

美關稅2.0 勢自我推高通脹

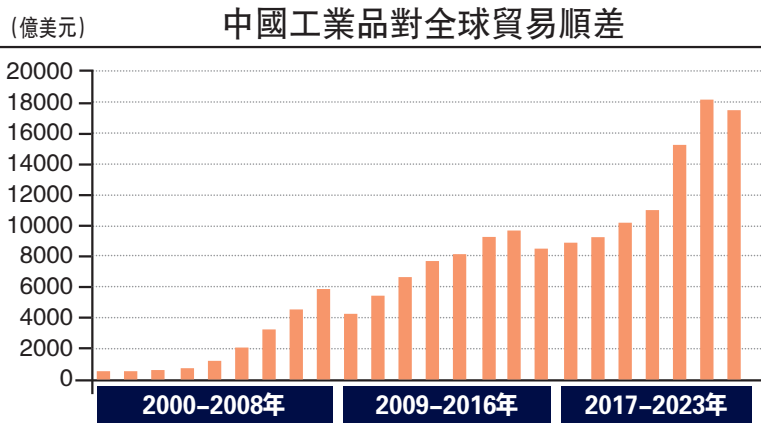
投資全方位 一點靈犀

在評估美國關稅動向與中國應對方式後，會發現當前環境與上一輪貿易戰存在很大差別。產業鏈出海的效果被稀釋，匯率與補貼的「緩衝墊」也被削弱，「特朗普2.0」的關稅衝擊將會更快地體現在通脹層面，而美國政府對此的認識恐怕並不充分。

李靈修



▲中國工業品對全球貿易順差額度，到了2022年與2023年均接近1.8萬億美元。



縱觀特朗普的新一屆政府內閣官員，支持加徵關稅的觀點都較為類似。如美國財政部部長貝森特認為，只要「逐步分層實施」關稅政策，對於國內通脹的影響極小。美國貿易代表格利爾則更為直接，「特朗普對中國商品加徵關稅的成本並未轉嫁給美國消費者，即便在兩國貿易爭端最為激烈的時期，美國的失業率、通脹水平與人均國內生產總值(GDP)等經濟指標仍表現良好」。

(PIIE) 研究報告指出，2018年前後美國對華加徵關稅對美國通脹的影響在0.3個百分點左右。

中美之間出現「假性脫鈎」

回顧中美首輪貿易爭端，上屆特朗普政府共對中國加徵5次關稅，目前中國約有30%的對美出口商品被徵收25%關稅，另有30%商品被徵收10%關稅，加權後的有效稅率達11.82%，遠高於美國目前2.6%的對外平均關稅。而中美雙邊貿易額的確出現顯著下降。2017年中國佔美國進口的比重達21.9%，到了2024年5月份這一佔比僅為12.7%。在此期間，中國在美國進口國排名已被墨西哥、加拿大趕超，跌至第三位。

如此看來，美國對華加徵關稅簡直是「百利無一害」。但事實果真如此嗎？筆者於7月20日撰文《美保護主義無損「中國製造」競爭力》指出，在經歷了首輪貿易爭端後，中美之間出現了「假性脫鈎」。對於中國而言，對外總出口規模並未下滑，甚至全球佔比反而在上升。據世界貿易組織(WTO)的數據，2023年末中國佔全球出口的份額為14.2%，較2017年的水平(12.8%)還上升了1.4個百分點。雖然中國消費品的直接出口佔比下降，但資本品(機器設備、基本原材料)、中間品的出口比例上升。這背後反映出的是，中國商品通

過出海生產或轉口貿易的形式，間接覆蓋美國市場需求的同时，也提高了「中國製造」在全球市場上的份額。另有統計顯示，2018年中國工業品對全球貿易順差僅為8000億美元，到了2022年與2023年，順差額度都接近了1.8萬億美元(見上圖)。而1.8萬億的順差規模佔全球GDP比重約為2%，相當於二戰後初期美國的工業順差情況。

除了產業鏈出海，貨幣貶值與出口退稅也起到了貿易戰「緩衝墊」的作用。在2018年至2019年間，人民幣對美元匯率合計貶值8%左右。而相對2017年末，2019年中國出口退稅的規模則擴大了2600億元人民幣。上述舉措實質降

低了商品出口價格，幫助那些沒有選擇出海的外貿企業分攤了關稅衝擊。

然而，眼下的貿易環境與中國應對2018年有着明顯區別，這也造成了特朗普政府在制定「關稅2.0」政策時出現了錯判。

自斷廉價進口品路徑

首先，美國低估全面增加關稅的連鎖反應。筆者10月24日撰文《為特朗普算一筆關稅戰的經濟賬》指出，特朗普的關稅政策較「1.0版本」更加細化，並有可能執行「原產地穿透」準則。按照上月在社交平台披露的信息，就職後將向墨西哥與加拿大加徵25%關稅，並對中國加徵10%關稅，未來不排除向更多產業鏈轉移受益國加徵關稅，但這也就斬斷了廉價商品流向美國的所有路徑。

其次，中國的應對方式也在明顯轉變。筆者11月21日撰文《出口退稅調整的一箭三鵰》指出，中央政府下調出口退稅反映出經濟政策不再片面追求貿易順差，而是轉向提振國內消費需求、着力解決低價內捲的問題；人民幣進一步貶值的空間也十分有限。中國趕在特朗普正式上任前部署「先手棋」，旨在未來貿易談判中佔據更加主動的地位。

心水股 微盟 (02013) 工商銀行 (01398) 澳博 (00880)

粵海派特別息 估值大修復

還有兩個半交易天，充滿挑戰的2024年就要過去了。回顧這一年，我頭牌形容為「止跌回升」、「漸入佳境」。展望2025年，應該是充滿期待，儘管美國將換了個特朗普當總統，將令世界格局出現更多的不可測性，但歸結到底，只要我們目標明確，積極作為，把自己的事情做好，就無懼風風雨雨。世界塌不下來，我們保持抗擊逆境的韌性，2025年的展望總體應比2024年審慎樂觀！

對於國家克服困難繼續可持續發展的承諾，我是完全信納的，這對投資者極為重要，也是信心所在，若喪失信心，隨西方世界的謬論翻翻起舞，你一定不可能得到理想的投資回報。試看即將過去的2024年，大部分做空者最終還是以虧損告終。所以，汲取教訓，2025年要謹記的信條就是：不要被難關嚇倒，拒絕做空，以堅韌不拔之精神處理投資。信任國家，堅定地選擇優質國企股作為投資對象。

為什麼我對優質國企股這樣有信心呢？理由有如下幾點：
一、國家要穩定經濟、樓市和股市，會不斷出台政策，施展「組合拳」，而最主要的執行者或推手，便是國家擁有控制權的國企了。這是主力軍，你不買主力軍，卻揀「雜牌軍」，那就怨不得別人了。
二、國家有政策，鼓勵國企股做



大做強，更好地分紅理財，回饋股東。可以預期，優質國企股，包括中央和地方國企在內，在2025年公布業績時，一定記住上述的「明訓」。股東有望得到更好的分紅及回報，如無意外，續派高息的機會甚大。

國企股「積極有為」

三、國家還鼓勵國企股「變法」，將真正的實力和估值展現出來。所以，「保守」不再成為代詞，而應是「積極有為」。國企很少運用「財技」，例如分拆、合併、重組、實物分流之類，相信新的一年會增加這方面的活動。試看粵海投資(00270)以實物分派粵海置地股份作特別中期息，就使整隻股份由死氣沉沉到生猛猛，股價大漲二、三成，這一成功先例，肯定為國企股樹立榜樣。以國企為尊，以投資國企為優先選擇，此為我頭牌第一年的第一條守則。

工行突破5元關口 上升潛力強

經紀愛股 余君龍

港股走勢反覆上落，恒生指數在上試二萬一千點心理關口位後回順，雖然一度下試二萬點心理關口位，但二萬點以下沽壓不大，因此很快出現技術反彈，恒生指數主要圍繞二萬點上落，預測短期大市在波幅上落，處於典型的整固期。及至最近內銀股走勢呈強，有直逼歷史高位之勢。

其中個別傳統成份股亦逐步逼近歷史高峰，惟恒生指數卻遠低於歷史高位的33000點水平，反映傳統經濟股份正在追落後，而且逐步反映基本因素的強勢，扭轉普遍只有10倍、8倍以下預期市盈率的市況，但是大市受到新經濟板塊的拖累，美資等外資大行於過去30年於政策傾斜之下締造一個長久以來有利造淡的平台，在指數成份股之中總有一些周期類股份，如新經濟板塊、科技板塊、市場揣測等拖累股價表現，透過期貨指數及衍生工具等，影響整體投資氣氛從而觸發整體拋售，拖低整體大市，成為跨市場對沖活動，買美股拋港股的基礎。

內銀板塊擺脫長期受制

環顧全球主要股市金融中心，主要指數反映經濟發展的同時，亦是市場的地標，帶着一定的政治色彩，其中最重要的是打

造一個成功金融市場的地標，一如當前的表現。

從技術走勢分析，內銀板塊率先擺脫長期受制的投資文化，一旦扭轉過去數十年的股價受人為因素影響，可望逐步以一個較合理10倍以上預期市盈率表現，回報具傳統理念的長線投資。環顧多隻內銀股均已攀上近十年高位，工商銀行(01398)日前突破5元心理關口，衝上5.19元，料會觸發新一輪補購潮，隨後即使出現技術調整，亦可沿10天移動平均線組織長線上升軌道，目前10天及50天線分別在4.89元及4.72元。而預期市盈率在7倍以下，上升潛力可強。

於5.1元左右水平收集，第一個上線目標是歷史高位5.45元，中期升浪可跨越6元心理關口，而下線參考位在10天平均線。

(作者為獨立股評人)



華府將換屆 下月議息料利率不變

工銀智評 2024年12月18日，美國聯儲局公開市場委員會(FOMC)會議將基準利率下調25基點至4.25厘至4.50厘水平。本次議息會議整體態度偏向「鷹派」，美聯儲對經濟較為樂觀但認為仍存在不確定性。

首先，FOMC的經濟指標預測調整指向不急於減息。美聯儲於本次會議上調增長預測，包括大幅上調2024年本地生產總值(GDP)增速預測至2.5%，以及小幅上調2025年GDP增速預測至2.1%，2026年預測值為2%不變。

美聯儲分別上調2024年及2025年通脹預測至2.4%及2.5%；相應的

核心個人消費支出物價指數(PCE)分別上調至2.8%及2.5%。同時下調2024年及2025年失業率預測至4.2%及4.3%。以上調整符合市場的分析。

其次，FOMC的12月點陣圖(即呈現每季美聯儲官員對聯邦基金利率的預測圖表)中位數顯示，FOMC委員傾向在2025年的6次會議中減息2次。此外，亦上調2025及2026年末的利率水平預測至3.9厘及3.4厘，將長期均衡利率小幅上修至3厘。美聯儲主席鮑威爾隨後亦表示息口「接近或已到達」放緩、暫停減息的節點。

對於2025年的減息空間，我們預期將有所收窄。從市場反應來看，FOMC會議後，美聯儲觀察

(FedWatch)顯示2025年1月維持利率不變概率達91.4%。從經濟數據方面來看，目前美國經濟數據較為樂觀，金融狀況相對充裕，總體來看減息的迫切性不高。

預留政策空間應對突變

同時，近期通脹由於能源價格波動等因素有所反覆，且美聯儲認為需要對「特朗普2.0時代」政策及影響保留抉擇空間。因此，短期內美聯儲大概率保持觀望，以預留部分政策調整空間，靜待特朗普新政府政策落地後進一步確定減息節奏。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)

博彩股內需股 成新春檔期焦點

實德略 鄭振輝

現在步入聖誕節行情，相信大市只會出現上落格局，筆者建議短期內有兩個板塊可以特別關注。首先是博彩股，因為聖誕假期後緊接着便是農曆新年，全是澳門的旅游旺季，加上近日澳門政府公布對2025年博彩收入預估非常正面。另外最近比較受壓的內需股亦可以趁低吸納，但只能夠作短線操作，因為下月便是內地的農曆新年長假，很多省市市政府已經摩拳擦掌推出消費券，加上中央政府所推的以舊換新的各項補貼計劃，本人相信將有助未來一個多月的消費氣氛。不過緊記這個板塊只能短線買賣而不建議長期持有。

外匯市場方面，美聯儲宣布減息0.25厘後，美元反而急升到最高108.54水平。原因是美聯儲主席鮑威爾在會後聲明中發出極鷹派言論，暗示明年減息次數將大幅減少甚至暫停降息；而點陣圖亦顯示美聯儲局官員普遍相信2025年最多只有兩次減息機會。那麼美元未來走向如何？

長遠的不敢說，美元強勢相信能延續至2025年第一季度，大家有否留意，美國10年期長債息率因減息而創出大半年新高曾測試4.5厘以上水平。

原因是投資者預期未來降息步伐大為縮減外，亦擔憂特朗普上台後貿易戰加劇，在財政壓力加大下，增加發債好像已經是既定的故事。但要知道在本年美債的需求已經明顯下降，假如在這種需求狀況下2025年還增加供應，債券價格的壓力可想而知，債價下跌是主要推動債息上升的因素。因此在特朗普上任初期美聯儲更沒有空間減息，相對其他歐洲國家將會出現明顯息差優勢，所以美元在下半年首季延續上升勢頭機率甚高。

美降息步伐放緩 油價添壓

商品市場方面，過去超過一個月油價穩定徘徊於67至71.5美元之間。利好消息包括油組及其夥伴意外保持產量不變，沒有像市場預期般每月增產150萬桶。加上中東地緣政治局勢混亂緊張亦有助油價的穩定；但全球石油需求預期被連續第四個月下調，以及美聯儲明顯縮減未來降息步伐，卻為油價帶來壓力。所以在好淡爭持下形成現在的穩定上落市局面，對於短線投資者而言，現時倒是一個不錯的機會。

(作者為實德金融策略研究部高級經理)

國策發力 看好金融及高分紅股

股壇魔術師 高飛 本文見報適逢聖誕節，祝願大家新年進步、來年喜氣洋洋！市場充滿節日氣氛，筆者也懶洋洋，引述老虎證券(香港)投研總監陳慶煒就2024年市場回顧及明年展望，當然，我頗為認同他的看法。

美股AI板塊投資難度增

回顧2024年美股、港股及A股整體表現，陳慶煒認為，美股在大型科技股帶領之下，連續第二年獲得25%以上的收益，不過，認為今年人工智能(AI)投資的難度加大，只有從中

獲得營收的受益公司才有好的表現。

至於港股和A股的表現，並不遜色於美股，在統計的全球各個國家近300隻股票指數之中，表現最好的前20隻股票指數有5隻來自港股和A股市場，其中MSCI中國金融行業指數、富時中國A50指數、中證香港紅利指數和恒生中國企業指數的表現都超過美股的納指和標普，體現出金融板塊與高分紅概念今年的表現是最好的。

展望明年，認為美股的AI投資難度會進一步加大，隨着AI應用進一步加速擴散，更多公司的傳統業務將面臨衝擊，甚至出現商業模式上的顛

覆，其中會蘊含更大的風險和機會。

港股及A股方面，自中央9月24日後政策轉向強調財政與貨幣政策的逆周期調節，12月9號中央政治局會議將「大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大內需」放在更重要的位置，因此覺得消費與科技領域會是政策支持重點。基於市場情緒比較積極時，資金會分流投入金融和高分紅股。從基本盤來看，金融和高分紅股雖然近兩年錄得不少升幅，但中證香港紅利指數的市賬率不到0.55，分紅率依然有7%以上，所以還有估值修復空間。