

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)

參加UBS舉辦之「4th Sovereign Investment Circle」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王仁佑（外匯局會計科/辦事員）

派赴國家/地區：新加坡

出國期間：114年9月30至114年10月3日

報告日期：114年11月26日

目錄

壹、	前言	1
貳、	總體經濟展望	2
一、	Fed 利率與美國 GDP	2
二、	美國政府關門對經濟的影響	4
參、	主權財富基金	7
一、	主權財富基金的定義與分類	7
二、	全球主權基金規模與發展趨勢	9
三、	主權基金對經濟與金融市場的影響	10
肆、	穩定幣	13
一、	穩定幣的類型	13
二、	全球監管框架的建立	16
三、	風險案例分析—USDC 短暫脫鉤事件(2023)	17
伍、	心得與建議	19
一、	謹慎看待可能的經濟下行風險	19
二、	不宜動用外匯存底設立主權財富基金	20
三、	持續關注科技發展	20
陸、	參考資料	22

壹、前言

職奉派於本(2025)年 10 月 1 日至 10 月 2 日參加由 UBS 於新加坡舉辦，為期 2 天之「4th Sovereign Investment Circle」，研討會，由該公司經濟分析師分享最新國際金融與總體經濟趨勢，參加學員主要來自各國央行、商業銀行及資產管理公司等。課程內容包括總體經濟、地緣政治風險、人工智慧與穩定幣的未來展望、主權財富基金等議題，並討論相應的資產配置策略。

本報告旨在剖析全球經濟與科技發展的新趨勢，面對總體經濟環境持續變動、地緣政治風險升溫、以及人工智慧與金融科技迅速發展的浪潮，世界正進入一個充滿挑戰與轉折的時代。報告將從總體經濟的角度出發，探討主要經濟體的貨幣政策對全球的影響，以及未來市場的展望，並延伸至主權財富基金相關議題，分析其在面對全球資產重組與地緣競合時的配置邏輯與長期投資方向，最後回到金融科技，探討穩定幣日後可能的發展。

報告共分為六部分：第一部分為前言；第二部分為全球總體經濟分析；第三部分為主權財富基金；第四部分為穩定幣的未來展望；第五部分為心得與建議；第六部分則為參考資料。

貳、總體經濟展望

一、Fed 利率與美國 GDP

本(2025)年 9 月 18 日與 10 月 30 日，Fed 各宣布降息 1 碼，聯邦基金利率目標區間調整至 3.75%~4.00%，本年度總計已降息 2 碼。從 Fed 主席 Powell 的談話內容可以了解到，雖然通膨仍處在相對高位，但基於勞動市場的逐漸疲軟，失業率攀升，因此決定降息，亦符合市場預期，外界普遍認為這兩次的降息比較像是保險式降息 (insurance rate cut)，而 Fed 於新聞發布會記錄亦將此舉定性為一項風險管理政策 (risk-management cut)。

從市場的反應可以看出，降息的結果早已顯現出來，Fed 的點陣圖 (dot plot)(圖 1)以及政策聲明中暗示未來仍可能有進一步降息行動，從點陣圖的中位數可以看出本年度還有一碼的降息空間，2026 與 2027 可能各再降息一碼。資本市場方面則出現兩端分化反應，短期存款利率下滑以反映降息的直接影響，而 10 年期美債殖利率則受經濟成長預期與

圖 1：Fed 點陣圖

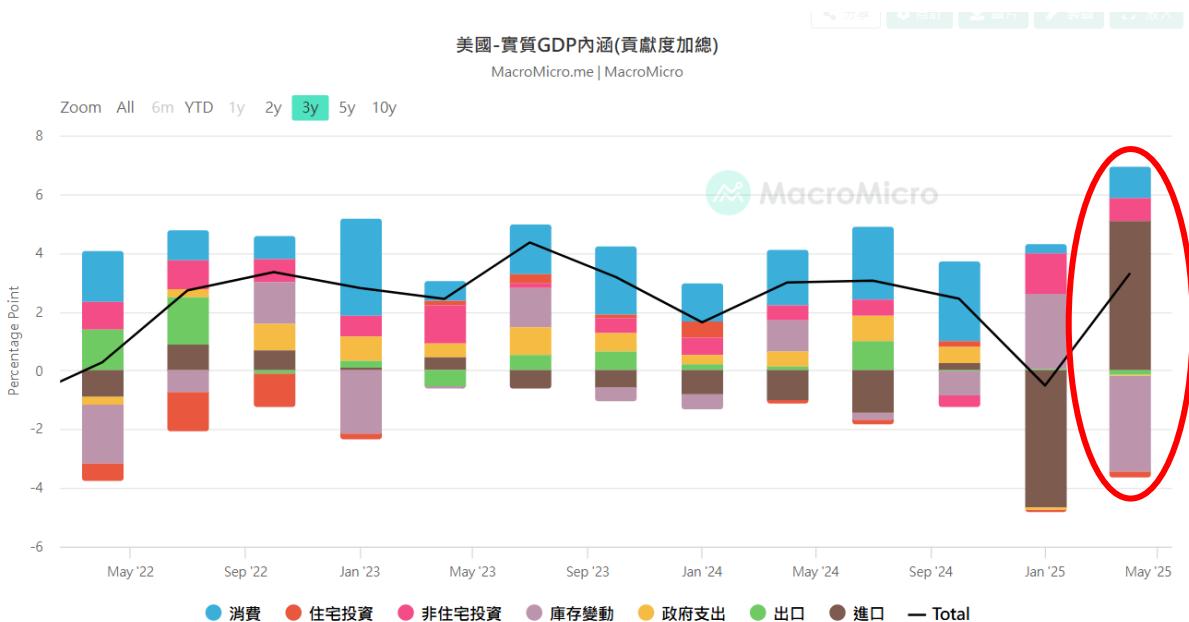


資料來源：Bloomberg

通膨預期影響而稍微回彈，美元指數亦在降息消息發布後先弱後強，顯示市場對政策的預期與不確定性交錯的影響。

從美國 GDP 季增率來觀察，Q1 的季增率為 -0.51%，Q2 則攀升為 3.29%，從數字上來看整體經濟是成長的，但若分拆細項觀察，可能仍有隱憂。從圖 2 可以觀察到，為避免關稅的影響，在 Q1 時，業者積極囤貨導致進口比重增加，而進口為 GDP 的減項，因此拉低整體數值；而 Q2 表現亮眼同樣跟進口有關，因為進口額大幅下降，進口的減少反過來推升 GDP 的季增率，貢獻了 5.09%。但實際上內需消費才是美國經濟中影響 GDP 最主要的部分，占比達 GDP 整體的 70%，而仔細觀察可以看出 Q2 消費（藍色）卻僅貢獻 1.07%，可能代表美國消費需求動能減緩，加上前面提到的勞動市場疲軟，因此仍應持續觀察後續經濟數據，若接下來的庫存調整與進口波動無法持續支撐，經濟成長可能會反應出更真實的市場需求，未來 GDP 的表現仍將仰賴家庭支出與企業投資。

圖 2：美國實質 GDP 貢獻度加總



資料來源：財經 M 平方

二、美國政府關門對經濟的影響

2025 年 10 月 1 日，美國聯邦政府因國會未能通過 2026 財年撥款法案而陷入停擺，這場持續 43 天的政府關門創下美國歷史最長紀錄。從停擺的背景來看，主要源於兩黨在聯邦支出、醫療保險補貼以及對外援助等關鍵議題上存在嚴重分歧，最終導致約 80 萬名聯邦雇員被迫無薪休假，另有 70 萬人在沒有薪資的情況下繼續工作。儘管在 11 月 12 日政府重新開門，但這場停擺已對美國經濟造成不可逆轉的影響。

從經濟數據的角度觀察，此次關門不僅直接衝擊 GDP 成長，更導致關鍵經濟數據的發布中斷，使得 Fed 在制定貨幣政策時面臨前所未有的挑戰。從國會預算辦公室(CBO)的評估來看¹，政府關門對 2025 年第四季度的實質 GDP 年化增長率造成 1.0 至 2.0 個百分點的拖累。若從安永會計師事務所(EY)的首席經濟學家 Gregory Daco 的估算來看，截至停擺結束時，這場關門已使季度 GDP 增長減少約 0.8 個百分點，相當於約 550 億美元的經濟產出損失，更值得關注的是，每額外延長一週的關門，就會使 GDP 再減少約 70 億美元，相當於 0.1 個百分點的增長損失²。

儘管政府重新開門後部分經濟活動會出現反彈，但從 CBO 的估計可以看出，仍有 70 億至 140 億美元的 GDP 將永久性損失，無法回復，若拆解這些不可回收損失的來源，主要包含以下三個部分：

1. 聯邦雇員工作時數的永久減少，被休假的政府員工失去的工作時數無法完全彌補，即使事後補發薪資，這段期間的生產力已經消失。從兩黨政策中心(Bipartisan Policy Center)的統計來看，此次政府關門導致約 67 萬名聯邦雇員被強制休假，另有 73 萬名被認定為「必要人員」的員工必須在無薪狀態下繼續工作。

2. 私營部門的連鎖反應，由於聯邦支出暫停，許多政府承包商和供應商面臨業務中斷，造成的生產力損失難以完全恢復，這部分影響往往被低估，因為承包商不像聯邦員工能夠獲得補發薪資。這些企業直接依賴聯邦合約維持運營，關門期間的支出凍結使他們面臨嚴重的現金流危機。其次是依賴聯邦資金的非營利組織，許多社會服務機構因為補助中斷而被迫縮減人力。
3. 消費者和企業延遲的支出決策，不確定性導致的投資和消費延遲，即使政府重新開門也無法完全挽回，特別是大宗採購和節假日相關的消費支出。

政府關門導致美國勞工統計局(BLS)無法按時發布關鍵經濟數據，包括 9 月和 10 月的非農就業報告以及 10 月的消費者物價指數(CPI)，附帶一提，本報告撰寫的當下，9 月非農就業數據已補發，但 10 月非農與 10 月 CPI 則因資訊蒐集不全而永久性不發布。這使得 Fed 在評估勞動市場真實狀況時面臨挑戰，除了無法獲得及時正確的數據外，例如在家庭調查中，被休假的聯邦雇員會被計入「暫時性失業」類別，但在非農就業數據中仍被計為受僱人員，這種數據不一致性可能誤導政策制定。對聯準會決策而言，Fed 主席 Powell 在記者會上表示缺乏數據就像「在霧中開車」，必須放慢速度。這可能導致 Fed 推遲原本計劃在 12 月進行的第三次降息，因為在沒有確切數據支撐的情況下，Fed 傾向採取更謹慎的立場，原本市場預期 2025 年底前還有一碼的降息空間，但現在這個預期面臨修正的風險，同時市場上對於降息的預期也大幅下降(圖 3)。

圖 3：Fed 升息機率



資料來源：財經 M 平方

參、主權財富基金

一、主權財富基金的定義與分類

主權財富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF)是由國家政府所有並運作的投資基金，投資於股票、債券、房地產、貴金屬等資產，或是私募股權基金、避險基金等另類投資標的。從國際貨幣基金組織(IMF)與國際主權財富基金工作小組(IWG-SWF)的定義來看⁵，主權財富基金的核心特徵在於其由國家設立、控制與運用，主要目的是為國家管理財政儲備，以實現長期財務目標。

從資產性質與管理目標來觀察，主權財富基金與央行外匯存底、公共退休基金存在明顯差異。央行外匯存底主要用於短期的「貨幣穩定」與提供流動性管理，投資標的以高度流動且低風險的資產為主，而主權財富基金則著重於最大化長期報酬，可以承受較高的風險與波動；公共退休基金(Public Pension Fund, PPF)雖然同樣追求長期投資報酬，但其主要目的是為退休人口提供養老金，資金來源與使用有明確的世代間責任，相較之下，主權財富基金的資金來源更為多元，使用目的也更具彈性，可能包含財政穩定、跨世代儲蓄或戰略性國家發展等多重目標。

從資金來源與設立目的來看，主權財富基金可以分為兩大類型，第一類是商品型基金(Commodity-based SWF)，資金主要來自石油、天然氣或其他自然資源的出口收入，例如：挪威全球政府退休基金、沙烏地阿拉伯公共投資基金以及阿布達比投資局等中東產油國的基金；第二類是非商品型基金(Non-commodity SWF)，資金來源為貿易盈餘、外匯存底累積或財政盈餘，例如：新加坡政府投資公司(GIC)與中國投資有限公司(CIC)。這些國家透過長期的貿易順差累積大量外匯存底，進而設立主權基金進行更積極的投資管理。

從全球主權財富基金的分布來看，規模最大的基金主要集中在歐洲、中東與亞太地區，根據 IE 大學與 ICEX 的 2024 年主權財富基金報告⁵，截至 2024 年 10 月，挪威政府全球退休基金(GPFG)以 1.8 兆美元的資產管理規模穩居全球第一，若將其視為一個經濟體，其經濟規模將排名全球第 12 位，超過墨西哥。隸屬中國的中國投資公司(CIC)與國家外匯管理局投資公司(SAFE)分別以 1.3 兆與 1.1 兆美元排名第二與第三，CIC 成立於 2007 年，主要管理中國的外匯存底，投資範圍涵蓋全球各大市場，SAFE 則更著重於固定收益與外匯資產管理。

中東地區的主權基金同樣占據重要地位，阿布達比投資局(ADIA)的資產規模估計達 1 兆美元⁶，科威特投資局(KIA)、沙烏地阿拉伯公共投資基金(PIF)皆是中東地區重要的投資機構，其中 PIF 在沙國的「2030 願景」經濟轉型計畫中扮演核心角色，大量投資於國內的娛樂、旅遊與科技產業，旨在擺脫對石油的依賴，實現經濟多元化。

亞太地區方面，新加坡擁有兩大主權基金，新加坡政府投資公司(GIC)與淡馬錫控股(Temasek)，兩者在投資策略與治理結構上各有特色。GIC 受政府委託管理國家外匯儲備，屬長期、低至中風險的資產配置型投資者，重點在於維持國家外匯儲備的實質價值，其投資涵蓋全球公債、股票與房地產等，風格較為穩健。相較之下，淡馬錫是政府全資持有的投資控股公司，策略更積極，常直接持有並參與企業治理，著重科技、基礎設施與金融等具成長性的產業。兩者共同構成新加坡多層次的國家資本運作架構。

二、全球主權基金規模與發展趨勢

從全球主權財富基金的資產規模變化來觀察，過去二十年間呈現大幅度增長，根據 Global SWF 的數據平台，2000 年時全球主權基金僅持有 1.2 兆美元資產，但到 2024 年 6 月已經飆升至 12.04 兆美元⁷，增長超過 11 倍。若從近期數據來看，西班牙 IE 大學的 2024 年報告顯示全球主權基金資產管理規模已達 13.2 兆美元⁸，較 2023 年的 11.6 兆美元成長 14%，首次突破 13 兆美元大關。

分析增長的來源，首先是既有資產的投資報酬，特別 2023 至 2024 年間科技股的強勁表現為許多基金帶來可觀收益；其次是新資金的持續流入，高油價讓中東產油國有充裕資金注入主權基金；第三是新基金的設立，越來越多國家認識到主權基金作為財富管理與戰略投資工具的價值。從未來展望來看，Deloitte 中東地區的報告指出，全球主權基金資產管理規模在 2024 年底達到 12 兆美元，並預測到 2030 年將達到 18 兆美元。若這個預測實現，意味著未來六年間主權基金資產將以年均 7-8%的速度持續增長，如此強勁的成長動能不僅來自投資報酬，更反映出主權基金在全球金融體系中日益重要的地位。

基礎建設、房地產與避險基金等另類投資的配置比例相對較小，從近期趨勢來看，根據 Invesco 的 2024 年全球主權資產管理研究顯示，主權基金約配置 32%資產於公開股票，28%於固定收益，22%於非流動性另類投資(私募股權、房地產與基礎建設)。若將這個配置與十年前比較，可以看出另類投資的比重明顯提升，這反映出主權基金在尋求更高報酬的同時，也在尋求與傳統資產相關性較低的投資標的。

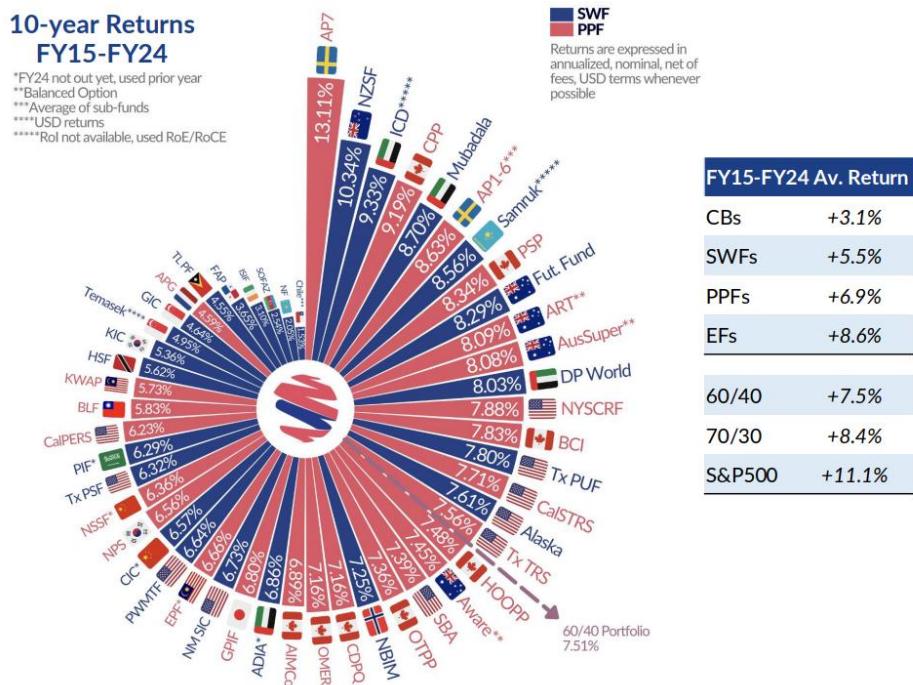
三、主權基金對經濟與金融市場的影響

將主權基金與其他機構投資者比較，可以發現其具有幾個獨特優勢。首先是超長期的投資策略，不像共同基金需要應對每季的贖回壓力，也不像退休基金需要配合特定的負債期限，主權基金可以真正做到跨世代的投資；其次是規模優勢，大型主權基金的單筆投資可以達到數十億美元，這讓它們能夠參與一般投資者無法觸及的大型基礎建設或私募股權交易；最後是戰略耐心，主權基金可以在市場恐慌時逆勢投資，不需要被迫在低點賣出資產。

從投資行為的角度來觀察，主權基金能夠在市場壓力時期快速反應，因為與監管機構不同，它們是市場的積極參與者。在 2008 年金融危機早期階段，當時許多主權基金對陷入困境的全球金融機構注入大量資本，包括對花旗集團、美林證券、瑞銀集團等的數十億美元投資，填補了其他機構投資者無法填補的融資缺口。從反週期投資的能力來看，主權基金在經濟下行時期扮演穩定市場的角色。由於這些基金通常擁有長期投資視野與較低的流動性壓力，它們能夠在市場恐慌時逆勢投資，提供市場急需的流動性與信心，這種「耐心資本」的特性使主權基金為金融市場提供了穩定市場的力量。

從市場表現來看，2022 年是自 2008 年以來主權基金首次平均報酬為負的年度，但它們的表現仍優於傳統基準指數，凸顯出主權基金在極端市場環境下的韌性。挪威 GPFG 在 2024 年創下 2,320 億美元的利潤紀錄，由於科技產業的強勁漲幅，蘋果、微軟與輝達是該基金的前三大持股。若從年化報酬來看，GPFG 自 2015 年以來的平均年報酬率約為 13.11%，更是全球主權財富基金之首。（圖 4）

圖 4：各主權財富基金 10 年年化報酬率



資料來源：UBS

從長期績效來觀察，儘管短期波動難免，但主權基金的整體表現證明了長期投資策略的有效性，這些基金透過跨越經濟週期的耐心投資，為其國家累積了可觀的財富，這顯示即使在充滿挑戰的總體環境中，主權基金仍能透過適當的資產配置獲得可觀報酬。從企業治理的角度來看，主權基金作為長期股東，理論上應該能夠發揮積極的治理作用，推動企業改善永續性與長期價值創造。然而實務上許多主權基金採取相對被動的投資策略，較少主動介入企業治理。這可能反映出主權基金擔心過度介入會引發政治敏感性，或是缺乏足夠的內部資源來監督大量持股。

最後，從透明度的角度來觀察，主權基金的資訊揭露程度差異極大，挪威 GPGF 因其透明度而聞名，該基金在網站上即時更新資產管理規模，任何人都可以追蹤，這是其透明策略的標誌。該基金每年公布詳細的年報，包括所有持股明細、投資決策的理由、倫理篩選的案例，甚至是與企業管理層的

對話記錄。這種高度透明不僅建立了公眾信任，也為其他主權基金樹立了標準。

肆、穩定幣

在全球金融體系逐步數位化的背景下，穩定幣的需求應運而生，銀行帳戶裡的美元、歐元等法幣必須透過銀行進行電匯才能實現資產的移轉，但其速度慢且手續費高，還可能受時間與各國法規的限制。而加密貨幣則因其區塊鏈的性質能夠快速、跨境且去中心化地轉移資產，但價格波動劇烈，難以作為日常支付與價值儲存工具，因此，為了解決加密資產的交割問題，穩定幣橫空出世。透過與特定參考資產（通常為美元）掛鉤，提供一種類似「數位美元」的形式，讓交易更多便捷與穩定。穩定幣能在全球任何時間、任何地點完成點對點的資金轉移，成本低廉且效率遠高於傳統跨境匯款，對企業而言，穩定幣不僅可作為 DeFi（去中心化金融）生態系統中的清算工具，也能成為資產代幣化與智慧合約支付的基礎。另一方面，穩定幣的大規模發展也讓其備受各國政府關注，一方面它們能提升金融包容性與支付效率，另一方面卻可能受到來自貨幣主權、金融穩定與法規監管的挑戰。自 2014 年 Tether(USDT)問世以來，穩定幣的發展在短短十年間經歷飛速成長，市值超過千億美元，並逐漸滲透到加密貨幣交易、跨境支付、資本市場甚至傳統金融的應用場景中。

一、穩定幣的類型

1. 法幣擔保穩定幣

由中心化機構（通常公司法人或受監管的金融機構）在銀行帳戶中存放美元等法幣資產或高流動性短期債券（例如短期美債）。每發行 1 枚穩定幣，理論上就有等值 1 美元的儲備作為支撐，藉此來達到穩定幣與法幣的價格掛勾。其中 USDT 市值最大，但透明度備受挑戰，而 USDC(Circle)則強調受監管與公開透明；BUSD(Binance USD)由 Paxos 公司發行，但後來因監管壓力提升而停止增發。

2. 加密擔保穩定幣

用戶將加密資產(例如：比特幣、乙太幣等主流幣)抵押到智能合約中，作為儲備後再發行穩定幣，但因為加密資產價格波動較大，實務上通常會需要超額抵押。例如：由 MakerDAO 社群所創立的 DAI。此類型的穩定幣透明度較高，但因需超額抵押，所以資金利用率差，且若逢熊市時可能因市場大跌出現清算風險。

3. 算法型穩定幣

不依賴傳統法幣或加密資產作抵押，而是透過演算法與姊妹代幣(sister token)來調整供需，以此來維持穩定幣對法幣的價格。以 UST 與 LUNA 為例，當 UST 價格高於 1 美元時，投資人可以拿價值 1 美元的 LUNA 換取 1 枚 UST，再把 UST 賣掉套利賺取價差；當 UST 價格低於 1 美元時，投資人可以買入 1 枚 UST，再用 1 枚 UST 換取等值 1 美元的 LUNA，賣掉 LUNA 可套利賺取價差。可藉由以上機制調控 UST 於市場上的存量，調節供需讓價格錨定在 1 美元，其優點是去中心化程度較高，且資金可利用率較高；但缺點是因為沒有百分之百的資產作為儲備，若遇到有人惡意作空，或市場信心崩潰時，容易引發死亡螺旋，使得穩定幣與其姊妹幣雙雙跌入谷底。

4. 混合型與其他結構

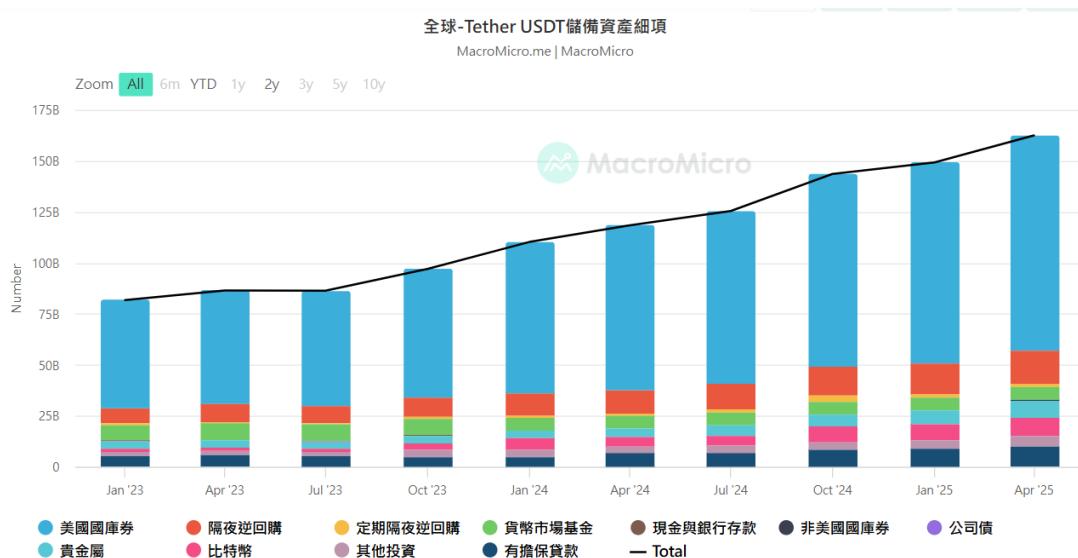
sUSD：由 Synthetix 協議發行，使用 SNX(Synthetix 平台代幣)作為抵押，帶有演算法元素，像是抵押率(C-Ratio) 管理，任何人想要發行 sUSD 都必須抵押至少價值 400% 的 SNX。

泰達公司(Tether)是全球最大的穩定幣發行商，其所發行的 USDT 穩定幣長期以來在加密貨幣市場中佔據主導地位，但因該公司尚未上市，其公司財報的透明度與儲備資產的揭露備受質疑，以及美國近年對加密資產的監管日漸嚴格，像是 GENIUS Act (天才法案) 要求穩定幣的發行公司需要

有等值的儲備資產且限定於美元與美債，但現況是 USDT 的儲備資產並沒有完全符合規定（圖 5），除了美元與美債外，還包含一些公司債、黃金、比特幣等其他資產。由於 Tether 的資產結構與監管要求存在落差，市場對其流動性與風險管理能力仍抱持疑慮，若未來監管趨嚴或資產價值大幅波動，可能對 USDT 的穩定性及其在全球市場的主導地位產生挑戰。

有鑑於此，2025 年 9 月 12 日泰達公司宣布推出新的穩定幣 USAT。與 USDT 最大的差異在於其背後的設計理念和運營模式，資產儲備的公開透明旨在提高市場對其的信任度。此舉可以有效的打入歐美市場，並與 Circle 公司發行的 USDC 競爭市場份額，除此之外，更可以強化美元穩定幣的龍頭地位。

圖 5：USDT 儲備資產細項



資料來源：財經 M 平方

二、全球監管框架的建立

2025 年 7 月 18 日，美國總統川普簽署通過《GENIUS 法案》(Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act)，這是美國首項針對穩定幣的聯邦監管法案，象徵美國在數位資產監管領域邁出重要一步。

GENIUS 法案的通過不僅是監管規範，更是美國鞏固美元霸權的戰略布局，根據世界經濟論壇分析¹⁰，穩定幣使用量自 2024 年起增長 28%，交易量已超越 Visa 和 Mastercard 的總和。業界預測到 2028 年穩定幣市值可突破 2 兆美元，這將為美債市場注入約 1.6 萬億美元流動性，到 2030 年，穩定幣發行方可能成為美國國債最大的非主權買家，進一步強化美元在全球數位經濟中的主導地位。

歐盟的部分，《加密資產市場法規》(Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA)於 2023 年 4 月 20 日由歐洲議會正式通過，2024 年 6 月開始分階段實施，並在 2024 年 12 月 30 日全面生效，成為全球最全面的加密資產監管框架之一。其監管要求包含授權與許可、白皮書披露、儲備與審計、交易限制與罰則等機制。

MiCA 的嚴格規範對市場產生立竿見影的影響，根據 Cointelegraph 報導¹¹，由於 Tether 的 USDT 未能及時取得歐盟許可，幣安於 2025 年 3 月 3 日宣布將在 3 月 31 日於歐盟範圍內下架 USDT、DAI、FDUSD、TUSD 等九種不符合 MiCA 規定的穩定幣，多家加密貨幣交易所也採取類似行動。相較之下，Circle 的 USDC 因早期布局而符合法規，透過其法人實體取得法國金融監管局核發的電子貨幣機構許可，成為首批完全符合 MiCA 規範的全球穩定幣，在歐洲市場取得競爭優勢。歐盟採取預防性監管策略，強調消費者保護、市場完整性和金融穩定。與美國側重產業發展的

態度不同，歐盟更注重風險管控，要求穩定幣發行人必須接受嚴格的許可審查、定期審計和資訊揭露，確保儲備資產的透明度與流動性。

三、風險案例分析—USDC 短暫脫鉤事件(2023)

2023 年 3 月，美國矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)突然倒閉，引發美國銀行業連鎖危機，也對穩定幣市場造成重大衝擊。Circle 公司發行的 USDC 被視為合法規性最高的穩定幣之一，卻在此次危機中短暫失去與美元的錨定，暴露出即使是儲備透明的穩定幣也無法完全規避系統性金融風險。

根據 Reuters 報導¹²，2023 年 3 月 10 日晚間 10 點後，Circle 公司公開承認其持有的約 400 億美元儲備，其中有 33 億美元存放在矽谷銀行，消息一出，市場恐慌情緒迅速蔓延，投資人大量拋售 USDC 兌換其他資產。3 月 11 日凌晨 2 點，短短數小時內，USDC 價格從 1 美元跌至最低 0.87 美元，脫鉤幅度達 13%，在連鎖效應下，其他與 USDC 相關的穩定幣如 DAI 和 FRAX 也受到波及。

在脫鉤期間，投資者展現出明顯的避險偏好，大量將 USDC 兌換成 Tether(USDT)或法幣，在危機期間，Circle 贖回了十幾億美元 USDC。根據 CNBC 報導，美國財政部長葉倫(Janet Yellen)、聯準會及聯邦存款保險公司聯合宣布，將保障矽谷銀行所有存戶的存款，包括超過 25 萬美元保險上限的部分。這項政策決定消除了市場對 Circle 無法收回全額儲備的擔憂。即使 Circle 公開揭露儲備資產組成並接受定期審計，將大額儲備集中存放於單一銀行仍存在巨大風險。根據 CoinDesk 報導，此事件發生後，Circle 立即調整策略，將儲備分散至多家銀行，其中 54 億美元轉移至紐約梅隆銀行(BNY Mellon)。

此次事件證明，當市場出現大規模贖回需求時，即使儲備充足，也可能

因流動性不足、市場恐慌情緒升溫或贖回機制延遲而引發脫鉤。穩定幣發行商必須建立更完善的流動性管理機制，確保在極端情況下仍能滿足贖回需求。USDC 能迅速恢復錨定，關鍵在於美國政府的及時干預，這凸顯出穩定幣與傳統金融體系的高度連結，以及監管機構在維護金融穩定中的核心角色，若缺乏政府背書，脫鉤危機可能演變成全面崩盤，Circle 的策略長 Dante Disparte 在危機期間於 X(即 Twitter)上指出，SVB 對美國經濟至關重要，如果沒有聯邦救援計畫，其倒閉將對商業、銀行業和創業者產生更廣泛的影響。而與 USDT 等透明度較低的穩定幣相比，USDC 因其合規性和透明度在危機後更快重建市場信心。相較之下，USDC 的情況遠不如 2022 年 UST 崩盤嚴重，因為 Circle 只有 8% 的儲備受影響，且大部分儲備是短期美國國債，SVB 的資金在很大程度上可以收回，此事件加速了市場對合規穩定幣的偏好，也推動了後續全球監管框架的建立。

值得注意的是，此次危機並非 Circle 的儲備資產品質問題，而是銀行業的系統性風險，SVB 的倒閉源於其在利率上升環境下，大量持有長期債券導致的流動性問題，這提醒穩定幣發行商，除了自身營運風險管理，還必須審慎評估銀行業合作夥伴的財務健康狀況。

伍、心得與建議

一、謹慎看待可能的經濟下行風險

這兩次 Fed 的降息，市場多半解讀為有助於經濟軟著陸的措施，但若僅從整體 GDP 的亮眼數據來看，可能會忽略背後潛在的風險。以近期的 GDP 為例，雖然表面數據顯示季增率大幅回升，讓人覺得美國經濟依舊強勁，但細項拆解後卻能發現成長動能並非來自核心的消費與投資，而更多來自進出口的波動與一次性的庫存調整。如此的成長並不具持續性，反而顯示內需動能可能正在減弱，這不免讓人擔憂美國內需的家庭支出是否逐漸受到高利率、物價壓力與就業市場疲軟的影響而有所減緩。

除此之外，勞動市場雖然尚未出現全面性惡化，但放緩跡象已逐步浮現，失業率的攀升若持續，將影響家庭收入與信心，進一步拖累消費。降息並不代表完全化解風險，反而是因為風險存在，Fed 才會選擇提前行動，為市場注入低利率的活水。在看待總體經濟的時候，不能只看表面的數據，而要理解結構是否健康、成長是否具有可持續性，這些才是決定經濟基本面能否真正持續成長的關鍵。

附帶一提，9 月非農就業數據已於本年 11 月 20 日晚間公布，新增 119,000 人，高於市場預期的 53,000 人，並修正 8 月非農就業數據從原本的新增 22,000，修正為「減少」4,000 人；9 月份失業率為 4.4%，較 8 月份的 4.3% 略為上升。至於該如何解釋就業人口數增加，但失業率卻仍持續上行的現象呢？可以從勞動供給的角度看出，尋找工作的人數仍呈現增加的狀態，可能是因 AI 而失業的人口正積極尋找工作，或是認為現今企業招募的條件良好有利於勞工(例如：9 月份薪資成長為 3.8%)，但就業增加的人數趕不上想就業的人數，因此造成兩種就業數據有分歧的結果。

二、不宜動用外匯存底設立主權財富基金

臺灣目前沒有真正意義上的主權財富基金，除了外匯存底外，尚有各種退休基金，例如：勞保基金、新舊制勞退基金、公保基金、國保基金等。然而退休基金主要用途為供給人民退休使用，與主權財富基金追求長期穩定的績效不同，兩者設定的政策目標不同。

雖然臺灣的外匯存底在世界排名上名列前茅，但外匯存底主要投資於美國公債等高流動性、低風險資產，其投資策略並非追求高報酬，而是在國家發生金融危機時，可以即時的提供市場足夠的流動性，健全銀行業務及維持對內對外的幣值穩定，並促進金融穩定，僅在上述目標範圍內協助經濟發展。由於外匯存底需承擔國際市場的不確定風險，其收益率具有高度不確定的屬性，外匯存底與主權財富基金在政策目標上亦截然不同，因此兩者有著本質上的差異。

從產業戰略來看，臺灣可以參考新加坡淡馬錫的模式，透過主權基金進行戰略性產業投資，台灣在半導體、資通訊等產業具有全球領先地位，但在生物科技、綠色能源、人工智慧等新興領域仍有發展空間。主權基金可以提供「耐心資本」，支持這些需要長期投入但對國家競爭力至關重要的產業發展。從世代正義來看，設立主權財富基金也是為後代保存財富的機制。台灣面臨快速的人口老化與少子化，未來世代將承擔更重的扶養負擔，若能透過主權基金將當前的經濟成果轉化為長期資產，為未來世代預留資源，將有助於維持世代間的公平與社會穩定。

三、持續關注科技發展

近年來，區塊鏈技術與相關應用逐漸從一個邊緣創新，走向全球金融與科技領域的核心，區塊鏈技術作為人類科技的奇異點之一，其最具顛覆性的特質在於去中心化與不可竄改的特性，使得交易紀錄不再依賴

單一中介機構即可被廣泛驗證。這樣的特點，不僅改變了金融交易的方式，也讓各國思考如何在支付清算、跨境匯款、供應鏈追蹤、智慧合約等場景中，實際應用此技術。

從總體經濟角度來看，區塊鏈的潛在影響已不限於單一產業，而是逐漸滲透到國際金融秩序與政策制定的核心。在眾多應用中，美元穩定幣成為特別受關注的一項，以美元作為主要儲備貨幣，搭配鏈上透明化的發行與流通機制，美元穩定幣迅速成為全球數位金融活動與加密產業的基礎工具。對新興市場而言，它可能補足當地金融基礎設施的不足，提供更高效的支付與儲值手段，然而這種美元數位化的延伸，也帶來新的國際金融治理與挑戰。一方面，美元穩定幣強化了美元在全球的主導地位，另一方面也可能造成貨幣替代效應，衝擊部分國家的貨幣政策獨立性。對美國而言，這或許進一步鞏固美元霸權，但對其他經濟體來說，如何平衡金融科技帶來的效率提升與貨幣自主性的維護，將是一大考驗。

在面對科技創新的浪潮時，審慎的樂觀尤為重要，這意味著不能盲目追逐潮流，但也不該封閉僵化。總體來看，區塊鏈與美元穩定幣的發展，是當代金融體系的一次變革，可能帶來效率與普惠金融的重大突破，也可能衍生出跨境資本流動與金融穩定的挑戰。而面對如此兩難的局面，應採「開放中帶有邊界，創新中兼顧審慎」的態度。唯有如此，才能在科技進步與金融穩定之間取得平衡，讓創新真正成為推動全球經濟永續發展的力量。

陸、參考資料

1. A Quantitative Analysis of the Effects of the Government Shutdown on the Economy Under Three Scenarios , as of October 29 , 2025
<https://www.cbo.gov/system/files/2025-10/61823-Shutdown.pdf>
2. US shutdown and data blackout hit households , businesses and policymakers
https://www.ey.com/en_us/insights/strategy/macroeconomics/record-shutdown-leaves-mark-on-the-economy
3. Government shutdown impact: By the numbers
<https://abcnews.go.com/Business/government-shutdown-impact-numbers/story?id=127484037>
4. IMF Survey: Wealth Funds Group Publishes 24-Point Voluntary Principles
<https://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/sonew101508b>
5. Sovereign wealth funds managed a total of \$13.2 trillion of assets in 2023 , up 14% on the previous year , according to a report by IE University and ICEX-Invest in Spain
<https://www.ie.edu/university/news-events/news/sovereign-wealth-funds-managed-total-132-trillion-assets-2023-14-previous-year-reporting-report-ie-university-icex-invest-spain/>
6. Abu Dhabi Investment Authority's assets under management cross \$1 trillion mark
https://en.aletihad.ae/news/business/4539228/adia-s-assets-under-management-cross--1-trillion-mark?utm_source=chatgpt.com

7. Power or purpose - what exactly is driving the SWFs surge?

<https://eqtgroup.com/think/wealth/the-rise-and-rise-of-sovereign-wealth-funds>

8. Sovereign Wealth Funds Assets Grow by 14% , Would Represent the Third Largest Economy in the World

<https://www.ie.edu/cgc/news-and-events/news/sovereign-wealth-funds-assets-grow-by-14-would-represent-the-third-largest-economy-in-the-world/>

9. Invesco Global Sovereign Asset Management Study

https://www.invesco.com/content/dam/invesco/igsams/en/docs/Invesco-global-sovereign-asset-management-study-2024.pdf?utm_source=chatgpt.com

10. The GENIUS Act is designed to regulate stablecoins in the US, but how will it work?

<https://www.weforum.org/stories/2025/07/stablecoin-regulation-genius-act/>

11. Binance to delist non-MiCA compliant stablecoins in Europe on March 31

<https://cointelegraph.com/news/binance-delist-non-mica-stablecoins-eea-march-31>

12. Circle assures market after stablecoin USDC breaks dollar peg

https://www.reuters.com/business/crypto-firm-circle-reveals-33-billion-exposure-silicon-valley-bank-2023-03-11/?utm_source=chatgpt.com

13. Dr Massimiliano Castelli, “Sovereign Investors” , Oct 2025, UBS Sovereign Investment Circle.

14. Massimiliano Castelli PhD, “Challenges and Opportunities for

- Long-Term Investors” , Oct 2025, UBS Sovereign Investment Circle.
15. Michael Bolliger, “Digital Assets 101: Stablecoins” , Oct 2025, UBS Sovereign Investment Circle.