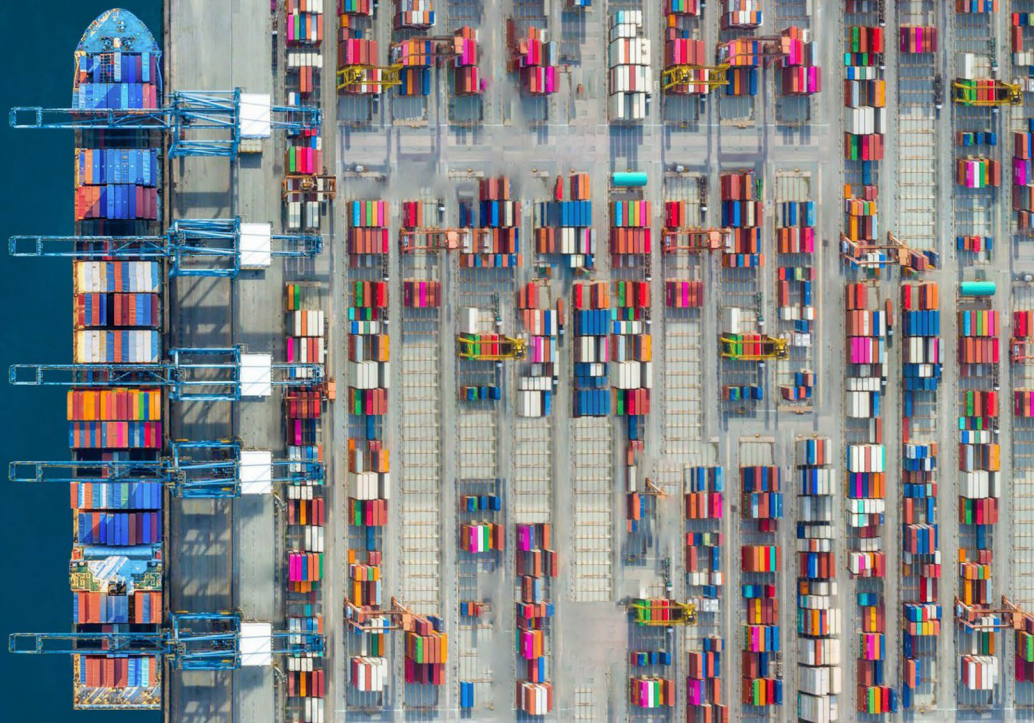




2025 年 4 月

關稅「解放日」 會給全球經濟戴上枷鎖嗎？

美國總統川普的「解放日」政策，帶來了關稅的大幅提升，投資人擔心這可能會拖垮全球經濟。我們認為，這將對經濟造成重大影響。全球經濟成長至少下降 1%，而貿易衝突的進一步升級將增加經濟衰退的風險。



Gregor MA Hirt
安聯環球投資
全球多重資產投資總監



Martin Hochstein
安聯環球投資
資深經濟學家

重點摘要

- 川普政府宣布對所有進口商品徵收10%的基準關稅，並對主要貿易夥伴加徵更高關稅，可能會促使市場在短期內持續動盪，導致資金流向避險資產，如黃金及短期美國政府公債等避險資產。
- 雖然實際影響程度仍取決於美國貿易夥伴的報復行動，但 4 月的關稅現狀已對全球經濟成長造成重大打擊，而美國將是受創最深的國家之一。大規模報復行動可能引發全面的貿易戰，再加上企業和消費者信心下滑，全球經濟恐將陷入衰退。
- 在震盪的環境中，我們看好歐洲股票（相對美股）、日圓、黃金和美國公債；全球貿易爭議可能會出現許多波折與變化，我們認為未來還將出現更多投資機會。



迎接利率變化

ALLIANZGI.COM

美國總統川普 (Donald Trump) 在所謂的「解放日」，宣布加徵新一輪關稅，引發市場對全面貿易戰恐破壞全球經濟的擔憂。

川普總統於 4 月 2 日宣布對進口美國的商品實施全面徵收「對等」關稅，這可能是 1930 年代以來最高的關稅措施，包括對所有進口商品徵收10%的基準關稅，以及對主要貿易夥伴課徵更高的關稅，如：中國34%、歐盟20%及日本24%。

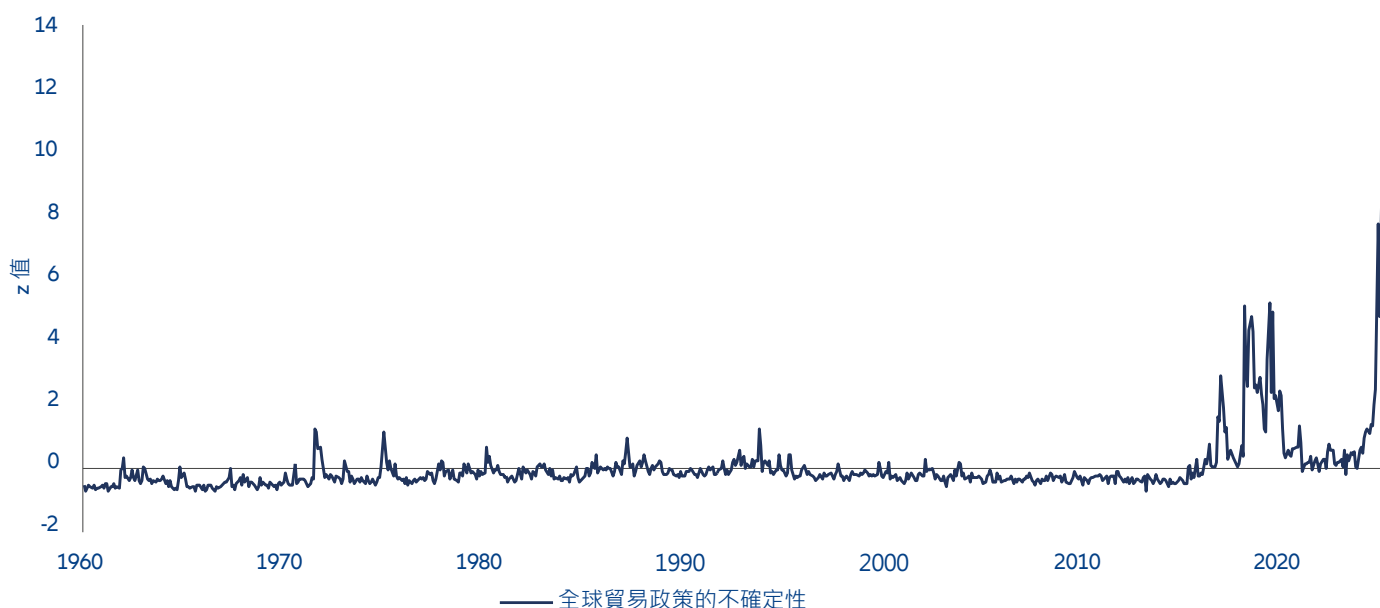
預期部分經濟體將以自身的關稅措施反擊美國，甚至可能波及服務業領域。美國亦同時宣布對所有外國製汽車課徵25%關稅。這些新措施是在美國已對鋼鐵與鋁材徵收25%關稅、對墨西哥與加拿大加徵最高達25%關稅之後所推出的。

消息公布後，股市出現下跌。目前貿易爭端的負面影響程度仍不明朗，因此需根據各市場的具體情況來評估其影響。有些國家可能在此輪制裁中成為相對的「受益者」，如墨西哥、加拿大與印度；而其他國家如瑞士與日本，則顯然未預料到如此嚴厲的「關稅重擊」。

雖然後續發展仍取決於美國貿易夥伴是否反擊，或與川普政府展開談判，但目前美國已宣布與實施的關稅措施，勢必將對全球經濟成長造成明顯拖累。短期內，市場將持續動盪，市場資金將流向如黃金與美國短期公債等較安全的避險資產。

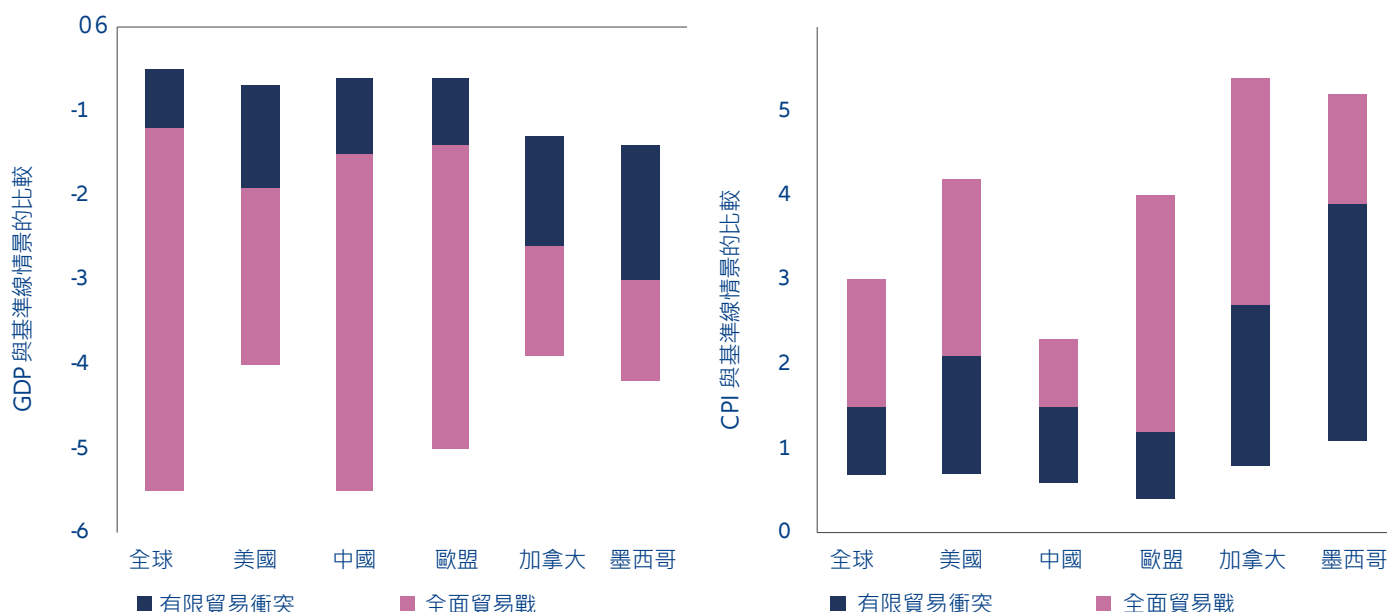
除了對貿易流量的直接影響外，關稅的主要傳導機制是貿易政策的不確定性提高（見圖 1），這將使全球企業在營運與規劃上面臨更高的難度、成本與複雜度。更複雜的供應鏈與潛在顯著的行政負擔，將成為企業未來幾個月需面對的關鍵挑戰。其連鎖效應可能是商品與服務價格上升（推升通膨），以及整體經濟活動的放緩。

圖 1：全球貿易政策的不確定性已創下歷史新高



資料來源: Matteo Iacoviello · 貿易政策不確定性指數 (資料截至 2025 年 3 月)。

圖 2：若貿易戰全面爆發，經濟成長和通膨將受到更嚴重的影響



資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略，參考了 29 項研究以及來自國際貨幣基金組織 (IMF)、經濟合作與發展組織 (OECD)、中央銀行 (美國聯準會、歐洲中央銀行、加拿大銀行) 和私人智庫等多種來源的估算。

全面貿易戰還是有限的衝突？兩種情境分析

為了更具體評估潛在影響，我們針對兩種可能的情境估算¹在未來一至三年內對主要受影響經濟體的經濟成長與消費者物價通膨的潛在影響（見圖2）：

- **有限貿易衝突：**美國對進口商品加徵10~25個百分點的關稅（對中國最高達60%），而受影響國家則進行有針對性的報復性關稅。此情境假設在初步宣布關稅措施後，美國會與主要貿易夥伴展開談判。

這將對經濟造成重大衝擊，並進一步增加全球經濟下行的風險。根據這些假設，中期影響可能等同於全球 GDP 將永久減少至少1%，以及全球通貨膨脹上升 0.7% 至 1.5%。在我們評估的經濟體中，美國將是受衝擊最嚴重的經濟體之一，短期內成長率可能下滑最多 1.3%。

- **全面貿易戰：**美國對中國的關稅上升至60%，對其他國家平均上調25個百分點，並伴隨大規模報復性關稅行動。此外，非關稅壁壘也同步提高，導致主要貿易集團間的經濟進一步脫鉤。

關稅和非關稅壁壘（如進口禁令或更嚴格的貿易法規）的持續升級，將可能在一年內拖累全球經濟進入衰退。我們的估計顯示，在全面保護主義措施下，可能會使美國 GDP 減少 2 至 4%。全球、歐盟和中國經濟的下行風險可能更加嚴重。在極端情況下，全球經濟成長將下降 1.7 至 5.5%，通貨膨脹則上升 1.5 至 3%。

停滯性通貨膨脹風險逼近

無論是哪一種情境成真，從事跨境貿易的企業如今面臨的世界已與川普上任前大不相同。若川普政府持續推進其已公布與規劃中的關稅措施，美國的實際關稅水準將超越1930年代以來的最高峰——當時，美國政府透過《斯姆特-霍利關稅法》（Smoot-Hawley Tariff Act）實施了全面性的保護主義政策。

這樣的環境不僅提高通膨風險，也可能導致經濟成長停滯甚至倒退，形成類似1970年代的「滯脹」局面。

¹ 擷取自國際貨幣基金組織 (IMF)、經濟合作發展組織 (OECD)、中央銀行 (美國聯準會、歐洲中央銀行、加拿大銀行) 及私人智庫等多種來源的 29 項研究與估算。

美國政策的不確定性正進一步加劇市場的陰霾。包括移民政策對勞動力供給的限制，以及伊隆·馬斯克(Elon Musk)推動政府效率改革所伴隨的裁員與減少支出，這些措施目前尚未被預期中的減稅與放寬監管所抵消。在這樣的背景下，我們已將美國未來一年陷入經濟衰退的機率上調至35%至40%。

即使美國最終避免了經濟衰退，我們仍認為至少會經歷一段暫時性的「滯脹」時期，也就是經濟活動放緩與物價壓力上升並存的情況。我們認為，央行——尤其是美國聯準會（Fed）——在缺乏持續性疲弱數據的情況下，將對大幅降息持保留態度。這將可能與川普欲壓低美元與降息以刺激經濟的政策構想產生衝突。根據近期行動來看，我們不排除川普政府會公開批評聯準會，甚至可能設立一個「影子聯準會」來主導政策，這無疑將對金融市場造成巨大干擾。

波動市場中值得考慮的機會

在當前這樣對風險性資產相當不利的金融市場環境中，我們看到以下幾個值得關注的投資機會：

- **相對於美股，看好歐洲股票：**近期股市的拋售主要集中在美國，而歐洲則出現不少機會。若市場能將注意力從美國關稅爭議轉向歐洲2026年後可望實施的財政刺激措施，歐洲股市將更具吸引力。歐洲市場目前估值相對便宜，而長期機構投資人普遍對歐洲股票持低配水準。雖然關稅對歐洲企業的競爭力可能帶來挑戰，但川普的政策反而促使歐盟國家更為團結。此外，歐洲央行仍有進一步降息的可能，而我們認為美國聯準會則可能比市場預期更早結束降息周期。若美股進一步重挫，雖然美國市場也可能出現價值型機會，但就目前來看，我們優先關注歐洲市場，尤其看好銀行類股。
- **美元走勢疲弱下的日圓表現：**在外匯市場方面，隨著美元走勢受壓，我們看好日圓。美元過去一向受益於政治不確定性與國際資金流入，尤其是流入以「科技七雄」為代表的美國科技股。然而，這些科技股近來表現不佳，也拖累了美元走勢。在貿易衝突未解的情況下，美元可能進一步走弱。雖然美元在市場極端事件中通常表現良好，但日圓的避險表現往往更強。若日本通膨持續升溫，日本央行可能在今年夏季升息，加上10年期公債殖利率穩步上升，日本資金將逐步回流國內，推升日圓匯價。不過，值得關注的是，若日圓升值過快，尤其在美國對日本產品徵收高額關稅的情況下，可能會對日本出口企業構成壓力，進而影響日股表現。

- **黃金和美國公債做為避險選擇：**黃金與美國公債仍是我們最具信心的避險標的。黃金具備強勁的上漲動能，也是對地緣政治風險的良好避險工具。令人安心的是，黃金現貨並未被納入美國的關稅清單中，提升其交易的便利性。在多元資產配置中，黃金是優質的分散風險工具。目前金價已創新高，我們認為新興市場央行與散戶資金將繼續推升其價值。美國公債則是我們另一個偏好的防禦性資產。受全球經濟疑慮影響，美國政府債券的表現已優於美股，這是過去五年來首見。

多元配置：快速變化的市場環境中增加價值

隨著全球貿易爭端可能出現更多波折與變數，我們預期未來幾個月內還將出現更多投資機會。在各項關稅與非關稅壁壘被快速推出、實施甚至調整的同時，市場能見度仍相當有限。我們認為，短期內市場波動將成為常態，投資人也可將波動性本身視為一種資產類別進行交易。針對市場未來波動水準的衍生性商品，歷來都是對抗股市震盪的有效避險工具，且可望提供比直接投資股票更低成本的進場機會。

我們認為，當前的市場不確定性正好突顯出「多元分散投資策略」的優勢。打造一個不過度依賴單一資產類別或地區的投資組合，將有助於投資人在這個快速變動的市場中穩健前行。

安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828

【安聯投信 獨立經營管理】110金管投信新字第013號

投資涉及風險。投資的價值和收益可能會上升也可能下降，投資者可能無法收回全部投資本金。過往表現不代表未來表現。本文屬於行銷溝通，僅基於提供資訊為目的。本文不構成購買、出售或持有任何有價證券的投資意見或推薦，也不應被視為出售要約或招攬購買任何有價證券之要約。

本文中所表達的觀點和意見如有變更，恕不另行通知，這些觀點和意見是發行時本公司或其關係企業之觀點和意見。本文所使用之數據來自各種被認定為可靠的來源，但無法保證其正確性或完整性，本公司對於因使用這些數據而引起的任何直接或間接損失不承擔任何責任。不論形式為何，複製，發布，提取或傳輸本文內容都不被允許。

本文所述之投資機會未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或特定需求，因此無法獲保證。投資人不能以本文取代其本身之判斷，且應完全為其投資及交易決定負責。