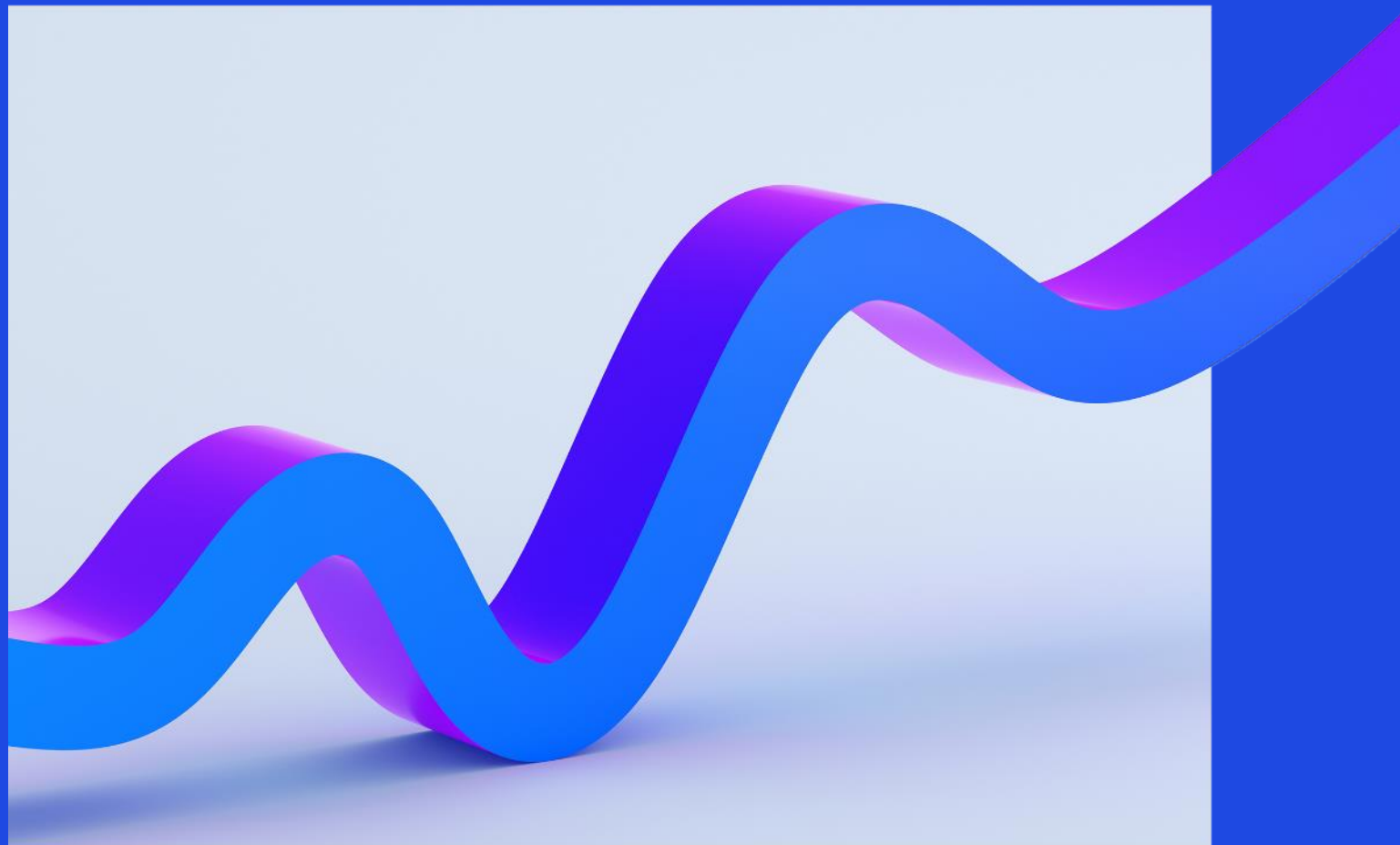


# 經濟現狀與 展望

轉捩點：美國2025年前景 -  
放鬆管制可或多或少抵銷扯後  
腿的關稅政策

KPMG Insight

—  
January 2025



# 前言



現在還未結束，甚至不能算是結束的開端。但或許，這是序幕的尾聲。

*“Now this is not the end. It is not even the beginning of the end. But it is, perhaps, the end of the beginning.”*

- 溫斯頓·邱吉爾(Winston Churchill)，1942年11月10日

二戰(World War II)時期，邱吉爾曾多次以這句話形容盟軍取得勝利的進程。而此一概念就理解美國聯準會對抗通膨之立場，以及美國新政策將如何影響相關發展與走向，提供了一個有用的框架。

歷史由改變經濟進程的轉捩點所定義：

- 二戰使美國擺脫了經濟大蕭條(Great Depression)<sup>註1</sup>，開啟一個全新的經濟繁榮時代。
- 柏林圍牆的倒塌象徵冷戰的結束，並增強經濟整合及全球化的力道。
- 雷曼兄弟(Lehman Brothers)破產事件<sup>註2</sup>引發恐慌，最終演變為自大蕭條以來最嚴重的經濟大衰退(Great Recession)<sup>註3</sup>。

註1：經濟大蕭條(Great Depression)係指1929年至1933年之間全球性嚴重經濟衰退，是二十世紀持續時間最長、影響最廣、強度最大的經濟衰退。

註2：雷曼兄弟(Lehman Brothers)破產事件指2008年中，受到次級房貸風暴連鎖效應波及，財務受到重挫，致其股價下跌到剩低於1美元(2008年9月17日低於US\$0.10)，陸續裁員六千人以上，並尋求國際間的金主進駐。同年9月15日，在美國財政部、美國銀行及英國巴克萊銀行相繼放棄收購談判後，雷曼兄弟公司宣布申請破產保護，負債達6,130億美元，被視為是2007年至2008年環球金融危機失控的標誌。

註3：經濟大衰退(Great Recession)是由2007年8月9日金融海嘯引發的經濟衰退。自美國次級房屋信貸危機爆發後，投資者開始對抵押證券的價值失去信心，引發流動性危機。即使多國中央銀行多次向金融市場注入巨額資金，亦無法阻止這場連鎖效果的金融危機。2008年9月，這場金融危機開始失控，並開始蔓延至其他經濟領域。國際貨幣基金組織認定此為自經濟大蕭條(1929年至1933年)以來最嚴重的經濟和金融危機，通常亦被視為是有史以來第二嚴重的衰退。

原文請參考：[Turning Points: 2025 Annual Outlook\\_Deregulation could partially offset the drag from tariffs.](#)

# 聯準會對抗通膨之進程來到序幕尾聲

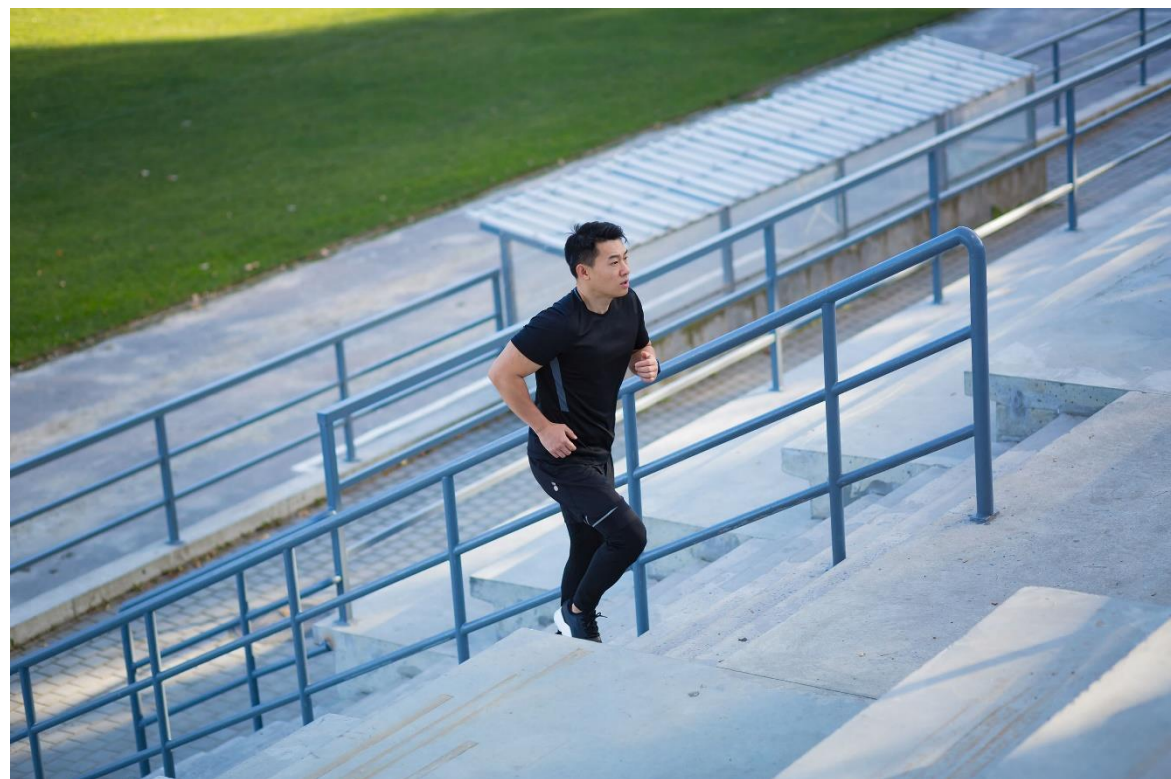
疫情爆發，經濟陷入自大蕭條後最嚴重的萎縮。財政與貨幣刺激措施提供了一條出路，但經濟重啟的速度與失衡狀態卻引燃全球性通貨膨脹。

通膨餘燼未熄，且疫情後的轉變使整體情況更易受到通膨的影響 - 地緣政治緊張局勢升級、保護主義加劇、政府債務不斷增加、全球盟友關係轉變，以及極端天氣事件激增，皆使得供應鏈變得脆弱不堪，一切再也回不去！

**美國聯準會實施降息意味其對抗通膨的進程來到序幕尾聲（呼應本篇前言）。持續未減的經濟實力及近期通膨數據升溫很可能提高中性聯邦基金利率。聯準會理事會成員一致表示需要減緩降息步伐。**

本期《經濟現狀與展望》探究2025年美國主要經濟領域之前景。受到最多關注的是新任總統政策提案將發揮何種作用，以及這些轉變對未來的通膨及利率有何影響。經驗法則不再適用；過往未被視為通膨之成因，現在卻有顯著的關聯性。

債券市場已有所反應；去(2024)年9月收益率從低點回升，而造成此變化的主因乃出於對通膨的擔憂。



# 新任總統新政來襲 - 新年新議程

有關新任總統一系列政策之預測：

- 能源、金融、醫療、招募及培訓相關之法規鬆綁。
- 個人所得稅減免項目將於2026年到期。
- 關稅緩步上升。
- 針對美國新關稅政策之報復行動將限縮出口並擾亂供應鏈。
- 從嚴之邊境安全管制將抑制移民人數（無論合法或非法）。
- 政府支出將明顯放緩。

此份清單必定是未完待續。而事件發生的順序對於經濟走向將有重大影響。著重於放鬆管制並加強減稅會刺激經濟成長；貿易及移民政策的轉變可能會同時刺激通膨並抑制成長。除非僅專注於削減聯邦政府開支，否則很難達到使通膨降溫之平衡點。

圖1顯示主要經濟領域對2025年前景的貢獻。實際GDP成長預計從2024年的2.7%放緩至2025年的1.8%。而且今(2025)年中開始，成長將更為大幅放緩，眼前的路可能充滿荊棘。

Chart 1: Real GDP poised to slow to 1.8% in 2025

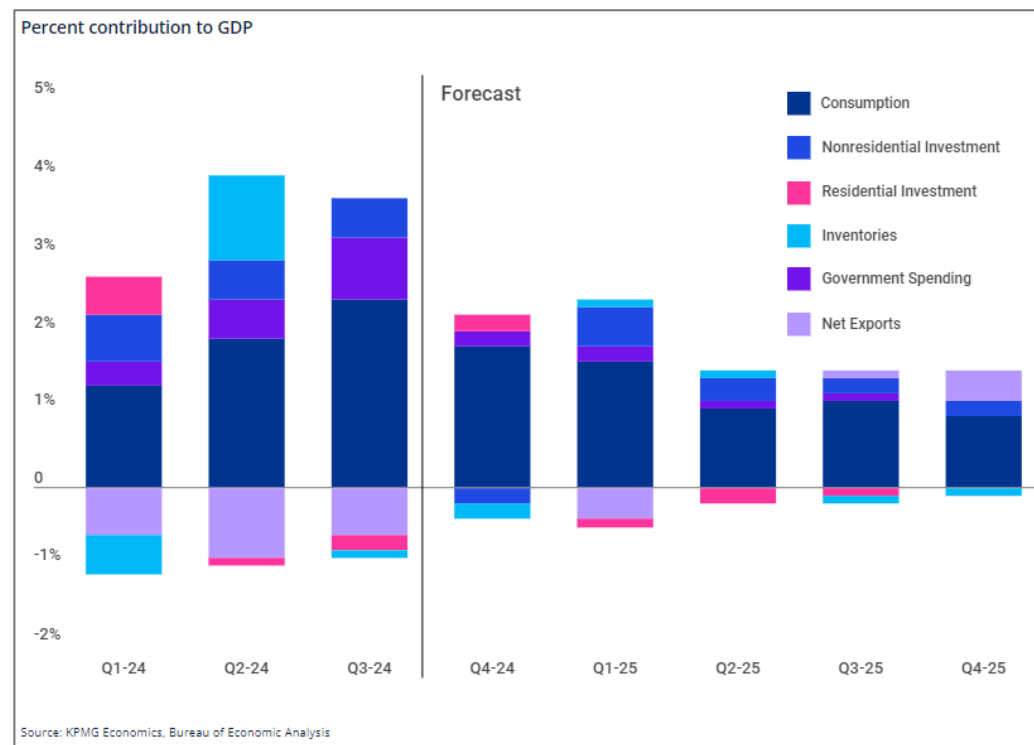


圖1：2025年實質GDP將放緩至1.8%

- GDP之百分比分布

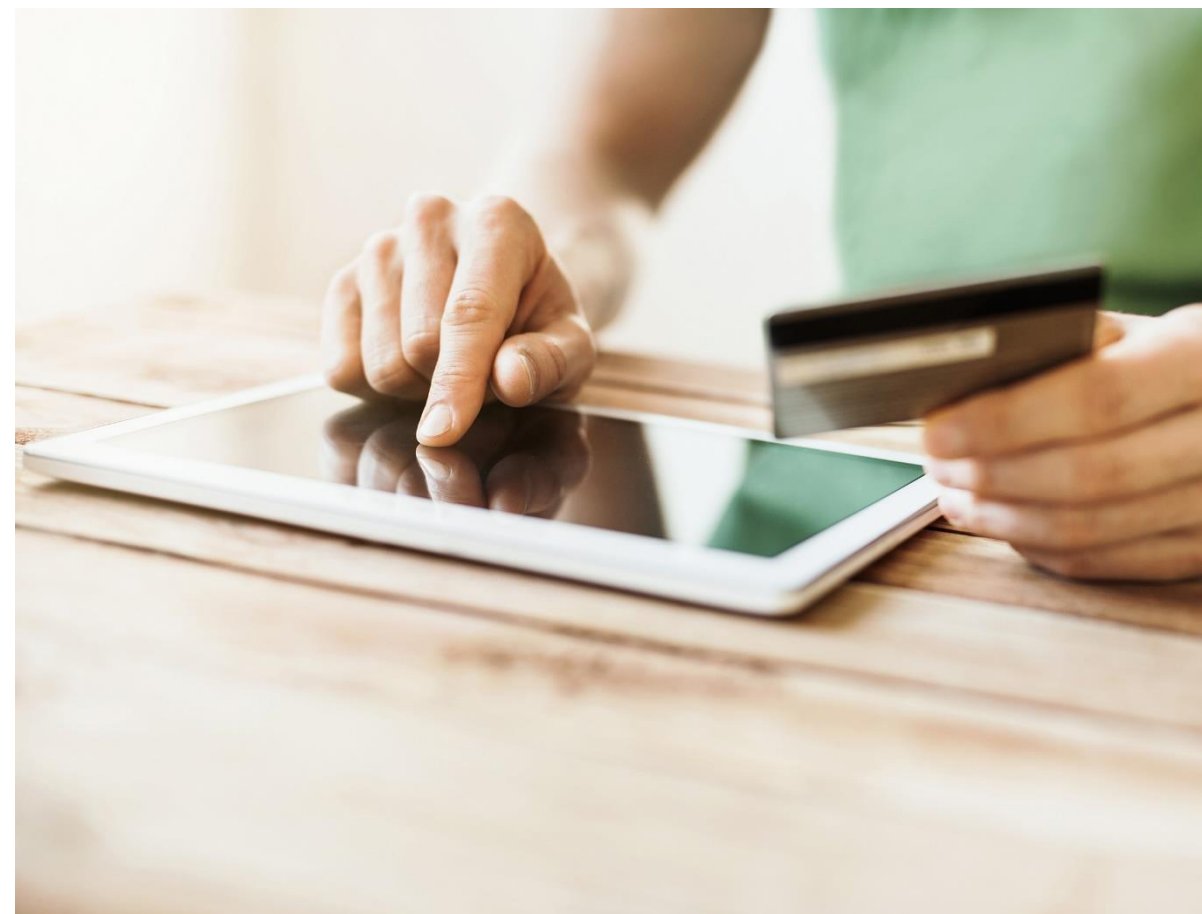
Source: KPMG Economics, Bureau of Economic Analysis

# 整體消費者支出及產業就業情形

消費者支出放緩，但未暴跌。

招募情形因天災及罷工消退而好轉，但就業人數成長仍集中在三個領域：醫療保健與社會救助、休閒暨餐旅業，以及州與地方政府。**薪資已連續二十個月超越通膨率；家庭淨資產來到歷史新高**（未將加密貨幣算入，目前亦不確定該項目是否被美國聯準會列進統計中）。加密貨幣投資者之統計資料較為獨特，該族群往往較年輕，且多集中於少數幾家公司及外國投資者。

美國近期人口普查透露出2023年及2024年的就業率大幅下調；若是招募情形進一步放緩，便幾乎毫無緩衝的餘地。仰賴移民支撐的產業將面臨風險，其中又以農業、建築業、休閒暨餐旅業位居榜首。**預計接下來，勞工因通膨而獲取較高薪資的情況會減少**，貸款違約率則將上升。資產定價偏向樂觀，但有泡沫跡象，此舉增添價格泡沫化及整體市場回檔修正的風險。



# 住房難題 & 商業投資景況

購屋及建造活動將於2025年減緩；投資者的發揮空間有限。曾為疫情過後房市最熱、供不應求的地區已有住宅開始釋出，而本來就供過於求的區域想當然耳更是。然而，即使待售房屋數量增加，仍不足以緩解可負擔住宅 (affordable housing) 這個難題。

**家庭正在透過頻繁使用房屋淨值信貸額度來獲取財富。紐約聯準銀的研究顯示，年紀較長、較富裕的房主是利用此種方式致富的主要族群，這使得許多苦等購屋時機，期盼未來能在家養老(age in place)的千禧世代感到懊惱。**

由於房價上漲，房產稅、房屋保險費及房屋維護成本皆相應上升，導致2024年底的住宅可負擔力降至歷史最低。建材成本及勞動力短缺仍然是問題，預計大型建商收購小型建商的整合活動會變多。

拜登(Joseph Robinette Biden Jr.)政府急於趕在2025年1月20日新任總統就職典禮之前，分配超過80%的《降低通膨法》(IRA) 剩餘款項。這筆資金 ( 用來支持清潔能源、氣候變遷應對，以及相關基礎設施建設 )、對資料中心的無盡需求，以及罷工行動後復甦的勞動力，預計會是2025年初刺激投資的因素。而多項管制之鬆綁亦將促進投資活動，尤其是能源產業方面 ( 不過相關投資者注重的是利潤，而非事業擴展 ) 。

**預計企業將把重點轉向鞏固供應鏈及避免關稅和報復性措施。**新任總統在其第一次任期時，對與政府關係緊密的企業提供豁免條款。因此，各大公司正紛紛爭相討好新政府，以期不受美國關稅和報復性關稅的影響。



# 政府支出成棘手挑戰

美國國會於2024年底通過新版臨時撥款法案，將期限展延至2025年3月14日，以維持政府運作；個人減稅延長措施未能獲得足夠票數，將需要透過預算協商來完成這項任務。照理來說，**未來十年國會必須透過開源節流（提高稅收或削減開支）來彌平因減稅而造成的收入損失，因為光是延長個人減稅措施便會於十年內增加約4兆美元的預算赤字，且這還未將成本高昂的邊境安全（2024年邊境法案耗資1,180億美元，尚未包含執行大規模驅逐出境所需的基礎設施），以及補貼受貿易戰嚴重波及的產業等資金納入。**

關稅會產生收入，但遠不足以彌補減稅的虧損 - 3.1兆美元的進口根本無法填補4兆美元的缺口。行政命令下的關稅不能視為正規手段，國會才有正當權限。自1930年實施臭名昭彰的《斯姆特 - 霍利關稅法》以來，美國國會再未頒布任何關稅法案；當時的美國貿易量暴跌了67%<sup>註4</sup>，使其經濟陷入了更深沉的蕭條之中，是國會自此以來避免提高關稅的原因。

政府外部顧問提議將年度預算大砍2兆美元，但這未免太具挑戰性。三分之二的聯邦預算為強制性，大部分用在社會安全與醫療保險方面；餘下的三分之一則是可自由支配的部分，通常以國防支出為主。裁員成為首要標的。不過，240萬名政府職員中約有三分之一年齡超過55歲，人員離職率其實很高。再說，就算進行裁員，還是遠遠無法達到所需的削減量。

有些人士認為減稅只是現行法律的延伸，不需要完全抵銷，但在強硬派的反擊之下，部分削減提案仍然得以執行。**最終結果依舊會是美國聯邦債務增加，選民可獲得的服務減少，而償還累積的欠款更使預算赤字雪上加霜。拮据度日的困難度很高，基本上無人是贏家。**

各州資金及高等教育經費一樣面臨風險。這些轉變將增加2025年州與地方政府財庫缺口，並加劇預期的經濟放緩。

註4：《斯姆特 - 霍利關稅法案》(The Smoot-Hawley Tariff Act)為美國實施的一項保護主義貿易政策，由參議員斯穆特(Reed Smoot)及眾議員霍利(Willis C. Hawley)發起，於1930年6月17日經總統胡佛(Herbert Clark Hoover)簽署成為法律。該法案將二萬多項進口商品的關稅提升到美國史上第二高，僅次於1828年的關稅。當時許多國家對美國採取了報復性關稅措施，導致美國進出口量減少67%，助長了經濟大蕭條。

# 貿易逆差擴大



美國經濟成長強勁加上美元走強，因此預期其新關稅政策施行初期對進出口影響不大。而且透過行政命令發布的關稅可能需要數週至數月才會執行，其中包括一段允許豁免請願的公眾評論期。其他國家亦已有所準備 - **中國最新的報復措施是禁止稀土出口，並企圖擾亂在其境內的外國企業營運，以及阻礙生產活動，尤其是那些嚴重依賴中國供應鏈的企業。**

政策提案進行的順序非常重要。如果將重點放在鬆綁管制、減稅及潛在的優惠措施，而不是關稅和移民，那麼2025年的成長會更加強勁。否則，通膨將上升、經濟趨弱。

# 核心個人消費支出(PCE)平減指數預測

Chart 2: Inflation poised to accelerate

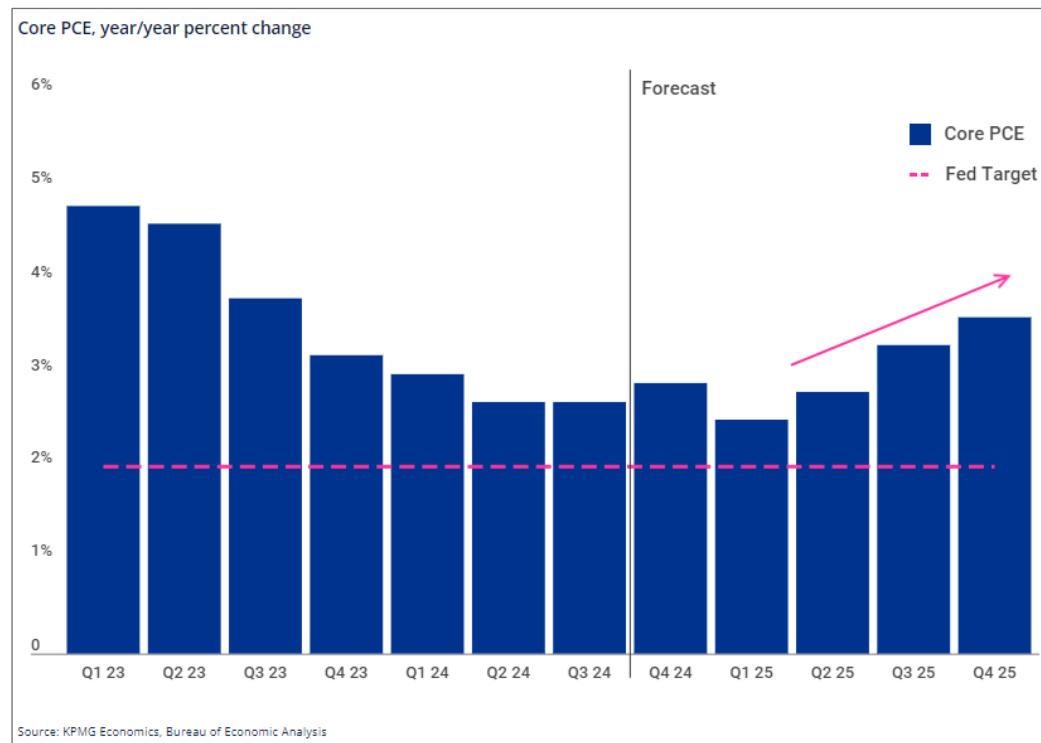


圖2顯示核心個人消費支出(PCE)平減指數預測（排除波動較大的食品與能源）。近幾個月來，已趨於平穩，並看到一些額外的進展：

- 租金下降及房價成長放緩尚未充分影響通膨指標。續約情形不如以往快速，不過大多租戶仍然選擇續租，而不是承擔搬家費用。
- 強勢美元應有助於降低關稅成本。
- 由於全球經濟成長放緩，以及美國產量增加，預計油價將進一步下跌。

圖2：通膨回溫情形蓄勢待發

- 核心個人消費支出，各年同期之百分比變化

Source: KPMG Economics, Bureau of Economic Analysis



# 通貨膨脹加速 & 利潤縮減

實際上，服務業（排除住房）的通膨情形呈現頑強狀態。有些費用為結構性問題，例如保險與醫療保健，人口老化使得該方面支出升高；極端天氣事件的激增則帶來修復與更換被摧毀財產方面的花費。另外，關稅亦導致通膨回溫 - 部分關稅是拜登政府遺留下來的；新政府則將於2025年春夏開始分階段徵收額外關稅，要到2026年初才會達到高峰。

關稅已經開始產生影響。密西根大學去(2024)年12月消費者信心初步調查結果創下同年4月以來的最高水準。**由於預期通膨回升，消費者表示要在關稅上漲前購買高價商品 - 消費者對通膨已產生肌肉記憶<sup>註5</sup>，受到「自我實現預言（自證預言）」的心理暗示牽動，在關稅生效前，對於可能因關稅而調漲的商品進行大量消費，進而造成相關產品價格上行。**

當提及「軟著陸」時，常常遺漏了移民所扮演的重大角色。移民的湧入幫助填補經濟重啟後的大量職缺，使得勞動力供需更加平衡，並有助於抑制通膨（特別是服務業）。

貿易戰範圍可能進一步擴大，通膨可能再度升溫。為減輕關稅及減緩通膨所做出的努力可抑制，但無法完全消除通膨回鍋的威脅。

在美元走強及利率上升的壓力之下，盈利警告(profit warnings)開始增加。事實證明，**消費者比想像中的更加精打細算，特別是在購買非耐久品時，會選擇非主流 / 非知名品牌商品並降低標準，避免自身購買力受通膨影響。**即便部份產業的寬鬆管制應能減輕關稅實施初期帶來的負擔，全面爆發貿易戰的代價依舊高昂。

註5：肌肉記憶(muscle memory)是長期內隱記憶的一種，指關於技術、過程或如何做的記憶。當出現某一特定情況時，便會觸發這個記憶，能在不用多想的情況下反射性做出回應。

# 聯準會不會搶先改變政策方向

政治家的言論與行動經常存在很大的差距。美國聯準會必須觀望新政策發酵情形，才會做出相應的降息決策。2025年下半之前，可能有三次降息機會。預計到2025年底，聯邦基金利率將落在3.75%-4.0%的目標區間。

預期2025年初，聯準會將結束量化緊縮政策(QT)或停止縮減資產負債表，但近期不會恢復購買國債及不動產抵押貸款證券，而此舉為長期債券收益率及抵押貸款利率創造更高的底價。

聯準會可能不得不將重心轉移回通膨上，並暫緩降息步伐。更糟的情況是需要採取逆轉政策（升息）。相反地，若貿易情勢和緩下來，加上更嚴格的財政措施，則可緩解這些壓力。



# 結語

全球歷經長達十年的努力，才挽回經濟大衰退造成的損失。疫情緊接而來，成了一個轉捩點。為了擺脫疫情造成的經濟寒冬，政府祭出各項刺激計劃，但這些漲幅是短暫的，並且受到通膨的侵蝕。

美國聯準會以降息告示這場通膨對抗戰「序幕的尾聲」。戰役尚未終了，為取得勝利，降息節奏將慢下來。而放緩的程度，以及最終利率降至多低，將取決於新政府的政策順序。在此過渡時期，英國政府於二戰時用以鼓舞人民士氣的一句名言可派上用場：「保持冷靜，繼續前進 (Keep calm and carry on)！」





## Contact us

池世欽 **Leo Chi**

專業策略長

T 02 8101 6666 ext. 04242

E leochi@kpmg.com.tw

吳政諺 **Vincent Wu**

副專業策略長

T 02 8101 6666 ext. 04247

E vincentwu@kpmg.com.tw

趙敏如 **Charlotte Chao**

副專業策略長

T 02 8101 6666 ext. 07041

E cchao@kpmg.com.tw

陳佩雯 **Megan Chen**

行動商務 經理

T 02 8101 6666 ext. 19068

E meganchen2@kpmg.com.tw

劉胤苗 **Kathy Liu**

行動商務 副理

T 02 8101 6666 ext. 16077

E kyliu1@kpmg.com.tw



[kpmg.com/tw](https://kpmg.com/tw)

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2025 KPMG, a Taiwan partnership and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

**Document Classification: KPMG Public**