

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

113.12.19

## 前 言

本(2024)年9月本行理監事會議以來，全球經濟溫和擴張，通膨率續降；惟川普(Donald Trump)再度當選美國總統，未來美國之經貿政策具高度不確定性，全球經濟下行風險升高。國內方面，本行預測台灣本年經濟穩健成長 4.25%；明(2025)年將續成長 3.13%，惟未來美國政策變動，將是影響國內經濟成長之重要變數；通膨則持續降溫，本年CPI及核心CPI年增率預測值分別為 2.18%及 1.90%，明年則分別續降至 1.89%及 1.79%。

鑑於近期某周刊及論者指稱：本行「所控管的貨幣供給暴增，是助長台灣房價的主因」、「為達成盈餘繳庫目標，採取低利率及低匯率政策，因而推升國內房價」、「阻升台幣導致連年遭美國財政部列入干預匯率國家觀察名單」、「外匯干預導致我國銀行體系流動性氾濫」、「年年繳庫的作法，本質上與印鈔票給財政部支應財政赤字是一樣的」等論點，與事實不符。為避免誤解，特撰擬相關說明，俾增進各界對本行貨幣政策操作之瞭解。

主要央行面臨國內外經濟金融環境之變化，貨幣政策架構亦隨之調整；其演變從 1970 年代普遍採貨幣目標化架構，至 1990 年代通膨目標化興起，再到 2008 年全球金融危機後朝監控多元指標架構發展。本行早期採貨幣目標化架構，現行則與美國聯邦準備理事會(Fed)、歐洲央行(ECB)及瑞士央行類似，均採監控多元指標架構。為期各界對本行貨幣政策架構之瞭解，特專文比較分析主要央行與本行貨幣政策架構之要點與特色供參。

川普新任期(川普 2.0)將推出之政策全球矚目。各界多認為除將延續其上次任期(川普 1.0)之政策外，將更強化與中國大陸脫鉤及「美國製造」政策。爰為文分析「川普 2.0」對全球經貿之可能影響，以及近期對金融市場之效應供參。

目前國際跨境支付主要係由 SWIFT 系統傳輸金融資訊，並以美元、歐元等主要貨幣進行清算。俄羅斯於本年 2 月倡議建置新的跨境支付平台「BRICS Bridge」。國際清算銀行(BIS)另與歐美等國合作進行 Agorá 跨境支付專案，並宣布退出與中國大陸等國合作之「mBridge」計畫。外界關注全球支付體系之未來發展方向，特撰文分析供參。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟發展之職責，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題之發展；爰探討上述議題並將之彙集成冊，俾供各界參閱。

## 目 次

|   |    |
|---|----|
| 一、國際經濟金融情勢及展望                               | 1  |
| 二、國內經濟及通膨展望                                 | 15 |
| 三、本行貨幣政策相關議題之說明                             | 32 |
| 四、主要央行現行貨幣政策架構之比較：本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採多元指標架構 | 54 |
| 五、川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應                 | 74 |
| 六、跨境支付的未來發展                                 | 93 |

## 一、國際經濟金融情勢及展望

本(2024)年9月本行理監事會議以來，全球經濟持續成長，通膨率續降；本年11月美國總統大選落幕，未來美國經貿政策轉變之具體細節及實施時程將牽動全球經貿版圖；另中國大陸推出多項經濟激勵政策，政策效果待觀察。近期全球製造業景氣仍平疲，服務業績擴張，預期全球經濟持續溫和成長，惟美、中兩國經貿政策不確定性高，經濟成長面臨下行風險；S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.71%，明(2025)年成長率由9月預測之 2.73%下修至 2.51%，其中上修美國及台灣預測值，下修全球、歐元區、英國、日本、南韓、中國大陸及東協十國預測值。

物價方面，國際油價等主要大宗商品價格疲弱，能源價格下跌，食品價格漲幅趨緩，全球通膨壓力持續降溫，惟服務類價格持續上漲，致核心通膨率偏高，物價仍具僵固性，部分經濟體通膨率下降幅度趨緩。S&P Global 預測本年全球通膨率為 4.51%，明年續降至 3.41%，其中上修全球、美國、歐元區、英國、日本及台灣預測值，下修南韓及中國大陸預測值。

在通膨降溫下，美、歐央行持續降息循環，惟通膨率降幅趨緩，復以經濟前景不確定性升高，將持續依最新數據評估貨幣政策立場；亞洲經濟體依經濟及金融情勢調整貨幣政策，日本持續朝貨幣政策正常化發展，另將密切關注美國經貿政策轉變之影響；中國大陸通縮風險居高，貨幣政策續寬鬆。

金融市場方面，川普當選美國總統對金融市場造成顯著影響，投資者預期美國新政可能導致公債供給增加且通膨率居高，美債殖利率走升，美元走強，美國股市表現優於其他經濟體。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國川普新政影響具高度不確定性；中國大陸面臨外部及內部經濟下行風險；地緣政治風險影響物價與社會穩定；及對主要經濟體政府債務可持續性的擔憂升溫等，其發展與影響宜密切留意。

## (一)全球經濟具韌性，惟美、中經貿政策之不確定性影響全球經濟成長動能

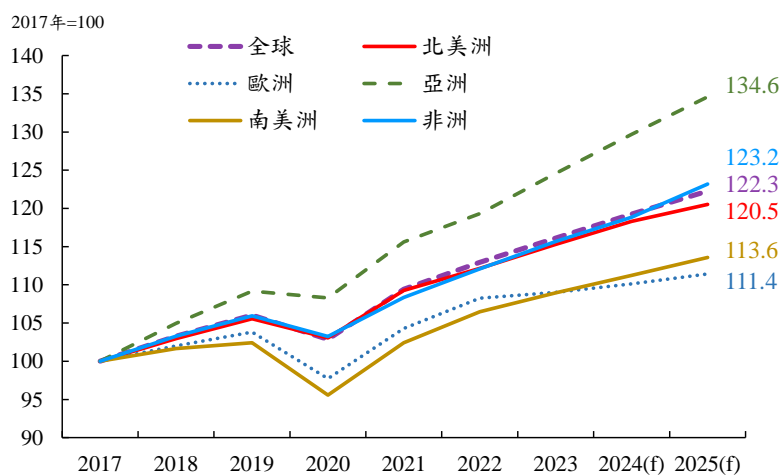
### 1. 全球經濟具韌性，經濟成長趨勢有望持續<sup>1</sup>

近年全球接續面臨美中貿易與科技戰、Covid-19 疫情、供應鏈中斷及俄烏戰爭等多項事件衝擊，在企業調整供應鏈生產，政府擴大財政支出以因應疫後民眾生活成本高漲，勞動市場穩健亦支撐民間消費，全球經濟表現呈高度韌性；其中，亞洲經濟體為全球經濟成長的主要貢獻來源，歐洲經濟成長動能較緩(圖 1)。

另，疫後供給面不利因素致全球通膨壓力高漲，各國央行同步緊縮貨幣抑制物價持續上漲預期，全球通膨壓力逐漸和緩(圖 2)；主要經濟體央行降低貨幣緊縮程度，亦有助經濟持續平穩成長。

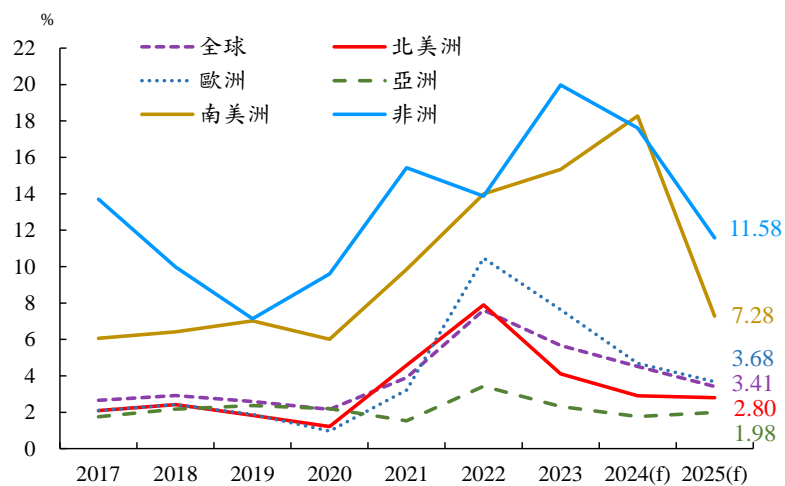
經濟合作暨發展組織(OECD)等國際機構表示，貿易為過去全球經濟成長的重要動力來源，若各主要經濟體和緩貿易緊張關係，避免保護主義及地緣政治衝突升級，全球經濟有望維持平穩成長趨勢。

圖 1 全球經濟成長(GDP 指數化)



資料來源：S&P Global (2024/12/17)

圖 2 全球通膨率



資料來源：S&P Global (2024/12/17)

<sup>1</sup> 參見 Citi (2024), "The Resilient Global Economy & Trump 2.0," Dec. 5、IMF (2024), "Outlook for Asia and the Pacific: Resilient Growth but Higher Risks," Oct. 31 及 OECD (2024), "Resilience in Uncertain Times," *OECD Economic Outlook*, Dec. 3。

## 2. 美國經貿政策轉變之具體細節及實施時程影響未來全球經濟前景

美國**川普總統當選人**將於明年 1 月上任，其競選時期提出**多項重要經貿政見**，包含對全球經濟正向與負向之供給面與需求面衝擊；美國為全球終端需求成長之重要驅動來源，**經貿政策轉變之具體細節與時程**，將影響未來全球經濟發展前景(表 1)<sup>2</sup>。

表 1 美國川普總統當選人之經貿政見及其可能影響

| 政見   | 主要內容  | 可能影響   |
|------|---|--|
| 貿易政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 對所有進口商品加徵 10%~20%關稅</li> <li>- 對中國大陸進口商品加徵 60%關稅，並取消對中國大陸之永久正常貿易關係優惠</li> <li>- 對墨西哥或其他國家進口車輛提高關稅</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>經濟</b>：吸引廠商投資美國，增添供應鏈調整難度，降低貿易對手國競爭力，貿易政策不確定性上升，降低全球經濟與貿易成長率</li> <li>● <b>通膨</b>：進口品稅率上升若轉嫁至消費者，推升全球物價上漲；惟若廠商定價能力下降，稅率上升減損企業利潤</li> <li>● <b>貨幣政策</b>：全球經濟下行風險高，惟通膨壓力若上升，恐延緩主要央行降息時程</li> </ul> |
| 財政政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 延長「減稅和就業法案(TCJA)」中即將到期之個人及企業減稅措施</li> <li>- 美國本土製造商之稅率由 21%進一步降至 15%</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>經濟</b>：增加美國企業投資吸引力，提高民眾購買力，助益需求成長，惟美國政府債務增加恐推升融資成本，金融情勢趨緊</li> <li>● <b>通膨</b>：美國消費需求上升，推升物價上漲</li> <li>● <b>貨幣政策</b>：美國經濟表現優於其他經濟體，Fed 貨幣政策寬鬆步調放緩，限縮其他央行寬鬆空間</li> </ul>                         |
| 移民政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 驅逐非法移民，強化移民與海關執法</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>經濟</b>：美國勞動供給下降，恐減損經濟成長動力</li> <li>● <b>通膨</b>：美國薪資上漲壓力升高，推升物價上漲</li> <li>● <b>貨幣政策</b>：美國經濟成長放緩且通膨壓力上升，Fed 貨幣政策寬鬆步調放緩，限縮全球其他主要央行寬鬆空間</li> </ul>   |
| 產業政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 增加石化能源供給</li> <li>- 支持產業美國生產</li> <li>- 放寬科技及銀行監管</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>經濟</b>：美國增加石油供給，惟抑制綠色能源投資；放寬監管措施提振企業家精神</li> <li>● <b>通膨</b>：全球油價與能源成本下降，有助抑制物價上漲</li> <li>● <b>貨幣政策</b>：全球通膨壓力下降，央行貨幣政策趨寬鬆，關注監管措施放寬是否增加金融穩定風險</li> </ul>  |

資料來源：國際貨幣基金(IMF)、彼得森國際經濟研究所(PiIE)、Citi 及 JP Morgan 等主要國際機構；本行整理。

<sup>2</sup> 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「五、川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應」。

### 3. 中國大陸通縮風險仍高，有待當局提出可持續改善內需成長之對策

本年9月底以來，中國大陸為提振內需市場，降低各界對房地產危機、地方政府債務風險與投資意願不振之擔憂，以穩定經濟、金融與社會發展，陸續推出多項經濟金融激勵措施(表2)。惟中國大陸通膨仍疲弱，本年11月，消費者物價指數(CPI)及核心CPI年增率分別為0.2%及0.3%，僅略高於0%，工業生產者物價指數(PPI)年增率-2.5%，已連續26個月為負值，衡量經濟體廣泛物價表現之GDP平減指數(GDP deflator)年增率-0.54%，自上(2023)年第1季已連續7季為負值，通縮風險居高(圖3)。

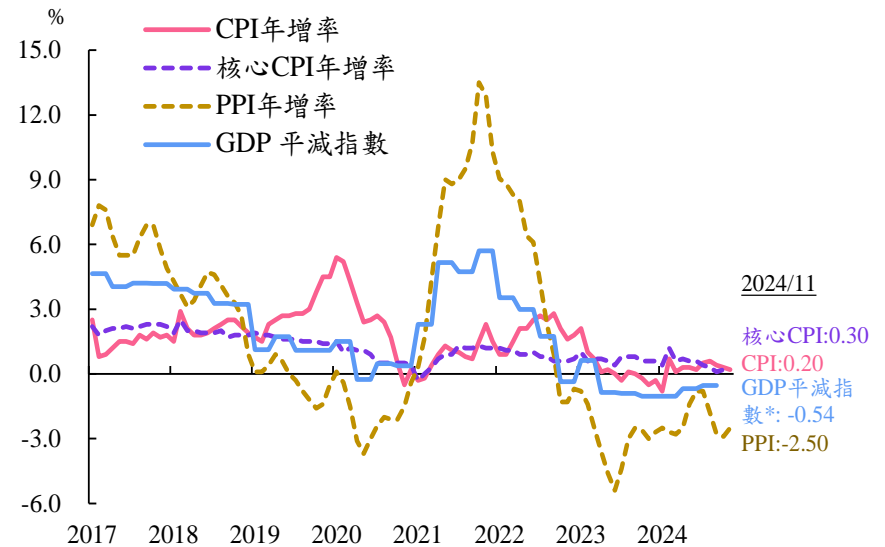
美中長期競爭態勢不變，近年中國大陸依靠大量生產、低價出口擴張之策略已引發國際諸多貿易爭端；另IMF研究指出<sup>3</sup>，中國大陸正面臨生產力成長放緩，勞動力下降之不利挑戰，若缺乏有效的結構性改革(如調整國有企業與民營企業資源分配、擴大社會保障支出等)，重新平衡經濟朝內需消費發展，恐導致潛在經濟成長動能出現實質性下降。通縮風險若持續升高，將對全球經濟產生負面衝擊，宜密切關注當局激勵措施之政策效果。

表2 本年9月以來中國大陸推出經濟金融激勵措施

| 政策措施分類 | 說明   | 經濟影響分類 |
|--------|--|--------|
| 金融市場   | 分別調降存款準備率、7天期逆回購、14天期逆回購及1年期中期借貸便利利率各0.50、0.20、0.10及0.30個百分點。  | 需求面    |
|        | 設立規模5,000億人民幣之互換便利(Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility, SFISF)，有助提升金融企業資金獲取能力，用於投資股市。另實施股票回購增持專案再貸款，首期額度3,000億人民幣。 | 供給面    |
|        | 人行決議實施公開市場買斷式逆回購操作，以維護銀行體系流動性合理充裕，進一步豐富貨幣政策工具箱。  | 需求面    |
| 內需、房市  | 引導銀行降低存量房貸利率，預估平均降幅0.5個百分點；統一全國房貸最低首付比例均為15%；延長「金融16條」及經營性物業貸款等期限至2026年底；將人民幣保障性房屋再貸款人行資金支持比例由60%再提高至100%。                             | 供給/需求  |
|        | 推動消費品汰舊換新，加大電動車推廣力度，舉辦促銷活動協助中國大陸品牌。  | 需求面    |
|        | 降低賣舊買新換購住房稅費負擔，並透過貨幣化安置等方式，新增實施100萬套城中村和危舊房改造。此外，年底將將白名單項目之信貸規模增至4兆人民幣。  | 供給/需求  |
|        | 調降1年期及5年期以上貸款市場報價利率(LPR)各0.25個百分點至3.1%及3.6%。   | 需求面    |
| 財政     | 將地方政府債務上限提高6兆人民幣，用以置換隱性債務，另於未來5年發行共4億人民幣之地方政府特別債券，以償還隱性債務。   | 供給面    |

資料來源：本行整理

圖3 中國大陸通縮風險仍高



\*：GDP平減指數最新資料為2024年第3季。

資料來源：中國大陸國家統計局、Oxford Economics

<sup>3</sup> 參見 IMF (2024), "China's Path to Sustainable and Balanced Growth," Working Paper, Nov. 15。

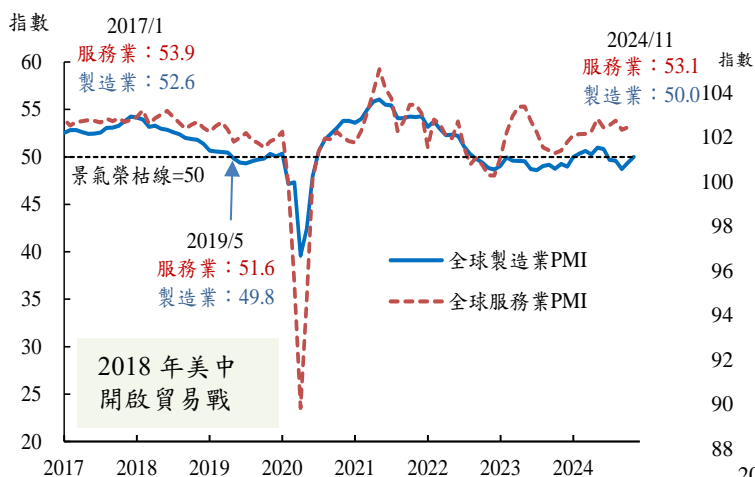


## (二)全球經濟展望：預期全球經濟溫和成長，惟下行風險及不確定性升高

1. 本年 10 月以來，全球製造業景氣平穩，服務業持續擴張助益全球經濟成長；惟美國大選後貿易政策不確定性遽增，增添未來經濟發展之下行風險

- 疫情解封後，全球採購經理人指數(PMI)突顯全球產業表現分歧現象；其中，商品需求平疲，**製造業 PMI 多於 50 景氣榮枯線左右波動**，疫後旅遊活動暢旺，**服務業 PMI 顯示產業持續處於擴張期**(圖 4)。
- 展望明年，預期通膨壓力下降，民眾購買力復甦，**OECD 編製之 G20 國家景氣領先指標續高於長期趨勢值**(圖 5)，預期明年上半年景氣維持回升趨勢。
- 2018 年美中開啟貿易戰後一度衝擊全球製造業信心；當前**美國貿易政策不確定性大增**(圖 6)，**宜謹慎因應未來全球經貿版圖調整**。

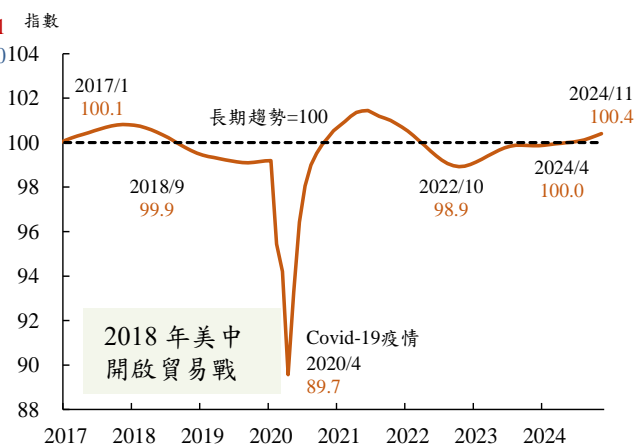
圖 4 全球製造業及服務業 PMI



註：PMI 指數高於 50 表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於 50 表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan

圖 5 G20 國家景氣領先指標



註：OECD 編製 G20 國家景氣領先指標，指數高於 100 表示預期未來 6~9 個月 G20 國家整體 GDP 水準值高於長期趨勢的信心程度增強。

資料來源：OECD

圖 6 美國貿易政策不確定性指數



註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、補貼等關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。

資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站



## 2. 本年全球經濟成長率預測值為2.71%，低於上年之2.86%，明年降至2.51%，經濟下行風險偏高

主要央行貨幣緊縮對經濟之影響漸緩，**本年全球經濟表現具韌性**。展望明年，**美中經貿政策轉變**影響具高度不確定性，**經濟下行風險偏高**；**S&P Global** 對**本年全球經濟成長率**之預測值為**2.71%**，低於上年之2.86%，**明年預測值由9月預測之2.73%下修至2.51%**，其中調降**歐元區、英國、日本、南韓、中國大陸及東協十國**預測值，另調升**美國及台灣**預測值(表3與圖7)。

- **美國**：預期明年新關稅政策實施，若其他經濟體採報復性措施亦將衝擊美國經濟，惟減稅等擴張性財政政策或可部分抵銷負面影響；預測本年經濟成長率為2.72%，低於上年2.89%，明年降至1.91%。
- **歐元區與英國**：俄烏戰爭導致國防支出大增，排擠部分社會經濟支出，政治紛擾事件不斷，減損經濟信心；惟通膨壓力下降、利率走低，增加民眾購買力，且促進企業投資。預測歐元區及英國本年經濟成長率為0.73%及0.83%，高於上年0.51%及0.34%，明年成長率升至0.89%及0.98%。
- **日本**：本年物價持續上漲壓抑民間消費力道，勞動力不足拖累企業投資，惟政府近期推出經濟激勵對策並積極發展半導體及AI產業；預測本年經濟成長率為-0.12%，低於上年1.47%，明年成長率回升至0.98%。
- **中國大陸**：房市及內需市場仍弱，近期官方推出激勵措施，惟成效仍待觀察，另美中貿易衝突進一步升溫風險仍高；預測本年經濟成長率為4.97%，低於上年5.25%，明年降至4.21%。

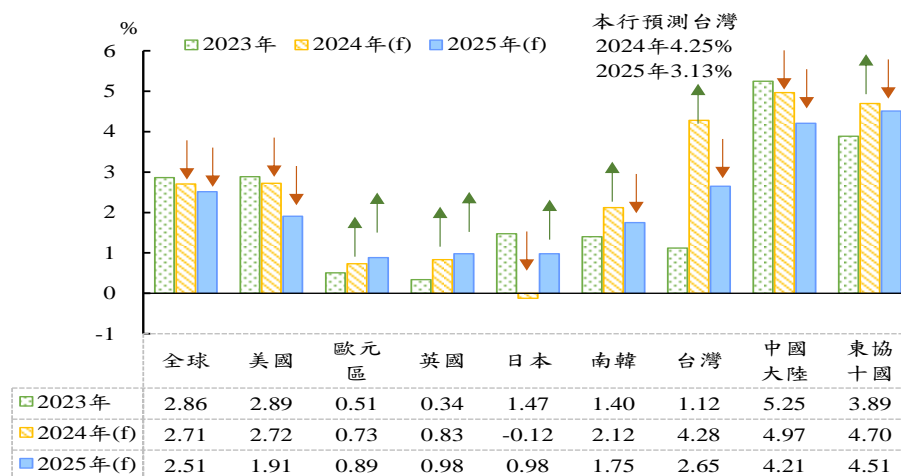
表3 S&P Global 調整 2025 年經濟成長率預測值

| 2025年經濟成長率預測 | 全球    | 美國   | 歐元區   | 英國    |
|--------------|-------|------|-------|-------|
| 9月預測         | 2.73  | 1.83 | 1.28  | 1.25  |
| 12月預測        | 2.51  | 1.91 | 0.89  | 0.98  |
| 預測調整         | -0.22 | 0.08 | -0.40 | -0.27 |

|       | 日本    | 南韓    | 台灣   | 中國大陸  | 東協十國  |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 9月預測  | 1.24  | 2.22  | 2.64 | 4.62  | 4.69  |
| 12月預測 | 0.98  | 1.75  | 2.65 | 4.21  | 4.51  |
| 預測調整  | -0.26 | -0.47 | 0.01 | -0.42 | -0.17 |

資料來源：S&P Global (2024/12/17 與 2024/9/17 比較)

圖7 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



資料來源：S&P Global (2024/12/17)；行政院主計總處

### (三)全球物價展望：國際油價於近年低檔盤整，全球通膨壓力趨緩，惟物價僵固性仍高

#### 1. 本年10月以來，國際油價於近年低檔區盤整，穀價走低，整體大宗商品略漲

- 因以色列與鄰國戰事緊張，油價一度大幅上漲；惟 OPEC+ 閒置產能接近歷史紀錄，預期明年將面臨大規模過剩，油價再度回跌；嗣因 OPEC+ 減產計畫展延，12 月油價較 9 月小幅上漲，惟價格仍處於近年低檔(圖 8)。
- 主要產區乾旱一度影響作物生產，嗣隨天候條件改善，穀物指數先升後降，整體穀價較 9 月下跌(圖 9)。
- 中國大陸寬鬆政策刺激經濟、Fed 啟動降息循環，一度帶動工業用金屬價格走高；嗣因中國大陸房市、內需市場表現仍疲弱，致工業用基本金屬價格盤整下跌；惟可可、咖啡等軟性商品因氣候變遷影響產量，價格大幅上漲，抵銷穀物及工業用金屬價格跌幅，致代表整體大宗商品之 R/J CRB 期貨價格較 9 月略漲(圖 10)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格

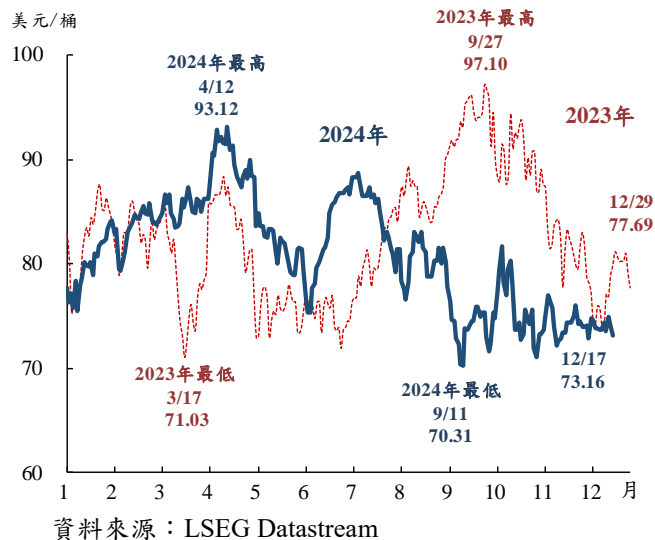


圖 9 穀物 3 個月期貨價格指數

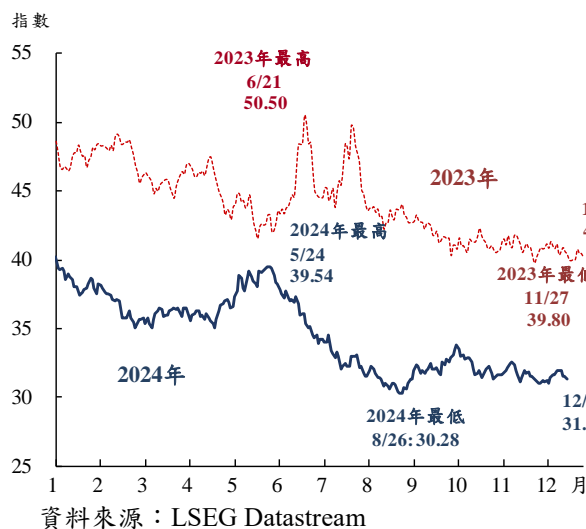
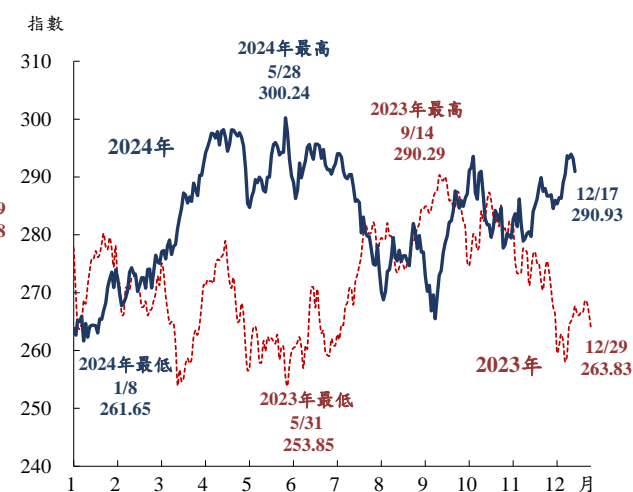


圖 10 R/J CRB 期貨價格指數

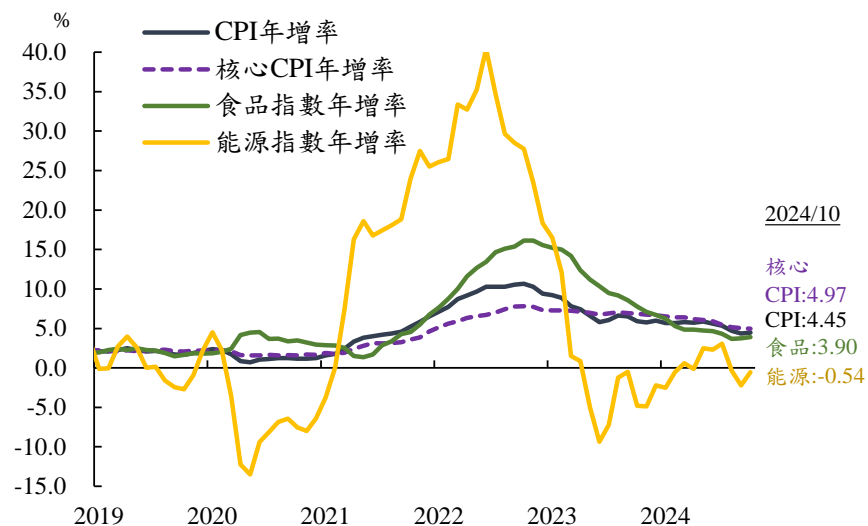


註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。  
資料來源：LSEG Datastream

## 2. 全球通膨壓力下降，惟服務類物價持續上漲，物價僵固性仍高

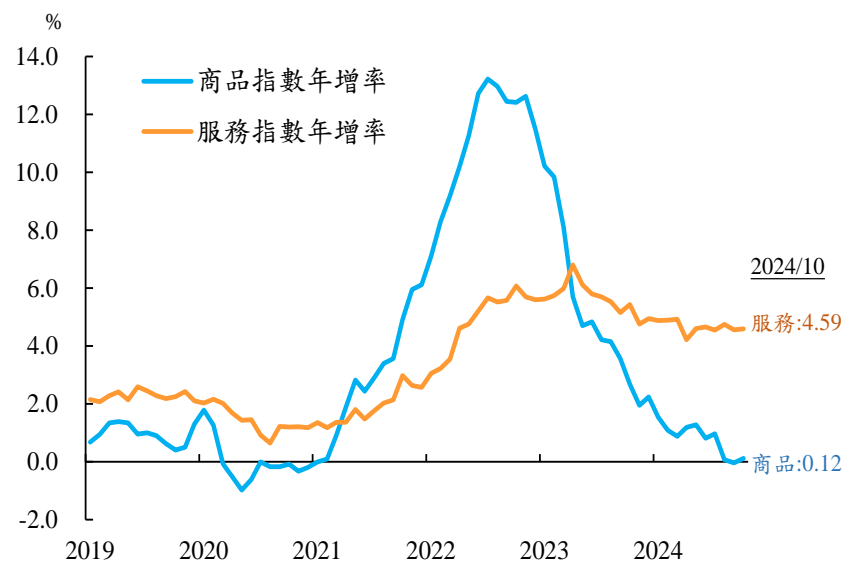
- 國際油價等主要大宗商品價格疲弱，帶動**能源價格下跌**，**食品價格漲幅趨緩**，**全球通膨壓力持續降溫**；惟不含食品及能源之**核心通膨率偏高**，顯示**物價僵固性仍高**(圖 11)。
- 近年**商品類價格漲幅趨緩**，物價具僵固性**主因服務類價格持續上漲**；部分服務類價格係合約制定價(如房租、通訊費)，且疫情解封後，服務需求大增，勞動薪資上漲，導致服務價格調整速度較慢(圖 12)。

圖 11 OECD 國家通膨率指標



註：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家通膨相關數據；核心 CPI 年增率為不含食品及能源之通膨率。  
資料來源：OECD

圖 12 OECD 國家商品及服務通膨率



註：以 OECD 主要會員國商品及服務類指數年增率計算之中位數。  
資料來源：OECD

### 3. 本年全球通膨率預測值為4.51%，低於上年之5.67%，明年續降至3.41%

預期主要國際大宗商品價格下降，主要經濟體勞動市場降溫，薪資成長放緩，全球通膨持續降溫趨勢，**S&P Global 預測全球通膨率續降**(圖 13)；**本年全球 CPI 年增率預測值為 4.51%**，低於上年 5.67%，**明年預測值由 9 月預測之 3.31% 調升至 3.41%**，美、英、日通膨率達到央行 2% 目標時程延後，其他主要經濟體通膨和緩(表 4)。

- **美國**：住房成本漲幅仍高，致通膨僵固，勞動市場供需大致平衡，預期薪資對通膨之上行壓力有限，惟明年新政府政策組合對通膨之影響具不確定性；**預測本年 CPI 年增率 2.94%**，低於上年 4.13%，**明年降至 2.85%**。
- **歐元區與英國**：能源價格下跌，經濟成長平疲，通膨壓力持續降溫，**預測本年歐元區及英國 CPI 年增率分別為 2.36% 及 2.52%**，低於上年 5.39% 及 7.30%，**明年分別降至 2.00% 及 2.41%**。
- **日本**：勞工薪資調升，物價上漲壓力持續，惟政府重啟電費及瓦斯費補助抑制能源價格漲幅；**預測本年 CPI 年增率 2.65%**，低於上年 3.25%，**明年降至 2.52%**。
- **中國大陸**：氣候轉佳有利食品生產運輸，加以國際油價走低，致食品及國內汽油價格下滑，核心 CPI 年增率仍疲弱，通縮風險續存；**預測本年 CPI 年增率 0.31%**，**高於上年 0.24%**，**明年升至 0.90%**，**仍低於政府政策目標之 3%**。

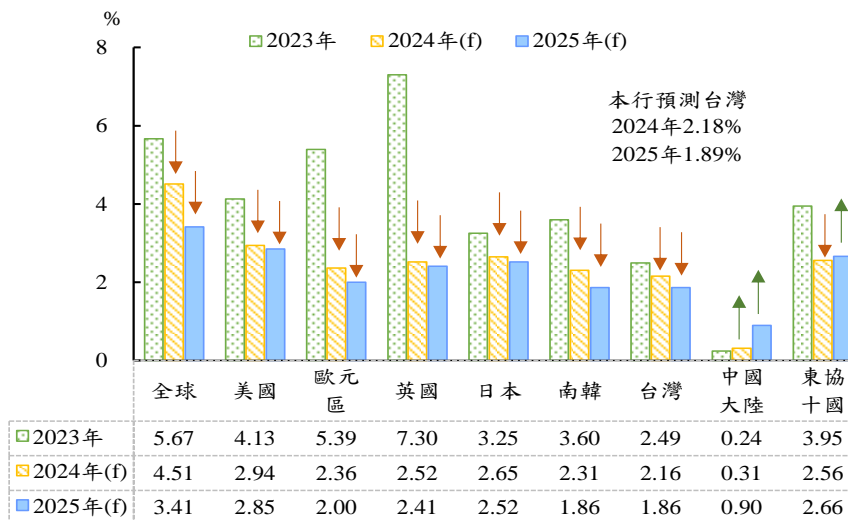
表 4 S&P Global 調整 2025 年 CPI 年增率預測值

| 2025年CPI年增率預測 | 全球   | 美國   | 歐元區  | 英國   |
|---------------|------|------|------|------|
| 9月預測          | 3.31 | 2.09 | 1.93 | 2.17 |
| 12月預測         | 3.41 | 2.85 | 2.00 | 2.41 |
| 預測調整          | 0.10 | 0.76 | 0.07 | 0.24 |

|       | 日本   | 南韓    | 台灣   | 中國大陸  | 東協十國 |
|-------|------|-------|------|-------|------|
| 9月預測  | 2.17 | 2.04  | 1.82 | 1.54  | 2.66 |
| 12月預測 | 2.52 | 1.86  | 1.86 | 0.90  | 2.66 |
| 預測調整  | 0.35 | -0.18 | 0.05 | -0.64 | -    |

資料來源：S&P Global (2024/12/17 與 2024/9/17 比較)

圖 13 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



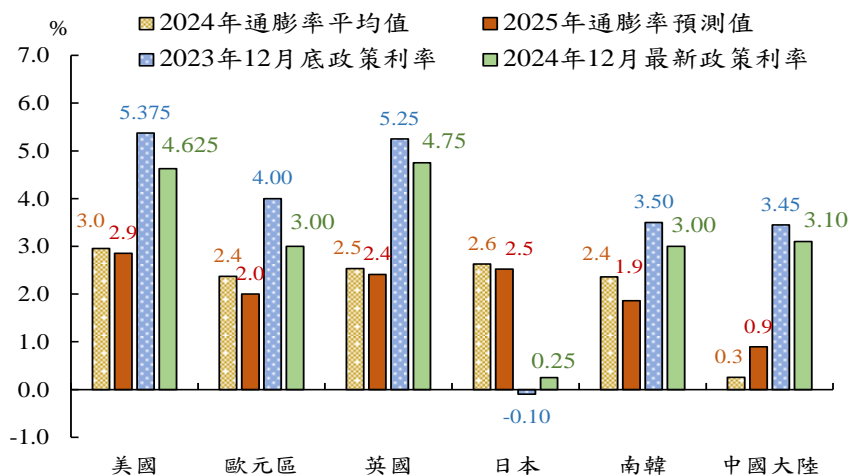
註：↓及↑分別表示當年較上年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2024/12/17)

#### (四)美、歐央行持續降息循環，日本維持升息步伐，中國大陸續寬鬆

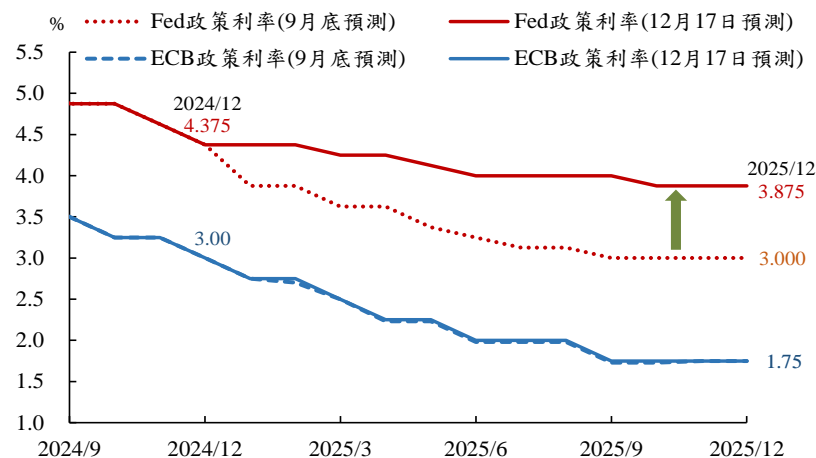
1. 本年10月以來，美、歐等先進經濟體通膨壓力持續下降，擴大該等央行降息空間，惟經濟前景不確定性升高，預期逐步降低貨幣政策限制程度，將持續依最新經濟金融數據評估妥適之貨幣政策立場(圖14與圖15)。
  - Fed 本年11月降息0.25個百分點，主席 Powell 表示，目前判斷美國新政如何重塑經濟前景還為時過早，強調貨幣政策並無預設之路徑，仍將取決於經濟變化及其對經濟前景與風險平衡之評估。美國新政之影響具高度不確定性，目前金融市場預測 Fed 明年全年降息0.50個百分點，降息步調較9月底預測路徑放緩。
  - ECB 本年10月及12月各降息0.25個百分點，總裁 Lagarde 表示，該行預測通膨率於明年降至政策目標，惟仍需密切關注服務類通膨，持續採逐次會議方式評估利率政策，不承諾特定利率路徑。歐元區經濟表現平疲，目前金融市場預測 ECB 明年降息1.25個百分點，降息步調與9月底預測相同。
2. 亞洲經濟體依經濟及金融情勢調整貨幣政策。
  - BoJ 總裁植田於本年12月表示，目前日本通膨及經濟走向符合預期，將繼續朝貨幣政策正常化發展，薪資成長及民間消費表現為決定升息時機關鍵，另將密切關注美國經濟情勢發展。
  - 中國大陸通膨率持續低於政府目標，貨幣與財政政策持續寬鬆，促使物價回穩，並支撐經濟成長。

圖 14 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：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；中國大陸人行為1年期貸款市場報價利率。  
資料來源：LSEG Datastream，本行計算

圖 15 金融市場對 Fed、ECB 政策利率預測路徑



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。  
資料來源：Bloomberg，本行計算



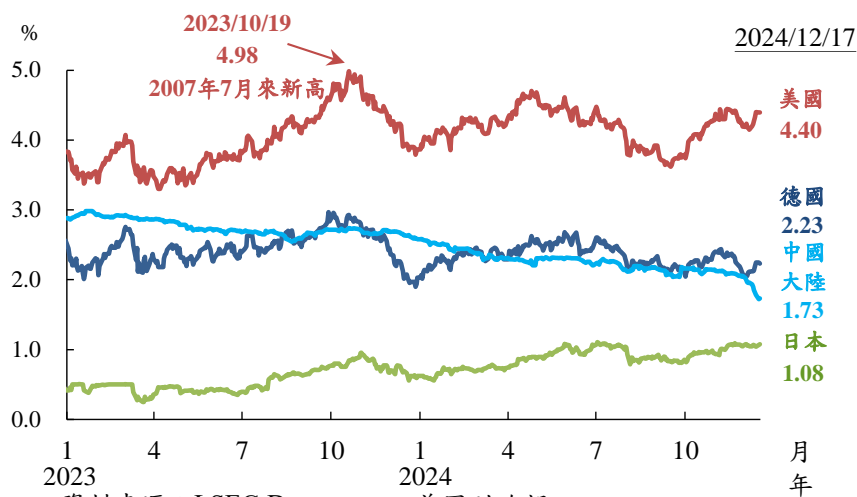
## (五)川普當選效應帶動美國10年期公債殖利率走升，美股上漲，美元高檔波動

### 1. 美債殖利率走升，法國債務可持續性之擔憂升溫

本年10月以來，儘管Fed逐步降息，然投資者對美國經濟衰退之擔憂降溫、通膨仍呈僵固性，復以預期**美國新政**可能導致公債供給上升且通膨率居高，對Fed終端利率(terminal rate)之不確定性上升，長天期公債之風險溢酬上揚<sup>4</sup>，致**美國10年期公債殖利率走升**；日本因BoJ總裁植田釋出升息訊號，加以通膨升溫，市場預期BoJ或將升息，其**殖利率走揚**。歐元區經濟前景惡化，惟受美債走勢影響，主要成員國**德國之10年期公債殖利率震盪**。**中國大陸**因預期將加大貨幣政策寬鬆力道、財政政策力度未達預期，且美中貿易摩擦恐擴大，其**10年期公債殖利率走低**(圖16)。

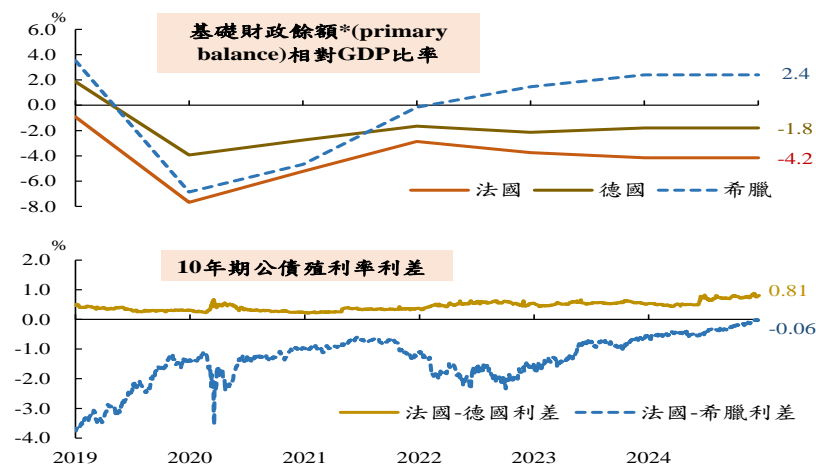
歐元區成員國擴大財政支出因應疫情衝擊，近年部分成員國逐步緊縮財政支出，避免財政赤字擴大，**希臘上年基礎財政餘額(primary balance)已轉為盈餘**，惟**法國續呈赤字且規模擴大**(圖17上圖)。法國本年6月提前大選，12月國會通過對政府之不信任投票，政治情勢動盪，政府信用評等遭下調，**法國10年期公債殖利率走高至接近希臘之水準**，與德國之利差擴大，**投資人對該國債務可持續性之擔憂升溫**(圖17下圖)。

圖16 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖17 歐元區成員國政府財政與公債殖利率利差



\*：基礎財政餘額為政府收入-(政府支出-債務利息支出)。

資料來源：LSEG Datastream

<sup>4</sup> 參見 BIS (2024), "Box A : Growing Uncertainty about Terminal Rates," *BIS Quarterly Review*, Dec. 10



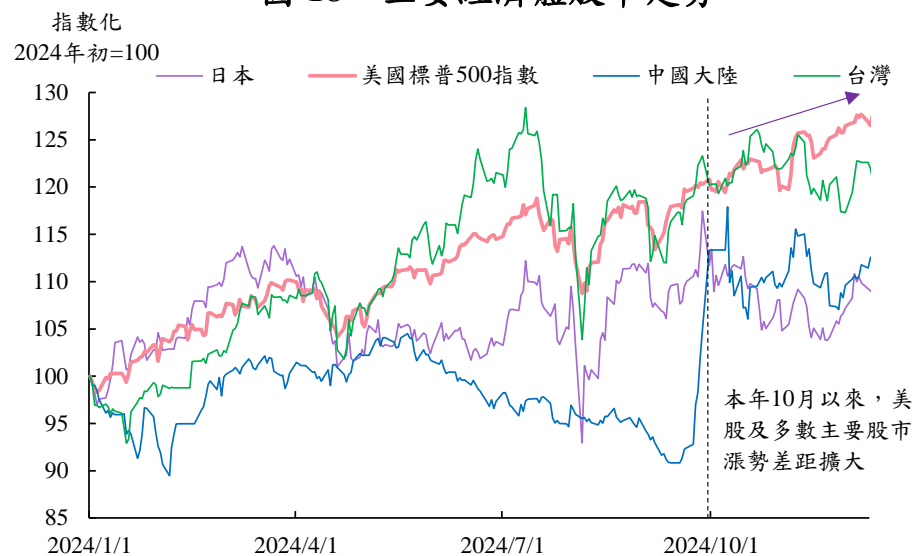
## 2. 美國股市表現優於其他經濟體

本年10月以來，美國大型企業第3季財報續強勁，且受惠於美國有望減稅及鬆綁產業監管，**川普當選效應**激勵**美股走揚**，惟貿易政策加大其他經濟體經濟前景不確定性，加以歐元區及中國大陸等經濟體復甦仍疲，**美股與其他主要股市漲勢差距擴大**(圖 18)。

本年12月17日與9月底比較，**美股上漲**，**其他主要股市漲勢較弱**(圖 19)。

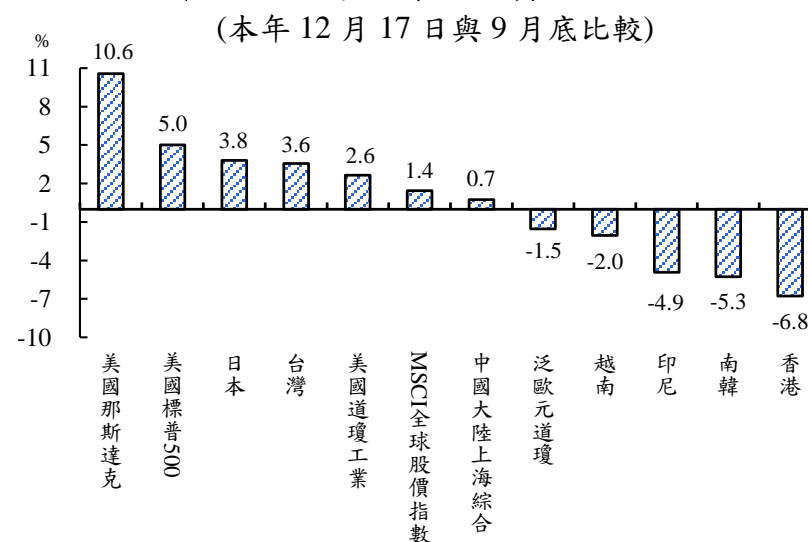
- **美股**：預期 Fed 持續降息，以及美國鬆綁產業監管有利於科技類股，**美國那斯達克指數上漲 10.6%**，減稅等新政策則有望提升企業獲利，其他產業股亦走揚，**標普 500 指數上漲 5.0%**。
- **日股**：日本國會選舉一度推升政治不確定性，加以 BoJ 升息預期升溫，拖累**日股走跌**；惟**11月下旬以來**政治風險降溫，且日本未列於美國半導體出口限制新名單內，帶動**日股反彈 3.8%**。
- **陸股**：受惠於9月下旬以來大規模經濟激勵政策，陸股於近年高點徘徊，惟投資人關注政策效果，並等待更多實質激勵內需成長政策，加以擔憂美中貿易衝突升溫，**陸股漲勢緩和**，**小漲 0.7%**。
- **韓股**：南韓內需仍緩，加以12月初以來短暫戒嚴及總統彈劾案增添政治前景不確定性，**韓股下跌 5.3%**。

圖 18 主要經濟體股市走勢



資料來源：LSEG Datastream

圖 19 主要經濟體股價指數漲跌幅



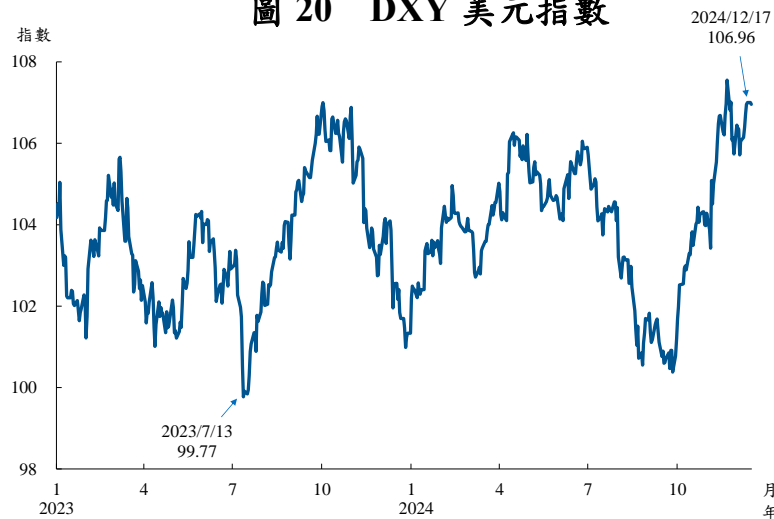
資料來源：LSEG Datastream

### 3. 美元指數走高，主要經濟體貨幣對美元均走貶

投資人預期美國川普總統當選人之高關稅與企業減稅等經貿新政有利美元走強，美元指數自 10 月初低點大幅走升，近期於高檔波動(圖 20)。本年 12 月 17 日與 9 月底比較，主要經濟體貨幣對美元均走貶(圖 21)。

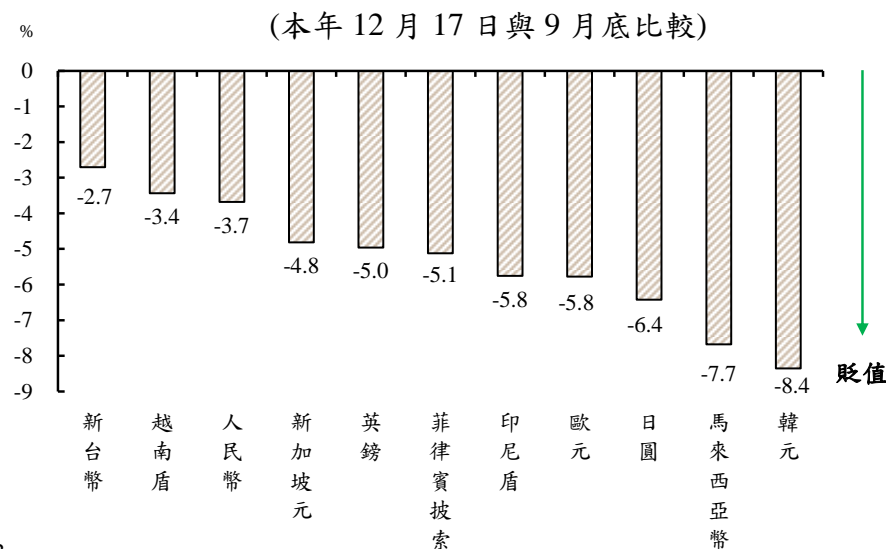
- 歐元：歐元區經濟疲軟，ECB 大幅降息之預期升溫，加以美國新關稅政策恐加大歐元區出口下行風險，歐元對美元貶值 5.8%。
- 英鎊：英國第 3 季經濟成長大幅放緩，復以新預算案之增稅措施引發市場擔憂，以及 BoE 將持續降息，英鎊對美元貶值 5.0%。
- 日圓：儘管預期 BoJ 將持續推動貨幣政策正常化，惟美日利差擴大，日圓對美元貶值 6.4%。
- 人民幣：人行續採寬鬆貨幣政策，加以美國川普總統當選人表態將對中國大陸大幅加徵關稅，人民幣走貶，惟人行實施穩匯措施，人民幣僅貶值 3.7%，貶幅較小。
- 韓元：南韓緊急戒嚴及後續政局動盪拖累韓元走勢，韓元對美元貶值 8.4%，貶幅較大。

圖 20 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；本行計算

圖 21 主要經濟體貨幣對美元升貶幅



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

## (六)影響全球經濟前景之風險因素

全球經濟溫和擴張，通膨降溫，惟經濟前景面臨諸多風險因素(圖 22)，仍需持續關注後續發展及影響。

圖 22 全球經濟前景面臨之風險因素

### 美國川普新政影響具高度不確定性

川普就任總統後預計擴大高關稅政策，惟貿易對手國可能推出相應措施保護本國產業，各國競相報復將推升全球貿易壁壘、添加貿易爭端，企業供應鏈調整難度大增，貿易政策不確定性大增將減損全球經濟成長動能；另高關稅政策對各國影響程度不同，全球央行貨幣政策調整步調分歧，致國際資金頻繁流動，增加金融市場波動度。

### 中國大陸面臨外部及內部經濟下行風險

中國大陸外部面臨美中貿易戰及科技戰挑戰，國內經濟亦因房地產及內需消費疲弱而陷入通縮危機；近期當局陸續推出經濟金融激勵措施，惟整體效果仍待觀察，若內需與經濟信心未改善，僅依靠大量生產的經濟成長模式，長期供需失衡恐導致產品低價傾銷他國，衝擊鄰國產業，影響全球經貿發展。

### 地緣政治風險影響物價與社會穩定

全球地緣政治風險上升，如中東衝突或俄烏戰爭情勢升溫，恐導致主權風險重定價及能源市場動盪；另政府國防支出壓力亦上升，排擠社會援助措施，影響民眾信心。近期德、法、南韓及敘利亞等國出現政經情勢不穩，若經濟成長前景轉弱，或通膨降溫未如預期，社會動盪程度恐進一步上升。

### 對主要經濟體債務可持續性的擔憂升溫

人口老化、能源轉型等結構性轉變，加上國防支出上升，均推高主要經濟體財政壓力；若財政赤字繼續擴大，利息成本持續上升，政府債務恐持續累積，易引發市場對債務可持續性的擔憂，推高公債殖利率及融資成本，恐損及對經濟成長有利的投資支出，並使政府財政空間受限。

## 二、國內經濟及通膨展望

本(2024)年 11 月主計總處依各項**公務統計**與調查之最新資料<sup>1</sup>**修正** 2017 年第 1 季至 2024 年第 2 季之經濟成長率，且**第 3 季經濟成長表現優於原預期**，合計前 3 季經濟成長率為 5.19%。**展望本年第 4 季**，**人工智慧(AI)應用與資通訊產品需求殷切**，帶動台灣相關貨品出口成長動能，加以廠商因應 AI 商機，帶動投資**擴產**，以及國內**薪資持續成長**，挹注民間消費動能，均維繫內需成長表現。本行將本年**第 4 季經濟成長率**上調至 **1.67%**，**全年經濟成長率**則為 **4.25%**。

**展望明(2025)年**，外需方面，主要機構預測明年**全球貿易量穩健成長**，且優於本年，加以 AI 與雲端應用需求續暢旺，可望挹注台灣相關產品之出口成長力道。內需方面，**半導體與伺服器**供應鏈業者積極**擴增在台產能**，國外**科技大廠續投資台灣**，增添民間投資成長動能；而明年**最低工資、軍公教調薪**與基本生活費調高，挹注民眾可支配所得增加，有助維繫民間消費成長。預測明年全年**經濟成長率**為 **3.13%**。

物價方面，近期受**天候因素影響**，蔬果價格續居高檔，CPI 年增率短期波動較大，本行預測**本年 CPI 年增率**為 **2.18%**。**展望明年**，最低工資及軍公教薪資將調高，惟預期國際油價下跌，加以國內服務類價格漲幅可望維持緩步回降趨勢，**CPI 年增率**預測值**續降**為 **1.89%**。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

### (一)預測本年經濟穩健成長；明年成長動能延續

1. 考量美國新政府政策施行**時程與強度未定**，本次預測**未**將美國對貿易夥伴國提高關稅等政策**納入評估**，後續將視相關政策施行之時程，**採取滾動式檢討**，並參考最新國內外經濟金融情勢，**逐季調整**本行經濟成長與通膨展望。

---

<sup>1</sup> 本年 11 月主計總處依據工商普查及相關最新調查結果，同時配合聯合國最新版個人消費用途別分類(COICOP 2018)調整民間消費分類，與最新行業歸類等，修正國民所得統計。

2. 本行預測本年經濟成長率為 4.25%，內需為主要成長力道；展望明年，經濟成長動能可望延續，預測明年經濟成長率為 3.13% (表 1)，內需仍為主要成長驅動力。

(1)受國民所得統計修正、本年**第 3 季經濟成長優於預期**以及**上調第 4 季經濟成長預測值**之影響，本行將**本年經濟成長率預測值**由 9 月的 3.82%**上修** 0.43 個百分點至 4.25%。

(2)**明年內需對經濟成長貢獻續高於淨外需**：主因明年民間消費動能延續，民間投資成長優於本年。

(3)明年**淨外需貢獻回升**：AI 等新興科技持續蓬勃發展，預測明年輸出穩健成長，輸出入相抵後之淨外需貢獻 0.57 個百分點。

表 1 本年與明年 GDP 成長率與其組成項目貢獻預測值

單位：%；百分點

|           | GDP 成長率<br>=(a)+(b)+(c)+<br>(d)+(e) | 內需<br>=(a)+(b)+<br>(c)+(d) | 民間<br>消費<br>(a) | 民間<br>投資<br>(b) | (c)  | 公共支出 |                |          | 存貨<br>變動<br>(d) | 淨外需<br>(e) | 輸出   | (－)輸入 |
|-----------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|------|------|----------------|----------|-----------------|------------|------|-------|
|           |                                     |                            |                 |                 |      | 消費   | 公營<br>事業<br>投資 | 政府<br>投資 |                 |            |      |       |
| 2024 年(f) | 4.25                                | 4.32                       | 1.30            | 1.00            | 0.81 | 0.42 | 0.17           | 0.22     | 1.20            | -0.07      | 5.63 | 5.69  |
| 2025 年(f) | 3.13                                | 2.56                       | 0.93            | 1.13            | 0.74 | 0.40 | 0.07           | 0.27     | -0.23           | 0.57       | 4.07 | 3.50  |

資料來源：中央銀行



3. 預測本年第 4 季經濟溫和成長，明年受比較基期影響，呈逐季上升趨勢。

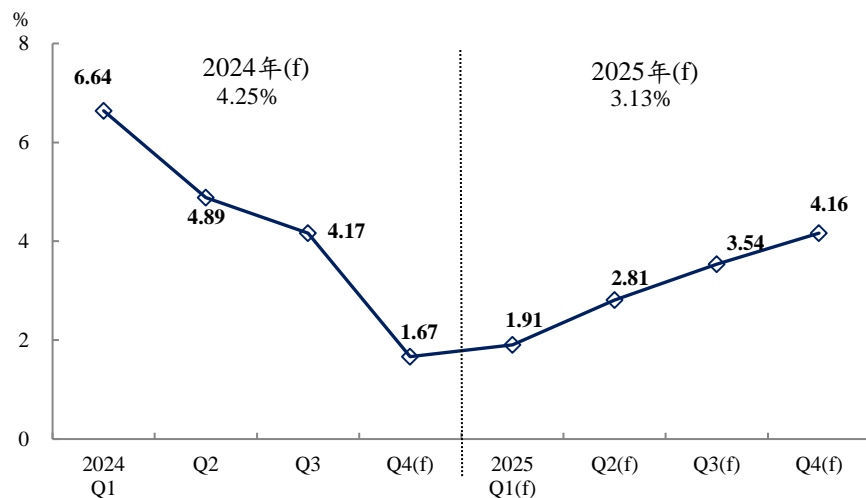
(1) 展望本年第 4 季，AI 等新興科技應用持續發展，國內相關供應鏈出貨動能延續，可望挹注輸出成長力道。另一方面，民間投資動能增溫，加以近期國內薪資持續成長等有利因素，支撐民間消費表現，推升國內需求，第 4 季經濟成長率預測值為 1.67% (圖 1)。

(2) 明年全球貿易量可望續回升，加以國際雲端服務供應商(cloud service provider, CSP)積極加碼投資 AI 應用，帶動新興科技與相關電子終端產品需求暢旺，延續全球半導體市場擴張動能，維繫台灣相關產品之出口成長；民間投資方面，半導體與伺服器供應鏈業者因應 AI 商機，積極在台投資以擴增產能，與國外科技大廠持續投資台灣，推升民間投資成長動能。

□ 受基期因素影響，預測明年經濟成長率(yoy)逐季上揚。

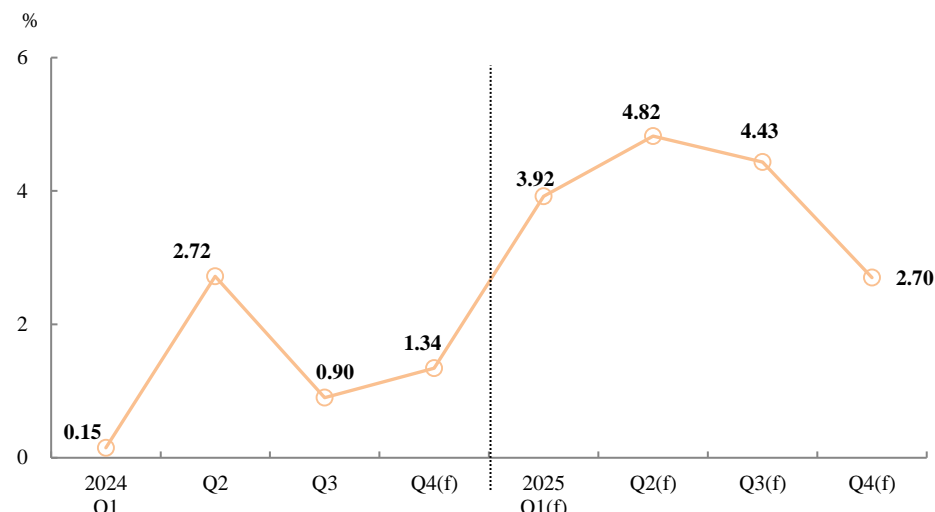
□ 明年經季調後折成年率之經濟成長率(saar)呈穩健擴張(圖 2)。

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)預測本年第4季輸出表現穩健、民間投資動能增溫、民間消費溫和成長；明年內需續穩定成長，且外需成長態勢延續

### 1. 預測本年第4季輸出穩健成長，明年成長力道持續

(1)新興科技應用需求不墜，維繫本年第4季輸出成長動能。

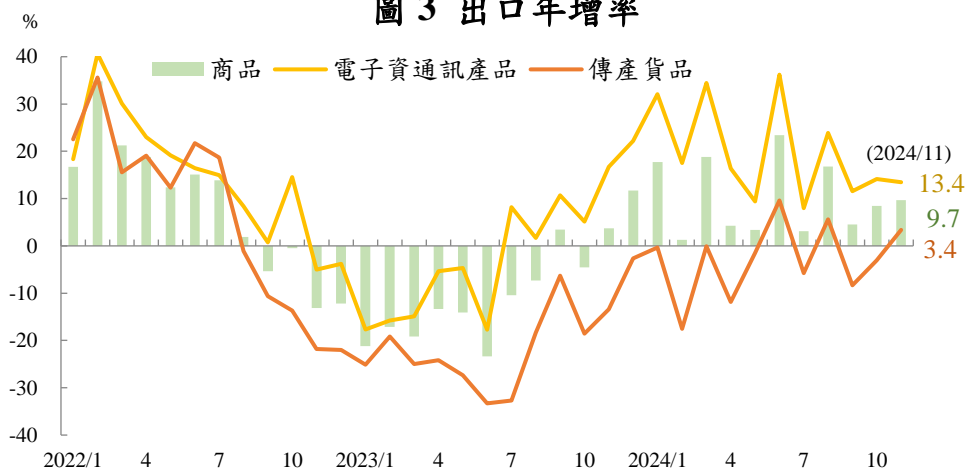
□ AI、雲端運算、高效能運算等**新興科技應用持續蓬勃發展**，先進製程半導體、伺服器等相關供應鏈出貨動能延續，挹注出口成長，第4季輸出可望續增。

一部分傳產貨品外銷訂單回溫<sup>2</sup>，惟受全球產能過剩影響，整體傳產貨品出口仍疲；另一方面，新興科技應用持續拓展，**資訊與視聽產品需求續旺**，挹注商品出口成長動能(圖3)。

—AI、高效能運算及雲端產業等商機持續發酵，10月**外銷訂單連8個月正成長**，預期全年外銷訂單有望擺脫上年衰退態勢(圖4)。

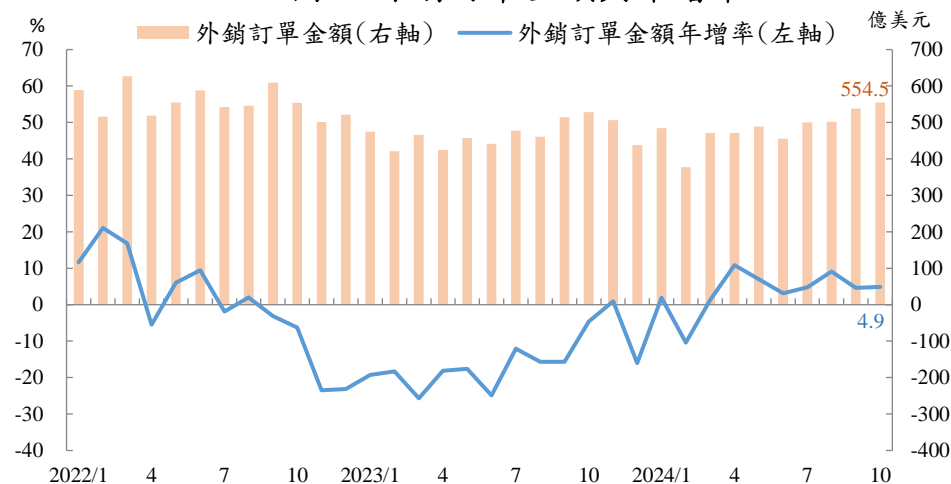
□ 預測本年第4季實質輸出成長率為10.5%，**全年成長率預測值為9.14%**。

圖3 出口年增率



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零組件、資通與視聽產品。  
資料來源：財政部

圖4 外銷訂單金額與年增率



註：以美元計價。  
資料來源：經濟部

<sup>2</sup> 10月傳產貨品外銷訂單，基本金屬年增7.4%、機械年增5.0%、塑橡膠製品年增1.8%。

(2)受惠新興科技應用拓展以及電子終端產品持續復甦，預期明年輸出持續穩健成長。

□ 主要機構預測明年全球貿易量可望續增。

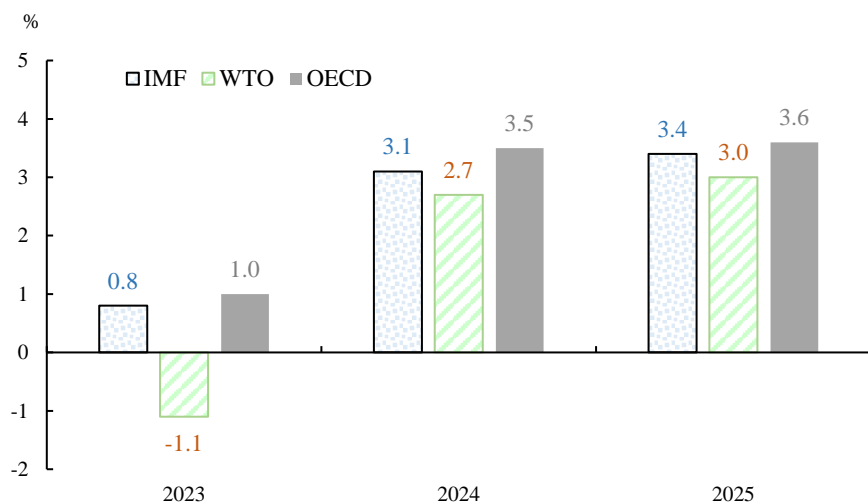
—IMF、WTO 與 OECD 等國際機構預測**明年全球貿易量成長優於本年**(圖 5)，維繫台灣商品出口成長動能。如

IMF 預測本年全球貿易量成長率由上年的 0.8% 升至 3.1%，明年將續增至 3.4%。

□ 國際 **CSP 積極投入 AI 伺服器建置**，**延續半導體高階製程、伺服器**等相關供應鏈**需求**，加以台灣半導體與伺服器等供應鏈具競爭優勢，國內半導體先進製程持續擴大產能，以及**電子終端產品需求持續復甦**等有利因素，可望續帶動台灣相關產品出口成長。

□ 考量**中國大陸半導體成熟製程、化學**等產品**產能過剩**等不利因素仍存，可能限縮台灣出口成長力道，預測明年實質輸出成長率為 6.36%，低於本年之 9.14% (圖 6)。

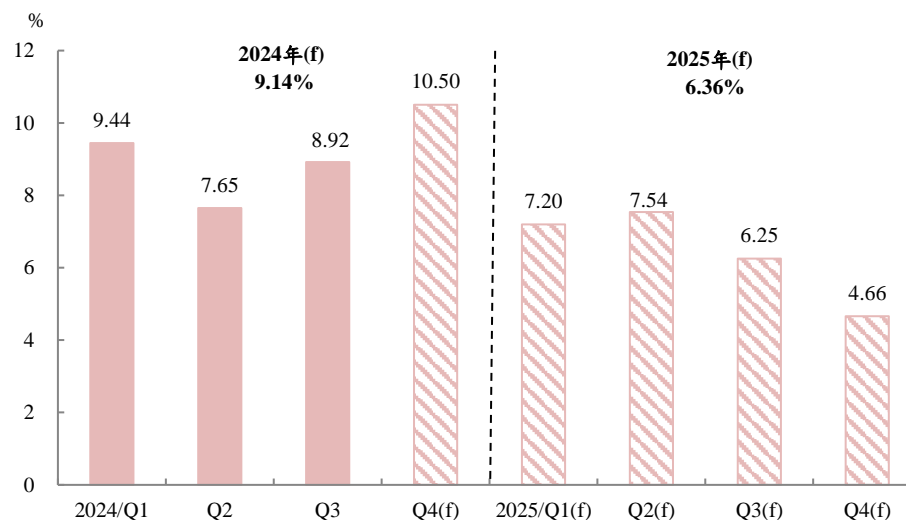
圖 5 全球貿易量年增率



註：WTO 為全球商品貿易量。

資料來源：IMF(2024/10)、WTO(2024/10)、OECD(2024/12)

圖 6 實質輸出成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

## 2. 預期本年第 4 季民間投資動能增溫，明年成長力道優於本年

(1)受惠於**上年比較基期較低**，以及**新興科技應用需求暢旺**，加以**生產設備供應在地化**，帶動相關產業投資，可望續推升本年第 4 季民間投資成長。

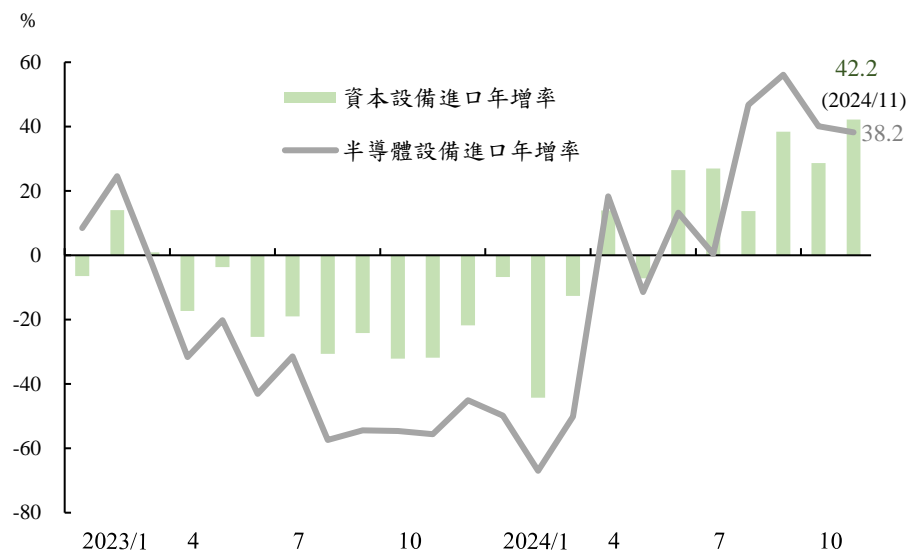
□ **新興科技應用需求強勁**，帶動廠商在台投資以擴增產能，挹注民間投資動能續升。

—本年 11 月資本設備進口年增率為 42.2%；其中，半導體設備購置續增，進口年增率為 38.2% (圖 7)。

□ 觀察本年第 3 季存貨循環圖(圖 8)，**製造業續處第 I 象限繁榮階段**，有助維繫廠商投資及生產意願。

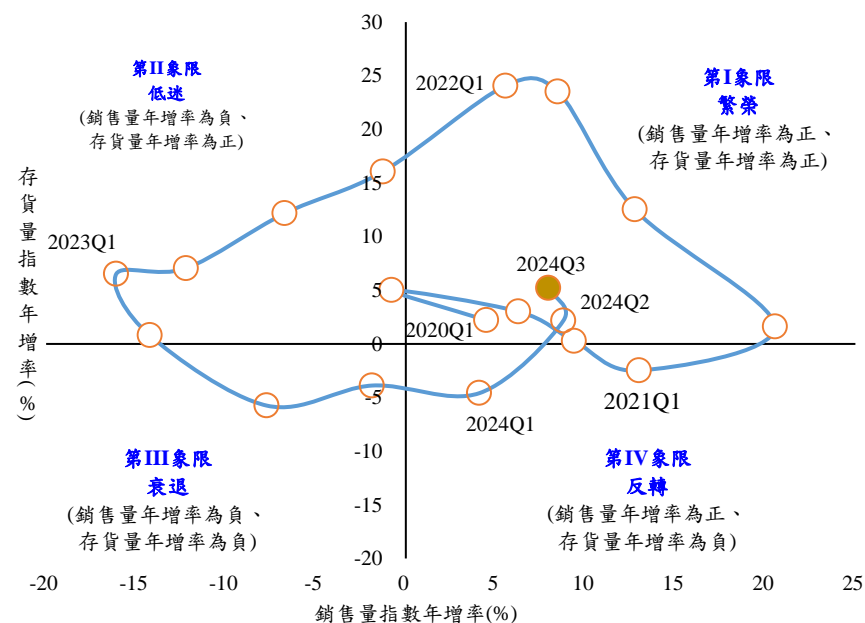
□ 預期本年第 4 季**實質民間投資力道增溫**，預測成長率為 10.86%，**全年則為 4.77%**。

圖 7 資本設備與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 製造業存貨循環圖

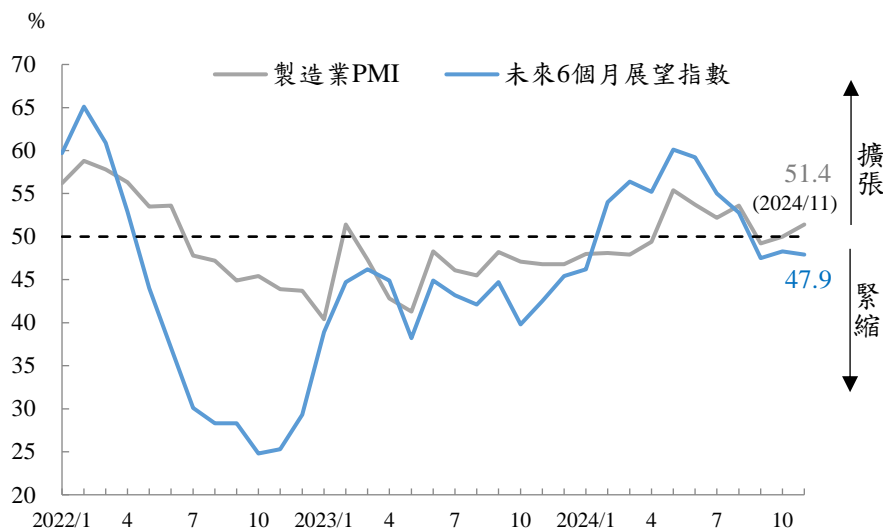


註：存貨循環動向圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。  
資料來源：經濟部

(2)明年民間投資成長率可望高於本年。

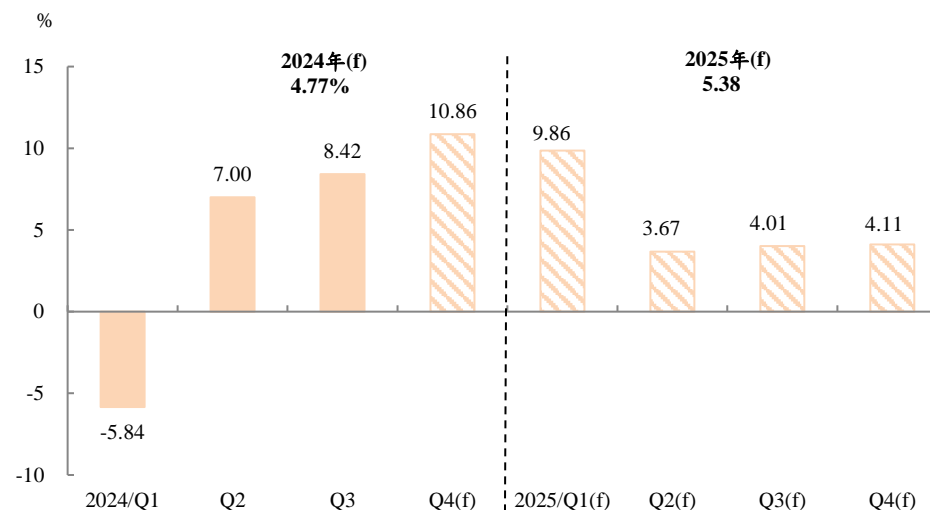
- 近月製造業 PMI 轉呈擴張階段，惟地緣政治風險加劇，廠商觀望美國新政府政策，對未來 6 個月景氣展望審慎(圖 9)。
- 半導體供應鏈為維持技術領先優勢，持續擴充高階產能與研發支出，加以廠商朝淨零轉型投資(含綠能建設、節能減碳設備投資等)與國際大廠投資台灣等態勢延續<sup>3</sup>，以及政府積極協助產業轉型，且賡續擴編科技、公共建設與淨零轉型相關預算等有利因素，均有助維繫民間投資動能。
- 考量前述有利因素，本行預測明年實質民間投資成長率為 5.38%，高於本年之 4.77% (圖 10)。

圖 9 製造業 PMI 與未來 6 個月展望指數



註：指數高於 50 代表擴張，低於 50 則為緊縮。  
資料來源：國家發展委員會

圖 10 實質民間投資成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>3</sup> 如台灣微軟「AI+ Taiwan」計畫，Microsoft 365 在台資料中心服務啟用；Amazon Web Services 宣布將建置資料中心，並於 2025 年初推出服務。

### 3. 預測本年第 4 季民間消費溫和成長，明年受惠最低工資調升等有利因素，民間消費成長平穩

(1)近月颱風侵台、消費者信心續降，預測本年第 4 季民間消費擴張力道和緩。

- 受颱風侵台影響，10 月餐飲與零售業等內需型服務業營業額均呈現年減(圖 11)，加以消費者信心續走跌<sup>4</sup>，恐抑制民眾消費意願，不利第 4 季民間消費成長。
- 受惠於企業調薪與積極發放獎金，帶動實質薪資成長，且就業市場持續穩定，以及國人出國旅遊熱度不減，有助增添民間消費動能。預測第 4 季實質民間消費成長率為 1.50%，全年實質民間消費成長率預測值為 2.68%。  
—10 月國人出國人數達 141 萬人次，預期持續成長，有助提升第 4 季國人出國旅行支出，挹注民間消費增加(圖 12)<sup>5</sup>。

圖 11 零售與餐飲業營業額年增率

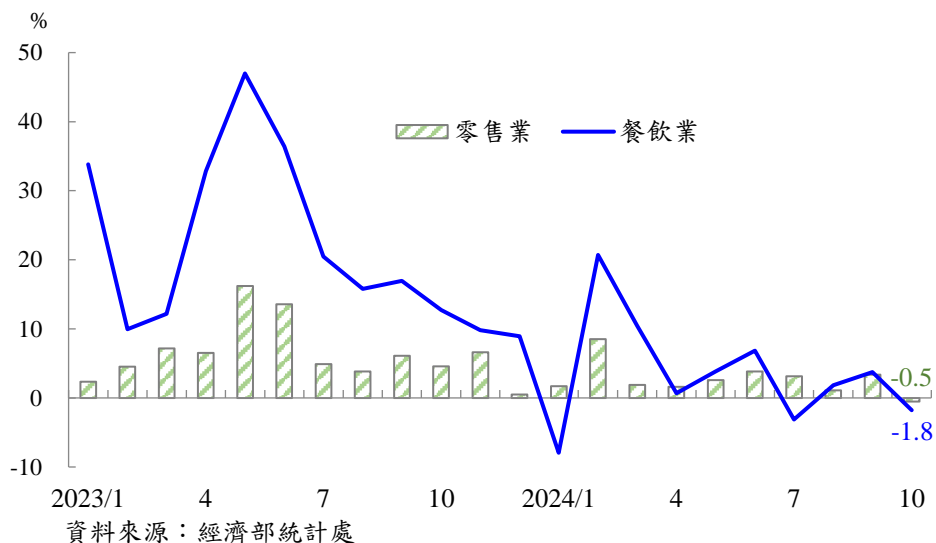
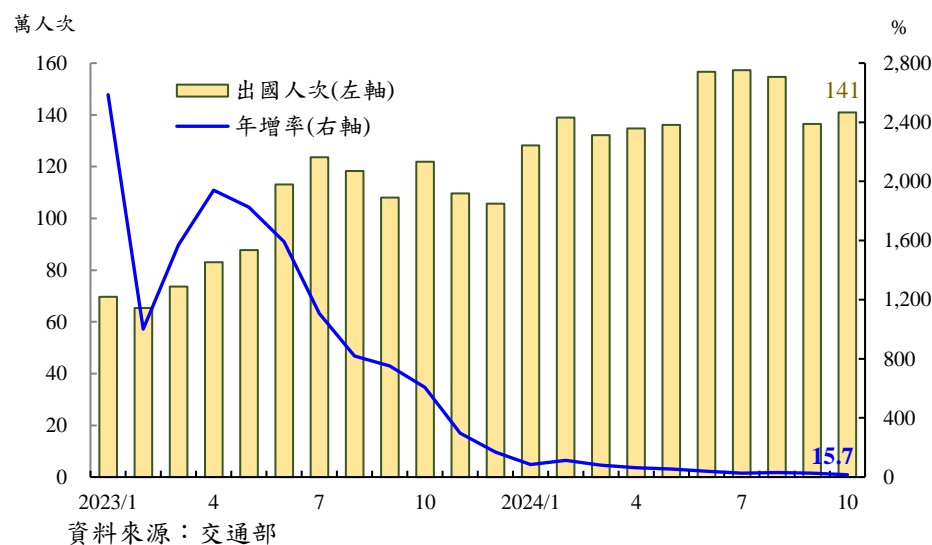


圖 12 國人出國人次與年增率



<sup>4</sup> 11 月中央大學消費者信心指數為 75.49，連續兩個月下滑。

<sup>5</sup> 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)近年比較基期墊高，預測明年民間消費成長動能低於本年。

- 近期就業情勢穩定，明年最低工資調升與軍公教調薪，基本生活費用以及綜所稅免稅額、扣除額調高<sup>6</sup>，加以本年前3季廠商獲利成長，將提高明年員工調薪與獎金、股利發放意願，均挹注家庭可支配所得，增添民間消費成長力道。
- 本年11月非製造業採購經理人指數(NMI)續處擴張階段，且雖業者對未來6個月景氣樂觀看法趨緩，惟仍位於榮枯線以上(圖13)，顯示內需消費動能可望續持穩。
- 考量近年比較基期已高，明年民間消費成長力道恐難大幅擴增，預測明年實質民間消費成長1.97%，低於本年之2.68%(圖14)。

圖13 NMI與對未來6個月展望

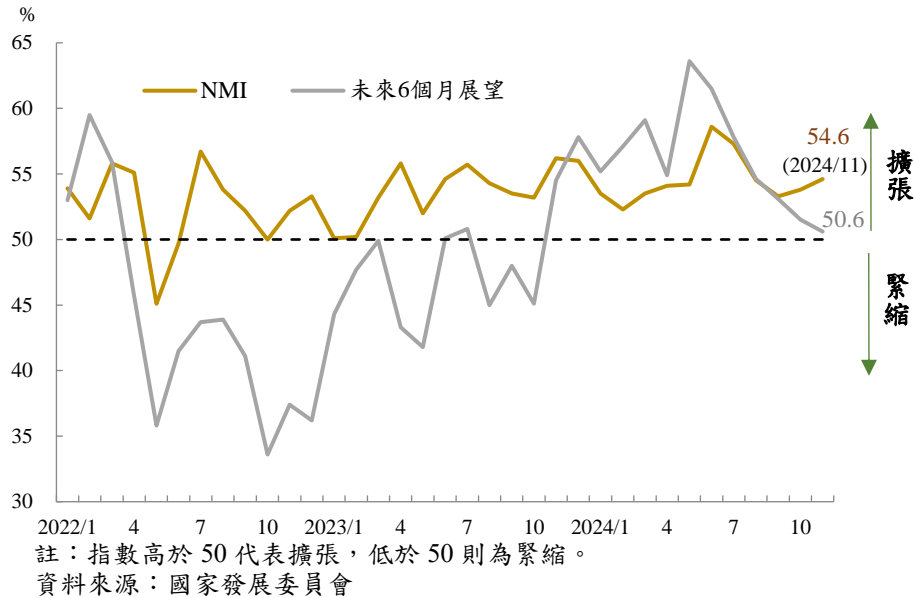
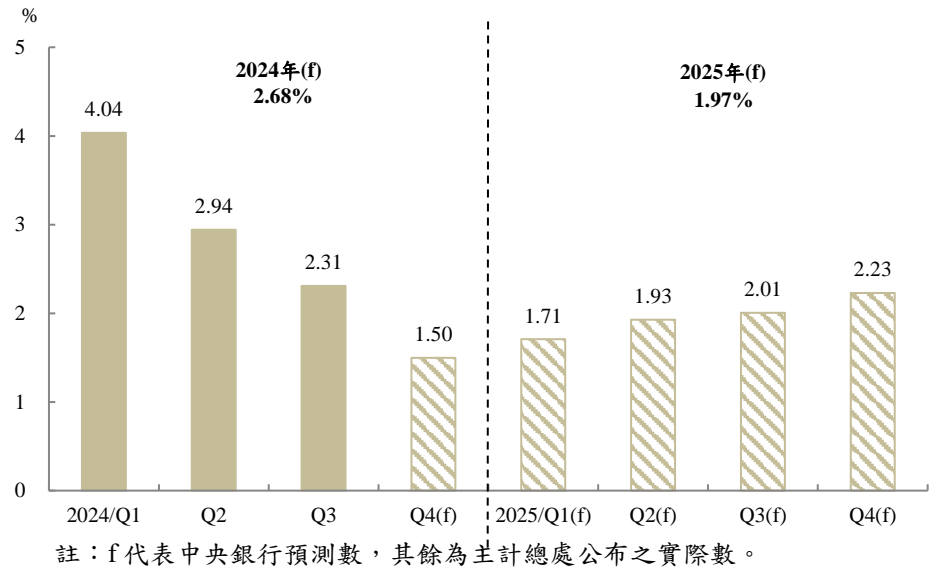


圖14 實質民間消費成長率



<sup>6</sup> 明年最低工資調漲，月薪為2萬8,590元，調升1,120元，調幅4.08%；時薪則調升7元，為190元，調幅3.83%；軍公教員工調薪3%，連續2年調薪；每人基本生活之費用由新台幣20.2萬元調升至21萬元，明年5月申報所得稅即可適用。



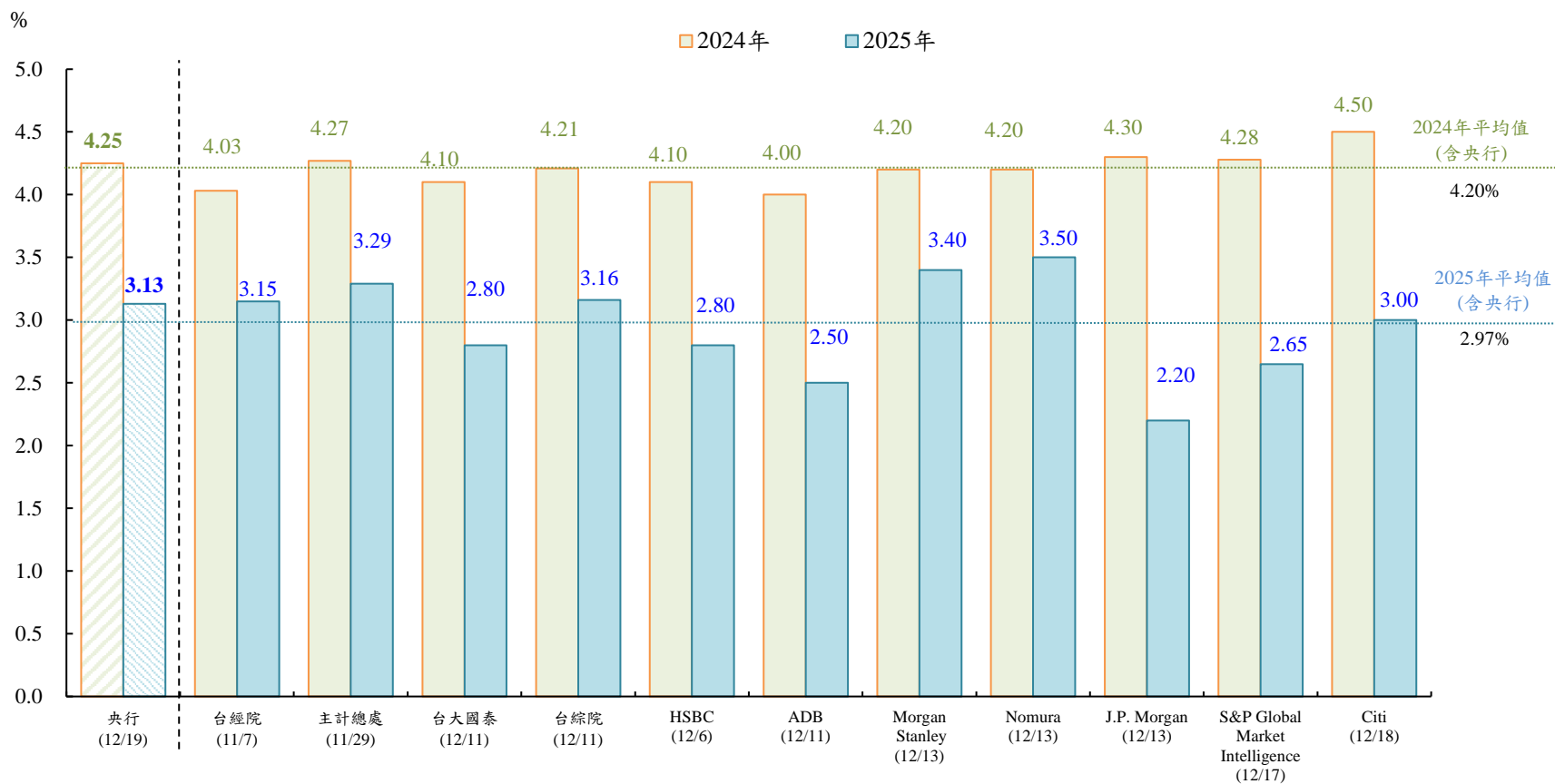
#### 4. 全球經貿面對多項不確定性因素，牽動台灣出口及經濟表現，惟主要機構仍預測明年台灣經濟穩健成長

##### (1) 不確定性因素

- **美國新政府政策施行時程與強度**：美國總統當選人川普於競選期間提高關稅政見之時程與強度，恐將引發各國貿易爭端與貿易報復措施，加劇全球保護主義，增添全球供應鏈調整壓力與經濟零碎化，且驅逐非法移民政策，縮限美國勞動供給成長動能，提高薪資與物價上漲壓力，均將衝擊全球經濟成長及通膨發展。
- **中國大陸經濟成長之力道**：近期中國大陸透過消費刺激政策與寬鬆貨幣政策支撐本年經濟成長，惟房地產市場低迷抑制民眾消費意願，恐拖累政策的激勵效果與明年經濟成長之力道，連帶影響亞洲鄰近國家經濟表現。此外，中國大陸可能將生產過剩產品輸出他國，導致相關產品競爭加劇，恐對全球經貿活動造成負面影響。
- **主要經濟體央行貨幣政策未來走向**：本年以來，主要央行如 ECB 與 Fed 已多次降息；未來美國與主要經濟體可能因美國新政府擴大財政赤字延後全球通膨降溫時程而放緩降息步調，將牽動國際資金流向，影響全球股匯債市穩定。
- **結構性因素與地緣政治衝突對全球經濟與通膨之影響**：全球極端氣候加劇、淨零減碳措施以及人口老化等供給面衝擊，可能形成通膨上漲壓力，加劇全球經濟不確定性。此外，近期敘利亞政變、南韓與法國政治動盪，以及俄烏戰爭持續等地緣政治不穩，推升國際政經情勢不確定性，恐影響全球經貿正常活動。

(2)國內外機構預測本年台灣經濟成長率平均值為 4.20% (圖 15)；明年成長率平均預測值為 2.97%。

圖 15 國內外主要機構對本年及明年台灣經濟成長率之預測值

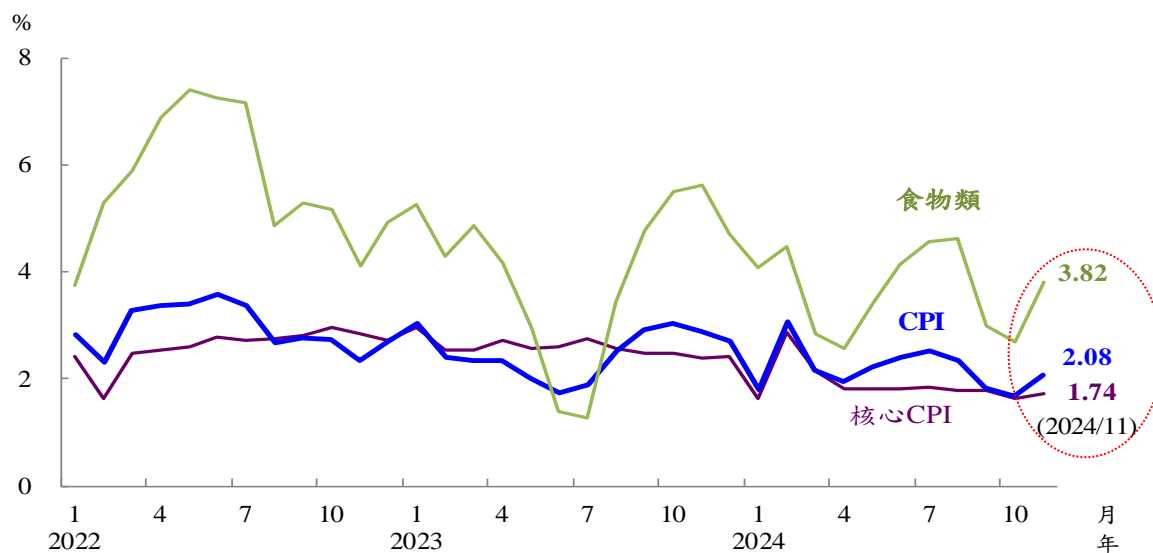


### (三)通膨率維持緩步回降趨勢，本年 CPI 年增率預測略上修至 2.18%，明年降至 1.89%之預測不變

#### 1. CPI 年增率短期波動仍大，核心 CPI 年增率則維持緩步回降趨勢

(1)本年9月以來，受颱風豪雨等**天候**因素影響，**蔬果等食物類**價格**波動仍大**，消費者物價指數(CPI)年增率隨之高低起伏，**10月**一度降至**1.69%**，係2021年4月以來新低；**11月**回升為**2.08%**。因娛樂等**服務類**價格漲幅減緩趨勢**持續**，致不含蔬果及能源之**核心**CPI年增率**維持緩步回降趨勢**，至10月為**1.64%**，回到2022年2月之低點；11月則略回升為**1.74%**(圖16)。

圖 16 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年1至11月平均CPI年增率為2.18%，主因：(1)水果、外食等食物類價格走升；(2)房租調高；(3)金飾及珠寶等個人隨身用品價格上漲；(4)醫療費用上升；以及(5)耐久性消費品價格調漲。上述合計使CPI年增率上升1.72個百分點，貢獻約79% (表2)。

表2 本年1至11月CPI年增率主要影響項目

| 項目            | 權數(千分比) | 年變動率(%) | 對CPI年增率之影響(百分點) |
|---------------|---------|---------|-----------------|
| CPI           | 1,000   | 2.18    | 2.18            |
| <b>食物類</b>    | 268     | 3.66    | <b>0.99</b>     |
| <b>水果</b>     | 21      | 14.59   | <b>0.38</b>     |
| <b>外食費</b>    | 112     | 3.15    | <b>0.34</b>     |
| 肉類            | 24      | 2.76    | 0.07            |
| 穀類及其製品        | 16      | 2.42    | 0.04            |
| 蔬菜            | 15      | 3.16    | 0.04            |
| <b>蛋類</b>     | 4       | -13.27  | <b>-0.06</b>    |
| <b>房租</b>     | 147     | 2.44    | <b>0.36</b>     |
| <b>個人隨身用品</b> | 24      | 6.17    | <b>0.15</b>     |
| <b>醫療費用</b>   | 23      | 4.72    | <b>0.11</b>     |
| <b>耐久性消費品</b> | 106     | 1.00    | <b>0.11</b>     |
| 娛樂服務          | 56      | 2.16    | 0.10            |
| 教養服務          | 32      | 2.58    | 0.09            |
| 交通工具零件及維修費    | 19      | 3.87    | 0.07            |
| 住宅維修費         | 11      | 3.07    | 0.04            |
| 電費            | 12      | 3.99    | 0.04            |
| 理容服務費         | 10      | 3.93    | 0.04            |
| 合計            |         |         | 2.10            |
| 其他            |         |         | 0.08            |

合計使CPI年增率上升1.72個百分點，貢獻約79%。

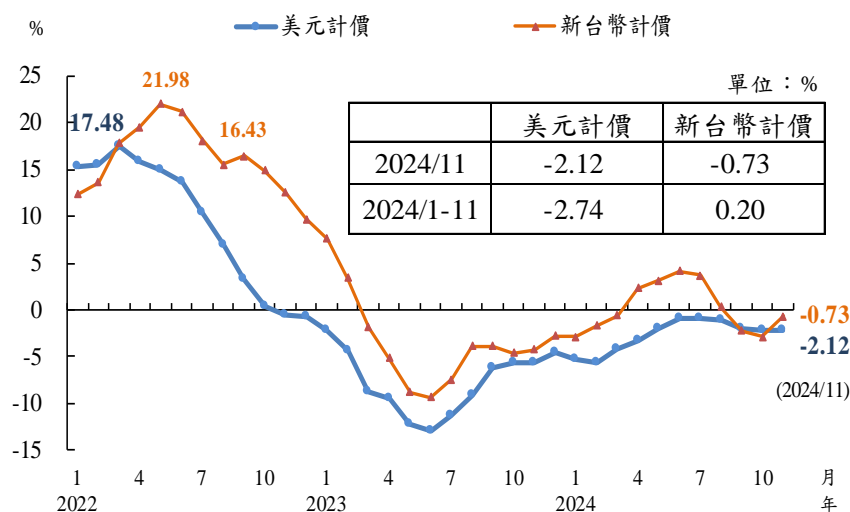
資料來源：主計總處

2. 因颱風豪雨致災嚴重超乎預期，本行略上修本年 CPI 年增率預測值至 2.18%，明年預測則為 1.89%不變

(1)雖新台幣對美元匯率貶值，惟美元計價進口物價下跌，並無輸入性通膨壓力

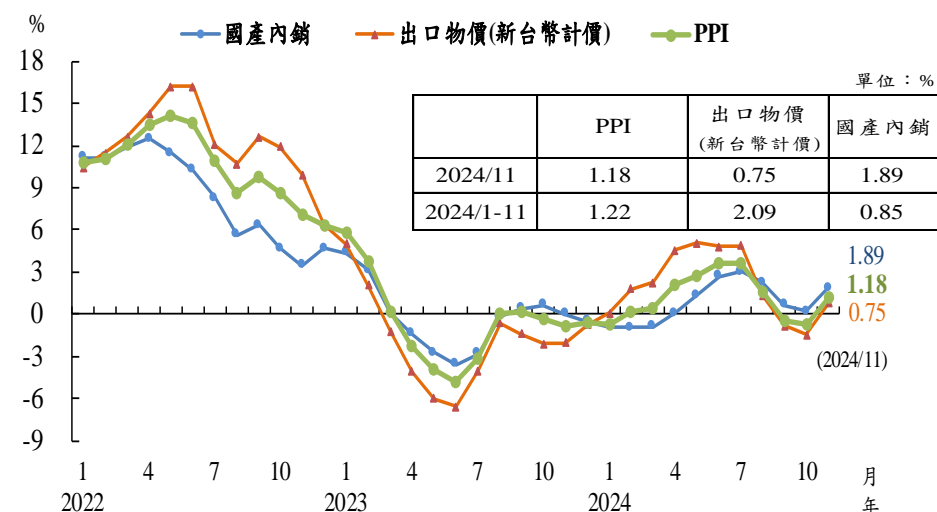
- 本年 11 月以美元計價之進口物價年減 2.12%，惟新台幣對美元匯率貶值，致以新台幣計價之進口物價年減 0.73% (圖 17)；國內生產者物價指數(PPI)則轉呈年增 1.18% (圖 18)。
- 本年 1 至 11 月以美元計價之進口物價年減 2.74%，以新台幣計價之進口物價則年增 0.20%；國內 PPI 雖年增 1.22%，但主要係反映出口物價上漲 2.09%，國產內銷物價僅年增 0.85%(圖 18)，尚無輸入性通膨壓力。

圖 17 進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

圖 18 生產者物價、出口物價及國產內銷物價指數年增率



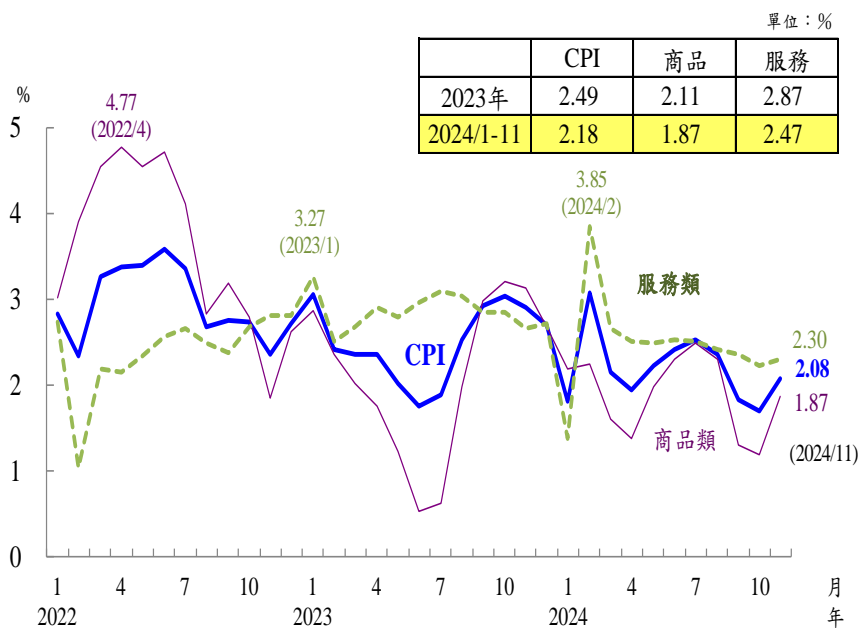
資料來源：主計總處

(2)由於接連颶風豪雨致蔬果等農產受損嚴重，量減價揚，超乎預期，本行略上修本年全年CPI年增率預測值由2.16%至**2.18%**；核心CPI年增率預測值則由1.94%下修為**1.90%**。

(3)明年，雖最低工資及軍公教薪資決議調高，碳費也將開徵，惟主要機構預測國際油價下跌，加以國內服務類價格漲幅可望維持緩步回降趨勢(圖19)，本行預測CPI及核心CPI年增率將分別續降為**1.89%**、**1.79%**，維持前次預測值(圖20)。

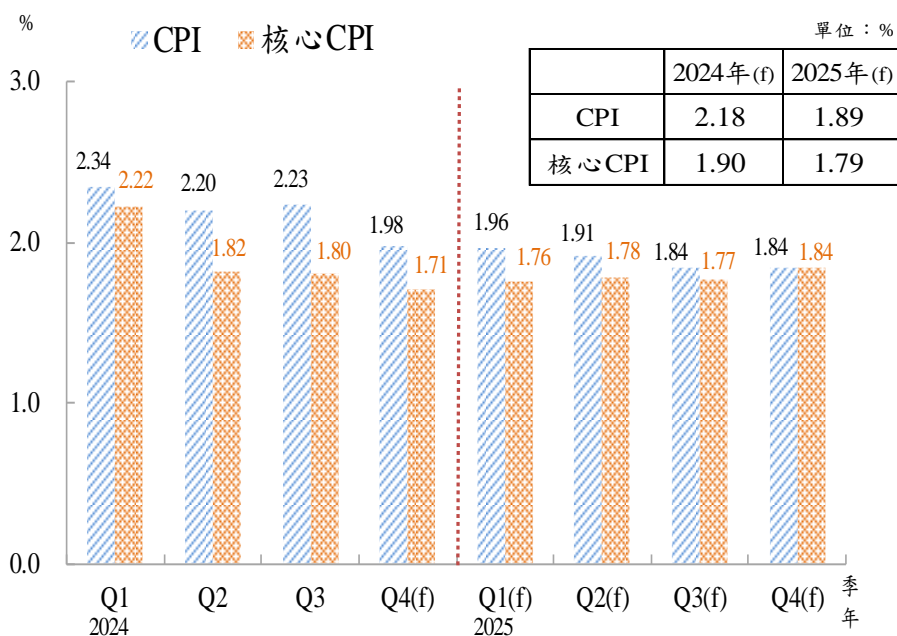
□ 地緣政治衝突風險及天候為影響未來通膨走勢之**主要不確定性因素**。

圖 19 CPI 及商品類、服務類價格年增率



資料來源：主計總處

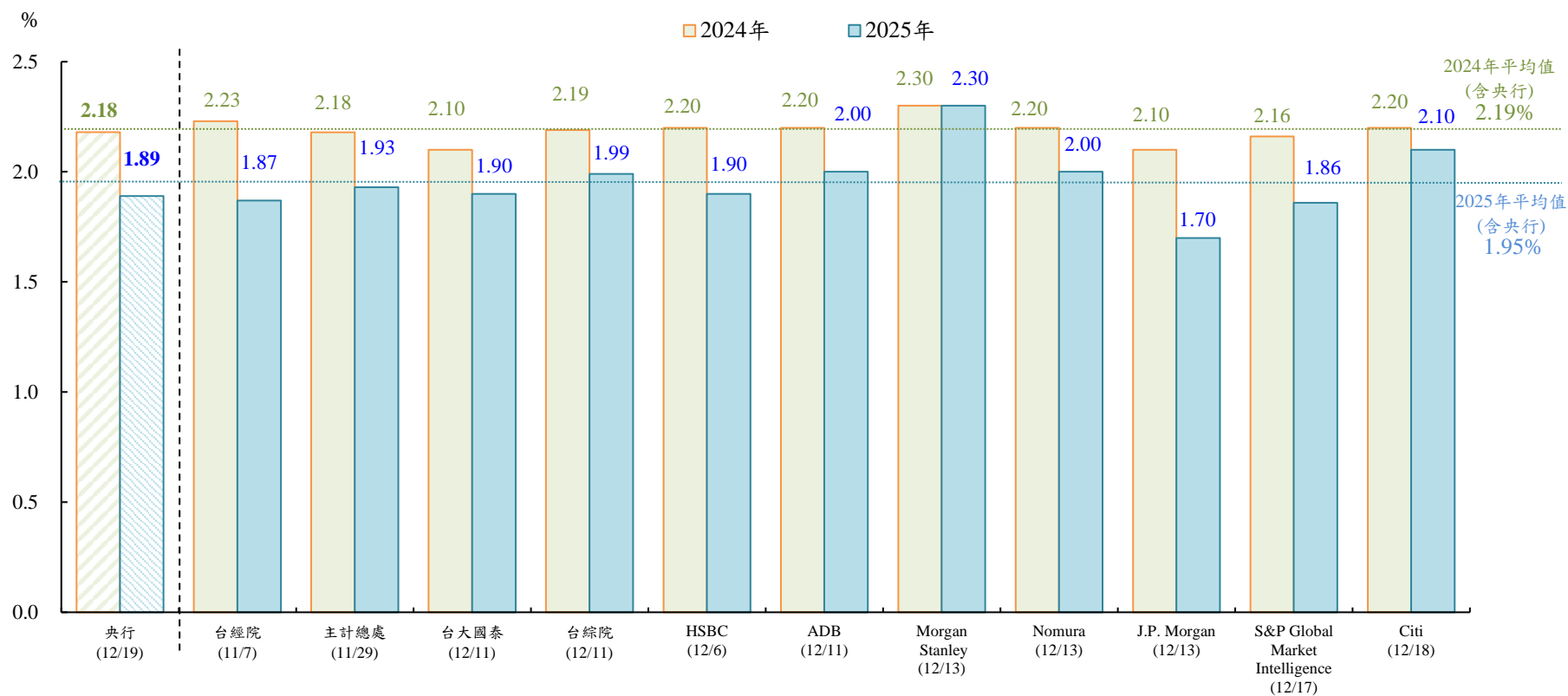
圖 20 本行對本年及明年CPI、核心CPI年增率之預測





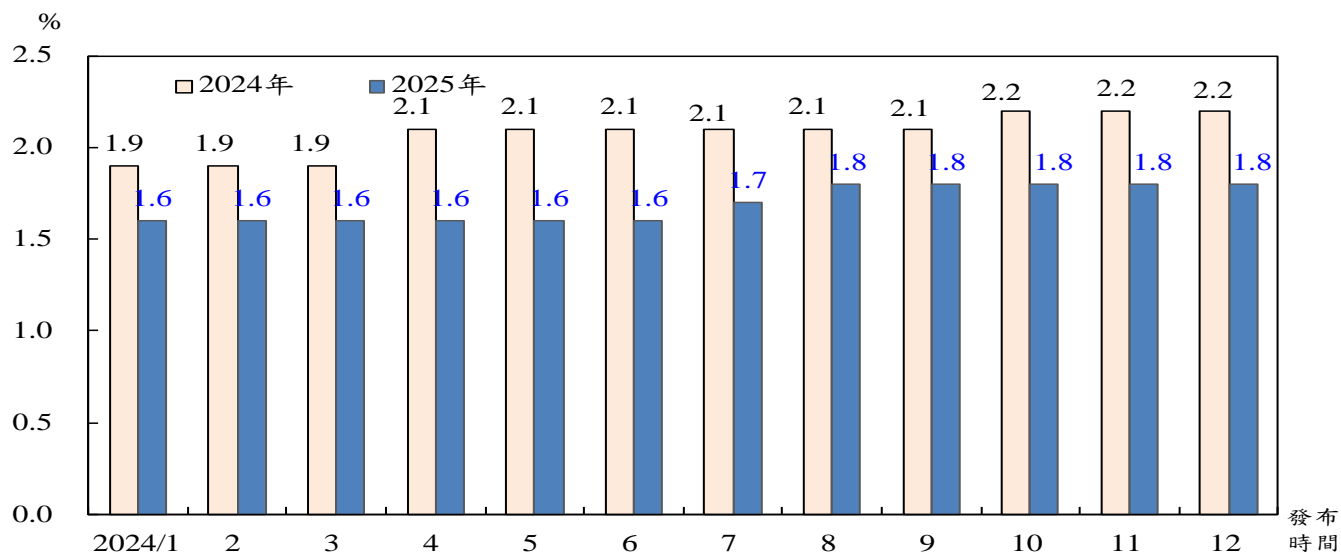
(4)國內外主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 2.10%至 2.30%，**平均**為 **2.19%**；**明年**則介於 1.70%至 2.30%，**平均**為 **1.95%** (圖 21)。

圖 21 國內外主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率預測值



(5) **Consensus Economics** 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測** 平均值連續 6 個月維持在 2.1%，10 月起略升為 **2.2%**，**明年**則已連續 5 個月維持在 **1.8%** (圖 22)。

圖 22 專業預測機構對台灣本年年及明年通膨率之預測值\*



註：\*係近 20 家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。  
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

### 三、本行貨幣政策相關議題之說明

近期某周刊及有些人士提出多項論點，例如，本行「所控管的貨幣供給暴增，是助長台灣房價的主因」、「為達成盈餘繳庫目標，採取低利率及低匯率政策，因而推升國內房價」、「阻升台幣(外匯干預)導致連年遭美國財政部列入干預匯率國家觀察名單」、「外匯干預導致我國銀行體系流動性氾濫」、「年年繳庫的作法，本質上與印鈔票給財政部支應財政赤字是一樣的」等，不僅與實情有所出入，且恐有誤導大眾之虞。針對這些不實論點，本文僅就上述幾個重要議題簡要說明如下：

**Q1：我國貨幣供給過多，明顯帶動房價上漲？**

**A1：在未考慮貨幣需求下，即指稱台灣貨幣供給過多的說法，並不恰當；事實上，我國貨幣供給長期控制合宜，實際 M2 成長率多落於本行設定之成長參考區間內，顯示流動性可充分支應經濟活動所需，並可維持物價穩定。**

(一) 台灣民眾偏好存款性質的金融商品，而貨幣供給應依大眾貨幣需求來決定是否適當，亦即判斷有無超額貨幣供給問題。根據本行依貨幣需求函數推估之 M2 合理成長參考區間<sup>1</sup>，近年為 2.5%~6.5%。

(二) 長期以來，我國實際 M2 成長率多落於本行設定之成長參考區間內，顯示 M2 足以支應經濟活動所需，且可維持物價穩定，亦反映本行控管的信用總量並無問題。

一 長期以來，我國實際 M2 成長率大抵落於參考區間內，顯示 M2 成長控制合宜(圖 1)。

圖 1 我國 M2 成長參考區間(目標區)與 M2 實際成長狀況



資料來源：本行

<sup>1</sup> 本行估計 M2 成長參考值的公式為：貨幣需求長期所得彈性×潛在產出成長率+可容忍的通膨率；台灣的貨幣需求所得彈性高，早期大於 1，近期為接近 1。

- 至於**全球金融危機期間**，以及 2020 年因應 **COVID-19 疫情**，政府提供紓困貸款與振興方案期間，本行刻意維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦。致實際 M2 成長率超出參考區間<sup>2</sup>。
- (三) 雖然本行管控的信用總量並無問題，然而，**台灣銀行業的信用流量過度集中於不動產市場**，即**存在信用配置問題**，並帶來**金融不穩定風險**。
- (四) **國際間多認為**，央行若肩負總體經濟穩定與金融穩定等多重目標，難以單一政策工具解決所有問題，**因應房價衍生的金融穩定問題**，宜採**信用管制措施**，加強控管金融機構不動產相關授信風險，避免信用資源過度流向不動產市場。**2020 年 12 月政府推出「健全房地產市場方案」**，與本行相關的分工項目即為「**信用資源有效配置及合理運用**」。
- 儘管因應房價衍生的金融穩定問題，宜採信用管制措施；惟**政策工具間亦具有互補性**，例如，**為維持物價穩定**，本行以**調升利率、存款準備率**等價、量工具因應，該等**緊縮貨幣政策措施**亦有助**選擇性信用管制措施發揮功效**，協助促進金融穩定。
- (五) 鑒於我國全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)居高，銀行信用資源向不動產部門傾斜情勢較歷史高點更加嚴峻，**本行前於本(2024)年 8 月採取道德勸說**，請銀行**自主控管未來一年不動產貸款總量**；嗣於**9 月第七度調整選擇性信用管制措施**，並搭配第四度調升存款準備率。
- 該次信用管制主要目的有三**：(1)透過加強貨幣信用之數量管理，**降低民眾強烈的房價上漲預期心理**，進而抑制其投機動機；(2)此次措施降低不動產相關貸款成數，將可使本行先前道德勸說之成效更易達成；(3)可將投機需求相關的貸款資金釋出，**優先轉予無自用住宅者購屋貸款**。
- (六) **前述本行措施實施以來**，近期民眾看漲房價預期心理下降，且銀行信用資源優先**提供無自用住宅者購屋貸款**，**本行信用管制措施已略見成效**。

---

<sup>2</sup> 況且，2021 年台灣經濟成長逾 6%，M2 係經濟活動的交易媒介，M2 成長率較高係屬正常現象。

Q2：我國貨幣供給遠超過 GDP 以致推升房價，且與其他國家相比，上(2023)年底本行 M2 總額相對 GDP 偏高？

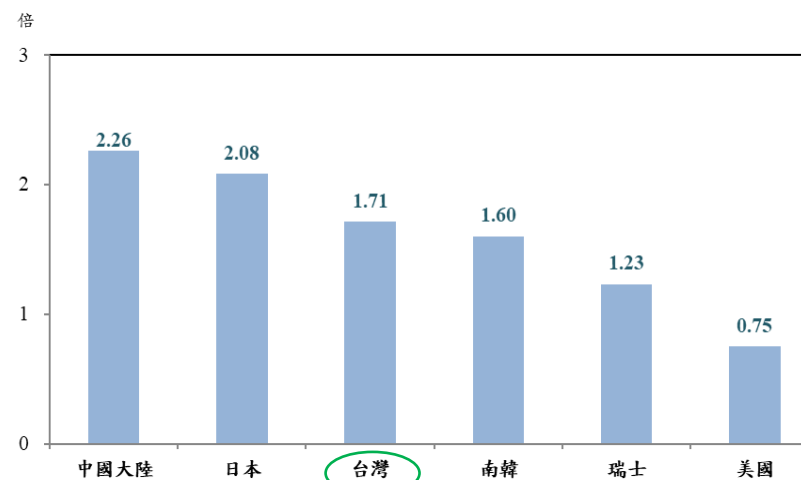
A2：貨幣總計數 M2/GDP 比率主要用來衡量一國金融深化程度，加以各國金融體系結構存在差異，該比率並不適合用來衡量一國貨幣供給是否過多問題；況且，各國貨幣內涵不同，以 M2/GDP 比率做國際比較，亦不恰當。

(一) 文獻上，**M2/GDP 比率**主要用來衡量一國金融深化程度，加以**各國金融體系結構存在差異**<sup>3</sup>，並不適合用來衡量一國貨幣供給是否過多問題。

(二) 各國央行基於自身需要，訂有數種不同的貨幣定義，藉以觀察彼等趨勢。就**貨幣總計數的內涵**來看，**台灣最高的是 M2**，較接近其他國家(如美國、英國、日本)的**M3 或更廣義之貨幣定義**(如 M4 ~M6)<sup>4</sup>，因此，不宜逕自以 M2 來進行跨國比較。

(三) 若採類同他國 M2 內涵，則上年**台灣 M2 對名目 GDP 比率**將由 2.52 倍<sup>5</sup>大幅降至 1.71 倍，相較亞洲鄰國並未明顯偏高(圖 2)。

圖 2 2023 年主要國家貨幣總計數 M2/GDP 比率



註：1.M2/GDP 之分母為名目 GDP，分子 M2 為年平均數。

2.台灣採類同他國 M2 內涵計算。

資料來源：IMF 及各國中央銀行網站

<sup>3</sup> 如美國較依賴直接金融，M2/GDP 比率低；而台灣、中國大陸、日本及南韓較依賴間接金融，存放款業務比重較高，墊高 M2/GDP 比率。

<sup>4</sup> 台灣的 M2 包含郵政儲金、外匯存款、退休優利存款及基層金融機構存款等，與其他國家的 M3 或更廣義之貨幣定義較接近。

<sup>5</sup> 論者以 2023 年各國 M2(或 M3 以上)期底值除以實質 GDP 計算，而得到台灣數值為 2.75 倍。惟貨幣總計數為名目值，應除以名目 GDP 較為合理。

**Q3：依據本行委託研究計畫，助長台灣房價之主因為貨幣供給？**

**A3：本行委託研究僅指出貨幣供給是影響房價上漲的因素之一，並未指出其係房價上漲的主因。**

- (一) 本行 2020 年委託研究「建構台灣房價風險值量化評估模型」報告僅指出<sup>6</sup>，「在**影響房價大幅上漲的因素**方面，... 對於全台尚需觀察**銀行放款餘額購置不動產**合計、**貨幣供給**、**匯率**、**營造工程的資本投入與價格**」，並未如論者所指稱**貨幣供給是助長台灣房價上漲的主因**。
- (二) 事實上，**影響房價上漲成因眾多**，實證研究很難納入所有影響因素，前述委託研究即沒有將不動產稅負、地價、房價預期心理等影響房價的重要因素納入實證分析。許多實證研究均發現，房價預期心理扮演重要影響因素：
- 2013 年諾貝爾經濟學獎得主 Shiller 指出<sup>7</sup>，肇致房市泡沫化的主因，並非貨幣政策，而是投資人趨向更投機的心態，未能認清房價上漲已悖離基本面，仍非理性地樂觀預期房價還會繼續上漲，以及房貸證券化、允許超低利率房貸、甚至無息房貸等的房貸創新產品。
  - 鄧筱蓉、張金鶚、陳明吉(2016)指出<sup>8</sup>，台北市與新北市的房價基本價格(依總體經濟因素或以家庭可支配所得為基礎計算，主要反映住宅消費需求)變化不大，房價變動主要是因為偏離基本價格的泡沫(即投資需求)的變動所致。
  - Martínez-García et al. (2021)研究發現<sup>9</sup>，在房價上漲趨勢下，購屋者易受害怕錯失(Fear of Missing Out, FOMO)心理所驅動，致使近年美國房價泡沫持續擴大，且此現象已擴散至美國以外先進經濟體。朱芳妮、高嘉璘、洪志興、陳明吉(2023)更指出<sup>10</sup>，隨網路社群興起，社群媒體情緒對台灣房價與成交量有一定程度的影響力。

<sup>6</sup> 詳中央銀行(2020)，「建構台灣房價風險值量化評估模型」，委託研究報告，第 105 頁。

<sup>7</sup> 見 Shiller, Robert (2008), "The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it", *Princeton Press*。

<sup>8</sup> 見 Teng, Hsiao-Jung, Chin-Oh Chang and Ming-Chi Chen (2016), "Housing Bubble Contagion from City Centre to Suburbs," *Urban Studies*, Vol.54, No.6, pp.1463-1481。

<sup>9</sup> 見 Martínez-García, Enrique, Jarod Coulter, Valerie Grossman, Efthymios Pavlidis, Kostas Vasilopoulos and Iván Payá (2021), "Taking the Global Housing Market's Temperature: Is It Running a Fever (Again)?" *Dallas Fed Economics*, Sep.。

<sup>10</sup> 見朱芳妮、高嘉璘、洪志興、陳明吉(2023)，「社群媒體情緒與房市交易資訊關係之檢視」，應用經濟論叢，113 期，6 月，第 85-137 頁。



(三)另根據星、港、韓實證顯示，貸款成數限制有效控管銀行房貸擴張，惟平穩房價效果以租稅工具較佳，並視住宅供給情況而異<sup>11</sup>。

---

<sup>11</sup> 例如，香港、首爾因住宅短缺，致高房價問題難解。詳 MAS (2015), “Box R Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market,” *Financial Stability Review*, November；IMF(2019), “Singapore Financial Stability Assessment,” *IMF Country Report*, No. 19/224, July，以及 IMF (2019), “Singapore Financial Sector Assessment Program–Technical Note– Macroprudential Policy,” *IMF Country Report*, No. 19/227, July；香港金融管理局(2014), 「專題5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響」, 貨幣與金融穩定情況半年度報告, 9月；IMF (2019), “People’s Republic of China—Hong Kong Special Administrative Region 2019 Article IV Consultation–Press Release and Staff Report,” *IMF Country Report*, No. 19/394, December；IMF (2019), “Republic of Korea–Selected Issues,” *IMF Country Report*, No. 19/133, May 及 IMF (2020), “Republic of Korea Financial Sector Assessment Program Technical Note—Macroprudential Policy Framework and Tools,” *IMF Country Report*, No. 20/277, September。

**Q4：央行應以利率政策處理高房價問題？**

**A4：影響房價因素眾多，有賴中央相關部會與地方政府共同健全房市；利率政策會影響各行各業，全球央行利率政策主要用以穩定物價，而非處理特定部門(如不動產)的景氣榮枯及房價問題，我國亦然。**

**(一) 影響房價因素眾多，主要包括民眾對房價預期心理、不動產相關稅負、取得不動產貸款難易度及貸款負擔、地價、營建成本、家戶人口與所得變動等，利率僅為影響房價的可能因素之一。**

**一 近年國內房價屢創新高，除隨地價與營建成本推升，主要係因廠商在台投資擴增，政府擴建產業園區與推動重大交通建設，帶動民眾看漲房價預期心理及購屋需求，並助長投機炒作。**

**(二) 政策利率調整影響廣泛，除影響房貸利率外，也會影響企業及個人其他貸款；各國央行的利率政策主要用來穩定物價，而非用來處理房價問題。日本、瑞典央行曾以升息對抗房價，均以失敗收場；國際貨幣基金(IMF)認為，以調升利率處理高房價問題係「大而無當(too blunt)」的手段<sup>12</sup>。**

**(三) 鑑於影響房價因素眾多，其中部分因素涉及地方政府職權與區域發展；平穩房價，仍有賴政府相關部會與地方政府共同落實「健全房地產市場方案」，由需求面、供給面、制度面<sup>13</sup>通力合作，本行則依分工，積極採行選擇性信用管制措施。**

---

<sup>12</sup> IMF (2011), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.

<sup>13</sup> 例如，運用金融與租稅措施及對預售屋銷售稽查等工具抑制房市需求；廣續擴增社會住宅及租金補貼戶數，增加房市供給；並廣續完善不動產相關制度(含加強控管預售屋銷售行為、精進房地稅基查估機制、健全住宅租賃市場等)。

Q5：本行為達成盈餘繳庫目標，採取低利率及低匯率政策，因而推升國內房價？

A5：本行利率與匯率政策均由理事會審慎決定，且台灣實質利率、新台幣匯率與國際比較均未偏低；本行法定經營目標不包含盈餘繳庫，故本行不需要、更不會採取低利率及低匯率政策來達到盈餘繳庫；至於房價問題請參閱 Q1~Q4 說明。

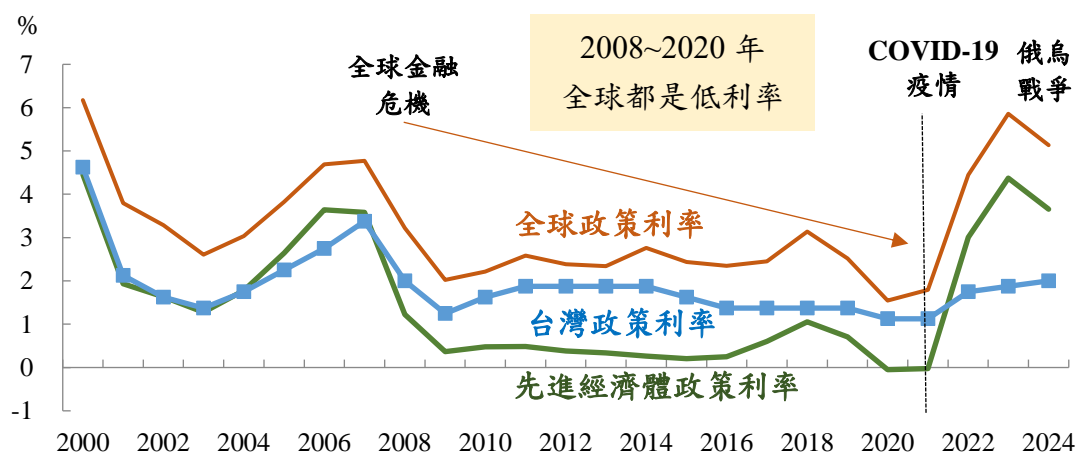
(一)本行利率政策嚴謹透明

1. 國內利率政策的擬定，係由本行理事綜合考量國內通膨展望、經濟成長等國內外經濟金融情勢變化後共同決定。
2. 理事會會議後，本行總裁立即召開記者會，對貨幣政策決策做詳細的說明。
3. 本行於理事會召開後 6 週，向社會大眾公布各出席理事在會議中對貨幣政策表達之意見，使貨幣政策決策過程更加透明化。

(二)國內名目利率低，係反映全球利率長期走低、國內長期超額儲蓄，以及我國通膨率長期相對溫和

1. 2008 年全球金融危機後至 2020 年 COVID-19 疫情爆發期間，為提振景氣，美國等先進經濟體央行大幅調降政策利率(降至近零利率、甚至負利率)，受其外溢效應影響，全球(包含台灣)都是低利率(圖 3)。

圖 3 全球、先進經濟體與台灣政策利率趨勢

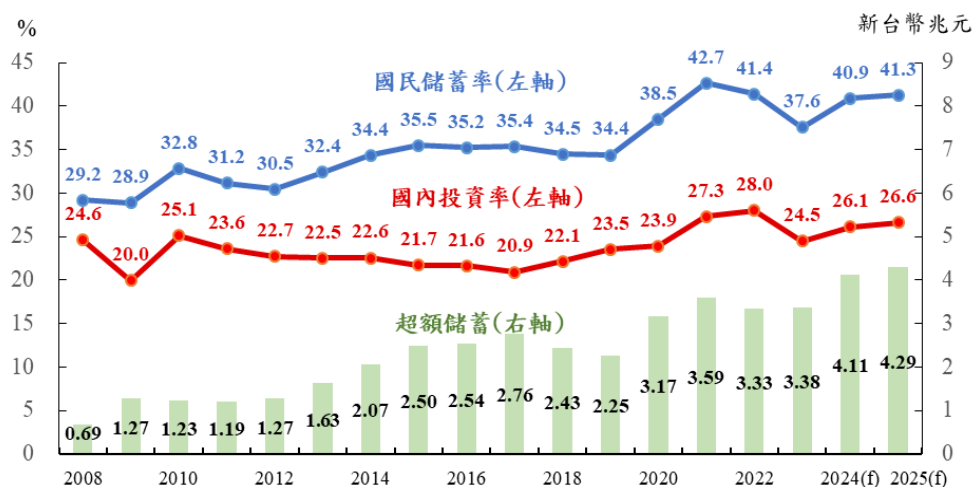


資料來源：S&P Global Market Intelligence

2. 台灣經常帳長期順差，超額儲蓄持續累積，使資金供給充沛，致利率不易提升。

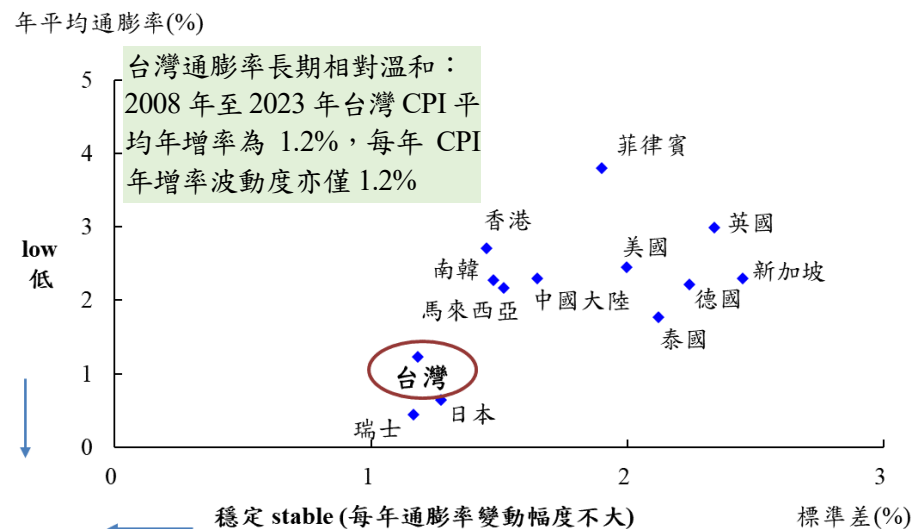
— 國內超額儲蓄金額由 2008 年之 0.69 兆元，持續擴大至上一年之 3.38 兆元，預期本年更將擴大至 4.11 兆元(圖 4)；2008 至上一年累計超額儲蓄已高達 35.3 兆元。

圖 4 我國國民儲蓄率、國內投資率及超額儲蓄金額



註：1.儲蓄率、投資率分別為國民儲蓄毛額占 GNI 比率、國內投資毛額占 GDP 比率；超額儲蓄(儲蓄與投資差額)=國民儲蓄毛額-國內投資毛額。  
2. 2024 年、2025 年資料為台灣主計總處 2024/11 預估值。  
資料來源：主計總處

圖 5 主要國家 CPI 通膨率 (2008~2023 年平均)



資料來源：S&P Global Market Intelligence

3. 國內通膨率長期相對溫和：國內長期存在超額儲蓄，亦反映有效需求不足，使通膨率不易上升。2008 年至上年台灣 CPI 平均年增率為 1.2%，每年 CPI 年增率波動度亦僅 1.2%，與主要國家比較，我國 CPI 通膨率維持低且穩定(圖 5)。

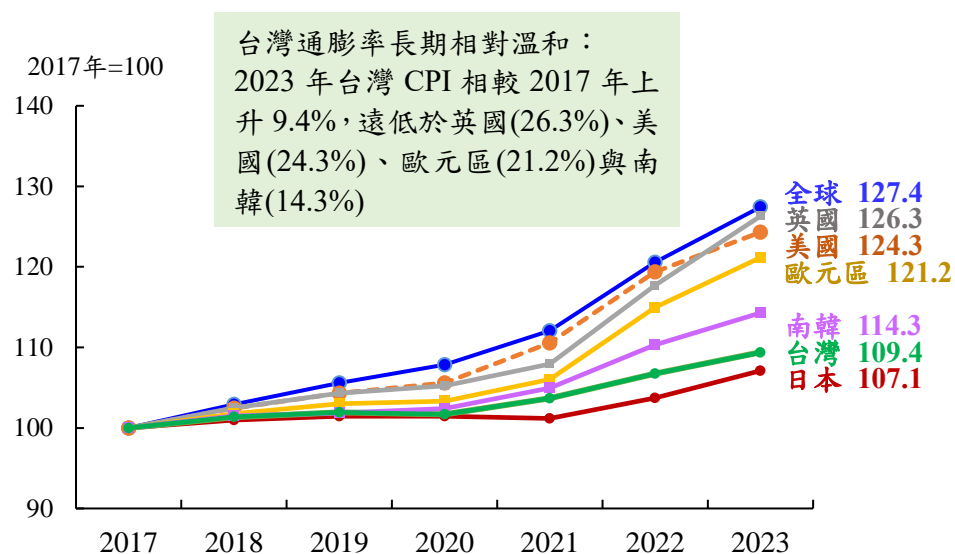
— 2021 年起，雖因疫情致全球供需嚴重失衡，以及俄烏戰爭等非預期事件連續衝擊，全球通膨率攀升；惟台灣物價漲幅遠低於英、美、歐、南韓等經濟體(圖 6)，致升息幅度亦較溫和。

— 2022 年至本年間，本行六度升息，共計 0.875 個百分點，四度調升存款準備率，共計 1 個百分點；目前本行重貼現率為 2.0%，已為近 16 年來新高<sup>14</sup>。

### (三)相較主要經濟體，國內實質利率並未偏低

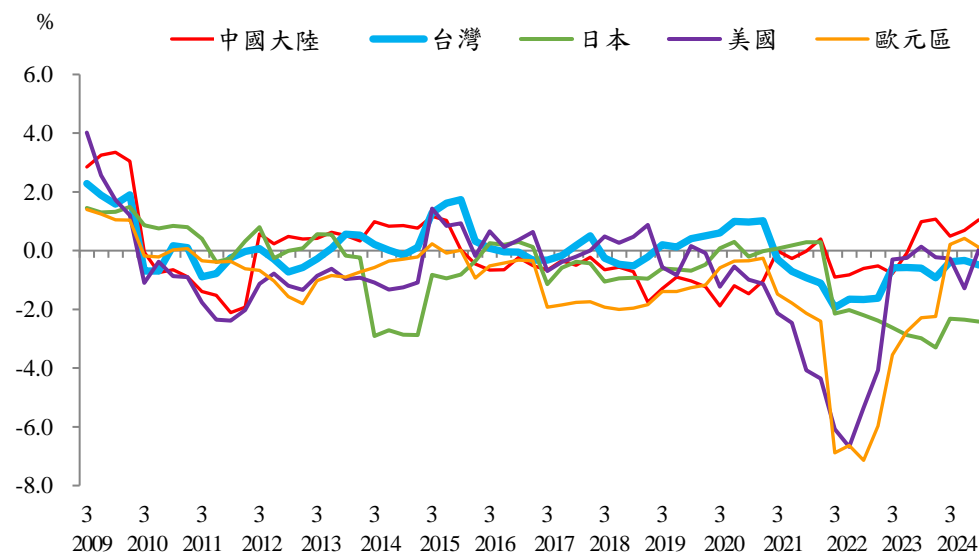
— 雖然國內名目利率低，但因通膨溫和，因此，相較中國大陸、日本、美國、歐元區等主要經濟體，國內實質利率（名目利率減去通膨率）並未偏低(圖 7)。

圖 6 2017~2023 年主要經濟體 CPI 指數化走勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence，各國官方網站

圖 7 主要經濟體實質利率



註：1. 政策利率的調整會帶動存款利率的調整，但各國存款利率配合政策利率調整的幅度不一。基於民眾關心存款利率，實質利率應可從存款人的角度來看。實質利率=1 年期定期存款利率-通膨率預測值。各經濟體 1 年期定期存款利率為當地大型銀行之 1 年期定期存款利率，通膨率預測值為 S&P Global 對當年各經濟體全年通膨率的預測值。

2. 資料點為每年 3、6、9、12 月。

資料來源：本行整理

<sup>14</sup> 由於本行政策利率有效引導市場利率，加以四度調升存款準備率，貨幣市場利率已「足額」反映本行政策利率調整，並已回升至以往重貼現率為 2.75% 時之水準。

(四)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，新台幣對美元匯率長期呈雙向波動

- 2009 年底以來，新台幣對美元匯率有升有貶，曾升值至 27.607，亦曾貶值至 33.838(圖 8)。以本年 12 月 13 日與 2014 年底比較為例，美元指數上漲 18.54%，新台幣對美元匯率貶值 2.43%，貶值幅度遠小於同期間歐元(貶值 13.20%)、人民幣(貶值 14.77%)、日圓(貶值 22.04%)，以及韓元(貶值 23.40%)(表 1)。
- 另以新台幣對一籃通貨之名目有效匯率指數(NEER)<sup>15</sup>而言，自 2010 年 1 月至本年 10 月新台幣上升 21.3%，遠高於同期間韓元上升 3.8%，及日圓下跌 28.7%(圖 9)，均顯示本行並未刻意壓低新台幣匯率。

圖 8 新台幣對美元匯率



資料來源：本行

表 1 主要貨幣對美元升貶幅  
(本年 12 月 13 日與 2014 年底~2017 年底比較)

單位：%

|                    | 2014年底迄今          | 2015年底迄今          | 2016年底迄今           | 2017年底迄今         |
|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|------------------|
| 新加坡幣               | -1.73             | 新加坡幣 +5.17        | 新加坡幣 +7.27         | 新加坡幣 -0.95       |
| <b>新台幣</b>         | <b>-2.43</b>      | <b>新台幣 +1.72</b>  | 歐元 -0.15           | <b>新台幣 -8.18</b> |
| 歐元                 | -13.20            | 歐元 -3.32          | <b>新台幣 -0.70</b>   | 人民幣 -10.54       |
| 人民幣                | -14.77            | 人民幣 -10.80        | 人民幣 -4.53          | 歐元 -12.53        |
| 日圓                 | -22.04            | 韓元 -18.30         | 韓元 -15.85          | 韓元 -25.41        |
| 韓元                 | -23.40            | 日圓 -21.76         | 日圓 -23.88          | 日圓 -26.66        |
| <b>美元指數 +18.54</b> | <b>美元指數 +8.49</b> | <b>美元指數 +4.69</b> | <b>美元指數 +16.15</b> |                  |

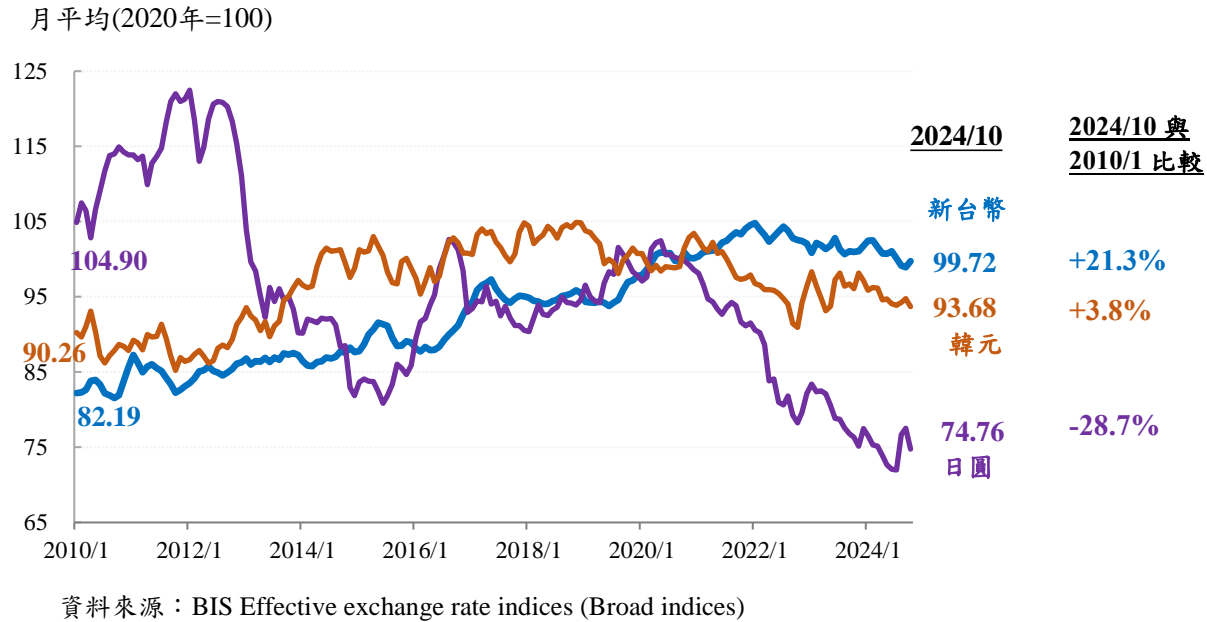
註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午 5 時收盤匯率。若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。

資料來源：本行整理、Bloomberg

<sup>15</sup> 國際清算銀行(BIS)編製之 NEER，係指一國貨幣對其他主要貿易對手國貨幣的加權平均匯率指數，該指數上升(下降)表示，該國貨幣對一籃主要貿易對手國貨幣升值(貶值)。



圖 9 台灣、南韓、日本名目有效匯率指數(NEER)



(五)在本行達成法定經營目標的前提下，本行秉持善良管理人的責任，管理外匯存底，如有盈餘則依法繳庫

1. 長期以來，在本行採行妥適之貨幣、信用與外匯政策下，均能達成法定經營目標<sup>16</sup>。例如：

(1)在「促進金融穩定」目標方面，過去 20 多年間，台灣歷經 1997 年亞洲金融危機、2008 年全球金融危機，以及近年全球 COVID-19 疫情，均對國內經濟金融產生負面衝擊；本行適時採取有效的貨幣、信用與外匯政策因應，有助台灣金融市場與經濟景氣迅速回穩，國內並未出現金融危機。而此期間美國爆發次貸風暴，南韓則發生兩次重大金融危機。

<sup>16</sup> 根據「中央銀行法」，本行法定經營目標包括，促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及在上列目標範圍內，協助經濟之發展。

- (2)在「健全銀行業務」目標方面，國內銀行業資產品質良好，逾放比率持續下降，資本適足率持續提升，獲利表現穩健。
- (3)在「維護對內及對外幣值之穩定」目標方面(即國內物價穩定，以及新台幣匯率的動態穩定，據以維持新台幣對內及對外的購買力)，長期以來，台灣通膨低且穩定，新台幣對美元匯率波動度亦小於歐元、韓元及日圓等主要貨幣。
- (4)在「在上列目標範圍內，協助經濟之發展」目標方面，長期以來台灣經濟平均成長率高於全球平均(如 2000 年至上年平均台灣經濟成長率為 3.72%，高於全球之 2.79%)。
2. 在本行達成法定經營目標的前提下，本行秉持善良管理人的責任，在確保安全性與流動性無虞下**管理外匯存底**，如有盈餘則依法繳庫。

Q6：本行阻升台幣(外匯干預)導致連年遭美國財政部列入干預匯率國家觀察名單？

A6：近年來，台灣觸及美國財政部匯率報告之對美商品與服務貿易順差逾 150 億美元及經常帳順差對 GDP 比率逾 3% 等兩項貿易相關檢視標準，才是我國被列入匯率操縱國觀察名單之主因。

(一) 近年來，台灣觸及美國財政部匯率報告前兩項標準才是我國被列入匯率操縱國觀察名單之主因<sup>17</sup>。

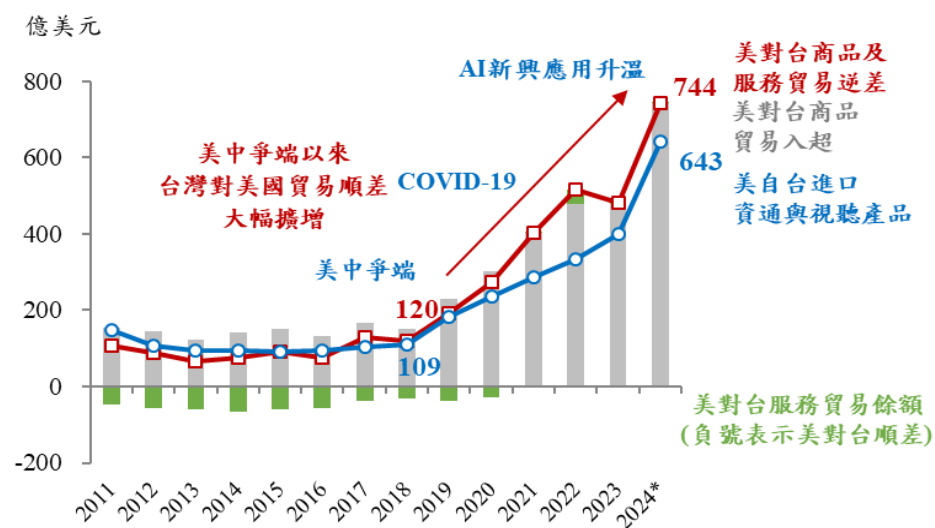
(二) 未來台灣觸及美方前兩項檢視標準而被列為觀察名單，恐成常態：

1. 第一項檢視標準：對美商品與服務貿易順差逾 150 億美元。

一 自 2018 年起，美中貿易與科技爭端升溫、美國強化資安防護及 COVID-19 疫情等因素，帶動美對台資通與視聽產品需求劇增，台灣對美國貿易順差擴增(圖 10)，使 2020 年 12 月美國匯率報告迄今，台灣對美國貿易順差均觸及美方第一項檢視標準，應與匯率因素無關。

一 電子資通訊產品為台灣出口及出超主力，其中對美國出超最大，需強化雙邊溝通機制，並鞏固台灣在全球供應鏈的重要地位及維持半導體產業優勢；近年台灣電子零組件及資通與視聽產品對美出口大增(本年 1 至 10 月為 536 億美元)，且近期美國極度關切半導體等供應鏈過度集中的風險，我國宜謹慎因應。

圖 10 美國對台灣貿易逆差及自台灣資通與視聽產品進口



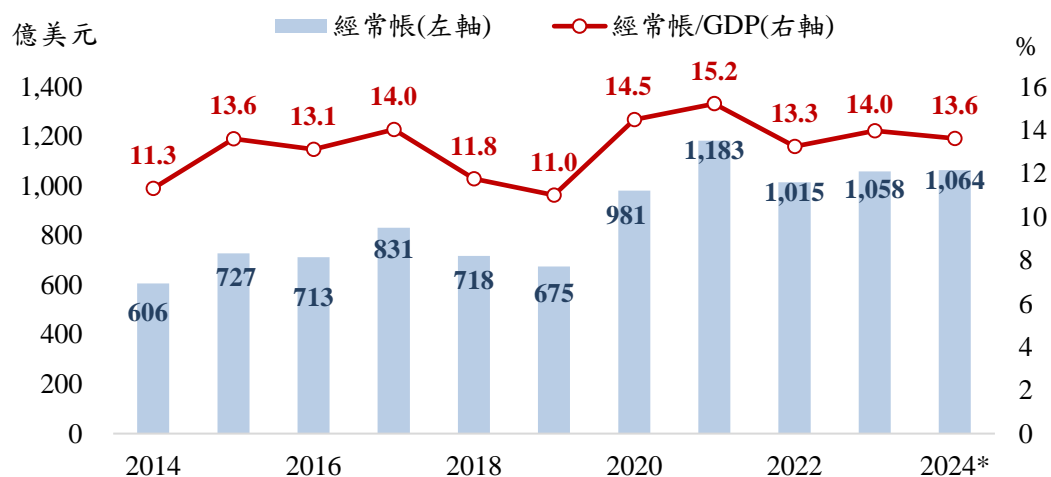
註：2024 年美國服務貿易資料僅公布至第 3 季，故依前 3 季均值×4 估計；美國商品貿易及其自台灣資通與視聽產品進口值係 1~10 月均值×12 估計。  
資料來源：美國商務部

<sup>17</sup> 台灣曾於 2016 年 4 月及 2016 年 10 月因觸及美國財政部匯率報告第 2 項標準(經常帳順差對 GDP 比率逾 3%)及第 3 項標準(淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%)，而被列入匯率操縱國觀察名單。

2. 第二項檢視標準：**經常帳順差對 GDP 比率逾 3%**。

- 一 台灣**經常帳順差對 GDP 比率**居高(圖 11)，反映**國內累積龐大超額儲蓄**，**上年**我國超額儲蓄近**3.38 兆元**，主計總處預估**本、明(2025)年**分別升至**4.11 兆元及 4.29 兆元**(見前文圖 4)，**宜透過增加國內投資解決**。
- 一 近年國內投資率雖已略提升，惟儲蓄率上升更多，致超額儲蓄居高，宜持續提振國內投資，包括強化 AI、5G 及金融科技等基礎建設、維持優勢產業技術領先、促進傳統產業數位轉型、擴大長照及潔淨能源等投資。

圖 11 台灣經常帳順差對 GDP 比率居高



註：\*2024 年經常帳金額係前 3 季均值×4 估計；比率係前 3 季資料。

資料來源：本行、主計總處

3. 第三項檢視標準：**淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%，且 12 個月中有 8 個月(含)以上為淨買匯**。

- 一 **2022 年迄今**本行為維持國內匯市穩定，**進場調節阻貶新台幣**，合計**淨賣匯 248.3 億美元**(其中**2022 年全年、2023 年全年及本年上半年**分別淨賣匯**130.0 億美元、27.7 億美元及 90.6 億美元**)。2022 年 6 月匯率報告(檢視期間為 2021 年全年)迄今，**台灣均未觸及美方第三項檢視標準**。

### (三) 本行對美國匯率政策報告之對策

1. 新台幣匯率政策方面：新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利的於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。目前美方亦充分了解本行之匯率政策及穩定匯市措施。
2. 本行與美國財政部溝通管道向來順暢且成效良好：美方理解我方之主張，如近年我國對美國商品及服務貿易逾美方檢視標準，主要反映美國對台灣科技產品需求劇增。此外，長期以來台灣經常帳順差係反映國內超額儲蓄。未來雙方仍將在良好的互動基礎上，持續就總體經濟及匯率政策等議題進行溝通。
3. 台灣縮小對美國貿易順差的建議做法：如擴大對美採購能源、農產品及軍品等，以縮小對美貿易順差。

Q7：論者認為，我國應透過匯率做為貿易失衡的調整工具。

A7：由於金融帳交易已成為決定匯率的主因，且台灣為高度參與全球價值鏈之小型經濟體，僅透過匯率變動調整經常帳順差(貿易失衡)的效果有限。

(一) 無論是全球或台灣，金融帳交易已成為決定匯率的主因，且使得以匯率做為貿易失衡的調整工具更加困難。

在資本移動自由化以前，一國匯市主要參與者為進出口廠商，然自 1990 年代全球金融自由化後，跨境資本移動(含本國及外國投資者)所帶來之資金移動，已成為主導一國匯市供需之最重要因素。

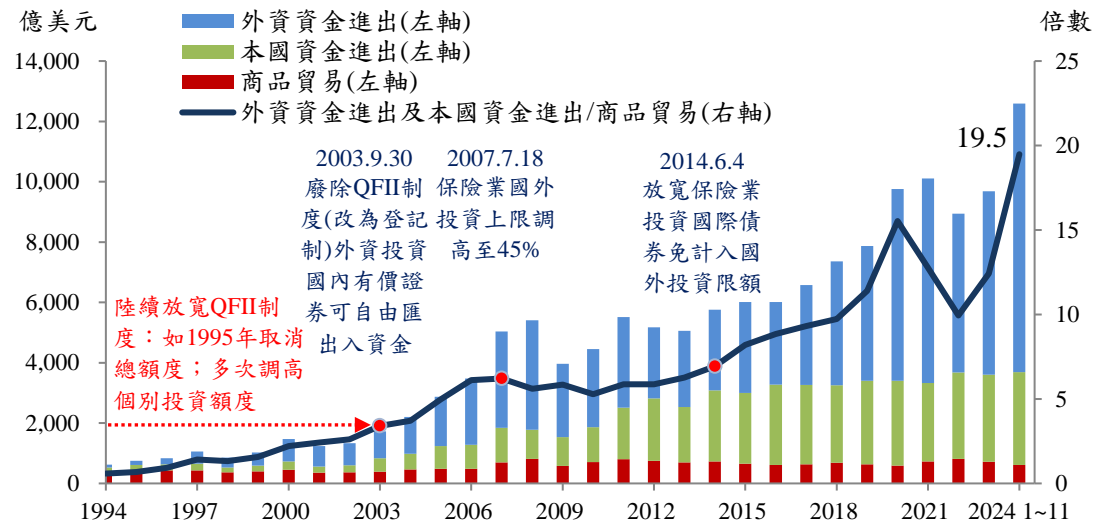
1. 全球商品及服務貿易占外匯交易額比重下降：1989 年全球每日貿易占每日外匯交易額(約 0.54 兆美元)僅 5.7%(表 2)，金融帳交易占 94.3%；2022 年全球每日貿易占每日外匯交易額(約 7.5 兆美元)降至 3.4%，金融帳交易則占 96.6%。
2. 台灣跨境資本交易的外匯收支(含國人及廠商對外投資理財與資金調度等)遠逾與商品貿易相關之外匯收支，如本年前 11 個月跨境資本交易達商品貿易收支金額的 19.5 倍(圖 12)。

表 2 全球商品及服務貿易占外匯交易額的比重

| 金額單位：億美元                             |             |             |               |
|--------------------------------------|-------------|-------------|---------------|
|                                      | 1989<br>(A) | 2022<br>(B) | 倍數<br>(B)/(A) |
| 商品出進口 (1)                            | 63,048      | 505,495     | 8.0           |
| 服務輸出入 (2)                            | 14,344      | 140,209     | 9.8           |
| 商品及服務輸出入 (3)=(1)+(2)                 | 77,392      | 645,704     | 8.3           |
| 每日商品及服務輸出入<br>(以250天計算) (4)=(3)/250  | 310         | 2,583       | 8.3           |
| BIS每日外匯交易<br>(每3年調查1次) (5)           | 5,392       | 75,060      | 13.9          |
| 商品及服務貿易總額<br>占外匯交易額比重(%) (6)=(4)/(5) | 5.7         | 3.4         | -             |

資料來源：WTO、BIS

圖 12 歷年我國外匯收支金額之結構變化



資料來源：本行



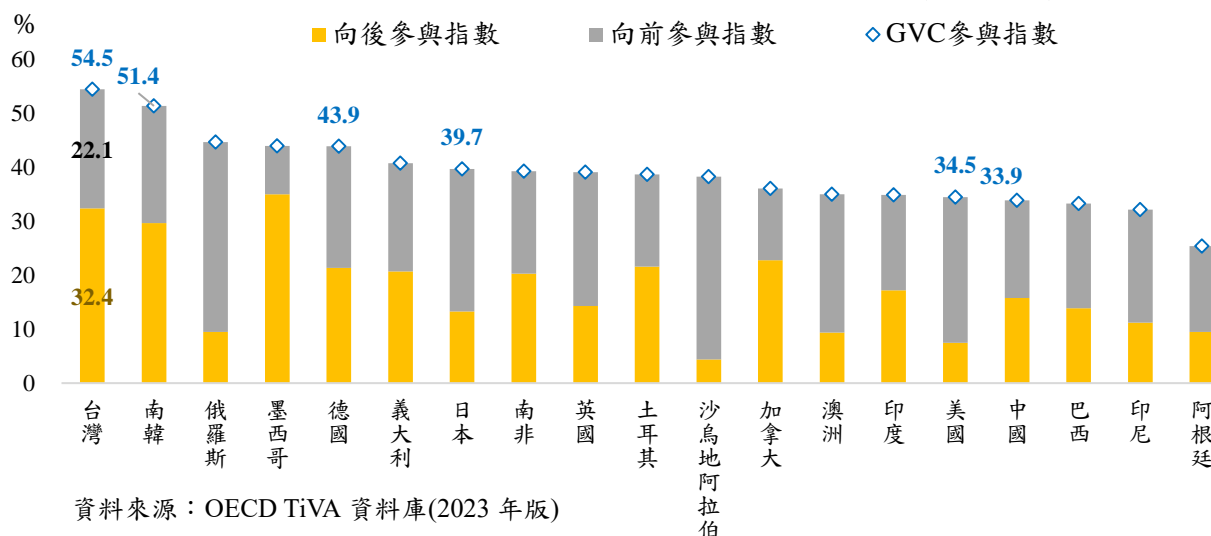
(二) 台灣為高度參與全球價值鏈之小型經濟體，**透過匯率變動調整經常帳順差的效果有限。**

1. 台灣**外部不平衡主要係因貿易結構特色**，匯率非主要因素。

- 台灣**高科技企業全球運籌**，力求提升**先進製程技術及客戶夥伴關係**，**鞏固**在全球**供應鏈關鍵地位**，匯率之影響下降。
- 台灣的**全球價值鏈(GVC)參與度較高**(圖 13)，而全球價值鏈的發展，已成為**出口匯率彈性下降**的重要因素<sup>18</sup>。台灣**出口內含進口的比重達 32.4%**，**出口對進口的引申需求大**，**匯率升貶對進口的影響將抵銷匯率變動對出口之效果**。

2. 由於**台灣**高度參與全球價值鏈且專注於中間財生產<sup>19</sup>，為**價格接受者**，外貿主要受**國外需求**(如美國對資通訊產品需求增加)**影響**，**匯率應不是主要影響因素**，**並無引導新台幣貶值誘因**。本行匯率政策一向的立場係維持新台幣匯率的動態穩定，而非透過低匯率提高競爭優勢。

圖 13 台灣與 G20 國家的 GVC 參與指數(2020 年)



資料來源：OECD TiVA 資料庫(2023 年版)

<sup>18</sup> Ahmed et al. (2015)指出，GVC 參與使製造業出口對實質有效匯率(REER)的彈性平均下降 22%，對於 GVC 參與度最高的國家而言，下降近 30%，詳 Ahmed, S., M. A. Appendino and M. Ruta (2015) "Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports," *IMF Policy Research Working Paper*, No. 7390。另 Francois de Soyres 等人(2018)指出，GVC 參與度的提高會降低匯率彈性，詳 de Soyres, F, E Frohm, V Gunnella and E Pavlova (2018), "Bought, Sold and Bought Again: Complex Value Chains and Export Elasticities," *World Bank Policy Research Working Paper Series No. 8535*。

<sup>19</sup> 中間財占台灣出進口的比重約 7 成。

Q8：論者指稱，外匯干預導致我國銀行體系流動性氾濫；本年 8 月底，我國銀行流動準備高達 12.7 兆元，相對法定準備金之 4.7 兆元，表示有近 8 兆元的超額流動準備，此反映銀行體系流動性氾濫的現象。

A8：觀察一國銀行體系是否存在流動性過剩，應觀察銀行體系的「超額準備」；至於所引用之「流動準備」，係與銀行基於自身對流動性資產的需求，以及因應流動性監管規範有關，並不適合用來觀察流動性過剩的指標。

(一)超額儲蓄所衍生之超額流動性，經由本行沖銷後，銀行體系的流動性已維持在適當水準

1. 我國由於長期存在超額儲蓄(見前文圖 4)，在本行未沖銷前，銀行體系確實有過剩流動性。
2. 惟本行**主要持續透過發行本行存單方式，有效沖銷銀行體系過剩流動性**，並搭配**存款準備金制度與收受金融機構轉存款**等其他貨幣政策工具，加強管理銀行流動性。**經本行沖銷後，銀行體系的流動性已維持在適當水準**，並無所謂銀行體系流動性氾濫的情節<sup>20</sup>。

(二)法定流動比率提列 10%，係最低要求；銀行實際流動準備大抵為具收益率資產，多持的部分不宜視為超額流動性

1. 在**全球金融危機前**，主要國家大抵欠缺對銀行的強制性之**流動性管理規範**，因此出現流動性危機；國內對銀行業有較審慎的流動性管理規範，要求銀行持有的**流動準備不得低於總存款的 10%(法定比率)**，這是最低要求，**銀行實際之流動準備，通常高於法定流動準備**。
2. 以本年 8 月為例，銀行依**最低法定比率 10%提列之法定流動準備為 4.7 兆元**，而**實際流動準備資產 12.7 兆元**，主要項目為本行存單 5.9 兆元(47%)、公債 2.4 兆元(19%)及金融機構轉存指定行庫轉存款 1.2 兆元(9%)，**均為收益率資產，不具收益率之「超額準備」僅 400 億元**。

<sup>20</sup> 有關本行沖銷操作之實證說明，另詳中央銀行(2024)，「本行妥善管理銀行體系流動性之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

(三)全球金融危機後，全球流動性管理趨嚴，國內銀行業根據流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)監管規範，須持有較多高品質流動性資產

1. 全球金融危機後，伴隨國際間流動性監管規範趨嚴<sup>21</sup>，本國銀行須持有較多的高品質流動準備，以因應 LCR 監管規範。
2. 以本年 8 月底為例，本國銀行法定應持有高品質流動資產(HQLA) 11.18 兆元，實際持有 HQLA 13.92 兆元，其中主要為本行存單與公債，係具收益率之高品質流動資產。

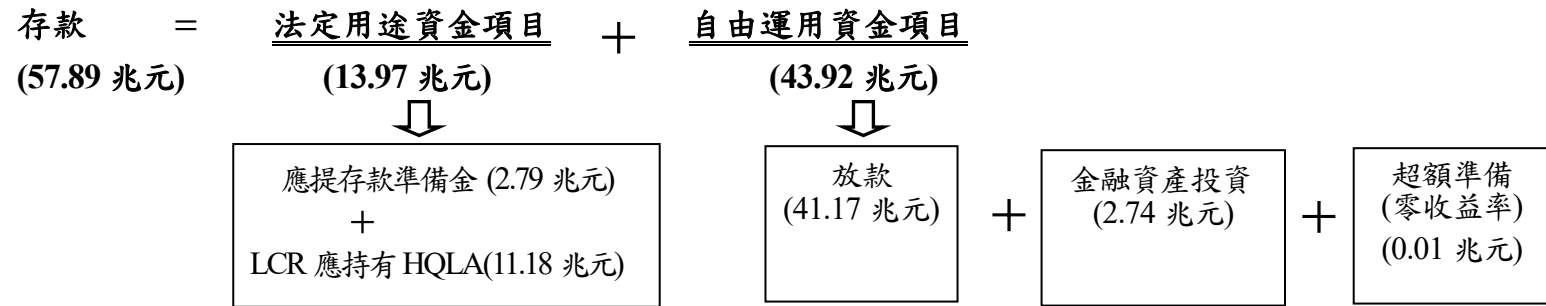
(四)觀察一國銀行體系是否流動性過剩，應觀察「超額準備」，不宜以銀行增提流動準備高低來評估

1. 本年 8 月，銀行體系超額準備 400 億元，其中有近 70%係由外商銀行在台分行持有，主要係為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，而不會用於炒房。本國銀行超額準備僅 100 億元，並無流動性氾濫現象(圖 14)。
2. 本年 8 月銀行體系的實際流動準備為 12.7 兆元，LCR 監管規範本國銀行法定應有 HQLA 則為 11.18 兆元，其中多為具收益率之流動資產，如本行存單與公債，顯示本行發行存單，一方面可有效收回銀行體系過剩流動性，一方面提供銀行所需具有一定收益率之高品質流動資產，來因應銀行 LCR 監管規範。

---

<sup>21</sup> 2008 年全球金融危機後，巴塞爾銀行監理委員會發布全球一致性流動性量化指標，其中 LCR 規定銀行應持有足夠之高品質流動資產(High Quality Liquid Assets, HQLA)，以因應 30 天內之突發性資金流出。我國 LCR 規範係由金管會與本行共同發布，並自 2015 年起實施。

圖 14 本國銀行資金運用情形(2024 年 8 月底)



註：1. 應提存款準備金與超額準備為月平均值，其餘項目為月底值。

2. LCR 應持有 HQLA 主要為公債、本行存單。

3. 金融資產投資主要為法定用途以外增持之公債、本行存單、商業本票及公司債等；銀行之金融資產投資，部分係屬高收益率資產，部分係為兼顧流動性而採行之必要財務操作。

資料來源：金融監督管理委員會「本國銀行資產品質評估分析統計表」、本行

Q9：本行應增加發行定存單，以增加沖銷銀行體系資金，但在一路打房、打通膨的過程中，本行定存單餘額竟不增反減？

A9：銀行持有本行定存單之規模，除反映本行貨幣政策操作結果外，主要係視各銀行資產配置策略而定；論者將本行定存單發行餘額減少，視為本行未積極沖銷，並不恰當。

(一) 本行主要沖銷工具除發行定存單外，尚包括存款準備金制度與銀行業轉存款<sup>22</sup>；其中，本行運用存款準備金制度，直接影響銀行可用資金數量。2022年3月至本年10月，本行四度調升新台幣存款準備率總計1個百分點，收回市場資金近5,000億元。

(二) 銀行基於流動性、安全性及收益性考量，配置各項金融資產。

1. 本行定存單兼具流動性、安全性及收益性，係銀行主要配置之金融資產項目。

2. 2022年3月至上年7月Fed總計調升利率5.250個百分點，遠高於本行2022年3月至本年3月總計調升利率0.875個百分點，台、美利差擴大；另國內股市持續熱絡、貨幣與債券市場金融商品利率走升，基於收益率之考量，銀行調整資產配置組合，減持本行定存單，將資金配置於收益率較高之新台幣與外幣金融商品。

(三) 另論者指稱，2020年底銀行持有央行定存單總額還在7兆元以上，代表本行藉由定存單吸收市場7兆元資金，到本年8月只剩5.9兆元，係其錯誤引用數據；2020年底央行定存單發行餘額為9.2兆元，本年8月底則為7.8兆元。

---

<sup>22</sup> 銀行業轉存款主要係配合政策性業務需要，其餘額變動不大；本年10月底銀行業轉存款餘額為1.9兆元。

**Q10：**論者指稱，本行年年繳庫，本質上與印鈔票給財政部支應財政赤字是一樣；論者並呼籲政府提高央行獨立性，勿將央行視同一般的國營事業。

**A10：**本行如有盈餘依法須繳庫，新台幣繳庫係以實際外幣資產及其獲利作為發行準備，並非憑空印鈔票；且盈餘繳庫並非本行經營目標，亦不以繳庫數高低作為本行績效考評標準，可見本行盈餘繳庫與獨立性並無關聯。

(一)我國央行屬資本全數由政府撥充之國營事業，依據中央銀行法、預算法、決算法及國營事業管理法等相關規定，應編列營業基金預算、辦理決算及相關繳庫事宜。依該等規定，本行如有盈餘，依法應解繳國庫，且應以新台幣辦理盈餘繳庫，此與主要國家央行如美國聯邦準備銀行、日本、新加坡及瑞士央行等，均須依法辦理盈餘繳庫，且以該國法定貨幣為繳庫幣別之作法相同。

(二)我國央行的盈餘主要來自外幣資產孳息，但盈餘繳庫依法須以新台幣撥充，考量我國國際收支經常帳多為順差，外匯市場供給多大於需求，若本行為盈餘繳庫而出售外匯，將導致外匯供給增加，嗣後本行為調節外匯市場供需，又須反向買回，結果外匯存底未因盈餘繳庫而減少，僅是徒增外匯市場波動。爰辦理盈餘繳庫，本行不透過出售外匯取得新台幣，而係直接釋出新台幣繳庫，其財報效果為權益(盈餘)減少而本行的政府存款負債增加，所解繳新台幣款項，將於政府提用時注入國內經濟活動，且本行持續關注新台幣市場資金流通狀況，必要時可透過貨幣市場公開操作收回資金，可見盈餘繳庫並不會導致國內通膨或對外幣值下跌之問題。

(三)本行如有盈餘才會繳庫，新台幣繳庫係以實際外幣資產及其獲利作為發行準備，並非憑空印鈔票，其本質與印鈔票給財政部支應財政赤字亦完全不同。此外，本行與一般國營事業不同，本行盈餘繳庫並非本行經營目標，亦不以繳庫數高低作為績效考評標準，足以顯示本行繳庫與獨立性並無關聯。



#### 四、主要央行現行貨幣政策架構之比較：本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採多元指標架構

伴隨國內外經濟金融環境的變化，央行所面臨的挑戰日益多元，貨幣政策架構也須因應演變。台灣具**小型開放經濟體**<sup>1</sup>的特質，根據我國「中央銀行法」，本行肩負**多個環環相扣之最終目標**<sup>2</sup>，包含**促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定(物價穩定與匯率穩定)**，並於上列目標範圍內**協助經濟發展**。為達成貨幣政策最終目標，過去數十年間，本行貨幣政策操作曾歷經數次調整，最近一次的貨幣政策架構變動為，**2020 年將貨幣總計數 M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間**。惟部分人士誤認為，**經此調整後的機制欠缺名目制約**。

事實上，本行此次貨幣政策架構的調整，與**2008 年全球金融危機後**，國際間主要央行大抵朝向更有彈性，**監控多元指標發展的趨勢一致**；而且，對本行而言，**M2 仍是重要的名目制約變數**，**通膨預期、匯率穩定，也都是重要的名目制約變數**，此**多元指標貨幣政策架構**可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金融變數的不確定性。根據國際貨幣基金(IMF)貨幣政策架構的分類，現行本行貨幣政策架構與美國聯邦準備理事會(Fed)、歐洲央行(ECB)、瑞士央行(SNB)類似，應歸屬於多元指標貨幣政策架構的其他類型。

本文擬先引介**國際間貨幣政策架構的演變**，並以 IMF 貨幣政策架構分類據以討論，說明**1970 年代**主要央行普遍採行**貨幣目標化(monetary aggregate targeting)**架構，到**1990 年代通膨目標化(inflation targeting)**興起，再到**2008 年全球金融危機後**朝向**監控多元指標**進行貨幣政策決策；進而詳加說明**主要央行現行貨幣政策架構之比較**，分析南韓央行(BOK)、紐西蘭央行(RBNZ)、日本央行(BOJ)及英國央行(BOE)採**通膨目標化貨幣政策架構**之特色，並闡述 Fed、ECB 及 SNB 以及本行採**多元指標貨幣政策架構**之要點；最後為結論。本文透過對主要央行現行貨幣政策架構之分析與比較，有助於**增進各界對本行貨幣政策架構的瞭解**。

<sup>1</sup> 有論者認為，台灣 GDP 規模於上(2023)年名列全球第 21 名，怎會是小型經濟體(small economy)；其實，小型經濟體係指相對於全球主要大型經濟體(如美國、日本、德國、中國大陸)而言，經濟規模相對較小的經濟體，並非以絕對的 GDP 規模來衡量；例如，包括英國、加拿大及瑞士等國，都曾自稱為小型經濟體，彼等上年 GDP 排名為全球第 6~20 名，均高於台灣。詳 Guerrón-Quintana, Pablo (2013), "The Economics of Small Open Economies," *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Q4; Gulati, S. and D. Kellenberg (2013), "Small Open Economy," *Encyclopedia of Energy, Natural Resource, and Environmental Economics*; Harris, Richard (1984), "Applied General Equilibrium Analysis of Small Open Economies with Scale Economies and Imperfect Competition," *The American Economic Review*, Vol. 74, No.5, Dec.。

<sup>2</sup> 這些最終目標並非彼此獨立而係相互有關，例如健全銀行業務與促進金融穩定，乃至於與物價穩定都有關；維持匯率穩定也與金融穩定、物價穩定有關；而在金融穩定、物價穩定的前提下，則有助於經濟發展。

## (一)國際間貨幣政策架構的演變

### 1. 央行為何需要訂定貨幣政策架構？

- (1) 一般而言，主要央行「中央銀行法」之貨幣政策目標(objectives)，在全球金融危機後大抵包含物價穩定、金融穩定與經濟成長等，其中，**物價穩定多為最重要目標**；而訂定一套**達成最終目標的計畫**，則稱為**貨幣政策架構**。
- (2) 央行從運用貨幣政策工具至影響最終目標，**需歷經較長時間與過程**，因此，中間需有**名目制約(nominal anchor)變數**<sup>3</sup>，據以達成最終目標；例如**貨幣目標化的經濟體以貨幣總計數為名目制約**、**通膨目標化的經濟體則多以中期(medium-term)通膨率為名目制約**等。
- (3) 貨幣政策架構需具備足夠的**透明化**，據以讓大眾有所依循，而明確的貨幣政策架構，**有助於央行與大眾溝通**。

### 2. IMF 貨幣政策架構的分類

- (1) IMF 參考**各央行官方宣告資訊**，以及**評估其匯率制度及貨幣政策實際執行情況**，據以發布**年度報告**，並將各經濟體之貨幣政策架構與匯率制度予以分類。

— **貨幣政策架構**分類，主要依**名目制約**變數進行分類，分為3個大類及其他類型。

- ①**匯率制約(exchange rate anchor)**<sup>4</sup>係貨幣政策目標為維持匯率在預定水準或範圍，**匯率為唯一的名目制約**變數；
- ②**貨幣目標化**係設定**貨幣總計數為唯一的名目制約**變數；
- ③**通膨目標化**係**宣告通膨率量化目標(numerical target)**，並以其為**唯一名目制約**變數，且**承諾**於期間內達成目標；
- ④**其他類型**<sup>5</sup>包含**監控多項經濟金融指標進行貨幣政策決策**，堪稱為**多元目標貨幣政策架構**；以及其他無可得資料之無法歸類者，亦歸納於此類型。

<sup>3</sup> 貨幣政策架構中，央行為達成最終目標，**選擇一個名目變數**，其必須與最終目標相關性高，且可藉由貨幣政策工具操作，使該名目變數落於央行設定的區間內，此名目變數即為名目制約。央行監控名目制約，藉以確保執行貨幣政策達成最終目標。

<sup>4</sup> 以匯率制約為貨幣政策架構之經濟體，其匯率主要由官方主導，匯率制度分類通常歸屬於嚴格釘住或寬鬆釘住。

<sup>5</sup> 此分類原文說明：The country has no explicitly stated nominal anchor, but rather **monitors various indicators in conducting monetary policy**. This category is also used when no relevant information on the country is available.。

- 一 IMF 此套分類系統之**匯率制度**，主要**根據匯率由市場力量決定之程度進行分類**，分為 3 個大類及其他類(residual)<sup>6</sup>。
- ①**硬性釘住(hard pegs)**，係本國通貨嚴格釘住另一通貨，**匯率幾乎無波動**，包含**無獨立法定貨幣(no separate legal tender)**，以及通貨委員會(currency board)或香港所稱的**聯繫匯率制度**；
- ②**軟性釘住(soft pegs)**，係市場供需影響小於官方干預，**匯率居於小區間內波動**，包含**傳統釘住(conventional peg)**、**穩定匯率(stabilized arrangement)**，以及**爬行釘住(crawl peg)**與**類似爬行釘住(crawl-like peg)**；
- ③**市場決定匯率的浮動匯率(floating regimes, market-determined rate)**，係匯率受市場供需影響較大，或完全由市場力量決定，**匯率大幅波動**，包含**浮動**及**自由浮動**。
- (2) 根據上年 IMF 年度報告<sup>7</sup>，國際間貨幣政策架構採匯率制約者有 81 個經濟體；採貨幣目標化者有 25 個經濟體；**採通膨目標化者有 45 個經濟體**，其中包含**南韓、紐西蘭、日本與英國**；採**監控多項經濟金融指標進行貨幣政策決策者**，歸屬於**其他類型者有 43 個經濟體**，其中包含**瑞士、美國、歐元區**(表 1)。
- (3) **台灣非 IMF 會員國**，故 IMF 該年度報告無我國相關資料。

表 1 IMF 匯率制度與貨幣政策架構分類(以若干經濟體為例，評估期間為 2022 年)

| 匯率制度  |                    | 貨幣政策架構 | 匯率制約<br>(81) | 貨幣目標化<br>(25) | 通膨目標化<br>(45)    | 其他<br>(43) |
|---|--------------------|--------|--------------|---------------|------------------|------------|
| 硬性釘住  | 無單獨法定貨幣(14)        |        | 巴拿馬          |               |                  |            |
|   | 通貨委員會(12)          |        | 香港           |               |                  |            |
| 軟性釘住  | 傳統釘住(40)           |        | 沙烏地阿拉伯       |               |                  |            |
|   | 穩定匯率(23)           |        | 新加坡          |               |                  |            |
|   | 爬行釘住(3)與類似爬行釘住(24) |        |              | 中國大陸          |                  | 瑞士         |
| 市場決定匯率的浮動機制<br>(floating regimes, market-determined rate) | 浮動(35)             |        |              |               | 南韓、<br>紐西蘭       | 馬來西亞       |
|   | 自由浮動(31)           |        |              |               | 澳洲、加拿大、<br>日本、英國 | 美國、歐元區     |

註：各分類項標題後括弧中數字為 2022 年 IMF 分類歸屬於於該類之經濟體數目。

資料來源：IMF(2023)

<sup>6</sup> 未分類於前 3 大類別，主要為其他管理的匯率安排(other managed arrangements)。

<sup>7</sup> 詳 IMF(2023), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022,” IMF, Jul.。



### 3. 國際間主要央行貨幣政策架構的演變

回顧國際間主要央行貨幣政策架構的趨勢(表 2)，1970~1980 年代多以貨幣目標化為主，嗣因貨幣需求不穩定，控制貨幣數量表現不佳，或面臨通膨高漲困境，1990 年代後若干央行轉向多元指標或通膨目標化架構；另外，若干經濟體因接受 IMF 援助，在 IMF 要求下亦改採通膨目標化架構。2000 年代，尤其 2008 全球金融危機後，許多央行體認金融穩定亦為物價穩定之前提，逐漸朝向彈性的通膨目標化或監控多元指標發展。

表 2 國際間貨幣政策架構的趨勢

|                         | 代表架構   | 採行與改變的緣由   | 以主要經濟體為例   |
|-------------------------|--|--|--|
| 1970~1980年代             | ● 貨幣目標化  | <ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：1970年代脫離布列敦森林體系的經濟體需要新的名目制約。</li> <li>改變的緣由：貨幣供給與通膨間的短期關係不穩定，控制貨幣數量的表現不佳。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>1970~1990年代初，Fed 主要採貨幣目標化架構，惟隨金融創新及監管鬆綁轉型，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，遂逐步淡化貨幣數量重要性，僅將其作為政策制定參考指標之一。</li> <li>1970~1980年代 SNB 採貨幣目標化架構；1991年 SNB 因通膨高漲，貨幣總計數偏離目標，貨幣目標化架構有效性受到質疑，遂改為多元指標貨幣目標化架構。</li> </ul>   |
| 1990年代                  | ● 通膨目標化  | <ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：通膨率為更適合的名目制約，央行宣告通膨率目標，容易與大眾溝通；另外，若干國家因接受 IMF 援助，應 IMF 要求而改採，或之前歷經高通膨傷害，而改採通膨目標化。</li> <li>改變的緣由：通膨定義與如何制約通膨預期均存在爭議；尤其是，只有物價穩定不足以確保金融穩定。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>1970~1980年代 RBNZ、BOE、加拿大央行(BOC)、澳洲央行(RBA)等均採貨幣目標化架構；因國內通膨高漲，貨幣目標化架構成效有限，1989年 RBNZ 率先採行通膨目標化架構，BOC、BOE 與 RBA 則分別於1991、1992與1993年跟進。</li> <li>1997年亞洲金融危機嚴重打擊南韓經濟，南韓尋求 IMF 援助，且依 IMF 提出之要求進行結構性改革；BOK 貨幣政策架構由貨幣目標化，改為通膨目標化。</li> </ul>   |
| 2000年代後，尤其是2008年全球金融危機後 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 彈性貨幣目標化</li> <li>● 彈性通膨目標化</li> <li>● 多元指標</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：觀測包含通膨率之多個名目指標，有助實務操作與政策執行，以便在短、中、長期達成不同目標。</li> <li>改變的緣由： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 短、中、長期目標間可能衝突，須考量目標間的權衡使實務操作更加複雜。</li> <li>- 許多央行體認金融穩定亦為物價穩定之前提，逐漸朝向彈性的通膨目標化或監控多元指標發展。</li> </ul> </li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>南韓遭2008年全球金融危機衝擊，2011年修訂「南韓央行法」，將金融穩定納入 BOK 法定職責，雖維持通膨目標化架構，惟操作工具更多元化，且引入總體審慎措施，使其通膨目標化架構更有彈性。</li> <li>Fed 貨幣政策架構歷經1990年代~2007年的通膨率隱含目標，2008年~2019年確立通膨率量化目標及就業目標，以及2020年8月以來同時兼顧充分就業及通膨發展，且亦須關注金融情勢等最新相關資訊，其貨幣政策架構為多元指標之代表。</li> <li>2021年 ECB 將貨幣政策架構之經濟分析及貨幣分析「雙支柱」，引入更多檢視指標，貨幣分析擴充為貨幣及金融情勢分析。</li> </ul> |

## (二)主要央行現行貨幣政策架構之比較

### 1. 主要央行為達成貨幣政策目標所選擇之貨幣政策架構不盡相同

- 各國央行為達成貨幣政策最終目標，所選擇之貨幣政策架構不盡相同，**沒有放諸四海皆準的貨幣政策架構。**
- 前 Fed 理事、哥倫比亞大學教授 **Mishkin** 認為<sup>8</sup>，**各國央行應衡量其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素，決定最適合的貨幣政策架構，俾營造一有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境。**

### (1)BOK、RBNZ、BOJ 與 BOE 採行通膨目標化貨幣政策架構

- 現行 BOK、RBNZ、BOJ 與 BOE 均採行通膨目標化貨幣政策架構，其貨幣政策最終目標或法定目標均以**物價穩定為首要**，且均**明定通膨率量化目標**，除 **BOE 承諾一直維持 2%通膨目標**外，其餘央行均**承諾於中期達成 2%通膨目標**，貨幣政策決策之重點亦均以**通膨率預測為主要基礎**，進行貨幣政策工具之調整(見下頁表 3A)。
- IMF 將 BOK、RBNZ、BOJ、BOE 之貨幣政策架構歸屬於**通膨目標化架構**，主因如下：
  - ①向公眾正式承諾(formally commit)明確的**通膨率量化目標**及**達成此目標之時間**(time horizon)；
  - ②**物價穩定為首要目標**，據以執行貨幣政策，**引導公眾之通膨預期**，致力於**承諾時間內達成通膨率量化目標**；
  - ③定期發布**貨幣政策評估相關報告**，**解釋貨幣政策決策**如何達到通膨率量化目標；持續向公眾**宣示通膨率量化目標**；
  - ④**匯率穩定與金融穩定並非貨幣政策首要目標**，相關目標位階低於物價穩定。

### (2)Fed、ECB、SNB 與本行均採行多元指標貨幣政策架構

- 現行 Fed、ECB、SNB 與本行均採行多元指標貨幣政策架構，其貨幣政策最終目標或法定目標包含**物價穩定與其他同等重要之目標**，且亦有訂定**通膨率量化目標**，貨幣政策決策之重點多以**通膨率預測**及**其他所監控指標**為基礎，進行貨幣政策工具之調整(見下頁表 3B)。
- 根據我國「中央銀行法」，本行肩負**多個環環相扣之最終目標**，包含**促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定(物價穩定與匯率穩定)**，並於上列目標範圍內**協助經濟發展**等目標。本行貨幣政策架構詳下節分析。

<sup>8</sup> Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

表 3A 現行主要央行貨幣政策架構的重點：通膨目標化貨幣政策架構

|             | 貨幣政策之最終目標<br>或法定目標                          | 通膨率量<br>化目標             | 通膨率目標<br>達成期間*         | 通膨率衡<br>量指標 | 貨幣政策決策重點  | 重要貨幣政策工具   | IMF 貨幣政策<br>架構分類 |
|-------------|---|-------------------------|------------------------|-------------|---|--|------------------|
| 南韓<br>BOK   | 物價穩定為首要目標，並透過穩定物價促進國家經濟健全發展，且實施貨幣政策時需關注金融穩定 | 2%                      | 中期                     | CPI<br>年增率  | 貨幣政策決策基礎為通膨率預測，調整基準利率影響市場利率與經濟活動，以達成中期通膨目標 2%                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率為主要工具</li> <li>RP 交易</li> <li>匯率管理(匯率穩定非重要政策目標)</li> <li>發行貨幣穩定債券 (monetary stabilization bonds)</li> </ul> | 通膨目標化            |
| 紐西蘭<br>RBNZ | 達成維持一般物價水準穩定                                | 1%~3%<br>且聚焦於<br>2%中點目標 | 中期                     | CPI<br>年增率  | 貨幣政策決策基礎為通膨率預測，設定政策利率，並引導短期市場利率接近政策利率，以實現中期達成及維持通膨率於 1%~3%(聚焦於接近 2% 的中點)之目標 | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率為主要工具</li> <li>RP 交易</li> <li>匯率管理(匯率穩定非重要政策目標)</li> <li>資產購買計畫</li> </ul>                                  | 通膨目標化            |
| 日本<br>BOJ   | 物價穩定為首要目標，並透過維持物價穩定與維持金融穩定支持國家經濟            | 2%                      | 中期                     | CPI<br>年增率  | 貨幣政策決策基礎為通膨率預測，透過持續寬鬆貨幣政策，以實現中期通膨率穩定於 2%                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>量化寬鬆</li> </ul>   | 通膨目標化            |
| 英國<br>BOE   | 物價穩定為首要目標，在不損害物價穩定的前提下，支持英國政府政策             | 2%                      | 一直維持<br>(at all times) | CPI<br>年增率  | 貨幣政策決策基礎為物價穩定，調整政策利率，達成通膨率維持於 2% 之水準  | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>量化寬鬆或量化緊縮</li> </ul>  | 通膨目標化            |



表 3B 現行主要央行貨幣政策架構的重點：多元指標貨幣政策架構

|            | 貨幣政策之最終目標<br>或法定目標                            | 通膨率量<br>化目標 | 通膨率目標<br>達成期間* | 通膨率衡<br>量指標       | 貨幣政策決策重點  | 重要貨幣政策工具  | IMF 貨幣政策<br>架構分類   |
|------------|---|-------------|----------------|-------------------|---|---|--|
| 美國<br>Fed  | 法定政策目標為充分就業、物價穩定及適宜 (moderate) 的長期利率          | 2%          | 長期             | PCE<br>指數<br>年增率  | 兼顧「充分就業水準之缺口」以及「通膨與長期目標之偏差」，且亦須關注 <b>金融情勢</b> 等最新相關資訊                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>貼現窗口融通</li> <li>針對性流動性供給</li> <li>資產購買計畫</li> </ul>                                    | 監控通膨預測、就業情勢以及金融穩定等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型                  |
| 歐元區<br>ECB | 維持物價穩定，並在不牴觸物價穩定下，支持歐盟經濟政策                    | 2% 左右       | 中期             | HICP<br>指數<br>年增率 | 依 <b>經濟分析與貨幣金融情勢分析之雙支柱架構</b> 進行貨幣政策決議，引導市場利率符合貨幣政策立場                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>再融通操作</li> <li>針對性流動性供給</li> <li>資產購買計畫</li> </ul>                                     | 監控通膨預測、經濟與金融情勢等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型                     |
| 瑞士<br>SNB  | 確保物價穩定，同時適當考慮經濟發展                             | 0%~2%       | 中期             | CPI<br>年增率        | <b>通膨率預測係貨幣政策決策的重點</b> ，且每季發布貨幣政策報告，分析 <b>瑞士與國外經濟及金融發展</b> ，提供貨幣政策決策重要資訊      | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>RP 交易</li> <li>匯率管理(<b>匯率穩定是重要政策目標</b>)</li> <li>發行 SNB 票券</li> </ul>                  | 監控通膨預測、匯率、經濟與金融情勢等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型                  |
| 本行         | 促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內協助經濟發展等目標 | 0%~2%**     | 中期             | CPI<br>年增率        | 綜合 <b>國內外經濟金融情勢</b> ，包含國內 <b>通膨展望與通膨預測</b> ，以及 <b>產出缺口</b> 等變動情況，提供貨幣政策決策重要資訊 | <ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>存款準備率</li> <li>匯率管理(<b>匯率穩定是重要政策目標</b>)</li> <li>發行央行定存單</li> <li>選擇性信用管制措施</li> </ul> | 監控通膨展望、通膨預測、產出缺口、貨幣總計數 M2 年增率與金融情勢等 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，應屬 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型 |

\*：多數經濟體未明確定義長期或中期時間數值區間，僅 SNB 貨幣政策決議著重 3 年之條件通膨率預測值，而被視為其中期應為 2~3 年；另 2013 年~2023 年間 BOJ 之政策聲明稿中多次提及「儘早」(at the earliest possible time)實現 2% 的通膨目標，主要反映其對結束通縮的承諾與努力，以及其難以達成此目標之壓力，並非更改「中期」通膨目標之時間範圍。

\*\*：本行通膨率量化目標 0%~2% 揭示於本行官網。

資料來源：本行整理自各央行官網、IMF

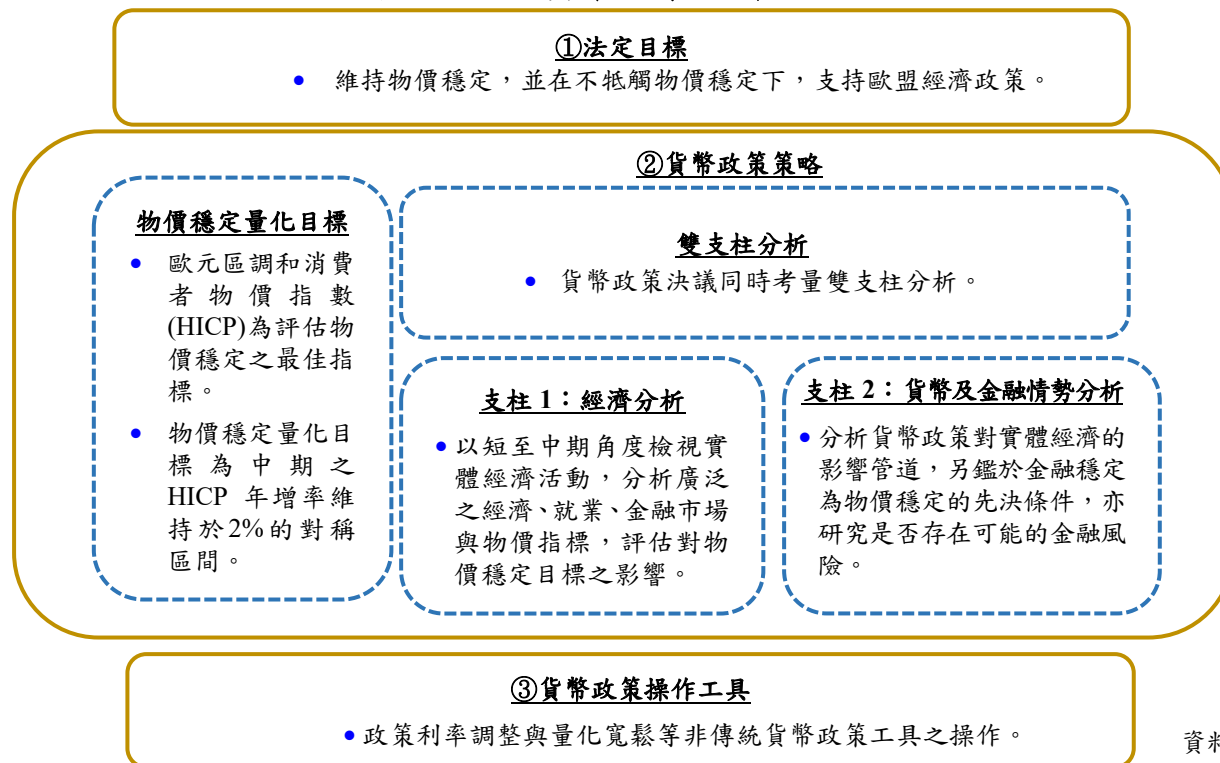
## 2. 多元指標貨幣政策架構之說明(以 ECB 為例)

(1)本行與 ECB 皆採多元指標貨幣政策架構，先以 ECB 現行貨幣政策架構為例說明，本行的部分詳下節分析。

(2)ECB 現行貨幣政策架構依序分為：①維持物價穩定之法定目標；②以貨幣政策策略(monetary policy strategy)確認物價穩定之量化目標，依雙支柱分析架構進行貨幣政策決議；③以貨幣政策操作工具執行政策，引導市場利率符合貨幣政策立場，並透過各種管道影響消費與投資，最終影響物價發展(圖 1)。

(3)ECB 以中期通膨率維持於 2%的對稱區間為物價穩定之量化目標，惟貨幣政策係以雙支柱分析為架構，同時關注實體經濟活動及貨幣變動等經濟金融指標對物價穩定目標之影響，故在 IMF 分類標準中歸屬於多元指標貨幣政策架構的其他類型。

圖 1 ECB 貨幣政策架構



資料來源：本行整理自 ECB

### 3. 本行現行採多元指標貨幣政策架構

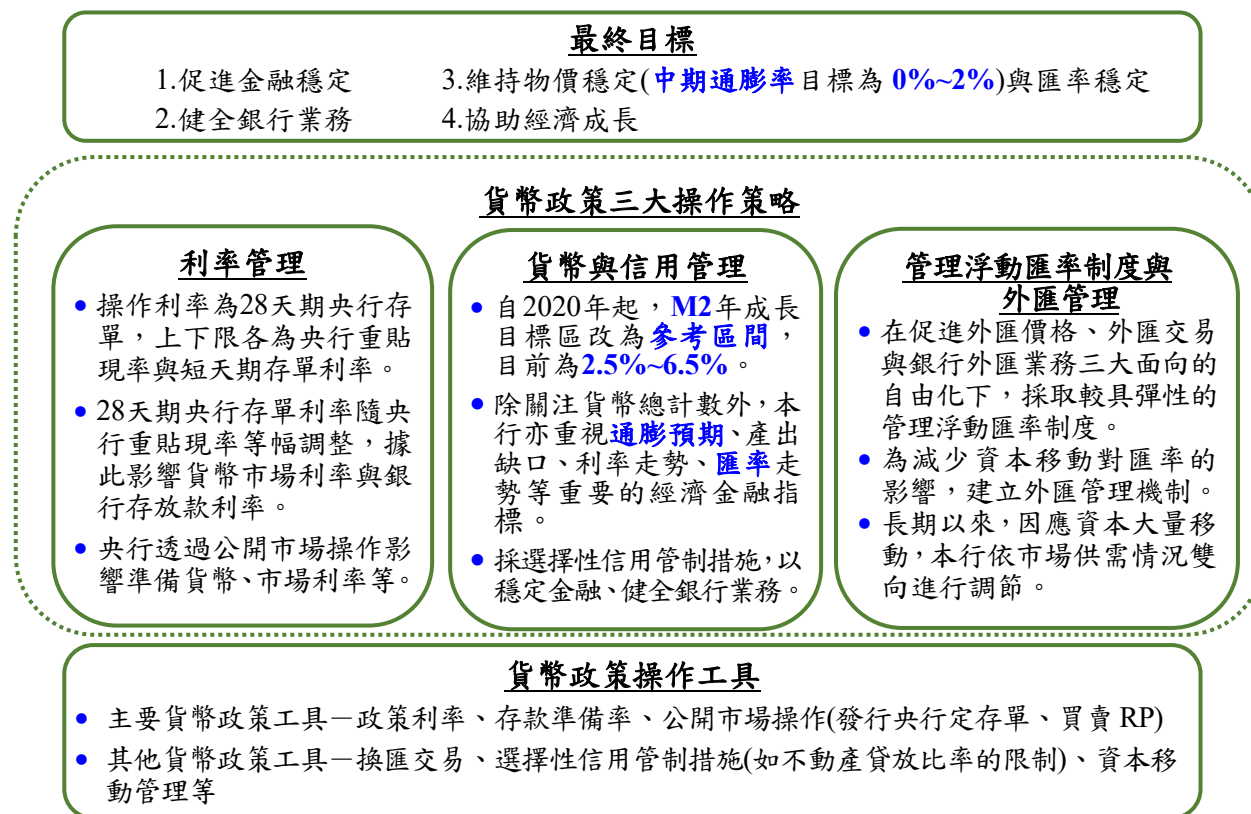
#### (1) 本行貨幣政策架構曾歷經數次調整，現行採「多元指標貨幣政策架構」

— 台灣為一**高度開放的小型經濟體**，**通膨**情勢除受國內經濟發展影響外，亦**深受全球性因素所影響**；台灣貿易依存度高，且資本移動十分頻繁，**匯率**對國內經濟金融情勢的影響甚深。**過去數十年間**，本行為因應台灣經濟金融體質改變，**貨幣政策操作**(包括**利率管理**、**貨幣與信用管理**，以及**匯率制度與外匯管理**)曾歷經數次調整<sup>9</sup>，以落實「中央銀行法」所賦予維持物價穩定與匯率穩定、促進金融穩定及協助經濟發展之法定職責。

— **本行當前貨幣政策架構**，係經由**審慎評估**當前的數據動態，以及更長期的趨勢與未來預期等**多元指標**後，彈性運用各種**貨幣政策工具**，透過利率管理、貨幣與信用管理，以及採取管理浮動匯率制度與外匯管理之**貨幣政策三大操作策略**，以影響資金借貸成本及數量等金融情勢，進而影響實體經濟活動，來達到**最終目標**(圖 2)。

— 本行最近一次的貨幣政策架構變動為，**2020年**將**貨幣總計數 M2 年成長目標區**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

圖 2 本行現行採多元指標貨幣政策架構



<sup>9</sup> 詳楊金龍(2022)，「台灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望」，中央研究院經濟研究所「總體經濟計量模型研討會」專題演講，11月29日。

融變數的不確定性。惟部分人士認為，經此調整後的機制欠缺名目制約。實務上，對本行而言，**M2 仍是重要的名目制約變數**；本行每月的貨幣估測會議持續關注其走勢變化，每年底亦回顧當年 M2 成長情勢，檢視參考區間的合宜性，同時推估次年貨幣需求展望，目前根據本行依**貨幣需求**函數推估之 M2 合理**成長參考區間為 2.5%~6.5%**。此外，**通膨預期、匯率穩定，也都是重要的名目制約**；本行於**每季**理事會貨幣政策決議新聞稿**公布**當年(及明年)台灣**通膨率預測值**，且**本行官網亦揭示量化通膨率目標**(詳下述第(2)點分析)，均有助制約民眾通膨預期；另本行於**每季**理事會決議新聞稿**重申本於職責維持新台幣外匯市場秩序**，讓民眾瞭解本行致力維持新台幣匯率穩定。

- 一 詳言之，本行目前的貨幣政策架構除關注 M2 指標外，長期以來，並考量通膨預期、產出缺口、利率及匯率等其他重要的總體經濟金融指標。**本行監控多元參考指標的貨幣政策架構，與 2008 年全球金融危機後，國際間逐漸朝向彈性的貨幣政策架構，不會以單一指標作為名目制約之趨勢一致**；本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採多元指標貨幣政策架構。
- 一 經**本行檢視並以計量實證分析**本行**貨幣政策三大操作策略及傳遞機制**，結果發現(詳附錄)：
  - ①在**利率管理**方面，本行目前**政策利率**管理架構，**有效**調節市場資金及**引導短天期市場利率**於適度水準。
  - ②在**貨幣數量管理**方面：2020 年以來，M2 年增率**並無持續偏離成長參考區間之情形**；M2 需求亦無結構性改變，**M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性**。維持 M2 成長參考區間的作法，**有助落實物價穩定與經濟金融穩定**。
  - ③在**管理浮動匯率制度及外匯管理**方面：長期以來，**新台幣對美元波動度多小於主要貨幣**，新台幣匯率具反通膨與反景氣循環之特性；且**本行調節匯市**，採行**對應沖銷銀行體系過多的流動性**，**並無銀行準備金氾濫的情形**。
  - ④**本行貨幣政策傳遞機制**：本行貨幣政策工具**能透過各種傳遞管道**，**傳遞至實體經濟(產出與物價)**；反映當前**我國監控多元指標貨幣政策架構運作順暢**，有助於達成貨幣政策最終目標。
- (2)國際間多認為嚴格的通膨目標化似已不適用，應考慮金融穩定，並採較具彈性的通膨率目標較為適宜；本行對物價穩定定義提供**量化通膨率目標**，容易理解、透明度高，也有助於可究責性



- 雖然通膨目標化架構有助於提升央行信譽、排除政治干擾，目標明確易為社會大眾理解，且透明度高，可確保政策獨立性。**惟嚴格的通膨化目標亦有其缺陷**，尤其是忽略金融穩定的重要性，**小型開放經濟體尤不宜採行**，例如，其通膨易受國際原物料價格等外來因素影響，多屬**輸入性通膨**，若因而採行緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。此外，全球化的性質出現根本性轉變、氣候變遷、人口老化等**供給面衝擊**，已使**通膨預測益加困難**，並**削弱央行對通膨率的影響**、加深央行實現精確的通膨率目標之難度。再者，若干著名經濟學家認為通膨目標架構不適合用於調節金融系統失衡，恐易造成資產泡沫化，**危及金融穩定**<sup>10</sup>。此際，嚴格的通膨目標化架構可能存在**法則過於僵固**、缺乏彈性問題，**似已不可行**。
- **Fed、ECB 及 SNB** 同被 IMF 歸類為監控多項名目指標的**其他類型**貨幣政策架構，**該等央行均有設定量化通膨率目標**，以其作為**重要的名目制約**，**惟多屬中期目標**，並具備**一定程度之彈性**。至於本行，現行官網揭示「本行**中期監控物價穩定**採行**CPI 年增率介於 0%~2%**的區間定義」；換言之，本行也設有量化通膨率目標，**容易理解、透明度高**，也有助於可究責性；同時賦予彈性，亦符合國際發展的趨勢。

### (三) 結論

1. 國際間**貨幣政策架構的演變**反映出國內外**經濟金融環境變遷**，以及**央行貨幣政策面臨日益複雜的挑戰**。現行本行與主要央行 Fed、ECB 及 SNB 同採**多元指標貨幣政策架構**，其歷經全球金融危機、COVID-19 疫情等衝擊，在**多變的全球經濟金融環境與國內經濟變動**下，本行表現長期備受**三大信評機構(Fitch、Moody's 與 S&P)肯定**。
2. 本行**不同於** BOK、RBNZ、BOJ 及 BOE 等採**通膨目標化貨幣政策架構**的央行，**主要差異**係本行貨幣政策肩負多個最終目標，非侷限物價穩定單一目標；不過，即使彼等是採通膨目標化架構，全球金融危機後亦考慮納入其他目標(如金融穩定)，通膨目標化架構已更具有彈性。

<sup>10</sup> 例如，2008 年以來，諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 一再大力抨擊通膨目標化架構過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一，其強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化架構；詳 Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6；Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-Targeting," *Mail & Guardian Online*, Jul. 9。哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化架構的死訊；詳 Frankel, Jeffrey (2012), "The Death of Inflation Targeting," *Project syndicate*, May 16。中央銀行(2024)，「2%通膨率是國際間主要央行的通膨警戒線？」，央行理監事會後記者會參考資料，第 32-40 頁，6 月 13 日。

3. 現行本行貨幣政策架構與 Fed、ECB 均採多元指標貨幣政策架構，相同之處包含：

(1) 透過監控多項經濟與金融指標，靈活調整政策工具達成多個目標；

(2) 以物價穩定作為核心，並賦予彈性以因應經濟金融情勢變動，而通膨率量化目標亦多設為中期。

4. 台灣與瑞士因均屬小型開放經濟體，現行本行與 SNB 之多元指標貨幣政策有諸多相似之處，包含：

(1) 均重視匯率波動對金融穩定與國內經濟的潛在影響；

(2) 均透過管理外匯市場及相關政策工具加以平緩匯率波動。

本行與 SNB 此些相似之處顯示出本行制定貨幣政策架構，符合全球主要央行趨勢，同時結合我國經濟發展特質，達成促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內協助經濟發展等目標。

5. 本行貨幣政策架構堪稱具有特色的架構，具有 4 個顯著特點：

(1) 採多元指標貨幣政策架構：本行貨幣政策架構應屬 IMF 貨幣政策架構分類中多元指標貨幣政策架構的其他類型，並非僅依賴單一指標，而是監控通膨預期、產出缺口、利率走勢及匯率等多元指標，為貨幣政策決策提供廣泛的參考依據，且符合國際間貨幣政策架構趨勢。

(2) 貨幣政策操作策略兼具效率性與靈活性：本行透過管理浮動匯率制度與外匯市場雙向調節，有效緩解匯率波動對進出口與金融穩定的衝擊；此外，本行透過公開市場操作、利率管理及信用管制等工具的靈活運用，使政策效果有效傳導至市場；另將貨幣總計數 M2 成長目標區域調整為參考區間，亦為貨幣政策操作保留充分靈活性，有助因應非預期之全球經濟金融衝擊事件。

(3) 達成物價穩定、金融穩定與經濟發展間的平衡：本行之貨幣政策執行策略與法定目標一致，即在維持物價穩定的同時，促進金融穩定與匯率穩定，並協助經濟發展。尤其是，在本行貨幣政策三大操作策略下，能兼顧抵禦外部衝擊的能力，同時亦能維護國內經濟的穩定發展與成長。



(4) 本行貨幣政策具相當透明度，有助管理民眾對未來通膨的預期：本行官網揭示 **CPI 年增率 0%~2% 的通膨率量化目標**，並定期公布 **通膨率預測值** 等數據，不僅可 **增強民眾對本行執行貨幣政策達成物價穩定最終目標的信心**，亦有助 **貨幣政策的可究責性**，此 **具有相當透明度** 的貨幣政策架構設計，有助 **管理民眾對未來通膨的預期**，進一步可 **提升貨幣政策效果**。

綜上所述，本行貨幣政策架構兼具效率性、靈活性與透明度，特別是在面對國際經濟變動時展現優異的應變能力與調控效率，此貨幣政策架構 **不僅符合國際間貨幣政策架構的發展趨勢**，更能因應台灣作為 **小型開放經濟體** 所面臨的挑戰。

附錄 經檢視本行貨幣政策三大操作策略及傳遞管道顯示，當前本行監控多元指標貨幣政策架構運作順暢，有助於達成貨幣政策最終目標

(一)利率管理：本行目前政策利率管理架構，有效調節市場資金及引導短天期市場利率於適度水準

1. 本行政策利率操作策略歷經 3 階段變革，目前為第 3 階段(2009 年 2 月迄今)，**操作利率為本行 28 天期存單發行利率，以重貼現率為本行政策利率管理架構之上限**，以本行**短天期存單利率為下限**；並運用**存款準備金制度**，影響銀行體系可用資金數量及信用創造能力，強化政策效果，以及透過**存單發行機制**，**有效調節資金及引導市場利率走向**。

(1)現行本行存單總計發行隔夜(ON)、7 天期、28 天期、91 天期、182 天期、364 天期及 2 年期等 7 種天期，除 ON 存單係採非公開發行方式(每日下午操作)外，其餘均採公開發行方式。

(2)本行存單採申購發行與標售發行兩種方式，其中 364 天期、2 年期存單係採標售發行，利率由市場決定；其餘天期存單(ON、7 天期、28 天期、91 天期、182 天期)係採申購發行，**申購發行利率則隨本行政策利率等幅調整<sup>11</sup>**。

2. 目前**本行存單發行期限以 28 天期為主，其利率為貨幣市場利率、銀行 1 個月期存款利率之主要訂價參考指標<sup>12</sup>**。此外，國內銀行放款利率係依據其存款利率(資金成本)及借款者信用條件加碼訂定，因此，本行存單發行利率**亦對銀行放款利率具一定程度之引導作用**。

(1)如**2022 年 3 月本行啟動升息循環**以來，**貨幣市場與存放款利率均足額反映本行升息幅度(附表 4-1)<sup>13</sup>**。

附表 4-1 2022 年 3 月以來本行政策利率調升 6 次之市場利率變動幅度 (2024/11(升息後)與 2022/2(升息前)比較)

| 利率別       | 本行利率   |            | 貨幣市場利率      |                 | 五大銀行存放款利率  |        |
|-----------|--------|------------|-------------|-----------------|------------|--------|
|           | 本行重貼現率 | 本行 28 天期存單 | 2~10 天附買回利率 | 30 天期商業本票次級市場利率 | 1 年期定存(機動) | 新承作放款  |
| 升息幅度(百分點) | 0.875  | 0.875      | 1.102       | 1.306           | 0.877      | 0.962* |

註：\*係 2024/10 與 2022/2 資料比較。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

<sup>11</sup> 本行 ON 與 7 天期存單發行利率，主要係參考貨幣市場利率訂定；2022 年 6 月起，隨本行政策利率等幅調整。28 天期、91 天期及 182 天期存單發行利率，係隨本行政策利率調整，2022 年 3 月起為等幅調整。

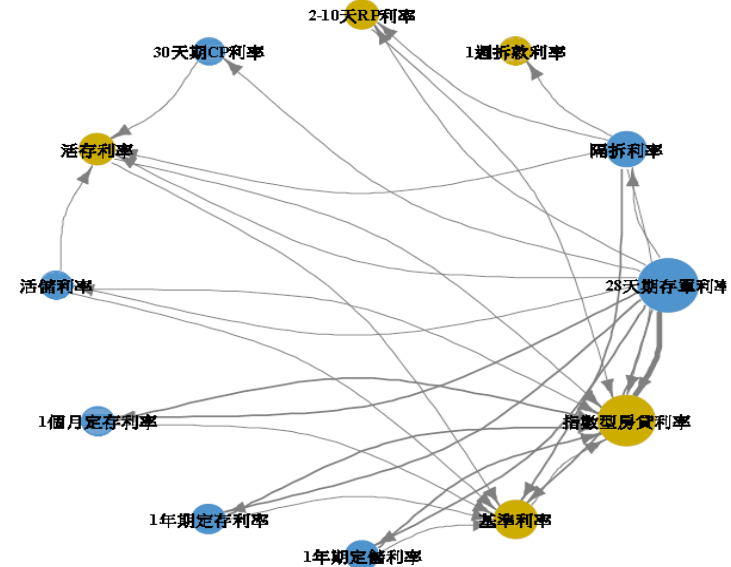
<sup>12</sup> 我國貨幣政策操作對象以銀行體系為主，本行存單發行利率成為銀行存款利率之訂價基準，其與美國以資本市場為主不同，Fed 調整政策利率時，市場利率會同步反應，惟美國銀行業之存款利率水準不一定同步變動。

<sup>13</sup> 另詳中央銀行(2024)，「有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 19 日。

專欄 1：實證顯示，當前本行貨幣政策主要透過存單發行利率，有效傳遞至各種市場利率<sup>14</sup>

1. 本專欄計算各種利率之間**鏈結指數(connectedness index)**，用以評估彼此間的**傳遞**方向與影響程度<sup>15</sup>，並以**網絡圖**方式呈現(附圖 4-1)。
2. 當本行調整重貼現率時，本行**存單申購利率**隨之調整，**隔拆利率**則多在政策利率調整當日立即反應。網絡圖的結果顯示，本行**28 天期存單利率**與**隔拆利率**對各種貨幣市場利率與銀行存放款牌告利率**均有影響**，且在**2010 年以後**，**28 天期存單利率**對其他利率的影響則是**明顯大於隔拆利率**等其他利率，且傳遞程度進一步提升。顯示本行主要透過存單利率有效引導市場利率走向，傳遞貨幣政策效果。
  - 此結果亦顯示，現行**金融業隔拆利率**的重要性降低，**已不是本行主要操作目標**；金融業隔夜拆款市場主要作為**銀行調節準備金**之用。
3. 2~10 天期 RP 利率、30 天期 CP 利率、1 個月定存利率、1 年期定存利率與與 1 年期定儲利率除了受 28 天期存單利率與隔拆利率影響外，**也會進一步將央行貨幣政策傳遞至銀行放款基準利率與指數型房貸利率**。

附圖 4-1 2010 年 1 月初至 2024 年 4 月中利率鏈結指數所得到的網絡圖



註：1. **藍色節點**表示該利率影響其他利率的程度大於受其他利率影響的程度；**黃色節點**則代表該利率受到其他利率影響的程度大於影響其他利率的程度。  
 2. 連接線之**箭頭**代表**傳遞影響的方向**；連接線之**粗細**則反映**關連性程度之大小**。

資料來源：本行內部研究報告

<sup>14</sup> 參考本行內部研究報告；該報告使用週頻率的利率資料，應用 Diebold and Yilmaz (2014)提出的鏈結指數分析國內利率間的傳遞，全樣本期間為 2005 年 7 月至 2024 年 4 月中，並配合本行曾在不同時期調整利率操作策略，而以 2010 年 1 月做為利率操作架構顯著改變的時點區分為前段與後段樣本。全樣本期間鏈結指數模型的結果顯示，本行透過影響 28 天期存單利率與隔拆利率，將政策效果傳遞至各市場利率，其中 28 天期利率對銀行存放款利率影響較大，而隔拆利率則是對其他貨幣市場利率的傳遞效果較大。Diebold, F. X. and K. Yilmaz (2014), “On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms,” *Journal of Econometrics*, 182, 119-134。

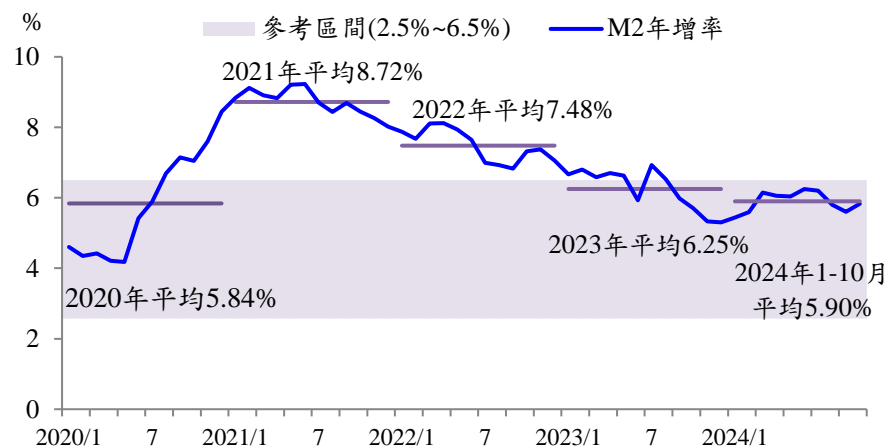
<sup>15</sup> 模型考慮的利率包含 28 天期存單利率、隔拆利率、1 週拆款利率、2~10 天附買回(RP)利率與 30 天期商業本票(CP)次級市場利率，以及 39 家本國銀行之平均活存利率、活儲利率、1 個月定存利率、1 年期定存機動利率、1 年期定儲機動利率、放款基準利率與指數型房貸利率。

(二)貨幣數量管理：2020 年以來，M2 年增率並無持續偏離參考區間之情形；M2 需求亦無結構性改變，M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性；維持 M2 成長參考區間的作法，有助落實物價穩定與經濟金融穩定

1. 自 2020 年本行採行 M2 成長參考區間以來，除 2021 年與 2022 年 M2 實際年增率未落在參考區間內，2020 年與 2023 年 M2 實際年增率皆落在參考區間內；顯示該兩年 M2 年增率超出參考區間僅是短暫偏離，並無持續偏離之情形<sup>16</sup>(附圖 4-2)。

- (1) 2021、2022 年實際 M2 年增率超出參考區間，主要係因應 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款與振興方案期間，本行刻意維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦。
- (2) 本年 1 至 10 月 M2 平均年增率續降為 5.90%。

附圖 4-2 M2 成長參考區間與實際成長情況



資料來源：中央銀行

2. 本行每年底針對當年 M2 成長情勢進行檢討，檢視參考區間的合宜性，並同時以貨幣需求函數模型及參考 ECB 作法推估次年貨幣需求<sup>17</sup>，實證顯示，本年 M2 需求成長率仍落在 2.5~6.5% 的成長參考區間，M2 需求無明顯結構性改變。
3. 另實證顯示，全球金融危機後，我國 M2 與物價的短期關係減弱<sup>18</sup>；惟 M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性<sup>19</sup>。因此，鑑於 M2 具備中長期指標的特性，且蘊含金融信用存量的資訊，維持目前 M2 成長參考區間的作法—容許 M2 在適度的參考區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性，有助本行達成貨幣政策最終目標。

<sup>16</sup> 另詳中央銀行(2024)，「M2 成長參考區間相關議題之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 21 日。

<sup>17</sup> 貨幣需求函數模型的解釋變數包括：M2 貨幣需求前期值、經濟成長率、消費者物價上漲率與持有 M2 之機會成本等。以 ECB 做法估計 M2 成長參考值之計算公式：貨幣需求長期所得彈性×潛在產出成長率+可容忍的通膨率。

<sup>18</sup> 本行參考 Filardo et al. (2016) 的實證方法，針對台灣的資料進行實證分析。詳 Filardo, Andrew, Hans Genberg and Boris Hofmann (2016), “Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: An Asian Central Bank Perspective,” *Journal of Asian Economics*, 46, 1-16。另檢視我國 M2 年增率與 CPI 年增率不同期間之相關係數，顯示近十年(2010 年 1 月至 2023 年 12 月)的兩者同期相關係數約為 0.25~0.38，兩者關係明顯弱化；然長期下，M2 年增率與 CPI 年增率的 24 與 36 個月移動平均同期相關係數分別達 0.81 與 0.88，顯示 M2 與 CPI 兩者關係密切，此外，亦發現 M2 年增率明顯領先於 CPI 年增率。

<sup>19</sup> 1992 至 2023 年間，採年資料或季資料，經濟成長率和物價漲幅合計與 M2 的成長率同向，同期相關係數約為 0.5~0.6。另 M2 與產出、物價之間具長期共整合關係。



(三)管理浮動匯率制度及外匯管理：長期以來，新台幣對美元波動度多小於主要貨幣；且本行調節匯市，採行對應沖銷銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形

1. 考量我國資本移動近乎完全自由化，貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性與彈性，以因應國內外經濟金融衝擊；本行自 1989 年 4 月起，採取較具彈性的管理浮動匯率制度。

(1)我國與瑞士、南韓等小型開放經濟體相同，匯率政策均保有較高之權衡性，並未設定匯率目標。

(2)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素(如股利發放旺季)，導致匯率過度波動或失序變動，而不利於經濟金融穩定之虞時，本行在必要時進入即期外匯市場採取逆風操作(leaning against the wind)維持外匯市場秩序，以緩和匯率的波動幅度，並增進外匯市場效率。

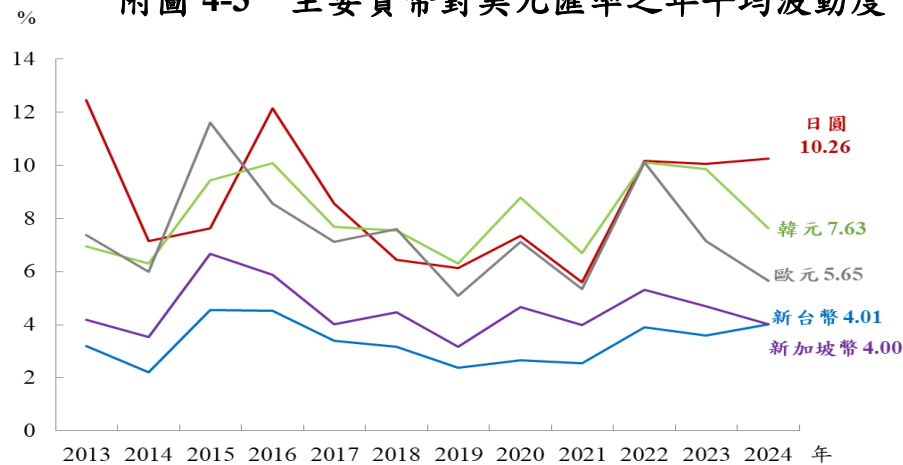
2. 本行在匯市雙向調節維持供需平衡，維持新台幣匯率動態穩定，以反映基本經濟金融情勢；長期以來，新台幣對美元波動度小於其他主要貨幣。

(1)為增進政策透明度，本行每半年定期公布淨買賣匯金額。

(2)為減少資本移動對匯率的影響，建立外匯管理機制，包括大額資金進出通報，掌握匯市供需；外資現金部位管理及監控；加強金融機構的匯率風險管理。

(3)長期以來，因應資本大量移動，本行依市場供需情況雙向進行調節，新台幣對美元波動度多小於日圓、韓元、歐元、新加坡幣等主要貨幣(附圖 4-3)。

附圖 4-3 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1. 各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。

2. 波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

3. 2024 年平均波動度係該年 1/2 至 11/29 日資料平均。

資料來源：中央銀行

**專欄 2：實證顯示，本行採取管理浮動匯率制度有助物價與經濟穩定；且本行調節匯市，採行對應沖銷銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形**

為分析本行管理浮動匯率制度的成效與影響進行兩項實證：一為估計亞洲主要經濟體(台灣、新加坡、南韓、日本、中國大陸)的匯率反應函數，檢視各國匯率變動是否依據其經濟基本面進行調整；另一為評估亞洲主要經濟體(台灣、新加坡、南韓、中國大陸)外匯市場操作是否會影響國內準備貨幣及廣義貨幣總計數。實證結果如下：

1. 以貿易權數之名目有效匯率(NEER)估計匯率反應函數顯示<sup>20</sup>，長期間，台灣與新加坡匯率具反通膨與反景氣循環之特性。即當通膨高於央行目標值或通膨缺口擴大時，NEER 會上升(新台幣升值)以減輕物價上漲壓力；當實際產出高於潛在產出時，NEER 會上升以抑制過熱景氣(附表 4-2)；顯示本行管理浮動匯率制度有助達成物價與經濟穩定。
2. 以迴歸分析檢視央行的沖銷幅度顯示<sup>21</sup>，本行、南韓央行、新加坡金融管理局在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施，顯示本行運用沖銷工具，能有效降低匯市干預對準備貨幣與廣義貨幣總計數的影響。當資金鉅額流入時，本行進場調節匯市，惟為避免其對國內銀行體系流動性造成影響，本行採行對應的沖銷操作，主要以發行定存單的方式收回資金。過去 20 年來，本行持續收回銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形，有效降低匯市調節對國內貨幣及金融市場的影響，在維護新台幣匯率穩定的同時，保有一定程度的貨幣政策自主性。

附表 4-2 台灣與其他亞洲四國匯率反應函數估計結果

| 經濟體  | 樣本期間              | 通膨缺口<br>係數( $\beta$ ) | 產出缺口<br>係數( $\gamma$ ) | 前期項<br>係數( $\rho$ ) | J-test            | R <sup>2</sup> |
|------|-------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|-------------------|----------------|
| 台灣   | 1994Q1~<br>2024Q1 | 0.296**<br>(0.147)    | 0.181**<br>(0.075)     | 0.754***<br>(0.018) | 12.796<br>[0.172] | 0.638          |
| 新加坡  | 1994Q1~<br>2024Q1 | 0.383***<br>(0.092)   | 0.076**<br>(0.033)     | 0.729***<br>(0.019) | 10.321<br>[0.325] | 0.713          |
| 南韓   | 1994Q1~<br>2024Q1 | -1.378***<br>(0.371)  | -0.422***<br>(0.136)   | 0.784***<br>(0.025) | 6.315<br>[0.708]  | 0.588          |
| 日本   | 1994Q1~<br>2024Q1 | 2.460***<br>(0.643)   | -0.266<br>(0.323)      | 0.913***<br>(0.042) | 11.172<br>[0.264] | 0.690          |
| 中國大陸 | 1994Q1~<br>2024Q1 | 0.218***<br>(0.063)   | 0.025<br>(0.046)       | 0.806***<br>(0.029) | 13.516<br>[0.141] | 0.681          |

註：\*\*\*、\*\*、\*分別表示估計值在 1%、5%、10%水準下顯著，( )內數值為標準誤。J-test 為 J 統計量，[ ]內數值為 p 值。

資料來源：本行內部研究報告

<sup>20</sup> 參考本行內部研究報告。有關新台幣匯率反應函數的模型設定方面，若央行搭配影響名目有效匯率之方式，作為達成政策最終目標的方法之一，則預期通膨缺口增加時，央行允許新台幣升值，以減輕物價上漲壓力，因此通膨缺口係數 $\beta > 0$ ；同理，在產出缺口上升時，央行亦以新台幣升值之方式來抑制出口，以壓抑過熱的景氣，因此產出缺口係數 $\gamma > 0$ 。

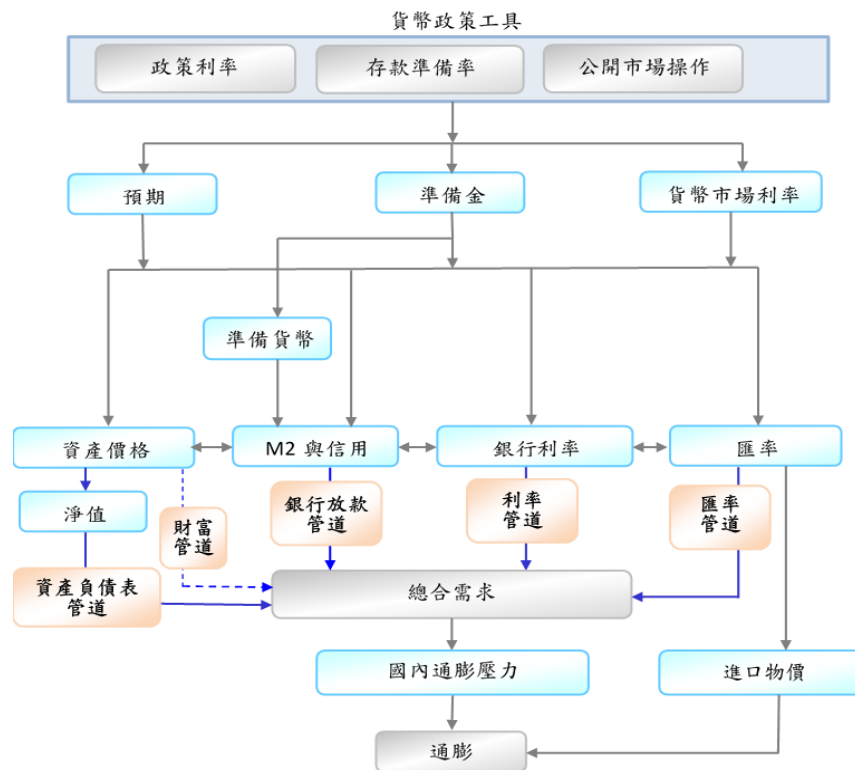
<sup>21</sup> 有關本行沖銷操作之實證說明，另詳中央銀行(2024)，「本行妥善管理銀行體系流動性之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。



(四)本行貨幣政策傳遞機制：實證顯示，本行貨幣政策工具能透過各種傳遞管道，傳遞至實體經濟(產出與物價)；反映當前我國監控多元指標貨幣政策架構運作順暢，有助於達成貨幣政策最終目標

1. 採用結構向量自我迴歸(SVAR)模型進行基準模型(貨幣政策代理變數是本行 28 天期存單利率)與擴充模型(貨幣政策代理變數另納入存款準備率)的實證結果發現<sup>22</sup>，銀行放款管道、利率管道、匯率管道及資產負債表管道均顯著存在。顯示這些管道在台灣的貨幣政策傳遞機制扮演重要的角色(附圖 4-4)。
2. 貨幣政策的傳遞具落後且不固定之特性，惟各管道的傳遞效果可供本行貨幣決策之參考。如本行可透過升息防範景氣過熱，而其對實質經濟活動的降溫效果，約落後 8 個月開始顯現，且該效果對中長期產出仍具顯著影響力；存款準備率則對物價影響約落後 10 個月顯現，且效果持續。

附圖 4-4 台灣的貨幣政策傳遞管道



註：1. ———→ 表示顯著之傳遞管道。  
 2. - - - - -→ 國內文獻多證實台灣財富管道效果小或不顯著，本文列出但未納入模型估計。  
 資料來源：本行內部研究報告

<sup>22</sup> 參考本行內部研究報告；由於過去國內文獻實證發現台灣財富效果較不顯著或影響不大，因此暫不考慮財富效果管道。本行可透過調整政策利率、存款準備率與公開市場操作等貨幣政策工具影響市場，考慮「全體貨幣機構與投資一對民間部門債權」(L)、本行 28 天期存單利率(R)、NEER(ER)及股價(SP)等 4 個中間變數，分別代表銀行放款、利率、匯率及資產負債表等 4 個不同傳遞管道。本行係透過政策利率影響市場利率以傳遞貨幣政策效果，而本行 28 天期存單利率隨政策利率變動，可代表貨幣政策態勢之轉變，故可以其衡量貨幣政策傳遞之利率管道。樣本期間為 2000 年 1 月至 2024 年 5 月，共 305 筆月資料。

(五)未來本行貨幣操作策略各環節仍可能面臨挑戰，本行將檢視貨幣政策架構合宜性，並持續精進溝通策略，使大眾更加理解本行貨幣政策架構的運作情形及貨幣政策決策的基礎，以增進大眾對本行的信任，從而強化貨幣政策的有效性。

1. 本行將持續關注主要經濟體貨幣政策架構之發展趨勢，以做為未來檢視本行貨幣政策架構之參考。
2. 因應金融市場情勢變動，適時調整本行利率操作策略(如持續檢討央行定存單發行機制，適時調整發行天期、頻率及規模等)，妥善維持本行政策利率管理架構之有效性。
3. 國際資金移動頻繁、金融科技創新，均可能造成 M2 年增率偏離參考區間。未來若有持續偏離參考區間或發生結構性改變，本行將加以檢討並適時調整。

## 五、川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應

本(2024)年 11 月川普再度贏得美國大選且將**全面執政**，2025 年 1 月 20 日川普新政府即將上任，各界密切關注**川普新任期之政策方向**(「**川普 2.0**」)。在川普擔任美國第 45 任總統時(川普 1.0)，川普強調「**美國利益優先**」，透過對貿易對手國**加徵進口關稅**、**與個別國家洽談雙邊協議**等方式，鞏固並擴大美國利益。而自 2018 年起，川普數度對中國大陸加徵關稅，美中貿易爭端升溫，至 2020 年 1 月雙方簽署第一階段協議而略見緩和。2021 年**拜登政府**上任後，除**延續川普時期加徵關稅等措施**外，更在**非關稅壁壘措施上**，**擴大出口管制**、**強化晶片及半導體設備出口禁令**。

惟自**川普 1.0 以來迄今**，**美國整體貿易逆差並未縮小**，而是分散至其他非中國經濟體；為進一步強化經貿政策效力，達成「**美國製造**」及「**投資美國**」等政策目標，預期川普 2.0 政策除延續川普 1.0 外，其**力道將更大**，**範圍將更廣**。例如，**川普 2.0 除企業減稅措施及鬆綁多項產業限制或監理措施**外，更計劃對**進口品全面加徵關稅**(含對中國再加徵高額關稅)，藉以刺激**外國及本土企業加速投資美國**，帶動美國就業及經濟成長動能。

本年 10 月初以來，市場預期川普當選可能性提高，**川普 2.0 效應逐漸於全球金融市場發酵**；例如：(1)預期川普 2.0 不利美國財政前景，或**推升通膨**，**美債殖利率及美元指數均呈上揚**，各國貨幣對美元多呈貶值；(2)股市方面，市場預期企業所得稅如進一步降至 15%，將有利其**獲利前景**，美股多呈上揚；而部分**科技類股或川普概念資產**則因川普 2.0 **擬放寬相關監理措施**而呈現大漲(如特斯拉及比特幣)；(3)部分國家股市亦在前述相關類股帶動下呈上揚，惟被市場認為較可能成為美國加徵關稅對象之部分經濟體(如**墨西哥及越南**)，近期股市表現則相對較弱。

展望未來，川普 2.0 政策仍具高度不確定性，如其程度及落實時程等；惟各界多認為美國加徵關稅或引發他國採行相應報復措施，全球**貿易壁壘加深**及**經貿政策不確定性攀升**，對主要經濟體**總需求**及通膨，均可能帶來不小的負面衝擊，主要國家的貨幣政策走向不確定亦將因此提高，未來全球金融市場走勢不確定高，波動可能加大。

本文首先扼要介紹川普 2.0 與川普 1.0 之異同，再說明川普 1.0 對全球供應鏈及貿易與投資之影響及變化；第三節討論在川普 2.0 擴大加徵關稅之政策力度、並引發貿易對手報復之情境下，主要經濟體所受之影響；第四節說明近期全球金融市場反映(priced-in)川普 2.0 政策效應之變動情形；最後提出相關結論，俾供各界參考。

## (一) 川普新政府將延續前次任期政策，並可能進一步強化政策力道

### 1. 「川普 2.0」政策多延續自「川普 1.0」，惟力道可能更大(表 1)

川普首度擔任美國總統期間(川普 1.0)，強調「**美國利益優先**」及「**美國製造**」，透過對貿易對手國**加徵進口關稅**、**與個別國家洽談雙邊協議**方式，鞏固並擴大美國利益。

儘管**川普再次當選(川普 2.0)**，目前**具體政策實施內容尚不明確**，惟市場觀察此次政見方向及目前已公布之人事任命，並考量近年來**美國整體貿易逆差並未縮小**，而是**分散至其他非中國經濟體**等事實，預期川普 2.0 政策除延續川普 1.0 外，其**力道將更大**，**範圍將更廣**。如**對進口品全面加徵關稅**、**推動減稅**、**緊縮移民**及**放寬產業監理**等政策<sup>1</sup>，進一步強化政策效力，以**加速外國及本土企業投資美國**，帶動美國**就業及經濟成長動能**之目的。

表 1 川普 1.0 與川普 2.0 之比較

|      |      | 川普 1.0  | 川普 2.0   |
|------|------|---|--|
| 施政要點 | 核心理念 | 「 <b>美國優先</b> 」，專注於減稅、削減監管、重振美國製造業與加強國防                             | 延續「 <b>美國優先</b> 」，強化美國製造， <b>讓美國再次偉大</b> ；更加關注系統性改革，如削減政府支出、精簡官僚體系 |
|      | 經貿政策 | 「 <b>減稅和就業法案(TCJA)</b> 」大幅降低個人與企業稅率， <b>對中國加徵關稅</b> ， <b>美中經濟脫鉤</b> | 計劃延長減稅政策， <b>企業稅率由 21% 進一步降至 15%</b> ；全面加徵關稅，且擴大對中國加徵關稅            |
|      | 移民政策 | 聚焦於邊境安全，如修建邊境牆、限制非法移民及緊縮合法移民管道                                      | <b>預計實施大規模非法移民驅逐計畫</b> ，並可能引入「 <b>暫停出生公民權</b> 」新政策                 |
| 對外關係 | 國際協定 | 退出巴黎氣候協定、跨太平洋夥伴關係協定(TPP)，重新簽署美墨加貿易協定(USMCA)取代「北美自由貿易協定」(NAFTA)      | <b>延續反全球化態度</b> ，可能 <b>退出全球氣候行動</b> ，以及退出北約或重新談判條件                 |
|      | 對中政策 | 發起 <b>貿易戰</b> ，對中國進口品加徵關稅， <b>供應鏈遷出中國</b>                           | 持續限制中國在美高科技產業的投資， <b>鼓勵企業美國生產</b>                                  |

資料來源：本行整理

<sup>1</sup> 未來川普總統透過簽署總統行政命令即可立即實施限縮移民及加徵關稅等政策；惟延長「減稅和就業法案(TCJA)」等擴張性財政政策等則必須經由美國國會通過。

2. 「川普 2.0」之政見內容及未來政策方向(表 2)

- (1) **貿易政策方面**：美國加徵關稅，**扶植美國境內製造業發展**，以**強化「美國製造」**力道；惟加徵關稅將**增加貿易成本及經貿不確定性**，亦可能不利全球經濟成長動能並加劇全球通膨壓力。
- 若美國**對全球進口品全面提高關稅**，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，**加重廠商供應鏈調整壓力**。
  - 若美國**對中國加徵 60%關稅**，則**美國須增加自他國進口**，恐**進一步引發美國與其他國家之貿易摩擦**。
- (2) **擴張性財政政策**：減稅政策短期內或有助於促進消費及投資，惟長期可能擴大財政赤字，加重財政壓力。
- (3) **移民政策方面**：可能縮限美國勞動供給成長，增添薪資與物價上漲壓力。
- (4) **產業政策方面**：可能使傳統化石能源、美國本土高科技廠商以及銀行業受益，惟壓抑綠色能源投資。

表 2 川普總統經貿政策主要內容

| 政策   | 主要內容  |
|------|---|
| 貿易政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>— 對<b>所有進口品加徵 10~20%關稅</b>；對所有<b>中國進口品加徵 60%關稅</b></li> <li>— 取消對中國之永久正常貿易關係優惠</li> <li>— 對墨西哥或其他國家進口車輛提高關稅</li> </ul>   |
| 財政政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>— <b>延長「減稅和就業法案(TCJA)」</b>中即將到期之個人及企業<b>減稅措施</b></li> <li>— <b>美國本土製造商之稅率</b>由 21%進一步<b>降</b>至 15%</li> <li>— 取消餐館及旅宿業勞工小費稅；取消加班所得稅</li> </ul>   |
| 移民政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>— <b>驅逐非法移民</b>，必要時可動員軍隊執行</li> <li>— <b>強化移民與海關執法</b></li> </ul>  |
| 產業政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>— 降低石油、天然氣探勘及發電廠建設障礙，增加石化能源供給，並擴大液化天然氣出口</li> <li>— 廢除拜登政府降低通膨法案中的綠色獎勵措施；撤銷溫室氣體排放限制</li> <li>— <b>支持產業美國生產，禁止政府與外包海外生產企業簽立合約</b></li> <li>— <b>放寬科技及銀行監管</b>，新設立專門負責加密貨幣政策之職位</li> </ul> |

資料來源：本行整理



## (二) 川普 1.0 政策對全球供應鏈及美國貿易逆差造成之影響

自 2017 年以來迄今，在中國調整本身政策及美國對中國經貿政策改變影響下，尤其是轉單效應及科技戰考量等因素，**全球供應鏈出現明顯分流，並朝在地化發展**；如觀察流入主要經濟體之外資直接投資(FDI)規模可發現，近幾年已出現較大改變，目前各國貿易及 FDI 的對外連結程度雖仍高，但全球化的步調走緩。

### 1. 川普 1.0 迄今對全球 FDI 之影響(圖 1)：

#### (1) 全球 FDI 趨於零碎化，對中國大陸投資趨緩，美國及東協吸引全球 FDI 的青睞

- 美中爭端下，東協同時為中國大陸產業整合及美國策略聯盟的夥伴，吸引全球 FDI 的青睞。
- 美中爭端使東協明顯獲益：1) 貿易轉單東協；2) 美中科技戰轉移中國大陸科技產品產線至東協，致 FDI 對中國大陸投資減少，而對東協投資增加<sup>2</sup>。
- 流入墨西哥之 FDI 金額亦呈成長，預估 2024 年流入金額亦較 2018 年成長 10.6%(較 2019 年則增 39.8%)。

圖 1 流入主要經濟體之 FDI 規模



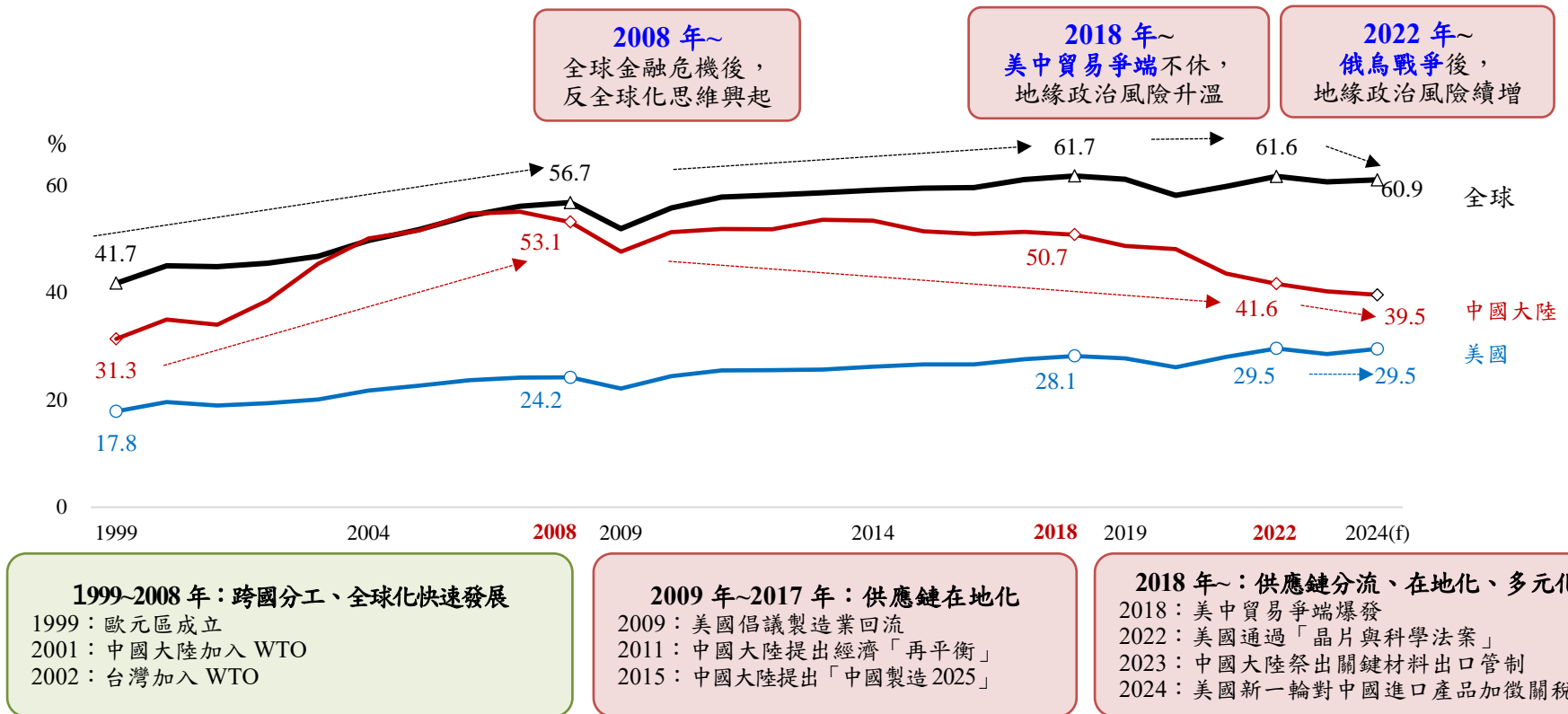
<sup>2</sup> 預估本年流入東協之 FDI 將較 2018 年增加 64.4%，其中新加坡、越南、印尼及馬來西亞分別增加 118.0%、34.8%、22.9%及 21.6%。



(2)隨全球供應鏈分流、朝在地化發展及對外直接投資趨於零碎化；雖目前各國貿易及 FDI 的對外連結程度仍高，惟**全球化步調略呈走緩**。

- 全球實質商品及服務輸出入對 GDP 比率，由 1999 年之 **41.7%** 大幅上升至 2008 年(全球金融危機)之 **56.7%**，至 2018 年(美中爭端)續升為 **61.7%**，預估至 2024 年則緩降為 **60.9%**；
- 其中，中國大陸趨緩程度較大，自 2018 年之 **50.7%** 降至 2024 年之 **39.5%**；而美國則略微提升，自 **28.1%** 上升至 **29.5%**(圖 2)。

圖 2 全球與主要國家實質商品及服務輸出入對 GDP 比率



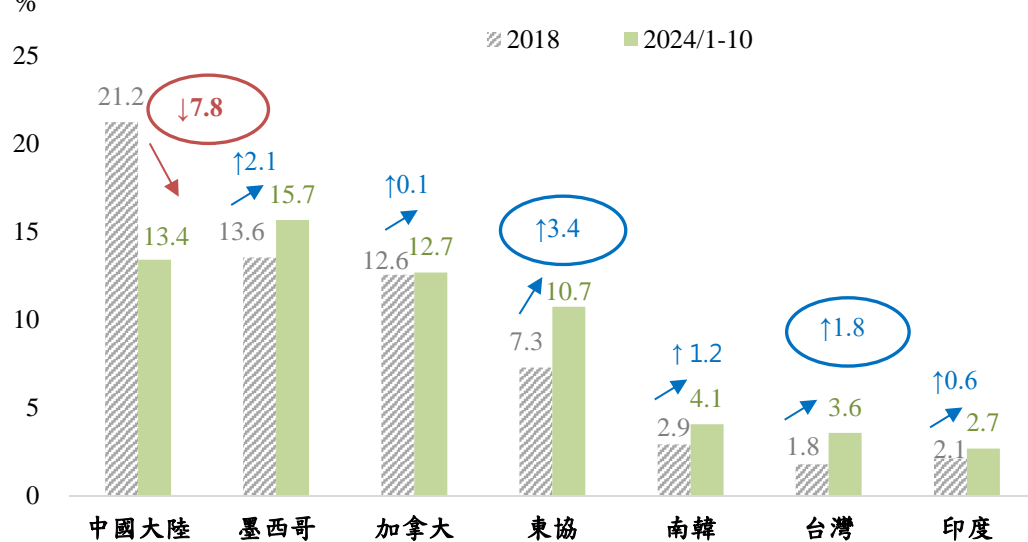
註：按 US\$ at 2010 prices 基礎計算。資料來源：Economist Intelligence Unit

(3)隨全球供應鏈重組及各國直接投資轉變，美中相互間貿易依賴下降，但對他國貿易往來升溫

當前全球供應鏈分流，以輸美供應鏈的調整為主；美國自中國大陸進口比重下降，自東協進口比重上升。

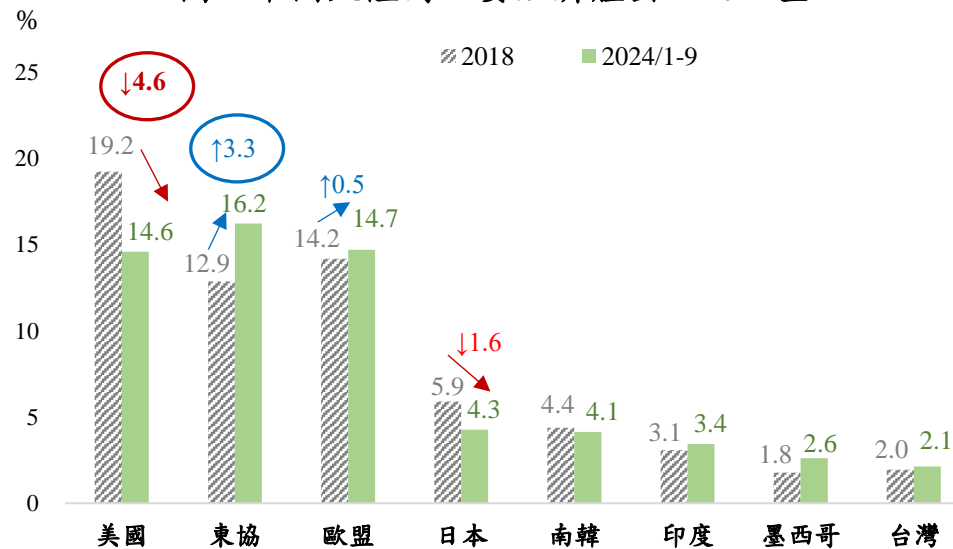
- 美國市場：美國自中國大陸進口比重下降，2024年1~10月為13.4%，較2018年下降7.8個百分點；同期間，自東協及台灣進口比重分別上升3.4個<sup>3</sup>及1.8個百分點(圖3)。
- 中國大陸與美國貿易壁壘持續，中國大陸降低對美國市場的依賴，對美國的出口比重下降，對東協的出口比重上升，如2024年1~9月中國對美國出口比重14.6%，較2018年下降4.6個百分點；而中國大陸部分產線轉移至東協，間接由東協出口給美國，致同期間，中國大陸對東協出口比重上升3.3個百分點<sup>4</sup>(圖4)。
- 全球供應鏈重組，貿易轉向的效應下，2023年東協自中國大陸進口金額較2018年成長約40.7%，對美國出口金額亦成長66.1%。

圖3 美國自主主要經濟體進口之比重



資料來源：U.S. Census Bureau

圖4 中國大陸對主要經濟體出口之比重



資料來源：ITC Trade Map

<sup>3</sup> 本年1-10月美國自東協進口比重，較2018年增加3.4個百分點，其中，自越南、泰國、新加坡分別增加2.2、0.7、0.3個百分點。

<sup>4</sup> 本年1-9月中國大陸對東協出口比重，較2018年增加3.3個百分點，其中，對越南、馬來西亞、泰國、印尼分別增加1.1、0.9、0.6、0.3個百分點。

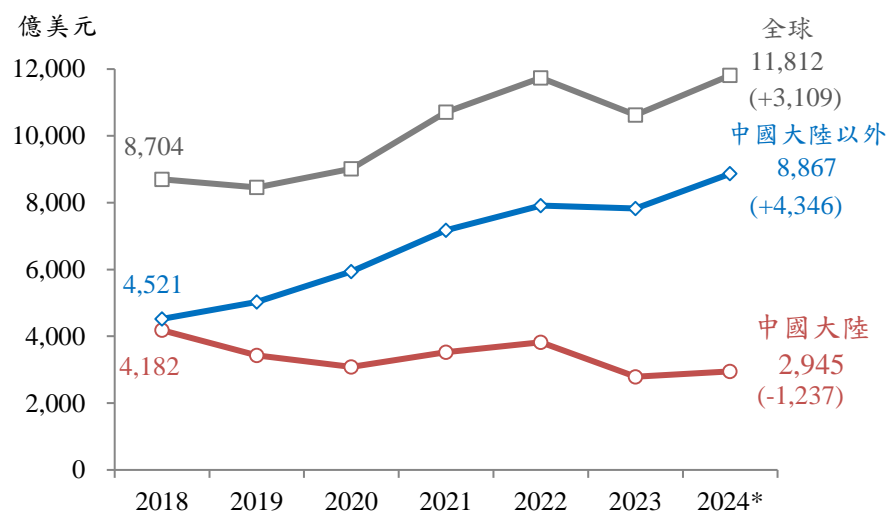
## 2. 惟美國整體貿易逆差未見縮小，且美國對中國貿易逆差雖減少，但對其他國家貿易逆差擴大

(1) 美中貿易衝突後，美國減少自中國大陸進口，轉而大幅增加自他國進口。估計 2024 年美國整體商品貿易入超將較 2018 年擴大 3,109 億美元，對中國大陸商品貿易入超減少 1,237 億美元，對中國大陸以外國家入超增加 4,346 億美元(圖 5 及表 3)。

(2) 2024 年 1 至 10 月台灣躍升為美國第 6 大商品貿易入超國。2024 年與 2018 年相較，估計美國對台灣商品貿易入超擴大 590 億美元，增額僅次於墨西哥及越南，位居第三；南韓及加拿大增額則分別為第四名及第五名(表 3)。

(3) 川普新政府關注對美國享有鉅額貿易順差之對手國，可能透過匯率報告<sup>5</sup>或貿易制裁措施施壓，以維護美國利益。

圖 5 美國自中國大陸及其他國家商品貿易逆差



註：\*2024 年係 1 至 10 月之月均值×12 估計。括號內數字為 2024 年估計值與 2018 年數值比較之增額。  
資料來源：美國商務部

表 3 美國對主要貿易對手商品貿易逆差增額較大者

單位：億美元

|      | 2018<br>(1) | 2024*<br>(2) | 2024* vs. 2018<br>(3)=(2)-(1) |
|------|-------------|--------------|-------------------------------|
| 全球   | 8,704       | 11,812       | 3,109                         |
| 中國   | 4,182       | 2,945        | -1,237                        |
| 中國以外 | 4,521       | 8,867        | 4,346                         |
| 墨西哥  | 777         | 1,702        | 925                           |
| 越南   | 395         | 1,227        | 832                           |
| 台灣   | 152         | 742          | 590                           |
| 南韓   | 179         | 662          | 483                           |
| 加拿大  | 188         | 606          | 417                           |
| 愛爾蘭  | 467         | 855          | 388                           |
| 泰國   | 193         | 453          | 259                           |
| 印度   | 211         | 460          | 250                           |
| 德國   | 680         | 838          | 159                           |
| 義大利  | 318         | 439          | 121                           |

註：2024 年採 1~10 月之月均值×12 估計。  
資料來源：美國商務部

<sup>5</sup> 美國財政部匯率報告 3 項檢視標準：(1) 檢視期間，對美商品及服務貿易順差逾 150 億美元；(2) 同期間經常帳順差對 GDP 比率逾 3%，即被認定有顯著經常帳順差；(3) 同期間持續淨買匯標準：淨買匯頻率為 12 個月中有 8 個月，且淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%，符合兩者即被認定為單邊干預匯市。本年 11 月 14 日美國財政部匯率政策報告指出，台灣因觸及對美貿易順差與經常帳順差等 2 項檢視標準，而續留觀察名單。

### (三)川普 2.0 對全球、美國及中國大陸經濟成長及通膨之可能影響

#### 1. 川普 2.0 政策冀望進一步提振美國本土投資並達成美國製造目標

如前所述，自川普 1.0 及美中貿易爭端以來，美國整體貿易逆差並未縮小，而是分散至其他非中國經濟體；此次川普再次競選，基於對原政策強度或許不足且範圍亦不夠全面之認知，為進一步強化政策效力，川普 2.0 除擬對中國再加徵高額關稅外，更計劃對進口品全面加徵關稅，並採降低美國企業稅率及鬆綁產業監理等政策，以達提高「美國製造」競爭力、刺激外國及本土企業加速投資美國，帶動美國就業及經濟成長動能之目的。

各界認為，川普 2.0 雖可提振美國經濟，但亦可能推升通膨，此或已顯現在近期美國金融市場表現；惟其加徵關稅政策或引發貿易對手國報復，全球經貿不確定性攀升，將不利未來全球及主要經濟體之經濟成長動能(表 4)。

表 4 川普 2.0 對全球、美國及中國大陸經濟成長及通膨之可能影響

|               | 全球 | 美國 | 中國大陸 |
|---------------|----|----|------|
| <b>關稅政策</b>   |    |    |      |
| 經濟成長          | ↓  | ↓  | ↓    |
| 通膨            | ↑  | ↑  | ↓    |
| <b>財政政策</b>   |    |    |      |
| 經濟成長          | ↑  | ↑  | ↑    |
| 通膨            | ↑  | ↑  | ↑    |
| <b>移民政策</b>   |    |    |      |
| 經濟成長          | ↓  | ↓  | ↓    |
| 通膨            | ↑  | ↑  | ↓    |
| <b>產業監理政策</b> |    |    |      |
| 經濟成長          | ↑  | ↑  | ↑    |
| 通膨            | ↑  | ↑  | ↑    |
| <b>淨影響</b>    |    |    |      |
| 經濟成長          | ↓  | ↑  | ↓    |
| 通膨            | ↑  | ↑  | ↓    |
| <b>政策利率</b>   |    |    |      |
|               | ↑  | ↑  | ↓    |

\*符號↑代表正向影響；  
符號↓代表負向影響；  
符號-代表持平

資料來源：Kasman, Bruce *et al.* (2024), “In a Sentimental Mood: 2025 Global Economic Outlook,” *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 19; Keller, Christian *et al.* (2024), “The Macroeconomics of Trump 2.0,” *Barclays Economic Research*, Nov. 8; 本行整理

2. 加徵關稅如引發貿易對手報復，全球經貿不確定性攀升，對全球總需求將帶來較大負面衝擊<sup>6</sup>(表 5，詳附錄 1)

(1) 國際貨幣基金(IMF)之世界經濟展望報告指出<sup>7</sup>，川普 2.0 之**貿易保護主義政策**將使**全球經濟風險偏向下行**。尤其若**所有貿易對手國祭出關稅反制**，將拖累全球經濟成長動能。IMF 預估，如美國對進口品全面加徵**10%關稅**並引發反制，在**川普 4 年任期(至 2028 年)**，**關稅壁壘**將拖累**全球 GDP 產出規模**(預估產出將因而**減少 0.5%**)，而美國及中國產出規模亦會受負面衝擊(此期間 GDP 規模將因此分別減少 0.7%及 0.4%)。

(2) 亞洲開發銀行(ADB)假設在美國**全面加徵 10%關稅**，對**中國加徵 60%關稅**，而**各國均採報復措施**情境下，**中國經濟所受負面衝擊大於美國**，未來 4 年**中國經濟成長率**將因此**減少 1.2 個百分點**，美國則減少 0.7 個百分點。

(3) 彼得森國際經濟研究所(PIIE)假設若貿易對手國均採報復措施，美國對**中國加徵 60%關稅**，未來 4 年期間**中國 GDP 規模**累計將**減少 7,770 億美元**(降 1.17%)，**高於美國之 3,270 億美元**(降 0.38%)；如**美國全面加徵 10%關稅**(亦引發對手國報復)，**美國所受負面衝擊將大於中國**，美國 GDP 規模將減少 7,210 億美元(降 0.68%)。

表 5 國際機構對川普 2.0 政策衝擊之評估

| 國際機構 | 風險情境   | 川普 4 年任期(至 2028 年)政策衝擊程度   |
|------|--|--|
| IMF  | — 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b><br>— 貿易對手國亦採取相應關稅反制   | 美國、中國及全球之 <b>GDP 產出規模</b> 較 2024 年 <b>分別減少 0.7%、0.4%、0.5%</b> 。<br>全球 CPI 通膨率降低 0.15 個百分點。   |
| ADB  | — 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> ，並對 <b>中國進口品加徵關稅提高至 60%</b><br>— 中國採取小幅關稅反制措施，其他貿易對手國採取 10%關稅反制         | 美國、中國及全球之 GDP 成長率分別減少 <b>0.7、1.2、0.5 個百分點</b> 。<br>全球 CPI 通膨率上升 0.3 個百分點；且中國通膨率上升幅度(1.8 個百分點)大於美國(1.1 個百分點)。                         |
| PIIE | — 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> (情境 a)<br>— 美國對 <b>中國大陸加徵 60%關稅</b> (情境 b)<br>— 貿易對手國均採相應反制措施(情境 a 或 b) | 情境 a：美國、中國之 GDP 產出規模 <b>分別減少 0.68%、0.11%</b> 。<br>情境 b：美國、中國之 GDP 產出規模 <b>分別減少 0.38%、1.17%</b> 。<br>情境 a 對美國通膨率影響較大；情境 b 對中國通膨率影響較大。 |

<sup>6</sup> 川普 2.0 政策影響因各經濟體條件不同而有所差異，多數情況下其影響亦可能相互抵消而不明確；此外，各經濟體因應措施亦存在不確定性，使川普 2.0 政策之整體影響仍有變數。倘若一國經濟受到影響，其可能提出相應報復措施或貨幣貶值及擴張性財政政策等措施因應；此處假設僅針對關稅採相應反制措施。

<sup>7</sup> International Monetary Fund (2024), "World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats," Oct.



### 3. 川普 2.0 政策將衝擊全球經濟成長及通膨發展，其政策不確定性將經由 3 項管道對全球帶來影響

#### (1) 實體部門管道：

- 倘若美國對全球各國均加徵關稅，並引發**全球貿易摩擦**，**加劇全球供應鏈重組**，可能**衝擊全球經濟成長及通膨發展**，如前述 IMF、ADB 及 PIIE 等國際機構或智庫，均認為全球經濟成長動能將受到不小的負面衝擊。一旦全球景氣下滑，主要經濟體投資、外貿及經濟成長勢必受到衝擊。
- 若川普新政府加強對中國科技與貿易制裁，部分經濟體廠商應可能**受惠轉單效應**；惟川普可能加大「美國製造」政策力道；加以**中國**如受限於美國高科技管制，轉而**專注中低階晶片發展**，以及其部分產業**產能過剩**問題嚴峻，各國將面臨中國可能採行之**低價傾銷**風險；致其他經濟體所受益之轉單效應程度，**尚待觀察**。
- 若川普 2.0 對所有進口商品加徵關稅，並**要求廠商於美國製造或提升當地規模及製程**，將影響各國國內投資及可受益之轉單效應；以**台灣半導體及資通訊產業**為例，雖**基於其產品複雜度及其不可替代性高**，所受影響應屬**有限**；惟此類政策仍可能**分散台灣半導體資源**，**削弱國內產業聚落完整性**，並影響到出口、投資與就業動能。

(2) 物價管道：若美國新政府對全球進口品全面提高關稅，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，**加重廠商供應鏈調整壓力**，隨**全球供應鏈移轉**推升企業生產成本，**全球通膨壓力增加**；惟如**全球總需求受此影響而大幅下降**，將**抵銷**關稅及成本轉嫁等對**全球通膨壓力之影響**。

#### (3) 金融管道：

- 美國新貿易政策具高度不確定性，可能**推升美國通膨壓力**並**減緩經濟成長**，使**Fed 貨幣政策具高度不確定性**。
- 近期市場對美國財政前景之預期，推升**美國公債殖利率**，並帶動**國際美元**走強，其他主要貨幣多對美元貶值；尤其近期**人民幣**又受市場對**美國對中國將大舉加徵關稅**之預期影響，**貶幅較為明顯**。
- 股市方面：美股普遍受川普 2.0 政策之提振而上漲，尤其科技類股；惟市場預期近年對**美國貿易順差擴增較大的墨西哥、越南及泰國**等，可能**受川普加徵關稅威脅**，近期**渠等股市表現亦相對疲弱**。

#### (四)近期川普當選效應逐漸於全球金融市場發酵

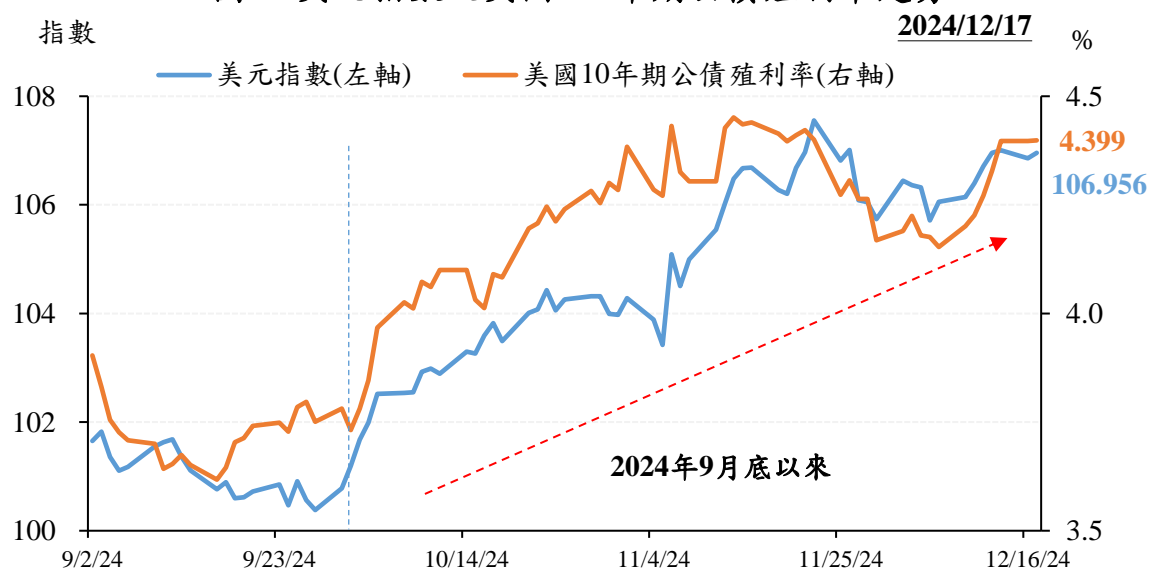
本年10月以來，隨川普勝選機率上揚，金融市場開始反映(priced-in)川普 2.0 主要政見；例如市場預期川普 2.0 之財政及移民政策可能**推升通膨**，並降低 Fed 未來降息空間，美國公債殖利率呈上揚，美元指數攀升，主要貨幣對美元多呈貶值；尤其**人民幣**在市場擔憂美國高額關稅或不利中國經濟前景下，近期出現今年以來較大**貶值走勢**。在全球股市方面，**美股因反映減稅及鬆綁產業及金融科技監理等政策利多而上揚**，使相關類股漲幅較大，亦帶動台灣等股市因科技類股走高而上揚；惟部分國家股市或因市場擔憂可能受川普加徵關稅威脅而表現較弱(如墨西哥、越南及泰國等)。

##### 1. 美國債市及美元指數：

(1) 市場擔憂川普 2.0 政策將使美國**財政赤字持續上升**，加速財政惡化程度；而其關稅提高與緊縮移民政策，可能進一步推升通膨，市場因而降低明年 Fed 降息幅度之預期，帶動**美債殖利率上揚**及**國際美元走強**。

(2) 9月底迄今(12月17日)，美國10年期公債殖利率**上升62個基點**至**4.399%**；美元指數則**上升6.13%**(圖6)。

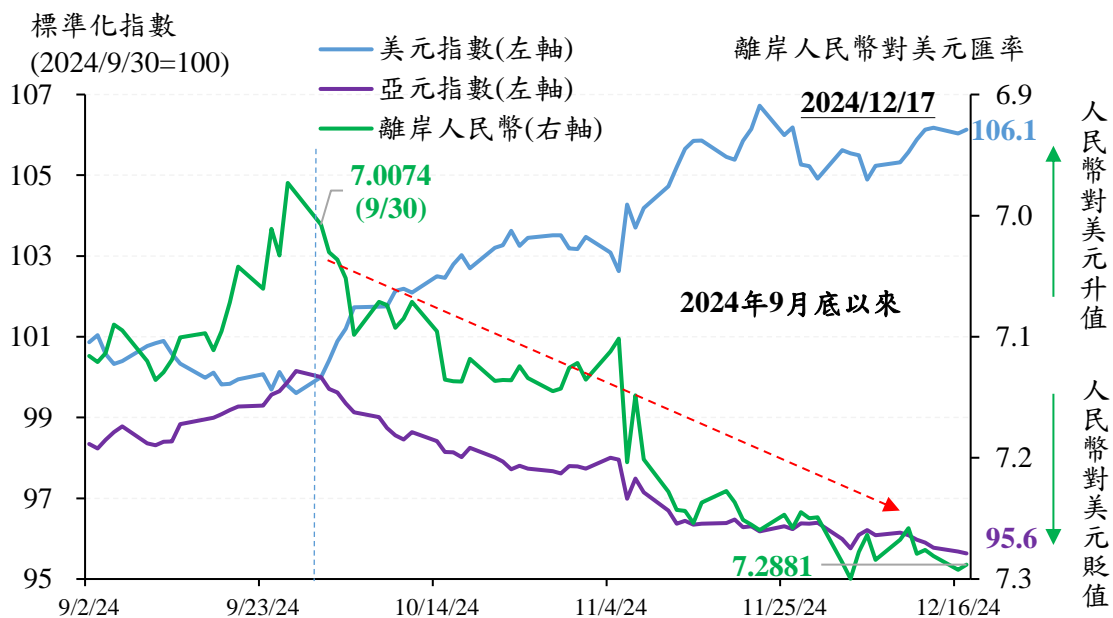
圖6 美元指數及美國10年期公債殖利率走勢



## 2. 國際匯市：

- (1) 本年10月初以來，市場預期川普勝選機率上揚，且其主張對他國加徵高額關稅政策可能對其他貨幣形成壓力，間接推升國際美元，**美元指數走升 6.13%**，各主要貨幣均對美元貶值。其中，**離岸人民幣**反映市場擔憂美國對中國加徵高額關稅，出現今年以來較大**貶值走勢**(圖 7)，自9月底迄今(12月17日)，**對美元貶值 3.85%**(圖 8)。
- (2) 另同期間**亞元指數**(按將2024年9月30日設定為基期100)**下跌 4.4%至 95.6**；**新台幣**匯率相對穩定，對美元僅**貶值 2.66%**，為主要亞洲貨幣對美元貶值幅度最小者(圖 8)。

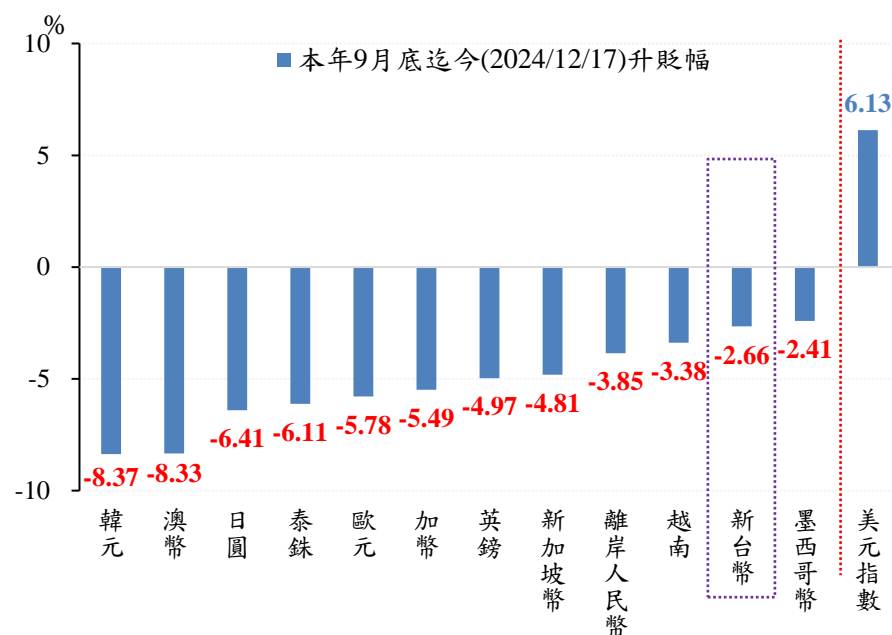
圖 7 本年9月底迄今離岸人民幣、美元指數及亞元指數



註：美元指數(DXY)之組成權重分別為歐元(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%)；亞元指數之組成權重分別為人民幣(46.1%)、韓元(12.4%)、星幣(11.2%)、印度盧比(10.7%)、新台幣(8.3%)及泰銖(3.7%)等亞幣。

資料來源：Bloomberg

圖 8 本年9月底迄今國際匯市升貶幅



註：除新台幣、韓元為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午5時收盤匯率；升貶幅係指各幣別對美元匯率變動幅度，正數表示對美元升值。

資料來源：Bloomberg

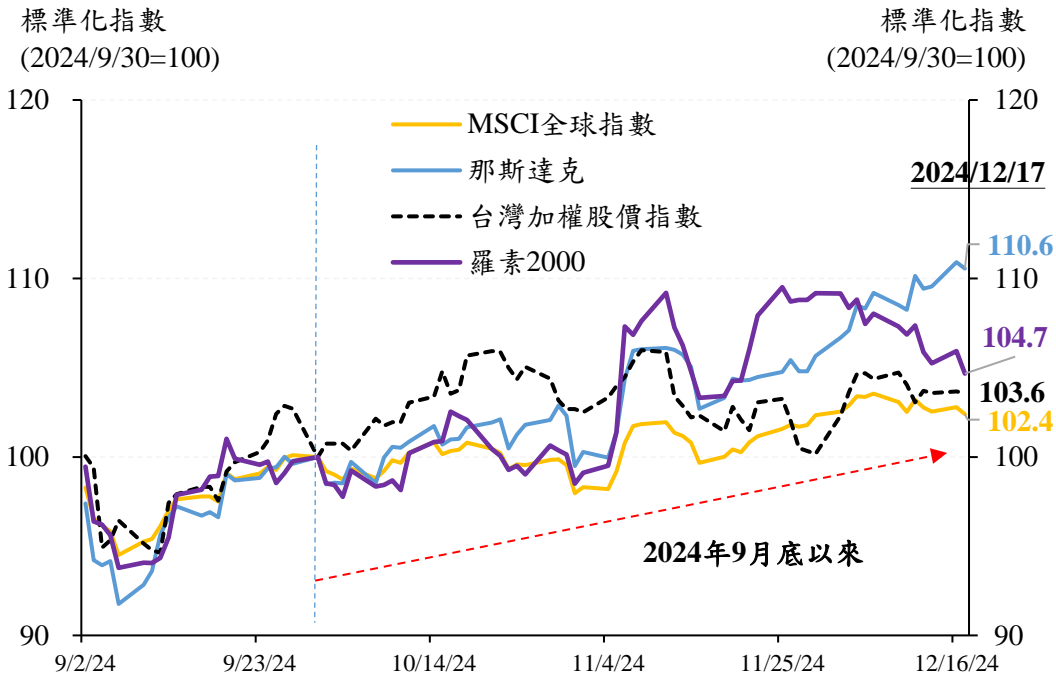
### 3. 國際股市：

(1)市場預期川普 2.0 將企業所得稅進一步降至 15%，並可能鬆綁科技金融監理及放寬產業投資等<sup>8</sup>，有利美國企業未來獲利前景，自 9 月底迄今(12 月 17 日)，**那斯達克指數(科技類股為主)及羅素 2000 指數(代表中小型企業)分別上漲 10.6%及 4.7%**，並帶動 MSCI 全球股市指數上漲(圖 9)；

(2)各國股市則受市場預期川普新政策影響程度不同及產業結構差異等因素，表現不一(圖 10)。

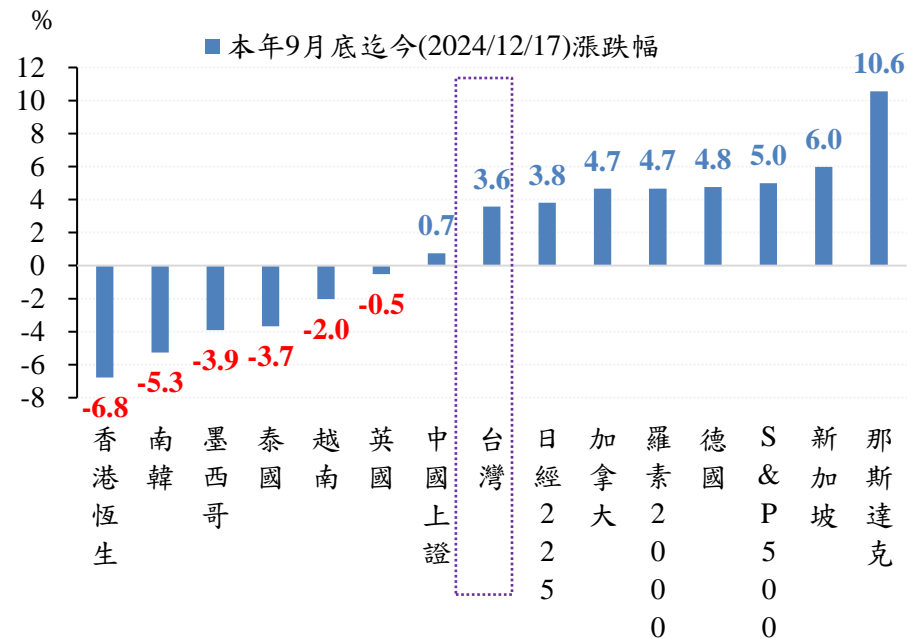
- **台股與美國科技股連動高且受惠於 AI 概念股**，在部分科技類股支撐下，此期間**台股上漲 3.6%**，表現居中；
- 至於被市場認為**較可能受美國加徵關稅影響之墨西哥、越南及泰國**等國股市表現相對**疲弱**。

圖 9 MSCI 全球指數、那斯達克、羅素 2000、台股指數走勢



註：此處採標準化指數，以 2024/9/30 為基期 100。 資料來源：Bloomberg

圖 10 本年 9 月底迄今主要經濟體股市表現



資料來源：Bloomberg

<sup>8</sup> 本年 11 月 NFIB 美國中小企業信心指數上升至 101.7，創下 3 年來新高，NFIB 首席經濟學家 Bill Dunkelberg 指出，主要反映選後中小企業主樂觀預期川普新政府即將推出有利未來經濟成長之減稅和鬆綁監管政策(參見 Tyson, Jim (2024), "Small Business Optimism Surges to Highest Level in Three Years: NFIB," CFO DIVE, Dec.10)。

#### 4. 川普概念股或相關金融資產：

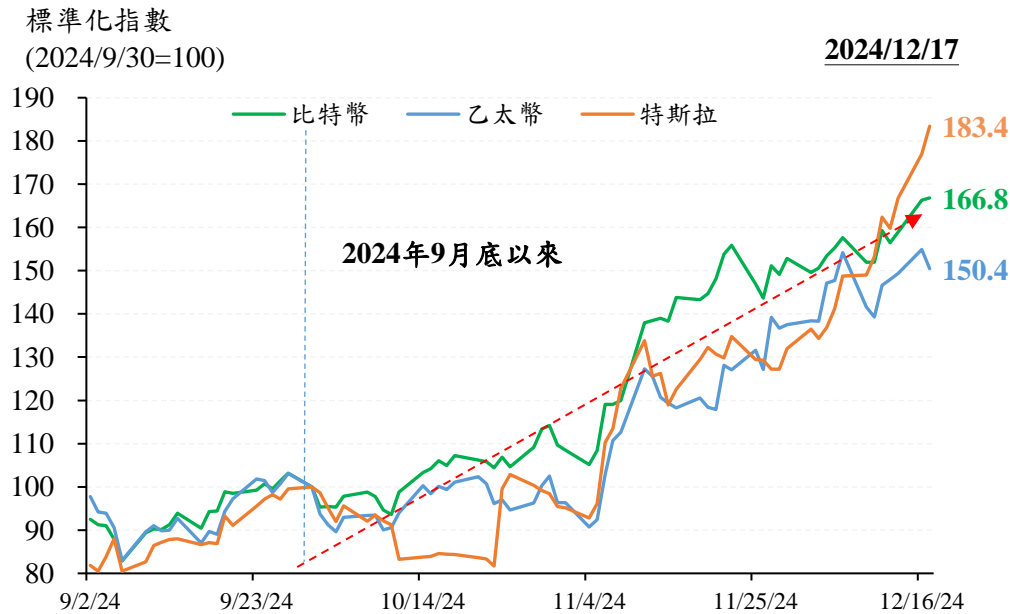
特斯拉股價則因受惠於川普擬進一步放寬自動駕駛規範，12月17日與9月底相較大漲83.4%；而虛擬資產(如比特幣及乙太幣)價格受惠於市場預期監管可望鬆綁分別大漲66.8%及50.4%(圖11)。

#### 5. 國際債市：

(1)本年12月17日與9月底相較，多數經濟體之公債殖利率亦多隨10年期美債殖利率上揚而增加，其中墨西哥、英國、澳洲、日本及越南10年期公債分別增加80.8、52.1、32.4、22.3及21.0個基點；同期間台灣10年期公債殖利率上升約12.6個基點，升幅居中；

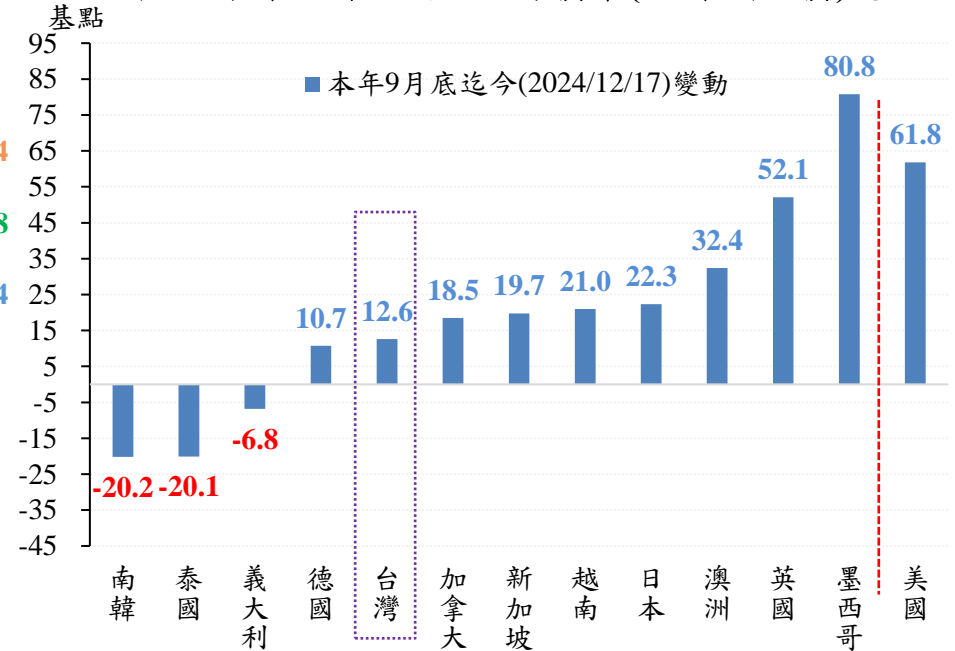
(2)至於南韓近期因政局不穩，資金轉至公債市場，使10年期南韓公債殖利率下跌20.2個基點(圖12)。

圖11 本年9月底迄今比特幣及乙太幣走勢



資料來源：Bloomberg

圖12 本年9月底迄今國際債市(10年期公債)變動



資料來源：Bloomberg



## (五) 結論

1. 自川普競選總統大選以來，其政見中有關**關稅及產業政策**最受各界關注；探究其原因，在於**川普 2.0** 政見係以**補強川普 1.0 力道不足**為著眼點，冀望透過**對進口品全面加徵關稅**、**對國內企業減稅**、以及**鬆綁多項產業限制與金融科技監理措施**等政策，刺激**國內外企業加速投資美國**，實現**美國製造**，以增進**本土就業**並帶動**經濟成長**。
2. 在川普 2.0 政策激勵下，美國**中小企業信心指數攀升**，9 月底以來，市場亦開始反映川普即將當選之效應，股市頻創新高，公債殖利率回升，美元走強。而就全球金融市場而言，各國股匯市在川普 2.0 效應下，表現略有不同，此除因各國產業結構存在差異外，主要因各國面臨川普新政之風險並不相同；如**近年對美國貿易順差擴增較大者**，常被視為**易受川普貿易制裁之對象**，致金融市場表現易受壓抑。台灣對美國貿易順差雖大，但被視為受制裁風險低<sup>9</sup>，且因出口科技商品技術複雜度高，較不易為其它廠商取代，使台股在科技類股支撐下，表現相對較佳。
3. **惟川普新政仍存在極大不確定性**；上(11)月 Fed 主席 Powell 於 FOMC 會後記者會表示，Fed 尚無法得知新政府重大政策之推出時點及轉變，故無法得知前述政策是否會對 Fed 達成充分就業及物價穩定法定目標會造成影響、以及其影響程度；原則上，**Fed 持不猜測、不臆測，也不假設美國重大政策的推出時點及規模之立場**。
4. 因此，除近期市場對 Fed 貨幣政策走向之預期，不確定性提高外，**川普加徵關稅政策之不確定性**，亦增添市場波動。主要因各界多認為，川普如對中國加徵高額關稅，並對**進口品全面加徵關稅**，或將迫使各國祭出相對應之報復措施，在全球貿易壁壘加深下，**需求成長**將受拖累，進而衝擊全球金融市場，是以各界均關注此後續發展。
5. **本行目前與美國 Fed 立場相似**，未來將視美國貿易等相關政策施行之時程，**逐季調整對台灣的經濟成長與通膨預測**，**據以擬定妥適貨幣政策**，落實本行維持物價穩定與金融穩定，並協助經濟成長之法定職責。未來如國內金融市場隨全球金融情勢變動加劇而大幅波動，本行亦將**妥適採行金融市場穩定措施**，**維持國內匯市穩定**。

---

<sup>9</sup> 依華府智庫「資訊技術與創新基金會」(Information Technology & Innovation Foundation, 簡稱 ITIF)報告，各國承受川普 2.0 之風險排名，以墨西哥最高，其次為泰國；台灣雖「對美貿易出超占比」之風險較高，但整體風險排名相對較低，僅位列 31 名，略高於澳洲(詳附錄二)(參見 Atkinson and Long (2024), “Which US Allies Are Most Likely to Face Trump Tariffs—and How Can They Avoid the Wrath of an “America First” Doctrine?,” Information Technology & Innovation Foundation, Dec. 9)。

## 附錄 1 三大國際機構對川普關稅政策之分析

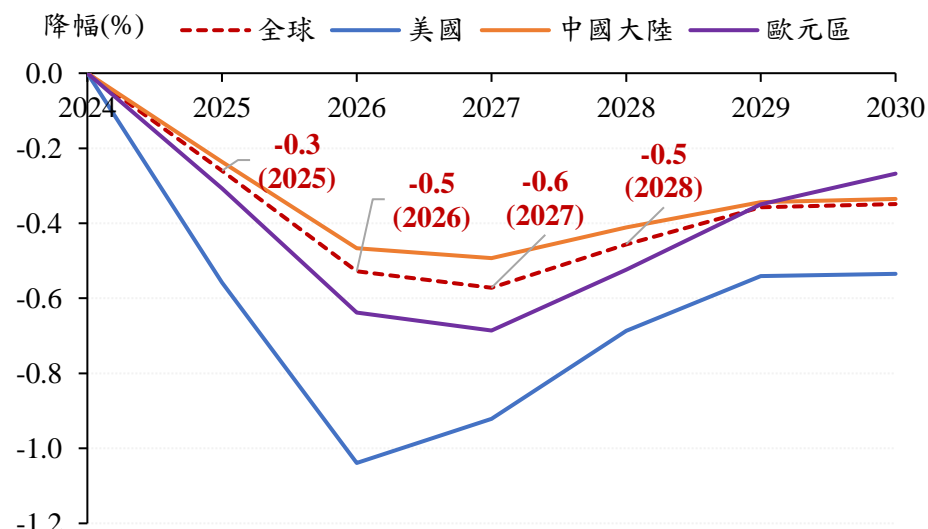
1. 國際貨幣基金(International Monetary Fund, 簡稱 IMF)假設<sup>10</sup>, 若美國**全面加徵 10% 關稅**, 而所有貿易對手國亦採取報復性關稅, 恐直接影響全球約 1/4 的商品貿易; **貿易政策不確定性將大幅上升, 對未來數年全球經濟造成持續性的損失**, 惟加徵關稅對**推升通膨之效果**, 亦將受總需求下降而抵銷, 反可能**出現通膨趨緩**。

(1) 合計加徵關稅政策及貿易政策不確定性之影響, 美、中及全球經濟成長動能均將受拖累; 以全球為例, 預估 **2025 年、2026 年及 2027 年全球 GDP 產出規模**將因此分別較 2024 年**減少 0.3%、0.5% 及 0.6%**(附圖 1 **紅色虛線**)。

(2) 調高進口關稅將推升國內投入成本, 惟面對報復性關稅政策則會降低外部需求; 在兩者效果相互抵銷後, 可能導致**全面加徵 10% 關稅政策對通膨淨影響較小**。

— 以**全球 CPI 通膨率**為例, 預估 **2025 年、2026 年及 2027 年**將分別較 2024 年**下滑 0.06 個、0.11 個及 0.14 個百分點**(圖 2 **紅色虛線**); 另美、中通膨率亦將因本國經濟受到衝擊而出現下滑(附圖 2 **藍線及橘線**)。

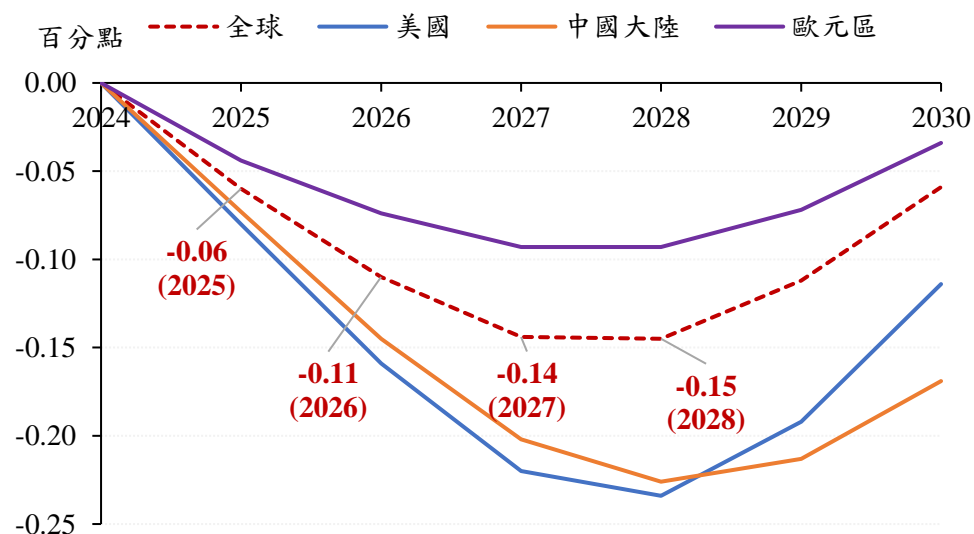
附圖 1 IMF 預估川普關稅政策對主要經濟體 GDP 之影響



註：此處假設美國全面加徵 10% 關稅, 所有貿易對手國亦採取報復性關稅。  
資料來源：IMF

<sup>10</sup> IMF (2024), "World Economy Outlook," Oct. 22.

附圖 2 IMF 預估川普關稅政策對主要經濟體 CPI 通膨率之影響



註：此處假設美國全面加徵 10% 關稅, 所有貿易對手國亦採取報復性關稅。  
資料來源：IMF

2. 亞洲開發銀行(Asian Development Bank，簡稱 ADB)提出川普 2.0 政策走向之基礎情境及極端風險情境<sup>11</sup>

(1)基礎情境：假設美國對中國大陸等主要貿易夥伴之**部分進口商品加徵 25%關稅**，影響不大。

(2)極端風險情境：假設美國自 2026 年對主要貿易夥伴**全面實施加徵 10%關稅**，並於 2026 年至 2027 年將**中國大陸進口商品加徵關稅逐步提高至 60%**；中國則祭出小幅提高對美國進口商品關稅作為反制並讓人民幣貶值；其他經濟體則預計對美國進口商品加徵 10%關稅。

— 對經濟成長率之影響：ADB 預估上述關稅政策將造成**未來 4 年全球經濟成長率降低 0.5 個百分點**，影響效果較為溫和有限，其中以中國所受負面影響最為明顯，其經濟成長率**將降低 1.2 個百分點**，**美國經濟成長率則降低 0.7 個百分點，排名第二**。

— 對通膨率之影響：新一輪貿易衝突於**未來 4 年對全球通膨率影響程度較輕微(增加 0.3 個百分點)**，惟美國、中國通膨率較基礎情境分別上升 1.1 個百分點和 1.8 個百分點，較為明顯。

附表 1 ADB 預估極端風險情境下，川普政策之累計影響(2025~2028 年)

變動單位：百分點

| 極端風險情境   |    |             |                      |    |             |
|--|----|-------------|----------------------|----|-------------|
| 假設美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> ，且對 <b>中國大陸加徵 60%關稅</b> ，而貿易對手亦採報復性關稅 |    |             |                      |    |             |
| 實質 GDP 成長率   | 全球 | <b>-0.5</b> | CPI 年增率<br>(相較於基礎情境) | 全球 | <b>+0.3</b> |
|  | 美國 | <b>-0.7</b> |                      | 美國 | <b>+1.1</b> |
|  | 中國 | <b>-1.2</b> |                      | 中國 | <b>+1.8</b> |

資料來源：Asian Development Bank

<sup>11</sup> Asian Development Bank (2024), "Asian Development Outlook December 2024," Dec.

3. 美國智庫彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics，簡稱 PIIE)<sup>12</sup>預估，川普未來 4 年任期(2025~2028 年)之累計影響：

(1) 假設美國**全面加徵 10% 關稅**，且所有貿易對手祭出報復性關稅

- GDP<sup>13</sup>：預估 2025~2028 年**美國 GDP 產出規模**將因此合計減少 **7,210 億美元**；同期間中國 GDP 產出規模將因此**減少 690 億美元**。
- CPI：預估 2025~2028 年美國 CPI 指數合計**上揚 1.8%**；同期間中國大陸 CPI 將**上揚 0.6%**。

(2) 假設美國**僅針對中國進口品加徵 60% 關稅**，中國亦祭出報復性關稅措施

- GDP：預估 2025~2028 年**美國 GDP 產出規模**將因此合計**減少 3,270 億美元**；同期間中國 GDP 產出規模將因此將**減少 7,770 億美元**，高於美國之減少幅度。
- CPI：預估 2025~2028 年美國 CPI 合計**上揚 1.1%**(主要反映 **2025 年走升高達 0.7%**)；同期間中國大陸 CPI 將**上揚 1.9%**(主要反映 **2025 年上揚高達 1.0%**)。

附表 2 PIIE 預估川普未來四年任期關稅政策對美中之累計影響

|                                    |    | 情境 a：美國全面加徵 10% 關稅 |               | 情境 b：美國僅對中國大陸加徵 60% 關稅 |               |
|------------------------------------|----|--------------------|---------------|------------------------|---------------|
|                                    |    | 無報復性關稅             | 有報復性關稅        | 無報復性關稅                 | 有報復性關稅        |
| GDP 產出規模<br>(10 億美元，以 2018 年價格為基期) | 美國 | <b>-\$283</b>      | <b>-\$721</b> | <b>-\$129</b>          | <b>-\$327</b> |
|                                    | 中國 | <b>-\$102</b>      | <b>-\$69</b>  | <b>-\$644</b>          | <b>-\$770</b> |
| CPI 物價指數                           | 美國 | <b>+0.8%</b>       | <b>+1.8%</b>  | <b>+0.7%</b>           | <b>+1.1%</b>  |
|                                    | 中國 | <b>-0.6%</b>       | <b>+0.6%</b>  | <b>+0.2%</b>           | <b>+1.9%</b>  |

資料來源：McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” PIIE Working Paper, Sep. 27.

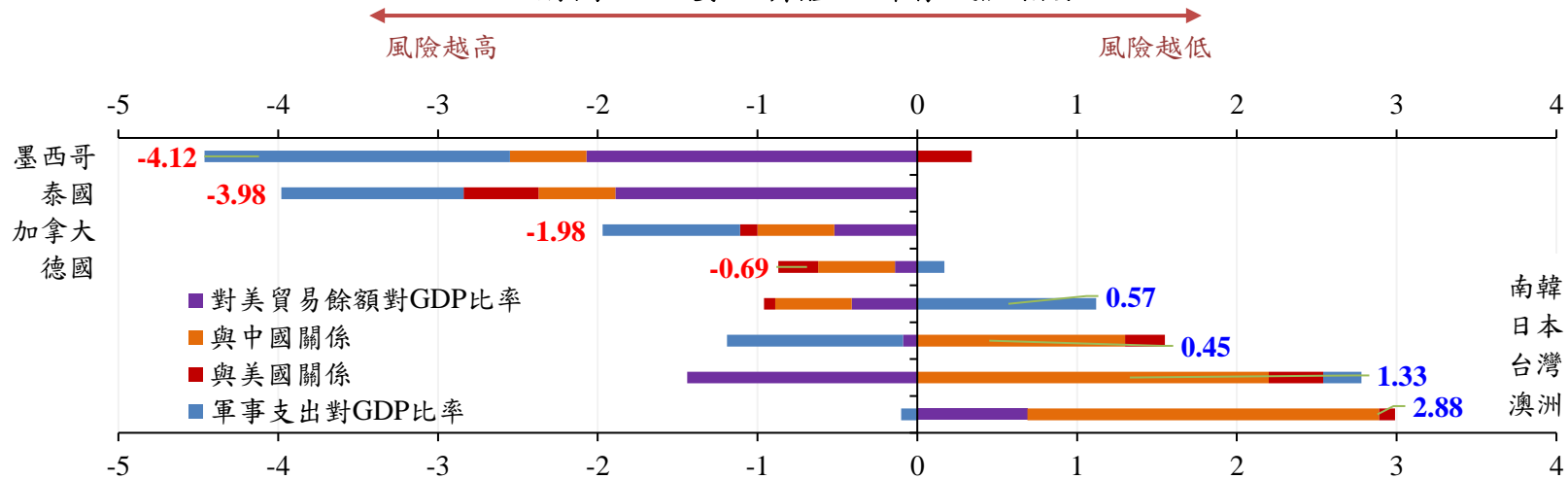
<sup>12</sup> McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” PIIE Working Paper, Sep. 27。

<sup>13</sup> 此處 GDP 水準均以 2018 年價格為基期。

## 附錄 2 美國智庫資訊技術及創新基金會(ITIF)編製川普風險指數之說明

1. 美國智庫資訊技術及創新基金會(ITIF)<sup>14</sup>表示，在考量其它因素後，**墨西哥、泰國、加拿大**較可能面臨美國加徵關稅威脅
2. 川普政策強調**美國利益優先**，並認為全球化對美國不利，爰採取**貿易保護主義政策**，如**退出多邊貿易協定、對貿易對手國加徵關稅**等。
3. ITIF 認為，除**對美貿易餘額對 GDP 比率**外，川普新政府將會綜合考量**軍事支出對 GDP 比率**、**與中國外交關係**及對美**互惠貿易政策**等因素，來加徵其關稅，並據此編製**川普風險指數**(附圖 3)：
  - (1) **高風險國家**：**墨西哥、泰國及加拿大**因對美貿易餘額對 GDP 比率高及軍事支出對 GDP 比率低。
  - (2) **低風險國家**：**澳洲**因對美貿易餘額對 GDP 比率低，以及與**中國關係不佳**而較不會面臨美國加徵關稅威脅。
    - **台灣**儘管對美貿易餘額對 GDP 比率高，惟因對**中國立場與美國較相近**，**面臨美國加徵關稅風險較小**。

附圖 3 主要經濟體之川普風險指數



資料來源：Atkinson *et al.* (2024)

<sup>14</sup> 台灣僅一項指標「對美貿易出超占比」被評為風險較高，其他在「軍事支出占比」、「對中立場」與「反美障礙」方面則屬低風險(詳 Atkinson, Robert D. and Trelysa Long (2024), “Which US Allies Are Most Likely to Face Trump Tariffs—and How Can They Avoid the Wrath of an “America First” Doctrine?,” Information Technology & Innovation Foundation, Dec. 9)。



## 六、跨境支付的未來發展

目前跨境支付主要係由「環球銀行金融電信協會(SWIFT)」系統傳輸金融資訊，並以美元、歐元等主要貨幣進行清算；惟現行跨境支付由於資訊流與金流不同步，在交易時間及成本等方面均有改善空間，鑑於此，國際清算銀行(BIS)香港創新中心(Innovation Hub)啟動「mBridge」專案，試驗以分散式帳本技術(DLT)提升跨境支付效率，並支持以本國貨幣清算。然而，欲推動以本國貨幣清算仍可能面臨參與國間之相互信任程度不足、貿易往來關係、貨幣國際化程度、幣值穩定性、資金自由進出情形及主權債信等諸多問題，尚待解決。

2022年俄烏戰爭爆發，俄羅斯受西方國家金融制裁，該國多家銀行被禁止使用SWIFT系統，為尋求去美元化並降低西方國家對其金融制裁之影響，俄羅斯於本(2024)年2月向金磚國家集團(BRICS)提出建立新的跨境支付平台「BRICS Bridge」之倡議；外界認為其可能借鑑「mBridge」專案的理念及技術，因而演變為地緣政治議題，在引發國際媒體討論之際，BIS於本年10月31日宣布退出mBridge，其雖強調非政治因素，然BIS已另與歐美等國合作進行Agorá跨境支付專案，使得外界關注全球支付體系的未來發展方向。

目前，G20已提出跨境支付的改善目標，並以研究批發型央行數位貨幣(CBDC)應用於跨境支付的潛力，以及促進各國快捷支付系統(FPS)互連的雙軌方式推動；而我國現已具備健全完善的支付基礎設施，跨境支付亦可透過SWIFT處理；另為持續精進跨境支付，未來本行亦與國際接軌，穩步推進CBDC研究試驗及督導財金公司推動FPS跨境互連方案，俾與全球同步發展。

### (一)SWIFT 運作現況及現行跨境支付的問題

#### 1. SWIFT 扮演全球性系統的重要角色，且主要以美元、歐元等貨幣進行清算

(1)SWIFT 於 1973 年在比利時註冊成立，為全球性的金融同業合作組織，其董事會由來自全球各國/地區的 25 個成員組成<sup>1</sup>，並受 G10 國家<sup>2</sup>的央行及歐洲央行等共同監管，深受全球銀行業的信賴。

<sup>1</sup> 目前 SWIFT 董事成員國家/地區配置概況：美國 2 位、英國 2 位、法國 2 位、比利時 2 位、瑞士 2 位、德國 2 位、義大利 1 位、瑞典 1 位、盧森堡 1 位、荷蘭 1 位、西班牙 1 位、俄羅斯 1 位、南非 1 位、新加坡 1 位、中國大陸 1 位、加拿大 1 位、澳大利亞 1 位、日本 1 位及香港 1 位。

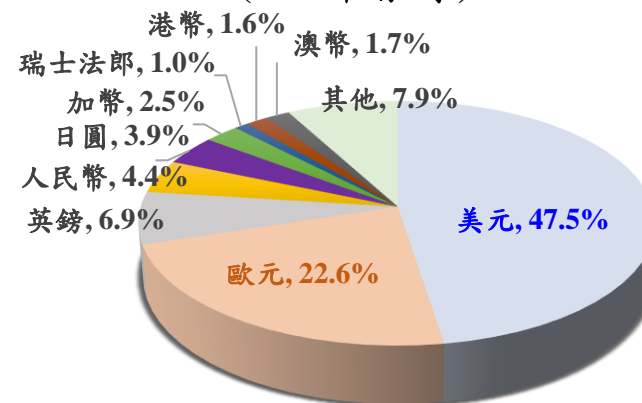
<sup>2</sup> G10 國家包括美國、比利時、荷蘭、加拿大、瑞典、法國、德國、英國、義大利、日本及瑞士；瑞士於 1964 年加入，惟 G10 名稱仍維持不變。

(2) 目前 SWIFT 約有 1.1 萬家金融機構參與，遍及 200 多個國家；本年前 3 季全球透過 SWIFT 處理之支付交易金額約 2,713.7 兆美元，其中主要幣別前 5 名依序為美元(47.5%)、歐元(22.6%)、英鎊(6.9%)、人民幣(4.4%)及日圓(3.9%)，合計達 85.3%(圖 1)，顯示現行跨境支付仍以美元等少數主要貨幣(dominant currency)進行清算。

## 2. 現行跨境支付仍有改善空間

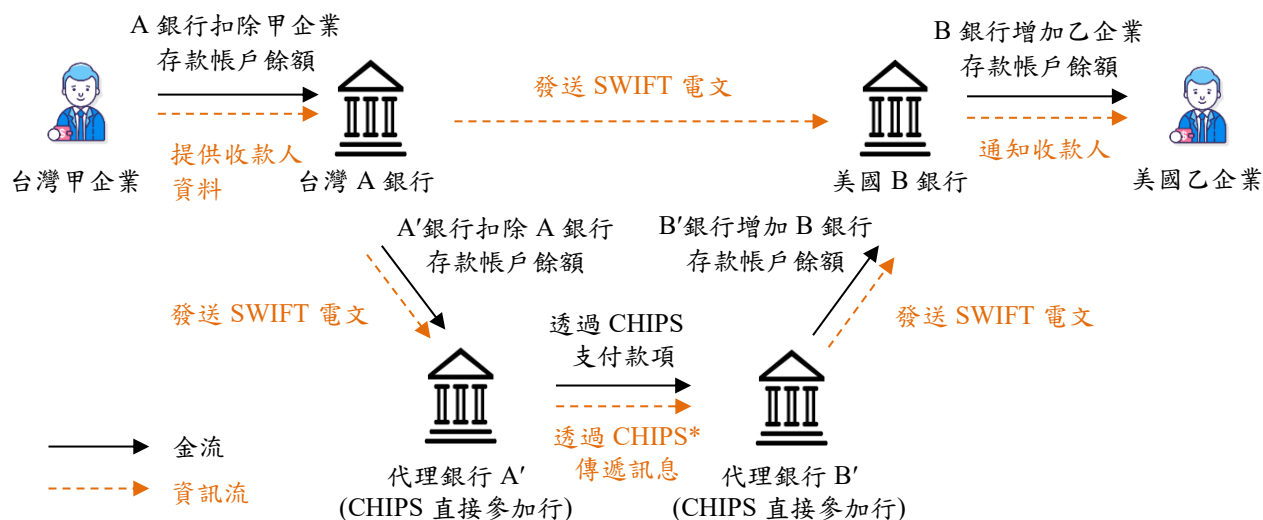
(1) SWIFT 系統為全球跨境支付最主要之金融資訊傳輸系統，各國主要金融及相關支付網路均與 SWIFT 串聯運作，構成全球性之金融交易訊息轉接支付網路系統。以台灣企業向美國匯款為例，相關支付訊息及資金移轉流程如圖 2。

圖1 SWIFT系統各幣別支付業務量占比 (2024年前3季)



資料來源：SWIFT

圖 2 現行跨境支付流程圖示(以台灣匯款至美國為例)



\*美國銀行間支付結算系統(Clearing House of Interbank Payment System, CHIPS)係辦理美國境內及跨境美元款項移轉與清算之支付系統，目前計有 41 家直接參加行。

資料來源：本行繪製

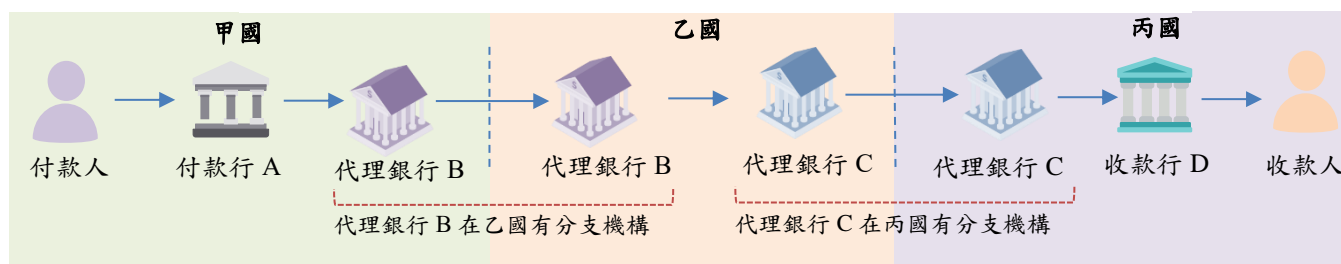
假設台灣甲企業向美國乙企業購置設備並須支付美元貨款，甲企業遂向其往來銀行(銀行 A)提出匯款申請，惟甲企業往來銀行與乙企業往來銀行(銀行 B)並無直接往來關係，須透過雙方代理銀行(分別為銀行 A'及銀行 B')與美國銀行間支付結算系統(CHIPS)完成款項交付；有關資訊流與金流的作業流程說明如下：

- ① 付款人(甲方)將支付金額及收款人(乙方)資料交付 A 銀行，惟 A 銀行與乙企業往來銀行 B 無直接往來關係，A 銀行乃發送 SWIFT 電文予其代理銀行 A'，要求 A'銀行付款予 B 銀行，另將發送 SWIFT 電文予 B 銀行，通知收取該筆款項支付乙企業；
- ② A'銀行收到 A 銀行付款指示後，一方面扣除 A 銀行開立於 A'銀行之存款帳戶金額；另一方面，由於 A'銀行與 B 銀行亦無直接往來關係，A'銀行(CHIPS 直接參加行)將款項透過 CHIPS 付予 B 銀行之往來銀行 B'(亦為 CHIPS 直接參加行)；
- ③ B'銀行收到 A'銀行款項後，增加 B 銀行開立於 B'銀行之存款帳戶金額，並發送 SWIFT 電文予 B 銀行；
- ④ B 銀行收到相關 SWIFT 電文及款項後，再將該款項撥入乙方帳戶。

(2)如圖 2 所示，現行跨境支付主要係先透過 SWIFT 傳遞交易資訊，而後金流則由客戶的往來銀行透過代理銀行 (correspondent bank)進行移轉，形成**資訊流與金流不同步**，可能發生**交易資訊已被傳送，而資金移轉卻延遲或失敗**，導致用戶資金處於未清算狀態。

(3)此外，代理銀行由於**法規遵循**要求<sup>3</sup>，收付款國家的**時差**，以及相關**收費**等因素，致**跨境支付有成本高、速度慢及透明度低等問題**。尤其當付款行在收款人的國家或地區沒有合作的代理銀行時，須再透過層層中介，方能將資金移轉至收款人；隨過程中所涉及之代理銀行數量愈多(圖 3)，交易所需的時間及成本將隨之增加，且付款人亦難以追蹤支付進度。

圖 3 跨境支付透過層層中介之圖示



說明：假設收款行 D 在丙國，但甲國的付款行 A 在丙國沒有合作的代理銀行，此時便需繞道乙國，透過乙國代理銀行 C，方能將資金移轉至收款行 D。

資料來源：本行繪製

(4)為改善跨境支付效率，SWIFT 持續試驗以精進現有作法：

- SWIFT 於上(2023)年 6 月**辦理 CBDC 沙盒測試**，邀請參與的央行及金融機構模擬以 CBDC 進行貿易、代幣化資產(tokenized asset)及外匯買賣等交易場景的初步測試，**本行亦受邀參與其中**。
- 另為確保各國現有支付系統間的互通性，SWIFT 預計於明(2025)年初啟動工作小組，規劃**制定一致的標準及實施指南**，藉以**加速跨境支付的處理流程**。

<sup>3</sup> 須對客戶進行盡職調查包括認識你的客戶(KYC)，以及須遵守反洗錢與打擊資助恐怖主義(AML/CFT)等規範，致支付作業流程(例如相關資料須多次確認)繁複，且相關成本將轉嫁客戶。

## (二)為改善目前跨境支付問題，BIS 香港創新中心啟動 mBridge 專案

### 1. BIS 香港創新中心啟動 mBridge 專案，旨在試驗以 DLT 提升跨境支付效率，並支持以本國貨幣清算

(1)近年隨著金融科技快速發展，BIS 開始於全球各地成立創新中心<sup>4</sup>，與各國央行合作從事各項金融科技試驗，包括試驗以 DLT 改善跨境支付之可行性；其中 BIS 香港創新中心於 2021 年 2 月與香港金融管理局、中國人民銀行、泰國央行及阿拉伯聯合大公國央行合作的 mBridge 專案即為具代表性的案例。

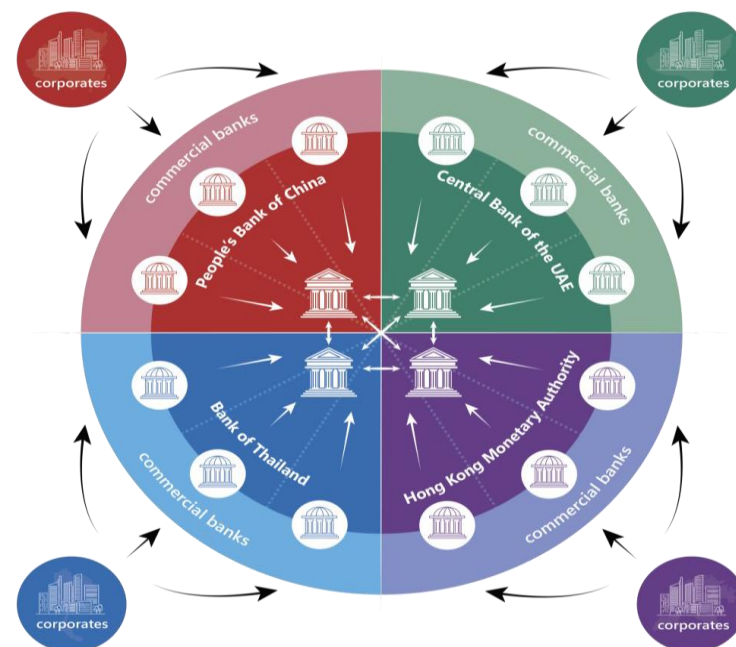
(2) mBridge 專案規劃以參與國的 CBDC 於 DLT 代幣化平台上進行跨境支付，讓交易資訊與資金移轉同步進行，且銀行等金融機構能在支援多種 CBDC 幣別的共享平台上，直接進行點對點支付(圖 4)，並可支持以本國貨幣進行跨境清算(毋須仰賴少數主要貨幣)。

### 2. mBridge 目前僅具基本功能，尚無法正式營運

(1)目前 mBridge 進入最小可行性產品(minimum viable product, MVP)<sup>5</sup>階段，僅具備基本功能，尚無法正式上線，刻正邀請私部門提出創新的解決方案及應用案例，以協助平台優化。

(2)BIS 總經理 Agustín Carstens 於本年 10 月指出<sup>6</sup>，目前 mBridge 離實際上線運作，可能仍需數年的時間。

圖 4 mBridge 平台架構示意圖



資料來源：BIS (2022), “Project mBridge: Connecting Economies through CBDC,” Oct. 26.

<sup>4</sup> BIS 已在歐元區(法蘭克福、巴黎)、香港、新加坡、瑞士、倫敦、斯德哥爾摩及多倫多等地設有創新中心。

<sup>5</sup> 最小可行性產品是指，僅具有基本功能的產品版本，可供早期使用者提供回饋，作為未來的開發參考。

<sup>6</sup> Carstens, Agustín (2024), “The Future of Finance,” Remarks in a Fireside Chat at the Santander International Banking Conference 2024, Madrid, Oct. 31.



### (三)西方國家對俄羅斯禁用 SWIFT 的制裁，使部分國家試圖開發新的跨境支付管道，引發地緣政治議題

#### 1. 俄烏戰爭爆發後，俄羅斯多家銀行遭禁用 SWIFT，引發部分國家尋求去美元化

(1) SWIFT 系統使用者如違反比利時或歐盟之法規，經提報 SWIFT 董事會並採多數決通過後得予以制裁，違規情節嚴重者將被禁止使用 SWIFT 系統；2022 年 2 月俄烏戰爭爆發後，SWIFT 即成為西方國家實施金融制裁的手段。

(2)事實上，俄羅斯早在 2014 年兼併克里米亞而受歐美國家制裁<sup>7</sup>後，即著手「去美元化」措施<sup>8</sup>，積極與西方國家對峙做準備。例如俄羅斯於 2014 年建置「金融訊息傳輸系統(SPFS)」，並與中國大陸的「人民幣跨境支付系統(CIPS)」合作，即意在繞開 SWIFT，增加人民幣作為支付清算貨幣，進而減少美元的使用；惟因 SPFS 參加機構有限，跨境交易絕大部分仍須仰賴 SWIFT<sup>9</sup>。

(3)2022 年俄烏戰爭爆發後，美國、歐盟等西方國家對俄羅斯陸續祭出多項經濟與金融制裁，其中金融制裁手段包括凍結俄羅斯海外資產，以及禁止俄羅斯主要銀行使用 SWIFT 等，因而媒體報導形同將美元武器化<sup>10</sup>；此外，美國可能對支持俄羅斯的國家實施「二級制裁(secondary sanctions)<sup>11</sup>」，引發有關國家另闢蹊徑的動機，希望創建新的支付系統，繞過 SWIFT 進行跨境支付。

#### 2. 俄羅斯向 BRICS 提出建置新的跨境支付平台「BRICS Bridge」，希望作為 SWIFT 系統的替代方案

(1)BRICS 成立於 2006 年，成員原只有巴西(Brazil)、俄羅斯(Russia)、印度(India)及中國大陸(China)，簡稱 BRIC，之後南非(South Africa)於 2010 年加入，並擴大成 BRICS，其旨在推動成員國之間的合作，並提高在全球的話語權；上年 BRICS 邀請阿根廷、埃及、衣索比亞、伊朗、沙烏地阿拉伯及阿拉伯聯合大公國加入，惟目前阿根廷與

<sup>7</sup> 歐美國家對俄羅斯兼併克里米亞所實施之制裁相關資料，參見中央銀行(2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日。

<sup>8</sup> 包括減持外匯存底美元資產、提高人民幣資產配置、增加黃金持有並全數存放境內及跨境支付改採人民幣等。

<sup>9</sup> SPFS 直接參加機構僅 400 多家，80%金融資訊傳輸仍須透過 SWIFT 辦理。

<sup>10</sup> 有關西方國家對俄羅斯金融制裁之說明，參見中央銀行(2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日；中央銀行(2024)，「俄烏戰爭兩周年：俄烏戰爭相關制裁對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 23 日。

<sup>11</sup> 二級制裁係針對與受制裁國家進行貿易的外國公司或個人所施加的經濟制裁，以強化制裁效果；換句話說，即便不是受制裁國家的公司或個人，但只要與受制裁國家進行業務往來，也可能面臨制裁。



沙烏地阿拉伯並未正式加入，因此 BRICS 現有成員國共計 9 國。

(2)為降低遭西方國家金融制裁之影響，俄羅斯於本年 2 月的「BRICS 財長與央行總裁會議」時，提出建置 BRICS Bridge 之倡議<sup>12</sup>，希望作為 SWIFT 系統的替代方案，藉由發展獨立的金融基礎設施，減少對美元的依賴，作為去美元化的手段之一；同時加強 BRICS 成員國的自主權，限制西方國家利用美元武器化對付 BRICS。

(3)在本年 10 月 23 日 BRICS 成員國領導人共同發布之「喀山宣言(Kazan Declaration)」中，亦表示鼓勵 BRICS 成員國根據自願性且不具拘束力的「BRICS 跨境支付倡議(BRICS Cross-Border Payments Initiative, BCBPI)」，在金融交易中以本國貨幣清算，並責成各成員國財政部長及央行總裁持續研究與本國貨幣清算、支付工具與平台相關之議題。

—根據俄羅斯央行及財政部共同撰擬並提交予 BRICS 之報告<sup>13</sup>，BCBPI 共有五項目標，包括：

- 加速並促進 BRICS 成員國間的跨境支付。
- 制定共同規則(rules)與法規(regulations)，創造平等的支付條件，促進反洗錢/反資恐(AML/CFT)程序，並提高支付透明度。
- 透過為金融機構提供新的機會與工具來支持創新。
- 藉由建立 BRICS 成員國彼此間支付基礎設施的互通性，促進普惠金融。
- 提高跨境清算中使用本國貨幣之比例。

—上開報告亦提出優化跨境支付的可能方案，包括：

- 方案 1：發展一個能夠使用本國貨幣進行跨境交易的全球商業銀行網路，而其金融資訊傳輸係透過替代性機制(即 SWIFT 以外的方式)處理。

<sup>12</sup> BRICS (2024), “First Brics Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors under Russia’s Chairship Held in Brazil,” *Press Releases*, Fed.28.

<sup>13</sup> The Ministry of Finance of the Russian Federation, Bank of Russia, and Yakov and Partners (2024), “Improvement of the International Monetary and Financial System,” BRICS Chairmanship Research, Oct.10.

- 方案 2：各成員國央行之間直接互連<sup>14</sup>，排除外部(暗指歐美國家)壓力影響。
- 方案 3：建立基於 DLT 或其他現代化技術的新跨境支付平台，支援金融資訊傳輸功能，並允許以各國貨幣擔保之代幣(token)或 CBDC<sup>15</sup>進行清算；惟考量此解決方案的新穎性及潛在風險，爰仍待進一步研究。

### 3. BRICS Bridge 可能採用 DLT，惟目前仍處於研究階段

(1)俄羅斯央行及財政部估計，如採上述方案 3 的 DLT 解決方案可大幅減少跨境交易所需的時間及成本，若 BRICS 的跨境交易中，有一半是透過基於 DLT 的平台完成，每年可節省約 150 億美元。

(2)目前 BRICS Bridge 之倡議仍處於研究階段，相關支付機制、參與者及推出時程等皆尚未底定，俄羅斯財政部長表示希望明年可以找到所有參與者均能接受的支付清算解決方案<sup>16</sup>。

4. 由於 mBridge 專案部分成員與 BRICS 重疊<sup>17</sup>，引發外界揣測 BRICS Bridge 可能借鑑 mBridge 專案，產生政治疑慮；另 BRICS Bridge 推動以本國貨幣清算，恐將面臨諸多問題

(1)經濟學人(The Economist)指出<sup>18</sup>，由於 mBridge 專案中的技術小組委員會係由中國大陸負責主導，因此其相關軟體或程式碼可能被用於打造 BRICS Bridge，形成一個獨立於 BIS 或西方國家的支付系統。

(2)美國智庫大西洋理事會(Atlantic Council)地緣經濟中心主任 Josh Lipsky 指出<sup>19</sup>，BRICS 欲建立新的支付系統已成為地緣政治議題，若 mBridge 有助於實現此意圖，則西方國家便不會參與其中。

(3)歐洲外交委員會(European Council on Foreign Relations)資深政策研究員 Agathe Demarais 表示<sup>20</sup>，現階段仍難以想

---

<sup>14</sup> 報告中並未說明互連之具體方式，爰目前尚無法得知此方案如何傳遞跨境交易之金流與資訊流。

<sup>15</sup> 惟報告亦指出，目前部分國家試點中的零售型 CBDC(應係指中國大陸的數位人民幣或俄羅斯的數位盧布)，由於存在交易金額及可擴展性(scalability)等限制，可能不適合用於跨境支付。

<sup>16</sup> BRICS (2024), “Russian Vision of Global Financial System Presented at BRICS Financial Event,” *Press Releases*, Oct.10.

<sup>17</sup> 中國大陸及阿拉伯聯合大公國皆同時身兼 mBridge 及 BRICS 之成員國。

<sup>18</sup> The Economist (2024), “Putin’s Plan to Dethrone the Dollar,” *The Economist*, Oct. 20.

<sup>19</sup> Graham, Dave and Marc Jones (2024), “BIS to Leave China-Backed Central Bank Digital Currency Project,” *Reuters*, Oct. 31.

<sup>20</sup> Clover, Charles and Daria Mosolova (2024), “Vladimir Putin’s Alternative to ‘Weaponised’ Dollar Fails to Excite BRICS Partners,” *Financial Times*, Oct. 24.

像 BRICS Bridge 能夠被全球廣泛使用，惟長遠來看，BRICS Bridge 有助於中國大陸及俄羅斯等國家隱藏較為敏感之交易，避免遭西方國家監控。

## 5. 無論 BRICS Bridge 或 mBridge，均規劃以本國貨幣進行跨境清算，惟仍將面臨諸多問題尚待解決

- (1) 建立一個新的清算機制，除採用的技術外，尚需參與國之間透過協議，修訂現行跨境支付規則，包括對參與者的門檻要求、跨國的法遵規範及收費結構等。
- (2) 此外，要讓彼此接受各自國家的本國貨幣清算，尚須考量參與國之間的相互信任程度、貿易往來關係、貨幣國際化程度、幣值穩定性、資金自由進出情形、以及主權債信等諸多問題，須予解決。
- (3) 如上述問題未能解決，最終仍可能回歸以主要國家貨幣(如美元、歐元)進行跨境清算，人民幣則因中國大陸係貿易順差國且資金進出設有管制，恐仍無法取代主要國家貨幣。

## (四) BIS 於本年 4 月啟動 Agorá 專案，10 月退出 mBridge 專案，因而引發地緣政治疑慮

### 1. BIS 於本年 10 月退出 mBridge 專案，反映出跨境支付系統不僅涉及技術，尚與地緣政治密切相關

- (1) BIS 於本年 10 月 31 日宣布退出 mBridge 專案<sup>21</sup>，強調退出不是因為計畫失敗或出於政治考量，並表示 mBridge 專案係為滿足各國央行的廣泛需求而設計，而非為了 BRICS，BIS 不可能與受制裁國家合作，亦不會讓其產品成為規避制裁的管道。
- (2) BIS 退出 mBridge 專案的決定反映跨境支付系統不僅涉及技術，尚與地緣政治密切相關。長遠來看，如地緣政治議題持續發酵，在當前的技術、政治與意識形態推動下，可能促使全球形成個別的地緣政治集團及支付體系。

### 2. BIS 於本年 4 月啟動的 Agorá 專案，被外界認為可能是西方國家的回應

- (1) 因應 CBDC 發展趨勢，以及作為改善跨境支付的新技術試驗案例，BIS 創新中心於本年 4 月啟動 Agorá 專案<sup>22</sup>，

<sup>21</sup> Carstens, Agustín (2024), "The Future of Finance," Remarks in a Fireside Chat at the Santander International Banking Conference 2024, Madrid, Oct. 31.

<sup>22</sup> BIS (2024), "Project Agorá: Central Banks and Banking Sector Embark on Major Project to Explore Tokenisation of Cross-Border Payments," *Press Releases*, Apr. 3.

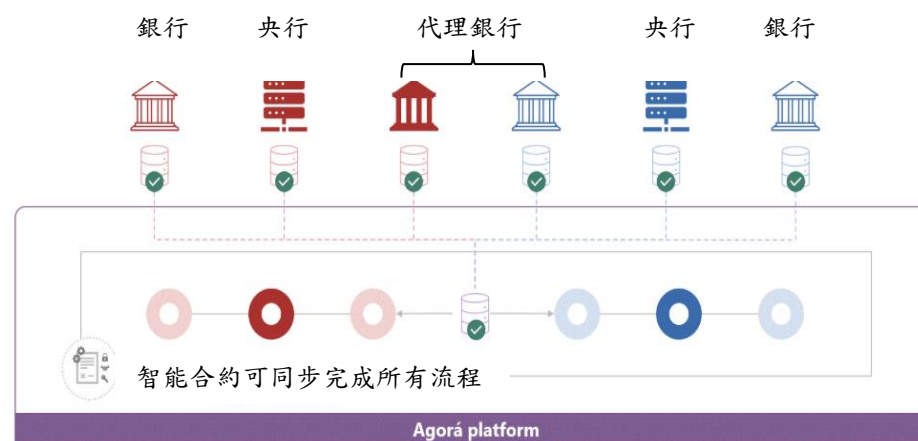
其後退出 mBridge 專案；美國智庫大西洋理事會地緣經濟中心主任 Josh Lipsky 認為<sup>23</sup>，此舉可能是西方國家對於 mBridge 及 BRICS Bridge 之回應。

(2) Agorá 專案將維持現行由央行與商業銀行的雙層式運作架構與目前跨境支付的代理銀行業務，仍以美元、歐元等主要貨幣清算，並未如 BRICS Bridge 或 mBridge 專案強調以本國貨幣清算，顯示以本國貨幣進行跨境支付的清算機制，仍面臨諸多挑戰，建立相關機制尚需長期研議。

—Agorá 專案規劃透過代幣化<sup>24</sup>測試，探索將交易資訊與資金移轉同步處理，在可程式化平台上實施代理銀行模式，將商業銀行存款代幣與批發型 CBDC 整合運作，並利用智能合約以提升跨境支付效率(圖 5)。該專案期望未來能建構原型平台(prototype)，而非僅是概念驗證(PoC)。

—Agorá 專案係由 BIS 與國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)<sup>25</sup>共同發起，公部門計有法國(代表歐元區)、日本、南韓、墨西哥、瑞士、英國、美國(由紐約聯邦準備銀行參加)等 7 國央行；私部門則由 IIF 招募民間金融機構共同參與。

圖 5 BIS Agorá 專案示意圖



說明：Agorá 專案規劃建置可程式化的代幣化平台，平台可同步執行所有指令並簡化跨境支付前後的工作流程，藉此提升跨境支付效率。

資料來源：BIS (2024), "Private Sector Partners Join Project Agorá," Sep. 16.

<sup>23</sup> Long, Kimberley (2024), "Explainer: BIS Backs Out of CBDC Project mBridge," *The Banker*, Oct. 31.

<sup>24</sup> 有關代幣化其他資料請參見中央銀行(2023),「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」, 央行理監事會後記者會參考資料, 12月14日；朱美麗(2023),「貨幣支付的演進及未來」, 出席財金公司 112 年度金融資訊系統年會專題演講, 12月7日。

<sup>25</sup> 國際金融協會是金融業的全球性協會，擁有來自 60 多個國家的約 400 名會員，包括商業銀行、投資銀行、資產管理公司及保險公司等金融業者。

## (五)國際組織改善現行跨境支付的目標與作為

### 1. G20 提出改善現行跨境支付的目標，預計於 2027 年完成

(1)鑒於目前跨境支付仍有資訊流與金流不同步的問題，且所需時間、成本及資訊透明度等方面均尚有改善空間，**G20 已將提升跨境支付效率列為優先事項**，並於 2020 年提出「**增強跨境支付的路徑圖**」<sup>26</sup>，說明各利害關係人應採取之行動、目標及預計時程等。

(2)G20 **預計於 2027 年完成跨境支付 4 大目標**(表 1)，分別為提升效率、提高覆蓋率、提升資訊透明度及降低成本，並由 BIS 的「**支付暨市場基礎設施委員會(CPMI)**」負責執行。

表 1 G20 跨境支付改善目標

| 項目      | 目標說明  | 目前狀況   |
|---------|---|--|
| 提升效率    | 全球 75% 交易於 1 小時內完成                            | 大額及零售支付交易約有 55% 及 46% 在 1 小時內完成  |
| 提高覆蓋率   | 全球各國或地區均至少有 1 家金融機構可完成跨境大額支付交易                | 全球各國或地區至少有 1 家金融機構可完成跨境大額支付交易之覆蓋率約為 90%  |
| 提升資訊透明度 | 訂立統一資訊揭露項目，確保透明度                              | 資訊透明度指標分析，係取自世界銀行全球匯款價格資料庫，依該指標顯示資訊透明度仍未有明顯改善  |
| 降低成本    | 2027 年平均零售交易成本降為 1%<br>(另於 2030 年匯款交易成本降為 3%) | 全球支付平均交易成本約為交易金額之 1.6% 至 2.6%<br>(尚未有國家將交易成本降至 1%，部分區域如撒哈拉以南之非洲交易成本甚至高達 4%，並有約 24% 區域的交易成本高於 3%) |

資料來源：FSB (2024), “Annual Progress Report on Meeting the Targets for Cross-border Payments 2024 Report on Key Performance Indicators,” Oct. 21.

### 2. CPMI 規劃以雙軌方式推動，分別為研究以批發型 CBDC 支援代幣化平台發展及促進各國 FPS 互連方案

(1)改善跨境支付的**第一軌：研究以批發型 CBDC 支援代幣化平台發展**

<sup>26</sup> FSB (2020), “Enhancing Cross-Border Payments Roadmap,” Oct.

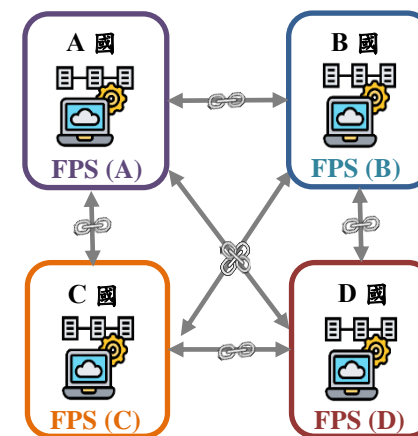


- 以 DLT 為基礎的**批發型 CBDC**除能將資訊流與金流結合外，亦可支援 24/7 全天候營運，並結合智能合約將交易流程自動化，深具提升跨境支付效率的潛力，前述的 **Agorá** 即為目前試驗專案。
- CPMI 呼籲，**CBDC 與傳統支付系統的互通性**，不僅限於與國內系統的互動，亦包括在跨境支付鏈中與不同國家/地區系統的互動；國際間透過早期對話、交換資訊及共享學習成果，有助於降低跨國合作成本，同時幫助央行理解彼此的挑戰與機會，並避免未來發生技術不相容或碎片化之情形。
- BIS 亦提出**應注意的 4 項原則**：
  - **避免技術炒作**：創新應聚焦於長期有效的功能需求，而非追隨短期技術潮流。
  - **公私協力**：將私部門提供的創新引入公共利益，增強解決方案的多樣性。
  - **以使用者為中心**：確保基礎設施能滿足終端用戶需求。
  - **支持金融普惠與永續發展**：實現技術共享，讓小型經濟體也能存取開源軟體，毋須從頭開發金融基礎設施。

## (2)改善跨境支付的**第二軌：促進各國 FPS 互連**

- FPS 係指可即時處理支付訊息，讓付款方在付款時，收款方可近乎即時收到款項，並提供 24 小時全天候服務之系統；根據 BIS 統計<sup>27</sup>，目前全球已有約 120 個國家/地區之民眾可透過 FPS 進行快捷支付。
- 目前多數國家 FPS 僅限於國內使用，且各國使用的資料格式或應用程式界面 (API) 技術標準不盡相同，如要經由雙邊(bilateral)互連，提供跨境支付服務，則每與一個國家進行連結時，皆須重新協調雙方的技術規格等，除增加複雜度外，亦將造成跨境支付體系碎片化。
- 為此，CPMI 希望推動各國 FPS 相互串連(圖 6)，使各國的 FPS 之間可利用訊

圖 6 未來各國 FPS 互連圖示



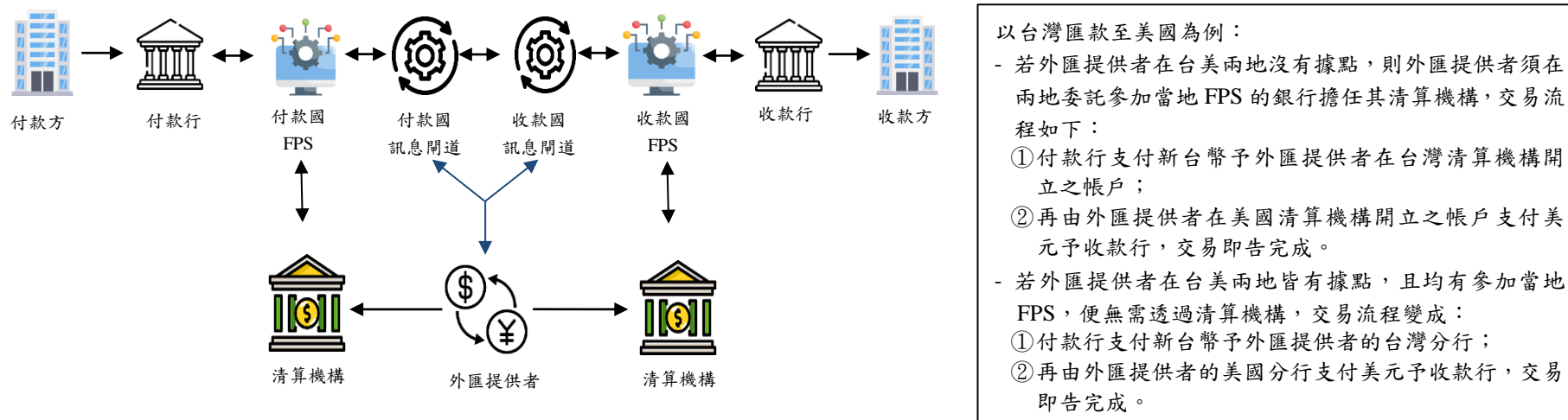
資料來源：本行繪製

<sup>27</sup> BIS (2024), “Central Bank Digital Currencies and Fast Payment Systems: Rivals or Partners?” Dec. 3.

息開道傳遞跨境支付訊息，而其中的匯率係由市場上的「匯率提供者」(通常為國際性大型銀行)進行競價後擇優決定；若「匯率提供者」並未參加收付兩國的FPS，則需委託「清算機構」辦理兩國幣別收付之清算(圖7)。

- 為發揮FPS互連綜效，CPMI希望各國採用一致的技術標準，例如採行ISO 2022 訊息規格及API標準，以增進互通性，提高跨境支付效率；此外，由於FPS互連涉及多個國家、幣別及機構，恐將加劇現有風險，包括法律風險、操作風險及詐騙疑慮等，因此需著重互連安排的治理與監管，確保系統穩定運作。
- 基於FPS互連機制涉及上開技術標準、治理與監管等諸多議題，CPMI持續舉辦國際會議，邀請各國公部門(如央行)及私部門(主要為營運FPS或支援FPS的技術公司)參與討論，確保利害關係人間的有效溝通及資訊共享。
- 鑑於各國FPS互連係聯結各國既有的支付系統，且與現行作業方式較為接近，而各國CBDC則大多尚處於研究階段，因此促進FPS互連可能被列為優先行動方案。

圖7 未來FPS互連之跨境支付流程概念圖示



資料來源：參考 BIS (2023), "Project Nexus Enabling Instant Cross-Border Payments," Mar. 23.

## (六)我國跨境支付發展路徑

1. 我國現行跨境支付均可透過 SWIFT 處理，不會因地緣政治議題而被邊緣化

(1)目前我國銀行業均參加 SWIFT<sup>28</sup>，對外貿易等所有跨境支付交易均可透過 SWIFT 處理，本年前 3 季我國透過 SWIFT 處理的支付交易總金額約 25.1 兆美元(圖 8)，對外支付通道順暢。

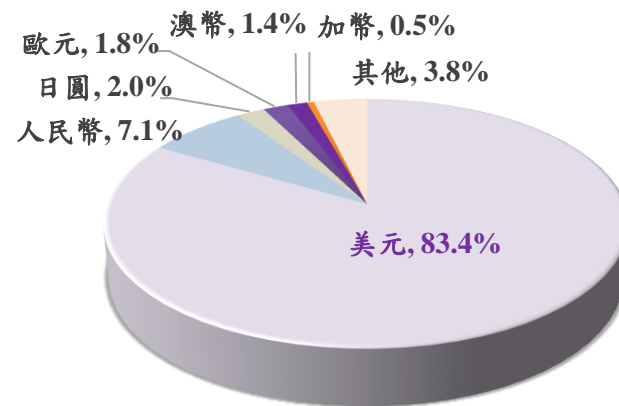
(2)即使未來 BRICS Bridge 上線運作，由於 BRICS 成員國如欲與歐美等 SWIFT 會員國家進行貿易支付，仍需透過 SWIFT，我國與 BRICS 成員國貿易，依舊可透過 SWIFT 處理，**不會被邊緣化**。

2. 另為持續精進跨境支付，未來本行亦採雙軌併行，並與國際接軌

(1)我國發展路徑一：穩步進行 CBDC 研究試驗

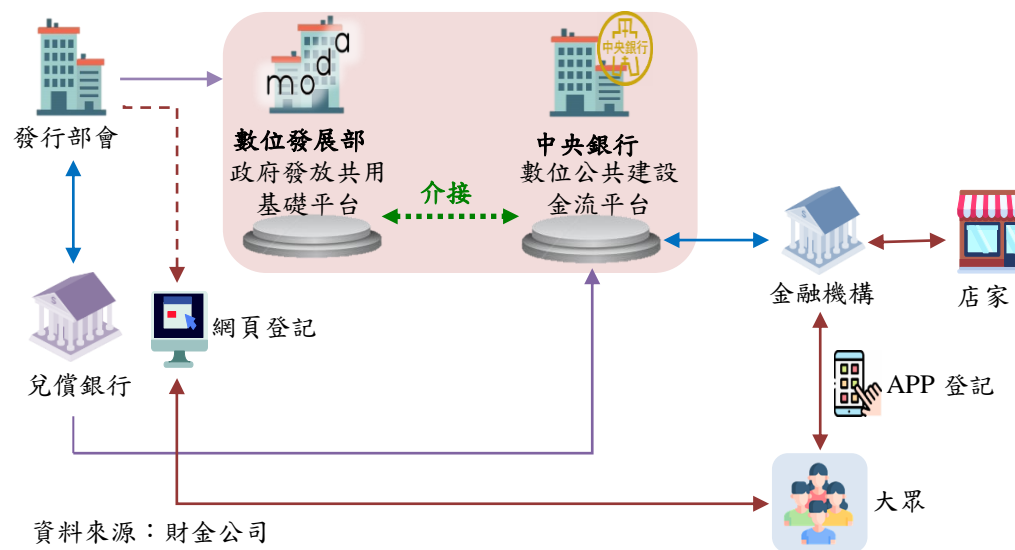
—在零售型 CBDC 方面，本行已於 2022 年完成零售型 CBDC 試驗計畫，並建置「零售型 CBDC 雛型平台」。為驗證該雛型平台未來落地的可行性，以及提升政府各項發放專案所涉金流作業之安全與效率，本行指導財金公司運用雛型平台架構，建置「數位公共建設金流平台」。現正推動「數位公共建設金流平台」與數位發展部「政府發放共用基礎平台」合作介接(圖 9)，預計未來可支援各政府機關發放數位券之金流作業；至於跨境支付部分，目前國

圖8 我國透過SWIFT處理的支付交易之主要幣別占比(2024年前3季)



資料來源：SWIFT

圖 9 本行與數位發展部合作介接圖示



<sup>28</sup> 包括 38 家本國銀行、31 家外商銀行及中華郵政公司。

際尚無零售型 CBDC 技術共通標準，本行將持續探索，以便未來能與國際接軌。

- 在批發型 CBDC 方面，本行偕同參與銀行及財金公司，共同進行代幣化試驗計畫，驗證以批發型 CBDC 支援各類代幣化資產的可行性；試驗場景分別為銀行存款代幣之跨行移轉<sup>29</sup>、資產代幣之款券同步交割(DvP)<sup>30</sup>，以及特殊目的代幣(SPDM)<sup>31</sup>。未來如要參與國際案例(如前述之 Agorá 專案)，或與他國央行共同試驗，我國相關技術與經驗均可提供參考，協力合作。

## (2)我國發展路徑二：優化現行 FPS，並參與國際推動之 FPS 跨境支付計畫

- 我國已建置 FPS<sup>32</sup>，提供國人轉帳、繳稅、繳費及購物等多元、即時、24 小時、全年的金流服務。
- 為促進未來跨境支付發展，本行將督導財金公司優化現行 FPS，特別在技術方面，將研議改採國際標準 ISO 20022 訊息規格及協調 API 標準，目前該公司已成立技術研發小組，並將與金融機構合作，共同推動跨境支付 FPS 互連專案。
- 本行積極參與 SWIFT、BIS 及 CPMI 等國際組織關於改善跨境支付的相關會議，並與各國央行就支付系統升級、國際合作等議題進行交流，確保相關技術與實務皆能與時俱進。

## (七)結語

1. 現行跨境支付多仰賴美元及 SWIFT，SWIFT 仍扮演跨境系統重要角色；惟在交易時間及成本方面仍有改善空間，BIS 香港创新中心因而啟動「mBridge」專案，試驗以新技術提升跨境支付效率

(1)SWIFT 為現行全球跨境系統的骨幹，所處理跨境支付訊息多以美元、歐元等主要貨幣清算，由於資訊流與金流

<sup>29</sup> 銀行可利用代幣化平台，依客戶需求將存款兌換為存款代幣，進行跨行轉帳，並以批發型 CBDC 作為清算資產。

<sup>30</sup> 以金融機構發行之證券型代幣(Security Token Offering)為標的，與存款代幣進行款券同步交割，並透過批發型 CBDC 進行清算。

<sup>31</sup> 英文全名為 Special Purpose Digital Money。目前政府招標單位收取投標廠商的押標金，尚採用紙本及人工作業，若以特殊目的代幣方式處理，具有提高作業效率的潛力。存款代幣結合智能合約，成為具有押標金功能的押標金代幣，一旦開標完成，代幣化共用平台即自動將押標金代幣兌回為未得標廠商的存款代幣；另一方面，得標廠商的押標金代幣將自動轉為履約保證金代幣，直到標案完成，再兌回得標廠商的存款代幣，以提升作業效率。

<sup>32</sup> 我國 FPS 即為財金公司的金融資訊系統，相較於國際間近年來才陸續建置 FPS，財金公司金融資訊系統於 1991 年就開始提供 ATM 24 小時的支付服務，發展至今，已提供國人轉帳、繳稅、繳費及購物等多元服務。



不同步，且須透過代理銀行層層中介，造成交易時間較長且成本較高等問題。

(2)為改善跨境支付，BIS 香港创新中心與中國大陸等國合作啟動「mBridge」專案，試驗以 DLT 提升跨境支付效率，希望交易資訊與資金移轉能夠同步，並讓銀行可透過本國貨幣 CBDC 在平台上進行點對點支付，支援以本國貨幣清算，毋須仰賴美元、歐元等主要貨幣。

2. 俄羅斯因俄烏戰爭遭西方國家禁用 SWIFT，遂向 BRICS 提出建置 BRICS Bridge 之倡議，並引發地緣政治疑慮

(1)2022 年俄烏戰爭爆發後，西方國家以禁止俄羅斯主要銀行使用 SWIFT 作為金融制裁的手段之一，爰俄羅斯向 BRICS 提出建置新的跨境支付平台「BRICS Bridge」，希望能降低對美元等主要貨幣的依賴及受西方國家金融制裁之影響。

(2)由於 mBridge 專案部分成員與 BRICS 重疊，其目的亦為促進以本國貨幣清算，引發外界揣測 BRICS Bridge 可能借鑑 mBridge 專案，產生政治疑慮。

(3)BIS 创新中心於本年 4 月與歐美國家合作進行 Agorá 專案後，於本年 10 月宣布退出 mBridge 專案，顯示跨境支付系統不僅涉及技術，尚與地緣政治密切相關；長遠來看，如地緣政治議題持續發酵，在當前的技術、政治與意識形態推動下，可能促使全球形成個別的地緣政治集團及金融支付體系。

3. mBridge 或 BRICS Bridge 試圖打造能以本國貨幣清算的跨境支付管道，均可能遭遇困難

(1)推動以本國貨幣清算的新跨境支付管道，除考量技術可行性外，尚需各國就修訂跨境清算之規則達成一致；此外，如何讓參與國之間願意接受其他國家的本國貨幣亦是一大挑戰，由於此議題涉及各參與國間的相互信任程度、貿易往來關係、貨幣國際化程度、幣值穩定性、資金自由進出情形及主權債信等諸多問題，尚待各參與國協調。

(2)若上述問題未能解決，最終仍可能回歸以主要國家貨幣(如美元、歐元)進行跨境清算，人民幣則因中國大陸係貿易順差國且資金進出設有管制，恐仍無法取代主要國家貨幣。

(3)由於以本國貨幣進行跨境支付之清算，仍面臨諸多挑戰，因此 BIS 创新中心另啟動之 Agorá 專案，即維持現行以美元或歐元等主要貨幣清算之機制。



4. 為持續精進跨境支付，國際間採雙軌方式推動，分別為研究批發型 CBDC 與促進各國 FPS 互連

(1)G20 為提升跨境支付效率，提出「增強跨境支付的路徑圖」，並由 CPMI 以雙軌方式推動，預計 2027 年達成跨境支付改善目標。

(2)第一軌是研究以批發型 CBDC 支援代幣化平台發展，前述 BIS 创新中心啟動的 Agorá 即為目前試驗專案，旨在試驗代幣化技術應用於提升跨境支付效率的潛力，並保留現行代理銀行之跨境支付模式。

(3)第二軌是藉由各國 FPS 互連以改善跨境支付，由於此方案係聯結各國既有的支付系統，且與現行跨境作業方式較為接近，因此可能被列為優先行動方案。

5. 我國現行跨境支付均可透過 SWIFT 處理，不會因地緣政治議題而被邊緣化；另為優化我國跨境支付，本行推動路徑與全球同步，亦採雙軌並行，未來可與國際接軌

(1)在可預見的未來，美元仍深具市場流動性、法治及避險地位等關鍵優勢，為全球支付體系之主要貨幣，且 SWIFT 仍會維持其全球性系統的重要角色；我國銀行業均參與 SWIFT，所有跨境支付交易均仍可透過 SWIFT 處理，不會因地緣政治而被邊緣化。

(2)為持續優化、精進我國跨境支付，本行推動路徑與全球同步，一方面穩步進行 CBDC 研究試驗，另一方面推動 FPS 跨境互連方案，並持續參與 SWIFT、BIS 及 CPMI 等國際會議的討論及交流，為國際接軌做好準備。

—在 CBDC 研究方面，本行將循序推進零售型 CBDC 及批發型 CBDC 試驗，未來如要參與國際案例(如 Agorá 專案)，或與他國央行共同試驗，我國相關技術與經驗均可提供參考，協力合作。

—在推動 FPS 跨境互連方面，本行將督導財金公司優化現行 FPS，研議改採國際標準 ISO 20022 訊息規格及協調 API 標準，後續該公司將與金融機構合作，共同推動跨境支付 FPS 互連專案。