

# 交銀金融

2025 年 4 月號 第 202 期

環球金融市場部研究組

## 聚焦特朗普 4 月「對等關稅」政策： 國際貿易局勢迷霧再起，全球去美元進程加速

### 摘要

- ✚ 特朗普 4 月推出的所謂「對等關稅」，擬對近六十個國家加徵高額關稅，遠超市場預期的幅度，雖然後續又宣布暫停 90 天生效，但國際貿易環境已顯著惡化。
- ✚ 各國政府對美國貿易政策態度不一，但大部分都希望通過談判方式降低美國關稅。
- ✚ 美國政策的隨意性與巨大破壞性令國際金融市場巨震，美國與盟國協定的安全港地位顯然削弱，國際資金逃離美國市場，美股、美債及美元走弱。
- ✚ 美國希望通過貿易保護主義解決其製造業空心化、經常賬戶失衡及財政赤字膨脹的問題，無論關稅談判如何走向，世界終將面臨一個更加孤立的美國市場。

## 一、美國關稅政策破壞性加劇，全球市場大幅動盪

### （一）特朗普「對等關稅」引爆全球，國際貿易局勢顯著惡化

- ✚ 「對等關稅」地毯式與針對性並存，特朗普貿易保護主義決意與世界脫鉤：特朗普的對等關稅政策主要分為兩個方面：1) 4 月 5 日起對所有美國的進口商品（涉及 185 個國家）加徵 10% 的普遍關稅；2) 4 月 9 日起對近 60 個美國的主要貿易逆差來源或關稅壁壘較高的國家/地區加徵針對性的大額關稅，如對歐盟（+20%）、中國內地（+34%）、日本（+24%）、中國台灣（+32%）。
- ✚ 值得注意的是，也有部分國家及產品不受美國 4 月對等關稅的影響：白宮稱對於從加拿大、墨西哥進口的鋼鋁及汽車等已實施 10%-25% 額外關稅的產品不再額外加徵關稅；另外，還預留了未來可以根據美國 232 條款加徵關稅的其他產品（如銅、藥品、木材及半導體等）不處於本輪對等關稅的徵收範圍內，可預見的是針對上述產品的關稅政策也將會很快到來。
- ✚ 美國對特定國家加徵的關稅稅率符合特朗普「MAGA 派」簡單樸素的貿易公平邏輯：美國對特定國家加徵的大額關稅基本適用於以下公式：某國對美貿易順差/該國對

美出口總額之比除 2 即等於美國對該國加徵的關稅稅率。如中國內地、歐盟、日本、中國台灣 2024 年對美貿易順差與該國對美出口總額之比分別為 67.3%、38.9%、46.2%及 63.6%，則該國適用的對等關稅為 34%、20%、24%及 32%。其內在邏輯是，若某國通過對美出口 1 美元產品獲得了 N%的利潤率（以貿易順差佔比表示），則美國需要與該國均分該利潤，以此達到國際貿易上的「公平」。

✚ **與特朗普上個任期的貿易政策相比，本輪對等關稅政策覆蓋範圍更廣，對國際貿易結構的衝擊力度更大：**考慮到 7 月初美國「對等關稅」的實際落地情況，疊加 4 月 5 日生效的 10%普遍關稅提升，則美國的平均關稅稅率最終將達到 20%-30%水平，較特朗普上任前的 3.3%累計提升了逾 20 個百分點。此外，美國正根據 232 條款對半導體產品展開貿易調查，針對電子產品及零部件的關稅豁免是暫時的，未來還將對電子產品及半導體徵收單獨的額外關稅。

✚ **中美貿易摩擦全線升級，全球劇烈動盪下特朗普迫於壓力的關稅「暫緩」：**中國對美方關稅採取堅決反制，中美之間經過來回多輪互徵關稅，截止當前中美彼此關稅已經分別達到 125%及 145%的高位。特朗普迫於壓力對除中國外的「對等關稅」清單國家實施 90 天暫緩期（4 月 5 日起的 10%普遍關稅仍然有效），以便各國通過談判與美國達成新的關稅協定，但是暫緩並非取消，待 7 月暫緩期告終後，處於美國對等清單上的各國仍有可能面臨高額的額外關稅。

圖 1-1：特朗普上任以來美國關稅政策大事記

時間	事件
1月20日	宣布對加拿大、墨西哥的進口產品徵收額外25%關稅
2月1日	簽署行政令，宣布對加拿大、墨西哥及中國商品徵收10-25%的額外關稅
2月3日	對加拿大及墨西哥產品實施30天暫緩
2月4日	對華徵收的額外10%關稅生效；中國對美機械設備、能源產品進口加徵關稅
2月10日	稱將在3月12日所有鋼鐵及鋁進口產品加徵25%關稅
2月13日	表示將推出所謂對等關稅
2月14日	稱將於4月2日對所有汽車產品徵收關稅
2月27日	宣布對加拿大及墨西哥的關稅暫緩告終，並對中國額外再加徵10%關稅
3月4日	加拿大對美國進口產品加徵25%關稅
3月6日	中國對美國農產品進口加徵關稅
3月12日	歐盟宣布將對美國商品徵收報復性關稅
3月24日	威脅對歐盟酒精產品加徵200%關稅
3月26日	宣布將對所有進車及零件進口加徵25%關稅
4月2日	對所有進口加徵10%關稅，及宣布針對近60個國家的對等關稅清單
4月4日	中國宣布對美產品加徵34%關稅
4月9日	對華再度加徵50%、21%關稅（總計達到125%），作為反制中國也對美國加徵50%、21%關稅（總計達到104%）；美國宣布對除中國外的所有對等關稅清單國家暫緩90天實施
4月10日	宣布對華加徵關稅總計提升至145%，作為反制中國對美關稅提升至125%
4月11日	宣布免除部分電子產品關稅
4月13日	稱此前豁免的電子產品關稅將被徵收新的關稅
4月14日	宣布已經開啟針對半導體、藥品和關鍵礦產的「232條款調查」
4月16日	稱對中國部分進口商品加徵245%關稅
4月17日	與日本進行貿易磋商

數據來源：紐約時報

圖 1-2：美國對主要貿易對手的「對等關稅」稅率

Reciprocal Tariffs			Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs	Country	Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%	Peru	10%	10%
European Union	39%	20%	Nicaragua	36%	18%
Vietnam	90%	46%	Norway	30%	15%
Taiwan	64%	32%	Costa Rica	17%	10%
Japan	46%	24%	Jordan	40%	20%
India	52%	26%	Dominican Republic	10%	10%
South Korea	50%	25%	United Arab Emirates	10%	10%
Thailand	72%	36%	New Zealand	20%	10%
Switzerland	61%	31%	Argentina	10%	10%
Indonesia	64%	32%	Ecuador	12%	10%
Malaysia	47%	24%	Guatemala	10%	10%
Cambodia	97%	49%	Honduras	10%	10%
United Kingdom	10%	10%	Madagascar	93%	47%
South Africa	60%	30%	Myanmar (Burma)	88%	44%
Brazil	10%	10%	Tunisia	55%	28%
Bangladesh	74%	37%	Kazakhstan	54%	27%
Singapore	10%	10%	Serbia	74%	37%
Israel	33%	17%	Egypt	10%	10%
Philippines	34%	17%	Saudi Arabia	10%	10%
Chile	10%	10%	El Salvador	10%	10%
Australia	10%	10%	Côte d'Ivoire	41%	21%
Pakistan	58%	29%	Laos	95%	48%
Turkey	10%	10%	Botswana	74%	37%
Sri Lanka	88%	44%	Trinidad and Tobago	12%	10%
Colombia	10%	10%	Morocco	10%	10%

數據來源：白宮

## (二) 各國對美關稅反應不一，貿易談判前景仍具高度不確定性

目前除中國及加拿大對美國關稅進行反制之外，包括歐盟(宣布反制後又暫停)、日本、越南及韓國在內的主要貿易對手都並沒有對美國激進的關稅政策展開報復行動，而是積極與美方開展貿易談判。美國財長貝森特告誡各國「坐下來、深呼吸」，不要急於反制，總統可以對關稅隨時增減，傳達出特朗普政府的真實意圖並非完全與傳統盟友永久割裂，而是通過極限施壓方式為美方在貿易談判上獲得籌碼。

- **中國：**稱美國的貿易政策是一種「單邊霸凌脅迫做法」，分別於 4 月 4 日、9 日及 11 日對所有原產於美國的進口產品加徵 34%、50%及 41%的關稅，累計對美進口關稅達到 125%；同時自 4 月 4 日起對 7 種重稀土相關物項執行出口管制；將 11 家美國企業納入不可靠實體清單，暫停 6 家美國企業產品輸華資質，並在世貿組織爭端解決機制對美國「對等關稅」發起起訴。同時，中國還在美國留學教育、旅遊及電影文化等服務貿易方面展開反制。



- ✚ **歐盟**：歐盟委員會主席馮德萊恩 4 月 3 日稱歐盟將準備一攬子反制措施以應對美國對鋼鋁及汽車的關稅；此外將致力於與美國進行磋商以降低雙邊貿易壁壘，但如貿易談判破裂，也會通過進一步的反制措施以捍衛自身利益。4 月 9 日，歐盟宣布將在 4 月 15 日對包括美國服裝、穀物、機械設備等一系列進口產品加徵 25% 左右的關稅，後又在特朗普宣佈暫緩 90 天對等關稅後，也宣布對其暫緩 90 天生效。
- ✚ **加拿大**：加拿大總理卡尼稱將採取反制措施，以應對美國對汽車進口加徵 25% 關稅的舉措（於 4 月 3 日生效），其中包括從 4 月 9 日起對從美國進口的汽車及卡車徵收 25% 的關稅稅率，受影響的產品約為 80 億加元。
- ✚ **墨西哥**：墨西哥總理對該國並未被加入「對等關稅清單」表示讚賞，並稱希望避免對美國加徵關稅，指出如對美國鋼鋁產品加徵關稅將導致墨西哥價格上漲，稱其更希望盡可能與美國互相避免徵收關稅。
- ✚ **澳大利亞**：澳大利亞總理阿爾巴尼斯稱美國對澳大利亞加徵 10% 關稅的舉動是「糟糕的決定」，有悖於兩國夥伴關係的基礎，但稱澳大利亞現階段不會對美國採取報復，並宣布了一系列支持幫扶受影響澳企的措施。
- ✚ **日本**：日本首相石破茂對特朗普對日加徵 24% 關稅表示「極度失望」，並將美國關稅比作日本的「國難」，但稱日本政府將冷靜處理相關問題，並表示將努力通過與美國進行磋商爭取減免，暗示日本希圖通過談判方式獲得美國關稅的部分減免。日美貿易談判已於 4 月展開，市場推測特朗普可能在談判中提出日圓兌美元升值、日本加大購買美國國債等要求。
- ✚ **韓國**：韓國政府計劃於 4 月 10 日開始對美國進行訪問，以尋求降低美國對韓國的關稅。韓國產業通商資源部部長表示將全力以赴與美方進行協商，以將美貿易政策對韓企影響降到最低。
- ✚ **越南**：請求美國給予越南 45 天的關稅寬限期，越南總統蘇林稱願意將該國對美進口的關稅稅率降至零，以換取美國對越南進口的零關稅稅率，但美國方面稱其毫無意義。值得注意的是，在特朗普公布對等關稅政策之前，越南已經調低了多項對美進口產品的關稅稅率，以希求免受美國的貿易衝擊。
- ✚ **美國**：雖然白宮已經宣布將對除中國外的其他「對等關稅」國實施 90 天的暫緩，但美國總統對關稅進行隨意增減的權利，意味著各國與美國貿易談判的結果還有巨大的變數，從這個角度來看，後續世界各國與美國的貿易戰將是妥協與鬥爭並存，宏觀不確定性仍然較高。

### （三）國際金融市場劇烈動盪，全球「去美元化」進程加速

4 月以來，全球資本市場在貿易戰全線升級的恐慌情緒下大幅波動，「流動性危機」隱現，但特朗普政府反應冷淡：特朗普「對等關稅」公布當周，道指、標普指數、歐洲斯托克指數、日經指數分別累計下跌 7.9%、9.1%、8.4%及 9%，衰退預期升溫也讓大類商品中原油、基本金屬大幅下跌。但是令人意外的是，特朗普除稱「華爾街會照顧好自己」，並喊話美聯儲主席鮑威爾「此時是降息的好時候」之外，對資本市場的劇烈動盪反應冷淡。

美股的大幅下跌令避險資金流入債市，10 年期美債息一度下跌至 3.8%附近，又在特朗普宣布暫緩對等關稅 90 天後，在大規模拋售的影響下向上急升 50 個基點並突破 4.5%關口。受到美國政策高度隨意性及破壞性的衝擊，美債逐步失去傳統資金安全港地位，避險買盤支持黃金價格創下歷史新高。

美債市場避險功能弱化，國際資本離開美國市場，「去美元化」進程加快：4 月起，作為全球資產之錨的 10 年期美債利率一度大漲超過 50 個基點並升破 4.5%關口，衡量美債市場波動性的 BOFA Move 指數也從 90 急升至 140 附近，美匯指數一度跌破 98 關口，累計跌幅接近 6%，而反應周期性的道指及標普 500 指數最大下跌 13%及 15%又在對等關稅宣布暫緩後急劇回升，標普 VIX 波動率指數一度飆升至 60，全球資本由於美國政策的巨大破壞性及隨意性而紛紛離開美國市場，根據 EPFR 數據，國際資金向美國流入的急劇減少，但向歐洲流入的快速增長；而美國商品期貨交易所的數據也顯示日圓、歐元期貨的投機性多頭達到歷史高位，市場情緒整體轉向看空美元的方向。

圖 1-3：4 月截止 22 日，各國股市及大宗商品經歷拋售潮，美債期限溢價提升，避險情緒支持黃金漲幅居前

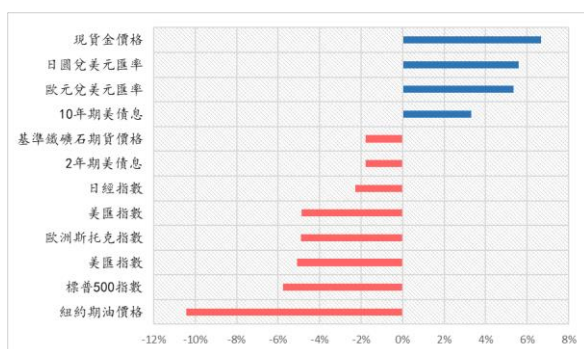


圖 1-4：美債失去安全港地位，10 年期美債息單周漲幅創逾 20 年最高，美元持續回落



數據來源：Bloomberg

圖 1-5：全球市場大幅波動，外匯類、權益類及債券類產品波動性陡升

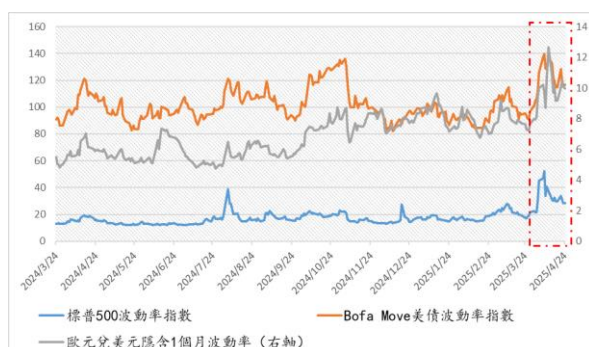
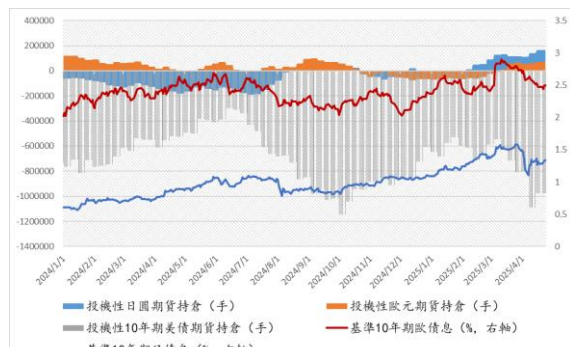


圖 1-6：資金逃離美國市場，日圓及日債，歐元及歐債需求較強，長期限美債看空情緒濃厚



數據來源：Bloomberg

#### （四）自恃出口依存度低及經濟韌性強，白宮主動掀起關稅風暴

##### 從國際貿易角度來看，他國對美貿易依賴度相對較高

- 其他國家對美貿易依存度普遍較高，或為美國通過關稅政策極限施壓提供籌碼。以美國對該國出口佔其總出口之比/該國對美國出口佔其總出口之比的數值來看，越南、泰國、印度、墨西哥等國對美出口相對依賴度普遍較高，因此不僅受到美國關稅衝擊的負面影響最大，也最容易在貿易摩擦中向美妥協。此外，美國適用於他國的最惠國關稅稅率（3.3%）普遍低於其主要貿易對手，如越南（9.4%）、歐盟（5%）、印度（17%）及巴西（11%），關稅稅率的不平衡性也給美國與他國在進行貿易談判時提供了較強的藉口。
- 此外，美國經濟對出口的依賴度較低，因此在承擔其他國家對等反制過程中有一定的緩衝：美國 2024 年商品貿易赤字達到 1.2 萬億美元，但從國際貿易角度來看，其經濟對進出口的依存度相對不高。2024 年美國出口佔 GDP 比重僅為 11%，而其主要貿易對手，如歐盟（34%）、日本（20%）、加拿大（31%）、墨西哥（39%）、越南（87%）等國比重均高於美國，這意味著雖然美國消費者將受到物價上漲的打擊，但美國經濟總體對出口的依賴程度相對較低，因此再應對他國反制性舉措方面也存在一定韌性，這或成為美國與他國貿易談判的另一籌碼。

##### 從全球角度對比，美國經濟韌性相對較強

- 雖然信心受到衝擊，但美國經濟基礎仍然較為穩固。雖然特朗普關稅政策已經嚴重挫傷經濟主體信心，但從實際數據角度來看，美國經濟基礎仍然相對穩固：當前美國的勞動力市場降溫勢頭仍然漸進可控、失業率位於歷史低位水平附近，服務部門仍然處於擴張區間，核心 CPI 仍然具有一定粘性。四季度個人



消費環比成長 4.0%，成為拉動經濟增長的主要引擎。

從美聯儲對經濟整體狀態的表述來看，美聯儲理事沃勒在 4 月 14 日的發言中稱美國今年 1 季度經濟仍然實現了溫和成長。總體來看，比起受到地緣緊張局勢衝擊的歐洲及內生需求不足的亞太經濟體，美國經濟的基礎相對更加穩固。

- 此外，白宮還宣稱關稅並不會導致通脹問題，避而不談 2018 年貿易戰對經濟的打擊。從各項指標來看，特朗普在 2018 年發起的貿易戰均讓美國製造業景氣程度下降、居民消費受損，社會經濟成長放緩至停滯，並在全球範圍內造成了國際貿易環境的惡化。耶魯大學目前預測美國的關稅政策將給包括美國本土皮革、服裝、電子設備等產品帶來 20% 以上的價格漲幅。

但是，白宮一再表示關稅不僅可以「解決美國的貿易不平等」問題，同時也與「通脹沒有關係」，堅持將 2021 年以來美國的通脹及貿易赤字攀升歸咎於拜登政府應對新冠疫情及俄烏衝突引發的供應鏈衝擊的無能，對 2018 年貿易戰對經濟的負面衝擊避而不談，而對關稅帶來的積極影響多番著墨，表現出較強的信心。

圖 1-7：美國的主要對手對美出口依賴度普遍較高，或成為美國極限施壓的重要籌碼

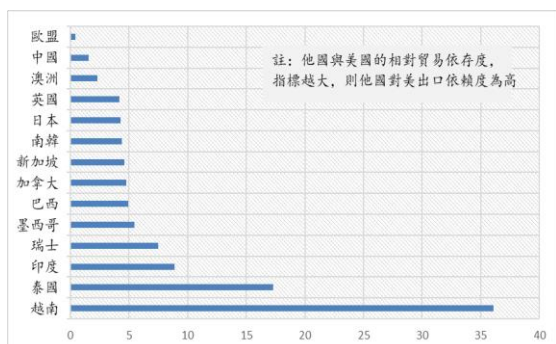
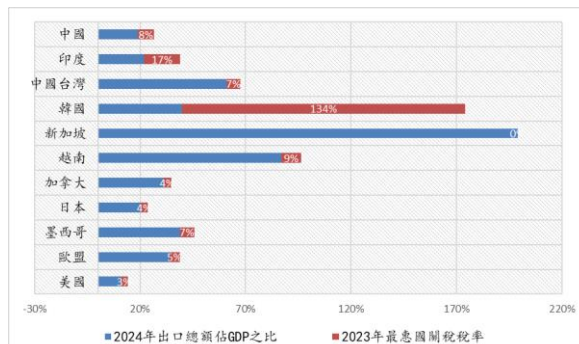


圖 1-8：相對於其他主要經濟體而言，美國經濟對出口的依存度較低，關稅水平也較低



數據來源：WTO、Bloomberg

圖 1-9：今年以來，美國服務業仍處擴張區間，失業率仍處於歷史低位附近，經濟的基礎較為鞏固

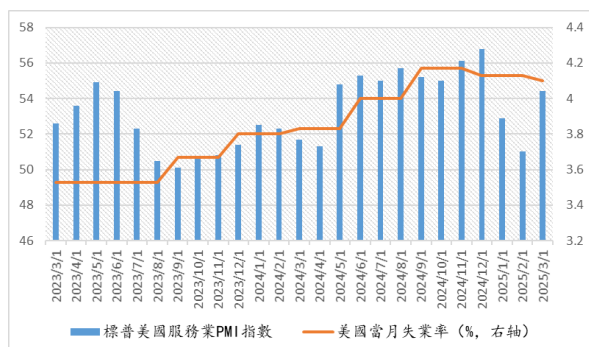
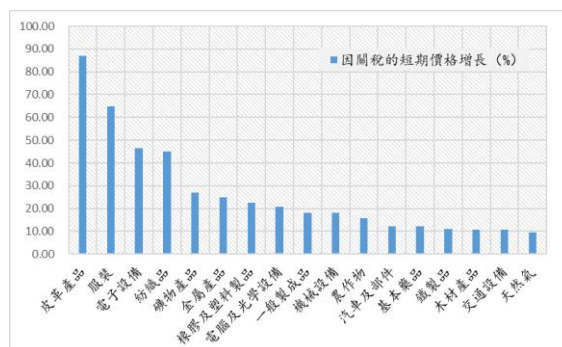


圖 1-10：皮革、服飾、電子設備及礦物價格因特朗普政府關稅而面臨 20%以上的短期價格上漲前景



數據來源：耶魯大學預算實驗室、Bloomberg

## 二、短期「治病」長期「救命」，美國意在通過關稅解決本世紀以來經濟發展的嚴重問題

### （一）美國的製造業空心化問題

- 長期以來美國面臨私人產業投資欠缺、製造業外流的總體形勢：美國國內的高消費-低儲蓄與其數十年來在國際價值鏈中的結構性地位轉變有關，作為世界主要消費國與商品貿易逆差國，美國製造業外流嚴重，2024 年美國 GDP 中服務相關的第三產業佔比超過 60%，而製造業、建築業等第二產業佔比僅為 14% 左右，其中製造業佔比僅為 10%（該指標在 1995 年尚為 17%）。

而從 21 世紀以來，美國製造業就業人數佔總就業人口的比重從世紀初的 18% 下降至 14%，製造業就業比重的下滑也成為美國所宣稱的「從 1997 年起失去了約 500 萬個製造業崗位」的理據之一。

- 製造業空心化威脅國家安全，美國急於重塑自身獨立產能及供應鏈：根據白宮 4 月 2 日的報告，美國製造業佔全球產值的比重從 2001 年的 28.4% 下滑至 2023 年的 17.4%，令美國在汽車、造船、製藥以及國防軍用等關鍵產業的國產自給率較低，對外國生產商的依賴導致其供應鏈的脆弱性，特別是在新冠疫情及俄烏衝突期間，供應鏈的動盪讓美國食品及能源價格飛速增長，給消費者福利及企業利潤造成了較大的衝擊，為此美國急於重塑其製造能力和供應鏈的獨立性。



圖 1-11：本世紀以來，美國製造業在國民經濟中的佔比持續下滑



圖 1-12：製造業外流令美國工業產值佔世界總額的比重也在持續回落



數據來源：Bloomberg

## （二）美國的經常賬戶失衡問題

- 作為世界頭號商品貿易逆差國，美國經常賬戶赤字持續攀升：**2024 年美國商品貿易逆差達到 1.2 萬億美元，服務貿易順差達到 2,951 億美元，衡量海外投資淨收益的一級賬戶淨支出達到 88.9 億美元，較去年的 670 億美元正收益下跌了 760 億，是美國本世紀以來海外投資淨收入首次轉負。整體看，美國經貿失衡仍然嚴重，2024 年美國經常賬戶赤字達到 1.13 萬億美元，同比增長 25%。
- 貿易逆差帶來逐年膨脹的外債，美國海外資產負債表具有較大的脆弱性：**截至全年 3 季度，美國海外資產及負債頭寸分別為 37.9 及 61.5 萬億美元，淨外債達到 23.6 萬億美元，同比增長 29%。但作為淨外債國，2024 年之前美國仍能保持海外正的淨收益，本質是因為其海外負債端的資金運用成本小於資產端的資金使用收益，即美國海外負債中主要是成本相對低廉的債券類產品，而資產端則多為回報率較高的權益類產品。
- 隨著美債利率的持續攀升，美國資本賬戶也將面臨「破產」危機：**2024 年美國海外淨投資收益已轉入負增長，如若全球經濟衰退預期加劇，則權益類產品收益料將下跌，而美聯儲持續高息的立場料將令美國作為國家踏入與聯邦政府相似的債務-利息惡性循環，到時料將不僅影響美債的信用，作為全球貿易支付結算基石的美元地位也將受到重大打擊。為挽救美國的「破產」危機，維持經常項目平衡，特朗普政府試圖通過關稅風暴縮小貿易逆差，並促使美聯儲降息，以縮小美國負債端的付息成本，挽救美國的資產負債表。

圖 1-13：美國經常賬戶赤字率逐年上升，對外經貿失  
衡嚴重



圖 1-14：美國資本賬戶隨美債利率的持續攀升也將面臨  
失衡危機



數據來源：Bloomberg

### (三) 美國政府債務膨脹問題

- ✚ **債務-財政赤字惡性循環加劇，美國政府加速奔向「破產」深淵：**2024 財年，美國政府付息成本達到史無前例的 8,820 億美元，同比增長 33.8%；美債平均付息利率一度高達 3.35%，較 2022 年的 1.5% 累計上升了 185 個基點。付息成本攀升帶來財政赤字的擴張（2024 財年美國赤字率達到 6.6% 的高位水平），令公債規模持續膨脹，美國政府因此屢屢觸發債務上限，關門事件頻繁發生，市場對美債不可持續的擔憂情緒逐步升溫，根據美國國會預算辦公室預測，至 2034 年美債利息支出將達到 1.6 萬億美元，美國政府加速奔向「破產」前景。
  - ✚ **今年大量美債到期，市場對美債不可持續的擔憂情緒急劇升溫：**2021 年起，為刺激經濟增長及美聯儲加息周期內長債成本較高，拜登政府集中發行了較多的短期債券，造成近年巨量的美債到期洪峰（特別是今年上半年），預計 2025 年到期的美債總額將達到 8.8 萬億美元以上，而考慮到目前美聯儲仍然不急於降息並持續縮表進程，加上特朗普政府破壞性政策引發的市場動盪，市場對美債可持續性的擔憂情緒不斷上升，並成為近期美債拋售的重要導火索。而若美債利率急劇上行，可預計財政部借新換舊的債務成本將會顯著抬升，加劇美國政府債務風險。
  - ✚ **政府債務成本及美聯儲鷹派立場制約財政支出削減空間，特朗普大規模減稅法案或遇阻礙：**自 1 月下旬美國政府債務上限寬免期告終之後，美國財政部只能通過非常規手段填補開支需求，而若 4 月繳稅季財政收入不及預期，根據國會預算辦公室的計算，則美國政府用盡其可用資金的日期將最早會提前至 5 月下旬。而若按存量的 36 萬億美債計算，美債利率若能下降 1 個百分點，則付息成本可下降 3,600 億美元，極大減輕聯邦政府支出壓力，並打開本屆政府財政寬鬆的空間。
- 但是由於美國經濟較強勁，勞動力市場降溫速度偏慢，且核心通脹數字仍具粘性，截至特朗普上任滿三個月，美聯儲降息的預期都不強：12 月美聯儲季度

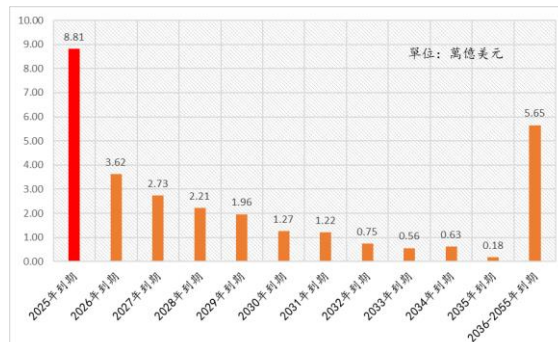
預測中對中長期利率的預測甚至抬升至 3% 附近水準，為美國政府還本付息帶來巨大壓力。而特朗普今年 1 月上任以來，由於關稅政策帶來的短期通脹預期持續升溫，美聯儲 3 月點陣圖中支持本年更少降息（2 次及以下）的官員人數顯著增長，更加制約了美聯儲降息的空間。

- 4 月中旬美國眾議院以 216:214 微弱多數通過了共和黨的《2025 年協調預算》，但其後續面臨大幅減稅及削減開支的雙向博弈：該預算案主要是關於新政府在未來 10 年減稅 5 萬億美元，預計將給美國帶來約 5.7 萬億美元的政府債務。眾議院議長約翰遜在說服持反對意見的共和黨議員時，稱後續將努力達成眾議院削減 1.5 萬億美元支出的目標。然而對美國而言，在政府債務成本持續高企及美國衰退風險提升的當前，美國財政支出削減的空間十分有限。而如果没有大規模支出削減作為籌碼，特朗普政府大規模減稅的方案就很難爭取到共和黨強硬派議員的支持，預計其真正推動減稅法案落地將遇到較強的反對意見。

圖 1-15：美債付息成本逐年上升，赤字-債務惡性循環加劇，令美國政府加速奔向破產前景



圖 1-16：拜登政府任內大量發行的短期美債將在近年到期，2025 年美國政府面臨巨額再融資需求



數據來源：Bloomberg

#### （四）短期「治病」長期「救命」 美國政府探索宏觀治理新框架

- 2008 年國際金融危機以來，美國家庭及企業在內的私人部門進入去杠杆時代：針對金融機構執業的監管在《巴塞爾協議 III》的框架下漸趨嚴格，私人信貸需求增量轉弱，美國家庭及非金融企業的槓桿率從 2008 年的高位 19.1% 及 49.4% 分別下降至 2024 年的 10.9% 及 46.6%。2024 年 4 季度美國家庭部門及非金融企業借款金額分別為 6,244 億美元與 2,098 億美元，較 2007 年 4 季度分別大幅下降了 58% 及 76%。
- 私人部門去槓桿令政府開支壓力加大，2008 年以來美國公共部門負債率飛速提升。奧巴馬 8 年任期內美國國債存量增加了 9.3 萬億美元，達到 19.9 萬億；特朗普首個任期美債規模增長 7.9 萬億美元，達到 27.8 萬億；拜登任期結束後美債規



模增 8.4 萬億美元，直至 2025 年 1 月末特朗普正式就任，美國公債規模已經達到史無前例的 36.22 萬億美元，2024 財年美國財政赤字佔 GDP 之比達到 6.92%，政府債務率達到 124.3%。

✚ **美國的對外債務率也在飛速提升。**自布雷頓森林體系解體後，由於國際供應鏈的整體轉移，美國逐步成為對外貿易逆差國。2008 年以來，由於本土私人投資長期缺乏、製造業持續外流，美國的商品貿易逆差增速加快，經常賬戶的失衡令美國對外債務率在飛速提升，資本及金融賬戶惡化程度加劇。截止 2024 年 3 季度，美國外部債務存量佔國際投資的比重達到 162.3%，較 2008 年的低位 108.4% 累計攀升了 54 個百分點。

✚ **根據美國財長貝森特的相關表述，美國新任政府的整體施政框架正是為了解決近十年美國私人部門持續去槓桿的問題。**本土企業投資意願不足（本土製造業外流）會讓公共債務擴張（政府部門承擔較多產業投資職能）及外國資本淨流入增長（經常賬戶失衡導致淨外債擴張），並最終導致貿易赤字、財政赤字的惡性膨脹及美國資產負債表的惡化，長期看將損害美國的國際競爭力及以美債、美元為代表的美國主權信用。

✚ **為此，新任美國政府的主要政策框架為：**1) 放鬆金融監管及減稅，以此鼓勵私人部門加杠杆，從而促進企業投資及本土製造業增長；2) 政府裁員減支、對外軍事收縮、提高關稅收入，以此為公共部門去杠杆，從而減少財政赤字及貿易赤字，控制美債規模。

具體來說，特朗普政府希望通過關稅、減稅、弱化監管等政策組合拳一舉重建美國私人部門、公共部門及海外賬戶的資產負債表，對外通過關稅收入及降低美債利率為海外賬戶去槓桿，對內通過加強貿易保護主義、減稅降費及擴張私人信貸投放方式，鼓勵私人部門加槓桿、擴大民間投資，促進製造業增長，以及降低實體經濟對公共部門的依賴性，從而維持美債體系的可持續性。

✚ **因此，預計短期內美國的平均關稅將維持 15%-20% 左右，而在中長期（3 年以上的範圍內），該項指標會進一步上升至 25%-30% 水平。**即便 90 天後特朗普政府為了減少美國出口商面臨的反制環境而緩和其「對等關稅」的強度，但從長期來看，美國當前經濟路線的不可持續性已成為兩黨共識，貿易保護主義對美國製造業回流的總體轉型來說不可或缺，世界最終將面對一個更加孤立的美國市場。

圖 1-17：2008 年國際金融危機以來，美國私人部門進入去槓桿時代，民間信貸萎縮



圖 1-18：私人去槓桿令政府開支壓力加大，美國公共部門債務持續膨脹、對外債務率也在攀升



數據來源：Bloomberg

圖 1-19：美國的商品貿易逆差及財政赤字逐年擴張，終至難以持續境地

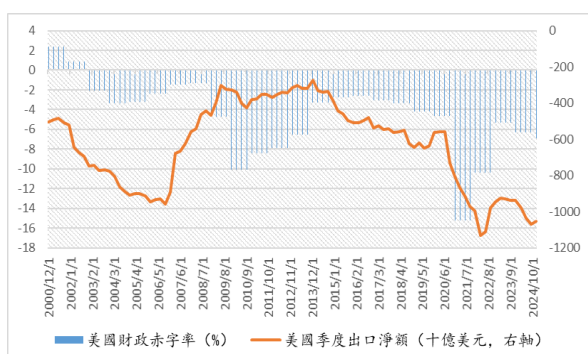
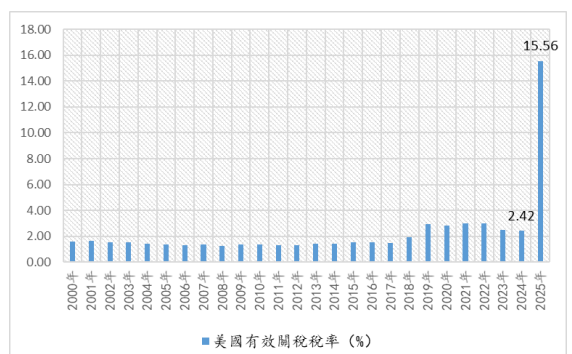


圖 1-20：預計美國短期內平均關稅稅率將達到 15% 以上，中長期將達到 25%-30% 水平



數據來源：耶魯大學預算實驗室、Bloomberg

## 三、後市預判

### （一）北美市場

✚ 美國經濟難以承受高額關稅帶來的劇烈衝擊，特朗普政策的不可預測性也讓市場信心受損：從宏觀指標來看，密歇根大學調查的消費者 1 年通脹預期已經爬升至 6.7%，為 1981 年以來最高，ISM 製造業指數中衡量銷售價格的指標也上漲至 2022 年以來的高位；此外，美國 1-2 月的進口價格指數已經因為關稅落地前的「搶進口效應」顯現出邊際上漲勢頭。物價預期的增長伴隨著信心的回落，消費者開始增加儲蓄、放緩支出以應對不確定性，企業投資有所停滯，服務業 PMI 指標中關於就業的分項也因為前景的不確定性意外進入了萎縮區間。

✚ 貨幣角度來看，雖然美國衰退概率顯著提升，但美聯儲仍然面臨關稅「滯脹」的兩

**難局面：**美聯儲主席鮑威爾 4 月 4 日演講中稱，經濟雖然放緩但仍穩健，美聯儲僅僅會根據經濟的實際進展做出應對，政策取態仍較中性。當前特朗普的關稅政策影響的主要還是市場預期，其實際傳導進程還有待醞釀，特別是關稅造成的進口成本攀升實際上帶來的是「滯脹風險」的上行，目前美聯儲官員預期「對等關稅」將對通脹率帶來 1.5 到 2 個百分點的增長，即整體 CPI 年化升幅可能在今年某些時候達到 4.5%-5% 的高位水平，物價水平的高企制約了美聯儲後續的降息空間。

**財政角度來看，開支難以縮減或意味著特朗普大規模減稅的主張在眾議院面臨較大阻礙：**以目前美國政府債務存量及公債利率的情況而言，特別是考慮到美國財政部還處於債務上限約束範圍內，且共和黨在參眾兩院並無壓倒性的絕對優勢地位，特朗普進行大規模減稅降費（預計在未來十年累計減稅 5 萬億美元）的政策主張必然將遇到共和黨強硬派關於支出限制的較強反對。

從 2024 財年收入來看，美國政府獲得了 30 億美元的關稅收入，僅佔當年財政收入的 0.06%，若要完全填補減稅帶來的數萬億美元財政缺口，滿足眾議院 4 月 5 日通過的《2025 財年預算法案》對本財年赤字 9,400 億美元的約束，增加關稅收入僅是杯水車薪，聯邦政府屆時必然面臨削減核心開支項目（如社會福利）的痛苦抉擇。

**從市場反應來看，由於美國貿易政策的不可預測性及巨大破壞性，美國資金安全港的地位正在受到強烈動搖，美元料將持續走弱：**美國國債是美元計價資產的基石，也是美元作為全球支付結算及儲備貨幣地位的基礎。美國巨額的經常賬戶赤字令大量外國投資者持有美元頭寸，國際資金流入美國資本市場，若其大幅撤出將帶來美元資產的暴跌，並嚴重動搖美國的全球經濟霸權。我們預計隨著全球去美元化進程加快，美元將延續走弱，而美債息的走勢將取決於美聯儲出手救市的時間和程度，短期內因美聯儲面臨「滯脹」的兩難權衡及市場「去美元化」的趨勢而波動性加大。

圖 2-1：美國的對等關稅在今年料將給 CPI 帶來 1.5-2 個百分點的增幅

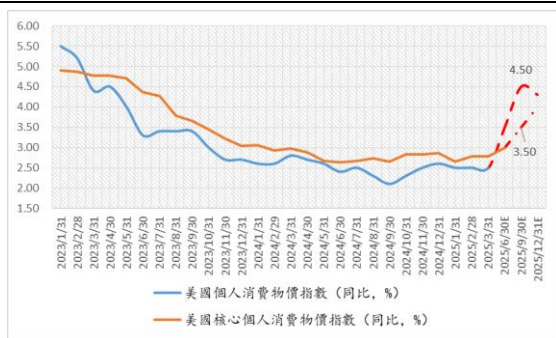
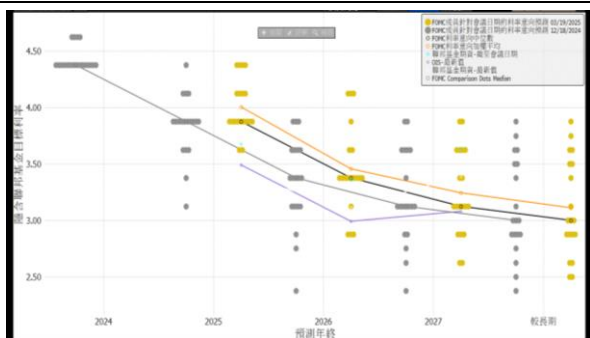


圖 2-2：雖然經濟主體信心受損，但美聯儲對今年降息次數的預判仍然謹慎



數據來源：Bloomberg



圖 2-3：美國國會預算辦公室預測未來十年美國財政赤字將加速膨脹

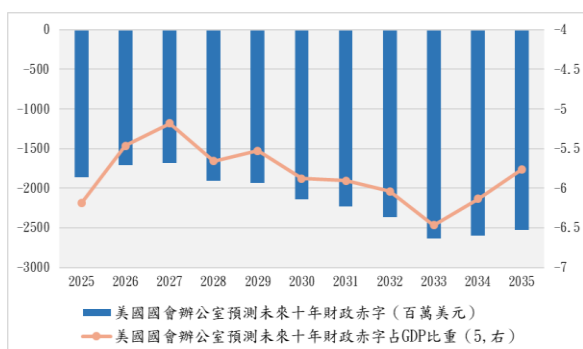


圖 2-4：中日等主要持有國近年在縮減美債持倉，全球「去美元化」進程加快



數據來源：美國國會預算辦公室、Bloomberg

## (二) 歐洲市場

✚ 特朗普雖與歐盟同意暫緩加徵關稅措施 90 天，但若在此期間內無法達成協議，則有可能立即提前觸發美國 20% 對等關稅及歐洲反制舉措：4 月中旬開始的美歐貿易談判進展甚微，美國對歐盟主要核心訴求是歐盟增加對美國能源產品的購買多達 3,500 億美元（以平衡美對歐的貿易逆差），以及歐洲的北約成員國承擔更多國防開支義務，但對歐盟提出的相互減免汽車領域、製造業、金屬等方面關稅的提議則興趣較低。

- 從歐洲的角度看，截至今年 3 月，歐元區能源物價自 2022 年以來已經累計上升了 36.5%，因此就歐洲能源產品購買等方面由於高成本問題，預計美歐達成協議的可能性較低。美國對歐盟所有產品 20% 的額外關稅政策或在最終生效，而其他的特定加徵關稅產品還包括汽車、農產品、金屬及醫藥品等，這將給歐洲經濟帶來巨大打擊。
- 從歐洲出口替代的角度，歐盟或轉向加強與中國的貿易聯繫，但中國對歐盟汽車等產品的需求有限，再加上中國對美國進口產品的需求主要集中在農產品及能源方面，與歐盟的產業結構不相符合，因此歐盟出口的可替代市場較小，因此面臨的打擊較大。

✚ 歐洲金融資產價格的變動取決於與美國關稅政策結果，歐股等風險資產料將受壓走軟；全球去美元化令歐債成為新的安全港，令歐元得到支持。特朗普關稅政策的擾動下，國際資金或從風險較大的美國轉至歐洲，再加上歐債規模僅為 14.5 萬億歐元（約合 16 萬億美元左右），遠小於美國國債存量的 36 萬億美元，且歐洲央行後續降息路徑較為明確，歐債作為新的資金安全港，其收益率或在大量買盤的支持下延續下行，也令歐元匯價得到支持。另一方面，歐洲作為外向型經濟體，出口在其 GDP 中佔比接近三成，預計特朗普關稅政策對歐洲汽車、藥品等產業的打擊將會嚴

重衝擊歐洲基本面，避險情緒回落將令歐股受壓下行。

圖 2-5：歐洲因地緣政治衝突原因，近年購買的能源產品單價上升、總量下降

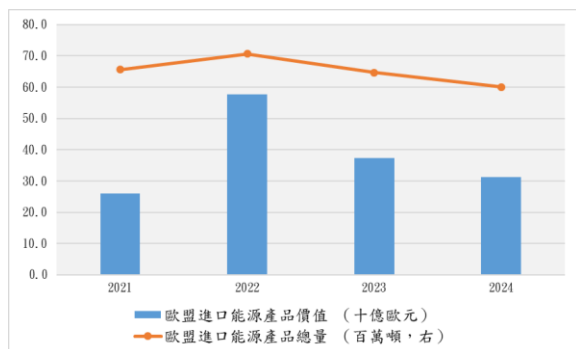
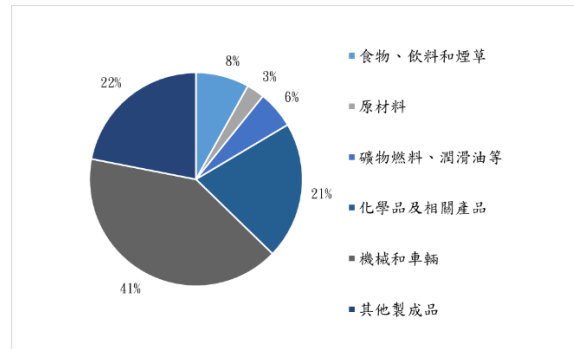


圖 2-6：汽車及機械出口是歐洲經濟的最重要支柱，預計將會受到美國額外 20%關稅的較大打擊



數據來源：Bloomberg

## 【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。  
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。