

2025/5/8

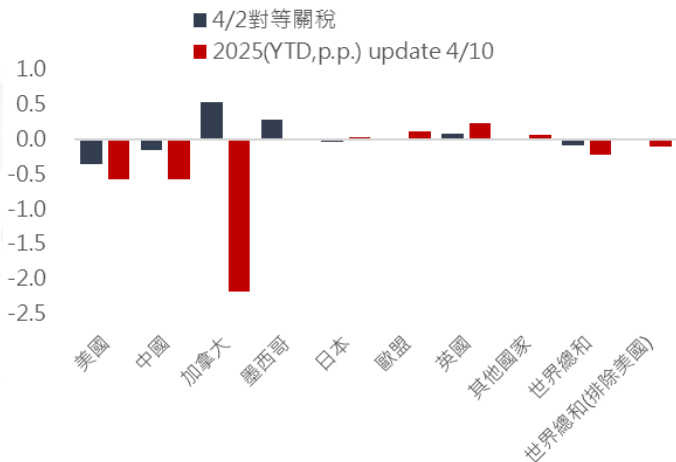
關稅談判最新進展及投資策略

關稅力道超預期，將衝擊美GDP>1%，升高通膨>2%

The Budget Lab

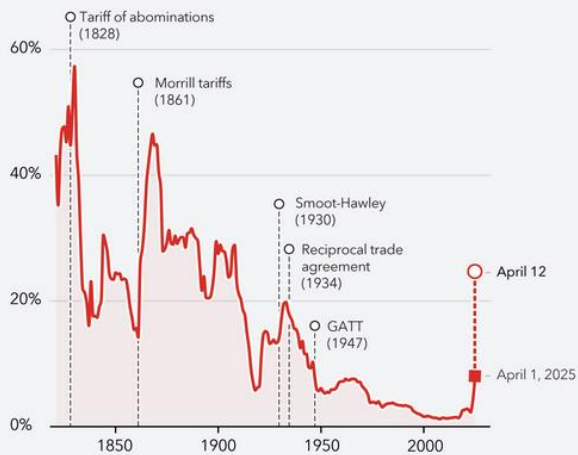
項目	平均有效稅率	物價變動	家庭平均實質所得	4Q/4Q'25 GDP衝擊	中長期GDP衝擊	稅收佔2026-2035GDP總量
對中國加徵10%關稅	1.0%	PCE(+0.14%)		(-0.06 p.p.)		(0.1%)
關鍵貨物加徵25%關稅	5.2%	PCE+0.53p.p. (+0.66p.p.)	-\$874 (-\$1093)	-0.21 p.p. (-0.32p.p.)	-0.08 p.p. (-0.12 p.p.)	0.3%(0.2%)
對加拿大、墨西哥加徵25%關稅，中國20%關稅	7.2%	PCE+0.97p.p. (+1.22p.p.)	-\$1602 (-\$2002)	-0.56 p.p. (-0.64 p.p.)	-0.28 p.p. (-0.38 p.p.)	0.4%(0.4%)
汽車關稅加徵25%	2.9%	PCE+0.30p.p. (+0.37p.p.)	-\$492 (-\$615)	-0.12 p.p. (-0.13 p.p.)	-0.04 p.p. (-0.05 p.p.)	0.20%(0.20%)
4/2對等關稅	11.5%	PCE+1.31 p.p.	-\$2148	-0.54 p.p.	-0.35 p.p.	0.4%
年初至2025/4所有關稅措施(未豁免90天)	19.8%	PCE+2.31 p.p.	-\$3789	-0.87 p.p.	-0.56 p.p.	0.8%
年初至2025/4所有關稅措施(豁免90天，只考慮34%的美中報復性關稅)	15.6%	PCE+2.97 p.p.	-\$4878	-1.09%	-0.61p.p.	0.7%
對等關稅(全面性的20%)	20.0%	PCE+2.56p.p. (+2.05 p.p.)	-\$3365 (-\$4206)	-0.87 p.p. (-0.98 p.p.)	-0.32 p.p. (-0.62 p.p.)	1.10%(0.80%)

長期GDP衝擊



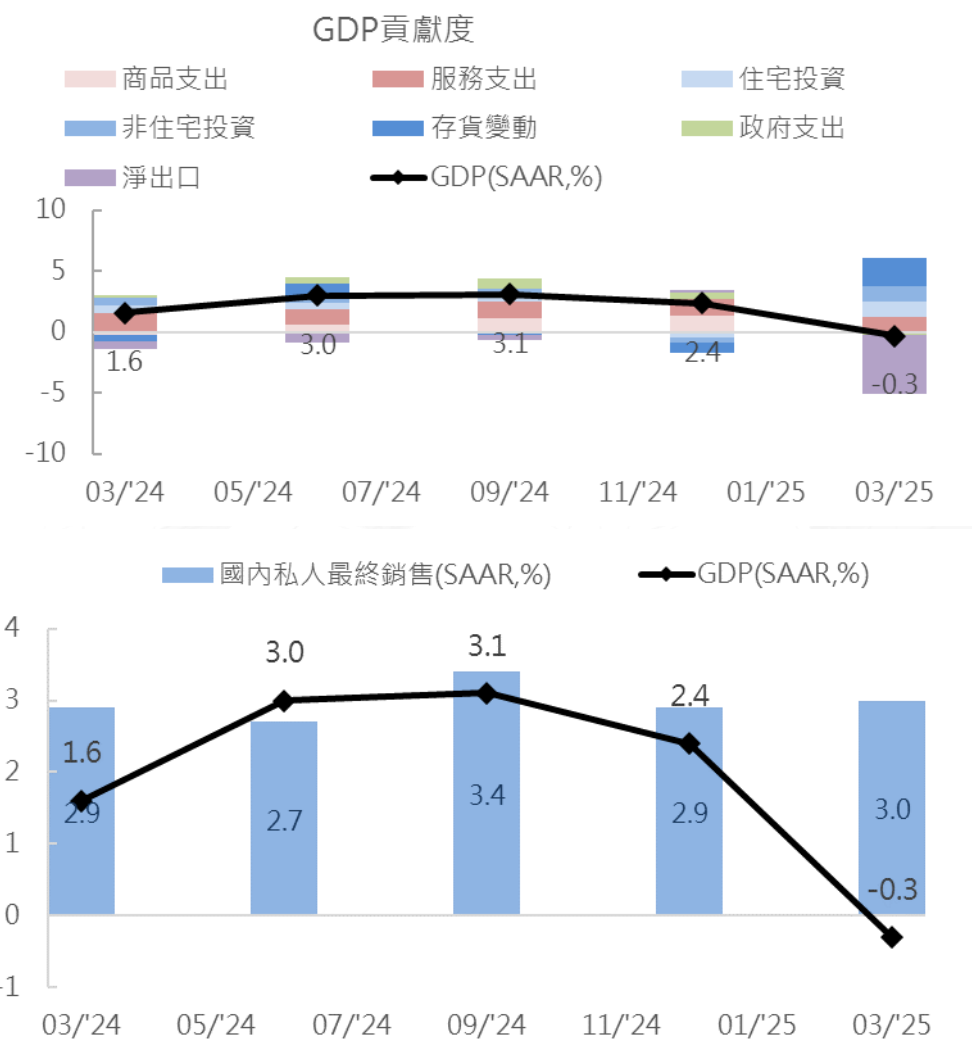
FOMC TealBook	2018 年估計值	2019 年估計值	變化
關稅 10% → GDP 影響	-0.3% 至 -0.6%	-0.5% 至 -0.8%	影響程度提高
關稅 10% → 核心 PCE 通膨	+0.8% 至 +1%	+0.9% 至 +1.2%	影響上調
全面貿易戰情境 (25%關稅)	GDP -1.0% 內	GDP -1.5% 內	影響加劇
全球股市影響	-15%	-20%	更嚴重
美國失業率影響	+0.5%	+0.7%	影響加重
聯邦基金利率反應	+0.25% (應對通膨)	-0.7% (降息以應對經濟放緩)	政策轉向寬鬆
企業投資影響	降幅有限，觀望	企業投資減少 5-10%	影響擴大
出口貿易影響	下滑 2-3%	下滑 4-5%	影響擴大

US EFFECTIVE TARIFF RATE JUMPS UP SHARPLY



資料來源：Federal Reserve Teal Book, IMF, The Budget Lab · 永豐投顧整理

美1Q GDP負成長，主受關稅政策扭曲

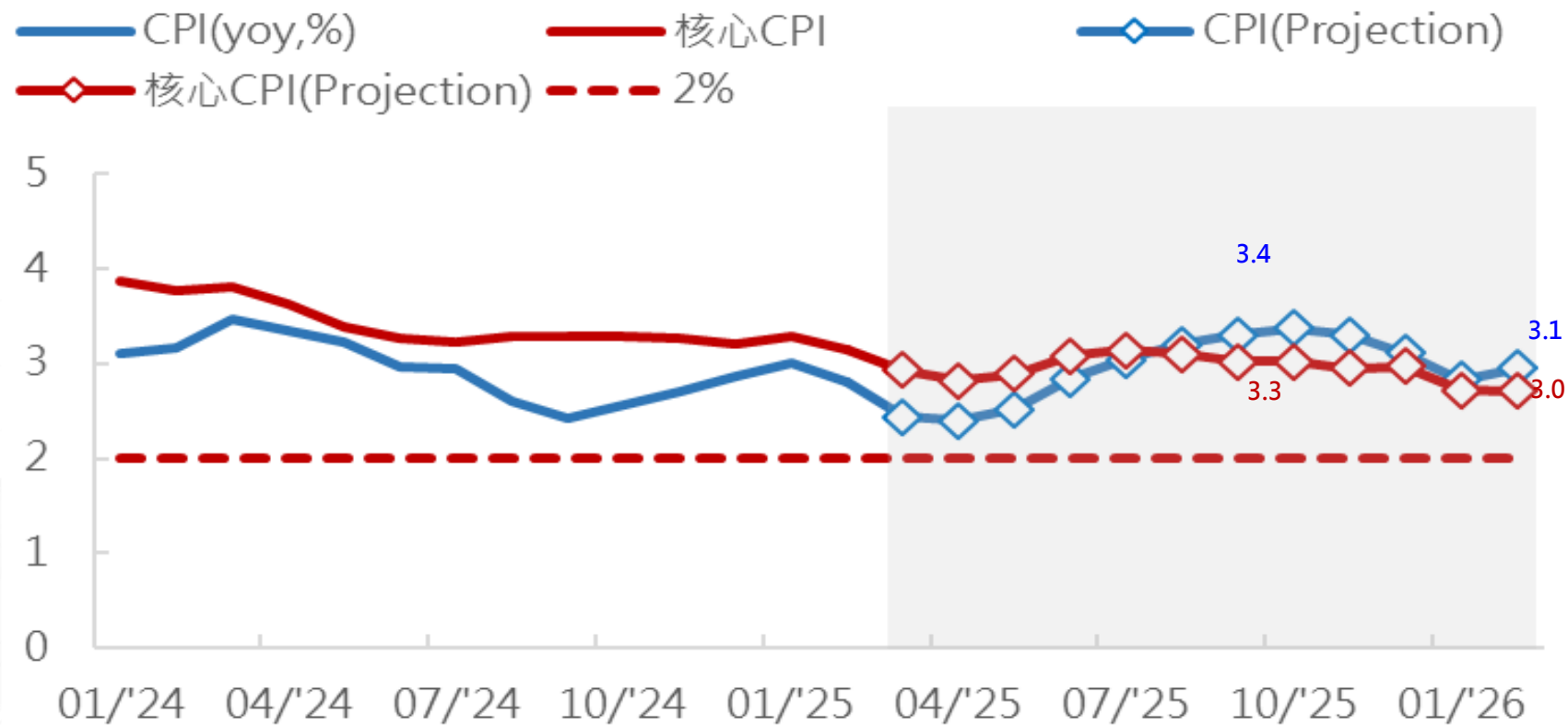


- 美國1Q/25 GDP SAAR(下同)由2.4%→-0.3%，低於市場預期的0.2%，為2022年以來首次降至負成長，反映年初寒冬氣候與加州火災的暫時性因素，以及川普政府政策產生的扭曲，影響企業囤積存貨與搶進口以及聯邦政府支出，衡量美國內需狀況的最終國內私部門採購2.9%→3.0%，服務消費亦保持穩健。
- 企業採購的存貨還會在對等關稅的90天暫緩期內進行，但力道可能不像1Q/25強勁，國內最終私人採購或最終銷售成長相比1Q/25放緩，關稅造成供應鏈混亂，出現訂單急凍以及海、航運出現瞬間的中斷，美國進口或出口國的貿易活動可能在4-5月銳減，對美國而言，淨出口經濟成長可能轉為正貢獻，故2Q/25 GDP將再度恢復正成長，初始預估值SAAR為2.1%；

US GDP Forecast(SAAR,%)							
預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26
BofA	2.8	-0.3	2.0	0.6	1.6	<u>1.5</u>	1.6
GS			2.4	-0.3	0.4	<u>1.4</u>	1.5
Citi			1.4	-1.4	0.4	<u>1.1</u>	0.4
JP Morgan			2.0	-0.5	-0.5	<u>1.0</u>	-0.5
Barclays			1.0	-1.5	-0.5	<u>0.9</u>	-0.5
MS			1.8	0.9	0.5	<u>0.7</u>	0.5
SinoPac			2.1	1.3	-0.6	<u>1.6</u>	1.3

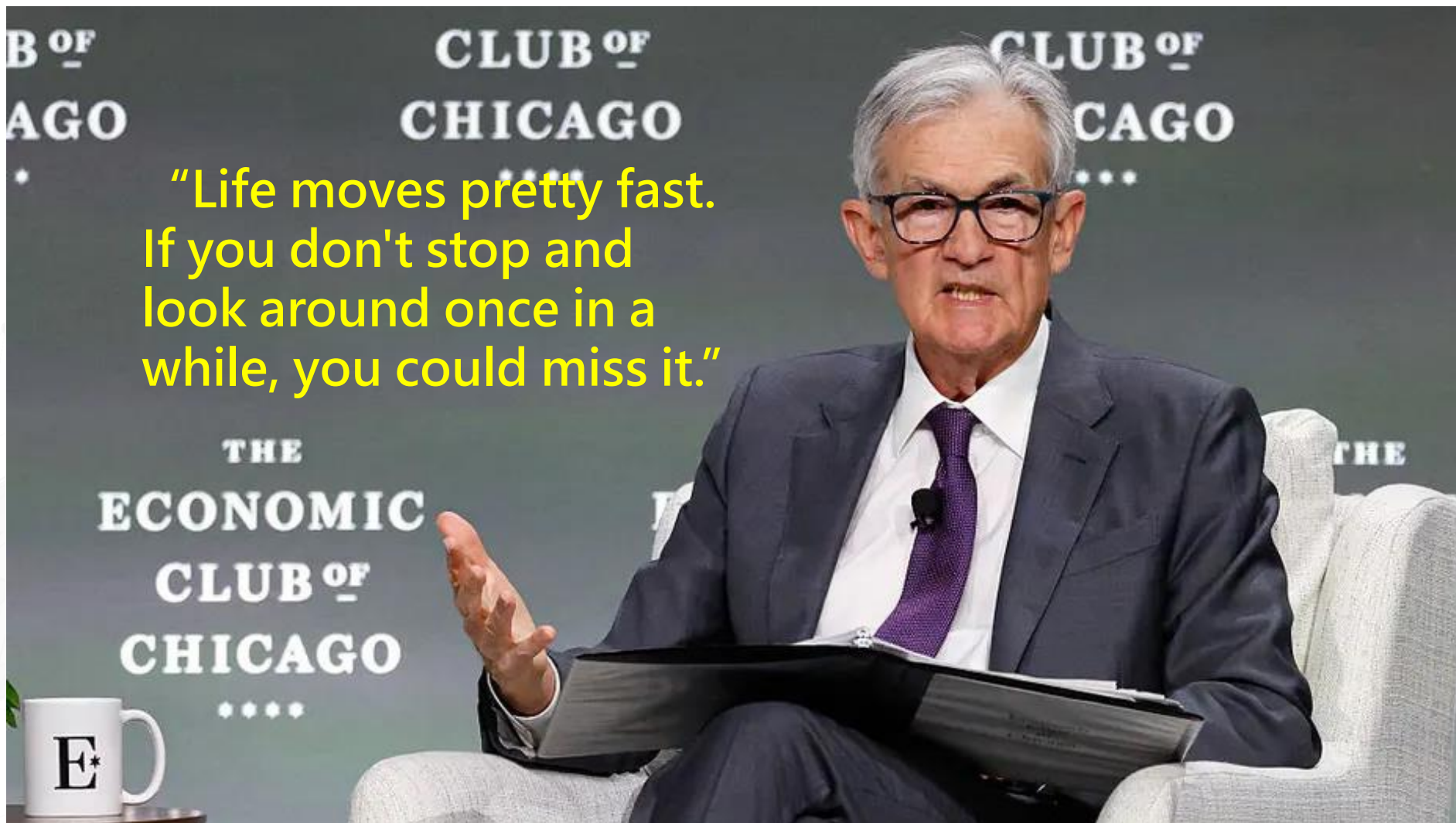
資料來源：BEA, Bloomberg · 永豐投顧整理

川普關稅對通膨影響在2Q逐漸顯現



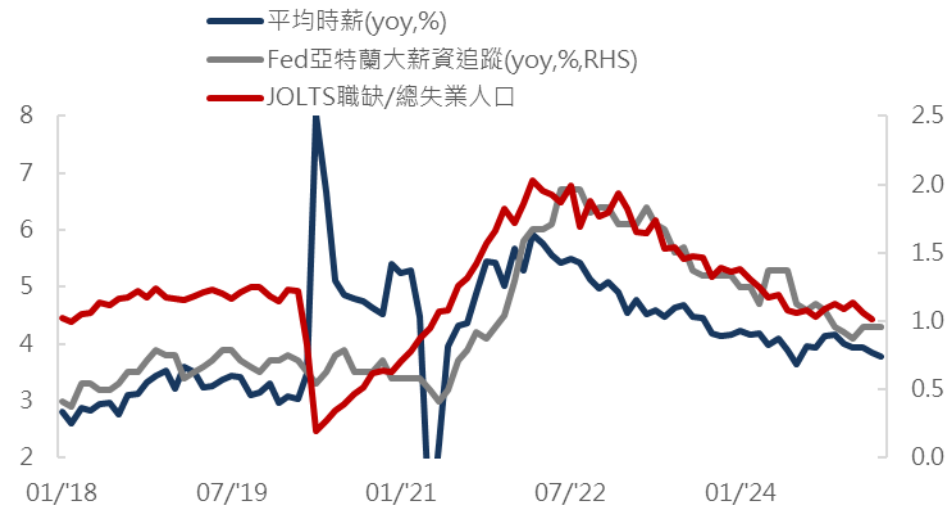
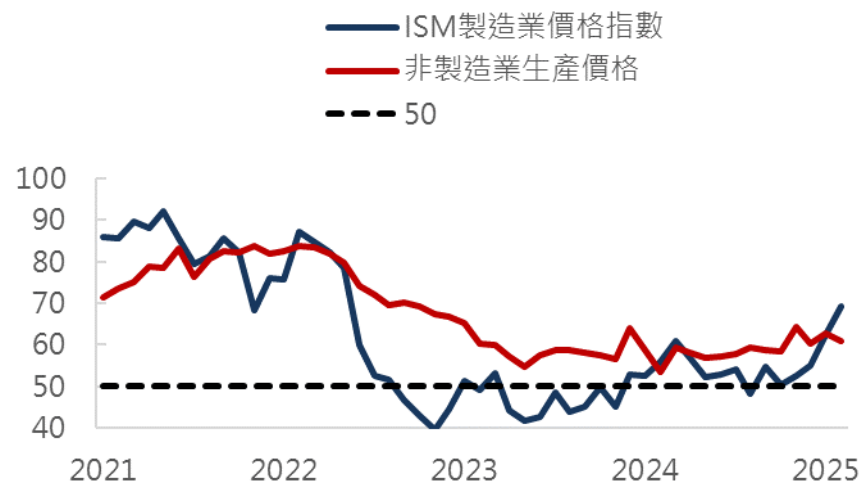
資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

等待川普出牌，Fed主席再次強調靜觀其變的重要性



資料來源：The Economic Club of Chicago · 永豐投顧整理

Fed No Rush ! 等待川普出牌，首次降息可能在3Q

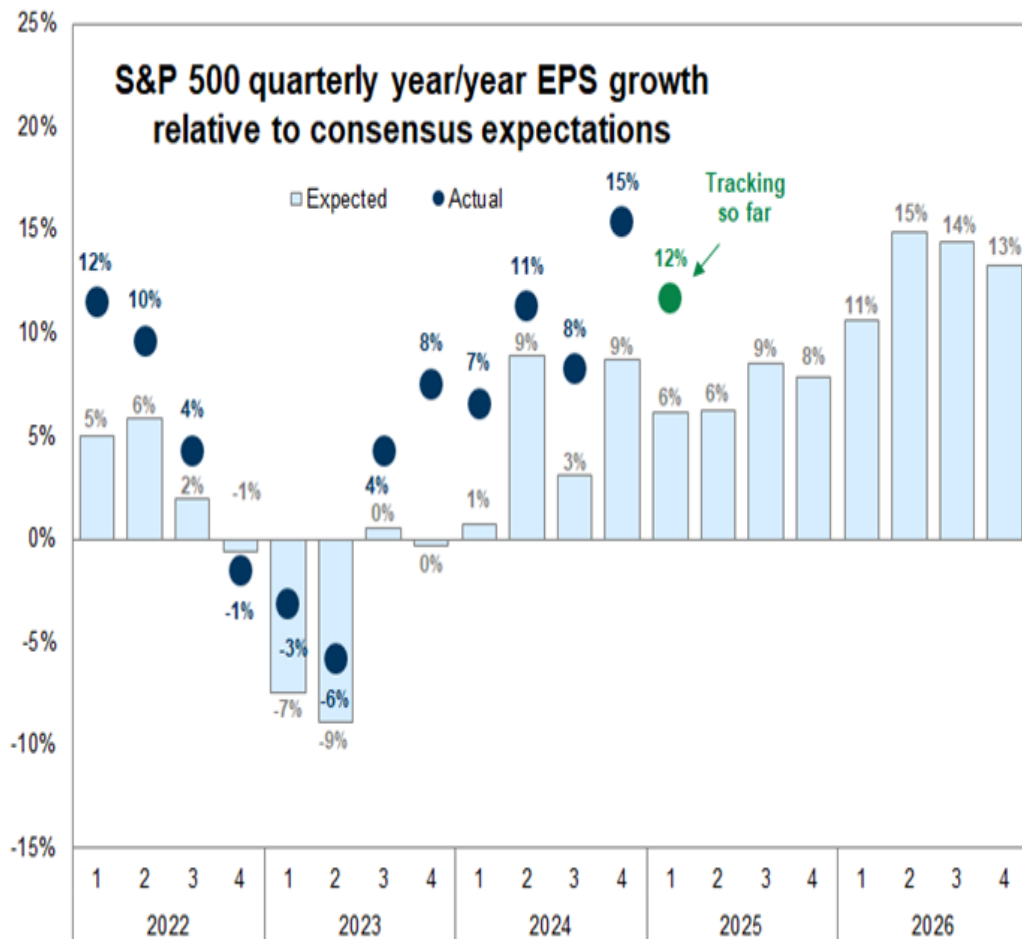


CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	96.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	35.6%	63.3%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	25.0%	54.8%	19.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	19.4%	48.0%	27.6%	4.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.9%	36.5%	35.8%	13.7%	1.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.1%	30.7%	35.9%	19.0%	4.6%	0.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.8%	31.1%	34.6%	17.8%	4.3%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	23.2%	33.2%	24.3%	9.5%	1.9%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.1%	2.0%	10.5%	25.4%	31.3%	21.1%	7.9%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.7%	4.8%	15.4%	27.3%	28.0%	16.8%	5.8%	1.1%	0.1%
2026/7/29	0.1%	1.0%	5.4%	16.1%	27.4%	27.3%	16.1%	5.5%	1.0%	0.1%
2026/9/16	0.2%	1.7%	7.1%	17.9%	27.4%	25.5%	14.5%	4.8%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.3%	1.9%	7.6%	18.3%	27.3%	25.0%	14.0%	4.6%	0.8%	0.1%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.4%	12.3%	22.2%	26.3%	20.2%	9.9%	3.0%	0.5%

Fed降息碼數預估 (上緣)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2025 end
Citi	4.50	0	2	2	4	3.25
UBS	4.50	0	1	3	4	3.50
JP Morgan	4.50	0	1	2	3	3.75
Wells Fargo*	4.50	0	1	1	2	3.75
Goldman Sachs	4.50	0	2	1	3	3.75
Barclays	4.50	0	2	0	2	4.00
Morgan Stanley	4.50	0	0	0	0	4.50
BofA	4.50	0	0	0	0	4.50
SinoPac	4.50	0	1	2	3	3.75

資料來源：BEA, CME，各大投行財報，永豐投顧整理

美股隨關稅戰緩和收復失土，然不確定性高，S&P 500區間4800~5700



資料來源：Bloomberg · GS · 永豐投顧整理

美國與主要國家的關稅談判進展



日本

- 美日已舉行4/17、5/1兩輪談判
- 日方表示將努力消弭貿易順差，包括重新審視汽車進口方面的非關稅障礙，以及擴大購買美國農產品，並考慮擴大大米免關稅進口配額
- 日本堅持美國重新考慮所有關稅，包括汽車、零組件、鋼鋁及對等關稅，然美方不為所動
- 首相石破茂表示，日方不會犧牲國家利益來進行談判，不急著達成協議



印度

- 印度已向美國提議:給予美國「前瞻最惠國條款」，但印度須得到美國供應鏈由中轉印的保證
- 在美印24類主要貿易商品中，預定19項農產品關稅將由30%~100%降至0%~5%
- 在12000個關稅項目中的近90%項目提供關稅減免
- 美財長貝森特4/28表示印度將有可能是首批達成談判國家之一



南韓

- 於4/24在美舉行了“2+2”高級別貿易磋商
- 南韓在談判中要求豁免對等關稅和特定產品的關稅
- 談判焦點在造船領域合作、美國液化天然氣採購、阿拉斯加天然氣管道項目投資、駐韓美軍防衛費分擔
- 南韓將於6/3舉行總統大選，此意味著後續協商將轉交給新政府來繼續推進，因此南韓似乎對迅速達成協議不抱期待



歐盟

- 歐盟貿易代表賽夫喬維奇與美國商務部長盧特尼克進行了會談，但未達成任何共識，歐盟強調不會在壓力下接受不公平協議，若談判破裂將祭出報復措施
- 歐盟同時積極與中、雙印、菲、泰、馬展勘自由貿易談判
- 歐盟準備的反制措施，包括對美農產品加徵關稅，對科技巨頭徵稅，減少進口美國LNG等，預期達成協議難度高

資料來源：永豐投顧整理



Q：關稅戰後預期有哪些國家受惠？印度

目前第一批談判國多遇到各自阻礙，僅有印度在關稅協議進展上脫穎而出，印度官員透露雙方均尋求在7月前快速達成協議，印度政府自接觸以來已向美國提議：(1)給予美國「前瞻最惠國條款」，但印度須得到美國供應鏈由中轉印的保證；(2)在美印24類主要貿易商品中，已有19項預定納入第一階段協議，包含如魚類、家禽、水果等農產品關稅將由30%~100%降至0%~5%；(3)在12000個關稅項目中的近90%項目提供關稅減免。

除去降息循環支持下復甦的國內經濟，印度目標藉由開放市場及縮減貿易逆差(增購美國能源、農產與軍火)，獲取美國大量投資機會以加速中國供應鏈移轉至印度，因此預估印度股市在內外利多推動下成長可期。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

Q：關稅戰後預期有哪些國家受惠？日本

日本經濟在調薪浪潮的推動下持續復甦，名義家庭開支已連續13個月保持擴張，4月東京Core CPI也升至3.4%高位，顯示日本薪資通膨螺旋已開始轉動，BOJ於5/1 MPM會議聲明中指出雖因關稅不確定性導致經濟存在下行風險，但仍強調升息決心，僅將實現長期2%通膨目標時點遞延至FY2027。

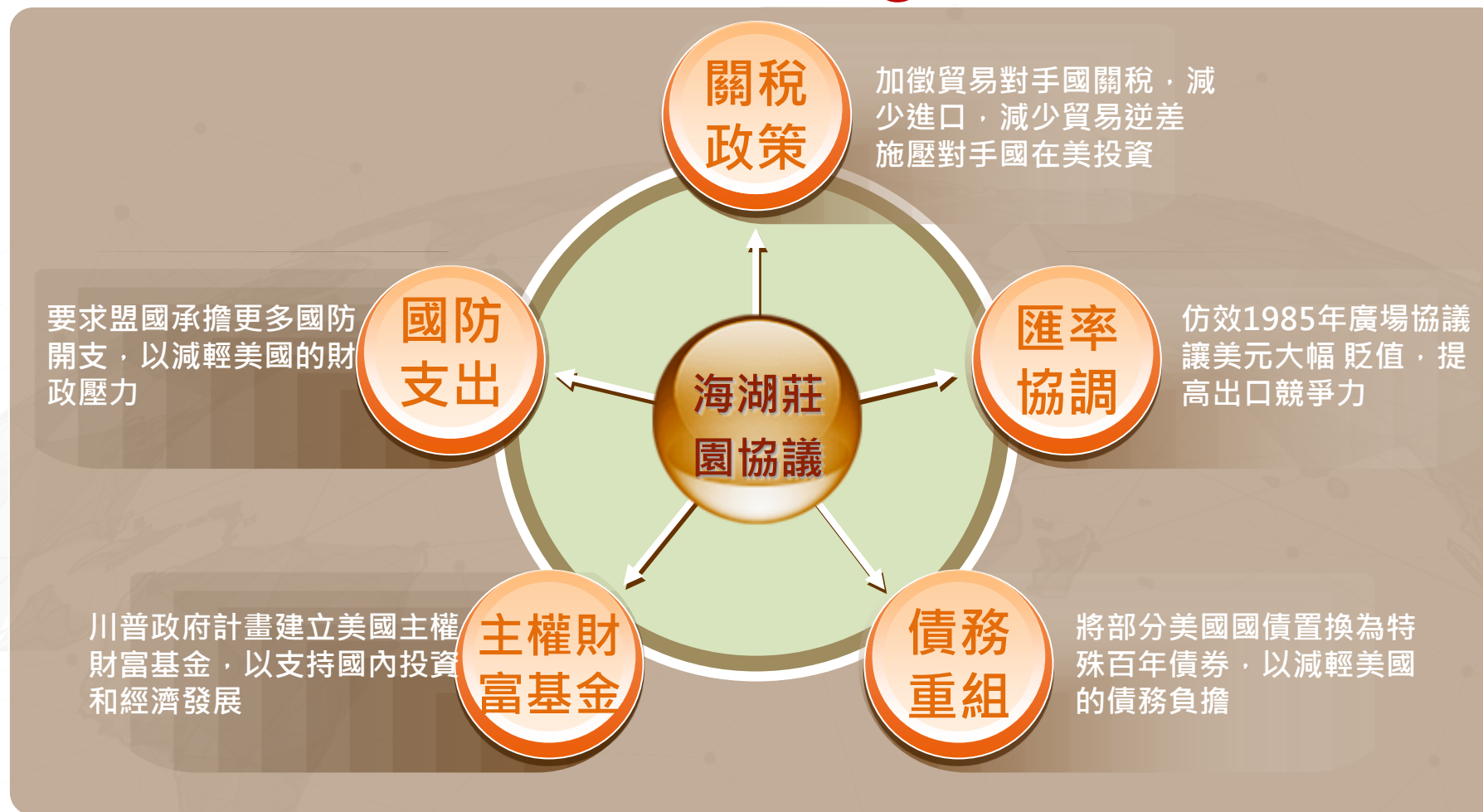
在關稅談判上，美方對於汽車、鋼鋁等產品關稅的堅持使美日談判進程受挫，不過經濟產業大臣赤澤亮表示美日雙方已就擴大貿易、非關稅措施、半導體合作等問題展開深入討論，預計美日雙方後續將於5~6月內先就對等關稅削減達成初步協議，產品關稅則在第二階段(7月對等關稅豁免結束前)以進口數量限制與特定美製零件比例限制方式落地，並且日本政府也將推出企業融資支持、通膨補貼、消費稅削減及現金發放等財政政策以對沖關稅衝擊。因此預估在美日關稅削減情境下，日本內需強勢復甦將推動日股走向股匯雙強局勢，維持日股正向評等。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

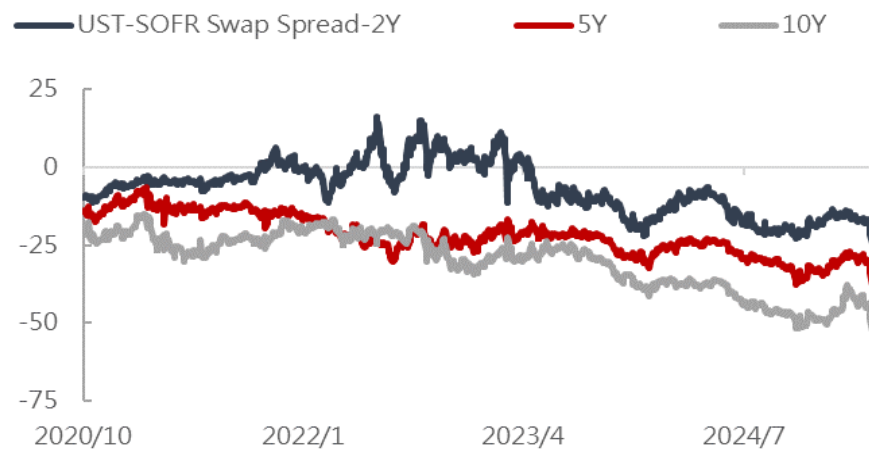
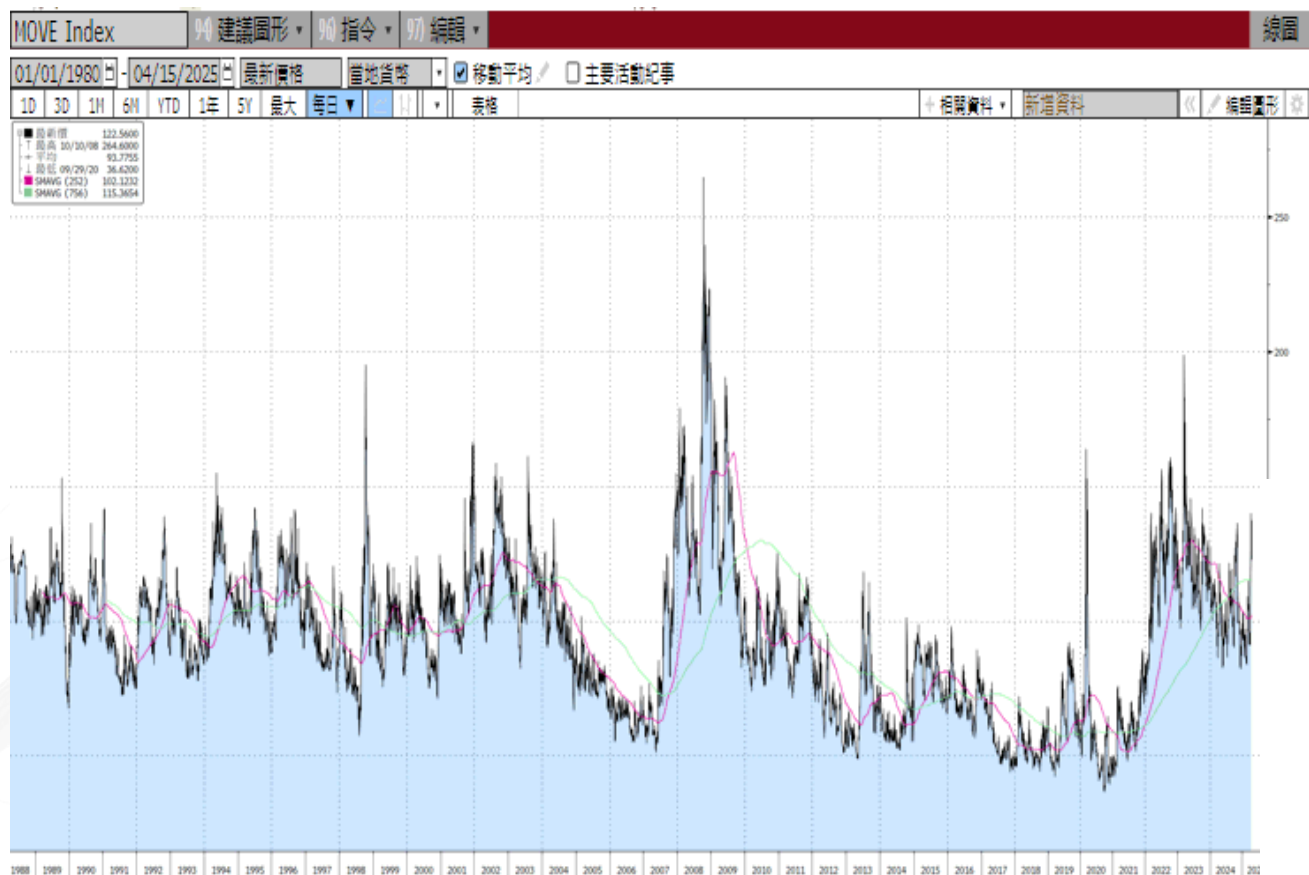
川普的野心—重塑全球貿易與金融體系(America First)

海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)



資料來源：A User's Guide to Restructuring the Global Trading System · Stephen Miran · 永豐投顧整理 · 2025

金融市場大震盪後，股市修復快，債市復原慢

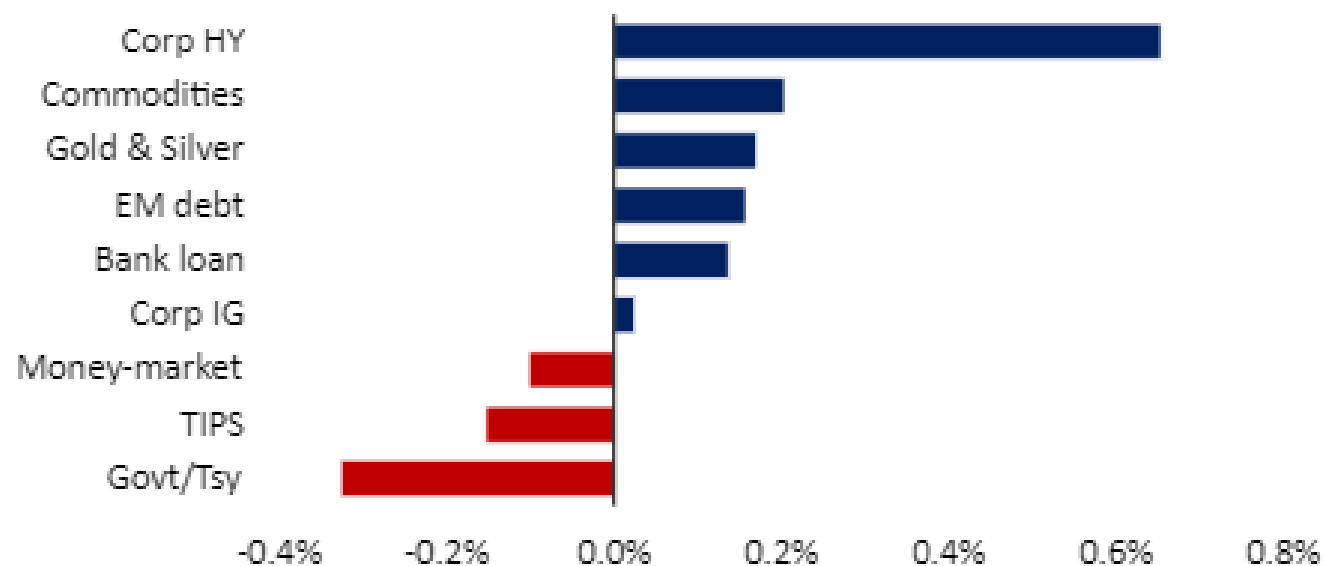


資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

上週美債淨流出45億美元，2023/12以來最大

Chart 12: FICC inflows to HY bonds, commodities, precious metals

Weekly FICC flows as a % AUM



Source: EPFR Global

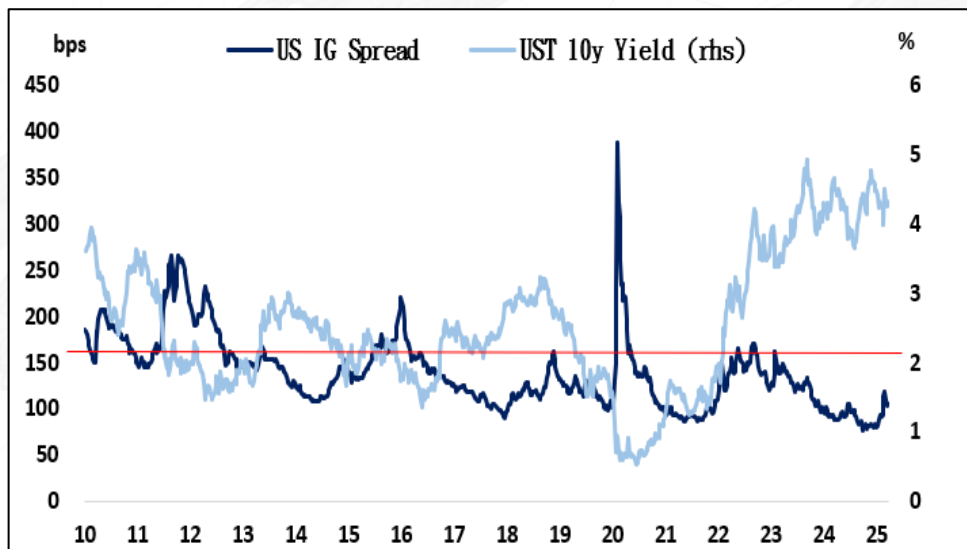
Q：在美達成貿易逆差下滑，可能造成全球各國對美債需求下降，是否進一步造成債券承壓？

關稅不確定性因90天互徵關稅暫停及川普對中國的和解態度而緩解，近期報導顯示，中國也考慮暫停部分美國進口關稅，顯示不確定性達局部高峰，利差收窄、波動率下降。然而，週期性不確定性持續，經濟反彈可持續性存疑。過去兩個月政策不確定性對經濟的損害未明，衰退機率高於歷史平均。通膨壓力將限制聯準會貨幣政策。預期利差區間波動(100~130bps)，隨著市場聚焦週期持續性及避險路徑，風險溢價將上升。

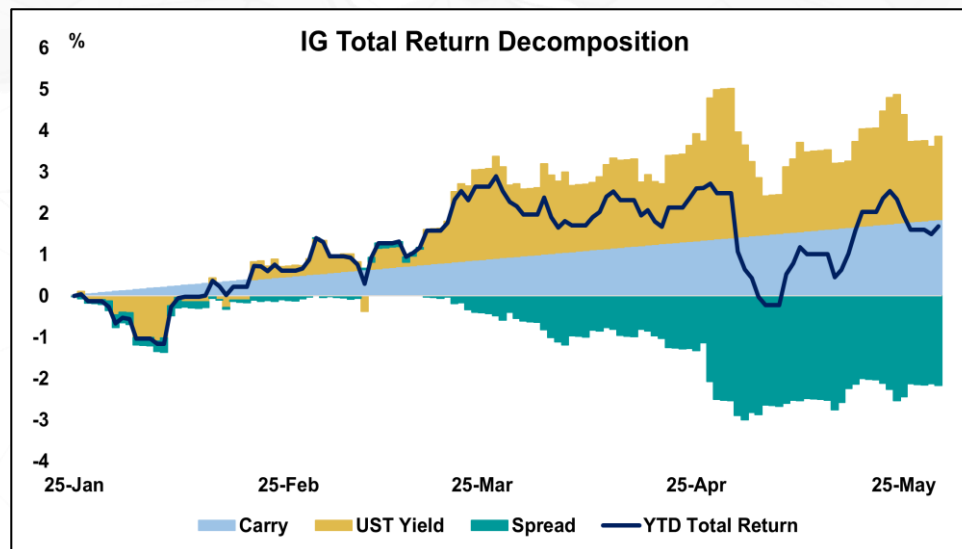
面對滯漲與衰退兩項不確定性且難以預測，我們認為**投等債是相對穩定的投資**。從利差角度來看，衰退機率正在上升，但信用市場利差未充分反映此風險，但相較於HY，面對衰退時IG利差走擴幅度較少，利率下降能彌補其損失；按歷史經驗，面對滯漲IG總報酬表現相對優異(Q2 '22、Q4 '18 - Q2 '19、Q1 '07、Q4 '00、Q3 '88 - Q2 '90)，其平均總報酬來看5.9%，HY僅0.5%。

建議: IG利差再上升空間有限，故維持原投資評等，需密切關注公債市場動向(預計美債10年期殖利率看4.0~4.5%區間操作)。

2018年以來利差高峰約落在160bps，上升空間有限



靠著高息收，預計投等債維持穩健報酬



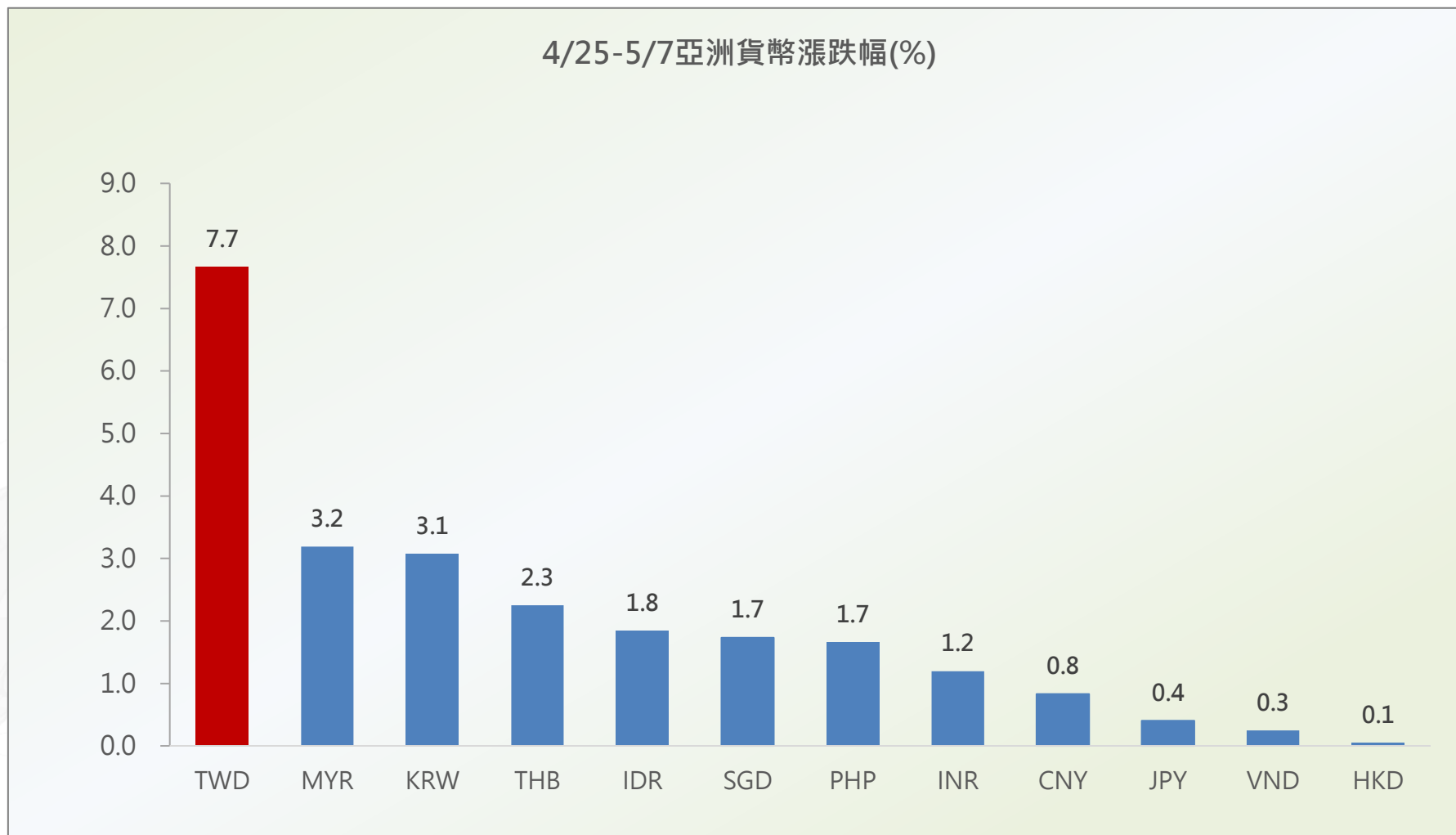
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

本波新台幣快速升值，短短4天由32.5升至29.59



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

在亞洲貨幣中，台幣漲幅最大



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

Q：此波台幣急升的原因？

央行針對台幣急升回應7點聲明

- 經濟基本面表現良好，2024年GDP成長率為4.59%。2025年1Q GDP成長率為5.37%，優於美國、中國、新加坡及南韓
- 由於美國川普總統於4/9宣布對等關稅暫緩90天實施，並開始與主要貿易對手國協商，此期間外資匯入資金投資台股，且廠商因台幣升值預期心理積極拋匯，致新台幣匯率波動幅度擴大。
- 央行並未參與台美經貿工作小組，而美國財政部也未要求台幣升值；近年來台灣對美國貿易順差擴大，主要反映美國對台灣資通訊產品需求大增所致，並否認央行有操縱匯率情況
- 海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)，提及美國與主要貿易對手國進行關稅協商時，可能要求貿易對手國貨幣升值及轉換百年債券等議題，均屬市場人士之臆測，並非事實。
- 美國財長Bessent表示並未有美國換債相關計畫；美國財政部於4/30公布2Q再融資聲明稿及webcast記者會預計未來維持原有計畫並未提及百年債券或外國持有美國公債課稅等議題。
- 籲請市場評論人員切勿以臆測方式，評論國內匯市相關議題，俾避免影響國內匯市之秩序及穩定，甚至波及到實體經濟。
- 呼籲廠商不要聽信市場過度誇大或不實的分析，產生非理性的預期而拋匯，最終反而損及自身利益。

資料來源：央行，永豐投顧整理

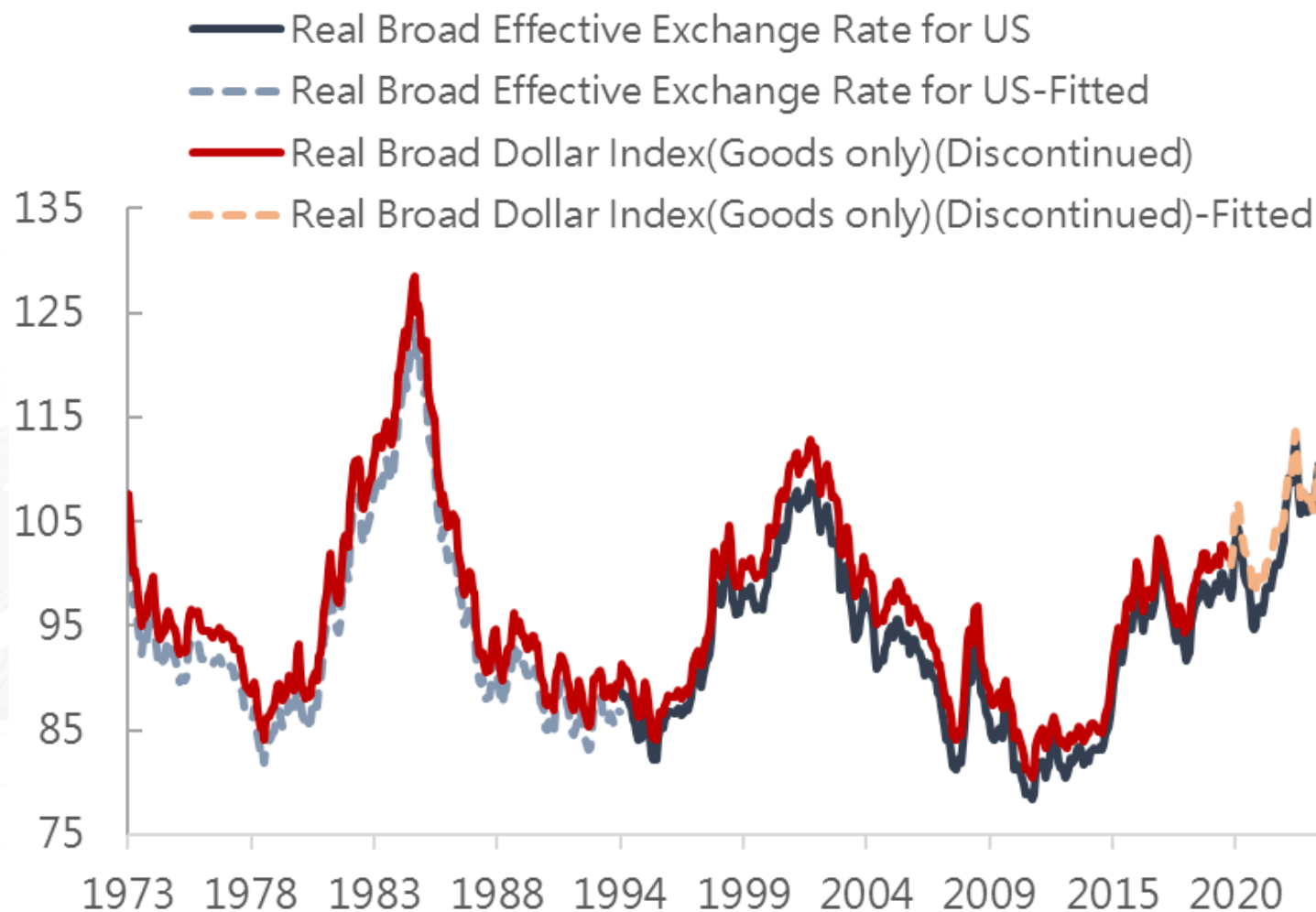
換日圓來到甜甜價



Q：台幣升值，台股利多OR利空？



美學術界普遍共識---美元因為儲備體系高估18%~20%



年底目標價
美元指數：94
歐元：1.20
日圓：135

投資聲明

1. 本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。
2. 投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。
3. 未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。