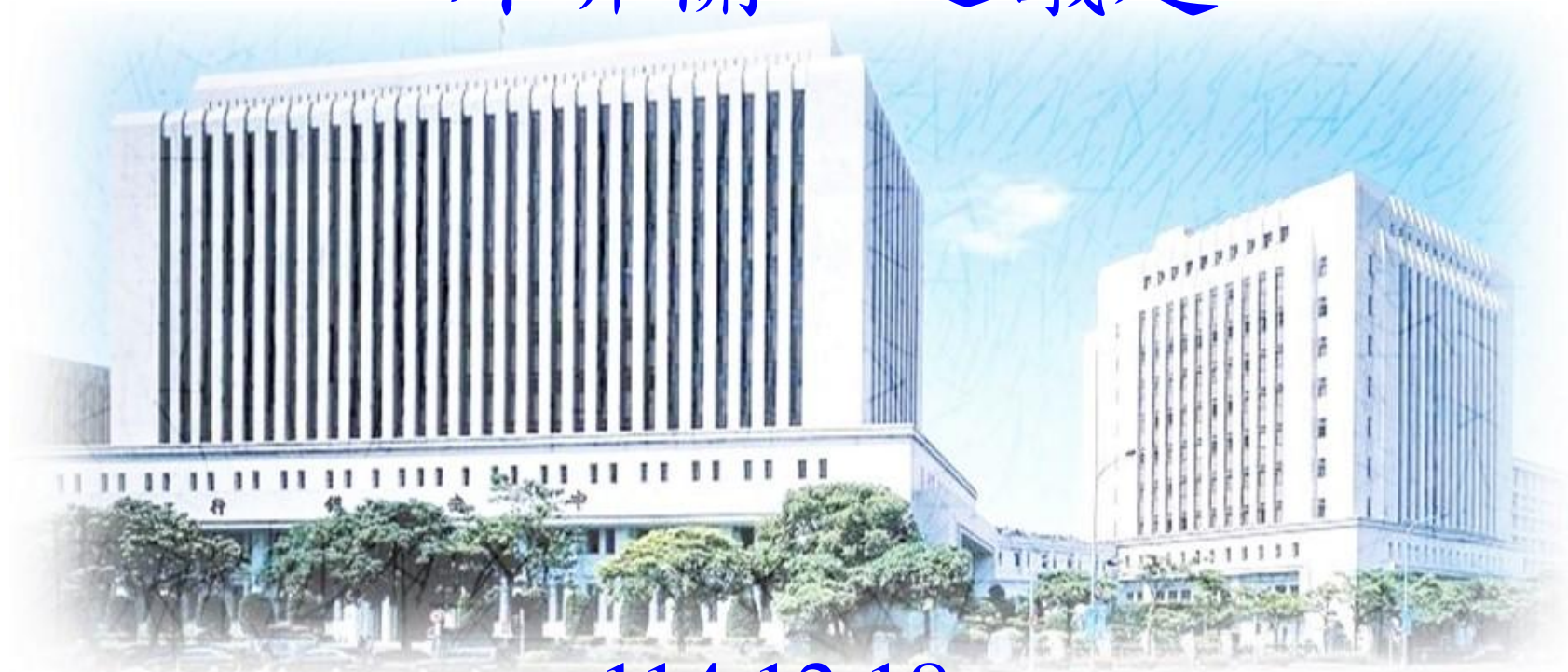




中央銀行理監事聯席會議 外界關心之議題



114.12.18

外界關心之議題

- 一、國際經濟金融情勢及展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 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
- 四、對「經濟學人：台灣榮景的潛藏風險」等報導之回應
- 五、選擇性信用管制措施實施成果之說明
- 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
- 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

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

□ 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

—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，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。

□ 對「經濟學人：台灣榮景的潛藏風險」等報導之回應

—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)。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。

□ 選擇性信用管制措施實施成果之說明

—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，實施以來已獲成效；爰就上述措施之實施結果及後續作法加以說明。

□ 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

—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。爰以問答方式，為文探討近期各界關切之重點議題供參。

□ 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

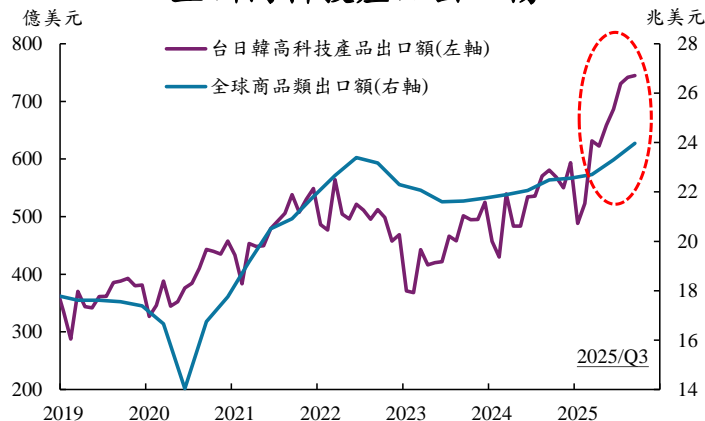
—上年9月Fed啟動降息週期，迄今聯邦資金利率目標區間已降至3.5%~3.75%。就美國本次降息週期，其公債殖利率曲線之變化與美國公債地位等議題進行探討供參。

一、國際經濟金融情勢及展望

(一)美國關稅稅率上升抑制全球成長動能，AI發展為影響全球展望之重要變數

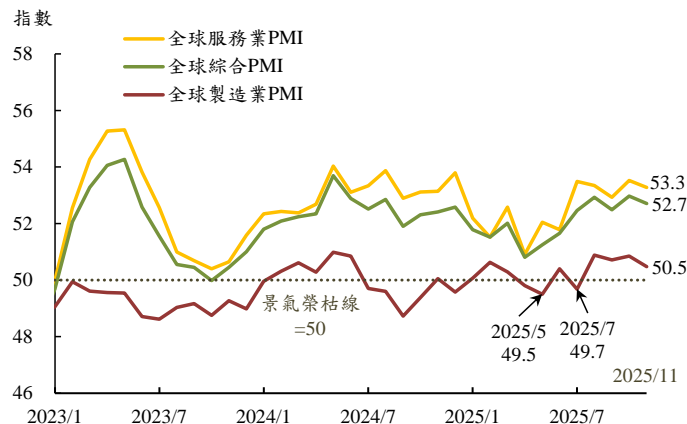
- 1.企業為規避美國關稅之提前拉貨效應漸消退，加以關稅稅率上升影響逐漸顯現，抑制全球貿易成長動能；惟AI浪潮帶動亞洲國家高科技產品出口暢旺，抵銷部分美國高關稅之負面衝擊。
- 2.本(2025)年11月全球製造業採購經理人指數(PMI)為50.5，連續4個月維持於50榮枯線之上，加以服務業維持穩健擴張趨勢，預期成長動能持續。

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

全球PMI

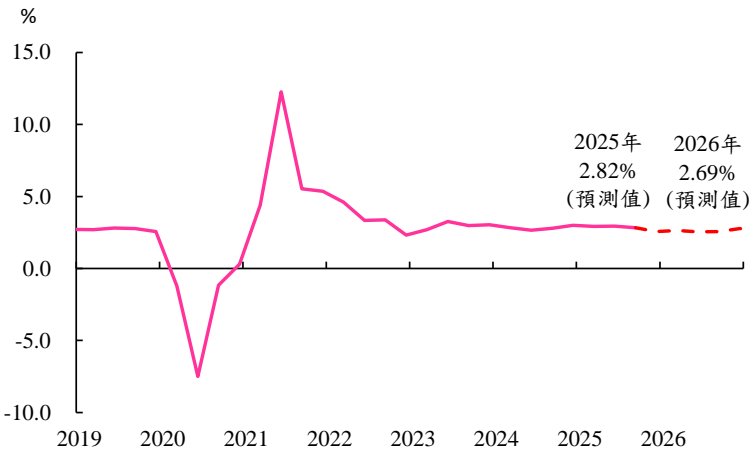


註：PMI指數高於50表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於50表示處於緊縮期(contraction)。
資料來源：J.P. Morgan、S&P Global

(二)預測明(2026)年全球經濟成長率低於本年

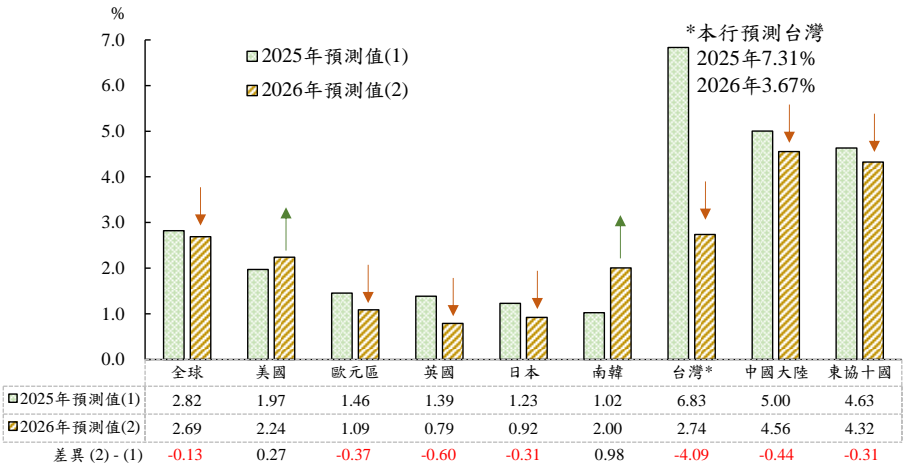
- 1.S&P Global預測本年全球經濟成長率2.82%，明年降至2.69%，全球經濟成長仍具韌性。
- 2.AI產業發展、美國高關稅及中國大陸產能過剩為影響經濟展望之重要變數，預期將對各國造成不同程度影響；其中美國受AI投資支撐、南韓因低基期，明年成長率高於本年，其餘經濟體成長率多低於本年。

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)

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)

(三)預測明年全球通膨率將低於本年

- 1. 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**。
- 2. **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。

布蘭特原油價格

單位：美元/桶

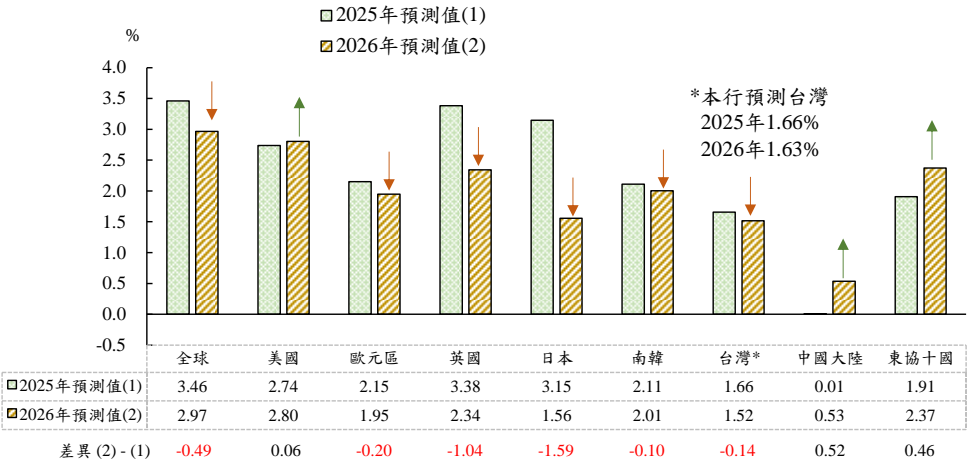
預測機構	2024年 實際值	2025年 預測值	2026年 預測值
EIA*(12/10)	80.5	69.0	55.1
S&P Global Market Intelligence (12/15)		69.0	58.6
EIU**(12/16)		69.1	61.3
平均		69.0	58.3

*：U.S. Energy Information Administration

**：Economist Intelligence Unit

資料來源：EIA、S&P Global、EIU

S&P Global對主要經濟體CPI年增率預測值



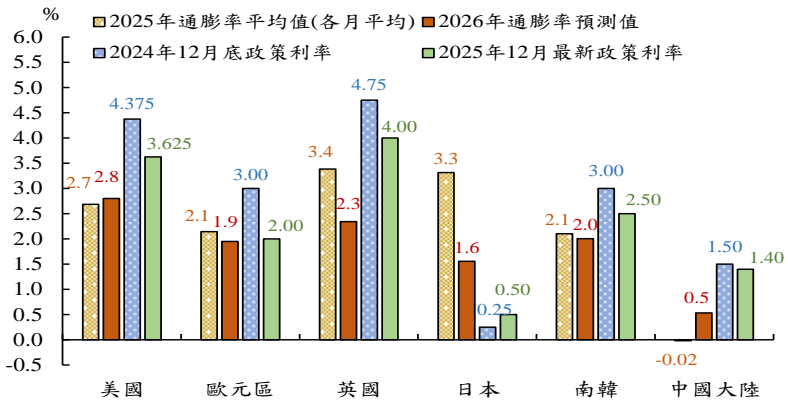
註：↓、↑分別表示2026年預測值較2025年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/12/15)

(四) 主要央行貨幣政策展望分歧

- 1. 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；主席Powell表示，近月通膨及就業風險平衡發生變化。12月會議之利率預估點陣圖顯示，預期明年將降息1碼。
- 2. ECB本年10月維持政策利率不變，總裁Lagarde表示，歐元區經濟仍維持成長；未來將持續評估貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。
- 3. 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。
- 4. 中國人民銀行為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策。

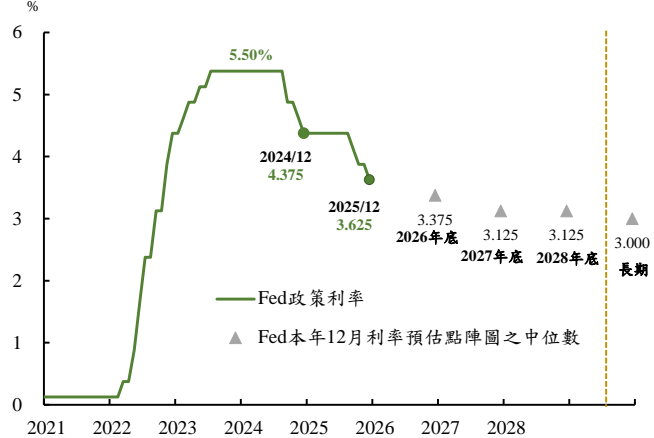
主要經濟體通膨率與央行政策利率



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

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

美國降息，其他主要經濟體央行維持政策利率不變

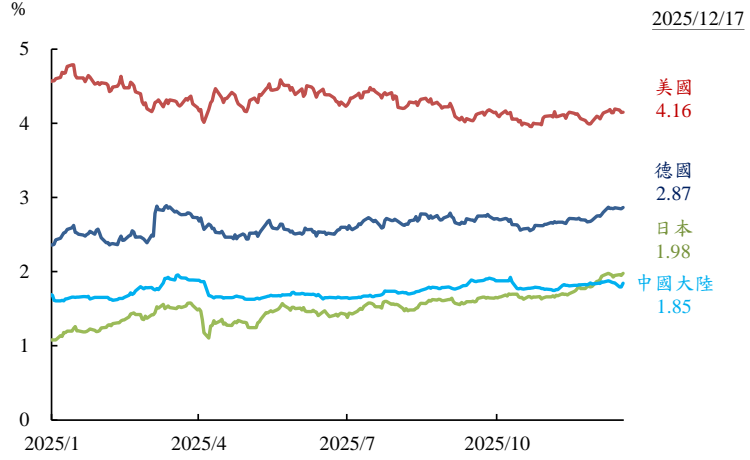
美國持續降息，歐元區暫停降息，日本傾向升息，中國大陸則延續寬鬆貨幣政策

Fed	<ul style="list-style-type: none">● 10月29日及12月10日均決議下調聯邦資金利率目標區間1碼(0.25個百分點)，目前為3.50%~3.75%。● 12月會議之利率預估點陣圖顯示，預期明年將降息1碼。
	<ul style="list-style-type: none">● 10月貨幣政策會議決議，12月1日起結束資產負債表規模縮減計畫，美國公債到期本金均將再投資，機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)到期本金則再投資於國庫券(Treasury bills)。● 12月貨幣政策會議決議，為維持貨幣市場流動性穩定，12月12日起實施「準備金管理購買」(reserve management purchases, RMPs)，首月購入400億美元之國庫券，並逐月公布購買規模；預期數月內購買規模將持續居高，惟實際規模仍取決於市場狀況。● 主席Jerome Powell於本年12月貨幣政策會議後表示，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，未來若未實施新的關稅政策，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。
ECB	<ul style="list-style-type: none">● 10月30日決議維持隔夜存款利率、主要再融通操作利率與邊際放款利率於2.00%、2.15%及2.40%不變。
	<ul style="list-style-type: none">● 資產購買計畫(APP)與因應疫情緊急購買計畫(PEPP)均已終止再投資，資產負債表規模將隨持有債券到期逐步下降。● 總裁Christine 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	<ul style="list-style-type: none">● 10月30日決議將政策利率(無擔保隔夜拆款利率)維持於0.5%不變，連續6次維持利率不變。
	<ul style="list-style-type: none">● 總裁植田於12月1日之演講中表示，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。
中國人民銀行	<ul style="list-style-type: none">● 7天期逆回購利率自5月8日以來維持於1.4%不變；10月20日及11月20日授權全國銀行間同業拆款中心公布之1年期及5年期以上貸款市場報價利率(LPR)亦分別維持於3.0%及3.5%。
	<ul style="list-style-type: none">● 透過短期逆回購、買斷式逆回購、中期借貸便利(MLF)及公開市場國債買賣等工具向市場釋出流動性，以緩解歲末資金緊俏及支持財政融資需求。

(五)美國10年期公債殖利率區間震盪，全球股價指數於高點震盪，美元指數升後略跌

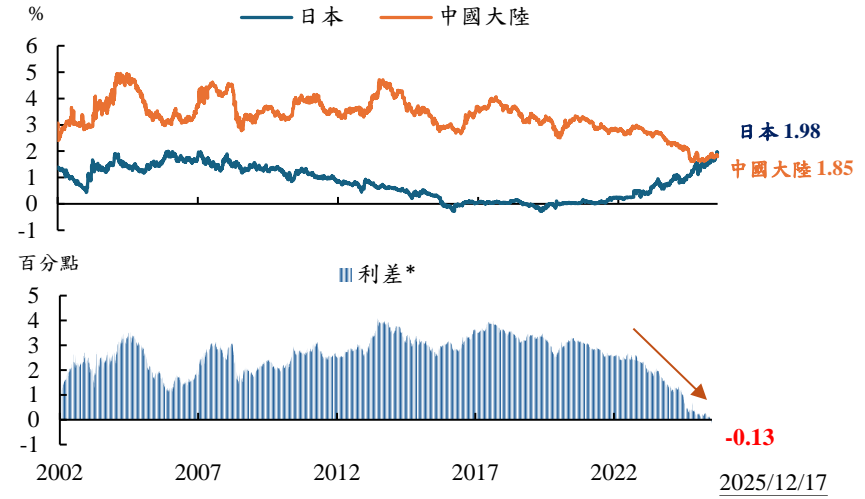
- 1. 本年9月底以來，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，Fed內部對降息路徑看法分歧，美國10年期公債殖利率區間震盪；德、日上揚，中國大陸則下降。
- 2. 中國大陸通縮風險仍存，預期貨幣政策維持寬鬆，10年期公債殖利率於低點震盪；日本則已擺脫通縮，加以政府推出大規模財政激勵措施，10年期公債殖利率攀升至2007年以來高點；中、日殖利率之利差由正轉負。

主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

中國大陸及日本10年期公債殖利率及其利差

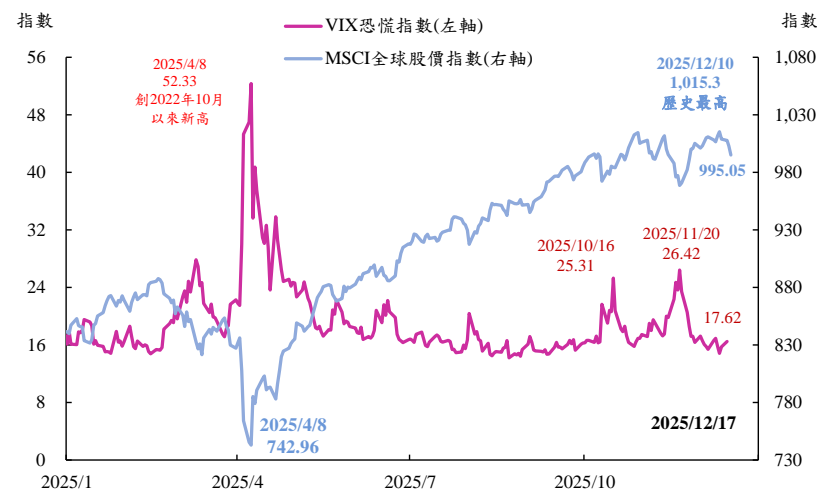


註：*中國大陸與日本10年期公債殖利率之差異。

資料來源：LSEG Datastream

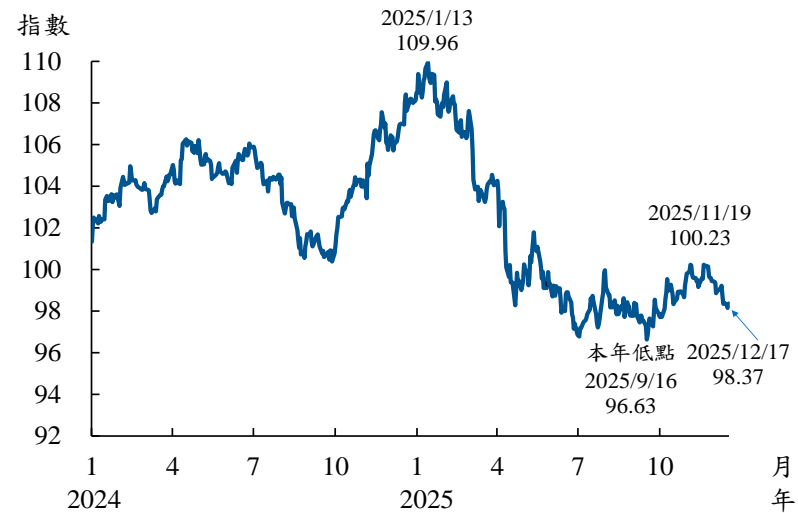
3. 本年9月底以來，AI產業鏈擴大投資規模，加以科技類股財報亮眼，**MSCI全球股價指數**再創新高，嗣因市場擔憂AI相關科技類股股價過高而於高點震盪；**VIX恐慌指數**波動則加劇。
4. 全球風險資產價格大幅波動，資金流向美元避險，帶動**美元指數**升至近月高點之**100.23**；嗣因**Fed**延續降息步伐，**美元指數**略回降。

VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

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

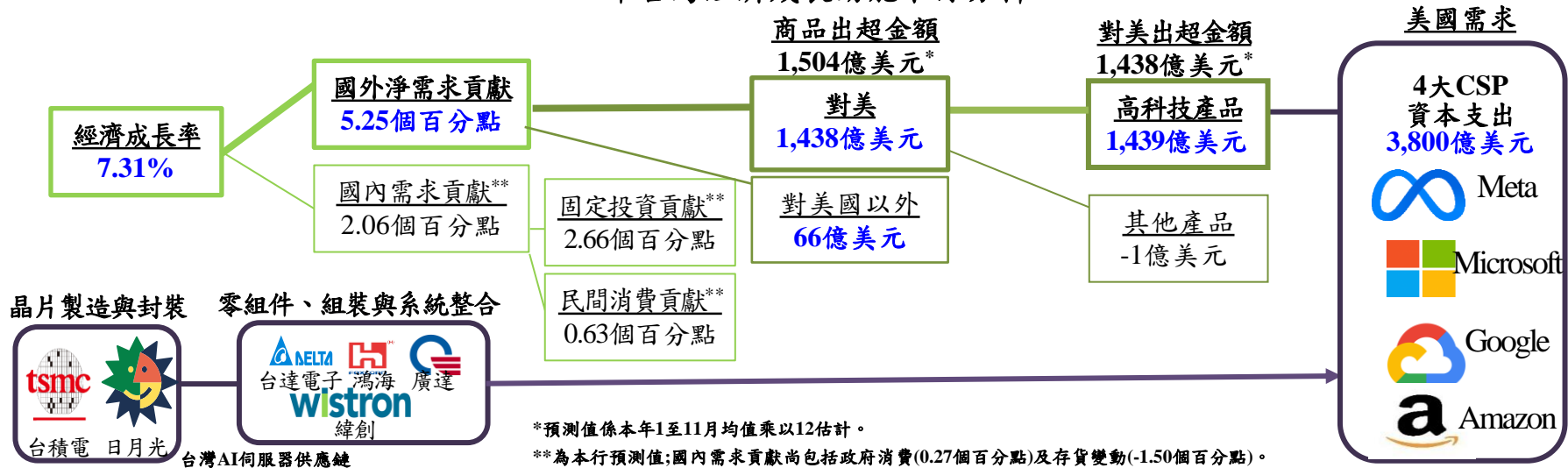
二、國內經濟及通膨展望

(一) AI需求超乎預期，本年經濟成長率將創15年來新高；明年經濟可望穩健成長

1. 預估本年台灣整體商品貿易出超金額達**1,504億美元***，是本年國外淨需求貢獻(5.25個百分點)主要來源。

- 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，激勵美國雲端服務供應商(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。

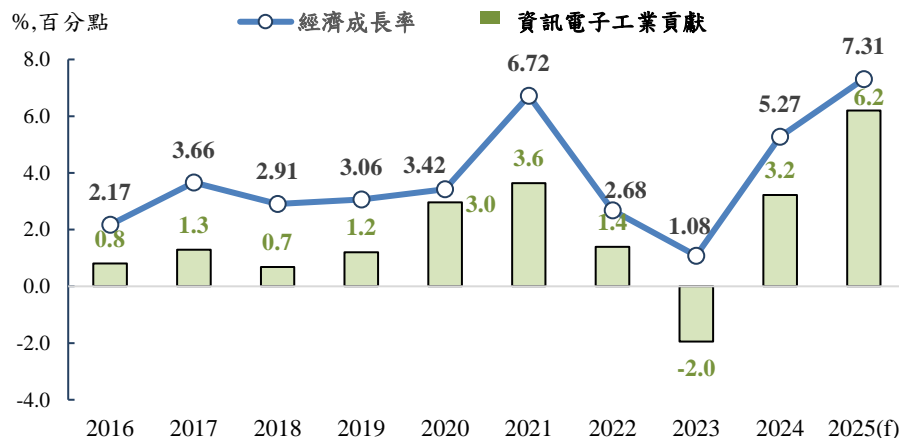
2025年台灣經濟成長動能來源分析



2.因AI相關需求大幅擴增與美國232條款調查結果推遲，**本年第3、4季經濟表現顯著優於預期**，本行將**全年經濟成長率預測值**由9月的4.55%上修至**7.31%**。

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**。

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

4.預測明年經濟穩健成長**3.67%**，且因比較基期墊高，輸出成長低於本年，內需轉為成長之主要驅動力。

本年及明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)						淨外需 貢獻(6)		
			民間消費 (2)	民間投資 (3)	公共支出 (4)		存貨 變動 (5)		輸出	(-)輸入
					消費	投資				
2025 (f)	7.31	2.06	0.63	2.28	0.27	0.38	-1.50	5.25	19.81	14.56
2026 (f)	3.67	2.39	1.03	0.40	0.56	0.20	0.21	1.28	4.17	2.90

註：公共支出項目，係包含政府消費、政府及公營事業投資。

資料來源：本行

(二)明年外需成長穩健，內需消費回升

- 1.輸出穩健成長：受惠美國CSP廠商續加碼AI投資與主要國家主權AI積極建置算力，台灣供應鏈將持續受益，惟考量本年比較基期墊高，明年輸出恐難大幅成長。
- 2.民間投資溫和成長：半導體供應鏈持續擴充高階產能與研發支出，加以廠商朝淨零轉型投資等態勢延續，且政府賡續擴編科技與公共建設預算，均有助維繫民間投資動能。
- 3.民間消費動能回升：政府明年推出多項所得稅惠民措施與最低薪資調升，加以本年廠商獲利成長，有助明年員工薪資與獎金、現金股利調升意願，挹注家庭可支配所得。

本年及明年台灣GDP及各組成項目 成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
			民間消費	民間投資	公共支出			輸出	(-)輸入
					消費	投資			
2025(f)	7.31	2.37	1.34	10.75	2.06	8.22	-	31.49	29.15
2026(f)	3.67	2.91	2.32	1.83	4.45	4.11	-	5.67	5.16

註：公共支出項目，係包含政府消費、政府及公營事業投資。

資料來源：本行

(三)主要機構對本年台灣經濟成長率預測平均值為6.85%，明年則為3.39%

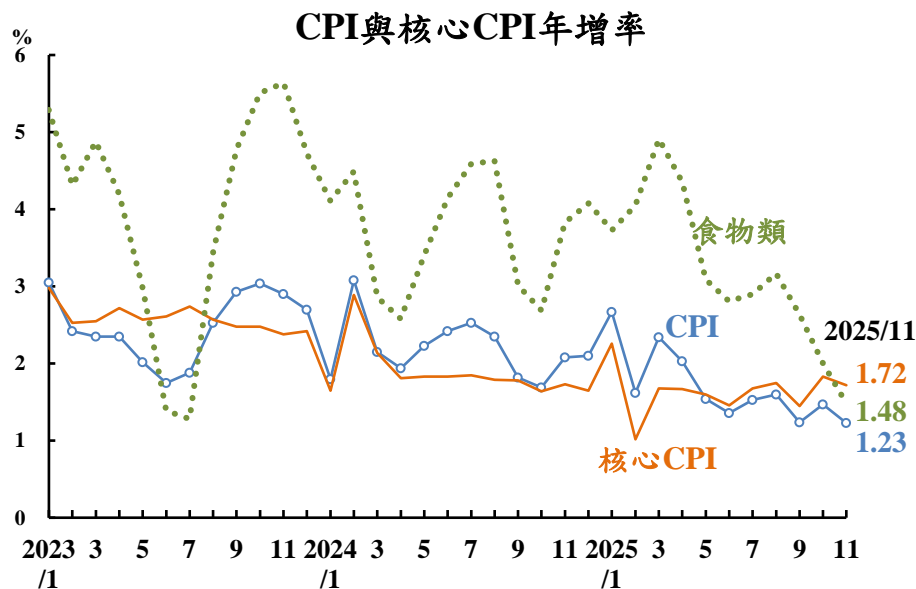
主要機構對本、明年台灣經濟成長率預測值

單位:%

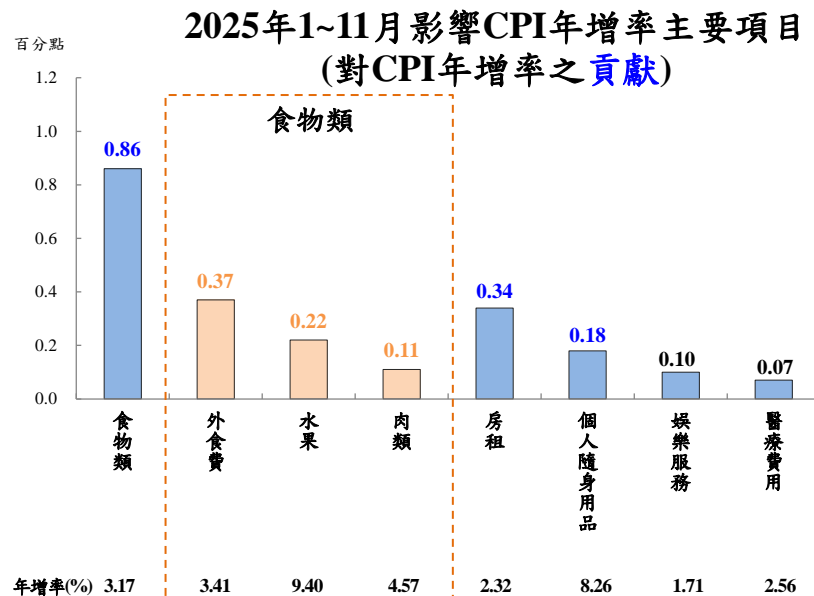
預測機構		2025年(f)	2026年(f)
國內機構	中央銀行(2025/12/18)	7.31	3.67
	台大國泰(2025/12/15)	7.40	3.00
	主計總處(2025/11/28)	7.37	3.54
	台經院(2025/11/6)	5.94	2.60
國外機構	Citi (2025/12/16)	6.10	2.70
	Goldman Sachs (2025/12/16)	7.19	3.08
	S&P Global Market Intelligence (2025/12/15)	6.83	2.74
	Barclays Capital (2025/12/12)	6.20	1.90
	BofA Merrill Lynch (2025/12/12)	7.00	4.50
	J.P. Morgan (2025/12/12)	7.20	4.50
	Morgan Stanley (2025/12/12)	6.60	4.00
	Nomura (2025/12/11)	7.10	4.40
平均值		6.85	3.39

(四)預測本年CPI年增率為1.66%，明年降至1.63%

- 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，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。
- 2.本年1-11月CPI年增率為1.69%，其中食物類、房租、個人隨身用品價格上漲，合計使1-11月CPI年增率上升1.38個百分點，貢獻約82%。



資料來源：主計總處



資料來源：主計總處

- 3.本年第4季以來，國內天候良好，**蔬果等價格趨穩**，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**分別略下修為**1.66%、1.65%**。
- 4.展望**明年**，預期國際油價下跌，部分商品**貨物稅減、免徵降價效果持續**，**服務類通膨**則可望維持**緩降**走勢，本行預測**明年CPI及核心CPI年增率**均為**1.63%**。
- 5.**主要機構對本年CPI年增率**預測平均值為**1.69%**；明年則為**1.55%**。

單位:%

預測機構		2025年(f)	2026年(f)
國內機構	中央銀行(2025/12/18)	1.66 (CPI)	1.63 (CPI)
		1.65 (核心CPI)	1.63 (核心CPI)
	台大國泰(2025/12/15)	1.70	1.60
	主計總處(2025/11/28)	1.67	1.61
國外機構	台經院(2025/11/6)	1.70	1.66
	Citi (2025/12/16)	1.70	1.70
	Goldman Sachs (2025/12/16)	1.60	1.00
	S&P Global Market Intelligence (2025/12/15)	1.66	1.52
	Barclays Capital (2025/12/12)	1.70	1.70
	BofA Merrill Lynch (2025/12/12)	1.60	1.30
	J.P. Morgan (2025/12/12)	1.70	1.60
	Morgan Stanley (2025/12/12)	1.90	1.70
	Nomura (2025/12/11)	1.70	1.60
平均值		1.69	1.55

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

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**」促使主要國家推出政策積極發展**主權AI**；本年**科技巨頭間深度合作**，透過**閉環交易**投入巨額資金**加速AI基礎建設**。

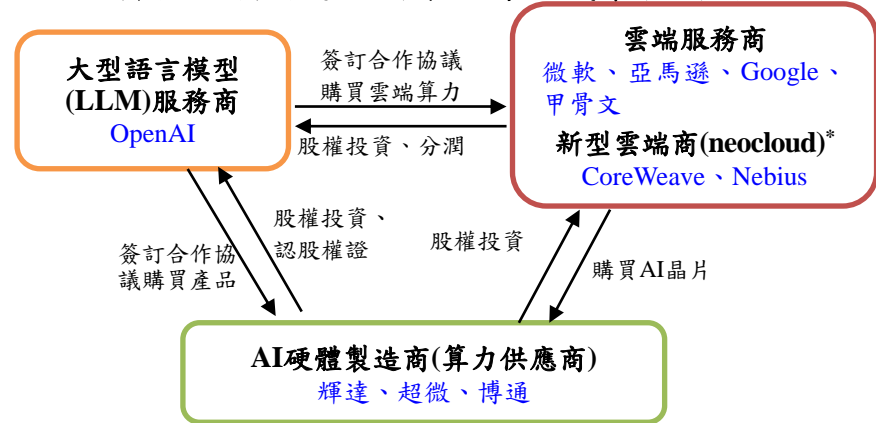
- (一) **美、歐、日、中、韓、沙烏地、台**等主要國家本年推出政策，積極發展**主權AI**。
- (二) 本年**科技巨頭間深度合作加速AI基礎建設**，例如OpenAI將向甲骨文等雲端服務商購買算力，甲骨文再向輝達等算力供應商購買AI晶片，而輝達將向OpenAI股權投資，形成AI產業間**閉環交易**。

2025年主要國家發展主權AI政策

國家	政策內容
美國	1. 啟動「 星門計畫 」(Stargate Project)，建設AI基礎設施。 2. 發布 美國AI行動計畫 (America's AI Action Plan)。 3. 公布 創世紀任務 (Genesis Mission)，加速科學突破。
歐盟	啟動 InvestAI 倡議 ，預計投入 2,000 億歐元 。
日本	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。
中國大陸	發布「關於深入實施「 人工智慧+ 」行動的意見」，目標 2027年AI應用普及率超過70%，2030年超過90% 。
南韓	2026年AI相關預算10.1兆韓元 ，加速轉型AI經濟建設。
沙烏地阿拉伯	推出 AI投資計畫 ，目標打造 主權AI強國 。
台灣	推出 AI新十大建設 ，目標 2040年達新台幣15兆元產值 。

資料來源：本行整理

AI科技巨頭間透過閉環交易形成緊密共同體



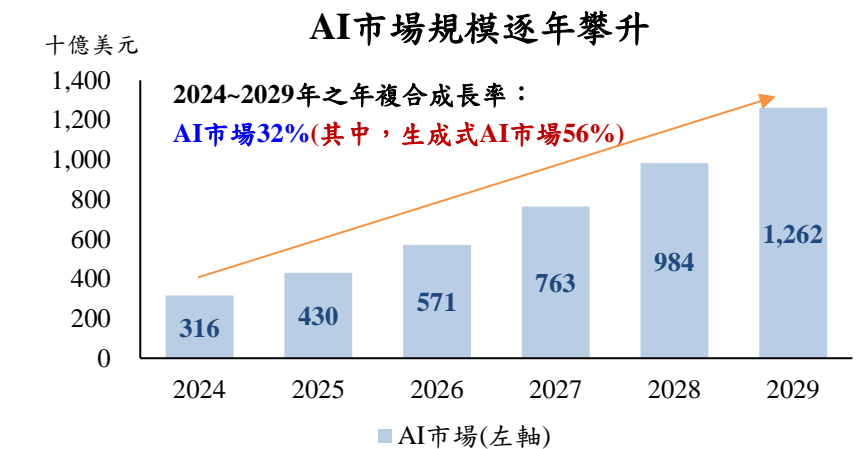
註：*新型雲端商係指一群出租AI算力的小型基建提供商，其收費較低。
資料來源：本行整理

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，台灣為AI硬體製造體系重要樞紐。

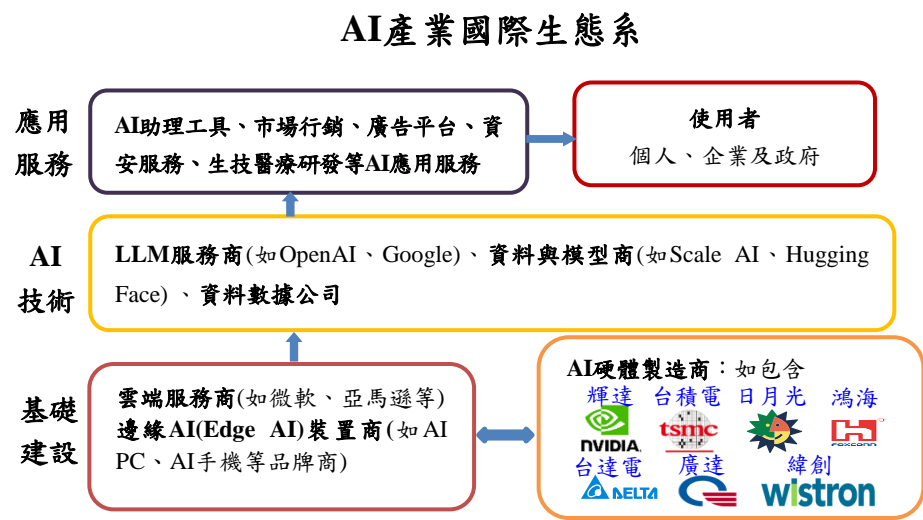
(一)隨生成式AI快速發展，加速各行各業導入AI應用，預期將帶動整體AI市場規模於2029年突破1兆美元，2024~2029年之年複合成長率達32%。

(二)AI產業國際生態系愈加龐大且縝密，台灣位處基礎建設層之AI硬體製造體系重要樞紐，目前AI晶片及AI伺服器多由台廠代工製造及組裝生產。



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



資料來源：本行整理

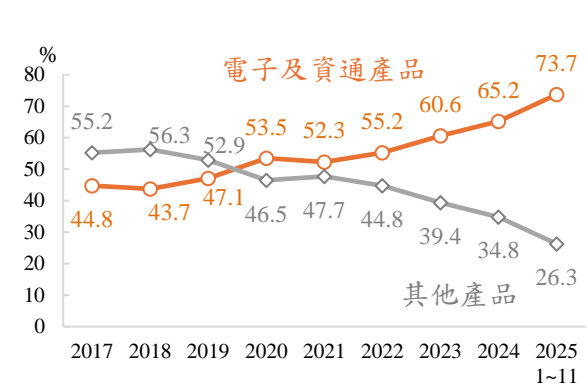
Q3:全球新興科技應用熱潮興起對台灣經濟活動是否產生結構性影響？

A3: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)本年1至11月台灣電子及資通產品的出口比重增至73.7%，出口產品的集中程度續升至57.1%新高。

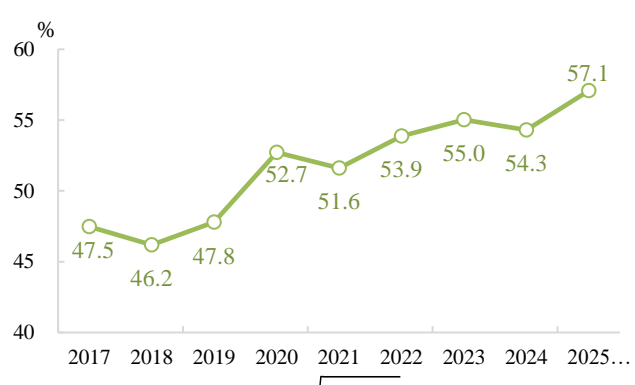
(二)本年1至11月台灣總出口成長34.1%，來自美國市場的貢獻度最大，達17.3個百分點；台灣對美國出口比重增至30.4%，超越對中國大陸比重之26.8%。

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

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

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: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。

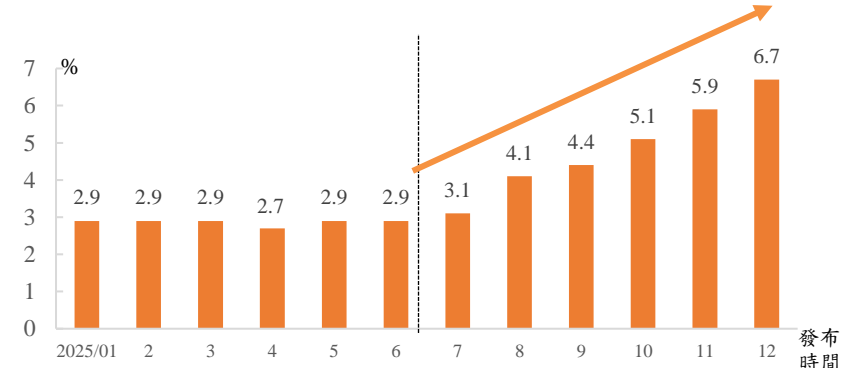
- (一)算力需求激增，激勵美國企業積極布建AI基礎建設與資料中心，加以AI 晶片加速更新迭代，帶動對台灣電子資通訊產品之出口動能。
- (二)下半年隨AI需求持續暢旺，抵銷部分美國對等關稅衝擊，主要機構紛紛上調台灣經濟成長率預測值，至12月，近20家國內外機構預測數平均升達6.7%。

美國4大CSP資本支出計畫規模

	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

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

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點升至本年12月15日23,057點，**上漲125.8%**，表現最優。

(二)台灣加權指數：由2022年低點12,666點升至本年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%)。

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:均源於對新科技之高度預期，致科技股股價漲幅與集中度偏高；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)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。

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。
資料來源：Bloomberg、Goldman Sachs、LSEG Datastream

(二) 生成式AI熱潮推升全球股市屢創新高，近期各界示警AI熱潮風險。

1. 主要隱憂為科技股股價及集中度過高，市場情緒反轉恐致股價大跌，如2000年Dot-com泡沫，為近期影響金融穩定之重要風險。
2. 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(SPV)將債務隱藏於資產負債表之外。部分企業藉由監管寬鬆的私人信貸(Private Credit)融資模式，恐因其不透明性而加劇系統性風險。
3. 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。

(三) 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

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:(一)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。

—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。

—PPP理論已被證實無法解釋匯率走勢，更遑論評估一國匯率之高、低估。

(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。

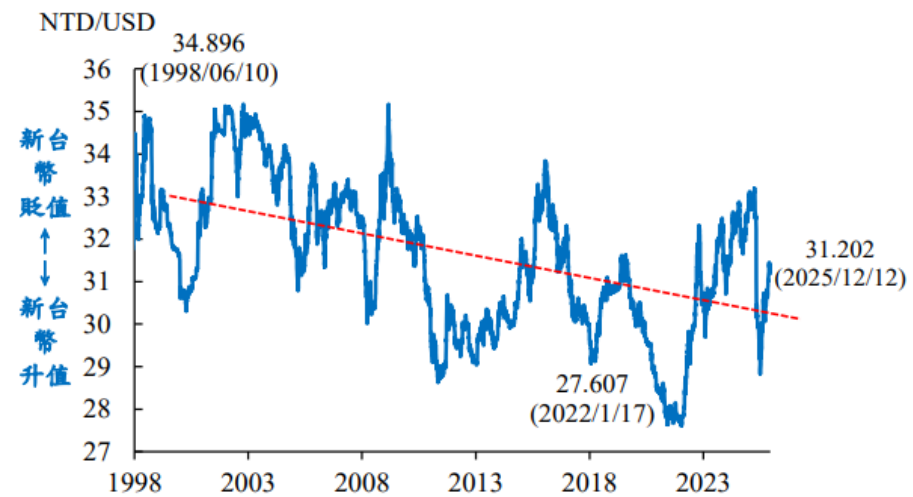
—以台灣為例，上年外資及本國資金進出合計金額是商品貿易金額的19.3倍，約當於商品與服務相關交易占整體外匯交易金額僅約5%。

(三)新台幣匯率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

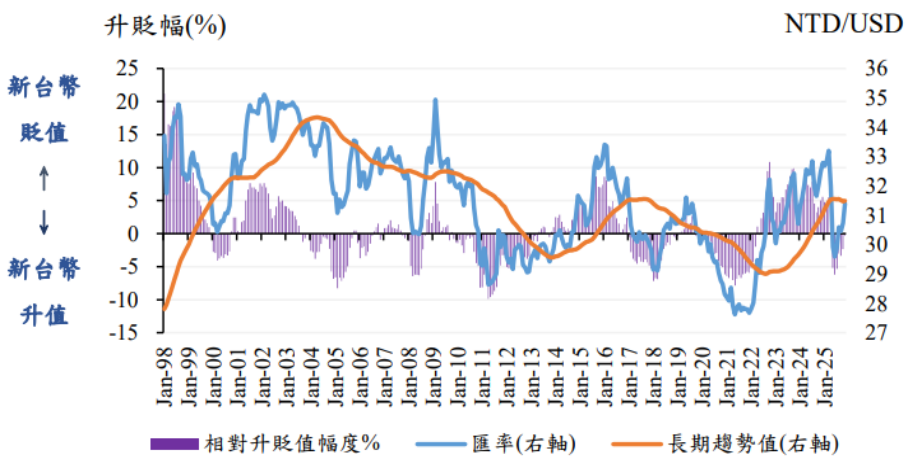
- 新台幣對美元匯率有升有貶，曾升值至27.607，亦曾貶值至34.896；自1998年之低點34.896，升至2025年12月12日之31.202，升值幅度約11.8%。
- 新台幣對美元匯率相對於長期趨勢值之偏離幅度呈雙向波動，且偏離幅度平均值(0.6%)與標準差(5.3%)均小，顯示新台幣匯率動態穩定。

新台幣對美元匯率有升有貶且長期走升



資料來源：央行

新台幣對美元匯率相對於長期趨勢值呈雙向波動

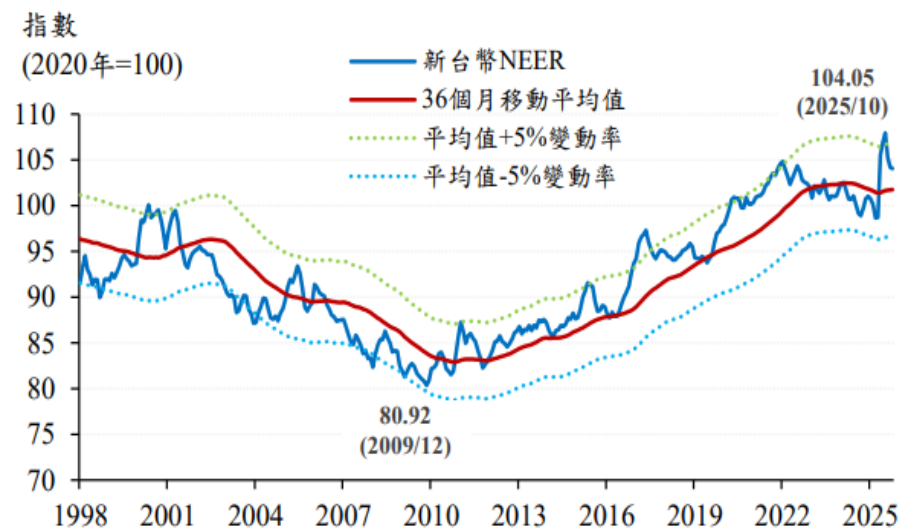


註：此處長期趨勢值係指過去36個月匯率之移動平均值；匯率偏離長期趨勢值之幅度為偏離幅度(=匯率/長期趨勢值-1)。

資料來源：Bloomberg

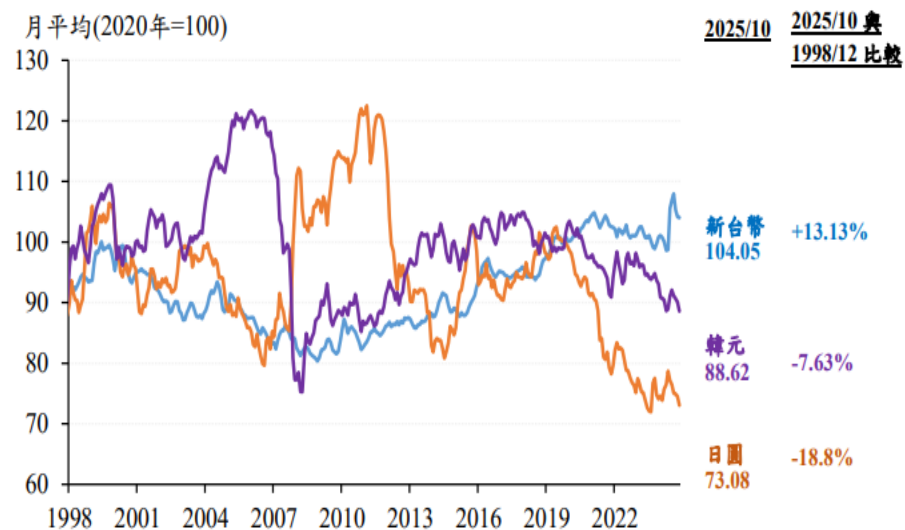
2. 本行實施管理浮動匯率有利維持新台幣匯率之穩定，並未刻意壓低新台幣匯率。
- 2020年Fed實施量化寬鬆貨幣政策(QE)，資金大舉湧入國內，本行淨買匯391億美元；2022至2023年Fed升息與QT致資金外流，本行淨賣匯157.7億美元；2024年美元需求大於供給，本行淨賣匯164.2億美元。
 - 1998年底至2025年10月，新台幣NEER上漲13.13%，同期間韓元NEER及日圓NEER分別下跌7.63%及18.8%且波動較大，顯示新台幣匯率長期走升且相對穩定。

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

台灣、南韓、日本名目有效匯率指數(NEER)



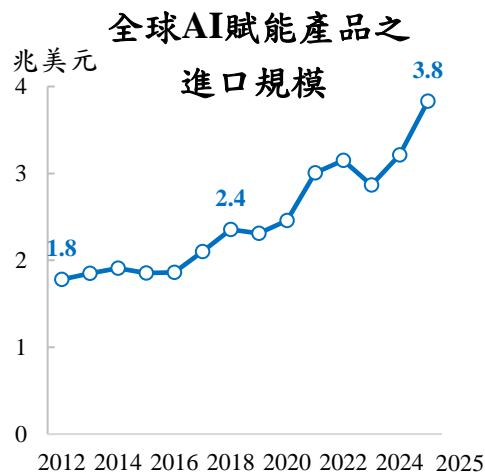
資料來源：Bloomberg

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？

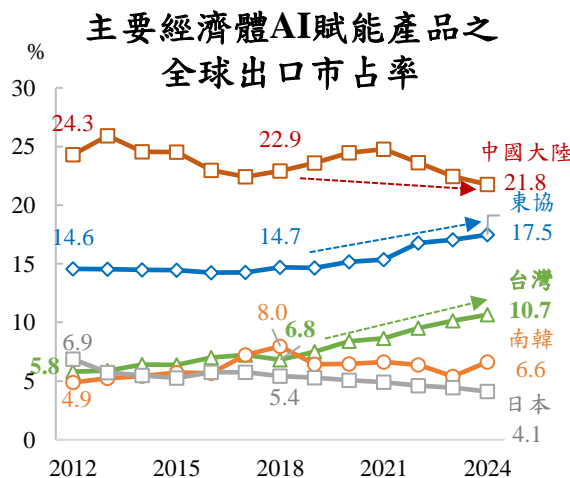
《經濟學人》指稱：央行壓低新台幣匯率，以維持台灣出口競爭力，但也造成經常帳盈餘規模膨脹；據本年最新數據，台灣經常帳盈餘已達GDP的16%。本行澄清說明如下：

A2: (一)近年台灣貿易順差擴大的原因：

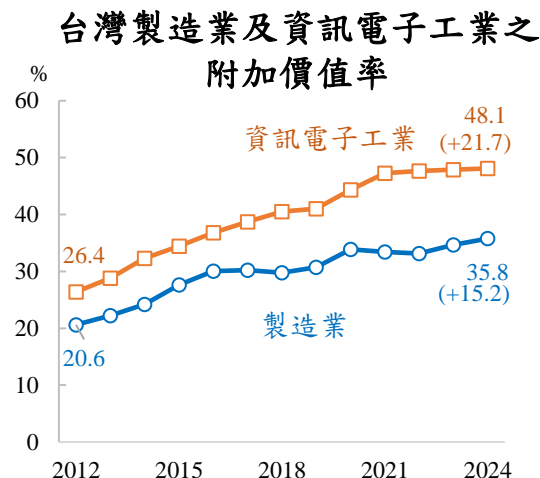
- 1.主因：(1)國外需求成長；
- (2)美中爭端，台商擴大在台投資，全球供應鏈調整；
- (3)台灣產業結構升級與高科技產品的國際競爭力日益提升。



註：2025年按中國大陸及美國已公布資料增幅估計。
資料來源：International Trade Centre (ITC)

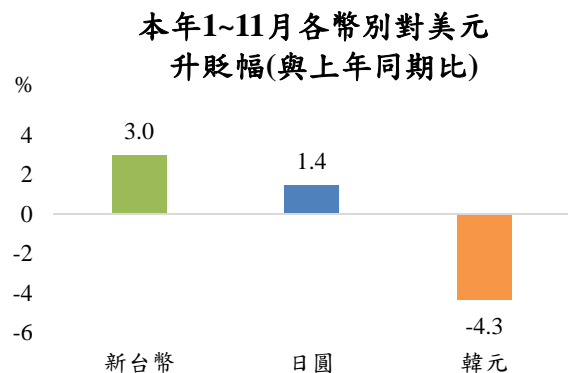


註：按WTO 2025年世界貿易報告AI-enabling goods清單整理。
資料來源：ITC

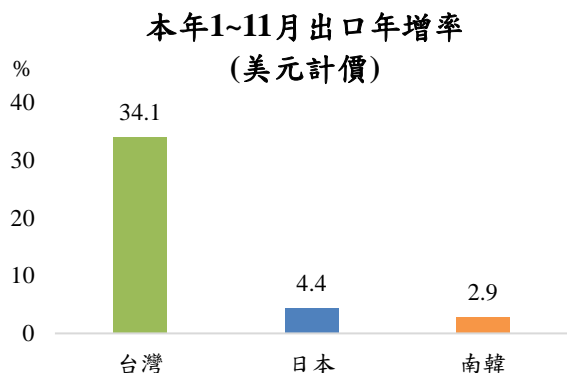


資料來源：主計總處

2.匯率升貶對一國貿易出入超的影響力未如想像大。

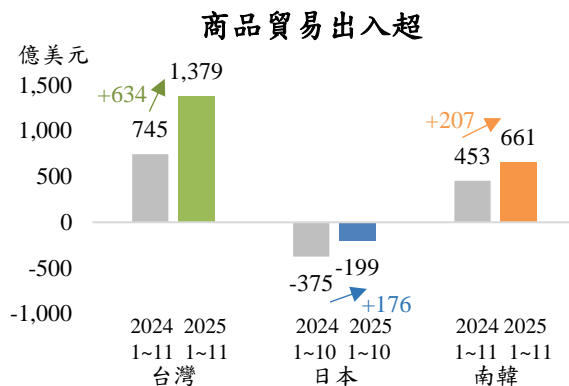


資料來源：本行



註：日本為1~10月年增率。

資料來源：各國通關統計



資料來源：各國通關統計

(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。

(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。

2.台灣高度參與全球價值鏈，透過匯率變動調整經常帳順差的效果有限。

(四)本行維持新台幣匯率動態穩定，而非透過壓低匯率提高競爭優勢。

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，但造成外匯存底不斷累積，從1998年的900億美元增加至6,000億美元。本行澄清說明如下：

(一)台灣外匯存底的增加來自投資收益及基於維持匯率穩定之法定職責進場調節。

—我國外匯存底除來自**投資運用收益**外；另每逢景氣衰退，**大型經濟體採QE之外溢效應**，促使**資金巨額且集中流入**，導致外匯市場供需失衡，**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**，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**；該等央行記取教訓，**因預防動機而開始累積外匯存底**。
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)，渠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**。
3. **瑞士央行**為減緩QE之外溢效應衝擊國內物價及經濟，運用外匯干預，以致外匯存底擴增。

(三)外資常於短期內巨額且集中進出台灣，充裕的外匯存底可因應資金進出之衝擊。

- 1. 我國經濟對外開放程度高，上年商品進出口占GDP比重達113%，且本年11月底外資持有國內股票及債券，連同其新台幣存款餘額共計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風險、資金大量進出之衝擊，確保國家金融韌性。
- 3. 歷經疫情爆發、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；我國能度過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。

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(%)	外匯存底/GDP 2024年(%)
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

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: (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。

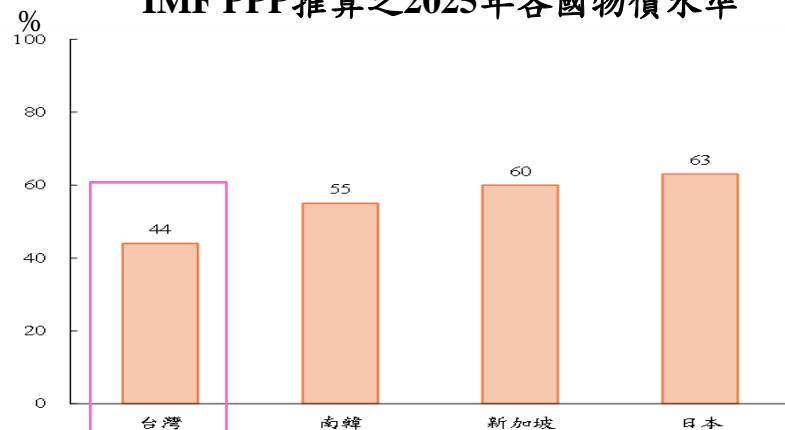
一另根據 IMF PPP推算之本年各國物價水準，本年台灣整體GDP物價水準約為美國之44%，韓、星、日物價水準分別約為美國之55%、60%與63%，顯示台灣貨幣購買力實優於韓、星、日。

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

資料來源：World Bank ICP

IMF PPP推算之2025年各國物價水準



資料來源：IMF(2025/10), 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高資本密集產業發展所致；而單位產出勞動成本下降主要反映產業結構的變化，以此解釋勞動者分享到的經濟成長果實變少，並不妥適。

- 1. 近20多年來，台灣勞動報酬份額下降5.1個百分點，主要係因：全球化、技術進步，致勞工議價能力減弱，以及金融化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。
- 2. 1998至2024年間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。

GDP分配面變動(2024年相對1998年)

單位：百分點

受僱人員報酬	營業盈餘	固定資本消耗	生產及進口稅淨額
-5.1	+1.8	+5.6	-2.3

註：1.GDP分配面資料僅至2024年。
2.生產及進口稅淨額包含貨物稅淨額、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

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 單位:%

		整體 製造業	資訊電子工業		
				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
2024 年	生產價值*占比	100	41.8	32.8	8.9
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
	勞動生產力(2)	187.7		578.5	422.6
	單位產出勞動成本≈(1)-(2)	-29.5		-58.0	-49.5

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:(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。

(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。

- 2020年以前，台灣通膨率低而穩定；2021年後，台灣通膨率雖走升，惟仍遠低於先進經濟體。
- 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。

	1996~2020年		2021~2025年	
	台灣	先進經濟體	台灣	先進經濟體
平均通膨率	1.0%	1.7%	2.2%	4.0%
平均短期利率	2.0%	2.0%	1.1%	2.5%

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。

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: (一)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。**
- (二)壽險業已採行多項策略管理匯率風險(外匯避險比重約6成，並搭配外匯價格變動準備金機制)，加上金管會持續推動壽險業「資產面、負債面、淨值面」三面向體質改革措施，應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融危機。**
- (三)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。**

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：(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，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。

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。

(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。

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

1. 研發是企业經營策略的選擇，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產業政策的協助。
2. 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，突顯長期產業政策及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)等。**盈餘繳庫並非本行之法定經營目標。**
- (二)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。**
- (三)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。**

五、選擇性信用管制措施實施成果之說明

Q1：本行為何籲請銀行自主管理不動產貸款總量目標，與選擇性信用管制措施有何不同？

A1：本行上(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，旨在達成3項政策目標。

(一)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；爰本行請34家本國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及採行第7度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。

(二)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比較如下表：

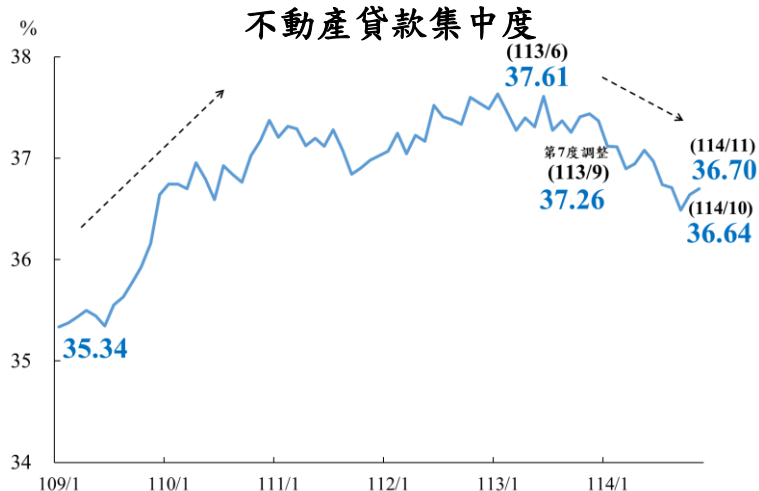
	本行選擇性信用管制措施	銀行自主管理不動產貸款總量目標
管理對象	針對借款人貸款條件進行管理，就部分貸款項目，限制不同貸款成數上限及不得有寬限期等貸款條件	針對銀行貸款總量進行調整，由銀行依其資產規模、營運特性不同，自訂漸進調整目標
政策工具	本行明訂全體銀行一致性授信規範	本行以道德勸說，行政指導由銀行依據自身經營情況，自訂管理目標
法源	中央銀行法第28條、第29條及第31條	行政程序法第165條、中央銀行法第31條
政策時效	自公布後翌日生效	自上年第4季至本年第4季漸進調整

Q2：本行選擇性信用管制措施之執行成效？

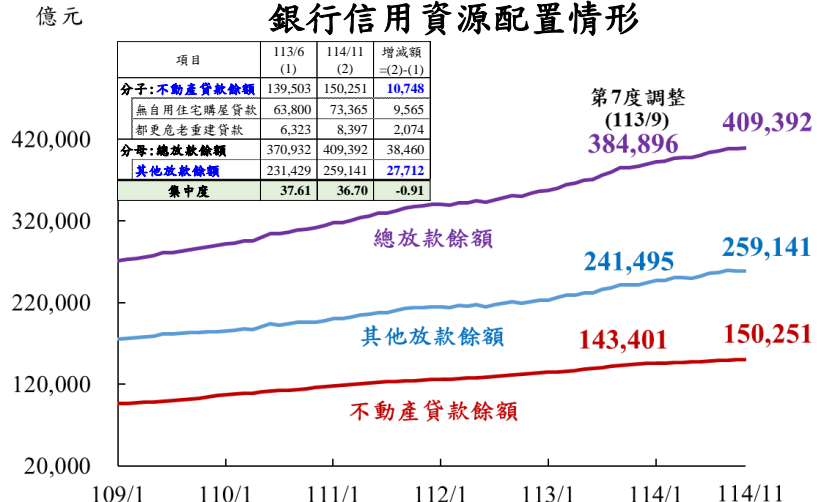
A2：本行採行銀行自主管理不動產貸款總量目標及第7度選擇性信用管制措施，實施以來，已達成本行3項政策目標，成效顯現。

(一)銀行信用資源集中不動產貸款情形逐漸改善

- 1. 全體銀行不動產貸款集中度由上年6月底37.61%，降至本年11月底36.70%，降幅0.91個百分點。
- 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%。
- 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。



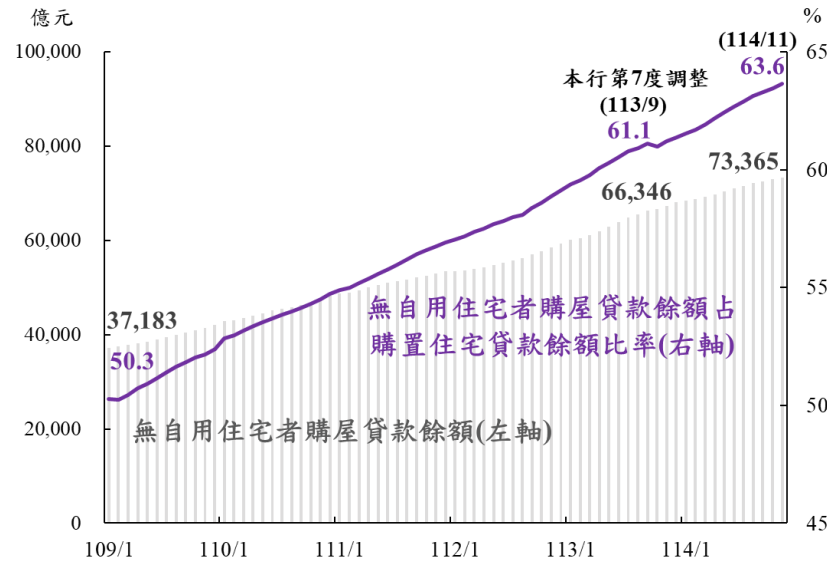
資料來源：本行



資料來源：本行

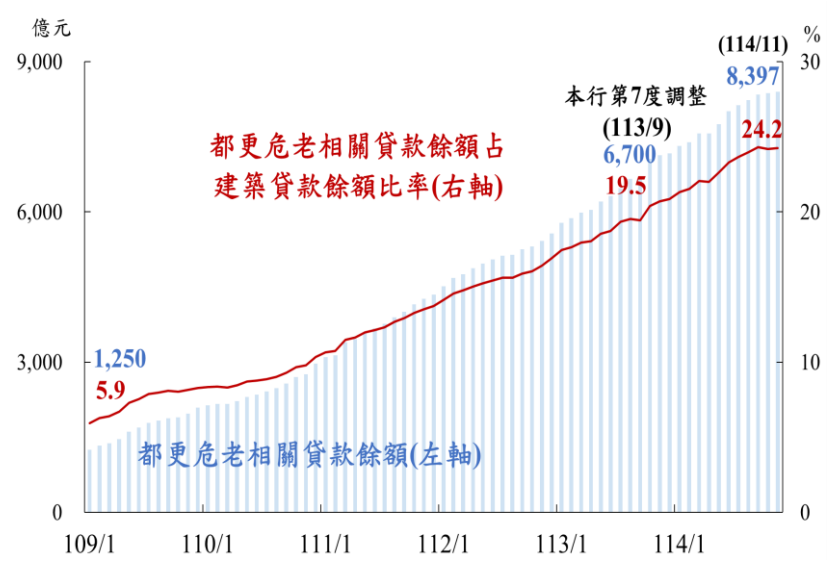
- (二)本國銀行將信用資源優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等貸款，符合政策方向
- 1. 本年11月底本國銀行辦理無自用住宅者購屋貸款餘額增至7兆3,365億元，占購置住宅貸款比重由109年1月底之50.3%續升至63.6%。
 - 2. 本年11月底本國銀行辦理都更危老重建貸款餘額增至8,397億元，占建築貸款餘額比重則由109年1月底5.9%續升至24.2%。

無自用住宅者購屋貸款餘額與占比



資料來源：金管會

都更危老重建貸款餘額與占比



資料來源：金管會、本行

(三)房市交易降溫，量縮價盤整；民眾對房價上漲預期心理趨緩

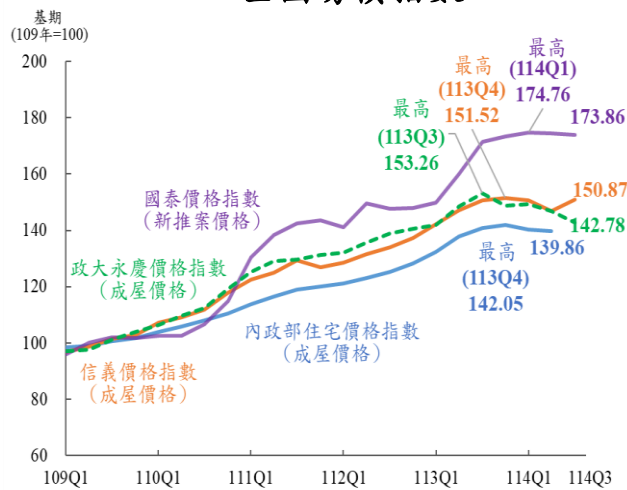
1. 本年以來房市交易降溫，不動產市場轉向修正

- 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%。
- 全國房價指數自最高點緩降，且全國房價指數年增率趨緩。

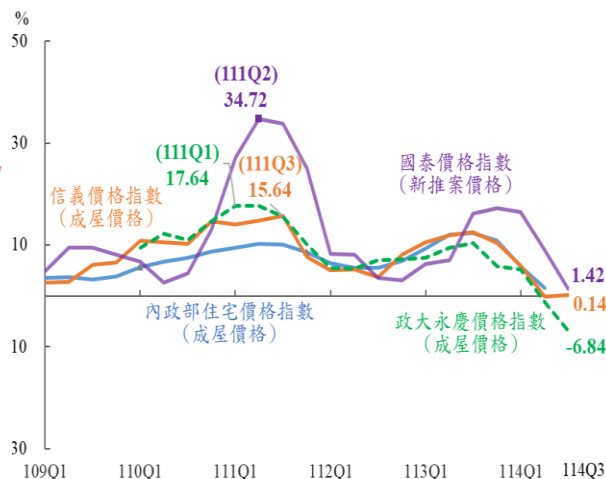
2. 不動產業者房市展望保守，消費者對房價上漲預期心理趨緩

- 本年第4季消費者看跌房價比率升至50%，遠高於看漲房價比率20%。

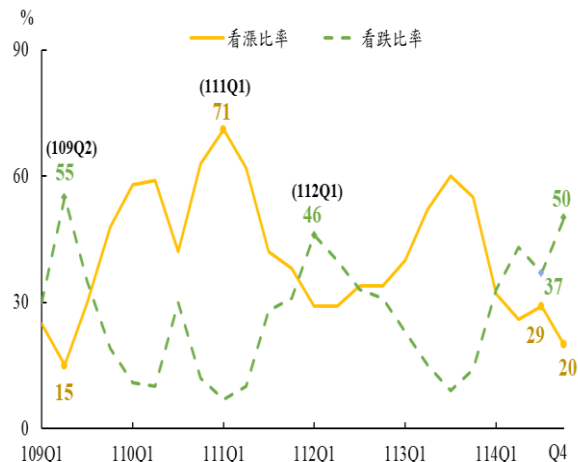
全國房價指數



全國房價指數年增率



永慶房屋之消費者對房價看法調查



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

資料來源：永慶房產趨勢前瞻報告

Q3：本行對換屋自住民眾提供何種協處措施？針對0403花蓮地震等受災戶是否有協處措施？

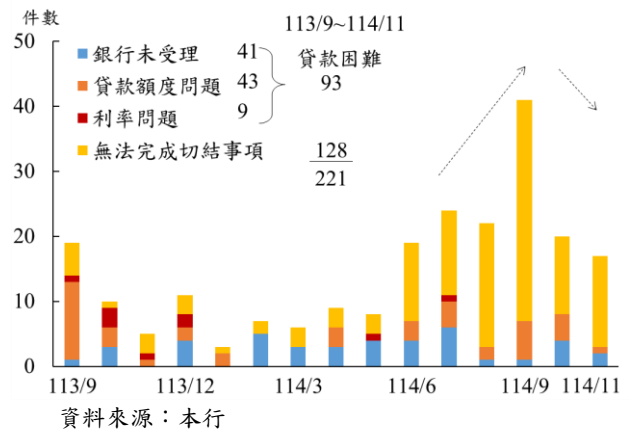
A3：為顧及實質換屋自住者之購屋需求，本行適時調整信用管制之協處措施，並提供花蓮0403地震與馬太鞍溪堰塞湖溢流潰壩受災戶相關協處。

- (一)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**。
- (二)民眾透過本行意見信件**陳情換屋相關案件**，經本行及銀行之妥處，**民眾陳情換屋案件已逐月降低**。

*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，(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)。

(三)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如下表；馬太鞍溪堰塞湖災害受災戶，本行亦比照相同原則提供協處。

本行有關換屋議題之陳情案件數



項目	受限購屋貸款	受限貸款寬限期	換屋協處出售舊屋期限
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

Q4：銀行自主管理不動產貸款總量目標之執行情形？

A4：近1年來，銀行多已落實執行達成目標。

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

- (一)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。
- (二)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。
一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。
- (三)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。

項目	實際值較目標值 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。
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

* 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。

Q5：明(115)年銀行是否仍須受自主管理不動產貸款總量目標之控管？

A5：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不動產貸款相關資料，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。

(一)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。

(二)本行仍持續執行第7度選擇性信用管制措施，並滾動檢討，主要考量如下：

—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。

—本年以來房市交易降溫，惟房價仍高檔盤整；且房價所得比仍高，民眾購屋負擔仍重。

(三)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。

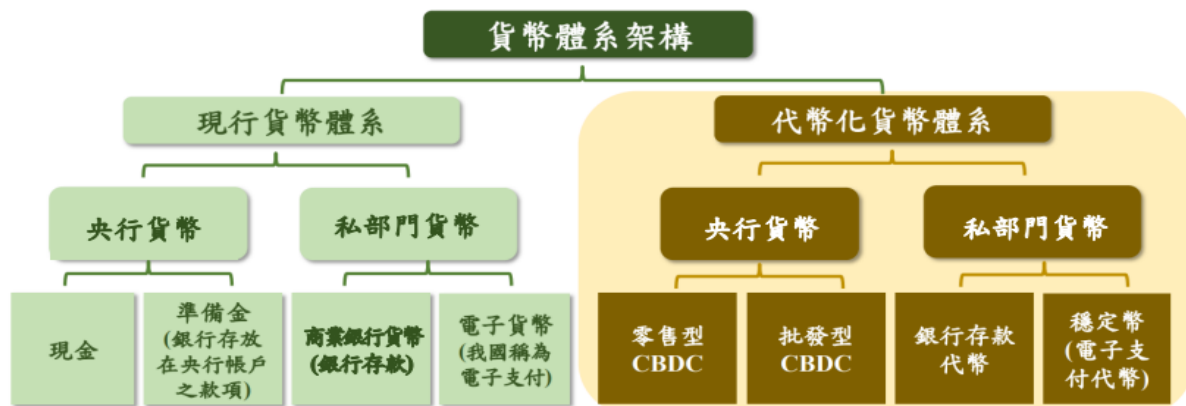
六、穩定幣的貨幣屬性、對貨幣信用創造的影響及其相關風險之探討

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。

(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。

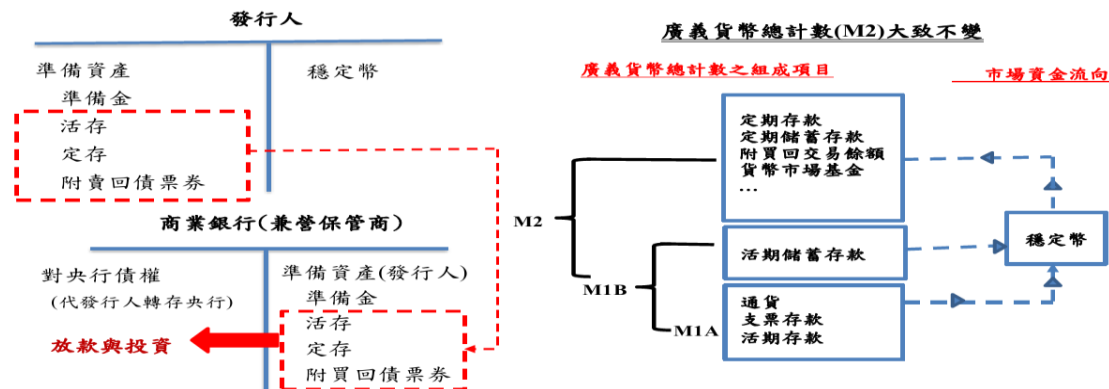


Q2：穩定幣的發行是否衝擊傳統金融體系的貨幣信用創造？

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

(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



註：1. 假設發行人與商業銀行進行債票附條件交易。

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。
2. 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之限制。

(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。

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)美元穩定幣對金融體系脆弱、受資管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；另新興市場經濟體是若存在高通膨、幣值不穩定及資本外流等問題，可能會傾向使用美元穩定幣，加劇美元化(dollarization)現象。

(二)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，不易陷入因美元穩定幣普及而被「美元化」的風險。

(三)除地緣政治考量外，歐元區擔憂美元穩定幣侵蝕支付系統，中國大陸則擔憂其削弱外匯管制措施，因而加速因應衝擊。

1.歐元區數位支付系統呈碎片化(fragmentation)，且過度倚賴美國支付巨擘；因擔憂美元穩定幣壯大恐弱化支付系統的主導性，遂推動數位歐元以維護貨幣主權。

2.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。

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)穩定幣生態系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，可能衍生各種問題：

問題	說明
價格脫鉤風險	即使準備資產為公債等安全性資產，在市場承壓時仍可能遭拋售，進而使穩定幣價格脫鉤。
擠兌風險	因準備資產的透明度不足、被挪用或價格波動，動搖穩定幣之市場信心，引發持幣者擠兌。
傳染風險	加密資產領域的風險不僅可能在發行人與服務商之間產生傳染，亦可能擴散至傳統金融體系。
匯率波動風險	釘住他國法幣的穩定幣若與本幣存在套利空間，可能出現大規模資本移動，加劇匯率波動。
衝擊商業銀行金融中介功能	資金從銀行存款外流至穩定幣，將形成影子銀行體系，威脅銀行的金融中介角色。

(二)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.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。
- 2.金融穩定委員會(FSB)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。

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，維護國內金融算作順暢。

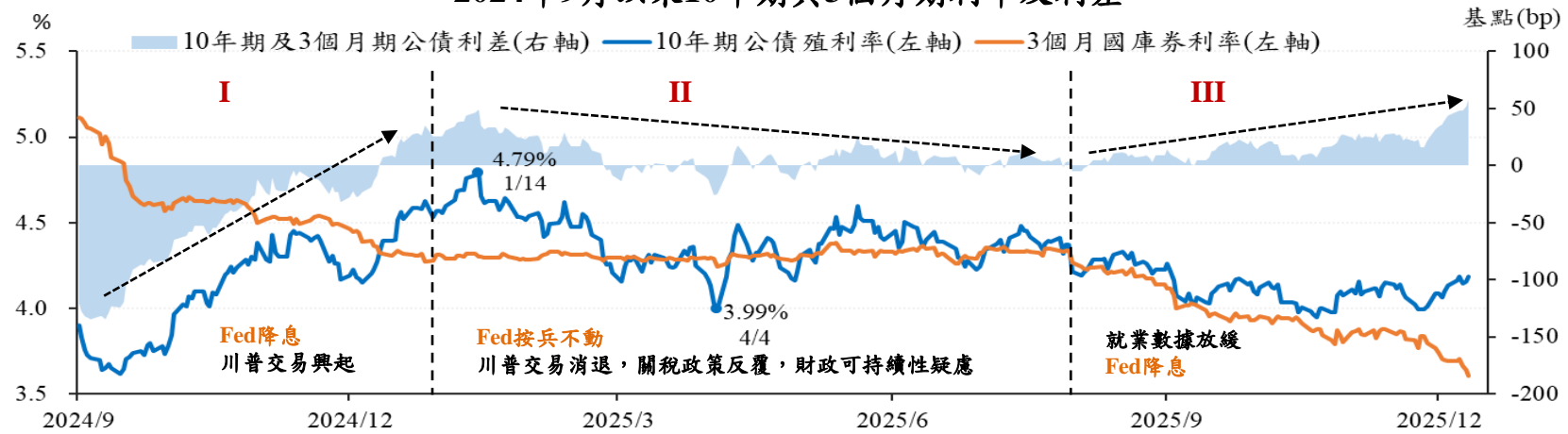
- (一)目前規劃中的新台幣穩定幣對貨幣信用創造及貨幣政策傳遞機制的影響不大；惟未來影響程度取決於其應用場景多寡與法規架構設計。**
- (二)美元穩定幣可能規避我國現行結匯規範，弱化跨境資本移動監控，影響新台幣匯率穩定。**
- (三)本行將依循IMF等國際組織之指引，適時修訂穩定幣相關統計，並強化即時監控及完善相關外匯管理，維護國內金融運作順暢。**

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

(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

- 第一階段(2024年9~12月底)：曲線由倒掛轉陡峭。短率隨Fed降息而下降，長率則回升，主要反映川普交易興起，市場預期川普政策將支持經濟成長，通膨恐再升溫。
- 第二階段(2025年1~7月底)：曲線由陡峭轉趨平坦。川普交易快速消退、關稅政策反覆與美國財政可持續性疑慮等因素，長率震盪下行。
- 第三階段(2025年8月迄今)：曲線重新趨陡。美國就業降溫，Fed重啟降息，短率降幅大於長率。

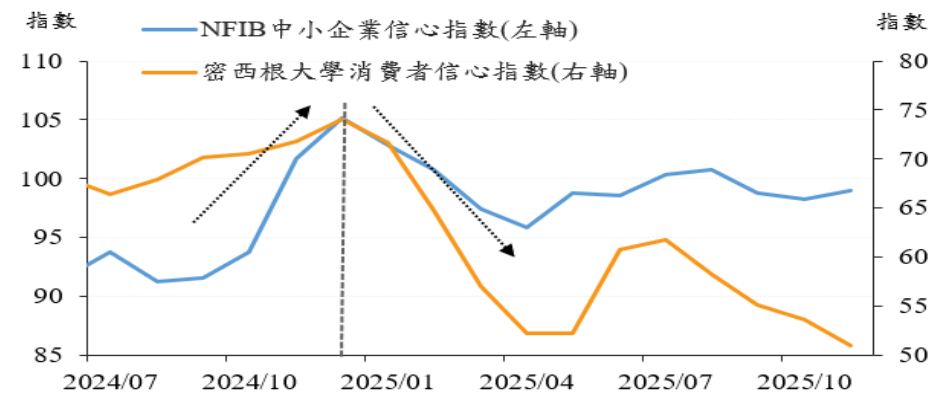
2024年9月以來10年期與3個月期利率及利差



資料來源：Bloomberg

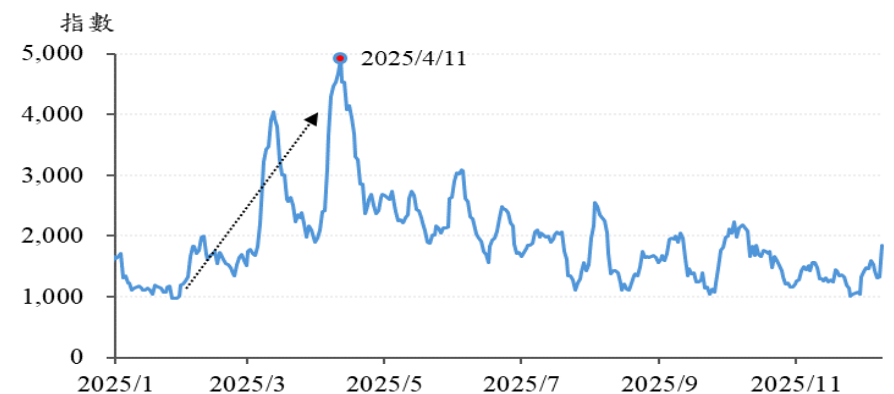
1. 第一階段(2024年9月至12月底)：曲線由倒掛轉趨陡峭。3個月期利率隨Fed降息下降；10年期利率則自降息前低點回升，主要係反映投資人預期川普2.0政見將帶動經濟成長，提升整體經濟前景信心，金融市場亦呈現「川普交易」的樂觀行情。
2. 第二階段(2025年1月至7月底)：曲線由陡峭轉趨平坦。3個月期利率持平，10年期利率震盪下行。
- (1) 川普上任後政策具高度不確定性，企業投資與民眾消費信心轉弱，美國經濟成長動能出現放緩，致「川普交易」迅速降溫。
- (2) 市場擔憂高額對等關稅措施恐推升通膨，「大而美法案」擴張性財政政策加深市場對美國財政可持續性之疑慮，加以川普經貿政策反覆不定，10年期利率區間震盪。

川普交易前後之經濟信心變化



資料來源：Bloomberg

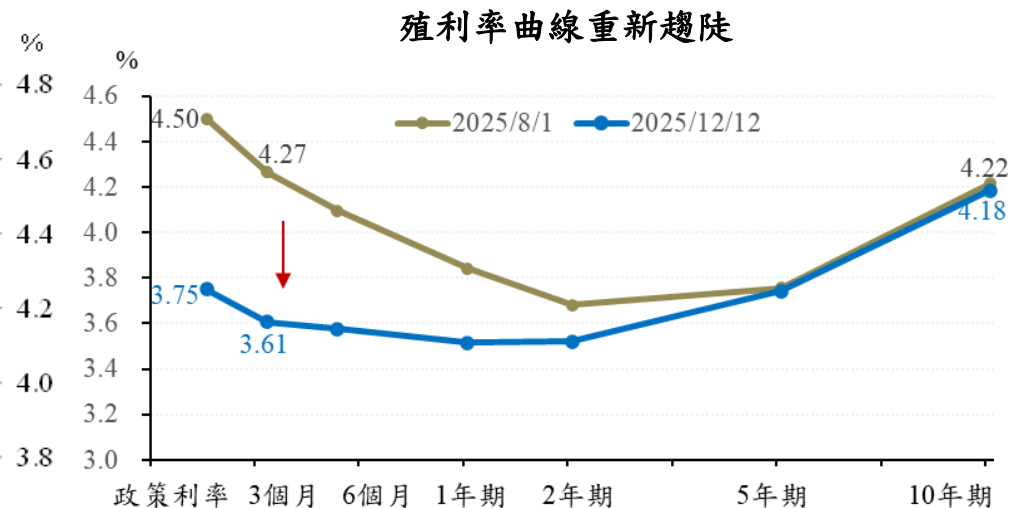
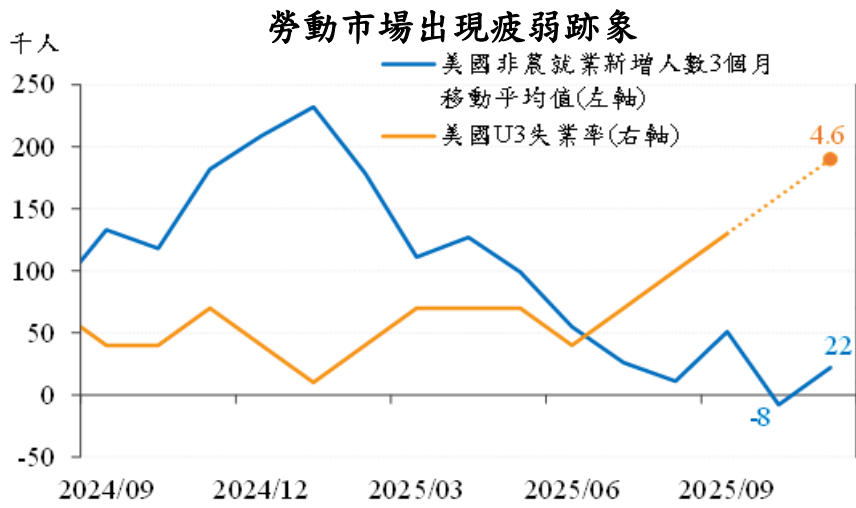
美國貿易政策不確定指數



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

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月以來美國就業下行風險升高，Fed於9月重啟降息，全年合計降息3碼，帶動3個月期利率大幅下降，10年期利率則降幅有限，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。
- (3) 川普即將提名的新任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。



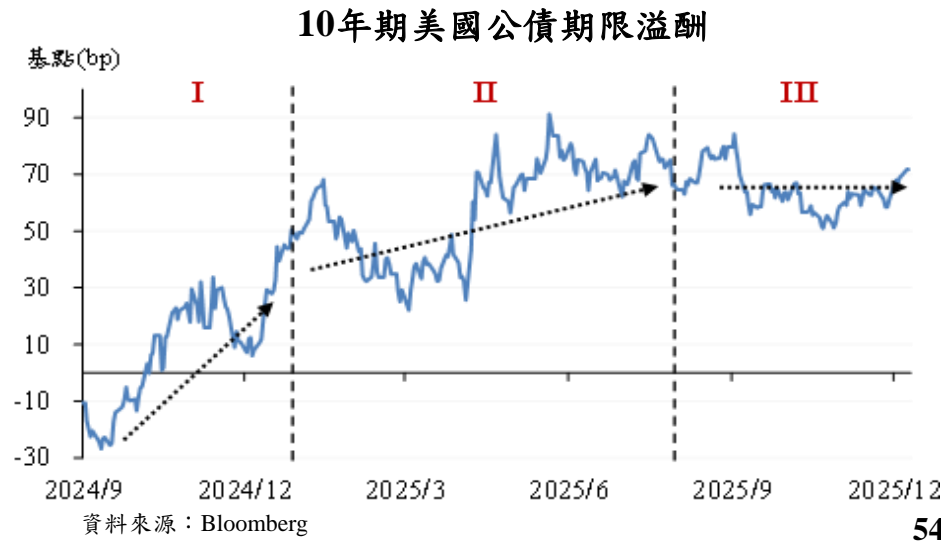
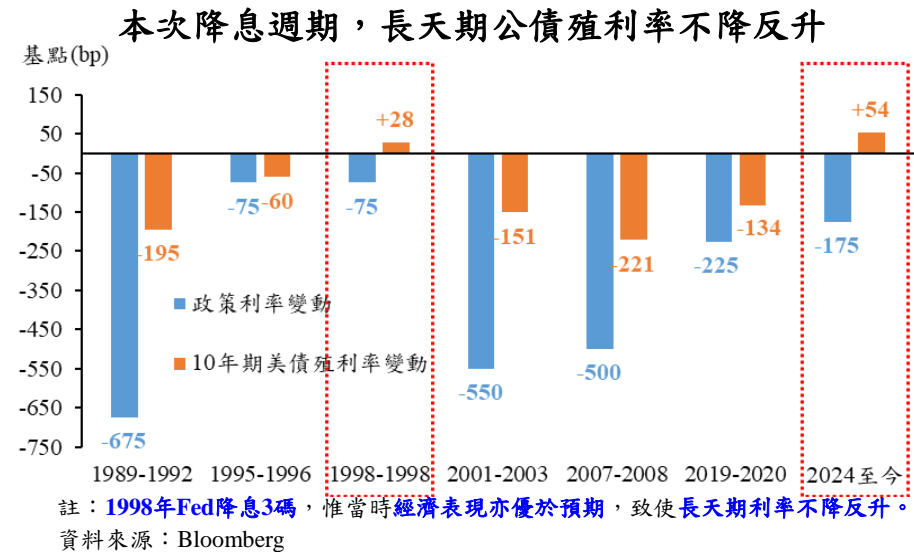
註：美國未公布本年10月失業率。
資料來源：Bloomberg。

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

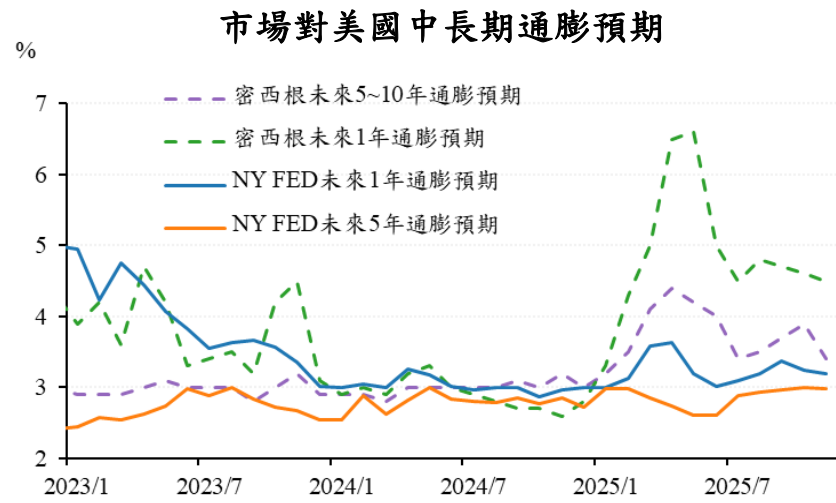
過去Fed多因經濟衰退或資產泡沫破裂而快速降息，或併以實施量化寬鬆，致公債殖利率曲線整條下移。然而，**本次降息週期緩慢且漸進，長天期殖利率不降反升。**

- 1. Fed自上年9月開啟降息週期，至本年12月政策利率下調175個基點至3.5%~3.75%，**10年期利率於同期間由3.6%上升約54個基點至4.2%。**
- 2. 川普2.0政策不確定性影響市場對美國公債之信心，**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。**

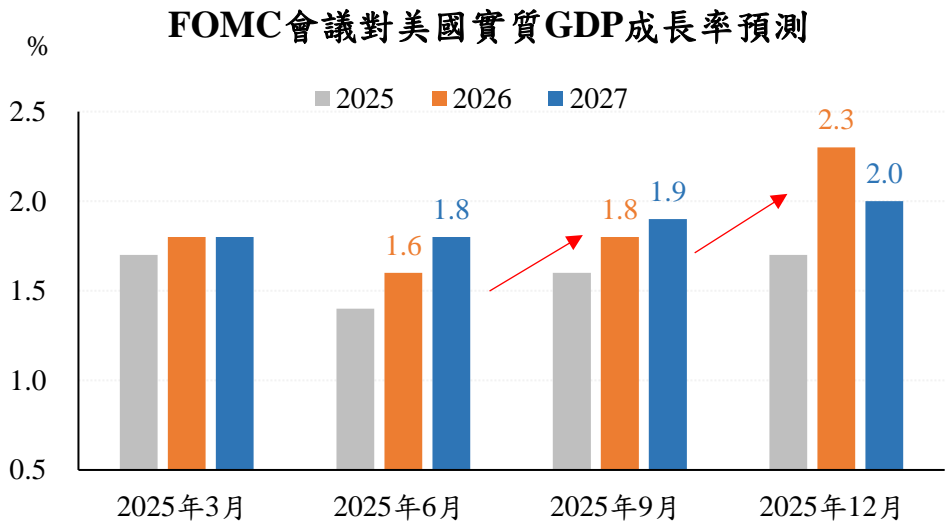


3.本次降息週期長天期公債期限溢酬上升之可能因素：

- (1)美國通膨預期仍具黏性：通膨雖自高點回落，然中長期通膨預期仍居高。
- (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%)。另Fed已連續兩季上修明、後年美國經濟成長率預測。
- (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，債息負擔仍沉重。
- (4)對Fed獨立性之擔憂：在通膨尚未回到目標的情況下，部分投資人擔憂貨幣政策恐易受到政治因素影響，而有過度寬鬆之風險。



資料來源：Bloomberg



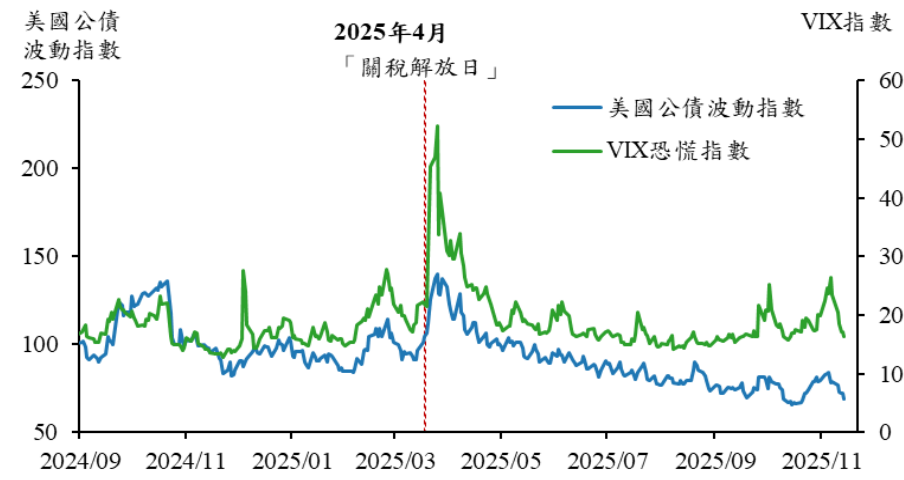
資料來源：Fed

(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

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。川普2.0經貿政策反覆，更加深疑美論(US skepticism)，部分資金將轉而分散配置至黃金或其他資產。然而就市場深度、流動性、抵押品功能等面向觀察，美國公債作為全球金融定價基準的角色，短期內仍難被實質取代。

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；然隨金融市場恐慌性指標回落，下半年美元回穩，美股持續創高，美元資產仍為投資人之核心配置。

隨關稅問題緩解，金融市場波動度回落



資料來源：Bloomberg

美元指數與美股指數



資料來源：Bloomberg

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。

(1)本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：黃金持有量較隨金價起伏；本年迄9月底增持619公噸。

—央行：全球央行黃金持有量穩定增加；本年迄9月底增持200公噸。

(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。

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%

資料來源：IMF；Bloomberg；美國財政部TIC

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

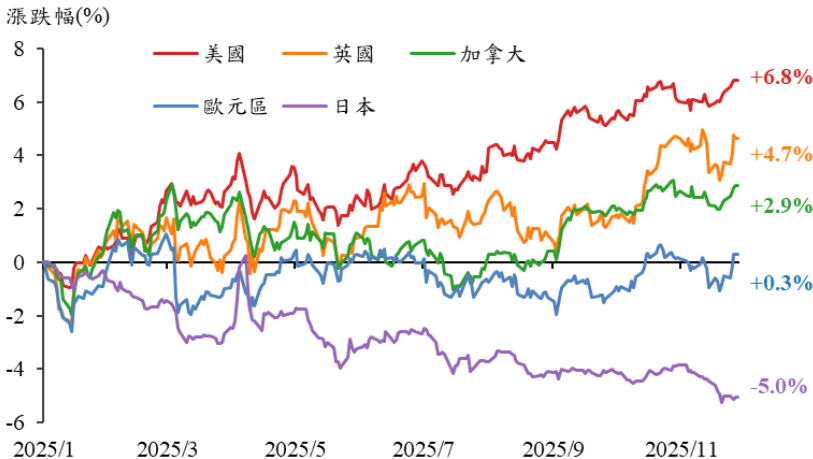
- 3.儘管美國對等關稅政策加劇全球金融市場不確定性，外國投資人持有美國公債情形仍穩健，顯示美國公債在全球避險與資產配置中仍具一定吸引力。
- 4.美國債信與經濟表現具相對優勢，美國公債等美元資產核心角色尚難以取代。
- (1)主要信評機構給予美國之債券評等(AA+)為次高等級；
- (2)10年期美國公債殖利率於G7國家中為次高；
- (3)美國公債市場之深度與廣度居全球之首，具高度流動性；
- (4)美國財長Bessent強調美國公債是全球最佳之安全資產與定價基準。

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(%)	3.5~3.75	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

資料來源：本行整理

10年期美國公債期限溢酬



資料來源：Bloomberg

簡 報 完 畢
謝 謝！

