



關於川普關稅衝擊 最完整的報告

財經M平方研究團隊

2025.04.07





財經M平方

關於財經M平方

財經M平方，是亞洲第一家總經投資的數據平台，至今全球有超過 50 萬名用戶。

我們透過上千萬筆數據圖表、獨家投資指標、專業研究報告，幫你用最簡單的方式，完成投資與人生的決策，並且拿回掌控權。

關於本篇報告

這是目前市面上最全面的川普關稅政策分析，我們將從以下面向，帶你看懂全局：

- 關稅對美國經濟、通膨造成哪些衝擊？
- 川普政策三大矛盾：後續高機率劇本？
- 各國關稅衝擊、產業影響，全面預估！
- 未來行情兩大測試點：何時有望回升？
- 此時此刻，最需要的配置方法與策略！

The content of this report and all attachments shall remain confidential as MacroMicro does not authorize any repost, copy or publication.

MacroMicro does not take any responsibilities for our users' investment activities, nor for their earnings or losses. All articles, data and content provided by MacroMicro shall not be relied upon for any investment activities.

寫在恐慌當下，如何應對川普危機

川普在4/2推出了全球對等關稅，引發市場劇烈的波動，這樣的情境超出了財經M平方當初評估的範圍，也因此在此連假當下，整個團隊便全力的趕工，出具了這份長達40多頁的全球分析報告，雖然無法阻止台股跌停，但我們依舊可以從中看見一些端倪。

首先，我們評估不同情境可能對全球經濟、金融市場造成的衝擊：在最壞的情況下，美國、台灣、東南亞、歐洲等經濟體以及全球的貿易都將出現衰退，但，這真的是川普要的吗？我們仔細研究後，可以看到川普的政策中，有著三大不合理之處：包括關稅大戰勢必造成劇烈的通膨，使企業獲利下滑；欲求用關稅消滅財政赤字，歷史上幾乎不可行；以及美債的地位並非降低赤字就能解決，而是穩健的經濟成長。上述都與川普希望達到的願景有所違背：製造業回流創造國內就業、經濟成長、美元霸權，我們當前看見的只有全球分裂、經濟衰退、企業降低投資，以及更少的稅收。

川普的作法有太多的矛盾和不合理，也因此股市崩盤以對，反應的不是川普想像中的理想世界，而是更長遠美國經濟如果真的這麼做，將會有嚴重的影響。尤其 2018 年川普怎麼執行國內聲浪不高，因為股價在漲，大家無感，但這次創造出股市全面性的崩盤，首當其衝的就是民眾和企業的財富效果（川普課關稅最多收入8000億，科技巨頭 2 天市值就蒸發 1.7 兆、美股總市值 6 兆），反對聲浪勢必開始加大。

在種種不合理下，我們認為後續有可能發生幾種情境，並認為前兩者的機率越來越高：一，美國內部出現分歧迫使鬧劇結束，當前許多的民眾已經開始反彈抗議，參議院也提出修正後的預算協議，將原本眾議院的 2 兆刪減支出降為0，並加大減稅（不管赤字了）。二，川普在反對聲浪中，3 ~ 6 個月內與各國達成有效關稅降至10~15% 的協議（中國除外）。三，我們依舊認為較難發生，那就是川普與整個美國維持當前作法。

這篇全球分析報告中，我們分享了川普的關稅衝擊、全球的影響、後續股市看法與時間軸，並開放全篇內容給所有用戶下載。[Vivianna](#) 也會同步在4/8（二）晚上7:00 直播，與大家分享展望。

拉長來看，真的又是一場學習。



4/2 對等關稅政策宣布，全球股市巨震

對等關稅：全球最低 10%，特定國家更高

4/2 對等關稅細節

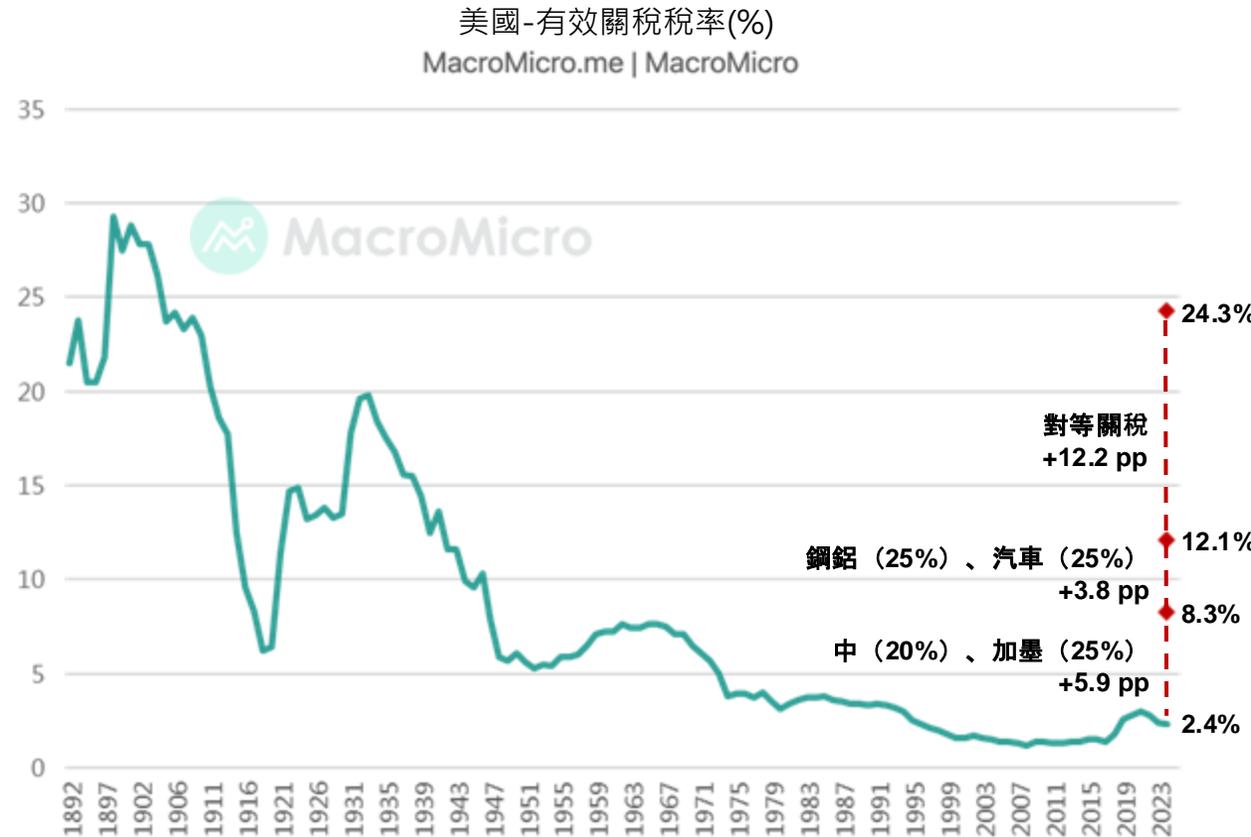
美國時間 4/2 (三)，川普簽署行政命令，宣布外國貿易和經濟行為已構成國家緊急狀態，並實施關稅作為回應，細節如下：

- 於 4/5 起，對全球普遍加徵 10% 關稅
- 於 4/9 起，對有貿易逆差的國家徵收更高的個別對等關稅

主要豁免國家與產業

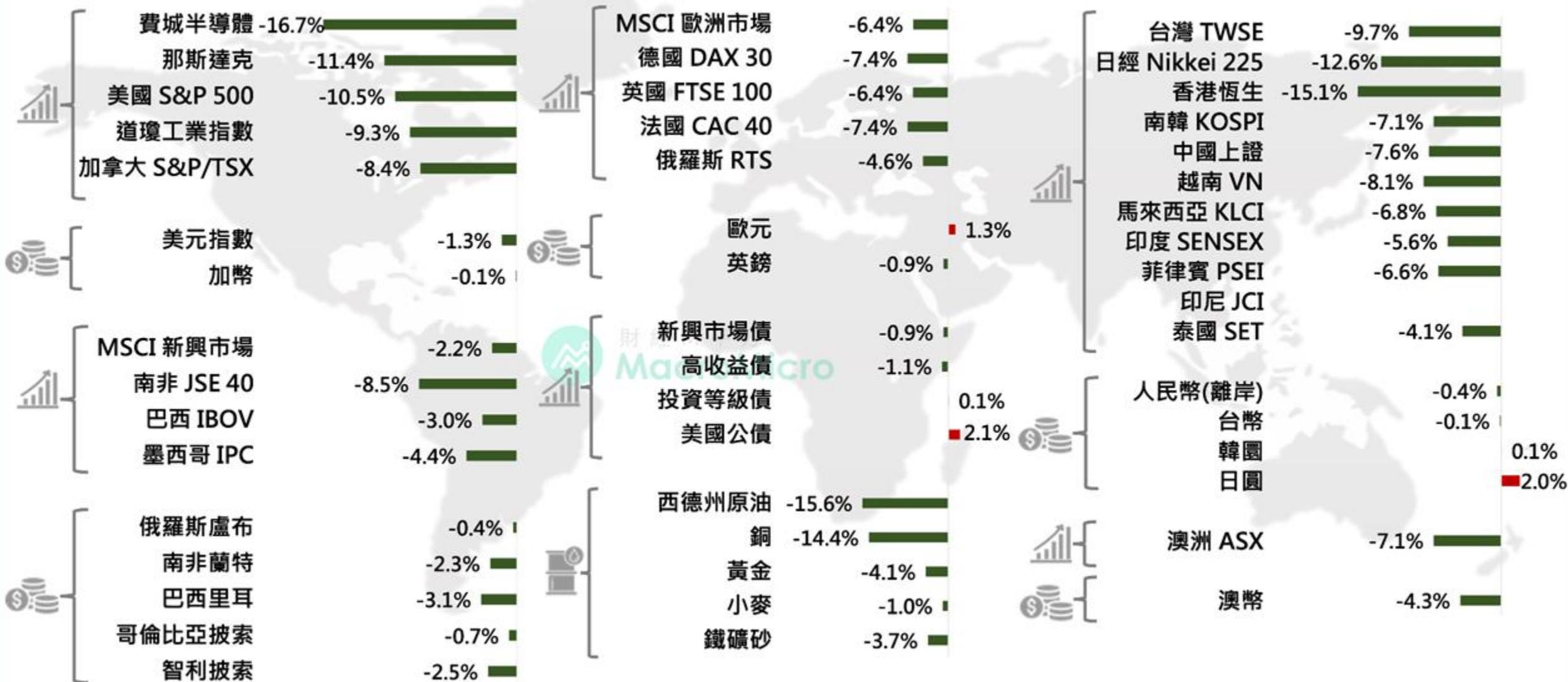
- **墨西哥與加拿大**：維持先前行政命令的 25% (鉀肥與加拿大能源商品 10%)，符合 USMCA 的商品則暫時豁免
- **鋼鋁、汽車產業**：已根據 232 條款加徵 25% 關稅，不受本次關稅加徵影響
- **其他產業**：醫藥、半導體、木材、銅、能源與部分關鍵礦物等產業，同樣不受本次關稅加徵影響

美國有效關稅稅率上升逾 20 個百分點



- 川普於美國時間 4/2 正式簽署行政命令，對貿易逆差國家課徵對等關稅，包含歐盟 20%、越南 46%、台灣 32%、印度 26% 等。
- 對等關稅將推升有效關稅稅率 12 個百分點，加上先前課徵的中加墨、汽車、鋼鋁關稅，有效關稅稅率總計上升約 22 個百分點。

全球股市遭血洗，僅美債、日圓上漲



1

川普關稅席捲全球，邏輯與衝擊解析

- 川普 2.0 與 1.0 最大不同，重視經濟結構大於股市
- 4/2 對等關稅的三大矛盾之處，暗示關稅戰最終必然結局

2

各大經濟體分析及產業影響推演

- 美國經濟為關稅買單？非美經濟體直接與間接衝擊情境分析
- 製造業基期保護罩消失？從電話會議、營收分佈及庫存看產業衝擊

3

行情總結與觀察重點

- 2025 行情指南，過渡時期兩大投資原則
- 掌握不確定性如何突破與三大測底訊號



川普關稅席捲全球，邏輯與衝擊解析

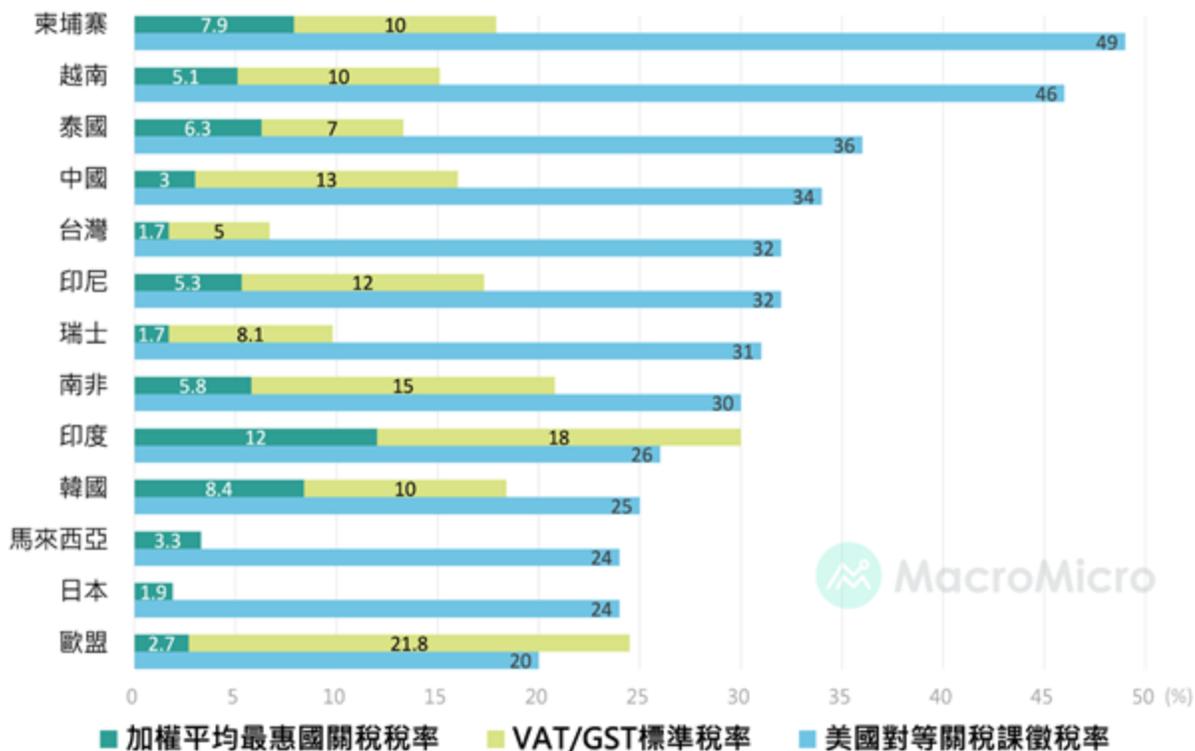
1

對等關稅一點都不「對等」？

川普對等關稅、各國實際對美稅率差異大

各國對美國關稅稅率vs.川普對等關稅稅率

MacroMicro.me | MacroMicro



川普對等關稅稅率的計算邏輯：降低貿易逆差

川普對等關稅試算

MacroMicro.me | MacroMicro

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

增加1%關稅會使進口金額減少%

針對個別國家，
關稅需要增加多少才能消弭貿易逆差

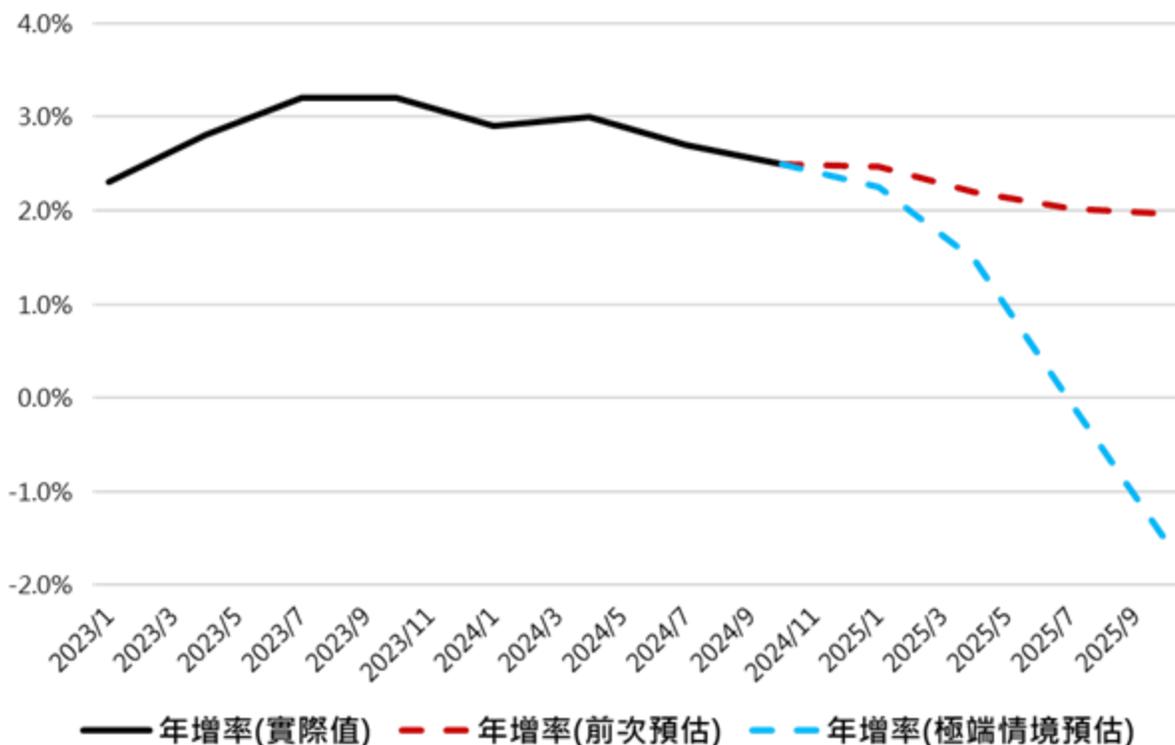
- $\Delta\tau_i$ ：對國家 i 關稅稅率的變動。
- ε ：進口對價格的彈性，表示價格變動對進口量的影響程度。
- φ ：關稅對進口價格的傳遞效應，表示關稅變動如何影響進口價格。
- m_i ：從國家 i 的進口總額。
- x_i ：對國家 i 的出口總額。

- 川普課徵對等關稅之稅率，與實際各國對美關稅稅率（最惠國稅率 + VAT / GST 標準稅率）差異甚大。
- 據 USTR 提供之公式，對等關稅旨在「將雙邊貿易逆差降至零」，並將計算結果稅率除以 2，即可得出對等關稅稅率。

美國衰退機率大幅攀升，市場擔憂「停滯性通膨」

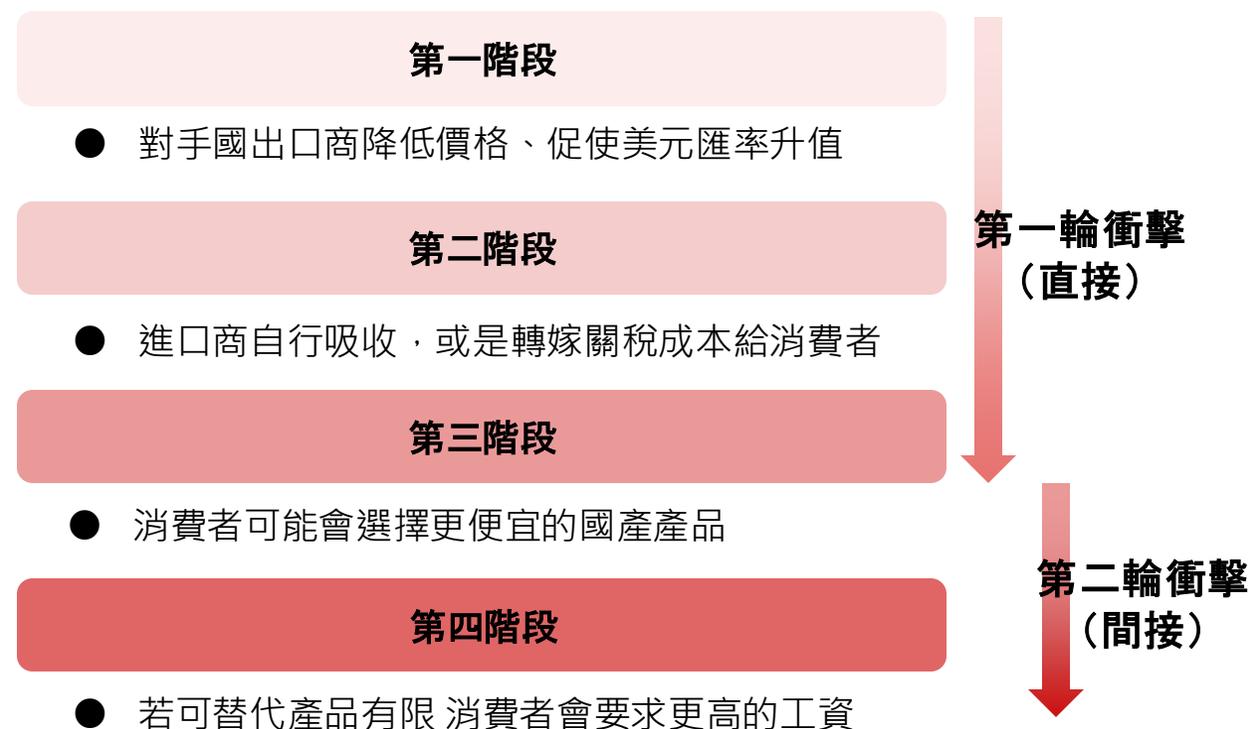
關稅極端情境下，美國 GDP 年增率將陷入衰退

美國-GDP年增率預估
MacroMicro.me | MacroMicro



市場擔憂關稅將對通膨造成第二輪衝擊

美國-關稅衝擊觀察
MacroMicro.me | MacroMicro

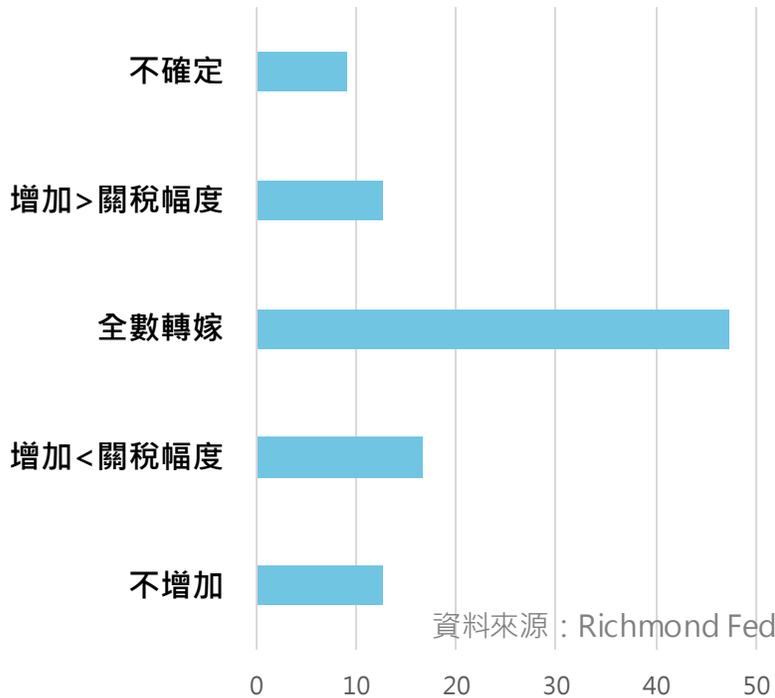


- 考慮所有關稅政策衝擊（包含潛在產業關稅威脅），參考 2018 年青皮書，極端情境下美國 GDP 年增率將大幅翻負至 -1.5%。
- 市場同樣擔憂關稅將推升通膨，尤其若關稅對通膨產生第二輪間接衝擊，聯準會將陷入救經濟或壓通膨的兩難局面。
- 不過此局面並非沒有轉圜之地，我們認為這主要與川普 4/2 政策的三大矛盾之處，終將引導至談判的局面有關（下頁續）。

川普動作與其目的存在巨大矛盾

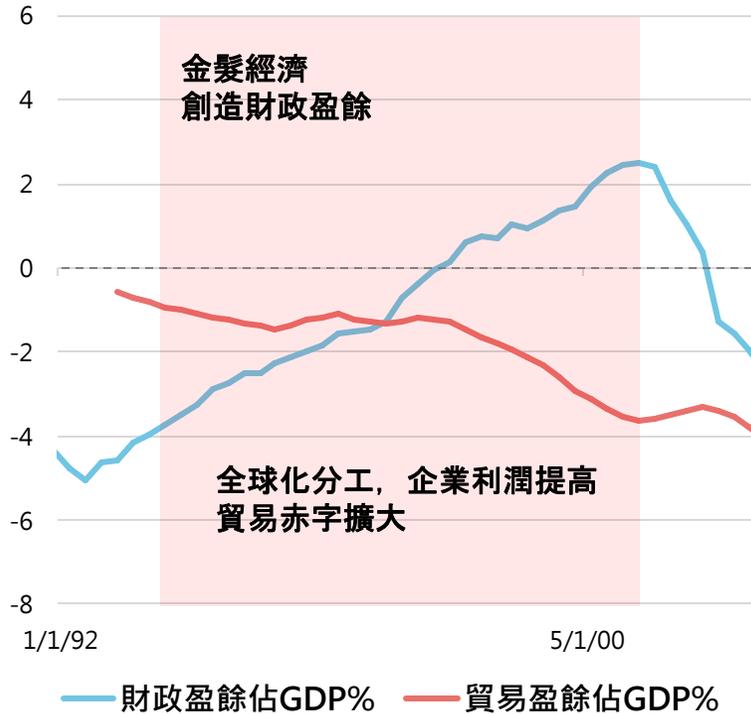
美國「停滯性通膨」危機 美國衰退風險攀高

美國-多數企業針對關稅傾向成本轉嫁
MacroMicro.me | MacroMicro



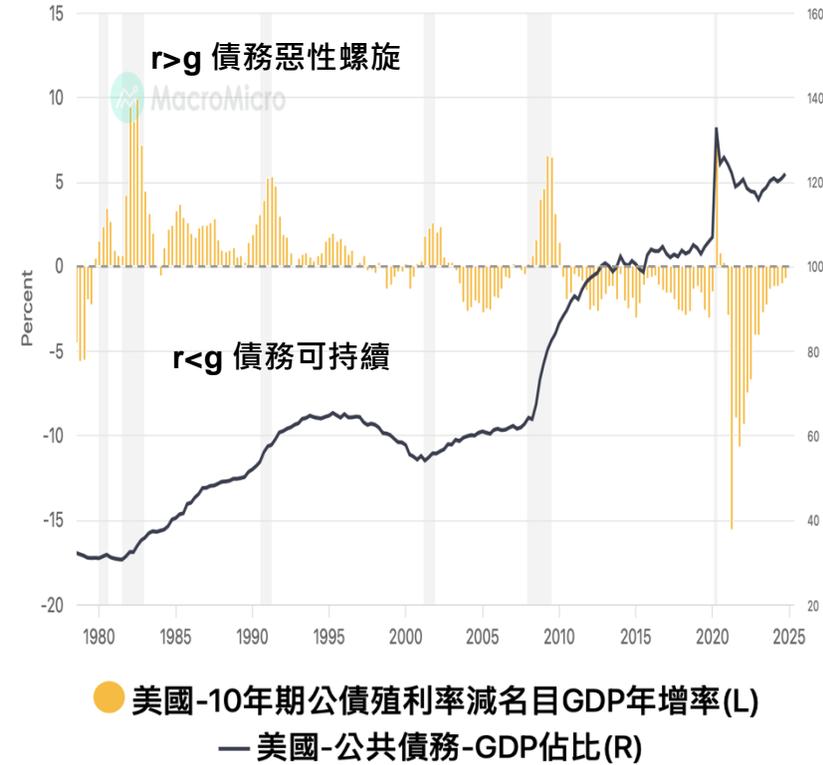
製造業回流門檻提高 雙赤字的下降可能達成嗎？

美國-90年代魯賓經濟學得成功來自貿易赤字擴大
MacroMicro.me | MacroMicro



經濟與利率同時下降 債務不可持續性機率上升

美國-政府債務可持續性倚賴經濟成長高於利率
MacroMicro.me | MacroMicro



- 矛盾一：極端關稅只會使通膨升溫，壓低企業獲利與民眾購買力，最終衰退，與川普希望製造業回流增加國內就業與消費大相徑庭。
- 矛盾二：90年代財政轉盈餘，關鍵在於透過貿易逆差壓低成本創造企業獲利，絕非透過關稅消滅財政赤字。
- 矛盾三：即便利率(r)下降，若經濟成長(g)因關稅影響降幅更快，政府債務的困境依舊沒有改變，甚至加劇，反而降低美元地位。

川普動作與其目的存在巨大矛盾

三大矛盾

美國「停滯性通膨」危機
美國衰退風險攀高

製造業回流門檻提高
雙赤字的下降可能達成嗎？

經濟與利率同時下降
債務不可持續性機率上升

4/2 所公布之稅率極有可能為上限，最終經談判下降
針對重點產業實施，但整體稅率仍將較先前上升

川普上任以來透過談判真正課關稅的不多

| 國家 | 威脅 | 威脅行動日期 | 結果 |
|------|-----------|-----------|-------------------|
| 墨西哥 | 25% 關稅 | 2025/1/20 | 擱置 |
| 加拿大 | 25% 關稅 | 2025/1/20 | 擱置 |
| 中國 | 10% 關稅 | 2025/1/20 | 擱置 |
| 哥倫比亞 | 25% 關稅 | 2025/1/27 | 放棄 |
| 墨西哥 | 25% 關稅 | 2025/2/1 | 擱置 |
| 加拿大 | 25% 關稅 | 2025/2/1 | 擱置 |
| 中國 | 10% 關稅 | 2025/2/1 | 擱置 |
| 墨西哥 | 25% 關稅 | 2025/2/4 | 擱置 |
| 加拿大 | 25% 關稅 | 2025/2/4 | 擱置 |
| 中國 | 10% 關稅 | 2025/2/4 | 實施 |
| 全球 | 對等關稅 | 2025/2/12 | 擱置 |
| 全球 | 石油、天然氣 | 2025/2/18 | 放棄 |
| 墨西哥 | 25% 關稅 | 2025/3/4 | 採取行動後立即撤回 |
| 加拿大 | 25% 關稅 | 2025/3/4 | 採取行動後立即撤回 |
| 中國 | 10% 關稅 | 2025/3/4 | 實施 |
| 全球 | 25% 銅與鋁關稅 | 2025/3/12 | 實施 |
| 加拿大 | 50% 銅與鋁關稅 | 2025/3/12 | 放棄 |
| 全球 | 對等關稅 | 2025/4/2 | 擱置 (即使很多人認為可能會發生) |
| 全球 | 除汽車外的行業關稅 | 2025/4/2 | 擱置 |
| 全球 | 汽車 | 2025/4/3 | 實施 |
| 全球 | 統一 10% 關稅 | 2025/4/5 | 待定 (即使可能發生) |
| 全球 | 對等關稅 | 2025/4/9 | 待定 |

- 川普政策矛盾與不合理處極高，我們評估 4/2 公佈之稅率極有可能是上限，最終經談判將一定程度降低有效稅率至15%左右。
- 觀察川普上任後，除對等關稅外，真正實施稅率的僅有中國與特定產業，如鋼鋁與汽車，甚至加墨的關稅都在採取行動後撤回。

面對川普的豪賭，各國態度一覽

加拿大

- 加拿大祭出對美 USMCA 以外汽車進口反制 25% 關稅
- 規劃包含礦產與能源相關的非關稅反制措施

歐盟、英國

- 馬克宏呼籲企業暫停對美投資，英國同樣發聲譴責美方
- 歐盟相關反制措施將於本週三投票表決，預計第一階段措施將於 4/15 生效

日本、台灣

- 日本首相石破茂召開跨黨會議，並盼與川普通話
- 台灣表態不採取報復措施，提倡雙邊零關稅討論。

中國

- 中國祭出對美反制 34% 報復性關稅
- 限制稀土出口並向 WTO 起訴美國破壞國際經貿秩序

烏克蘭

- 計劃在烏克蘭重建中給予美國企業優先權
- 烏克蘭與美國之間有望簽署礦產協議

墨西哥

墨西哥總統特恩鮑姆表示將持續與美國對話，爭取鋼鋁與汽車關稅降至 12%

沙烏地阿拉伯

- 在未來 4 年內對美投資 6,000 億美元或更高
- 川普要求沙國和 OPEC 降低油價

印度、東南亞

- 印度研究關稅豁免條款，計畫在秋季與美達成貿易協定
- 印尼尋求外交協商，尋找互惠方案
- 越南表示願意將對美關稅降至零
- 新加坡不採取反抗動作

- 關稅課徵後，可以看到各國表態不一，其中，東南亞國家普遍妥協，包括越南、印度、印尼、新加坡等，台灣也表態不採取報復措施。
- 而中國則直接祭出反制措施，課徵 34% 的報復性關稅，歐洲也跟進，馬克宏呼籲暫停對美投資，並將投票表決反制措施。

談判一定會達成，問題在於需要付出多少代價

歷史上著名的四次貿易戰如何收尾

| 貿易戰名稱 | 政策措施 | 後果與影響 | 收場方式與時間 |
|------------|--|--|---|
| 斯姆特-霍利關稅法案 | 1930/6 對超過 2 萬種商品徵收高達 60% 的關稅 | 全球貿易萎縮 66%，美國 GDP 下降 30%，失業率超過 20%，加劇大蕭條 | 1934 年廢除，轉向關稅互惠政策，促成 GATT，形成多邊貿易體系 |
| 布希鋼鐵關稅戰 | 2002/3/5 對進口鋼鐵徵收最高 30% 關稅，2003/12/4 取消 | 鋼鐵價格、下游成本飆升，流失約 20 萬個工作崗位 | WTO 裁定違規後撤銷，凸顯國際多邊機制的制衡作用 |
| 美日貿易戰 | 對日本汽車、電子產品等徵收高額關稅，施壓日本限制出口並開放市場（1980 年代） | 日本被迫實施「自願出口限制」，美國製造業未能完全復甦，日本經濟放緩 | 談判後達成協議，日本開放部分市場，但未能解決競爭問題（1990 年代結束） |
| 第一次川普貿易戰 | 對中國商品徵收高額進口關稅（340 億美元起），並威脅擴大至 2,000 億美元以上；對歐盟鋼鋁產品加徵關稅 | 全球供應鏈受損，中美經濟皆受衝擊，美國農業、製造業遭遇困境，中方採取報復性措施 | 與中國於 2020/1/15 達成第一階段協議；與歐盟暫停新關稅並談判「零關稅」目標，但未解決分歧 |

共和黨黨員對川普關稅政策已出現反彈

川普對等關稅政策黨內最新進展：

- 欲推動川普關稅政策限制法案

| | |
|--------|---|
| 推動者 | 共和黨參議員 Chuck Grassley、民主黨參議員 Maria Cantwell |
| 法案可能內容 | <ol style="list-style-type: none"> 通知義務：總統若要徵收新關稅，須在 48 小時內通知國會。 國會審查：關稅須在 60 天內獲得國會明確批准。 終止權：國會可在任何時間終止關稅。 |

- 共和黨內部對川普關稅政策意見



北卡羅來納州參議員 Thom Tillis：

「我認為讓國會進行審查，是有道理的。」



德州參議員 Ted Cruz（川普盟友）：

「如果我們對所有國家都課徵關稅，那將摧毀本土就業，並對美國經濟造成真正傷害。」

關稅談判後續發展推演

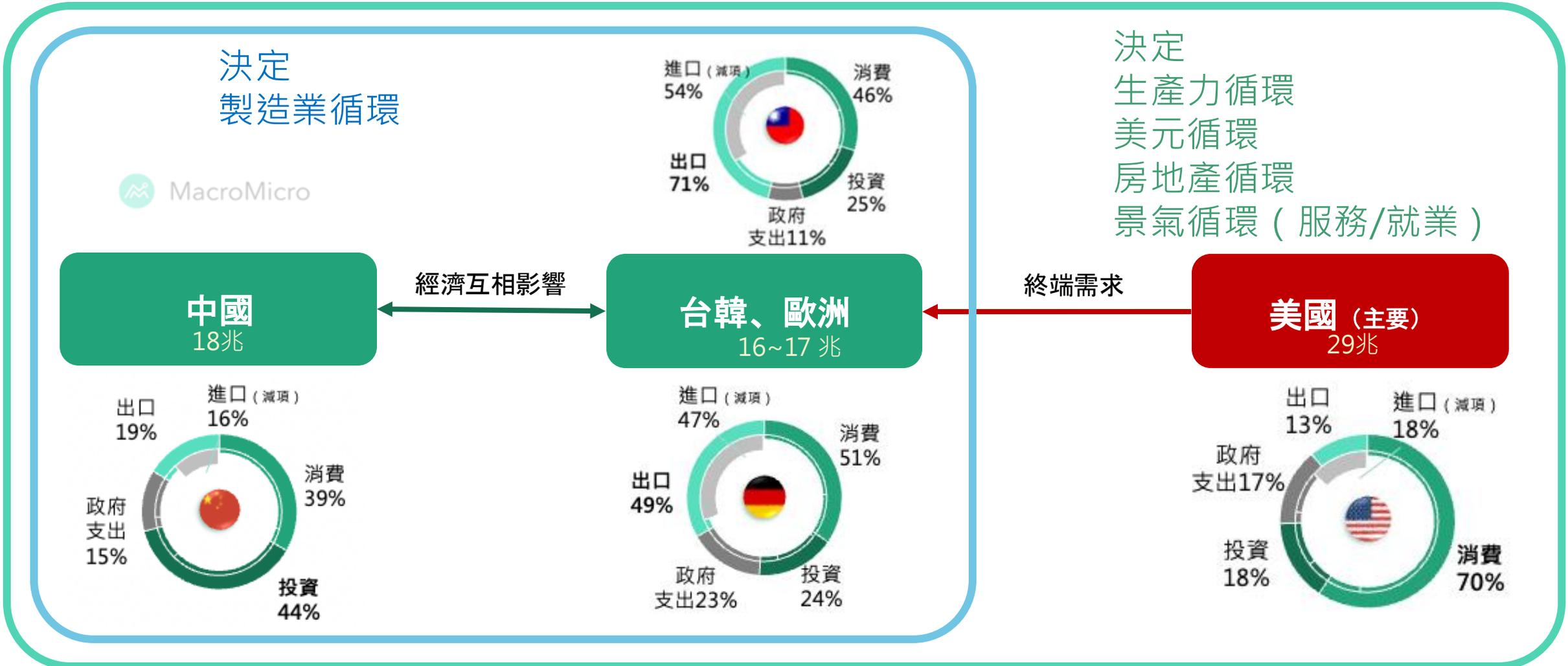
| | 情境一 25% 機率 | 情境二 60% 機率 | 情境三 15% 機率 |
|------|-------------------------------------|---|---|
| 預估推演 | 除中國外，各國關稅統一降至 10% 針對重點及戰略產業給予豁免 | 經談判後，有效關稅降至 10 ~ 15% 針對重點及戰略產業給予一定程度產地豁免 | 維持 4/2 公布關稅稅率（即有效稅率攀升至近 25%） 半導體、醫藥等產業後續持續出台關稅 |
| 影響 | 全球經濟弱勢成長 供應鏈加速去中化 製造業較有誘因佈局美國 | 美國及全球經濟短期停滯 供應鏈短期重塑期 | 全球經濟陷入衰退 國際貿易量萎縮 非美市場除關稅外還面臨間接衝擊 |
| 利率 | 聯準會待通膨穩定後預防性降息 | 聯準會預防性降息 | 聯準會衰退式降息 |
| 股市 | 僅技術性熊市 中長期回歸上升 | 低位盤整直到談判明朗 中長期回歸上升 | 陷入空頭格局 |



各大經濟體分析及產業影響推演

2

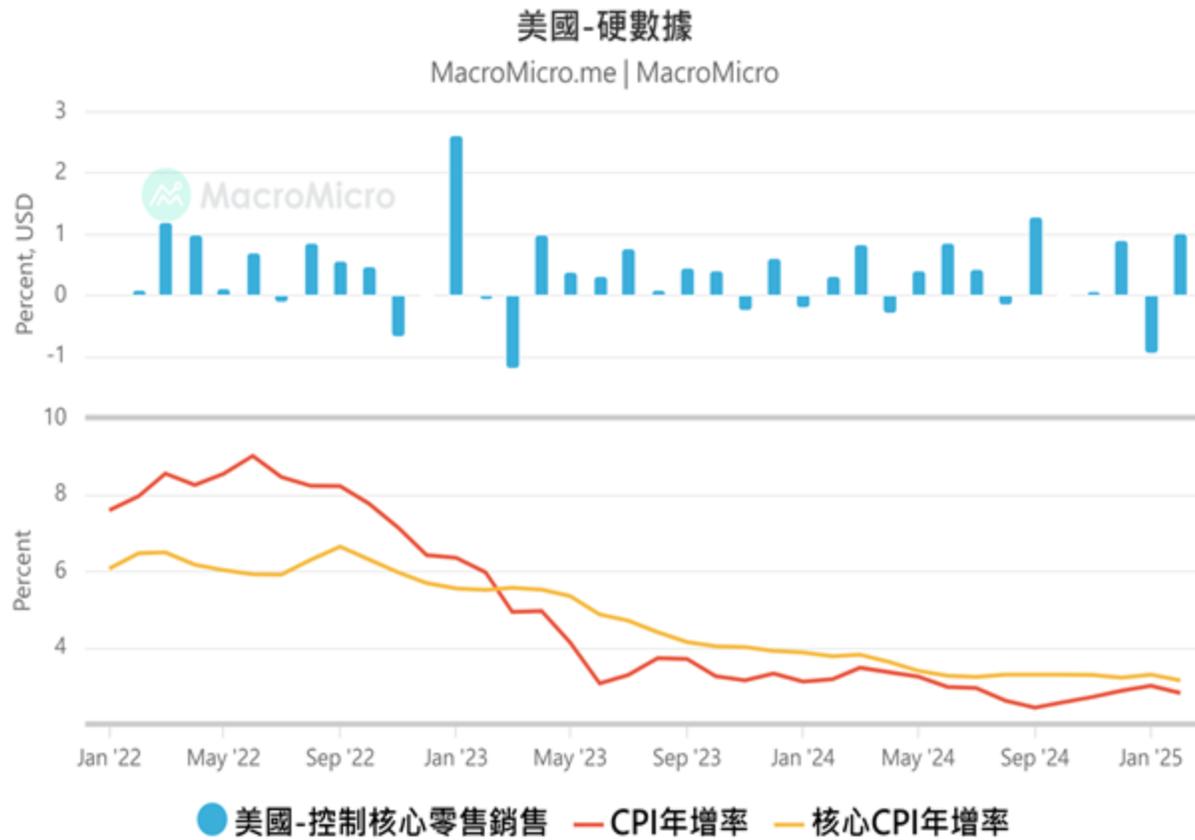
過渡期對全球經濟而言代表什麼



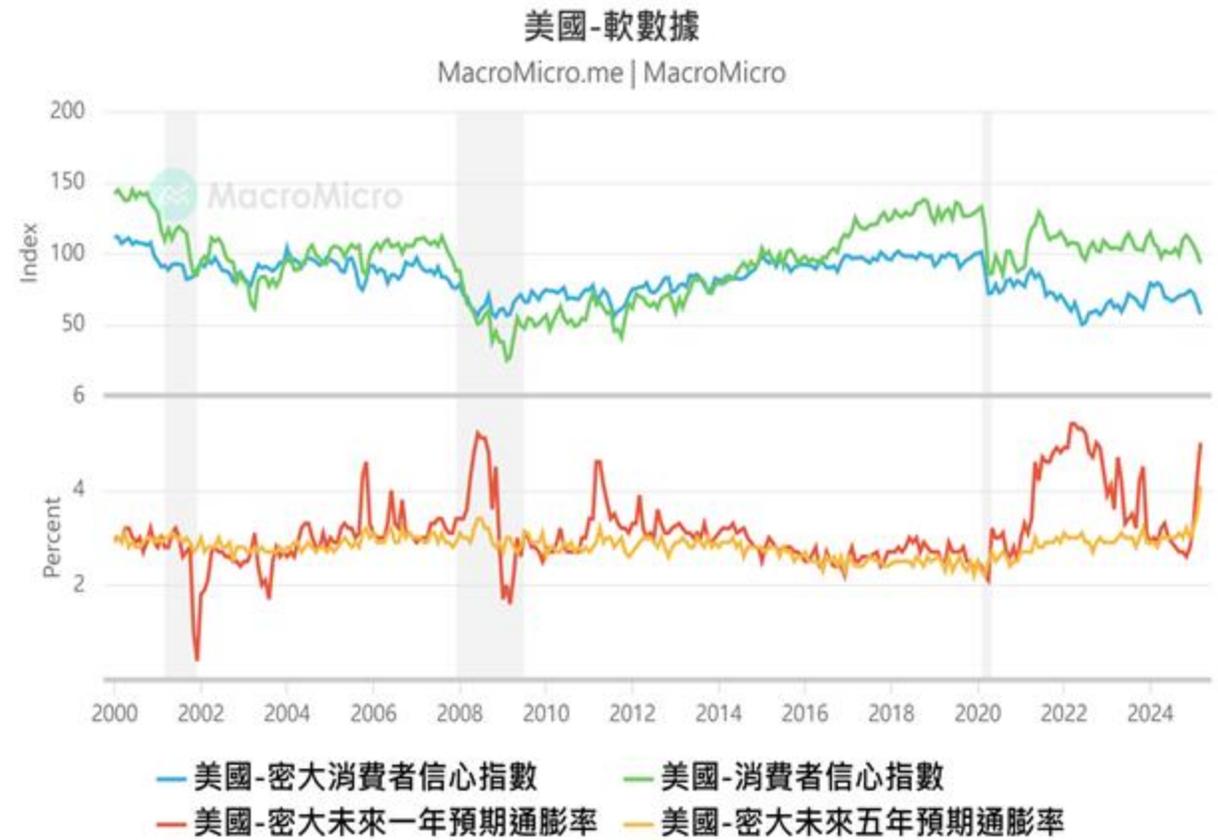
- 美國當前為全球最大終端市場，佔全球需求超過1/4，川普使用關稅作為威脅有其威嚇性，因全球皆倚賴美國消費需求。
- 然而極端關稅也意味著供應鏈、物價等不確定性，若美國消費縮手，對全球經濟影響劇烈。

美國：硬數據仍有韌性，軟數據大幅惡化，表現分歧

硬數據：銷售月增回升，通膨仍在放緩



軟數據：信心大幅下滑，通膨預期飆升



- 美國硬數據尚未受到關稅負面衝擊影響，零售銷售在天氣因素消退後出現反彈，通膨則持續放緩。
- 然調查性軟數據已大幅走弱，消費者信心降至近三年新低，通膨預期同樣大幅飆升，與硬數據表現明顯分歧。

美國：關稅衝擊將使美國今年底通膨突破 4%

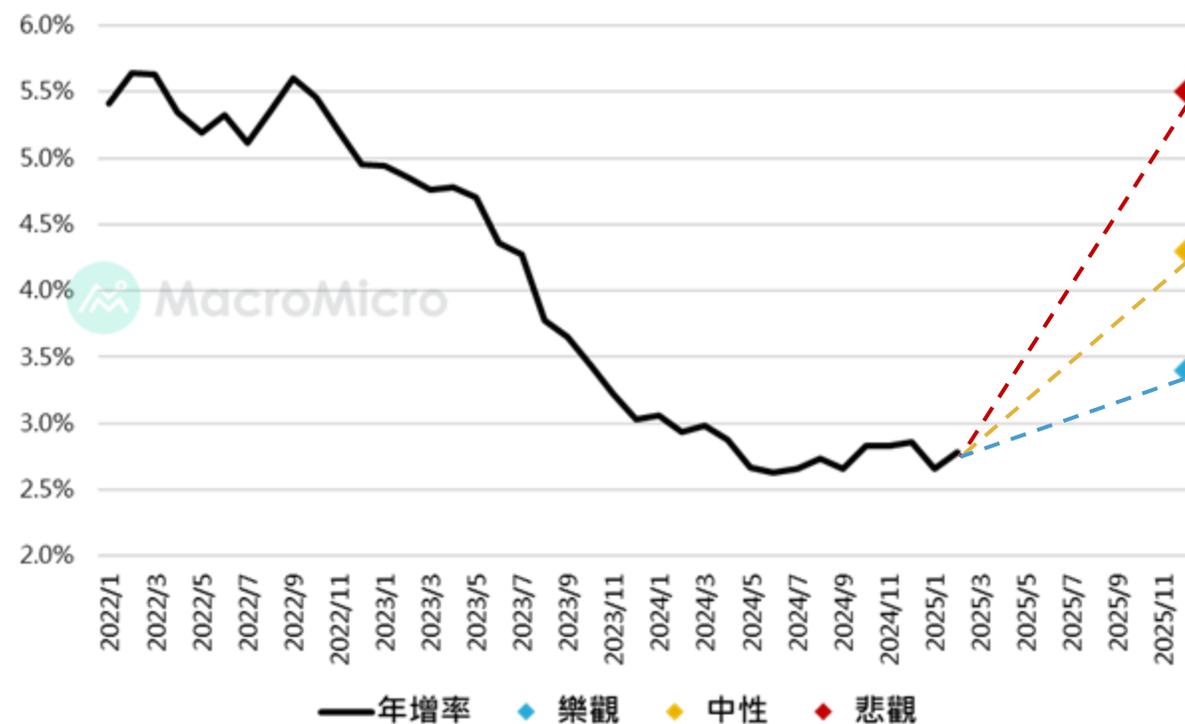
中性情境下，通膨將被推升近 2 個百分點

2025 年底核心 PCE 年增落在 3.4 ~ 5.5%

美國-核心PCE通膨衝擊
MacroMicro.me | MacroMicro

| | 樂觀 -關稅成本傳導 彈性僅 0.5 | 中性 -2018 青皮書 含報復性關稅 | 悲觀 -關稅出現 第二輪衝擊 |
|------------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------|
| 年初預估 2025 年底 核心 PCE 年增 | 2.5% | | |
| 關稅衝擊 | 0.9 pp | 1.8 pp | 3.0 pp |
| 目前預估 2025 年底 核心 PCE 年增 | 3.4% | 4.3% | 5.5% |

美國-核心 PCE 預估(年增率)
MacroMicro.me | MacroMicro



- 考慮所有關稅政策衝擊（包含潛在產業關稅威脅），參考 2018 年 9 月聯準會青皮書，中性情境下核心 PCE 年增率將被推升 1.8 個百分點，突破 4%。
- 若川普持續維持作法，關稅出現第二輪衝擊的悲觀情境，估計年底核心 PCE 年增率將落在 5.5%。

美國：若全球關稅戰開打，聯準會最終只能降息應對

研究認為貿易戰下，降息是最佳貨幣政策

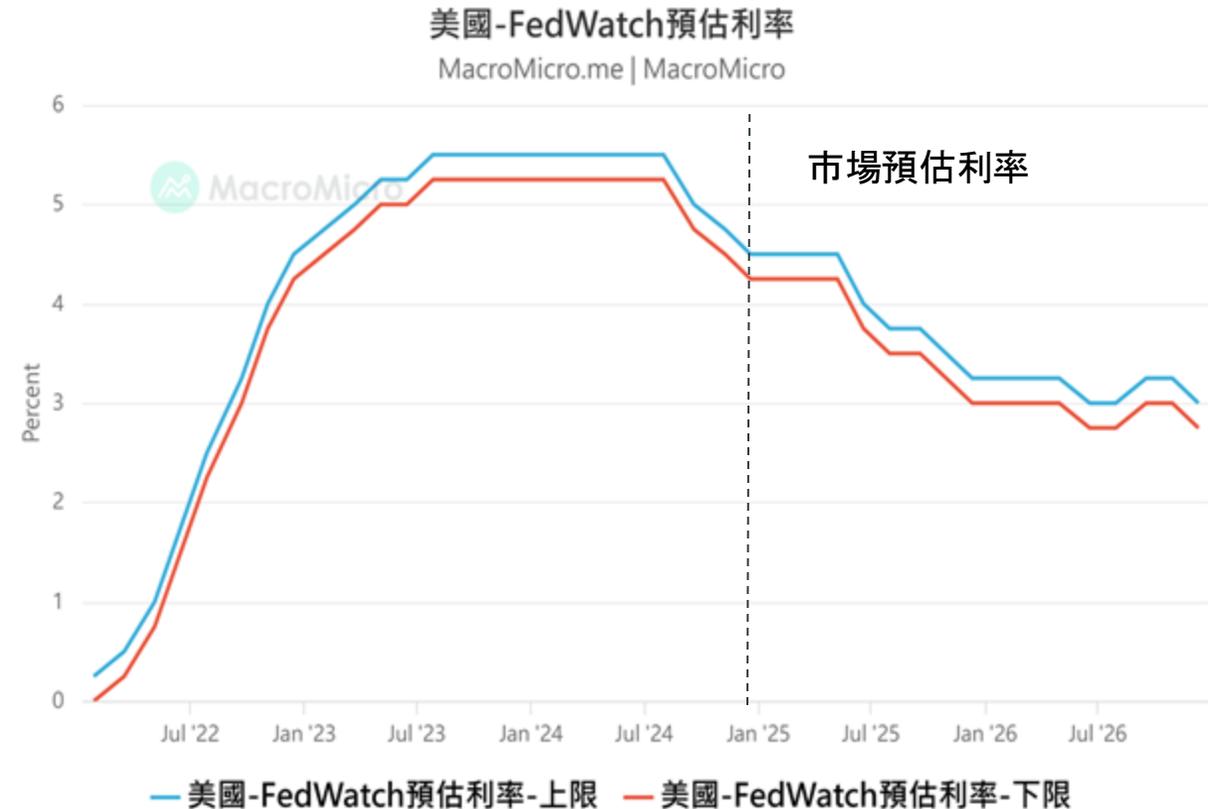
NBER 工作論文 (2020)

- 貿易戰是一個全球性的緊縮衝擊，在**主導貨幣國家中**，**最佳貨幣政策反應是擴張性政策**，因為國家貨幣當局可以在不加劇進口產品價格上漲的情況下，應對全球需求不足
- 也就是**聯準會寬鬆可以幫助改善需求不足**、降低 GDP 負面衝擊，同時在進口貨物都以美元計價的狀況下，避免使進口商品價格上漲

NBER 工作論文 (2025)

- 當徵收關稅時，**家庭和企業認為的進口商品成本會高於社會成本**，因為家庭與企業並未考慮到關稅能提高家庭收入
- 因此進口會比社會最適狀況下降得更多，**此時最佳貨幣政策應該刺激就業和總收入**

市場預期今年降息幅度高達 5 碼



- Powell 採取停看聽的態度，但 NBER 論文指出，應對貿易戰，聯準會應轉向降息以最小化傷害。
- 對等關稅公佈後，市場也快速調整預期，預估聯準會今年降息幅度高達 4 ~ 5 碼。

美國：參議院表態，加大減稅、不做支出削減

眾議院版本預算：挹注 GDP 0.17 個百分點

| | 10 年期 (十億) | 1 年期 (十億) | 財政乘數 | GDP 影響 (pp) |
|----------|---------------|--------------|------|----------------|
| 削減支出 | -2,000 | -200 | 0.5 | -0.34 |
| 擴大支出 | 300 | 30 | 0.5 | 0.05 |
| TCJA 永久化 | 3,800 | 380 | 0.3 | 0.38 |
| 其他減稅 | 700 | 70 | 0.3 | 0.07 |
| 小計 | 4,800 | 480 | - | 0.50 |
| 總計 | 2,800 | 280 | - | 0.17 |

參議院版本預算：挹注 GDP 0.62 個百分點

| | 10 年期 (十億) | 1 年期 (十億) | 財政乘數 | GDP 影響 (pp) |
|----------|---------------|--------------|------|----------------|
| 削減支出 | -4 | -0 | 0.5 | 0.00 |
| 擴大支出 | 521 | 52 | 0.5 | 0.09 |
| TCJA 永久化 | 3,800 | 380 | 0.3 | 0.38 |
| 其他減稅 | 1,500 | 170 | 0.3 | 0.15 |
| 小計 | 5,821 | 582 | - | 0.62 |
| 總計 | 5,817 | 582 | - | 0.62 |

- 參考美國眾議院於 2 月提出的預算藍圖，未來十年將提高赤字 2.8 兆，預計一年挹注 GDP 0.17 個百分點。
- 但川普執行關稅政策後，參議院逆勢推出了具擴張性的新版預算藍圖，放棄減少支出並增加減稅金額，未來十年將提高赤字 5.8 兆，預計一年挹注 GDP 0.62 個百分點。

美國：綜合關稅與財政政策，下修美國今年GDP

中性情境下，今年美國經濟成長落在 0.83%

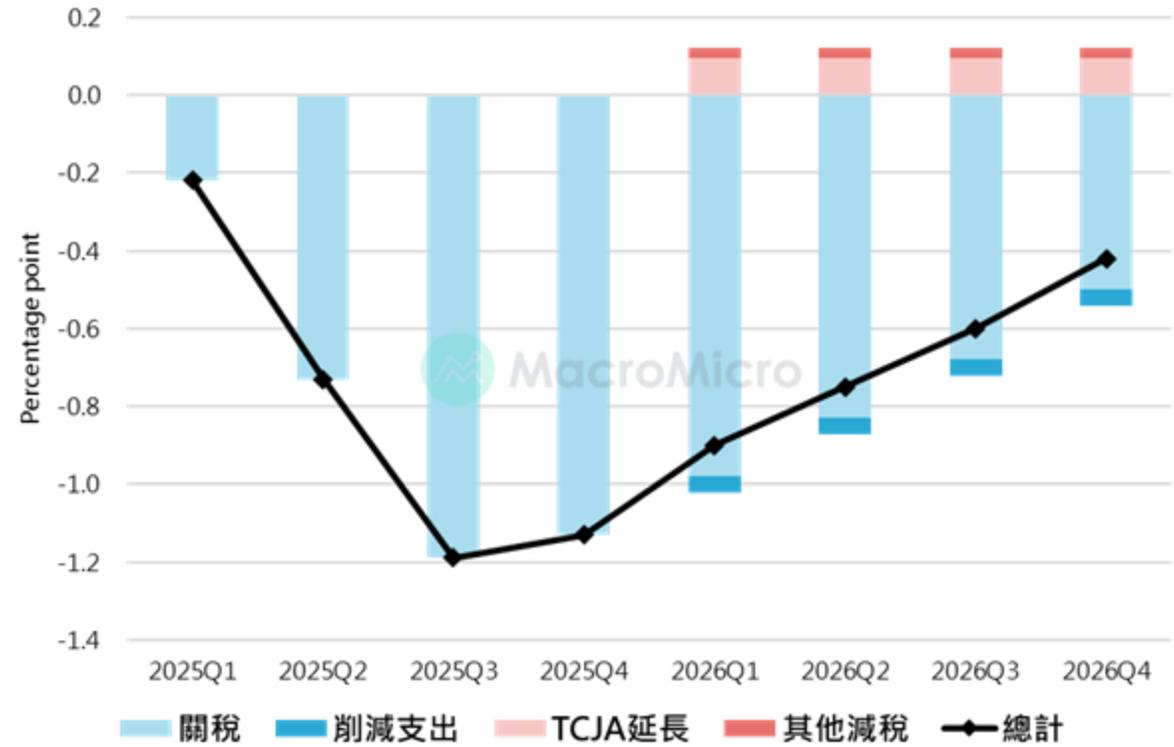
綜合考慮財政刺激，GDP 將在今年落底

美國-GDP年增率預估
MacroMicro.me | MacroMicro

| 情境 | 2025 | | | |
|---------------|-------|-------|--------|------------------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| 樂觀 (3個月談妥) | 2.25% | 1.47% | 1.32% | 1.32% |
| 中性 (6個月談妥) | 2.25% | 1.47% | 0.83% | 0.83% |
| 悲觀 (超過6個月) | 2.25% | 1.47% | 0.45% | -0.53% |
| 極端 | 2.25% | 1.5% | -0.03% | -1.54% (最壞情境) |

談判空間

美國-GDP衝擊預估
MacroMicro.me | MacroMicro



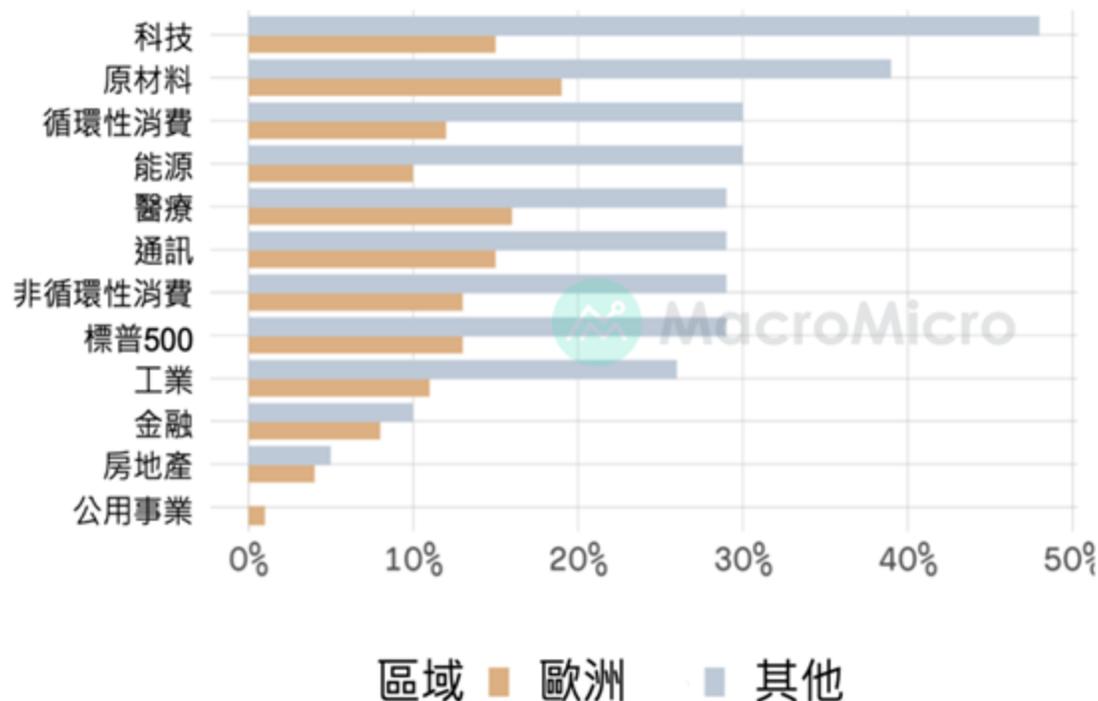
- 實際層面上，考量到許多國家已釋出談判誠意，我們預估談判後，關稅衝擊將使今年底 GDP 年增率落在 -0.5 ~ 1.3%。
- 進一步考慮財政政策（取參眾議院簡單平均），假設 2026 年刺激效果開始浮現，則川普政策對 GDP 造成最大衝擊的時點將落在 2025 下半年。

美國：科技/消費/製造業外銷比重高、衝擊獲利

科技/通訊/消費/原材料類股的海外營收曝險最高

標普500指數與各主要產業之海外營收佔比

MacroMicro.me | MacroMicro



美銀估美股利潤損失5%、報復性關稅恐損失三成

標普500營業利潤敏感性分析

MacroMicro.me | MacroMicro

| | | 關稅傳遞至終端價格比例 | | | | | |
|--------------|------|-------------|------|------|------|------|------|
| | | 0% | 20% | 40% | 60% | 80% | 100% |
| 海外營收 衝擊比例 | 0% | -5% | -4% | -4% | -3% | -2% | -2% |
| | -4% | -12% | -11% | -11% | -10% | -9% | -9% |
| | -8% | -19% | -18% | -17% | -17% | -16% | -16% |
| | -12% | -25% | -25% | -24% | -24% | -23% | -22% |
| | -16% | -32% | -32% | -31% | -30% | -30% | -29% |
| | -20% | -39% | -38% | -38% | -37% | -37% | -36% |

- 根據FactSet數據，標普500企業營收約13%來自歐洲、29%來自其他海外地區。其中，以科技、原材料類股佔比最高，其次為循環性消費、醫療、能源、通訊、工業約四成。
- 美銀美林依單純考量進口成本上升的情況下，對於標普500指數的營業利潤衝擊為5%。如果貿易夥伴採取同樣的關稅報復力道，對於公司海外銷售的負面影響，將會造成營業收入衰退 -32%。

美國以外地區：直接衝擊 vs. 間接衝擊

關稅造成的間接衝擊與直接衝擊

直接衝擊：廠商成本負擔與庫存壓力

關稅直接推高了出口商的成本、侵蝕利潤。隨著關稅措施的實施，短期內會出現庫存積壓的問題。

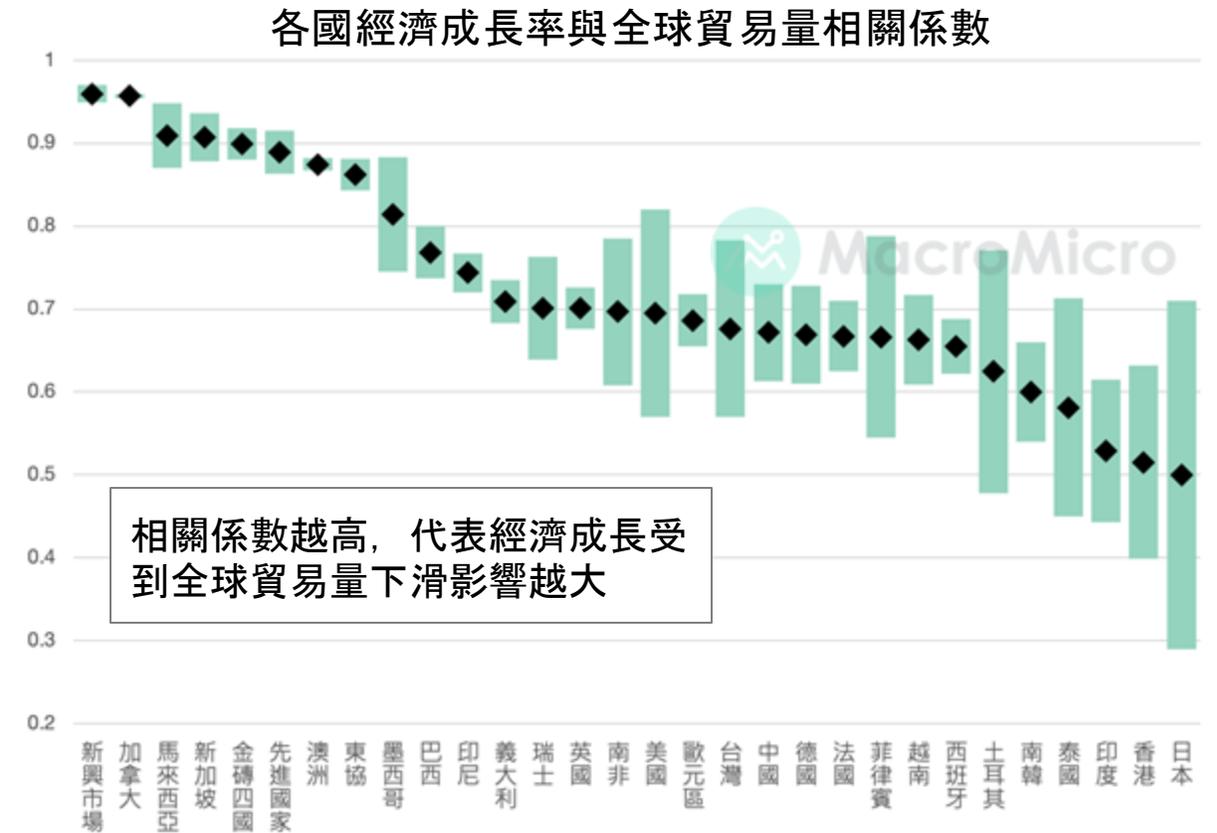
間接衝擊：全球貿易負成長與競爭加劇

美國關稅政策將導致全球貿易總量縮減，並可能對全球經濟增長造成壓力，另外許多國家將尋求替代市場，這將加劇市場競爭。

WTO秘書長伊衛拉 (Ngozi Okonjo-Iweala) 於 4/3 表示，對等關稅政策可能導致 2025 年全球商品貿易量預估成長率下調 4 個百分點至 -1%。

- 4/5 開始所有美國進口商就會面臨到直接衝擊，包含關稅成本上升造成額外負擔、提前進口的庫存成本。
- 悲觀情境下 (4/2 宣布關稅無談判空間)，全球貿易量面臨下滑風險，相關係數高的國家間接衝擊嚴重，尤其是新興市場。

經濟成長與全球貿易相關性較高的國家受害最大



台灣：半導體豁免並非重點，關鍵仍在談判

半導體豁免差異不大，GDP 出現衰退風險

| 對美出口佔總出口比重 | 23.5% (扣除半導體 21.6%) | |
|-----------------|---------------------|-----------------------|
| 總出口佔GDP比重 | 61.2% | |
| 被加徵關稅情境 | 10% | 32% |
| 對美出口之關稅彈性 | -1.0 | |
| 對美出口負面影響 | -10 pp | -32 pp |
| 對總出口衝擊 | -2.3 pp | -7.5 pp |
| GDP 負面影響 | -1.4 pp | -4.6 pp |
| 對美出口之關稅彈性 | -2.0 | |
| 對美出口負面影響 | -20 pp | -64 pp |
| 對總出口衝擊 | -4.7 pp | -15 pp |
| GDP 負面影響 | -2.9 pp | -9.2 pp (最壞情境) |

賴清德聲明重點，即將對美展開談判

1. **減少關稅壁壘**：談判關稅可以從比照美加墨自貿協定，從台、美雙方「零關稅」開始談起。
2. **擴大採購**：增加對美國軍武以及農工製品、石油和天然氣的採購。
3. **擴大美國投資**：成立「台灣投資美國隊」。
4. **瞄準台灣本身有需求的商品來減少逆差**：如下表。

| 增加對美需求 | |
|-----------------|----------------------|
| 機械及電機設備 | 前五大進口品項；對美進口比例佔 7.1% |
| 礦產品 (石油、天然氣等) | 前五大進口品項；對美進口比例佔 15% |
| 基本金屬及其製品 | 前五大進口品項；對美進口比例佔 4.5% |
| 對美降關稅 | |
| 運輸工具 (汽車、飛機、船等) | 前五大進口品項；平均從價稅率：12.6% |
| 調製食品、飲料及菸酒 | 平均從價稅率：9.5% |
| 植物產品 (食用植物、水果等) | 平均從價稅率：20% ~ 26% |
| 活動物、動物產品 | 平均從價稅率：6.6% ~ 19.3% |

- 以關稅最終若經談判降至 10% 而未走向極端下，台灣 GDP 影響約在 -1.4~ -2.9 個百分點，參考關稅戰之前 3% 的經濟成長來看，關稅經談判後仍機會維持正成長，然若全面性課稅下，台灣 GDP 有可能面臨衰退。
- 政府若依照川普訴求的「解決貿易逆差」，重點便是增加美國的機械設備、石油、天然氣等，而關稅高的則透過降低關稅來增加談判籌碼，此外，對美增加投資也成為主要川普訴求。

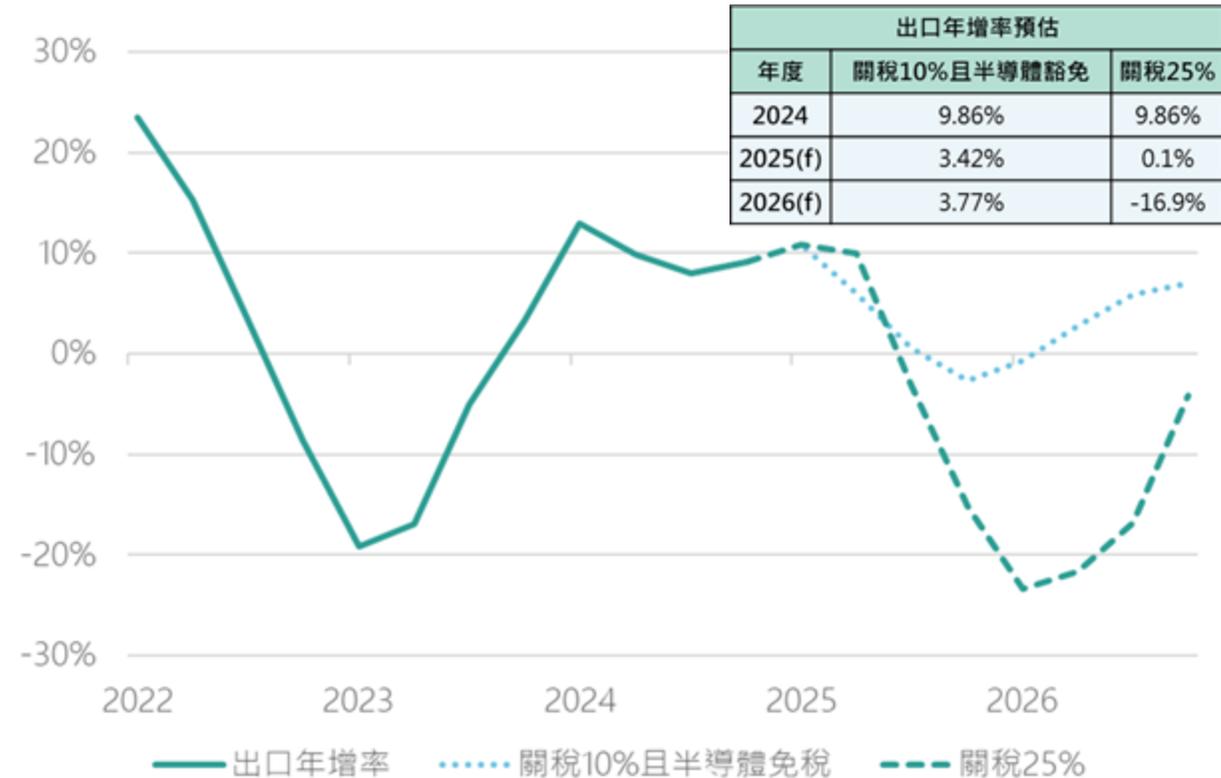
台灣：產業面三大關注面向，出口低基期紅利削弱

消費性產業為第一線衝擊

| 台灣產業 | 毛利率 | 庫存天數距離近期最高點多遠 |
|---------|--------|---------------|
| 半導體 | 32.2% | 24.35 |
| 食品工業 | 25.2% | 2.59 |
| 通信網路 | 24.5% | 21.2 |
| 電機機械 | 23.78% | 27.5 |
| 玻璃纖維 | 23.3% | 30.98 |
| 航運 | 22.8% | 2.93 |
| 電腦及週邊設備 | 22.4% | 23.6 |
| 汽車工業 | 21.9% | 0 |
| 水泥 | 18.9% | 10.8 |
| 造紙 | 18.3% | 5.7 |
| 橡膠 | 18.0% | 0 |
| 光電 | 17.7% | 11.5 |
| 電器電纜 | 16.0% | 0 |
| 電子零組件 | 14.4% | 16.7 |
| 電子通路 | 11.7% | 16.5 |
| 鋼鐵 | 10.3% | 10.63 |
| 塑膠 | 5.9% | 2.28 |
| 紡織纖維 | 4.4% | 23.04 |

台灣出口增速預估下修

台灣-出口年增率預估
MacroMicro.me | MacroMicro



- 以產業來看，毛利率不高的產業在抵禦關稅的能力較低，不容易轉嫁成本，若庫存去化的進度又相對落後的話，可能加劇衝擊。例如紡織、塑膠、汽車工業等傳統產業。
- 我們預估台灣出口將在這次關稅中，受到衝擊並下調 2025 出口年增率從 8% 下調 3% 左右。

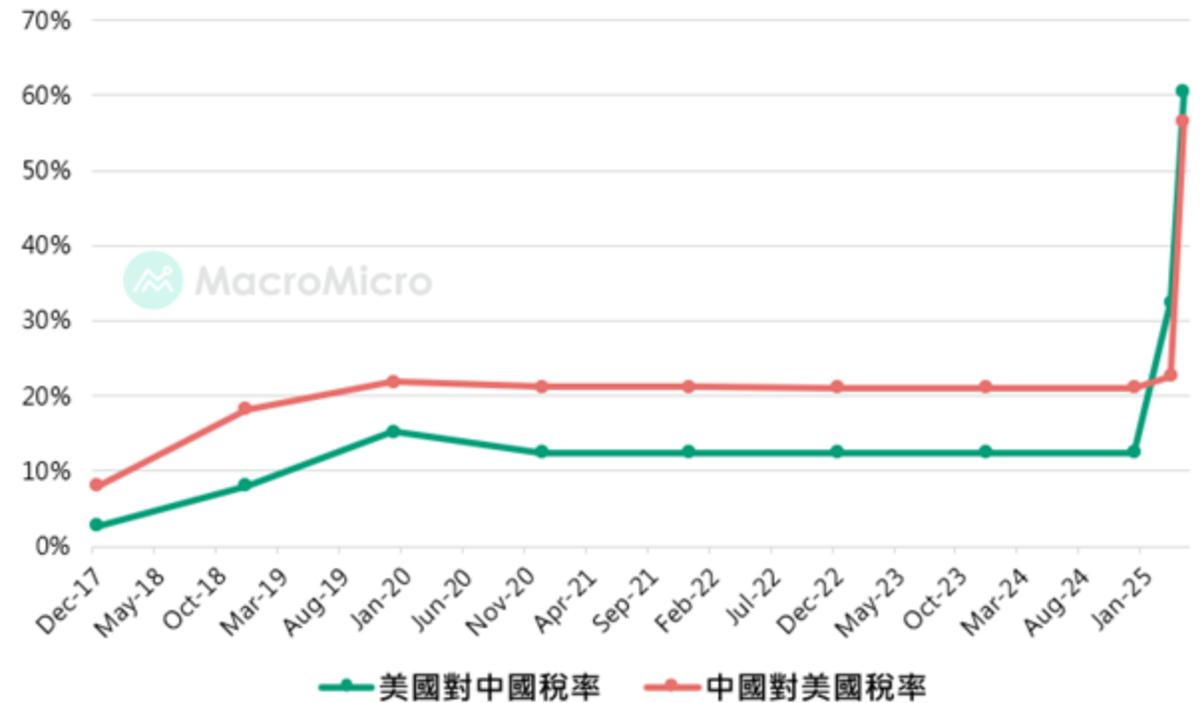
中國：快速反制，關稅衝擊只能倚賴更多財政補貼

無豁免下，GDP 衝擊在 1.6 ~ 3.1 個百分點間

| | | |
|-----------------|----------------|-----------------------|
| 對美出口佔總出口比重 | 14.7% | |
| 總出口佔GDP比重 | 19.6% | |
| 被加徵關稅情境 | 30% | 54% |
| 對美出口之關稅彈性 | -1.0 | |
| 對美出口負面影響 | -30 pp | -54% |
| 對總出口衝擊 | -4.4 pp | -7.9% |
| GDP 負面影響 | -0.9 pp | -1.6% |
| 對美出口之關稅彈性 | -2.0 | |
| 對美出口負面影響 | -60 pp | -108 pp |
| 對總出口衝擊 | -8.8 pp | -15.9 pp |
| GDP 負面影響 | -1.7 pp | -3.1 pp (最壞情境) |

中國強硬對等反制 34% 關稅

中美-雙邊貿易關稅變化
MacroMicro.me | MacroMicro



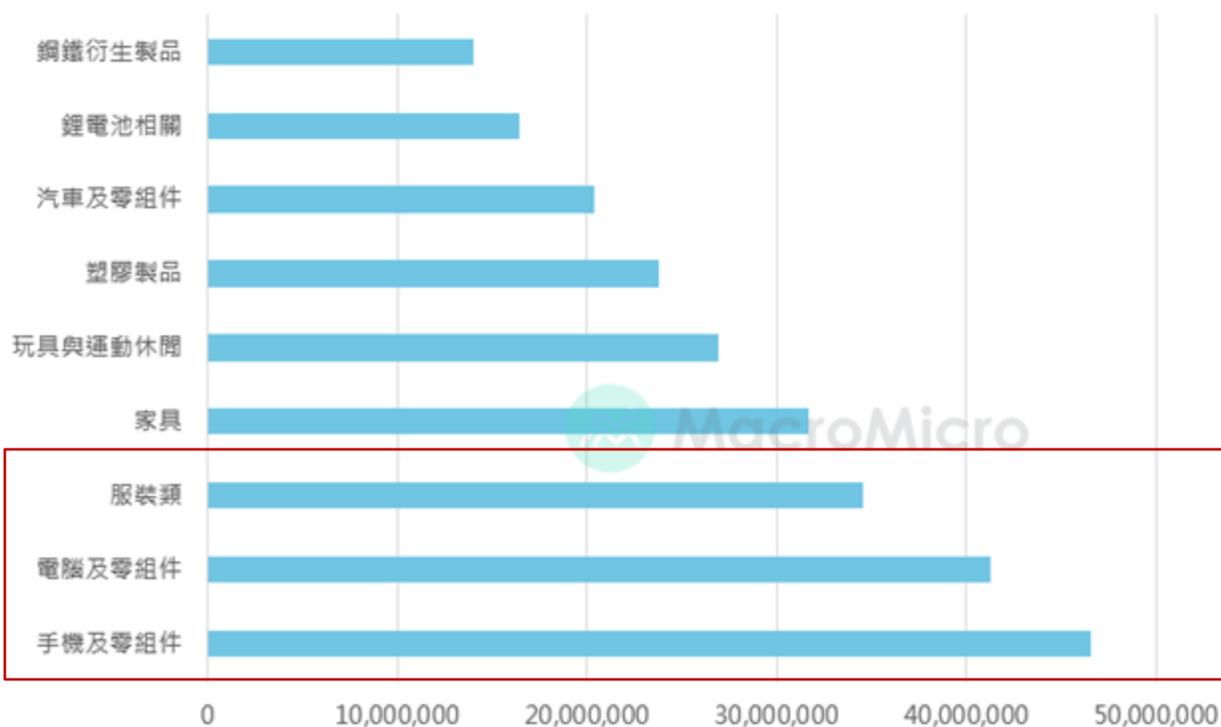
- 在 54% 關稅情境下，假設無額外財政刺激出台，關稅將對整體 GDP 產生 -1.6 ~ 3.1 百分點的負面影響，GDP 保 4 有難度。
- 中國對關稅反應最為激烈，因此不假設 10% 的樂觀情境，疊加美國抗中策略未改，中國即便關稅下修，對經濟成長仍至少衝擊 -0.9 百分點。

中國：中美脫鉤大勢下，廠商投資保持觀望姿態

消費性電子、紡織等，將是供應鏈繼續分散的重點

中國-2024 年對美出口重點商品 (千美元)

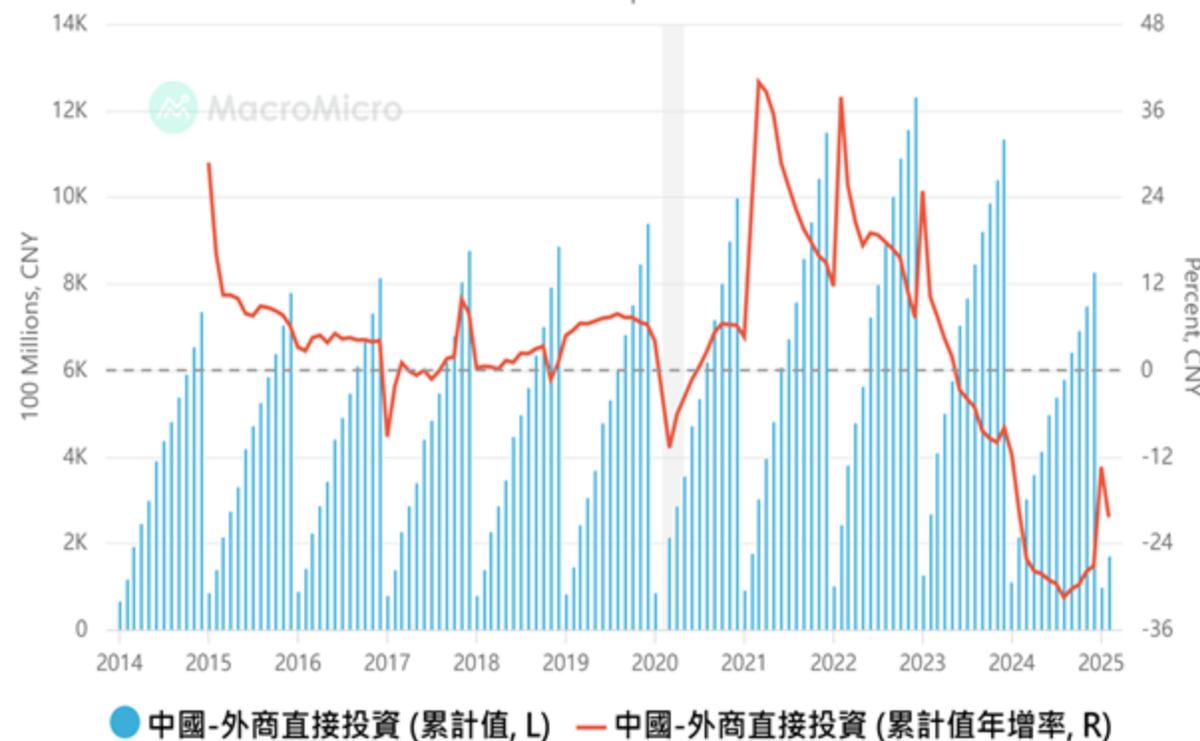
MacroMicro.me | MacroMicro



外商投資延續衰退，廠商對中國市場熱情不再

中國-外商直接投資

MacroMicro.me | MacroMicro



- 從中國對美出口的主要商品看，全面關稅下，預計消費性電子，以及紡織、家具、塑化和鋼鐵等傳產，將持續成為主要廠商供應鏈分散的重點；此外，作為新三樣的鋰電池、電動車，在拜登時期就已被加徵 50%、100% 的關稅，未來將更難進入美國市場。
- 外商投資額方面，截至今年 2 月以延續第三年衰退，顯示在中美脫鉤大背景下，國際廠商業者對中國市場保持觀望姿態

歐日：若無豁免，GDP 衝擊將達到 1 個百分點以上

關稅對歐洲 GDP 衝擊最糟將達到 1.2 百分點

| | | |
|-----------------|----------------|-----------------------|
| 對美出口佔總出口比重 | 20.4% | |
| 總出口佔GDP比重 | 14.4% | |
| 被加徵關稅情境 | 10% | 20% |
| 對美出口之關稅彈性 | -1.0 | |
| 對美出口負面影響 | -10 pp | -20 pp |
| 對總出口衝擊 | -2.0 pp | -4.1 pp |
| GDP 負面影響 | -0.3 pp | -0.6 pp |
| 對美出口之關稅彈性 | -2.0 | |
| 對美出口負面影響 | -20 pp | -40 pp |
| 對總出口衝擊 | -4.1 pp | -8.2 pp |
| GDP 負面影響 | -0.6 pp | -1.2 pp (最壞情境) |

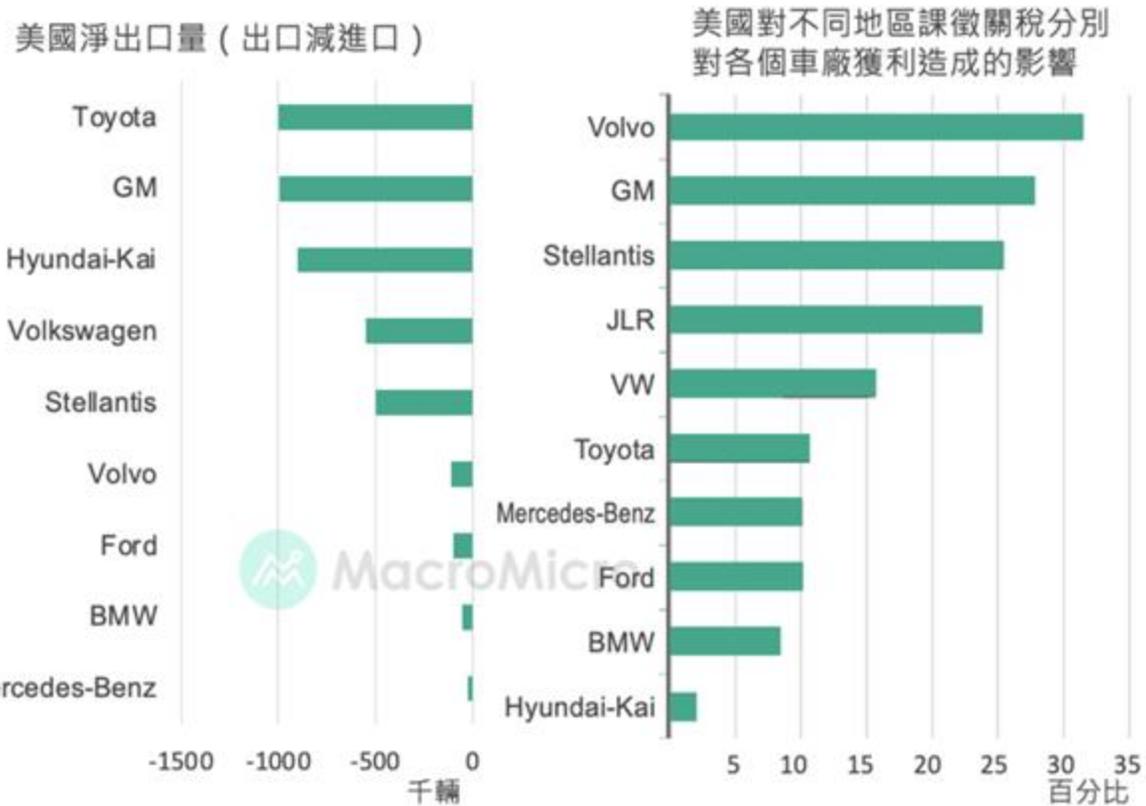
關稅對日本 GDP 衝擊最糟將達到 1.7 百分點

| | | |
|-----------------|----------------|-----------------------|
| 對美出口佔總出口比重 | 20.0% | |
| 總出口佔GDP比重 | 17.4% | |
| 被加徵關稅情境 | 10% | 24% |
| 對美出口之關稅彈性 | -1.0 | |
| 對美出口負面影響 | -10 pp | -24 pp |
| 對總出口衝擊 | -2.0 pp | -4.8 pp |
| GDP 負面影響 | -0.3 pp | -0.8 pp |
| 對美出口之關稅彈性 | -2.0 | |
| 對美出口負面影響 | -20 pp | -48 pp |
| 對總出口衝擊 | -4.0 pp | -9.6 pp |
| GDP 負面影響 | -0.7 pp | -1.7 pp (最壞情境) |

- 歐洲與日本對美出口佔 GDP 均達到 20% 以上，因此在關稅稅率彈性假設為 -2 的情境下，GDP 衝擊將分別為 -1.2、-1.7 個百分點
- 如果談判可以使稅率降到 10%，則可以將衝擊幅度限縮至 -1 個百分點以內。

歐日：共同衝擊是汽車，對美談判態度做法不同

歐日車廠都依賴美國市場，將受到較大衝擊



歐盟採取反制措施，日本態度較為溫和

歐洲各國態度：推出280億反制措施，是否擴大規模各國意見分歧

歐盟初步措施：首波反制措施歐盟將在4/9表決，包含對280億美元的美國進口商品徵收關稅，主要為肉類、穀物、葡萄酒、衣物等商品。

(註：初步措施為歐盟對先前鋼鋁關稅的反制措施)

歐盟鷹派勢力支持更多反制措施：法國政府發言人表示，除了初步措施外，若談判未果，在4月底將針對汽車關稅與對等關稅進行更多反制措施。另外，法國政府不排除對美國大型科技企業徵收報復性關稅，也建議企業暫停赴美投資。

歐盟鴿派勢力則希望避免關稅戰：愛爾蘭、義大利政府官員表示，希望避免關稅戰。

日本態度：雖譴責對等關稅，但不會以報復性關稅反擊

日本首相石破茂表示日本不會用報復性關稅反擊，但會向川普抗議，因為日本是美國最大投資國，卻跟其他國家受同等對待。

- 在宣佈對等關稅之前，美國已經針對所有汽車進口課徵關稅。由於歐洲與日本車廠供應鏈皆佈局全球，因此汽車股市將受到較大衝擊。另外，乘用車為美國最大進口商品，因此我們評估這也是相對不容易談判的項目。
- 歐盟對美國關稅的回應雖然採取反制手段，但各國意見分歧。日本官方態度較為溫和，目前表示不會採取報復性措施。

東協+1：越南重傷，印度衝擊有限

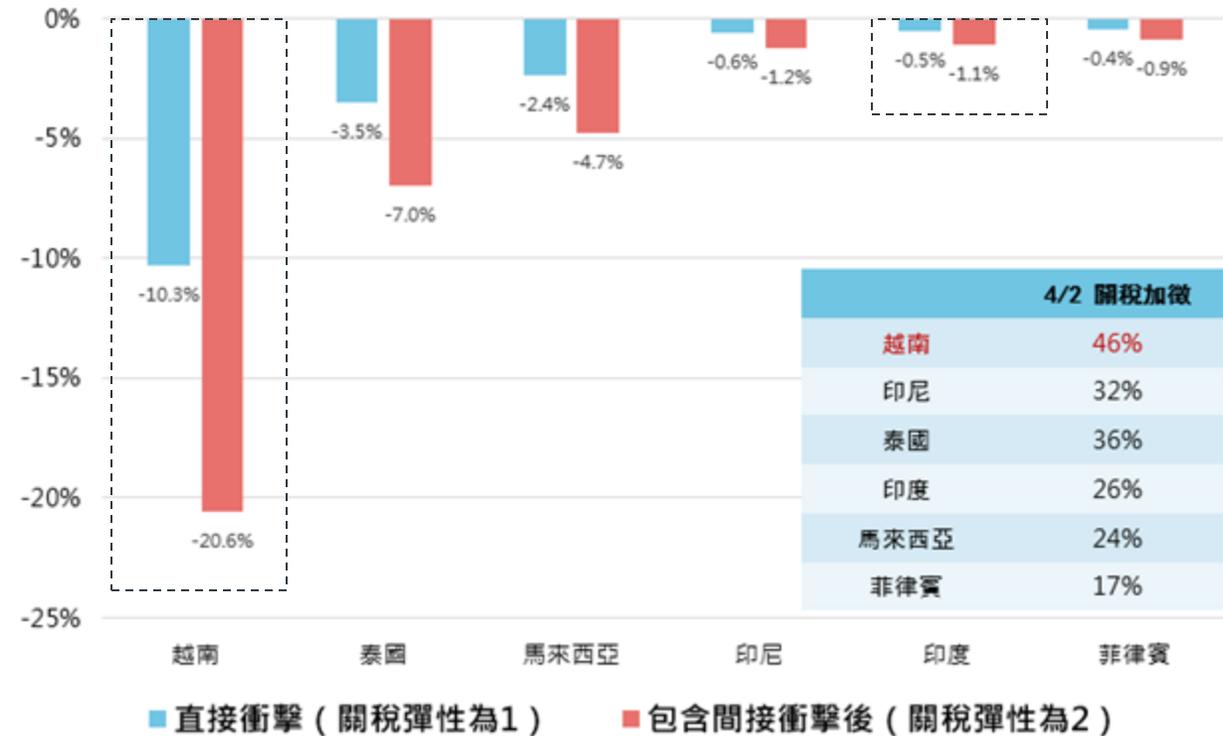
印度 GDP 衝擊較為有限

| | | |
|-----------------|----------------|-----------------------|
| 對美出口佔總出口比重 | 18.3% | |
| 總出口佔GDP比重 | 11.4% | |
| 被加徵關稅情境 | 10% | 26% |
| 對美出口之關稅彈性 | -1.0 | |
| 對美出口負面影響 | -10 pp | -26 pp |
| 對總出口衝擊 | -1.8 pp | -4.8 pp |
| GDP 負面影響 | -0.2 pp | -0.5 pp |
| 對美出口之關稅彈性 | -2.0 | |
| 對美出口負面影響 | -20 pp | -52% pp |
| 對總出口衝擊 | -3.7 pp | -9.5% pp |
| GDP 負面影響 | -0.4 pp | -1.1 pp (最壞情境) |

供應鏈轉移：熱門地越南重傷，印度衝擊不高

新南向諸國-關稅對GDP衝擊預估

MacroMicro.me | MacroMicro

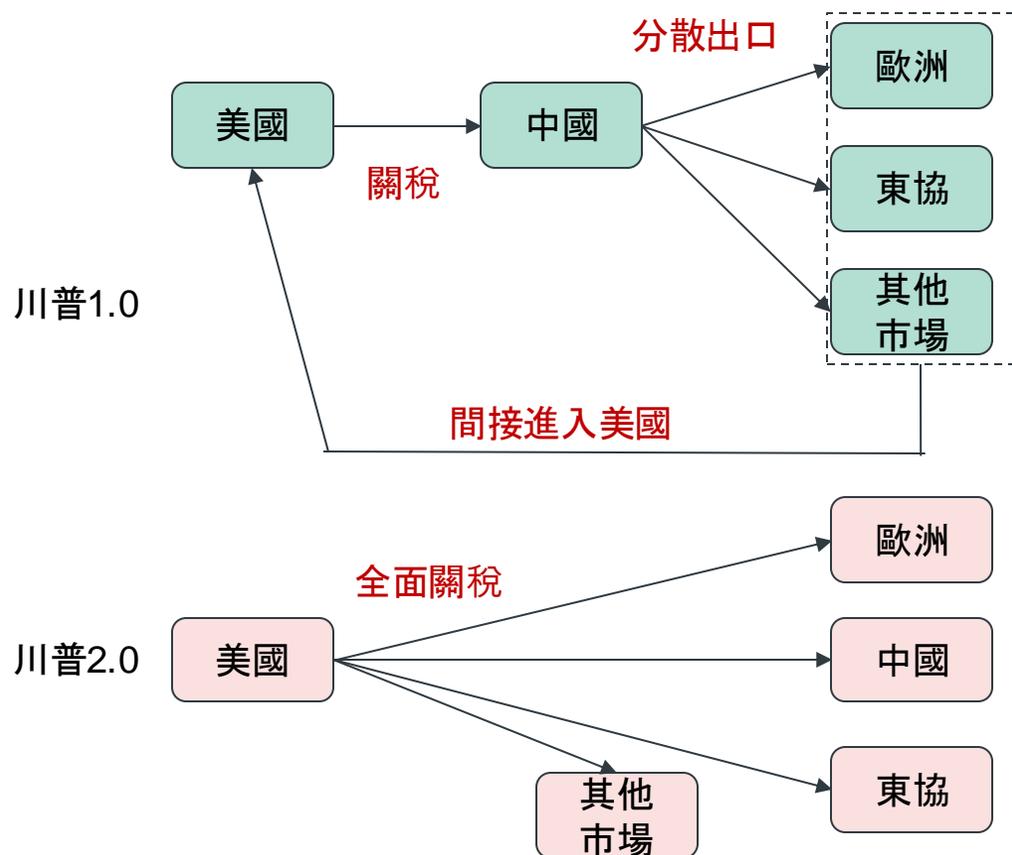


- 印度對美出口金額佔總出口 18.3%，結合兩種關稅彈性情境，印度衝擊相對有限；相較之下，越南在本輪貿易戰成為主要打擊目標（46% 稅率甚至超過中國），同時越南出口佔 GDP 比重達八成，也使得越南成為本輪貿易戰中第一個向美國低頭的區域。
- 常年以來對美巨額的貿易逆差、中國商品的繞道、中資企業的投資，是美國大幅提高越南稅率的關鍵。

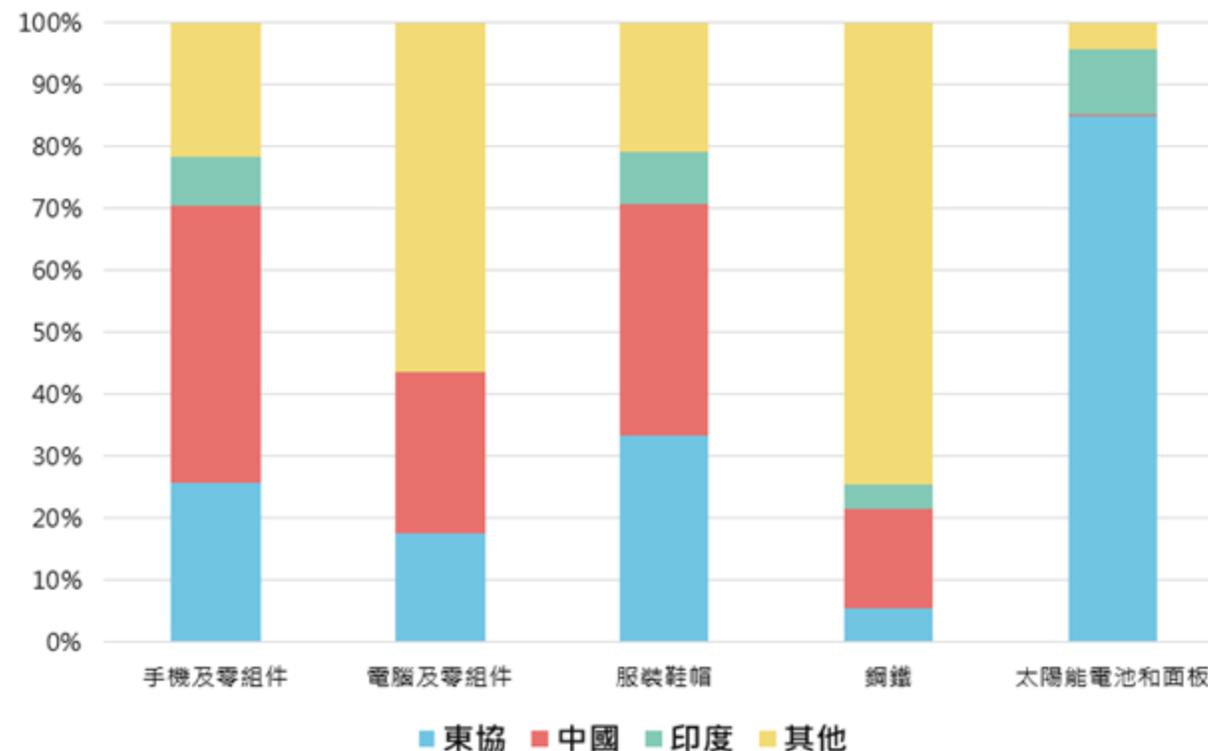
東協+1：哪些產業主要佈局在東南亞？

川普 2.0 改變玩法，核心理念是防堵中國繞道

東協是消費性電子、紡織和太陽能重要分佈地



美國進口來源-主要產品-分區域
MacroMicro.me | MacroMicro



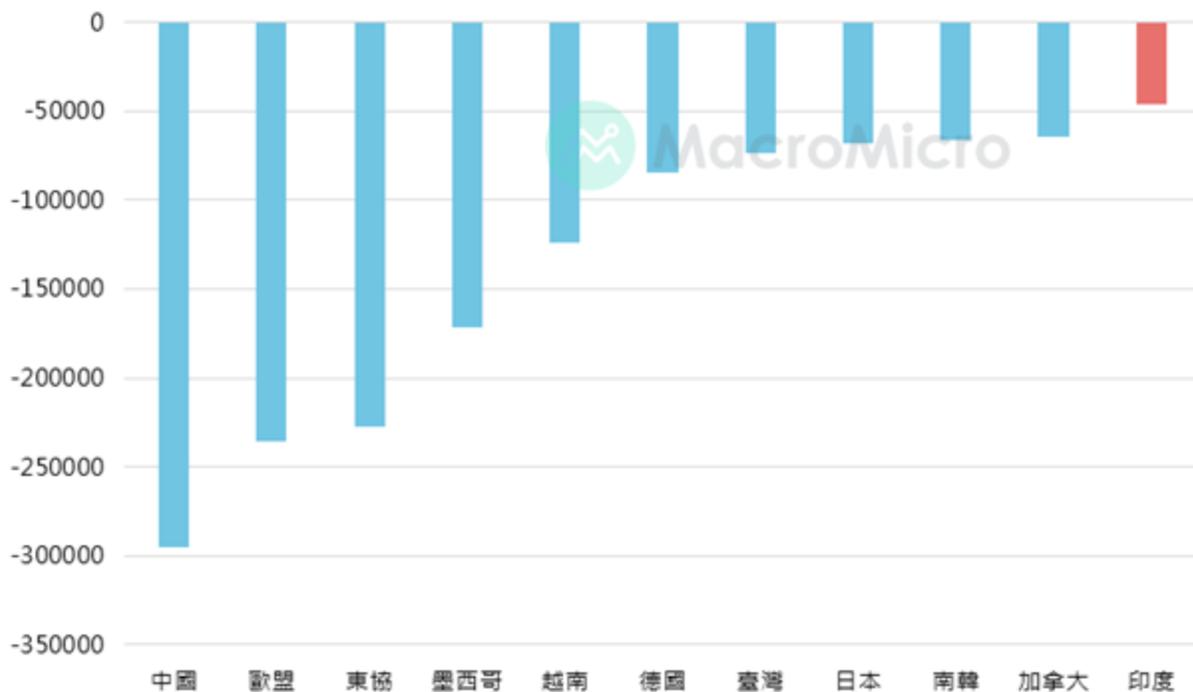
- 川普 2.0 的關稅，從早期主要針對中國課徵，轉向對全球加徵全面關稅，防堵中國商品繞道、加速製造業回流美國，是川普改變玩法背後的核心理念。
- 東協（尤其是越南），作為第一輪貿易戰下供應鏈轉移的首選，大量消費性電子、紡織業者集中在當地佈局，作為中國出口新三樣之一的太陽能，更是大量從東協繞進美國市場，相關產業的廠商短期預計將面臨 46% 超高關稅。

印度：關稅相對低、衝擊相對小、談判相對快

逆差低於新興市場同儕，是印度受傷較低的關鍵

美國-貿易逆差主要來源分佈

MacroMicro.me | MacroMicro



- 單純從關稅稅率看，印度是全球少數和美國關稅最不對等的地區，但本輪對等關稅下，26%的加徵幅度優於預期。
- 關鍵在於其對美貿易逆差不高，使得關稅稅率的加徵、關稅的潛在傷害都能控制在一定範圍。
- 同時，印度也是本波關稅戰下，少數幾個幾乎最快與美國達成協議的經濟體，從2月的美印聲明可見，印度以內需市場換取美國在印太的戰略代理人，美國則以尖端技術支援提供印度產業升級的可能，預計印度後續將以降低對美關稅以對。

2月獲美國 AI、能源基建投資承諾，助力產業升級

美印-元首聯合聲明

MacroMicro.me | MacroMicro

| 美印聲明重點 | 詳細內容 |
|------------|---|
| 地緣軍事合作 | <ul style="list-style-type: none"> 計劃簽署新的美印十年防務合作協議 印度可能增加「數十億美元」購買美國國防裝備 川普則願意提供 F-35 戰機 |
| 經貿關係升級 | <ul style="list-style-type: none"> 設定到 2030 年雙邊貿易翻倍至 5000 億美元的目標 秋季前推出雙邊貿易協定 鼓勵雙方企業在對方國家，進行產業綠地投資 使美國成為印度原油、天然氣的主要供應國 |
| 貿易關稅互惠承諾 | <ul style="list-style-type: none"> 印度：降低美國摩托車、ICT 產品和金融關稅，放寬農產品市場准入 美國：增加對印度的勞力密集型產品進口 |
| 雙方投資承諾 | <ul style="list-style-type: none"> 美國：在印度投資由美國設計的核反應堆、美國原產的 AI 基礎設施 印度：增加在美國的鋼鐵、關鍵電池材料的產業投資 |
| 尖端技術與供應鏈合作 | <ul style="list-style-type: none"> 促進 AI、半導體、量子技術、生物技術、能源和太空領域的合作 年底前制定「加速 AI 基礎建設的美印路線圖」 在半導體、關鍵礦材和藥品等領域，建立友好供應鏈 |

關稅重拳後的世界，各大經濟體策略一覽

2023 年各國貿易曝險概況



- 紅色：被課稅率最高，尤其東南亞，此為圍堵中國的第一線，關稅戰打下來受傷最為嚴重，也是最有可能反制。
- 綠色：被課稅率次高，高機率與美爭取談判降低稅率，後續可能針對戰略產業及投資進行協商。
- 黃色：除了戰略核心的中國，因早已展開去美化而位於左下角，其餘被課稅率衝擊有限，尤其印度成為美國拉攏對象。

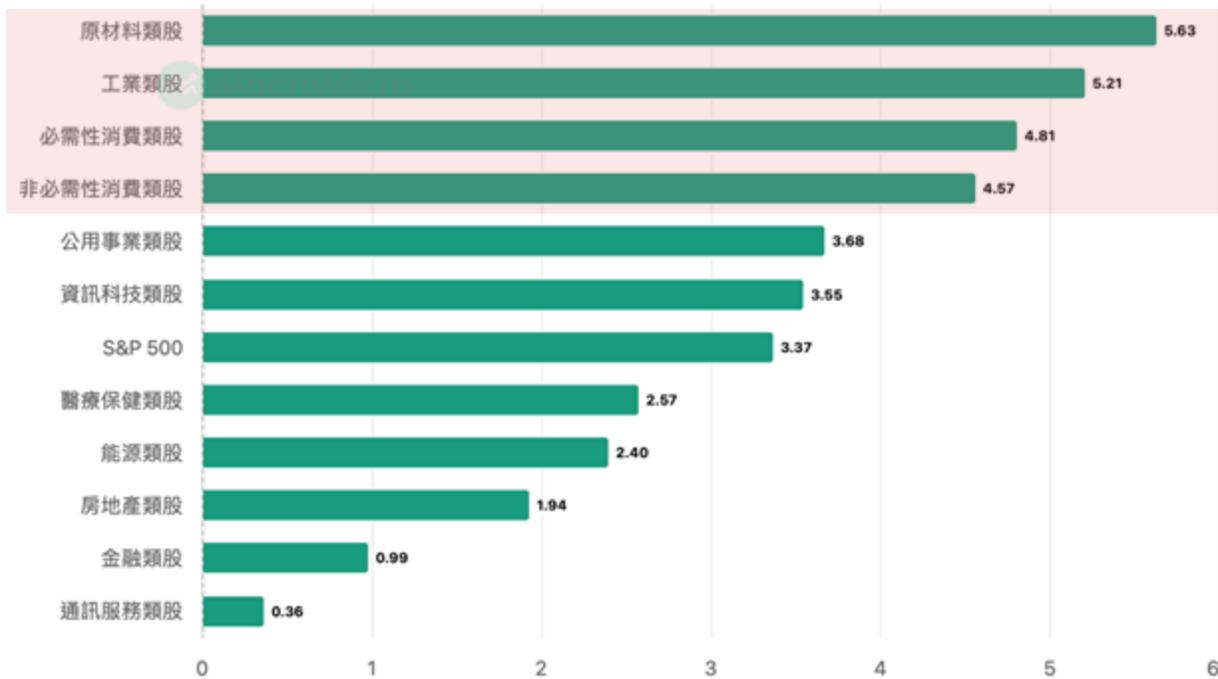
產業：關稅不確定性下，工業、消費類股衝擊最大

原材料、工業、消費提及關稅次數最多...

... 同時也有可能是最需要提前拉貨的

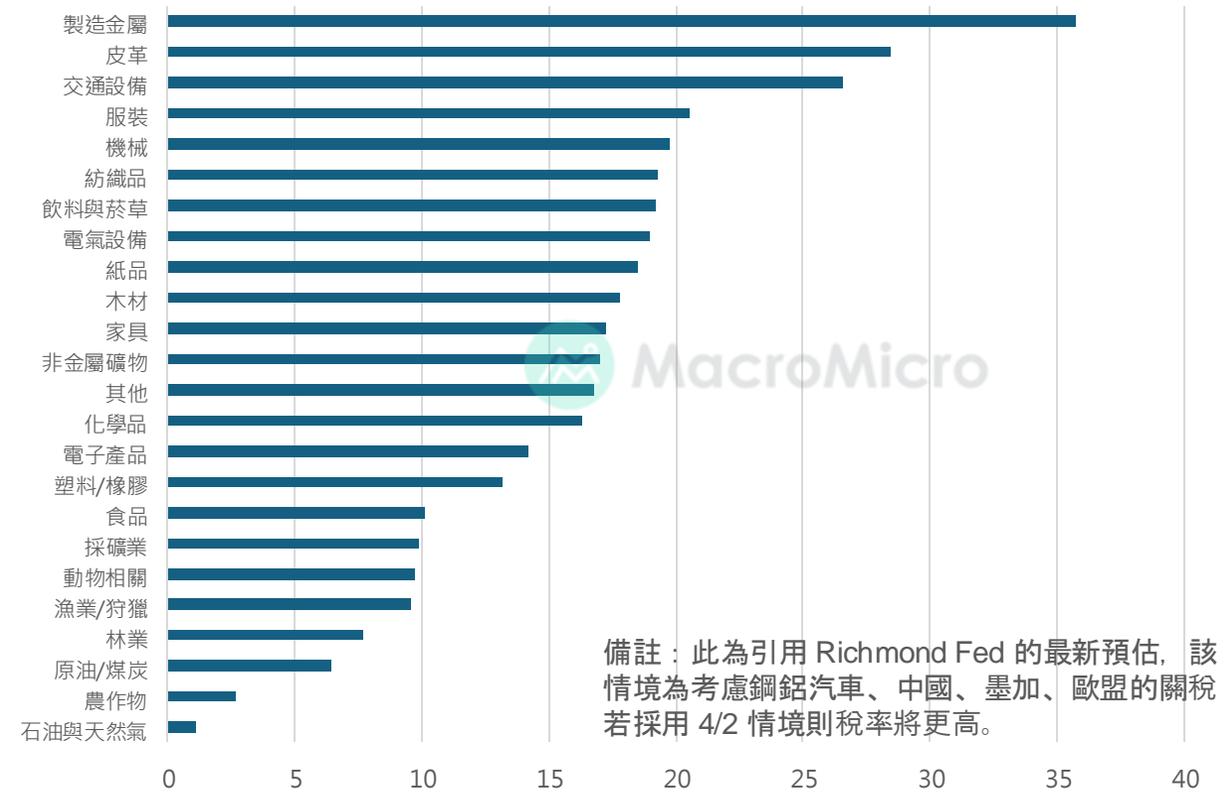
美國-S&P 500電話會議各產業提及次數-關稅

MacroMicro.me | MacroMicro



美國-各產業可能面臨的關稅稅率上升

MacroMicro.me | MacroMicro



備註：此為引用 Richmond Fed 的最新預估，該情境為考慮鋼鋁汽車、中國、墨加、歐盟的關稅，若採用 4/2 情境則稅率將更高。

- 根據財報季電話會議關鍵字統計，原材料、工業及消費類股對關稅擔憂最為強烈，可能率先拉貨以規避後續攀高的成本。
- 考慮美國關稅計畫，金屬、交通設備、機械、紡織的未來稅率攀升幅度高，上述行業的拉貨動機強烈。

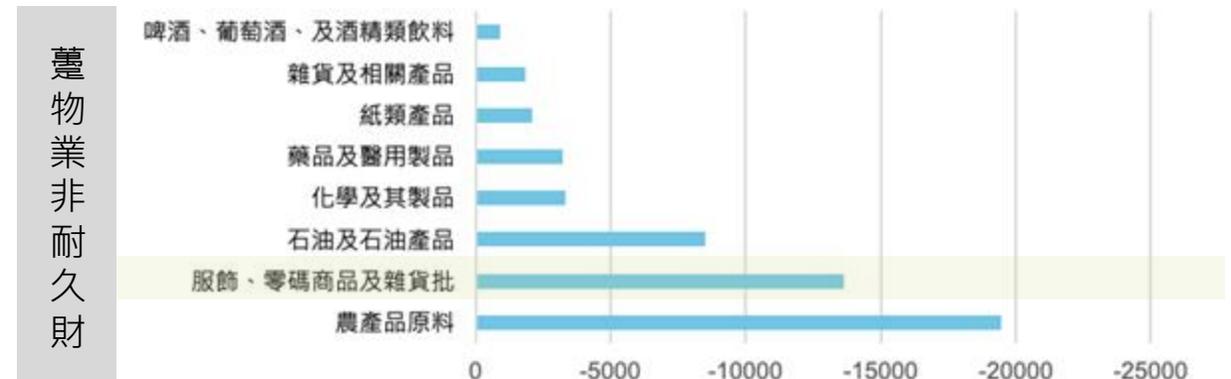
產業：關稅不確定性下，工業、消費類股衝擊最大

關稅轉嫁擔憂 → 被迫提前拉貨 → 庫存本就較高 = 衝擊最大的產業

最新庫存與疫情後高點距離
MacroMicro.me | MacroMicro



最新庫存與疫情後高點距離
MacroMicro.me | MacroMicro



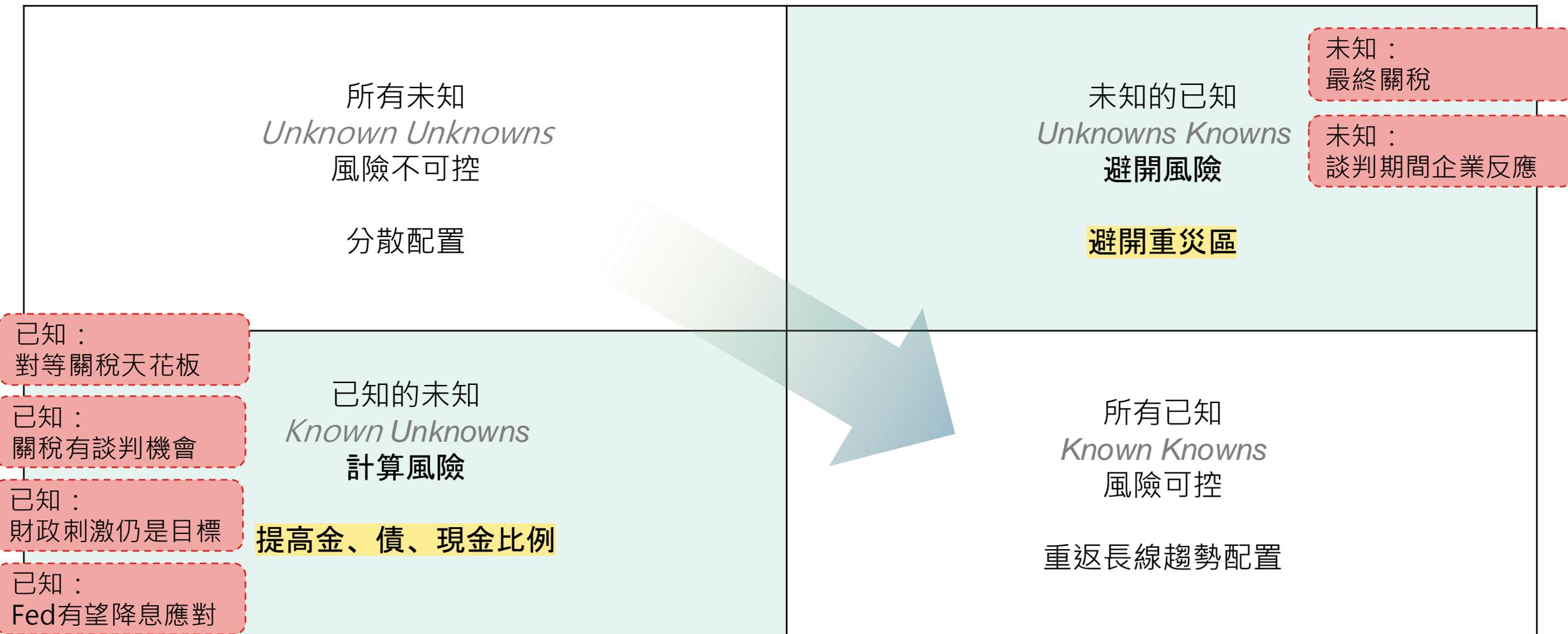
- 各大產業疫情後存貨多數已自 2022 年高點下滑 (圖中藍色柱狀體越明顯，代表庫存已經下滑的幅度越大，越無庫存壓力)。
- 其中大型機械、營建相關、以及服飾紡織，為庫存相對處在高檔的產業，留意提前拉貨可能會造成額外壓力。



行情總結與觀察重點

3

行情指南：突破不確定的路徑 (Unknown Unknowns → Known Knowns)



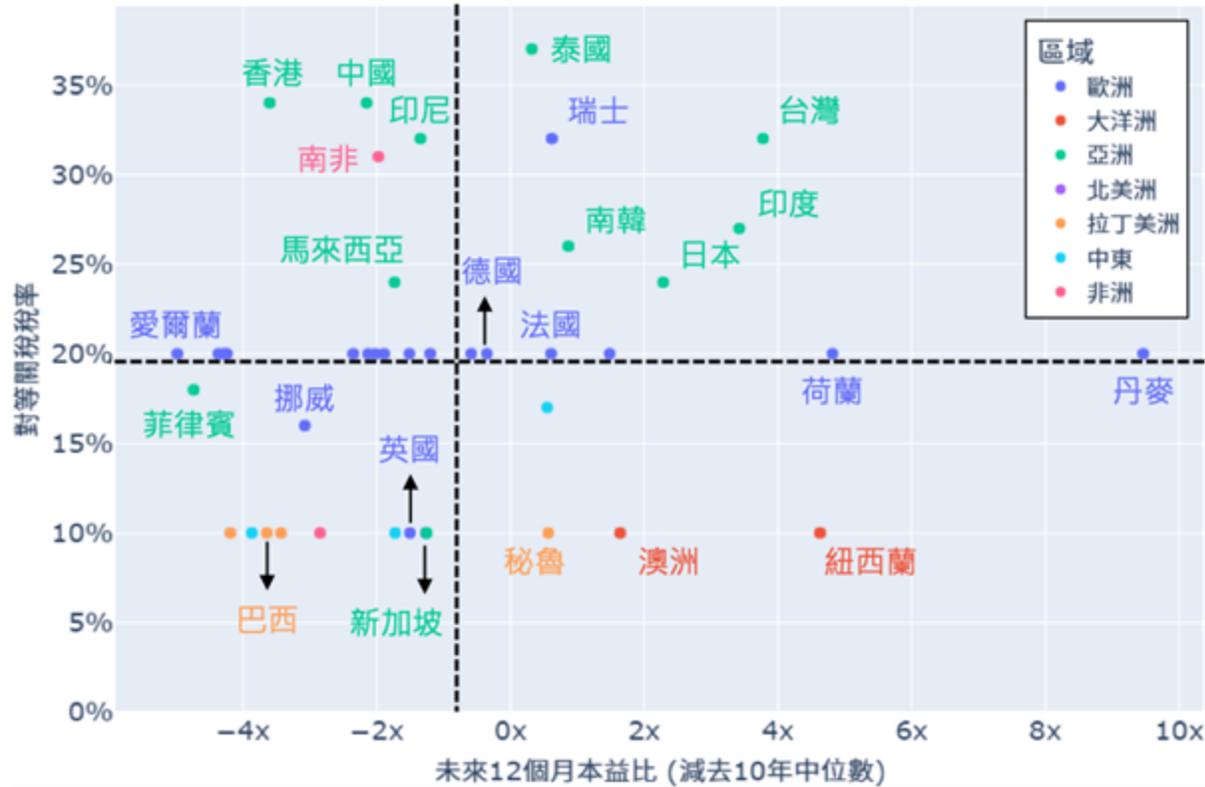
- 金融市場走勢追根究底為反映事實與預期之間的差距，一但所有的未知可以逐漸被量化，市場 price in 最壞情況，利空出盡的機率就有機會攀升。
- 市場當前處在尋找已知與未知的平衡，過渡期的策略：維持股、債、金平衡配置，提高金、債、現金比例。

行情指南：過渡期關注關稅衝擊小、海外營收佔比較低區域

過渡期關注：關稅衝擊小 & 評價低區域

各國MSCI股票指數估值 vs 對等關稅稅率

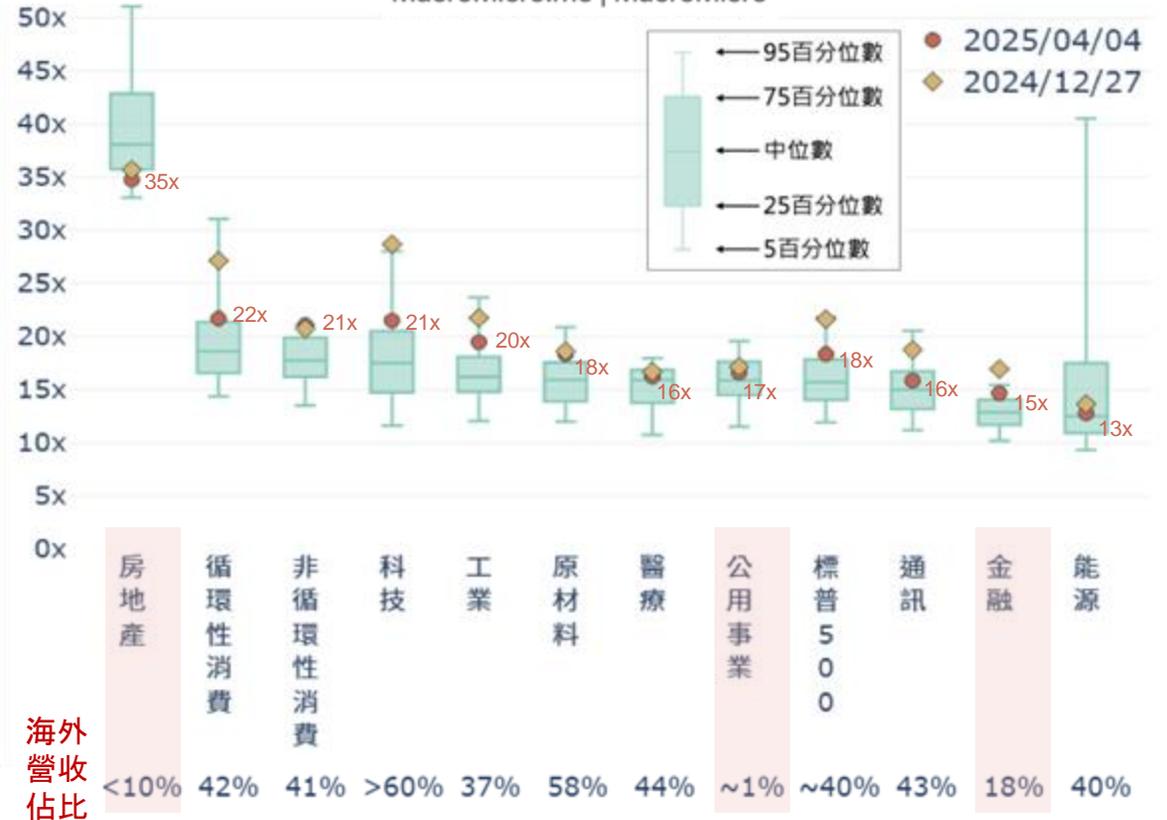
MacroMicro.me | MacroMicro



美股修正過程中，將出現難得本益比低位的時刻

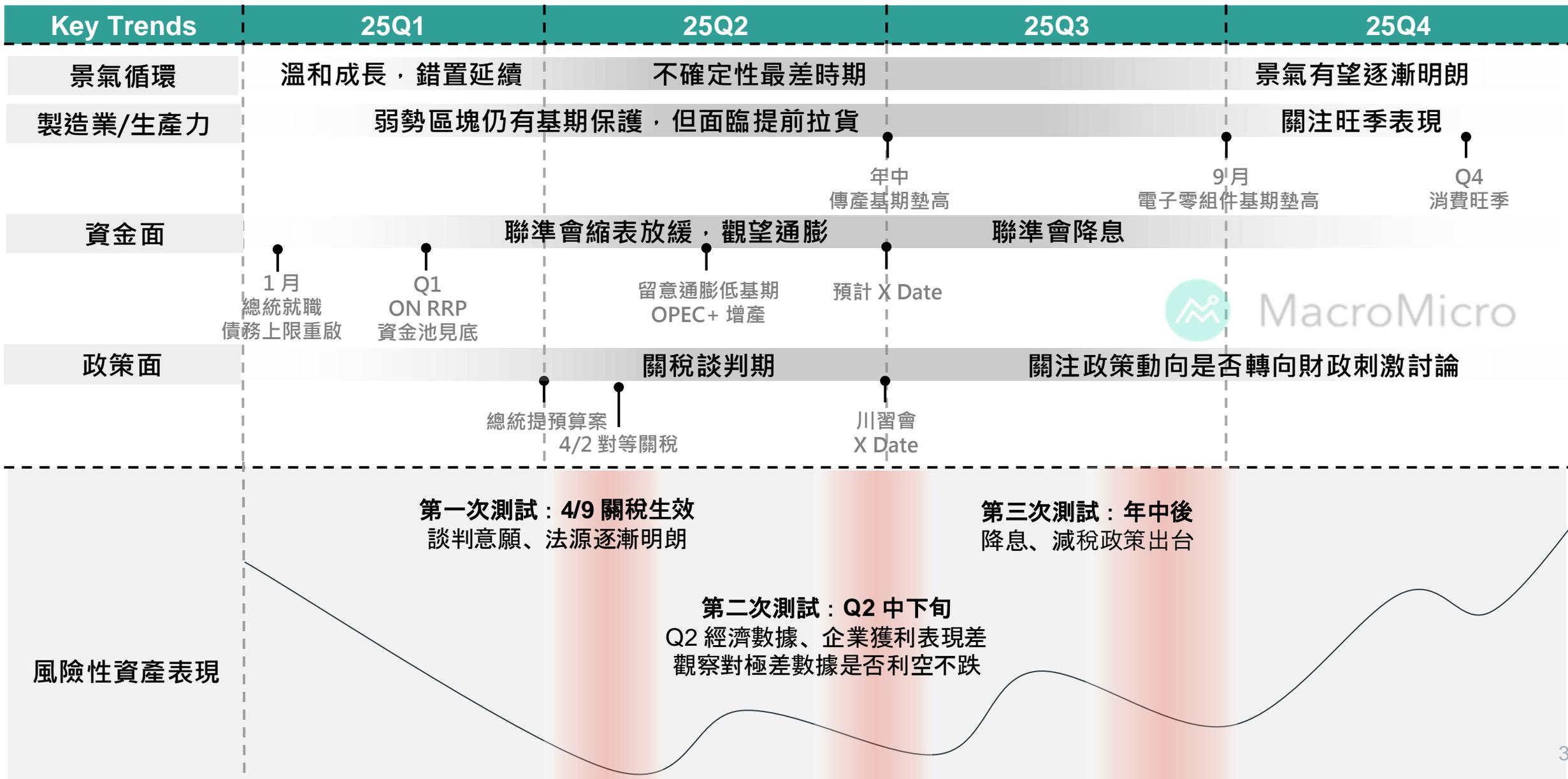
標普500主要產業指數 - 未來12個月本益比 (近20年分布)

MacroMicro.me | MacroMicro



- 左圖的第一象限區域，對等關稅稅率與本益比皆高，談判難度與估值壓力皆較大，相較之下，第三象限防禦性質較為明顯。
- 2000年以來美股六次熊市，標普500平均本益比底部為13倍，當前本益比為18.3倍，尚未回到歷史均值，短線資金轉往高殖利率、海外銷售佔比低板塊(公用事業/金融/房地產)尋求避風港，行情止穩關注接下來三個測試點(下頁續)。

行情指南：風險性資產三大測試點



加入 MM Prime

持續追蹤川普政策分析



←
掃描 QR Code
訂閱財經M平方

點我訂閱

- 獨家報告、最完整川普解讀
- 無限使用萬筆投資指標
- 最專業的研究、回測工具箱
- 打造個人投資儀表板
- 獨家 ETF 篩選策略工具

Thank You

財經M平方 MacroMicro | 

