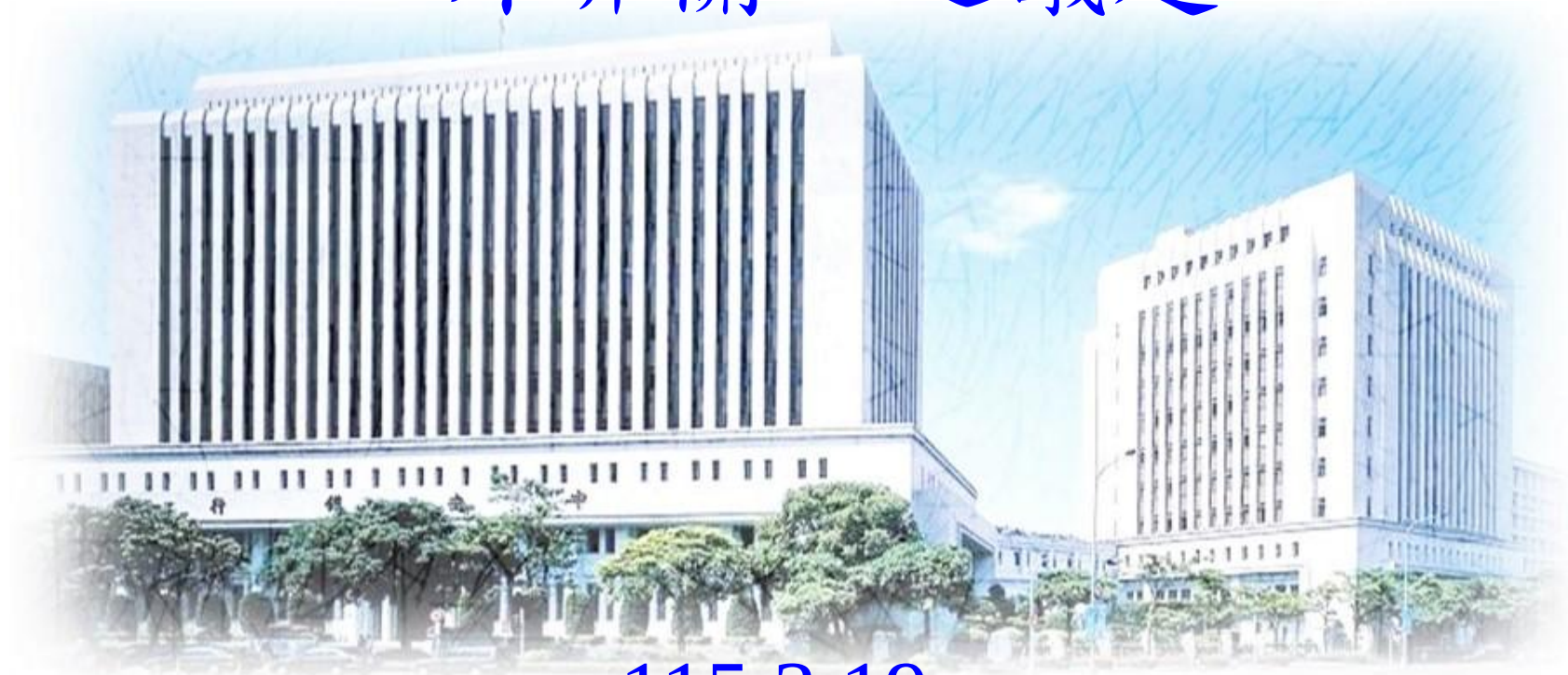




中央銀行理監事聯席會議 外界關心之議題



115.3.19

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、本行不動產選擇性信用管制實施成效與檢討
- 四、美國關稅政策發展對台灣經貿之影響
- 五、AI企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件之比較
- 六、美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

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：

■ 本行不動產選擇性信用管制實施成效與檢討

—本行於2024年8月請銀行自主管理不動產貸款總量目標，並於同年9月第7度強化不動產選擇性信用管制措施；實施以來，房市交易降溫，民眾看漲房價預期心理趨緩，信用資源過度集中不動產貸款情形持續改善，管制措施成效逐漸顯現。

—特就本行不動產選擇性信用管制施行成效、協處措施及後續作法加以說明，俾利各界瞭解。

■ 美國關稅政策發展對台灣經貿之影響

—在美國關稅政策的不確定性下，我國廠商動態調整全球布局，從「西進」轉向「新南向」與「東進」。爰探討美國關稅政策發展，分析其對台灣經貿的影響及台商布局的應對轉變。

■ AI企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件之比較

—近年AI發展引發全球投資熱潮，AI企業龐大資本支出與多元融資管道引起外界擔憂。特針對AI企業融資疑慮與歷史其他重大資產泡沫化事件進行比較，供各界參考。

■ 美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

—2025年4月美國總統川普宣布對等關稅政策，金融市場出現「去美元化」風波，一度使國際美元走弱；惟下半年隨AI浪潮帶動美股、美債價格反彈，美元指數回穩。近期中東戰爭爆發，國際油價大漲，預期美國通膨升溫，避險資金再度湧入美國，美元獨強。

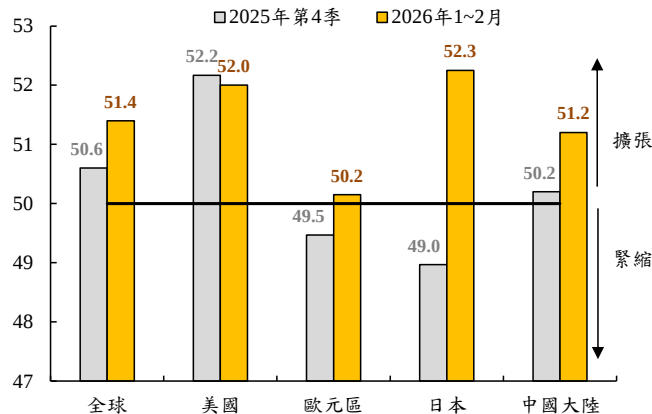
—美元國際地位向為外界關注焦點，爰分析美元國際地位在美國關稅政策及地緣政治風險中的演變供參。

一、國際經濟金融情勢及展望

(一)全球製造業成長動能回升，惟中東戰爭持續過久恐衝擊經濟與通膨

- 1.本(2026)年初，主要經濟體製造業PMI均已站上50榮枯線，經濟成長動能轉強。
- 2.美國聯邦最高法院裁定IEEPA對等關稅越權，嗣後美國政府宣布改採《1974年貿易法》122條款對全球課徵關稅，並採301條等其他措施補強關稅政策，推升貿易政策不確定性，惟程度遠低於上(2025)年4月美國宣布對等關稅時期。
- 3.美國與以色列聯合空襲伊朗，地緣政治風險指數遽升至2022年俄烏戰爭以來新高。

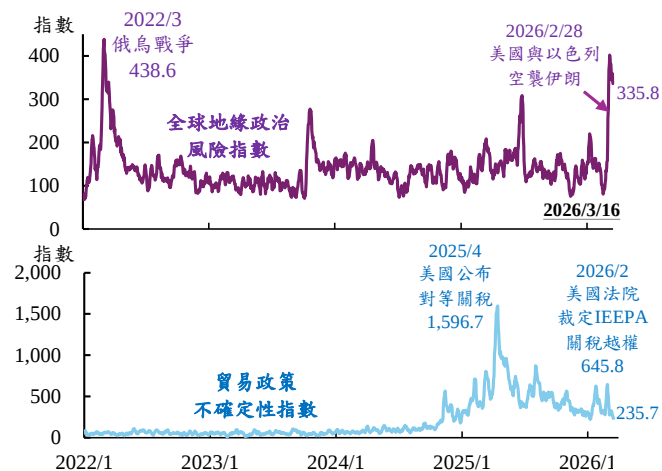
全球及主要經濟體製造業PMI



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：Bloomberg

全球地緣政治與貿易不確定性指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty網站

(二)中東戰爭推升全球經濟下行風險，下調本年全球經濟成長率預測值

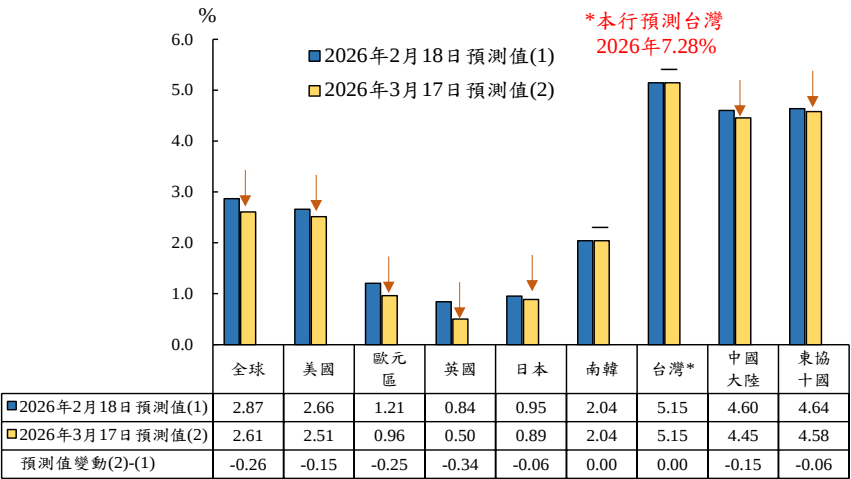
- 1.近期中東戰爭衝擊能源供應，國際油價急升，推高企業生產成本並抑制消費需求，其影響將視戰爭持續時間而定。
- 2.S&P Global假設戰爭於本年4月中旬前和緩，預測本年全球經濟成長率為2.61%，較戰前預測值下調0.26個百分點；主要經濟體成長率亦多下調。

S&P Global對全球經濟成長率預測值變動情形



資料來源：S&P Global (2026/3/17)

S&P Global對2026年經濟成長率預測值



註：↓及—表示本年3月預測值較2月下調及持平。

資料來源：S&P Global (2026/3/17)

(三)能源價格大漲推升通膨壓力，上調本年全球通膨率預測值

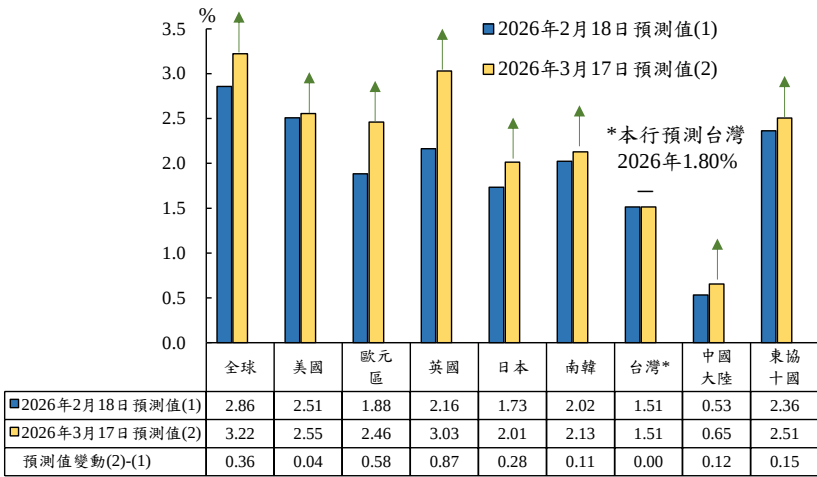
- 1. 能源價格大漲推升通膨壓力，S&P Global預測本年全球通膨率為3.22%，較戰前預測值上調0.36個百分點。
- 2. 主要經濟體通膨率預測值多上調，並依其產業結構、對進口能源依賴度、匯率變動，面臨不同程度的成本推動型通膨壓力；歐元區、英國及日本通膨率預測值上調幅度較大，美國則較為和緩。

S&P Global對全球CPI年增率預測值變動情形



資料來源：S&P Global (2026/3/17)

S&P Global對2026年CPI年增率預測值



2026年2月18日預測值(1)	2.86	2.51	1.88	2.16	1.73	2.02	1.51	0.53	2.36
2026年3月17日預測值(2)	3.22	2.55	2.46	3.03	2.01	2.13	1.51	0.65	2.51
預測值變動(2)-(1)	0.36	0.04	0.58	0.87	0.28	0.11	0.00	0.12	0.15

註：↑及—表示本年3月預測值較2月上調及持平。

資料來源：S&P Global (2026/3/17)

(四)主要央行貨幣政策分歧

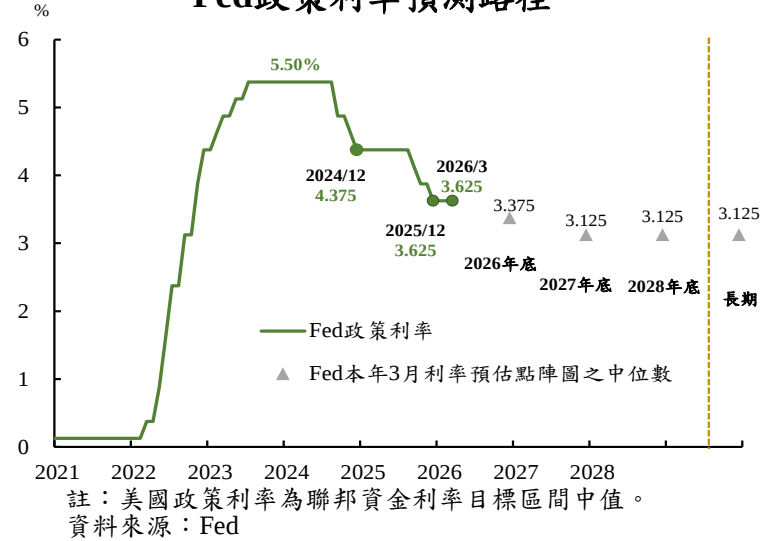
- 1. 中東戰爭爆發前，主要央行依既定步調調整貨幣政策，Fed、ECB及BoJ均維持政策利率不變，人行則持續寬鬆政策，本年1月下調再貸款、再貼現及各項結構性貨幣政策工具利率各1碼(0.25個百分點)。
- 2. 近期中東戰爭與2022年俄烏戰爭均屬供給面衝擊；若地緣政治衝突推升能源價格，主要央行將密切關注預期心理導致物價持續上漲之「第二輪通膨效應」。
- 3. Fed 3月會議之利率預估點陣圖顯示，預期本年降息1碼，明(2027)年再降息1碼後維持政策利率不變。

俄烏戰爭及中東戰爭情勢比較

		俄烏戰爭(2022/2/24~)	中東戰爭(2026/2/28~)
供給面衝擊		● 各國制裁俄羅斯出口 ● 俄羅斯降供歐洲天然氣	● 伊朗威脅封鎖荷姆茲海峽，並攻擊鄰國產油設施
需求面背景		疫後全球需求仍疲弱	全球製造業正逐步復甦
布蘭特原油價格	開戰前	100.95 (2/23)	71.32 (2/27)
	開戰後高點	138.23 (3/8)	118.09(3/18)
	漲幅	36.9% (3/8 與 2/23 相較)	65.6% (3/18 與 2/27 相較)
全球通膨率	開戰前	5.5% (2022/1)	2.8% (2026/1)
	開戰後高點	8.3% (2022/9)	3.2%(2026/5, S&P Global 預測)
主要央行政策		● 疫情、財政刺激、供應鏈瓶頸、戰爭等特殊事件連續衝擊，高通膨較預期持久 ● 央行為抑低通膨預期而大幅升息	● 勞動市場放緩，缺工情勢不再，若戰事未升級，第二輪通膨效應可能性低 ● 密切關注物價傳導效應，避免通膨預期失控

資料來源：S&P Global；LSEG Datastream；本行整理

Fed政策利率預測路徑



主要央行多維持政策利率不變

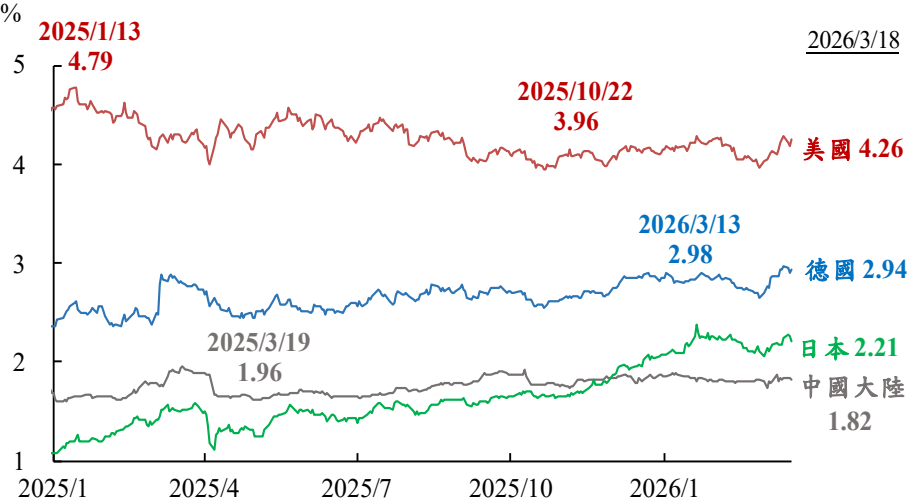
美國、歐元區及日本維持政策利率不變，中國大陸延續寬鬆基調

Fed	● 本年1月及3月決議維持利率目標區間於3.50%~3.75%不變。
	● 3月會議之利率預估點陣圖顯示，預期本年降息1碼；並上調本年經濟成長率及通膨率預測值。
	● Fed於本年3月貨幣政策會議表示，當前經濟穩健擴張，就業成長仍緩，最近數月之失業率無太大變化，通膨率仍略高；中東情勢對美國經濟之影響尚未明朗，將持續關注就業及通膨目標之風險。
ECB	● 本年2月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。
	● 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2月貨幣政策會議後記者會表示，歐元區經濟維持韌性；惟全球貿易政策與地緣政治緊張局勢變化，經濟前景不確定性仍存。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1月及3月決議維持政策利率(無擔保隔夜拆款利率)於0.75%不變。
	● 總裁植田和男於3月於國會表示，若經濟與物價符合預期，本年仍將繼續推動升息，並將密切關注中東衝突及油價上漲對日本的影響。
中國人民銀行	● 7天期逆回購利率自上年5月8日以來維持於1.4%不變；授權全國銀行間同業拆款中心公布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%不變。
	● 本年1月下調再貸款、再貼現及各項結構性貨幣政策工具利率各0.25個百分點。

(五)主要經濟體10年期公債殖利率近期走高，全球股市漲跌互見，美元指數先跌後漲

- 1. 上年底以來，主要經濟體債市震盪；近期受中東地緣政治衝突影響，通膨升溫擔憂加劇，主要經濟體公債殖利率走高。
- 2. 市場擔憂Fed獨立性或受政治干預，美國公債市場隱含之損益平衡通膨率(breakeven inflation rate)上升。Kevin Warsh獲提名後，市場疑慮有所緩解，通膨預期降溫。後中東戰爭引發供給面通膨衝擊之擔憂復燃，5年期損益平衡通膨率大幅走揚。

主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

美國5年期及10年期損益平衡通膨率*

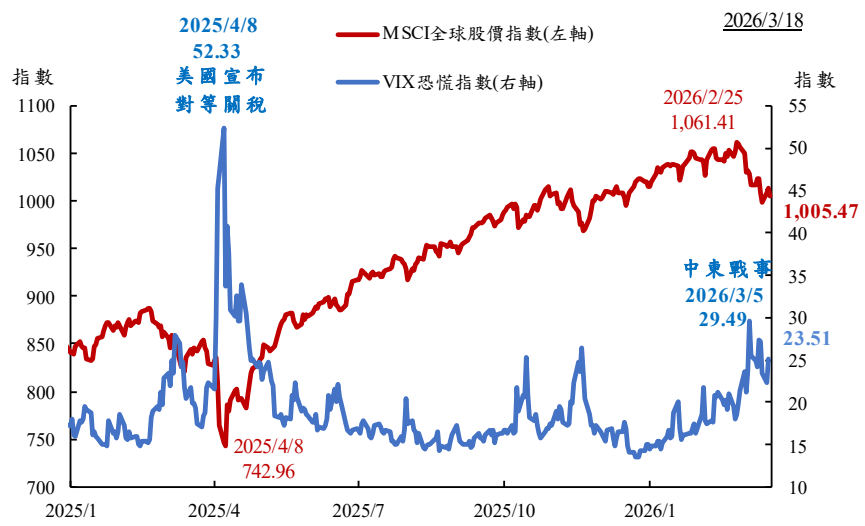


*：為美國公債名目殖利率扣除同年期抗通膨債券(Treasury Inflation-Protected Security, TIPS)實質殖利率之差值，隱含市場參與者對於未來的通膨預期。

資料來源：LSEG Datastream

3. 上年底以來，AI資本支出持續增加，相關硬體設備及其供應鏈類股表現強勢，軟體類股因擔憂AI取代軟體服務而走弱，MSCI全球股價指數於高點震盪。中東戰爭爆發推升市場不確定性，股市波動度遽增，**MSCI全球股價指數自歷史高點回落**。
4. 美國借格陵蘭島議題施壓歐洲盟國，**國際美元指數(DXY)走低**，川普總統則表示不擔心美元貶值，**致跌幅較大**；後因**中東戰爭致避險資金流入美元**，**美元指數逐步回升**。

MSCI全球股價指數及VIX恐慌指數



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，本年經濟成長率預測值上調至7.28%

- 1.考量主要國際雲端服務供應商(Cloud Service Provider, CSP)資本支出優於預期、台灣關鍵零組件廠商擴產(廠)投資等，本行上調本年經濟成長率預測值。
- 2.預期本年淨外需貢獻較內需為高，為國外淨需求帶動資本形成之經濟成長模式。
 - － 預期本年輸出熱絡，續扮演驅動經濟成長之角色；輸出入相抵後，淨外需貢獻4.09個百分點。
 - － 台灣投資與出口連動性高，本年相關供應鏈業者持續擴大在台投資，資本形成可望延續，加以民間消費增溫等有利因素挹注，內需貢獻3.19個百分點。
- 3.全球經濟不確定性升高，本行將密切關注美國301條款等關稅政策動向及中東戰事，滾動式修正經濟成長與通膨預測。

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)				淨外需貢獻		
			民間消費 (2)	政府消費 (3)	資本形成 (4)	(5)	輸出	(-)輸入
2025 年	8.68	2.02	0.68	0.16	1.17	6.66	20.02	13.36
2026 年(f)	7.28	3.19	1.07	0.66	1.46	4.09	9.63	5.34

資料來源：主計總處、本行

(二)內需：民間消費成長增溫，民間投資持續成長

1.民間消費成長增溫：

—**上年上市櫃企業獲利成長**，增添本年調薪與獎金、股利發放意願，挹注民眾購買力，加以國內景氣穩健、就業情勢穩定，車市買氣回溫，帶動民間消費成長。

2.民間投資持續成長：

—**半導體業者積極擴充先進製程與高階封測產能**，並**加大研發支出**。同時，**伺服器供應鏈亦擴增與優化在台產能**，部分業者因關鍵零組件短缺，在台興建廠房或擴廠，均挹注民間投資成長。

台灣經濟成長率及GDP各組成項目**成長率**

單位:%

	經濟成長率	內需								淨外需		
			民間消費	政府消費	資本形成	民間投資	政府投資	公營投資	存貨變動		輸出	(-)輸入
2025	8.68	2.32	1.46	1.22	4.37	10.81	5.06	16.38	-	-	31.82	26.75
2026(f)	7.28	3.96	2.46	5.32	5.87	3.81	8.47	-5.56	-	-	12.85	9.83

資料來源：本行

(三)外需：AI等新興科技應用需求殷切，維繫相關供應鏈出口動能

—各國積極布建AI基礎設施，及主要CSP擴大資本支出與自研晶片需求增溫、AI應用場域擴大，加上台灣半導體供應鏈與伺服器具有製程領先等競爭優勢，商品出口動能可望延續。

(四)主要機構預測本年台灣經濟成長率介於4.05%~8.60%之間

主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

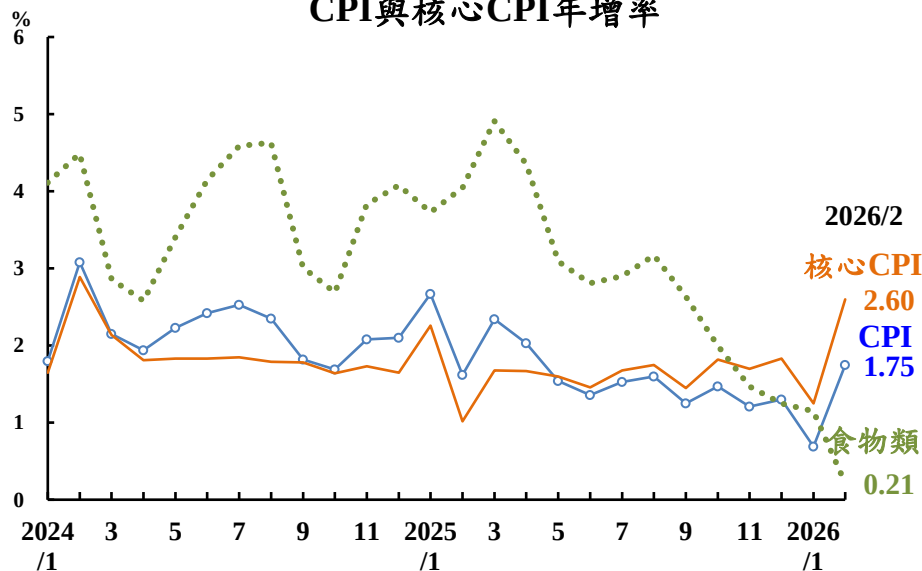
單位：%

預測機構		經濟成長率
國內	中央銀行 (2026/3/19)	7.28
	台大國泰 (2026/3/16)	5.80
	主計總處 (2026/2/13)	7.71
	台經院 (2026/1/26)	4.05
	中經院 (2026/1/19)	4.14
國外	Citi (2026/3/18)	5.50
	Goldman Sachs (2026/3/18)	6.22
	S&P Global Market Intelligence (2026/3/17)	5.15
	UBS (2026/3/16)	6.92
	J.P. Morgan (2026/3/13)	8.60
	BofA (2026/3/13)	8.00
	Morgan Stanley (2026/3/13)	4.80
	Nomura (2026/3/13)	8.00
	Standard Chartered (2026/3/13)	8.00

(五)本行上修本年CPI及核心CPI年增率預測值分別為1.80%、1.75%

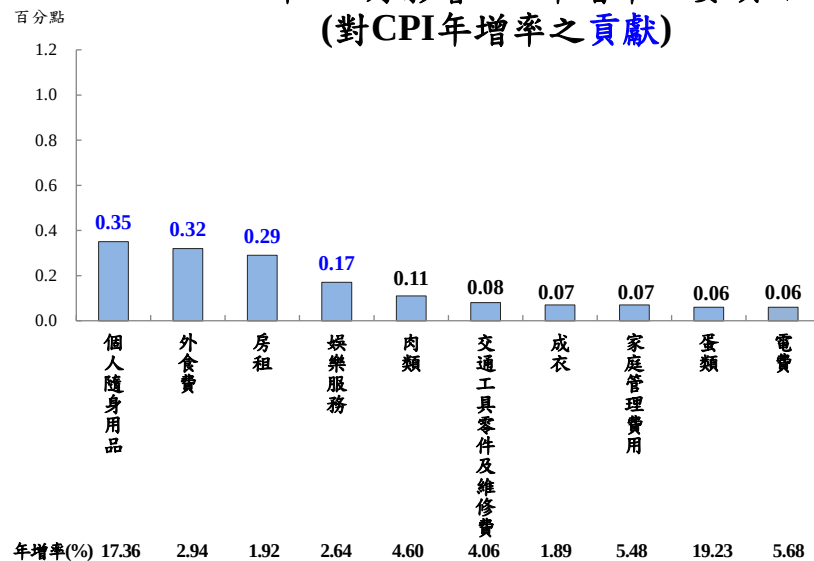
- 1.受春節落點期間不同影響，本年1、2月通膨率波動較大，1~2月平均CPI及核心CPI年增率則分別為1.23%、1.93%。
- 2.本年1~2月CPI年增率為1.23%，其中個人隨身用品、外食費、房租及娛樂服務價格上漲，合計使1~2月CPI年增率上升1.13個百分點。

CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

2026年1~2月影響CPI年增率主要項目
(對CPI年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

3.本行上修本年台灣CPI與核心CPI年增率預測值至1.80%與1.75%*。

- 近期中東戰事爆發，推升國際原油等能源價格，加以個人電腦等消費性電子商品生產成本大幅上升，業者面臨漲價壓力。
- 因應國際油價走升，我國政府採供給面措施，有助減輕國內通膨壓力。
- 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。

4.主要機構預測本年台灣CPI年增率介於1.50%~1.91%之間。

主要機構對本年台灣CPI年增率之預測值

單位:%

預測機構		CPI年增率
國內	中央銀行 (2026/3/19)	1.80 (CPI) 1.75 (核心CPI)
	台大國泰 (2026/3/16)	1.80
	主計總處 (2026/2/13)	1.68
	台經院 (2026/1/26)	1.66
	中經院 (2026/1/19)	1.64
國外	Citi (2026/3/18)	1.50
	Goldman Sachs (2026/3/18)	1.91
	S&P Global Market Intelligence (2026/3/17)	1.51
	UBS (2026/3/16)	1.61
	J.P. Morgan (2026/3/13)	1.60
	BofA (2026/3/13)	1.60
	Morgan Stanley (2026/3/13)	1.80
	Nomura (2026/3/13)	1.80
	Standard Chartered (2026/3/13)	1.50

*本行將本年國際原油價格全年均價預測值由上次理監事會議之每桶58.3美元上修至85美元，並考量政府啟動油價專案緩漲機制(吸收油價漲幅至少60%)，加以油品貨物稅減徵幅度擴大至50%之影響。

三、本行不動產選擇性信用管制實施成效與檢討

Q1：房市現況與展望為何？

A1：114年房市交易量縮價盤整，不動產業者對115年住宅市場展望保守，民眾多看跌房價。

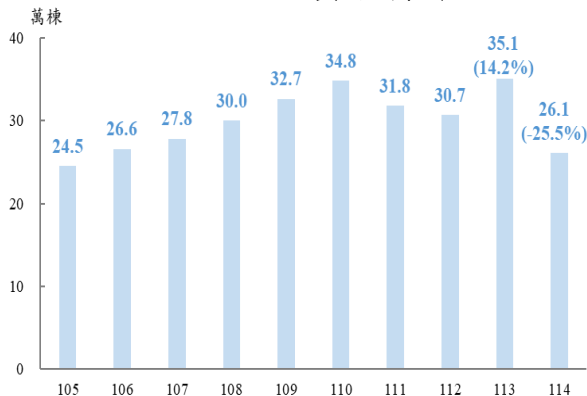
(一)房市交易量明顯縮減：114年全國建物買賣移轉棟數26.1萬棟，年減25.5%。

(二)成屋價格自高點緩降；新推案價格漲幅亦趨緩，惟仍居高：

1. 114年第3季內政部住宅價格指數及第4季信義、政大永慶房價指數，分別自其最高點減少3.7%、3.7%、6.4%。

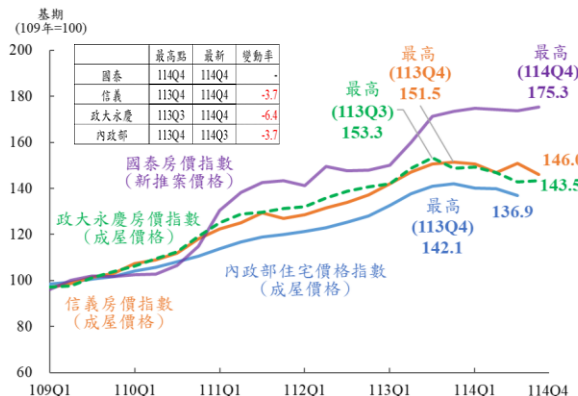
2. 114年第4季國泰之全國房價指數再創新高，惟年增率降至1.1%，連續4季縮小。

全國建物買賣移轉棟數



註：()為年增率。
資料來源：內政部

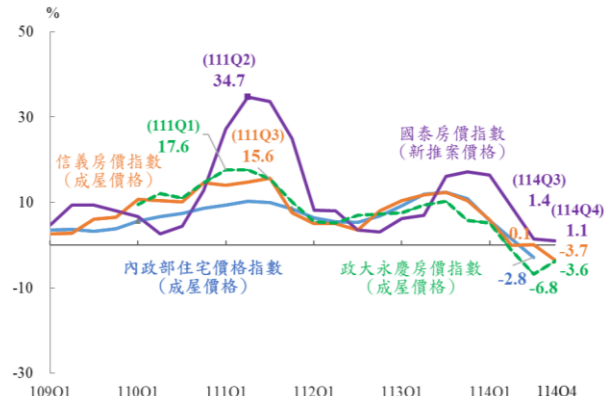
全國房價指數



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

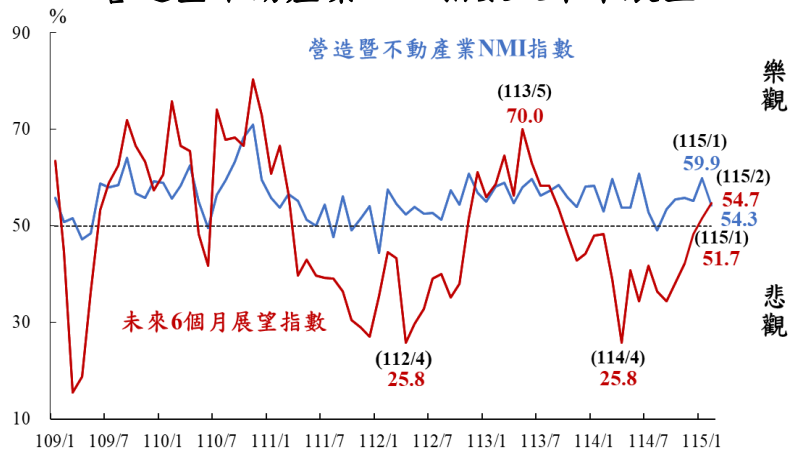
全國房價指數年增率



(三)不動產業者對115年住宅市場展望保守；民眾多看跌房價，且支持本行維持信用管制

1. **115年2月**營造暨不動產業之非製造業經理人(NMI)指數略降至54.3%，惟受惠於半導體與物流等相關廠房設備需求，**未來6個月展望指數**續升至54.7%，顯示不動產業者對未來景氣漸趨樂觀，惟預期**115年住宅市場**整體表現仍相對保守。
2. **115年第1季**永慶房產網路調查，消費者看跌房價比率雖收斂至**39%**，惟仍高於看漲房價比率**26%**；另有**68%**消費者支持本行持續實施第7度信用管制措施，顯示消費者多期望房市交易以自住需求為主。

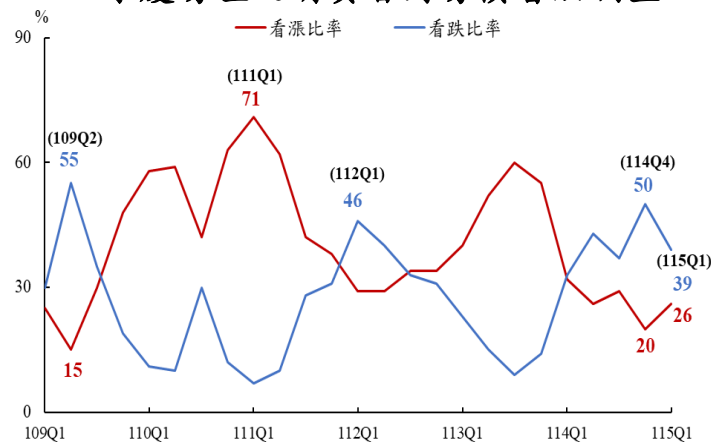
營造暨不動產業NMI指數及未來展望



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

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

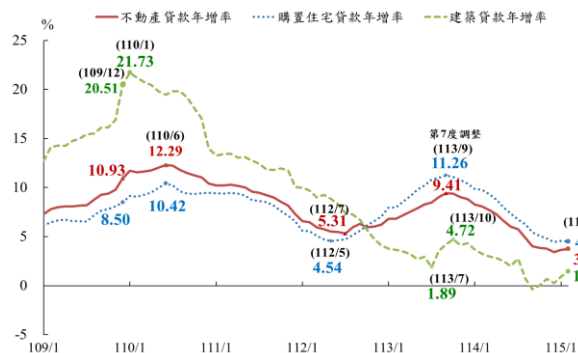
Q2：本行不動產選擇性信用管制措施成效為何？

A2：銀行信用資源集中不動產貸款情形持續改善，且優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等政策性貸款，不動產授信風險控管尚屬良好。

(一)115年2月底銀行信用資源集中不動產貸款情形改善

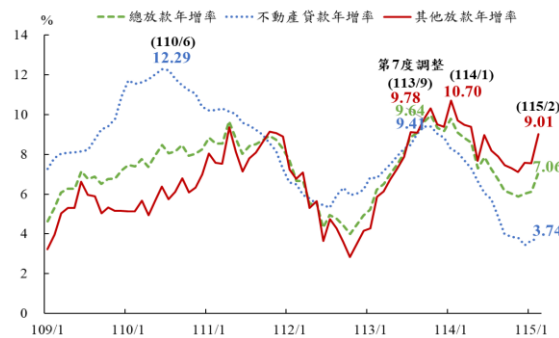
1. 115年2月底全體銀行不動產貸款餘額、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額年增率分別由近期高點之113年9月底9.41%、11.26%、10月底4.72%，降至3.74%、4.49%、1.46%。
2. 114年以來，因國內出口暢旺，支撐非不動產貸款之其他放款成長，115年2月底全體銀行其他放款年增率9.01%，高於總放款餘額與不動產貸款餘額之增幅7.06%及3.74%。
3. 115年2月底全體銀行不動產貸款集中度由113年6月底之37.61%高點降至35.96%，銀行信用資源集中不動產貸款情形改善。

全體銀行不動產貸款餘額年增率



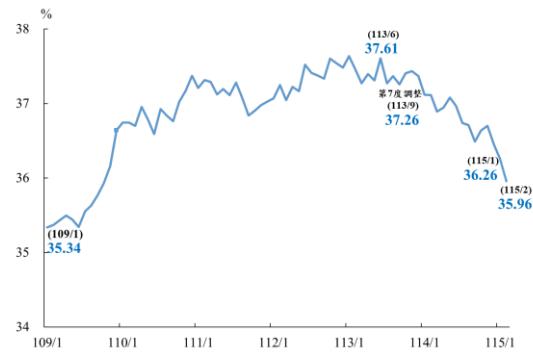
資料來源：本行

全體銀行不動產貸款與總放款餘額年增率



資料來源：本行

全體銀行不動產貸款集中度

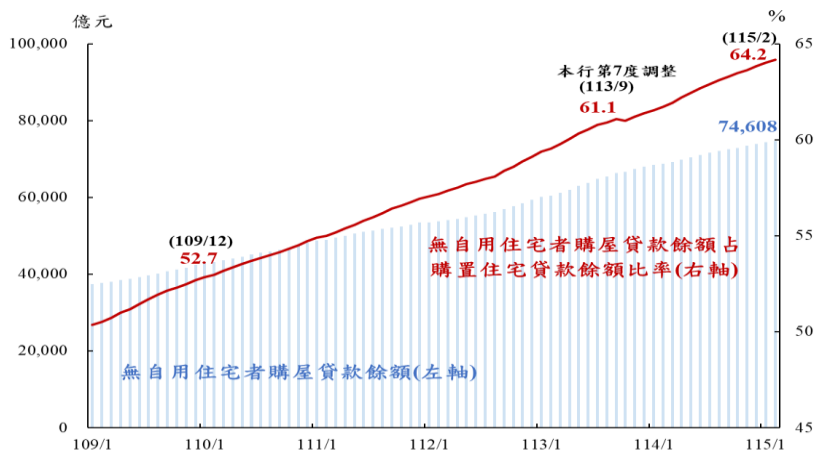


資料來源：本行

(二)銀行信用資源優先支應無自用住宅者購屋及都更危老重建等配合政府政策之資金需求

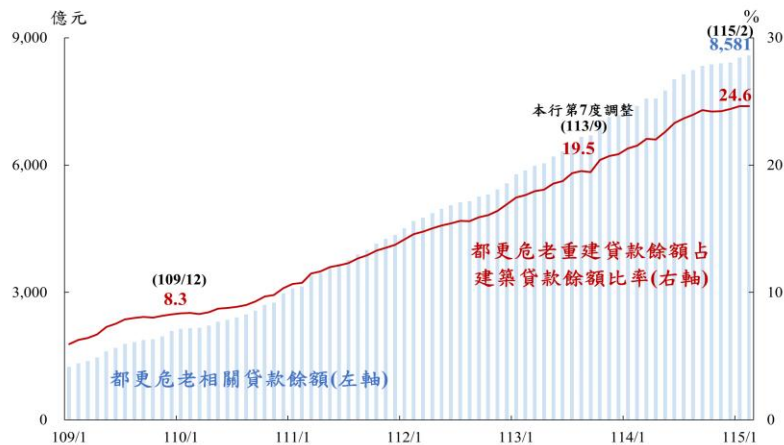
1. 115年2月底本國銀行辦理無自用住宅者購屋貸款餘額增至7兆4,608億元，占購置住宅貸款比率由109年12月底之52.7%續升至64.2%。
2. 115年2月底本國銀行辦理都更危老重建貸款餘額增至8,581億元，占建築貸款餘額比率則由109年12月底8.3%續升至24.6%。

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



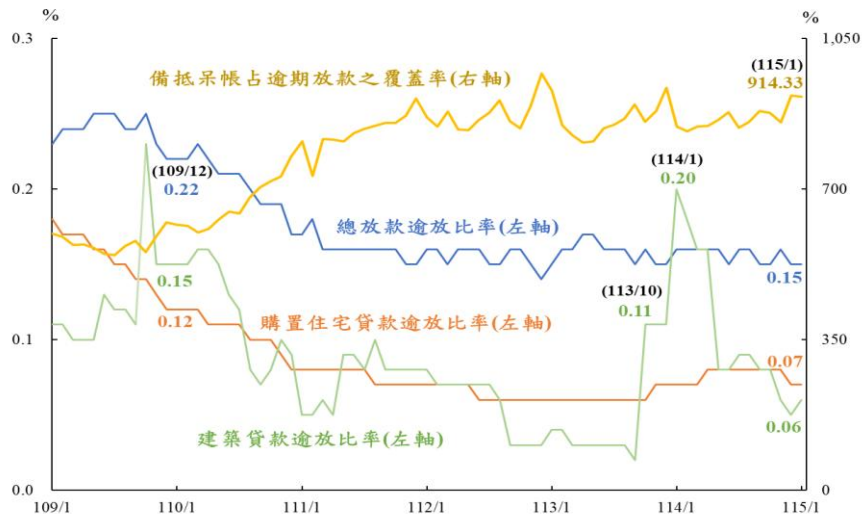
註：都更危老相關貸款為AI395授信業務申報資料表之本國銀行免計入銀行法第72-2條中符合都更或危老重建貸款合計餘額；建築貸款係指本行金融統計月報之全體銀行建築貸款餘額。

資料來源：金管會、本行

(三)本國銀行不動產貸款逾放比率仍處低檔，相關授信風險控管尚屬良好

1. 115年1月底本國銀行建築貸款、購置住宅貸款逾放比率分別持穩於**0.06%**、**0.07%**，低於整體放款逾放比率之**0.15%**，顯示本國銀行不動產相關授信風險控管尚屬良好。
2. 同年1月底本國銀行備抵呆帳占逾期放款之覆蓋率為**914.33%**，備抵呆帳提列情形穩健。

本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率



註：113年10月及114年1月建築貸款逾放比率升至0.11%及0.20%，
係因個案貸款違約所致。

資料來源：金管會

Q3：近期銀行辦理換屋協處措施情形？

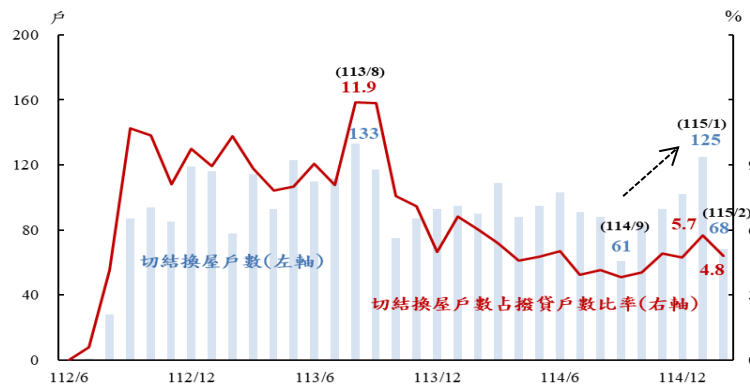
A3：自114年9月本行延長換屋協處措施售屋期間至18個月以來，銀行積極辦理換屋協處措施，切結換屋戶數持續增加，相對向本行陳情案件漸減。

(一)113年9月至115年2月民眾透過本行意見信件陳情換屋相關案件累計265件，以無法完成切結事項計158件(占比60%)為最多。

(二)因房市交易降溫，房屋銷售速度趨緩，借款人評估可能無法於1年內出售原有房屋者，本行均已妥處如下，爰該類案件逐月減少：

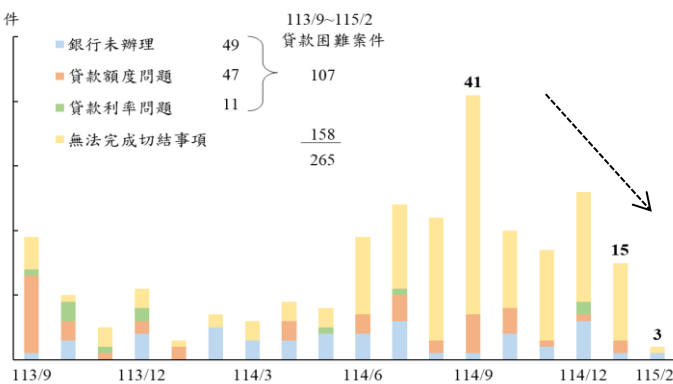
1. 113年9月20日起錄案者，換屋期限由1年延長為18個月。
2. 113年9月20日前錄案者，如承貸銀行查證已有掛售原屋之事實且尚未執行不利違約事項，得與承貸銀行協議延長為18個月。

銀行辦理受限貸款與切結換屋案件



資料來源：本行

本行有關換屋議題之陳情案件數



資料來源：本行

Q4：近期土方清運問題導致建商無法於限期內動工情形？

A4：營建剩餘土方清運問題導致建商無法於限期18個月內動工情形，目前尚屬個案，由銀行個案評估依規處理。

(一)本行洽多家銀行瞭解土方問題，多數銀行表示對已動工建案並無影響；至於未動工建案，其客戶多為財務健全或大型建商，較無因土方問題致無法如期動工之情形，且內政部已積極處理中。

(二)鑑於目前土方問題致無法如期動工案件數有限，爰回歸由各銀行依個案實際情況核實認定，倘因土方問題致無法如期動工確屬「不可歸責借款人因素」，借款人得與銀行協議合理之動工期限，處理原則如下：

1. 借款人提出有效證明文件，由銀行核實認定。
2. 銀行將個案風險控管納入考量。
3. 目前高雄地區有個案發生，相關承貸銀行以「不可歸責借款人因素」延長動工期限6個月，可提供參考。

Q5：本行後續作法為何？

A5：自115年起，不動產貸款總量回歸各銀行內部控管，本行函請各銀行按月報送不動產貸款相關資料，並仍持續辦理專案金檢，督促銀行改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。據115年2月銀行報送資料，全體銀行平均不動產貸款集中度降至35.96%，顯示不動產貸款總量雖回歸各銀行內部控管，銀行仍持續改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。

(一)自115年起，不動產貸款總量回歸各銀行內部控管；本行後續作法如下：

1. 本行總裁已於114年12月底分別致函34家銀行董事長，籲請其自115年起加強注意不動產貸款總量之內部控管，妥適調整信用資源配置不動產貸款之情形。
2. 本行業務局並函請各銀行按月報送不動產貸款相關資料，以供檢視，並請各銀行確實依授信5P原則，審慎承作不動產貸款業務；此外，各銀行須加強查核周轉金及其他貸款之資金用途與流向，以免發生規避本行規範之情事。
3. 本行仍將持續辦理專案金檢，以督促銀行落實法規遵循。

- (二)依據銀行報送115年2月底資料統計，全體銀行平均不動產貸款集中度實際值35.96%，較114年12月底下降0.49個百分點，顯示不動產貸款總量雖回歸各銀行內部控管，銀行仍持續改善信用資源過度配置不動產貸款之情形。
- (三)未來仍滾動檢討相關措施內容，以促進金融穩定、健全銀行業務及兼顧民眾申貸購屋自住需求。

四、美國關稅政策發展對台灣經貿之影響

Q1: 川普 1.0 與 川普 2.0 的關稅政策為何？

A1: 川普 1.0 關稅政策針對中國大陸；2.0 則轉向對全球普遍加徵關稅，持續透過關稅與談判，期降低美國貿易逆差，推動關鍵產業在地化發展。

川普 1.0 與 2.0 的重要關稅政策

	針對商品或國家	重要內容
川普 1.0 時期(2018 年~2021 年)		
2018 年 1 月援引 201 條款	全球洗衣機、太陽能板	加徵最高 30% 關稅，保護美國國內製造業
2018 年 3 月援引 232 條款	全球鋼鐵、鋁材	鋼鐵加徵 25%、鋁材 10% (部分國家豁免)
2018 年 7 月起援引 301 條款	中國大陸	公布四波清單，針對約 3,700 億美元商品加徵最高 25% 關稅
川普 2.0 時期(2025 年迄今)		
2025 年 1 月總統備忘錄	全球	川普總統就職當日簽署「美國優先貿易政策」，下令美國貿易代表署 (United States Trade Representative, USTR) 重新審查所有不公平貿易行為
2025 年 2 月援引 IEEPA 《國際緊急經濟權力法》	中國大陸、墨西哥、加拿大	為處理芬太尼與邊境安全，簽署行政命令對中國大陸加徵 10%，墨西哥、加拿大加徵 25% 關稅
2025 年 3 月援引 232 條款	鋼鐵、鋁材	鋼鐵、鋁材關稅由川普 1.0 時代的 25% 統一調升至 50%
2025 年 4 月援引 IEEPA	全球	實施對等關稅*，對全球普遍加徵 10% 基礎關稅，另針對個別國家再加徵 11%~50% 不同稅率
2025 年 4 月援引 301 條款	中國大陸	對中國大陸加徵關稅調升至 20%，後再疊加最高逾 100%
2025 年 11 月貿易協定	中國大陸	美中達成暫時協定，加徵關稅暫時由最高點降至 30%，換取中國大陸採購美國農產品
2026 年 2 月援引 122 條款	全球	美國最高法院裁定川普政府援引 IEEPA 之關稅措施逾越法律授權，嗣後川普政府迅速改採 122 條款對全球加徵 10% 暫時性關稅
2026 年 3 月援引 301 條款	16 個經濟體 60 個經濟體	針對 16 個經濟體調查製造品產能過剩問題 針對 60 個經濟體調查不公平勞動標準與強迫勞動問題

註：*美國對等關稅延後至2025年8月7日生效。

資料來源：本行整理

Q2:2025年初，美國政府援引《國際緊急經濟權力法》(IEEPA)對各國加徵關稅，近期則改按《貿易法》第122條款延續其關稅政策的緣由為何？

A2:本年2月20日美國最高法院裁定川普政府援引IEEPA之關稅措施逾越法律授權；而122條款允許總統在美國面臨國際收支危機時，直接宣布關稅措施，無須事先調查，故成為IEEPA關稅失效後，快速替代的方案，可立即延續川普政府的關稅政策。

(一)2025年初，川普總統援引IEEPA宣布對各國加徵關稅，期降低美國巨額貿易逆差、提高國家安全，並作為對全球同步施壓及談判的即時籌碼。

(二)本年2月20日美國最高法院裁定川普政府援引IEEPA之關稅措施逾越法律授權。
— 美國最高法院判決書指出，依據美國憲法三權分立原則，課稅權係國會專屬權限；IEEPA未授權總統課徵關稅。

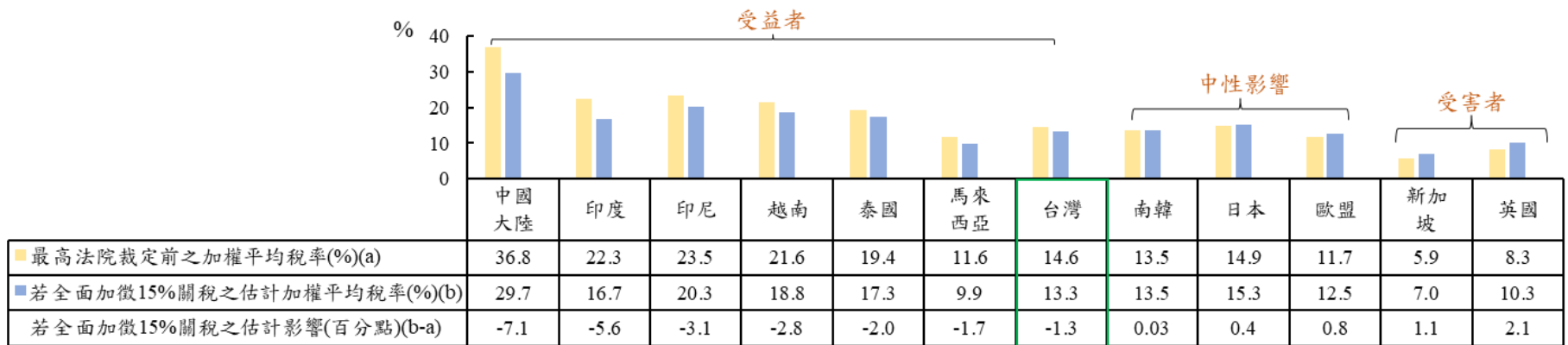
(三)IEEPA關稅失效後，本年2月20日川普政府迅速改按122條款，延續其關稅政策。
— 122條款允許總統在美國面臨國際收支危機時，直接宣布關稅措施，無須事先調查，為快速替代的方案；惟122條款關稅為期150天，展延須獲國會同意。

Q3:美國改按《貿易法》第122條款對全球加徵暫時性關稅，對台灣及主要貿易對手之影響？

A3:調整後之美國平均進口關稅稅率下降，中國大陸、印度及東協為主要受益者，台灣傳產貨品輸美關稅亦下調。

- (一)本年2月24日起，美國依據第122條款對進口品全面加徵10%暫時性關稅。
- (二)Global Trade Alert估計，大陸、印度、東協及台灣為此關稅政策受益者。

主要國家輸美之貿易加權平均關稅稅率變動



註：根據台美對等貿易協定(ART)成果，行政院估算我國輸美平均關稅稅率為12.33%。
資料來源：Global Trade Alert

Q4:美國改按《貿易法》第122條款，台灣主要產品輸美關稅稅率的變化為何？相較主要競爭對手是否具優勢？

A4:多數傳產貨品輸美關稅下降，且與主要競爭對手輸美關稅稅率相較，差距縮小，可望提升競爭力。

(一)美國對台灣對等關稅談判的演變



(二)美國改按122條款，加徵關稅稅率由20%降至10%，惟川普總統表示要升至15%，台灣傳產貨品輸美關稅下降。

1. 本年2月12日台美雙方簽署台美對等貿易協定(ART)，惟尚未實施。
2. 122條款須疊加MFN，若加徵稅率15%，則條件劣於ART稅率(15%不疊加)；目前加徵稅率為10%，除自行車及紡織品外，多數主要傳產貨品之關稅稅率低於ART之稅率。

(三)電子資訊產品及汽車零組件的輸美關稅涉及232條款，不受此次美國最高法院判決影響。

(四)美國改採122條款，台灣工具機及機械與主要競爭對手輸美關稅稅率之差距縮小；汽車零組件因台美投資MOU，在美市場競爭力改善。

Q5:關稅是否仍為美國當局對外談判主要工具？有那些不確定性？

A5:關稅仍為美國對外談判主要工具，惟其不確定性仍存，需持續關注後續發展。

(一)當前川普政府改採第122條款外，亦強化232條款(產品別)與301條款(國家別)之關稅措施。

美國政府可運用之關稅措施

法源	援引情況	類別	實施期限	加徵關稅稅率上限	重點說明
1974 年 《貿易法》 第 122 條款	現行關稅措施之法源	全面性 (非針對單一 國家或產品)	150 天	15%	●處理國際收支危機為前提，無須事先調查，總統直接宣布實施措施 ●超過 150 天須經國會同意 (截至 3 月 18 日止，白宮網頁正式生效之關稅稅率尚未更改為 15%)
1962 年 《貿易擴張法》 第 232 條款	●現行關稅措施持續之法源 ●啟動新一輪調查之法源 ●未來可加強運用的選項	產品別	未明訂 (給予總統及政府權衡的彈性)	未明訂 (給予總統及政府權衡的彈性)	●由商務部工業安全局(Bureau of Industry and Security, BIS)調查進口產品是否危害國家安全，調查報告提交後，總統須在 90 天內決定措施；總統決定措施後，須於 15 天內執行 ●總統可採加徵關稅、設定配額限制、或簽署出口限制協議等
1974 年 《貿易法》 第 301 條款		國家別	4 年 (4 年後重新審查可續延)	未明訂 (給予總統及政府權衡的彈性)	●總統授權貿易代表署(USTR)調查，並反制外國政府之不公平貿易行為 ●可採取單邊報復，包括加徵關稅、設定進口配額，或中止、撤銷雙邊貿易協定之優惠待遇
1930 年 《關稅法》* 第 338 條款		國家別	未明訂 (給予總統及政府權衡的彈性)	50%	●反制他國對美國商業與貿易造成限制與歧視為前提 ●無須事先調查，總統可對特定國家加徵懲罰性關稅，且總統有權禁止該國特定商品進口，反制措施無時間限制 ●因效力太強，美國從未正式援引此法律課徵關稅；該法律主要作為談判工具，迫使他國讓步
1974 年 《貿易法》 第 201 條款	未來可能選項	產品別	4 年 (最長可延長至 8 年)	50%	●由國際貿易委員會(United States International Trade Commission, USITC)啟動調查，採關稅或協議手段，以保護本土產業 ●加徵關稅或設定配額，實施 1 年後逐年降低稅率

註：*1930年《關稅法》，即著名的《斯姆特-霍利關稅法》(Smoot-Hawley Tariff Act)。

資料來源：整理自國際機構報告

(二)美國關稅措施之不確定性仍存，仍需持續關注後續發展。

1. 122條款適用前提為處理國際收支危機，其法律基礎似存不同見解。
2. 122條款具150天期限及稅率上限15%等特性，關稅政策空間相對受限。
3. 美國正強化301條款調查與擴大232條款調查項目，各國面臨之調查結果仍具不確定性。
 - USTR3月11日對台灣、南韓、日本、中國大陸、歐盟等16個經濟體，啟動301條款調查，評估是否存在製造業產能過剩問題。
 - USTR3月12日對全球60個經濟體(包含前述台灣等16個經濟體，以及其他經濟體)，啟動301條款調查，評估是否存在不公平勞動標準與強迫勞動等問題。
4. 當前川普政府強化301條款與232條款調查以堅定關稅立場的同時，更將其轉化為與各國重啟經貿協商的手段。

Q6:美國關稅政策變局下，台商如何調整全球布局？其對台灣貿易及投資的影響為何？

A6:台商具靈活應對全球經貿情勢之特性，1990年西進(中國大陸)，2018年起因應川普1.0轉赴南向(東協)，由投資帶動台灣出口；嗣後順應川普2.0東進(美國)，由對美出口帶動赴美投資。

(一)台商適時動態調整全球布局，1990年後因成本考量，積極西進(中國大陸)；惟2018年美中爭端後，台商回台與加速轉赴南向(東協)、東進(美國)投資。

台商選擇投資地區之成因分析

	西進(1990 年後)	新南向(2016 年*以來)	東進(2018 年以來)
投資原因	比較利益原則 追求生產效率與低成本	供應鏈重組 追求低成本，分散風險成立「非紅供應鏈」	地緣政治經濟學 追求供應鏈韌性、客戶信任與關稅規避
關鍵驅動	降低營運成本 中國大陸的人力、土地成本低	營運成本與區域內貿易關稅較低 中國大陸生產成本提高、法規趨嚴， 東協與中國大陸同為區域全面經濟夥伴協定(RCEP)成員， 部分國家亦為跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)成員	貼近市場 貼近 AI/高效能運算(HPC)主要客戶 (如輝達及雲端服務供應商)
主導力量	供給面推動 尋找生產成本較低的生產基地	供給面與需求面雙向 尋找生產成本較低的生產基地(供給面)， 客戶要求「中國+1」(需求面)	需求面拉動 美國客戶要求「台灣+1」及 美國在地製造
產業型態	勞力密集型 如輕工業(紡織)、 手機及 PC 組裝等	勞動密集、電子零組件聚落 如汽車零組件(泰國)、紡織(越南/印尼)、 印刷電路板(PCB)(泰國)、封測(馬來西亞)等	資本與技術密集型 如晶圓代工、AI 伺服器 etc
總結	擴大對中貿易順差， 建立兩岸分工模式	分散生產基地，增加供應鏈韌性	深化台美經貿戰略合作， 長期有助降低台美貿易失衡

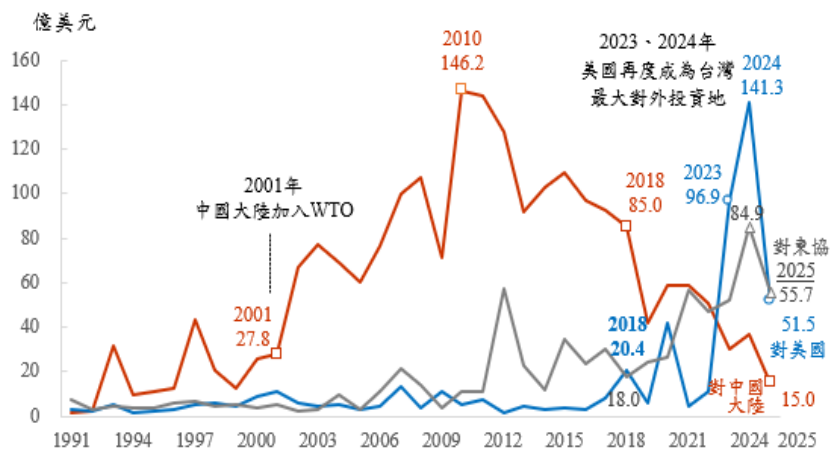
註：*政府係於2016年宣布新南向政策推動計畫。

(二) 台商西進及新南向投資，帶動台灣出口；台商東進，源自對美出口擴增，帶動赴美投資。

(三) 順應全球新興科技應用需求，台灣資通與視聽產品及電子零組件出口大增，帶動整體出口表現明顯優於全球。

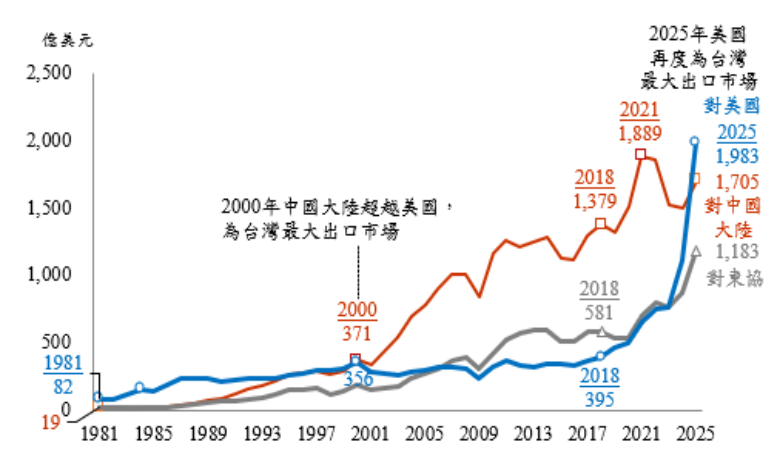
— 2025年資通與視聽產品占台灣出口比重39.2%，較2018年(10.6%)增加28.6個百分點。電子零組件占台灣出口比重34.8%，與2018年(33.2%)均維持高位。

1991~2025年核准或核備對外投資金額



資料來源：經濟部投審司

台灣對主要地區出口金額



資料來源：財政部

Q7:因應當前美國關稅變局，我國應特別關注的重點為何？

A7:因應當前美國關稅變局，貿易夥伴多尋求向美國政府確認新關稅政策之具體適用方式，我國尤須關注美方301與232條款調查之動向。

- (一) 歐盟將重新評估與美國的貿易協定；印度延後與美國協商；新加坡、澳洲、南韓等正尋求向美國政府確認新關稅政策之具體適用方式，或評估各項可能因應方案，各國與美國之貿易協定不確定性仍高。
- (二) 本年3月美方對台灣等數個經濟體啟動301條款調查，我國政府將在台美已達成協議作為基礎，鞏固談判成果，確保台灣產業的相對優勢及最佳待遇。
- (三) 美國關稅、產業與匯率政策關係更為緊密之際，我國尤須關注美方301與232條款調查之後續發展。

美國關稅、產業與匯率政策關係緊密

貿易(關稅)	國安(產業)	金融(匯率)
- 工具：301條款 - 目標：反制不公平競爭，迫使對手開放市場，縮減美國貿易逆差	- 工具：232條款 - 目標：關鍵物資及供應鏈在地化、降低進口依賴	- 工具：1988年/2015年法律* - 目標：遏阻貿易對手藉貨幣貶值獲取不公平競爭優勢，避免抵銷關稅政策效果

註：* 分別為「1988年綜合貿易及競爭力法」及「2015年貿易便捷化及貿易執行法」。

五、AI企業融資疑慮與其他重大資產泡沫化事件之比較

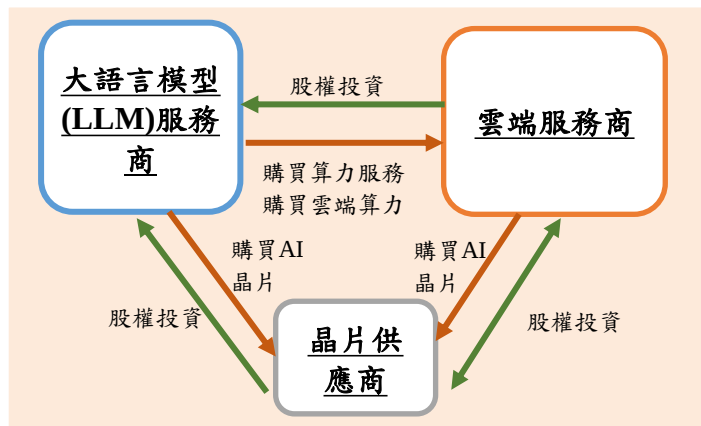
Q1:當前AI供應鏈面對建置基礎建設的龐大資金需求，採取籌資方式為何？

A1:AI供應鏈採取「交叉投資持股」、「引入非銀行機構資金」、「發行「投資級債券」與「ABS」等多元籌資方式，支應龐大基礎建設之資金需求。

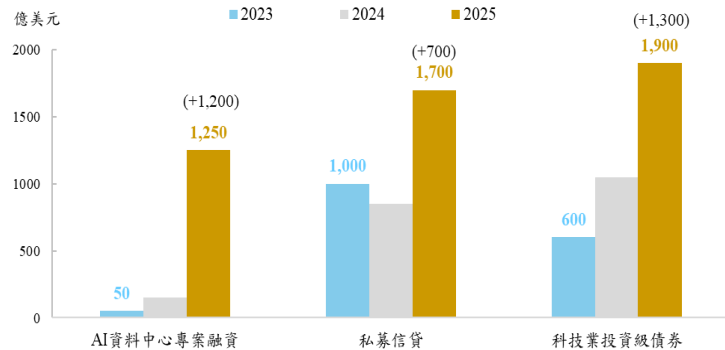
(一)採永動機模式及多元融資管道推動成長：AI產業供應鏈業者藉由循環交易(即「我投你錢，你買我產品或服務」)模式，並引入非銀行機構(如私募信貸等)資金、發行債券與ABS、向銀行借貸等多元管道，籌措資金。

(二)擴大直接融資：2008年金融危機後銀行監理規範趨緊，AI產業供應鏈大幅增加自非銀行機構及市場直接融資，科技業投資級債券及私募信貸規模增加較多。

AI永動機與金流體系



美國企業2023~2025年AI相關融資工具新發行規模



註：括號內數字為2025年與2023年的差異數。

資料來源：Reuters (2025), "Five Debt Hotspots In the AI Data Centre Boom," December 12。引述UBS Global Research citing data from Pitchbook LCD, UBS；本行整理

Q2:雲端服務商舉債為何採「SPV表外融資」策略及其衍生的風險為何？

A2:為優化母公司資產負債表，雲端服務業者採用「SPV表外融資」策略，惟資訊透明度不足，導致投資人難以察覺母公司實際承擔的鉅額債務。

(一)雲端服務商採「SPV表外融資」策略之案例說明

1. **Meta Hyperion專案**：Meta與私募信貸Blue Owl合資成立 SPV，再由SPV出資並興建資料中心。
2. **CoreWeave將繪圖晶片(GPU)證券化**：CoreWeave設立SPV，再由SPV向輝達購買GPU，且SPV以GPU及其長期租約現金流發行ABS，向非銀行機構籌措資金。

(二)SPV表外融資策略目的：

SPV的負債不會出現在母公司的資產負債表上，優化母公司信用評等，且母公司一次性資本支出，轉化為分期支付的營運費用(如租金)，優化利潤率。

(三)衍生風險：

SPV資訊透明度不足，市場擔憂重演2008年金融危機系統性風險。

Q3:歷史上主要資產泡沫化事件有何相同特性？

A3:歷史資產泡沫事件經驗顯示，不動產相關資產泡沫衝擊大。

(一)歷史資產泡沫事件多沿相似機制演進：

市場預期帶動泡沫生成，搭配實體資產金融化擴大市場參與，經信用擴張後，在投機熱潮中迅速膨脹。

(二)隨著資產標的不同，對於經濟衝擊程度亦有差異：不動產相關資產泡沫破滅衝擊較大，而科技相關資產泡沫破滅影響較小。

	觸發因素	實體資產金融化	信用擴張	投機熱潮	泡沫破滅影響
科技相關 Dot-com (2000年)	- 網際網路科技創新 - 預期科技進步帶來生產力變革	尚未獲利之新創公司以首次公開募股(IPO)上市	信用融資交易 擴大槓桿	- 申購IPO後快速轉售賺取價差 - 以不合理之「本夢比」評價科技類股	- 股價重挫，經濟小幅衰退 - 民間持續數位建設投資，相關實體投資成為現代網際網路應用之基石
不動產相關 日本資產泡沫 (1990年代初)	1985年廣場協議後，日圓大幅升值，資金湧入日本 - 預期經濟持續高速成長	- 政府推動金融自由化 - 降低房地產相關稅負 - 降低投資門檻、增加投資意願	- 股票未實現利得計入銀行資本適足率，擴大銀行貸款規模 - 銀行競爭放貸；家計負債上升，資金湧向土地與股票	- 專門不動產公司大量透過影子銀行高槓桿買地並快速轉賣 - 預期土地價格只漲不跌	- 銀行不動產放款損失，引發倒閉潮及後續整併 - 民間部門去槓桿致需求不振 - 陷入長期通縮與低成長且政府高負債之困境
不動產相關 美國次級房貸風暴 (2007年)	- 全球儲蓄過剩壓低房貸利率 - 政府鼓勵提高住宅自有率，補助低收入家庭首付預期房市榮景持續	房貸證券化商品創新，房屋貸款被轉化為「可全球買賣的金融商品」	- 房貸證券化擴大銀行貸款規模 - 銀行競爭放貸	- 銀行放寬次級房貸審查標準 - 大眾預期房價續漲，國內外資金湧入買房	- 金融機構蒙受鉅額損失而宣布破產或接受紓困，數家美國投資銀行改制為商銀 - 引發全球金融危機，經濟陷入大衰退，並爆發歐債危機

資料來源：本行整理

Q4:銀行等金融中介機構在資產泡沫化事件中扮演何種角色？

A4:銀行體系與資產的連結程度，將影響泡沫化對實體經濟的衝擊程度。

- (一)資產泡沫破滅後，若銀行體系介入過深，將導致金融中介功能嚴重受損，資金流動受阻，進而衝擊實體經濟。
- (二)銀行體系對不動產貸款滲入程度深，導致泡沫破滅後，銀行大幅虧損對總體經濟與金融穩定造成嚴重衝擊。

	1990年代日本資產泡沫化	2007年美國次貸風暴
對總體經濟之影響	<u>日本較慢處理不良債權問題，致長期經濟低成長</u> •1990年代初起，日本股市、不動產價格崩跌，銀行不良債權遽升，金融中介功能受損 •企業與家庭為償還負債而減少借款，致民間需求轉弱 •日本陷入長期通縮、低成長且政府高負債之困境	<u>引發2008年全球金融危機，全球經濟陷入大衰退，及其後之歐債危機</u> •隨房價下跌，美國次貸違約率飆升，2007年爆發美國次貸風暴，並透過房貸證券化商品及跨國銀行間交互往來，引發2008年全球金融危機，全球經濟陷入嚴重衰退，且復甦進程緩慢 •相關影響擴散至全球，進而引爆2009-2010年歐債危機
對金融穩定之影響	<u>因大量不動產放款與投資損失，引發金融機構倒閉潮及後續整併</u> •初期多家信合社與地方銀行倒閉，其後蔓延成大型銀行危機 •北海道拓殖銀行倒閉並被兼併 •日本長期信用銀行及債權信用銀行倒閉並被接管 •日本四大券商之一的山一證券宣布破產清算 •後續數家大型銀行進行整併及重組成三大金融集團（東京三菱、三井住友及瑞穗），以強化資本	<u>美歐大型金融機構在危機中蒙受鉅額損失而宣布破產或接受紓困，數家美國投資銀行則改制為商銀</u> •美國貝爾斯登公司(Bear Sterns)被JP Morgan併購 •雷曼兄弟(Lehman Brothers)宣布破產 •AIG金融集團接受政府紓困並進行重整 •英國北岩銀行接受政府紓困並國有化 •美國房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)瀕臨破產而被政府接管 •花旗集團、富國銀行、摩根大通、美國銀行、高盛集團、摩根史坦利、道富銀行、紐約梅隆銀行及美林證券因鉅額虧損而接受政府注資 •美國五大投資銀行中，貝爾斯登、美林證券改制併入商業銀行集團，高盛、摩根士丹利轉型為銀行控股公司

資料來源：本行整理

Q5:當前AI雲端服務業者表外融資策略與2008年全球金融危機融資策略有何異同之處？

A5:AI表外融資策略與2008年全球金融危機雖均透過SPV操作，惟兩者發生系統風險及外溢程度可能不同。

- (一)當前AI表外融資向非銀行機構籌資，若未透過銀行體系進行高度槓桿操作，且AI科技巨頭與晶片供應商之營運及財務基本面仍佳，系統風險之外溢程度不宜直接與2008年全球金融危機相提並論。
- (二)未來關注議題：近期生成式AI對傳統軟體服務業造成衝擊，導致私募信貸市場面臨大額贖回壓力，目前尚無直接引發傳統銀行的金融危機，未來宜密切關注。

	2008年全球金融危機融資策略	當前AI表外融資策略
SPV 的角色	由金融機構(投資銀行為主)成立SPV，由SPV設計及出售證券化商品。	由AI企業成立SPV，來興建或購買AI基礎建設，並由SPV向非銀行機構(如私募信貸等)籌資。
系統風險 擴散程度	- 金融機構緊密結合，將風險擴散至全球金融體系。 - 金融風險蔓延至實體經濟，造成全球景氣嚴重衰退，擴散程度大且影響時間久。	- 若AI產業獲利成長放緩或出現財務問題，需留意股市估值修正之影響。 - 若非銀行機構(AI產業投資人/債權人)未透過銀行體系進行高度槓桿操作，風險僅存於AI企業相互投資的緊密金流體系內。 - 目前AI科技巨頭與晶片供應商之營運及財務基本面仍佳，預期AI產業供應鏈風險相對有限，不致引發系統性金融危機。

Q6:當前AI熱潮與2000年Dot-com泡沫有何異同之處？

A6:對新科技之高度預期致科技股股價漲幅高；

惟科技創新所累積之實體投資，對提升長期經濟潛力具正面效應。

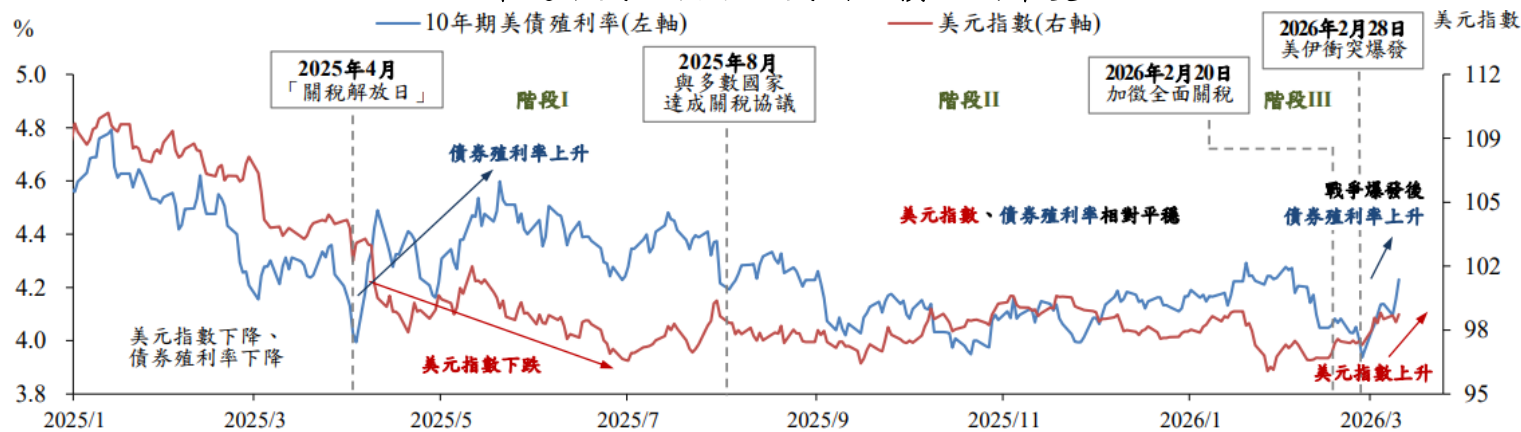
	AI熱潮	Dot-com股市泡沫
那斯達克指數漲幅	漲幅116.4% (2022年底至2026年3月13日)	漲幅221.5% (1997年底至2000年3月10日高點)
那斯達克指數本益比	31.0倍 (2026年3月13日)	64.9倍 (2000年3月10日， 部分網路公司高達約200倍)
席勒景氣循環本益比	38.9倍 (2026年3月)	43.2倍 (2020年3月)
企業基本面	股市熱潮集中在具備實質營收與自由現金流之大型科技巨頭，營收狀況可預測性高	狂熱集中在無盈餘之網路新創公司，多數公司處於「燒錢」階段
融資來源	資本支出多來自實質營收 - 近期非銀行機構及市場直接融資規模上升	- 尚未獲利之新創網路公司以IPO上市籌資 - 資本支出仰賴創投與債務融資
效益	- AI有助技術進步，預期可提高總要素生產力，提升長期經濟成長潛力 - 部分學者估計AI效益高於2000年網際網路	- 泡沫破滅後，民間持續數位建設投資 - 隨網路普及率上升，現代網際網路應用蓬勃發展
風險	供應鏈間交叉持股結構複雜 - 多元融資管道降低財務透明度 - 終端應用與商業化模式尚未成熟，獲利模式仍觀察 - AI數據中心對電力需求龐大	缺乏商業模式與實質獲利 - 企業資產負債表脆弱 - 過度投資網路基礎建設，惟終端需求之網路普及率及軟體應用尚未成熟

六、美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

(一) 川普關稅政策對美元之影響

1. 第I階段(2025年4月初~7月底)：川普對等關稅政策引發全球金融市場震盪與對美國資產信心危機，投資人轉向非美元資產；美元、美股下跌、美債殖利率上升。
2. 第II階段(2025年8月~2026年2月20日)：美國經濟在AI產業支撐下展現韌性，美股創新高、美元回穩；美債受益於優良債信、高收益率等優勢，殖利率穩步回落。
3. 第III階段(2026年2月21日~美伊衝突前)：美國最高法院裁定川普對等關稅失效，川普隨即對各經濟體加徵10%(後調升至15%*)關稅，為期150日。市場預期未來當局將以其他法源替代，爰對經濟與通膨影響有限，金融市場反應不大。

2025年迄今美元指數及美國公債殖利率變化



*尚未正式公告實施。

4. 2025年「去美元化」議題對投資人持有美國公債及黃金之影響

(1)2025年全體外國投資人持有美國公債情形穩健

- 第I階段(2025年4月初~7月底)：儘管部分投資人對美元資產信心轉弱，惟全體外資持有美國公債之規模仍**增加528億美元**。
- 第II階段(2025年8月初~年底)：去美元化風波趨緩，海外持有美國公債規模持續創高，此期間全體外資持債規模**增加1,639億美元**。

(2)2025年俄羅斯等大國央行並未大幅增持黃金，國際金價上漲，主要係民間投資人所推動

- 儘管上年「**去美元化**」議題發酵，但**俄、中及印度**3大央行並未再大幅增持黃金，期間僅增持25公噸，**占全球央行總增持量之8%**。

— 上年黃金ETF增持的黃金量約全球央行增持量之3倍，**金價上漲主要由民間投資人推動**。

美國財政部統計之外國投資人持有美國公債金額

單位：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	台灣
2025/3/31 (1)	90,542	11,308	7,793	7,654	3,082
2025/7/31 (2)	91,070	11,518	8,960	6,956	3,089
2025/12/31 (3)	92,709	11,855	8,660	6,835	3,106
【第I階段】2025年4月初~7月底變動 (2)-(1)		+210	+1,167	-698	+7
【第II階段】2025年8月初~12月底變動 (3)-(2)		+337	-300	-121	+17

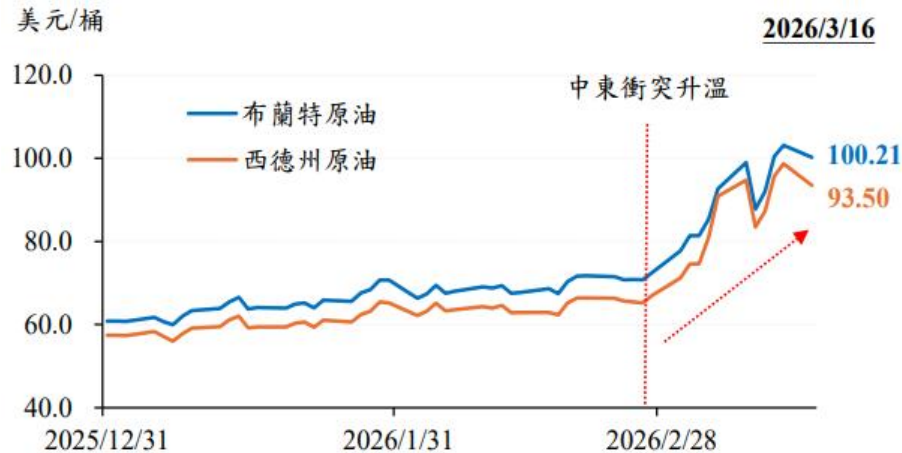
資料來源：美國財政部 Treasury International Capital

(二)美伊衝突局勢發展對通膨及貨幣政策之影響

1. 美伊衝突局勢升溫推升原油價格及美國通膨預期

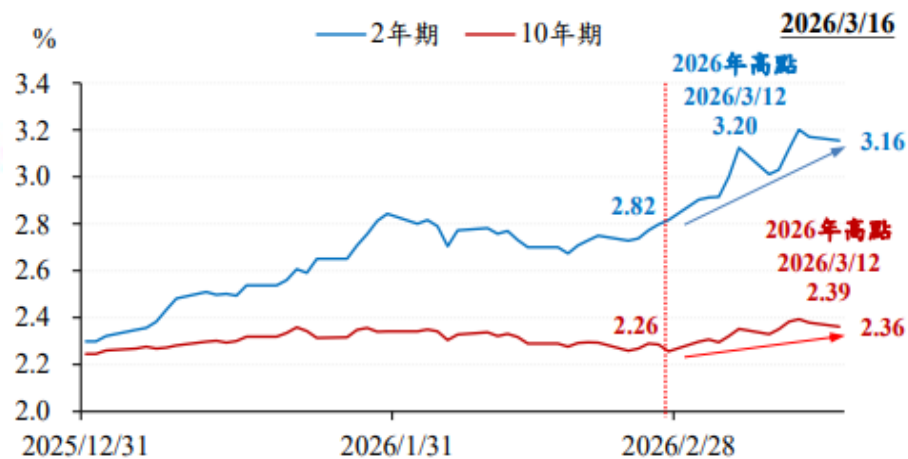
- (1) 本年2月28日，美國與以色列對伊朗發動代號為「史詩怒火」空襲，造成伊朗領袖哈梅尼及伊朗領導體系遭受重創，隨後伊朗展開反制行動，包括發動攻擊及封鎖戰略航運。
- (2) 市場憂慮局勢恐將升級為影響能源供應之全面性衝突，經荷莫茲海峽運輸之原油可能受到影響，近期布蘭特原油與西德州原油期貨價格均已明顯上揚。
- (3) 美國2年期通膨損益兩平點上揚至3.16%；同期間10年期通膨損益兩平點上揚至2.36%。

本年迄今布蘭特及西德州原油期貨價格



資料來源：Bloomberg

本年迄今美國2年期及10年期通膨損益兩平點



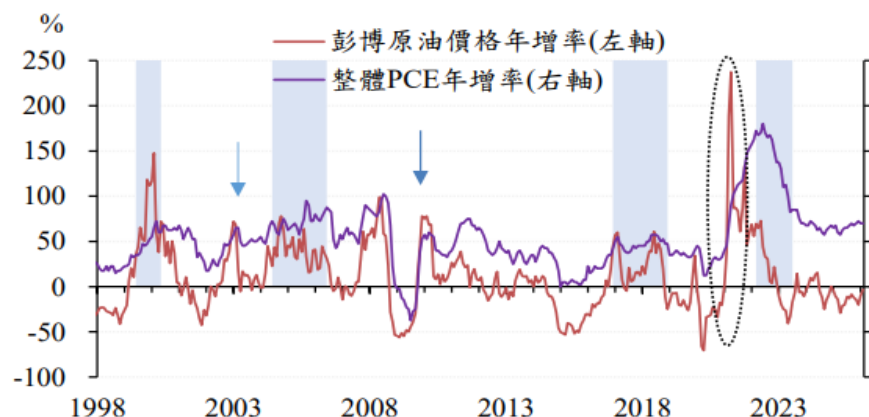
資料來源：Bloomberg

2. Fed因應高油價之歷史經驗及未來展望

由於能源價格與全球通膨率高度正相關，能源價格持續走揚恐增添全球通膨上行壓力。當油價上揚導致PCE通膨壓力較高時，Fed傾向採取緊縮政策以抑制通膨，惟亦有例外：

- (1) 儘管2003年及2010年原油價格大漲，惟當時美國經濟正經歷2003年網路泡沫、2009年全球金融危機，經濟形勢疲弱，爰Fed並未採行緊縮貨幣政策。
- (2) 2020年至2021年期間原油價格因COVID-19疫後需求強力反彈而大漲，帶動通膨上揚，惟Fed直到2022年3月始啟動升息循環，其升息時點是否稍晚頗受外界議論。
- (3) Fed貨幣政策展望：美伊衝突升溫推升油價並增加通膨上行風險，市場預期Fed可能維持較高利率水準，以抑制通膨預期上揚。

彭博原油價格年增率與整體PCE年增率



資料來源：Bloomberg

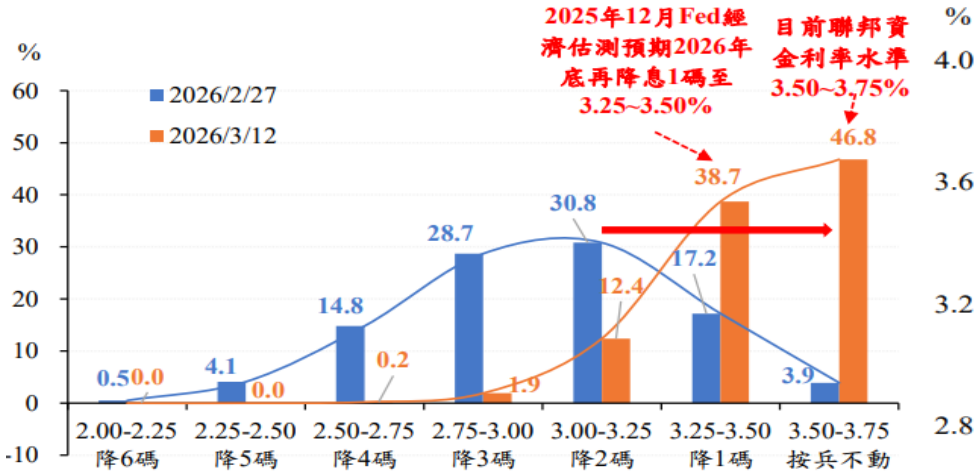
彭博原油價格年增率與美國聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg

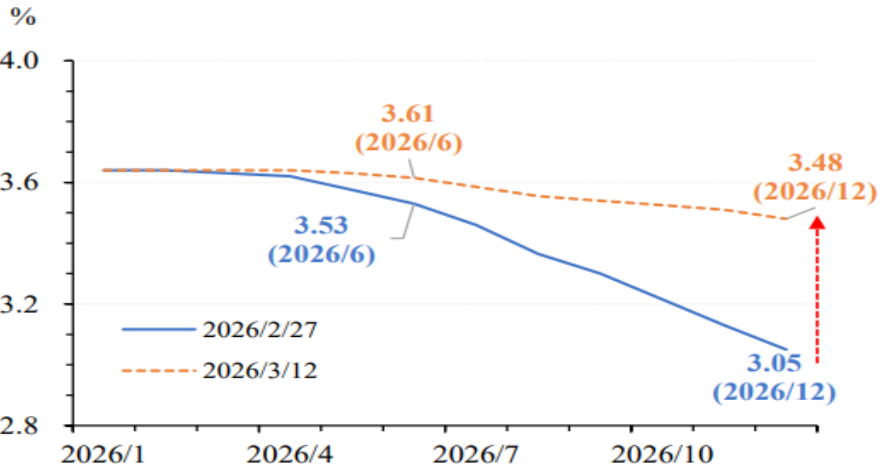
- (4)市場上修預期之美國聯邦資金利率路徑，反映Fed或將延後降息及縮減降息幅度
- 本年底聯邦資金利率區間之機率分布向右移動：由於近期能源價格上揚，推升美國通膨預期，市場上修美國聯邦資金路徑。如本年3月12日市場預期本年底聯邦資金利率**降息1碼**機率**上升至38.7%**；**維持3.50~3.75%區間之機率上升至46.8%**。
 - 本年Fed降息終端利率：**中東地緣政治衝突加劇**，本年3月12日市場預期之本年12月終端利率**由3.05%上升至3.48%**。
 - 本年底聯邦資金利率及本年降息幅度：本年2月27日市場原預期**本年底聯邦資金利率將降息2碼**，惟本年3月12日預期**目前至本年底Fed將按兵不動**。

市場預期本年底美國聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：CME

利率期貨隱含之本年Fed降息路徑



資料來源：Bloomberg

(三)美國關稅政策及地緣政治風險對美元之影響

1. 美元指數於美國對等關稅政策及美伊衝突事件前後之反應

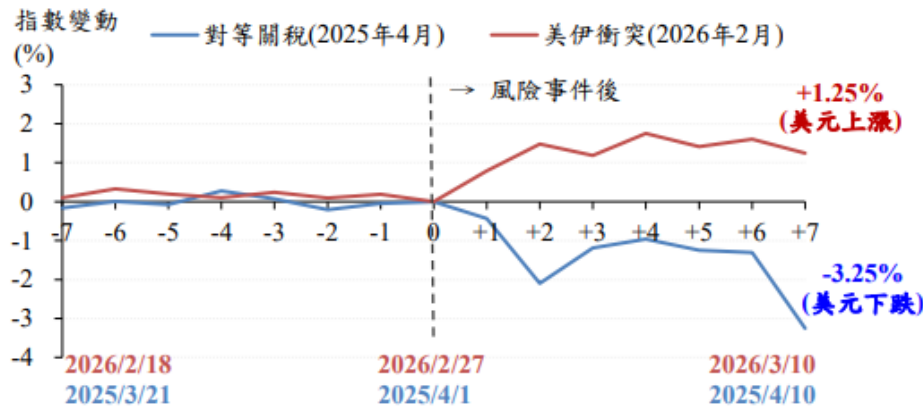
(1)2025年4月對等關稅政策：不確定性加深市場「去美元化」預期，美元指數走弱；其他避險貨幣如瑞郎、日圓對美元匯率升值，黃金上漲。

一部分投資人質疑美元地位並重新評估美元資產風險，將部分資金分散至非美元資產。

(2)2026年2~3月美伊衝突：地緣政治風險致資金轉入美元避險，美元指數上漲；瑞郎、日圓對美元匯率貶值，黃金下跌。

一投資人風險趨避，以現金為王，加以原油價格飆漲，重燃通膨升溫疑慮，由於美國有能源淨出口國之優勢且經濟具有韌性，資金流向美元避險。

美元指數於風險事件前後之反應



資料來源：Bloomberg

美元指數及其他避險資產於風險事件後之變動

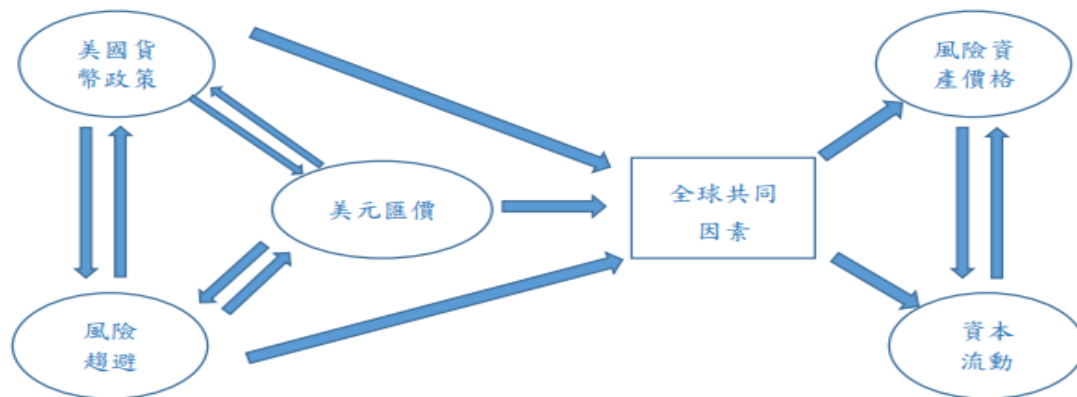
期間	對等關稅宣布後	美伊爆發衝突後
	2025/4/1~2025/4/10 7個交易日累積變動(%)	2026/2/27~2026/3/10 7個交易日累積變動(%)
美元指數	-3.25	1.25
日圓	3.57	-1.27
瑞郎	7.23	-1.18
黃金	2.02	-1.65

資料來源：Bloomberg

2. Fed政策利率、美元及市場風險情緒與全球金融循環息息相關

- (1) 美國貨幣政策及全球風險趨避行為係驅動全球金融循環之兩股力量，再加上美元匯價，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球的風險性資產價格及資本流動。
- (2) 例如，在金融循環擴張階段，美國Fed採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲。
- (3) 近期中東戰事爆發更凸顯美元在全球金融循環之關鍵角色：
- 能源價格上漲，帶動通膨預期上揚，Fed傾向維持當前利率，較市場預期鷹派，推升美元。
 - 投資者風險趨避，資金流向高流動性之美元資產，帶動國際美元走強；國際資金有自風險性資產或其他經濟體流出之現象，國際金融市場波動加大。

全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

簡 報 完 畢
謝 謝！

