



國泰世華銀行
Cathay United Bank

2025年4月11日

美中關稅戰持續 美股與美債持續震盪

揭露事項與免責聲明 (最末頁) 亦屬於本報告內容之一部份, 讀者應同時閱讀並詳細了解該段落之所有內容, 讀者應審慎評估自身投資風險, 自行決定投資方針, 並就投資結果自行負責。非經本公司事先書面同意, 不得發送或轉送本報告予第三人轉載或使用。

市場策略思維

關稅衝擊：

1. 白宮官員證實，除了對等關稅調高至125%，加上芬太尼20%，中國合計關稅達145%。
2. 美國3月CPI低於市場預期，市場解讀為，關稅壓力已衝擊消費市場。
3. 美中關稅戰持續，加上通膨不如預期，市場對經濟前景擔憂，美國三大指數回落逾2-4%。另外，傳聞對外國持有美元資產及美國國債課稅的消息，財政部仍未澄清，使得10年債利攀升至4.46%，美元指數一度跌破100。
4. 後續觀察重點：
 - 1) 對等關稅雖暫緩，但仍舊未解除，後續須留意未來90天關稅談判進度。
 - 2) 因應關稅壓力，部分央行提前降息，如紐西蘭與印度，未來關注聯準會對降息態度的反應。

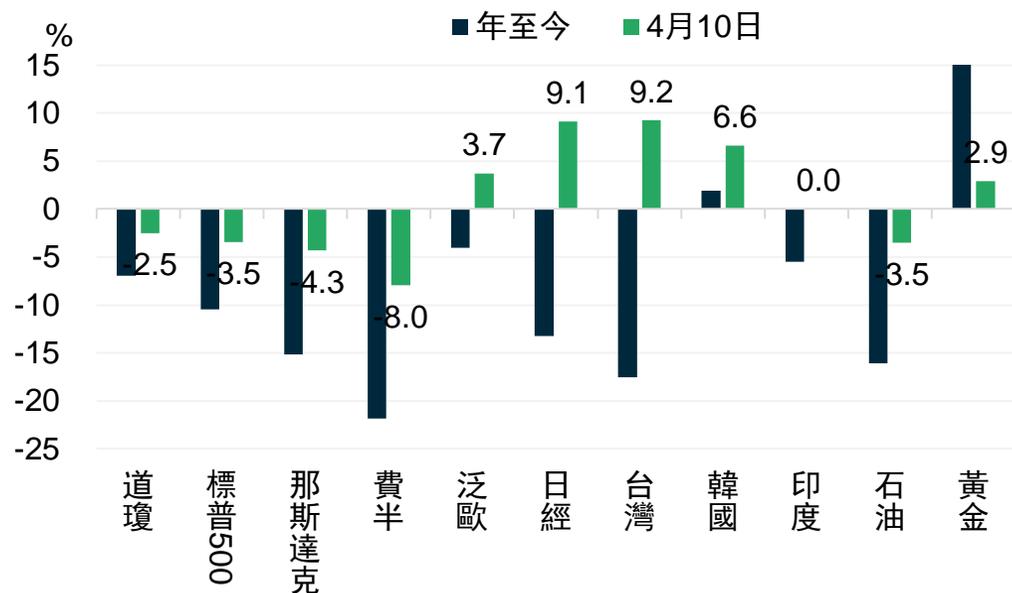
市場操作：

1. 股市：關稅政策尚未明朗前，市場波動仍將偏大，選股以防禦、內需型為先，且盡量分散布局。
2. 債市：著眼現金流穩健的企業，並以優質投等債為優先考量。
3. 匯市：近期美元弱勢整理，惟須留意若關稅衝擊延長，美元恐有進一步下探的可能。

昨日金融市場表現

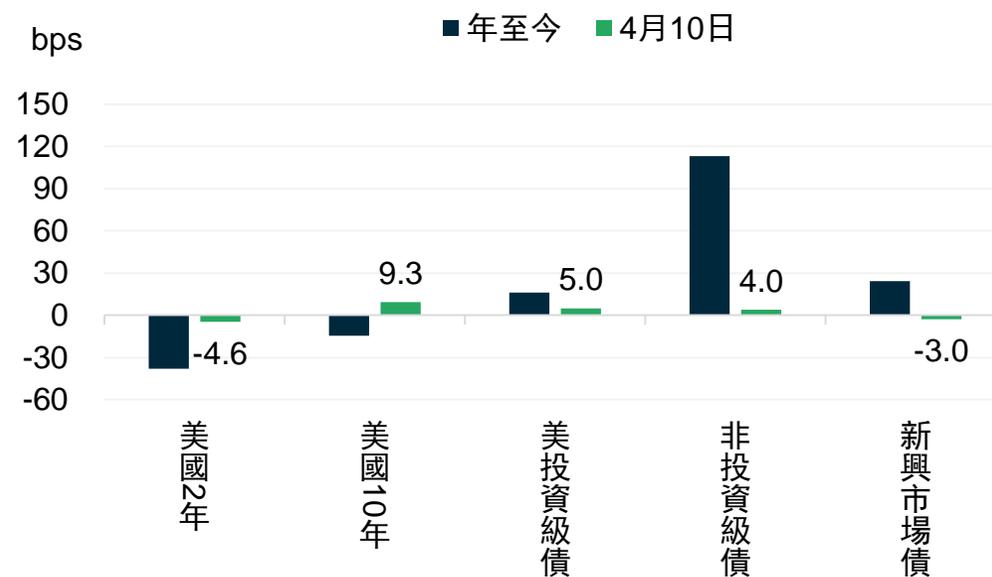
白宮官員證實，除了對等關稅調高至125%，加上芬太尼的懲罰性20%，中國合計關稅達145%。另外，美國3月CPI不如預期，月減0.1%，市場解讀為關稅衝擊消費，不利經濟成長率，使得股市跌幅擴大，標普500指數一度重挫6%，所幸，川普保留彈性，希望與中國協商，而國會通過川普的預算法案，使得跌幅收斂，但最終仍收低3.6%。與此同時，投資人恐慌指數VIX再度回升至40關卡。

主要股市與商品走勢



資料來源：Bloomberg，截至2025/4/10。

主要債市表現



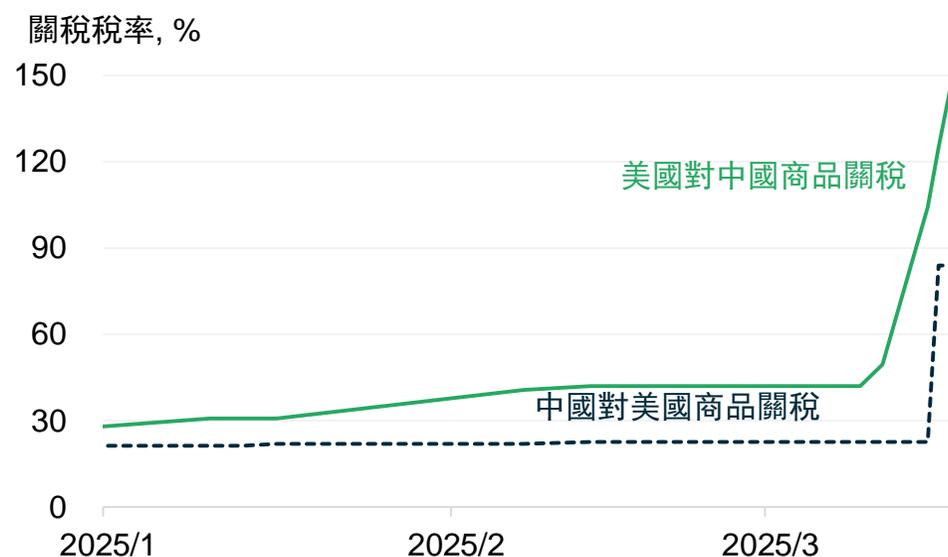
資料來源：Bloomberg，截至2025/4/10。

美國與中國的經濟對抗持續, 市場不安情緒再度燃起

中美關稅極限施壓尚未落幕, 中國反制美國, 將美國商品關稅提高至84%, 美國昨日再進一步調高對中關稅, 加計芬太尼的20%, 中國的進口產品關稅進一步提高至145%。市場憂慮中美經濟對抗持續擴大, 美國的貿易不確定性指數也再度回彈。

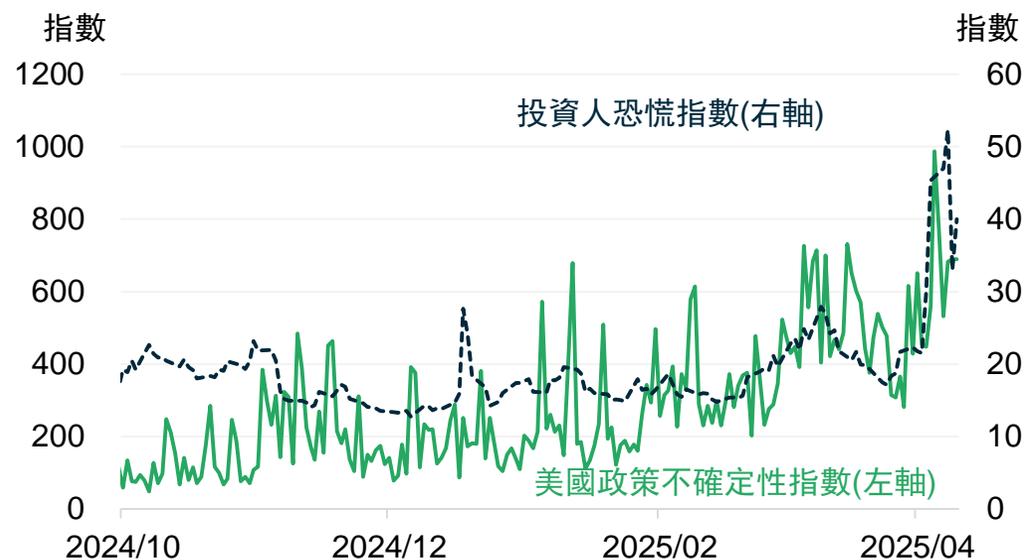
對市場而言, 恐慌指數再度從33, 回升至40, 就相對位置而言, VIX仍舊偏高, 顯示投資人不安的情緒仍在。

美國與中國在關稅問題上持續互相施壓



資料來源: Bloomberg。

政策不確定性降溫, 但仍舊偏高



資料來源: Bloomberg。

關稅壓力恐衝擊消費市場

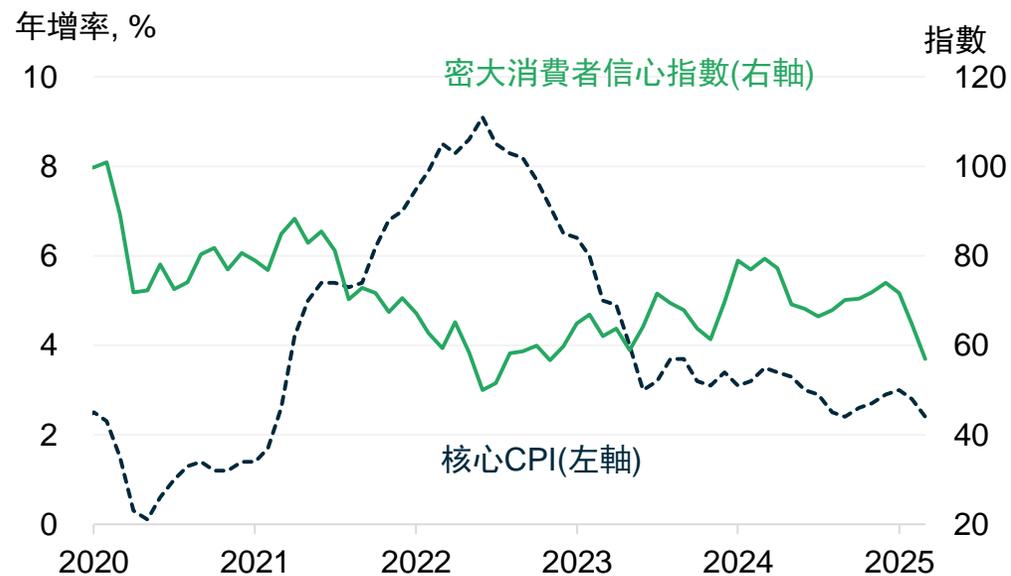
受到能源價格暴跌影響，美國3月CPI有所降溫，年增率從前期的2.8%降至2.4%，核心CPI也從3.1%降至2.8%，皆低於市場預期。不過，市場的解讀為，關稅問題尚未反映在物價上，同時，受到貿易戰影響，消費力已下滑。此前，密西根大學消費者信心指數已連續3個月下滑，且降至2年多來的低點。

能源價格回落，導致3月CPI下滑



資料來源：Bloomberg。

關稅衝擊消費信心，進一步壓抑通膨

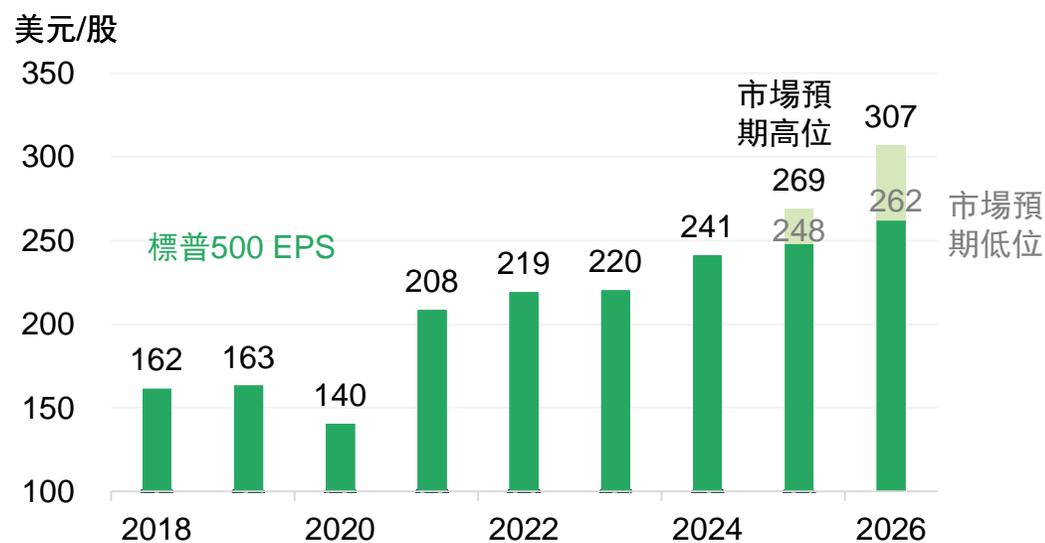


資料來源：Bloomberg。

關稅問題尚未明朗前，仍以防禦型類股為主

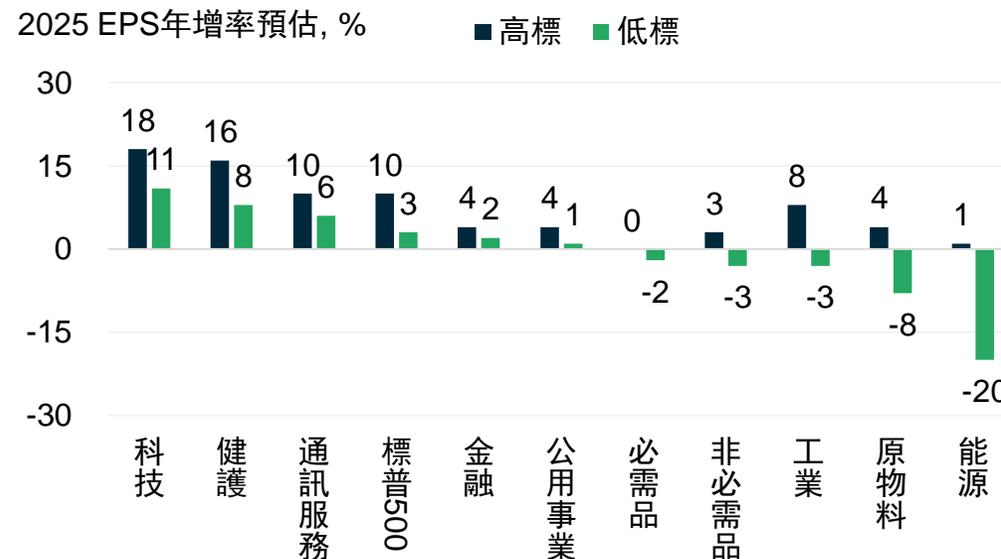
4/10將75國對等關稅下調至10%，雖可望減緩衝擊，但美中持續對抗，關稅不確定性仍大。就標普500的獲利而言，今年可望保持正成長，但已低於先前預估的10%。值得注意的是，由於關稅不確定仍大，市場對獲利的預估也相當分歧。**對產業而言，由於經濟成長不確定性仍大，循環性產業的獲利首當其衝。因此，類股的配置上，仍以防禦型為主，且盡量多元分散。**

關稅壓力仍在，標普500獲利面臨下修壓力



資料來源：Bloomberg、Factset、高盛。

關稅壓力，循環性產業獲利衝擊較大



資料來源：Bloomberg、Factset、高盛。

債市利空傳聞甚多, 官方也未闢謠, 使10年公債殖利率持續震盪

在川普的對等關稅衝擊下, 市場避險情緒帶動10年公債殖利率跌破4.0%, 不過後續卻一度大幅擴張至4.5%。究其原因:

- 1) 隨公債價格大跌, 避險基金平倉基差交易(basis trade), 進一步加大做空現貨部位, 導致公債殖利率升高。
- 2) 美中衝突惡化: 川普大幅調升對中國的關稅稅率, 中方作為報復進一步加大對美債的拋售。據外媒報導, 拋售規模恐已達到500億美元。
- 3) 白宮經濟顧問委員會主席米蘭表示, 「國際應共同分攤負擔, 直接向美國財政部開支票」, 市場解讀, 將可能對外國持有的美國公債部位收稅, 如恢復30%的外國預扣稅, 恐進一步導致流動性趨緊, 加劇債市拋售潮。

近期傳聞甚多, 但美國財政部仍未闢謠, 使債市利率保持高位, 若債市賣壓導致系統性風險升高, 不排除將引發Fed出手救市。

美國官方仍未闢謠, 使債市持續大幅震盪



資料來源: Bloomberg。

避險機構平倉, 10年公債現貨與期貨利差縮窄



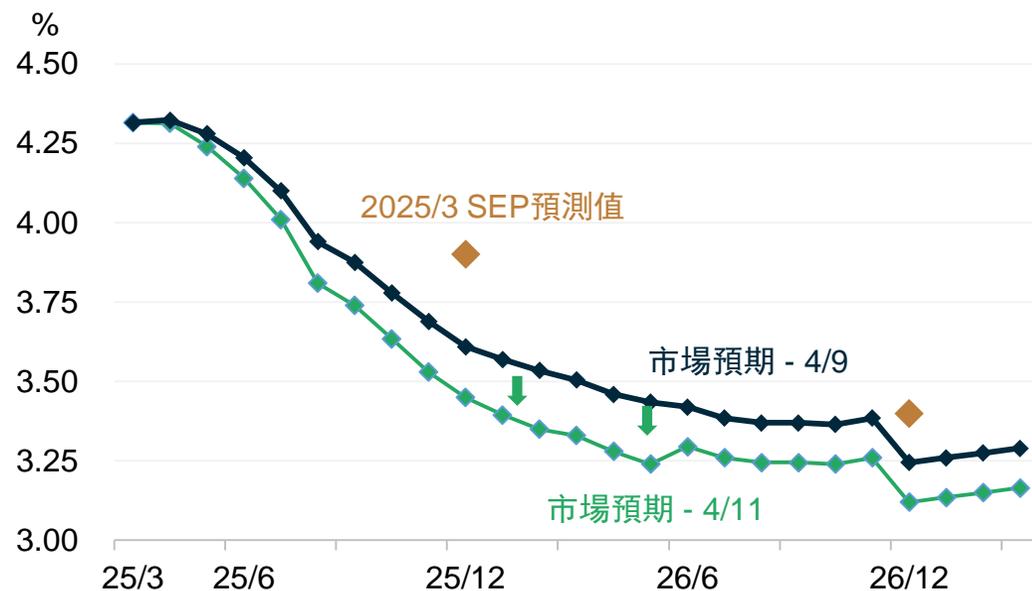
資料來源: Bloomberg。

關稅紛擾助長降息預期，美元短線延續弱勢

美元指數一度跌破百元大關，是2023年7月以來首次。推測主因美國3月CPI低於預期，以及美中貿易衝突惡化等因素，助長投資人對於年內加大降息力道的看法。利率期貨市場預期年底利率落在3.45%，亦即將降息4碼，高於川普暫緩實施對等關稅後，市場預期的3碼。

展望後市，川普雖暫停實施對等關稅，但10%基本稅率並未取消，意味著仍將對於美國經濟造成負面影響。**經濟前景疑慮猶存助長降息預期，將令短線美元延續弱盤。**

即便對等關稅暫緩，但市場仍預期聯準會將加大降息



資料來源：Bloomberg。

CPI數據發布後，美元指數持續下跌



註：資料時間截至2025/4/11 10:20。
資料來源：Bloomberg。

揭露事項與免責聲明

本報告為國泰世華銀行（下稱“本公司”）提供理財客戶之參考資料，並非針對特定客戶所作的投資建議，且在本報告撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本報告所提供的資訊無法適用於所有讀者。

本報告係根據本公司所取得的資訊加以彙集及研究分析，本公司並不保證各項資訊之完整性及正確性。本報告中所提出之意見係為本報告出版當時的意見，邇後相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知。本公司亦無義務持續更新本報告之內容或追蹤研究本報告所涵蓋之主題。本報告中提及的標的價格、價值及收益隨時可能因各種本公司無法控制之政治、經濟、市場等因素而產生變化。本報告中之各項預測，均係基於對目前所得資訊作合理假設下所完成，所以並不必然實現。本報告不得視為買賣有價證券或其他金融商品的要約或要約之引誘。

國泰金融集團（下稱“本集團”）所屬各公司可能個別基於特定目的且針對特定人士出具研究報告、提供口頭或書面的市場看法或投資建議（下稱“提供資訊”），鑑於提供資訊之單位、時間、對象及目的不同，本報告與本集團其他單位所提供資訊可能有不一致或相抵觸之情事；本集團所屬公司從事各項金融業務，包括但不限於銀行、保險、證券經紀、承銷、自有資金投資、資產管理、證券投資信託等。本集團各公司對於本報告所涵蓋之標的可能有投資或其他業務往來關係，各公司從事交易之方向亦可能與本報告不一致，讀者應審慎評估自身投資風險，自行決定投資方針，不應以前述不一致或相抵觸為由，主張本公司或本集團其他成員有侵害讀者權益之情事。

2012年7月27日金管證投字第1010033031號函

台北市松仁路7號B1

TEL: 8722-6666