

五、川普新政對主要經濟體貨幣政策及國際金融市場之影響

上(2024)年 10 月市場預期川普將當選美國總統，投資者開始押注川普經貿政策對金融市場可能影響之投資。惟相較於川普首次當選總統(2016 年 11 月 8 日)初期，當時**川普交易**(Trump trade)之市場走勢**相對平穩**；而此次**川普交易**(上年 10 月迄今)則**出現快速興起，但降溫亦快的較大波折**。此可概略分為兩段期間：(1)上年第 4 季美債殖利率及美元指數均呈上揚，各國貨幣對美元多呈大幅貶值；美股亦因預期減稅措施有利企業獲利，多呈上揚，部分屬川普概念資產(如特斯拉及比特幣)甚或呈大幅上漲；(2)然本(2025)年起，因川普加徵關稅政策具高度不確定性，且近期美國經濟成長動能似呈放緩，川普交易出現明顯降溫。受此影響，美債殖利率及美元指數回檔、美股下跌。

此次**川普交易迅速降溫**，除反映上年第 4 季漲多修正及部分科技股受中國推出 Deepseek 等因素影響外，主要亦與川普就職以來，迅速對相關國家提出**大幅加徵關稅措施且生效日又常反覆不定有關**；**川普政策的高度不確定性**，加以近期通膨趨緩程度停頓且經濟成長亦有減緩跡象，**各界對經濟前景產生疑慮**¹，致**金融市場出現快而略大的修正**。

惟以當前整體經濟表現而言，美國及全球經濟仍可望溫和成長，通膨亦處於減緩趨勢，美國與各主要央行亦多維持原政策方向，但將以**更審慎態度來評估貨幣政策立場**。如近期 Fed 主席 Powell 表示，Fed 目前傾向按兵不動，審慎評估川普政策之可能效應；而主要經濟體央行亦將川普政策影響之不確定性納入政策評估考量，且未來調整貨幣政策步調更為審慎。而就國際金融市場而言，**目前市場多回歸根據經濟數據表現來重新評估投資決策，美國金融資產價格大致修正到上年押注川普交易前水準**，而其他國家股、債市之表現，則多基於本身個別因素不同而不一。

本文首先扼要介紹川普 2.0 多項政策措施之時點，並藉以說明此次川普交易出現轉折之可能原因；第二節討論川普新政對美國貨幣政策、市場預期及經濟展望之影響，並說明各主要央行審慎因應川普政策之觀點；第三節說明此期間美國及全球主要經濟體金融市場之表現；最後提出相關結論，俾供各界參考。

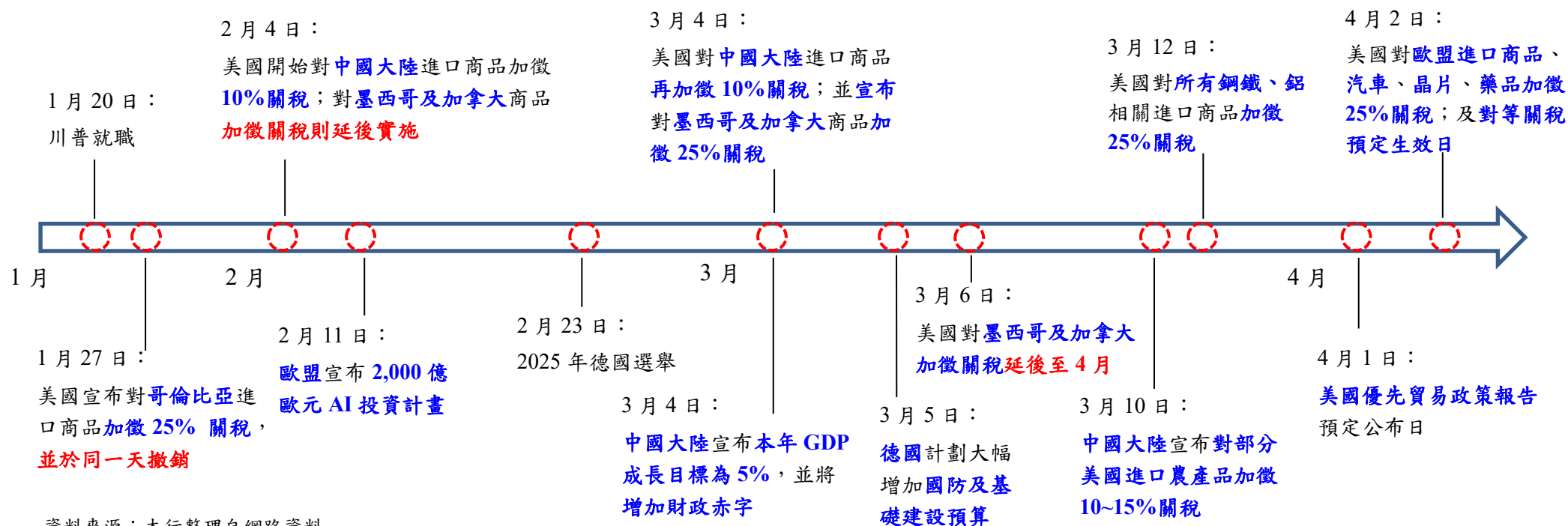
¹ 如近期 OECD 最新經濟估測即考量川普加徵關稅的衝擊，調降主要經濟體之經濟成長率預估值，並調高主要經濟體之通膨預估值(參見 OECD(2025), “Steering through Uncertainty,” *OECD Economic Outlook Interim Report*, Mar.17)

(一) 川普 2.0 新政與川普交易

1. 川普就職後快速推出加徵關稅等多項政策，惟常因貿易對手國反應(如協商或反制)而反覆不定(圖 1 紅字部分)

川普於本年 1 月 20 日就職**迅速**宣布多項政策**且頻率遠勝其第 1 任期**²，包括**貿易政策**(如對加拿大及墨西哥加徵 25% 關稅、對中國大陸加徵 20% 關稅，以及對所有進口鋼鐵及鋁加徵 25% 關稅等)、**移民政策**(如恢復「非法移民留在墨西哥」政策)、**產業政策**(如放寬人工智慧科技限制)及**財政政策**(如成立政府效率部削減聯邦政府支出)等(圖 1)。相關政策詳見附錄。

圖 1 本年 1 月 20 日川普就職以來，美國重要貿易政策變動及各國相關措施



資料來源：本行整理自網路資料

² 本次川普就任迄今發布行政指令(包含總統行政命令、總統備忘錄及總統文告等)頻率遠勝其第 1 任期，如第 1 任期 4 年期間共發布 894 項行政指令(含 220 項總統行政命令)；反觀川普本次 1 月 20 日迄今，發布逾 350 多項行政指令(含 89 項總統行政命令)，且其中多項政策內容仍待進一步說明，不確定性高(參見 The White House (2025), “Presidential Actions,” The White House, Mar. 18; Wikipedia (2025), “List of Executive Actions by Donald Trump,” Wikipedia, Mar. 18; Federal Register (2025), “2025 Donald J. Trump Executive Orders,” *Federal Register*, Mar. 18)。

2. 川普 2.0 政策措施較川普 1.0 更急、範圍更大，且經常反覆不定，經濟所受可能衝擊面臨高度不確定性

- (1) 兩任川普政府之政策主軸，基本上均圍繞在法規鬆綁與減稅等經濟刺激措施，及提高關稅與限縮移民等保護主義為主，以期使美國再度偉大。相對首次競選，川普與對手希拉蕊·柯林頓旗鼓相當，希拉蕊雖獲得較多普選票，但仍輸了選舉人票而落選；而此次競選，川普則在最後階段即出現領先，市場即開始押注川普交易(Trump trade)。
- (2) 川普交易係指投資者押注其經貿政策對金融市場可能影響之投資，此交易策略概念曾出現在 2016 年 11 月 8 日川普意外當選美國總統時；此次則是自上年 10 月以來，隨川普勝選機率升高而再度興起。
- (3) 觀察高盛編製之美國驚奇指數，在川普首次當選後，指數相對平穩且多保持正值；反觀本次美國大選，此指數在上年第 4 季迅速上升至 10 月之 1.3，後一度降至年底之 -0.7，本年初又攀為正值，惟 3 月又降至 -0.3(圖 2)；此除反映近期天候因素外，亦反映政策高度不確定性不利經濟前景。

— 以消費者信心指數為例，川普第一次當選前後，該指數相對平穩；反觀本次美國大選，指數則先由 70 上升至 74，後則大幅降至本年 3 月之 57.9(圖 3)，顯示川普 2.0 政策高度不確定性，對消費信心已帶來影響。

圖 2 高盛驚奇指數在兩次川普交易期間走勢

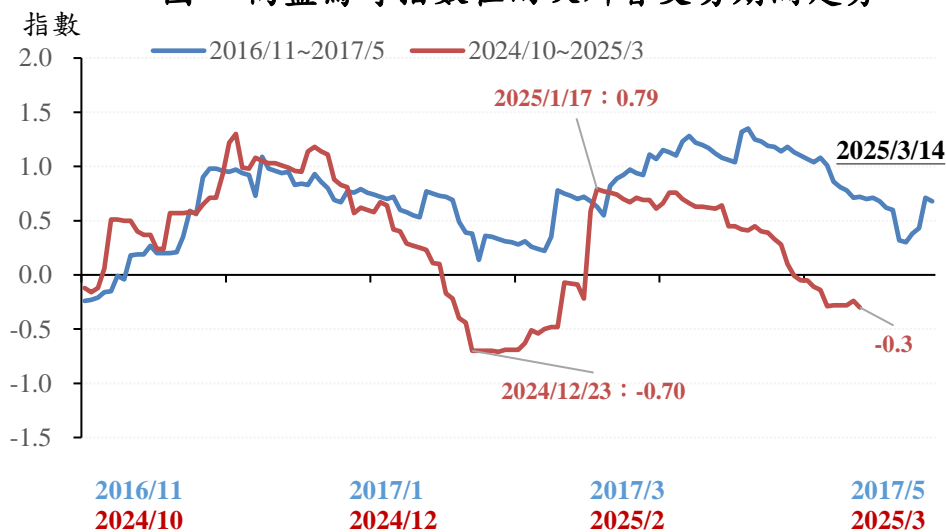
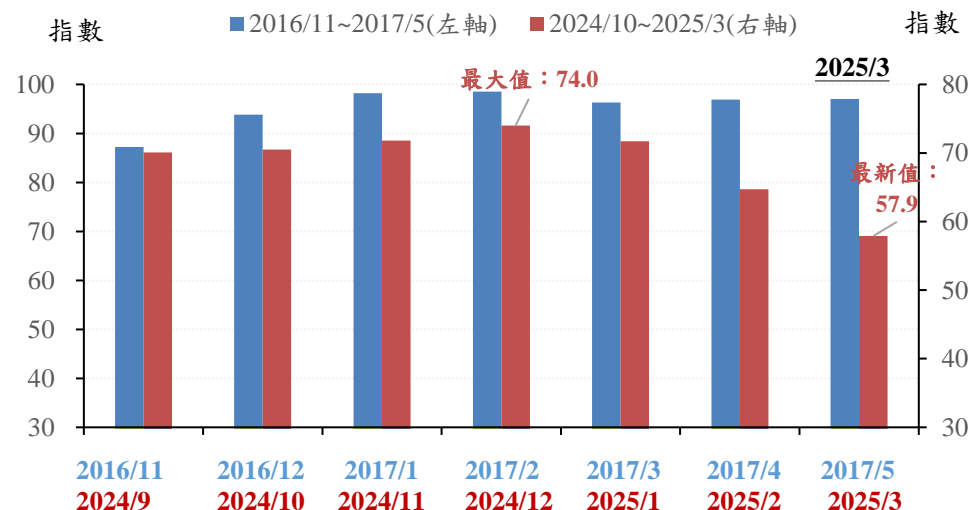


圖 3 美國消費者信心指數在兩次川普交易期間走勢



*美國驚奇指數代表美國實際經濟指標與市場預期的比較。當驚奇指數大於 0 時，經濟前景呈熱絡(優於預期)；當指數小於 0 時，經濟前景呈現低迷(不如預期)。

資料來源：Bloomberg

資料來源：Bloomberg

3. 川普交易：前次任期初期**金融市場走勢相對平穩**，此次當選總統前後**金融市場則出現快速上漲又迅速回落的大幅波動**

(1) 川普首次當選美國總統時(2016年11月)，經濟**走出長期經濟停滯(Secular Stagnation)跡象**，Fed在**2015年底啟動升息循環**；在川普當選後**6個月內**，在其經貿政策刺激下，配合**經濟成長動能轉強及通膨持穩**，**公債殖利率走升，美元小幅走升，美股反映經濟前景持續上漲**，即使美中貿易爭端有升溫跡象，**金融市場波動仍不大**。

(2) 反觀此次自市場押注川普當選以來(2024/10~2025/3)，金融市場出現較明顯的曲折變化。Fed於**上年9月啟動預防性降息**，略舒緩政策利率對經濟與金融市場之限制性程度，投資人基於前次川普交易期間金融市場之走勢，即開始大幅押注川普交易，**上年第4季金融市場表現大致與前次任期走勢類似，但漲幅較大**；惟本年以來，尤其在**川普就職後，新政府政策的高度不確定性且反覆不定**，影響企業及消費者信心，增添**經濟前景疑慮**，市場因而出現**明顯反轉，波動度大幅攀升**。

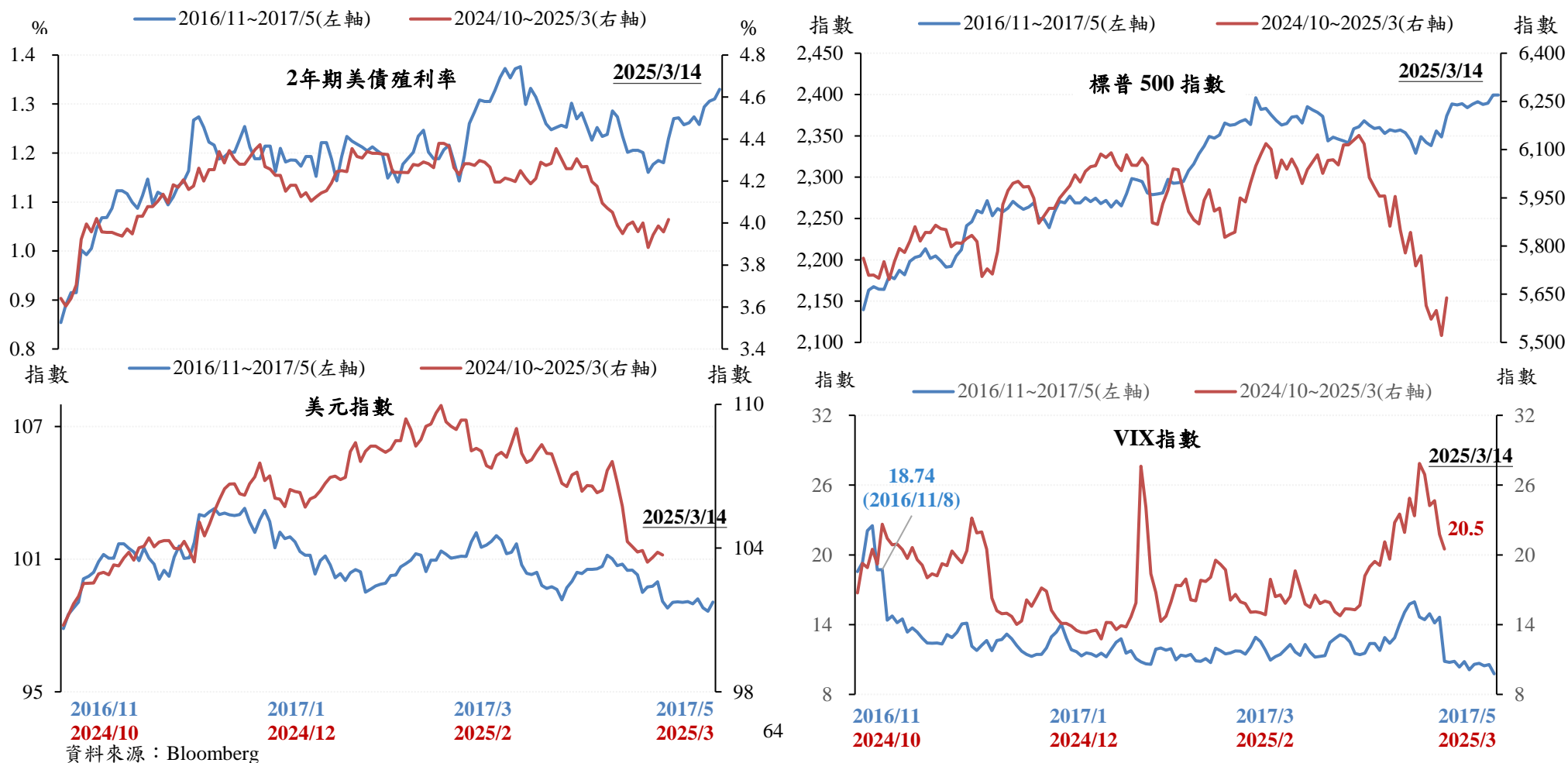
	川普交易(2016/11~2017/5)	川普交易(2024/10~2025/3)																																
美國債市	長短天期美國公債殖利率走升(趨勢甚至長達2年)，主要反映美國經濟成長動能轉強，Fed亦持續升息	債券殖利率上升主要反映通膨，因投資人擔憂美國財政赤字偏高，通膨前景不確定；後殖利率回跌反映經濟前景疑慮																																
	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2年期殖利率(%)</th> <th>10年期殖利率(%)</th> <th>10年期-2年期利差(百分點)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2016/11/08</td> <td>0.85</td> <td>1.85</td> <td>1.00</td> </tr> <tr> <td>2017/05/08</td> <td>1.33</td> <td>2.39</td> <td>1.06</td> </tr> <tr> <td>變動</td> <td>+0.48</td> <td>+0.54</td> <td>0.06</td> </tr> </tbody> </table>		2年期殖利率(%)	10年期殖利率(%)	10年期-2年期利差(百分點)	2016/11/08	0.85	1.85	1.00	2017/05/08	1.33	2.39	1.06	變動	+0.48	+0.54	0.06	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2年期殖利率(%)</th> <th>10年期殖利率(%)</th> <th>10年期-2年期利差(百分點)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2024/09/30</td> <td>3.64</td> <td>3.78</td> <td>0.14</td> </tr> <tr> <td>2025/03/14</td> <td>4.02</td> <td>4.31</td> <td>0.29</td> </tr> <tr> <td>變動</td> <td>+0.38</td> <td>+0.53</td> <td>0.15</td> </tr> </tbody> </table>		2年期殖利率(%)	10年期殖利率(%)	10年期-2年期利差(百分點)	2024/09/30	3.64	3.78	0.14	2025/03/14	4.02	4.31	0.29	變動	+0.38	+0.53	0.15
		2年期殖利率(%)	10年期殖利率(%)	10年期-2年期利差(百分點)																														
	2016/11/08	0.85	1.85	1.00																														
2017/05/08	1.33	2.39	1.06																															
變動	+0.48	+0.54	0.06																															
	2年期殖利率(%)	10年期殖利率(%)	10年期-2年期利差(百分點)																															
2024/09/30	3.64	3.78	0.14																															
2025/03/14	4.02	4.31	0.29																															
變動	+0.38	+0.53	0.15																															
匯市	美元指數(DXY)上揚，惟波動區間不大(98-103區間)(由2016/11/8之97.86到2017/5/8之99.06， 升值1.2%)	美元指數先升後回檔，波動區間大(由2024/9/30之 100.78 上漲至最高點 109.96 (2025/1/13)，之後回檔至 103.72 ， 升值2.9%)																																
股市及VIX	呈現持續緩步上漲趨勢，VIX明顯下降 那斯達克指數、標普500、羅素2000指數分別上漲17.5%、12.1%及16.4%； VIX由18.7下跌至9.8，跌幅48%	呈現先大幅上漲後，再明顯回檔，VIX顯著上升 那斯達克指數、標普500、羅素2000指數分別 下跌2.4%、2.1%、8.3% ； VIX由16.7上升至21.8，增加30%																																

資料來源：Bloomberg；本行整理

(3) 觀察前後兩次川普交易期間金融市場之走勢，本次金融市場波動明顯較大(圖 4)

- 債市：2 年期美債殖利率在**前次逐步走高**；**此次**隨市場先上修、後下修聯邦資金利率路徑預期，而**先上後下**。
- 匯市：美元指數(DXY)在**前次小漲**，惟**波動區間不大(98-103 區間)**；**此次先升後回檔**，**波動區間大(100-110 區間)**。
- 股市：標普 500 指數在**前次呈現持續緩步上漲趨勢**；**此次則先大幅上漲後，再明顯回檔**。
- 恐慌指數(VIX)：**前次在川普當選後明顯呈下降趨勢**；**此次則顯著上升且劇烈震盪**。

圖 4 兩次川普交易期間金融市場走勢(前 6 個月)



(二) 川普新政對主要經濟體貨幣政策、市場預期及經濟展望之影響

1. 上年 10 月至該年底：Fed 及市場均對經濟前景較為樂觀且擔憂通膨上行風險

(1) 上年 12 月部分 FOMC 成員預期川普新政將帶動美國通膨上揚，並將其政策因素之影響納入評估，因而**上修美國經濟成長率、核心 PCE 通膨率預測(由 2.2% 上修至 2.5%)**，並**下修失業率**。如**擔憂失業率上升風險之成員降至 7 位**(上年 9 月為 12 位，表 1)；而**認為通膨有上行風險之人數，則增加到 15 位**(上年 9 月為 3 位)。整體而言，FOMC **擔憂通膨上行風險且對經濟前景略轉樂觀，2025 年降息幅度爰下修至 2 碼**(9 月原先為 4 碼)。

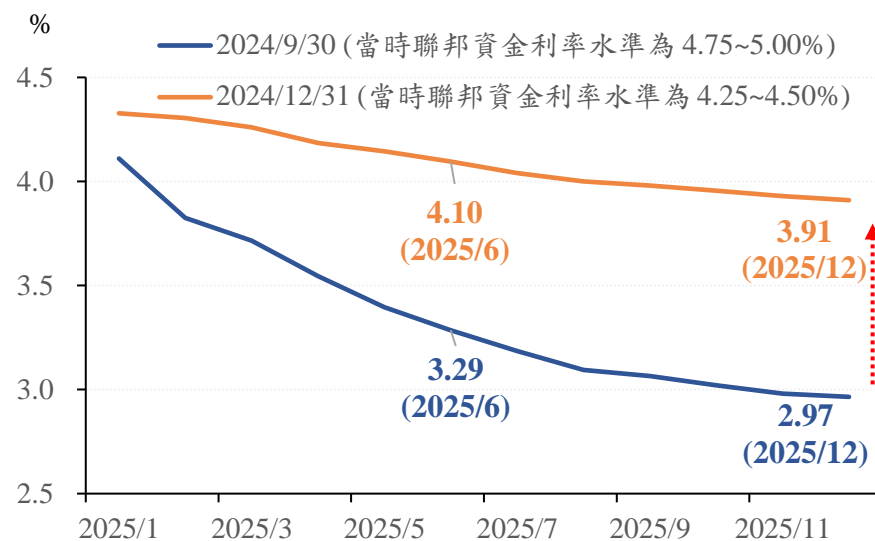
(2) 市場因川普新政影響而**上修預期聯邦資金利率路徑**，且反映**Fed 延後本年降息時點與縮減降息幅度**；上年 12 月 31 日市場**預期本年 12 月底 Fed 政策利率約在 3.91%**(圖 5 **橘色線**，本年 Fed 降息幅度可能由 2 碼縮小至 1 碼)，**高於**上年 9 月 30 日市場預期之 2.97%(圖 5 **藍色線**)。

表 1 上年 9 月及 12 月 FOMC 經濟估測(SEP*)對主要經濟指標面臨上行或下行風險之人數及聯邦資金利率預估

經濟指標	上行風險		均衡		下行風險	
	9 月	12 月	9 月	12 月	9 月	12 月
GDP	1	2	11	12	7	5
失業率	12	7	7	12	0	0
核心 PCE 通膨	3	15	16	4	0	0
聯邦資金利率點陣圖	上年 9 月 SEP(中位數)：預估 2025 年 降息 4 碼 上年 12 月 SEP(中位數)：預估 2025 年 降息 2 碼					

*SEP 係 FOMC 經濟估測之簡稱，英文全名為 Summary of Economic Projection。上行(下行)風險係指，研判該指標整體偏向上行(下行)；均衡則係指，該指標與其預期大致相當。

圖 5 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*

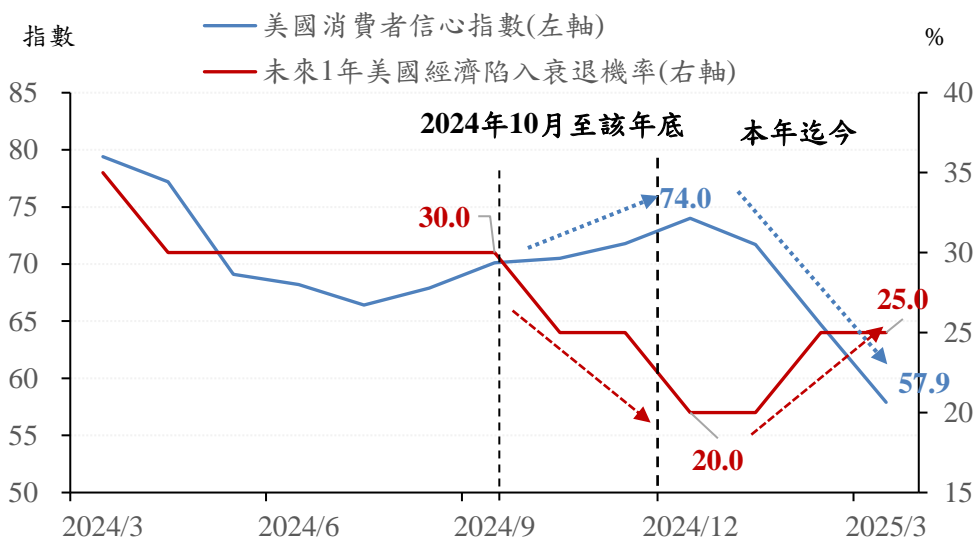


*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg；中央銀行自行計算

2. 本年迄今：川普政策之影響不確定性上升，美國經濟動能減弱且經濟衰退機率恐上升，市場預期 Fed 降息幅度因而擴大

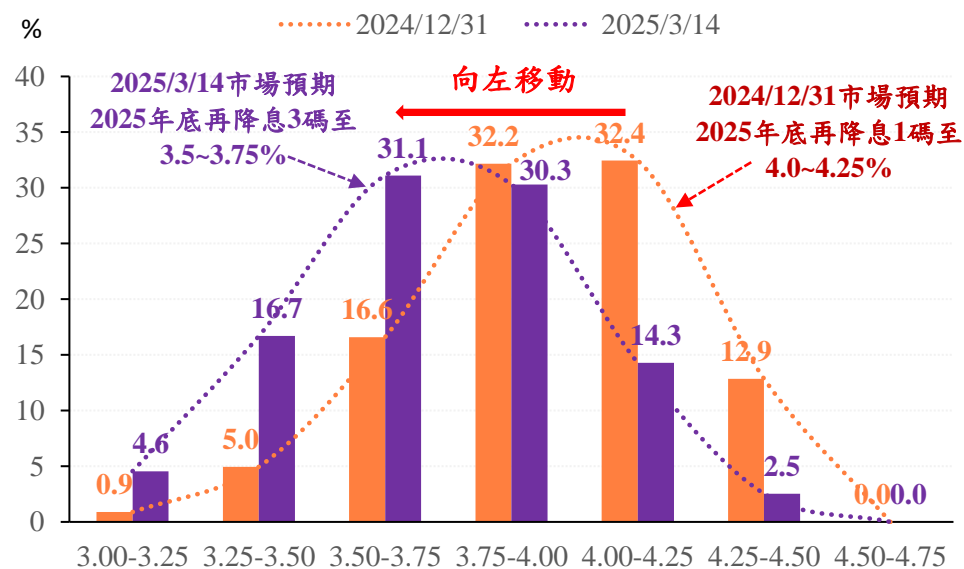
- (1) 本年川普總統上任後，快速宣布加徵關稅等一連串政策，惟部分措施細節未明，**政策之影響不確定性上升，減損企業及民眾經濟信心**³。此外，美國遭受貿易對手國之反制措施，加以近期美國經濟數據似有出現放緩，如失業率上揚、零售銷售成長不如預期，以及**消費者信心指數連續 3 個月下降至 57.9 等**(圖 6)均衝擊市場信心。
- (2) Bloomberg 編製主要預測機構之未來 12 個月美國經濟陷入衰退之機率由本年初之 20%，上升至 **25%**(圖 6)；部分經濟學家(如美國前財政部長 Larry **Summers**)甚至認為，本年美國經濟衰退機率恐上升至 50%⁴。
- (3) **本年底聯邦資金利率區間之機率分布向左移動**：上年 12 月 31 日市場預期本年底聯邦資金利率有 32.4% 機率落在 **4.0%~4.25%**(圖 7 橘色柱狀圖)；本年 3 月 14 日市場則預期本年底聯邦資金利率有 31.1% 機率落在 **3.50%~3.75%**(圖 7 紫色柱狀圖)，較去年底約增加 2 碼之降息空間。

圖 6 美國消費者信心指數及未來 12 個月美國經濟衰退機率



資料來源：Bloomberg

圖 7 市場預期 2025 年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：Chicago Mercantile Exchange Group

³ 請參閱中央銀行(2025)，立法院財政委員會會議—中央銀行業務報告，3月13日。

⁴ Anstey, Chris (2025), "Summers Sees Near 50-50 Chance of a Recession This Year," *Bloomberg*, Mar. 11.

3. 主要經濟體央行對川普政策高度不確定性保持警戒，謹慎調整貨幣政策

上年美國主要貿易對手如加拿大、墨西哥、中國大陸、德國、南韓等國之經濟韌性不若美國，降息循環啟動時點多早於 Fed。本年由於川普關稅政策強硬，相關貿易對手國亦多祭出反制措施，此或將對經濟成長及物價穩定造成衝擊，各國央行將密切注意及考量川普政策高度不確定性對其國內經濟之影響，審慎調整貨幣政策步調(表 2)。

表 2 近期各國央行對川普關稅政策影響之評論

央行	2024 年迄今貨幣政策調整歷程	本年對川普關稅政策影響之評論
歐洲央行	2024 年降息 4 碼 2025 年 1 月及 3 月各降息 1 碼，隔夜存款利率降至 2.5%	3 月會議：全球貿易政策不確定性將抑制出口及拖累企業投資，從而降低歐元區經濟成長，將根據最新經濟和金融數據，審慎決定適當貨幣政策立場，不會預先承諾未來利率路徑。
加拿大央行	2024 年降息 7 碼 2025 年 1 月及 3 月各降息 1 碼至 2.75%	3 月會議：美國關稅措施將可能對加拿大經濟活動形成壓力，不確定性上升恐抑制消費意願與企業投資；將評估未來經濟成長放緩與通膨壓力上揚之程度，更謹慎調整貨幣政策。
墨西哥央行	2024 年降息 5 碼 2025 年 2 月降息 2 碼至 9.5%	2 月會議：關注國際金融市場受到美國政府新政策不確定性的影響；通膨逐漸回到 3% 平均值之目標，2 月降息 2 碼。近期理事 Omar Mejia 表示，未來貨幣政策將考量美國關稅之影響。
中國人民銀行	2024 年人行 7 天逆回購利率下調至 1.5% (降 30 個基點)。 2025 年未進一步降息	尚未對美國關稅措施提出評論。
英國央行	2024 年降息 2 碼 2025 年 2 月降息 1 碼至 4.5%	2 月會議：目前美國關稅政策尚未對英國經濟產生明顯影響，但預期全球關稅提高將會削弱英國經濟成長動能，且貿易摩擦亦可能引發通膨上升風險；貨幣政策立場將維持謹慎漸進。
日本央行	2024 年升息 35 個基點 2025 年 1 月升息 25 個基點至 0.5%	3 月會議：維持政策利率在 0.5%。全球貿易政策、大宗商品價格及國內薪資調整等因素使日本經濟前景存在高度不確定性；將密切關注金融市場及匯率變動對日本經濟及物價的影響。
韓國央行	2024 年降息 2 碼至 3.0% 2025 年 2 月降息 1 碼至 2.75%	2 月會議：南韓因上年戒嚴令所衍生之政經動盪及不確定性，導致國內消費動能放緩，加以美國加徵關稅政策增加不確定性，全球經濟成長面臨下行風險。

資料來源：各國央行網站，本行整理(截至 2025 年 3 月 19 日)

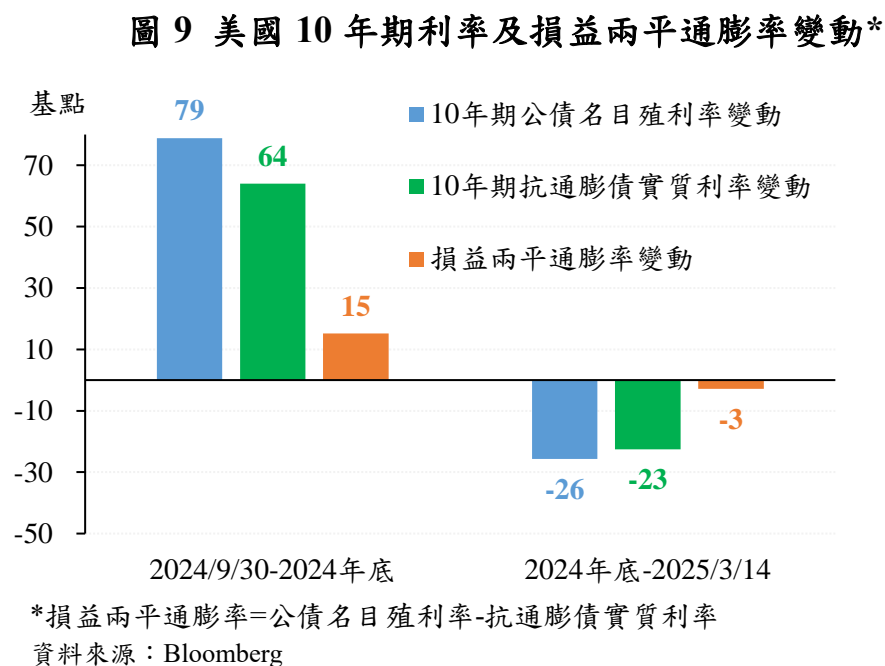
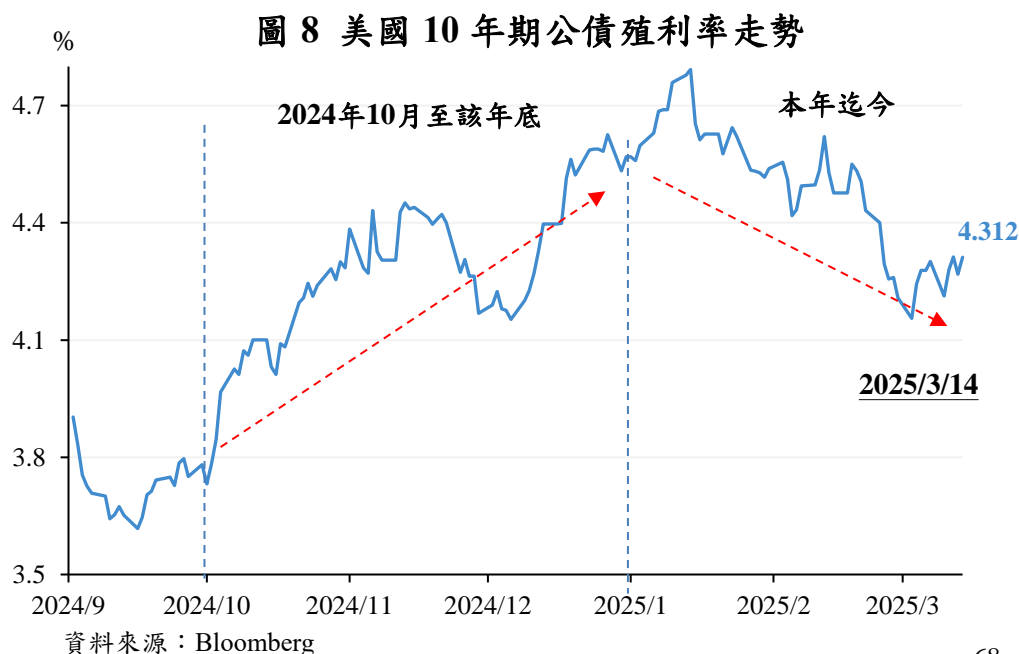
(三) 對主要經濟體金融市場之影響(川普交易之興起及降溫)

上年第 4 季金融市場興起川普交易，反映川普 2.0 主要政見；例如減稅政策將促進消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管以提振企業獲利等，金融市場呈現「川普交易」之樂觀行情。本年起，因川普加徵關稅政策反覆不定並具高度不確定性，及近期美國經濟成長動能似出現放緩，減損企業投資及民眾消費信心，各界據此下修 GDP 預測值，金融市場之「川普交易」熱度降溫，回歸根據經濟數據表現及產業前景，重新評估投資決策。

1. 債券市場

(1) 美國債市：公債殖利率先上揚後下跌(圖 8)

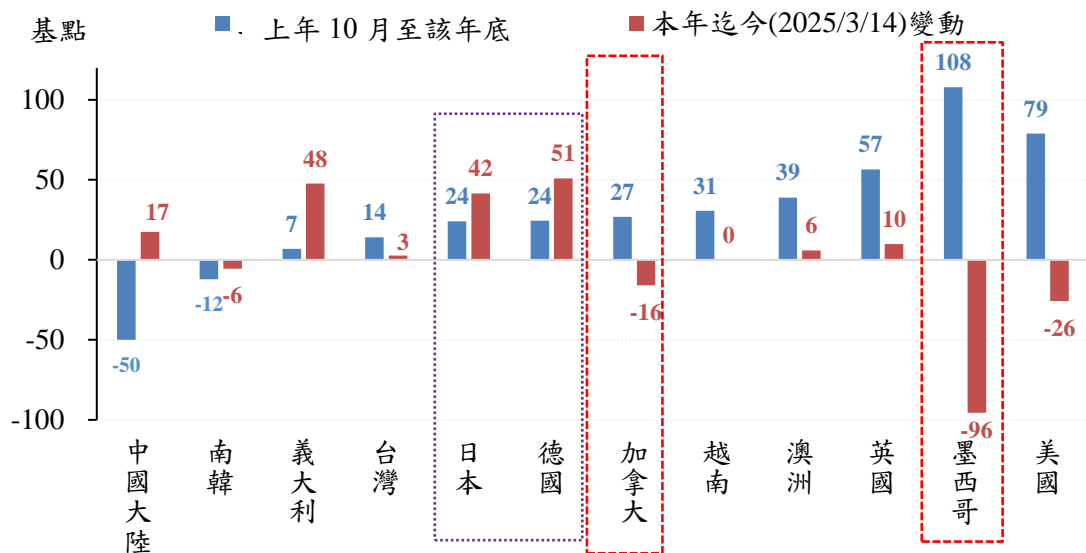
- 上年第 4 季，市場預期川普 2.0 政策將支持經濟成長，通膨再升溫，限縮 Fed 降息幅度。10 年期公債名目殖利率上升 79 個基點，抗通膨債實質利率上升 64 個基點(圖 9)，反映投資人對經濟成長的樂觀預期。
- 本年迄今，川普關稅政策不確定性上升，市場轉而擔憂美國經濟或將陷入疲態，對經濟前景之信心減弱，下調實質經濟成長預期，公債名目殖利率隨實質利率回落至上一年第 4 季區間。



(2) 國際債市：殖利率變動反映個別經濟體差異

- 上年第 4 季，多數經濟體之公債殖利率隨美債上揚；惟成長疲弱且易受關稅負面衝擊之**德國、加拿大及亞洲國家等**，殖利率升幅小於美債(圖 10)。
- 本年迄今，美債牽動各國債市之力道鈍化，除加拿大及墨西哥等受加徵關稅影響較大之部分經濟體外，多數國家公債殖利率變動多反映其國內財政及貨幣政策等個別因素所影響(圖 10)。
 - **加拿大及墨西哥**：川普對加、墨加徵 25% 關稅，**貿易戰影響擴大，不利經濟前景，殖利率下跌**。
 - **德國**：川普外交政策迫使歐元區國家提高國防預算，**德國計劃擴大舉債**，支應國防及基礎建設支出⁵，**德債殖利率彈升，美德利差縮小**(圖 11)。
 - **日本**：薪資穩定成長，**日本央行升息，日債殖利率走升，美日利差亦縮小**(圖 11)。

圖 10 上年 10 月迄今國際債市(10 年期公債殖利率)變動



資料來源：Bloomberg

圖 11 美德及美日 10 年期公債利差



資料來源：Bloomberg

⁵ 德國保守陣營贏得本年 2 月大選，候任德國總理默茲(Friedrich Merz)倡議解除舉債限制，提高國防預算，設立 5,000 億歐元基礎建設基金。3 月中旬，默茲財政方案獲跨黨派協議支持。

2. 外匯市場：國際美元先走強後，本年以來明顯回檔

- (1) 上年第 4 季：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，**美元指數上年第 4 季大幅走升 7.65%**(表 3)。同期間主要貨幣對美元均大幅貶值，**新台幣對美元匯率貶值 3.45%**，貶值幅度最小。
- (2) 本年以來：由於川普政策之影響不確定性上升及美國經濟表現不如預期，**美元指數回落 4.4%**，主要貨幣對美元多呈升值(表 3)。
- (3) 上年 10 月迄今，美元指數計**升值 2.92%**，其他**主要貨幣對美元仍呈現貶值**；新台幣在此期間貶值 3.95%，貶幅小於泰銖(-4.45%)、瑞士法郎(-4.46%)、加幣(-5.85%)、澳幣(-8.52%)及韓元幣(-9.37%)等，貶幅居中(圖 12)。

表 3 主要貨幣對美元匯率及美元指數升貶幅*

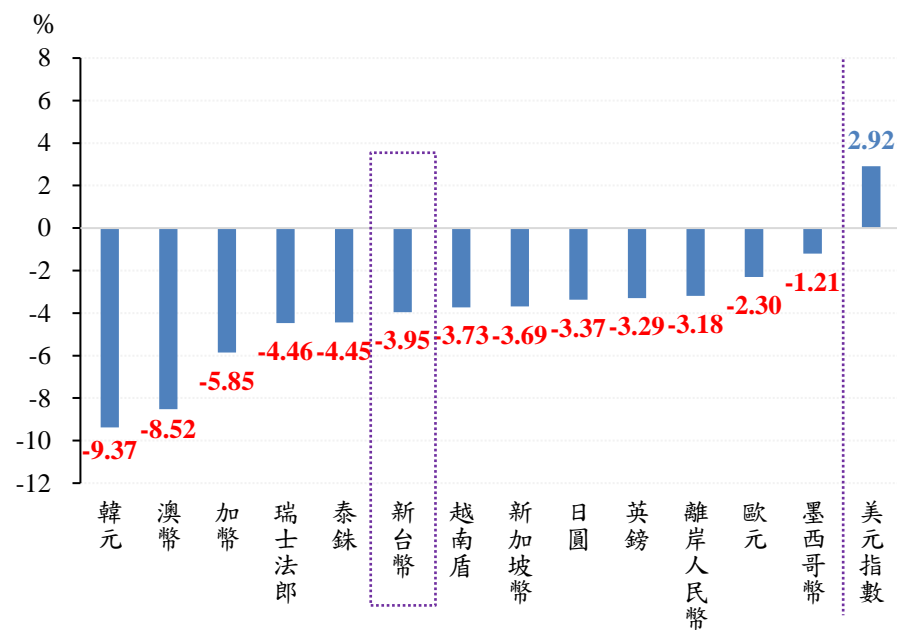
	(1) 2024/9/30	(2) 2024/12/31	(3) 2025/3/14	(2)與(1)相較 2024年第4季	(3)與(2)相較 2025年迄今	(3)與(1)相較 2024/9/30迄今
墨西哥幣	19.692	20.827	19.932	-5.45	4.49	-1.21
歐元	1.1135	1.0354	1.0879	-7.01	5.07	-2.30
離岸人民幣	7.0074	7.3379	7.2379	-4.50	1.38	-3.18
英鎊	1.3375	1.2516	1.2935	-6.42	3.35	-3.29
日圓	143.63	157.20	148.64	-8.63	5.76	-3.37
新加坡幣	1.2850	1.3657	1.3342	-5.91	2.36	-3.69
越南盾	24568	25485	25519	-3.60	-0.13	-3.73
新台幣	31.651	32.781	32.954	-3.45	-0.52	-3.95
泰銖	32.173	34.095	33.670	-5.64	1.26	-4.45
瑞士法郎	0.8456	0.9074	0.8851	-6.81	2.52	-4.46
加幣	1.3525	1.4384	1.4366	-5.97	0.13	-5.85
澳幣	0.6913	0.6188	0.6324	-10.49	2.20	-8.52
韓元	1316.8	1472.3	1453.0	-10.56	1.33	-9.37
美元指數	100.779	108.487	103.718	7.65	-4.40	2.92

註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午 5 時收盤匯率。

若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。

資料來源：本行整理、Bloomberg

圖 12 上年 10 月迄今國際匯市升貶幅



註：除新台幣、韓元、人民幣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

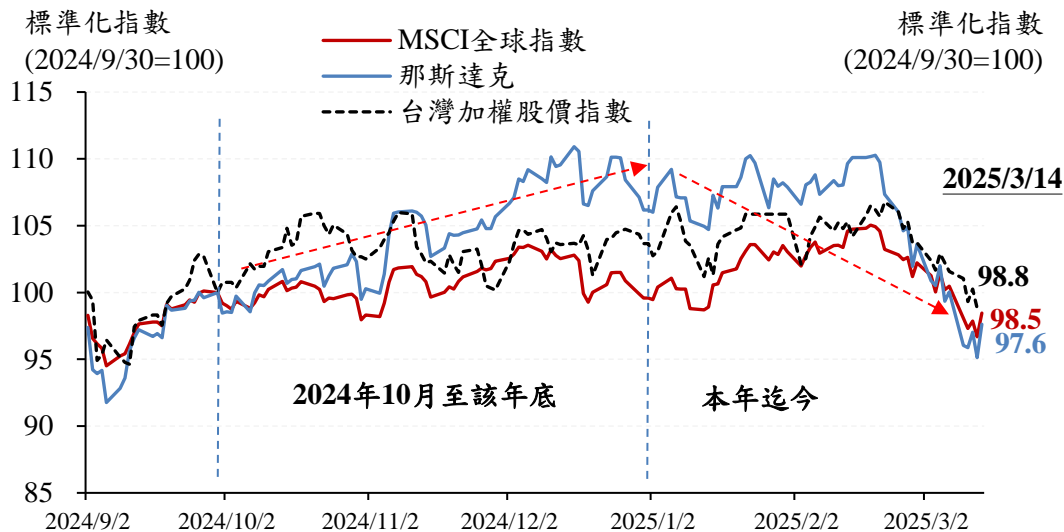
3. 股票市場：先上漲後下跌⁶

(1)上年第 4 季，川普減稅政策將促進消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管有助提振企業獲利，有利美國企業未來獲利前景，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 6.2%及 0.01%，並帶動 MSCI 全球股市指數上漲(圖 13)。其中，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 3.65%。

(2)本年迄今，美國經濟數據不如預期，引發市場對於美國經濟成長之擔憂，且川普上任後各項政策細節仍不明及經濟前景疑慮，拖累股市修正，本年 3 月 14 日與去年底相較，那斯達克指數及羅素 2000 指數分別下跌 8.1%及 8.3%，台股與美股連動高，且因科技股下跌而回檔 4.63%。

(3)由於本年第 1 季部分股市反映自身經濟情勢改善而呈現分歧，使上年 10 月以來各國股市出現漲跌不一(圖 14)。

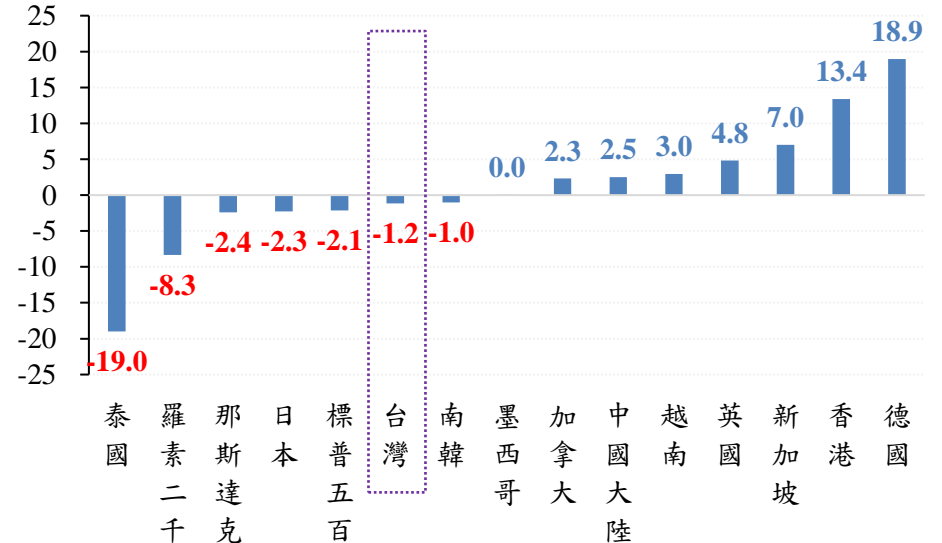
圖 13 MSCI 全球指數、那斯達克及台股指數走勢



註：此處採標準化指數，以 2024/9/30 為基期 100。

資料來源：Bloomberg

圖 14 上年 10 月迄今主要經濟體股市表現*



*中國大陸股市係指中國上證指數；日本股市係指日經 225 指數

資料來源：Bloomberg

⁶ 詳參本行本次理監事會後記者會參考資料「六、上年以來國內電子股與外資對台股走勢之影響分析」。

4. 商品及另類資產

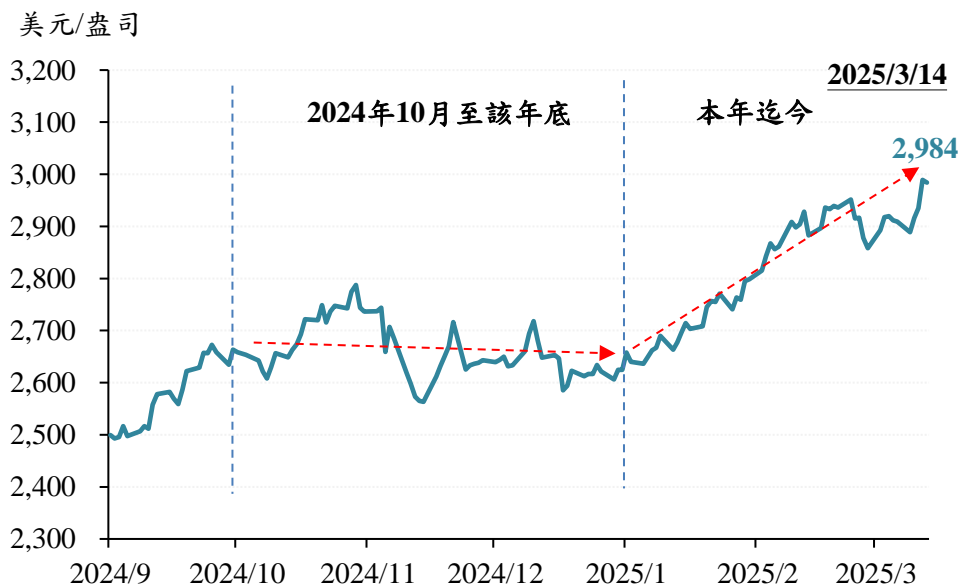
(1) **黃金**：上年第 4 季黃金價格呈現盤整，惟本年以來，因川普貿易政策不確定高，帶動黃金之避險需求買盤，黃金價格由**每盎司 2,635 美元**，上漲至 3 月 14 日之**每盎司 2,984 美元**，漲幅達 **13.2%**(圖 15)。

(2) 另類資產

— 上年第 4 季，被市場視為**川普概念股代表之特斯拉**股價則因受惠於川普擬進一步**放寬自動駕駛規範**而**上漲 54.4%**；**虛擬資產**(如比特幣及以太幣)價格受惠於市場預期**監管可望鬆綁**分別**上漲 46.9%**及 **28.0%**(圖 16)。

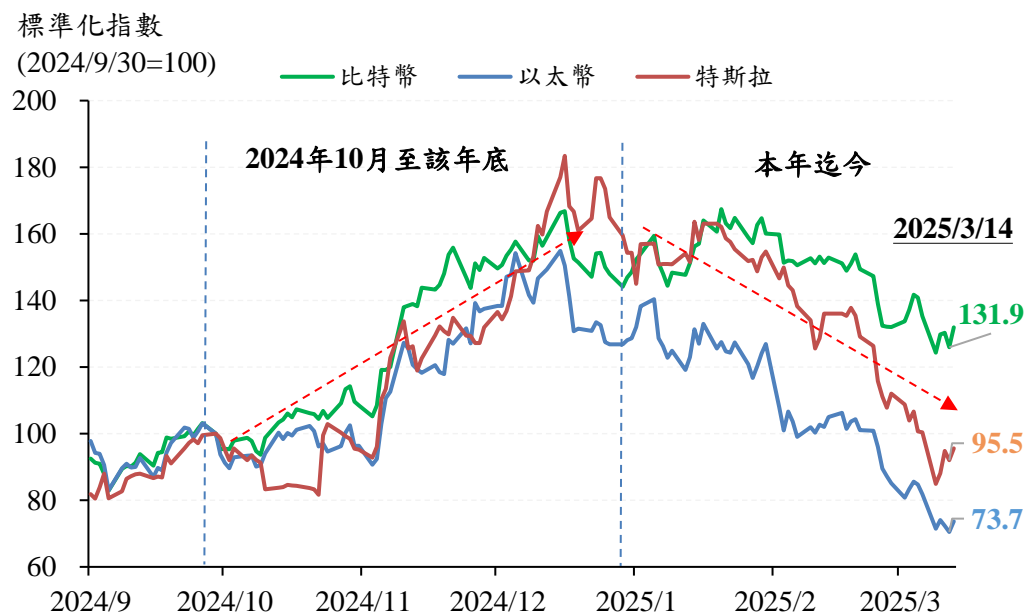
— 本年迄今，**特斯拉**股價因**川普加徵關稅政策擴及美國盟邦且力道強勁**，**遭受他國消費者抵制**，投資者擔憂其獲利前景而拋售，3 月 14 日與去年底相較**下跌 38.1%**；而**虛擬資產**(如比特幣及以太幣)則因去年底漲幅過大而分別**下跌 10.2%**及 **42.5%**(圖 16)。

圖 15 上年 10 月迄今黃金價格走勢



資料來源：Bloomberg

圖 16 上年 10 月迄今比特幣及以太幣走勢



資料來源：Bloomberg

(四) 結論

1. 「川普交易」係指投資者押注川普經貿政策對金融市場可能影響之投資；此交易策略概念首次出現在 2016 年 11 月 8 日川普意外當選美國總統時期，此次則是在上年 9 月川普勝選機率升高時而再度興起。就兩次川普政府政策主軸而言，基本上均以對貿易對手加徵關稅、國內法規鬆綁、降低稅率及限縮移民為核心，各項政策對美國及主要經濟體之經濟成長、通膨及國際金融市場具不同程度之影響，其中尤以加徵關稅最具不確定性。
2. 如比較兩次川普交易在 6 個月期間之表現，前次川普交易，美國股市平穩而持續上漲，債券殖利率緩步上揚，美元小幅走升；本次川普交易則出現快速起落之較大波折。上年 10 月以來，投資者預期金融市場將重現川普第一次當選後之走勢，川普交易樂觀行情快速升溫，美股上漲，主要反映金融市場預期川普各項政策多有助於提振企業獲利，以及美國經濟表現仍具韌性等正面因素。上年 12 月部分 FOMC 與會成員亦將川普新政之影響納入評估，上修美國經濟成長及核心 PCE 通膨等預估值，並下修本年降息幅度，亦帶動美債殖利率攀升及美元大幅上揚。
3. 惟本年起，川普甫上任即快速宣布一連串加徵關稅等措施，並生效與否或日期又常視對手國反應而反覆不定，政策影響之不確定性上升，不利市場信心，加以近期美國經濟成長動能有放緩跡象，川普交易之樂觀行情快速退潮：(1)美國公債殖利率回落，(2)美元指數回跌，(3)美股下跌，以及(4)商品及另類資產價格下跌。在投資者基於川普政策影響大且變化莫測等考量下調整投資策略，金融市場反應程度略大；惟整體而言，金融資產價格大致修正至上年市場押注川普交易前水準，市場並回歸依據經濟數據表現，重新評估投資決策，各國股、債市走勢不一。
4. 如以當前整體經濟表現而言，美國及全球經濟仍可望溫和成長，美國與各主要央行均以更審慎態度來評估貨幣政策立場。如近期 Fed 主席 Powell 即表示，鑑於美國經濟具韌性、勞動市場表現穩健，通膨趨緩進展放緩，Fed 目前傾向按兵不動，不急於調整貨幣政策，審慎評估川普政策之可能效應；至於主要經濟體央行將密切注意及考量川普政策高度不確定性對其國內經濟之影響，審慎調整貨幣政策步調。
5. 川普 2.0 之不確定性擴大金融市場波動程度，尤其在川普交易之興起與降溫下，近期國際股、匯市波動度明顯上升。由於外資持有台股市值隨台股走揚而大幅上升，其短期集中且大量進出，對我國外匯市場穩定帶來挑戰；新台幣匯率如過度波動或失序變動，而有不利經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附錄 川普新政之主要內容

川普總統以美國利益優先，主採關稅、減稅政策，輔以產業政策，促進企業投資美國。其中對外加徵關稅(施以棒子)，同時對內減稅(提供胡蘿蔔)作為主要政策工具，以降低貿易赤字、促進外人對美投資、振興本土製造業，達成保障就業，以及藉由供給面(放寬監理及鼓勵能源生產等)與需求面策略促進經濟成長之目標。

1. 貿易政策：川普 2.0 藉由加徵關稅政策達成其多重目標，包括

- (1) 將加徵關稅作為談判手段，以提升邊境安全，解決毒品交易與非法移民問題；
- (2) 促使半導體、汽車、工業金屬(鋼鐵、鋁、銅)回流美國，促進美國本土的製造業發展，提升就業，並確保美國國安物資供給；
- (3) 以美國消費市場為籌碼，迫使貿易對手進行雙邊談判，以達成符合美國利益之公平貿易協議，縮小美國對他國之貿易逆差；
- (4) 以關稅作為延長減稅政策所減少收入之補充。

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。

2. 限縮移民：可能限縮美國勞動供給成長，增添薪資與物價上漲壓力，且可能使非常規移民占比高產業(建築業、旅宿業及農業)之成長，以及非常規移民占州勞動力比率高之區域(如加州及德州)經濟面臨衝擊。

3. 放寬監理：透過放鬆監管以鼓勵美國企業進行投資與創新，以提高生產力並促進經濟成長。

4. 財政政策：

- (1) 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。
- (2) 政府效率部(DOGE)計畫削減聯邦政府機構，儘管能部分減少財政支出，惟其可能拖累美國勞動市場使失業率上升，且該計畫對於改善政府財政赤字之影響可能有限。

附表 川普 2.0 政策主要內容

政策	主要內容
貿易政策	<ul style="list-style-type: none"> — 對加拿大一般進口商品加徵25%關稅、能源進口商品加徵10%關稅，以及對墨西哥進口商品加徵25%關稅(訂於本年3月4日生效)，惟目前已暫時豁免涉及美墨加協定(USMCA)涵蓋之商品服務，至本年4月2日生效 — 對所有中國大陸進口品加徵20%關稅(其中10%於本年2月4日生效，另外10%於本年3月4日生效) — 對所有從國外進口之鋼鐵、鋁及其產品加徵25%關稅，本年3月12日生效⁷ — 擬對美國商品加徵高關稅或設置增值稅等貿易壁壘之經濟體加徵「對等關稅」(reciprocal tariff) — 擬對進口半導體、汽車、藥品加徵25%以上關稅 — 調查進口銅、進口木材對美國國家安全之影響 — 擬於本年4月2日對歐盟加徵25%關稅
限縮移民	<ul style="list-style-type: none"> — 全面終止「逮捕與釋放」(catch-and-release)政策 — 恢復「非法移民留在墨西哥」(Remain in Mexico)政策 — 終止南部邊境庇護申請程序；暫停難民庇護計劃 — 強化移民與海關執法，並於邊境部署軍隊
放寬監理	<ul style="list-style-type: none"> — 宣布國家能源緊急狀態，並建立國家能源主導委員會，簡化能源之許可、生產及分配，廢除拜登政府降低通膨法案中的綠色獎勵措施，以支持美國發展人工智慧技術之龐大電力需求 — 放寬人工智慧科技限制，撤銷《安全可靠且值得信賴之人工智慧開發暨使用》總統行政命令 — 成立數位資產工作小組，並禁止發行、推廣中央銀行數位貨幣(CBDC) — 計劃建立比特幣儲備
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> — 擬延長「減稅和就業法案(TCJA)」中即將到期之個人及企業減稅措施 — 成立政府效率部(DOGE)，削減聯邦政府機構，並限制公務員招募人數

資料來源：本行整理(截至 2025 年 3 月 19 日)

⁷ Bade, Gavin and Paul Vieira (2025), “EU Hits Back as U.S. Steel and Aluminum Tariffs Take Effect,” *Wall Street Journal*, Mar.12 ; Reuters (2025), “White House Says 25% Steel and Aluminum Tariff to Go into Effect,” Mar.12.