

# 關稅政策對全球 經濟之衝擊， 從製造業到金融業



國泰期貨 廖玉完

關稅保護政策一刀兩面，用得對可保護本國產業免受國外競爭的衝擊，一旦失當則傷人一千、自損八百。此波美國關稅保護政策第一時間反應在標的商品進口成本上，影響通膨與企業營利。未來美國與各順差國的關稅談判結果將是金融市場能否重拾動能的關鍵。

## 前言

川普1月20日上任以來迅速宣布各種行政命令，而最大焦點莫過於關稅政策，2月1日川普宣布對加拿大、墨西哥與中國加徵關稅正式掀開美國對全球貿易戰的序幕，2月10日宣布對全球鋼鋁以及相關製品加徵關稅，並於2月13日宣布將對各國徵收對等關稅。期間中國積極反制並宣布報復關稅，而加墨則於3月4日正式被加徵25%關稅，3月6日川普更宣布對加墨汽車及零組件課徵關稅，且於22日實施加徵25%關稅，而最大殺傷力的莫過於4月3日對各貿易順差國宣布的對等關稅。

川普4月3日宣布對等關稅的加徵幅度遠遠超乎市場預期，連續兩日對美股造成重大衝擊，S&P500兩日跌幅達10.5%，科技股為主的那斯達克指數更是兩日大跌11.2%，而適逢連續假日的臺灣股市在4月7日加權指數期貨更是以前所未有的最大點數跌停作收。全球股市在4月份都遭受川普關稅血洗，川普2.0施政來得既快又猛，徹底顛覆先前市場分析師與財經專家的預期，而川普藉著提高各國關稅意圖為美國製造業獲得比較利益，最終想達到「美國再次偉大」的競選政見實現。川普宣布各順差國關稅加徵後又於4月10日宣布延遲對等關稅實施90天，儘管此舉讓市場暫時鬆一口氣，但關稅影響的不確定因素仍然在全球蔓延。

川普當選後高喊要對各貿易順差國加徵關稅以減少美國貿易逆差和增加美國產業投資，

各經濟學家與知名企業家皆異口同聲的提到自由貿易已死，全球經濟開始分化，民粹主義取代效率經濟，將大概率的引發全球經濟衰退！美國面對國外的各種產業競爭，加上貧富不均擴大引起國內中下階級的不滿，川普打壓移民與倡導關稅保護正是迎合大部份美國人的心聲，也是再度勝選的主因，因此加徵關稅政策在重重舉起之際，不太可能會輕輕放下。

美國加徵關稅首發為國內失去競爭力的汽車、鋼鋁工業，而川普退出巴黎氣候協定也表明對煉油業的支持。綜觀最近美國經濟指標，川普當選最初為美國製造業帶來希望，以預期未來3~6個月製造業前景的美國ISM製造業PMI來看，2025年1月製造業PMI持續上升至50.9%，是睽違兩年兩個月重上50%擴張區，不過隨著川普就職後落實移民與關稅政見後，ISM製造業PMI僅維持兩個月在擴張區之上逐月滑落，直到4月初川普宣布對等關稅，4月製造業PMI已滑落至48.7%的五個月低點！另外，紐約聯儲局對製造業未來半年的資本支出預估指數更是從去年11月的13.4大幅下降至4月份的1.6，而德州聯儲局資本支出預估也從1月的27.3降至3月10.1的14個月新低，意味著製造業至此未受鼓舞反而對川普現階段施政感到憂心。

以過去美國加徵關稅的紀錄來看，第一考量的確是為國內產業增加競爭力，不過加徵進口稅使得原物料價格上揚而影響到消費，進而使得消費為主的服務業活動減緩，也同時影響到企業對未來資本支出與金融市場的發展。何況現階段全球製造業供應鏈緊密且效率分工，美國加徵關稅牽一髮動全身，全球不管製造業、服務業或是金融業都遭受重大影響。

## 美國歷代總統重大關稅保護政策

若是要提到美國以往的關稅保護政策最讓人印象深刻的莫過於1930年胡佛總統的「斯穆特-霍利關稅法案」（Smoot-Hawley Tariff Act），胡佛針對1929年的經濟大蕭條，簽署《斯穆特-霍利關稅法案》，對超過2萬種進口商品加徵高達59%的關稅，主要是保護美國國內產業，特別是農業和製造業。胡佛的關稅保護引發加拿大與歐洲國家的報復，使得國內進口物價大漲導致消費能力更進一步衰退，結果加劇美國的大蕭條，當時全球貿易活動也在四年之間縮減一半以上，全球經濟發展陷入衰退。

2018年川普為減少貿易逆差與壓抑中國的崛起也實施關稅保護的貿易戰，其中除了針對中國外，鋼鋁加徵關稅也是重點，結果也是引起中國與歐洲的關稅報復，導致美國部分消費品價格上揚，家戶支出成本增加。而2025年的川普2.0加徵關稅則是全面性針對貿易順差國，加徵幅度與施行速度都比第一次來得既快又狠。

我們可以用政治、經濟與政策三方面來比較美國歷史上這三次的關稅保護政策的異同：

一、政治方面：1930年胡佛為拯救國內失業人口與迎合衰退產業的需求實施加徵關稅政策，2018年美國經濟霸主的地位逐漸受到中國威脅，川普為保護國內弱勢產業與減少貿易逆差實施針對性的保護關稅，而2025年疫後經濟美國貧富不均狀況日益嚴重，中下階層醞釀的民粹主義更是勢不可擋，加上全球地緣政治風險越演越烈，川普以「美國再次偉大」的各種

超猛政見勝選，上任後針對全球性貿易保護政策更是肆無忌憚的執行。

二、經濟方面：1930年代歷經1929年的大蕭條，美國面臨高失業、通貨緊縮的惡劣環境，當時美國進口依賴度尚低，關稅增加影響集中在進口貨物價格。2018年美國經濟成長良好，失業率也低、物價在可控的範圍，但是全球化已經逐漸加深，美國經濟主導地位逐漸降低，而2025年美國經濟在疫後持續復甦，全球供應鏈因疫情和地緣政治影響而重組，美國物價處在通膨威脅的環境中，川普實施極端的貿易保護政策快速引起全球製造業與服務業、甚至金融業極大的負面反應。

三、政策方面：三者皆是以關稅保護為手段，藉以提升國內製造業競爭力與減少貿易逆差改善經濟成長。不同的是，胡佛被動實施貿易保護政策，關稅法案由國會主導，法案雖引起全球性的關稅報復，但當時美國金本位制使得貨幣政策受到制肘，調整與應對的速度緩慢導致加徵關稅效果微弱。而2018年川普主動出擊且強力主導，極力打壓中國出口經濟，2025年川普顯現更強勢主導，聚焦美國龐大貿易逆差，以及想重新拿回製造業、科技業的主導權。另外，2018年美國經濟成長穩健，關稅加徵部分的進口物價被經濟成長所抵銷，而2025年則處在疫情過後僵固性通膨期間，聯儲局貨幣政策面臨通膨與經濟可能減緩的兩難抉擇，現階段加徵關稅籌碼若是運用不當引起對手國報復，恐怕會引發全球性物價上揚。

### 美國加徵關稅影響通膨與企業營利

美國關稅保護政策第一時間反應在標的商品進口成本上，而此成本可能部分由廠商吸收，部分則會轉嫁消費者身上。1930年代美國依賴進口貨物的程度不高，雖然是全面性的進口關稅增加，只是影響相關進口商獲利與消費者需求減少，而且進口貨物上揚被大蕭條的普遍物價通縮所抵銷，加徵關稅後一年消費者物價（CPI）年增率反而下降7~10%；2018年美國與中國開始關稅貿易戰，期間一年美國CPI年增率由2.4%下降至1.9%，主要是經濟穩健成長，聯儲局當時也在調升利率階段，儘管如此也推升自中國進口依賴度強的商品價格（如洗衣機、電視…等耐久財消費品）；2025年4月CPI年增率2.3%，如果最終美國對順差國加徵一定程度關稅，則成本轉嫁與供應鏈斷鏈壓力可能使美國生產者物價上揚，對現階段聯儲局降息考慮窒礙難行，而經濟成長減緩的預期也使聯儲局不可能升息。因此，市場評估若是美國對順差國加徵一定程度的關稅，預期未來一年美國通膨年增率可能上升至4.5~5.0%。

這種現象也表現在美國各大企業採購經理人對於未來3~6個月採購原物料商品價格上，去年6月總統選舉尚不明朗時ISM製造業價格指數為52.1%，服務業價格指數略高為56.3%，兩者皆在擴張區之上，隨著川普當選並就任以後，1月製造業價格指數攀升至54.9%，服務業價格指數也上揚至60.4%，而經過川普雷厲風行的加徵關稅宣誓後，4月製造業價格指數已經飆升至69.8%成為2022年6月以來的最高，服務業則上揚至65.1%，都是所有PMI細項裡的最高，各大企業採購經理人對原物料價格上升的憂慮已經和疫情過後供應鏈失調時期一樣嚴重。（參見圖1）

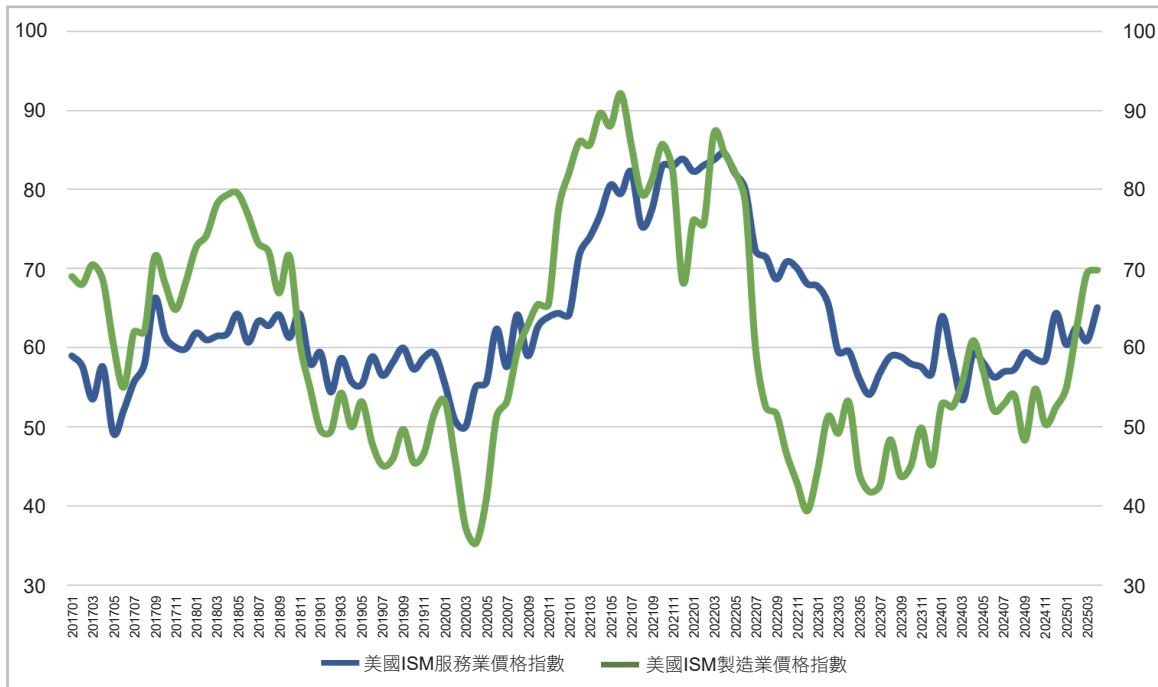


圖1、ISM製造業與服務業價格指數

依據倫敦證券交易所集團（London Stock Exchange Group簡稱LSEG）預估數據中心（LSEG I/B/E/S）的5月9日統計，S&P500企業第一季財報已有450家公布，其中75.8%盈餘公布高於市場預期，低於前四季平均的77%，11項企業類別與去年同期比較，盈餘成長表現最好的前三名為健保46.2%、通訊服務31%、以及資訊科技19.1%，表現最差的是能源-16.6%、房地產-6.6%，以及消費必需品-5.6%。而LSEG對今年第二季最新的盈餘，預估成長表現普遍下降，最好的依舊是通訊服務31.3%、資訊科技17.5%、以及健保6.7%，最差的是能源-22%、材料-3.9%、以及消費必需品-3.2%，第二季整體盈餘成長預估6.3%比第一季盈餘成長14.1%少很多，也是自2022年以來的最差；LSEG對2025年度S&P500總盈餘預估成長為8.7%，比2024年總盈餘成長12.1%少，相較今年1月初川普就任前LSEG對S&P500 2025年的盈餘年成長預估尚有為14%，與目前8.7%比較已經下修38%。（參見表1）

從上述專業機構對S&P500第二季盈餘預估來看，對關稅負面影響最大的是景氣循環類股，尤其是川普力倡要扶助的能源產業以及鋼鋁原物料工業，因此除非川普加徵關稅只是貿易談判的噱頭，或是關稅最終巨幅減碼甚至豁免，否則短期內很難讓美國產業得到助益。

表1、2025年第二季S&amp;P500各類股盈餘預估（2025/5/09）

項目	盈餘（10億美元）		成長（10億美元）	
	25Q2	24Q2	25Q2	25Q2
消費必需品	43.9	45.3	-1.4	-3.2%
消費非必需品	31.1	31.6	-0.5	-1.6%
能源	22.6	29.0	-6.4	-22.0%
金融	98.4	96.6	1.8	1.9%
健保	70.4	65.9	4.5	6.7%
工業	44.0	42.8	1.2	2.9%
材料	12.4	12.9	-0.5	-3.9%
房地產	12.6	12.3	0.3	2.5%
資訊科技	125.2	106.5	18.7	17.5%
通訊服務	57.7	43.9	13.8	31.3%
公共事業	14.1	14.0	0.1	0.9%
S&P 500	532.4	500.8	31.6	6.3%

資料來源：LSEG I/B/E/S

## 全面性的關稅影響

近年來隨著資訊科技與通訊服務的突飛猛進，不同於1930年代，加徵關稅已產生全方位的影響，從製造業到服務業以及與產業投資緊密關聯的金融業，無不牽一髮而動全身。川普3月以來正式加徵關稅，美國股市劇烈波動，投資人紛紛棄守風險性資產，尤其是原先大家看好的科技、半導體產業成了重災區，CBOE的VIX恐慌指數收盤價一度飆高至52.3，為2020年3月疫情爆發以來的最高，CNN發布的恐懼與貪婪指標也連續三週陷於極端恐懼的區域。企業獲利減少的預期快速傳達至美國股市表現，而全球股市也受到一定程度的衝擊。

費城半導體指數於去年10月川普勝選聲浪漸強時率先顯現弱勢，尤其是在川普就任之後更是一路下滑，4月3日川普宣布對等關稅，費城半導體指數年度跌幅達21.8%，那斯達克跌幅11.8%，S&P500跌幅8.2%，羅素2000跌幅也達14.3%，而在4月9日川普宣布對等關稅暫緩90天之前，費半指數年度跌幅一度擴大至28.5%，羅素2000跌幅也達21.1%，可見此次加徵關稅對前景看好的半導體與中小型股負面衝擊最大，而中小型股喪失信心也代表著對川普關稅拯救弱勢類股的不信任。川普關稅政策主要針對貿易順差國，亞洲為風暴中心，相對歐洲的負面影響較小，出口導向為主的臺灣與日本受累最大，對等關稅宣布後，臺灣加權指數年度跌幅一度達24.5%直追費半指數，日經225指數也不遑多讓最大下跌幅度來到20.5%，而歐股與陸股影響較小，尤其是原先弱勢的陸股在145%離譜關稅加徵下年度最大累積跌幅也僅

有7.8%，爾後在川普宣布暫緩對等關稅後，歐陸股價指數漲幅也相對強勢，至5月9日為止，歐股年度績效已經翻正，而臺灣股市表現依然最弱（參見圖2）。

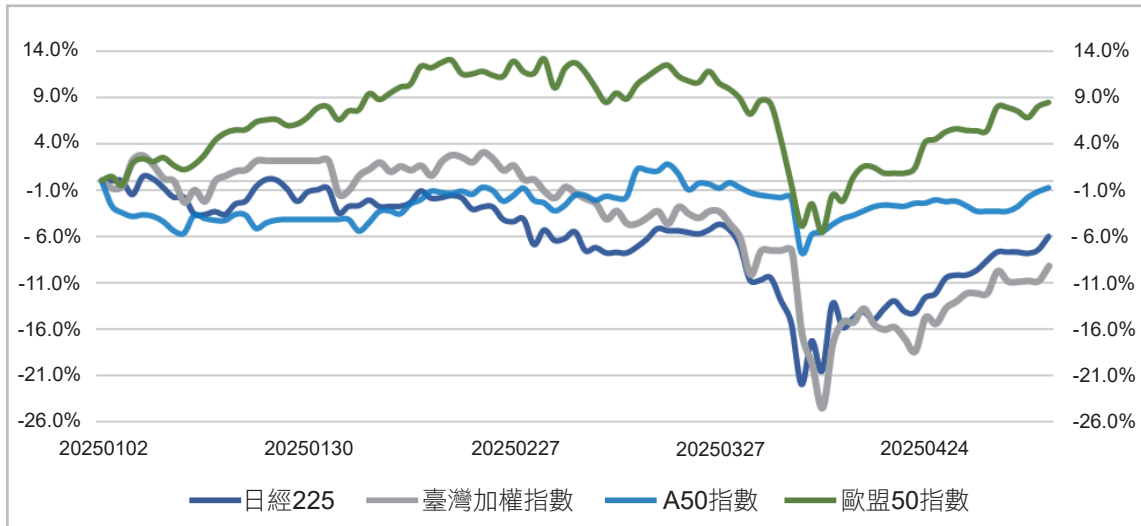


圖2、2025年國際股市表現

美國加徵關稅宣示對其他美元資產也是影響重大，去年9月美總統大選開始競爭激烈以來，美元指數與美國10年債的走勢亦步亦趨，川普勝選聲浪擴大，一度使得市場將投資焦點放在美股風險性資產上面，當時美國10年債殖利率上揚也助長美元指數的上揚，元月川普就任以後，嚴格移民與加徵關稅政策使得市場對風險性資產保守看待，投資人將資金轉向債券避險使得10年債殖利率一度下滑也帶動美元指數的下跌，而4月3日川普宣布對等關稅以來美國加劇通膨聲浪席捲市場，美債殖利率與美元走勢開始出現分歧，美國10年債殖利率持續上揚但美元指數卻呈現下跌，此時美國股匯債市三跌的特殊現象，表現出金融市場對美元資產的極端不信任（參見圖3）。

關稅保護政策也使得順差較大的亞幣出現競升現象，儘管4月底以來美元指數底部回升，亞幣在5月5日前一個月升值最大者為新臺幣9.1%，其次是韓圓6.1%，再其次是泰銖6.0%，同期間印度盧比僅升值1.2%，人民幣卻貶值0.1%，目前新臺幣仍然強勢，這對以出口為導向的臺灣無異是加重出口商的傷害，而亞幣升值預期心理在川普對等關稅未底定之前可能持續醞釀。

## 結論

川普2.0關稅是快與狠雙管齊下，不過最壞的情況似乎已經發生，4月10日延緩對等關稅實施90天，期間各國有機會坐下來與美國談判，5月11日中美在瑞士談判也初步達成90天關稅暫緩協議；暫緩期間美國將對中國加徵關稅由145%全面降至30%，中國則由125%的對美

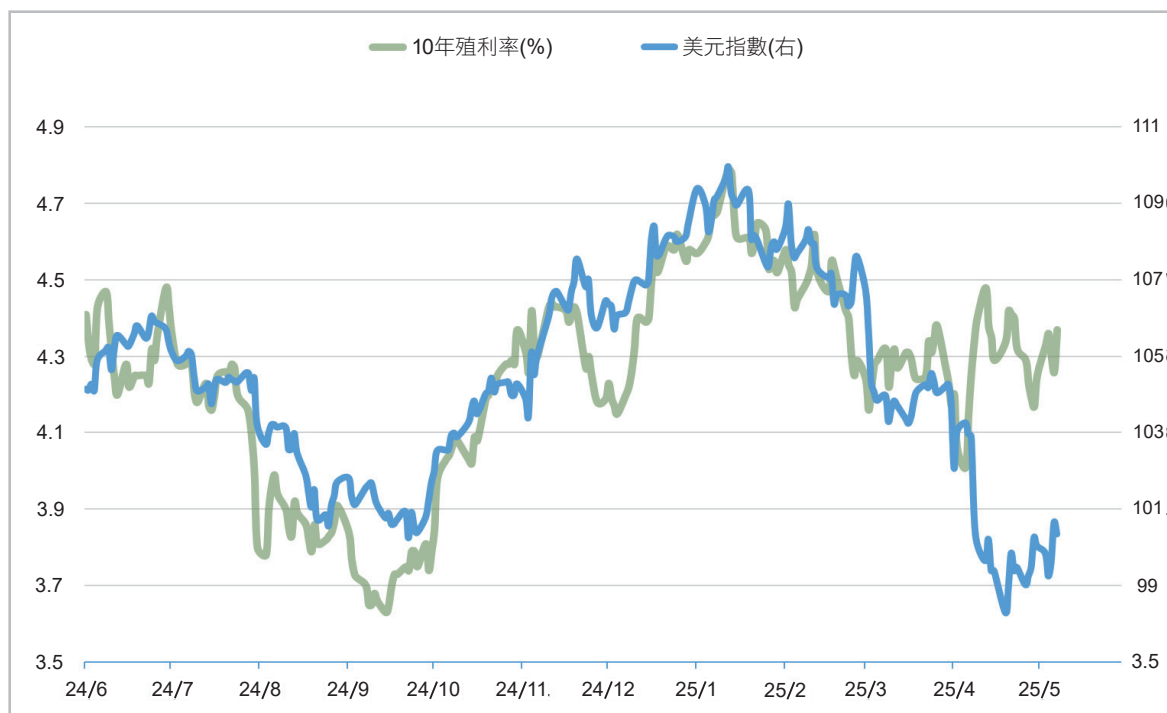


圖3、美國10年債與美元指數走勢圖

報復關稅降至10%。川普關稅效應影響趨緩，美股強力反彈、美元指數也止穩回升至100以上，而美債在避險棄守以及通膨壓力下再度下探4月中旬的低點。現階段美國通膨威脅仍然存在，聯儲局降息最可能時機再延後至第三季，而對等關稅延緩期限將於7月初到期，除非在此之前美國與各主要貿易順差國達成關稅協議，否則將限制美股反彈空間，尤其是科技股產業將難以回到主流投資地位。

2025年川普關稅政策推行荒腔走板但是影響甚大，美國提高關稅將引起全球製造業供應鏈的重組，尤其是全球製造業的核心區域--東南亞以及中國，川普鼓勵製造業回流美國，但若是高關稅推升進口原物料成本，將會削弱美國企業的獲利能力，而各主要順差國家（尤其是中國）將力圖減少對美國的出口比重，競爭力較弱的美國中小企業在這一波關稅戰中可能未蒙其利先受其害。因此，未來美國與各順差國的關稅談判結果將是金融市場能否重拾動能的關鍵，客觀來看，美國已經在4月3日亮出關稅最大底牌，與中國的關稅談判似乎已從主動轉為被動，如果川普不能見好就收，擦槍走火恐怕使得美國通膨不可控而進一步引發美國經濟衰退。

現階段全球製造業供應鏈緊密結合，川普想打破既有成規挑戰全球資源效率化運作難度很高，或許美國關稅政策短時間可以提振美國人心並縮減美國龐大的貿易逆差，但是進口成本上升推高物價極可能削弱以消費為導向的美國經濟成長，也會使得未來美國對全球貿易的影響力大大減少，全球貿易活動可能因為川普的關稅政策而縮減，並進一步縮減全球經濟成長的力道。因此，全球企業與投資人應該密切關注對等關稅延緩期間的談判進展，並對全球供應鏈可能重組以及通膨的風險即早擬定投資與避險的因應策略。