

台北外匯市場發展基金會委託計畫

川普2.0政策對金融市場之影響

研究人員*：卓世峻

日期：中華民國一一五年一月

*中央銀行外匯局辦事員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

2024 年以來，「川普 2.0」政策成為全球金融市場矚目焦點。川普政府延續「美國優先」政策主軸，並在關稅、財政、監管與移民等領域採取更為強硬且範圍更廣之政策立場，使市場對美國經貿政策方向、財政紀律及制度穩定性之不確定性顯著升高，金融市場波動度明顯放大。尤其上（2025）年 4 月宣布實施對等關稅後，美國金融市場一度出現股、債、匯同步承壓之罕見情形，引發投資人重新評估美元資產之避險功能與風險溢酬。

觀察金融市場走勢，川普 2.0 政府上任以來，上年美國市場呈現三階段變化：第一階段（1 月 1 日～3 月 31 日），「川普交易」由盛轉衰，風險情緒先升後降；第二階段（4 月 1 日～6 月 30 日），對等關稅衝擊下，市場對美元資產信心一度動搖，隨關稅暫緩與貿易談判進展，市場情緒逐步回穩；第三階段（7 月 1 日～12 月 31 日），在財政疑慮與降息循環交織下，股市維持強勢，美元走弱，而長天期美國公債殖利率降幅有限。

儘管期間市場一度出現「去美元化」討論，從實際資金流向觀察，全球資金對美元資產之整體需求仍維持穩健。外國投資人持有美國長期證券及公債規模持續創高，尚未出現結構性撤離。惟美國公債海外需求結構已逐步轉向對價格與風險較為敏感之民間投資人，使長天期公債對風險補償之依賴度提高。

整體而言，川普 2.0 政策提高市場對美元資產之風險評價，促使資產配置趨於多元化，惟在缺乏可全面替代之貨幣與市場架構下，美元及美國金融市場於全球資本配置中之核心地位，短期內仍難以被實質撼動。

目錄

壹、 前言	1
貳、 川普 2.0 政府上任以來金融市場變動情形	2
一、 川普新政府政策不確定性升高，投資人對美國中長期財政 前景產生疑慮，美國金融市場波動加劇	2
二、 川普 2.0 政府上任以來美國金融市場之階段性變化	3
三、 美元指數與美債殖利率走勢明顯脫鉤，引起市場關注	8
參、 美元資產之海外投資需求仍穩健.....	9
一、 全球資金仍持續流向美元資產市場	9
二、 外國投資人持有美國公債情形仍穩健	10
三、 由美國債券市場觀察，市場對公債風險溢酬要求提高，惟 短期內其核心地位仍難以撼動.....	14
肆、 結語.....	20
伍、 參考文獻.....	21

壹、前言

2024 年底川普勝選以來，「川普 2.0」政策迅速成為全球金融市場關注焦點。本次川普新政府延續其前一任期「美國優先」之政策主軸，且政策手段更趨強硬、涵蓋範圍亦更為廣泛。具體而言，川普 2.0 政策主張包括加徵進口關稅、延續並擴大減稅措施、放寬多項產業監管，以及收緊移民政策等；相關政策構想及其執行方式具高度不確定性，已對市場對美國經濟前景、通膨走勢及政策預期產生顯著影響。

隨著上述政策逐步推行，市場對美國經貿政策方向、財政紀律與制度穩定性之疑慮升高，投資人開始重新評估美元資產之風險屬性與配置角色，美國及全球金融市場波動度明顯放大。特別是在部分市場參與者一度質疑美元資產避險功能及美國主權債信穩定性的情況下，股市、債市與匯市出現同步承壓之罕見現象，對當前以美元為核心之國際貨幣體系形成短期衝擊，亦引發市場對美元資產風險溢酬與資金配置行為之重新評價。

本文第貳章首先回顧川普 2.0 政府上任以來金融市場之主要變動與階段性特徵；第參章說明美元資產之海外投資需求及外國投資人持有美國公債情形；第肆章則為結論。

貳、川普 2.0 政府上任以來金融市場變動情形

一、川普新政府政策不確定性升高，投資人對美國中長期財政前景產生疑慮，美國金融市場波動加劇

川普 2.0 政府上任以來，貿易、財政、移民與監管等多項政策具高度不確定性，尤以上（2025）年 4 月宣布對等關稅後，美國政策不確定性指數攀升（圖 1）。關稅措施不僅提高企業營運成本、升高全球貿易摩擦風險，亦加深市場對美國經貿政策方向反覆之疑慮；復以減稅與擴張性財政政策推升財政赤字與政府債務規模，投資人對美國中長期財政可持續性之擔憂隨之升溫。在此背景下，部分國際投資人重新評估美元資產之避險功能與配置角色，市場風險偏好轉趨審慎，美國金融市場波動度一度顯著放大。

嗣後，隨美國政府暫緩對等關稅，並與部分國家陸續達成貿易協議，政策不確定性指數自高點回落，惟整體水準仍處偏高區間。在不確定性未再進一步惡化的情況下，恐慌指數（CBOE Volatility Index, VIX）回落，金融市場波動已有所緩和。

圖 1 美國政策不確定性指數及 VIX 指數*



*註：VIX 指數係芝加哥期權交易所(CBOE)依據 S&P500 選擇權的隱含波動度所編製之指數，代表市場對未來 30 天美股年化波動率的預期。當 VIX 快速上升，通常代表市場避險情緒升高；反之亦然。

資料來源：Bloomberg

二、川普 2.0 政府上任以來美國金融市場之階段性變化

上年美國金融市場變動可概分為三個階段：第一階段（1月1日至3月31日），「川普交易」之樂觀情緒由盛轉衰，市場風險偏好先升後降；第二階段（4月1日至6月30日），關稅政策超乎預期，市場對美元資產信心有所動搖，股債匯一度同步承壓；第三階段（7月1日至12月31日），市場逐步消化政策衝擊，投資人關注重心轉向經濟基本面與中長期風險評價。以下分別就上年各階段美國債市（圖2）、匯市（圖3）及股市（圖4）之表現，說明其主要變化及背後驅動因素。

圖 2 美國公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 3 美元指數走勢



資料來源：Bloomberg

圖 4 美國主要股價指數走勢



資料來源：Bloomberg

(一) 第一階段 (1 月 1 日~3 月 31 日)：「川普交易」由盛轉衰，市場風險情緒先升後降。

1. 債市：殖利率由升轉降

川普再度當選美國總統後，「川普交易」一度成為市場主軸，投資人普遍預期川普 2.0 新政策雖可能推升通膨壓力，惟同時有助提振經濟成長，市場風險偏好隨之升溫，帶動 10 年期美債殖利率一度於 1 月中旬上升至高點約 4.78%。

然而，隨著政策方向與執行細節的不確定性浮現，企業投資與民眾消費信心受到抑制，加以部分經濟數據開始出現轉弱跡象，市場轉而關注經濟下行風險，「川普交易」熱度逐步消退，避險需求回升，推動美債殖利率自高檔回落。

2. 匯市：美元指數由升轉降

美元指數於年初隨美債殖利率同步走升，並一度於 1 月中旬上

升至高點 109.96。惟隨第一季後半段市場風險偏好降溫，且市場預期 Fed 年內仍可能啟動降息，美元指數自高位回落。

3. 股市：由漲轉跌

美股年初一度受減稅及放鬆監管等政策憧憬提振，「川普交易」帶動風險偏好升溫，推升股價表現；惟隨政策不確定性升高，「川普交易」熱度消退，美股隨之回檔修正。投資人開始重新評估相關政策對企業獲利及通膨之影響，VIX 指數於第一季自選後低點上升約三成，顯示避險情緒升溫，整體股市由漲轉跌。

(二) 第二階段（4 月 1 日～6 月 30 日）：市場對美元資產信心有所動搖，股債匯一度同步承壓。

1. 債市：殖利率震盪走升

4 月川普政府宣布對主要貿易夥伴實施對等關稅，其政策規模超乎市場預期，促使投資人重新評價美國經濟成長與通膨前景，金融市場波動顯著加劇。避險情緒升溫一度使 10 年期美債殖利率於 4 月 4 日下探至 3.99%。

然而，隨後市場評估高額關稅措施恐推升通膨、加劇供應鏈調整壓力，並可能使 Fed 未來降息步調趨於審慎；同時，政策不確定性亦可能抑制需求，市場開始權衡美國經濟面臨「停滯性通膨」之風險，帶動殖利率迅速反彈至約 4.60%。

5 月起，美中宣布暫緩互徵高額關稅，並於 6 月達成初步貿易協議框架，另美國亦陸續與部分國家達成關稅安排，貿易衝突進一步升級之疑慮減輕，金融市場波動趨緩，殖利率自高點回落，市場逐步回歸基本面決策。

2. 匯市：美元指數震盪走跌

4月初貿易衝突升溫帶動避險情緒，惟美元指數未呈現傳統避險走強，反而震盪走低，4月中旬一度下探至98.28。其後雖因對等關稅暫緩實施而短暫回穩，惟在風險情緒改善、勞動市場趨疲及Fed降息預期升溫等因素影響下，美元指數走弱趨勢延續至下半年。

3. 股市：震盪回升

上年第二季美股走勢先抑後揚。4月初避險情緒大幅升溫，風險性資產大幅修正，S&P500指數一度跌至年內低點4982.77點；然而，隨著美國暫緩實施對等關稅並展開貿易談判，市場恐慌情緒逐步緩解，4月中起美股迅速止穩回升。

5月以後，市場情緒轉趨樂觀，美股展開強勁反彈，S&P500等主要指數收復第一季跌幅並屢創新高，帶動全球股價指數走揚，股市重回多頭格局。

(三) 第三階段(7月1日~12月31日)：市場逐步消化政策衝擊，然財政疑慮與降息循環交織，金融市場走勢不一。

1. 債市：殖利率居高

7月美國政府推出「大而美法案」(One Big Beautiful Bill Act)，進一步減稅並擴大財政支出，市場對美國財政可持續性之疑慮升溫，長天期美債殖利率承壓上行。

隨後，美國經濟開始出現明顯降溫跡象，勞動市場明顯轉弱，非農就業數據連月下修。Fed主席Powell於8月於全球央行年會即指出，就業市場下行風險增加。市場預期Fed將重啟降息

循環以支撐經濟，10年期美債殖利率從高位回落。

下半年以來美國勞動市場下行風險明顯增加，Fed於9月啟動降息，下半年累計降息3碼，年底政策利率目標區間由4.25~4.50%降至3.50~3.75%。受此影響，短端殖利率明顯下行，惟下半年10年期殖利率僅由4.23%下降至4.17%，長端利率降幅有限，主要反映市場對未來Fed降息步調與經濟前景之觀望態度。另Fed內部對後續利率路徑看法分歧，儘管部分官員側重就業下行風險，主張仍有進一步降息空間，然亦有部分官員認為通膨仍高於目標、經濟成長動能仍穩健等因素，認為未來降息步調宜審慎。

2. 匯市：美元指數延續跌勢

下半年美元指數延續疲弱走勢，並跌至近年低點。隨降息預期升溫及Fed於9月重啟降息循環，美元承受下行壓力，美元指數於9月16日一度跌至96.63，創2022年以來新低。

3. 股市：延續漲勢

下半年AI熱潮及貿易衝突趨緩的帶動下，美股延續多頭走勢，並屢創新高，其中科技類股表現尤為強勢。第四季隨Fed降息、金融環境轉趨寬鬆，市場流動性改善進一步支撐股市表現。期間雖一度受美國政府停擺僵局、地緣政治衝突及AI投資過熱疑慮之影響，市場短暫震盪，惟調整幅度有限。隨投資人焦點重回經濟成長韌性及寬鬆金融情勢，並在企業財報顯示獲利穩健成長下，美股於年底前維持強勢格局。

三、美元指數與美債殖利率走勢明顯脫鉤，引起市場關注

過往美元指數與美國公債殖利率走勢多呈正相關；一般而言，當殖利率上升、利差擴大時，將吸引海外資金流入美元資產，支撐美元走強。然而，自上年4月2日川普宣布實施對等關稅政策後，美元指數與美國公債殖利率走勢出現明顯脫鉤（圖5），此一現象引起市場高度關注。部分市場觀點認為，該脫鉤反映投資人對美國政策方向及中長期財政前景之不確定性升高，因而要求更高之風險溢酬。

此一脫鉤現象，反映全球資本流動結構與避險行為的調整。一方面，美國金融市場仍具備規模、深度與高度流動性，龐大國際資金短期內難以大幅轉移至其他市場；另一方面，市場對「美國例外論（American exceptionalism）」之信心已有鬆動跡象。尤其在新一輪關稅政策可能拖累美國經濟成長、並加劇政策不確定性的情況下，加以市場普遍預期美國與主要經濟體之利差未來將逐步收斂，使美元指數承受下行壓力，即使美債殖利率維持相對高檔，亦未能同步支撐美元走勢。

圖5 美債殖利率與美元指數走勢出現分歧



資料來源：Bloomberg

參、美元資產之海外投資需求仍穩健

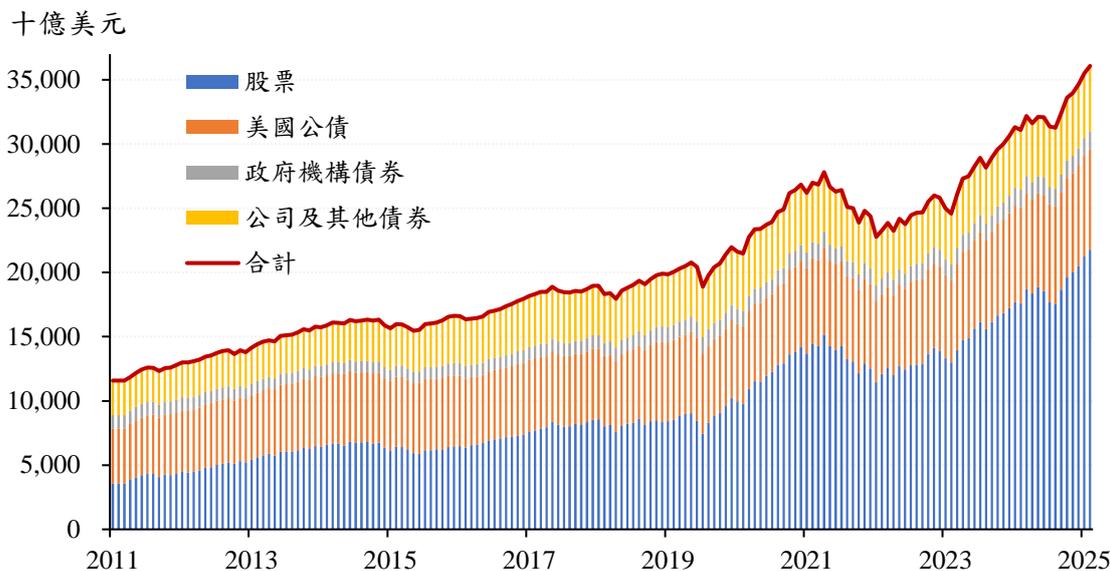
一、全球資金仍持續流向美元資產市場

全球經常帳盈餘國長期累積龐大資金，形成所謂「全球儲蓄過剩」(global saving glut)現象；而美國憑藉其經濟規模與韌性、金融市場具備之深度與廣度、相對完善之法規制度，以及美元作為主要國際準備貨幣之地位，長年以來成為全球資金之主要承接市場，國際資金持續回流投資於美國，支撐美元資產之整體需求。

雖然在全球經貿與政策不確定性升高之際，上年市場對美元資產及美國債信之信心一度出現動搖，並短暫出現美股、美債與美元同步下跌之罕見情形，市場亦出現「去美元化 (de-dollarization)」可能削弱外國投資人對美元資產需求之疑慮；惟隨相關政策逐步明朗化，且美國與部分國家之貿易談判朝較可預期方向發展，金融市場波動已有所緩和。整體觀之，上年以來外國投資人對美元資產之配置需求仍維持穩健，目前尚未觀察到海外資金動向出現結構性轉變，顯示儘管部分投資人進行資產配置多元化調整，美元資產之核心地位短期內仍難以被實質取代。

根據美國財政部國際資本流動報告 (Treasury International Capital, TIC)，截至上年 11 月，外國投資人持有美國長期證券 (含股票及債券) 總額約 36.2 兆美元 (圖 6)，較 2024 年同期增加約 4 兆美元，外國人持有美元資產規模持續創新高，顯示其整體投資需求仍具韌性。

圖 6 外國投資人持有美國長期證券(債券及股票)金額



資料來源：Treasury International Capital

二、外國投資人持有美國公債情形仍穩健

(一) 根據美國財政部公布之國際資本流動報告 (Treasury International Capital, TIC)，自 2020 年以來，全體外國投資人持有美國公債金額占流通餘額之比率大致持穩於三成，顯示其在美國公債市場中仍扮演重要角色。截至上年 11 月底，全體外國投資人持有美國公債之規模約 9.36 兆美元，創下歷史新高，相較 2024 年底增加 7,361 億美元，亦較上年 3 月底增加 3,012 億美元，顯示外資對美債之整體配置需求仍具韌性。

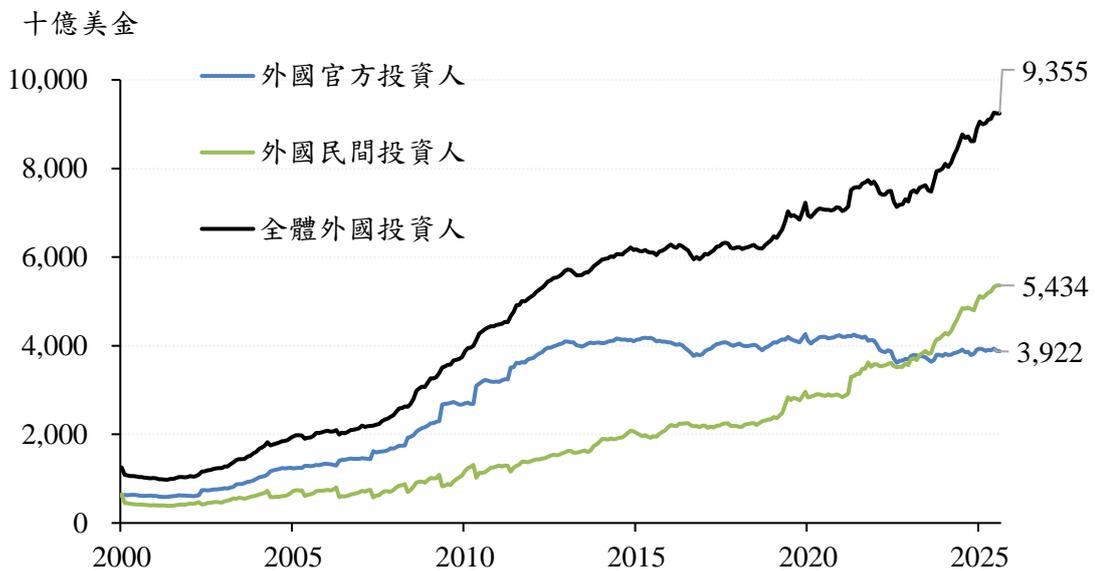
(二) 美國公債之外國投資人結構轉變：由官方部門逐步轉向以民間部門為主

1. 官方與民間部門投資行為差異

外國官方部門 (如各國央行與主權基金) 之投資決策，主要以安全性、流動性及外匯準備管理需求為核心，投資策

略多採取買進並持有 (buy and hold)，其投資行為相對穩定；相較之下，外國民間部門（如壽險公司、共同基金及避險基金等）則更重視收益表現與資產配置彈性，對殖利率變動、政策預期及市場風險情緒之反應亦較為敏感。觀察近年趨勢，外國官方投資人持有美國公債規模成長趨緩，甚至略呈下降；反之，外國民間投資人則明顯擴大對美國公債之配置。至 2023 年中旬，外國民間投資人持有規模已超越官方部門。截至上年 11 月，外國投資人合計持有美國公債約 9.36 兆美元，其中官方部門約持有 3.92 兆美元，民間部門約持有 5.43 兆美元（圖 7）。

圖 7 美國公債之外國官方及民間投資人持有規模變化



資料來源：Treasury International Capital

2. 外國官方投資人持有短天期美債部位占比明顯上升

近年外國官方投資人持有美債規模成長速度放緩，且投資組合之存續期間 (duration) 仍持續縮短，短天期美國公債

之配置比重上升。上年外國官方部門持有之美國公債中，國庫券（T-bills）占比升至 2011 年以來高點（圖 8）。此一現象部分反映短天期殖利率仍明顯高於長期平均水準，使短天期美債相對具吸引力，且在美國財政部提高 T-bills 發行比重之背景下，官方部門更易加碼短天期資產；另一方面，亦可能反映外國官方部門進行前瞻性資產調整，在川普政府採取較非傳統之貿易政策、政策不確定性升高之環境下，增加流動性部位並降低整體存續期間，以強化資產組合之靈活度。

圖 8 美國公債之外國官方投資人持有國庫券比重



資料來源：Treasury International Capital

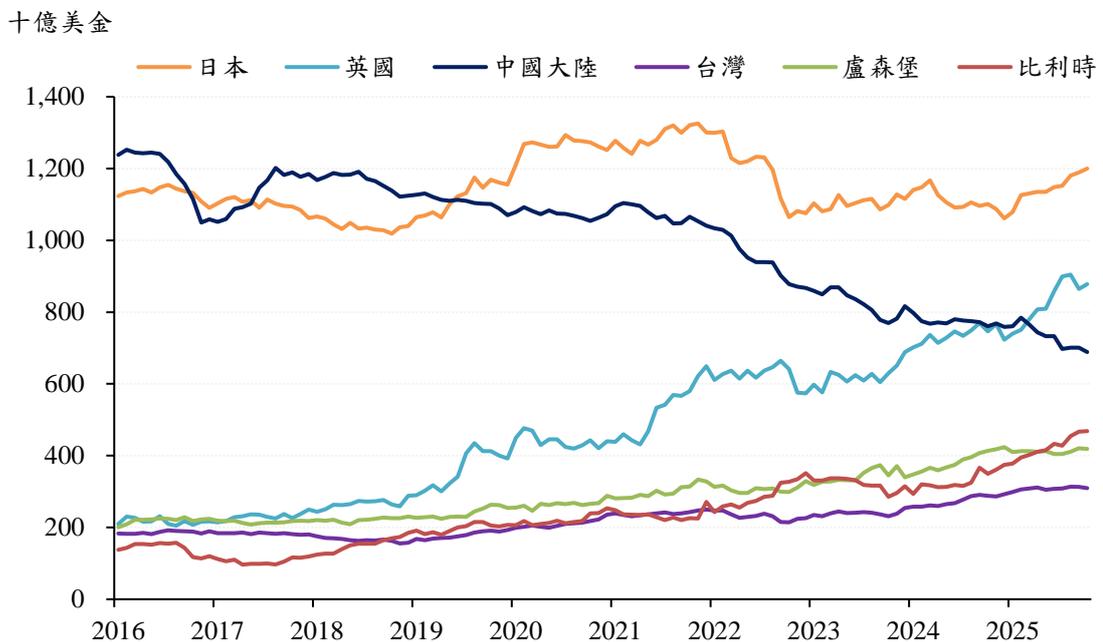
(三) 主要經濟體持有美國公債情形分化：日本穩定、英國上升、中國持續下降

就主要經濟體持有美國公債情形觀察，截至上年 11 月，前三大海外持有國依序為日本、英國及中國（圖 9）。

其中，日本持有規模約 1.2 兆美元，整體維持穩定成長，持續為美國公債最大海外持有國；中國持有規模則持續下滑，已降至約 6,826 億美元，創 2008 年以來新低，部分可能反映其公債到期後未再續作投資。

值得注意的是，近年英國持有美國公債規模顯著上升，已達約 8,885 億美元，躍居第二大海外持有國。惟鑑於倫敦為全球重要金融中心，國際資金常透過英國金融機構進行美債之託管、結算與配置，英國持有規模上升未必完全反映英國本國投資人之配置行為，而較可能代表全球資金經由倫敦金融市場中介流入美債市場之結果。

圖 9 主要經濟體持有美國公債金額



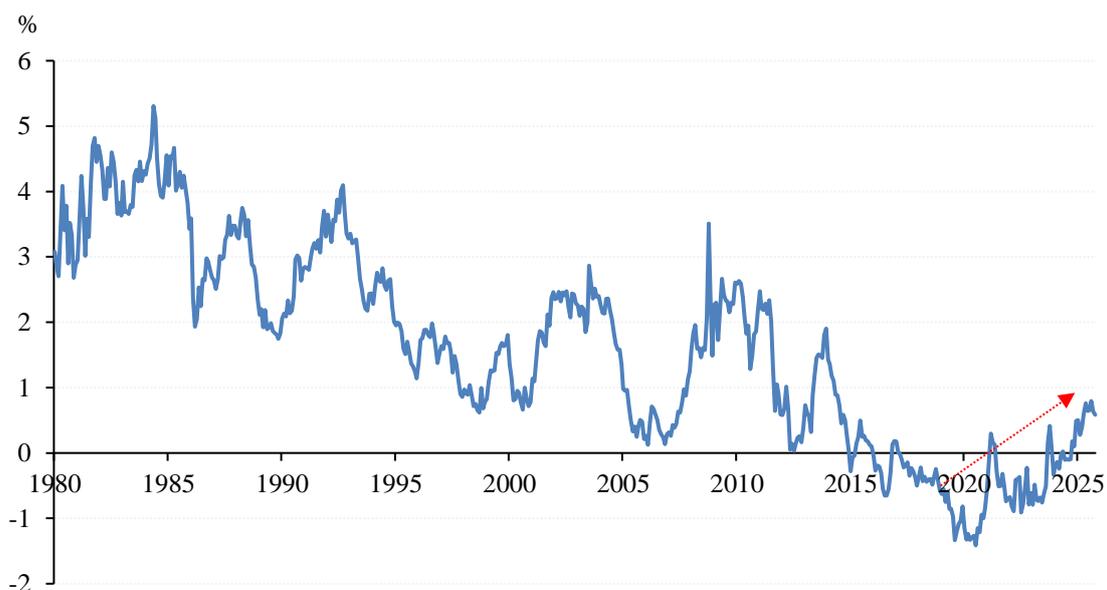
資料來源：Treasury International Capital

三、由美國債券市場觀察，市場對公債風險溢酬要求提高，惟短期內其核心地位仍難以撼動

(一) 本次降息週期以來，長天期美國公債殖利率不降反升

長天期美國公債殖利率走勢顯示，市場對長端利率之定價已不再僅以政策利率路徑為主要依據，自 2024 年 9 月 Fed 啟動降息以來，期限溢酬由負轉正並持續上升，累計回升約 100 個基點（圖 10），顯示長端利率之變化已不僅反映貨幣政策預期，亦納入政策不確定性與中長期風險評價之變化。

圖 10 10 年期美國公債殖利率之期限溢酬



資料來源：Bloomberg

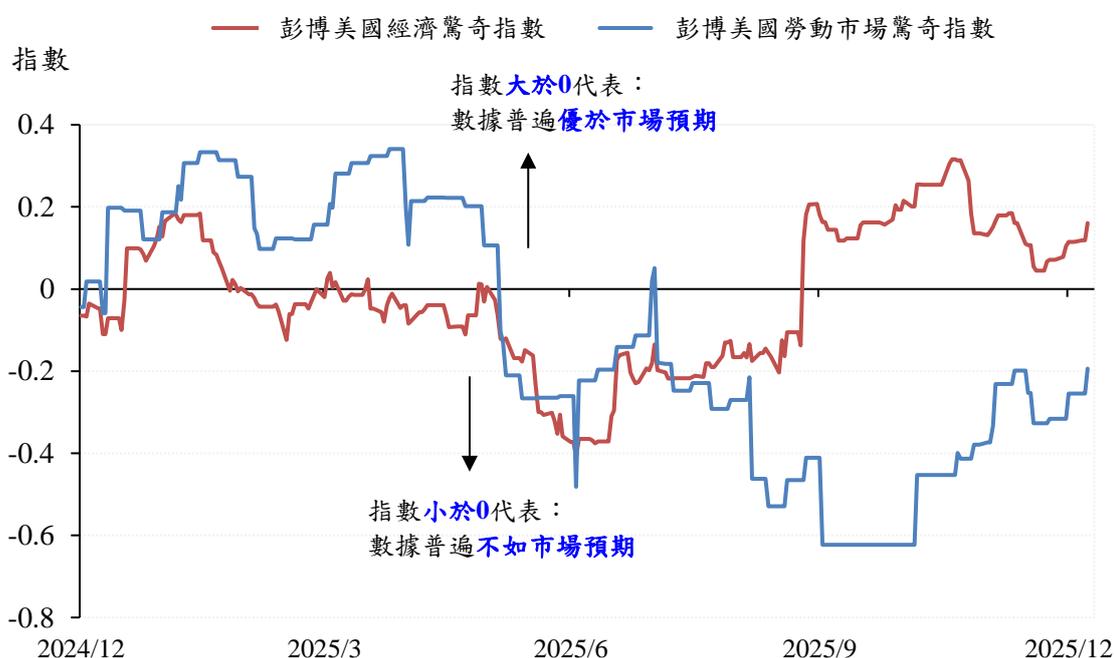
本次降息循環適逢川普總統重返執政，川普 2.0 政府在貿易、財政及制度面政策上具高度不確定性，確實提高市場對美國中長期經濟與財政前景之審慎程度，並推升投資人對持有長天期公債所要求之風險補償。然而，期限溢酬上行並非僅由政策不確定性所驅動，亦反映經濟成長韌性、通膨黏性、財政赤字可

持續性及 Fed 獨立性之疑慮等因素。

1. 美國經濟成長風險偏向上行

上年下半年以來，美國勞動市場與整體經濟表現出現分歧（圖 11）。雖然就業與薪資成長趨緩，勞動市場數據多不如預期，惟整體經濟活動仍具韌性，在低就業成長環境下持續擴張。

圖 11 彭博美國經濟驚奇指數（Economic Surprise Index, ESI）*

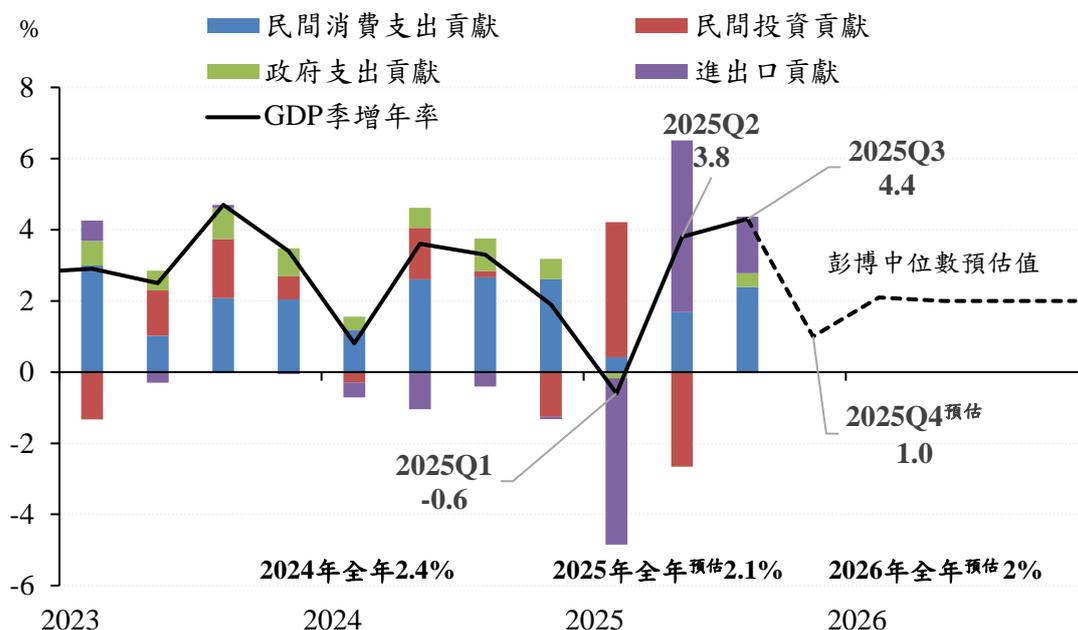


*註：經濟驚奇指數係衡量「實際公布的經濟數據，與市場預期之差距」。若該指數大於零，代表整體經濟數據表現普遍優於市場預期，反之亦然。

資料來源：Bloomberg

上年第三季 GDP 季增年率達 4.4%（圖 12），優於市場預期，前三季年化成長率為 2.5%，略高於 2024 年之 2.4%，部分反映資產價格上升所帶動之財富效果支撐民間消費（圖 13）。上年以來，家計部門透過降低儲蓄率以平滑消費行為，儲蓄率由 2025 年初之 5.1% 降至 9 月之 4.1%，創近三年新低（圖 14）。

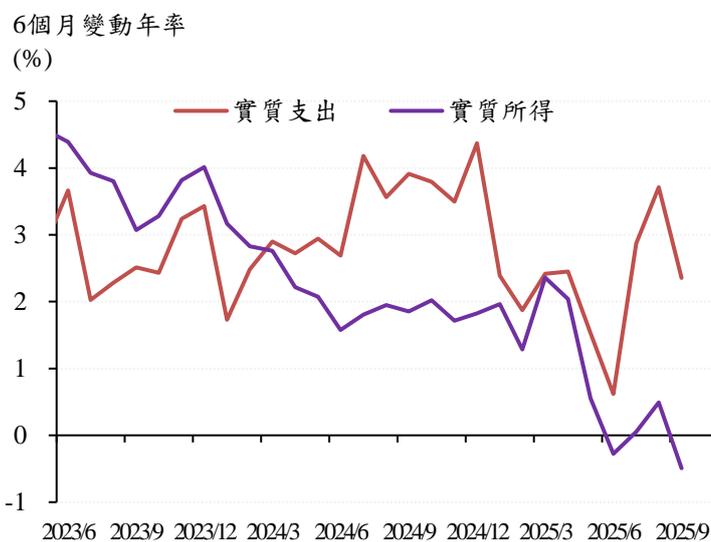
圖 12 美國 GDP 成長率及其貢獻拆解



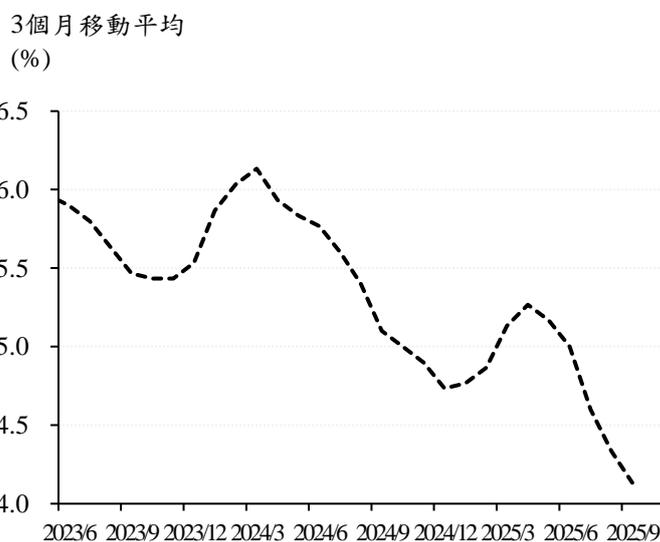
資料來源：Bloomberg

圖 13 美國實質支出、所得變動率

圖 14 美國儲蓄率



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg

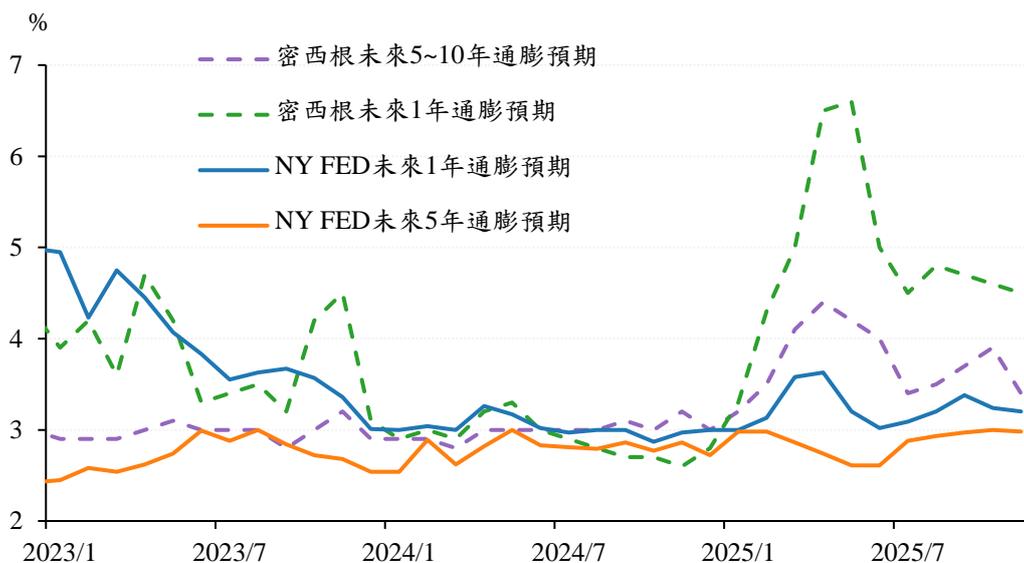
主要投行多逐步上修美國經濟成長展望。如 J.P. Morgan 將上年第四季 GDP 季增年率預測由 1.0% 上修至 2.5%，並預估 2026

年全年經濟成長率可望維持約 2%，風險偏向上行，主因包括 AI 帶動勞動生產力提升、「大而美法案」(OBBBA) 之擴張性財政與減稅措施，以及貨幣政策寬鬆效果逐步顯現。另 Fed 於上年 12 月 FOMC 之經濟預測中，亦連續兩季上修 2026 及 2027 年經濟成長率預估，顯示對中期經濟前景之看法轉趨樂觀。

2. 中長期通膨預期具黏性

儘管美國通膨自高點回落、近月已見放緩跡象，惟中長期通膨預期仍高於 Fed 政策目標 (圖 15)，市場對通膨黏性之疑慮未解。薪資成長、服務業與租金通膨等結構性因素，使通膨回落速度可能慢於預期；同時，財政赤字擴大、供應鏈重組與地緣政治風險，亦提高通膨反覆回升之機率。在此背景下，市場預期 Fed 長期維持較高實質利率，投資人因而對長天期美國公債要求更高之通膨與期限補償。

圖 15 美國中長期通膨預期



資料來源：Bloomberg

3. 財政赤字與債務可持續性疑慮

美國政府債務占 GDP 比率已處於歷史高檔，且國會預算辦公室（CBO）預估，未來十年預算赤字占比將持續攀升，意味財政部仍須維持高額發債規模。疫情後大幅舉債，加以升息循環推升融資成本，使利息支出快速上升，2025 財政年度已逾 1.2 兆美元；即便 Fed 已啟動降息循環，惟降息步伐有限且債務結構短期難以調整，債息負擔仍對財政可持續性構成壓力。

在減稅政策延續、利息支出攀升及結構性支出壓力未解下，市場對美國財政赤字與債務動態之疑慮升溫，促使投資人對中長天期美國公債要求更高之風險補償，並推升期限溢酬與長端殖利率。

4. 對 Fed 獨立性之疑慮

本次川普上任以來，多次公開批評 Fed 政策立場，並出現涉及更換或解聘官員之言論，使市場對 Fed 承受政治壓力之風險評估升高。部分信評機構如 Fitch 亦指出，若 Fed 決策獨立性遭削弱或呈現政治化傾向，恐對美國主權信用評等構成潛在負面影響，或進一步推升美國公債之風險溢酬。

同時，近期圍繞 Fed 理事任期與去留權限之法律爭議，引發市場重新檢視固定任期與制度性制衡機制之保障效力。加以川普多次表示，未來提名 Fed 主席時，是否迅速降息將為重要考量之一；在通膨尚未完全回落、經濟仍具韌性之情況下，市場對貨幣政策可能受政治因素干擾之疑慮升溫，相關不確定性亦逐步反映於長端利率與期限溢酬之走勢。

(二) 「去美元化」論述升溫，惟主要反映資產配置分散，然美元資產之地位尚難取代

近年「去美元化」(de-dollarization) 討論升溫，主因包括疫情後主要國家擴大舉債、俄烏戰爭引發地緣政治與金融制裁風險上升，以及川普 2.0 任期以來經貿政策不確定性提高，促使市場重新檢視美元資產之風險配置角色。部分投資人因此分散配置至黃金等替代性資產，惟整體觀察，近年黃金價格上漲，較多反映特定官方與民間需求增加，而非全球資金大規模撤離美元資產。

就官方部門而言，外匯存底中之美元資產多以美國公債形式持有，部分官方機構對美國公債之配置增幅可能趨緩，並透過調整存續期間或提高其他資產比重以因應風險管理需求；惟此較屬配置結構之調整，而非美元資產地位之根本性改變。

展望未來，隨全球金融體系結構逐步轉變，各國於國際準備資產配置上將更重視風險分散與資產組合多元化，美元於全球外匯存底中之幣別占比或將緩步下降；然而，目前尚未有其他貨幣能在市場規模、流動性與制度功能等層面全面取代美元，顯示美元仍具難以取代之優勢，其國際準備貨幣之主導地位短期內仍難以動搖。

肆、結語

整體而言，川普 2.0 政府上任以來，市場對美國政策方向與中長期經濟前景之不確定性升高，期間一度引發市場對美元資產信心動搖與「去美元化」之相關討論，惟相關變化多屬資產配置結構與風險管理層次之調整，而非美元資產地位之根本性轉變。

就美國公債市場觀察，長天期公債殖利率走升，主要反映美國經濟韌性、通膨黏性、財政可持續性疑慮、政策不確定性，以及市場對 Fed 獨立性之擔憂，進而推升期限溢酬；外國投資人持有美國公債之規模持續創高，顯示外國投資人雖尋求資產配置多元化，惟迄今尚未觀察到外資大幅撤離美債市場之明確跡象。

展望未來，隨全球金融體系逐步朝向資產多元化與風險分散發展，美元於國際準備體系中之占比或將緩步調整；惟在缺乏具備同等市場規模、流動性與制度支撐之替代選項下，美元資產仍被視為短期內唯一足以承接全球超額儲蓄之主要市場，短期內仍難出現實質性動搖。

伍、參考文獻

1. Barry, Jay, Phoebe White, Liam Wash and Amanda Berke (2025), “Before you ask...it’s not QE,” *Global Markets Strategy*, J.P. Morgan, Nov. 20.
2. Feroli, Michael *et al.* (2026), “US Weekly Prospects,” *J.P. Morgan North America Economic Research*, Jan. 9.
3. Furceri, Davide, Carlos Goncalves and Hongchi Li (2025), “The Impact of Debt and Deficits on Long-Term Interest Rates in the US,” *IMF Working Paper*, Jul. 11.
4. Greenwood, Robin, Dimitri Vayanos (2014), “Bond Supply and Excess Bond Returns,” *The Review of Financial Studies*, Jan. 14.
5. Laubach, Thomas (2009), “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt,” *Journal of the European Economic Association*, Jun.
6. Mark Lindbloom (2025), “How to Know if Foreigners are Attaching a Risk Premium to Treasuries,” Franklin Templeton, Oct.
7. Mark Lindbloom (2025), “Current State of US Fixed Income Markets and Implications on Credit Spreads,” Franklin Templeton, Oct.
8. Reuters (2026), “Erosion of Fed independence would be 'credit negative' for US rating, Fitch says,” Jan. 15.
9. Young, Scott (2026), “Will the Federal Reserve Remain Independent?” Jan. 15.

10. 中央銀行（2024），「川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應」，央行理監事會後記者會參考資料，12月16日。
11. 中央銀行（2025），「川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3月20日。
12. 中央銀行（2025），「川普 2.0 政策對美元、美債地位及國際貨幣制度之可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，6月19日。
13. 中央銀行（2025），「美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討」，央行理監事會後記者會參考資料，12月18日。