



▲美元美債的避險功能弱化，讓安全資產的稀缺性上升，有利於黃金表現。

經濟觀察家

美國股債匯三殺的本質是美元資產中安全資產（債券與現金）的避險能力下降，難以對沖風險資產（股票與商品）的回調虧損。在美元資產內部進行資產配置，無法有效分散風險，需警惕這一現象的反覆化、長期化的可能性。

股債匯三殺在美國歷史上並不多見，這是因為美股牛長熊短，股票大部分時間都在上漲。當股票遭遇負面衝擊下跌時，美債與美元作為傳統避險資產趨於上漲，進而避免三殺。長期而嚴重的股債匯三殺集中發生在上世紀70-80年代的「大通脹」時代，例如1976年末開始的三殺，持續時間超過一年。

# 警惕美國股債匯三殺長期化

中金點睛  
李昭 楊曉卿

大通脹時代三殺頻發，一方面是由於高通脹蠶食資產價值，導致股債同跌，另一方面是因為布雷頓森林體系後，美國聯儲局尚未建立央行信譽，貨幣政策搖擺不定，美元信譽下降，因此美元的風險對沖能力有限，常常與股債同跌。在80年代「沃爾克緊縮」之後，美聯儲成功建立中央銀行信譽，美元避險功能提升，三殺持續時間開始縮短。

## 經濟軟着陸門檻高

2022年之後，股債匯三殺重回美國視野，發生頻率上升，筆者認為主要由於以下兩點原因。首先是通脹環境導致股債相關性轉正。筆者曾提出通脹環境決定股債相關性，高通脹股債正相關，低通脹股債負相關。疫情後美國重新進入高通脹階段，股債相關性轉正，讓股債同跌更為頻繁，美國債券避險能力下降。

其次是2025年特朗普就任總統後，「美國例外論」有所動搖，非美經濟體資產和貨幣的吸引力上升，美元趨於下行，避險能力同步弱化。從資產配置角度理解，美國股債匯三殺意味着美元資產中的安全資產（債券與現金）的避險能力下降，難以對沖風險資產（股票）的回調虧損，美元資產組合面臨困局。

4月下旬以來，美國關稅態度有所軟化，5月12日中美貿易談判取得重大進展，提升風險偏好，美股與美元都明顯反彈，但這並沒有解決美元美債避險能力下降的問題，如果再次面臨負面衝擊，美元資產可能仍比較脆弱。

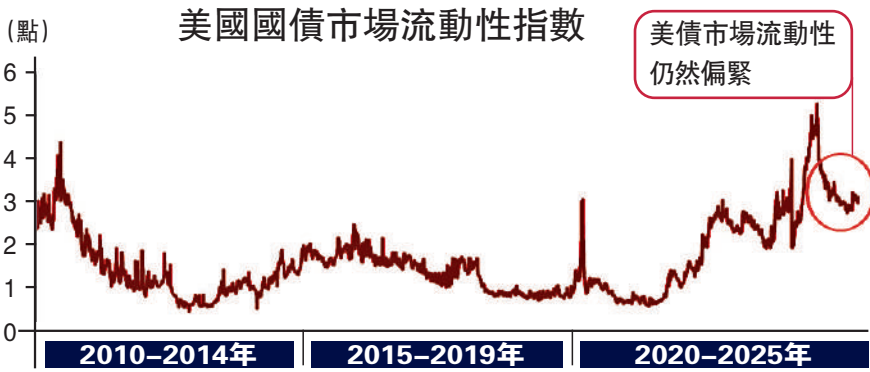
往前看，筆者認為負面衝擊重現的概率不低，建議警惕美元資產股債匯三殺長期化、反覆化的風險：此前曾提示過美國經濟或者通脹失控，或者增長失速，軟着陸的門檻較高。儘管當下對華關稅大幅下調，但美國對全球的平均關稅水平仍然很高，再參考2018年至2019年貿易談判過程，考慮大國博弈的複雜性與長期性，關稅前景也存在不確定性，因此美國經濟走向滯脹或衰退仍是我們的基準情景。在此宏觀背景下，美國股債匯都存在調整壓力。

先看美股，無論美國經濟走向衰退還是滯脹，都可能對美股形成壓制。目前美股周期性調整市盈率明顯高於歷史平均水平，預示美股長期回報下降，對負面衝擊反應敏感。歷史復盤來看，美股市場的上行拐點常常發生在政策明顯轉向之後。

## 「美國例外論」開始瓦解

當前既無法確定特朗普已經徹底調整經濟政策，也沒有看到美聯儲轉向全面寬鬆，因此不建議投資者抄底美股、應維持低配。美債雖然在衰退情形下受益，但滯脹情形下利率可能上行，結合當前美債市場流動性趨緊、波動率上升，短期走勢存在較大變數。

此外，特朗普減稅政策可能導致



美國債務加速擴張，利空美債，進一步弱化其避險功能。美債前景不確定性較高。至於美元，儘管最近與美股同步反彈，但從資產配置角度來看並非積極信號：美元美股同向運行，股債相關性轉正，說明美元沒有正常發揮避險功能，未來如果美股下跌，美元也可能同步下跌。

美元避險功能下降，一個重要原因是「美國例外論」開始瓦解。過去幾年美國財政貿易赤字擴大、通脹高企，正常情況下美元應該貶值，但由於美國經濟增長前景與資產表現明顯優於其他經濟體，美元資產吸引力較強，美元持續走強，形成「美國例外論」。

進入2025年，特朗普的經濟外交政策既打擊了美國經濟前景，也衝擊了國際貿易和貨幣體系，讓美元資產吸引力下降。因此當面對外部衝擊、美國股債資產承壓時，部分投資者並非把美國股債換成美元，而是從美元資產再配置到非美元資產，導致美元與美國股債同跌。當然，如果全球市場出現系統性風險與流動性問題，美元確實可能階段性走強，但從大趨勢上看，筆者認為美元或進入一個長期下行周期，避險功能可能持續弱化。

## 建議超配黃金中債

美元美債的避險功能弱化，讓安全資產的稀缺性上升，有利於黃金表現。在過去兩年時間，我們先後使用黃金模型1.0和2.0，論證黃金估值並不貴，回應市場上對於黃金估值偏貴的疑慮。但經過今年一季度的快速上漲之後，黃金一度接近每盎司3500美元，已經高出黃金模型2.0的均衡價格700美元以上。

從模型計算的角度出發，我們更新觀點：現在黃金估值已經偏貴，存在泡沫化風險。但模型計算的均衡價格只是金價的長期中樞，金價會圍繞估值中樞上下波動，在歷史上的黃金牛市（例如70年代）中，金價也可以超出估值中樞1200美元以上。因此筆者認為估值偏貴只說明黃金未來可能波動增大，並不意味着牛市結束。

我們梳理了歷史上三輪黃金牛市周期：1971年至1980年布雷頓森林體系解體後，黃金在十年時間左右上漲近20倍。1999年至2011年，黃金在10年左右上漲超過6倍。2015年至2020年期間，黃金在五年時間上漲近1倍。本輪黃金牛市周期從2022年底啟動，黃金價格從每盎司1600美元漲至3200美元，價格在兩年半的時間上漲1倍。考慮到當前全球經濟面臨百年變局，經濟結構巨變可能不亞於70

年代與21世紀初。與歷史上黃金牛市行情的幅度與時長相比，當前黃金行情可能演繹仍不充分，現在或仍處於黃金牛市的初期階段。

根據黃金模型2.0測算，我們發現黃金長期中樞在每盎司3000美元至5000美元之間，建議不要低估黃金在未來一、兩年的時間裏觸及5000美元的可能性。黃金近期已從高點回調8%左右，可能逐漸進入戰術加倉窗口。

在黃金以外，中債也是良好的安全資產。面臨外部壓力，中國逆周期政策可能進一步加力，貨幣寬鬆是阻力最小的方向。海外需求減少或壓低通脹，也利於債市表現。筆者預期中國利率仍有一定下行空間，建議維持超配中債。

由於美國股票偏貴且風險上升，其他國家的股票資產就成為風險資產再配置的自然選擇。我們曾提出全球資產重估的概念，認為中美歐三個大型經濟體的宏觀環境多空因素此消彼長，股票估值嚴重分化，中國與歐洲股票相對美股的吸引力正在上升。儘管今年4月以來的關稅衝擊導致中國股票回調，但現在已經收復跌幅，在中長期維度仍堅定看好中國資產重估。

## 歐洲長線資金回流

從資產配置角度看，疫情之前中國經濟與股票表現與美國相關性較高，疫情後中外資產相關性下降，中國經濟對美出口敞口降低，因此除了估值優勢以外，中國股票還可能展現相對韌性，在全球資產配置中分散風險。短期來看，考慮中美貿易談判的複雜性與反覆性，筆者建議中國股票配置穩中求進，以高股息與內需政策受益標的作為階段性底倉。

歐洲資產雖然也受到關稅政策影響，但歐洲市場具備政策和估值優勢，也可能對美股有相對收益。從政策角度看，德國3月通過5000億歐元規模財政刺激法案並支持歐盟8000億歐元「重新武裝歐洲」計劃，重啟財政擴張周期。

歐洲3月通脹同比降至2.2%，已經十分接近歐央行2%的通脹目標，因此歐央行不需要面對增長和通脹的兩難取捨，未來降息路徑更加通暢。歐洲股票相對美股折價近30%，遠高於過去二十年約17%的平均水平。以往歐洲投資者大量布局美國市場，但隨著美國資產安全性下降，歐洲長線資金正在撤離美國市場、回流歐洲市場，支持歐洲市場表現。

（作者李昭、楊曉卿均為中金公司研究員）

# 美調高關稅 自食苦果



自2025年初以來，特朗普政府2.0時期的中美關稅博弈呈現出愈發激烈且複雜的態勢，對兩國乃至全球經濟格局產生了深遠影響。和特朗普政府1.0時期的貿易博弈相比，2.0時期的貿易博弈的重要程度有了很大的提高，在一定意義上是國運之戰。

首先是加關稅的節奏比較快，在特朗普第一個任期的時候，他從2017年1月上任，中美的關稅博弈實際上到了2018年3月份才正式開始。中間經過了一年多時間的博弈和接觸，有一個比較長的相互試探過程。而特朗普政府2.0時期中美的關稅博弈實際上在他上台之後馬上開打。特朗普1月20日就任美國總統，1月21日就開始加關稅，中間沒有經過什麼接觸、試探和妥協。

第二個特點是稅率加得特別高，經很多人的測算，第一個任期內特朗普幾次對中國商品加徵關稅，最後的綜合水平，不同的人測算有所不同，有的人測算在13.7%，有的人測算到了19.3%，但是都沒有超過20%的水平，對於雙方之間的經貿往來有影響，但是沒有很大的影響，中美之間的貿易還在繼續發展。而在特朗普的第二個任期上來就加了20%，然後加到54%，再後加到84%、105%、145%，部分商品稅率達到265%。這個稅率是空前的，可能會導致中美之間的貿易完全脫鉤。

第三個特點是特朗普出台措施非常的衝動，做事沒有制約。特朗普在第一個任期之內，雖然對各個國家加關稅，但總體上還是相對比較謹慎的，或者說他受到了身邊官員的高度牽制和制約，不能夠隨心所欲。而第二個任期則不然，那些可能對他構成制約的人已經被趕走了，他現在身邊的這些人都是對他高度聽話的，對他拚命吹捧。在這種情況下，他加關稅沒有制約，所以加起來非常衝動，任性而為。現在美國把關稅加到這麼高，其實也是讓自己非常難受。

## 影響全球產業鏈布局

中美經貿關係的走向不僅影響兩國，也對全球經濟格局產生重大影響。在全球經濟一體化的背景下，中美關稅政策的調整對全球產業鏈和供應鏈造成了深遠的影響。

供應鏈布局調整：為規避關稅，許多企業開始調整供應鏈布局，加速向南亞、東南亞、墨西哥等地區轉移產能，形成「中國+1」或近岸外包模式。如蘋果公司加速在印度布局生產新的蘋果手機。這雖在短期內有助於企業避險，但從長期看，推高了全球貿易成本，還可能導致部分產業供應鏈的斷裂風險增加，世界銀行預測2025年國際貿易增速或降至2.1%。

產業成本增加：美國對中國加徵高額關稅，使中國出口企業成本大幅上升，產品在美國市場的競爭力下降。同時，中國對美國的反制措施也讓美國相關產業進口成本增加。以服裝類商品為

例，美國調整政策後，關稅成本大幅增加，這些成本最終可能會轉嫁到消費者身上，導致商品價格上漲，影響全球消費市場。

技術領域競爭加劇：在關稅政策調整背景下，中美在高科技領域的競爭愈發激烈，美國試圖通過關稅等手段遏制中國高科技產業發展，如在半導體、5G等領域對中國企業進行限制和打壓。這促使全球科技產業鏈出現一定程度的分裂和重組，各國企業不得不重新評估技術合作關係和供應鏈安全性，加大在技術研發上的投入，以尋求自主可控的技術發展路徑。

## 中國加大研發 突破困局

中國企業和產業界可以通過以下方式應對變化，實現產業的轉型升級和可持續發展：

市場多元化戰略：積極開拓新興市場，降低對美國單一市場的依賴。加速布局「一帶一路」沿線國家及區域全面經濟夥伴協定（RCEP）成員國市場。同時，挖掘內需潛力，利用國內龐大的消費市場，轉向「雙循環」發展模式，如海爾通過下沉渠道覆蓋縣域市場。

供應鏈優化與重構：進行產能轉移與區域化布局，通過在海外建廠或與當地企業合作，實現生產的本地化，如鋰電池公司欣旺達在印度、越南等設立生產基地。推動供應鏈國產化，提高關鍵零部件和技術的自給率，降低外部依賴，如半導體企業加速28納米（nm）國產化，中微公司刻蝕機打入台積電供應鏈。

技術創新與升級：加大研發投入，突破關鍵技術瓶頸，實現國產替代，例如華為研發佔比超20%突破技術封鎖，半導體領域2025年研發投入超5000億元人民幣。推動產業向綠色與智能化轉型，發展新能源、智能製造等新興產業，如2024年1月至8月，「新三樣」產品合計出口同比增長66.9%，佔全國出口比重提升1.7個百分點。芯片產業不斷升級突破。長遠來看，貿易博弈對促進中國的技術創新與產業升級是有很大的幫助的。

政策協同與合規管理：充分利用自貿區政策，享受關稅優惠和貿易便利化措施，如海南自貿港「零關稅中轉倉」可降稅15%。積極申請關稅豁免與利用金融支持政策，緩解關稅壓力，如2025年第一季度全國獲批關稅豁免案例超1200件，推出「關稅應對專項貸款」。幫助企業應對關稅衝擊。

在當前複雜的國際環境下，中國企業需要靈活應對各種挑戰，通過創新驅動和高質量發展來提升自身的競爭力，同時也要積極響應國家政策導向，參與到構建新發展格局中去。這樣不僅可以緩解中美經貿摩擦帶來的壓力，還能在全球產業鏈重構的過程中找到新的發展機遇。對企業來說，在錯綜複雜的迷霧當中，先看清前進的道路，保持樂觀的態度，然後在發展中解決問題。

（作者為商務部國際貿易經濟合作研究院研究員）（www.iff.org.cn）

# 寬減差餉 有助提振樓市



樓市智庫  
陳永傑

本港近年租金上升，特區政府可考慮將凍結2026年的差餉徵收率作出調整，將惠及全港逾300萬個物業。樓價持續下跌，租金卻不斷上升。中原城市領先指數（CCL）自2021年歷史高位迄今跌幅近三成，同期租金指數卻上升逾三成，租金與樓價背馳情況不斷擴大。樓價跌是受到外圍經濟、一手供應過剩等因素影響；租金升則是因大批人才及學生來港，以及市民減慢入市步伐，部分轉買為租，都對租金帶來刺激。

樓市已經全面撤辣，按揭全面放寬至七成，今年2月再把細價樓印花稅降至100元，惟是樓市仍在復甦之途上慢行。筆者相信，仍有很多救市招數在手，包括調低差餉徵收率。

近年住宅租金升幅驚人，最新整體私人住宅應課差餉租值更按年升近6%，創七年新高，加上搶人才政策，未來幾年租金易升難跌。可考慮調整差餉徵收率，由目前5%下調至4%，讓更多市民和工商行業受惠。

過去本港經濟低迷，差餉徵收率

也曾經調整。1997年爆發亞洲金融風暴波及物業市場，時任財政司司長曾蔭權宣布一系列支援措施，包括將差餉徵收率由5.5%降至5%，1998年再降至4.5%歷史新低，為期一年，直至1999年回復至5%，並一直維持至今。

## 本年度租值年升5.7%

差餉物業估價署最新完成對約355萬個物業單位估值檢討。其中整體住宅單位本年度（2025/26年）租值按年升5.7%，單計私人住宅單位的租值更急升5.8%，較2024/25年度的1.9%升幅大增，屬過去七年最大升幅。新一年度不論大、中及小型單位的租值均錄得升幅，升幅最明顯為面積752方呎或以下小型住宅單位，平均升幅約6.5%。

政府統計處數據顯示，2023/24年度一般差餉收入282億元，按年升48%兼創歷史新高。2024/25年度，差餉收入估算為324億元。中美經貿會談未完結，現時本港所面對的金融問題，可謂與金融風暴、金融海嘯不相伯仲，市場憧憬特區政府有更多救市措施。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）