KGI

CIO Office

CIO Insights 投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

關稅不可怕，可怕的是政策的搖擺

If Bad Is an Understatement, Uncertainty Is the Worst

2025年7月11日

不同的資產反映不同的關注

過了7月9日後，市場會注意什麼了？

美元指數 – 關稅擔憂的反影

S&P 500 – 大而美法案的減稅政策對公司的影響

美國十年債息 – 美國財政跟關稅對通脹的擔憂

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

過了7月9日後，關稅問題是不是已經解決？

過了7月9日後，市場會注意什麼了?

7月9日**已經達到**一個框架

■ 敲定細節

在90日內敲定所有關稅的細節差不多等於是沒可能。中間談判的過程將會有很多來來回回。市場的氣氛也會非常反覆。美元在這個情況也很難穩定下來。

■ 尋找最大的談判籌碼

中國跟美國的關稅談判不止於集中在關稅上面。對中國來說，怎樣把它對稀土出口的控制權發揮至最大的效益才是最終目標，譬如要求美國取消所有對中國科技上出口的限制。

7月9日**還沒達到**一個框架

■ 再把死線延長

可能一些國家不是不想跟美國談判，而是美國沒有這麼多時間在這九十天內跟這麼多國家談判。最有可能的是美國對這些國家在把死線延長，威脅加上死線延長將會是美國談判的策略。

■ 美國把關稅立即向上調

美國亦有機會把還沒達到一個框架協議的國家的關稅馬上向上調整到四月剛剛宣佈關稅的水平。這將會帶來市場上不必要的不確定性。

資料來源：凱基證券整理

KGI

美聯儲的獨立性再受特朗普的言論動搖

美元作為避險資產的定位也再受打擊

特朗普的言論	特朗普公開表示對鮑威爾減息不夠積極感到不滿，並稱「如果我想要他離開，他很快就會走人」。這些言論讓市場擔心美聯儲未來的貨幣政策可能受到政治干預，無法專注於經濟數據與長期穩定目標。
對美元的影響	■ **美元大幅走弱：**隨著市場對美聯儲獨立性的擔憂升溫，美元指數已跌至三年新低，年內貶值幅度達10%，創2003年以來最大年度跌幅。 ■ **資金外流與避險情緒升溫：**投資人擔心美國貨幣政策將受政治影響，導致美元避險地位動搖，資金流向黃金及其他資產。金價創下歷史新高雖有輕微回調，但部分資金也流向歐元等主要貨幣。 ■ **利率預期變化：**市場預期美聯儲可能更快減息，導致短天期美債孳息率下跌(對美元支持減少)，但長天期利率因通脹風險而維持在高位。 ■ **全球信心受損：**美聯儲獨立性動搖被視為美國經濟與金融體系穩定性的重大風險，若美國總統任命「配合度高」的新主席，將進一步削弱美元作為全球儲備貨幣的信心。

資料來源：凱基證券整理

KGI

股票市場對「大而美法案」的減稅充滿憧憬

但從數字上不足以支持股市的升幅

減稅類別	十年期稅收減少估算金額(美元)	主要內容摘要
個人所得稅減稅	- 2.1兆	永久化特朗普時代七級稅率、提高標準扣除、撫養子女抵免等
企業與小企業減稅	- 1.2兆	199A合格商業收入扣除永久化、設備與研發支出全額抵扣
SALT (州地方稅扣除)	- 0.3兆	SALT扣除上限由$10,000提升至$40,000，2029年後回復
遺產與贈與稅	- 0.2兆	終身免稅額提升至單身$1,500萬、夫妻$3,000萬
小費與加班收入免稅	- 0.1兆	小費、加班工資免稅、汽車貸款利息可扣除等
其他家庭福利與扣除	- 0.1兆	擴大托育抵免、帶薪假稅收抵免、領養抵免、醫療儲蓄帳戶等
其他商業相關減稅	- 0.07兆	其他業務稅收優惠、雜項扣除調整
總計	- 4.1兆	十年期聯邦稅收減少總額

減稅類別	十年期預估GDP提升(美元)	主要驅動因素及說明
個人所得稅減稅	0.7 – 1.0兆	提高中產家庭可支配所得，刺激消費與勞動參與
企業與小企業減稅	0.8 – 1.2兆	199A扣除永久化、全額設備與研發支出抵扣，提升投資與生產力
SALT (州地方稅扣除)	0.1 – 0.2兆	降低州稅賦稅負擔，增加地區消費能力
遺產與贈與稅	0.05 – 0.1兆	高資產家庭資本流動性提升，部分轉化為投資
小費與加班收入免稅	0.05 – 0.1兆	勞工實領收入增加，帶動基層消費
其他家庭福利與扣除	0.05 – 0.1兆	托育、醫療、領養抵免等，提升家庭消費與勞動參與
總計	1.7 – 2.6兆	十年期GDP提升，佔基線GDP約0.8% – 1.2%

資料來源：凱基證券整理

股市漲了5.7兆美元

估值已經到了一個不符合減稅經濟效益的程度

標普500指數	總市值(美元)
2025年3月31日	47.6兆
2025年7月3日	53.3兆
轉變	5.7兆

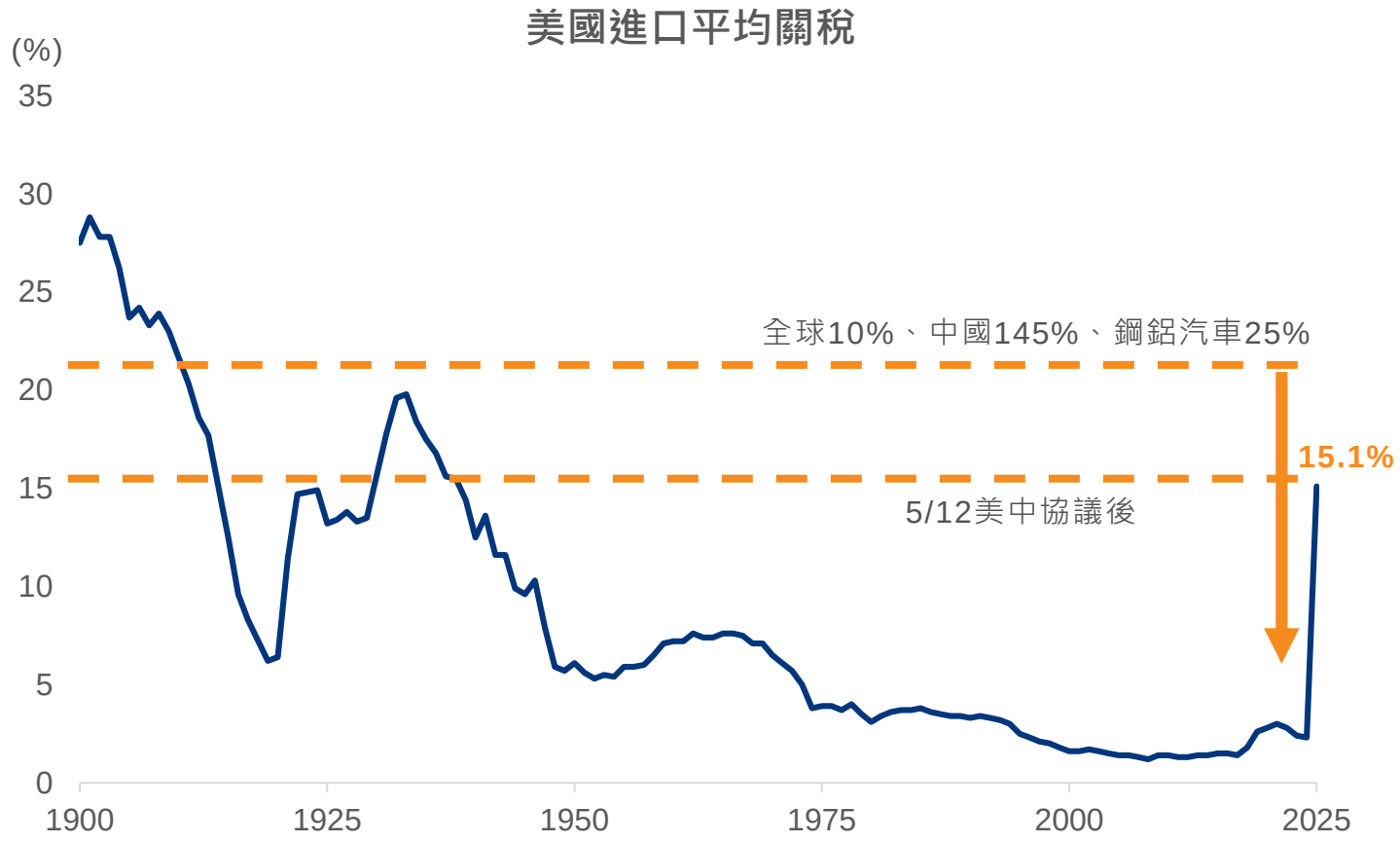
	情境1	情境2	情境3
	所有減稅金額轉化為盈利	減稅→消費→盈利	一年期預估GDP提升
盈利	4,000億美元/年	960億美元/年	2,100億美元/年
股票市場市值變化	5.7兆美元	5.7兆美元	5.7兆美元
隱含市盈率	14.2倍	59.4倍	27.1倍
標普500指數市盈率	21.0倍	21.0倍	21.0倍

資料來源：凱基證券整理

KGI

大而美法案的減稅與關稅稅收增加互相抵銷

減稅對經濟正面的影響，應沒有股票市場預期的那麼大



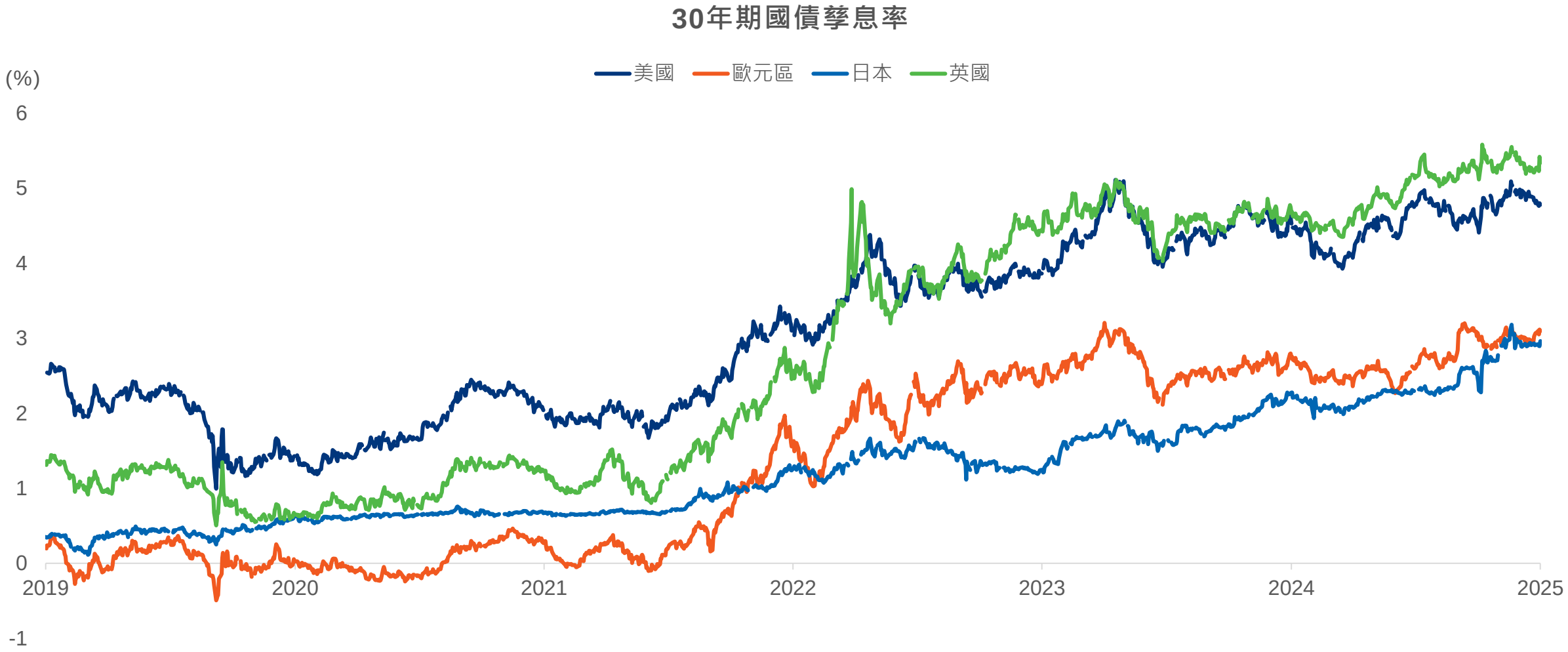
類別	金額(美元)
美國2024年全年進口額	33,000億
平均關稅率	(15%)
關稅總收入	4,950億
關稅等於向進口商及消費者加稅	4,950億
大而美法案總減稅額	4,100億
正稅項收入增加	850億

- 美國關稅稅率或有機會比15%為低，但仍是充滿不確定性
- 唯一可以肯定是大而美法案的減稅措施，很大程度會被關稅增加的政策抵銷

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

長遠美國政府財政狀況惡化可能沒有之前想像那麼大

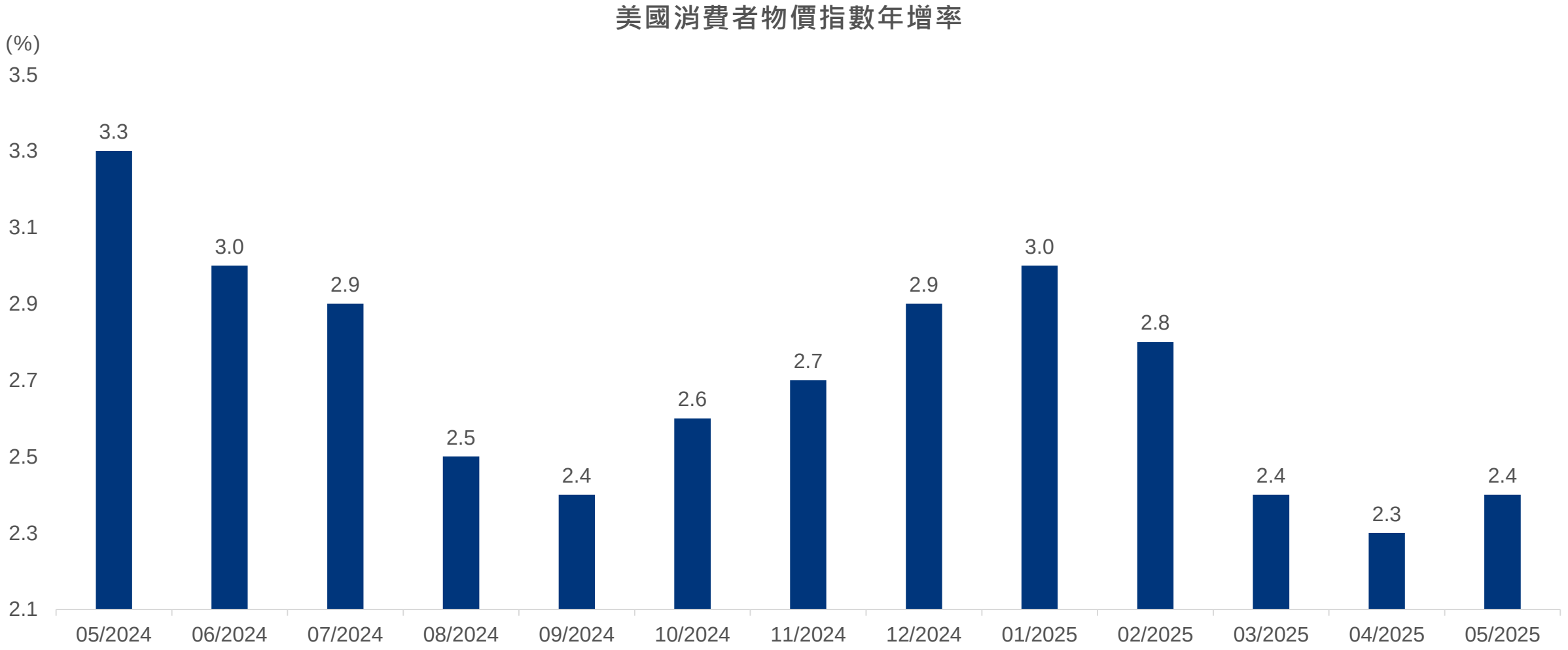
但在這不確定性甚高的環境下，相信投資者仍然會避開長天期國債息率或有機會上升的風險



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

美國通膨完全未有反映往後增加關稅的影響

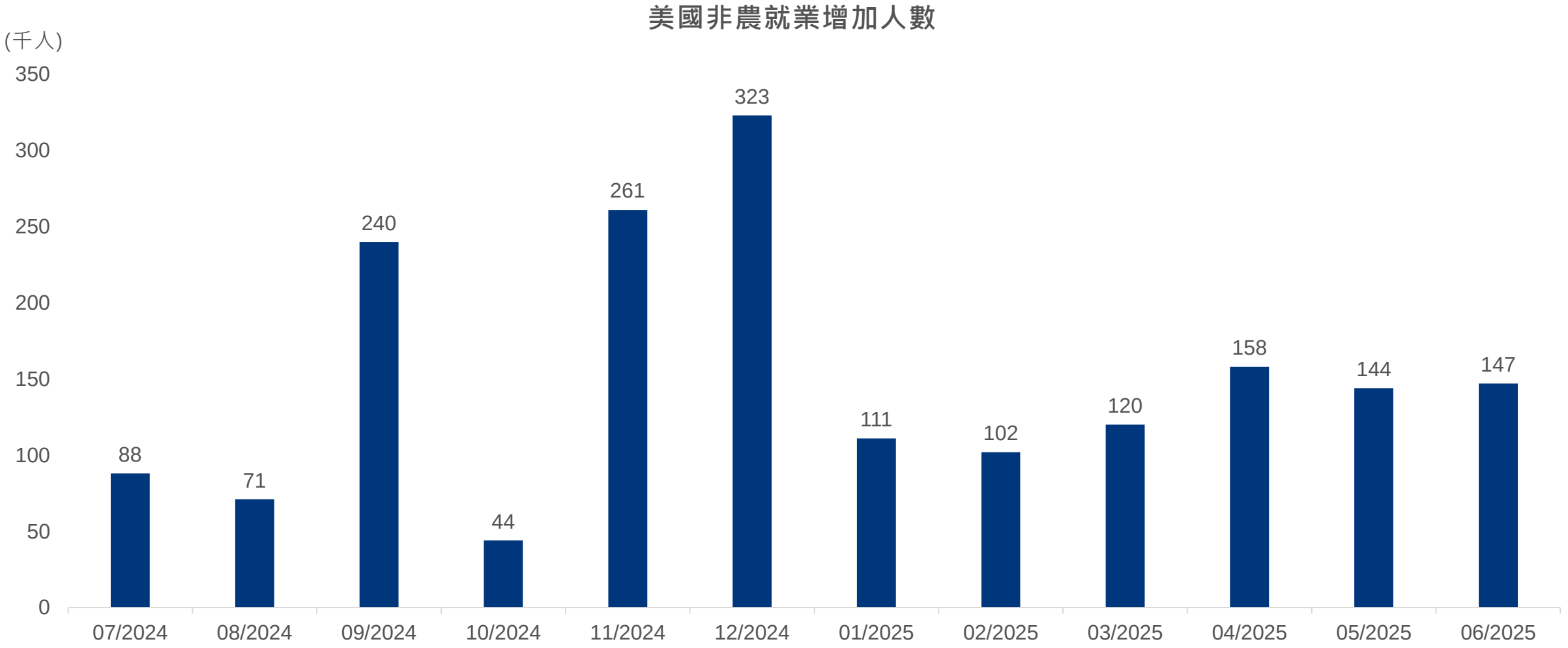
如美聯儲要看硬數據才決定減息與否，客觀的方法是等到關稅實施後，才作決定。等待的時間可能會比預期長



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

非農就業數據也超出預期

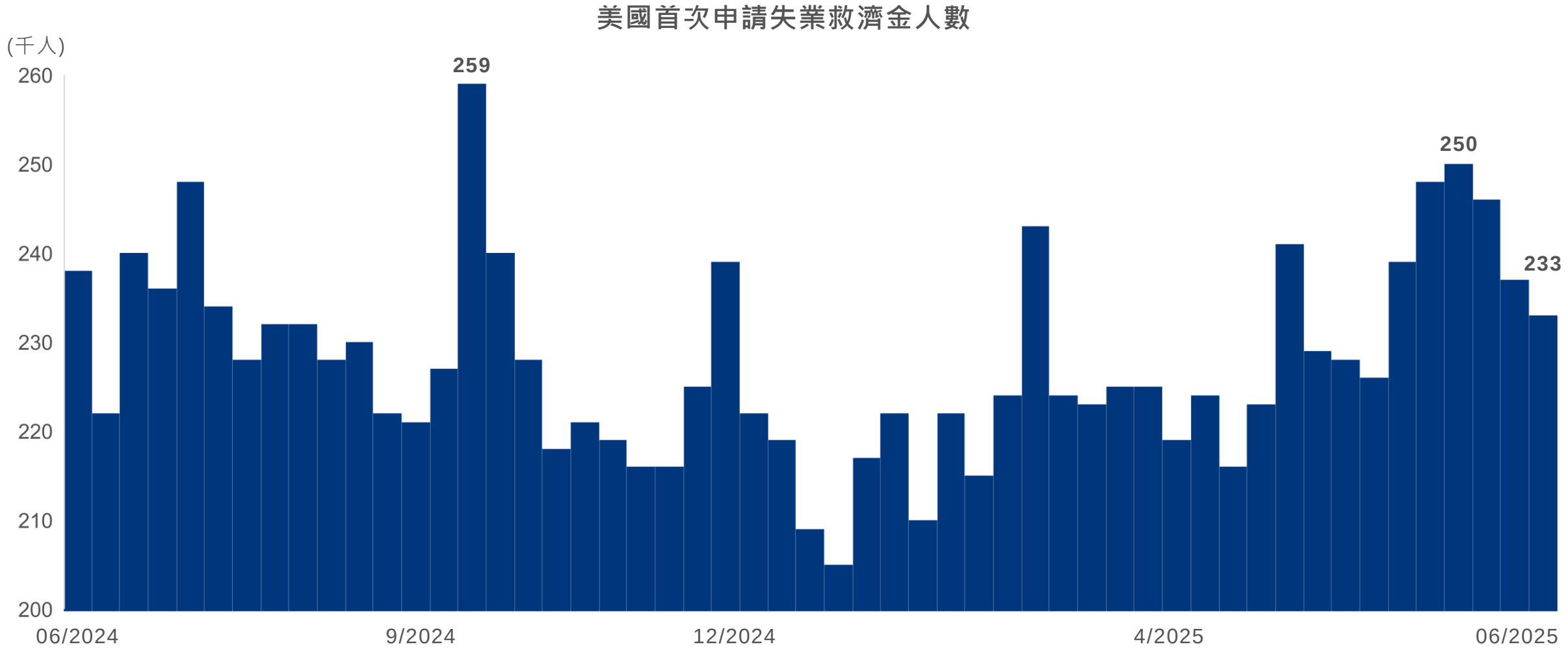
美國經濟的韌度比預期高，減息的迫切性亦跟隨下降



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

首次申請救濟金的數據也跟非農的趨勢吻合

美國經濟步入衰退的機會，也從四月初的60%降至現在的只有20%



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

2年期國債息率也從四月的低位有所回升

減息的預期比之前估計少了一點點

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

投資趨勢總結

美元

大趨勢仍然往下

- 主要受政策的不確定性影響。不單是關稅政策的不確定性，而是美國整體的政策反反覆覆，它的合作夥伴國家，都不敢過分依賴美國。「去美元」化已成為各國的大趨勢。
- 特朗普對美聯儲主席的威脅言論，轉化成投資者對美聯儲以及美國貨幣政策的獨立性產生疑問，這將會大大打擊投資者對美元的信心。

股市

美股的反彈遠遠超過基本因素，不建議加倉，應轉向歐洲，日本及中港股市。

- 投資者對美國減稅的措施帶來對經濟的正面影響，可能過於高估。股票市場最近兩個月的升幅而差不多反映減稅的經濟效益可以達到27倍到59倍的市盈率。遠遠超出標普500的21倍市盈率。
- 美國減稅措施執行的同時，也大大提高了關稅，關稅的收入主要會來自美國的進口商或消費者，兩者將會互相對沖，實質對經濟的影響可能沒之前預期這麼大。

美國國債

集中在短中期國債，暫時避開長天期各債

- 因美國經濟堅韌力度仍然很強，加上關稅的情況懸而未決，美聯儲應會用「買時間」的策略，觀望關稅最後的影響才決定減息的速度。
- 因受關稅收入的幫補，美國財政赤字的困境可能沒之前預計這麼嚴重，但是不明朗的因素仍然很多，投資者也應不會在現時投放太多資金在不確定性仍高的長天期國債。

資料來源：凱基證券整理

KGI

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，投資者應就該要約審慎行事。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。