

在關稅不確定性佔主導地位的情況下，分散收益來源

投資者預測，由於美國大舉上調對世界其他地區的關稅，環球經濟增長將大幅放緩。美國方面，儘管仍有可能採取一些貨幣寬鬆政策，但該情況將導致滯脹衝擊。對於世界其他地區，這是一次負增長及通脹衝擊，各國央行都將減息。

特朗普政府的美國關稅政策框架

具體來說，投資者目前預測美國將實施以下框架，這與特朗普在競選期間所承諾的接近（基準關稅是收入來源，中國關稅是長期脫鉤的一部分，而產業關稅則是工業策略的組成部分）：

- 10%的環球基準關稅（報復性有限）；
- 約有一半（目前已暫停的）互惠關稅制度將重啟；
- 對從中國進口的商品徵收60%的關稅（並採取對等報復性措施）；
- 對加拿大及墨西哥徵收25%的關稅，但對符合《美墨加協議》的貿易予以豁免；
- 對汽車、金屬、藥品及其他一些行業徵收25%的行業特定關稅。

這一政策組合將意味著，相對於特朗普第二個任期之初，平均關稅稅率將大幅上升。投資者計算出，在這種情況下，美國對世界其他地區的加權平均關稅將從3%上升至18%。

在撰寫本文時，儘管互惠關稅措施暫停90天，但美國關稅稅率仍遠高於上述水平。尤其是，中美兩國關稅針鋒相對的局面迅速升級，使美國的平均關稅可能達到28%。這比1930年《斯姆特-霍利關稅法》的關稅上調幅度（可能加劇大蕭條）還要大，更接近19世紀的水平。如果互惠關稅恢復實施（無論完全恢復，還是部分恢復，正如投資者在基本情況下的預期），或者中美間的報復行為持續升級，平均關稅將會上升。

關稅走勢與未來談判的不確定性

毫無疑問，關稅的下一步走向存在極大不確定性。即使在投資者的基本預期下，關稅在達到最終基本預期水平的過程中出現相當大的變化，投資者也不會感到驚訝。

例如，當特朗普試圖獲得最大籌碼，甚至只是對談判進展感到沮喪時，互惠關稅可能會時斷時續。畢竟，大多數國家可

能難以減少與美國的雙邊貿易逆差。除關稅外，談判還將涉及準則、稅率、國防開支及貨幣政策等複雜問題。

投資者假設中美關稅最終會降低，但在找到任何出口之前，短期內可能會經歷更大幅度的上調。其他報復性行為，例如來自歐盟或加拿大，也可能招致美國提高關稅。

「報復性關稅螺旋」的下行風險

因此，未來將會出現很多不利的情況。為了構建明確的情景分佈，投資者認為具有代表性的「報復性關稅螺旋」下行可能涉及重啟全面的互惠關稅制度，對中國徵收遠高於100%的關稅，所有針對特定行業的關稅保持不變並隨時間推移而上升，以及《美墨加自由貿易協議》完全破裂，以至於所有來自加拿大及墨西哥的商品都可能要徵收25%的關稅。在這種情況下，美國的平均加權關稅稅率可能將高達45%。

在貿易轉向和反傾銷措施的影響下，甚至不涉及美國的國家之間的關稅率也會普遍上升。畢竟，90天的互惠關稅延遲很可能只是暫時的，最終關稅可能會完全恢復。相互的不妥協，更不用說超級大國間的競爭，可能意味著目前中美兩國互相徵收的荒謬高關稅可能會持續，甚至更高，貿易衝突將擴大到涵蓋關鍵礦產出口禁令等。在極端情況下，這種下行趨勢可能會導致中國大量拋售美國國庫券，或美國對外國持有的美國國庫券資產徵稅，這也將帶來巨大的拋售壓力。

這將意味著先前構建的環球貿易體系的終結、環球經濟衰退、主要央行非常激進的減息週期，以及央行與環球金融危機應對措施相當的流動性注入。

經濟上行的可能性：政策轉向的利好

另一方面，未來經濟前景仍可上行。國庫券市場加入其他美國資產的拋售行列、消費者及商業情緒迅速惡化、捐助者的壓力以及中期選舉可能慘敗等因素可能會讓特朗普政府受到衝擊，從而導致其大規模放棄關稅政策。經濟上行的一個關鍵特徵是，企業及家庭對美國和環球關稅制度有了一定的確定性，即使這涉及仍很高的關稅水平。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

同樣，明確的「政策轉向」利好（這只是眾多具代表性情景中的一種）可能涉及10%的環球基準關稅，這也是對中國徵收的全部關稅，對日本、以色列甚至英國等一些成功談判的國家全面取消關稅，全面取消《美墨加協議》，但特定行業的關稅保持不變。美國加權平均關稅稅率可能穩定在10%左右，與投資者先前的基本預期基本一致。

根據先前的基準，美國經濟增長將從2024年開始放緩，而通脹率將基本保持在2%以上，美國聯儲局將非常緩慢地減息。據推測，在這種情況下，金融市場將大幅回升。

經濟不確定性與下調增長預測

然而，回到基本情況的細節，平均關稅稅率的上升、股市拋售帶來的巨大負面財富效應，以及所有這些關於關稅走向的極端不確定性，都將對經濟產生重大影響。如此不穩定的政策及金融市場環境使企業及家庭的經濟規劃變得極其困難，在這種不確定性持續的情況下，他們可能會放棄有關耐用消費品、投資及招聘的重大決策。

因此，安本投資將2025年、2026年及2027年的環球增長預測分別下調至2.7%、2.7%及3.1%。這些數字較在「解放日」之前的預測累計下降0.8%，而預測本身也考慮到了關稅導致經濟出現一定程度的放緩。

投資者目前預計，2025年美國本地生產總值平均增長率為1.3%，低於先前的1.6%。這一增長率在很大程度上反映了前一年的統計數據，因此觀察2025年第四季的按季增長率更有用，目前投資者預測僅為0.5%。此外，連續幾季的負增長並不會讓投資者感到意外。事實上，未來12個月美國出現經濟衰退的可能性約為50%。

2027年底的美國本地生產總值水平較「解放日」前的預測低1.4%。如果這些關稅長期持續，美國經濟將面臨配置效率降低及競爭壓力。這種下降很大程度上代表潛在增長下降，並不一定與產出缺口的擴大有關。

通脹預期與美國聯儲局的政策困境

美國今年的通脹率預計將從先前的2.9%上升至3.2%，潛在通脹率也可能徘徊在3%左右。儘管最新數據顯示，通脹在加徵關稅前有所緩和，且油價大跌，導致汽油價格下跌，但通脹仍上漲。隨著關稅生效，預計通脹率將按月大幅上升。

這導致美國聯儲局面臨政策困境。很多政策制定者強調在這種環境下保持長期通脹預期的重要性，因此投資者仍擔心美國聯儲局將無法實現市場預期的寬鬆程度。投資者預測，

基本情況是美國聯儲局今年將減息兩次（之前是一次），到明年底，聯邦基金利率將降至3%左右。在經濟全面衰退的情況下，貨幣政策放鬆的程度將會更大。

關於多元化投資組合

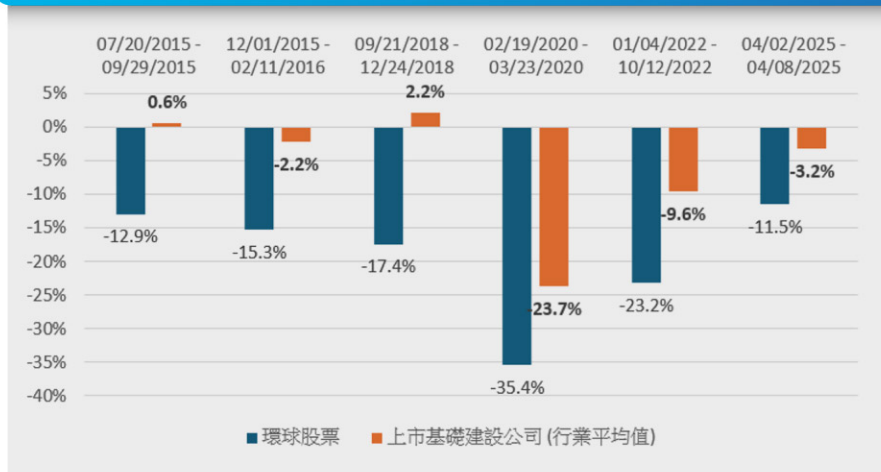
在當今充滿不確定性的世界中，投資者尋求能夠產生可觀長期回報，又能在市場或經濟壓力下展現出抗跌力的投資組合。投資者認為，解決方案是靈活投資於傳統及另類資產類別，將投資組合持倉傾向於具長期經風險調整回報的適當時機。多元化收益投資組合廣泛投資於上市另類投資，尤其是基建。安本投資透過英國投資公司市場以流動資金投資基建。這些每日交易的封閉式基金投資的相關資產涵蓋風能及太陽能發電場、學校、醫院及數據中心。相關資產通常受益於與通脹掛鉤的長期穩定現金流，因此，這些公司可在各種經濟情境下表現良好，並在市場壓力時期展現出抗跌力。誠然，2020年新冠肺炎疫情爆發時，股價與基本因素之間出現嚴重脫節，導致股市的貝他高於歷史水平。然而，這為了解這些公司的投資者提供了增持的機會，並在隨後幾年實現強勁表現。

這些公司不僅提供顯著的多元化好處，而且潛在回報也很誘人，並且整個行業目前的淨資產價值折讓進一步提高潛在回報。這些公司往往以較其相關資產淨值折讓或溢價的價格買賣，反映了市場情緒、技術因素或感知資產價值與實際資產價值的差異。目前，很多投資公司的交易價格較資產淨值大幅折讓，這在一定程度上是技術性的。投資者認為，該行業目前有望迎來一波企業活動，這可能推動其評級大幅提高。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖一：基礎建設公司在股票市場低迷時的表現



資料來源：安本及彭博，截至2025年4月10日，由於上市基礎建設公司主要在英國上市，上圖的回報以英鎊計或對沖至英鎊。

安本投資撰文日期：2025年4月11日

聲明：以上資料由安本香港有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2025年5月15日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

中國：聚焦於長遠未來

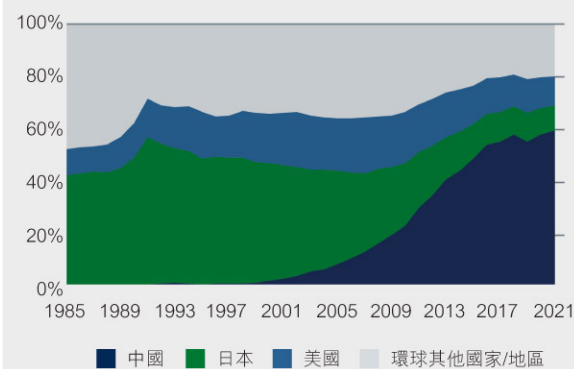
今年，在特朗普政府對傳統盟友及經濟敵人實施貿易關稅後，市場的波動性回升。截至撰寫本文時，關稅水平仍在談判中並且充滿變數，此舉對環球宏觀需求環境的影響亦仍然非常不明朗，且可能會偏向下行。另一方面，為了緩和緊張局勢，中美雙方於5月初在日內瓦舉行貿易談判，這是自今年1月份中國國家副主席韓正出席特朗普就職典禮以來首次舉行的雙方高層會談。此前，美國承認中美兩國擁有共同利益，且中美之間的高關稅不可持續。儘管貿易談判取得了積極進展，雙方同意大幅降低關稅90天，但未來談判仍有待觀察。

儘管未來環境存在不確定性導致環球市場近期出現波動，但股市的長線機會仍然存在，當中中國是一個例子。此觀點以四項主要原則為核心：1)中國的長期主義，2)國家支持，3)內需主導型消費，4)估值。

長期主義

中國的長期主義是指中國優先考慮長期經濟目標而非追求短期利益的策略，通常以五年期規劃為指導，並專注於可持續發展。其中一項主要長期策略專注於科技，即包括人工智能及機器人等前沿領域的「新質生產力」。這項策略旨在令中國跟上了科技發展的步伐，尤其是目前在許多行業中都擁有科技優勢，並已成為能夠進行重大科技創新的先驅；而在不久前，中國還被視為科技的追隨者。在此有兩個例子最能說明這點。首先，從每年環球專利申請數量來看，中國在短短二十年內已佔環球份額逾50%（圖一）；其次是深度求索的人工智能模型帶來了突破性的發展。該模型對西方模型的表现構成挑戰，並且其開發成本極低。

圖一：每年環球專利申請佔比



資料來源：世界知識產權組織及世界銀行，截至2025年5月。

這種轉變於中國崛起成為大國前已經出現，以應對由美國霸權主導的世界。因此，這種長期主義亦應有利於中國的未來發展，特別是考慮到近期的地緣政治轉變，中國目前將自身定位為經濟全球化的環球擁護者。相關的外交活動亦已展開，習主席於過去數月出訪了越南、馬來西亞及巴西等重要區域貿易夥伴。這場外交活動於特朗普發起的最新貿易戰期間是一個關鍵時刻—既是抵制美國對環球的影響力，亦是管理對中國其他出口市場所面臨的風險的機會。

國家支持

中國正面臨房地產問題及經濟軌道調整至新增長模式的雙重壓力。然而，此經濟轉型是堅定地邁向更優質增長、以工業生產為中心，以及擴大消費的期望。值得注意的是，中國政府於此經濟轉型期間並未有實施震撼性的經濟刺激措施。此策略轉變反映了過去大規模的刺激措施造成或加劇了各種弊端，包括地方債務水平增加、對房地產市場的嚴重依賴，以及由此引發的金融系統相關風險。

迄今為止，國家的支持包括去年9月份對國內交易採取的實質支持性措施，其中包括新融資渠道，以及央行的前瞻性指引，即政府可於必要時進一步擴大對股市的支持規模*。3月份舉行的兩會亦反映政府的意向及決心有所轉變，會議強調要重新擁抱國有及私營企業，以及其股票市場。這與習主席年初與私營行業中領先的科技企業家召開的座談會相呼應。貨幣及財政政策亦保持支持性。例如，央行於5月初透過下調銀行政策利率及存款準備金率等方式提供進一步支持，同時擴大再貸款工具的額度，涵蓋科技、服務消費及護老、農業以及中小企業等領域。與此同時，許多企業已宣佈回購股份來穩定價格，此舉亦得到政府的鼓勵。

內需主導型消費

直到最近，中國始終堅定地透過國家協調投資於自身認定的關鍵行業，如電動車、電池及可再生能源，推動經濟增長。儘管此舉支持了經濟增長，但是電動車的飽和及歐洲等主要市場的經濟低迷導致投資回報遞減。此外，由於房地產市場未能走向正常化，中國變得越來越擔心無法實現其增長目標，令經濟穩定及就業面臨進一步風險。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

此外，零售銷售並未有大幅反彈。儘管家庭現金儲蓄水平有所增加，但消費並未能同步跟上，導致經濟出現通縮壓力。這很可能是因為房地產在家庭財富中佔了重大比例，加上由於房價未能企穩，因此民眾感到越來越不富裕，並且不願消費。

政府敏銳地察覺到這點，並已推出了針對性措施，包括下調利率、幫助業主、將爛尾房產改建為社會住房。目前這些措施的影響初步顯現，房地產交易量出現企穩跡象，而且尤其是即使外部環境不好，最近公佈的黃金週零售銷售數據依然強勁。在不明朗因素不斷上升及貿易中斷的環境下，擁有強大的內需推動力將可能帶來巨大的裨益。鑑於中國現時正走出多年的經濟調整，並處於更有利的地位；相較之下，美國的經濟數據才剛開始惡化，市場對盈利的普遍預測似乎與當前的經濟環境有所衝突：不明朗性較高，消費者與投資者信心疲弱，以及進口稅偏高。

估值

於估值方面，起點往往至關重要。與歷史相比，中國股市的當前估值仍然具有吸引力，即使是輕微的盈利正常化，市場亦能從中受惠，更何況是顯著的經濟復甦。然而，企業盈利復甦很可能是漸進式，而非V型復甦，反映當前刺激措施穩定傳導，因為措施需要時間在經濟中發揮作用。

此外，目前中國股東的回報與過去相比可以說是截然不同。例如，最近經濟困境的一個正面利好因素為企業將注意力重新集中於支持少數股東以提升股價表現，因此，派息及股票回購大幅增加，目前更處於歷史高位。除增長預期上升外，這應會為估值提供基本因素支持。

結論

儘管中國股市最近較為反覆，但受惠於科技進步、政策支持、消費者復甦及估值低廉的支持下，中國市場的長期前景仍然具有吸引力。鑑於推動因素的多樣性，了解廣泛的中國企業及股票類型是非常重要的。具體而言，A股市場可提供投資於獨特科技領域的機會，同時更廣泛的中國及香港交易所則為投資者提供投資於從消費者開支復甦中受惠的行業的機會。

資料來源：

* 中國人民銀行行長潘功勝於2024年9月的公開演講。

圖二：中國相對於環球已發展市場股票的估值



資料來源：MSCI及Refinitiv，數據截至2025年4月30日。中國按MSCI中國指數衡量，環球已發展市場股票按MSCI世界指數衡量。

聲明：以上資料由霸菱資產管理（亞洲）有限公司（「第三者」）提供。本文件所轉載的資料或表達的意見乃截至2025年5月21日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所轉載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。