

## 四、國際商品及金融情勢

### (一) 油價先漲後跌，穀價下行，金價則大漲

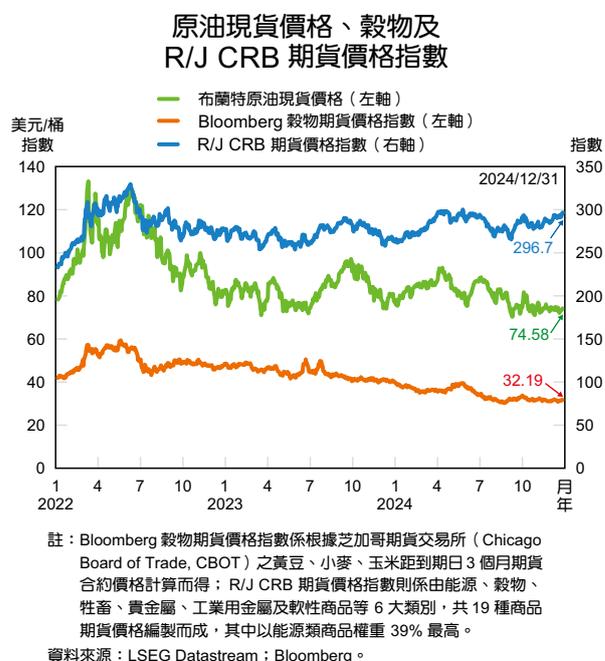
2024年，OPEC+ 延長減產計畫、中國大陸刺激政策推升油需，以及以色列與伊朗軍事衝突升溫，致4月油價一度漲逾每桶90美元；嗣因中國大陸經濟疲弱，且美國勞動市場降溫，市場擔憂全球經濟走緩壓抑油需，油價震盪走跌。12月31日布蘭特原油現貨價格為每桶74.58美元，較上年底下跌4.0%。

穀價方面，2024年初，主要產區氣候利於作物生產，美國下調穀物消費預期，致穀價重挫；4月因巴西及俄羅斯產區氣候異常，大幅降低作物產出，穀價回升，惟下半年整體氣候利於產出，穀價轉跌。12月31日Bloomberg 穀物期貨價格指數為32.19，較上年底大跌19.9%。

金價方面，中東地區及俄烏戰爭地緣政治風險升溫，吸引避險資金湧入金市；且Fed於下半年多次降息，一度推升金價至歷史新高2,777.80美元。11月後因川普當選美國總統，美元指數走強、中東衝突略有降溫，金價自高點回落，年底為每盎司2,613.80美元，較上年底大漲26.4%。

代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數上漲，主因可可、咖啡等軟性商品價格因氣候異常而大漲，致R/J CRB指數於

年底走升至296.7，較上年底上漲12.5%，與油價、穀物價格走勢分歧。



### 倫敦黃金現貨價格

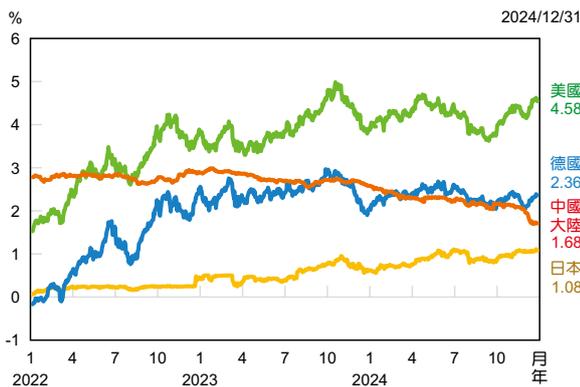


### (二) 美、德、日公債殖利率走揚，中國大陸下滑

2024年，美國通膨率漸降，加以勞動市場趨緩，市場一度擔憂其經濟轉趨疲弱，美國10年期公債殖利率升後回跌；9月後儘管

Fed 三度降息，然預期美國公債供給可能上升，川普新政影響具高度不確定性，Fed 降息路徑不確定性上升，致殖利率大幅走升。德國殖利率雖因 ECB 降息而下滑，惟受美債走勢影響，殖利率震盪走揚。日本因薪資成長及通膨上升，BoJ 推動貨幣政策正常化，其殖利率上揚。中國大陸則因內需及房市續疲，人行持續加大貨幣政策寬鬆力道，且美中貿易摩擦恐擴大，其殖利率下降，與主要經濟體走勢分歧。

主要經濟體 10 年期公債殖利率

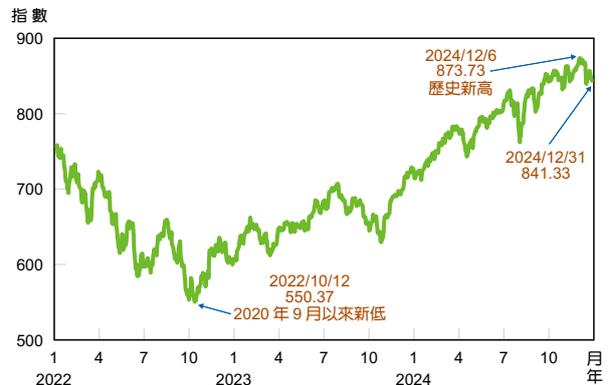


資料來源：LSEG Datastream；美國財政部。

(三) 主要經濟體股市多上漲

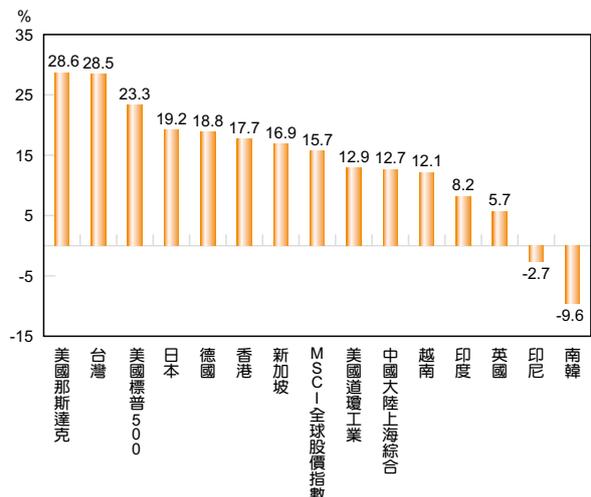
2024 年，受惠於 AI 相關產品需求強勁，加以下半年主要央行貨幣政策轉趨寬鬆，以及川普當選，美國有望減稅及鬆綁產業監管，激勵美股走揚，帶動 MSCI 全球股價指數續創新高。2024 年底與上年底比較，主要經濟體股市多上漲，以科技類股為主之美國那斯達克指數大漲 28.6%；韓股則因消費疲軟及出口前景悲觀，加以 12 月初以來短暫戒嚴及

MSCI 全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream。

2024 年國際股價變動幅度



資料來源：LSEG Datastream。

總統彈劾案，增添政治前景不確定性，下跌 9.6%。

(四) 美元指數震盪走高，主要經濟體貨幣對美元多走貶

2024 年，美國勞動市場降溫，且通膨趨緩，Fed 將進入降息循環之預期致美元指數由升轉貶，10 月後，川普當選美國總統之預期升溫，投資人預期美國未來之高關稅與企業減稅等經貿新政有利美元走強，以及

Fed 表示將放慢降息步調，美元指數自低點大幅走高。

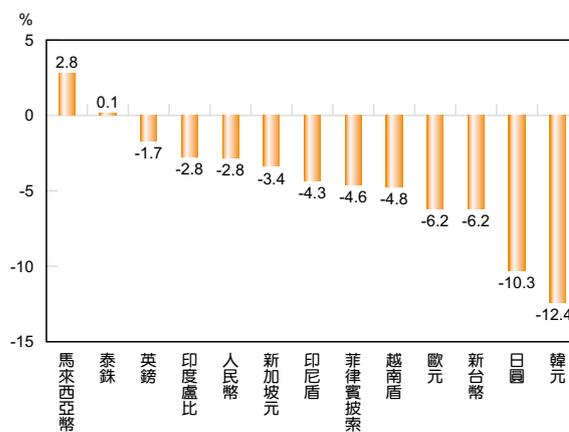
主要經濟體貨幣對美元升貶互見，2024 年底與去年底相較，歐元因歐元區經濟復甦仍疲，市場預期 ECB 持續降息，加以美國關稅政策恐加大歐元區出口下行風險，歐元對美元貶值 6.2%。儘管 BoJ 於 7 月底升息，美

日利差縮小致賣空日圓之套利交易平倉，日圓對美元一度大幅升值，惟嗣後遲未再度升息，致日圓重貶 10.3%。人民幣因人行續採寬鬆貨幣政策，復以美中貿易衝突恐升溫，對美元貶值 2.8%（有關川普新政對全球經貿之可能影響及對國際金融市場之效應，詳專題一）。

DXY 美元指數



2024年國際主要通貨對美元升貶幅



## 專題一

# 川普新政對全球經貿之可能影響及對國際金融市場之效應<sup>1</sup>

一、川普新政府將延續前次任期政策，並進一步強化政策力道

(一) 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 2.0 具體政策實施內容細節及時程尚未明確，惟市場觀察川普已簽屬之總統行政命令，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大陸經濟體等事實，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。

(二) 川普 2.0 可能逐步落實加徵關稅、減稅、限縮移民及放寬產業監理等政見，以加速國內外企業投資美國，帶動美國就業及經濟成長。

## 川普 2.0 重要政策彙總（截至 2025 年 3 月 31 日）

政 策	主 要 內 容
貿易政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>「美國優先」經貿政策：解決不公平與不平衡貿易問題。</li> <li>2025 年 2 月 4 日起，針對中國大陸進口商品加徵 10% 關稅。</li> <li>2025 年 3 月 4 日起，針對中國大陸進口商品再加徵 10% 關稅；針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；另對墨西哥進口商品加徵 25% 關稅；惟目前已暫時豁免涉及美墨加協定（USMCA）涵蓋之商品服務，至 2025 年 4 月 2 日生效。</li> <li>2025 年 3 月 12 日起，針對進口鋼鐵及鋁加徵 25% 關稅。</li> <li>2025 年 4 月 3 日起，針對進口汽車加徵 25% 關稅。</li> <li>針對各國實施「對等關稅」（reciprocal tariff），預計 2025 年 4 月 2 日生效。</li> <li>2025 年 4 月 2 日起，對購買委內瑞拉石油、天然氣經濟體之進口商品加徵 25% 關稅。</li> <li>擬最早於 2025 年 4 月 2 日，宣布對進口半導體及藥品加徵至少 25% 關稅。</li> </ul>
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>擬將美國本土製造商之稅率由 21% 降至 15%。</li> <li>成立政府效率部（Department of Government Efficiency, DOGE），縮減政府支出。</li> </ul>
移民政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>宣布美墨邊境緊急狀態，派遣軍隊部屬南部邊境及強化邊境基礎建設。</li> <li>大規模遣返非法移民，恢復非法移民「留在墨西哥政策」（remain in Mexico policy）。</li> <li>終止「逮捕後釋放」（catch and release）政策；取消邊境庇護申請程序；擬引入「暫停出生公民權」新政策；強化移民與海關執法。</li> </ul>
產業監理政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>宣布美國進入「國家能源緊急狀態」（national energy emergency），能源政策優先支持化石燃料產業，擴大石油及天然氣開採規模。</li> <li>結束「綠色新政」（Green New Deal），撤銷電動車補助，重振美國本土汽車產業。</li> <li>放寬科技及銀行監管；放寬美國人工智慧發展限制。</li> </ul>

資料來源：本行整理。

<sup>1</sup> 主要取材自中央銀行（2025），「中央銀行業務報告」，3 月 13 日。

## 二、美國關稅政策對國際經濟之可能影響

### (一) 美國智庫彼得森國際經濟研究所 (PIIE)

2025年2月之研究估計<sup>2</sup>，美國與加拿大、墨西哥、中國大陸互徵關稅引發貿易戰，四國經濟成長率均將下降，通膨率上升。

1. 加、墨對美國經濟依賴程度高，2023年加、墨對美國出口對其GDP比率分別約20.3%及26.3%，2025年、2026年經濟成長受關稅上升之衝擊較大；中國大陸對美國出口對其GDP比率由2018年3.5%降至約2.8%，中國大陸經濟成長受關稅上升之影響相對較低<sup>3</sup>。
2. 2023年美國出口至加、墨及中國大陸等三國之商品合計約美國GDP之3%，美國經濟成長較不受貿易對手國加徵關稅之影響。

(二) 另彭博2025年2月之估計<sup>4</sup>，美國針對前三大進口國加徵關稅將影響約1.3兆美

元美國進口商品（占美國進口商品總額之43%；其對美國GDP比率約5%），並將使美國平均關稅稅率由目前3%上升7.7個百分點至10.7%。依據Fed模型估計，倘若貿易對手國均對美國加徵報復性關稅，川普2.0關稅政策將拖累美國實質GDP成長率1.2個百分點，並推升核心PCE通膨率0.7個百分點。

(三) 川普2.0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：倘若美國對主要貿易對手國加徵關稅，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；惟若川普新政府加強對中國大陸科技與貿易制裁，部分經濟體廠商可能受惠轉單效應。
2. 物價管道：若美國新政府全面提高關稅，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，加重廠

### PIIE 估計，美、加、墨、中國大陸互徵關稅導致貿易戰之可能影響

受影響經濟體	對經濟成長率之影響（百分點）		對CPI年增率之影響（百分點）	
	2025年	2026年	2025年	2026年
加拿大	-0.22	-1.03	+1.68	+0.81
墨西哥	-0.19	-0.72	+2.29	+1.22
中國大陸	-0.16	-0.21	+0.17	+0.07
美國	-0.06	-0.30	+0.54	+0.24

資料來源：PIIE，詳本專題註腳2。

<sup>2</sup> PIIE 假設美國對加、墨分別課徵25%關稅，對中國大陸加徵10%關稅；由於加、墨兩國是否採同稅率之報復措施尚未明朗，而中國大陸已宣布對美國採相近稅率之報復措施，故上表採加、墨兩國未採報復措施，僅中國大陸對美國加徵10%關稅報復措施之情境分析估計影響；另美國宣布對中國大陸額外再加徵10%關稅，致實際影響程度將高於上表估計結果。參見 McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), "Trump's Threatened Tariffs Projected to Damage Economies of US, Canada, Mexico, and China," PIIE, Jan. 17; McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), "US Tariffs on Canada and Mexico Would Hurt All Three Economies; Retaliation Would Worsen the Damage," PIIE, Feb. 4。

<sup>3</sup> 參見 Caratelli, Nicole et al. (2025), "GLOBAL REACT: Trump Tariffs Risk 1.2% US GDP Hit, 0.7% PCE Boost," *Bloomberg News Story*, Feb. 2。

<sup>4</sup> 參見 Caratelli, Nicole Gorton, Maeva Cousin and Tom Orlik (2025), "GLOBAL REACT: Trump Tariffs Risk 1.2% US GDP Hit, 0.7% PCE Boost," *Bloomberg*, Feb. 2。

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：美國新經貿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；隨市場對美國貨幣政策動向之預期改變，全球金融市場波動加大，恐使國際資金流動頻繁，加劇股市、債市及匯市波動性。

三、美國關稅政策影響不確定性上升，各界對經濟前景產生疑慮，金融市場「川普交易」行情降溫

1. 2024 年第 4 季，市場預期川普當選美國總統機率上揚，其減稅政策將促進美國消費及投資、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；新政策有利美國

經濟成長，惟可能推升通膨，致美國公債殖利率與美元指數同步上揚，美國股市亦上漲，金融市場呈現「川普交易」（Trump trade）之樂觀行情。

2. 2025 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，美國公債殖利率與美元指數同步走低，美國股市亦修正，金融市場「川普交易」樂觀行情降溫。

(1) 美國 10 年期公債殖利率由近年高點之 2025 年 1 月 14 日 4.79%，走低至 2025 年 3 月 31 日 4.21%。

(2) 美元指數由近年高點之 2025 年 1 月 13 日 109.96，走低至 2025 年 3 月 31 日 104.21。

(3) 美國那斯達克指數由歷史新高之 2024 年 12 月 16 日 20,174，走低至 2025 年 3 月 31 日 17,299。

### 2025 年金融市場「川普交易」樂觀行情降溫

	2024 年 9 月底	2024/11/6 川普總統當選日	近年／歷史新高	2025/3/31
美國 10 年期公債殖利率	3.78%	4.43%	4.79% (2025/1/14)	4.21%
美元指數	100.78	105.09	109.96 (2025/1/13)	104.21
美國那斯達克指數	18,189	18,983	20,174 (2024/12/16)	17,299

資料來源：Bloomberg；本行整理。