



〔投資研究報告〕

2025/2/20

川普經濟政策- 通膨是假議題還是黑天鵝？

目錄

- 一、支持通膨升溫論點與證據
- 二、質疑通膨風險論點與論證
- 三、關鍵觀察點
- 四、情境分析與投資建議

通膨山雨欲來？

2025/2/20 新光投顧

美國總統川普的第二任期政策組合（關稅、減稅、移民限制）引發市場對通膨再起的激烈辯論。本文整理兩派論點，並結合歷史數據與經濟模型評估其合理性。分析顯示，短期內政策組合有推升通膨 0.8-1.5 個百分點的潛在可能，但聯準會貨幣政策與能源供應擴張將形成關鍵制衡。決定性觀察點包含關稅執行強度、勞動力市場韌性、聯準會政策路徑調整，當然，還有最重要的，川普的賽局走勢。

目錄

- 一、 支持通膨升溫論點與證據
- 二、 質疑通膨風險論點與論證
- 三、 關鍵觀察點
- 四、 情境分析與投資建議

一、 支持通膨升溫論點與證據

1. 關稅政策直接推升進口成本

政策內容：計劃對中國商品加徵 60%關稅，對墨西哥、加拿大商品課 25%關稅，其他國家普遍 10%。

● 傳導機制：

- 直接價格效應：[波士頓聯準銀行估算](#)全面實施將使 PCE 通膨率上升 0.8%。[高盛模型顯示](#)若包含中國報復性關稅，核心 CPI 可能額外增加 1%。
- 供應鏈重組成本：企業短期難以轉移生產基地，需吸收關稅或轉嫁消費者。[2018 年貿易戰經驗](#)顯示，洗衣機關稅導致零售價 3 個月內上漲 18.2%，與關稅幅度相近。

歷史參照：彼得森研究所研究指出，2018 年對中國 16%平均關稅[推升 CPI 約 1.3%](#)，本次更高稅率可能放大影響。

2. 財政刺激擴大需求端壓力

- 減稅規模：延長《減稅與就業法案》及新增企業稅優惠，未來 10 年減稅總額達 10.4 兆美元（GDP 2.8%）。
- 乘數效應：CRFB 模型估計，減稅搭配關稅可能使 CPI 年增率上升 1.5-2.0%。投資管理機構 PIMCO 指出，財政赤字佔 GDP 比率若從 6.5% 升至 8%，將顯著刺激總需求。

3. 勞動力供給收縮推升薪資

- 移民政策影響：驅逐 800 萬非法移民將衝擊建築業（35% 勞動力為移民）、農業（50%）及服務業（28%）。牛津經濟研究院估算，移民限制可能造成勞動力市場短缺，雇主需要付出更高薪資才找得到人，進而使服務業年薪成長率增加 1-1.5%。
- 菲力普曲線效應：當前失業率 4% 接近自然水準，勞動市場緊縮將強化薪資-物價上升螺旋風險。
 - ✧ 菲利浦曲線：名目工資與失業率的抵換關係，通常呈負相關

4. 預期心理與通膨慣性

- 市場定價反應：10 年期公債殖利率自 2024 年 11 月川普當選後漸進上升，目前來到 4.53%，其中隱含投資者對通膨的上升預期。
- 企業定價行為：紐約聯準企業調查顯示，67% 製造商計劃將關稅成本全數轉嫁，高於 2019 年的 45%。

二、質疑通膨風險論點與論證

1. 聯準會貨幣政策主導性

- 政策獨立性：聯準會不受川普政府指揮，可以透過延後降息或重啟升息對抗關稅效應，參考 2018 年貿易戰期間升息路徑。

2. 關稅轉嫁程度有限

- 企業吸收成本：NBER 研究顯示，2018 年中國商品關稅僅 52% 轉嫁至消費者，零售端價格漲幅僅關稅幅度 1/3。
- 供應鏈彈性：跨國企業加速「友岸外包」，分散關稅衝擊。

3. 能源增產抑制價格漲勢

- 頁岩油擴產：川普放鬆鑽探限制，預估 2025 年頁岩油日產量增加 50 萬桶，壓低油價 5-8 美元/桶。

4. 財政效應遞減與債務約束

- 赤字融資限制：美國負債佔 GDP 比率已達 123%，大規模減稅可能引發債市拋售，迫使財政部發行短債，推升融資成本並抑制刺激效果。
- 企業投資替代：[2017 年減稅的經驗告訴我們](#)，企業會將省下來的稅金用於股票回購而非資本支出，削弱供給端擴張潛力。

三、關鍵觀察點

1. 關稅執行力度與持續性

- 戰略性關稅：若川普政府未來的行動證明，關稅是假議題，實際上是作為談判籌碼（如交換墨西哥邊境管控），對通膨的實際影響將趨近於虛驚一場。

2. 勞動市場韌性

- JOLTS 非農職位空缺率變化：若非農職位空缺率維持 6% 以下，通膨螺旋風險降低，現在是走在下降趨勢上，最新數據(2024 年 12 月)為 4.5%。但如果該數值飆高到 6% 以上，薪資增長壓力將再現，並助升通膨。

3. 聯準會政策路徑

- 點陣圖修正：若 2025 年降息預期從 2 碼縮減至 1 碼，顯示抗通膨優先於經濟成長。
- 隔夜逆回購(ON RRP)規模：當前餘額 778 億美元，能向市場注入的流動性已經所剩無幾(之前每月向市場注入 1800 億美元)。一旦 ON RRP 的資金耗盡，聯準會或許會調整其策略，可能包括降息等措施，目的是吸引資金回流到市場上。

✧ ON RRP 是聯邦公開市場委員會 (FOMC) 在 2013 年 9 月推出的貨幣政策工具，隔夜逆回購 (Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP)，簡單來說，是一個可調控市場資金水位的蓄水池，當 ON RRP 資金量增加時，是收回市場資金；當 ON RRP 資金量減少時，是向市場釋放資金。

4. 能源價格走勢

- WTI 原油期貨曲線：若 2025 年遠期合約維持 75 美元以下，顯示市場認可供給過剩。

綜合判斷

短期（6-12 個月）仍存在通膨風險，但幅度可控。關稅與減稅可能推升核心 PCE 至 3.0-3.5%，但聯準會維持利率高位與能源增產形成對沖，年增率難超 3.5%。中長期（2 年以上）風險取決於政策組合延續性，若財政赤字持續擴張且移民限制固化，可能觸發薪資-物價螺旋。

四、情境分析與投資建議

1. 基準情境

- 關稅實施 50%（中國 60%、墨加 15%），核心 PCE 升至 2.8-3.2%。
- 聯準會 2025 年降息 1 碼，10 年期美債收益率區間 4.0-4.5%。
- 投資建議：增持抗通膨資產（TIPs 抗通膨債券、能源股），減碼長債。

2. 鷹派情境

- 全面實施關稅+減稅，核心 PCE 突破 3.5%。
- 聯準會暫停降息甚至重啟升息，美元指數升至 110。
- 建議：做多波動率指數（VIX），布局美元現金與短債。

3. 鴿派情境

- 關稅僅象徵性實施，能源增產壓低油價，核心 PCE 回落至 2.4%。
- 聯準會降息 3 碼，科技股領漲。
- 建議：加碼成長股與新興市場債券。