



2025 年 4 月

# 把握市場的「分水嶺時刻」

由於美國的對等關稅引起市場對經濟成長停滯、通貨膨脹以及三十年來的經濟共識瓦解，導致近期市場大幅下跌。身為投資人，我們該如何因應？

美國總統川普的「解放日」成為了全球經濟和貿易體系的分水嶺。在現有關稅上漲的基礎上，宣布了新的大範圍進口關稅，使得投資人重新為風險資產定價，導致全球股市下跌。



**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

- 最近幾天的市場拋售反映了全球經濟前景的惡化：我們認為，在極端情況下，全面的貿易戰會使全球產出在中期內減少 5.5%，同時使通貨膨脹上升 1.5%至 3%。
- 儘管歐元區在中長期可能佔有優勢，但美國經濟衰退及潛在「停滯性通貨膨脹」的風險已經上升。
- 對中國而言，關稅影響可能足以抹去 2% 的 GDP，隨著中國政府的報復性關稅，影響可能更大。
- 可以在「停滯性通膨」環境風險較低的歐洲股票市場尋找重新入市點。



迎接利率變化

ALLIANZGI.COM

香港恆生指數在 4 月 7 日下跌 13%，是自 1997 年亞洲金融危機以來最大的單日跌幅。

投資人現在面臨貿易戰全面開打的狀況，再加上經濟成長停滯或負成長，以及通貨膨脹上升，全球經濟秩序可能會出現根本性的轉變。

在此，我們將探討這個快速發展的一些主要趨勢：

## 1 國內外都感受到川普經濟學的短期成本

川普的經濟和政治方針可以說是以美國為中心，採取孤立主義和強硬立場。過去幾天發生的事件顯示，他的政策議程對美國和世界其他國家都有重大的短期代價，而川普似乎願意接受這些代價來達成他的目標。對投資人而言，他似乎也願意接受金融市場的高度波動，這是在他的第一任任期內未看到的狀況。

「解放日」的後果不僅將全球貿易政策的不確定性推至歷史新高，也提升了美國消費者的對通貨膨脹的預期，同時降低大家對美國企業的信心。這些影響可能會在未來幾個季度內加劇，更可能會將美國 GDP 成長推向停滯，甚至萎縮。我們認為美國明年出現衰退的機率為 40-45%，若美國關稅稅率持續升高，則機率將高於平均值。

## 2 貿易戰升級的憂慮升溫 - 及其對全球成長的影響

川普的對等關稅已引起中國等國家的報復。如果這種趨勢發展成全面的貿易戰，全球經濟成長可能會付出昂貴的代價 - 我們估計全面的貿易戰將讓全球產出在中期內減少 1.7% 至 5.5%，同時推升通貨膨脹率 1.5% 至 3%。<sup>1</sup>

我們保守預估各國和各區域的成長將不均衡，最樂觀的情況下，也只算平平淡淡；同時，經濟衰退風險顯著上升、全球通貨膨脹壓力再度加大，而且無論是在全球層面還是各國內部，總體經濟協調都持續不足。

從根本的角度來看，我們認為最近的事件是過去三十年全球經濟和貿易框架的解體--通常被稱為「Chimerica」或「Bretton Woods 2」。川普似乎正在對全球金融秩序進行全面改革，這一改革已在「海湖莊園協議」(Mar-a-Lago Accord) 的標籤下進行討論 - 這一轉變可能會產生深遠且具破壞性的後果，並導致美元進一步走弱。

## 3 歐洲短期內仍面臨挑戰但長遠將受惠

雖然歐元區毫無疑問會感受到美國保護主義的負面影響，但近期的國內發展卻令人鼓舞，尤其是政治上對加強歐洲各國跨領域合作越來越開放。隨著時間的發展，外部風險可能會被德國大幅增加中期公共投資支出、整個區域的國防支出增加、勞動市場仍然蓬勃，以及持續的貨幣寬鬆政策等前景所部分抵銷。

此外，在歐洲停滯性通貨膨脹的風險並不如美國那麼嚴重，其中歐元正在升值，能源價格下跌將支持歐洲的經濟成長。而且，雖然供過於求對某些行業不利，但如果部分中國的過剩產能轉向歐洲市場，可能會讓消費者享受到反通貨膨脹的好處。這種環境可能會促使歐洲央行繼續降低利率，尤其是在經濟成長衰退、勞動市場開始顯著疲弱的情況下。

因此，儘管貿易戰正在展開，且歐洲經濟持續面臨結構性障礙，但仍有機會以較便宜的價格重新入市，尤其是對於那些在該地區持有大量低權重的長期機構而言。

## 4 中國面臨難以平衡的局面

中國是關稅的重災區之一。川普宣佈對中國的對等關稅率為在「解放日」加徵 34% 的額外關稅，這是在年初加徵 20% 額外關稅的基礎上增加的。這使得今年的額外關稅總額達到 54%，與川普在總統競選時提到的 60% 相差不遠。

<sup>1</sup> 關稅：「解放日」會束縛全球經濟嗎？2025 年 4 月

## 把握市場的「分水嶺時刻」

這種規模的關稅上調在歷史上幾乎沒有先例，早期估計僅這項措施可能就會對中國GDP造成近2%的影響。

我們認為，中國在調整其經濟模式，向較緩慢但可能更可持續的中期成長轉型。

鑒於對實現年度成長目標的重視，中國的貨幣政策和財政政策應保持穩健的擴張模式，且年度成長目標再次設定為「5%左右」- 在過去15年中，除了2022年Covid大流行期間之外，中國每年都實現或超過了年度成長目標。

## 展望未來：多樣化的風險

整體而言，全球經濟面臨一連串的下行風險。這些風險包括：貿易緊張局勢持續升級、限制性移民政策(尤其是美國)對勞動力供應造成顯著的負面影響，以及總體經濟政策協調不足，增加了財政或貨幣失策的可能性。

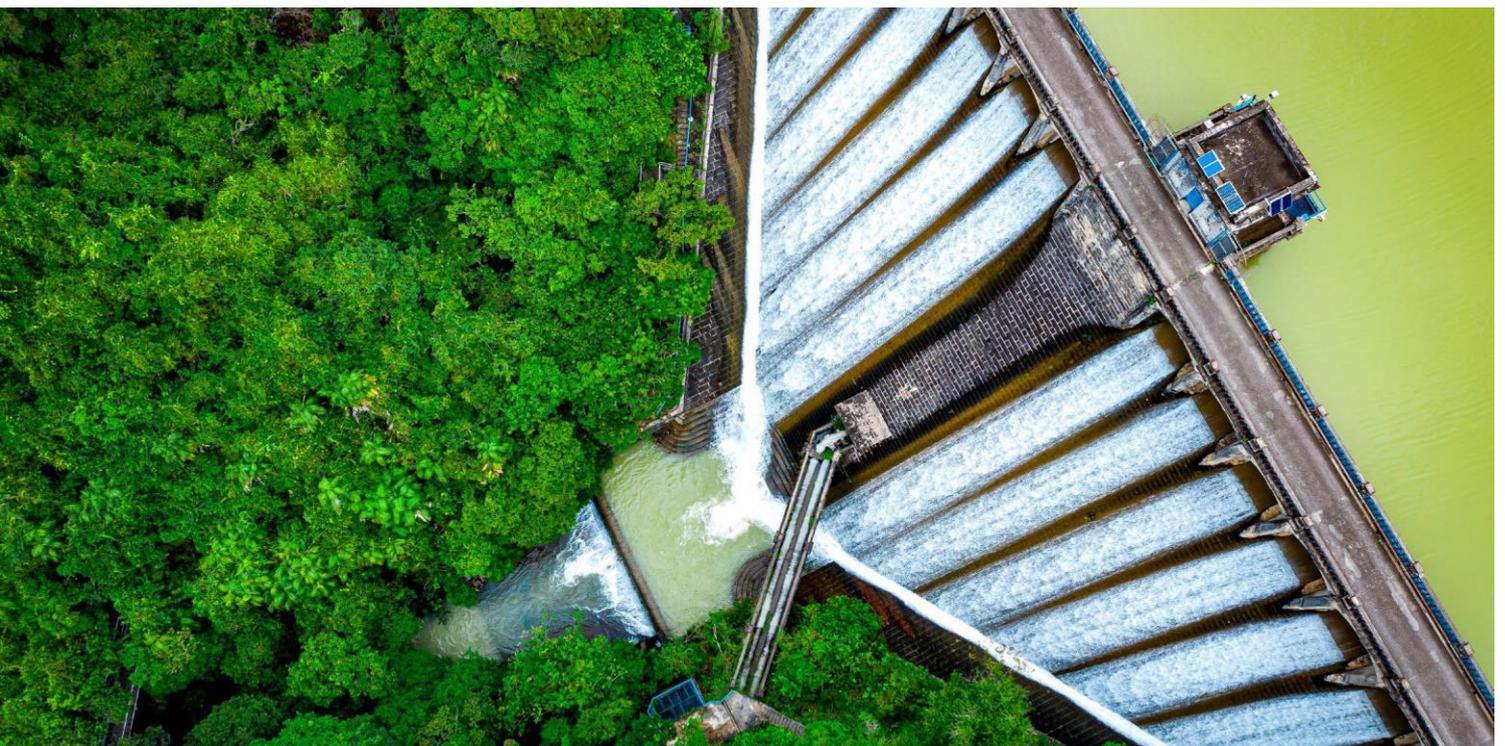
儘管如此，我們從過往經驗得知，美國聯準會會在某個臨界點開始介入，以避免任何形式的系統性風險。雖然我們還沒到那一步，但有初步跡象顯示，我們正進入央行希望平息市場的環境。這至少在短期內可以提供一些舒緩。

在此環境下，我們維持對全球股市的審慎態度，同時繼續偏好歐洲股票優於美國股票 - 後者面臨更大的報復措施和停滯性通貨膨脹風險。

在歐洲，我們偏好英國股票，因為英國股票受美國關稅的影響較小，而且表現出其防禦特性。瑞士股票也表現良好，不過我們會密切注意醫療保健股票是否會受到美國政府的抨擊。

與此同時，我們增加政府債券部位(可繼續從關稅不確定性中獲利)，我們偏好歐洲債券而非美國公債。最重要的是，我們進一步降低美國非投資等級債券的比重，因為這些債券的定價已經偏低，如果困境持續，流動資金可能會減少。就貨幣而言，我們認為日圓可繼續提供良好的保障，以抵禦市場下跌的風險。

無論如何，多元化配置對我們整體投資組合一直很有幫助；在目前緊張的國際局勢下，黃金表現依然穩健，而我們的波動策略也是不錯的選擇，能夠讓我們從急速上升的波動性中獲利。



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