

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：實習)

出席 SEACEN 研訓中心舉辦之「總體經濟學與貨幣政策的議題與挑戰」課程研習報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳倩如/二等專員

派赴國家：柬埔寨

出國期間：114 年 8 月 31 日至 114 年 9 月 7 日

報告日期：114 年 12 月

目 錄

壹、前言	1
貳、央行獨立性	3
一、透明化、獨立性與權責化是央行治理的3大支柱	3
二、央行獨立性的意涵與衡量	5
三、央行普遍因政治壓力而使事實上的獨立性受損	8
四、央行獨立性的挑戰與通膨教訓	9
參、比特幣充當央行準備資產或國家戰略儲備的可行性存在爭議..	11
一、比特幣的創建與崛起	12
二、比特幣價格大起大落，經歷多次泡沫又不斷重生	17
三、國際間對比特幣納入央行準備資產或戰略儲備持審慎態度	21
肆、結論與建議	24
一、強化央行治理與獨立性是維持物價穩定的關鍵條件	24
二、本行在法理上與事實上皆具高度獨立性	26
三、比特幣安全性與流動性皆不足，不宜納入央行準備資產	27
四、政府宜強化國發基金功能，或單獨立法成立政府全資的 管理機構	28
參考資料.....	30

壹、前言

在全球金融環境高度不確定性(uncertainty)的情勢下，央行如何維持獨立性(independence)與專業性，並在法定職責下穩定物價與金融體系，已成為衡量一國經濟治理的重要指標。同時，伴隨科技創新與地緣政治(geopolitics)風險升高，新興資產是否具有納入央行準備資產或戰略儲備的必要性，也引起社會關注。特別是在比特幣(bitcoin)等加密資產(crypto asset)¹受到部分論者支持的情況下，更有必要從央行職能、貨幣體系穩定與國家戰略需求的角度，審慎檢視其適切性。

本(2025)年8月31日~9月7日，職奉派參加本次東南亞國家中央銀行總裁聯合會(SEACEN)研訓中心舉辦之「總體經濟學與貨幣政策的議題與挑戰」課程，為期5日；學員共計30位，分別來自柬埔寨、印度、印尼、南韓、馬來西亞、緬甸、尼泊爾、新加坡、菲律賓、台灣、萬那杜及越南等12國央行。講師包括；BoJ企劃局主管西野孝佑(Kosuke Nishino)、亞洲商學院(Asia School of Business)教授Özer Karagedikli、德國呂貝克應用科技大學(Technical University of Applied Sciences Lübeck)教授Leef Dierks Lübeck、英國國家經濟暨社會研究所(National Institute of Economic and Social Research, NIESR)主任David Aikman(視訊)、SEACEN研訓中心總體經濟政策暨貨幣政策管理部門主管Ole Rummel，以及該部門的Meltem Chadwick、Nur Ain

¹ 加密資產亦即之前大家所慣稱的加密通貨(cryptocurrency)；加密通貨原本強調的是可作為支付工具的代幣(token)，但隨著這些代幣主要被當作投資標的，而非實際日常的交易媒介，金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)遂率先於2018年3月將加密通貨改稱為加密資產，以更廣泛、準確地反映其金融資產屬性。

Shahrier、Rogelio Mercado（視訊）等資深經濟學家。

課程安排兼具深度與廣度，內容豐富，有助於學員瞭解當前央行面對的總體經濟學與貨幣政策之各種挑戰，以及這些結構性變化帶來的影響。

本報告擬就央行的獨立性、治理架構，以及比特幣作為準備資產或戰略儲備的可行性進行說明。本報告主要分為四部分，除此前言外，依序將探討央行獨立性；比特幣充當央行準備資產或國家戰略儲備的可行性；最後，提出結論與建議。

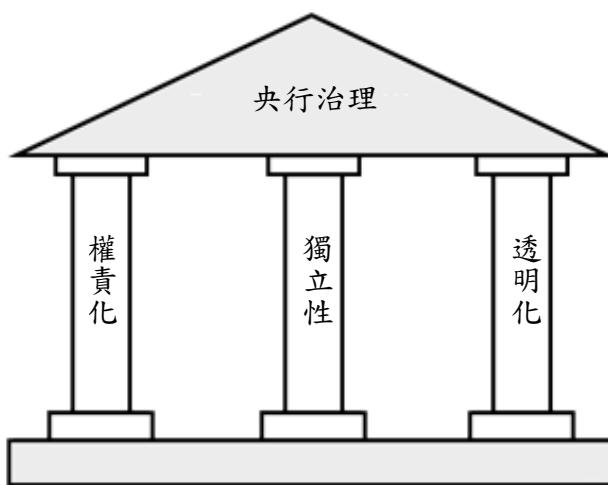
貳、央行獨立性

央行獨立性是現代貨幣制度中極為關鍵的制度設計，惟隨著全球經濟環境不確定性上升、地緣政治衝擊加劇，以及民粹主義（populism）與專制制度在全球崛起，央行獨立性正受到威脅，即便是先進經濟體亦面臨相同挑戰。如何維護央行在政策制定上保持專業、不受政治壓力左右，已成為外界一再強調的核心議題。

一、透明化、獨立性與權責化是央行治理的3大支柱²

良好的中央銀行治理，旨在確保政府賦予央行的最終目標與政策任務，能以有效且具效率的方式加以落實，並避免公共資源遭到濫用。在現代貨幣制度下，央行治理建立在 3 大支柱之上：透明化（transparency）、獨立性與權責化（accountability）（見圖 1）。

圖 1 央行治理的 3 大支柱



² 主要參考陳倩如（2018）。

首先，央行透明化是指央行在決策過程中揭露資訊的充分程度。若貨幣政策具有高度透明化，表示政策形成過程更為公開，不存在顯著的資訊不對稱（asymmetric information）問題。一般咸認，透明化程度較高的央行，更能透過有效的政策溝通（communication）強化外界對政策方向的理解與信任，從而有助於更有效的制約（anchor）通膨預期，提高貨幣政策的整體效能。

其次，央行獨立性是指中央銀行在執行貨幣政策時，能自主選擇並運用政策工具，其決策形成、人事任命及政策操作不受短期政治力量干擾。獨立性被視為避免貨幣政策受到選舉與政治周期影響的重要手段，同時也是解決時間不一致性（time-inconsistency）問題的核心制度安排。

至於央行權責化，則是央行獨立性之下的相對應產物。隨著央行獲得更高的自主性，社會與民意可透過權責化機制，來檢視央行的政策表現，包括貨幣政策的執行情形，以及央行與行政、立法部門之間的互動。政府若能對央行明確授權，不僅能強化央行權責化程度，提高貨幣政策架構的可信度，也能避免央行在執行職責時，有過度保守的想法或行為。

整體而言，透明化、獨立性與權責化，位於央行與政府部門關係的核心位置，但在特定情況下，它們之間可能出現正面或負面的交互作用。因此，良好的央行治理，須兼顧三者的平衡與協調，確保其相互作用能共同強化央行的政策信譽與制度韌性，而非造成治理上的扞格。

二、央行獨立性的意涵與衡量³

央行法理上（de jure）的獨立性，係指一國法律法規賦予央行正式的法律獨立性；央行政事實上（de facto）的獨立性，則係指央行在實際運作中行使的自主程度。央行可能在法律上擁有很強的獨立性，但由於政治壓力，其在事實上的獨立性可能很弱，這種政治壓力可以透過非正式的方式或法律未涵蓋的手段施加。

學界大多認同，央行獨立性是通膨率低且穩定的重要條件；實證上，央行獨立性愈高（低），通膨率愈低（高）。根據過去的研究文獻，央行獨立性的面向大抵包括：政治獨立性（political independence）、經濟獨立性（economic independence）、目標獨立性(goal independence)與工具獨立性（instrument independence）等（見表 1）。

表 1 央行獨立性的面向與意涵

文獻	央行獨立性的面向與意涵
Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991)	<ul style="list-style-type: none">● 政治獨立性：央行具有選擇政策目標的能力，不受政府影響。● 經濟獨立性：央行具有運用貨幣政策工具的能力，不受限制。
Debelle and Fischer (1994) 、Fischer (2015)	<ul style="list-style-type: none">● 目標獨立性：央行的目標係由央行自身設定，而非由財政部、內閣等其他官方機構所決定。● 工具獨立性：央行能自由地選擇達成目標的方法，對於其被賦予的政策工具有控制權。

資料來源：作者自行整理。

³ 主要參考郭恬吟、陳倩如、郭涵如（2018）。

學界普遍採 Cukierman, Webb and Neyapti (1992) 編製的央行獨立性指數 (central bank independence index, CBI)，來衡量央行獨立性高低，其將獨立性指數分為 4 大項、16 個子項，給予 0~1 分的評價（獨立性最高可得 1 分），再按各項權重加權計分，總分為 0~1 分；這種評估方式，僅能反映央行法理上的獨立性（見表 2）。

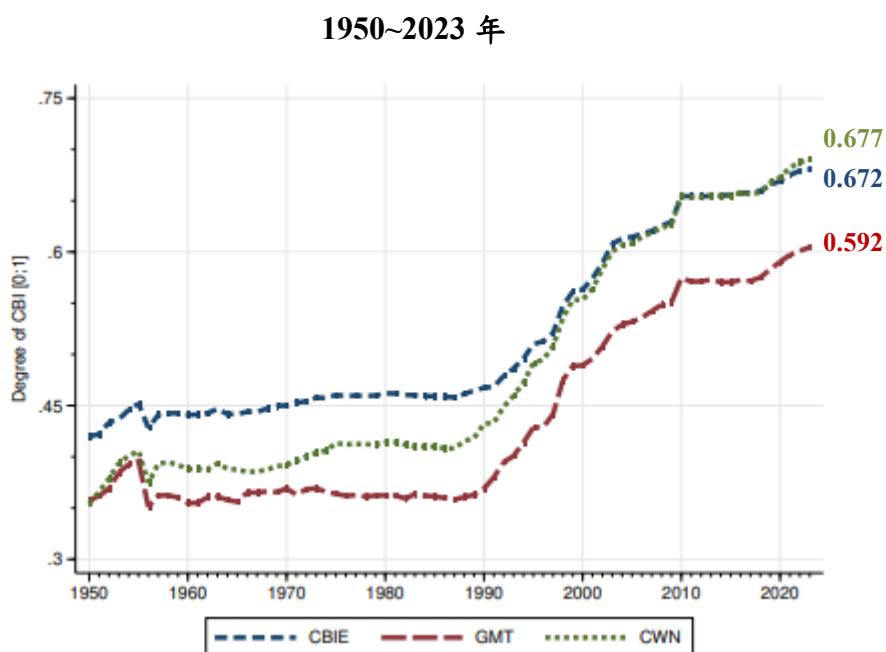
表 2 央行獨立性指數的評量項目

獨立性層面	評分項目
1、央行總裁	a、任期長短？ b、由誰任命？ c、免職條款？ d、可否兼任其他公部門職務？
2、決策形成	a、誰決定貨幣政策？ b、政策面臨衝突時，誰具有最終裁量權？ c、央行在政府預算決策過程之角色？
3、央行政策目標	a、貨幣政策目標是否包括物價穩定？與物價穩定衝突或不衝突之其他目標？
4、對政府融通之限制	a、對政府直接墊款融通之限制？ b、對政府給予證券抵押融通之限制？ c、對政府融通條件（到期期限、利率及金額等）之決定權？ d、融通對象之限制？ e、融通金額限制之依據？ f、融通期限之限制？ g、融通利率之限制？ h、是否禁止央行在初級市場承購公債？

資料來源：Cukierman, Webb and Neyapti (1992)。

1980 年代後，各國紛紛修改「中央銀行法」，提高央行法理上的獨立性，使得全球央行獨立性指數快速上升。衡量央行獨立性的指標，無論是 Romelli (2022, 2024) 的央行獨立性延伸指數 (Central Bank Independence - Extended Index, CBIE)、Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991) 的 GMT 指數，或是 Cukierman, Webb and Neyapti (1992) 的 CWN 指數，走勢均呈現一致，央行獨立性於 1980 年代起大幅提升，平均水準較 1950 年代增加逾 50%，並在 1990 年後普遍趨於制度化，2000~2023 年則維持在極高的水準（見圖 1）。

圖 1 全球央行獨立性指數的演進*



* 全球央行樣本數分別是：1950~1959 年為 51 家；1960~1969 年為 73 家；1970~1979 年為 93 家；1980~1989 年為 110 家；1990~1999 年為 149 家；2000~2023 年為 155 家。

資料來源：Romelli (2024)

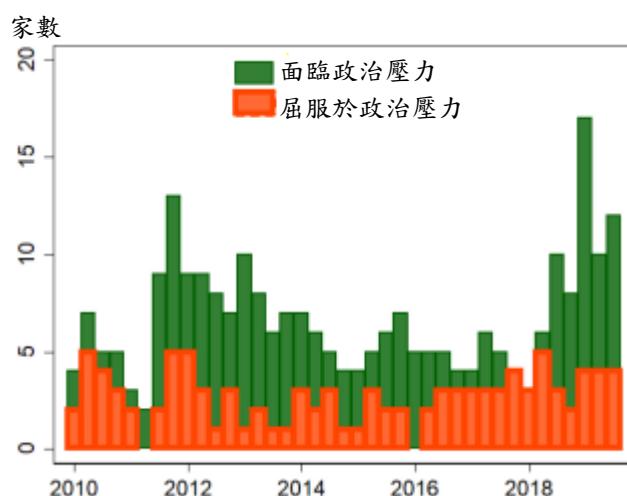
三、央行普遍因政治壓力而使事實上的獨立性受損

儘管央行在法理上具獨立性，若政治領袖能透過各種軟性干預，如公開批評、輿論壓力、人事安排（任命偏向特定政策取向的理事）或以連任、預算作為威脅等，來削弱央行決策品質與通膨表現，則央行事實上的獨立性將受損。

Binder (2020) 以全球 118 家央行為樣本，利用 2010 年第 1 季 ~2019 年第 3 季的高頻資料與政治言論紀錄，來判斷政治領袖是否對央行施壓，以及央行是否在政策上做出相應改變。結果發現，各國央行普遍面臨政治壓力，約 39%的央行自 2010 年以來至少面臨過一次政治壓力，平均每季約有 6%的央行面臨政治壓力；2019 年第 1 季甚至約 14%的央行面臨政治壓力（見圖 2）。不過，實際數字可能更高，因為一些政治壓力事件可能未被揭露。

圖 2 全球央行面臨政治壓力的家數*

2010 年第 1 季~2019 年第 3 季

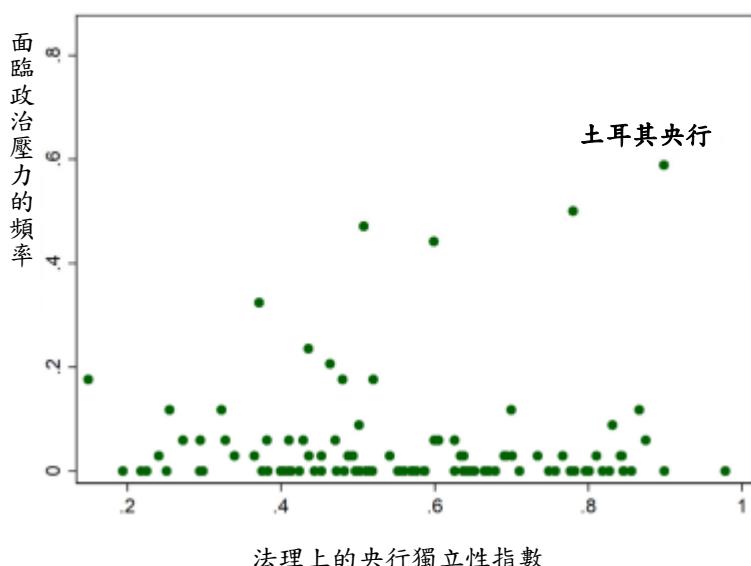


* 全球央行樣本數為 118 家。

資料來源：Binder (2020)

另外，Binder (2020) 比較央行法理上的獨立性強弱（以 Garriga (2016) 的指標為例）與其報導遭政治壓力的頻率，結果幾乎呈現零相關。也就是說，許多在法理上被認為具高度獨立性的央行，仍頻繁遭受政治干預或壓力。例如土耳其央行在法理上的獨立性指數接近0.9（滿分為1），但其政治壓力發生頻率卻高達60%（見圖3），說明央行法理上的獨立性，並不等於央行政事實上的獨立性。

圖3 央行法理上的獨立性 vs. 政治壓力



資料來源：Binder (2020)

四、央行獨立性的挑戰與通膨教訓

自2008年全球金融危機(global financial crisis)以來，大眾開始期待央行承擔遠遠超出其權力及職責範圍的責任。與此同時，民粹主義領袖一直敦促對貨幣政策進行更直接地監督及控制。全球金融危機後，央行擴大資產負債表的權力，一直飽受批評；現在，央行又被左派份子指責，沒有充分地擴大資產負債表。

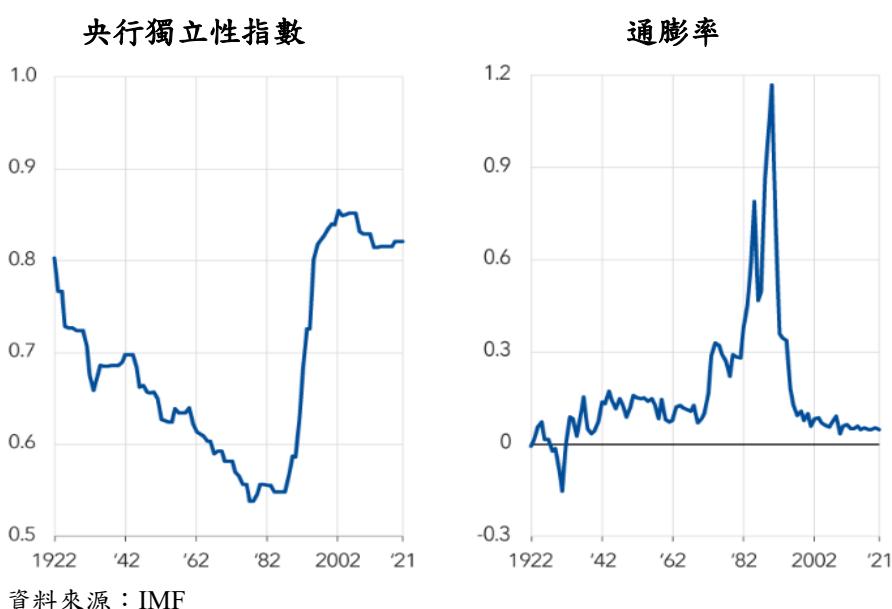
這是一個顯著的轉變。1990 年代至 2010 年代前期，由於全球通膨急劇下降，央行獨立性被認為是過去數十年來最有效的政策創新之一。然而，近幾年來，愈來愈多的政治家認為該是讓央行服從民選官員的時候了。

不過，國內外實證研究大抵發現，央行法理上的獨立性與通膨率有互為抵換 (trade off) 的關係，亦即央行法理上的獨立性愈高 (低)，通常會帶來較低 (高) 的通膨率。

IMF 於 2023 年發布的研究報告⁴，對全球 50 家央行、2007~2021 年的法規及網站資料進行調查；結果顯示，獨立性較高的央行在控制民眾的通膨預期上更成功，這有助於保持低通膨。IMF 另一研究報告⁵，追蹤拉丁美洲 17 家央行在過去 100 年來的決策獨立性、職責明確性，以及它們是否可能被迫對政府融通；結果也發現，更高的央行獨立性與更低的通膨結果有關（見圖 4）。

圖4 拉丁美洲的央行獨立性與通膨

1922~2021年



資料來源：IMF

⁴ Unsal and Pgeorgiou (2023)。

⁵ Jácome and Pienknagura (2022)。

另外，Binder (2020) 比較無政治壓力、抵抗壓力與屈服於壓力等 3 類央行，結果顯示政治壓力愈大，通膨表現愈差。無政治壓力的央行之通膨率為 5.5%；抵制政治壓力的央行之平均通膨率為 7.4%；屈服於政治壓力的央行之平均通膨率為 9.1%。即便央行沒有屈服於政治壓力，其通膨率仍高於完全無壓力情況，反映出政治干預會影響市場預期，進而削弱央行公信力與政策效果。

央行的獨立性（尤其是事實上的獨立性）對政策成效至關重要，且在各種所得水準的國家中都變得更具主導地位。央行獨立性非常脆弱，若缺乏政治支持，那麼法律條文就沒那麼重要了，因此央行總裁應予以捍衛。央行若失去獨立性，貨幣政策將政治化，重返高通膨水準只是時間問題。

參、比特幣充當央行準備資產或國家戰略儲備的可行性存在爭議⁶

全球金融危機爆發後，動搖了若干人們對銀行及政府的信任。人們對依賴大型金融機構的金融中介體系產生質疑，而基於無政府自由主義（anarchistic libertarianism）理念、以比特幣為首的加密資產，即在此背景下推出。

美國總統川普（Donald Trummp）在上（2024）年競選第二任總統以來，為了拉攏幣圈人士，對比特幣的態度出現180度大轉變，開始對加密資產友善，甚至計劃建立類似於戰略石油儲備的美國比特幣

⁶ 主要參考李榮謙、陳倩如（2025）。

戰略儲備（Strategic Bitcoin Reserve）。隨著川普贏得總統大選，推動有助於加密資產產業發展的「指導與建立美國穩定幣創新法案」（Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act, GENIUS Act）（簡稱「天才法案」），比特幣的聲勢更是如日中天。如今，全球經濟不確定性提高，愈來愈多的專家及決策者開始建議將比特幣納入央行準備資產（reserve asset），以實現資產多元化與對沖多重風險；此外，國際間也開始對比特幣作為國家戰略儲備的可能性，展開熱烈討論。

一、比特幣的創建與崛起

2008年10月31日，一個自稱「中本聰」（Satoshi Nakamoto）的人物或團體發布「比特幣：一套點對點的電子現金系統」（Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System）論文，提出一個新概念：利用一個公開透明、無需信任中介的公共帳本（public ledger），如非許可制區塊鏈（blockchain），讓人們可以直接以去中心化（decentralized）的方式進行價值移轉⁷。

2009年1月3日，比特幣正式誕生；它是一種基於分散式帳本技術（Distributed Ledger Technology, DLT），亦即區塊鏈的電子支付系統。

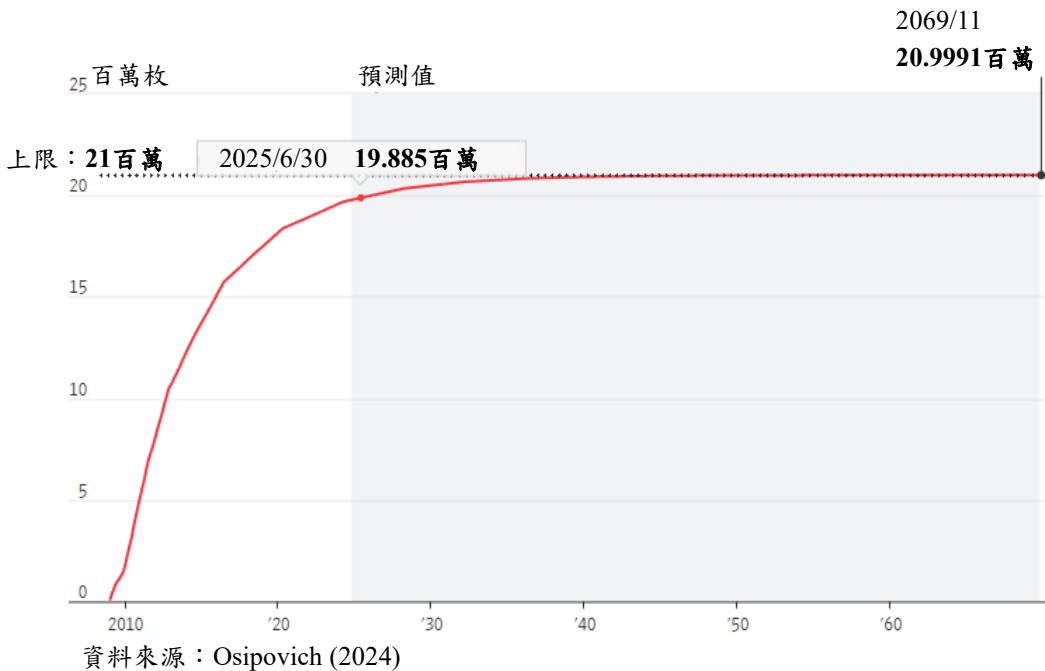
⁷ 其實，比特幣的去中心化概念，早在120年前的太平洋西部的雅浦島就出現，雅浦島的交易媒介稱為 fei 或 rai，是堅固且厚實的石幣，據說最大的直徑可達3.6公尺，由於許多石幣體積龐大且重量重，不方便移動，通常僅會放置在特定地點，以口耳相傳、口頭協議的方式，記錄石幣所有權；1903年美國人類學家 William Henry Furness III 書中記載雅浦島有個家族，因遇到暴風雨，搬運回家的石幣意外沉沒海中，島上居民仍承認該石幣是該家族的財產。石幣以口述分類帳（oral ledger）的方式記錄所有權，與區塊鏈的概念相似，就是一種去中心化的貨幣形式，堪稱去中心化貨幣的始祖。英國《金融時報》將雅浦島石幣稱為是比特幣1.0。請參閱 Tett, Gillian (2021), “Bitcoin 1.0: The Ancient Stone Money of Yap,” *Financial Times*, Mar. 4；中央銀行（2023），「金融新知來報報：雅浦島石幣是去中心化貨幣的始祖！穿孔錢幣、單面鈔券則是小編加送的新年禮！」，央行官方臉書，1月5日。

其運作機制允許任何參與者充當驗證節點（validating node），參與公共帳本上的交易驗證，並由眾多匿名驗證者共同完成帳本記錄的保存。此一系統毋須中心管理者，也不依賴銀行等中介機構進行交易，旨在降低中介機構帶來的無效率與額外成本。換言之，比特幣的特點包括：可匿名、不受任何中心化機構控制，且能在不透過中介機構的情況下，實現點對點（peer-to-peer）的交易，試圖跳脫傳統金融中介的框架，創造出具有類似貨幣（money-like）特徵的加密資產。

為避免過度發行造成的通膨風險，比特幣協議規定，比特幣總發行量最終將固定於2,100萬枚，並透過每4年一次的減半（halving）機制，逐步減緩新幣的產出速度。自2009年1月3日「中本聰」挖出創世區塊，獲得50枚比特幣的獎勵起，2013年減至25枚，2016年減至12.5枚；依此類推，預計2140年左右，所有的比特幣將被完全開採完畢。截至上一年11月，已發行約1,980萬枚比特幣，剩餘的比特幣將需要一個多世紀才能發行完畢，而這個過程將隨著時間的推移變得愈來愈困難（見圖5）。

比特幣因其總量受限、具備稀缺性，常被視為與黃金相似的資產。比特幣的取得須透過挖礦（mining）過程，這仰賴大量運算能力與能源投入，與黃金需耗費大量人力與資源開採的特性相呼應。因此，許多倡議者將比特幣視為數位黃金（digital gold），認為其稀缺性與高生產成本賦予比特幣類似貴金屬的價值儲藏功能。另有知名比特幣支持者認為，比特幣因沒有交易對手風險，且機構亦鮮少涉入其中，是可以對抗通膨及通縮風險的避險資產；至於黃金，長期以來即被視為抗通膨的避險資產。

圖5 比特幣自創建以來的供給量



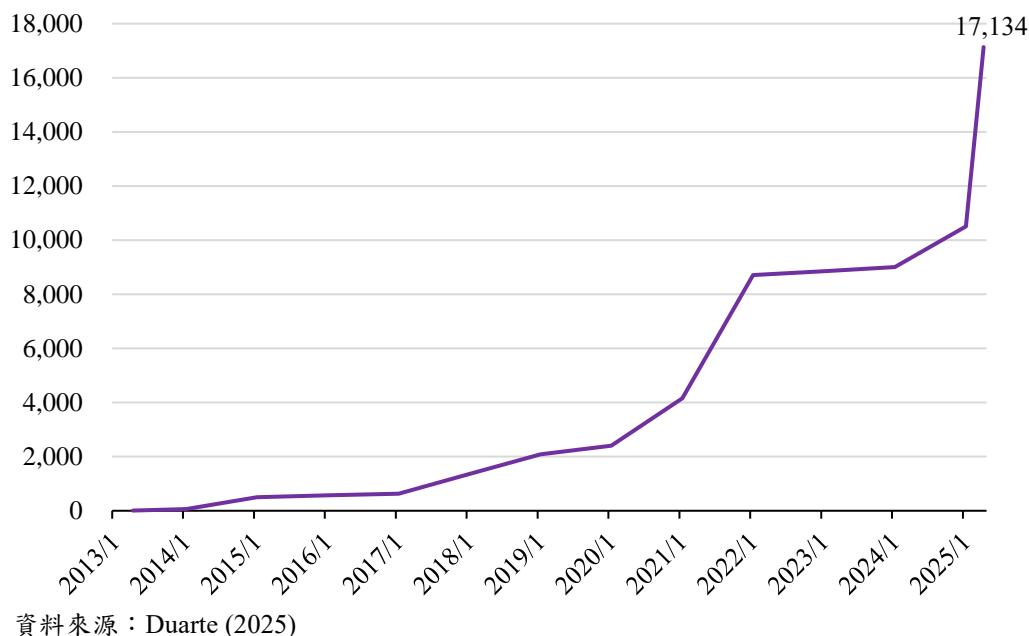
自比特幣問世以來，加密資產開始蓬勃發展。截至2013年底，加密資產的種類逾50種；迨至本年4月，全球共有17,134種加密資產（包含穩定幣（stablecoins））（見圖6），其中約10,385種是活躍的⁸。儘管如此，比特幣身為全球第一個去中心化的加密資產，大眾的接受度最高⁹，比特幣也幾乎成為加密資產的代名詞。

根據比特幣交易所 River 估計，最終發行量為2,100萬枚的比特幣，約有1,470萬枚比特幣（占最終發行量的69.9%）由個人投資人持有；這些通常是長期持有大量比特幣的大戶，他們多年來一直保存著自身的數位財富。市場擔心這些「巨鯨」若大量拋售，恐重創比特幣市場。

⁸ Duarte (2025)。

⁹ 根據 CoinMarketCap 的數據，本年11月29日，全球加密資產市場總市值約3.09兆美元，24小時的平均交易金額為819.8億美元。所有加密資產中，比特幣的市值最高，約1.81兆美元；比特幣的頭號對手—以太幣（ether），市值約0.36兆美元，位居第2；至於泰達幣（tether, USDT）排名第3，市值約0.18兆美元。

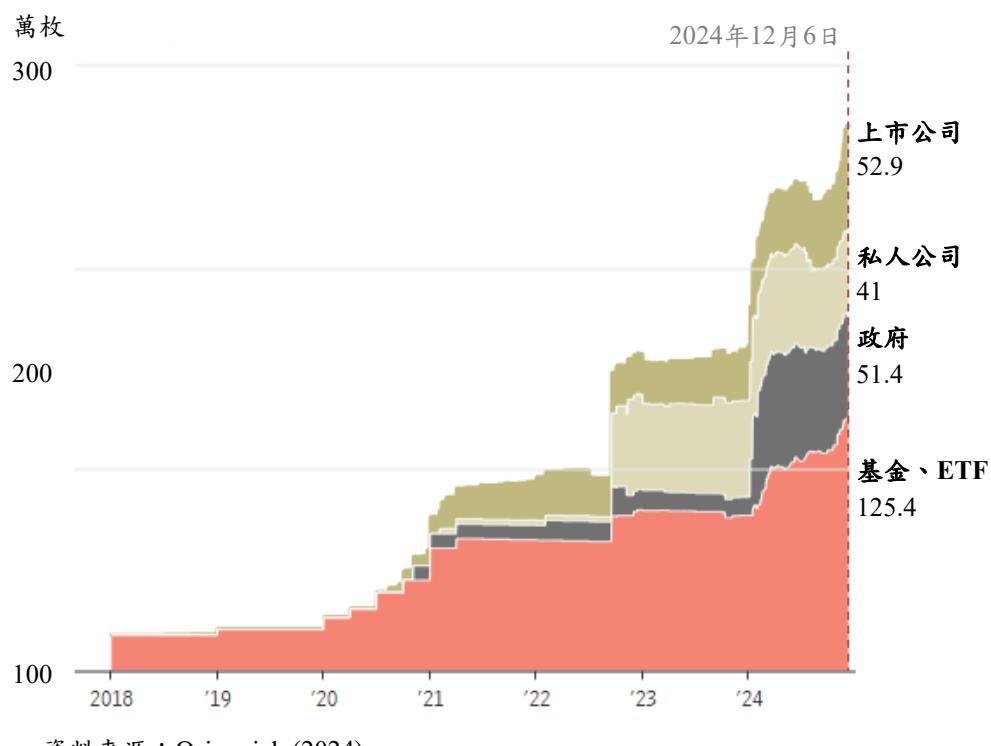
圖6 全球加密資產的種類



資料來源：Duarte (2025)

值得注意的是，近年來，大型機構持有的比特幣數量不斷增加，其中包括商業智慧軟體供應商微策略（MicroStrategy）、電動車大廠特斯拉（Tesla）等上市公司，以及交易所交易基金（ETF）與各國政府（見圖7）。

圖7 特定實體的比特幣持有情形



資料來源：Osipovich (2024)

截至上年12月，已知9國政府共持有逾51萬枚比特幣；其中，美國是比特幣的最大政府持有者（持有198,109枚比特幣），全球占比約38.6%。美國政府持有的大部分比特幣是在刑事案件中被沒收，其中包括2020年從暗網黑市「絲路」（Silkroad）駭客手中沒收的69,370枚比特幣¹⁰，以及與2016年加密資產交易所 Bitfinex 駭客事件有關的94,636枚比特幣。這些比特幣均來自犯罪分子手中。

事實上，政府直接購買比特幣會帶來政治風險，且較難祕密進行，唯一的例外是薩爾瓦多（見表3）；其他國家可能也正在積極購買比特幣，但暫時未公開。薩爾瓦多比特幣辦公室（The Bitcoin Office）公布的資料顯示，截至本年11月21日，薩爾瓦多政府已購買7,477.37枚比特幣，該國政府同時也經營小型比特幣礦場。

表3 各國政府持有比特幣之情形

2024年12月9日

國家	持有枚數	全球占比 (%)	來源
美國	198,109	38.6	沒收
中國大陸	190,000	37.0	沒收
英國	61,245	11.9	沒收
烏克蘭	46,351	9.0	捐贈
不丹	11,791	2.3	挖礦
薩爾瓦多	5,954	1.2	購買、挖礦
委內瑞拉	240	<0.1	沒收
芬蘭	90	<0.1	沒收
喬治亞	66	<0.1	

資料來源：River、Bitwise

¹⁰ 2011年成立的「絲路」，平台上充斥著與毒品、兒童色情、殺手等相關的非法商品交易；該暗網於2013年遭美國政府攻破，創辦人 Ross Ulbricht 因此遭逮捕。2020年11月，美國司法部宣布，從自稱 Individual X 的駭客手上沒收69,370枚比特幣，是該名駭客於2013年駭進「絲路」，所竊取的不法之財。

二、比特幣價格大起大落，經歷多次泡沫又不斷重生

比特幣自2009年1月3日正式誕生以來，歷經多次劇烈的價格泡沫與隨後的崩盤；自2018年比特幣被稱為史上最大泡沫以來，比特幣已被宣告死亡67次，但每一次重大修正後，價格最終都再度創下新高。

本年10月6日，比特幣盤中曾創下126,198美元的歷史新高，本年11月29日則收在90,852美元（見圖8）。與問世之初的0.000994美元¹¹相較，比特幣價格翻漲逾9,000萬倍，其價格、總市值均在加密資產市場居龍頭地位。

圖8 比特幣價格走勢



資料來源：CoinMarketCap

截至目前，比特幣泡沫共發生過4次（見表4）。比特幣泡沫第一

¹¹ 2009年10月，一名芬蘭開發人員以5.02美元的價格，發送5,050枚比特幣，相當於1枚比特幣約0.000994美元。

次發生於2011年6~11月，當時日本加密資產交易所 Mt. Gox 遭駭客入侵，成功竊取2,000枚比特幣，導致市場恐慌，比特幣市場面臨信任危機，比特幣價格因此下跌近95%¹²。

比特幣泡沫第二次主要發生於2014年，因占全球交易量逾70%的 Mt. Gox 遭駭損失85萬枚比特幣，聲請破產，打擊市場信心，加上中國人民銀行發布「關於防範比特幣風險的通知」，明白指出比特幣不屬於法定貨幣，並禁止金融機構從事比特幣相關業務等，導致比特幣價格下跌85%。

表4 歷次的比特幣泡沫事件

泡沫次數	時間	最高點（美元）	最低點（美元）	跌幅（%）
第一次	2011年6~11月	35.88	1.92	-94.65
第二次	2013 年 11 月 ~2015年1月	1,156	172	-85.12
第三次	2017 年 12 月 ~2018年12月	20,089	3,191	-84.12
第四次	2021年11月 ~2022年11月	68,790	15,599	-77.32

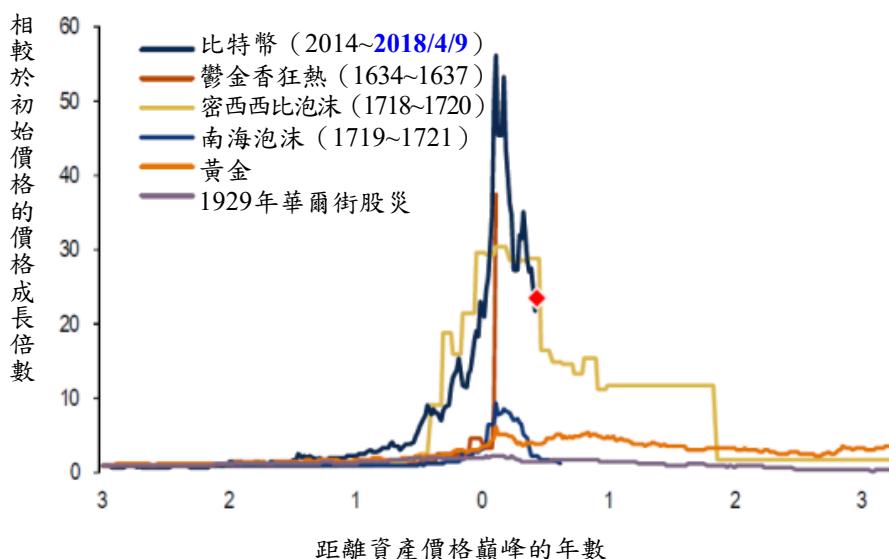
資料來源：作者自行整理

比特幣泡沫第三次主要發生於2018年，因首次代幣發行（ICO）熱潮，吸引大量資金湧入加密資產市場，比特幣累積漲幅近2,000%。2017年12月，美國商品期貨交易委員會（CFTC）開放比特幣期貨交易，讓比特幣價格進一步漲到2萬美元的高峰；然而，市場過熱、ICO詐騙頻傳、各國政府監管強化等因素之下，泡沫隨即破滅，結束近3年的牛市。

¹² BitMex Research (2018)。

2018年4月，比特幣價格距離前波高點，已下跌逾65%，跌至7,000美元以下。當時，美國銀行（BoA）首席投資策略師 Michael Hartnett 發布報告指出¹³，加密資產距離其創下歷史高點還不到一年，卻已正在重蹈歷史上其他大規模資產泡沫破裂的覆轍。報告將比特幣泡沫，與史上經典的金融狂熱（financial mania），進行比較，包括：17世紀的鬱金香狂熱（tulip fever）、18世紀的密西西比泡沫（Mississippi Bubble）與南海泡沫（South Sea Bubble），以及1929年華爾街股災（Stock Market Crash of 1929）等（見圖9）。

圖9 若干知名資產泡沫之漲跌



資料來源：Wolf (2018)

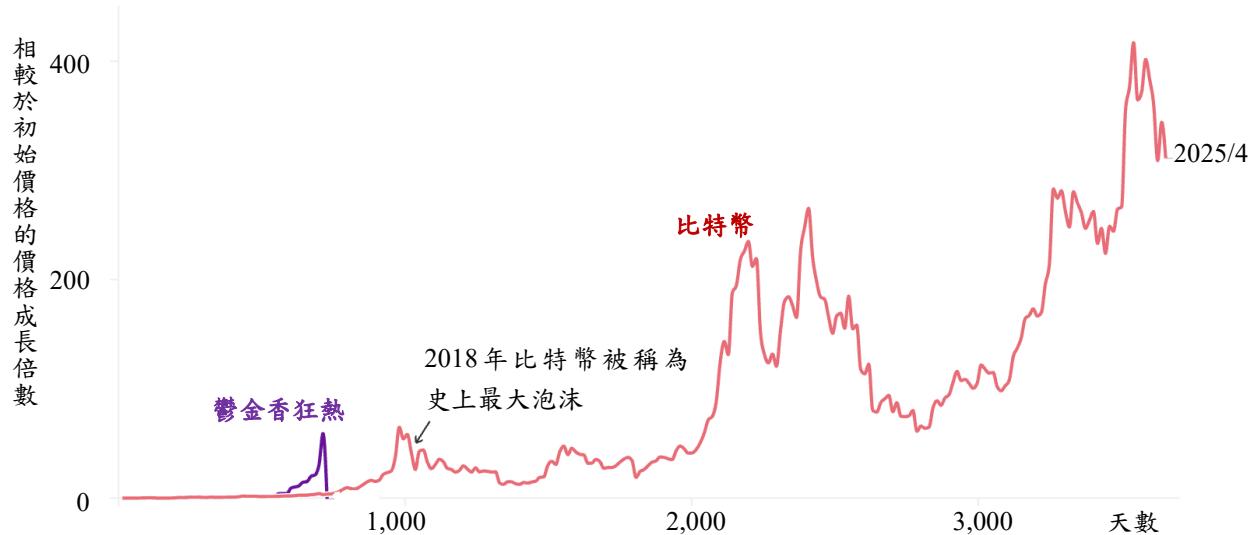
荷蘭的鬱金香球莖（tulip bulb）價格，從1635年初的1荷蘭盾（Dutch guilder），飆升至兩年後的60荷蘭盾，年漲幅達5,900%，但在短短幾週內又暴跌99%以上。至於比特幣，在2017年12月創下當時新高之前（始於224美元）的3年內上漲了8,900%；其報酬率較密西西比泡沫、南海泡沫及1929年華爾街股災等的報酬總和還要高。

¹³ Wolf (2018)。

美國銀行報告暗示，比特幣是歷史上最大的資產泡沫；然而，南海公司與密西西比公司在其各自市場暴跌後徹底倒閉，道瓊工業指數（Dow Jones Industrial Average Index）在大蕭條（Great Depression）期間低迷近10年，而比特幣本身從未遭遇過如此慘烈的命運。比特幣幾乎只花3年的時間，就回到2017年12月的高點，而網路泡沫（dotcom bubble）破滅後花了15年時間才達到相同的水準；日經225股價指數（Nikkei 225）在1980年代末期經歷泡沫經濟而崩盤後，也花了近10年才達到相同的水準。

儘管2022年因穩定幣發生價格崩盤事件¹⁴、加密資產交易所 FTX 破產等因素，導致第四度發生比特幣泡沫事件，比特幣價格下跌77%，惟最終又再度重回牛市。本年4月，比特幣自2018年外界所稱的史上最大泡沫以來，已過了7年。重新比較比特幣與鬱金香泡沫後發現，比特幣漲幅已逾1,000%；相較於初始價格的價格成長倍數，最高曾超過400倍（見圖10）¹⁵。

圖10 郁金香泡沫 vs. 比特幣



資料來源：TradingView

¹⁴ 中央銀行 (2022)。

¹⁵ Canellis (2025)。

比特幣價格在本年10月6日盤中漲至126,198美元的歷史新高後幾天，就因川普針對關稅問題發表令人意外的言論，導致其價格開始下跌，如今已抹去本年初以來的逾30%漲幅。不過，持有大量比特幣的比特幣「巨鯨」買盤終於回流，為自本年8月以來，首次從「淨賣方」轉為「淨買方」。摩根大通（JPMorgan）最新研究報告甚至大膽預測，比特幣長期可望攀升至240,000美元。

比特幣歷經4次泡沫、無數次的死亡宣告與政策、詐騙、交易所事件等衝擊，但每一次重挫後仍能再創新高，顯示其作為新興資產的高度韌性。但是，比特幣價格的大起大落也反映其仍是高度投機的市場，受全球政策、資金情緒與總體經濟環境影響極深。

三、國際間對比特幣納入央行準備資產或戰略儲備持審慎態度

（一）比特幣無法滿足貨幣的3大完整功能¹⁶

比特幣擁有一些正面的屬性，包括便於攜帶、具準匿名性，能移轉給任何人、轉到任何地方，且毋須透過受政府監管的銀行或其他傳統的金融中介機構。此外，將比特幣納入股票及債券等的投資組合中，具分散風險的好處。

不過，比特幣不具備交易媒介（medium of exchange）、記帳單位（unit of account）與價值儲藏（store of value）等傳統的3個貨幣功能。儘管比特幣具稀缺性（上限是2,100萬枚），惟價格波動劇烈而無法作為可靠的價值儲藏或交易媒介工具；另外，交易費會因交易量高而大漲，且無法應付交易頻繁的情況，無法保證個人支付的最終性（finality），故不適合作為交易媒介，也未被廣泛地作為價值標準。

即便是2021年9月成為全球第一個接受比特幣為法定貨幣的薩爾

¹⁶ BIS (2018)。

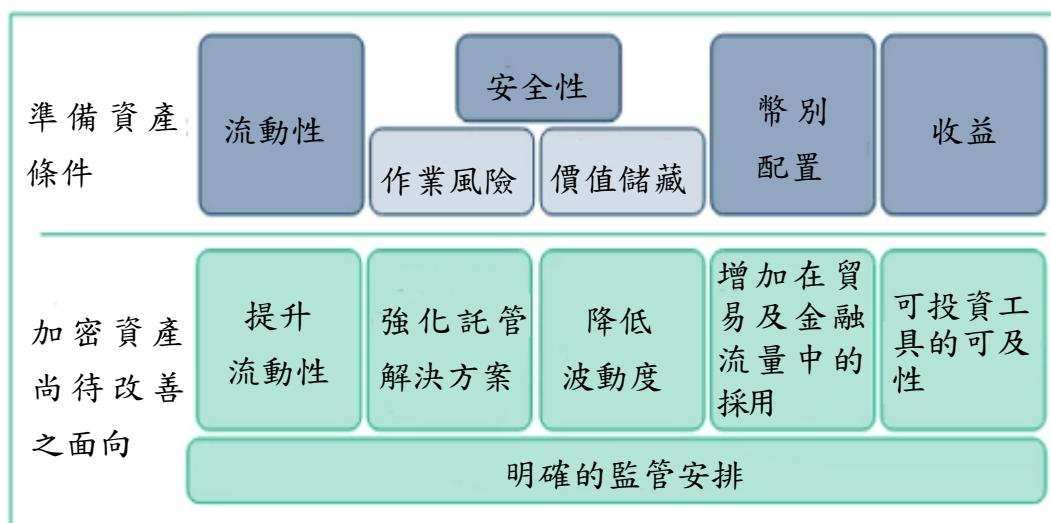
瓦多，多數薩爾瓦多民眾仍不買單。本年1月29日，薩爾瓦多政府為達到獲得 IMF 約14億美元的貸款協議之要求，通過「比特幣法」(bitcoin law)修正案，讓該國商家得採自行選擇是否接受比特幣支付，亦即比特幣已不再具備傳統意義上的法定貨幣屬性。

(二) 主要央行及國際組織認為比特幣尚不適合納入央行準備資產¹⁷

隨著全球經濟不確定性增加，愈來愈多的專家及決策者開始建議將比特幣納入央行準備資產，以實現資產多元化與對沖多重風險，包括通膨、地緣政治衝突、資本管制、主權債務違約、銀行系統危機，以及歐美國政府採取的國際金融制裁措施等。不過，主要央行及國際組織仍對比特幣納入央行準備資產的想法抱持審慎態度。

世銀於上年發布報告指出，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，首重安全性與流動性，此外，還要考量因應國際貿易與金融流量(trade and financial flows) 所需的幣別配置及穩定收益（見圖11）。

圖11 準備資產應具備之條件與加密資產尚待改善之面向



資料來源：Feyen et al. (2024)

¹⁷ Feyen et al. (2024)。

比特幣等加密資產價格波動大，市場深度、廣度等亦不如傳統金融市場（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），以及許多加密資產活動仍缺乏監管，因此目前不宜納入央行準備資產。即使比特幣可能具有產生高收益的潛力，但其價格波動劇烈，仍非央行穩健投資標的。

比特幣通常被稱為數位黃金，長期以來一直被視為對沖通膨與價值儲藏的工具。但是，Danielsson and Macrae (2022) 指出¹⁸，比特幣稱不上是總體避險工具，比較像是投機者的槓桿賭注，價格走勢與通膨率及總體經濟不確定性指數呈負相關，無法抵禦總體經濟恐慌，且還與股價指數、黃金呈正相關（見表5）；彼等分析，比特幣與 S&P 500 指數的相關係數達0.64。

表5 6個經濟變數間的相關係數*

	S&P 500 指數	黃金	總體經濟 不確定指數	韌性 指數	美國 CPI 年增率
比特幣	0.64	0.11	-0.32	-0.35	-0.24
S&P 500指數		0.25	-0.60	-0.72	-0.06
黃金			-0.12	-0.11	-0.03
總體經濟不確定指數				0.45	-0.24
韌性指數					-0.16

* 比特幣與韌性指數呈負相關，顯示出比特幣的價格走勢係受投機面驅使。

資料來源：Danielsson and Macrae (2022)

（三）將比特幣納入戰略儲備，根本是一場騙局或浪費納稅人的血汗錢

雖然美國部分州政府與政治人物正積極推動建立比特幣戰略儲

¹⁸ Danielsson and Macrae (2022)。

備，但若干經濟學家及決策者卻對此構想抱持高度質疑。政府囤積比特幣毫無正當理由，只是為了迎合特定利益團體或競選捐助者；政府持有比特幣不但對納稅人毫無益處，反而會推高比特幣價格，根本是典型的拉高出貨騙局，無法為公共利益創造價值。若政府大規模購入加密資產，恐將自身綁定於市場波動與價格操控中，無法靈活清算，反使財政政策受限，陷入困境。

此外，英國、新加坡及俄羅斯等國政府，皆對持有比特幣作為戰略儲備持審慎或反對態度。財政部官員認為，相較於美元或黃金等穩定資產，比特幣歷來高度波動，且缺乏現金流與內含價值，因此不適合作為儲備工具，亦不符合主權財富基金（Sovereign Wealth Fund, SWF）的投資標準。

肆、結論與建議

一、強化央行治理與獨立性是維持物價穩定的關鍵條件¹⁹

央行獨立性對於物價穩定至關重要，而物價穩定對於持續的長期經濟成長亦至關緊要。但是，要在民主社會中行使巨大的權力，信任是關鍵。央行須每天透過強有力的治理、透明化、權責化，以及履行核心職責，來贏得人民的信任。

強有力的治理有助於確保貨幣政策的可預測性、且係基於實現央行被授予的長期目標而非短期政治利益。它始於明確的立法授權，將物價穩定作為央行的主要目標。即使將充分就業列為同等重要的位置

¹⁹ Georgieva, Kristalina (2024)。

(例如 Fed 的雙重目標)，立法者也認為，物價穩定有助於總體經濟穩定，而總體經濟穩定最終將支持就業。

強而有力的治理與獨立性，意味著中央銀行家應控制自身的預算及人事，不會因其政策觀點或在法定授權範圍內採取的行動而被輕易解職。中央銀行家須承擔責任，且應該透明。他們應定期在詳細報告與國會聽證會中，解釋其行動如何推進立法授權的目標。由於央行的決策會對每個人產生深遠的影響，因此央行與政府應繼續致力於提高經濟素養，讓人民能參與政策對話。人民對央行的信任，最終取決於央行能否成功實現物價穩定並確保金融體系穩定。

政府其他部門在幫助中央銀行家實現其法定職責與規避危險方面，有著明確的責任。這不僅包括賦予獨立性的法律，還包括遵守這些法律的文字與精神。這也意味著，須考慮其他政策行動對中央銀行家工作的影响。

制定審慎的財政政策，維持債務的可持續性，有助於降低財政支配（fiscal dominance）的風險（亦即央行向政府提供低成本融資的壓力，最終將引發通膨）。此外，審慎的財政政策還能在需要時提供更多預算空間以支持經濟，從而促進經濟穩定。

政府與央行經常共同承擔的另一項責任是：維持強健且監管良好的金融體系。金融穩定有利於整體經濟，並可降低央行因擔憂引發金融崩潰而不願升息的風險。全球金融危機以來，為強化包括新興市場在內的金融機構而採取之行動，使得各國央行得以在不破壞金融體系的情況下大幅升息。維護這項重大成就，當央行與政府各司其職時，

通膨將獲得更好的控制，並有更好的經濟成長與就業成果，以及更低的金融穩定風險。

二、本行在法理上與事實上皆具高度獨立性

衡量本行法理上的獨立性，除「中央銀行法」外，亦須檢視其他相關法律。其實，本行法理上的獨立性很高，與主要國家央行相去不遠。

本行具有在政府部門內維持獨立性的位階。本行隸屬總統府或行政院，並非衡量法理上獨立性的重點（況且目前台灣到底是總統制還是內閣制，也有爭議）；一般咸認，所謂央行法理上的獨立性，並非要求央行獨立於政府部門之外，而係在政府部門內維持其獨立性²⁰。主要國家央行的制度性安排，也都朝此一方向發展。

本行總裁任期為5年（「中央銀行法」第9條），除有任期保障，任期亦較總統、縣市長等行政首長的任期來得長，可避免政治循環（political cycle）問題。2011年4月27日修正「中央銀行法」第6條，明定央行理事會有貨幣、信用及外匯政策之審議及核定權（原條文只有審議權），亦即本行具有貨幣政策決策權。

本行理事會專任、兼任成員兼容並蓄，係採英國式決策模式，可避免集體迷思（groupthink）²¹。至於本行理事會納入經濟部長、財政部長為當然理事，不僅無損本行獨立性，反而有助貨幣政策、財政政策與經濟政策間的政策搭配（policy mix），促進總體經濟穩定。

²⁰ Board of Governors of the Federal Reserve System (2016)。

²¹ 中央銀行 (2016)。

此外，本行並無對政府融通之義務。根據「中央政府建設公債及借款條例」第9-1條，本行不得承受本公債之發行或承貸本借款；但行政院送經立法院決議允許者，不在此限。另根據「財政部委託中央銀行代理國庫契約」（2014年11月20日修正、2015年1月1日生效），國庫總庫經管之國庫存款，如國家遭遇緊急危難或重大變故，致當日支付總數超過結存數而發生不敷支付情事時，其超過之數，由行方先行臨時墊借，撥入國庫存款戶內支付。換言之，本行原則上並無對政府融通之義務；只有當國家遭遇緊急危難或重大變故，才可對國庫臨時墊借。

本行事實上的獨立性亦很高。本行曾於2013年7月28日發布新聞稿指出²²：「近年來，總統及行政院長均尊重央行理事會行使貨幣及外匯政策的職權，從未對央行下指導棋； 馬總統如是， 陳前總統及李前總統亦復如此。」

德國貝特曼基金會（Bertelsmann Stiftung）曾多次指出，台灣央行具有完全獨立性（fully independent），利率政策亦謹慎而可靠，為亞洲國家中聲譽最好的央行之一²³。

三、比特幣安全性與流動性皆不足，不宜納入央行準備資產

比特幣雖被倡議者稱為數位黃金，認為比特幣或有可能取代政府貨幣，實現海耶克（Friedrich Hayek）無需政府管理的「去國家化貨

²² 中央銀行（2013）。

²³ 中央銀行（2024）。

幣」倡議。

然而，無論從貨幣功能、貨幣演進及避險資產應有的特徵進行分析，比特幣在貨幣金融體系，實無法與黃金相提並論。比特幣不具備交易媒介、記帳單位與價值儲藏等傳統的3個貨幣功能，且不像黃金具內含價值。此外，比特幣價格波動劇烈，大多集中於少數大戶，價格易受操縱，且可能遭駭客竊取或因遺忘私鑰而失去所有權，亦即安全性與流動性皆不足。

有論者認為將比特幣納入股票及債券等的投資組合中，具分散風險的好處，惟事實上，其價格走勢與通膨率及總體經濟不確定性指數呈負相關，且與股價呈正相關，根本不具避險性質。若將比特幣納入國家戰略儲備，在需求增加、供給有限(上限是2,100萬枚)的情況下，將推升比特幣價格，從而有利於持有比特幣的少數人。

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對將比特幣納入準備資產持審慎態度，目前全球尚未有國家如此做；未來除非加密資產安全性、流動性及監管架構得到強化，否則不大可能作為央行準備資產。

四、政府宜強化國發基金功能，或單獨立法成立政府全資的管理機構

去全球化與貿易保護主義升高的環境下，國家戰略儲備愈來愈受到各國政府重視。過去，政府為達成產業政策目標，曾由國發會採「類主權基金」方式，透過國發基金出資，分別於2016年成立產業創新轉

型基金、2017年成立台杉公司。

主權財富基金，主要投資於股票、債券，以及房地產、大宗商品、戰略物資等另類資產。過去十年中，戰略性發展主權財富基金開始嶄露頭角。與以創造財富為投資目的的主權財富基金不同，戰略性發展主權財富基金著重於協助國內經濟轉型計畫。為了滿足政府的國內建構能力、經濟多元化與促進當地就業的優先事項，戰略性發展主權財富基金通常將資金投入國內基礎設施，並推動符合長期政策目標的關鍵產業發展。例如，沙烏地阿拉伯公共投資基金（Public Investment Fund, PIF）握有沙烏地阿拉伯國際電力與水務公司（ACWA Power）44%的股權，該公司正在努力發展綠能，此項技術是因應氣候變遷的關鍵工具，惟須投入大量的前期資本。

為防止緊急情況下的稀缺資產供給中斷，美國已建立多種戰略儲備，包括軍事、醫療設備、石油、稀土、農產品，以及氯、鈾、鎢等金屬。一般美國民眾不需要比特幣或任何其他加密資產的供給，來維持自身的生活品質，因此比特幣沒有明顯的戰略用途。

針對稀缺性資產成立國家戰略儲備，確實值得重視，惟建議宜強化國發基金功能，或以專法成立政府全資的管理機構，獨立於央行之外，且明訂管理機構的政策目標，並制定完善的治理及監理架構。另外，為提高該管理機構的經營能力，建議以市場化薪資延攬國際專業投資人才。

參考資料

- 1、 中央銀行 (2013),「102 年 7 月 28 日澄清稿」,新聞稿,中央銀行,7 月 28 日。
- 2、 中央銀行 (2016),「我國央行理事會的理事為何不全是專任？」,央行回應外界之提問,中央銀行,7 月 13 日。
- 3、 中央銀行 (2021),「金融新知來報報：密碼通貨圈的硬分叉，有如歐洲國家早年曾出現的『剪邊幣』！」,央行官方臉書,1 月 5 日。。
- 4、 中央銀行 (2023a),「金融新知來報報：雅浦島石幣是去中心化貨幣的始祖！穿孔錢幣、單面鈔券則是小編加送的新年禮！」,央行官方臉書,1 月 5 日。
- 5、 中央銀行 (2023b),「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。
- 6、 中央銀行(2024),「中央銀行業務報告」,立法院財政委員會會議,中央銀行,3 月 14 日。
- 7、 中央銀行 (2025),「比特幣作為央行準備資產或國家戰略儲備之分析」,央行理監事會後記者會參考資料,3 月 20 日。
- 8、 李榮謙、陳倩如 (2025),「比特幣的貨幣屬性—兼論其充當央行準備資產或國家戰略儲備的可行性」,台北外匯市場發展基金會專案研究計畫,7 月。

- 9、 郭恬吟、陳倩如、郭涵如（2018），「央行獨立性與透明化的衡量—兼論近期國際間央行獨立性的挑戰」，中央銀行：網資專題簡報，12月10日。
- 10、 陳倩如（2018），「央行的權責化與財務健全性」，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，12月。
- 11、 Binder, Carola (2020), “De Facto and De Jure Central Bank Independence,” *Populism, Economic Policies and Central Vanking*, SUERF, pp.129-136.
- 12、 BIS (2018), “V. Cryptocurrencies: Looking Beyond the Hype,” *Annual Economic Report*, BIS, June 17.
- 13、 BitMex Research (2018), “The Bitcoin Flash Crash to \$0.01 in June 2011,” *BitMex Research*, July 19.
- 14、 Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *The Federal Reserve System: Purposes & Functions*, 10th edition.
- 15、 Canellis, David (2025), “BofA’s Blunder: How Bitcoin Turned a ‘Crash’ into a 1,000% Surge,” *Blockworks*, Apr. 9.
- 16、 Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti (1992) “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes,” *The World Bank Economic Review*, Sep.
- 17、 Danielsson, Jon and Robert Macrae (2022), “Bitcoin Isn’t Much of a Macro Hedge,” *VoxEU*, June 25.

- 18、Duarte, Fabio (2025), “How Many Cryptocurrencies are There in 2025?” *Exploding Topics*, Apr. 11.
- 19、Feyen, Erik, Daniela Klingebiel and Marco 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.
- 20、Georgieva, Kristalina (2024), “Strengthen Central Bank Independence to Protect the World Economy,” *IMF Blog*, Mar. 21.
- 21、Jácome, Luis Ignacio and Samuel Pienknagura (2022), “Central Bank Independence and Inflation in Latin America—Through the Lens of History,” *IMF Working Papers*, No. 186, Sep. 16.
- 22、Osipovich, Alexander (2024), “Behind Bitcoin’s Rally Is a Simple Fact: Supplies Are Limited,” *The Wall Street Journal*, Dec. 10.
- 23、Romelli, Davide (2024), “Trends in Central Bank Independence: a De-jure Perspective,” *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, No. 217, Feb.
- 24、Unsal, D. Filiz and Chris Pgeorgiou (2023), “Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence,” IMF, Nov. 7.
- 25、Wolf, Janine (2018), “Bitcoin Seen Popping Like the Greatest Bubbles by BofA,” *Bloomberg*, Apr. 9.