

# 央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

114.12.18

## 前 言

本(2025)年 9 月本行理監事會議以來，伴隨人工智慧(AI)等新興科技應用發展，全球經濟持續成長，通膨續降溫；國際機構預測明(2026)年全球經濟成長率略低於本年，通膨率則續降。國內方面，受惠 AI 商品需求超乎預期，挹注出口成長，本行上調本年經濟成長率預測值至 7.31%，可望創 15 年來新高，明年成長率預測值則上調至 3.67%；通膨率維持緩步回降趨勢，本行分別略下調本、明年 CPI 年增率預測值至 1.66%、1.63%。

在 AI 浪潮帶動下，台灣電子與資通訊產品製造及出口表現亮眼，成為經濟成長重要動能。AI 投資熱潮激勵以科技股為主之國家股市大漲，也引發各界對 AI 泡沫之疑慮與示警。爰就此相關議題，為文探討分析供參。

日前《經濟學人》(The Economist)雜誌引用其編製之大麥克指數，指稱本行長期壓低新台幣匯率，助力台灣出口，惟亦導致國人購買力受損、房價攀升、金融風險累積等問題，並將其稱為「台灣病」(Formosan flu)。各界對該報導多所討論，為期大眾瞭解實情，特專文就報導中對本行之不實評論，以問答方式加以澄清說明。

本行上(2024)年 8 月採取道德勸說請銀行自主管理不動產貸款總量目標，復於同年 9 月第 7 度強化選擇性信用管制措施以來，不動產市場過熱現象漸降溫，房市交易亦漸回歸自住需求，不動產信用擴張速度放緩，有助於降低金融體系潛在系統風險，管制措施之成效顯現。特專文就上述措施之實施結果及後續作法加以說明，俾利各界瞭解。

近來外界日益關注穩定幣(stablecoins) 未來若普及化，對貨幣信用創造可能產生之影響，以及相關潛在風險。爰繼上季對穩定幣之相關分析後，進一步以問答方式，為文探討近期各界關切之重點議題供參。

上年 9 月 Fed 啟動降息週期，迄今聯邦資金利率目標區間已降至 3.5%~3.75%。鑑於美國公債是全球金融資產之評價基礎，爰為文就美國本次降息週期，其公債殖利率曲線之變化與美國公債地位等議題進行探討供參。

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	11
三、近期 AI 發展趨勢對台灣經濟成長影響與 Dot-com 泡沫成因之比較	27
四、對「經濟學人：台灣榮景的潛藏風險」等報導之回應	39
五、選擇性信用管制措施實施成果之說明	72
六、穩定幣的貨幣屬性、對貨幣信用創造的影響及其相關風險之探討	87
七、美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討	111

## 一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年 9 月本行理監事會議以來，人工智慧(Artificial Intelligence, AI)等新興科技應用發展，抵銷部分美國高關稅對全球經濟成長之衝擊，全球製造業逐步復甦，服務業持續擴張；S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測今、明(2026)兩年全球經濟成長率分別為 2.82%及 2.69%，全球經濟成長仍具韌性。

物價方面，主要產油國持續增產，供給過剩擔憂致國際油價震盪走低，另關稅成本逐漸轉嫁至美國物價，致美國通膨降溫時程延後，其他主要經濟體通膨率則多趨降。S&P Global 預測明年全球通膨率由本年 3.46%降至 2.97%。

貨幣政策方面，美國關稅政策衝擊後，全球經濟仍溫和成長，通膨率則自俄烏戰爭爆發後之高點持續回降，主要央行依該國經濟金融數據評估妥適之貨幣政策立場；Fed 本年 10 月及 12 月均調降政策利率 0.25 個百分點，另自 12 月貨幣政策會議後開始購買短天期公債，以維持貨幣市場流動性穩定；ECB 維持政策利率不變；BoJ 總裁植田則表示，若經濟與物價如預期發展，且帶動薪資穩健成長，傾向調升政策利率；中國人民銀行(以下簡稱人行)則為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策。

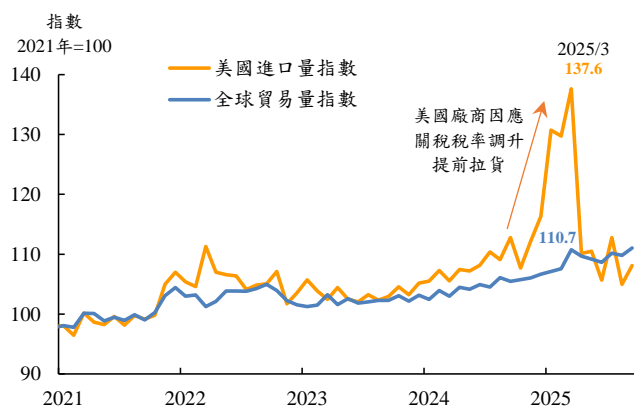
金融市場方面，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，美國 10 年期公債殖利率震盪後略升；AI 產業鏈擴大投資規模，加以科技類股財報亮眼，惟市場擔憂 AI 相關科技類股股價過高，全球股價指數於高點震盪；全球風險資產價格大幅波動，資金流向美元避險，9 月底以來美元指數(DXY)先升後略跌，主要經濟體貨幣對美元升貶互見。

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定性因素，包括 AI 應用與商業模式之經濟效益具不確定性、美國貿易政策發展及其影響、主要央行貨幣政策調整路徑、中國大陸內需疲弱與產能過剩問題及地緣政治風險仍存等；其後續發展與影響宜密切留意。

## (一)全球經濟展望：美國關稅稅率上升抑制全球成長動能，AI 發展為影響全球經濟展望之重要變數

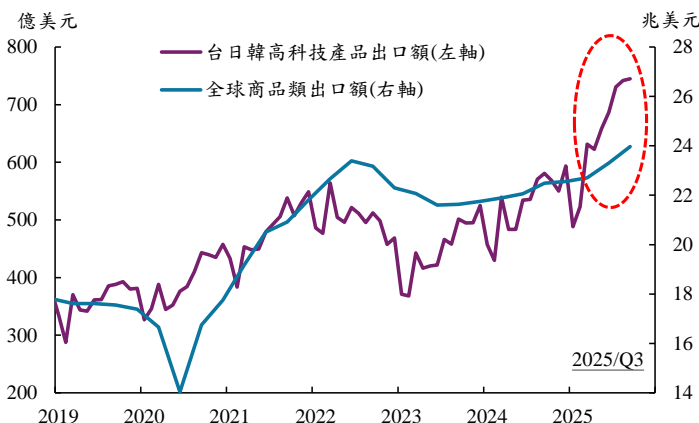
1. 美國提前拉貨效應漸消退，惟 AI 投資拉升部分國家高科技產品出口，減緩美國高關稅對全球經濟成長之衝擊
  - 企業**規避美國關稅之提前拉貨**(front-loading)**效應消退**，加以關稅稅率上升影響逐漸顯現，抑制**全球貿易成長動能**(圖 1)。
  - **AI 浪潮推升 AI 基礎建設投資需求**，帶動**亞洲國家高科技產品出口暢旺**，抵銷部分美國高關稅之負面衝擊(圖 2)。
  - 觀察近期數據，本年 11 月**全球製造業採購經理人指數(PMI)為 50.5**，連續 4 個月維持於**50 榮枯線之上**，加以**服務業維持穩健擴張趨勢**(圖 3)，預期成長動能持續。

圖 1 美國進口商提前拉貨效應消退



資料來源：Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

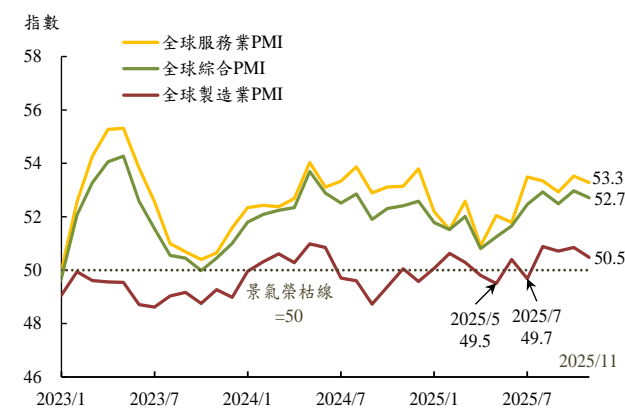
圖 2 亞洲高科技產品出口暢旺



註：高科技產品為電子零組件、資通訊產品、光學及精密儀器。

資料來源：International Trade Centre、S&P Global

圖 3 全球 PMI



註：PMI 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)。

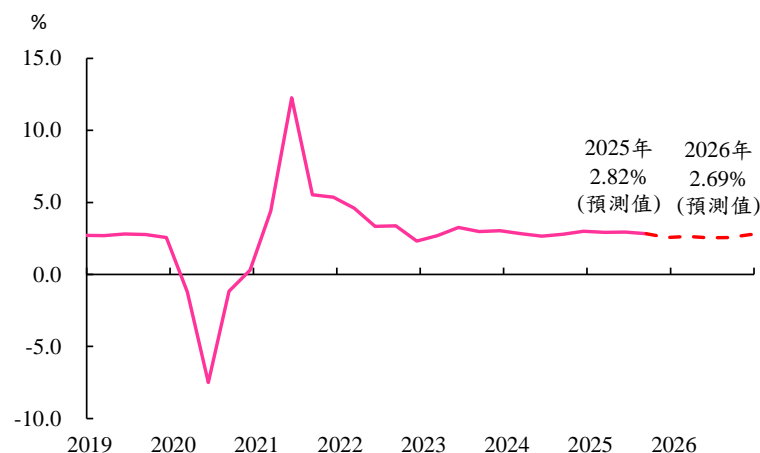
資料來源：J.P. Morgan、S&P Global

## 2. 預測明年全球經濟成長率為 2.69%，低於本年之 2.82%，AI 發展為影響明年景氣之重要變數

S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.82%，明年降至 2.69%，全球經濟成長仍具韌性(圖 4)。AI 產業發展、美國高關稅及中國大陸產能過剩為影響經濟展望之重要變數，預期將對各國造成不同程度影響；其中美國受 AI 投資支撐、南韓因低基期，明年成長率將高於本年，其餘經濟體成長率多低於本年(圖 5)。

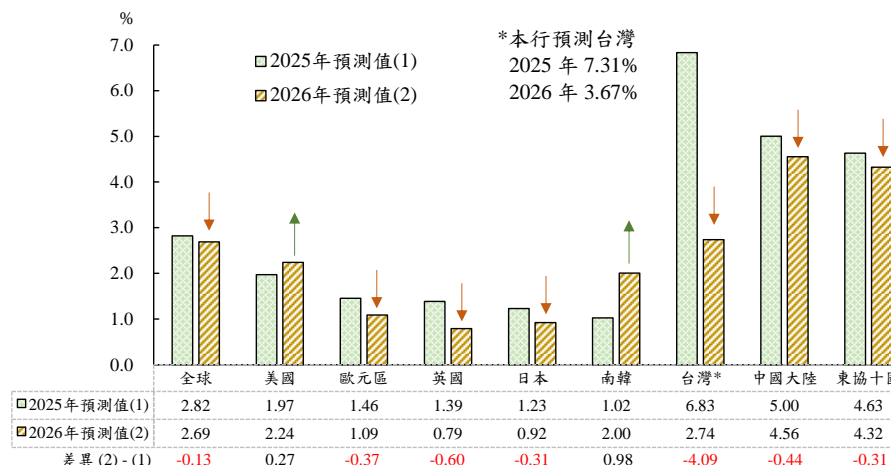
- 美國：引領全球 AI 產業發展，大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)減稅政策提振消費，預測明年經濟成長率為 2.24%，高於本年之 1.97%(圖 4)。
- 歐元區與英國：歐元區中德國擴大國防支出，惟面臨美國高關稅及中國大陸產業競爭壓力；英國財政緊縮，關稅影響出口動能，預測歐元區及英國明年經濟成長率分別為 1.09%及 0.79%，低於本年之 1.46%及 1.39%(圖 5)。
- 日本：政府推出積極財政政策，加速投資 AI 及半導體等關鍵產業，惟美國高關稅抑制汽車等產業出口及投資，預測明年經濟成長率為 0.92%，低於本年之 1.23%(圖 5)。
- 中國大陸：政府推出激勵消費方案，惟消費信心仍疲、房市持續低迷，且美國高關稅使出口承壓，預測明年經濟成長率為 4.56%，低於本年之 5.00%(圖 5)。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑



資料來源：S&P Global (2025/12/15)

圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑分別表示 2026 年預測值較 2025 年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/12/15)

## (二)全球物價展望：國際油價續低，預期全球通膨率趨緩

### 1. 油價走低，穀物價格上漲，整體國際商品價格下跌

- **OPEC+等主要產油國**持續增產，復以**俄烏**有望停火，**油價持續走低**。**12月15日**布蘭特原油現貨價格較9月底**下跌10.2%**(圖6)。
- 美中達成貿易協議，**中國大陸續購美國黃豆**，**推升黃豆價格**，帶動整體穀價上漲。**12月15日較9月底上漲2.8%**(圖7)。
- 本年9月底以來，金、銀等**貴金屬價格上漲**，**銅價**因主要銅礦產區停產而上漲，帶動工業用金屬價格走升，惟受國際**油價大幅下跌**影響，**12月15日**代表整體國際商品價格之**R/J CRB期貨價格指數較9月底下跌1.7%**(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



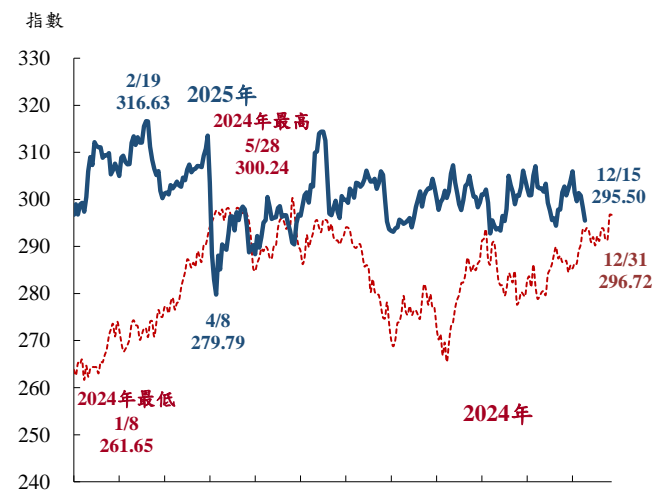
資料來源：LSEG Datastream

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. 預測明年全球消費者物價指數(CPI)年增率為2.97%，低於本年之3.46%

主要機構預期明年全球**原油供給持續增加將抑低油價**，預測原油價格續跌(表 1)。S&P Global **預測明年全球通膨率**由本年之 3.46% **降至 2.97%**，**全球通膨趨於平穩，多數主要經濟體通膨率低於本年**(圖 9)。

- **美國：關稅成本逐漸轉嫁至商品類價格**，惟勞動薪資成長放緩有助服務類通膨降溫，**預測明年 CPI 年增率為 2.80%**，高於本年之 **2.74%**(圖 9)。
- **歐元區與英國：歐元區經濟活動放緩**，加以能源價格走低，**通膨持續降溫，預測明年調和消費者物價指數(HICP)年增率為 1.95%**，低於本年之 **2.15%**；**英國經濟疲軟，消費信心低迷，抑制通膨，預測明年 CPI 年增率為 2.34%**，低於本年之 **3.38%**(圖 9)。
- **日本：政府以財政措施抑制電力及天然氣價格上漲**，在高基期因素下，通膨率逐步下降，**預測明年 CPI 年增率為 1.56%**，遠低於本年之 **3.15%**(圖 9)。
- **中國大陸：持續擴大財政支出，促進產業升級並激勵民間消費**，以緩解供需失衡及通縮壓力，**預測明年 CPI 年增率 0.53%**，高於本年之 **0.01%**(圖 9)，惟仍遠低於政府政策目標之 **2%**。

表 1 布蘭特原油價格

單位：美元/桶

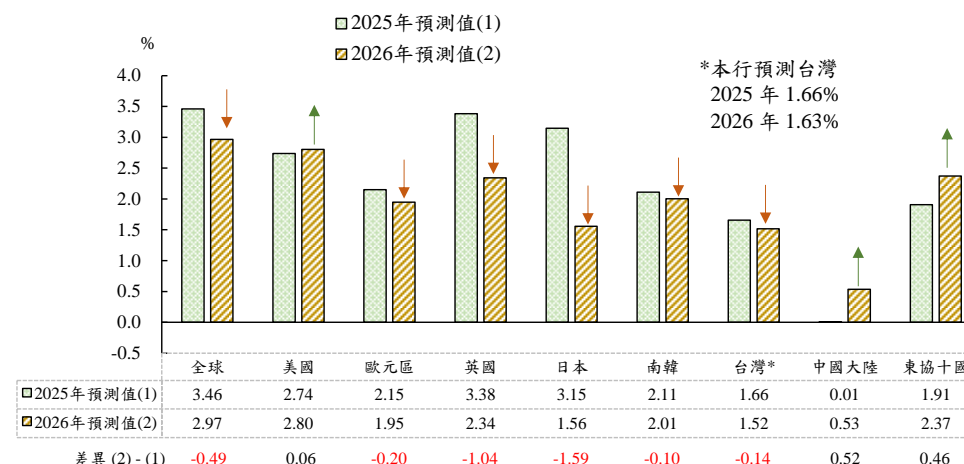
預測機構	2024年 實際值	2025年 預測值	2026年 預測值
EIA*(12/10)	80.5	69.0	55.1
S&P Global Market Intelligence (12/15)		69.0	58.6
EIU**(11/20)		69.1	61.3
平 均		69.0	58.3

註：\*U.S. Energy Information Administration

\*\*Economist Intelligence Unit

資料來源：EIA、S&P Global、EIU

圖 9 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓、↑分別表示 2026 年預測值較 2025 年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/12/15)

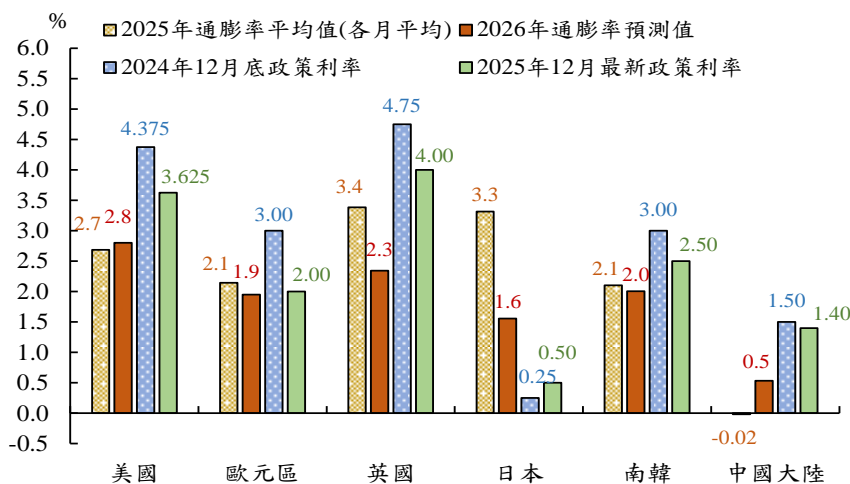


### (三)主要央行貨幣政策：Fed 持續降息，ECB 維持政策利率不變，BoJ 傾向升息，人行則延續寬鬆貨幣政策

全球經濟溫和成長且通膨壓力續緩，惟各國經濟物價表現分歧，主要央行依該國經濟與物價情勢調整政策利率，持續依最新經濟金融數據評估妥適之貨幣政策立場(圖 10)。

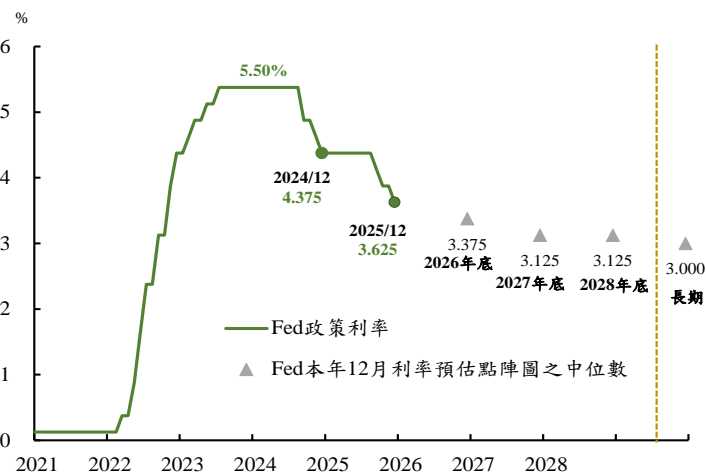
- Fed 本年 10 月及 12 月均調降政策利率 1 碼(0.25 個百分點)，另自 12 月貨幣政策會議後開始購買短天期公債，以維持貨幣市場流動性穩定。主席 Powell 於 12 月貨幣政策會議後記者會表示，近月通膨及就業風險平衡發生變化，勞動市場下行風險上升，未來若未實施新關稅政策，預期商品類通膨約於明年第 1 季升至峰值，下半年開始降溫。  
➤ 12 月會議之利率預估點陣圖顯示，預期明年將降息 1 碼(圖 11)。
- ECB 本年 10 月維持政策利率不變，總裁 Lagarde 於 10 月貨幣政策會議後記者會表示，歐元區經濟仍維持成長；未來將持續基於最新經濟金融數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。
- BoJ 本年 10 月續暫停升息，連續 6 次維持利率不變。總裁植田於 12 月演講表示，若經濟與物價如預期發展，且帶動薪資穩健成長，未來傾向調升政策利率。
- 人行為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策，並向市場釋出流動性。

圖 10 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：美國 Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值；歐元區 ECB 政策利率為隔夜存款利率；中國大陸人行政策利率為 7 天逆回購利率。  
資料來源：LSEG Datastream；S&P Global (2025/12/15)；本行計算

圖 11 Fed 政策利率預測路徑



註：美國政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。  
資料來源：Fed

#### (四)金融市場：美國10年期公債殖利率區間震盪後略升，全球股市於高點震盪，美元指數升後略跌

##### 1. 債市：美國 10 年期公債殖利率區間波動，德、日上揚，中國大陸則下滑

- 本年 9 月底以來，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，Fed 內部對降息路徑看法分歧，美國 10 年期公債殖利率區間震盪，12 月 15 日較 9 月底上升 2 個基點；德國擴大國防財政支出，日本推動大規模經濟激勵措施，預期公債發行量上升，德、日 10 年期公債殖利率分別較 9 月底上升 14 及 31 個基點；中國大陸因經濟成長隱憂猶存，政府表示明年將延續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率較 9 月底下降 8 個基點(圖 12)。
- 近期中國大陸通膨率雖回升，惟經濟成長動能趨緩，通縮風險仍存，預期貨幣政策維持寬鬆，10 年期公債殖利率於近月低點震盪；日本則已擺脫通縮情勢，加以政府推出大規模財政激勵措施，10 年期公債殖利率攀升至 2007 年以來高點；中、日 10 年期公債殖利率之利差降至新低且由正轉負(圖 13)。

圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率

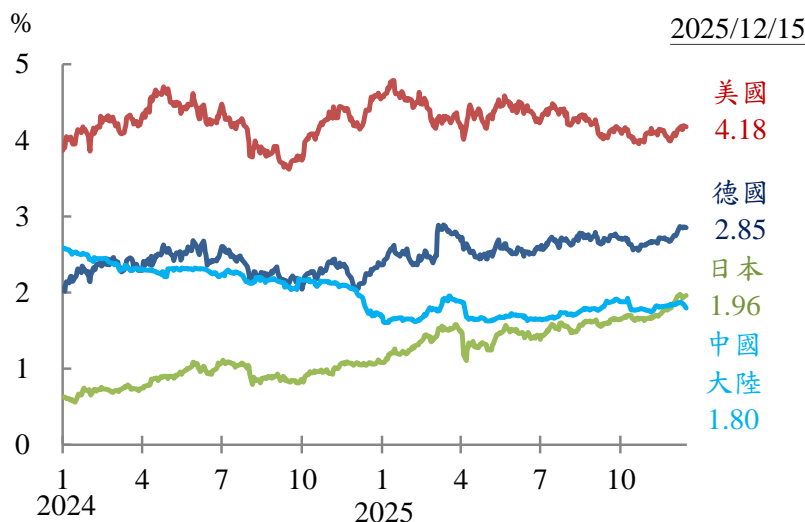
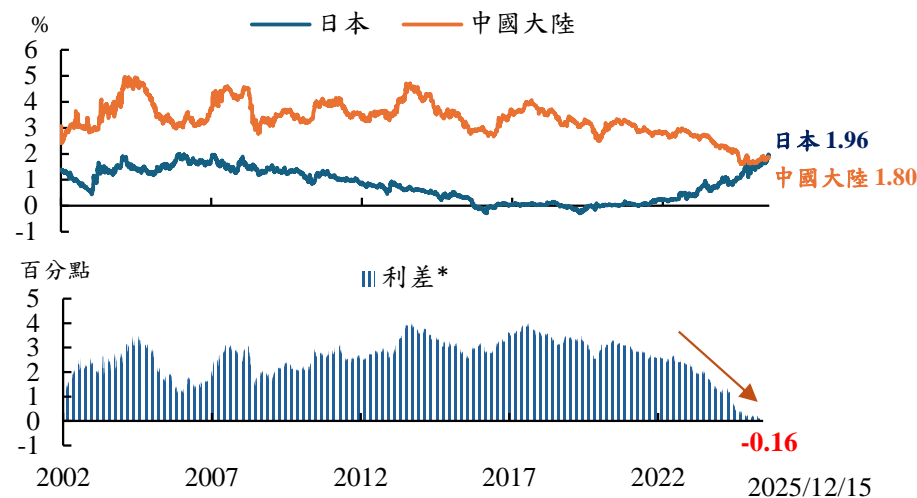


圖 13 中國大陸及日本 10 年期公債殖利率及其利差



註：\*中國大陸與日本 10 年期公債殖利率之差異。

資料來源：LSEG Datastream

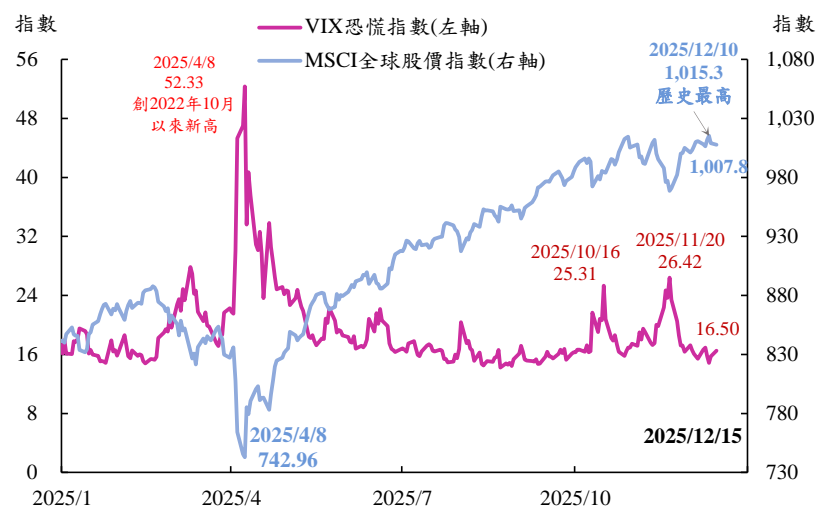
## 2. 股市：全球股價指數於高點震盪，主要股市多上漲

本年9月底以來，**AI 產業鏈擴大投資規模**，加以**科技類股財報亮眼**，**MSCI 全球股價指數再創新高**，嗣因市場擔憂 **AI 相關科技類股股價過高**而於**高點震盪**，**VIX 恐慌指數波動則加劇**，顯示投資人在股價屢創高點下，**避險情緒亦升溫**(圖 14)。

本年12月15日與9月底比較，**主要股市多上漲**(圖 15)。

- **美股**：部分 AI 企業擴大債務融資，市場對 AI 泡沫化之擔憂升溫，美股 11 月初自歷史高點拉回，後隨 Fed 降息預期升溫而回升；主要為科技類股之**那斯達克指數上漲 2.4%**，**標普 500 指數亦上漲 1.9%**。
- **歐股**：歐元區在**銀行等其他產業表現持穩**下，**泛歐元道瓊指數上漲 3.9%**。
- **日股**：新政府**擴大財政支出**，積極**投資 AI 及半導體**等多項**關鍵產業**，整體**企業投資穩定**，**日股大漲 11.7%**。
- **韓股**：**AI 浪潮推升半導體出口動能**，美韓關稅協議確定，**南韓輸美關稅由 25% 下調至 15%**，**南韓股市大漲 19.4%**。
- **陸股**：**美中貿易磋商持續**，惟**經濟動能趨緩**，加以**中日地緣政治緊張局勢升溫**，**上海綜合指數略跌 0.4%**。

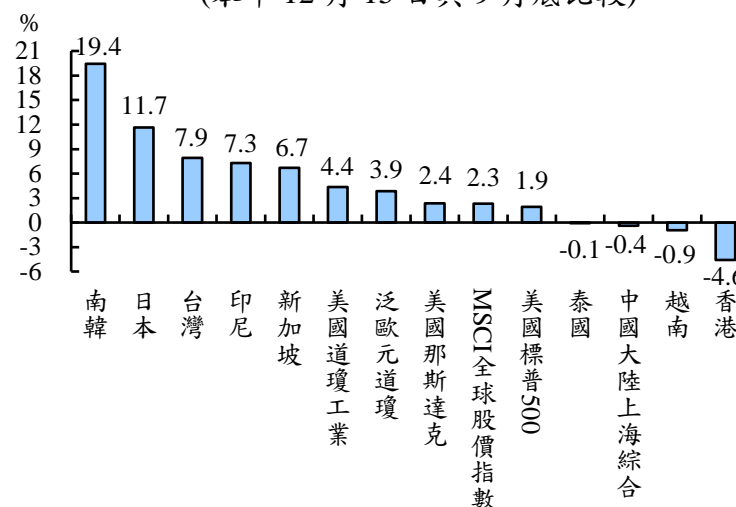
圖 14 MSCI 全球股價指數及 VIX 恐慌指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 15 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年12月15日與9月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

### 3. 匯市：美元指數先升後略跌，主要經濟體貨幣對美元升貶互見

本年9月底以來，**全球風險資產價格大幅波動**，資金流向美元避險，帶動**美元指數**自本年底點之96.63，**升至近月高點之100.23**；嗣因**Fed延續降息步伐**，**美元指數略回降**(圖16)。本年12月15日與9月底相較，**主要經濟體貨幣對美元升貶互見**(圖17)。

- **歐元**：市場預期ECB結束降息循環，美國與歐元區之利差收斂，惟歐元區製造業仍疲弱，**歐元對美元略升值0.2%**。
- **英鎊**：英國經濟數據疲軟，財政困境持續，市場預期BoE降息，**英鎊對美元貶值0.5%**。
- **日圓**：市場預期高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，復以擔憂財政赤字擴大，**日圓對美元貶值4.7%**。
- **韓元**：外資逢高賣出韓股並匯出資金，居民則增加海外投資，**韓元對美元貶值4.4%**。
- **人民幣**：人行引導中間價緩步偏升，**人民幣對美元升值1.0%**。

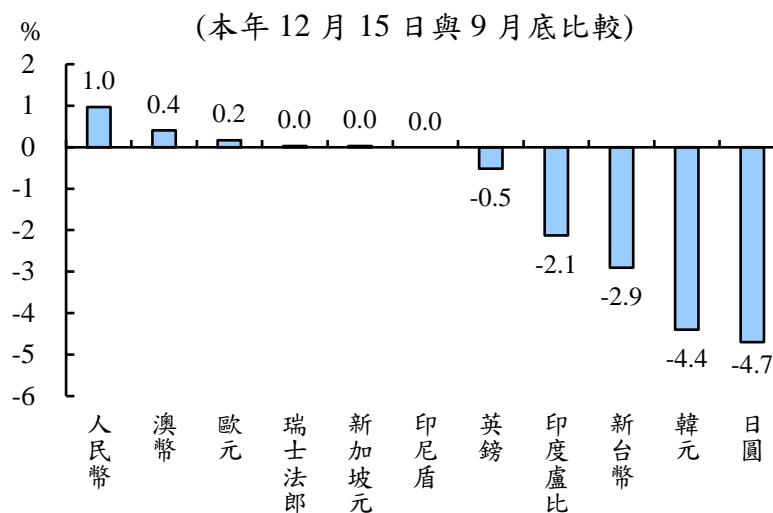
圖 16 DXY 美元指數



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

資料來源：LSEG Datastream

圖 17 主要經濟體貨幣對美元升貶幅



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

## (五)影響全球經濟前景之不確定因素

全球經濟成長仍具韌性，惟面臨諸多不確定性(圖 18)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 18 全球經濟前景面臨之不確定因素

### AI 應用與商業模式之經濟效益具不確定性

- 生成式 AI 熱潮推升算力需求，主要雲端服務商(CSP)擴大資本支出投資 AI 基礎建設，惟 AI 終端應用及商業模式尚未成熟，若未來經濟效益不及預期，龐大之 AI 投資恐有泡沫化風險，可能導致資產價格下跌，負面財富效果將削弱全球需求、衝擊全球金融穩定。

### 美國貿易政策發展及其影響

- 美國高關稅對全球經濟成長之抑制效果逐漸顯現，而其關稅政策仍面臨國內適法性疑慮，若未來美國聯邦最高法院裁定違憲或越權，美國當局政策措施調整及其影響仍具不確定性。

### 主要央行貨幣政策調整路徑

- 美國通膨率仍高，惟勞動市場下行風險上升，Fed 降息路徑具不確定性；BoJ 傾向升息；歐元區通膨趨穩，經濟溫和擴張，預期 ECB 結束降息週期；中國大陸經濟有賴政策支持，人行將維持貨幣寬鬆。主要央行貨幣政策走向分歧，勢將牽動國際資金流向，增添金融市場波動風險。

### 中國大陸內需疲弱與產能過剩問題

- 中國大陸消費信心疲弱，且房市持續低迷，削弱寬鬆貨幣政策之傳遞效果；政府加碼財政擴張力道，惟對實體經濟之提振成效仍待驗證。
- 產能過剩問題嚴峻，產業內捲式低價競爭壓縮獲利空間，不利經濟結構轉型；若其持續向外輸出過剩產品，恐衝擊他國相關產業，進而激化全球貿易摩擦與保護主義風險。

### 地緣政治風險仍存

- 當前全球地緣政治風險仍存，包括俄烏談判之內容與進展、中日緊張局勢、美國對委內瑞拉行動等，不確定性升高恐制約投資意願，為全球經濟與通膨前景增添變數。

資料來源：本行整理媒體報導及主要國際機構觀點



## 二、國內經濟及通膨展望

本(2025)年 11 月主計總處修正 2023 年第 1 季至 2025 年第 2 季之經濟成長率，且本年**第 3 季經濟成長表現優於原預期**，合計前 3 季經濟成長率為 7.18%。**展望本年第 4 季**，**人工智慧**(Artificial Intelligence, AI)應用拓展，**電子資通訊**產品**需求強勁**，帶動台灣出口大幅成長，加以國內**薪資**持續**成長**與政府推動激勵消費措施等，挹注民間消費動能。本行上調本年**第 4 季經濟成長率**預測值至 **7.69%**，**全年**則由 9 月預測之 4.55% 調升至 **7.31%**。

**展望明(2026)年**，**美國雲端服務供應商**(cloud service provider, CSP)與主要國家**主權 AI** 等積極**提升算力**，台灣供應鏈出口將持續受益，維繫整體出口成長力道。內需方面，**AI** 相關**供應鏈**業者為滿足市場需求，將持續加碼投資以**擴建產能**，以及國內外企業在台建置 **AI 基礎建設**，增添民間投資動能；而明年**最低工資**調高，且本年上市櫃公司獲利佳，有助**調高**明年**薪資及現金股利發放**，均挹注家庭可支配所得，推升民間消費。本行預測明年**經濟成長率**為 **3.67%**。

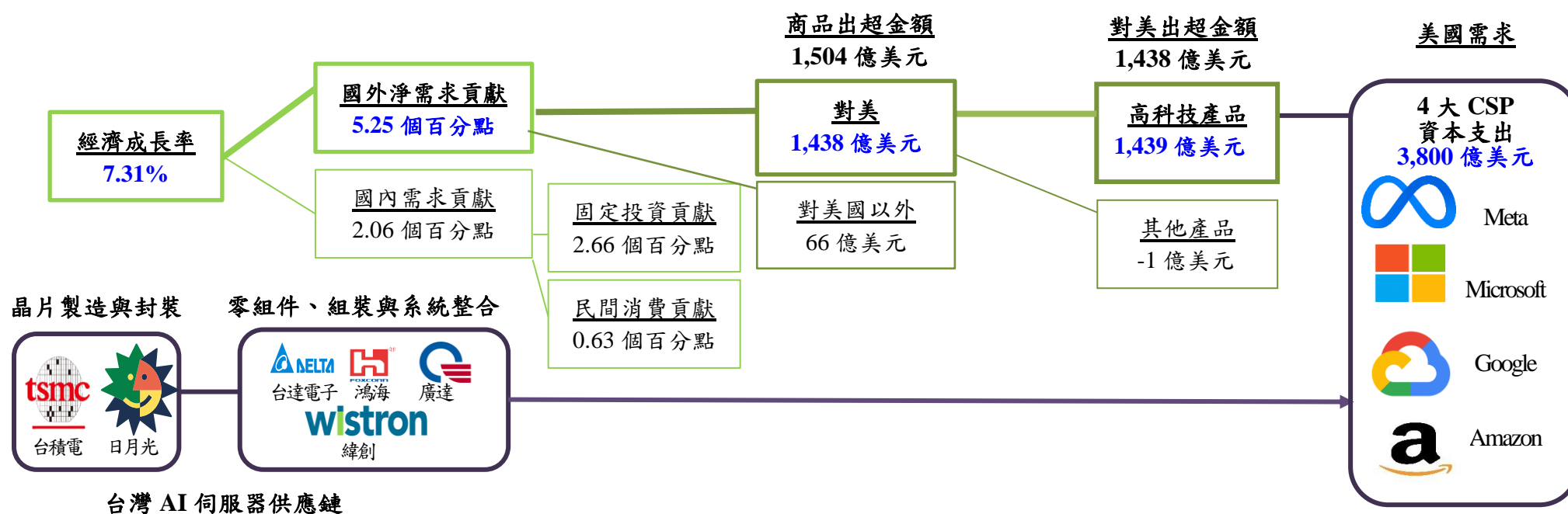
物價方面，本年第 4 季以來，國內天候良好，**蔬果等價格趨穩**，且部分商品**免徵或減徵貨物稅**，本行預測**本年 CPI 年增率**由 9 月預測之 1.75%，略下修至 **1.66%**。展望**明年**，預期國際油價下跌，加以部分商品**貨物稅減、免徵**降價**效果持續**，以及**服務類通膨**可望維持**緩降**走勢，**CPI 年增率**預測值為 **1.63%**。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

## (一)AI 需求超乎預期，本年經濟成長率將創 15 年來新高

1. 預估本年台灣整體商品貿易出超金額達 1,504 億美元<sup>1</sup>，是本年國外淨需求貢獻增加主要來源(圖 1)。其中，以對美國貿易出超 1,438 億美元為最高，且以高科技產品為主，幾乎等於台灣整體貿易出超金額。
  - 主因：算力需求激增，激勵美國 CSP 積極布建 AI 基礎建設，以及 AI 伺服器新品量產，帶動對台灣電子資訊產品之出口動能。
  - 本年國外淨需求貢獻 5.25 個百分點，是驅動經濟成長的主力。

圖 1 本行對本年台灣經濟成長動能來源之分析

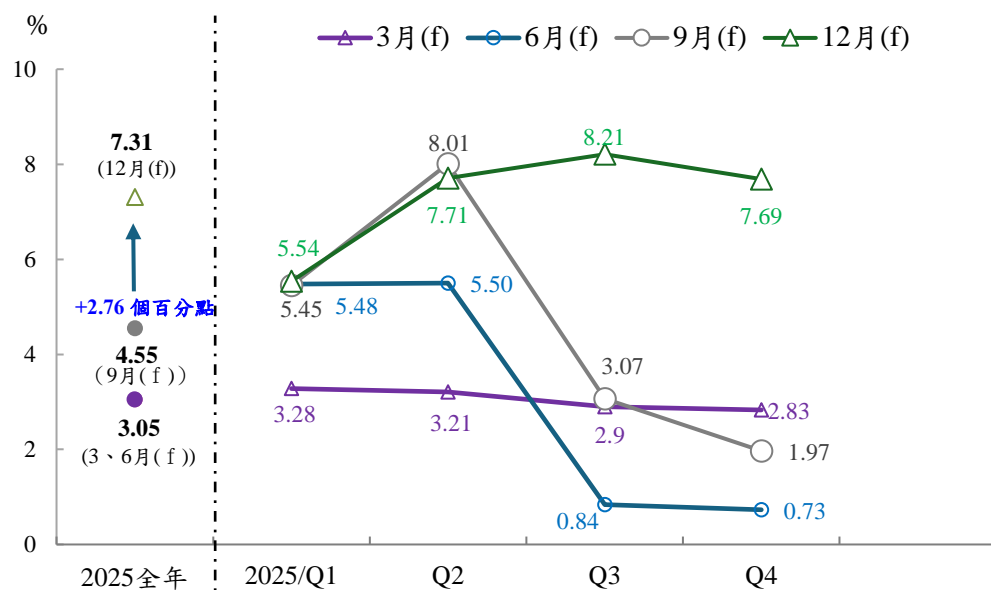


<sup>1</sup> 預測值係本年 1 至 11 月均值乘以 12 估計。



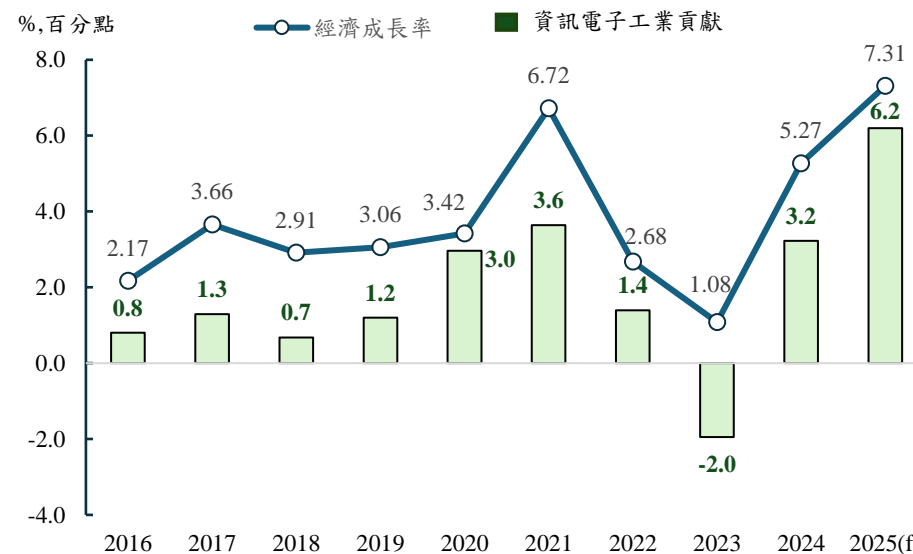
2. 本年**第3、4季國內經濟表現顯著優於預期**，主因 AI 相關需求大幅擴增、美國 232 條款調查結果推遲，本行將**全年經濟成長率**預測值由 9 月的 4.55% **上修** 2.76 個百分點至 7.31% (圖 2)<sup>2</sup>。
3. 受惠於 AI、高效能運算等**新興科技應用需求強勁**，帶動台灣相關資訊電子工業之生產活動，**預估本年資訊電子工業 GDP 對經濟成長貢獻將超過 6.0 個百分點**<sup>3</sup>(圖 3)。

圖 2 本行對本年台灣經濟成長率預測值調整



資料來源：本行

圖 3 台灣經濟成長率與資訊電子工業貢獻\*



註：1. \*資訊電子工業為電子零組件製造業與電腦、電子產品及光學製品製造業之合計。

2. 本行以本年 1~10 月資訊電子工業生產指數年增率，做為資訊電子工業 GDP 成長率之代理變數，進行推估。

資料來源：主計總處、本行

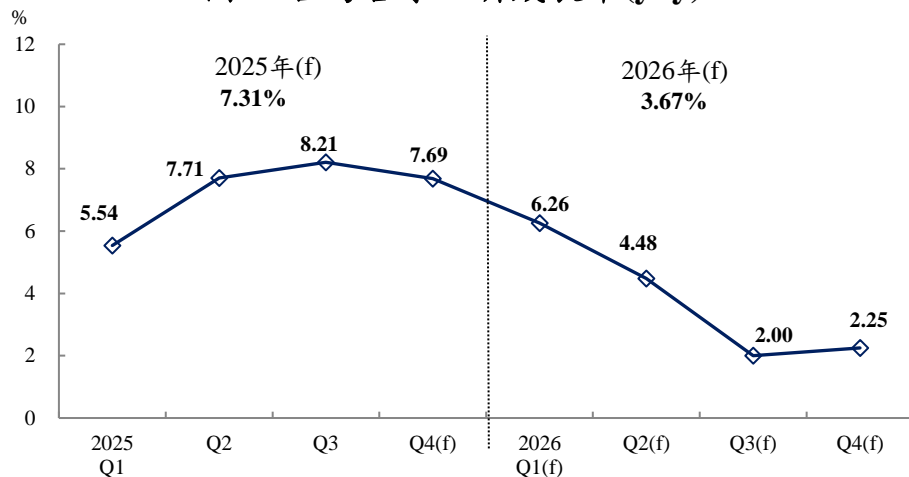
<sup>2</sup> 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、近期 AI 發展趨勢對台灣經濟成長影響與 Dot-com 泡沫成因之比較」。

<sup>3</sup> 本年資訊電子工業 GDP 對經濟成長之貢獻率達 85%，除 AI 需求強勁帶動外，亦與傳產製造業受美國關稅衝擊及中國大陸產能過剩影響而表現疲弱有關。

## (二)明年經濟可望穩健成長

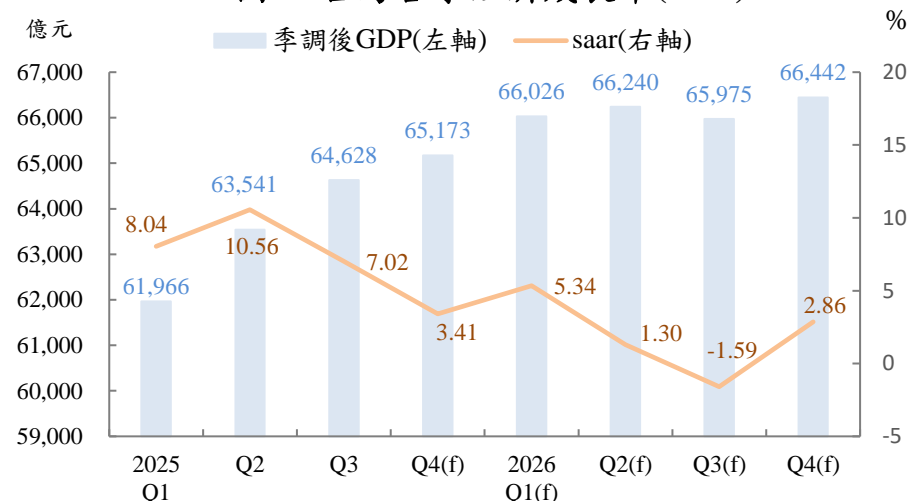
1. 預估**明年經濟穩健成長 3.67%**，惟受**比較基期已高**影響，各季**經濟成長率(yoy)**大致呈**下降趨勢**(圖 4)；就經季節調整後，實質 GDP 對上季增率折成年率之經濟成長率(saar)而言，明年各季亦大致**趨降**(圖 5)。

圖 4 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 5 台灣各季經濟成長率(saar)



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

2. **明年淨外需對經濟成長貢獻低於內需**：明年因比較基期墊高，輸出成長低於本年，致淨外需對經濟成長貢獻 1.28 個百分點，低於內需之 2.39 個百分點(表 1)。

表 1 本年與明年台灣 GDP 成長率與其組成項目貢獻之預測值

單位：%；百分點

	GDP成長率 =(a)+(b)+(c)+ (d)+(e)	內需 =(a)+(b)+ (c)+(d)	民間 消費 (a)	政府 消費 (b)	固定投資(c)				存貨 變動 (d)	淨外需 (e)	輸出	(一)輸入
					民間 投資	政府 投資	公營 事業 投資					
2025年(f)	7.31	2.06	0.63	0.27	2.66	2.28	0.18	0.20	-1.50	5.25	19.81	14.56
2026年(f)	3.67	2.39	1.03	0.56	0.59	0.40	0.26	-0.06	0.21	1.28	4.17	2.90

資料來源：主計總處、本行

### (三)預期本年第4季輸出、民間消費成長增溫；明年外需成長穩健，且內需消費回升

#### 1. 輸出：預期第4季成長暢旺，且明年穩健成長。

(1) 新興科技應用蓬勃發展，可望維繫第4季輸出成長力道。

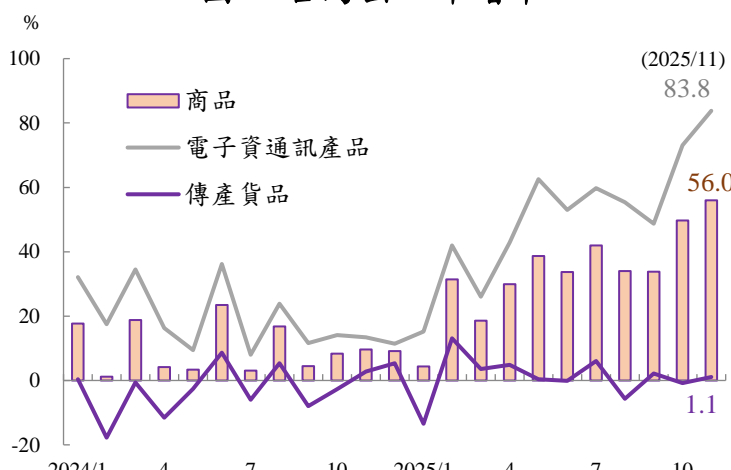
□ 美國主要 CSP 不斷上修本年資本支出規模，AI、高效能運算等**新興科技需求強勁**，帶動台灣半導體、伺服器等供應鏈出貨，加以消費性電子新品拉貨發酵，第4季輸出可望續增。

— 受**中國大陸產能過剩**，部分產品低價傾銷全球，與**美國關稅措施**影響，塑橡膠、基本金屬、化學品等傳產貨品**接單與生產狀況相對平疲**；惟新興科技應用拓展、年底消費性電子備貨，**電子資通訊需求暢旺**，挹注商品出口動能(圖6)，亦帶動**外銷訂單金額續呈雙位數成長**(圖7)。

— 美國對台灣 AI 高科技產品需求超乎預期，本年1~11月台灣出口成長34.1%，來自**美國市場的貢獻度最大**，達17.3個百分點(圖8)。

□ 預測本年第4季實質輸出成長率為36.19%，**全年為31.49%**。

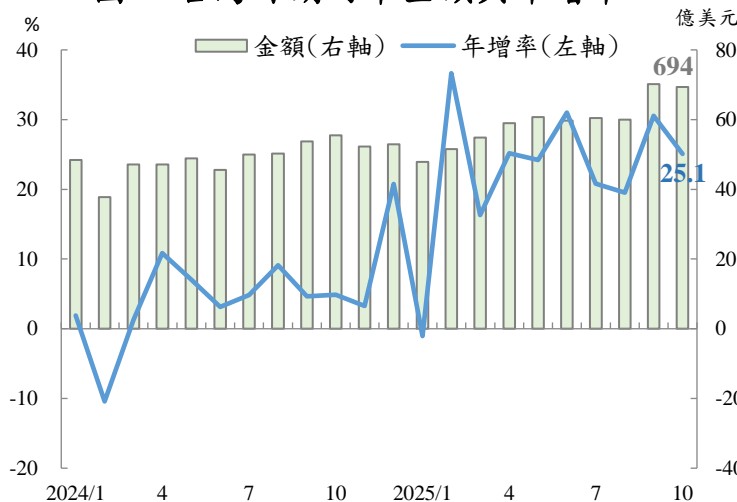
圖6 台灣出口年增率



註：以美元計價；電子資通訊產品包括電子零組件、資通與視聽；傳產貨品為除了動植物產品與油脂、調製食品、飲料及菸酒、電子零組件、資通與視聽產品、光學及精密儀器以外的產品。

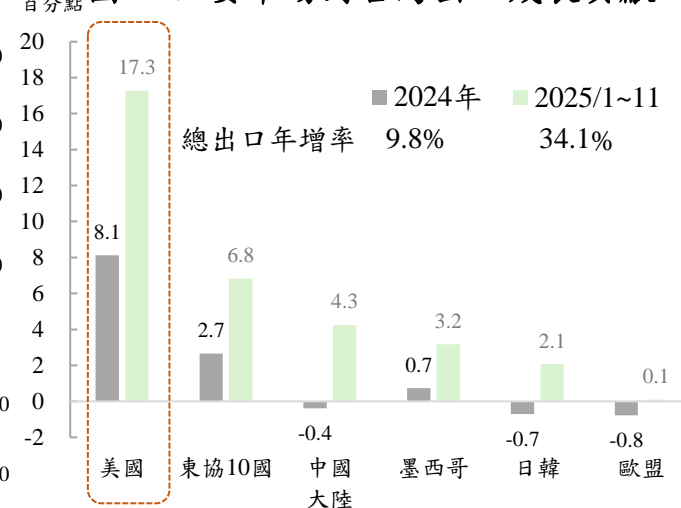
資料來源：財政部

圖7 台灣外銷訂單金額與年增率



註：以美元計價。  
資料來源：經濟部

圖8 主要市場對台灣出口成長貢獻



資料來源：財政部

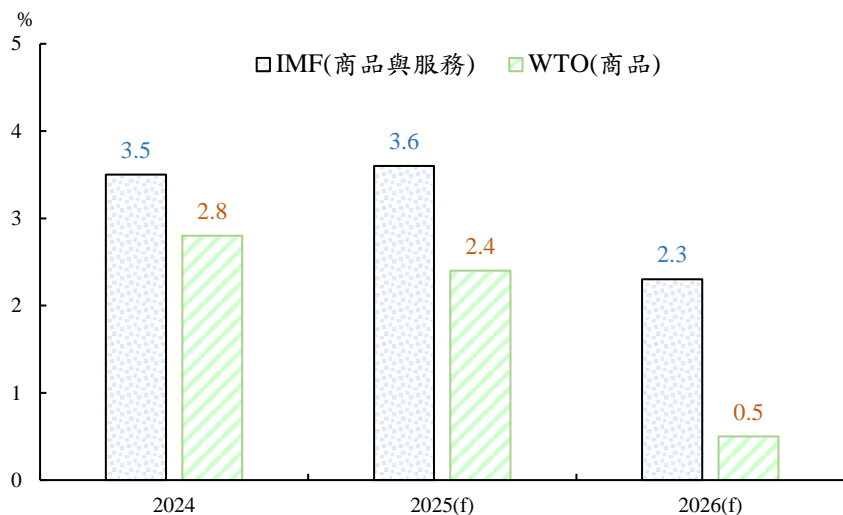
(2) 美國 CSP 廠商續擴大資本支出規模，台灣供應鏈將持續受益，預期明年輸出穩健成長。

□ 受惠美國 CSP 廠商等續加碼 AI 資本支出<sup>4</sup>(建置 AI 伺服器與投入自研 AI 晶片領域)與主要國家主權 AI 積極建置算力<sup>5</sup>，維繫 AI 需求，加以台灣半導體與伺服器供等供應鏈具競爭優勢，以及 AI 晶片應用與設計加速更新且朝多元化發展等有利因素，可望帶動明年台灣出口成長。

□ 考量本年比較基期墊高，以及中國大陸傳產貨品產能過剩持續與國際機構預測明年全球貿易量成長放緩(圖 9)，台灣輸出恐難大幅成長，本行預測明年實質輸出成長率為 5.67% (圖 10)。

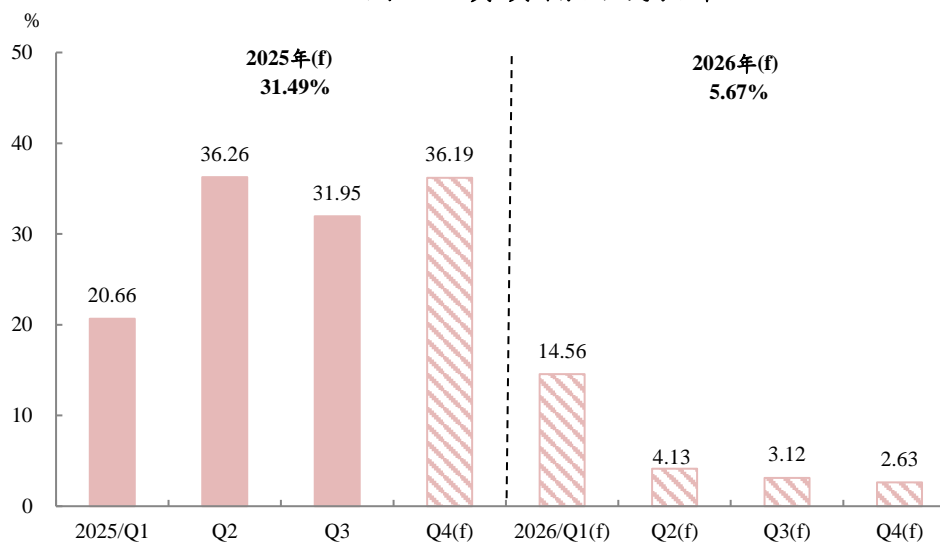
— IMF、WTO 等國際機構預測明年全球貿易量成長不如本年。

圖 9 全球貿易量年增率



資料來源：IMF(2025/10)、WTO(2025/10)

圖 10 實質輸出成長率



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

資料來源：本行、主計總處

<sup>4</sup> 集邦科技(2025/11)預期明年亞馬遜等 8 大主要雲端服務業者資本支出總額年增 40%。

<sup>5</sup> 如美國政府已推出美國 AI 行動計畫、創世紀任務計畫等，歐盟、南韓、日本均有相關規劃或執行中。

## 2. 民間投資：預期本年第 4 季溫和成長，明年因近年投資金額墊高，成長力道溫和。

(1) 因**上年同期比較基期高**，本年第 4 季民間投資成長率放緩。

□ **AI 等新興科技應用需求強勁**，帶動半導體**先進製程與高階封裝**相關廠商續**擴增**產能與投資，本年 11 月資本與半導體設備進口年增率分別為 82.6%、79.5% (圖 11)。

□ 惟上年同期**比較基期較高**，恐**限縮**本年第 4 季民間**投資動能**，預估本年**第 4 季實質民間投資**成長率為 0.75%，**全年則為 10.75%** (圖 12)。

圖 11 資本設備與半導體設備進口年增率

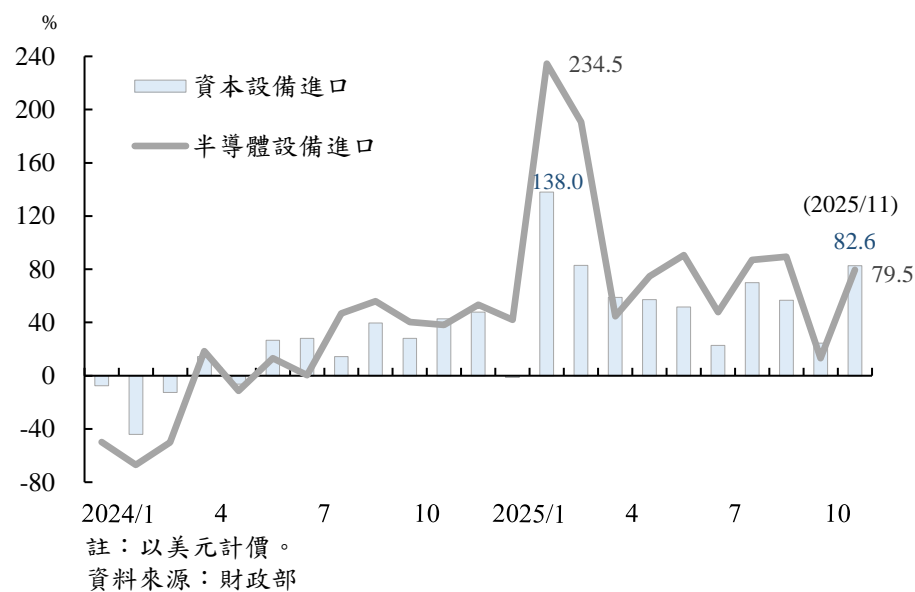
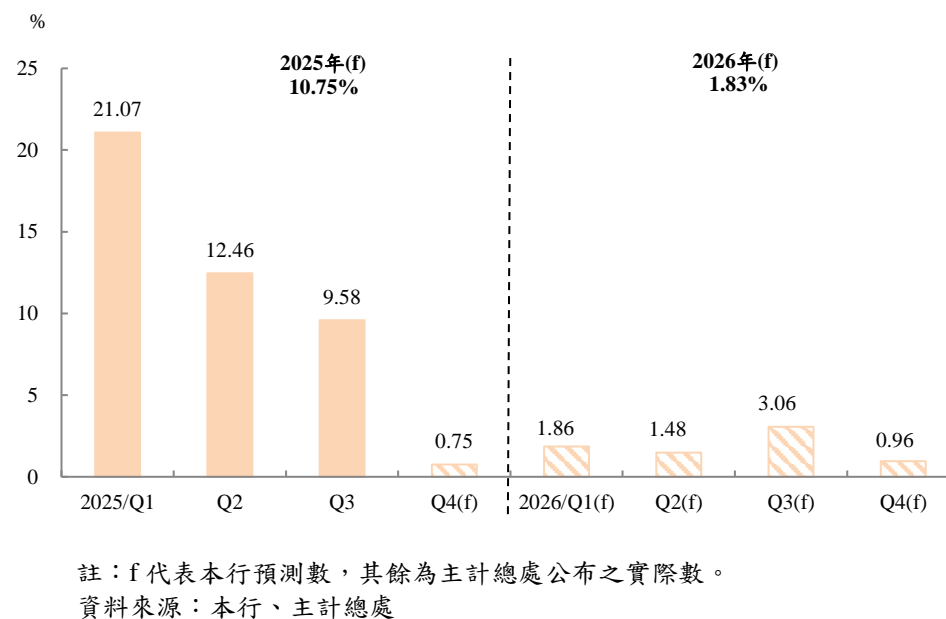


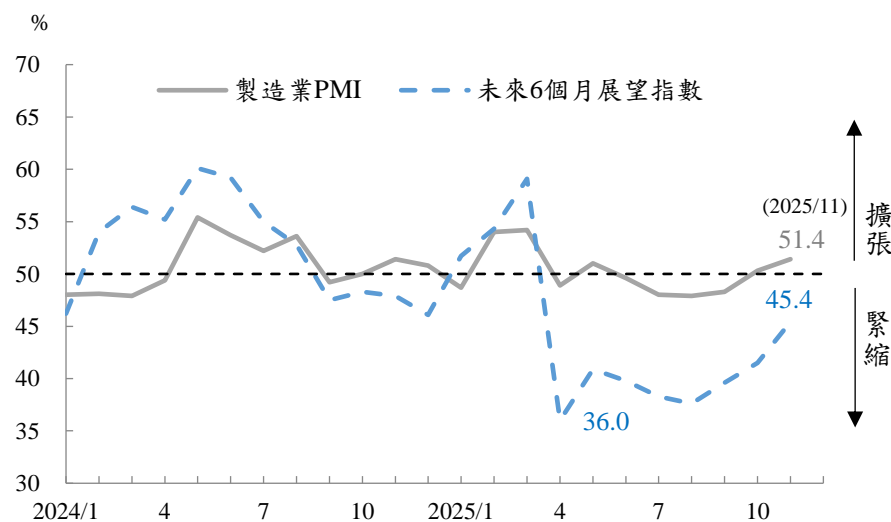
圖 12 實質民間投資成長率



(2) 預期明年民間投資溫和成長。

- **半導體**供應鏈維持**製程領先優勢**，持續擴充高階產能與研發支出，加以政府、民間(包含國際大廠)積極布建**AI基礎建設**或**資料中心**<sup>6</sup>，**航空業者擴充機隊**，以及政府賡續**擴編科技與淨零轉型預算**、引導**保險業資金投入國內公共建設與實體產業**，並推動**無人載具**等未來重點產業發展，均有助維繫民間投資動能。
- 近月製造業 PMI 未來 6 個月展望指數雖回升，但仍低於榮枯線，反映部分**廠商對景氣看法保守**(圖 13)，加以近年民間投資金額已高，增幅受限，本行預測明年**實質民間投資成長率為 1.83%**，**低於本年之 10.75%**。

圖 13 製造業 PMI 與未來 6 個月展望指數



註：指數高於 50 代表擴張，低於 50 則為緊縮。  
資料來源：國發會

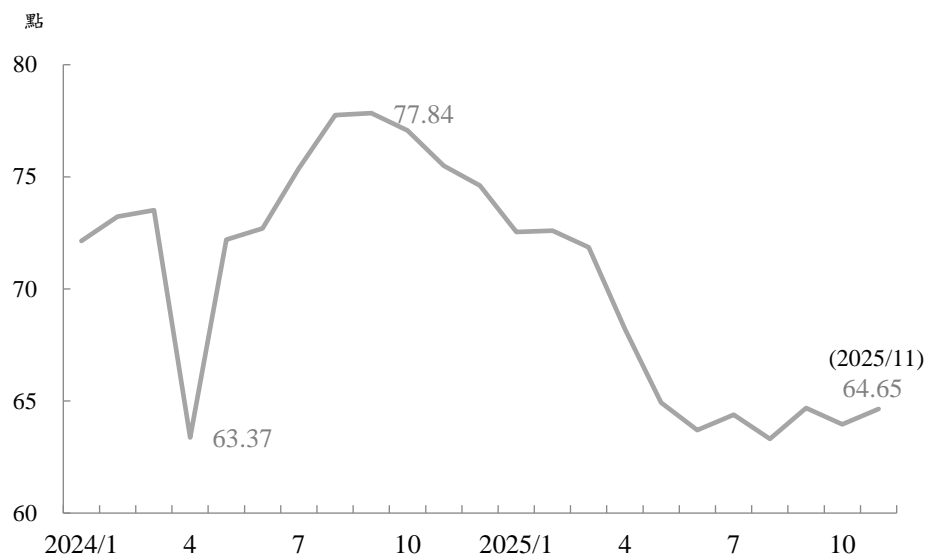
<sup>6</sup> 國際大廠持續在台設立研發中心及資料中心，如 Google 在台設立全球 AI 基礎建設研發中心；國發會與國科會、經濟部、數發部等部會共同規劃 AI 新十大建設推動方案，聚焦三大方向：智慧應用、關鍵技術、數位基磐。

### 3. 民間消費：預測本年第 4 季動能擴增，且明年成長力道回升。

(1) 受惠實質薪資成長與政府激勵消費措施，預測本年第 4 季民間消費力道擴張。

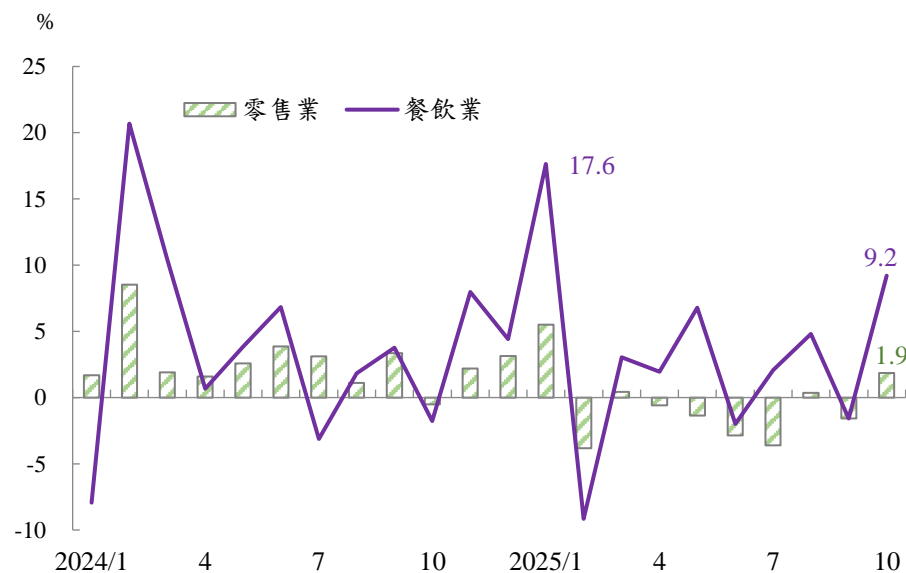
- 近期消費者信心續處低檔(圖 14)，恐抑制民眾消費支出意願，惟本年以來**實質薪資持續成長**<sup>7</sup>，以及**10 月連續假期效應**、股市交易活絡帶動消費，**餐飲與零售業營業額重回正成長**(圖 15)，挹注第 4 季民間消費動能。
- 另一方面，政府**刺激消費措施漸見成效**，如**普發現金、貨物稅減、免徵**帶動家電與汽機車等耐久財買氣回溫，加以國人跨境旅遊熱度不減(與對應服務輸入互抵，不影響 GDP)，預測本年**第 4 季實質民間消費成長率回升**至 2.52%，**全年**則為**1.34%**。

圖 14 消費者信心指數



資料來源：中央大學

圖 15 零售與餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

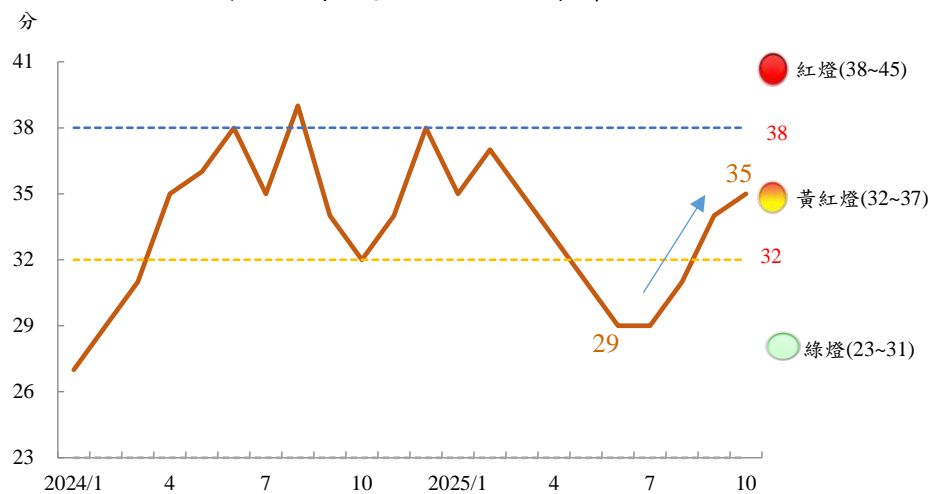
<sup>7</sup> 1~10 月全體受僱員工實質總薪資年增 2.22%，創近 10 年同期新高。



(2) 預測明年民間消費動能回升。

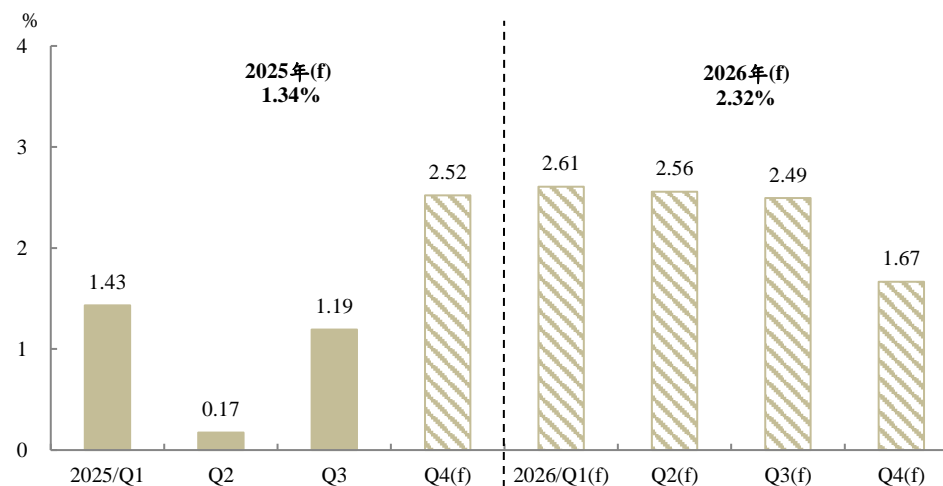
- 本年 10 月景氣信號綜合判斷分數維持升勢，為 35 分，燈號續呈黃紅燈(圖 16)，且領先指標已連續 3 個月向上，顯示**國內景氣穩步升溫**，可望推升明年消費動能。
- **明年最低工資調升**，以及基本生活費用、綜所稅免稅額與扣除額調高<sup>8</sup>，加以**本年廠商獲利成長**，有助**調升**明年員工**薪資與獎金、現金股利發放**意願，均挹注家庭可支配所得，且隨干擾車市買氣的進口關稅因素消除，**車市銷售回歸正常**，民間消費成長力道可望增強。
- 預測明年實質**民間消費成長 2.32%**，**高於本年**之 1.34% (圖 17)。

圖 16 景氣信號綜合判斷分數



註：「綠燈」表示景氣穩定；「紅燈」表示景氣熱絡；若燈號由「綠燈」轉為「黃紅燈」，表示景氣趨向熱絡，但需要注意。  
資料來源：國發會

圖 17 實質民間消費成長率



註：f 代表本行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。  
資料來源：本行、主計總處

<sup>8</sup> 明年最低工資調漲，月薪為 2 萬 9,500 元，調幅 3.18%；時薪則為 196 元，調幅 3.16%；每人基本生活之費用由新台幣 21 萬元調升至 21.3 萬元，明年 5 月申報綜合所得稅即可適用。

#### 4. 台灣面對多項不確定性因素，牽動出口及經濟表現；主要機構預測明年台灣經濟仍穩健成長。

##### (1) 不確定性因素

###### □ AI 終端應用尚未成熟，相關供應鏈營運下行風險仍存

AI 算力基礎設施持續擴建，供應鏈因大廠間閉環交易而更緊密；惟**終端應用與商業模式尚未成熟**，市場擔憂 CSP 等業者營收不如預期，恐衝擊股市。且若未來 AI 應用無法創造足夠獲利，**CSP 廠商將下修資本支出規模**，可能影響台灣半導體與伺服器供應鏈出貨。

###### □ 美國關稅政策後續發展，影響全球經貿成長動能

美國 232 條款針對半導體與資通訊等產業之調查結果，可能衝擊全球相關供應鏈的生產與投資布局。此外，美國聯邦上訴法院 8 月裁決，川普總統援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)課徵之**對等關稅、芬太尼關稅**等違法，目前此案現已上訴至最高法院。**最高法院判決結果**與川普政府因應措施，**添增**全球經貿政策**不確定性**。

###### □ 主要經濟體央行貨幣政策走勢分歧，牽動全球資金流向

美國通膨居高隱憂，勞動市場不穩定，未來 **Fed 降息路徑具不確定性**；**ECB** 因通膨趨穩，經濟溫和擴張，預期**結束降息週期**；**BoJ** 在經濟情勢符合預期，且帶動薪資穩健成長下，**傾向升息**立場；中國**人民銀行維持寬鬆貨幣政策**，支撐低迷的國內經濟。主要國家貨幣政策分歧，牽動未來國際資金流向，影響全球股匯債市穩定。

###### □ 中國大陸遏止產能過剩與惡性價格競爭之成效，左右傳產貨品復甦力道

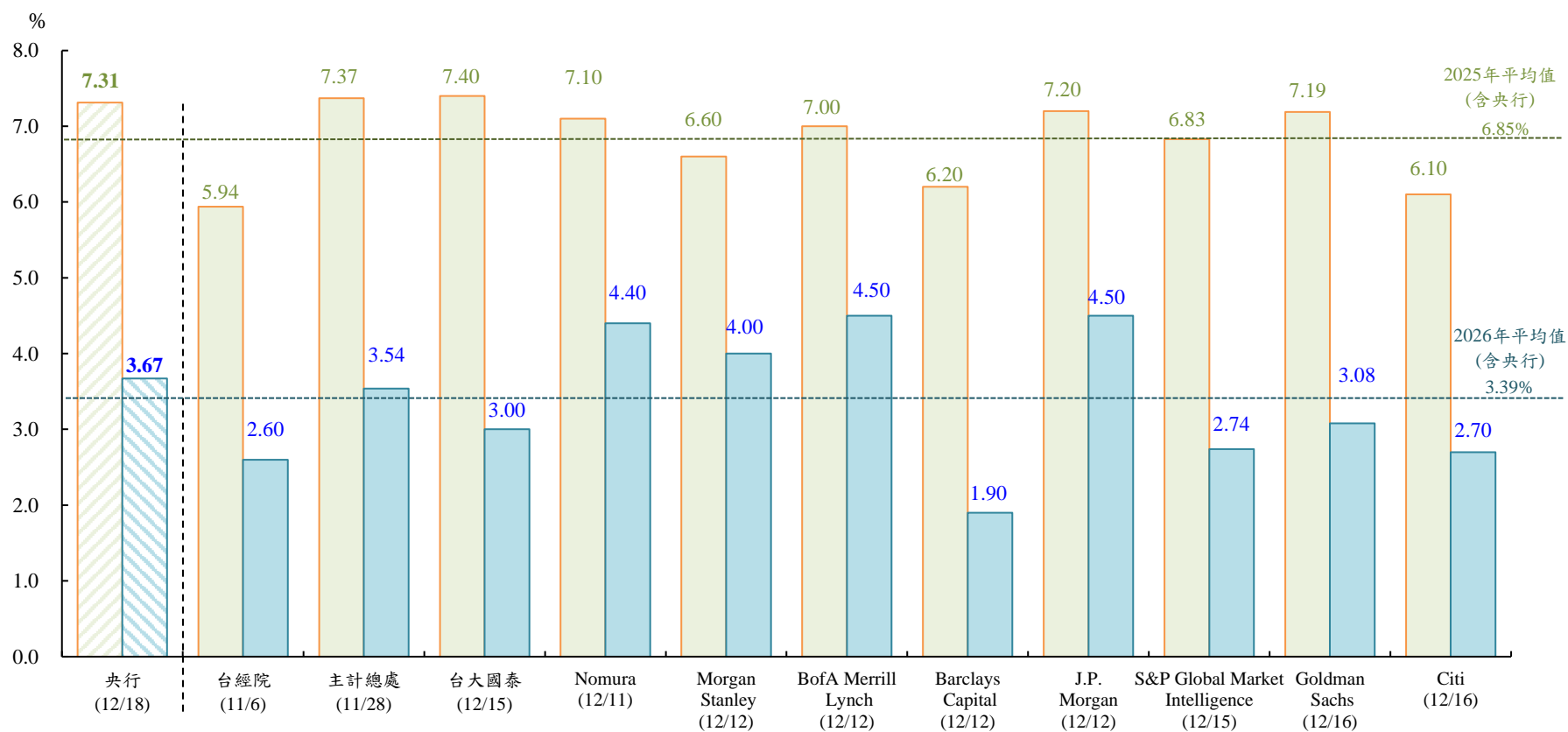
中國大陸**產能過剩**持續(如化學品、金屬、成熟製程等)，企業削價競爭，使其陷入通縮陰霾。對此，中國大陸**鼓勵企業創新**，發展差異化與高附加價值產品，若**成效未如預期**，過剩之產能將持續外溢，低價傾銷全球，**恐拖累**未來台灣**傳產貨品出口**復甦力道與時程。

□ 地緣政治風險與極端氣候影響全球經濟發展與通膨不確定性

俄烏和平談判的進展與內容影響未來北約與俄羅斯之間的戰略態勢，中國大陸與日本之間的緊張關係升溫，美國對委內瑞拉行動是否升級等，對全球經濟與金融市場造成不確定性。另一方面，極端氣候加劇，將損及農作物產量，恐推升糧食、燃料等價格，不利全球物價穩定。

(2) 國內外機構預測本年台灣經濟成長率平均值為 6.85% (圖 18)；明年成長率預測值平均為 3.39%。

圖 18 國內外主要機構對本年與明年台灣經濟成長率之預測值



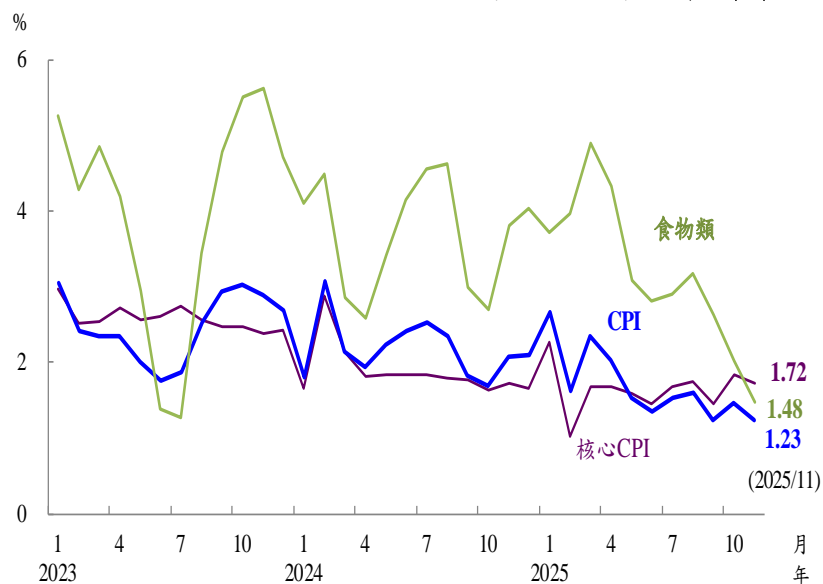
(四)通膨率維持緩步回降趨勢，本行略下修本、明年台灣 CPI 年增率預測值至 1.66%、1.63%

1. 當前通膨率維持緩步下降趨勢。

(1) 本年 9 月以來，因汽機車等商品免徵或減徵貨物稅，加以近月國內天候良好，蔬果價格趨穩，消費者物價指數 (CPI) 年增率大致維持緩步下降趨勢，至 11 月為 1.23%，漲幅係 2021 年 4 月以來最低；不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 1.72% (圖 19)。

(2) 本年 1 至 11 月平均 CPI 年增率為 1.69%，主因：(1) 外食、水果、肉類等食物類價格走升；(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 1.38 個百分點，貢獻約 82% (表 2)。

圖 19 CPI、核心 CPI 與食物類價格年增率



資料來源：主計總處

表 2 本年 1 至 11 月 CPI 年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1,000	1.69	1.69
食物類	256	3.17	0.86
外食費	106	3.41	0.37
水果	21	9.40	0.22
肉類	23	4.57	0.11
穀類及其製品	15	2.51	0.04
蔬菜	15	2.45	0.04
房租	148	2.32	0.34
個人隨身用品	19	8.26	0.18
娛樂服務	60	1.71	0.10
醫療費用	28	2.56	0.07
交通工具零件及維修費	19	3.24	0.06
香菸及檳榔	16	3.55	0.06
教養服務	30	2.00	0.06
家庭管理費用	11	4.17	0.05
合計			1.78
油料費	24	-4.72	-0.12
成衣	38	-0.89	-0.04
合計			-0.16
其他			0.07

資料來源：主計總處

合計使 CPI 年增率上升 1.38 個百分點，貢獻約 82%。

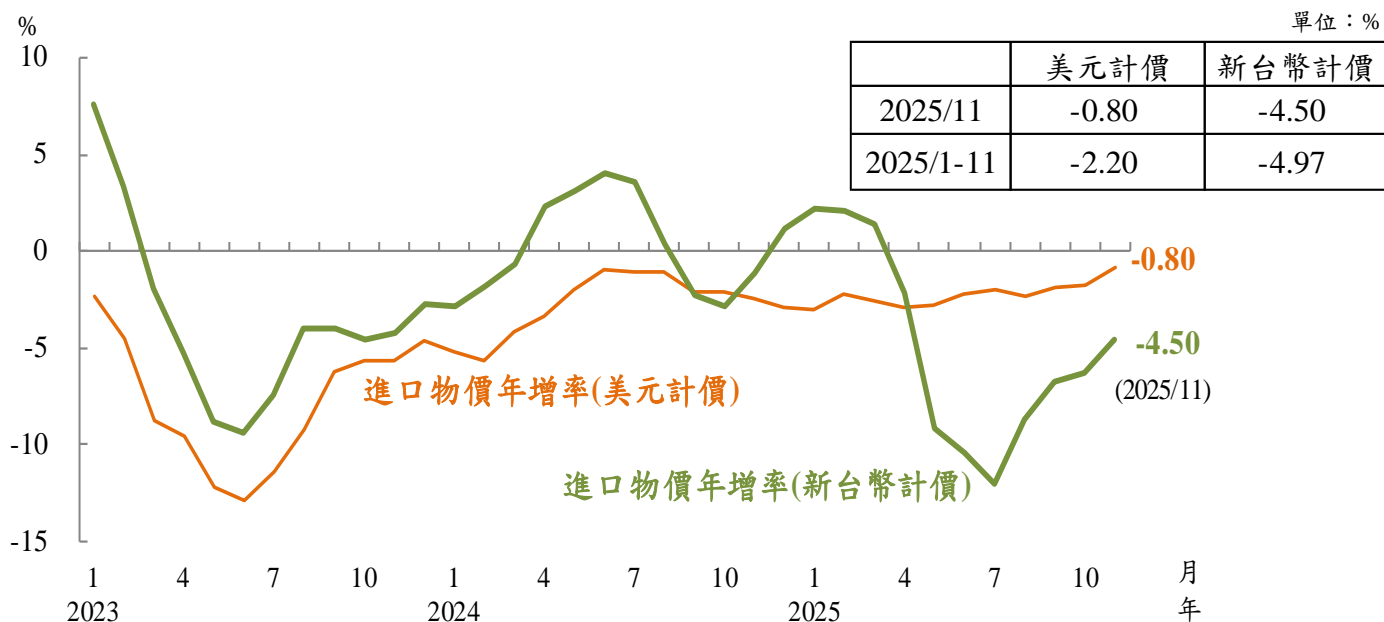
2. 進口物價下跌，預期通膨率維持緩步回降趨勢；本行略下修本、明年 CPI 年增率預測值至 1.66%、1.63%。

(1) 本年新台幣對美元匯率升值，進口物價下跌。

□ 本年 11 月，以美元計價之進口物價年減 0.80%，連續 37 個月下跌，因新台幣對美元匯率較上年同月升值，以新台幣計價之進口物價年減 4.50% (圖 20)。

□ 本年 1 至 11 月，以美元計價及新台幣計價之進口物價分別年減 2.20%、4.97%。

圖 20 進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

- (2) 本年第4季以來，**國內天候良好**，蔬果價格趨穩，加以**部分商品免徵或減徵貨物稅**，本行預測**本年**台灣 **CPI** 及**核心 CPI** 年增率分別由9月預測之1.75%、1.67%，**略下修為 1.66%、1.65%** (圖 21)。
- (3) 雖本年10月起電價調漲，**明年**最低工資亦將繼續調高，惟**國際機構預測油價低於本年**，加以**部分商品貨物稅減、免徵降價效果持續**，以及**服務類通膨**可望維持**緩降**走勢(圖 22)，本行預測**明年 CPI 及核心 CPI** 年增率均為 **1.63%**。
- **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 21 本行對本年及明年 CPI、核心 CPI 年增率之預測

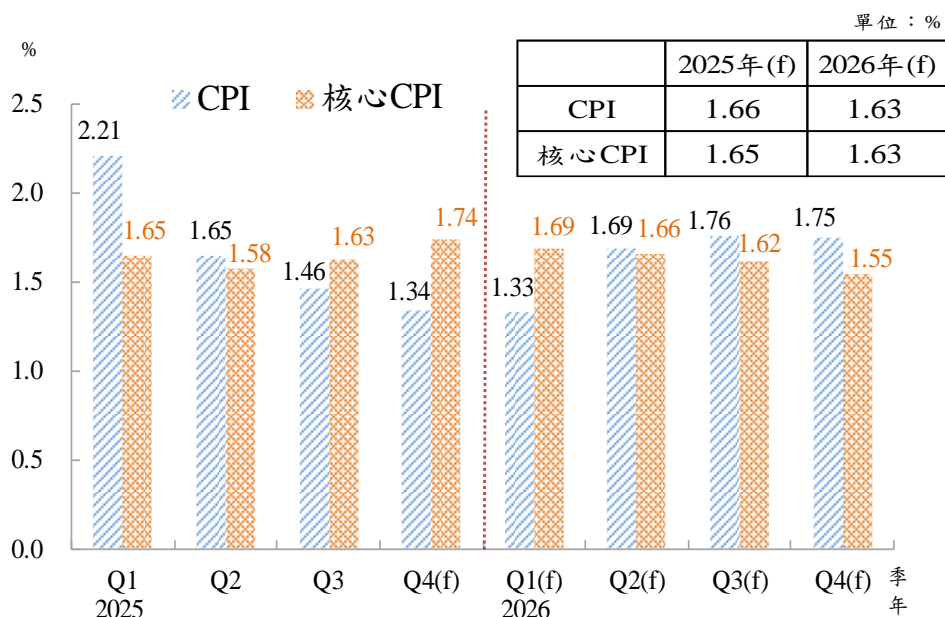
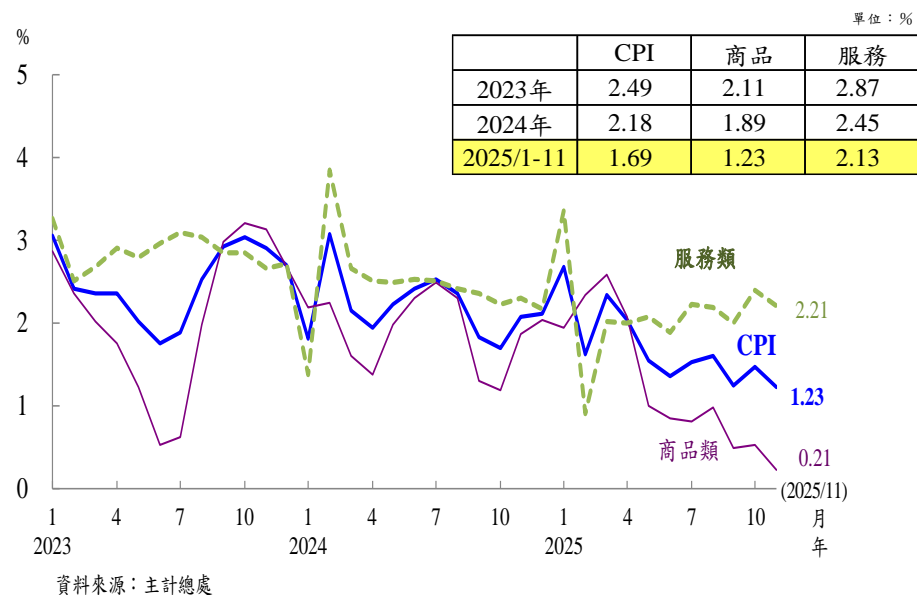


圖 22 CPI 及商品類、服務類價格年增率



- (4) 國內外主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 1.60%至 1.90%，**平均為 1.69%**；**明年**則介於 1.00%至 1.70%，**平均為 1.55%** (圖 23)。
- (5) **Consensus Economics** 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值，自本年 8 月起，連續 5 個月維持在 **1.7%**；**明年 CPI 通膨率預測**平均值於本年 **10、11 月**維持在 **1.6%**，**12 月**則**略回**降至 **1.5%** (圖 24)。

圖 23 國內外主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率預測值

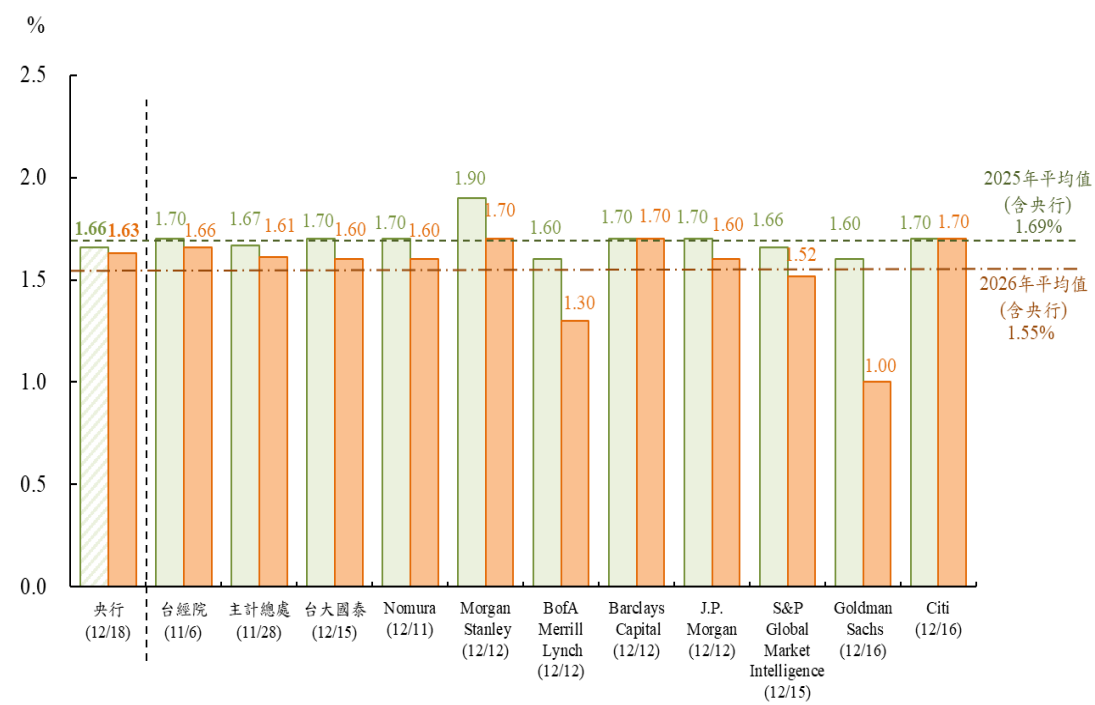
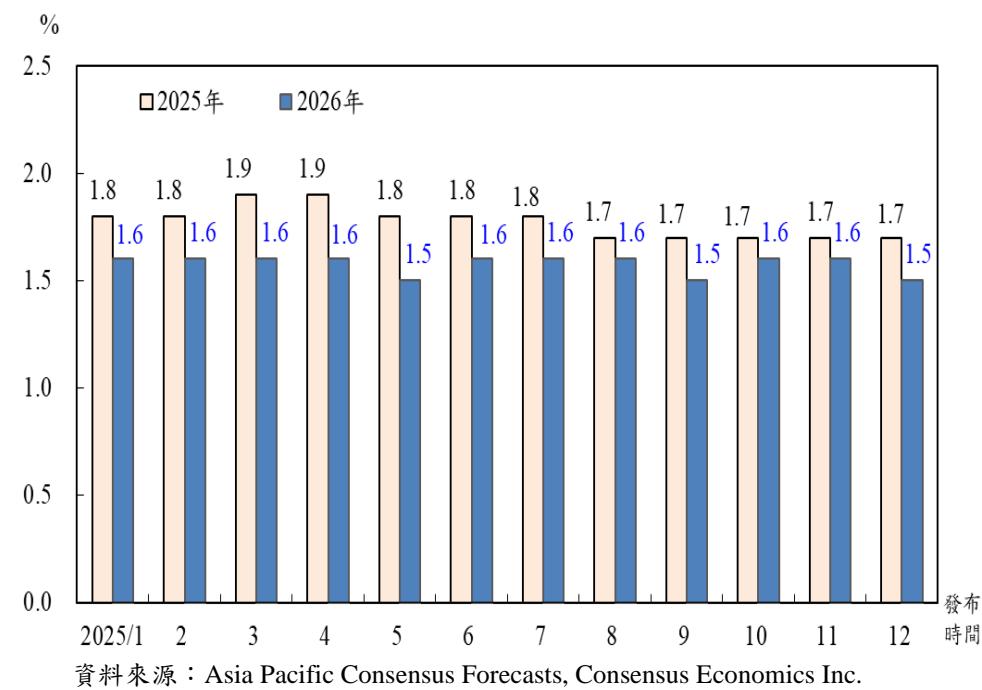


圖 24 近 20 家專業預測機構對台灣本年及明年 CPI 通膨率之預測數平均





### 三、近期 AI 發展趨勢對台灣經濟成長影響與 Dot-com 泡沫成因之比較

人工智慧(AI)發展迄今已有 70 餘年的歷史，隨晶片效能提升與資料大量累積後，2022 年底生成式 AI 熱潮興起，帶動新一波 AI 基礎建設和算力需求的競合。在全球 AI 浪潮帶動下，台灣半導體與伺服器供應鏈完整且具競爭優勢，使資訊電子工業蓬勃發展，並提升電子及資通產品出口動能，挹注台灣經濟成長，預期本(2025)年台灣經濟成長率將逾 7.0%，創 2011 年以來新高。

另一方面，AI 熱潮也帶起全球投資熱潮，以科技類股為主的國家股價隨之大幅上揚，引發 AI 泡沫疑慮。因此，本文旨在說明近期主要國家與企業發展 AI 基礎建設概況，分析其對台灣經濟的影響，並比較 AI 熱潮與網路(Dot-com)泡沫成因有何異同，以問答方式逐一說明，供各界參考。

**Q1：主要國家發展主權 AI 及科技巨頭推動 AI 基礎設施的概況為何？**

**A1：「[算力即國力](#)」促使主要國家積極發展主權 AI；本年[科技巨頭間深度合作](#)，規劃投入巨額資金加速 AI 基礎建設。**

(一)在地緣政治風險增溫下，「[算力即國力](#)」促使主要國家積極發展主權 AI<sup>1</sup>，AI 基礎設施成為各國軍備競賽。

1. [AI 是全球科技格局重塑的重要推動力](#)<sup>2</sup>，美國「[AI 行動計畫](#)」提及「[擁有最大人工智慧生態系統者](#)將制定全球人工智慧標準，並[獲得廣泛的經濟與軍事利益](#)。」

---

<sup>1</sup> 主權 AI(Sovereign AI)是指在一個國家或區域內，於可信任的在地環境中建置與運行完整的 AI 系統，包括資料與模型，使 AI 系統的運作與該國的法律、政策、價值觀和文化維持一致。主權 AI 涵蓋在地化的資料儲存、獨立的模型管理，以及安全的硬體環境，使國家能降低或排除對外部 AI 的依賴，保障資料的主權，並維持 AI 發展的自主性。參見盧士彧(2025)，「美國管制政策鬆綁下的全球 AI 基建浪潮」，工業技術研究院，10 月 8 日。

<sup>2</sup> 本年 7 月 23 日美國發布「AI 行動計畫」，報告提及「贏得人工智慧競賽將為美國人民帶來人類繁榮、經濟競爭力與國家安全的新黃金時代。人工智慧將使美國人發現新材料、合成新化學物質、製造新藥物，並開發利用能源的新方法，進行一場工業革命」。

2. 美國、歐盟、日本、南韓、中國大陸、沙烏地阿拉伯、台灣等主要國家本年陸續推出促進 AI 發展相關政策(表 1)，其中，加速建設 AI 基礎設施(如建置 AI 資料中心)為重點之一。

表 1 2025 年主要國家推出積極發展主權 AI 政策

國家	政策內容
美國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 川普總統於 2025 年 1 月宣布由 OpenAI、軟銀(SoftBank)、甲骨文(Oracle)合資建立新 AI 公司「星門」(Stargate)，啟動「星門計畫」(Stargate Project)，將為美國建設 AI 基礎設施，4 年內投資 5,000 億美元，為全球規模最大的 AI 投資項目。</li> <li>2. 2025 年 7 月發布美國 AI 行動計畫(America's AI Action Plan)，以行政命令「推進美國 AI 基礎設施領導力」。</li> <li>3. 2025 年 11 月公布創世紀任務(Genesis Mission)，將建立整合的人工智慧平台，利用科學資料庫訓練 AI 模型，加速科學突破，類似「曼哈頓計畫」，希望能源、國安、生物技術、半導體等關鍵領域取得突破，鞏固美國全球技術與戰略領導地位。</li> </ol>
歐盟	歐盟於 2025 年啟動 InvestAI 倡議，預計投入 2,000 億歐元於 AI 領域，其中將建置多座 AI 工廠，用於開發 AI 模型，使歐洲成為人工智慧大陸。
日本	2025 年新首相高市早苗成立「日本成長戰略本部」，鎖定 AI 及半導體、造船、量子、合成生物學等 17 個關鍵領域進行投資。
南韓	2026 年 AI 相關預算 10.1 兆韓元，將用在加速轉型 AI 經濟的建設，核心定位為「AI 時代首份預算」與「AI 高速公路」建設。
中國大陸	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2025 年 8 月發布「關於深入實施「人工智慧+」行動的意見」，培育新質生產力，目標 2027 年 AI 應用普及率超過 70%，2030 年超過 90%。</li> <li>2. 中國大陸推動第 15 個五年計畫(「十五五」，2026 至 2030 年)，重點實現科技自立自強，特別是在半導體和人工智慧領域。</li> </ol>
沙烏地阿拉伯	AI 新創企業 Humain(隸屬沙烏地阿拉伯公共投資基金全資控股)推出 AI 投資計畫，目標打造沙烏地阿拉伯成為一個主權 AI 強國。
台灣	政府推出「AI 新十大建設計畫」，將強化矽光子、量子電腦、智慧機器人、無人載具等關鍵技術，預計投入超過新台幣千億元預算，培育百萬 AI 人才，目標在 2040 年達成新台幣 15 兆元產值。

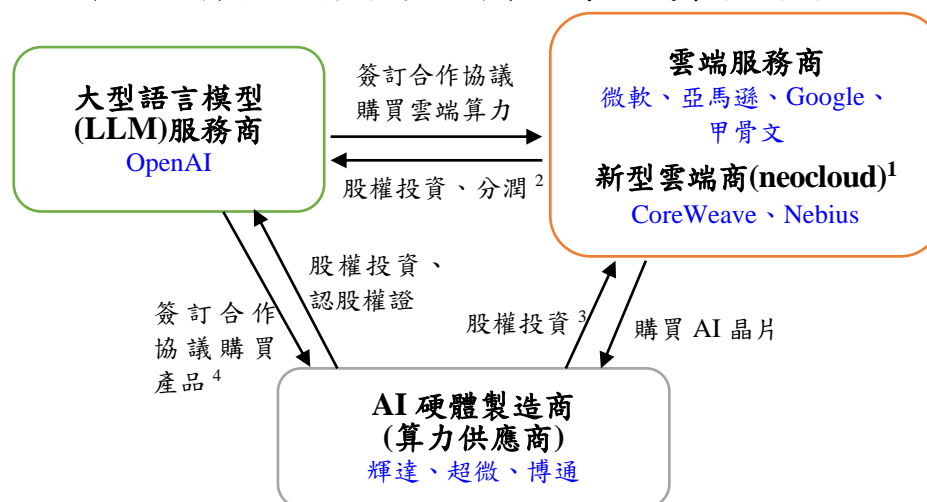
資料來源：本行整理

(二)看好 AI 應用發展前景，本年科技巨頭間深度合作，**透過巨額資金的閉環交易，加速 AI 基礎設施佈建**。

1. 完善的 AI 基礎建設(包含算力、資料、平台、網路、生態與治理)是推動 AI 應用蓬勃發展的關鍵，其中算力建置最為重要，本年科技巨頭間進行閉環交易，加速 AI 基礎設施全球擴張。

— 例如：本年 **OpenAI** 積極與**雲端服務商**(如**甲骨文**、亞馬遜)及**算力供應商**(如**輝達**、超微)合作(圖 1)；**OpenAI** 將向**甲骨文**等雲端服務商**購買算力**，**甲骨文**等雲端服務商再向**輝達**等算力供應商**購買 AI 晶片**，而**輝達**將向 **OpenAI** **股權投資**<sup>3</sup>，**超微**將向 **OpenAI** **發行認股權證**<sup>4</sup>，形成 AI 產業間閉環交易。

圖 1 AI 科技巨頭間透過閉環交易形成緊密共同體



註：1. 新型雲端商(neocloud)係指一群出租 AI 算力的小型基建提供商，其收費較大型雲端服務商為低。

2. 微軟持有 OpenAI 股權 27%，OpenAI 的通用人工智慧(AGI)正式獲認證前，微軟享有分潤 OpenAI 營收。

3. 輝達轉投資包含 CoreWeave、Nebius 等新型雲端商。

4. OpenAI 與多家科技巨頭簽訂合作協議，包含與輝達簽署意向書，未來數年輝達將提供至少 10 吉瓦(GW)的算力系統，支持 OpenAI 的模型訓練與部署；

OpenAI 亦與超微合作，將向超微採購 6GW 的算力系統等；據估計建置 1GW 的算力成本約 500 億美元(包含晶片採購、土地與實體設施投資金額)。

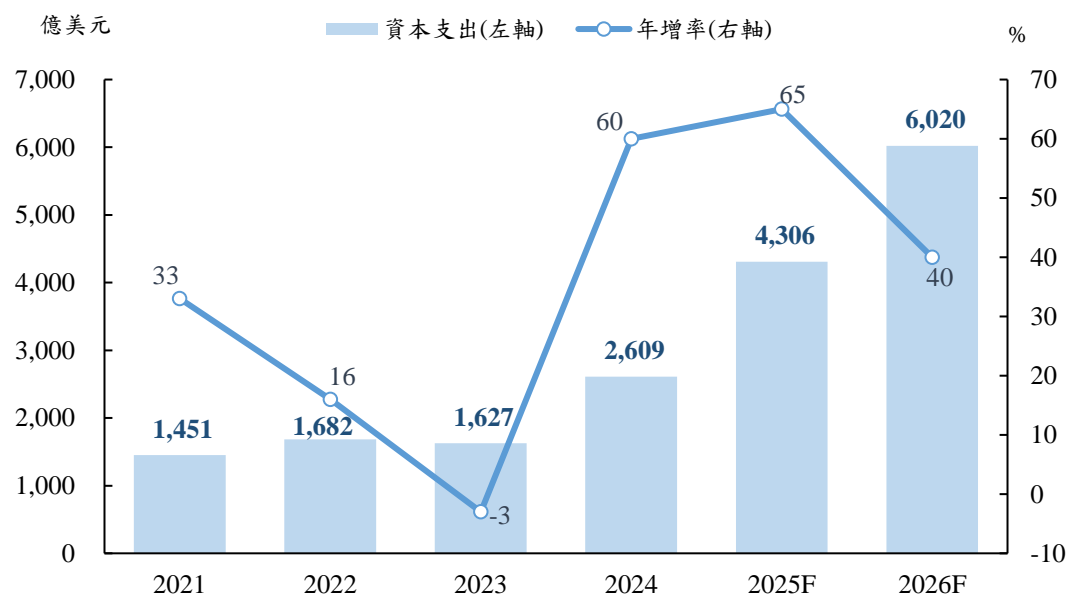
資料來源：本行整理

<sup>3</sup> OpenAI 與輝達於本年 9 月 22 日簽署意向書，建立里程碑式的策略合作夥伴關係，輝達將為 OpenAI 的新一代 AI 基礎設施部署至少 10GW 的輝達系統，隨每部署 1GW，輝達將逐步向 OpenAI 投資高達 1,000 億美元。

<sup>4</sup> OpenAI 與超微於本年 10 月 6 日達成合作協議，OpenAI 將在未來數年內採購價值數百億美元的超微晶片，超微將向 OpenAI 發行認股權證，允許其在達成特定里程碑後，以幾乎為零的成本(\$0.01 美元/股)，獲得最多 1.6 億股(約 10%)的超微股票。

2. 隨 AI 算力需求快速擴張，全球主要雲端服務業者(CSP)自 2024 年起擴增資本支出(圖 2)，本年雲端服務業者(Google、亞馬遜(AWS)、Meta、微軟、甲骨文、騰訊、阿里巴巴及百度)合計資本支出將達 4,306 億美元，預期 2026 年將再升至 6,020 億美元。

圖 2 全球主要雲端服務業者(CSP)資本支出總額



F：為預測值。

註：全球主要雲端服務業者包含 Google、AWS、Meta、微軟、甲骨文、騰訊、阿里巴巴及百度。

資料來源：TrendForce (2025)，「TrendForce: 預計 2026 年 CSP 合計資本支出增至 6,000 億美元以上，AI 硬體生態鏈迎新成長週期」，11 月 6 日

**Q2：全球 AI 市場規模是否會持續擴大，以及台灣在 AI 供應鏈中扮演何種角色？**

**A2：生成式 AI 熱潮預期帶動全球 AI 市場規模至 2029 年突破 1 兆美元，台灣為 AI 硬體製造體系重要樞紐。**

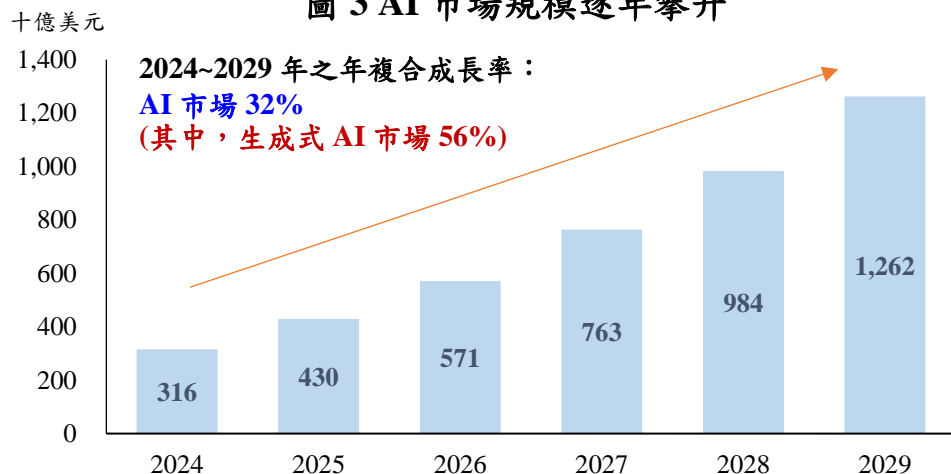
(一)2022 年底 ChatGPT 為 AI 帶來新革命，加速**各行各業導入 AI 應用**，未來隨 AI 深化至生活應用，由雲端擴及到使用者端，加以各國積極發展**主權 AI**，帶動 AI 市場規模逐年攀升。

— 工研院產科國際所報告顯示，隨**生成式 AI 快速發展**，將**帶動整體 AI 市場規模於 2029 年達 1 兆 2,620 億美元**(圖 3)，**2024~2029 年之年複合成長率達 32%**，其中，生成式 AI 市場年複合成長率高達 56%。

(二)**AI 產業國際生態系愈加龐大且縝密**，依功能區分為三大層級(圖 4)：**基礎建設層**、**AI 技術層**、**應用服務層**，各層間相互依存，形成垂直整合體系。

(三)**台灣位處基礎建設層之 AI 硬體製造體系重要樞紐**。由於運行大型語言模型所需的 AI 晶片，須採用先進半導體製程及封裝技術以提升效能，目前 **AI 晶片多由台廠代工製造**，且**全球約九成 AI 伺服器亦由台廠組裝生產**。

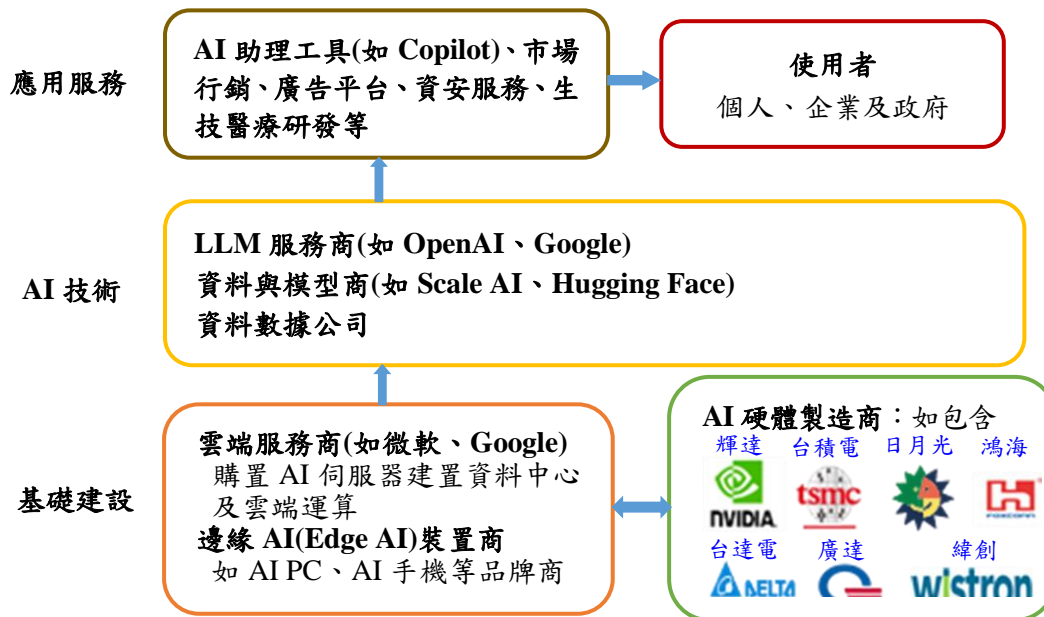
**圖 3 AI 市場規模逐年攀升**



註：AI 市場包含軟、硬體產品及服務。若以技術別來看，AI 市場包含機器學習、深度學習、生成式 AI 等。生成式 AI 是一種可以創造新內容和想法的人工智慧，包括創造對話、故事、圖像、影片和音樂等。

資料來源：林建良(2025)，「臺灣 AI 產業鏈的機遇與變局」，工研院產業科技國際策略發展所，11 月 5 日

**圖 4 AI 產業國際生態系**





Q3：全球新興科技應用熱潮對台灣經濟是否產生結構性影響？

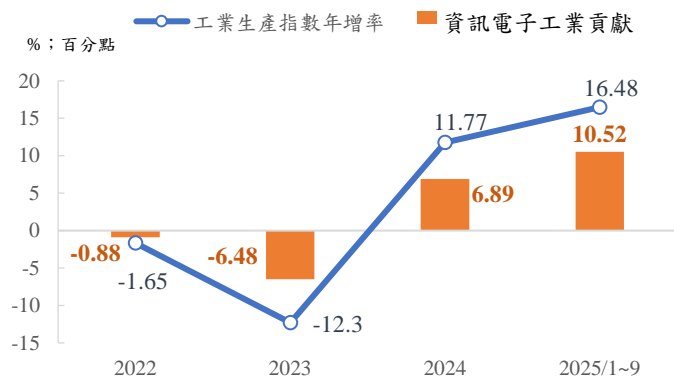
A3：受惠於新興科技應用需求強勁，**資訊電子工業生產持續暢旺**，帶動工業生產指數表現亮眼，亦**激勵供應鏈業者投資動能**，推升機械設備與智慧財產投資規模；另一方面，隨電子及資通產品熱銷，**出口產品的集中程度持續上升**，加以**美國擴大台灣產品需求**，**成為本年貢獻台灣出口成長最主要的來源**。

(一)肆應 AI、高效能運算(HPC)等強勁需求，廠商積極擴增產能，本年**1至9月工業生產指數平均年增16.48%**，其中**資訊電子工業貢獻10.52個百分點**(圖5)，是推升工業生產指數的主要來源。

(二)因應市場需求強勁及產能擴充需要，AI 供應鏈業者**擴編投資規模**：

1. 本年**1至11月半導體設備進口累計規模**達368億美元(年增78.6%)，約為**2017年(美中貿易摩擦後)的2.3倍**(圖6)。
2. 本年前3季民間投資實質成長14.32%，其中因供應鏈廠商看好未來需求，**積極擴建產能，機器設備投資實質成長38.3%**；此外，同步**超前布局關鍵技術的智慧財產投資實質成長6.3%**(圖7)。

圖5 工業生產指數年增率  
與資訊電子工業之貢獻

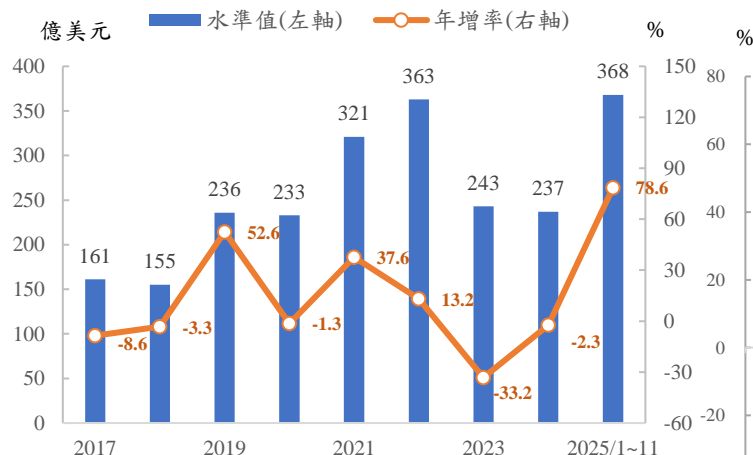


註：1.資訊電子工業為電子零組件業與電腦電子產品及光學製品業之合計；目前經濟部僅公布本年1至9月資訊電子工業對工業生產指數之貢獻。

2.本年10月整體工業與資訊電子工業生產指數分別年增14.5%與24.6%，其中資訊電子工業連續20個月雙位數成長。

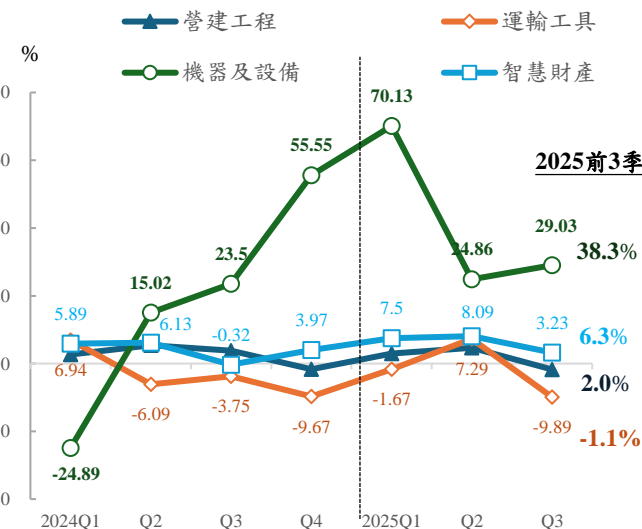
資料來源：經濟部統計處之工業生產統計月報與工業生產統計年報

圖6 台灣半導體設備進口  
金額與年增率



資料來源：財政部

圖7 2024~2025年前3季台灣  
民間投資之實質成長



資料來源：主計總處

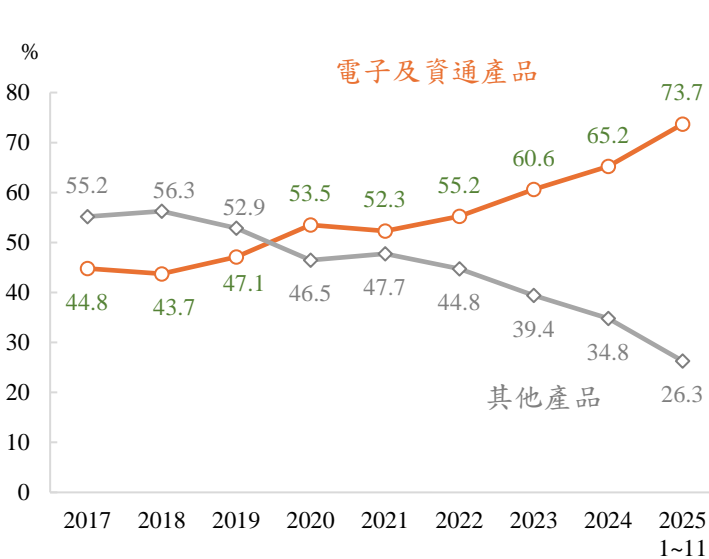
(三)本年 1 至 11 月台灣電子及資通產品的出口比重增至 73.7%(圖 8)，出口產品的集中程度續升至 57.1%新高(圖 9)。

主因：美中爭端、COVID-19 疫情、各國(尤其美國)提升資安與國安需求、AI 等新興科技熱潮，加上台廠競爭力領先，以及客戶於美國對半導體及 ICT 產品進行 232 條款調查之緩衝期間積極拉貨。

(四)本年 1 至 11 月台灣總出口成長 34.1%，來自美國市場的貢獻度最大，達 17.3 個百分點；台灣對美國出口比重增至 30.4%，超越對中國大陸比重之 26.8% (圖 10)。

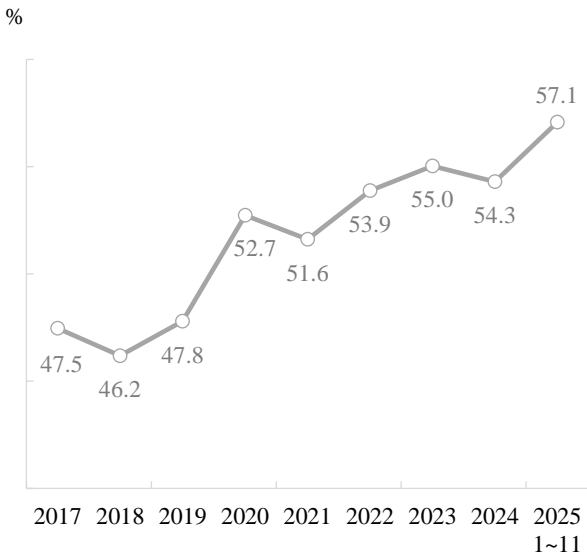
主因：美國 AI 基礎建設持續增加，帶動對台灣顯示卡及伺服器等電子及資通產品需求。

圖 8 電子及資通產品出口比重



註：其他產品主要包括基本金屬及其製品、機械、化學品、塑橡膠及其製品、電機產品等傳產貨品。  
資料來源：財政部

圖 9 出口產品集中係數



註：出口產品集中係數 =  $\sqrt{\sum_{i=1}^n R_i^2}$ ，  
 $R_i$ ：第  $i$  項產品出口占總出口比重×100。  
資料來源：財政部

圖 10 主要市場對台灣出口成長貢獻度

	比重(%)		年增率(%)		貢獻度(百分點)	
	2024	2025 1~11	2024	2025 1~11	2024	2025 1~11
全球	100.0	100.0	9.8	34.1	9.8	34.1
美國	23.4	30.4	46.1	73.4	8.1	17.3
東協	18.5	18.7	15.0	37.4	2.7	6.8
中國大陸	31.7	26.8	-1.1	13.4	-0.4	4.3
墨西哥	1.7	3.6	66.5	187.3	0.7	3.2
日韓	9.8	8.9	-6.1	21.1	-0.7	2.1
歐盟	7.0	5.4	-9.1	1.3	-0.8	0.1

資料來源：財政部



**Q4：新興科技應用需求是帶動本年台灣經濟成長之關鍵？**

**A4：本年國際經濟變化快速，除新興科技應用需求強勁外，尚有美國對等關稅延後施行，為相關產品帶來拉貨潮，以及 232 條款國安調查結果尚未公布，電子及資通產品未受美國對等關稅影響等因素，推動本年台灣經濟大幅成長，國內外機構亦自下半年起持續上修本年台灣經濟成長率預測值。**

(一)算力需求激增，激勵美國企業積極布建 AI 基礎建設與資料中心，加以 AI 晶片加速更新迭代，帶動對台灣電子資通訊產品之出口動能。

— 如台灣供應鏈受惠於美國 4 大 CSP 不斷上修本年資本支出計畫規模，第 1 季預估約 3,200 億美元(年增 50%)，第 3 季已上調至約 3,800 億美元(年增 78%，表 2)，相關台廠營收大幅成長。

(二)本年上半年台灣經濟面臨諸多挑戰，惟隨下半年 AI 等需求爆發後，主要機構持續上修對台灣經濟成長率預測值：

1. 年初迄至年中，考量美國對等關稅政策對台灣經濟之可能衝擊，且預期下半年提前拉貨效應消退，主要機構對台灣本年經濟成長率預測值多在 3% 以下。
2. 下半年隨 AI 需求持續暢旺，抵銷部分美國對等關稅衝擊，主要機構紛紛上調台灣經濟成長率預測值，至 12 月，近 20 家國內外機構預測數平均升達 6.7%(圖 11)。

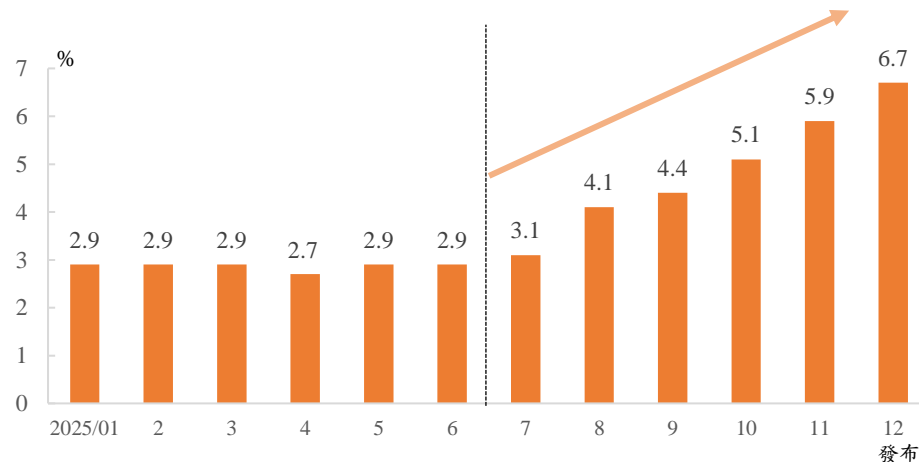
**表 2 美國 4 大 CSP 資本支出計畫規模**

單位：億美元

	2023 年	2024 年	2025 年	
			第 1 季 預估	第 3 季 預估
Amazon	527	780	1,052	1,250
Meta	273	390	600~650	700~720
Microsoft	352	440	800	913
Google	323	525	750	910~930
合計	約 1,475	約 2,135	約 3,200	約 3,800
年增率	--	44.7%	50.0%	78.0%

資料來源：各公司財報、法說與新聞資料

**圖 11 近 20 家主要機構對台灣本年經濟成長率之預測數平均**



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

發布  
時間

Q5：自 2022 年 AI 應用興起以來，以**科技股為主要成分**的台灣、日本、南韓及美國等國股市表現如何？

A5：美國**那斯達克指數**、**台灣加權指數**、**日經 225 指數**與**韓股綜合指數**皆以**科技股為主要成分**，受惠 AI 應用興起，與本年以來全球資金趨向寬鬆、美國關稅衝擊小於預期等因素，主要股市漲幅表現均相當亮眼。

(一)美國**那斯達克指數**：由 2022 年低點 10,213 點升至 2025 年 12 月 15 日 23,057 點，**上漲 125.8%**，表現最優(圖 12)。

(二)**台灣加權指數**：由 2022 年低點 12,666 點升至 2025 年 12 月 15 日 27,867 點，**上漲 120.0%**，高於**日經 225 指數**(103.0%)、**韓股綜合指數**(89.8%)

圖 12 主要國家股市走勢  
(2025/12/15 與 2022 年低點比較)



資料來源：Bloomberg

Q6：生成式 AI 熱潮與 2000 年 Dot-com 泡沫有何異同？

A6：AI熱潮與Dot-com泡沫均源於對新科技之高度預期，致科技股股價漲幅高，資金過度集中，推升金融穩定風險；惟科技創新所累積之實體投資，對提升長期經濟潛力仍具正面效應。

(一)2000 年 Dot-com 泡沫回顧

1. 1990 年代末期，網際網路(Internet)處於商業化初期，科技業者看好未來潛力而投入鉅額資本，並引發市場對美國高科技、媒體與電信業者(Technology, Media, and Telecom，TMT)的投資狂熱。
2. 大量未具營利基礎之 TMT 新創公司趁勢以首次公開募股(IPO)上市交易，投資人以高成長預期評估股價(後人稱為本夢比)，美國那斯達克指數飆漲。惟後續相關公司營收、獲利不如預期，企業財務報表不實案例頻傳，投資信心潰散，引發市場拋售股票。
3. 那斯達克指數於 2000 年 3 月 10 日達高點 5,048.6 點，相較於 1997 年底，漲幅達 3,478.2 點或 221.5%，惟網路泡沫破裂後回跌，2002 年 10 月 9 日較高點下跌 3,934.5 點或 77.9%，至 1,114.1 點甚較 1997 年底為低(圖 13)。

圖 13 美國那斯達克指數



資料來源：LSEG Datastream

## (二)AI 熱潮與 Dot-com 泡沫比較：

AI 熱潮與 Dot-com 泡沫時期的**股價漲幅均大**，惟**當前本益比仍遠低於網路 Dot-com 時期**；主因多數 **AI 公司資本支出多來自穩健的營收**，有經常性的收入，且營收狀況可預測，**股市狂熱程度仍小於 Dot-com 泡沫時期**(表 5)。

表 5 AI 熱潮與 Dot-com 泡沫比較

	AI 熱潮	Dot-com 泡沫
企業基本面	多數 AI 公司資本支出多來自穩健的營收，有經常性的收入，且營收狀況可預測	多數網路公司資本支出多依賴創投與債務融資，且未來營收狀況不明
那斯達克指數漲幅	125.8% (2022 年低點至 2025 年 12 月 15 日)	221.5% (1997 年底至 2000 年 3 月 10 日高點)
那斯達克指數本益比	30.5 倍 (2025 年 11 月)	64.9 倍 (2000 年 3 月，部分網路公司高達約 200 倍)
美股 IPO 數量*	51 家(2025 年前 3 季)	388 家(1999 年)

註：\* IPO 數量被視為股票市場的樂觀情緒量化指標之一，IPO 數量愈多，表示股票市場愈樂觀；參見 Goldman Sachs (2025), “AI: In a Bubble?” *Top of Mind*, Oct. 22。  
資料來源：本行整理

## (三)生成式 AI 熱潮推升全球股市屢創新高，**各界近期示警 AI 熱潮風險**：

1. 主要隱憂在於**科技股股價及集中度過高**，AI 相關之**龐大資本支出若無法兌現高回報預期**，一旦市場情緒反轉，**股價恐大幅下跌修正**，如同**2000 年 Dot-com 泡沫事件**，為近期影響金融穩定之重要風險(表 6)。
2. 除此之外，未來亦須密切注意以下風險：
  - AI 產業間的**閉環交易結構複雜**，業者可能透過成立特殊目的公司(Special Purpose Vehicle，**SPV**)將債務隱藏於**資產負債表之外**。此外，若未來 AI 獲利變現不如預期，部分企業藉由**監管寬鬆的私人信貸(Private Credit)融資模式**<sup>5</sup>，恐因其**不透明性而加劇系統性風險**。
  - **AI 數據中心對電力需求龐大**，惟電力可能供給不足，及未來 AI 或**替代部分勞動力**，對勞動市場造成結構性影響。

<sup>5</sup> 非銀行機構(如資產管理公司)直接向企業提供貸款，而非透過公開市場或傳統銀行；參見 The Atlantic (2025), “The View from Inside the AI Bubble,” Dec. 14。

表 6 主要央行及國際機構對 AI 熱潮之示警

機構		主要觀點
主要央行	Fed	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Fed 副主席 Jefferson：當前 AI 投資熱潮<b>不似網路泡沫那般嚴重依賴債務融資</b>。惟仍警示若未來 AI 產業進行大量債務融資，市場情緒變化恐因槓桿增加而使損失擴大，<b>宜密切關注</b>。(11/21)</li> <li>● Fed《金融穩定報告》：約 3 成受訪者將未來 12~18 個月內 AI 市場情緒轉向導致大幅損失，視為<b>金融系統重大風險</b>。(11/7)</li> </ul>
	ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ECB 副總裁 de Guindos：金融市場存在<b>少數科技巨頭高度集中且股價過高</b>的情形，若其 AI 商業模式遭受衝擊或市場突然修正，非銀行機構亦將面臨壓力，為<b>當前宜密切關注之金融穩定風險</b>(11/17)</li> </ul>
	BoE	<ul style="list-style-type: none"> <li>● BoE 總裁 Bailey：<b>AI 有助提高生產力，惟未來報酬預期仍不確定而股價卻走高，可能出現泡沫化</b>。</li> <li>● BoE 副總裁 Ramsden：<b>若該泡沫破滅，恐致金融情況緊縮並削弱全球需求</b>，英國亦將受外溢影響。(11/6)</li> </ul>
國際機構	BIS	<ul style="list-style-type: none"> <li>● BIS《季度回顧》報告：近幾季除 AI 相關股市熱潮推動<b>美股</b>上漲外，<b>黃金</b>亦出現顯著上漲，BIS 指出此為過去 50 年來首見的同步暴漲情形，<b>並提醒可能具泡沫特徵及價格修正風險</b>。(12/8)</li> </ul>
	OECD	<ul style="list-style-type: none"> <li>● OECD《經濟展望》報告：<b>AI 投資成為支撐主要經濟體成長的重要力量</b>，惟亦<b>伴隨股價過高之風險</b>，一旦企業獲利或技術進展不如預期，將引發股價大跌。(12/2)</li> </ul>
	IMF	<ul style="list-style-type: none"> <li>● IMF《金融穩定報告》：<b>當前股市過度集中於 AI 等科技股</b>；且大規模設備投資恐難支撐市場對於高回報之預期，或將引發市場情緒惡化及 AI 科技股驟跌，進而削弱大盤。(10/14)</li> </ul>

資料來源：本行整理

#### (四)推動科技創新所累積之實體投資，對未來經濟發展將產生正面影響

1. **Dot-com 泡沫**後股價重挫，惟**民間持續數位建設投資**，相關實體投資最終**成為現代網際網路應用蓬勃發展之基石**。
2. **AI 技術進步展現發展潛力**，而**目前終端應用與商業化模式尚未成熟**，市場擔憂 CSP 等業者鉅額資本支出恐有**泡沫化風險**；惟**新技術落實至生產力提升的過程**，勢必歷經調整與適應過渡期，此係產業革新**升級的必經之路**。

#### 四、對「經濟學人：台灣榮景的潛藏風險」等報導之回應

本(2025)年 11 月 13 日《經濟學人》刊載「台灣榮景的潛藏風險(The hidden risks in Taiwan's boom)」等報導(以下簡稱該文)<sup>1</sup>引用其編製之大麥克指數(the Big Mac Index)，指稱本行長期壓低新台幣匯率，助力台灣出口，惟亦導致台灣經濟金融產生多項問題，如國人購買力受損、房價攀升、累積金融風險等，並稱之為「台灣病」(Taiwanese disease or Formosan flu)。

究之實際，匯率係由外匯市場供需決定，尤其金融自由化後，外匯市場供需主要與金融交易相關，與實體貿易有關者有限；均衡匯率並非單一商品(如大麥克漢堡)價格所能衡量，過往《經濟學人》亦已坦承大麥克指數並不適合用來評估一國匯率是否高(低)估；因此，該文指稱台灣經濟金融之負面效應是由新台幣匯率低估所造成，並不成立<sup>2</sup>。由於近期各界對該文多所討論，為期有助各界瞭解實情，以下謹對本行政策的不實評論，以問答方式來澄清說明。

Q1：根據購買力平價(Purchasing Power Parity, PPP)理論為基礎的大麥克指數是否可以衡量新台幣匯率之高(低)估？新台幣匯率是否有被刻意壓低？

Q2：台灣經常帳盈餘(貿易順差)擴大的原因為何？單靠匯率可否解決貿易失衡？

Q3：台灣外匯存底大幅增加的原因為何？充裕的外匯存底有何效益？

Q4：國人貨幣購買力的真實狀況為何？台灣勞動份額下降的真正原因為何？

Q5：本行是否有印鈔買匯，導致金融體系流動性過剩、利率走低，房價飆漲？

Q6：國內壽險業資產負債表幣別錯配的原因為何？是否會引發金融系統風險？本行參與銀行間 SWAP 市場的目的為何？

Q7：國內製造業轉型升級的關鍵因素是匯率嗎？

Q8：本行是否為了達成盈餘繳庫，而犧牲法定職責？

---

<sup>1</sup> 英國《經濟學人》(The Economist)於本年 11 月 13 日刊登“The hidden risks in Taiwan's boom”、“Taiwan's amazing economic achievements are yielding alarming strains”、“The dollar depreciation society: why Taiwan likes its currency weak”等報導。

<sup>2</sup> 詳本年 11 月 14 日本行新聞稿「對「《經濟學人》(The Economist)：台灣榮景的潛藏風險 (The hidden risks in Taiwan's boom)」報導之回應」。



**Q1：根據購買力平價(Purchasing Power Parity, PPP)理論為基礎的大麥克指數是否可以衡量新台幣匯率之高(低)估？新台幣匯率是否有被刻意壓低？**

《經濟學人》指稱：幾十年來，台灣央行持續壓低新台幣匯率，提升製造業出口商的競爭力；根據經 GDP 調整的大麥克指數(其用來衡量匯率與其內在價值偏差程度的指標)，新台幣對美元匯率被低估 55%。本行澄清說明如下：

**A1：(1)世界銀行及 OECD 均指出，購買力平價(PPP)旨在瞭解各國物價水準與貨幣購買力的高低，且他們均強調 PPP 不宜用來衡量匯率低估或高估。**

**(2)匯率由外匯市場供需決定，且當前外匯市場供需主要與金融交易相關，不論以單一商品或一籃商品與服務計算的 PPP，均不宜作為衡量匯率的合理價位之指標。**

**(3)新台幣匯率有升有貶、呈雙向波動且長期走升，本行實施管理浮動匯率以維持新台幣匯率之動態穩定，並未刻意壓低新台幣匯率。**

**(一)世界銀行及 OECD 均指出，PPP 旨在瞭解各國物價水準與貨幣購買力的高低，且他們均強調 PPP 不宜用來衡量匯率低估或高估**

1. PPP 係指在**基準國(美國)**花費 **1 美元** 購買一籃標準化商品與服務組合，在其他國家購買此籃**相同組合**，以**當地國貨幣需支付的金額**。
2. 世界銀行與聯合國等國際機構，透過**國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)**估算 PPP，並藉由跨國比較，**瞭解各國物價水準與貨幣購買力的高低**(詳見附錄)。
3. **ICP 官網、世界銀行、OECD** 均強調，PPP 非均衡匯率，且**不宜用來評估匯率之低估或高估**<sup>3</sup>；主因：
  - (1) PPP 購物籃中包含貿易財及**非貿易財與服務**，**非貿易財價格不會影響匯率市場的供需**；
  - (2) 貿易財價格受到**運輸成本、貿易障礙與商品差異**等影響，PPP 與實際匯率存有極大落差；
  - (3) PPP **完全沒有考量跨境資本流動**(如跨境股票與債券交易、跨境融資等)，PPP 忽略影響匯率關鍵的金融交易因素。

<sup>3</sup> 參考 World Bank (2014), “2011 International Comparison Program Summary Results Release Compares the Real Size of the World Economies,” April 29；Eurostat (2024), “Eurostat-OECD Methodological Manual on Purchasing Power Parities (2023 edition),” Publications Office, July 31。



3. 國際經濟學中的「**PPP 理論**」與 **ICP 用於跨國 GDP 比較的「PPP」**不同(表 1-1)，且現實世界中，影響物價變動與匯率變動的因素常有不同，故「PPP 理論」已被**證實無法解釋匯率走勢**<sup>4</sup>，更**遑論評估一國匯率之高、低估**。

表 1-1 國際經濟學 PPP 理論與 ICP 用於跨國 GDP 比較之 PPP

	國際經濟學中的 PPP 理論 <sup>5</sup>	ICP 用於跨國 GDP 比較的 PPP <sup>6</sup>
緣起與說明	<b>Cassel (1918)</b> 提出，其概念為「只要兩國之間存在 <b>類似自由的商品流通與相當全面的貿易往來</b> ，實際匯率就不可能大幅偏離 <b>PPP*</b> 」	1. <b>GDP 進行跨國比較</b> 時，以名目美元 GDP 為比較基準，容易產生扭曲，主因 <b>匯率波動大</b> ，且各國商品與服務包括許多 <b>不易在國際間流通的非貿易財</b> ，以單一匯率換算貨幣購買力可能失真 2. 世界銀行等國際機構認為 <b>PPP</b> 可反映生活成本(cost of living)， <b>可作為衡量各國「實質」發展概況的指標</b> ，具有不可取代的地位 3. 聯合國自 <b>1965 年起推動以 PPP 為基準的 ICP</b>
涵蓋範圍	原則上僅限 <b>貿易財商品</b>	涵蓋 <b>GDP 全部最終支出(包含非貿易財之服務、建築、政府支出等)</b>
計價基礎	以 <b>出口價格</b> 為主	主要以 <b>國內購買者價格(含稅、運費、零售加價)</b> 計價
主要用途	判斷貨幣長期是否被高(低)估	<b>跨國比較 GDP</b> 、人均 GDP、實質購買力、物價水準等
應用	<b>大麥克指數</b> 、iPhone 指數	IMF 全球經濟展望報告的 PPP GDP、OECD Comparative Price Levels
是否適合判斷貨幣高(低)估	<b>純理論推導</b> ；在金融自由化後， <b>實務上更不可行</b> ，主因： ➢ 國際資本自由移動， <b>外匯交易大部分為金融交易</b> ，而非僅來自國際商品貿易 ➢ 影響各國物價的因素，除貿易財外，亦含 <b>非貿易財與服務價格</b> ，且 <b>各國存在運輸成本、貿易障礙與商品差異</b> 等限制	<b>ICP 官網、世界銀行、OECD、ADB</b> 等國際機構明確說明不宜使用 PPP 來判斷貨幣高(低)估

\*：此處 PPP 為絕對購買力平價(absolute PPP)。

資料來源：本文整理

<sup>4</sup> 參考 Goldberg, P. K. and M. M. Knetter (1997), "Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?" *Journal of Economic Literature*, 35(3), 1243–1272 ; Gopinath, G., P.-O. Gourinchas, C.-T. Hsieh and N. Li (2011), "International Prices, Costs, and Markup Differences," *The American Economic Review*, 101(6), 2450–2486 ; Isard, P. (1977) "How Far Can We Push the Law of One Price?" *The American Economic Review*, 67(5), 942–948。

<sup>5</sup> 整理自 Cassel G. (1918), Abnormal Deviations in International Exchange, *Economic Journal*, 28, 413-415; Krugman, P., M. Obstfeld and M.J. Melitz (2015), *International Economics: Theory and Policy*, Pearson Higher Education。

<sup>6</sup> 整理自 Eurostat (2024), "Eurostat-OECD Methodological Manual on Purchasing Power Parities (2023 edition)," Publications Office, July 31。

4. **PPP 無法作為衡量均衡匯率的指標**，故不宜作為判斷匯率高估或低估的標準，**更遑論以單一商品**來評估一國匯率之高、低估。**過往《經濟學人》已坦承大麥克指數並不適合用來評估一國匯率是否高(低)估。**

(1) 只以單一商品來評估匯率並不恰當，**《經濟學人》早在 2003 年便坦承，大麥克指數有其缺陷；2006 年時《經濟學人》更直指，大麥克指數**多年來在全球被各界廣泛引用、甚或**濫用**<sup>7</sup>。

(2) **若利用其他單一商品指數來評估一國通貨匯價是否高(低)估，亦可能出現截然不同的結果。**早在 2016 年，野村控股公司曾根據各國 iPhone 售價，計算出 **iPhone 指數**，在當時納入比較的 23 種通貨中，美元係遭低估最嚴重的通貨<sup>8</sup>，結論迥異於大麥克指數。此外，以最新 iPhone 售價換算，新台幣對美元匯率仍高估 17.1%，與《經濟學人》大麥克指數顯示新台幣對美元匯率低估 55%之結果背道而馳。

**(二)匯率由外匯市場供需決定，且當前外匯市場供需主要與金融交易相關，不論以單一商品或一籃商品與服務計算的 PPP，均不宜作為衡量匯率的合理價位之指標**

1. 根據 BIS，本年 4 月全球每日外匯交易金額(約 9.6 兆美元)<sup>9</sup>；估計**金融性相關交易**(如跨境股票與債券投資等)約占 **97%**，而**商品與服務相關交易**僅約 **3%**。

2. 以**台灣**為例，上(2024)年**外資及本國資金進出**合計金額是**商品貿易**金額的 **19.3 倍**，約當於**商品與服務相關交易**占整體外匯交易金額**僅約 5%**。

---

<sup>7</sup> 《經濟學人》指出大麥克指數有其缺陷，如大麥克漢堡並非如 PPP 理論所要求的那樣可跨境交易，且其價格亦受到稅率、關稅、利潤率、非貿易財成本(如租金)等因素影響，參考 The Economist (2003), “McCurrencies,” *The Economist*, Apr. 24；另《經濟學人》亦指出，許多政客過於恣意地用大麥克指數來配合其目的，參考 The Economist (2006), “McCurrencies,” *The Economist*, May 25。

<sup>8</sup> 參考 Barton, Susanne (2016), “Drop the Big Mac, Pick Up an iPhone to Divine Dollar’s Direction,” Bloomberg, Jul. 26。

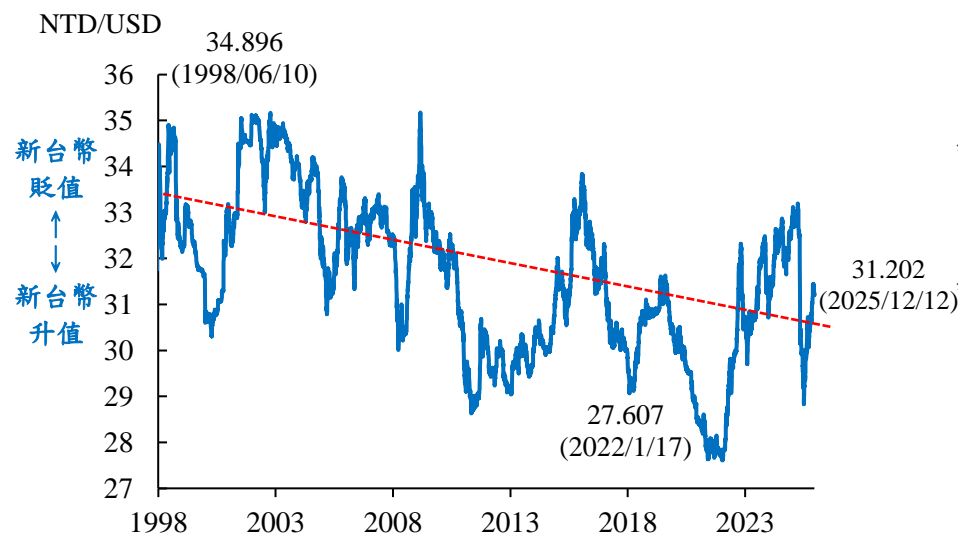
<sup>9</sup> 參考 BIS (2025), “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter (OTC) Derivatives Markets in 2025,” September 30。

(三)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，走勢有升有貶、呈雙向波動且長期走升；本行實施管理浮動匯率以維持新台幣匯率之動態穩定，並未刻意壓低新台幣匯率

1. 新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，走勢有升有貶、呈雙向波動且長期走升

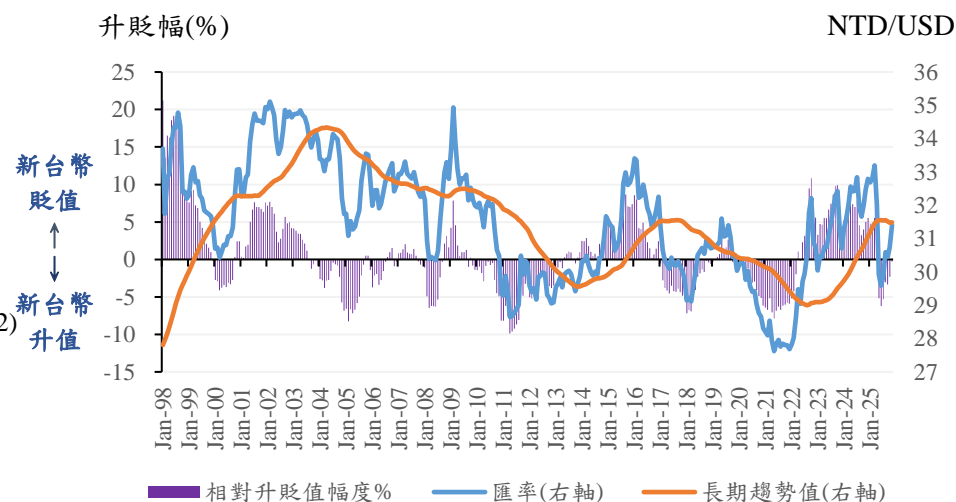
- (1) 自 1998 年亞洲金融危機以來，新台幣對美元匯率有升有貶，曾升值至 27.607，亦曾貶值至 34.896；且長期走升，自 1998 年之低點 34.896，升至本年 12 月 12 日之 31.202，升值幅度約 11.8%(圖 1-1)。
- (2) 新台幣對美元匯率(圖 1-2 藍線)相對於長期趨勢值(圖 1-2 橘線)之偏離幅度(圖 1-2 紫柱)呈雙向波動，且偏離幅度之平均值(0.6%)與標準差(5.3%)均小，顯示新台幣匯率之動態穩定<sup>10</sup>。

圖 1-1 新台幣對美元匯率有升有貶且長期走升



資料來源：本行

圖 1-2 新台幣對美元匯率相對於長期趨勢值呈雙向波動



註：此處長期趨勢值係指過去 36 個月匯率之移動平均值；匯率偏離長期趨勢值之幅度為偏離幅度(=匯率/長期趨勢值-1)。

資料來源：Bloomberg

<sup>10</sup> 如以相同方法觀察，日圓及韓元偏離幅度之平均值分別為 1.7% 及 2.5%，兩者之標準差分別為 10.9% 及 12.1%；顯示新台幣對美元匯率相對日圓及韓元穩定。

## 2. 本行實施管理浮動匯率有利維持新台幣匯率之動態穩定，並未刻意壓低新台幣匯率

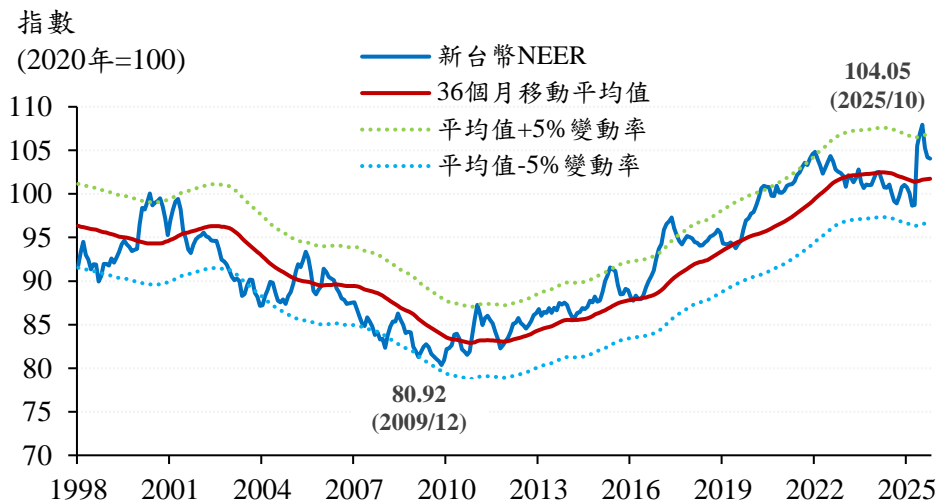
(1) 本行採**管理浮動匯率制度**，當有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致新台幣匯率過度波動或失序變動，而有不利的經濟金融穩定之虞時，**本行將本於職責進行「雙向」調節，維持新台幣動態穩定。**

- **2020 年 Fed 推出大規模量化寬鬆(QE)**，資金大舉湧入國內，**本行為維持新台幣匯率動態穩定，淨買匯 391 億美元。**
- **2022 至 2023 年又因 Fed 大幅升息並執行縮表(QT)**，外資資金流出，**本行分別淨賣匯 130 億及 27.7 億美元；上年因應市場對美元需求大於供給，本行亦淨賣匯 164.2 億美元。**

(2) 如觀察 BIS 編製之名目有效匯率(NEER)走勢，**長期以來(1998 年迄今)，新台幣 NEER 具有動態穩定特性(即新台幣 NEER 大多落在其 36 個月移動平均值上下 5% 內)，且呈現升值趨勢。**

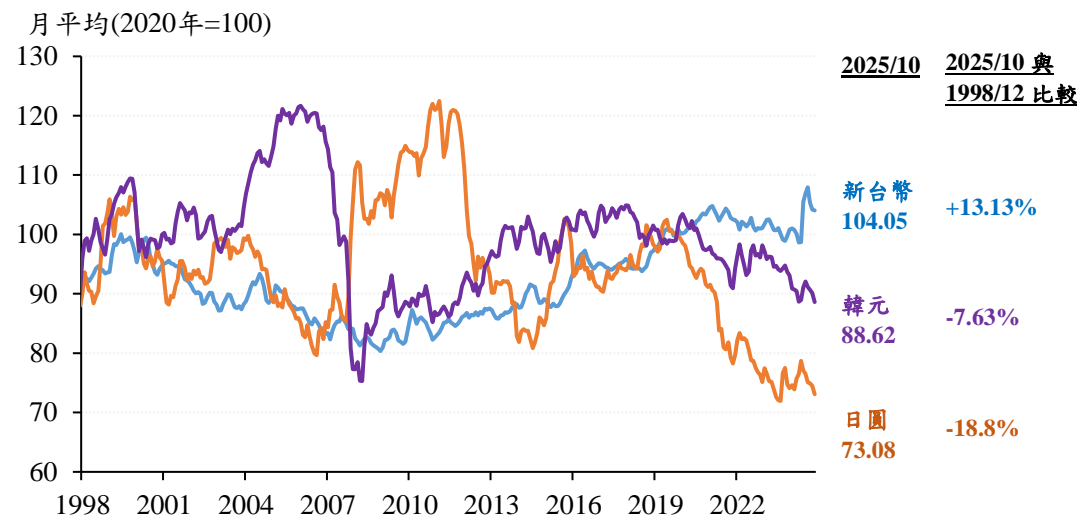
- 自 1998 年底至本年 10 月**上漲 13.13%**(圖 1-3)，**顯示新台幣對主要貿易對手國貨幣升值，同期間韓元 NEER 及日圓 NEER 分別下跌 7.63% 及 18.8%**(圖 1-4)且波動較大<sup>11</sup>；**顯示新台幣匯率長期走升且相對穩定。**

圖 1-3 新台幣 NEER 及 36 個月移動平均值



資料來源：Bloomberg、BIS；本行自行計算

圖 1-4 台灣、南韓、日本名目有效匯率指數(NEER)



資料來源：Bloomberg、BIS；本行自行計算

<sup>11</sup> 自 1998 年迄今，日圓及韓元 NEER 經常超過其 36 個月移動平均值上下 5% 的範圍；尤其，1998 年至 2009 年 4 月，南韓因採行自由浮動(free floating)匯率，韓元 NEER 與其 36 個月移動平均偏離較大，在 2009 年 5 月 IMF 將南韓匯率制度改分類為管理浮動(floating)匯率後，韓元 NEER 多落在其 36 個月移動平均值上下 5% 的範圍內。

## Q2：台灣經常帳盈餘(貿易順差)擴大的原因為何？單靠匯率可否解決貿易失衡？

《經濟學人》指稱：央行壓低新台幣匯率，以維持台灣出口競爭力，但也造成經常帳盈餘規模膨脹；據本年最新數據，台灣經常帳盈餘已達 GDP 的 16%。本行澄清說明如下：

A2：(1)近年台灣貿易順差擴大，主要係國外需求成長及全球供應鏈調整，以及台灣產業結構升級與高科技產品的國際競爭力日益提升，匯率並非主要影響因素。

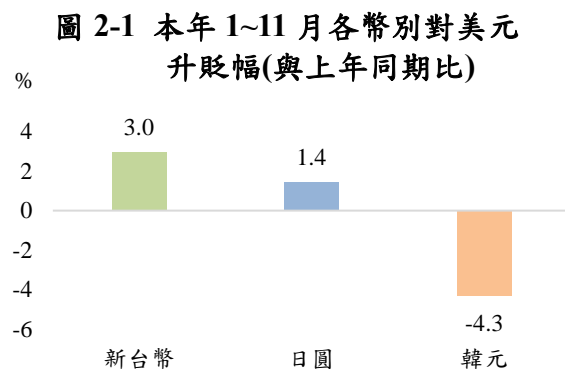
(2)台灣經常帳順差持續擴大，反映國內長期儲蓄高、投資低等經濟結構問題。

(3)金融自由化及全球供應鏈發展，使匯率做為貿易失衡的調整工具更加困難。

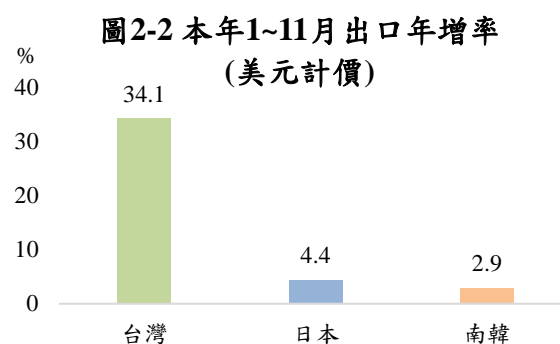
(一)近年台灣貿易順差擴大，主要係國外需求成長及全球供應鏈調整，以及台灣產業結構升級與高科技產品的國際競爭力日益提升，匯率並非主要影響因素

### 1. 匯率升貶對一國貿易出入超的影響力未如想像大。

— 以本年 1 至 11 月為例，新台幣對美元較上年同期升值 3.0%，日圓升值 1.4%，韓元貶值 4.3%(圖 2-1)；惟同期間，台灣商品出口年增 34.1%，遠大於日、韓的 4.4%及 2.9%(圖 2-2)；台灣貿易出超擴增至 1,379 億美元，而日本為入超，南韓出超 661 億美元(圖 2-3)，約台灣的一半，顯見匯率升貶非影響一國貿易出入超的最主要因素。



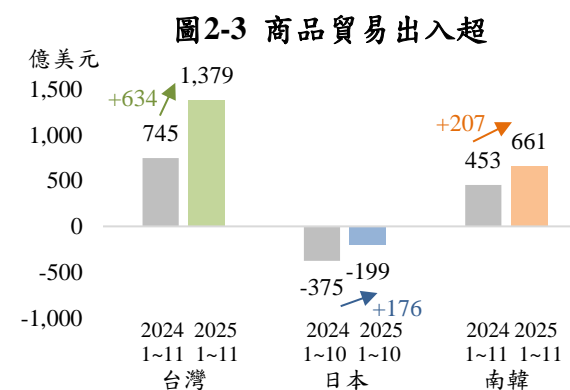
資料來源：本行



註：日本為 1~10 月年增率。

資料來源：各國通關統計

45



資料來源：各國通關統計



2. 一國**外貿表現**除受到相對價格效果(匯率變動)、**國外需求**影響外，亦會受到其在**全球價值鏈**(global value chain, **GVC**)**參與度**或**廠商生產力**等因素影響。

(1) 近年台灣出口表現優異，主因**全球對 AI 等新興科技應用與需求大幅增加**(圖 2-4)，且 2018 年**美中爭端**以來，**全球供應鏈加速重組**，生產**高附加價值產品**之廠商**回台投資**，加以台灣持續深耕高科技與資訊安全領域，具**半導體供應鏈戰略關鍵地位**，**台灣 AI 相關產品**的**全球市占率**持續擴大(圖 2-5)，帶動台灣貿易出超持續擴增。

(2) 台灣整體**製造業附加價值率**由 2012 年之 **20.6%** 升至上年之 **35.8%**；其中，**資訊電子工業**附加價值率則由 **26.4%** 大幅升至 **48.1%**(圖 2-6)，**增幅逾 20 個百分點**，反映高科技產品的國際競爭力日益提升。

圖 2-4 全球 AI 賦能產品\*之進口規模

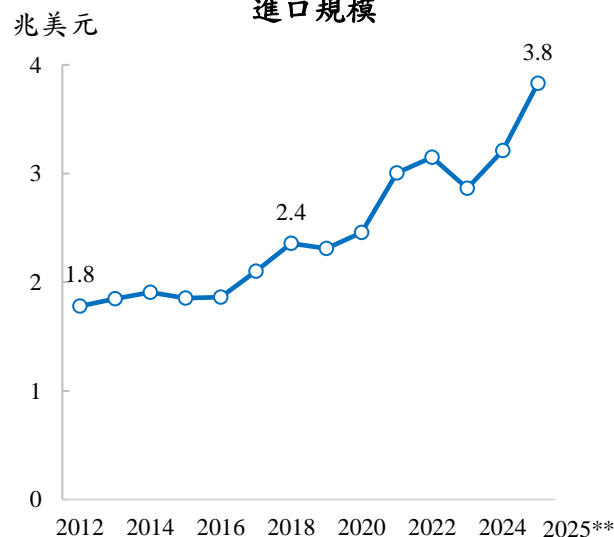


圖 2-5 主要經濟體 AI 賦能產品之全球出口市占率

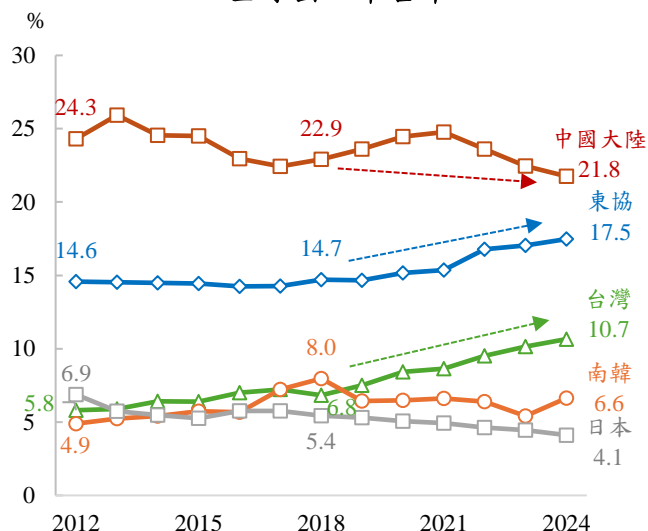
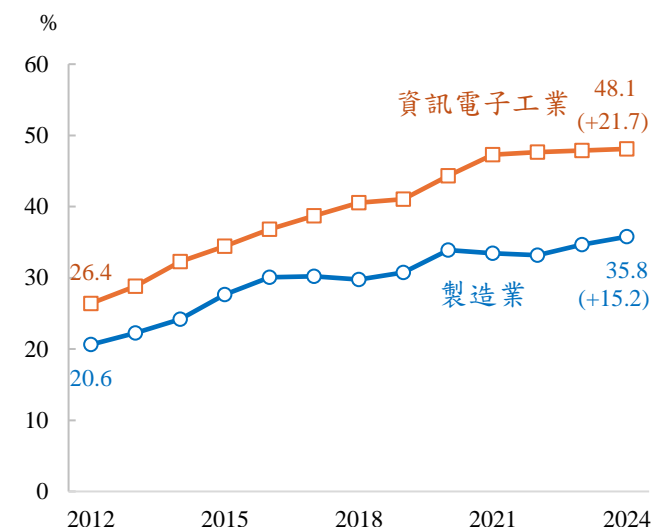


圖 2-6 台灣製造業及資訊電子工業\*之附加價值率



註：1. \*AI 賦能產品(AI-enabling goods)係指支持 AI 運作的關鍵硬體，按 WTO 2025 年世界貿易報告所列清單整理，包括支持 AI 之電子資訊產品、生產設備、原物料及化學品等。

2. \*\*本年按全球前兩大進口市場(中國大陸及美國)已公布月份資料之年增幅估計。

資料來源：International Trade Centre (ITC)

註：按 WTO 2025 年世界貿易報告 AI 賦能產品清單整理。

資料來源：ITC

註：\*資訊電子工業包括 1. 電子零組件製造業；及 2. 電腦、電子產品及光學製品製造業。

資料來源：主計總處

## (二)台灣經常帳順差持續擴大，反映國內長期儲蓄高、投資低等經濟結構問題

1. 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)。

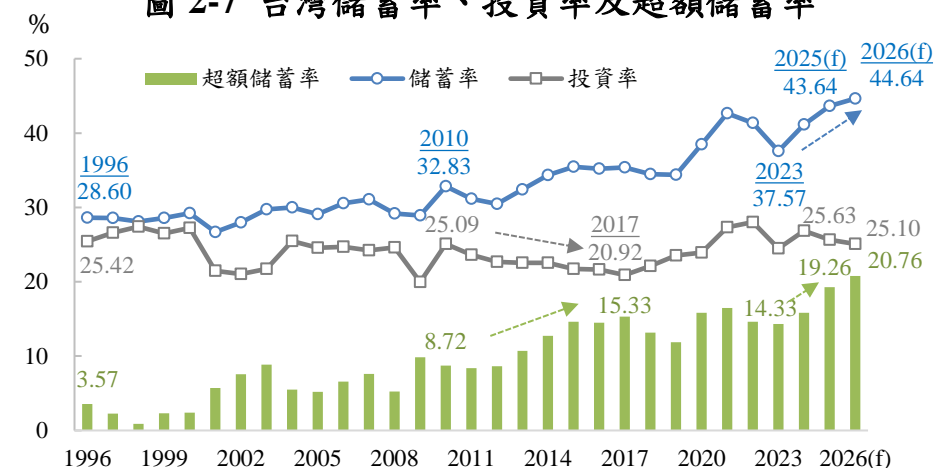
2. 長期以來，**台灣超額儲蓄<sup>12</sup>偏高**，主因國民儲蓄走高、國內投資低。

(1) **國內儲蓄率走高、投資率低：**

- 由於台灣**少子女化**及**人口老化**愈趨嚴峻，工作所得人口萎縮，不利消費成長，致**儲蓄率維持高水準**。
- 另一方面，2018 年以前，因產業外移，國內投資動能不足；其後，美中貿易摩擦帶動**台商擴大在台投資**，加以台灣**半導體業者**持續投資先進製程，帶動**整體投資率回升**，惟**整體儲蓄率上升更多**(圖 2-7)，致超額儲蓄仍高。

(2) 進一步依**部門別**觀察，台灣超額儲蓄主要來自家庭部門，其次為企業，政府部門超額儲蓄則較小；預期**本年超額儲蓄將逾 5 兆元**，**明(2026)年將逾 6 兆元**(圖 2-8)。

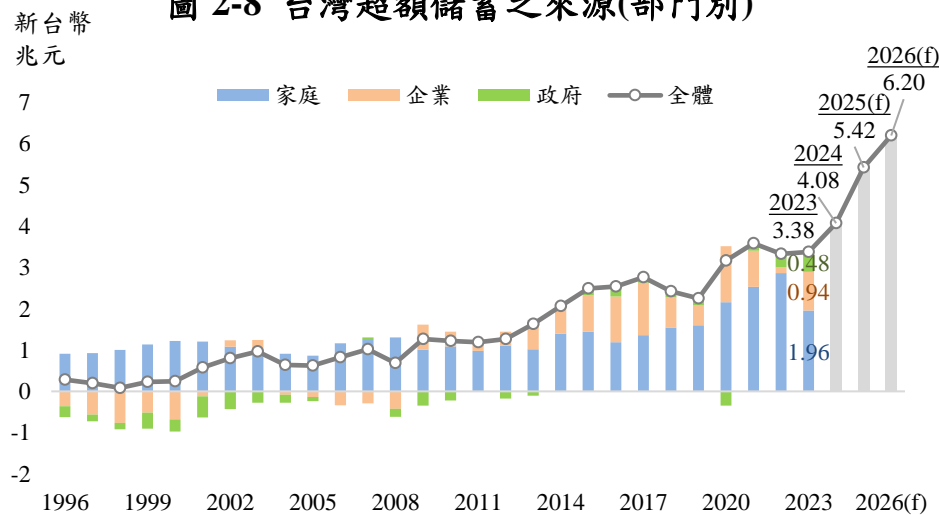
圖 2-7 台灣儲蓄率、投資率及超額儲蓄率



註：儲蓄率=國民儲蓄毛額/國民所得毛額(GNI)；投資率=國內投資毛額/國內生產毛額(GDP)；超額儲蓄率=(國民儲蓄毛額-國內投資毛額)/國內生產毛額(GDP)。

資料來源：主計總處

圖 2-8 台灣超額儲蓄之來源(部門別)



資料來源：主計總處

<sup>12</sup> 「超額儲蓄」為主計總處定義的儲蓄與投資差額。



### (三)金融自由化及全球供應鏈發展，使匯率做為貿易失衡的調整工具更加困難

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

(1) 本年 4 月全球每日外匯交易金額(約 9.6 兆美元)<sup>13</sup>，估計**金融性相關交易**(如跨境股票、債券投資等)約占 **97%**。

(2) 近 30 年來，台灣逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，**外資與本國資金進出**(含國人及廠商對外投資理財與資金調度等)等**跨境資本交易**的外匯收支明顯成長，上年跨境資本交易**達商品貿易**收支金額的 **19.3 倍**。

(3) **新台幣匯率**常受**主要國家貨幣政策走向**及**國際美元走勢**等牽動，且**外資鉅額**且頻繁**移動**，常**加劇匯率波動**，使匯率做為貿易失衡的調整工具更為困難。

2. 台灣為高度參與 GVC 之小型經濟體，透過匯率變動調整經常帳順差的效果有限。

(1) 台灣**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**，匯率對出口之影響下降。

(2) 國內**資源有限**，出口品之生產原料多**仰賴**國外**進口**，農工原料進口占總進口的比重約 2/3，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。

(3) 台灣**GVC 參與度較高**，而 GVC 的參與，使得匯率升貶對出口的影響弱化<sup>14,15</sup>。

(四)近年台灣貿易順差擴大主要受國外需求、全球供應鏈調整及台灣 ICT 產業競爭力提升影響，匯率應不是主要因素，並無引導新台幣貶值誘因。本行匯率政策一向的立場係維持新台幣匯率的動態穩定，而非透過壓低匯率提高競爭優勢。

<sup>13</sup> 參考 BIS (2025), "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter (OTC) Derivatives Markets in 2025," September 30。

<sup>14</sup> 見 Ahmed, Swarnali, M. Appendino and M. Ruta (2015), "Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports," *IMF Working Paper No. 15/252*。; Sato, Kiyotaka and Shajuan Zhang (2019), "Do Exchange Rates Matter in Global Value Chains?" *RIETI Discussion Paper Series 19-E-059*。

<sup>15</sup> 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 3-11，1 月。

### Q3：台灣外匯存底大幅增加的原因為何？充裕的外匯存底有何效益？

《經濟學人》指稱：央行壓低新台幣匯率，以維持台灣出口競爭力，但也造成外匯存底不斷累積，從 1998 年的 900 億美元(占 GDP 之 32%)增加至 6,000 億美元(占 GDP 之 72%)。本行澄清說明如下：

A3：(1)台灣外匯存底的增加主要來自本行投資運用收益及基於維持匯率穩定之法定職責進場調節。

(2)自亞洲金融危機以來，大部分小型開放經濟體(尤其是亞洲)央行多為抵禦資金大量湧入之衝擊，維持匯率穩定而累積外匯存底。

(3)外資資金常於短期間內巨額且集中進出台灣，充裕的外匯存底，可因應資金大量進出之衝擊。

(一)台灣外匯存底的增加主要來自本行投資運用收益及基於維持匯率穩定之法定職責進場調節

我國外匯存底規模增加除來自外匯存底投資運用收益外；另每逢全球景氣衰退，大型經濟體採量化寬鬆貨幣政策(QE)之外溢效應，促使資金巨額且集中流入台灣，導致外匯市場供需嚴重失衡，造成經濟金融不穩定，本行基於維持匯率穩定的法定職責進入外匯市場調節(淨買匯)。

(二)自亞洲金融危機以來，大部分小型開放經濟體(尤其是亞洲)央行多為抵禦資金大量湧入之衝擊，維持匯率穩定而累積外匯存底

1. 1997 年亞洲金融危機時，部分亞洲國家因外匯存底不足，無力嚇阻國際炒家攻擊及資本外逃恐慌，引發通貨危機，重創經濟金融；該等央行記取教訓，因預防動機而開始累積外匯存底，並進行金融改革。
2. 2008 年全球金融危機、2011 年歐債危機及 2020 年 COVID-19 疫情爆發，主要央行持續採行 QE，致國際資本大量湧入小型開放經濟體(尤其是亞洲)，該等央行或為捍衛匯率制度(新加坡及香港)，或為維持外匯市場穩定，大量買匯，致外匯存底擴增(表 3-1)。
3. 瑞士央行亦為減緩 QE 之外溢效應衝擊國內物價及經濟，而積極運用外匯干預，以致外匯存底急遽擴增。

表 3-1 小型開放經濟體央行外匯存底之變化

	外匯存底 (億美元)								1997 年至 2024 年 外匯存底增幅(%)	2024 年 外匯存底/GDP(%)
年底	1997 年	1998 年	2007 年	2008 年	2019 年	2020 年	2021 年	2024 年		
南韓	197	520	2,618	2,005*	3,979	4,301	4,383	3,919	1,889.3	20.9
泰國	257	284	851	1,083	2,146	2,460	2,248	2,108	720.2	40.0
新加坡	711	750	1,636	1,775	2,765**	3,589	4,078**	3,575	402.8**	65.3**
台灣	835	903	2,703	2,917	4,781	5,299	5,484	5,767	590.7	72.0
香港	928	896	1,469	1,781	4,234	4,753	4,787	4,079	339.5	100.2
瑞士	390	412	439	442	7,981	10,133	10,338	8,080	1,971.8	83.3

註：\* 2008 年全球金融危機延燒之際，南韓因國際資本大舉撤離，致當年底外匯存底較 2007 年底大減約 610 億美元，在美國 Fed 及時提供 300 億美元換匯 (Currency Swap) 額度後，始度過難關。

\*\* 新加坡參考國際指標與自身國情，將該國最適外匯存底規模，設定在外匯存底對 GDP 比率之 65% 至 75% 區間；2019 年第 1 季該比率已上升至 82%，因此新加坡金融管理局(MAS)移轉 450 億新加坡幣(約 318 億美元)予新加坡政府投資公司(GIC)，從事較長期之投資，移轉後該比率降至 73%；2021 年第 3 季該比率約 111%，因此 MAS 預計轉移約 1,850 億新加坡幣資產予 GIC，採分批進行方式，逐步將該比率降回其認定之最適區間。如將此兩次移轉列入考量，則其 1997 年至 2024 年外匯存底增幅逾 600%，2024 年底外匯存底對 GDP 比率逾 95%。

資料來源：Bloomberg、各國官方網站

### (三)外資資金常於短期間內巨額且集中進出台灣，充裕的外匯存底，可因應資金大量進出之衝擊

1. 我國經濟對外開放程度高，上年商品進出口合計占 GDP 比重高達 113%，且本年 11 月底外資持有國內股票及債券按當日市價計算，連同其新台幣存款餘額共折計 10,899 億美元，約當外匯存底 182%。
2. 我國非 IMF 會員國，為維持經濟安全與金融穩定，必須維持充裕且具備即時調度能力的外匯存底，以因應全球景氣波動及突發性風險、資金大量進出之衝擊，確保國家金融韌性。
3. 歷經 2020 年疫情爆發、2022 年全球地緣政治風險與金融市場動盪，我國經濟金融仍相對穩定；另，我國能安然度過 1997 年亞洲金融風暴與 2008 年全球金融危機，充裕的外匯存底扮演重要角色。

#### Q4：國人貨幣購買力的真實狀況為何？台灣勞動份額下降的真正原因為何？

《經濟學人》指稱：央行為了出口競爭力，維持貨幣低估，相當於對消費者課稅，導致食品、燃料進口價格上漲，以犧牲家庭購買力補貼出口商；另自 1998 年以來，台灣生產力增加一倍，薪資卻未同步成長，使單位勞動成本（衡量勞工每單位產出所獲得的所得）下降 25%，換言之，台灣的勞動報酬份額萎縮。本行澄清說明如下：

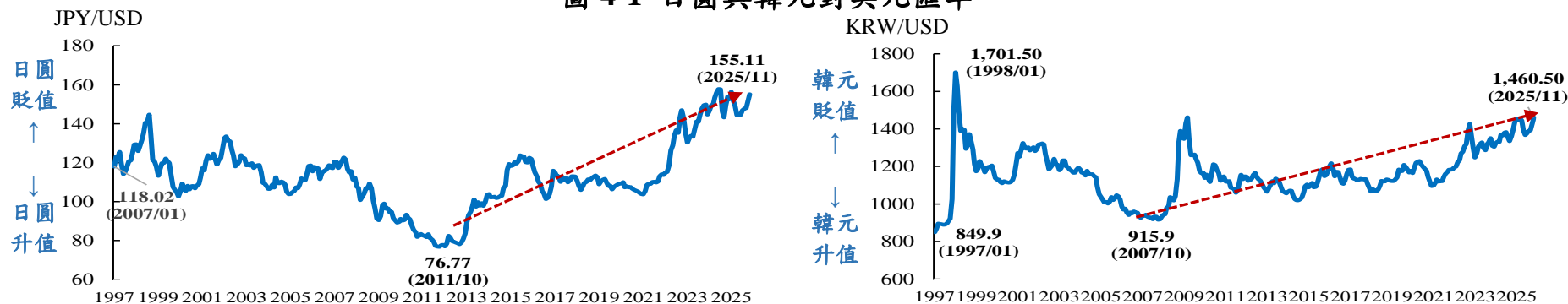
A4：(1)根據世界銀行 ICP 所估算之物價水準指數，台灣家庭消費之物價水準低於日、韓、星，顯示國人貨幣購買力高。

(2)台灣勞動份額下降，主因全球化、技術進步、金融化及國內製造業朝向高資本密集產業發展；而單位產出勞動成本下降，主要反映產業結構的變化與生產力大幅成長的現象，以此解釋勞動者分享到的經濟成長果實變少，並不妥適。

(一)根據世界銀行 ICP 所估算之物價水準指數，台灣家庭消費之物價水準低於日、韓、星，顯示國人貨幣購買力高

1. **新台幣**對美元自 1998 年亞洲金融危機後之低點後，**長期走升**(圖 1-1)，本行並未刻意壓低新台幣匯率；反之，日圓在 2011 年 10 月後，持續對美元走貶；韓元於亞洲金融危機對美元重貶，其後逐漸回升，惟 2007 年 10 月後，亦轉呈對美元呈貶值的趨勢(圖 4-1)。**日圓與韓元貶值**，使該國進口成本負擔增加，家庭購買力受損。

圖 4-1 日圓與韓元對美元匯率



資料來源：本行

資料來源：本行

2. 根據**世界銀行 ICP** 所估算之 **2021 年 PPP**，可將台、日、韓、星等國的家庭消費物價水準進行比較(表 4-1)。**台灣家庭消費的物價水準低於日、韓**，反映政府採行**供給面措施**(如平穩油電價格等)，有效減緩國際能源與食物價格波動等供給面衝擊對國內物價的影響(詳見附錄)。
3. 另根據 **IMF 所估算之 PPP** 可推得**本年**各國物價水準指數。本年台灣整體 GDP 物價水準約為美國之 44%，韓、星、日物價水準分別約為美國之 55%、60%與 63%(圖 4-2)，顯示台灣貨幣購買力實優於韓、星、日。

**表 4-1 世界銀行 ICP 估算之 2021 年各國物價水準**

	台灣	日本	南韓	新加坡
個人實際消費(actual individual consumption)	82.7	142.8	121.1	118.3
食物與非酒精飲料	140.0	191.2	204.1	129.0
食物	142.0	199.5	208.8	130.8
麵包和穀物	149.0	206.1	198.2	123.5
肉	132.8	191.8	275.3	127.6
蔬菜	204.9	304.1	293.2	164.4
水果	132.8	281.7	239.5	144.1
水、電、瓦斯與其他燃料	71.0	177.4	108.7	135.0
醫療保健	51.4	97.2	80.7	130.0
運輸	86.6	150.4	114.4	172.9
教育	87.2	137.7	158.9	129.0
餐飲與住宿	62.2	147.9	141.7	69.7

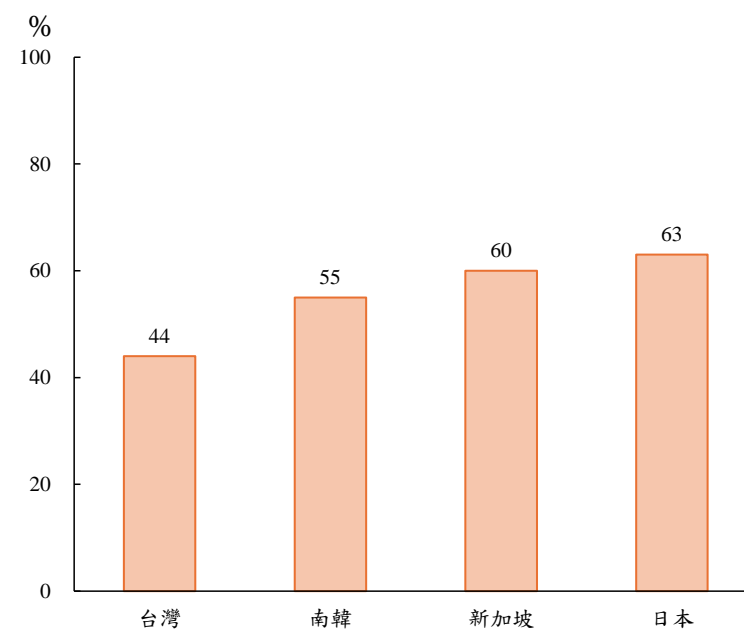
註：本表為 2021 年的「物價水準指數」(Price Level Index, PLI)資料。

世界銀行ICP所估算之物價係各國PPP除以其貨幣兌美元匯率，將各國物價轉換為具備相同購買力的單一貨幣單位，並將全球平均物價水準設定為 100，可對各國物價水準進行比較。

PLI大於 100 表該國物價水準高於全球平均，小於 100 則低於全球平均。

資料來源：World Bank ICP

**圖 4-2 IMF PPP 推算之 2025 年各國物價水準**



註：本圖的PLI係根據IMF WEO公布之 2025 年PPP推算，將美國物價水準設定為 100，其餘各國為該國物價水準指數相對美國物價水準指數之百分比。

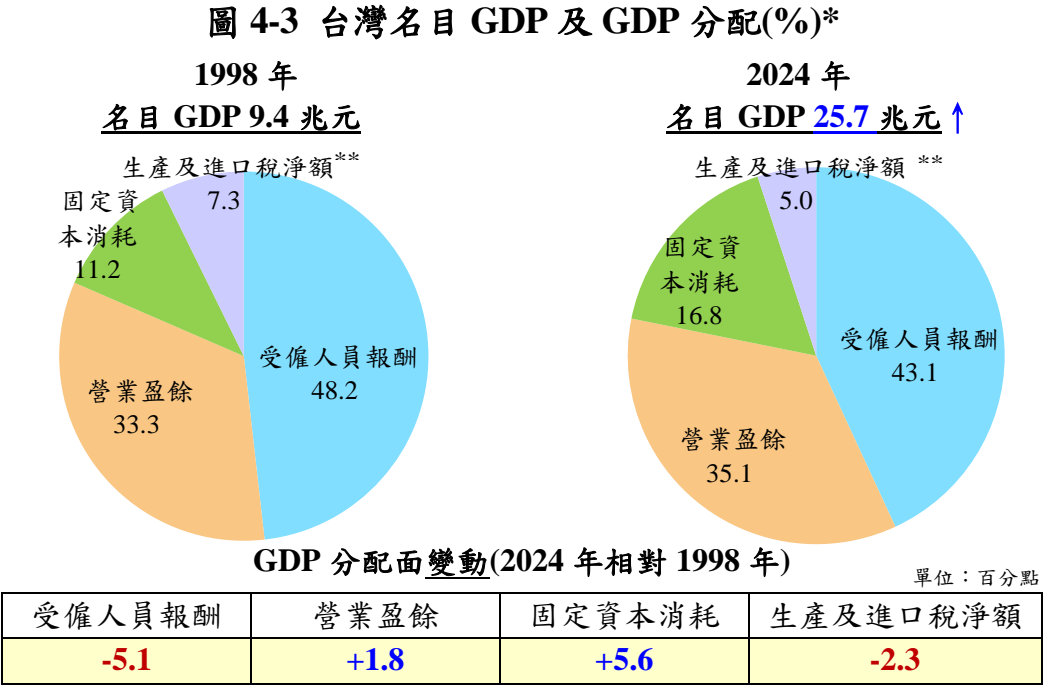
PLI大於 100 表該國物價水準高於美國，小於 100 則低於美國。

資料來源：IMF(2025), World Economic Outlook Database, Oct，本行整理



(二)台灣勞動份額下降，主因全球化、技術進步、金融化及國內製造業朝向高資本密集產業發展；而單位產出勞動成本下降，主要反映產業結構的變化與生產力大幅成長的現象，以此解釋勞動者分享到的經濟成長果實變少，並不妥適<sup>16</sup>

1. 近 20 多年來，台灣名目 GDP 大幅提升，惟勞動報酬份額(勞動者分享到的經濟成長果實)下降 5.1 個百分點，主要係因<sup>17</sup>：全球化、技術進步，致勞工議價能力減弱，以及金融化(financialization)使公司治理追求股東價值極大化，均帶動企業營業盈餘占比上升 1.8 個百分點，加以台灣製造業以半導體等高資本密集產業為主，隨投資擴增，折舊金額增加，固定資本消耗占比上升 5.6 個百分點(圖 4-3)。



註：\*GDP 分配面資料僅至 2024 年。  
\*\*包含貨物稅淨額、進口稅淨額、加值型營業稅、其他稅捐淨額等。  
資料來源：主計總處

<sup>16</sup> 另詳于國欽(2025)，「經濟學人的迷思」，工商時報，11 月 24 日。  
<sup>17</sup> 另詳中央銀行(2023)，「我國製造業與服務業勞動報酬成長差異之原因分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 15 日。



2. 1998 至 2024 年間台灣製造業單位產出勞動成本大跌，主要反映：(1)製造業朝向高資本密集之資訊電子工業發展，(2)資訊電子工業勞動生產力大幅成長現象；並不適合用來解釋勞動者分享到的經濟成長果實變少。

(1) 台灣半導體居供應鏈戰略地位，加以 AI 等新興科技應用與需求殷切，台灣**資訊電子工業**(包括電子零組件業、電腦電子產品製造業)之**生產價值占**整體製造業**比重**，由**1998 年之 25.7%**，**大幅升至上年之 41.8%**(表 4-2)。

(2) 1998 至 2024 年間**製造業單位產出勞動成本下跌**，主因占製造業**比重明顯上升之資訊電子工業**，其**勞動生產力大幅成長**，而**高於每工時總薪資成長**(表 4-2)。

- **單位產出勞動成本**=總薪資指數/生產指數=每工時總薪資指數/每工時生產指數=**每工時總薪資指數/勞動生產力**。
- 製造業**單位產出勞動成本**中，**電子零組件業下跌 58.0%最多**，其次是**電腦電子產品製造業**下跌 49.5%，**主要反映兩業別之勞動生產力大幅成長**，分別為 578.5%、422.6%，而**高於每工時總薪資成長**約 520.5%及 373.1%。
- 反之，**傳統產業**如基本金屬業、機械設備業、食品業、紡織業的**單位產出勞動成本分別成長** 49.1%、13.0%、44.8%、42.8%，主要反映**勞動生產力成長率相對和緩**，分別為 7.5%、39.5%、5.6%、12.5%，而**低於每工時總薪資成長**。

表 4-2 台灣製造業生產價值占整體製造業生產價值之比重、勞動生產力及單位產出勞動成本—主要業別分析

單位:%

		整體 製造業	資訊電子工業			基本 金屬業	機械 設備業	化學原材 料、肥料	食品業	紡織業
				電子零 組件業	電腦電子產 品及光學業					
1998 年	生產價值* 占比	100	25.7	14.5	11.2	8.6	5.1	7.5	4.8	5.4
2024 年	生產價值* 占比	100	41.8	32.8	8.9	8.0	4.7	8.1	4.7	1.4
2024 年 相對 1998 年 之成長率	每工時總薪資指數 (1)	158.2	—	520.5	373.1	56.6	52.5	84.1	50.4	55.3
	勞動生產力(2)	187.7		578.5	422.6	7.5	39.5	95.2	5.6	12.5
	單位產出勞動成本≈(1)-(2)	-29.5		-58.0	-49.5	49.1	13.0	-11.1	44.8	42.8

註：\*為企業在國內自行生產產品之「生產數量」乘以「銷售單價」。

資料來源：主計總處、經濟部，本行計算

**Q5：本行是否有印鈔買匯，導致金融體系流動性過剩、利率走低，房價飆漲？**

《經濟學人》指稱：央行為促使新台幣貶值，於外匯市場買匯，使外匯存底快速累積，但本行僅部分沖銷買匯所釋出的資金，此為台灣金融體系注入大量流動性、壓低利率，使 1998 年以來房價高漲。本行澄清說明如下：

**A5：(1)本行運用各項沖銷工具，妥善管理銀行體系流動性；國內準備貨幣增幅維持穩定，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加。**

**(2)台灣利率平穩，主要係反映通膨率長期相對溫和，以及存在巨額超額儲蓄，使資金供給充沛。**

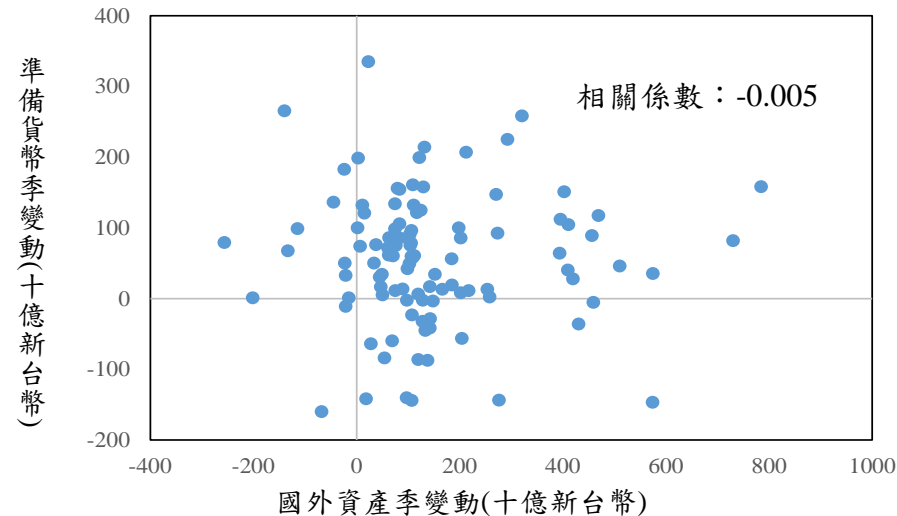
**(3)影響房價因素眾多(利率僅是其中之一)，須賴中央相關部會與地方政府共同健全房市；本行依分工，適時採行選擇性信用管制措施，以減緩信用資源流向不動產市場。**

**(一)本行運用各項沖銷工具，妥善管理銀行體系流動性；國內準備貨幣增幅維持穩定，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加**

1. 本行於外匯市場買賣外匯，會同步運用公開市場操作(發行本行定期存單)、換匯交易等政策工具，沖銷銀行體系過剩流動性，使國內銀行準備金維持在適當水準；並搭配存款準備金制度，加強管理銀行流動性。
2. **本行國外資產變動與國內準備貨幣變動兩者長期並無明顯正相關**，2000 年第 1 季至本年第 3 季兩者相關係數僅 -0.005 (圖 5-1)，顯示**本行運用沖銷工具，有效抵銷國外資產累積對國內準備貨幣的擴張效果**。
3. **本行實證亦顯示<sup>18</sup>，近 20 年本行採行接近完全沖銷的措施，使國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。**

<sup>18</sup> 有關本行沖銷操作之實證說明，另詳中央銀行(2024)，「本行貨幣政策相關議題之說明，議題一：本行妥善管理銀行體系流動性之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 19 日。

圖 5-1 本行國外資產變動與準備貨幣變動的關係



註：資料期間為 2000 年第 1 季~2025 年第 3 季，X 軸為本行國外資產的季變動(已剔除匯率變動因素)，Y 軸為準備貨幣的季變動。

資料來源：本行金融統計月報-準備貨幣變動因素分析

## (二)台灣利率平穩，主要係反映通膨率長期相對溫和，以及存在巨額超額儲蓄，使資金供給充沛

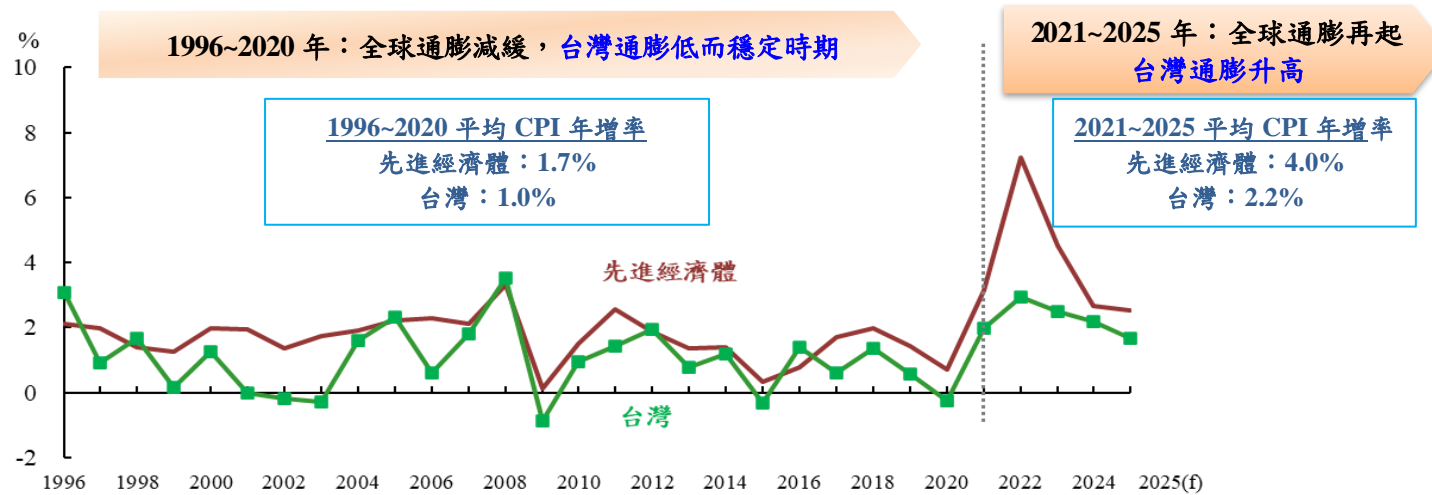
### 1. 台灣利率平穩，係反映通膨率相對溫和

- 2020 年以前：台灣通膨率低而穩定(1996~2020 年平均為 1.0%)，低於先進經濟體通膨率(平均為 1.7%)(圖 5-2)；惟台灣平均短期利率與先進經濟體相近(2.0%)(圖 5-3)。
- 2021 年以後：台灣通膨率雖走升，惟因政府採有效之供給面因應措施，加以本行採漸進緊縮性貨幣政策，2021~2025 年台灣平均通膨率 2.2%，遠低於先進經濟體之 4.0%(圖 5-2)，因此台灣短期利率低於先進經濟體。

### 2. 台灣利率相對平穩，亦反映經常帳長期順差，超額儲蓄持續累積，使資金供給充沛，利率不易提升

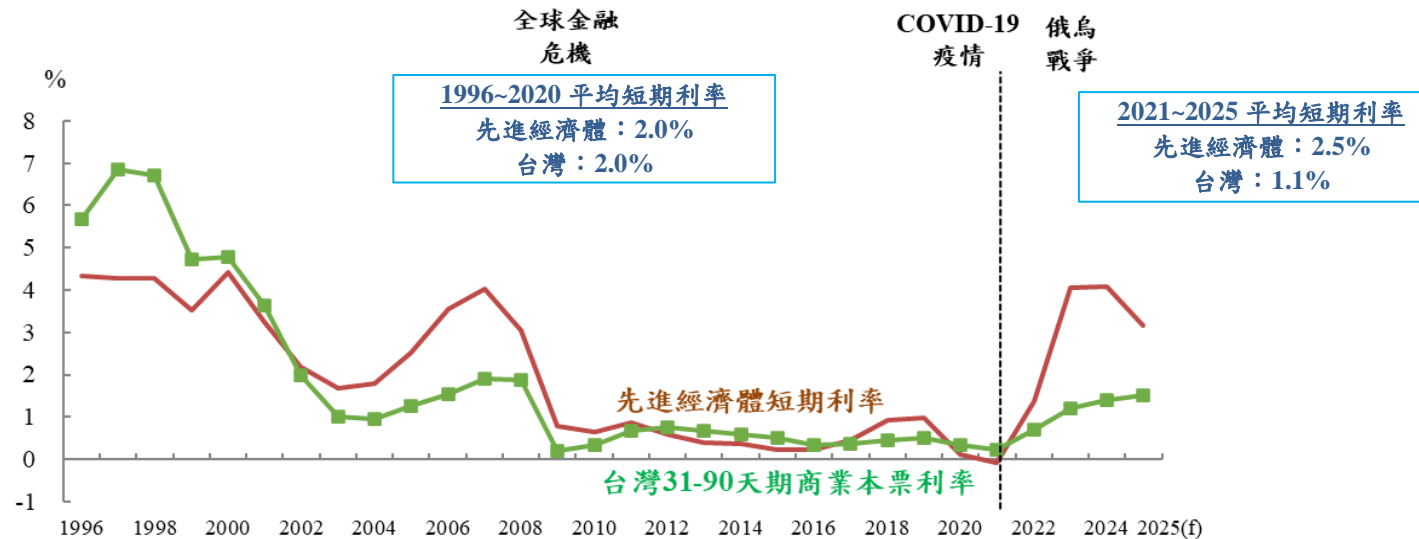
- 台灣超額儲蓄金額由 2008 年之 0.69 兆元，持續擴大至上年之 4.08 兆元，預期本、明年分別升至逾 5 兆元、6 兆元(圖 2-8)。

圖 5-2 1996 年以來台灣與先進經濟體通膨率



資料來源：S&P Global (2025/12/15)

圖 5-3 1996 年以來台灣與先進經濟體短期利率趨勢



註：短期利率係指短期票券市場利率，如台灣為 31-90 天期商業本票利率。

資料來源：S&P Global (2025/12/15)

(三)影響房價因素眾多(利率僅是其中之一)，有賴中央相關部會與地方政府共同健全房市；本行依分工，適時採行選擇性信用管制措施，以減緩信用資源流向不動產市場

1. **影響房價因素眾多**，主要包括民眾對房價預期心理、不動產相關稅負、取得不動產貸款難易度及貸款負擔、地價、營建成本、家戶人口與所得變動等，**利率僅為影響房價的因素之一**，且須透過銀行信用管道、財富效果等影響房市供需。
2. **政策利率調整影響廣泛**，除影響房貸利率外，也會影響企業及個人其他貸款；**各國央行的利率政策主要用來穩定物價，而非用來處理房價問題**。
3. 影響房價部分因素涉及地方政府職權與區域發展，**平穩房價，須賴政府相關部會與地方政府共同落實「健全房地產市場方案」**，由**需求面、供給面、制度面**<sup>19</sup>**通力合作**，本行則依**分工，適時採行選擇性信用管制措施**，以減緩信用資源流向不動產市場。
  - (1) **近年國內房價屢創新高**，除隨**地價與營建成本推升**，主要係因**廠商在台投資擴增**，政府擴建產業園區與推動重大交通建設，帶動**民眾看漲房價預期心理**及購屋需求，**並助長投機炒作**。
  - (2) **2020年12月至2023年6月**，在**本行五度調整選擇性信用管制措施**，**與其他部會精進健全房市措施**下，2023年上半年房市交易降溫，房價漲勢漸緩。
  - (3) **2023年下半年起**，隨**國內景氣升溫**，加以**新青安貸款施行**，帶動**民眾看漲房價預期心理升高**，房市交易量大增，主要都會房價指數多創新高，漲幅擴大。為防患未然，本行於**上年8月中旬請銀行自主控管**上年第4季至本年第4季**不動產貸款總量**，並於上年**6月及9月兩度調整選擇性信用管制措施**。在本行信用管制措施措施下，**上年第4季以來**，已見**信用資源集中不動產貸款情形逐漸改善**，**房市交易減緩**，**房價漲勢趨緩**，**民眾對房價上漲預期心理趨緩**，**政策成效逐漸顯現**<sup>20</sup>。

<sup>19</sup> 例如，運用金融與租稅措施及對預售屋銷售稽查等工具抑制房市需求；廣續擴增社會住宅及租金補貼戶數，增加房市供給；並廣續完善不動產相關制度(含加強控管預售屋銷售行為、精進房地稅基查估機制、健全住宅租賃市場等)。

<sup>20</sup> 另詳本行本次理監事會後記者會參考資料「五、選擇性信用管制措施實施成果之說明」。



**Q6：國內壽險業資產負債表幣別錯配的原因為何？是否會引發金融系統風險？本行參與銀行間 SWAP 市場的目的為何？**

《經濟學人》指稱：央行找到巧妙的途徑將台灣巨額經常帳順差引導到壽險業，該業將高達 9,600 億美元的家庭儲蓄投入 7,000 億美元的海外資產(主要是美國公債)，此造成壽險業龐大的資產負債表幣別錯配。央行透過干預外匯 SWAP 市場來降低壽險業的匯率風險，進而鼓勵其海外投資熱潮。儘管央行已幫助壽險業降低匯率風險，但這種避險並未完全消除風險。一旦新台幣大幅升值，可能導致壽險業破產，進而引發金融危機。本行澄清說明如下：

**A6：(1)台灣壽險業資產負債幣別錯配，主要係因其資金來源以新台幣長期保險負債為主，但受限於國內債市與長天期投資工具不足，業者為匹配資產負債期限及緩解利差損而轉投資海外，並非本行刻意引導。**

**(2)壽險業已採行多項策略以管理匯率風險，加上金管會持續推動強化壽險業體質改革措施，應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融危機。**

**(3)換匯交易為央行貨幣政策工具之一，本行透過參與銀行間換匯市場，充分提供外幣流動性，可降低國內外幣資金成本，並有助於國內產業發展。至於壽險業資產負債幣別錯配、國外投資規模擴張，均與本行提供外匯 SWAP 無關。**

**(一)壽險業資產負債幣別錯配形成之原由**

**1. 新台幣為主的負債結構**

- 1990 年代金融自由化後，壽險市場競爭加劇，保險商品結構自定期壽險轉向**高保證利率之終身壽險**。此類新台幣保單負債存續期間長，**迄今仍是壽險公司高保證利率的負債部位**。
- 2000 年後受網路泡沫、全球金融危機，主要國家利率長期走低。然而，**我國經濟穩健成長，國內家庭財富持續**



增長，大量資金持續流入壽險業，帶動新台幣儲蓄型保單快速成長，形成壽險公司以新台幣為主的長期負債結構。本年 9 月底，壽險業新台幣保單負債高達新台幣 22.85 兆元，占保險負債及總資產比重，分別達 78% 及 62%。

## 2. 外幣為主的資產結構

如前所述，壽險業資金來源主要為新台幣長期保險負債，依資產負債匹配原則，資產亦應配置新台幣長天期投資工具，但因國內債市與長天期(10 年期以上)投資工具嚴重不足<sup>21</sup>，業者為匹配資產負債期限，並緩解利差損壓力，轉而投資海外；此外，主管機關因應業者投資需求並提升其資金運用效率，亦陸續放寬保險業國外投資限額，帶動其國外投資規模快速成長，進而形成壽險業以外幣為主的資產結構。本年 9 月底，壽險業國外投資高達新台幣 22.08 兆元，占可運用資金及總資產比重，分別達 68% 及 60%。

3. 綜上所述，台灣壽險業形成今日「外幣資產、新台幣負債」幣別錯配的財務結構，主要係因過往銷售新台幣高保證利率終身壽險保單負債部位高，加上我國經濟穩健成長，國內家庭財富持續增長，大量資金持續流入儲蓄型保單，致壽險業資產規模大幅擴增，在國內債市與長天期工具嚴重不足的環境下，為匹配資產負債期限，並緩解利差損，轉而投資海外等多項因素所致，並非本行刻意引導。

(二)壽險業已採行多項策略以管理匯率風險，加上金管會持續推動強化壽險業體質改革措施，應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融危機

1. 如前所述，壽險業資產負債幣別錯配，匯率波動成為影響壽險公司財報損益與淨值之重要變數，匯率風險管理至關重要。
2. 目前業者主要係運用操作衍商工具及外匯價格變動準備金，以管理匯率風險。其中，外匯價格變動準備金機制係金管會於 2012 年建立實施，但因累積迄今尚不夠豐厚(本年 10 月底外匯準備金餘額為新台幣 3,845 億元)，吸

---

<sup>21</sup> 依財政部發布「主要國家中央政府債務未償餘額占 GDP 之比率」，2023 年底我國比率為 25.7%，南韓為 48.9%，日本則高達 205.6%。

收匯兌損失有限；爰為有效降低匯率波動影響，主要依賴外匯避險工具之操作，本年 10 月底外匯避險比重約為 59%，其中以換匯交易(FX SWAP)占 38%為主，其次為境外無本金交割遠期外匯(NDF)占 17%。

3. 為管理匯率風險，壽險業已採行多項避險工具，並依其國外投資策略、資金調度，及匯率避險需求自主決定避險比率；此外，為持續強化壽險業體質，金管會除就明年將實施新一代清償能力制度，發布在地化及過渡性調適措施外，並將推動壽險業「資產面、負債面、淨值面」三面向改革，包括資產面提升國內投資占比，改善資產與負債期間與幣別錯配問題；負債面推動「去長期保證」以降低負債成本；淨值面持續強化資本措施，包括外匯價格變動準備金提存與增資，應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融系統風險。

(三)換匯交易為央行貨幣政策工具之一，本行參與銀行間換匯市場，旨在調節銀行體系新台幣、外幣資金流動性，透過供應銀行體系外幣資金，再由銀行提供廠商或壽險公司，可降低渠等外幣資金成本，並得協助其管理匯率風險，有利於國內產業發展。至於壽險業資產負債幣別錯配、國外投資規模擴張，相關原由前已敘明，均與本行提供外匯 SWAP 無關。

## Q7：國內製造業轉型升級的關鍵因素是匯率嗎？

《經濟學人》指稱：低匯率政策持續至今的原因之一是出口商遊說，70%的製造業就業來自利潤微薄的公司，該等公司會因貨幣走強而遭受重創，從而對變革產生阻力。本行澄清說明如下：

A7：(1)金融自由化後，國內外匯市場參與者眾多，新台幣匯率係由多樣化的外匯供給者、需求者共同決定，沒有辦法針對單一產業來調整；而本行基於法定職責，維持新台幣匯率動態穩定，匯率從未是產業政策的一環。

(2)面對匯率波動的環境下，企業應負起經營責任，透過避險操作，降低匯率風險。

(3)因應全球化、國際競爭，鼓勵企業創新研發與促進投資，才能有效促進產業升級。

(一)金融自由化後，新台幣匯率係由眾多的外匯市場參與者共同決定，沒有辦法針對單一產業來調整；而本行基於法定職責，維持新台幣匯率動態穩定，匯率從未是產業政策的一環

1. 金融自由化後，國內匯市參與者眾多，除進出口廠商外，尚包括外資、國內金融機構、個人等。

— 外匯需求：進口商、外資匯出、金融機構增持國外資產、國人跨國投資理財、國人出國旅行等。

— 外匯供給：出口商、外資匯入、金融機構與國人對外投資所得匯回、外國人來台旅行等。

2. 新台幣匯率係由多樣化的外匯供給者、需求者共同決定，沒有辦法針對單一產業來調整。而本行基於法定職責，僅係維持新台幣匯率動態穩定，匯率從未是產業政策的一環。

(二)面對匯率波動的環境下，企業應負起經營責任，透過避險操作，降低匯率風險

1. 企業可利用遠期外匯、換匯交易與換匯換利、匯率選擇權等避險工具，避免貨款收付期間的匯率風險。

2. 外幣應付帳款與應收帳款搭配，可**提高自然避險的程度**，亦可在買賣契約中約定，**將匯率風險轉嫁予對方負擔**，或**縮短銷售交易期**，降低外幣貨款收入可能面臨的匯率波動風險。

### **(三)因應全球化、國際競爭，鼓勵企業創新研發與投資，才能有效促進產業升級**

1. 研發是企業經營策略的選擇，其影響因素眾多，如對產業發展趨勢的預期、研發人力、投入與產出的價格變動因素等。**大企業較有能力進行研發以提升產品競爭力**，而**中小企業則需要政府加以協助輔導**。
2. 2018 年美中貿易爭端後，全球供應鏈重組，台商擴大在台投資，加以 AI、高效能運算等新興科技應用需求擴張，且搭配政府政策(如「五大信賴產業推動方案」；修正「產業創新條例」，延長設備投資抵減優惠期間、增加適用項目及提高支出金額上限等)推動，均有助帶動產業升級。
3. 近年台灣**半導體與伺服器產業**在**全球價值鏈**扮演**不可或缺**角色，亦突顯**企業持續創新研發的成果**。

## Q8：本行是否為了達成盈餘繳庫，而犧牲法定職責？

《經濟學人》指稱：央行透過壓低新台幣匯率，獲得豐厚利潤並將上繳政府，成為重要的財政收入來源。本行澄清說明如下：

**A8：盈餘繳庫並非本行之法定經營目標，亦非本行績效評估之重要指標；本行持有之外幣資產因新台幣匯率變動而發生之利得或損失，不得列為當年度損益，本行不須也不會為增加盈餘繳庫數而壓低新台幣匯率。**

(一)依據「中央銀行法」第2條，本行法定經營目標包括：促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定(即維持國內物價穩定及新台幣匯率動態穩定)，以及在上列目標範圍內，協助經濟之發展。

**盈餘繳庫並非本行之法定經營目標。**

(二)依據我國預算法，本行擬編營業基金預算，盈餘繳庫數為政府總預算之一部分。每屆決算，本行年度盈餘提列公積後，餘數全數繳交國庫。**主要央行**如美國聯邦準備體系、日本央行、英格蘭銀行、加拿大央行、韓國央行、新加坡金融管理局等，無論其組織型態為何，**均有依法向國庫繳交盈餘之義務**。

(三)長期以來，在本行採行妥適之貨幣、信用與外匯政策下，**均能達成法定經營目標**；同時秉持善良管理人的責任，管理外匯存底，**如有盈餘則依法繳庫**。

— 例如：國內銀行經營健全、資產品質良好，且通膨穩定(2000至2024年台灣CPI平均年增率僅1.2%)，新台幣對美元匯率波動度亦小於歐元、韓元及日圓等主要貨幣，台灣長期平均經濟成長率高於全球平均(2000至2024年平均台灣經濟成長率為3.8%，高於全球之2.8%)。

(四)另根據「中央銀行法」第43條，**本行持有之外幣資產因新台幣匯率變動而發生之利得或損失，不得列為當年度損益**，不影響年度盈餘，且**盈餘繳庫數並非本行績效評估之重要指標**；因此，本行**不須也不會**為增加盈餘繳庫數而**壓低新台幣匯率**。



## 附錄：IMF 預測本年台灣名目美元人均 GDP 與 PPP 人均 GDP 之說明

### 一、IMF 預測本年台灣美元人均 GDP 優於韓、日，主因台灣經濟成長力道強勁，且新台幣貶值幅度較日圓、韓元小

- (一)本年 10 月 IMF 發布近 200 個經濟體之美元人均 GDP，**預測本年台灣美元人均 GDP 達 37,827 美元，較 2019 年增加 11,834 美元**(附錄表 1)。
- (二)**台灣全球排名上升**：自 COVID-19 疫情後，台灣受惠於遠距商機及 AI 等需求熱絡，經濟表現亮眼，由 2019 年之第 41 名升至本年之**第 35 名**，優於南韓(第 37 名)與日本(第 40 名)(附錄表 1)。

附錄表 1 主要經濟體近年美元人均 GDP 排名

國家	美元人均 GDP	名次 (2025)	名次 (2019)	名次變動 (較2019年)	增加金額 (較2019年)
瑞士	111,047	4	3	-1	26,565
新加坡	94,481	6	8	2	28,529
美國	89,599	8	9	1	24,038
香港	56,844	20	17	-3	8,566
英國	56,661	21	24	3	13,948
加拿大	54,935	23	21	-2	8,504
<b>台灣</b>	<b>37,827</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>6</b>	<b>11,834</b>
南韓	35,962	37	30	-7	2,135
日本	34,713	40	27	-13	-5,835

註：1. IMF 統計近 200 個經濟體之人均 GDP。

2.主計總處 2025 年 12 月預測 2025 年台灣美元人均 GDP 為 38,748 美元，較 2019 年增加 12,750 美元。

資料來源：IMF (2025), World Economic Outlook Database, Oct.

附錄表 2 2019~2025 年影響日本、南韓與台灣名目美元人均 GDP 之因素

	美元人均 GDP 平均年增率 (A)	影響美元人均 GDP 之因素			
		實質 GDP 平均年成長率 (1)	GDP 平減指數 平均年增率 (2)	人口 平均年增率 (3)	對美元匯率 平均年變動率 (4)
<b>台灣</b>	5.8	<b>3.6</b>	1.9	-0.1(—)	<b>-0.1</b> (對美元貶值)
南韓	0.4	1.9	1.9	0.0(—)	-3.3 (對美元貶值)
日本	-1.7	0.2	1.6	-0.4(—)	-3.9 (對美元貶值)

單位：%

註：1.名目美元人均 GDP=(本國幣實質 GDP × 本國物價 × 本國幣對美元匯率轉換) ÷ 人口數，故(A)≈(1)+(2)+(3)+(4)。

2. (—)代表人口年增率對名目人均 GDP 年增率影響為負。

3. 因四捨五入之故，影響美元人均 GDP 之因素合計數不等於美元人均 GDP 平均年增率。

資料來源：IMF (2025), World Economic Outlook Database, Oct.



(三)美元人均 GDP 主要受實質 GDP、物價、人口數及匯率等因素之影響。2019 至本年台灣美元人均 GDP 年增率表現優於韓、日，主因(附錄表 2)：

—經濟成長力道相對強勁：台灣平均經濟成長 3.6%，優於韓(1.9%)、日(0.2%)。

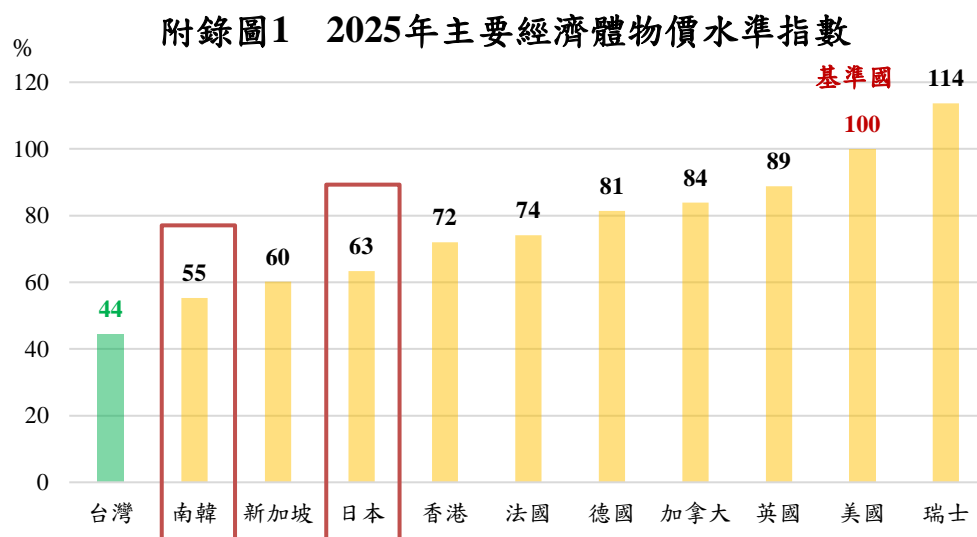
—匯率貶值幅度較小：新台幣對美元匯率年變動-0.1%，波動小於韓(-3.3%)、日(-3.9%)。

(四)物價比較：台灣平均 GDP 平減指數年增率為 1.9%與韓相同，高於日(1.6%)(附錄表 2)。

二、IMF 估算本年台灣物價水準不到美國的一半，也低於主要經濟體，這是台灣貨幣購買力較優的具體呈現，也是政府長期穩定物價措施的成效

(一)IMF 估算本年台灣物價水準約為美國之 44%，南韓物價水準約為美國之 55%，日本物價水準約為美國之 63%。

台灣物價水準低於主要經濟體，顯示台灣貨幣購買力優於主要經濟體(附錄圖 1)。



在台灣，購買一籃標準化商品與服務組合所需的成本，不到美國的一半，也低於主要經濟體。

這是台灣貨幣購買力較優的具體呈現，也是政府長期穩定物價措施的成效。

資料來源：IMF(2025), World Economic Outlook Database, Oct、本文整理

(二)世界銀行、OECD 等國際機構指出，PPP 能反映貨幣相對購買力，以 PPP 調整，可公允比較各國實質 GDP，惟 PPP 不是均衡匯率，不宜作為判斷匯率高估、低估之指標。

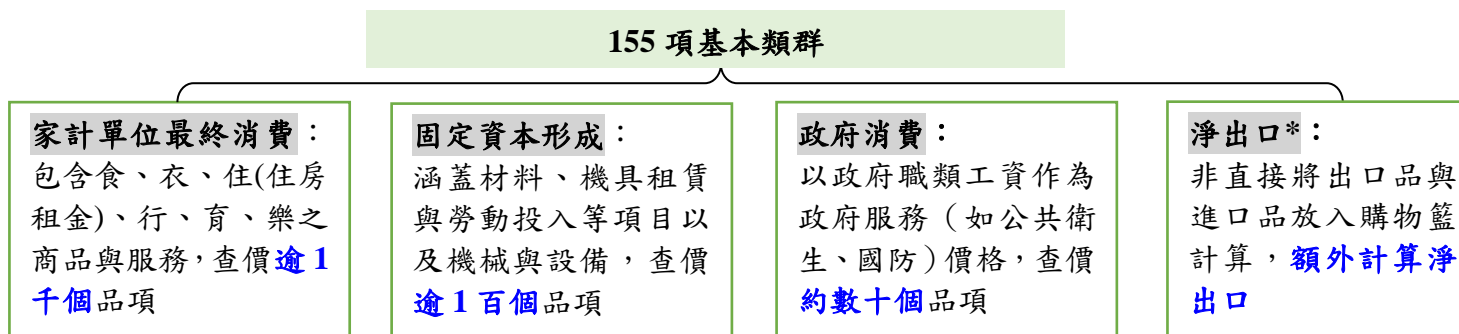
1. 美元名目人均 GDP 之跨國比較易生扭曲，主要係：

- (1) 影響匯率的因素眾多，且匯率波動大，致名目美元人均 GDP 也會產生很大波動，難以確切比較；
- (2) 各國商品與服務包括許多不易在國際間流通的非貿易財，以單一匯率換算貨幣購買力可能失真；
- (3) 國生活成本(cost of living)或貨幣購買力的差異等問題，名目美元人均 GDP 跨國比較容易產生扭曲。

2. 世界銀行(World Bank)與聯合國等國際機構，透過 ICP 估算 PPP，且 PPP 相較美元匯率更能反映貨幣相對購買力，故國際機構常以 PPP 人均 GDP 進行國際比較。

- (1) 係指在基準國(美國)花費 1 美元購買一籃標準化商品與服務組合，在其他國家購買此籃相同組合，以當地國貨幣需支付的金額。
- (2) 此標準化一籃商品與服務包含 155 項基本類群，選入項目具有：可比性(在各國具有相同的品質與規格)，及代表性(在當地市場中實際有銷售、價格穩定且常被購買)；且可比照 GDP 支出面(附錄圖 2)，因此以 PPP 調整，可公允比較各國實質 GDP。

附錄圖 2 一籃標準化商品與服務的內容

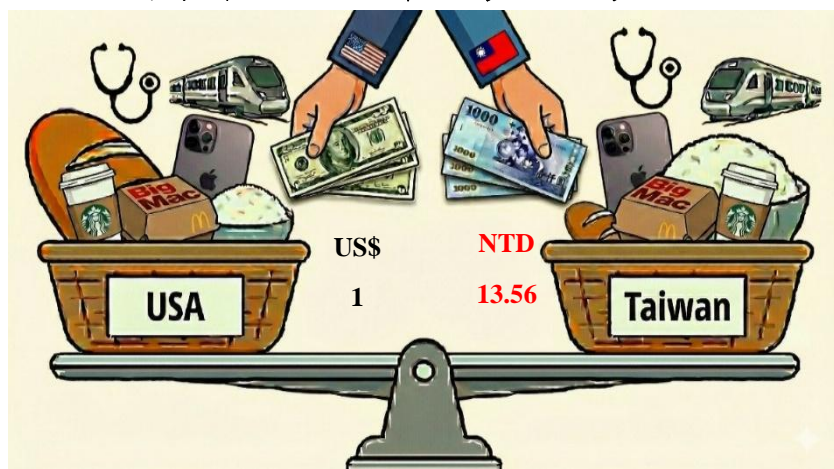


註\*：PPP 做為 GDP 跨國比較的物價調整工具，額外計算淨出口的部分。

資料來源：本文整理

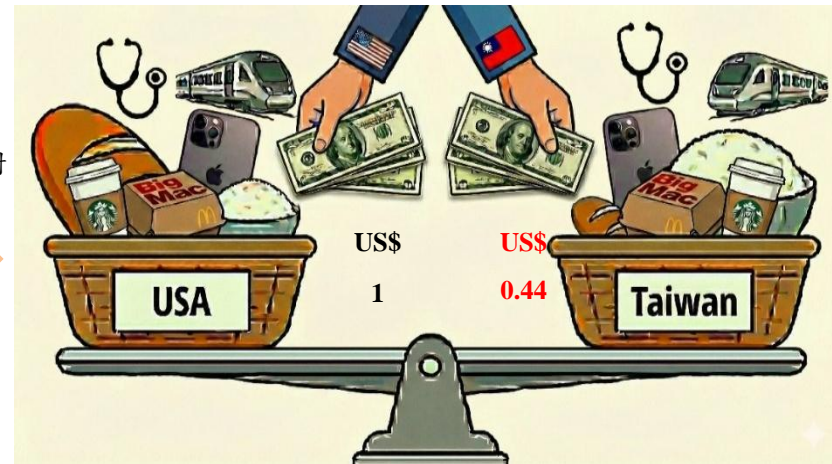
3. 世界銀行、OECD 強調，PPP 非均衡匯率，且不宜用來評估匯率之低估或高估。
4. IMF 設定新台幣對美元匯率<sup>22</sup>為 30.52，並估算本年台灣 PPP 為 13.56，亦即，在美國(基準國)購買一籃標準化商品與服務組合花費 1 美元，在台灣相同一籃商品與服務組合需要花費新台幣 13.56 元(附錄圖 3-1)。亦即在美國購買一籃標準化商品與服務組合花費 1 美元，在台灣僅需花費 0.44 美元 ( $\approx 13.56 \div 30.52$ )(附錄圖 3-2)。

附錄圖 3-1 2025 年台灣 PPP 為 13.56



IMF 設定新台幣對  
美元匯率為 30.52

附錄圖 3-2 2025 年台灣物價水準約為美國的 44%



註：PPP 標準化一籃商品與服務所包含的品項，在各國間力求一致，以實現跨國可比較的特性，以天平兩端包含相同品項的購物籃圖示衡量兩者之價值相同，即 parity 之意涵；惟考量各國生活習慣與文化差異，購物籃中品項的支出權數在各國不盡相同，因此，圖中美國籃的麵包較大，米飯較小，而台灣籃的麵包較小，而米飯較大，以示意台、美飲食文化差異造成相關品項權數不同。

資料來源：IMF(2025), World Economic Outlook Database, Oct, Gemini 圖片生成

<sup>22</sup> 本年 1 至 11 月新台幣對美元匯率平均值為 31.17，依此情況計算在台灣相同一籃商品與服務組合需花費 0.435 美元( $=13.56 \div 31.17$ )。

(三)疫情後國內通膨結構改變，台灣通膨率仍相對主要國家溫和，主因政府供給面措施有效。

1. 疫情前(2011 至 2019 年)，主要經濟體與台灣通膨低而穩定；疫情期間及疫後(2020 年至本年 10 月)，通膨居高 2020 年以來，受疫情及俄烏戰爭等非預期事件之供給面因素衝擊，以及疫後生活正常化，旅遊等娛樂服務供不應求，2020 年至本年美、歐、日、韓、台之平均通膨率，均高於疫情前(2011 至 2019 年)平均值，惟台灣通膨率相對溫和(平均值為 1.85%)(附錄圖 4)。

2. 對於供給面因素所造成的通膨，台灣採取較有效的供給面措施因應，致台灣通膨率相對溫和

(1) 台灣：政府一開始就採行下列之供給面措施，以因應能源及食物價格波動，降低其外溢效果，對通膨回穩幫助大。

— 平穩油電價格；

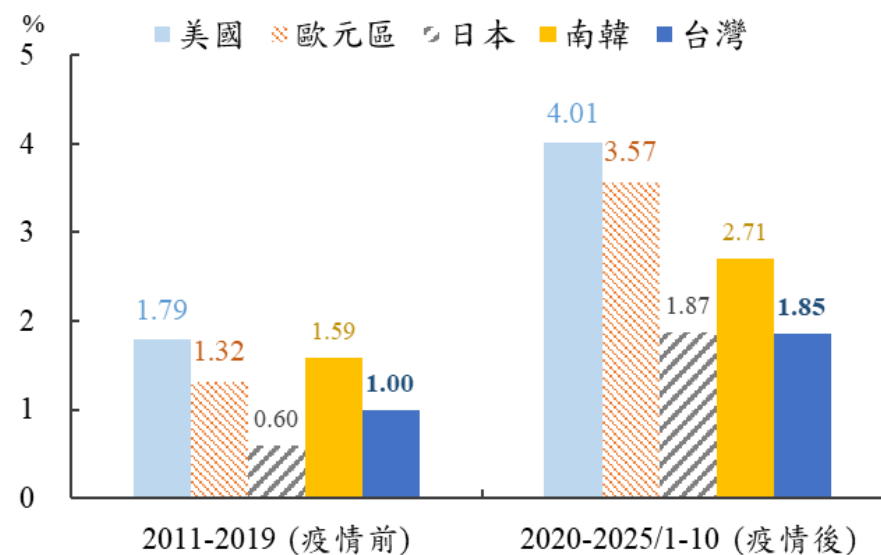
— 調降汽柴油等貨物稅；免徵進口黃豆、玉米及小麥等營業稅、減免小麥、牛肉、奶油、烘焙用奶粉等關稅；

— 液化天然氣及桶裝瓦斯價格維持不調漲等。

(2) 美、歐：應對機制不同，致成效有限。

美國、歐元區的德國等能源事業皆屬民營，初期讓油電價格自由反映市況，致能源通膨壓力外溢至其他商品(如食物)與服務項目；之後，政府才編列預算進行補貼，或以消費稅減免方式降低民眾能源及食品支出負擔，惟已難舒緩通膨壓力，致成效有限。

附錄圖 4 疫情前、後主要經濟體及台灣平均 CPI 年增率



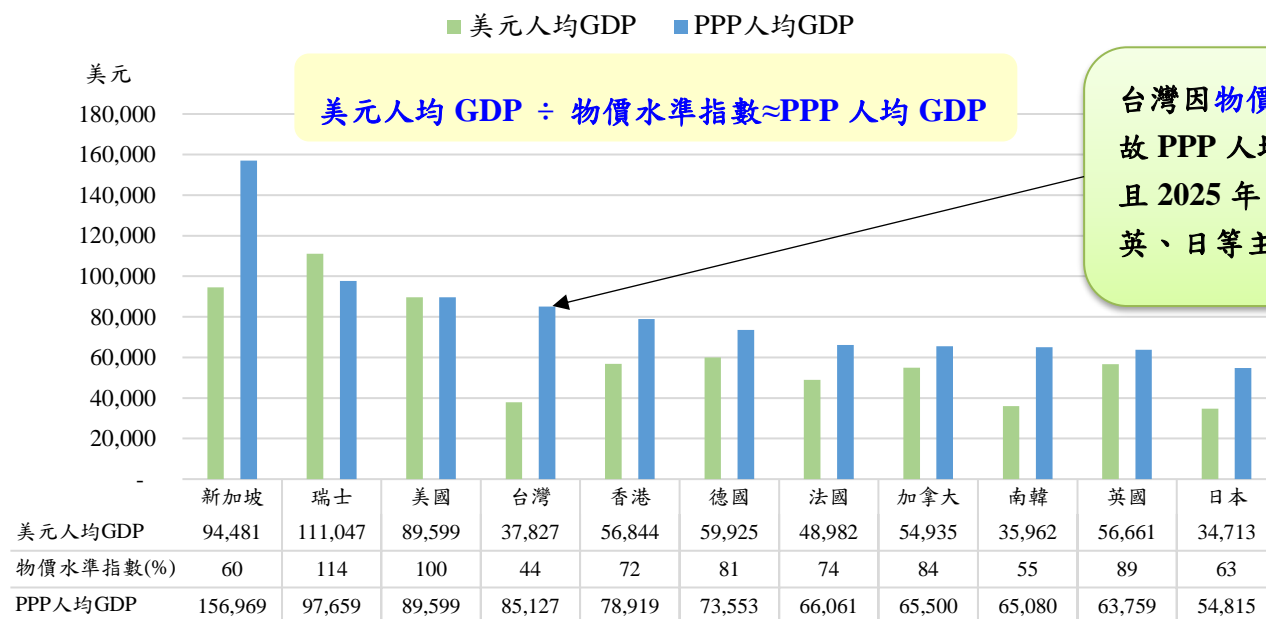
資料來源：各官方統計網站

### 三、IMF 估算本年台灣 PPP 人均 GDP 接近美國當地水準，經濟表現亮眼且實質購買力佳

(一)根據 IMF 估算，本年台灣名目 **美元人均 GDP** 達 **37,827 美元**，低於香港(56,844 美元)、德國(59,925 美元)、法國(48,982 美元)、加拿大(54,935 美元)、英國(56,661 美元)等，惟高於南韓(35,962 美元)、日本(34,713 美元)(附錄圖 5)。

(二)以 **PPP 表示之貨幣購買力**，台灣相對上述經濟體為高，因此以 **貨幣購買力調整之人均 GDP**，台灣反而高於上述 **經濟體**(附錄圖 5)。

附錄圖 5 2025 年主要經濟體美元人均 GDP 與 PPP 人均 GDP



台灣因物價水準低於其他主要經濟體，故 PPP 人均 GDP 明顯擴大，且 2025 年已高逾港、德、法、加、韓、英、日等主要經濟體。

註：主計總處 2025 年 11 月 28 日對台灣 2025 年 **美元人均 GDP 預測值** 為 **38,748 美元**，以上述物價水準指數(44%)計算 **PPP 人均 GDP**，則約 **87,201 美元**。

資料來源：IMF(2025), World Economic Outlook Database, Oct



(三)本年台灣名目美元人均 GDP 37,827 美元，因物價水準相對較低，提升貨幣購買力，約當於美國人均 GDP 85,127 美元的購買力，且接近美國當地 PPP 人均 GDP 89,599 美元(附錄表 3)。

(四)IMF 預測台灣 PPP 人均 GDP 排名大幅躍進，由疫情前(2019 年)之第 25 名，升至本年之第 12 名(附錄表 3)，顯示近年台灣經濟表現亮眼與實質購買力較佳。

附錄表 3 主要經濟體 PPP 人均 GDP 排名

(2025 年與 2019 年比較)

國家	PPP人均 GDP (國際美元)	名次 (2025)	名次 (2019)	名次變動 (較2019年)	增加金額 (較2019年)
新加坡	156,969	2	4	2	51,634
瑞士	97,659	8	8	—	23,617
美國	89,599	11	11	—	24,038
台灣	85,127	12	25	13	32,496
香港	78,919	18	14	-4	17,800
加拿大	65,500	30	29	-1	14,916
南韓	65,080	32	33	1	18,569
英國	63,759	33	31	-2	13,819
日本	54,815	42	38	-4	11,998

註：IMF 統計近 200 個經濟體之人均 GDP。

資料來源：IMF (2025), World Economic Outlook Database, Oct.



## 五、選擇性信用管制措施實施成果之說明

本行於上(113)年 8 月採取道德勸說請銀行自主管理不動產貸款總量目標，復於同年 9 月第 7 度強化選擇性信用管制措施，相關措施實施以來，不動產市場過熱現象逐漸降溫，房市交易亦漸回歸自住需求，不動產信用擴張速度放緩，有助於降低金融體系潛在系統性風險，管制措施之成效顯現。本文說明本行採行選擇性信用管制措施之政策目標及作法、執行成效、協處措施及後續作法。

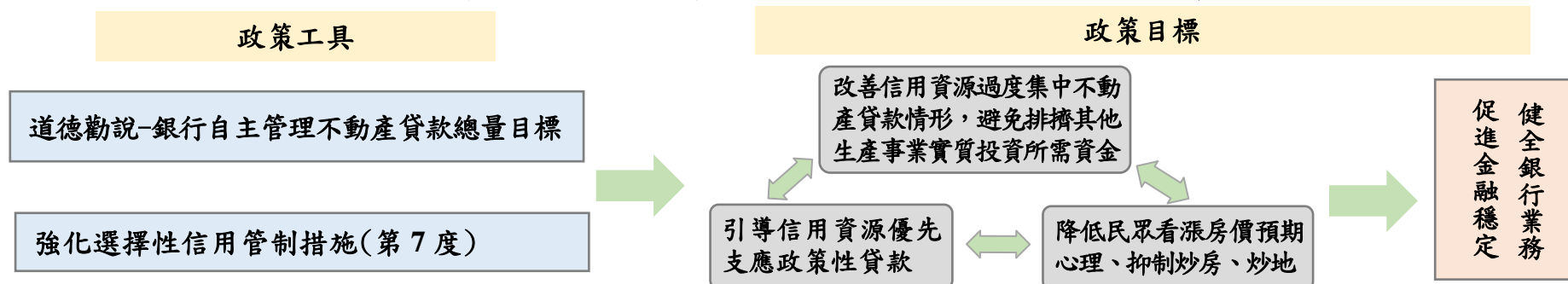
### (一)選擇性信用管制措施之政策目標及主要作法

#### 1. 政策目標

為落實政府「健全房地產市場方案」之「信用資源有效配置及合理運用」分工項目，防範銀行信用資源過度流向不動產市場，本行自 109 年 12 月起迄今 7 度調整選擇性信用管制措施，以強化金融機構控管不動產授信風險。

112 年上半年隨本行賡續採行信用管制與相關部會精進健全房市措施，房市交易逐漸降溫，全體銀行不動產貸款成長趨緩；惟 112 年下半年起，房市交易量擴增，全體銀行不動產貸款成長加速，不動產貸款集中度居高，民眾看漲房價預期心理升溫，本行爰於上年 8 月請銀行自主管理上年第 4 季至本(114)年第 4 季不動產貸款總量目標，並於上年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施，旨在達成 3 項政策目標，(1)改善信用資源過度集中不動產貸款情形，避免排擠其他生產事業實質投資所需資金；(2)引導信用資源，優先支應政策性貸款(如無自用住宅者購屋貸款及都更危老重建貸款等)之資金需求；(3)降低民眾看漲房價預期心理，以促進金融穩定與健全銀行業務。

圖 1 本行選擇性信用管制與請銀行自主管理不動產貸款總量之政策目標



資料來源：本行

## 2. 為達政策目標之主要作法

112 年下半年起，隨新青安貸款<sup>1</sup>上路與國內經濟穩健成長，激勵購屋需求，全體銀行不動產貸款成長加速，信用資源向不動產市場傾斜情況漸趨嚴峻；為抑制炒房、炒地，本行陸續強化選擇性信用管制措施，主要作法如下：

### (1) 上年 8 月籲請銀行自主管理上年第 4 季至本年第 4 季不動產貸款總量目標

- 本行請 34 家本國銀行<sup>2</sup>依其自身經營情況，在不影響無自用住宅者購屋，以及業者推動都更危老重建、社會住宅等配合政府政策相關用途所需資金之前提下，提出上年第 4 季至本年第 4 季之「不動產貸款具體量化改善方案」。
- 本行給予銀行 1 年調整期，並按季審視其執行情形，以強化不動產貸款信用管制措施。

### (2) 上年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制規範內容

- 第 7 度措施規範自然人第 1 戶購屋貸款(名下有房屋者)無寬限期，調降自然人第 2 戶購屋貸款成數上限為 5 成，並全國一體適用，以及調降自然人第 3 戶以上(含)購屋貸款、高價住宅貸款、餘屋貸款成數上限為 3 成(表 1)。
- 另為兼顧實際換屋自住者之資金需求，如經切結於 1 年內出售原屋，申辦第 1 戶或第 2 戶購屋貸款(非高價住宅貸款)，不受本行規定限制；上述措施實施以來，多數民眾已能順利換屋，惟有少數民眾反映銀行貸款排撥或房市降溫使出售原屋時間拉長；考量實質換屋自住者需求，本年 9 月 8 日本行宣布自上年 9 月 20 日起錄案之貸款案件，出售原屋期限由 1 年延長為 18 個月。

### (3) 就本行實施選擇性信用管制措施與籲請銀行自主管理不動產貸款總量目標之管理對象、政策工具、法源及政策時效之比較如表 2。

<sup>1</sup> 112 年 7 月財政部推出青年安心成家購屋優惠貸款精進方案，簡稱新青安貸款，自同年 8 月起生效施行。

<sup>2</sup> 未含將來銀行、連線銀行及樂天銀行等 3 家純網銀(因其規模較小)，以及中國輸出入銀行及花旗(台灣)商業銀行(因無消金業務)，惟包括全國農業金庫。

表 1 本行第 7 度調整選擇性信用管制措施修正對照表

貸款項目		貸款成數上限及其他條件	
		修正前	修正後
公司法人購置住宅貸款		4 成，無寬限期	3 成，無寬限期
自然人	購置高價住宅貸款	4 成，無寬限期	3 成，無寬限期
	第 1 戶購屋貸款(名下有房屋者)	未規範	無寬限期
	第 2 戶購屋貸款	特定地區 <sup>1</sup> ，6 成，無寬限期	全國一體適用 <sup>2</sup> ，5 成，無寬限期
	第 3 戶以上購屋貸款	4 成，無寬限期	3 成，無寬限期
餘屋貸款		4 成	3 成
購地貸款		5 成，保留 1 成動工款 檢附具體興建計畫，並切結於一定期間內動工興建	維持不變
工業區閒置土地抵押貸款		4 成，合於以下條件之一者除外： ● 抵押土地已動工興建開發 ● 借款人檢附抵押土地具體興建開發計畫，並切結於 1 年內動工興建開發	維持不變

註：1.包括台北市、新北市、桃園市、台中市、台南市、高雄市、新竹縣及新竹市。

2.修正前自然人第 2 戶購屋貸款為特定地區，其他貸款項目於修正前均已全國適用。

資料來源：本行

表 2 本行選擇性信用管制措施與銀行自主管理不動產貸款總量目標之比較

	本行選擇性信用管制措施	銀行自主管理不動產貸款總量目標
管理對象	針對借款人貸款條件進行管理，就部分貸款項目，限制不同貸款成數上限及不得有寬限期等貸款條件	針對銀行貸款總量進行調整，由銀行依其資產規模、營運特性不同，自訂漸進調整目標
政策工具	本行明訂全體銀行一致性授信規範	本行以道德勸說，行政指導由銀行依據自身經營情況，自訂管理目標
法源	中央銀行法第 28 條 <sup>1</sup> 、第 29 條 <sup>2</sup> 及第 31 條 <sup>3</sup>	行政程序法第 165 條 <sup>4</sup> 、中央銀行法第 31 條
政策時效	自公布後翌日生效	自上年第 4 季至本年第 4 季漸進調整

註：1.中央銀行法第 28 條：「本行於必要時，得就銀行辦理擔保放款之質物或抵押物，選擇若干種類，規定其最高貸放率」。

2.中央銀行法第 29 條：「本行於必要時，得就銀行辦理購建房屋及購置耐久消費品貸款之付現條件及信用期限，予以規定，並管理之」。

3.中央銀行法第 31 條：「本行認為貨幣及信用情況有必要時，得對全體或任何一類金融機構，就其各類信用規定最高貸放限額」。

4.行政程序法第 165 條：「本法所稱行政指導，謂行政機關在其職權或所掌事務範圍內，為實現一定之行政目的，以輔導、協助、勸告、建議或其他不具法律上強制力之方法，促請特定人為一定作為或不作為之行為」。

資料來源：本行

## (二)選擇性信用管制措施之執行成效

109 年 12 月至 112 年上半年，隨本行 5 度調整信用管制措施，與其他部會精進健全房市措施，**房市交易逐漸降溫，不動產貸款相關數據略見改善**；惟 112 年下半年起房市交易快速升溫<sup>3</sup>，且不動產貸款成長加速，爰本行繼第 6 度調整管制措施後，籲請銀行自主管理不動產貸款總量目標，並第 7 度調整選擇性信用管制措施；相關措施實施以來，**成效顯現**；房市交易過熱現象逐漸降溫，亦漸回歸自住需求，不動產信用擴張速度放緩，不動產貸款逾放比率維持低檔。茲彙整本行 7 度管制措施之實施成果如表 3，並分項說明如次。

表 3 本行 7 度選擇性信用管制措施實施成果一覽表

單位：%、棟數

本行不動產信用管制	不動產貸款集中度	購置住宅貸款年增率	建築貸款年增率	不動產貸款年增率	信義房價指數年增率	國泰房價指數年增率	買賣移轉棟數(當季加總)
第1度選擇性信用管制 109/12/7 (109/Q4)	36.64	8.50	20.51	10.93	6.50	8.09	94,578
第2度選擇性信用管制 110/3/18 (110/Q1)	36.70	9.25	20.75	11.62	10.81	6.73	80,831
第3度選擇性信用管制 110/9/23 (110/Q3)	36.76	9.38	19.18	11.47	10.15	4.42	73,734
第4度選擇性信用管制 110/12/16 (110/Q4)	37.37	9.46	13.97	10.40	14.63	12.88	99,315
<b>第5度選擇性信用管制 112/6/15 (112/Q2)</b>	<b>37.52</b>	<b>4.63</b>	<b>8.27</b>	<b>5.46</b>	<b>5.13</b>	<b>8.03</b>	<b>74,651</b>
第6度選擇性信用管制 113/6/13 (113/Q2)	37.61	10.21	2.96	8.28	11.86	7.05	95,765
<b>第7度選擇性信用管制 113/9/19 (113/Q3)</b>	<b>37.26</b>	<b>11.26</b>	<b>4.23</b>	<b>9.41</b>	<b>12.47</b>	<b>16.15</b>	<b>94,350</b>
<b>114/11 與第7度選擇性信用管制 比較：所有指標均已下降</b>	<b>36.70</b> ↓	<b>4.81</b> ↓	<b>0.68</b> ↓	<b>3.79</b> ↓	<b>0.14<sup>註</sup></b> ↓	<b>1.42<sup>註</sup></b> ↓	<b>64,825<sup>註</sup></b> ↓

註：為本年第 3 季資料。

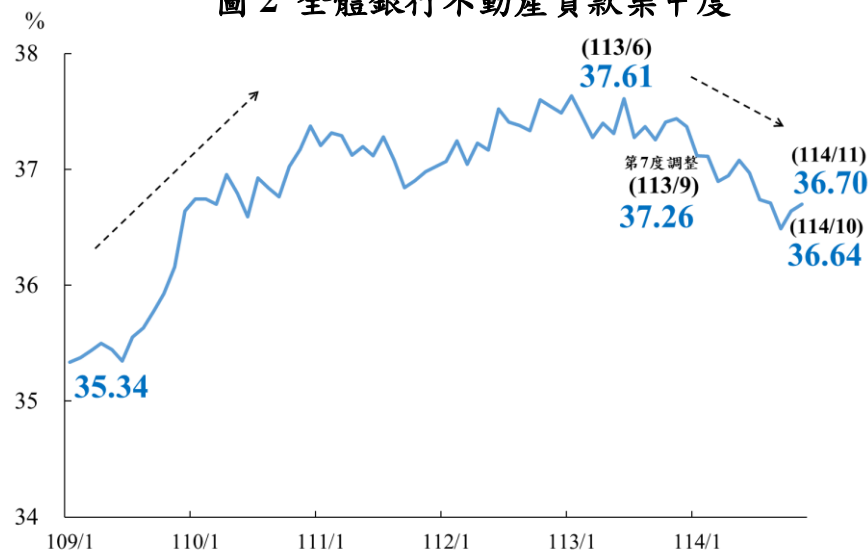
資料來源：本行、信義不動產評論、國泰房地產指數季報、內政部

<sup>3</sup> 112 年 8 月起八大公股銀行配合政府政策辦理新青安貸款，112 年 8 月至本年 10 月底累計撥貸金額 1 兆 838 億元。

## 1. 銀行信用資源集中不動產貸款情形逐漸改善

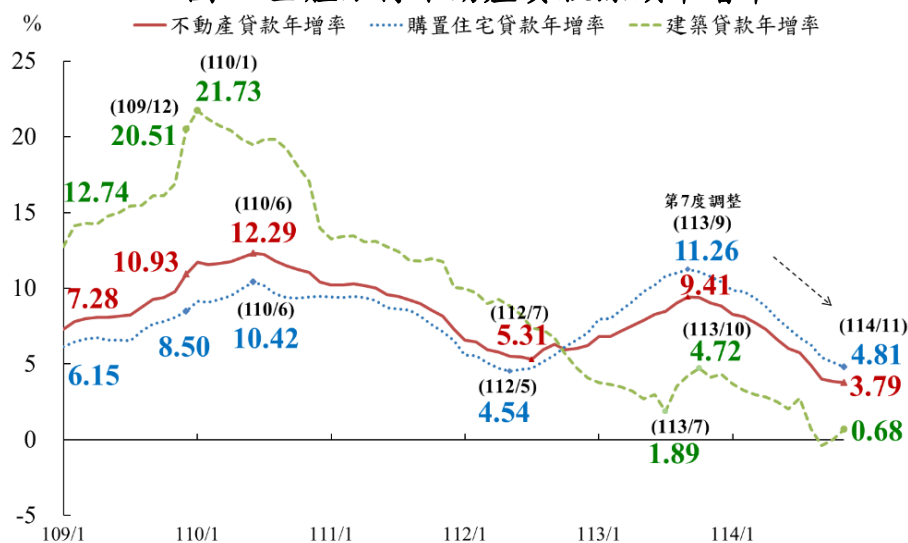
- (1) 上年6月底<sup>4</sup>全體銀行不動產貸款集中度為37.61%，接近歷史高點之37.90%，**本年11月底已緩降至36.70%，降幅為0.91個百分點**(圖2)。
- **不動產貸款集中度緩降，主要係因銀行辦理首購及新青安等政策性貸款仍持續增加**，本年11月底銀行辦理無自用住宅者購屋貸款餘額達7兆3,365億元，較上年6月底增加9,565億元。
- (2) **本年11月底全體銀行不動產貸款餘額、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額年增率**分別由近期高點之上年9月底9.41%、11.26%、10月底4.72%，**降至3.79%、4.81%、0.68%** (圖3)。
- (3) **本年11月底與上年6月底比較，非不動產之其他放款增額27,712億元，大於不動產貸款增額10,748億元**，顯示銀行信用資源集中不動產貸款情形逐漸改善(圖4)。

圖2 全體銀行不動產貸款集中度



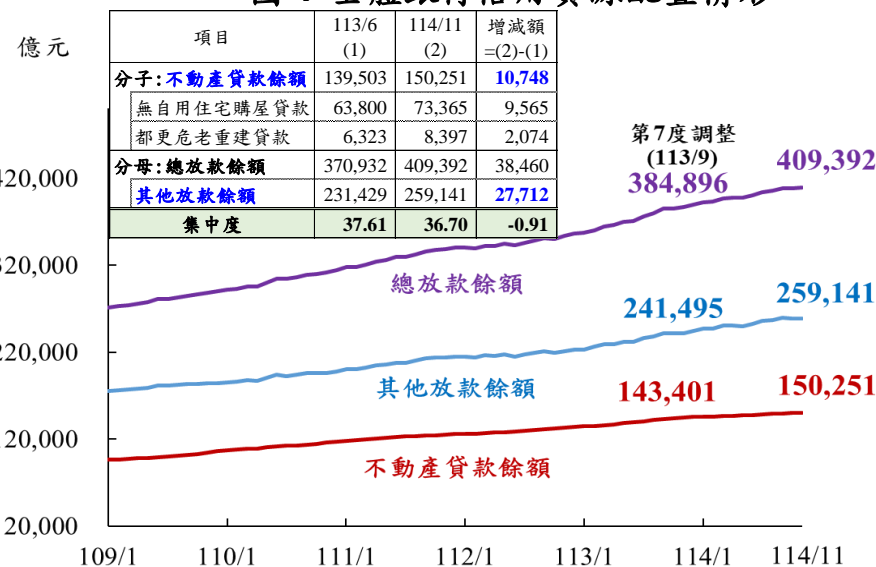
資料來源：本行

圖3 全體銀行不動產貸款餘額年增率



資料來源：本行

圖4 全體銀行信用資源配置情形



資料來源：本行

<sup>4</sup> 為本行請銀行自主管理不動產貸款總量目標及第7度調整選擇性信用管制措施之比較基期。



(4) 本國銀行辦理受限貸款成數合於規定，貸款利率已予差異化管理

- 本國銀行辦理受限貸款成數均合於規定，相關受限貸款項目之貸款成數均已明顯下降(表 4)。
- 貸款利率雖非本行管制項目，惟銀行落實風險定價原則，貸款利率已進行差異化管理，平均貸款利率由上年 8 月 2.55%~2.88% 升至本年 11 月 2.60%~3.60%。

表 4 本國銀行辦理受限貸款情形

單位：%、百分點

受限貸款項目			規範前銀行成數 <sup>1</sup> (主要 109/1~9 月)	規範後銀行成數 <sup>2</sup>		本行規範 成數上限 (113/9/20 起)
				(113/8) <sup>3</sup>	(114/11)	
購置 住宅 貸款	公司法人		63.97	32.32	29.97	30
	自然 人	第 1 戶	無資料	無資料	73.56	未規範
		第 2 戶	77.16	57.87	49.01	50
		第 3 戶以上	63.97	39.40	29.60	30
		高價住宅	71.00	38.58	29.74	30
購地貸款			69.19	48.32	49.28	50
餘屋貸款			51.03	35.15	27.63	30

註：1.「規範前」主要係本行 109 年 11 月邀請 14 家參與座談銀行所報送 109 年 1~9 月資料；自然人購置高價住宅貸款「規範前」係 101 年 6 月本行實施高價住宅貸款規範前銀行填報資料；自然人特定地區第 2 戶購屋貸款「規範前」係 112 年 1~5 月本行統計自然人特定地區第 2 戶購屋貸款成數資料。

2.「規範後」係本行統計 39 家本國銀行(含農業金庫)填報當月新撥款資料。

3.本行第 7 度管制措施前 1 個月資料。

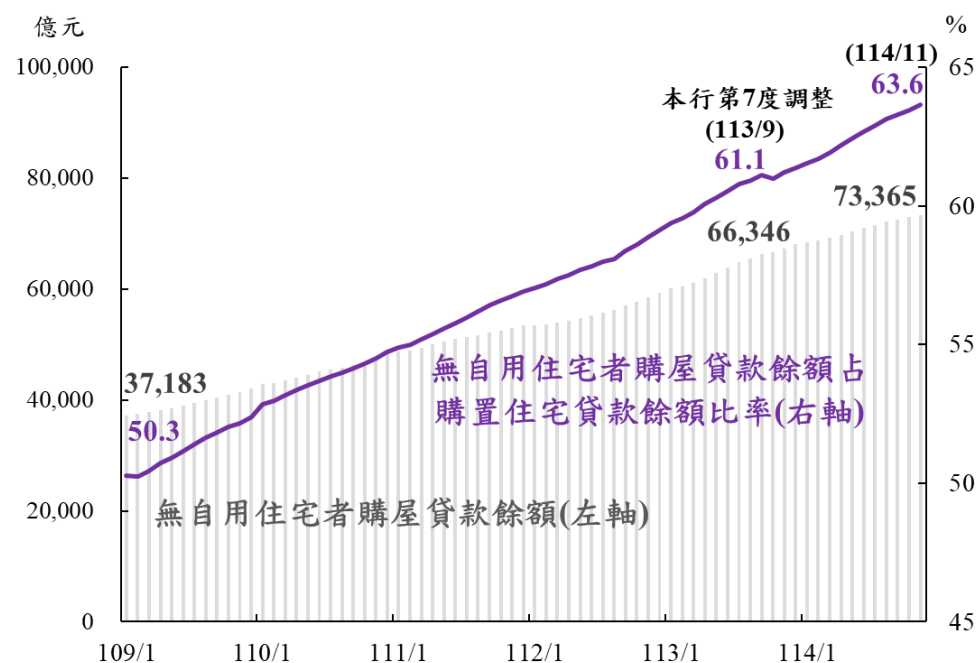
資料來源：本行



2. 本國銀行將信用資源優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等貸款，符合政策方向

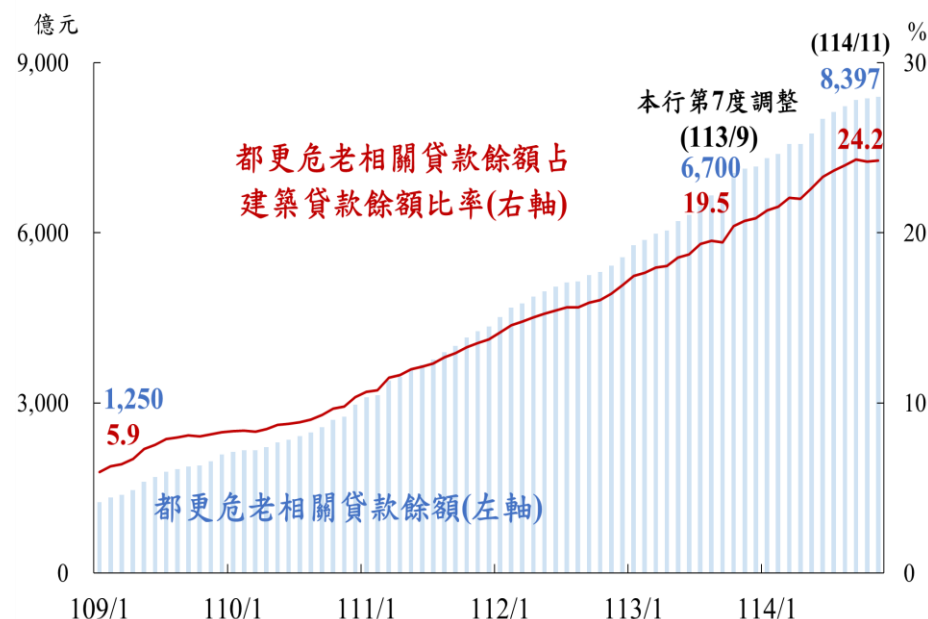
- (1) 本年 11 月底本國銀行辦理無自用住宅者購屋貸款餘額增至 7 兆 3,365 億元，占購置住宅貸款比重由 109 年 1 月底<sup>5</sup>之 50.3% 續升至 63.6%(圖 5)。
- (2) 本年 11 月底本國銀行辦理都更危老重建貸款餘額增至 8,397 億元，占建築貸款餘額比重則由 109 年 1 月底 5.9% 續升至 24.2%(圖 6)。

圖 5 本國銀行無自用住宅者購屋貸款餘額與占比



資料來源：金管會

圖 6 本國銀行都更危老重建貸款餘額與占比



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

資料來源：金管會、本行

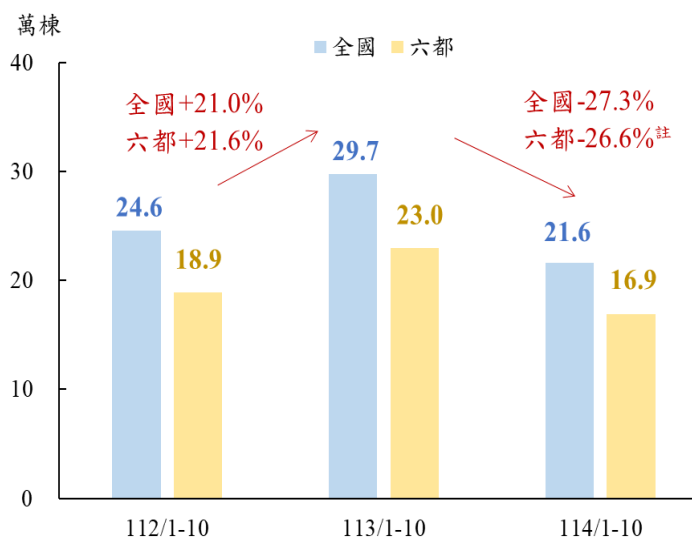
<sup>5</sup> 為本行實施第 1 度選擇性信用管制措施之年度。

### 3. 房市交易降溫，量縮價盤整；民眾對房價上漲預期心理趨緩

#### (1) 本年以來房市交易降溫，不動產市場轉向修正

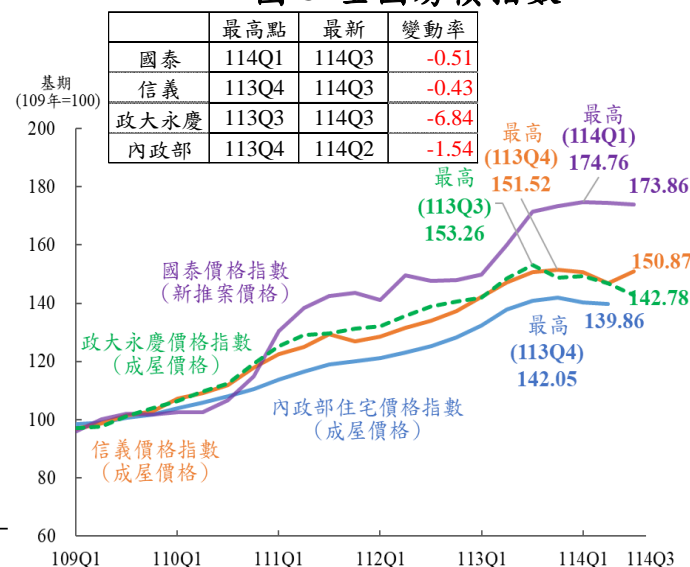
- **房市交易量減少**：本年 1 至 10 月全國買賣移轉棟數年減 27.3%；本年 1 至 11 月六都年減 26.1%(圖 7)。
- **全國房價指數自最高點緩降**：本年第 3 季，國泰房價指數自本年第 1 季最高點下降 0.51%，信義房價指數自上年第 4 季最高點下降 0.43%，政大永慶房價指數自上年第 3 季最高點下降 6.84%；本年第 2 季內政部住宅價格指數自上年第 4 季最高點下降 1.54%(圖 8)。
- **全國房價指數年增率趨緩**：本年第 3 季國泰、信義房價指數年增率明顯減緩，而政大永慶房價指數年增率轉為負數(圖 9)。

圖 7 全國與六都買賣移轉棟數



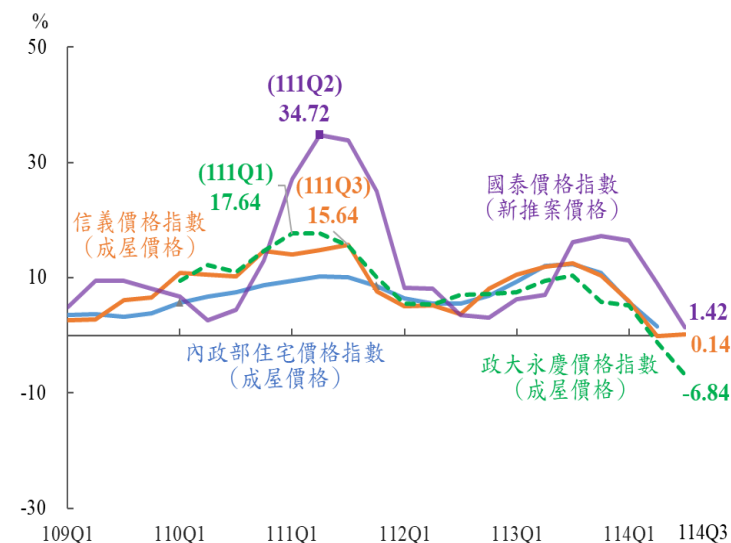
註：本年 1 至 11 月六都建物買賣移轉棟數共 18.5 萬棟，年減 26.1%。  
資料來源：內政部

圖 8 全國房價指數



註：各指數均轉換基期為 109 年=100。  
資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

圖 9 全國房價指數年增率

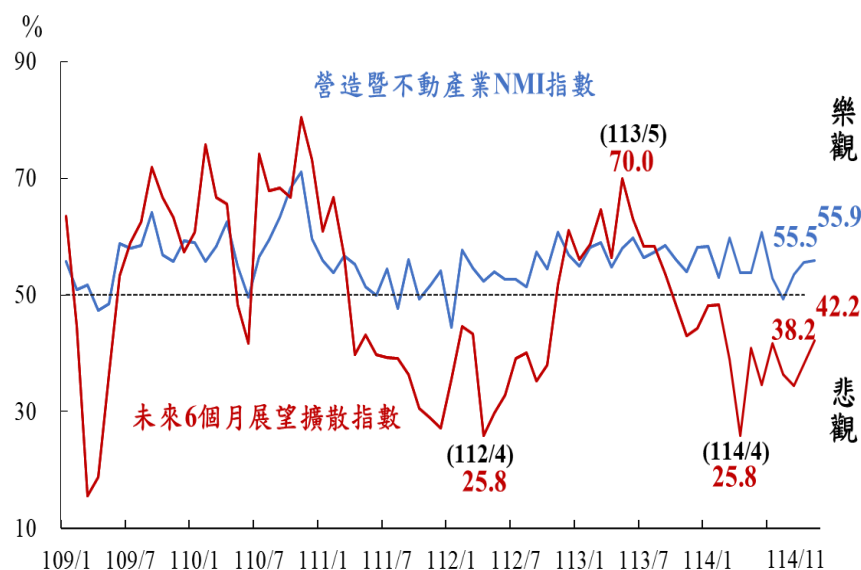


資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房屋網站、國泰房地產指數季報

## (2) 不動產業者房市展望保守，消費者看漲房價預期心理趨緩

- 本年 11 月營造暨不動產業之非製造業經理人指數由 10 月 55.5% 升至 55.9%；未來 6 個月展望擴散指數則由上年 5 月高點 70% 降至本年 4 月低點 25.8%，11 月回升至 42.2%，業者對房市展望仍持保守，惟悲觀氛圍略淡化(圖 10)。
- 本年第 4 季永慶房產之消費者對房價看法調查，消費者看跌房價比率由本年第 3 季之 37% 升至 50%，遠高於看漲房價比率 20%(圖 11)。

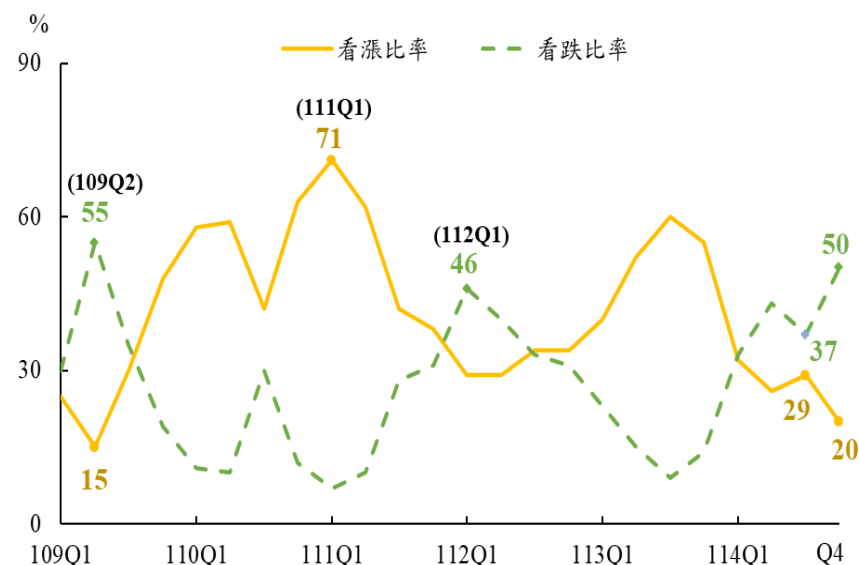
圖 10 營造暨不動產業 NMI 指數及未來展望



註：營造暨不動產業之非製造業經理人指數係每月對受訪企業採購經理人進行調查；50 以上代表景氣擴張，50 以下代表景氣衰退。

資料來源：中華經濟研究院

圖 11 永慶房屋之消費者對房價看法調查

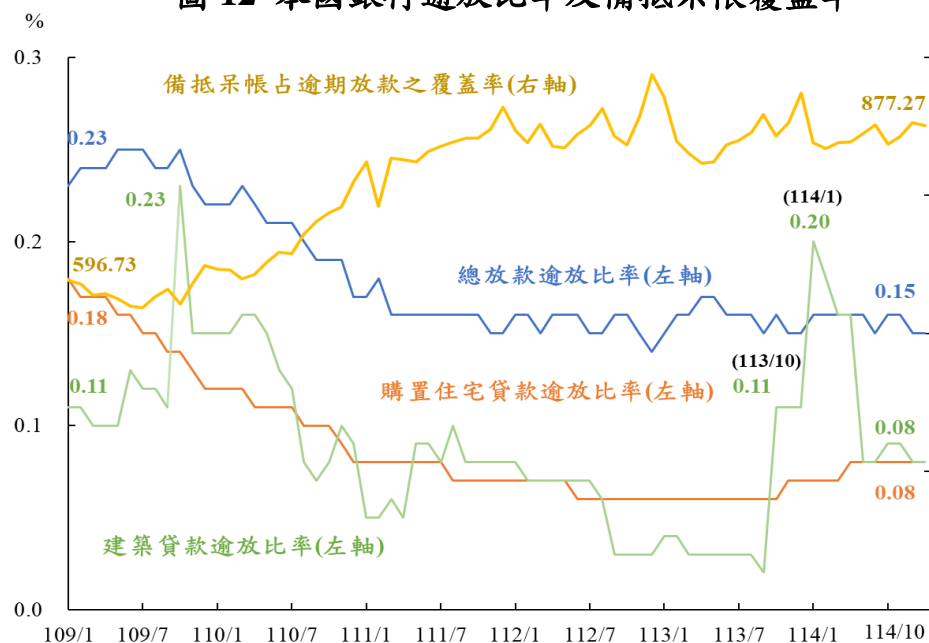


資料來源：永慶房產趨勢前瞻報告

#### 4. 銀行不動產貸款之資產品質尚屬良好

- (1) 本年 10 月底本國銀行建築貸款、購置住宅貸款逾放比率均持穩於 0.08%，低於整體放款逾放比率之 0.15%，不動產相關授信風險控管尚屬良好；本年 10 月底本國銀行備抵呆帳占逾期放款之覆蓋率為 877.27%，備抵呆帳提列情形仍屬穩健(圖 12)。
- (2) 本年 1 至 10 月全國建物拍賣移轉棟數降為 2,555 棟，較上年同期減少 19.5%，為 109 年同期以來新低(圖 13)。

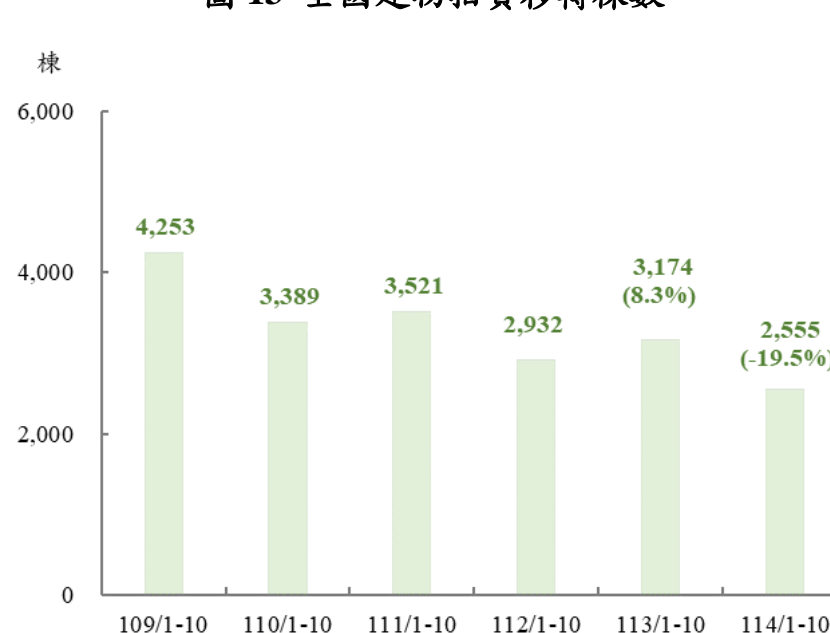
圖 12 本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率



註：1. 上年 10 月及本年 1 月建築貸款逾放比率升至 0.11% 及 0.20%，分別係因安泰銀行主辦之香港商新朗興業公司台灣分公司聯貸案違約及土銀主辦之泰坤建設聯貸案違約所致。  
2. 本年 5 月建築貸款逾放比率降至 0.08%，主因香港商新朗興業公司餘屋聯貸案違約已由第三方接手繳納積欠利息，爰該案已轉列正常戶。

資料來源：金管會

圖 13 全國建物拍賣移轉棟數



註：目前銀行多透過資產管理公司積極處理房貸違約案件，回收貸款本息。

資料來源：內政部

### (三)本行適時調整信用管制之協處措施

#### 1. 為顧及實質換屋自住者之購屋需求，本行適時提供協處措施

- (1) 本年以來，房市交易降溫，民眾反映出售原屋時間拉長或銀行貸款排撥問題；本年9月8日本行宣布自上年9月20日起錄案之貸款案件，**出售原屋期限由1年延長為18個月**。
- (2) 銀行配合本行辦理協處措施，**上年9月至本年11月適用第7度管制措施之換屋協處案件計1,008件，占同期間第1戶、第2戶受限貸款總計21,645件之比率為4.66%**。

#### 2. 查銀行未受理換屋協處措施案件之原因：(1)借款人不符授信5P原則<sup>6</sup>，(2)貸款利率或成數未符借款人期待，(3)借款人無實質換屋自住需求(如本人、配偶及未成年子女有多屋、短期內買屋賣屋、第1戶供出租等)。

#### 3. 民眾透過本行意見信件陳情換屋相關案件，**上年9月至本年11月底計221件**(圖14)：

##### (1) 無法完成切結事項陳情案共128件：本行均已妥處：

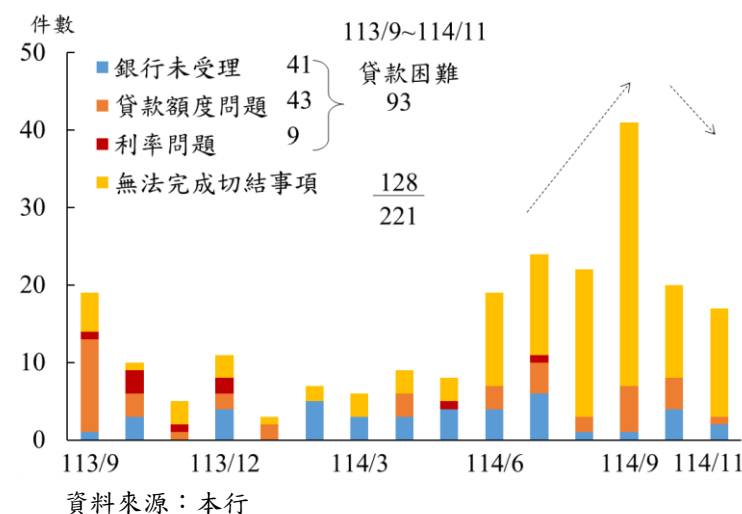
- 上年9月20日起錄案者，出售原屋期限均已延長為18個月。
- 上年9月20日前錄案者，如承貸銀行查證已有掛售原屋之事實且尚未執行不利違約事項，得與承貸銀行協議，延長出售原屋期限為18個月。

##### (2) 換屋貸款困難陳情案共93件：主要係陳情銀行未受理或貸款額度與利率等問題，本行均轉請承貸銀行妥處，並獲陳情人理解：

- 銀行未受理案件原因，主要係借款人不符銀行授信5P原則。
- 至於貸款額度與利率問題，主要係銀行依據授信5P原則，所核予之貸款條件不如借款人預期。

##### (3) 經本行及銀行之妥處，**民眾陳情換屋案件已逐月降低**。

圖14 本行有關換屋議題之陳情案件數  
(113/9/20~114/11/30)



\*據媒體報導，本行信用管制雖提供換屋協處措施，惟有**媒體反映銀行**因須追蹤切結事項，而怕**麻煩**，故**拒絕**民眾申請**換屋貸款**；**民眾如有相關問題，可透過本行意見信箱及15線專線電話陳情，本行會協助處理。**

<sup>6</sup> 係指銀行授信須考量借款戶信用(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。



#### 4. 本行提供花蓮 0403 地震與馬太鞍溪堰塞湖溢流潰壩受災戶之專案協助

##### (1) 針對花蓮 0403 震災受災戶陳情案件，本行已提供相關協處措施(表 5)

- 對於受本行購屋貸款規定限制之受災戶，如名下房屋確係因花蓮 0403 震災影響，經主管機關判定為不堪居住者，該房屋及房貸得不計入名下房屋及房貸戶數。
- 對於名下房貸(房屋作民宿使用)受本行管制措施限制無寬限期者，如確係因花蓮 0403 震災影響致還款困難，本行同意給予寬限期。
- 對於延長換屋協處出售原屋期限者，如確係因花蓮 0403 震災影響致出售原屋困難，本行同意得延長原切結出售原屋之期限，並請其洽銀行協議延長。

##### (2) 針對馬太鞍溪堰塞湖災害受災戶，本行比照上開原則提供協處

- 馬太鞍溪堰塞湖災害受災戶向本行陳情，因其名下房貸擔保品受水患影響致無法居住，而需另外購屋自住並申辦房貸者，本行依上開原則提供協處。

表 5 花蓮 0403 震災受災戶協處措施

項目	受限購屋貸款	受限貸款寬限期	換屋協處出售原屋期限
陳情重點	受災戶名下房屋經主管機關判定為不堪居住	受災戶名下房貸(房屋作民宿使用)依本行規定無寬限期，受花蓮 0403 震災影響住房率下降，致還款困難	受災戶與金融機構簽訂換屋協處，受花蓮 0403 震災影響，原屋標示為黃單，致難以於切結期限前出售
協處情形	如名下房屋確係因花蓮 0403 震災影響，經主管機關判定為不堪居住，本行同意該房屋及房貸得不計入借款人名下房屋及房貸戶數	如確係因花蓮 0403 震災影響致還款困難，本行同意給予寬限期	如確係因花蓮 0403 震災影響致出售原屋困難，本行同意得延長原切結出售原屋期限

資料來源：本行



#### (四)銀行自主管理不動產貸款總量目標之執行情形

1. 近 1 年來，銀行多已落實執行達成目標
  - 本年第 3 季多數銀行均達成其自主管理不動產貸款總量目標，34 家本國銀行平均不動產貸款集中度，較其所訂目標之平均數下降 0.64 個百分點(表 6)：主要係因不動產貸款餘額下降及非不動產貸款之其他放款餘額增加所致，顯示銀行信用資源集中不動產貸款情形已改善，信用資源並配置予其他生產事業實質投資所需。
2. 少數銀行未達成目標，主要係承作無自用住宅者購屋及都更危老重建等貸款，符合政策方向
  - 該等銀行承作無自用住宅者購屋及都更危老重建等貸款之比重較上年 6 月(比較基期)上升，顯示持續配合政策辦理相關不動產貸款業務。
  - 針對銀行信用資源優先支應政策性貸款致未達目標者，本行自本年第 2 季起已予自主彈性調整空間。
3. 目前銀行辦理不動產貸款大多審慎承作，並依授信 5P 原則核實辦理。

表 6 本年第 3 季 34 家本國銀行自主管理不動產貸款總量目標之執行情形

單位：億元、百分點

項目	實際值與銀行自訂目標值比較變動情形
不動產貸款集中度(=B/A)	-0.64
1.總放款餘額(A=B+C)	947
2.不動產貸款餘額(B)	-2,128
(1)購置住宅貸款餘額	2,014
(2)建築貸款餘額	-4,135
(3)房屋修繕貸款餘額	-8
3.其他放款餘額(C)	3,075

註：1.本表 34 家本國銀行未含 3 家網銀、輸銀及花旗(台灣)商業銀行，惟包括全國農業金庫。

2.其他放款係指銀行辦理政府放款、企業放款，以及個人理財周轉金貸款等。

資料來源：本行

## (五)結語

1. 本行採行銀行自主管理不動產貸款總量目標及第 7 度選擇性信用管制措施，實施以來，已達成本行 3 項政策目標，成效顯現：
  - 全體銀行不動產貸款集中度緩降；銀行信用資源優先支應無自用住宅者購屋貸款及都更危老重建貸款等資金需求；消費者對房價上漲預期心理趨緩。
  - 本年 11 月底**全體銀行不動產貸款集中度**降至 36.70%，惟**仍較 109 年 10 月底**(第 1 度調整信用管制參考時點)**之 35.93% 為高**。
  - **本行選擇性信用管制措施**係以**漸進調整方式**，加強銀行控管不動產授信風險，並提供相關協處措施；相較於本年**南韓控管房市信用措施**，**其管制更為嚴格**(如附件)。

### 2. 後續作法：

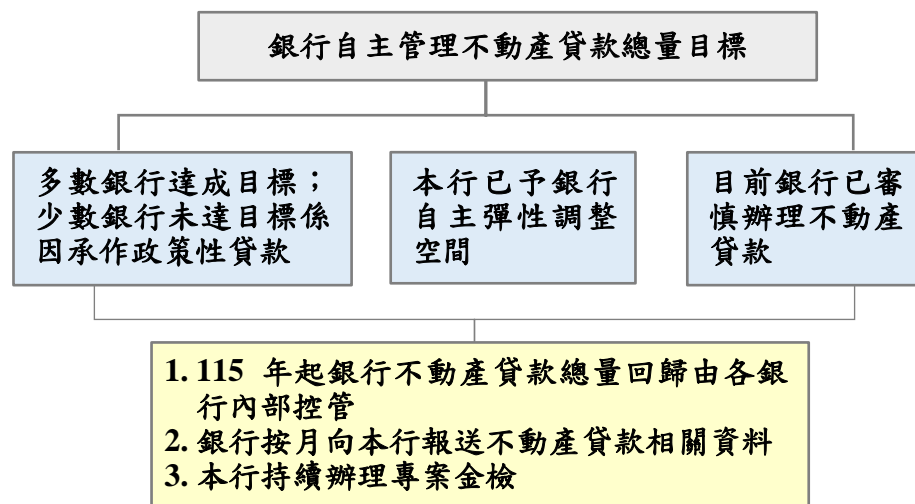
- (1) 考量近 1 年以來，銀行多已落實執行並達成其自訂不動產貸款總量目標，爰自明(115)年起銀行不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管(圖 15)

- 截至本年第 3 季止，**多數銀行均達成自主管理不動產貸款目標**，**少數銀行未達成自主管理目標**，多係承作無自用住宅者購屋及都更危老重建等**政策性貸款**，且**本年第 2 季起，本行已予銀行自主彈性調整空間**；目前銀行辦理不動產貸款大多**審慎承作**。
- **自明年起銀行不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管**；惟須按月向本行報送相關資料，本行並將持續辦理專案金檢，以利本行掌握不動產貸款辦理情形，以及督促銀行落實本行選擇性信用管制措施。

- (2) 本行仍持續執行第 7 度選擇性信用管制措施，並滾動檢討

- 本行仍將滾動檢討信用管制措施之執行成效，並密切關注房地產相關政策對房市的可能影響，適時調整相關措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

圖 15 銀行自主管理不動產貸款總量之後續作法



## 附件：台韓不動產相關貸款成數上限措施比較

當前**南韓**對首次購屋者、多屋族、換屋族，以及住宅價格別之貸款限制，**均較本行管制措施嚴格**<sup>7</sup>。

附表 現行台韓購置住宅貸款成數限制比較

	台灣	南韓								
1. 貸款成數上限	● 最低為 30%	● 特定地區(大首爾區) <sup>註2</sup> 多屋族或不動產業者，最低為 0%								
(1) 首次購屋者 (名下無房無貸)	● 未限制貸款成數及寬限期	● 購買特定地區住宅者之貸款成數上限為 40%，並須於購屋後 6 個月內入住，以符合自住需求 ● 購買非特定地區住宅者之貸款成數上限為 80%								
(2) 多屋者	● 第 1 戶購屋貸款(名下有屋無貸)者：新申貸者無寬限期，但未限制貸款成數 ● 針對借款人名下已有房貸者，無寬限期並限制貸款成數上限 — 第 2 戶購屋貸款(名下有 1 戶房貸)：50% — 第 3 戶以上購屋貸款(名下有 2 戶以上房貸)：30%	● 已持有特定地區 1 戶住宅者之新申貸購屋貸款成數上限： — 附出售原屋條件者(即台灣之切結換屋自住)：特定地區 40% 非特定地區 70% — 未附出售原屋條件者：禁止其申貸購置特定地區新屋，即成數為 0% ● 持有特定地區 2 戶以上住宅者，新申貸貸款成數上限 0%								
(3) 換屋族： 出售原屋期限	● 換屋協處措施：民眾主張有實質換屋自住需求，如切結 18 個月內出售原屋，則申辦第 1 戶或第 2 戶購屋貸款(非高價住宅貸款)，不受本行信用管制措施限制 <sup>註1</sup>	● 新申貸購屋附出售原屋條件(即台灣之切結換屋自住)之出售原屋期限：限 6 個月內								
2. 依住宅價格別限定 貸款成數或額度	● 本行高價住宅認定門檻，全國納管，依地區別價格(鑑價或買賣金額孰低)分三級： 臺北市 7,000 萬元 新北市 6,000 萬元 其他地區 4,000 萬元  ● 上述三級之貸款成數上限均為 30%，未訂最高貸款額度限制	● 南韓未定義高價住宅門檻，惟對大首爾區住宅價格別分三級，並分級設定最高貸款額度，住宅價格越高，最高貸款額度越低： <table><tr><th>特定地區住宅價格別</th><th>最高貸款額度</th></tr><tr><td>逾 25 億韓元 (約新台幣 5,379 萬元以上)<sup>註3</sup></td><td>2 億韓元 (約新台幣 430 萬元)， 約成數上限低於 8%</td></tr><tr><td>介於 15 億~25 億韓元</td><td>4 億韓元 (約新台幣 861 萬元)</td></tr><tr><td>15 億韓元以下 (約新台幣 3,228 萬元)</td><td>6 億韓元 (約新台幣 1,291 萬元)</td></tr></table>	特定地區住宅價格別	最高貸款額度	逾 25 億韓元 (約新台幣 5,379 萬元以上) <sup>註3</sup>	2 億韓元 (約新台幣 430 萬元)， 約成數上限低於 8%	介於 15 億~25 億韓元	4 億韓元 (約新台幣 861 萬元)	15 億韓元以下 (約新台幣 3,228 萬元)	6 億韓元 (約新台幣 1,291 萬元)
特定地區住宅價格別	最高貸款額度									
逾 25 億韓元 (約新台幣 5,379 萬元以上) <sup>註3</sup>	2 億韓元 (約新台幣 430 萬元)， 約成數上限低於 8%									
介於 15 億~25 億韓元	4 億韓元 (約新台幣 861 萬元)									
15 億韓元以下 (約新台幣 3,228 萬元)	6 億韓元 (約新台幣 1,291 萬元)									

註：1.違反切結事項之不利違約效果：取消寬限期、收回貸款本金差額及加收罰息等。

2.本年 10 月 15 日起南韓特定地區適用範圍包含首爾市所有行政區及京畿道 12 區，依據南韓家統計資料庫，該區域內人口約占南韓總人口之 24%。

3.依本行「我國與主要貿易對手通貨對美元之匯率」之本年 10 月資料換算。

資料來源：整理自本行與南韓金融委員會新聞稿

<sup>7</sup> 本行負責制定與執行信用管制措施；南韓則係由金融委員會(Financial Services Commission, FSC)制定穩定房市之信用管制措施，南韓央行則僅具評估風險與政策建議權。

## 六、穩定幣的貨幣屬性、對貨幣信用創造的影響及其相關風險之探討

穩定幣(stablecoins)於2014年問世，旨在解決比特幣等虛擬資產(virtual asset)(或稱加密資產(crypto asset))價格劇烈波動問題，據以作為加密生態系統(crypto ecosystem)中安全的支付與價值儲藏工具。然而，許多穩定幣在過去幾年來，因未實現價值穩定的承諾，脫鉤(depeg)情況層出不窮，甚至崩潰；主要經濟體基於穩定幣一旦與傳統金融市場更加緊密，恐成為金融不穩定的來源，紛紛制定因應的監管機制。

近期，美國政府對穩定幣等虛擬資產大力支持，認為其可鞏固美元在國際間的支配地位(dominance)，已通過「指導與建立美國穩定幣創新法案」(Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act, GENIUS Act)(簡稱GENIUS法)，主要針對以法幣價值擔保的穩定幣進行規範，其價值係與法幣1:1掛鉤，被外界看好具支付潛力，有越來越多新興市場國家亦用穩定幣進行日常金融活動。穩定幣日益受到關注，一旦其交易規模顯著擴大，對於貨幣金融體系影響值得重視。

我國目前已研擬「虛擬資產服務法」草案，將穩定幣納入監管。外界關切未來穩定幣發展普及化對商業銀行體系的貨幣信用創造之影響及其相關風險，爰繼本行於上季簡介穩定幣相關議題後<sup>1</sup>，再臚列各界關心之議題，以問答方式加以說明，提供各界參考：

- Q1：穩定幣是否為貨幣？是否影響央行的鑄幣權？
- Q2：穩定幣的發行是否衝擊傳統金融體系的貨幣信用創造？
- Q3：穩定幣服務商的借貸與商業銀行的存放款對貨幣信用創造有何不同？
- Q4：美元穩定幣的推出是否削弱他國貨幣主權？
- Q5：穩定幣可能衍生出哪些風險？目前國際監理趨勢為何？
- Q6：穩定幣體系對本行的貨幣、信用及外匯管理有何影響？

---

<sup>1</sup> 請參見中央銀行(2025)，「美元穩定幣與新台幣穩定幣相關議題之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月18日。

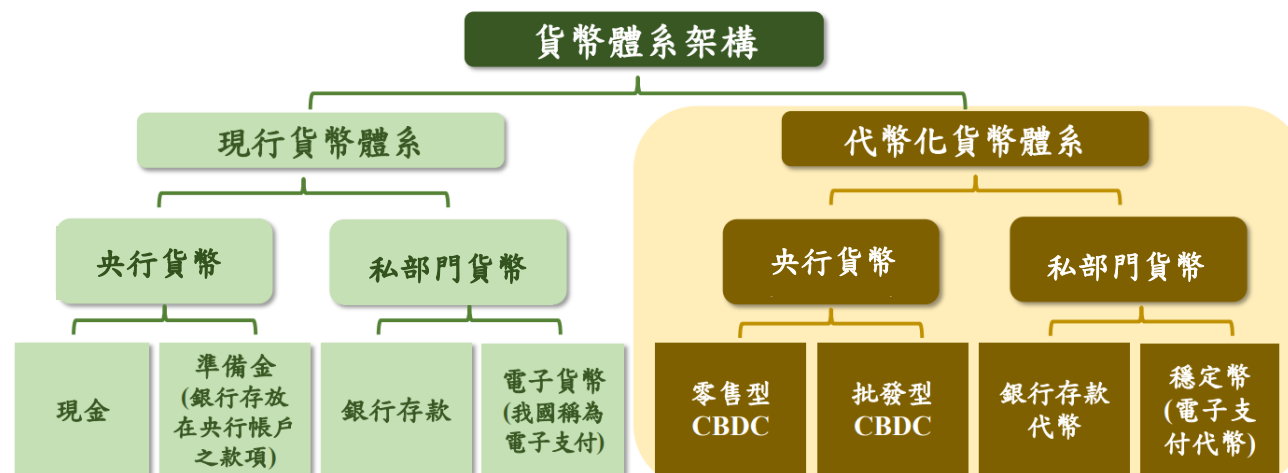
Q1：穩定幣是否為貨幣？是否影響央行的鑄幣權？

A1：穩定幣屬於代幣化私部門貨幣，因不具法償效力，未來發展仍須依靠央行貨幣為定錨，央行鑄幣權尚不至於受到影響。

(一) 現行貨幣體系係由央行貨幣及私部門貨幣共同建構的雙層運作架構，以法幣價值擔保的穩定幣屬於代幣化私部門貨幣

1. 現行貨幣體系由央行貨幣，以及私部門的商業銀行貨幣(銀行存款)、電子貨幣等共同建構而成，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 左半部)。
2. 近來新型態的代幣化貨幣如存款代幣、穩定幣，甚至央行數位通貨(CBDC)等相繼出現，以支援代幣化世界的金流運作；其中，穩定幣屬於代幣化私部門貨幣<sup>2</sup>(圖 1 右半部)。

圖 1 現行貨幣體系與未來可能的代幣化貨幣體系



資料來源：楊金龍(2025)，「支付的數位化創新與央行扮演的角色」，出席財金公司 114 年度金融資訊系統年會專題演講，12 月 4 日。

<sup>2</sup> 穩定幣一般分為 4 種(詳見附錄 1)，其中以法幣價值擔保的穩定幣價格波動度最小，為穩定幣市場主流，也是市場上最具支付潛力，為國際間主要探討重點，本報告內容亦聚焦於以法幣價值擔保的穩定幣之探討。



## (二) IMF 建議將穩定幣歸類在金融帳的「通貨及存款」(currency and deposits)統計項下，有學者認為穩定幣類似 M1；BIS 則評估穩定幣難以成為貨幣體系的支柱




1. 目前 IMF 正審慎評估，預計於 2028 年提供穩定幣衡量及統計指引<sup>3</sup>。

(1) 本(2025)年 3 月，IMF 發布《國際收支手冊》第 7 版(BPM7)建議：設計作為一般交易媒介的有相對應負債之虛擬資產，如對發行人有求償權(claim)之穩定幣，歸類在金融帳的「通貨及存款」統計項下。

(2) IMF 資深經濟學家 Manmohan Singh 等人認為<sup>4</sup>，穩定幣不是央行貨幣，對央行沒有求償權，不屬於 M0<sup>5</sup>。民眾持有以法幣價值擔保的穩定幣，對穩定幣發行人擁有債權，可向發行人求償，較類似 M1。

2. 國際清算銀行(BIS)則認為<sup>6</sup>，穩定幣不符合貨幣單一性、彈性及完整性等三項測試標準(圖 2)，難以成為貨幣體系的支柱。

圖 2 穩定幣不符合貨幣單一性、彈性及完整性等三項測試標準

三項測試標準	現行貨幣體系具三項測試標準	穩定幣未能符合三項測試標準
 貨幣單一性 (singleness)	央行貨幣可讓所有形式的貨幣，皆與央行貨幣以面值(如 1:1)互換，具有定錨功能，確保價值穩定並能在不同體系互通使用。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 穩定幣的市場價格可能偏離面值，而且不同穩定幣可能因準備資產、發行人信用等差異會有折價或溢價的情況。</li><li>• 各種穩定幣的價格穩定性不足，且發行的私部門多註冊在未有妥適監管的地區，因此有學者認為無異是「野貓銀行」時代的翻版*。</li></ul>
 彈性 (elasticity)	貨幣供給可因應市場流動性的需求，隨時進場調節。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 穩定幣是採 100% 準備的發行方式，如要增加供給，需要用戶提前交付法幣才能發行，發行人無法自行創造供給。</li></ul>
 完整性 (integrity)	具備防制非法用途的能力，包括防範偽造及洗錢防制、資恐防制等機制。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 穩定幣屬不記名工具，自由跨境流通、出入不同交易所及可自行保管錢包，在「認識你的客戶」(KYC)的合規上存在漏洞，誠信不足。</li></ul>

\* 耶魯大學管理學院教授 Gary Gorton 與 Fed 官員 Jeffery Zhang 於 2021 年 7 月發布以「馴服野貓穩定幣」(Taming Wildcat Stablecoins)為題的研究報告指出，穩定幣的問題與 19 世紀美國自由銀行時代(free banking era)的野貓銀行券(wildcat bank note)相同，未能滿足作為交易媒介須符合的「無需解釋」(no-questions-asked, NQA)原則，無法在交易時讓交易雙方同意以平價接受貨幣，也易遭受擠兌風險。

資料來源：BIS (2025)

<sup>3</sup> 請參見本文 Q6 之(三)。

<sup>4</sup> Singh, Manmohan (2024), "M1 vs M0 in an Instant Payments World," *Central Banking*, Oct. 11.

<sup>5</sup> M0 係指通貨淨額，即央行通貨發行額(央行發行的法定貨幣，即央行之負債)減去全體貨幣機構庫存現金的部分。

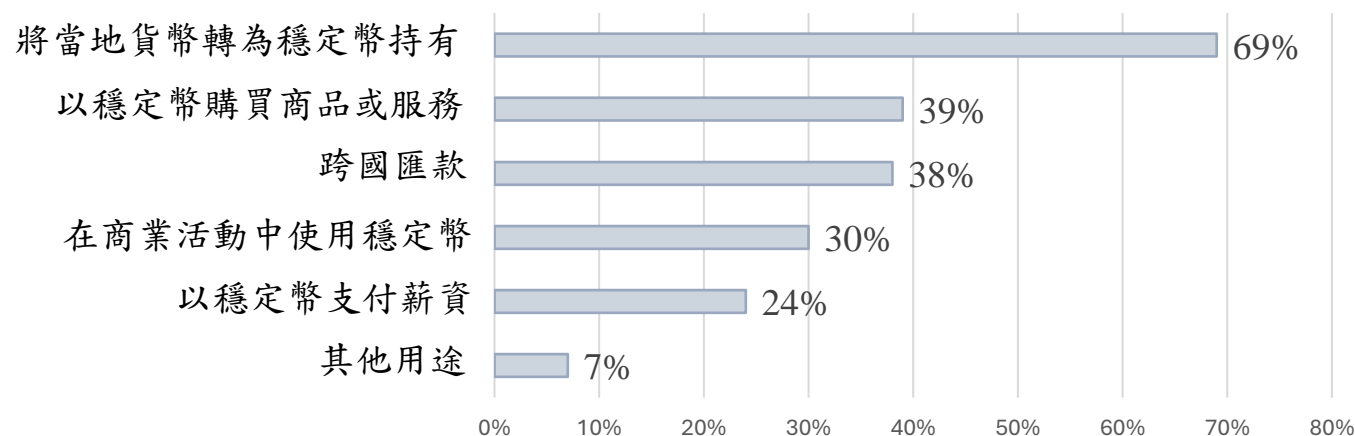
<sup>6</sup> BIS (2025), "The Next-Generation Monetary and Financial System," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.



### (三) 穩定幣不具法償效力，仍須依靠央行貨幣為定錨，央行鑄幣權尚不至於受到影響

1. 穩定幣已有充當計價單位，作為日常金融支付的案例(圖 3)；部分新興市場經濟體或高通膨國家的居民會將本國貨幣轉為美元穩定幣持有，充作美元使用以維持購買力，其他用途尚包括國際匯款、商業活動及支付薪資等。
2. 目前市場主流的以法幣價值擔保的穩定幣，係以其價值與法幣 1:1 掛鉤，儘管以法幣價值作為擔保，但仍不是法幣，不具有與法幣同等的法律地位。
3. 當前的雙層貨幣體系仍是未來代幣化貨幣體系的最適模式，穩定幣發展仍需以央行貨幣為定錨，支援不同私部門貨幣間的互通性及安全性，以確保清算最終性及貨幣單一性，故央行鑄幣權不至於受到影響。至於幣值不穩定的新興市場經濟體，則可能因美元穩定幣的廣泛使用，帶來鑄幣權/鑄幣稅私有化的風險。
4. 穩定幣的發展將取決於市場需求、法規架構以及技術的進步。新台幣穩定幣未來可能在虛擬資產與現實世界資產(RWA)代幣化這些領域發展；其發展空間還是要看這些代幣化資產的實際應用情況而定。

圖 3 Visa 等對新興國家用戶的穩定幣實體經濟用途之調查



註：調查對象來自於巴西、印度、印尼、奈及利亞及土耳其等新興國家逾 2,500 名用戶。

資料來源：Visa (2024), “Stablecoins: The Emerging Market Story,” Visa, Sep、本行整理

**Q2：穩定幣的發行是否衝擊傳統金融體系的貨幣信用創造？**

**A2：穩定幣發行人收取資金後，須配置十足的準備資產，如存款、短期公債等，其仍會回歸傳統金融體系的信用創造過程，以台灣為例，對 M2 之影響大致維持不變。**

**(一)穩定幣發行人配置的準備資產，仍多屬貨幣供給之組成項，廣義貨幣總計數大致維持不變**

1. 目前**國際間**對穩定幣的監管架構**普遍禁止發行人向持幣者提供利息或報酬**<sup>7</sup>，因此發行人的準備資產將係回歸傳統金融體系的信用創造及貨幣供給。
2. 在現行法規架構下，民眾購買穩定幣後，發行人須將所收取之資金用以購買準備資產，該資金回到傳統金融體系內流動。換言之，**穩定幣之發行僅形成廣義貨幣總計數組成項的重新分配**，以台灣為例，**M2 大致維持不變**(圖 4 右半部)。

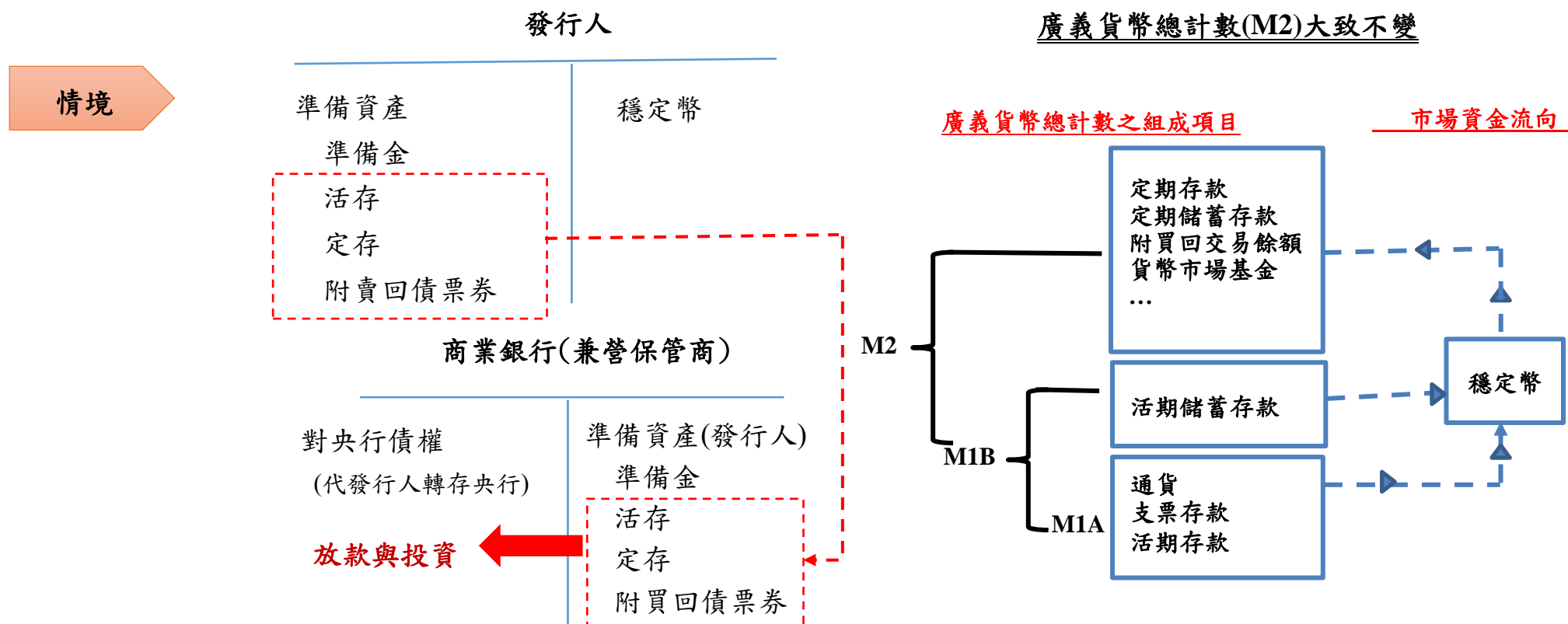
**(二) 目前穩定幣發行人收取資金後，須配置存款、短期公債等高流動性金融資產充當合格準備，不致改變傳統金融體系的信用創造過程**

1. **以存款當作穩定幣發行人之準備資產為例**，發行人將收到的民眾存款回存商業銀行，**商業銀行仍可在提存必要準備金後進行貸放**(圖 4 左半部)。
2. **即使發行人的準備資產配置於存款以外的高流動性金融資產，如附賣回債票券，新台幣資金仍將回流傳統金融體系之信用創造過程。**

---

<sup>7</sup> 美國 GENIUS 法、歐盟加密資產市場規範(MiCA)及香港穩定幣條例皆禁止發行人提供利息或報酬。

圖 4 穩定幣發行人準備資產對信用創造及貨幣供給的影響



註1：假設發行人與商業銀行進行債票券附條件交易。

2：假設發行人準備金係由保管商代轉存央行。

**Q3：穩定幣服務商的借貸與商業銀行的存放款對貨幣信用創造有何不同？**

**A3：商業銀行承作存放款，會同時產生貨幣與信用創造；穩定幣服務商辦理借貸僅具有信用創造功能，且受到穩定幣當時發行量之限制。**

**(一)面臨流動性不足時，商業銀行與穩定幣服務商能夠取得的資金來源不同，進而對貨幣信用創造有所差異**

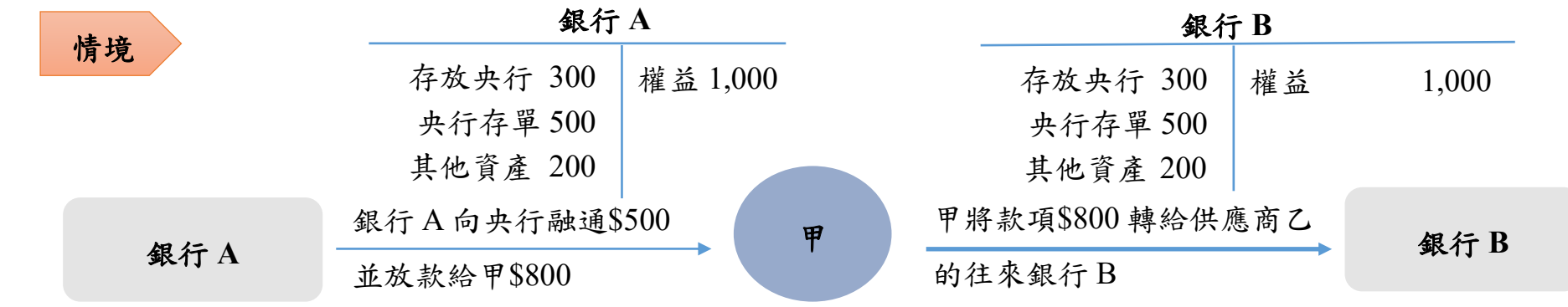
1. 在商業銀行體系中，銀行可向央行取得流動性，支應其放款資金需求，有貨幣與信用創造之效果

透過減持央行存單或提供合格擔保品，銀行可向央行取得融通資金<sup>8</sup>(圖 5)。

— 情境：假設銀行 A 及 B 皆存放央行\$300、央行存單\$500 及其他資產\$200。當**銀行 A 流動性不足時，其向央行融通資金進行放款**

- **存戶甲擬向銀行 A 借款\$800**，惟**銀行 A 存放央行僅\$300**，無法因應放款客戶轉出\$800 的資金需求，爰**銀行 A 以央行存單向央行質借取得融通資金\$500**，並放款\$800 給甲，使銀行 A 之存、放款各增加\$800。
- 甲取得放款後，將款項\$800 轉給**貨品供應商乙的往來銀行 B**。此時，銀行 B 存放央行增加\$800，且供應商乙之存款亦增加\$800。

圖 5 商業銀行以央行定存單融通資金後進行貸放的過程



<sup>8</sup> 由於央行有鑄幣權，央行融通給銀行的資金規模不受限制，但銀行會受制於其有多少合格的融通擔保品可向央行融通；此外，銀行取得央行融通資金如轉至其他銀行時，僅係各銀行在央行的銀行業存款帳戶間的款項移轉，央行不會發生存款流失問題。

## 資產負債表之變動

銀行 A		銀行 B	
存放央行	300+500-800	存放央行	300+800
央行存單	500*	央行存單	500
其他資產	200	其他資產	200
放款(甲)	800	存款(乙)	800
存款(甲)	800-800	權益	1,000
權益	1,000		

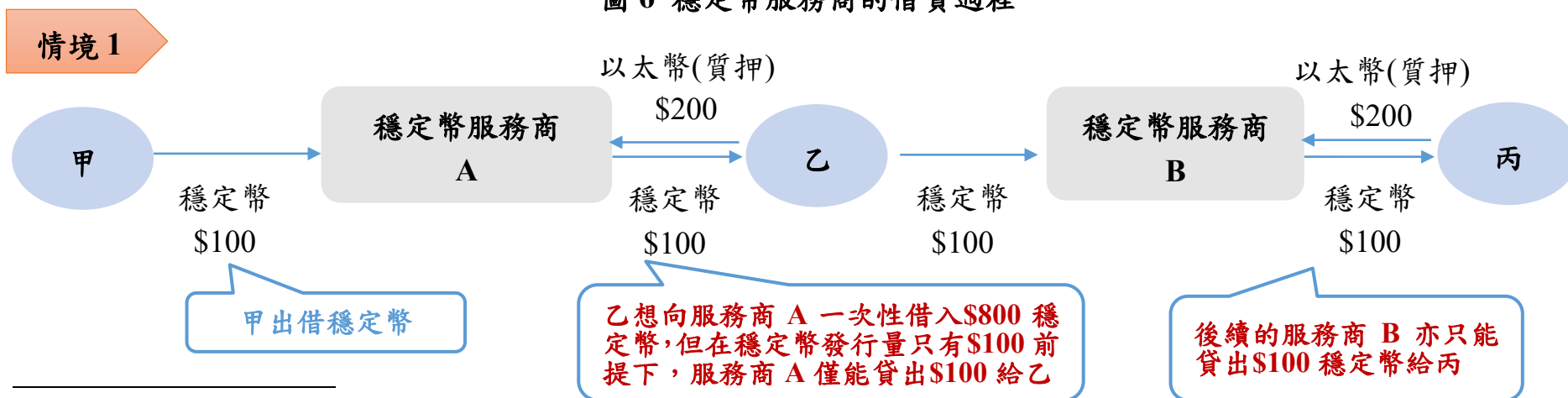
\*央行存單\$500 已設質給央行辦理融通。

## 2. 穩定幣服務商辦理借貸會擴大其信用創造，惟受穩定幣當時發行量之限制

現行**穩定幣服務商**非央行流動性供給對象，其**借貸將受到穩定幣當時發行量限制**；**假設服務商從事借貸業務並可支付利息<sup>9</sup>，分析情境 1、2 如下：**

(1) 情境 1：在穩定幣發行量只有\$100 的前提下，服務商 A 僅能貸出\$100 穩定幣給乙，並取得乙質押的\$200 以太幣<sup>10</sup>；之後，服務商 B 如要貸出\$100 穩定幣給丙，只能先向乙借入穩定幣，再貸放給丙(圖 6)

圖 6 穩定幣服務商的借貸過程



<sup>9</sup> 國際間虛擬資產服務商(VASP)常見的穩定幣借貸機制詳見附錄 2。

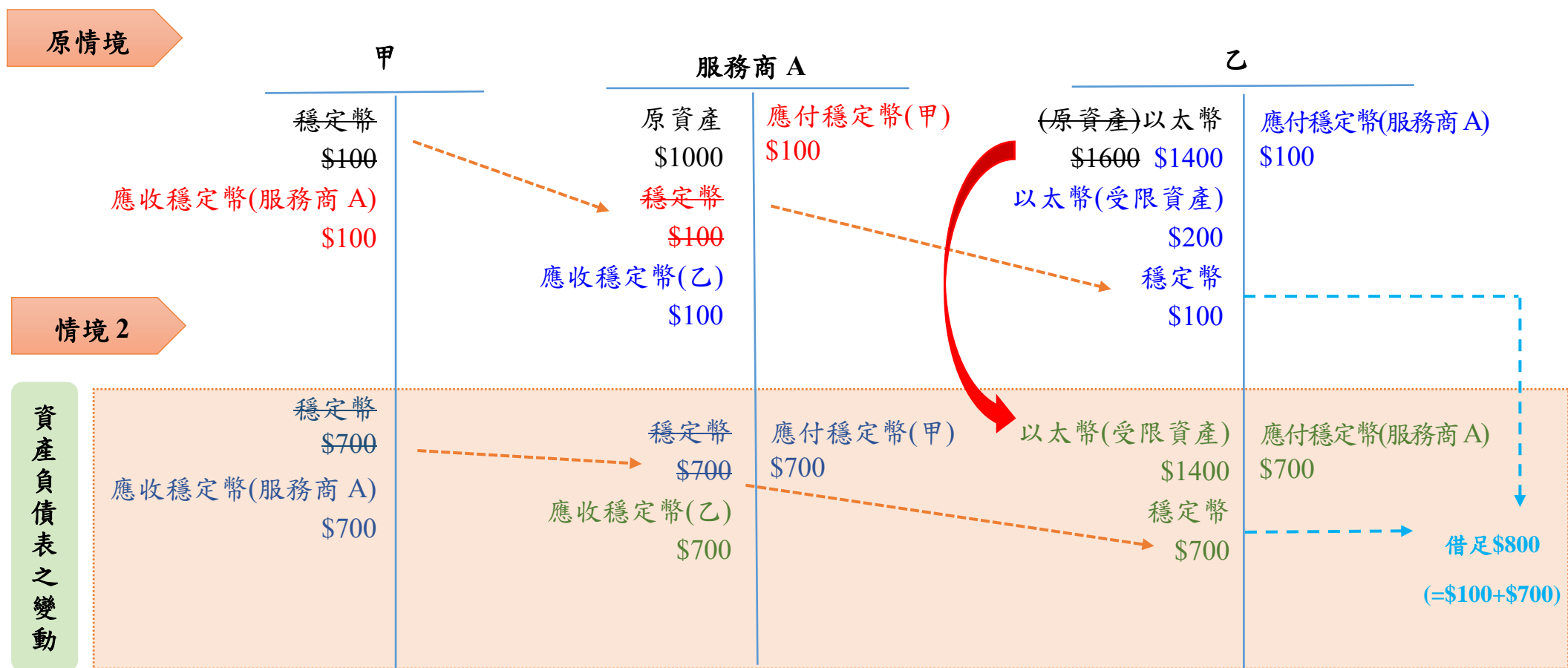
<sup>10</sup> 假設以太幣質押的貸款成數(loan to value, LTV)為 50%。



(2) 情境 2：若乙想向服務商 A 一次性借入穩定幣\$800，需透過發行人增發穩定幣\$700，再間接由服務商 A 借給乙。

— 發行人增發穩定幣\$700，甲再購入後又出借穩定幣予服務商 A，資產負債表借方記應收穩定幣(服務商 A)\$700；服務商借方記穩定幣\$700，貸方記應付穩定幣(甲)\$700。

— 乙向服務商 A 借入穩定幣\$700 並質押以太幣\$1400 給服務商，資產負債表借方記以太幣(受限資產)\$1400，穩定幣\$700，貸方記應付穩定幣(服務商 A) \$700；服務商 A 的資產負債表借方記應收穩定幣(乙)\$700，貸方記應付穩定幣(甲)\$700。



(二)商業銀行除有央行作為最後貸款者之流動性支持外，其存放款亦受存款保險、高度監理等較高的金融安全網保障；穩定幣服務商之借貸，目前尚欠缺此類安全網之防護設計

1. 商業銀行體系有央行作為最後貸款者，支應其資金流動性；穩定幣服務商則無此機制。
2. 商業銀行體系有存款保險支持，當銀行或市場承壓時，存戶因有此保障，減少其前去銀行擠兌的動機；穩定幣持有者出借穩定幣予服務商，並未享有類似存款保險機制之保障，當承壓時，持有者前去擠兌的機率較高。
3. 商業銀行體系受高度監管，而穩定幣市場對消費者的保護責任係分散至穩定幣發行人、錢包服務商及基礎網絡維護者等不同參與者之間，導致消費者保護力度低於商業銀行體系<sup>11</sup>。
4. 此外，服務商辦理借貸時，若提供偏高的利率給穩定幣借出者，恐誘使投資人增購穩定幣，再借出給服務商供其貸放，除造成服務商信用擴大外，亦使穩定幣發行量增加。未來宜密切關注此等情勢變化，如金融穩定委員會(FSB)、歐洲銀行業管理局(EBA)及歐洲證管局(ESMA)皆示警其可能產生的過度槓桿風險<sup>12</sup>。

---

<sup>11</sup> Sveriges Riksbank (2025), “Stablecoins Could Lead to Better Payments, But Risks Remain,” *Staff memo*, Sveriges Riksbank, Nov.

<sup>12</sup> FSB (2025), “Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities,” *Peer review report*, Oct. 16; EBA and ESMA (2025), “Recent Developments in Crypto-assets (Article 142 of MiCAR),” *Joint Report*, Jan. 16.

**Q4：美元穩定幣的推出是否削弱他國貨幣主權？**

**A4：經濟與金融體質脆弱的新興市場經濟體，其貨幣主權易受威脅，至於支付系統具成本效率、物價穩定且債信佳的經濟體(如台灣)，較不易受影響；另歐元區與中國大陸，因地緣政治及自身情況，加速因應美元穩定幣之可能衝擊。**

**(一)部分新興市場經濟體因經濟與金融體質脆弱，較易遭美元穩定幣侵蝕貨幣主權；至於支付系統具成本效率、物價穩定且債信佳的經濟體(如台灣)，則不易受影響**

1. **美元穩定幣**因與美元掛勾，得益於**美元貨幣體系**的**網絡外部性**(network externalities)及**可信度**(credibility)；對那些身處**金融體系脆弱**、受**資本管制**或**外部制裁**的**國家**民眾而言，是**比當地通貨更穩定且便利**的**支付及價值儲藏工具**<sup>13</sup>。
- (1) **美元**及其相關安全資產長期被視為**全球公共財**(global public goods)，而**美元穩定幣**承襲美元作為全球最重要通貨的特性，在**支付系統落後**或**資本管制嚴格**的國家中，成為當地**民眾難以取得美元時的替代方案**<sup>14</sup>。
- (2) 儘管許多國家存在美元黑市，但因現金的驗證難度高、安全性差、儲運成本高，加上黑市的美元供給有限且經常伴隨溢價；反觀**美元穩定幣**憑藉其**高安全性**與**便於儲藏與流通**的特性，**更受當地民眾青睞**。
2. 部分**新興市場經濟體**普遍存在**高通膨**、**幣值不穩**及**資本外流**等問題，本就有較高的**美元化**<sup>15</sup>(dollarization)**傾向**，而**美元穩定幣**的普及可能加劇此現象<sup>16</sup>。
3. 相形之下，**支付系統具成本效率、物價穩定且債信佳的經濟體(如台灣)**，**民眾高度信任本國貨幣**，**不易陷入部分新興市場經濟體因穩定幣而被「美元化」的風險**。

<sup>13</sup> Rey, Hélène (2025), “Stablecoins, Tokens, and Global Dominance,” *IMF Finance & Development Magazine*, Sep.

<sup>14</sup> Miran, Stephen I. (2025), “A Global Stablecoin Glut: Implications for Monetary Policy,” *Speech at the BCVC Summit 2025, Harvard Club of New York City, New York*, Nov. 7.

<sup>15</sup> 美元化有多種形式，一是將美元作為一國主要或唯一法定貨幣的「完全或正式美元化」(full or official dollarization)；另一是本國貨幣仍在境內流通，但亦允許以美元自由地進行支付及交易的「部分美元化」(partial dollarization)。美元化可進一步區分為3種形式：(1)支付美元化(payments dollarization)，係指美元主要被用作支付工具；(2)金融美元化(financial dollarization)，係指國內居民握有以美元計價的金融資產；(3)實質美元化(real dollarization)，係指當地價格及(或)工資以美元訂價。詳 Heysen, Socorro (2005), “Dollarization: Controlling Risk Is Key,” *IMF Finance & Development Magazine*, Mar.

<sup>16</sup> BIS (2025), “The Next-Generation Monetary and Financial System,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24; Miran, Stephen I. (2025), “A Global Stablecoin Glut: Implications for Monetary Policy,” *Speech at the BCVC Summit 2025, Harvard Club of New York City, New York*, Nov. 7.

(二)除地緣政治考量外，歐元區擔憂美元穩定幣侵蝕當地支付系統，中國大陸則擔憂其削弱外匯管制措施，因而加速採取因應對策

1. 歐元區擔憂美元穩定幣的出現，進一步弱化支付系統的主導性，因此推動數位歐元以維護貨幣主權<sup>17</sup>。

(1) 支付系統及貨幣日益成為地緣政治影響力的工具，大國致力於確保自身的貨幣主權獨立性。ECB 執行委員會成員 Philip Lane 示警，美元穩定幣壯大，恐削弱歐元支配地位與貨幣主權，並帶來金融風險及更高融資成本。

(2) 歐元區的數位支付系統呈現碎片化(fragmentation)狀態，缺乏一個能真正涵蓋歐洲、處理零售支付的當地數位解決方案，而過度倚賴美國支付巨擘<sup>18</sup>，使其易受到歐元區以外的政策轉變及經濟決策之影響。

(3) ECB 以發展數位歐元為優先策略，認為其有助維護以歐洲銀行為基礎的貨幣金融體系，並在實體交易場景成為捍衛歐元區貨幣主權的重要防線。

2. 中國大陸擔憂美元穩定幣普及恐致若干資本移動無法監控，正採取「分隔式」數位通貨策略，以數位人民幣鞏固貨幣管理，另以港元穩定幣或離岸人民幣穩定幣擴大其人民幣的國際地位影響力<sup>19</sup>。

(1) 近期中國人民銀行召開「打擊虛擬貨幣交易炒作工作協調機制會議」，對外表示穩定幣存在被用於洗錢、集資詐騙、違規跨境轉移資金等非法活動的風險，拒絕其在境內作為支付工具使用。

(2) 美國外交關係委員會研究員認為，美元穩定幣普及後，將成為中國大陸政府無法監控的資本流通管道，面臨喪失人民幣地位及政治影響力的風險。

(3) 芬蘭赫爾辛基大學學者指出，中國大陸似正採取「分隔式」數位通貨策略：境內以數位人民幣鞏固國家主導的貨幣治理地位；境外則以香港試點，允許發行港元或離岸人民幣穩定幣，以擴大其通貨的全球影響力。

---

<sup>17</sup> Prasad, Eswar S. (2025), "The Stablecoin Paradox," *IMF F&D Magazine*, Dec.; Schaaf, Jürgen (2025), "From Hype to Hazard: What Stablecoins Mean for Europe," *ECB Blog*, Jul. 28; Cipollone, Piero (2025), "The Digital Euro: Ensuring Resilience and Inclusion in Digital Payments," Introductory Statement at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Sep. 4.; Lane, Philip R. (2025), "The Digital Euro: Maintaining the Autonomy of the Monetary System," *Keynote speech at University College Cork Economics Society Conference 2025*, Mar. 20; Cipollone, Piero (2024), "Monetary Sovereignty in the Digital Age: The Case for A Digital Euro," *Keynote speech at the Economics of Payments XIII Conference organised by the Oesterreichische Nationalbank*, Sep. 27.

<sup>18</sup> 國際信用卡機制 Visa、Mastercard 處理歐元區 65% 的卡片支付交易；另科技巨擘 Apple、Google 及 PayPal 主導的行動支付，亦占歐元區零售交易近 1/10，且呈兩位數的年成長。

<sup>19</sup> 中國人民銀行(2025)，「打擊虛擬貨幣交易炒作工作協調機制會議召開」，新聞稿，11 月 28 日；中國評論新聞(2025)，「中美金融貨幣博弈下的香港穩定幣新政」，11 月 7 日；Zongyuan, Zoe Liu (2025), "Why China Is Spooked by Dollar Stablecoins and How It Will Respond," *Council on Foreign Relations*, Aug. 21；Taylor, Monique (2025), "Stablecoins Prompt Strategic Rethink of China's Financial Strategy," *East Asia Forum*, Aug. 22。

Q5：穩定幣可能衍生出哪些風險？目前國際監理趨勢為何？

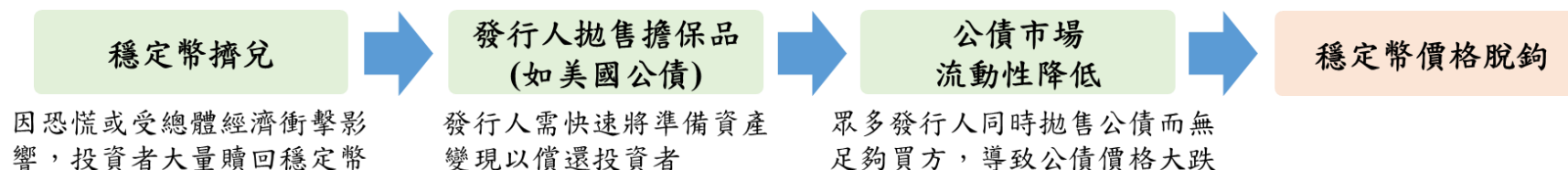
A5：穩定幣體系<sup>20</sup>不在存款保險範圍內且缺乏央行作為最後貸款者，若未適當監管，可能衍生價格脫鉤、擠兌、傳染及匯率波動風險，並衝擊商業銀行金融中介功能，故主要經濟體正逐步強化監理措施，國際組織亦建議加強對穩定幣之監管。

(一)穩定幣體系若未受適當監管，可能衍生價格脫鉤、擠兌、傳染及匯率波動等風險，並影響商業銀行之金融中介功能

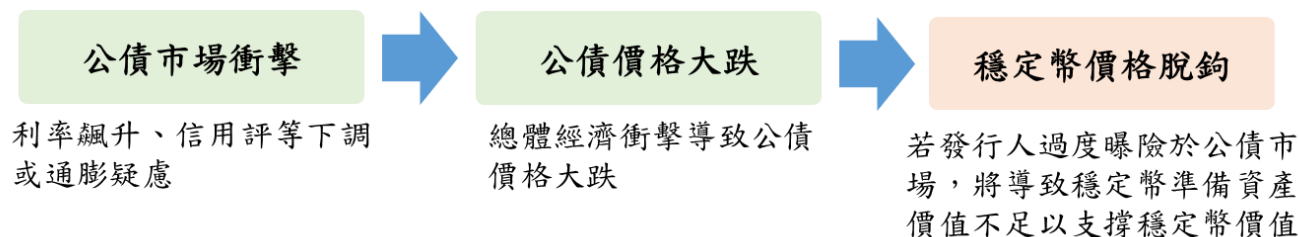
### 1. 價格脫鉤風險

(1)即使穩定幣以公債等安全性資產作為準備資產，在市場壓力期間安全性資產仍可能遭到拋售，進而使穩定幣價格脫鉤；尤其，若準備資產過度集中，當特定資產價格受衝擊時，穩定幣更會面臨價格脫鉤甚至崩跌風險<sup>21</sup>。

- **準備資產脆弱性**(fragility)：安全性資產在市場壓力期間可能遭到大量拋售。



- **集中度風險**(concentration risk)：穩定幣準備資產過度集中於單一資產。



<sup>20</sup> 係指穩定幣初級市場發行及次級市場交易的生態體系。

<sup>21</sup> MIT Digital Currency Initiative (2025), “Will Stablecoins Impact the US Treasury Market?” MIT Digital Currency Initiative, Aug. 21.



(2)據BIS統計<sup>22</sup>，2019年以來**穩定幣**的價格波動度雖遠低於比特幣等虛擬資產，但仍無法維持在固定價格(如1美元)，**脫鉤事件時有所聞**。例如，**2023年**全球第二大穩定幣**USDC**曾因其存放準備資產的**矽谷銀行(SVB)**倒閉，**一度遭到拋售，與美元暫時脫鉤**。

## 2. 擠兌風險

- (1)由於穩定幣體系**不在存款保險範圍內，且缺乏央行作為最後貸款者**，若未受適當監管，可能因準備資產透明度不足、資產被挪用或資產價格波動影響市場對穩定幣之信心，引發穩定幣持有人之**擠兌風險**。
- (2)一旦穩定幣發行人或服務商倒閉，持有穩定幣之消費者可能**面臨損失**，且因被視為無擔保債權，而**面臨契約不利後果，損及金融消費者權益**。

## 3. 傳染風險

- (1)FSB與IMF聯名報告<sup>23</sup>指出，**當穩定幣與傳統金融機構或支付系統緊密連結**，在壓力情況下可能將風險從虛擬資產領域擴散到傳統銀行體系或金融市場，形成系統性傳染效應。
- (2)FSI(2025)<sup>24</sup>亦指出，**當穩定幣的投資報酬不如預期**時，可能擴大穩定幣服務商擠兌可能性，進而引發穩定幣服務商與發行人之間的傳染風險。若銀行提供穩定幣服務或其存款被充作準備資產，亦將受影響。

## 4. 匯率波動風險

- 一 釘住他國法幣的**穩定幣**，**若與本幣存在套利空間**，可能在短時間內出現大規模資本移動，**進而放大外匯市場波動，帶來加劇匯率波動的金融穩定風險**。

## 5. 衝擊商業銀行金融中介功能

- (1)FSI(2025)指出，目前國際上穩定幣服務商常透過**提供穩定幣借貸等各種收益性產品**<sup>25</sup>，對穩定幣持有人支付收益

---

<sup>22</sup> BIS (2025), “The Next-Generation Monetary and Financial System,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

<sup>23</sup> FSB (2023), “IMF-FSB Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets,” FSB, Sep.7.

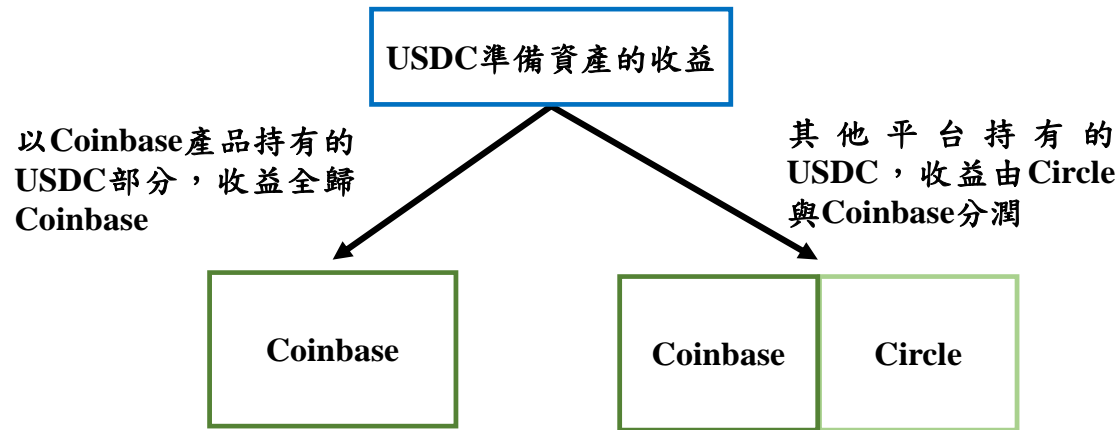
<sup>24</sup> Ocampo, Denise Garcia (2025), “Stablecoin-related Yields: Some Regulatory Approaches,” *FSI Briefs*, Oct. 23.

<sup>25</sup> 穩定幣相關收益性產品，例如出借穩定幣給有流動性需求之交易平台、出借充當保證金或投入去中心化(DeFi)融資平台等。



或報酬。以美國為例，虛擬資產交易所 **Coinbase** 即向 **USDC 持有者提供獎勵收益**。而 Coinbase 即透過持有 USDC 發行人 Circle 的股權，以及與 Circle 合作的分潤模式，取得 USDC 準備資產的收益(圖 7)。

圖7 Circle與Coinbase的分潤模式



資料來源：Coin Metrics State of the Network (2025), “Circle Goes Public: CRCL Valuation & the Economics of USDC,” Jun. 24

- (2) 銀行業者及央行示警<sup>26</sup>，若穩定幣能提供收益，**客戶可能傾向將資金投入穩定幣以賺取收益，而非存入銀行，恐引發銀行存款外流至穩定幣，形成影子銀行體系，威脅銀行的金融中介角色。**
- 根據美國財政部借款諮詢委員會(TBAC)本年第2季報告<sup>27</sup>，截至上(2024)年第4季，美國銀行業存款總額達17.8兆美元，其中6.6兆美元屬**不計息且易移轉的交易性存款**；若穩定幣可提供收益，該類存款**可能大量流向穩定幣市場。**
  - 銀行業者及央行擔憂，若消費者轉向收益較高的穩定幣，恐**削弱傳統金融中介信用創造功能**，迫使銀行**提高存款利率或更加依賴不穩定的批發性融資**，不僅衝擊銀行穩健經營，並對家庭與企業形成不利影響<sup>28</sup>。

<sup>26</sup> BitcoinEthereumNews (2025), “Citi Exec Warns Stablecoin Yields Could Drain Bank Deposits: Report,” *BitcoinEthereumNews*, Aug. 26; Schaaf, Jürgen (2025), “From Hype to Hazard: What Stablecoins Mean for Europe,” *ECB Blog*, Jul. 28.

<sup>27</sup> TBAC (2025), “Digital Money,” *TBAC Presentation*, Apr. 30.

<sup>28</sup> Quinio, Akila (2025), “US Banks Lobby to Block Stablecoin Interest over Fears of Deposit Flight,” *Financial Times*, Aug. 25.

## (二)因應上述潛在風險，主要經濟體正強化穩定幣之監管規範，國際組織亦建議加強監管

1. 主要經濟體針對穩定幣發行人及服務商之監管作法分為兩類：(1)將**現有金融監理法規擴展**至虛擬資產領域(如新加坡、日本)，使穩定幣發行人及服務商之監管與傳統金融機構監管維持一致性；(2)根據虛擬資產獨特性，**訂定虛擬資產專法**(如台灣、美國、歐盟及香港)，將穩定幣發行人及服務商納管<sup>29</sup>(詳附錄3之表1)。兩種作法之監管重點大致相似，主要包括：
  - (1) 穩定幣發行人：須遵守準備資產、贖回權、公司治理與風險管理、業務限制、洗錢防制、揭露及行銷等規範。
  - (2) 虛擬資產服務商：須遵守財務審慎要求、市場誠信、資產隔離、向主管機關申報資料、資訊揭露等規範。
2. 有關對穩定幣持有人支付收益或報酬，目前**國際間多禁止穩定幣發行人對持有人支付收益或報酬**，但是否禁止**服務商對穩定幣持有人辦理借貸或支付收益或報酬**，各國規範仍不一致，部分國家禁止或僅限對非零售消費者提供，部分國家雖未明文禁止，但正研議加強監理力度(詳附錄3之表2)。
3. FSB (2025)<sup>30</sup>指出，目前多數國家對虛擬資產服務商及穩定幣借貸等高風險活動之監理仍有不足，監理機關應要求提供收益或借貸服務之穩定幣服務商，**遵守與傳統金融業務相當之監理規範，以防範監管套利與系統性風險**。
4. 此外，為適度監管穩定幣服務商業務帶來之風險，FSI(2025)建議**可禁止穩定幣服務商對持有人提供借貸等收益型產品並支付收益或報酬**，或採行其他強化監理措施，例如：(1)**限制對零售消費者**提供穩定幣有關之收益型產品；(2)強化對服務商**公司治理、風險管理及償債能力之監管**；(3)對**多功能服務商**<sup>31</sup>訂定**防止利益衝突**之控管措施；(4)**強化資訊揭露**，包括**穩定幣報酬來源及相關風險**；(5)**將收益型產品視為投資工具**，並依相關規定進行監理；以及(6)**強化跨國合作與資訊共享**，以協助各國有效監理跨國經營之服務商。

<sup>29</sup> FSB (2025), “Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities,” FSB, Oct.

<sup>30</sup> FSB (2025), “Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities,” Oct; FSB (2023), “Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities: Updated Recommendations,” *FSB Policy Document*, July.

<sup>31</sup> 多功能服務商係指服務商同時提供虛擬資產或穩定幣之多種服務，例如發行、保管、交易、移轉、承銷等。

**Q6：穩定幣體系對本行的貨幣、信用及外匯管理有何影響？**

**A6：新台幣穩定幣對本行貨幣及信用管理尚不致帶來影響，未來端視應用場景與法規架構設計；另須關注美元穩定幣是否規避外匯管理規範，加劇新台幣匯率波動風險。本行將依循 IMF 等國際組織之指引，適時修訂穩定幣相關統計，並強化即時監控及完善外匯管理，維護國內金融運作順暢。**

**(一) 目前規劃中的新台幣穩定幣對貨幣信用創造及貨幣政策傳遞機制的影響不大；惟未來影響程度取決於其應用場景多寡與法規架構設計**

1. **新台幣穩定幣的性質類似我國電子支付代幣化**；未來發行人發行穩定幣、購買準備資產交付信託後，**僅形成 M2 組成項重分配，資金仍在貨幣體系內流通，對 M2 之影響大致維持不變**(圖 4)<sup>32</sup>。
2. 目前「虛擬資產服務法草案」擬規範穩定幣發行人不得支付任何形式之利息與收益，惟**未來服務商若有付息及借貸之機制**，其**信用創造規模若過於擴大**，可能**影響金融穩定**，宜審慎因應。
3. 目前規劃中的**新台幣穩定幣對國內銀行體系的貨幣信用創造影響有限**，本行仍可透過調整貨幣政策工具，調節整體新台幣流動性，**貨幣政策傳遞機制的貨幣、信用及利率等管道不致受到太大干擾**；**惟未來影響程度取決於其應用場景多寡與法規架構設計**。
4. 未來**穩定幣發展規模**，將取決於**市場需求、法規架構及技術進步**。新台幣穩定幣未來可能在虛擬資產與現實世界資產(RWA)代幣化這些領域發展；**發展空間須視其實際應用情況而定**。

**(二) 美元穩定幣可能規避我國現行結匯規範，弱化跨境資本移動監控，影響新台幣匯率穩定**

1. 由於**現行外匯管理架構係建立於「跨境資金移動須經由金融機構」的前提下**，若未來大量跨境支付改以穩定幣進行交易，以**規避我國現行結匯規範**，將使外匯管理架構出現監理缺口，**弱化跨境資本移動監控**。

---

<sup>32</sup> 請參見中央銀行(2025)，「美元穩定幣與新台幣穩定幣相關議題之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月18日。

2. 未來客戶透過服務商進行新台幣與美元穩定幣交易及跨境移轉（類似將新台幣兌換為美元匯出），若不適用現行結匯管理及申報規定，將可能造成法規套利，影響外匯管理之完整性。
3. 若未來企業將美元穩定幣廣泛用於貿易貨款、金融性交易或跨境匯款等，可能形成現行外匯管理制度外的平行「鏈上美元流入與流出」通道，若主管機關無法即時掌握相關資訊，部分跨境交易將脫離監理，形成影子外匯市場，削弱對資本流向的監控能力。
4. 當美元穩定幣價格發生偏離，可能出現法幣與穩定幣間之套利，增加新台幣匯率短期波動。另若未來穩定幣交易普及且規模大，其價格變動可能被市場視為新台幣對美元匯率的「即時參考指標」，進而讓虛擬資產市場情緒外溢至實體外匯市場，形成潛在風險，亦對央行維持外匯市場穩定與秩序構成新的挑戰。

### (三) 本行將依循 IMF 等國際組織之指引，適時修訂穩定幣相關統計，並強化即時監控及完善相關外匯管理，維護國內金融運作順暢

1. 自上次(2016 年)IMF 修訂貨幣與金融統計手冊(Monetary and Financial Statistics Manual, MFSM)以來，全球金融體系已發生重大變化，尤其是數位化對金融部門的衝擊，及相關新興金融活動對傳統信用與流動性之影響。爰此 IMF 在官網發布將啟動對 MFSM 的更新。該更新預計於 2028 年底完成，並提出相關指引供各界依循。
  2. 未來本行將遵循 IMF 之最新指引，適時修訂相關貨幣統計，以便即時掌握相關資訊
    - (1) 我國貨幣統計多依循 IMF 之指引；目前本行密切關注 IMF/MFSM 之修訂進度，且留意穩定幣生態系之發展，重新檢視貨幣相關總計數之定義，未來視需要，遵循 IMF 最新指引，適時修訂相關貨幣統計與定義。
    - (2) 穩定幣係私人發行，可能使央行難以控制的貨幣與金融領域擴大，增加貨幣管理與貨幣政策操作的不確定性。為更全面掌握市場流動性，未來隨穩定幣使用普及，有必要將穩定幣相關資訊納入本行貨幣政策管理的觀察指標。
- 若未來穩定幣廣泛用於消費、薪資支付或儲蓄，本行相關貨幣統計必須將其納入衡量或列為觀察指標，以避免整

體經濟活動所需之流動性被低估<sup>33</sup>。

- 美元穩定幣若成跨境支付主流，導致部分國人美元存款從銀行體系移轉至鏈上錢包，將影響**國內金融機構之外匯存款餘額及 M2**。

### (3) **本行對美元穩定幣交易、跨境支付之因應**

- 為完善外匯管理，將規劃**建立**服務商之**穩定幣資料通報機制**，要求境內服務商報送客戶外幣穩定幣移轉及兌換等資料，以**納入管理**。
- 為有效追蹤穩定幣的跨境流動，可**與金融機構合作建立「鏈上監理科技」(RegTech)**，運用區塊鏈分析工具(如 Chainalysis 等)來監測穩定幣交易，以**強化對穩定幣交易的流動性與透明度之掌握，完善外匯管理架構**。
- 服務商提供之穩定幣兌換、轉移、保管及借貸等服務，已與傳統銀行買賣外幣、匯兌及放款業務相近，並涉及金融消費者權益。**基於「相同活動、相同風險、相同監管」原則，宜比照金融機構建立相應之管理規範**。本行將**與相關主管機關共同完善穩定幣交易與跨境支付之監理架構**，提升金融體系之穩定性與透明度，以因應虛擬資產市場所帶來之新興風險。

---

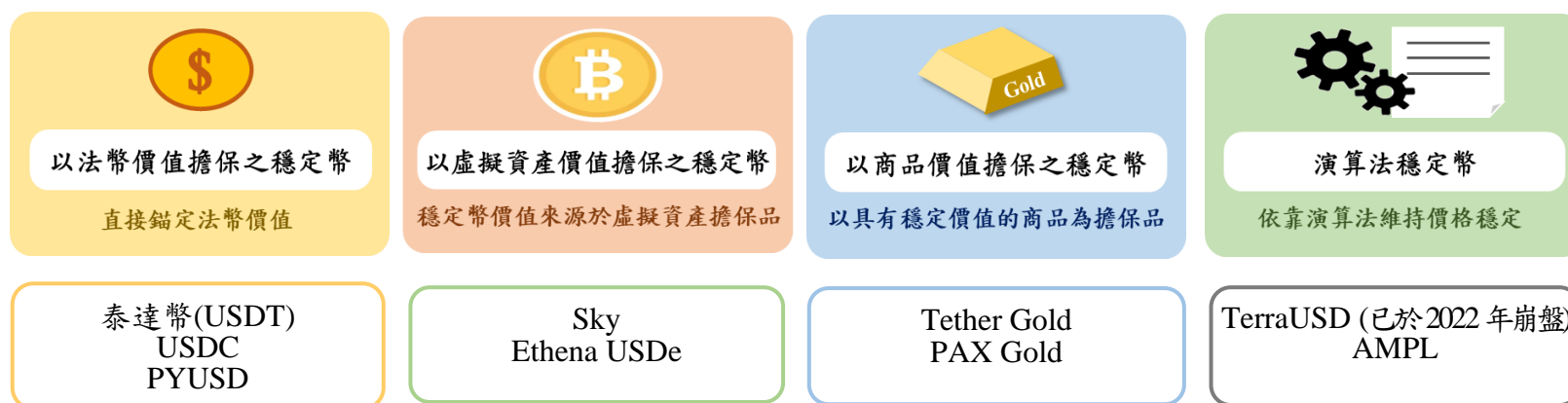
<sup>33</sup> Lee, Yurim (2025), “Stablecoins, the GENIUS Act, and Monetary Aggregates: A DSGE Approach,” *SSRN Working Paper*, Sep. 16.



## 附錄 1：BIS 將穩定幣分為以法幣價值擔保之穩定幣、以虛擬資產價值擔保之穩定幣、以商品價值擔保之穩定幣及演算法穩定幣等 4 大類<sup>34</sup>

1. 穩定幣是一種虛擬資產，主要作為虛擬資產交易的媒介通貨，其結合區塊鏈(blockchain)技術，並強化去中心化金融(Decentralised Finance, DeFi)，在主要虛擬資產交易所涉入逾 80% 的交易。
2. 為解決傳統虛擬資產價格劇烈波動問題，並作為加密生態系統中安全的價值儲藏工具，穩定幣需有價值連結來源；BIS 依其價值連結來源，將穩定幣分為 4 類<sup>35</sup>：連結法定通貨的以法幣價值擔保之穩定幣、靠演算法機制維持價值的演算法穩定幣、價值來源為虛擬資產擔保品的以虛擬資產價值擔保之穩定幣，及價值來源連結大宗商品如黃金的以商品價值擔保之穩定幣(下圖)。
3. 相對於演算法穩定幣、以虛擬資產價值擔保之穩定幣及以商品價值擔保之穩定幣，以法幣價值擔保之穩定幣，因其價值與法幣 1:1 掛鉤，價格波動度最小，為穩定幣市場主流，在市場上亦最具支付潛力。

圖 穩定幣類型



資料來源：本行依據 BIS 分類所繪製之示意圖

<sup>34</sup> 亦有以穩定幣持幣者是否可獲取鏈上(on-chain)收益，而將穩定幣分為「支付型穩定幣」及「收益型穩定幣」兩大類。

<sup>35</sup> BIS (2025), "The Next-Generation Monetary and Financial System," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

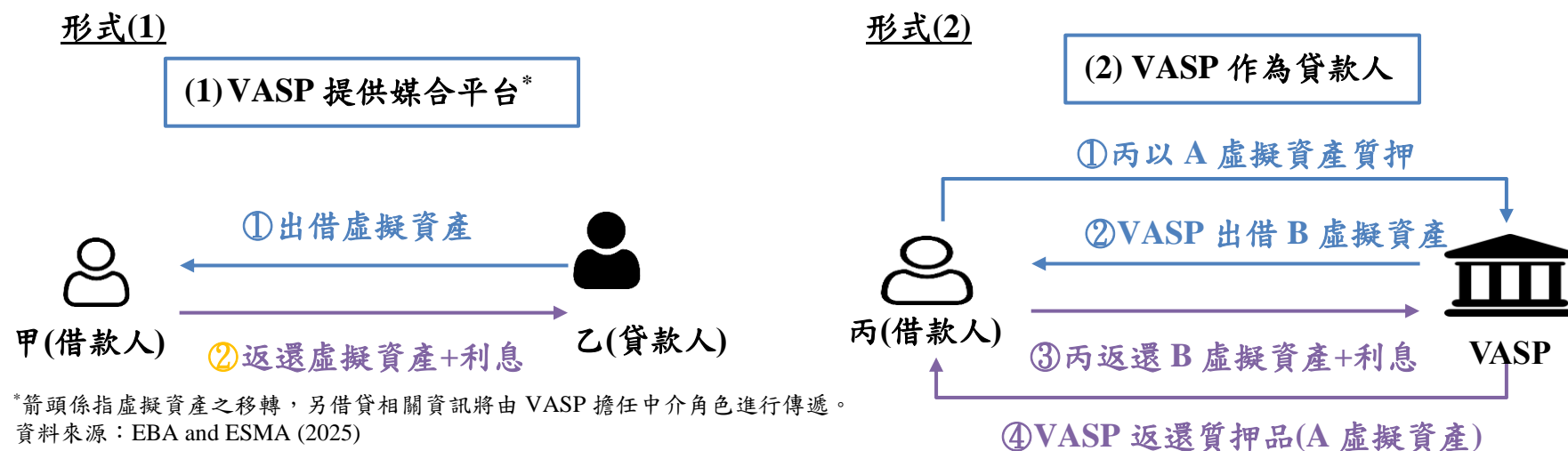
## 附錄 2：虛擬資產服務商(VASP)<sup>36</sup>的借貸活動常見於虛擬市場體系中<sup>37</sup>

1. **VASP** 係指作為中介角色，提供虛擬資產交易、投資、託管、移轉、諮詢及借貸等服務之業者；其中，在借貸服務方面，現行 VASP 提供借貸服務大致分為兩種形式<sup>38</sup>(下圖)：

(1) VASP 提供**媒合平台**，使借、貸雙方(甲、乙)進行配對。

(2) VASP **本身作為貸款人**，向投資人丙提供虛擬資產借款服務；如下圖右(2)，丙以 A 虛擬資產為質押品，向服務商借入 B 虛擬資產；之後，丙返還 B 虛擬資產及利息，服務商則返還原質押的 A 虛擬資產。

圖 VASP 提供借貸服務之商業模式



<sup>36</sup> 依據虛擬資產服務法草案第 18 條規定，平台業者為客戶保管之資產，與其自有財產，應依規定之方式分別獨立，未經客戶指示不得動用其資產。因此，辦理保管業務的平台不會產生信用創造情形。

<sup>37</sup> 由於虛擬資產借貸商的財務風險較高，主要經濟體對借貸業務規範仍不一致，未來穩定幣借貸活動仍待觀察，本行謹假設情境分析。

<sup>38</sup> EBA and ESMA (2025), "Recent Developments in Crypto-assets (Article 142 of MiCAR)," *Joint Report*, Jan. 16.

2. 國際間 VASP 常見的穩定幣借貸機制<sup>39</sup>(下表)，包括：

表 VASP 常見的穩定幣借貸機制

常見的穩定幣借貸機制	說明
出借給交易平台與造市者	<ul style="list-style-type: none"> <li>• VASP 將用戶的<b>穩定幣出借給交易平台與造市者</b>，為需要在不同交易所間進行價格套利的交易者<b>提供流動性</b>。</li> <li>• <b>以身為 VASP 的虛擬資產交易所</b> Gemini 推出的 Gemini Earn 計畫為例，Gemini 將用戶穩定幣出借給虛擬資產借貸商 Genesis，再由 Genesis 轉借給其他機構借款者。</li> </ul>
保證金借貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 將用戶的穩定幣<b>導入交易所的保證金借貸池</b>(margin lending pools)，<b>供槓桿交易者借入</b>。</li> <li>• 例如，作為 VASP 的虛擬資產交易所 Bitfinex，有提供保證金融資市場，用戶可提供泰達幣或 USDC，以浮動利率借給槓桿交易者；Bitfinex 則從所獲利息中收取一部分作為手續費。</li> </ul>
去中心化金融(DeFi)借貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>VASP 通常扮演中介角色</b>，協助用戶將穩定幣<b>投入 DeFi 借貸協議</b>(如 Aave)。</li> <li>• <b>用戶的穩定幣進入鏈上借貸池</b>，從借款者支付的利息中獲取收益。</li> </ul>
套利或衍生性商品策略運用的擔保品	<ul style="list-style-type: none"> <li>• VASP 出借用戶穩定幣，<b>作為套利或衍生性商品策略運用的擔保品</b>。</li> <li>• 如套利者向 VASP 借穩定幣，作為買進比特幣現貨、做空比特幣期貨時的擔保品。</li> </ul>

資料來源：Ocampo, Denise Garcia (2025)

<sup>39</sup> Ocampo, Denise Garcia (2025), “Stablecoin-related Yields: Some Regulatory Approaches,” *FSI Briefs*, Oct. 23.

### 附錄 3：主要經濟體對穩定幣發行人及虛擬資產服務商之規範

表 1 主要經濟體對穩定幣發行人及虛擬資產服務商之規範

	台灣	美國	歐盟	香港	新加坡	日本
立法方式	訂定虛擬資產專法				修訂現行法規	
法規名稱	虛擬資產服務法草案	GENIUS 法、Clarity 法案	加密資產市場規範(MiCA)	穩定幣條例、虛擬資產交易平台指引	支付服務法(修法中)	支付服務法
穩定幣發行人規範內容	須遵守準備資產、贖回權、公司治理與風險管理、業務限制、洗錢防制及打擊資恐，以及揭露及行銷等要求規範；另針對全球穩定幣或系統重要性穩定幣，額外制定較嚴格的監管要求。					
VASP 規範內容	須遵守財務審慎要求、市場誠信、資產隔離、向主管機關申報資料、資訊揭露等規範；另部分經濟體如台灣、美國及歐盟亦要求個別服務提供商(如交易平台、保管商等)須遵守不同之規定。					

資料來源：FSB (2025)；Crisanto, Juan Carlos et al. (2024), “Stablecoins: Regulatory Responses to Their Promise of Stability,” *FSI Insights*, BIS, Apr.

表 2 主要經濟體對 VASP 辦理穩定幣借貸業務或提供收益之規範

	VASP 是否可 辦理借貸業務	VASP 是否可 提供收益	內容
美國	—	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>不論是 VASP 目前適用的現有證券及衍生性商品相關法規，或是國會討論中的「Digital Asset Market Clarity Act」草案(簡稱 Clarity 法草案)，均未包含禁止 VASP 提供利息或收益產品的相關規定。</li> <li>Clarity 法案僅針對保管商、經紀與交易商及交易所進行規範，未提及穩定幣借貸業務。</li> </ul>
歐盟	回歸各會員國 法令，並研究 加強監控	✗	<ul style="list-style-type: none"> <li>MiCA 明確<b>禁止穩定幣發行人及服務商向持有人支付持有期間之任何形式收益或報酬。</b></li> <li>MiCA 前言指出，本規定不涉及包括穩定幣等虛擬資產之借貸，而係<b>回歸歐盟各會員國法令規定，惟歐盟金融監理機關正研究及加強監控借貸模式可能衍生風險<sup>40</sup>。</b></li> </ul>
新加坡	✓ (僅專業投資人)	✓ (僅專業投資人)	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>禁止服務商對零售消費者提供任何形式的獎酬或誘因，以勸誘其進行穩定幣交易，並禁止提供零售消費者任何信用額度或進行槓桿交易<sup>41</sup>。</b></li> <li><b>惟對非零售用戶的專業投資者，可在已充分揭露風險並取得用戶同意的條件下進行借貸活動。</b></li> </ul>
日本	✓ (以放貸業務 法進行規範)	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>法規未限制 VASP 不得辦理穩定幣借貸業務，惟若欲從事放貸業務，似須依「放貸業務法」(Money Lending Business Act)辦理登記，並遵守相關規定。</li> </ul>
香港	明文禁止交易 平台進行借貸	明文禁止交易 平台支付收益	<ul style="list-style-type: none"> <li>香港證券及期貨事務監察委員會 2023 年 6 月發布之虛擬資產交易平台指引，已明定禁止支付收益或報酬，亦不得從事借貸業務。</li> </ul>

資料來源：各經濟體監管機構網站; FSB (2025), “Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities,” *Peer review report*, Oct. 16

<sup>40</sup> 依據 EBA 與 ESMA 於本年 1 月發布之「加密資產近期發展」(Recent Developments in Crypto-assets)報告指出，歐盟多數國家之服務商提供虛擬資產借貸相關服務。該報告亦指出，借貸服務模式存有過度使用槓桿、資訊不對稱、洗錢/資恐，以及因再質押與抵押鏈、順循環性與相互關聯性所衍生的系統性風險。

<sup>41</sup> 新加坡金融管理局(MAS)於 2023 年 8 月發布穩定幣監管架構，將穩定幣服務商視為數位支付代幣(digital payment tokens, DPT)服務提供者，適用「數位支付法」(Digital Payment Act)。



## 七、美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討

上(2024)年美國通膨逐步降溫，勞動市場放緩，Fed 於 9 月開啟降息週期，連續 3 次會議降息，聯邦資金利率目標區間由 5.25%~5.50% 降至年底 4.25%~4.50%。本(2025)年 1 月美國川普總統就職後，相關政策對通膨之影響不確定性高，加以通膨未進一步減緩，**Fed 為評估川普政策對就業及通膨之影響，暫停降息達 9 個月。本年 9 月因勞動市場又有放緩跡象，Fed 重啟降息**，本年底利率降至 3.50%~3.75%，累計降息 7 碼，達 175 個基點。

惟相較 **1990 年以來多次降息週期**，長天期利率多呈現下跌趨勢；**上年 9 月降息迄今，10 年期公債殖利率反而上升 54 個基點**，主要係反映**長天期公債之期限溢酬(Term Premium)攀升**。此應與川普新政以來，美國**通膨有升溫跡象、經濟前景不確定性高**，且市場對**政府財政負擔及 Fed 政策獨立性存有疑慮**等因素有關；投資者基於諸多不確定因素考量，在持有較長天期之公債時，希望能有**較高之期限溢酬作為補償**，致長債殖利率未能隨 Fed 降息而下跌。

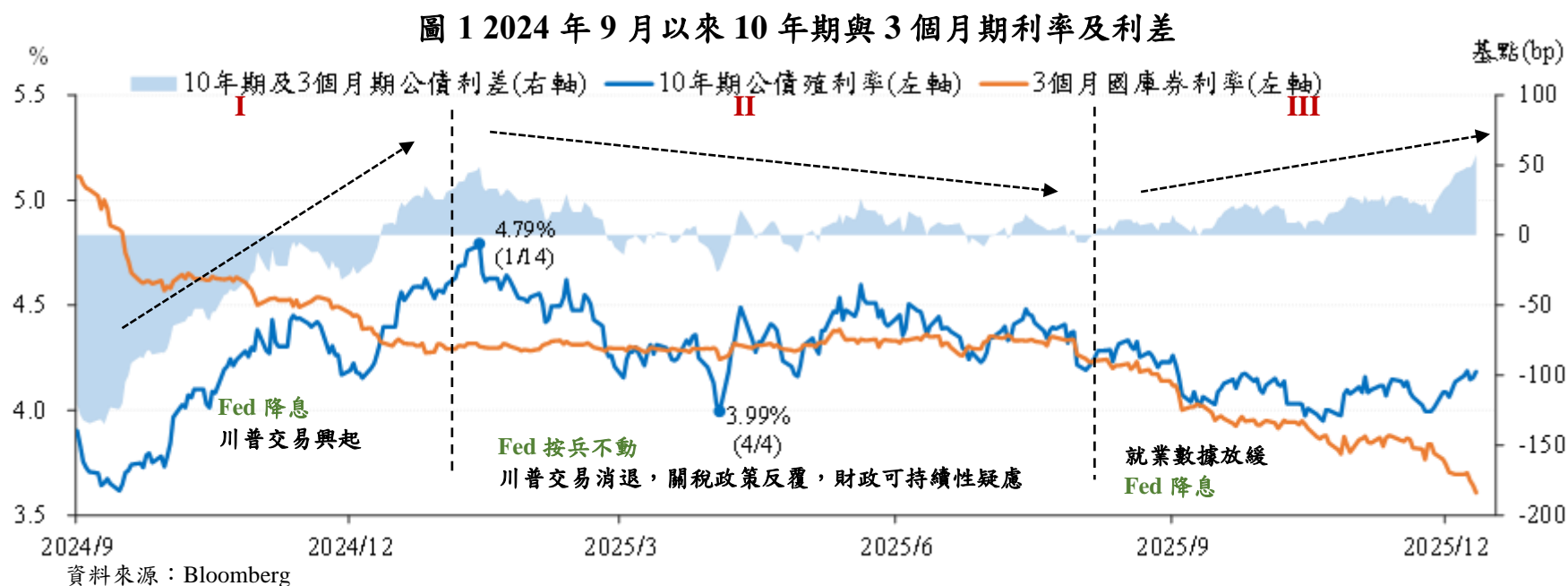
近年來，COVID-19 疫情使美國政府債務大幅攀升，加以地緣政治風險升溫，部分國家對美元武器化心存疑慮，致市場上「疑美論」的聲浪上升，拋售美債等美元資產或增持黃金等相關議題常成為近期市場焦點。然而，實務上執行「去美元化」並不容易；由於美國經濟、金融及科技創新實力居全球之首，美國公債又是全球**金融資產的評價基礎**，為國際金融市場**最普遍接受之高品質資產**，故美元資產仍是全球投資人之首選，而**美國公債仍是全球流動性最佳之安全資產**。

本文首先回顧自上年 9 月 Fed 開啟降息週期以來的重要經濟情勢轉折，整理殖利率曲線在三個階段中的調整過程，說明殖利率曲線如何反映貨幣政策、川普政策與經濟數據預期的變化；並探討美國公債期限溢酬上升之原因及近期投資人持有美國公債情形。儘管市場上存在「去美元化」的討論，實際數據顯示**外國投資人持有美國公債的規模持續刷新歷史高點**。美國公債市場深度與流動性仍居全球之冠，**美元資產的核心地位依然穩固**。

## (一) 本次降息週期美國貨幣政策、市場預期與公債殖利率曲線之轉折變化

上年美國勞動市場放緩，Fed 於 9 月至 12 月間累計降息 4 碼；本年以來貨幣政策維持按兵不動，直至勞動市場再次出現降溫跡象，並自本年 9 月重啟降息，迄今累計降息 3 碼。此期間，短天期利率變化大致與 Fed 貨幣政策動向一致，長天期利率走勢則更多反映市場對經濟成長與通膨之預期變化，以及期限溢酬上升的影響，致長天期利率出現幾次轉折變化。以下分三個階段說明(圖 1)：

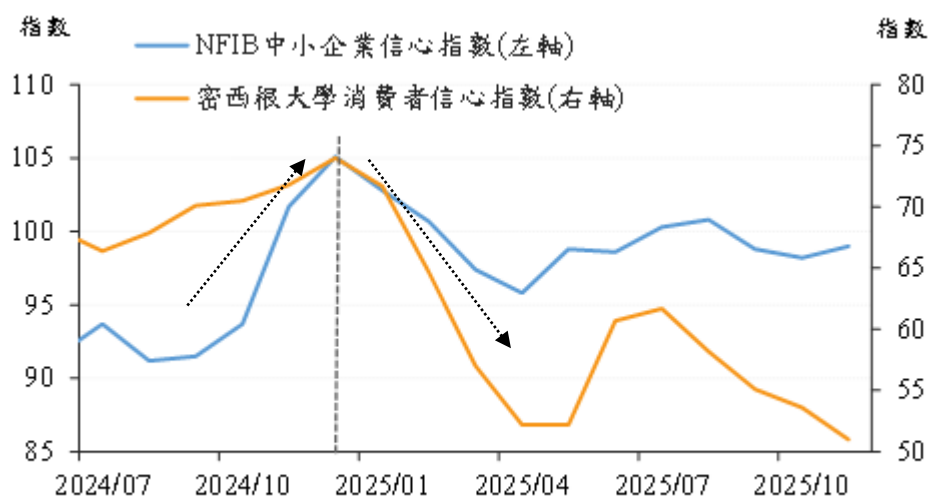
- (1) **第一階段(2024 年 9 月至 12 月底)：曲線由倒掛轉陡峭**。短率隨 Fed 連續降息 4 碼而下降；長率則回升，主要反映川普交易興起，市場預期川普 2.0 政策將支持經濟成長，通膨恐再升溫。
- (2) **第二階段(2025 年 1 月至 7 月底)：曲線由陡峭轉趨平坦**，反映川普經貿政策影響廣泛，加深市場對經濟前景的疑慮，川普交易快速消退。而川普關稅政策反覆，加以美國財政可持續性疑慮升溫，多空因素交錯，長率震盪下行。
- (3) **第三階段(2025 年 8 月迄今)：曲線重新趨陡**。美國勞動市場降溫，Fed 主席 Powell 表示風險平衡出現變化，自本年 9 月重啟降息，短率降幅大於長率。



## 1. 第一階段(2024 年 9 月至 12 月底)：曲線由倒掛轉趨陡峭

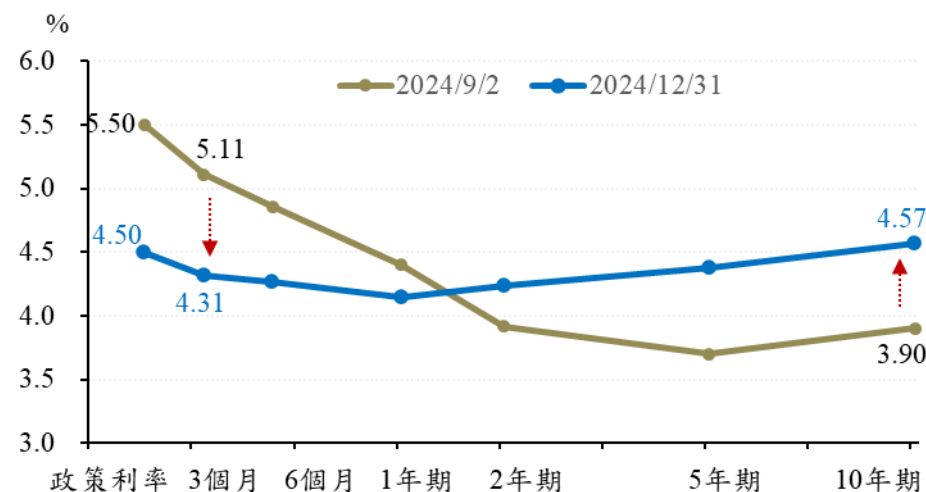
- (1) 2024 年 9 月，Fed 考量美國勞動市場及通膨均呈放緩，開啟降息週期，至年底合計降息 4 碼，政策利率從 5.25%~5.50% 下調至 4.25%~4.50%。
- (2) **10 年期公債殖利率**則自降息前**低點回升**，主要係反映投資人預期川普 2.0 政見將帶動經濟成長。相關政見如減稅政策將促進消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管以提振企業獲利等，均有助提升整體經濟前景信心(圖 2)。在此預期下，金融市場亦呈現「川普交易」的樂觀行情<sup>1</sup>。
- (3) 此期間**3 個月期利率**自 5.11%**下降**至 4.31%，**10 年期利率**自 3.90%**上升**至 4.57%，殖利率曲線由大幅倒掛轉為小幅陡峭(圖 3)。

圖 2 川普交易前後之經濟信心變化



資料來源：Bloomberg

圖 3 殖利率曲線由倒掛轉趨陡峭



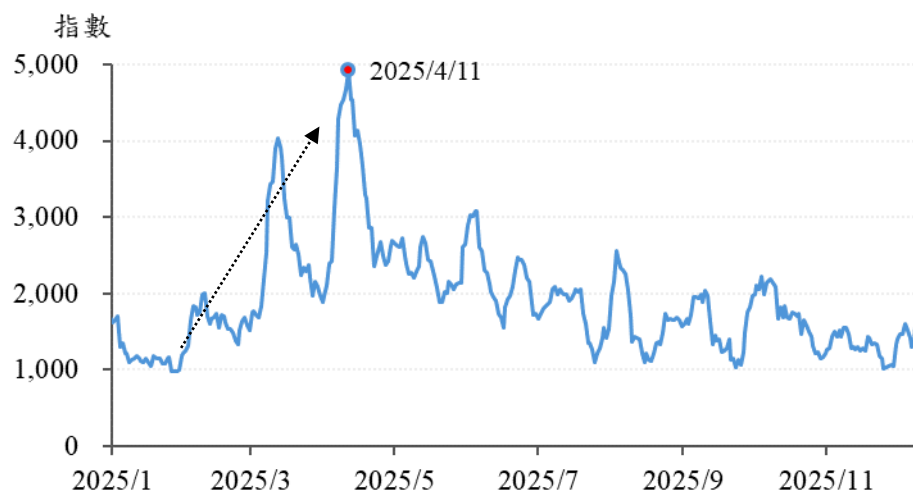
資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> 有關川普交易，請參見中央銀行(2025)，「川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3月20日。

## 2. 第二階段(2025 年 1 月至 7 月底)：曲線由陡峭轉趨平坦

- (1) 川普上任以來，**政策具高度不確定性**(圖 4)，**企業投資與民眾消費信心轉弱**(圖 2)，美國經濟成長動能出現放緩跡象，致「**川普交易**」**迅速降溫**，10 年期公債殖利率一度自 1 月 14 日高點 4.79% 降至 4 月 4 日 3.99% (圖 1)。
- (2) 4 月初**對等關稅政策規模超乎市場預期**，市場擔憂高額關稅措施恐推升通膨，而「**大而美法案**」(One Big Beautiful Bill Act)之擴張性財政政策，加深市場對美國財政可持續性之疑慮<sup>2</sup>，加以川普經貿政策反覆不定，10 年期公債殖利率於 4.2%~4.5% 間**區間震盪**。
- (3) 此期間，**Fed 政策步調審慎按兵不動**，**3 個月利率大致維持不變**，**10 年期利率由 4.56% 下降**至 4.37%，殖利率曲線轉趨平坦(圖 5)。

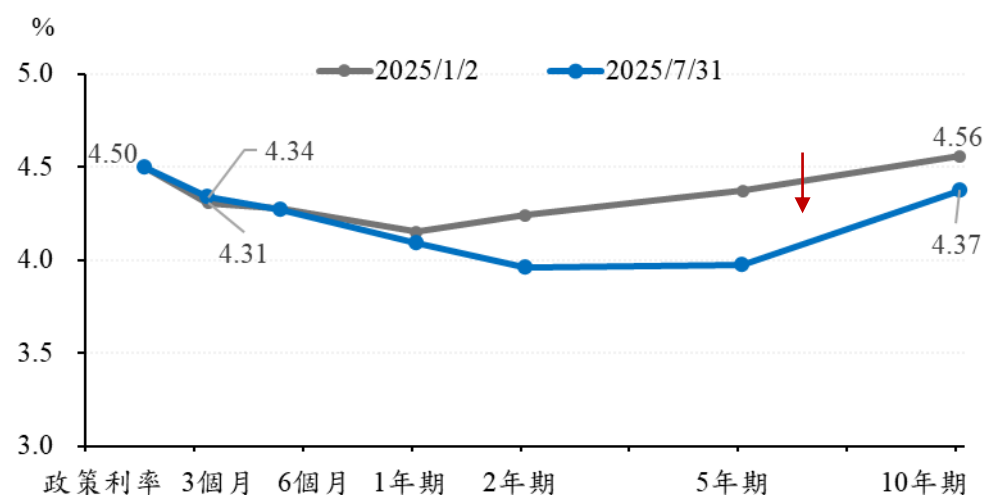
圖 4 美國貿易政策不確定指數



註：表中數值為原始資料取 7 日移動平均值。

資料來源：Baker, Bloom and Davis, Economic Policy Uncertainty 網站

圖 5 殖利率曲線轉趨平坦



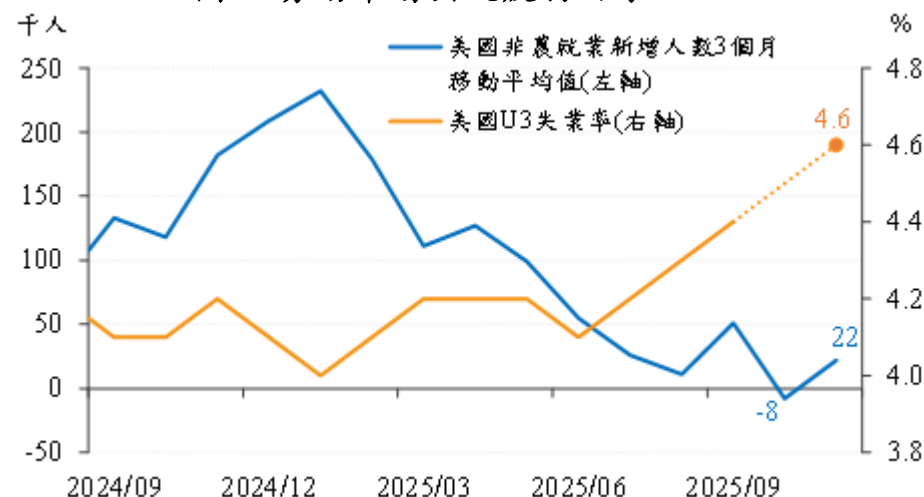
資料來源：Bloomberg

<sup>2</sup> 本年 5 月 16 日 Moody's 將美國主權信用評等由「Aaa」下調至「Aa1」，伴隨市場預期「大而美法案」即將通過，外界擔憂延長減稅措施等擴張性財政政策，恐加重債務負擔，使美國財政可持續性受到質疑。市場敘事除聚焦經貿政策不確定性外，亦圍繞降評及減稅法案等話題，共同帶動殖利率上行。

### 3. 第三階段(2025 年 8 月迄今)：殖利率曲線重新陡峭化

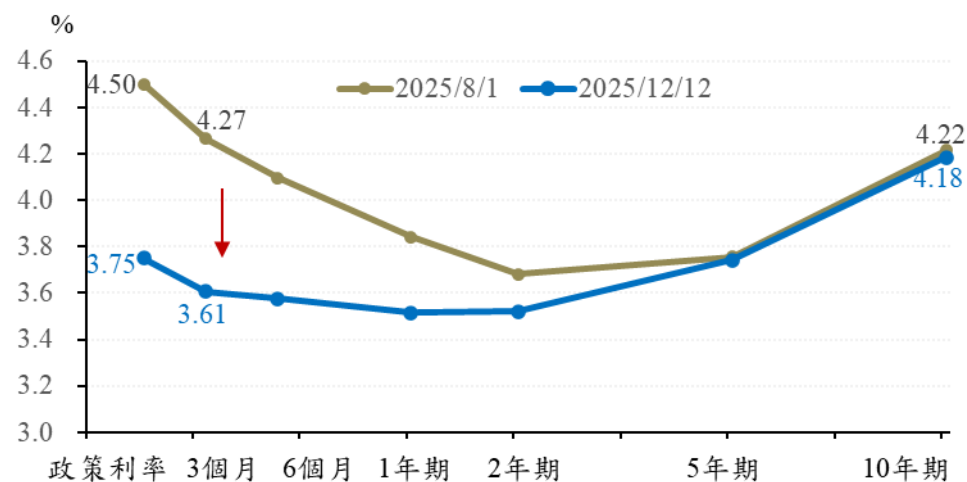
- (1) 本年 8 月以來美國**勞動市場下行風險**升高(圖 6)，Fed 於 9 月**重啟降息**，全年合計降息 3 碼，3 個月期利率自 4.27% 下降至 3.61%，10 年期利率自 4.22% 下降至 4.18%，長端利率降幅有限(圖 7)，主要反映市場對未來 Fed 降息步調與經濟前景之**觀望態度**。
- (2) 近期 Fed 內部對後續**利率路徑看法分歧**，使中長期降息展望仍不明確。
- 由於通膨仍高於目標，部分成員對降息保持審慎態度；然亦有部分成員側重就業下行風險，主張仍有降息空間。
  - 12 月 FOMC 會議點陣圖顯示，成員對於未來降息的必要性看法分歧。主張明(2026)年降息 2 碼以上的成員有 8 位，主張不降息或升息的成員則有 7 位。
- (3) 此外，川普就任後多次呼籲 Fed 加快降息，市場因而預期其**未來提名之 Fed 主席立場可能偏鴿**，且 AI 投資支撐成長動能的情況下，**通膨回溫疑慮**尚未消除，亦限制長天期利率的下行空間。

圖 6 勞動市場出現疲弱跡象



註：美國未公布本年 10 月失業率。  
資料來源：Bloomberg

圖 7 殖利率曲線重新趨陡



資料來源：Bloomberg

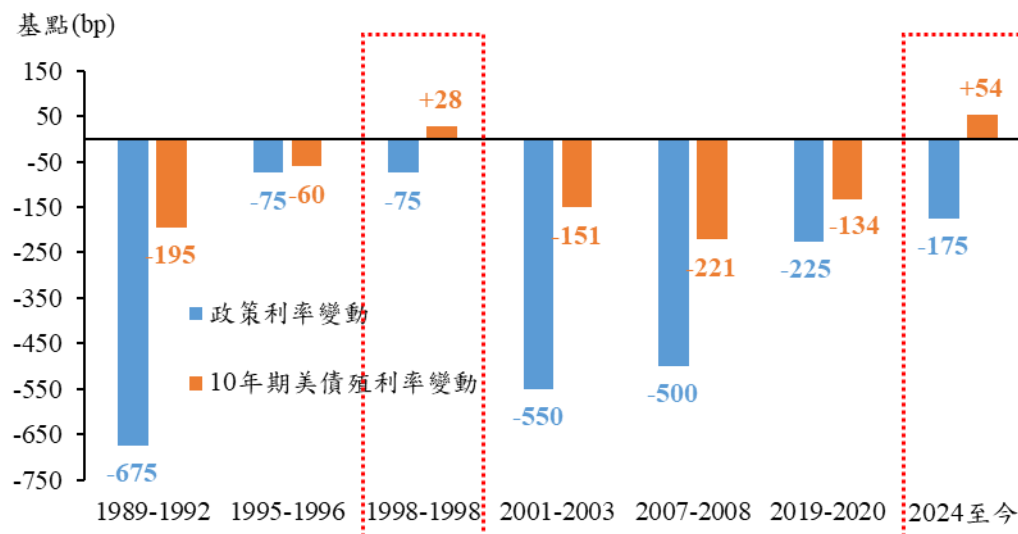


## (二)美國本次降息週期公債殖利率曲線變化之特殊性：政策利率下降，長天期殖利率不降反升

相較於 1990 年以來之降息週期，Fed 多因經濟衰退或資產泡沫破裂，而採快速降息，或併以實施量化寬鬆，大規模購買中長天期債券，壓低殖利率曲線，致美國公債殖利率曲線整條下移。然而，**本次降息週期緩慢且漸進**，政策利率下調，**長天期殖利率不降反升**，市場對持有長天期債券所**要求的風險補償有所增加**。

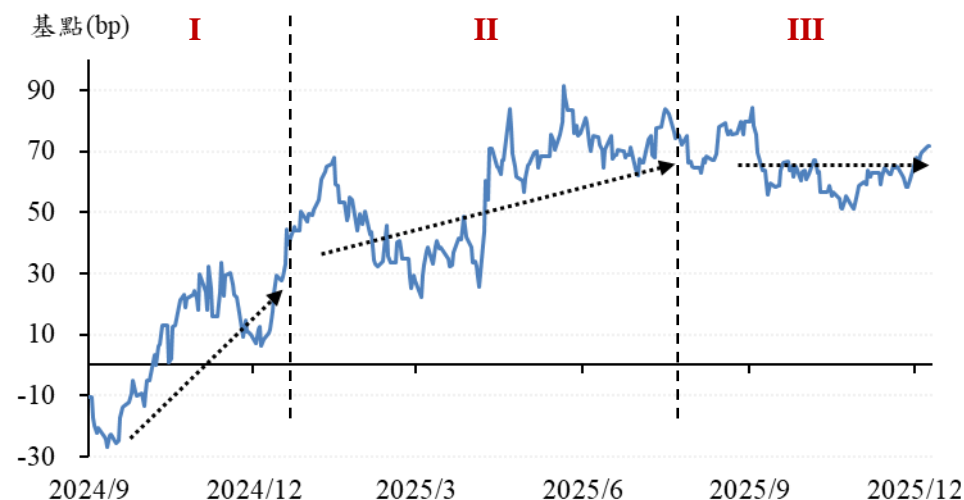
1. **1998 年 Fed 降息 3 碼<sup>3</sup>**，惟當時科技業仍蓬勃發展，**經濟表現亦優於預期**，致使**長天期利率不降反升**(圖 8)。
2. 上年美國勞動市場放緩，Fed 自 9 月開啟降息週期，至本年 12 月聯邦資金利率**下調 175 個基點**至 3.50%~3.75%，10 年期**公債殖利率**於同期間由 3.6%**上升約 54 個基點至 4.2%**(圖 8)。
3. 本次降息週期，適逢川普總統重返執政，川普 2.0 各項政策之不確定性影響市場對美國公債之信心<sup>4</sup>，**投資人對持有長天期公債要求更高的風險補償**，**期限溢酬上升近 100 個基點**(圖 9)。

圖 8 本次降息週期，長天期公債殖利率不降反升



資料來源：Bloomberg

圖 9 10 年期美國公債期限溢酬



資料來源：Bloomberg

<sup>3</sup> 1998 年 9 月 LTCM(Long-Term Capital Management)對沖基金因俄羅斯債務問題發生倒閉危機，Fed 連續三次會議各降息 1 碼。

<sup>4</sup> 請參見中央銀行(2025)，「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」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 19 日。

#### 4. 本次降息週期長天期公債期限溢酬上升之可能因素

自上年9月Fed降息以來，期限溢酬由負轉正，且呈逐步上升趨勢(圖9)。可能反映以下因素：

- (1) **美國通膨預期仍具黏性**：美國通膨雖自高點回落，然**中長期通膨預期仍高**於Fed目標(圖10)；目前市場普遍認為通膨回到目標的過程將較為緩慢，使債券期限溢酬居高。
- (2) **美國經濟成長可能優於市場預期**：
  - 11月S&P Global預測**明年美國經濟成長率(2.24%)高於本年(1.98%)**<sup>5</sup>。
  - 12月FOMC之經濟估測顯示，Fed已**連續兩季上修明、後年美國經濟成長率預測**，反映對美國經濟前景的看法轉趨樂觀<sup>6</sup>(圖11)；在AI相關投資支撐下，美國經濟表現可能優於原先預期。

圖10 市場對美國中長期通膨預期

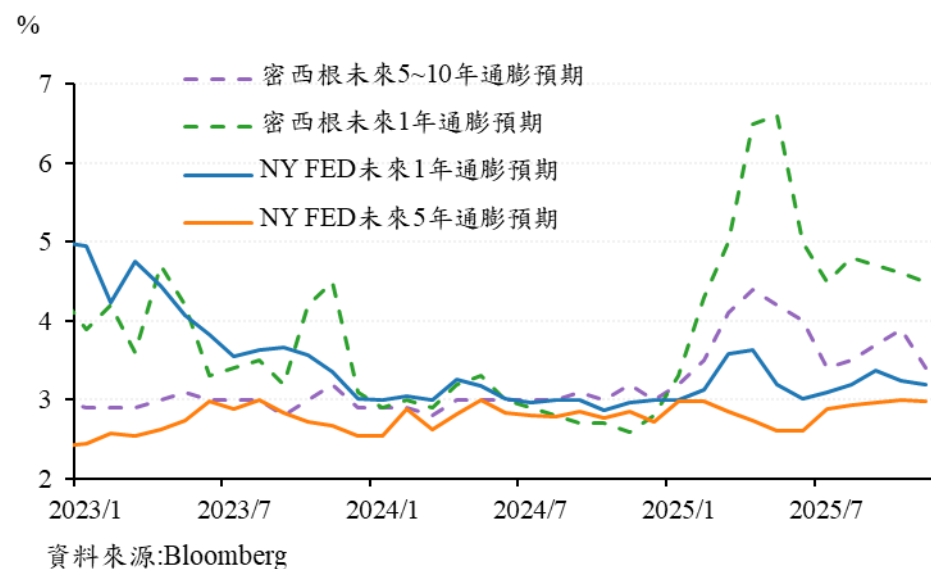
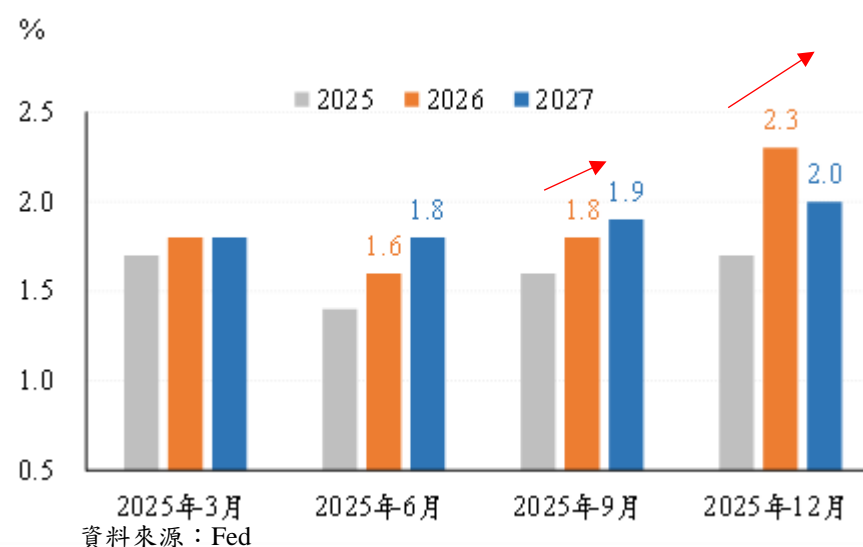


圖11 FOMC 會議對美國實質 GDP 成長率預測



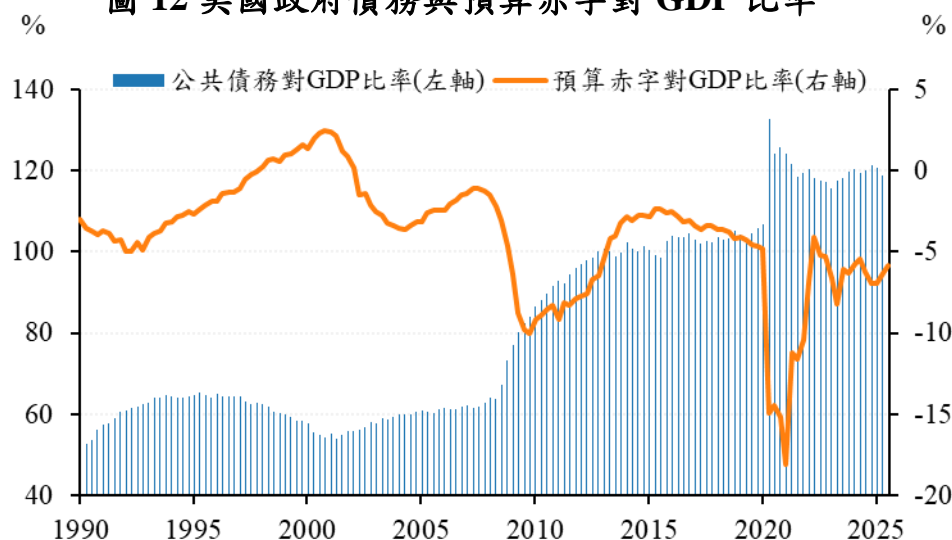
<sup>5</sup> S&P Global 11月18日報告上修美國明年經濟成長率至2.24%，主因為AI產業蓬勃發展，且民間部門持續擴大設備投資，推動經濟成長上行。

<sup>6</sup> 12月FOMC會後聲明指出，美國政府重啟運作之後，經濟成長或將加速，明年美國經濟成長率中位數預估值自1.8%上修0.5個百分點至2.3%

### (3) 財政赤字與債務可持續性問題：

- 美國債務對 GDP 比率處歷史高檔(圖 12)，且國會預算辦公室(CBO)預估預算赤字對 GDP 比率將於**未來十年持續上升**，使財政部需**擴大債務發行**，增加市場對美國**長期財政紀律的疑慮**<sup>7</sup>。
  - 疫情後美國政府擴大發債，加以 Fed 快速大幅升息推升融資成本，帶動利息費用持續攀升，2025 財政年度已逾 1.2 兆美元；即便 Fed 已啟動降息週期，惟在降息步伐緩慢且債務結構難以迅即調整下，**債息負擔恐仍沉重**(圖 13)。
- (4) **對 Fed 獨立性之擔憂**：川普總統明確表示「立即降低利率」將為挑選下一任 Fed 主席的核心條件，然而，在通膨尚未回到目標、經濟仍具韌性的情況下，部分投資人擔憂**貨幣政策恐更易受到政治因素影響**，而有過度寬鬆之風險，對持有長天期公債**要求額外的期限溢酬**。

圖 12 美國政府債務與預算赤字對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 13 美國公債利息費用與平均利率(財政年度)



資料來源：美國財政部 FiscalData

<sup>7</sup> 研究顯示政府債務及財政赤字對 GDP 比率上升，將推升長天期利率及期限溢酬，反映：(1)債券供給增加(supply shock)，需較高殖利率以吸引投資人，及(2)財政與通膨路徑的不確定性，赤字持續擴大提高了未來通膨風險及財政政策凌駕貨幣政策(Fiscal Dominance)之疑慮，使投資人要求額外補償以因應可能上升的利率與物價風險。參見 Laubach T. (2009), “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt,” *Journal of the European Economic Association*, Vol.7, No.4, pp.858-885；Greenwood R., Vayanos D. (2014), “Bond Supply and Excess Bond Returns,” *NBER working paper*, Mar. 及 Furceri D., Goncalves C. and Li H. (2025), “The Impact of Debt and Deficits on Long-Term Interest Rates in the US,” IMF Working Paper, Jul.。

### (三)「去美元化」觀點使市場進行多元化投資，然美國資產之核心角色尚難取代

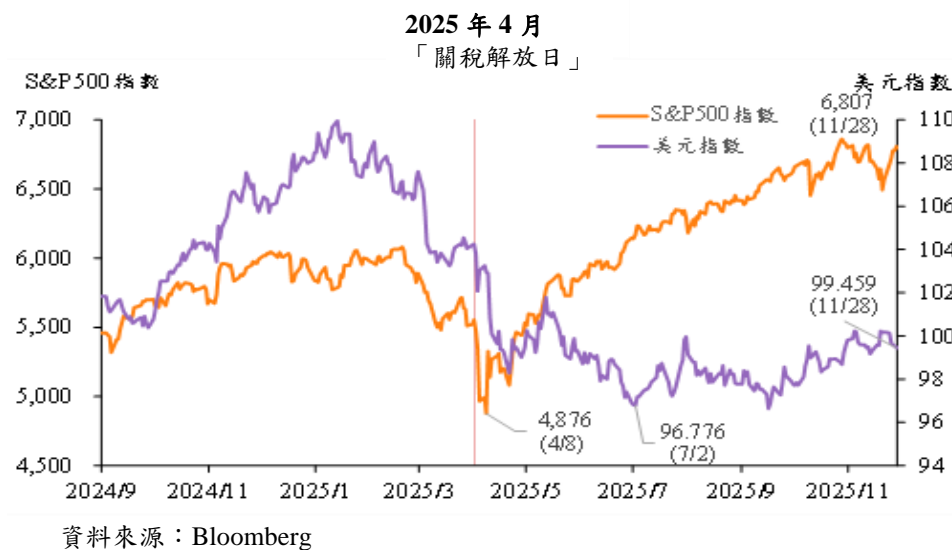
2020 年 COVID 疫情爆發，美國等主要國家擴大舉債，債務負擔加重；2022 年俄烏戰爭爆發，全球地緣政治衝突升溫，市場出現去美元化(De-dollarization)論述。尤其自本年川普 2.0 任期開始，高額關稅與經貿政策反覆不定，更加深疑美論(US skepticism)，致市場對美國公債的疑慮上升，部分資金將轉而分散配置至黃金或其他資產。然而，本年黃金價格飆漲，更大程度反映特定民間需求加速增持，而非全面性撤離美元資產；另就市場深度、流動性、抵押品功能等面向觀察，美國公債作為全球核心無風險資產與金融定價基準的角色，短期內仍難被實質取代<sup>8</sup>。

1. 本年 4 月美國宣布加徵高額關稅後，市場波動度大幅上升；然而隨金融市場恐慌性指標回落(圖 14)，本年下半年美元回穩，美股受 AI 產業推動，持續創高(圖 15)，美元資產仍為投資人之核心配置。
  - 美元指數降至本年 4 月以來低點 96.776 (7/2)後逐步回升，至 11 月底已回升至 99.459，升幅達 2.8%。
  - 美股 S&P500 指數降至本年底點 4,876 (4/8)後逐步回升，至 11 月底回升至 6,807，升幅達 39.6%。

圖 14 隨關稅問題緩解，金融市場波動度回落



圖 15 美元指數與美股指數



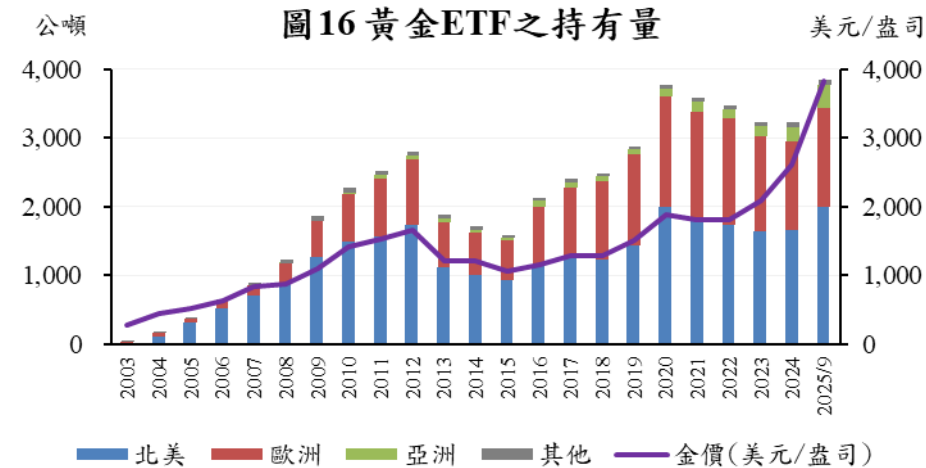
<sup>8</sup> 請參見中央銀行(2025)，「川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 19 日。

2. 國際金價大幅上漲主要係反映民間投資人將部分資金分散至黃金(如黃金 ETF)

投資人受**通膨可能再度升溫、地緣政治關係緊張**及各國**政府債務負擔攀升**等因素影響，將部分資金分散至黃金(如**民間投資黃金 ETF**)，**推動**本年**金價上漲**。近期，市場關注**全球央行所持有之黃金市值，超越其所持有美國公債之金額**，惟實際上各國央行黃金持有量之增幅仍小於其所持有美國公債之增幅；亦即，央行持有之黃金市值超越美國公債金額，係反映國際金價大漲。此外，**增持黃金之央行僅集中於基於本身戰略考量或本國幣值不穩等少數國家**。

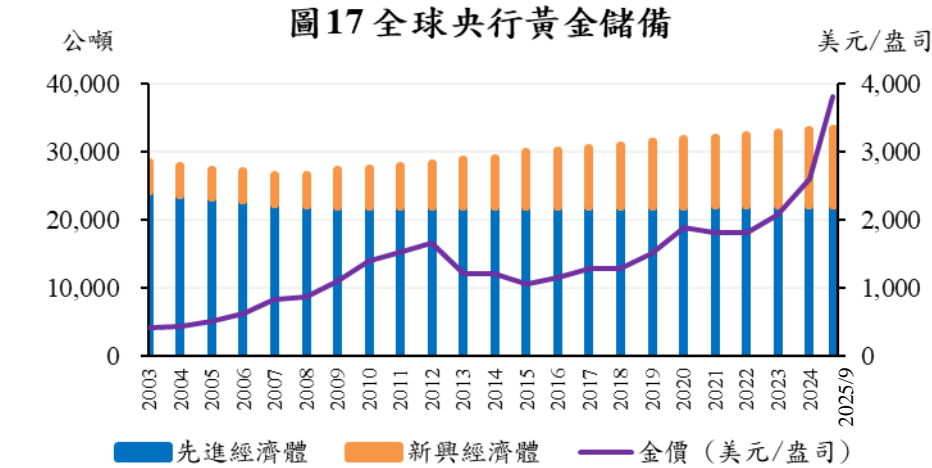
(1) 今年以來國際金價上漲，主要係由民間投資人搶買黃金所推動(主要如黃金 ETF)

- 黃金 ETF：長期觀之，其**黃金持有量較隨黃金價格起伏**(圖 16)；本年迄 9 月底**黃金 ETF 增持 619 公噸**。
- 央行：長期以來，**全球央行黃金持有量係逐步穩定增加**(圖 17)；本年迄 9 月底增持 200 公噸。
- 黃金 ETF 增持的黃金量約為全球央行的 3 倍，本年黃金價格上漲 47%，主要係民間投資人所推動。



公噸	2024/12	2025/09	變動量	變動(%)
ETF	3,219	3,838	619	19

資料來源：World Gold Council



公噸	2024/12	2025/09	變動量	變動(%)
全球央行	36,257	36,457	200	0.55

資料來源：IMF



(2) 國際金價大幅上漲，致本年以來全球央行所持有之黃金市值超越其所持有美國公債之金額，惟渠等黃金持有量增幅小於持有美國公債之增幅；且增持黃金之央行主要集中於少數 5 國，而各有其考量因素

- 本年迄 9 月底，全球央行黃金持有量增幅僅 0.6%，小於持有美國公債之增幅 2.5%；惟同期間金價上漲 47%，致全球央行持有黃金市值(4.5 兆美元)超越持有美國公債金額(3.9 兆美元)(表 1)。
- 自 2009 年以來，黃金增持量較大之央行集中於 5 國，該等國家之增持量占全球總增持量約 80%；本年以來，前述 5 國央行增持量(120 公噸)占全球央行總增持量(200 公噸)則達 60%。其考量包括政治戰略(如俄羅斯、中國大陸、波蘭)、本國幣值不穩(如土耳其)及文化(如印度)等因素(表 2)。

表 1 全球央行持有之黃金市值及美債金額變動

單位：十億美元

	2024/12	2025/9	變動(%)
黃金市值	3,041	4,484	47%
全球央行黃金持有量 (百萬盎司)	1,165	1,172	0.6%
黃金市價(美元)	2,609	3,825	47%
外國官方持有美國公債金額	3,793	3,887	2.5%

註：1 公噸 (tonne) = 32,150.74657 盎司(oz)

資料來源：IMF；Bloomberg 倫敦黃金市場協會(LBMA)下午黃金定價(美元/盎司)；美國財政部 TIC

表 2 黃金增持集中於少數 5 國，而各有其考量因素

單位：公噸

	2025/09	2009/03~2025/09*		2024/12~2025/09**	
	黃金持有量	增持量	增幅占比	增持量	增幅占比
俄羅斯	2,330	1,798	28%	-3	-1%
中國大陸	2,304	1,704	26%	24	12%
印度	880	522	8%	4	2%
土耳其	799	683	11%	28	14%
波蘭	515	412	6%	67	34%
全球合計	36,457	6,493	100%	200	100%
增持前 5 大國		5,119	79%	120	59%

註：\* 2009 年 3 月為全球央行黃金持有量之最低點。

\*\* 本年以來增幅較大之其他國家尚包括哈薩克及捷克，截至 9 月底其黃金持有量分別為 324 及 67 公噸，本年以來之黃金增幅占全球增幅比重分別為 20%及 8%；與前述 5 國合計，占全球增幅比重達 87%。

資料來源：IMF

3. 儘管美國對等關稅政策加劇全球金融市場不確定性，**外國投資人持有美國公債情形仍穩健，外國投資人持有美國公債之規模持續創高**(圖 18)，顯示美國公債在全球避險與資產配置中仍具一定吸引力。

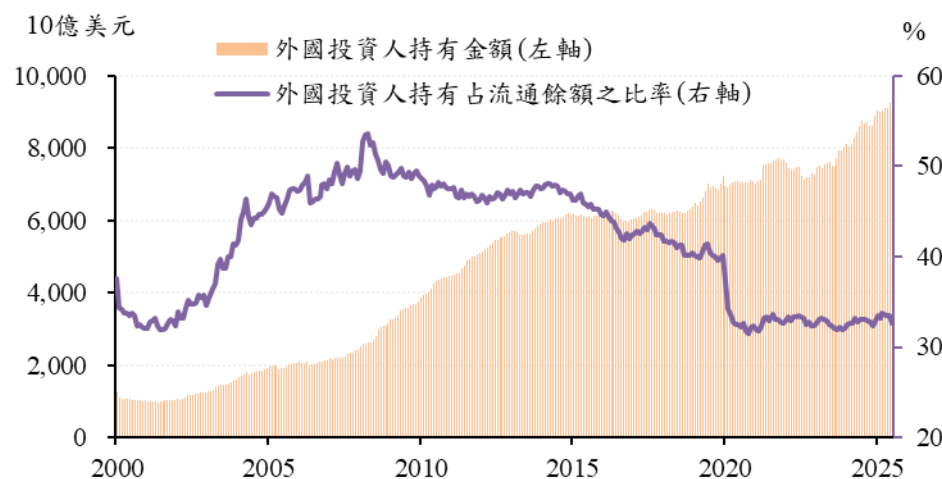
(1) 根據美國財政部公布之國際資本流動報告(Treasury International Capital, TIC)<sup>9</sup>，自 2020 年以來，**全體外國投資人持有美國公債金額占流通餘額之比率大致持穩於三成**。截至本年 9 月底，全體外國投資人持有美國公債之規模約 **9.25 兆美元**，接近歷史新高，**相較去年底增加 6,297 億美元**，另亦較本年 3 月底增加 **1,931 億美元**(表 3)。

(2) 由主要經濟體持有規模觀察，**日本持有美國公債之規模穩定增加；中國大陸則逐步減少**(表 3)。

— 截至本年 9 月底，日本持有美國公債之規模約 1.2 兆美元，相較去年底增加 1,278 億美元，另亦較本年 3 月底增加 585 億美元。

— 中國大陸持有美國公債之規模約 7,005 億美元，相較去年底減少 585 億美元，另亦較本年 3 月底減少 649 億美元。

圖 18 外國投資人持有美國公債金額及占流通餘額之比率



資料來源：Bloomberg

表 3 美國財政部統計之外國投資人持有美國公債金額

單位：10 億美元

日期	全體外國投資人(官方及民間)			
		日本	英國	中國大陸
2024/12/31 (1)	<b>86,193</b>	10,615	7,228	7,590
2025/3/31 (2)	<b>90,559</b>	11,308	7,793	7,654
2025/9/30 (3)	<b>92,490</b>	11,893	8,650	7,005
與 2024 年 12 月底比較 (3)-(1)	<b>+6,297</b>	+1,278	+1,422	-585
與 2025 年 3 月底比較 (3)-(2)	<b>+1,931</b>	+585	+857	-649

資料來源：Bloomberg

<sup>9</sup> 美國財政部每月公布之 TIC 資料，統計外國投資人(含官方與民間)之每月美國公債持有金額與買賣交易量，由在美國註冊之美國銀行業及外國銀行在美國分支機構(含商業銀行、投資銀行與保管機構)填報；惟統計資料顯示之國別並不代表美國公債最終持有人國別。

4. 美國債信與經濟表現具相對優勢，美國公債等美元資產之核心資產角色尚難以取代
- (1) 目前主要信評機構給予美國之債券評等(AA+)為次高等級；在 G7 國家中，僅次於德國(AAA)、加拿大(AAA)，優於英國(AA)、法國(A+)、日本(A+)及義大利(BBB+)。
  - (2) **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 4)；**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，投資人所要求之**期限溢酬**相對較低。
  - (3) 美國公債市場之深度與廣度居全球之首，為國際資金借貸合約中最廣為接受之合格擔保品，具高度流動性。
  - (4) 美國財長 Bessent 指出<sup>10</sup>，本年美國公債指數總報酬達 6%，為已開發國家債市中表現最佳(圖 19)，且海外持有美債規模創新高，財政部標售公債獲得投資人廣泛支持，美國公債仍是全球流動性最佳安全資產與定價基準。

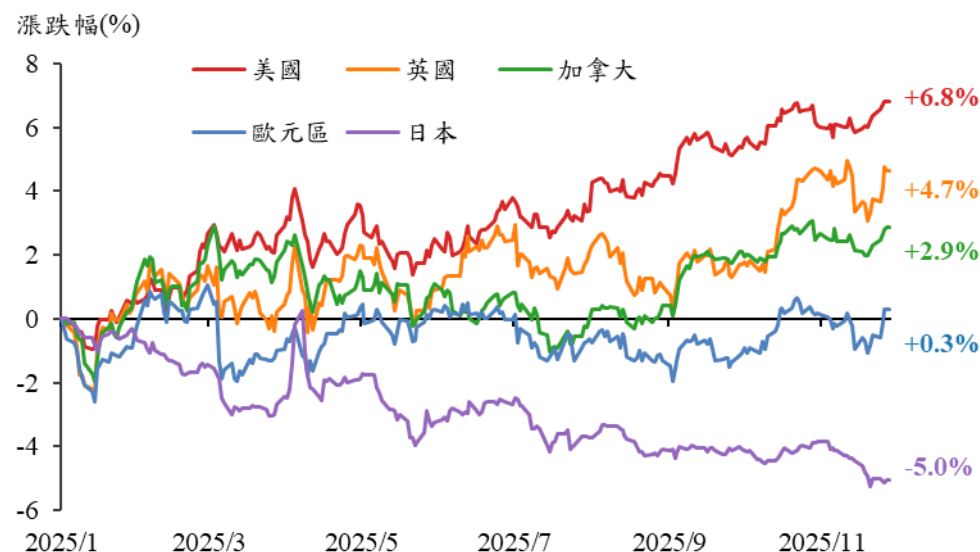
表 4 各國債信評等、政策利率及公債殖利率

	美國	法國	德國	日本	英國
S&P 債信評等	AA+	A+	AAA	A+	AA
政策利率(%)	3.50~3.75	2.15	2.15	0.5	4.0
2 年期公債 殖利率(%)	3.52	2.37	2.15	1.07	3.75
10 年期公債 殖利率(%)	4.18	3.58	2.86	1.95	4.52

註：截至 2025 年 12 月 12 日。

資料來源：Bloomberg

圖 19 各國政府公債指數總報酬率變動



資料來源：Bloomberg

<sup>10</sup> 請參見 U.S. Department of the Treasury (2025), “Remarks by Secretary of the Treasury Scott Bessent before the Treasury Market Conference,” *Secretary Statements & Remarks*, Nov.

#### (四) 結論

上年 9 月起，Fed 採取**漸進式、預防性之降息**路徑，並呈二段式降息；其間為因應川普新政(尤其是加徵關稅)對通膨的潛在衝擊，Fed 一度採行「靜觀其變」的審慎節奏，按兵不動達 9 個月，此與過去景氣急遽下滑或金融危機時期持續寬鬆步調不同。此次降息週期以來，美國公債殖利率曲線呈現「**短端下移、長端走升**」的緩步陡峭化現象，**顯示長天期債券的定價似已脫離單純的降息預期**，而係受到**期限溢酬上升**所主導；亦即，投資人對持有美國**長天期**債券要求**更高風險補償**。

此或反映：1)市場認為**美國通膨**預期具黏性，且受關稅與財政政策影響，通膨回落至 2%之政策目標較為漫長；2)**美國經濟成長優於預期**，例如受惠於 AI 產業蓬勃發展與企業資本支出強勁，S&P Global 已上修美國 2026 年經濟成長率至 2.24%，削弱了市場對經濟衰退的避險需求；3)**市場擔憂美國財政惡化**，政府債務對 GDP 比率處歷史高檔，2025 年利息支出逾 1.2 兆美元，加深市場**對財政可持續性的擔憂**；4)**Fed 獨立性或將面臨川普總統的干擾，不利長久以來其根據經濟數據之決策模式及錨定市場通膨預期**。

近年來因地緣政治風險升高，尤其自俄烏戰爭以來，美元武器化疑慮致市場「去美元化」聲浪增強，加以川普總統上任後，經貿政策高度不確定性，更加深市場「疑美論」觀點，促使投資人出現**增持黃金**或其他**替代資產配置**之動機。惟如從資金流向及市場持有結構等數據觀察，近期**金價漲勢主要係由民間投資人的需求所推動**；且因全球央行在黃金持有量的增幅(0.6%)仍小於其美國公債的增幅(2.5%)，**外國投資人持有美國公債規模亦持續創下新高**，顯示各國投資人**雖尋求資產配置多元化，但並未出現大規模拋售美債的結構性轉變**。

本年 8 月以來美國公債殖利率曲線趨陡，係因短期利率下降而長債利率變化不大；此期間長債期限溢酬略呈下降，主要反映美國貿易政策已較為溫和，並強調將維持債信，使市場對持有美國公債之疑慮較 6 月時降溫；事實上，以**美國公債債信及投資報酬率而言**，憑藉其無可取代的市場深度、高流動性與相對優勢的國家信用評等，美債為已開發國家債市中表現最佳者，其做為**全球資產配置之核心地位依然穩固**。