

# 川普對等關稅對中國經濟影響

- 對等關稅全面升級，轉出口國亦難倖免
- 人民幣與刺激政策對沖空間受限，弱於2018年
- 與美談判成唯一緩衝，優先觀察越南、台灣

研究員 曾馨玉

04/07/2025

群益投顧



## 結論

- 一、川普對等關稅超預期，全面衝擊中國出口供應鏈。
  - ✓ 04/09/2025起，美國將對中國商品加徵54%關稅，包含原20%稅率與34%對等關稅，美對中平均關稅將升至66%，顯著高於2018年貿易戰水準。轉出口國(越南、台灣、印度等)同步納入高關稅範圍，壓縮中國出口替代空間，形成供應鏈震盪。
- 二、中國貿易戰對沖工具弱於2018年，面臨結構上差異。
  - ✓ 人民幣難以大幅貶值：擔憂資本外流，中國官方欲穩股市、穩內需。
  - ✓ 財政政策受限：地方政府專項債部分用來去化債務，消費刺激以「汰舊換新」為主，規模及節奏難匹敵2009年家電下鄉，且部分刺激政策已在1Q25提前出台。
- 三、群益預估中國GDP下修幅度，取決於談判與政策對沖效果。
  - ✓ 悲觀情境(加徵關稅54%)：出口受創、轉單受限，GDP恐落至3.6~4.1%。
  - ✓ 中性情境(僅加徵對等關稅34%)：若中國配合打擊芬太尼出口、避免20%稅率，轉出口國部分產業稅率降低，GDP維持4.2~4.4%。
  - ✓ 樂觀情境(關稅談判下修、政策加碼)：若中國同意出售TikTok，關稅進一步降至14%以下，消費刺激奏效、人民幣貶值對沖，GDP有望守住4.8~4.9%。
- 整體研判：2025年中國GDP達成5%目標挑戰升高，4.5%也有難度，須持續關注中國及其主要轉出口國(越南、台灣)與美談判進展，以及內需政策加碼力道。

## 川普2.0的關稅政策

政策要點：04/05/2025起：對所有國家商品加徵10%關稅。

04/09/2025起：對近60個國家依「對等關稅稅率」加徵關稅（對中國+34%，對台灣+32%，對印度+26%，對歐盟+20%，對日本+24%，對韓國+25%，對越南+46%，對泰國+36%，對印尼+32%，對馬來西亞+24%，對菲律賓+17%等）

平均稅率：若全面實施，預計將使美國整體進口商品的加權平均關稅水準從2024年底的10.7%，顯著上升至 25~33%區間，超出2018~2019年貿易戰高點水準（約21%），並創下百年新高，超過1930年《斯姆特-霍利關稅法案（Smoot-Hawley）》水準（約20%）。對等關稅率，實為依美國自他國貿易逆差占比幅度計算。

政策影響：根據國際主要機構估算：每+1%關稅，推升美國核心PCE通膨約+0.1~0.15個百分點；若全部實施，核心PCE通膨將上升約3~5個百分點。

中國已回擊，歐盟、加拿大也表態將反制；日本、韓國、台灣、印度、東協等尋求談判。全球貿易量對關稅的彈性約-1~1.5之間。

資料來源：USTR、IMF、PIIE、OECD，群益投顧彙整預估

群益投顧

3

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 「對等關稅」是超預期的高關稅措施

機構 / 文獻	加徵關稅假設	模型結論 / 備註
OECD (2021) 《Trade Policy Scenarios in a Fragmenting World》	對特定貿易對象加徵平均10~15%的額外關稅，並撤銷現有優惠協定（如區域貿易協定RTA）。	全球加權平均關稅率可上升至13.5%左右，全球貿易量可能下降5~10%。
PIIE多篇報告，2019~2023	假設美中互加關稅 + 歐盟、印度為關稅「惡性螺旋」情境提供上等同步反制，整體關稅上升約10~15個百分點（從7~8%升至20%）	限參考，估計將導致全球消費者物價與進口成本大幅推升。
IMF WEO 附錄（10/2023）——「地緣經濟分裂貿易情境」	設定三大貿易陣營（美/中/歐）對非成員國平均加徵關稅15%。	模擬結果顯示：全球平均關稅水準升至 10~13% 區間，對全球GDP與貿易流量造成永久性損失
中金公司《對等關稅全球推演報告》（04/2025）	美國先加稅+歐中印反制，整體平均關稅上升 10~15 個百分點作為「激進情境」。	估算全球貿易量萎縮約 10~20%，主要出口導向經濟體受衝擊最大
川普對等關稅（2025）	主要國家整體平均關稅上升 25~33 個百分點。	估算全球貿易量萎縮約 25~40%（對比歷史：2009年金融海嘯後貿易量跌幅12%、2020年疫情僅6%）。

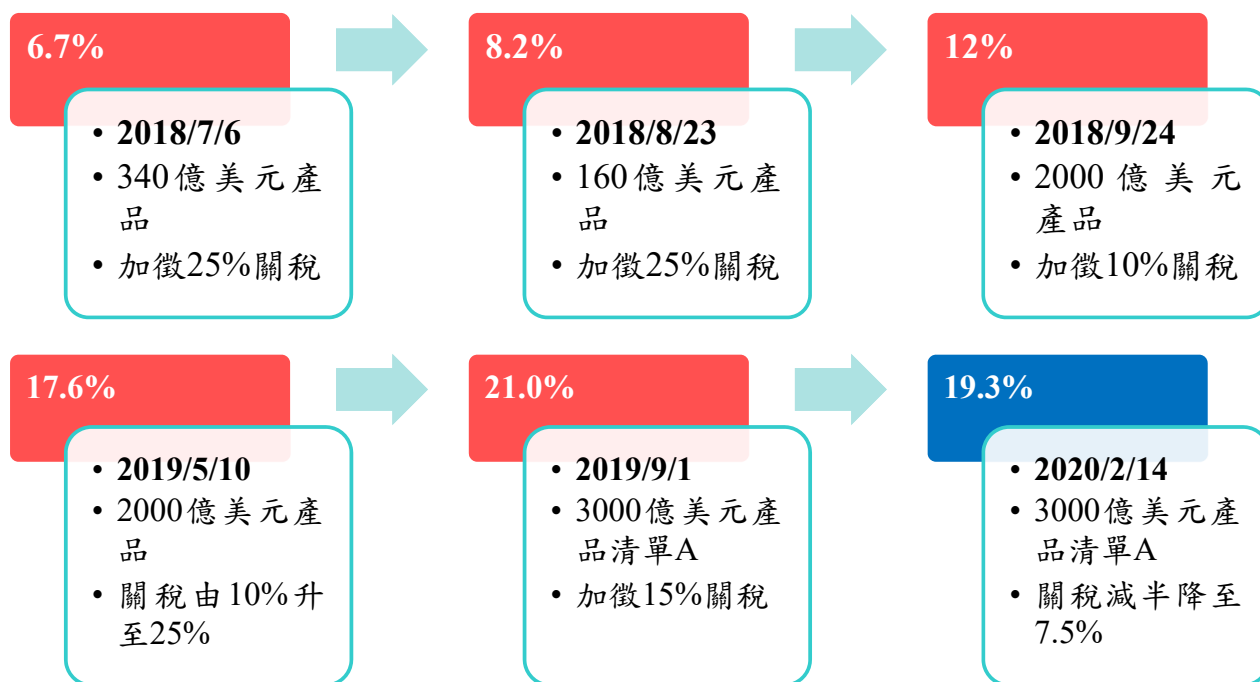
資料來源：USTR、中金公司、IMF、PIIE、OECD，群益投顧彙整預估

群益投顧

4

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 川普1.0美對中關稅由3.8%升至19.3%



資料來源：USTR，中國財政部，PIIE，群益投顧彙整

群益投顧

5

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 美對中加權平均關稅率演變(2017-2025)

時間點	加權平均稅率 (美對中)	背景與變化
2017年底	約3.1%	採WTO最惠國稅率，中美貿易順差創新高。
1Q18	約3.8%	太陽能板、洗衣機等產品被列入201條款保障性關稅，屬「貿易戰前哨戰」。
4Q18	約12.0%	川普第一任期啟動301條款，美對中加徵關稅擴及2500億美元商品。
3Q19	約21.0%	加徵關稅清單覆蓋3700億美元商品，為歷史高點。
1Q20	約19.3%	美中簽署第一階段貿易協議，部分豁免清單啟動。
2024年底	約10.7%~13%	拜登政府任內擴大豁免清單，整體稅率回落。
03/2025	約32%	川普二次上台，以芬太尼為由，宣布對中國全面加徵20%關稅，已在03/04/2025生效。
04/2025	約66%	川普宣布「對等關稅」方案，對中進口稅率進一步加徵34%，創歷史新高，將在04/09/2025生效。

資料來源：USTR，中國財政部，PIIE，群益投顧彙整

群益投顧

6

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

# 川普2.0：擁抱美國、美國唯一 預估對等關稅短期難以調降

## 關稅

- 威廉·麥金利 (William McKinley) 是美國第25任總統 (1897年~1901年)
- 麥金利的經濟政策以促進工業發展和保護國內市場為核心。
- 在麥金利的任期內，美國經濟經歷了快速增長，**川普2.0就職演說大力讚揚。**

保護主義

- 高關稅政策：
- 麥金利是關稅保護主義的堅定支持者，他認為高關稅可以保護美國的工業，免受外國競爭的威脅，並促進國內經濟繁榮。
- 他推動了《丁利關稅法》(Dingley Tariff Act)，大幅提高了進口商品關稅。

擴張主義

- 麥金利主張擴大美國的海外影響力，他領導美國贏得了美西戰爭，從西班牙手中獲得了波多黎各、關島和菲律賓等殖民地。
- 1898年，美國又吞併了獨立的夏威夷共和國，使夏威夷從此成為美國的領土。

資料來源：維基百科，群益投顧彙整

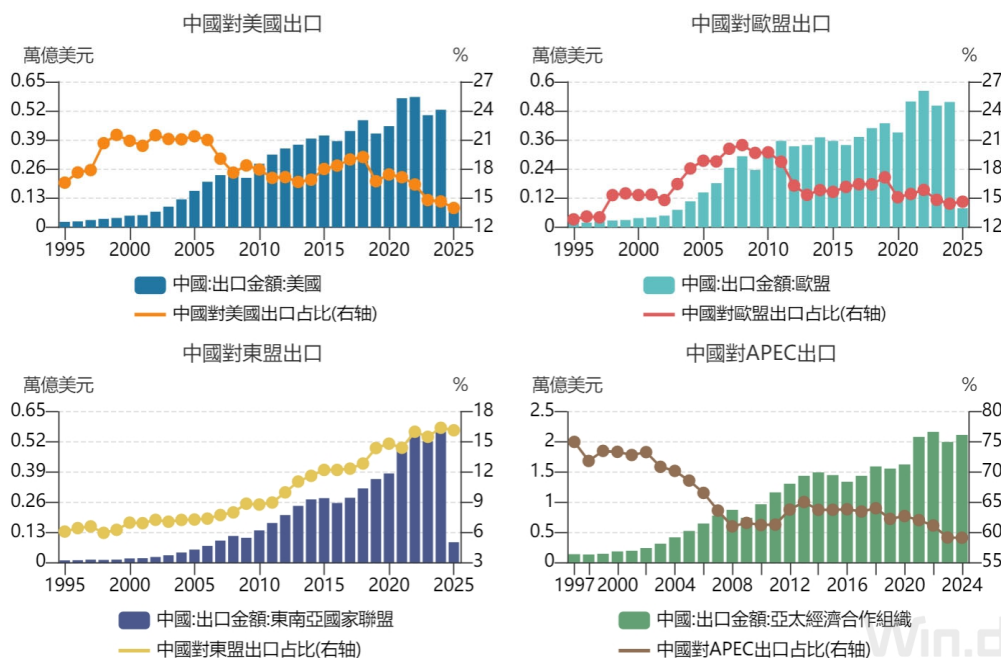
群益投顧

7

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 中國出口貿易夥伴轉移：美國降東協升

### 中國出口貿易夥伴



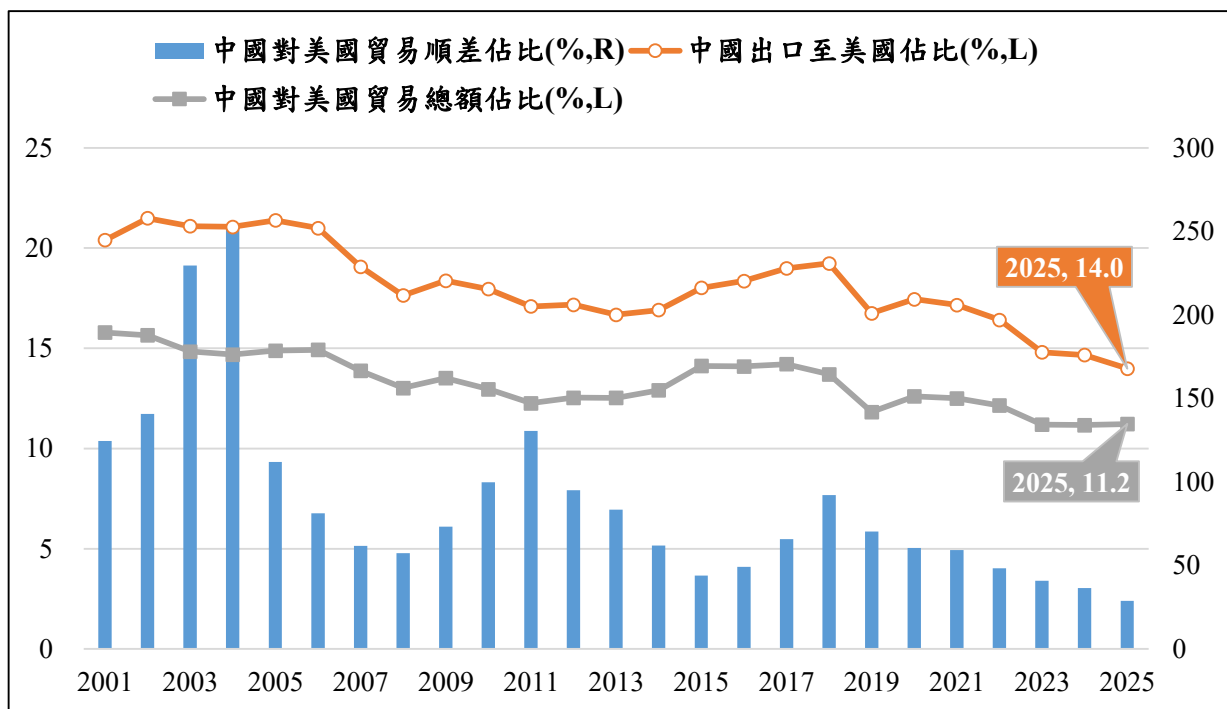
資料來源：Wind、中國海關總署，群益投顧彙整。註：2025年為累計02/2025金額佔比。

群益投顧

8

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 2018年美中貿易戰後 中國出口至美國佔比由19%降至14%



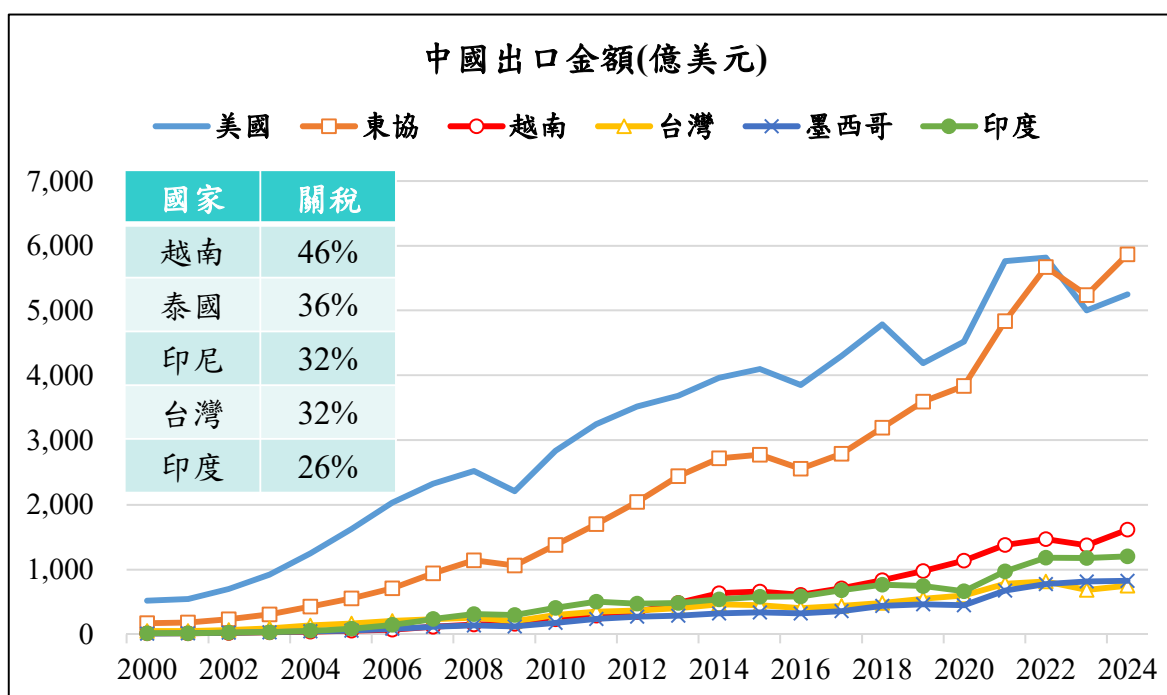
資料來源：Wind、中國海關總署，群益投顧彙整。註：2025年為累計02/2025金額佔比。

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

9

## 中國的主要轉單國皆被加徵對等關稅



資料來源：Wind、中國海關總署，群益投顧彙整。註：2024年為累計12/2024金額。

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

10



# 川普2.0：對等關稅對中國GDP衝擊

- 依照國際研調機構實證的美國消費者進口替代彈性估算，對等關稅生效後，將衝擊2025年中國GDP約2%上下，較原先20%關稅增加約1.3~1.6ppts。
- 群益已考慮對等關稅將降低中國的轉出口效應(因東協、台灣也被加徵高額關稅)。

生效日	加徵關稅情況	短中期影響(%)	進口替代彈性		
			中位數	IMF	NBER
02/14/2020	美對中約2500億美元商品，加徵25%關稅；約1200億美元商品，加徵7.5%關稅	進口替代彈性	0.95	1.00	1.20
		中國出口至美國	(12.9)	(13.6)	(16.3)
		中國整體出口	(2.5)	(2.6)	(3.1)
		中國GDP	(0.4)	(0.4)	(0.5)
03/04/2025	美對中約5300億美元商品，加徵20%關稅	中國出口至美國	(18.1)	(19.0)	(22.8)
		中國整體出口	(2.7)	(2.8)	(3.4)
		中國GDP	(0.5)	(0.5)	(0.6)
04/09/2025	美對中約5300億美元商品，加徵54%關稅	中國出口至美國	(48.7)	(51.3)	(61.6)
		中國整體出口	(9.3)	(9.8)	(11.8)
		中國GDP	(1.8)	(1.9)	(2.2)
生效日	加徵關稅情況	長期影響(%)	進口替代彈性		
			中位數	PIIE	OECD
02/14/2020	美對中約2500億美元商品，加徵25%關稅；約1200億美元商品，加徵7.5%關稅	進口替代彈性	1.55	1.60	1.65
		中國出口至美國	(21.1)	(21.7)	(22.4)
		中國整體出口	(4.0)	(4.2)	(4.3)
		中國GDP	(0.7)	(0.7)	(0.7)
03/04/2025	美對中約5300億美元商品，加徵20%關稅	中國出口至美國	(29.5)	(30.4)	(31.4)
		中國整體出口	(4.4)	(4.5)	(4.6)
		中國GDP	(0.8)	(0.9)	(0.9)
04/09/2025	美對中約5300億美元商品，加徵54%關稅	中國出口至美國	(79.5)	(82.1)	(84.7)
		中國整體出口	(15.2)	(15.7)	(16.2)
		中國GDP	(2.9)	(3.0)	(3.1)

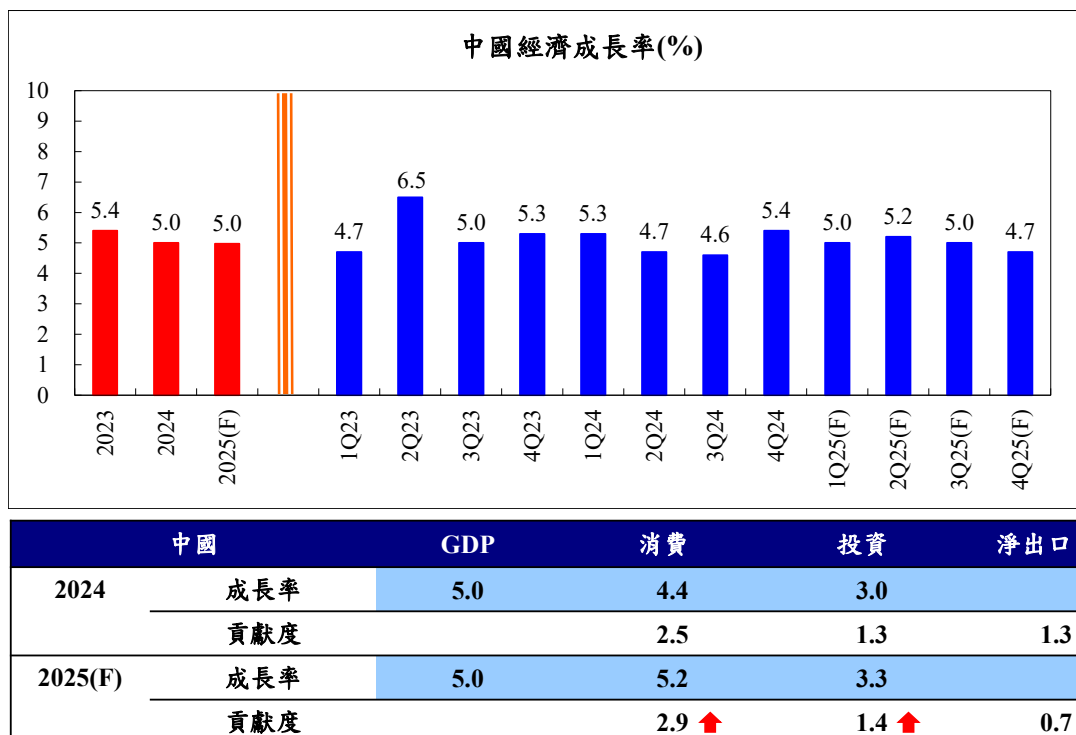
資料來源：Gallaway(2003)、IMF、NBER、PIIE、OECD，群益投顧彙整預估

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

11

## 群益原預估中國2025年GDP YoY+5.0% (假設基礎：加關稅20%、消費品舊換新)



資料來源：中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估(03/2025預估)

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

12

## 2025年中國消費補貼政策範圍擴大 預估將拉動GDP 0.4個百分點

- 根據中國國務院、商務部數據，過去中國於2009-2010年家電下鄉、汽車下鄉政策期間，政府每投入1RMB補貼約可拉動1.5~2.0RMB的消費額。
- 根據中國汽車工業協會估算，2022-2023年期間，中國新能源汽車補貼政策顯示，每投入1RMB補貼帶動約2.0~2.5RMB的消費效果。
- 中國政府推出3,000億RMB消費補貼政策**，透過消費槓桿效應，預估可拉動約4,500~6,000億RMB新增消費，進一步提升GDP約0.33%~0.44%，**為達成2025年經濟增速5%的目標提供重要支撐。(在公布對等關稅前)**

情境	乘數(倍)	拉動消費(億RMB)	提升GDP(%)
保守	1.5	4500	0.33
中性	1.7	5100	0.38
樂觀	2.0	6000	0.44

- 2025年中國雖維持3,000億RMB消費補貼規模，但政策範圍擴大，乘數效應可望較2024年提升，由1.5倍提升至1.7~2.0倍。**

資料來源：中國國務院，商務部，汽車工業協會，新華網，群益投顧彙整

群益投顧

13

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 中國政府貿易戰對沖工具面臨結構差異

貿易戰對沖工具	2018年應對策略	2025年現況限制	群益觀點
人民幣貶值	人民幣自6.25快速貶至6.95(貶值幅度約11%)，有效對沖加徵關稅衝擊。	美中利差擴大、美國通膨仍高、聯準會降息延後→人民幣貶值空間受限，預估區間7.25~7.45(貶值幅度在3%內)。	貶值幅度受限將削弱傳統出口對沖效果
財政刺激	啟動大規模基建與地方政府專項債，拉動內需與補出口。	持續化解地方債，2025年專項債部分用於償債與隱性債轉正，消費刺激政策已提前出台。	擴張性財政空間收斂，無法如2018年般全面托底內需。
政策節奏	房市仍穩，「六穩」政策主軸確立、快速應對外部衝擊。	政策已啟動(01/2025宣布消費品舊換新擴大實施，03/2025加碼支持消費信貸)，除非再擴大發放消費券。	房市體質較弱，刺激消費政策已在1Q25被提前使用。
資金外流管理	資本管制仍強，尚未發生疫情、封控、共同富裕等事件。	投資人對地緣風險敏感度提升，人民幣貶值易觸發資本流出擔憂，加速FDI撤離。	政策在匯率與資金流動的平衡壓力加大。
轉出口情況	越南、印度尚未形成完整供應鏈體系。	2025年轉單國(越、印、台)已有初步成熟體系，但美方也針對其課稅。	中國出口供應鏈無處可躲，面臨真實挑戰。

資料來源：中國國務院，中國國家統計局，人行，新華網，群益投顧彙整預估

群益投顧

14

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

變數項目	悲觀情境	中性情境	樂觀情境
1. 美方關稅率	完整實施54%（20%原關稅+34%對等關稅）	僅實施34%對等關稅（若中國承諾遏止芬太尼出口）	關稅延後或談判下修至14%以下（若中國同意出售TikTok）。
2. 轉出口國稅率	越南、印度、台灣皆被加徵高對等關稅率（26~46%），產業鏈難快速轉移。	越南與印度部分產業主要轉出口國稅率顯著免除高關稅，部分中下降，對美出口。維持對美出口。	關稅率顯著下降，中企外移廠順利調整。
3. 中國刺激政策	中央財政政策已提前發力，空間有限，地方財政偏保守。	推出地區性家電/汽車補貼，但未全面性發放消費券。	中央政府大手筆發消費券，並啟動新一輪財政刺激政策。
4. 人民幣走勢	穩定於7.2上下，擔憂貶至7.4，對沖小部外流不敢大幅貶值。	對沖小部外流不敢大幅貶值。	對沖一部外流不敢大幅貶值。
對中國GDP衝擊	1.3~1.6個百分點	0.6~0.8個百分點	0.1~0.2個百分點
預估中國GDP增速	3.4~3.7%	4.2~4.4%	4.8~4.9%

資料來源：中國國務院，中國國家統計局，人行，新華網，群益投顧彙整預估

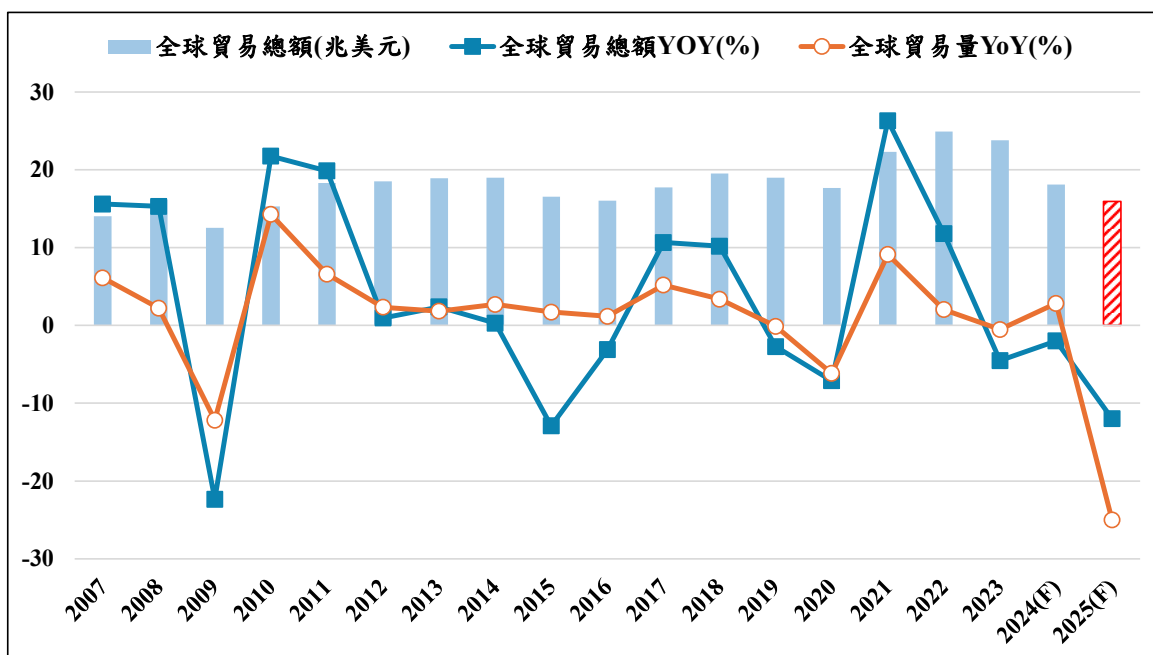
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

15

## 風險因子：若歐盟反擊美方力度大將導致全球貿易量進一步下滑

- 依照IMF、WTO等機構估算，全球貿易量對關稅的彈性約-1~-1.5之間。



資料來源：IMF、WTO、PIIE、OECD，群益投顧彙整預估

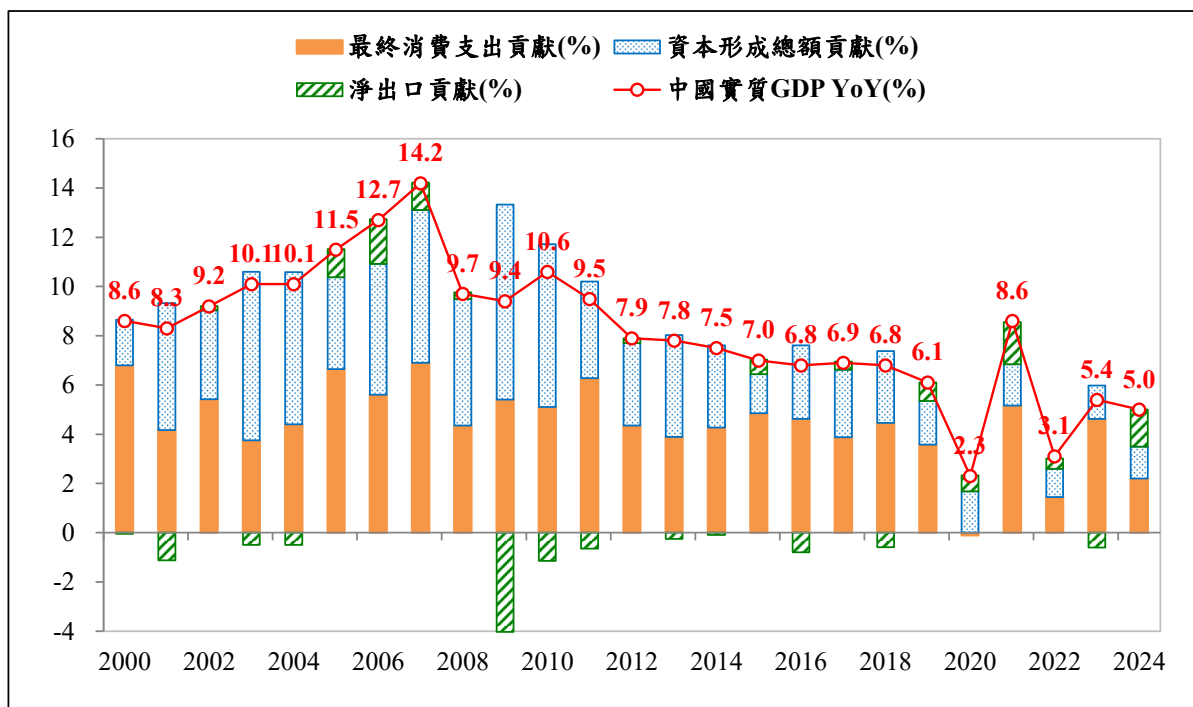
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

16



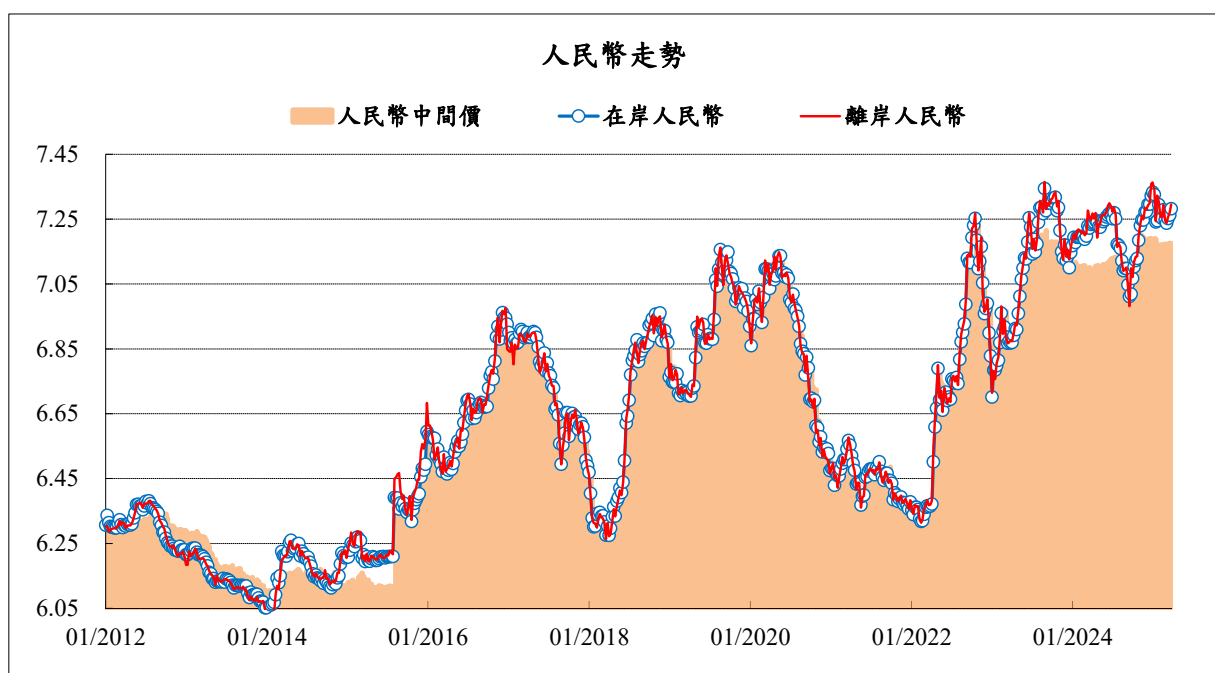
## 面對外需下滑：預估中國將持續採取擴張性財政政策穩增長



資料來源：Wind、中國國家統計局，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

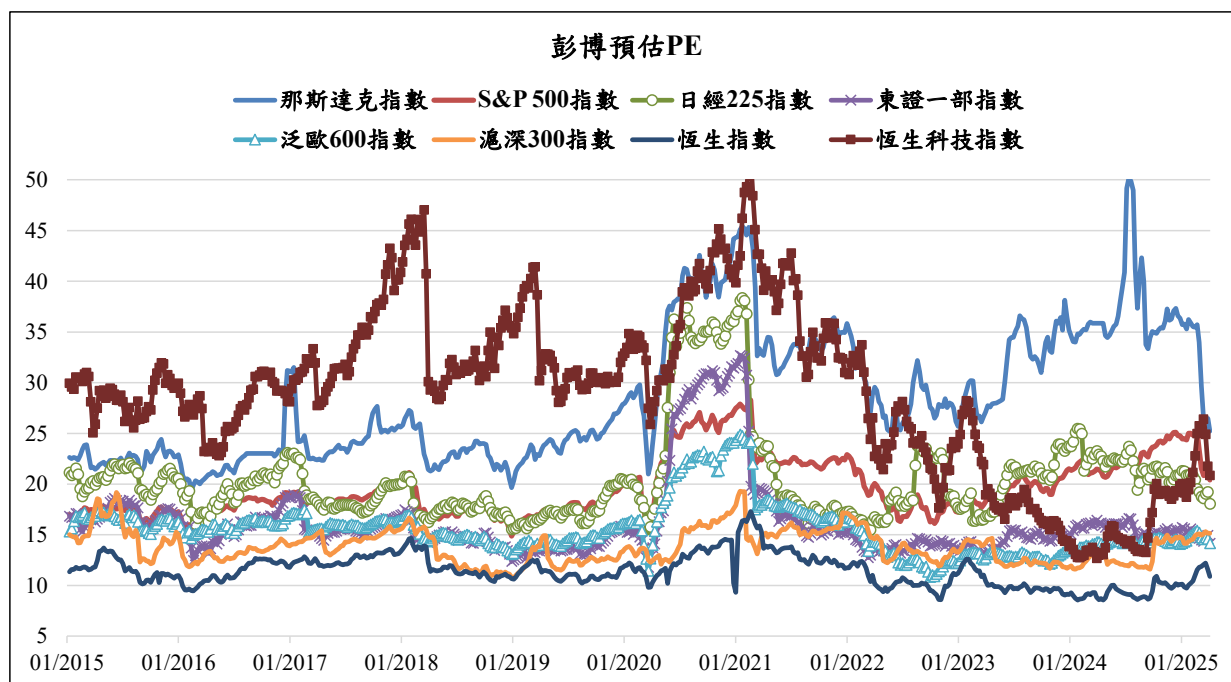
## 中國穩股市、內需 預估人民幣將區間震盪



資料來源：中國人民銀行，Bloomberg(04/04/2025)，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

# 陸港股評價偏低 具吸引力



資料來源：Bloomberg(04/04/2025)，群益投顧彙整

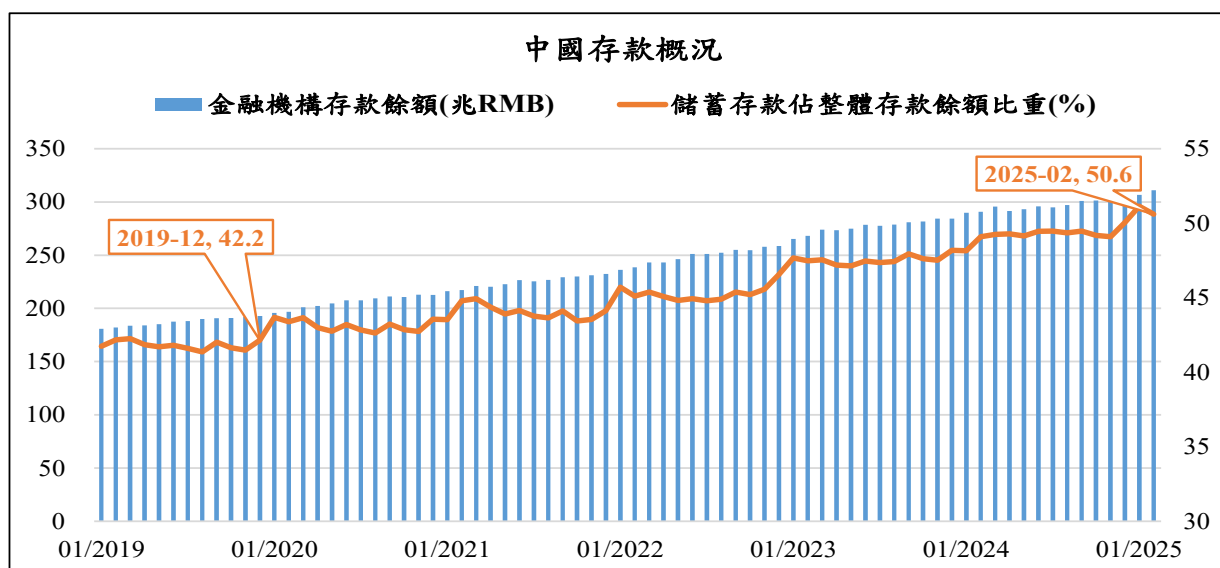
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

19

## 儲蓄存款每下降1% 約釋放3兆RMB 為股市提供資金動能

- 中國因資產荒，疫情後儲蓄存款上升8%。
- 推估中國儲蓄存款每下降1%，約可釋放3兆RMB，為股市提供資金動能。



資料來源：中國人行、Wind，群益投顧彙整預估

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

20

# 投資評等及免責聲明

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。