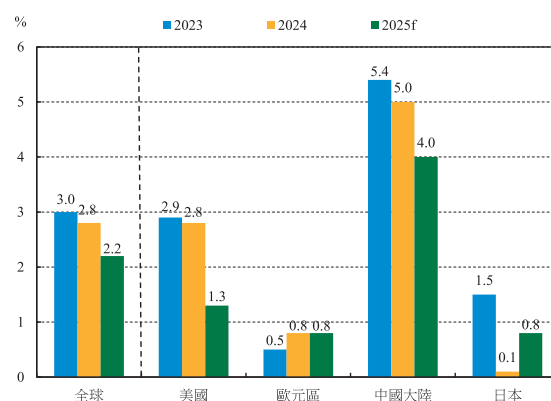


貳、影響金融體系之總體環境

一、國際經濟與金融情勢

2024年主要央行貨幣政策漸趨寬鬆，全球經濟溫和成長，且隨勞動市場回穩，通膨壓力趨緩，加以市場普遍預期利率下降，整體金融情勢漸趨寬鬆。2025年川普關稅政策預期將對全球經濟成長與通膨帶來負面影響。其中，關稅政策所帶來之不確定性已引發全球金融市場大幅震盪，金融情勢明顯趨緊，若金融市場價格持續修正，且主權債市波動仍存，可能推升金融不穩定風險，宜持續密切關注。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2025f為S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2025/5/15)。

(一) 2024年經濟與金融情勢

1. 全球經濟溫和成長，通膨壓力趨緩

2024年全球經濟成長雖較2023年放緩，惟隨主要央行貨幣政策漸趨寬鬆，全球經濟溫和成長。S&P Global¹² 估計全年全球經濟成長率為2.8%(圖2-1)，惟各主要經濟體景氣表現出現分歧。其中，美國經濟受惠於消費支出穩健，保持強勁成長；歐元區製造業及商品出口低迷，但民間消費持續擴張，帶動經濟成長率略高於2023年；中國大陸則受不動產市場低迷及內需疲弱拖累，經濟成長動能平疲，且面臨通縮風險；日本汽車業因認證違規問題曾暫時停工，加以基期因素¹³ 影響，經濟成長近乎停滯。

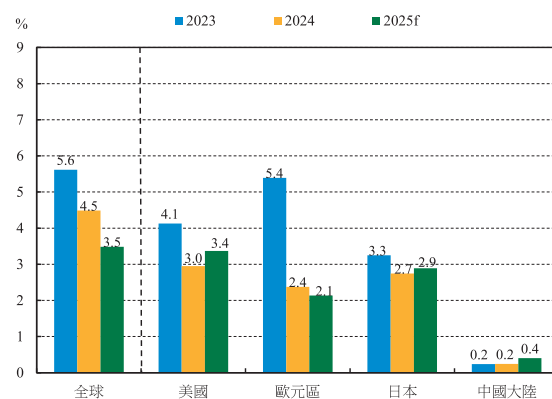
隨國際油價及穀物價格下跌，以及勞動市場逐步回穩帶動名目工資成長放

¹² 同註1。

¹³ 2023年日本受惠於旅客赴日觀光激增，以致該年經濟成長大幅提升。

緩，2024年全球通膨自數十年來之高點回落，S&P Global¹⁴ 估計全年全球CPI年增率由2023年之5.6%下降至4.5%(圖2-2)，整體通膨壓力趨緩。其中，核心商品價格通膨明顯回落，惟服務價格通膨仍稍僵固，並高於新冠肺炎疫情前之平均水準，以致部分經濟體通膨降溫進展放緩。

圖 2-2 全球消費者物價指數年增率



註：2025f為S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2025/5/15)。

2. 全球金融情勢寬鬆

在後疫情時期供應鏈中斷與商品價格上漲等壓力逐漸緩解下，2024年全球勞動市場漸趨平衡，通膨朝各國央行設定之目標穩步邁進，多數央行貨幣政策轉趨寬鬆，美國、歐元區與英國等經濟體央行均已下調政策利率。在市場普遍預期利率下降及投資者樂觀情緒帶動下，全球金融市場波動性降低，整體金融情勢較2023年底明顯寬鬆，惟10月後略為緊縮¹⁵。

中國大陸為提振經濟低迷走勢，加大寬鬆貨幣政策力道使公司債信用利差縮小，金融環境由緊縮情勢迅速轉為寬鬆，金融情勢指標降幅遠較其他主要經濟體顯著。

3. 金融市場穩步走升

2024年在通膨趨緩下，除拉丁美洲外，全球股市均緩步復甦，惟8月受美國科技業財測不如預期，加以美國經濟前景一度轉弱影響，美股反轉下跌，並拖累其他經濟體股市走勢。10月以來，川普當選效應激勵美股走揚，惟貿易政策不確定性大幅上升，其他經濟體漲勢較弱(圖2-3)。債市方面，2024年上半年美債大致呈震盪走勢，儘管下半年起Fed開始邁入降息循環，惟美國新政恐致美國經濟衰退、通膨上升及公債供給增加，Fed終端利率(terminal rate)之不確定性

¹⁴ 同註1。

¹⁵ IMF (2024), "Chapter 1: Steadying the Course: Financial Markets Navigate Uncertainty," *Global Financial Stability Report*, pp. 1-53, October.

上升，使長天期公債之風險溢酬上揚，導致美國10年期公債殖利率走升(圖2-4)。

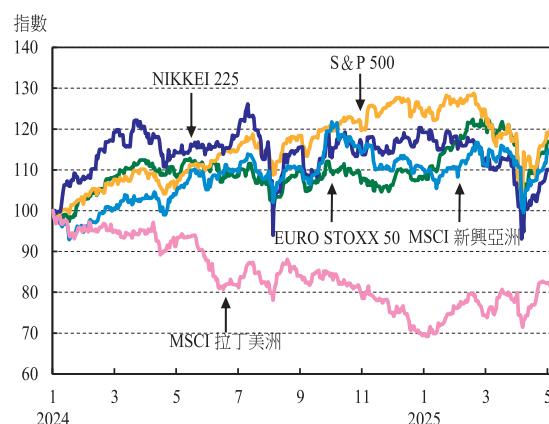
(二) 川普關稅政策對全球經濟與金融市場之衝擊

1. 貿易政策不確定性對全球經濟成長及通膨帶來負面影響

2024年10月市場認為川普可能當選，投資者開始就其關稅政策之影響押注川普交易(Trump Trade)¹⁶。起初市場樂觀看待其減稅政策，帶動金融市場走升，但川普政策激進且變動頻繁，對主要經濟體之經濟成長動能、通膨與金融市場造成一定衝擊。其中，以關稅措施為核心之貿易政策所帶來不確定性尤為顯著，全球政策不確定性指數大幅上升(圖2-5)，反映市場對未來貿易環境變數增加之高度關切，並可能對全球供應鏈重組、國際資本移動與資產配置策略帶來深遠影響。

2025年1月川普總統就任後，隨即宣布一系列關稅措施，包括對全球主要貿易對手採取對等關稅政策¹⁷，此次關稅行動不僅涵蓋範圍較其第一任期更為廣泛，且實施節奏亦更為頻繁且迅速，惟各項政策落實與否因貿易對手國回應多次調整與變動，致使政策可預測性與一致性大幅下降，進一步加深全球貿易環境的不確定性，並對全球經濟金融帶來負面衝擊(專欄1)。此外，大規模關稅

圖 2-3 國際股價指數表現

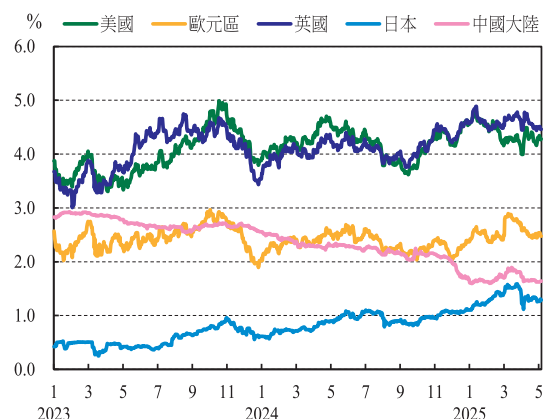


註：1. 2024年1月1日=100

2. EURO STOXX 50為歐元區12個主要經濟體之50檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

圖 2-4 主要經濟體10年期公債殖利率



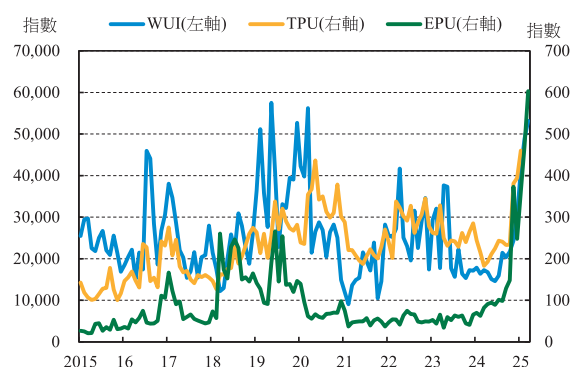
資料來源：Bloomberg。

¹⁶ 川普交易(Trump Trade)係指2016年川普首次當選美國總統後，市場基於其經濟政策預期所形成之投資策略，主要政策包括減稅、擴大基礎建設支出、放寬金融管制，以及實施貿易保護主義等措施。

¹⁷ 同註2。

政策亦使各國央行貨幣政策變得更加難預測。Fed主席鮑爾強調，儘管關稅可能導致通膨暫時上升，但Fed必須在「穩定物價」與「實現充分就業」兩項政策目標之間取得平衡¹⁸；歐洲央行雖於2025年4月再度降息，惟亦強調當前情勢極具不確定性，不預先承諾利率路徑¹⁹，凸顯其政策彈性與審慎取向。

圖 2-5 政策不確定性指數



註：不確定性指數係量化新聞報導關注度所得。WUI為整體不確定性指標、EPU為經濟政策不確定性指標，以及TPU為貿易政策不確定性指標。

資料來源：IMF (2025), *World Economic Outlook*, April。

儘管美國近期宣布對等關稅措施暫緩90天，惟美國政策之不確定性及負面經濟外溢效應可能持續發酵。S&P Global預測²⁰ 2025年全球經濟成長率將續降至2.2%(圖2-1)，為2008年金融海嘯以來(不含新冠肺炎疫情期間)最低的一年；同時，美國CPI年增率將由2024年之3.0%上升至3.4%(圖2-2)；IMF認為²¹ 美國關稅政策對加拿大、墨西哥、中國大陸及美國自身之影響尤甚，且隨關稅抑制資本累積，該衝擊將逐漸擴大，預測至2027年，將使全球GDP減少0.6個百分點，長期則可能減少達1個百分點，惟關稅上升直接造成之通膨壓力將有部分被經濟活動減緩帶來之通膨率下滑效果抵銷，預測在2025至2026年間，全球通膨僅略上升約0.1個百分點。

川普宣布實施對等關稅後，中國大陸亦宣布報復性關稅，隨後兩國輪番提高關稅稅率，形成「關稅螺旋式上升」局面，導致美中貿易緊張情勢持續升高，甚或引發美中貿易脫鉤，對中國大陸出口導向型經濟構成重大壓力，亦壓縮其貨幣寬鬆政策空間。除外部挑戰外，中國大陸內部經濟亦面臨房地產市場持續低迷、地方政府債務負擔沉重，且消費信心疲弱導致內需不振等問題。IMF預估²² 2025年中國大陸經濟成長率將下滑至4%，S&P Global則預測²³該國CPI年增率降至1%之機率大增，生產者物價指數(producer price index, PPI)亦持續低迷

¹⁸ Fed (2025), "Speech by Chair Powell on the Economic Outlook," April.

¹⁹ ECB (2025), "Monetary Policy Decisions," Press Release, April.

²⁰ 同註1。

²¹ IMF (2025), "Chapter 1: Global Prospects and Policies," *World Economic Outlook*, April.

²² 同註21。

²³ 同註1。

(圖2-6)，顯示陷入通縮螺旋之風險上升。由於中國大陸為全球主要製造業商品出口國，若美中貿易戰與內部通縮風險同步加劇，恐對全球價格及貿易環境產生連鎖衝擊。

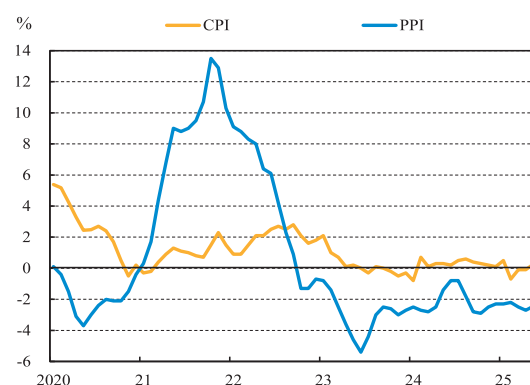
2. 美國關稅政策引發全球金融市場大幅震盪，金融情勢亦明顯緊縮

美國關稅政策引發投資人擔憂可能出現停滯性通膨(stagflation)，導致2025年第1季美國股市表現創下2022年以來最差紀錄，4月2日川普政府宣布實施對等關稅後，各國股市連日重挫，市場避險情緒升高，VIX指數大幅揚升至52.33(圖2-7)，尤以科技股下跌幅度最為明顯。然而，4月9日川普政府宣布對中國大陸以外之經濟體暫停實施對等關稅

稅率90天²⁴，促使全球股市強勁反彈，VIX亦回穩至23.55，顯示投資人情緒與市場走勢對貿易政策高度敏感(圖2-7)。債市方面，2025年以來美國殖利率因關稅政策不確定性而大幅震盪；同期間，日本因年初調升政策利率，加以通膨回溫，帶動公債殖利率顯著攀升，創2008年以來新高，惟後續因美國對等關稅政策引發市場避險情緒升溫而回落；中國大陸則因美中關稅紛爭擴大，預期中國人民銀行將加大寬鬆貨幣政策力道，公債殖利率回落(圖2-4)。

IMF指出²⁵，美國關稅政策宣布前，多數先進經濟體股票市值處於高點且公司債利差緊縮，其後受關稅政策反覆變動影響而波動加劇，金融情勢明顯緊縮，中國大陸以外新興經濟體因匯率走勢穩定，抵銷股價下跌之影響，金融情

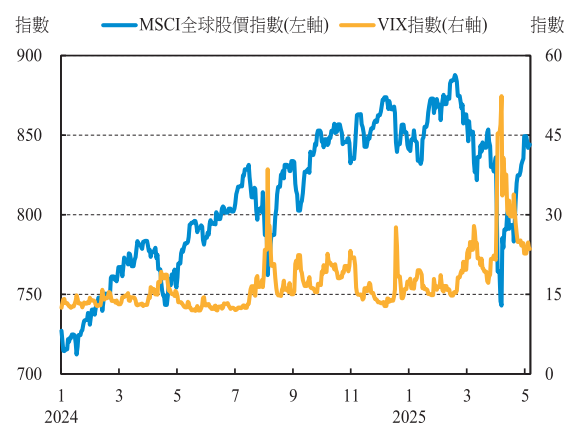
圖 2-6 中國大陸CPI與PPI走勢



註：圖中為月資料，均為該月與上年同期相比之。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2025/5/15)。

圖 2-7 全球股價指數與VIX指數



資料來源：Bloomberg。

²⁴ 川普於2025年4月9日宣布對等關稅暫降至10%，緩衝期為90天，其後對中國大陸進口商品加徵稅率升至145%，惟兩國5月中於瑞士舉行會談，達成關稅戰暫緩90天共識，貿易衝突短期內緩和。

²⁵ 同註3。

勢緊縮程度相對溫和。

3. IMF針對美國關稅政策大幅改變之政策建議

面對近期美國關稅政策急遽轉變所引發金融市場波動與潛在系統性風險，IMF提出以下四項政策建議²⁶，以強化各國金融體系韌性及應變能力：

- (1) 強化金融市場基礎設施與危機應變能力：金融市場價格持續修正及債市波動均可能推升金融不穩定風險，各國應強化市場基礎設施、實施審慎監理規範，備妥緊急流動性與規劃危機處理機制，以提升整體金融體系韌性。
- (2) 強化金融機構流動性應變能力：在經濟與金融市場不確定性升高下，監理機關需確保銀行與非銀行金融機構能及時使用中央銀行之流動性準備工具，並能及早介入因應重大流動性危機。
- (3) 靈活調整貨幣政策因應經濟與通膨變動：中央銀行應密切關注物價走勢，若經濟與通膨動能減弱，可逐步放寬貨幣政策至中性水準；若通膨風險升高，則須緊縮貨幣政策，並重申通膨目標，以避免金融市場大幅波動。
- (4) 新興市場應依據結構特性調整因應策略：新興市場目前雖展現韌性，惟資產價格劇烈修正仍可能導致金融情勢緊縮與匯率波動。IMF建議各國應依據自身特性調整因應策略，例如具有充分外匯市場深度或持有外債較低的經濟體，可依靠彈性調整匯率與貨幣政策因應危機；規模小或持有外債較高的經濟體，則應視條件實施市場干預，以穩定金融情勢。

²⁶ 同註3。

專欄1：川普新政府政策對全球經濟金融之可能影響

2024年11月川普再度當選美國總統，各界密切關注川普新政府之政策方向，川普上任後即透過對貿易對手國加徵進口關稅，鞏固並擴大美國利益；惟各界多認為美國加徵關稅可能引發他國採行相應報復措施，使關稅政策不確定性攀升，對主要經濟體經濟成長及通膨可能帶來負面衝擊。

此外，自2024年10月市場預期川普將當選美國總統，且預期金融市場將重現川普第一次當選後之走勢(美股、美元、美債殖利率皆上揚)，投資者開始押注川普關稅政策對金融市場可能影響之投資，即川普交易(Trump Trade)。本次川普交易可概略分為兩段期間：(1)2024年第4季美債殖利率及美元指數均呈上揚；美股亦因預期減稅措施有利企業獲利，多呈上漲；(2)2025年起，因川普迅速對相關經濟體提出大幅加徵關稅措施，且生效日反覆不定，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，致金融市場出現快而略大的修正。

本專欄分析川普關稅政策對主要經濟體及產業之可能影響，並說明2024年第4季迄今美國金融市場趨勢之變化。

一、川普新政府之主要政策內容

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，其主要內容如下：

表 A1-1 川普新政之主要內容

政策	主要內容
貿易政策	● 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(2025年3月4日生效)，惟暫時豁免涉及美墨加協定(USMCA)涵蓋之商品服務(2025年4月2日生效) ● 對所有中國大陸進口品加徵145%關稅(其中10%於2025年2月4日生效，另外10%於2025年3月4日生效，另外125%為對等關稅) ● 對所有進口之鋼鐵及其製品全面取消豁免，恢復加徵25%關稅 ● 對所有進口鋁及其製品加徵25%關稅(2025年3月12日生效) ● 對所有進口汽車及零組件加徵25%關稅(分別於2025年4月3日及最遲於5月3日生效) ● 對購買委內瑞拉石油、天然氣之經濟體的進口商品加徵25%關稅(2025年4月2日生效) ● 對美國具有高額貿易順差及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) (原訂於2025年4月9日生效)，惟川普於4月9日宣布暫緩對等關稅實施90天，此期間僅加徵10%基準關稅 ● 擬對進口半導體、藥品加徵25%以上關稅

政策	主要內容
移民政策	● 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
產業政策	● 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，並禁止發行及推廣中央銀行數位貨幣(CBDC) ● 計劃建立比特幣儲備
財政政策	● 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4月23日。

二、川普加徵關稅對全球經濟及產業之可能影響

(一) 川普加徵關稅政策對全球、美國及中國大陸經濟成長及通膨之可能影響

川普新政府政策雖擬提振美國經濟，但亦可能推升通膨，其加徵關稅政策引發全球貿易摩擦，加劇全球供應鏈重組，全球經貿不確定性攀升，不利未來全球及主要經濟體之經濟成長動能，如IMF、ADB、PIIE及OECD等國際機構或智庫均認為，倘若加徵關稅引發貿易對手國報復，可能衝擊全球經濟成長及通膨發展；其中OECD (2025)估計，川普加徵關稅政策將使第3年美國及全球GDP成長率分別下降0.7與0.3個百分點，前3年美國及全球CPI年增率平均上升0.7與0.4個百分點(表A1-2)。

自2024年9月底市場預期川普勝選機率上升後，S&P Global大抵呈逐月下調2025年全球經濟成長率預測值，並上調2025年全球通膨率預測值之趨勢；2025年3月S&P Global已下修2025年全球經濟成長率至2.48%，上調2025年全球通膨率至3.51%。

根據白宮發布的行政命令，自2025年4月5日起，美國將對所有國家加徵10%基準關稅。4月9日起對特定國家實施個別對等關稅，美國對臺灣加徵32%對等關稅，對中國大陸、香港及澳門則為34%；惟川普於4月9日宣布暫緩對等關稅實施90天，此期間僅加徵10%基準關稅，但對中國大陸加徵高達145%關稅。鑑於川普政府關稅政策具高度不確定性，且未來政策走向尚未明朗，本行將密切關注相關政策對國內外經濟情勢所可能產生之影響。

表 A1-2 國際機構對川普新政府政策衝擊之評估

國際機構	風險情境	川普4年任期(至2028年)政策衝擊程度
IMF ¹	● 美國全面加徵10%關稅 ● 貿易對手國亦採取相應關稅反制	美國、中國大陸及全球之GDP產出規模較2024年分別減少0.7%、0.4%、0.5%。 全球CPI年增率降低0.15個百分點。
ADB ²	● 美國對所有從國外進口之鋼鐵、鋁、汽車加徵25%關稅 ● 美國全面加徵10%基準關稅 ● 美國對部分經濟體加徵「對等關稅」	美國2025年及2026年之GDP將分別額外下降1.0%及0.6%。 全球2025年及2026年之GDP將分別額外下降0.4%及0.7%。 中國大陸2025年及2026年之GDP將分別額外下降0.4%及0.9%。
PIIE ³	● 情境A-1：美國全面加徵10%關稅	美國2025-2028年GDP將額外分別下降0.13%、0.36%、0.35%以及0.26%。 中國大陸2025-2028年GDP將額外分別下降0.25%、0.15%、0.11%以及0.08%。
	● 情境A-2：美國全面加徵10%關稅，貿易對手國均採相應反制措施	美國2025-2028年GDP將額外分別下降0.35%、0.88%、0.88%以及0.68%。 中國大陸2025-2028年GDP額外分別下降0.02%、0.13%、0.12%以及0.11%。
	● 情境B-1：美國對中國大陸加徵60%關稅	美國2025年GDP將上升0.03%；2026-2028年GDP將額外分別下降0.15%、0.19%以及0.19%。 中國大陸2025-2028年GDP額外分別下降0.89%、0.94%、0.94%以及0.89%。
	● 情境B-2：美國對中國大陸加徵60%關稅，貿易對手國均採相應反制措施	美國2025-2028年GDP將額外分別下降0.07%、0.39%、0.43%以及0.38%。 中國大陸2025-2028年GDP將額外分別下降0.81%、1.16%、1.22%以及1.17%。
OECD	● 美國對非商品進口加徵10%關稅 ● 貿易對手國亦採取相應關稅反制	美國、全球GDP在第3年下降約0.7%、0.3%。 美國、全球CPI年增率在前3年平均每年上升0.7、0.4個百分點。

資料來源：IMF (2024), "World Economy Outlook," October.; Asian Development Bank (2025), "Asian Development Outlook: April 2025," April; McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), "The International Economic Implications of a Second Trump Presidency," PIIE Working Paper, September; OECD (2025), OECD Economic Outlook, Interim Report March 2025: Steering through Uncertainty, OECD Publishing, Paris, March。

(二) 川普新政府加徵關稅對全球金屬、汽車、製藥及半導體產業之可能影響

自川普就職以來，已宣布對所有進口鋼鐵和鋁金屬進口加徵25%關稅(2025年3月12日生效)，以及對進口汽車加徵25%關稅⁴(2025年4月3日生效)，汽車零組件亦將在5月3日前徵收關稅，另川普亦暗示將對銅、製藥及半導體等特定產業加徵關稅。J.P.Morgan研究⁵指出，倘若前述貿易保護措施付諸實行，預計將對各行業、國家和全球供應鏈產生重大影響，尤其2018-2019年初美中貿易戰中豁免加徵關稅國家，如馬來西亞、新加坡等半導體產業重要國家，及越南、泰國等作為中國大陸繞道生產基地之國家，在此次新一輪美國加徵關稅中恐難獲得豁免，若以對美出口對該國GDP比率觀察，墨西哥(9.6%)、馬來西亞(4.2%)、加拿大(4.1%)、臺灣(3.7%)與新加坡(3.5%)將面臨較大衝擊(表A1-3)；惟本行依經濟部國貿署及主計總處2024年資料計算，2024年臺灣對美出口對本國GDP比率僅1.94%。

表 A1-3 美國額外針對4項產品加徵關稅，其主要貿易對手之暴險程度^{註1}

經濟體	醫藥品	半導體	鋼鐵/鋁/銅	汽車及零組件	加總
墨西哥	0.0	0.5	0.3	8.8	9.6
馬來西亞	0.0	4.0	0.1	0.1	4.2
加拿大	0.3	0.1	0.9	2.8	4.1
臺灣 ^{註2}	0.1 (0.04)	3.0 (0.9)	0.2 (0.6)	0.4 (0.4)	3.7 (1.94)
新加坡	3.2	0.3	0.0	0.0	3.5
南韓	0.2	0.5	0.3	2.3	3.3
越南	0.0	2.6	0.2	0.4	3.2

註：1. 暴險程度以2023年各經濟體之上述4項產品輸美金額占同年名目GDP比率衡量，比率愈高，則暴險程度愈大；另以紅色底色標示暴險程度，顏色愈深表示暴險程度愈大。

2. 臺灣數據中以括弧表示者，係本行依經濟部國貿署及主計總處2024年資料計算，其中半導體以積體電路(HS8542)為代表；其他經濟體資料為J.P. Morgan所計算。

資料來源：J.P. Morgan、本行整理。

三、川普新政對金融市場之影響

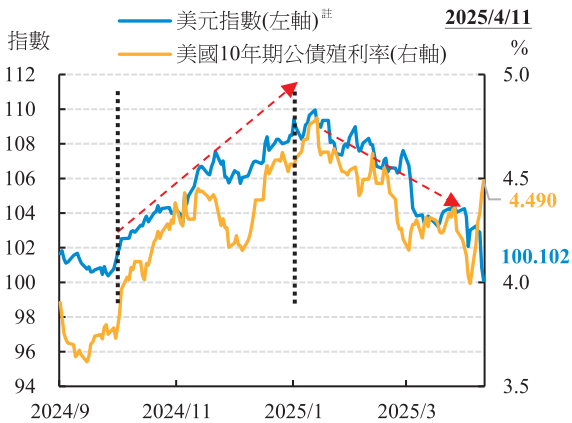
2024年第4季金融市場興起川普交易，呈現樂觀行情。2025年起，因川普加徵關稅政策反覆不定並具高度不確定性，及近期美國經濟成長動能似出現放緩，減損企業投資及民眾消費信心，各界據此下修經濟成長率預測值，金融市場之川普交易熱度降溫，美國金融資產價格大致修正到2024年押注川普交易前水準。

(一) 債券市場：公債殖利率先上揚後下跌

2024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，加以2024年12月部分FOMC與會成員亦將川普新政之可能影響納入評估，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，帶動10年期公債名目殖利率上升79個基點。

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2024年第4季區間；惟近期公債殖利率再度上升，反映對等關稅恐將推升美國通膨之擔憂(圖A1-1)。

圖A1-1 美元指數及美國10年期公債殖利率走勢



註：美元指數係由美國國際交易所(ICE)編製，其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%)；基期為1973年3月(=100)。

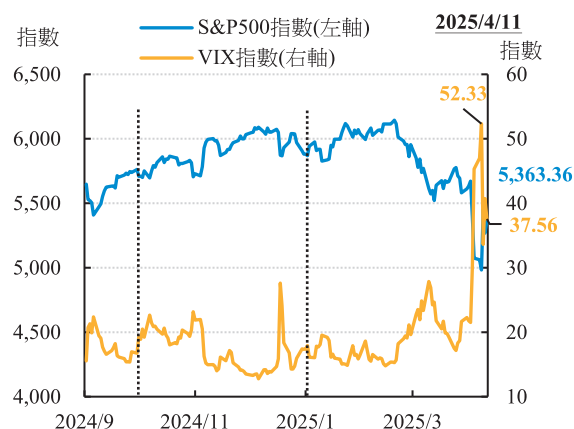
資料來源：Bloomberg。

(二) 外匯市場：國際美元先走強後明顯回檔

2024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⁶2024年第4季大幅走升7.65%。

2025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，美元指數回落至100.102(跌幅7.73%)；2024年10月初迄2025年4月11日下跌0.67%(圖A1-1)。

圖A1-2 標普500指數及VIX指數走勢



資料來源：Bloomberg。

(三) 股票市場：先上漲後下跌

2024年第4季，市場預期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，使S&P 500指數大幅上漲2.07%。

2025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，加以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，S&P 500指數呈下跌趨勢(圖A1-2)。

(四) 恐慌指數(VIX)：上升且劇烈震盪

自2024年第4季迄今，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；該期間VIX指數由2024年10月初之19.26，一度上升至52.33，其後於2025年4月11日回落至37.56(圖A1-2)。

四、結語

(一) 就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，尤以加徵關稅最具不確定性，各界考慮川普加徵關稅因素，多下調美國及全球GDP成長率預估值，並上調美國及全球通膨率預估值。

(二) 川普交易係指投資者押注川普關稅政策對金融市場可能影響之投資，在2024年10月川普勝選機率升高時再度興起。2024年第4季，投資者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，川普交易樂觀行情快速升溫，帶動(1)美國公債殖利率攀升、(2)美元指數上揚及(3)美股上漲。

(三) 惟本年起，川普甫上任即快速宣布一連串加徵關稅等措施，且生效與否或生效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)美國公債殖利率暫時回落、(2)美元指數回跌、(3)美股下跌及(4)市場波動度上升。

(四) 川普關稅政策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。由於外資持有臺股市值隨臺股走揚而大幅上升，其短期集中且大量進出，對我國外匯市場穩定帶來挑戰；新臺幣匯率如過度波動或失序變動，而有不利的經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。另本行亦將密切關注川普關稅政策對國內產業造成之影響，以及國內企業取得融資情形，必要時適時採取金融穩定措施。

註：1. 國際貨幣基金(IMF)假設，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。IMF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%，全球CPI通膨率則將分別較2024年下滑0.06個、0.11個及0.14個百分點。

2. 亞洲開發銀行(ADB)提出川普政策走向之基礎情境假設為美國對中國大陸等主要貿易夥伴之部分進口商品加徵20%關稅，而對墨西哥及加拿大加徵關稅將降低。極端風險情境則假設美國按照2025年4月2日公布之稅率對各國加徵對等關稅，且貿易對手國皆祭出報復性關稅措施。

3. 美國智庫彼得森國際經濟研究所(PHIE)預估，川普未來4年任期(2025-2028年)之累計影響：假設美國全面加徵10%關稅，且所有貿易對手國祭出報復性關稅，美國實質GDP將因此合計下降7,210億美元；同期間中國大陸實質GDP將因此減少690億美元。美國CPI指數合計上揚1.8%；同期間中國大陸CPI將上揚0.6%。

4. 參見Gavin Bade, Christopher Ottis and Sean McLain (2025), "Trump Plans 25% Tariff on Imported Vehicles," *WSJ*, March。

5. 參見Ho, Amy (2025), "Geopolitical Perspectives: Trade Wars Reloaded," *J.P. Morgan Strategic Research*, February。

6. 美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，其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%)；基期為1973年3月(=100)。