

事實不變，唯人心易動

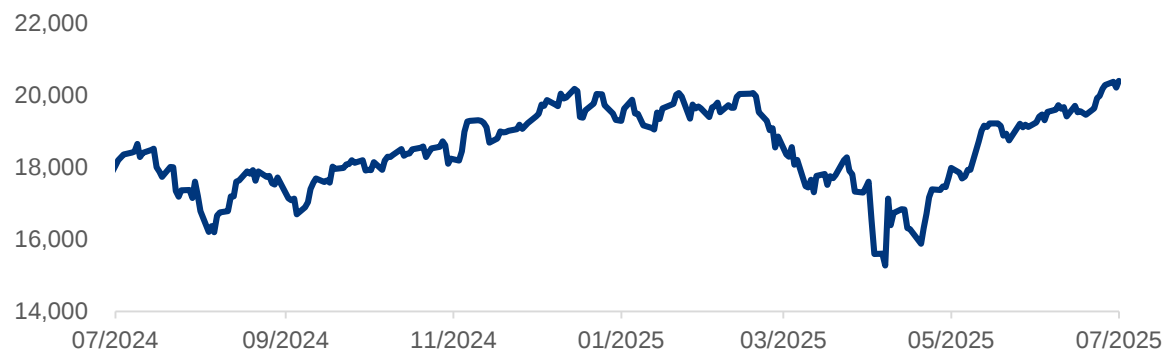
The Facts Don't Change, Only Our Minds Do

2025年7月4日

風險交易回歸：實況其實沒變，但感覺好像良好了

市場在反映實際的狀況沒預期那麼差

納斯達克指數



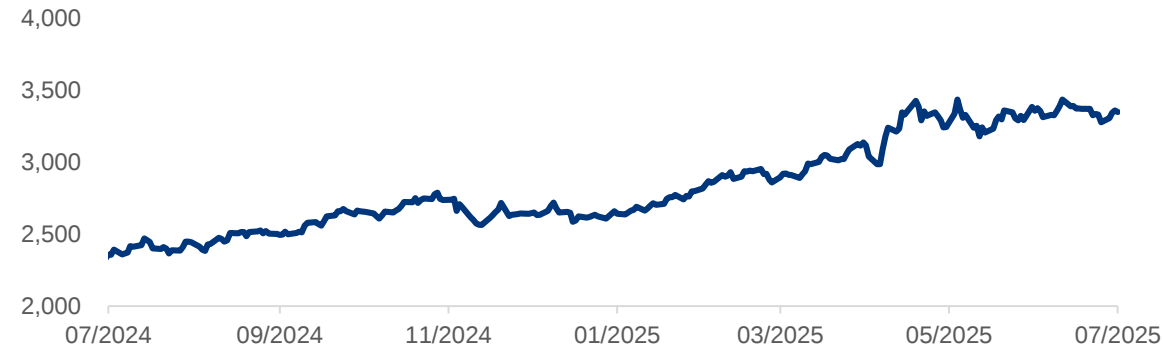
比特幣



美元指數



黃金價格



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

市場的預期將會跟事實有出入

風險資產的反彈是短期預期的改變，基本的因素還是負面的機會比較大

美國跟各國的關稅協議

7月9日跟8月11日分別是美國跟各國和中國關稅談判協議的到期日。市場普遍憧憬最終達成的關稅協議會比四月初宣布的關稅水平較低。對通脹的壓力亦沒有之前想像中的那麼大。

"One Big Beautiful" 法案

參議院版本已獲眾議院通過，特朗普預計7月4日簽署，法案將舉債上限提高了5萬億美元，特朗普任內赤字佔GDP將顯著攀升，美國國債則將暴增3.9萬億美元。

對精英學術機構的打壓

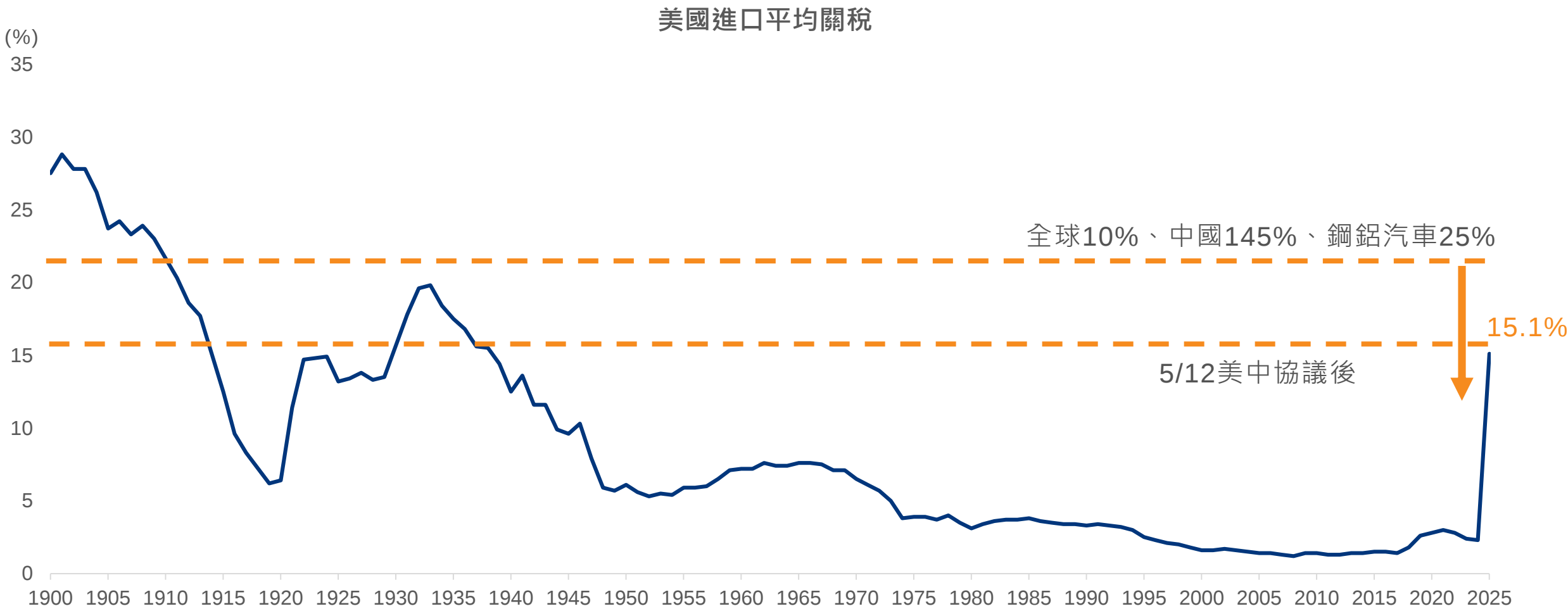
在哈佛大學提起法律訴訟數小時後，一名法官暫時阻止了白宮禁止哈佛大學國際學生入境的最新舉措。

中東戰況

當市場認為美國會加入伊朗和以色列的戰爭時，美國突然宣布伊朗和以色列將會停火。結束12日的戰事。

市場上對關稅的影響好像沒有很大的戒心

短期內數據應該看不到關稅對通膨的影響



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

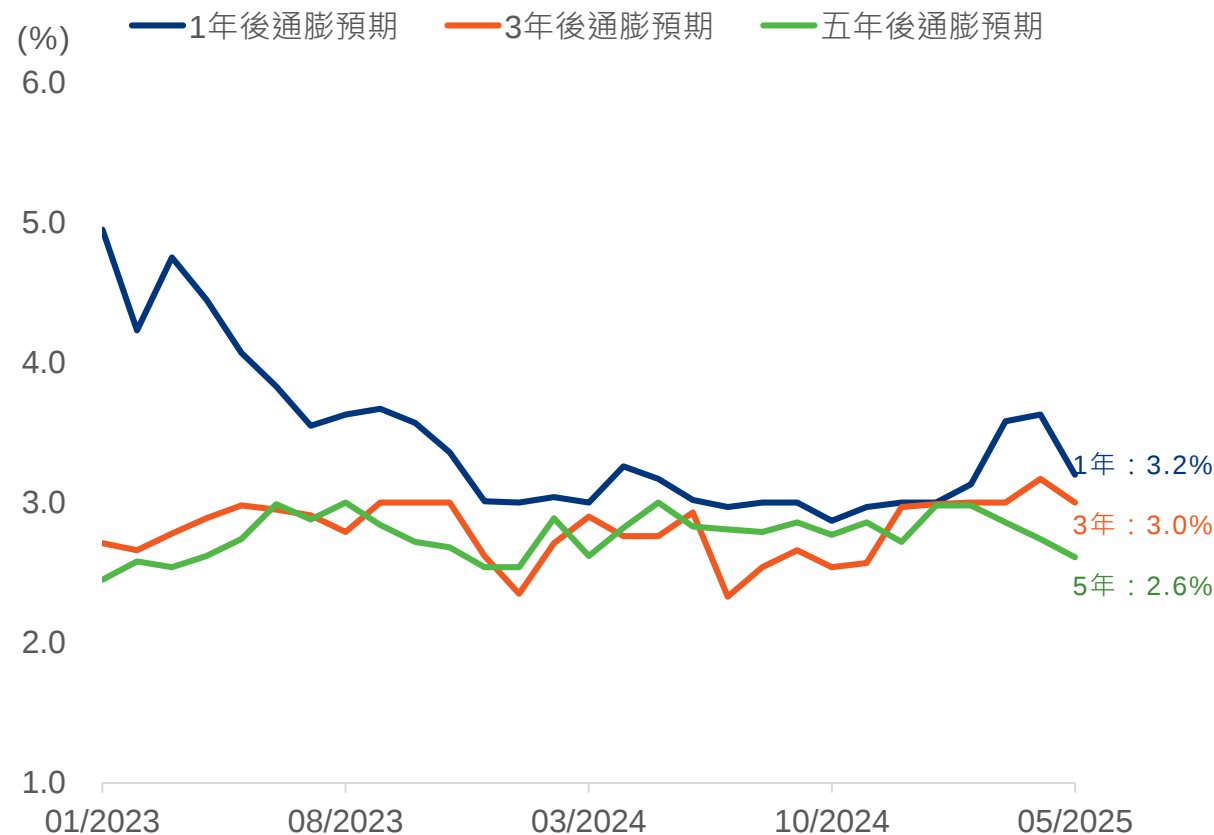
預期向好是推動風險交易上升的主要因素

通膨跟美國經濟衰退機率顯著降低

美國經濟衰退機率顯著降低



通膨預期亦有所回調
(紐約聯準會消費者信心調查)



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

寬限期延長並陸續推出產業關稅是可能性較高的情景

在7月9日限期前，川普將會加倍強硬，用有機會的高關稅去逼其他國家妥協

	三大變局走向	景氣變化	聯準會動向	投資策略	
情境 1	■ 主要國家(歐日中)達成協議降低有效關稅 ■ 美元獲支撐 ■ 美赤字可控，公債殖利率回落至4%下方	軟著陸	降息0-1碼	■ 成長股、科技股 ■ 風險性資產 ■ 原物料	低
情境 2	■ 主要國家談判完成度有限，寬限期延長並陸續推出產業關稅 ■ 美元維持偏貶壓力 ■ 美赤字風險升溫，公債殖利率維持4~5%	停滯性通膨陰影	降息1-2碼	■ 產業平衡配置、高品質 ■ 股債平衡型、多重收益 ■ 中短天期公債、投等債 ■ 非美資產、黃金、比特幣	NOW 可能性高
情境 3	■ 寬限期終止，對等關稅生效，關稅報復令貿易流動停滯 ■ 美元貶勢顯著加大 ■ 美赤字顯著擴大，公債殖利率超越5%	經濟面臨衰退	降息3-6碼	■ 長天期公債、投等債 ■ 黃金 ■ 防禦股	中

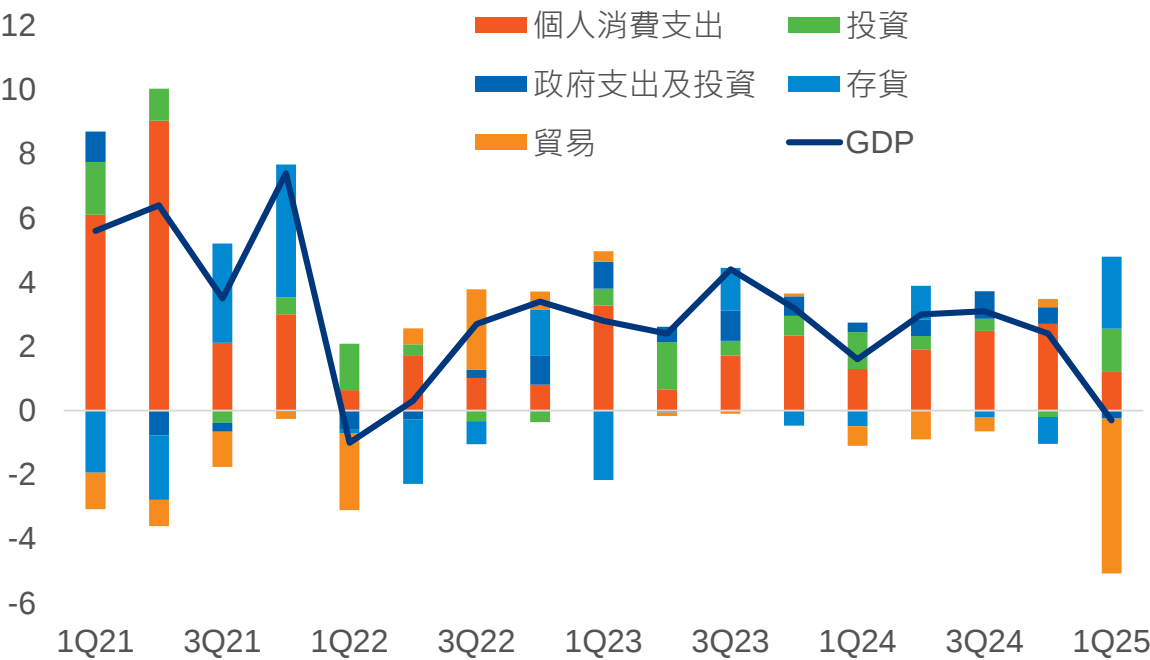
資料來源：凱基證券整理

川普關稅對美國經濟與企業獲利產生衝擊

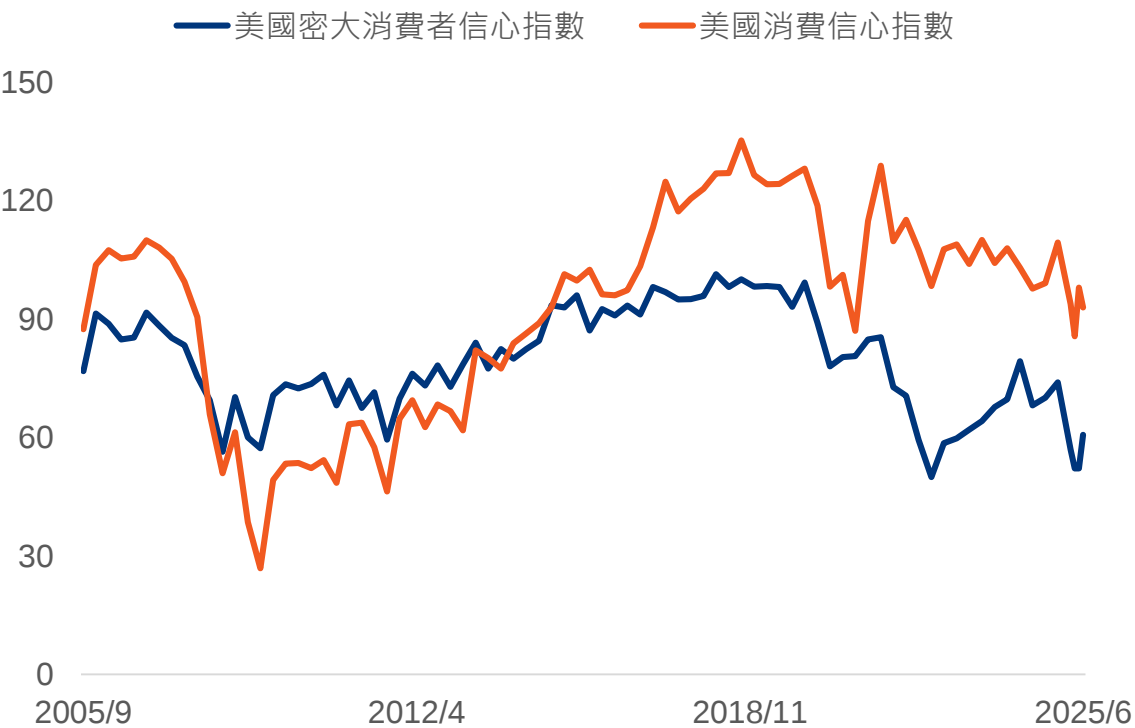
退出WTO，川普激進關稅手段吸引製造業回流，國內經濟負面影響擴散，消費信心已受創

美國GDP成長率自2022年首見萎縮

美國GDP各項目貢獻(年化季增率，%)



經濟諮商局消費信心指數、密大消費信心指數明顯下降



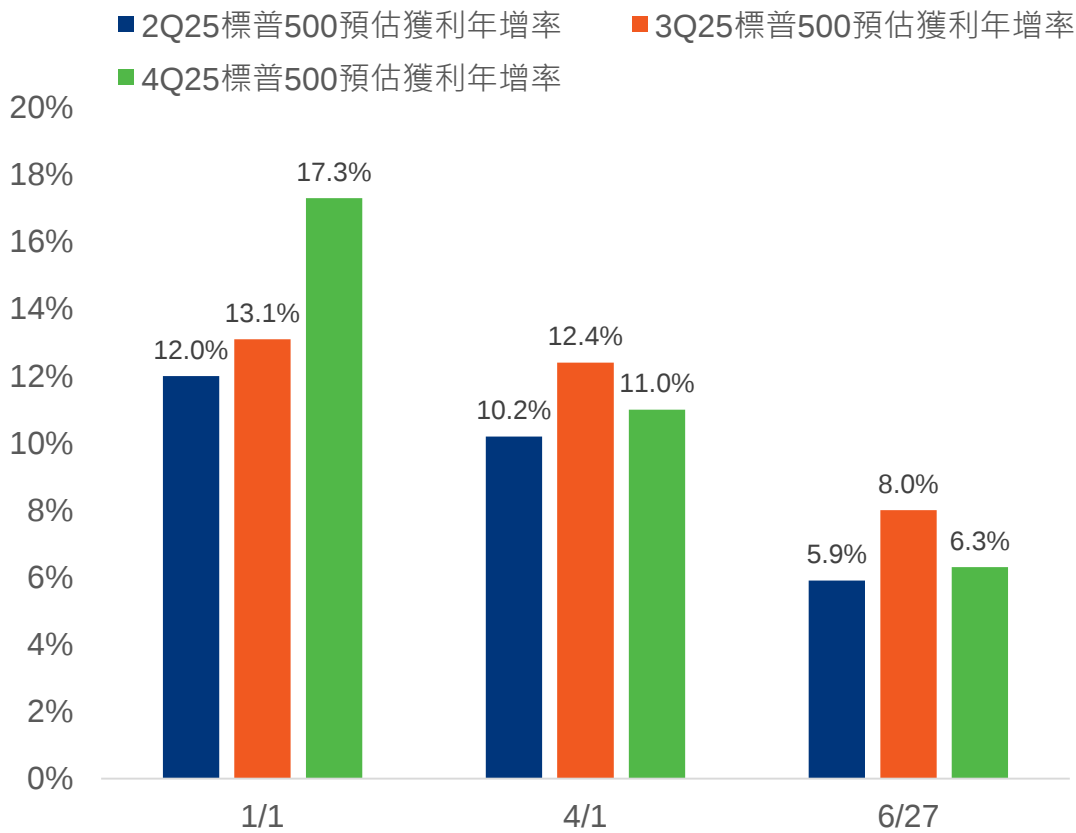
註：美國密大消費信心指數高於100為強信心，正常介於70-100間
註：美國消費信心指數以100為分界，低於100為悲觀

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

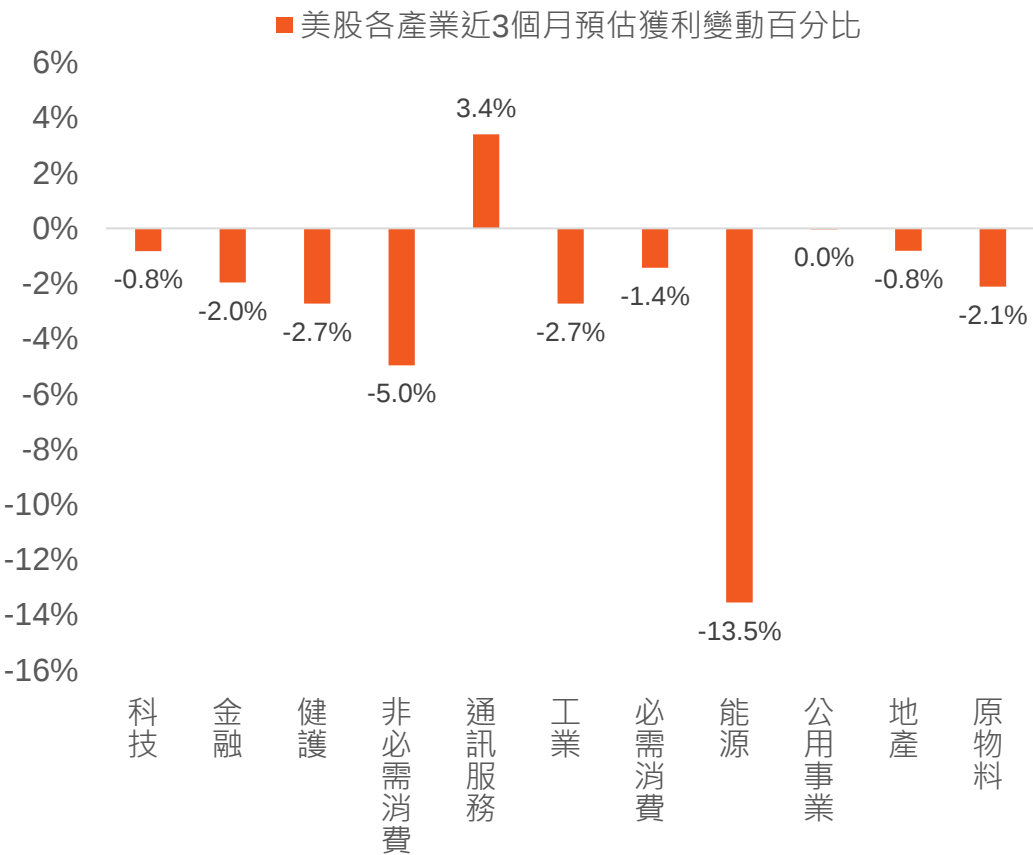
關稅前景影響企業投資與需求

當前已有美英與美越達成關稅協議，歐日中等主要國家談判仍面臨變數

美股未來3季獲利成長率持續下滑



美股獲利下修，循環股壓力大於防禦股

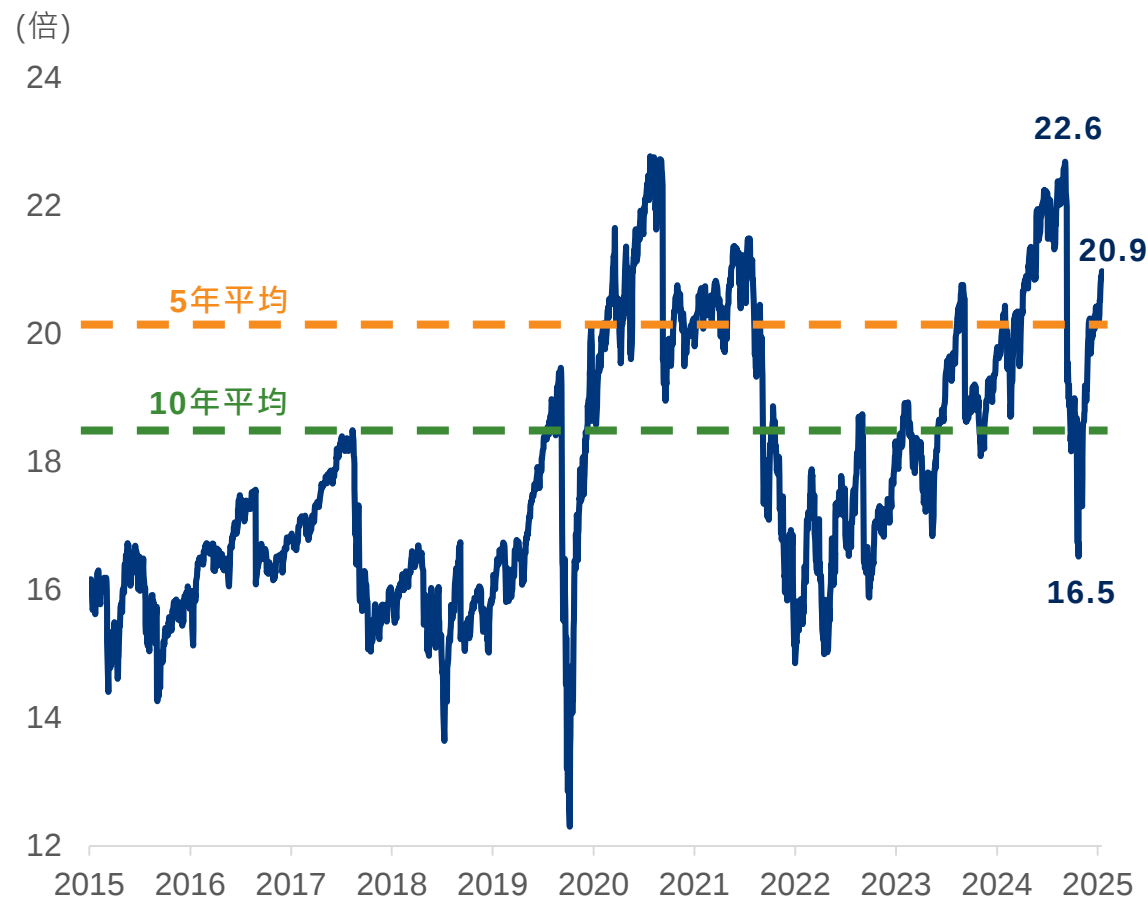


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國股市本益比重回高檔區，並未反應基本面轉弱風險

當股市不便宜的時候，它對負面消息的容忍度特別低

美股本益比年初以來波動：22→16→20+



美股M7本益比高點以來波動：36→23→29



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

眾議院已通過參議院版本，特朗普預計7月4日簽署成為法律

民怨主要集中在支出的削減，眾議院也會集中如此，對財務的影響應會變差

稅收減免

個人和企業的減稅政策，免除小費和加班工資的聯邦所得稅，將州和地方稅(SALT)扣除上限提高至4萬美元(適用於年收入低於50萬美元的家庭)，為購買美國製造汽車提供最高1萬美元的汽車貸款利息扣除，以及將遺囑稅豁免額提高至1500萬美元並永久化商務扣除(Section 199A)。

支出削減

減少醫療補助(Medicaid)資金；削減補充營養援助計劃(SNAP，即食品券)，可能導致低收入家庭的生活補助減少；取消拜登政府時期的大部分清潔能源補貼，如可再生能源項目和電動車充電基礎設施的資金。此外，法案終止了對多元化、公平與包容(DEI)計劃的聯邦支持，並削減了對氣候研究和公共衛生項目的資金。

財務淨影響

法案在未來十年將增加約3.9萬億美元的債務，減稅政策減少了政府收入，而支出削減不足以完全抵消這一缺口。減稅預計每年減少約4000億美元的稅收。雖然削減福利和清潔能源補貼節省了部分支出(估計每年約1500億美元)，但這些節省遠低於減稅的成本，且削減可能引發經濟增長放緩，因低收入家庭的消費能力下降。

川普的大而美減稅法案若付諸施行將使美國財政赤字率暴升

總債務增加3.9萬億美元，只是最基本情景。

(%)
-20

-15

-10

-5

0

5

1969

1976

1983

1990

1997

2004

2011

2018

2025

正常水準的財政赤字率
3~4%

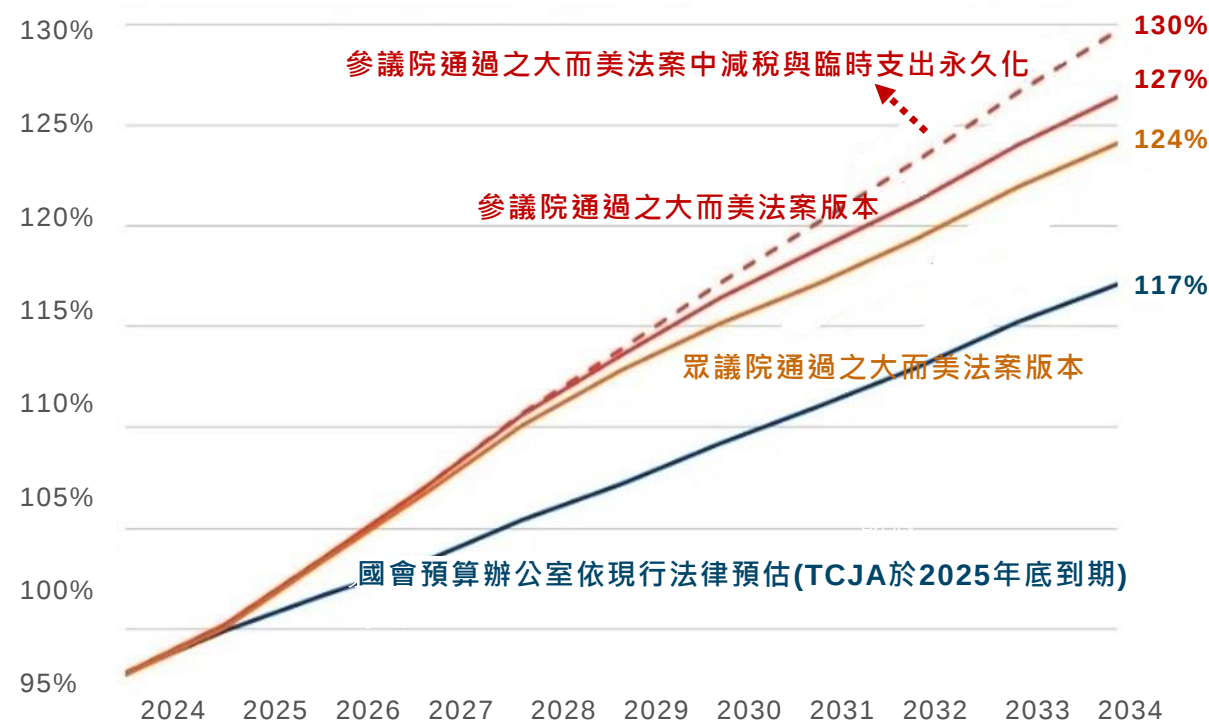
川普減稅政策實行
9~10%

目前：6~7%

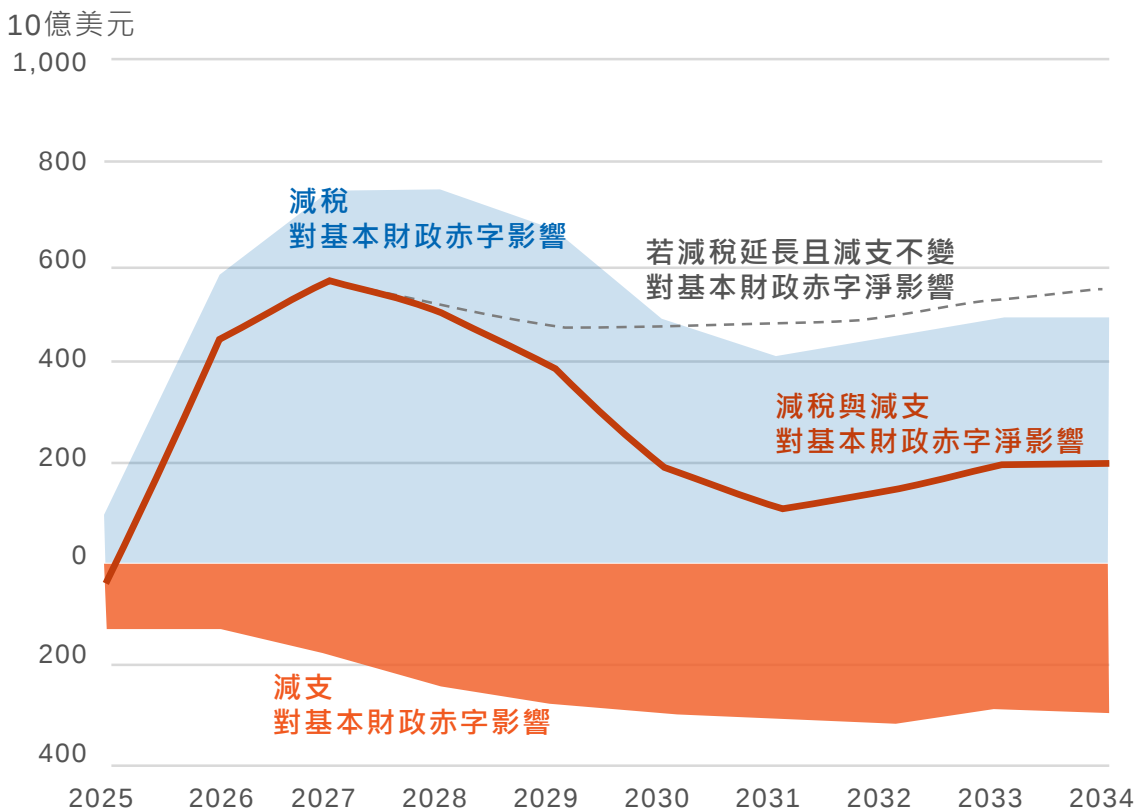
資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國財政問題：參議院版已獲眾議院通過，赤字與債務將增加 大而美法案將令美國債務與財政赤字持續擴張，不利市場對美國公債信心

大而美法案令美國債務/GDP比重顯著攀高



減稅政策生效先於減支政策生效，川普任內財政赤字惡化

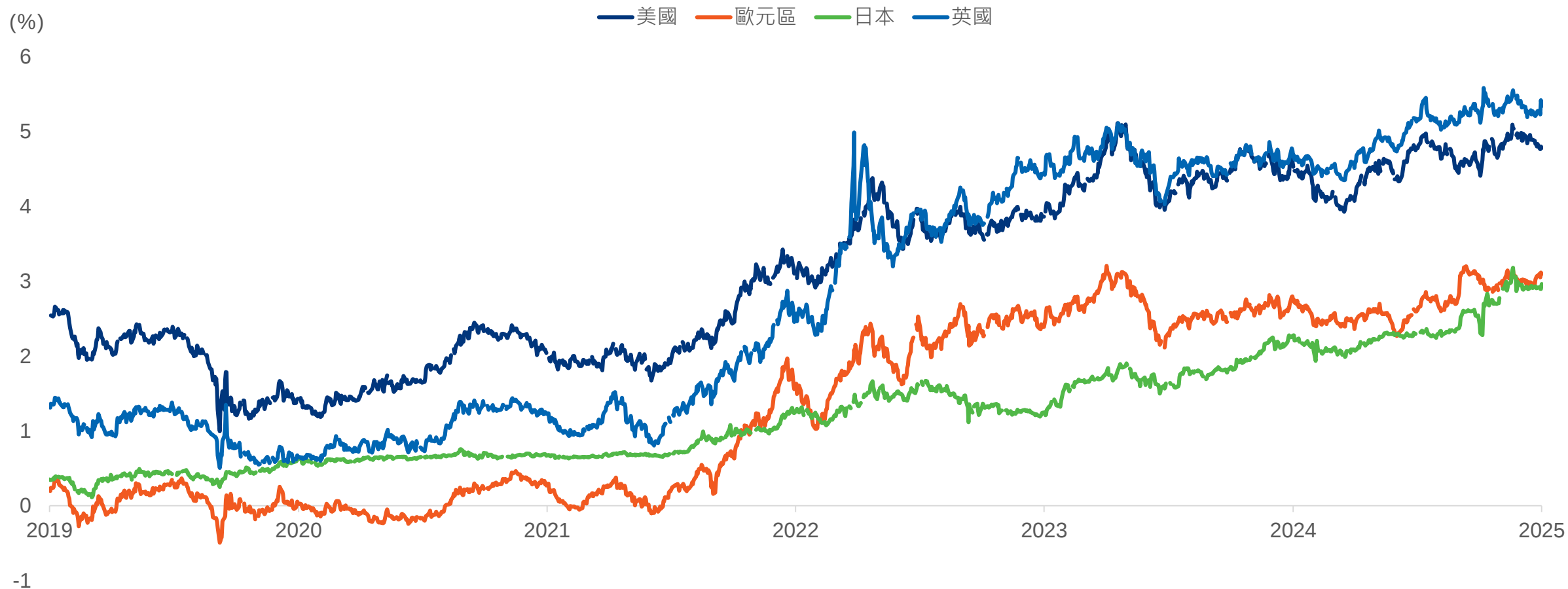


資料來源：CRFB，凱基證券整理

殖利率曲線變陡預期將會持續

只推薦短中天期的國債，或A級以上的企業債，因它們的財政狀況比政府優越。

長年期國債孳息率普遍抽升



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

投資策略的部署

股市

- 美國政策變化仍面臨高度不確定性，市場恐反覆面臨波動。建議**分散區域布局**，同時**強化防禦與高品質股**，平衡配置產業以獲得攻守兼備效果。
- 美國以外，可留意**歐洲國防與英國股市**，日本**內需產業**也受到關稅影響較小。**港股**的機會集中在**醫藥**，**工業**，**互聯網**和**原材料板塊**。

債券

- **中短天期公債**為防禦首選。逢利率上行，可把握中短天期公債與機構MBS鎖利機會。
- 聚焦信評**A級以上龍頭企業投資級債**。另信用債宜配置風險調整後利差較高者。
- **非美好債分散風險**。預計新興國家寬鬆貨幣和財政政策將陸續推出挹注經濟，若擔憂美元貶值風險者，可轉向或布局**歐元、英鎊、新加坡**等幣別計價的非美國家投資級債，降低美元曝險。

另類資產與匯率

- **黃金逢回漸布**。關稅談判持續，避險商品黃金表現震盪，但政治不確定性與全球分散美元資產行動，有利金價。
- **比特幣去中心化特性可提供投資人分散美元資產風險**，長期呈現多頭格局，但需留意短期波動較大的特徵。
- 美國經濟降溫，**美元短期將於百元附近震盪**。非美貨幣後續反應各國貨幣政策和經濟基本面差異，可增持分散佈局。

免責聲明和重要說明

本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。