

最新一輪以關稅為核心的貿易政策發展已引起市場關注，包括中國最近宣布對所有美國進口貨品徵收 34% 的反制關稅。貿易角力引發了市場避險情緒，全球股市出現明顯調整。在本期投資通訊，我們將深入探討相關措施，並評估其對大中華股票的影響。

近期貿易政策對大中華股票的影響

中國內地對美國關稅的反應

儘管美國對中國內地及台灣地區所實施的對等關稅稅率高於市場預期，我們相信中國內地仍有不同的反制行動選項。例如，當局在 2025 年 4 月 4 日宣布對所有美國進口貨品徵收 34% 的報復性關稅¹。

中國內地的反制措施摘要¹

1. 對所有貿易夥伴實施稀土出口管制。
2. 將 11 間美國公司列入不可靠實體清單（主要為與國防相關企業）。
3. 禁止 6 家美國企業向中國出口農產品。

4. 對美國出口的電腦斷層掃描（CT）球管展開反傾銷調查。
5. 對一家美資企業旗下中國子公司啟動反壟斷調查。
6. 就美國實施對等關稅向世貿組織提出申訴。

對中國來說，關稅並非新鮮事。過去幾年，中國內地對美國的出口份額下降，但同時輸往其他地區的出口則上升，反映中國內地已減少對單一市場的依賴。舉例說，在 2017 年，中國內地對美國的出口(佔中國出口份額)為 19%，及至 2023 年，比率已降至 14.8%（見圖 1）。

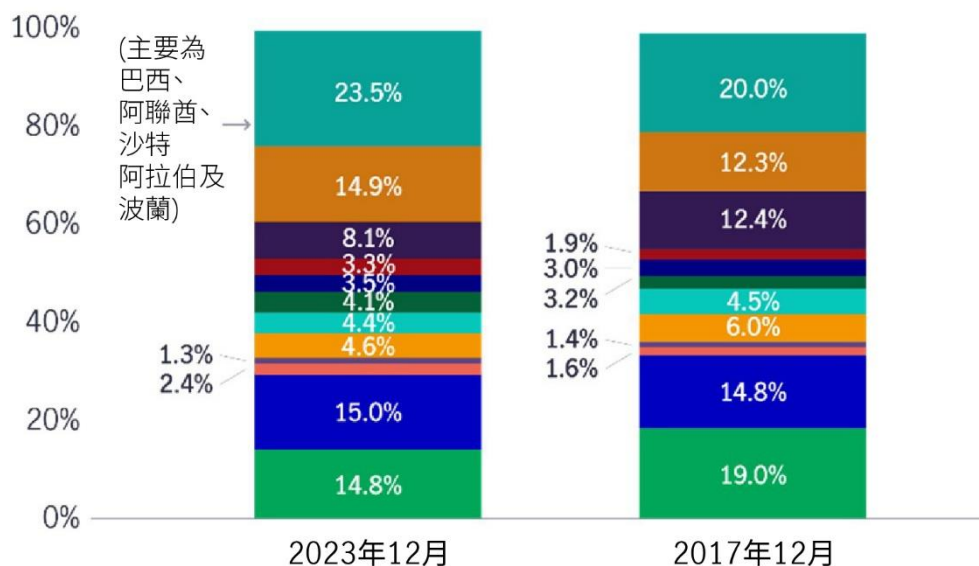
儘管如此，中國內地仍從美國進口化工、農業及林業產品，以及通訊設備等(主要類別)商品（見圖 3），但這些商品亦正面臨中國內地實施的報復性關稅。

¹ 中國商務部，2025 年 4 月 4 日。

圖 1：中國出口市場結構

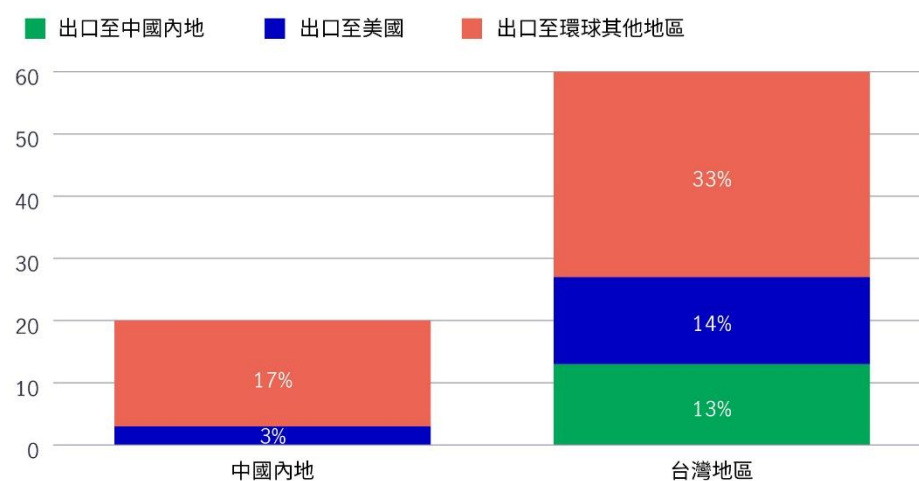
■ 美國 ■ 歐元區 ■ 墨西哥 ■ 加拿大 ■ 日本 ■ 南韓
■ 越南 ■ 印度 ■ 俄羅斯 ■ 香港 ■ 亞洲其他地區 ■ 其他

按目的地劃分的中國出口結構（%，過去 12 個月總和）



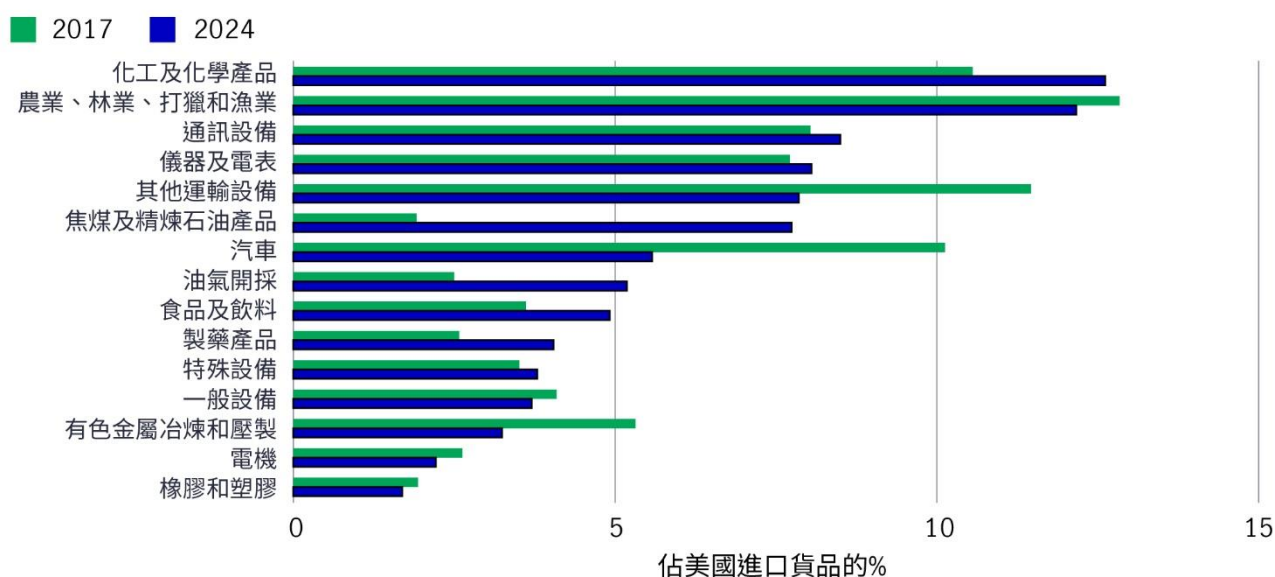
資料來源：摩根士丹利研究

圖 2：商品出口佔國內生產總值比重（國內生產總值所佔%，過去 12 個月總和）



資料來源：摩根士丹利研究

圖 3：中國 15 大美國進口貨品（按行業劃分，2024 年）



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 4 月

應對不明朗因素的各種政策工具

中國內地已準備好應對外圍不明朗因素。在 2025 年 3 月舉行的全國兩會上，當局強調：「為應對本地及外圍不確定性因素，中央財政已預留充足的儲備工具和政策空間。」當局亦可作進一步的行動，例如在 2025 年財政預算案已宣布將人民幣特別國債發行規模加碼至 3 萬億元人民幣。請[按此參閱我們早前的報告](#)。

我們預期，未來將有更多財政政策出台，而且正如兩會期間當局所言，仍有空間進一步放鬆貨幣政策。

此外，中國內地在 2025 年 3 月 30 日宣布，向四間內地銀行注資 5,200 億元人民幣。這項措施影響正面，讓有關銀行進一步擴大貸款規模，支持商業機構及中小企業的發展。

科技自給自足 取得良好進展

年初至今，中國內地與科技相關的行業均錄得明顯上升，包括人工智能和機械人，以至硬件、軟件和自動駕駛。DeepSeek 的技術突破、市場對中國內地人工智能與科技加速發展的樂觀情緒加劇，不少企業加快應用人工智能與推理，都引發有關科技本土化發展。整體而言，中國內地持續推進自主科技發展，情況令人鼓舞。

預期有更多支持消費政策出台

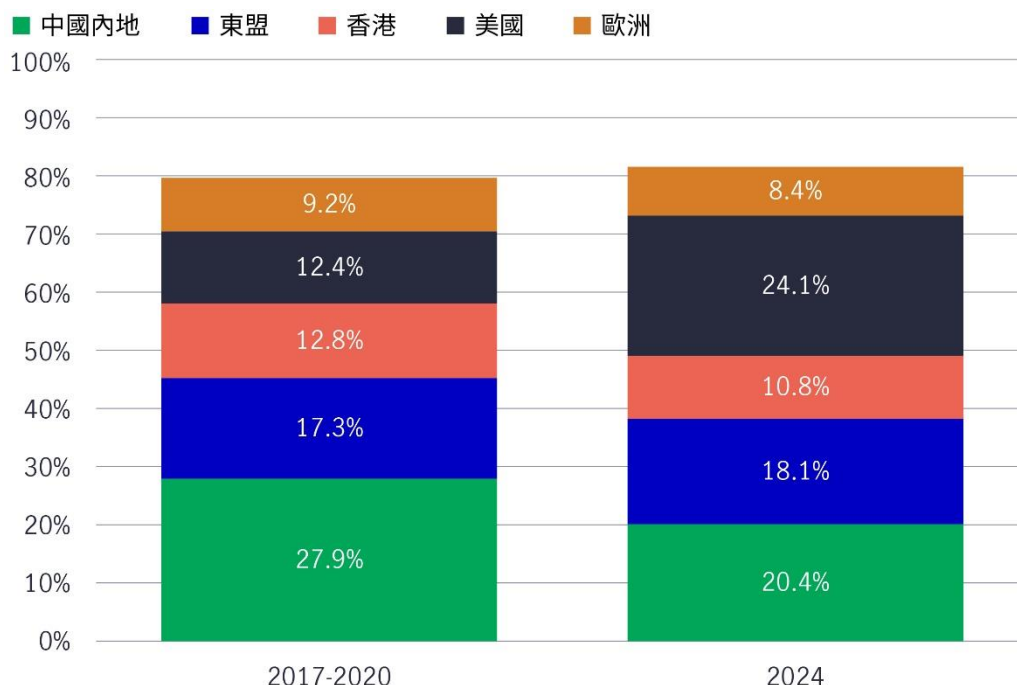
消費仍然是中國內地經濟的重要動力。自 2024 年第四季起至 2025 年，消費品（如電子產品、家電及通訊設

備）「以舊換新」政策已有效帶動內需增長。中國內地亦可能推出更全面的政策刺激消費，例如透過支持就業、提高養老金及長者／兒童照護福利等，增加居民收入及財富。

台灣地區的半導體業獲豁免對等關稅

2024 年台灣地區貨物輸往美國佔當地出口總額比例增至約 24.1%，幾乎是 2017 至 2020 年期間的兩倍（見圖 4）。按產品類別劃分，資訊、通訊、視聽產品和電子零件仍然是主要類別。然而，目前半導體業已被排除在對等關稅清單之外，這對台灣地區來說是利好消息。中期而言，我們仍然看好領先的晶圓代工企業。

圖 4：台灣地區：五大出口目的地（佔出口總額的比例）



資料來源：台灣財政部、摩根士丹利研究

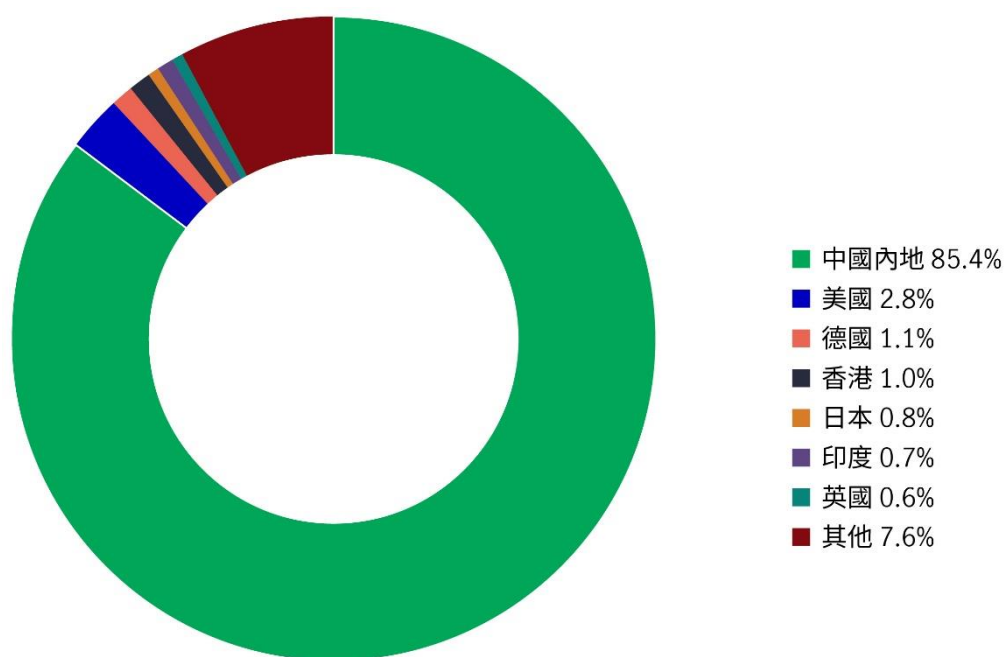
大中華策略採取防守性部署

MSCI 明晟中國指數成份股的美國收入比重不到 3%，處於偏低水平（見圖 5）。

我們的大中華股票策略採取防守性部署，因為投資團隊近期已沽出一些中國內地的科技、媒體和電訊公司以及台灣的資訊科技和硬件企業，先行部份獲利。與此同時，我們增加內需相關領域的投資，例如中國內地軟件、消費和康健護理股份。

然而，從中長期來看，我們繼續看好先進製造業龍頭，人工智能和機械人供應鏈的受惠者，以及本土小眾消費市場的龍頭企業。中國內地持續加快科技自給自足的步伐，並取得顯著的技術突破，維持領先優勢。

圖 5：MSCI 明晟中國指數成份股過去 12 個月的收益分布（按市場劃分）



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 3 月

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。