

专题报道： 90 日关税缓冲期：反弹可持续吗？

重点

- ◆ 美国出乎意料地宣布大部分经济体将获得 90 日的关税暂时豁免，令市场风险偏好急速恢复。不过，整体不确定性依然高企，干扰期限反而由于暂缓而有所延长。目前最大的利好因素，是暂时避免了一场金融危机，同时美债市场亦有望逐步回稳。
- ◆ 市场有望恢复以基本面因素去衡量交易。但全球经济增长、美国通胀压力以及企业盈利前景仍面对不少挑战。纵然，市场或已不再假设美国会出现经济衰退，但相关风险依然存在。因此，我们仍然维持防御型配置策略，并继续聚焦于优质资产及多元化资产策略。
- ◆ 我们专注于主动型管理的多元资产策略，因为这种灵活方式可以在市场波动和出现异常时把握潜在机会，而无需预测所有变量。我们看好现金流稳定的优质资产，包括高评级债券，以及在市场上具领导地位的防御性板块中的企业。至于中国市场，我们比以往更专注于以内需为主的企业。我们预期亚洲地区将有更多刺激政策出台，料或将利好非必需消费品、金融、互联网、软件及电商领域的龙头企业，但科技硬件企业则因受制于美国加征关税及增长放缓风险，前景较为受压。



Willem Sels

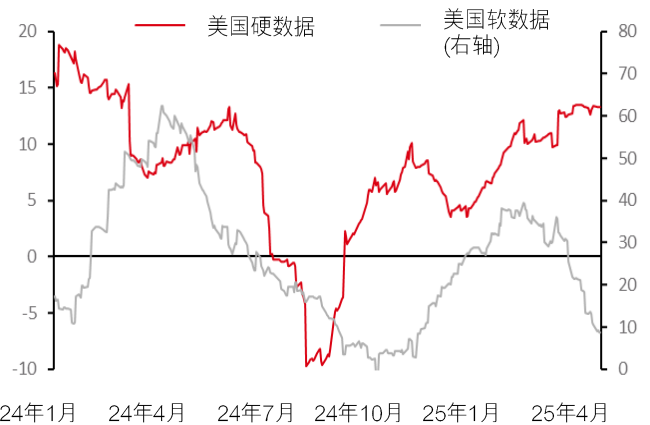
汇丰环球私人银行及财富管理
环球首席投资总监

发生了什么事？

- 4 月 2 日“解放日”公告触发标普 500 指数急挫 13%，但市场于 9 日迅速反弹，将由 4 月 1 日收市价计算的跌幅收窄至“仅”4%。非美市场亦同步反弹。
- 白宫再次出乎意料地宣布大多数国家可享有 90 日关税缓冲期，即现时大部分国家的进口货品只需缴交 10% 的统一关税，因而触发了这次反弹。不过中国的进口商品是例外，关税更进一步大幅提高至 125%；中国对美国进口商品征收 84% 关税亦于 4 月 10 日生效。很多市场评论员预计，中美之间的贸易活动可能将会暂停。
- 尽管美国总统承认市场动荡带来的影响，但我们认为如果市场憧憬有某种“政府兜底”措施来支持股市、避免下行风险则未免过于乐观。毕竟，关税只是暂缓，若各国未能作出重大让步，90 日后仍有机会被全面征收。问题在于各国是否愿意并且能够满足美国提出的高要求。
- 主要的积极因素是，市场对金融危机爆发的恐慌情绪或可暂时纾缓。美联储短期内或无需再通过购债或提供额外流动性措施。但这也意味着市场对今年降息的预期由原本的四至五次，降至三次，这和我们的预测基本一致。
- 我们认为投资者将重新聚焦于经济增长、通胀走势及企业盈利这些基本面因素。事实上，美国消费者已经开始担心劳动市场出现疲软的迹象，以及关税导致通胀再度升温。尤其是中国进口商品被征收 125% 的关税将对消费品价格带来明显上升压力。

- 对企业而言，并非所有中国进口商品都可以轻易找到其他供货商替代。即使最终产品可以在本土或其他地区生产，但部分零部件或原材料仍需依赖中国供应。因此，经济增长和通胀压力仍然存在。
- 不确定性亦是另一个负面因素，因为它会令投资及消费决策推迟。可惜的是，这种不确定性因 90 日宽限期的延长而进一步恶化。
- 整体而言，市场或已不再假设美国会出现经济衰退，但相关风险依然存在。同时，我们相信企业将更积极地下调盈利预测，这将利空周期股（相对于防御股）、商品类股票（相对于服务类股票）以及大型进口商（相对于本土企业）。
- 我们认为，美国经济增长及企业盈利受关税打击的负面影响，比欧洲、日本及印度等地严重。主要原因是美国的关税范围极广，令进口商难以找到不受征税的货品，从而推高成本压力、收窄利润空间，并加剧通胀压力。反观其他地区的企业，仍有不少货品可免受关税影响。
- 我们亦相信，外国企业和各地政府会持续建立区域供应网络，以寻找新的供应来源及开拓新市场。英国和印度宣布贸易协议已进入最后阶段，便是一个明显例子。

信心疲弱往往会进一步拖累经济活动



数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 4 月 10 日。

投资影响

- 尝试市场择时的投资者，往往发现这条路并不容易。保持投资组合多元化及专注于资产的质量，这才是更可取的策略。
- 我们专注于主动型管理的多元资产策略，因为这种灵活方式可以在市场波动和出现异常时把握潜在机会，而无需预测所有变量。我们看好现金流稳定的优质资产，包括高评级债券，以及在市场上具领导地位的防御型企业。我们对高收益债券的观点较为审慎，主要因为现时息差水平相较以往股市波动时期更窄。
- 至于中国市场，我们比以往更专注于以内需为主的企业。近几周美股遭大幅抛售，相比之下，中国在岸和离岸股市表现仍保持一定韧性。不少投资者可能忽略的是，MSCI（明晟）中国指数成份股中，直接销往美国的商品销售仅占 2%，而中国出口到美国的比例亦只占本地生产总值约 2.5%。我们预期面对严峻的关税逆风，将促使中国政府进一步加大财政及货币政策刺激力度，全力推动 2025 年“约 5%”的国内生产总值的增长目标。此外，由 DeepSeek（深度求索）驱动的人工智能创新及投资热潮，有望成为中国内需增长的新引擎，缓和关税带来的压力。我们看好亚洲地区中，以内需为主的非必需消费品及金融板块；至于科技硬件企业，则因受美国加征关税及增长放缓风险拖累，前景较为受压。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及/或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用权，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性数据，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供目前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果与前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理目前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇监管、相对币值控制调整及其他与其进行贸易的国家/地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他与其进行贸易的国家/地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有与投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的环球观点为依据，未必与分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及/或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个数据来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不承担信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG 和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。汇丰归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和/或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG /可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG /可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

当我们某项投资或服务归入汇丰 ESG 和可持续投资分类（即汇丰 ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效）之一时，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓均符合可持续投资准则。同样，当我们某项股票或固定收益类产品归类为汇丰 ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效类别时，这并不意味着相关发行人的活动与分类的相关 ESG 产品或可持续特征完全一致。就此而言，可持续投资分类并不意味一项基金或全权委托管理投资组合的所有相关持仓将符合可持续投资准则。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

目前，汇丰仍向一些排放大量温室气体的行业提供融资。为协助我们的客户减排以及减少我们自身的碳排放，汇丰已制定了相关的气候策略。请浏览 www.hsbc.com/sustainability 以了解更多资讯。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2025。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。