

美國「解放日」宣布關稅政策: 初步評估



MONICA DEFEND

東方匯理資產管理
投資研究院主管



VINCENT MORTIER

東方匯理資產管理
首席投資總監



ALESSIA BERARDI

東方匯理資產管理投資研究院
新興宏觀與策略研究部主管



姚遠

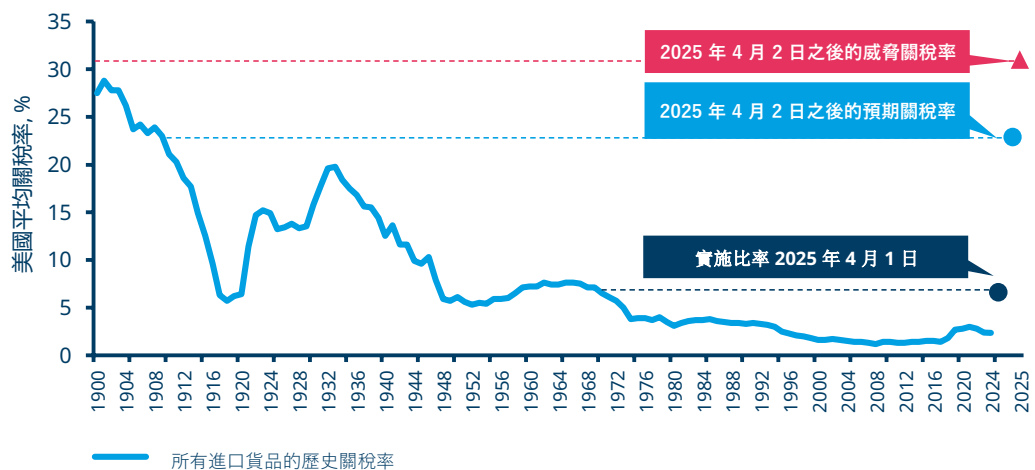
東方匯理資產管理投資研究院
亞洲高級投資策略分析師

- 特朗普在關稅方面的決策超出預期，為現有貿易體制「排毒」邁出重要一步。對主要貿易夥伴徵收 10% 的基本稅率，「對等關稅」（reciprocal tariffs）最高可達 49%，加上已確定的 25% 汽車進口關稅。美國的有效關稅率預計將升至 20% 以上，為百年來最高水平。我們預期談判將會加劇，而不確定性將持續高企，尤其是在 4 月 9 日之前，屆時將實施訂製化關稅。
- 主要受影響的國家：亞洲面臨最高的關稅，不僅影響中國，也影響南韓和大多數東南亞國家，而拉丁美洲所受的影響相對較小。長遠來說，全球化將持續放緩，供應鏈會進一步重新佈局，新的地域聯盟也會出現。
- 美國經濟放緩。雖然關稅可能會在短期內刺激通脹，但其真正的影響將是在經濟增長上，尤其是在政策不確定性上升的情況下，美國經濟已面臨明顯的放緩。因此，美國經濟下滑的風險正在增加，但在現階段判斷經濟衰退仍言之尚早。
- 投資信念：市場之前並未預料如此大幅增加關稅，因此市場反應非常波動 - 除非談判取得有意義的進展，且新的貿易框架開始成形，否則未來幾週的趨勢可能持續波動。未來數週，市場波動性將高企。由於成本可能增加（勞工及生產成本上升），目前盈利增長可能顯著放緩。由於金融體制向下的可能性增加，我們已降低對股票的觀點。我們仍然認為維持股票對沖和黃金是關鍵。在美國股票方面，我們認為美國超大大市價值股票將受到較明顯的影響，而中小市價值股票則可能受惠。在股票配置方面，我們繼續採取多元化配置的觀點，包括選擇性地投資新興市場。在存續期方面，我們對歐洲仍持正面態度，並保持積極管理，對美國則接近中性。在貨幣方面，一如我們的預期，美元可能繼續受壓，而日圓在經濟環境急劇惡化的情況下，則更能發揮避險作用。

最新的關稅政策是什麼？

特朗普對全球貿易體系提出近 100 多年以來最重大的挑戰。特朗普對一些美國最大的貿易夥伴（見下頁圖表）全面徵收 10% 的基本稅率，以及 10% 至 49% 的對等關稅，這已經超出了市場預期，甚至也超過了他在上任前競選時所做的承諾。對汽車進口徵收 25% 的關稅也得到確認。

圖 1 | 美國平均關稅率, %



資料來源: 東方匯理投資研究院, 彭博資料截至 2025 年 4 月 3 日。Bloomberg Economics 估計的關稅率。

「如果全面實施，所公佈的新關稅將使美國的平均關稅率提高到 20% 以上，達到百年來的最高水平」。

與以下作者共同撰寫

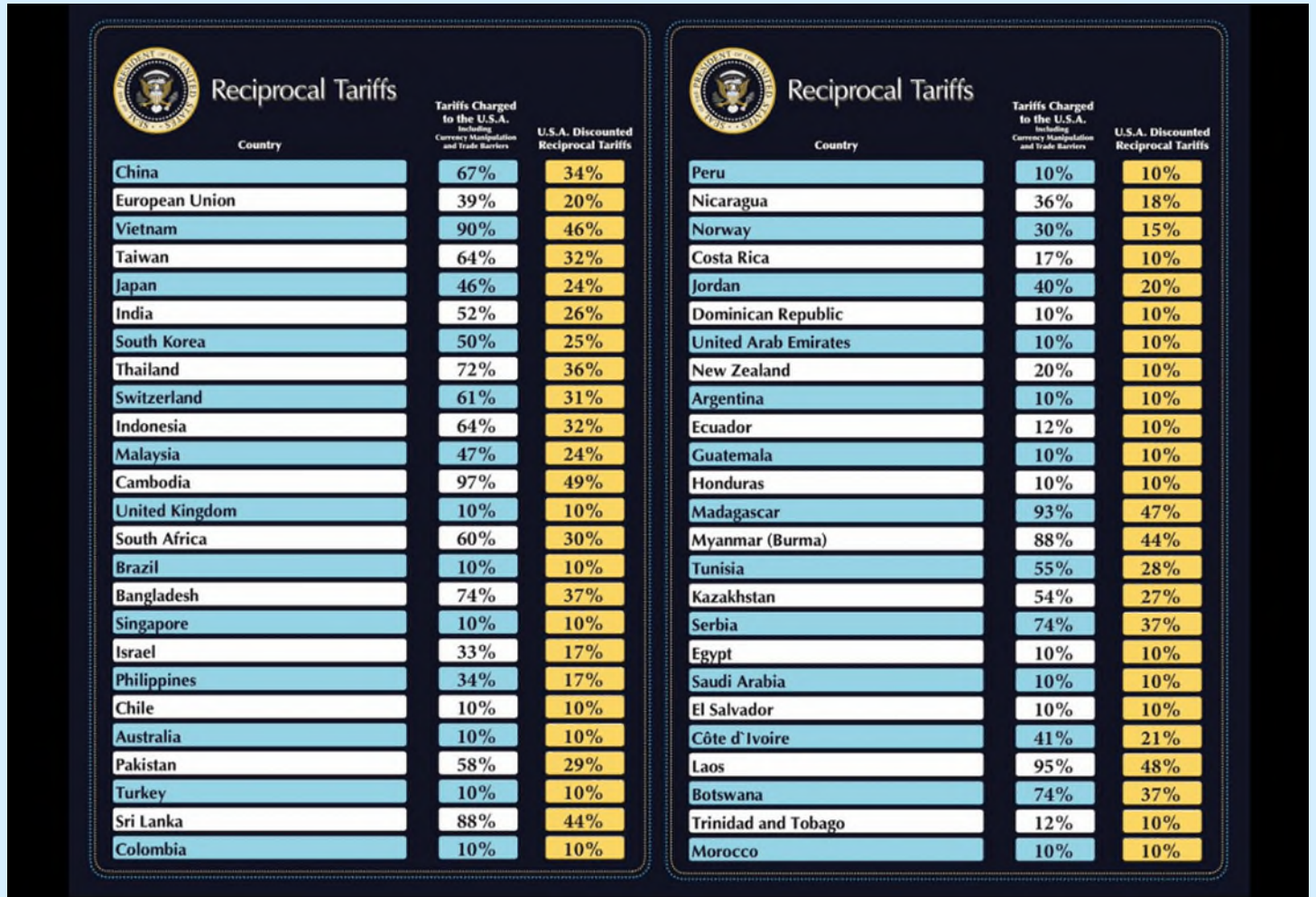
MAHMOOD PRADHAN,

東方匯理資產管理投資研究院
全球宏觀經濟主管

LAURA FIOROT

東方匯理資產管理投資研究院
投資觀點與客戶部主管

圖 2：2025 年 4 月 2 日公佈的主要對等關稅



資料來源: CNBC, 美國白宮, 2025 年 4 月 2 日。

這些政策幾乎立即生效 (4 月 5 日為基本稅率, 4 月 9 為對等關稅), 估計美國的有效關稅率將由目前的 6.6% 升至 20% 以上, 為百年來的最高水平 (圖 1)。

如果針對加拿大和墨西哥以及特定部門的未決措施得以實施, 則可能會達到 30% (圖 1 中的威脅率)。

那些國家受到的影響最大?

「亞洲面臨的關稅最高, 不僅影響中國, 還影響韓國和大多數東南亞國家, 而拉美地區受到的影響相對較小」。

考慮到特朗普重新整頓全球貿易體系的目標, 關稅對於「亞洲工廠」(不僅是中國, 還有東盟國家[□]和南韓)的打擊尤其嚴重。拉丁美洲和歐洲受到的影響相對較小, 而加拿大和墨西哥則尚未受到處理, 因為 USMCA[□]的討論可能同步進行。

拉美地區是相對的贏家, 「只」須繳納 10% 的進口稅。到目前為止, 墨西哥在對等關稅方面還算僥倖: 雖然所有外國汽車都要繳納 25% 的稅項, 但來自墨西哥的汽車零件似乎可以豁免。此外, 智利的銅是美國的重要原材料, 似乎也被排除在這些關稅之外。

至於亞洲, 仍然存在幾個問題: 目前和即將簽訂的自由貿易協定 (FTA) 將會如何? 對台灣及其輸美晶片出口有何影響? 台灣一家大型半導體公司已經在亞利桑那州擴充產能, 在此背景下, 特朗普似乎正在考慮對遷往美國的公司給予豁免。

[□] 東盟國家是指東南亞國家聯盟, 包括汶萊、柬埔寨、印尼、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國和越南。
[□] USMCA: 美國-墨西哥-加拿大協定。

此外，有些數據仍不清楚。例如，所謂的「中國折扣」並不能真正反映折扣。特朗普政府現在考慮的關稅總額為 54% (34% + 20%)。此外，在另一項行政命令中，特朗普將取消對來自中國的「小額豁免」(de minimis)，這將影響中國賣家通過線上平台向美國客戶進行的直接銷售 (2018-21 財政年度之間，64% 的「小額豁免」進口貨物來自中國，總額達 1,490 億美元)。

「特朗普試圖緩解潛在的報復行爲，並為有可能的後續談判保留空間」。

我們現在可以期待什麼？

這項宣佈有助於結束部分關稅的不確定性，但尚未完全釐清情況，我們還需觀察其他國家在談判方面的反應，以及特朗普在遭到報復時將如何應對。

特朗普曾試圖緩解潛在的報復，他表示，「我們只徵收你們向我們徵收的一半稅項。」然而，中國和歐盟不太可能同意美國對美國所被徵收關稅的評估，該評估聲稱美國產品面臨中國徵收 67% 的關稅，以及歐盟徵收 39% 的關稅。這個評估並非真正有效的關稅率，因為它是基於每個國家的對外貿易差額狀況，而且很可能是非貿易壁壘、貨幣操縱和其他歧視性措施也是調查的一部分。此評估留有一定的談判空間。

特朗普也表示，關稅將一直維持實施，「直到他確定貿易赤字所構成的威脅……得到滿足、解決或減輕。」我們開始見到談判建議，例如來自英國和新加坡的建議，我們預期未來幾天的新聞流量將保持非常流動的狀態。

鑒於期限緊迫及全球重新談判的難度，訂於 4 月 5 日實施的 10% 普遍關稅可能會實施，而宣佈於 4 月 9 日實施的訂製化關稅可能會出現變動，也是最大機會進行談判。

我們相信，目前發生的一切只是特朗普重整現有貿易和金融體制的第一輪行動。本著「短期痛苦換取長期利益」的精神，經濟和金融市場在某種程度上的修正作為第一步是可以接受的。假以時日，我們預期新的財政動力及潛在的減稅措施將引發經濟及金融市場的新一輪動力。

「關稅將不利於一個處於“經濟增長及通脹組合”的環境。」

新關稅政策會如何影響經濟？

美國經濟放緩的速度比市場在三個月前的預期還要快，主要原因是政策極度不確定。即將實施的高於預期的關稅將進一步打擊企業和消費者的情緒，而這似乎已經出現了下滑，同時也加重了失業率上升的憂慮。雖然關稅無疑會在短期內增加通脹，但我們相信其中期影響將更不利於經濟成長。**事實上，關稅對經濟成長的影響比對通脹的影響更大。**

儘管美國經濟衰退的風險與日俱增，但在現階段判斷經濟衰退還言之尚早。財政政策仍維持積極寬鬆，預料聯儲局今年稍後會繼續減息，而油價仍然低迷。此外，家庭和企業的資產負債表並沒有過度緊張。簡而言之，觸發經濟衰退的因素並尚未出現。然而，我們預期今年經濟將顯著放緩，成長將低於預期潛力，而通脹壓力將上升。**我們預測的主要風險來自持續的政策不確定性。**

從全球來看，昨天 (2024 年 4 月 2 日) 的舉動及其規模已建立談判的起點。潛在的結果 (報復、其他商業聯盟，如中韓日、讓步……) 及其時機難以預測。這些因素將對各種增長與通脹軌跡有線性與非線性的影響。

市場反應如何？

整個股市的市場反應尤其負面，在撰寫本文時（2024 年 4 月 3 日），美國股票指數暴跌 4-5%，Stoxx Europe 600 下跌 -2.6%，而 NIKKEI 則收於 -2.8%。10 年期美國國庫債券收益率跌破年初至今的低點，達到 4.05%，而 2 年期國庫債券收益率為 3.73%，反映出市場對三次預期減息的定價。對於債券投資者而言，對經濟成長的擔憂繼續蓋過對通脹的憂慮。黃金、日圓和國庫債券存續期等避險資產成為主要受害者。與此同時，美元已轉換角色，在不明朗時期表現得更像「美國風險代理」，而非避風港，這是我們一直預期的趨勢。

新關稅政策對投資有什麼影響？

「潘多拉盒子已經打開。投資者現在應該預期股票和利率都會有更大的波動性和分散性。」

潘多拉盒子已經打開。投資者現在應預期股票和利率都出現更大的波動性和分散性。

在市場評估美國經濟下行影響、亞洲新聯盟萌芽，以及歐洲對特朗普警示的反應時，**美元可能持續受壓**。在此背景下，我們重申 2025 年展望及年初時所宣稱的主要信念：

- 儘管現在還不是時候對經濟增長路向抱有強烈的信念，我們仍然相信美國經濟衰退的可能性不大。然而，預期關稅將影響企業盈利，主要是由於成本上升 - 特別是生產者價格和勞工成本上升 - 對利潤率造成壓力。此外，最容易受到關稅影響的行業可能會遭受額外挫折：大型企業可能會受到最嚴重的打擊，而中小市值企業則可能較有韌性。
- 由於金融體制趨向下行的可能性增加，我們已降低對股票的觀點。在股票方面，我們傾向分散投資於選擇性的新興市場（例如，正計劃增加財政支出以保護經濟的中國，以及印度）及歐洲。
- 隨著經濟成長風險增加，加上通脹壓力，積極管理存續期是關鍵。我們目前偏好歐洲的存續期，而對美國保持中立的存續期立場。
- 我們繼續專注於利用黃金加強分散投資，並針對盈利前景可能進一步惡化的情況對美國股票進行對沖，而日圓仍然是最佳的對沖工具，以防經濟背景惡化的速度快於預期。

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。