

就特朗普對非美經濟體開徵「對等關稅」並引致主要市場急跌後的觀點

建亞投資研究

2025年4月7日

- ❖ 建亞投資研究團隊認為只要貿易戰陰霾未散，由於前景不確定性太多，市場整體傾向「易跌難升」，美股即使有所反彈，到一定水平便會遇上阻力，在前景未明的情況下，股票操作取態宜保守；另外，由於美國及美股是環球資本市場核心，如美國衰退或美股大跌的話，環球非美市場亦不可能獨善其身，只是跌多跌少的問題，這個也要有所預判及準備。
- ❖ 由於美國經濟風險有所上升，因此中線方向上，認為美股下行壓力較大，如在投資組合中配置美股，則要妥善管理風險，除了進行總量控制外（控制整體美股曝險水平），在風格上，相比起以往偏好增長型風格，目前市場情況可能更適合配置價值型、高股息型或低波幅型的股票或基金。
- ❖ 預期中港市場由於在特朗普1.0時已有一次貿易戰及中美博弈預演，對目前惡劣外部環境的免疫力優於其他非美市場，加上中國國內經濟政策已經轉向，甚或因外需下降，或會加大內需作出對沖，相對於其他市場，中港市場或更具韌性，只要估值回調至較低水平，則仍有配置的價值。



【就特朗普對非美經濟體開徵「對等關稅」並引致主要市場指數急跌後，建亞投資研究團隊的觀點】

事件背景及我們的觀察：

1. 4月2日為全球投資者相對關注的日子，因美國總統特朗普於當天宣布其「對等關稅」的具體方案，有關宣布於香港時間凌晨四點舉行，避開了美股的主要交易時段，惟在公布後，對環球股市影響甚廣，風暴核心的美股，四大指數（標普500指數、納斯達克指數、道瓊斯工業指數及羅素2000指數）自公布以來至週五，已分別較關稅公布前下挫10.53%、11.44%、9.26%及10.67%，其中納斯達克指數較去年12月所持的紀錄高位跌22%，跌入熊市區間，除了反映有關關稅幅度超预期外，亦反映了美國的經濟衰退憂慮；

2. 環球市場自公布有關關稅後，交易主軸為「衰退交易」，除了上述四大美股指數的暴跌外，從細分板塊及資產類別的走向亦可見一斑——細分板塊方面，公布關稅後，跌幅前三大的板塊為能源（-16.33%）、科技（-12.96%）及金融（-11.88%），其中，金融板塊中，銀行板塊下跌幅度尤大，期內下跌了15.68%，多於金融板塊本身，主要銀行如摩根大通（JP Morgan）、富國銀行（Wells Fargo）及美國銀行（Bank of America）等，期內亦分別下跌了14.46%、15.61%及17.83%，反映了衰退憂慮；

3. 除了週期性板塊下跌幅度較大外，另一特色則是對國際化分工依賴愈深的，下跌幅度便愈大，這從科網類股中，高度依賴中國及亞洲供應鏈的蘋果(股票代號:AAPL)，在關徵關稅後累計下跌15.86%，而相對不依賴國際化分工的，如同為M7的微軟(股票代號:MSFT)、Google (股票代號:GOOGL)、亞馬遜(股票代號:AMZN)，即使有環球業務，但其期內只下跌5.84%、7.28%及12.76%，可見一斑；

4. 跨資產類別去看，亦看到公布關稅後的交易主軸由「衰退交易」主導，其中，長債債息（以十年期美國國債作代表）於公布關稅後曾由4.11%左右的水平跌至約3.86%的水平。另外，紐約期油於關稅公布後亦急跌約11.9%，結合股票市場的表現，均反映市場擔心美國有進入衰退的可能；

5. 就著非美市場，亦受特朗普政府的全球關稅波及，以泛歐50指數作為代表，歐洲市場公布關稅後累計下跌8.45%，日本市場（以東京證交所指數作為代表）下跌6.75%，而就中港市場，以滬深300指數作為代表的在岸市場，公布關稅後累計下挫0.59%，而離岸市場的恒指則累計下挫1.52%，惟由於兩地週五休市，故目前價格水平未反映全部影響，惟在4月4日中國公布對美推出反制關稅後，以恒指為追蹤目標的買賣差價合約及在美上市中概股的跌勢均有所加劇，反映市場主要擔心的並非關稅本身，而是中美持續博弈為市場帶來的不確定性；

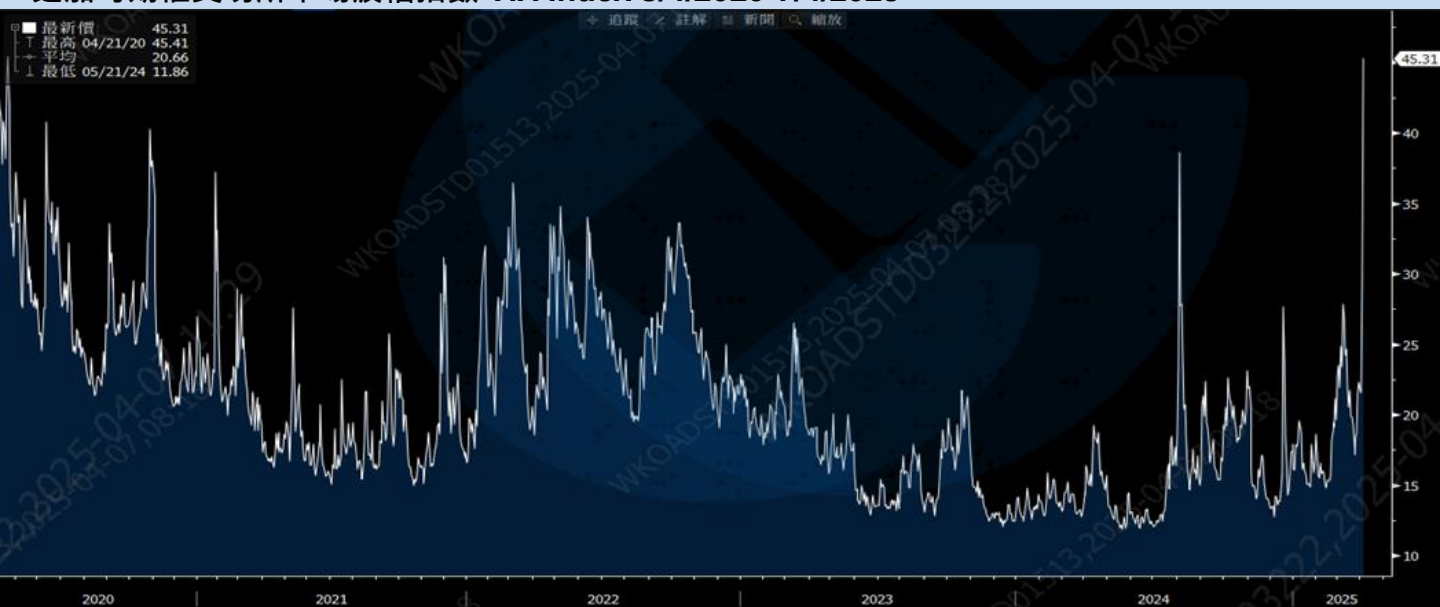
6. 週五美國聯儲局主席鮑威爾曾於交易時段發言，惟對市場最終基本沒有構成影響——其指出「（經濟）不確定性很高，且下行風險上升，但經濟仍處於良好狀態。最新數據表明，經濟增長穩健，勞動力市場保持平衡，通脹率接近但仍高於我們的2%目標」，而在「對經濟的未來前景有更明確的認知之前，我們（聯儲局）的政策立場不會輕易調整。現在下結論說貨幣政策的適當路徑還為時過早」，然而，其同時亦指出「關稅影響或大於預期」。換而言之，即根據已公布的經濟數據，經濟未見有重大問題——這觀點亦被週五公布，遠優於預期的非農數據所證實（預期新增職位數13.7萬，實際增幅為22.8萬），惟問題核心是在於經濟前景不明朗，包括通脹上升及經濟下行的可能性正在增加，這也是目前市場的核心憂慮點；

投研團隊的觀點：

1. 就著環球市場，尤其是環球股市，預期接下來「波動」會是主軸，根據彭博，從芝加哥期權交易所市場波幅指數VIX過去兩天大幅抽升上45水平，見2020年疫情以來最高，可見市場相對恐慌及波動。參考往例，市場情緒一旦進入如此驚弓之鳥的狀態，情緒回復至平緩需要一段時間，意味著市場接下來對消息的敏感性會有所提升，令市場異常波動。說市場「波動」而不說「下跌」，是因為市場會隨消息起舞，例如股市跌得太多，其中一方又說有談判空間或善意，相關市場便會有一定反彈，然後如果進展失望又會重新下挫，如此循環往復，然而，只要貿易戰陰霾未散，由於前景不確定性太多，市場整體傾向「易跌難升」，即使有所反彈，到一定水平便會遇上阻力，在前景未明的情況下，股票操作取態宜保守。

另外，由於美國及美股是環球資本市場核心，如美國衰退或美股大跌的話，環球非美市場亦不太可能獨善其身，只是跌多跌少的問題，這個也要有所預判及準備；

芝加哥期權交易所市場波幅指數 VIX Index 8/4/2020-7/4/2025



資料來源: Bloomberg (7/4/2025)

2. 而就美股，我們早前於第二季展望中已調至「中性」水平，如作出展望，認為可分為經濟和市場兩個層面：(i) 經濟方面，核心關注點為會否推高通脹及引發經濟衰退，目前來看，由於關稅稅率較高，宏觀物價最少出現一次性上升是有可能的，惟會否導致物價持續上升（即通脹，而非一次性重新定價），則需要再觀察；而就經濟下行風險，考慮到關稅本質即為徵收消費稅及會推高商品價格水平，美國居民整體的消費壓力會有所增加，預期經濟下行壓力邊際上會有所提升，加上參考亞特蘭大聯儲局GDP Now指標，美國經濟第一季本已有轉弱跡象，認為美國經濟下行壓力加大是必然，惟最後是「經濟放緩」還是「經濟衰退」，甚至會否是「滯脹」（即通脹上升同時經濟衰退）則需再觀察，至於認為出現「滯脹」的機會正在增加——最終會否出現亦需觀察，如「滯脹」真的出現，愈「類現金」的投資物愈不受影響（參考2022年經驗），這也是我們年初以來多次提到對短存續期投資級別債券表示偏好的原因；

3. 就(ii) 市場層面，由於美國經濟風險有所上升，因此中線方向上，認為美股下行壓力較大，如在投資組合中配置美股，則要妥善管理風險，除了進行總量控制外（控制整體美股曝險水平），在風格上，相比起以往偏好增長型風格，目前市場情況可能更適合配置價值型、高股息型或低波幅型的股票或基金；板塊上，相較以往增長型的板塊如通訊服務、科技及可選消費較受市場資金青睞，目前市況防守性較高的板塊，如公用事業、醫療護理、必選消費等板塊或會相對跑贏；操作上，如果是買個股的話，相較以往的直接買入，目前待市場前景明朗化及有止跌訊號才買，或透過衍生工具於較現價有較大折讓的位置買入，或為較佳選擇；

投研團隊的觀點：

4. 而就中港市場，留意到初始（香港時間4月3日，特朗普已公布關稅細節）中港市場跌幅相對外圍市場較少，惟在4月4日中國宣布對美反制措施，即對美國進口貨品開徵34%關稅後，在美中概股（以納斯達克金龍指數為代表），及恒指為追蹤目標的買賣差價合約，均錄得較大跌幅，前者單日下跌8.87%，而恒指周一急挫，這反映市場擔心的並非全然是美國對華加徵關稅對經濟帶來的影響，核心擔憂是兩國不談判並互相報復下，情況會愈趨惡化。我們認為接下來中港市場的關注點主要有幾個：（i）中港市場中，今年離岸表現優於在岸，主要是由於離岸市場較多科技企業上市，而有關科企由於DeepSeek的原因，估值獲得重估所導致，惟有關科企估值與境外同業有連動關係，如美股下挫，科企及港股整體的估值天花板亦會對應下調，對港股構成下行壓力；（ii）隨著中美博弈的事態發展，美國或會對中國企業進行打壓甚至報復（如早前美國制裁中國海洋石油（股票代號：883）及中芯國際（股票代號：981），部份行業龍頭，尤其是科技龍頭，政治風險或有所提升；（iii）隨著外部不確定性有所提升，對短期中港市場氣氛或有影響，或會為估值帶來壓力；在操作方向上，認為中港市場由於在特朗普1.0時已有一次貿易戰及中美博弈預演，對目前惡劣外部環境的免疫力優於其他非美市場，加上中國國內經濟政策已經轉向，甚或因外需下降，或會加大內需作出對沖，相對於其他市場，中港市場或更具韌性，只要估值回調至較低水平，如19,500至21,500的水平，則仍有配置的價值。而在選擇板塊方面，可考慮圍繞「人工智能+」及「高股息」企業作出槓鈴策略（Barbell strategy）配置，而在「高股息」企業中，如有關企業具有國家背景（有關企業可以「中證國新港股通央企紅利指數」作為代表），則由於有「中特估」概念支持，可更為看高一線；

5. 債券方面，由於長端利率近來跌勢較急，長債持有者或有一定資本回報，考慮到通脹前景的不確定性，如長端利率（以十年期美國國債孳息率作為代表）低於4%時，長債可考慮獲利離場；而就著短存續期投資級別債券，則如年初所言，我們仍然偏好短存續期投資級別債券，主要是其利率風險及信用風險均較低，亦基本不受股票市場影響之餘，其亦能為組合帶來一定固定收入，如今年環球股市表現較遜，則透過短存續期投資級別債券儲存起來的購買力，可於股市有較大下跌時買入優質企業或基金，為日後財富帶來增值了。

6. 外匯市場波濤洶湧：貿易戰的全面升級對美國經濟影響的擔憂，美元跌至接近半年的低位，市場對美國聯儲局減息的預期不斷升溫，普遍預期今年將減息4次，6月將首次減息，減幅25點子，到今年底聯邦基金利率將降至大約3.4厘。相反，作為全球主要避險資產之一的日圓在特朗普的關稅引發的全球避險潮中上漲，日圓兌美元曾快速拉升至144水平，交易員預期在日本通脹加速的跡象下，開始定價日本央行（BoJ）可能會再次加息的可能性，美日利率差的縮小推動資金流向低收益的日圓，加上其避險屬性應該有助於日圓的相對表現，在跨資產組合中加入日圓，可降低整體波動性，尤其在股市回撤期發揮對沖作用。商品貨幣，如澳元及紐元遭遇了猛烈拋售，確認了極端超賣狀態，中國的報復性立場及市場重新評估澳洲及紐西蘭央行未來利率的預期，進一步加大了相關貨幣的壓力，當前的下行趨勢難以逆轉，預期外匯市場仍劇烈波動。

投資策略- BRACE



B – Balanced approach 平衡型策略



R – Re-Allocation 重整組合



A – AI Application 人工智能應用



C – China Opportunities 中國市場機會



E – Economic Outlook 經濟環境



中国建设银行(亞洲)
China Construction Bank (Asia)

重要資料及免責聲明

本文件的資料並不構成買賣任何投資產品的建議或要約。任何對客戶的要約，邀請或建議訂立任何投資交易，也不構成任何預測未來可能發生的任何投資產品的價格變動。本文件未經證券及期貨事務監察委員會或香港的任何其他監管機構審閱。

證券買賣

買賣證券很可能會招致損失而不是一定獲利。

證券孖展買賣

藉存放抵押品而為交易取得融資的虧損風險可能極大。客戶所蒙受的虧蝕可能會超過其存放於本行作為抵押品的現金及任何其他資產。市場情況可能使備用交易指示，例如“止蝕”或“限價”指示無法執行。客戶可能會在短時間內被要求存入額外的保證金款額或繳付利息。假如客戶未能在指定的時間內支付所需的保證金款額或利息，客戶的抵押品可能會在未經其同意下被出售。此外，客戶將要為其帳戶內因此而出現的任何短欠數額及需繳付的利息負責。因此，客戶應根據本身的財政狀況及投資目標，仔細考慮這種融資安排是否適合自己。

基金投資

基金的過去表現，並不一定反映或保證其將來的表現。客戶有可能損失部份或全部投資本金。本行或任何其附屬機構並不承擔或擔保該投資所構成的任何責任。於適當範圍內本行可從基金經理獲取佣金/回扣。

債券買賣

買賣債券涉及流通及利率風險，未必百分百能夠保證賺取利潤，反而可能招致損失。如果債券發行機構出現信貸或失責事件，客戶有該機構未能如期向客戶繳付利息或本金的風險。投資於新興市場債券涉及特別考慮及較高風險，例如較大的價格波動、較不完善的監管及法律架構、經濟、社會及政治的不穩定等。

投資於高收益債券還須承受較高的信貸風險，及受制於經濟周期的轉變。投資於高收益債券的基金，更須承受資本增長風險、股息分派及其他相關風險。假如基金所投資的高息債券當中有任何違責事件，又或利率轉變，該基金的資產淨值便有可能下跌或受到負面影響。

貨幣兌換

貨幣兌換涉及買賣價差。

貨幣風險

貨幣匯率受多種因素影響，包括國家及國際金融及經濟條件及政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。將港幣兌換為其他貨幣或將其他貨幣兌換成港幣時，外幣匯率的波動可能會令您承受損失。

人民幣之貨幣風險

人民幣現時並不可自由兌換，並受外匯管制和限制 (可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並了解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣，人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作，在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易，它們的匯率變動可能會明顯地不同。

利率風險

當利率上升時，與利率相連的投資項目（如債券）的價格會相應下跌。債券價格及孳息有相反的關係。當債券價格下跌時，債券孳息會上升（反之亦然）。債券價格帶有利率風險是因為如果利率上升，已經發行了的債券的吸引力會降低。除非債券孳息及價格能相應調整去反映利率的升幅。

重要資料及免責聲明

免責聲明

本推廣通訊只向香港居民發出。本推廣通訊無意向派發本推廣通訊即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。

本推廣通訊僅提供一般資訊及參考之用，並非亦不應被詮釋為專業意見、要約、招攬或建議投資於此資料內所述之任何證券或投資項目。本推廣通訊所載資料乃根據本行認為可靠的資料來源而編製，惟該等資料來源未經獨立核證。

本行及有關資訊提供者並未就本推廣通訊內所載任何資訊、預測及／或意見（「市場資訊」）的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性，或該等市場資訊所依據的基準，作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，亦不會就使用此資料內所載任何市場資訊而負責或承擔任何法律責任。

本推廣通訊所載之資訊、預測及／或意見僅為於本推廣通訊發放時的市場資訊及意見，本行及有關資訊提供者可隨時作修改而毋須另行通知。

任何以往的業績、推斷、預測或模擬結果並不必然作為任何投資的未來或可能業績的指引。對任何由於或涉及使用或依賴本推廣通訊或其內容所引致的直接、間接或相應的損失或損害，本行概不負責。

本行並非作為顧問，故不對任何財務或其他後果承擔受託責任或法律責任。另外，本行不對本推廣通訊因由電子傳送過程所引致的錯漏承擔任何責任。

投資者須自行評估本推廣通訊內之相關資料的相關性、準確性及充足性，並作出彼等認為必要或恰當的獨立調查。投資者於任何發售中購買或認購證券或投資產品的任何決定，必須純粹基於就該發售而刊發的招股章程或其他發售文件的資料，而非基於本推廣通訊所載的相關資料。

本推廣通訊內之報告、分析、數據及市場資訊並不構成或載有投資意見。在有需要的情況下，投資者應於作出任何投資前諮詢獨立專業顧問。在刊發本推廣通訊時，並無就本推廣通訊中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的特定投資目標、財務狀況或特別需要作考慮。

透過任何途徑或以任何方式複製、儲存或傳送本推廣通訊或其中任何部分，均在嚴禁之列。本推廣通訊只供個人作非商業用途及僅供一般資訊及參考之用，客戶不得以任何方式將任何資料發放予他人。

本行可能持有本推廣通訊中所載的資料所述證券或投資產品的倉盤或以其他方式於該等證券或投資產品中擁有權益。

本推廣通訊內容並未經證監會或香港任何監管機構審閱。

中國建設銀行（亞洲）股份有限公司為一間受香港金融管理局規管之持牌銀行，及證券及期貨條例下的註冊機構（中央編號：AAC155），從事第一類（證券交易）及第四類（就證券提供意見）的受規管活動。本文件的資料並不構成買賣任何投資產品的建議或要約，也不構成任何預測未來可能發生的任何投資產品的價格變動。本文件由中國建設銀行（亞洲）股份有限公司發行，並未經證監會或香港任何其他監管機構審閱。