



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年第二季

全球經濟及市場展望

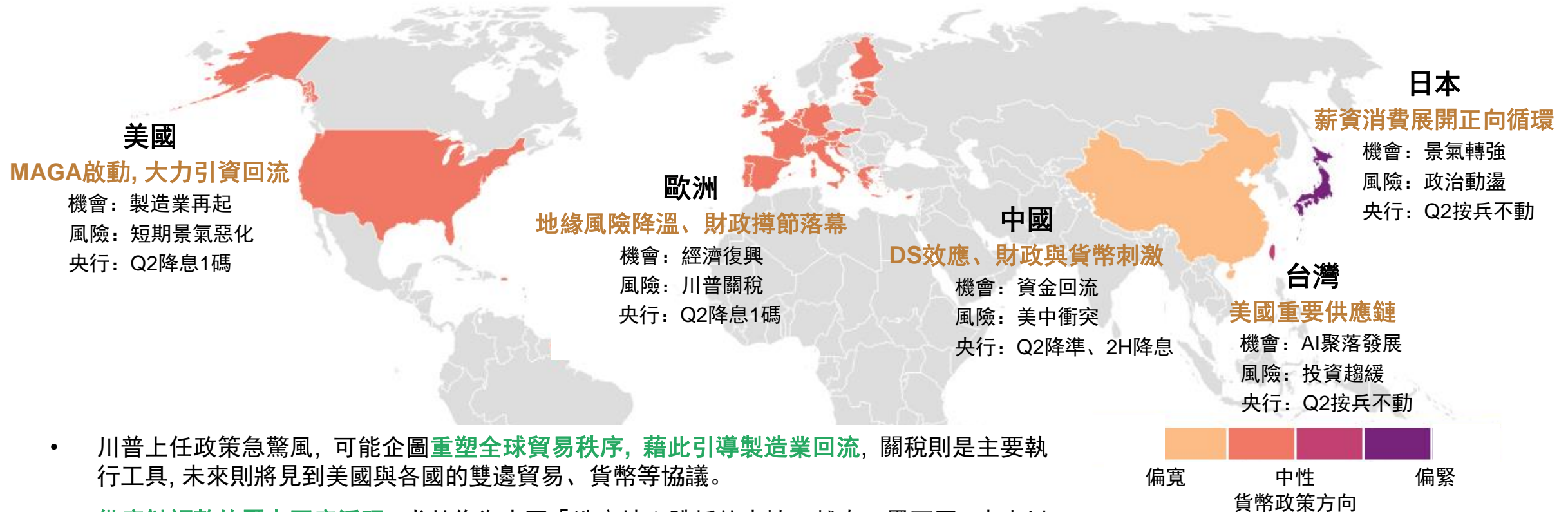
除另有指明，本報告以2025年3月25日所能取得之訊息為分析基礎。揭露事項與免責聲明（最末頁）亦屬於本報告內容之一部份，讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意，不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。



Contents

- 4 結論
- 5 金融市場回顧
- 7 總體經濟綜覽
- 16 亞太地區
- 25 金融市場動向
- 45 附件

Key Points



- 川普上任政策急驚風，可能企圖**重塑全球貿易秩序**，藉此引導**製造業回流**，關稅則是主要執行工具，未來則將見到美國與各國的雙邊貿易、貨幣等協議。
- **供應鏈調整的壓力再度浮現**，尤其作為中國「洗產地」跳板的東協、越南、墨西哥，未來川普施壓的力道可能有增無減。
- 關稅影響下，美國景氣短期雖有壓力，但降息環境與下半年的減稅可望提供韌性，**衰退可能性仍不大**。另一方面，烏俄停火題材、歐盟的財政大轉彎，讓**歐洲相形之下出現吸引力**。
- **中國政府加大刺激力道**，基本面出現初步落底跡象，帶來**短期機會**。然而，在美中抗衡的大背景下，川普對中國仍有可能轉趨強勢，則是長線需要留意的風險。

結論



總經

- ◆ 川普意圖重塑全球貿易秩序，未來一到兩季仍將持續見到關稅重鎚揮舞
- ◆ 美國景氣短線降溫、歐洲摶節立場轉向、中國加大政策刺激



股市

- ◆ 不確定性導致資金Flight-to-value，美股高評價族群短期承壓，但獲利展望支持長線多頭
- ◆ 烏俄曙光、財政擴張，歐股短期吸引力增；DS效應、評價相對較低，陸港股可做衛星配置

BOND

債市

- ◆ 主要央行降息方向不變，但皆有意放慢步伐觀望川普政策，導致利率區間波動
- ◆ 美國景氣放緩壓力升，資金由追逐風險轉向規避風險，信用債布局首重穩健、體質佳者



匯市

- ◆ 歐元、日圓擺脫弱勢格局，美元指數區間下移，但高利環境、資金回流提供下檔支撐
- ◆ 美元高利影響猶存，新台幣高檔區間波動，若美中衝突升溫、人民幣續貶，將是風險來源



風險

- ◆ 川普政策導致經貿不確定性居高不下，全球供應鏈將持續調整
- ◆ 關稅導致各國通膨捲土重來，央行寬鬆週期被迫停止或轉向

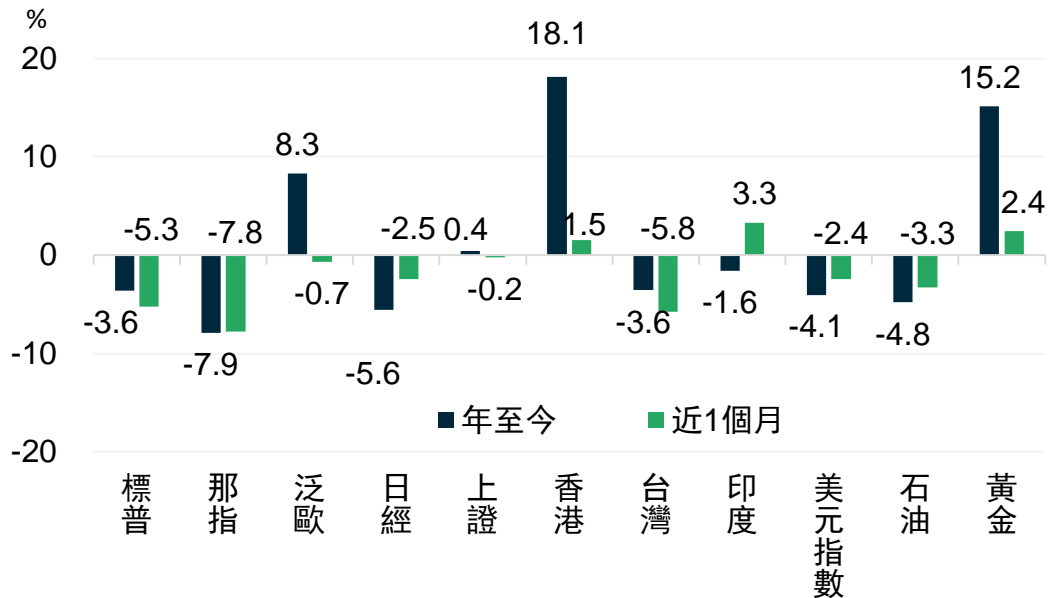
金融市場回顧

金融市場回顧

川普二度就任，關稅政策迅速推進，矛頭除瞄準中國外，作為美國長期盟友的加拿大、墨西哥亦遭烽火波及。關稅範圍、力道雙雙出乎市場意料，2024Q4盛行的「川普交易」逐漸轉化為「衰退交易」，導致資金自過去兩年漲多、高評價的美股流出，年至今表現殿後。與此同時，低基期、具題材的歐股與陸港股則吸引資金停泊。

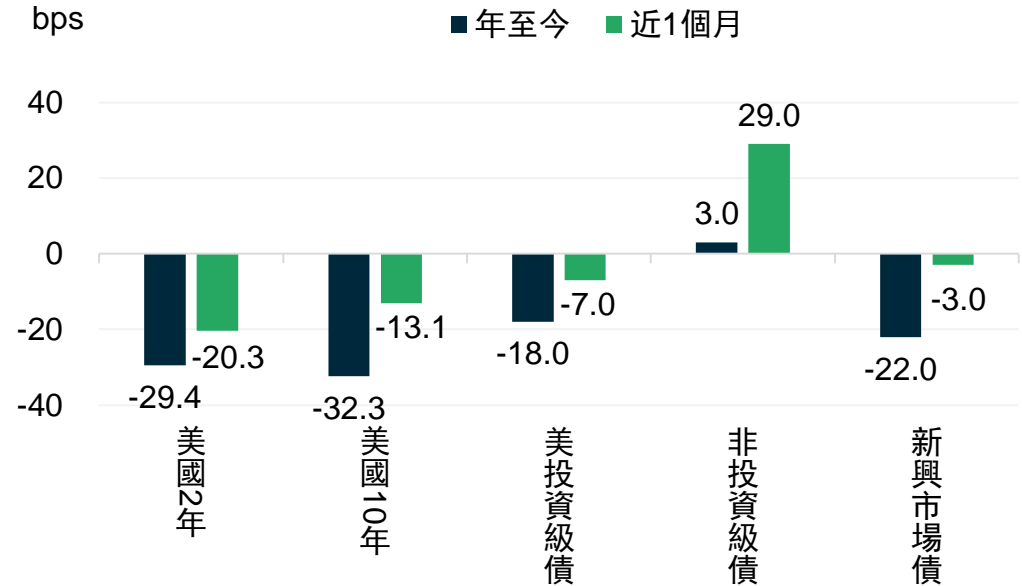
債市方面，隨著投資人對於美國景氣的疑慮升溫、降息預期發酵，長短期公債殖利率同步下跌。另外，風險偏好降溫之際，營運穩健、體質較佳的投資等級債獲得青睞，風險相對較大的非投資等級債則形成利率反彈、利差擴大情勢。

全球主要股市指數與大宗商品表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/3/21。

美國及新興市場債券表現



資料來源：Bloomberg, 截至2025/3/21。

總體經濟綜覽

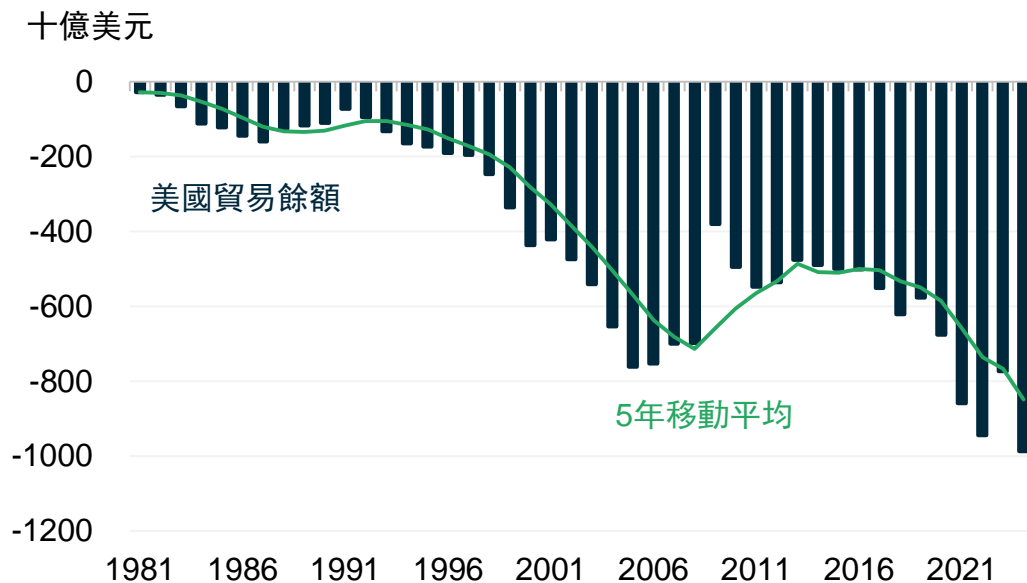
川普2.0： 重塑全球貿易體系，政策首重美國利益

川普上任後各項政策陸續登場，尤其關稅更是迅速推進，除中國外，與美國關係密切的加拿大、墨西哥、歐洲等盟友亦難逃威脅。面對美國在外交、貿易政策上如此巨大的轉變，投資人應如何解讀？

白宮經濟顧問委員會主席米蘭在去年11月發表《全球貿易體系重塑使用指南》(以下簡稱《指南》)，探討美元作為全球準備貨幣導致匯率長期高估，進而造成美國貿易環境失衡的現象，其提倡將貿易政策與國家安全結合，使用關稅作為主要工具，輔以匯率政策、貿易協議、多邊貨幣協議等，進而重塑全球貿易體系，以達到壓低美元、提振美國製造業的目的，與川普的MAGA理念不謀而合。

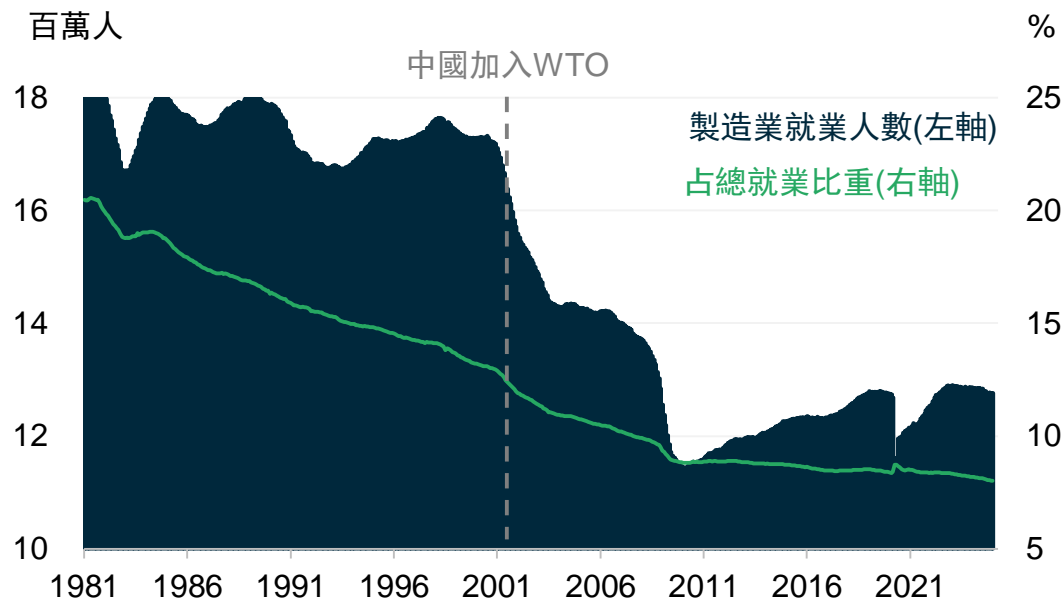
對於投資人的意涵： 川普任內將頻繁使用關稅工具，一來改善貿易失衡問題，二來迫使貿易夥伴展開談判、獲取美國利益。

美國貿易逆差頻創歷史新高



資料來源：Bloomberg。

美國製造業就業長期萎縮，去年佔比再創新低



資料來源：Bloomberg。

《指南》的含意？使用者付費！

《指南》中建議依據各國與美國是否為盟友，採取不同程度的進口關稅，認為此將有助保護本土產業、提高財政稅收，並獲得談判籌碼。值得注意的是，米蘭認為美國提供的(經濟、地緣政治)安全保障是有價的，盟友需以經濟支持，包含參與多邊貨幣協議(海湖莊園協議¹)、接受貿易調整等，幫助緩解美元高估、美國製造業萎縮的問題，否則將以高關稅拒於門外，形成「(安全)區內友好，區外敵對」的情勢。

投研對於的《指南》看法：海湖莊園協議構想仰賴盟友、聯準會的高度配合，難度巨大並非一蹴可幾之事，川普是否有意如此執行，仍有待時間觀察。但川普上任至今頻繁使用關稅，換取各國加大採購(改善貿易狀況)、赴美投資(發展製造業)，政策方向實與《指南》看法相互呼應。由此來看，川普「先關稅、後談判」的策略明確。未來一到兩季仍將持續見到關稅重鎚揮舞，而後有望進入第二階段：美國與各國陸續展開貿易、貨幣協議的談判。對於投資人來說，即便關稅如實上路，但若下半年起關稅不確定性得以消除，預料仍為金融市場所樂見之事。

《全球貿易體系重塑使用指南》：處理美元高估、美國進出口貿易失衡的問題

工具	內容
關稅	<ul style="list-style-type: none"> 將貿易政策與國家安全概念連結，針對各國漸進、分層實施關稅，可作為後續談判籌碼，並提高財政收入。各國若令本幣貶值，則可降低美國通膨壓力。
貨幣調整	<p>單邊</p> <ul style="list-style-type: none"> 利用《國際緊急經濟權力法》對外國美債持有人收費(各國差異實施、費用由小到大)，以降低準備資產的需求，進而壓低美元。 財政部外匯穩定基金買外匯、釋出美元。
	<p>多邊</p> <ul style="list-style-type: none"> 多邊貨幣協議：引導貿易夥伴貨幣升值、壓低美元。潛在的海湖莊園協議¹：受美國安全保護者需購買長期美債以換取關稅減免、鼓勵外國央行出售美元拉抬本幣、鼓勵剩餘美元部位轉為長期債券。 與Fed合作：聯準會為超長天期公債持有國提供流動性(美元互換額度)、聯準會協助控制利率上升。
政策執行方向	<ul style="list-style-type: none"> 先採取關稅政策，提升談判籌碼，以利後續推動多邊貨幣調整。 可能的影響：美元先強後弱、金融市場波動率提升、市場加速尋找美元替代品。

¹米蘭文中所稱的海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)非正式協定，概念為全球金融和貿易體系重組計劃，意圖達到美元貶值、美國債務重組、貿易再平衡、財政可持續性，可能的措施包含：重用關稅、多邊貨幣協議、債務置換為超長期債等。

總經 | 從「川普交易」到「衰退交易」，美國經濟亮起紅燈？

川普當選後，投資人對於減稅、去監管等政策的正向期待，在鋪天蓋地的關稅訊息下，轉變為擔憂景氣惡化的「衰退交易」。其中，近期市場矚目的亞特蘭大Fed GDPNow模型，預估Q1經濟成長率將陷入負成長，更是加劇前述疑慮。

然而，儘管2月起私部門信心等「soft data¹」出現大幅下滑，但消費、投資、就業等「hard data²」並未明顯惡化，而前述GDPNow模型在扣除避險與投機的黃金進口(該項並未列入GDP計算)後，仍是維持正成長的格局，顯示**近期市場對於美國經濟的擔憂，恐有過度解讀的情勢³**。

註:1、² Soft data泛指主觀、定性的經濟數據，如消費者信心、企業預期，通常來自調查，反映感受與趨勢。

反之，Hard data為客觀、定量的經濟數據，如GDP、失業率、銷售額，直接測量經濟活動情勢。

³ 關於川普對等關稅、產業關稅可能產生的影響評估，詳見P45附件。

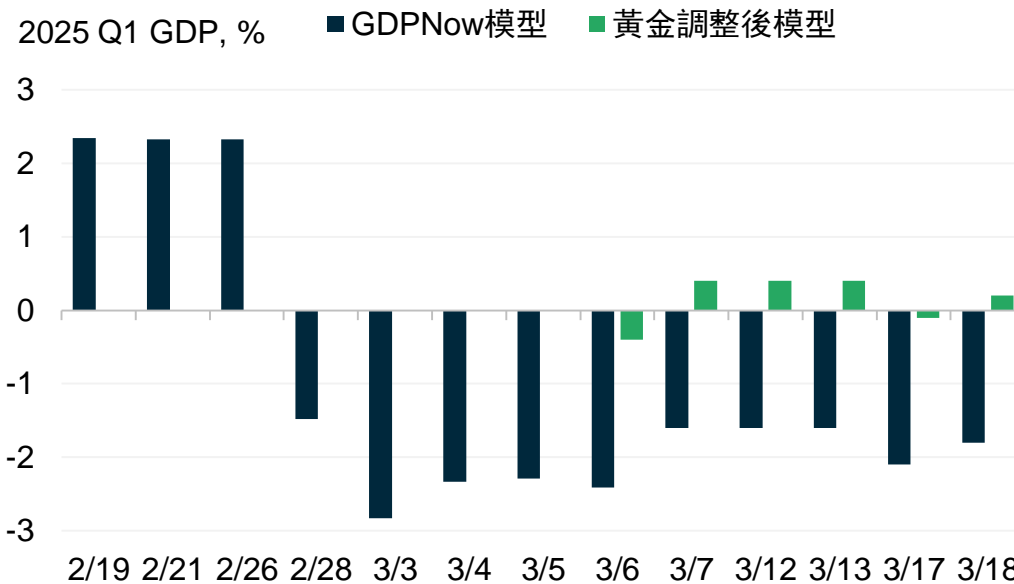
今年1月美國黃金進口量爆炸性成長



註：貴金屬進口主要為黃金。

資料來源：Bloomberg。

扣除進口黃金影響後，GDP預估值明顯上調



資料來源：Federal Reserve Bank of Atlanta。

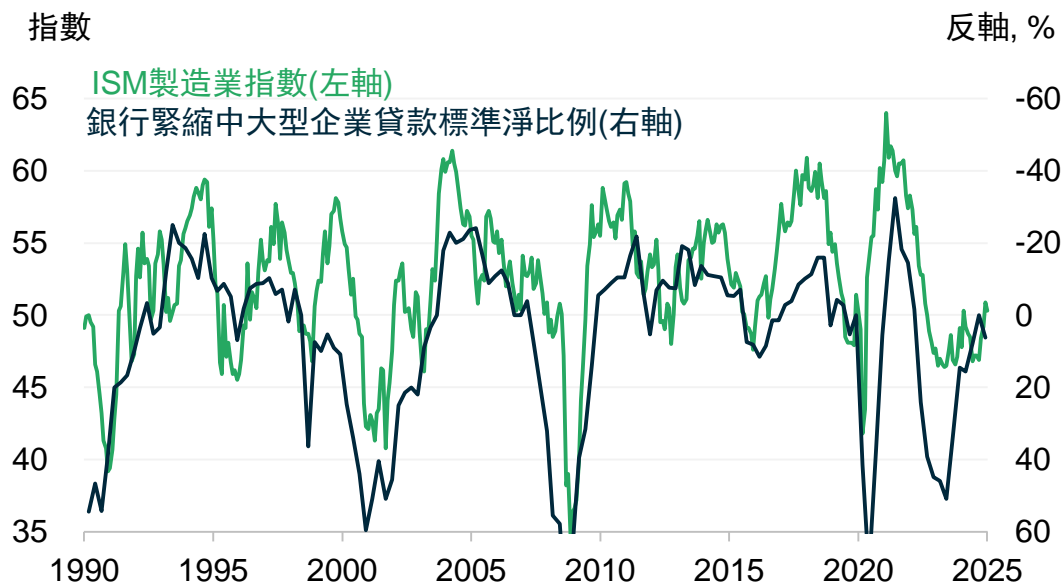
總經 | 景氣有放緩風險, 但仍具有一定韌性

值得注意的是, 聯準會確認降息方向並未調整, 觀察過往循環, 資金成本下滑、融資難度降低, 皆有利於製造業之復甦。由此來看, 待川普關稅正式實施, 企業不再無所適從, 相對此前寬鬆的貨幣政策將有助於製造業景氣重拾擴張。

另一方面, 消費者信心大幅下滑, 主因關稅不確定性帶來的通膨疑慮, 並非就業情勢顯著惡化, 抑或薪資成長驟降。在勞動市場穩健的背景下, 民間消費急凍、進入衰退的狀況並不常見。

綜上所述, 美國景氣擴張動能因關稅不確定性而放緩、甚至陷入短暫負成長的可能性無法排除。然而, 考量1) 降息方向不變, 且若景氣明顯惡化, 聯準會可加大寬鬆力道、2) 減稅政策可望於下半年登場、3) 各國政府、企業加大對美投資等, 皆有利長線景氣擴張, 降低大幅衰退的風險。

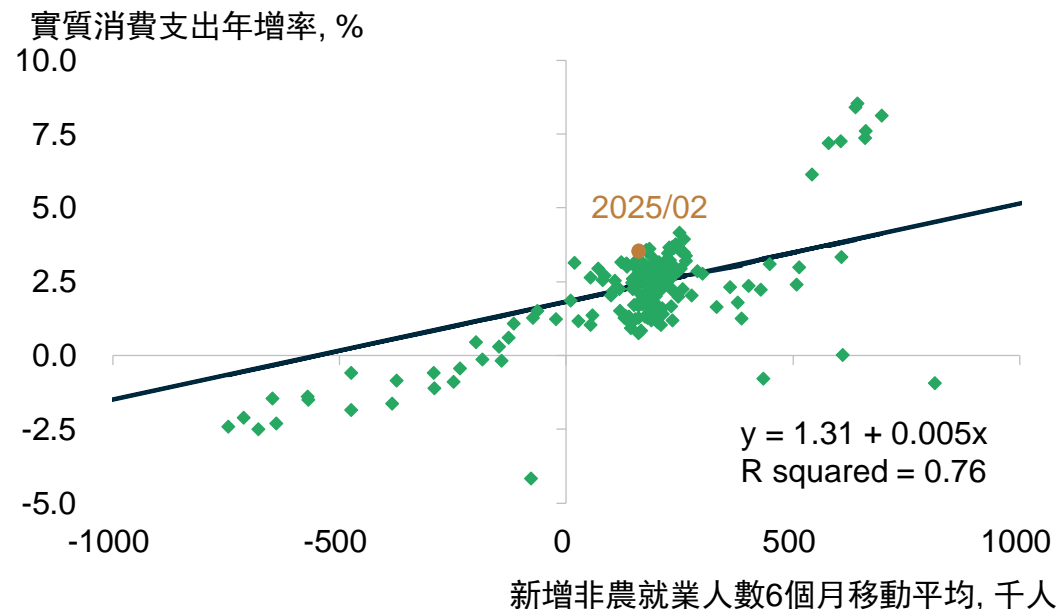
降息後銀行已放寬授信標準, 過往皆有利製造業回暖



註: 1990/4-2025/01兩者相關係數為-0.68(季資料)。

資料來源: Bloomberg。

過去12個月新增就業平均17.7萬人, 有助支撐消費動能



註: 資料時間為2008/01-2025/02。

資料來源: Bloomberg。

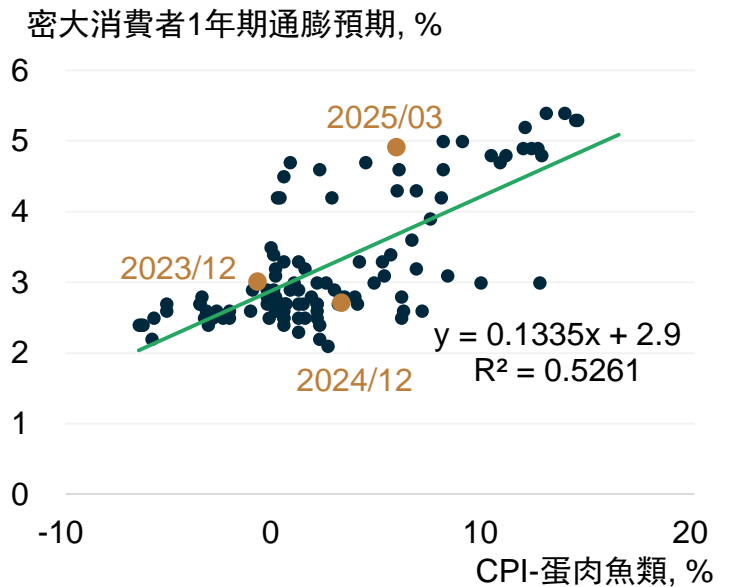
總經 | 關稅衍生的通膨是風險, 但川普已著手處理

美國通膨進展停滯、消費者通膨預期則創下近年新高, 是否導致聯準會長時間暫停升息, 甚至轉趨鷹派, 儼然成為一大潛在風險。日常食品價格攸關民眾消費感受, 去年Q4美國禽流感爆發導致蛋價飆漲, 配合關稅消息甚囂塵上, 或為Q1通膨預期跳升的主因。

至於關稅實際上路是否導致通膨再度失控? 極端情況下, 預估推升通膨0.5-0.8%, 導致今年CPI升至3.5-4.0%。若最終目標僅為中國, 其餘國家關稅力道收斂, 則影響可望降至0.3-0.6%, 今年CPI則落在3.1-3.4%, 與2024年3%相去不遠。

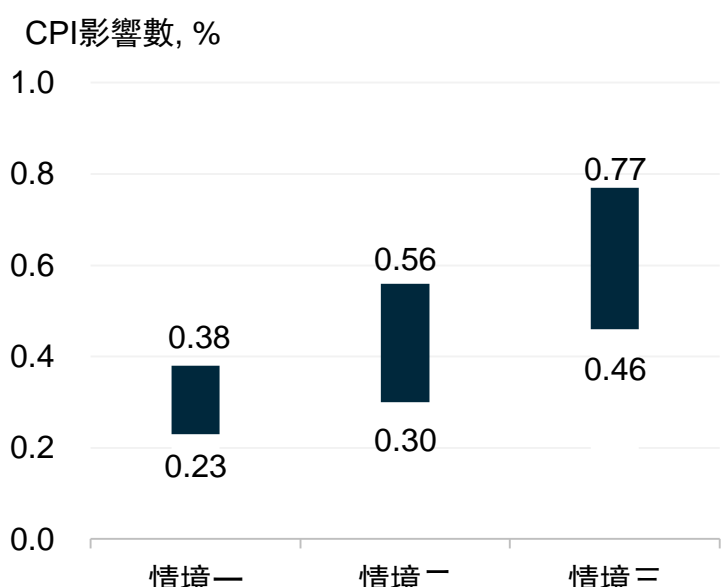
值得注意的是, **1) 川普已著手放寬石化產業限制、2) OPEC+將於4月逐步增產、3) 烏俄戰爭傳出曙光, 若戰事順利落幕, 將緩和中東地緣風險。**前述因素皆有助提高原油供給、控制原油價格。參考川普1.0任內原油供給大增、油價衝高回落後, 通膨則呈現穩定、溫和情勢。

蛋價大漲助長民眾通膨預期



註: t月資料點為t月通膨預期、(t-1)月CPI-蛋肉魚類。
資料來源: Bloomberg。

各種關稅情境下美國通膨影響數



註: 情境一為對中課30%、其他國家10%。
情境二為對中課60%、其他國家10%。
情境三圍對中課60%、加墨歐25%、其他國家10%。
資料來源: 參考World Bank, IMF, Bloomberg資料估算。

供給不利油價回升, 有助穩定通膨



註: 2017/1-2025/1兩者相關係數為0.81。
資料來源: Bloomberg預估。

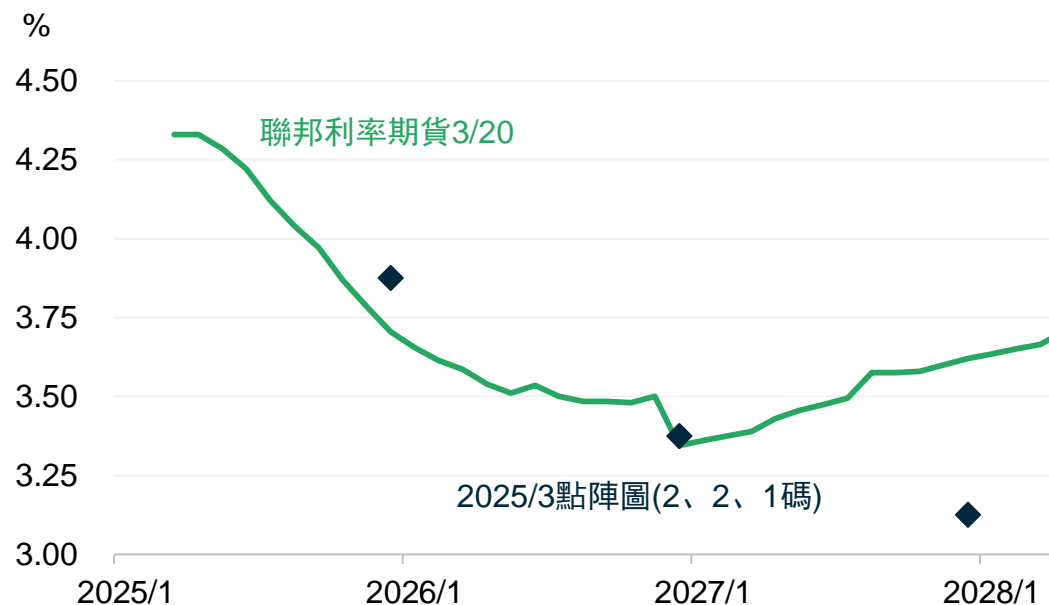
總經 | 聯準會停看聽但不改降息方向；放緩縮表步調, 有助流動性回升

3月FOMC會議上, 政策利率維持4.25-4.50%。鮑爾表示, 整體美國經濟穩健, 關稅對通膨的影響是一時的, 衰退機率仍低, 現階段不急於降息。

經濟預測摘要(SEP): 在關稅不確定性影響下, 下修今年GDP、PCE則上修。值得注意的是, 點陣圖維持今、明、後年降息2、2、1碼的看法, 中性利率保持3.0%不變, 均與2024/12一致, 意味著1)現階段聯準會仍在觀望, 故利率看法無意躁進調整、2)逐步降息方向並未因關稅紛擾而改變。

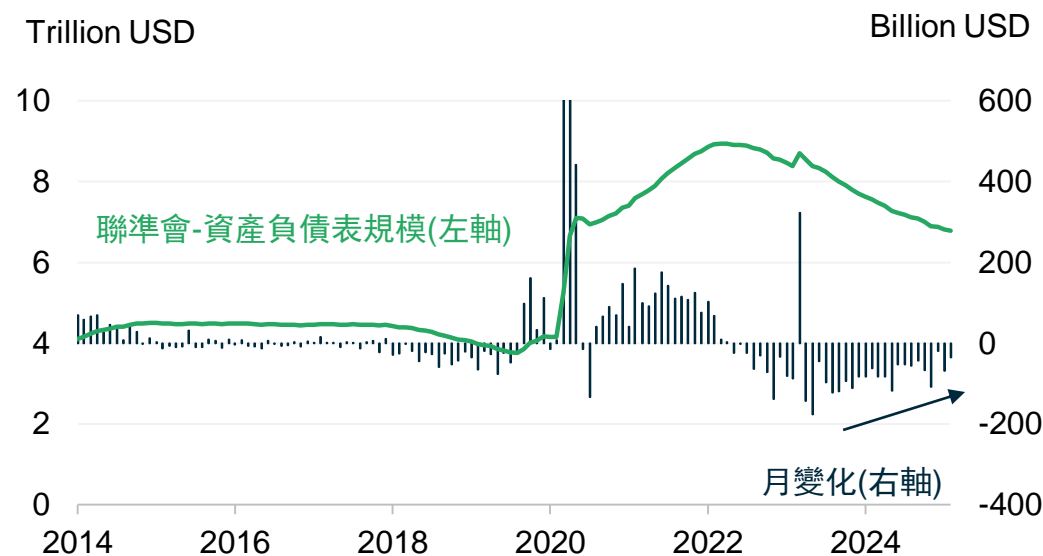
縮表步調放慢: 縮表幅度自每月600億降至400億(美債由250億下調至50億, MBS維持350億), 將緩解資金環境的緊縮, 有利於市場流動性改善。展望未來, 流動性情勢改善, 將使市場資金供應充裕, 將有助刺激經濟活動, 是未來股、債市表現的正向因子。

點陣圖預期今年降2碼, 期貨市場預期則為2-3碼



資料來源: Bloomberg預估。

縮表步伐放緩, 有助流動性回升



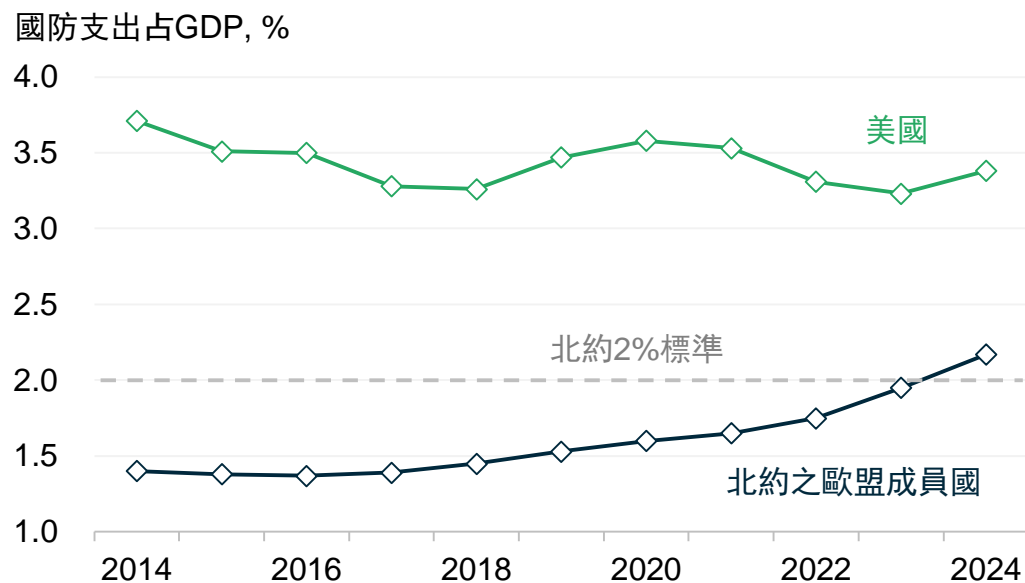
資料來源: Bloomberg。

歐洲 | Whatever it takes! 歐洲經濟可望迎來轉折點

川普有意降低對歐洲的國防金援，歐盟緊急提出「重新武裝歐洲計畫」，將提供1500億歐元國防貸款，並放寬財政限制，允許各國於未來四年增加6500億國防支出。德國候任總理梅爾茲稱將「不計一切代價」提升國防能力，雙雙宣告歐債危機以來，歐洲財政摺節的立場已然轉向。

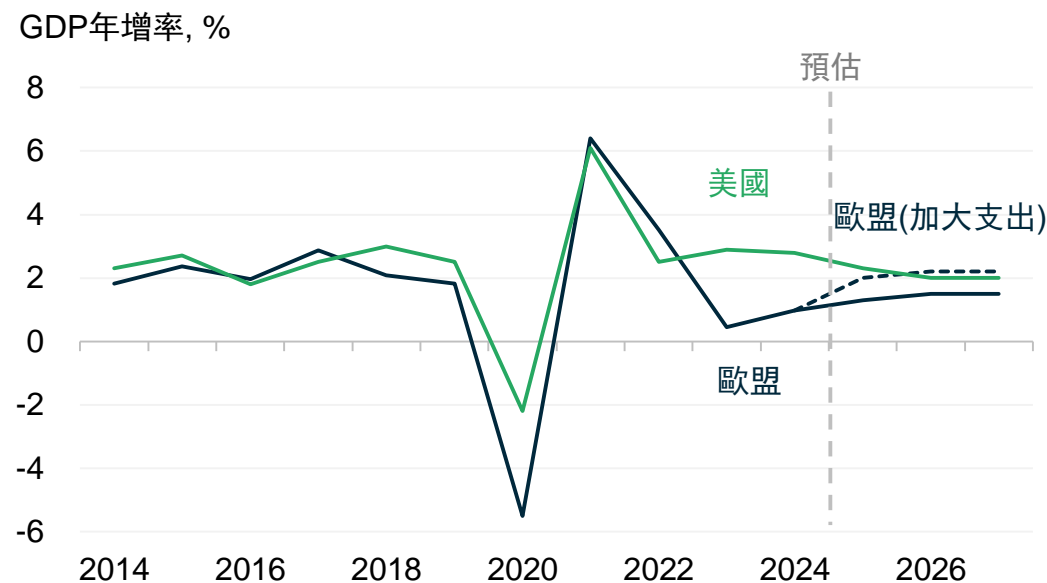
若以未來4年資金到位率50-70%推算，2028年北約歐盟成員國加權平均國防支出占GDP比重將達4-5%(2024為2.17%)，與川普提出的5%相去不遠。另外，假設前述資金未來四年平均投入，預估每年對於GDP提振預估為0.6-0.9%，意味著當前彭博預估歐盟2025、2026年GDP成長率1.3%、1.5%，有望重回2%之上，將追趕上美國的1.8-2.3%，成為歐洲扭轉歐債危機過後，景氣動能長期不振的契機。

川普施壓下，歐盟將提高國防支出



資料來源：NATO。

支出若如實推動，歐洲景氣將備受提振



註：支出以60%資金到位、未來四年逐年投入計算，2024-2028GDP原估計值採IMF 2024/10資料。

資料來源：IMF, Bloomberg預估。

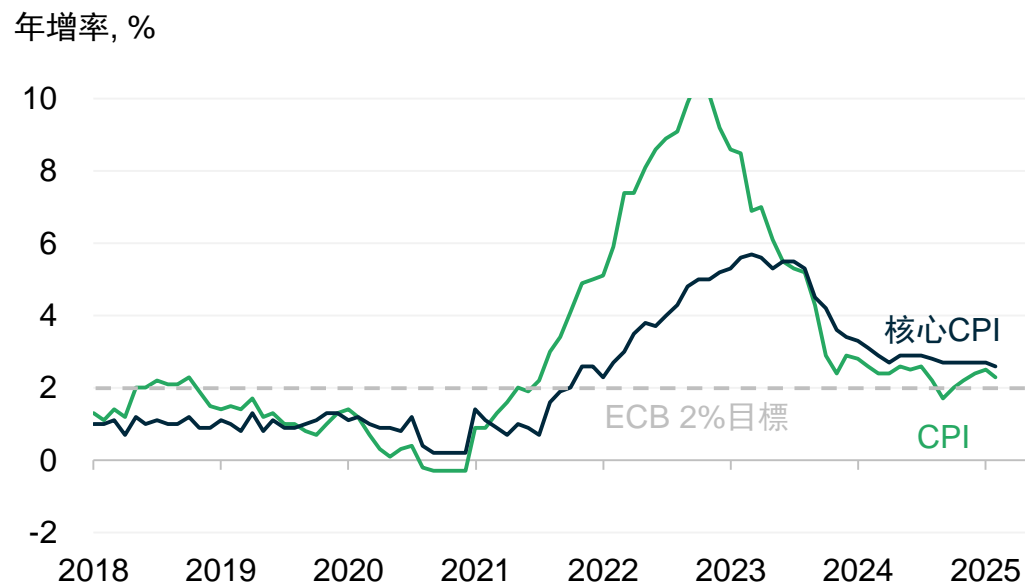
歐洲 | ECB終止連續降息模式，靜待多空因素趨於明朗

3月ECB會議如期降息一碼，考量外貿不確定性與企業投資疲軟影響，下調今年GDP，核心通膨隨之小幅下修。然而，**ECB稱政策已變得明顯不那么具有限制性，暗示逐次會議降息的模式或已結束**，研判主因1)通膨已逼近2%目標水平、2)川普關稅不確定性需要時間觀察、3)歐盟各國潛在財政支出有助提振景氣。

影響所及，市場降息預期隨之降溫，預期年內僅再降息1至2碼，可能的時點落在6月、12月。全年累計降息3-4碼，低於年初預期的4-5碼。

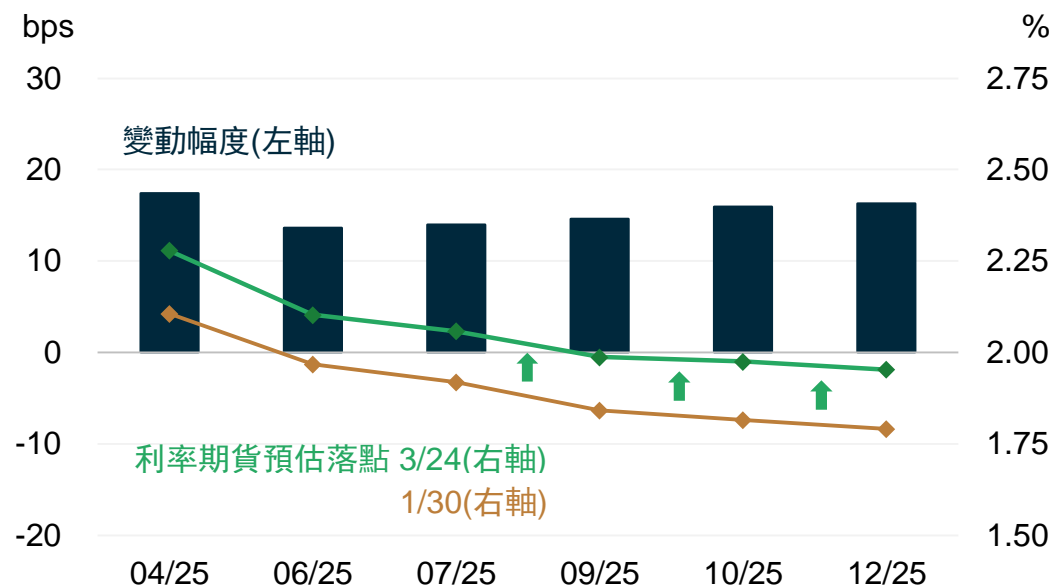
未來一季觀察重點除歐元區基本面情勢外，歐盟執委會對於放鬆國防支出的具體規劃，以及川普政府對歐洲關稅的實際課徵力道，皆將左右歐元區景氣與ECB政策動向。

歐元區整體、核心通膨皆已靠近目標水平



資料來源: Bloomberg。

市場預期年內利率落點較年初明顯上移



資料來源: Bloomberg。

亞太地區

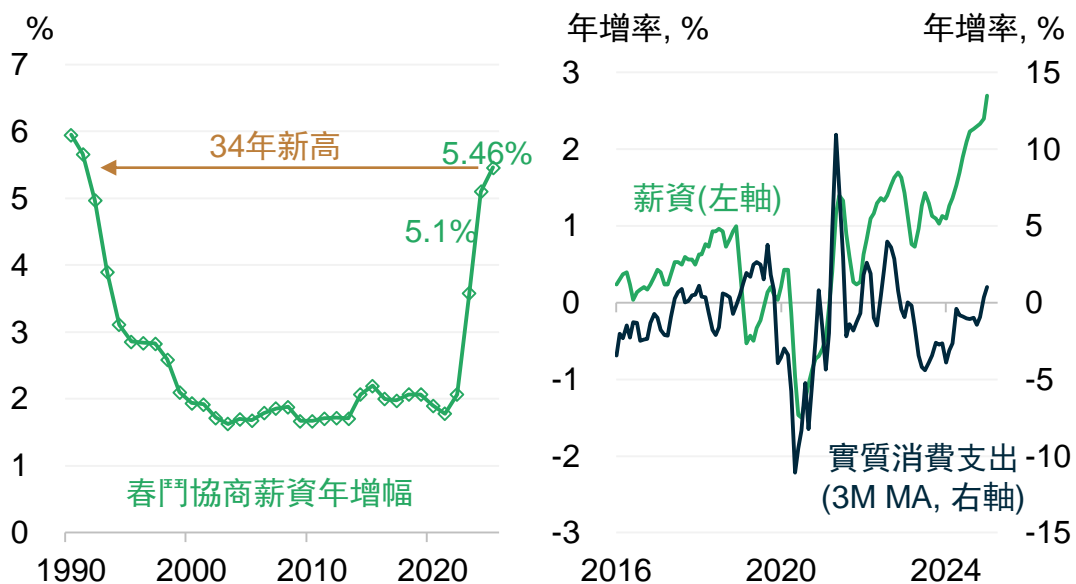
日本 | 薪資、消費形成正向循環, 日本景氣可望持續回溫

川普上任後石破首相迅速訪美, 表態將加大能源採購, 同時提出1兆美元投資計畫。作為回應, 川普對日本關稅威脅明顯不若加、墨、歐等主要國家強硬, 有助緩和外部壓力對於日本景氣的負面衝擊。國內方面, 受惠於薪資大幅成長, 通膨調整後的消費支出已重回正增長, 而今年春鬥¹初步結果顯示加薪幅度**5.46%(2024年為5.1%、過去20年平均為2.13%)**, 再創34年新高, 可望支撐今年內需消費呈現穩步擴張的格局。

通膨方面, 在薪資與消費的正向循環展開後, BOJ關注的兩大核心通膨指標已連月反彈。值得注意的是, 過往具有領先性質的**企業通膨預期已持續上升, 並創下統計以來新高**, 增添年內通膨持居高不下的風險。市場預期2025年CPI(不含生鮮食品與能源)年增2.6%, 與去年2.7%相去不遠, 且將是連續4年高於BOJ 2%目標水平。

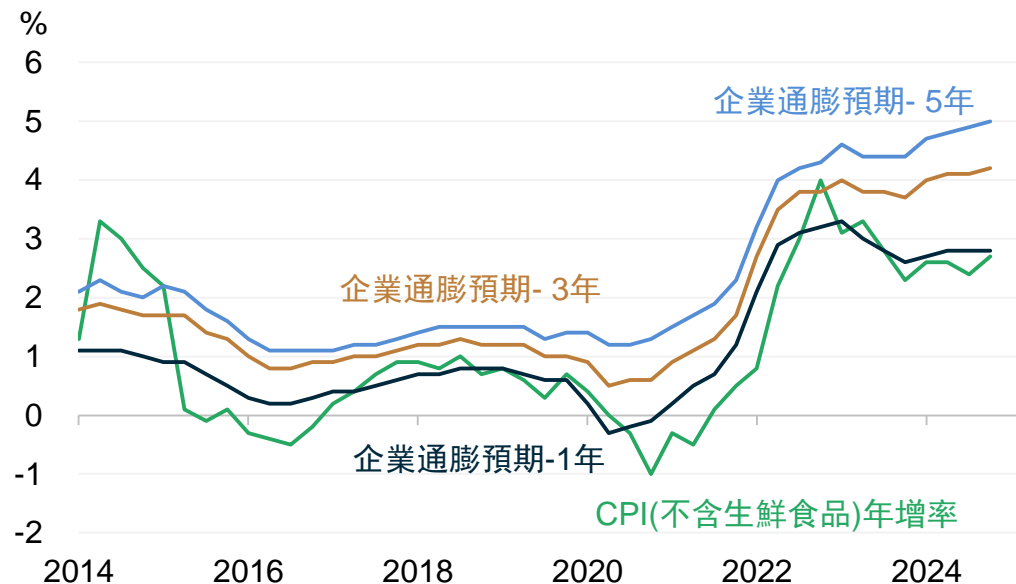
註:1春鬥為日本新財年(4/1)開始前2至3個月, 日本工會透過集體談判方式, 與企業進行新財年之調薪協商。

2025春鬥加薪幅度再創新高, 有助引導消費回升



資料來源: Bloomberg。

企業通膨預期領先通膨走勢, 現已創下記錄新高



資料來源: Bloomberg。

日本 | 機會與風險並存, 預期BOJ維持升息方向但步伐緩慢

考量內需復甦有助支應景氣延續擴張, 通膨方面則面臨薪資成長所帶來的壓力, BOJ料持續退出寬鬆政策。至於升息步伐是否加快, 關鍵在於:

1)國內政治穩定性: 朝小野大的石破內閣陷入禮券爭議事件, 除面臨在野黨的批評外, 自民黨內部亦見抨擊聲浪。而7月底將舉行參議院改選, 若執政聯盟再度丟失多數黨席位, 石破首相恐面臨引咎辭職壓力, 屆時則有解散國會重新大選、政治動盪加劇之風險。

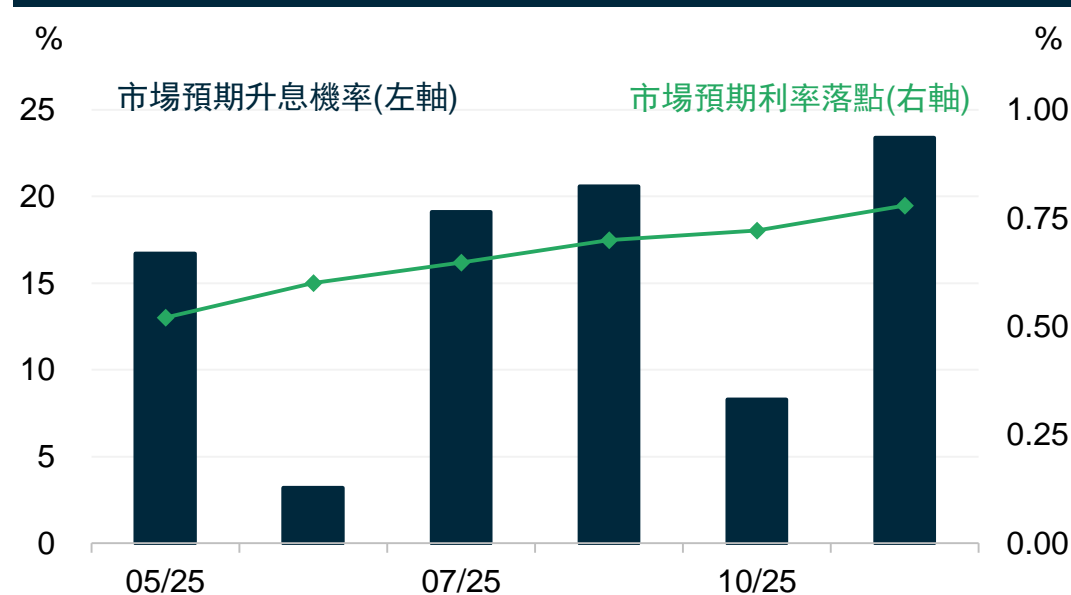
2)美國關稅影響: 川普對於汽車、半導體、對等關稅的實施仍不明朗, 上述關稅除恐衝擊國內企業, 若全球貿易量萎縮亦為日本出口產業的負面因子, 意味著未來仍續密切留意相關政策動向。

有鑑於此, **預期BOJ仍將延續緩步升息的模式**, 市場預期下次升息時點落於下半年。

石破內閣民調未見起色, 且落後歷史表現

歷任首相	上任當月			上任6個月		
	支持度	不支持度	差距	支持度	不支持度	差距
石破茂	44%	32%	12%	36%	45%	-9%
岸田文雄	49%	24%	25%	53%	25%	28%
菅義偉	62%	13%	49%	38%	44%	-6%
安倍晉三(2017)	46%	35%	11%	38%	45%	-7%
安倍晉三(2017, 內閣改組1st)	42%	40%	2%	42%	36%	6%
安倍晉三(2017, 內閣改組2nd)	48%	33%	15%	45%	37%	8%
安倍晉三(2015)	50%	32%	18%	48%	34%	14%
安倍晉三(2013)	64%	22%	42%	62%	20%	42%

市場預期BOJ年內將再升息一碼



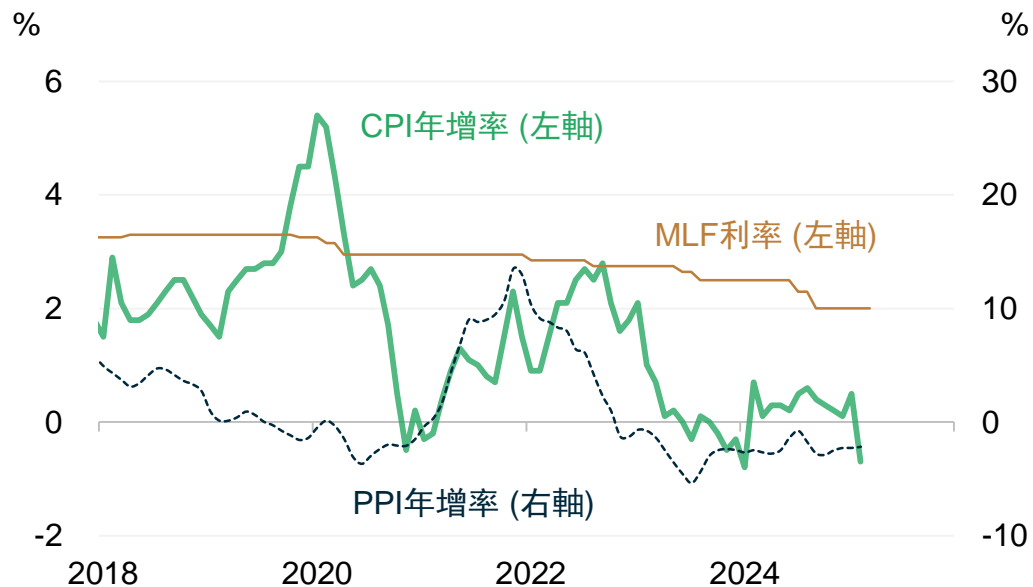
資料來源: Bloomberg。

中國 | 通縮陰霾未散, 但人行加大釋放流動性力道, 並表態「擇機降準降息」

據中國國家統計局公佈的通膨數據, 包括2月CPI年減0.7%, 為13個月來首度跌破0%, 2月PPI年減2.2%, 也是連續第29個月落入負值區間。而從日前兩會公布, 將今年居民消費價格漲幅目標「從3%降至2%左右」, 逾20年來最低水準, 顯示在連續兩年消費者通膨僅年增0.2%後, 中國官方也默認通縮的壓力。

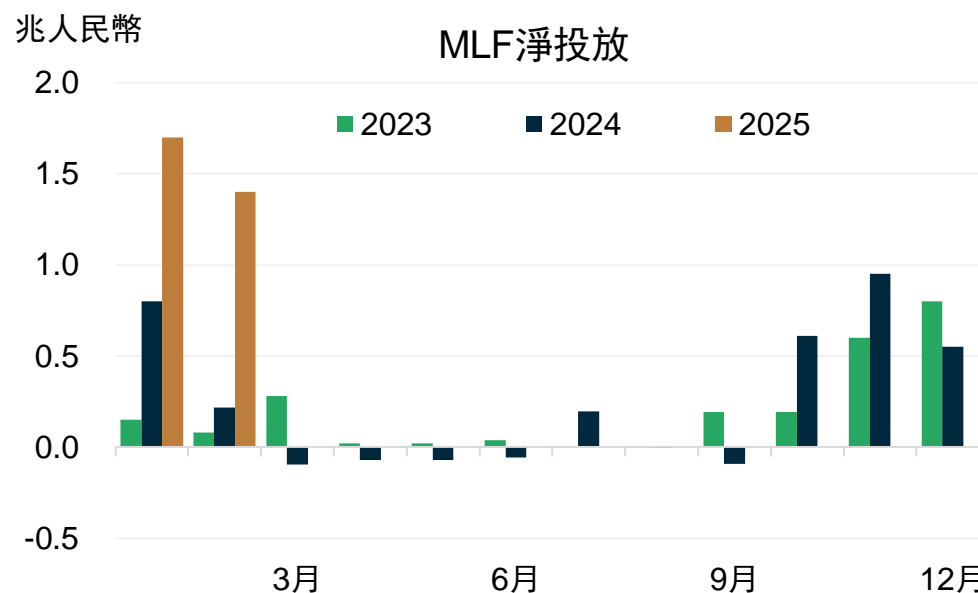
然而, 人行自去年924新政以來, 很明顯加大政策力道, 不僅調降存量房貸利率, 也提高MLF(中期借貸便利)淨投放量。此外, 人行行長潘功勝近日更表達「擇機降準降息」的意向。顯示將透過貨幣寬鬆來支撐經濟, 以應對美國提高對中關稅等經濟的不確定性。

中國通縮陰霾延續, 2月CPI年增速低於0%



資料來源: Bloomberg。

人行加大釋放流動性力道, 並表態「擇機降準降息」



資料來源: Bloomberg。

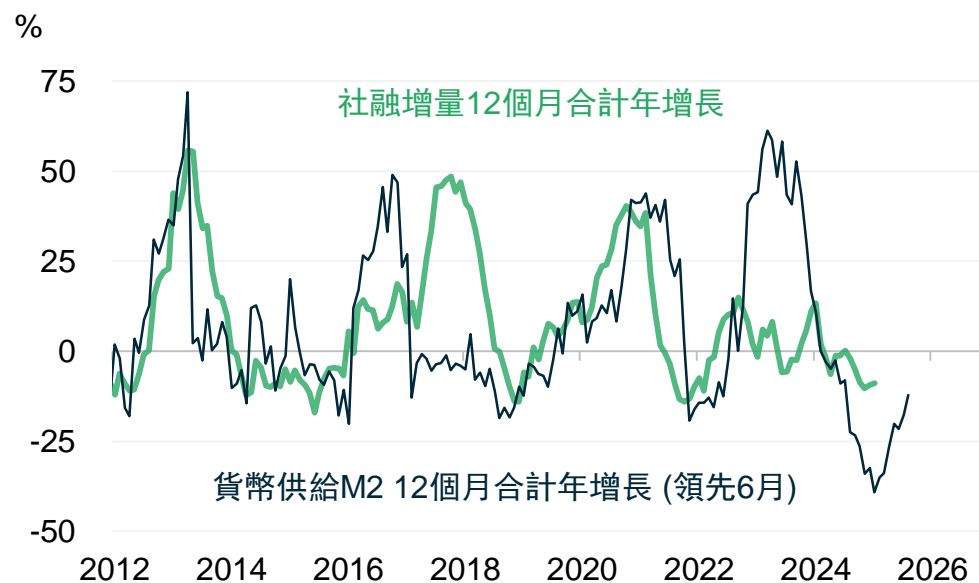
中國 | 官方政策扶助下，社融、房市已略見改善

信貸：銀行衝信貸「開門紅」，加上春節助力因素(包括節前供應鏈和項目進度款結算、員工薪酬獎金發放等用款需求等)，1月社會融資規模增量為7.06兆人民幣，創新高且高於市場預估的6.4兆元。其中，對實體經濟發放的人民幣貸款餘額257.71兆元、年增7.2%；企業債券餘額32.69兆元、年增4.1%；政府債券餘額81.78兆元、年增16.7%。整體來看，雖然政府政策支應仍是主要增長來源，但其他民間部分已較去年改善。

房市：經歷兩年多來的房市空頭，近期房市略有止穩跡象，以70大城市房價漲跌來看，上漲個數逐漸回升；另一方面，十大城市房屋去化月數來看，也從去年4月的高位23.6個月下降至今年1月的14.4個月，雖仍高於長期平均約9.9的水準，但明顯已經脫離去年最惡劣的狀況。

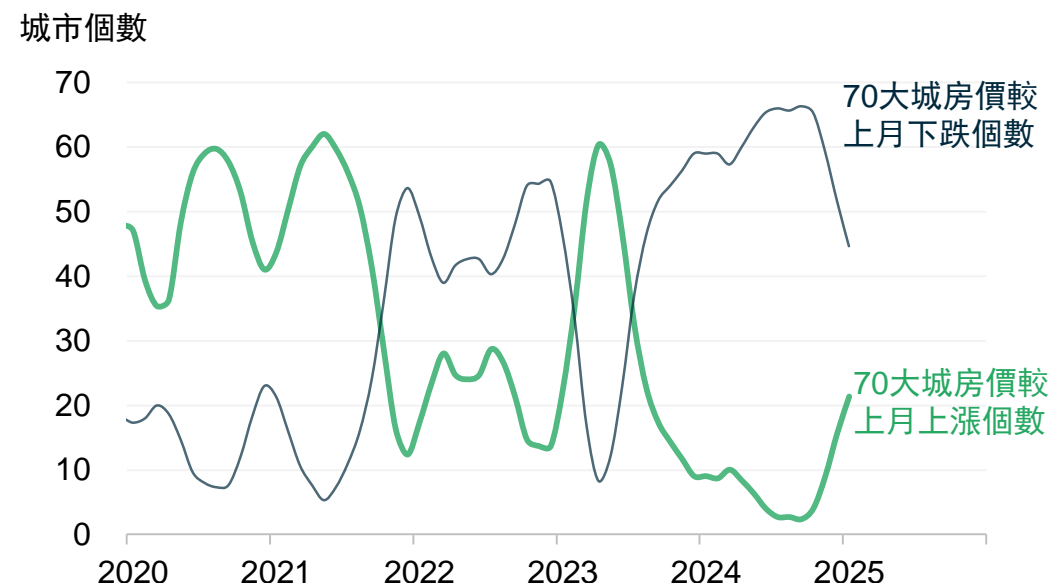
綜上，雖然中國整體總經環境仍較疲弱，但924新政以來官方多方拉抬，讓近期信貸、房價略有改善。

社融增長逐漸有觸底跡象



資料來源：Bloomberg。

70大城市房價漲跌狀況，顯示房市略有好轉



資料來源：Wind。

中國 | 官媒表達國進民退政策已然轉變,「兩會」還提高財政赤字率,以擴大財政政策支持

中國全國「政協與人大兩會」於3月4、5日登場。會前,官媒新華社即先發布長文,以中共總書記習近平所說「我是一貫支持民營企業的」為標題,因此,會前市場即預期會有更多有利企業的政策釋出。會後,聲明除堅持教育強國、科技強國,創新鏈產業鏈資金鏈,及優化營商環境等,同時釋出今年**GDP成長目標設定在5%左右,意即連續三年目標相同,並明顯提高財政赤字率至4%**;且稱**強化總經政策民生導向**,經濟政策的著力點更多轉向惠民生、促消費,並打好政策「組合拳」,並堅定實施擴大內需戰略。

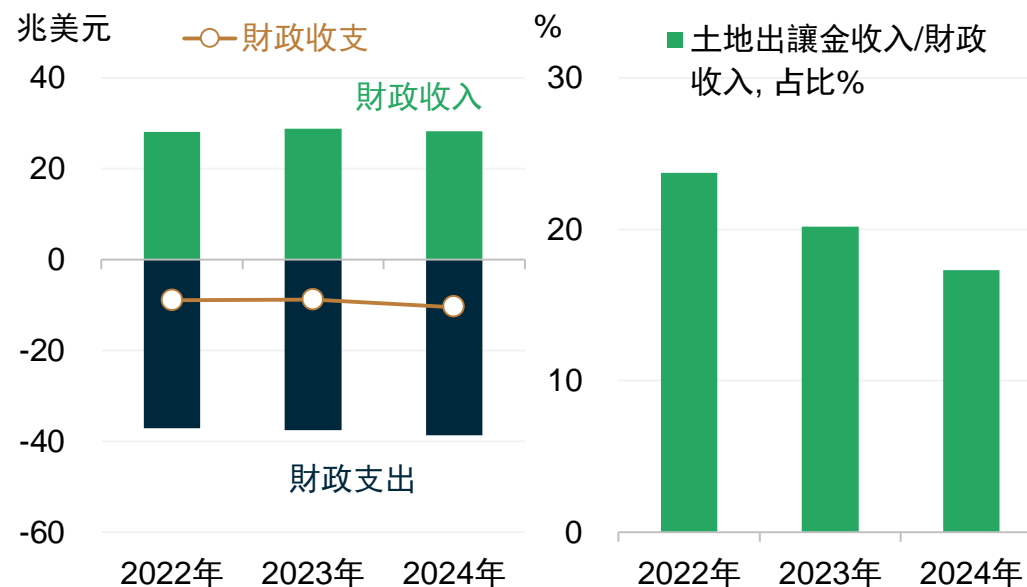
綜上,外部貿易戰、美中關係的不確定性下,官方財政與貨幣政策不得不持續延續寬鬆的政策取向,但鑒於稅收與土地出讓金收入雙雙減少下,今年政府舉債必須持續增加。

兩會重點：財政政策明顯較去年更為寬鬆

要點/年份	2024年	2025年
報告人	李強	李強
總經目標	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅3%左右 3)赤字率3% ,規模4.06兆元,比上年年初預算增加1800億元;公共預算支出28.5兆元,比上年增加1.1兆元 4)城鎮新增就業目標1200萬人以上 5)新增地方專款債券3.9兆元,較上年增加1000億元	1)GDP增速目標5%左右 2)消費物價漲幅2%左右 3)赤字率4% ,規模5.66兆元,比上年增加1.6兆元;公共預算支出29.7兆元、比上年增加1.2兆元 4)城鎮新增就業目標1200萬人以上 5)新增地方政府專款債券額度4.4兆元,較上年增加1000億元
財政政策取向	加力提效 ,加強重點領域	更加積極 財政政策
貨幣政策取向	社會綜合融資成本穩中有降	推動社會綜合融資成本下降

資料來源：國泰世華銀行整理。

稅收與土地出讓金收入減少下,政府赤字率應持續上升



資料來源：Wind。

台灣 | 川普關稅威脅多管齊下，農產品及汽車類商品潛在衝擊較大

川普關稅多管齊下，除了對中國、墨西哥及加拿大加徵關稅，也對鋼鋁等產品課徵25%關稅，4月也可能陸續對各國課對等關稅。對台灣潛在影響：

特定產業課齊頭式稅率：電子零組件、機械設備及鋼鐵製品為台灣對美國出口前三大商品，且目前美國對這些商品課稅平均皆不到5%，未來若25%關稅如實上路，**成本轉嫁能力低的公司，受衝擊將最大。**而在**台積電3/3宣布加碼投資美國後，半導體受到川普關稅威脅已大幅降低。**

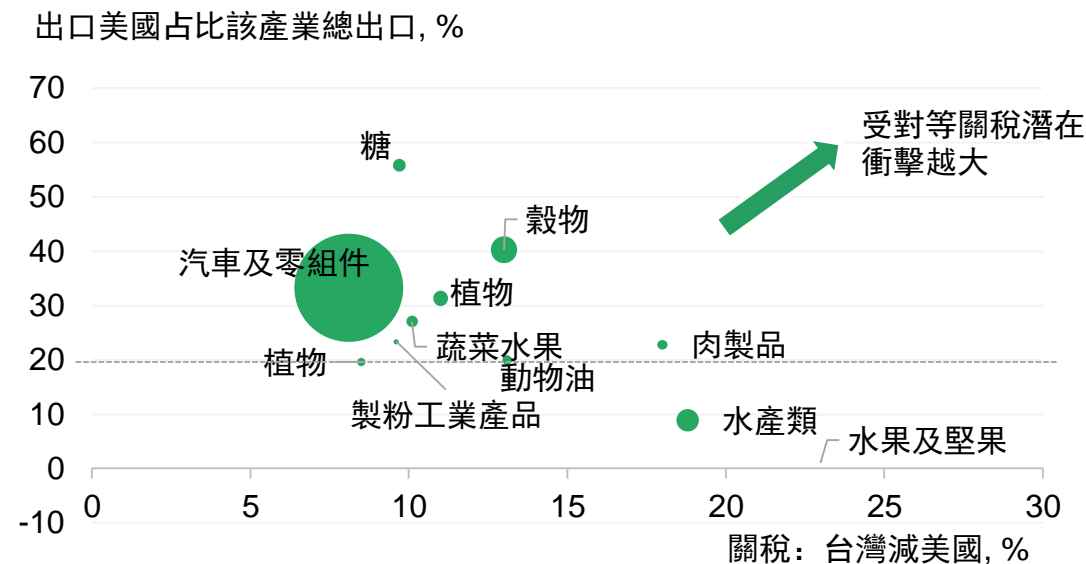
對等關稅：台灣簡單平均關稅與美國差異不大，但**個別商品關稅差異卻不小**，台灣對農產品、肉類及汽車平均關稅遠高於美國，**其中又以肉製品、蔬果、糖及汽車零組件**出口美國的比重高於2成，且多為傳統產業、面臨市場競爭者眾多的挑戰，預計**受到對等關稅潛在風險較大。**

台灣對美商品出口金額前五大



資料來源：WTO, 關港貿單一窗口。

台灣受對等關稅潛在衝擊大的產業



註：圓圈大小為出口規模。採台灣跟美國對外課徵的關稅簡單平均差異大的前10名產業。
資料來源：WTO, 關港貿單一窗口。

台灣 | 川普2.0重塑全球貿易版圖下，台灣出口結構及MIT比重或將迎來轉折

過去20年台灣出口額由不到2000億美元，到2024年已經來到4750億美元，由結構來看，電子及資通占比由35.7%，近乎翻倍至65.2%來看，為帶動台灣出口快速成長的主因。不過，在2020年前，外銷訂單在台生產(MIT)比重，受全球化、產線往具成本優勢的國家挪動下，MIT比重有所下降，直到川普1.0及中國清零政策使企業重新思考產業鏈布局，加上台灣境外資金回流專案助攻，企業回流台灣下，使2020年至今MIT比重又有所回升。

另由台灣對外投資金流亦可看出端倪，川普1.0開始(2017年)，台灣對外投資重心由中國轉往東協及美國，且此趨勢在近年越發明顯，在2024年赴美投資金額已高達160億美元，展望未來，在**川普2.0防堵各國貿易繞道行為**、欲引導製造業回流美國的政治方針下，考量**台積電宣布加碼1000億投資美國**，可能在未來幾年逐步落實下，有可能使台灣出口結構、及MIT比重走升的態勢迎來轉折。

台灣出口結構及外銷訂單MIT比重變化

台灣出口	2005	2010	2015	2020	2024
總出口(億美元)	1998	2774	2844	3451	4750
電子+資通占比(%)	35.7	36.2	40.9	53.5	65.2

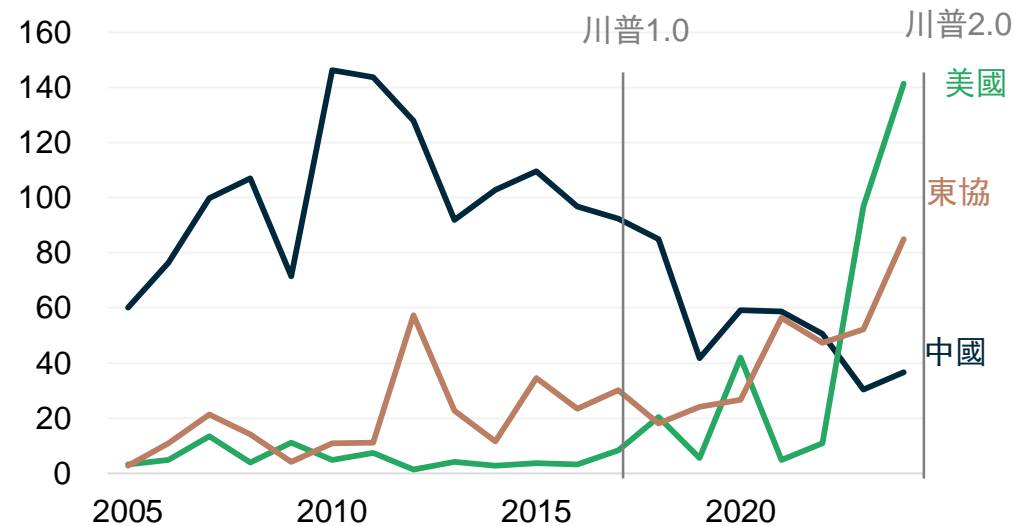
外銷訂單- 台灣生產比重(%)	2005	2010	2015	2020	2024
ALL	59.7	49.2	44.6	46.0	51.4
電子產品	62.9	50.4	49.2	56.9	62.1
資訊與通信產品	27.1	15.3	7.3	9.0	19.0

註：紅底為走升期間、綠底為走降期間。

資料來源：Bloomberg。

川普2.0防堵繞道、引導製造業回流，台赴美投資料將加速

台灣對外投資核備金額，億美元



資料來源：Bloomberg。

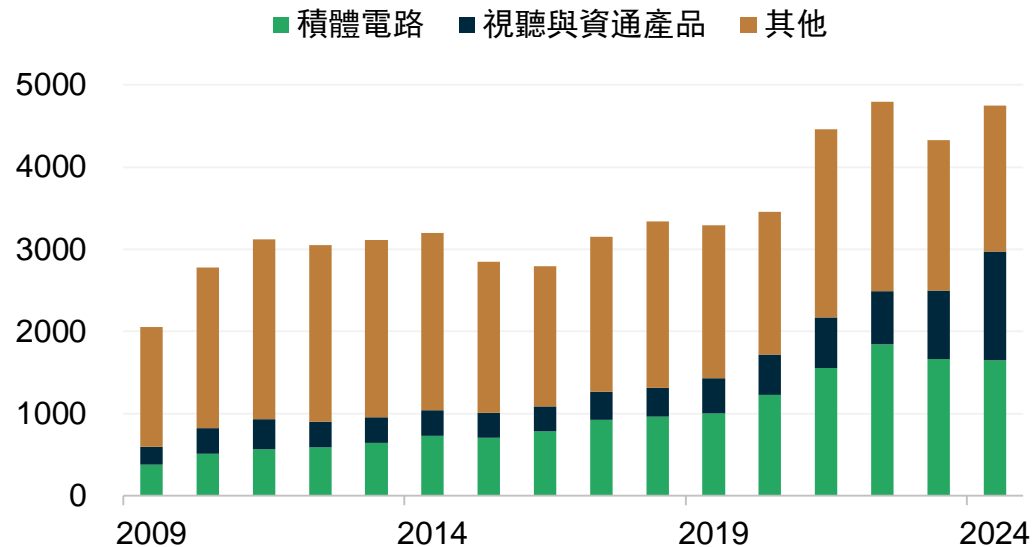
台灣 | AI供給鏈擴大對美投資，長期而言將壓抑出口成長力道

除了台積電擴大美國廠投資規模，鴻海、廣達等AI伺服器供應鏈也大舉增加對美投資，由於AI需求爆發，近兩年成長快速，包括AI晶片、AI伺服器出貨成長，若觀察積體電路及視聽與資通產品兩大類出口金額佔比，2024年已達62.6%，較2019年的43.5%大幅增加。

台灣是出口導向國家，淨出口佔GDP比重約10~15%，若目前成長最快的AI供應鏈逐步增加美國投資，即使如台積電董事長魏哲家所說，到2035年，台灣產能佔比仍維持8成以上，但是對於台灣出口成長力道而言也將有所減弱。不過對於企業而言，靠近美國主要客戶，不僅可擴大訂單，也擺脫關稅威脅，似為兩全之計。

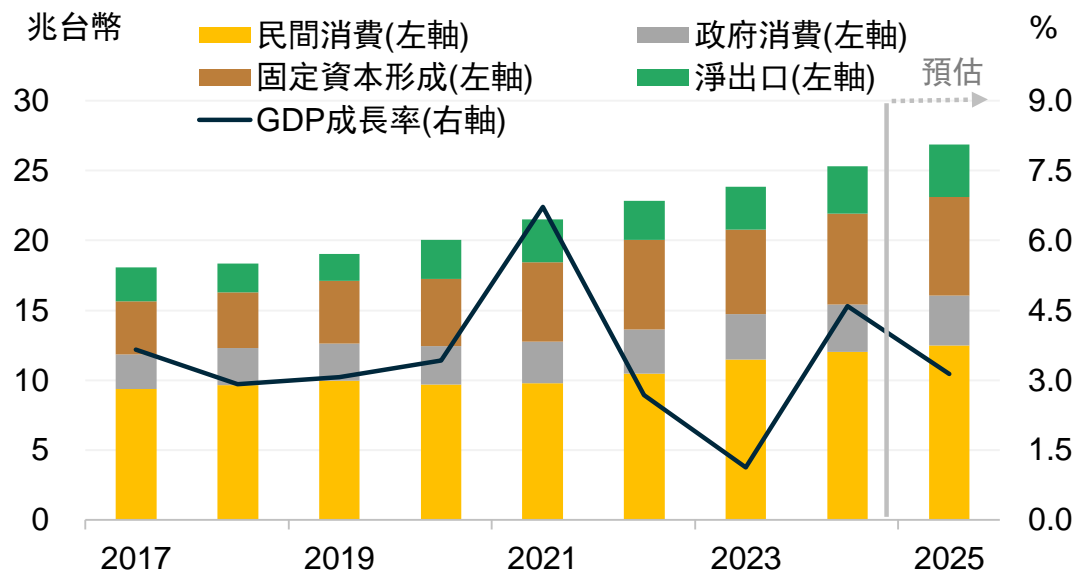
受惠AI成長，積體電路及資通產品佔出口比重逾6成

出口金額，億美元



資料來源：財政部。

台灣淨出口2024年約佔GDP13%



資料來源：主計總處預估。

金融市場動向

股市 Flight-to-Value, 美國仍是長線看多, 但歐洲、中國具黑馬、轉機股潛力

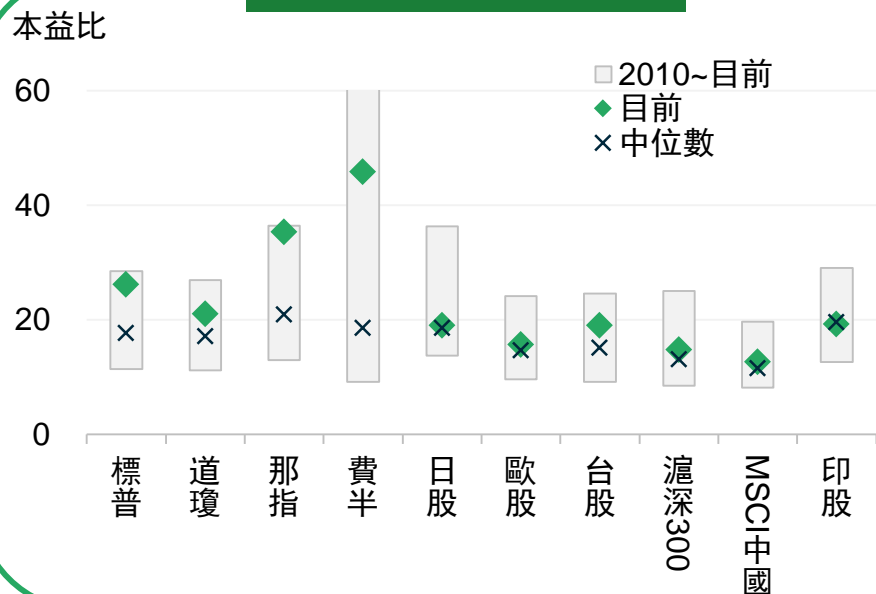
北美(白馬股)
 利多: AI趨勢、基本面佳
 利空: **高基期**、關稅政策
 選股: 科技、金融、基建

中國(轉機股)
 利多: **DeepSeek**、**財政擴張**
 利空: 美中摩擦、民間去槓桿
 選股: 科技

歐洲(黑馬股)
 利多: **和談重建**、**財政擴張**
 利空: 短線過熱、基本面較弱
 選股: 基建、工業、金融

日本(白馬股)
 利多: **股東權益改革**、**景氣復甦**
 利空: 政治風險、關稅壓力
 選股: 科技、金融

主要股市評價狀況



註: 顏色越深表示評價越高。

Summary:

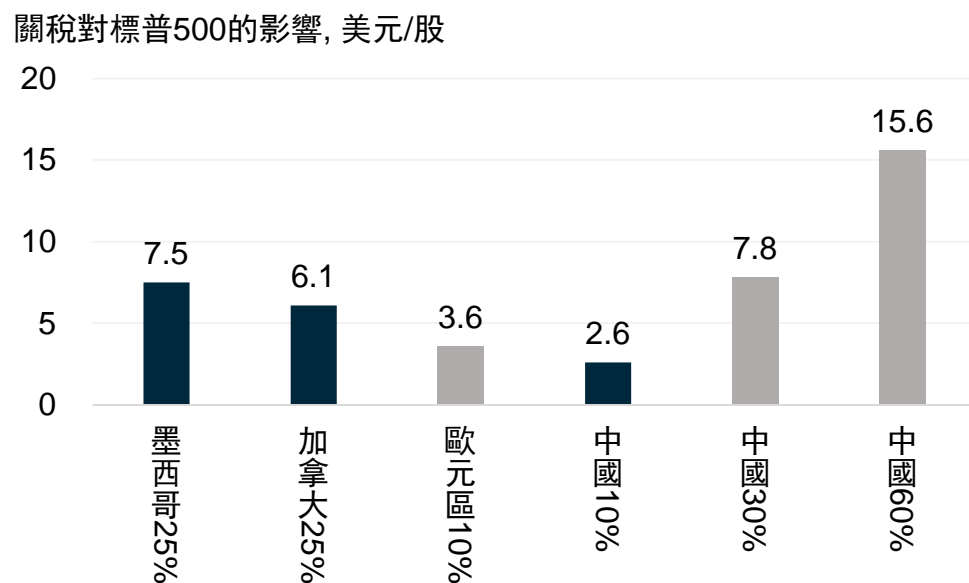
- ✓ 美國(白馬股): 長線看多。
- ✓ 日本(白馬股): 公司治理改革、景氣復甦利多。
- ✓ 歐洲(黑馬股): 歐債以來財政撙節的立場轉向。
- ✓ 中港股(轉機股): **DS效應**、評價較低、科技股「**權重**」提高。

美股 關稅使企業獲利有下修壓力, 但不改成長趨勢

美國已針對墨西哥與加拿大的鋼鋁課徵關稅, 中國的商品也加徵20%關稅。根據市場估算, 由於加拿大、墨西哥及中國, 都是美國最大的貿易夥伴之一, 關稅的提高, 可能導致企業獲利受到一定程度的衝擊, 合計加墨中等關稅, 對美股EPS有16美元的影響, 約5-10%的下修。

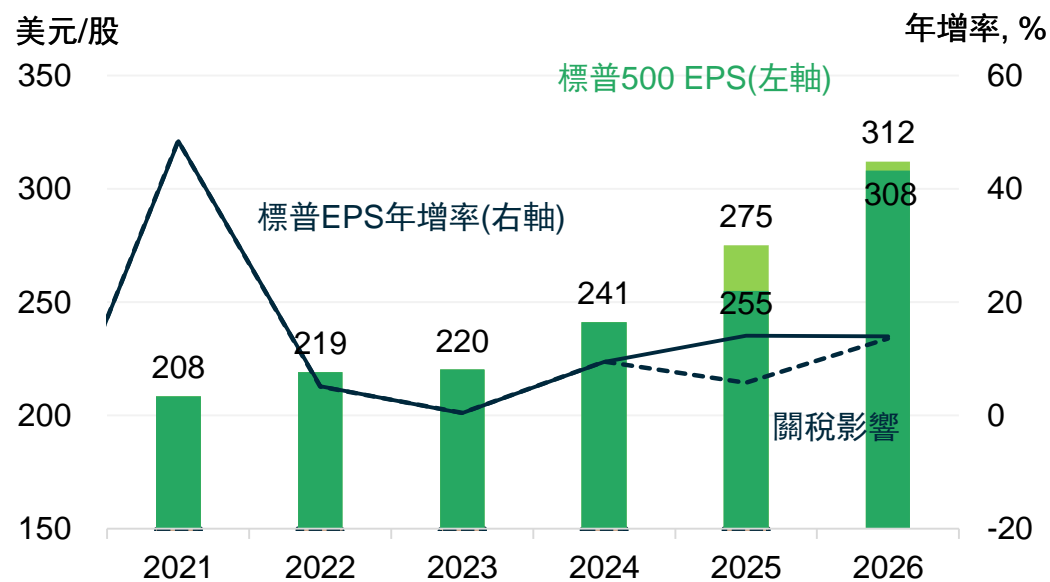
以標普500企業獲利而言, 在關稅未上路之前, 市場對今年獲利仍抱以樂觀的期待, 預估約有11%的成長, EPS高達270美元, 若美國關稅政策沒有減稅等相關配套措施, 不排除讓獲利變成是個位數的成長, 但2026年仍有雙位數的成長。**反映在股市上, 市場擔心企業獲利下修, 不排除有5-10%的修正, 但考量製造業回溫態勢不變, 加上企業獲利持續成長, 支持股市緩步走高。**

市場推估, 各國關稅對標普500企業獲利的衝擊



資料來源: JP Morgan預估。

標普500獲利上升趨勢不變, 但因關稅有下修壓力



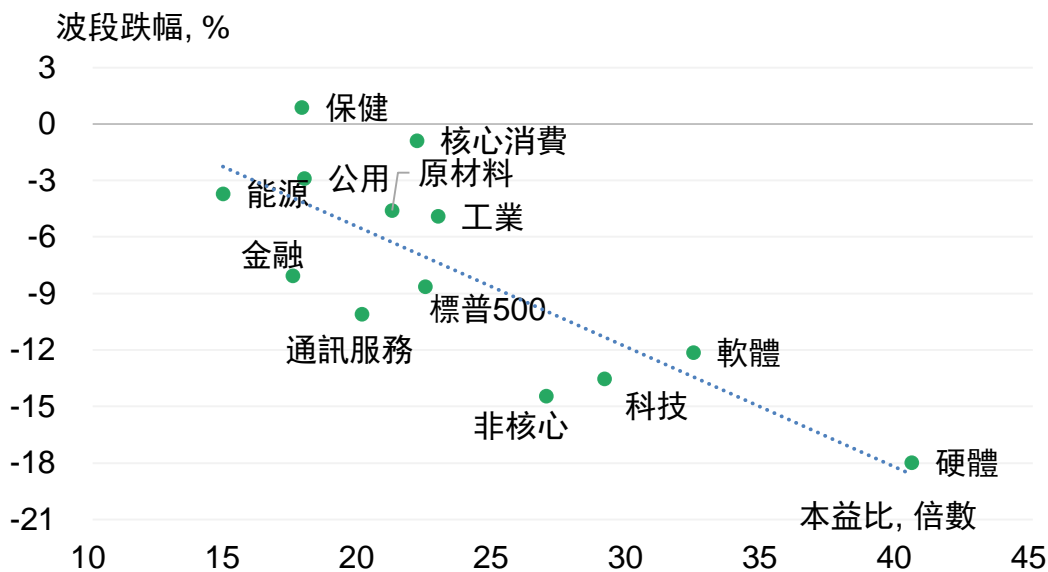
資料來源: Bloomberg, Factset預估。

美股 留意市場波動對高評價類股的影響, 但獲利成長性才是關鍵

對金融市場而言, 一旦關稅風險上升, 市場不確定性上升, 評價偏高的類股, 可能為成為市場宣洩的窗口, 今年Q1, 川普加大加墨中的關稅力度, 科技股成為跌幅最重的族群。展望Q2, 若川普持續針對關稅議題做操作, 高評價類股仍有不可避免的波動。

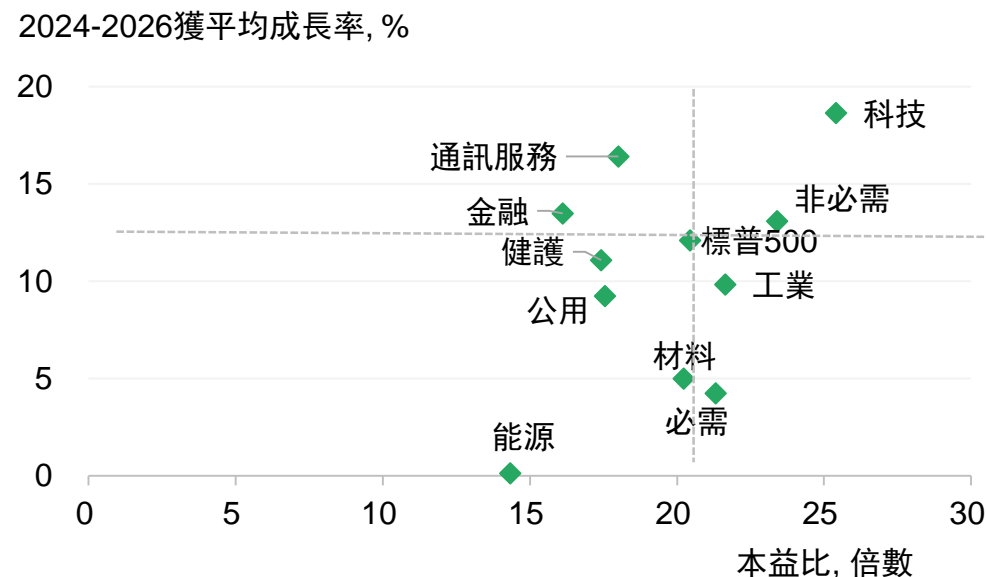
不過, 即使如此, 科技股仍不應悲觀看待, 觀察其過去及未來的獲利成長性, 科技股仍舊是最強的類股, 可趁股市急跌, 導致評價快速修正時, 增持科技股。若貿易不確定性仍舊偏大時, 不妨以金融、健護、公用事業為主, 既有評價偏低優勢, 同時保有一定的獲利成長性。

政治不確定使評價偏高的類股, 成為短期宣洩窗口



註: 波段跌幅為2/19-3/10。
資料來源: Bloomberg。

各產業評價及其獲利成長性



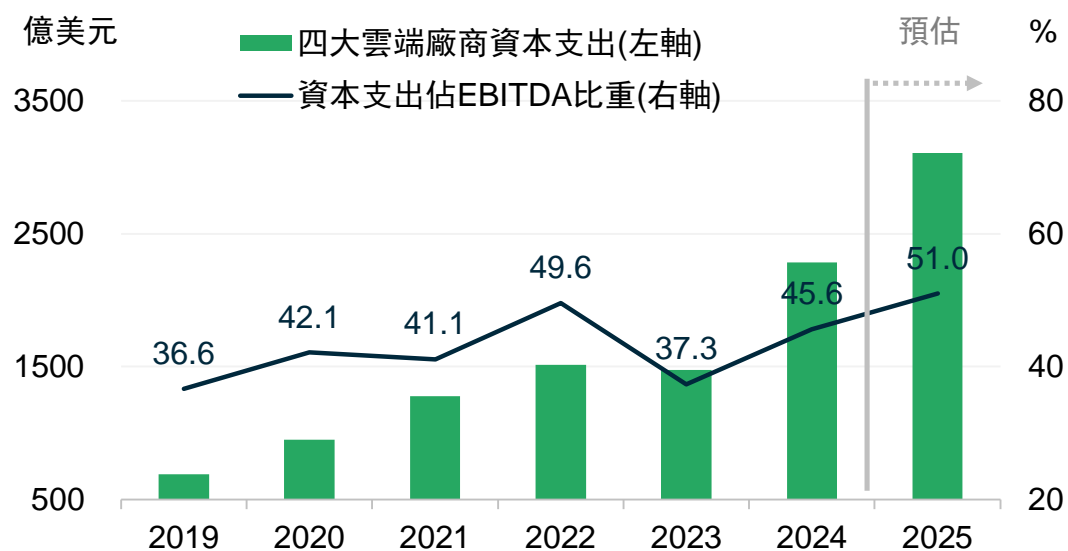
資料來源: Bloomberg, Factset預估。

科技 雲端大廠資本支出隨獲利攀揚, AI需求仍穩定成長

年初DeepSeek衝擊形成AI大語言模型競爭加劇, 並引發硬體需求可能下滑的擔憂, 但AI投資如火如荼, 雲端大廠絲毫沒有停下腳步, 根據彭博預估, 2025年四大雲端業者微軟、谷歌、亞馬遜、Meta資本支出將逾3100億美元, 年增36%, 連兩年高速成長讓市場擔心是否有過度投資的疑慮, 不過若以資本支出佔EBITDA(利息、稅費、折舊及攤銷前獲利)來看, 2025年比重雖有所提高, 但未達失控地步, 顯示企業投資與獲利呈同步成長。

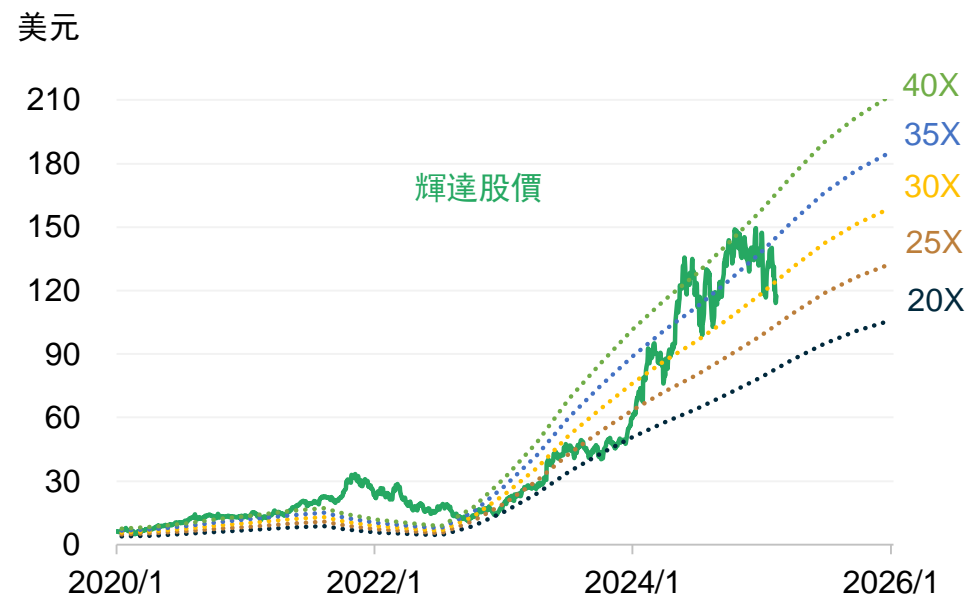
AI晶片大廠輝達獲利持續向上, 但增速結束過去6季的3位數成長, 呈現趨緩的態勢, 評價面也出現高檔拉回。由於算力成本不斷降低, AI應用將呈現百花齊放的趨勢, 對於AI晶片以及雲端AI服務的需求都將維持成長趨勢, 在評價回到30倍以下可考慮介入布局。

雲端大廠資本支出及佔EBITDA獲利比重



註：四大雲端廠商取微軟、谷歌、亞馬遜、Meta等4家公司總和。
資料來源：Bloomberg預估。

輝達獲利持續成長, 評價修正至合理區間



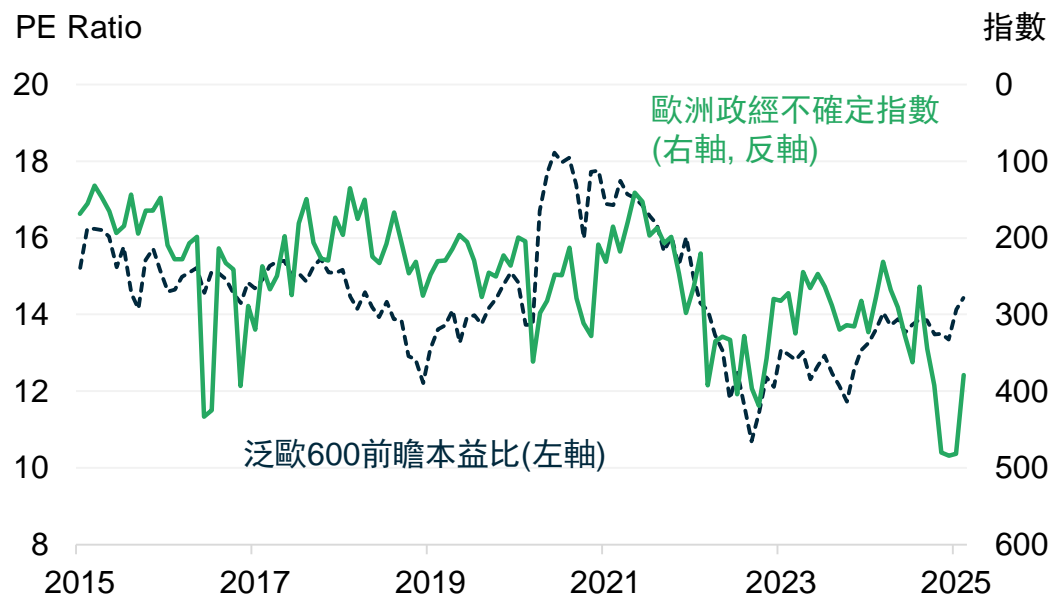
註：資料來源：Bloomberg預估。

歐股 戰爭風險淡化、財政轉向擴張，歐股評價區間上移

在川普政府居中協調下，儘管澤倫斯基與美方關係一度陷入緊張，雙方對於領土、烏克蘭加入北約等細節也尚未達成共識，不過繼3/11美烏達成30天停火協議後，烏克蘭也證實撤出俄羅斯庫斯克州的蘇賈區，多名美國官員樂觀看待短期內簽訂停火協議，俄烏和談確實出現長足進展。

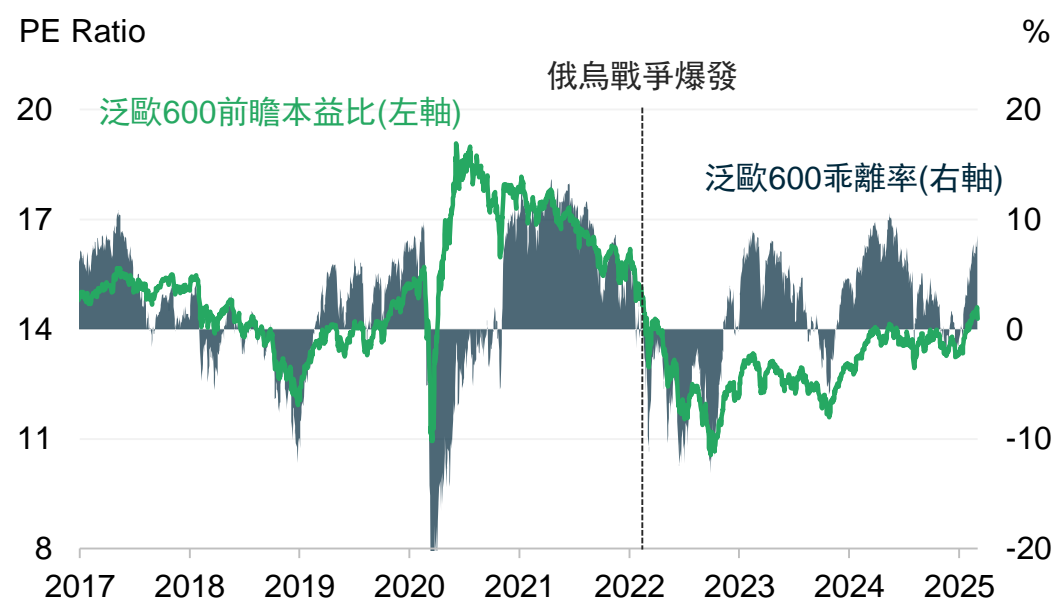
金融市場已經率先定價戰爭風險降溫，泛歐600指數本益比自從2022年戰爭爆發後，將近3年的時間內持續在11至14倍之間徘徊，隨著川普強力介入戰爭調停，指數評價已回升至戰爭前水平。除此之外，美國表態降低對歐軍事費用，迫使歐洲各國增加國防與財政支出，同樣有利改善市場情緒。

戰爭風險淡化，有利歐股評價區間上移



資料來源：Bloomberg。

評價面回歸至俄烏戰爭爆發前水平



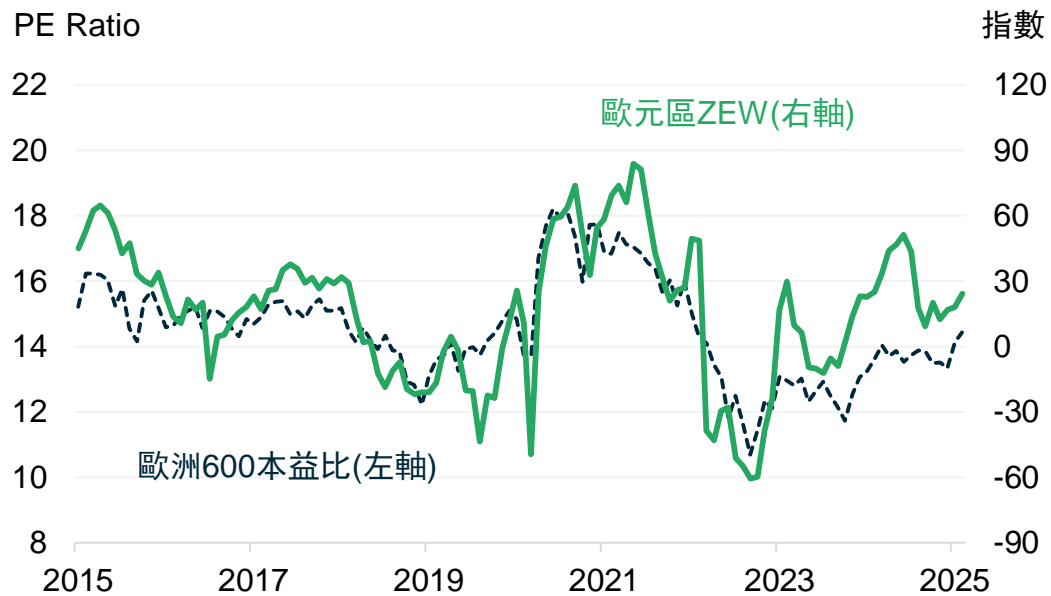
註：藍線為泛歐600指數與年線(200日平均線)的乖離程度。
資料來源：Bloomberg。

歐股 基本面轉佳有助大盤維持多頭格局, 惟須留意關稅制裁恐添市場擾動

德國有望通過5000億特別基金與放寬債務上線的財政法案, 加上對其他歐盟國家的潛在外溢效果(促使各國跟進增加軍費開支), 軍事費用與基礎建設投資可望提振經濟增速, 歐洲近年除了戰爭影響, 源自中國的產業競爭與消費降級影響甚鉅, 財政支出無疑成為擺脫景氣壓力的一道曙光。

川普對歐洲關稅態度強硬, 加上德債利率走升對股市評價有負面影響, 歐股可能面臨回調風險, 然而, 隨著美國政策風險升高, 具備結構轉變與低評價優勢的歐股獲得投資人青睞, 考量美國的不確定性短期內不易消除, 俄烏停火與財政擴張對歐股的幫助可能延續至Q2, 基本面轉佳有助泛歐600維持多頭格局。

基本面若持續改善有利歐股延續漲勢



資料來源: Bloomberg。

留意關稅與公債利率偏高增添市場擾動



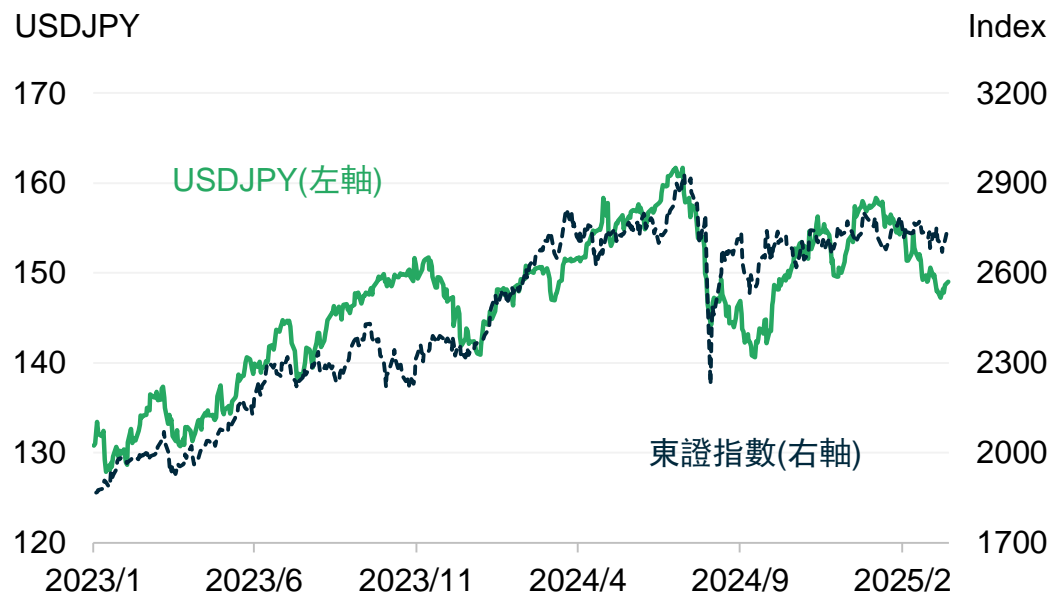
資料來源: Bloomberg。

日本 短線市場因關稅風險陷入盤整，但企業獲利有望推動大盤重返多頭

市場多空因素角力，今年初日本股市呈現區間整理走勢，東證指數自去年Q4開始就於2600-2800點之間狹幅震盪，其中，春鬥加薪幅度連續兩年突破5%、CPI走勢偏強，使日本央行的緊縮貨幣政策，以及來自美國的關稅不確定性，成為股市陷入盤整的主要因素。

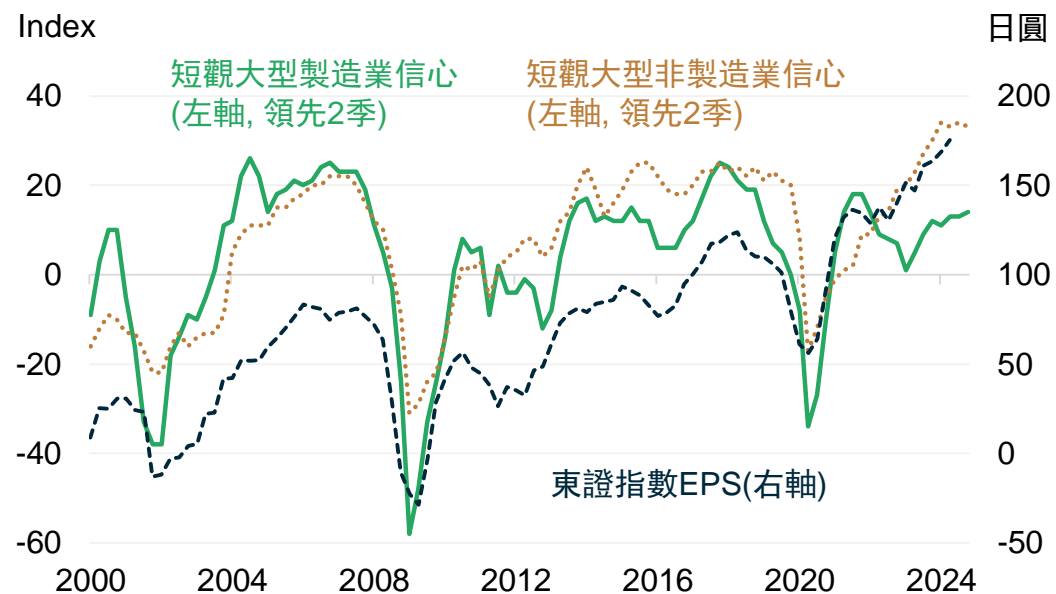
展望後市，短期關稅風險擠壓市場情緒，然而，日本經濟基本面穩健，去年底短觀製造業與非製造業信心偏強，反映在2024年10-12月企業獲利數據亮眼，加上在東京證券交易所的股東權益改革計畫推波助瀾，企業加強回購股票與提高配息，獲利與結構改革提供股價支撐，待美國關稅與升息不確定性淡化，日股有望重回多頭走勢。

日圓偏強震盪壓抑股市動能



資料來源：Bloomberg。

日本企業獲利逐季穩健成長



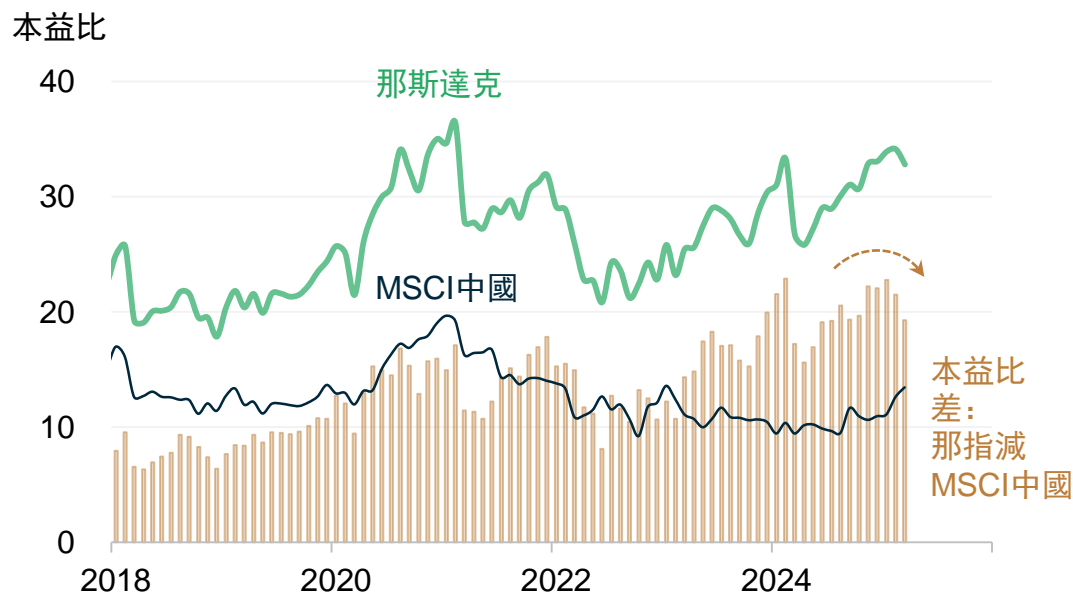
資料來源：Bloomberg。

中國 “DeepSeek效應”、 “評價較美國低”，有利中港科技股表現

雖然中國總經表現仍相對疲軟，但得益於**1)DeepSeek技術的加持**，中港科技產業的前景被廣泛看好。此外，相較於美國科技股，中港科技股的**2)評價估值明顯低於美國的水準**，吸引力進一步增強。同時，**3)海外的中國股票指數因科技股占比較高**，較不受到中國總經的拖累。綜上，儘管外部貿易戰的噪音時有干擾，且短期內或面臨漲多後的震盪，但這些因素不會改變中港科技股整體回升的趨勢。

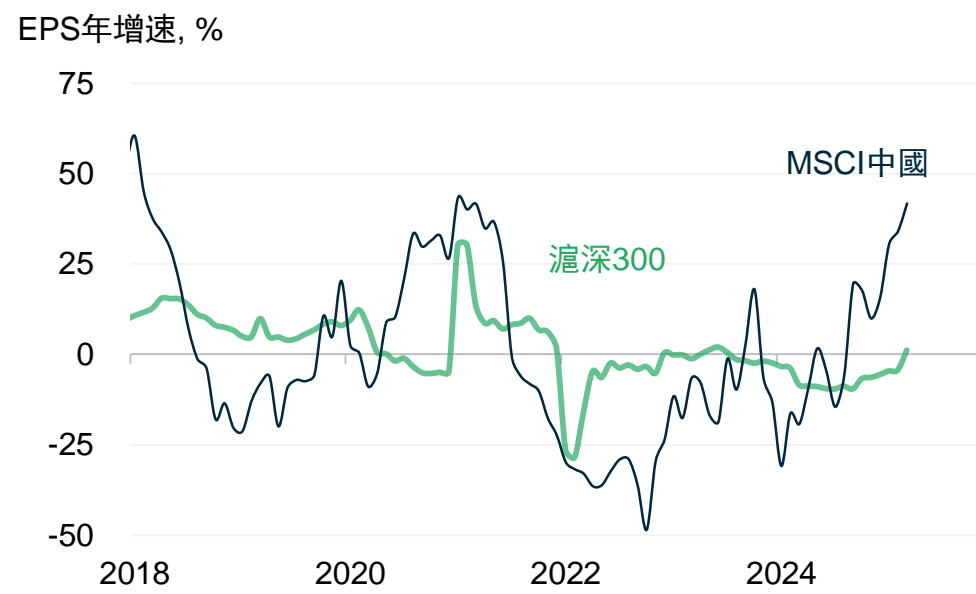
操作上，關稅等利空消息持續，短線漲多後震盪容易加劇，但鑒於上述三大因素，將有利中港科技股長線表現，因此可分批布建。不過，鑒於中港股波動較高，美中關係也存在變數，因此較適合以**衛星配置視之**，標的則以追蹤境外指數的基金為先。

中美科技股評價進一步收斂



資料來源：Bloomberg。

離岸指數科技股權重較高, 基本面較佳



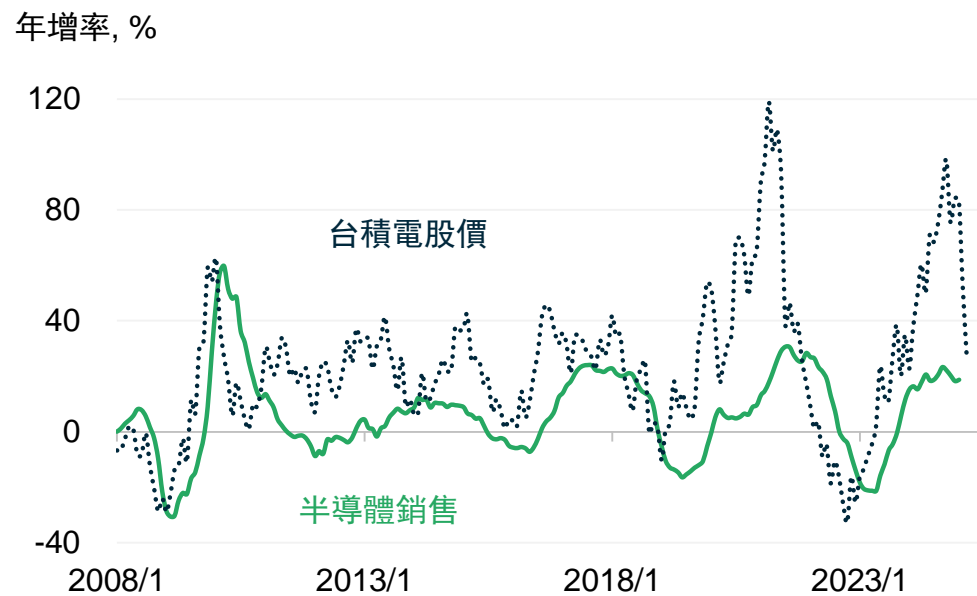
資料來源：Bloomberg。

台股 半導體景氣循環進入後半場？庫存天數下降暗示景氣反轉機率不高

在川普關稅政策不確定性下，美股「衰退交易」引爆殺機，半導體股跌幅慘重，也引發半導體景氣可能自高檔反轉的疑慮。本波半導體景氣自2023/4落底反彈以來已近2年，循環步入擴張後半場，是否代表半導體以及台股的多頭行情已經結束？

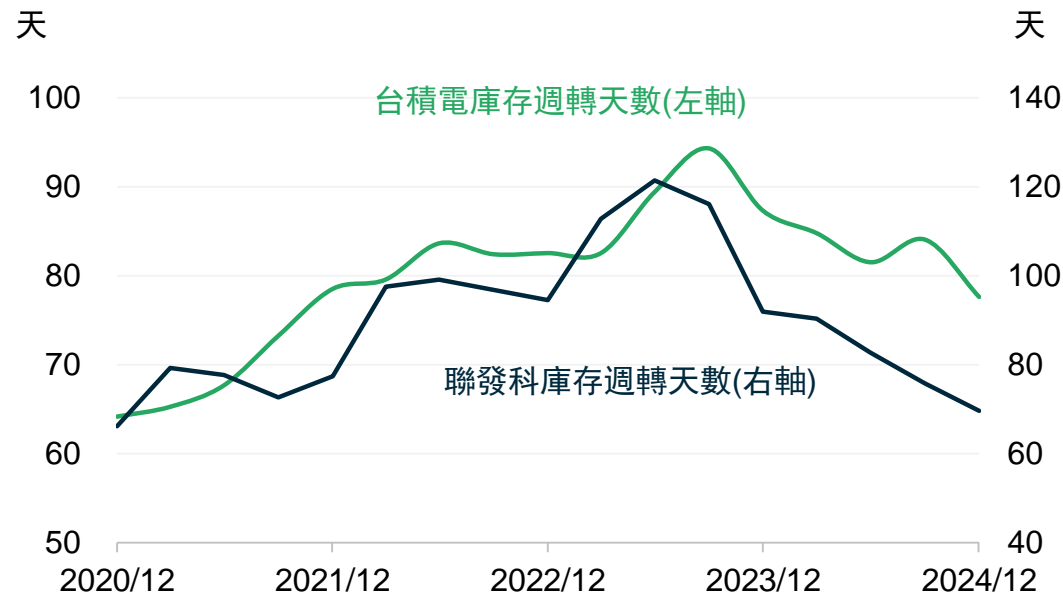
過去半導體循環約3.5~4年，半導體銷售年增率進入負成長的期間，往往也是股價回落的時期，但股價修正是否代表半導體循環將進入衰退？如果觀察台股兩大半導體巨頭—台積電和聯發科，目前營收成長、而庫存週轉天數持續下降，顯示並未出現景氣高峰時期，庫存大幅拉高且銷售停滯的狀況，受惠於AI需求強勁成長，並有望擴散至AI手機、AI PC的前景下，產業趨勢仍向上，可利用Q2產業淡季布局，有望於下半年帶動台股走高。

台積電股價與半導體循環



資料來源：Bloomberg。

台股兩大半導體業者庫存天數持續下降



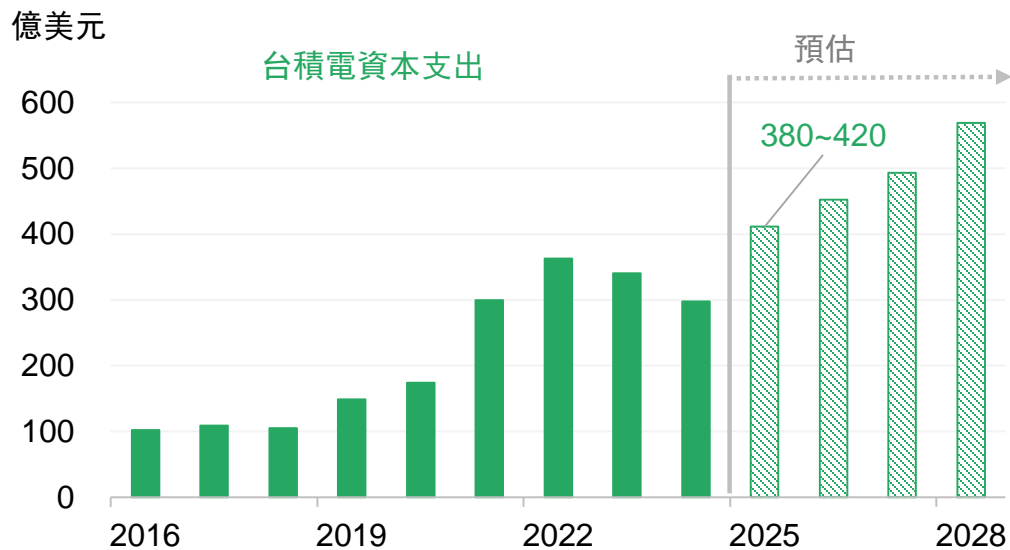
資料來源：Bloomberg。

台股 台積電加碼美國投資, 助台股擺脫關稅陰霾

3月4日, 台積電董事長魏哲家與川普總統在白宮共同宣布台積電在美投資案, 繼目前亞利桑那1、2廠外, 將加碼1千億美元, 增3座先進製程晶圓廠、2座封測廠及研發中心, 先前市場擔心的半導體關稅以及與英特爾合資問題, 警報可望解除。一向保守的台積電大舉擴大投資, 也代表對AI前景持續樂觀。

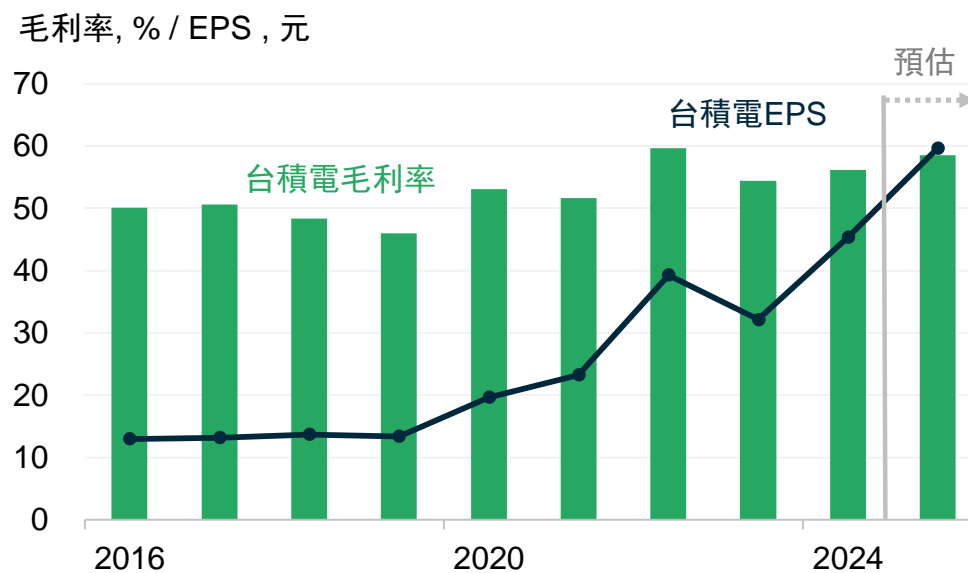
台積電曾提到美國廠成本較高, 可能拉低平均毛利率2~3個百分點, 不過由於台積電毛利率長期穩定在50%之上, 且在美客戶多支持台積電漲價以反應成本, 對台積電獲利影響應屬可控範圍。且AI需求仍處於早期爆發階段, 台積電在市佔率、競爭力皆處領先地位, 有望帶動台股走出多頭格局。

台積電2025年起將逐步擴大資本支出



註: 以2026~2028年營收成長推估資本支出。
資料來源: 台積電, Bloomberg預估。

台積電毛利率長期穩定在50%之上



資料來源: Bloomberg預估。

債市 降息前景下，有助殖利率走低；惟今年公債到期比例高，恐為利率上方壓力

美國Q1 GDP存在放緩風險：1)消費動能減弱、2)貿易逆差大增，以及3)川普減少政府支出的意向，均將成為經濟成長逆風。加上川普表示，關稅、貿易政策將帶來短期動盪，使得市場對經濟潛在衰退的疑慮上升，導致年至今利率走弱。

利率走勢：預期10年債利率呈現高檔區間震盪，因：1)經濟放緩疑慮，導致市場恐慌，2)不過關稅對通膨仍存有上行壓力。**債市策略：**若利率下行至區間下緣，可漸站賣方思考。

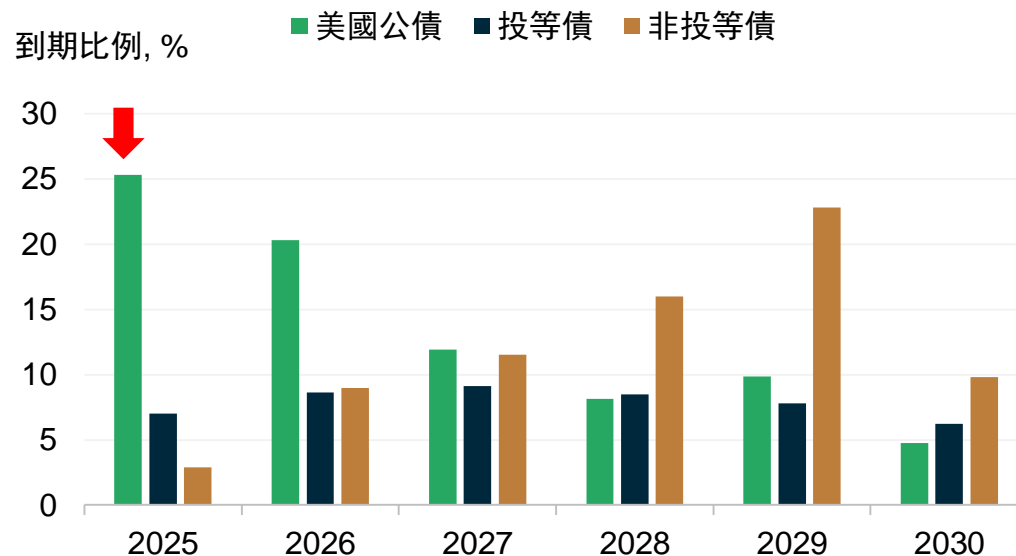
公債到期壓力：惟需留意，今年美國公債到期比例高達25%，顯示財政部有較大的發債壓力，公債供給增加下，同為殖利率的上行風險，為潛在利率逆風。Fed寬鬆前景不變，有助長線利率走跌，但供給面仍將影響市場情緒波動，在長線利率下滑的途中，仍可能來回震盪。

寬鬆前景下，有助利率長線走跌



資料來源：Bloomberg。

今年公債到期比例高，發債壓力為潛在風險



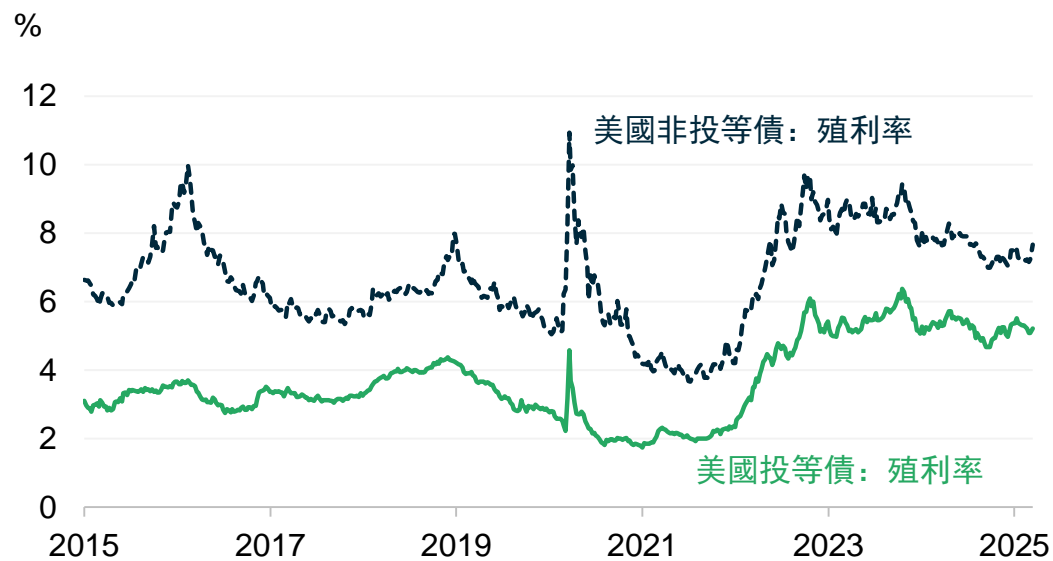
註：到期比例=每年到期/目前活躍檔數。
資料來源：Bloomberg。

信用債 高利優勢仍在, 但面臨經濟放緩風險, 公債、投等債受資金青睞

隨著Fed於2024/9啟動新一輪降息循環, 高利環境正逐漸降低, 目前的總降息幅度已達100個基點, 不過, 聯邦政策利率仍在4.25-4.50%區間的相對高位。若以美國信用債的角度觀察, 投等債、非投等債的利率水平仍高於長期均值。未來Fed持續寬鬆背景下, 布局信用債仍具備優勢。

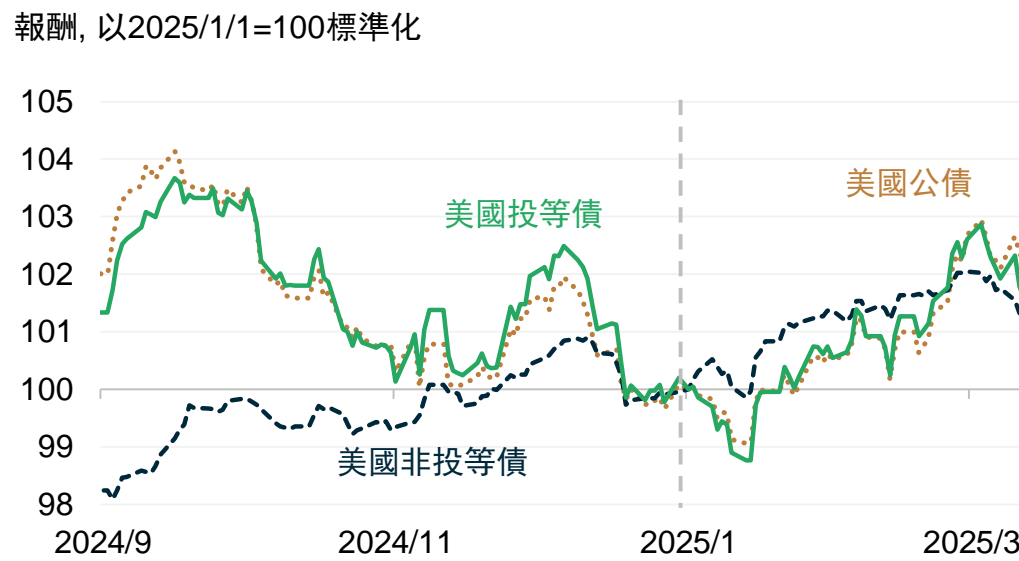
不過, 隨著近期美國經濟放緩, 景氣循環正由擴張逐步走向放緩, 同樣使得市場情緒產生轉變。市場資金漸由「追求風險」轉為「規避風險」, 使得今年公債、投等債表現亮眼, 兩者安全屬性高的特質已成為資金青睞的對象。隨潛在經濟放緩風險升溫, 投資固定收益商品應以穩健、體質佳者為優先。

信用債殖利率仍偏高, 具布債優勢



資料來源: Bloomberg。

避險情緒升溫, 資金青睞較安全的公債、投等債



註：報酬為價格變動+利息收入。
資料來源: Bloomberg。

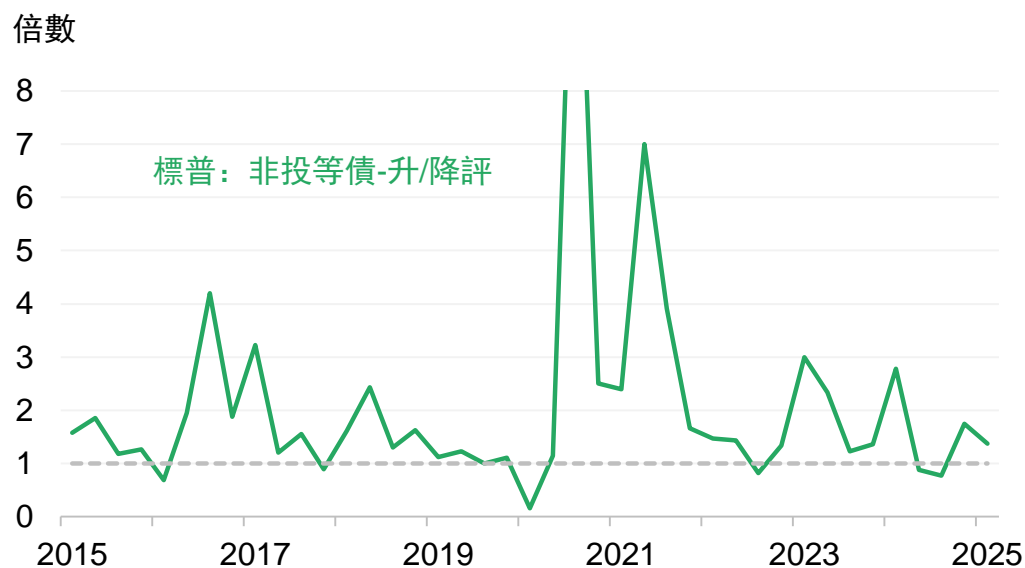
信用債 升評趨勢放緩，信用利差擴張；但經濟未達衰退，利差大幅走擴空間應有限

升評趨勢放緩：觀察標普的美國非投等債信評變動趨勢，目前的升/降評比例仍高於1.0，顯示整體信用狀況依然穩定，保持升評>降評的方向。但需留意，信評改善速度開始放緩，隱含經濟成長放緩、企業盈利下滑等不利因素可能升溫。

信用利差走擴，但大幅惡化空間應有限：美國經濟存在放緩疑慮，資金湧入公債避險之下，導致信用債利差走擴。不過，儘管經濟走勢放緩，但仍未呈現全面衰退的跡象。

展望未來：1) Fed降息方向未變，**資金環境寬鬆使企業借貸成本降低**，2) 川普有望於下半年陸續**啟動減稅政策**，3) 川普的**關稅政策，最終目標為引導製造業回流美國**，上述因素均將支撐美國景氣緩步升溫。長線利多因素支撐下，預估信用利差不至於大幅惡化。

非投等債：升評仍大於降評，但幅度逐漸放緩



資料來源：Bloomberg。

信用利差走擴，但大幅惡化空間應有限



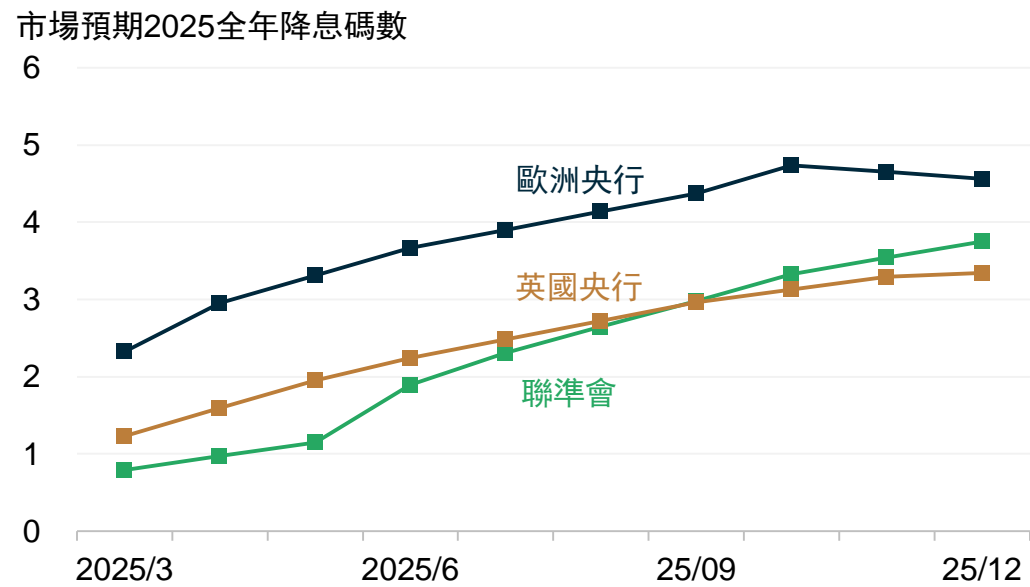
資料來源：Bloomberg。

美元 短期因素引導美元回檔整理, 但大區間格局仍未轉變

市場對關稅的擔憂從助長通膨轉向壓抑景氣, 對於聯準會年內降息預期隨之提高, 加以烏俄局勢出現曙光、歐元反彈的影響, 美元指數回檔修正。然而, 美國景氣未見衰退風險, 即便有關稅的擾動, 各大國際機構仍預期美國成長動能將高於歐、日、英等主要國家。與此同時, 在川普威逼(關稅)利誘(減稅)的引導下, 各國已陸續加大對美投資力道, 如此效果一來有助穩定景氣, 二來則有助支撐美元匯率。

貨幣政策方面, 川普政策常見朝令夕改, 代表在對實體景氣產生影響前, 聯準會或傾向保持觀望的立場, 避免政策過快及過度地調整。此則意味著當前漸趨樂觀的降息預期, 未來恐有反向調整的空間。綜上所述, 短期因素料導致美元回檔整理, 但下檔可望獲得支撐。

主要央行政策同向, 聯準會並無更加鴿派



資料來源: Bloomberg, 2025/3/24。

聯準會停看聽, 緩和美元利差大幅收斂壓力



註: 藍線為2年期美債利率減2年期加權海外利率(以美元指數權重對德國、日本、英國、加拿大、瑞典、瑞士之公債利率加權計算)。

資料來源: Bloomberg。

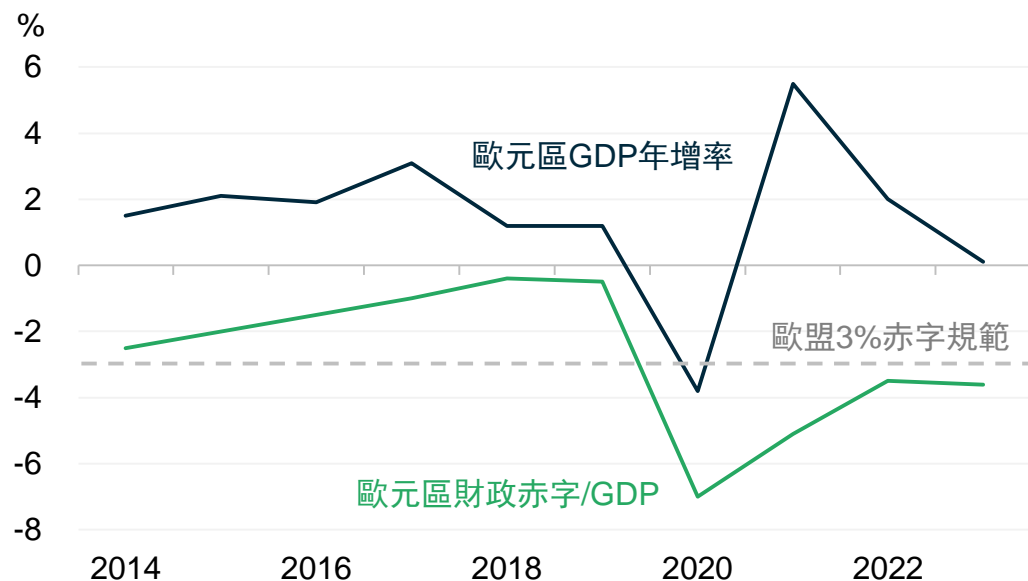
歐元 利多因素發酵，歐元區間上移、脫離極度弱勢格局

在川普的推動下，烏俄戰事出現曙光，引發戰後烏克蘭重建題材的想像。此外，德國將調整摺節立場、歐盟各國加大國防支出，若如實推行，將是未來兩年歐元區景氣轉強的有利因子。而歐元區經濟動能長期落後美國，以致歐元長期走弱的趨勢，則有望出現改變。

至於歐元能否突破過去三年上方壓力關卡，仍需觀察：1)歐洲各國財政刺激實施時間與力道、2)川普對歐關稅是否兌現以及實際稅率高低，皆將牽動歐元區景氣復甦動能。

綜上所述，烏俄消息利多、歐洲財政立場轉向等將帶動歐元自底部反彈，預料來到壓力區後或轉為高檔震盪，靜待上述因子明朗。若下半年財政刺激順利上路、川普關稅不確定性消除，歐元中期仍有向上挑戰的空間。

過去十年歐洲力行摺節，經濟動能亦受壓抑



資料來源：Bloomberg。

歐洲景氣長期落後美國，實為歐元弱勢主因



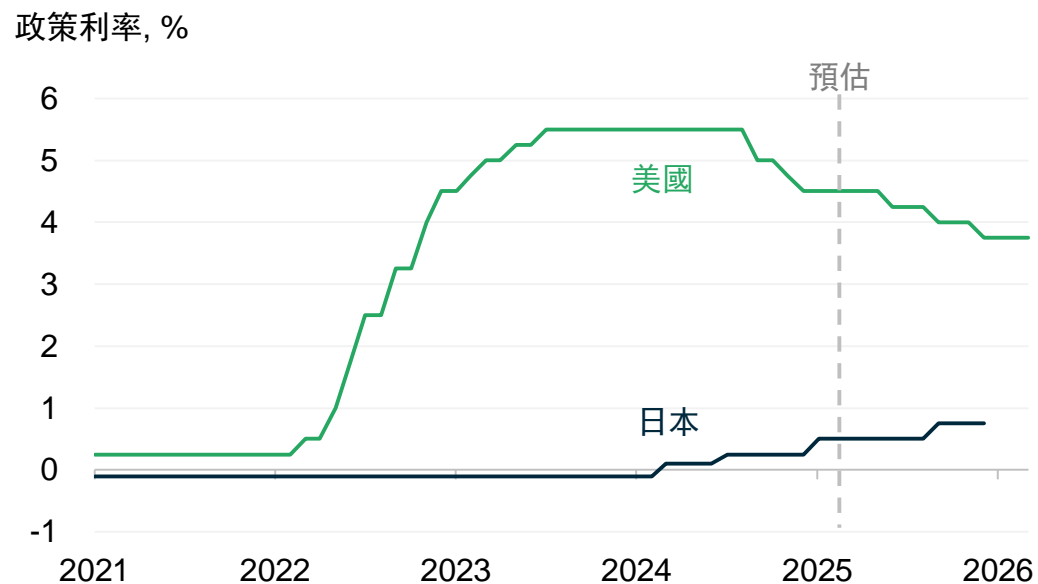
資料來源：Bloomberg。

日圓 BOJ延續緩升息立場, 美日利差收斂方向有利日圓擺脫長期貶勢

BOJ觀望之餘, 緩步升息方向不變, 而聯準會雖暫且按兵不動, 但降息方向並未調整, 意味著美日央行政策分歧的情勢延續, 利差收斂將可望支持日圓脫離過去三年的貶值趨勢, 轉為震盪至緩升的格局。

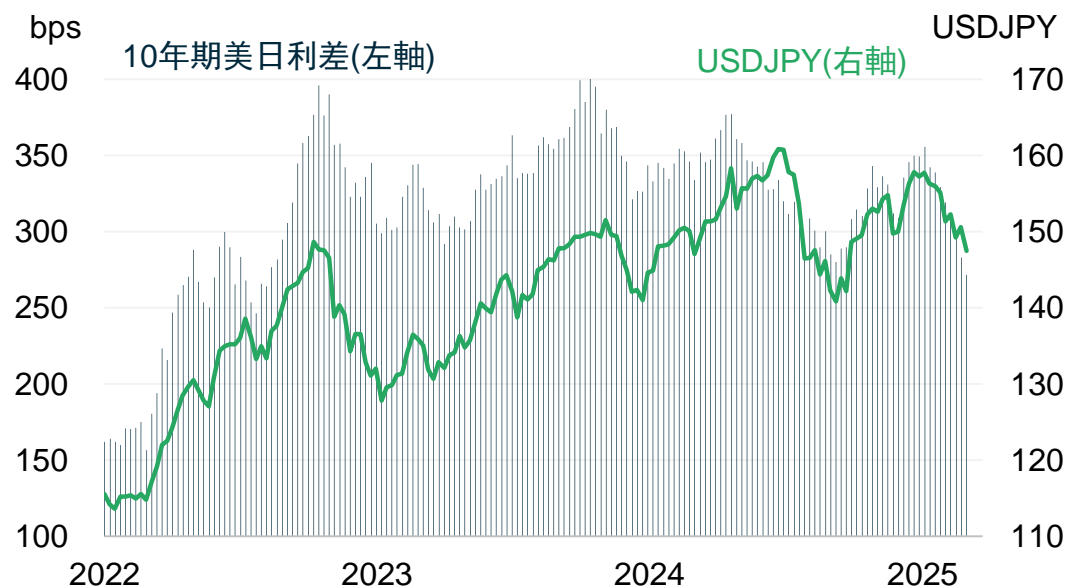
然而, 未來須留意美國景氣保持穩健、市場「衰退交易」降溫的可能性, 屆時美債利率反彈恐為日圓帶來短線回檔修正的風險。

市場預期年內聯準會持續降息、BOJ則緩慢升息



資料來源: Bloomberg預估。

貨幣政策令美日利差收斂方向不變, 支撐日圓升勢



註: 2022/1/7至2025/3/14兩者相關係數為0.77(週資料)。
資料來源: Bloomberg。

人民幣 利差壓力猶存、關稅風險不減, 人民幣延續高檔弱勢格局

中國景氣經濟仍舊疲弱、通縮壓力則未解除, 加以外部方面面臨川普政策不確定性, 人行明示今年仍將持續降息降準。另一方面, 聯準會觀望川普政策影響, 降息間隔拉長、步伐放緩, 皆意味著美中利差居高不下的情勢難以反轉。

此外, 回顧2018年4月至2019年底美中貿易戰期間, 人民幣至自6.3重貶14%至7.2。IMF、聯準會等研究皆顯示此期間人民幣貶值確實提高中國出口競爭力。由此來看, 在美中談判缺乏進展、20%關稅如實上路, 且仍有向上提高風險的背景下, 人民幣仍有貶值淡化關稅影響的可能性。

綜上所述, 考量上述不利因素, 即便未來歐元、日圓等主要貨幣引領非美貨幣反彈, 預料人民幣亦難有大幅升值空間、表現將相對落後, 整體延續高檔弱勢整理格局。另外, 需留意若美中衝突大幅升溫、關稅力道超越市場預期, 則人民幣將有進一步走貶的可能性。

美中貨幣政策同向, 利差難以大幅收斂, 壓抑人民幣走勢



註: 2021/1/1至2025/3/7兩者相關係數為-0.71(週資料)。

資料來源: Bloomberg。

主要投行、國際機構皆預測人民幣延續貶勢

機構	美對中 關稅假設	人民幣貶 值幅度	2025年底 價位預測
IMF	10%	5%	-
彼得森 國際經濟研究所	40-60%	10-20%	7.8 - 8.6
高盛	60%	6%	7.5
摩根士丹利	20-60%	5-10%	7.5 - 7.8
J.P. 摩根	20-60%	5-15%	7.3 - 8.0
花旗	20-60%	6-20%	7.8 - 8.6
野村	60%	12-18%	8.0 - 8.5

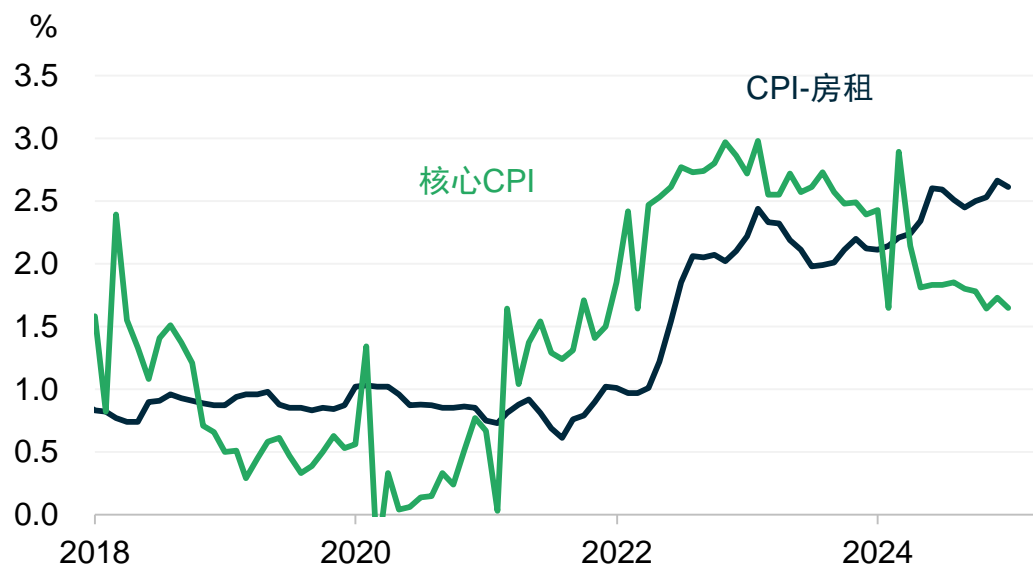
資料來源: IMF, PIIE, Goldman Sachs, MS, JP Morgan, Citi, Nomura預估。

台幣 台美股連動大的特性, Q1台幣較疲弱, 然隨時序往後, 台貨幣政策為台幣有利因子

今年Q1美國衰退疑慮升溫, 美雙率走低下, 多數亞幣都有所回穩, 其中日圓受惠日本升息預期及避險特性, 漲幅最大, 然與美股連動大的台股, 受美股震盪、市場持續消化台積電赴美投資, 及可能成立合資公司營運英特爾晶片廠的消息影響, 外資偏匯出下, 使台幣跌幅居亞幣前三名。

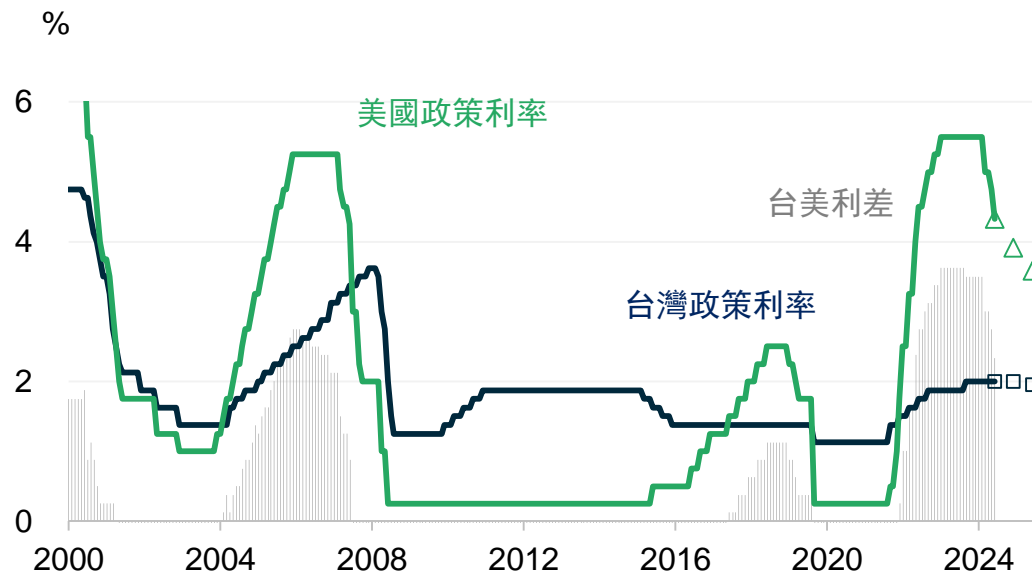
展望未來, 台灣物價隨著房租、最低工資及軍公教薪資調升、碳費開徵, 及台鐵票價與水電費可能調漲的情形, 央行表示今年CPI年增可能調升至2%以上。而房市部分, 受到今年以來陸續出現交屋潮影響, 房價已有降溫, 央行已無再推出第八波信用管制, 但將續行既有措施, 引導房市降溫方向不變。因此, 隨時序步入下半年, 台灣貨幣政策有望成為僅次日本升息外, 貨幣政策較鷹派的亞洲國家, 且與美國利差有望進一步收斂下, 將為台幣有利因子, 然中國若以人民幣貶值因應關稅威脅, 則為台幣潛在風險。

Q1核心CPI降溫態勢, 可能在後續有所顛簸



資料來源: Bloomberg。

長線台美利差收斂下, 將為台幣有利因子



資料來源: Bloomberg 預估。

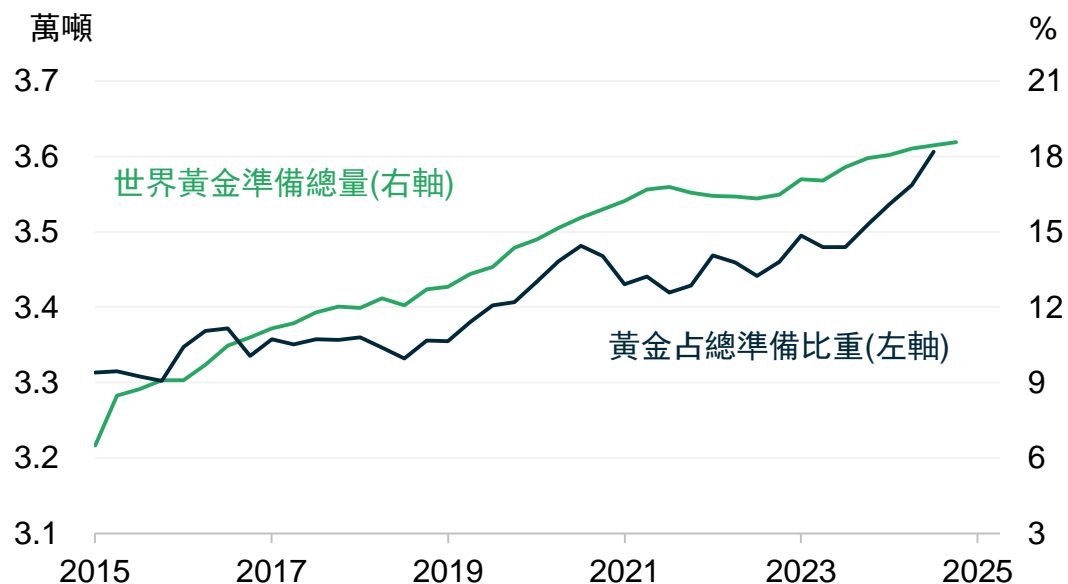
黃金 高利環境退場方向不變、全球央行買盤延續, 皆有利金價

Q1黃金表現亮眼, 漲幅15%於各類資產中排名居前, 未來漲勢能否延續, 關鍵在於:

- 1) **貨幣政策動向**: 聯準會雖按兵不動, 但並未調整今年持續降息的方向, 意味著美債殖利率、美國實質利率未來仍可望緩步走低。
- 2) **各國央行買盤**: 2018年起世界黃金準備總量、佔比雙雙提升, 反映美中貿易戰、烏俄戰爭等地緣風險, 帶動各國央行提高黃金準備。在川普2.0引發全球貿易、外交秩序巨變的背景下, 預計各國央行買盤延續。根據世界黃金協會調查, 預估全年買盤約500噸, 有利金價表現。

綜上所述, **利多因子將有助黃金延續多頭格局**。然而, 川普關稅、緊縮移民政策若導致通膨再起影響各國央行寬鬆時程, 抑或全球景氣大幅降溫衝擊終端買盤, 皆是需要留意的風險。

全球央行增持黃金, 川普政策不確定性或使得趨勢延續



聯準會確立降息方向不變, 實質利率回落有利金價



資料來源: Bloomberg。

註: 1995年至今兩者相關係數為-0.69。

資料來源: Bloomberg。

附件

關稅影響(1): 對等關稅應用觸手廣泛, 貿易夥伴皆有遭點名的風險

對等關稅最快將於4/2推出, 觀察2024年美國前10大貿易逆差來源國之平均進口關稅, 皆高於美國進口該國產品時所課徵之關稅, 若對等關稅依據各國進口稅率相應調升, 南韓、泰國、馬來西亞, 以及對美施行高關稅的非洲、南美洲、南亞等國受到之衝擊最大。

值得注意的是, 對等關稅的決定標準並不侷限於對手國的進口稅率, 若川普政府將審查標準擴大, 歐洲、日本、中國等主要貿易夥伴皆面臨關稅上調的風險。

然而, 從美國暫緩對哥倫比亞25%關稅, 再到加拿大、墨西哥關稅延後實施, 皆顯示若得以滿足川普需求, 關稅並非不可協商。由此來看, 未來川普再拋出新的關稅威脅時, 對手國能否與美國展開對談、釋出利多, 實為投資人關注重點。

主要貿易夥伴對美之關稅皆相對較高

國家	2024對美貿易順差(億美元)	對美國進口之貿易加權平均關稅(%)	出口至美國之貿易加權平均關稅(%)	兩者差距(%)
中國	2,954	4.1	2.6	1.5
歐洲	2,672	0.9	1.4	-0.5
墨西哥	1,718	3.0	3.3	-0.3
越南	1,235	8.0	4.7	3.3
台灣	739	4.6	1.3	3.3
日本	685	2.5	1.6	0.9
南韓	660	5.2	1.6	3.6
加拿大	642	2.0	1.9	0.1
泰國	456	7.5	1.8	5.7
馬來西亞	248	5.3	0.6	4.7

川普政府決定對等關稅的審查標準廣泛

調查標準	例子
對美商品徵收之關稅	美對中加權平均稅率: 2.6% vs 中對美加權平均稅率: 4.1%
歧視性稅制	歐盟各國平均增值稅: 22% vs 美國各州與地方政府營業稅/使用稅: 2.9~7.25%
非關稅壁壘	中國對國有企業補貼 智慧財產權移轉、進口限額、嚴格檢疫措施
匯率操縱	人民幣、日圓長期弱勢走勢
市場准入限制	中國的外商投資准入負面清單

註: 兩欄關稅資料皆為非農產品之項目。
資料來源: WTO World Tariff Profiles 2023。

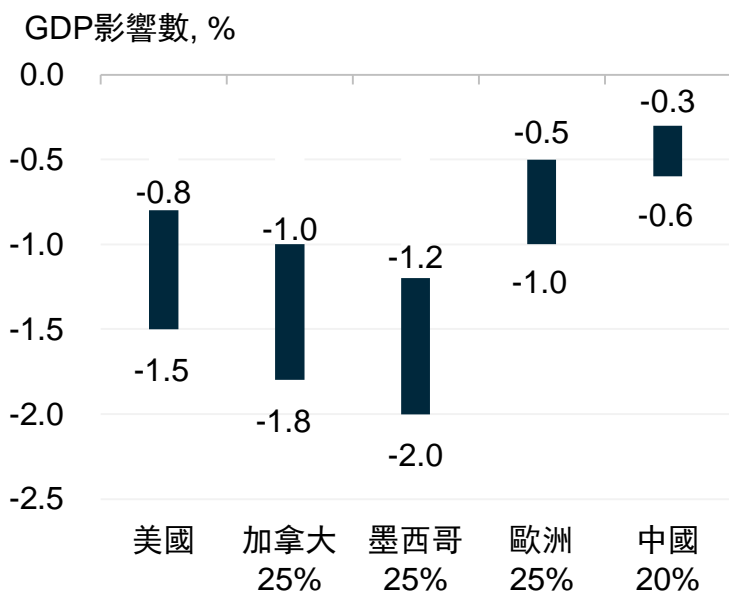
資料來源: 國泰世華銀行整理。

關稅影響(2): 加、墨衝擊巨大, 東協、越南關稅風險升溫

川普稱關稅有利本國產業、進口成本則將由外國吸收。然而, 根據各大機構估算, 若對中、歐、加、墨等國之關稅依川普所稱之幅度上調, 將令美國GDP下滑0.8~1.5%(2025年原預估為2.3%), 屆時將低於長期水平的2.0%; 通膨則上升1.5~2.5%(2025年原預估為2.8%), 將遠高於聯準會2%目標, 形成低成長、高通膨的不利局面, 顯然與川普雙率雙低、讓美國再度偉大的理念背道而馳, 料將成為關稅政策實施前, 川普不得不考量的因素。

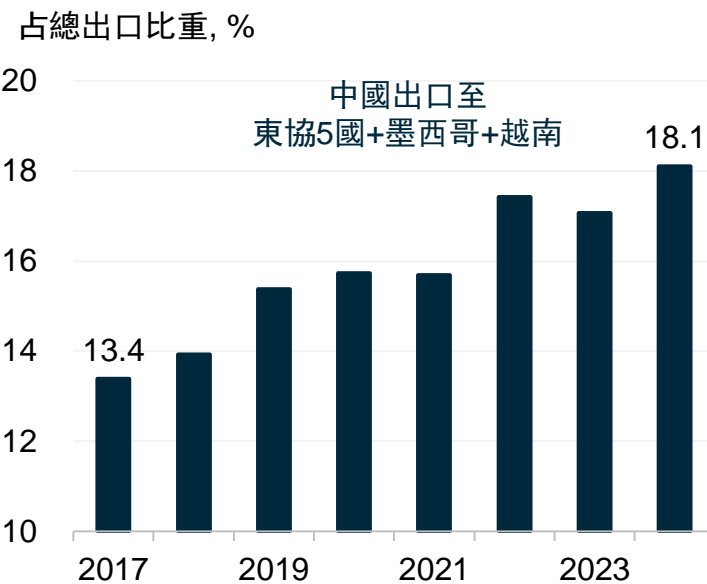
各別國家而言, 加拿大、墨西哥因對美出口佔比高達71%、75%, 若25%關稅上路將明顯衝擊兩國景氣。中國方面, 關稅衝擊幅度相對較低, 主因2018年起中國對美直接出口有所下滑, 但對於東協、越南、墨西哥等國出口比重拉升, 與此同時, 各國對美出口快速成長, 反映中國企業「洗產地」的情勢。有鑑於此, 上述各國需留意未來川普加徵關稅的風險。

關稅對於各國經濟之影響



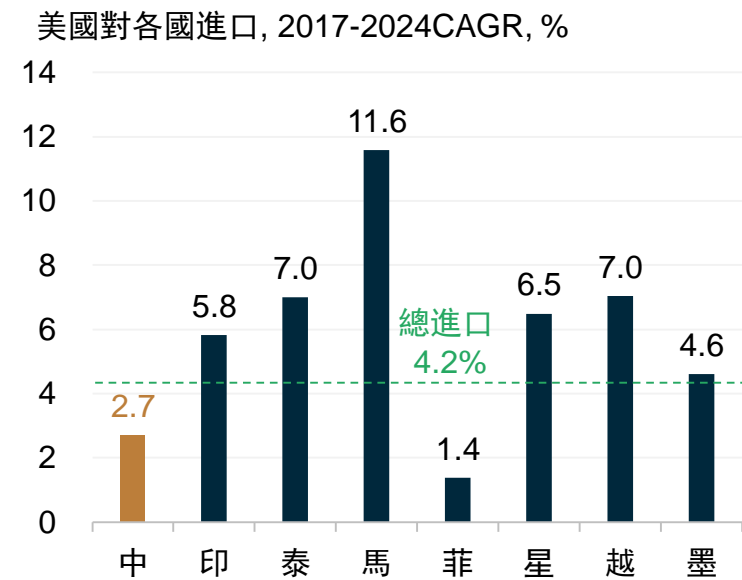
資料來源: World Bank, IMF, PIIE, St. Louis Fed 預估。

美中貿易戰後中國企業分散產地



資料來源: Bloomberg。

美國自東協5國、越、墨的進口大增



資料來源: Census Bureau。

關稅影響(3): 鋼鋁關稅影響尚不大, 但若轉向機械、電子、汽車, 衝擊恐將加深

產業而言, 鋼、鋁在對美貿易中佔比不高, 預期現階段對貿易對手的影響仍有限。然而, 若對機械與電子(各國主力出口)或汽車(墨、德、日、韓出口大宗)將會貿易對手造成更大衝擊。

另外, 對美國市場依賴度較大的產品, 如法國之航空零件, 法、義之酒類與奢侈品, 愛爾蘭、德國之藥品, 也是需要留意關稅衝擊的產業。

各地區、貨品出口至美國

貨品出口, 億美元	加拿大 4,588	墨西哥 4,523	德國 1,655	英國 646	荷蘭 363	中國 5,828	日本 1,398	韓國 1,102	越南 1,095	台灣 1,501
出口占比, %										
動物	2.2	0.8	0.2	0.9	2.3	0.3	0.3	0.2	1.3	0.2
化學	6.2	1.6	21.7	18.3	17.1	4.1	7.3	5.9	0.5	2.8
食品	4.0	4.1	0.9	3.8	5.4	0.7	0.6	1.0	1.4	0.8
鞋類	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	3.7	0.0	0.1	9.3	0.2
燃料	35.7	1.3	0.2	6.0	15.2	0.1	1.1	5.9	0.0	0.0
皮革製品	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	1.2	0.0	0.1	1.4	0.2
機械與電子	8.8	39.0	28.1	24.9	26.2	43.4	35.6	37.5	45.3	59.4
金屬	8.4	5.0	4.9	3.7	5.5	5.9	3.8	8.1	3.3	12.6
礦物	0.5	0.2	0.1	0.8	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4
光學等雜類	7.0	10.0	10.2	13.1	13.4	17.5	13.0	2.8	11.9	5.4
塑膠橡膠	4.2	3.1	3.6	3.4	3.9	5.6	3.7	6.2	3.7	5.3
玻璃	1.7	2.1	3.3	4.0	0.5	2.3	1.5	1.2	1.2	3.4
衣物	0.5	1.7	0.7	1.4	1.3	8.9	0.6	1.4	16.9	1.1
運輸	11.3	25.9	23.4	17.4	5.4	4.1	32.0	28.8	1.1	8.0
蔬果	3.2	4.0	0.5	0.2	2.4	0.4	0.1	0.1	1.4	0.2
木材	6.2	0.8	1.8	1.7	0.9	1.8	0.2	0.7	1.4	0.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 資料時間為2024全年。
資料來源: Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶及媒體記者之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日 金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1 TEL: +886 8722-6666