾 40 兆美元，德、法、英、日等主要國家財政赤字亦居高；同時，大型科技公司為 AI 投資擴大債券融資，增加長天期資金需求，增添長期公債殖利率上行壓力。
- 若長期利率續高，企業與家庭融資成本上升，恐抑制投資及消費，並增加金融市場波動。

AI 投資回報不確定性及融資風險升高，恐不利金融穩定

- 美國主要 CSP 持續擴大資本支出，惟電力、設備供應、居民抗議聲浪及地方政府審查等瓶頸，可能延後資料中心啟用；AI 投資規模快速擴張，惟未來獲利與投資回報仍具不確定性。
- 新興雲端業者及資料中心開發商愈加仰賴私募信貸、資產擔保融資及 SPV 等融資方式，槓桿與融資複雜度上升；若 AI 投資報酬不如預期，資產重估與信用風險可能相互傳遞，放大金融市場波動並反過來抑制 AI 投資。

附錄：全球貿易失衡與經常帳失衡

一、AI 相關投資與貿易集中，美國貿易入超與亞洲科技商品出口經濟體貿易出超同步擴大

1. 近年**全球 AI 基礎設施投資集中於美國**，而其所需之 AI 伺服器、半導體及記憶體等則**多自亞洲進口**。
2. 預估本年**美國貿易入超將逾 1.1 兆美元**，為 2018 年之 1.3 倍，而中國大陸、南韓、台灣、新加坡及馬來西亞等亞洲科技商品出口經濟體出超亦較 2018 年倍增；**美國入超與亞洲出超同步擴大**(表 1)。
3. 全球失衡不僅存在於美國與亞洲之間，亞洲經濟體之間亦呈類似型態；**亞洲經濟體彼此多為 AI 供應鏈之上下游**，如**台灣自南韓進口之記憶體大增，致南韓對台灣貿易出超擴大，南韓整體貿易出超亦擴大**。

表 1 主要經濟體商品貿易出入超

單位：億美元；倍數

經濟體	2026 年* (A)	2018 年 (B)	增減額 (C=A-B)	倍數 (D=A/B)
中國大陸	12,083	3,509	8,573	3.4
南韓	3,038	697	2,341	4.4
台灣	2,054	492	1,561	4.2
新加坡	987	413	574	2.4
馬來西亞	732	307	425	2.4
美國	-11,015	-8,704	-2,312	1.3

註：1. 出超及入超分別以正數及負數表示。2. *中國大陸、南韓及台灣 2026 年全年金額係該年 1 至 8 月均值乘以 12 估算，其餘經濟體因僅公布至 7 月，採 1 至 7 月均值乘以 12 估算。經濟體按 2026 年貿易餘額排序。

資料來源：美國商務部、LSEG Datastream、CEIC

二、商品貿易為經常帳重要組成；經常帳餘額與國內投資及儲蓄之差額為一體兩面

1. 經常帳包含商品、服務及所得收支，**商品貿易餘額為其主要組成**；貿易失衡擴大，經常帳失衡即隨之擴大。
2. 依國民所得會計恆等式，**經常帳順差(逆差)與超額儲蓄(儲蓄不足)是一體兩面**⁷：

經常帳餘額 = 超額儲蓄 = 民間部門超額儲蓄 + 政府部門超額儲蓄

(政府財政收支餘額)

$$(X-M) \quad (S-I) \quad (S_p-I_p) \quad (S_g-I_g) \quad \text{【也就是}(T-G)=T-(C_g+I_g)=(T-C_g)-I_g=S_g-I_g\text{】}$$

➤ 其中 X 為輸出，M 為輸入；S 為儲蓄，I 為投資，下標 p 及 g 分別代表民間及政府部門；

政府部門超額儲蓄即政府稅收 (T) 減政府支出 (G) 之財政收支餘額 (G=政府消費 C_g + 政府投資 I_g)。

⁷ 中央銀行(2025)，「經常帳餘額與匯率之相關性」，新聞參考資料，4 月 18 日。

三、全球經常帳失衡係各國政策組合之結果，經常帳順差國與逆差國應共同肩負改善全球失衡之責

國際主流經濟學家與國際機構認為，**全球經常帳失衡係各國政策組合(policy mix)之結果**，故**經常帳順差國應提振內需與投資以吸收過剩儲蓄**，**逆差國應財政改革以增加儲蓄**，主要經濟體**同步調整**為緩解全球失衡**最佳結果**(表2)。

表 2 國際學者及機構對全球失衡成因之見解與政策意涵

	經常帳失衡成因之見解	政策意涵
Gopinath, Gourinchas and Rey (2026) ⁸	渠等參與研提之本年 G7 專家報告與 IMF 全球失衡政策文件，均未將對外失衡歸咎於匯率，而是 將其理解為一國國內政策組合之結果 。	全球經常帳失衡之矯正須自各國國內總體政策著手 ；僅要求順差國貨幣名目升值而未同步調整總體政策，未必能達成再平衡，反可能加深順差國通縮並壓抑總合需求。
Gourinchas et.al (2026) ⁹	經常帳餘額等於國民儲蓄與國內投資之差額 ；財政政策、人口結構及信用循環等 總體因素 為全球失衡關鍵之驅動因素。	縮減全球失衡須自財政等總體政策調整著手 ；無法改變國內儲蓄與投資決策的措施難以改善外部失衡情勢。
Patnam (2026) ¹⁰	經常帳餘額 反映一國儲蓄與支出之差額 ，係 家庭、企業決策之選擇 。	一國逆差即他國順差，調整非單一國家之事；逆差國增加儲蓄並增加生產性投資，順差國提振內需或減少過剩儲蓄， 同步調整方能在支持經濟成長下縮減全球失衡 。
Frankel (2026) ¹¹	中國大陸經常帳順差根源於國民儲蓄率偏高；美國經常帳逆差主因為儲蓄偏低，尤其是財政赤字龐大。	中國大陸應降低對投資與出口之依賴、擴大家庭消費，並強化社會安全網以釋出預防性儲蓄；美國應以強化財政狀況提高國內儲蓄。
IMF (2026a) ¹²	經常帳餘額反映各國儲蓄與投資之差異 ，2025 年全球經常帳失衡擴大主要來自中國大陸(儲蓄偏高、投資下滑)與美國(儲蓄不足、政府財政赤字龐大)。	順差國與逆差國須同時調整國內失衡 ，逆差國財政改革以增加儲蓄，順差國提振內需與投資。 單一國家之調整雖仍可縮減全球超額失衡，惟將加深他國之國內失衡 。
IMF (2026b) ¹³	經常帳餘額反映各國儲蓄與投資之差異 ，受人口結構、生產力、政策組合、經濟結構與體制等 結構性因素影響 。	逆差國財政改革，順差國轉向消費導向成長， 同步調整為最佳結果 ；產業政策與關稅並非外部再平衡之捷徑，持久之再平衡仍有賴健全之國內政策。

資料來源：本行整理

⁸ 詳 Gopinath, Gita, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey (2026), “Don’t Blame Global Imbalances on the Undervalued Yuan,” *The Economist*, July 28。

Gita Gopinath 為哈佛大學經濟學教授，Pierre-Olivier Gourinchas 為加州大學柏克萊分校經濟學教授，Hélène Rey 為倫敦商學院經濟學教授。

⁹ 詳 Gourinchas, Pierre-Olivier, Gene Kindberg-Hanlon, Manasa Patnam, Lorenzo Rotunno, and Michele Ruta (2026), “Global Imbalances, Industrial Policy and Tariffs,” *IMF Working Paper*, No. 2026/067, April。

¹⁰ 詳 Patnam, Manasa (2026), “A World Seeking Balance,” *Finance & Development*, IMF, September, pp. 8-9。Manasa Patnam 是 IMF 研究部副處長。

¹¹ 詳 Frankel, Jeffrey (2026), “What Should Be Done About Asia’s Undervalued Currencies?” *Project-Syndicate*, August 19。Jeffrey Frankel 是哈佛大學甘迺迪學院教授。

¹² 詳 IMF (2026), 2026 External Sector Report: Amid Rising Imbalances, the Case for Rebalancing, July 30, Chapter 1。

¹³ 詳 IMF (2026), “Understanding Global Imbalances”, *IMF Policy Paper*, No.2026/006。

二、國內經濟及通膨展望

本(2026)年上半年受惠人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)等新興科技應用需求暢旺，帶動台灣輸出與民間投資成長，民間消費隨之擴增，經濟成長率達 14.15%。展望下半年，AI 應用與相關基礎建設需求熱絡，以及 AI 伺服器新品推出，挹注台灣輸出成長力道，亦使國內相關供應鏈廠商提高資本支出。內需消費方面，薪資成長持續，且車市買氣回溫，以及股市交易熱絡，加以國人出國旅遊熱潮不墜等因素，支撐民間消費動能。本行預測下半年經濟穩健成長 9.09%，加以上半年經濟成長優於預期，本年經濟成長率預測值由 6 月之 9.45%上調至 11.48%。

物價方面，近期受颱風豪雨接連來襲等天候因素影響，預期蔬果等食物類價格居高，且國內外食費、房租、運輸費及娛樂服務費等服務類價格漲幅仍高且具僵固性，以及國內消費電子及電腦等產品價格上漲，本行將本年 CPI、核心 CPI 年增率預測值由 6 月之 1.91%、1.90%，分別上調至 2.03%、2.16%。

至於明(2027)年，AI 相關基礎設施建設需求仍殷，且應用層面擴散，國際主要雲端服務商(Cloud Service Provider, CSP)續加碼資本支出，維繫台灣出口表現，加以國內半導體業績深化高階製程、先進封裝，以及肆應市場需求，AI 相關供應鏈廠商加大在台投資力道，且國內消費可望溫和成長，預測明年經濟成長 5.82%。通膨方面，預期明年國際油價低於本年，國內油料費、機票等價格漲幅可望減緩，本行預測 CPI 年增率回降至 1.83%。惟地緣政治風險引發國際油價震盪，加以天候因素，與 AI 需求引發之消費電子產品漲價效應等持續影響台灣通膨走勢，本行將依最新國內外經濟及物價發展情勢，滾動式調整國內通膨預測值。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明：

(一)AI 需求暢旺，本行上調本年經濟成長率預測值

1. 本年經濟成長表現優於原預估，且淨外需與資本形成為經濟成長之主要驅動力。

(1) 本行將本年經濟成長率預測值由 6 月之 9.45%上調至 11.48% (上修 2.03 個百分點)，主要係因 AI 相關產品需求強勁，帶動出口、半導體與伺服器等供應鏈業者投資，民間消費隨之擴張。

(2) 淨外需與資本形成為本年經濟成長之主要來源。

□ 本年上半年 AI 需求強勁，驅動相關供應鏈出口與廠商擴大投資，淨外需與資本形成對經濟成長分別貢獻 8.05 與 3.26 個百分點(表 1)。

□ 本年下半年民間投資動能增溫，挹注資本形成對經濟成長貢獻；另一方面，輸出、民間投資成長推升進口引伸需求，致輸入持續大幅成長，輸出入相抵後之淨外需貢獻降至 0.89 個百分點。

□ 全年淨外需與資本形成共同驅動經濟成長。

— 國外淨需求與資本形成貢獻分別為 4.28 與 4.40 個百分點，合計 8.68 個百分點，貢獻率為 75.61%。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目之貢獻度

	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)	資本形成			(d)	國外淨需求		
					(c)	民間投資	公共投資*		存貨變動	輸出	(-) 輸入
上半年	14.15	6.10	2.40	0.45	3.26	2.38	0.26	0.62	8.05	20.00	11.95
下半年(f)	9.09	8.20	1.93	0.85	5.42	2.89	0.07	2.46	0.89	12.83	11.94
全年(f)	11.48	7.20	2.15	0.66	4.40	2.65	0.16	1.59	4.28	16.22	11.95

*：包含公營事業與政府投資；f：代表中央銀行預測數。

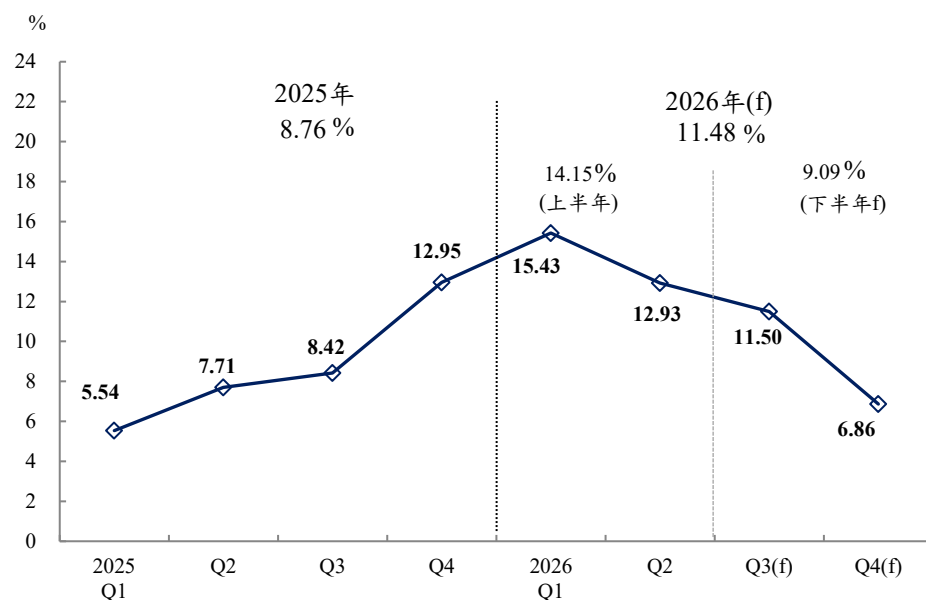
資料來源：主計總處、中央銀行

2. 由於比較基期墊高，本年下半年經濟成長率低於上半年。

(1) 新興科技應用及相關供應鏈之出口與投資趨勢延續，惟**上半年比較基期已高**，本年下半年經濟成長率(yoy)預測值為 9.09%，低於上半年之 14.15% (圖 1)。

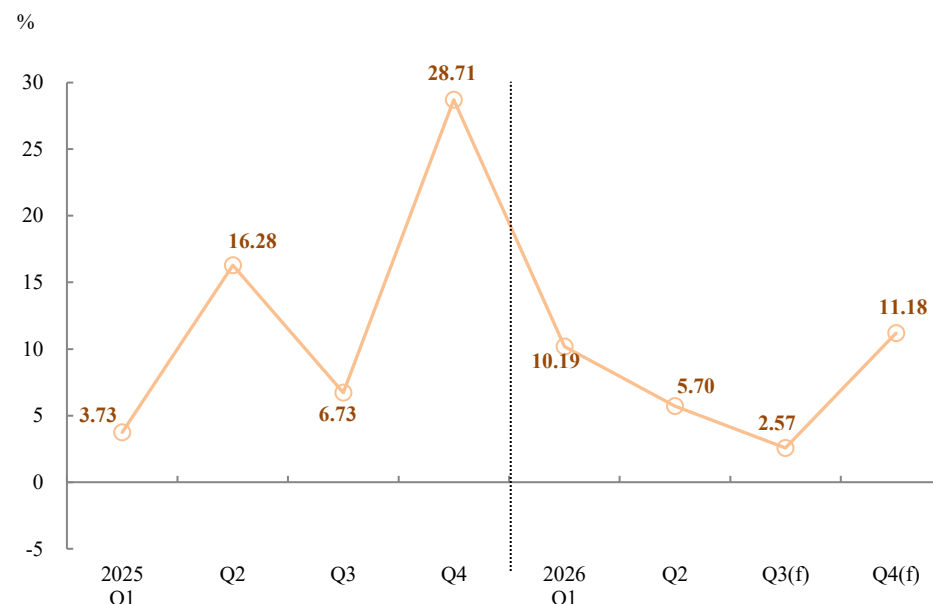
(2) 經季節調整後實質 GDP 對上季增率折成年率之經濟成長率(saar)而言，本年**景氣擴張動能穩健**(圖 2)。

圖 1 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 2 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)預期本年下半年輸出續穩健成長；民間投資成長增溫，且民間消費動能平穩

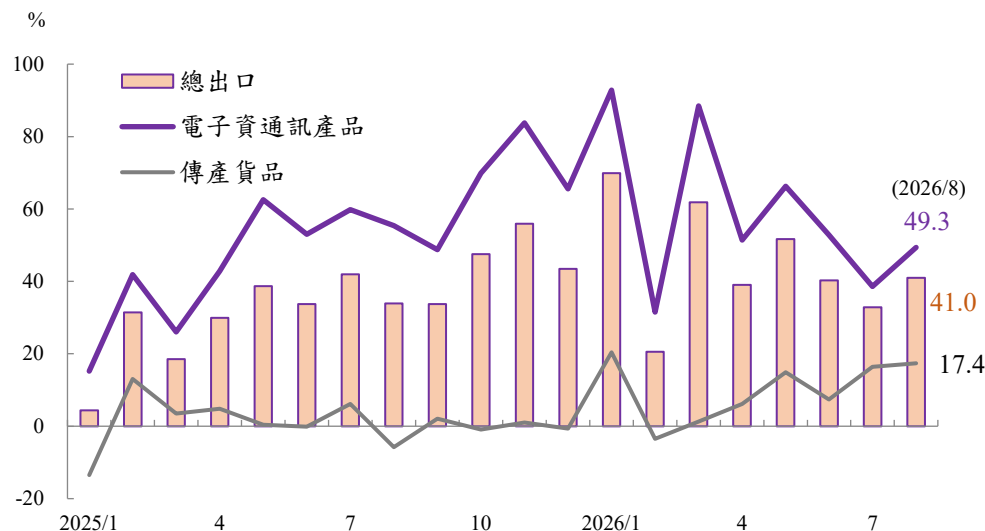
1. 預期下半年輸出穩健成長：主因 AI 需求續旺。

(1) AI、HPC 等新興科技應用持續擴散，部分國際主要 CSP 再度上調本年 AI 資本支出，各國建置主權 AI 與企業持續興建資料中心等，推升台灣半導體與伺服器供應鏈出貨，加以國內高階製程及先進封裝產能陸續開出，均維繫台灣出口動能。

□ 本年 8 月台灣電子資通訊產品出口年增 49.3%，加以傳產貨品亦回溫，同步推升總出口成長 41.0% (圖 3)。

□ 以出口之地區別而言，台灣電子資通訊出口至美國之比重續升(圖 4)，係支撐出口表現之關鍵。

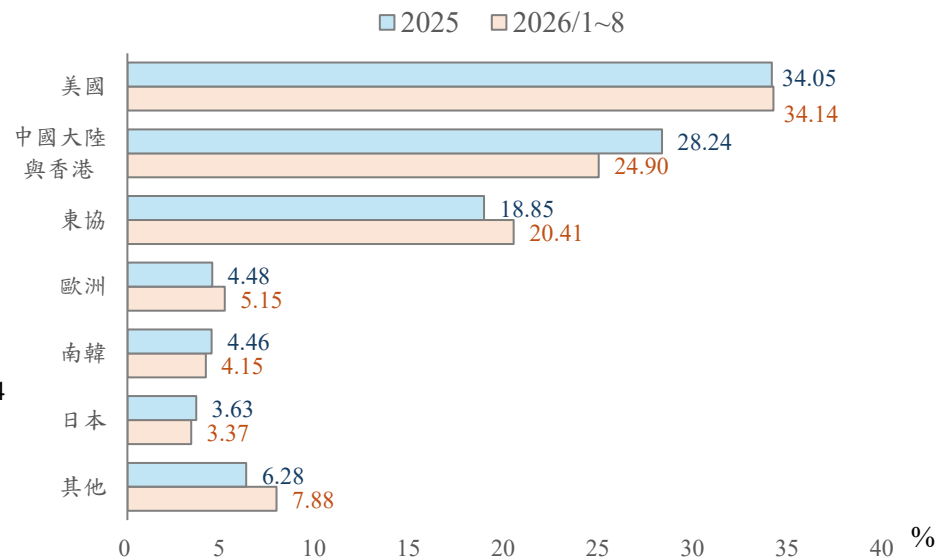
圖 3 總出口、電子資通訊產品與傳產貨品出口年增率



註：以美元計價。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 4 電子資通訊產品出口之地區別占比



註：以美元計價；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

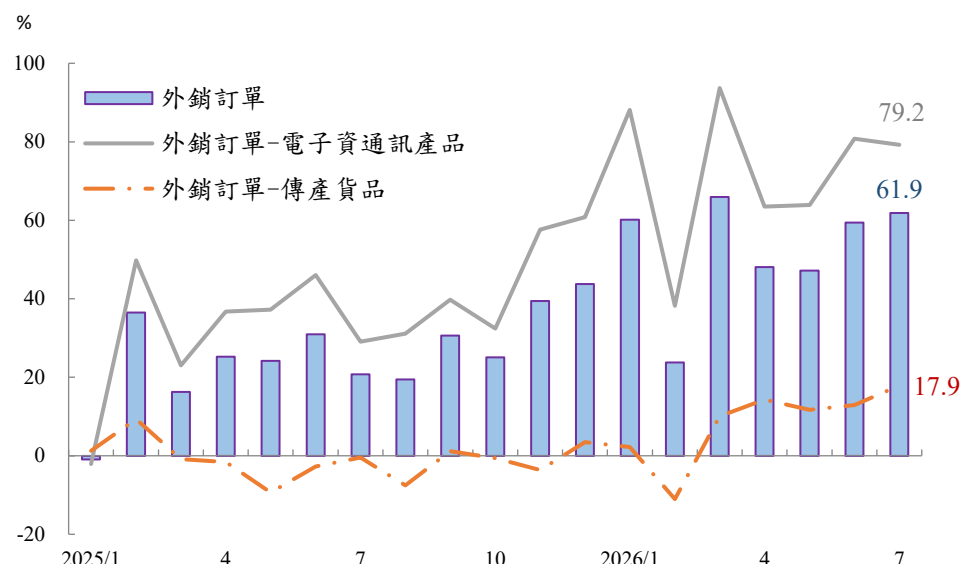
(2) **電子資通訊產品訂單**維持**強勁成長**態勢，為外銷訂單主要成長動能；機械、電機、金屬等**傳統產業**受惠 AI 紅利外溢¹與年底歐美旺季，**接單持續回升**，可望挹注下半年輸出成長力道。

□ 7 月電子資通訊產品出貨續旺，外銷訂單年增 79.2%(圖 5)；本年下半年起，**伺服器新品**與**雲端服務業者自研晶片**(ASIC)**量產**²，增添相關供應鏈出貨成長力道。

□ 7 月傳產貨品外銷訂單呈雙位數成長，年增 17.9%，**傳產貨品復甦動能延續**。

(3) 綜合前述有利因素，惟考量上年下半年比較基期較高，本行預測**下半年實質輸出成長率**為 **17.17%**，低於上半年之 27.73%，**全年**為 **22.05%** (圖 6)。

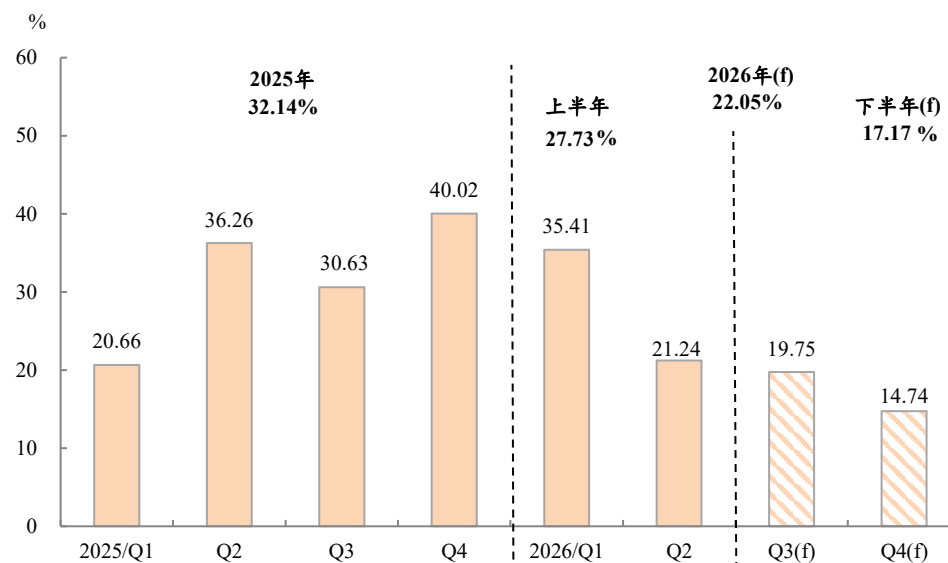
圖 5 外銷訂單年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括礦產品、化學品、塑膠製品、紡織品、基本金屬、機械、電機產品、運輸工具；電子資通訊產品包括電子、資訊與通信產品。

資料來源：經濟部

圖 6 實質輸出成長



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

¹ 半導體大廠積極擴充產能，帶動機械產品接單；基本金屬受惠於 AI 供應鏈對銅箔、銅箔基板的需求。

² 如輝達 Vera Rubin 伺服器，以及 Google 之 TPU。

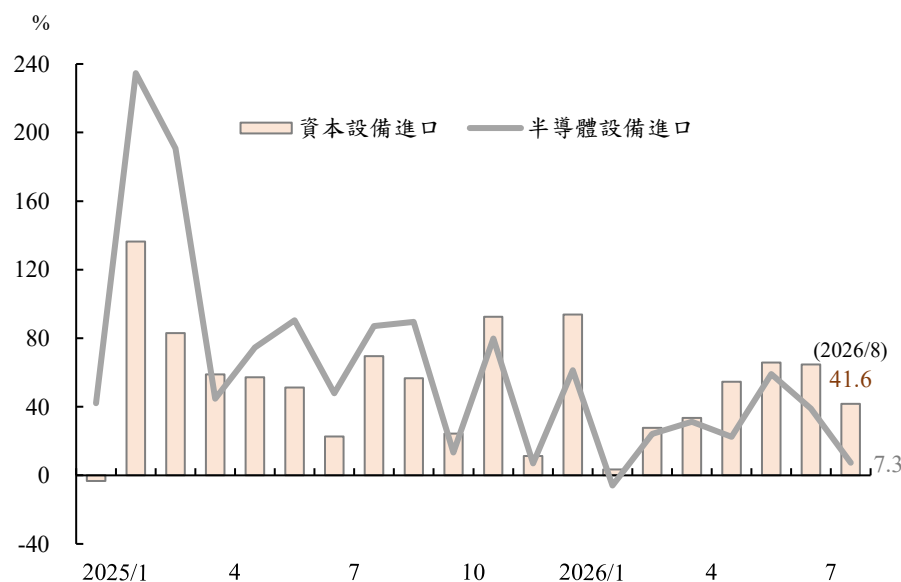
2. 預期下半年民間投資成長動能增溫：主因 AI 相關供應鏈業者續擴大投資。

(1) **AI 基礎建設與應用需求暢旺**，國內**半導體業者**持續**擴增高階製程、先進封裝產能與研發費用**，以及記憶體、載板、伺服器組裝等**廠商擴廠(產)**，而**上修資本支出**³，有益於機器設備、營建工程與智慧財產等投資成長。

□ **半導體業者採購半導體設備**以擴充產能，亦帶動機械設備需求，**推升資本設備進口**成長。8 月半導體設備與資本設備進口分別年增 7.3%與 41.6% (圖 7)。

□ 7 月製造業投資財指數續雙位數成長，達 77.4%，國內企業**投資需求**維持**強勁**(圖 8)。

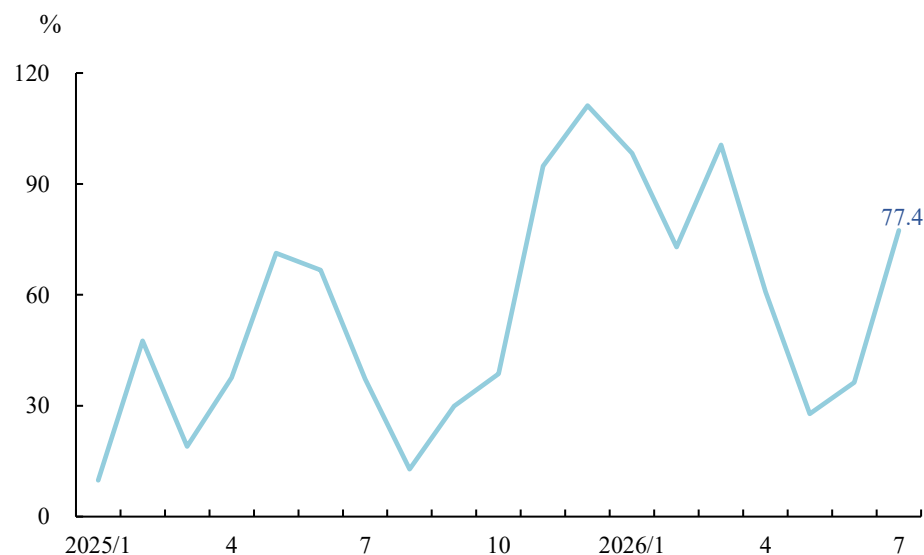
圖 7 資本及半導體設備進口年增率



註：以美元計價。

資料來源：財政部

圖 8 製造業投資財指數年增率



資料來源：經濟部

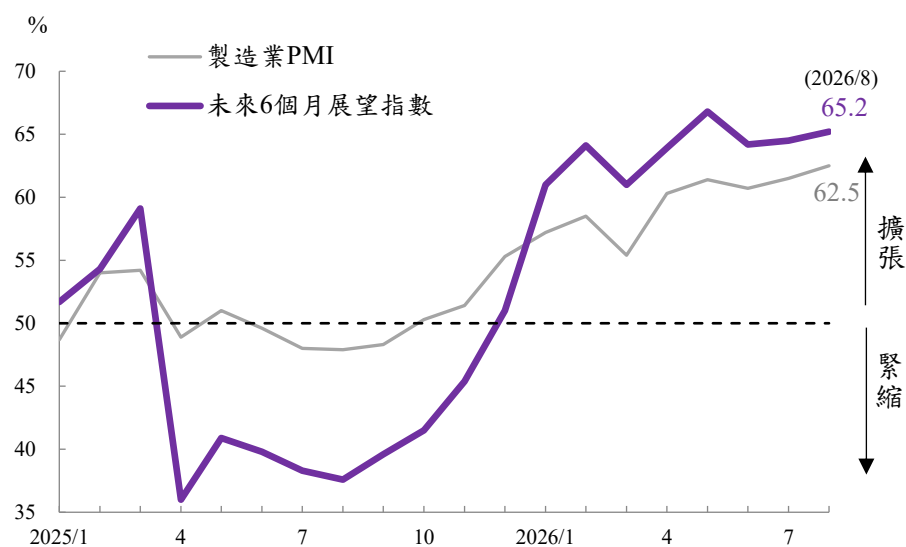
³ 如台積電第三季法說會，宣布本年資本支出將由 520~560 億美元上調到 600~640 億美元。

(2) 整體製造業接單暢旺，且對未來**景氣看法樂觀**，有助**維繫**下半年廠商**投資意願**。

□ 8月製造業PMI為62.5%，創近5年新高，且廠商對未來6個月展望已連續8個月維持在60%以上的擴張速度(圖9)。

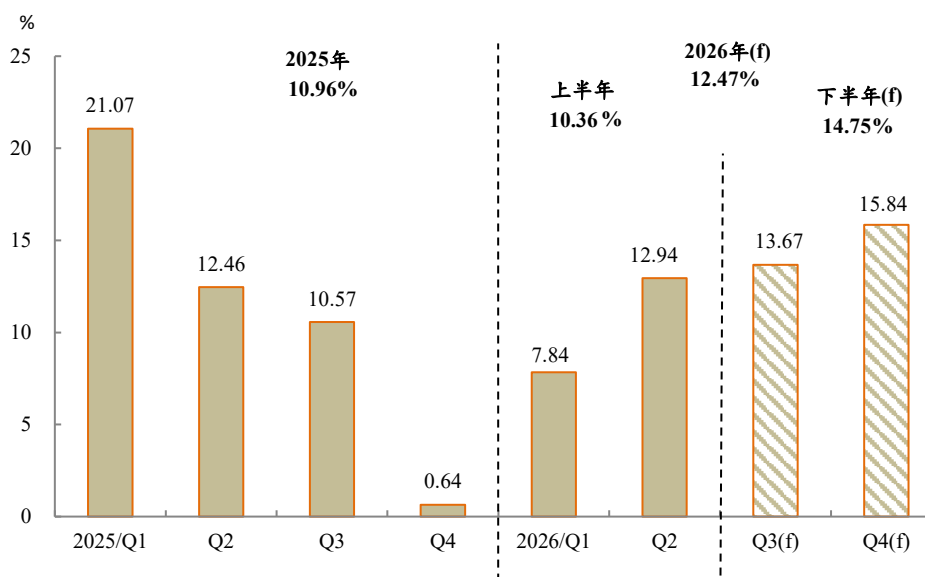
(3) 綜合考量前述有利因素，本行預測本年**下半年**實質民間投資成長率為**14.75%**，**全年**則為**12.47%**(圖10)。

圖9 製造業PMI及其未來6個月展望指數



資料來源：國發會

圖10 實質民間投資成長



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

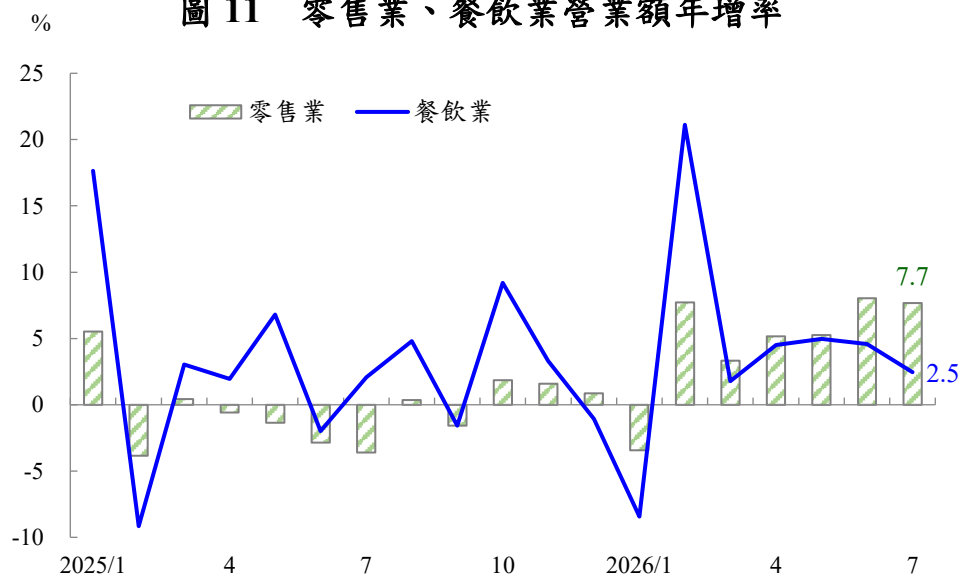
3. 預期下半年**民間消費動能持穩**：主因當前國內景氣穩步成長、薪資成長持續。

(1) 國內景氣平穩向上⁴且上年上市櫃公司獲利佳，帶動本年**薪資成長**與現金股利發放意願，有助**提升民眾可支配收入**，且股市交易熱絡，**金融服務手續費擴增**⁵，加以**車市回溫**，**國人出國旅遊**熱度不減等⁶，均挹注**民間消費成長力道**。

□ 7月零售業、餐飲業營業額分別年增7.7%、2.5%，且均連續6個月正成長(圖11)，隨暑期旺季與下半年連假等因素可望支撐銷售成長動能。

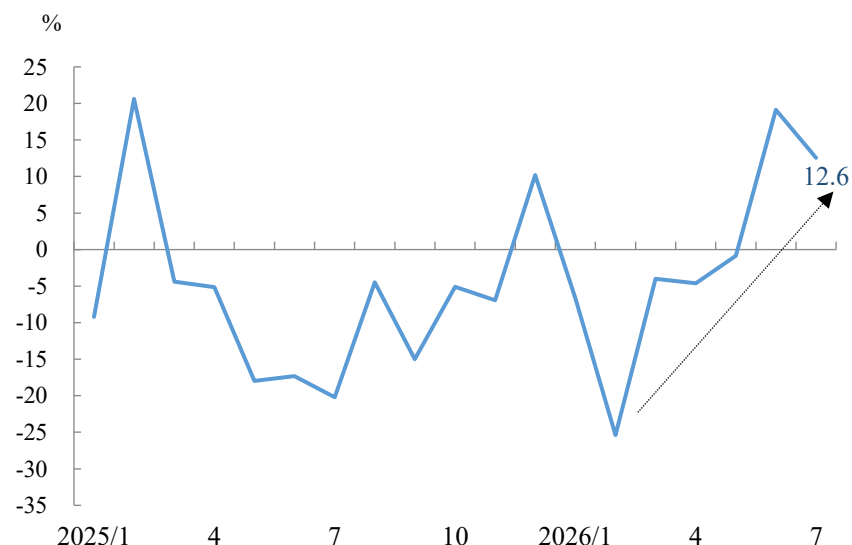
□ 受惠車商擴大促銷力道與新車上市挹注，車市買氣回升(圖12)。

圖 11 零售業、餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

圖 12 汽機車及其零配件、用品零售年增率



資料來源：經濟部

⁴ 7月景氣對策信號綜合判斷分數為41分，燈號連續8月維持紅燈。

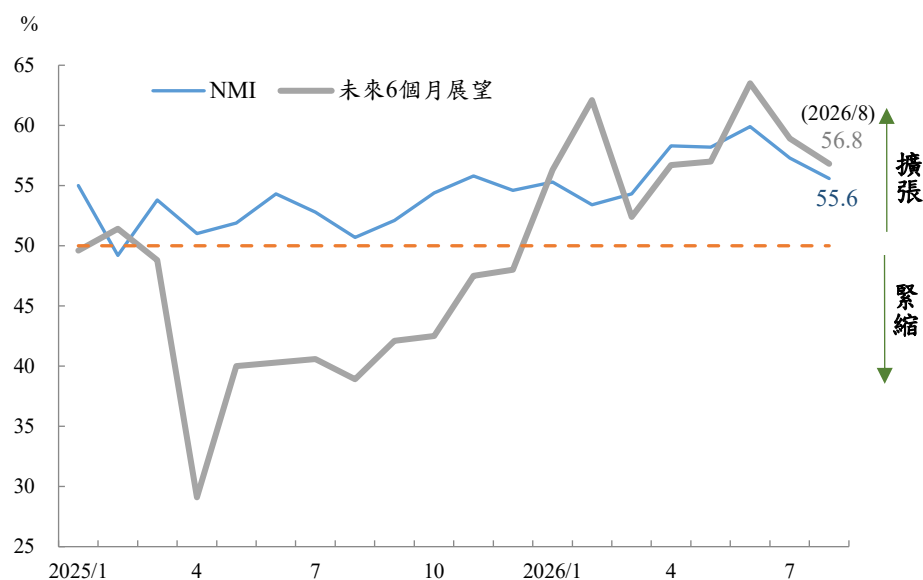
⁵ 本年第1季與第2季保險及金融服務手續費等對民間消費的貢獻率分別為24%與37%。

⁶ 本年1~7月國人出國累計人次較上年同期成長16.3%。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) 8月非製造業經理人指數(NMI)維持高檔，已連續18個月呈現擴張，且廠商對未來6個月展望保持樂觀(圖13)，**內需服務業可望續活絡**，增添下半年民間消費動能。

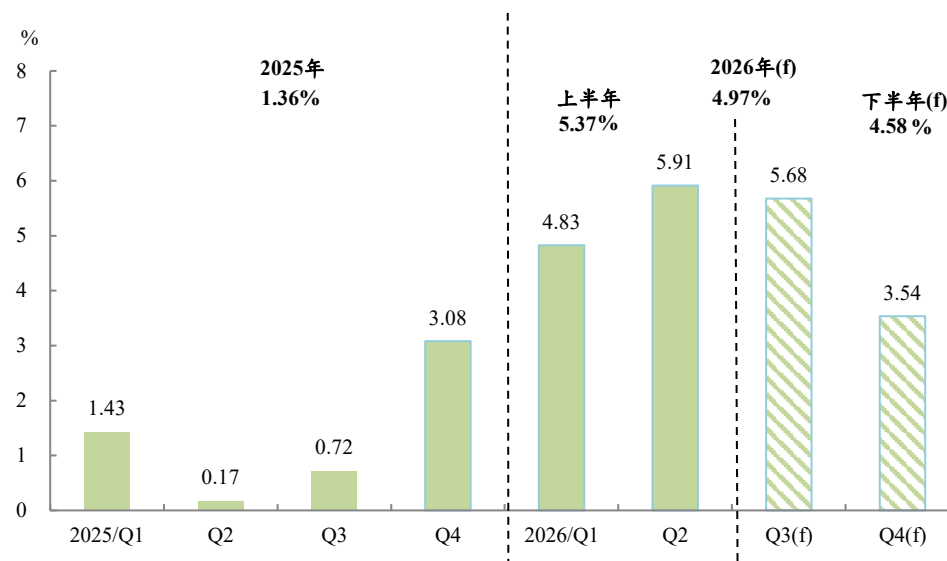
(3) 綜合考量前述因素，**下半年實質民間消費**成長率預測值為**4.58%**，**全年**則為**4.97%**(圖14)。

圖13 NMI與未來6個月展望指數



資料來源：國發會

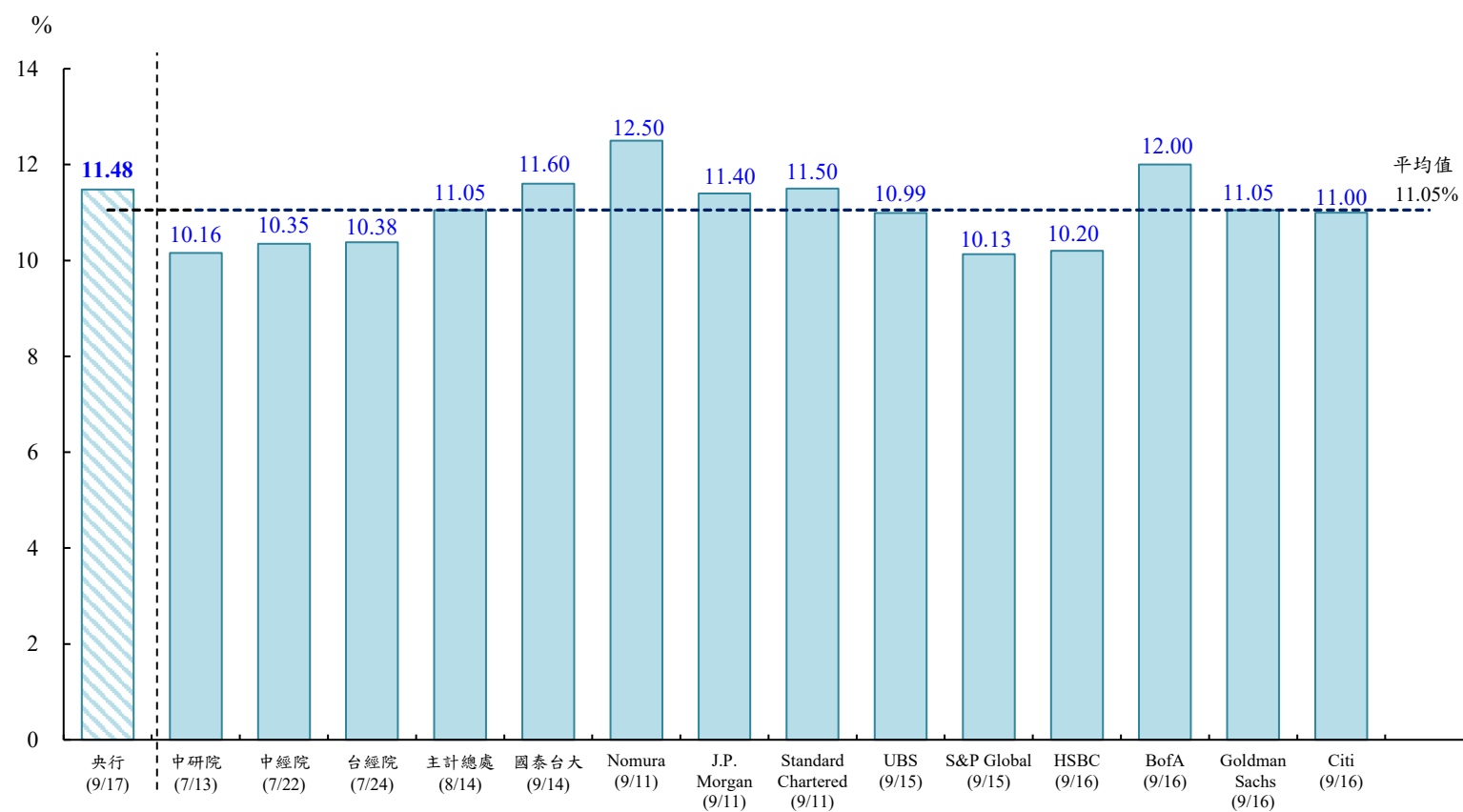
圖14 實質民間消費成長



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. 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率預測值介於 10.13% 至 12.50% 之間，平均為 11.05% (圖 15)。

圖 15 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



(三)預期明年 AI 需求延續，經濟穩健成長

1. 本行預測明年經濟穩健成長，主要驅動力為國外淨需求。

(1) AI 基礎建設與應用之相關硬體需求不墜，支撐輸出成長動能與廠商投資擴產(廠)，本行預測**明年台灣經濟成長率為 5.82%**。

□ 各季經濟成長率預測值分別為 5.81%、6.50%、5.33%、5.68%。

(2) 預測**淨外需貢獻 3.38 個百分點**(表 2)，高於**內需貢獻之 2.44 個百分點**。

表 2 明年台灣實質 GDP 及各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需							國外淨需求		
		民間消費	政府消費	資本形成			輸出	(-) 輸入			
				民間投資	公共投資*	存貨變動					
成長率	5.82	3.17	2.77	2.26	4.17	4.58	6.47	--	--	11.57	10.54
貢獻度		2.44	1.09	0.25	1.10	0.95	0.26	-0.11	3.38	10.31	6.92

*：包含公營事業與政府投資。

資料來源：中央銀行

2. 預期明年輸出成長動能延續。

(1) 明年美國四大 CSP 資本支出可望續增，加以主要國家(如法國、沙烏地阿拉伯等)積極建置主權 AI，AI 需求成長趨勢不變。另一方面，**AI 朝向推論發展**，並延伸至「**代理式 AI**」、「**邊緣 AI**」(AI 手機、PC 與無人機)等應用，以及**新一代 AI 伺服器推出**，關鍵硬體**需求不斷提升**⁷，與國內半導體高階製程及先進封裝產能逐漸量產等有利因素，維繫台灣相關供應鏈出口成長力道。

⁷ 新 AI 伺服器 Vera Rubin 對硬體效能及使用量提升。

(2) 主要機構預測明年全球貿易量成長高於本年，全球景氣亦同步回升，有利傳產貨品出口復甦。

□ 7 月 IMF 預測明年經濟與全球貿易量成長分別為 3.4%與 4.3%，高於本年之 3.0%與 3.5%。

(3) 本行預測**明年實質輸出成長 11.57%**。

3. 預期明年內需成長穩健。

(1) **民間投資穩健成長**：半導體業者賡續投資高階製程與先進封裝，AI 供應鏈亦擴大產能與投資，政府、企業(包含國際大廠)積極布建國內 AI 基礎建設，加以航空業者持續擴充運輸載具，以及政府擴編明年科技預算與產業創新條例修法通過⁸，企業智慧製造與賡續進行淨零轉型等有利因素，支撐明年民間投資成長。本行預測**明年民間投資穩健成長 4.58%**。

(2) **民間消費溫和成長**：本年整體上市櫃公司獲利持續成長，有助明年企業調薪及股利、獎金發放，加以明年軍公教調薪、最低工資可望調升、綜所稅基本生活費與免稅額調高，以及將全民普發現金，均挹注民眾可支配所得增加，本行預測明年**民間消費成長率為 2.77%**。

4. 國內外主要機構預測明年台灣經濟穩健成長，平均預測值為 5.26% (表 3)。

表 3 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測 日期)	央行 (9/17)	中經院 (7/22)	主計總處 (8/14)	國泰台大 (9/14)	Nomura (9/11)	J.P. Morgan (9/11)	Standard Chartered (9/11)	UBS (9/15)	S&P Global (9/15)	HSBC (9/16)	BofA (9/16)	Goldman Sachs (9/16)	Citi (9/16)	平均值 (含央行)
預測值	5.82	3.71	6.04	5.10	7.00	4.60	6.50	4.31	3.32	5.30	7.00	2.59	7.10	5.26

⁸ 科技預算規劃 1,823 億元，成長約 9.47%，重點包括加碼主權 AI 算力與基礎建設、打造智慧國家 2.0，以及帶動中小微企業轉型與 AI 化。

(四) 台灣經濟仍面臨諸多不確定性，恐影響下半年與明年經濟表現

1. AI 企業資本支出規模變化與股價重估值風險，恐影響台灣供應鏈出口動能：美國主要 CSP 積極布建 AI 基礎建設，惟電力、水資源及地方反彈等限制恐拉長建置期程並推升成本，其資本支出調整狀況，左右未來台灣 AI 硬體供應鏈之出口成長幅度。此外，部分資料中心開發商與新興雲端業者(neocloud)日益仰賴私募信貸及特殊目的公司(SPV)表外融資擴大槓桿，若 AI 企業商業化變現速度或投資報酬率不如預期，恐使目前偏高本益比難以維持，引發股價大幅修正並抑制資本支出，一方面將影響台灣相關供應鏈出貨動能，同時在當前主要國家公債殖利率居高下，亦可能使部分資金轉向傳產股或固定收益資產，加大全球與台灣股債市波動。
2. 中東戰火僵局與氣候變遷，增添全球與台灣通膨不確定性：美國與伊朗之軍事衝突反覆，荷姆茲海峽恢復完整通航時程具高度不確定性，加以葉門胡塞組織掌控曼德海峽，能源供應與航運成本恐維持高檔，並透過製造、物流與相關成本傳遞，減緩全球通膨降溫速度，並抑制經濟成長動能。另一方面，美國國家海洋暨大氣總署預估本年秋冬發展為非常強聖嬰(very strong El Niño)之機率甚高，恐造成全球氣溫及降雨型態異常，衝擊農作物產量與物價。若氣候衝擊延續，並疊加能源及航運成本上升，恐進一步增添全球與台灣通膨壓力。
3. 主要經濟體央行貨幣政策走向偏緊，牽動全球資金流向：中東局勢及能源價格推升通膨不確定性，使市場預期主要央行未來政策將趨緊。美國通膨持續高於通膨目標且核心 CPI 月增幅高於預期，聯準會(Fed)升息一碼；日本銀行(BOJ)因應薪資持續成長與通膨壓力加劇，加快升息步調；歐洲央行(ECB)則因通膨升溫，再度升息。主要央行貨幣政策路徑偏緊程度，將牽動國際資金流向與匯率走勢，可能增添全球股匯債市波動，不利金融市場穩定。
4. 主要國家財政赤字壓力與公債市場波動，恐推升全球融資成本並干擾金融市場：美國國債突破 40 兆美元，法、義、德國因財政赤字率居高不下，致公債殖利率持續飆升；日本在擴張性財政與升息預期下，長天期公債殖利

率創高。此外，AI 產業持續發債潮排擠市場資金，加以中東衝突等地緣政治風險，進一步推升主要國家公債殖利率並加劇波動。若主要國家長期公債利率持續居高不下，恐加劇全球金融市場的動盪，並推升融資成本，壓抑信用與消費，拖累全球經濟成長，進而影響台灣出口表現。

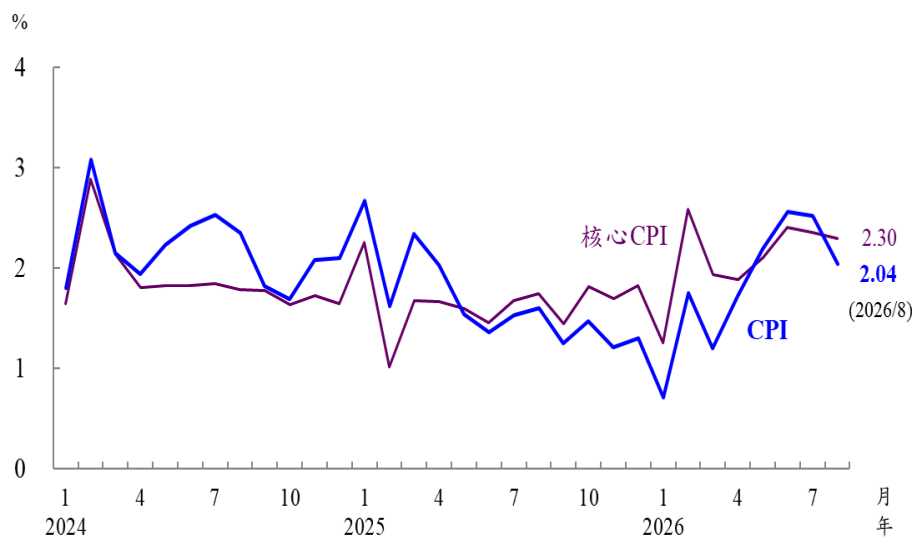
5. 美國貿易保護壁壘與產地查核升溫，恐干擾全球與台灣供應鏈運作：當前美國貿易保護措施持續且具不確定性，如新一輪「301 條款」不公平貿易與過剩產能調查尚未最終決定，並可能針對半導體祭出新一輪關稅框架以及《美墨加協定》前景未明，增添未來全球經貿不確定性。此外，美國持續強化洗產地與原產地查核，轉運熱點國家面臨較高合規與稽查壓力；後續美國若進一步擴大關稅範圍或加嚴產地認定標準，將推升企業合規與物流成本，全球供應鏈以及台灣廠商生產布局恐再重組。

(五)當前國內通膨仍屬溫和，本行上修本年 CPI 年增率預測值至 2.03%，明年則降至 1.83%

1. 當前國內通膨仍屬溫和

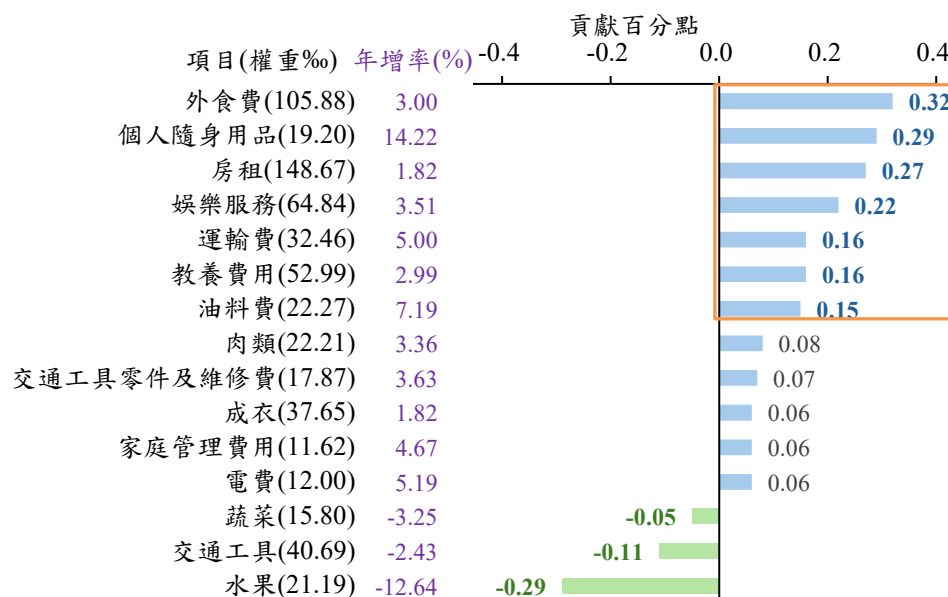
- (1) 本年 5 月以來，因機票價格反映燃油附加費調漲，致**運輸費及娛樂服務費漲幅擴大**，加以**油料費**及消費電子與電腦等**資訊類商品價格上漲**，**CPI 年增率趨升**，至 7 月為 2.52%；8 月則因**蔬菜**受上年同期颱風豪雨**高基期**因素影響，**價格大跌**，**CPI 年增率回降**至 2.04%；不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率亦降為 **2.30%** (圖 16)。
- (2) 本年 1 至 8 月平均 **CPI** 年增率為 **1.84%**，上漲主因：(1)**餐飲業者反映**食材、人事及租金等經營**成本調漲價格**，**外食費價格上漲**；(2)金飾、珠寶等**個人隨身用品價格上漲**；(3)**房租調高**；(4)機票價格反映燃油附加費調漲，致**運輸費及娛樂服務費上漲**；(5)電腦、其他電腦設備及軟體等教養設備價格調升，**教養費用上漲**；(6)**油料費**反映國際油價**上漲**，合計貢獻 1.57 個百分點(圖 17)。

圖 16 台灣 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

圖 17 本年 1~8 月台灣 CPI 年增率主要影響項目



資料來源：主計總處

2. 當前國內輸入性通膨壓力尚屬可控

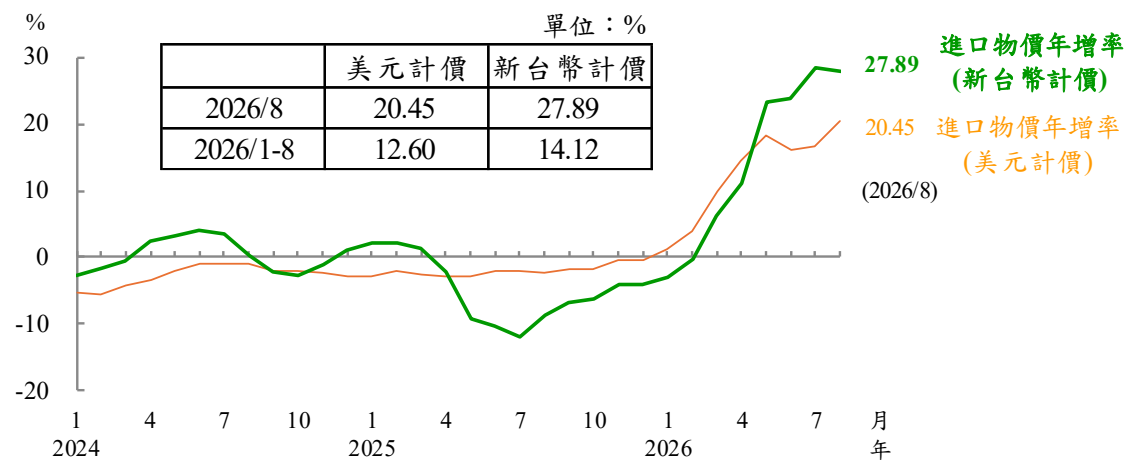
(1) 本年以來，國內進口物價走升，惟國內輸入性通膨壓力尚屬可控。

□ 本年 8 月，以美元計價之進口物價年增率為 20.45%，惟新台幣對美元匯率較上年同期貶值，以新台幣計價之進口物價年增率為 27.89% (圖 18)。

□ 本年 1 至 8 月以美元計價及新台幣計價之進口物價分別年增 12.60%、14.12%。

(2) 國內進口物價走升，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 (1 至 8 月以美元及新台幣計價之出口物價年增率為 16.59%、18.18%)⁹，加以政府積極採穩定能源價格措施¹⁰，國內輸入性通膨壓力尚屬可控。

圖 18 台灣進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

⁹ 全球 AI 需求推升國內電腦、其他電腦設備及軟體等資訊類消費品價格，惟其占 CPI 權重約 1.627%，影響尚屬可控(對本年 1~8 月 CPI 年增率貢獻為 0.10 個百分點)。

¹⁰ 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. 本行上修本年台灣 CPI 與核心 CPI 年增率預測值至 2.03%、2.16%；明年則降至 1.83%、1.89%

- (1) 近期受颱風豪雨接連來襲等**天候**影響，預期**蔬果**等**食物類價格上揚**，加以國內外食費、房租、運輸費及娛樂服務費等**服務類價格漲幅仍高且具僵固性**，以及**全球 AI 需求**推升國內消費電子及電腦等**資訊類產品價格**(圖 19)，本行對**本年**台灣 **CPI** 及**核心** CPI 年增率預測值分別由 6 月之 1.91%、1.90%，**上修**為 **2.03%**、**2.16%** (圖 20)。
- (2) **明年**國內景氣可望持續熱絡帶動企業調薪，加以預期最低工資持續調漲，服務類價格漲勢將延續，惟國際機構預測國際油價將低於本年¹¹，國內油料費、機票等價格漲幅可望減緩，以及預期消費需求溫和，本行預測明年台灣 **CPI** 及**核心** CPI 年增率分別**降**至 **1.83%**、**1.89%** (圖 20)。

□ **地緣政治風險、天候**以及 **AI 需求**引發之消費電子產品漲價效應係影響未來**台灣通膨**走勢之主要**變數**。

圖 19 CPI、商品類及服務類 CPI 年增率

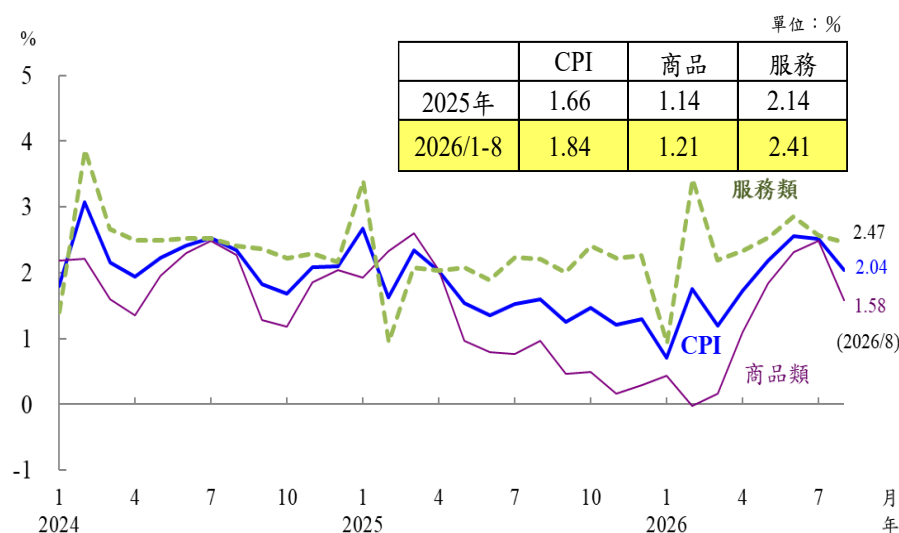
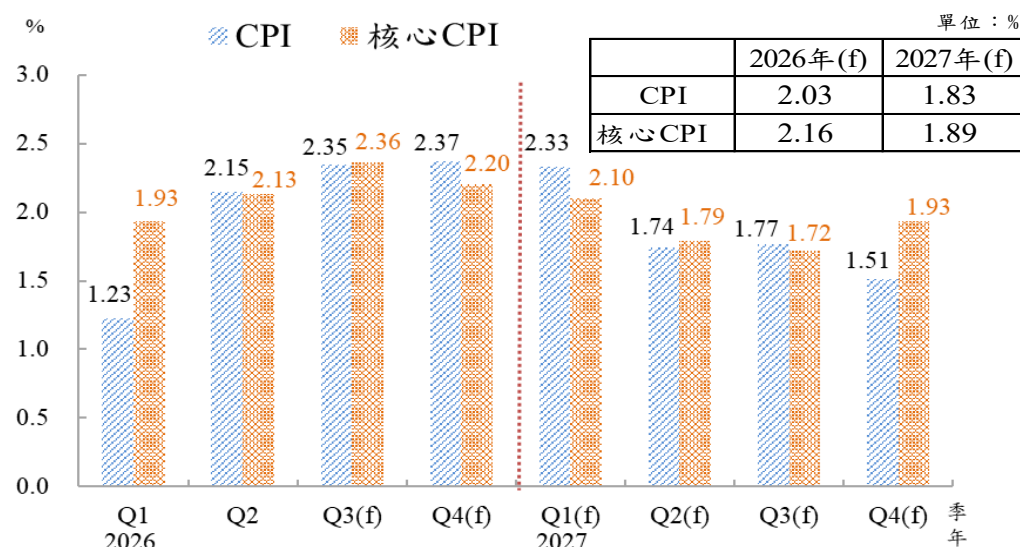


圖 20 本行對本年及明年 CPI、核心 CPI 年增率之預測



¹¹ 近期主要機構(包括三大國際油價預測機構 EIA、S&P Global 及 EIU 與 10 家投資銀行，共 13 家)預測本年布蘭特油價均值為每桶 88.6 美元，明年則降至每桶 78 美元。另主計總處設定本年 OPEC 油價每桶 85.1 美元，明年降至每桶 71.5 美元。

- (3) 國內外主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 1.89%至 2.10%，**平均**為 **2.01%**；**明年**則介於 1.70%至 2.10%，**平均**為 **1.86%** (圖 21)。
- (4) **Consensus Economics** 每月發布之近 20 家專業預測機構對**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值，連續 4 個月維持在 1.9%，8 月起略升至 2.0%；明年**預測**平均值則降為 1.8% (圖 22)。

圖 21 國內外主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率預測值

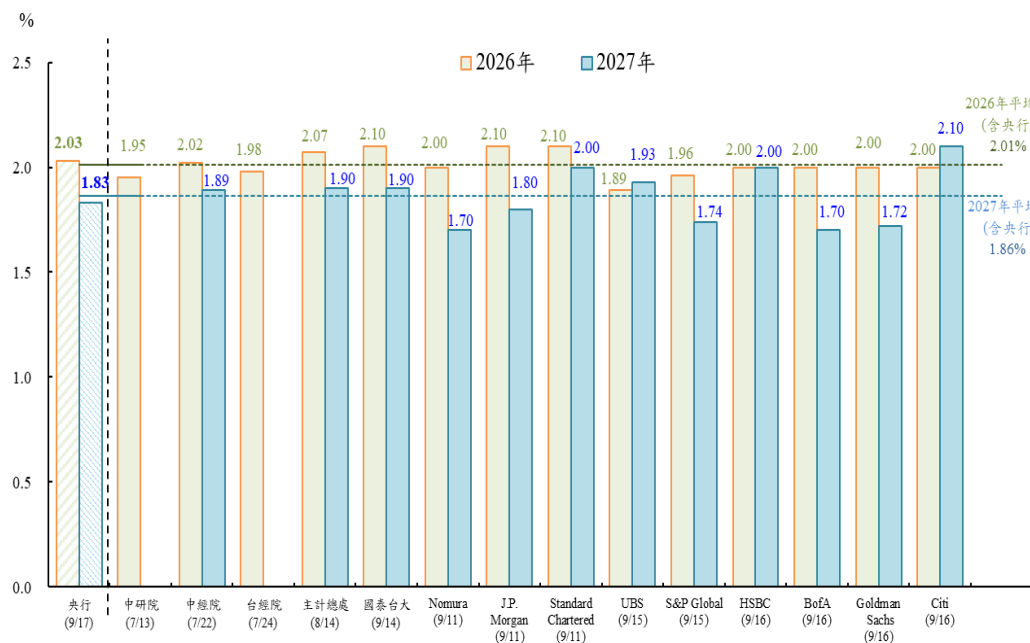
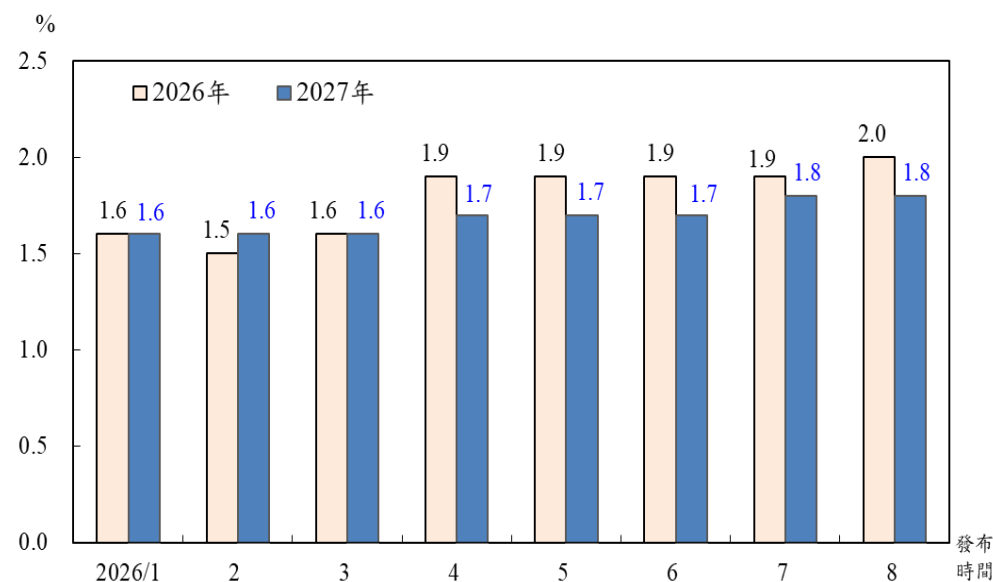


圖 22 近 20 家專業預測機構對台灣本年及明年 CPI 通膨率之預測數平均



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

三、本行不動產選擇性信用管制執行情形

本(2026)年 3 月本行適度調升全國自然人第 2 戶購屋貸款成數上限至 6 成後，隨國內經濟成長強勁，就業情勢穩定，加以青年安心成家購屋優惠貸款(簡稱青安貸款 2.0)屆期前申貸增加，以及台股表現亮麗之財富效應及交屋潮等因素，近月房市交易略回溫，並支撐房價。惟青安貸款 3.0 政策甫於本年 8 月起施行，加以台股交投熱絡，可能帶動房價上漲預期心理，須密切關注後續發展。本文謹就近期不動產市場交易狀況、本行不動產選擇性信用管制措施成效，以及近期外界關注不動產相關議題，以問答方式分述如下：

Q1：近期不動產市場交易狀況為何？

Q2：本行不動產選擇性信用管制措施成效為何？

Q3：近年預售屋解約情形為何？

Q4：近期銀行辦理換屋協處措施情形？

Q5：本行為何未調整高價住宅門檻？

Q6：隨房市交易持續降溫，不動產相關產業經營現況為何？

Q1：近期不動產市場交易狀況為何？

A1：全國房市交易呈量縮、價盤整；民眾對房價預期仍保守，業者對未來展望轉為擴張。

(一) 本年 1 至 7 月全國建物買賣移轉棟數年減幅縮小，本年 1 至 8 月雙北市及高雄市則轉為正成長。

1. 本年**第 2 季全國建物買賣移轉棟數**自上季 6.0 萬棟**增至** 6.4 萬棟，年**減幅**自 4.3%**縮小**至 4.2%；本年**7 月**轉為正**成長 10.4%**，主因國內經濟表現亮眼、股市上漲財富效果、**青安貸款 2.0 屆期前申貸增加**，以及預售屋**交屋潮**(圖 1)。
2. 本年**第 2 季六都建物買賣移轉棟數**自上季 4.7 萬棟**增至** 5.0 萬棟，惟年**減幅**自 2.2%**略擴大**至 3.3%；本年**8 月**受**農曆民俗月及中南部豪雨**影響，年**減幅擴大**至 **5.6%**(圖 1)。
3. 本年**1 至 7 月**，受基期較低¹影響，**全國買賣移轉棟數**年**減幅**自上年同期 26.8%**縮小**至 2.0%；本年**1 至 8 月**，**六都買賣移轉棟數**年**減幅**自上年同期 27.6%**縮小**至 1.5%，主因**台北市、新北市、高雄市**分別轉為正**成長 3.7%、1.0%、6.9%**，**台中市、桃園市及台南市**減幅均縮小(圖 2)。

圖 1 全國及六都建物買賣移轉棟數

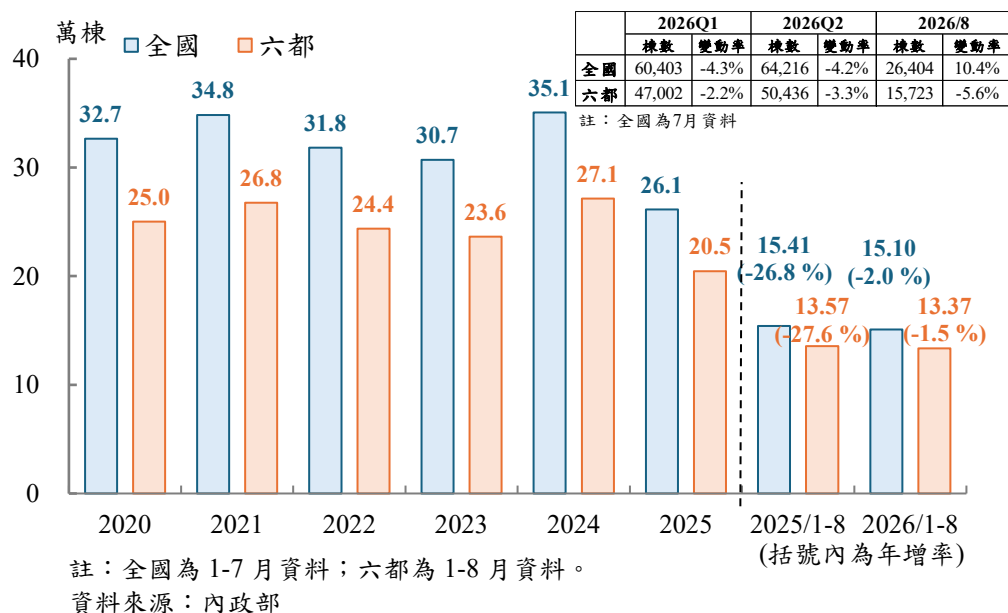
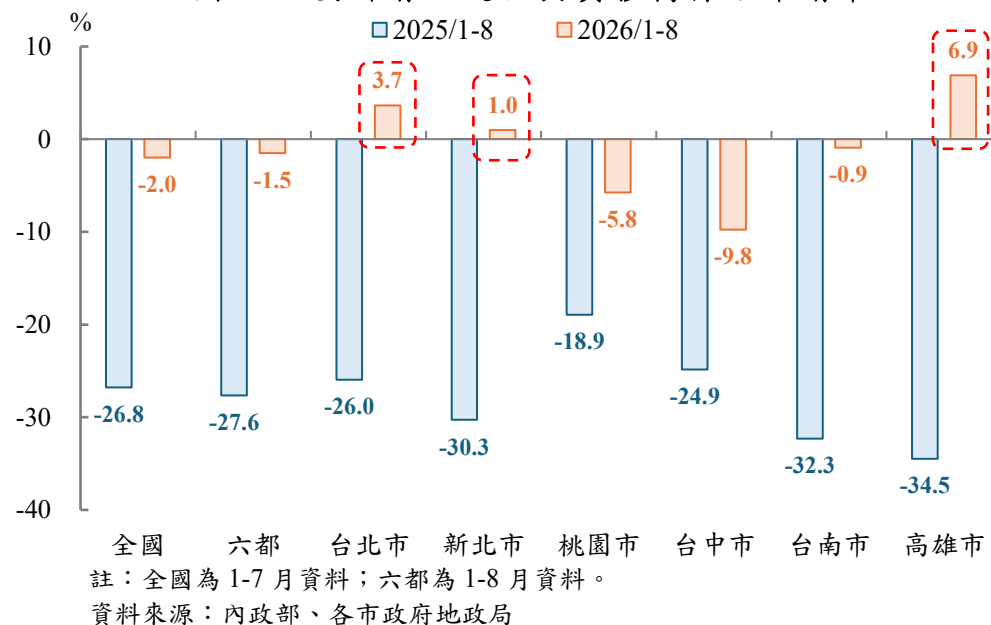


圖 2 主要都會區建物買賣移轉棟數年增率



¹ 2025 年全國建物買賣移轉棟數 26.1 萬棟，為 2016 年以來最低。

(二) 本年第 2 季全國成屋房價指數較上季略升，新推案房價指數則下降；主要都會區房價走勢分歧。

1. 本年第 2 季全國信義、政大永慶、國泰房價指數均已自高點下降，降幅分別為 0.4%、5.3%、0.5%：

(1) 成屋價格：本年第 2 季信義、政大永慶房價指數均較上季回升(圖 3)，信義房價指數年增率自-0.5%轉呈正成長 2.7%；政大永慶房價指數雖續呈負成長，惟年減幅自 3.8%縮小至 1.2%(圖 4)。

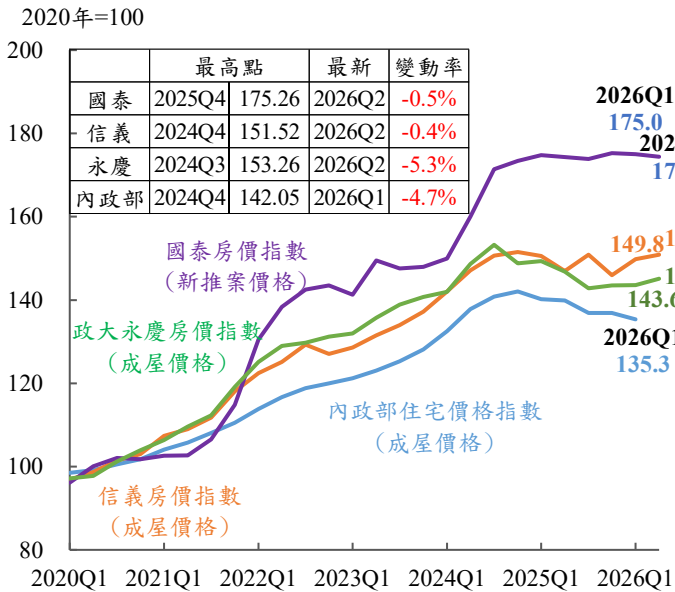
(2) 新推案價格：本年第 2 季國泰房價指數較上季下降(圖 3)，年增率自 0.2%降至 0.04%(圖 4)。

2. 主要都會區房價走勢分歧，尚未出現全面下跌情形(表 1)：

(1) 台北市成屋價格，以及台北市、新竹縣市及高雄市新推案價格仍創新高，其他都會區成屋及新推案價格則漲跌互見。

(2) 本年以來房價續呈盤整；若房價向下修正，有助帶動交易量回升。

圖 3 全國房價指數



註：各房價指數均轉換基期為 2020 年平均=100。

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

圖 4 全國房價指數年增率

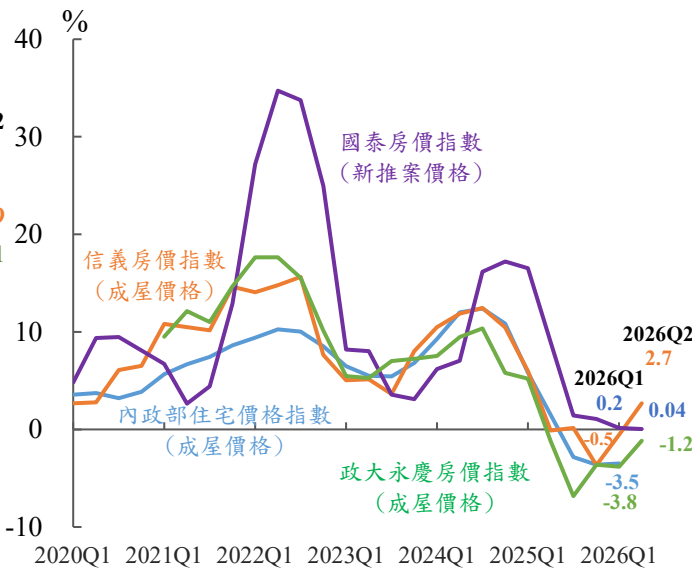


表 1 2026 年第 2 季房價指數與最高點之變動幅度

地區	成屋價格			新推案價格
	信義房價指數	政大永慶房價指數	內政部住宅價格指數	國泰房價指數
全國	150.9 (-0.4%)	145.1 (-5.3%)	135.3 (-4.7%)	174.4 (-0.5%)
台北市	134.7 (創新高)	125.8 (-5.1%)	123.6 (創新高)	167.7 (創新高)
新北市	143.8 (-3.3%)	134.6 (-4.5%)	133.5 (-1.9%)	170.9 (-2.3%)
桃園市	162.5 (-3.8%)	152.5 (-5.9%)	144.4 (-3.2%)	175.2 (-2.9%)
新竹縣市	204.5 (-6.2%)	183.5 (-6.4%)	-	241.3 (創新高)
台中市	149.3 (-8.4%)	142.8 (-7.9%)	136.7 (-7.9%)	176.4 (-8.7%)
台南市	160.7 (-6.9%)	148.8 (-8.6%)	133.9 (-5.6%)	174.2 (-3.7%)
高雄市	147.1 (-9.6%)	146.0 (-9.5%)	135.1 (-8.3%)	186.7 (創新高)

註：1.各指數均轉換基期為 2020 年平均=100。

2.內政部住宅價格指數為 2026 年第 1 季。

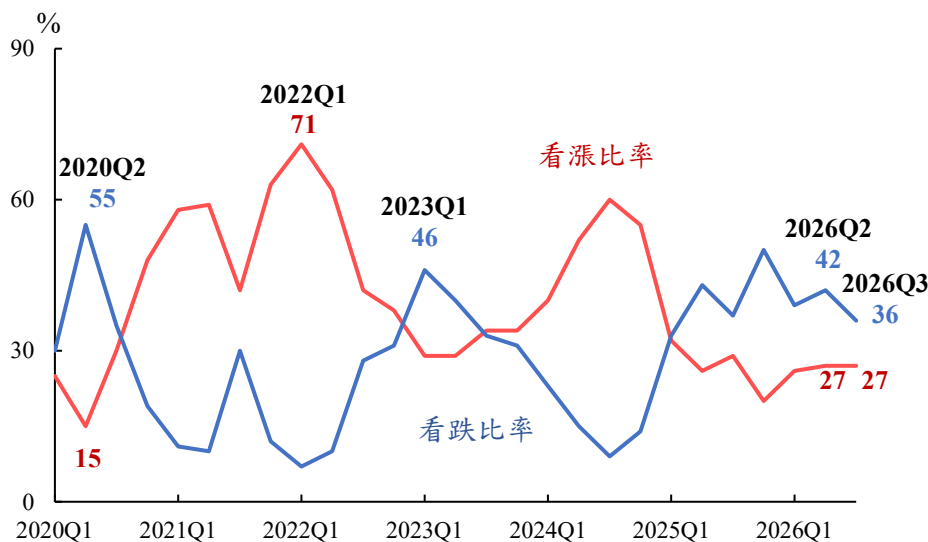
3.()內係指最新指數與最高點之變動幅度。

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

(三) 本年第 3 季民眾看跌房價比率仍高於看漲比率，本年以來營造及不動產業者對未來展望連續 8 個月擴張。

1. 本年第 3 季永慶房產趨勢問卷調查結果，消費者看跌房價比率自上季 42%降至 36%，主因 AI 相關產業前景持續看好，企業出口及獲利大幅成長，加以台股上揚帶動消費者財富效果，致使民眾認為房價持平者上升，且看跌比率預期下降，惟民眾看跌房價比率仍高於看漲比率之 27%(圖 5)。
2. 本年 8 月營造暨不動產業之非製造業經理人(NMI)指數自上月 59.8%降至 55.1%，惟未來 6 個月展望指數自上月 50.0%升至 54.7%(圖 6)，主因資通訊與 AI 相關產業需求帶動科技廠辦及產業園區擴廠所致。

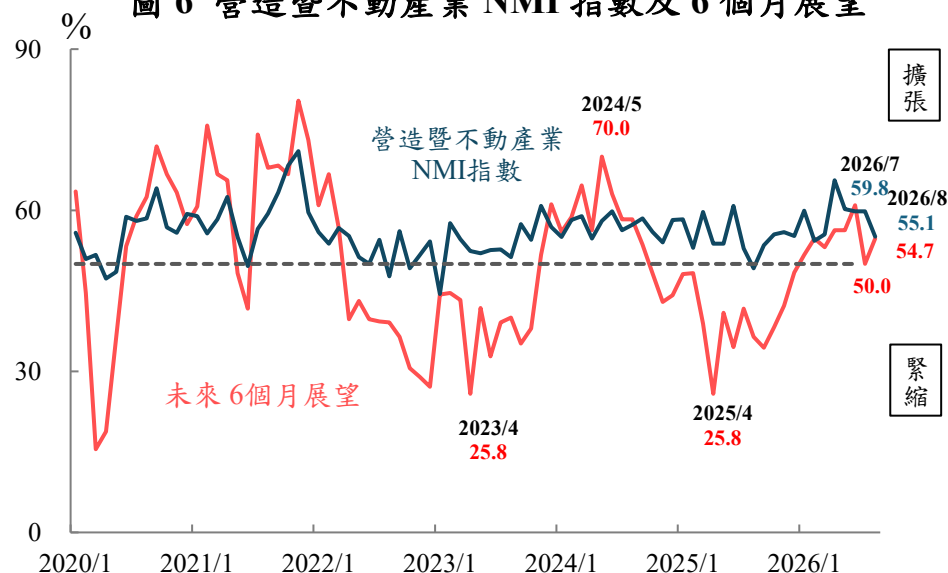
圖 5 消費者對房價看法調查



註：問卷調查期間為 2026 年 5 月 29 日至 6 月 11 日，共回收有效問卷 1,116 份。

資料來源：永慶房產趨勢前瞻報告問卷調查

圖 6 營造暨不動產業 NMI 指數及 6 個月展望



註：NMI 指數係每月對受訪企業採購經理人進行調查，以商業活動、新增訂單數量、人力僱用數量及供應商交貨時間 4 項指數綜合編製而成，50%(含)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

- (四) 惟與主要經濟體比較，2020 年以來台灣房價漲幅仍高；台灣房價所得比亦較高，民眾購屋負擔相對沉重。
- 運用 **BIS 選定房價指數**²與**國內房價指數**進行比較，**2020 年以來主要經濟體**³**房價累計漲幅，台灣相對較高**(表 2)：
 - 名目房價指數**：台灣**國泰與信義房價指數** 2020 年以來累計漲幅分別達 **85.3%**及 **56.1%**，高於澳洲(55.6%)及美國(50.7%)。
 - 實質房價指數**：台灣**國泰與信義房價指數** 2020 年以來累計漲幅分別達 **63.7%**與 **37.8%**亦偏高，部分經濟體房價則已轉呈下跌。
 - 依評量購屋負擔之房價負擔指標(如房價所得比)而言，與主要經濟體比較，台灣亦較高，民眾購屋負擔相對沉重。
 - 隨房市交易降溫，台灣房價所得比由 2024 年第 3 季之 10.8 倍高點緩降至本年第 1 季之 9.5 倍，惟仍多高於主要經濟體(表 3)。

表 2 主要經濟體房價指數 2020 年以來累計變動幅度

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)	85.3	63.7	2026Q2
台灣 (信義房價指數)	56.1	37.8	2026Q2
台灣 (永慶房價指數)	49.3	31.4	2026Q2
台灣 (內政部住宅價格指數)	39.7	23.1	2026Q1
澳洲	55.6	23.5	2026Q1
美國	50.4	18.1	2026Q1
新加坡	42.1	20.1	2026Q1
南韓	18.6	-0.1	2026Q1
紐西蘭	26.3	-1.6	2026Q1
英國	25.7	-2.8	2026Q1
香港	-19.0	-26.1	2026Q1

註：1. 本表各國實質房價以各國 CPI 平減計算。
 2. 累計漲幅係以最新資料與 2019Q4 比較計算，永慶房價指數因資料始自 2020Q1，以與 2020Q1 比較計算，並依累計漲幅由大至小排序。
 資料來源：國際房價指數係依據 BIS 選定房價指數，信義不動產評論、國泰房地產季報、永慶房產集團網站

表 3 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	9.9	2025Q3
	台灣	9.5	2026Q1
	紐西蘭	7.7	2025Q3
	南韓	6.9	2025Q3
	英國	5.2	2025Q3
	美國	4.5	2025Q3
城市別	台北	14.7	2026Q1
	香港	14.1	2025Q3
	雪梨	13.8	2025Q3
	首爾	8.6	2025Q3
	倫敦	8.5	2025Q3
	奧克蘭	7.7	2025Q3
	紐約	7.5	2025Q3

資料來源：台灣與南韓係依 2026 年第 1 季內政部房價負擔能力統計；其餘資料依 Demographia International Housing Affordability Survey(2026 版)，最新為 2025Q3 資料。

² BIS 係由各國各類房價指數中選定符合「歐盟統計局之住宅價格指數手冊」編製原則，並較具代表性之房價指數，其編製方法可能仍有差異。
³ 本文未與 BIS 選定房價指數中所有經濟體進行比較，而係參照 Demographia International Housing Affordability Survey 選定之主要經濟體進行比較。

Q2：本行不動產選擇性信用管制措施成效為何？

A2：不動產貸款集中度續降，且銀行不動產信用資源優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等符合政策方向貸款，民眾對房價預期仍保守；不動產貸款逾放比率仍處低檔，相關授信風險控管尚屬良好。

(一) 近月不動產貸款集中度續降

本年 7 月底，全體銀行不動產貸款集中度續降至 34.44%，較 2024 年 6 月底(近期高點)之 37.61%下降 3.17 個百分點，並低於 2020 年 12 月底(本行第 1 度調整信用管制時點)之 36.64%(圖 7)。

1. 分子項(不動產貸款餘額)變動情形：

本年 7 月底，受本年 3 月本行調升第 2 戶購屋貸款成數上限影響，加以農曆民俗月前交屋潮以及無自用住宅者購屋貸款持續增加，帶動購置住宅貸款餘額年增率自上月底 4.36%略升至 4.52%，不動產貸款餘額年增率亦自 3.30%略升至 3.40%；建築貸款餘額則仍呈下降，且年減幅自 0.07%擴大至 0.19%(圖 8)。

圖 7 全體銀行不動產貸款集中度

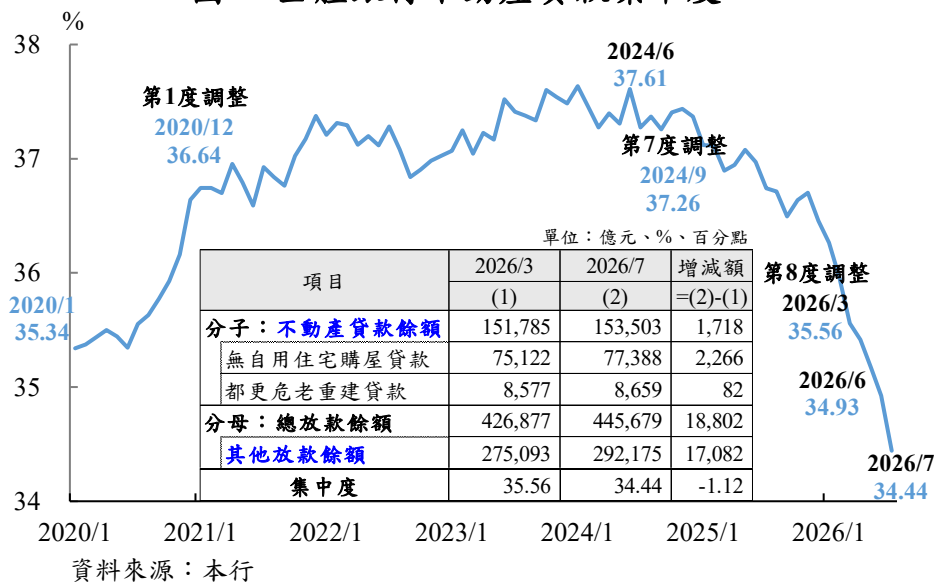
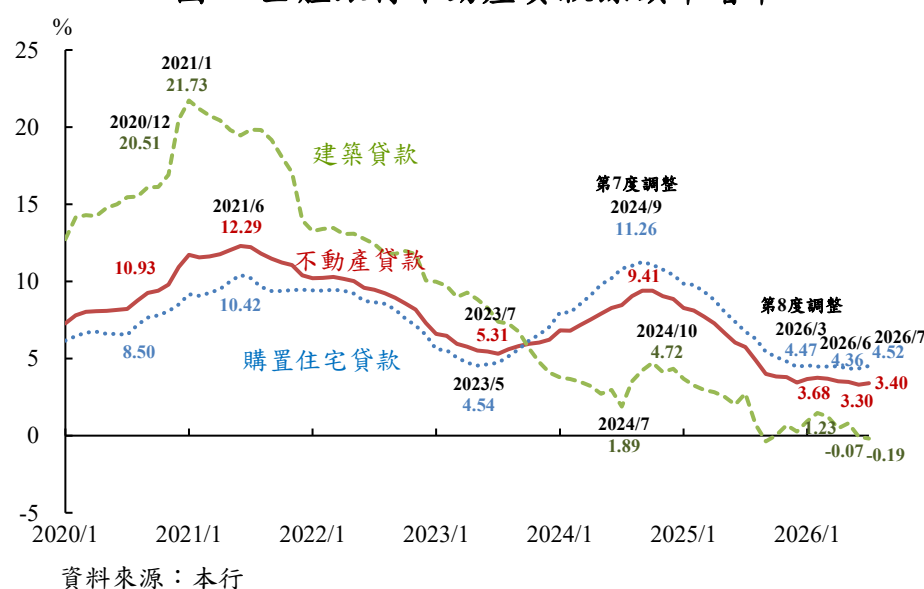


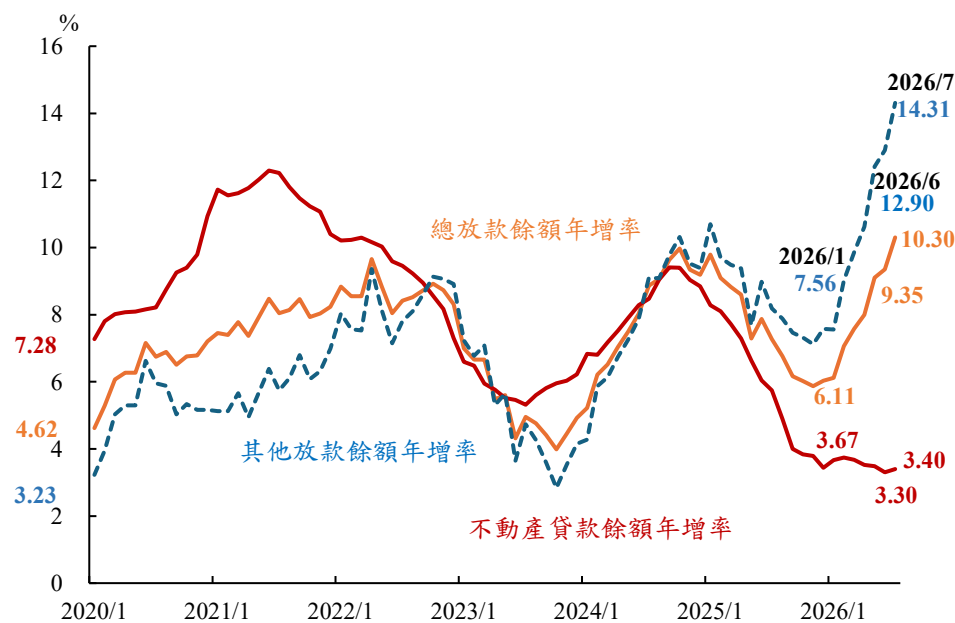
圖 8 全體銀行不動產貸款餘額年增率



2. 分母項(總放款餘額)變動情形：

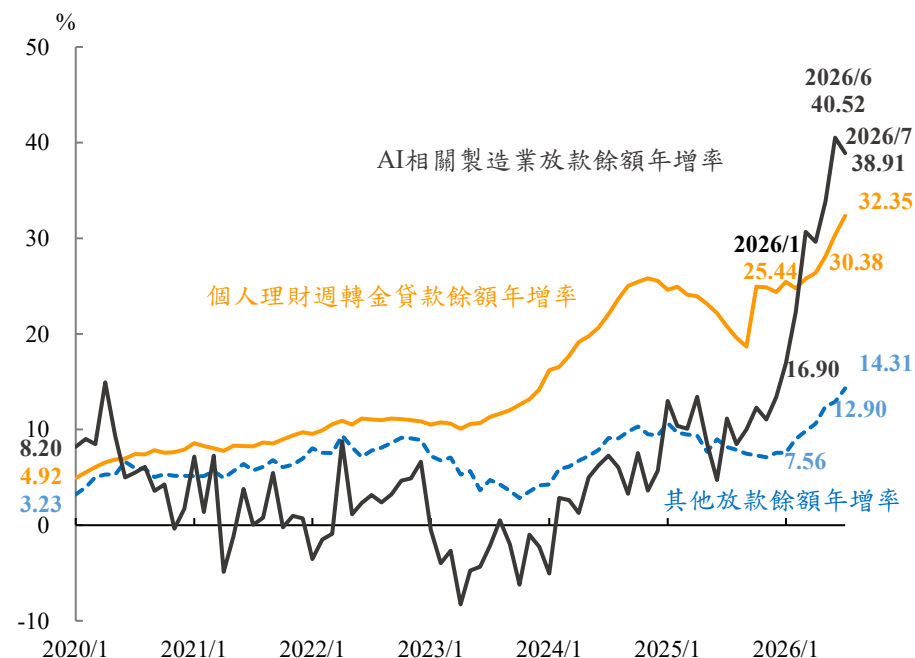
本年7月底總放款餘額年增率自上月底9.35%升至10.30%(圖9)，主要係因本年以來AI等新興科技應用需求強勁，致企業資金需求增加，加以股市交易熱絡帶動民眾投資需求，全體銀行對AI相關製造業營運資金及個人理財週轉金放款餘額大幅增加，帶動不動產貸款以外其他放款餘額年增率自本年1月底7.56%續升至14.31%(圖10)，遠高於不動產貸款餘額年增率3.40%(圖9)。

圖9 全體銀行總放款餘額年增率



資料來源：本行

圖10 全體銀行不動產貸款以外其他放款餘額年增率



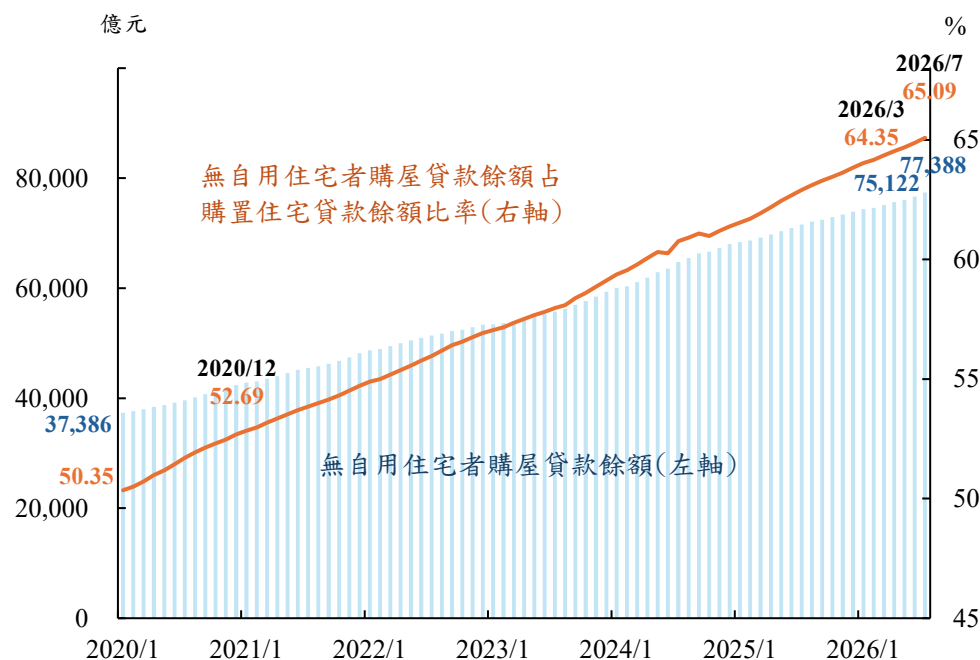
註：AI 相關製造業包括電子零組件製造業，以及電腦、電子產品及光學製品製造業。

資料來源：本行

(二) 本年以來，全體銀行不動產信用資源續優先支應無自用住宅民眾購屋及都更危老重建等資金需求。

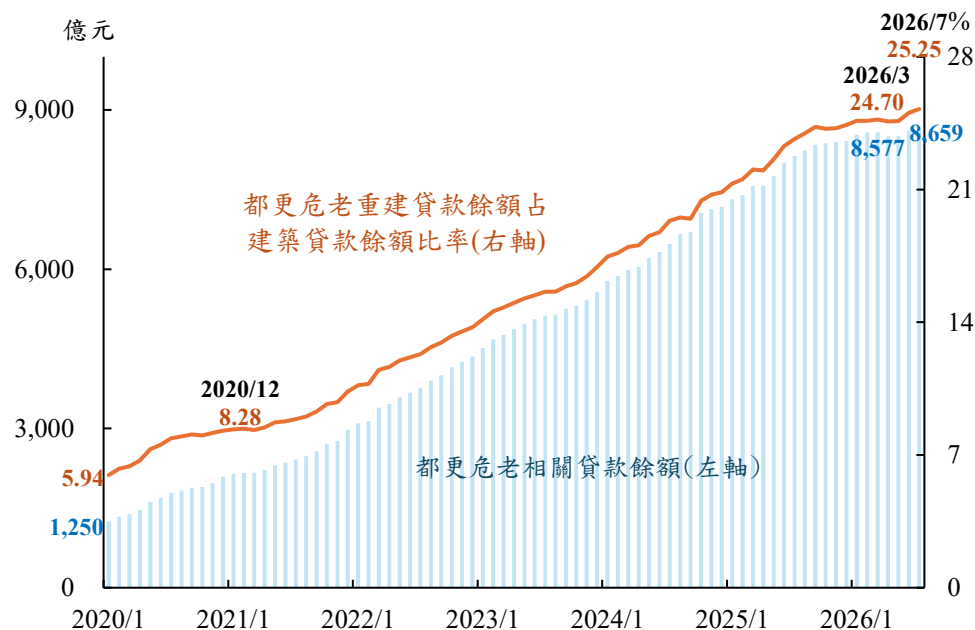
1. 隨房市回歸以自住需求為主，且自上年 9 月起新增青安貸款不計入銀行法第 72 條之 2 限額，本國銀行辦理無自用住宅民眾購屋貸款占本國銀行購屋貸款比率由本年 3 月底之 64.35%續升至本年 7 月底之 65.09%(圖 11)。
2. 隨近年政府加速推動都更危老重建政策，且相關貸款亦不計入銀行法第 72 條之 2 限額，本年 7 月底本國銀行辦理都更危老重建貸款餘額自本年 3 月底 8,577 億元升至 8,659 億元，其占全體銀行建築貸款餘額比率亦由 24.70%續升至 25.25%(圖 12)。

圖 11 無自用住宅者購屋貸款餘額與占比



資料來源：金管會

圖 12 都更危老重建貸款餘額與占比



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

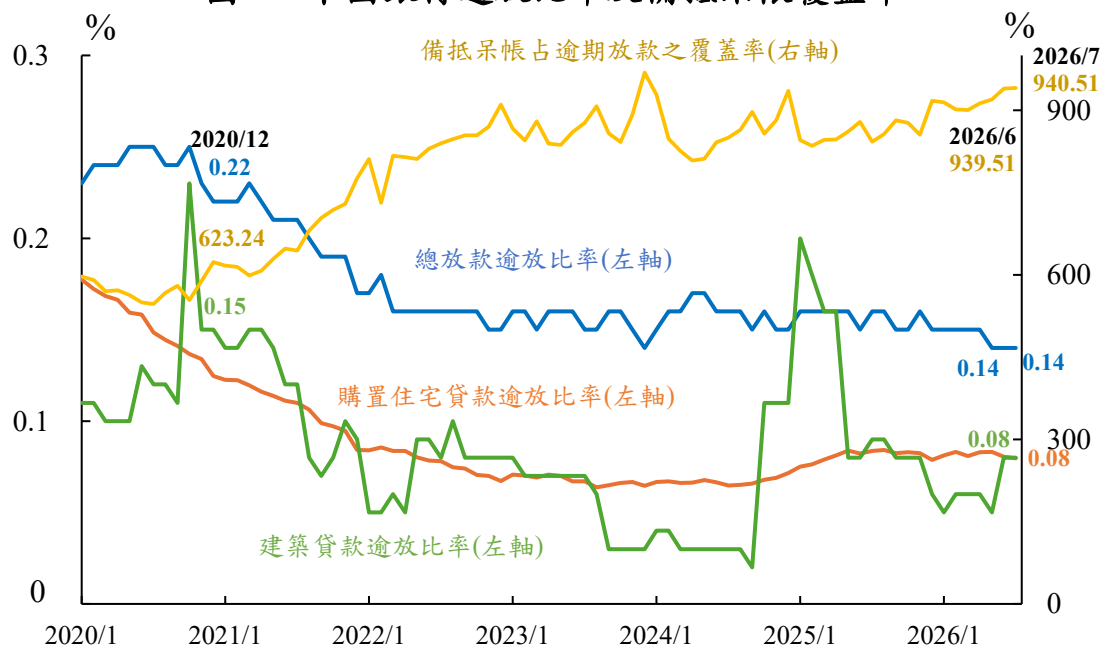
資料來源：金管會、本行

(三) 本年第 3 季民眾看跌房價比率仍高於看漲比率(詳見本文圖 5)。

(四) 銀行不動產貸款逾放比率仍維持低檔，相關授信風險可控。

1. 本年 7 月底本國銀行購置住宅貸款、建築貸款逾放比率均為 0.08%，仍處低檔，並低於總放款逾放比率 0.14%，顯示銀行不動產相關授信風險控管尚佳(圖 13)。
2. 本年 7 月底，本國銀行備抵呆帳覆蓋率 940.51%，風險承擔能力續呈穩健(圖 13)。

圖 13 本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率



註：1.2024 年 10 月及 2025 年 1 月建築貸款逾放比率升至 0.11%及 0.20%，係因個案貸款違約所致。

2.2026 年 6 月建築貸款逾放比率由 0.05%升至 0.08%，主因香港商新朗興業公司餘屋貸款聯貸案再度違約，聯貸銀行列報逾放 16 億元。

3.備抵呆帳覆蓋率=備抵呆帳/逾期放款×100%

資料來源：金管會

Q3：近年預售屋解約情形為何？

A3：預售屋解約件數雖呈增加趨勢，惟解約率(解約件數占整體預售屋交易件數比例)低於3%，並未出現解約潮情形。

(一) 2024 年以來，全國住宅類預售屋解約件數雖漸增，惟**全年度預售屋解約率均低於 3%**。

- 1. 2024 年下半年起房市交易降溫，且 2023 年 7 月起預售屋限制換約轉讓⁴，部分投資客解約退場，預售屋解約件數漸增。
- 2. 依**解約年度**觀察，**本年 1 至 7 月**，預售屋**解約件數 3,457 件**，高於上年同期 1,906 件(表 4a)。
- 3. 依預售屋解約案件之**交易年度**觀察，以**2024 年**交易案件迄今解約 3,788 件為最多，占 2024 年預售屋交易量 12.8 萬件之**比率 2.96%**(表 4b)；**2022 年至 2025 年各年度解約率均低於 3%**(圖 14)，並無外界所稱爆發預售屋解約潮情形。

(二) 本年 1 至 7 月預售屋解約率大幅下降(表 4b)。

- 1. 2021 年 7 月(內政部實施實價登錄 2.0)至本年 7 月**累計**解約 9,751 件，解約率僅 **2.24%**。
- 2. **本年 1 至 7 月**，**全國**預售屋**解約率**自 2025 年 2.81%**大幅降至 0.66%**。

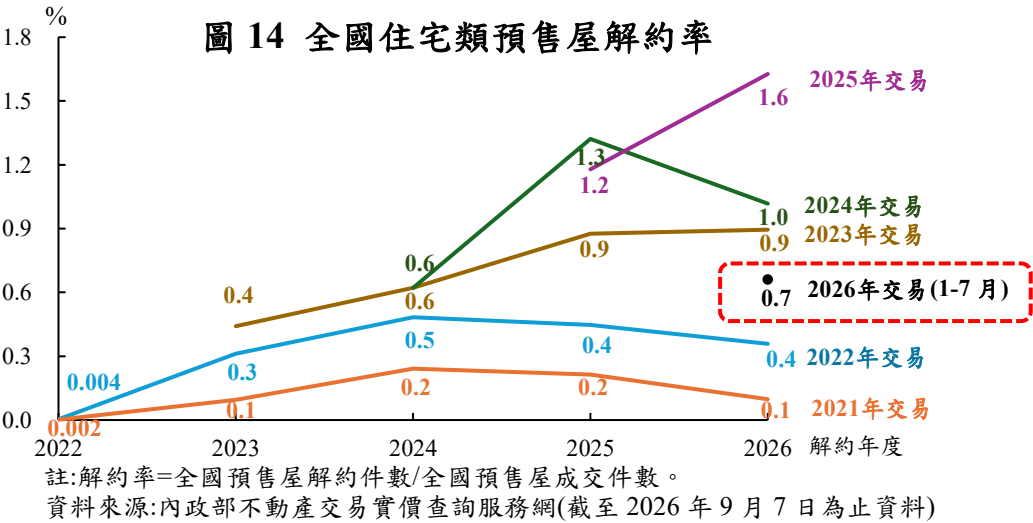


表 4 預售屋解約統計

a 按解約年度						
解約年度	2022	2023	2024	2025	2025/1-7	2026/1-7
解約件數	4	819	2,133	3,686	1,906	3,457

b 按交易年度							
交易年度	2021/7~12	2022	2023	2024	2025	2026/1~7	2021/7~2026/7
迄今解約件數 (A)	385	1,328	2,943	3,788	1,171	136	9,751
當年度交易量 (B)	59,213	82,786	103,802	127,942	41,734	20,594	436,071
解約率 (A/B)	0.65	1.60	2.84	2.96	2.81	0.66	2.24

⁴ 2021 年 7 月 1 日施行實價登錄 2.0，依「平均地權條例」修正條文第 47-3 條，銷售預售屋者應於簽訂買賣契約書之日起 30 日內申報登錄資訊。2023 年 7 月 1 日施行「平均地權條例」修正案，依第 47-4 條第 1 項，除特定親屬間轉讓外，預售屋或新建成屋買賣契約之買受人，於簽訂買賣契約後，不得讓與或轉售買賣契約與第三人，以及第 47-3 條增訂解約申報登錄。

Q4：近期銀行辦理換屋協處措施情形？

A4：本行持續兼顧民眾換屋需求，提供彈性協處機制；民眾大多可於12個月內完成售屋，目前18個月換屋期限仍屬妥適。

(一) 本行於2023年6月提供實質換屋自住者1年換屋期限協處措施；2025年9月考量民眾反映出售原有房屋時間拉長，或買方須等待銀行排撥等因素，已適度延長換屋協處措施出售原有房屋期限，由1年延長為18個月。

(二) 根據本行調查以及成屋實際成交天數資料顯示，**目前18個月換屋期限仍屬妥適**。

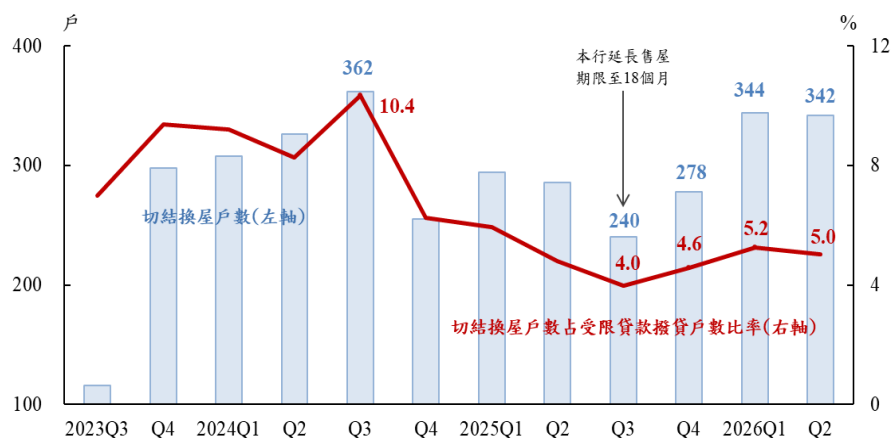
1. 本行調查本年放款市占率前20大銀行辦理換屋協處案件結果顯示，大多數借款人可於12個月內完成售屋，爰本行未再延長售屋期限。

2. 根據信義房屋統計，**2025年全國平均成屋交易天數約110天**，**六都與新竹縣市**則介於**97天至125天**。

(三) 本行提供換屋協處措施以來，銀行持續積極辦理換屋案件。依本行統計，本年第2季銀行辦理切結換屋戶數自2025年第3季240戶續增至342戶，占受限貸款撥貸戶數比率5%(圖15)。

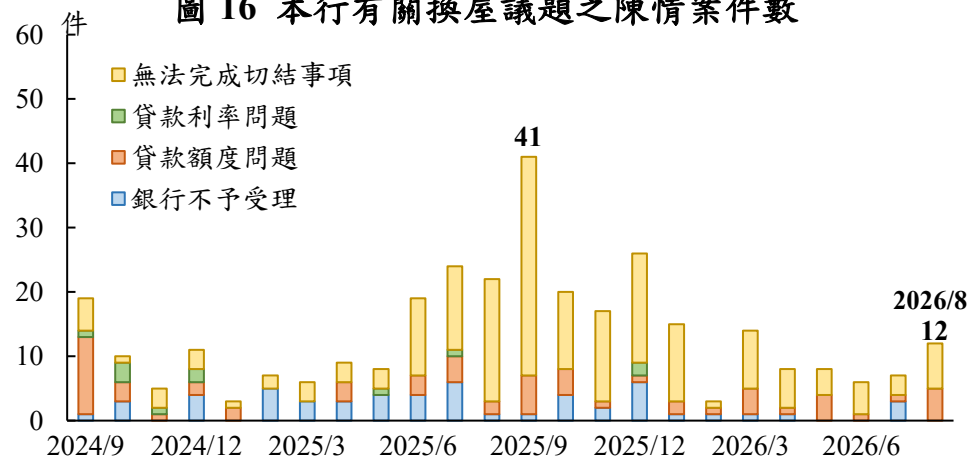
(四) 部分民眾取得之貸款條件不如其預期，主要係因自身信用或財力條件不符銀行授信5P原則。民眾透過本行民意信箱及16線專案電話陳情，經本行妥適協處，本行意見信箱**陳情換屋**相關議題**案件**，自2025年9月之高點41件，大幅**降至本年8月之12件**(圖16)。

圖15 銀行辦理受限貸款與切結換屋案件



資料來源：本行

圖16 本行有關換屋議題之陳情案件數



資料來源：本行

Q5：本行為何未調整高價住宅門檻？

A5：本行高價住宅認定門檻係反映信用管制強弱之規範門檻；實際上，全國成屋交易或預售屋交屋觸及本行高價住宅門檻者占比有限。

(一) 本行高價住宅貸款規範之**高價住宅認定門檻**，係反映信用管制強弱之**規範門檻**(門檻越低代表管制越緊；門檻越高代表管制越鬆)，**並非隨住宅價格之變動而調整**；此符合國際監理之作法。

— **高價住宅屬於小眾市場，價格高且波動大、流動性低且授信風險高**；**國際金融監理機關多要求**銀行辦理購置高價住宅貸款應**適用較嚴格貸款條件**⁵。

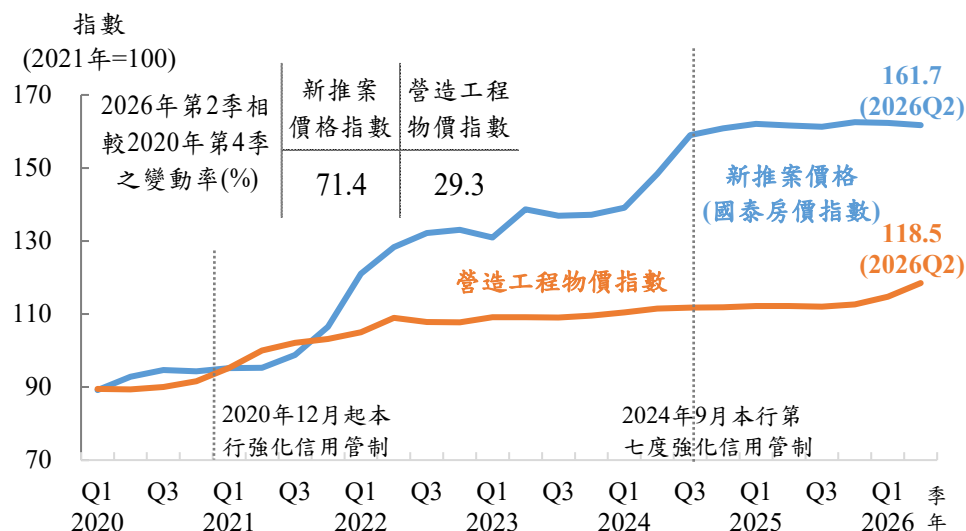
(二) **本行未放寬高價住宅貸款規範，主要考量：**

1. 高價住宅價格上漲易透過**比價效應**，推升**周邊房屋價格**。
2. **信用資源宜優先提供給無自用住宅者、都更危老重建等政策方向貸款**，而**非財力雄厚卻透過貸款購買高價住宅者**。

(三) 近期不動產業者多訴求因營建成本，推升新建案價格，而籲請本行調高高價住宅認定門檻。實際上，近5年來，**各地區新推案**(含預售或新成屋)**價格漲幅均遠高於營建成本漲幅**，且**全國成屋交易觸及本行高價住宅門檻者有限**。

1. **本年第2季與2020年第4季比較，新推案價格**(國泰房價指數)**上漲71.4%**，**遠高於同期間營造工程物價指數漲幅29.3%**(圖17)。

圖 17 新推案價格與營造工程物價指數



註：本圖之新推案價格係引用國泰可能成交價格指數。

資料來源：主計總處「物價統計月報」、國泰房地產季報

⁵ 見 FSB(2012), “Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices,” April. (https://www.fsb.org/2012/04/r_120418/)

2. 根據不動產實價登錄資料計算，近 5 年全國住宅成交案件中符合本行高價住宅認定門檻者之占比低於 2%，近 1 年(2025 年第 1 季至本年第 2 季)之占比則僅約 1.55%，主要都會以台北市、台中市與新竹縣市之占比較高，惟均低於 5%(表 5)。
- 一 本年上半年，台北市高價住宅成交筆數 196 筆，年增 1%，其他縣市高價住宅成交筆數則年減逾 11%(表 5)。

表 5 近 5 年全國及主要都會成交案件
符合本行高價住宅門檻之占比

統計期間	2020Q4~2026Q2 (近5年)	2025Q1~2026Q2 (近1年)		2026上半年	
	占比 (%)	占比 (%)	成交筆數 (筆)	成交筆數 (筆)	年增率 (%)
全國	1.29	1.55	2,303	680	-20
臺北市	3.98	4.70	609	196	1
新北市	0.50	0.55	156	52	-15
桃園市	0.86	1.25	236	71	-18
臺中市	2.52	3.07	624	169	-29
臺南市	0.83	0.93	110	29	-33
高雄市	1.20	1.42	289	86	-25
新竹縣市	2.09	2.64	168	56	-11
其他地區	0.33	0.37	111	21	-58

資料來源：實價登錄、本行自行推算

Q6：隨房市交易持續降溫，不動產相關產業經營現況為何？

A6：過往不動產建商及經紀業因樂觀前景而積極擴張，近年相關業者適度修正調整，有助房市長期穩健發展。

(一) 營造工程業營銷創新高，不動產開發業減量經營但銷售金額創新高，九大建材行業則表現分歧。

- 1. 營造工程業：受惠於大量推案興建中，加以 AI 商機帶動工商建築需求及重大公共工程持續推展，本年 6 月底營造工程業達 17.85 萬家創新高(表 6)，且本年上半年月平均銷售金額亦創新高(表 7)，顯示該產業受房市交易降溫影響較小。
- 2. 不動產開發業：2018 年以來，隨國內房市榮景，不動產開發業家數擴增至 2024 年底高點之 1.92 萬家，本年 6 月底僅微降為 1.90 萬家(表 6)，屬市場正常調節；且因近年逢交屋潮，本年上半年不動產開發業月平均銷售金額仍創新高(表 7)。
- 3. 九大建材公會聯盟：近年該聯盟相關行業表現分歧，部分產業營銷續創佳績，部分則表現疲弱，可能與該產業面臨之全球化競爭較大有關。
 - (1) 依財政部最新統計，本年 6 月底室內裝修、預拌混凝土等業家數仍創新高(表 6)，主因民眾對居家修繕需求提升及大量工程興建中。
 - (2) 本年 6 月底，石礦、木材、磚瓦、防火門、陶瓷、廚具與電器業家數則較其高點減少，以電器業減少最多，主因面臨中國產品低價競爭；而廚具、磚瓦等產業家數於 2020 年本行採行信用管制之前即呈縮減趨勢。

表 6 不動產相關產業(生產面)家數

年度	營造工程業 (萬家)	不動產開發業 (萬家)	屬九大建材公會之行業別家數(家)								預拌混凝土
			室內裝修	廚具	木材	石礦	磚瓦	防火門	陶瓷	電器	
2018	12.22	1.46	42,546	1,120	622	663	169	3,004	525	3,686	1,002
2019	12.71	1.55	44,704	1,093	618	650	163	2,996	519	3,665	1,007
2020	13.30	1.69	47,284	1,075	621	664	155	2,984	531	3,655	1,032
2021	14.04	1.78	50,396	1,068	630	660	144	2,985	516	3,679	1,042
2022	14.92	1.82	54,073	1,057	641	672	142	3,013	513	3,678	1,055
2023	15.80	1.86	57,691	1,045	1,087	680	136	2,999	505	7,530	1,058
2024	16.72	1.92	61,809	1,032	1,078	683	130	2,977	507	7,375	1,065
2025	17.54	1.91	65,249	1,017	1,083	692	130	2,978	492	7,265	1,088
2026*	17.85	1.90	66,728	1,024	1,074	690	128	2,973	494	7,178	1,095
與高點 比變動 數(家)	創新高	-0.02	創新高	-96	-13	-2	-41	-40	-37	-352	創新高

註：各年為年底數，2026 年為 6 月底數；淺黃色部分為高點。
資料來源：財政部「營利事業家數及銷售金額行業別」

表 7 不動產相關產業(生產面)月平均銷售金額

年度	營造工程業	不動產開發業	屬九大建材公會之行業別月平均銷售金額(億元)								
			室內裝修	廚具	木材	石礦	磚瓦	防火門	陶瓷	電器	預拌混凝土
2018	1,940.4	681.3	304.2	12.1	11.3	16.5	11.4	52.7	31.0	79.4	97.1
2019	2,067.2	792.8	325.5	10.9	11.1	16.1	11.9	53.6	31.0	81.7	112.2
2020	2,235.7	930.8	335.4	11.2	11.5	17.2	12.6	52.0	31.1	84.4	127.5
2021	2,561.0	1,019.1	396.0	13.0	15.6	19.6	14.7	63.5	34.8	94.2	147.2
2022	2,999.7	947.6	449.4	13.7	13.8	19.7	17.0	66.9	34.9	94.8	157.4
2023	3,229.5	1,034.9	489.6	12.0	29.2	20.9	12.3	61.5	19.3	165.7	181.2
2024	3,629.4	1,361.1	572.8	13.0	29.1	21.7	14.2	65.8	20.3	171.0	188.6
2025	3,914.9	1,143.1	611.4	13.7	30.6	22.1	11.7	67.6	20.4	159.0	199.2
2026*	7,829.8	2,286.1	580.6	13.1	26.7	23.3	13.9	69.6	20.7	153.9	178.5
與高點 比變動 率(%)	創新高	創新高	-5.0	-4.6	-12.9	創新高	-18.2	創新高	-40.7	-10.0	-10.4

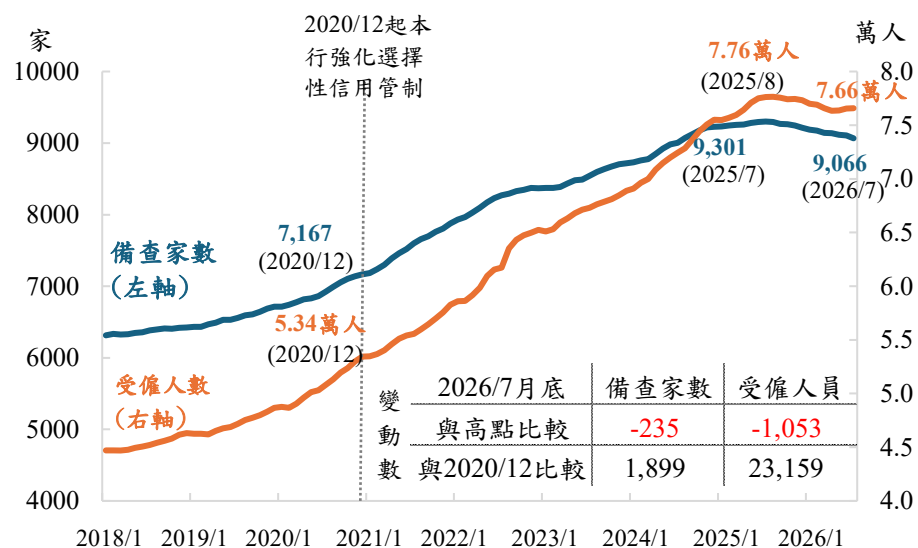
註：各年為全年月平均數，2026 年為 1-6 月平均數；淺黃色部分為高點。
資料來源：財政部「營利事業家數及銷售金額行業別」

4. 不動產相關業者倒閉或停產原因眾多，可能因市場競爭激烈，或面臨經營策略(或接班)、產品創新、產線效率等挑戰，尚無法歸因於本行實施信用管制措施。

(二) 不動產經紀業(即房仲與代銷業)繼快速擴張後，2025 年下半年起逐漸縮減其備查家數與受僱人員，有助其穩健發展。另隨近期房市交易回穩，加以廠商擴建廠房需求，且政府賡續推動公共建設，營造及不動產業對前景仍多審慎樂觀。

一 2018 年以來，不動產經紀業(房仲與代銷業)備查家數與受僱人員大幅快速擴張，2025 年下半年抵高峰後逐漸縮減調整，惟本年 7 月底，備查家數與受僱人員分別僅較其高點減少 235 家與約 1,053 人，均仍遠高於 2020 年 12 月水準(圖 18)。

圖 18 不動產經紀業備查家數與受僱人員



註：受僱人員係包含受僱之不動產經紀人及營業員。

資料來源：內政部不動產服務業資訊系統

四、M2 之重要性及其在疫情以來之走勢與本行控制成效之說明

1970 年代貨幣總計數係全球中央銀行重要的貨幣政策中間目標，之後因受金融創新、金融自由化等因素影響，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，若干主要央行因而**放棄**貨幣數量目標。然而，全球金融危機及疫情後，許多經濟學家認為不應忽略貨幣總計數提供的重要訊息，近期 **Fed 主席 Kevin Warsh** 更強調**貨幣**在貨幣政策中的**重要性**。有別於部分國家放棄貨幣數量目標，**本行長期關注 M2 成長及貨幣需求變化**，並將**貨幣總計數**作為貨幣政策決策的重要參考指標；本行自 1992 年採貨幣成長目標區，並於 2020 年調整為 **M2 成長參考區間**。就近年執行情況觀察，除 2021 及 2022 年本行因應疫情採貨幣寬鬆措施，M2 年增率高於參考區間外，其餘期間均落於區間內，**整體執行情況良好**。本行貨幣數量操作得宜，有助短期維持利率平穩，長期維持物價穩定與防範資產價格泡沫。

自本年 5 月起 M2 年增率雖高於 6.5% 之參考區間上限，但此增幅**主要反映 AI 相關產業帶動出口與投資成長，企業營運及投資所需資金增加**；加以**股市交易熱絡及基期偏低**等情形，與**疫情期間**貨幣政策寬鬆，以及政府積極推出紓困振興措施之情況**明顯不同**，不宜逕自解讀為本行貨幣政策過於寬鬆。事實上，**本行自 2022 年起**已陸續實施升息、調升存款準備率及採不動產選擇性信用管制等措施，近期並對銀行過度的股市槓桿融資示警，俾**維持相對偏緊的貨幣政策立場**，**多項指標亦顯示當前國內市場資金並無過度寬鬆之虞**。未來本行將**持續適時調控準備貨幣**，管理 M2 成長於適度水準，**維持物價穩定，並促進金融穩定**。

為期有助各界瞭解與此相關議題，以下擬以問答方式逐一說明。

Q1：為何本行仍重視 M2 貨幣總計數？疫情以來本行對 M2 成長控制成效如何？

Q2：2020 年以來，本行貨幣操作情形有何變化？

Q3：M2 年增率預估本年將超過參考區間上限，是否代表本行貨幣政策過於寬鬆？

Q4：從市場利率與貨幣數量等指標觀察，目前國內資金情勢是否存在隱含的通膨壓力？

Q1：為何本行仍重視 M2 貨幣總計數？疫情以來本行對 M2 成長控制成效如何？

A1：M2 成長及貨幣需求變化可反映資金情勢，有助研判經濟活動及通膨壓力，本行持續將其作為貨幣政策的重要參考指標。採行 M2 成長參考區間以來，整體執行情況良好。

(一)本行長期以來均持續關注 M2 成長及貨幣需求之變化，並將貨幣數量作為貨幣政策決策的重要參考指標。

1. 部份國家雖早已放棄貨幣目標，惟究諸實際，貨幣仍具重要的政策參考價值。

□ 1970 年代，貨幣總計數是主要央行的貨幣政策中間目標，透過貨幣政策工具，**調控操作目標**(如準備貨幣)，將貨幣總計數控制在成長目標區，據以達成物價穩定等貨幣政策最終目標。

□ 之後因受金融創新、金融自由化與監管鬆綁影響，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，貨幣總計數之定義日益模糊，使得許多主要央行難以透過控制貨幣數量有效影響總體經濟變數，若干主要央行因而放棄貨幣數量目標。

2. 貨幣分析持續為 ECB 的重要貨幣政策決策資訊；Fed 近期重新關注貨幣的重要性。

□ ECB 自 2003 年採經濟分析與貨幣分析之雙支柱架構，其中貨幣分析以中長期角度檢視貨幣數量、信用與物價間的長期關係；2021 年起將雙支柱中的貨幣分析擴展為貨幣及金融情勢分析，主要考量金融穩定係達成物價穩定的先決條件，貨幣成長則為其中一項分析主題。

□ 近期 Fed 主席 Kevin Warsh¹亦強調貨幣供給在貨幣政策運作中的關鍵角色，其數量與流通速度對物價具重要影響；若 Fed 能更重視貨幣供給，並結合當前經濟情勢進行判斷，將有助提升政策品質。美國疫情後的經驗顯示²，若能及早將貨幣供給納入政策考量，或可降低政策失誤，突顯其在及早辨識通膨壓力上的重要性。

¹ 詳 Kevin Warsh (2026), “In Our Time,” At “Financial Innovation: Implications for Payments and Policy,” an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming。

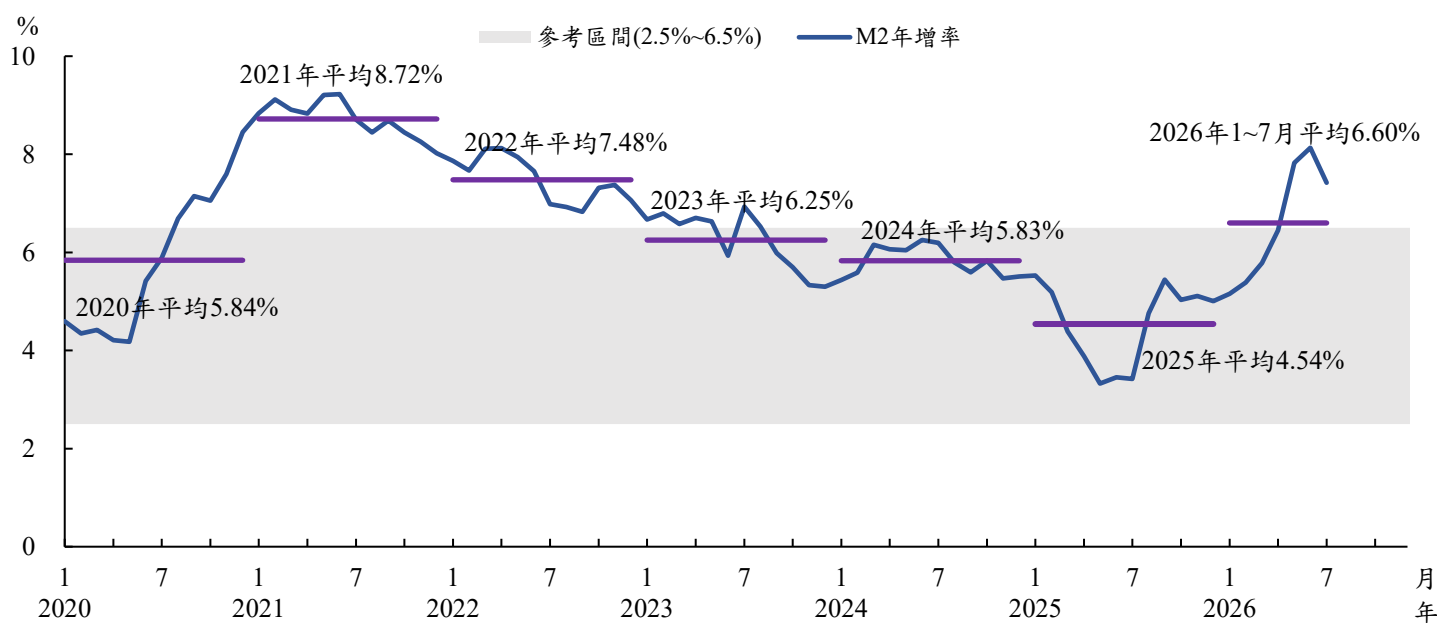
² 詳 Tyler Atkinson and Ron Mau (2024), “Inflation Forecasts based on Money Growth proved Accurate in 2021, though generally Unreliable,” Federal Reserve Bank of Dallas, February 20.

3. 本行長期以來持續關注 M2 成長及貨幣需求之變化，並未忽視貨幣總計數之重要性。本行自 1992 年起採行貨幣成長目標區，並於 2020 年起調整為 M2 成長參考區間，可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金融情勢的不確定性。實務上，M2 仍為本行重要的參考指標；本行每月的貨幣估測會議仍持續關注其走勢變化，每年底亦檢視當年 M2 成長情形與參考區間的合宜性。

(二)M2 成長參考區間整體執行情況良好，2021~2022 年本行因應疫情衝擊而採寬鬆措施，M2 年增率高於參考區間。

1. 2020 年起 M2 成長參考區間設定為 2.5%~6.5%，綜觀採行 M2 成長參考區間後的執行情況，除 2021、2022 年 M2 平均年增率未落在參考區間內，其餘各年皆落在參考區間內(圖 1)，整體而言執行情況良好。
2. 至於 2021 至 2022 年 M2 平均年增率高於參考區間上限 6.5%，主要係因應疫情，政府提供紓困貸款與振興方案，本行亦維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦，加以其後隨國內景氣復甦，出口強勁帶動企業資金需求與房市資金需求，推升銀行放款與投資成長所致。

圖1 M2年增率與成長參考區間



資料來源：本行

Q2：2020 年以來，本行貨幣操作情形有何變化？

A2：2020 年疫情爆發後，本行採寬鬆貨幣政策；2022 年第 1 季起，政策立場轉向緊縮，貨幣供給隨之緊縮；2024 年第 4 季起，本行雖未進一步實施緊縮政策，惟整體貨幣操作仍維持偏緊。

(一) 疫情期間，本行採寬鬆貨幣政策，推升貨幣供給(圖 2)。

1. 貨幣需求：COVID-19 疫情爆發，人員移動及經濟活動受限，貨幣需求下滑(M^D 線左移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：主要央行採大規模寬鬆貨幣政策，本行 2020 年 3 月亦**降息 1 碼**，4 月續推出「**中小企業貸款專案融通方案**」釋出資金，**貨幣供給相對寬鬆** (M^S 線右移至 $M^{S'}$ 線)
3. **貨幣數量**因供給增加而**上升**(M 增加至 M')、**市場利率下降**(i 下降至 i')。

(二) 疫情趨緩後，2022 年 3 月起本行政策立場轉向緊縮，貨幣供給緊縮(圖 3)。

1. 貨幣需求：疫情趨緩後，經濟活動回溫，**貨幣需求回升**(M^D 線右移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：本行**貨幣政策立場**自 2022 年起轉為**緊縮**，因應通膨而累計升息 6 次³、調升新台幣存款準備率 4 次⁴，並為抑制不動產信用擴張，於 2024 年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施⁵，**貨幣供給緊縮**(M^S 線左移至 $M^{S'}$ 線)。
3. **貨幣數量**略增(M 略升至 M')、**市場利率上升**(i 上升至 i')。

圖 2 2020 年第 1 季疫情爆發後，貨幣需求走弱，
貨幣供給增加

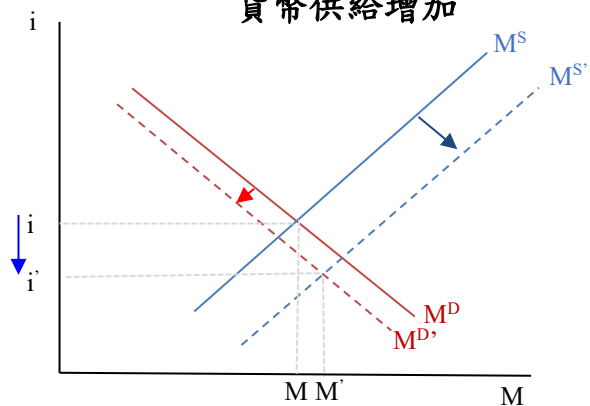
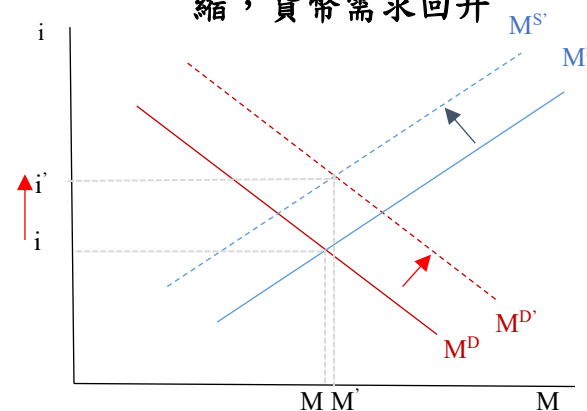


圖 3 2022 年第 1 季至 2024 年第 3 季，貨幣供給緊縮，貨幣需求回升



³ 2022 年 3、6、9、12 月，2023 年 3 月與 2024 年 3 月。2022 年 3 月升息 1 碼，其餘皆升息半碼。

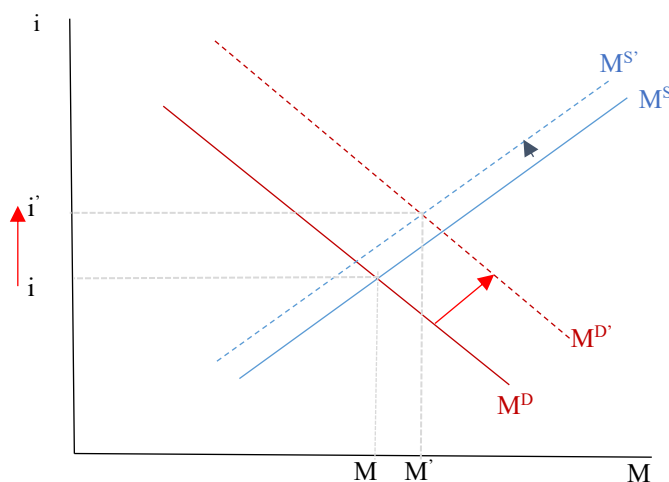
⁴ 2022 年 7 及 10 月與 2024 年 7 及 10 月，各調升 0.25 個百分點。

⁵ 自 2024 年第 4 季起，不動產貸款集中度逐步改善，房市交易降溫，詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、本行不動產選擇性信用管制執行情形」。

(三)2024 年起 AI 投資熱潮使貨幣需求攀高，但貨幣供給持續偏緊(圖 4)。

1. 貨幣需求：AI 產業發展，帶動經濟成長攀高、股市熱絡，個人與企業資金需求強勁，**推升貨幣需求**(M^D 線右移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：本行貨幣政策操作持續偏緊，本年初以來，台股大漲，外資因獲利了結及重新調整全球資產配置而匯出資金，加以稅款繳庫之大額資金等緊縮因素影響，致市場資金偏緊，本行雖持續透過減發存單及減收轉存款釋出資金，縮減市場資金缺口，惟整體**貨幣供給相對偏緊**(M^S 線左移至 $M^{S'}$ 線)。
3. **貨幣數量**因需求大幅增加而**上升**(M 增加至 M')；本年以來，本行雖未升息，惟仍持續操作貨幣數量，致貨幣政策立場維持偏緊，**市場利率上升**(i 上升至 i')，但貨幣數量擴張情形受控。

圖 4 2024 年第 4 季以來，貨幣需求攀升，
貨幣供給相對偏緊



資料來源：圖 2-4 為本行繪製

(四)本行透過管理準備貨幣與間接影響貨幣乘數，調控 M2 的貨幣供給量。本年準備貨幣、貨幣乘數成長趨緩，顯示貨幣供給量已較疫情期間收緊。

1. 貨幣總計數(M2)取決於準備貨幣(RM)與貨幣乘數(m)：

$$RM \times m = M2$$

$$\text{準備貨幣} \times \text{貨幣乘數} = \text{貨幣總計數(M2)}$$

□ 本行透過公開市場操作調控準備貨幣(RM)，或調整存款準備率間接影響貨幣乘數(m)，進而管理貨幣總計數(M2)。

□ 將其轉換為年增率形式，可得到：(a)準備貨幣年增率 + (b)貨幣乘數年增率 $\approx$ (c) M2 年增率。

2. 2020~2021 年疫情期間，本行透過公開市場操作與中小企業專案融資等寬鬆政策提供較充裕流動性，準備貨幣年增率攀高；2022 年 3 月起本行政策轉為緊縮，準備貨幣年增率呈下滑趨勢，本年準備貨幣成長仍屬溫和(表 1)。

3. 貨幣乘數(央行增加 1 單位準備貨幣所能創造之貨幣供給量)呈下降趨勢，年增率均為負值，2022 年與 2024 年本行共四度調升存款準備率，銀行體系創造貨幣的能力受限(表 1)。

表 1 準備貨幣年增率、貨幣乘數年增率與 M2 年增率

單位：%

年	準備貨幣(調整前) 年增率 (a)	貨幣乘數 年增率 (b)	M2 年增率 (c) $\approx$ (a)+(b)	平均存款準備率
2020	8.59	-2.53	5.84	5.75
2021	12.18	-3.09	8.72	5.90
2022	10.66	-2.87	7.48	6.11
2023	8.07	-1.69	6.25	6.31
2024	7.07	-1.16	5.83	6.49
2025	8.47	-3.62	4.54	6.76
2026f	6.96	-0.20	6.75	6.90

註：2026 年準備貨幣年增率與 M2 年增率為本行 9 月之預測數，2026 年平均存款準備率為該年 7 月之數值。

資料來源：本行

(五)2024 年起貨幣流通速度攀升，顯示貨幣週轉速度增快，惟貨幣供給並未過度擴張。

1. 依據貨幣數量方程式：

$$M \times V = P \times Y$$

M2 貨幣總計數×**貨幣流通速度**=**名目 GDP**

□ 將其轉換為年增率形式，可得出：(a) **M2 年增率** + (b) **貨幣流通速度年增率** ≈ (c) 名目 GDP 年增率。

2. 2022 年起本行政策轉向緊縮，M2 年增率逐步下滑；2024 年起 M2 年增率均低於名目 GDP 年增率，本年 M2 年增率回升，惟仍明顯低於名目 GDP 年增率(表 2)。

3. **貨幣流通速度在 2023 年以前略呈下滑，2024 年起呈上升趨勢，本年上升速度加快**，顯示自本行政策趨緊後，**貨幣供給成長受限**，惟台灣經濟表現熱絡、**資金需求高**，使貨幣週轉速度增快，**貨幣流通速度轉呈上升**⁶(圖 5)。

4. 綜合上述，相較本年名目 GDP 年增率達 17.80%，M2 成長 6.75%並未顯得過度充裕。供給面本行仍維持偏緊立場，準備貨幣成長率、貨幣乘數與貨幣流通速度等指標，均反映**貨幣數量成長速度較疫情期間收斂**，顯示本年 M2 年增率雖略高於參考區間，惟**貨幣供給並未過度擴張**。

表 2 M2 年增率、貨幣流通速度年增率與名目 GDP 年增率

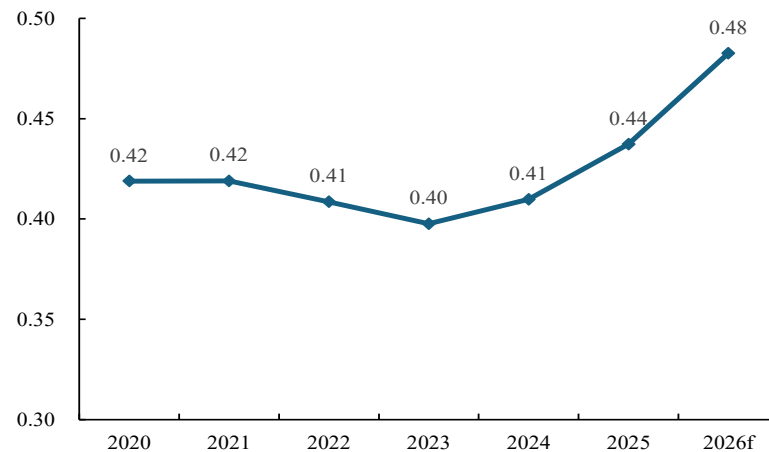
單位：%

年	M2 年增率 (a)	貨幣流通速度年增率 (b)	名目 GDP 年增率 (c) ≈ (a)+(b)
2020	5.84	-0.29	5.53
2021	8.72	0.02	8.74
2022	7.48	-2.49	4.81
2023	6.25	-2.67	3.41
2024	5.83	3.06	9.06
2025	4.54	6.72	11.57
2026f	6.75	9.94	17.80

註：2026 年 M2 年增率與名目 GDP 年增率為本行 9 月之預測數；貨幣流通速度根據貨幣數量方程式以名目 GDP/M2 計算。

資料來源：本行、主計總處

圖 5 貨幣流通速度



註：貨幣流通速度係以名目 GDP/M2 計算，2026 年 M2 與名目 GDP 為本行 9 月之預測數。

資料來源：本行、主計總處

⁶ 貨幣流通速度與 M2/GDP 比率互為倒數，貨幣流通速度自 2023 年起轉呈上升，亦表示 **M2/GDP 比率**從 2023 年之高點 2.51，至 2026 年**下滑**至 2.07，顯示**當前貨幣數量的成長速度低於名目經濟規模的擴張速度**。

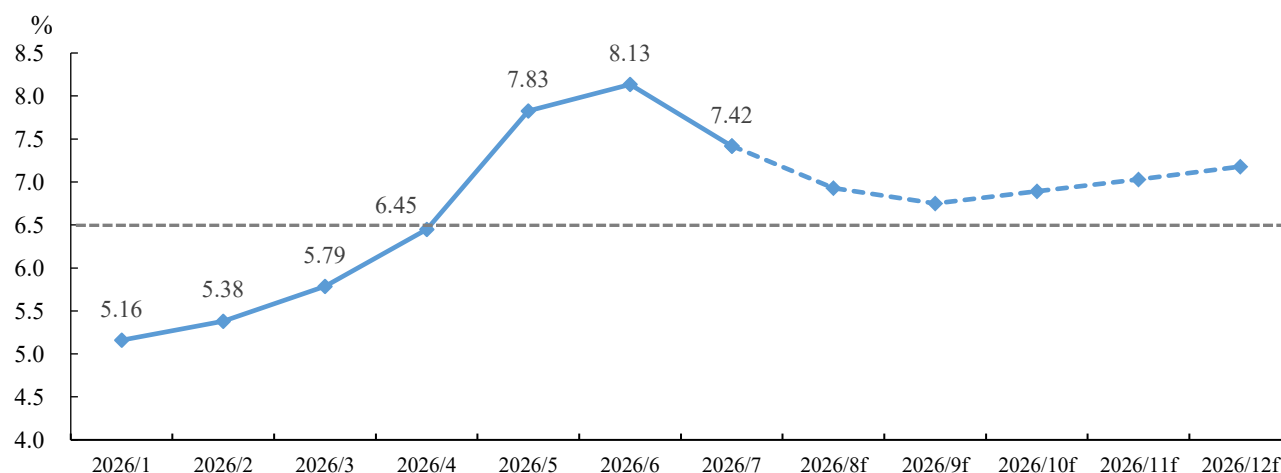
Q3：M2 年增率預估本年將超過參考區間上限，是否代表本行貨幣政策過於寬鬆？

A3：本年 M2 成長主要反映 AI 產業帶動國內經濟活動及股市交投等熱絡，資金需求隨之增加，並不宜直接解讀為貨幣政策過於寬鬆，其與疫情期間政府推動紓困振興與本行寬鬆貨幣政策的情況有所不同。

(一)預期本年 M2 成長率將超過參考區間上限，主要受 AI 帶動出口與投資、股市熱絡及低基期效應推升。

1. 本年 1 至 7 月 M2 平均年增率為 6.60%，其中 6 月 8.13%達高點(圖 6)，主因係 **AI 相關之出口與投資成長強勁**，經濟活動擴張，**企業營運及投資所需資金增加**，加以**股市交投熱絡**，帶動個人理財週轉金需求，民間部門資金需求增加，**推升銀行放款與投資持續成長**，以及**上(2025)年低基期**效應所致。
2. 隨下半年基期因素影響趨緩，本年**下半年** M2 年增率**可望回降**(圖 6)。本行預估本年全年 M2 年增率為 6.75%，略高於 6.5%的參考區間上限。

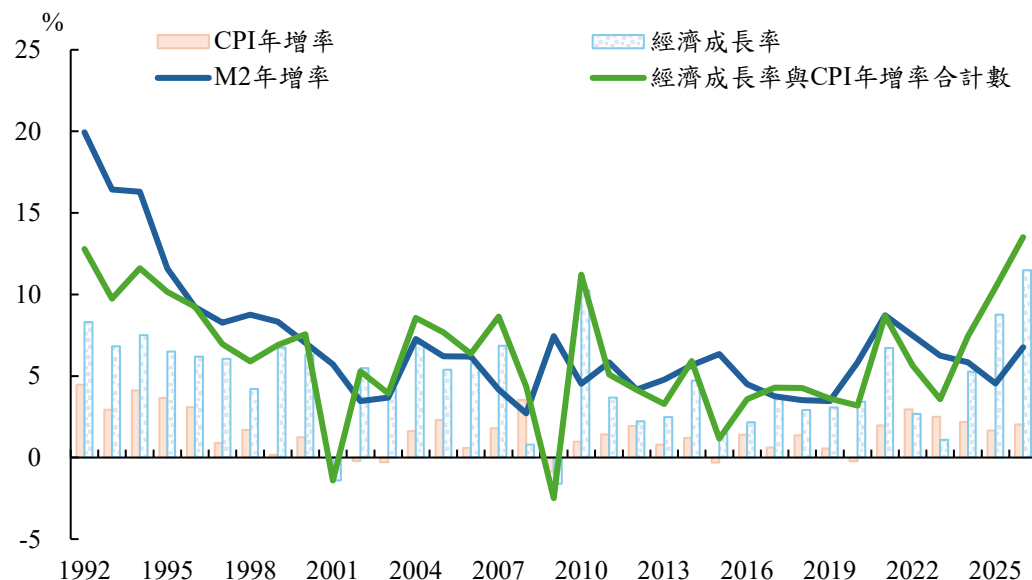
圖 6 本年各月 M2 年增率與預測數



(二)經濟擴張強勁，本年 M2 成長未顯資金過度充裕，與 2020 年至 2022 年初的寬鬆政策環境不同。

1. 長期而言，台灣的 M2 年增率與實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率之間具穩定的關係(圖 7)。
2. 2024 年以來，AI 強勁需求帶動出口及投資成長，實體經濟活動明顯擴張，使實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率顯著高於 M2 年增率；相較之下，疫情期間在擴張性財政及貨幣政策帶動下，2021 與 2022 年 M2 成長高於參考區間上限，亦高於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率，兩者情況有所不同(表 3)。
3. 預估本年經濟成長率與 CPI 年增率合計數達 13.51%，M2 成長率則預估為 6.75%，雖 M2 年增率超出參考區間上限，惟仍遠低於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率，顯示本行貨幣政策操作仍屬偏緊。

圖 7 M2 成長與經濟活動



註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數。
資料來源：本行、主計總處

表 3 2020 年以來 GDP 年增率、CPI 年增率與 M2 年增率

單位：%

年	實質 GDP 年增率 (a)	CPI 年增率 (b)	實質 GDP 年增率 + CPI 年增率 = (a)+(b)	M2 年增率
2020	3.42	-0.23	3.19	5.84
2021	6.72	1.97	8.69	8.72
2022	2.68	2.95	5.63	7.48
2023	1.08	2.49	3.57	6.25
2024	5.27	2.18	7.45	5.83
2025	8.76	1.66	10.42	4.54
2026(f)	11.48	2.03	13.51	6.75

註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數。
資料來源：本行、主計總處

(三)近兩年台灣經濟高度成長，銀行放款成長反映企業及民間部門資金需求增加，係推升 M2 之主因。

1. 上年經濟成長率為 8.76%，本年預估將超過 11% (詳見「二、國內經濟與物價展望」)。
2. 本年以來，全體**銀行放款年增率持續上升**，由 2025 年平均 7.43% 上升至 2026 年 1 至 7 月平均之 8.23% (圖 8)。

(四)個人放款結構改變，股市熱絡推升理財週轉金需求。

□ 近期個人放款⁷成長，主要係股市熱絡帶動**理財週轉金大幅攀升**所致；房貸年增率則受信用管制影響而趨緩。此與**疫情期間**因房市升溫帶動**房貸成長**的結構**明顯不同**(圖 9)。

圖 8 全體銀行放款年增率

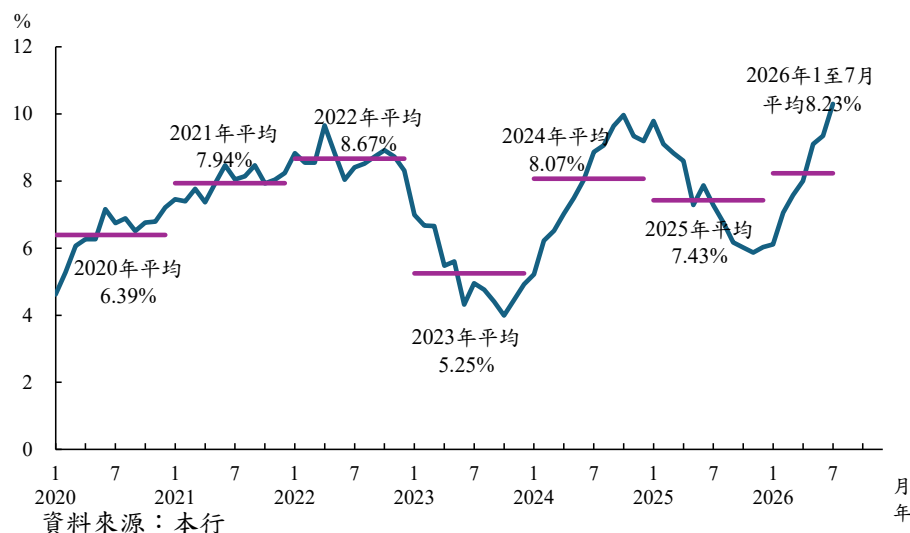
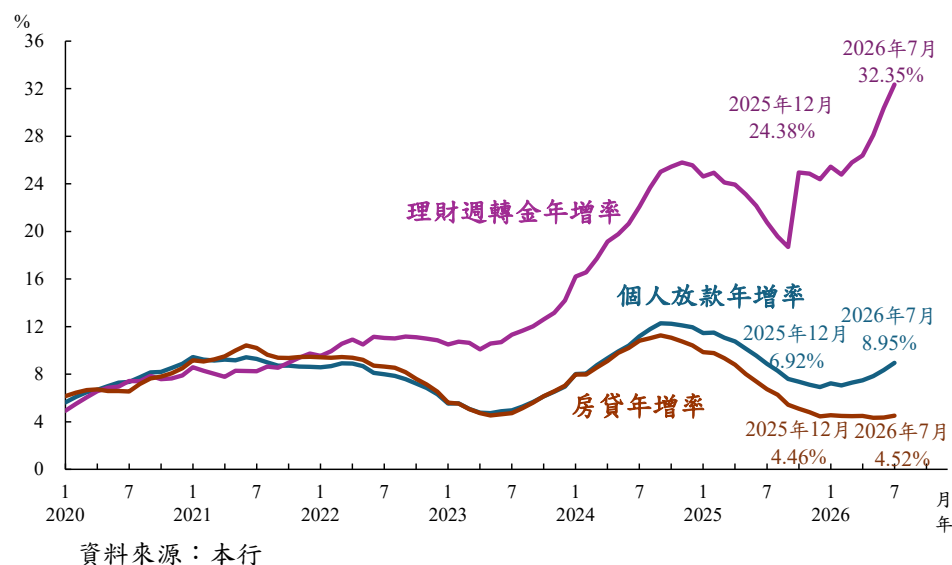


圖 9 個人放款、房貸與個人理財週轉金年增率

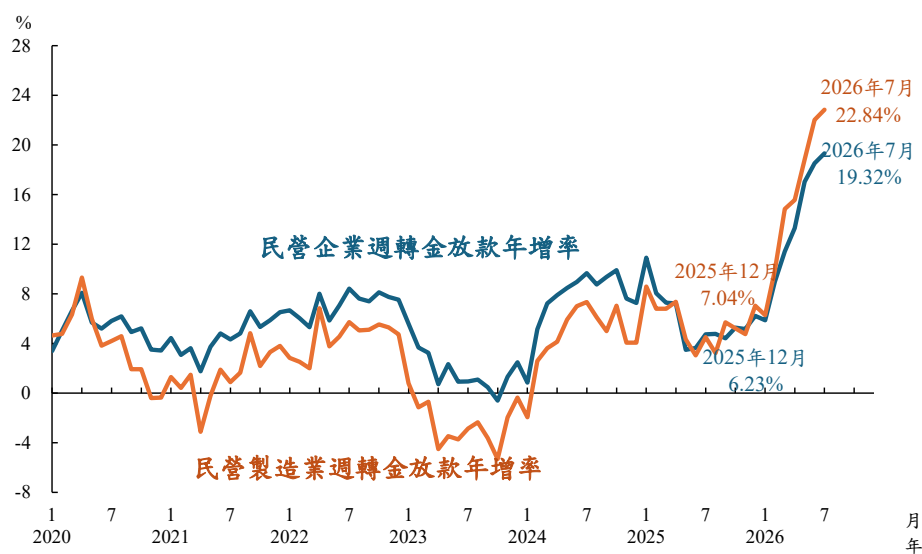


⁷ 全體銀行放款比重最高為個人、其次為民營企業，占比分別為 51.01% 及 43.27%，二者合計高達 94.28%。個人放款用途中以房貸比重 5 成最高，其次為理財週轉金放款為 22.7%。

(五)本年民營企業週轉金需求大增，主要反映 AI 產業擴產及營運需求。

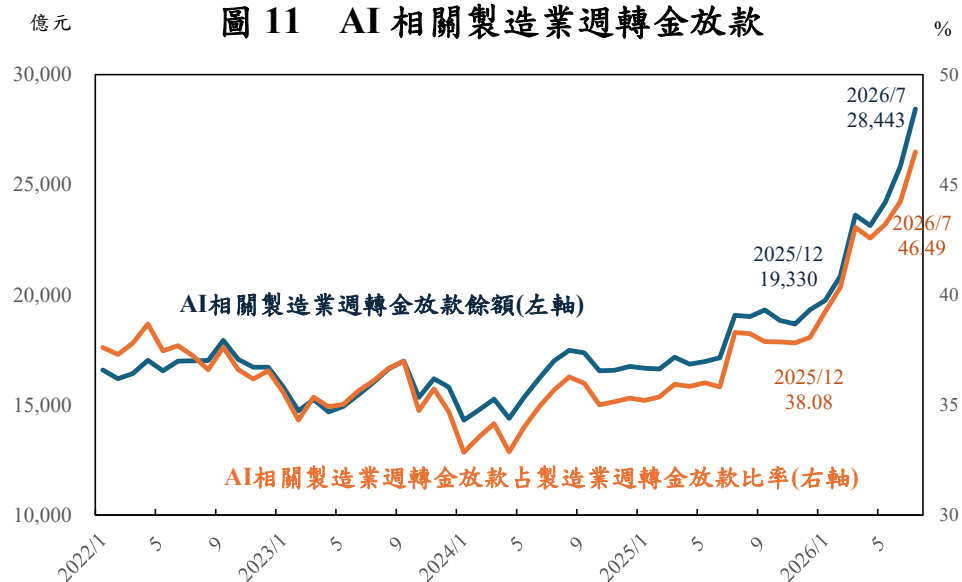
1. 本年民營企業⁸週轉金放款成長迅速，至 7 月年增率已大幅攀升至 19.32%。主要係 AI 產業需求持續熱絡、相關產品出貨強勁，帶動民營企業，尤其製造業之週轉金需求增加(圖 10)。2021~2022 年疫情期間，企業放款增加，主要係因政府推動紓困振興措施與本行辦理「中小企業貸款專案融通方案」，致銀行對中小企業放款成長，兩者情況不同。
2. 進一步觀察產業別放款狀況，其中，AI 相關製造業今年上半年因擴產與營運需要，週轉金放款大幅增加 9,113 億元。此增幅主要為支應實體產業活動，反映經濟成長所衍生的貨幣需求(圖 11)。

圖 10 民營企業及民營製造業週轉金放款年增率



資料來源：本行

圖 11 AI 相關製造業週轉金放款



註：AI 相關製造業包括電腦、電子產品及光學製品製造業與電子零組件製造業。

資料來源：本行

⁸ 民營企業放款用途主要區分為購置不動產、購置動產、企業投資與週轉金放款，以 2026 年 7 月底為例，放款比重最高為週轉金放款、其次為購置不動產，占比分別為 62.59%及 27.64%，二者合計高達 9 成。

(六) 本年 M2 成長主要反映 AI 產業帶動國內經濟活動及股市交投等熱絡，資金需求隨之增加，並不宜直接解讀為貨幣政策過於寬鬆，其與疫情期間有所不同。

1. 本行預估本年 M2 年增率將超過參考區間上限，惟其成長背景、銀行放款用途及資金流向，與 2020～2022 年疫情期間明顯不同(表 4)。
2. **總體經濟環境與企業資金流向不同**：疫情期間 M2 高成長主要受政府紓困振興與本行專案融通所致，貨幣政策相對寬鬆；而本年 M2 高成長係反映 AI 相關出口與投資強勁擴張，為實質經濟熱絡推升貨幣需求，企業因應 AI 產業出貨與擴產，營運週轉金需求增加。
3. **個人放款結構不同**：疫情期間資金多流向房市，房貸年增率達 7.08%～9.57%；本年房貸年增率已明顯降溫至 4.46%，惟股市交易熱絡帶動個人理財週轉金大幅成長，顯示個人資金需求結構已由房地產轉向金融理財操作。
4. 預估**本年 M2 成長率為 6.75%**，雖 M2 年增率超出參考區間上限，惟相較於經濟活動所需的資金需求，貨幣成長並未顯得過度充裕，**整體貨幣政策立場仍屬偏緊**。

表 4 疫情期間與本年之比較

年	M2 年增率	M2 年增率超過 參考區間之原因與貨幣流向	個人理財週轉 金年增率	房貸 年增率	民營企業週轉金 放款年增率	經濟 成長率	CPI 年增率
2020	5.84	政府推動紓困振興措施，本行維持寬鬆貨幣與辦理「中小企業貸款專案融通方案」，銀行對中小企業放款成長，加以出口強勁帶動企業資金需求與房市資金需求，推升銀行放款與投資成長	6.89	7.08	5.26	3.42	-0.23
2021	8.72		8.57	9.57	4.58	6.72	1.97
2022	7.48		10.73	8.52	7.16	2.68	2.95
2026(f)	6.75	低基期因素，加以 AI 相關出口與投資強勁，民營企業週轉金需求大增；股市交易熱絡帶動個人理財週轉金需求，推升銀行放款與投資成長	27.60	4.46	13.50	11.48	2.03

註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數；個人理財週轉金年增率、房貸年增率與民營製造業週轉金放款為 2026 年 1-7 月之平均值。
資料來源：本行整理

Q4：從市場利率與貨幣數量等指標觀察，目前國內資金情勢是否存在隱含的通膨壓力？

A4：從長短期市場利率及貨幣數量 P*模型等指標觀察，尚無資金過度寬鬆，並形成通膨壓力上升之情形。

(一)長短期市場利率走高，市場資金情勢趨緊。

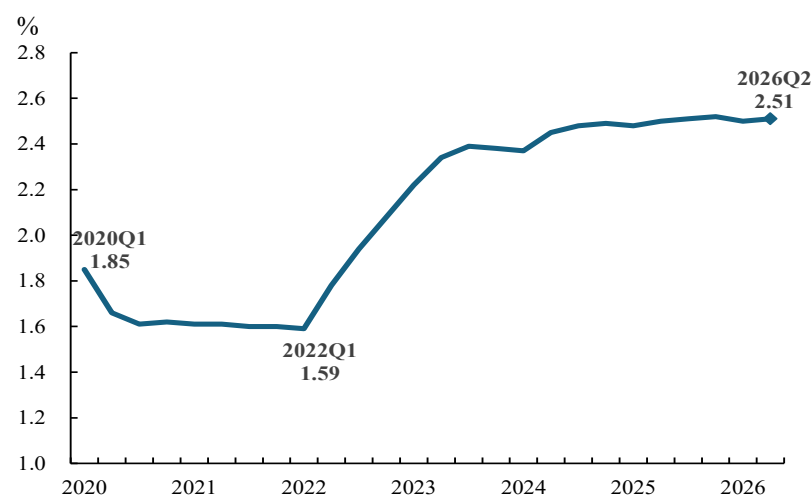
1. 2022 年起本行緊縮貨幣政策後，長短期市場利率已明顯高於疫情期間水準，顯示市場資金情勢較為緊縮。
2. 近期 AI 相關產業成長強勁，企業營運及投資所需資金增加，加以台股交投熱絡，民眾對理財週轉金借款需求提高，使市場利率進一步攀高(表 5、圖 12)。
3. 銀行新增放款資金集中於 AI 產業及股市融資，部分中小微企業因財務條件較弱、擔保品不足或與銀行往來較少，融資取得相對不易，市場資金情勢趨於緊俏，亦排擠部分中小微企業融資需求。

表 5 本行 364 天期 NCD 利率、長短期市場利率變化

期間	單位：％			
	本行標售發行 364 天期 NCD 利率	1 個月期商業本票次級市場利率	5 年期公司債次級市場利率	10 年期公債次級市場利率
2020 年	0.35	0.35	0.61	0.43
2021 年	0.22	0.24	0.53	0.44
2022 年	0.94	0.77	1.44	1.23
2023 年	1.19	1.31	1.61	1.21
2024 年	1.39	1.54	1.86	1.51
2025 年	1.39	1.53	1.86	1.47
2026 年 1~8 月	1.39	1.59	1.91	1.62
2026 年 8 月	1.63 ↑	1.71 ↑	2.23 ↑	1.92 ↑

註：公司債利率為投資級(twA+等級以上)之次級市場平均利率。
資料來源：本行整理

圖 12 本國銀行加權平均放款利率

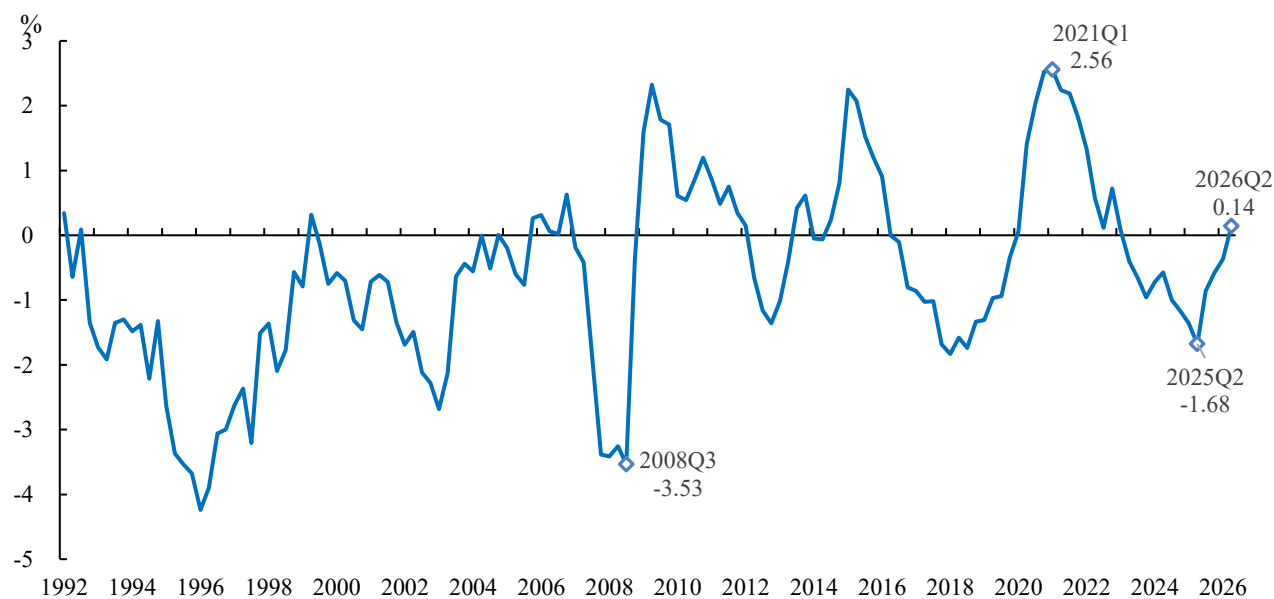


資料來源：本行金融統計月報

(二) P*模型之物價缺口接近 0，顯示目前貨幣數量尚未產生明顯通膨壓力。

1. **P*模型**係從貨幣數量、貨幣流通速度及實質產出間的長期關係，**評估當前貨幣數量是否隱含潛在通膨壓力**(P*模型經濟意涵與台灣實證結果詳見專欄)。
2. 本年第 2 季以 **CPI 計算之物價缺口接近於 0** (圖 13)，顯示**目前貨幣數量對物價的影響大致呈中性，尚未形成明顯的通膨壓力**；以核心 CPI 及 GDP 平減指數估計之結果亦接近 0。
3. 惟 P*模型僅反映貨幣數量對物價之影響，未納入其他非貨幣因素；近期國內通膨上升，主要係反映國際**能源及電子零組件價格上漲**等非貨幣性因素，並非貨幣數量過度擴張所引起。

圖 13 P*模型估算之物價缺口

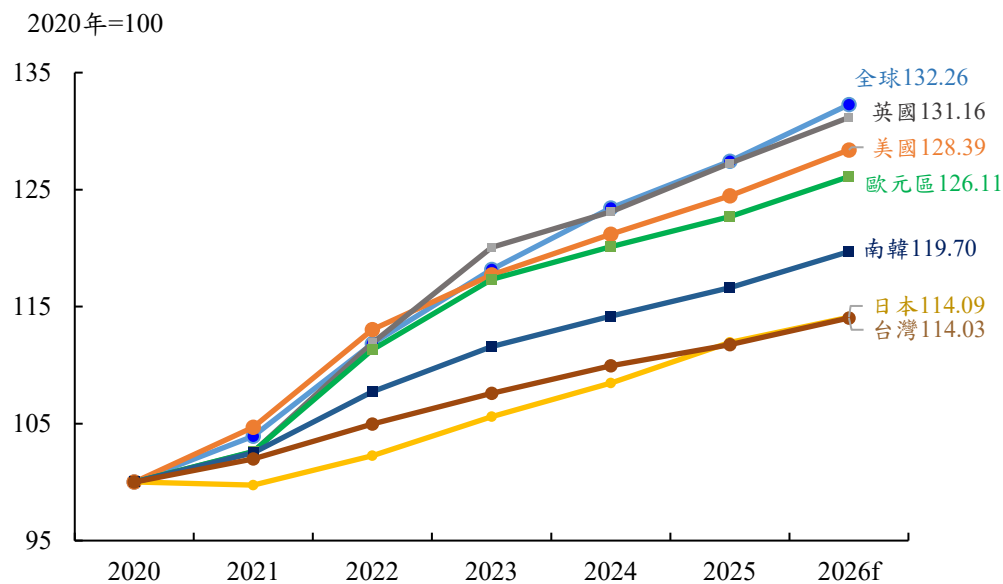


資料來源：本行估計

(三)政府續採穩定供給面之相關措施，有助減緩通膨壓力，通膨預期仍屬穩定。

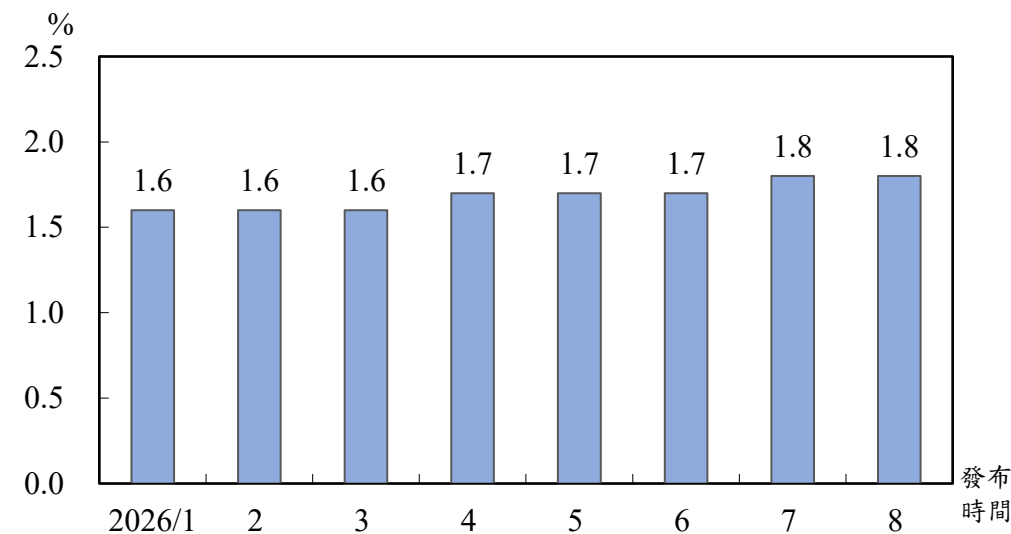
1. 自 2020 年疫情爆發以來，台灣通膨相對主要經濟體溫和(圖 14)，主要係因台灣防疫有成，較無供應鏈瓶頸問題，加以政府平穩大宗物資價格之供給面措施，穩定國內物價；本行採溫和漸進緊縮貨幣政策，有助錨定通膨預期。
2. 本年以來國內進口物價攀升，主要受積體電路等電子零組件、原油等能源礦產品價格上漲影響；惟**電子零組件價格大多反映至出口物價**，加以**政府積極採穩定能源價格措施**，**當前進口物價攀升所帶來的通膨壓力尚屬可控**。
3. **本行預估本年全年 CPI 年增率為 2.03%**，明(2027)年全年 CPI 年增率將回落至 1.83%；**另主要機構預估明年全年 CPI 年增率為 1.8%**(圖 15)，顯示通膨預期仍屬穩定。

圖 14 2020~2026 年主要經濟體 CPI 走勢



註：2026 年為 S&P Global 預測值，台灣資料為本行預測值。
資料來源：S&P Global、主計總處

圖 15 近 20 家專業預測機構對台灣 2027 年通膨率之預測值



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

專欄：P*模型之經濟意涵與台灣實證結果

1. **P*模型**基於**貨幣數量理論**，用以評估貨幣數量、實質經濟活動與物價水準之間的失衡狀況，進而研判當前貨幣數量是否隱含潛在的通膨壓力

- 根據貨幣數量方程式：

$$M_t \times V_t = P_t \times Y_t \quad \Rightarrow \quad P_t = \frac{M_t V_t}{Y_t}$$

貨幣總計數 × 貨幣流通速度 = 物價 × 實質產出

表示物價受到貨幣總計數、貨幣流通速度與實質產出的影響

- P*模型定義長期均衡的物價水準(P_t^*)為當貨幣流通速度與實質產出均達到長期均衡水準(V_t^* 與 Y_t^*)時，由當前貨幣數量(M_t)所能支撐的物價水準：

$$\text{物價的長期均衡水準 } P_t^* = \frac{M_t V_t^*}{Y_t^*} \quad \begin{array}{l} \text{貨幣流通速度長期均衡水準} \\ \text{實質產出長期均衡水準} \end{array}$$

經濟意涵：短期內，因 V_t 與 Y_t 可能受到景氣循環或衝擊而暫時偏離均衡值，導致實際物價水準(P_t)與長期均衡物價(P_t^*)產生偏離。然而，長期而言 V_t 與 Y_t 終將回歸其長期均衡；因此，當前實際物價 P_t 會逐漸向 P_t^* 調整。
 P_t^* 與 P_t 的差距(稱作物價缺口)，即可作為預測未來通膨變動方向的重要指標。

2. 以物價缺口預測未來通膨動向

- **物價缺口**為 $p_t^* - p_t = 100 \times [\ln(P_t^*) - \ln(P_t)]$ ，為均衡物價水準與實際物價水準之間偏離的百分比。

- 對上式進行對數拆解，可得物價缺口恆等於「貨幣流通速度缺口」與「產出缺口」兩項之和：

$$p_t^* - p_t = (v_t^* - v_t) + (y_t - y_t^*)$$

- 當**物價缺口為正**($p_t^* - p_t > 0$)時，代表**未來物價面臨上漲壓力**，其傳導路徑可分為以下兩種情況：

- (1) 貨幣流通速度偏離長期均衡 ($v_t < v_t^*$)：

在給定當前貨幣數量 M_t 與產出維持在長期均衡($y_t = y_t^*$)下，若 $v_t < v_t^*$ ，表示民眾與企業持有較多現金或存款(資金暫時閒置)，致當前物價 P_t 被低估。一旦資金轉向消費或投資，貨幣流通速度回升至長期均衡值時，物價即隨之上漲。

(2)產出缺口為正 $y_t > y_t^*$ (表示景氣熱絡)：

在給定當前貨幣數量 M_t 與流通速度均衡($v_t = v_t^*$)下，若景氣熱絡致使實質產出高於潛在產出($y_t > y_t^*$)，當前的名目貨幣支出大部分被實質生產活動所吸收，尚未完全反映於物價。當產出最終回歸長期均衡時，相同的名目貨幣支出將轉而推升物價。

□ 物價缺口($p_t^* - p_t$)可以作為預測未來通膨是否增速的指標。

- 若 $p_t > p_t^*$ (正缺口)，代表當前貨幣數量高於長期需求，經濟體存在潛在通膨壓力。
- 若 $p_t < p_t^*$ (負缺口)，當前貨幣數量低於長期需求，經濟體存在去通膨或通縮壓力。

3. 台灣實證結果與政策意涵

□ 參照 Ireland et al. (2026)⁹之模型設定，建立台灣通膨動態迴歸模型如下¹⁰：

$$\Delta\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^4 \beta_j \Delta\pi_{t-j} + \gamma(p_{t-1}^* - p_{t-1}) + \varepsilon_t$$

□ 係數值 γ 理論上應為正值，表示前期物價缺口為正，通膨會在本期加速。

□ 台灣實證結果顯示，物價缺口係數值為統計顯著的正值，符合理論預期，實證證實 P*模型之物價缺口可作為台灣衡量貨幣數量對未來通膨壓力影響之有效指標。

P*模型的台灣估計結果

被解釋變數 ($\Delta\pi_t$)	CPI 季增年率	核心 CPI 季增年率	GDP 平減指數 季增年率
常數項	0.209 (0.156)	0.122 (0.093)	0.431 (0.337)
$\Delta\pi_{t-1}$	-0.775*** (0.106)	-0.622*** (0.108)	-1.157*** (0.078)
$\Delta\pi_{t-2}$	-0.588*** (0.094)	-0.392*** (0.128)	-0.973*** (0.116)
$\Delta\pi_{t-3}$	-0.388*** (0.102)	-0.498*** (0.127)	-0.721*** (0.118)
$\Delta\pi_{t-4}$	-0.192** (0.095)	0.164** (0.087)	-0.203** (0.093)
$p_{t-1}^* - p_{t-1}$	0.462*** (0.085)	0.256*** (0.069)	0.582** (0.238)
Adj. R ²	0.443	0.708	0.661

註：括弧內數值為標準誤，以 Newey West HAC 方法估計，*、**、***分別表示在 10%、5%、1%顯著水準下統計顯著。樣本期間為 1992Q2~2026Q2。

⁹ Ireland, Peter, Stephen Miran, and Nouriel Roubini (2026), “A Return to Monetarism?” Hudson Bay Capital Research, July 2026.

¹⁰ 其中， $\pi_t = 400 \times [\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})]$ ，為物價的季增年率(quarter-over-quarter annualized inflation rate)， $\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_{t-1}$ ，為通膨率的變動幅度。實質產出(Y_t)為實質 GDP，貨幣供給(M_t)為 M2 貨幣總計數，物價水準(P_t)分別使用 CPI、核心 CPI 與 GDP 平減指數，所有變數均為季調後數值。依 Ireland et al. (2026)，貨幣流通速度與實質產出的均衡水準(V_t^* 與 Y_t^*)以單邊 HP 濾波法估計($\lambda = 1,600$)。

五、AI 發展對總體經濟與金融市場之影響

自 2022 年底生成式人工智慧(AI)快速發展以來，AI 成為影響全球經濟成長、物價及金融市場的重要總體經濟議題。**現階段 AI 對經濟成長的貢獻仍以資本投入為主，能否進一步轉化為廣泛的生產力提升，尚待觀察。**企業導入 AI 須歷經系統整合、組織調整及工作流程重塑，**短期內 AI 應用對總要素生產力(TFP)的提升效果尚不明顯；長期而言，AI 應用將逐步深入各產業生產流程，並與管理及組織創新等相互配合，可望提高生產效率及潛在產出。**就台灣而言，**現階段主要受惠於 AI 硬體投資，未來若能擴大各產業 AI 應用程度，將有助更全面與均衡的成長。**

另一方面，AI 基礎建設快速擴張**衍生新的通膨壓力與金融議題。**AI 資料中心對電力、記憶體及相關設備需求大增，已推升部分產品價格，惟目前**對整體物價的直接影響仍屬有限。**另隨 AI 企業資本支出規模快速擴大，日益倚賴公司債、私募信貸及特殊目的公司(SPV)等外部融資，AI 投資與金融市場的連結因而不斷加深。此外，AI 紅利獲市場認同，**近年相關國家股市與類股股價強勁上漲，惟獲利變現仍具高度不確定性，加以公債殖利率位居高檔下，科技股/成長股股價將面臨更嚴格的檢驗。**

展望未來，AI 應用能否順利轉化為生產力、營收及獲利，將決定其長期經濟效益及對金融市場影響。若相關應用**可帶動生產效率與終端需求成長，將提高全球潛在產出；反之，若商業變現程度不如預期，**在外部融資與財務槓桿同步攀升下，恐增加**市場與信用風險等壓力，**成為牽動實體經濟與全球金融穩定的關鍵變數。

為期有助各界瞭解相關議題，以下擬以問答方式逐一說明。

Q1：AI 發展對總體經濟的影響為何？

Q2：目前各國 AI 應用發展情形如何？

Q3：AI 通膨現象是否會推升整體物價走高？

Q4：當前 CSP 與 AI 生態系運用何種方式支應日益龐大的資本支出？

Q5：AI 投融資規模遽增對金融市場的影響？

Q1：AI 發展對總體經濟的影響為何？

A1：AI 基礎建設投資支撐近年全球經濟成長，惟亦產生短期 AI 通膨現象；預期未來隨 AI 應用普及率上升，生產效率提升將增加長期經濟產出，有助降低長期通膨壓力。

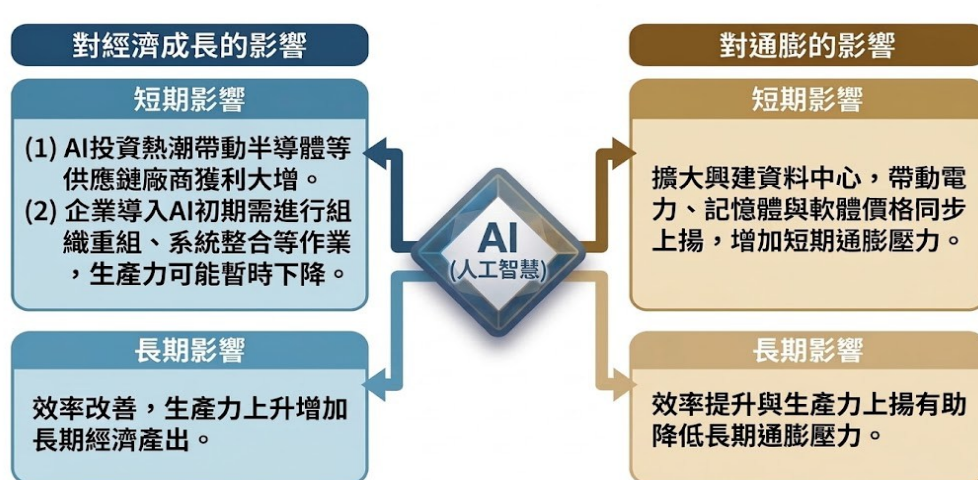
(一)AI 對經濟成長的影響(圖 1)：

1. 短期：AI**基礎建設投資支撐經濟成長**，半導體等科技**供應鏈廠商獲取AI紅利**；
惟企業**導入 AI**，**短期內或將進行組織重組、系統整合**，**生產力可能暫時下降**。
2. 長期：新技術落實至生產力提升的過程，勢必**歷經調整與適應過渡期**，此係產業升級的必經之路；
長期而言，**隨 AI 應用逐步普及**，**效率提升效果將逐漸顯現**，勞動生產力上升有助提高經濟產出。

(二)AI 對通膨的影響(圖 1)：

1. 短期：隨AI算力需求快速擴張，全球雲端服務業者(CSP)**大規模建置資料中心**，**電力需求大增**，
並推升**記憶體、軟體價格上漲**，**增加短期通膨壓力**。
2. 長期：**AI 應用成熟將可提升生產效率**，增加商品與服務供給，降低單位勞動成本，有助降低長期通膨壓力。

圖 1 AI 發展對總體經濟的影響



資料來源：本行製圖

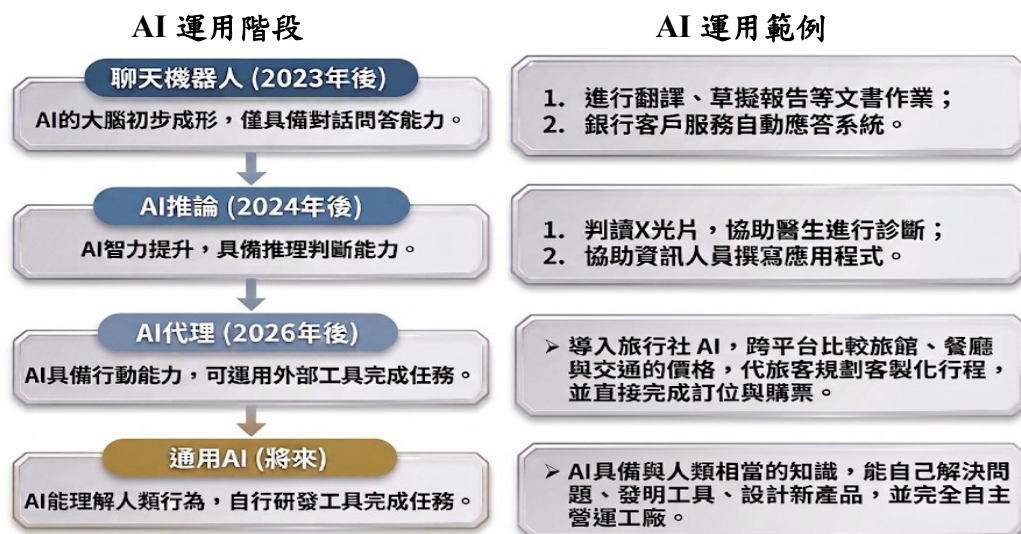
(三) 目前處於 AI 導入初期，AI 應用尚未普及，其帶動生產力上升之長期效益仍待發酵

1. **AI應用發展**概略可區分為**聊天機器人**(2023年後)、**AI推論**(2024年後)階段，目前正逐步**實現AI代理**(2026年後)階段，並朝**通用人工智慧**(AGI)發展(圖2)。

(1) **目前處於AI導入初期**，基礎建設投資需求強勁，造成關鍵物料短缺(如記憶體、銅等)，增加**短期AI通膨**壓力；另此階段的**總要素生產力(TFP)¹**上升效益尚不明顯，甚至可能暫時下降，係因企業為因應AI導入，須進行**組織調整與系統整合**所致(圖3)。

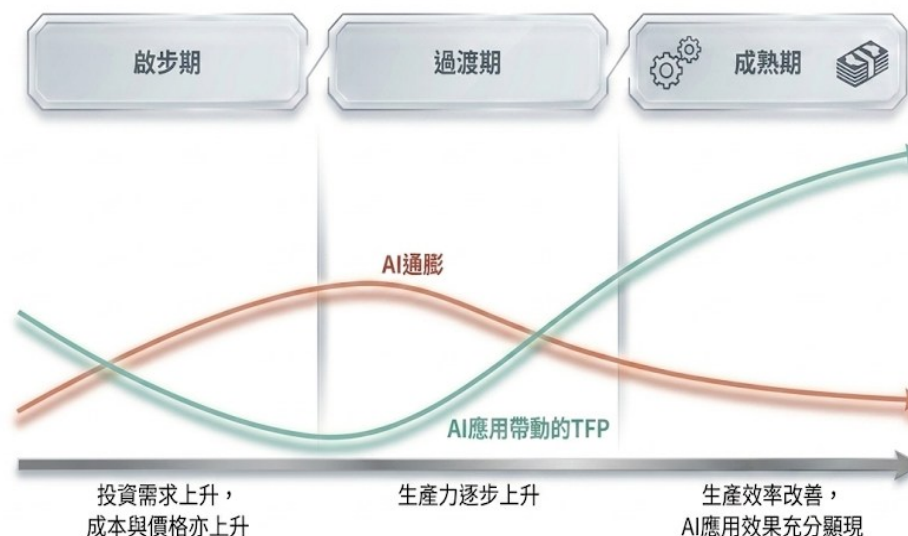
(2) **當前AI運用多處於推論階段**，**TFP上升效益尚不明顯**；預期進入AI代理及通用AI階段後，**AI應用將擴大至生產流程**，生產**效率改善**、**產出增加並抑低通膨**等，**TFP上升**效益將明顯顯現(圖3)。

圖 2 AI 運用階段與 AI 運用案例



資料來源：本行製圖

圖 3 AI 導入階段與 TFP 上升效益示意圖



資料來源：本行製圖

¹ 一國的實質 GDP 成長取決於勞動投入、資本存量與總要素生產力(TFP)。資本密集度上升(每位勞工可用的設備增加)可提高勞動生產力；而技術進步與管理效率改善則反映於 TFP，是長期生產力成長的關鍵來源。

2. 以美國為例，近年勞動生產力上升，惟TFP升幅有限，AI應用帶動效果尚不大。

(1) 美國勞動生產力自2024年後開始加速上升，時點與AI發展時程相近(圖4)。

□ Fed研究指出²，近年美國勞動生產力明顯上升，主要係企業資本投入增加所致，TFP的貢獻相對有限。亦即，目前仍屬AI啟步建設期，生產力提升主因資本設備增加(如企業增購AI設備)，並非技術進步之TFP貢獻，故仍未能使生產函數曲線上移(圖5)。

(2) 投資銀行高盛表示，1990年代電腦與網際網路開始普及時，TFP成長亦相對有限³。

□ 依網際網路普及經驗，初期亦出現網路投資熱潮，而直到新科技使用率跨過臨界點後，技術持續創新、組織管理與工作流程改善，TFP成長效應開始顯現。

□ 預期AI應用在未來10年將明顯提升TFP，惟過程中將出現終端應用與商業化模式調整的適應過渡期。

圖4 美國勞動生產力與 TFP 變動

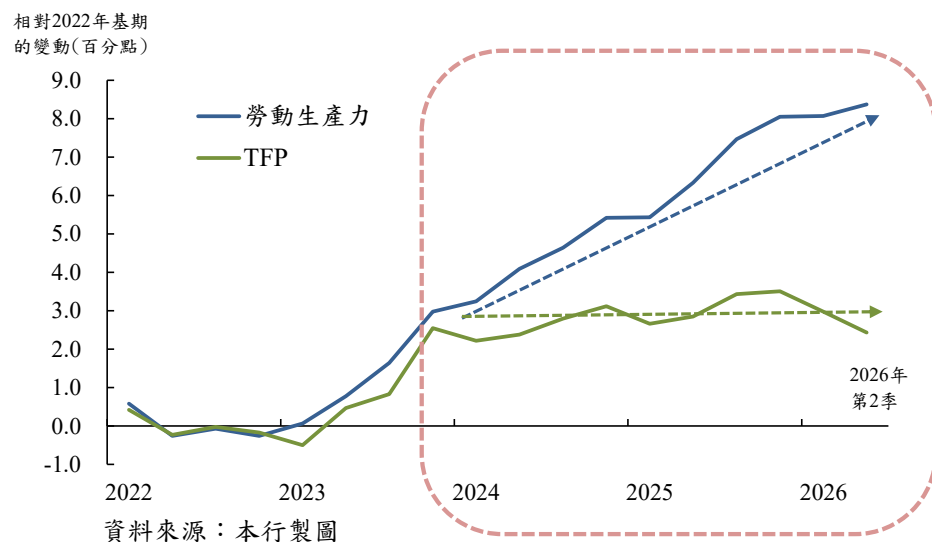
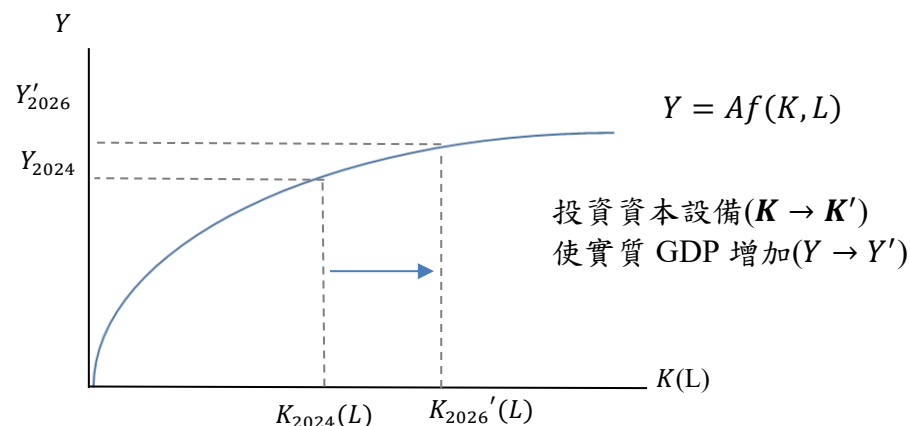


圖5 美國 2024~2026 年生產函數曲線變動示意圖
(主要來自資本投入帶動的勞動生產力提升)



註：由於 2024~2026 年 TFP 相對於 2022 年的變動平坦，故假設 TFP 並無明顯提升，仍維持 A。

資料來源：本行製圖

² 參見 Huiyu Li (2026), “Productivity-Driven Growth Confronts Elevated Inflation,” SF FedViews, Federal Reserve Bank of San Francisco, Sep. 3；Abdelrahman, Hamza and Andrew Foerster (2026), “Have We Entered an Era of High Productivity Growth?” FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, May 26。

³ 參見 Goldman Sachs (2026), “From Innovation to Productivity Boom: Lessons from the ICT Revolution for the AI Era,” Jul. 1。

3. 台灣方面，近10年台灣得益於持續投資資本設備與技術進步，致勞動生產力成長率大幅提升。

(1) 台灣勞動生產力成長率上升，受惠於資本密集度與TFP的貢獻同步增加(表1、圖6)。

□ 資本密集度貢獻持續提升，反映資本設備的投資：隨美中貿易爭端，台商回流並擴大國內投資，加以半導體相關供應鏈積極擴產，帶動每位勞工所使用之資本設備顯著增加。

□ 台灣TFP貢獻顯著提升，反映技術進步或組織管理效率提升：台灣半導體先進製程具技術領先優勢，加以完整的產業供應鏈體系，且企業持續投入研發，是推升TFP之主因。

(2) 綜合上述，台灣勞動生產力成長率佳，主要來自於AI相關硬體製造等資本投資與技術進步，而目前AI應用對於TFP的提升效果暫不明顯。

表 1 台灣勞動生產力成長率，以及資本密集度與 TFP 的貢獻

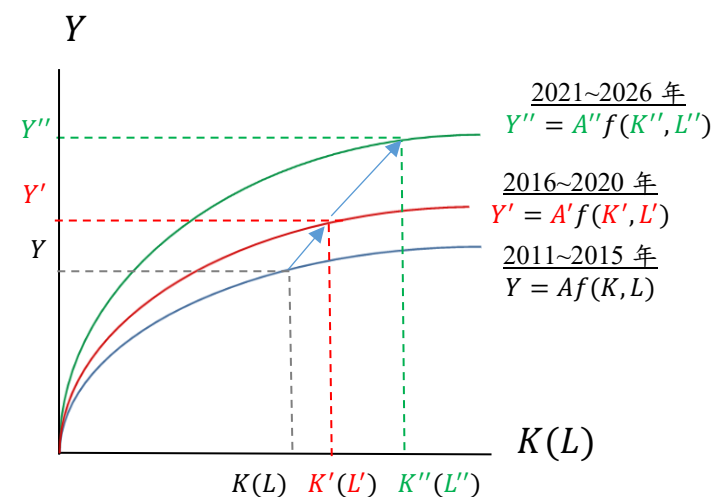
單位：％

期間	台灣		
	勞動生產力成長率 (a)=(b)+(c)	資本密集度的貢獻 (b)	TFP 的貢獻 (c)
2011~2015	1.56	0.59	0.97
2016~2020	2.51	1.17	1.34
2021~2026(f)	5.48	↑ 1.98	↑ 3.50

註：勞動生產力成長率 $\approx$ 資本密集度的貢獻 + TFP 的貢獻，當中的勞動生產力成長率是由經濟成長率 $\approx$ 勞動生產力成長率 + 就業人數成長率而得；2026 年實質 GDP 為主計總處之預測數，就業人數則為 1~6 月之平均值。

資料來源：主計總處

圖 6 台灣資本密集度與 TFP 成長帶動產出大幅增加示意圖



資料來源：本行製圖

Q2：目前各國 AI 應用發展情形如何？

A2：主要經濟體積極推廣 AI 應用，惟目前多處 AI 導入初期，面臨專業人才缺乏等挑戰；未來台灣若能達成百工百業 AI 化，促進台灣各產業升級轉型，將可實現各產業全面且均衡的成長。

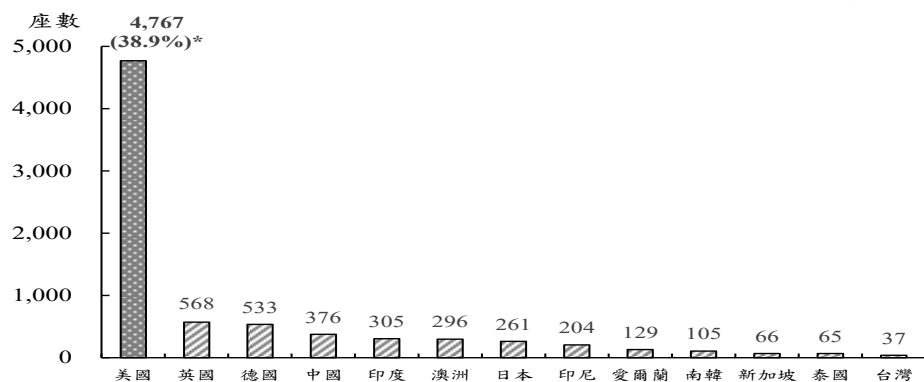
(一) 目前資料中心主要集中於美國，其他經濟體為發展主權 AI，亦展開資料中心建置專案

1. 美國憑藉大型科技公司、成熟資本市場及穩定能源供應，成為全球資料中心(包含訓練AI模型之大型AI資料中心，及提供電子商務、雲端服務之傳統資料中心)最集中的國家(圖7)。
2. AI發展具影響未來國家長期發展潛力，主要國家政府亦開始投資AI基礎設施，以建立不依賴其他國家的「主權 AI」(sovereign AI)；除美國外，近期澳洲、愛爾蘭、印度、印尼及泰國等亦積極擴大資料中心建設。

(二) 主要國家積極推廣 AI 應用，惟目前多處 AI 導入初期，企業普遍面臨專業人才缺乏等挑戰

1. 近期各國調查顯示，AI應用目前仍屬發展階段，各國企業普遍面臨資金配置與缺乏專業人才之挑戰。
2. 英國觀察家(The Observer)編製AI綜合實力排名(Global AI Index)⁴，美、中、星居前三，台灣於全球93國中排名第16。
3. 依Claude AI使用指數(不含中國大陸)，星、美、韓人均AI使用程度較高，台灣於全球121國中排名第31(圖8)。

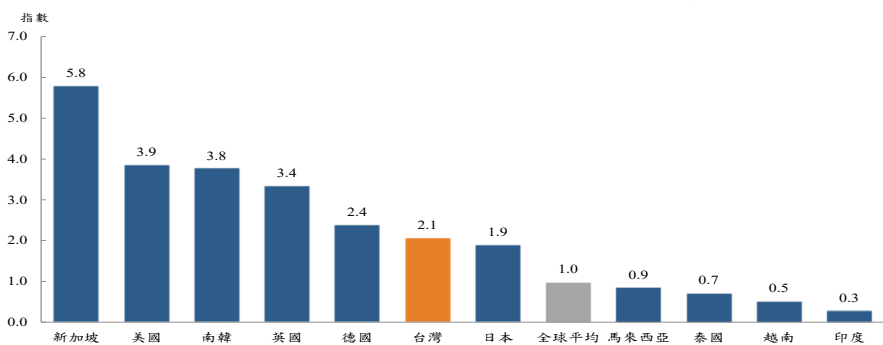
圖 7 全球資料中心分布情形(2026 年 9 月)



註：*美國 4,767 座占全球資料中心總數 12,259 座之比例為 38.9%。

資料來源：Data center map 網站資料

圖 8 主要經濟體 Claude AI 使用指數(2026 年 6 月)



註：該指數以各國占全球 Claude AI 使用量(以 token 數衡量)之比重，除以其工作年齡人口占全球比重計算，指數越高代表該國人均使用量越高；中國大陸因美國國安考量，無法使用 Claude AI，故未納入該統計。

資料來源：Anthropic Economic Index 網站

⁴ 該指數以人才、基礎設施、營運環境、研發、政府政策、商業生態等面向，綜合衡量各國發展與應用 AI 的整體實力；參見 <https://observer.co.uk/data/global-ai>。

(三) 台灣宜加速投入 AI 應用及產業 AI 化發展，將有助推升整體 TFP，促進台灣產業升級轉型

1. 美國長期引領全球科技創新，AI 產業架構完整，CSP 不斷投資資本設備與研發 AI 應用。

□ 台灣位居 AI 產業五層蛋糕的基礎設施與晶片層，是迄今 AI 投資熱潮的主要受益者(圖9)。

2. 現階段台灣經濟成長係由 AI 投資需求帶動，惟 AI 應用對台灣 TFP 的提升暫不明顯；未來各業宜：

(1) **加速產業 AI 化**：投資 AI 相關的軟硬體設備，並做為擴展 AI 應用的引擎，

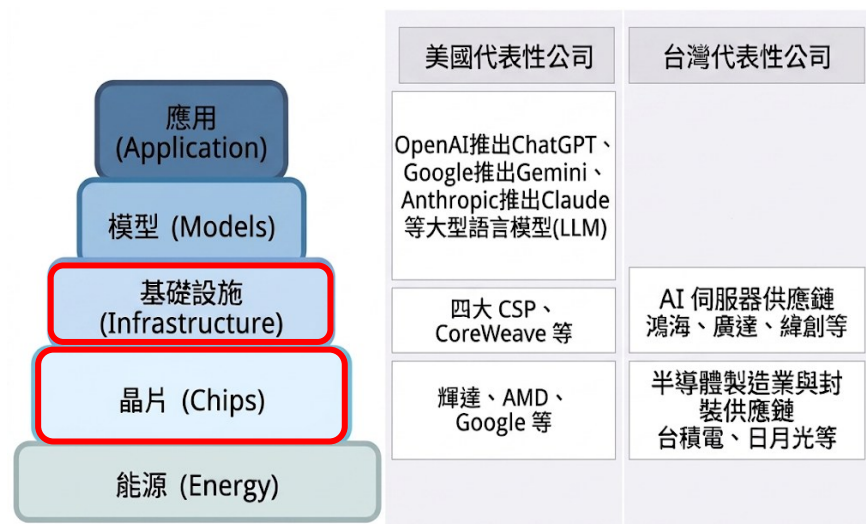
將有助持續提高資本密集度，增加產出。

(2) **提早投入 AI 應用**：培育應用型 AI 人才、改善組織管理效率、增加創新能力，有助提升整體 TFP，

使台灣產業生產函數曲線再次上移，擴大經濟成長力道。

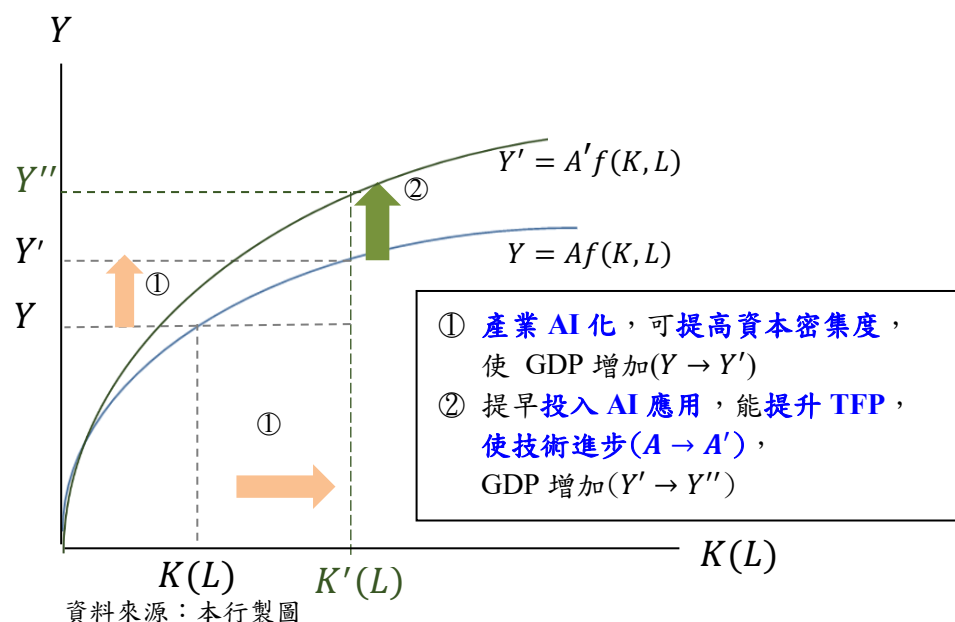
3. **百工百業 AI 化可促進台灣各產業升級轉型，改善當前發展不均狀況，實現各產業全面且均衡的成長**(圖10)。

圖 9 AI 產業五層蛋糕架構



資料來源：黃仁勳 Jensen Huang (2026), "AI is a Five Layer of Cake", Nvidia Blog, Mar. 10

圖 10 產業 AI 化及 AI 應用普及，將提高資本密集度及推升 TFP 成長示意圖



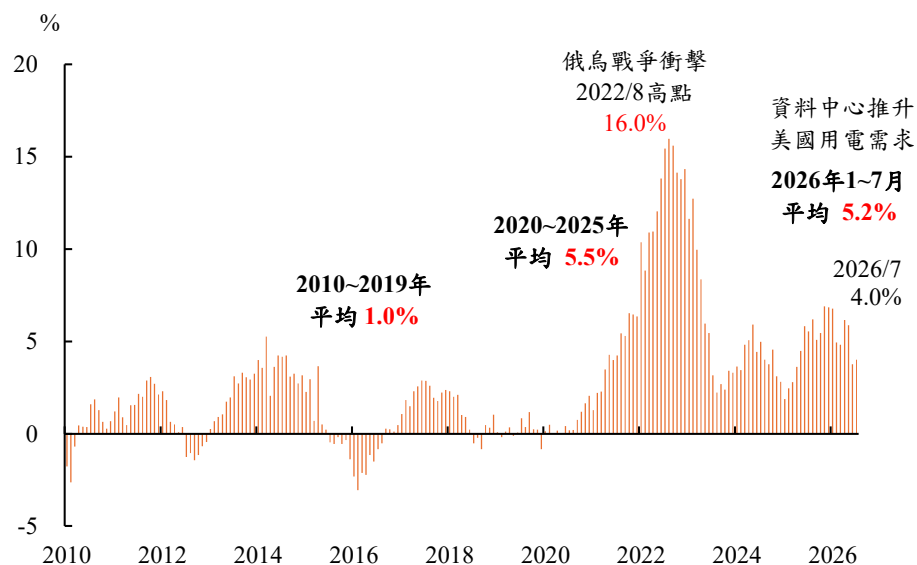
Q3：AI 通膨現象是否會推升整體物價走高？

A3：AI 通膨泛指 AI 基礎建設投資熱潮導致個人電腦、記憶體及軟體價格上漲之現象，由於此類科技產品並非民眾經常購買的商品，價格上漲對整體物價之直接推升效果有限，惟須持續關注其變化趨勢。

(一)近年美國電價持續走高，資訊處理設備(information processing equipment)價格則出現結構性轉變

1. 美國電價於2022年因俄烏戰爭大漲，嗣後漲幅縮減，惟**近期資料中心推升用電需求，電價持續上漲**(圖11)。
2. 過去電腦等資訊科技商品因技術進步，**資訊處理設備**(包含個人電腦、平板電腦、周邊設備、電腦軟體及配件等商品)**價格呈下降趨勢**，有助**抑低整體通膨率**(圖12)。
3. **AI投資帶動記憶體、電腦軟體需求上升，本年以來資訊處理設備價格年增率轉升，反成為推升美國通膨率之因素**(圖12)。

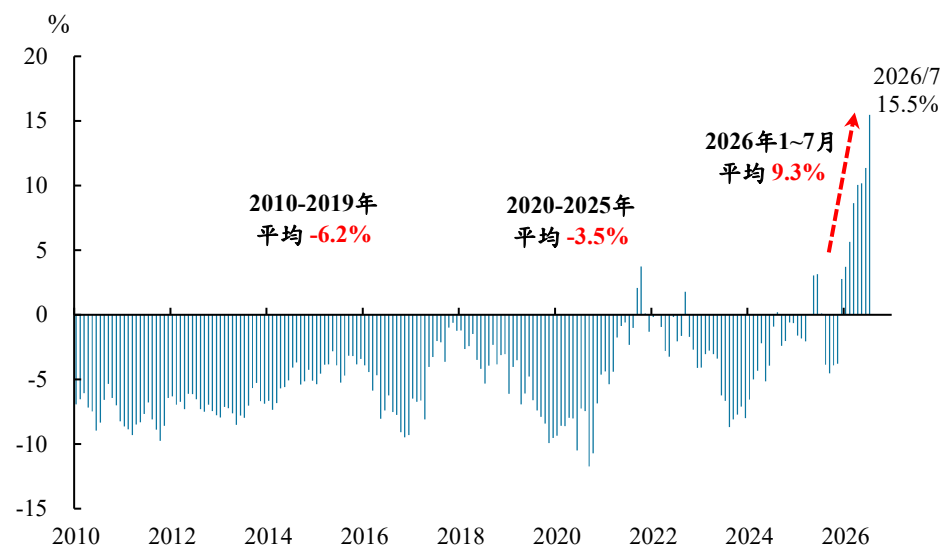
圖 11 美國電價年增率



註：電價為美國個人消費支出(PCE)物價指數統計項目。

資料來源：Bloomberg

圖 12 美國資訊處理設備價格年增率



註：資訊處理設備價格為美國個人消費支出(PCE)物價指數統計項目。

資料來源：Bloomberg

(二)目前 AI 通膨對美國整體物價之推升效果有限

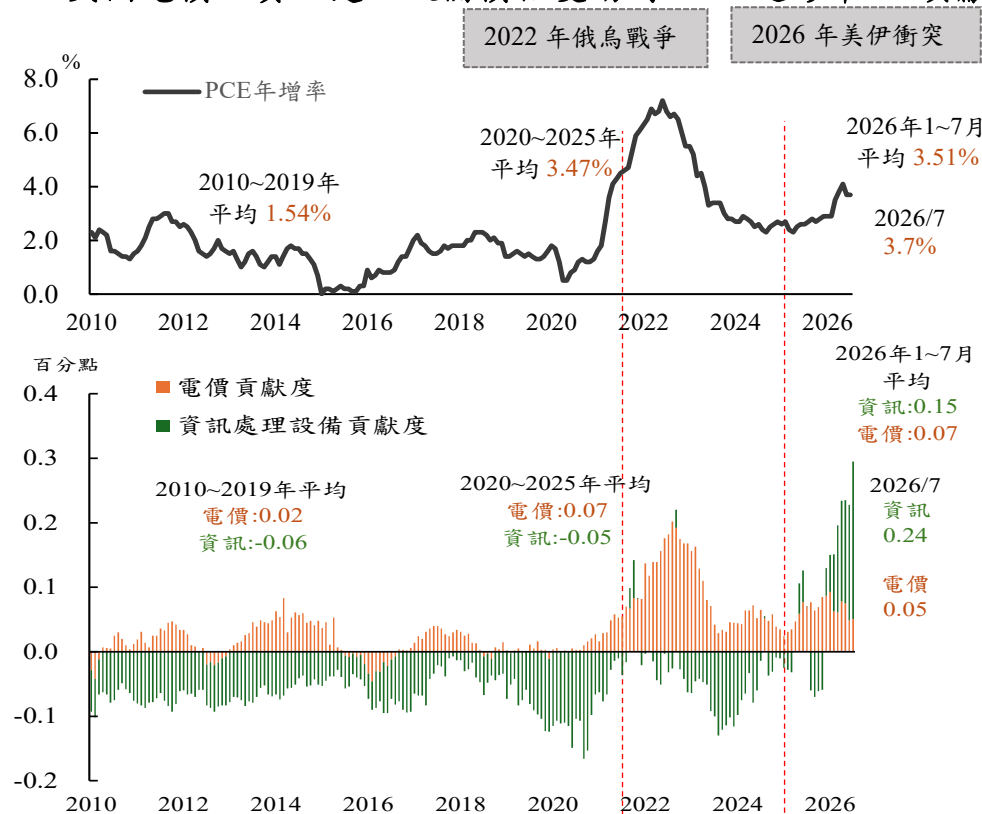
1. 高耗能之資料中心集中於美國，美國電價上漲情形亦較其他經濟體明顯⁵。
2. 個人電腦、記憶體及軟體等科技產品並非民眾經常購買的商品，占消費支出的權重較低，價格上漲對整體物價之直接推升效果有限。

□ 本年7月美國PCE通膨率為3.7%，其中電價及資訊處理設備價格指數年增率分別上漲4.0%及15.5%，惟因占通膨率的權重低(分別為1.3%及1.6%)，對整體通膨率的貢獻度分別僅0.05及0.24個百分點(圖13)。

□ 惟電力為民生必需支出，若價格持續上漲，占民眾消費支出之比例將隨之上升；且電力為產業生產要素，其價格上漲之外溢效果將推升其他商品與服務價格，易成為推升整體通膨率及通膨預期之重要因素。

□ 另外值得關注的是，AI資料中心需全天候運作，耗電量龐大，近期在美國引發多起社會抗議。居民主要擔憂資料中心推升當地電價、造成噪音與環境污染，且未帶來預期的就業效益；若反對聲浪持續升溫，恐抑制AI相關投資，不利產業發展。

圖 13 美國電價及資訊處理設備價格變動對 PCE 通膨率*之貢獻



註：*各國主計單位依標準編制 CPI 指數衡量通膨，美國經濟分析局另依消費者實際支出編制 PCE 物價指數；Fed 以 PCE 年增率 2%為其物價穩定目標。

資料來源：Bloomberg

⁵ 參見 Goldman Sachs (2026), "AI Inflation: A Large Mismeasured Boost in the US, Limited Impact Elsewhere," July 7。

(三)AI 通膨對台灣通膨率的影響尚屬可控

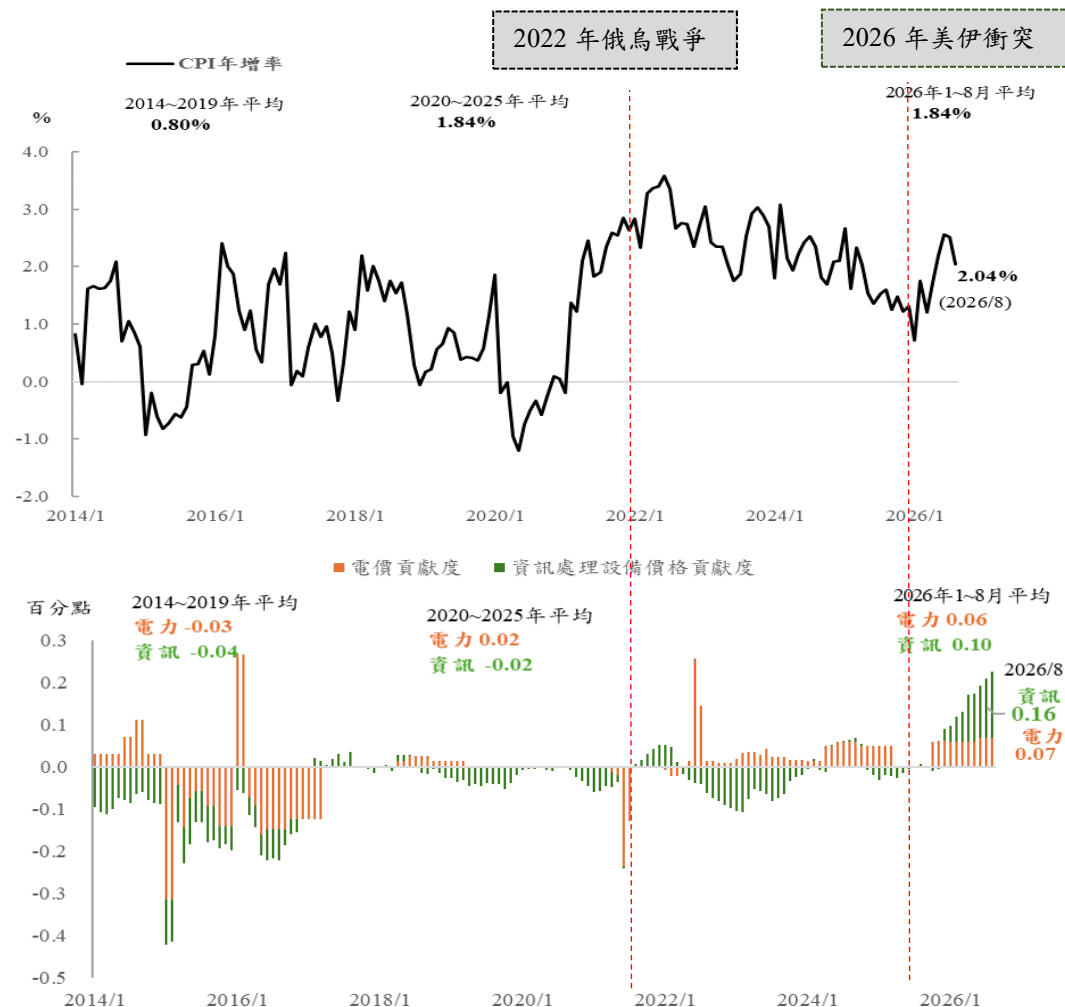
1. 電力：雖國際能源礦產品價格居高，惟我國政府積極採穩定能源價格措施抑制油電燃氣價格，有效減輕電力等能源價格對國內通膨之影響。

□ 本年8月台灣CPI年增率為2.04%，其中電價年增率為4.47%，占通膨率的權重為1.2%，對CPI年增率的貢獻度為0.07個百分點(圖14)。

2. 資訊處理設備⁶：本年以來，國內電腦、其他電腦設備及軟體、消耗性電腦器材價格走升，至8月年增率分別為7.51%、16.94%、1.66%，惟在CPI所占權重小(分別為1.21%、0.39%、0.02%)，故對CPI年增率合計貢獻0.16個百分點。

3. 本年1至8月平均電價及資訊處理設備價格對台灣CPI年增率貢獻合計達0.16個百分點，顯示AI通膨對台灣通膨率的影響尚屬可控。

圖 14 台灣電價及資訊處理設備價格變動對 CPI 通膨率之貢獻



註：電腦、其他電腦設備及軟體、消耗性電腦器材之物價年增率起始值為 2014 年。
資料來源：主計總處

⁶ 主計總處未編製資訊處理設備物價年增率，故本文將電腦、其他電腦設備及軟體、消耗性電腦器材之物價年增率乘上各品項之權重後，計算資訊處理設備物價對CPI年增率的貢獻。

Q4：當前 CSP 與 AI 生態系運用何種方式支應日益龐大的資本支出？

A4：因應 AI 未來發展，CSP 持續擴大資本支出，並採多元融資管道因應資金缺口。

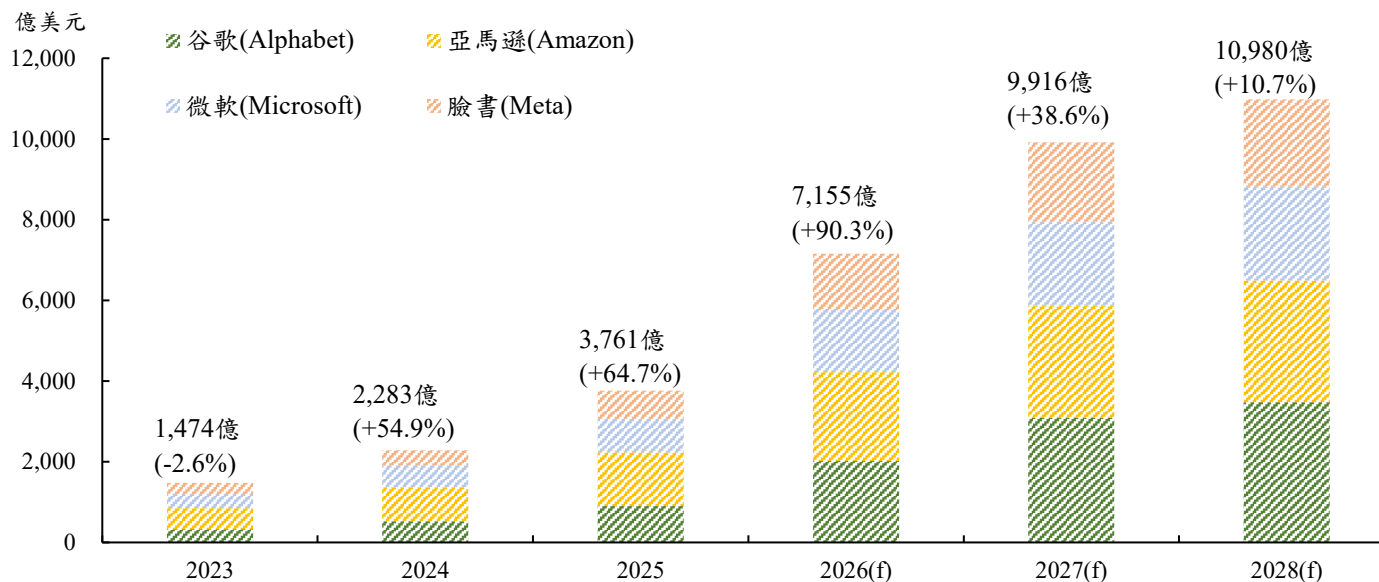
(一)除了算力與基礎建設軍備競賽外，上游半導體關鍵零組件缺貨、價格飆漲，推升 CSP 資本支出金額，本年主要 CSP 資本支出規模較上年增逾 90%，且未來兩年投資將延續，預估持續呈雙位數成長

1. **關鍵零組件價格飆漲**，使CSP需**付出高額の採購及硬體建置成本**。

□ 如TrendForce統計本年第1季伺服器用記憶體(DDR5)合約價季漲90~95%；此外，高階銅箔、玻纖布與ABF載板因供需失衡同步調漲，推高整體硬體成本。

2. 谷歌(Alphabet)、亞馬遜(Amazon)、微軟(Microsoft)及臉書(Meta)等美國**4大CSP本年資本支出預估達7,155億美元**，較2025年**年增90.3%**；預測**2027年將年增38.6%**(9,916億美元)，**2028年10.7%**(10,980億美元)(圖15)。

圖 15 四大 CSP 資本支出實際值及預測值



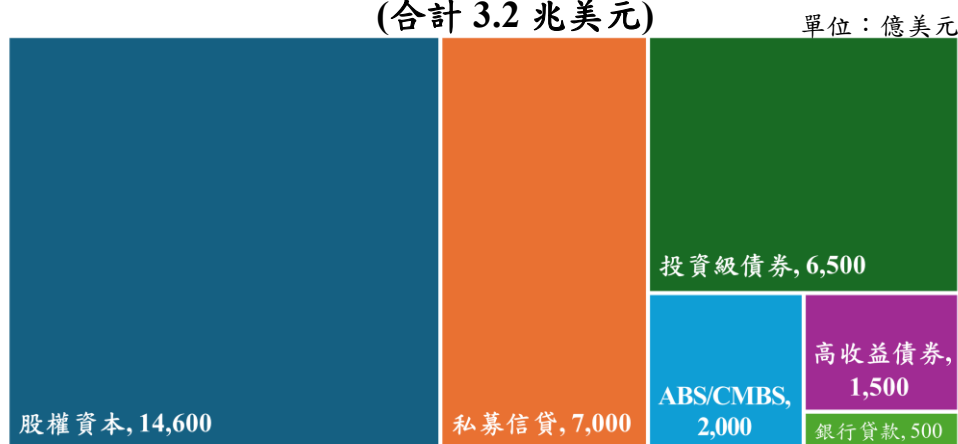
註：2023~2025 年為各企業財報實際值，2026 年後為 Bloomberg 預測值。

資料來源：Bloomberg (2026/9/4 預測)

(二)CSP 因應龐大資本支出，積極透過多元融資管道因應資金缺口

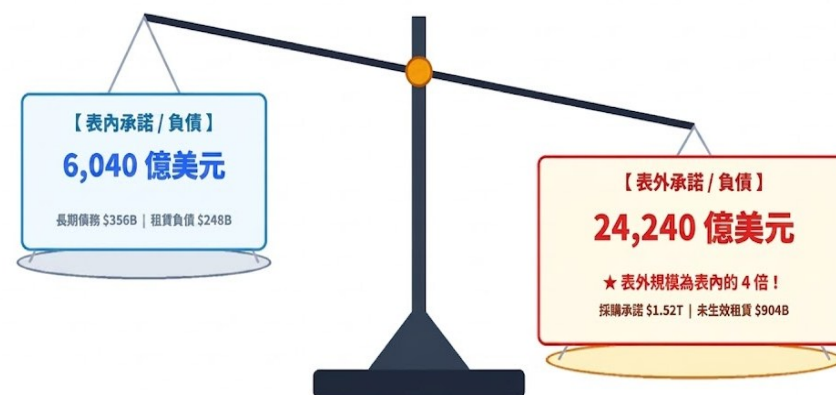
1. 主要CSP營業活動現金流量增加遠不及資本支出增加，致自由現金流(free cash flow, FCF)⁷大幅下降甚或轉為負數，資金缺口須以外部融資因應。
- 預估2026~2028年全球資料中心(CSP及新型雲端服務商等)融資需求達3.2兆美元，除以股權資本為主(1.46兆美元)外，**私募信貸**(7,000 億美元)與**投資級債券**(6,500億美元)合計比重逾42%，為最主要的非股權融資管道；資產抵押證券(ABS)與商業不動產抵押貸款證券(CMBS)，比重約6%(圖16)。
2. CSP透過特殊目的公司(SPV)興建或購買AI基礎建設，並向非銀行機構籌措資金(最新輝達成立融資平台框架見專欄)，SPV的負債不會出現在母公司的資產負債表上。
3. 依據最新4大CSP之財報，表內負債(長期借款與既有租賃負債)合計規模僅6,040億美元，而**表外承諾與負債規模約表內的4倍**，達24,240億美元，顯示當前**主要CSP之表外負擔**，遠高於其資產負債表上認列之長期負債規模。
- 表外承諾與負債 24,240 億美元，主要包含(1)**採購承諾**逾 1.52 兆美元(如向晶片商簽署**長期採購合約**)；(2)**未生效租賃合約**達 9,040 億美元(如在建資料中心完工後的**長期租約**) (圖 17)；上述承諾未反映於資產負債表內，若僅參考帳面負債數字，**恐低估企業實際承擔之支付壓力**。

圖 16 2026~2028 年全球資料中心外部融資來源預估
(合計 3.2 兆美元)



資料來源：Bank of England (2026), Financial Stability Report, July 2026.

圖 17 2026 年 4 大 CSP 表內、外承諾與負債規模比較



註：表內承諾為帳面已認列之長期借款與既有租賃負債；表外承諾為財報附註揭露之未來不可撤銷合約義務。

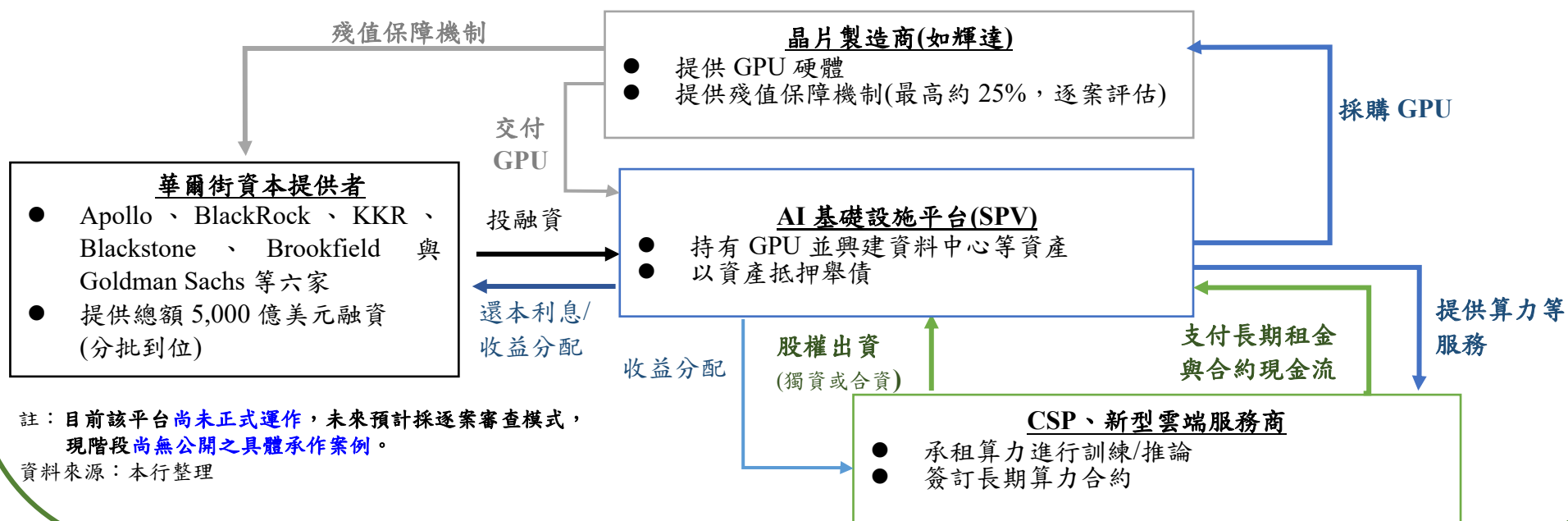
資料來源：WSJ (2026), "Why Big Tech's AI Spending Is \$3 Trillion Higher Than It Seems," Aug. 16, 2026

⁷ 自由現金流為「營業活動現金流」減「資金支出」。

專欄：晶片製造商藉由融資平台與信用擔保，驅動 AI 生態系之槓桿融資

1. 為加速下游客戶擴建算力，近期**輝達**與阿波羅(Apollo)、貝萊德(BlackRock)、黑石(Blackstone)、布魯克菲爾德(Brookfield)、高盛(Goldman Sachs)與科爾伯格-克拉維斯-羅伯茨(Kohlberg Kravis Roberts & Co., KKR)等**六家華爾街資本提供者簽署合作備忘錄⁸**，**共同打造融資平台**，並將提供總額**逾5,000億美元第三方資本**。
 2. 晶片製造商提供殘值保障機制(最高25%)，協助**SPV得以GPU與資料中心等資產為抵押取得融資**，用於**採購GPU與建置基礎設施**，建置完成後，將算力等服務提供予CSP、新型雲端服務商等使用。
- **SPV可能**由CSP、新型雲端服務商與華爾街資本提供者**共同成立**，或是CSP、新型雲端服務商**單獨成立**。
3. **CSP或新型雲端服務商**向SPV**支付長期租金**，以**使用SPV提供之算力等服務**。

近期 AI 融資平台的循環交易模式示意圖



⁸ 協議尚待最終確定，具體時程與各機構出資比例未公開。

(三)與傳統科技業投資不同，AI 相關投資本質逐漸走向高度槓桿化的金融架構

1. 過去科技業的資本擴張主要依賴企業營運累積的自有資金，風險多侷限於單一企業的資產負債表內(表 2)。
2. 當前 AI 相關基礎建設規模遠超過傳統現金流所能負擔，CSP 等 AI 主要企業正大量轉向公司債、私募信貸、SPV 專案融資及表外承諾，形成高度槓桿化且資產與負債期限錯配的融資結構。

表 2 傳統科技業與 AI 基礎建設的資本支出比較

	傳統科技業資本支出	AI 基礎建設資本支出
資金來源	企業營運自有資金與股權資本	股權資本、私募信貸、投資級債券等
資產可見度	100%呈現在資產負債表 (on-Balance sheet)	大量列於 SPV、附註揭露之未來租賃與採購承諾中 (off-Balance sheet)
投資驅動力	確定的終端客戶需求與投資報酬率	(1) 對終端 AI 服務需求成長之高度預期 (2) 搶占市占率之競爭壓力 (3) 晶片商(如輝達)的信用擔保，減輕外部融資困難度
資產與負債存續期	硬體壽命長約 4~6 年， 資產折舊穩定且可預測	(1) GPU 等硬體會計折舊年限約 4~6 年，惟晶片生命週期縮短至 2~3 年，實際經濟壽命可能更短，恐使帳面折舊被低估 (2) 租約與債務期限通常為 5~15 年 ⁹ ，相對於晶片等資產年限，資產與負債存在錯配風險
系統性風險	多侷限於單一企業的資產負債表內	(1) 供應鏈、晶片商、資本提供者等深度連結； 若 CSP 或新型雲端服務商等營收不如預期， 恐縮減資本支出，可能出現債務違約， 使風險從 AI 供應鏈外溢至私募信貸等非銀行機構 (2) 非銀行體系若亦向銀行體系融資，可能將風險擴散至銀行體系

資料來源：本行整理

⁹ 此處指 SPV 之租賃與抵押貸款天期；母公司發行之無擔保公司債天期則可拉長至 20 年以上，兩者屬於不同融資工具。

Q5：AI 投融资规模遽增對金融市場的影響？

A5：AI 資本支出高度依賴舉債，債券供給增加可能推升整體融資成本；在公債殖利率位於高檔下，若企業盈餘成長不如預期，投資人所要求的風險溢酬將隨之上升，對高估值科技股形成較大壓力。

(一) AI 大型企業擴大發行公司債融資，恐推升整體融資成本

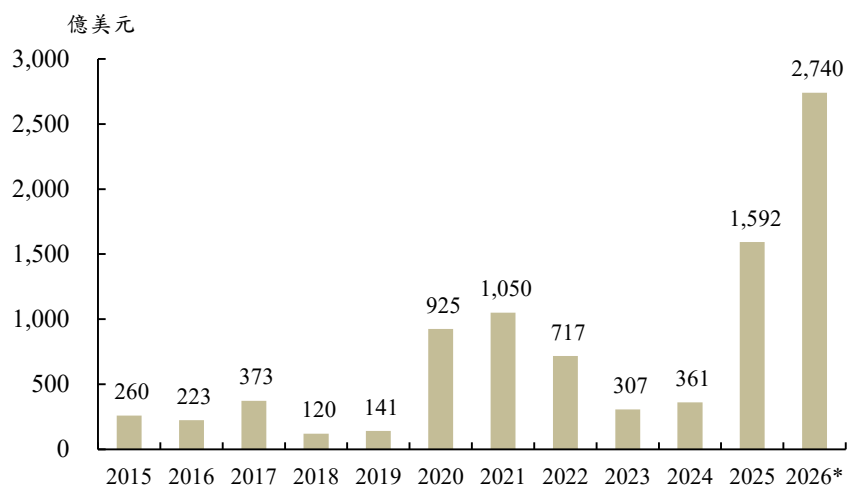
1. 為融資AI基礎建設投資，美國大型科技企業大規模發行長期公司債。

□ 美國主要 AI 企業擴大公司債發行規模，本年 1~8 月發行之公司債規模達 2,740 億美元，已高於上年全年之 1,592 億美元，成長幅度逾 72%(圖 18)。另本年 AI 企業大量發行 20 年以上之超長天期債券，且發行歐元、英鎊、日圓、澳幣、瑞郎等多幣別計價公司債。

2. AI 企業公司債與政府公債共同爭奪市場資金，可能對整體融資成本形成上行壓力。

□ 本年美國等主要經濟體長天期公債殖利率持續居高，美國 30 年期公債殖利率於 9 月 10 日升至 5.37%，創 2007 年 6 月以來新高(圖 19)，除因市場擔憂財政赤字居高、Fed 貨幣政策具不確定性外，本年 AI 企業公司債排擠資金效應，亦為長天期公債殖利率走高之因素。

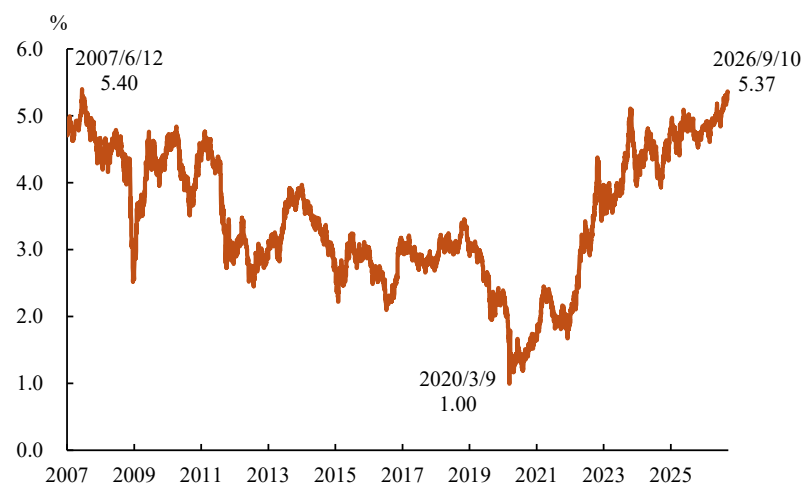
圖 18 美國 AI 企業發行之公司債規模



註：*2026 年係 1 至 8 月之發行規模。

資料來源：Bloomberg

圖 19 美國 30 年期公債殖利率變動



資料來源：Bloomberg

(二) AI 紅利獲市場認同，惟獲利變現的規模與時程仍具不確定性，加上公債殖利率位於高檔下，使科技股/成長股股價面臨更嚴格的檢驗

1. 2025年起台、日、韓、美AI與半導體類股股價強勁上漲，係反映市場對AI發展之樂觀預期(圖20)。
2. 雖AI相關股價有基本面支撐，惟隨資本支出快速擴大及外部融資需求急增，可能因下列原因而衝擊股價：

(1) 公司層面：

□ 獲利面：折舊費用大幅增加，若營收成長未達預期，獲利將遭下修。

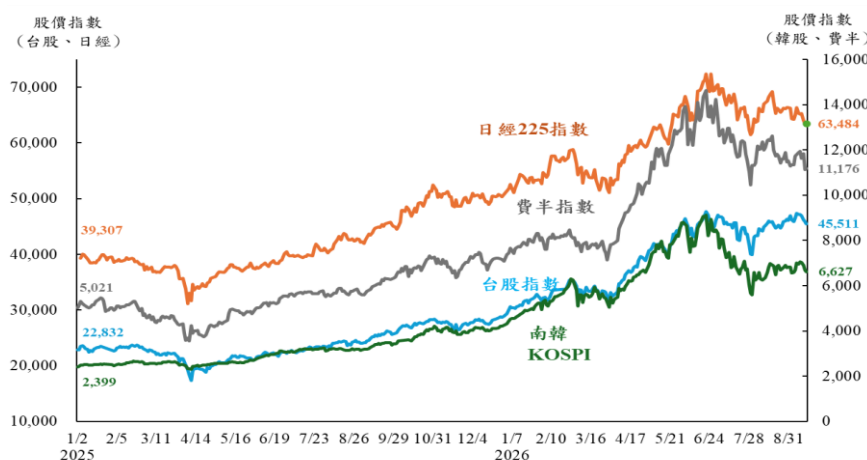
➤ 鉅額資本支出未來將轉化為沈重的折舊費用，龐大外部融資亦使利息費用增加，若營收未達預期，獲利恐遭侵蝕，引發市場下修每股盈餘(EPS)預估。

□ 財務面：鉅額資本支出，擴大外部融資，削弱資產負債表的健全度。

➤ 短期內營業活動現金流增加可能不及資本支出增加，致自由現金流急遽下降，甚或轉為負值。根據 Bloomberg 預測，2026 及 2027 年 4 大 CSP 合計的自由現金流將降至 58 億美元及-600 億美元(圖 21)。

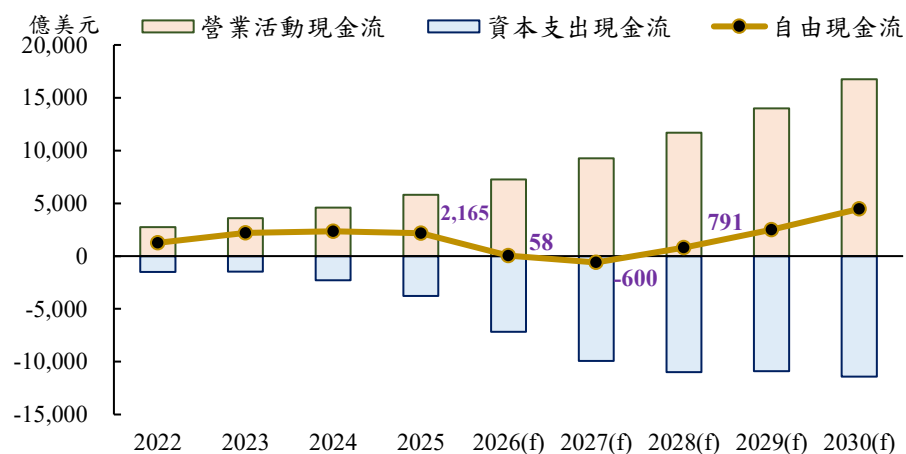
➤ 當營業活動現金流不足以支應資本支出時，企業須透過發債或銀行借款等管道擴大外部融資，財務槓桿隨之上升，進一步削弱資產負債表的健全度與抗風險能力。

圖 20 台、日、韓、美股股價走勢



資料來源：Bloomberg(資料日至 2026/9/15)

圖 21 4 大 CSP 現金流狀況



註：4 大 CSP 分別為 Alphabet、Amazon、Microsoft 及 Meta；2023~2025 年為各企業財報實際值，2026 年後為 Bloomberg 預測值。

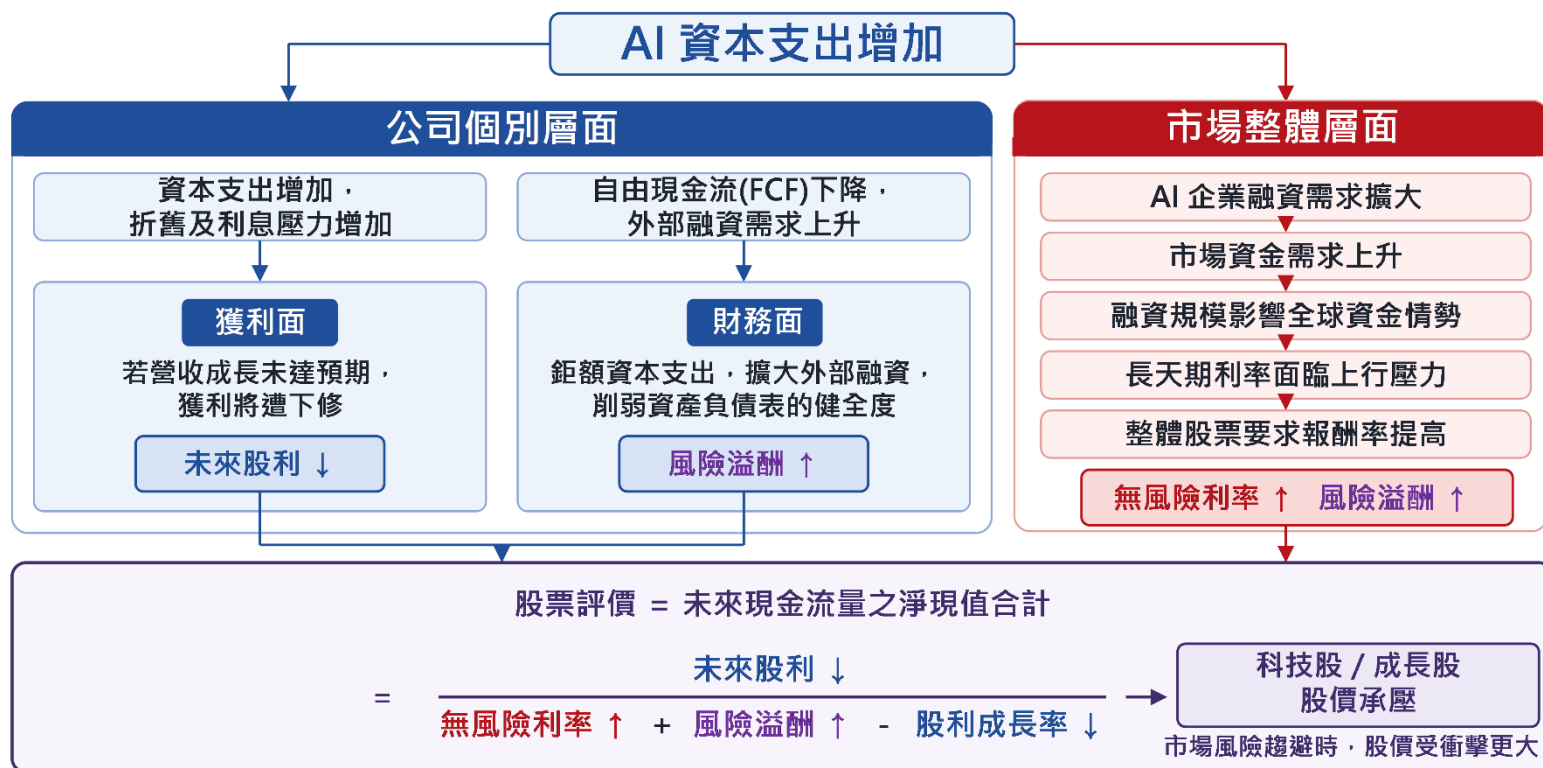
資料來源：Bloomberg (2026/9/10 預測)

(2) 市場層面：AI企業整體融資規模擴大，推升市場無風險利率及風險溢酬。

□ 當前 AI 融資規模已逐漸推升市場殖利率，且在高利率環境下，無(或低)風險資產報酬已具相當吸引力，投資人更重視企業獲利能見度；若承擔較高風險，市場要求較高的報酬率，帶動風險溢酬增加，高估值科技股及成長股股價將承壓。

(3) 綜上，AI鉅額資本支出會經由企業獲利、現金流及市場整體資金成本等管道影響股價(圖22)。展望未來，須持續關注AI投資能否順利轉化為營收與獲利，此將決定其對企業財務及金融市場之影響程度。

圖 22 AI 資本支出增加，如何影響科技股/成長股評價



資料來源：本行整理

六、美中衝突後，台灣對外直接投資及貿易結構改變之分析

2018 年美中衝突後，全球供應鏈進一步重組，**台商**從早期的成本及效率導向，轉向**多元化布局**、提高供應鏈韌性，**經貿布局除擴大在台投資**，**海外直接投資重心亦**從「西進」(中國大陸)**轉向「新南向」與「東進」**(美國)；近年美國加大關鍵物資供應鏈在地化政策力道，**2023、2024 年美國成為台灣最大對外直接投資地**。

台灣持續深耕高科技與資訊安全領域，半導體及伺服器供應鏈完整且具競爭優勢，推動**台灣成為全球 AI 硬體製造核心**。生成式 AI 熱潮下，**美國 AI 基礎建設持續增加**，帶動其對台灣電子及資通產品需求，**2025 年成為台灣最大的出口及出超國**。同時，全球供應鏈的重組過程中，東協扮演「中國+1」的要角，台商部分生產基地由中國大陸轉進東協，帶動台灣**對東協貿易出超亦擴增**。此外，由於**AI 供應鏈國際分工密切**且**台灣對記憶體等電子零組件需求強勁**，**南韓及日本為台灣前兩大入超國**。

本文擬以問答方式，分析美中衝突後，台灣對外直接投資及貿易結構之影響，俾供外界參考。

Q1：2018 年美中衝突後，全球供應鏈加速重組，對台灣對外直接投資的影響為何？

Q2：隨對外直接投資結構改變，台灣外銷訂單的生產地區有何變化？

Q3：台灣對外直接投資布局的變化，是否帶動台灣外貿結構的改變？

Q4：美中衝突及 AI 熱潮，台灣及主要國家對全球及美國貿易出入超的變化為何？

Q5：美中衝突以來，台灣在全球供應鏈的角色有何轉變？

Q1：2018 年美中衝突後，全球供應鏈加速重組，對台灣對外直接投資的影響為何？

A1：台灣對外直接投資地區多元化，經貿布局從「西進」轉向「新南向」與「東進」。

(一)1990 年後，台商因成本及效率考量，積極西進中國大陸投資。

— 早期中國大陸具勞動及土地成本低廉等優勢，且加入 WTO 後，引進大量外資，成為世界工廠，台商亦大舉西進投資，截至 2017 年底，台灣對中國大陸直接投資比重高達 58.3%(圖 1)。

(二)美中衝突以來，隨全球供應鏈重組及因應先進國家強化半導體等關鍵物資生產在地化，台灣對中國大陸投資比重明顯減少，對美國及東協等投資比重則增加。

1. 降低對中國大陸直接投資比重：隨中國大陸生產成本上升、「中國+1」策略及全球供應鏈重組，台灣對中國大陸直接投資的比重大幅降至 2018 至 2025 年的 18.8%。

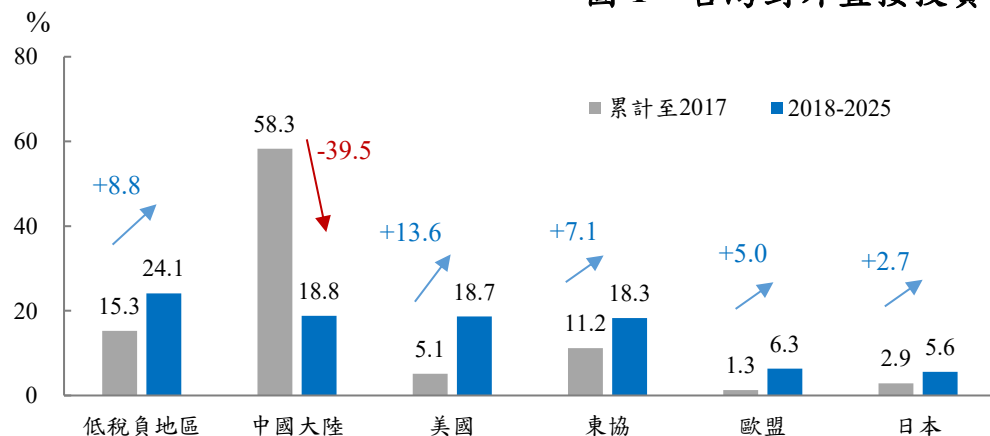
2. 增加對美國、東協、歐盟及日本直接投資比重，擴大海外多元布局。

— 隨川普 2.0 推動美國在地生產，台灣資訊電子工業¹擴大在美生產，對美直接投資比重上升至 18.7%；其中，2023 及 2024 年對美國直接投資比重達 36.4%及 29.1%，為台灣最大的對外直接投資地。

— 為增加供應鏈韌性，分散生產基地，台灣對東協投資比重由 2017 年以前的 11.2%，上升至 18.7%。

— 歐、日等先進國家亦強化半導體等關鍵物資生產在地化，2018 年以來台灣對歐盟及日本直接投資比重分別上升至 6.3%及 5.6%。

圖 1 台灣對外直接投資比重(地區別)



註：1.台灣對中國大陸的直接投資含直接及間接管道(即透過第三地間接投資中國大陸)，且為核准數。

2.低稅負地區包括英屬維京群島、英屬開曼群島、百慕達、巴拿馬、薩摩亞。

3.近年台灣對低稅負地區投資增加，主要係台積電增資英屬維京群島 TSMC GLOBAL LTD.，從事經營一般投資業務，降低外匯避險成本。

資料來源：經濟部投審司

¹ 包括電子零組件製造業與電腦、電子產品及光學製品製造業。

Q2：隨對外直接投資結構改變，台灣外銷訂單的生產地區有何變化？

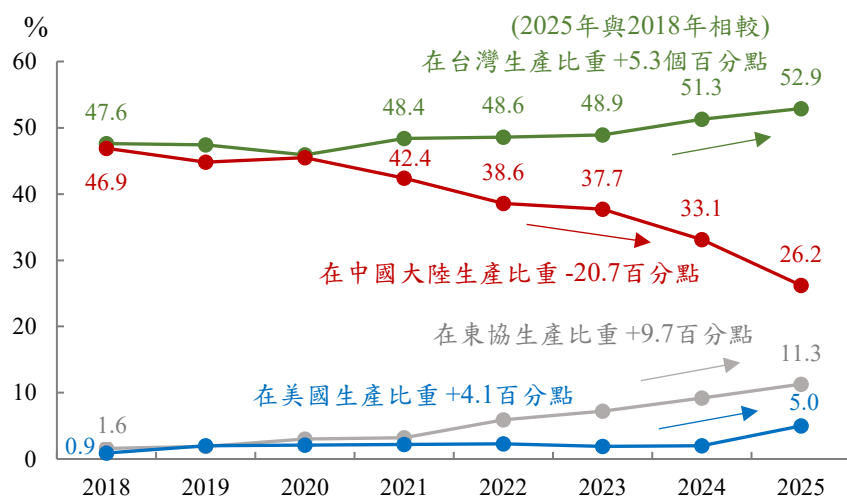
A2：台灣外銷訂單在國內生產比重上升，助益台灣出口量能；在中國大陸生產比重續降，其中「台灣接单、中國大陸生產、銷售美國」的三角貿易式微，改由台灣或經東協等地再外銷。

(一)美中衝突下，涉及資安等高科技及高階產品移回台灣生產；2018 年起，台灣外銷訂單在台灣生產比重超越在中國大陸生產比重，2025 年該比重創 52.9%新高，有利台灣出口成長。

(二)台灣外銷訂單在中國大陸生產比重下降，部分改由台灣或經東協等地出口美國，甚或移往美國在地生產。

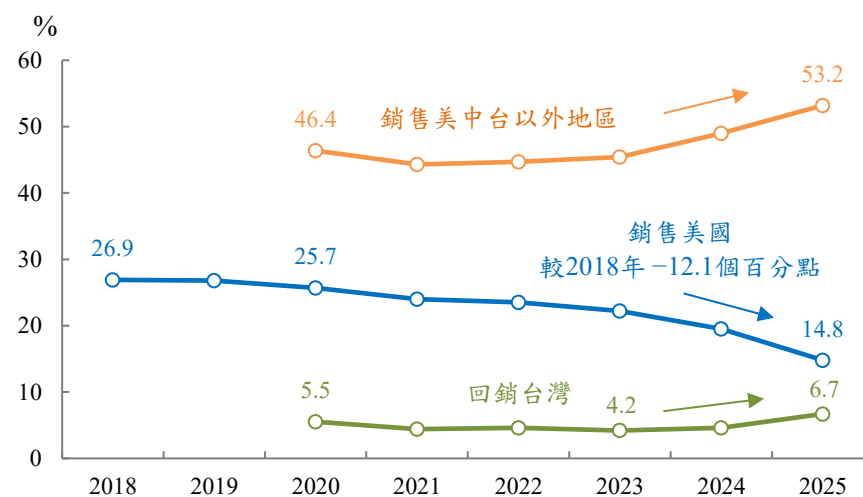
1. 台商調整海外各地投資及產能配置，2025 年台灣外銷訂單在中國大陸生產比重續降至 26.2%；在東協及美國生產比重分別上升至 11.3%及 5.0%(圖 2)。
2. 美中對立下，台灣外銷訂單在中國大陸生產的貨品中，銷售結構明顯改變：
 - 2025 年銷售美國的比重降至 14.8%，反映「台灣接单、中國大陸生產、銷售美國」的三角貿易式微。
 - 銷售美中台以外地區的比重上升至 53.2%，可能係部分中國大陸生產貨品繞道東協等地加工，再出口美國(圖 3)。

圖 2 台灣外銷訂單在各地生產比重



資料來源：經濟部統計處

圖 3 台灣外銷訂單在中國大陸生產貨品之銷售地區比重



註：回銷台灣及銷售美中台以外地區資料始於 2020 年。

資料來源：經濟部統計處

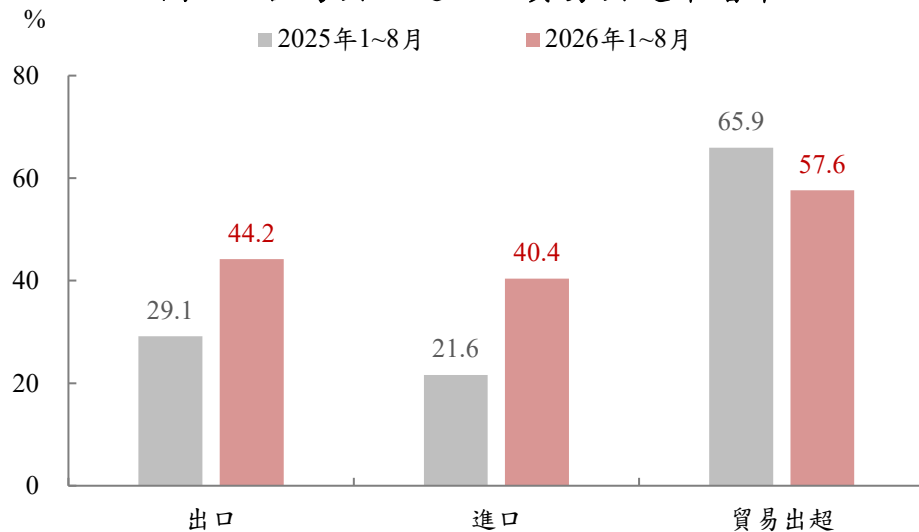
Q3：台灣對外直接投資布局的變化，是否帶動台灣外貿結構的改變？

A3：台灣對外直接投資多元布局，及外銷訂單生產基地移回台灣及東協生產再銷往美國，牽動台灣商品貿易結構的改變，對美國、東協出超擴大，對南韓及日本則呈貿易入超。

(一)受惠 AI 等新興科技應用發展，台灣出、進口金額及貿易出超均創歷年同期新高。

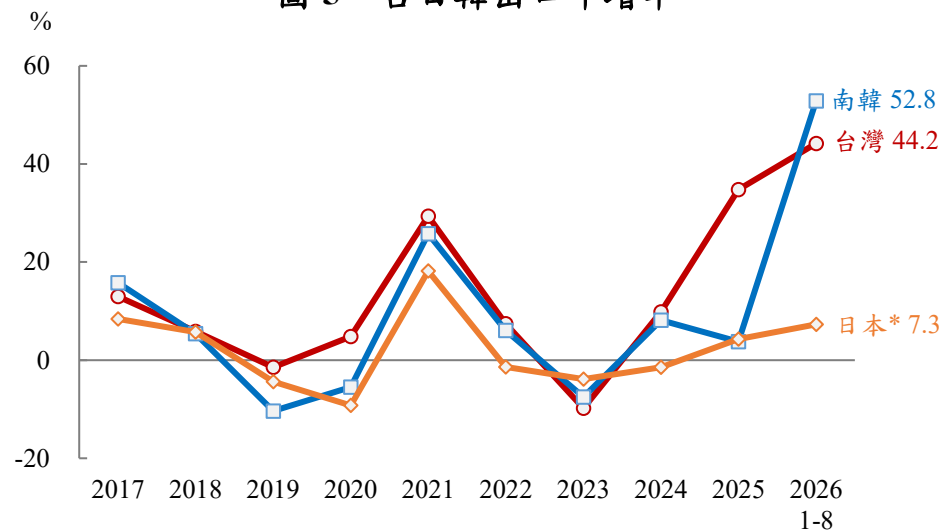
1. 本年 1 至 8 月台灣出口較上年同期增加 44.2%，主要係 AI 需求持續擴增，且相關產品報價調漲；隨 AI 產業鏈國際分工與出口引申需求增加，加以國際原物料價格攀升，進口較上年同期增加 40.4%(圖 4)。同期間，商品貿易出超大幅增加 57.6%，達 1,369.1 億美元，創歷年同期新高。
2. 本年以來，高頻寬記憶體(HBM)供不應求、報價大幅上漲，南韓在高階記憶體具領先優勢，推升南韓出口表現略優於台灣，年增率 52.8%²；日本出口結構相對分散，受惠 AI 熱潮程度低於台、韓，出口成長較為平緩，年增率 7.3%(圖 5)。

圖 4 台灣出、進口及貿易出超年增率



資料來源：台灣財政部

圖 5 台日韓出口年增率



註：日本尚未公布 8 月貿易數據，其資料採 1~7 月數值。

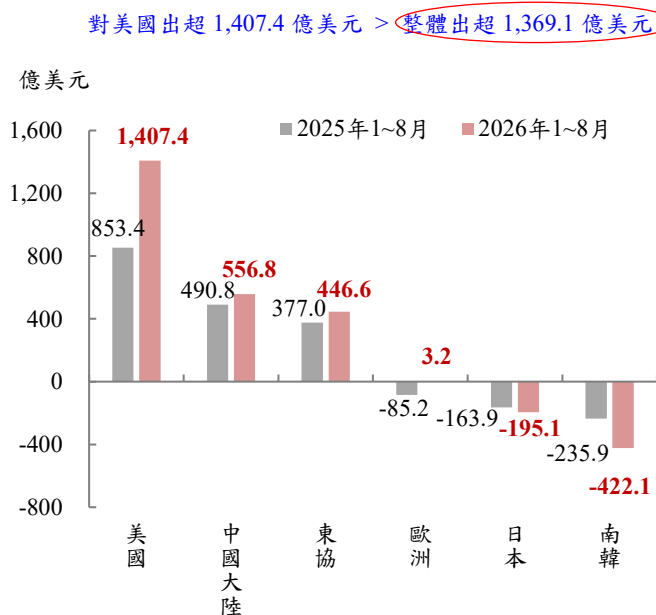
資料來源：台灣財政部、日本及南韓通關統計

² 本年 1 至 8 月南韓出口年增 52.8%，其中，若依出口價量分析，其最新公布之 1 至 7 月出口物價增幅(27.7%)大於出口數量增幅(17.8%)，且積體電路(主要為記憶體)之出口物價成長 143.9%。

(二)台灣對美國及東協出超擴增，反映台商近年陸續將高階產品移回台灣生產，且中低階產品移往東協生產之全球布局策略。

1. 本年1至8月台灣商品貿易出超**1,369.1億美元**，較上年同期**增加500.5億美元**。
2. **美國**為台灣**最大貿易出超國**(圖6)，主要為**高階資通與視聽產品**(圖7)，其中，**顯示卡及伺服器出超比重近9成**。
— 本年1至8月台灣對**美國**出超**1,407.4億美元**(大於對全球出超)，**增額554.0億美元**(大於對全球出超增額)。
3. **東協**具勞動力及土地成本優勢，為台商「中國+1」策略之中低階資通訊產品的替代加工與製造基地。
— 在**AI商機**挹注下，帶動東協增加**自台灣進口電子零組件及資通與視聽產品**(圖8)。
— 本年1至8月台灣對東協貿易**出超達446.6億美元**，為**歷年同期新高**。

圖6 台灣對主要地區商品貿易出入超
(2026年1~8月)



資料來源：台灣財政部

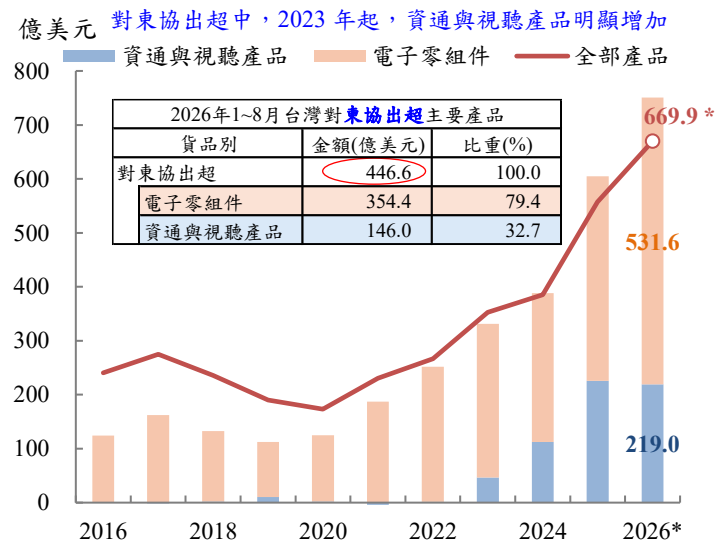
圖7 台灣對美國商品貿易出超



註：1. * 2026年全年金額係該年1~8月均值×12估算。
2. 資通與視聽產品主要為顯示卡(用於GPU等較高階產品)、伺服器與電腦零組件。

資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

圖8 台灣對東協商品貿易出超



註：* 2026年全年金額係該年1~8月均值×12估算。
資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

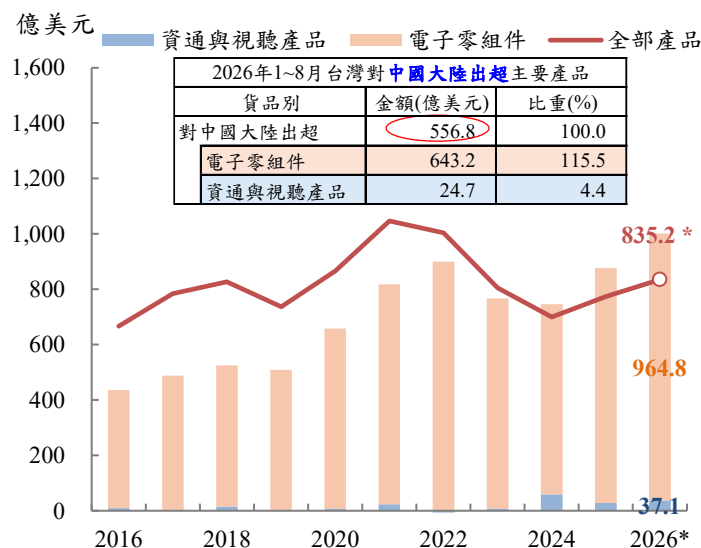
4. **中國大陸**為台灣第2大貿易出超國，且高度集中於**積體電路**，其出超達655.8億美元。
- 隨**中國大陸**推動在地化生產，並**積極發展AI**，加以台廠在兩岸電子零組件**供應鏈上下游貿易往來密切**，本年1至8月**中國大陸**穩居**台灣最大進口來源**，且**台灣**對其出口增加**28.3%**，貿易出超**556.8億美元**(圖9)。

(三)由於AI供應鏈及台灣對記憶體需求強勁，南韓及日本為台灣前兩大入超國。

- 2024年起，南韓為台灣**最大貿易入超國**，本年1至8月台灣對**南韓貿易入超**增至**422.1億美元**(圖10)。
 - AI產業鏈國際分工密切，**記憶體**為台灣對南韓最大**入超產品**(比重**95.5%**)。
- 日本**為**台灣第2大貿易入超國**，本年1至8月台灣對日本入超增至195.1億美元(圖11)。
 - 自日本入超主要係**精密機械**、**化學材料**、**記憶體**等半導體生產相關產品。

圖9 台灣對中國大陸商品貿易出超

對中國大陸電子零組件(主要為積體電路)出超，大於全部產品出超



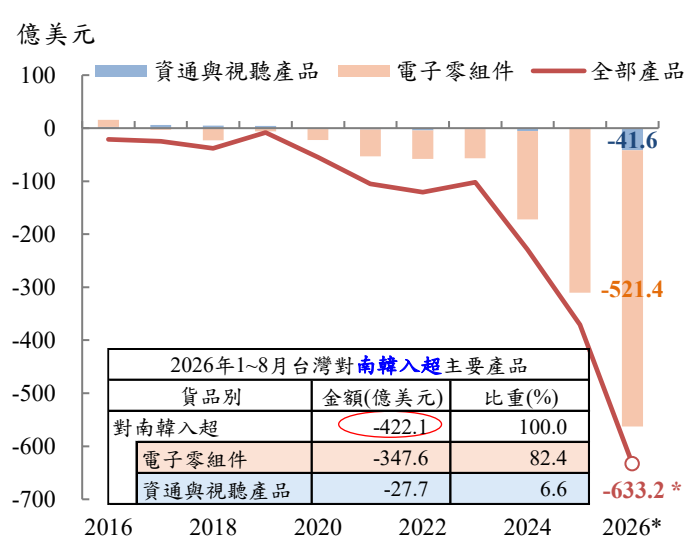
註：1.* 2026 年全年金額係該年 1~8 月均值×12 估算。

2.對中國大陸電子零組件出超，主要係積體電路出超。

資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

圖10 台灣對南韓商品貿易入超

對南韓入超，主要來自電子零組件(主要為記憶體)



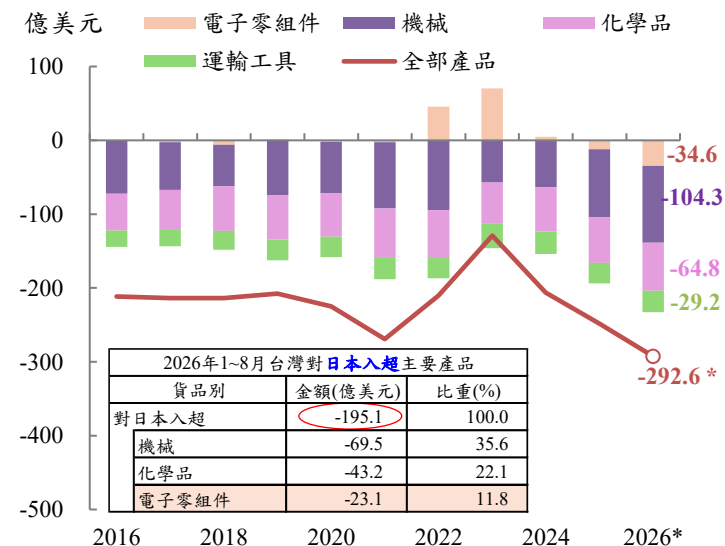
註：1.* 2026 年全年金額係該年 1~8 月均值×12 估算。

2.對南韓電子零組件入超，主要係記憶體入超。

資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

圖11 台灣對日本商品貿易入超

對日本入超的產品多元，主要係與半導體生產相關



註：1.* 2026 年全年金額係該年 1~8 月均值×12 估算。

2.對日本電子零組件入超，主要係記憶體入超。

資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

Q4：美中衝突及 AI 熱潮，台灣及主要國家對全球及美國貿易出入超的變化為何？

A4：美國積極投入 AI 基礎建設，對資通與視聽產品進口需求持續增加，入超擴大；本年 1 至 7 月台灣成為美國第 3 大貿易入超國，僅次於越南及墨西哥。

(一) 預估美國 2026 年對全球入超逾 1 兆美元，續為全球最大貿易入超國，亞洲主要經濟體則為主要出超國。

— **美國**強化資安防護及**擴大 AI 基礎建設**，資通與視聽產品**進口需求大增**，**續為全球最大貿易入超國**。

— 受惠 AI 等新興科技應用需求熱絡，中國大陸、南韓、台灣、新加坡及馬來西亞等亞洲國家貿易出超擴增。

台灣 ICT 產品具國際競爭力，預估 **2026 年**台灣對全球貿易**出超**可望**逾 2,000 億美元**，為 2018 年的 4.2 倍(表 1)。

(二)2018 年起，美國對中國大陸貿易入超明顯減少，取而代之者主要為越南、墨西哥及台灣。

— 美中衝突下，**預估本年**美國對中國大陸貿易入超 1,564 億美元，較 2018 年減少 2,619 億美元；本年 1 至 7 月**台灣**為美國**第 3 大**貿易入超國，預估全年美國對台灣**入超金額逾 2,000 億美元**(表 2)。

(三)近年台灣增加對美直接投資，部分原由台灣出口至美國之產品可望轉為當地供應，有助縮小對美國貿易出超。

表 1 主要經濟體商品貿易出入超

單位：億美元；倍數

	2026 年* A	2018 年 B	增減額 C=A-B	倍數 D=A/B
中國大陸	12,083	3,509	8,573	3.4
南韓	3,038	697	2,341	4.4
台灣	2,054	492	1,561	4.2
新加坡	987	413	574	2.4
馬來西亞	732	307	425	2.4
印尼	63	-87	150	—
日本	-179	-103	-76	1.7
越南	-348	72	-420	—
菲律賓	-606	48	-654	—
泰國	-640	-435	-205	1.5
美國	-11,015	-8,704	-2,312	1.3

表 2 美國前 10 大貿易入超國

貿易對象	2026 年*		2018 年		增額
	金額 (億美元) A	美國 入超 排名	金額 (億美元) B	美國 入超 排名	金額 (億美元) C=A-B
全球	11,015		8,704		2,312
越南	2,380	1	395	6	1,986
墨西哥	2,210	2	777	2	1,432
台灣	2,192	3	152	15	2,039
中國大陸	1,564	4	4,182	1	-2,619
泰國	1,137	5	193	10	944
南韓	793	6	179	13	613
德國	633	7	680	3	-47
印度	488	8	211	9	277
加拿大	483	9	188	12	295
馬來西亞	461	10	264	8	197

註：1. 出超及入超分別以正數及負數表示。

2. *中國大陸、南韓及台灣 2026 年全年金額係該年 1~8 月均值×12 估算，其餘國家因僅公布至 7 月，採 1~7 月均值×12 估算。國別按 2026 年貿易餘額金額排序。

資料來源：美國商務部、LSEG Datastream、CEIC

註：1. 為利於入超增減的比較，本表以正數表達入超金額。

2. *2026 年全年金額係該年 1~7 月均值×12 估算。

前 10 大係按 2026 年入超金額排序。

資料來源：美國商務部

Q5：美中衝突以來，台灣在全球供應鏈的角色有何轉變？

A5：美中衝突、全球供應鏈重組，台灣適時調整全球投資布局，成為全球 AI 硬體製造核心，對美出超倍增。

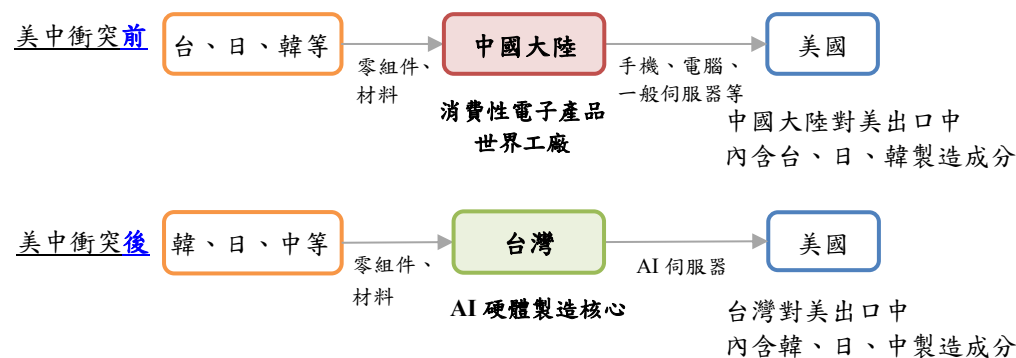
(一)全球強化供應鏈韌性、重視資安及規避關稅，減少對中國大陸直接投資，打破過往「中國大陸集中製造」的模式。

(二)2018 年美中衝突後，台商因應「中國+1」布局，擴大在台生產，並朝「新南向」及「東進」布局，進而改變台灣出口結構；且隨 AI 熱潮，提高台灣 AI 製造的優勢及出口量能。

1. 台灣電子資訊產業具完整生產聚落，美中衝突後，台商高階產品移回台灣生產，加以 AI 熱潮，推動台灣成為全球 AI 硬體製造核心，致使對美出口及出超鉅增(圖 12)。
2. 台商部分生產基地由中國大陸轉進東協，帶動台灣對東協電子資訊產品出口金額躍升，亦有利台商彈性調配各地產能，提高 AI 供應鏈韌性。

圖 12 美中衝突前後台灣在全球供應鏈角色的轉變

	美中衝突前	美中衝突後
在全球生產的角色	中國大陸是消費性電子產品的世界工廠	台灣成為 AI 製造的核心
對美國出口中，內含他國製造的成分	中國大陸對美國的出口中，內含其自台灣、日本、南韓等的進口；這些國家製造的零組件及材料，經由中國大陸加工組裝為成品，銷售至美國，計入中國大陸對美國的出口	台灣對美國的出口(如 AI 伺服器)中，除台灣製造的成分(如晶圓製造、先進封裝、系統整合)，亦含有台灣自南韓(如記憶體)、日本(如化學材料)及中國大陸(如電子零組件)等的進口，計入台灣對美國的出口
推升對美國的出超	推升中國大陸對美國的出超	推升台灣對美國的出超



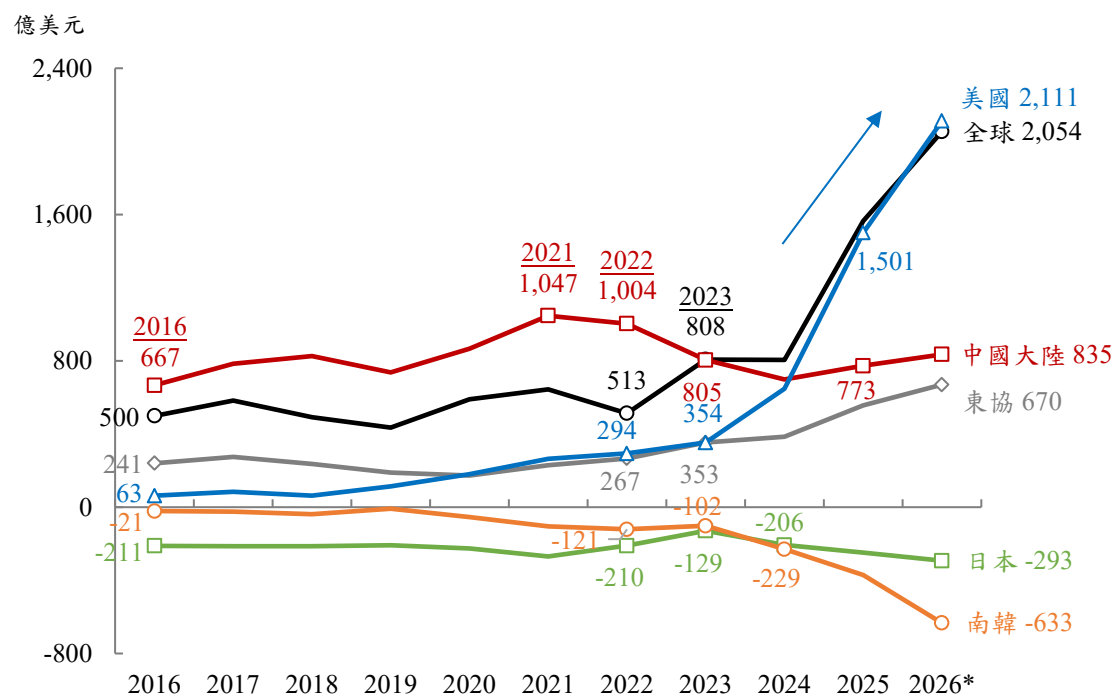
註：1.本圖為簡單示意圖，實際上各國彼此間皆為雙向貿易。

2.台灣對美國出口增加，亦帶動自歐盟光刻機等高端設備進口增加，以及與東協等相關國家進出口增加。

3.台灣與中國大陸及東協間之貿易往來對象，有相當部分為台廠。

3. 美中衝突後，台灣成為全球 AI 硬體製造核心，對美出口增加，亦帶動台灣自南韓及日本進口大量記憶體等電子零組件，致台灣對南韓、日本入超亦擴大(圖 13)。

圖 13 台灣對主要國家貿易出入超



註：* 2026 年全年金額係該年 1~8 月均值×12 估算。

資料來源：台灣財政部、經濟部國貿署

七、數位時代央行貨幣發展趨勢之相關議題

央行貨幣屬央行的直接負債，具有國家保證，無信用風險與流動性風險，對境內之一切支付皆有法償效力，且央行須依法維持幣值穩定，因此**央行貨幣是貨幣體系的定錨(anchor)**，同時也是**最佳的清算資產(settlement asset)**。央行貨幣包括**現金與商業銀行存放在央行的準備金**，在央行對商業銀行、商業銀行對客戶的**雙層(two-tier)式架構**下，**現金由央行透過商業銀行提供給社會大眾充當零售交易使用**，**央行準備金則係提供給商業銀行握持的最具流動性資產**，俾**辦理大額跨行資金撥付與清算**，並讓客戶可在商業銀行間自由調度其存款，或自存款提領現金或進行轉帳。因此，**央行貨幣是貨幣體系的信任基礎，支援多元、便利、安全及創新的支付服務**，促進經濟與金融活動。

隨科技進步，**數位創新使支付方式不斷演進**，形成當今多元、便利的支付體系。近來分散式帳本技術(DLT)、區塊鏈等代幣化技術興起，其技術優勢促成**資產代幣化¹**的發展趨勢；為支援代幣化世界的金流運作，**存款代幣、穩定幣**（係指有**資產支持**的穩定幣）**等代幣化貨幣²**亦陸續出現。科技演進不會改變貨幣的本質，在**數位時代**，**央行貨幣如能數位轉型成央行數位貨幣(CBDC)**，將可**持續提供具有信任基礎的支付與清算工具**，並透過雙層式架構，**與私部門貨幣共同建構具有信任基礎的數位貨幣體系**。以下就近來國際間及國內 CBDC 發展之相關議題進行探討，俾供各界參考：

Q1：數位時代央行貨幣(央行數位貨幣 CBDC)之型態為何？

Q2：穩定幣、存款代幣及 CBDC 之差異性及關連性？

Q3：全球主要經濟體與台灣研究發展 CBDC 之近況？

Q4：中國大陸人行的數位人民幣為何轉型為數位銀行存款？

¹ 資產代幣化係將資產(例如股票、債券、基金等金融資產，或是黃金、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，詳中央銀行(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。

² 國際組織普遍將存款代幣與穩定幣視為代幣化貨幣。例如，BIS 指出存款代幣與資產支持的穩定幣均為私部門代幣化貨幣(private tokenised money)的可能形式，詳 BIS (2023), “Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New,” BIS Annual Economic Report, Jun. 20；IMF 研究報告亦將代幣化的銀行存款與受監管的穩定幣視為代幣化貨幣(tokenized money)，詳 Adrian, T. (2026), “Tokenized Finance,” IMF Notes No.26/01, Apr。

Q1：數位時代央行貨幣(央行數位貨幣 CBDC)之型態為何？

A1：CBDC 共有零售型與批發型兩種型態，零售型 CBDC 即數位形式的現金，屬零售支付工具，供大眾日常交易使用；批發型 CBDC 即代幣化準備金，用於金融機構間資產代幣的清算，可在代幣化世界作為跨體系、跨機構之清算資產，並持續作為貨幣體系的定錨，提供信任基礎。

(一)數位轉型的央行貨幣，依現金與商業銀行存放央行準備金之性質不同，分別為零售型 CBDC 及批發型 CBDC(圖 1)

1. **零售型CBDC**：即為**數位形式的現金**，屬零售支付工具，**供大眾日常交易使用**，可廣泛應用於轉帳、商家購物、個人對商家(P2B)消費支付，甚至稅費繳納等；零售型CBDC可在私部門的支付服務以外提供公共支付選項³，且有助建立共通的基礎設施⁴或作為政策工具⁵，支持創新應用。
2. **批發型CBDC**：即為**代幣化的央行準備金**，作為處理**銀行間移轉存款代幣、穩定幣或其他資產代幣之清算資產**；批發型CBDC可作為跨體系、跨機構的最終清算工具，並**使央行貨幣仍可作為代幣化世界的價值定錨**，支援代幣化資產發展之金流運作。

圖 1 央行數位貨幣(CBDC)之型態



³ 私部門提供的支付服務日益多元、便利，即使未來支付服務全由私部門提供，公部門仍需保有發行 CBDC 作為公共選項，藉此制衡私部門的潛在壟斷，並在私部門支付系統以外提供一個安全、可靠的支付方式，保障民眾權益。

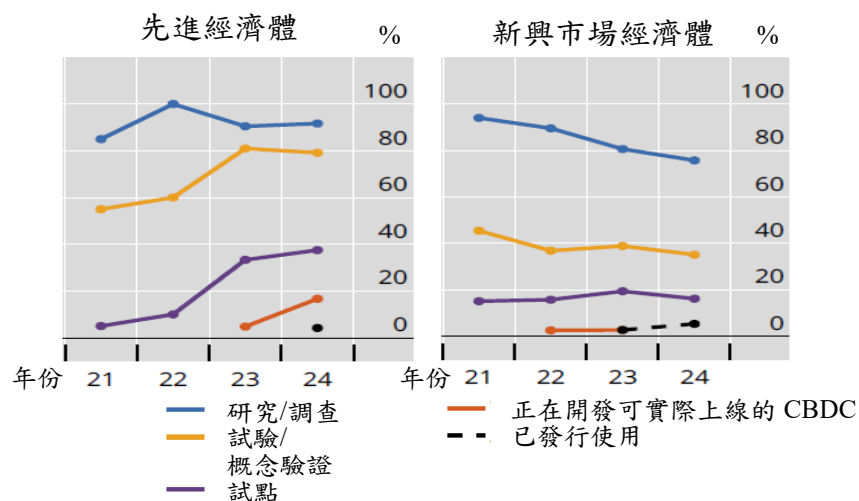
⁴ 若各種支付工具均能與 CBDC 互通，則 CBDC 即可作為共通的基礎設施，使私部門業者得以在此基礎上公平競爭，並可藉此避免支付市場碎片化。

⁵ 例如支援政府發放數位券之支付功能，不僅可免除實體券的印製、輸送，亦可有效整合相關部會及機構的資源，並直接地提供民眾線上領券及消費功能。

(二)近來先進經濟體央行對批發型CBDC相關工作有加速之趨勢

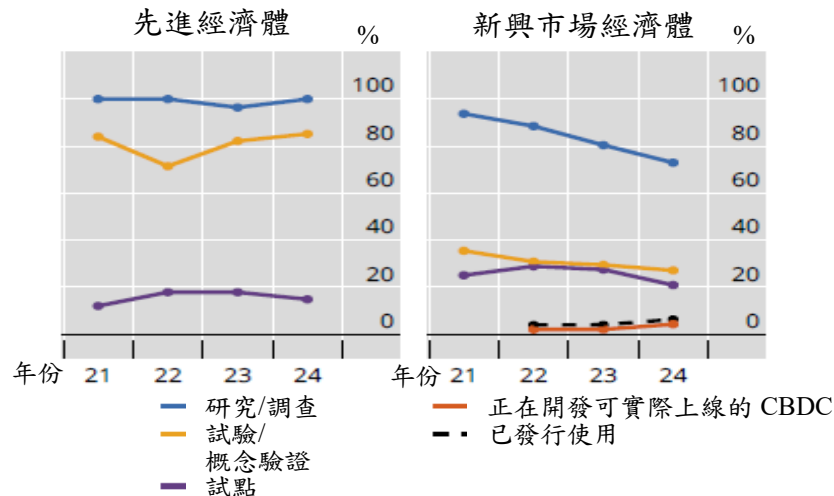
1. 由於批發型CBDC具有維持央行貨幣作為代幣化世界清算資產的效益，**近來主要央行對批發型CBDC相關工作有加速之趨勢**。BIS於2025年發布的調查報告顯示，已有38%的先進經濟體央行正進行試點(pilot)工作，並有17%正在開發可實際上線的批發型CBDC(圖2)。
2. 至於零售型CBDC，由於**主要先進經濟體的數位或行動支付已相當多元、便利，尚無發行的急迫性，因此大多仍在研究或試驗階段**。**新興市場經濟體**因國內缺乏便捷的支付基礎設施，其央行為促進國內支付效率及普惠金融，**推動較為積極**，目前巴哈馬、牙買加及奈及利亞已正式發行，惟發展未如預期⁶；其餘約4%正開發可實際上線的零售型CBDC、21%正進行試點(圖3)。另**中國人民銀行**發行的**數位人民幣(e-CNY)**則已**轉型為數位存款貨幣**(詳Q4：中國大陸人行的數位人民幣為何轉型為數位銀行存款？)。

圖 2 不同央行批發型 CBDC 發展狀況



資料來源：Illes, A., A. Kosse and P. Wierts (2025), “Advancing in Tandem-Results of the 2024 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.159.

圖 3 不同央行零售型 CBDC 發展狀況



資料來源：Illes, A., A. Kosse and P. Wierts (2025), “Advancing in Tandem-Results of the 2024 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.159.

⁶ 巴哈馬央行發行的沙錢(Sand Dollar)，2026 年 3 月發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.426%；奈及利亞央行發行的數位奈拉(eNaira)，2024 年 11 月發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.375%；牙買加央行發行的 JAM-DEX，2026 年 7 月發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.094%。

Q2：穩定幣、存款代幣及 CBDC 之差異性及關連性？

A2：穩定幣是價值與美元等法幣掛勾的虛擬資產，目前多由非銀行機構發行，主要用於虛擬資產交易，並已逐漸擴及實體經濟的支付；存款代幣是代幣化的銀行存款，可供企業用於即時流動性管理或跨境支付，亦可作為資產代幣之交易媒介或支付工具；CBDC 則是央行發行的數位貨幣，可與穩定幣、存款代幣在不同層級上共存、互補，共同建構完整的支付生態體系⁷。

(一)穩定幣、存款代幣與 CBDC 的主要差異，在於發行主體及價值基礎、應用場景、存取及流通方式、監管架構等方面(表 1)

表 1 存款代幣、穩定幣及 CBDC 之主要差異

	穩定幣	存款代幣	CBDC	
			零售型 CBDC	批發型 CBDC
發行主體	大多為非銀行機構	商業銀行	央行	
價值基礎	準備資產	存款	發行準備	
應用場景	鏈上虛擬資產交易、跨境支付	流動性管理、跨境支付	轉帳、消費等日常交易	金融機構間的清算資產
存取及流通方式	- 透過錢包即可持有或交易，可點對點支付 - 在公共區塊鏈上運作 - 不同穩定幣無法直接替代或互換；即使同一發行人在不同區塊鏈上發行的同名穩定幣，目前亦無法直接跨鏈移轉	- 持有人須在商業銀行開戶，原則上僅能在銀行客戶之間轉移 - 通常在私有區塊鏈上運作 - 存款代幣可按面值跨行移轉	由央行或由銀行等中介機構提供錢包	提供在央行開立準備金帳戶的金融機構使用
監管架構	修訂支付法規或另訂專法	可適用銀行存款相關規範	修訂現有法律或另訂專法	可適用現行央行準備金的相關規範

⁷ 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。

1. 發行主體及價值基礎

- (1) **穩定幣**：是一種**價值與美元或其他法幣掛勾的虛擬資產**，具支付功能，目前多由非銀行部門發行，屬該部門的負債，發行人須具有十足的法幣資產擔保其價值⁸。
- (2) **存款代幣**：**代幣化的銀行存款**，由商業銀行發行，屬商業銀行的負債。
- (3) **CBDC**：**央行發行的數位貨幣**，屬央行直接負債，無信用風險及流動性風險，以台灣情況而言，須有十足發行準備。

2. 應用場景

- (1) **穩定幣**：目前**主要作為鏈上虛擬資產之交易媒介**，占比**超過80%**，另有少部分用於支付⁹，但使用規模仍不大(圖4)。

— **穩定幣具有跨境支付潛力**，惟**新台幣非國際貨幣**，**跨境支付的相關應用仍應以美元穩定幣為主**；此外，**我國支付體系多元、便利**，因此**新台幣穩定幣作為國內支付工具之誘因有限**¹⁰。

- (2) **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**¹¹；另存款代幣亦可作為交易媒介，因此未來亦**可能應用於代幣化資產交易**。

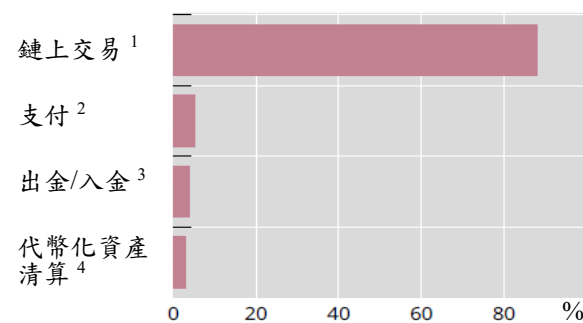
- (3) **CBDC**：**零售型CBDC**應用於轉帳、消費等**日常交易**；**批發型CBDC**則用於**金融機構間代幣化資產的清算**，支援代幣化資產的交易與發展。

3. 存取及流通方式

(1) 穩定幣：

- 在非許可制(permissionless)的公共區塊鏈上運作，屬於**無記名的支付工具**¹²(bearer instrument)，**任何人只要透過數位錢包即可持有或交易**，並可

圖 4 穩定幣主要用途占比(2024 年)



說明：

1. 鏈上交易係指將穩定幣作為虛擬資產之交易媒介。
2. 支付係指穩定幣用於 P2P 等轉帳交易。
3. 出金(Off-Ramp)/入金(On-Ramp)係指法幣與穩定幣間之兌換。
4. 代幣化資產清算係指穩定幣作為債券代幣、股票代幣等代幣化資產之清算工具。

資料來源：BIS 引述波士頓諮詢集團(BCG)估計結果，詳 BIS (2026), “Anchoring Trust in Money: Innovation beyond Stablecoins,” Annual Economic Report, Jun. 23.

⁸ 穩定幣大致分為三種類型，分別為以法幣資產擔保的穩定幣(如 USDT、USDC)，以虛擬資產擔保的穩定幣(如 Dai)，以及演算法穩定幣(如 UST)。其中，以法幣資產擔保的穩定幣，最能維持價格穩定，為市場主流。

⁹ 例如買賣商品或服務、匯款、收付薪資等；部分高通膨或資本管制的開發中國家民眾，甚至會以美元穩定幣充當美元使用，詳 Visa (2024), “Stablecoins: The Emerging Market Story,” Sep。

¹⁰ 參見中央銀行(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。

¹¹ 例如摩根大通(JP Morgan)、花旗(Citi)等國際大型銀行對於部分國家(如美國、英國、新加坡及香港等)分行據點之機構法人客戶提供存款代幣化的服務，供其客戶利用該銀行內部網路以存款代幣進行跨境支付或資金調度。

¹² **穩定幣長期未受監管，且具可跨境流通、出入不同交易所或錢包等特性**，使其容易被用作洗錢、詐騙之工具。隨**各國陸續加強監管發行人或交易所等虛擬資產業者**，包括 KYC、反洗錢申報、資安或消費者保護等規定，有助**降低穩定幣遭用於非法活動之風險**。

點對點(P2P)直接支付，無須依賴銀行等中介機構。

- 不同穩定幣彼此無法直接替代或互換¹³，且不同區塊鏈間缺乏共同的通訊機制，即使是同一發行人在不同區塊鏈上發行的同名穩定幣，目前亦無法直接跨鏈移轉(圖5)。

(2) 存款代幣：

- 存款代幣為代幣化的銀行存款，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，原則上僅能在銀行客戶之間轉移，通常在許可制(permission)私有區塊鏈上運作。
- 存款代幣的跨行移轉類似現行雙層式架構，亦即銀行以代幣化央行準備金(如批發型CBDC)作為清算資產，以確保不同銀行間的存款代幣可按面值進行跨行移轉。

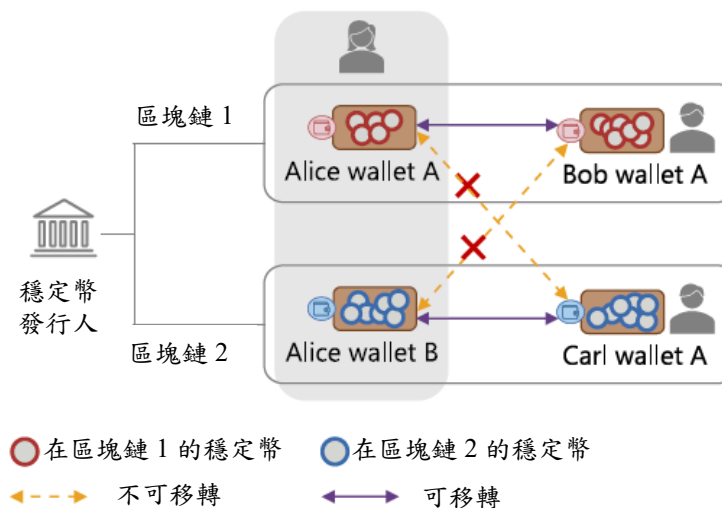
(3) CBDC：

- 零售型CBDC依其設計，可能由央行直接提供錢包及相關服務，或由銀行等中介機構負責用戶註冊、開立錢包及提供錢包介面(如手機App)¹⁴。
- 批發型CBDC為代幣化的央行準備金，主要提供在央行開立準備金帳戶的金融機構作為清算資產。

4. 監管架構

- (1) 穩定幣：各國大多訂定專法或修改現有支付服務相關法規納管，內容包括須有十足、低風險且高流動性資產擔保，並訂有最適資本、流動性與風險管理標準等要求，以避免發行人倒閉、準備資產不足或價值不穩定等風險。

圖 5 穩定幣無法在不同區塊鏈間直接移轉



說明：不同的區塊鏈為彼此獨立的帳本，無法直接相互溝通，因此在區塊鏈 1 上的某一穩定幣，並不等同於區塊鏈 2 上的同名穩定幣。

資料來源：BIS (2026), “Anchoring Trust in Money: Innovation beyond Stablecoins,” Annual Economic Report, Jun. 23.

¹³ 不同穩定幣背後的準備資產、發行的區塊鏈等皆可能不同，且穩定幣係發行人對其持有人的負債，因此不同發行人發行的穩定幣，其對應的債權關係亦彼此獨立，無法直接相互移轉。

¹⁴ 例如，我國零售型 CBDC 設計採雙層式架構，即由本行提供 CBDC 平台，於平台上發行並分配 CBDC 至中介機構，再由中介機構提供用戶 CBDC。中介機構負責為用戶開立錢包、提供錢包介面及其他加值應用服務。參見中央銀行(2024)，「本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 13 日。

(2) 存款代幣：

- 基於技術中立，存款代幣**不會改變存款人債權的經濟功能與基本性質**，因此歐洲銀行監理機關(EBA)、英國央行(BoE)等國外機關認為¹⁵，**存款代幣適用銀行現行存款業務之規範**。
- 目前**銀行存款**均採**電子化作業**，已在**數位化系統運作**，與存款代幣同樣以數位形式進行記錄或移轉，因此銀行對於存款代幣之業務或作業流程，可在**現行存款業務之相關規範或制度**上，進行**調整**及銜接。

(3) CBDC：

- **零售型CBDC**的**性質及運作方式**與實體貨幣並不相同，因此各國若要發行CBDC，大多會**修訂現行法規**(如央行法等)或**另訂專法**，以建立充足的法律依據¹⁶。
- 至於**批發型CBDC**，因目前央行準備金亦已採電子化作業，並**透過數位化系統運作**，是以批發型CBDC可適用**央行準備金既有的相關規範或制度**。

(二)CBDC 與穩定幣、存款代幣可在不同層級上共存、互補，共同建構完整的支付生態體系

1. **零售型CBDC與穩定幣、存款代幣皆可作為支付工具，在支付功能上有競爭關係**；但零售型CBDC尚可在私部門以外提供**公共支付選項**，避免民間支付市場壟斷；並可作為**共通的基礎設施**，使私部門業者得以在此基礎公平競爭並支持創新；且可支援**利潤較低的支付需求**(如公家規費、醫療院所)，深化普惠金融。因此，**零售型CBDC可與穩定幣、存款代幣形成互補的支付生態系**。
2. **批發型CBDC是作為跨體系、跨機構、跨平台的最終清算工具**，可促進不同存款代幣或穩定幣的**互通性**，避免代幣化資產市場因平台間互通性不足而產生碎片化問題，目前**不同穩定幣係由不同私部門機構發行，在各自體系內移轉、運作**，未來若有跨體系、跨機構、跨平台的需求，將可以**批發型CBDC支援其互通性**，並據以確保**代幣化貨幣體系的貨幣單一性**¹⁷與**支付最終性**。

¹⁵ EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24; Bank of England (2024), “The Bank of England’s Approach to Innovation in Money and Payments,” *Discussion Paper*, Jul. 30.

¹⁶ Bechara, M., Pascenic, A D.D., Kubota, T. (2025), “Selected Legal Considerations for Central Bank Digital Currencies,” *IMF Fintech Notes*, NOTE/2025/006.

¹⁷ 意指貨幣無論其形式或發行部門為何，皆能以面額等值支付及清算，詳見 BIS (2023), “Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New,” BIS Annual Economic Report, Jun. 20。

Q3：全球主要經濟體與台灣研究發展 CBDC 之近況？

A3：除美國川普第二任上台後明確中止推動CBDC計畫外，多數主要經濟體與台灣持續進行相關研究或試點；其中，歐元區積極推進零售型CBDC；中國大陸在國內持續擴大數位人民幣試點規模，目前已轉型為數位存款貨幣(詳Q4：中國大陸人行的數位人民幣為何轉型為數位銀行存款？)

(一)美國行政及立法全面中止推動CBDC

1. 美國總統川普所屬的共和黨，將CBDC視為政府擴張監控的危險工具，反對仿效歐元區與中國大陸推動CBDC。2025年1月，川普簽署行政命令，禁止在美國境內創建、發行、流通及使用CBDC(圖6)；2026年7月生效的「21世紀住房之路法案」，雖旨在解決住房負擔問題，也附帶了共和黨主張Fed於2030年底前不得發行或創建CBDC的條款。
2. Fed在Powell擔任主席時表明¹⁸，在未獲行政與立法授權前不會推動CBDC發行¹⁹；Fed主席Kevin Warsh在2026年4月參議院銀行委員會的聽證會上更表態反對²⁰。論者認為²¹，隨著美國官方明確摒棄CBDC，將激勵美元穩定幣發展，從而拉抬美國公債的國際需求；未來美元穩定幣可能扮演「實質數位美元」角色，持續維繫美元的國際地位。

圖6 美國官方對CBDC政策立場的演進歷程



資料來源：美國白宮、Fed官網及國際媒體報導；本行自行整理

¹⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System (2022), "Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation," Jan.

¹⁹ 即使在拜登政府時期，美國行政機關也未積極推動CBDC。2022年3月，美國財政部應時任總統拜登指示研析發行CBDC的利弊風險，惟在同年9月提交的報告中未定論是否應發行。詳The Department of the Treasury (2022), "The Future of Money and Payments," Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067, Sep.。

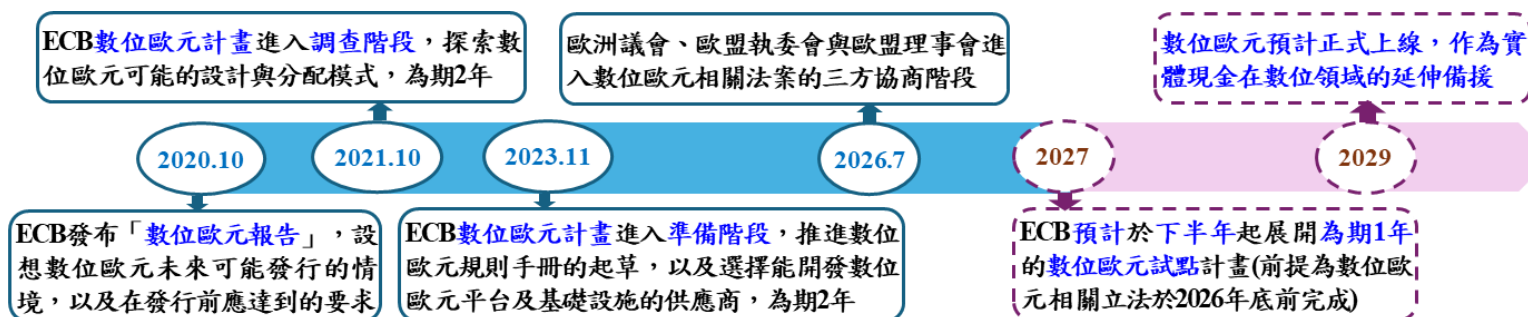
²⁰ Warsh早於2022年在《華爾街日報》評析數位人民幣對美元地位的威脅時，反對美國發行零售型CBDC；隨著川普再次執政，美國政策全力扶植穩定幣，意在帶動國際市場對美國公債的需求，藉此深化美元在全球的統治地位。詳Warsh, Kevin (2022), "The U.S. Needs a Better Digital Dollar," *Wall Street Journal*, Nov. 20; Bénassy-Quéré, Agnès (2025), "Is Tokenization a Game-Changer for the International Monetary System?" Banque De France, Sep. 16。

²¹ PYMNTS (2025), "Making Sense of Trump's CBDC Ban and Crypto Stockpile Order," *PYMNTS*, Jan. 24; Jones, Marc (2025), "Trump's Digital Dollar Ban Gives China and Europe's CBDCs Free Rein," *Reuters*, Jan. 28.

(二)歐元區推動數位歐元，旨在因應美元穩定幣威脅並增強境內數位支付系統的韌性²²

1. 歐元區非現金支付需求日益增長，然其數位零售支付因本土支付網絡碎片化(fragmentation)²³，高度依賴境外業者²⁴；加以美元穩定幣對歐元區貨幣主權(monetary sovereignty)形成潛在威脅，促使ECB布局數位歐元。
 - (1) ECB總裁Christine Lagarde及數位歐元計畫負責人Piero Cipollone均表示，歐洲數位零售支付高度依賴境外機制，缺乏自主應對突發狀況的能力；僅靠現金作為官方備援機制已顯不足，亟需推動數位歐元作為現金的數位延伸。
 - (2) ECB首席經濟學家Philip Lane指出，包括穩定幣在內的科技創新，恐干擾貨幣政策傳遞、貨幣主權及貨幣單一性(singleness)；發展數位歐元係降低未來經濟衝擊風險、確保歐元體系在數位化浪潮中維持韌性的重要對策²⁵。
2. ECB自2021年正式啟動「數位歐元計畫」以來，相關籌備工作持續推進(圖7)。若歐盟相關立法程序於2026年底前順利完成，ECB規劃於2027年下半年啟動為期1年的試點計畫，屆時將有36家歐元區支付服務提供者(PSP)參與，並有望於2029年正式推出數位歐元。

圖7 數位歐元的進展



資料來源：ECB官網及國際媒體報導；本行自行整理

²² Lagarde, Christine (2026), "Money in Transition," Opening Speech at the ECB Conference on "Money in Transition: Digitalization and Innovation in Payments," June. 15; Cipollone, Piero (2026), "The Cooperative Spirit at the Heart of the Digital Euro," Lecture at the Annual Meeting of the Federation of Italian Cooperative Credit Banks (Federcasse), Jul. 17; Prasad, Eswar S. (2025), "The Stablecoin Paradox," *IMF F&D Magazine*, Dec.; Cipollone, Piero (2025), "The Digital Euro: Ensuring Resilience and Inclusion in Digital Payments," Introductory Statement at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Sep. 4; Lane, Philip R. (2025), "The Digital Euro: Maintaining the Autonomy of the Monetary System," Speech at University College Cork Economics Society Conference 2025, Mar. 20.

²³ 歐元區多數成員國缺乏本土支付系統；即使少數國家有自己的系統，其應用情境也有限，且無法跨歐洲國家使用。

²⁴ 目前歐元區約3分之2的卡片支付由美國兩大國際發卡組織Visa與Mastercard處理，更有13個成員國因無本土品牌替代，只能完全依賴境外業者。逾半數成員國也無本土行動支付品牌，廣泛接受Apple Pay與Google Pay支付。

²⁵ 有論者主張歐洲應推廣以歐元計價的穩定幣，以防範數位美元化(digital dollarization)與貨幣主權喪失；但ECB總裁Lagarde認為，此舉並非強化歐元國際吸引力的有效途徑。詳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 Roda de Bará, May 8.

(三)我國目前支付環境多元、便利，尚無發行零售型CBDC之急迫性，先以支援數位券(幣)支付為試作項目；同時持續進行批發型CBDC(即代幣化準備金)相關研究與試驗，以因應資產代幣化之發展

1. 我國目前支付環境高效多元且便利，尚無發行零售型 CBDC 之急迫性，先以支援數位券(幣)支付為試作項目

- (1) 本行2024年將前已試驗完成之「CBDC雛型平台」轉置為「數位公共建設金流平台」²⁶，與零售支付系統整合，並以支援政府機關發放數位券(幣)或補助款為試作項目，藉此驗證平台效能與安全性。
- (2) 2025年8月及11月，該金流平台分別協助客委會「客家幣1.0」及行政院「普發現金1萬元」之發放政策；2026年協助客委會續辦「客家幣2.0」，並與其他部會合作，例如協助衛福部發放「健康幣」及其金流作業。
- (3) 未來政府部門如有辦理政策性發放之需求，均可採用該金流平台，無須各自建置及維運系統，除可避免資源重複投入外，亦可有效提高行政效率。

2. 我國持續進行批發型 CBDC(即代幣化準備金)相關研究與試驗，期建構未來代幣化體系金融基礎設施，維持央行貨幣作為信任基礎與最終清算資產之角色

- (1) 為因應代幣化資產發展趨勢，BIS提出聯合帳本(Unified Ledger)觀點，亦即將代幣化央行準備金、銀行存款及其他資產代幣，整合於可程式化平台²⁷，以作為未來代幣化金融基礎設施。
- (2) 為驗證上述BIS聯合帳本觀點，本行自2024年起²⁸進行代幣化相關試驗。
 - 2025 年協同財金公司與集保公司合作，試驗共同建構代幣化金融基礎設施之可行性，以避免代幣化平台碎片化發展。
 - 2026 年持續協同財金公司、集保公司及金融機構等單位進行兩項試驗：

²⁶ 該金流平台與數發部「政府發放共用基礎平台」介接合作，由數發部之平台負責數位券發放，該金流平台則負責數位券所涉之金流作業。

²⁷ 聯合帳本係基於 DLT 運作，利用智能合約(smart contract)整合並自動化一連串交易操作，消除傳統上訊息傳遞與結、清算分離導致的延遲與人工作業；促進 DLT 平台間的互通性技術架構有多種方式，例如單一帳本或多個帳本以跨鏈機制互通等，設計時需在可程式化、可組合性與不同帳本之治理需求間取得平衡。

²⁸ 2024 年本行協同財金公司及銀行合作建置「代幣化金流試驗平台」(現已改為「金融聯盟鏈」平台)，測試以批發型 CBDC 支援資產代幣之技術可行性。

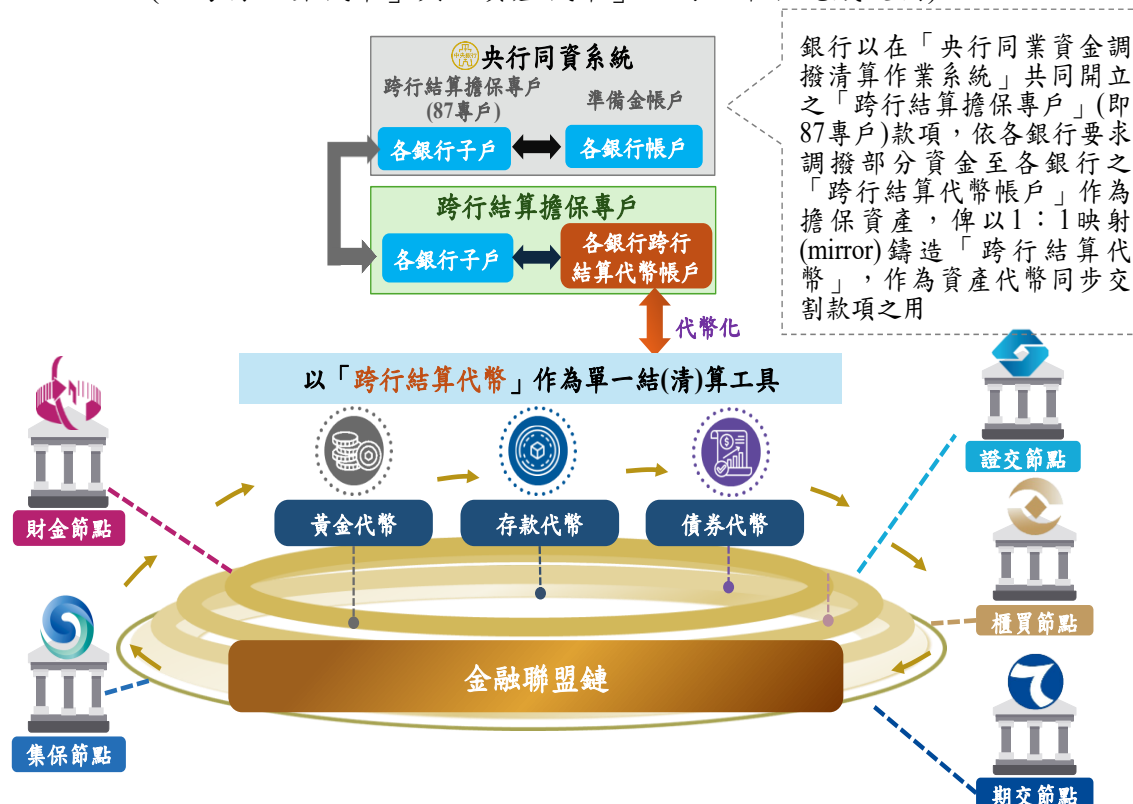
- 協同財金公司與 12 家銀行共組「金融聯盟鏈」，將黃金存摺業務上鏈並以黃金代幣運作，以解決民眾及參與銀行目前面臨之問題(表 2)。
 - 另「金融聯盟鏈」將與集保公司等四大證券週邊單位建置之「RWA 代幣平台」合作，試驗讓資產代幣、銀行存款代幣及跨行結算代幣整合於同一平台上(即「金融聯盟鏈」平台)協作之規劃(圖 8)。
3. 隨著數位創新之發展，如何維護貨幣的信任與促進支付系統的安全與效率仍是央行的職責，因此本行將與金管會、銀行、財金公司及相關業者，持續進行代幣化試驗方案，確保未來代幣化金融體系仍由央行提供最終清算工具及信任基礎，並藉此建構代幣化金融基礎設施。

表 2 黃金存摺業務代幣化之比較與效益

對象	現行作業 缺失	現行作業說明	改善&預期效益
民眾	無法跨行提領	1.民眾提領黃金，限向原銷售機構(台銀以外銀行)臨櫃申請並提領 2.純網路銀行無實體分行據點，無法提供本項服務	1.民眾可持「 <u>提領憑證NFT</u> 」(具唯一性，可為領取識別)至台銀指定分行提領， <u>毋須回到原銷售機構臨櫃申請提領</u> 2. <u>業務可拓展至純網路銀行</u>
	現貨提領時間長	民眾向原銷售機構申請提領，台銀需運送實體黃金至原銷售機構分行，等待期間長(約2週)	民眾可至台銀指定分行 <u>跨機構提領黃金現貨</u> ， <u>等待時間預計由現行2週縮短為3天</u>
	提領負擔成本高	民眾須負擔實體黃金之運送及保全成本	提領地點不限於原銷售機構，民眾負擔成本預期將降低
銀行	民眾完成交易與銀行間款項清算具有時間差	民眾T日向原銷售機構購買黃金，原銷售機構T+1日才支付款項給台銀	台銀透過預言機(oracle)更新鏈上黃金報價，銀行間可 <u>即時於鏈上完成款項及黃金代幣同步交割</u>
	對帳以人工作業進行	台銀T+1日提供對帳單給原銷售機構，原銷售機構進行人工對帳	<u>交割當下(T日)即完成對帳</u>

註：預言機係將鏈下真實世界資訊傳送至區塊鏈，供智能合約使用的資料傳遞機制。
資料來源：財金公司、銀行

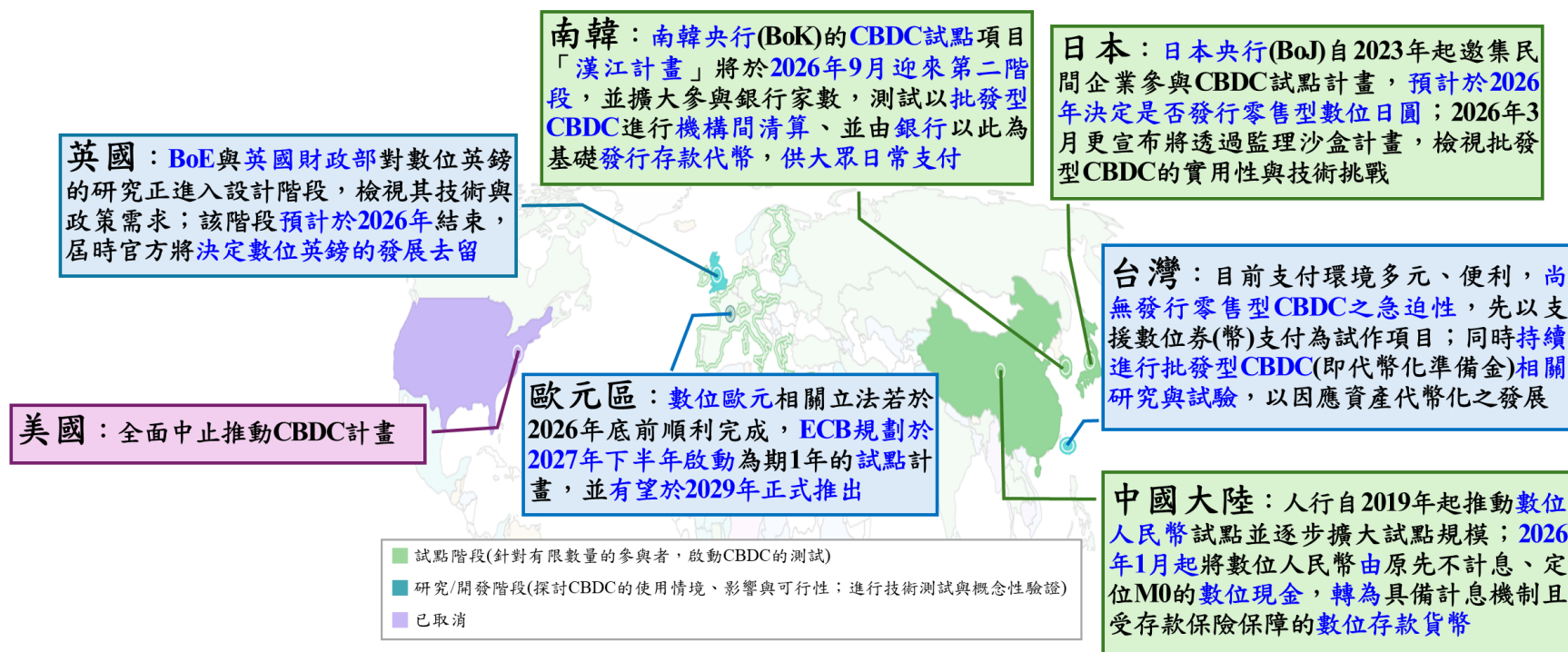
圖 8 「金融聯盟鏈」運作架構示意圖
(「跨行結算代幣」與「資產代幣」於同一平台完成交割)



資料來源：財金公司
102

(四)整體而言，目前全球主要經濟體與台灣在CBDC領域的發展近況繪示如圖9。

圖9 全球主要經濟體與台灣在CBDC領域的發展近況



資料來源：各國央行官網、Atlantic Council及國際媒體報導；本行自行整理

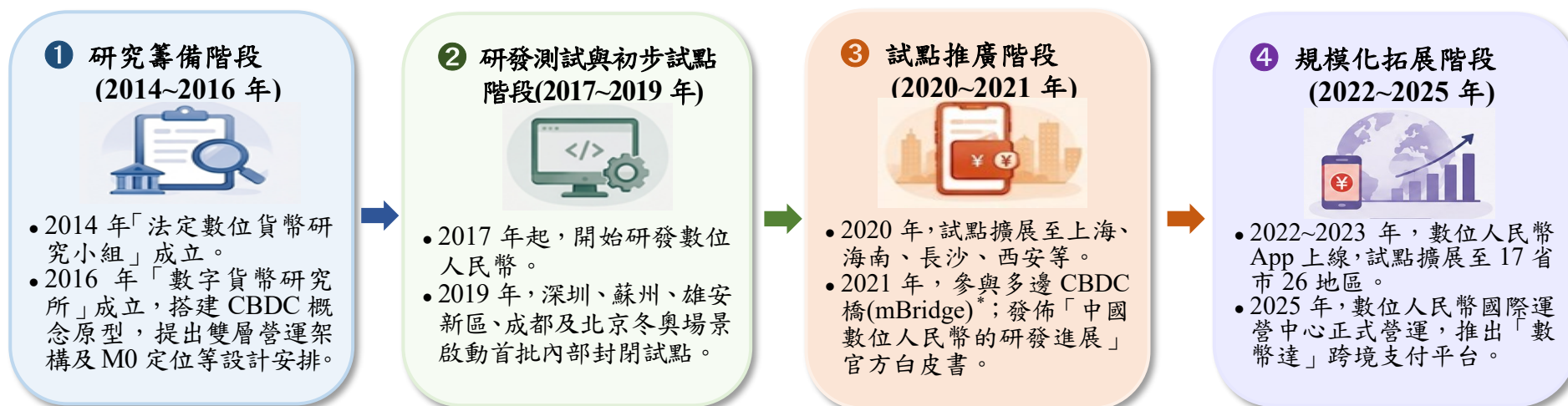
Q4：中國大陸人行的數位人民幣為何轉型為數位銀行存款？

A4：數位人民幣因支付寶及微信支付已深入中國大陸民眾的日常生活，民眾缺乏使用動機，加以商業銀行推動誘因薄弱，人行於2026年初改革，將數位人民幣定位轉型為數位存款貨幣，欲激勵普及度。

(一)數位人民幣發展目標與歷程(2019~2025年)²⁹

1. 中國大陸成為全球最早宣布推動CBDC的主要經濟體之一，最初構想是打造具實體現金性質的CBDC(即M0定位)，直接由央行擔保、違約風險低、可在部分情況下保有匿名支付功能，同時降低交易成本。
2. 數位人民幣作為境內日常支付，主要欲促進普惠金融及零售支付的公平、效率與安全性；另針對跨境，希冀**推動人民幣國際化**，降低對以美元為全球儲備貨幣核心的國際支付體系之依賴，並**確保人民幣在全球金融的地位**。
3. 數位人民幣於2019年開始啟動首批內部封閉試點，並自2020年起擴展數位人民幣試點，試驗包括日常消費、帳單及稅款繳納及社會安全福利領取等廣泛用途，以及推動跨境支付(圖10)。

圖10 數位人民幣發展歷程



*mBridge計畫係由人行與香港金融管理局、泰國央行、阿拉伯聯合大公國央行及沙烏地阿拉伯央行合作，利用區塊鏈技術讓各國(或地區)央行間使用各自發行的CBDC直接交易，該計畫已於2024年進入具有基本功能的產品版本之最小可行性產品；截至2026年6月中，mBridge處理4,700億人民幣(約690億美元)的交易，其中超過95%的交易係使用數位人民幣。

資料來源：人民銀行、東方財富網；本行自行整理

²⁹ Katsurada, Kengo (2026), "The Shift in China's CBDC (Digital Yuan) Policy and Key Implications," *JRI Research Journal*, Vol.9, No.13, July 16; Reuters (2026), "Exclusive: From Lottery Draws to Fiscal Spending, China Broadens Digital Yuan Footprint," May 30。

(二)2026年數位人民幣為加速普及進行制度改革，將數位人民幣從「數位現金」重新定位為「數位存款貨幣」

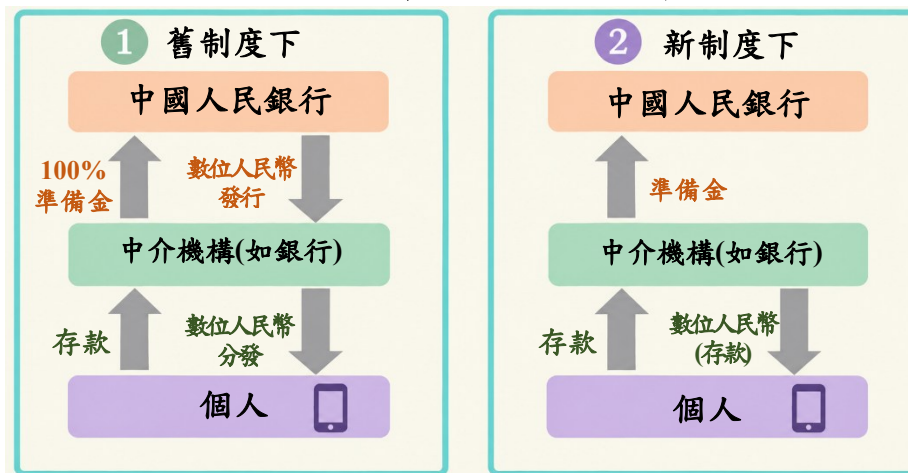
1. 數位人民幣研發迄今已逾10年，累計交易金額約16.7兆人民幣(約2.3兆美元)，交易筆數逾34億筆(截至2025年11月)³⁰。儘管如此，個人的使用仍算有限；根據彼得森國際經濟研究所(PIIE)數據，2024年數位人民幣交易量僅占中國大陸銀行卡(轉帳卡及信用卡)、支付寶和微信支付整體交易額的0.2%。
2. 數位人民幣面臨挑戰的原因在於能提供用戶的附加價值有限，金融機構推動的誘因也薄弱³¹。
 - (1) 支付寶及微信支付已深入中國大陸民眾的日常生活，不僅提供支付服務，更整合購物及即時通訊等，擁有強大的網絡效應；相較之下，數位人民幣並未展現出足夠的便利性，不足以說服民眾轉換使用數位人民幣。
 - (2) 另一方面，金融機構不但不能向用戶收取存款兌換成數位人民幣的手續費，用戶錢包數位人民幣餘額尚須提列100%準備金，無法進行信用創造，甚至還須承擔法遵義務，致金融機構難以建立可持續性的商業模式。
3. 鑑於此，人行進行重大制度改革，於2026年1月1日起，將數位人民幣從「數位現金」重新定位為「數位存款貨幣」(digital deposit money)，且予以計息，並納入準備金制度(表3、圖11)，期以加速數位人民幣的普及。

表3 數位人民幣新舊制度的比較

	舊制度	新制度
定位	數位現金	數位存款貨幣
債務人	央行(即人行)	商業銀行
有無支息	無	實名註冊錢包：有 匿名錢包：無
存款保險	不適用	- 銀行營運：納入存款保險範疇 - 非銀行營運：非存款保險對象
準備金	100%提列	- 銀行營運：遵循法定準備率提列 - 非銀行營運：100%提列

資料來源：中田理惠(2026)

圖11 數位人民幣新舊制度提存準備金示意圖



³⁰ 另數位人民幣個人錢包數量已達2.3億個，企業錢包數量則為1,884個，詳Chhangani, Alisha (2026), "What to Watch As China Prepares Its Digital Yuan For Prime Time," Atlantic Council, Jan. 15。

³¹ 中田理惠(2026)，「なぜ、デジタル人民元は「デジタル預金通貨」へ移行したのか」，大和總研，6月10日；楊濤(2026)，「釐清數字人民幣2.0的前景與挑戰」，中國社會科學院金融研究所，2月12日。

4. 如上所述，數位人民幣在中國大陸境內轉型為數位銀行存款³²，國際機構認為³³，隨著數位人民幣的制度改革，從央行負債轉為商業銀行負債，其已不似一般認定的零售型CBDC，與代幣化存款更為相似，制度性質等同於銀行存款(表4)。

表4 中國大陸境內各項零售支付工具的比較

	舊數位人民幣	新數位人民幣	現金	銀行存款	第三方支付
債務人	央行(即人行)	商業銀行	央行(即人行)	商業銀行	民間企業
法定通貨	O	X	O	X	X
有無支息	X	O(實名註冊)	X	O	△(轉入特定服務下可產生收益)
使用者保護	—	- 銀行營運：存款保險 - 非銀行營運：100%準備金	—	存款保險	100%準備金
匿名程度	中等	中等	高	低	低
離線支付	O	O	O	X	△

註1：O代表屬於或可以，X代表不屬於或不可以，△有限度地可以，—代表不適用。

2：在離線支付方面，新數位人民幣延續舊數位人民幣技術，支持「雙離線支付」，可透過近場通訊(NFC)技術完成支付；至於支付寶及微信支付等第三方支付，屬於「單離線支付」，付款方可以離線，但收款方必須在線。

資料來源：中田理惠(2026)

³² 至於人行與香港金融管理局、泰國央行、阿拉伯聯合大公國央行及沙烏地阿拉伯央行合作推動的 mBridge 計畫，係由各國央行發行 CBDC，以協助企業進行跨境交易；其中人行運行於 mBridge 平台上的跨境數位人民幣，與轉型後的境內數位人民幣相較，前者為央行發行的 CBDC，屬持有人對央行的債權，後者已轉型為數位存款，屬持有人對商業銀行的債權，是以不再屬於同一類型的債權。參見中央銀行(2024)，「跨境支付的未來發展」，央行理監事會後記者會參考資料，12月19日；Tian, Kun (2026), “China’s Digital Renminbi Is Running On Two Tracks,” *OMFIF*, Aug. 21。

³³ Katsurada, Kengo (2026), “The Shift in China’s CBDC (Digital Yuan) Policy and Key Implications,” *JRI Research Journal*, Vol.9, No.13, July 16; Chorzempa, Martin (2026), “China Gives up on State-backed Digital Cash: The US and Europe Should Take Note—for Different Reasons,” *PIIE*, Feb. 10.

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？

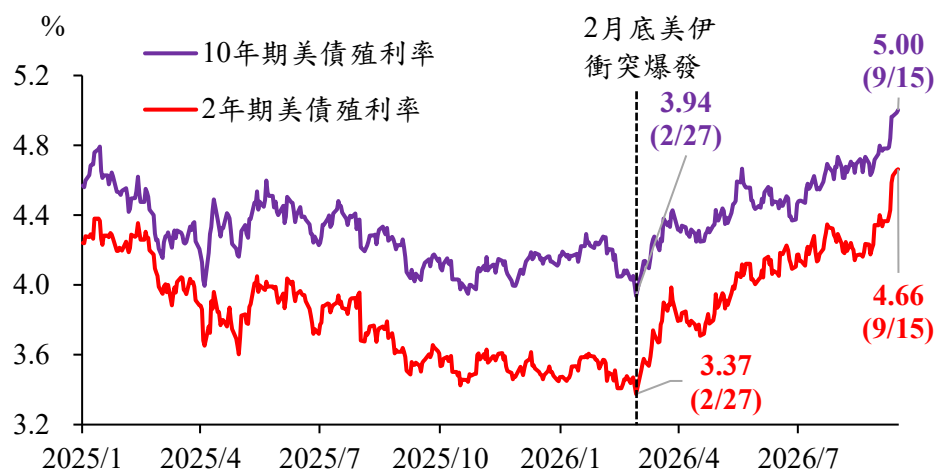
Q1：本年美國公債殖利率走升之主要原因為何？

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)

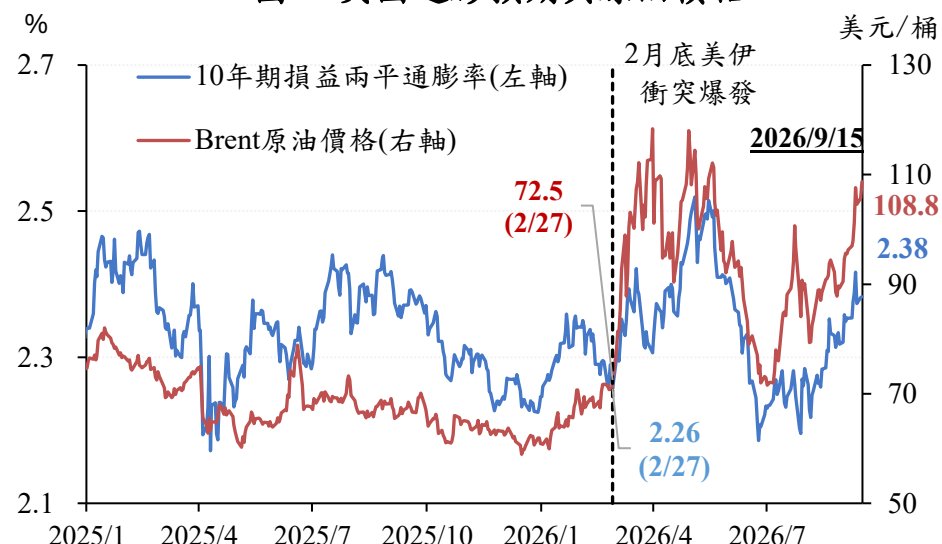
— 本年7月整體及核心PCE物價指數年增率分別為3.7%及3.3%，仍高於Fed之2%目標，且連續65個月高於政策目標。

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。

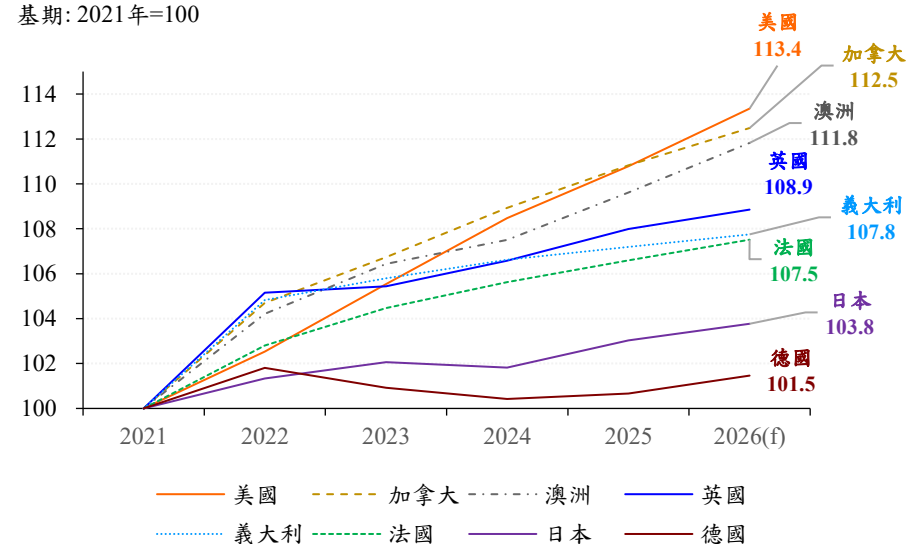
資料來源：IMF World Economic Outlook (2026 年 7 月)

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

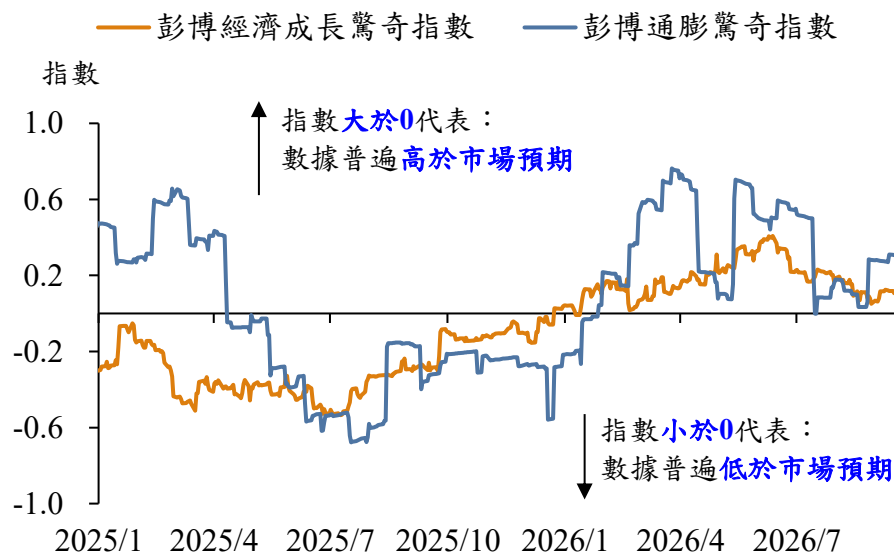
— 由彭博編製之驚奇指數觀察⁴，本年以來美國經濟成長(圖 4 橘線)及通膨數據(圖 4 藍線)持續高於市場預期；美國通膨回落進程仍具不確定性，加以經濟基本面具韌性，使市場逐步上修本年底聯邦資金利率水準之預期值。

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)。

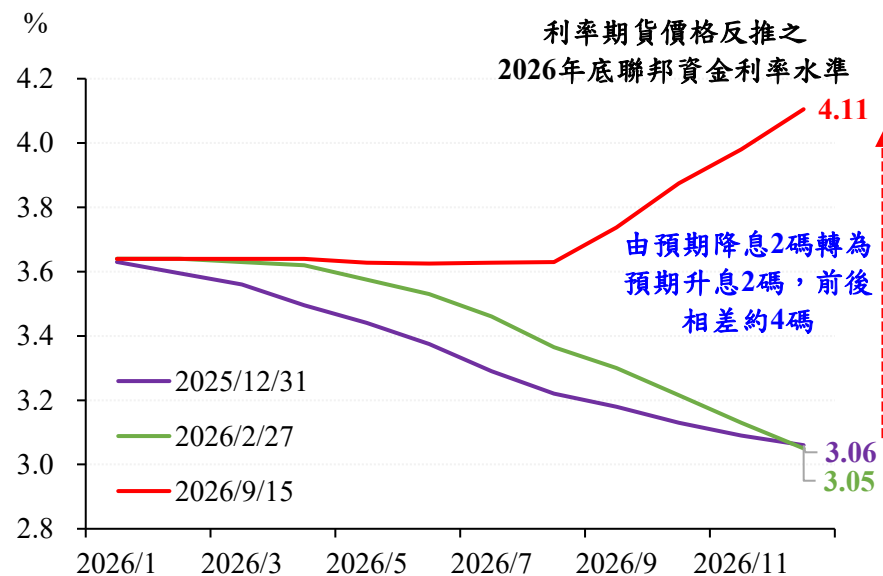
(2) 截至本年 9 月 15 日，市場已轉為預期本年底政策利率升至約 4.11%，相當於預期升息約 2 碼(圖 5 紅線)。

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

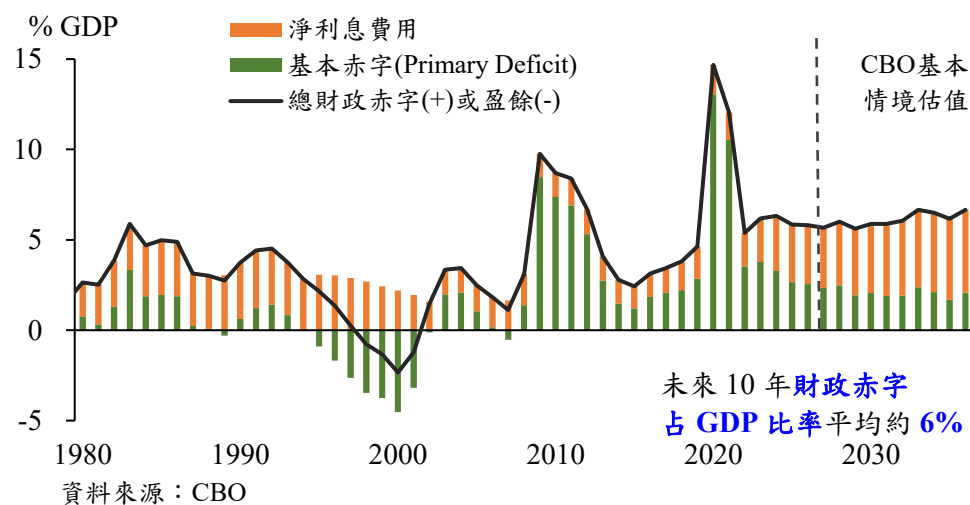
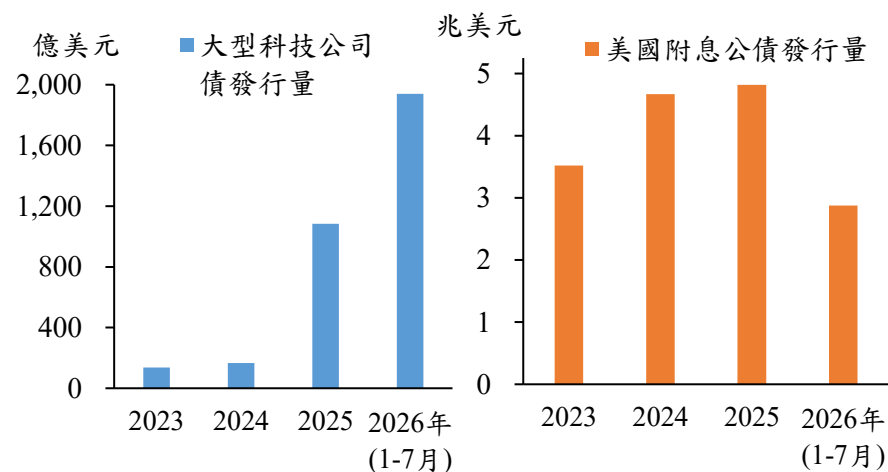


圖 7 付息美國公債與 AI 企業公司債供給



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

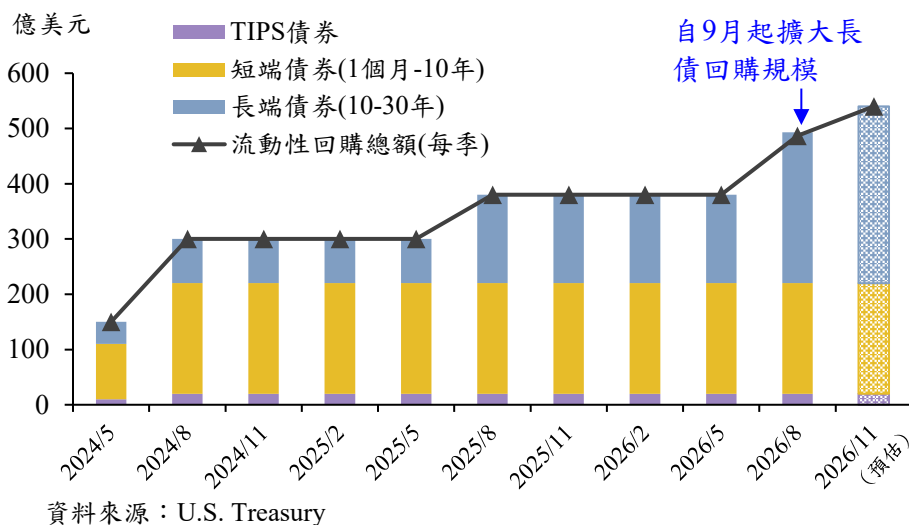
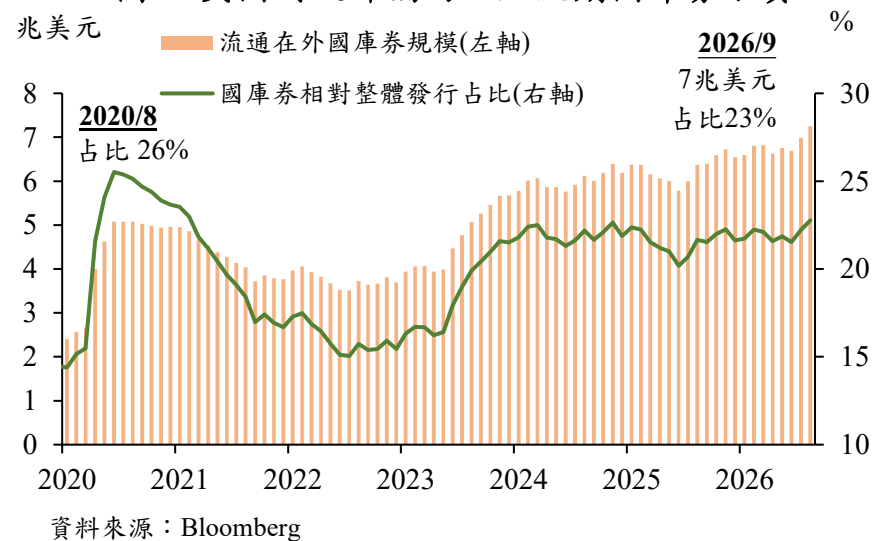


圖 9 美國財政部偏向以短天期國庫券融資



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 Facility)¹¹**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

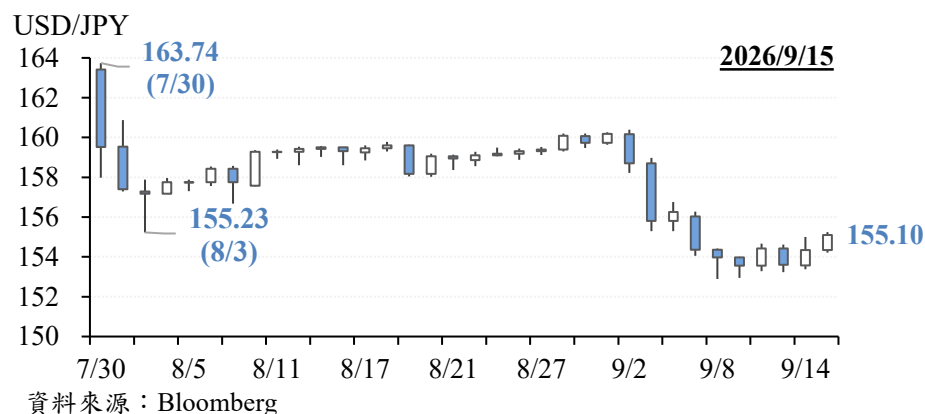
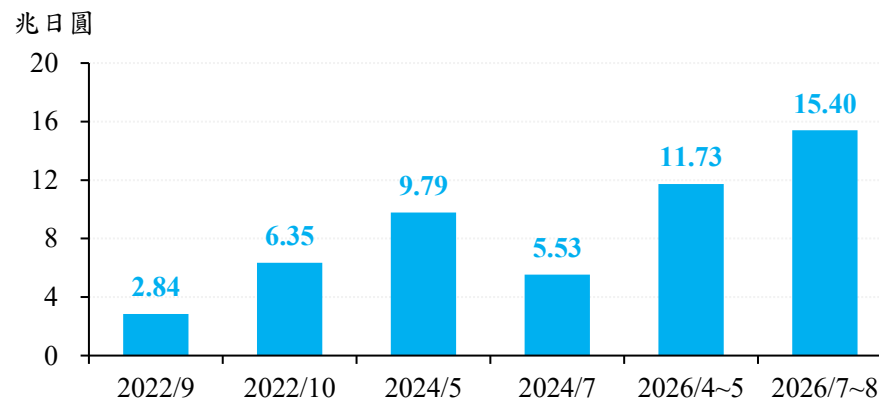


圖11 2020年迄今日本歷次外匯干預金額



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。

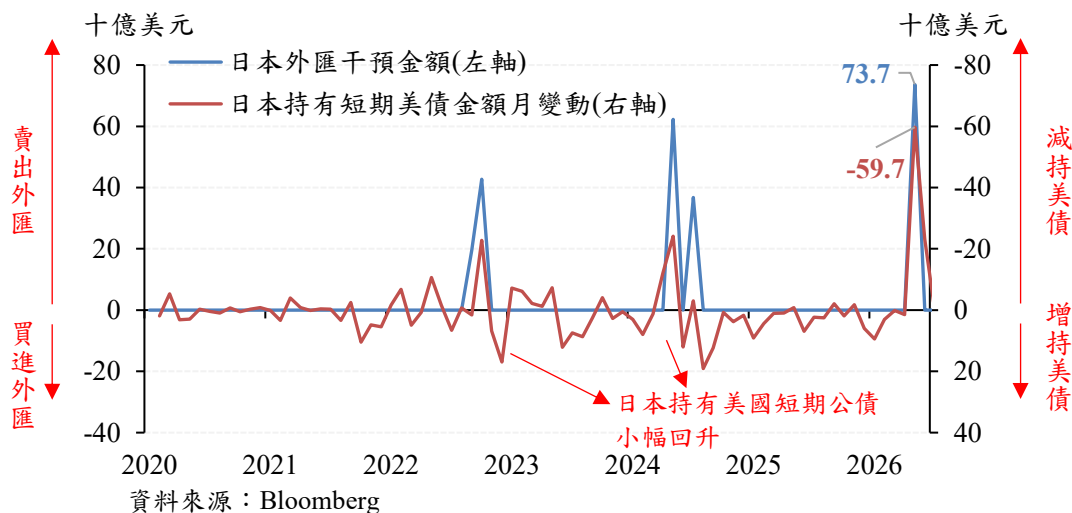
¹² 亞洲金融風暴期間日圓大幅貶值，美日共同賣出美元、買進日圓。短期效果約維持六週。

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

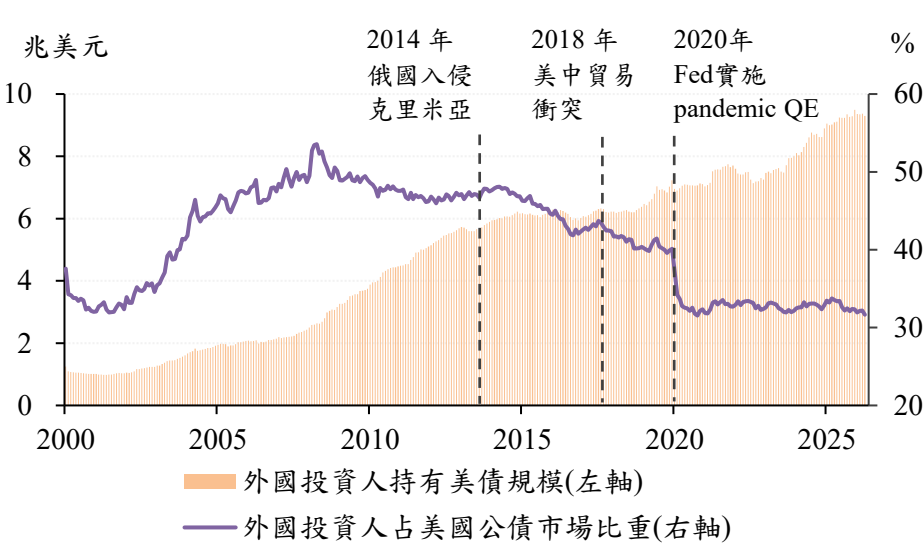
Q4：在近期美債殖利率走升及相關事件影響下，投資者是否對美元資產產生疑慮？

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

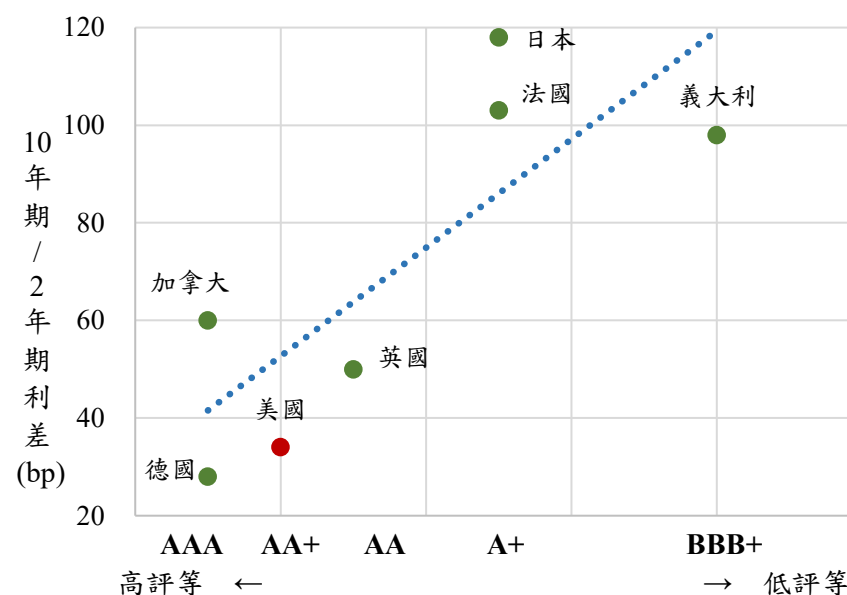
1. 目前主要信評機構給予美國之債券評等(AA+)為次高等級；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，優於英國(AA)、法國(A+)、日本(A+)及義大利(BBB+)。
2. 美國公債市場之深度與廣度居全球之首，為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，具高度流動性。
3. **10 年期美國公債殖利率**於 G7 國家中為**次高**，部分反映其**政策利率仍處較高水準**(表 5)；若進一步觀察 **10 年期與 2 年期公債殖利率之利差**，美國為 34 個基點，**於 G7 國家中僅高於德國**(28 個基點)，顯示在短端利率較高的情況下，美國長端殖利率並未相對大幅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

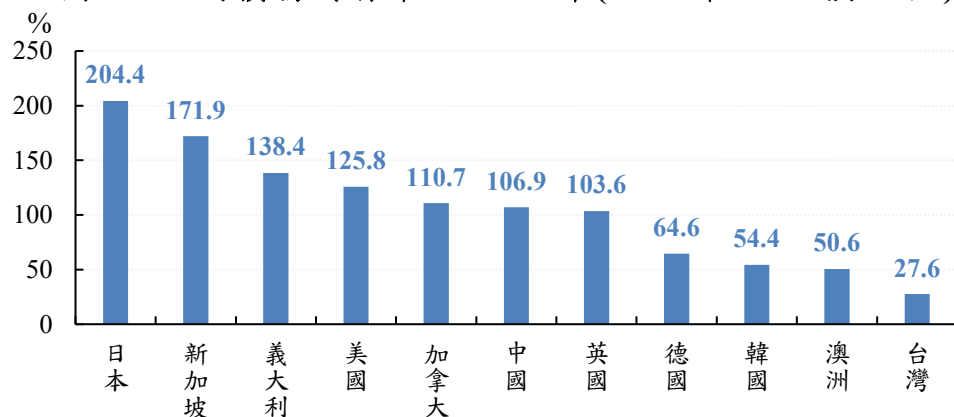


資料來源：Bloomberg，截至 9 月 15 日。

(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*)

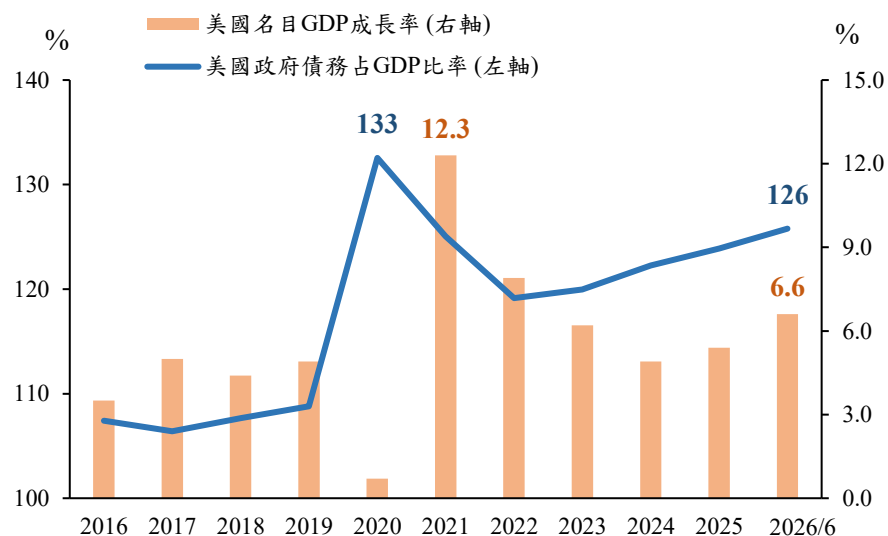


註 1：為利國際比較，IMF 以統一標準計算各國一般政府債務(包含中央及地方政府所有債務)占當年度 GDP 比率。

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)

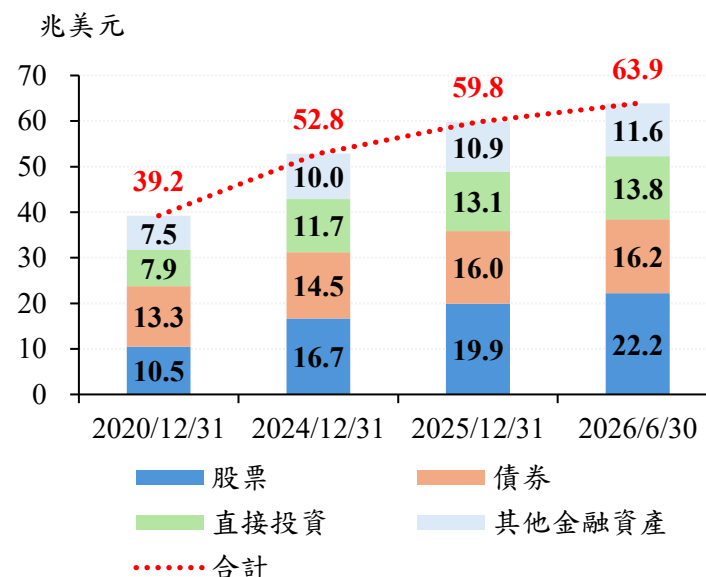
註：括弧內資料日期為 2025 年 6 月。
資料來源：Bloomberg (債市取自 Global Aggregate Index，股市取自 World Exchange Mkt Cap Index)。

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。