



應對美國關稅衝擊

市場動態

2025年4月3日

隨著美國今天公佈新關稅措施，美國實際關稅稅率在不足四個月內由2024年底的2.2%上升至近20%。亞洲方面，按影響程度大致排序，特朗普的關稅衝擊應最不利於越南、韓國、日本及中國的經濟增長。雖然目前仍需更多時間及具體情況來評估政策對經濟及行業的次級及三級影響，但隨之而來的市場波動應為主動型投資者帶來機會。

瀚亞首席經濟學家Ray Farris表示，隨著美國總統特朗普今天公佈新關稅措施，美國實際關稅稅率在不足四個月內由2024年底的2.2%上升至近20%。如目前正根據《232條款》受到調查的商品最終被徵收關稅——這種情況似乎有頗大機會出現——美國實際關稅稅率料將上升至25%至27%，高於1930年《斯姆特-霍利關稅法案》實施後的稅率，該法案加劇了經濟大蕭條。

汽車關稅措施將於4月5日生效，新的對等關稅措施將於4月9日生效。銅、木材產品、半導體、藥物及部分其他產品目前不受對等關稅措施影響，但由於目前正根據《232條款》受到調查，這些產品面臨未來被徵收關稅的風險。

我們認為多國難以在4月9日限期前與美國達成協議，預計歐盟、加拿大及中國將公佈報復性措施。

市場對關稅公佈的反應負面，標普500指數期貨下跌逾2.8%，納斯達克100指數期貨下跌3.3%，美國10年期國庫債券收益率下跌近8個基點至4.06%，市場定價預計聯儲局年底前將減息83個基點。¹

根據我們判斷，若相關關稅措施持續實施，預料今年的美國國內生產總值增長率將由2.5%下降至約0.6%至0.8%。關稅實際上是針對消費及投資的稅項，歷史顯示，由於資源轉向生產力較低的用途，其亦會造成更廣泛的福祉損失。

隨著新關稅措施公佈，美國實際關稅稅率在不足四個月內由2.2%上升至近20%

持續的關稅措施可能導致今年的美國國內生產總值增長率由2.5%下降至約0.6%至0.8%

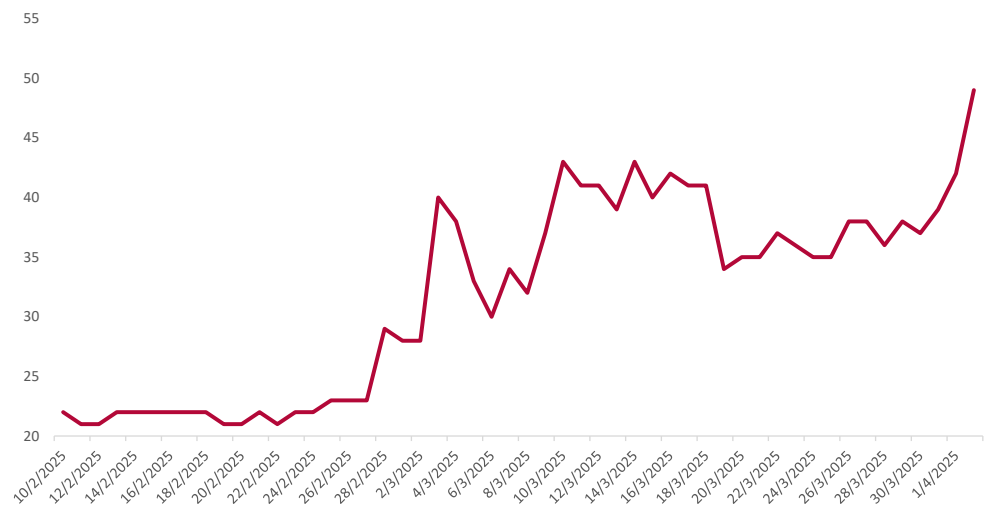
¹截至2025年4月3日

同時亦需留意，除了關稅措施外，美國已實施其他財政緊縮措施（約佔國內生產總值0.1%至0.2%），並迅速收緊移民政策（預計導致美國國內生產總值損失0.3%至0.5%）。此外，由於美國貿易夥伴（尤其是中國、歐盟及加拿大）可能採取報復性措施，美國出口預計將會走弱。

根據我們評估，這些衝擊最終可能對經濟造成超出預期的打擊並引發衰退，其風險至少相當於市場定價反映的衰退風險，後者已飆升至近50%。眾所周知，美國經濟衰退難以預測，但我們認為未來12個月出現經濟衰退的風險已接近60%。

美國在未來12個月出現經濟衰退的風險已接近60%

圖1：Polymarket美國經濟衰退風險定價（%）



資料來源：彭博

亞洲方面，按影響程度大致排序，特朗普的關稅衝擊應最不利於越南、韓國、日本及中國的經濟增長。年初至今，這些國家的實際關稅稅率分別上升至47%、16%、20%及48%。然而，要衡量這些關稅稅率的升幅，需要考慮到各國對美國出口佔該國的國內生產總值的比例（見下文圖2）。

關稅衝擊預計將對越南、韓國、日本及中國的經濟增長造成重大影響

圖2：關稅表

2025年關稅稅率變化（百分點）							
	2024年實際關稅稅率(%)	25%鋼及鋁	25%汽車及零件	2025年中國	「對等」關稅	目前佔美國進口產品的份額	進口產品的潛在額外關稅
澳洲	0.3	0.7	3.7		10	15	
柬埔寨	7.2	0.1	0		49	20	
中國	10.9	0.5	0.7	20	34	27	25
日本	1.7	0.7	7.6		24	50	
韓國	0.4	1.1	0.5		25	53	
香港	0.2				10	2	
印度	2.6	0.6	0.5		26	25	
印尼	5.1	0.3	0.1		32	10	25
馬來西亞	0.8	0.3	0		24	34	
菲律賓	1.5	0.1	0		17	25	
新加坡	0.3	0.1	0.4		10	43	
台灣	1.1	0.6	0.7		32	45	
泰國	1.8	0.5	0.1		36	34	
越南	4.1	0.4	5.9		46	23	47

潛在 / 大機會被徵收關稅的行業：半導體、藥物、關鍵原材料、銅、木材

資料來源：白宮、高盛全球研究、野村國際經濟研究部。2025年4月。

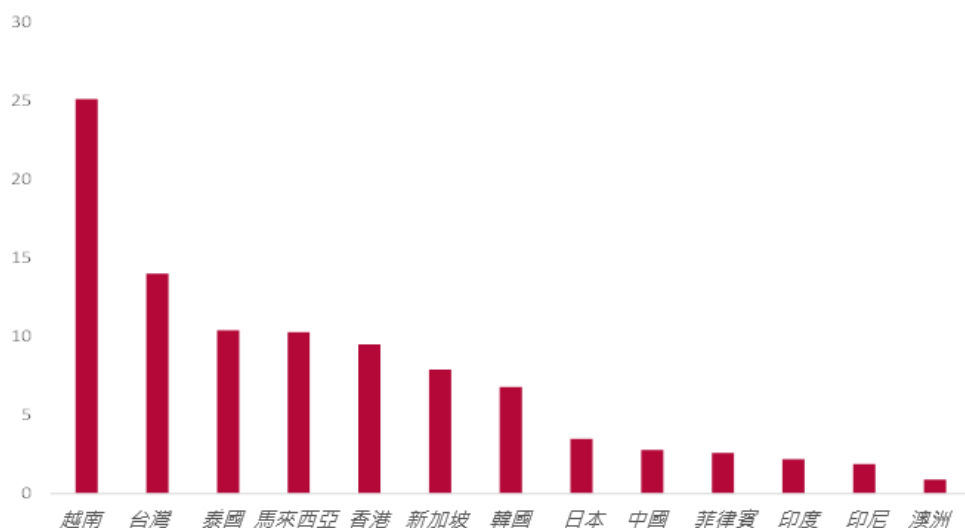
若美國在今天公佈的關稅措施的基礎上，對從委內瑞拉進口石油的國家加徵25%關稅，中國及印度將面臨關稅稅率分別上升至79%及51%的風險。

整體而言，基於以下三大原因，亞洲所有經濟體今年均可能面對顯著的經濟增長下行壓力：

- 圖表顯示，幾乎所有亞洲經濟體的美國關稅稅率均大幅上調，這將直接減低美國對亞洲出口產品的需求。
- 特朗普關稅戰對美國、歐洲及其他主要經濟體造成的損害將進一步抑制這些經濟體對亞洲出口產品的需求。
- 特朗普決定不對拉丁美洲或非洲經濟體實施懲罰性對等關稅稅率，使企業有誘因嘗試將生產線由亞洲轉移至這些地區。美國對大部分拉丁美洲及非洲國家的最新實際關稅稅率僅為10%或以下。

由於美國上調關稅降低出口需求，亞洲經濟體今年將面對增長壓力

圖3：2024年對美國出口佔國內生產總值的百分比



資料來源：LSEG Datastream。2025年4月。

在此環境下，聚焦有能力透過政策抵銷這些負面衝擊的經濟體至關重要。我們認為中國及印度將脫穎而出：

中國：中國政府已公佈今年推出規模相當於國內生產總值約2%的財政刺激計劃。雖然該計劃不足以抵銷特朗普昨天公佈的關稅措施的衝擊，但中國政府亦表示其尚有可動用的政策措施以支持經濟增長。我們認為，中國政府將採取「不惜一切代價」的方針，力求將增長率維持在4.5%以上，意味著政策將極為側重國內消費及投資支出。

印度：通脹率在2月大幅回落至按年3.6%，顯著低於印度儲備銀行設定的6%通脹上限，為政府提供充裕空間，從6.25%的現行水平下調政策利率，並放寬對家庭信貸增長的限制。此外，印度政府已表示願意大幅下調關稅，以便與美國達成協議。重要的是，印度對美國的出口僅佔印度國內生產總值的2.2%。

中國及印度正著力透過政策抵銷負面衝擊

回到有關美國經濟衰退的風險及聯儲局可能減息的討論，我們重申最近在《CIO Weekly》提出的數個觀點：

- 關稅對美國零售銷售、就業及通脹等硬數據的影響可能滯後數月。我們預計實質影響要待6月發佈5月數據時才會浮現。
- 在此期間，預計市場將關注消費者信心調查及ISM調查的下跌幅度。首次申領失業救濟人數應成為衡量勞動市場影響的領先指標。
- 聯儲局料將表達對通脹的憂慮，但我們認為，如果美國失業率連續數月上升至4.5%或以上，且首次申領失業救濟人數突破35萬人，則不論通脹如何，聯儲局均會開始減息。

最後，如果美國國庫債券收益率持續下跌，其或會壓低按揭貸款利率及刺激房地產市場，從而抵銷關稅引起的部分負面影響。我們認為，30年期固定利率需要回落至接近6%，才能發揮較大的刺激作用。我們亦發現當中的風險：若特朗普對木材產品及其他建材徵收關稅，建屋成本的相應增幅可能抵銷按揭貸款利率下降對負擔能力的大部分正面影響。

對亞洲的投資影響

亞洲增長股團隊投資組合經理**Arthur Chai**表示，這次公佈的關稅措施較預期嚴苛，部分情況下的關稅升幅甚至高於投資者過去數週評估的最壞情況。

另一方面，若干產品類別迎來適度利好的因素，尤其是半導體及藥品，這將利好亞洲股市部分大型行業，即台灣及韓國的半導體製造商以及印度的製藥公司。由於早前美國威脅徵收關稅以促進美國國內製造業，半導體獲豁免出乎意料之外。如果亞洲成品的半導體亦獲豁免，則會減低亞洲科技硬件生產的附加價值，並適度降低對輸往美國的科技出口產品的綜合關稅。相關豁免背後的原因仍不清楚。

整體而言，隨著各國與美國進行雙邊貿易協議談判，並透過經貿方面的讓步以換取關稅調整，預計關稅的影響將會下降。話雖如此，亞洲股票收益主管**Christina Woon**補充指，由於專注於國內市場，關稅對於多間亞洲公司的影響較低。相對而言，亞洲企業中擁有淨現金資產負債表的比例較高。亞洲的自由現金流收益率較全球其他地區高，意味著在盈利下跌的環境下，亞洲公司的收益能發揮緩衝作用。此外，致力提高股東回報的趨勢導致派息增加，因此關稅壓力可能不會直接轉化成股息壓力。

與此同時，量化策略團隊客戶投資組合經理**Michael Sun**認為，由於關稅政策的變數加劇了市場波幅，資金出現明顯輪換：在市場層面上由已發展市場轉向新興市場，在行業層面上由週期性行業轉向防守型行業，在風格層面上由高風險轉向低風險，並由增長股轉向價值股。因此，面對多變的市場環境，涵蓋各個地區、行業及投資風格的分散投資策略對於降低風險及把握機會至關重要。

雖然公佈的關稅較預期嚴苛，但部分產品類別迎來適度利好的因素

印度

印度受到較高的26%關稅稅率打擊，此稅率似乎達到預期高端。然而，市場普遍預期，印度能透過目前正與美國磋商的雙邊貿易協議大幅降低關稅。由於構成印度市場主要部分的藥物類別獲豁免，關稅措施對上市公司的影響較預期低。大部分關稅升幅將影響由非上市、中小型公司主導的行業。

東盟

東盟六國的關稅差異甚大，但平均而言，東盟六國的關稅稅率為34%，高於約24%的全球平均對等關稅稅率。**股票投資組合經理Bryan Yeong**強調，這些關稅的影響將取決於美國市場及特定行業在各國經濟所佔的比重。越南輸往美國的商品出口佔經濟的比重最高，相當於其國內生產總值的25%，其次為泰國（10.4%）、馬來西亞（10.3%）及新加坡（8%）。印尼及菲律賓的比重較低，佔各自國內生產總值約2%。從行業角度來看，針對東盟六國的關稅將嚴重打擊從事服裝及運動服裝外判製造業的公司，因為主要外判製造中心均位於東盟（及中國），相關公司的出口成本將顯著受壓。

他認為，隨著關稅落實，製造業回流至東盟的好處可能減少，並可能不利於外來直接投資流入東盟，而越南、泰國及馬來西亞過去曾因此受惠。然而，各國仍有談判空間，因美國官員表示，只要相關國家不採取報復性行動，目前的關稅稅率已屬「高端數字」。

中國

大中華區股票投資組合經理Jocelyn Wu認為，巨額關稅可能顯著拖累中國經濟增長。因此，預計中國將推出新政策，以紓緩部分關稅影響。這將為市場帶來更多變數。美國政府要求Tik Tok售予美國買家的期限將於4月5日屆滿，導致形勢更為複雜。因此，關稅情況仍未明朗。

然而，香港／中國股市本已面臨眾多變數，包括關稅的變數。團隊將採用槓鈴投資策略，聚焦不受出口影響的國內行業，以及有望受惠於中國為抵銷關稅風險而推出的潛在政策的行業。偏好的行業包括供求形勢改善的國內消費股，以及股息率吸引的精選金融股。

日本

日本股票主管Ivailo Dikov認為，假如關稅維持在已公佈的水平，由於全球需求可能放緩，日本經濟增長可能受到較預期更嚴重的負面影響。目前仍需更多時間及具體情況來評估相關關稅對全球經濟及日本企業利潤的全面影響，當中部分影響或屬正面。

如果日圓升值及商品價格走弱，其國內成本推動型通脹可能緩和，利好與國內消費相關的行業（例如國內零售、鐵路及公用事業）多於與出口及資本支出相關的行業（例如汽車、機械及受美國影響的零售業）。通貨復脹及潛在實際工資增長應為日本的國內經濟帶來支持。

我們認為，日本銀行在進一步推動利率正常化之前，需要評估其對企業盈利、工資談判及通脹的影響。在市場波動期間，與其預測短期走勢，團隊更傾向於等待塵埃落定。這種策略過往有助捕捉新的超額回報機會。我們針對內需型公司及出口型公司的配置大致保持平衡，並關注基本因素與估值，以駕馭未來的不明朗時期。

固定收益

亞洲固定收益投資組合經理Eric Fang指出，面對關稅戰的變數，團隊繼續偏好防守型部署，包括超配投資級別信貸及新興市場當地貨幣存續期。新興市場方面，拉丁美洲及商品出口國的直接關稅似乎最低，短期內可能表現領先。

東盟六國的平均關稅為34%，影響外判製造業，並可能減少外來直接投資流入

雖然關稅可能拖累日本經濟增長，但對企業利潤可能影響不一

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc.,和在英國成立的M&G plc的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站（www.eastspring.com.hk）由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。