

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

出席國際清算銀行(BIS)第 95 屆年會

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曾文杰 二等專員

派赴國家：瑞士

報告日期：114.9.30

出國時間：114.6.25~114.7.1

摘 要

本屆國際清算銀行（BIS）年會主要議程有四，依序為：（一）Roundtable Meeting on the Emerging Markets and Developing Economies，主題為「彌合差距：普惠金融、區域整合與跨境支付」，由 BIS 支付及金融市場基礎設施委員會（Committee on Payments and Market Infrastructures）副秘書長 Thomas Lammer 主持，並邀請歐洲央行、西班牙央行、荷蘭央行及 BIS 等機構之專家擔任與談人；（二）BIS Innovation Hub Seminar，由 BIS 創新顧問 Fernando Perez-Cruz 及歐元創新中心代表 Raphael Auer 以「人工智慧與安全」為題發表演講；（三）Session on Regulation and Competitiveness，由 BIS 金融穩定研究所（Financial Stability Institute）主席 Fernando Restoy 等 5 位與談人針對「監管與競爭力」進行評論；（四）General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Economic Report，由 BIS 總經理 Agustín Carstens 及經濟顧問及研究部門主管 Hyun Song Shin 等 2 人就 BIS 年度全球經濟與金融報告內容提出簡報；（五）Andrew Crockett Memorial Lecture，由彼得森國際經濟研究所（The Peterson Institute for International Economics，PIIE）資深研究員及加州柏克萊大學（University of California, Berkeley）經濟學教授 Maurice Obstfeld 以「全球貨幣與金融體系的關鍵時刻」為題發表演講。

鑒於 BIS 年度經濟報告對於全球金融體系結構性變革、短期與長期挑戰，以及央行未來因應政策等議題剖析深入，且本次與會者對於 Obstfeld 教授分析美國新政府「本國利益優先」政策針對當前全球金融格局的改變，以及此等變化對於美元霸權與全球金融穩定的挑戰等演說內容討論熱烈，爰本文擬先就該 2 議題進行探討，最後再提出本次出國報告結語。

目 次

壹、前言.....	1
貳、「碎片化與互聯並存」下的全球金融新格局	6
一、全球金融危機後的結構性轉變	6
二、主權債券與換匯：全球資產配置與貨幣避險的角色	8
三、換匯、投資組合流量與金融狀況的三角關係	9
四、解析金融狀況：BIS 雙因子模型	11
五、短期融資市場：換匯與金融穩定風險	13
六、雙層貨幣金融體系	14
七、代幣化與下一代貨幣體系的擘劃	16
八、結論	19
參、美國新政府政策對美元霸權及全球金融穩定的挑戰	20
一、布列敦森林體系的建立、運作與崩解	21
二、布列敦森林體系崩解後的金融重構與美元再鞏固	24
三、美元霸權的核心基礎與結構性優勢	26
四、美國政策轉向：挑戰美元霸權與全球金融穩定	27
五、美元霸權動搖與全球金融市場碎片化的風險	30
六、政策建議	31
肆、結語.....	32

壹、前言

職奉派於本（2025）年 6 月 25 日至 7 月 1 日，赴瑞士參加國際清算銀行（BIS）第 95 屆年會。本次 BIS 年會議程項目主要有五，依序為：（一）Roundtable Meeting on the Emerging Markets and Developing Economies、（二）BIS Innovation Hub Seminar、（三）Session on Regulation and Competitiveness、（四）General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Economic Report，以及（五）Andrew Crockett Memorial Lecture。

「Roundtable Meeting on the Emerging Markets and Developing Economies」主題為「彌合差距：普惠金融、區域整合與跨境支付」，由 BIS 支付及金融市場基礎設施委員會（Committee on Payments and Market Infrastructures）副秘書長 Thomas Lammer 主持，並邀請歐洲央行、西班牙央行、荷蘭央行及 BIS 等機構之專家擔任與談人。會中探討公私部門在支付領域的發展現況，並對改善新興市場與發展中經濟體的普惠金融、區域整合及跨境支付提出多項建議。講者指出，20 國集團（G20）在 2020 年發布「增強跨境支付路徑圖」，設定在 2027 年實現降低跨境支付成本、加快處理速度及提升資訊透明度等目標。此外，歐洲的單一歐元支付區（Single Euro Payments Area，SEPA）的成功案例亦受關注，其即時支付結算系統（Target Instant Payment Settlement，TIPS）不僅具備多幣別結算能力，更積極與其他全球即時支付系統對接，以強化互通性。儘管公私部門已取得顯著進展，但仍面臨跨部門協調、技術標準統一與法規差異等多重挑戰。為此，講者建議，未來雙方

應建立更順暢的溝通機制，並透過簡化支付流程、提供易於理解的數位工具與客製化解決方案來實現普惠金融。同時，為解決跨境支付的瓶頸，應優先推動互通性標準的制定，並善用區塊鏈等新興技術。此外，加強數據共享以打擊金融犯罪亦是關鍵。透過公私部門共同努力，才能有效彌合數位鴻溝，擴大普惠金融覆蓋面。

「BIS Innovation Hub Seminar」由 BIS 創新顧問 Fernando Perez-Cruz 及歐元創新中心代表 Raphael Auer 以「人工智慧與安全」為題發表演講。渠等指出，儘管人工智慧（Artificial Intelligence，AI）在處理大量數據及執行特定任務方面表現出色，但仍無法完全取代人類複雜的思維與判斷力，因此僅由 AI 驅動的決策可能存在潛在風險。為提高決策安全性、準確性與可靠性，講者強調「人機協同」（Human-In-The-Loop）模式至關重要。此模式透過人類適時介入指導，有效結合 AI 高效率與人類應變能力，確保在面對複雜情境時，可發揮更大效益。

「Session on Regulation and Competitiveness」由 BIS 金融穩定研究所（Financial Stability Institute）主席 Fernando Restoy 等 5 人擔任與談人，主題為「監管與競爭力」，主要探討金融監理在提升市場流動性與促進競爭的關鍵角色。講者指出，適當的監理能有效規範市場行為、提高透明度並預防系統性風險，來增強市場流動性與競爭力。然而，若監理過度或存在不當之處，則可能限制新興企業進入市場，或是減少現有競爭者，最終削弱市場的競爭活力。因此，金融監理必須在維護市場穩定與促進競爭間取得平衡，方能確保金融市場健全發展。

「General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of

the Bank's Annual Report」則由 BIS 總經理 Agustín Carstens 及經濟顧問及研究部門主管 Hyun Song Shin 等 2 人進行年度全球經濟與金融報告。講者表示，當前全球經濟正從年初預期的「軟著陸」走向動盪與不確定性的新時代，主要原因係美國超出預期的關稅政策，導致資產價格劇烈波動與主要經濟體成長預測普遍下修。這場動盪突顯全球經濟長期存在的結構性脆弱，包括經濟成長停滯、財政狀況惡化、非銀行金融機構（Non-Bank Financial Institutions, NBFIs）影響力擴大，以及地緣政治衝突對全球供應鏈的威脅。此外，全球化倒退、貿易碎片化、人口老化與氣候變遷等多重因素，亦使得經濟因應外部衝擊的韌性下降。因此，各國迫切需要透過強化勞動與產品市場彈性、減少貿易壁壘與增加公共投資等結構性改革，以提升長期成長潛力。面對金融體系的結構性轉變，特別是債務從私營部門轉向政府，以及融資來源從傳統銀行轉向非銀行金融機構，央行面臨新的優先事項與挑戰。由於非銀行金融機構普遍存在不透明且監管較少的特性，監理機構必須採取整體性作法，對銀行與非銀行活動實施同等嚴格的監管標準，以防範系統性風險。各國央行應將以下列為優先任務：確認通膨壓力的多重來源、維護其在物價穩定上的關鍵角色、靈活運用工具與總體審慎措施，以及透過多種情境分析有效溝通不確定性以引導市場預期。此外，講者強調，數位創新為貨幣與金融體系帶來巨大潛力，代幣化及可程式化支付等技術可實現更快速、安全的交易。在此進程中，央行扮演關鍵角色，不僅要維持以央行與商業銀行貨幣為核心的雙層體系穩固，提供清晰的監理架構與指引，還要促進公私部門夥伴關係，共同推動金融創新。BIS 建議各國央行可採行「代幣化統一帳本」路線，擘劃一個以「代幣化中央銀行準備

金、商業銀行貨幣與政府債券」為核心的下一代貨幣與金融體系，以期為未來的創新奠定基礎，並開創全球商業與金融發展的新契機。總體而言，儘管全球經濟挑戰艱鉅，但透過有效解決結構性問題、維護機構信任並積極擁抱創新，決策者將能共同建立一個更具韌性與包容性的全球經濟，而央行在其中可作為重要穩定力量，透過履行職責維護公眾信任。

「Andrew Crockett Memorial Lecture」由彼得森國際經濟研究所（The Peterson Institute for International Economics，PIIE）資深研究員及加州柏克萊大學（University of California, Berkeley）經濟學教授 Maurice Obstfeld 以「全球貨幣與金融體系的關鍵時刻」為題發表演講，深入剖析戰後國際貨幣與金融體系（International Monetary and Financial System，IMFS）的演變與未來走向。講者指出，二次世界大戰後在布列敦森林體系（Bretton Woods System）下形成的 IMFS，已從政府主導、固定匯率與資本流動受限的模式，轉變為由市場驅動的新秩序。儘管經濟學家 John Keynes 對此提出異議，但美元憑藉美國的霸權地位，仍成為戰後貨幣體系的基石，賦予美國「過度特權」；然而，特里芬困境（Triffin Dilemma）也隨之浮現，即美國的國內政策與其國際承諾產生矛盾，可能引發擠兌危機。隨後，1970 年代的轉型進一步鞏固美元的地位。1971 年美國總統 Richard Nixon 終止美元兌換黃金，布列敦森林體系瓦解，但離岸歐洲美元市場的發展、美國取消資本管制以及紐約銀行同業支付清算系統（Clearing House Interbank Payment System，CHIPS）的設立，使得美國的銀行成為全球美元支付中心。1979 年末，聯準會主席 Paul Volcker 採取強硬措施穩定通膨，顯著強化美元國際地位。然而，當前 IMFS 正處於關鍵時刻。講者指出，自 2025 年 1 月起，

美國新政府採取以國家利益為優先的政策，若缺乏多邊協商制約，可能導致金融市場碎片化，並削弱以美元為核心的 IMFS，甚至面臨重回二次世界大戰前混亂狀態的風險，而該體系未來的發展，將取決於各國（特別是美國）如何在多邊合作與追求自身國家利益間找到平衡點。

鑒於 BIS 年度經濟報告對於全球金融體系結構性變革、短期與長期挑戰，以及央行未來因應政策等議題剖析深入，且本次與會者對於 Obstfeld 教授分析美國新政府「本國利益優先」政策對於當前全球金融格局的改變，以及此等變化對於美元霸權與全球金融穩定的挑戰等相關內容討論熱烈，爰本文擬先就該 2 主題進行探討，最後再提出本次出國報告結語。

貳、「碎片化與互聯並存」下的全球金融新格局

BIS 於 2025 年 6 月發布的年度經濟報告，深入剖析當前全球貨幣與金融體系所面臨的結構性轉型。此變革不僅由穩定幣與支付數位化等科技創新所驅動，更受人口結構、地緣政治及跨境資本流動等總體因素影響。報告指出，全球經濟正處於「碎片化與互聯並存」的複雜局面：實體經濟在區域化與分化趨勢下日益分散，但貨幣與金融體系卻展現出前所未有的高度連結，此矛盾格局使得各國央行在貨幣政策、金融穩定與制度設計上的角色愈加關鍵。此外，單靠貨幣政策已不足以因應複雜多變的挑戰，若要實現永續經濟與金融穩定，財政政策、審慎監管與結構性改革都必須積極發揮作用，方能實現更高品質的永續經濟成長。

一、全球金融危機後的結構性轉變

全球金融危機（Global Financial Crisis，GFC）為金融史上的重要分水嶺，危機後，全球金融體系出現兩項根本性轉變。

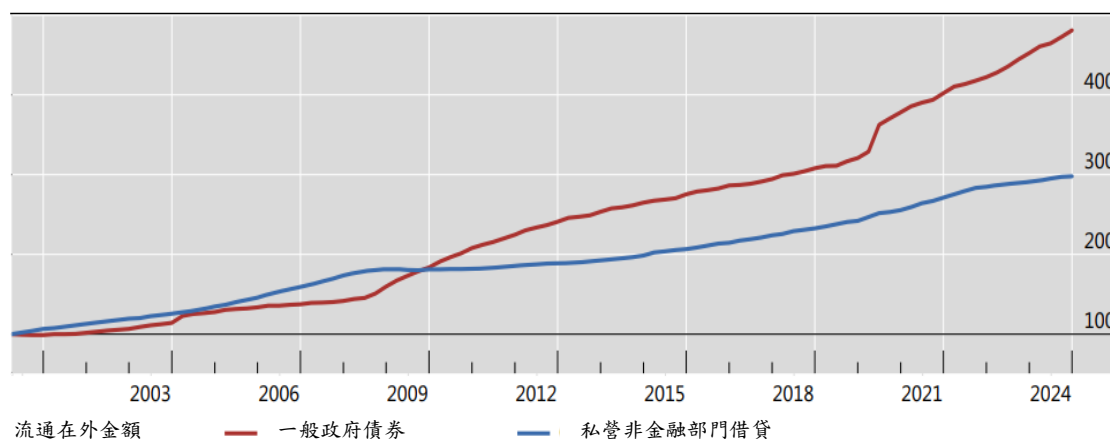
首先，債權結構重心發生轉移。在全球金融危機前，銀行業的擴張主要依賴對私人部門的放貸，尤其是家庭抵押貸款。然而，危機過後，私人部門信貸成長明顯放緩；相較之下，對政府的融資卻快速上升，並以主權債券形式成為主要債權工具。此趨勢在疫情期間因各國大規模財政刺激而進一步擴大，致全球政府債務占比顯著攀升（圖 1）。

其次，金融中介架構出現結構性改變。全球資產管理機構逐漸取代銀行，成為跨境資金流動的核心中介機構。隨著債券市場逐漸開放並國際化，跨境債券持有量持續增加，尤其集中於歐美等已開發經濟體（圖

2)，此種轉變呈現明顯「去銀行化」趨勢，全球金融循環不再僅由經常帳差額主導，而是更加依賴投資組合選擇與市場偏好的動態調整。

圖 1 公債發行量已超越私部門借貸總和

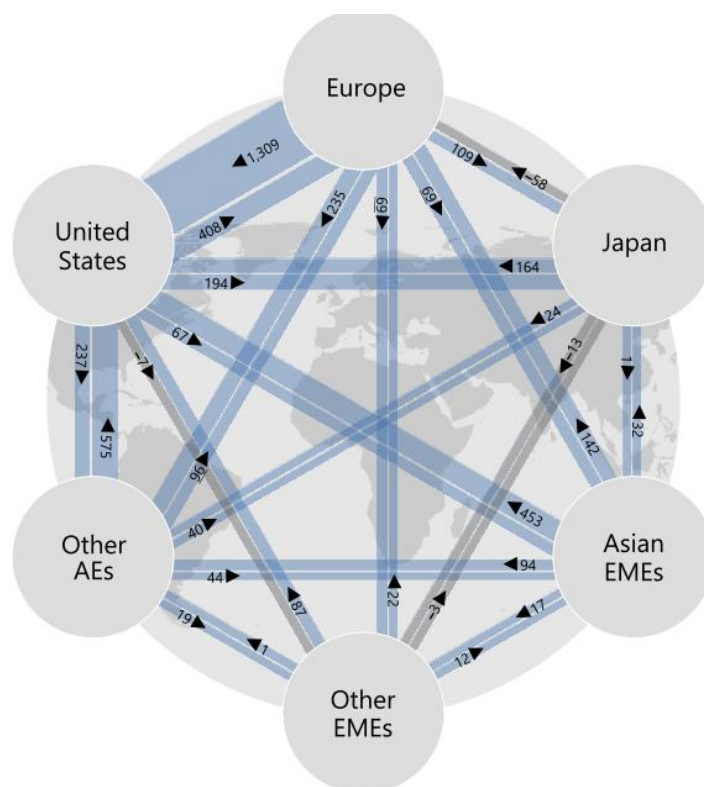
Q1 2000 = 100



資料來源：BIS、IMF

圖 2 全球跨境債券持有量（不含官方準備）2015–2023 年存量變化

單位：十億美元



資料來源：BIS、IMF

二、主權債券與換匯：全球資產配置與貨幣避險的角色

在主權債券國際化背景下，金融市場的連結日益緊密，特別體現在換匯（FX swaps）交易與金融狀況的跨境傳導。

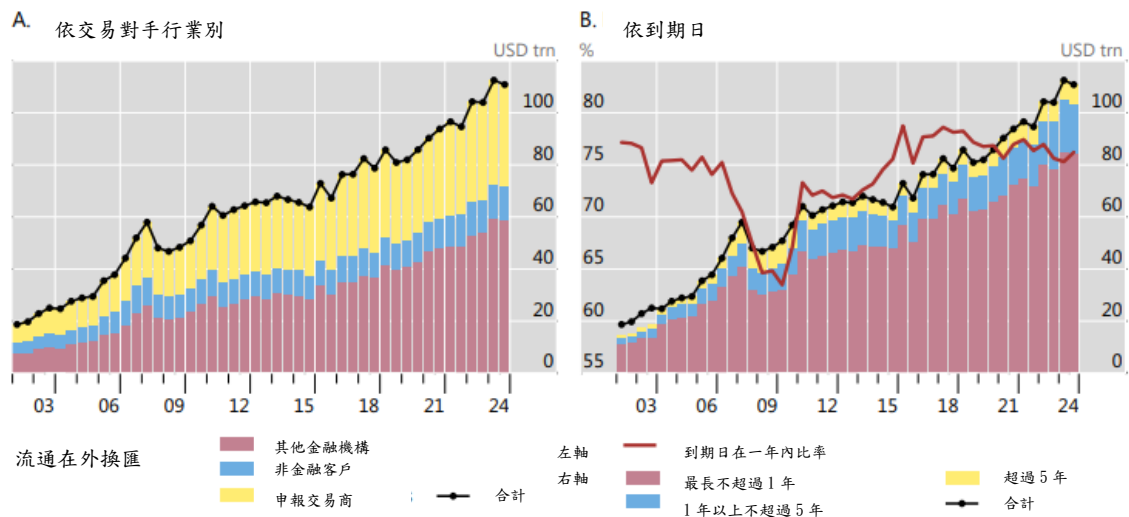
對跨國投資者而言，當其資產配置跨越本國貨幣範圍時，即須考量不同貨幣的匯率風險，因此貨幣選擇成為投資決策中的重要因素。例如，退休基金與人壽保險公司需以本國貨幣履行對受益人或保單持有人的承諾，同時也會持有以多種貨幣計價的全球分散式資產組合。在此情況下，貨幣避險成為投資操作關鍵課題，當前金融體系已發展出相應機制支援避險需求。

在此等機制中，換匯發揮核心作用，因其能有效實現不同貨幣的資金轉換。換匯本質上是一種附帶擔保品的借貸安排。例如，若歐元區某退休基金希望投資美元計價的債券，則可透過換匯以歐元作為擔保借入美元，並在合約到期時依照約定匯率完成本金交換。儘管雙方會在合約結束時交換本金，但根據會計慣例，此類交易通常不被認列為債務，而是列在資產負債表外。自全球金融危機以來，換匯市場快速擴展，截至 2024 年底，未平倉合約總額已達 111 兆美元（圖 3A）。其中，金融用途的合約（如退休基金與保險公司的操作）規模最大且成長最快，自 2009 年以來已擴增兩倍以上。

此外，換匯還可用於在避險基礎上購買外幣計價資產。舉例來說，若歐元區投資者希望建立一個包含美元資產的全球分散式組合（圖 4A），則可透過換匯以歐元作為擔保借入美元（圖 4B）。在此操作中，

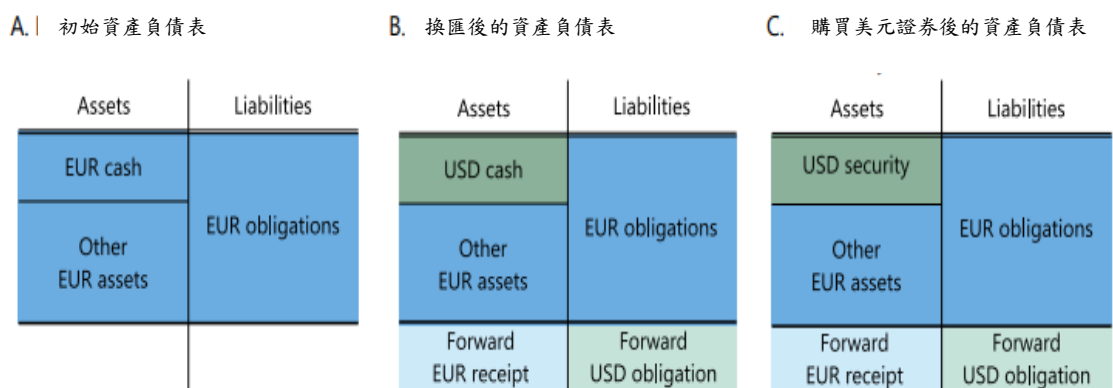
投資者持有美元存款並承擔相應的美元償付義務，進而運用該筆美元購買美元計價債券（圖 4C）。由於投資者同時持有美元資產與美元負債，貨幣風險得以相互抵銷，最終僅需承擔投資債券的價格風險。

圖 3 換匯



資料來源：BIS

圖 4 透過換匯的債券投資



資料來源：BIS

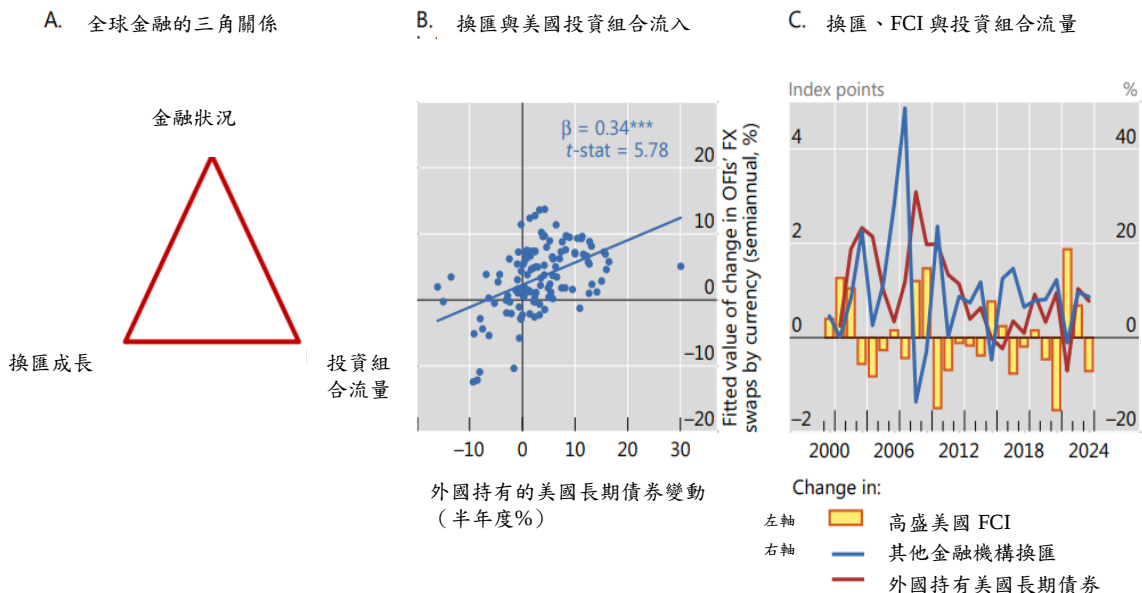
三、換匯、投資組合流量與金融狀況的三角關係

換匯的核心功能為實現資金在不同貨幣間的流動，此特性不僅有助管理投資組合資金流量，還會因投資組合的流動性影響資產價格，進而

與金融狀況密切相關。換言之，換匯、投資組合流量與金融狀況三者，共同形成緊密的「三角關係」（圖 5A）。

首先，從三角形底部來看，美國債券的投資組合流入與換匯的成長呈現高度相關（圖 5B）。前述歐元區退休基金透過換匯取得美元並投資於美元債券的案例，即是此關係的具體例證。其次，投資組合流入往往支持資產價格上漲，促使金融狀況更加寬鬆。以美國金融狀況指數（Financial Conditions Index, FCI）為例，其數值隨時間變化（圖 5C），其中柱狀長條數值越高，代表金融狀況趨於緊縮。觀察三角形左側，可發現金融狀況緊縮通常伴隨換匯成長放緩。最後，當美國金融狀況寬鬆時，資金流向美國的資產組合通常會加速。

圖 5 換匯成長、投資組合流量與金融狀況間的關聯

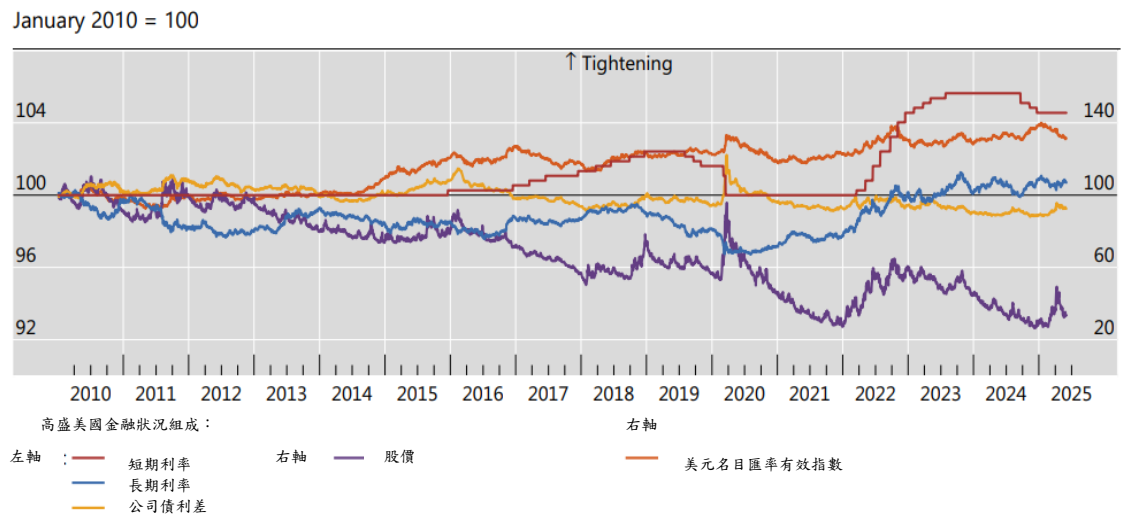


資料來源：BIS

四、解析金融狀況：BIS 雙因子模型

對金融狀況綜合性衡量指標必須謹慎解讀，因為構成指標各項要素往往可能出現相互矛盾的情形。舉例而言，過去幾年，儘管政策利率因通膨而上升，但信用利差卻維持在低位，且股票市場仍持續走強（圖 6）。在此情況下，當各項指標訊號出現分歧，便需一套方法從龐雜數據中發掘具體模式，從而釐清真實狀況。

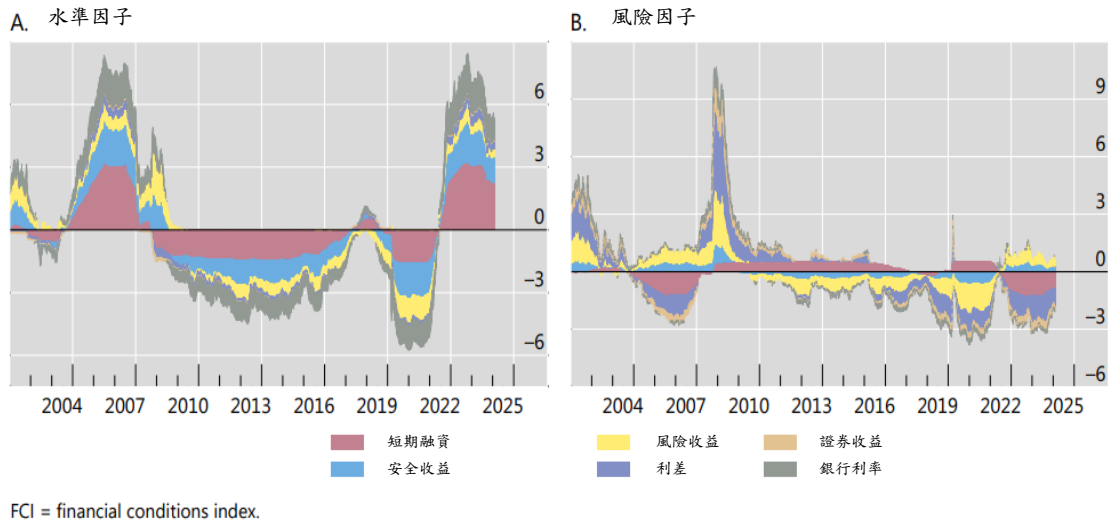
圖 6 美國金融狀況的組成要素



資料來源：BIS、Goldman Sachs Global Investment Research

為此，BIS 建立一套金融狀況模型，將市場變數歸納為 2 個核心因子。第一個是「水準因子」(Level factor)，主要追蹤短期利率，以反映貨幣政策週期（圖 7A）。第二個是「風險因子」(Risk factor)，用來反映市場風險偏好的變化。當信用利差擴大、股價下跌時，表示金融狀況緊縮，因此該等情形被歸入風險因子中（圖 7B）。

圖 7 BIS 金融狀況指數的因子結構



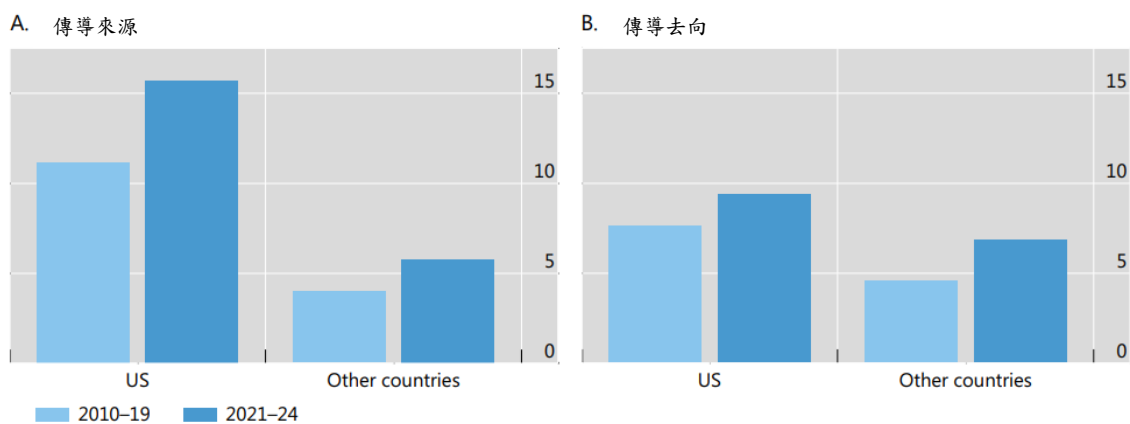
資料來源：BIS

根據模型估計結果，自疫情爆發以來，金融狀況的解讀呈現顯著分歧。從「水準因子」來看，較高的政策利率意味著金融狀況趨於緊縮；但從「風險因子」來看，信用利差縮小與股市強勁表現卻指向寬鬆的金融狀況。換言之，該 2 因子對近年金融環境的解釋，存在截然不同的看法。

值得注意的是，雖然前述圖表係參照美國數據，但在歐元區、日本、英國、加拿大、澳洲與韓國等 6 個可取得估計數據的經濟體中，「風險因子」同樣顯示出類似模式（圖 8）。此現象突顯金融狀況的傳導具雙向性：美國會影響其他經濟體，其他經濟體的變動亦會反饋影響美國。雖然此種跨境互動性並不意外，但自疫情以來，此種傳導效應顯著增強，進一步證明當前全球金融體系的高度互聯。

圖 8 BIS 金融狀況指數風險因子的傳導方向

解釋變異數的百分比



資料來源：BIS

五、短期融資市場：換匯與金融穩定風險

大多數的換匯具短期性質。實際上，約四分之三的未平倉合約在一年以內到期（圖 3B），且根據交易數據，絕大部分合約的到期日甚至不到一個月。

換匯與另一個關鍵的短期融資市場——附買回交易（repo）市場——緊密相連，該 2 市場的短期資金主要皆由銀行業提供。雖然根據會計慣例，換匯不被視為債務，因此不計入《巴塞爾協定三》（Basel III）中的槓桿比率，但從經濟實質來看，兩者本質上皆屬附擔保品的借貸交易。更重要的是，銀行在風險管理中會將其納入風險預算。因此，當附買回市場遭遇壓力、銀行收緊信貸時，換匯市場也會同步感受壓力。此連動性曾在全球金融危機及 2020 年 3 月疫情期間顯著展現。

目前，附買回市場的融資環境相當寬鬆。超過 70% 的雙邊附買回交易採用零折價率（zero haircut），顯示債權人對以政府債券為擔保的

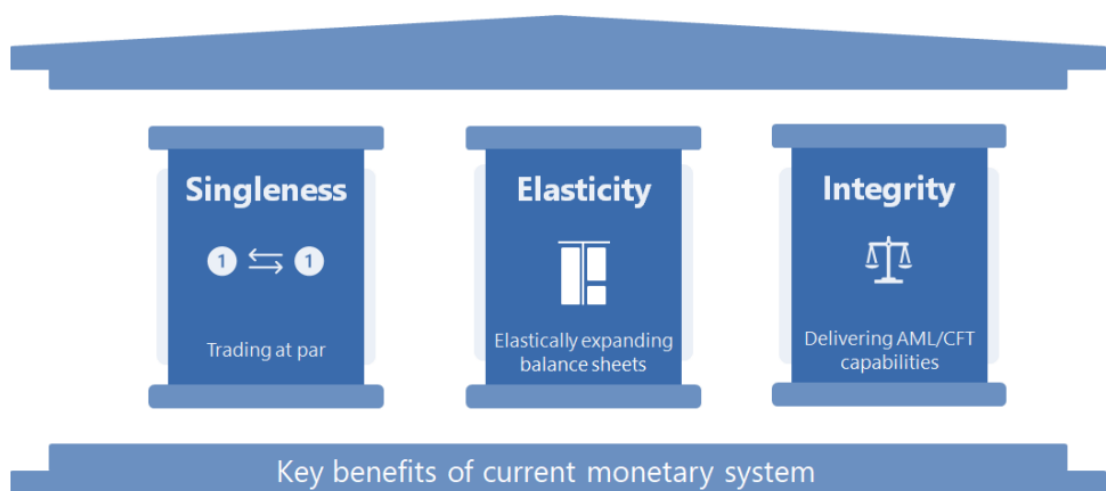
槓桿操作幾乎未設限。此種高度寬鬆的環境突顯各國央行與監管機構必須持續監測市場，以防止出現過度的順週期性（procyclicality）。

由於銀行在附買回與換匯市場中皆扮演核心角色，銀行對非銀行金融中介機構的融資能力與風險傳導至關重要。因此，要有效因應非銀行金融中介機構帶來的金融穩定風險，監理政策必須同時重視銀行在風險傳導中的角色。換言之，監理機構應確保銀行與非銀行活動皆適用同等嚴格的規範，避免出現監理漏洞。

六、雙層貨幣金融體系

貨幣體系的基礎在於「信任」。各國央行透過提供最穩定的貨幣、確保支付的最終性，以及維護記帳單位的穩定性，扮演信任根本的核心角色。在此基礎之上，私人金融中介機構亦發揮互補作用，為家庭與企業發行貨幣。此套經歷時間考驗的「雙層貨幣體系」具備 3 項特質（圖 9）：

圖 9 以央行貨幣為基礎的雙層貨幣體系 3 大特質



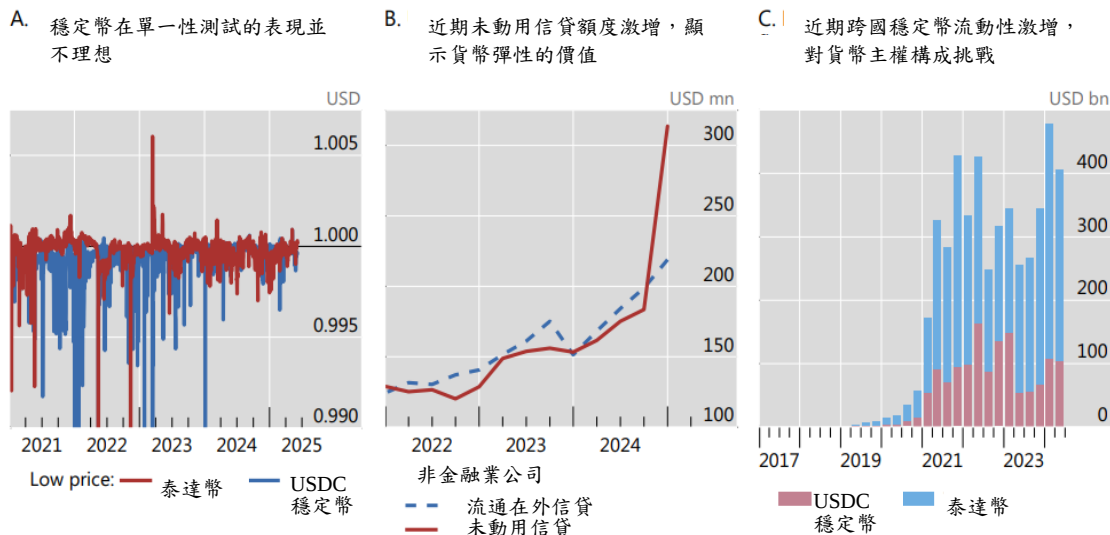
資料來源：BIS

- （一）單一性（Singleness）：確保各種形式的貨幣皆能以相同面額計價，並自由互換，此原則使貨幣得在經濟中發揮協調功能，使交易與結算順暢進行。在現行體系中，以央行貨幣作為最終結算資產，是實現單一性的關鍵。
- （二）彈性（Elasticity）：體系需具備在衝擊時提供流動性的能力，避免支付系統陷入停滯。此對大額交易尤為重要，因為即使在資金緊縮時，支付系統也不會停滯，營運資金得以持續流通，進而維持金融穩定。
- （三）完整性（Integrity）：貨幣體系必須能防範金融犯罪與非法活動。若體系易被濫用，公眾信任將迅速流失。現行的防護機制主要仰賴受監管的金融中介機構，透過在帳戶變動或交易時進行法遵審查，以確保整個體系的安全性與可信度。

相較之下，穩定幣在上述特質上表現不足。舉例而言，穩定幣缺乏單一性，因其價值相對於央行貨幣存在波動（圖 10A），無法在經濟中發揮協調功能；穩定幣亦缺乏彈性，由於其運作模式高度依賴預先備妥的資產擔保，致其不具備傳統銀行體系的透支及信貸額度功能，使得穩定幣不適用於需要即時、大規模支付的場景，因為用戶無法在資金入帳前，靈活地履行支付義務，此缺陷在需要營運資金快速流通的大額支付市場中尤為明顯（圖 10B）。此外，以無記名票據形式的穩定幣在完整性方面亦表現不佳，因發行方難以控制其轉移方式。隨著跨境資本流動

的成長（圖 10C），穩定幣可能對外匯法規的實施及更廣泛的貨幣主權形成挑戰。因此，各國央行必須發揮主導作用，在確保創新的同時，維護政策有效性與貨幣體系的整體信任。

圖 10 穩定幣不適合做為貨幣體系的支柱



資料來源：BIS

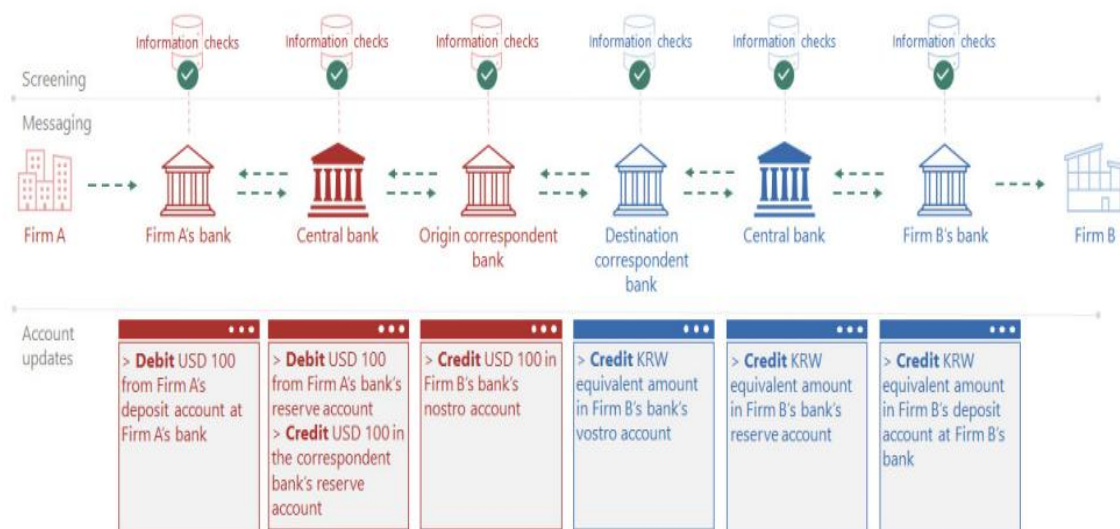
七、代幣化與下一代貨幣體系的擘劃

數位創新正在為貨幣與金融體系注入前所未有的潛能。代幣化（tokenisation）與可程式化支付（programmable payments）等技術，能夠帶來更快速且更安全的交易模式。代幣化的核心理念，是將傳統資料庫中的紀錄與規範權益轉移的規則和邏輯加以整合，從而實現自動執行與可程式化平台的功能。這項技術可將訊息傳遞、帳務核對與資產轉移整合為單一而流暢的操作流程。

以現行國際商業支付的核心機制——代理行業務（correspondent banking）——為例，該體系源自早期的雙邊信任關係，其運作仍保留

許多傳統特徵（圖 11）。在此架構下，一筆支付須透過連續的帳戶更新完成，並依賴受信賴的中介機構進行付款人帳戶借記與收款人帳戶貸記。然而，訊息傳遞與帳戶更新相互分離，且更新需遵循特定順序，導致支付延遲與營運風險。同時，客戶審查（KYC）與反洗錢（AML）檢查必須沿著支付鏈逐一完成，增加重複作業與法遵成本。

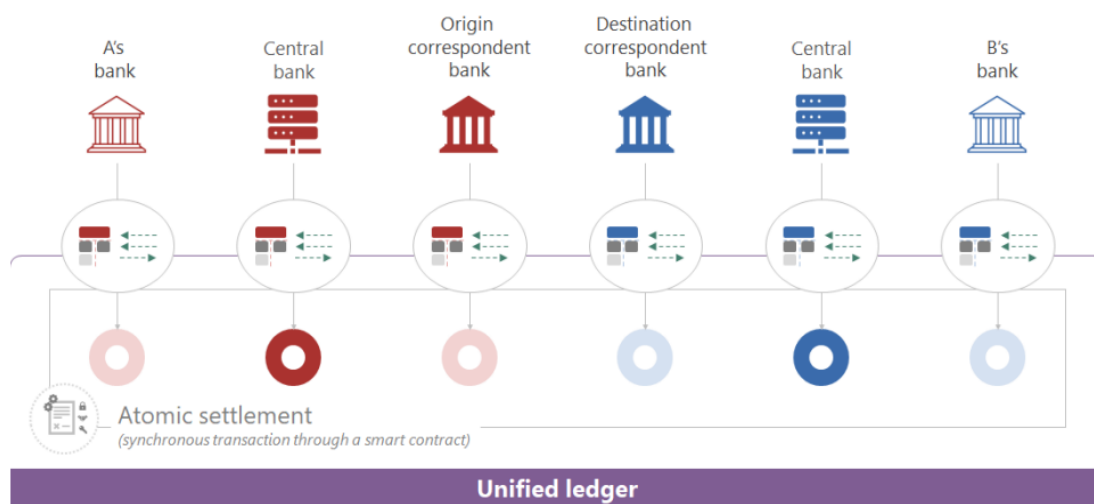
圖 11 代理行業務中，KYC 與 AML 檢查將造成重複作業



資料來源：BIS

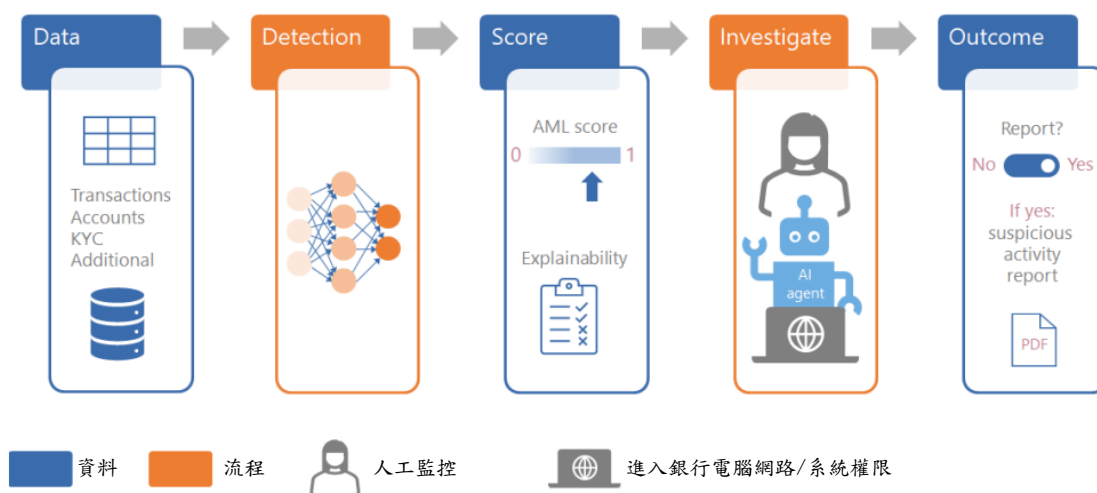
為解決這些問題，BIS 提出 Project Agorá 計畫，嘗試運用代幣化技術，將訊息傳遞與清算整合為一個原子化交易（atomic transaction）。此舉能有效降低延遲、縮減營運風險，並減輕法遵負擔（圖 12）。進一步而言，「統一帳本（unified ledger）」模式可在平台層面直接內嵌法遵機制，實現所謂的「內建法遵完整性（integrity by design）」（圖 13）。

圖 12 Agorá 計畫：運用代幣化技術將訊息傳遞與結算整合為單一的原子化交易



資料來源：BIS

圖 13 可用於 KYC 與 AML 的平台資源



資料來源：BIS

在防範金融犯罪方面，人工智慧（AI）與機器學習（ML）展現強大潛力。這些技術能從龐大的支付數據中辨識異常行為，例如透過分析帳戶與交易模式、KYC 資訊及其他相關資料，生成可解釋的風險偵測結果，以降低詐欺風險並減少誤報率。此外，AI 代理程式亦可作為「法

導副駕駛」，協助金融機構自動化部分法遵流程，如輔助撰寫可疑活動報告。

總而言之，下一代貨幣體系的基礎將建立在「代幣化」之上，其核心由代幣化央行準備金、代幣化商業銀行貨幣，以及代幣化政府債券等三大要素構成，將共同確保體系維持單一性、彈性與完整性，為全球金融體系奠定穩健且值得信賴的新架構。

八、結論

儘管實體經濟呈現日益碎片化的趨勢，但全球貨幣與金融體系卻較以往任何時候都更加緊密相連。此轉變對各國央行的貨幣政策與金融穩定產生深遠影響。

在貨幣政策方面，跨境金融狀況的傳導效應日益增強，央行在制定政策時必須將其納入考量。對新興市場經濟體而言，穩定幣扮演愈加重要的角色，可能削弱其貨幣主權並降低貨幣政策的有效性。在金融穩定方面，無論是換匯或是穩定幣，監理當局都需要保持務實的政策方針，才能有效應對潛在風險。

面對此一變局，各國央行必須積極適應，並同時維護公眾對貨幣與金融體系的信任與穩定。唯有如此，才能在全球高度互聯的環境下，確保體系持續健全運作，並有效支持長期經濟發展。

參、美國新政府政策對美元霸權及全球金融穩定的挑戰

本年年會 Andrew Crockett 紀念講座，特別邀請彼得森國際經濟研究所（Peterson Institute for International Economics，PIIE）資深經濟學家及加州柏克萊大學（University of California, Berkeley）經濟學教授 Maurice Obstfeld 以「全球金融格局的重大轉折」為題發表演講。Obstfeld 教授指出，當前國際貨幣與金融體系（International Monetary and Financial System，IMFS）正處在關鍵的歷史轉折。自二戰後布列敦森林體系（Bretton Woods system）建立以來，美元始終居於全球金融秩序核心位置，其背後「以貿易促進共同繁榮」的理念延續至今，歷經八十餘年而未曾動搖。即使在 1973 年體系瓦解後，外界預期的多極化貨幣格局並未出現，反而鞏固美元的霸權地位。然而，隨著美國新政府自 2025 年執政以來奉行「本國利益優先」政策，並對現有全球貿易、金融及地緣政治安排提出質疑，美元中心格局的制度基礎正遭到削弱。Obstfeld 教授警告，若此種民族主義方針持續下去，將可能導致全球金融市場分裂，並嚴重動搖美元核心地位，其影響或將比上世紀七零年代布列敦森林體系的瓦解更為深遠。

本文依據 Obstfeld 教授演講內容，分析當前全球金融格局變化，並探討此等變化對美元霸權及全球金融穩定的挑戰。為說明美元霸權形成、演變與當前挑戰的全貌，本文首先將回顧布列敦森林體系的建立與崩解，分析其如何為美元霸權奠定基礎；接著，將探討布列敦森林體系崩解後，美元如何在全球金融市場中再度鞏固其霸權地位，並分析其中

的結構性因素；隨後，重點將移往美國當前政策的轉向，並分析此等政策對全球金融穩定性、美元信譽及國際合作的影響；最後，本文綜整 Obstfeld 教授提出的政策建議，期能恢復國際社會對美元及全球金融秩序的信任，並防止全球金融體系進一步碎片化。

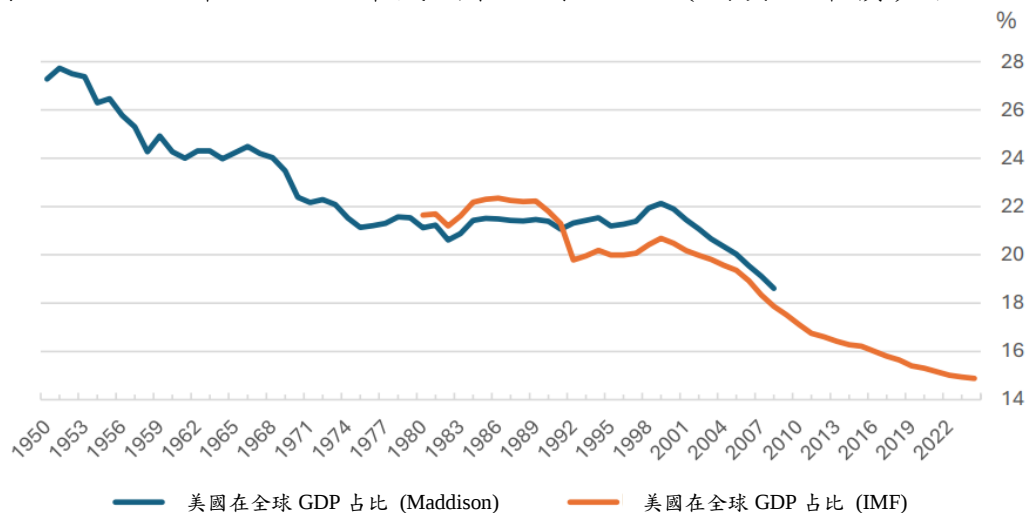
一、布列敦森林體系的建立、運作與崩解

布列敦森林體系於 1944 年建立，其核心目的在汲取 1930 年代經濟大蕭條時期貨幣競爭性貶值、資本無序流動，以及貿易保護主義所帶來的慘痛教訓。當時各國決策者普遍認為，主要貨幣的劇烈波動將嚴重阻礙國際貿易自由流動，因此必須建立一個兼具穩定與合作的制度。根據國際貨幣基金組織（International Monetary Funds，IMF）章程第一條第二款，IMF 目標在於「促進國際貿易的擴張與均衡成長，以實現高就業水準與高實質所得，並推動所有會員國的生產性資源發展」。為達成此目標，制度設計要求各國維持固定匯率，僅在出現「基本失衡」（fundamental disequilibrium）時方允許調整。IMF 被賦予提供短期流動性支援的職責，以協助收支逆差國家避免因緊縮措施而抑制全球需求。基於 1930 年代的經驗，私人資本流動被視為高度不穩定因素，因此在此體系中受到嚴格限制。

在布列敦森林會議中，美國代表 Harry White 成功推動美元成為體系的核心準備貨幣，賦予美國非對稱性優勢。法國財長 Valéry Giscard d'Estaing 將此稱為「過度特權」（exorbitant privilege）：美國不必如同其他國家一般為維持匯率而頻繁干預市場，因其他貨幣皆以美元為基準。

同時，美國在 IMF 擁有超過 15% 投票權，是唯一具實質否決權的會員國。由於全球對美元需求龐大，美國可藉發行美元為自身支出融資，並透過其貨幣政策影響全球金融環境。正如經濟學家 Barry Eichengreen 所言：「美國的鑄印局（Bureau of Engraving and Printing）印製一張 100 美元鈔票的成本僅需幾美分，但其他國家卻必須以價值 100 美元的實物商品才能換取它。」事實上，考量美國的經濟規模（圖 14）與軍事實力，即便沒有明文條款，美元在實際運作中也必然成為國際體系核心。同時，美國在布列敦森林體系中肩負提供名目基準（nominal anchor）的關鍵職責，即承諾隨時以每盎司 35 美元價格，將外國官方持有的美元兌換為黃金，此項安排在體系初期確立美元的信任基礎，但也種下日後失衡的隱憂。

圖 14 1947 年至 2024 年美國在全球 GDP（購買力平價）占比

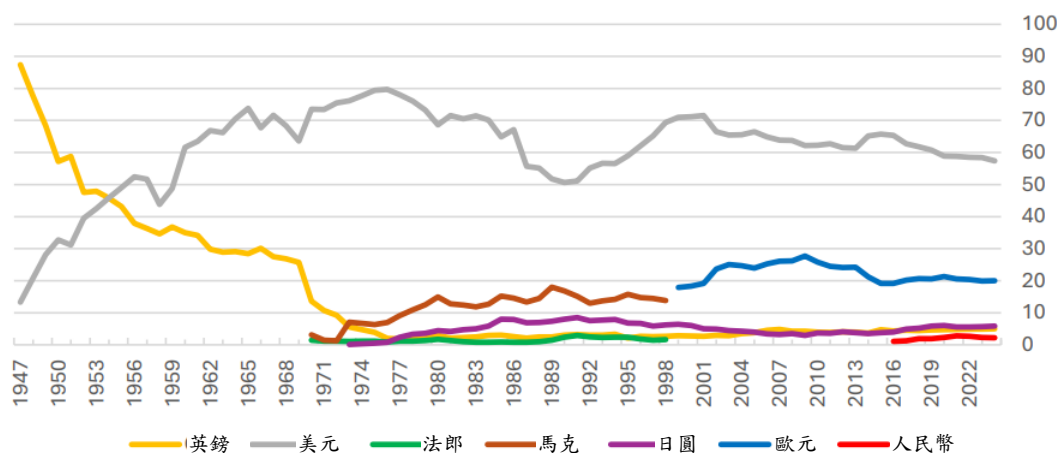


資料來源：Maddison Database、IMF

然而，美元的非對稱性優勢同時引發「特里芬困境」（Triffin Dilemma）。若美國停止赤字，全球將面臨美元流動性短缺，經濟成長

因此受阻；若美國持續透過貿易與財政赤字向世界提供美元，則將削弱美元自身價值，最終動搖其作為準備貨幣的信任基礎。此矛盾在 1960 年代末期隨著美國政策惡化而加劇。越南戰爭與「偉大社會」（Great Society）計畫造成龐大開支，推升財政赤字與通膨，削弱各國對美元與黃金兌換的信心。隨著各國官方持有美元規模不斷上升（圖 15），兌換義務成為美國日益沉重的負擔。1950 年代末至 1971 年間，美國總統不斷在國內政策目標與國際承諾間掙扎，各國則開始大規模將美元兌換為黃金，導致美國黃金準備迅速外流。最終，Richard Nixon 總統於 1971 年 8 月宣布暫停美元兌換黃金，並對進口商品加徵 10% 附加稅。雖然此舉原被定位為臨時措施，但實際上已宣告布列敦森林體系核心機制崩解。至 1973 年，各主要貨幣全面轉向浮動匯率，布列敦森林體系正式走入歷史。

圖 15 1947 年至 2024 年主要國際貨幣於全球外匯存底的比重 %

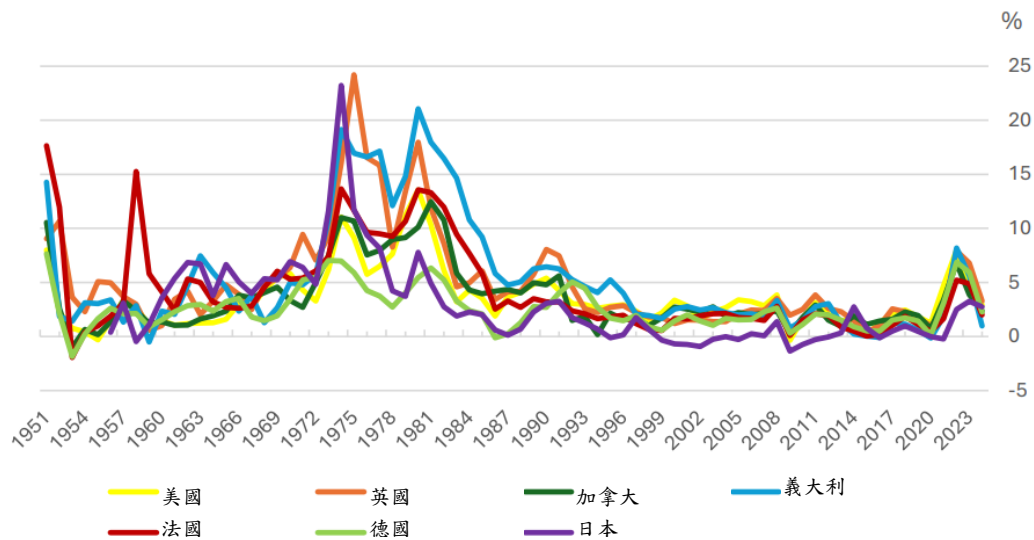


資料來源：ChiTu-Eichengreen-Mehl Global Currencies Database

二、布列敦森林體系崩解後的金融重構與美元再鞏固

布列敦森林體系瓦解後，全球進入以浮動匯率與金融波動為特徵的新時代。1970 年代先後爆發的兩次石油危機，加上大規模跨境資本移動，推動全球通膨急劇上升（圖 16），引發「停滯性通膨」（stagflation），使得貨幣與金融體系的穩定性面臨嚴峻挑戰。雖然 IMF 在 1978 年通過第二次章程修正案，正式承認浮動匯率制度，並試圖透過推廣特別提款權（Special Drawing Rights，SDR）分散對美元的依賴，但由於「替代帳戶」（Substitution Account）計畫最終失敗，SDR 未能取代美元的核心地位。

圖 16 1951 年至 2024 年七大工業國（G7）通膨走勢

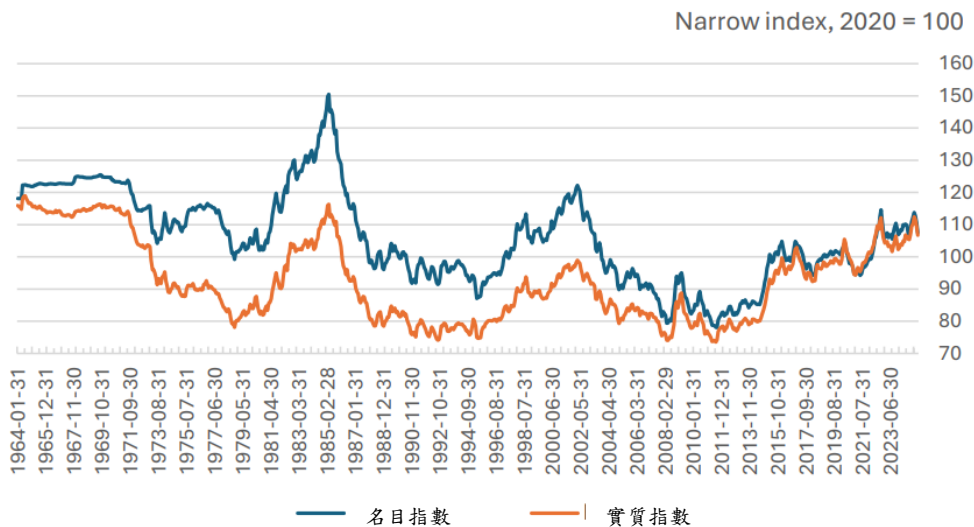


資料來源：IMF International Financial Statistics

進入 1980 年代後，美國的政策調整與全球金融市場的制度改革，共同促成美元地位再鞏固。1979 年新任聯準會主席 Paul Volcker 推動激進的貨幣緊縮政策，將聯邦資金利率（Federal Funds Rate）一度推升至

接近 20% 的歷史高點。此次被稱為沃克衝擊（Volcker Shock）行動雖然短期內引發經濟衰退，卻有效抑制通膨，並重建國際社會對聯準會控管物價能力的信心。由於市場信心恢復，美元在 1970 年代末逐漸走弱的趨勢迅速逆轉，並於 1980 年代初出現罕見的急速升值（圖 17）。

圖 17 1964 年至 2025 年美元名目與實質有效匯率指數



資料來源：BIS

與此同時，全球興起金融自由化浪潮。美國取消資本管制，促進跨境資金流動；英國於 1986 年實施「金融大改革」(Big Bang)，大幅提升倫敦作為國際金融中心的競爭力；日本則在美國貿易壓力下推動日圓國際化與金融市場全面開放。前述改革不僅推進全球金融市場一體化，也為美元國際霸權提供制度與市場基礎。

在此背景下，美國國債市場迅速擴張，成為全球最大、流動性最強資產的供給來源。美元在金融危機時期展現「避險天堂」屬性，資本往往逆勢流入美國，形成安全溢酬 (safe premium)。隨後數十年間，美元

在全球外匯交易占比長期維持在約 88%，並持續作為國際貿易與金融體系中主要計價、結算與準備貨幣。

三、美元霸權的核心基礎與結構性優勢

美元的持久霸權並非僅靠歷史延續，而係奠基在堅實的結構性基礎。首先，美國作為全球最大經濟體與金融市場，具備規模與深度優勢，使美元能支撐龐大的國際貿易、投資與存底需求。其次，美國國債市場以卓越的流動性及安全溢酬聞名，投資者在危機時期往往湧入美債，形成「飛向品質」（flight to quality）與「飛向流動性」（flight to liquidity）現象，使美國能以較低成本融資並維持穩定性。再者，健全的法治、透明的監管和對債權人的強大保護機制，進一步鞏固美元資產作為全球最可靠避風港的地位。

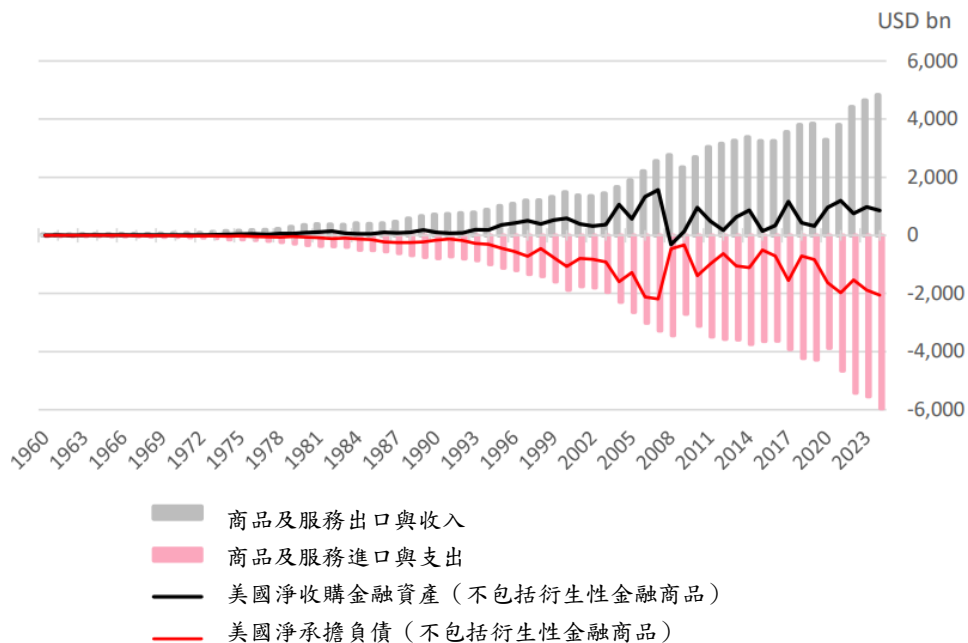
更重要的是，美元地位具有自我強化的「網絡外部性」（network externality）或「厚市場效應」（thick market effect）：使用美元人數越多，交易成本越低、流動性越高，從而形成強大的正向循環，難以被其他貨幣取代。但如 Obstfeld 教授所警告，此優勢同樣脆弱，一旦市場信心受挫，美元地位可能加速下滑。

此外，美國長期扮演全球公共財提供者，其軍事力量維護航運安全，並積極推動開放市場與多邊合作。美國在 IMF、世界銀行、金融穩定理事會（Financial Stability Board，FSB）等機構中握有主導地位，進一步提升美元作為國際貨幣的制度合法性與可信度，使其成為當代國際金融體系的核心支柱。

四、美國政策轉向：挑戰美元霸權與全球金融穩定

現今美國政府的國際政策核心前提係現有全球貿易、金融與地緣政治對美國不公，此立場驅動政府對於貿易不公、貨幣成本與安全負擔等三大領域的怨懟。美國認為，開放市場導致製造業外流並加劇貿易逆差（圖 18）；美元的全球主導地位使其貨幣被高估，進一步推動貿易逆差；而美國在國際安全與援助方面的重大承擔，則被視為過重的負擔。然而，此等論述忽視部分關鍵事實：美國並非貿易歧視的受害者。根據 2024 年數據，占 GDP 6.4% 的聯邦財政赤字才是外部逆差的主因；美元的國際地位雖可能推高匯率，但也同時使美國能以較低利率從國際市場融資；美國承擔的全球安全承諾，亦在多層面上增強其國家安全。

圖 18 美國經常帳總流出與流入與淨金融流出與流入之比較

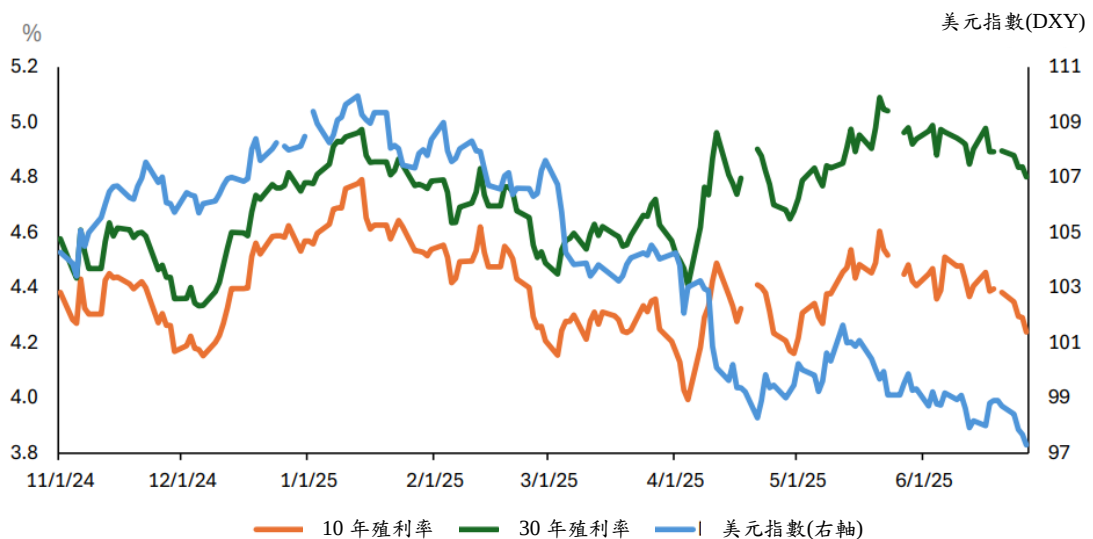


資料來源：US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

美國政策轉向已展現具體的經濟與金融風險。在貿易與投資方面，

自 2025 年 1 月至 4 月，美國的平均關稅稅率從 2.5%劇增至約 27%。4 月 2 日，美國總統 Donald Trump 宣布將貿易逆差定義為「國家緊急狀態」，並援引《國際緊急經濟權力法》(International Emergency Economic Powers Act，IEEPA)，對幾乎所有進口商品徵收 10%對等關稅，此舉導致美元走貶，長期美國公債殖利率大幅上升（圖 19），股市下跌。儘管由於市場動盪，關稅上調政策遭暫停，但此政策已對全球貿易體系造成極大不確定性，並可能引發貿易與投資緊縮。耶魯大學分析指出，美國關稅政策將使 2025 年美國實質 GDP 成長降低 0.9 個百分點，並對長期經濟持續產生負面影響。

圖 19 美國長期名目公債殖利率與美元名目匯率



資料來源：Bloomberg and MarketWatch

與此同時，美國財政狀況持續惡化，對美元信譽構成長期威脅。根據國會預算辦公室（Congressional Budget Office，CBO）預測，美國公共債務占 GDP 比例將從 2024 年 99% 上升至 2034 年 116%，並在 2054

年達 172%。外國投資者持有美國公債比例從 2020 年 35% 下降至 2024 年 30%。若外資大規模拋售美國公債，或美國國內融資成本大幅上升，將對美國的財政造成壓力，可能引發融資危機。在此情況下，聯準會可能被迫採取行動穩定債券市場，進一步限制其因應通膨或衰退的獨立性。

此外，政府的政策變動正對聯準會的獨立性造成威脅，直接影響美元穩定性。自 2025 年初以來，政策不確定性、經濟成長放緩及市場對可能降息的預期，導致美元在 2025 年上半年創下自 1973 年以來的最差表現，匯率下跌 10.8%。聯準會主席可能免職等言論加劇市場對未來貨幣政策的不確定性，此種情況正侵蝕美元「安全資產」屬性。投資者對美國財政可持續性及貨幣政策的政治可預測性產生疑慮，若市場信心動搖，美元的安全溢酬可能隨之消失。

最後，隨著美國在巴塞爾協議（Basel Accord）、FSB 等國際金融監管機構中可能降低合作意願，而轉向優先強調國內監管自主，美國此舉將削弱國際金融體系的整體穩定性與韌性。同時，穩定幣（stablecoin）國際化的發展，也可能引發貨幣主權衝突與系統性風險，BIS 對此持謹慎態度，認為穩定幣可能帶來洗錢、恐怖主義融資及金融穩定等重大監管挑戰。此外，為因應財政壓力或保護國內產業，新政府可能實施徵收資本流入稅、對跨境交易徵收更高稅收，甚至實施資本管制等極端措施，此將嚴重阻礙全球資本自由移動，並破壞國際金融市場整合。

五、美元霸權動搖與全球金融市場碎片化的風險

Obstfeld 教授警告，若美國的政策轉向持續，其潛在後果將深遠且具破壞性，不僅會削弱美元霸權地位，還可能導致 IMFS 全面碎片化。美國政策的改變正在加速全球金融體系的分裂，可能使匯率計價、清算及準備貨幣結構呈現多元化趨勢。若美元地位遭到嚴重損害，各國與企業將尋求替代方案，導致全球貨幣格局從當前的美元單極主導，轉變為美元、歐元、人民幣等主要貨幣並存競爭的格局。全球支付系統也可能因此出現地緣政治分裂。根據世界經濟論壇（World Economic Forum，WEF）與奧緯諮詢（Oliver Wyman）於 2025 年 1 月發表報告，全球金融體系碎片化可能帶來高達 5.7 兆美元的潛在成本。該研究將碎片化程度分為低、中、高及非常高四種情境，並預測世界經濟將分裂為「西方」（以美國為中心）、「東方」（以中國為中心）及「中立」三大集團。美國關稅政策若對大多數國家徵收 10% 的基礎關稅，將使全球進入中度碎片化，並迫使中立國家在兩大勢力間選邊站隊。

美國政策轉向另意味著其作為全球公共財提供者的角色正逐漸弱化。隨著「美國優先」政策的實施，對國際安全、經濟援助及多邊合作的支持將顯著減少，不僅削弱美國在國際制度的影響力，也可能促使其他國家加大對自身安全與金融基礎建設的投資，進一步減少對美元體系的戰略依賴。與此同時，美國選擇依賴關稅與制裁等單邊措施作為首選政策，正在侵蝕國際社會對美國法治、貨幣穩定及政治可預測性的信任。此種信任流失，可能使美元喪失作為全球「無可爭議主導貨幣」的

象徵地位，並重現 1930 年代多貨幣分立的局面。

六、政策建議

Obstfeld 教授指出，當前 IMFS 所面臨的挑戰，不僅是週期性的波動，亦是一個由地緣政治、財政政策與制度性因素交織而成的結構性轉捩點。2025 年美國政策的轉向，正同時侵蝕美元霸權的三大支柱：作為全球最大經濟體的市場基礎、作為全球最終流動性提供者的制度信譽，以及作為全球公共財提供者的領導地位。

若美國政策持續轉向，將破壞美元霸權與 IMF 及其他多邊合作機構的基礎，可能引發比 20 世紀更嚴重的全球經濟後果。為避免此結果，Obstfeld 教授建議美國需進行關鍵的政策調整，以恢復國際社會對其領導地位及美元的信心。首先，美國應重新擁抱多邊主義，積極參與並支持 IMF 與 FSB 等國際金融機構的運作。為維護美元作為安全資產的信譽，美國還必須解決日益升高的公共債務問題。

此外，美國應堅守聯準會獨立性，確保其能根據經濟數據而非政治壓力制定貨幣政策，此對維持美元長期穩定至關重要。美國還應避免過度依賴單邊關稅及金融制裁作為外交工具，此等手段可能會削弱其國際影響力。最後，面對新興數位貨幣（如穩定幣與央行數位貨幣 CBDC）所帶來的潛在風險與機遇，美國應積極加強與國際社會的監管合作，共同制定統一標準。推動央行數位貨幣的互操作性，並建立更高效、透明的跨境支付體系，將有助於解決現有體系的弊病，並為國際貨幣合作提供新的發展方向。

肆、結語

本屆 BIS 年會主要議程包括：（一）Roundtable Meeting on the Emerging Markets and Developing Economies、（二）BIS Innovation Hub Seminar、（三）Session on Regulation and Competitiveness、（四）General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Economic Report，以及（五）Andrew Crockett Memorial Lecture。

本次會議議題雖然多元，但主要聚焦於當前全球金融體系所面臨的結構性挑戰，以及央行未來的因應作法。首先，BIS 年度經濟報告指出，全球金融體系正處於關鍵轉型期。在實體經濟日益分散的同時，貨幣與金融市場卻高度互聯。面對此複雜新格局，僅靠傳統貨幣政策已不足以因應挑戰，未來必須透過財政政策與審慎監理共同配合，方能維護金融穩定。報告強調，央行應主導數位化浪潮下的金融變革，特別是透過代幣化技術，整合資訊傳遞與資產轉移，以提升交易效率並降低系統性風險。未來，代幣化的央行準備金、商業銀行貨幣與政府債券將共同構成新一代貨幣體系的基石，確保金融體系的穩健性與公信力。

其次，Obstfeld 教授的講座進一步補充地緣政治對此變革的影響。渠指出，美國新政府「本國利益優先」政策正侵蝕美元霸權的三大支柱，導致國際貨幣體系處於結構性轉捩點。為維護全球金融穩定，Obstfeld 教授建議美國應重返多邊主義、解決公共債務問題並減少單邊制裁。同時，面對穩定幣與央行數位貨幣等新興挑戰，美國應與國際社會加強監理合作，推動央行數位貨幣的互操作性，為全球貨幣合作注入新動能。

綜觀本次會議，可體認到全球金融體系正面臨技術創新與地緣政治的雙重挑戰。其中，BIS 年度經濟報告揭示的代幣化技術與數位貨幣正加速全球支付體系轉型，為我國提升跨境支付效率及強化金融韌性創造契機。為此，本行應持續進行相關研究及試驗，在維護貨幣體系健全前提下，探索新技術的應用，確保我國在下一代金融基礎建設占有一席之地。另一方面，Obstfeld 教授對地緣政治的分析則突顯美國新政策對美元霸權及全球金融穩定的威脅。由於我國為小型開放經濟體，且外匯存底主要以美元資產為主，美元地位的任何潛在動搖都直接影響我國金融市場穩定與外匯資產價值及安全。因此，本行不僅應持續對外匯存底進行審慎管理與多元化配置，以分散風險，更要積極參與如 BIS 等國際金融合作平台，共同維護國際貨幣體系的穩定，以確保我國外匯資產在未來持續維持其安全性與流動性。