

# 央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

114.3.20

## 前 言

上(2024)年 12 月本行理監事會議以來，受川普(Donald Trump)再次當選美國總統，推出擴大關稅等經貿政策且反覆不定，帶來不確定性升高之影響，全球金融市場大幅波動；川普 2.0 政策不利全球經濟成長及通膨展望，亦將持續牽動台灣經貿情勢發展。在內需及輸出成長動能可望延續下，本行預測本(2025)年台灣經濟成長約 3%；通膨則續呈緩降走勢，CPI 年增率將續降至 2% 左右，核心 CPI 年增率可望連續兩年低於 2%。

鑑於國內銀行不動產貸款集中度居高，本行於上年 8 月請銀行自主控管不動產貸款總量，並於 9 月第七度調整不動產貸款規範措施，成效漸顯。惟近期本行與金管會金檢發現，部分借款人與不動產業者透過申貸週轉金貸款規避本行信用管制規定，本行將持續與金管會合作加強金檢，督促金融機構遵循規定，俾強化相關政策成效。

2018 年川普 1.0 任內即開啟美中貿易戰；隨後拜登(Joe Biden)總統延續美中競爭態勢，在「新華盛頓共識」下，強化美國優先之產業政策。川普 2.0 以來，美國更擴大關稅等保護主義政策；美國由全球化推動者轉為保護主義者，致全球化更趨零碎化。爰進一步擴展先前全球化分析，討論川普 2.0 與全球化之最新發展供參。

上年 9 月底市場預期川普勝選機率上升後，因其提出之減稅、放寬產業監管等政策有助提振企業獲利，金融市場呈現「川普交易」之樂觀行情。惟本年起，其加徵關稅政策及影響之不確定性升高，市場樂觀情緒降溫。主要經濟體央行均密切關注川普政策之效應，審慎調整貨幣政策。特專文探討分析供參。

上年台灣電子資訊產品出口佳，帶動經濟成長，台股上漲近三成，該年底台股電子產業市值占比約七成。本年以來，受市場擔憂川普 2.0 政策不確定性影響，加以外資持續賣超，台股隨美股走跌。外資短期集中且大量移動，對我外匯市場穩定帶來挑戰。爰探討上年以來國內電子股與外資對台股走勢之影響供參。

近來有人建議將比特幣(bitcoin)納入央行準備資產，川普亦於當選後計劃建立比特幣戰略儲備，引發諸多討論。爰為文說明比特幣近期之發展，並分析比特幣是否適合作為央行準備資產或國家戰略儲備之議題供參。

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

## 目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、本年國內經濟及通膨展望	15
三、央行賡續精進不動產貸款管制之說明	31
四、川普 2.0 與全球化之最新發展	43
五、川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響	60
六、上年以來國內電子股與外資對台股走勢之影響分析	76
七、比特幣作為央行準備資產或國家戰略儲備之分析	85

## 一、國際經濟金融情勢及展望

上(2024)年 12 月本行理監事會議以來，美國經濟政策影響效果之不確定性升高，尤以加徵關稅政策之影響程度最大，不利全球經濟成長且可能推升通膨，政策轉變牽動全球政經情勢發展。本(2025)年 1、2 月全球製造業景氣持續擴張，惟加、墨製造業受美國關稅影響衝擊而轉趨緊縮，美國經濟數據表現亦未如預期。S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.48%，低於上年之 2.74%，且預測值自上年 9 月以來呈逐月下調趨勢；若美國新政影響不確定性持續居高，恐增添全球經濟下行風險。

物價方面，國際油價及穀物價格下跌，全球通膨壓力趨緩，惟當前民眾通膨預期心理似異於以往，且加徵關稅將增加貿易成本不利通膨降溫，川普 2.0 政策對通膨率之影響恐高於川普 1.0 時期。S&P Global 預測本年全球通膨率為 3.51%，低於上年之 4.47%，惟預測值自上年 9 月以來呈逐月上調趨勢；關稅稅率上升，且供應鏈由低成本、高效率生產基地轉向在地生產，導致生產效率下降，成本上升，引發供給面的通膨壓力，增添全球通膨上行壓力。

主要央行貨幣政策方面，本年 2 月 Fed 主席 Powell 表示美國經濟仍強勁，Fed 不急於降息；惟川普新政之影響不確定性居高，各界對 Fed 降息路徑之預期大幅波動。ECB 持續降息循環，惟警示若全球貿易摩擦加劇，恐削弱經濟成長動能，增添通膨前景不確定性。日本 1 月升息，惟 3 月鑒於全球經濟不確定風險上升而暫停升息步伐。中國大陸通縮風險居高，將根據國內外經濟金融情勢與金融市場運行狀況，擇時降準降息。

金融市場方面，不確定性上升影響投資信心，「川普交易」(Trump trade)樂觀行情降溫；美債殖利率先升後降，美元指數同步回落，美國股市亦修正，金融市場行情多回降至上年 11 月川普總統當選前之水準；其他國家金融市場則反映各國基本面情勢變動。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國川普總統新政影響具高度不確定性，主要央行貨幣政策調整步伐面臨挑戰，中國大陸經濟下行風險仍存，及地緣政治風險與結構性因素影響物價與社會穩定等；其後續發展與影響宜密切留意。

(一)全球經濟展望：美國經濟政策影響效果之不確定性升高，恐不利全球經濟成長且推升通膨

1. 美國新政影響之不確定性持續上升，政策轉變將牽動全球政經情勢發展

- 本年川普再度就任美國總統，**川普 2.0** 政策強調「**美國優先**」，透過對外調升關稅，對內採行減稅措施及產業政策調整，以降低貿易逆差，促進美國本土製造業發展；川普總統**1 月上任後立即宣布一連串經貿政策**，惟**實施細節及時程尚未明確**，且政策反覆變動，**影響具高度不確定性**，尤以加徵關稅政策影響效果之不確定性最大(圖 1)。
- 川普 2.0 擴大關稅政策力道，強化美國自主生產能力，惟恐導致**全球保護主義升溫**；**涉外事務朝向單邊主義**，改變國際合作關係；美國與各國經濟情勢差異，恐導致主要央行**貨幣政策分歧擴大**(表 1)。美國為全球最大經濟體，**政策轉變將牽動全球長期經貿發展格局**<sup>1</sup>。

圖 1 美國經濟政策不確定性指數



表 1 美國政策轉變對全球政經情勢之影響

美國政策	說明	影響
貿易政策 影響擴大	<ul style="list-style-type: none"><li>● 美國將於本年 4 月 1 日前提出貿易對手國調查報告，關稅政策恐據以升級</li><li>● 對貿易對手國大幅加徵關稅</li><li>● 擬額外針對若干關鍵產業徵收關稅</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 川普力促關鍵製造業回流美國，致供應鏈效率下降，全球化放緩且趨向零碎化</li><li>● 全球貿易壁壘增加恐致全球生產效率下降、成本上升，使全球產出成長減速</li></ul>
外交政策 單邊主義	<ul style="list-style-type: none"><li>● 聯合國大會表決，美俄共同反對歐盟支持烏克蘭提案，且英法兩國對美方提案棄權不表態</li><li>● 美國與北約(NATO)其他成員出現戰略分歧</li><li>● 退出《巴黎氣候協定》、世界衛生組織、聯合國人權理事會</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 美國在聯合國的投票立場遽變，過去以美國為首的「西方世界」概念弱化，國際合作偏向美國利益為主的單邊主義</li><li>● 美國退出國際多邊組織，淡化全球體系領導地位，各國將承擔更多國防、外交及全球事務責任</li></ul>
貨幣政策 調整放緩	<ul style="list-style-type: none"><li>● 加徵關稅、限縮移民等政策恐推升物價，通膨前景具上行風險，致 Fed 更謹慎評估未來降息速度</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 主要經濟體之成長與通膨情勢各異，貨幣政策分歧擴大</li></ul>

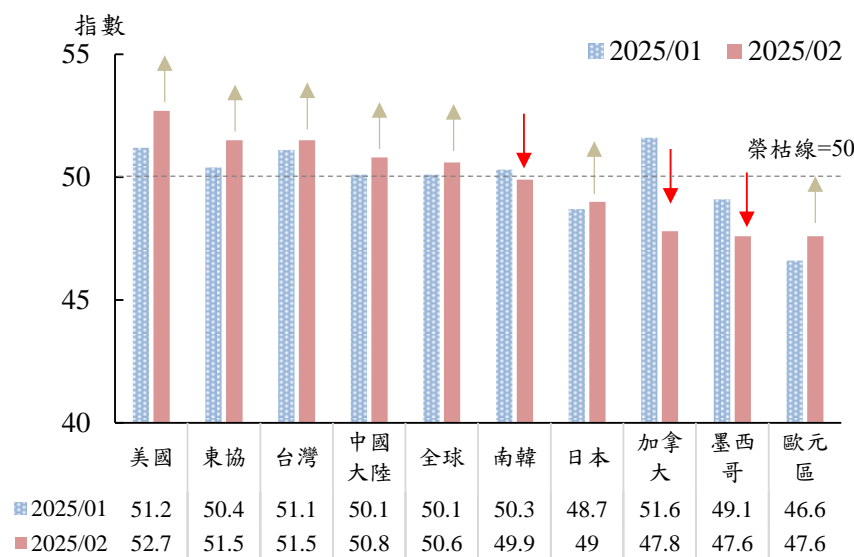
資料來源：本行整理

<sup>1</sup> 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、川普 2.0 與全球化之最新發展」。

2. 本年全球製造業景氣擴張，惟受不確定性影響，加、墨製造業轉趨緊縮，近期美國經濟數據表現未如預期

- 本年以來，全球與主要經濟體製造業採購經理人指數(PMI)多高於 50 榮枯線，顯示景氣仍處擴張期，美國表現尤佳；惟川普總統甫上任即宣布對加拿大、墨西哥進口商品加徵 25% 高關稅，加、墨兩國製造業轉趨緊縮(圖 2)。
- 川普 2.0 政策以關稅及減稅政策促使製造業回流美國投資，惟政策影響的不確定性居高降低企業與民眾信心，近期美國經濟指標表現多不如市場預期，其中消費相關之零售部門表現劣於預期，工業部門表現仍屬穩健(圖 3)。

圖 2 主要經濟體 PMI

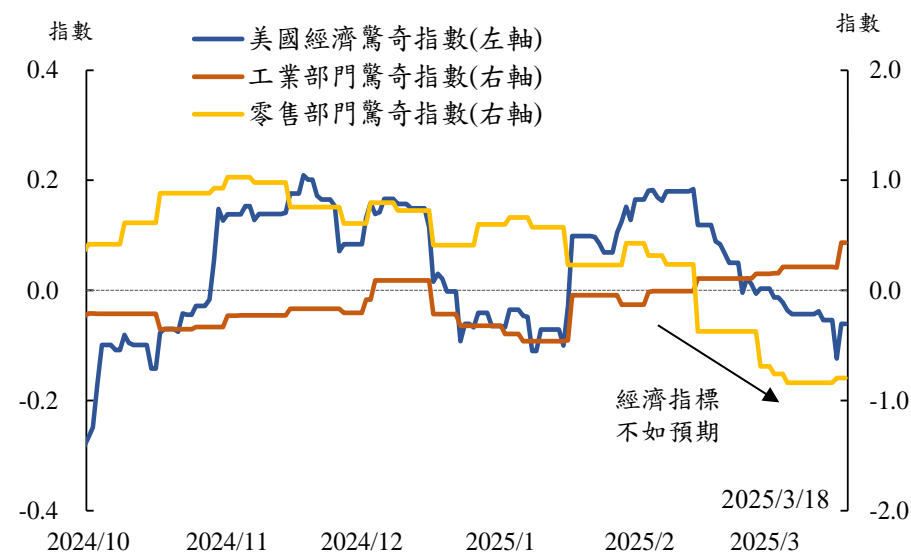


註：1. PMI指數高於50表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於50表示處於緊縮期(contraction)。

2. ↑及↓表示本年2月PMI指數較1月指數為高及低。

資料來源：S&P Global，CEIC

圖 3 Bloomberg 美國經濟驚奇指數



註：Bloomberg 統計經濟分析師對美國之工業、零售、就業、房地產等部門之經濟數據實際值與預估值間的預測誤差，編製美國經濟驚奇指數(US Surprise Index)；指數大(小)於 0 之幅度，代表經濟指標優(劣)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

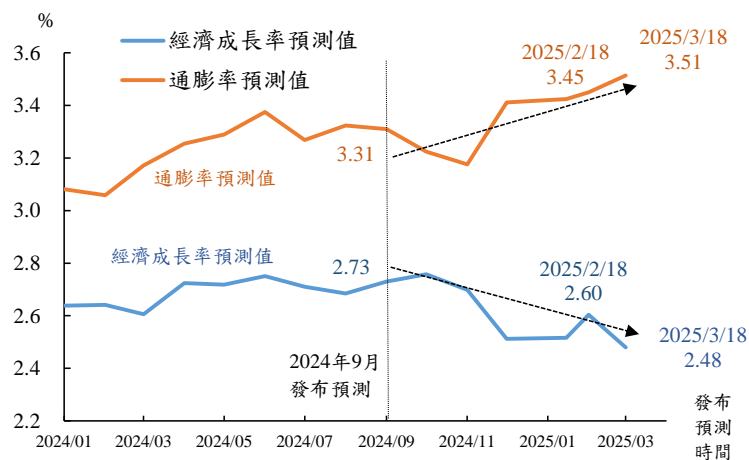


### 3. 本年全球經濟成長率預測值為2.48%，低於上年2.74%；美國政策影響不確定性居高，全球經濟具下行風險

上年9月川普總統當選預期升溫以來，S&P Global 大抵呈逐月下調 2025 年全球經濟成長率預測值，同時上調 2025 年全球通膨率預測值之趨勢(圖 4)；因不確定性升高將降低經濟信心，致廠商延後資本支出，民眾減少消費，貿易成長動能下降，另恐導致金融市場大幅波動，皆增添經濟成長下行風險。

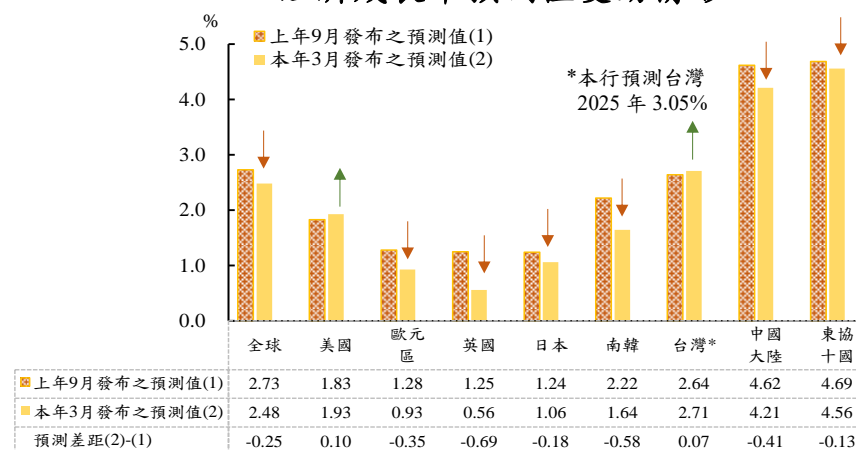
- 美國：進口商避免加徵關稅影響提前進貨，淨輸出恐拉低第 1 季經濟成長率，不確定性抑制消費動能，惟預期投資活動升溫；S&P Global 預測美國本年經濟成長率 1.93%，較上年 9 月預測值上調 0.10 個百分點(圖 5)。
- 歐元區與英國：預期本年歐元區及英國經濟緩步復甦，惟全球貿易與俄烏戰爭發展具高度不確定性，經濟前景仍面臨挑戰；預測歐元區及英國本年經濟成長率為 0.93%及 0.56%，均低於上年 9 月預測值(圖 5)。
- 日本：上年日本因物價高漲打擊消費信心，經濟成長率僅 0.1%；本年企業積極調薪，帶動民間消費回升，加以勞動力短缺促進自動化設備投資；預測本年經濟成長率升至 1.06%，惟較上年 9 月預測值下調 0.18 個百分點(圖 5)。
- 中國大陸：美中貿易摩擦若升溫，將影響出口成長及私部門信心，經濟下行風險攀升；預測本年經濟成長率 4.21%，較上年 9 月預測值下調 0.41 個百分點(圖 6)。

圖 4 S&P Global 對 2025 年全球經濟成長率與通膨率之預測值變動情形



資料來源：S&P Global

圖 5 S&P Global 對 2025 年主要經濟體經濟成長率預測值變動情形



註：↓及↑表示 S&P Global 於本年 3 月發布對 2025 年經濟成長率之預測值，相較上年 9 月發布之預測值為下調或上調。

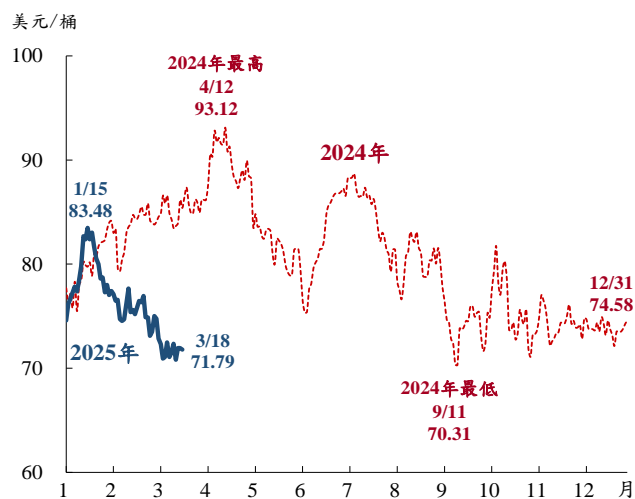
資料來源：S&P Global

## (二)全球物價展望：國際油價先漲後跌，全球通膨壓力放緩，惟上行風險猶存

### 1. 本年1月以來，國際原油及穀物價格先漲後跌，整體國際商品略漲

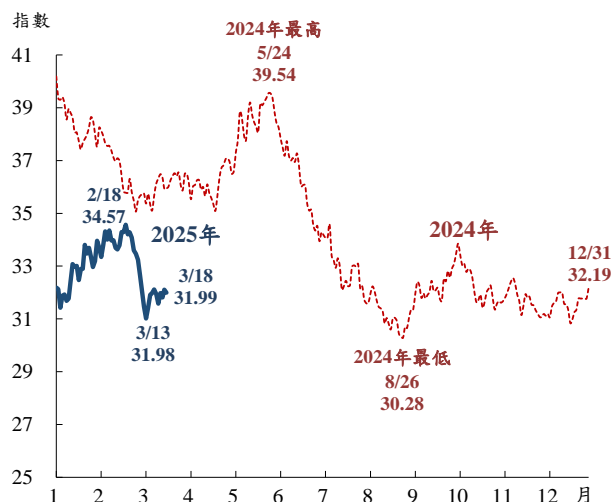
- 美國冬寒帶動取暖需求，復以拜登政府新增對俄供應鏈制裁，大幅推升油價；嗣因川普上任，預期關稅政策恐擾亂全球經貿發展，加以石油輸出國組織及盟國(OPEC+)預計4月後產量逐步增加，國際油價轉跌，本年3月油價較上年12月下跌(圖6)。
- 主要產區氣候寒冷不利農作物生產，嗣因預期俄烏戰爭停戰，俄羅斯原被管制之穀物及肥料有望恢復出口，穀物指數先漲後跌，整體穀價較上年12月略跌(圖7)。
- 原油、穀物價格下跌，惟中國大陸銅進口量增長，帶動基本金屬價格上漲，黃金價格續升，咖啡等軟性商品因供給量下降而上漲；代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數自高點回降，惟仍較上年12月略漲(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



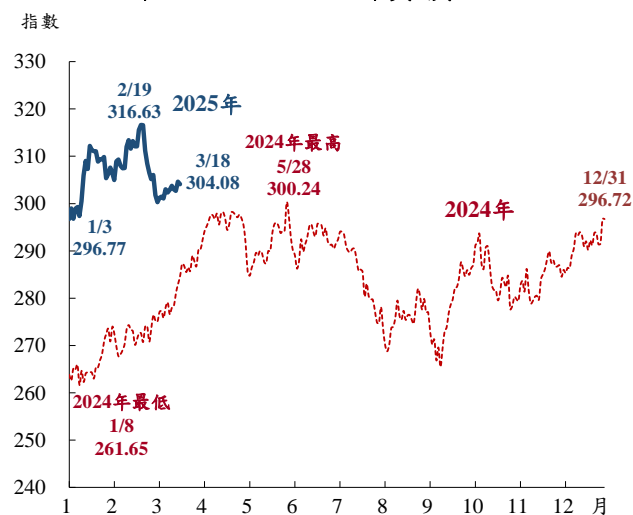
資料來源：LSEG Datastream

圖7 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖8 R/J CRB期貨價格指數



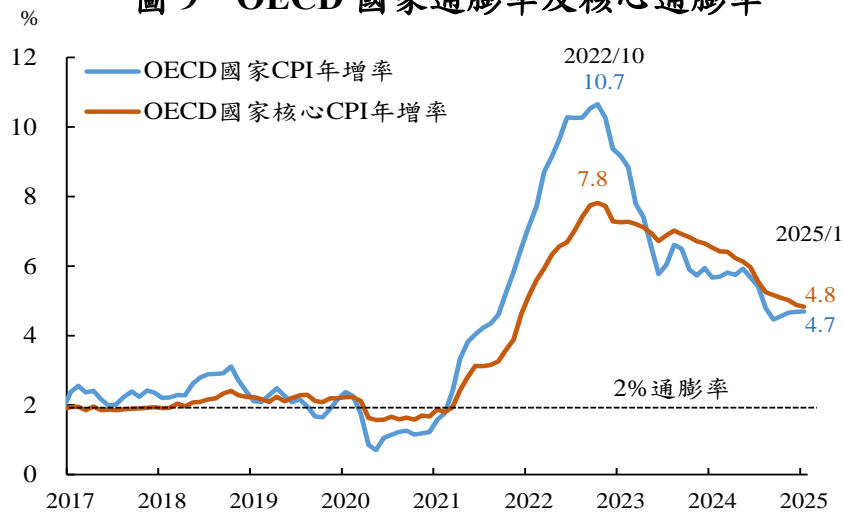
註：R/J CRB期貨價格指數係由能源(權重39%)、軟性商品(權重21%)、穀物(權重13%)、工業用金屬(權重13%)、貴金屬(權重7%)及牲畜(權重7%)等6大類商品期貨價格編製而成。  
資料來源：LSEG Datastream



## 2. 全球通膨率續降，惟疫情後通膨率居高改變民眾通膨預期心理，川普2.0政策對通膨率之影響恐高於川普1.0時期

- **全球通膨**自 2022 年 10 月後隨原油等主要大宗商品價格走跌而**降溫**，**主要經濟體通膨率**持續下降，不含食品及能源之**核心通膨率**亦下降，惟**仍高於多數央行通膨目標**(圖 9)。
- 2022 年俄烏戰爭爆發前(如 2017-2021 年)，主要經濟體民眾通膨預期多低於央行通膨目標，助益通膨率維持低而穩定水準；惟近年**通膨率持續居高**，民眾通膨預期心理改變，**2024 年多數經濟體民眾通膨預期高於央行通膨目標**；IMF 表示<sup>2</sup>，在當前經濟情勢下，**川普 2.0 加徵關稅等政策對通膨率之影響恐高於川普 1.0 時期**；供給面不確定性因素更易推升民眾通膨預期，**延後通膨率降至央行目標時程**(圖 10)。
- 本年 2 月底 Fed 研究指出<sup>3</sup>，**加徵關稅增加貿易成本，將顯著推升通膨**。該研究顯示，**進口最終商品及中間財之貿易成本若分別上升 10 個百分點**，進口國第一年通膨率將分別上升約 **0.5 及 0.3 個百分點**，最終商品的初期影響較大，但**中間財貿易成本上升會降低企業生產效率**，對通膨率產生**持續多年的推升效果**。

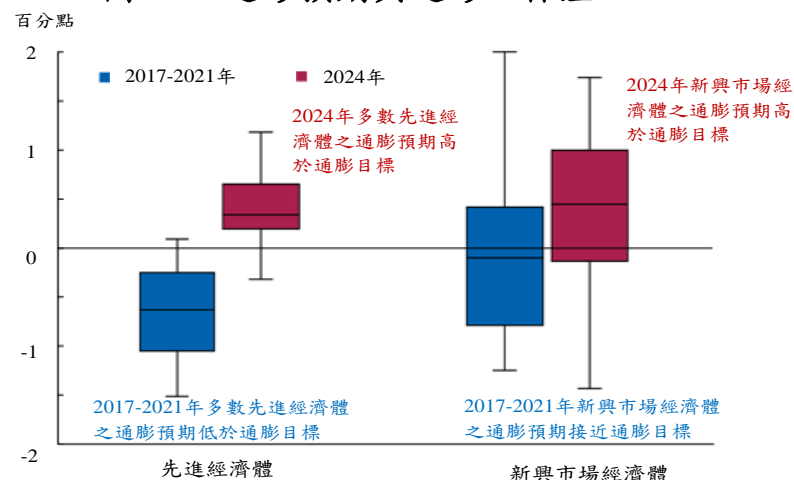
圖 9 OECD 國家通膨率及核心通膨率



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

資料來源：OECD

圖 10 通膨預期與通膨目標差距



註：1. 圖中數值大於 0 表示民眾通膨預期高於央行通膨目標。

2. 箱型圖上下緣分別為第 25 及 75 百分位數，箱型內水平線為第 50 百分位數(即中位數)。

資料來源：IMF

<sup>2</sup> 參見 IMF (2025), "Global Growth: Divergent and Uncertain," World Economic Outlook Update, Jan. 17。

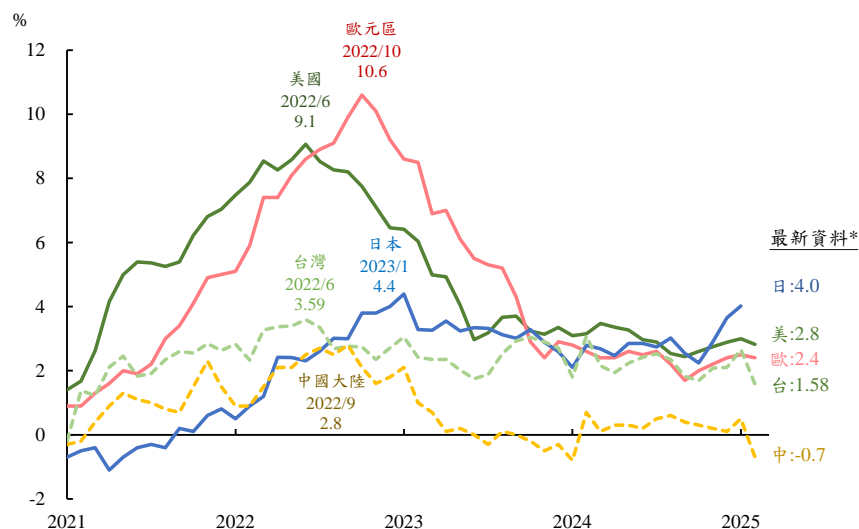
<sup>3</sup> 參見 Cuba-Borda, Pablo et al. (2025), "How Do Trade Disruptions Affect Inflation?" FEDS Notes, Feb. 28。

### 3. 本年全球通膨率預測值為3.51%，低於上年之4.47%，美國新政增添通膨上行風險

近期全球通膨率續降，惟主要經濟體表現分歧(圖 11)；**S&P Global 預測本年全球通膨率 3.51%，低於上年 4.47%，惟較上年 9 月預測值上調 0.20 個百分點(圖 12)。**關稅稅率將直接影響進口價格，另**供應鏈**由低成本、高效率生產地**轉向在地生產**，導致生產效率下降、成本上升，終將促使最終商品價格上漲，**增添全球通膨率上行風險。**

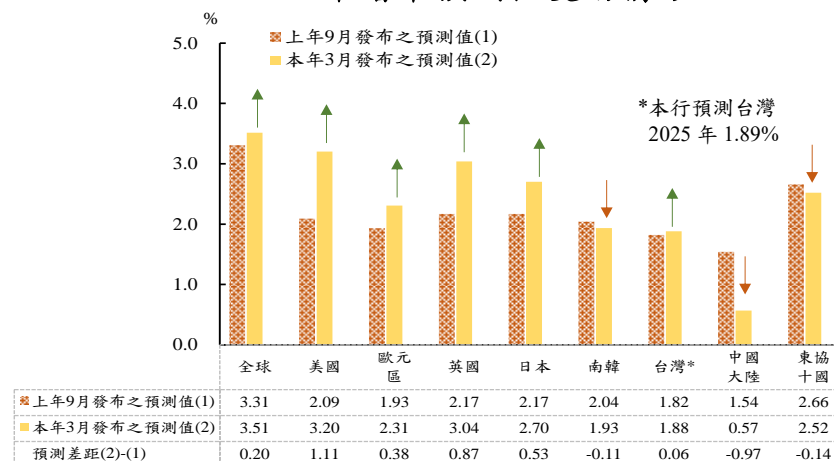
- **美國：**川普 2.0 政策組合中，**關稅及限制移民政策具推升物價效果**，**S&P Global 預測本年 CPI 年增率 3.20%，較上年 9 月預測值大幅上調 1.11 個百分點。**
- **歐元區與英國：**歐元區價格僵固性高之服務類物價年增率下降，通膨壓力有望持續降溫，**預測本年歐元區 CPI 年增率 2.31%，較上年 9 月預測值上調 0.38 個百分點，緩步接近央行通膨目標。英國**則因**上調電費上限及水費費率**，**預測本年 CPI 年增率 3.04%，較上年 9 月預測值上調 0.87 個百分點。**
- **日本：**企業持續調升勞工薪資提振消費需求，物價伴隨薪資上揚，**預測本年 CPI 年增率 2.70%，較上年 9 月預測值上調 0.53 個百分點。**
- **中國大陸：**當局推出多項財政激勵政策，惟對房市及內需表現之帶動效果仍待觀察，本年經濟面臨內外部挑戰，**通縮風險續存；預測本年 CPI 年增率 0.57%，較上年 9 月預測值下調 0.97 個百分點，低於當局近期下調之政策目標 2%。**

圖 11 主要經濟體通膨率



\*: 日本為 2025 年 1 月資料，其餘為 2 月資料  
資料來源：LSEG Datastream

圖 12 S&P Global 對 2025 年主要經濟體 CPI 年增率預測值變動情形



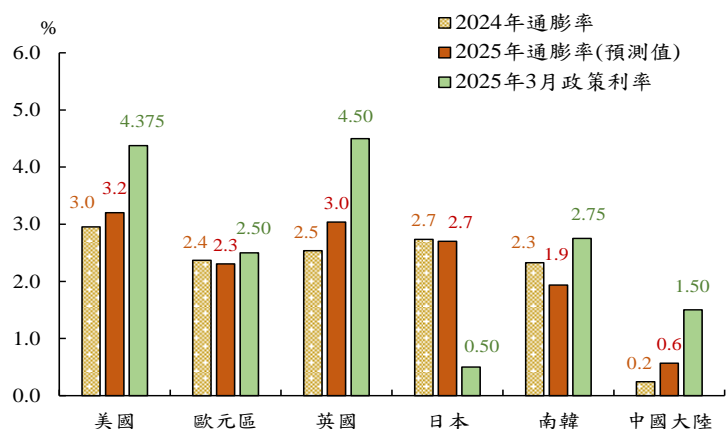
註：↓及↑表示 S&P Global 於本年 3 月發布對 2025 年經濟成長率之預測值，相較上年 9 月發布之預測值為下調或上調。

資料來源：S&P Global

### (三)Fed 不急於降息，ECB 持續降息，BoJ 暫停升息步伐，人行續寬鬆，主要央行貨幣政策立場分歧

1. **Fed 本年 1 月暫停降息，本年 2 月主席 Jerome Powell 於國會聽證會表示**，目前貨幣政策限制程度已降低且經濟表現仍強勁，**不急於調整貨幣政策**；未來將持續評估最新經濟數據、經濟前景及風險變化，以調整貨幣政策(圖 13)。
  - 本年**金融市場對 Fed 降息路徑之預期大幅波動**。市場原預期**川普新政將增添通膨壓力**，本年降息幅度或小於 Fed 上年 12 月政策利率點陣圖所顯示之降息 0.50 個百分點；**2 月底至 3 月上旬**，**美國經濟政策影響之不確定性**居**高**，市場擔憂**美國經濟表現轉弱**，市場一度預期 Fed 本年將**加大降息幅度至 0.75 個百分點**(圖 14)。
2. **ECB 本年 1 月及 3 月連續降息**，總裁 **Lagarde 表示**，歐元區通膨發展符合預期，貨幣政策趨於寬鬆，**若全球貿易摩擦加劇，恐削弱經濟成長動能，增添通膨前景之不確定性**(圖 13)。
3. **BoJ 本年 1 月升息，本年 3 月鑑於川普 2.0 政策增添全球經濟不確定風險而決議暫停升息**，將**進一步觀察國內經濟與物價發展**，藉以**調整貨幣政策**(圖 13)。
4. **中國大陸通縮風險居高，人行行長潘功勝表示**將根據國內外經濟金融情勢與金融市場運行狀況，**擇時降準降息**(圖 13)。

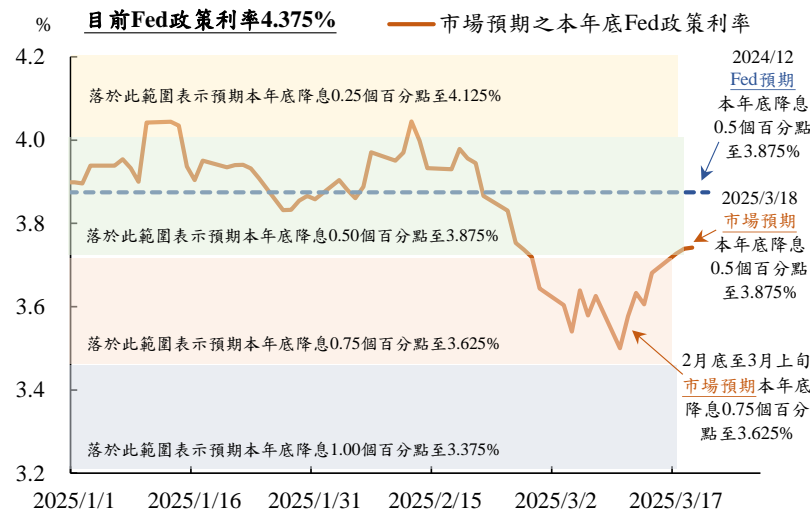
圖 13 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：美國 Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值；歐元區 ECB 政策利率為隔夜存款利率；中國大陸人行為 7 天期逆回購利率。

資料來源：S&P Global (2025/3/18)；LSEG Datastream；本行計算

圖 14 市場對 Fed 本年底政策利率預期之變動



註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。

資料來源：Bloomberg；Fed；本行計算

(四)不確定性上升影響投資信心，上年第4季金融市場之「川普交易」行情近期降溫

- 上年第 4 季，市場預期川普當選美國總統機率上揚，其減稅政策將促進美國消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管有助提振企業獲利；新政策有利美國經濟成長，惟可能推升通膨，致美國公債殖利率與美元指數同步上揚，美國股市亦上漲，金融市場呈現「川普交易」之樂觀行情(圖 15 及圖 16)。
- 本年川普總統上任後，政策影響之不確定性持續上升，減損企業及民眾投資信心，美國公債殖利率與美元指數同步走低，美國股市亦修正，金融市場「川普交易」樂觀行情降溫<sup>4</sup>(圖 15 及圖 16)。

圖 15 美元指數與美國 10 年期公債殖利率

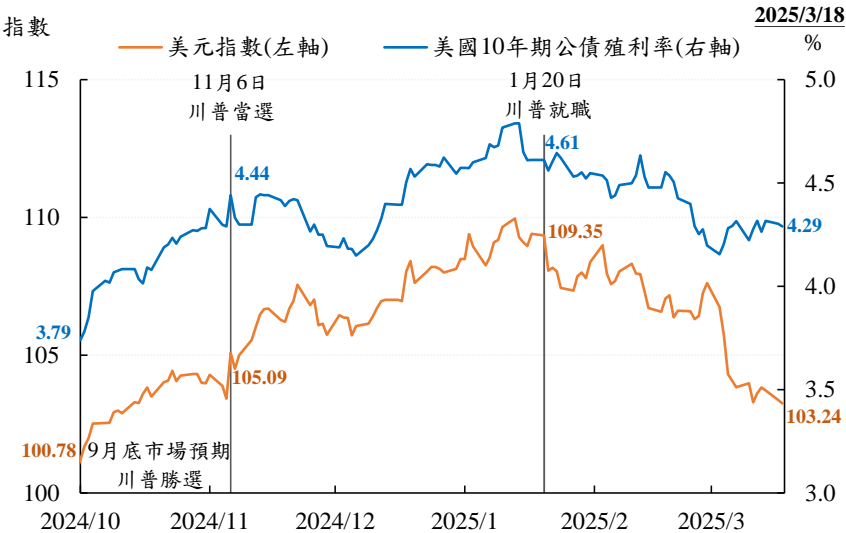
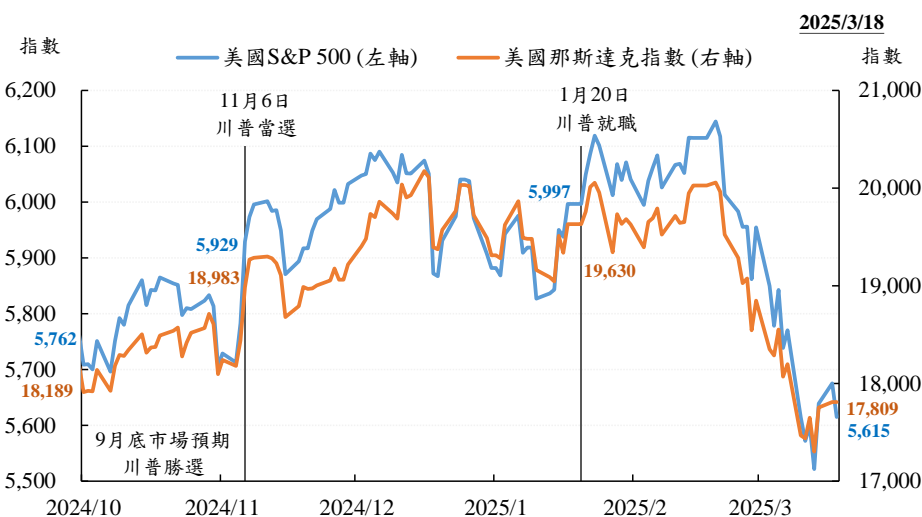


圖 16 美國主要股價指數



	2024 年 9 月底	2024/11/6 川 普 總 統 當 選 日	近年/歷史新高	2025/3/18
美國 10 年期公債殖利率	3.79%	4.44%	4.79% (2025/1/14，近年新高)	4.29%
美元指數	100.78	105.09	109.96 (2025/1/13，近年新高)	103.24
美國那斯達克指數	18,189	18,983	20,174 (2024/12/16，歷史新高)	17,809
美國 S&P 500 指數	5,762	5,929	6,144 (2025/2/19，歷史新高)	5,615

資料來源：LSEG Datastream

<sup>4</sup> 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「五、川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響」。



## 1. 債市：美國經濟下行風險升高，美債殖利率轉降，其他經濟體債市反映各國經濟情勢變動

- 本年以來，美國政策變化迅速，政策影響效果之不確定性上升，美國經濟下行風險升高，吸引避險資金流入債市，美國 10 年期公債殖利率自高點回降。歐元區財政支出預期大增，且將擴大發債規模，期限溢酬升高推動德國 10 年期公債殖利率大幅走揚。日本因 BoJ 調升政策利率，且可能進一步升息，10 年期公債殖利率創 2008 年來新高。中國大陸因 AI 技術取得成果，投資情緒轉佳，復以當局擬擴大財政支出，因應內需疲弱及通縮風險(詳下頁專欄)，10 年期公債殖利率自低點回升(圖 17)。
- 長天期公債殖利率走勢反映市場情緒及通膨預期變化。自 2022 年 Fed 啟動升息循環，美國消費者通膨預期逐漸持穩，惟川普當選總統以來，市場預期美國關稅政策將推升進口價格，移民限制措施則將促進工資成本上揚，企業或將藉由調整終端商品價格轉嫁上漲之成本，引發消費者短期及中長期通膨預期升溫(圖 18)。較高之中長期通膨預期可能透過「自我實現」機制，加深通膨僵固性，進而推升美債殖利率；惟美國政策效果具高度不確定性，市場對美國經濟擔憂日增，避險情緒上升致美國殖利率不升反降，致走勢與其他主要經濟體分歧。

圖 17 主要經濟體 10 年期公債殖利率

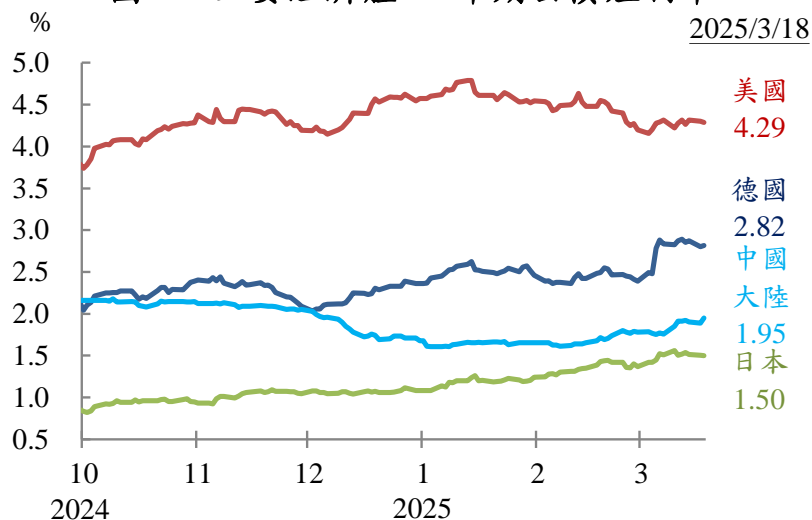
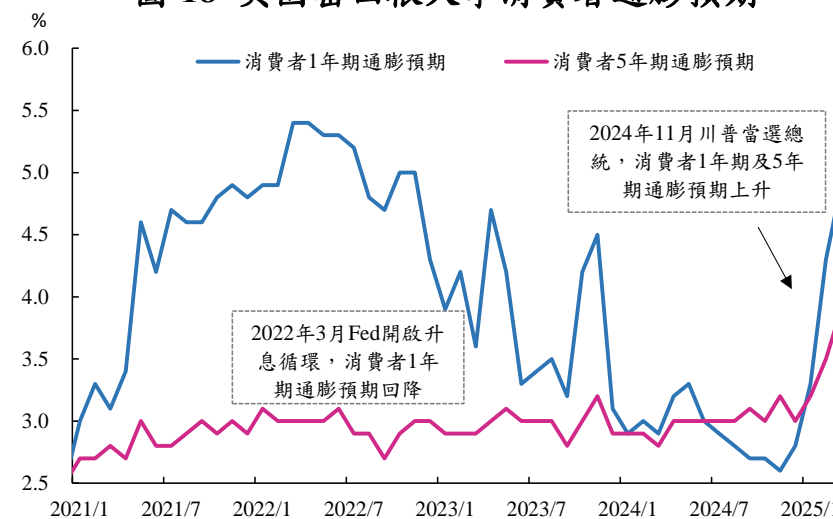


圖 18 美國密西根大學消費者通膨預期

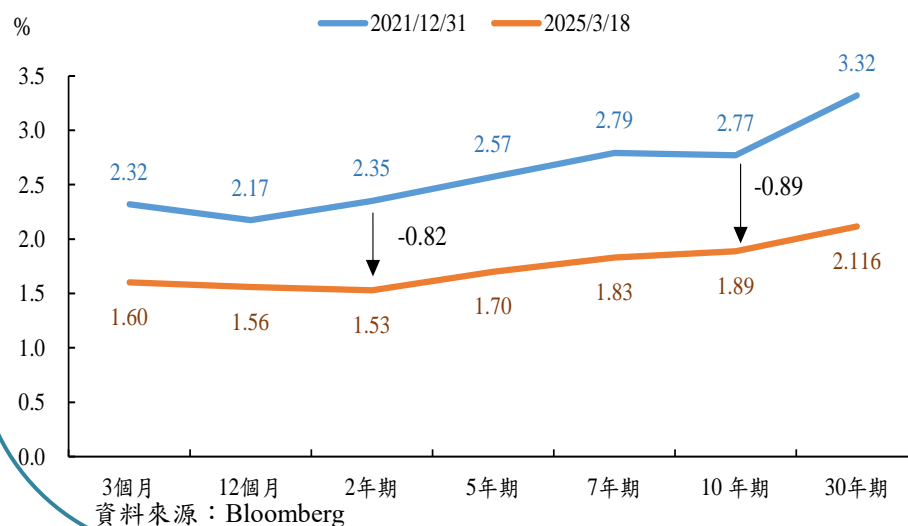


專欄：債券市場反映中國大陸正面臨通縮風險，另預期日本正擺脫通縮困境

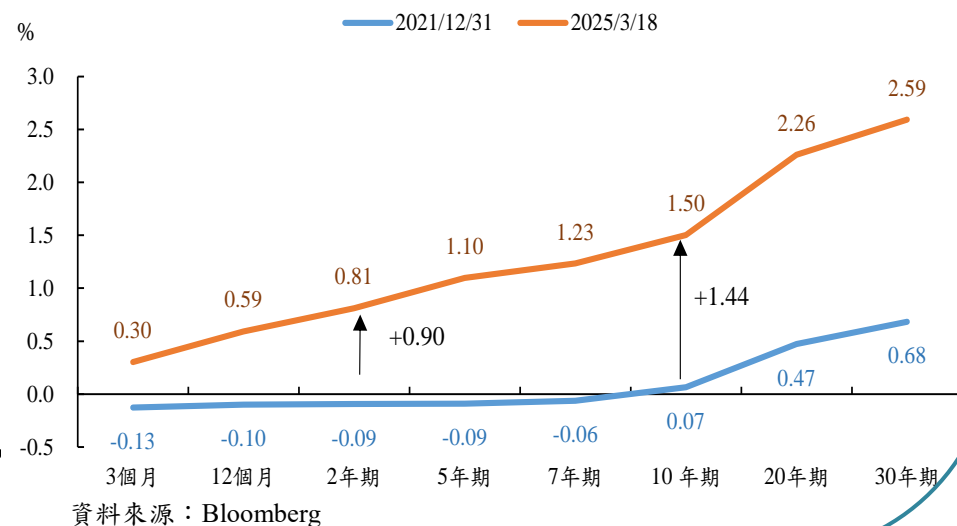
• 2020 年疫情以來，中國大陸內需不振，消費信心低迷，存在通縮風險；反觀日本，政府鼓勵企業改善公司治理，調升員工薪資，並鼓勵民眾將家庭儲蓄轉為投資，近年經濟展望轉佳，逐步扭轉民眾根深蒂固的通縮心態。

- 本年 3 月 18 日與 2021 年底(疫情末期)相較，中國大陸 2 年期公債殖利率下跌 82 個基點，而 10 年期下跌 89 個基點，長期利率下跌較短期利率更多(殖利率曲線下移且趨平)，隱含市場預期中國大陸通縮風險居高。
- 同期間，日本 2 年期公債殖利率由負轉正，且上升 90 個基點，而 10 年期上升 144 個基點，長期利率上升較短期利率更多(殖利率曲線上移且為較陡峭正斜率)，隱含市場預期日本可望擺脫通縮困境。
- 未來中國大陸若持續推行供給面激勵措施，恐更加劇產能過剩情況，無助於解決通縮問題，甚至有落入「日本化」的長期通縮疑慮；而透過輸出過剩的供給，亦將引發國際間貿易緊張，在川普 2.0 新政下，更增添外部衝擊風險，亦不利中國大陸經濟發展。

中國大陸公債殖利率曲線



日本公債殖利率曲線





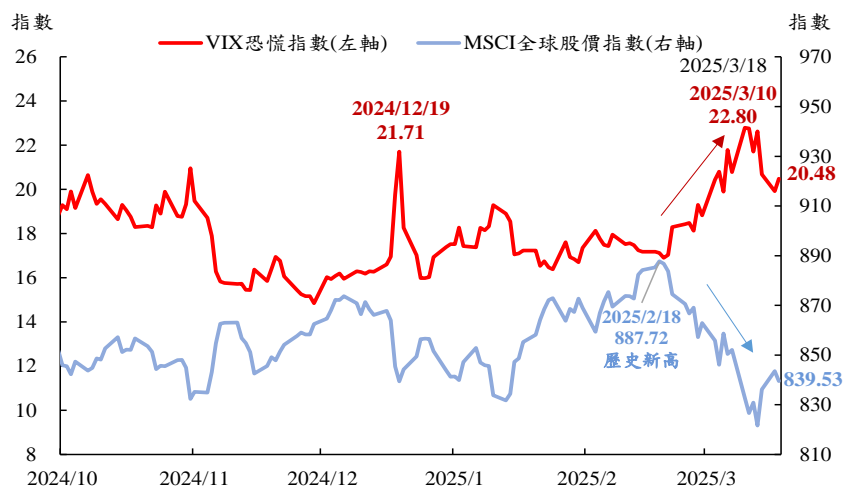
## 2. 股市：美國股市轉跌，港股及歐股走強

本年以來，美國關稅政策短期內多次變動恐加大全球貿易衝突，加以近期美國消費信心疲弱，制約投資人樂觀情緒，**MSCI 全球股價指數回跌**，**VIX 恐慌指數則一度升破上年 12 月高點**(圖 19)，市場對美國經濟衰退之擔憂情緒升溫。

本年 3 月 18 日與去年底比較，**美股轉跌**，**全球主要股市漲跌互見** (圖 20)。

- **美股**：關稅可能推升生產成本，削弱民眾消費信心，致投資人對美國企業獲利前景之樂觀情緒減弱，**美國道瓊工業指數下跌 2.3%**，**那斯達克指數**上年受惠 AI 熱潮而大幅上漲，本年因投資人擔憂中國大陸 DeepSeek 低成本 AI 模型影響科技類股展望，**下跌 7.8%**。
- **歐股**：**俄烏戰爭有望停火**，歐洲企業或將受益烏克蘭重建需求，另**德國大選後擬放寬債務上限**，擴大國防及基礎建設支出，**歐股投資吸引力上升**，泛歐元道瓊指數**大漲 12.4%**。
- **日股**：BoJ 釋出持續升息訊息，日圓回升影響企業獲利，另擔憂美國對日本汽車商品加徵關稅，**日股下跌 5.1%**。
- **陸、港股**：**中國大陸**因 AI 技術突破，當局轉而對民營科技企業持支持態度，並提出刺激消費措施，**陸股小漲 2.3%**；**在港上市之中國大陸科技股**積極將 DeepSeek 導入應用端，**港股大漲 23.3%**。

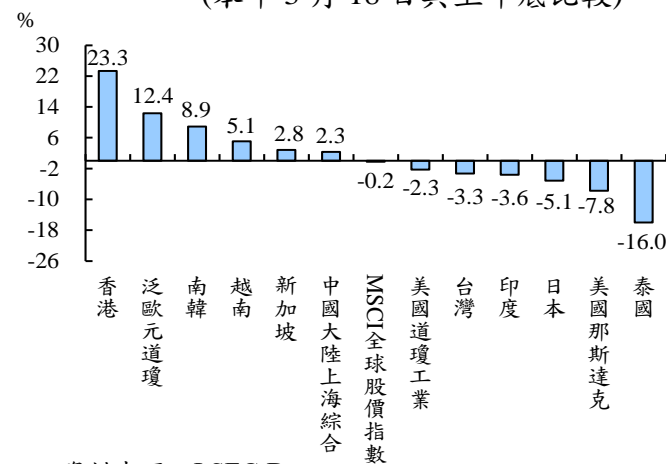
圖 19 VIX 恐慌指數及 MSCI 全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 20 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年 3 月 18 日與去年底比較)



資料來源：LSEG Datastream

### 3. 匯市：美元指數反轉下跌，主要經濟體貨幣對美元多走升

市場擔憂美國政策影響不確定性上升，減損企業及民眾信心，**美元指數隨美國公債殖利率走低**(圖 21)。本年 3 月 18 日與去年底比較，**主要經濟體貨幣對美元多走升**(圖 22)。

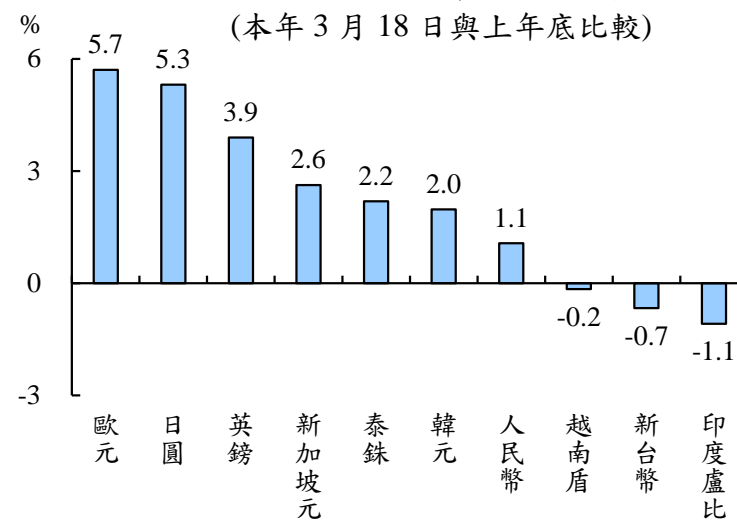
- **歐元**：ECB 持續降息，惟投資人預期俄烏戰爭有望結束，復以歐元區將擴大財政支出，經濟成長率或可回升，**歐元對美元升值 5.7%**，升幅較大。
- **英鎊**：英國經濟表現平疲而通膨率居高，投資人預期央行暫緩調降政策利率，**英鎊對美元升值 3.9%**。
- **日圓**：BoJ 釋出持續升息訊息，投資人降低利差交易(carry trade)部位，賣出高利率貨幣換回日圓，**日圓對美元升值 5.3%**。
- **人民幣**：中國大陸面臨美國加徵關稅之不利條件，惟人行為避免資金外流而釋出穩匯訊號，加以中國大陸 AI 領域進展迅速，**人民幣轉升 1.1%**。

圖 21 DXY 美元指數



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

圖 22 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風險因素

本年美國政策大幅轉變，**全球經濟遭遇重大挑戰，經濟前景面臨諸多風險因素**(圖 23)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 23 全球經濟前景面臨之風險因素

### 美國川普總統新政影響具高度不確定性

- 美國推出多項關稅政策，貿易對手國亦祭出報復措施，全球貿易政策不確定性大增，增添全球經濟下行風險
- 美國以關稅政策提高雙邊談判籌碼，對其他國家及產業產生不平衡影響，恐打亂全球供應鏈布局，企業愈難經營

### 中國大陸經濟下行風險仍存

- 中國大陸遭內外夾擊，內有房地產問題且消費疲弱恐陷通縮，外有美國對其發起貿易戰及科技戰；當局雖陸續推出激勵措施，惟整體效果仍待觀察
- 若經濟問題未能改善，長期供需失衡恐致出口產品低價傾銷，衝擊他國產業並引發反制措施，影響全球經貿發展

### 主要央行貨幣政策調整步伐面臨挑戰

- 加徵關稅、限縮移民等政策恐推升物價，致 Fed 更謹慎評估降息；歐元區經濟平疲，ECB 或持續降息；中國大陸內需疲弱，預期人行將維持寬鬆；日本通膨率走高，工資持續成長，惟全球經濟不確定風險升高，BOJ 暫停升息步伐
- 若主要央行貨幣政策分歧程度擴大，恐致國際資金頻繁流動，金融市場波動加劇

### 地緣政治風險與結構性因素影響物價與社會穩定

- 全球地緣政治風險使供應鏈不確定性升高，恐增加市場波動程度，並使全球化放緩且趨向零碎化，導致生產效率下降，加以人口老化、能源轉型及極端氣候等結構性轉變，恐引發供給面通膨壓力，減損成長動能
- 若經濟前景不佳或通膨降溫未如預期，降低民眾經濟信心，恐導致社會動盪程度上升

資料來源：本行整理自 BIS、IMF、OECD 等主要國際機構觀點

## 二、本年國內經濟及通膨展望

展望本(2025)年，受惠人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)等**新興科技應用持續發酵**，台灣輸出表現將延續上(2024)年成長態勢；另一方面，受惠新興應用商機增溫，**帶動相關供應鏈投資**，加以航空業者**增購運具**，滿足跨境旅遊需求等，**民間投資**可望**維持成長趨勢**；此外，本年**最低工資調升**、**軍公教調薪與所得稅制持續優化**，且上年上市櫃企業獲利成長，增添股利、獎金發放與調薪意願，均挹注民眾可支配所得增加，加以**國內景氣穩定**，維繫國人**消費意願**，增添民間消費成長動能。

本行**初步評估目前**美國對**加、墨、中等國加徵關稅**，對台灣經濟**影響**相對**有限**，而美國對**鋼、鋁進口製品**等全面**加徵關稅**，因前項產品出口美國占台灣出口的比重低，且台灣鋼鐵出口美國早已被課徵 25% 關稅，故**衝擊亦小**。鑒於**美國貿易政策仍持續發展中**，且**影響程度與時程具不確定性**，未來本行將採取滾動式檢討，並參考最新國內外經濟情勢，逐季調整本行經濟成長展望。

綜合上述，根據現有資訊，本行預期本年經濟穩健成長，以及上年成長動能延續，AI 需求仍殷，輸出暢旺將帶動民間投資擴增，惟考量上年經濟成長優於預期，墊高比較基期等因素，本年台灣經濟成長率預測值為 3.05%，略低於前次預測之 3.13%。

至於通膨，國內**最低工資**及**軍公教薪資調高**、**碳費開徵**，服務類價格僵固性仍高，惟**漲幅**將維持**緩降**走勢，且預期國際油價趨跌，本行預測本年**消費者物價指數(CPI)**與核心 CPI **年增率**分別為 1.89%、1.79%，維持**不變**。本次通膨預測並未考量未來台鐵票價及水電等**公用事業費率**調漲影響；若納入考量，本年 **CPI** 年增率預測可能上修至**略高於 2%**，**核心 CPI** 年增率預測則仍可望**低於上年之 1.88%**。

以下分別說明本年國內經濟成長、物價情勢及展望。

## (一)預測本年經濟穩健成長，且內需貢獻高於淨外需

1. 受上年經濟成長優於預期，基期墊高等因素影響，本年經濟成長率預測值 3.05%，略低於前次預測之 3.13%

(1)受惠於上年經濟成長動能之延續效應，且 AI 等新興科技應用蓬勃發展，加以相關廠商本年資本支出計畫優於預期等有利因素，本行維持本年輸出持續穩健成長，以及輸出成長帶動民間投資擴增等兩項看法不變。

(2)本年經濟成長率預測值略低於前次，主要係因比較基期墊高等因素所致。

2. 本年民間投資力道增溫，且民間消費成長動能持續，預期內需貢獻較淨外需為高

(1)受惠 AI 相關的**民間投資動能升溫**與民間消費成長動能持續等有利因素挹注，本年內需續扮演**驅動經濟成長**之角色，**貢獻經濟成長 1.78 個百分點**(表 1)。

(2)AI 相關產品出貨表現優於原預估，預期本年**輸出續穩健成長**；國人出國旅遊人次大抵已恢復疫情前水準，比較基期墊高，**輸入成長動能趨緩**，輸出入相抵後，淨外需貢獻為 1.27 個百分點。

(3)內外需成長動能持續，惟內需貢獻優於淨外需。

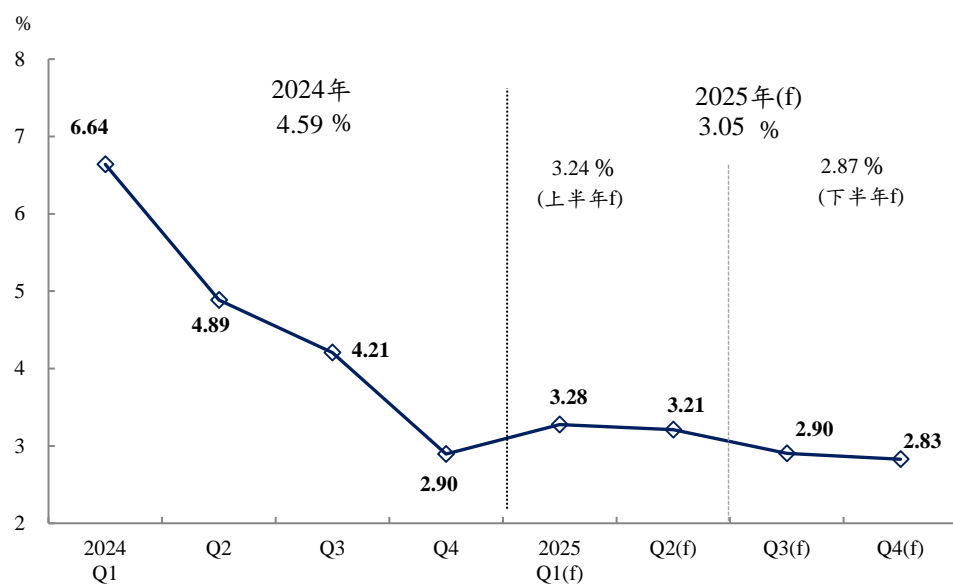
表 1 本年台灣 GDP 及其組成項目成長率與貢獻度預測值

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)	民間 投資 (b)	(c)	公共支出			存貨 變動 (d)	淨外需 (e)	輸出	(－)輸入
						政府 消費	政府 投資	公營 事業 投資				
成長率	3.05	2.05	1.94	5.91	--	2.90	6.28	3.65	--	--	7.49	6.93
貢獻度		1.78	0.91	1.23	0.63	0.38	0.19	0.06	-1.00	1.27	4.75	3.48

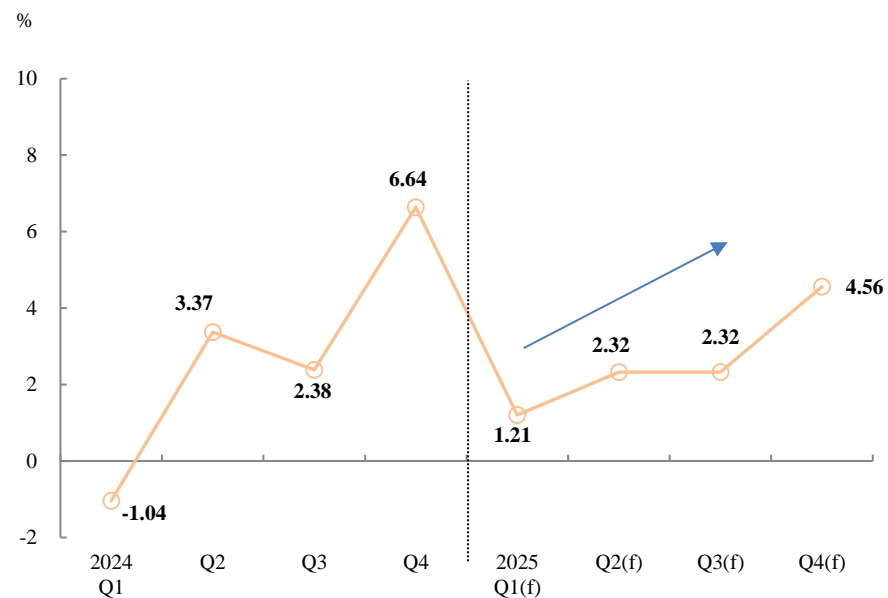
3. 上年以來的新興應用科技出口以及相關供應鏈投資趨勢延續，今年上半年經濟成長率預測值高於下半年(圖 1)
4. 本年經季調後折成年率之經濟成長率(saar)呈上升態勢，景氣擴張動能穩定(圖 2)

圖 1 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 2 台灣各季經濟成長率(saar)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。



## (二)預期本年輸出成長動能延續，民間投資力道增溫，而民間消費成長平緩

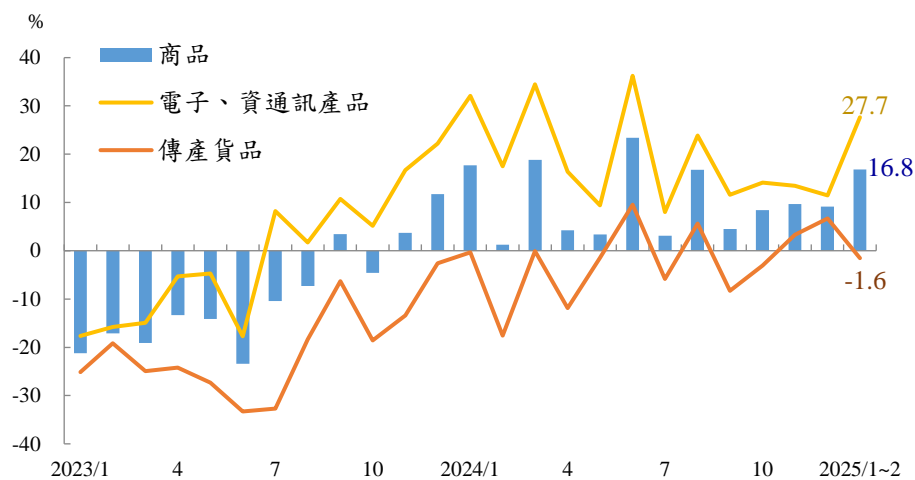
### 1. AI 等新興科技應用需求殷切，維繫相關供應鏈出口動能，預期輸出穩健成長

(1)本年 1~2 月**傳產貨品**(如石化等)仍面臨**全球產能過剩**或同業低價競爭之不利因素干擾，**出口動能疲軟**(圖 3)，惟受惠 AI 等新興科技需求不墜，加以廠商搶在美國加徵關稅實施前拉貨，電子零組件與**資通訊產品出口暢旺**，明顯推升商品出口成長力道。

(2)展望未來，國際主要**雲端服務供應商**(Cloud Service Provider, CSP)**加碼** AI 與資料中心相關**資本支出**，與**AI 技術應用**可望持續**滲透**至電子產品(筆電、手機等)，迎來換機潮，擴增晶片等產品需求，加以台灣**半導體供應鏈與伺服器**具有製程領先等**競爭優勢**，可望帶動相關供應鏈產品之需求，維繫商品出口成長趨勢。

□ AI 和 HPC 等商機熱絡且應用拓展，高階半導體晶片需求擴增，雖有春節時間落點之不利影響，1 月電子產品外銷訂單仍成長(圖 4)，預期動能可望延續。

圖 3 商品、電子以及傳產貨品出口年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括礦產品、化學品、塑膠製品、紡織品、基本金屬、機械、電機產品、運輸工具；電子、資通訊產品包括電子零組件加上資通與視聽產品。

資料來源：財政部

圖 4 電子產品外銷訂單金額與年增率

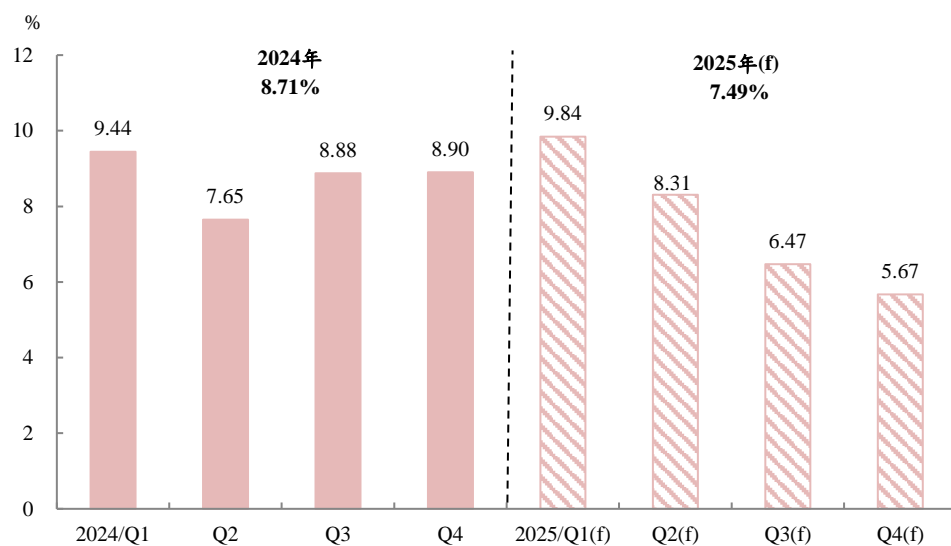


資料來源：經濟部

□ 近年電子業持續增加在台生產比重<sup>1</sup>，加以半導體先進封裝(CoWoS)仍供不應求，與 AI 伺服器新架構<sup>2</sup>有望於下半年量產等有利因素，可望增添未來台灣出口成長力道。

(3)考量前述有利因素，輸出可望穩健成長，預測本年實質輸出成長率為 7.49% (圖 5)。

圖 5 實質輸出成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>1</sup> 上年外銷訂單海外生產比重為 48.6%，為 15 年以來新低，主要係因 AI 需求擴增強勁，IC 設計、伺服器及半導體先進製程在台擴產所致。

<sup>2</sup> 如 GB300。

## 2. 受惠廠商布局新興科技商機，擴大投資，預期本年民間投資成長動能增強

(1)因應 AI 等**新興科技應用商機**蓬勃發展，半導體業者積極**擴充先進製程與高階封裝**，且伺服器供應鏈亦廣續**擴增在台產能**，投資機器設備及投入研發，均挹注民間投資成長動能。

□ 半導體廠商持續擴大國內產能，挹注機器與設備安裝需求，本年 1~2 月半導體設備進口大幅成長 120.9%，推升資本設備進口成長 55.8% (圖 6)。

□ 工業生產中屬於投資用途的產品維持成長，民間投資可望持續熱絡(圖 7)。

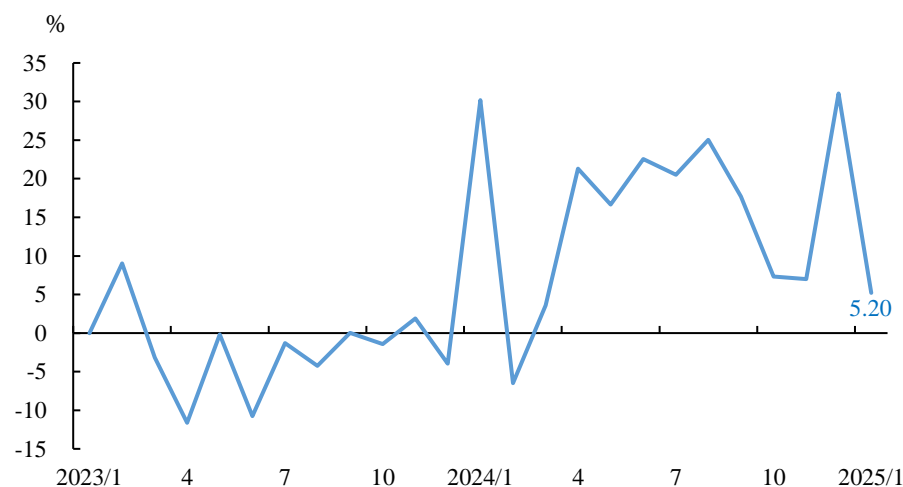
(2)跨境旅遊續旺，**航空業購置載具**滿足運量；以及政府透過**政策協助**廠商落實淨零轉型與 **AI、半導體、次世代通訊**等產業投資發展<sup>3</sup>，均有助增添民間投資成長力道。

圖 6 資本與半導體設備進口年增率



註：以美元計價。  
資料來源：財政部

圖 7 工業生產指數年增率(投資財)



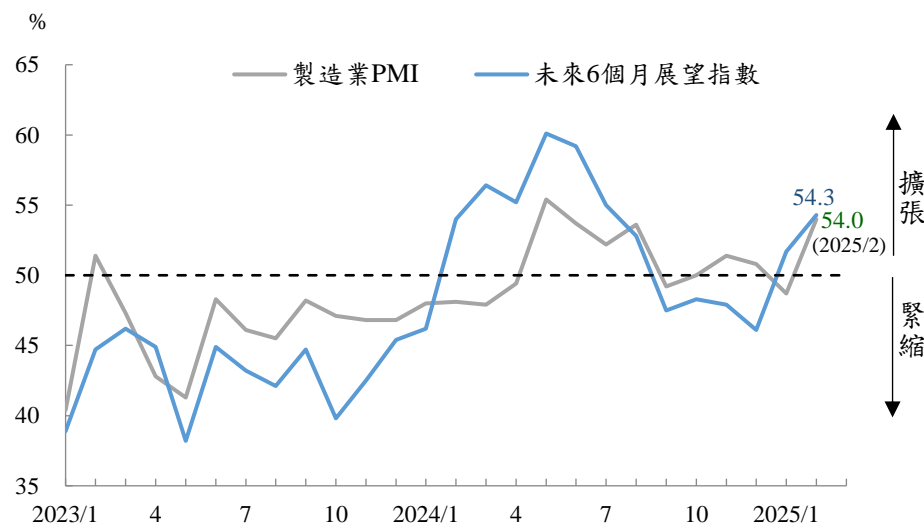
資料來源：經濟部

<sup>3</sup> 8 家公股銀行為繼續支持中小暨微型企業經濟復甦，及企業淨零轉型，將「中小企業千億振興融資方案」再增加融資額度 6,000 億元，總額度擴大至 1.5 兆元，並更名為「中小暨微型企業振興融資方案」，同時新增「綠色支出」相關貸款。

(3)2 月廠商對未來 6 個月展望指數續揚 2.6 個百分點至 54.3%，為上年 8 月以來最快擴張速度，有助維繫廠商未來投資意願(圖 8)。

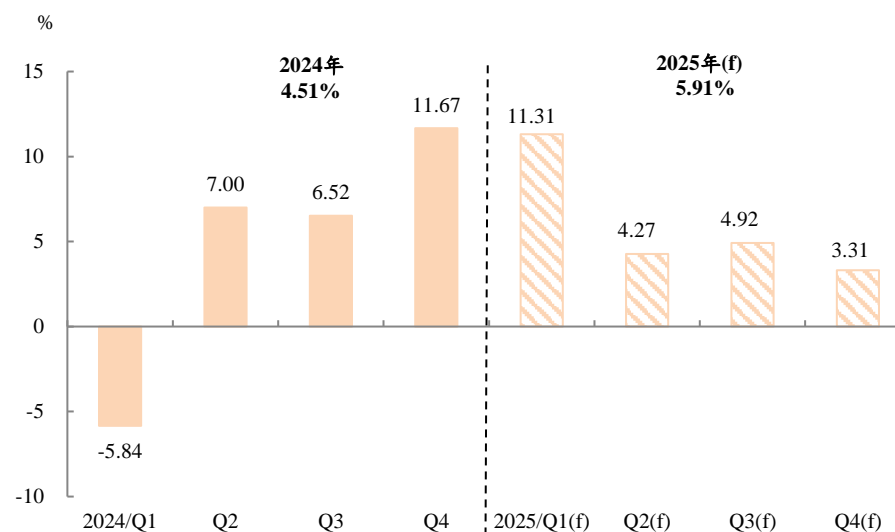
(4)在 AI 相關投資挹注之下，本行預測本年**實質民間投資成長率**為 5.91% (圖 9)。

圖 8 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

圖 9 實質民間投資成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

### 3. 近年比較基期墊高等因素，本年民間消費成長平緩

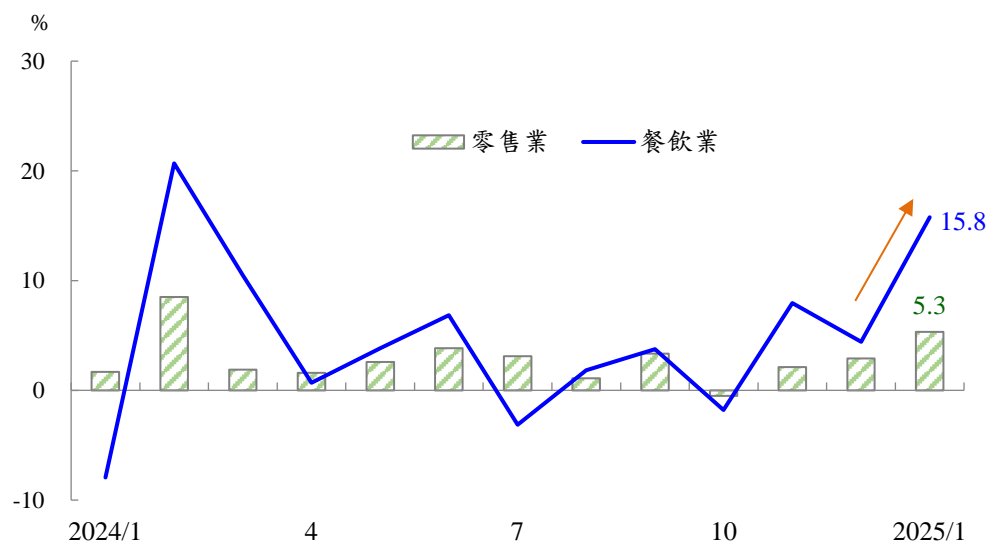
(1)近月國人外出**消費意願不減且實質薪資成長**，加以國內外團體演出與**賽事場次增加**，民眾**外食、休閒娛樂等消費支出續加**，帶動民間消費成長動能。

□ 受惠大型運動賽事、演唱會展演以及年節採購，近月零售業與餐飲業營業額均已連續 3 個月正成長且逐步向上(圖 10)。

(2)**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，加以政府**調升最低工資、軍公教調薪**與持續**優化所得稅制**(如提高每人基本生活費用等)及推出各項減輕人民負擔措施，均挹注民眾購買力，加以**國內景氣與就業市場穩定**，民間消費成長動能可望延續。

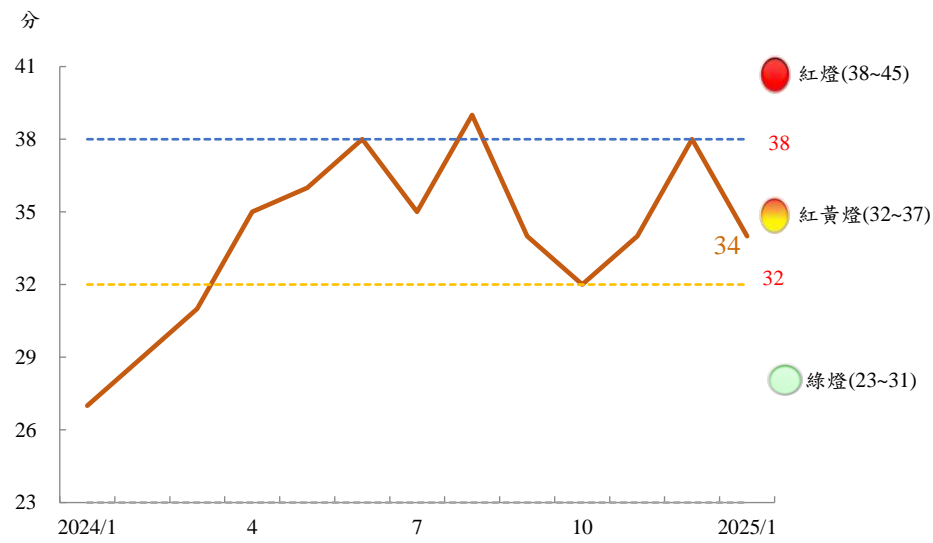
□ 本年 1 月景氣對策信號分數為 34 分，燈號為黃紅燈(圖 11)，主要因 AI 需求強勁，帶動生產，支撐景氣表現。

圖 10 零售、餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

圖 11 景氣對策信號



註：「綠燈」表示景氣穩定；「紅燈」表示景氣熱絡；「黃紅燈」為注意性燈號。

資料來源：國發會

(3)美國政策與全球地緣政治**不確定性攀升**，本年 2 月**消費者信心平疲**(圖 12)，且非製造業採購經理人指數(NMI)中的住宿餐飲業對未來 6 個月展望呈現緊縮。

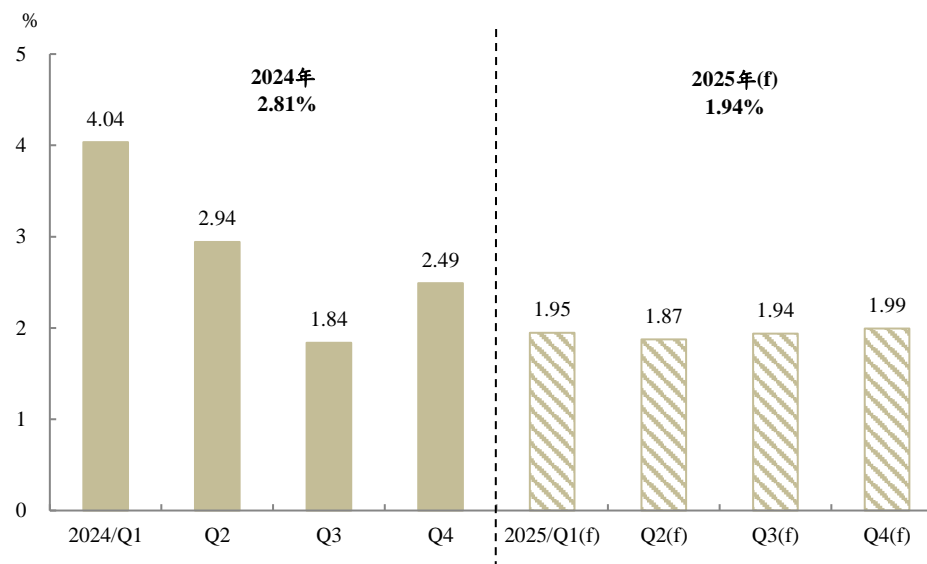
(4)綜合上述，加以近年比較基期墊高，本年**民間消費成長力道恐難大幅擴增**，預測全年實質民間消費成長率為 1.94% (圖 13)。

圖 12 消費者信心指數



資料來源：中央大學

圖 13 實質民間消費成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。



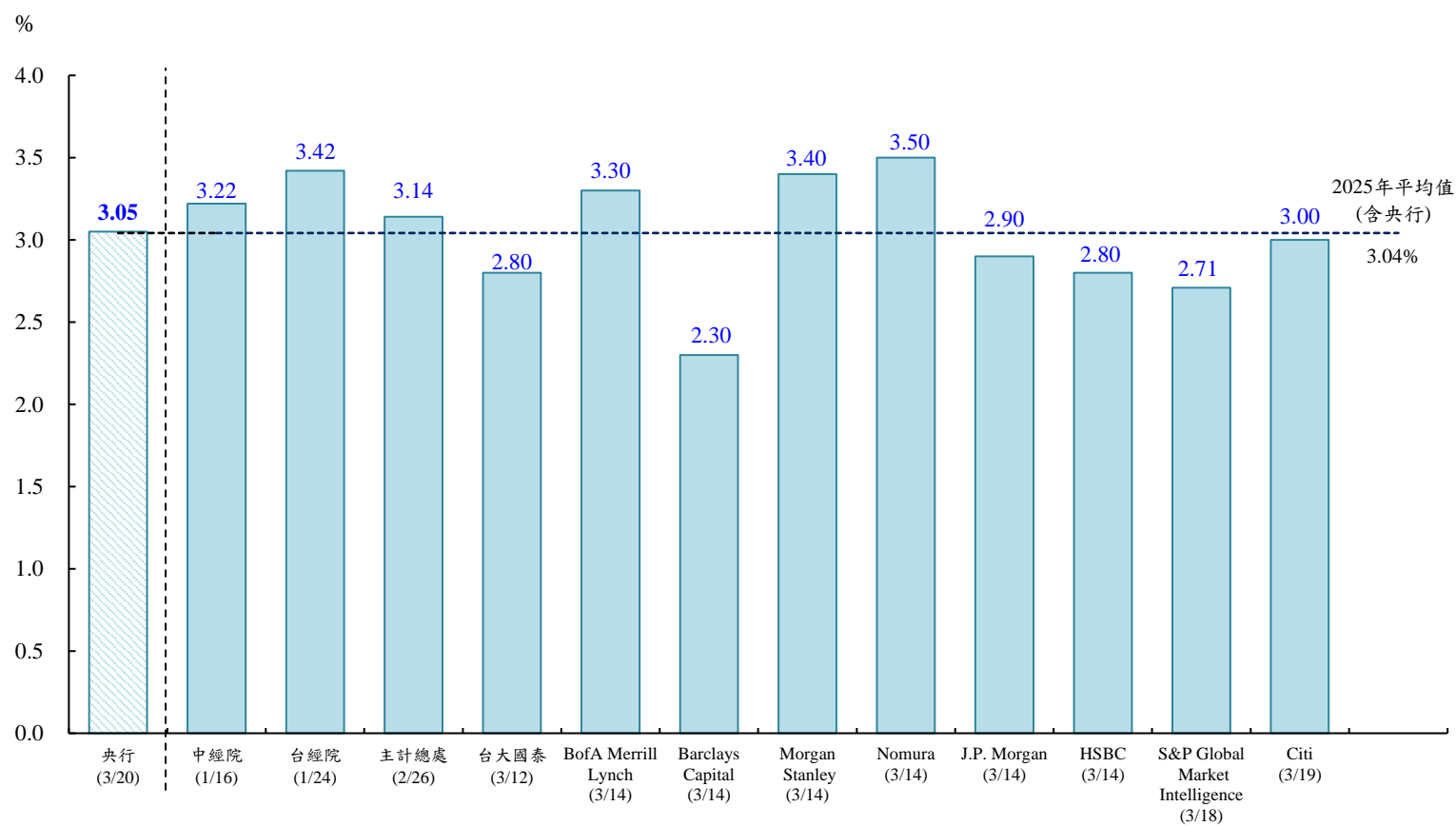
#### 4. 台灣經濟仍面臨諸多不確定性因素，惟主要機構多數預測本年台灣經濟穩健成長

##### (1) 不確定性因素

- **美國貿易政策實施時程與影響程度以及全球貿易零碎化**：自美國川普總統上任以來，已簽署對加、墨、中等三國與鋼、鋁進口製品加徵關稅等行政命令，並擬額外針對半導體晶片、醫藥品以及汽車等徵收關稅，加以本年 4 月可能對貿易夥伴國課徵「對等關稅」，全球貿易政策不確定性大增，增添全球經濟下行風險，亦牽動廠商未來投資等決策。另川普力促關鍵製造業回流美國，供應鏈被迫移出低成本高效率生產地轉向在美生產，不僅打亂全球原供應鏈布局，亦使全球貿易趨向零碎化，不利全球經貿發展。
- **中國大陸經濟成長力道**：中國大陸房地產疲弱、失業率走高，經濟前景不明衝擊民眾信心，造成消費緊縮、通縮與產能過剩等隱憂，加以美中貿易衝突升溫，出口成長恐放緩；當局雖陸續推出激勵措施，惟成效有待觀察，若經濟相關問題未獲改善，產能過剩恐致出口產品低價傾銷，衝擊他國產業並引發反制措施，不利全球經貿發展。
- **主要經濟體貨幣政策分歧**：美國政府加徵關稅、調降企業稅及限縮移民等政策推升民眾通膨預期心理，致 Fed 更審慎評估降息；日本通膨升溫且工資持續成長，BoJ 或將持續升息；ECB 則因經濟平疲、服務業通膨趨緩，3 月已降息一碼；中國大陸內需疲弱，預期中國人民銀行將維持寬鬆貨幣政策。主要經濟體貨幣政策步調與速度不一，恐使跨國資金流動頻繁，加劇金融市場震盪。
- **地緣政治風險與結構性因素對全球經濟與通膨之衝擊**：美國新政策恐惡化全球貿易壁壘情勢，使全球生產效率下降，並增添成本上升壓力，助長通膨，也可能激化國際政經衝突，加劇市場動盪和全球貿易不確定性。此外，全球極端氣候加劇、淨零減碳措施以及人口老化等供給面衝擊，亦可能形成通膨上升壓力，提高全球經濟不確定性。

(2)國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值介於 2.30%~3.50%，平均為 3.04% (圖 14)。

圖 14 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測

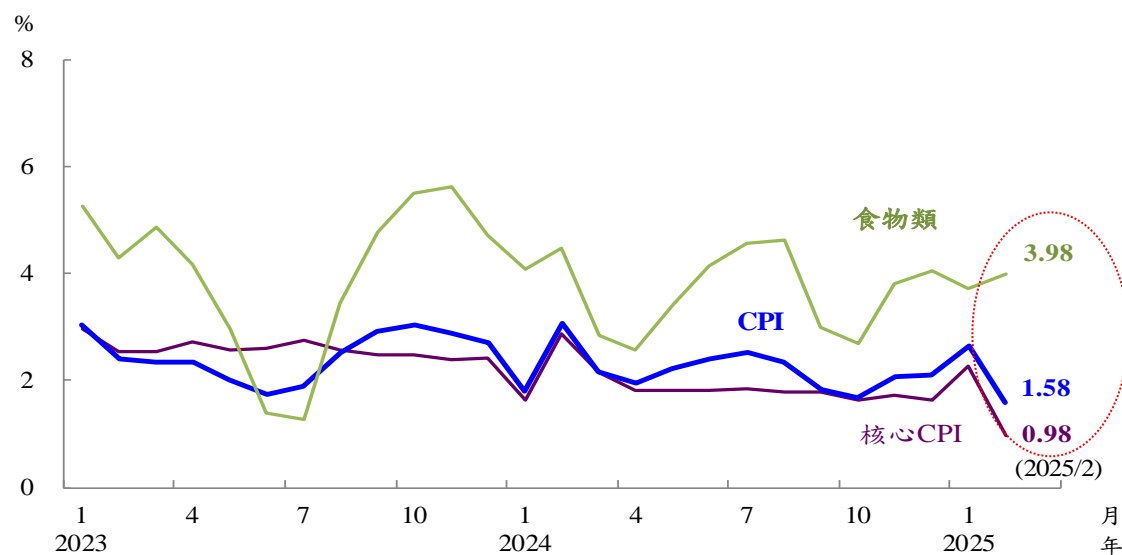


(三)通膨率維持緩步回降趨勢，本年 CPI 年增率預測為 1.89%不變，但仍有上行風險；核心 CPI 年增率預測值則仍可望較上年為低

### 1. 本年初以來，通膨率維持緩步回降趨勢

(1)本年初，受春節落點期間不同影響，1、2 月通膨率波動幅度較大(圖 15)。1~2 月平均消費者物價指數(CPI)年增率為 2.12%，接近上年 12 月之 2.10%，主要係蔬果等食物類價格大漲所致；不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 1.61%，略低於上年 12 月之 1.65%，維持緩步回降趨勢。

圖 15 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年 1 至 2 月平均 CPI 年增率為 2.12%，主因：(1)**外食、蔬果等食物類價格走升**；(2)**房租調高**；(3)**金飾及珠寶**等個人隨身用品價格上升；(4)**耐久性消費品價格上漲**。上述合計使 CPI 年增率上升 **1.79** 個百分點，貢獻約 **84%** (表 2)。

表 2 本年 1 至 2 月 CPI 年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1,000	2.12	2.12
<b>食物類</b>	256	3.85	<b>1.05</b>
<b>外食費</b>	106	3.16	<b>0.35</b>
<b>水果</b>	21	13.80	<b>0.33</b>
<b>蔬菜</b>	15	17.09	<b>0.23</b>
肉類	23	2.71	0.07
水產品	11	3.88	0.04
<b>蛋類</b>	4	-21.05	<b>-0.08</b>
<b>房租</b>	148	2.53	<b>0.37</b>
<b>個人隨身用品</b>	19	8.77	<b>0.21</b>
<b>耐久性消費品</b>	117	1.56	<b>0.16</b>
娛樂服務	60	1.62	0.10
醫療費用	28	3.74	0.09
教養服務	30	2.23	0.07
香菸及檳榔	16	3.49	0.06
電費	12	4.48	0.05
交通工具零件及維修費	19	2.86	0.05
合計			2.21
成衣	38	-1.44	-0.06
合計			-0.06
其他			-0.03

合計使 CPI  
年增率上升  
**1.79** 個百分  
點，貢獻約  
**84%**。

資料來源：主計總處

## 2. 預期本年台灣 CPI 年增率續降至 2% 左右，惟仍有上行風險，核心 CPI 年增率預測值則可望較上年為低

(1) 本年，國內**最低工資及軍公教薪資調高**、**碳費開徵**，**服務類價格**僵固性仍高，**漲幅將維持緩降走勢**(圖 16)，國際機構則預期**國際油價趨跌**，**本行對台灣 CPI 及核心 CPI 年增率分別將續降為 1.89%、1.79% 之預測**維持不變(圖 17)。

□ 本預測並未考量未來台鐵票價及水電等**公用事業費率**調漲影響；若納入考量，本年**CPI**年增率預測可能上修至**略高於 2%**，**核心 CPI**年增率預測則仍可望**低於上年之 1.88%**。

□ 電價及台鐵等公用事業費率調漲、美國川普政府經貿政策、國際地緣政治風險及天候係影響未來台灣通膨走勢之**主要不確定因素**。

圖 16 CPI 及商品類、服務類價格年增率

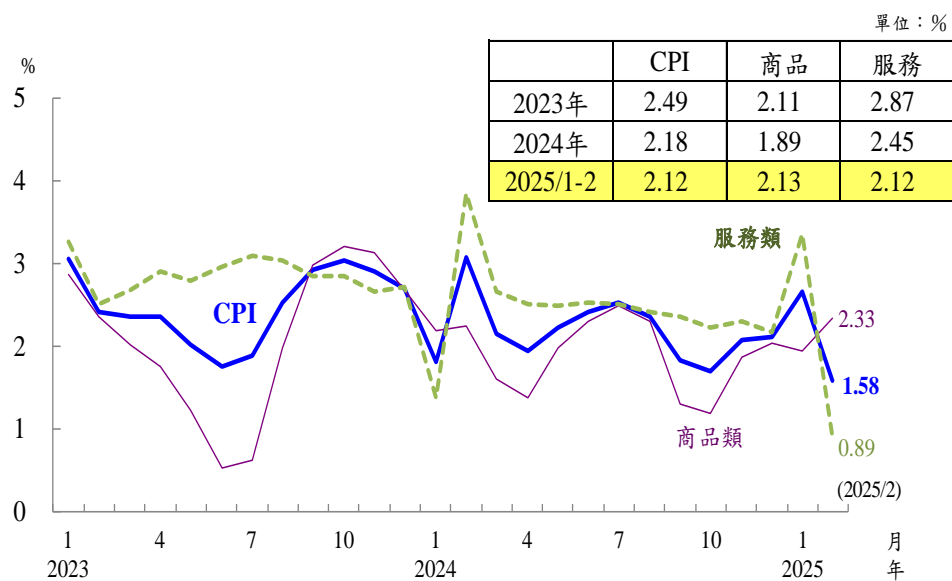
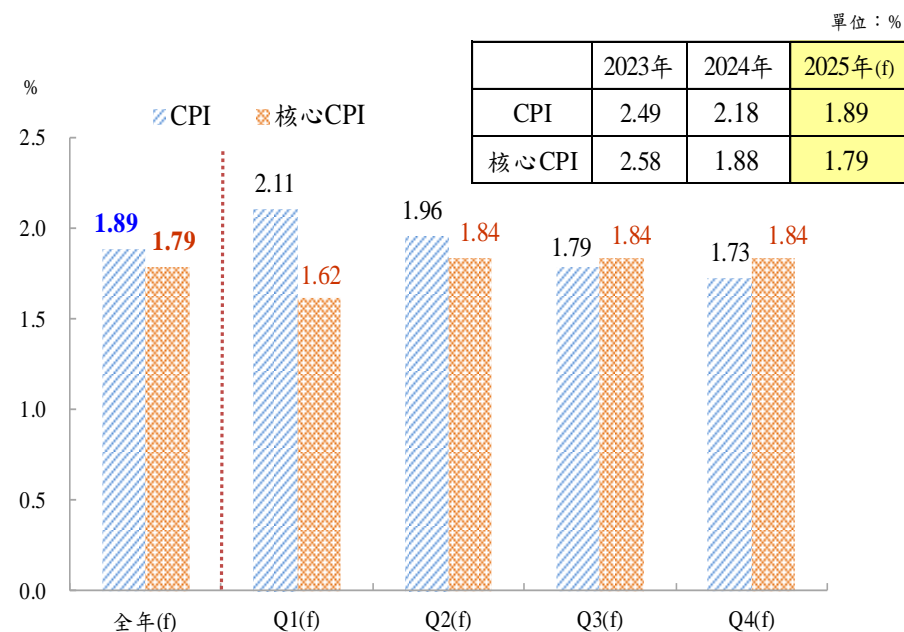
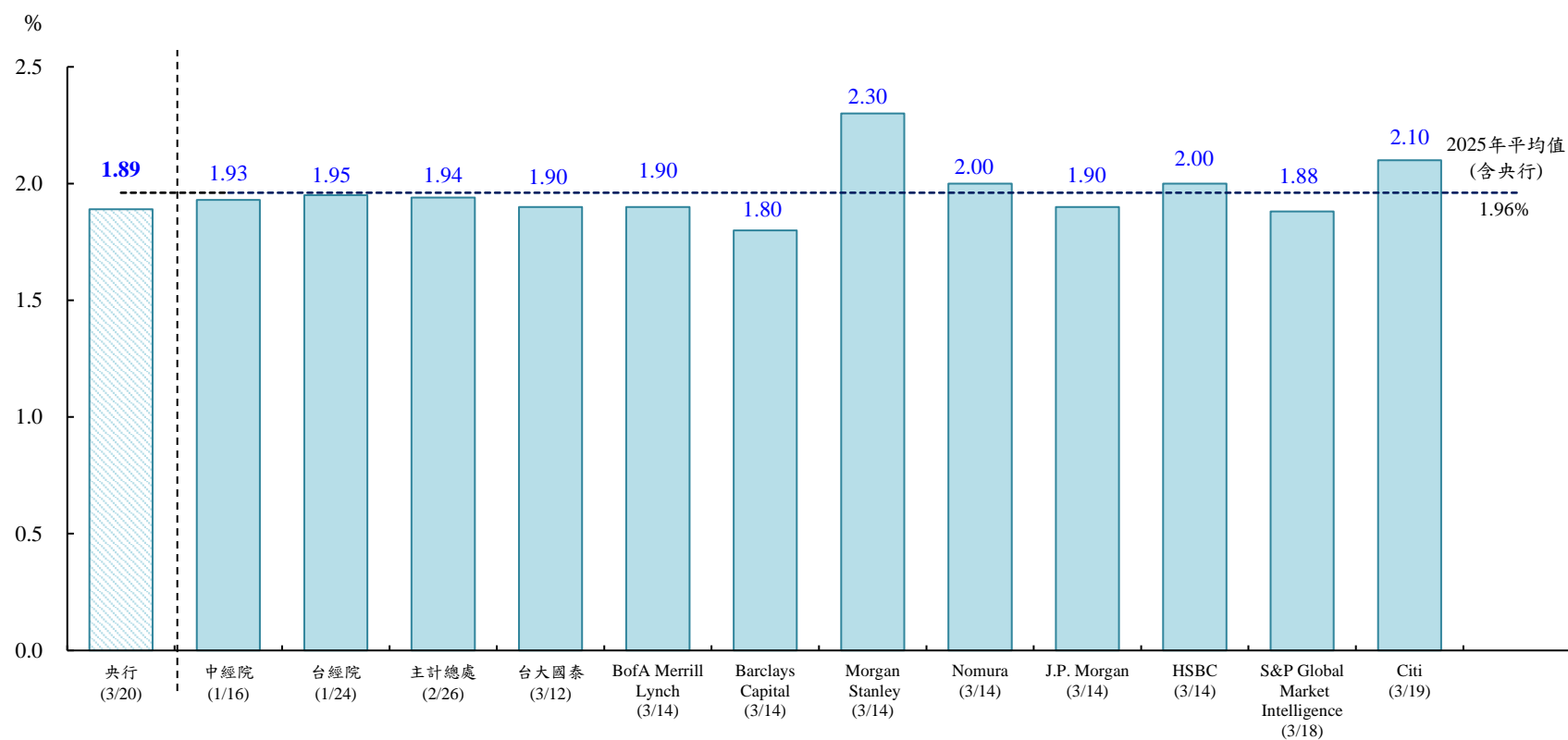


圖 17 本行對本年 CPI、核心 CPI 年增率之預測



(2)國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.80%至 2.30%，平均為 1.96%(圖 18)。

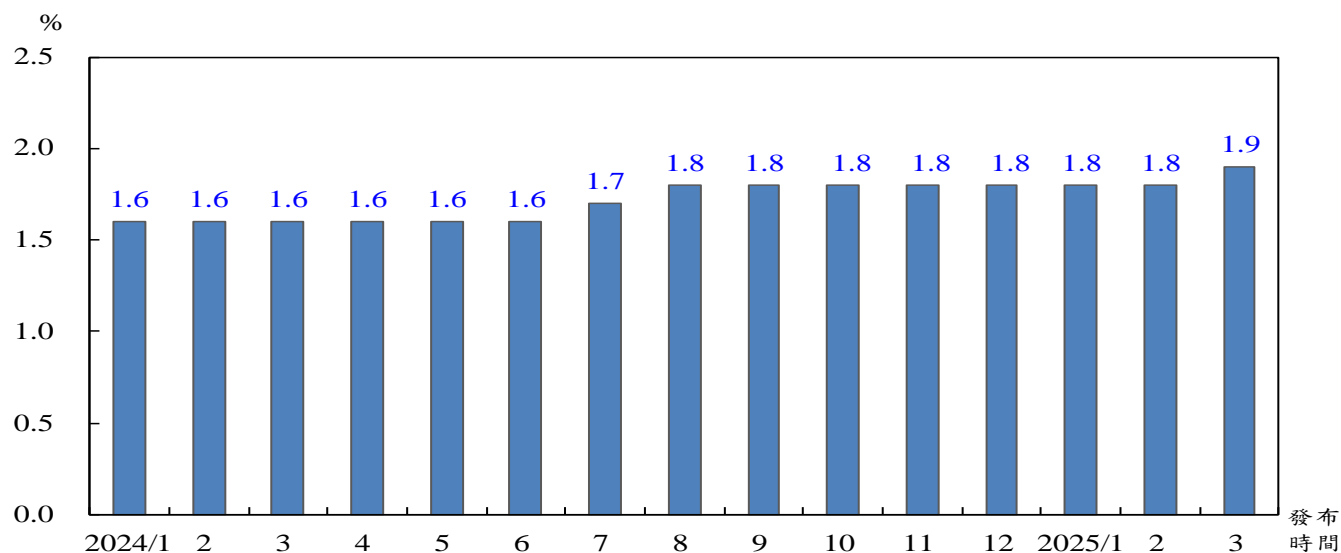
圖 18 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值





(3) Consensus Economics 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值連續 7 個月維持在 **1.8%**後，**3 月**略升為 **1.9%**，仍屬穩定(圖 19)。

圖 19 專業預測機構對台灣本年通膨率之預測值\*



註：\*係近 20 家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

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

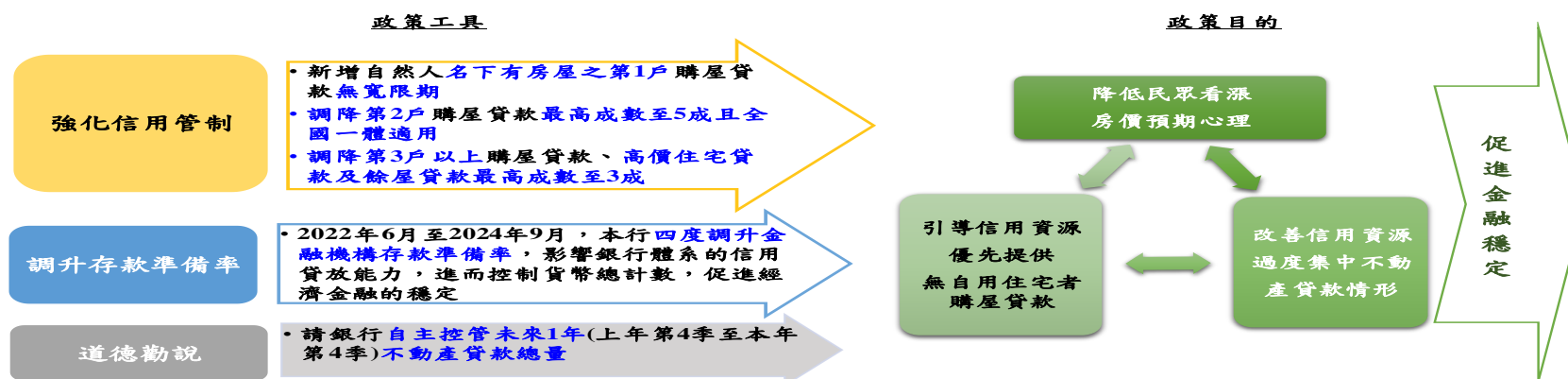
### 三、央行賡續精進不動產貸款管制之說明

鑑於 2023 年下半年來，國內房市交易升溫，全體銀行不動產貸款成長加速，不動產貸款集中度<sup>1</sup>居高，本行於上(2024)年 8 月請銀行於未來 1 年(上年第 4 季至本(2025)年第 4 季)自主控管不動產貸款總量，並於 9 月第七度調整不動產貸款規範措施，近月成效逐漸顯現。惟因本年 1 月底銀行不動產貸款占總放款比率仍居高，且個人、不動產業及營建工程業週轉金貸款均大幅成長。經本行與金管會金檢發現，確有部分借款人與不動產業者透過申貸週轉金貸款規避本行信用管制規定之缺失情形，本行將持續與金管會合作加強金檢，督促金融機構落實遵循本行信用管制規定，俾強化相關政策成效。

#### (一) 上年 9 月本行強化不動產貸款管制措施後，近月成效逐漸顯現

1. 上年 8 月本行請銀行自主控管未來 1 年內不動產貸款總量，並於 9 月強化選擇性信用管制措施及搭配調升存款準備率，主要目的在於透過加強貨幣信用之數量管制，降低民眾看漲房價預期心理，並引導信用資源優先提供無自用住宅者購屋貸款，以及改善信用資源過度集中不動產貸款情形(圖 1)。

圖 1 本行信用管制工具與政策目的示意圖



資料來源：本行整理

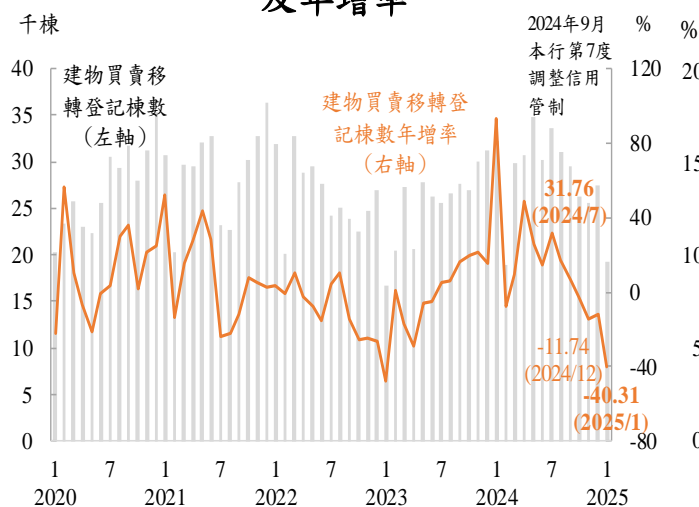
<sup>1</sup> 不動產貸款集中度係指全體銀行不動產貸款餘額(=購置住宅貸款+房屋修繕貸款+建築貸款)占總放款餘額比率。

2. 上年 10 月以來，本行**強化信用管制措施成效逐漸顯現**。

(1)**房市交易降溫**，房價**漲勢減緩**，民眾**看漲房價預期心理下降**。

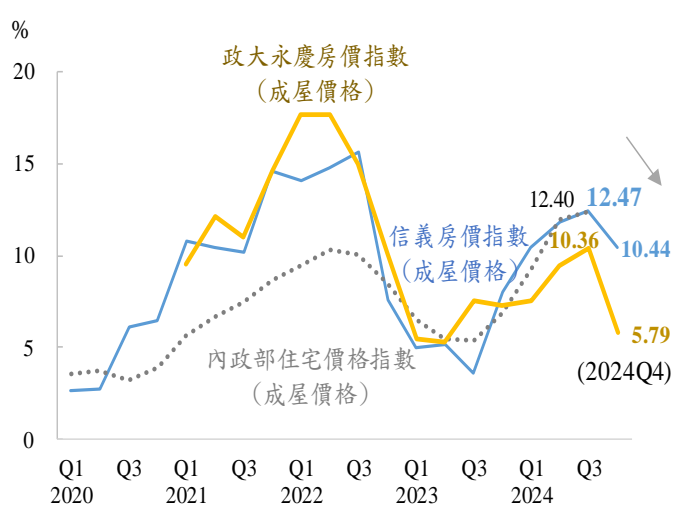
- **房市交易量明顯減少**：上年 10 月起**全國建物買賣移轉登記棟數**轉呈負成長，**第 4 季年減 10.00%**，本年 1 月續減 40.31% (圖 2)；**1 至 2 月六都合計則年減 25.10%**。
- **房價漲勢減緩**：上年第 4 季**信義房價指數**與**政大永慶房價指數****年漲幅均縮小**(圖 3)，本年 1 月**清華安富全國與 16 個縣市房價指數**年增率亦下滑，其中**9 個縣市呈負成長**，且六都中**台北市與高雄市房價指數連續 3 個月下滑**。
- **看漲房價預期心理下降**：房仲業者(如**信義房屋、永慶集團**)調查民眾對未來房價看法結果，均顯示**民眾對本年第 1 季房價看漲比率較對上年第 3 季看法明顯下降**(圖 4)。

圖 2 全國建物買賣移轉棟數及年增率



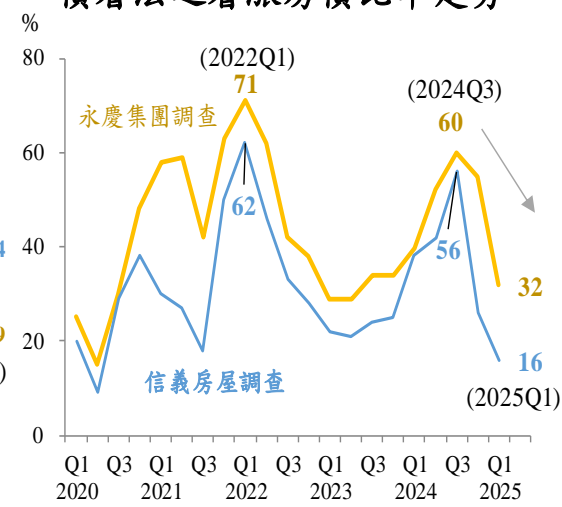
資料來源：內政部「內政統計月報」

圖 3 房價指數年增率走勢



註：內政部住宅價格指數最新資料至 2024 年第 3 季。  
資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、永慶房產集團屋網站

圖 4 房仲業調查民眾對未來房價看法之看漲房價比率走勢

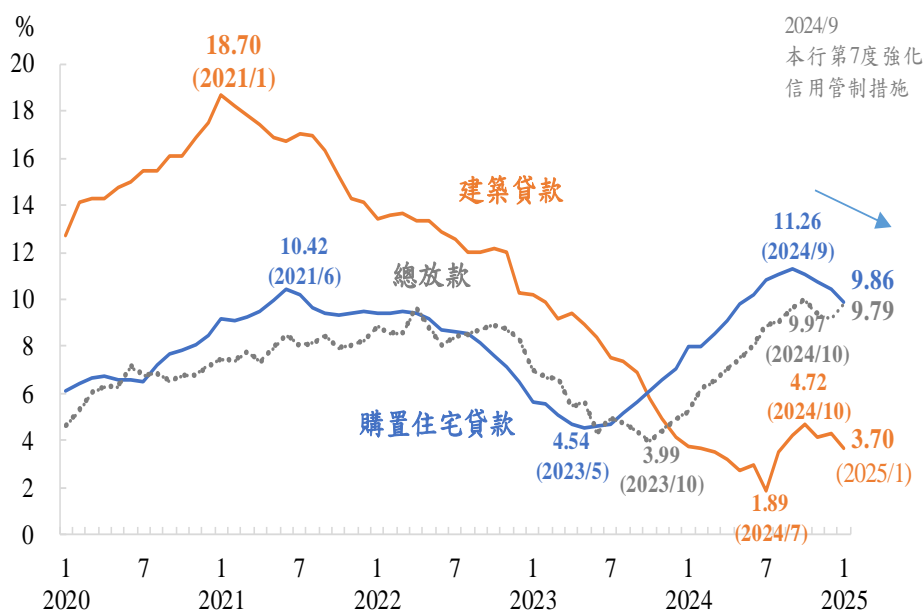


註：因房仲業係調查民眾對下 1 季房價之看法，本圖時點(X 軸)係對應調查時點之下 1 季。  
資料來源：信義房屋、永慶房產集團網站

(2) 全體銀行購置住宅貸款餘額及建築貸款餘額成長均減緩，且銀行信用資源優先提供無自用住宅者。

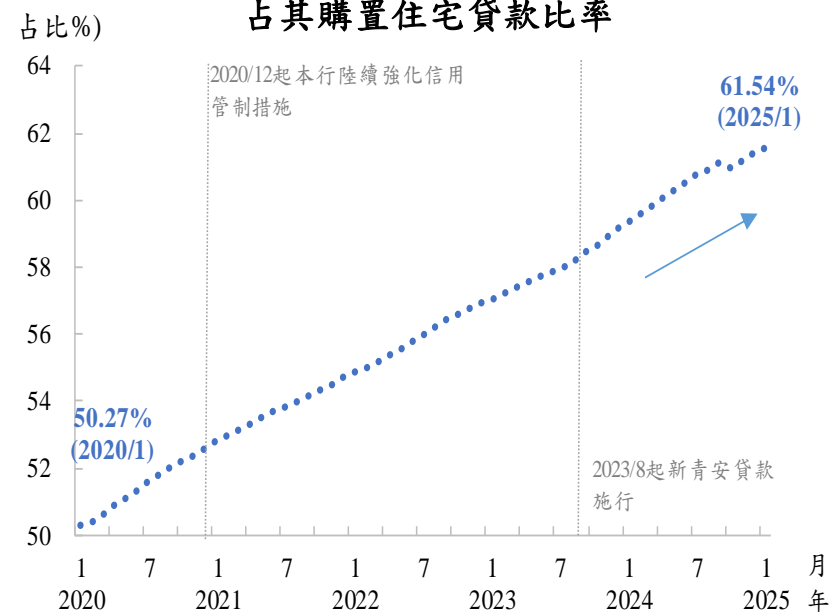
- 全體銀行購置住宅貸款餘額年增率由上年9月底之11.26%高點下降，本年1月底為9.86%；建築貸款餘額年增率亦由上年10月底之4.72%回降，本年1月底為3.70% (圖5)。
- 依金管會統計，本國銀行無自用住宅民眾購屋貸款餘額占購置住宅貸款餘額比率續升至本年1月底之61.54% (圖6)。

圖5 全體銀行不動產貸款餘額與總放款餘額年增率



資料來源：本行「金融統計月報」

圖6 本國銀行無自用住宅民眾購屋貸款占其購置住宅貸款比率

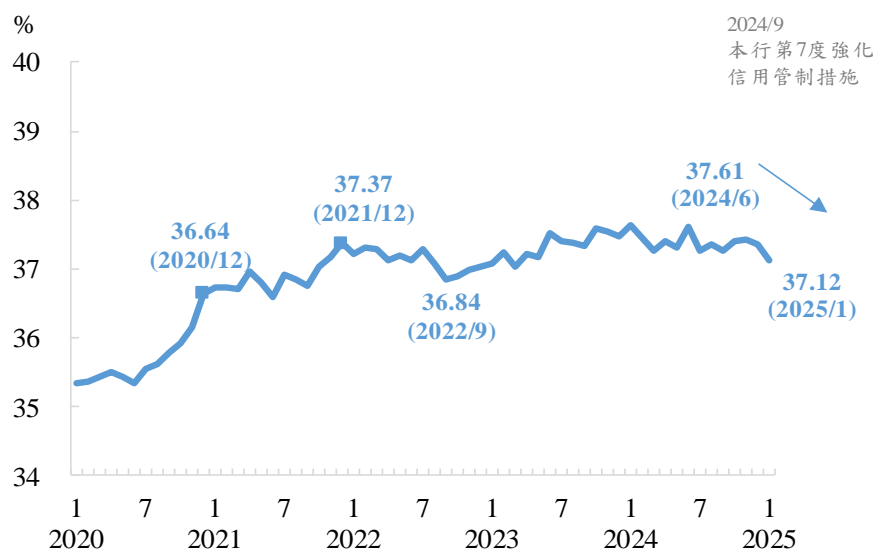


資料來源：金管會單一申報窗口資料，本行計算

(3) 上年 7 月起全體銀行不動產貸款<sup>2</sup>占總放款比率逐漸緩降，本年 1 月底由上年 6 月底之 37.61%降至 37.12%(圖 7)。

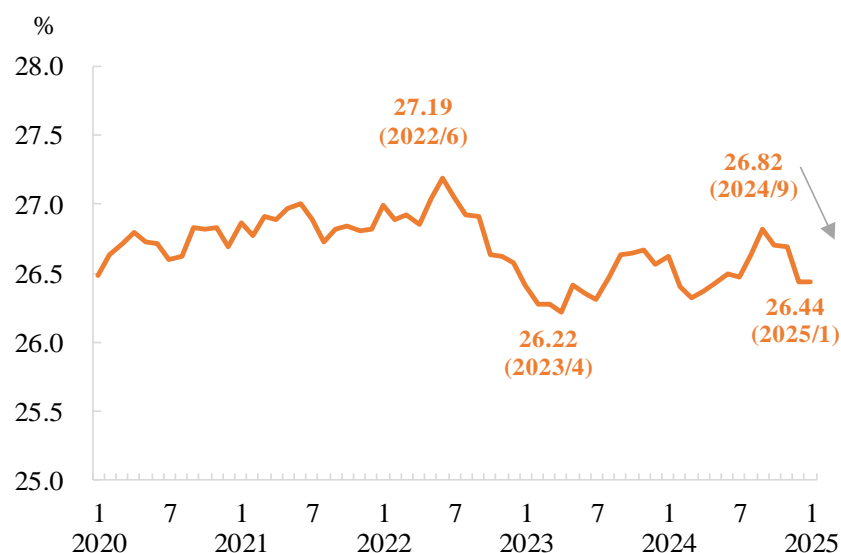
- 上年第 4 季，多數本國銀行達成其自訂「不動產貸款具體量化改善方案」**控管目標**，有助改善不動產貸款集中情形。
- 本年 1 月底本國銀行辦理住宅建築及企業建築放款比率(**銀行法第 72 條之 2 比率**)<sup>3</sup>由上年 9 月底之 26.82%高點降為 26.44%<sup>4</sup>，主因隨本行**強化信用管制**，銀行授信審理趨嚴，加以**銀行存款擴增**所致(圖 8)。

圖 7 全體銀行不動產貸款餘額占總放款餘額比率



資料來源：本行「金融統計月報」

圖 8 本國銀行銀行法第 72 條之 2 比率



資料來源：金管會單一申報窗口資料，本行計算

<sup>2</sup> 全體銀行不動產貸款係指購置住宅貸款、房屋修繕貸款、建築貸款之合計數。

<sup>3</sup> 銀行法第 72 條之 2 比率=(住宅建築及企業建築放款餘額)/(放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和)，該指標亦是觀測銀行不動產貸款集中度指標，惟其含有多項免計入分子項目。

<sup>4</sup> 另本年 1 月底該比率逾 27%之家數(不含土銀)由上年 11 月底之 15 家降至本年 1 月底之 11 家，顯示銀行辦理不動產貸款空間緊縮問題略緩解。

(4)本行不動產貸款規範實施迄今，相關**受限貸款之成數下降，利率上升**(表 1)。

- 2020 年 12 月以來，隨本行七度調整不動產貸款規範，並**陸續調降購地貸款、多戶購屋貸款及購置高價住宅貸款等貸款之成數上限，本年 1 月底**本國銀行**辦理受限貸款之成數均遠低於規範前水準**。
- 在國內銀行**落實風險定價原則**<sup>5</sup>，以及本行採取七波信用管制下，現行銀行**不動產放款利率已呈現差異化，且規範後加權平均利率均較規範前上升**(表 1)。

表 1 本國銀行辦理受限貸款情形

受限貸款項目			貸款成數			貸款利率		
			規範前 (主要 2020/1~9)	規範後 (2025/1)	本行規範 上 限	規範前 (主 要2020/1~9)	規範後區間 (2024/12~ 2025/1)	規範後 加權平均 (2024/12~ 2025/1)
購 置 住 宅 貸 款	公 司 法 人		63.97	29.88	30	1.54	2.58 ~ 3.38	2.89
	自 然 人	第1戶	無 資 料	73.38	未規範	無 資 料	2.19 ~ 3.35	2.53
		第2戶	77.16	48.96	50	2.31	2.48 ~ 3.73	2.86
		第3戶以上	63.97	29.85	30	1.54	2.75 ~ 4.23	3.04
		高價住宅	71.00	28.62	30	1.57	2.60 ~ 3.50	2.76
購地貸款			69.19	48.38	50	1.78	2.50 ~ 4.00	3.08
餘屋貸款			51.03	22.37	30	1.82	3.21 ~ 4.91	3.68

註：1.「規範前」主要係本行 2020 年 11 月邀請 14 家參與座談銀行所報送 2020 年 1 至 9 月資料；自然人購置高價住宅貸款「規範前」係 2012 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 2023 年 1 至 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. 工業區閒置土地抵押貸款自 2021 年 11 月以來無新撥款資料。

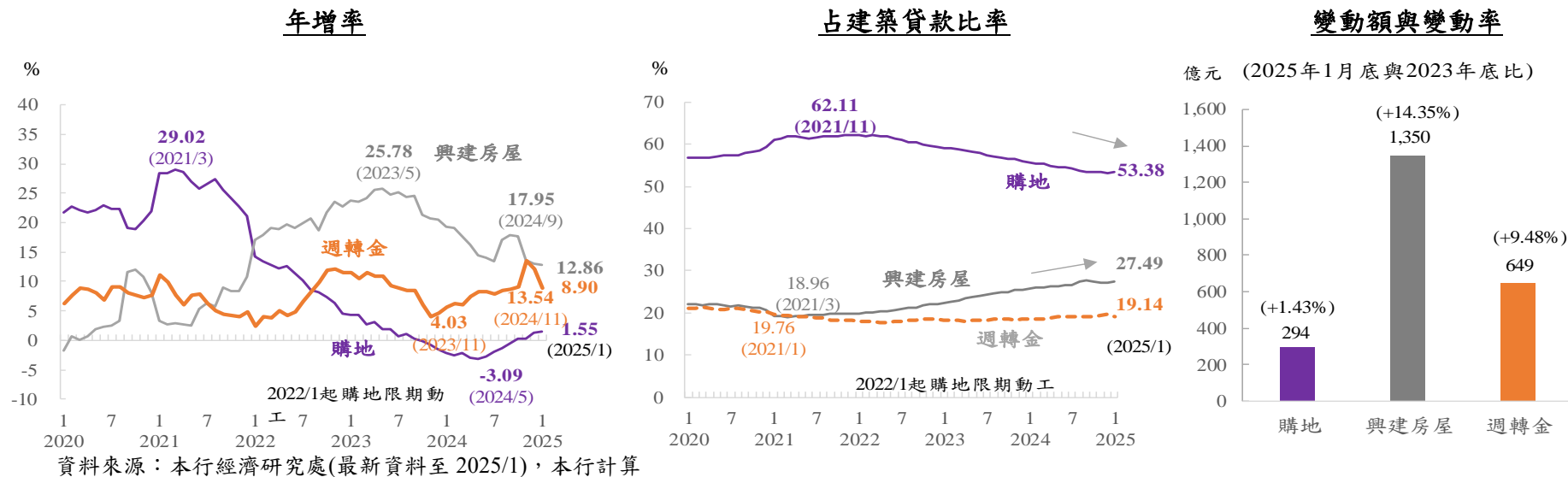
資料來源：本行業務局

<sup>5</sup> 1989 年國內利率自由化之後，本行不再規定銀行放款利率上、下限。目前銀行放款利率，係由各銀行考量自身之資金成本、預期風險損失等因素後訂定。本行曾分別於 2021 年 5 月及同年 10 月邀集 36 家本國銀行召開會議，請銀行辦理不動產抵押貸款業務應落實風險定價原則。

## (二)近年隨房市榮景，建築貸款餘額用於週轉金擴增，且個人與不動產業週轉金貸款快速成長

1. 近年隨不動產業者推案擴增，並積極推動都市更新與危老重建案件，本國銀行建築貸款餘額用於週轉金明顯擴增<sup>6</sup>。
  - (1)隨大量建案動工，建築貸款餘額<sup>7</sup>於上年10月底升抵3.46兆元高點後回落，本年1月底仍達3.43兆元，年增3.70%，主因興建房屋用途增幅居高，以及週轉金用途成長加速，本年1月底分別年增12.86%與8.90%(圖9左圖)。
  - (2)本國銀行建築貸款用途分配而言，上年初以來，用於購地占比走低，本年1月底為53.38%；興建房屋用途占比則走升至本年1月底之27.49%；週轉金用途占比升至上年12月底19.59%高點後，本年1月底略降為19.14%(圖9中圖)。
  - (3)若就本年1月底與2023年底比較之建築貸款變動額觀察，以用於興建房屋與週轉金增額均逾640億元較多；變動率亦以用於興建房屋增幅(14.35%)及週轉金增幅(9.48%)較大(圖9右圖)。

圖9 本國銀行建築貸款用途別



<sup>6</sup> 近月本行檢視本國銀行辦理建築貸款用途別統計，發現有部分銀行建築貸款以週轉金用途為主(占比均高於40%)，異於其他銀行建築貸款以購地或興建房屋等用途為主。

<sup>7</sup> 建築貸款係指銀行對借款人因承作興建房屋投資所辦理之購地、興建房屋及週轉金等類貸款。



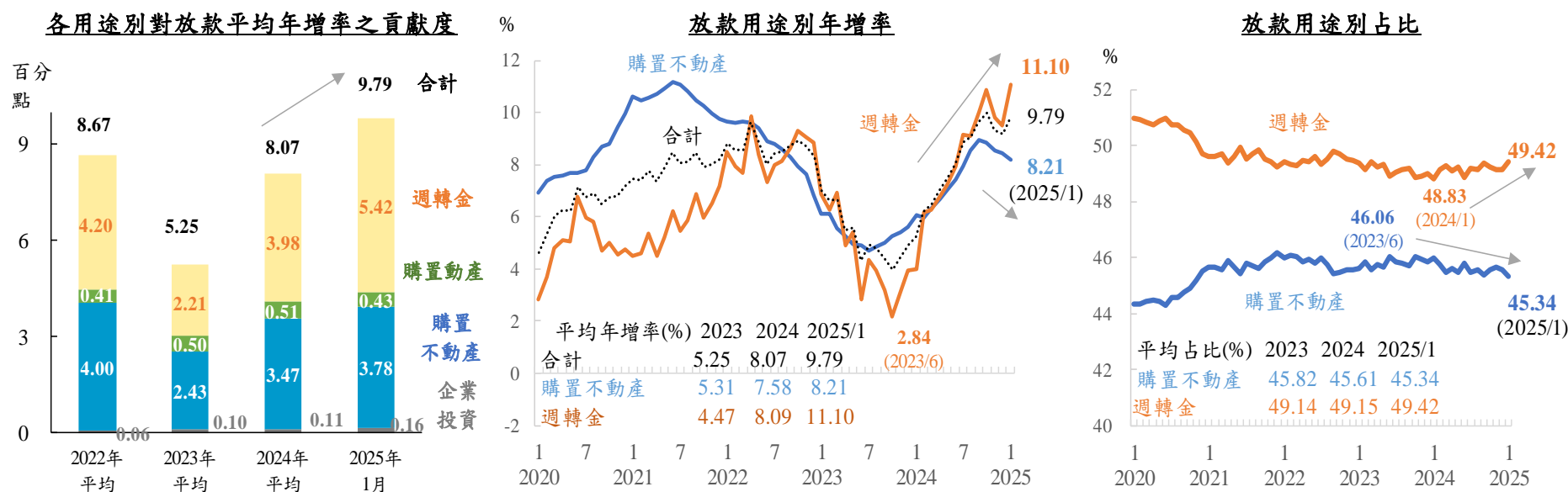
2. 就**全體銀行放款用途**<sup>8</sup>觀察，近年**全體銀行**放款資金用於**週轉金**與**購置不動產**均**大幅成長**。

— 2023 年下半年來，隨**國內景氣復甦**，**房市**交易升溫，**台股**走強，**全體銀行放款**年增率由 2023 年平均 5.25% 升為本年 1 月底之 9.79%(圖 10 中圖)，主因**週轉金**與**購置不動產**之貢獻分別由 2.21 個百分點與 2.43 個百分點，**升至 5.42 個百分點與 3.78 個百分點**(圖 10 左圖)，主要反映：

(1) 2023 年下半年來，**全體銀行放款用於週轉金之年增率走高**，本年 1 月底升為 **11.10%**；**購置不動產**貸款年增率則隨本行強化信用管制措施，房市交易降溫，由上年 9 月底之 8.93%**略降至本年 1 月底之 8.21%**(圖 10 中圖)。

(2) **全體銀行放款用途**長期以**週轉金**與**購置不動產**為主，隨近年來**週轉金**貸款成長加速，**本年 1 月底**占總放款比率由上年 1 月底之 48.83% 升為 **49.42%**；**購置不動產**貸款占比則由 2023 年 6 月底之 46.06% 高點降為 **45.34%**(圖 10 右圖)。

圖 10 全體銀行放款用途別對平均年增率之貢獻度、放款用途別年增率與占比



資料來源：本行經濟研究處(最新資料至 2025/1)，本行計算

<sup>8</sup> 依本行金融統計定義分類，全體銀行放款用途別，包括購置不動產、購置動產、企業投資及週轉金四類。

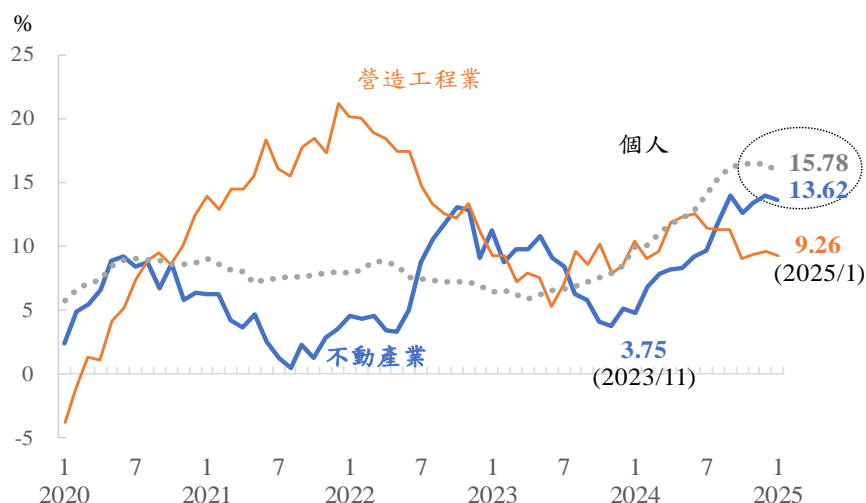
3. 進一步就全體銀行行業別週轉金貸款觀察，本年 1 月底全體銀行週轉金貸款年增 11.10%，主要反映 2023 年下半年來，隨房市升溫，全體銀行對個人及民營不動產業週轉金貸款快速成長：

(1) 本年 1 月底全體銀行對個人及民營不動產業之週轉金貸款年增率分別升至 15.78% 及 13.62%，對民營營造工程業之週轉金貸款年增率自上年 7 月起緩降至本年 1 月底之 9.26%，惟增幅仍大(圖 11 左圖)。

(2) 就行業別週轉金貸款占比而言，本年 1 月底，個人週轉金貸款占比由 2023 年之 35.22% 升為 37.92%；民營不動產業占比亦由 2023 年之 3.03% 升為 3.16%(圖 11 右表)。

圖11 全體銀行對個人、民營不動產業及營造工程業之週轉金貸款年增率與占比

行業別週轉金貸款年增率



註：民營企業含製造業、營造工程業、不動產業等 13 種行業。

資料來源：本行經濟研究處(最新資料至 2025 年 1 月底)

占全體銀行週轉金貸款比率

	2023年平均	2024年平均	2025年1月
合計	100.00	100.00	100.00
民營企業	51.47	51.24	50.70 ↓
營造工程業	1.65	1.69	1.65
不動產業	3.03	3.09	3.16 ↑
個人	35.22	37.00	37.92 ↑

### (三)近期本行加強專案金檢，發現有以週轉金貸款規避本行信用管制措施情形

1. 為配合行政院「健全房地產市場方案」與本行七度調整信用管制措施，本行加強辦理金融機構之不動產貸款業務專案金檢，以督促金融機構落實遵循本行規範，並強化其不動產授信風險管控。

#### (1)廣續依場外監控結果派員辦理檢查

2020 年 12 月本行實施選擇性信用管制措施以來，為瞭解金融機構遵循情形，每月均請其申報各項不動產抵押貸款之統計報表，進行場外監控，若發現金融機構承作受限貸款統計資料有異常變化或欠合理，即派員辦理專案金檢。

#### (2)2021 年起，本行加強辦理有關金融機構辦理不動產抵押貸款業務專案金檢：

- **專案金檢次數**：2021 年至本年 2 月底止，專案金檢次數共計達 170 次。
- **專案檢查對象**：包括銀行、信用合作社、農漁會信用部、壽險公司、中華郵政公司壽險處及票券公司。
- **專案金檢重點**：包括：
  - 受檢機構辦理購置住宅、購地、餘屋及工業區閒置土地抵押等各項貸款之核貸條件(如貸款成數、寬限期等)，有無違反「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」及其問與答等情形<sup>9</sup>。
  - 另為避免借款人藉由跨行匯款轉帳使承貸銀行無法追查貸款資金流向，以規避本行規定，本行亦查核金融機構辦理不動產貸款後之資金流向，如有發現不符原訂授信用途者，均請承貸金融機構檢討改善。
  - 此外，亦針對不動產相關之特定議題進行專案查核，例如不動產貸款集中度、不動產貸款利率訂價情形、購地貸款久未動工情形與其成因等，以利本行滾動檢討與調整。

<sup>9</sup> 例如，購屋(地)貸款加計週轉金貸款致超逾貸款成數上限，或有違以其他名目額外增加貸款等規避行為。

2. 鑑於銀行週轉金貸款加速成長，近期本行**加強檢查**金融機構有無**以週轉金貸款規避本行不動產貸款規範情形**，並積極查核相關貸款之資金用途與流向，**發現**金融機構之**主要缺失樣態**如表 2：

表 2 本行專案金檢發現週轉金貸款規避本行規定之主要缺失樣態

缺失類型	缺失態樣
週轉金貸款 <b>用於購屋/購地</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 除購屋/購地貸款外，另以<b>投資理財或營運週轉等名義申貸週轉金貸款</b>，資金流向支付該筆房地價款，<b>兩者合計之貸款成數超過法定上限</b>。</li> <li>➤ <b>以既有房屋轉增貸週轉金貸款</b>，但資金用於購屋，未改以購屋貸款承作，致新購房屋得<b>規避第 2 戶貸款</b>限制。</li> </ul>
<b>增貸</b> 週轉金貸款以 <b>償還原房貸</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>增貸週轉金以償還第 1 戶房貸</b>，使聯徵中心無房貸紀錄，以<b>規避新購房屋適用第 2 戶貸款</b>限制。</li> </ul>
週轉金貸款以 <b>支付購屋貸款本息</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>利用週轉金貸款或透支額度所取得資金</b>，以支付購屋貸款之每期<b>還本付息金額</b>，形同變相給予寬限期。</li> </ul>

資料來源：本行金融業務檢查處

#### (四)本行持續積極檢視銀行自主控管不動產貸款總量情形，督促其落實自訂之具體改善方案

1. 本行考量各銀行資產規模、營運特性有所不同，**上年 8 月間請各銀行依據自身經營情況**，在不影響無自用住宅民眾購屋、都更、危老重建等融資需求下，**提出「不動產貸款具體量化改善方案」**，並給予**1 年調整期**(上年第 4 季至本年第 4 季)，提供銀行足夠彈性，**按季逐漸改善不動產集中度**，本行亦**按季檢視其改善情形**。
2. **上年第 4 季，多數銀行均達成其「不動產貸款具體量化改善方案」之自訂控管目標**，少數未達自訂目標之銀行，**本行請其說明原因及改善方案**，並促請銀行配合**落實貸款利率定價差異化**機制及**引導信用資源至不動產以外之實質產業**(表 3)。
3. 本年以來，**本行持續積極檢視銀行自主控管不動產貸款總量情形**，俾督促其落實執行自訂之具體改善方案。

表 3 2024 年第 4 季 34 家本國銀行執行不動產貸款具體量化改善方案情形

未達自訂目標之主要原因	本行促請銀行配合辦理事項
<p>(1) <b>未達目標原因多屬季節性因素</b>。例如，逢年底大型企業客戶因應財報結算而減少銀行借款，致集中度分母項之「其他放款餘額」低於目標值；逢年底交屋旺季，整批分戶房貸案件增加，以及已核貸案件陸續排撥，使分子項之「不動產貸款餘額」高於目標值。</p> <p>(2) 銀行承諾<b>將增加承作不動產貸款以外之其他放款</b>，以及持續監控不動產貸款之撥款及還款情形，致力達成本年第 1 季至第 4 季控管目標。</p>	<p>(1) 除將<b>信用資源優先支應無自用住宅民眾</b>之購屋需求外，針對受本行管制之第 1 戶、第 2 戶、第 3 戶以上購屋貸款之借款人，<b>落實貸款利率定價差異化</b>之機制，以避免投資或投機炒作房市。</p> <p>(2) <b>請銀行善盡企業社會責任</b>，協助經濟成長，<b>將信用資源亦引導至不動產以外之實質產業</b>，促進國內產業均衡發展。</p>

資料來源：本行業務局

## (五) 結語

1. 隨本行上年 9 月強化不動產貸款管制措施，**近月成效逐漸顯現**。民眾看漲房價預期心理下降，購置住宅貸款與建築貸款成長減緩，且信用資源優先支應無自用住宅民眾購屋，銀行不動產貸款集中度略降。
2. 然而，由於銀行不動產貸款占總放款比率仍居高，且**個人、不動產業**及營建工程業**週轉金貸款均大幅成長**。近期**本行專案金檢發現**，**有**部分借款人與不動產業者透過申貸週轉金貸款規避本行信用管制規定之**缺失情形**。
3. **上年底金管會**已將本國銀行、信用合作社、票券金融公司**新增「建商週轉金移做建築使用之合理性」、「餘屋貸款資金用途與流向之控管」列入本年檢查重點之一**；本行亦已將銀行**辦理購屋貸款與房屋抵押貸款轉增貸之週轉金貸款列為檢查重點**，包括：
  - (1) 相關貸款資金是否流向**購置其他不動產**，合計貸款成數有無超過法定上限；
  - (2) 是否利用貸款資金**清償原有購屋貸款**，俾新購房屋免受第 2 戶購屋貸款條件限制；
  - (3) **有無重新鑑價提高貸款金額或延長寬限期**，違反本行規定；
  - (4) **必要時辦理跨行資金流向之檢查**，避免借款人利用銀行不易跨行追查而規避本行規定。
4. 為達成本行不動產信用管制措施目標，**未來**本行不動產信用管制措施：
  - (1) 在道德勸說方面，本行**將持續審視各銀行自主管理不動產貸款每季具體改善方案執行情形**，並督促其**積極落實差異化利率訂價**制度，以加強不動產貸款風險控管，並避免借款人投機炒作房市。
  - (2) **本行將與金管會加強合作**，積極辦理**有關不動產貸款金檢**，並**要求銀行落實本行規定及改善缺失**。
  - (3) 未來本行仍將持續檢視不動產貸款情形與本行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。



## 四、川普 2.0 與全球化之最新發展

1980 年代末興起的「華盛頓共識」(Washington Consensus)<sup>1</sup>基於自由市場原則，力倡解除管制及貿易自由化等政策，促使 1990 年代自由貿易盛行，全球化(globalization)快速發展。2008 年全球金融危機後，抵制全球化的思維浮現，全球供應鏈漸朝在地化發展，全球化腳步放緩。美國總統川普(Donald Trump)於首次任期(下稱川普 1.0)內落實「美國優先」(America First)的理念，並於 2018 年發動美中貿易戰；美國總統拜登(Joe Biden)於 2021 年上任後延續美中競爭態勢，並基於倡議政府介入的「新華盛頓共識」(new Washington Consensus)，強調產業政策的重要性。迨至近期，川普就任第二任總統(下稱川普 2.0)後，更大舉祭出關稅政策、高築貿易壁壘，導致保護主義進一步升溫。

本行曾於 2016 年 12 月及 2023 年 9 月二度撰擬全球化相關報告<sup>2</sup>，鑑於川普 2.0 恐進一步衝擊全球化發展，因此本文擬再擴展先前的分析；首先擬回顧全球化的理論基礎，以及全球化發展所面臨之矛盾；接著，再回顧川普 1.0 及拜登政府為因應全球化高度發展衍生的問題以及保護美國利益，對外政策的轉變；進而，說明川普 2.0 新政導致全球貿易壁壘增加，進一步升高保護主義，全球化發展更趨零碎化(fragmentation)；最後，就全球化的轉變加以省思，並作一總結。

### (一)全球化的理論基礎與面臨之矛盾<sup>3</sup>

#### 1. 全球化的定義、發展及利弊

- (1)全球化通常係指，透過商品、服務及資本的跨境流動，導致全球經濟金融日益一體化的過程，係人類創新及技術進步的結果，有時亦包括勞動力及技術的跨境流動，以及文化、政治及環境方面的交互影響。
- (2)1980 年代末，崇尚自由市場的「華盛頓共識」興起，推動全球經濟金融自由化的浪潮，各國大抵朝解除管制、減少干預的方向前進。1990 年前後，國際間重大事件發展的結合(如中國大陸改革開放、柏林圍牆倒塌、蘇聯瓦解等)，進一步促成全球化蓬勃發展。

<sup>1</sup> 著名經濟學家 John Williamson 於 1989 年底邀集拉丁美洲經濟決策者於華盛頓召開會議，當時在會上所形成的共識，主要係基於自由市場的原則，倡議民營化(privatization)、利率自由化(interest rate liberalization)及貿易自由化(trade liberalization)等政策，外界稱之為「華盛頓共識」。

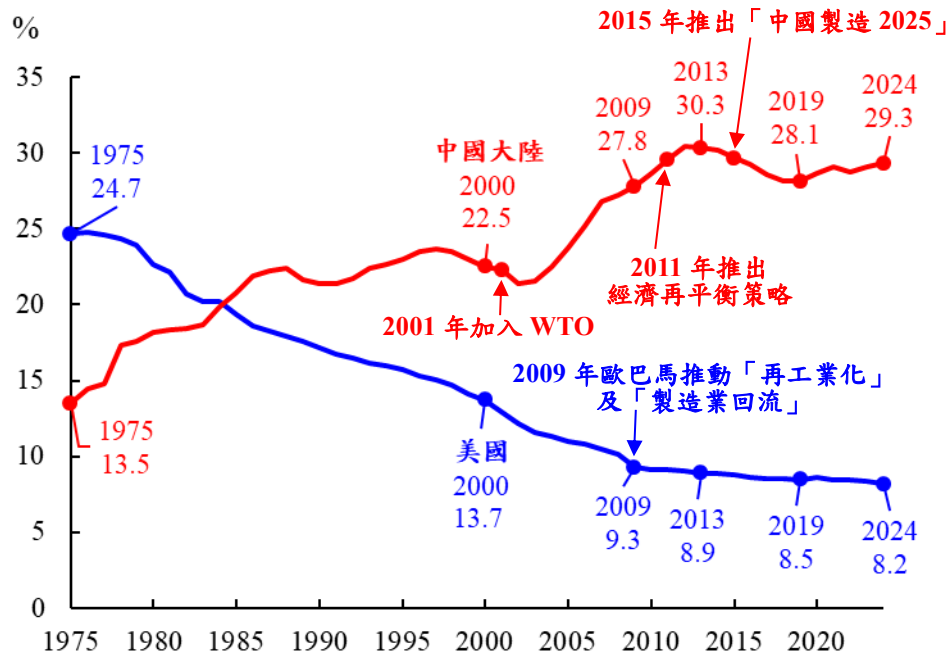
<sup>2</sup> 中央銀行(2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 22 日；中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

<sup>3</sup> 主要取材自中央銀行(2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 22 日；中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

### (3) 全球化發展的效益與衝擊

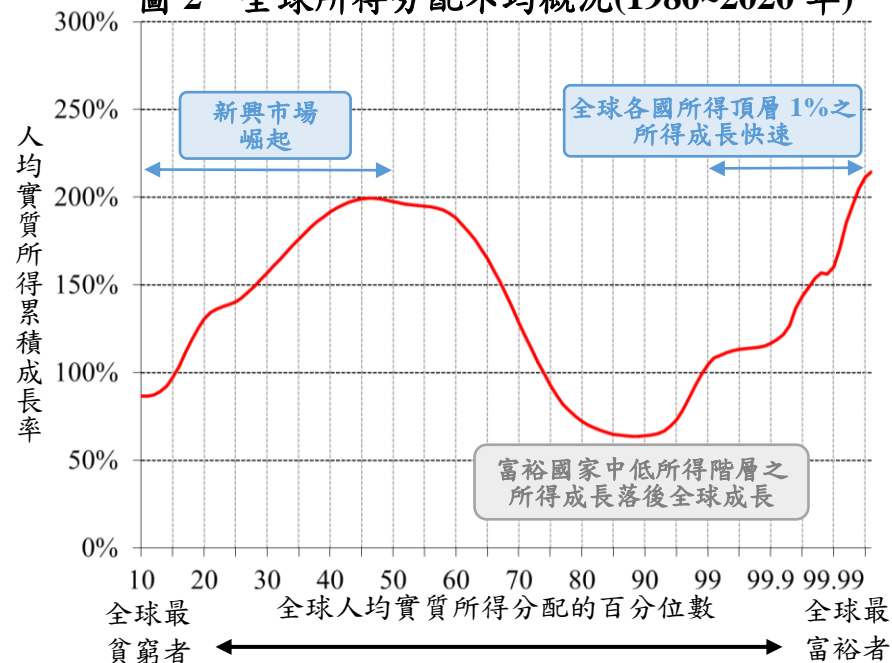
- 自由貿易奠基於比較利益(comparative advantage)、國際專業分工等原則，有助提升一國所得、生產力及經濟效率；貿易全球化帶動全球價值鏈(Global Value Chains, GVC)迅速發展，開發中國家獲益最大。
- 國際間資本自由移動，能有效率配置儲蓄與投資，有助全球經濟發展。勞動力自由流動，對移出國而言，可善用國內過剩的勞動力；對接受國而言，高技術外來勞動力有助創新，低技術外來勞動力可填補本地勞動供給的缺口。
- 在全球化迅速發展及技術進步下，全球勞動力大增、生產外包(outsourcing)導致先進經濟體的中低階技術工作機會流失(圖 1)<sup>4</sup>；此外，伴隨全球化快速發展，許多國家所得與財富分配不均的程度提高(圖 2)<sup>5</sup>，引發對全球化的反彈。

圖 1 美中製造業就業人數占總就業人數之比重



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 全球所得分配不均概況(1980~2020 年)



註：全球最貧窮者(大抵為新興市場國家人口)與最富裕者(大抵為富裕國家高所得人口)所得成長較快，惟所得分配位處中間者(大抵為富裕國家中低所得人口)所得成長則落後。

資料來源：WID (2022), “World Inequality Report 2022,” WID World Inequality Report.

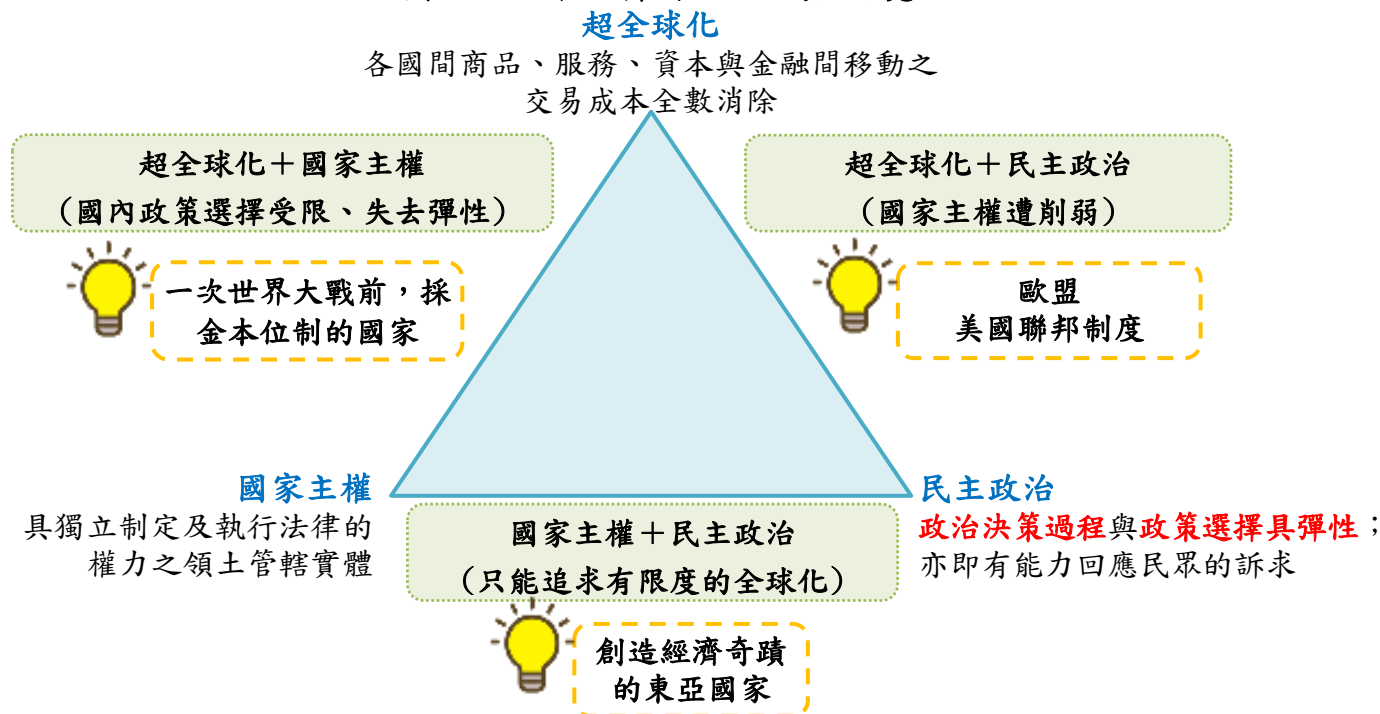
<sup>4</sup> 由美國副總統范斯(J.D. Vance)所著、2016 年出版之暢銷書《絕望者之歌》(Hillbilly Elegy)，即敘述美國鐵鏟帶白人，受到全球化等種種衝擊與阻礙，致其始終無法脫離底層生活、陷入惡性循環的故事(見專欄)。

<sup>5</sup> 所得與財富分配不均提高的原因錯綜複雜；一般認為，全球化及技術進步為重要因素。

## 2. Rodrik 提出有關全球化發展的「三難困境」(Trilemma)理論<sup>6</sup>

- (1) 哈佛大學經濟學家 Dani Rodrik 早於 1997 年《全球化走得太遠了嗎？》(Has Globalization Gone Too Far?) 乙書，對全球化示警；他質疑跨境資本移動的好處，批評「華盛頓共識」，強調引領成長的途徑繁多，自由化非唯一解答。
- (2) Rodrik 認為，一國無法「同時」、「完全」擁有民主政治、國家主權與超全球化(hyper-globalization)，只能取其二者，形成世界經濟的政治三難困境(圖 3)，其基礎假設為全球化與民主政治(政策選擇彈性)存在本質上的衝突。
- (3) Rodrik 於 2000 年預言<sup>7</sup>，未來 20 年全球經濟可能走向各國政府訴諸保護主義。歷經 2016 年英國脫歐(Brexit)、川普當選美國總統等事件後，有論者認為，2016 年堪稱羅德里克時刻(Rodrik moment)<sup>8</sup>。

圖 3 世界經濟的政治三難困境



資料來源：Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Mar.

<sup>6</sup> 關於 Rodrik 「三難困境」理論的詳細介紹，請參閱中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

<sup>7</sup> Rodrik, Dani (2000), "How Far Will International Economic Integration Go?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 177-186.

<sup>8</sup> Bolotnikova, Marina N. (2019), "The Trilemma," *Harvard Magazine*, Jul.-Aug.

## (二)面對全球化高度發展所衍生的問題，美國漸由全球化推動者轉為保護主義者

1. 伴隨對全球化快速發展的反思，加以全球化侵蝕美國利益及其國際影響力，美國的對外政策已出現轉變

(1)1990 年代全球化蓬勃發展，至 **2008 年全球金融危機後凸顯各式問題**，如自由貿易若無法落實所得重分配，全球化的好處與民眾實際感受落差巨大，加以全球化加速國際金融市場整合，帶來金融風險；**反全球化思維興起**。

(2)**全球化快速發展**導致**美國利益**<sup>9</sup>及其**國際影響力遭受侵蝕**，川普 1.0 及拜登政府已採若干因應對策<sup>10</sup>，**美國漸由全球化推動者轉為保護主義者**(表 1)。

表 1 國際共識轉向與全球化進程之發展

1990 年代	● 1989 年，美國提出「 <b>華盛頓共識</b> 」，後為 IMF 與世界銀行(World Bank)所接受 ● 各國推崇 <b>自由貿易</b> ，減少政府干預與管制
2000	● 2001 年中國大陸加入 WTO，並成為世界工廠；奠基於生產效率的 <b>全球供應鏈興起</b> ● <b>先進經濟體</b> 製造業外移、藍領勞工就業機會流失等 <b>問題浮現</b> ● 全球化逐漸侵蝕美國利益，國際地位亦受中國大陸崛起挑戰
2008	● 全球金融危機後，美國總統 <b>歐巴馬</b> (Barack Obama)倡議 <b>製造業回流</b> ● 2011 年， <b>中國大陸</b> 提出經濟「 <b>再平衡</b> 」 ● <b>全球供應鏈走向在地化</b> ，全球化進程放緩
2017	● <b>川普 1.0</b> 推翻自由貿易， <b>保護主義</b> 抬頭，開啟 <b>美中貿易戰</b> ● <b>退出</b> 「跨太平洋夥伴協定」( <b>TPP</b> )，並積極與墨西哥及加拿大 <b>重新協商</b> 「美墨加協定」( <b>USMCA</b> )
2021	● <b>拜登政府</b> 展開 <b>美中科技戰</b> ，且透過 <b>結盟抗衡中國大陸</b> ● 2022 年， <b>啟動</b> 「印太經濟架構」( <b>IPEF</b> )，外界將 IPEF 視為美國退出 TPP 後的替代品，用於 <b>對抗中國大陸主導</b> 的「區域全面經濟夥伴協定」( <b>RCEP</b> ) ● 2023 年，美國提出「 <b>新華盛頓共識</b> 」，作為拜登經濟學(Bidenomics)的理論基礎
2025	● 川普 2.0 <b>更強調保護主義</b> ，延續拜登對國安關鍵產業的支持 ● 川普 2.0 強勢採取 <b>雙邊談判策略</b> 與 <b>高關稅手段</b> ，支持美國製造與維護美國利益

資料來源：本行整理

<sup>9</sup> 大量勞動力加入全球經濟，**壓抑先進經濟體的勞動報酬**；此外，全球貿易亦改變勞雇關係的本質，Rodrik 指出，若勞工可不受國界限制被輕易替代，則勞工的所得將會不穩，與雇主的談判力量亦會減弱。

<sup>10</sup> 有關川普 1.0 及拜登政府因應全球化問題所採的因應對策，詳請參閱中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。



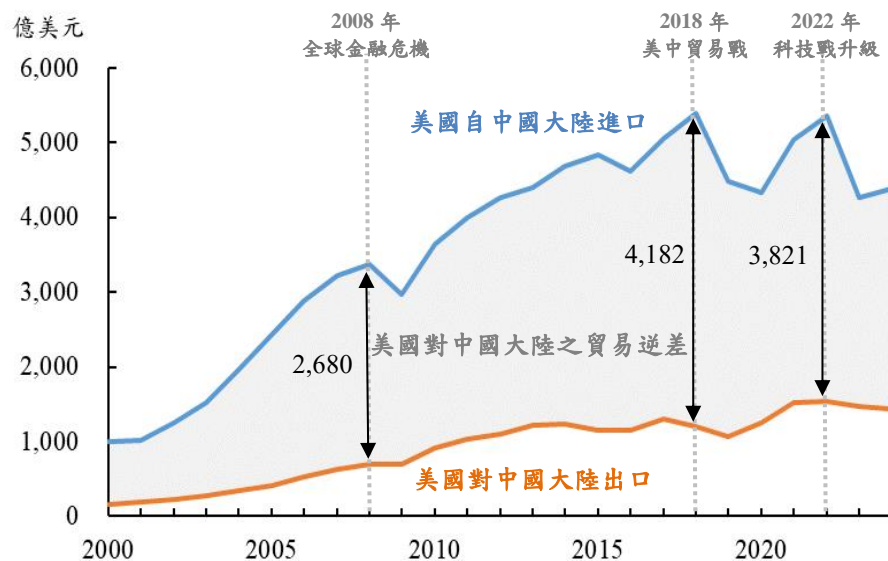
## 2. 川普 1.0 啟動美中貿易戰，惟美國未獲得供應鏈移轉利益，貿易逆差持續擴大

(1)過去全球化快速發展，已使美國面臨**貿易逆差龐大**，**製造業流失**等問題；2016 年美國總統大選期間，**川普**多次表態欲**解決**美國**貿易失衡**問題，誓言「**讓美國再次偉大**」(Make America Great Again)<sup>11</sup>。

—自中國大陸 2001 年加入 WTO 以來，美國對中國大陸的**商品貿易逆差**愈發擴大，並於**2018 年**美中貿易戰期間攀抵**高峰**(圖 4)；與此同時，**美國**製造業產值之全球**占比**大抵呈**下滑**趨勢，而中國大陸則上升(圖 5)，近年來，則稍見反轉。

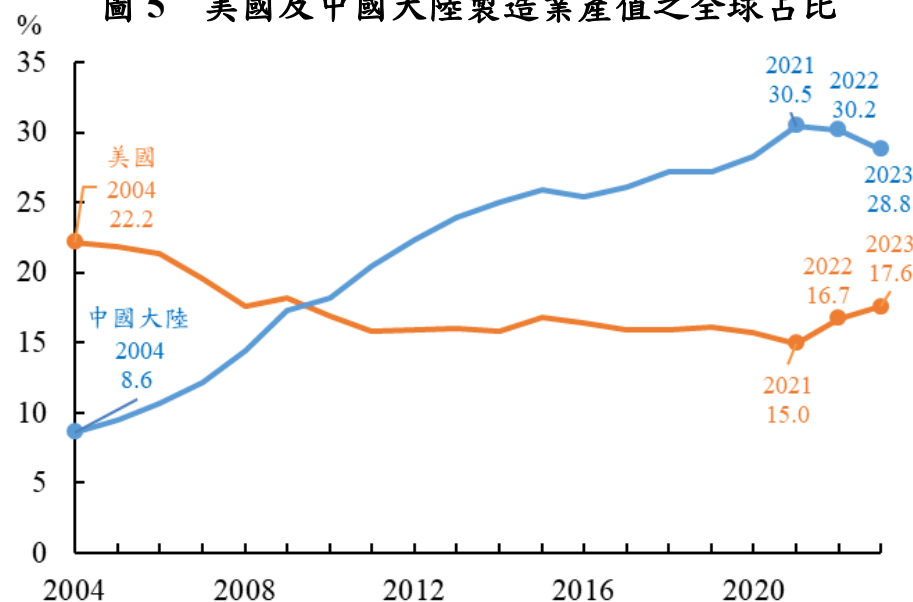
—2017 年川普就任美國總統後，愈發**強調**「**美國優先**」，**力促製造業回流**；此外，川普 1.0 透過**退出多邊協議**、與個別國家**洽談雙邊協議**、對中國大陸等貿易對手國加徵**關稅**等方式，以**鞏固**及擴大**美國利益**。

圖 4 美國對中國大陸之商品貿易進出口金額



資料來源：US Census Bureau

圖 5 美國及中國大陸製造業產值之全球占比



資料來源：World Bank、LSEG Datastream

<sup>11</sup> 「讓美國再次偉大」最初係 1980 年美國總統大選時，共和黨候選人雷根(Ronald Reagan)提出的競選口號；當時，美國國內經濟情況惡化，更出現停滯性通膨，雷根利用國家經濟困境作為競選的跳板，以該口號激發選民的愛國主義情緒。

- (2) **2018 年**，川普啟動**美中貿易戰**，惟美國需求強勁，雖減少自中國大陸進口，同時亦**大幅增加自他國進口**，致美國整體**商品貿易逆差**仍持續**擴大**(表 2)，**製造業**亦**未能順利回流**，且**對外加徵關稅的租稅負擔**大部分轉嫁至美國國內。
- 2021 年與 2018 年相較，美國對中國大陸之貿易逆差減少 654 億美元，惟對中國大陸以外的貿易逆差增加 2,662 億美元，整體貿易逆差仍增加(表 2)；部分中國大陸商品**轉移至其他國家生產後再出口至美國**，形成所謂的**政策破口**，且此破口**持續擴大**。
- 川普 1.0 時期，全球供應鏈逐漸發展為紅色供應鏈與非紅供應鏈，以及**近岸**(nearshoring)與**友岸**(friendshoring)生產，製造業**回流美國有限**，美國**鐵鏽帶**(rust belt)的經濟發展，以及**藍領階層**的工作機會與所得，皆**未獲明顯改善**。
- 相關研究顯示<sup>12</sup>，**川普 1.0 對外加徵關稅的租稅負擔**(亦即租稅歸宿(tax incidence))，**大部分係由美國國內進口商轉嫁給消費者承擔**。

表 2 美國對中國大陸及其他國家商品貿易逆差

單位：億美元

	2018 (1)	2021 (2)	2024 (3)	2021 vs. 2018 (4)=(2)-(1)	2024 vs. 2018 (5)=(3)-(1)
全球	8,704	10,711	12,023	+2,007	3,319
中國大陸	4,182	3,528	2,954	-654	-1,228
中國大陸以外	4,521	7,183	9,069	+2,662	4,548
墨西哥	777	1,054	1,718	+277	941
越南	395	909	1,235	+514	840
台灣	152	402	739	+250	587
南韓	179	293	660	+114	481
愛爾蘭	467	601	868	+134	401
加拿大	188	477	633	+289	445
泰國	193	347	456	+154	263
印度	211	335	457	+124	246
德國	680	693	848	+13	168
義大利	318	393	440	+75	122

資料來源：美國商務部

<sup>12</sup> Fajgelbaum, Pablo and Amit Khandelwal (2021), “The Economic Impacts of the US-China Trade War,” *NBER Working Paper*, Sep.; York, Erica (2024), “Separating Tariff Facts from Tariff Fictions,” *Cato Institute Publication*, Apr. 16.



3. 拜登政府延續美中對抗局勢，並倡議擁護產業政策的新華盛頓共識，惟國安關鍵領域供應鏈仍具脆弱性

(1) 2021 年 1 月，拜登就任美國總統後，對外大多延續川普 1.0 的關稅稅率，並進一步升級對中國大陸之科技戰；對內則倡議奠基於「新華盛頓共識」的拜登經濟學(Bidenomics)。

—拜登政府擴大出口管制並強化晶片及半導體設備出口禁令；簽署「晶片與科學法案」(CHIPS and Science Act)，鼓勵企業於美國設廠，促進美國半導體研究與製造，獲得補助之企業於一定期間內禁止在中國大陸新設先進半導體工廠。

—為加強經濟、國家、能源等安全以及因應氣候變遷，美國的政策理念由早年力倡自由化的「華盛頓共識」，轉變為強調去風險(de-risk)、產業政策及政府介入的「新華盛頓共識」(表 3)，並以此作為拜登經濟學的理论基礎。

表 3 「華盛頓共識」與「新華盛頓共識」之比較

	華盛頓共識	新華盛頓共識
起源	● 著名經濟學家 John Williamson 於 1989 年底邀集拉丁美洲經濟決策者於華盛頓召開會議，當時在會上所形成的共識	● 美國國家安全顧問 Jake Sullivan 於 2023 年 4 月 27 日以「重振美國經濟領導地位」(Renewing American Economic Leadership) 為題發表演說，揭示「新華盛頓共識」
精神	● 新自由主義	● 經濟民族主義(economic nationalism)的類型之一，Rodrik 稱之為發展主義(developmentalism)
內涵	● 針對拉丁美洲與東歐國家的經濟學理論，奠基於自由市場的原則，倡議民營化、利率自由化及貿易自由化等政策 ● 承襲亞當·斯密(Adam Smith)自由競爭的經濟思想，與西方自由主義傳統一脈相承，外界稱為新自由主義的政策宣言	● 不反對自由開放的貿易政策，核心主張係透過政策，杜絕一國產業與供應鏈的對外依賴，使其免受外國經濟干預與脅迫，達成經濟自主，甚至是「自給自足」(self-sufficiency) ● 為達成經濟自主，須透過政府適度介入市場經濟活動，扶植自給自足的生產力，因生產力即國力
影響	● 華盛頓共識在當時不僅被 IMF 與世界銀行所接受，新自由主義思維更成為過去數十年來，全球化分工的核心價值	● 美國針對特定產業，如清潔能源、關鍵礦物、半導體與晶片，及國防產業等供應鏈，挹注資金，厚植美國在國際市場上的競爭力

資料來源：楊一達(2023)，「評析拜登政府『新華盛頓共識』的戰略競爭意涵」，國防安全研究院雙週報，第 83 期，7 月 7 日；本行整理

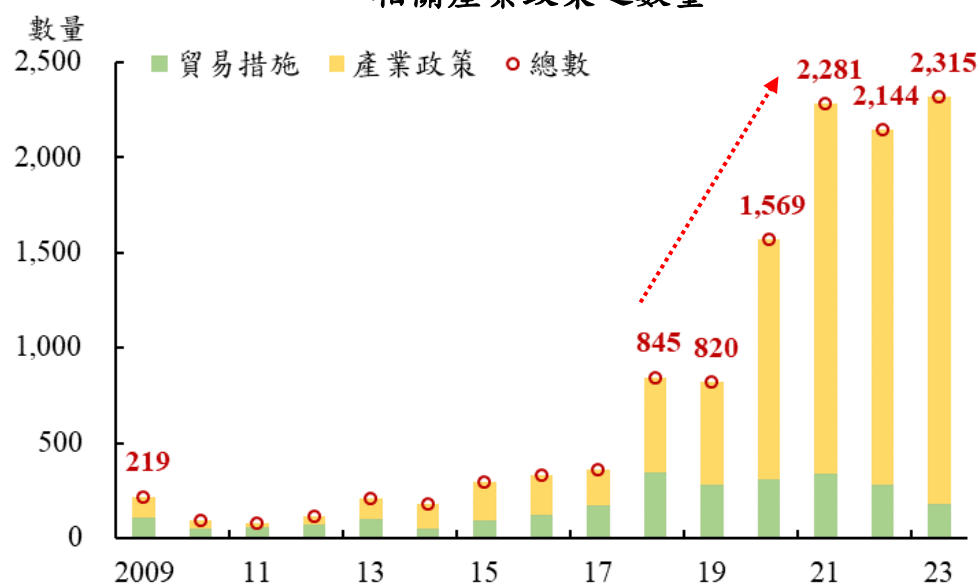
(2)國際間**保護主義持續**，拜登積極採取**結盟抗衡中國大陸**的策略，全球形成**集團對抗**；同時，國際間**妨害自由貿易之貿易措施與產業政策**自川普 1.0 後顯著**增加**(圖 6)，長此以往，恐致**全球經濟產出減少**，且**未必能提升**供應鏈**韌性**。

—拜登啟動「印太經濟架構」(IPEF)，外界咸認用於**對抗**中國大陸主導的「區域全面經濟夥伴協定」(RCEP)；並宣布建立「**印度—中東—歐洲經濟走廊**」，期與「**一帶一路倡議**」互別苗頭。

—IMF 研究顯示，各國**建立**自身**供應鏈韌性與安全**的同時，更嚴格的貿易與產業限制，亦將**妨礙合作與創新**，可能導致長期全球**經濟產出減少**<sup>13</sup>。

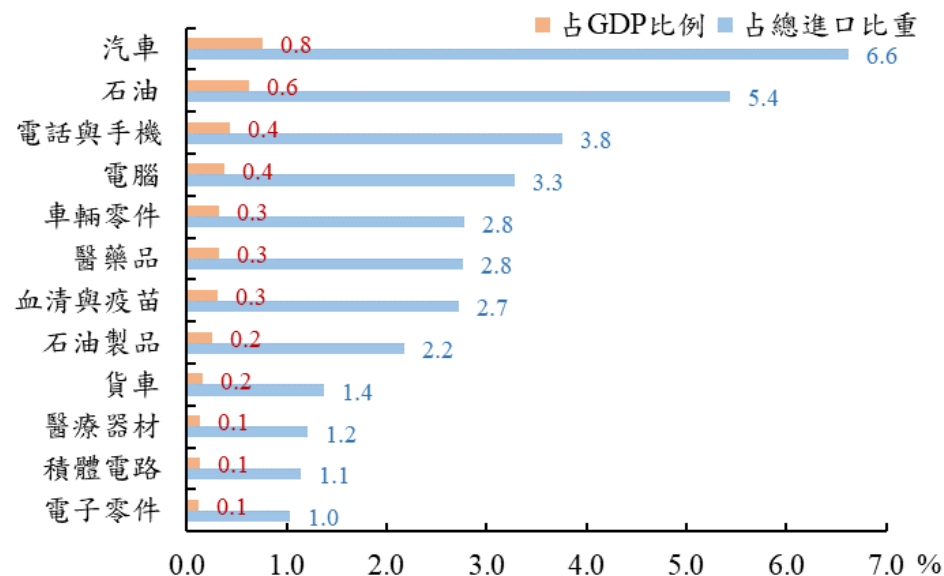
—拜登經濟學雖旨在建立供應鏈韌性，訂定包括半導體、電動車電池、醫藥品及稀土等關鍵領域產品；惟**醫藥品、積體電路**等關鍵領域產品**位居美國前 12 大進口品**，仍多依賴外國進口(圖 7)，顯示美國**國安關鍵供應鏈之脆弱性**問題尚未完全**解決**。

圖 6 全球妨害自由貿易之貿易措施及相關產業政策之數量



資料來源：Global Trade Alert

圖 7 美國主要進口商品(2023 年)



註：美國之前 12 大進口商品，係以 HS4 位碼計算，惟剔除 HS9999(雜項)

資料來源：Trade Map

<sup>13</sup> IMF (2023), "The High Cost of Global Economic Fragmentation," *IMF Blog*, Aug. 28.

### (三)川普 2.0 進一步升高保護主義，全球化發展更趨零碎化

#### 1. 川普 2.0 擴大關稅政策力道，且仍強調「美國優先」，期能使美國利益最大化

(1)川普 1.0 高舉「美國優先」大旗，保護主義興起；拜登延續美中競爭態勢，並提出「新華盛頓共識」，強調戰略物資在美國生產、供應鏈去風險、強化支持國安關鍵產業；川普 2.0 進一步升高保護主義，擴大關稅政策、採雙邊談判策略，且仍強調「美國優先」，力求捍衛美國利益。

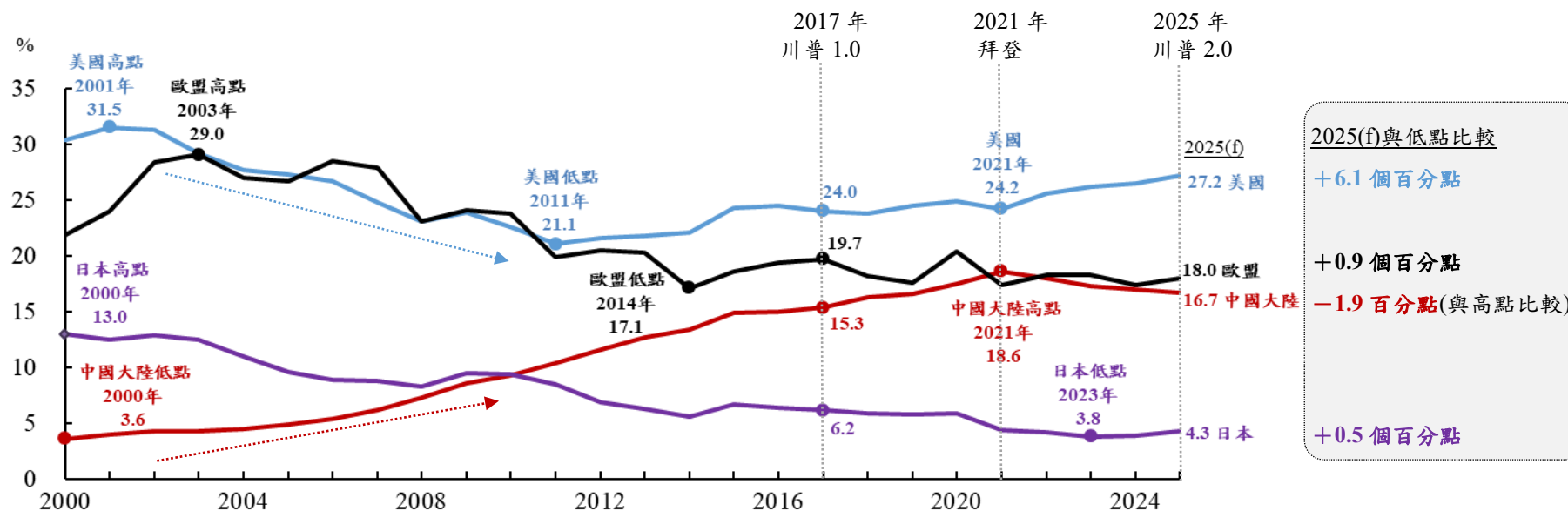
(2)先進經濟體過去力倡自由貿易，惟未能獲取全球化最大利益；川普 2.0 或有助於提升美國影響力，可能獲得最大利益。

—2001 年中國大陸加入 WTO，透過出口引領經濟高速成長，其 GDP 占全球 GDP 份額漸高，至 2021 年達高點 18.6% 後始回降。

—伴隨全球化發展，先進經濟體 GDP 占全球 GDP 份額相對下降，美國由 2001 年高點 31.5% 降至 2011 年低點 21.1%，歐盟由 2003 年高點 29.0% 降至 2014 年低點 17.1%，日本由 2000 年高點 13.0% 降至 2023 年低點 3.8%。

—隨全球化步調趨緩，美、歐、日 GDP 占全球 GDP 份額均已自低點回升，其中，美國 GDP 占全球 GDP 份額回升趨勢最為明顯；若川普 2.0 使全球產出成長減速、美國經濟影響力可能提升，美國或將得到最大利益(圖 8)。

圖 8 美國、歐盟、日本、中國大陸 GDP 占全球 GDP 份額之變動



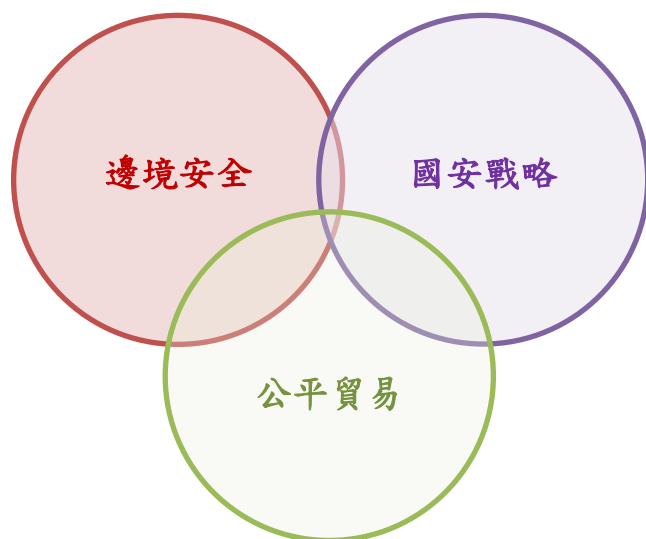
資料來源：S&P Global (2025/2/18)；本行整理

2. 川普 2.0 關稅政策具多重目標，希冀強化美國自主生產，並防堵部分國家繞道取得優惠，將使全球貿易壁壘增加

(1) 川普 2.0 透過靈活的關稅政策作為手段，以達成其多重目標(圖 9)：

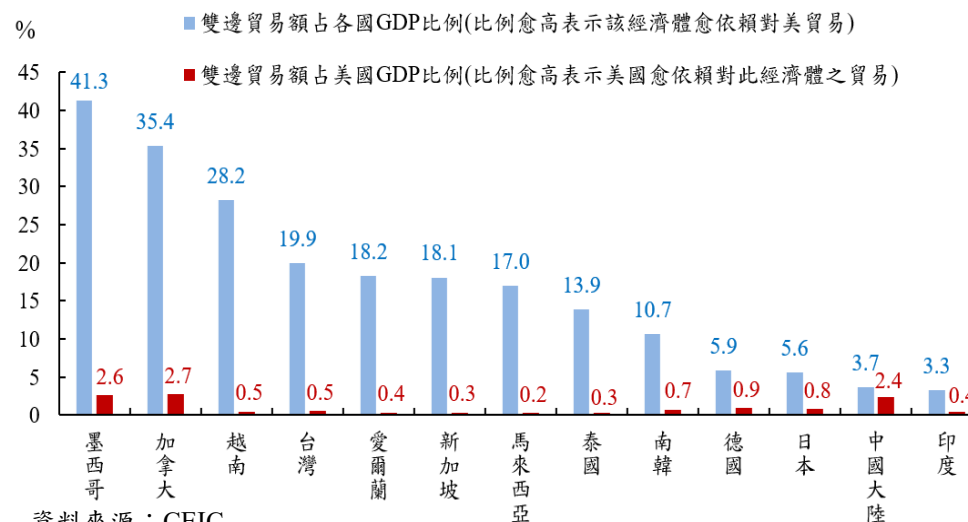
- **邊境安全**：提出最適關稅<sup>14</sup>、對等關稅等，以關稅政策施壓鄰國(表 4)，**提高邊境安全**，解決**毒品交易**與**非法移民**問題。
- **國安戰略**：要求**半導體**、**汽車**、工業金屬(**鋼鐵**、**鋁**、**銅**)回流生產(表 4)，除有助**製造生產回流**，**增加美國就業**外，亦可確保美國**工業生產自主能力**，**維護國安物資**供應安全。
- **公平交易**：美國為全球最大進口國，亦為全球最大貿易逆差國，**多數國家與美雙邊貿易**為各該國**經濟重要支柱**(如墨西哥、加拿大對美雙邊貿易額分別占其 GDP 比率達 41.3%與 35.4%)(圖 10)；採雙邊談判可使美國居於絕對優勢，使他國在經貿及經貿外之議題做出讓步；川普以美國為最大消費市場當籌碼，**藉此與貿易對手進行雙邊談判**，達成**符合美國利益之公平貿易**目標；另對外加徵關稅可作為國內減稅之財政收入的補充。

圖 9 川普 2.0 關稅政策的多重目標



資料來源：Brooks, Robin (2025), “What’s Trump’s Plan on Tariffs?” Brookings, Feb. 13

圖 10 美國與主要貿易對手國之雙邊貿易額對彼此 GDP 比率(2024 年)



資料來源：CEIC

<sup>14</sup> 白宮經濟顧問委員會(Council of Economic Advisers, CEA)主席 Stephen Miran 曾根據 Costinot and Rodríguez-Clare (2014)之數值模擬結果主張，理論上，美國的最適關稅稅率約為 20%，此一稅率可實現美國經濟福祉最大化。惟實務上，要達到 Miran 認為之最適關稅的理想狀態，可能不易實現。詳請參閱 Miran, Stephen (2024), “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System,” Hudson Bay Capital, Nov.; Costinot, Arnaud and Andrés Rodríguez-Clare (2014), “Chapter 4 - Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization,” *Handbook of International Economics*, Vol. 4, pp. 197-261。



表 4 2025 年川普 2.0 重要的關稅政策及相關說明

宣布時間	政策內容	說明
1/20	• 發布美國優先貿易政策(America First Trade Policy) 備忘錄	• 4 月 1 日前，政府相關部會應提出解決美國長期貿易逆差及因應貿易對手國不公平貿易行為之調查與建議措施報告
2/1	• 擬於 3 月 4 日對加拿大、墨西哥加徵 25%關稅 • 2 月 4 日對中國大陸加徵 10%關稅	• 以毒品及非法移民問題，援引「國際緊急經濟權力法」，並藉由總統行政命令，快速宣布且實施 • 加、墨與川普進行緊急聯繫後，達成延後 30 天實施協議 • 中國大陸針對美國部分商品加徵關稅作為反制措施
2/10	• 擬於 3 月 12 日實施對鋼、鋁類進口製品徵收 25% 關稅，取消對部分貿易夥伴的免稅配額及優惠政策	• 確保美國重工業生產自主能力 • 行政命令中指出，加徵關稅部分係為遏止中國大陸等產能過剩之經濟體透過轉運方式，取得美國關稅優惠待遇
2/10	• 擬對美國商品徵收高關稅或設置加值稅等貿易壁壘的國家，徵收「對等關稅」	• 相關部門將在 4 月 1 日前提提交各國適當稅率之研究報告，嗣後方會公布「對等關稅」之政策內容
2/18	• 擬對半導體、汽車、醫藥品徵收 25%以上關稅	• 影響範圍擴大至過去享有低關稅或零關稅保障之「資訊科技協定」(ITA)相關商品 • 要求半導體等關鍵物資回流美國生產，維護國安物資供應安全
2/23	• 要求墨西哥對中國大陸進口商品加徵關稅，作為美國與墨西哥間之談判條件	• 防堵中國大陸繞道取得美國關稅優惠
2/25	• 擬調查進口銅對美國國家安全的影響	• 重建美國銅產業的生產能力
2/26	• 擬於 4 月 2 日對歐盟加徵 25%關稅	• 要求盟國符合美國利益之公平貿易政策，降低貿易壁壘
3/1	• 調查進口木材對美國國家安全的影響	• 重建美國林木業與營建業的自主能力；加大對加拿大施壓
3/3	• 3 月 4 日如期對加、墨加徵 25%關稅；對中國大陸加徵關稅稅率由 10%升至 20%	• 展現解決毒品交易與非法移民問題的決心
3/6	• 3 月 6 日暫時豁免對加拿大與墨西哥加徵 25%關稅中涉及美墨加協定(USMCA)涵蓋的商品與服務，至 4 月 2 日再實施	• 施壓加拿大與墨西哥，以增加美國未來在 USMCA 談判的利益 • 加拿大宣布自 3 月 4 日起對約 30 億美元美國產品展開第一波加徵關稅
3/12	• 3 月 12 日對進口鋼鋁產品全面加徵 25%關稅生效	• 歐盟宣布自 4 月 1 日起對約 283 億美元(260 億歐元)美國產品加徵關稅 • 加拿大宣布自 3 月 13 日起對約 217 億美元(298 億加元)美國產品展開第二波加徵關稅 • 美國與昔日盟友間的關稅戰升溫

資料來源：本行整理，資料日期至本年 3 月 13 日

(2)川普 2.0 擬額外針對醫藥品、半導體、工業金屬及汽車等加徵關稅，各國衝擊程度不一，惟均須妥為因應。

—美國在汽車、醫藥品、半導體等領域依賴進口，而主要貿易對手國亦是這些國安戰略物資的主要供應者，如美國自墨西哥(22.8%)、加拿大(12.9%)、德國(11.7%)、日本(18.6%)、南韓(17.3%)進口之汽車，合計占美國汽車總進口之 83.3%(表 5)；川普擬額外對前述國安戰略物資加徵關稅，強化美國本土供應鏈韌性。

表 5 2024 年美國自主要貿易對手國進口之前 5 大商品及其進口比率\*

單位：%

美國進口來源經濟體	該進口來源占美國總進口額之比例	第 1 大商品	第 2 大商品	第 3 大商品	第 4 大商品	第 5 大商品
墨西哥	15.2	電腦及周邊(34.2)	汽車(22.8)	貨車(78.0)	車輛零件(40.5)	電線電纜(51.5)
中國大陸	13.8	電話與手機(44.7)	電腦及周邊(26.0)	電池(55.9)	腳踏車(76.3)	車輛零件(11.2)
加拿大	12.6	原油(59.2)	汽車(12.9)	石油製品(22.0)	車輛零件(12.8)	鉑製品(13.5)
德國	4.9	汽車(11.7)	血清與疫苗(9.8)	醫藥品(6.1)	車輛零件(6.1)	醫療器材(10.9)
日本	4.5	汽車(18.6)	車輛零件(8.3)	推土機(49.1)	血清及疫苗(4.9)	半導體設備(28.4)
越南	4.2	電腦及周邊(11.3)	電話與手機(12.7)	家具寢具(28.6)	電腦零組件(11.6)	半導體裝置(25.1)
南韓	4.0	汽車(17.3)	電腦零組件(12.8)	車輛零件(7.4)	儲存裝置(26.7)	石油製品(8.0)
台灣	3.5	電腦及周邊(18.5)	電腦零組件(45.9)	積體電路(28.1)	電話與手機(6.3)	儲存裝置(18.0)
愛爾蘭	3.1	血清與疫苗(34.9)	醫療激素(85.4)	醫藥品(12.3)	人工關節(28.0)	化學品(43.6)
印度	2.7	醫藥品(12.9)	電話與手機(7.8)	鑽石(45.1)	貴金屬首飾(24.1)	石油製品(5.5)
泰國	2.0	電話與手機(7.6)	電腦及周邊(5.0)	橡膠輪胎(19.7)	變壓器與電感器(15.5)	電機設備(8.4)
歐盟	20.5	血清與疫苗(71.8)	汽車(25.3)	醫藥品(54.3)	引擎(54.7)	醫療激素(89.6)

註\*：括弧中商品 i 的比例係美國自該國進口 i 商品之金額占美國 i 商品總進口額之比例；以汽車為例，美國自墨西哥、加拿大、德國、日本、南韓進口汽車，此 5 大進口國合計占美國汽車總進口之 83.3%(22.8%+12.9%+11.7%+18.6+17.3%=83.3%)。

註：2024 年美國自各國之進口前 5 大商品係以 HS4 位碼計算，惟剔除 HS9999(雜項)，其中汽車、醫藥品、晶片(積體電路)，分別以鵝黃色、淡橘色、淡綠色底色標示。

資料來源：Internal Trade Centre，本行整理



—川普額外加徵關稅政策對各國衝擊程度不一，根據 **J.P. Morgan** 本年 2 月之研究估計<sup>15</sup>，由美國主要貿易對手國**此 4 項產品輸美金額對 GDP 比率**觀察，**曝險程度較大之墨西哥**(9.7%)、**馬來西亞**(4.2%)、**加拿大**(4.0%)、**新加坡**(3.5%)與**南韓**(3.2%)，恐將面臨較大衝擊(表 6)。

—為避免因關稅差異影響出口競爭力，另為避免供應鏈轉移減損本國成長潛力，**主要經濟體對川普 2.0 政策**之**主要因應措施**包含：**報復措施**、**雙邊協商**、**購買美國商品**、**增加對美投資**。

- **中國大陸**透過對美國部分進口商品**加徵關稅**，以及**限制關鍵礦物出口**，尋求**與美國平等對話**、進行貿易磋商。
- **日本**、**南韓**、**越南**及**歐盟**等，欲藉由**購買美國能源**、**軍備**等商品，**減少**對美國**貿易順差**；此外，日本及南韓亦透過**增加**對美國**投資**、**提供**美國**當地就業機會**，藉此尋求關稅豁免。
- **加拿大**與**歐盟**對美國多項**農產品**等商品**加徵關稅**。

表 6 美國額外針對 4 項產品加徵關稅，其主要貿易對手之曝險程度\*

單位：%

經濟體	醫藥品	半導體	鋼鐵/鋁/銅	汽車及零組件	加總
墨西哥	0.0	0.5	0.3	8.8	9.7
馬來西亞	0.0	4.0	0.1	0.1	4.2
加拿大	0.3	0.1	0.9	2.8	4.0
台灣**	0.1 (0.04)	3.0 (0.9)	0.2 (0.6)	0.4 (0.4)	3.6 (2.0)
新加坡	3.2	0.3	0.0	0.0	3.5
南韓	0.2	0.5	0.3	2.3	3.2
越南	0.0	2.6	0.2	0.4	3.1
泰國	0.0	1.8	0.2	0.4	2.4
日本	0.2	0.1	0.0	1.2	1.6
歐盟	0.7	0.0	0.1	0.3	1.2
中國大陸	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2

註：\* 曝險程度以 2023 年各經濟體之上述 4 項產品輸美金額占其同年名目 GDP 比率衡量，若比率愈高，則曝險程度愈大；另以紅色底色標示曝險程度，顏色愈深表示曝險程度愈大。

\*\* 台灣數據中以括弧表示者，係本行依經濟部國貿署及主計總處 2024 年資料計算，其中，半導體以積體電路(HS8542)為代表；其他經濟體資料為 J.P. Morgan 所計算。

資料來源：J.P. Morgan、本行整理

<sup>15</sup> Ho, Amy (2025), “Geopolitical Perspectives: Trade Wars Reloaded,” *J.P. Morgan Strategic Research*, Feb. 11.

(3)川普 2.0 新政可能使全球貿易壁壘增加，全球生產效率下降，並增添成本上升壓力，進一步使全球產出成長減速。

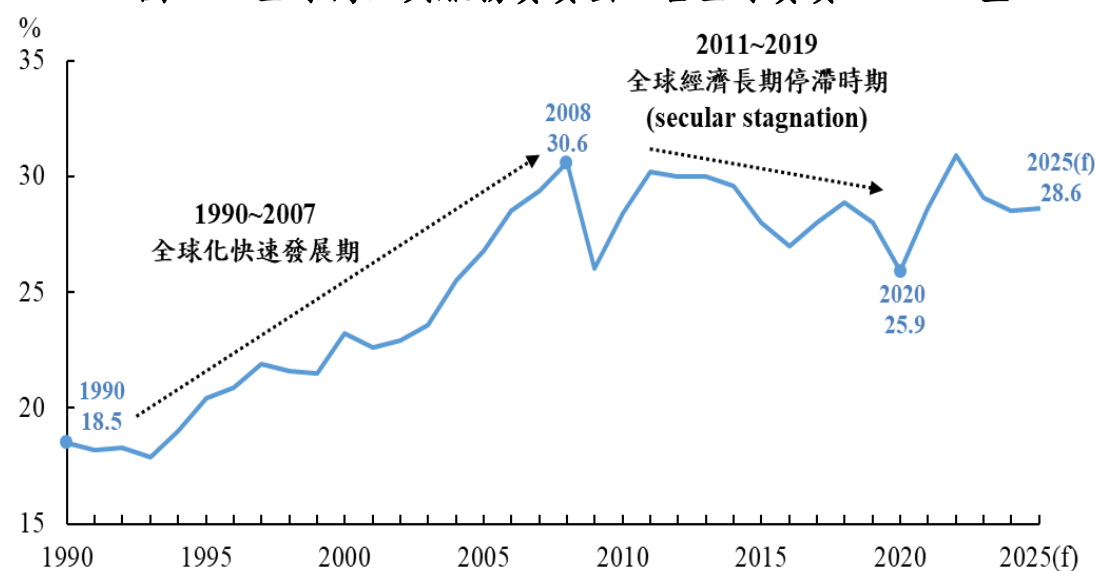
—過往全球化快速發展期間，全球商品與服務出口占全球 GDP 比重大幅上升；中國大陸等新興經濟體透過全球供應鏈，藉由出口帶動經濟成長效應明顯。

—2008 年全球金融危機後，反全球化思維及供應鏈在地化興起，全球商品與服務出口占全球 GDP 比重升速減緩(圖 11)；2011 至 2019 年全球經濟陷入低成長，而全球貿易帶動經濟成長之效應亦趨緩。

—Fed 本年 2 月底的研究指出，全球因素為驅動先進經濟體通膨的主要因素，尤其 2022 年下半年後，全球通膨率由高點回落，先進經濟體通膨普遍降溫，凸顯全球因素主導美國與其他先進經濟體 CPI 動態變化<sup>16</sup>。

—展望未來，川普 2.0 新政有可能使全球貿易更趨零碎化，各國均面臨生產效率下降而推升生產成本，引發供給面通膨壓力升溫之挑戰；若貿易摩擦之全球因素，成為驅動全球通膨上行之風險，恐將進一步壓抑全球經濟成長動能。

圖 11 全球商品與服務實質出口占全球實質 GDP 比重



資料來源：EIU

<sup>16</sup> Akinci, Ozge, Martin Almuzara, Silvia Miranda-Agrippino, Ramya Nallamotu, Argia Sbordone, Greg Simitian and William Zeng, “Global Trends in U.S. Inflation Dynamics,” *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, Feb. 27.

(4)未來川普 2.0 關稅政策力道恐將進一步升高，預計美、加、墨、中之經濟成長率均將下降，通膨率上升。

—美國財政部將於本年 4 月 1 日前提出針對貿易對手國的貿易政策報告，作為加徵關稅之依據，預計未來川普 2.0 關稅政策力道恐將進一步升高。

—川普 2.0 加徵鋼鋁關稅，除為提高美國重工業自主生產能力，亦欲防堵中國大陸等產能過剩經濟體繞道取得關稅優惠待遇，顯示川普 2.0 將積極防堵川普 1.0「洗產地」之政策破口。

—美國華府智庫彼得森國際經濟研究所(PIIE)本年 2 月之研究估計<sup>17</sup>，美國對加拿大、墨西哥及中國大陸加徵關稅政策若引發貿易戰，四國經濟成長率均將下降，通膨率上升(表 7)。

表 7 美國與加、墨、中互徵關稅政策對各國經濟成長率與通膨率之影響

受影響 經濟體	對經濟成長率之影響(百分點)		對 CPI 年增率之影響(百分點)	
	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年
加拿大	-0.22	-1.03	+1.68	+0.81
墨西哥	-0.19	-0.72	+2.29	+1.22
中國大陸	-0.16	-0.21	+0.17	+0.07
美國	-0.06	-0.30	+0.54	+0.24

加、墨對美國經濟依賴程度高，2023 年加、墨對美國出口對其 GDP 比率分別約 20.3%及 26.3%，經濟成長受關稅上升之衝擊較大。

中國大陸對美國出口對其 GDP 比率由 2018 年 3.5%降至約 2.8%，中國大陸經濟成長受關稅上升之影響相對較低。

2023 年美國出口至加、墨及中國大陸等三國之商品合計約為美國 GDP 之 3%，美國經濟成長較不受貿易對手國加徵關稅之影響。

資料來源：PIIE；Caratelli, Nicole et al. (2025), “GLOBAL REACT: Trump Tariffs Risk 1.2% US GDP Hit, 0.7% PCE Boost,” *Bloomberg News Story*, Feb. 2

<sup>17</sup> PIIE 假設美國對加、墨分別課徵 25%關稅，對中國大陸加徵 10%關稅；由於加、墨兩國是否採同稅率之報復措施尚未明朗，而中國大陸已宣布對美國採相近稅率之報復措施，故上表採加、墨兩國未採報復措施，僅中國大陸對美國加徵 10%關稅報復措施之情境分析估計影響；另近日美國宣布對中國大陸額外再加徵 10%關稅，致實際影響程度將高於上表估計結果。參見 McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), “Trump's Threatened Tariffs Projected to Damage Economies of US, Canada, Mexico, and China,” PIIE, Jan. 17；McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), “US Tariffs on Canada and Mexico Would Hurt All Three Economies; Retaliation Would Worsen the Damage,” PIIE, Feb. 4。

#### (四)結語

1. 盲目地追求超全球化並非好事，惟一味追求保護主義、尋求孤立主義，可能亦非突破全球化困境的解答

(1) 全球化雖有助於**提升經濟效率**，惟全球化亦**帶來先進經濟體製造業等就業機會流失、所得與財富分配不均擴大**等負面影響。

(2) 儘管全球化理論與國際貿易體系存在缺陷，但全然放棄全球化可能並非最佳解方。**一味地追求保護主義、尋求孤立主義**，恐亦**無法突破**全球化的**困境**；因應全球化帶來的問題，**務實且逐步調整貿易政策**或許是較佳的方法<sup>18</sup>。

2. 川普 2.0 導致保護主義急遽升溫，全球化趨向零碎化，恐拉低全球生產效率、增添成本上升壓力，壓抑全球成長動能

(1) 川普 2.0 **更全面的關稅戰**已導致**保護主義急遽升溫**；對**經濟韌性**的再度重視、**地緣政治競爭加劇**，全球化已漸朝**零碎化**發展。**全球貿易更趨零碎化**，可能拉低全球生產效率、推升生產成本，恐**引發供給面的通膨壓力**；若貿易摩擦之全球因素，成為驅動全球通膨上行之風險，恐將進一步**壓抑全球經濟成長動能**，導致**全球產出成長減速**。

(2) 川普的**對等關稅**措施及**其他國家可能採取的報復行動**，已**加劇國際貿易的緊張局勢、加深全球經濟的不確定性**；部分論者以 1930 年代美國與其他國家相互加徵關稅的歷史為鑑，表達對於關稅戰如持續升溫，全球經濟恐陷入困境之擔憂<sup>19</sup>。

3. 關稅並非萬靈丹，各國宜考量自身情況制定適當的政策，俾於全球與國內需求間取得平衡

(1) Rodrik 認為<sup>20</sup>，**各國政府須關注其國內經濟、社會與環境**，並**避免**實施明顯的**以鄰為壑(beggar-thy-neighbor)政策**；關稅並非萬靈丹，若關稅適度且可與國內政策相輔相成、協助達成國內發展目標，才較有可能發揮效益。

(2) 各國宜視國內政治經濟環境等因素，考慮制定適合自身的**政策**，俾**在全球與國內需求間尋求平衡**，追求**有智慧、有限度的全球化**，並達成國內發展目標。

4. 為因應當前全球的新挑戰，國際協調與合作仍至關重要

(1) 近期 Rodrik 指出<sup>21</sup>，世界經濟正面臨「**新三難困境**」(new trilemma)：**全球不可能同時因應氣候變遷、提振先進經濟體的中產階級，以及降低全球貧窮率**。

(2) 面對氣候危機、全球經濟環境轉變等新挑戰，**國際協調與合作仍至關重要**。各國宜保持創新與開放的心態**制定新原則，明確劃分需要全球合作的領域**，以及應**優先採取國家行動的領域**，俾利推動綠色轉型，並創造包容性經濟。

<sup>18</sup> Bessent, Scott (2024), "A Trump Adviser on How the International Economic System Should Change," *The Economist*, Oct. 23.

<sup>19</sup> Kirby, Joshua (2025), "Tariff War Risks Sinking World into New Great Depression, International Chamber of Commerce Warns," *The Wall Street Journal*, Mar. 4.

<sup>20</sup> Rodrik, Dani (2024), "Addressing Challenges of A New Era: Against Rule-of-Thumb Economics," *IMF Finance & Development*, Mar. ; Rodrik, Dani (2025), "What Tariffs Can and Can't Do," *Project Syndicate*, Jan. 8.

<sup>21</sup> Rodrik, Dani (2024), "A New Trilemma Haunts the World Economy," *Project Syndicate*, Sep. 9



### 專欄：《絕望者之歌》——描繪美國底層白人的絕望與無力\*

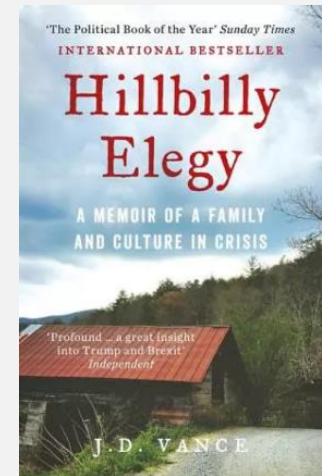
現任美國副總統**范斯**(J.D. Vance)於2016年出版《**絕望者之歌**》(Hillbilly Elegy)乙書，以**真實人生經驗**描繪**白人勞工階級**因**全球化**等種種**衝擊與阻礙**而**陷入困境**，以及**如何透過教育突破階級枷鎖**，該書**引起美國底層白人的廣泛共鳴**。

范斯出身於**俄亥俄州**，20世紀時，**該地區周圍城市**專門從事中、大型**工業製成品**與**消費品**生產，以及**重工業原材料的運輸與加工**，故被稱為**鋼鐵帶**(steel belt)，許多人憑藉工業化而成為中產階級，范斯的外祖父母亦不例外；惟現代化與**全球化**發展，**摧毀**以過去以**鋼鐵業**為重心的城市，面對國際競爭，**美國傳統製造業**與工業因**競爭力下降**而**沒落**、**就業機會流失**、勞工生活陷入困頓，鋼鐵帶**淪為鐵鏽帶**。

《絕望者之歌》乙書聚焦於鐵鏽帶，描述對生下來就注定無法翻身的人來說，社會、經濟與階層的墜落是何感受；文化差異與社會排斥**剝奪**彼等**階層向上流動**的機會，**該地區的孩子**不僅無法念大學、**只能從事低階藍領工作**，更深受家暴、輟學、未婚生子、酗酒與毒品等問題困擾；久而久之，彼等將其視為理所當然，把內心深處的挫折**轉化為對社會的憤怒**，**陷入惡性循環**。對**范斯**而言，幸運的是，在各種因素的眷顧下，他得以成功**擺脫**身上的**階級枷鎖**，藉由**從軍**獲得**念大學**的機會，並順利取得**耶魯大學法學博士學位**，之後考取**律師**、進入名聞遐邇的**創投公司**上班。

長期以來，**鐵鏽帶民眾**面臨因**製造業大幅萎縮**的**結構性問題**，范斯的經驗凸顯，如何**透過教育**來**因應美國勞動力流動**(labor mobility)與**社會流動**(social mobility)**日漸下降**的困境。透過接受高等教育，**范斯**得以**成為律師**、進入創投公司，與其先前的**軍職**背景**相距甚遠**，此反映出勞動力流動的重要性；另外，范斯得以自**藍領家庭翻身**，躍升上流階級，社經地位表現**更勝父母輩**，亦反映出社會流動的重要性。

實際上，不乏文獻支持，**教育有助於促進勞動力流動與社會流動**。在反思全球化衍生的問題(如**製造業就業機會流失**、**貧富不均**等)時，范斯的經驗或可**提供若干啟發**。



Vance 著有《絕望者之歌》乙書，描繪底層白人的絕望與無力。

主要取材自 Vance, J.D. (2016), *Hillbilly Elegy: A Memoir of a Family and Culture in Crisis*, Harper Press, Jun.

## 五、川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響

上(2024)年 10 月市場預期川普將當選美國總統，投資者開始押注川普經貿政策對金融市場可能影響之投資。惟相較於川普首次當選總統(2016 年 11 月 8 日)初期，當時**川普交易**(Trump trade)之市場走勢**相對平穩**；而此次**川普交易**(上年 10 月迄今)**則出現快速興起，但降溫亦快的較大波折**。此可概略分為兩段期間：(1)上年第 4 季美債殖利率及美元指數均呈上揚，各國貨幣對美元多呈大幅貶值；美股亦因預期減稅措施有利企業獲利，多呈上揚，部分屬川普概念資產(如特斯拉及比特幣)甚或呈大幅上漲；(2)然本(2025)年起，因川普加徵關稅政策具高度不確定性，且近期美國經濟成長動能似呈放緩，川普交易出現明顯降溫。受此影響，美債殖利率及美元指數回檔、美股下跌。

此次**川普交易迅速降溫**，除反映上年第 4 季漲多修正及部分科技股受中國推出 Deepseek 等因素影響外，主要亦與川普就職以來，迅速對相關國家提出**大幅加徵關稅措施**且**生效日又常反覆不定有關**；**川普政策的高度不確定性**，加以近期通膨趨緩程度停頓且經濟成長亦有減緩跡象，**各界對經濟前景產生疑慮**<sup>1</sup>，致**金融市場出現快而略大的修正**。

惟以當前整體經濟表現而言，美國及全球經濟仍可望溫和成長，通膨亦處於減緩趨勢，美國與各主要央行亦多維持原政策方向，但將以**更審慎態度來評估貨幣政策立場**。如近期 Fed 主席 Powell 表示，Fed 目前傾向按兵不動，審慎評估川普政策之可能效應；而主要經濟體央行亦將川普政策影響之不確定性納入政策評估考量，且未來調整貨幣政策步調更為審慎。而就國際金融市場而言，**目前市場多回歸根據經濟數據表現來重新評估投資決策，美國金融資產價格大致修正到上年押注川普交易前水準**，而其他國家股、債市之表現，則多基於本身個別因素不同而不一。

本文首先扼要介紹川普 2.0 多項政策措施之時點，並藉以說明此次川普交易出現轉折之可能原因；第二節討論川普新政對美國貨幣政策、市場預期及經濟展望之影響，並說明各主要央行審慎因應川普政策之觀點；第三節說明此期間美國及全球主要經濟體金融市場之表現；最後提出相關結論，俾供各界參考。

---

<sup>1</sup> 如近期 OECD 最新經濟估測即考量川普加徵關稅的衝擊，調降主要經濟體之經濟成長率預估值，並調高主要經濟體之通膨預估值(參見 OECD(2025), “Steering through Uncertainty,” *OECD Economic Outlook Interim Report*, Mar.17)

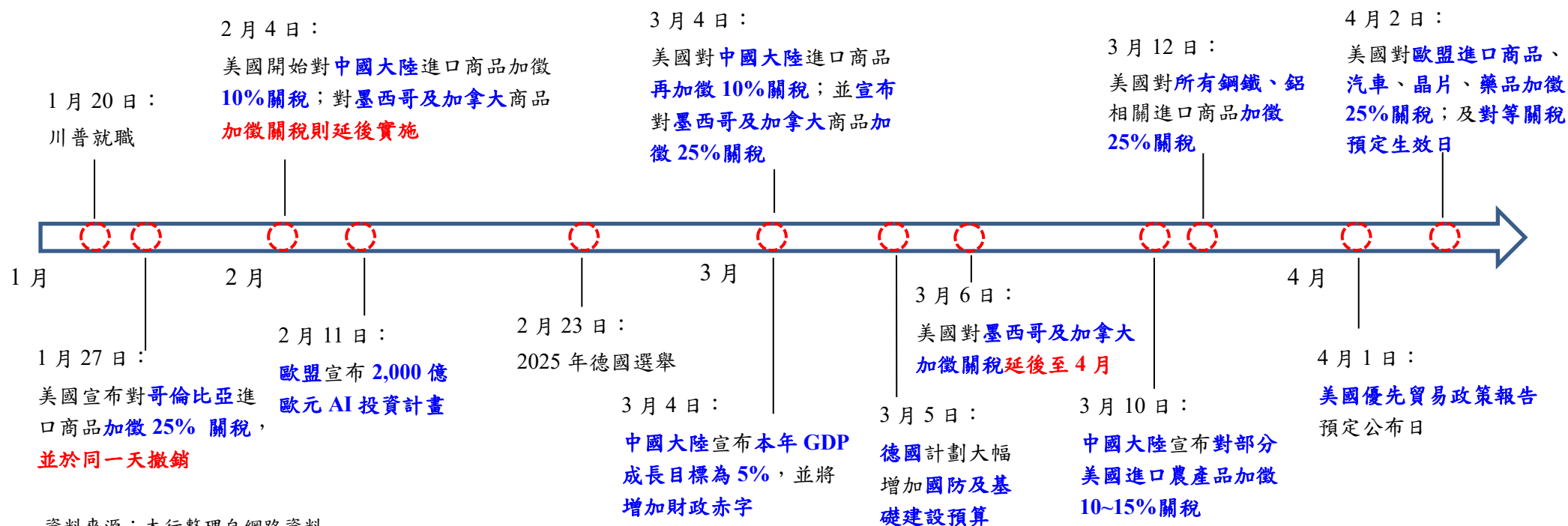


## (一) 川普 2.0 新政與川普交易

### 1. 川普就職後快速推出加徵關稅等多項政策，惟常因貿易對手國反應(如協商或反制)而反覆不定(圖 1 紅字部分)

川普於本年 1 月 20 日就職**迅速**宣布多項政策**且頻率遠勝其第 1 任期**<sup>2</sup>，包括**貿易政策**(如對加拿大及墨西哥加徵 25% 關稅、對中國大陸加徵 20% 關稅，以及對所有進口鋼鐵及鋁加徵 25% 關稅等)、**移民政策**(如恢復「非法移民留在墨西哥」政策)、**產業政策**(如放寬人工智慧科技限制)及**財政政策**(如成立政府效率部削減聯邦政府支出)等(圖 1)。相關政策詳見附錄。

圖 1 本年 1 月 20 日川普就職以來，美國重要貿易政策變動及各國相關措施



<sup>2</sup> 本次川普就任迄今發布行政指令(包含總統行政命令、總統備忘錄及總統文告等)頻率遠勝其第 1 任期，如第 1 任期 4 年期間共發布 894 項行政指令(含 220 項總統行政命令)；反觀川普本次 1 月 20 日迄今，發布逾 350 多項行政指令(含 89 項總統行政命令)，且其中多項政策內容仍待進一步說明，不確定性高(參見 The White House (2025), “Presidential Actions,” The White House, Mar. 18; Wikipedia (2025), “List of Executive Actions by Donald Trump,” Wikipedia, Mar. 18; Federal Register (2025), “2025 Donald J. Trump Executive Orders,” Federal Register, Mar. 18)。

## 2. 川普 2.0 政策措施較川普 1.0 更急、範圍更大，且經常反覆不定，經濟所受可能衝擊面臨高度不確定性

- (1) 兩任川普政府之政策主軸，基本上均圍繞在法規鬆綁與減稅等經濟刺激措施，及提高關稅與限縮移民等保護主義為主，以期使美國再度偉大。相對首次競選，川普與對手希拉蕊·柯林頓旗鼓相當，希拉蕊雖獲得較多普選票，但仍輸了選舉人票而落選；而此次競選，川普則在最後階段即出現領先，市場即開始押注川普交易(Trump trade)。
- (2) 川普交易係指投資者押注其經貿政策對金融市場可能影響之投資，此交易策略概念曾出現在 2016 年 11 月 8 日川普意外當選美國總統時；此次則是自上年 10 月以來，隨川普勝選機率升高而再度興起。
- (3) 觀察高盛編製之美國驚奇指數，在川普首次當選後，指數相對平穩且多保持正值；反觀本次美國大選，此指數在上年第 4 季迅速上升至 10 月之 1.3，後一度降至年底之 -0.7，本年初又攀為正值，惟 3 月又降至 -0.3(圖 2)；此除反映近期天候因素外，亦反映政策高度不確定性不利經濟前景。
- 以消費者信心指數為例，川普第一次當選前後，該指數相對平穩；反觀本次美國大選，指數則先由 70 上升至 74，後則大幅降至本年 3 月之 57.9(圖 3)，顯示川普 2.0 政策高度不確定性，對消費信心已帶來影響。

圖 2 高盛驚奇指數在兩次川普交易期間走勢

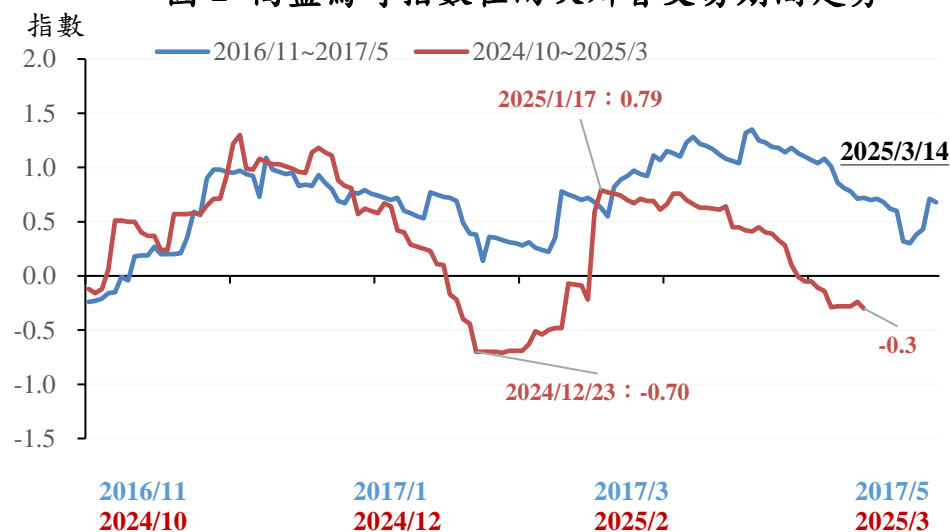
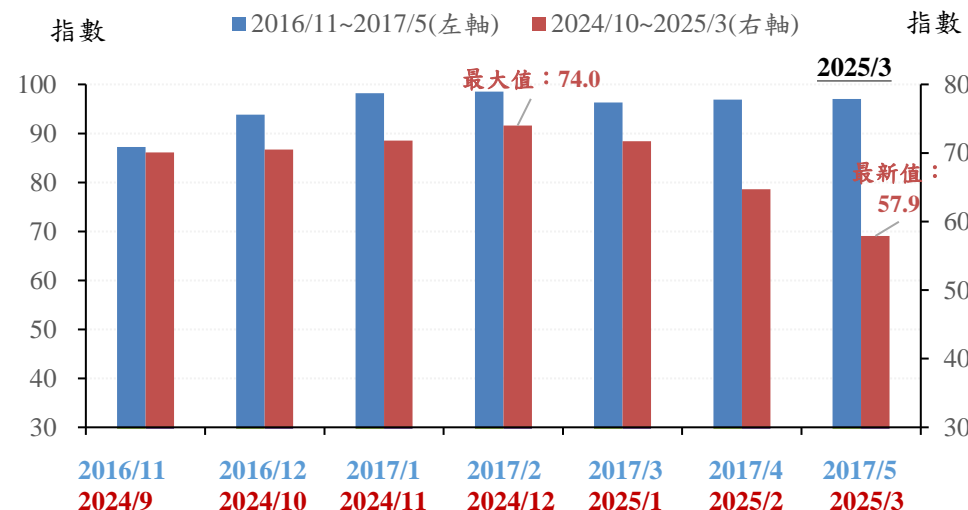


圖 3 美國消費者信心指數在兩次川普交易期間走勢



\*美國驚奇指數代表美國實際經濟指標與市場預期的比較。當驚奇指數大於 0 時，經濟前景呈熱絡(優於預期)；當指數小於 0 時，經濟前景呈現低迷(不如預期)。 62

資料來源：Bloomberg

資料來源：Bloomberg

3. 川普交易：前次任期初期**金融市場走勢相對平穩**，此次當選總統前後**金融市場則出現快速上漲又迅速回落的大幅波動**

(1) 川普首次當選美國總統時(2016 年 11 月)，經濟**走出長期經濟停滯(Secular Stagnation)跡象**，Fed 在 2015 年底**啟動升息循環**；在川普當選後 6 個月內，在其經貿政策刺激下，配合**經濟成長動能轉強及通膨持穩**，**公債殖利率走升，美元小幅走升，美股反映經濟前景持續上漲**，即使美中貿易爭端有升溫跡象，**金融市場波動仍不大**。

(2) 反觀此次**自市場押注川普當選以來(2024/10~2025/3)**，金融市場出現較明顯的曲折變化。Fed 於上年 9 月**啟動預防性降息**，略舒緩政策利率對經濟與金融市場之限制性程度，投資人基於前次川普交易期間金融市場之走勢，即開始大幅押注川普交易，**上年第 4 季金融市場表現大致與前次任期走勢類似，但漲幅較大**；惟本年以來，尤其在**川普就職後，新政府政策的高度不確定性且反覆不定**，影響企業及消費者信心，增添**經濟前景疑慮**，市場因而出現**明顯反轉，波動度大幅攀升**。

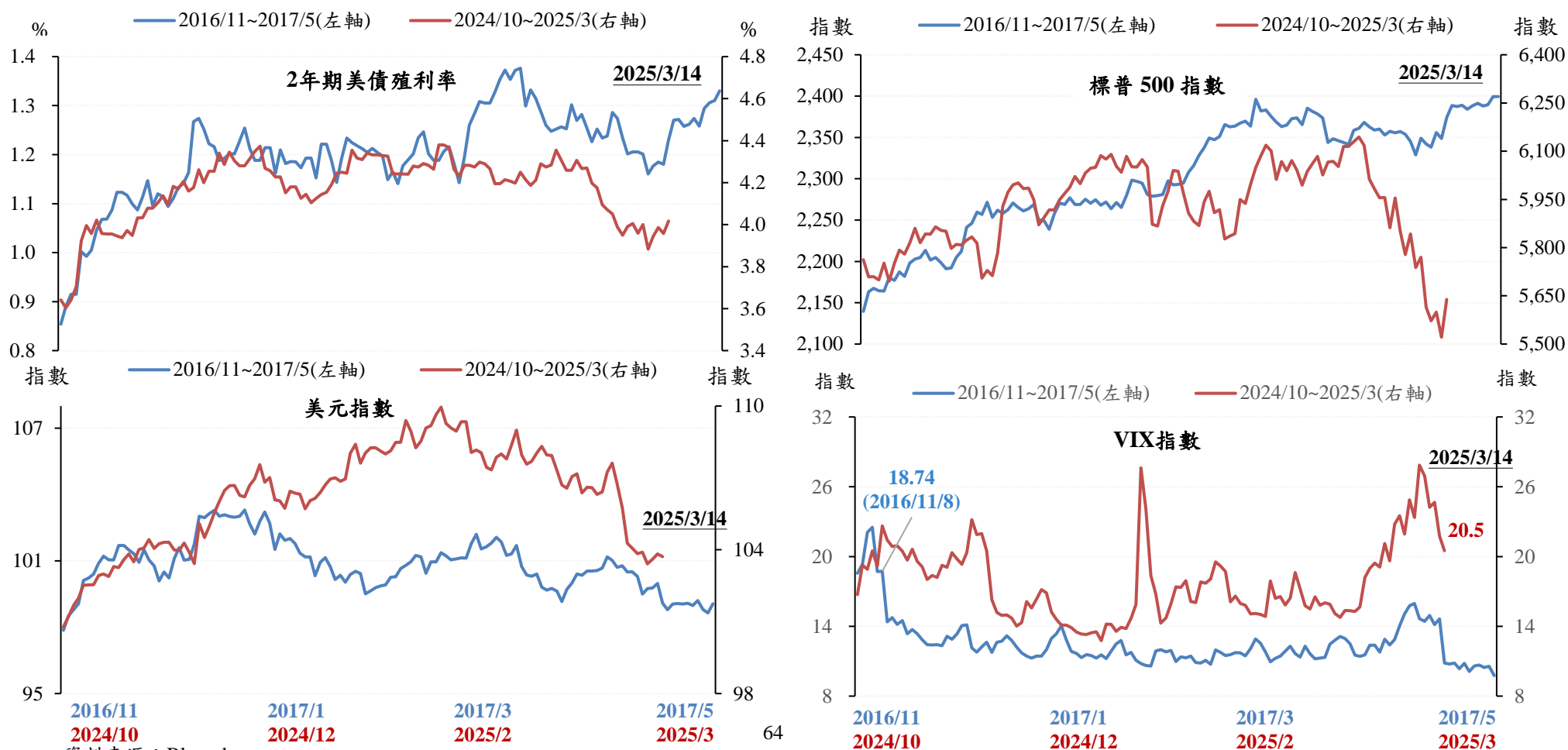
	川普交易(2016/11~2017/5)				川普交易(2024/10~2025/3)			
美國債市	長短天期 <b>美國公債殖利率走升(趨勢甚至長達 2 年)</b> ，主要反映 <b>美國經濟成長動能轉強</b> ，Fed 亦 <b>持續升息</b>				債券殖利率上升主要反映通膨，因投資人 <b>擔憂美國財政赤字偏高</b> ， <b>通膨前景不確定</b> ；後殖利率回跌反映經濟前景疑慮			
		2 年期 殖利率(%)	10 年期 殖利率(%)	10 年期-2 年期 利差(百分點)		2 年期 殖利率(%)	10 年期 殖利率(%)	10 年期-2 年期 利差(百分點)
	2016/11/08	0.85	1.85	1.00	2024/09/30	3.64	3.78	0.14
	2017/05/08	<b>1.33</b>	<b>2.39</b>	<b>1.06</b>	2025/03/14	4.02	4.31	0.29
	變動	<b>+0.48</b>	<b>+0.54</b>	<b>0.06</b>	變動	<b>+0.38</b>	<b>+0.53</b>	<b>0.15</b>
匯市	<b>美元指數(DXY)上揚，惟波動區間不大(98-103 區間)</b> (由 2016/11/8 之 97.86 到 2017/5/8 之 99.06， <b>升值 1.2%</b> )				<b>美元指數先升後回檔，波動區間大(由 2024/9/30 之 100.78 上漲至最高點 109.96(2025/1/13)，之後回檔至 103.72，升值 2.9%)</b>			
股市及 VIX	<b>呈現持續緩步上漲趨勢，VIX 明顯下降</b> 那斯達克指數、標普 500、羅素 2000 指數分別上漲 17.5%、12.1%及 16.4%； <b>VIX 由 18.7 下跌至 9.8，跌幅 48%</b>				<b>呈現先大幅上漲後，再明顯回檔，VIX 顯著上升</b> 那斯達克指數、標普 500、羅素 2000 指數分別 <b>下跌 2.4%、2.1%、8.3%</b> ； <b>VIX 由 16.7 上升至 21.8，增加 30%</b>			

資料來源：Bloomberg；本行整理

(3)觀察前後兩次川普交易期間金融市場之走勢，本次金融市場波動明顯較大(圖 4)

- 債市：2 年期美債殖利率在**前次逐步走高**；**此次**隨市場先上修、後下修聯邦資金利率路徑預期，而**先上後下**。
- 匯市：美元指數(DXY)在**前次小漲**，惟**波動區間不大(98-103 區間)**；**此次先升後回檔**，**波動區間大(100-110 區間)**。
- 股市：標普 500 指數在**前次呈現持續緩步上漲趨勢**；**此次則先大幅上漲後，再明顯回檔**。
- 恐慌指數(VIX)：**前次在川普當選後明顯呈下降趨勢**；**此次則顯著上升且劇烈震盪**。

圖 4 兩次川普交易期間金融市場走勢(前 6 個月)



## (二) 川普新政對主要經濟體貨幣政策、市場預期及經濟展望之影響

### 1. 上年 10 月至該年底：Fed 及市場均對經濟前景較為樂觀且擔憂通膨上行風險

(1) 上年 12 月部分 FOMC 成員預期川普新政將帶動美國通膨上揚，並將其政策因素之影響納入評估，因而**上修美國經濟成長率、核心 PCE 通膨率預測(由 2.2%上修至 2.5%)，並下修失業率**。如**擔憂失業率上升風險之成員降至 7 位**(上年 9 月為 12 位，表 1)；而**認為通膨有上行風險之人數，則增加到 15 位**(上年 9 月為 3 位)。整體而言，FOMC 擔憂通膨上行風險且對經濟前景略轉樂觀，**2025 年降息幅度爰下修至 2 碼**(9 月原先為 4 碼)。

(2) 市場因川普新政影響而**上修預期聯邦資金利率路徑**，且反映**Fed 延後本年降息時點與縮減降息幅度**；上年 12 月 31 日市場**預期本年 12 月底 Fed 政策利率約在 3.91%**(圖 5 **橘色線**，**本年 Fed 降息幅度可能由 2 碼縮小至 1 碼**)，**高於**上年 9 月 30 日市場預期之 2.97%(圖 5 **藍色線**)。

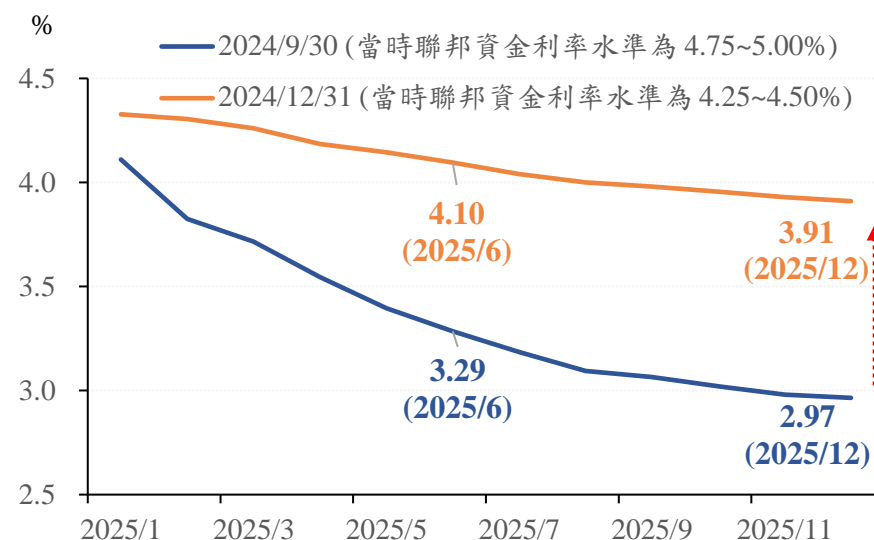
表 1 上年 9 月及 12 月 FOMC 經濟估測(SEP\*)對主要經濟指標面臨上行或下行風險之人數及聯邦資金利率預估

	上行風險		均衡		下行風險	
經濟指標	9 月	12 月	9 月	12 月	9 月	12 月
GDP	1	2	11	12	7	5
失業率	12	7	7	12	0	0
核心 PCE 通膨	3	15	16	4	0	0
聯邦資金利率點陣圖	上年 9 月 SEP(中位數)：預估 2025 年 <b>降息 4 碼</b> 上年 12 月 SEP(中位數)：預估 2025 年 <b>降息 2 碼</b>					

\*SEP 係 FOMC 經濟估測之簡稱，英文全名為 Summary of Economic Projection。

上行(下行)風險係指，研判該指標整體偏向上行(下行)；均衡則係指，該指標與其預期大致相當。

圖 5 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑\*



\*根據聯邦資金利率期貨價格推估

資料來源：Bloomberg；中央銀行自行計算



## 2. 本年迄今：川普政策之影響不確定性上升，美國經濟動能減弱且經濟衰退機率恐上升，市場預期 Fed 降息幅度因而擴大

- (1) 本年川普總統上任後，快速宣布加徵關稅等一連串政策，惟部分措施細節未明，**政策之影響不確定性上升，減損企業及民眾經濟信心**<sup>3</sup>。此外，美國遭受貿易對手國之反制措施，加以近期美國經濟數據似有出現放緩，如失業率上揚、零售銷售成長不如預期，以及**消費者信心指數連續 3 個月下降至 57.9 等**(圖 6)均衝擊市場信心。
- (2) Bloomberg 編製主要預測機構之未來 12 個月美國經濟陷入衰退之機率由本年初之 20%，上升至 **25%**(圖 6)；部分經濟學家(如美國前財政部長 Larry **Summers**)甚至認為，本年美國經濟衰退機率恐上升至 50%<sup>4</sup>。
- (3) **本年底聯邦資金利率區間之機率分布向左移動**：上年 12 月 31 日市場預期本年底聯邦資金利率有 32.4% 機率落在 **4.0%~4.25%**(圖 7 橘色柱狀圖)；本年 3 月 14 日市場則預期本年底聯邦資金利率有 31.1% 機率落在 **3.50%~3.75%**(圖 7 紫色柱狀圖)，較去年底約增加 2 碼之降息空間。

圖 6 美國消費者信心指數及未來 12 個月美國經濟衰退機率

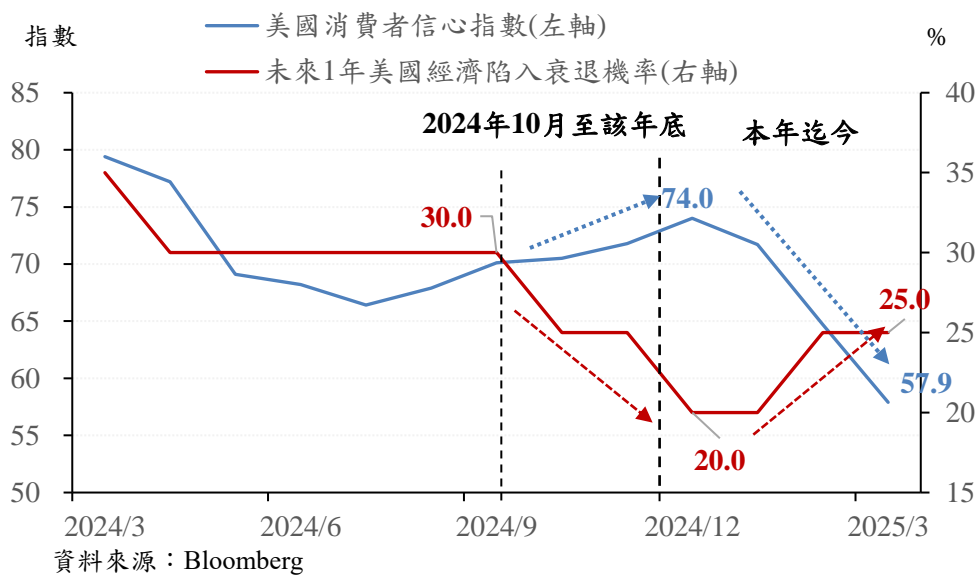
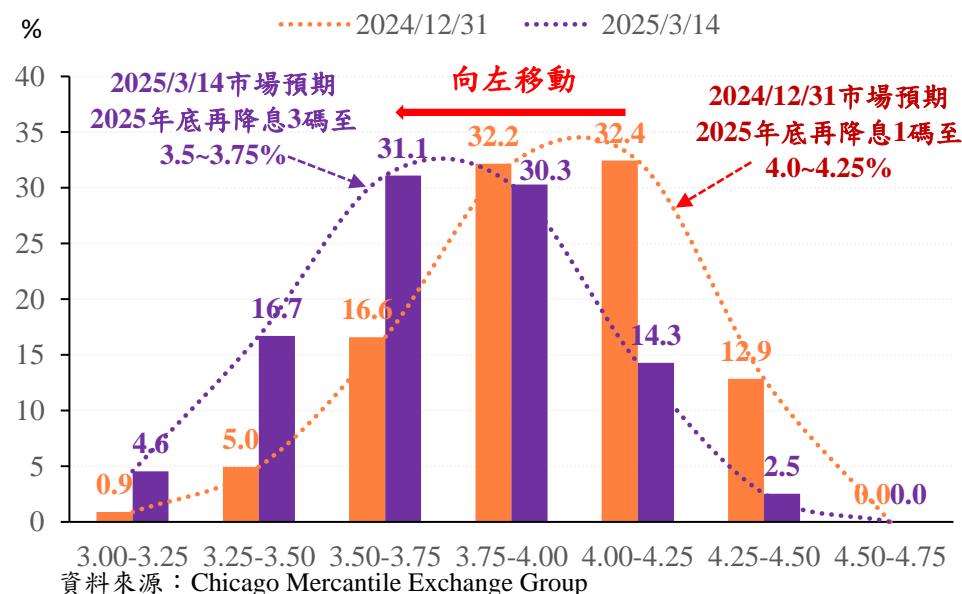


圖 7 市場預期 2025 年底聯邦資金利率區間之機率分布



<sup>3</sup> 請參閱中央銀行(2025)，立法院財政委員會會議—中央銀行業務報告，3月13日。

<sup>4</sup> Anstey, Chris (2025), "Summers Sees Near 50-50 Chance of a Recession This Year," *Bloomberg*, Mar.11.



### 3. 主要經濟體央行對川普政策高度不確定性保持警戒，謹慎調整貨幣政策

上年美國主要貿易對手如加拿大、墨西哥、中國大陸、德國、南韓等國之經濟韌性不若美國，降息循環啟動時點多早於 Fed。本年由於川普關稅政策強硬，相關貿易對手國亦多祭出反制措施，此或將對經濟成長及物價穩定造成衝擊，各國央行將密切注意及考量川普政策高度不確定性對其國內經濟之影響，審慎調整貨幣政策步調(表 2)。

表 2 近期各國央行對川普關稅政策影響之評論

央行	2024 年迄今貨幣政策調整歷程	本年對川普關稅政策影響之評論
歐洲央行	2024 年降息 4 碼 2025 年 1 月及 3 月各降息 1 碼，隔夜存款利率降至 2.5%	3 月會議：全球貿易政策不確定性將抑制出口及拖累企業投資，從而降低歐元區經濟成長，將根據最新經濟和金融數據，審慎決定適當貨幣政策立場，不會預先承諾未來利率路徑。
加拿大央行	2024 年降息 7 碼 2025 年 1 月及 3 月各降息 1 碼至 2.75%	3 月會議：美國關稅措施將可能對加拿大經濟活動形成壓力，不確定性上升恐抑制消費意願與企業投資；將評估未來經濟成長放緩與通膨壓力上揚之程度，更謹慎調整貨幣政策。
墨西哥央行	2024 年降息 5 碼 2025 年 2 月降息 2 碼至 9.5%	2 月會議：關注國際金融市場受到美國政府新政策不確定性的影響；通膨逐漸回到 3% 平均值之目標，2 月降息 2 碼。近期理事 Omar Mejia 表示，未來貨幣政策將考量美國關稅之影響。
中國人民銀行	2024 年人行 7 天逆回購利率下調至 1.5% (降 30 個基點)。 2025 年未進一步降息	尚未對美國關稅措施提出評論。
英國央行	2024 年降息 2 碼 2025 年 2 月降息 1 碼至 4.5%	2 月會議：目前美國關稅政策尚未對英國經濟產生明顯影響，但預期全球關稅提高將會削弱英國經濟成長動能，且貿易摩擦亦可能引發通膨上升風險；貨幣政策立場將維持謹慎漸進。
日本央行	2024 年升息 35 個基點 2025 年 1 月升息 25 個基點至 0.5%	3 月會議：維持政策利率在 0.5%。全球貿易政策、大宗商品價格及國內薪資調整等因素使日本經濟前景存在高度不確定性；將密切關注金融市場及匯率變動對日本經濟及物價的影響。
韓國央行	2024 年降息 2 碼至 3.0% 2025 年 2 月降息 1 碼至 2.75%	2 月會議：南韓因上年戒嚴令所衍生之政經動盪及不確定性，導致國內消費動能放緩，加以美國加徵關稅政策增加不確定性，全球經濟成長面臨下行風險。

資料來源：各國央行網站，本行整理(截至 2025 年 3 月 19 日)

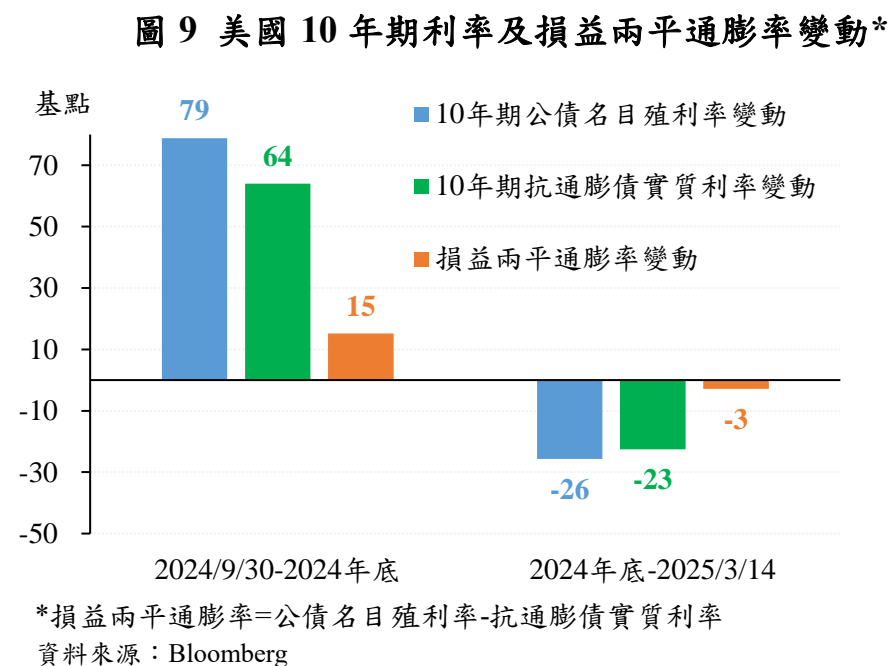
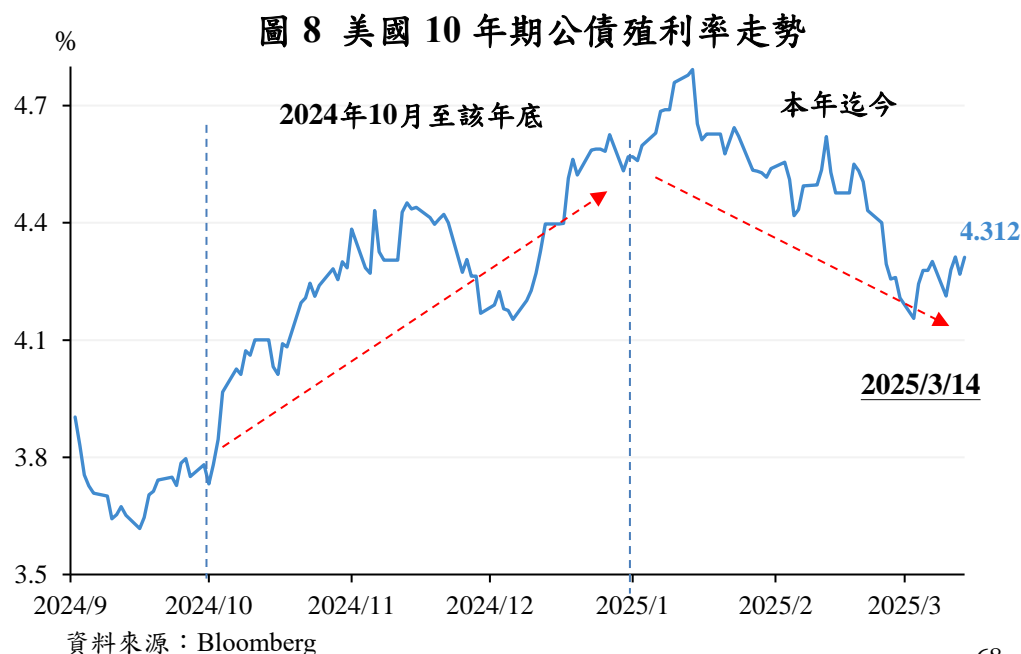
### (三) 對主要經濟體金融市場之影響(川普交易之興起及降溫)

上年第 4 季金融市場興起川普交易，反映川普 2.0 主要政見；例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，金融市場呈現「川普交易」之樂觀行情。本年起，因川普加徵關稅政策反覆不定並具高度不確定性，及近期美國經濟成長動能似出現放緩，減損企業投資及民眾消費信心，各界據此下修 GDP 預測值，金融市場之「川普交易」熱度降溫，回歸根據經濟數據表現及產業前景，重新評估投資決策。

#### 1. 債券市場

##### (1) 美國債市：公債殖利率先上揚後下跌(圖 8)

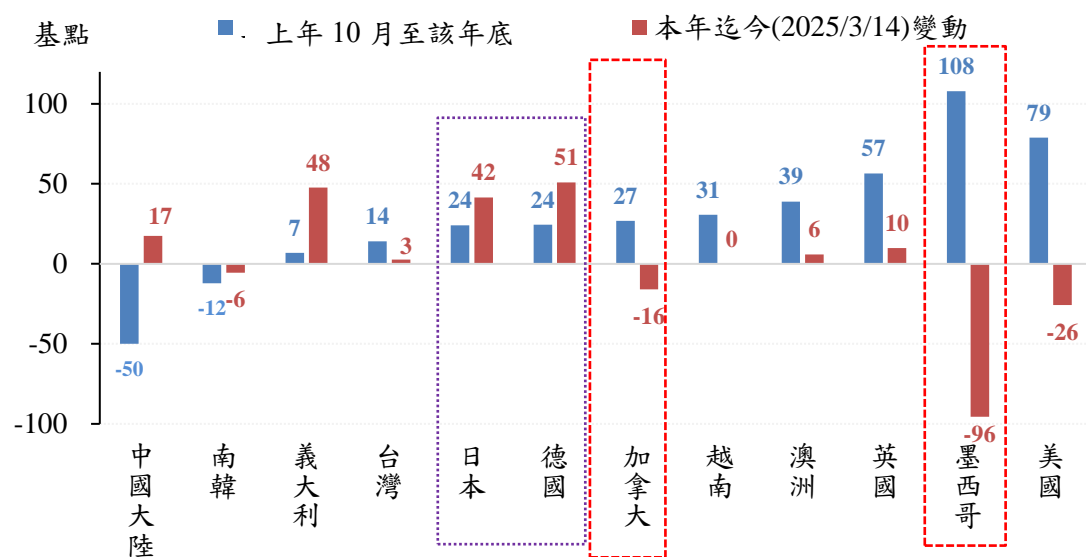
- 上年第 4 季，市場預期川普 2.0 政策將支持經濟成長，通膨再升溫，限縮 Fed 降息幅度。10 年期公債名目殖利率上升 79 個基點，抗通膨債實質利率上升 64 個基點(圖 9)，反映投資人對經濟成長的樂觀預期。
- 本年迄今，川普關稅政策不確定性上升，市場轉而擔憂美國經濟或將陷入疲態，對經濟前景之信心減弱，下調實質經濟成長預期，公債名目殖利率隨實質利率回落至上年第 4 季區間。



## (2) 國際債市：殖利率變動反映個別經濟體差異

- 上年第 4 季，多數經濟體之公債殖利率隨美債上揚；惟成長疲弱且易受關稅負面衝擊之**德國、加拿大及亞洲國家等**，殖利率升幅小於美債(圖 10)。
- 本年迄今，美債牽動各國債市之力道鈍化，除加拿大及墨西哥等受加徵關稅影響較大之部分經濟體外，多數國家公債殖利率變動多反映其國內財政及貨幣政策等個別因素所影響(圖 10)。
  - **加拿大及墨西哥**：川普對加、墨加徵 25% 關稅，**貿易戰影響擴大，不利經濟前景，殖利率下跌**。
  - **德國**：川普外交政策迫使歐元區國家提高國防預算，**德國計劃擴大舉債**，支應國防及基礎建設支出<sup>5</sup>，**德債殖利率彈升，美德利差縮小**(圖 11)。
  - **日本**：薪資穩定成長，**日本央行升息，日債殖利率走升，美日利差亦縮小**(圖 11)。

圖 10 上年 10 月迄今國際債市(10 年期公債殖利率)變動



資料來源：Bloomberg

圖 11 美德及美日 10 年期公債利差



資料來源：Bloomberg

<sup>5</sup> 德國保守陣營贏得本年 2 月大選，候任德國總理默茲(Friedrich Merz)倡議解除舉債限制，提高國防預算，設立 5,000 億歐元基礎建設基金。3 月中旬，默茲財政方案獲跨黨派協議支持。

## 2. 外匯市場：國際美元先走強後，本年以來明顯回檔

- (1) 上年第 4 季：市場預期川普勝選機率上揚，且其主張對他國加徵高額關稅政策可能對其他貨幣形成壓力，間接推升國際美元，**美元指數上年第 4 季大幅走升 7.65%**(表 3)。同期間主要貨幣對美元均大幅貶值，**新台幣對美元匯率貶值 3.45%，貶值幅度最小。**
- (2) **本年以來：由於川普政策之影響不確定性上升及美國經濟表現不如預期，美元指數回落 4.4%，主要貨幣對美元多呈升值**(表 3)。
- (3) **上年 10 月迄今**，美元指數計**升值 2.92%**，其他**主要貨幣對美元**仍呈現**貶值**；新台幣在此期間貶值 3.95%，貶幅小於泰銖(-4.45%)、瑞士法郎(-4.46%)、加幣(-5.85%)、澳幣(-8.52%)及韓元幣(-9.37%)等，貶幅居中(圖 12)。

表 3 主要貨幣對美元匯率及美元指數升貶幅\*

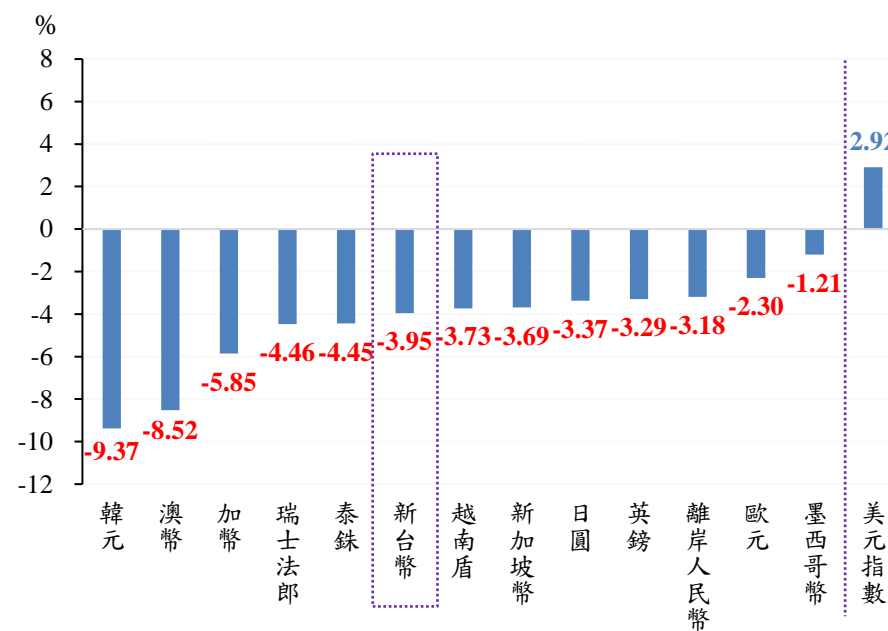
	(1) 2024/9/30	(2) 2024/12/31	(3) 2025/3/14	(2)與(1)相較 2024年第4季	(3)與(2)相較 2025年迄今	(3)與(1)相較 2024/9/30迄今
墨西哥幣	19.692	20.827	19.932	-5.45	4.49	-1.21
歐元	1.1135	1.0354	1.0879	-7.01	5.07	-2.30
離岸人民幣	7.0074	7.3379	7.2379	-4.50	1.38	-3.18
英鎊	1.3375	1.2516	1.2935	-6.42	3.35	-3.29
日圓	143.63	157.20	148.64	-8.63	5.76	-3.37
新加坡幣	1.2850	1.3657	1.3342	-5.91	2.36	-3.69
越南盾	24568	25485	25519	-3.60	-0.13	-3.73
新台幣	31.651	32.781	32.954	-3.45	-0.52	-3.95
泰銖	32.173	34.095	33.670	-5.64	1.26	-4.45
瑞士法郎	0.8456	0.9074	0.8851	-6.81	2.52	-4.46
加幣	1.3525	1.4384	1.4366	-5.97	0.13	-5.85
澳幣	0.6913	0.6188	0.6324	-10.49	2.20	-8.52
韓元	1316.8	1472.3	1453.0	-10.56	1.33	-9.37
美元指數	100.779	108.487	103.718	7.65	-4.40	2.92

註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午 5 時收盤匯率。

若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。

資料來源：本行整理、Bloomberg

圖 12 上年 10 月迄今國際匯市升貶幅



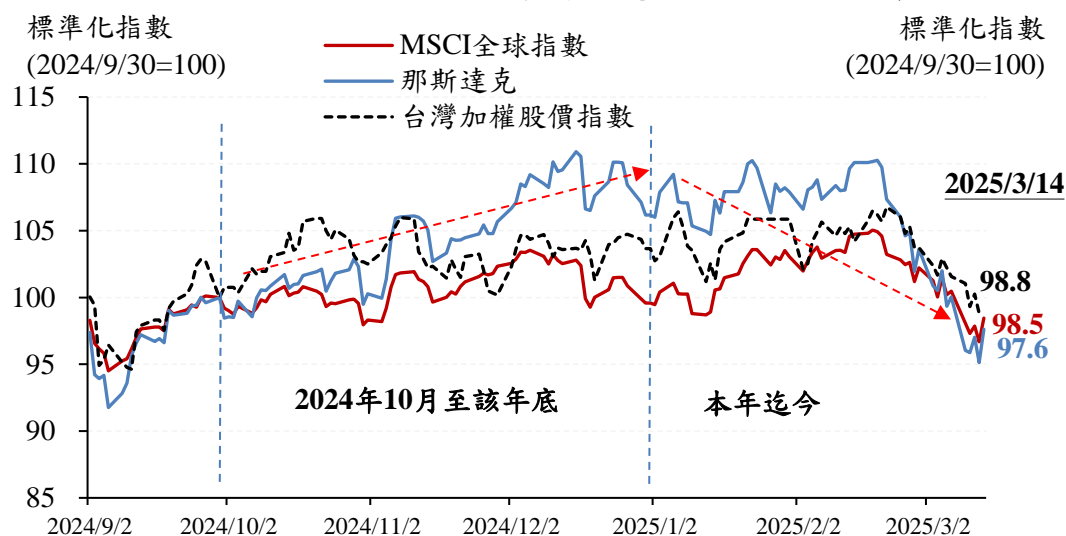
註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午 5 時收盤匯率；升貶幅係指各幣別對美元匯率變動幅度，正數表示對美元升值。

資料來源：Bloomberg

### 3. 股票市場：先上漲後下跌<sup>6</sup>

- (1)上年第4季，川普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、放寬產業監管有助提振企業獲利，有利美國企業**未來獲利前景**，**那斯達克指數(科技類股為主)及羅素 2000 指數(代表中小型企業)**分別**上漲 6.2%及 0.01%**，並帶動 MSCI 全球股市指數上漲(圖 13)。其中，**台股與美國科技股連動高**，且**受惠於 AI 概念股**，在部分科技類股支撐下，此期間**台股上漲 3.65%**。
- (2)本年迄今，**美國經濟數據不如預期**，引發市場對於**美國經濟成長之擔憂**，且**川普上任後各項政策細節仍不明及經濟前景疑慮**，拖累股市修正，本年 3 月 14 日與去年底相較，**那斯達克指數及羅素 2000 指數分別下跌 8.1% 及 8.3%**，**台股與美股連動高**，且**因科技股下跌而回檔 4.63%**。
- (3)由於本年第 1 季部分股市反映自身經濟情勢改善而呈現分歧，使上年 10 月以來各國股市出現漲跌不一(圖 14)。

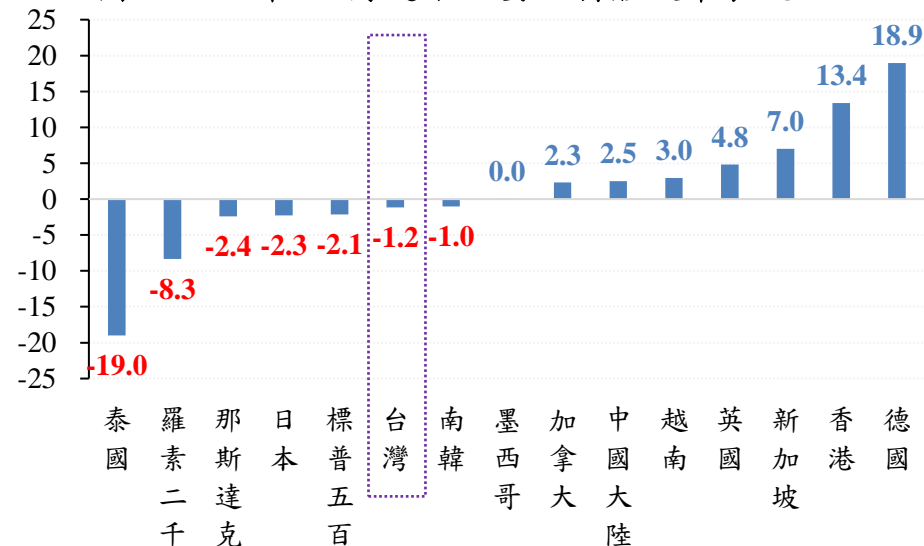
圖 13 MSCI 全球指數、那斯達克及台股指數走勢



註：此處採標準化指數，以 2024/9/30 為基期 100。

資料來源：Bloomberg

圖 14 上年 10 月迄今主要經濟體股市表現\*



\*中國大陸股市係指中國上證指數；日本股市係指日經 225 指數

資料來源：Bloomberg

<sup>6</sup> 詳參本行本次理監事會後記者會參考資料「六、上年以來國內電子股與外資對台股走勢之影響分析」。



#### 4. 商品及另類資產

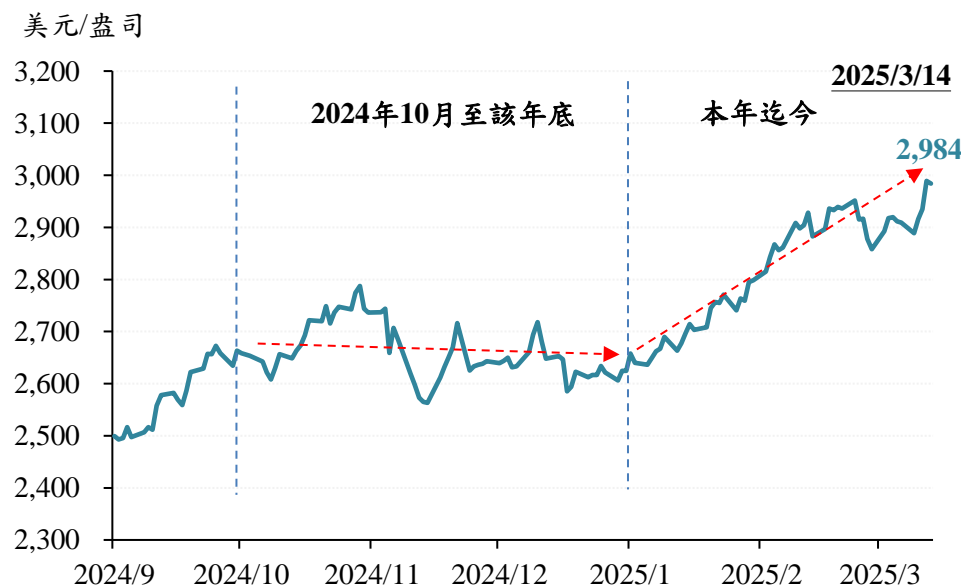
(1) **黃金**：上年第 4 季黃金價格呈現盤整，惟本年以來，因川普貿易政策不確定高，帶動黃金之避險需求買盤，黃金價格由**每盎司 2,635 美元**，上漲至 3 月 14 日之**每盎司 2,984 美元**，**漲幅達 13.2%**(圖 15)。

#### (2) 另類資產

— 上年第 4 季，被市場視為**川普概念股代表之特斯拉**股價則因受惠於川普擬進一步**放寬自動駕駛規範**而**上漲 54.4%**；**虛擬資產**(如比特幣及以太幣)價格受惠於市場預期**監管可望鬆綁**分別**上漲 46.9%**及**28.0%**(圖 16)。

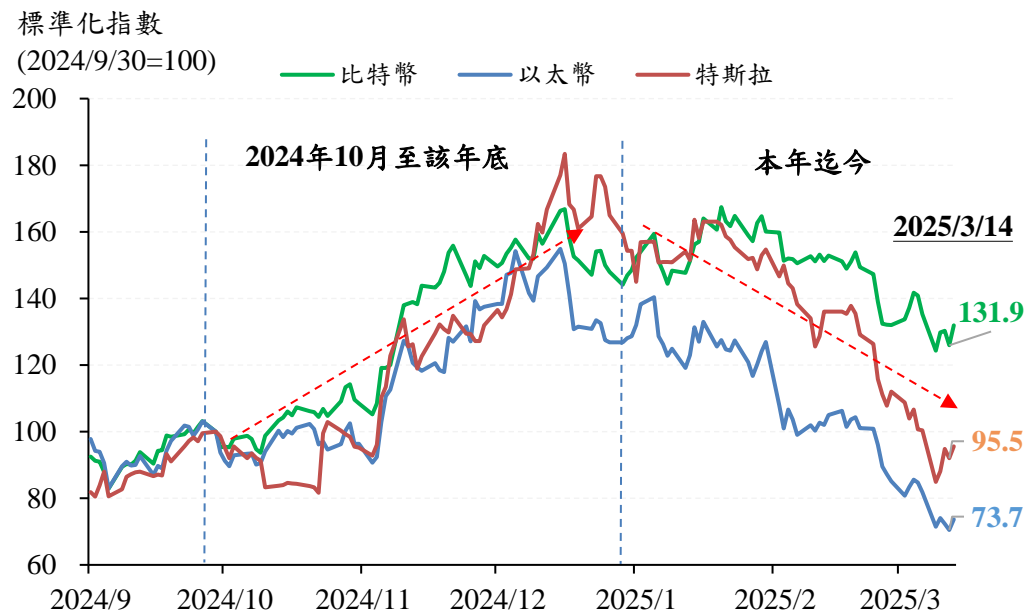
— 本年迄今，**特斯拉**股價因**川普加徵關稅政策擴及美國盟邦且力道強勁**，**遭受他國消費者抵制**，投資者擔憂其獲利前景而拋售，3 月 14 日與去年底相較**下跌 38.1%**；而**虛擬資產**(如比特幣及以太幣)則因去年底漲幅過大而分別**下跌 10.2%**及**42.5%**(圖 16)。

圖 15 上年 10 月迄今黃金價格走勢



資料來源：Bloomberg

圖 16 上年 10 月迄今比特幣及以太幣走勢



資料來源：Bloomberg



#### (四) 結論

1. 「川普交易」係指投資者押注川普經貿政策對金融市場可能影響之投資；此交易策略概念首次出現在 2016 年 11 月 8 日川普意外當選美國總統時期，此次則是在上年 9 月川普勝選機率升高時而再度興起。就兩次川普政府政策主軸而言，基本上均以對貿易對手加徵關稅、國內法規鬆綁、降低稅率及限縮移民為核心，各項政策對美國及主要經濟體之經濟成長、通膨及國際金融市場具不同程度之影響，其中尤以加徵關稅最具不確定性。
2. 如比較兩次川普交易在 6 個月期間之表現，前次川普交易，美國股市平穩而持續上漲，債券殖利率緩步上揚，美元小幅走升；本次川普交易則出現快速起落之較大波折。上年 10 月以來，投資者預期金融市場將重現川普第一次當選後之走勢，川普交易樂觀行情快速升溫，美股上漲，主要反映金融市場預期川普各項政策多有助於提振企業獲利，以及美國經濟表現仍具韌性等正面因素。上年 12 月部分 FOMC 與會成員亦將川普新政之影響納入評估，上修美國經濟成長及核心 PCE 通膨等預估值，並下修本年降息幅度，亦帶動美債殖利率攀升及美元大幅上揚。
3. 惟本年起，川普甫上任即快速宣布一連串加徵關稅等措施，並生效與否或日期又常視對手國反應而反覆不定，政策影響之不確定性上升，不利市場信心，加以近期美國經濟成長動能有放緩跡象，川普交易之樂觀行情快速退潮：(1)美國公債殖利率回落，(2)美元指數回跌，(3)美股下跌，以及(4)商品及另類資產價格下跌。在投資者基於川普政策影響大且變化莫測等考量下調整投資策略，金融市場反應程度略大；惟整體而言，金融資產價格大致修正至上年市場押注川普交易前水準，市場並回歸依據經濟數據表現，重新評估投資決策，各國股、債市走勢不一。
4. 如以當前整體經濟表現而言，美國及全球經濟仍可望溫和成長，美國與各主要央行均以更審慎態度來評估貨幣政策立場。如近期 Fed 主席 Powell 即表示，鑑於美國經濟具韌性、勞動市場表現穩健，通膨趨緩進展放緩，Fed 目前傾向按兵不動，不急於調整貨幣政策，審慎評估川普政策之可能效應；至於主要經濟體央行將密切注意及考量川普政策高度不確定性對其國內經濟之影響，審慎調整貨幣政策步調。
5. 川普 2.0 之不確定性擴大金融市場波動程度，尤其在川普交易之興起與降溫下，近期國際股、匯市波動度明顯上升。由於外資持有台股市值隨台股走揚而大幅上升，其短期集中且大量進出，對我國外匯市場穩定帶來挑戰；新台幣匯率如過度波動或失序變動，而有不利經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

## 附錄 川普新政之主要內容

川普總統以美國利益優先，主採關稅、減稅政策，輔以產業政策，促進企業投資美國。其中對外加徵關稅(施以棒子)，同時對內減稅(提供胡蘿蔔)作為主要政策工具，以降低貿易赤字、促進外人對美投資、振興本土製造業，達成保障就業，以及藉由供給面(放寬監理及鼓勵能源生產等)與需求面策略促進經濟成長之目標。

### 1. 貿易政策：川普 2.0 藉由加徵關稅政策達成其多重目標，包括

- (1) 將加徵關稅作為談判手段，以提升邊境安全，解決毒品交易與非法移民問題；
- (2) 促使半導體、汽車、工業金屬(鋼鐵、鋁、銅)回流美國，促進美國本土的製造業發展，提升就業，並確保美國國安物資供給；
- (3) 以美國消費市場為籌碼，迫使貿易對手進行雙邊談判，以達成符合美國利益之公平貿易協議，縮小美國對他國之貿易逆差；
- (4) 以關稅作為延長減稅政策所減少收入之補充。

惟加徵關稅將增加貿易成本及經貿不確定性，亦可能不利全球經濟成長動能並加劇全球通膨壓力。

### 2. 限縮移民：可能限縮美國勞動供給成長，增添薪資與物價上漲壓力，且可能使非常規移民占比高產業(建築業、旅宿業及農業)之成長，以及非常規移民占州勞動力比率高之區域(如加州及德州)經濟面臨衝擊。

### 3. 放寬監理：透過放鬆監管以鼓勵美國企業進行投資與創新，以提高生產力並促進經濟成長。

### 4. 財政政策：

- (1) 減稅政策短期內或有助於促進消費及投資，惟長期可能擴大財政赤字，加重財政壓力。
- (2) 政府效率部(DOGE)計畫削減聯邦政府機構，儘管能部分減少財政支出，惟其可能拖累美國勞動市場使失業率上升，且該計畫對於改善政府財政赤字之影響可能有限。

附表 川普 2.0 政策主要內容

政策	主要內容
貿易政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 對<b>加拿大</b>一般進口商品加徵<b>25%關稅</b>、<b>能源進口</b>商品加徵<b>10%關稅</b>，以及對<b>墨西哥進口商品</b>加徵<b>25%關稅</b>(訂於<b>本年3月4日生效</b>)，惟目前已<b>暫時豁免</b>涉及<b>美墨加協定(USMCA)</b>涵蓋之商品服務，<b>至本年4月2日生效</b></li> <li>— 對所有<b>中國大陸進口品</b>加徵<b>20%關稅</b>(其中10%於本年2月4日生效，另外10%於本年3月4日生效)</li> <li>— 對所有從國外進口之<b>鋼鐵、鋁及其產品</b>加徵<b>25%關稅</b>，<b>本年3月12日生效</b><sup>7</sup></li> <li>— 擬對美國商品加徵高關稅或設置增值稅等貿易壁壘之經濟體加徵「<b>對等關稅</b>」(reciprocal tariff)</li> <li>— 擬對<b>進口半導體、汽車、藥品</b>加徵<b>25%以上關稅</b></li> <li>— 調查進口<b>銅</b>、進口<b>木材</b>對美國國家安全之影響</li> <li>— 擬於<b>本年4月2日</b>對<b>歐盟</b>加徵<b>25%關稅</b></li> </ul>
限縮移民	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 全面<b>終止「逮捕與釋放」(catch-and-release)</b>政策</li> <li>— 恢復「<b>非法移民留在墨西哥</b>」(<b>Remain in Mexico</b>)政策</li> <li>— <b>終止南部邊境庇護申請程序；暫停難民庇護計劃</b></li> <li>— <b>強化移民與海關執法</b>，並於邊境部署軍隊</li> </ul>
放寬監理	<ul style="list-style-type: none"> <li>— <b>宣布國家能源緊急狀態</b>，並建立<b>國家能源主導委員會</b>，簡化能源之許可、生產及分配，廢除拜登政府降低通膨法案中的綠色獎勵措施，以<b>支持美國發展人工智慧技術之龐大電力需求</b></li> <li>— <b>放寬人工智慧科技限制</b>，撤銷《安全可靠且值得信賴之人工智慧開發暨使用》總統行政命令</li> <li>— 成立數位資產工作小組，並禁止發行、推廣中央銀行數位貨幣(CBDC)</li> <li>— <b>計劃建立比特幣儲備</b></li> </ul>
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 擬<b>延長「減稅和就業法案(TCJA)」</b>中即將到期之個人及企業<b>減稅措施</b></li> <li>— 成立<b>政府效率部(DOGE)</b>，<b>削減聯邦政府機構</b>，並<b>限制公務員招募人數</b></li> </ul>

資料來源：本行整理(截至 2025 年 3 月 19 日)

<sup>7</sup> Bade, Gavin and Paul Vieira (2025), “EU Hits Back as U.S. Steel and Aluminum Tariffs Take Effect,” *Wall Street Journal*, Mar.12；Reuters (2025), “White House Says 25% Steel and Aluminum Tariff to Go into Effect,” Mar.12.

## 六、上年以來國內電子股與外資對台股走勢之影響分析

美國**那斯達克**指數及**台股**指數皆以**科技類股**為主，兩者相關係數高，走勢亦步亦趨。上(2024)年由於全球**AI 熱潮**方興未艾，Fed 啟動降息循環，帶動科技類股走揚，美國那斯達克指數大漲 28.6 %，居主要國家之冠，**台股**亦跟漲 28.5%。本(2025)年 1 月**川普就任總統**後，因其擬對**半導體**產品**課稅**及中國推出**DeepSeek**，衝擊科技產業，美國那斯達克指數走跌，**台股**亦受拖累。

**電子股**為台灣**股市核心**，上年底台股中電子產業市值占比約七成(其中半導體約 47%，不含半導體之電子工業約 24%)。**台積電**為最重要之半導體公司，其**市值**占台股**比重近四成**，明顯**主導**電子股與**台股走勢**。2017 年至上年底，台積電市值攀升 492%，占集中市場比重由 17%躍升至 38%，貢獻同期間台股市值增幅近半。台積電作為我國半導體產業龍頭，本年 3 月 3 日宣布在**美國大舉投資設廠**，以**應對川普 2.0 的政策風險**，未來業績與前景，將**端視川普 2.0 政策走向、地緣政治及 AI 發展**而定，進而**牽動台股未來動向**。

**股市為經濟櫥窗**，上年電子資通訊產品出口佳，帶動經濟成長，股市上揚；本年以來台灣**經濟基本面並未明顯轉差**，惟受市場**擔憂川普 2.0 政策不確定性**影響，加以**外資持續賣超**，致台股隨美股走跌。上年**外資**利用台股大漲之際**調節台股**，第 3 季與第 4 季分別賣超台股 5,802 億元及 1,881 億元，**全年賣超台股 6,951 億元**，這段期間台股**主要支撐力道為內資**，特別是**ETF 熱賣，投信全年買超 8,321 億元**，創歷史新高，為上年推升台股之主要因素。本年以來在川普 2.0 的政策不確定性影響下，外資加大賣超台股力道，截至 3 月 14 日，已賣超台股 5,218 億元。**外資**近期擴大**賣超台股**，不僅為**台股下跌之主因**，也**對我國匯市穩定造成影響**。

## (一) 本年以來美股與台股受科技類股走跌拖累，表現不如上年

美國**那斯達克**指數及**台股**指數皆以**科技類股**為主，兩者相關係數高逾 0.8，走勢亦步亦趨(圖 1)。

1. 上年電子股大漲，投信及八大行庫買超，帶動台股走升；本年以來電子股走跌，外資擴大賣超，拖累台股(表 1)

(1) 上年台股大漲 28.5%，主因：(a) **AI 應用需求擴增**、美國啟動降息、**台灣科技類股隨美國科技類股走升**；(b) **國人熱衷 ETF 投資**(促使**投信買超**台股金額創歷史新高，證交稅<sup>1</sup>亦因台股總成交金額及周轉率攀高而增加)。惟**外資**則趁台股高檔之際，**獲利了結賣超台股**。

(2) 本年以來至 3 月 14 日，**台股下跌 4.6%**，主因：(a) **電子股**受到**川普擬對半導體產品課稅**、中國推出 **DeepSeek** 等利空因素衝擊；(b) **外資**及**自營商賣超**。



表 1 台股指數與主要法人買賣超金額

單位：億元

	外資	投信	自營商	八大行庫	台股指數 (平均)
2024 年	-6,951	8,321	-8,238	2,607	21,383
2025 年 1 月	-506	-10	-200	138	23,100
2 月	-1,660	-62	-346	208	23,328
3 月	-3,052	515	-976	679	22,425
2025 年累計	-5,218	442	-1,522	1,025	22,951

說明：2025 年 3 月資料至 3/14。

資料來源：證交所

<sup>1</sup> 上年台股市交易熱絡，集中市場股票總成交金額高達 9.2 兆元，週轉率亦升為 135%，促使證交稅實徵金額達 2,881 億元(年增 46%)，較預算數高出 794 億元。



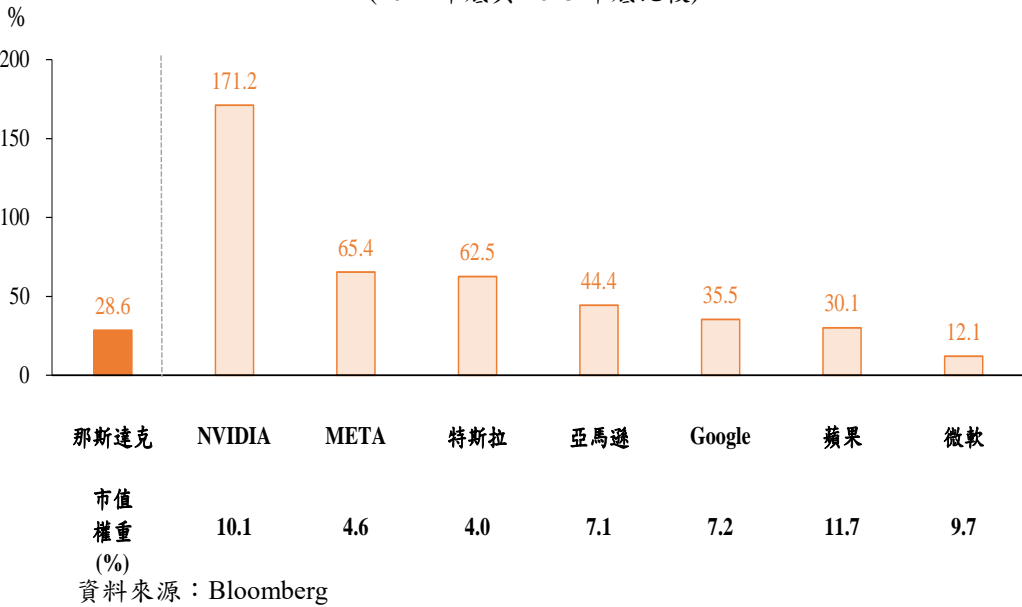
## 2. 美股七雄股價漲跌牽動美國那斯達克指數走勢

**美股七雄**(Magnificent 7)包含微軟(Microsoft)、蘋果(Apple)、亞馬遜(Amazon)、字母(Alphabet)、Meta、輝達(NVIDIA)及特斯拉(Tesla)等七家公司，皆為美國那斯達克主要成分股，合計市值占那斯達克約 **5 成**，其漲跌牽動後者走勢。

- (1)**上年美股七雄**在 **AI 熱潮**驅動下盡皆走揚，其中，輝達(NVIDIA)飆漲 171.2%<sup>2</sup>尤甚，加以 Fed 啟動降息循環，資金寬鬆，帶動美國**那斯達克**指數上漲 28.6%，漲幅冠居主要國家股市(圖 2)。
- (2)**本年以來**至 3 月 14 日，美國那斯達克**下跌 8.1%**，主因：(a)上年股價**漲多回檔**；(b)中國推出 **DeepSeek**，衝擊美國科技類股；(c)川普**關稅政策不確定性**，投資人對美國經濟前景產生疑慮。

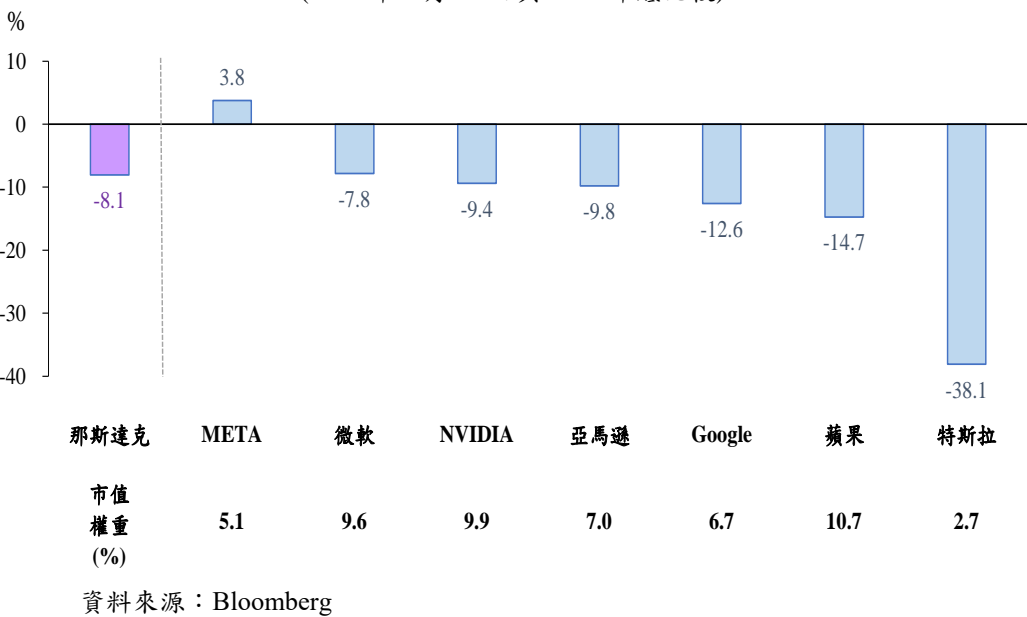
— 美股七雄除 Meta 上漲 3.8% 外，餘皆下跌，以特斯拉(Tesla)跌幅 38.1% 最多，導致那斯達克股價下挫(圖 3)。

圖 2 上年美國那斯達克與美股七雄漲跌幅  
(2024 年底與 2023 年底比較)



<sup>2</sup> NVIDIA 與台積電股價相關係數高達 0.96(2024/1/1~2025/3/14)。

圖 3 本年以來美國那斯達克與美股七雄漲跌幅  
(2025 年 3 月 14 日與 2024 年底比較)





3. 電子股主導台股走勢，其中最大權值股—台積電之股價則左右電子股表現

台股以**科技類股**為主，**電子產業市值**占比約 **7 成**<sup>3</sup>(半導體占近半)，其中最大權值股**台積電**占總市值比重**近 4 成**，明顯**主導電子股**與台股走勢。

- (1)**上年台股主要類股大多下跌(多屬傳產股)**，惟**台股大盤漲幅仍達 28.5%**，主因占權重 7 成的**電子類股**隨 **AI 熱潮**及**美國科技股**走升，**大漲 43.2%居冠**(其中，台積電漲幅達 81.3%<sup>4</sup>)所致。顯示台積電大漲帶動電子類股及台股大盤指數走升(圖 4)。
- (2)**本年**以來，**台股下跌 4.6%**，表現不如上年，主要係因半導體產業受到川普政策、DeepSeek 事件等衝擊，**電子類股獨跌 7.7%**(其中，**台積電下跌 10.8%**)拖累所致。而**傳產股**雖因**資金輪動走揚**，惟其權重不大，難以拉抬大盤指數(圖 5)。

圖 4 上年集中市場主要類股漲跌幅  
(2024 年底與 2023 年底比較)

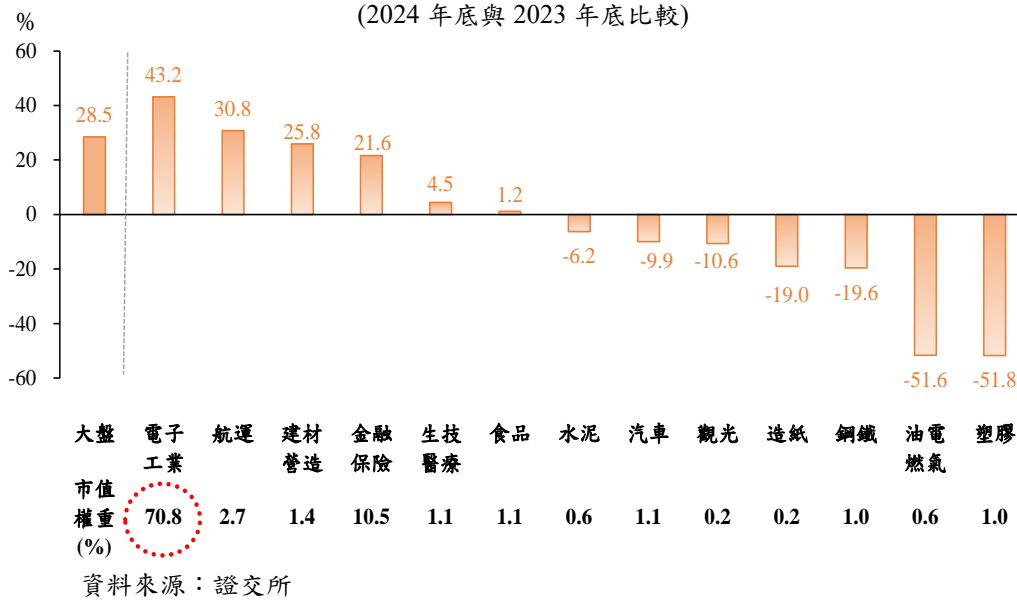
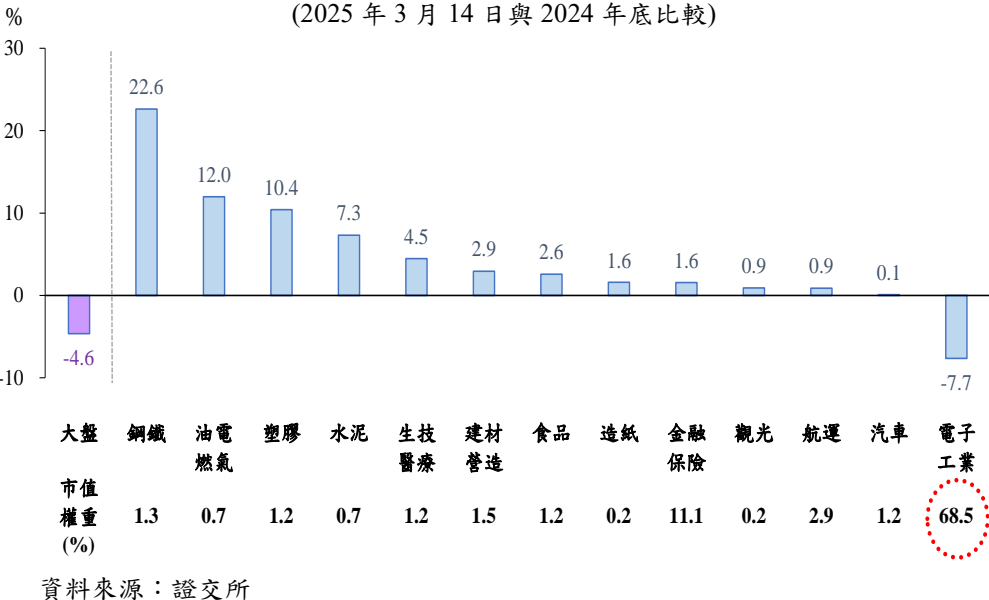


圖 5 本年以來集中市場主要類股漲跌幅  
(2025 年 3 月 14 日與 2024 年底比較)



<sup>3</sup> 電子股與台股加權股價指數相關係數高達 0.99(2024/1/1~2025/3/14)。  
<sup>4</sup> 台積電股價約 1 千元，每漲跌 1 元，影響台股大盤指數約 8 點。若扣除台積電，則台股上年漲幅僅約 10%。

## (二)川普 2.0 半導體戰略影響外資對台積電評價，牽動台灣股匯市走勢

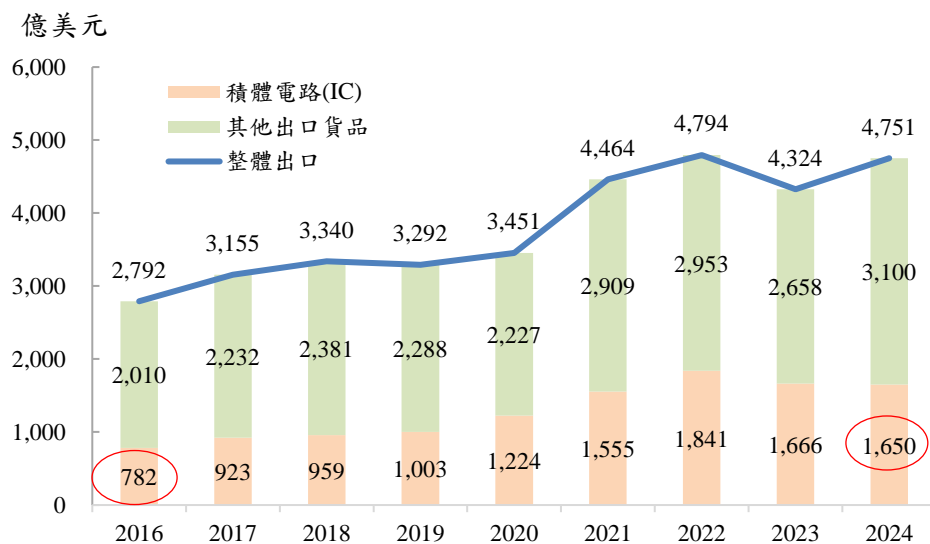
### 1. 美中貿易戰以來，全球政經環境演變，半導體成為戰略物資，加以 AI 熱潮，凸顯台灣半導體產業地位

(1)2018 年以來，**美中貿易摩擦加劇**，加以 COVID-19 **疫情**及**俄烏戰爭**等重大事件，**加速全球供應鏈重組**，由「成本導向」轉變為信賴優先的「**安全及韌性導向**」。美中衝突由貿易擴大至**科技及國防安全**領域，**半導體成為戰略物資**，**凸顯台灣在全球高科技供應鏈的重要性**。

(2)近 2 年來 **AI 技術蓬勃發展**，美國各大科技巨頭亟需高階晶片所提供之運算能力；我國半導體大廠**台積電**不僅在**高階晶片製程領先同業**，且長期**專注於代工**，**不會與客戶進行品牌競爭**，因而獲得客戶之高度信賴，從而強化其在半導體製造領域之領先地位。

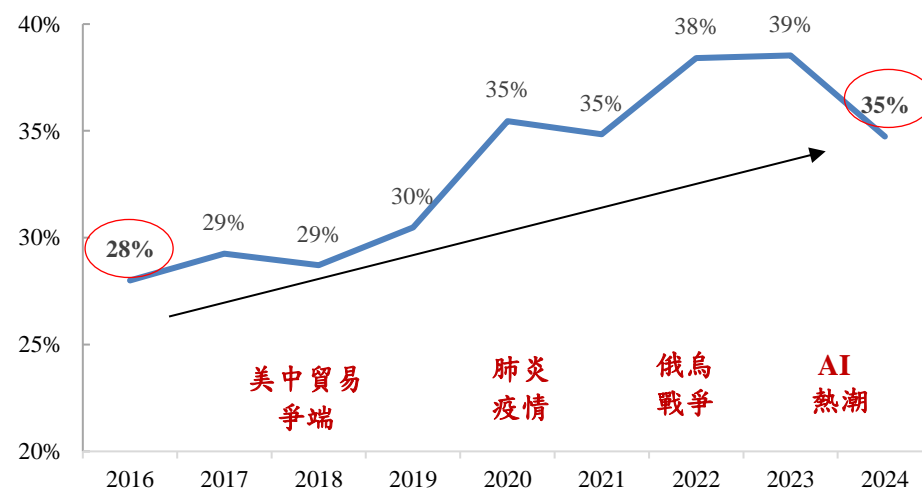
(3)我國**積體電路(IC)**出口金額由 2016 年 782 億美元(占總出口金額之 28%)，提高至 **2024 年 1,650 億美元(占 35%)**，顯示 IC **出口金額倍增(占比提高 7 個百分點)**，反映台灣半導體產業大幅成長。

圖 6 我國積體電路(IC)與其他貨品出口金額



資料來源：財政部

圖 7 我國積體電路(IC)出口金額占比



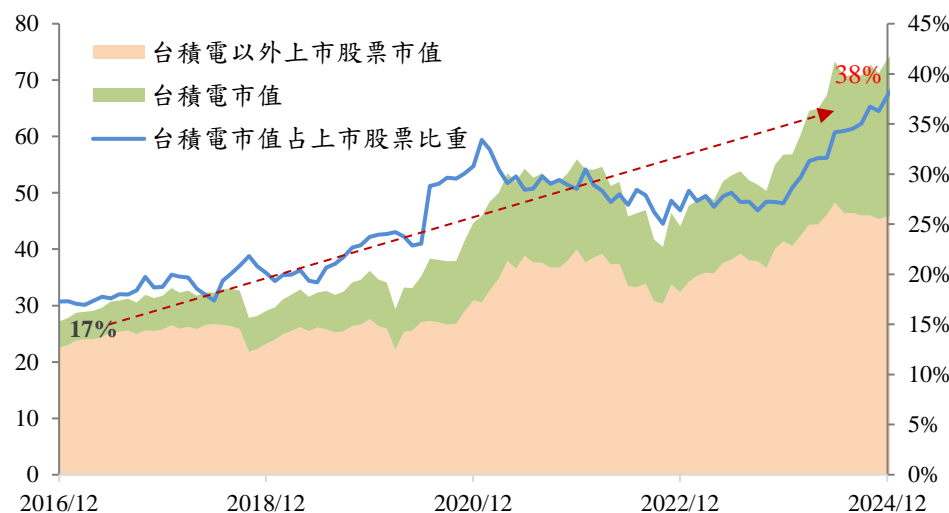
資料來源：財政部

## 2. 川普 2.0 政策走向，將影響台積電與台股表現

- (1)自 2017 年迄 2024 年底，**台積電股票市值**大幅攀升 **492%**，**占集中市場比重**由 17%升至 **38%**，貢獻同期間台股大盤**市值增幅將近半數**<sup>5</sup>，反映**半導體在我國產業地位上升**；同時，台積電作為國內半導體產業龍頭，其業績與前景也間**接影響其他電子類股**表現，進而帶動台股走勢。
- (2)台積電股價大漲，也令外資**持有台股結構**出現重大變化。**外資持有台積電股票市值**(不含 ADR 持股)**占其持有台股市值**比重，由 2017 年底約 3 成攀升至本年 2 月底將近 **6 成**，從而導致**外資對台積電的評價與交易動向**，對於**整體台股走勢與市場信心**的影響，進一步攀升。
- (3)2023~2024 年，外資合計買超台積電新台幣 3,637 億元，推升台積電股價走揚；面臨**川普 2.0 半導體戰略帶來不確定性**，外資似**重新調整股票評價**，本年迄今(3/14)，轉為**賣超**台積電達 **2,097 億元**，令股價下挫，亦打壓大盤表現及市場氛圍。未來台積電及台股進一步發展動向，將端視川普 2.0 政策走向、地緣政治及 AI 發展而定。

新台幣兆元

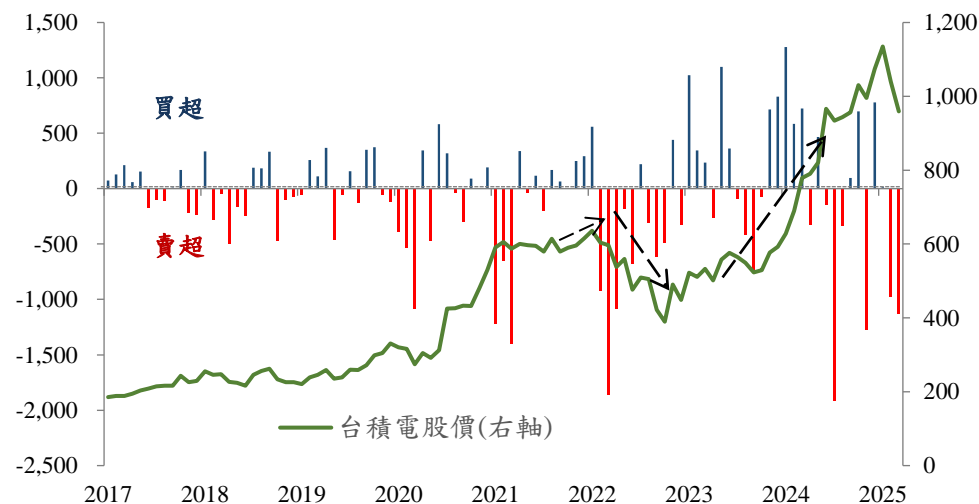
圖 8 台積電與其他上市股票市值



資料來源：Bloomberg

新台幣億元

圖 9 台積電股價與外資賣超台積電金額



資料來源：台灣股市資訊網

<sup>5</sup> 2017 年初至上年底，台積電市值增加 23.17 兆元，同期間台股總市值增加 46.47 兆元，占約 50%。

### 3. 外資挾豐厚資金伺機獲利，鉅額資金短期進出，對我外匯市場穩定帶來挑戰

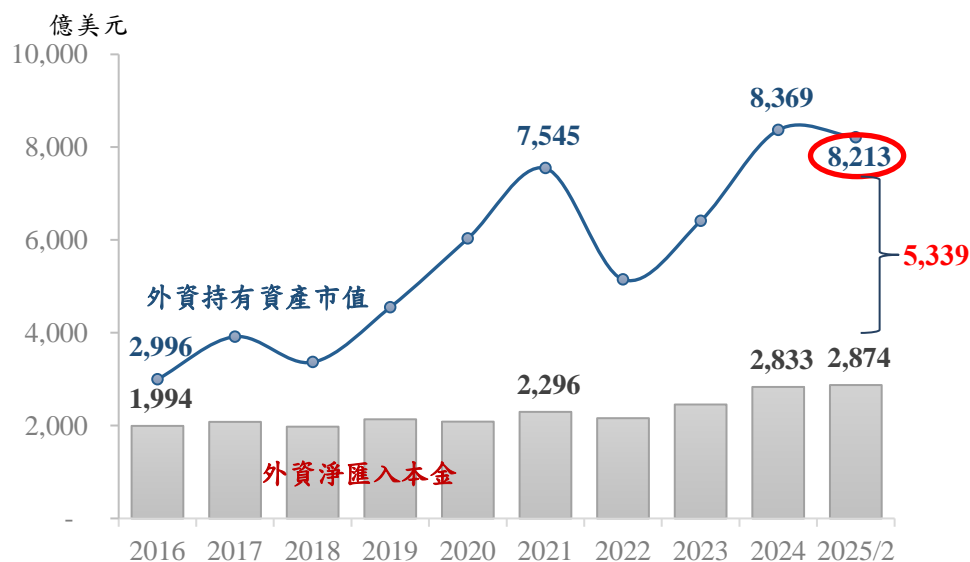
(1) 台積電領軍電子股大漲，為外資帶來**豐厚資本利得**；截至本年 2 月底，外資投資國內證券淨匯入本金約 2,874 億美元，持有國內資產市值約 8,213 億美元，扣除所匯入之本金後，**帳上巨額獲利達 5,339 億美元**(圖 10)。

(2) 此外，上市櫃公司 2023 年及 2024 年發放**股息**亦為外資**貢獻大量收益**，連兩年**獲配稅後現金股息皆逾 4,800 億元**(表 2)；由於 2024 年上市櫃公司營收亮眼，推估外資明年獲配股息將逾新台幣 5,000 億元。

—外資持有台積電比重高，每年領取**台積電現金股利逾新台幣千億元**，2024 年外資獲配台積電現金股息新台幣 1,544 億元(不含 ADR 持股)，**占當年度整體外資獲配現金股息金額之 32%**。

(3) **外資持有台股市值占外匯存底比重**由 2016 年之 69% 上升至本年 2 月底 **142%**。面臨**川普 2.0** 不確定性之**挑戰**，外資資金恐**更頻繁移動**，加上鉅額股息匯出，將**對我外匯市場穩定帶來挑戰**。

圖 10 外資投資台積電成本與未實現獲利



資料來源：金管會、證交所

表 2 外資投資台股獲配現金股息

新台幣億元

年	台積電	其他電子股	非電子股	合計
2020	1,124	1,311	1,175	3,610
2021	1,135	1,826	1,169	4,130
2022	1,216	2,329	1,902	5,447
2023	1,182	2,151	1,527	4,860
2024	1,544	2,036	1,268	4,848

註：1. 獲配股利為本行設算稅後所領取現金股息金額，不含 ADR 持股。

2. 其他電子股主要包括聯發科、鴻海、日月光、廣達及聯電等。

3. 非電子股主要包括金融股、KY 中租、統一、長榮及中華電等。

資料來源：證交所、台灣股市資訊網、央行設算

### (三)結論

#### 1. 美國那斯達克指數及台股指數皆以科技類股為主，走勢亦步亦趨

- (1) 上年科技類股在全球 AI 熱潮及 Fed 啟動降息循環帶動下走揚，美國那斯達克及台股指數分別大漲 28.6% 及 28.5%，表現優異。
- (2) 本年以降，由於上年漲幅已高，加上美國總統川普擬對半導體產品課稅，以及中國推出 DeepSeek，衝擊科技產業，美國那斯達克指數下修，台股亦受牽連，至 3 月 14 日分別下跌 8.1% 及 4.6%。美股與台股皆分別受主要權值股美股七雄及電子類股拖累而下滑。

#### 2. 台積電主導台股走勢，台股未來動向取決於川普 2.0 政策走向、地緣政治及 AI 發展而定

- (1) 美中貿易戰、COVID-19 疫情及俄烏戰爭等重大事件，加速全球供應鏈重組，由「成本導向」轉變為信賴優先的「安全及韌性導向」。美中衝突由貿易擴大至科技及國防安全領域，半導體成為戰略物資，凸顯台灣在全球高科技供應鏈的重要性。
- (2) 台積電近年市值大幅攀升，貢獻台股大盤市值增長，反映半導體在我國產業地位上升。台積電作為國內半導體產業龍頭，其業績與前景也間接影響其他電子類股表現，進而帶動台股走勢。

#### 3. 外資近年逢高獲利，本年以來大幅賣超台股，造成台股下跌，也影響匯市穩定

- (1) 股市為經濟櫥窗，上年電子資通訊產品出口佳，帶動經濟成長，股市上揚；本年以來台灣經濟基本面並未明顯轉差，惟受市場擔憂川普 2.0 政策不確定性影響，加以外資持續賣超，致台股隨美股走跌。



- (2) 上年**外資**利用台股大漲之際**調節台股**，第 3 季與第 4 季分別賣超台股 5,802 億元及 1,881 億元，**全年賣超台股 6,951 億元**，這段期間台股**主要支撐力道為內資**，特別是**ETF 熱賣**，**投信全年買超 8,321 億元**，創歷史新高，為上年推升台股之主要因素。
- (3) 本年以來在川普 2.0 的政策不確定性影響下，外資加大賣超台股力道，截至 3 月 14 日，已賣超台股 5,218 億元。**外資**近期擴大**賣超台股**，不僅為**台股下跌之主因**，也**對我國匯市穩定造成影響**。

## 七、比特幣作為央行準備資產或國家戰略儲備之分析

**比特幣**(bitcoin)於2008年由一名自稱「中本聰」(Satoshi Nakamoto)者所提出<sup>1</sup>，存在於**網路空間**，其發行量由程式控制，最初成功產生一個區塊(block)可獲得50單位比特幣，其後約每4年自動減半(halving)，預計至2140年達到2,100萬單位發行量上限；比特幣透過**去中心化**的方式移轉，2009年1月問世之初**原擬作為支付用途**，惟其**價格易受市場資金面與消息面影響而大幅波動**，因而弱化其支付功能，成為風險性資產，目前**轉向金融商品發展**。

自上(2024)年11月以來，美國總統大選期間**對虛擬資產友善的川普**(Donald Trump)**贏得勝選**，比特幣**出現慶祝行情**，價格快速上漲，並創下10.6萬美元之歷史新高；其後則**震盪下跌**，一度於本(2025)年3月10日跌至7.8萬美元，**跌幅達26%**。鑑於比特幣具**稀缺性等特性**，有人將之比喻為**數位黃金**，**建議將比特幣納入央行準備資產**(reserve asset)，**川普**亦於當選後**計劃建立比特幣戰略儲備**(strategic reserve)<sup>2</sup>，因而**引發諸多關注與討論**。本文先概述比特幣近期發展，再**深入分析比特幣是否適合作為央行準備資產或國家戰略儲備**，俾供各界參考。

### (一)近期比特幣發展概況

#### 1. 比特幣價格波動大，無法作為支付用途，已轉向金融商品發展

(1)**比特幣**問世之初原擬作為支付用途，惟**價格易受市場資金面與消息面影響而大幅波動**，不具備貨幣的交易媒介、計價單位及價值儲藏之功能，已**轉向金融商品發展**。

(2)**為滿足市場對比特幣投機或投資的需求**，比特幣相關的**金融商品及服務相繼出現**。

—2017年12月，美國商品期貨交易委員會(CFTC)批准芝加哥商品交易所(CME)及芝加哥期權交易所(CBOE)開辦**比特幣期貨交易**<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> Nakamoto, S. (2008), "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System," Oct 31.

<sup>2</sup> Forbes (2024), "Trump Confirms Bitcoin Reserve Plans—\$15 Trillion Price Boom Predicted," Dec. 14.

<sup>3</sup> 其中，CBOE於2019年6月因業務萎縮而退出比特幣期貨市場，並於2021年收購虛擬資產交易所ErisX(現更名為CBOE Digital)，再度進入比特幣期貨市場。

— 上年 1 月，美國證券交易委員會(SEC)批准比特幣現貨 ETF 上市<sup>4</sup>，並於同年 9 月開放比特幣現貨 ETF 選擇權<sup>5</sup>。

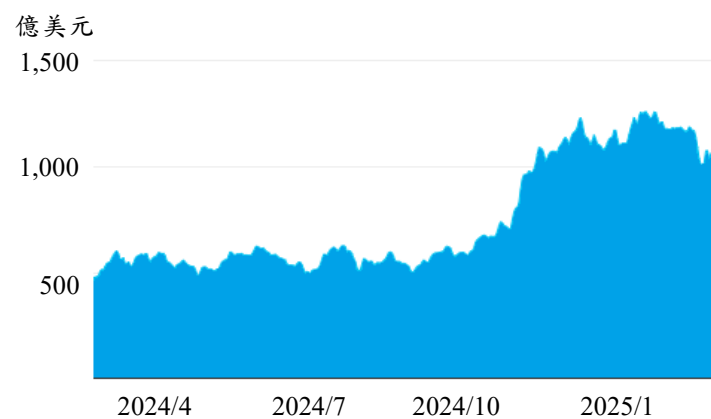
— 隨著商品的多元化及投資門檻降低，投入虛擬資產衍生之相關金融商品的資金亦持續增加，以比特幣現貨 ETF 為例，其資產管理規模(Assets Under Management, AUM)<sup>6</sup>自推出以來逐步走高，目前約 1,200 億美元(圖 1)。

## 2. 全球首個將比特幣列為法定貨幣的國家薩爾瓦多，國內使用比特幣作為支付工具的情況不如預期，近來已調整其政策，使比特幣不再具備法幣屬性

(1) 薩爾瓦多於 2021 年 9 月接受比特幣為法定貨幣，係全球首個將比特幣列為法定貨幣的國家，並從 2022 年 11 月 18 日起每日購買 1 單位比特幣，但國內使用比特幣作為支付工具的情況不如預期<sup>7</sup>。

(2) 上年 12 月，由於國際貨幣基金(IMF)認為虛擬資產可能為金融穩定與金融誠信等帶來風險，因此薩國與 IMF 就比特幣相關規定達成協議<sup>8</sup>，以獲取 IMF 約 14 億美元的貸款援助。協議內容包括：不得以法規強制私部門接受比特幣<sup>9</sup>、不再接受民眾使用比特幣繳稅，以及逐步取消官方虛擬資產錢包應用程式「Chivo」的服務等<sup>10</sup>。

圖 1 比特幣現貨 ETF 之資產管理規模



資料來源：the Block

<sup>4</sup> 參見中央銀行(2024)，「比特幣的過去及現貨 ETF 推出後的最新發展」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 21 日。

<sup>5</sup> Reuters (2024), “SEC Approves BlackRock’s Spot Bitcoin ETF Options Listing,” Sep. 21.

<sup>6</sup> 係指投資機構(如投資信託公司、銀行、證券公司、對沖基金等)代客戶所管理的投資資產總和。

<sup>7</sup> 薩國總統 Nayib Bukele 於上年 8 月接受時代雜誌採訪時，坦承比特幣在該國尚未得到廣泛採用；另根據本年 1 月中美洲大學(UCA)發布之調查結果，薩國民眾上年曾使用比特幣進行交易者僅占 8.1%。詳見 Bergengruen, V. (2024) “How Nayib Bukele’s ‘Iron Fist’ Has Transformed El Salvador,” *TIME*, Aug. 29; BeInCrypto Brasil (2025), “56% of the Population in El Salvador Believe that the Economy ‘Remains the Same’ with Bitcoin,” *Binance Square*, Jan. 18。

<sup>8</sup> IMF (2024), “IMF Reaches Staff-Level Agreement with El Salvador on an Extended Fund Facility Arrangement,” *Press Releases*, Dec. 18.

<sup>9</sup> 薩爾瓦多國會已於本年 1 月 29 日通過「比特幣法」修正案，讓該國商家可自行選擇是否接受比特幣支付，不再受制於法律強制要求，見 Reuters (2025), “Lawmakers in El Salvador Rush New Bitcoin Reform after IMF Deal,” Jan. 30。

<sup>10</sup> 薩爾瓦多比特幣辦公室主任 Stacy Herbert 於上年 12 月表示，未來可能出售或停止 Chivo 錢包服務，將由其他私部門提供的錢包應用程式為該國民眾提供服務，見 France 24 (2024), “El Salvador Plans to Sell or Shut Its Crypto Wallet,” Dec. 20。

### 3. 上年底以來，因美國總統川普對比特幣的支持態度致其價格飆漲，近期則震盪下跌(圖 2)

(1)上年 11 月起，再度當選美國總統的川普，對虛擬資產持友善態度<sup>11</sup>，比特幣價格飆升，並一度於本年 1 月創下 10.6 萬美元的歷史新高。

(2)本年 2 月以來，受市場預期 Fed 維持利率不變<sup>12</sup>、美國最大虛擬資產交易平台 Bybit 遭駭<sup>13</sup>、蒙大拿州與南達科他州否決或擱置建立比特幣儲備的提案<sup>14</sup>等負面消息影響，致比特幣價格明顯下跌。

(3)嗣因美國總統川普於社群媒體發布將以比特幣等虛擬資產作為戰略儲備之消息，比特幣價格一度回升；惟市場隨即消化該消息，加上市場擔憂美國對加拿大及墨西哥加徵關稅即將生效<sup>15</sup>，恐影響經濟發展，以及美國政府可能僅以政府扣押之比特幣建立戰略儲備，不會額外購入比特幣<sup>16</sup>等因素影響，比特幣價格轉跌；近來因市場對經濟衰退的擔憂加劇，比特幣價格進一步下挫，一度跌至約 7.8 萬美元<sup>17</sup>。

圖 2 比特幣價格走勢



說明：2009 年以迄於 2011 年，由於比特幣價格甚低，大多在 0.3 美元以下，因此未於圖中繪示。

資料來源：CoinMarketCap

<sup>11</sup> 川普第一任時對虛擬資產並不認同；但自第二任競選期間以來即對虛擬資產市場展現友善態度，當選後計畫建立比特幣戰略儲備，提名對金融監管持相對自由態度的 Paul Atkins 擔任 SEC 主席，並任命 PayPal 前營運長 David Sacks 擔任新設之「人工智慧與加密沙皇(AI and Crypto Czar)」，以期制定虛擬資產法律架構，滿足虛擬資產產業對監管法規明確性的需求，帶動美國 AI 及虛擬資產產業的發展。

<sup>12</sup> CoinMarketCap (2025), "Bitcoin Drops below \$95,000 as U.S. Inflation Rises 0.5% in January, Fed Signals No Rate Cuts Soon," Feb. 13.

<sup>13</sup> CoinDesk (2025), "Bitcoin, Ether Slump as Crypto Prices Dip on Report of Massive \$1.5B Bybit Hack," Feb. 21.

<sup>14</sup> Benzinga (2025), "South Dakota Shoots Down Bitcoin Reserve Bill over Volatility Concerns, Follows Wyoming and Montana's Lead as BTC Falls below \$90,000," Feb. 25.

<sup>15</sup> CNBC (2025), "Bitcoin Tumbles 9%, Reversing Most of the Rally from Trump's Crypto Reserve Announcement," Mar. 3.

<sup>16</sup> CNBC (2025), "Bitcoin Falls even after Trump Officially Establishes U.S. Bitcoin Reserve," Mar. 7.

<sup>17</sup> CNBC (2025), "Bitcoin Falls to November Low under \$80,000 on Heightened Recession Fears," Mar. 10.

## (二)有些人士建議將比特幣列為央行準備資產，惟主要央行及國際金融組織仍多持審慎態度

### 1. 由於比特幣的稀缺性、地緣政治考量或投資組合多元化等原因，近來有些人士主張將比特幣納入準備資產

(1)部分比特幣支持者認為，**比特幣總發行人量固定**，具有**稀缺性**，可避免因超發而導致通膨，且需耗費電腦算力進行挖礦，**特性類似黃金**而將其喻為「**數位黃金**」<sup>18</sup>，並認為可比照黃金，將比特幣納入官方準備資產。例如，上年12月，瑞士的比特幣支持者提案修憲，**要求瑞士央行將比特幣納入準備資產**<sup>19</sup>，惟該提案須在2026年6月30日前，收集到10萬名瑞士居民的簽名連署，方能啟動繁複的公投程序<sup>20</sup>。

(2)由於比特幣具有**去中心化**之特性，**不受任何國家或機構控制**，俄羅斯認為持有比特幣作為準備資產**或可避免遭受其他國家的金融制裁**。例如，2022年俄烏戰爭爆發後，**俄羅斯約3千億美元的準備資產遭西方國家凍結**，總統普丁於上年12月表示<sup>21</sup>，美國政府將美元用於政治目的，會削弱美元作為各國準備資產的地位，而**比特幣因無人可禁止持有或使用**，因此**可能成為準備資產的替代方案之一**。

(3)另有部分國家認為，比特幣可作為一種傳統資產以外的投資商品，持有比特幣可使**投資組合多元化**以增加收益。例如，本年1月，**捷克央行總裁 Aleš Michl** 表示考慮**將少量比特幣納入該行準備資產**<sup>22</sup>，以實現多元化投資策略，惟此決策須經該行理事會批准，**目前仍僅處於評估階段**。

### 2. 對於將比特幣納入準備資產的想法，主要央行仍持審慎態度

(1)**瑞士央行拒絕持有比特幣**，並對比特幣等虛擬資產**持謹慎態度**。

---

<sup>18</sup> 例如，Fed 主席 Jerome Powell 於上年12月受媒體採訪時將比特幣比喻為黃金，惟其為虛擬的、數位的，並表示大眾將比特幣用作投機資產，而非用於支付或價值儲藏，且其波動性極大，並非美元的競爭對手，而是黃金的競爭對手。CNBC (2024), “What Fed Chief Powell Said about Crypto that May Have Aided Bitcoin’s Rally to \$100,000,” Dec. 5.

<sup>19</sup> Reuters (2025), “Swiss Central Bank Faces Call to Hold Bitcoin in Reserves,” Jan. 1.

<sup>20</sup> 公投程序包括須先經瑞士聯邦政府審查核准，並提交聯邦議會討論通過(議會可能提出反對或修正意見)，才能舉行公投，而公投設有雙重多數決門檻，即全國選民過半數同意，且23個邦中，須至少12個邦達過半選民同意才能通過。Frey, B. S. (1994), “Direct Democracy: Politico-Economic Lessons from Swiss Experience,” *American Economic Review*, 84(2), 338-342.

<sup>21</sup> Reuters (2024), “Russia’s Putin Questions the Need for Dollar Forex Reserves, Touts Bitcoin,” Dec. 4.

<sup>22</sup> Reuters (2025), “Czech Central Bank to Consider Holding Bitcoin as Reserve Asset,” Jan. 29.



- 上年 11 月，**瑞士央行總裁** Martin Schlegel 認為比特幣等虛擬資產價格波動劇烈、耗費大量能源且經常與非法活動有所關聯，儘管近年快速發展，但仍屬小眾現象(niche phenomenon)，因此**對虛擬資產持謹慎態度**<sup>23</sup>。
  - 本年 3 月，Martin Schlegel 再度**拒絕將比特幣納入準備資產**，主因缺乏價格穩定性、流動性及安全性，**不利於長期保值**，且**難以及時用於貨幣政策目的**<sup>24</sup>。
- (2)**歐洲央行(ECB)及其他許多歐洲國家之央行亦不考慮將比特幣等虛擬資產納入準備資產**<sup>25</sup>。
- **ECB 總裁** Christine Lagarde 已表明**不支持**捷克央行總裁 Aleš Michl **將比特幣納入該行準備資產的想法**，且重申 **ECB 不會考慮將比特幣等虛擬資產納入準備資產**<sup>26</sup>；該行**監事會**(Supervisory Board)**主席** Claudia Buch 亦認為虛擬資產市場具有**過度槓桿、不透明及利益衝突**等風險。
  - **波蘭、羅馬尼亞、比利時及匈牙利**等歐洲國家央行總裁，亦相繼表明**不會將比特幣等虛擬資產納入準備資產**。
- (3)**美國 Fed 主席** Jerome Powell 於上年 12 月表示，「**聯邦準備法**」(Federal Reserve Act)**不允許 Fed 持有比特幣**，且 **Fed 亦不會尋求修改法律**以持有比特幣；Fed 主要關注虛擬資產是否影響消費者及銀行部門的安全<sup>27</sup>。
- (4)**南韓央行官員**於本年 3 月表示<sup>28</sup>，比特幣價格波動大，且當**虛擬資產市場不穩定**時，可能導致**兌現比特幣的交易成本大幅上升**，因此**持有比特幣需謹慎**。

### 3. 世界銀行(World Bank)研究報告指出，比特幣等虛擬資產不具安全性及流動性等特性，目前尚不適合納入準備資

---

<sup>23</sup> Reuters (2024), “Swiss National Bank Chairman Wary of Cryptocurrencies,” Nov. 8.

<sup>24</sup> Central Banking Newsdesk (2025), “SNB Governor Says ‘No’ to Holding Crypto in Reserves,” Mar. 3; CoinDesk (2025), “Swiss National Bank President Reportedly Dismisses Bitcoin as Reserve Asset,” Mar. 1.

<sup>25</sup> Reuters (2025), “ECB’s Lagarde Slaps Down Czech Proposal for Bitcoin Reserves,” Jan. 31; Reuters (2024), “Powell Says Fed Cannot Hold Bitcoin, Not Seeking to Change that,” Dec. 19.

<sup>26</sup> 儘管捷克未使用歐元，但捷克為歐盟成員國，因此其央行總裁仍須參與 ECB 一般委員會(ECB General Council)；該委員會由 ECB 總裁主持，並為參與國提供金融政策上的建議。詳見 Reuters (2025), “ECB’s Lagarde Slaps Down Czech Proposal for Bitcoin Reserves,” Jan. 31。

<sup>27</sup> Reuters (2024), “Powell Says Fed Cannot Hold Bitcoin, Not Seeking to Change that,” Dec. 19; Cryptopolitan (2024), “Fed Won’t Hold Bitcoin or Push for Strategic Reserve, Says Jerome Powell,” Dec. 19.

<sup>28</sup> Yonhap News Agency (2025), “BOK Rules Out Inclusion of Bitcoin in Foreign Exchange Reserves,” Mar. 16.

## 產的投資組合<sup>29</sup>

(1)對各國央行而言，持有準備資產的目標係當國家遭受衝擊時可維持經濟與金融穩定，以及執行外匯政策，**首重安全性(safety)與流動性(liquidity)**，此外，還要考量因應國際貿易與金融流量<sup>30</sup>(trade and financial flows)所需的**幣別配置及穩定收益**(圖 3)。

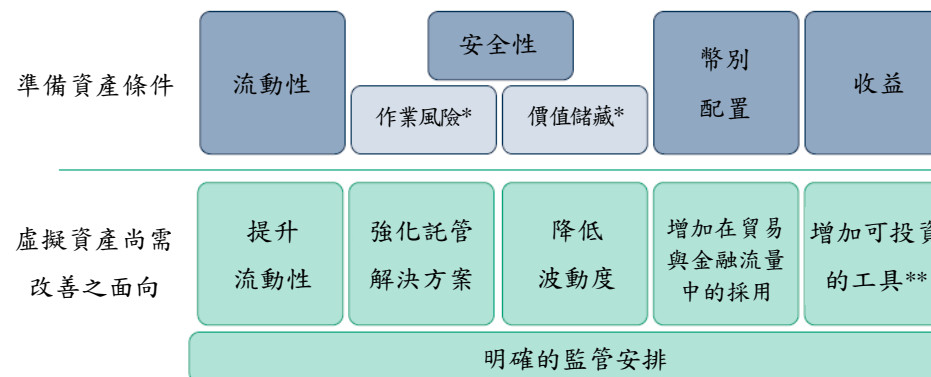
(2)**比特幣等虛擬資產價格波動大，市場深度、廣度等均不如傳統金融市場**(如國際主要貨幣及政府債券等)，安全性與流動性皆不足，加以仍有市場操縱、詐欺等**作業風險(operational risk)**，以及**許多虛擬資產活動仍缺乏監管**，因此目前不宜納入準備資產；即使比特幣可能具有產生高收益的潛力，但**價格波動劇烈仍非央行穩健投資標的**。

## (三)比特幣等虛擬資產未能滿足前述安全性、流動性等條件之深入分析<sup>31</sup>

### 1. 央行準備資產係一國可用於因應衝擊的外部資產，首重安全性與流動性

(1)根據 IMF 定義<sup>32</sup>，**央行準備資產係指一國貨幣當局可隨時動用與控制的外幣資產，可用於滿足國際收支需求、管**

圖 3 世界銀行認為準備資產應具備之條件及  
虛擬資產尚待改善之面向



\*作業風險應降低、價值儲藏功能應提高。

\*\*係指可信賴且符合央行穩健行為的投資工具。

資料來源：Erik F., D. Klingebiel and M. Ruiz (2024), "Can Crypto-Assets Play a Role in Foreign Reserve Portfolios? Not Today, and Likely Not in the Near Future," *Equitable Growth, Finance and Institutions Insight*, World Bank Group, Washington, D.C.

<sup>29</sup> Erik F., D. Klingebiel and M. Ruiz (2024), "Can Crypto-Assets Play a Role in Foreign Reserve Portfolios? Not Today, and Likely Not in the Near Future," *Equitable Growth, Finance and Institutions Insight*, World Bank Group, Washington, D.C..

<sup>30</sup> 金融流量係指由外人直接投資(foreign direct investment, FDI)、證券投資(portfolio investment)或涉及其他金融工具交易等所產生的資金流量。

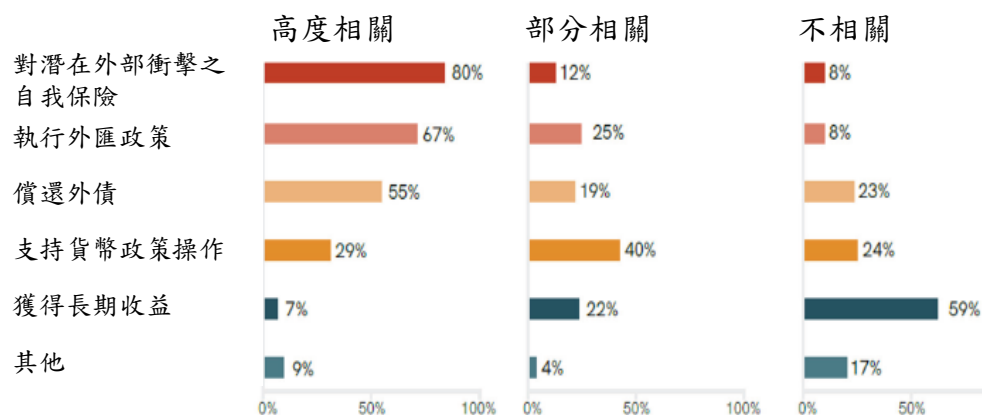
<sup>31</sup> 詳參世界銀行研究報告 Erik F., D. Klingebiel and M. Ruiz (2024), "Can Crypto-Assets Play a Role in Foreign Reserve Portfolios? Not Today, and Likely Not in the Near Future," *Equitable Growth, Finance and Institutions Insight*, World Bank Group, Washington, D.C.。

<sup>32</sup> IMF (2013), *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guideline for a Data Template*, International Monetary Fund, Washington, D.C..

理外匯市場及其他如維持該國貨幣穩定與經濟信心等目的，項目包括外匯<sup>33</sup>、黃金及特別提款權(SDR)<sup>34</sup>等；並未包括比特幣等虛擬資產。

(2)世界銀行調查顯示<sup>35</sup>，對各國央行而言，當國家遭受不利的外部衝擊時，可用於維持經濟與金融穩定，係持有準備資產的首要目標，其次則為執行外匯政策(圖 4)，因此首重安全性與流動性，收益(return)則非重要考量因素(圖 5)。

圖 4 各國央行準備資產的管理目標

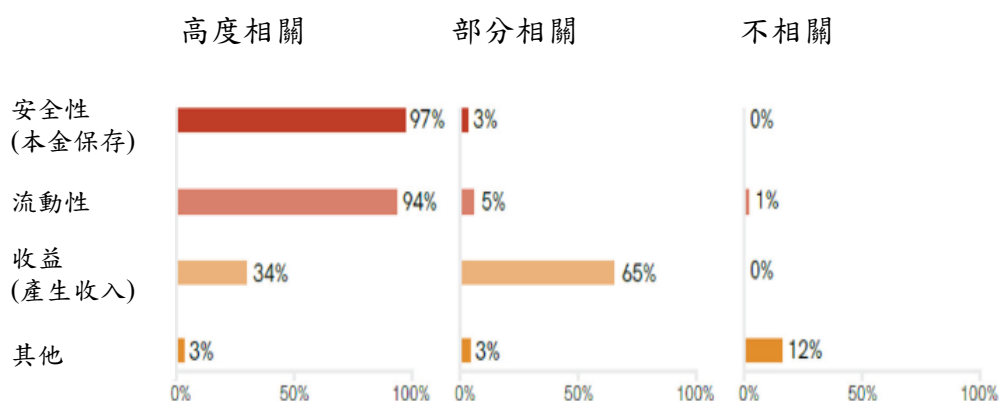


全部受調央行回應相關度之占比(%)

說明：共調查 119 家央行。

資料來源：2021 Third RAMP survey on the Reserve Management Practices of Central Banks

圖 5 各國央行準備資產的管理原則



全部受調央行回應相關度之占比(%)

說明：共調查 119 家央行。

資料來源：2021 Third RAMP survey on the Reserve Management Practices of Central Banks

2. 依圖 3 所示，從安全性、流動性、幣別配置或穩定收益等方面評估，比特幣等虛擬資產尚不符合準備資產要求

(1)安全性

— 安全性即**本金的保存**(preservation of capital)，係**準備資產管理者的首要考量**，包括**資產的保管、存放**，以及其價

<sup>33</sup> 包括存款、證券(如債券或股票)、衍生性金融商品或其他債權(如放款或其他金融工具)等。

<sup>34</sup> SDR 係 IMF 創設的一種準備資產，可供 IMF 成員國平衡國際收支或因應金融危機，目前由美元、歐元、人民幣、日圓及英鎊等貨幣所組成；由於 SDR 僅為記帳單位，並無實體流通，因此當一國欲動用 SDR 時，需先以 SDR 向其他國家換取外匯後，方能加以運用。有關 SDR 的介紹，參見中央銀行(2015)，「特別提款權(SDR)簡介」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 17 日。

<sup>35</sup> World Bank (2021), “Third RAMP Survey on Central Bank Reserve Management Practices,” Oct. 22.

值的穩定性(尤其當危機發生時仍需保有其價值)，因此各國央行通常會投資於價值波動低、信譽良好且易於防護(包括網路安全)的低風險資產。

一 比特幣等虛擬資產價格波動劇烈，價值不確定性高，無法作為可靠的價值儲藏工具，而且不具備避險功能<sup>36</sup>，因此無助於央行因應衝擊，且虛擬資產市場存在詐欺、價格操縱、遭駭或系統故障等風險，均致其安全性不足。

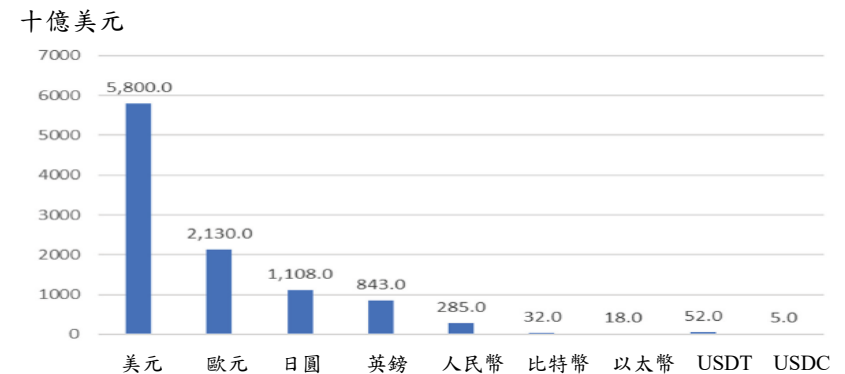
## (2)流動性<sup>37</sup>

一 相較於傳統的準備資產項目，比特幣的交易額及市值仍低，且交易成本偏高，難以符合高流動性要求。

- 比特幣日均交易額僅 320 億美元，遠低於國際貨幣如美元 5 兆 8,000 億美元、歐元 2 兆 1,300 億美元及日圓 1 兆 1,080 億美元(圖 6)。
- 比特幣總市值約近 2 兆美元<sup>38</sup>，與總市值超過 20 兆美元的美國公債相比，亦有極大落差。
- 比特幣採用的公共區塊鏈可能會發生交易壅塞及高額手續費等問題<sup>39</sup>，交易成本偏高。

## (3)幣別配置<sup>40</sup>

圖 6 主要國家貨幣及虛擬資產日均交易額



說明：主要國家貨幣係 2019 年資料，比特幣、以太幣係 2022 年資料。  
資料來源：Erik F., D. Klingebiel and M. Ruiz (2024), "Can Crypto-Assets Play a Role in Foreign Reserve Portfolios? Not Today, and Likely Not in the Near Future," *Equitable Growth, Finance and Institutions Insight*, World Bank Group, Washington, D.C.

<sup>36</sup> 研究顯示，比特幣價格走勢與通膨率、總體經濟不確定性指數呈負相關，並與股價呈正相關，顯示比特幣無法抵禦總體經濟恐慌，因此並非總體避險工具，反而較像槓桿賭注，詳見 Danielsson, J. and R. Macrae (2022), "Bitcoin Isn't Much of a Macro Hedge," *VoxEU*, Jun. 25；中央銀行(2023)，「比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

<sup>37</sup> 係指市場流動性(market liquidity)，亦即能否於次級市場順利買賣所需的成交量而不顯著影響市場價格。

<sup>38</sup> 本年 3 月 15 日之市值約為 1.7 兆美元。

<sup>39</sup> 參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

<sup>40</sup> 或指融資流動性(funding liquidity)，亦即當市場有需要時，央行能否提供外幣融資，滿足市場對外幣的資金需求。在考量融資流動性的情況下，外匯存底幣別組成會參考國人對外投資或貿易常使用的幣別種類。

—準備資產的潛在用途會影響其幣別組成，各國會傾向配置較高比重在其國際貿易與金融流量或償還外債所需支付之幣別，如美元、歐元等主要貨幣。

- 由於目前全球貿易、跨國投資或融資等活動，皆以美元及歐元等主要貨幣計價，因此各國多將準備資產配置於該等貨幣計價之資產。
- 虛擬資產極少應用於國際貿易，國際組織及各國政府亦未有以虛擬資產計價之借貸計畫，因此虛擬資產尚難以成為央行準備資產的一部分。

#### (4)穩定收益

- 虛擬資產不但價格波動劇烈，缺乏可預期的現金流入且用途有限，央行難以預測合理的投資收益。
- 對各國央行而言，準備資產所能產生之收益僅為次要考量，安全性與流動性才是首要考量，因此即使虛擬資產可能產生高收益的潛力，惟因其價格波動劇烈，央行仍可能避免持有，以免影響準備資產的安全性、流動性及央行資產負債表的穩健。

### 3. 比特幣等虛擬資產如欲作為準備資產，尚有諸多面向仍待改善

(1)如前所述，虛擬資產在安全性、流動性、幣別配置或穩定收益等方面均尚不足以作為準備資產。具體而言，虛擬資產如欲作為準備資產，尚待改善的面向包括：

- 虛擬資產市場的流動性、深度及交易成本等，均需大幅改善。
- 需解決市場操縱、內線交易及詐欺等風險，並強化託管之安全性及資產保護措施(例如虛擬資產交易平台與客戶的資產應確實予以區隔)等。
- 需降低價格波動，以作為價值儲藏之工具。
- 需成為廣泛使用的交易媒介，提升在跨境貿易與金融流量的使用程度。



—需符合央行穩健的投資標的。現行**虛擬資產市場的質押(staking)<sup>41</sup>、去中心化金融(decentralized finance, DeFi)等金融工具均涉及高度風險**，迄今仍屬風險性資產。

(2)**央行準備資產如配置在虛擬資產，需有適當的監管安排，並減少法規上的不確定性**；但目前許多虛擬資產活動仍缺乏監管，即使部分國家準備納管，多數活動仍不符合相關規範標準。

#### 4. 目前國際間尚未有國家將比特幣納入準備資產

(1)儘管比特幣於近年來受到許多關注，但**至今仍未有任何國家將其納入準備資產，主要原因仍是其價格波動大**，無法像美國公債等高品質流動性資產提供穩定的價值保障，在面對突發的金融危機或經濟動盪時，**持有比特幣不但無法發揮保值作用，反而可能加劇風險**。

(2)另雖有人士主張**比特幣部分特徵與黃金類似**，因此**應比照黃金作為準備資產**，惟黃金在國際貨幣體系的歷史發展上一直扮演關鍵角色，IMF 並已明定黃金為準備資產的項目之一；而**比特幣在市場廣度、深度、健全性及實用性等方面皆不及黃金，除非強化其安全性與流動性**，否則**不大可能作為準備資產項目**(詳附錄)<sup>42</sup>。

#### (四)美國政府準備啟動比特幣戰略儲備之相關程序，其可行性仍有疑慮

##### 1. 美國總統川普宣布建立比特幣等虛擬資產<sup>43</sup>之戰略儲備

(1)**戰略儲備係政府預先儲存的重要物資或資源，可在緊急狀況時減少對外部供應的依賴，藉此維持國家經濟、社會民生的穩定與安全**，常見的戰略儲備包括**石油、糧食、醫療與防疫用品、戰略金屬或稀土**等<sup>44</sup>。

<sup>41</sup> 透過出借本身的虛擬資產來取得報酬。

<sup>42</sup> 有關黃金與比特幣之差異，另可參見中央銀行(2023)，「比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色」，央行理監事會後記者會參考資料，12月14日。

<sup>43</sup> 除了比特幣以外，可能納入戰略儲備的虛擬資產尚包括以太幣(ETH)、瑞波幣(XRP)、Solana (SOL)及 Cardano (ADA)，見 Reuters (2025), “Trump Signs Order to Establish Strategic Bitcoin Reserve,” Mar. 7。

<sup>44</sup> 參見劉憶如(2025)，「比特幣納入美國戰略儲備的意義」，聯合報，3月13日。具體案例如美國之戰略石油儲備(Strategic Petroleum Reserve)，可在戰爭或天災期間平抑油價，而中國大陸有金屬及穀物的戰略儲備、加拿大則有世界上唯一的楓糖戰略儲備，見 Reuters (2024), “Explainer: How Would a U.S. Bitcoin Strategic Reserve Work,” Dec. 18。此外，美國亦有如抗生素、疫苗、呼吸器等關鍵醫療用品之戰略國家儲備(Strategic National Stockpile)，以及過去曾建立之國家氦氣儲備(National Helium Reserve)、戰略鈾儲備(Strategic Uranium Reserve)等。

(2)美國總統川普宣布建立「戰略比特幣儲備」(Strategic Bitcoin Reserve)與「美國數位資產儲備」(United States Digital Asset Stockpile)：

—本年1月，美國總統川普以行政命令成立**總統數位資產市場工作小組**(President's Working Group on Digital Asset Markets)<sup>45</sup>，評估建立「國家數位資產儲備」(National Digital Asset Stockpile)的可行性。

—本年3月，**美國總統川普**再次**簽署行政命令**<sup>46</sup>，宣布建立「戰略比特幣儲備」與「美國數位資產儲備」：

- 「**戰略比特幣儲備**」由**比特幣**組成；「**美國數位資產儲備**」由**比特幣以外之其他虛擬資產**組成，可能包括以太幣(ETH)、瑞波幣(XRP)、Solana (SOL)及 Cardano (ADA)<sup>47</sup>。
- 建立戰略儲備所需的比特幣等虛擬資產，將**來自政府所扣押之比特幣或其他虛擬資產**；目前美國政府扣押之比特幣約有20萬單位<sup>48</sup>。
- 「戰略比特幣儲備」與「美國數位資產儲備」均由**美國財政部負責管理**<sup>49</sup>；並亦授權財政部長與商務部長制定**預算中立(budget neutral)**策略，即**政府不以納稅人的錢增購比特幣**，致市場預期落空，比特幣價格下跌<sup>50</sup>，近日復因市場對經濟衰退的擔憂加劇，比特幣價格進一步下挫<sup>51</sup>。

(3)美國已有約20州的立法機構提案**投資比特幣**或**建立州層級的比特幣儲備**<sup>52</sup>，惟**皆尚未通過**<sup>53</sup>。

<sup>45</sup> 該小組由「人工智慧與加密沙皇」David Sacks 擔任主席，成員包括財政部長、SEC 主席、CFTC 主席等，見 White House (2025), “Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology Executive Order,” *Presidential Actions*, Jan. 23。

<sup>46</sup> White House (2025), “Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile,” *Presidential Actions*, Mar. 6.

<sup>47</sup> Reuters (2025), “Trump Signs Order to Establish Strategic Bitcoin Reserve,” Mar. 7.

<sup>48</sup> 見 Reuters (2024), “Powell Says Fed Cannot Hold Bitcoin, Not Seeking to Change that,” Dec. 19；本年3月15日，20萬單位比特幣之市值約168億美元。

<sup>49</sup> 財政部長應評估相關的法律與投資考量(如戰略儲備應設立的帳戶為何、是否需立法等)，並於60日後提交報告。

<sup>50</sup> 在預算中立下，如日後比特幣價格下跌，不會傷及納稅人。參見劉憶如(2025)，「比特幣納入美國戰略儲備的意義」，聯合報，3月13日；CNBC (2025), “Bitcoin Falls over 5% as Volatility Continues after Trump’s Bitcoin Reserve Plan,” Mar. 9。

<sup>51</sup> CNBC (2025), “Bitcoin Falls to November Low under \$80,000 on Heightened Recession Fears,” Mar. 10.

<sup>52</sup> Crypto.news (2025), “The List of US States Embracing Bitcoin Reserves Is Growing,” Feb. 17.

<sup>53</sup> 其中立法進展較為領先者有亞利桑納州及德州，已於州參議院通過，惟尚須送州眾議院審議。

2. 比特幣並非重要生產投入，以其作為戰略儲備難以達成維護經濟活動或國家安全之目的，尚有許多疑慮

(1)由於**建立戰略儲備之目的係為確保一國之經濟活動或國家安全**，但**比特幣並非如石油、糧食、醫療與防疫用品、戰略金屬或稀土等實質經濟或日常生活中的生產投入或關鍵商品**，且在市場面臨不確定性時無法保值，**不符合作為戰略物資的條件**<sup>54</sup>。

(2)雖有部分人士主張建立比特幣戰略儲備可抵銷通膨造成之購買力下降，此係**基於比特幣價格會持續上漲，以及未來政府出售時不會大幅影響價格之假設**，惟**上述假設的不確定性極大**<sup>55</sup>，比特幣價格波動劇烈且市場深度不足，該主張極具風險<sup>56</sup>。

(3)比特幣不具有降低通膨、促進充分就業及金融體系穩定等公共目的，與實體經濟連結度亦低，因此**將比特幣納入戰略儲備僅有利於比特幣持有者**<sup>57</sup>，恐有**圖利少數持有比特幣大戶之疑慮**。

(4)在提出建立**州層級比特幣儲備**的立法機構中，近來**蒙大拿州眾議院否決該提案**，主因部分州眾議員認為，以公共資金投資虛擬資產的**風險太大**<sup>58</sup>；**南達科他州眾議院**亦因部分州眾議員擔憂價格波動過大而**擱置該提案**<sup>59</sup>。

### 3. 部分美國官員與專家及其他國家官員持審慎或反對態度

(1)Fed 主席 Jerome Powell 表示，**Fed 無意參與政府大量儲備比特幣的計畫**，且如前所述，「聯邦準備法」不允許 Fed 持有比特幣，Fed 亦不會尋求修改法律以持有比特幣<sup>60</sup>。

(2)前紐約 Fed 總裁 Bill Dudley 認為<sup>61</sup>，**建立比特幣戰略儲備對美國政府及未持有比特幣的人而言並無益處**，因為此

<sup>54</sup> Kumar, A. (2024), “What Exactly Is a Strategic Bitcoin Reserve?” *Econographics*, Atlantic Council, Aug. 8.

<sup>55</sup> Khalili, J. (2024), “Donald Trump’s Plan to Hoard Billions in Bitcoin Has Economists Stumped,” *WIRED*, Jul. 31.

<sup>56</sup> 美國總統川普簽署戰略比特幣儲備之行政命令後，市場價格劇烈波動，未如預期上漲，反而一度下跌，日內跌幅超過 5%，見 CNBC (2025), “Bitcoin Falls over 5% as Volatility Continues after Trump’s Bitcoin Reserve Plan,” Mar. 9。

<sup>57</sup> Bloomberg (2024), “A Bitcoin Reserve Could Be the Biggest Crypto Scam Yet,” Dec. 9.

<sup>58</sup> Crypto.news (2025), “Montana’s Bitcoin Reserve Bill Fails to Clear House of Representatives,” Feb. 24.

<sup>59</sup> Benzinga (2025), “South Dakota Shoots Down Bitcoin Reserve Bill over Volatility Concerns, Follows Wyoming and Montana’s Lead as BTC Falls below \$90,000,” Feb. 25.

<sup>60</sup> Reuters (2024), “Powell Says Fed Cannot Hold Bitcoin, Not Seeking to Change that,” Dec. 19; Cryptopolitan (2024), “Fed Won’t Hold Bitcoin or Push for Strategic Reserve, Says Jerome Powell,” *Binance Square*, Dec. 19.

<sup>61</sup> Bloomberg (2024), “A Bitcoin Reserve Would Be a Bad Deal for Americans,” Dec. 6.

政策係為推高比特幣價格，而非為政府創造價值；且為籌集購買比特幣的資金，美國財政部可能須借款，使償債成本提高，或 Fed 不得不因此而創造貨幣，進而推升通膨，形同將美國政府債務貨幣化(monetizing)。

(3)美國前財政部長 Lawrence Summers 表示<sup>62</sup>，建立比特幣戰略儲備的想法過於激進，除非迎合特定利益團體或競選捐款者，否則政府毫無理由囤積比特幣。

(4)美國諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 認為<sup>63</sup>，比特幣等虛擬資產除了投機之外，並無明顯的合法用途，其實質交易大多涉及洗錢、贖金等非法活動，因此比特幣等虛擬資產的戰略儲備計畫係屬「捲款詐騙」(rug pull)<sup>64</sup>，亦即拉高價格後出貨，致少數人獲益，風險則由納稅人承擔。

(5)此外，許多國家官員亦持審慎或反對態度：

—即使俄羅斯基於比特幣去中心化特性，認為其可能可作為避免受其他國家金融制裁的替代方案；惟近日俄羅斯財政部副部長 Vladimir Kolychev 表示<sup>65</sup>，比特幣波動大且不符合國家資產應具備的流動性與穩定性，因此該國國家福利基金(National Wealth Fund, NWF)<sup>66</sup>不會考慮將比特幣等虛擬資產納入該基金投資範圍。

—新加坡財政部第二部長徐芳達(Chee Hong Tat)於國會表示<sup>67</sup>，比特幣等虛擬資產屬於高度投機的工具，易出現極端的價格波動，且缺乏源自現金流、收益或有形資產的內含價值(intrinsic value)，因此主權財富基金不適合持有。

—英國財政部發言人表示<sup>68</sup>，相較於美元等法幣或黃金，比特幣或其他虛擬資產的波動性大，不適合作為國家資產，因此無建立比特幣戰略儲備的計畫。

---

<sup>62</sup> Bloomberg (2024), “Summers Blasts US National Bitcoin Reserve Idea as ‘Crazy’,” Dec. 6.

<sup>63</sup> Krugman, P. (2025), “Trump Is Planning the Biggest Heist in History,” *Substack*, Mar. 6.

<sup>64</sup> 係虛擬市場常見的詐欺手法，意指當用戶將資金投入某項虛擬資產項目時，項目發起方帶著資金突然消失，並且放棄運作，致使用戶蒙受損失。

<sup>65</sup> Interfax (2025), “Russia’s Finance Minister Not Planning to Alter Structure of NWF Investments, Add Crypto Assets,” Mar. 4.

<sup>66</sup> 為該國主權財富基金，亦為重要財政儲備，2008年2月1日成立，旨在促進經濟發展，提高國民福利，特別是補充養老金體系，確保預算平衡；隨著全球經濟與地緣政治環境的變化，NWF的投資策略也在不斷調整，以確保基金的安全性和收益性，並支持國內經濟的穩定發展。截至目前，NWF的投資比重，人民幣占60%，黃金則為40%。

<sup>67</sup> Singapore Ministry of Finance (2025), “Utility of Holding Cryptocurrency Investments in Singapore Sovereign Wealth Funds’ Portfolios,” *Parliamentary Replies*, Mar. 4.

<sup>68</sup> The Global Treasurer (2025), “UK Treasury Rejects US-Style Bitcoin Reserve Citing Volatility Concerns,” Mar. 11.



## (五)結語

### 1. 由於比特幣價格波動劇烈，目前已轉向金融商品發展，仍屬風險性資產

- (1) **比特幣價格易受金融資金面及消息面影響的特性**，致其**價格波動劇烈**。例如上年底以來，由於美國總統川普對虛擬資產持友善態度，比特幣價格飆升；近來受市場預期 Fed 利率維持不變、美國最大虛擬資產交易平台 Bybit 遭駭、美國政府不會額外購入比特幣、市場對經濟衰退的擔憂加劇等負面消息影響，比特幣價格震盪下跌。
- (2) 由於**比特幣無法作為支付用途，已轉向金融商品發展**，仍屬**風險性資產**；而全球首個將比特幣列為法幣的國家薩爾瓦多，國內使用比特幣作為支付工具的情況亦不如預期，且已依其與 IMF 的協議調整政策，包括不再強制私部門接受比特幣、不再接受民眾使用比特幣繳稅等。

### 2. 有些人士將比特幣喻為數位黃金，但比特幣避險功能不及黃金，且其安全性、流動性、實用價值及市場健全性等亦皆不及黃金

- (1) **黃金具內含價值**，比特幣則無內含價值。
  - (2) **比特幣價格波動劇烈**，且大多集中於少數大戶，**價格易受操縱**，並可能**遭駭客竊取**或因遺忘私鑰而失去所有權；**黃金價格相對穩定**，且**市場交易量大**，無論**價值的穩定性**、**資產的保管存放**或**市場流動性**，**比特幣皆不及黃金**。
  - (3) **黃金**在幾千年歷史的發展上，**為一種廣受歡迎的貴金屬**，可用於支付、投資保值，在實體經濟亦多用於珠寶製作或工業等用途，且倫敦等國際金融中心亦有**成熟的交易市場**；**比特幣則極少應用於實體經濟**，且發展迄今不到 20 年，**市場運作實務及監理機制等皆不如黃金市場健全**。
- ### 3. 對於有人希望將比特幣納入央行準備資產之建議，依據世界銀行報告指出，比特幣等虛擬資產未能滿足安全性、流動性等條件，目前似不宜納入準備資產；全球亦尚未有國家將其納入準備資產
- (1) 由於**準備資產係一國在遭受不利衝擊時**，可用於**維護經濟與金融穩定的外幣資產**，因此各國央行**首重其安全性與流動性**。



(2) 比特幣等虛擬資產價格波動大，市場深度、廣度等亦均不如傳統金融市場(如國際主要貨幣及政府債券等)，安全性與流動性皆不足，加以目前許多虛擬資產活動仍缺乏監管，因此尚不宜納入準備資產；即使虛擬資產可能產生高收益的潛力，但價格波動劇烈仍非央行穩健投資標的。

(3) 比特幣不若美國公債等高品質流動性資產，因其無法提供穩定的價值保障，在面對突發衝擊或不確定性時，不但無法保值，反而可能加劇風險，因此各國央行及國際金融組織均持審慎態度，目前全球尚未有國家將其納入準備資產；未來除非虛擬資產安全性、流動性及監管架構得到強化，否則不大可能作為準備資產<sup>69</sup>。

#### 4. 至於美國政府準備啟動比特幣等虛擬資產之國家戰略儲備相關程序，其可行性仍有疑慮，後續發展仍待觀察

(1) 比特幣缺乏如石油、糧食、醫療與防疫用品、戰略金屬或稀土等資源的戰略價值<sup>70</sup>，且價格波動大，市場面臨不確定性時無法保值，何況持有比特幣不會如債券利息帶來穩定收入；因此建立比特幣等虛擬資產之戰略儲備，未必具有效益。

(2) 美國目前約 20 州立法機構提案投資比特幣或建立州層級的比特幣儲備，惟皆尚未通過，且部分州的法案已遭否決或擱置，如蒙大拿州因以公共資金投資虛擬資產的風險太大而否決該提案，南達科他州亦擔憂虛擬資產波動過大而擱置該提案。

(3) 美國總統川普於本年 3 月簽署行政命令，以政府所扣押之比特幣或其他虛擬資產建立國家戰略儲備，並研擬預算中立策略，冀能不以納稅人的錢增購比特幣，致市場預期落空，比特幣價格下挫。由於將比特幣作為戰略儲備係川普的競選承諾，有些專家認為此舉僅為爭取比特幣或虛擬資產相關產業支持，並無實質利益<sup>71</sup>，加以該行政命令並非法律，後續仍有相關行政作業及可能面臨繁複立法程序等挑戰，是以未來如何落實執行，仍待觀察。

<sup>69</sup> 另據經濟日報報導，本行前副總裁許嘉棟認為，比特幣不是貨幣，亦屬不具實質價值基礎的資產，作為我國外匯存底不可行。

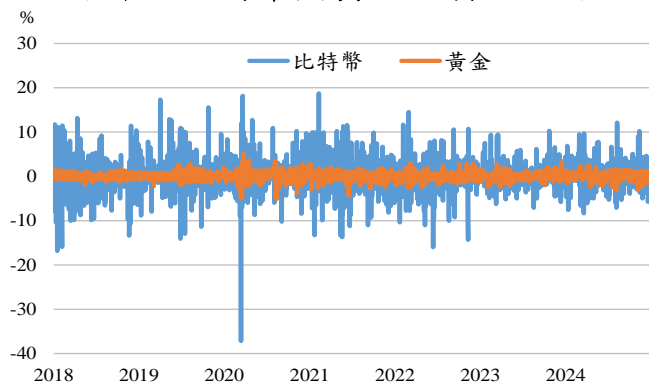
<sup>70</sup> 另據聯合報報導，前行政院長陳冲認為，台灣若有主權基金亦僅適合投資能源、糧食等台灣較缺乏的物資。

<sup>71</sup> 參閱 Khalili, J. (2024), “Donald Trump’s Plan to Hoard Billions in Bitcoin Has Economists Stumped,” *WIRED*, Jul. 31, 以及 Bloomberg (2024), “Summers Blasts US National Bitcoin Reserve Idea as ‘Crazy’,” Dec. 6。

## 附錄：從準備資產的角度比較黃金與比特幣之異同

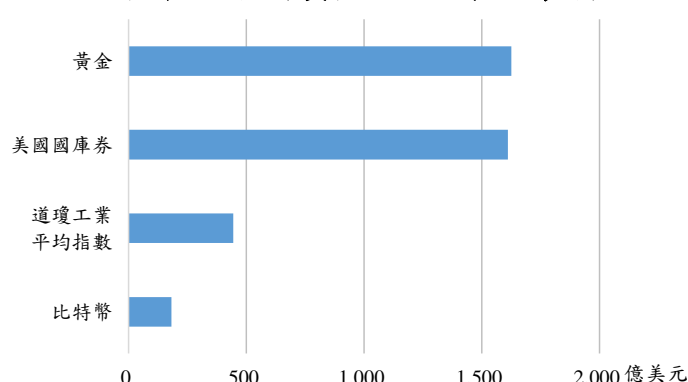
1. 黃金可開採的數量有限，比特幣亦具有 2,100 萬單位的發行量上限，兩者皆因產量有限而同樣具稀缺性。
2. 除兩者皆具稀缺性以外，安全性、流動性、實用價值及市場健全等皆不同：
  - (1) 黃金價格相對穩定，比特幣則價格波動劇烈(附圖 1)，且可能遭駭客竊取或因遺忘私鑰而失去所有權，無多重保障機制，因此無論就價值的穩定性，或是資產的保管存放，比特幣相對不安全。
  - (2) 黃金交易量遠大於比特幣，甚至大於美國國庫券及道瓊工業指數(附圖 2)，即便在金融危機時期，其流動性也不易枯竭；比特幣市場則相對淺碟，且多數比特幣集中於少數大戶手中，市場價格易受人為操縱。
  - (3) 黃金歷史上即廣泛作為支付媒介，甚至作為貨幣，並多用於珠寶、首飾製作，以及投資、避險等目的，另因黃金具有高延展性、導電性及耐腐蝕性等優點，亦廣泛用於工業用途(附圖 3)；而比特幣則不具內含價值，實體經濟應用價值極低。
  - (4) 黃金交易市場由來已久，如倫敦黃金市場自 1919 年便已成立，另紐約、蘇黎世、東京等國際金融中心亦有成熟的黃金市場，現已成為金融體系中不可或缺的一部分；比特幣發展至今不到 20 年，市場運作實務及監理機制等皆不如傳統金融資產健全。

附圖 1 比特幣與黃金之價格波動



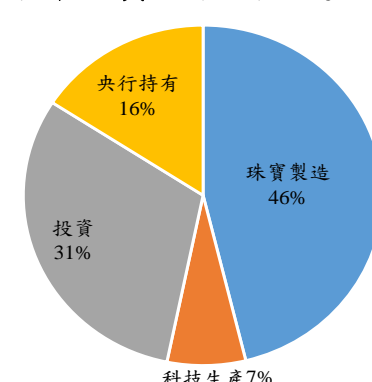
資料來源：CoinMarketMap、世界黃金協會

附圖 2 不同資產之日均交易額



資料來源：CoinMarketMap、世界黃金協會

附圖 3 黃金各項用途占比



資料來源：世界黃金協會