

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

114.6.19

前 言

本(2025)年3月本行理監事會議以來，川普 2.0 貿易政策反覆不定，全球貿易不確定性急遽升高，主要機構多下調本年全球經濟成長率預測值。國內方面，因美國暫緩實施對等關稅(reciprocal tariffs)，國外廠商積極提前拉貨，推升台灣出口大幅成長，上半年經濟表現遠優於預期；惟下半年面臨關稅等不確定因素，加以上半年提前拉貨效應及基期已高，經濟成長將趨緩；本行預測本年經濟成長率為 3.05%，與 3 月預測值相同，CPI 年增率預測值則下調為 1.81%。

鑑於外界關切本行強化信用管制措施與督促銀行自主控管不動產貸款總量，以及近期新台幣匯率波動擴大所帶來之相關影響，特撰擬「本行信用管制措施對換屋族之貸款需求影響有限」、「本行督促銀行自主控管不動產貸款總量對推動都更影響有限」，以及「新台幣匯率波動對進出口廠商之影響及其因應」等議題，俾增進各界對本行執行相關政策之瞭解。

川普 2.0 力倡「讓美國再次偉大」(Make America Great Again, MAGA)，採行對外加徵關稅及驅逐非法移民政策，並研擬推出對內減稅、放寬經濟管制等措施，以期降低美國貿易逆差、振興本土製造業；惟外界對川普 2.0 政策大抵持保留意見。爰專文以問答方式介紹各界關注議題：如美國貿易逆差、財政赤字惡化問題；美國製造業外移等結構性失衡現象；以及川普 2.0 政策之主要內容、各界對其評論及實施可能帶來之影響等供參。

川普 2.0 政策自推出以來，美國及全球金融市場波動加劇，引發對美債與美元國際地位之疑慮，憂心美債到期是否將面臨再融資困難，以及國際貨幣制度未來可能之發展等議論。特為文以問答方式分析上述議題供參。

在資產代幣化發展趨勢下，貨幣體系若能透過技術予以代幣化，則可有效支援資產代幣化世界之金流運作。當前私部門正在發展之穩定幣(stablecoins)可視同電子支付之代幣化，而存款代幣(deposit token)則是商業銀行存款之代幣化；若由央行數位貨幣(CBDC)擔任最終清算資產，持續作為貨幣體系之定錨，提供信任基礎，則存款代幣、穩定幣及 CBDC 或將共建資產代幣化世界之數位貨幣體系。茲就此議題之最新發展加以說明供參。

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	12
三、本行貨幣政策相關議題之說明	29
議題一：本行信用管制措施對換屋族之貸款需求影響有限	29
議題二：本行督促銀行自主控管不動產貸款總量對推動都更影響亦有限	36
議題三：新台幣匯率波動對進出口廠商之影響及其因應	39
四、美國貿易逆差與川普 2.0 政策相關議題 Q&A	46
五、川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響	67
六、資產代幣化世界之數位貨幣體系：存款代幣、穩定幣及央行數位貨幣(CBDC)扮演的角色	83

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年3月本行理監事會議以來，美國貿易政策急遽變動，4月2日宣布對等關稅政策，導致全球貿易緊張局勢急速升溫，衝擊全球金融市場，4月9日再宣布暫緩實施，並加速與主要貿易對手國雙邊談判。美國關稅稅率上升且政策具高度不確定性，恐導致投資、消費與出口等需求降溫，不利全球經貿發展；S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.31%，較 3 月預測值 2.48% 下調 0.17 個百分點，明顯低於上(2024)年之 2.79%，並下調多數主要經濟體本年成長率預測值。

物價方面，本年迄今，全球商品類通膨率表現溫和，美國關稅政策對經濟之負面影響尚未顯現，勞動市場表現穩健，全球服務類通膨率仍具僵固性，預期全球通膨率將因全球需求疲弱而緩降，而加徵關稅的國家短期恐面臨通膨上行壓力，各經濟體通膨率表現不一，反映各國經濟結構與勞動市場條件不同。

貨幣政策方面，美國與貿易對手國刻正進行談判，當局又研擬推出減稅及放寬經濟管制措施，政策組合對全球經濟與物價之外溢影響仍待評估，主要經濟體央行依各國經濟金融情勢調整貨幣政策。本年5月 Fed 主席 Powell 表示關稅政策對通膨之影響可能是暫時的，亦可能具有持續性影響，將等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機。ECB 持續降息，總裁 Lagarde 表示，政策利率已大幅調降，未來將視美國關稅政策衝擊，評估是否進一步調整貨幣政策。BoJ 考量美國貿易政策影響全球經濟，國內經濟成長動能恐因企業收益下滑而大幅放緩，決議維持政策利率不變。中國人民銀行為充裕市場流動性，促進經濟穩定成長，決議降準降息，維持寬鬆貨幣政策。

金融市場方面，美國對等關稅宣布後，金融市場恐慌情緒驟升，嗣隨對等關稅暫緩實施、美國與中國大陸互降高額關稅，國際金融市場逐漸回穩。本年4月迄今，主要經濟體公債殖利率因市場擔憂財政前景而走升，全球股市跌後轉漲，美元指數則走低，主要經濟體貨幣對美元多走升。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國關稅政策發展及其影響仍具不確定性、高負債國家財政風險升溫、中國大陸經濟失衡問題仍存及地緣政治風險與長期結構性因素衝擊社會穩定等；其後續發展與影響宜密切留意。

(一)全球經濟展望：美國加徵關稅及貿易政策不確定性上升，影響全球經貿發展

1. 美國對等關稅政策導致全球貿易緊張局勢急速升溫，不確定性居高恐抑制需求成長，降低全球經濟成長動能

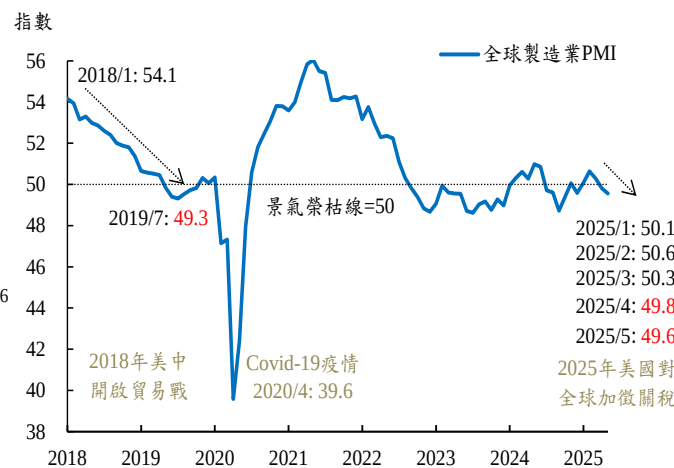
- 本年4月美國宣布之對等關稅幅度遠逾預期，嗣後宣布暫緩實施；而對中國大陸則在加徵懲罰性關稅後，5月雙方達成暫緩互徵高額關稅協議，**美國貿易政策不確定性自4月歷史高點回降但仍居高**(圖1)。
- 美國採高關稅政策逆轉近百年之全球化發展¹，關稅稅率上升且政策不確定性居高，抑制廠商投資及民間消費。本年**4月以來全球製造業採購經理人指數(PMI)續低於50榮枯線**(圖2)；**主要經濟體消費者信心多疲弱，美國近期降幅較大；中國大陸房市及內需不振，對外面臨美中貿易衝突升溫，消費者信心仍低迷，通縮風險猶存**(圖3)。

圖1 美國貿易政策不確定性指數



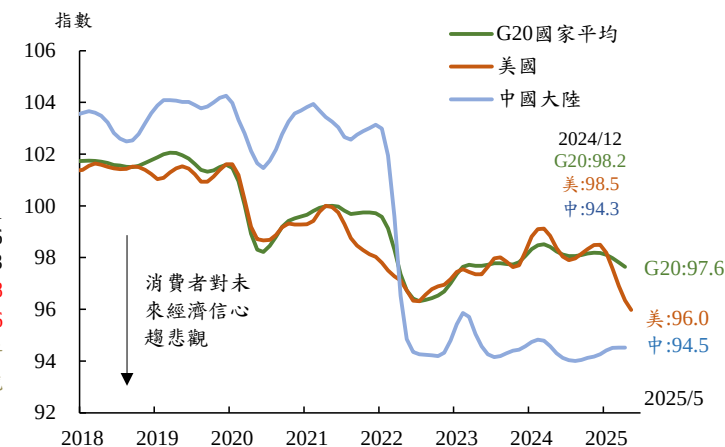
註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。
資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

圖2 全球製造業 PMI 指數



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3 主要經濟體消費者信心指數



註：指數走低(高)表示該經濟體消費者對未來經濟信心趨向悲(樂)觀。
資料來源：OECD

¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、美國貿易逆差與川普 2.0 政策相關議題 Q&A」。

2. 預期本年下半年全球經濟成長率走低，全年成長率預測值2.31%，低於上年2.79%

美國為全球最主要消費國，貿易政策變動牽動全球經貿發展；**本年4月對等關稅衝擊以來，S&P Global 下調本年下半年全球經濟成長率預測路徑(圖4)；全年全球經濟成長率預測值由3月預測之2.48%，下調0.17個百分點至2.31%，明顯低於上年之2.79%，並下調多數主要經濟體成長率預測值(圖5)。**

- **美國：**本年第1季企業提前進口，淨輸出負貢獻拉低經濟成長率，預期第2季進口對經濟成長之擾動趨緩，貿易政策不確定性對民間消費、企業設備支出及出口之不利影響則逐漸顯現。**S&P Global 預測美國本年經濟成長率1.42%，較3月預測值大幅下調0.51個百分點。**
- **歐元區與英國：**全球貿易政策及地緣政治變化快速，歐元區成長平緩，英國與美國率先達成貿易協議，政策影響不確定性下降；**本年經濟成長率預測值為0.90%及0.84%，分別較3月下調0.03及上調0.28個百分點。**
- **日本：**美國對汽車加徵之高關稅不利企業投資及輸出。**本年經濟成長率預測值0.83%，較3月下調0.23個百分點。**
- **中國大陸：**美中啟動貿易談判，貿易緊張局勢略緩，惟房市長期低迷引發之負向財富效果，拖累民間消費復甦力道。**本年經濟成長率預測值4.28%，較3月上調0.07個百分點，低於官方5%成長率目標。**

圖4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑

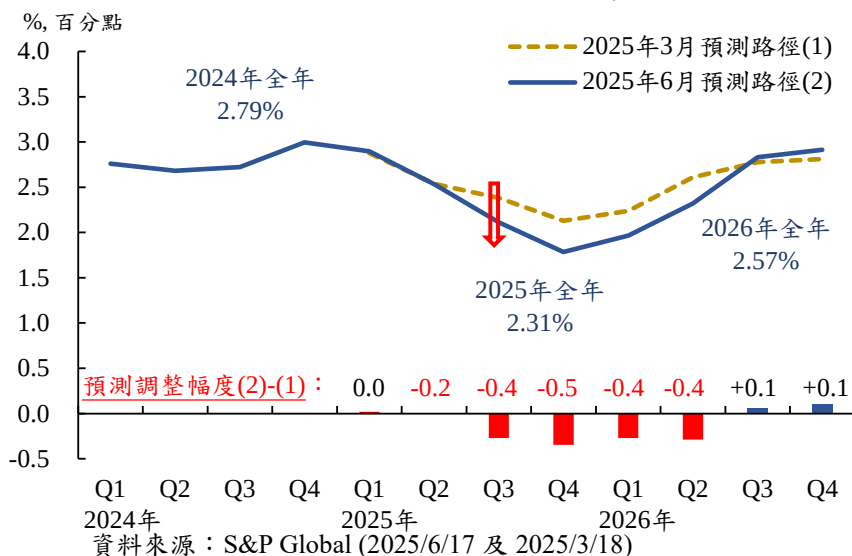
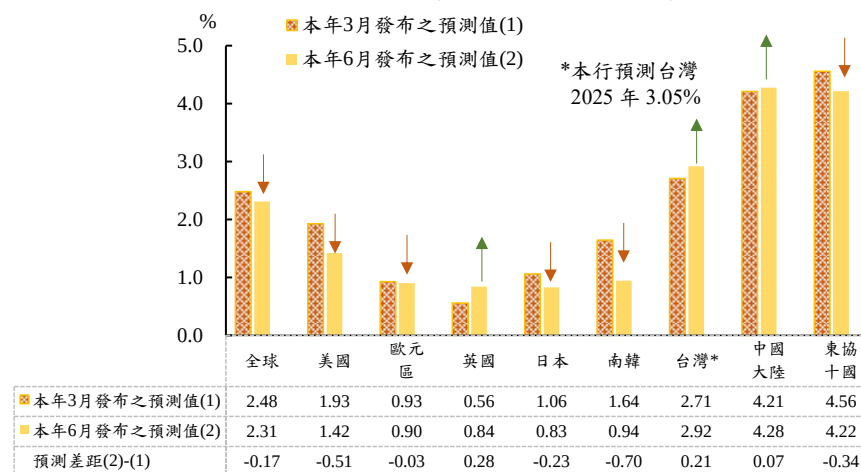


圖5 S&P Global 對2025年主要經濟體經濟成長率預測值調整情形



註：↓(↑)表示本年6月預測值較3月下(上)調。

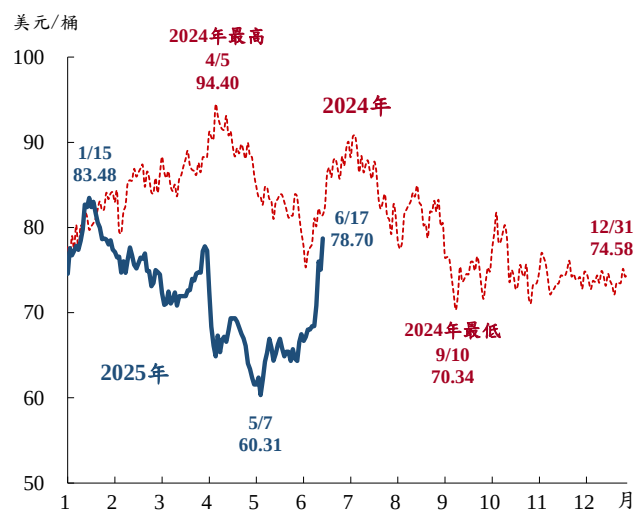
資料來源：S&P Global (2025/6/17 及 2025/3/18)

(二)全球物價展望：本年經濟前景不確定性居高，抑低需求成長動能，預期全球通膨率續降

1. 中東爆發軍事衝突，近期國際原油自低點回升，穀物價格小跌，整體國際商品上漲

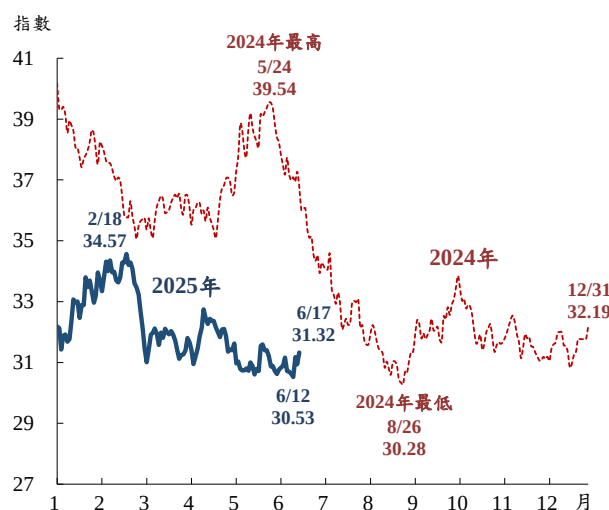
- 美國對等關稅政策衝擊全球經濟，OPEC+大幅增產增加供給，油價一度重挫；後美國與中國大陸達成互降高額關稅協議，且暑期為油需旺季，近期以伊爆發軍事衝突，中東地緣風險升溫，油價自本年底點快速回升；6月17日布蘭特原油現貨價格較3月底上漲1.9% (圖6)。
- 玉米因主要產區氣候良好有利生產、美國產量預期創新高而走跌，帶動整體穀物價格指數續跌，6月17日較3月底下跌0.2% (圖7)。
- 基本金屬因對等關稅不利影響一度重挫，嗣因暫緩實施及美中達成初步協議而得到支撐，黃金因美中貿易戰及中東衝突風險升溫而上漲；6月17日代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數較3月底上漲1.5% (圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



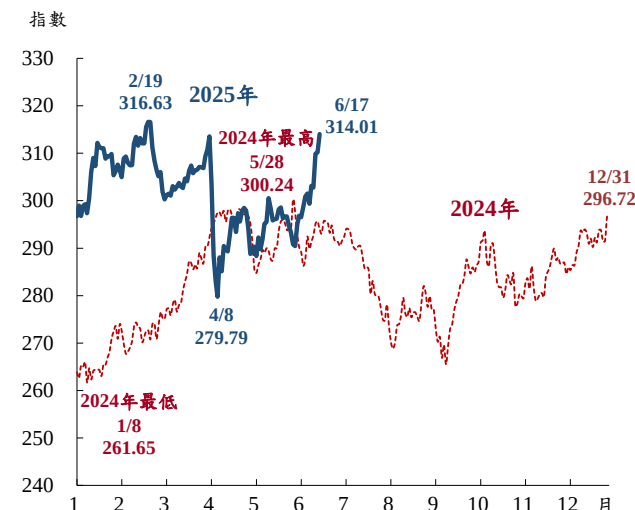
資料來源：LSEG Datastream

圖7 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖8 R/J CRB 期貨價格指數

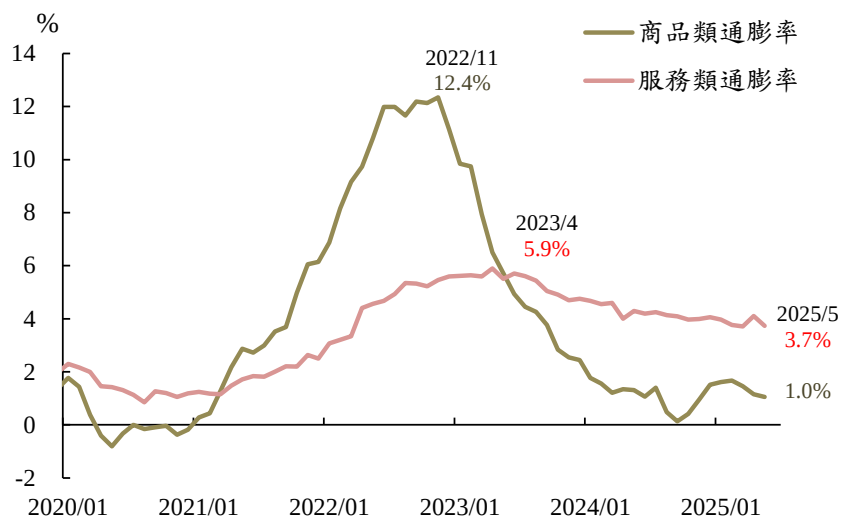


註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

2. 全球商品類通膨率維持低檔，惟服務類物價具僵固性，通膨上行風險仍存

- 全球商品類通膨率自 2022 年高點 12.4% 下降後，本年原油等大宗商品價格多低於上年，5 月全球商品類通膨率續降至近年低檔 1.0%；美國關稅政策對經濟之負面影響尚未顯現，勞動市場表現仍穩健，服務類物價具僵固性，5 月全球服務類通膨率為 3.7%，小幅低於 2023 年以來之高點 5.9% (圖 9)。
- 全球通膨壓力隨商品類通膨率下降而降溫，全球通膨率自 2022 年高點 9.6% 降至本年 5 月 2.3%，核心通膨率由 2023 年高點 6.5% 緩降至 5 月 2.5%；由於商品類通膨率再降難度已高，服務類通膨率變動將影響未來全球通膨降溫進程 (圖 10)。
- 加徵進口關稅之經濟體，供給面因素具推升通膨上行壓力，未加徵進口關稅之其他經濟體，需求面因素疲弱將抑制通膨；惟若全球貿易保護主義升溫，各國均可能面臨貿易限制及供應鏈重組所造成之通膨上行風險²。

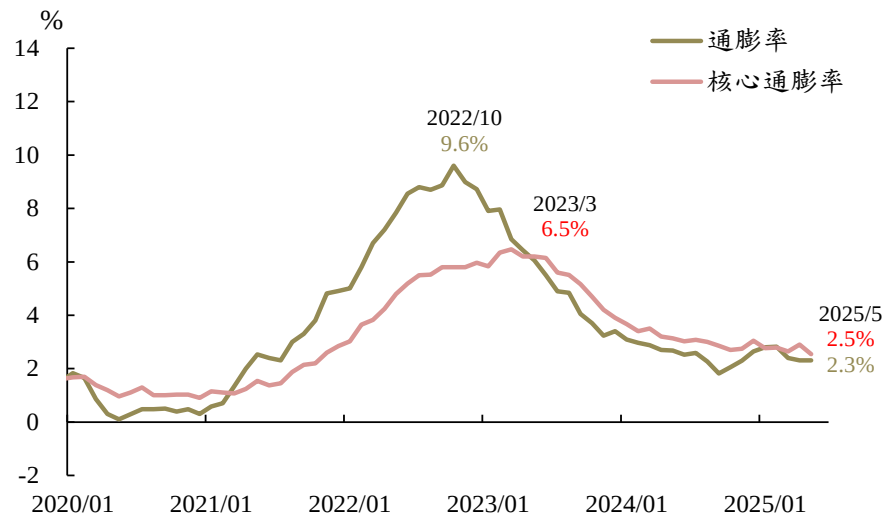
圖 9 全球商品類及服務類通膨率*



註：*以目前全球有編製服務類及商品類 CPI 之國家，共計 35 國(含台灣)，每月服務類及商品類 CPI 年增率中位數編製。

資料來源：CEIC，本行計算

圖 10 全球通膨率及核心通膨率*



註：*以圖 9 相同 35 國，每月 CPI 及核心 CPI 年增率中位數編製。

資料來源：CEIC，本行計算

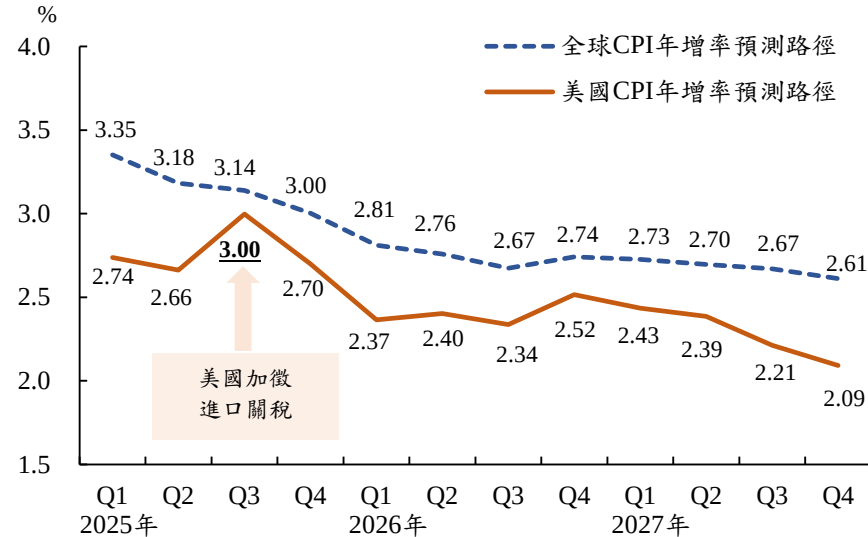
² World Bank (2025), "Global Economic Prospects," Jun. 11。

3. 進口關稅稅率上升推高美國通膨率，惟需求成長趨緩，預期全球通膨率續降

全球需求成長趨緩，預期全球通膨率續降(圖 11)。S&P Global 預測本年全球通膨率 3.26%，較 3 月預測值下調 0.26 個百分點，低於上年之 4.49%；各經濟體表現不一，反映各國經濟結構與勞動市場條件不同(圖 12)。

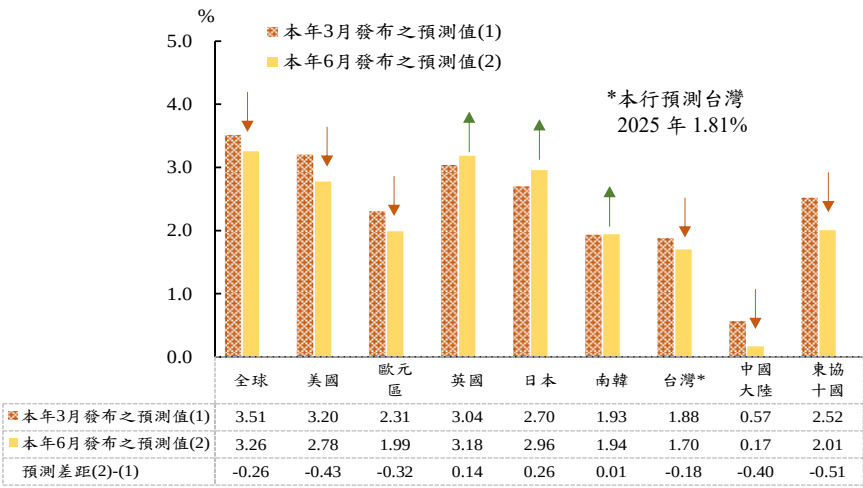
- 美國：企業在對等關稅生效前累積庫存，本年上半年尚未顯現關稅對物價之推升效果；預期第 3 季後通膨率受關稅影響將顯著走高；另假設通膨預期仍穩固，關稅對美國通膨率之影響可望於明年減緩(圖 11)。S&P Global 預測本年 CPI 年增率 2.78%，較 3 月預測值下調 0.43 個百分點(圖 12)。
- 歐元區與英國：歐元區能源價格下降，通膨壓力持續降溫，預測本年歐元區 CPI 年增率 1.99%，較 3 月下調 0.32 個百分點，已達央行 2% 通膨目標。英國因公用事業費率調整，預測本年 CPI 年增率 3.18%，較 3 月預測值上調 0.14 個百分點。
- 日本：近年酷暑及生產成本大漲造成米價飆升，食品價格持續攀高，帶動通膨率上揚。預測本年 CPI 年增率 2.96%，較 3 月預測值上調 0.26 個百分點。
- 中國大陸：內需消費表現尚未明顯復甦，外部面臨美國高關稅政策衝擊，通縮風險仍高。預測本年 CPI 年增率 0.17%，較 3 月預測值下調 0.40 個百分點。

圖 11 全球與美國 CPI 年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2025/6/17)

圖 12 S&P Global 對 2025 年主要經濟體 CPI 年增率預測值調整情形



註：↓(↑)表示本年 6 月預測值較 3 月下(上)調。

資料來源：S&P Global (2025/6/17 及 2025/3/18)

(三)主要央行貨幣政策：Fed 等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機，ECB 持續降息，BoJ 維持政策利率不變

美國政府研擬於本年下半年陸續推出對內減稅、放寬經濟管制措施，復加關稅政策及限縮移民之政策組合外溢影響仍待評估；本年4月以來，主要經濟體央行依各國經濟金融情勢調整貨幣政策(表1)。

- Fed 本年3月及5月均維持政策利率不變，5月主席 Powell 於貨幣政策會議會後記者會表示，關稅對通膨之影響可能是暫時的，亦不排除具持續性影響；Fed 將保持耐心，等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機(圖13)。
 - 金融市場預期關稅上升推升通膨，需求降溫將導致美國經濟動能轉弱，預期 Fed 本年9月後重啟降息，本年底前降息 0.50 個百分點(圖13)。
- ECB 本年4月及6月連續降息，總裁 Lagarde 於政策會議後記者會表示，政策利率已大幅調降，未來將視美國關稅政策衝擊，持續分析、評估、衡量貨幣政策立場，確保達成 2% 之中期通膨目標(圖13)。
- BoJ 考量美國貿易政策影響，國內經濟成長動能恐因企業收益下滑而大幅放緩，本年5月及6月均維持政策利率不變(圖13)。
- 中國人民銀行為充裕市場流動性，促進經濟穩定成長，決議降息降準，維持寬鬆貨幣政策。

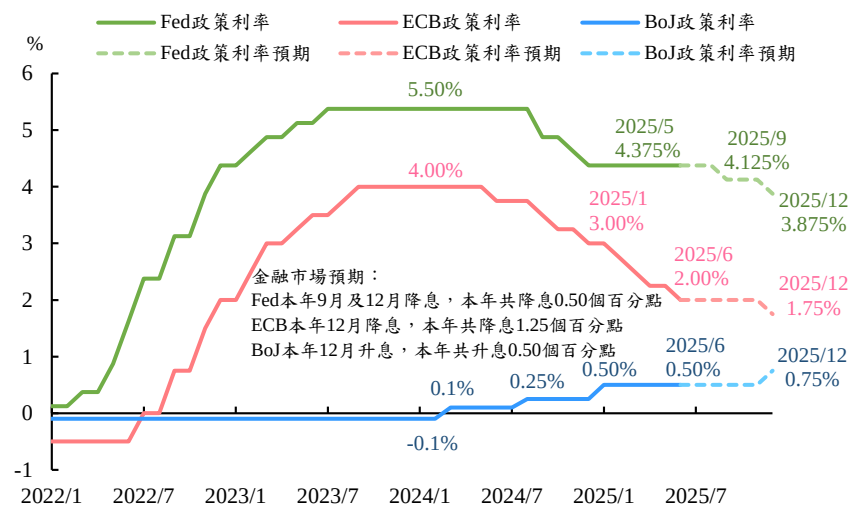
表1 本年4~6月主要經濟體政策利率調整情形

政策利率	經濟體	說明
維持不變	美國、加拿大、日本、馬來西亞、越南	通膨與經濟展望具不確定性，等待更多資訊評估合宜政策立場
降息	歐元區、英國、瑞士、南韓、中國大陸、新加坡*、澳洲、紐西蘭、泰國、菲律賓、印尼、印度、墨西哥	通膨率續降，經濟成長下行風險升高
升息	巴西	通膨率持續居高

註：*新加坡係調降名目有效匯率斜率(即降低升值幅度)。

資料來源：各經濟體央行官方網站，本行整理

圖13 市場對美、歐、日央行政策利率預期路徑



註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。

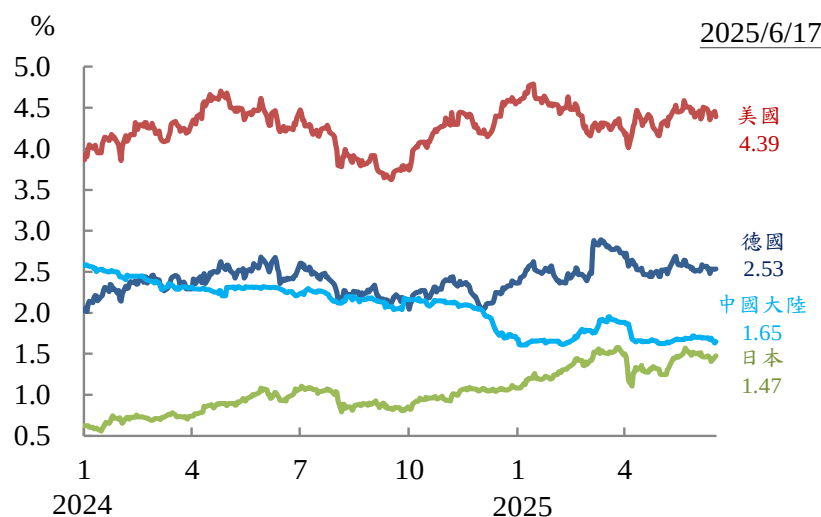
資料來源：Bloomberg (2025/6/17)，本行計算

(四)金融市場：對等關稅宣布後，金融市場大幅波動

1. 債市：美、日公債殖利率走升，且殖利率曲線後端明顯上揚

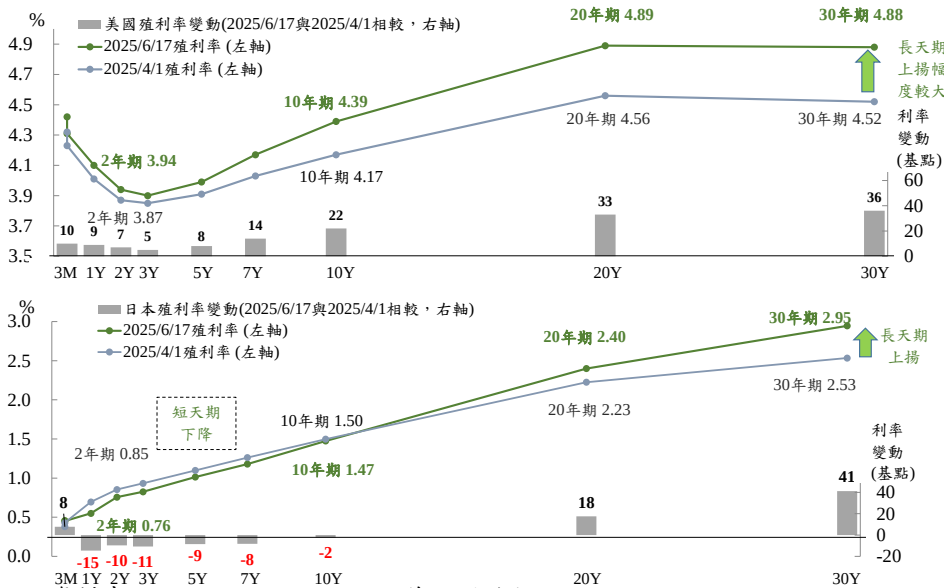
- 本年4月初，美國對等關稅稅率遠高於預期，主要經濟體美、德、中、日10年期公債殖利率均下滑；嗣後美國延後實施對等關稅，惟經貿政策不確定性居高及財政隱憂升溫，美國10年期公債殖利率走高，日本亦轉升，德債則因ECB持續降息，抑制殖利率升幅；中國大陸因美國貿易政策或將加劇內外需疲軟情勢，中國人民銀行調降政策工具利率以刺激經濟，10年期公債殖利率走降(圖14)。
- 美國公債一向被視為安全資產，經濟前景不確定時期，資金湧入抑低殖利率；惟本年4月以來，美國公債殖利率曲線之長期後端部分大幅上揚。部分分析認為，此反映投資人擔憂美國財政前景，分散投資其他區域，惟同期間日本亦出現超長期公債殖利率升幅較大現象。由於超長期公債之主要參與者為負債期限較長之壽險業者，此或顯示部分壽險業不再積極增持超長期公債，結構性需求下降亦為殖利率曲線後端上揚之原因³(圖15)。

圖14 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15 美國及日本公債殖利率曲線變動



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

³ 如日本壽險業者因應監理法規要求，於本年4月底前已完成縮減資產與負債期限差距之調整，致後續對超長期公債之投資需求下降；參見 Nomura (2025), "Is Japan's Truss Moment Coming?" May 21。

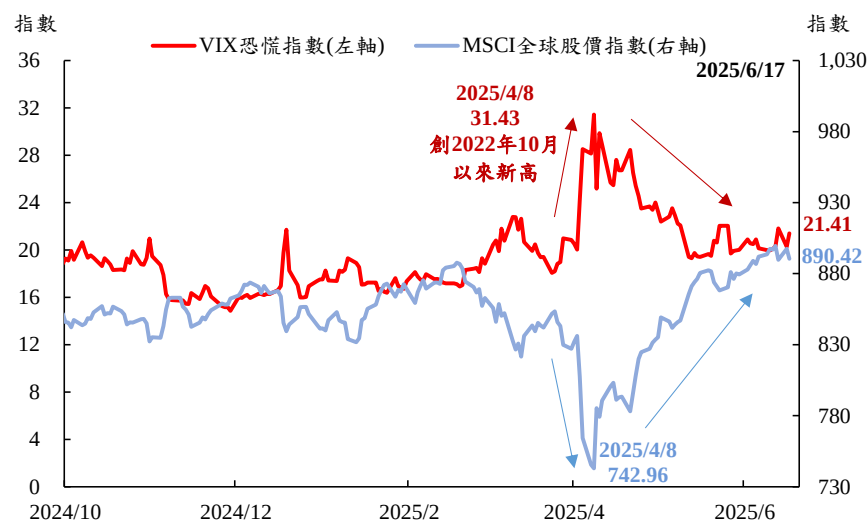
2. 股市：全球股市跌後轉漲，市場恐慌情緒驟升後回落，惟近期因中東爆發軍事衝突而復升

本年4月，**美國公布對等關稅**，且美中互徵高額關稅，引發**MSCI全球股價指數重挫**，**VIX恐慌指數飆升**至2022年10月以來新高；嗣後**美國延後對等關稅措施**，並與中國大陸達成暫緩互徵高額關稅協議，**緩解金融市場恐慌情緒**，**MSCI全球股價指數轉漲且創新高**，**VIX恐慌指數降**至對等關稅公布前之水準，惟近期因以伊戰爭爆發而復升(圖16)。

本年6月17日與3月底比較，**全球主要股市多上漲**(圖17)。

- 美股：**AI基礎設施需求暢旺**，主要為科技類股之**美國那斯達克指數大漲13.9%**，**美國標普500指數亦上漲6.6%**；**美國道瓊工業指數**則因其成分股集中於消費及汽車等進口依賴度高之產業，在關稅衝擊下僅**略漲0.5%**，漲幅較小。
- 歐股：**歐元區因財政擴張政策**有望改善經濟疲軟態勢，**泛歐元道瓊指數上漲2.8%**。
- 日股：**美日持續關稅談判**，日本企業基本面仍佳，**日股上漲8.2%**。
- 陸股：5月美中貿易摩擦降溫，陸股回漲，惟**美中關係不確定性仍高**，且**內需疲軟致通縮風險猶存**，**上海綜合指數僅小漲1.5%**。

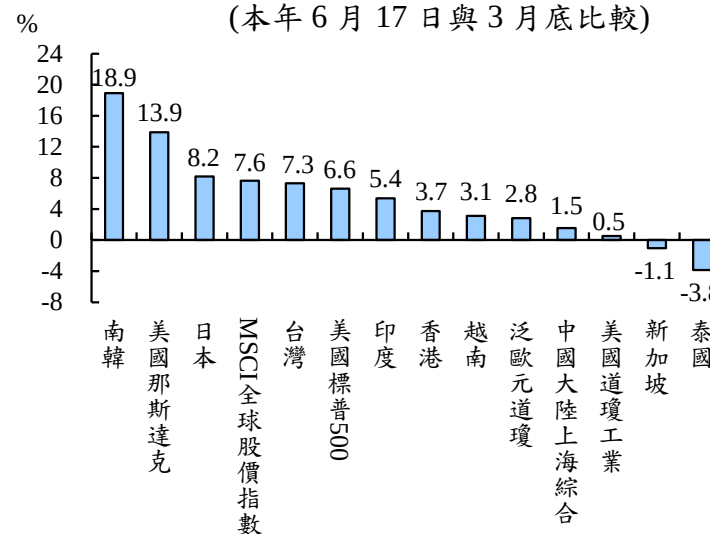
圖16 VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

圖17 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年6月17日與3月底比較)



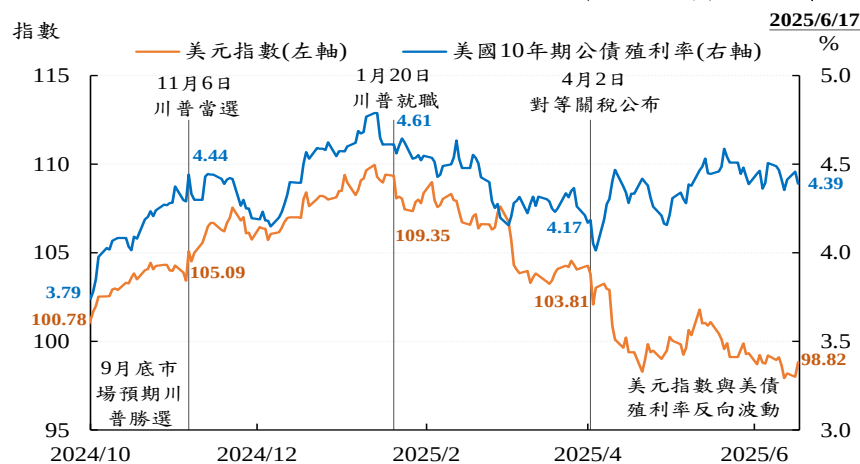
資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數走低，主要經濟體貨幣對美元多走升

本年4月以來，美國經貿政策不確定性升高，投資人對美國經濟前景的擔憂升溫，美元指數走低，與美國10年期公債殖利率走勢分歧⁴(圖18)。本年6月17日與3月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走升(圖19)。

- 歐元、日圓：部分國際資金自美元資產流出至歐元、日圓資產，另市場解讀ECB貨幣寬鬆週期接近尾聲，歐元及日圓對美元分別升值6.1%及3.2%。
- 英鎊：英國因通膨仍高，其央行對降息維持謹慎態度，且市場預期政府將持續推動大型基礎建設投資，有望提振經濟成長，英鎊對美元升值3.9%。
- 人民幣：中國大陸出口強勁，加以美中貿易爭端趨緩，人民幣對美元由貶轉升，惟中國人民銀行穩匯，人民幣略升0.9%。
- 韓元：南韓總統大選落幕，上年12月實施戒嚴令以來之政策不確定性下降，韓元自低點回升，對美元升值6.6%。

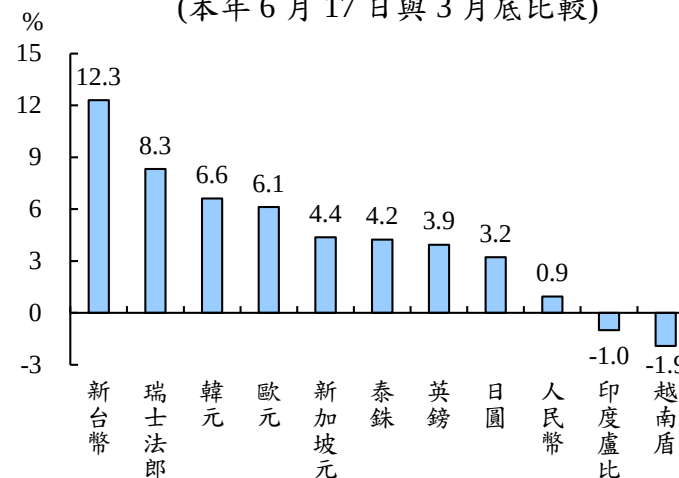
圖18 DXY 美元指數及美國10年期公債殖利率



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

資料來源：LSEG Datastream

圖19 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年6月17日與3月底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

⁴ 參見 Krugman, Paul(2025), "Gaming Out a Sudden Stop: What Happens if Investors Lose Faith in America?" Substack, May 22。

(五)影響全球經濟前景之風險因素

預期本年全球經濟放緩，且經濟前景面臨諸多風險因素(圖 20)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 20 全球經濟前景面臨之風險因素

美國貿易政策發展及其影響仍具不確定性

- 美國暫緩實施對等關稅，並與主要貿易夥伴展開雙邊談判；惟因各國產業結構及非關稅貿易壁壘差異，談判進展與最終結果恐分歧，且牽動未來全球供應鏈布局，對全球經濟之影響仍未明朗。此外，美國加徵關稅措施在其國內面臨合法性爭議，相關訴訟流程發展亦具不確定性。
- 若各國與美國雙邊談判取得良好進展，貿易政策不確定性大幅下降，將有助企業進行投資布局，恢復民眾經濟信心，利於全球經濟與通膨朝正向發展。

高負債國家財政風險升溫

- 部分經濟體政府債務持續積累，若長期利率進一步走高，恐導致利息支出攀升，使其更難因應支出需求，加劇財政可持續性疑慮。
- 若債務惡化形成債務螺旋，違約風險恐大幅攀升，進一步推升經濟體融資成本，恐衝擊全球金融穩定。

中國大陸經濟失衡問題仍存

- 中國大陸內需疲弱，消費信心不足，國內通縮疑慮揮之不去；政府推出財政與貨幣寬鬆政策，惟對國內消費之推動效果仍待觀察。
- 另美國對中國大陸加徵高額關稅，若中國大陸商品大量轉銷至其他經濟體，可能使通縮問題外溢，並衝擊他國產業、引發反制措施，推升全球保護主義風險。

地緣政治風險與長期結構性因素衝擊社會穩定

- 俄烏戰爭、中東局勢等地緣政治衝突未解，影響供應鏈穩定及企業投資信心；同時，全球化放緩，將導致生產效率下降，加以氣候變遷、人口老化、能源轉型等長期結構性問題難解，恐造成供給面通膨壓力，不利經濟成長。
- 若經濟成長疲弱，同時通膨再度攀升，全球可能面臨停滯性通膨風險，進一步衝擊社會穩定。

二、國內經濟及通膨展望

本(2025)年第 1 季台灣經濟成長率達 5.48%，且受惠人工智慧(AI)、雲端運算(Cloud Computing)與高效能運算(High Performance Computing, HPC)等**新興科技應用商機熱絡**，以及美國**暫緩加徵關稅** 90 天，**客戶端積極拉貨**，挹注台灣出口成長力道，加以隨新興科技應用不斷擴展，相關**供應鏈投資延續**，預估上半年經濟成長率達 5.49%，超乎預期。展望下半年，AI 相關產品需求可望持續，惟**美國關稅措施**與地緣政治風險使**全球投資、消費等降溫**，影響終端需求與廠商生產活動，且國外**廠商已提前**於上半年**拉貨**，加以**中國大陸產能過剩**持續，恐拖累傳產貨品復甦步調，不利下半年輸出成長；以及下半年全球景氣下行風險攀升，國內廠商對於景氣展望趨於審慎，**資本支出**計畫恐**轉向觀望**，民間投資將轉為負成長，均使下半年經濟成長動能轉弱。

本年 6 月本行預測國內**經濟成長率為 3.05%**，**與前次(3 月)預測值相同**，主要係因本年上半年經濟表現優於預期，惟受國外廠商提前拉貨影響，加以上(2024)年下半年比較基期已高，預估下半年經濟成長率為 0.78%，呈「前高後低」趨勢。鑒於美國關稅後續發展、地緣政治風險之**不確定性猶高**，未來本行將採取**滾動式檢討**，並參考最新國內外經濟情勢，逐季調整經濟展望。

物價方面，預期**原油**等國際原物料行情**疲軟**，加以近月**新台幣**對美元匯率**升值**，進口物價大跌，台灣**通膨率維持緩降趨勢**。本行將本年台灣消費者物價指數(CPI)年增率預測值由 3 月的 1.89%下修為 1.81%，其中，下半年 CPI 年增率為 1.65%，將低於上半年之 1.94%。

以下就本年國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)本行預測本年上半年經濟表現優於下半年，全年經濟成長率為 3.05%

1. 本行預測本年**經濟成長率**為 3.05%，與 3 月**預測值相同**，主要係因 AI 相關產品需求仍殷；以及國外廠商提前拉貨，致上半年經濟成長高於原預估，而下半年成長趨緩。

- (1) 今年上半年受惠 AI、HPC 等**新興科技**應用**需求強勁**，加以客戶端因應美國關稅措施而**提前拉貨**，經濟表現亮眼。
- (2) 下半年受國外廠商提前拉貨影響，經濟成長趨緩，惟考量上半年經濟表現佳，全年經濟成長率預測值與 3 月持平。
- **輸出**：**全球經貿活動**受美國關稅政策反覆而**放緩**，且**上半年國外廠商已提前拉貨**，加以**傳統貨品**需求恐續受中國大陸產能過剩衝擊而**疲弱**，均使台灣出口成長下降。
- **民間投資**：全球景氣**下行風險攀升**，部分廠商**接單的不確定性高**，未來投資意願可能下降，加以上年下半年**比較基期已高**，民間投資動能趨疲。
- (3) **內需**為支撐本年經濟成長的**主要驅動力**，全年內需成長動能尚屬穩定(表 1)。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻之預測值

單位:%；百分點

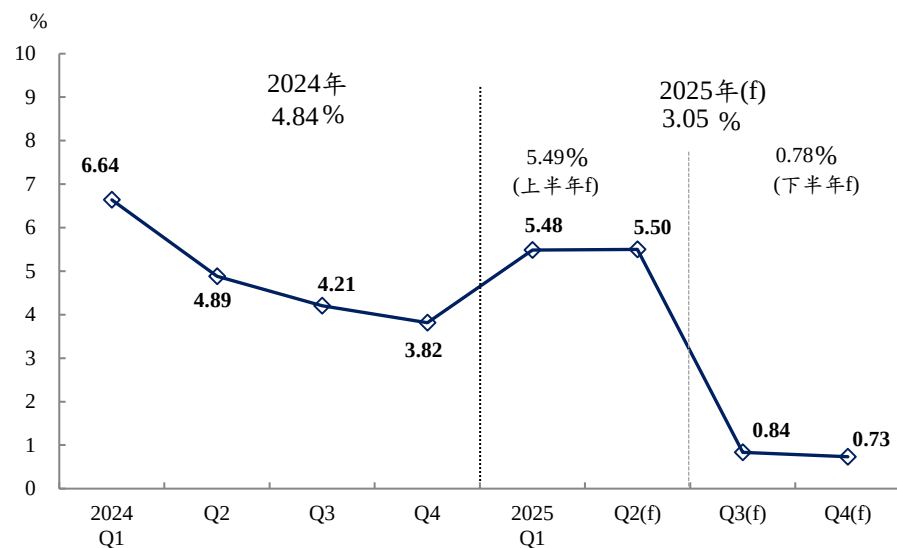
	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	公共支出		存貨變動 (d)	(e)	國外淨需求		
					(c)	消費			投資*	輸出	(-) 輸入
上半年	5.49	2.49	0.61	2.67	0.42	0.22	0.20	-1.22	3.00	15.53	12.53
下半年	0.78	0.99	0.80	-0.18	0.65	0.40	0.25	-0.27	-0.21	-0.30	-0.09
全年	3.05	1.71	0.71	1.19	0.54	0.31	0.22	-0.73	1.34	7.33	6.00

*：包含公營事業與政府投資。

資料來源：中央銀行

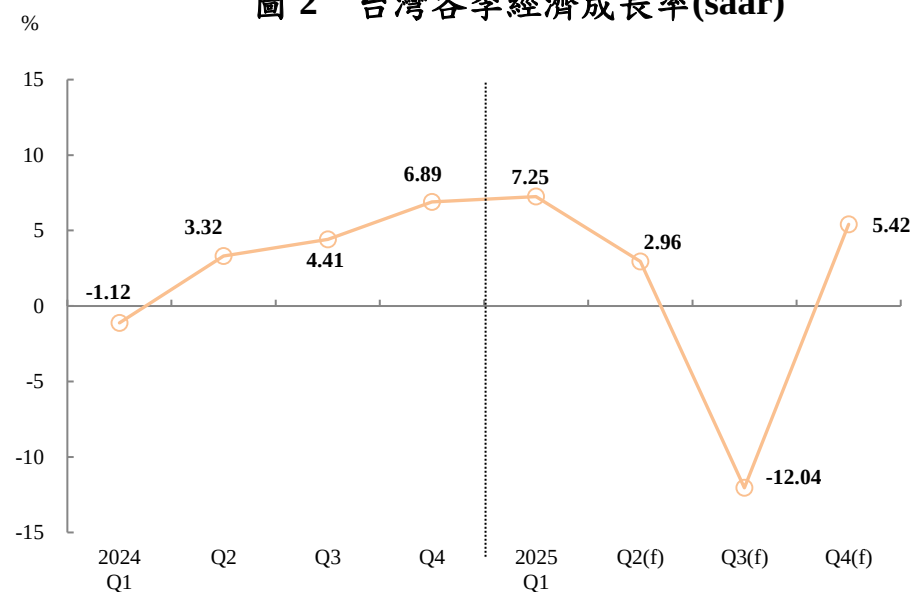
2. 本年經濟成長呈前高後低，**各季成長率**(yoy)大致逐步**走緩**(圖 1)。
3. 經季調後，季增折成年率之經濟成長率(saar)，第 1 季係全年最高，而第 3 季為低點(圖 2)。

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)因國外廠商提前拉貨與基期等因素影響，下半年輸出成長下滑、民間投資轉為負成長；民間消費持穩

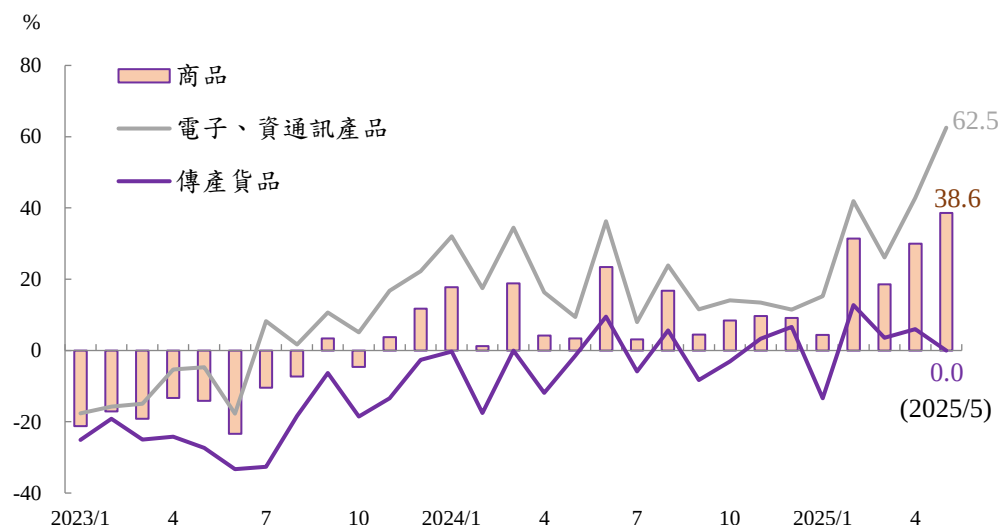
1. 受國外廠商已提前拉貨、中國大陸產能過剩持續與近年出口金額已高等因素影響，預期下半年輸出成長趨緩

(1)本年以來，AI、HPC 與雲端資料服務等**新興科技應用需求強勁**，加以美國對等關稅暫緩實施期間，帶動**客戶端提前下單**，均推升**電子、資通與視聽產品出口成長**力道，維繫商品出口表現。

□ 本年5月商品出口年增率為38.6%。其中，受惠於新興科技應用商機持續熱絡，加上拉貨潮，電子、資通訊產品出口擴增態勢持續，年增率為62.5%；而傳產貨品(如化學、塑膠等)受中國大陸產能過剩干擾，復甦動能仍疲，年增率為0.0% (圖3)。

□ 4月外銷訂單為564億美元，年增19.8%，已連續3個月正成長(圖4)，有助維繫上半年出口表現。

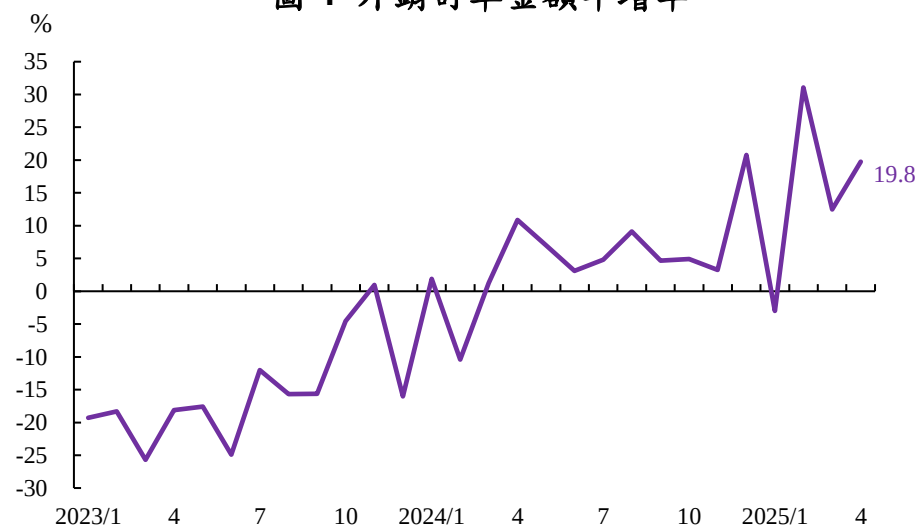
圖3 商品、電子產品及傳產貨品出口年增率



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加上資通與視聽產品。

資料來源：財政部

圖4 外銷訂單金額年增率



註：外銷訂單以美元計價。

資料來源：經濟部

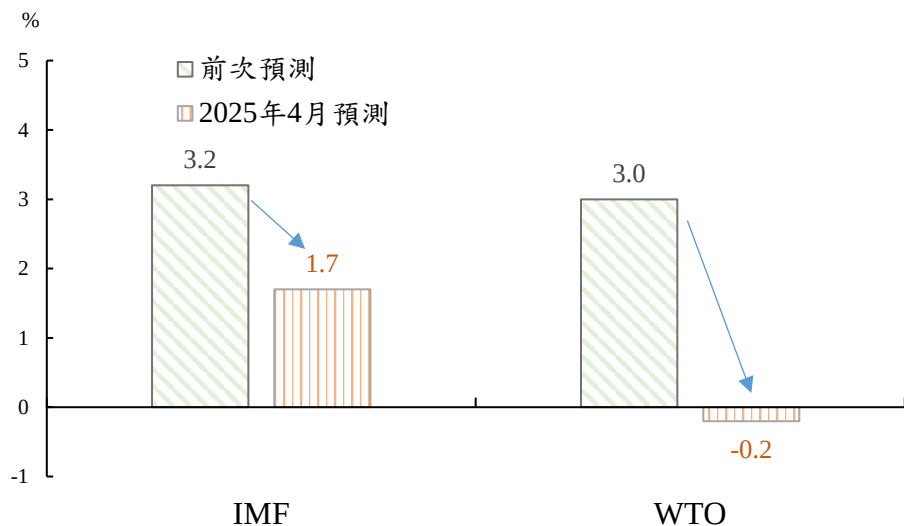
(2)國際主要**雲端服務供應商**(Cloud Service Provider, CSP)**加碼**本年**資本支出**，以及國內半導體與伺服器等供應鏈具領導地位，有助維繫台灣下半年 AI 相關產品出口成長動能。

(3)惟美國關稅措施不利全球經貿前景，部分**廠商訂單能見度低**，且上半年國外廠商已**提前拉貨**，以及**中國大陸產能過剩**引發的低價傾銷問題持續，拖緩傳產貨品復甦力道，加以**上年下半年出口比較基期已高**，下半年輸出成長表現將不如上半年。

□ 全球下行風險升溫，國際機構陸續**下調本年全球貿易量與經濟成長率預測值**，本年 4 月 IMF、WTO 對本年全球貿易量年增率預測值由前次預測(本年 1 月、上年 10 月)的 3.2%與 3.0%，分別降至 1.7%與-0.2% (圖 5)；而本年全球經濟成長率預測值則由 3.3%與 2.7%下調至 2.8%與 2.2%。

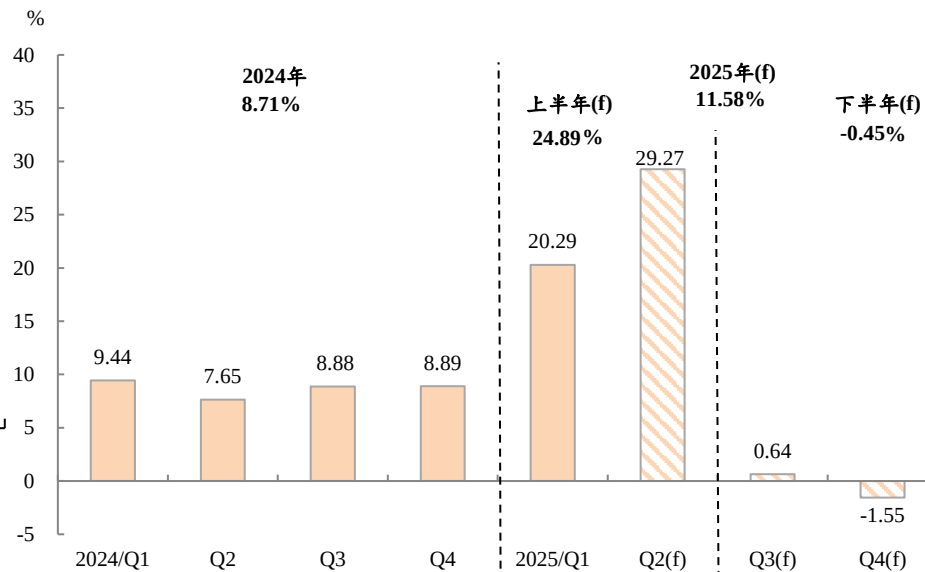
(4)綜合前述，本行預測本年上半年實質輸出成長率為 24.89%，高於下半年之-0.45%，全年為 11.58% (圖 6)。

圖 5 本年全球貿易量年增率



註：IMF 為商品與服務實質貿易量；WTO 為商品實質貿易量。
資料來源：WTO、IMF

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。

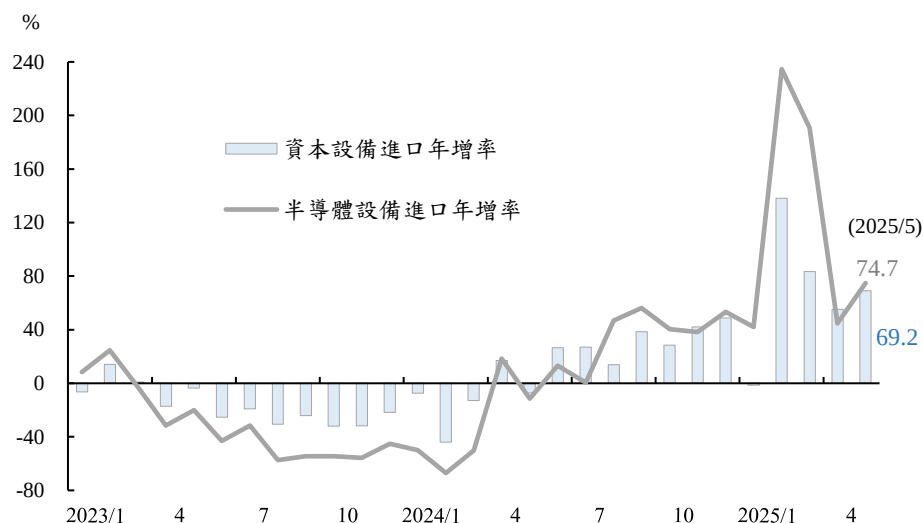
2. 廠商對未來景氣看法保守與比較基期已高等因素，民間投資成長動能疲弱

(1)為因應 AI 等新興科技應用強勁需求，國內**半導體**供應鏈**擴充高階晶片**與**先進封裝**產能，且**伺服器**相關**供應鏈**業者亦**擴大資本支出**，增添民間投資成長動能。

□ 半導體業者配合新興科技應用擴展，提升製程與產能，半導體設備購置強勁，本年 5 月半導體設備進口年增率達 74.7%，連帶使資本設備進口成長 69.2% (圖 7)，增添第 2 季民間投資成長力道。

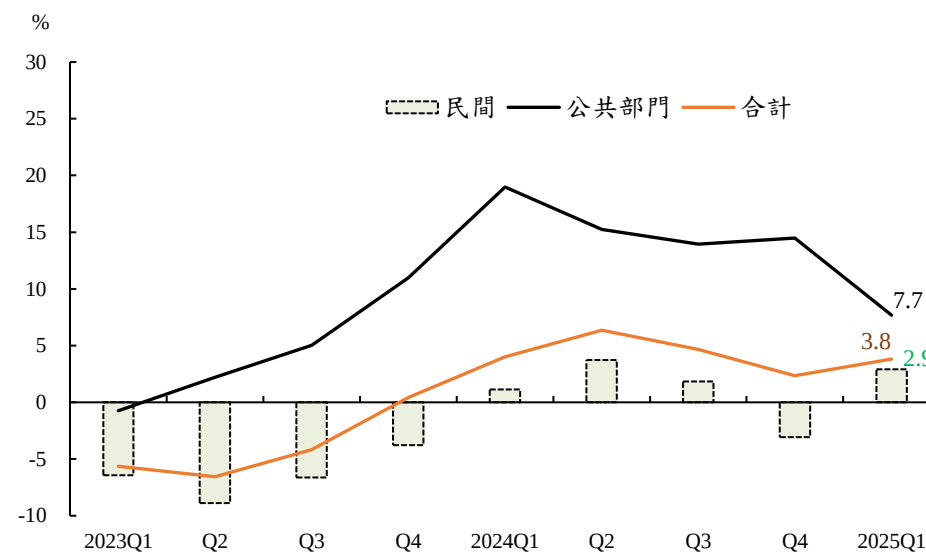
□ 半導體業持續在台投資，加上公共工程廣續推進，本年第 1 季營建工程投資穩定成長 3.8%(圖 8)。

圖 7 資本及半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 8 營建工程投資年增率



註：以固定資本形成毛額計算。

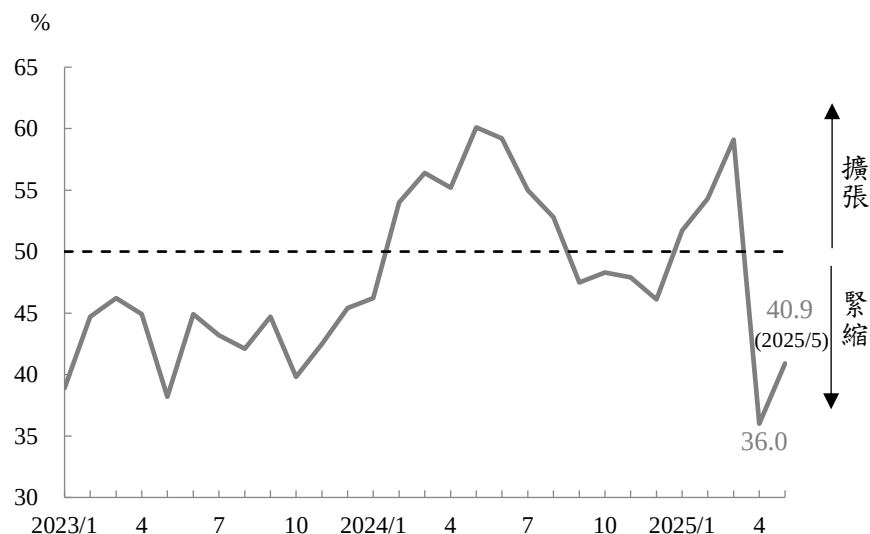
資料來源：主計總處

(2)未來全球景氣下行風險仍高，終端需求不明朗，部分廠商訂單可見度低，業者對**經濟前景看法**續**審慎**，以及**民間投資與出口關聯性高**，**出口展望保守**等因素，皆抑制廠商投資意願，且國外飛機製造商**交機不如預期**，影響國內運輸工具投資成長力道，均不利下半年民間投資擴增。

□ 5月製造業PMI之未來6個月展望指數仍處於緊縮(圖9)。

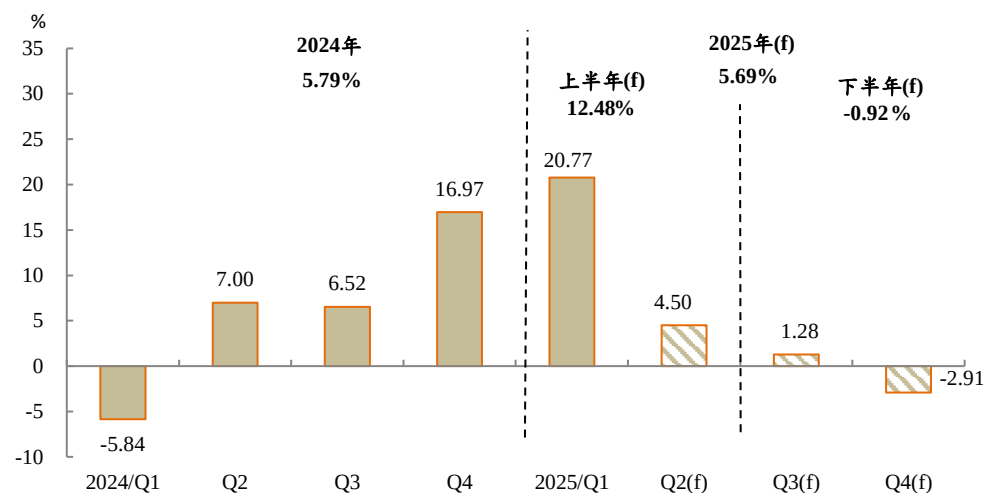
(3)另考量上年下半年基期已高，本行預測本年下半年實質民間投資成長率為-0.92%，低於上半年之12.48%，全年為5.69%(圖10)。

圖9 製造業PMI之未來6個月展望指數



資料來源：國發會

圖10 實質民間投資成長率



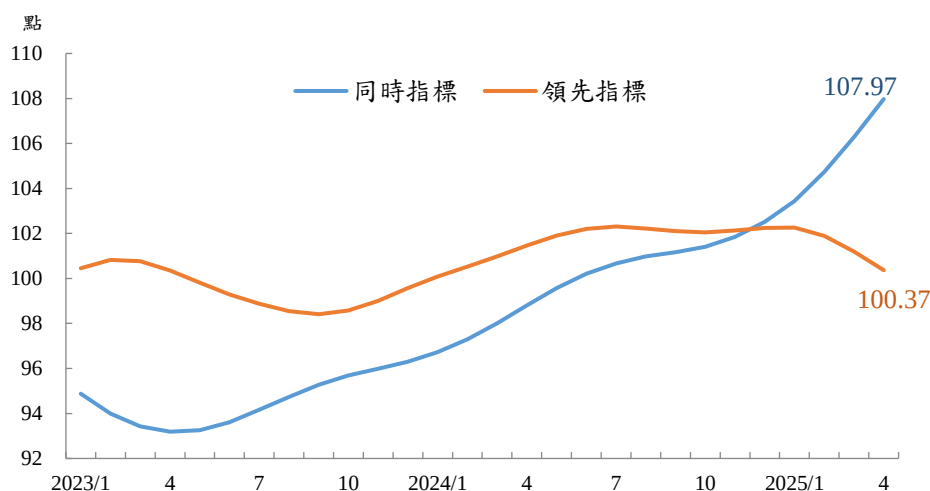
註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

3. 全球經貿不確定性、金融市場波動加劇，消費者信心走低，抑制民間消費擴增動能

(1)當前國內景氣、就業市場情勢仍屬穩定，惟受美國關稅政策反覆，全球股市波動加劇，消費者信心處於低檔¹，民眾消費意願轉趨保守，民間消費擴增動能受限。

- 4月同時指標仍呈上升，顯示當前國內景氣成長態勢延續(圖 11)，惟領先指標續下滑，須密切關注後續未來景氣轉折。
- 美國關稅政策反覆，消費者信心驟跌，餐飲業成長放緩(圖 12)，且民眾降低對耐久財之消費意願並觀望進口車關稅調降，致4月零售業營業額轉呈負成長0.6%。

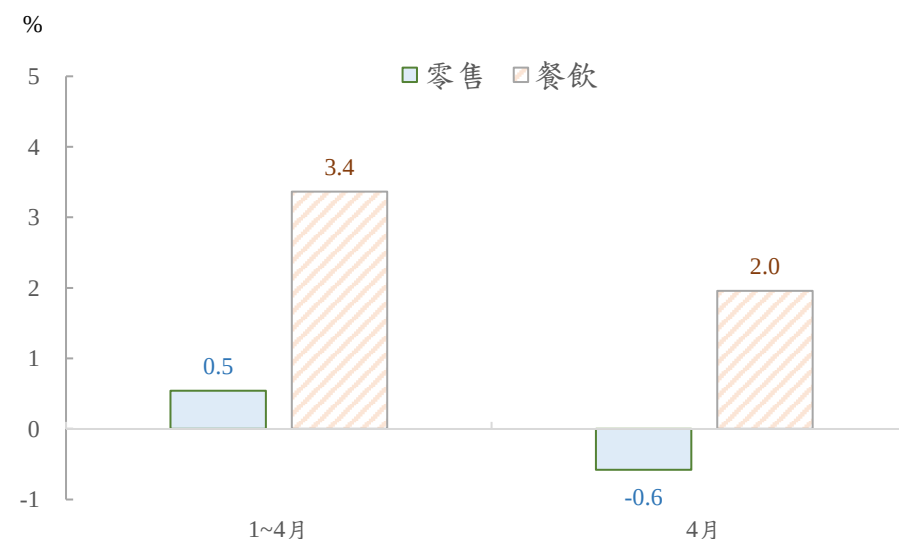
圖 11 同時與領先指標



註：領先指標係由外銷訂單動向指數、實質 M1B、股價、受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積、實質半導體設備進口值，及製造業營業氣候測驗點等組成；同時指標由工業生產指數、總用電量、製造業銷售量指數、批發、零售及餐飲業營業額、工業及服務業加班工時、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值等組成。

資料來源：國發會

圖 12 零售、餐飲業營業額年增率



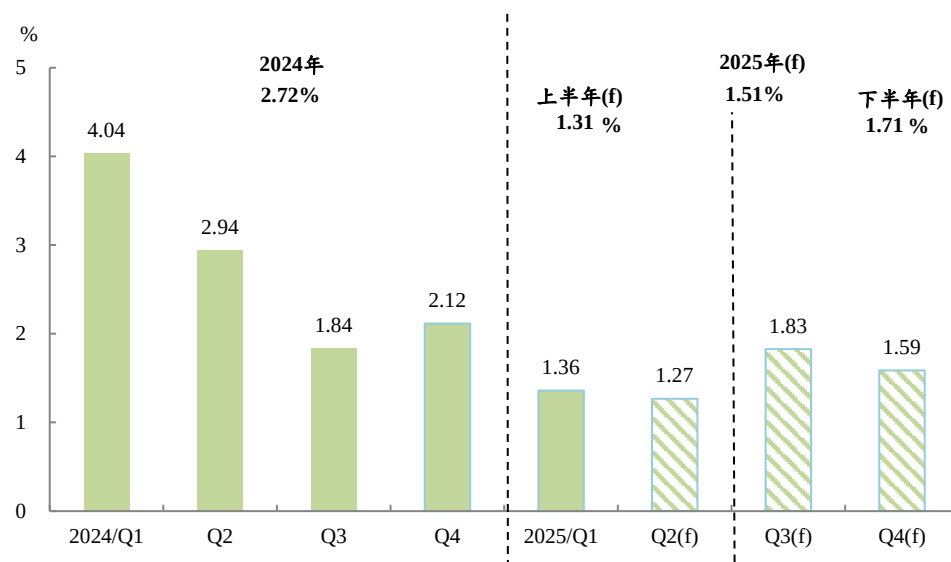
資料來源：經濟部統計處

¹ 4月中央大學消費者信心指數(CCI)由3月的71.86點降至68.21點；5月CCI續降為64.93點，創13個月新低。

(2)上年**上市櫃公司獲利成長**，本年現金股利發放將創近 3 年新高²，加以軍公教調薪及最低工資調高，**薪資成長持續**，均挹注民眾購買力，且國人**出國旅遊消費熱度不減**³，可望支撐民間消費成長動能。

(3)綜合前述，預測本年上、下半年實質民間消費成長率分別為 1.31%及 1.71%，全年為 1.51% (圖 13)。

圖 13 實質民間消費成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

² 本年上市櫃公司現金股利總額將突破 2.3 兆元，已接近 2021 年現金股利總額之歷史最高 2.34 兆元。

³ 本年 1~3 月國人出國累計 449.3 萬人次，較同期成長 12.5%。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。

4. 本年經濟不確定性仍多，主要機構對本年台灣經濟成長率預測多低於 3%

(1) 不確定性因素

- 美國關稅等政策後續發展與台美關稅議題的談判結果：自 4 月 2 日美國宣布對等關稅，惟隨後暫緩 90 天施行，關稅政策反覆不定，衝擊全球消費及投資信心。現階段各國與美國仍在進行關稅談判，加以對等關稅合法性爭議，使全球經貿政策具高度不確定性，加劇股匯市動盪與影響企業投資意願。而後續談判結果亦牽動全球供應鏈版圖加速重組，若談判無果，貿易僵局恐延長。

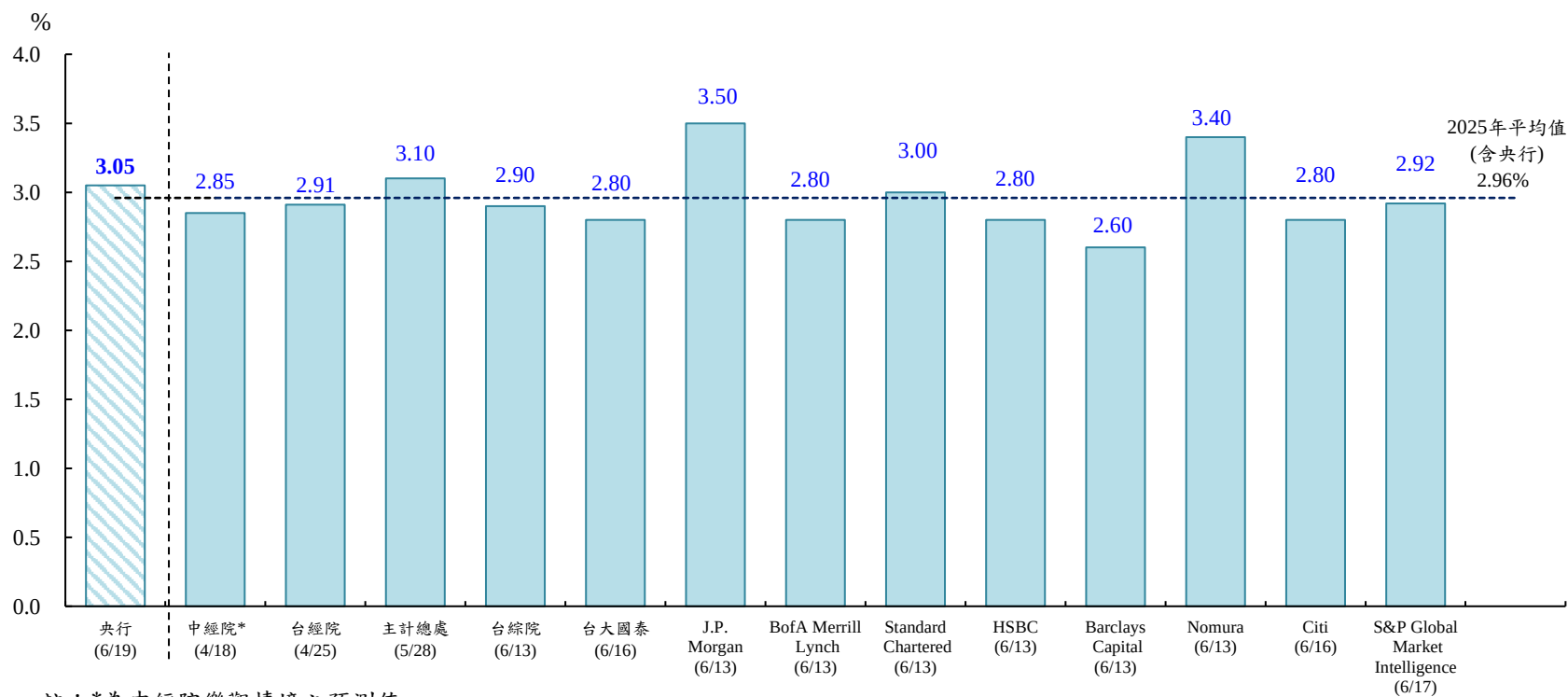
另一方面，台灣對等關稅最終之稅率相對於其他競爭對手國之差距，將影響我國出口產品競爭力；而美國針對半導體及其下游產品啟動 232 條款國家安全調查，若後續美國對半導體與資通訊等產品加徵關稅，可能推高最終產品售價而使需求減緩，致衝擊台灣資通訊產品出口表現。

- 主要經濟體央行貨幣政策未來走向與美國財政赤字惡化之擔憂：關稅不確定性升高，致全球經濟成長放緩，主要央行審慎調整貨幣政策，如 BoJ 暫緩升息步調，因應美國關稅可能之衝擊；Fed 持續觀察通膨、就業等數據的變化，降息時間可能延後。中國人民銀行與 ECB 則分別為因應美中貿易衝突帶來的經濟衝擊與通膨趨緩，持續實施寬鬆政策。未來主要國家之貨幣政策調整步伐，可能因國際經貿情勢變化而改變，牽動未來國際資金流向，加以美國若通過減稅法案，財政赤字擴大，恐衝擊持有美國資產信心，均影響全球股匯債市穩定。
- 中國大陸經濟情勢變化：中國大陸官方提出多項刺激內需政策，提振國內經濟，惟房地產及地方政府債務等結構性問題未解，內需仍相對低迷，通縮風險仍存，且近期美中雖達成貿易協議框架，惟美國對中國大陸課徵的關稅仍高(55%)，加以中國大陸部分貨品產能過剩，低價傾銷國外，均將對全球經濟產生負面的外溢衝擊。

□ 地緣政治風險與極端氣候：俄烏戰爭持續且和談進程停滯，以色列襲擊伊朗、以巴衝突與紅海危機等中東情勢不穩，國際地緣政策衝突未歇。另一方面，氣候變遷、人口老化、能源轉型等因素可能推升通膨，均增添未來全球經濟成長與通膨的不確定性。

(2)國內外主要機構預測本年台灣經濟成長率介於 2.60%~3.50% 之間，平均值為 2.96% (圖 14)。

圖 14 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測

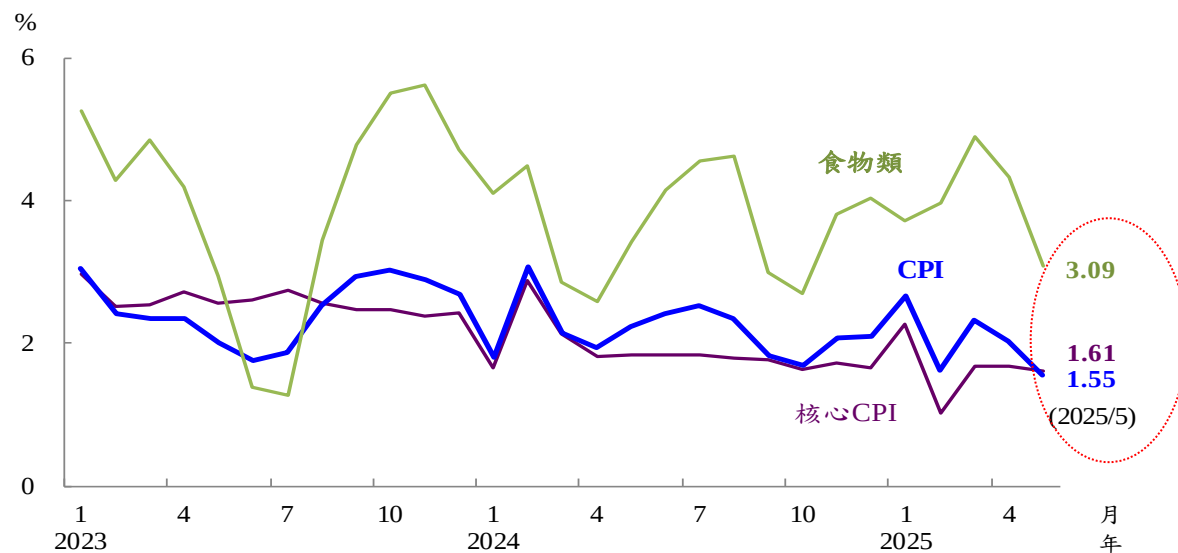


(三)當前通膨率維持緩降趨勢，本年 CPI 年增率預測值由 1.89%下修為 1.81%

1. 當前通膨率維持緩步下降趨勢

(1)本年 3 月，由於水果等食物類價格漲幅擴大，CPI 年增率升至 2.33%，嗣因食物類價格漲幅回落，加以油料費跌幅擴大，CPI 年增率減緩，至 5 月為 1.55%，係 2021 年 4 月以來最低；不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則降至 5 月之 1.61%，維持緩步下降趨勢(圖 15)。

圖 15 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年 1 至 5 月平均 CPI 年增率為 2.04%，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。上述合計使 CPI 年增率上升 1.64 個百分點，貢獻約 80% (表 2)。

表 2 本年 1 至 5 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	2.04	2.04
食物類	256	4.02	1.09
水果	21	20.17	0.46
外食費	106	3.32	0.37
肉類	23	3.77	0.09
蔬菜	15	5.74	0.08
水產品	11	3.12	0.04
蛋類	4	-15.59	-0.06
房租	148	2.45	0.36
個人隨身用品	19	8.20	0.19
娛樂服務	60	1.50	0.09
醫療費用	28	3.29	0.08
教養服務	30	2.10	0.07
香菸及檳榔	16	4.00	0.06
家庭管理費用	11	3.49	0.04
交通工具零件及維修費	19	2.20	0.04
合計			2.02
油料費	24	-2.10	-0.06
成衣	38	-0.97	-0.04
通訊費	19	-1.85	-0.04
合計			-0.14
其他			0.16

合計使 CPI
年增率上升
1.64 個百分
點，貢獻約
80%。

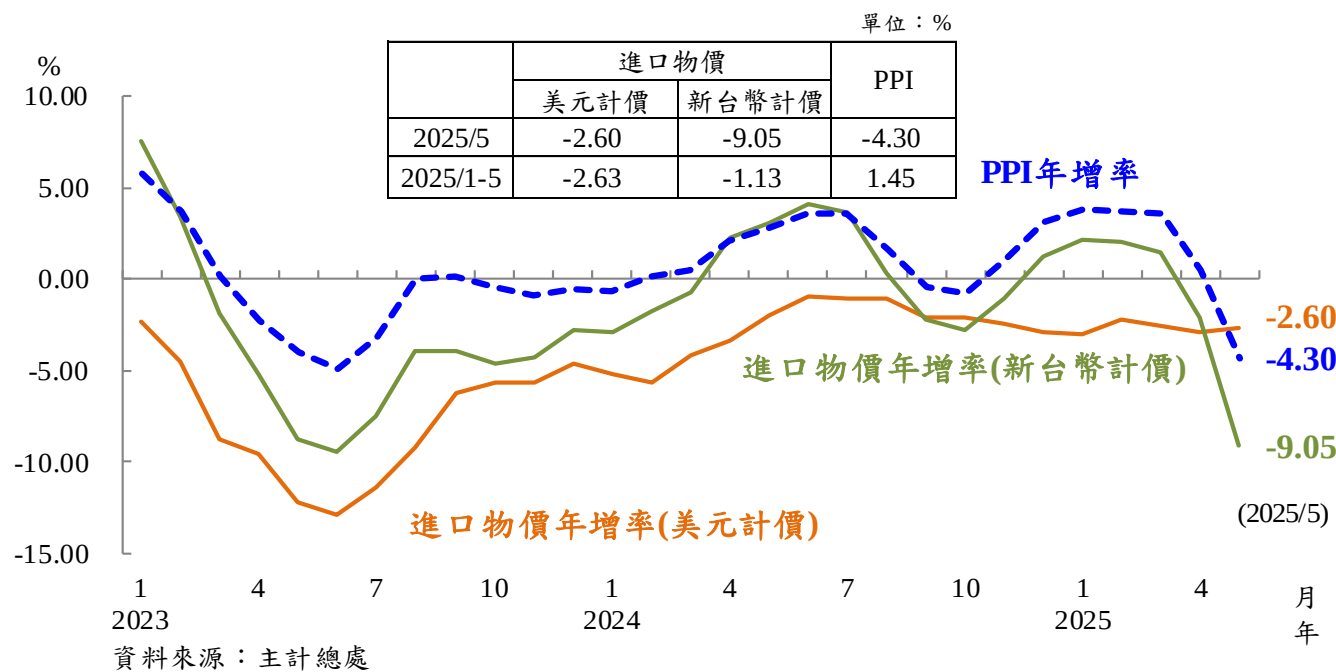
資料來源：主計總處

2. 本行下修本年台灣 CPI 及核心 CPI 年增率預測值分別至 1.81%、1.69%

(1)近月新台幣對美元匯率轉呈升值，進口物價大跌

- 本年 5 月，以美元計價之進口物價年減 2.60%，因新台幣對美元匯率升值，以新台幣計價之進口物價年增率降為-9.05%；國內生產者物價指數(PPI)則轉呈年減 4.30%(圖 16)。
- 本年 1 至 5 月，以美元計價及新台幣計價之進口物價分別年減 2.63%、1.13%；PPI 雖年增 1.45%，主要係反映上年國內電價二次調高，以及本年蔬果等農產品價格上漲。

圖 16 進口物價及生產者物價指數年增率



(2)本行下修本年台灣通膨率預測值

□ 本行上次理事會議以來，**服務類價格**僵固性仍高，**漲幅維持緩降趨勢**(圖 17)，加以預期原油等國際原物料行情疲軟⁴，以及近月**新台幣**對美元轉呈**升值**，**進口物價跌幅擴大**，本行將本年台灣 **CPI** 及**核心 CPI** 年增率預測值分別由 1.89%、1.79%下修為 **1.81%**、**1.69%**(圖 18)。

□ **地緣政治風險**與**天候**因素係影響未來**台灣通膨**走勢之重大**變數**。

圖 17 CPI 及商品類、服務類價格年增率

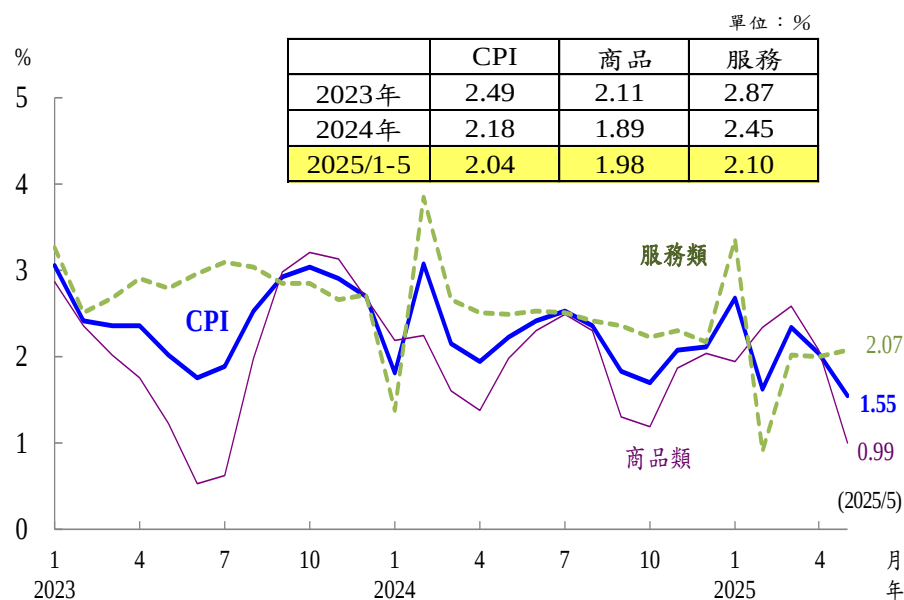
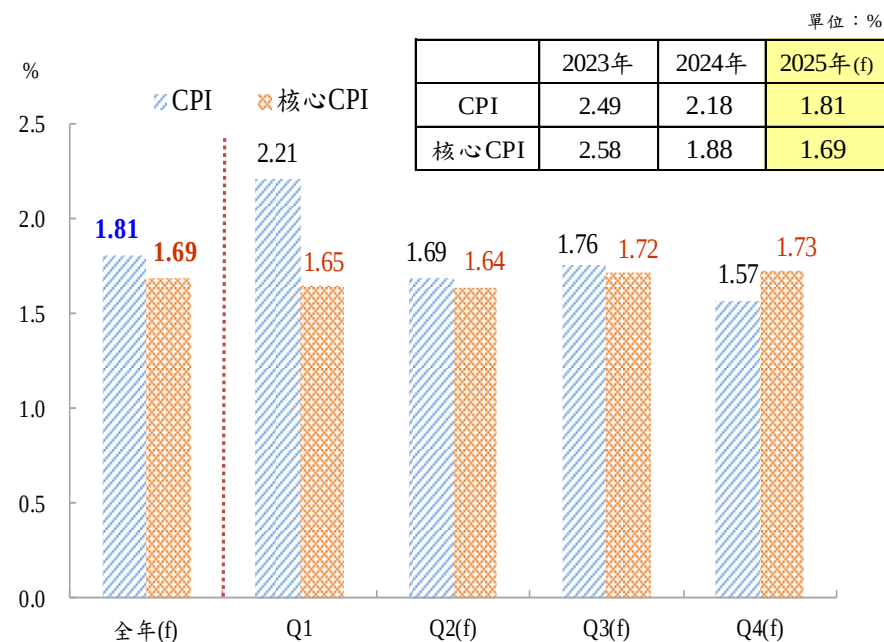


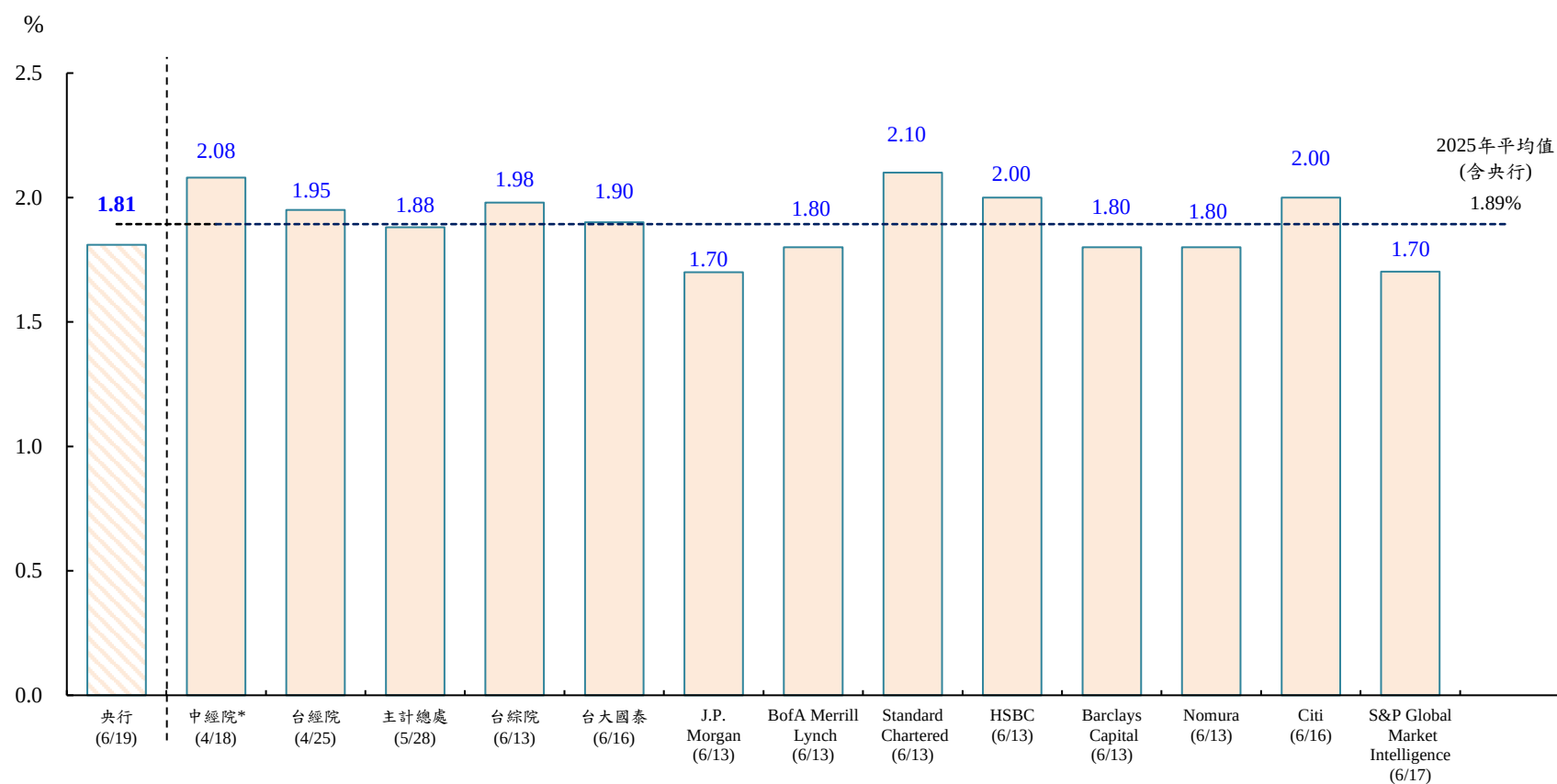
圖 18 本行對本年 CPI、核心 CPI 年增率之預測



⁴ 本年 6 月美國能源資訊署(EIA)將本年布蘭特(Brent)油價預測值由 3 月之每桶 74.2 美元下修至 66 美元。

(3)國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.70%至 2.10%，平均為 1.89%(圖 19)。

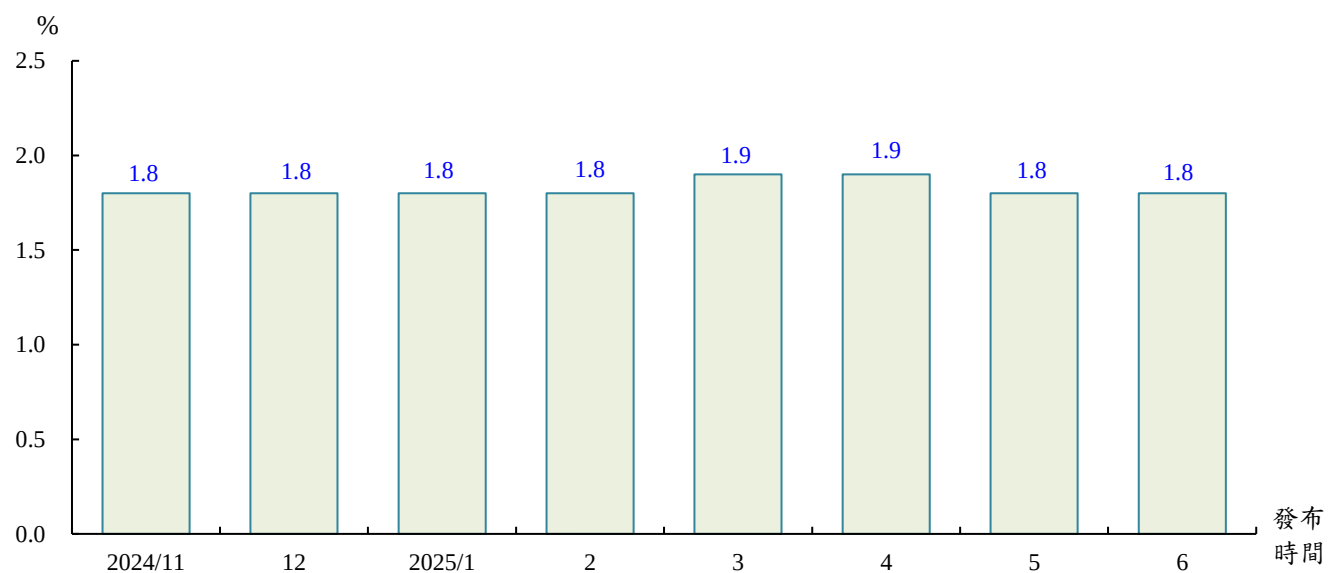
圖 19 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值



註：*為中經院樂觀情境之預測值。

(4)Consensus Economics 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值，**3、4 月略升**為 **1.9%**，5 月起又回降至 **1.8%**(圖 20)。

圖 20 近 20 家專業預測機構對台灣本年 CPI 通膨率之預測數平均



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

三、本行貨幣政策相關議題之說明

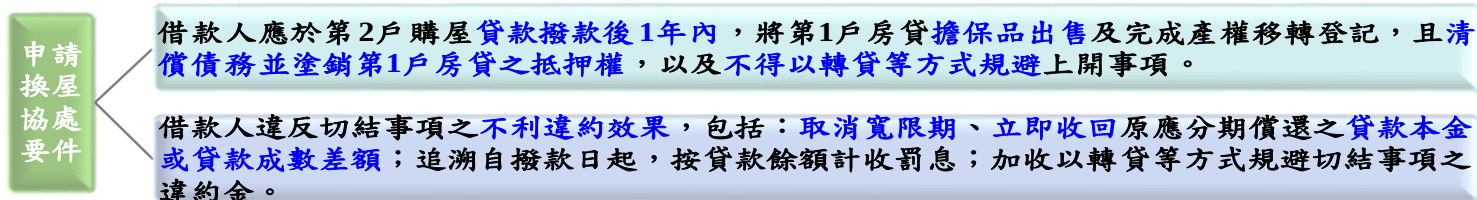
議題一：本行信用管制措施對換屋族之貸款需求影響有限

近期隨房市交易降溫，部分論者與媒體報導反應「因本行**強化信用管制措施**，換屋族**貸款困難，影響換屋**」、「**本行要求銀行維持不動產貸款總額度不變**，只用舊貸清償額度承做新房貸」，以及「因新台幣升值，以新台幣表示的外匯存款帳面價值減少，恐影響銀行承做不動產貸款」等情形。經查，本(114)年以來，銀行**購置住宅貸款與不動產貸款餘額持續成長**；民眾反應有**換屋貸款困難案件不多，且銀行表示1年換屋期限尚屬合理**。茲說明如次：

(一)本行調整信用管制規定已兼顧實質換屋自住者資金需求，提供適當協處措施

1. 媒體報導指稱「本行強化信用管制措施導致民眾**貸款困難影響換屋**」；實際上，**一般家戶自住房屋不會頻繁換屋¹**；為顧及民眾**實質換屋自住者之資金需求**，本行自**112年6月起提供換屋協處措施**。
 - (1) 依本行現行規定，換屋族**尚有1筆未償還貸款**才會受貸款**成數上限與無寬期**限制；惟若**符合換屋協處措施要件**(圖1)，即可**不受本行貸款規範限制**。
 - (2) 根據聯徵中心統計，在上(113)年9月本行調降自然人第2戶購屋貸款**上限至5成**規定以前，上年上半年，**同一借款人新申貸2筆**購置住宅貸款**成數中位數即在5成左右**，本行規範**並未過度嚴苛**。

圖1 民眾申請本行換屋協處要件

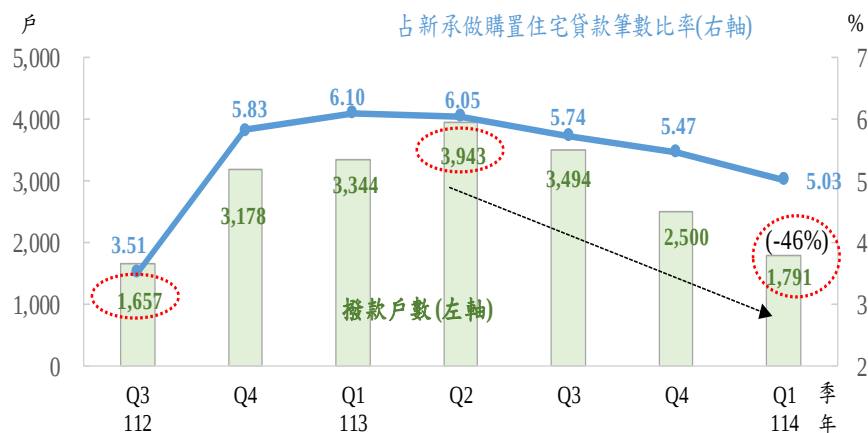


資料來源：本行業務局

¹ 根據財政部綜合所得稅申報核定統計，民眾申請重購自宅戶數自109年4,142戶逐年下降至111年3,598戶；重購自宅戶數相對住宅買賣筆數比率由106年之3.04%逐年下降至111年之2.49%，顯示一般換屋自住需求有限。

2. 另有媒體報導指稱「本行要求銀行維持不動產貸款總額度不變，只用舊貸清償額度承做新房貸」，以及「近期新台幣升值，以新台幣表示的外匯存款帳面價值減少，恐影響銀行後續承做新台幣放款」等情形，上述說法可能係不了解本行選擇性信用管制措施及各銀行自主控管不動產貸款總量的管理方式。
- (1) 上年 8 月以來，本行督促銀行自主控管不動產貸款總量，係由各銀行衡酌自身經營情況，自行訂定 1 年內(上年第 4 季至本年第 4 季)改善不動產貸款總量之控管目標，本行並未要求各銀行維持不動產貸款總額度不變。
- (2) 本行選擇性信用管制措施及銀行自主控管不動產貸款總量所觀測的不動產貸款集中度指標，係以「總放款」為分母項的計算基礎，新台幣升值對銀行不動產貸款總量管制影響亦有限(詳專欄)。
3. 實際上，儘管上年 9 月以來，隨房市交易降溫，本國銀行第 2 戶購屋貸款撥款戶數逐季下降至本年第 1 季之 1,791 戶，惟仍高於 112 年第 3 季之 1,657 戶(圖 2)。本年 5 月底全體銀行購置住宅貸款與不動產貸款仍分別年增 8.0% 與 6.6%(圖 3)，多數銀行不動產貸款與購置住宅貸款仍持續成長。

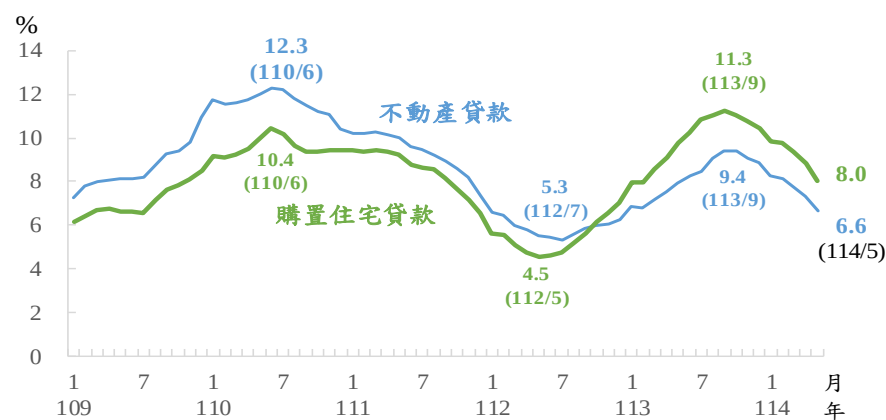
圖 2 本國銀行第 2 戶購屋貸款撥款戶數與其占金融機構新承做購置住宅貸款筆數比率



註：新承做購置住宅貸款筆數係依聯徵中心大數據「購置住宅貸款流量」樣本數，最新至 114 年第 1 季；()內表示年增率。

資料來源：本行業務局、財團法人金融聯合徵信中心，本文自行計算

圖 3 全體銀行購置住宅貸款與不動產貸款餘額年增率



註：不動產貸款＝購置住宅貸款＋房屋修繕貸款＋建築貸款。

資料來源：本行經濟研究處

(二) 經查，上年 9 月以來民眾陳情換屋貸款困難案件不多；且銀行表示 1 年換屋期限尚屬合理

1. 依據本行統計，112 年 6 月至本年 5 月本國銀行辦理換屋協處案件共 2,142 件，占受限貸款撥貸總計(28,564 件)比率僅約 7.5%(表 1)。
 2. 上年 9 月至本年 5 月底，民眾透過電子郵件向本行陳情有關選擇性信用管制措施議題者共計 748 件，其中涉及換屋議題者共計 59 件(占與選擇性信用管制有關案件之 8%，圖 4)，且本年以來，相關陳情案件並未大幅增加。
- (1) 前述有關換屋陳情案所反應之問題態樣，包括貸款困難與無法於 1 年內出售第 1 屋等兩類(圖 4)：
- 有關換屋貸款困難陳情案共 40 件，包括銀行未受理(22 件)，係因借款人不符授信 5P 原則²，或借款人無實質換屋自住需求(借款人與配偶或未成年子女已有多戶房屋、短期內連續買賣房屋、第 1 戶出租使用)；以及民眾反映貸款條件(額度太低，利率偏高)未符合民眾期望(18 件)。
 - 反應無法達成 1 年內出售第 1 屋切結事項之陳情案僅 19 件，經洽銀行瞭解係因主張第 1 屋無法以預期價格出售，或是主張不想賣第 1 屋改賣第 2 屋等。
- (2) 若前述相關陳情案之內容有敘明所涉銀行，本行均已洽請該銀行針對陳情事由酌處。

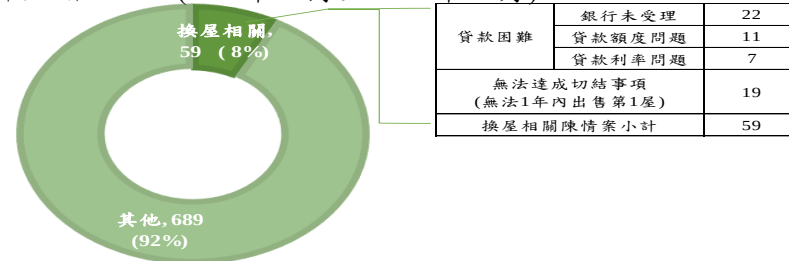
表 1 本國銀行辦理受限貸款與換屋協處措施案件

統計期間	貸款分類	受限貸款	切結換屋		撥貸總計
		戶數 (件) (1)	戶數 (件) (2)	占比 (%) (3)=((2)/ (4))*100	戶數 (件) (4)=(1)+(2)
113/9/20~ 114/5/31	第1戶購屋貸款	7,513	51	0.7	7,564
112/6/10~ 114/5/31	第2戶購屋貸款	18,909	2,091	10.0	21,000
112/6/10~ 114/5/31	合計	26,422	2,142	7.5	28,564

資料來源：本行業務局

圖 4 本行有關選擇性信用管制之陳情案件數

單位：件 (113 年 9 月至 114 年 5 月)



資料來源：本行業務局，本文自行計算

² 授信 5P 原則：係指銀行授信須考量借款戶(people)、資金用途(purpose)、還款來源(payment)、債權保障(protection)及授信展望(perspective)等五面向。

3. 根據本年5月本行對20家主要本國銀行³調查結果顯示，現行銀行執行換屋協處措施之1年換屋期限尚屬合理。

(1) 20家本國銀行112年6月至本年4月辦理換屋協處案件(計1,729件)中，已屆1年換屋期限者(共1,475件)，約9成6已於1年內完成換屋。

(2) 另查前述換屋案件平均出售期間約3個月至8個月，顯示1年換屋期限尚屬合理。

(三)近1年來本行加強專案金檢，發現金融機構辦理自然人第2戶購屋貸款及換屋協處措施仍多缺失

本行專案金檢，發現金融機構辦理自然人第2戶購屋貸款及換屋協處措施仍多缺失(上年1月至本年5月共73件，表2)，主要缺失態樣多涉及逾貸款成數上限、違反房貸戶數認定及申請協處措施卻無換屋需求。

表2 金融機構辦理自然人第2戶購屋貸款及換屋協處措施缺失態樣
(113年1月至114年5月)

分類	主要缺失態樣
與貸款成數有關	購屋貸款加計自行或他行另筆貸款支付購屋價款，合計貸款成數逾法定上限。
	辦理購屋貸款另核予購買房貸壽險額度，以其他名目增貸，致合計貸款成數逾法定上限。
	核貸前借款人另以既有房屋申貸週轉金貸款，以供支付新購房屋價款，應視為已有1戶房貸，致該筆新購房屋貸款屬特定地區第2戶購屋貸款，貸款成數逾法定上限。
有關房貸戶數認定	借款人以既有房屋增貸週轉金用於償還原房貸；或以自有資金先償還原房貸，再以原抵押房屋改貸週轉金貸款流供購屋之用，未核實認定貸款實際資金用途，即以「週轉金」用途報送聯徵，影響房貸戶數認定。
	未於撥款前再次查詢確認借款人名下房貸戶數。
有關換屋協處措施	部分借款人無實質換屋自住需求，惟申請適用換屋協處措施，以規避貸款成數限制。
	借款人違反換屋協處切結事項，未立即執行不利違約效果。
	核貸成數未超過法定上限，卻申報為協處措施案件
有關寬限期	直接核予寬限期或核予透支等其他貸款，供借款人償還每期應攤還本金或利息，變相給予寬限期。

資料來源：本行金融業務檢查處

³ 本行所選之20家銀行購置住宅貸款餘額占本國銀行購置住宅貸款餘額比率為89.9%。

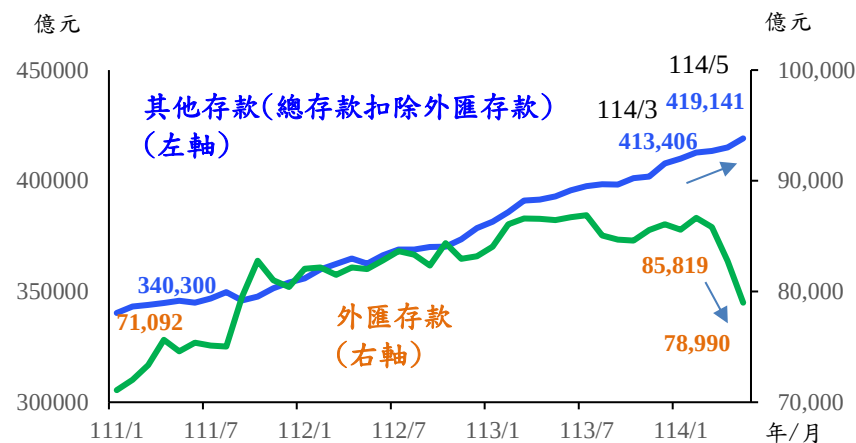
(四)結語

1. 本行上年 9 月強化第 2 戶購屋貸款規定，旨在防範借款人過度擴張信用，並引導信用資源優先留供無自用住宅者，歷次調整相關措施已兼顧實質換屋自住者的資金需求，提供協處措施。
2. 本年 5 月底全體銀行購置住宅貸款持續擴增，上年 9 月至本年 5 月底民眾向本行陳情有換屋貸款困難件數不多，且本年以來未大幅增加，加以銀行均表示持續配合辦理換屋協處措施，且實質換屋自住者多可於 1 年期限內出售第 1 屋，顯示換屋族貸款問題並未惡化。
3. 借款人如有申辦無自用住宅購屋貸款或換屋協處問題，仍可持續透過本行專線或意見信箱反映；本行將予以協處。

專欄：新台幣升值對不動產貸款總量管制影響有限

1. 有媒體指稱，**新台幣升值**，**外匯存款帳面價值減少**，**壓縮銀行承做的不動產貸款量**。惟國內**不動產貸款資金來源主要係來自新台幣存款**，而**新台幣升值**，外匯存款減少，其中部分已轉存為新台幣存款，反而使**其他存款(總存款扣除外匯存款)增加**(附圖 1)，就整體而言對銀行承做後續新台幣放款的功能影響有限。
2. 目前**多數銀行之銀行法第 72-2 條法定比率⁴均在 27% 以下**，距上限 30%尚有空間。
 - (1) **本年 1 至 4 月**，本國銀行平均的法定比率約介於**26.2%~26.4%⁵**之間(附表 1)，相較於上限(30%)，尚有空間承做不動產貸款。
 - (2) 觀察**法定比率分布區間之銀行家數**，本年以來，**每月法定比率在 28% 以上的銀行家數僅 3、4 家**，超過 27% 以上、未達 28% 的銀行家數亦為個位數，**多數銀行之法定比率均在 27% 以下**(附表 1)，非如媒體指稱，目前多家行庫的法定比率逾 28% 近上限。

附圖 1 近 4 年本國銀行外匯存款與其他存款走勢



附表 1 銀行法第 72-2 條法定比率分布區間之銀行家數

單位：家數；%

法定比率區間	114/1	114/2	114/3	114/4
29%以上	0	0	0	0
28%以上，未滿 29%	3	3	4	3
27%以上，未滿 28%	8	6	5	8
27%以下	25	27	27	25
法定比率平均數	26.44%	26.25%	26.31%	26.40%

資料來源：金管會

⁴ 銀行法第 72-2 條規定：商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額，不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之百分之三十。

⁵ 金管會公布之法定比率平均數係不含臺灣土地銀行、中國輸出入銀行及全國農業金庫，共 36 家本國銀行之平均數。

3. 依據銀行法第 72-2 條法定比率實際資料顯示：

(1) 本年 4 月新台幣升值，銀行法第 72-2 條法定比率雖較 3 月上升 0.09 個百分點，主要係分子上升、分母下降所致。

(2) 法定比率的分子項增量 435 億元，大於分母項減量 335 億元(附表 2)，意謂推升法定比率的主要因素係分子項的增量，亦即國銀承做不動產貸款金額擴大，非如媒體指稱法定比率上升全因分母下降所致。

4. 本行不動產信用控管指標為不動產貸款集中度，係以總放款占比為計算基礎：

— 本年 4、5 月新台幣升值，5 月全體銀行不動產貸款集中度較 3 月上升 0.19 個百分點，其中分子項之不動產貸款由 3 月的 14.64 兆元增加至 5 月的 14.73 兆元，增量為 935 億元(附表 3)。

5. 綜上，本年 4、5 月新台幣較 3 月升值，不論不動產貸款集中度比率或銀行法第 72-2 條法定比率，兩者之分子項均較 3 月增加，顯示國銀承做不動產貸款金額並未縮減(附表 2、3)。

附表 2 本年 4 月升值，本國銀行承做不動產貸款金額增加

	新台幣兌美元 匯率升值 (月底銀行間 收盤匯率)	銀行法第 72-2 條法定比率		
		法定比率 =(3)/(4)*100 (%)	住宅建築及 企業建築放款 (分子) (3) (億元)	存款及金融債券 發售額之和 (分母) (4) (億元)
114/3 (1)	33.182	26.31	152,278	578,696
114/4 (2)	32.017	26.40	152,713	578,361
差距(2)-(1)	-1.165	+0.09	+435	-335

註：住宅建築及企業建築放款係指銀行總分支機構(含國際金融業務分行及海外分行)提供借款戶申貸資金用於興建或購置住宅及企業用建築物之放款。

資料來源：金管會

附表 3 本年 4、5 月升值，全體銀行承做不動產貸款金額增加

	新台幣兌美元 匯率升值 (月底銀行間 收盤匯率)	不動產貸款集中度		
		比率 =(3)/(4)*100 (%)	不動產貸款 (分子) (3) (億元)	總放款 (分母) (4) (億元)
114/3 (1)	33.182	36.89	146,397	396,800
114/5 (2)	29.929	37.08	147,332	397,349
差距(2)-(1)	-3.253	+0.19	+935	+549

註 1：不動產貸款係指銀行國內總分支機構(不含國際金融業務分行及海外分行)承做的購置住宅貸款、房屋修繕貸款及建築貸款。

2：註：全體銀行包括本國銀行、外國及大陸銀行在台分行資料。

資料來源：本行

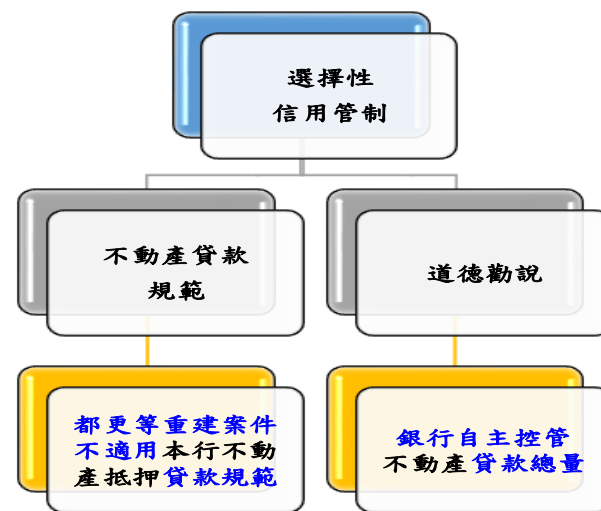
議題二：本行督促銀行自主控管不動產貸款總量對推動都更影響亦有限

近期部分媒體報導與業者指稱，本行將都更與危老等特定貸款排除適用本行信用管制規範，惟仍受限不動產貸款集中度總量管制，**建議本行放寬不動產貸款集中度管制**。惟近年**本國銀行都更相關貸款餘額持續顯著擴增**，本年5月底年增率高達**28.9%**，遠高於全體銀行建築貸款年增幅之**2.5%**；本行不動產貸款集中度指標**若排除都更相關貸款等特定貸款**，將無法完全反應不動產相關貸款授信風險，茲說明如次：

(一) 現行本行信用管制規範已排除針對都更相關重建案件之適用，有助都更政策推行

1. **本行不動產抵押貸款規定**：針對都更、危老或其他配合政府政策之**重建案件**，為配合政府加速重建政策，**不受本行貸款規定限制**。
2. **有關不動產貸款總量管控措施**：本行上年8月**請各銀行自行考量自身經營情況**，研提不動產貸款**具體量化改善方案**，**自訂控管目標**，並給予1年(上年第4季至本年第4季)調整期；為配合政府政策順利推展，本行**多次重申前述改善方案不應影響**無自用住宅民眾購屋，以及**業者推動都市更新、危老重建**、社會住宅等配合政府政策用途，及企業購建自用廠辦**等所需資金**。

圖1 本行信用管制相關措施示意圖



資料來源：本行整理

(二) 部分媒體指稱本行對都更相關貸款「一邊喊通融、一邊踩剎車」；惟都更相關貸款持續顯著擴增

1. 媒體指稱「合格都更或危老重建案件可能因不動產貸款總量限制而遭婉拒」；惟**本行並未明訂不動產貸款總量限制**，**銀行准駁相關貸款係基於其自身授信風險考量**。

- (1)本行上年 8 月請銀行自主控管不動產貸款總量，旨在督促其合理配置信用資源，避免過多信用資源流入不動產市場，並未訂定相關貸款總量上限，而係由銀行自訂控管目標；且配合政府推動相關政策，提供配套措施。
- (2)銀行依據自身授信政策及 5P 原則、5C 分析法⁶，辦理都更危老等重建案件；惟如借款人債信不佳或財務槓桿操作過高，或土地尚未完成整合，或尚無開發意願，銀行較無承做之意願。

2. 近年政府審定與核定都更案件與危老重建計畫漸增，本國銀行都更相關貸款餘額持續顯著擴增。

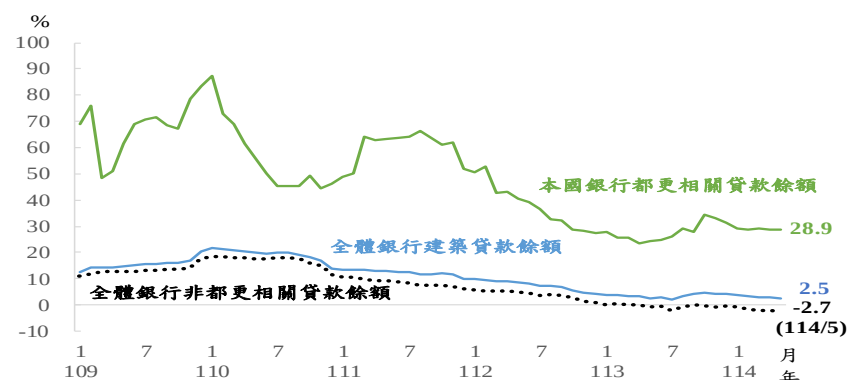
- (1)本年 5 月底本國銀行都更相關貸款餘額⁷由上年 8 月底 5,921 億元增至 7,089 億元，增加 1,160 億元(成長 20%)；其占全體銀行建築貸款餘額比率已由上年 8 月底 17.4%升達本年 5 月底之 20.7%；若與 109 年 12 月底(本波選擇性信用管制實施前)1,740 億元比較，則都更相關貸款增加 5,348 億元(成長 307%，圖 2)。
- (2)109 年以來，本國銀行都更相關貸款餘額年增率均逾 20%，本年 5 月底為 28.9%遠高於全體銀行建築貸款餘額增幅 2.5%(圖 3)

圖 2 本國銀行都更相關貸款餘額與其占全體銀行建築貸款餘額比率



資料來源：本行、金管會，本文自行計算

圖 3 本國銀行都更相關貸款餘額、全體銀行建築貸款餘額及非都更相關貸款餘額年增率



註：非都更建築貸款係指全體銀行建築貸款餘額扣除本國銀行都更相關貸款計算。

資料來源：本行、金管會，本文自行計算

⁶ 信用 5C 分析法：則係指依品格(Character)、能力(Capacity)、資本(Capital)、擔保品(Collateral)、企業前景(Condition of business) 等五面向，評估授信風險。

⁷ 都更相關貸款餘額係指本國銀行依據都更條例及都市危險及老舊建築物加速重建條例得免計入銀行法第 72 條之 2 項目。

(三)部分不動產業者建議銀行不動產貸款總量控管應排除都更相關貸款，惟此做法不符本行信用管制意旨

1. 本行關注銀行不動產貸款集中度，旨在引導信用資源合理配置，並控管相關授信風險；若銀行計算不動產貸款集中度指標時，排除都更相關等特定貸款，將無法完全反映與不動產相關授信風險，且不利本行落實引導信用資源流入非不動產貸款之目的。
2. 由於房市景氣循環期間長，本行須注意相關信用觀測指標之長期比較與一致性，避免相關指標之數值因調整計算方式而下降，致外界誤以為銀行不動產貸款集中度居高情形已改善。
3. 都更、危老等相關配合政府政策之建築貸款雖屬政策性貸款，惟均為中長期貸款，仍承受房市景氣波動風險；且隨相關貸款持續擴增，相關貸款風險仍高，近期已見都更建案相關貸款違約案件，宜加以留意。

(四)結語

1. 本行上年8月請銀行自主控管不動產貸款總量，旨在督促其合理配置信用資源，避免過多信用資源流入不動產市場，並未訂定相關貸款總量上限，並已配合政府推動相關政策，提供協處措施。
2. 近年隨政府審定與核定都更案件與危老重建計畫漸增，本國銀行都更相關貸款餘額持續顯著擴增，本年以來年增幅仍大，5月底為28.9%，遠高於全體銀行建築貸款年增幅之2.5%。
3. 都更、危老等相關配合政府政策之建築貸款雖屬政策性貸款，惟均為中長期貸款，仍承受房市景氣波動風險；若銀行計算不動產貸款集中度指標時，排除都更相關等特定貸款，將無法完全反應與不動產相關授信風險，且不利本行落實引導信用資源流入非不動產貸款之目的。

議題三：新台幣匯率波動對進出口廠商之影響及其因應

本年以來，新台幣匯率波動擴大，主要係國際經貿及金融情勢變化較大，尤其4月9日美國宣布暫緩90天實施對等關稅，以及4月11日公布半導體及資通訊產品等20項對等關稅暫時豁免清單，使得客戶積極提前備貨；此期間，外資匯入資金投資台股，加以廠商因新台幣升值預期心理，增加美元供給所致。

當新台幣**升值(貶值)**，將造成**出口**營收或價格競爭力**下降(上升)**，惟亦造成生產所需的中間財及資本設備**進口成本下降(上升)**，其對出口商之利弊可**部分抵銷**；此外，**新台幣匯率有升有貶**，匯率升貶亦對國內廠商之**外幣兌換損益**產生影響，爰撰擬本文供參。

(一)匯率只有一種價格，無法同時又升又貶，本行匯率政策以全民最大福祉為依歸

1. 新台幣匯率由外匯市場供需決定。外匯市場參與者眾多(圖1)，而匯率是一種價格，不能同時又升又貶，故無法滿足所有個別參與者或特定產業的期待。

(1) **出口商**：希望新台幣**貶值**，可增加其新台幣收益。

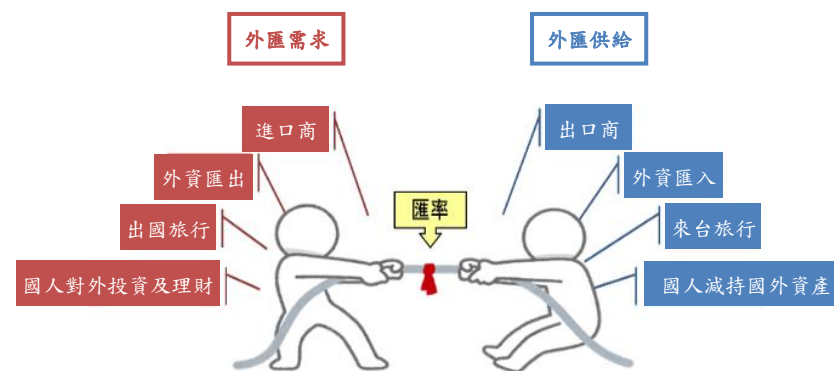
進口商與消費者：希望新台幣**升值**，能以較便宜的新台幣價格購入進口商品及服務。

(2) **大企業**：財務資源較充足，**產品競爭力較強**，對匯率波動影響的**承受力較佳**。

中小企業：財務資源及避險能力**較有限**，需提高產品競爭力，以降低匯率波動的影響。

2. 本行維持新台幣匯率的動態穩定，持續促進外匯市場有序運作，以求全民之最大福祉。

圖1 國內匯市之主要參與者



(二)近期新台幣匯率升幅較大，主要係台灣經濟基本面較佳；惟其波動幅度多低於其他主要貨幣

1. 本年以來，新台幣升幅較大，主要反映台灣經濟基本面較佳。

(1) 本年迄今(6/16)，新台幣對美元升值 11.0%(圖 2)，小於歐元(11.7%)，大於日圓(8.6%)、韓元(8.4%)及新加坡幣(6.7%)。

(2) 第 1 季經濟成長率(圖 3)：台灣 5.48%，優於中國大陸(5.42%)、新加坡(4.95%)、日本(1.70%)、歐元區(1.61%)及南韓(-0.20%)。

(3) 1 至 5 月出口年增率(圖 4)：台灣 24.3%，遠大於中國大陸(6.0%)、日本(5.8%)、歐元區(4.3%)、南韓(-0.9%)及新加坡(-2.9%)。

2. 長期以來，新台幣對美元匯率較其他主要貨幣相對穩定；近期新台幣對美元匯率波動幅度雖略擴大，惟多低於其他主要貨幣(圖 5)。

圖 2 本年以來主要貨幣對美元升貶幅
(2025/6/16 與 2024 年底相較)

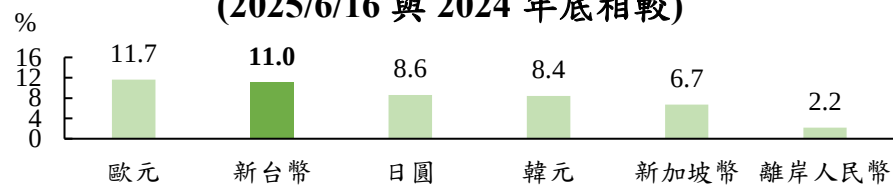


圖 3 2025 年 Q1 主要經濟體經濟成長率

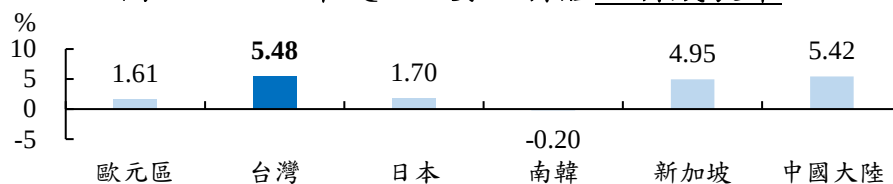
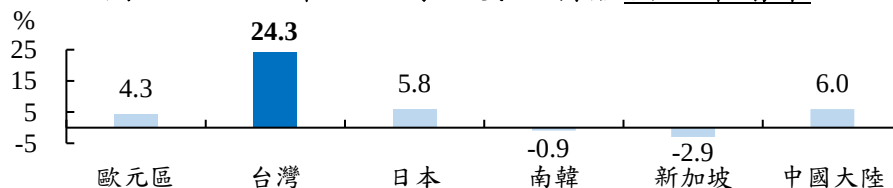
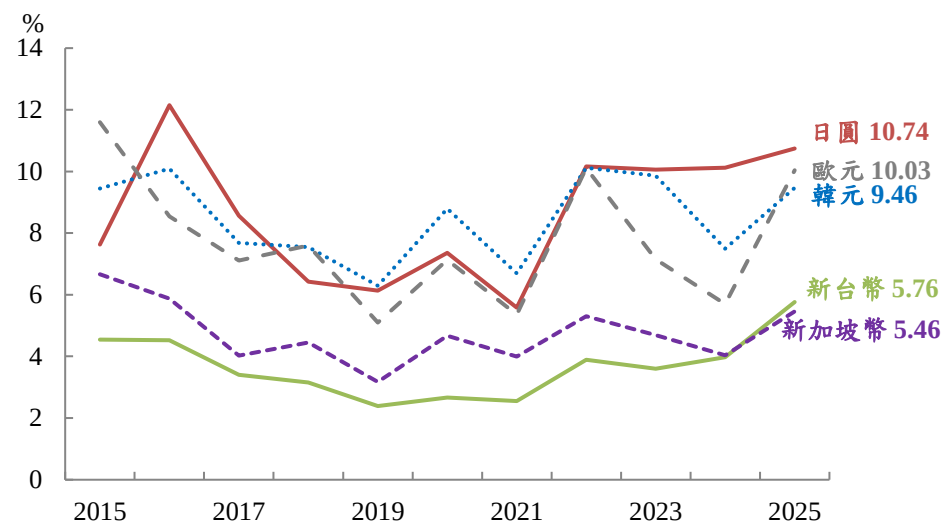


圖 4 2025 年 1~5 月主要經濟體出口年增率



註：美元計價資料。新加坡出口採本地出口資料，歐元區出口為 1~4 月資料。
資料來源：中央銀行、S&P Global、各國通關統計

圖 5 主要貨幣對美元匯率之年平均波動幅度



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. 2025 年平均波動度係該年 1 月 2 日至 6 月 16 日資料平均。

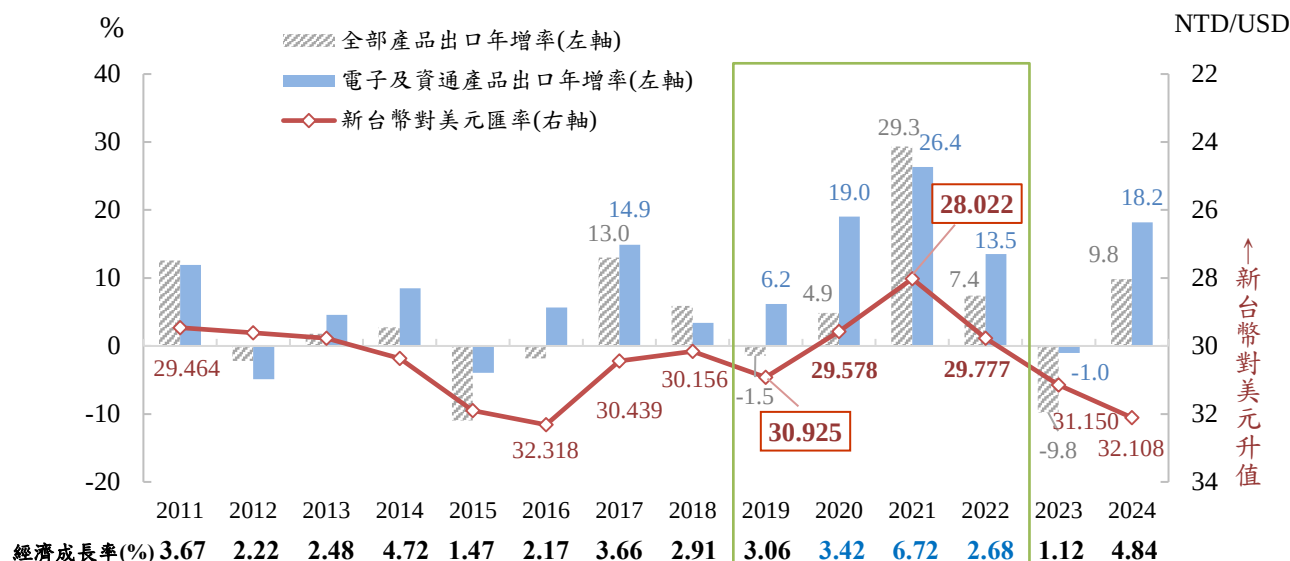
資料來源：中央銀行

(三)台灣出口深受國外需求影響，且近年競爭力提升，減緩新台幣匯率波動對產品競爭力之影響

1. 近年新台幣對美元升值期間，台灣經濟表現仍具韌性。

- (1) 近年國內科技大廠持續投入高階製程，具出口競爭優勢，加以主要經濟體對台灣主要出口產品(如 AI 等新興科技應用)需求殷切，高科技產品出口表現亮麗，推升台灣整體出口動能。
- (2) 回顧 2019 年至 2022 年初，新台幣對美元匯率亦曾大幅升值(2022 年 1 月最高升至 27.607 元)，惟 2020~2022 年這 3 年我國出口成長率平均值約 13.9%，經濟成長率平均值約 4.3%(圖 6)，優於其他主要經濟體⁸。
- (3) 本年 5 月新台幣匯率升值，台灣出口物價較上年同月下降 7.3%，惟 AI 等應用持續熱絡及客戶端因應美國關稅政策變數提前備貨等國外需求強勁，台灣以新台幣計價之出口金額年增率達 32.3%(表 1)。

圖 6 台灣出口年增率與新台幣對美元匯率



註：新台幣對美元匯率係年平均匯率；出口年增率係採美元計價資料。

資料來源：中央銀行、財政部、主計總處

表 1 台灣出口金額、數量及物價年增率

	新台幣計價		
	出口金額	出口物價	出口數量
2024年	13.0	2.2	10.6
Q1	16.2	1.4	14.6
Q2	15.8	4.8	10.5
Q3	11.0	1.8	9.1
Q4	9.9	0.7	9.1
1~5月	13.4	2.7	10.3
2025年4月	33.1	-0.4	33.7
5月	32.3	-7.3	42.7
Q1	23.0	3.5	18.8
1~5月	27.0	0.5	26.6

資料來源：財政部、主計總處

⁸ 2020~2022 年出口年增率 3 年平均值：台灣為 13.9%，高於新加坡(9.8%，本地出口)、南韓(8.8%)、歐元區(5.5%)及日本(2.5%)等。
經濟成長率 3 年平均值：台灣為 4.3%，亦高於新加坡(3.3%)、南韓(2.2%)、歐元區(1.3%)及日本(-0.2%)等。

2. 出口會衍生進口需求，新台幣升值對出口的不利影響，部分會被進口成本下降的益處抵銷。

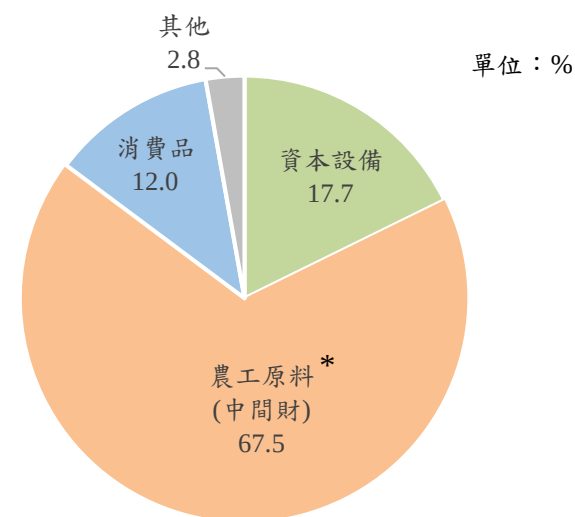
(1)伴隨物流、資訊流等成本的降低，催化**全球價值鏈**(Global value chain)**發展**，**跨國產業專業分工盛行**，企業將不同的生產階段活動分散在許多不同國家，以致**出口品**中，**使用愈來愈多自國外進口的中間財**。實證研究發現，**進口比重越高**的出口商，其**匯率變動**對出口的**影響越小**⁹，全球價值鏈的參與，使得匯率升貶對出口的影響弱化¹⁰。

(2)台灣**高科技**(如**半導體**)企業全球運籌，力求**提升先進製程技術**及**客戶夥伴關係**，以及在全球供應鏈關鍵地位，對出口品價格具有影響力，匯率對出口之影響下降。研究顯示，台灣「電腦、電子與光學製品」因全球價值鏈參與程度高，且具技術領先優勢，致匯率變動對其出口的影響不明顯¹¹。

(3)國內**資源有限**，出口品之生產原料多**仰賴**國外**進口**。

台灣農工原料進口占總進口的比重約 2/3(圖 7)，其中半數以上用來投入出口品生產。**新台幣匯率升貶**，不僅**影響出口價格**，亦同時**影響進口成本**，兩者會**部分抵銷**。

圖 7 台灣進口貿易結構(2024 年)



註：*我國農工原料進口主要包括積體電路、原油等礦產品、塑化原料及基本金屬。
資料來源：財政部

⁹ 見 Amiti, Mary, Oleg Itskhoki and Jozef Konings (2014), "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect," *American Economic Review* 104 (7): 1942–78.

¹⁰ 見 Ahmed, Swarnali, Appendino Maximiliano and Ruta Michele (2015), "Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports," *IMF Working Paper No. 15/252*.
以及 Sato, Kiyotaka and Shajuan Zhang (2019), "Do Exchange Rates Matter in Global Value Chains?" *RIETI Discussion Paper Series 19-E-059*.

¹¹ 見梁冠璇 (2020)，「由全球價值鏈探討新台幣變動對我國貿易的影響」，財政園地，第 85 期，頁 3-11。

□ 對進口商而言：

- 新台幣升值，進口成本下降、毛利上升；消費者亦可享受較便宜的進口消費品，對外購買力提升。

□ 對出口商而言：

- 企業同時為出口商與進口商
 - 台灣出口及進口以美元報價的比重分別約 9 成及 8 成(圖 8)
 - 台灣出口產業以資本密集型為主(比重約 6 成)，進口大量資本設備¹²
- 進口商與出口商為供應鏈上下游關係

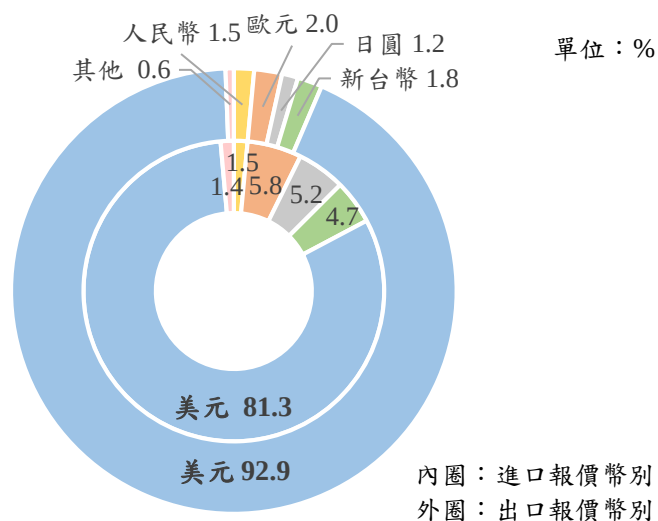
新台幣升值對出口商之利弊可部分互抵

× 出口營收或價格競爭力下降。

- ✓ 生產所需的 中間財進口成本下降。
- ✓ 投資所需的 資本設備進口成本下降。

利弊可部分互抵，而非只有單方面的不利影響。

圖 8 台灣進出口報價幣別比重(2024 年)



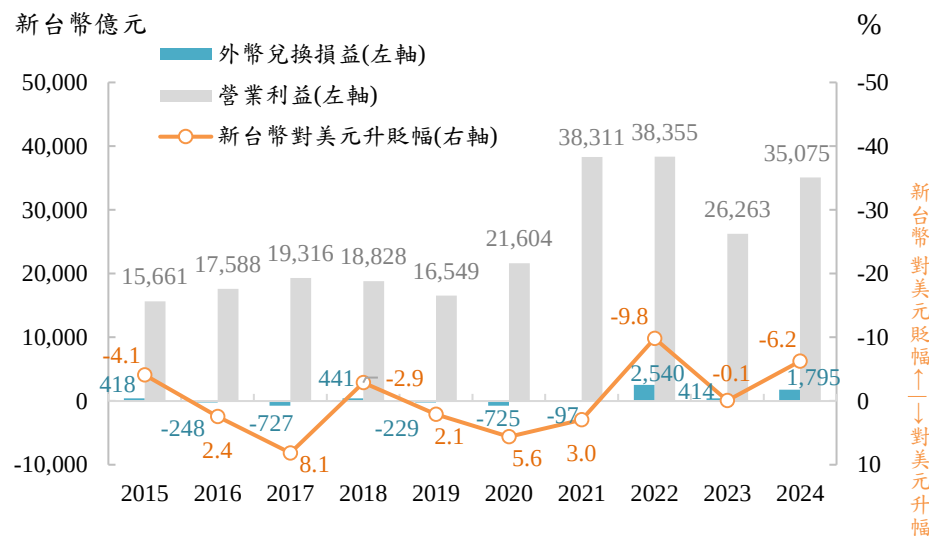
資料來源：財政部

¹² 例如，近 5 年台灣平均每年之半導體設備進口近 280 億美元。

(四)新台幣匯率有升有貶，就一段期間而言，匯率升貶對企業在不同期間造成之外幣兌換損益，應可部分互抵

1. 一般產業¹³上市櫃公司之**各年外幣兌換損益¹⁴有正有負**，損失(利益)與新台幣對美元升(貶)值的方向一致(圖 9)。
2. **2015~2021 年**雖有**外幣兌換損失**新台幣 **1,167 億元**，惟 **2022~2024 年**有**外幣兌換利益**新台幣 **4,749 億元**，互抵後，**近 10 年(2015~2024 年)**合計**利益**達新台幣 **3,582 億元**(表 2)。
3. **2015~2021 年合計**，一般產業上市櫃公司之**營業利益**達新台幣 14.8 兆元，**遠逾外幣兌換損失**之新台幣 1,167 億元，外幣兌換利益對營業利益之**比率為-0.8%**；**近 10 年**合計，外幣兌換利益對營業利益之**比率為正數 1.4%**。

圖 9 新台幣匯率升貶與一般產業上市櫃公司外幣兌換損益



註：新台幣對美元升貶幅採期底匯率計算。
資料來源：中央銀行、台灣經濟新報資料庫

表 2 一般產業上市櫃公司之外幣兌換損益及營業利益

單位：新台幣億元

	2015~2021	2022~2024	10年合計
營業利益 (1)	147,857	99,692	247,549
外幣兌換損益 (2)	-1,167	4,749	3,582
外幣兌換損益 / 營業利益 (2)/(1)	-0.8%	4.8%	1.4%
營業利益與外幣兌換損益合計 (1)+(2)	146,690	104,441	251,131

資料來源：台灣經濟新報資料庫

¹³ 本文主要分析一般產業，故不含金融保險業。一般產業之外幣兌換損益屬於營業外損益。

¹⁴ 例如，出(進)口商之應收(付)帳款及實際收(付)款時點的匯率不同，導致以新台幣認列的收入(成本)不同，而產生外幣兌換損益。

(五)企業因應新台幣升值之主要做法

1. 根據本行與國內主要代表性企業之訪談結果¹⁵，企業主要採下列方式因應新台幣升值：

(1)避險

☐ 自然避險：多數企業之**主要外匯避險方式**。

— 如上述，台灣進、出口主要以美元報價，就**個別廠商而言**，其營運以同一幣別收、付，從而降低匯兌風險，如銷貨收入以美元計價，同時以美元支付原物料、設備費用等。

☐ 企業將**應收美元帳款**或應收應付**美元帳款差額**，以**遠期外匯**進行避險。

☐ 企業如未以遠期外匯避險，則收到美元貨款時，**立即在匯市兌換成新台幣**，消除匯率風險。

(2)調整產、銷模式

☐ 短期：調高產品售價、降低成本支出、減少承接低毛利訂單。

☐ 中長期：提高產品附加價值、多角化發展。

2. 鑑於當前國際經貿及金融情勢具高度不確定性，政府可協助較無能力避險之中小企業、傳產業，以降低新台幣匯率波動之影響：

☐ **本行**：將持續**促進外匯市場有序運作**，**維持新台幣匯率動態穩定**。

☐ **政府相關主管機關**：繼續**協助企業提高產品附加價值及多角化發展**。

¹⁵ 本行每季會針對各行業之代表性企業進行訪談，瞭解其對重大經濟金融議題看法。
此處係根據本年第2季本行對半導體、電腦系統、紡織與機械等30多家企業訪談之結果。

四、美國貿易逆差與川普 2.0 政策相關議題 Q&A

本(2025)年美國總統川普再度執政，開啟川普 2.0 時代。除延續其第一任期「美國優先」(America First)之理念外，川普政府強調，美國因提供全球安全保護傘與核心國際貨幣美元等 2 項全球公共財，付出不公平的代價，尤以美國商品貿易逆差、財政赤字惡化、製造業外移等經濟失衡為甚。對此，川普 2.0 政策在經濟上採更為激進手段，如擬採對等關稅(reciprocal tariffs)等措施，迫使貿易對手國與其進行雙邊談判，聲稱藉此可解決美國經濟失衡問題。

由於近期各界對上述議題多有討論，本文擬以問答方式，先檢視美國貿易逆差等結構性失衡現象，再說明川普本年以來擬定的一系列政策，並整理外界的評論及分析其實施之可能影響。分述 6 個問題如下：

Q1. 美國長期貿易逆差的根本原因為何？

Q2. 美國財政赤字惡化的主因為何？

Q3. 為何美國貿易逆差與財政赤字之「雙赤字」問題得以長期持續？

Q4. 美國長期商品貿易逆差與製造業外移的關係及其影響為何？

Q5. 川普 2.0 政策的主要內容為何？

Q6. 外界對川普 2.0 政策的看法及其影響為何？

透過深入淺出的問答討論，希望有助各界對上述議題之瞭解。

Q1：美國長期貿易逆差的根本原因為何？

A1：美國長期貿易逆差主要反映其內部經濟結構失衡。根據國民所得會計恆等式，美國經常帳逆差長期存在，根源於民間儲蓄不足，不足以支應龐大的政府財政赤字。若將美國內部結構失衡歸咎於他國，並施壓他國貿易與匯率政策，將難以對症下藥，無法有效改善此結構性問題。

- (一)美國經常帳逆差情況係長期現象；就經常帳組成項目而言，美國服務貿易順差難以抵銷商品貿易持續巨額逆差，經常帳逆差仍持續擴大(表 1)。
- 1. 1980 年以來，美國服務貿易受惠於金融服務、智慧財產權等，高附加價值優勢相關產業蓬勃發展，其服務貿易多呈順差情況(表 1)；2024 年服務貿易為順差 2,952 億美元。
 - 2. 相對地，1980 年以來美國推動全球化，促成全球貿易分工與製造業外包(outsourcing)，美國消費商品(consumer goods)愈來愈依賴進口；而國內需求持續強勁下，進口額擴張且大於出口額，商品貿易逆差擴大(表 1、圖 1)；2024 年商品貿易逆差為 12,130 億美元。
 - 3. 美國服務貿易順差難以抵銷持續擴大的商品貿易逆差，經常帳逆差擴大，2024 年達 11,336 億美元(表 1)。

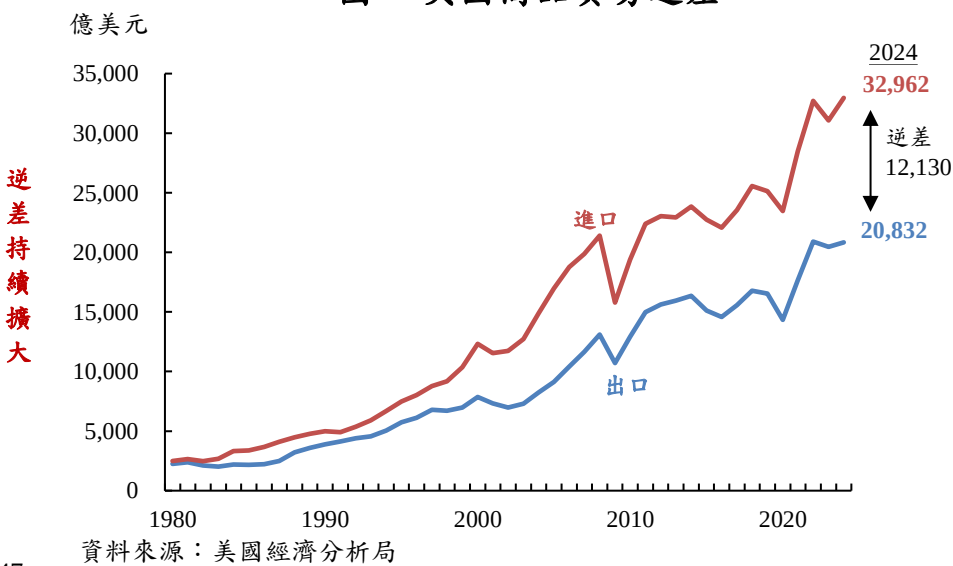
表 1 美國經常帳及其組成項目

單位：億美元

	1980	1990	2000	2010	2020	2024
經常帳	23	-790	-4,019	-4,320	-6,012	-11,336
商品貿易	-255	-1,110	-4,468	-6,487	-9,129	-12,130
服務貿易	61	302	771	1,456	2,592	2,952
所得收支淨額	218	18	-323	711	525	-2,158

註：1.表格中數值之正號表示順差，負號表示逆差。
2.服務貿易包括金融、智財權使用、旅行、電信電腦及資訊、維修、營建、個人文化視聽、保險、運輸、其他事務服務，以及政府商品及服務等。
所得收支包括投資所得、薪資所得及無償移轉所得(如捐贈、贍家)等。
資料來源：美國經濟分析局

圖1 美國商品貿易逆差



(二)觀察美國經常帳逆差對 GDP 比率與負超額儲蓄率，走勢亦步亦趨(圖 2)。根據國民所得會計恆等式，美國經常帳逆差反映其國內儲蓄不足，即美國國內消費過多，生產不足，須仰賴進口。

根據國民所得會計恆等式，「經常帳順差」(經常帳逆差)與「超額儲蓄」(儲蓄不足)是一體兩面。即：

$$(X-M) = (S-I) + (T-G)$$

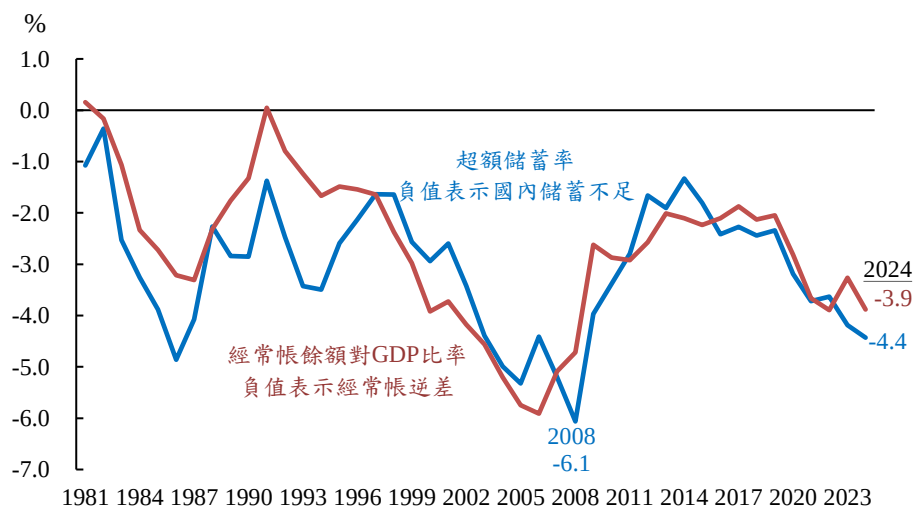
民間部門 政府部門

其中 X 為輸出；M 為輸入；S 為民間儲蓄；I 為民間投資；T 為政府稅收；G 為政府支出(包含政府消費與投資)。

以美國為例，美國經常帳逆差($X-M < 0$)，主要反映民間部門超額儲蓄($S-I > 0$)不足以支應政府部門之巨額財政赤字($T-G < 0$)。美國長期面臨「雙赤字」(Twin Deficit)問題，即經常帳逆差與財政赤字同時存在。

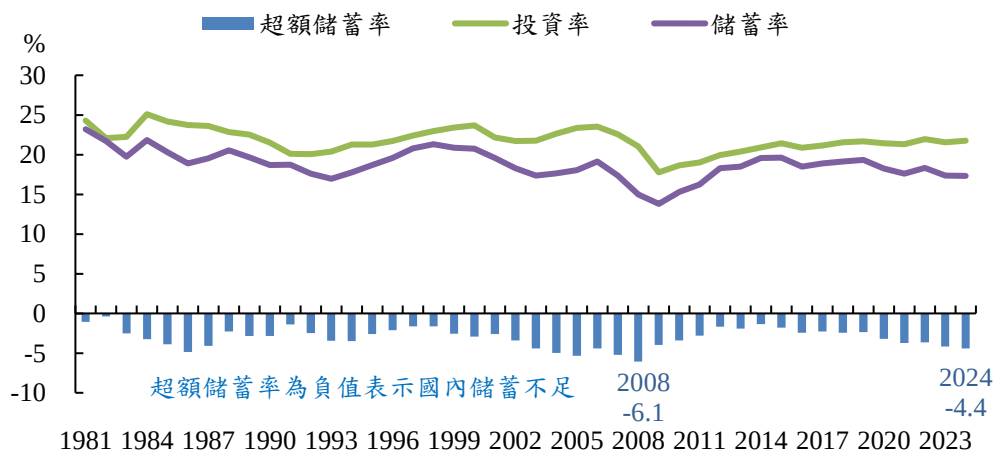
1. 長期以來，美國國內投資率一向高於儲蓄率，儲蓄不足以支應投資使超額儲蓄率為負值，2024 年美國超額儲蓄率為-4.4%(圖 2、圖 3)。

圖 2 美國經常帳餘額對 GDP 比率與超額儲蓄率



資料來源：美國經濟分析局、LSEG Datastream

圖 3 美國儲蓄率、投資率及超額儲蓄率

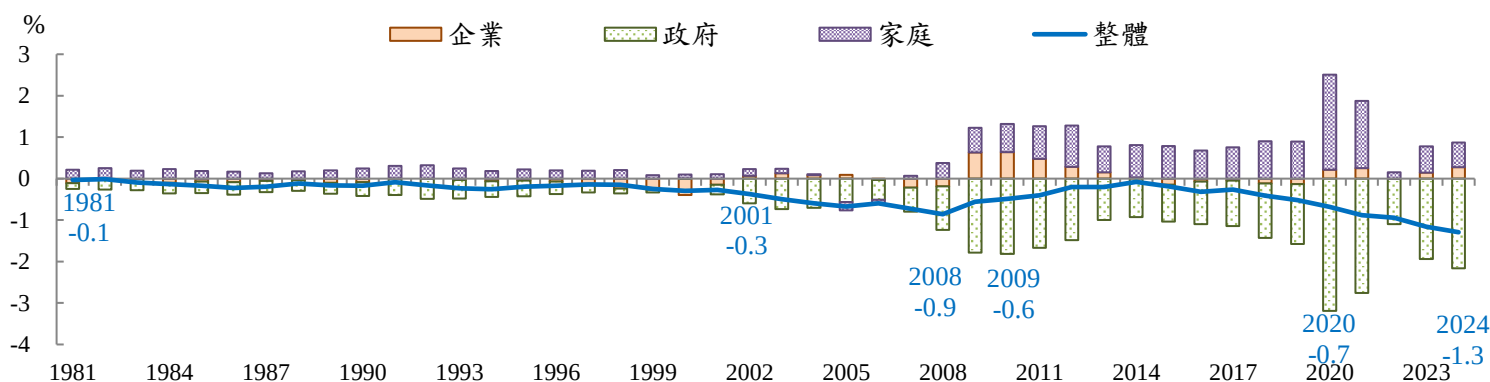


註：儲蓄率係民間部門與政府部門之儲蓄加總對 GDP 之比率；投資率為民間部門與政府部門之投資加總對 GDP 之比率；超額儲蓄率則是儲蓄率減去投資率。

資料來源：美國經濟分析局

2. 就部門別觀察，對超額儲蓄影響最大的兩個部門為家庭與政府部門，其中**政府財政赤字係美國長期儲蓄不足之主因**。
- 1981 年至 2007 年，美國家庭部門之儲蓄雖不大，然能彌補一部分政府部門的財政赤字，全體超額儲蓄率仍微小；**2008 年全球金融危機，政府的負儲蓄擴大，全體超額儲蓄率達-0.9%**(圖 4)。
 - 2008 年全球金融危機爆發後，美國家庭部門儲蓄增加，且**企業部門**投資不振，其**超額儲蓄由負轉正**；惟**政府擴大支出，政府部門財政赤字龐大**，致**整體而言**，仍呈現**國內儲蓄不足**，**2009 年全體超額儲蓄率達-0.6%**(圖 4)。
 - 2009 年後，美國民間部門超額儲蓄明顯擴大，惟遠不足以支應政府部門巨額財政赤字，國內儲蓄不足持續惡化；2020 年 **COVID-19 疫情後**，美國**政府社福支出大增**，嗣隨 2022 年俄烏戰爭爆發與中東情勢緊張，2023 年與 2024 年**國防支出擴增**，加以 Fed 因應高通膨而大幅升息，使聯邦政府債務利息攀升；政府部門**支出遠大於收入**，國內儲蓄不足問題更加惡化。

圖 4 美國超額儲蓄之來源(部門別)



資料來源：美國經濟分析局

- (三) 主要經濟學家多認為**美國長期經常帳逆差反映其內部經濟結構失衡**，如美國前總統雷根(Ronald Reagan)白宮經濟顧問委員會前主席 Martin Feldstein(2014、2017)¹表示，**美國長期經常帳逆差反映國內儲蓄過低**，而**非貿易夥伴匯率政策**。另美國前總統小布希(George W. Bush)白宮經濟顧問委員會前主席 Glenn Hubbard(2025)²亦指出，美國需提高國內儲蓄，且應縮減財政赤字，此將有助國內儲蓄增加，同時美國經常帳逆差亦將縮小。因此，**單靠匯率調整，無法有效改善貿易逆差**。

¹ Feldstein, Martin (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *Financial Times*, May 15; Feldstein, Martin (2017), "Inconvenient Truths about the US Trade Deficit," *Project Syndicate*, Apr. 26.

² Hubbard, Glenn (2025), "What Rebalancing the US Economy Really Requires," *Project Syndicate*, Apr. 3.

Q2：美國財政赤字惡化的主因為何？

A2：美國長期財政赤字問題，就政府收入面而言，歷任政府多個減稅政策致稅基流失，而就支出面而言，則因高額社會福利支出、龐大國防支出，以及沉重利息負擔等而明顯擴張；當前加重的利息負擔使財政赤字更加惡化。

(一)1980 年代以來，美國歷任政府多入不敷出，財政惡化；如川普 1.0 與拜登總統任內，儘管政策立場不盡相同，惟均面臨財政支出擴張明顯高於收入之挑戰，財政支出對 GDP 比率分別升達 23.1%與 25.1%，而財政收入對 GDP 比率則分別為 16.4%與 17.6%；其中利息支出雙位數成長是支出擴增的重要原因之一(表 2)。

表 2 1981-2024 年美國歷任政府之財政政策重點及主要財政支出資料

單位：%

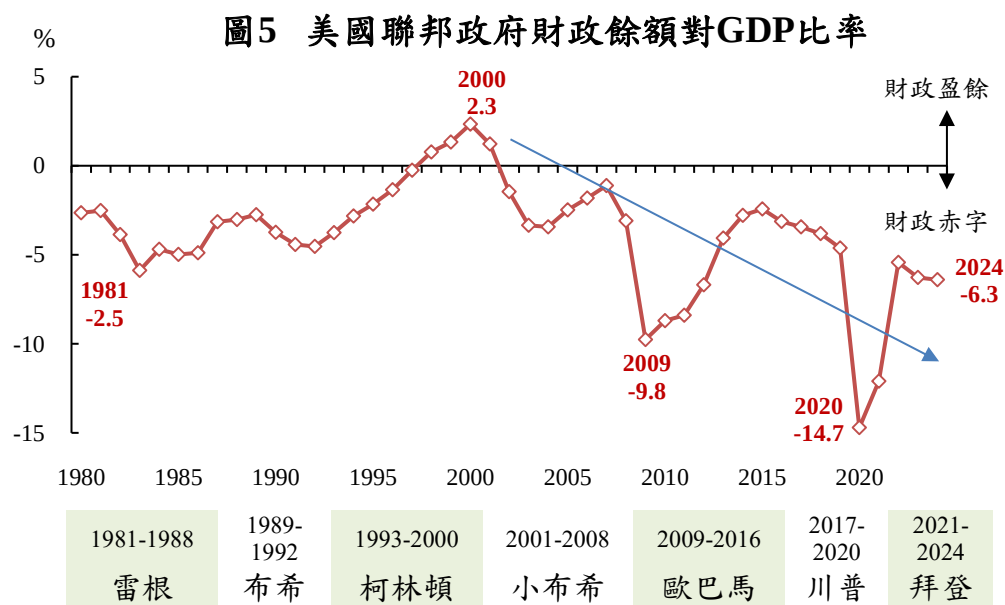
年	美國總統	政策重點	財政 總收入對 GDP 比率	財政 總支出對 GDP 比率	社會福利 支出成長率 (比重)	國防支出 成長率 (比重)	利息支出 成長率 (比重)	其他支出 成長率 (比重)
1981~1988	雷根(Ronald Reagan)	採供給面經濟學，減稅刺激經濟，擴大軍費因應美蘇冷戰需求	17.7	21.6	8.9 (31.1)	10.3 (26.3)	14.6 (12.6)	7.7 (29.9)
1989~1992	布希(George H. W. Bush)	調升所得稅與燃油稅，波斯灣戰爭增加軍費支出	17.4	21.3	9.7 (33.4)	0.9 (23.2)	7.1 (14.7)	6.8 (28.8)
1993~2000	柯林頓(Bill Clinton)	冷戰結束釋出和平紅利，經濟強勁擴張，增稅並削減政府支出，達成財政平衡	18.5	19.2	5.5 (41.1)	-0.1 (17.6)	1.6 (14.3)	3.3 (27.1)
2001~2008	小布希(George W. Bush)	推動減稅，面臨 911 恐怖攻擊、阿富汗與伊拉克戰爭，面臨金融危機後支出需求，及颶風後醫療與援助	17.1	19.1	6.8 (43.7)	9.8 (19.1)	2.4 (8.4)	6.6 (28.8)
2009~2016	歐巴馬(Barack Obama)	終止小布希減稅政策，金融危機後經濟嚴重衰退，大規模財政激勵措施與社會安全措施擴大政府支出	16.1	21.8	5.8 (47.2)	-0.4 (18.1)	0.1 (6.1)	3.4 (28.6)
2017~2020	川普(Donald Trump)	推動減稅與貿易保護政策，後期面臨 COVID-19 疫情引發醫療與災害援助	16.4	23.1	6.8 (48.8)	5.2 (14.2)	10.2 (7.1)	15.5(29.9)
2021~2024	拜登(Joe Biden)	疫情後社會福利等擴張性財政政策持續，推動綠能轉型；對企業與高收入者加稅	17.6	25.1	4.9 (45.1)	5.8 (12.5)	27.6 (9.1)	1.7 (33.4)

註：總統任期為日曆年，財政資料為財政年度(上年 10 月至該年 9 月)，時序不完全一致；表中社會福利為社會安全(social security)與健康(health)、醫療保險(medicare)合計；表中成長率為該項目年平均成長率，比重為該項目占總支出之比重；2024 財年支出項目為預估數。

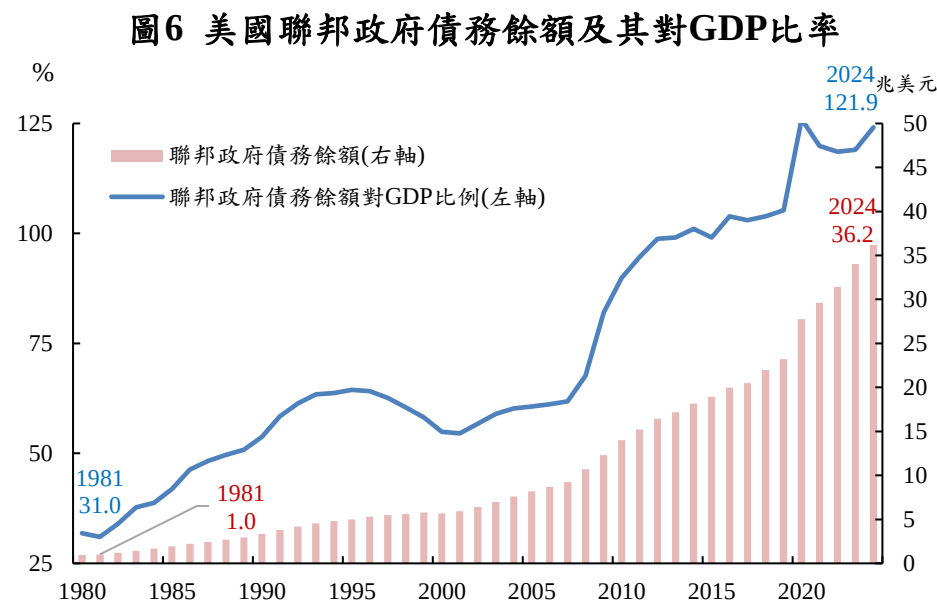
資料來源：美國白宮 Office of Management and Budget、FRED、本文整理

(二)美國**財政赤字持續**，長期下來，**政府債務持續累積**，利息負擔累加；高利率環境下，不斷透過發債融通財政赤字，**加重的利息負擔將進一步使財政赤字惡化，財政可持續性的挑戰更加嚴峻。**

1. 1980 年以來，除柯林頓政府時期的 1998 年至 2001 年間，曾出現財政盈餘外，**多數時期美國均為財政赤字。2020 年 COVID-19 疫情**使政府收入銳減而支出擴大，**財政赤字對 GDP 比率達 14.7%**，嗣後拜登政府在經濟復甦下，政府收入增加但支出擴大，財政赤字縮減惟仍未回到疫情前水準，**2024 年財政赤字對 GDP 比率達 6.3%**(圖 5)。
2. 由於美國歷任政府多入不敷出，尤其 2008 年全球金融危機後，財政赤字更加擴大；長期財政赤字使**政府債務持續累積**；**1981 年聯邦政府債務約為 1 兆美元，對 GDP 比率為 31%**，**2024 年聯邦政府債務約為 36.2 兆美元，對 GDP 比率為 121.9%**³(圖 6)。



資料來源：FRED、LSEG Datastream

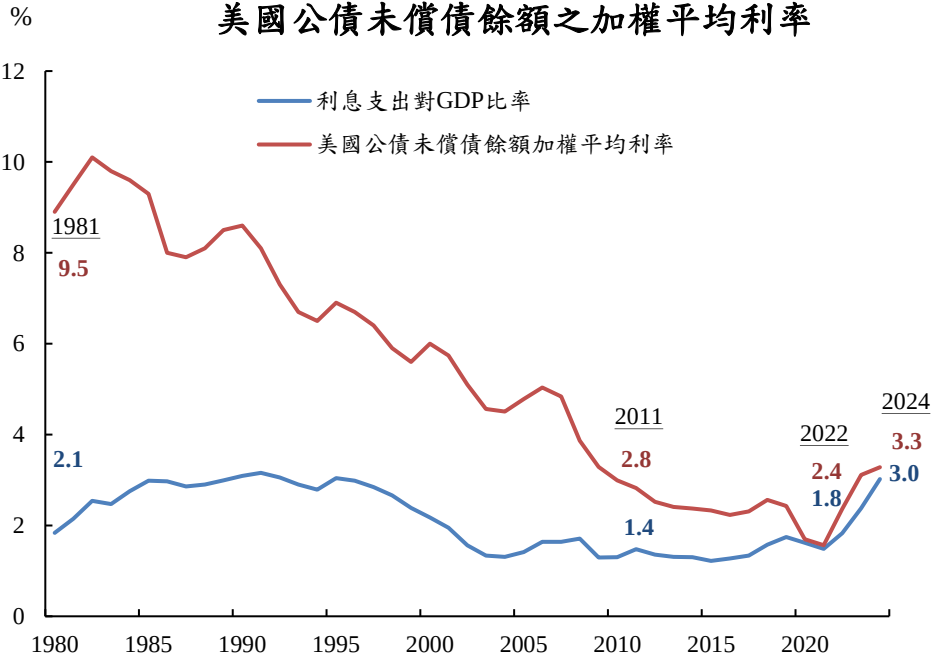


資料來源：FRED

³ 根據 IMF 資料，**2024 年日本政府債務對 GDP 比率達 236.7%**，係主要國家之最高。日本與美國均債台高築且透過發行公債融通財政赤字，惟日本公債主要由日本央行與本國金融機構持有，國內持有比重逾 9 成，國外投資者持有比重不到 1 成，加上長期居於低利率環境，債務再融通壓力較小；反觀美國公債約有 70% 為國內持有，國外持有比重約 30%，且當前處於高利率環境。因此，日本政府債務雖龐大，**惟其公債市場由國內部門主導，且利率成本低，整體風險相對可控。**

3. 美國政府入不敷出，須持續發債融通，利息負擔持續累加；若財政收支未能改善，加以利率居高，利息支出將進一步令財政赤字更加惡化⁴，恐形成債務滾雪球效應(snowball effect)⁵，財政可持續性將受到質疑。
- (1) 近年美國聯邦政府利息支出大幅增加，主要係債務擴增，大量新發公債且面臨之利率水準日漸升高，公債未償債餘額之加權平均利率已由 2022 年之 2.4% 升至 2024 年之 3.3%，同期間，聯邦政府利息對 GDP 比率由 1.8% 升至 3.0%(圖 7)；債台高築且高利率環境下，美國債務利息支出更將使其財政赤字惡化，債務遽增。
- (2) 近年來，外界對美國財政惡化之憂慮日增，如 3 大信評機構陸續調降美國長期主權信用評等，主因包含美國債務負擔沉重、財政赤字難以縮減、政治分歧阻礙有效財政政策規畫，以及面臨債務上限危機等(表 3)；財政可持續性受到質疑。

圖7 美國聯邦政府利息支出對GDP比率及美國公債未償債餘額之加權平均利率



資料來源：FRED、CBO、美國財政部

表 3 三大信評機構對美國長期主權信用降評

時間	機構	內容	原因
2011 年 8 月 5 日	標準普爾 (S&P)	AAA 下調至 AA+, 展望負面	- 政治僵局：國會兩黨在債務上限談判中嚴重分歧，政治決策具不確定性 - 財政挑戰：政府債務快速成長，赤字問題未能解決，財政可持續性受到質疑 - 治理困難：政治分歧致財政政策制定難度增加
2023 年 8 月 1 日	惠譽 (Fitch)	AAA 下調至 AA+, 展望穩定	- 財政惡化：預測未來財政狀況持續惡化，赤字與債務對 GDP 比率上升 - 債務負擔：政府債務規模擴大，債務沉重 - 治理困難：政府治理能力下降，政治嚴重分歧與債務上限危機
2025 年 5 月 16 日	穆迪 (Moody's)	Aaa 下調至 Aa1, 展望穩定	- 巨額債務：聯邦債務規模逾 36 兆美元，預計未來持續惡化 - 財政赤字：財政赤字缺乏有效控制措施 - 利息支出上升：利息支出激增，財政壓力加劇 - 治理困難：財政政策前景不明朗

資料來源：本文整理

⁴ Blanchard, Olivier (2019), “Public Debt and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, 109(4), pp. 1197-1229; Carstens, Agustín (2025), “Trust and Macroeconomic Stability: a Virtuous Circle,” Institute for Monetary and Economic Studies (IMES) Conference at the Bank of Japan, Tokyo, Japan, May.

⁵ Clavères, Guillaume (2023), “Interest Rates, Growth and Public Debt Sustainability,” *Tresor-Economics*, Direction générale du Trésor, Oct.

Q3：為何美國貿易逆差與財政赤字之「雙赤字」問題得以長期持續？

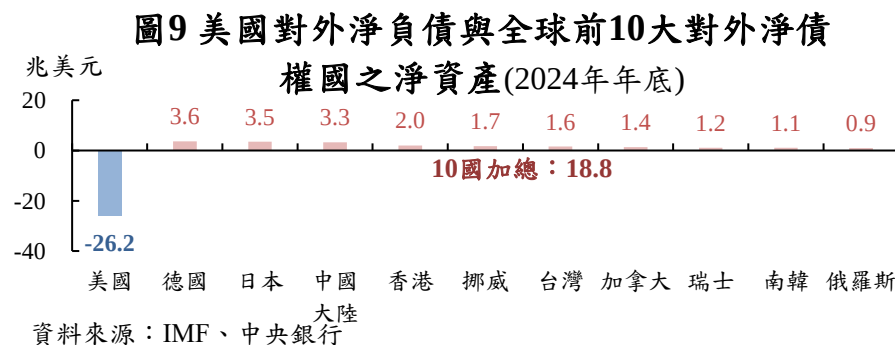
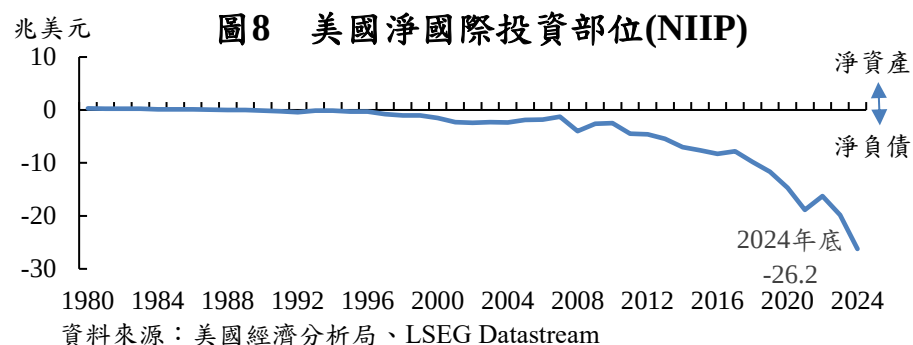
A3：以美元為核心的全球貨幣體系下，美國須提供美元流動性以滿足國際準備需求，同時，美國資本市場發展健全，吸引國際資金不斷流入美國，壓低美國國內利率水準，進一步促進美國消費及投資，使美國更難縮小貿易逆差。整體而言，美元國際地位與資金回流機制，成為美國得以持續舉債融通財政赤字及維持消費的重要基礎，並使美國財政赤字與貿易逆差的經濟失衡得以持續。

特里芬難題(Triffin Dilemma)：延伸自 1960 年代美國經濟學家 Robert Triffin 提出的觀點；一國貨幣若作為國際準備貨幣，必須長期對外提供大量流動性，亦即須長期維持經常帳逆差，方能支應全球準備貨幣的需求；惟經常帳逆差將使該國對外負債累加，此恐削弱國際市場對該貨幣的信心，反而造成其國際地位不穩固，形成結構性的矛盾。

(一)1990 年代以來，美國藉由持續**經常帳逆差**，**大量輸出美元**，換取全球商品與服務，同時其**對外負債亦逐步累積**；然而長久下來，美國並未因其持續經常帳逆差與龐大對外負債而面臨困難。**美元的國際地位取決於國際間對美國經濟實力、法制健全、金融發展的信心**⁶，當前**美元作為國際準備貨幣的地位仍相當穩固**。

1. 自 1990 年代以來，美國淨國際投資部位⁷(Net International Investment Position, NIIP)持續為負值，即美國對外金融**淨負債持續擴大**，亦即**國際資金持續淨流入美國**。

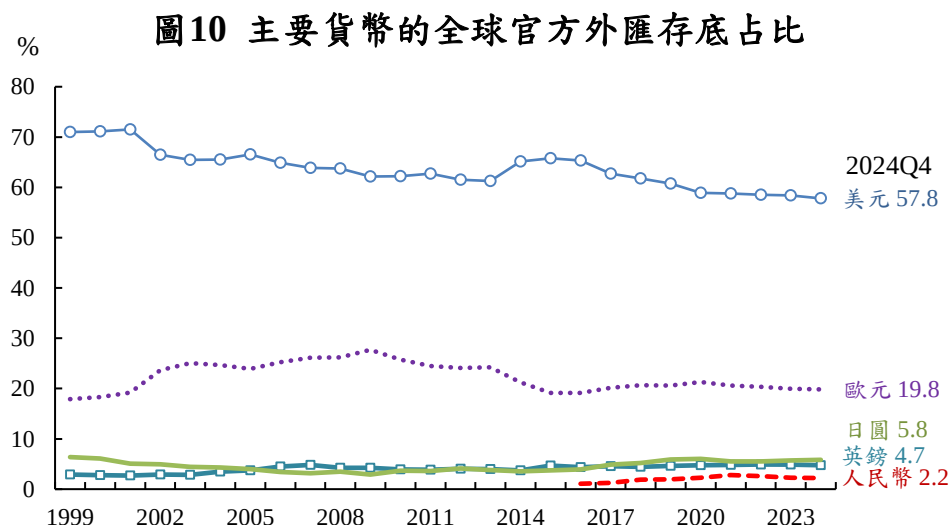
(1) 2024 年底美國 NIIP **淨負債達 26.2 兆美元**(圖 8)，約當其 **GDP 的 90%**；**美國為全球最大對外淨負債國**，其淨負債部位約為全球第二名巴西之 35 倍，且**逾全球前 10 大對外淨債權國之淨資產部位加總**(圖 9)。



⁶ McCauley, Robert N. (2021), "The Global Domain of the Dollar: Eight Questions," *Atlantic Economic Journal*, Jan. 28; Bordo, Michael and Robert N. McCauley (2025), "Miran, We're Not in Triffin Land Anymore," *VoxEU*, Apr. 7.

⁷ 國際投資部位係一國之民間部門、政府部門、銀行部門與中央銀行對外持有之金融資產與負債的存量統計；淨國際投資部位則係對外總資產與對外總負債互抵後之部位。

(2)長期以來，美國持續經常帳逆差，對外提供美元流動性，加以美國為國際資本市場之核心，因而**美元在全球官方外匯存底占比遠高於其他貨幣**，如 2024 年美元占比為 57.8%，遠高於歐元的 19.8%(圖 10)；美元作為**國際準備貨幣的地位仍相當穩固**。



資料來源：IMF COFER

- (二)美國資本市場發展健全，**各國央行與國際投資人廣泛持有美國公債等美元資產**，提供貿易順差國之美元得以回流美國的管道⁸，而**外國大量持有美元資產**，一方面促使美國得以低利融通其債務，形成「**美元特權**」(exorbitant privilege)⁹；另一方面，壓低美國國內利率水準，會進一步再促進消費及投資，使**美國欲縮小貿易逆差更加困難**。
- (三)當前美國經濟及金融市場規模仍居全球第一，且**美國債券市場之深度與廣度皆為全球之首**，流動性最佳，尤其**美國公債仍被視為全球最安全資產**，在美元回流機制運作順暢，以及美元在交易媒介、計價單位及價值儲藏功能方面，均具全球支配地位的優勢下，**美元維持國際主要準備貨幣之角色**，而其**經常帳逆差與財政赤字形成「雙赤字」結構的失衡問題亦得續存**。

⁸ Bernanke, Ben (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Remarks at the Sandridge Lecture, Richmond, Virginia, Mar. 10.

⁹ Gourinchas, Pierre-Olivier and Hélène Rey (2007), "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege," in Richard H. Clarida ed., *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER, pp. 11-66; Gourinchas, Pierre-Olivier and Hélène Rey (2022), "Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty," *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, No. 16944.

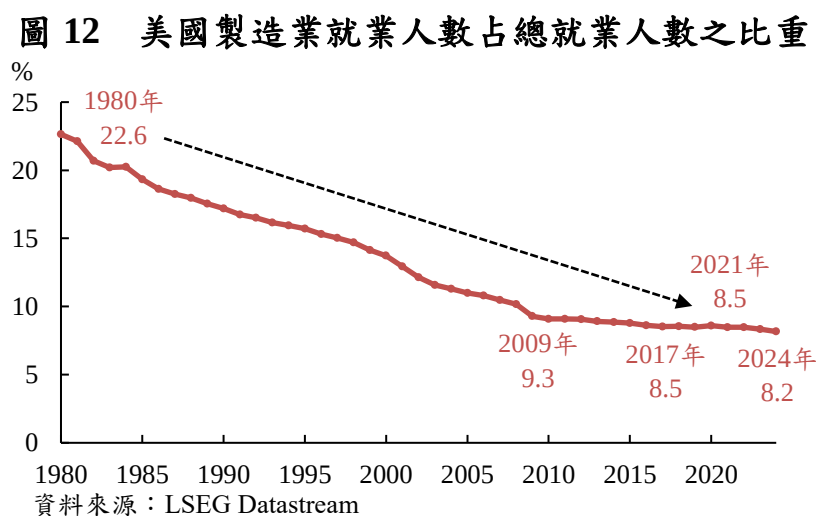
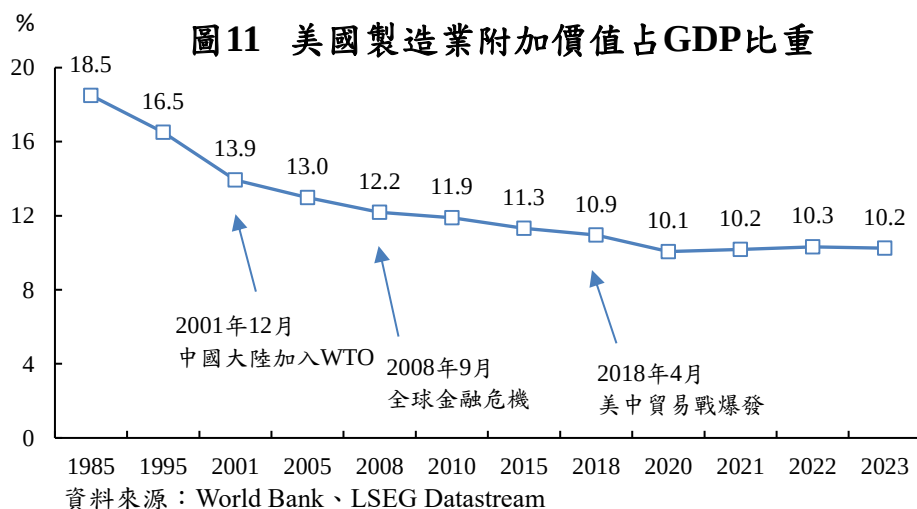
Q4：美國長期商品貿易逆差與製造業外移的關係及其影響為何？

A4：美國長期商品貿易逆差亦部分反映美國力推全球化與自由化所致之傳統製造業式微；全球貿易分工下，美國高附加價值產業蓬勃發展，而低附加價值產業外移嚴重，此進一步加劇社會分配不均，貧富差距日漸擴大亦為當前美國經濟成長的隱憂。

(一)美國長期**商品貿易逆差**部分**反映**其傳統**製造業式微**；究諸實際，美國**製造業附加價值占 GDP 比重**逐漸下降，至2023 年為 **10.2%**(圖 11)。

(二)1980 年代初，美國轉向自由經濟政策，力推全球化與經濟金融自由化，美國企業積極布局全球，加速中低階**製造業外移與空洞化**¹⁰，尤其**傷害基層勞工**。

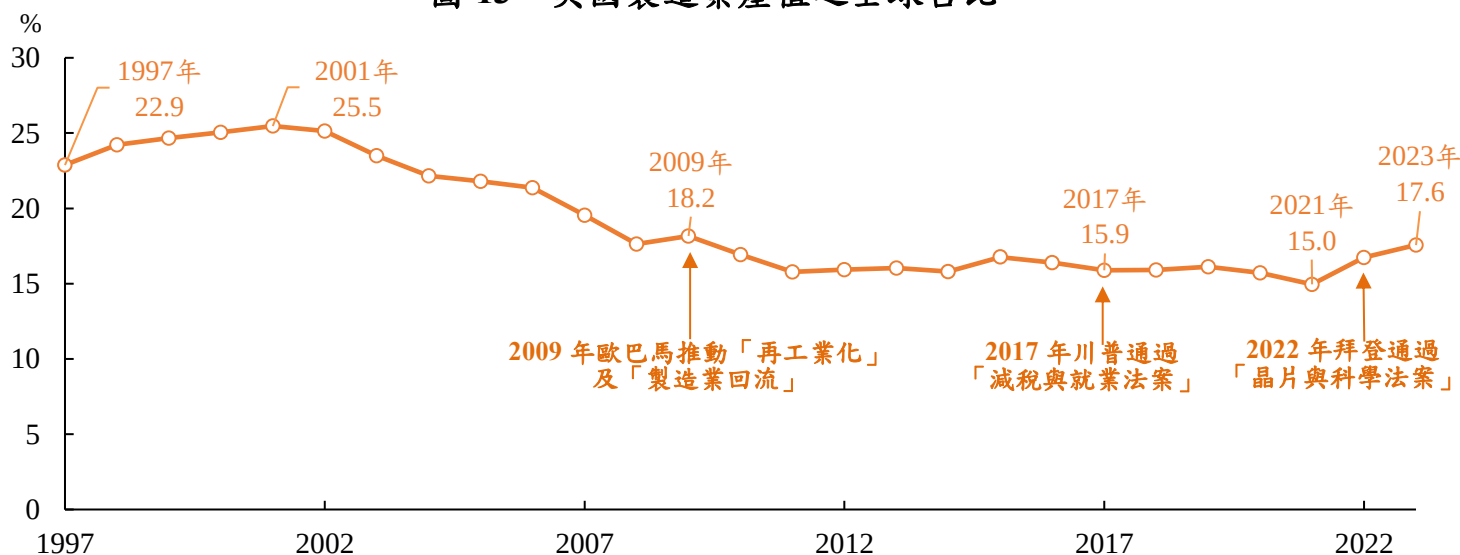
1. 由於**兩次世界大戰**的戰場均未波及美國本土，**戰後美國一度成為全球**鋼鐵業、石化工業、汽車工業、航太工業、軍工業及電氣設備等之**最大的生產基地**。
2. 1980 年代以來，鑑於薪資成本與環境成本上升，美國企業為追求更高的利潤，開始將生產過程移轉至開發中國家，進行**去工業化**(deindustrialization)，再加上**科技進步帶動生產力提升**、**經濟發展過程中就業**由製造業**轉向服務業**，均使**美國中低階製造業**就業機會**大量流失**、製造業就業人數占比下滑(圖 12)，對**藍領勞工**的生計造成**傷害**。



¹⁰ 2016 年美國總統大選競選期間，**川普曾公開指控**中國大陸正進行世界上最大規模的盜竊，**美國製造業正被掏空**，勞工面臨失業，而拜登亦於美國總統任期內主張，**全球貿易擴張掏空美國製造業**；惟究諸實際，美國流失的大多為中低階製造業就業機會。

3. 為解決製造業外移問題，歐巴馬總統於 2009 年推動「再工業化」(reindustrialization)及「製造業回流」；2017 年，川普 1.0 通過「減稅與就業法案」(Tax Cuts and Jobs Act, TCJA)，旨在降低國內生產者適用的稅率，俾促進製造業回流；2021 年，拜登上台後，大抵延續川普 1.0 方針，並於 2022 年發布「晶片與科學法案」(CHIPS and Science Act)，鼓勵企業於美國設廠，促進美國半導體研究與製造。惟整體而言，相關政策提振美國製造業產出的成效似仍有限；當前美國製造業產值之全球占比，仍低於歐巴馬總統推動「再工業化」及「製造業回流」政策時的水準(圖 13)。
4. 川普 2.0 欲透過關稅政策促使企業在美國投資設廠，進而重塑美國為製造業超級大國¹¹，惟這類促進「再工業化」的政策仍面臨若干障礙，主要包括：製造業勞動力短缺，以及基礎設施不足、老舊等問題；企業赴美投資的決策，亦受諸多不確定性因素影響，包含關稅政策的不確定性、投資補貼能否延續等¹²。

圖 13 美國製造業產值之全球占比



註：受限於資料可取得性，資料期間為 1997 年~2023 年。
資料來源：World Bank、LSEG Datastream

¹¹ The White House (2025), "President Trump is Remaking America into a Manufacturing Superpower," The White House, Mar. 12.

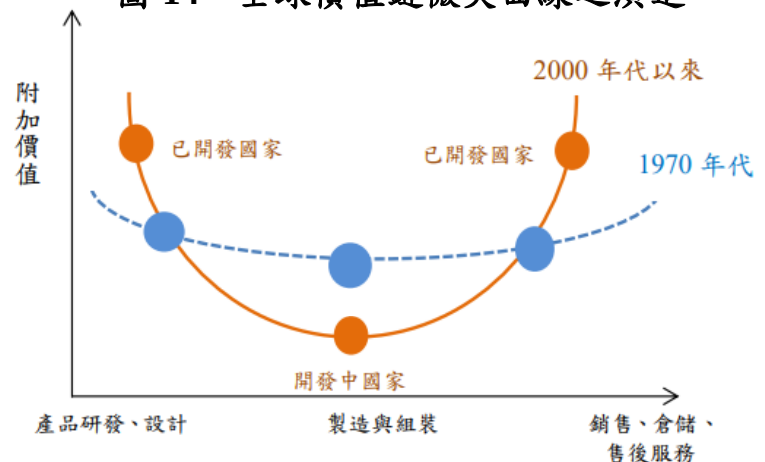
¹² The Economist (2025), "The Trouble with MAGA's Manufacturing Dream," *The Economist*, Apr. 28; The Editorial Board (2025), "Trump's Flawed Plan to Bring Business to America," *Financial Times*, Mar. 25.

(三)美國在遭遇**製造業外移**問題的**同時**，**積極投入高附加價值**部門的發展；長此以往，已使美國**貧富差距**日漸擴大，並成為美國經濟**成長的隱憂**

1. 美國在面臨**製造業外移**問題之際，**高附加價值活動**(如研發、設計、金融服務、市場行銷及物流)**蓬勃發展**；這類奠基於比較利益的**國際分工**，已使全球價值鏈微笑曲線的**曲度**愈發**陡峭**(圖 14)。
2. 產業發展**轉型加劇**美國的**貧富不均**，近期**富裕家庭的支出**成為**美國經濟成長動能**的重要**來源之一**¹³，惟**這種**經濟成長**模式**較不具韌性、**易受不確定性影響**¹⁴。

- (1)美國**所得差距**大抵呈**上升趨勢**(圖 15)，**且財富不均亦日益嚴重**，Fed 最新資料顯示¹⁵，截至 2024 年底，美國約**97.5%的財富**掌握在**半數人**手中，**最富有的前 0.1%家庭擁有的財富**占全國比率攀升至**13.8%**，創歷史新高。
- (2)淨資產成長帶來**財富效果**(wealth effect)，推動**高所得家庭的支出增加**，**占全體消費者支出**比率亦上升至**49.7%**，當前**美國經濟成長**愈發倚賴**高所得家庭**；惟鑑於資產估值過高與**經濟政策不確定性加劇**，**資產市場大幅回調**的風險不斷上升，這種**財富效果**可能**逆轉**，並**對經濟造成不利**影響。

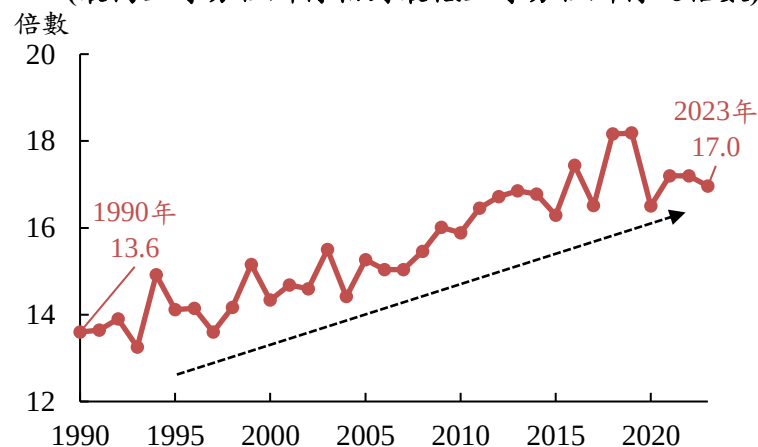
圖 14 全球價值鏈微笑曲線之演進



資料來源：ILO (2016), "Report IV: Decent Work in Global Supply Chains," International Labour Conference, 105th Session, Apr. 8

圖 15 美國稅前所得差距

(最高五等分位所得相對最低五等分位所得之倍數)



資料來源：FRED

¹³ 2023 年 9 月~2024 年 9 月，**高所得者支出增加 12%**，勞工與中產階級支出則下降；2024 年**美國經濟成長率**為**2.8%**，其中個人消費支出(PCE)貢獻度為**1.87 個百分點**。

¹⁴ Ensign, Rachel Louise (2025), "The U.S. Economy Depends More Than Ever on Rich People," *Wall Street Journal*, Feb. 23; Oxford Economics (2025), "US Wealth Effects Are Packing a Larger Punch than Ever," *Research Briefing*, Mar. 27.

¹⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (2025), "Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989," *Distributional Financial Accounts*, Mar. 22.

Q5：川普 2.0 政策的主要內容為何？

A5：面對長期貿易逆差、財政惡化、製造業外移等問題，川普 2.0 續採供給面策略，重塑美國經濟，力倡「讓美國再次偉大」(Make America Great Again, MAGA)，對外加徵關稅及驅逐非法移民，對內減稅並放寬經濟管制，延續川普 1.0 政策之恩威並施，且推行力度更強、速度更快，期能透過商業思維之節流、開源方式改善政府財政問題，並推升美國經濟成長潛力。

(一)為解決美國長期經濟結構問題，川普 2.0 採取類似 1980 年代雷根總統時期的供給面經濟學，並延續川普 1.0 政策措施，且加大政策措施強度，希望能「讓美國再次偉大」。

1. 本年 1 月川普總統就任以來，藉由行政命令手段，快速推出一系列對外加徵關稅及驅逐非法移民(施以棒子)政策，並研擬於下半年陸續以對內減稅、放寬經濟管制(提供胡蘿蔔)等供給面措施(表 4)，期結合各項政策組合，同步達成降低貿易逆差、促進投資、振興本土製造業、確保國家安全並提高美國經濟成長潛力等政策目標。

表 4 川普 2.0 主要政策內容

政策	主要內容	預期政策效果
貿易政策 (施以棒子)	• 逐步落實競選政見，對所有進口品加徵 10%~20%關稅，對所有中國大陸進口品加徵 60%關稅(詳下頁)	• 降低貿易逆差 • 促使製造業回流生產並保障就業
移民政策 (施以棒子)	• 驅逐非法移民 • 強化移民審查與海關執法	• 保障本國就業機會，惟勞動供給下降抑低經濟成長，薪資成長具推升物價效果
財政政策 (提供胡蘿蔔)	• 延長「減稅與就業法案」中即將到期之個人及企業減稅措施 • 小費稅及加班費免稅，購買美國本土製造汽車之貸款利息可抵稅 • 製造商升級生產設備之成本加速折舊，研發稅收優惠	• 降低民眾稅務負擔，提供製造業生產優惠，以供給面措施提高經濟成長潛力，增加消費並促進投資
放寬經濟管制 (提供胡蘿蔔)	• 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 • 放寬科技監管，新設立專門負責加密貨幣政策之職位 • 放寬銀行監理措施，增加銀行放款能力	• 降低能源價格，有助物價穩定 • 刺激新創與科技發展，提升生產力與經濟成長潛力

2. 強化關稅政策力道，要求各國調整貿易政策，促使製造業回流生產，並防堵部分國家繞道取得優惠。

(1) 國家別關稅政策部分(表 5)：

- 以關稅政策施壓鄰國，提高邊境安全，解決毒品交易與非法移民問題。
- 新設對等關稅，加速貿易對手國與美國個別進行雙邊貿易談判，以美國經濟優勢獲取最大利益。

(2) 產業別關稅政策部分(表 5)：

- 對鋼、鋁製品及其衍生產品(如冰箱、洗衣機)、汽車及零配件加徵關稅，並擬對半導體、藥品加徵關稅，除促使製造回流生產，亦可確保工業生產自主能力，維護國安物資安全，並防堵部分生產過剩國家繞道取得優惠。

表 5 川普 2.0 關稅政策內容

國家別關稅	對象	關稅政策內容	產業別關稅	對象	關稅政策內容
	加拿大 墨西哥	- 以芬太尼走私及邊境安全為由，對加、墨進口品加徵 25%關稅、加國能源加徵 10%關稅，其中暫時豁免涉及美墨加協定(USMCA)涵蓋之商品 加、墨進口品不須加徵對等關稅		鋼、鋁製品及其衍生產品	2 月宣布對進口鋼鋁徵收 25%關稅，取消免稅配額及優惠政策 6 月提高稅率至 50%，並將課稅商品擴大至冰箱、洗衣機及洗碗機等鋼鋁衍生產品
	中國大陸	- 以芬太尼走私為由，將關稅稅率提高 20% 4 月 2 日宣布對等關稅稅率 34%，後調高 125% 5 月達成初步協議，對等關稅稅率暫時調降至 10%基本稅率，其餘視後續談判結果而定 6 月 11 日宣布在先前談判基礎上，進一步落實貿易架構，並表示不會取消對中國大陸之現有關稅		汽車類 (含零配件)	- 對所有非美國製造的汽車及零配件徵收 25%關稅 - 符合 USMCA 的汽車及零配件中，包含美國製造成分的價值給予特別關稅豁免 - 對在美組裝車輛之進口零配件實施關稅抵免
	歐盟等 其他貿易夥伴	4 月 2 日宣布對各國加徵不同稅率之對等關稅，稅率以 2024 年美國對各國貿易逆差占雙邊貿易總額比率之半數，其中 10%為基本稅率 4 月 9 日宣布暫緩實施對等關稅 90 天，最終稅率視美國與各國後續談判結果而定 鋼、鋁、汽車類、半導體、藥品等不適用對等關稅		半導體、藥品等重要物資 (研擬)	- 對半導體相關產品及其製造設備之進口，依「貿易擴張法」第 232 條款進行國安調查；預計本年底前將完成調查，據以決定關稅稅率 - 對藥品實施「最惠國價格」(Most-Favored-Nation price)政策，要求美國境內藥價應與國外市場最低價一致；川普總統亦表示可能對拒絕降低藥價之國家採取關稅等貿易制裁措施
	英國	5 月達成關稅協議，除鋼、鋁、汽車產業商品外，其餘商品適用 10%對等關稅 - 汽車類配額內之稅率為 10%；鋼、鋁適用最惠國稅率			

(二)川普 2.0 執政團隊以供給面措施及商業思維重塑美國經濟之策略。

1. 川普 2.0 推出「大而美法案」(One Big Beautiful Bill Act)預期本年 7 月完成立法，該法案**延長「減稅與就業法案」減稅措施**，提供**製造業生產稅務優惠**，**年底前**另將推出**放寬經濟管制措施**，以供給面措施組合激勵經濟成長¹⁶。
2. 當前**美國**政府債務龐大且**利息支出**居高，排擠其他必要政府支出，**且債務可持續性受到質疑**；川普 2.0 當務之急除以**節流方式減少浪費**，另計劃以**開源方式增加 1 兆美元財政收入**，並提出**經濟激勵政策**，希望能**提升美國經濟成長潛力至 3.0%**，最終將政府**財政赤字對 GDP 比率**由 2024 年之 6.3%，於 2028 年**回降至 3.0%~3.5%之長期平均水準**，以提升美國財政可持續性(表 6)。

表 6 美國財政現況及川普政府政策目標

政府財政相關項目	2024 年	政策目標
政府債務	36.2 兆美元	
政府債務/GDP	121.9%	
利息支出	0.9 兆美元	
利息支出/GDP	3.0%	
財政支出(1)	約 6.5 兆美元	削減浪費
財政收入(2)	約 4.5 兆美元	5.5 兆美元
財政赤字(2)-(1)	約 2.0 兆美元	1.0 兆美元
經濟成長率	2.8%	3.0%
財政赤字/GDP	6.3%	3.0%~3.5%

註：本年 5 月 S&P 對 2025 年美國經濟成長率之預測值為 1.34%；名目 GDP 約 29 兆美元。
資料來源：FRED、本年 3 月 27 日美國財長 Scott Bessent 接受網路頻道 All-In 之訪談

¹⁶ Bessent, Scott (2025), "Trump's Three Steps to Economic Growth," *Wall Street Journal*, May 4.

(1) 節流的規畫：

- **成立政府效率部門**（Department of Government Efficiency, **DOGE**）為川普政府改善支出浪費之核心倡議，並特別關注政府承包商與顧問方面支出之浪費，加強對社會福利支出之欺詐監測，**減少不必要支出，提高政府機關運行效率**。

(2) 開源的規畫：

- 以**關稅政策**將製造業帶回美國，**增進美國投資並創造就業**，同時**增加財政收入**。
- **活化政府資產**：**釋出**美國政府目前託管 2008 年金融危機後所持有之房利美(Fannie Mae)與房地美(Freddie Mac)（簡稱**二房**）**股權**¹⁷，但仍保留控制權方式，**增加政府收入**。另計劃運用美國政府作為全球最大採購者之影響力，要求企業以股權或認股權證進行交換，與美國政府共享企業增值利益。
- **創新移民政策，增加收入來源**：以黃金卡(Trump Card)取代綠卡，允許外籍人士支付 500 萬美元並通過審查後，直接享有綠卡之所有權益，可在美居住、生活，最後成為美國公民。持卡人僅需就美國境內收入繳納所得稅，美國政府不會對其境外所得課稅。

(3) 提高經濟成長潛力的規畫：

- **廉價能源計畫**：俄烏戰爭經驗顯示**廉價能源攸關能源安全**，且**廉價能源為促進美國製造業競爭力的重要輔助政策**。鑑於美國具豐富的自然資源，**政府需要提供誘因或放寬監管來促進相關產業發展**。
- **所得稅減免計畫**：美國財長 **Scott Bessent** 指出¹⁸，**減稅乍看之下與減少政府赤字抵觸**，惟當政府支出減少、放鬆監管並調整國際貿易模式，減稅將提升家庭所得及企業利潤，並鼓勵能源及製造業投資，進而**推動美國經濟加速成長**；因此**即便稅率較低，整體政府收入仍可能增加**。

¹⁷ 二房為美國房屋抵押貸款市場運作最重要之公司。

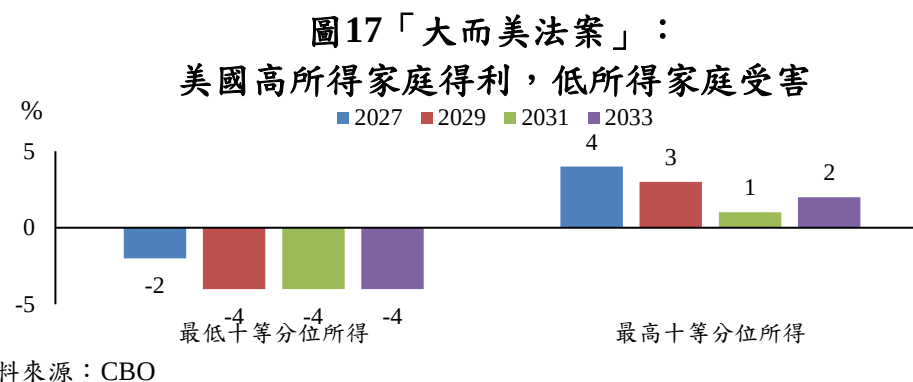
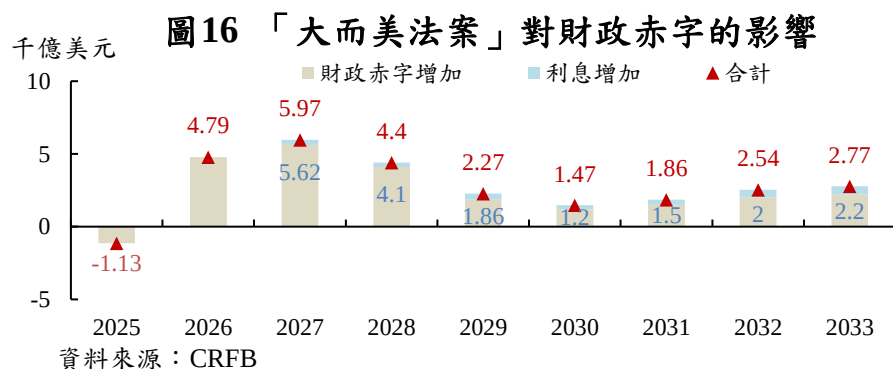
¹⁸ 本年 3 月 27 日美國財長 Scott Bessent 接受網路頻道 All-In 之訪談

Q6：外界對川普 2.0 政策的看法及其影響為何？

A6：儘管川普 2.0 試圖重塑美國經濟，惟外界對其政策持保留立場居多，如其財政政策聚焦於短期經濟激勵，無法有效摺節開支，且未針對國內儲蓄結構及財政紀律進行根本改革，反而將擴大財政赤字與所得差距，恐加劇美國財政可持續性風險；高關稅政策則造成部分進口來源移轉，無法有效改善貿易逆差，且因成本恐多轉嫁至進口商與消費者，反而拉高通膨並加重中低所得家庭負擔；且美國高關稅政策及其帶來的不確定性，亦使全球經濟下行風險升高。

(一)美國智庫多認為川普政府「大而美法案」，並未有效摺節國內支出，亦缺乏長期政府債務改善計畫，勢將令財政赤字更惡化，並擴大分配不均。

1. 美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)¹⁹與責任聯邦預算委員會(Committee for a Responsible Federal Budget, CRFB)則估算²⁰，該法案之稅收減免的經濟刺激效果可能不足以抵消赤字增加的負面影響；2026 年~2027 年財政赤字將大幅擴增(圖 16)，龐大債務造成利息支出將更加沉重，將更惡化美國財政的可持續性²¹。
2. CBO 估算，與現行制度相較，該法案 2027 年將使最低所得群體福祉減損而家庭資源減少 2%，而最高所得群體則受益於減稅而家庭資源增加 4%(圖 17)；美國智庫 Tax Foundation²²及 CBO 均認為，該法案將擴大分配不均。



¹⁹ Congressional Budget Office (2025), “Debt-Service Effects Derived from H.R. 1, the One Big Beautiful Bill Act,” Jun.5; Congressional Budget Office (2025), “Preliminary Analysis of the Distributional Effects of the One Big Beautiful Bill Act,” May 20.

²⁰ Committee for a Responsible Federal Budget (2025), “CBO’s First Score of House Reconciliation Bill,” May 21.

²¹ Committee for a Responsible Federal Budget (2025), “Maya MacGuineas on When Debt Becomes a Problem,” Jun.6.

²² Watson, Garrett “A More Generous SALT Deduction Cap in the Big, Beautiful Bill Would Cost Revenue and Primarily Benefit High Earners,” Tax Foundation, May 20.

(二)川普 2.0 採嚴格控管移民政策，有助提升本國國民就業條件，惟長期恐降低勞動供給，薪資上漲壓力具推升通膨效果。

1. 近年先進經濟體開放移民政策有助推動勞動力成長，提高經濟潛在產出，且勞動供給增加亦降低高漲之通膨壓力，其中又以美國受益程度最大；2010 年以來，美國每年淨移民人數均高於居民淨增加(出生減死亡)人數，移民為影響美國勞動力成長的重要因素(圖 18)。
2. 川普 2.0 轉向限縮移民政策，將導致美國勞動力下降，抑低潛在產出，主要國際機構預估未來 3 年美國之經濟成長率最高將因此下降 0.7 個百分點，通膨率則上升約 0.1~0.2 個百分點²³。

(三)川普 2.0 預計本年下半年陸續推出放寬經濟管制政策，將改變個別產業競爭力，惟宜關注長期之潛在風險。

1. 川普 2.0 未來施政重點將轉向放寬經濟管制措施(表 7)，政策目的主要係為鼓勵企業增加資本及研發支出，以抵銷關稅政策對經濟成長之拖累。
2. 放寬監管措施或有助提升企業營運，惟宜關注長期之潛在風險；如銀行信用大幅擴大，恐增添金融不穩定風險。而擴大石化能源開採，將增加碳排放量，長期而言將增添氣候變遷風險。

圖 18 美國人口變動來源

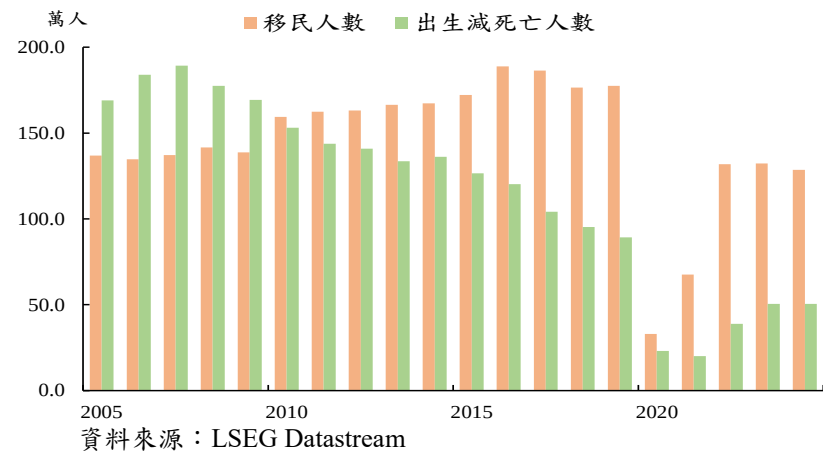


表 7 川普 2.0 放寬經濟管制措施

產業類別	政策措施
能源業	● 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 ● 部署先進核子反應器技術
銀行業	● 放寬銀行監理措施，增加地區性銀行放款能力，增添企業營運動能 ● 推廣加密數位貨幣，鼓勵金融科技創新
科技業	● 擴大 AI 基礎建設，推廣 AI 科技應用

資料來源：本文整理

²³ Edelberg, Wendy, Cecilia Esterline, Stan Veuger and Tara Watson (2024), “Immigration and the Macroeconomy in the Second Trump Administration,” Brookings, Dec. 3 ; IMF (2024), “Policy Pivot, Rising Threats,” *World Economic Outlook*, Oct. 22 ; Morgan Stanley (2025), “Immigration and the Macroeconomy,” Feb. 20.

(四)川普關稅政策為外界焦點，亦引發諸多爭議。多篇實證研究報告指出，川普 1.0 時期的關稅政策效果不佳，如**實施高關稅，不僅導致部分進口來源移轉，未能縮減貿易逆差，且成本多轉嫁至進口商及消費者，加重中低所得家庭負擔，亦不利於通膨控制**，對美國經濟的負面效應顯著(表 8)。

表 8 川普 1.0 關稅政策影響的實證研究

研究	實證結果
Amiti et al. (2019) ²⁴	2018 年川普關稅政策之成本主要由進口商與消費者負擔，當年進口商約額外多支付 238 億美元關稅成本，且關稅政策減少進口品項多樣性，且部分商品進口數量驟降，全年美國福利損失(相當於實質所得減少)約 82 億美元。 - 對美國製造商而言，進口原料與中間財之關稅提高，導致生產成本增加，惟在關稅保護下，減少進口競爭則使美國廠商有加價(markup)空間能提高售價；實證結果顯示，平均而言，2018 年美國製造商品因關稅上升 10%而調升售價 1 個百分點。 - 關稅政策使美國企業的海外供應鏈面臨大規模重組的重置成本，且透過轉移進口來源迴避關稅。
Fajgelbaum et al. (2019) ²⁵	- 經歷數十年的貿易自由化後，2018 年美國重啟保護主義政策，對特定產品與國家大幅加徵關稅，美國平均關稅由 2.6%升至 16.6%。而中國大陸、歐盟、加拿大等貿易夥伴也針對美國出口產品加徵報復性關稅。 短期間關稅完全傳遞至進口價格，即外國出口商未負擔關稅，全部轉嫁至美國消費者與企業；外國的貿易報復，集中於農業產品，導致美國出口量下降。 - 在納入關稅收入與部分國內生產者受益後，整體經濟淨損失為 72 億美元(約為 GDP 之 0.04%)；整體 GDP 影響雖小惟分配效應顯著，損失集中於支持共和黨與農業產區的州郡。
Cavallo et al. (2021) ²⁶	- 若美國對中國大陸加徵 20%關稅，美國進口價格將增加 18.9%，顯示美國進口商承擔大部分的關稅負擔。 - 美國在面對貿易對手國平均約 15%的報復性關稅時，美國出口價格下降約 7%，主要係因美國出口商品大多以農產品等無差異性(undifferentiated)商品為主，受到他國關稅政策衝擊較大。 - 若川普政策長期持續，對於美國進、出口商及零售商的壓力將更大，屆時零售商轉嫁成本至消費者的程度可能也會隨之上升。

資料來源：本文整理

²⁴ Amiti, Mary, Stephen J. Redding and David E. Weinstein (2019), "The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare," *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), pp.187-210.

²⁵ Fajgelbaum, Pablo D., Pinelopi K Goldberg, Patrick J Kennedy and Amit K Khandelwal (2020), "The Return to Protectionism," *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), pp.1-55.

²⁶ Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Neiman and Jenny Tang, (2021), "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy," *American Economic Review: Insights*, 3(1), pp. 19-34.

(五)川普 2.0 採更全面性的關稅政策，希望解決美國貿易逆差問題，然而美國經濟失衡沉痾已久，關稅政策不僅無法解決結構性問題，更將衝擊美國經濟，並恐進一步影響全球貿易與經濟前景。

1. 美國稅務基金會(Tax Foundation)對川普 2.0 全面性關稅情境進行評估²⁷，假設本年至 2034 年，美國對所有進口商品全面課徵關稅，關稅對政府稅收、經濟產出與就業的長期影響。

(1) 高關稅雖可望增加美國稅收，惟因進口成本上升使進口數量縮減，同時亦將衝擊投資與消費，進而減損 GDP，並減少就業機會，以及他國報復，實際稅收恐將不如預期。另，若將「大而美法案」納入考量，當前川普政府關稅政策的財政收入亦不足以彌補其減稅方案之財政缺口²⁸，預期財政赤字更將大幅攀升。

(2) 由於進口價格上漲將引發物價上漲，在所得不變下，將削弱消費能力，亦即實質購買力下降。此外，所得較低的群體實質損失比率較大，主要係中低所得群體消費中，進口商品占比較高，如食物、家庭用品、服裝與日用電器等，中低所得群體更容易受到進口價格上漲的波及。

(3) 川普關稅政策反覆，政策模擬的評估結果可能與實際情況有所落差，然而，即便如此，在關稅稅率 10%、15%或 20%等 3 種模擬情境下，長期而言均將使美國 GDP 規模縮減、就業減少(表 9)。

表 9 全面性關稅政策之長期總體經濟效果

關稅稅率 (%)	長期總體效果	
	GDP 變動(%)	全職就業人數變動(萬人)
10	-0.4	-40.0
15	-0.6	-58.1
20	-0.8	-73.5

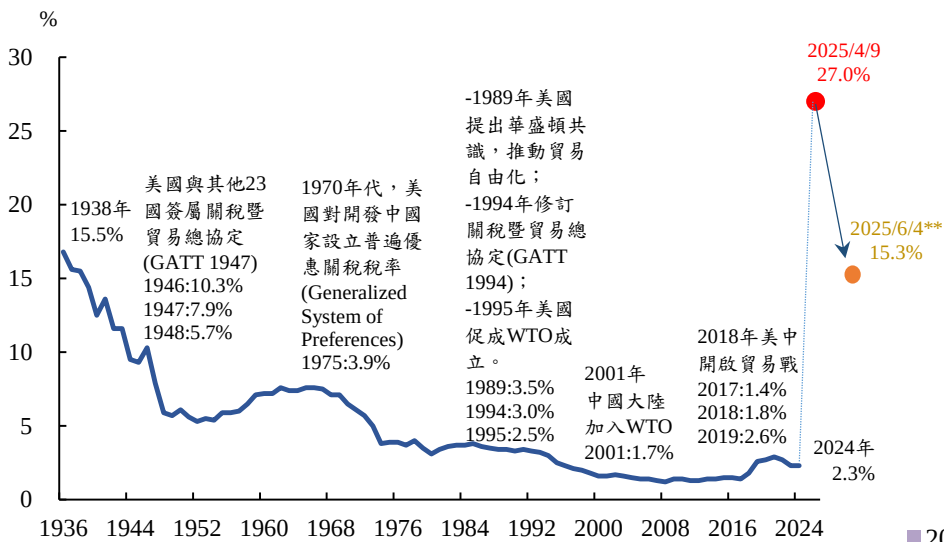
資料來源：Tax Foundation

²⁷ York, Erica and Alex Durante (2025), “How Much Revenue Can Tariffs Really Raise for the Federal Government?” Tax Foundation, Apr. 10.

²⁸ Committee for a Responsible Federal Budget (2025), “Tariffs Won’t Cover OBBBA’s Costs,” Jun. 5.

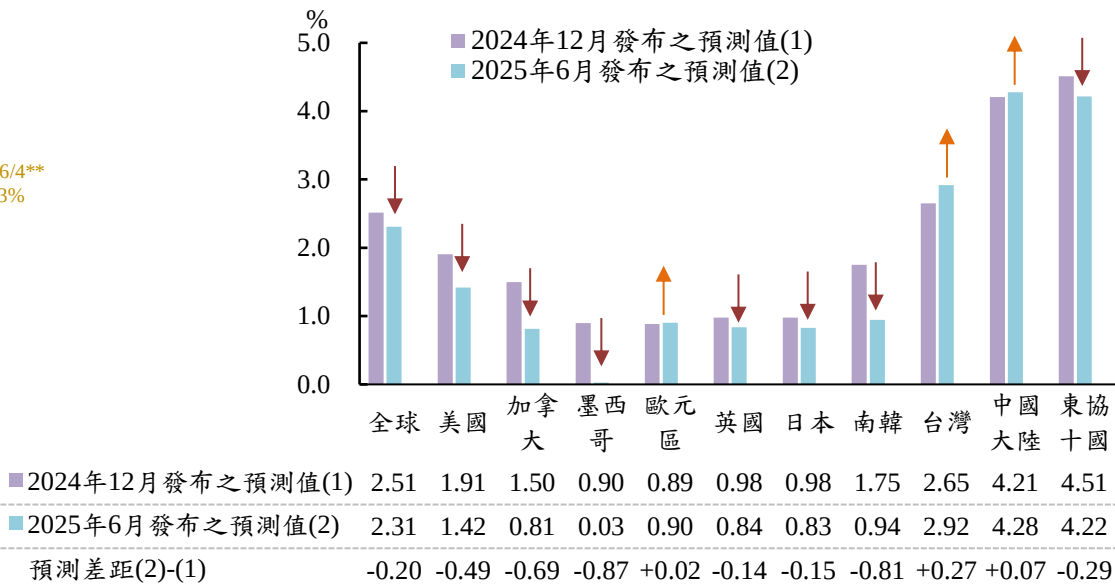
2. 本年 4 月 IMF 世界經濟展望報告(World Economic Outlook)指出²⁹，川普關稅政策**衝擊消費與投資信心**，將**傷害美國經濟成長**，亦影響資源有效配置，**不利全球經濟活動**，降低全球經濟成長。
- 一 本年 1 月以來美國逐步加大關稅政策力道，美國平均有效關稅稅率躍升，達二戰後以來最高(圖 19)，且**川普關稅政策反覆，不確定性極高**，影響美國消費與投資信心，預期消費成長放緩且總合需求承壓。
3. 評估川普關稅政策的影響，**本年以來 S&P 大幅下修全球與美國經濟展望**(圖 20)，惟本年 5 月美中達成暫時調降互徵高額關稅協議，美國貿易政策仍具高度不確定；若未來美國與各國貿易談判出現中斷，近期和緩情勢可能再度反轉，全球與美國經濟展望恐再趨悲觀。

圖 19 美國平均有效關稅稅率*歷史變動



註：*係以美國進口貨品關稅收入除以進口值而得。
 **包含 5/12 美中初步協議及 6/4 美國提高鋼鋁製品關稅稅率至 50%。
 資料來源：IMF、耶魯大學預算實驗室(The Budget Lab at Yale)

圖 20 S&P Global 對 2025 年主要經濟體經濟成長率預測值變動情形



註：↓及↑表示 S&P Global 本年 6 月發布對 2025 年經濟成長率之預測值相較上年 12 月發布之預測值為下降及上升。
 資料來源：S&P Global

²⁹ IMF (2025), “A Critical Juncture amid Policy Shifts,” *World Economic Outlook*, Apr. 22.

五、川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響

自本(2025)年川普重返執政，基於美國長期鉅額**貿易赤字問題**，川普 2.0 政策主張美國應採強硬**貿易談判**手段，針對各國**關稅政策**及**非關稅措施**加以檢討，以對貿易對手提出高額對等關稅；甚至亦傳出將美債轉換為超長天期工具等**債務重組策略**之構想；整體而言，川普 2.0 政策擬解決所謂之美元「**過度負擔**」(exorbitant burden)問題。惟川普 2.0 的各項政策或傳聞中之構想，已**導致市場對美元資產及債信之信心產生疑慮**，美國及全球**金融市場劇烈震盪**，明顯衝擊當前以**美元為核心**、以**美國債信為基礎**的國際貨幣制度。

在全球金融市場劇烈震盪後，美國與部分國家**關稅談判**亦出現**較合理的結果**，重要官員亦一再強調維繫**強勢美元**及美國**債信**之重要性，**金融市場已見緩和**。川普 2.0 政策關係著美元國際地位及國際貨幣制度未來發展；惟短期內一般咸認僅有美元資產得以**胃納全球超額儲蓄**，「**去美元化**」(de-dollarization)並不容易，在可預見的未來，美元國際地位仍**難以撼動**，**國際貨幣制度仍須以美元為核心**。

本文擬以問答方式，說明川普 2.0 政策對當前美國金融市場之影響；以及是否影響美元及美債之國際地位；乃至於美債到期是否面臨再融資困難等問題。探討相關議題如下：

Q1. 川普 2.0 政策對當前美國金融市場之可能影響為何？

Q2. 川普 2.0 政策是否影響美元及美債之國際地位？

Q3. 美債到期是否面臨再融資困難問題？

Q4. 川普 2.0 政策對國際貨幣制度之可能影響為何？

透過深入淺出的問答討論，希望有助各界對上述議題之瞭解。

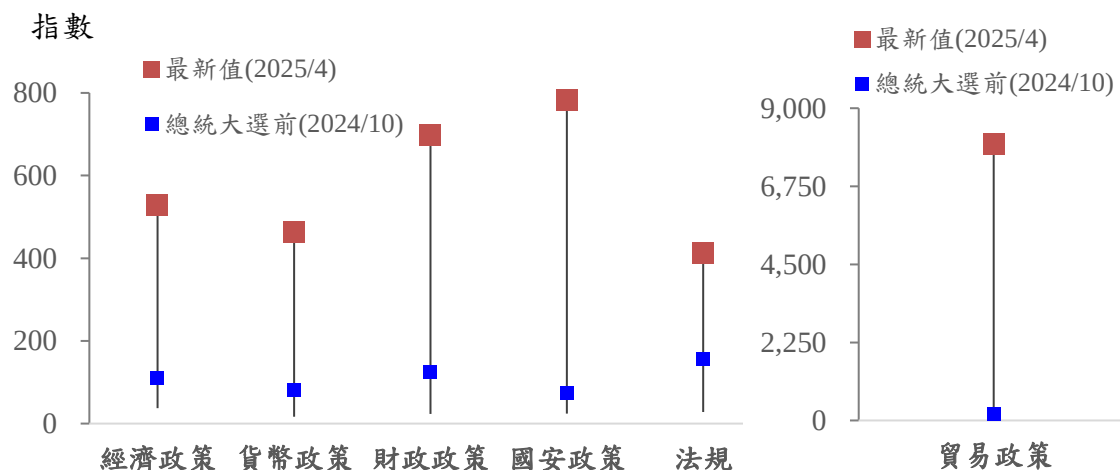
Q1. 川普 2.0 政策對當前美國金融市場之可能影響為何？

A1：川普加徵關稅、經貿政策不確定性及投資人對美國財政前景之擔憂，曾造成投資人對美元資產信心減弱，美國金融市場波動加劇；惟本(2025)年 4 月 9 日川普已宣布暫緩實施對等關稅 90 天，並與主要貿易對手啟動協商，近期已與部分國家達成相對合理之相關協議，金融市場初步止穩。

(一) 川普經貿政策不確定性導致市場對美元資產及債信之信心產生疑慮，造成金融市場出現大幅波動

1. ECB 研究指出¹，川普本次上任後，美國在經濟、貨幣、財政、國安、法規等方面之政策不確定性指數(Economic Policy Uncertainty Index, EPU)，較總統大選前大幅增加，且達 2000 年代以來高點，尤其是貿易政策方面(圖 1)。
2. Fed 經濟學家 Dario Caldara 編製美國貿易政策不確定性指數亦顯示，川普就任第 47 任總統以來，美國貿易政策不確定性指數急速上升，本年 4 月中旬創下歷史高點 1,596.7；之後隨美國暫緩加徵對等關稅後回落，惟仍處於較高水準(圖 2)。

圖 1 美國不確定性指數大幅上升



資料來源：Baker, Bloom and Davis www.policyuncertainty.com

圖 2 美國貿易政策不確定性指數



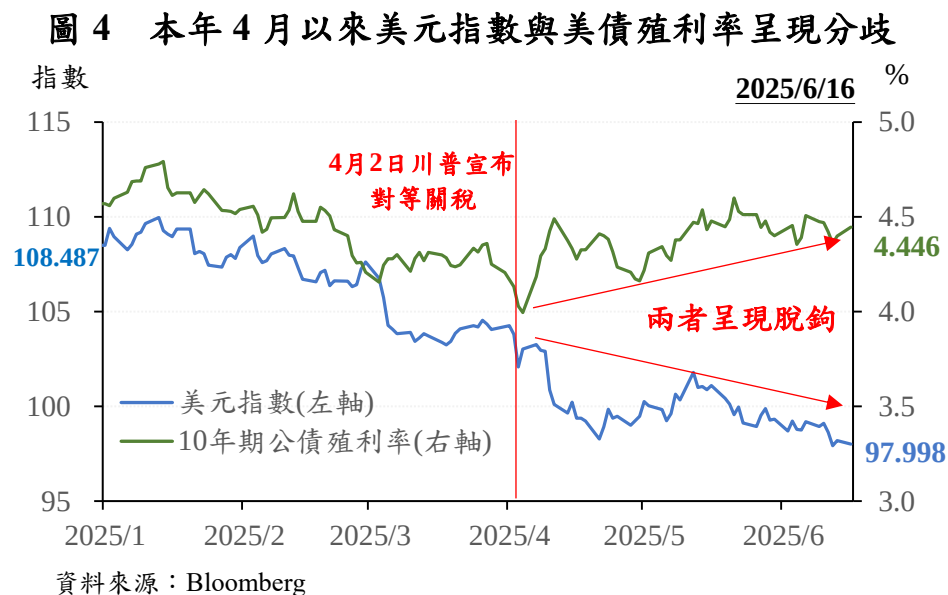
註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。

資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

¹ ECB (2025), “Financial Stability Review,” May 21；Baker, Scott R., Nicholas Bloom and Steven J. Davis (2016), “Measuring Economic Policy Uncertainty,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No. 4, Nov.

(二)投資人對美元資產信心減弱，造成美國金融市場波動加劇，目前金融市場初步止穩

1. 以往美國公債殖利率與美元指數(DXY)²多呈同向變動，如美債殖利率上升反映美國經濟強勁，伴隨著資本回流致美元走強。近期「去美元化」浪潮，不僅使美元走弱，且美元指數與美債殖利率走勢脫鉤(兩者相關係數由 2023 年初至本年 3 月底之 **0.78** (高度正相關)，自本年 4 月 1 日迄今卻轉為 **-0.39** (中度負相關) (圖 3))；市場將殖利率上升及與美元脫鉤視為投資者要求更高的風險補償。
2. 本年 4 月以來，美元指數及公債殖利率明顯呈現分歧(圖 4)
 - **債市**：**10 年期美債殖利率**因市場擔憂美國財政前景(如聯邦債務快速增加及未來年度聯邦利息支出將逼近 1 兆美元)而上升至 5 月 21 日之 **4.59%**(價格下跌)，之後因美國經濟動能放緩而回穩，6 月 16 日收在 **4.446%**。
 - **匯市**：美元指數自本年初 **108.487** 開始下跌，4 月 2 日川普宣布對等關稅後，曾跌至 98.278；後因對等關稅暫緩實施而回升至 101.788，惟近期因經濟數據不佳而下跌，6 月 16 日收在 **97.998**；本年迄今美元指數下跌 **9.67%**。



² 美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，其由 6 種主要貨幣所組成，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%)；基期為 1973 年 3 月(=100)。

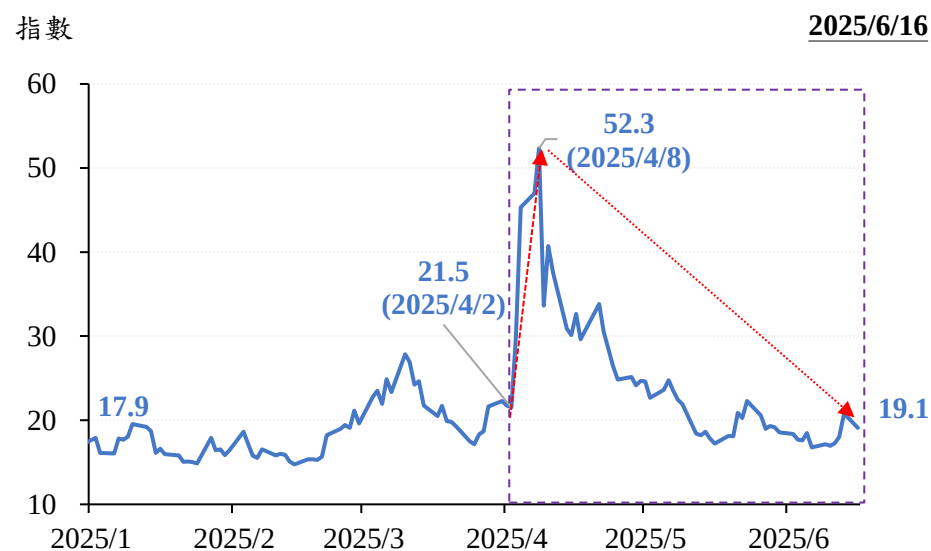
3. **股市**：本年迄今那斯達克指數由 19,311 點開始下跌，4 月 2 日川普宣布對等關稅後，市場擔憂對等關稅對供應鏈全球化程度較高的科技企業造成直接衝擊，加以北京當局隨即對部分美國科技產品課徵報復性關稅，拖累該指數曾跌至 15,268 點；後因對等關稅暫緩實施，以及近期美國已與英國等達成相對合理之相關協議，且美中貿易衝突出現緩和跡象，激勵該指數反彈至 6 月 16 日之 **19,701** 點；本年迄今上漲 **2.02%** (圖 5)。
4. **恐慌指數(VIX)**³：本年第一季 VIX 保持在 10~20 區間內，VIX 先因 4 月 2 日川普宣布對等關稅，隨著美國貿易政策不確定性大幅增加，市場恐慌情緒急劇升高至 4 月 8 日之 **52.3**⁴；後因隨著川普政府宣布對等關稅政策暫緩 90 天實施，市場恐慌情緒逐步降溫，且該指數隨金融市場回穩而降至 6 月 16 日之 **19.1** (圖 6)。

圖 5 美國那斯達克指數



資料來源：Bloomberg

圖 6 VIX 指數(恐慌指數)



資料來源：Bloomberg

³ VIX 為 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)推出之指數，係用 VIX 衡量投資人預期 S&P 500 指數期貨未來 30 天之波動程度。VIX 愈高，表示市場預期市場波動程度將加劇，同時反映投資人心理不安的程度愈高，又稱恐慌指數。

⁴ VIX 指數收盤點位很少高於 40，且自 1990 年起，VIX 指數只在 2008 年全球金融危機及 2020 年的 COVID-19 疫情時期，才出現過相似水準。

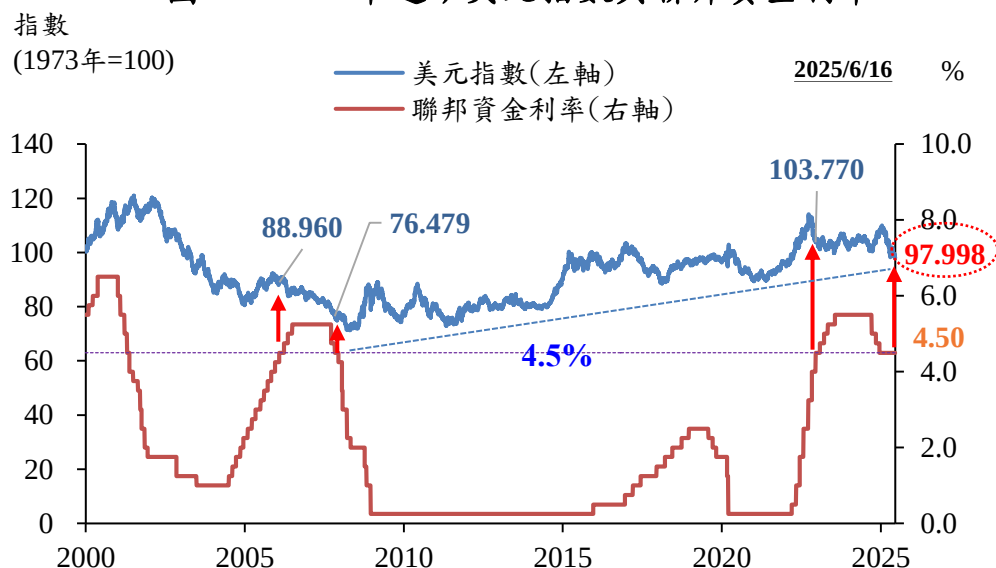
Q2. 川普 2.0 政策是否影響美元及美債之國際地位？

A2：美國目前雖面臨財政赤字擴大及債務餘額龐大等問題，投資人對美債需求持審慎觀望；惟美國金融市場創新能力強、法規完備與資金自由流動，其市場深度與廣度居全球之首，尤其美國公債殖利率更為全球金融資產之評價基礎，故美國公債依舊是全球投資人之重要資產，支撐美元做為最主要國際貨幣之地位。

(一) 目前美元做為最主要國際準備貨幣之地位仍無虞

1. 本年以來，儘管**美元指數下跌 9.67%**，引發市場疑慮；惟**觀察美元指數(圖 7)或 Fed 廣義美元指數⁵走勢(圖 8)**，兩者不僅**均處於上升區間**，目前**美元指數(97.998)**及**Fed 廣義美元指數(120.713)**亦分別高於**2000 年迄今之平均值 92.75 及 106.40**。
2. 另外，如以目前聯邦資金利率 4.5%而言，目前相對應之美元指數**(97.998)**及**Fed 廣義美元指數(120.713)(紅色圈)**，亦多高於**2006 至 2008 年利率水準相當時之水準(圖 7 及圖 8)**；尤其**Fed 廣義美元指數目前仍處於歷史高點**。

圖 7 2000 年迄今美元指數與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg

圖 8 2000 年迄今美元貿易加權匯率指數與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg

⁵ Fed 廣義美元指數係根據與美國雙邊貿易量前 26 大貿易夥伴之貨幣編製而成，其組成權重最大之 10 種貨幣分別為歐元(18.6%)、人民幣(16.2%)、加幣(13.6%)、墨西哥幣(13.3%)、日幣(6.4%)、英鎊(5.1%)、韓元(3.4%)、印度幣(2.7%)、瑞郎(2.7%)及巴西幣(2%)。

(二)美國公債債信穩健，流動性佳，**價值儲藏之功能最受投資者青睞**

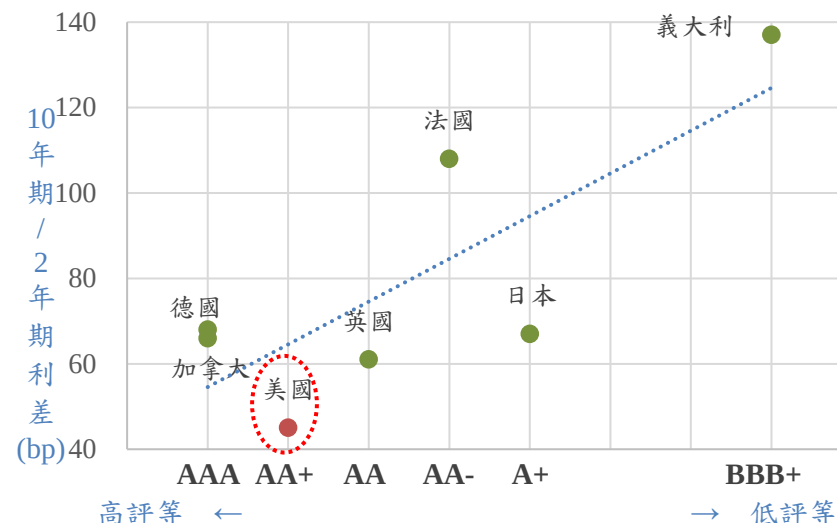
1. 美國公債係最廣為接受之高品質資產，提供全球金融市場流動性，使其享有「**過度特權**」(exorbitant privilege)
 - 目前主要信評機構給予**美國**之債券評等(**AA+**)為**次高等級**；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，仍優於英國(AA)、法國(AA-)、日本(A+)及義大利(BBB+)(表 1)。
 - 在國際清算銀行(BIS)之銀行資本計提計算規定中，信評「**AAA~AA-**」均屬高品質資產，**風險權數為 0%**⁶。
 - 美國債券市場之**深度與廣度居全球之首**，美國公債平均每日交易量(average daily trading volume)約**1 兆美元**，美國公債附買回交易(repo)平均每日交易量則約**5 兆美元**⁷，為全球金融市場融資需求提供充裕之流動性。
 - **10 年期美國公債殖利率**於 G7 國家中為**次高**，反映其**貨幣政策利率較高**(表 1)；**10 年期與 2 年期殖利率利差**，則為 G7 中為**最低**，反映其長天期公債之**價值儲藏功能**仍**最受**投資者青睞，所要求之**風險溢酬相對較低**(圖 9)。

表 1 G7 國家債信評等、政策利率及公債殖利率

G7 國家		美國	英國	加拿大	法國	德國	義大利	日本
長期債信評等		AA+	AA	AAA	AA-	AAA	BBB+	A+
貨幣政策利率(%)		4.25~4.5	4.25	2.75	2.15	2.15	2.15	0.50
公債殖利率(%)	10 年期	4.40	4.55	3.37	3.25	2.54	3.48	1.41
	2 年期	3.95	3.94	2.72	2.17	1.86	2.11	0.74

資料來源：Bloomberg，截至 6 月 13 日。

圖 9 國家債信評等及其 10 年及 2 年公債利差



註：此處信評採 S&P 評等；資料來源：Bloomberg，截至 6 月 13 日。

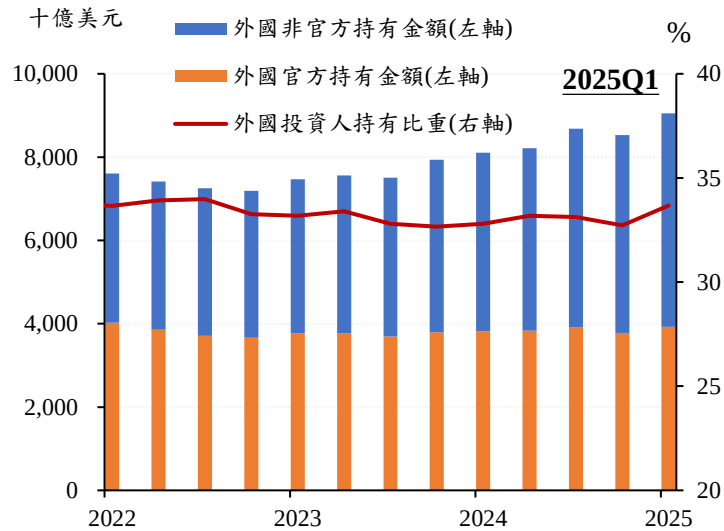
⁶ 美國發行或保證之債券，尤以美國公債為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，且其合格擔保品地位，不受近期信評改變而影響。

⁷ 2025 年迄 5 月底；資料來源：SIFMA、OFR。

2. 外國投資人持有美國公債情形仍穩健，顯示市場對美債仍具一定信心

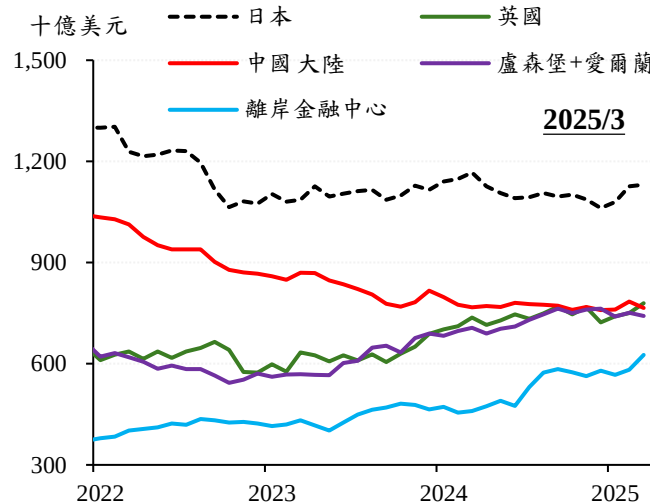
- 美國財政部資料顯示，近年來美國公債持有者中，**外國投資人持有比重大致維持穩定**(圖 10 **紅線**)。其中，儘管中國大陸於 2022 年俄烏戰爭爆發後持有金額逐步減少(圖 11)，惟整體**外國官方投資人持有金額仍呈穩定趨勢**(圖 10)。
- 相較之下，**外國非官方投資人持有金額則呈現逐年成長**(圖 10 **藍色柱狀體**)，主要反映**歐洲基金註冊地**(如英國、盧森堡及愛爾蘭)，以及**離岸金融中心**之持有金額**穩定增加**(圖 11)，顯示**海外民間機構對美債配置需求仍穩健**。
- 川普政府實施對等關稅政策後，外國官方投資人拋售美債議題甚囂塵上，惟美國財長**貝森特**(Scott Bessent)於 4 月中旬表示，並**無跡象顯示中國大陸大規模拋售美債**⁸。
- 另依 Fed 保管帳戶資料顯示⁹，自 4 月以來外國官方及國際機構託管於 Fed 帳戶之餘額減少，惟長期以來該餘額與外國官方機構之附賣回(RRP)餘額高度相關(圖 12)，尚難據此推論外國官方機構出售美債之情形，此**仍待觀察**。

圖 10 美國公債之外國投資人持有比重穩定



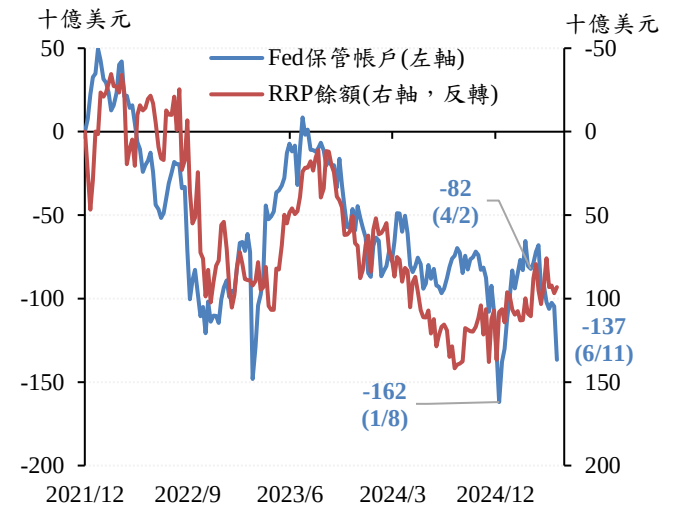
資料來源：美國財政部

圖 11 主要經濟體持有美國公債部位



註：此處離岸金融中心包含開曼群島、百慕達及英屬維京群島。資料來源：美國財政部

圖 12 Fed 保管帳戶與 RRP 餘額累積變動



資料來源：Fed H.4.1

⁸ 美國財長貝森特曾於本年 4 月中旬表示，並無跡象顯示中國大陸大規模拋售美債，亦未觀察到任何主權國家意圖將美國公債「武器化」以謀取政治利益；倘若未來出現此等情形，亦有充分政策工具可因應(詳 Reuters (2025), “US Treasury Secretary: No Risk of China Weaponizing Treasuries Despite Bond Market Volatility,” Apr. 16)。

⁹ Federal Reserve Board (2025), “Federal Reserve Balance Sheet: Factors Affecting Reserve Balances - H.4.1,” Jun. 12.

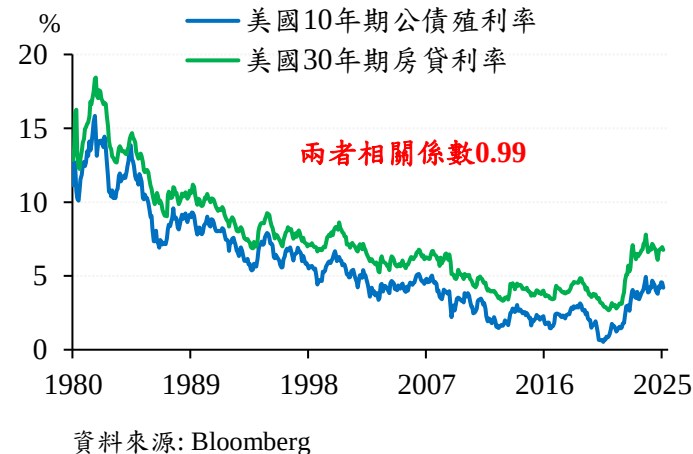
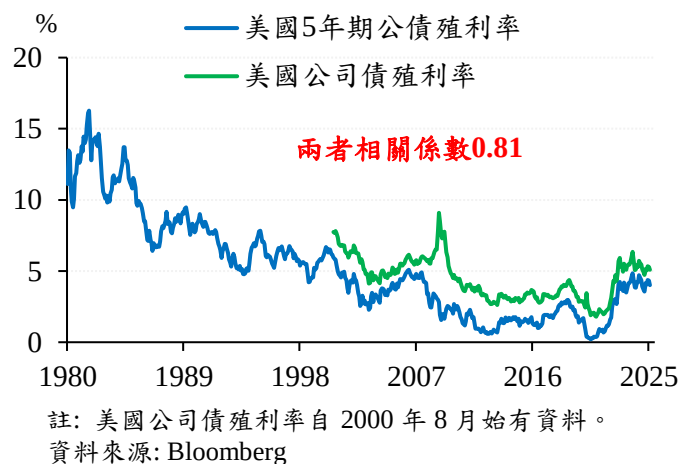
3. 美國公債殖利率為金融資產之定價基石，美國公債市場之穩定對國際金融體系與實體經濟至關重要

- 由金融資產評價理論模型可知，驅動股、債價格變動之最基本共同因子為「無風險利率」，市場上通常以3個月期美國國庫券(T-Bills)殖利率為參考依據。
- 而短、中、長天期美國公債殖利率對不同經濟部門，具有不同程度之影響，如短天期利率影響美國消費者之汽車貸款或信用貸款等支出；中天期殖利率影響企業籌資成本；長天期殖利率影響美國房地產市場活動等。
- 倘若美債崩盤，將連帶美國其他金融商品之利率水準飆升(圖13)，不僅將嚴重影響美國經濟，由美國貨幣政策、風險趨避行為及美元三者交互作用構成之全球共同因素¹⁰，更將進一步影響全球資本移動及風險資產價格，全球金融亦將嚴重受創。為緩和市場疑慮，美國財長貝森特表示，川普政府已把償還政府債務列為優先事項¹¹。

$$\text{債券價格} = \frac{\text{未來每期利息} + \text{到期本金面額}}{\text{無風險利率} + \text{債券期限溢酬}}$$

$$\text{股票評價} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$$

圖13 美國不同年期公債殖利率與實體經濟部門融資利率之關係



¹⁰ 請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

¹¹ Bloomberg L.P. (2025), "Bessent Says Trump Paused Sovereign Wealth Fund to Focus on Debt," May 23. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-23/bessent-says-trump-paused-sovereign-wealth-fund-to-focus-on-debt>

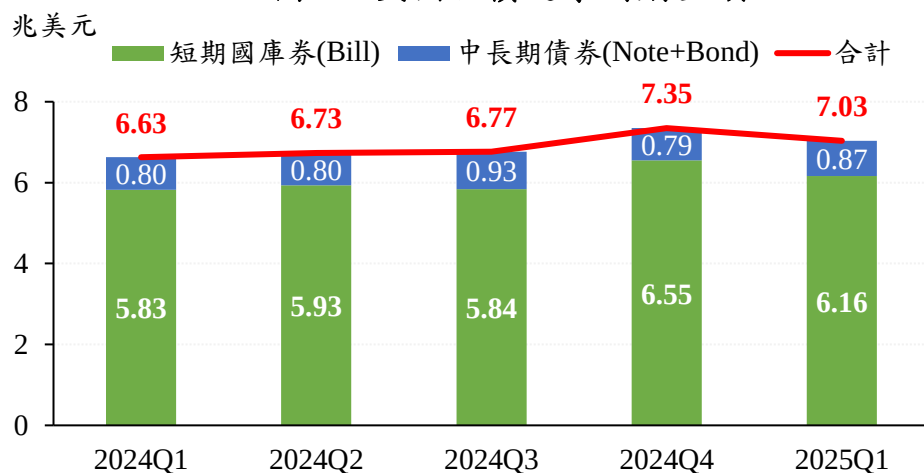
Q3. 美債到期是否面臨再融資困難問題？

A3：美國財政部不斷地進行公債到期後再融資，融資規劃相當穩定；且近期公債標售結果顯示需求良好，尚無展期困難跡象。

(一)美國政府債務到期再融資議題

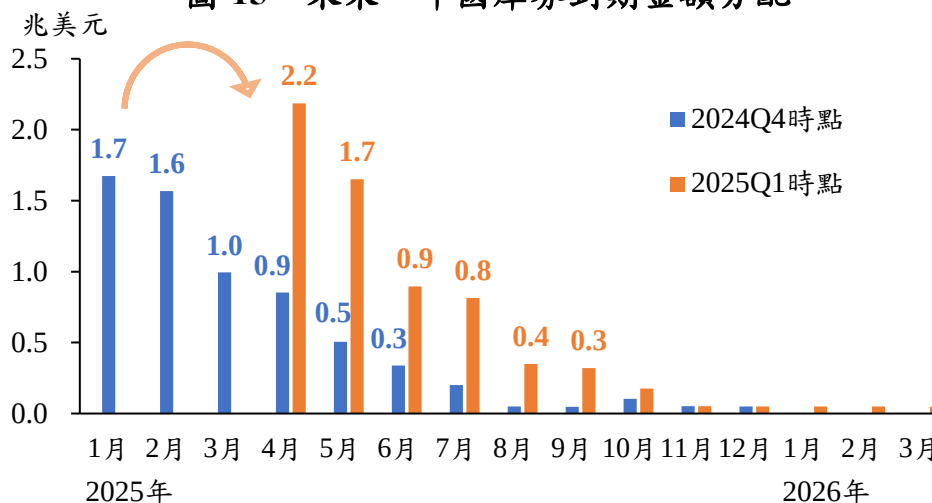
1. 美國財政部對公債之融資規劃相當穩定，短、中、長期公債到期後即不斷地進行**再融資(rolling)**，有效分散大量債務集中到期之展期壓力(圖 14)；以本年第 1 季為例，計有 **7.03 兆美元債券到期**，其中 **6.16 兆美元為短期國庫券**(存續期間 1 年以下)，占**當季發行總額之八成**。而短期國庫券到期後，財政部即**借新券償還舊券**，使未來**每季到期數額皆呈穩定**(圖 15)。
 2. 國庫券被視為類現金的**無風險性資產**，市場**需求廣泛而強勁**，提供持續性支撐買盤¹²。
 3. 此外，財政部標售結果亦顯示美國**中、長天期公債需求穩健**，尚無**買方罷工(buyer strike)**跡象。
- 本年 6 月財政部增發 10 年及 30 年期公債共計 610 億美元，得標殖利率均**較發行前交易水準低**，**債券需求良好**。

圖 14 美國公債逐季到期金額



資料來源：Bloomberg

圖 15 未來一年國庫券到期金額分配



資料來源：Bloomberg

¹² 國庫券廣為貨幣市場基金及其他投資機構所偏好，如巴菲特的**波克夏控股**公司本年第一季現金部位持有約 **3,055 億美元國庫券**，相當於市場流通餘額之 **4.6%**。

(二)金融監理及金融創新對美債之助益

1. 美國金融監理機構積極推動放鬆銀行持有美債部位之資本規範如**調整補充槓桿比率**¹³(Supplementary Leverage Ratio, **SLR**)(表 2)，與針對全球系統重要性銀行(GSIBs)的**強化版 SLR (eSLR)**計算方式，將有助於降低銀行持有美國公債所需之**資本負擔**，**穩定美國國內銀行對中、長天期美債之需求**。
2. 近期以美元或美國國庫券為擔保的**穩定幣**(stablecoins)市場快速成長，部分短券需求已由**穩定幣市場吸收**，有機構預估，為發行穩定幣，市場對短期公債之需求將自當前之**1,200 億美元**，成長至**2030 年之 1.2 兆美元**¹⁴(圖 16)。
— 美國財長**貝森特**表示¹⁵，若國會通過穩定幣之監管法案「**GENIUS Act**」，**美國公債需求**將受益於**穩定幣市場而持續成長**，未來可望達到**2 兆美元**，有助於增強美元作為全球準備貨幣支配地位。

表 2 補充槓桿比率簡介

補充槓桿比率	
計算方式	第一類資本 整體槓桿曝險(含美國公債及準備金)
重要性	旨在限制大型銀行持有過多槓桿，以防止系統風險，加強銀行業金融監管。
調整歷史	為應對疫情對金融體系衝擊，2020 年 Fed 暫時豁免 SLR 規定，允許存款機構在計算 SLR 時可不計入美國公債及準備金。

資料來源：本行整理

圖 16 美國短期公債持有者



資料來源：美國財政部、Tagus Capital、Citi

¹³ 補充槓桿比率適用於總資產大於 2,500 億美元之美國大型金融機構，SLR 須大於 5%。2020 年疫情爆發，Fed 為支撐經濟，提高銀行貸款能力，並為緩解當時美國公債市場流動性不足，致公債殖利率快速攀升之壓力，曾於 2020 年 4 月 1 日宣布暫時鬆綁對美國大型銀行之 SLR 規定 1 年，使銀行持有之美國公債及準備金可豁免不納入 SLR 計算，以緩解大型銀行為符合 SLR 比率所需之資金壓力。

¹⁴ Anstey, Chris (2025), "Stablecoin Regulation Could Shakeup US Financial System," *Bloomberg*, May 31.

¹⁵ Dillard, Jarrell (2025), "Bessent Says \$2 Trillion Reasonable for Dollar Stablecoin Market," *Bloomberg*, Jun. 12.

Q4. 川普 2.0 政策對國際貨幣制度之可能影響為何？

A4：相較 1970 年代，現行國際貨幣制度，美元地位不在於釘住黃金，而是其綜合整體政治、軍事及金融市場等實力所表彰的債信，無須面對當年特里芬難題問題；1990 年代全球化加速進展，金融市場高度整合，以美國主權債信為基礎之國際貨幣制度運作順暢；惟近期川普 2.0 政策使市場對美國債信產生疑慮，「去美元化」風潮似再興起；未來川普 2.0 政策走向關係美元國際地位；惟短期內僅有美國金融市場得以胃納全球超額儲蓄，「去美元化」並不容易，可預見未來美元國際地位仍難撼動。

(一)美元國際地位之過去及現在¹⁶

1. 二次戰後至 1970 年代美元金匯兌體系：美元釘住黃金，並面臨「特里芬難題」

(1) 1960 年代後期起，因為二戰後全球經濟與貿易快速擴張，各國對美元的需求水漲船高，美元持續流出美國，而美國又因國內經濟與越戰的影響，於 1970 年代初期出現國際收支逆差，美元加速流出，市場預期美元可能貶值，美元與黃金難以維持平價。

– 特里芬難題(Triffin Dilemma)：美元持續流出海外，黃金存量有限，其他國家終會對美元兌換黃金的信心產生動搖；而美國限制資金外流以維持全球對美元的信心，卻會使國際流動性不足，布列敦森林制度將難以持續¹⁷。

(2) 1971 年 8 月 15 日，美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換，使美元與黃金脫鉤，布列敦森林制度瓦解。

2. 1970 年代布列敦森林制度瓦解，浮動匯率制度興起，各國貨幣幣值不穩定，一度呈高通膨混亂期

(1) 布列敦森林制度瓦解後，主要國家採取浮動匯率制度，惟在越戰、贖罪日戰爭、石油危機等衝擊及財政赤字下，加以當時貨幣欠缺名目錨定(nominal anchor)(採紙幣本位制度且尚無通膨目標化機制)，一度出現高通膨現象。

(2) 美國的經常帳赤字未因美元與黃金脫鉤而改善，在財政赤字增加下仍呈擴大，美元國際地位略降。

¹⁶ 相關說明請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 14 日。

¹⁷ 美國經濟學家特里芬(Robert Triffin)在 1960 年出書提出這個問題，認為布列敦森林制度會使國際流動性與對美元的信心發生對立，難以持續，是為特里芬難題(Triffin Dilemma)。可參閱該書之再版 Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, Revised Edition, Yale University Press。

3. 1985 年「廣場協議」：以國際協調方式使美元貶值

- (1) 1980 年代早期，美國**雙赤字—財政赤字與經常帳逆差—問題浮現**：在**財政赤字擴大**及**美元因緊縮性貨幣政策而匯率大幅升值**(實質有效匯率上升約 50%)下，美國貿易失衡擴大。此背景下，美國透過國際協調方式，於 1985 年 9 月 22 日，美國、日本、西德、法國及英國等國財政部長在紐約廣場飯店簽署「**廣場協議**」(Plaza Accord)。
- (2) 隨後為防止美元跌幅過深所衍生的負面衝擊，前述 5 國及加拿大等國財金首長，於 1987 年 2 月 22 日在法國巴黎羅浮宮集會，簽署「**羅浮宮協議**」(Louvre Accord)，以穩定美元兌於一浮動區間內，美元於 1988 年後趨於穩定。

4. 1990 年代全球化加速進展，金融市場高度整合，國際貨幣制度以美元為核心，並以美國主權信用為基礎

- (1) 美國金融市場**深度及廣度**居全球之冠，且**金融法規體系**最為完備，進一步強化**以美國主權信用為基礎**的國際貨幣制度，並使美元可充分彰顯作為國際準備貨幣中最重要之**價值儲藏功能**。在當前國際金融體系下，美國貨幣政策及全球風險趨避行為是全球金融循環的主要驅動力¹⁸，美元在其傳遞管道之關鍵角色，進一步強化美元獨大地位。
- (2) 此為即使美國經常帳長年呈現逆差，近年並伴隨財政赤字增加而擴大，惟因美國**主權信用無虞**，**資金持續回流**，**美元仍走強之重要關鍵**；而此亦代表當前國際貨幣制度下，**金融帳已超越經常帳，成為決定匯率之關鍵因素**。



¹⁸ 請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

(二)川普 2.0 政策引發市場對美國債信疑慮，對美元為核心的國際貨幣制度帶來衝擊

1. 美國財政及貿易雙赤字擴增，川普 2.0 認為此係美元過度負擔而非過度特權

(1)長年**財政赤字擴大**深化美國**國內儲蓄不足**問題，美國**經常帳赤字**亦大幅攀升，至 2024 年已達 **1.2 兆美元**¹⁹。

- 在當前國際貨幣制度運作下，2024 年美國亦享有 **1.2 兆美元**的資本流入，有利壓低國內利率水準(**過度特權**)；惟川普政府則認為，**貿易失衡**肇因於他國**不公平貿易競爭**(含不公平之**關稅**及**非關稅措施**)，致美國國內製造業外流及失業。
- 當前國際貨幣制度下，美國為全球貿易與金融體系提供美元及公債，此係**美元之過度負擔**。

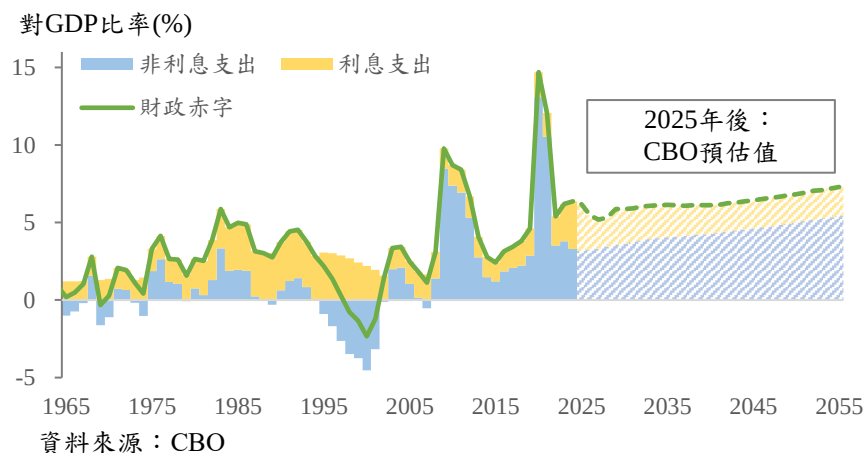
(2) 面對前述問題，傳聞川普 2.0 政策將試圖以**關稅**、**匯率**及**債務調整**來解決前述問題；在 4 月 2 日極不合理的對等關稅措施後，金融市場擔憂傳聞或將落實為政策而大幅震盪，已**損及投資者持有美元資產(美債)信心**。

2. 川普的超級預算案「大而美法案」，恐使美國結構性赤字更加惡化，更不利美元國際地位

(1)根據各界推估，川普的超級預算案「**大而美法案**」(One Big Beautiful Bill Act)，恐使美國結構性赤字更加惡化；未來 10 年政府債務將增加 **3 兆美元**；迨至 2035 年**總債務餘額對 GDP 比率**恐將自 **117.1%**上升 **6.7 百分點**至 **123.8%**(圖 17)。

圖 17 美國財政赤字及利息支出

方案構想	提議內容
加徵關稅	加徵關稅補充財稅收入 ，藉此調整貿易流向、推動製造業回流美國
弱勢美元	似 1985 年廣場協議(Plaza Accord)，與各國聯合干預匯率削弱美元
債務重組	將部分美國公債置換為超長期限的美債(百年零息債券)，以減輕美國的債務負擔



¹⁹ 根據國民所得會計恆等式，「經常帳順差」(經常帳逆差)與「超額儲蓄」(儲蓄不足)是一體兩面。一國如有經常帳逆差，顯示其國內民間(家庭及企業)及政府部門儲蓄不足。亦即 $(X-M) = (S-I) + (T-G)$ ；其中，X 為輸出；M 為輸入；S 為民間儲蓄；I 為民間投資；T 為政府稅收；G 為政府支出。

(2)如前述各項政策落實，再加上近期對等關稅政策已使**通膨預期上揚**，延緩 Fed 降息時程，均將使公債投資者要求**更高的風險溢酬**，致公債殖利率居高不下，並間接形成**美國債務情勢惡性循環**。

3. 川普 2.0 部分政策不利美國財政前景及債信，使美元資產於全球投資組合之資產配置地位面臨挑戰

(1)美國公債受到全球投資者青睞，主要來自**財政紀律與債務可持續性**的基本信任。而當前川普 2.0 政策走向不僅使投資者對**持有美國公債產生遲疑**，「**大而美法案**」更可能使美國債務膨脹太快，不利美國**主權債信**前景。

(2)**川普 2.0 政策已使 1990 年代以來，以美元為核心、以美國債信為基礎之國際貨幣制度，受到不小衝擊**。

(三)國際貨幣制度未來可能發展：短期內雖面臨川普 2.0 政策所帶來之挑戰，但短期內美元仍為最主要國際準備貨幣

1. 外界認為，部分川普官員構思之解決方案存在風險，將破壞金融市場穩定並削弱美元國際地位，**實施可能性低**

方案構想	相關評論
加徵關稅	- 美元為主要國際準備貨幣，爰易有貿易逆差；而順差國資金流入美國，壓低美國利率，將促進美國消費及投資，更不利縮小逆差。 - 美國貿易逆差根源在於其儲蓄不足，若美國無法增加儲蓄，則無法有效改善貿易逆差問題；而順差國亦應增加其消費及投資，以改善其超額儲蓄之問題。
弱勢美元	- 歷任美國財長及現任財長貝森特均宣示，強勢美元(strong dollar)符合美國政策利益。 當前的金融市場深度、廣度較 1985 年更大，使美國難以聯合他國協力干預匯率，遑論透過匯率解決美國貿易赤字問題。 - 影響經常帳因素多屬結構面與制度面，如國外資產淨額、人口結構、政府財政、貿易開放程度、經濟金融發展程度等。IMF 及 OECD 等研究報告認為，全球經常帳失衡不能僅以調整匯率方式解決。 - 在全球金融自由化及資本自由移動下，國際資金鉅額且頻繁移動，已成為影響匯率變動之主因，因此，以匯率做為調整貿易失衡之工具亦變得更加困難，其成效有其限制。
債務重組	根據國際間主權債務重組案例，倘美國公債出現減少付息、不支付利息或置換債券等情形，即構成違約事件，將對全球金融市場產生極大影響。

2. 目前美國已改採較溫和對外貿易政策，並強調將維持債信，有利美國債信及投資者信心，維繫美元國際地位

(1)如基於美國稅收考量，**合理且溫和的關稅**政策，似有助於**彌補稅改**所導致之**財政收入短缺**，進而部分改善美國財政赤字問題；此舉亦可視為由全球貿易夥伴或美國消費者**間接分擔**美國**債務負擔**²⁰。

- 美國能採**較溫和的關稅措施**將不會引發通膨，Fed 貨幣政策及殖利率可望下降；如**政策利率下調 1 個百分點**，將可為聯邦政府每年**節省近千億美元利息支出**，強化美國財政可持續性，有助於維繫美元之核心地位。
- 關稅在**公平合理範圍內協商**，可取得貿易對手國的信任；近期**美國已與部分國家達成協議，有助市場回穩及信心**。

(2)審慎處理美國債務上限問題、「大而美法案」及債信相關議題。

- 美國財長貝森特於本年 6 月 11 日出席眾議院作證時表示，美國聯邦政府最早將在本年夏季中後段，面臨該部非常規手段均用罄之「**X 日**」(X-date)；美國參眾兩院宜**審慎處理美國債務上限**問題²¹。另川普的「**大而美法案**」，在眾院通過後仍爭議不斷，即使原川普團隊之**馬斯克**亦表態不支持，預期**參院將審慎處理此一法案**。
- 白宮經濟顧問委員會主席**米倫(Stephen Miran)**，及財長**貝森特**近期均鄭重澄清，有關**公債轉換想法並非政策選項**；**貝森特**更強調，**償還政府債務列為財政優先事項**。此外，**面對近期美國債市波動**，**米倫及貝森特均於公開場合強調強勢美元符合美國利益**。**當前官員之言論走向有利化解投資者疑慮，維繫美元國際地位**。

3. 公平合理的跨國政策協調，可緩和當前國際貨幣制度下美元所承受之過度負擔

(1)為緩和美國部分人士存有**美元「過度負擔」不滿**，及因此衍生的**貿易紛爭**，各國應儘速達成合理的關稅協議以緩和美國**公平貿易**之政治訴求。**近期美國已與部分國家達成關稅協商，有助於緩和美國對「過度負擔」不滿情緒**。

(2)順差國與逆差國均應共同肩負責任，解決全球經常帳失衡問題，不能倚賴個別國家調整。

- 多數學者認為，美國貿易逆差根源在於其**儲蓄不足**，若美國無法增加儲蓄，則無法有效改善貿易逆差問題；如**白宮經濟顧問委員會前主席 Hubbard(2025)**近期指出²²，為促使全球經濟重新調整，**美國需要提高國內儲蓄**，

²⁰ 美國一年商品進口金額高達**3 兆美元**，如對所有國家、所有商品均加徵**5%關稅**，即可增加**關稅稅收 1,500 億美元**(假設進口量未受影響下)，將有助於小幅彌補延長企業減稅措施而減少的稅收，小幅改善財政赤字；同時，由於各貿易對手國所受衝擊相當，或可望不會採相對應制裁措施，有助維持全球經濟動能。

²¹ CBO 則預估該時點落於本年 8 月中旬。依過去歷史經驗，國會兩黨在過程中常爭議不斷，但最後均能調高舉債上限(1960 年迄今已調高或凍結舉債上限合計 78 次)。

²² Hubbard, Glenn (2025), "What Rebalancing the US Economy Really Requires," *Project Syndicate*, Apr. 3.

且應**致力縮減政府預算赤字**，此將有助國內儲蓄增加，同時美國**經常帳逆差亦將縮小**；而部分經濟體如中國大陸及德國等則需要增加國內支出。美國財政部匯率政策報告亦曾提出類似建議²³。

(3)長期如發展為多極化通貨制度，將可進一步分散美元「過度負擔」壓力

— **法國央行副總裁 Agnès Bénassy-Quéré**本年 5 月指出，若當前國際貨幣體系存在**多極化通貨制度**(如美元、歐元等其他主要準備貨幣)，由於**流動性來源多元化帶來好處**，此將**減輕美元所面臨之特里芬難題**；本年 5 月底，**ECB 總裁 Lagarde** 亦表示，**川普政策反覆**提供歐元一個**絕佳機會**來強化歐元地位，可**讓歐元區享有更多迄今為止專屬於美元之特權**，並表示此為「**全球歐元時刻**」創造了契機。此一發展方向將**有助分散美元負擔**。

4. 惟當前國際貨幣制度並未符合多極化通貨制度條件；在可預見未來，全球金融市場仍將高度倚賴美元資產

(1) 美國經濟及金融市場**規模居全球第一**，就**國際準備貨幣**功能而言，尤其是**價值儲藏**，美元均具**支配地位**，即使排名第二之歐元，其占比仍遠低於美元(表 3)，當前並無**其他貨幣可替代美元地位**。

(2) 美國金融市場**深度與廣度**足以**胃納全球超額儲蓄**(表 4 及圖 18)，此為維繫國際貨幣制度以**美元為核心**之主因。

表 3 主要貨幣股債市市值占比

貨幣別	債市	股市
美元	44%	48%
歐元	23%	6%
人民幣	10%	8%
日圓	9%	5%
英鎊	4%	3%

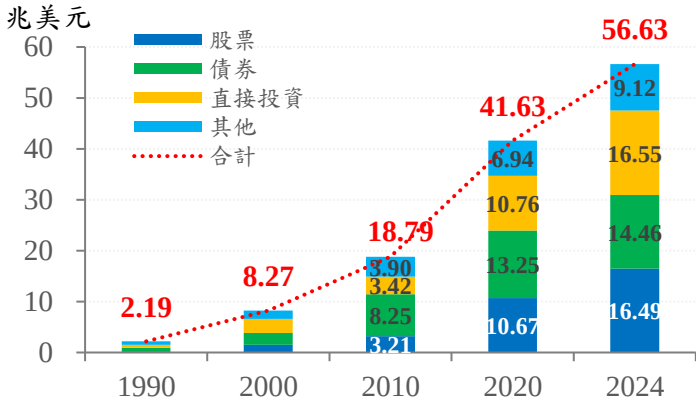
資料來源：Bloomberg (債市取自 Global Aggregate Index，股市取自 World Exchange Mkt Cap Index；截至 2025 年 6 月 16 日)。

表 4 美國金融市場廣度 (美元；2024 年底)

資產類別	發行餘額	外人持有金額(比率)
股票	93 兆	16.5 兆 (18%)
公債	28 兆	8.5 兆 (30%)
公司債	16 兆	4.3 兆 (27%)
政府保證房貸抵押擔保債(MBS)	12 兆	1.3 兆 (11%)
貨幣市場基金及共同基金	29 兆	1.7 兆 (6%)
合計	178 兆	32 兆 (18%)

資料來源：Fed - Z.1

圖 18 外國人持有美國資產總額



資料來源：J.P.Morgan, Fed

²³ 2018~2019 年間，美國財政部匯率報告多次指出，面對全球貿易失衡，順差國及逆差國均應進行結構性調整；順差國宜增加投資(含研發支出及基礎投資)及消費，並擴大社會安全網及延長退休年限，政府可實施擴張性財政政策，以帶動內需並改善過多儲蓄。逆差國應增加儲蓄，擲節財政支出或財政重整，解決儲蓄不足問題。

六、資產代幣化世界之數位貨幣體系：存款代幣、穩定幣及央行數位貨幣(CBDC)扮演的角色

現代貨幣體系透過**雙層運作架構**及**公私協力方式**，由**央行貨幣提供信任基礎**，支持**商業銀行貨幣、電子貨幣等私部門貨幣的創新發展**。近來分散式帳本技術(distributed ledger technology, DLT)、區塊鏈等代幣化技術興起，促成**資產代幣化**的發展，若能善加利用代幣化的技術優勢，可有效提升交易效率，因此近年資產代幣化**市場快速成長**，**可能成為未來發展主流**。然而，**資產代幣化的世界仍需要貨幣體系支援交易、交割及結(清)算等金流運作**，惟現有支付流程可能因作業效率問題而無法滿足其需求，因此如**能利用相關技術**將貨幣予以代幣化，藉以提高互通性，增進交易效率。換言之，**數位化世界需要數位化貨幣**。

穩定幣(stablecoins)是在DLT平台或區塊鏈上運作的一種虛擬資產，**為虛擬市場的主要交易媒介**，但已有案例顯示，其價格仍無法完全穩定且可能存在監管不足等風險，為確保其安全可靠，**主要國家監理機關已陸續著手納管**，**我國亦不例外**；而另一方面，為善用代幣化技術優勢，國際間已有許多大型銀行相繼發展**存款代幣**(deposit token)，由於商業銀行須遵循嚴密的**制度性安排**(institutional arrangements)，因此**存款代幣的安全性可能更高**。

即使存款代幣及穩定幣等**新型態的私部門貨幣可能在代幣化世界的貨幣體系中扮演重要角色**，但最終仍需以**央行貨幣作為清算資產**，才能持續為貨幣體系提供信任基礎。因此，由**央行發行數位貨幣**(central bank digital currency, CBDC)，並**與存款代幣、穩定幣等私部門貨幣共建雙層架構之數位貨幣體系**，應是可行的方案。以下將就此議題依序說明，俾供各界參考。

(一)現代貨幣體系

1. 貨幣體系之演變

(1)早期的貨幣係屬商品貨幣(commodity money)型態，其中貴金屬具有稀缺性、耐久性及可分割性等特性，因此漸成當時主要的貨幣型態；惟隨著經濟發展，交易規模擴大，商品貨幣無論在攜帶、貯藏，乃至於交易上，都存在極

大不便、不安全與高成本，貨幣型態遂逐漸轉向可兌換紙幣。

(2)初期紙幣多由私部門發行，往往缺乏有效監管而導致兌換性不一或無法償付，出現不穩定的「野貓銀行券」(wildcat banknote)貨幣體系¹。歸因於此，最終由央行獨占發用法幣，維護法幣的價值，以建構大眾對貨幣體系的信任基礎。

2. 現代貨幣體系由央行貨幣，以及私部門的商業銀行貨幣、電子貨幣等共同建構而成

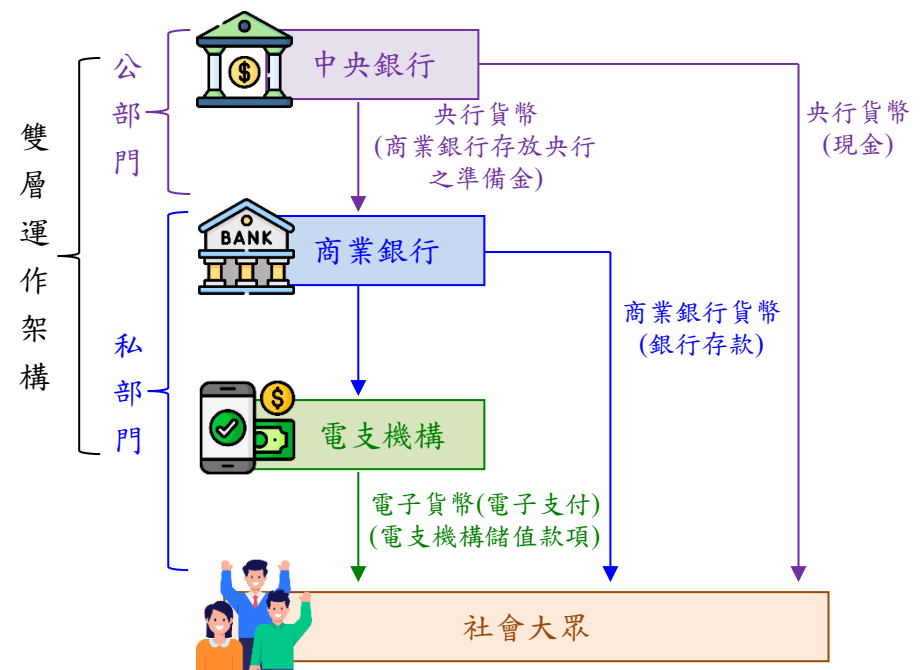
(1)央行貨幣是央行的直接負債，具有國家保證，不具信用

風險及流動性風險，對境內之一切支付皆有法償效力，加上央行須依法維持幣值的穩定，因此深具信任基礎，是最佳清算資產。央行貨幣的形式包括央行發行的現金及商業銀行存放央行的準備金；前者供大眾使用，後者則作為銀行間跨行交易款項收付的清算貨幣²。

(2)商業銀行以存款的形式向其客戶提供貨幣服務；此外，民眾亦可在電子支付機構儲值以取得電子貨幣³，藉此進行電子支付交易。

3. 現代貨幣體系透過雙層運作架構及公私協力方式，由央行貨幣提供信任基礎，支持商業銀行貨幣、電子貨幣等私部門貨幣的創新發展(圖 1)

圖 1 現代貨幣體系架構



¹ 在 19 世紀美國自由銀行時代(Free Banking Era)，由於缺乏有效監管，許多銀行將營業場所設置於僅有野貓出沒的荒野，而這些銀行的銀行券沒有足額的擔保資產，卻讓大眾誤以為可以隨時兌現；最終這些銀行因無法償付而倒閉，演變成美國史上一段又長、又耗費成本的金融不穩定時期，詳 Rolnick, A. J. and W. E. Weber (1983), "New Evidence on the Free Banking Era," *American Economic Review*, 73(5), 1080-1091。

² 我國各類大額及零售支付均是透過央行準備金辦理銀行間資金撥付及清算，使得大眾各類支付交易均能順利完成。

³ 具體而言，電子貨幣是將貨幣價值預先以電子形式儲存在卡片(如悠遊卡、一卡通等)的安全晶片，或手機、電腦上的應用軟體(如電子支付帳戶 App、電子錢包)，再透過讀卡機或網路傳輸，移轉儲存的款項。

- (1)銀行可透過存放央行的準備金辦理跨行資金撥付與清算，使客戶可在銀行間自由調度其存款，且客戶亦可自其存款隨時提領現金或進行轉帳與消費，因此民眾信任商業銀行貨幣的價值；此外，電子支付機構亦負有兌償等值法定貨幣的責任⁴，並提供轉帳及消費等功能，因此央行貨幣為貨幣體系的根基。
- (2)由於民眾持有的私部門貨幣均可與央行貨幣以 1:1 的比率兌換，因此可確保貨幣不論形式或發行機構為何，只要是使用國家記帳單位計價的支付款項皆可按面值清算，達到貨幣單一性(singleness of money)，有助於降低交易成本，增加民眾對私部門貨幣的信賴，亦有助維持貨幣穩定。

(二)未來的數位貨幣體系

1. 資產代幣化為近來國際間關注焦點與發展重點

- (1)近來 DLT、區塊鏈等代幣化技術興起，智能合約(smart contract)或去中心化金融(decentralized finance, DeFi)等許多創新應用相繼出現，同時亦衍生出許多不同的虛擬資產；其中，資產代幣化係連結現實資產所衍生的經濟價值或權利至區塊鏈上之代幣⁵，並於鏈上進行交易，串連實體經濟與虛擬市場。
- (2)由於現實世界中的資產眾多⁶，且資產代幣化可提供全天候、跨境及跨時區的交易服務，並具有降低投資門檻、提高流動性與透明度等潛在優勢⁷，具未來發展性，因此近年市場快速成長。依據美國管理顧問公司麥肯錫(McKinsey & Company)預測⁸，2030 年全球資產代幣化市值將達 1.9 兆美元⁹。

⁴ 電子支付機構需以信託制度保護帳戶持有人的資金安全。

⁵ 即現實世界資產(real world asset, RWA)代幣化，相關介紹及討論可參見中央銀行(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。

⁶ 可代幣化的現實資產包括股票、債券等金融資產，貴金屬、房地產等實體資產，甚或碳信用(carbon credit)等無形資產。

⁷ 但另一方面，資產代幣化可能有互通性不足、各國監管架構不一及法律影響不確定等問題。詳 Bowley, T. and V. Cook (2023), “Beyond Crypto: Tokenization,” Bank of America Institute, Jul. 20。

⁸ Banerjee, A., J. Sevillano, M. Higginson, D. Rigo and G. Spanz (2024), “From Ripples to Waves: The Transformational Power of Tokenizing Assets,” McKinsey & Company, Jun. 24.

⁹ 此預測值不含代幣化存款、穩定幣及 CBDC，主因這些是可用於清算的代幣化支付工具，若納入會有重複計算的疑慮，因此未予考量。

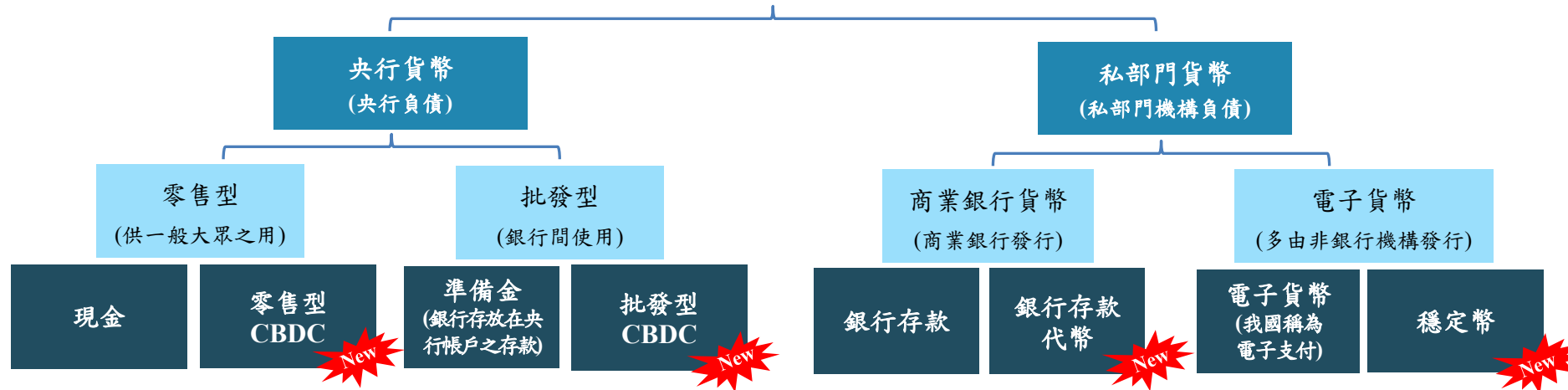
2. 若貨幣體系亦能透過相關技術予以代幣化，則可有效支援代幣化世界的金流運作

(1) 資產代幣化世界仍需要貨幣體系支援其交易、交割及結(清)算等金流運作，但現行支付流程往往受到跨境、跨時區等限制，且涉及許多機構(如代理銀行、結清算機構等)，須各自處理訊息傳遞、對帳及結(清)算等作業而影響效率，可能無法滿足代幣化世界的需求。

(2) 若支付流程能結合代幣化的優勢，將有助創造可靠、快速且成本較低的貨幣體系，因此近來新型態的代幣化貨幣如存款代幣、穩定幣，甚至 CBDC 等相繼浮現¹⁰，冀能支援代幣化世界的金流運作(圖 2)。

一代幣化貨幣亦屬代幣化資產的一種，因此與代幣化資產具有相同的技術優勢，包括可提供全天候、跨境及跨時區的交易服務，並具有可程式化特性，透過智能合約自動執行交易，使交易各方可在特定條件下直接啟動並完成交易。

圖 2 未來的數位貨幣體系架構



資料來源：BDI (2024), “Commercial Bank Money Token: Proof of Concept Report,” BDI Document Number: D1941, Jun. 25.

¹⁰ 近年興起的比特幣，儘管本身即為應用 DLT 及區塊鏈等技術所創造的虛擬資產，且設計初衷也是期望發展成新型態的電子支付系統，但其價格易受金融市場資金面及消息面影響而波動劇烈，難以作為支付工具。有關比特幣的發展歷程、價格波動及風險等議題，參見中央銀行(2024)，「比特幣的過去及現貨 ETF 推出後的最新發展」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 23 日。

- 代幣化貨幣與代幣化資產如採行**共通標準**或在**同一平台上運行**，不僅具有互通性、相容性，有助**提升交易與清算效率**，亦可運用智能合約增加流動性與可組合性(composability)¹¹，支援**多種代幣化資產**。
- 當前正在發展的**穩定幣可視同電子支付的代幣化**，而**存款代幣則是商業銀行貨幣的代幣化**，加上**數位轉型後的央行貨幣 CBDC**，可能共建未來的數位貨幣體系(表 1)。

表 1 存款代幣、穩定幣及 CBDC 之比較

	存款代幣	穩定幣	CBDC	
			零售型 CBDC	批發型 CBDC
發行主體	商業銀行	大多為非銀行機構	央行	
現有的貨幣型態	商業銀行貨幣	類似電子貨幣*	現金	商業銀行存放 央行之準備金
可能的使用者	社會大眾			金融機構
價值基礎	存款	準備資產	發行準備	
技術	代幣化**		代幣化或中心化系統	代幣化
應用場景	零售支付或資金移轉***			金融機構間資金清算
監管	可能適用銀行存款 相關規範	修訂現有支付法規 或另訂專法	修訂央行法或另訂專法	

* 在現行法規下，電子支付機構吸收資金後須交付信託；穩定幣則須依各國監管架構或法令，遵循對準備資產規範之要求。

** 代幣化係指利用區塊鏈或 DLT 等技術將資產轉換為資產代幣。

*** 穩定幣目前主要作為虛擬市場交易媒介；存款代幣目前除零售支付及資金移轉用途外，亦有供應鏈融資及金融投資等實驗案例。

3. 穩定幣是目前虛擬市場的主要交易媒介

(1)**穩定幣**是在區塊鏈或 DLT 平台上運作的一種虛擬資產，**價值與美元或其他法幣掛勾**¹²；其**通常由非銀行部門發行**，

¹¹ 亦即不同的智能合約可彼此互相調用與整合，組成更複雜、多元的金融應用。

¹² 除法幣外，另有與商品(如黃金)等其他資產價值掛勾之穩定幣。

具**支付功能**，與電子貨幣相似。由於以法幣作為價值定錨，**價格波動相對較低**，目前為**虛擬市場的主要交易媒介**¹³。

(2)穩定幣發展迄今已逾 10 年¹⁴，目前市面上常見的穩定幣包括 USDT、USDC 等美元穩定幣，由於兼具**支付功能**及**代幣化的技術優勢**，被認為具發展潛力，近年市值(圖 3)與交易量(圖 4)均持續成長，且應用範圍已由虛擬資產間的交易**逐漸擴及實體經濟的支付服務**。

圖 3 穩定幣市值

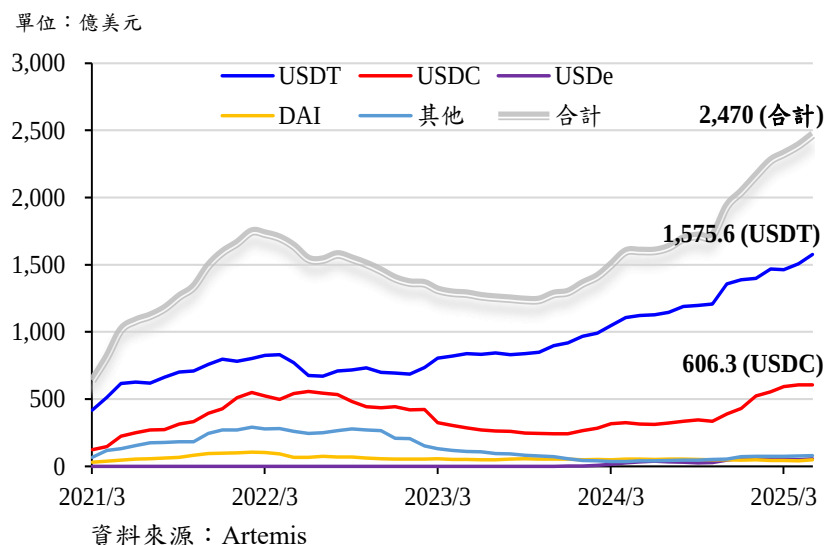
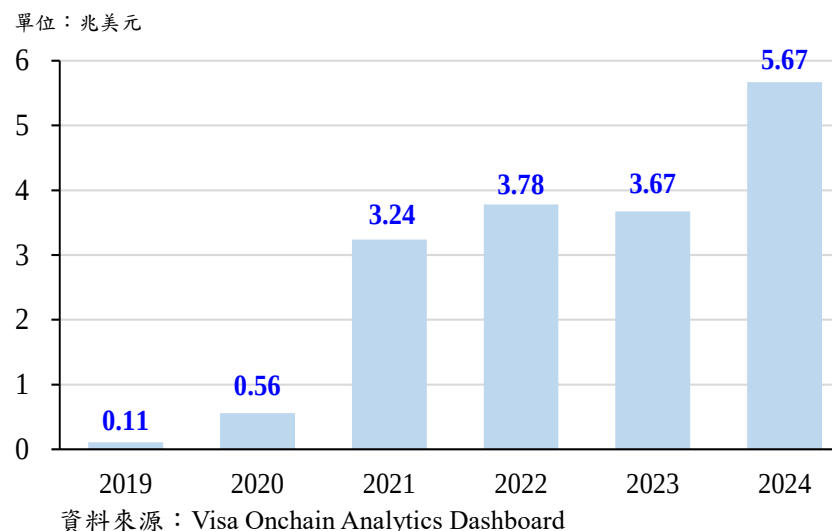


圖 4 穩定幣交易量



—2024 年 Visa 調查顯示¹⁵，穩定幣除了虛擬資產交易之外，亦用於**買賣商品或服務**、**國際匯款**¹⁶、**商業活動**，甚至

¹³ 有關穩定幣的市場狀況與應用，參見中央銀行(2023)，「國際間支付型穩定幣之最新發展與監管概況」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

¹⁴ 穩定幣的概念最早於 2014 年提出，目前市占率最大之穩定幣 USDT 亦於當年推出，詳見 Kosse, A., M. Glowka, I. Mattei and T. Rice (2023), “Will the Real Stablecoin Please Stand Up,” BIS Papers, No.141。

¹⁵ Visa 於 2024 年 5 月 29 日至 6 月 13 日間，對巴西、土耳其、奈及利亞、印度及印尼等 5 國進行調查，各訪問 500 名過去 12 個月內曾使用虛擬資產、區塊鏈及錢包的成人。參見 Visa (2024), “Stablecoins: The Emerging Market Story,” Sep.。

¹⁶ BIS 分析結果顯示，若傳統匯款管道的成本愈高，則穩定幣(如 USDT)或小額比特幣等虛擬資產的跨境資金移動規模愈大，因此跨境虛擬資產交易已逐漸成為傳統中介機構匯款的替代選項。參見 Auer, R., U. Lewrick and J. Paulick (2025), “DeFiying Gravity? An Empirical Analysis of Cross-Border Bitcoin, Ether and Stablecoin Flows,” BIS Working Papers, No.1265。

支付或收受薪資等，且在部分面臨高通膨的新興國家，當地居民以本國貨幣購得美元穩定幣，相較在銀行開立美元帳戶更為容易¹⁷，當地居民將其充當美元使用，並可維持購買力。

(3)惟由穩定幣的發展歷程可知，穩定幣會因壓力事件(如面臨贖回壓力)而使交換價值偏離面值¹⁸，價格其實無法完全穩定，不利貨幣單一性的成立；且因具有支付功能，若缺乏適當監管，不僅不利消費者保護，還可能影響現有支付與金融體系的健全運作，因此主要國家監理機關已著手納管穩定幣，以確保穩定幣的安全可靠。

—根據金融穩定委員會(FSB)調查¹⁹，已有 82%的先進經濟體、53%的新興市場經濟體著手穩定幣之法制作業²⁰；我國金管會亦已研擬「虛擬資產服務法」草案，並洽商本行意見，擬將穩定幣納管。

—各國對穩定幣的監管方式與規範重點不盡相同，但目的均是健全市場秩序、降低風險並保障投資人權益：

- 監管方式：

- ① 日本、新加坡及英國等係修訂現有支付法規。

- ② 歐盟及香港則分別訂定專法「加密資產市場規範」(The Markets in Crypto Assets Regulation, MiCA)及「穩定幣條例」；南韓亦於本(2025)年 6 月 10 日提出「數位資產基本法」(Digital Asset Basic Act)草案²¹。

- ③ 美國目前雖然尚無聯邦層級之監管架構，而是由各州級政府自行管理，惟近期美國眾議院及參議院已分別提出聯邦層級的支付型穩定幣監管架構²²。

¹⁷ 此外，相較於銀行的美元帳戶，任何時間均可在交易所以本國貨幣購得穩定幣，且穩定幣的轉帳額度也高於美元帳戶。

¹⁸ 例如，在 FTX 破產及矽谷銀行(SVB)倒閉事件發生時，具有資產擔保且當時市占率前三大之穩定幣 USDT、USDC 及 Binance USD (BUSD)，價格皆波動甚大。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。

¹⁹ 參見 FSB (2024)，“Cross-Border Regulatory and Supervisory Issues of Global Stablecoin Arrangements in EMDEs,” Jul. 23。

²⁰ 另已完成穩定幣監管架構之先進經濟體及新興市場經濟體比例分別為 18%及 11%。

²¹ 該法包括穩定幣之監管規範，見 Cointelegraph (2025)，“South Korea Moves to Legalize Stablecoins with New Crypto Bill,” Jun. 10。

²² 本年 3 月 26 日由眾議員 French Hill、Bryan Steil 等人提出「STABLE 法案」(Stablecoin Transparency and Accountability for a Better Ledger Economy)，4 月 2 日金融服務委員會表決通過；本年 2 月 4 日由參議員 Bill Hagerty 等人提出「GENIUS 法案」(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act)，目前通過銀行委員會審議及通過「辯論終結表決」，後續將進行全體參議院表決。兩法案目前均仍在立法程序中。

- **規範重點**：對於穩定幣之監管，主要規範項目包括**發行人資格、準備資產管理、贖回要求及資訊揭露**等；其中，準備資產管理及贖回要求主要是確保穩定幣持有人得以 1:1 的比例贖回等值的法幣，確保投資人權益。

4. 存款代幣可能是更安全的支付工具

(1)為善用區塊鏈及 DLT 等技術優勢，近來**國際間已有大型銀行將其發行的商業銀行貨幣代幣化²³，將客戶存款代幣化成存款代幣**，在其全球通路加以應用。

—**存款代幣係以新技術呈現的商業銀行貨幣**，相較於傳統存款，存款代幣不僅有可程式化的特性，亦可**協助金融機構遵循反洗錢/反資恐(AML/CFT)規範**，例如，當交易涉及未識別或列入黑名單的地址(address)時，利用可程式化功能將自動阻止交易進行²⁴，作為高效的交易媒介。

(2)儘管存款代幣尚未廣泛應用，惟**就現行設計與制度而言，存款代幣可能較穩定幣更安全且風險更低²⁵**。

—穩定幣與存款代幣均是發行人對於持有人的負債，惟就現行制度與實際運作，兩者在轉移過程具有差異，**存款代幣更容易維持價值穩定**。

- 穩定幣的所有權與代幣本身連結，亦即**穩定幣是可轉讓的債權**，可轉讓予其他持有人，**轉讓時發行人的負債並未更動**，只有在持有人申請贖回時，發行人銷毀代幣，其負債才會更新。此外，**穩定幣得以發行人負債形式於次級市場流通**，因此市場價格不見得能完全保持穩定，可能會因壓力事件導致價格短暫偏離面值。
- 相較之下，存款代幣係指**存款人經過銀行 KYC 程序並運用 DLT 記錄其對銀行的債權**，銀行通常與存款人

²³ 目前推出存款代幣服務的大型銀行包括花旗(Citi)、摩根大通(JP Morgan)、星展(DBS)、瑞銀(UBS)及匯豐(HSBC)，參見 Ledger Insights (2025), “HSBC Goes Live with Tokenised Deposit Service. Ant Intl Is First Client,” May, 22。

²⁴ 此外，若設置妥善的數位身份驗證流程，則 DLT 可協助記錄完整的交易鏈。參見 EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24。

²⁵ 但存款代幣亦可能使得快速提款或大量提款更加容易，增加存款餘額的波動，並增加銀行流動性管理的難度；此外，是否會對金融體系產生進一步之影響，目前仍無相關評估，詳見 EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24。

以建立契約關係吸收存款，故**存款的所有權與帳戶持有人身份相連結**；因此存款代幣是一種記名的銀行負債代幣，且不能直接轉帳給非經銀行 KYC 以外的其他人²⁶。由於存款人可隨時在存款與存款代幣間，與銀行進行等額的兌換與兌回，因此價值穩定。

—在監管方面，**存款代幣或可適用現行存款的相關規範，監管風險較低**。

- **英格蘭銀行(BoE)**引述該國審慎監理局(PRA)的看法²⁷，認為若代幣化不會改變存款人債權的經濟功能與基本性質，則其**審慎監管架構將類似於傳統存款**，並**適用存款保障制度**。
- **歐洲銀行監理機關(EBA)**認為²⁸，基於**技術中立**原則，將價值或權利(包括金融產品)改以數位形式表示，並不改變其監管資格，仍應適用該行業之監管規範。因此，存款代幣仍應遵循**歐盟資本要求指令(CRD)**與**歐盟資本要求規範(CRR)**，並**適用存款保障制度**。

—另在現行法規下，**商業銀行受到高度監理**，須遵守嚴格的最低資本、流動性及風險管理等規範，並適用存款保障制度；且**必要時尚有央行可充當最後貸款者(last resort)**，因此**存款代幣的安全性更高，更具有作為代幣化資產支付工具之潛力**。

(三)央行貨幣的數位轉型

1. 穩定幣、存款代幣等新型態的私部門貨幣均可能在未來貨幣體系扮演重要角色

(1)如前所述，**穩定幣為目前虛擬市場的主要交易媒介**，且應用場合已逐漸增加並擴及實體經濟，但**價格仍無法完全**

²⁶ 亦即帳戶基礎(account-based)的概念，相似於記錄在傳統銀行帳本上的存款，目前的存款代幣案例均屬此類。詳見 EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24。

²⁷ Bank of England (2024), “The Bank of England’s Approach to Innovation in Money and Payments,” Discussion Paper, Jul. 30.

²⁸ EBA (2024), “Report on Tokenised Deposits,” EBA/REP/2024/24.

穩定²⁹，因此目前主要國家監理機關已陸續著手納管，若穩定幣能安全可靠，將可能成為未來數位貨幣體系的一環；此外，目前穩定幣(如 USDT、USDC 等)是由不同私部門機構發行，互通性不足，因此需要一個跨體系、跨機構的清算資產促進其互通性，以免產生碎片化的問題。

(2)存款代幣為代幣化的商業銀行貨幣，享有代幣化技術的潛在優勢，且因其為存款的數位形式，不僅可維持銀行的金融中介功能角色，監管上亦可能適用存款現行制度性安排與相關規範，在推動上所面臨的挑戰性可能較低。國際間已有許多試驗案例，如經試驗可行，存款代幣應亦可在未來數位貨幣體系扮演重要角色。

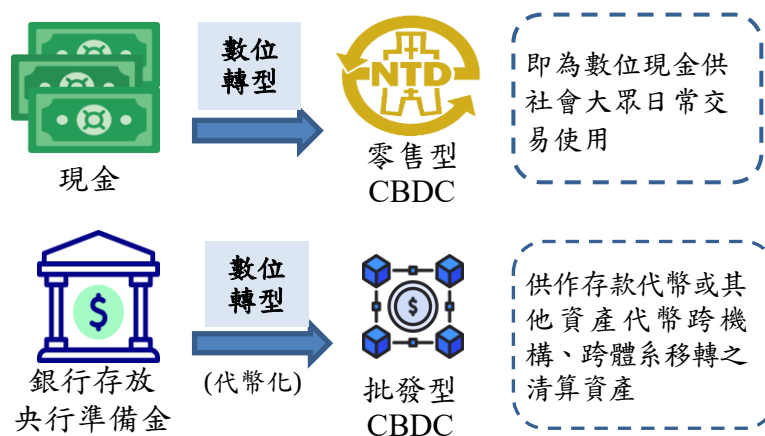
2. 未來代幣化世界仍須由央行貨幣擔任跨體系、跨機構之清算資產

(1)隨資產代幣化及新型態私部門貨幣的蓬勃發展，不同 DLT 平台或帳本之間需有共通的清算資產，使支付系統可支援任何代幣化資產的清算服務，促進交易及市場效率。

(2)央行貨幣係最佳清算資產，因此若央行貨幣能數位轉型為 CBDC，將可在代幣化世界擔任跨體系、跨機構之清算資產的角色，並持續作為貨幣體系的定錨，提供信任基礎；同時透過雙層貨幣體制支援私部門貨幣，確保未來貨幣體系的貨幣單一性及支付最終性。

(3)央行貨幣可依現金及銀行存放央行準備金之不同，分別數位轉型為零售型 CBDC 及批發型 CBDC(圖 5)，與私部門貨幣

圖 5 央行貨幣的數位轉型



²⁹ 由於穩定幣的價格穩定性不足，且均由私部門發行，該等私部門多註冊在未有妥適監管的地區，因此有學者認為穩定幣有如「野貓銀行券」的翻版，詳見 Gorton, G. B. and J. Y. Zhang (2023), "Taming Wildcat Stablecoins," *University of Chicago Law Review*, 90(3), 909-971；中央銀行(2021)，「國際間穩定幣的發展、風險及監管議題」，央行理監事會後記者會參考資料，12月10日。

共同建構具有信任基礎的數位貨幣體系。

—零售型 CBDC 是數位形式的現金，供大眾日常交易使用；批發型 CBDC 則為代幣化的央行準備金，作為處理銀行間移轉存款代幣或其他資產代幣之清算資產。

3. 因應資產代幣化及未來數位貨幣體系的發展，國際清算銀行(BIS)最新調查顯示³⁰，全球央行已有 94%投入 CBDC 相關工作(圖 6)

(1)目前已發行零售型 CBDC 者多為金融基礎設施較不足的國家，例如巴哈馬及奈及利亞等，主要目標是促進普惠金融，但發行迄今發展未如預期³¹；而我國與主要先進國家如日本、歐元區及英國等之進展相似，數位或行動支付已相當多元、便利，因此仍持續進行試驗，尚無發行的急迫性。

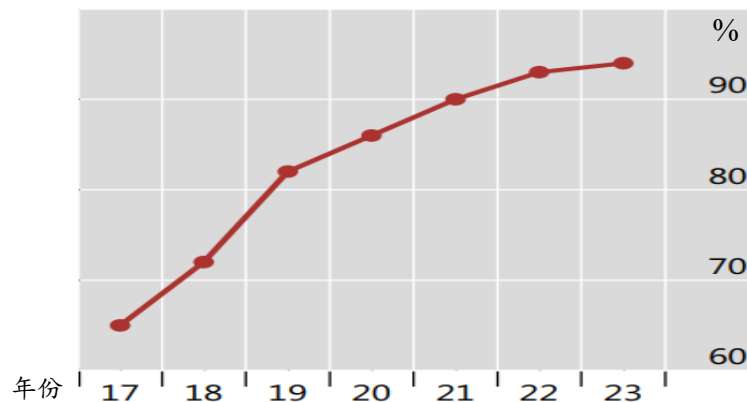
(2)由於批發型 CBDC 具有促進跨境支付，以及維持央行貨幣作為代幣化世界清算資產的潛在效益，近來主要央行對 CBDC 之工作重點，有逐漸由零售型 CBDC 轉向批發型 CBDC 之趨勢。BIS 於 2024 年發布的調查報告顯示³²，各國央行，尤其是先進經濟體正加強對批發型 CBDC 之研究與試驗，進行概念驗證(PoC)與試點(pilot)的比重分別由 60%、10%大幅增至 81%、33%(圖 7)。

³⁰ Di Iorio, A., A. Kosse and I. Mattei (2024), “Embracing Diversity, Advancing Together – Results of the 2023 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.147.

³¹ 巴哈馬央行於 2020 年 10 月發行沙錢(Sand Dollar)，至本年 3 月底，其發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.394%；奈及利亞央行於 2021 年 10 月推出數位奈拉(eNaira)，至 2024 年 11 月底，其發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.375%。

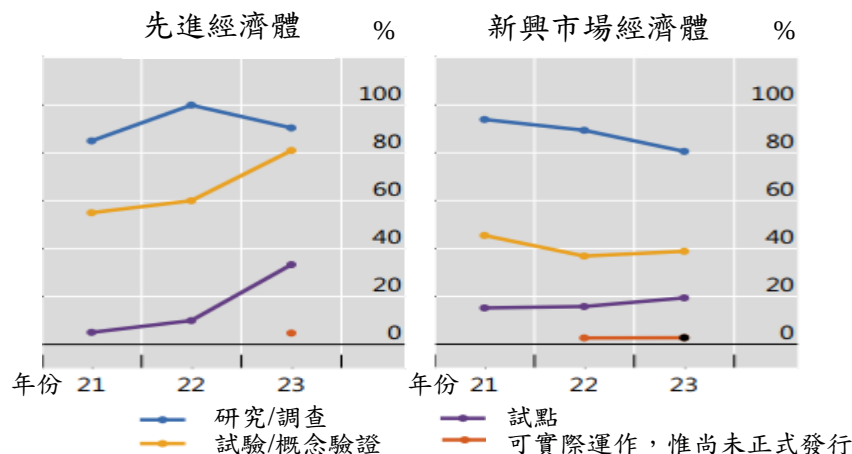
³² 於 2023 年調查 86 家央行，詳見 Di Iorio, A., A. Kosse and I. Mattei (2024), “Embracing Diversity, Advancing Together – Results of the 2023 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.147.

圖 6 全球央行投入 CBDC 相關工作比率



資料來源：Di Iorio, A., A. Kosse and I. Mattei (2024), “Embracing Diversity, Advancing Together– Results of the 2023 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.147.

圖 7 不同經濟體央行批發型 CBDC 發展狀況



資料來源：Di Iorio, A., A. Kosse and I. Mattei (2024), “Embracing Diversity, Advancing Together– Results of the 2023 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto,” BIS Papers, No.147.

(四)國際間開始試驗以批發型 CBDC 支援私部門數位貨幣之可行性

1. BIS 之 Agorá 計畫³³

(1)Agorá 計畫由 BIS 與國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)³⁴於 2024 年 4 月共同發起，係**公私協力的專案**項目，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代表參加)等 7 國央行參加，私部門則由 IIF 招募民間金融機構共同參與。

(2)該計畫規劃進行代幣化測試，在可程式化平台上實施目前**跨境支付**的**代理銀行**模式³⁵，亦即將**商業銀行存款代幣**

³³ BIS (2024), “Project Agorá: Central Banks and Banking Sector Embark on Major Project to Explore Tokenisation of Cross-Border Payments,” Press Releases, Apr. 3; BIS (2024), “Private Sector Partners Join Project Agorá,” Sep. 16.

³⁴ 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。

³⁵ 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；代幣化則可將交易資訊與資金移轉同步處理，實現更高效的支付與清算流程。參見中央銀行 (2024)，「跨境支付的未來發展」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 19 日。

與批發型 CBDC 整合至同一個可程式化平台，並利用智能合約提升跨境支付效率；同時維持現代貨幣體系的雙層式運作架構。

2. 韓國央行(Bank of Korea, BoK)之漢江計畫(Project Hangang)

(1) BoK 於本年 4 月至 6 月啟動漢江計畫之試點，旨在評估存款代幣於實體場景支付並以批發型 CBDC 作為清算之可行性。

—用戶將銀行存款轉為存款代幣，透過 QR Code 於線上或實體商店進行消費；參與銀行之間則以 BoK 發行的批發型 CBDC 作為即時清算資產。

—BoK 預計於本年 10 月至 12 月推動第二階段試點，並擴大參與商家數量及實際應用案例，例如運用可程式化功能進行 P2P 轉帳及數位券消費。

(2)為盡可能降低對金融體系之影響，BoK 於本次計畫設有持有限額及總兌換限額³⁶，同時發布央行數位貨幣研究發展相關規範³⁷，管理試點有關之事項。

3. 香港金融管理局(HKMA)之 Ensemble 專案³⁸

(1)Ensemble 專案於 2024 年 3 月展開，HKMA 委由金融科技業者建置批發型 CBDC 平台，各銀行再將其平台(該平台上有存款代幣及代幣化資產)連接至批發型 CBDC 平台，並以批發型 CBDC 進行清算。

³⁶ 本次試點計畫中，一般用戶存款代幣持有限額為 100 萬韓元(約為新臺幣 2.1 萬元)，交易總限額為 500 萬韓元(約為新臺幣 10.9 萬元)。

³⁷ 該規範內容包括：(1)存款代幣與其他存款相同，需提存 7%準備金；(2)為改進及評估試點情形，參與機構須提交 BoK 要求之資料；(3)對於參與機構因系統故障、業務處理延誤、個資外洩等損害，BoK 不承擔賠償責任。

³⁸ 香港金融管理局(2024)，「金管局公布 Ensemble 項目支持香港代幣化市場發展」，新聞稿，3 月 7 日；香港金融管理局(2024)，「金管局推出 Ensemble 項目沙盒促進代幣化應用」，新聞稿，8 月 28 日；HSBC (2024)，「HSBC Completes Three Proof-of-Concept Use Cases within HKMA'S Project Ensemble Sandbox,」 Press Releases, Aug. 28。

(2)該專案旨在驗證批發型 CBDC、存款代幣及代幣化資產之間的技術互通性，應用案例則包括**固定收益與投資基金、流動性管理、綠色及永續金融、貿易及供應鏈融資**等³⁹。

4. 德國銀行業之存款代幣試驗案⁴⁰

(1)為探討存款代幣之技術可行性，若干德國銀行⁴¹及工業公司⁴²組成專案小組，針對不同的應用案例進行 PoC，並由德國銀行業委員會(GBIC)及德國工業聯合會(BDI)監督測試。

(2)試驗案的應用案例包括**銀行間的跨行轉帳、營運資金的條件支付⁴³、串流支付⁴⁴及款券同步交割(DvP)**等；儘管本案係以 RTGS 系統或指定清算銀行之傳統方式進行清算，惟**未來亦可透過批發型 CBDC 進行清算**。

(五)本行持續進行 CBDC 相關研究試驗

1. 在零售型 CBDC 方面，本行以支援數位券發放之金流作業為先行試作項目，測試未來發行零售型 CBDC 之可行性

(1)2020 年 9 月至 2022 年 6 月，本行與外部技術團隊及參與銀行協作，進行「**零售型 CBDC 試驗計畫**」，開發建置「**CBDC 雛型平台**」⁴⁵；平台營運採**雙層式架構**，亦即**由本行向銀行等中介機構分發 CBDC，再由中介機構提供**

³⁹ 其中，流動性管理係指結合存款代幣與批發型 CBDC，協助企業進行全天候且即時的跨行轉帳與資金調度；綠色及永續金融係成立電動車充電站的代幣化基金供投資人購買，基金產生的收益將以存款代幣的形式分潤給投資人；貿易及供應鏈融資則是賣方在發貨後，即透過全球航運商業網路(GSBN)產生代幣化的電子提單(eBL)以代表貨物的所有權，當貨物抵達目的地後，買方即可透過存款代幣取得 eBL 代幣。參見香港金融管理局(2024)，「香港金融科技周 2024 附件『Ensemble 項目已完成的用例』」，新聞稿，10 月 28 日；Ledger Insights (2024)，「Hong Kong Launches Project Ensemble Sandbox for wCBDC, Tokenization,」 Aug. 28。

⁴⁰ BDI (2024)，「Commercial Bank Money Token: Proof of Concept Report,」 BDI Document Number: D1941, Jun. 25。

⁴¹ 包括 Commerzbank、Deutsche Bank、DZ Bank、Helaba 及 Hypovereinsbank/Unicredit 等銀行。

⁴² 包括 Airplus、BASF、Evonik、Mercedes Benz 及 Siemens 等工業公司。

⁴³ 營運資金的條件支付是指對產品裝運及交貨進行可程式化支付，包括各種有條件的付款解決方案。具體而言，可將存款代幣鎖定於管理流程的智能合約或付款方的錢包中，一旦貨物抵達或到達某個日期，存款代幣即由智能合約或付款方的錢包自動支付。

⁴⁴ 串流支付係指在生產商品或使用服務時，依產量或使用量自動付款。具體而言，付款方可將訂單中的金額鎖定於智能合約，智能合約會在特定數量的商品生產後，自動移轉款項。

⁴⁵ 本項試驗成果之展示影片已公布於本行官網(連結網址：<https://youtu.be/hwzawLq0UOA>)。

給使用者，並由中介機構向使用者提供開立錢包與支付相關等服務⁴⁶。

(2)本行以雛型平台錢包之概念及架構為基礎，委由財金資訊公司建置「數位公共建設金流平台」(簡稱金流平台)並先以支援政府機關發放數位券為試作項目(圖 8)：

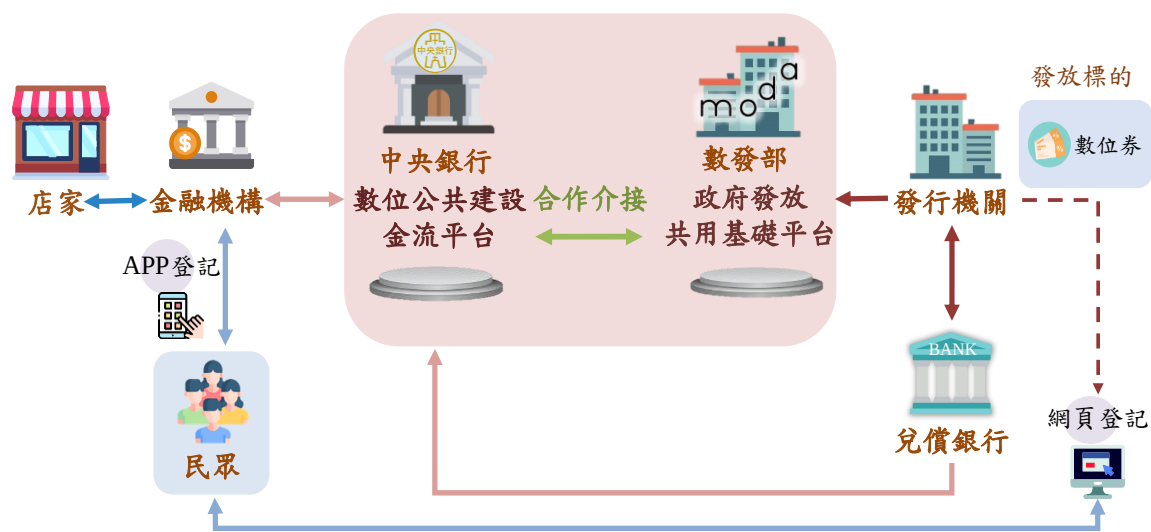
—政府為振興經濟，時常有發放專案(如三倍券、五倍券及普發現金等)之需求，但任務通常分由各機關支援，未有整合性平台，因此數發部規劃建置**政府發放共用基礎平台**(簡稱發放平台)，本行金流平台與該發放平台合作介接，由金流平台負責**發放專案之款項撥付與結、清算作業**。

—雙方平台已完成整合、測試，將於本年 7 月由客家委員會發行客家幣，作為正式上線之首件案例。本行將於試行過程中，蒐集意見、累積經驗並精進平台功能，以建立更安全、效率且符合民眾需求的系統平台。

2. 在批發型 CBDC 方面，本行正進行以批發型 CBDC 支援代幣化資產(包括存款代幣)之研究與試驗

(1)為因應資產代幣化發展趨勢，本行於 2024 年協同參與銀行建置**代幣化金流試驗平台**，探索**以批發型 CBDC 支援代幣化資產**(包括

圖 8 本行金流平台與數發部發放平台合作介接



說明：1.本行金流平台與數發部發放平台合作介接，由金流平台負責政府發放專案之款項撥付與結、清算作業。

2.數位券支援款券合用，即當數位券額度不足支付商品金額，可於付款畫面直接選擇欲使用的支付工具(如金融帳戶、信用卡等)補足差額，完成「款+券」交易。

⁴⁶ 有關本行 CBDC 初步架構與設計，參見中央銀行(2024)，「本行數位貨幣(CBDC)議題季外問卷調查結果之說明，央行理監事會後記者會參考資料，6月17日。

存款代幣)之技術可行性。

— 本案係基於央行與商業銀行之雙層運作架構，先試驗銀行存款代幣之跨行移轉⁴⁷、證券型代幣(STO)之款券同步交割⁴⁸及特殊目的代幣(Special Purpose Digital Money)⁴⁹等 3 種情境的試驗。結果顯示 3 種情境之技術尚屬可行，且相關試驗過程與經驗均可作為未來技術精進之參考。

(2)上開 STO 之款券同步交割係由本行與個別銀行進行試驗，惟考量銀行間存在商業競爭關係，如由銀行各自建置平台，可能會有碎片化問題，不利交易與交割效率，爰由公正的第三方機構負責提供跨鏈、跨機構的整合服務比較合適，因此本行本年將與臺灣集中保管結算所(簡稱集保公司)合作，以公司債為試作標的，試驗款、券在同一平台完成原子清算(atomic settlement)⁵⁰之技術可行性。

— 現行債券雖是款、券同步交割，但款、券的作業流程分別由不同系統處理(圖 9)，例如款項由本行「中央銀行同業資金調撥清算作業系統」(簡稱央行同資系統)進行支付交易，債券則在集保公司之結算交割系統處理；若款、券能均於同一平台進行交割，將有助提升效率。

— 本試驗案係由集保公司於本行代幣化金流試驗平台開立統倉帳戶，提供金融機構存入批發型 CBDC，並由集保代幣化試驗平台(簡稱集保平台)將批發型 CBDC 以 1:1 兌換成集保交割代幣，提供款、券於集保平台同步完成交割(圖 10)，提高效率。

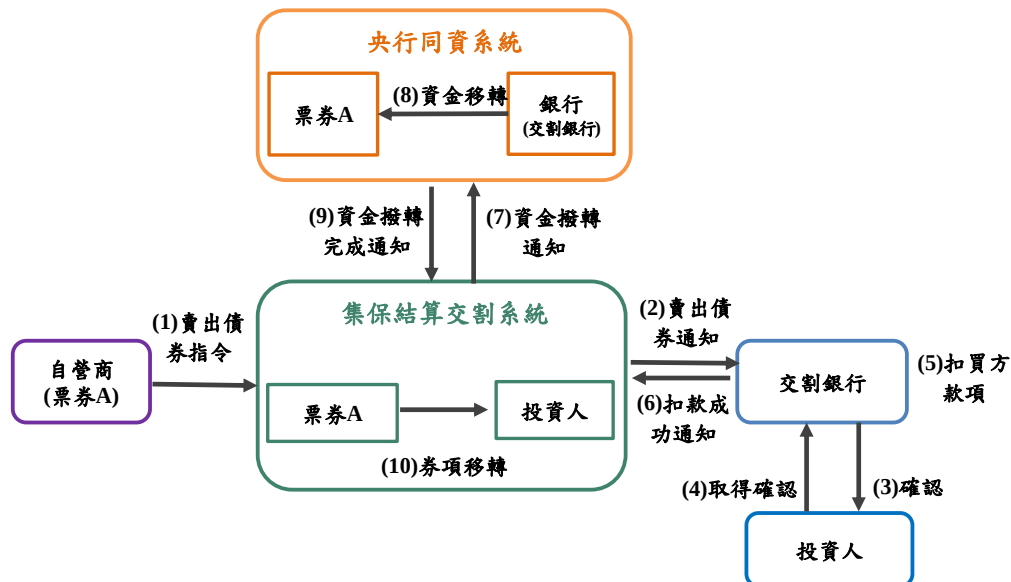
⁴⁷ 銀行可利用代幣化金流試驗平台，依客戶需求將存款兌換為存款代幣，進行跨行轉帳，並以批發型 CBDC 作為清算資產。

⁴⁸ 以單一金融機構發行之證券型代幣為標的，與存款代幣進行款券同步交割，並透過批發型 CBDC 進行清算。

⁴⁹ 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，若將存款代幣結合智能合約，則可成為具有押標金功能的押標金代幣，一旦開標完成，代幣化實驗平台即自動將押標金代幣兌回為未得標廠商的存款代幣；而得標廠商的押標金代幣則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。

⁵⁰ 係指兩種資產的即時交換，僅在一種資產轉讓(如債券代幣)時，另一種資產才會轉讓(如批發型 CBDC)。因此，若有一方無法完成收付，交易則不成功。

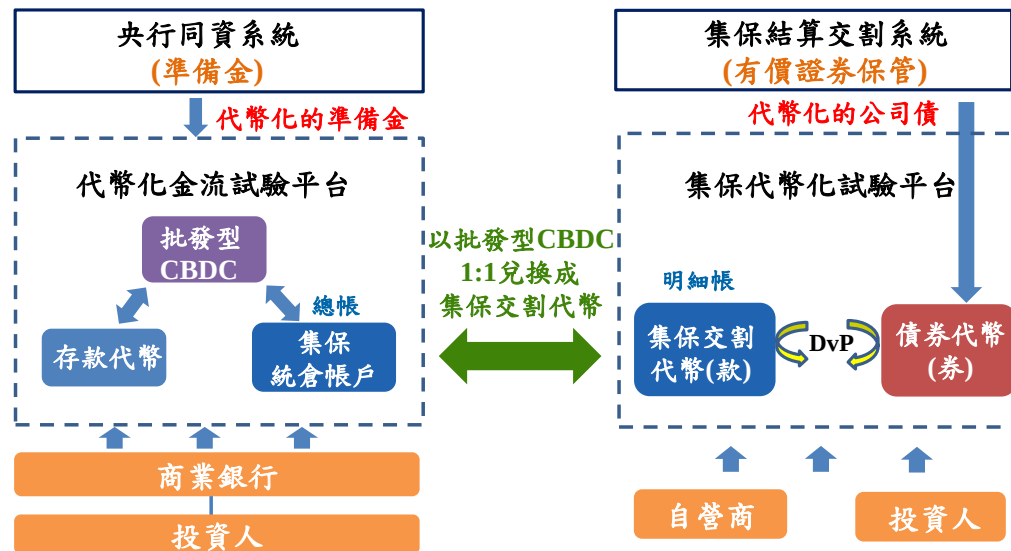
圖 9 現行債券之款、券交割流程圖



說明：1.公司債的買方(投資人)、賣方(自營商(票券A))已先完成交易確認。
2.交割流程如下：(1)自營商提示交割指令至集保結算交割系統(簡稱交割系統)；(2)交割系統將自營商賣出債券訊息通知交割銀行；(3)-(5)交割銀行與投資人確認並扣投資人款項；(6)交割銀行回傳扣款成功訊息通知交割系統；(7)-(9)交割系統通知央行同資系統將交割銀行之資金撥入票券A帳戶，央行同資系統完成資金撥轉並通知交割系統；(10)交割系統將票券A之公司債過戶至投資人帳戶，完成款、券交割。

資料來源：集保公司

圖 10 利用代幣化試驗平台完成款、券同步交割之示意圖



說明：1.公司債的買方(投資人)、賣方(自營商)已先完成交易確認。
2.投資人及自營商之處理流程如下：(1)投資人先透過銀行將存款轉為存款代幣，作為交割款項之用；銀行扣除投資人的存款代幣，並通知代幣化金流試驗平台將等值的批發型 CBDC 轉入集保統倉帳戶，集保代幣化試驗平台(簡稱集保平台)將批發型 CBDC 以 1:1 兌換成集保交割代幣，作為投資人購買債券代幣之交割款項。(2)自營商提示交割指令至集保平台，集保平台將投資人之交割代幣移轉給自營商，並將自營商之債券代幣移轉給投資人，同步完成款、券交割。
3.由於本案尚在試驗階段，具體流程於試驗過程中可能調整。

資料來源：本行繪製

(六)結語

1. 因應數位時代及資產代幣化趨勢，貨幣體系亦需轉型為數位貨幣體系，以支援代幣化世界的金流運作

(1)近來 DLT、區塊鏈等技術興起，**資產代幣化成為國際間關注焦點與發展重點**。為支援代幣化世界的交易及結(清)算等金流運作，**存款代幣及穩定幣**等新型態的私部門貨幣均**可能是未來貨幣體系的一環**。

(2)由於**央行貨幣是最佳清算資產**，因此**未來的貨幣體系仍須由央行貨幣提供信任基礎**，並透過**雙層貨幣體系支援私**

部門貨幣，確保貨幣單一性及支付最終性，並提升未來貨幣體系的運作效率。

(3)資產代幣化世界若由央行發行 CBDC 支持存款代幣、穩定幣等私部門貨幣，共建雙層架構運作之數位貨幣體系，應是最佳可行方案。

2. 為因應資產代幣化趨勢及未來數位貨幣體系的發展，本行積極推行央行貨幣的數位轉型，確保將來若發行 CBDC 能符合大眾需求

(1)在零售型 CBDC 方面，我國普惠金融程度高，數位支付環境高效、便利，尚無發行零售型 CBDC 之迫切需求，因此以數位券發放之金流作業為先行試作項目，同時促進政府發放作業之金流處理效率。

(2)在批發型 CBDC 方面

—本行於 2024 年已與參加銀行合作建置代幣化金流試驗平台；本年將邀請集保公司及金融機構協力展開相關試驗，探索由公正第三方機構建置整合性的代幣化金融市場基礎設施，提供跨體系、跨機構的服務的可行性，以避免碎片化並提升效率。

—另 RWA 代幣化為金管會金融科技施政重點之一，該會爰於 2024 年 5 月協同集保公司及金融機構成立 RWA 代幣化小組⁵¹，初步以基金、債券作為代幣化標的⁵²，試驗代幣化技術、資產保管及交割等之可行性。為協助我國資產代幣化之創新與發展，本行將與金管會合作探索與試驗，以期未來共建我國代幣化之金融市場基礎設施。

3. 現行跨境支付具有處理速度慢、成本高及資訊不透明等問題，BIS 支付暨市場基礎設施委員會(CPMI)認為，CBDC 可能是解決方案之一⁵³，惟無論零售型或批發型 CBDC，目前均尚無國際共通標準，亟需國際組織制定供各國遵循，才能克服互通性問題；目前國際金融組織及主要國家央行均持續試驗，本行亦將密切關注並積極參與國際交流，俾使未來我國 CBDC 跨境支付體系與國際接軌。

⁵¹ 金管會(2024)，「金管會協力集保公司及 6 家金融機構成立『現實世界資產代幣化小組』」，新聞稿，6 月 13 日。

⁵² 經濟日報(2024)，「金管會要推『金融資產代幣化』！基金、債券打頭陣」，2 月 16 日。

⁵³ 另一種做法是將各國的快捷支付系統(FPS)互連，參見中央銀行(2024)，「跨境支付的未來發展」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 19 日。