

## 五、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

本(2024)年 11 月川普再度贏得美國大選且將**全面執政**，2025 年 1 月 20 日川普新政府即將上任，各界密切關注**川普新任期之政策方向**(「**川普 2.0**」)。在川普擔任美國第 45 任總統時(川普 1.0)，川普強調「**美國利益優先**」，透過對貿易對手國**加徵進口關稅**、**與個別國家洽談雙邊協議**等方式，鞏固並擴大美國利益。而自 2018 年起，川普數度對中國大陸加徵關稅，美中貿易爭端升溫，至 2020 年 1 月雙方簽署第一階段協議而略見緩和。2021 年**拜登政府**上任後，除**延續川普時期加徵關稅等措施**外，更在**非關稅壁壘措施上**，**擴大出口管制**、**強化晶片及半導體設備出口禁令**。

惟自**川普 1.0 以來迄今**，**美國整體貿易逆差並未縮小**，而是分散至其他非中國經濟體；為進一步強化經貿政策效力，達成「**美國製造**」及「**投資美國**」等政策目標，預期川普 2.0 政策除延續川普 1.0 外，其**力道將更大**，**範圍將更廣**。例如，**川普 2.0**除企業**減稅**措施及**鬆綁**多項產業**限制或監理措施**外，更計劃對**進口品全面加徵關稅**(含對中國再加徵高額關稅)，藉以刺激**外國及本土企業加速投資美國**，帶動美國就業及經濟成長動能。

本年 10 月初以來，市場預期川普當選可能性提高，**川普 2.0 效應逐漸於全球金融市場發酵**；例如：(1)預期川普 2.0 不利美國財政前景，或**推升通膨**，**美債殖利率及美元指數均呈上揚**，各國貨幣對美元多呈貶值；(2)股市方面，市場預期企業所得稅如進一步降至 15%，將有利其**獲利前景**，美股多呈上揚；而部分**科技類股或川普概念資產**則因川普 2.0 **擬放寬相關監理措施**而呈現大漲(如特斯拉及比特幣)；(3)部分國家股市亦在前述相關類股帶動下呈上揚，惟被市場認為較可能成為美國加徵關稅對象之部分經濟體(如**墨西哥及越南**)，近期股市表現則相對較弱。

展望未來，川普 2.0 政策仍具高度不確定性，如其程度及落實時程等；惟各界多認為美國加徵關稅或引發他國採行相應報復措施，全球**貿易壁壘加深**及**經貿政策不確定性攀升**，對主要經濟體**總需求**及通膨，均可能帶來不小的負面衝擊，主要國家的貨幣政策走向不確定亦將因此提高，未來全球金融市場走勢不確定高，波動可能加大。

本文首先扼要介紹川普 2.0 與川普 1.0 之異同，再說明川普 1.0 對全球供應鏈及貿易與投資之影響及變化；第三節討論在川普 2.0 擴大加徵關稅之政策力度、並引發貿易對手報復之情境下，主要經濟體所受之影響；第四節說明近期全球金融市場反映(priced-in)川普 2.0 政策效應之變動情形；最後提出相關結論，俾供各界參考。

## (一) 川普新政府將延續前次任期政策，並可能進一步強化政策力道

### 1. 「川普 2.0」政策多延續自「川普 1.0」，惟力道可能更大(表 1)

川普首度擔任美國總統期間(川普 1.0)，強調「**美國利益優先**」及「**美國製造**」，透過對貿易對手國**加徵進口關稅**、**與個別國家洽談雙邊協議**方式，鞏固並擴大美國利益。

儘管**川普再次當選(川普 2.0)**，目前**具體政策實施內容尚不明確**，惟市場觀察此次政見方向及目前已公布之人事任命，並考量近年來**美國整體貿易逆差並未縮小**，而是**分散至其他非中國經濟體**等事實，預期川普 2.0 政策除延續川普 1.0 外，其**力道將更大**，**範圍將更廣**。如**對進口品全面加徵關稅**、**推動減稅**、**緊縮移民**及**放寬產業監理**等政策<sup>1</sup>，進一步強化政策效力，以**加速外國及本土企業投資美國**，帶動美國**就業及經濟成長動能**之目的。

表 1 川普 1.0 與川普 2.0 之比較

		川普 1.0	川普 2.0
施政要點	核心理念	「 <b>美國優先</b> 」，專注於減稅、削減監管、重振美國製造業與加強國防	延續「 <b>美國優先</b> 」，強化美國製造， <b>讓美國再次偉大</b> ；更加關注系統性改革，如削減政府支出、精簡官僚體系
	經貿政策	「 <b>減稅和就業法案(TCJA)</b> 」大幅降低個人與企業稅率， <b>對中國加徵關稅</b> ， <b>美中經濟脫鉤</b>	計劃延長減稅政策， <b>企業稅率由 21% 進一步降至 15%</b> ；全面加徵關稅，且擴大對中國加徵關稅
	移民政策	聚焦於邊境安全，如修建邊境牆、限制非法移民及緊縮合法移民管道	<b>預計實施大規模非法移民驅逐計畫</b> ，並可能引入「 <b>暫停出生公民權</b> 」新政策
對外關係	國際協定	退出巴黎氣候協定、跨太平洋夥伴關係協定(TPP)，重新簽署美墨加貿易協定(USMCA)取代「北美自由貿易協定」(NAFTA)	<b>延續反全球化態度</b> ，可能 <b>退出全球氣候行動</b> ，以及退出北約或重新談判條件
	對中政策	發起 <b>貿易戰</b> ，對中國進口品加徵關稅， <b>供應鏈遷出中國</b>	持續限制中國在美高科技產業的投資， <b>鼓勵企業美國生產</b>

資料來源：本行整理

<sup>1</sup> 未來川普總統透過簽署總統行政命令即可立即實施限縮移民及加徵關稅等政策；惟延長「減稅和就業法案(TCJA)」等擴張性財政政策等則必須經由美國國會通過。

2. 「川普 2.0」之政見內容及未來政策方向(表 2)

- (1) **貿易政策方面**：美國加徵關稅，**扶植美國境內製造業發展**，以**強化「美國製造」**力道；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。
- 若美國**對全球進口品全面提高關稅**，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，**加重廠商供應鏈調整壓力**。
  - 若美國**對中國加徵 60%關稅**，則**美國須增加自他國進口**，恐**進一步引發美國與其他國家之貿易摩擦**。
- (2) **擴張性財政政策**：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。
- (3) **移民政策方面**：可能縮限美國勞動供給成長，增添薪資與物價上漲壓力。
- (4) **產業政策方面**：可能使傳統化石能源、美國本土高科技廠商以及銀行業受益，惟壓抑綠色能源投資。

表 2 川普總統經貿政策主要內容

政策	主要內容
貿易政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 對<b>所有進口品加徵 10~20%關稅</b>；對所有<b>中國進口品加徵 60%關稅</b></li> <li>— 取消對中國之永久正常貿易關係優惠</li> <li>— 對墨西哥或其他國家進口車輛提高關稅</li> </ul>
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— <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>— <b>美國本土製造商之稅率</b>由 21%進一步<b>降</b>至 15%</li> <li>— 取消餐館及旅宿業勞工小費稅；取消加班所得稅</li> </ul>
移民政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— <b>驅逐非法移民</b>，必要時可動員軍隊執行</li> <li>— <b>強化移民與海關執法</b></li> </ul>
產業政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 降低石油、天然氣探勘及發電廠建設障礙，增加石化能源供給，並擴大液化天然氣出口</li> <li>— 廢除拜登政府降低通膨法案中的綠色獎勵措施；撤銷溫室氣體排放限制</li> <li>— <b>支持產業美國生產，禁止政府與外包海外生產企業簽立合約</b></li> <li>— <b>放寬科技及銀行監管</b>，新設立專門負責加密貨幣政策之職位</li> </ul>

資料來源：本行整理

## (二) 川普 1.0 政策對全球供應鏈及美國貿易逆差造成之影響

自 2017 年以來迄今，在中國調整本身政策及美國對中國經貿政策改變影響下，尤其是轉單效應及科技戰考量等因素，**全球供應鏈出現明顯分流，並朝在地化發展**；如觀察流入主要經濟體之外資直接投資(FDI)規模可發現，近幾年已出現較大改變，目前各國貿易及 FDI 的對外連結程度雖仍高，但全球化的步調走緩。

### 1. 川普 1.0 迄今對全球 FDI 之影響(圖 1)：

#### (1) 全球 FDI 趨於零碎化，對中國大陸投資趨緩，美國及東協吸引全球 FDI 的青睞

- 美中爭端下，東協同時為中國大陸產業整合及美國策略聯盟的夥伴，吸引全球 FDI 的青睞。
- 美中爭端使**東協明顯獲益**：1)貿易轉單東協；2)美中科技戰轉移中國大陸科技產品產線至東協，致 FDI 對**中國大陸投資減少，而對東協投資增加**<sup>2</sup>。
- 流入**墨西哥**之 FDI 金額亦呈成長，預估 2024 年流入金額亦較 2018 年成長 **10.6%**(較 2019 年則增 **39.8%**)。

圖 1 流入主要經濟體之 FDI 規模



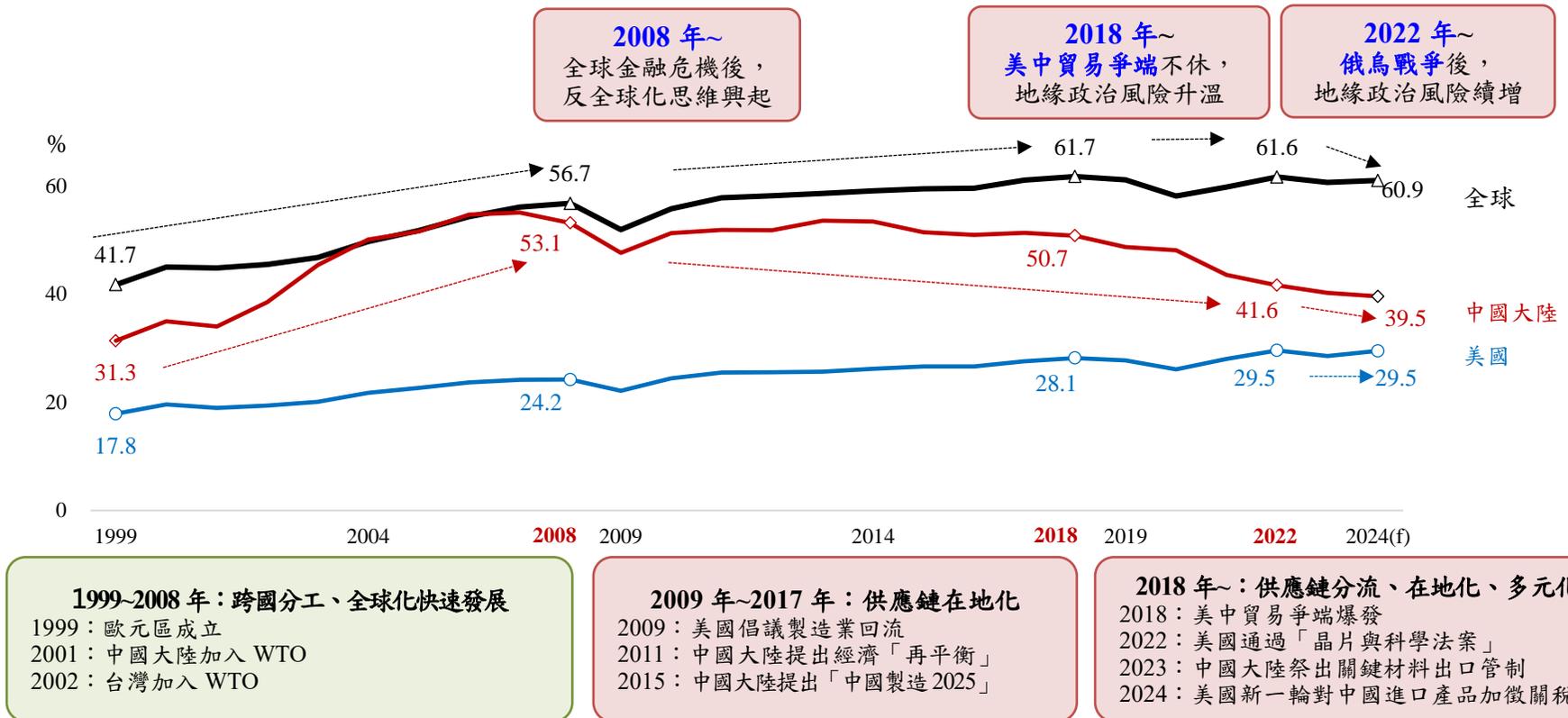
資料來源：Economist Intelligence Unit

<sup>2</sup> 預估本年流入東協之 FDI 將較 2018 年增加 64.4%，其中**新加坡**、**越南**、**印尼**及馬來西亞分別增加 118.0%、34.8%、22.9%及 21.6%。

(2)隨全球供應鏈分流、朝在地化發展及對外直接投資趨於零碎化；雖目前各國貿易及 FDI 的對外連結程度仍高，惟**全球化步調略呈走緩**。

- 全球實質商品及服務輸出入對 GDP 比率，由 1999 年之 **41.7%**大幅上升至 2008 年(全球金融危機)之 **56.7%**，至 2018 年(美中爭端)續升為 **61.7%**，預估至 2024 年則緩降為 **60.9%**；
- 其中，中國大陸趨緩程度較大，自 2018 年之 **50.7%**降至 2024 年之 **39.5%**；而美國則略微提升，自 **28.1%**上升至 **29.5%**(圖 2)。

圖 2 全球與主要國家實質商品及服務輸出入對 GDP 比率



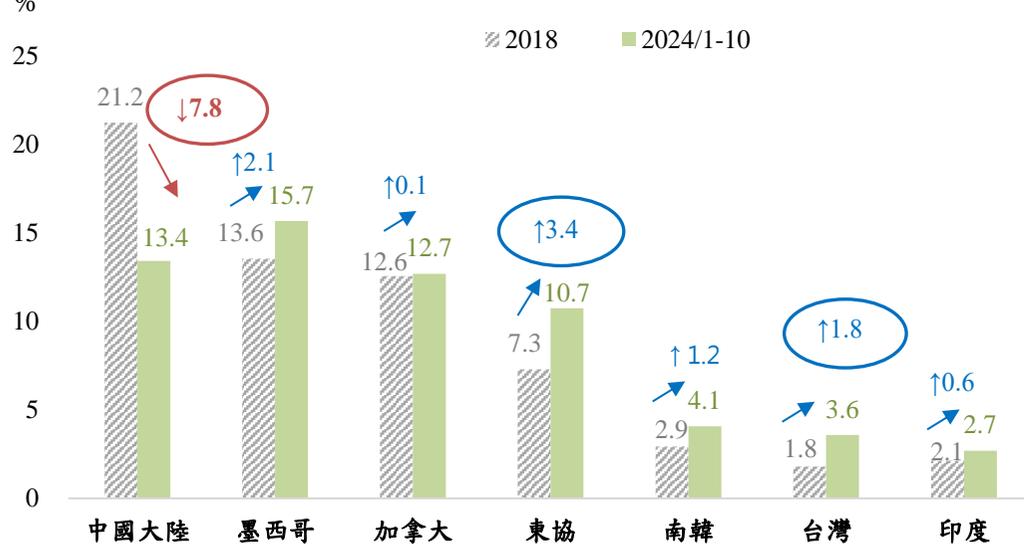
註：按 US\$ at 2010 prices 基礎計算。資料來源：Economist Intelligence Unit

(3)隨全球供應鏈重組及各國直接投資轉變，美中相互間貿易依賴下降，但對他國貿易往來升溫

當前全球供應鏈分流，以輸美供應鏈的調整為主；美國自中國大陸進口比重下降，自東協進口比重上升。

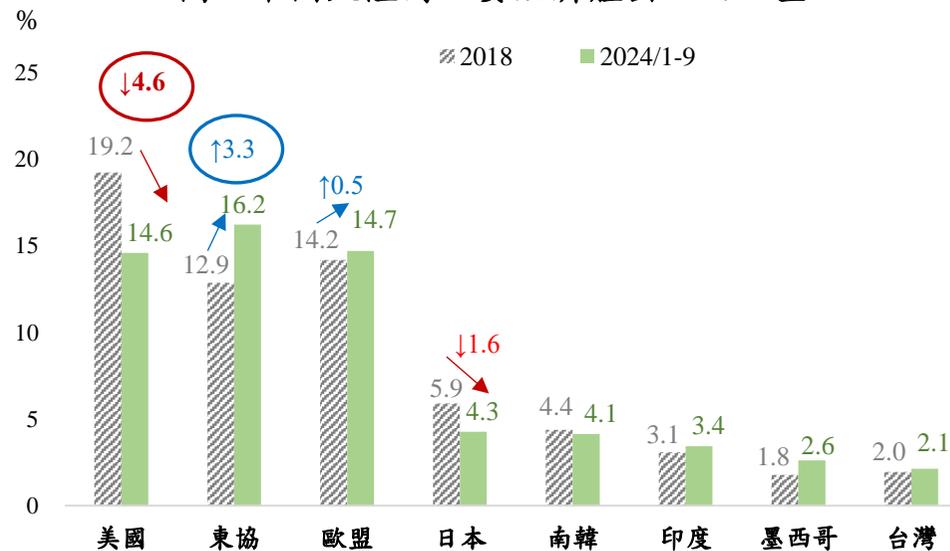
- 美國市場：美國自中國大陸進口比重下降，2024年1~10月為13.4%，較2018年下降7.8個百分點；同期間，自東協及台灣進口比重分別上升3.4個<sup>3</sup>及1.8個百分點(圖3)。
- 中國大陸與美國貿易壁壘持續，中國大陸降低對美國市場的依賴，對美國的出口比重下降，對東協的出口比重上升，如2024年1~9月中國對美國出口比重14.6%，較2018年下降4.6個百分點；而中國大陸部分產線轉移至東協，間接由東協出口給美國，致同期間，中國大陸對東協出口比重上升3.3個百分點<sup>4</sup>(圖4)。
- 全球供應鏈重組，貿易轉向的效應下，2023年東協自中國大陸進口金額較2018年成長約40.7%，對美國出口金額亦成長66.1%。

圖3 美國自主主要經濟體進口之比重



資料來源：U.S. Census Bureau

圖4 中國大陸對主要經濟體出口之比重



資料來源：ITC Trade Map

<sup>3</sup> 本年1-10月美國自東協進口比重，較2018年增加3.4個百分點，其中，自越南、泰國、新加坡分別增加2.2、0.7、0.3個百分點。

<sup>4</sup> 本年1-9月中國大陸對東協出口比重，較2018年增加3.3個百分點，其中，對越南、馬來西亞、泰國、印尼分別增加1.1、0.9、0.6、0.3個百分點。

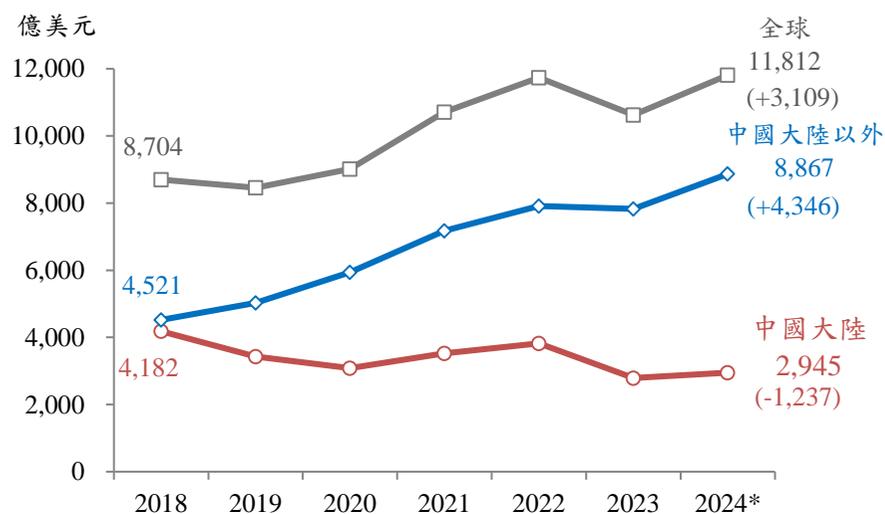
## 2. 惟美國整體貿易逆差未見縮小，且美國對中國貿易逆差雖減少，但對其他國家貿易逆差擴大

(1) 美中貿易衝突後，美國減少自中國大陸進口，轉而大幅增加自他國進口。估計 2024 年美國整體商品貿易入超將較 2018 年擴大 3,109 億美元，對中國大陸商品貿易入超減少 1,237 億美元，對中國大陸以外國家入超增加 4,346 億美元(圖 5 及表 3)。

(2) 2024 年 1 至 10 月台灣躍升為美國第 6 大商品貿易入超國。2024 年與 2018 年相較，估計美國對台灣商品貿易入超擴大 590 億美元，增額僅次於墨西哥及越南，位居第三；南韓及加拿大增額則分別為第四名及第五名(表 3)。

(3) 川普新政府關注對美國享有鉅額貿易順差之對手國，可能透過匯率報告<sup>5</sup>或貿易制裁措施施壓，以維護美國利益。

圖 5 美國自中國大陸及其他國家商品貿易逆差



註：\*2024 年係 1 至 10 月之月均值×12 估計。括號內數字為 2024 年估計值與 2018 年數值比較之增額。

資料來源：美國商務部

表 3 美國對主要貿易對手商品貿易逆差增額較大者

單位：億美元

	2018 (1)	2024* (2)	2024* vs. 2018 (3)=(2)-(1)
全球	8,704	11,812	3,109
中國	4,182	2,945	-1,237
中國以外	4,521	8,867	4,346
墨西哥	777	1,702	925
越南	395	1,227	832
台灣	152	742	590
南韓	179	662	483
加拿大	188	606	417
愛爾蘭	467	855	388
泰國	193	453	259
印度	211	460	250
德國	680	838	159
義大利	318	439	121

註：2024 年採 1~10 月之月均值×12 估計。

資料來源：美國商務部

<sup>5</sup> 美國財政部匯率報告 3 項檢視標準：(1) 檢視期間，對美商品及服務貿易順差逾 150 億美元；(2) 同期間經常帳順差對 GDP 比率逾 3%，即被認定有顯著經常帳順差；(3) 同期間持續淨買匯標準：淨買匯頻率為 12 個月中有 8 個月，且淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%，符合兩者即被認定為單邊干預匯市。本年 11 月 14 日美國財政部匯率政策報告指出，台灣因觸及對美貿易順差與經常帳順差等 2 項檢視標準，而續留觀察名單。

### (三)川普 2.0 對全球、美國及中國大陸經濟成長及通膨之可能影響

#### 1. 川普 2.0 政策冀望進一步提振美國本土投資並達成美國製造目標

如前所述，自川普 1.0 及美中貿易爭端以來，美國整體貿易逆差並未縮小，而是分散至其他非中國經濟體；此次川普再次競選，基於對原政策強度或許不足且範圍亦不夠全面之認知，為進一步強化政策效力，川普 2.0 除擬對中國再加徵高額關稅外，更計劃對進口品全面加徵關稅，並採降低美國企業稅率及鬆綁產業監理等政策，以達提高「美國製造」競爭力、刺激外國及本土企業加速投資美國，帶動美國就業及經濟成長動能之目的。

各界認為，川普 2.0 雖可提振美國經濟，但亦可能推升通膨，此或已顯現在近期美國金融市場表現；惟其加徵關稅政策或引發貿易對手國報復，全球經貿不確定性攀升，將不利未來全球及主要經濟體之經濟成長動能(表 4)。

表 4 川普 2.0 對全球、美國及中國大陸經濟成長及通膨之可能影響

	全球	美國	中國大陸
<b>關稅政策</b>			
經濟成長	↓	↓	↓
通膨	↑	↑	↓
<b>財政政策</b>			
經濟成長	↑	↑	↑
通膨	↑	↑	↑
<b>移民政策</b>			
經濟成長	↓	↓	↓
通膨	↑	↑	↓
<b>產業監理政策</b>			
經濟成長	↑	↑	↑
通膨	↑	↑	↑
<b>淨影響</b>			
經濟成長	↓	↑	↓
通膨	↑	↑	↓
<b>政策利率</b>			
	↑	↑	↓

\*符號↑代表正向影響；  
符號↓代表負向影響；  
符號-代表持平

資料來源：Kasman, Bruce *et al.* (2024), “In a Sentimental Mood: 2025 Global Economic Outlook,” *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 19; Keller, Christian *et al.* (2024), “The Macroeconomics of Trump 2.0,” *Barclays Economic Research*, Nov. 8; 本行整理

2. 加徵關稅如引發貿易對手報復，全球經貿不確定性攀升，對全球總需求將帶來較大負面衝擊<sup>6</sup>(表 5，詳附錄 1)

(1) 國際貨幣基金(IMF)之世界經濟展望報告指出<sup>7</sup>，川普 2.0 之**貿易保護主義政策**將使**全球經濟風險偏向下行**。尤其若**所有貿易對手國祭出關稅反制**，將拖累全球經濟成長動能。IMF 預估，如美國對進口品**全面加徵 10%關稅並引發反制**，在**川普 4 年任期(至 2028 年)**，**關稅壁壘**將拖累**全球 GDP 產出規模**(預估產出將因而**減少 0.5%**)，而美國及中國產出規模亦會受負面衝擊(此期間 GDP 規模將因此分別減少 0.7%及 0.4%)。

(2) 亞洲開發銀行(ADB)假設在美國**全面加徵 10%關稅**，對**中國加徵 60%關稅**，而**各國均採報復措施**情境下，**中國經濟所受負面衝擊大於美國**，未來 4 年**中國經濟成長率**將因此**減少 1.2 個百分點**，美國則減少 0.7 個百分點。

(3) 彼得森國際經濟研究所(PIIE)假設若貿易對手國均採報復措施，美國對**中國加徵 60%關稅**，未來 4 年期間**中國 GDP 規模累計將減少 7,770 億美元**(降 1.17%)，**高於美國之 3,270 億美元**(降 0.38%)；如**美國全面加徵 10%關稅(亦引發對手國報復)**，**美國所受負面衝擊將大於中國**，美國 GDP 規模將減少 7,210 億美元(降 0.68%)。

表 5 國際機構對川普 2.0 政策衝擊之評估

國際機構	風險情境	川普 4 年任期(至 2028 年)政策衝擊程度
IMF	— 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> — 貿易對手國亦採取相應關稅反制	美國、中國及全球之 <b>GDP 產出規模</b> 較 2024 年 <b>分別減少 0.7%、0.4%、0.5%</b> 。 全球 CPI 通膨率降低 0.15 個百分點。
ADB	— 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> ，並對 <b>中國進口品加徵關稅提高至 60%</b> — 中國採取小幅關稅反制措施，其他貿易對手國採取 10%關稅反制	美國、中國及全球之 GDP 成長率分別減少 <b>0.7、1.2、0.5 個百分點</b> 。 全球 CPI 通膨率上升 0.3 個百分點；且中國通膨率上升幅度(1.8 個百分點)大於美國(1.1 個百分點)。
PIIE	— 美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> (情境 a) — 美國對 <b>中國大陸加徵 60%關稅</b> (情境 b) — 貿易對手國均採相應反制措施(情境 a 或 b)	情境 a：美國、中國之 GDP 產出規模 <b>分別減少 0.68%、0.11%</b> 。 情境 b：美國、中國之 GDP 產出規模 <b>分別減少 0.38%、1.17%</b> 。 情境 a 對美國通膨率影響較大；情境 b 對中國通膨率影響較大。

<sup>6</sup> 川普 2.0 政策影響因各經濟體條件不同而有所差異，多數情況下其影響亦可能相互抵消而不明確；此外，各經濟體因應措施亦存在不確定性，使川普 2.0 政策之整體影響仍有變數。倘若一國經濟受到影響，其可能提出相應報復措施或貨幣貶值及擴張性財政政策等措施因應；此處假設僅針對關稅採相應反制措施。

<sup>7</sup> International Monetary Fund (2024), "World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats," Oct.

### 3. 川普 2.0 政策將衝擊全球經濟成長及通膨發展，其政策不確定性將經由 3 項管道對全球帶來影響

#### (1) 實體部門管道：

- 倘若美國對全球各國均加徵關稅，並引發**全球貿易摩擦**，**加劇全球供應鏈重組**，可能**衝擊全球經濟成長及通膨發展**，如前述 IMF、ADB 及 PIIE 等國際機構或智庫，均認為全球經濟成長動能將受到不小的負面衝擊。一旦全球景氣下滑，主要經濟體投資、外貿及經濟成長勢必受到衝擊。
- 若川普新政府加強對中國科技與貿易制裁，部分經濟體廠商應可能**受惠轉單效應**；惟川普可能加大「美國製造」政策力道；加以**中國**如受限於美國高科技管制，轉而**專注中低階晶片發展**，以及其部分產業**產能過剩**問題嚴峻，各國將面臨中國可能採行之**低價傾銷**風險；致其他經濟體所受益之轉單效應程度，**尚待觀察**。
- 若川普 2.0 對所有進口商品加徵關稅，並**要求廠商於美國製造或提升當地規模及製程**，將影響各國國內投資及可受益之轉單效應；以**台灣半導體及資通訊產業**為例，雖**基於其產品複雜度及其不可替代性高**，所受影響應屬**有限**；惟此類政策仍可能**分散台灣半導體資源**，**削弱國內產業聚落完整性**，並影響到出口、投資與就業動能。

(2) 物價管道：若美國新政府對全球進口品全面提高關稅，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，**加重廠商供應鏈調整壓力**，隨**全球供應鏈移轉**推升企業生產成本，**全球通膨壓力增加**；惟如**全球總需求受此影響而大幅下降**，將**抵銷**關稅及成本轉嫁等對**全球通膨壓力之影響**。

#### (3) 金融管道：

- 美國新貿易政策具高度不確定性，可能**推升美國通膨壓力**並**減緩經濟成長**，使**Fed 貨幣政策具高度不確定性**。
- 近期市場對美國財政前景之預期，推升**美國公債殖利率**，並帶動**國際美元**走強，其他主要貨幣多對美元貶值；尤其近期**人民幣**又受市場對**美國對中國將大舉加徵關稅**之預期影響，**貶幅較為明顯**。
- 股市方面：美股普遍受川普 2.0 政策之提振而上漲，尤其科技類股；惟市場預期近年對**美國貿易順差擴增較大的墨西哥、越南及泰國**等，可能**受川普加徵關稅威脅**，近期**渠等股市表現亦相對疲弱**。

#### (四)近期川普當選效應逐漸於全球金融市場發酵

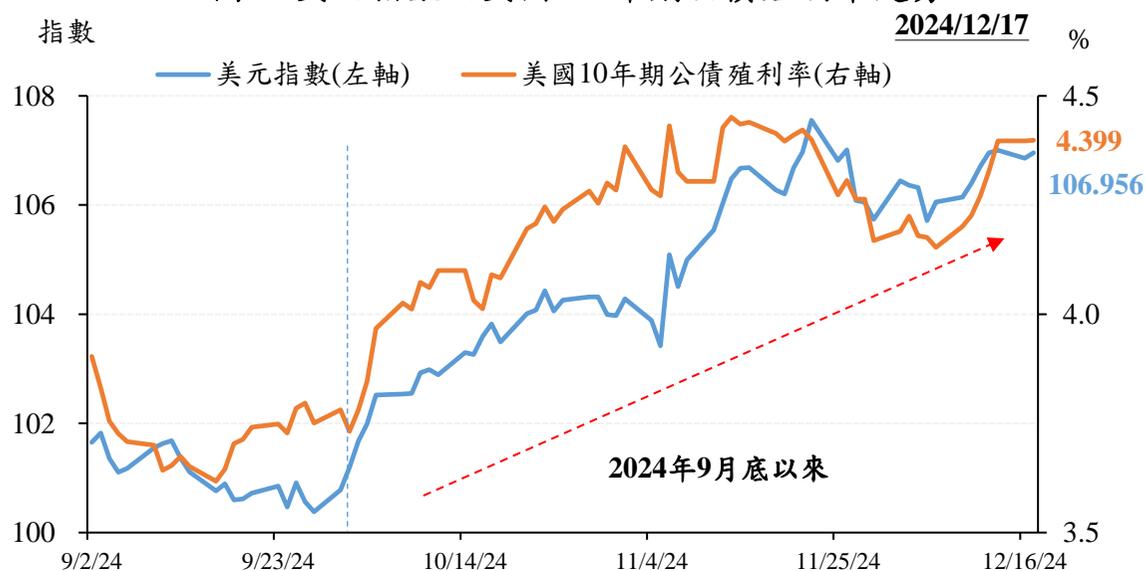
本年10月以來，隨川普勝選機率上揚，金融市場開始反映(priced-in)川普 2.0 主要政見；例如市場預期川普 2.0 之財政及移民政策可能**推升通膨**，並降低 Fed 未來降息空間，美國公債殖利率呈上揚，美元指數攀升，主要貨幣對美元多呈貶值；尤其**人民幣**在市場擔憂美國高額關稅或不利中國經濟前景下，近期出現今年以來較大**貶值走勢**。在全球股市方面，**美股因反映減稅及鬆綁產業及金融科技監理等政策利多而上揚**，使相關類股漲幅較大，亦帶動台灣等股市因科技類股走高而上揚；惟部分國家股市或因市場擔憂可能受川普加徵關稅威脅而表現較弱(如墨西哥、越南及泰國等)。

##### 1. 美國債市及美元指數：

(1) 市場擔憂川普 2.0 政策將使美國**財政赤字持續上升**，加速財政惡化程度；而其關稅提高與緊縮移民政策，可能進一步推升通膨，市場因而降低明年 Fed 降息幅度之預期，帶動**美債殖利率上揚**及**國際美元走強**。

(2) 9月底迄今(12月17日)，美國10年期公債殖利率**上升62個基點**至**4.399%**；美元指數則**上升6.13%**(圖6)。

圖6 美元指數及美國10年期公債殖利率走勢



## 2. 國際匯市：

- (1) 本年10月初以來，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，**美元指數走升 6.13%**，各主要貨幣均對美元貶值。其中，**離岸人民幣**反映市場擔憂美國對中國加徵高額關稅，出現今年以來較大**貶值走勢**(圖 7)，自9月底迄今(12月17日)，**對美元貶值 3.85%**(圖 8)。
- (2) 另同期間**亞元指數**(按將2024年9月30日設定為基期100)**下跌 4.4%至 95.6**；**新台幣**匯率相對穩定，對美元僅**貶值 2.66%**，為主要亞洲貨幣對美元貶值幅度最小者(圖 8)。

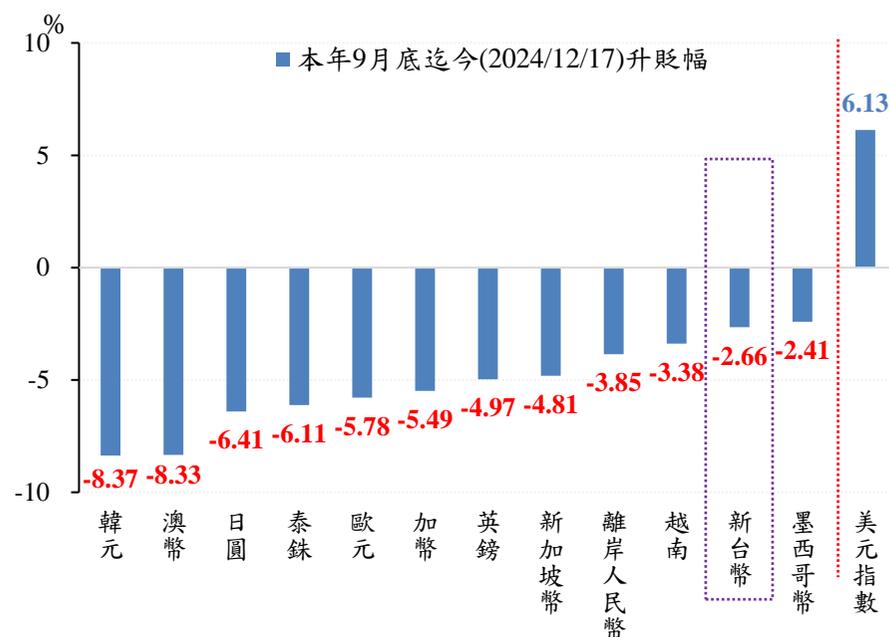
圖 7 本年9月底迄今離岸人民幣、美元指數及亞元指數



註：美元指數(DXY)之組成權重分別為歐元(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%)；亞元指數之組成權重分別為人民幣(46.1%)、韓元(12.4%)、星幣(11.2%)、印度盧比(10.7%)、新台幣(8.3%)及泰銖(3.7%)等亞幣。

資料來源：Bloomberg

圖 8 本年9月底迄今國際匯市升貶幅



註：除新台幣、韓元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

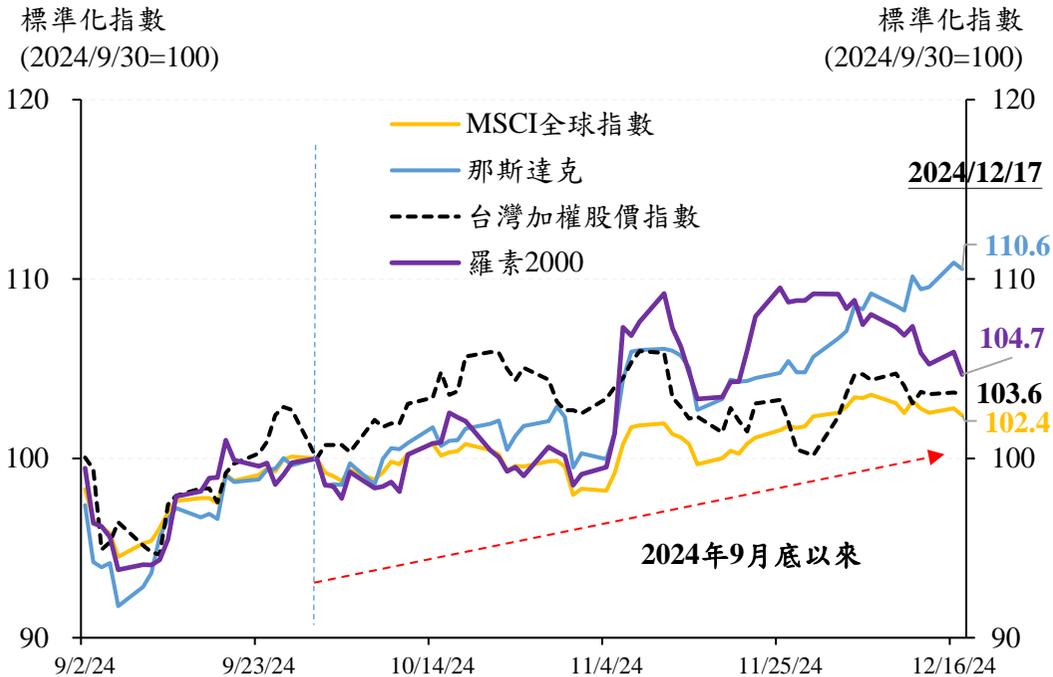
### 3. 國際股市：

(1)市場預期川普 2.0 將企業所得稅進一步降至 15%，並可能鬆綁科技金融監理及放寬產業投資等<sup>8</sup>，有利美國企業未來獲利前景，自 9 月底迄今(12 月 17 日)，**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 10.6%及 4.7%**，並帶動 MSCI 全球股市指數上漲(圖 9)；

(2)各國股市則受市場預期川普新政策影響程度不同及產業結構差異等因素，表現不一(圖 10)。

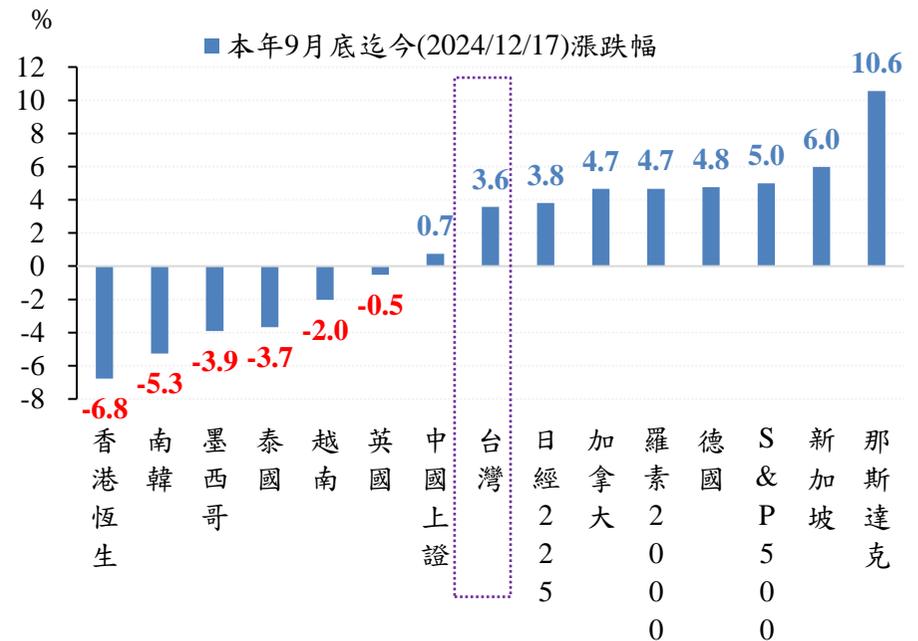
- **台股與美國科技股連動高且受惠於 AI 概念股**，在部分科技類股支撐下，此期間**台股上漲 3.6%**，表現居中；
- 至於被市場認為**較可能受美國加徵關稅影響之墨西哥、越南及泰國**等國股市表現相對**疲弱**。

圖 9 MSCI 全球指數、那斯達克、羅素 2000、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 10 本年 9 月底迄今主要經濟體股市表現



資料來源：Bloomberg

<sup>8</sup> 本年 11 月 NFIB 美國中小企業信心指數上升至 101.7，創下 3 年來新高，NFIB 首席經濟學家 Bill Dunkelberg 指出，主要反映選後中小企業主樂觀預期川普新政府即將推出有利未來經濟成長之減稅和鬆綁監管政策(參見 Tyson, Jim (2024), "Small Business Optimism Surges to Highest Level in Three Years: NFIB," CFO DIVE, Dec.10)。

#### 4. 川普概念股或相關金融資產：

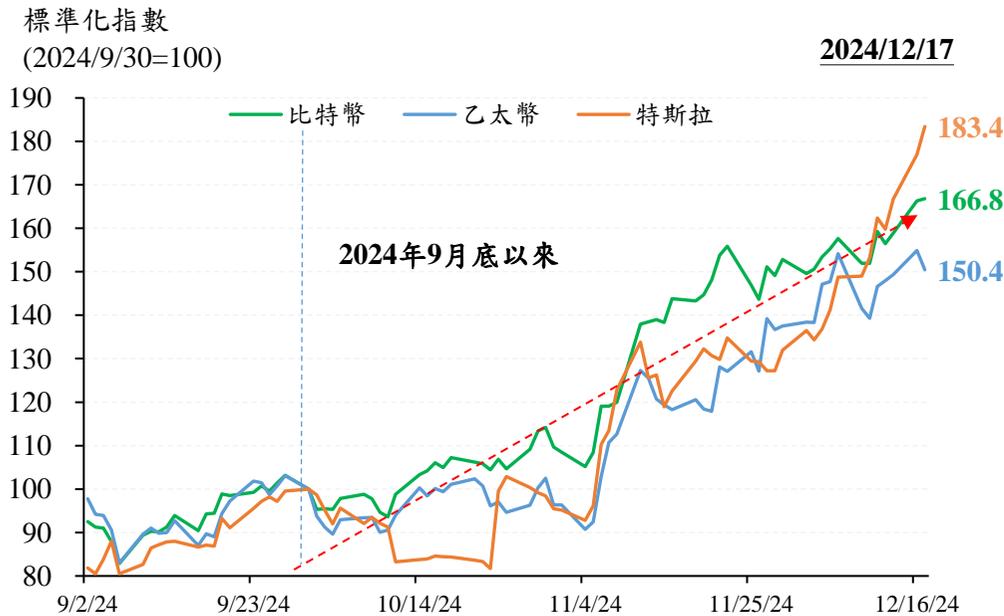
特斯拉股價則因受惠於川普擬進一步放寬自動駕駛規範，12月17日與9月底相較大漲83.4%；而虛擬資產(如比特幣及乙太幣)價格受惠於市場預期監管可望鬆綁分別大漲66.8%及50.4%(圖11)。

#### 5. 國際債市：

(1)本年12月17日與9月底相較，多數經濟體之公債殖利率亦多隨10年期美債殖利率上揚而增加，其中墨西哥、英國、澳洲、日本及越南10年期公債分別增加80.8、52.1、32.4、22.3及21.0個基點；同期間台灣10年期公債殖利率上升約12.6個基點，升幅居中；

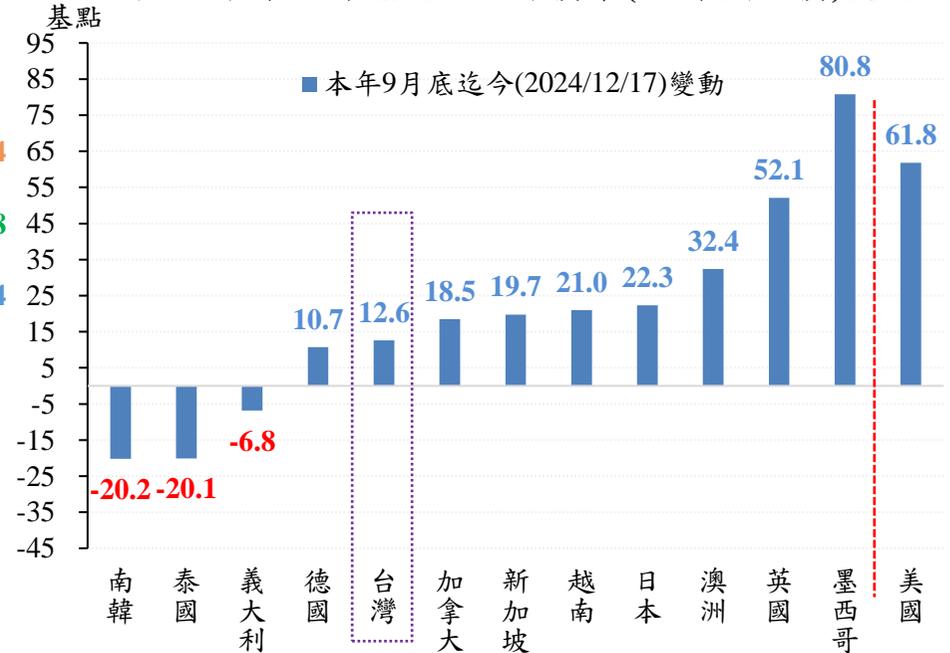
(2)至於南韓近期因政局不穩，資金轉至公債市場，使10年期南韓公債殖利率下跌20.2個基點(圖12)。

圖11 本年9月底迄今比特幣及乙太幣走勢



資料來源：Bloomberg

圖12 本年9月底迄今國際債市(10年期公債)變動



資料來源：Bloomberg

## (五) 結論

1. 自川普競選總統大選以來，其政見中有關**關稅及產業政策**最受各界關注；探究其原因，在於**川普 2.0** 政見係以**補強川普 1.0 力道不足**為著眼點，冀望透過**對進口品全面加徵關稅**、**對國內企業減稅**、以及**鬆綁多項產業限制與金融科技監理措施等**政策，刺激**國內外企業加速投資美國**，實現**美國製造**，以增進**本土就業**並帶動**經濟成長**。
2. 在川普 2.0 政策激勵下，美國**中小企業信心指數攀升**，9 月底以來，市場亦開始反映川普即將當選之效應，股市頻創新高，公債殖利率回升，美元走強。而就全球金融市場而言，各國股匯市在川普 2.0 效應下，表現略有不同，此除因各國產業結構存在差異外，主要因各國面臨川普新政之風險並不相同；如**近年對美國貿易順差擴增較大者**，常被視為**易受川普貿易制裁之對象**，致金融市場表現易受壓抑。台灣對美國貿易順差雖大，但被視為受制裁風險低<sup>9</sup>，且因出口科技商品技術複雜度高，較不易為其它廠商取代，使台股在科技類股支撐下，表現相對較佳。
3. **惟川普新政仍存在極大不確定性**；上(11)月 Fed 主席 Powell 於 FOMC 會後記者會表示，Fed 尚無法得知新政府重大政策之推出時點及轉變，故無法得知前述政策是否會對 Fed 達成充分就業及物價穩定法定目標會造成影響、以及其影響程度；原則上，**Fed 持不猜測、不臆測，也不假設美國重大政策的推出時點及規模之立場**。
4. 因此，除近期市場對 Fed 貨幣政策走向之預期，不確定性提高外，**川普加徵關稅政策之不確定性**，亦增添市場波動。主要因各界多認為，川普如對中國加徵高額關稅，並對**進口品全面加徵關稅**，或將迫使各國祭出相對應之報復措施，在全球貿易壁壘加深下，**需求成長**將受拖累，進而衝擊全球金融市場，是以各界均關注此後續發展。
5. **本行目前與美國 Fed 立場相似**，未來將視美國貿易等相關政策施行之時程，**逐季調整對台灣的經濟成長與通膨預測**，**據以擬定妥適貨幣政策**，落實本行維持物價穩定與金融穩定，並協助經濟成長之法定職責。未來如國內金融市場隨全球金融情勢變動加劇而大幅波動，本行亦將**妥適採行金融市場穩定措施**，**維持國內匯市穩定**。

<sup>9</sup> 依華府智庫「資訊技術與創新基金會」(Information Technology & Innovation Foundation, 簡稱 ITIF)報告，各國承受川普 2.0 之風險排名，以墨西哥最高，其次為泰國；台灣雖「對美貿易出超占比」之風險較高，但整體風險排名相對較低，僅位列 31 名，略高於澳洲(詳附錄二)(參見 Atkinson and Long (2024), “Which US Allies Are Most Likely to Face Trump Tariffs—and How Can They Avoid the Wrath of an “America First” Doctrine?,” Information Technology & Innovation Foundation, Dec. 9)。

## 附錄 1 三大國際機構對川普關稅政策之分析

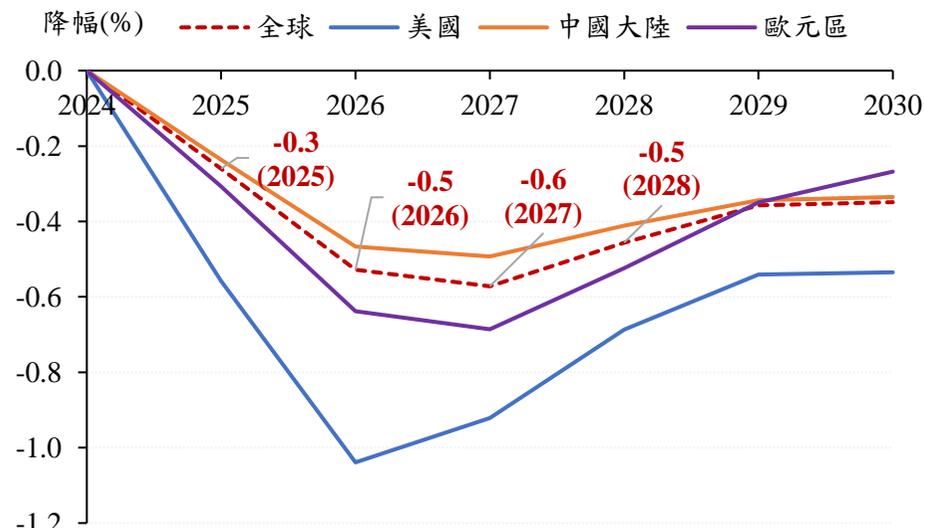
1. 國際貨幣基金(International Monetary Fund, 簡稱 IMF)假設<sup>10</sup>, 若美國**全面加徵 10% 關稅**, 而所有貿易對手國亦採取報復性關稅, 恐直接影響全球約 1/4 的商品貿易; **貿易政策不確定性將大幅上升, 對未來數年全球經濟造成持續性的損失**, 惟加徵關稅對**推升通膨之效果**, 亦將受總需求下降而抵銷, 反可能**出現通膨趨緩**。

(1) 合計加徵關稅政策及貿易政策不確定性之影響, 美、中及全球經濟成長動能均將受拖累; 以全球為例, 預估 **2025 年、2026 年及 2027 年全球 GDP 產出規模**將因此分別較 2024 年**減少 0.3%、0.5% 及 0.6%**(附圖 1 **紅色虛線**)。

(2) 調高進口關稅將推升國內投入成本, 惟面對報復性關稅政策則會降低外部需求; 在兩者效果相互抵銷後, 可能導致**全面加徵 10% 關稅政策對通膨淨影響較小**。

— 以**全球 CPI 通膨率**為例, 預估 **2025 年、2026 年及 2027 年**將分別較 2024 年**下滑 0.06 個、0.11 個及 0.14 個百分點**(圖 2 **紅色虛線**); 另美、中通膨率亦將因本國經濟受到衝擊而出現下滑(附圖 2 **藍線及橘線**)。

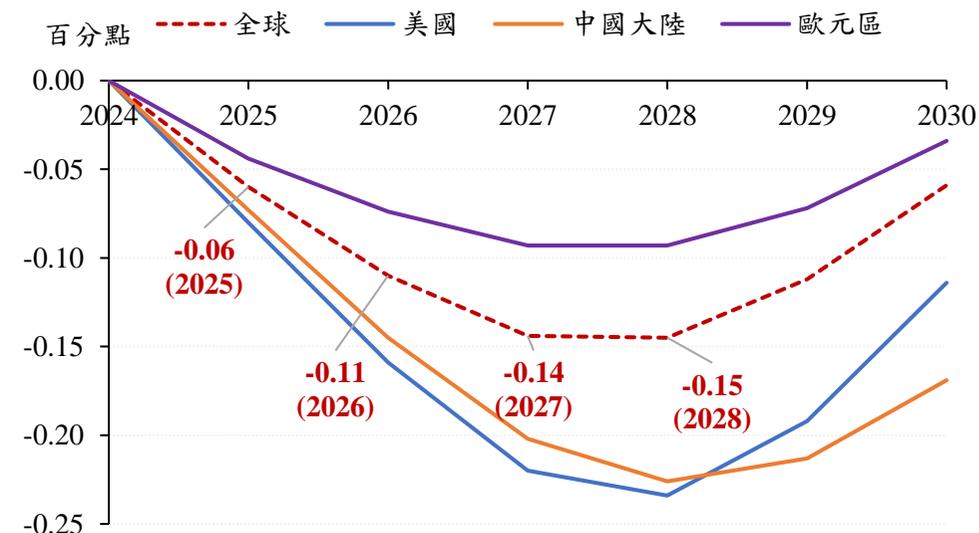
附圖 1 IMF 預估川普關稅政策對主要經濟體 GDP 之影響



註：此處假設美國全面加徵 10% 關稅, 所有貿易對手國亦採取報復性關稅。  
資料來源：IMF

<sup>10</sup> IMF (2024), "World Economy Outlook," Oct. 22.

附圖 2 IMF 預估川普關稅政策對主要經濟體 CPI 通膨率之影響



註：此處假設美國全面加徵 10% 關稅, 所有貿易對手國亦採取報復性關稅。  
資料來源：IMF

2. 亞洲開發銀行(Asian Development Bank，簡稱 ADB)提出川普 2.0 政策走向之基礎情境及極端風險情境<sup>11</sup>

(1)基礎情境：假設美國對中國大陸等主要貿易夥伴之**部分進口商品加徵 25%關稅**，影響不大。

(2)極端風險情境：假設美國自 2026 年對主要貿易夥伴**全面實施加徵 10%關稅**，並於 2026 年至 2027 年將**中國大陸進口商品加徵關稅逐步提高至 60%**；中國則祭出小幅提高對美國進口商品關稅作為反制並讓人民幣貶值；其他經濟體則預計對美國進口商品加徵 10%關稅。

— 對經濟成長率之影響：ADB 預估上述關稅政策將造成**未來 4 年全球經濟成長率降低 0.5 個百分點**，影響效果較為溫和有限，其中以中國所受負面影響最為明顯，其經濟成長率**將降低 1.2 個百分點**，**美國經濟成長率則降低 0.7 個百分點，排名第二**。

— 對通膨率之影響：新一輪貿易衝突於**未來 4 年對全球通膨率影響程度較輕微(增加 0.3 個百分點)**，惟美國、中國通膨率較基礎情境分別上升 1.1 個百分點和 1.8 個百分點，較為明顯。

附表 1 ADB 預估極端風險情境下，川普政策之累計影響(2025~2028 年)

變動單位：百分點

極端風險情境					
假設美國 <b>全面加徵 10%關稅</b> ，且對 <b>中國大陸加徵 60%關稅</b> ，而貿易對手亦採報復性關稅					
實質 GDP 成長率	全球	<b>-0.5</b>	CPI 年增率 (相較於基礎情境)	全球	<b>+0.3</b>
	美國	<b>-0.7</b>		美國	<b>+1.1</b>
	中國	<b>-1.2</b>		中國	<b>+1.8</b>

資料來源：Asian Development Bank

<sup>11</sup> Asian Development Bank (2024), "Asian Development Outlook December 2024," Dec.

3. 美國智庫彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics，簡稱 PIIE)<sup>12</sup>預估，川普未來 4 年任期(2025~2028 年)之累計影響：

(1)假設美國**全面加徵 10%關稅**，且所有貿易對手祭出報復性關稅

- GDP<sup>13</sup>：預估 2025~2028 年**美國 GDP 產出規模**將因此合計減少 **7,210 億美元**；同期間中國 GDP 產出規模將因此**減少 690 億美元**。
- CPI：預估 2025~2028 年美國 CPI 指數合計**上揚 1.8%**；同期間中國大陸 CPI 將**上揚 0.6%**。

(2)假設美國**僅針對中國進口品加徵 60%關稅**，中國亦祭出報復性關稅措施

- GDP：預估 2025~2028 年**美國 GDP 產出規模**將因此合計**減少 3,270 億美元**；同期間中國 GDP 產出規模將因此將**減少 7,770 億美元**，高於美國之減少幅度。
- CPI：預估 2025~2028 年美國 CPI 合計**上揚 1.1%**(主要反映 **2025 年走升高達 0.7%**)；同期間中國大陸 CPI 將**上揚 1.9%**(主要反映 **2025 年上揚高達 1.0%**)。

附表 2 PIIE 預估川普未來四年任期關稅政策對美中之累計影響

		情境 a：美國全面加徵 10%關稅		情境 b：美國僅對中國大陸加徵 60%關稅	
		無報復性關稅	有報復性關稅	無報復性關稅	有報復性關稅
GDP 產出規模 (10 億美元，以 2018 年價格為基期)	美國	<b>-\$283</b>	<b>-\$721</b>	<b>-\$129</b>	<b>-\$327</b>
	中國	<b>-\$102</b>	<b>-\$69</b>	<b>-\$644</b>	<b>-\$770</b>
CPI 物價指數	美國	<b>+0.8%</b>	<b>+1.8%</b>	<b>+0.7%</b>	<b>+1.1%</b>
	中國	<b>-0.6%</b>	<b>+0.6%</b>	<b>+0.2%</b>	<b>+1.9%</b>

資料來源：McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” PIIE Working Paper, Sep. 27.

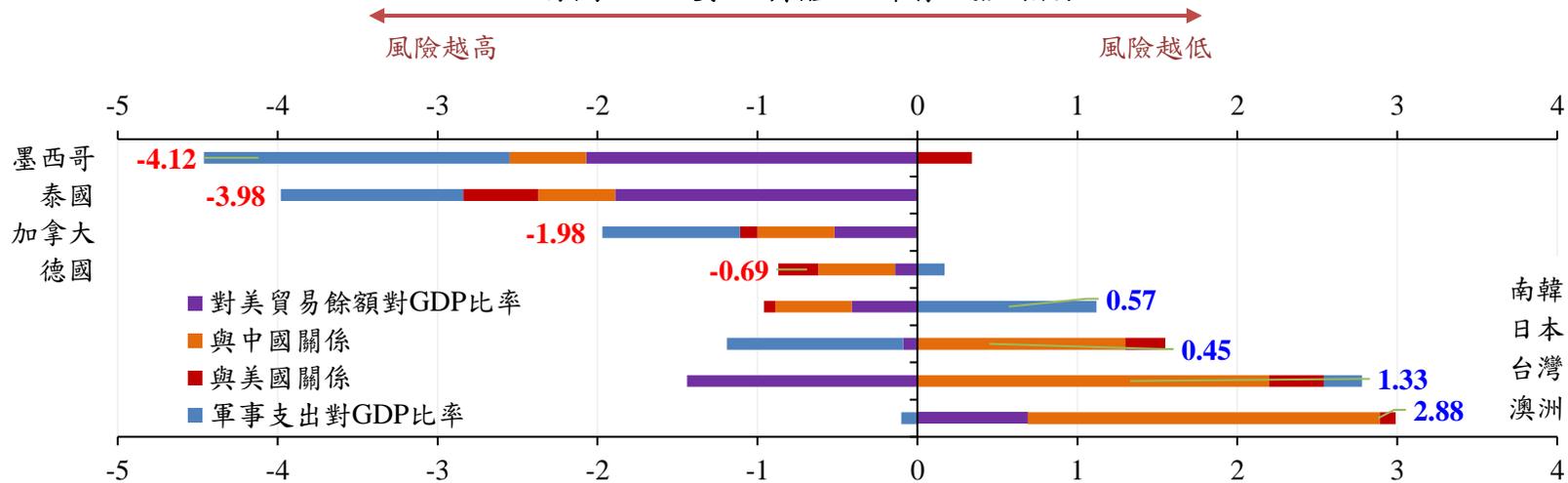
<sup>12</sup> McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” *PIIE Working Paper*, Sep. 27。

<sup>13</sup> 此處 GDP 水準均以 2018 年價格為基期。

## 附錄 2 美國智庫資訊技術及創新基金會(ITIF)編製川普風險指數之說明

1. 美國智庫資訊技術及創新基金會(ITIF)<sup>14</sup>表示，在考量其它因素後，**墨西哥、泰國、加拿大**較可能面臨美國加徵關稅威脅
2. 川普政策強調**美國利益優先**，並認為全球化對美國不利，爰採取**貿易保護主義政策**，如**退出多邊貿易協定、對貿易對手國加徵關稅**等。
3. ITIF 認為，除**對美貿易餘額對 GDP 比率**外，川普新政府將會綜合考量**軍事支出對 GDP 比率**、**與中國外交關係**及對美**互惠貿易政策**等因素，來加徵其關稅，並據此編製**川普風險指數**(附圖 3)：
  - (1) **高風險國家**：**墨西哥、泰國及加拿大**因對美貿易餘額對 GDP 比率高及軍事支出對 GDP 比率低。
  - (2) **低風險國家**：**澳洲**因對美貿易餘額對 GDP 比率低，以及與**中國關係不佳**而較不會面臨美國加徵關稅威脅。
    - **台灣**儘管對美貿易餘額對 GDP 比率高，惟因對**中國立場與美國較相近**，**面臨美國加徵關稅風險較小**。

附圖 3 主要經濟體之川普風險指數



資料來源：Atkinson *et al.* (2024)

<sup>14</sup> 台灣僅一項指標「對美貿易出超占比」被評為風險較高，其他在「軍事支出占比」、「對中立場」與「反美障礙」方面則屬低風險(詳 Atkinson, Robert D. and Trelysa Long (2024), “Which US Allies Are Most Likely to Face Trump Tariffs—and How Can They Avoid the Wrath of an “America First” Doctrine?,” Information Technology & Innovation Foundation, Dec. 9)。