

# 關稅戰損人更傷己 製造業承壓最重 資金流走「美國例外論」規律失靈

## 風光不再

過去十年，對國際投資者而言，每當全球市場風雨飄搖時，總把錢投向美國，因那裏是避風港。中央廣播電視台旗下新媒體賬號「玉淵潭天」指出，這背後是一種被市場驗證過的理念——「美國例外論」，意思是無論世界怎麼動盪，美國市場總能快速消化衝擊，甚至獨善其身，但規律似乎失靈了。

觀察所得，美股正經歷前所未有的變化，並出現四大問題：一是「美國例外論」正瓦解；二是曾被認為最穩定的股指，卻波動最大；三是美股趨向「全球化公司+少數科技股」的集合體；四是國際投資者無法依靠美匯賺錢。

大公報記者  
彭子河

2025年  
1月20日

## 特朗普上任百日全球股市波動

### 觀察1 特朗普政策反覆無常 各國股市敏感度下降

過去美國市場就像一個巨大的磁鐵，當貿易摩擦的硝煙升起時，投資者本能地認為，資金躲進美國最安全，但今年，情況顛倒了。以美國總統特朗普上任百日的全球股市波動為例，原本維持漲幅的美國股市，卻在一次又一次的關稅威脅中不斷下跌。

#### 上任首3個月 美股跑輸全球

事實上，以標普500指數為代表，特朗普上任首三個月，下跌逾14%，大幅跑輸全球大部分市場。類似的情況也在今年7月出現。7月初，美國宣布要對日韓等國加徵高達40%的關

稅。消息一出，奇怪的一幕發生了。亞洲和歐洲市場反應平淡，甚至普遍上漲，日韓股市當天分別上漲0.26%和1.81%。反而是美股自己，應聲下跌。三大指數全線收跌，道指領跌。

這意味着市場認為，美國揮出的關稅大棒，砸傷自己的可能性比傷害別人更大。當一國對多國發動貿易戰，衝擊是會持續累積，最終反作用於自身。這種變化背後是一種趨勢：各國市場對於特朗普政策的敏感度不斷下降，只有美國本土市場反應最為直接。

或許也正是因為關稅政策對美國

自身的衝擊更大，美國政府在前兩日公布關稅信函之後，後面再發布關稅相關的政策時，都刻意避開美股的交易時段。就在當地時間7月23日，美國政府再次掀起新一輪的關稅威脅，宣布即將對世界其他大部分國家徵收15%至50%的簡單關稅，但當時美股已收市。

中國社會科學院世界經濟與政治研究所的楊子榮指出，美國對各國加徵關稅，是一國對多國，具有累積效應，對美國自身的衝擊是最大的。而且，美國反覆無常的風格也正在加速這種市場預期的形成。

### 觀察2 道指落後三大股指 製造業受累貿易戰

在美國金融市場中，三大頗具代表性的股指——標普500指數、道瓊斯工業平均指數、納斯達克100指數，都有不同的波動性。今年，出現一個較為明顯的差異。7月，美國發送多輪「關稅信函」以來，道指成為跌幅最大的股指。過去它一直被認為是三大股指中波動性最小、變化最穩定的。

若將時間拉長，從今年年初來看，道指在美國三大股指中排名最高，而現今排名最低。為什麼會發生

這種變化？

#### 美實際關稅料升至20.2%

一個原因是，道指涵蓋的是30家以工業、消費、金融為主的美國企業，製造業企業數量佔最大，而在全球貿易摩擦當中，最承壓的，正是美股之中的製造和消費板塊。根據耶魯大學預算實驗室的數據，當下美國實際平均關稅稅率為16.6%。但到8月1日，這一數字將升至20.2%。

相關調查顯示，在美國的製造業和服務業領域中，超過40%的依賴進口的企業已報告利潤下滑。貿易壁壘帶來的成本壓力，正逐步顯現到企業財報中。還有一個事實是，道指成份股雖然基本上都是美國本土企業，但它們的供應鏈和市場卻高度全球化。企業本身的發展離不開國際貿易，但現美國政府正在用關稅政策親自「切斷」這份聯繫，讓過去最「穩定」的指數也變得不穩定。



◀蘋果等美國跨國企業，海外市場的利潤佔比甚高。

### 觀察3 跨國企業主導美股 未能反映實際經濟

現時美股三大指數，有相當一部分的生意不靠美國，標指的成分公司，整體海外營收佔比約30%。其中有兩類公司特別突出。一類是總部在海外、但選擇在美國上市的企業，例如荷蘭光刻機巨頭阿斯麥（ASML）就在納斯達克掛牌，它對納指的上漲貢獻不小。另一類是典型的美國跨國企業，但它們的利潤很大程度上來自中國、歐洲和新興市場。

換句話說，就算美國經濟本身遇冷，這些公司仍可能靠海外市場撐住獲利。因此，市場對美股的韌性預期，其實很多時候是建立在「全球化」的基礎上。如今，美國政府卻

在拆解這個支撐它的全球化體系。所以不少經濟學家判斷，現時的美國股市，反映的不完全是美國經濟，而是全球化企業的獲利能力。當下的美國股市已經和美國多數企業的現實情況相距愈來愈遠。

#### 美中小企指數大落後

還有一個原因是三大指數對少數幾家科技巨頭的「依賴」很明顯。標指和納指採用「市值加權」，權重最大的是那幾個科技巨頭；而道指用的是「股價加權」，高價股走強，也能拉動整體指數。而對本土經濟較敏感的標普600小型股指數，從年初到今—

直走弱，整體走勢遠不如大市。

類似的情況也出現在羅素2000指數，作為追蹤美國中小企業表現的風向標，羅素2000指數逐漸和美股大盤拉開距離。自美國新政府上台至7月24日，羅素2000下跌2.84%，與標指相差超過7個百分點。如果美股三大指數已無法完全反映這些代表美國經濟實感的指標，國際資本是否還會輕易用它們的漲跌來做資產配置的抉擇？

### 觀察4 美匯指數創近年低 美元資產遭拋售

過去國際投資者投資美國，可以享受「雙重紅利」。就算股票不漲，但只要美元升值，換回本國貨幣時，就能憑空賺一筆匯差，這幾乎是「無風險套利」。但現在，這個路徑遇到阻礙。白宮經濟顧問委員會主席在「海湖莊園協議」中提到，美國當前的問題就是美匯指數太高，必須設法讓美元貶值，出口產品價格才會更低，競爭力才會更強，製造業才能回流，美國經濟才能靠出口賺錢。

今年以來，美匯指數不斷走弱，已跌至近年低點。而支撐其強勢地位的財政、科技、股市這三個元素，也開始顯露疲態。

一方面，美國的國際資產收支狀況逆轉。2025年，美國的對外淨負債規模接近GDP的90%，創下歷史新高。它對外投資的資產已難再帶來收入流入。再者，從科技股來看，2025年第一季美國科技資本開支貢獻了近一個百分點的GDP，但上一次出現這種情況是在2000年初互聯網泡沫頂峰之前。

如今，七隻股票已形成「三強兩平兩弱」局面。到7月25日，

英偉達、Meta、微軟的股價年內已上漲20%，亞馬遜和Alphabet稍有漲幅，但特斯拉、蘋果已分別下跌17%到12%。雖然美元過去十年持續走強，但除了前十大股票外，標普500的未來獲利預測已連續三年沒有增長。

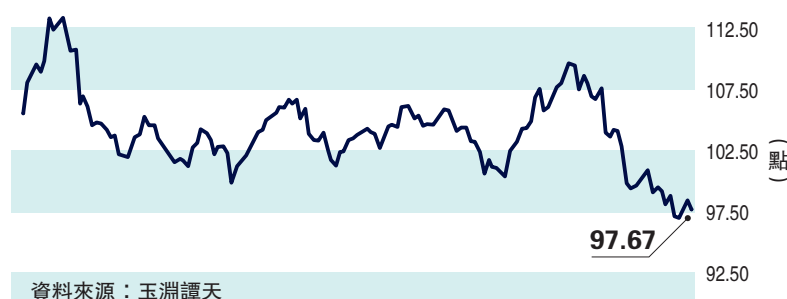
國際資本開始悄悄轉向。今年第二季度，美國長期債券基金流出近110億美元，創下自2020年以來的最大撤資潮。今年5月，歐元區超過一年期的債務吸引970億歐元淨流入，是自2014年以來單月最高水平。花旗銀行分析表示，這很可能是投資者撤離美元資產的表現。

#### 資金避風港角色不再

當下愈來愈多投資經理開始表示，因美國關稅政策，決定調整資產配置，減少美國資產，增加其他國際資產比重。回頭看，曾被市場深信不疑的幾個看法，美元資產最值得信賴、美國市場是全球資本的避風港，如今都經歷着現實的重新檢驗。

它們都被同一種力量侵蝕。這種力量，不是來自外部的敵人，而是來自內部的「戰略」。

#### 美匯指數處於近年低點



資料來源：玉淵潭天

| 9月    | 1月    | 5月    | 9月    | 1月 | 5月 | 9月 | 1月 | 5月 |
|-------|-------|-------|-------|----|----|----|----|----|
| 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |    |    |    |    |    |

## 美國AI業人才的冰火兩重天

美國人工智能（AI）行業正在經歷「高薪挖角」與「減員增效」並行的特殊時期。一方面，科企巨頭動輒開出過億美元天價簽約獎金，用以爭奪頂級人才。另一方面，多間大廠推出大規模裁員計劃，低級別軟件工程師成為重災區。

#### 高薪挖角與大裁員並行

本月早些時候，Meta創始人扎克伯格在公司內部信中透露，11位業

界人才受邀加盟旗下超級智能實驗室，分別來自OpenAI、Google及AI初創企業Anthropic。

後有媒體爆料，Meta還向前Apple基礎模型團隊負責人、華人學者龐若鳴（Ruoming Pang）開出了2億美元年薪合同。這一水平遠超Apple現任行政總裁庫克的7460萬美元薪酬。近日微軟也宣布從Google深度思維人工智能研究實驗室招募了約24名高級AI工程師。

為了規避政府的反壟斷審查，科企巨頭愈來愈多地採用「人才併購」

（acqui-hire）方式招攬人才。例如Google就以24億美元的代價「聘用」AI工具開發商Windsurf的核心團隊，Meta則作價140億美元收購了數據標註公司Scale AI。

與此同時，巨頭們瘋狂壓縮內部工作崗位。微軟日前宣布了2025年第三輪裁員9000人，年內累計裁減1.7萬人，核心工程師佔比40%，裁員規模創造了公司的歷史紀錄。而英特爾上周在發布第二季財報後，行政總裁陳立武表示，公司正實施大規模裁員，計劃在年底前將員工總數從約

10.98萬人削減至7.5萬人，裁撤幅度高達15%。

根據美國招聘網站Indeed的數據，自2022年初以來，軟件開發崗位的招聘信息數量已下降超過三分之二。這種趨勢還波及到年輕勞動者的就業形勢。

統計顯示，美國擁有學士學位的年輕勞動者（22至27歲）相對於未持同學歷同齡人的傳統就業優勢正在縮小。截至2025年4月，兩者之間的失業率差距已收窄至1.6個百分點，為近三十年來的最低水平之一。



▲美國科企巨頭一方面開出天價合約爭奪頂級AI人才，另一方面大幅裁減基層員工。