

# 從保護主義歷史輪迴 談特朗普「對等關稅」

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

美國總統特朗普宣布將推出「對等關稅」，聲稱以此迫使貿易夥伴「公平對待」美國，但政策細節甚為模糊、實施範圍未明，已引發市場恐慌。此舉與其2018年對華關稅戰的「滾動式威脅」策略如出一轍。當時美國分四輪對5,500億美元中國商品加稅，導致企業供應鏈反覆調整。通用汽車因鋼鋁成本上升裁員1.5萬人，標普500指數單月暴跌6.6%。

## 政策模糊性易加劇市場動盪

歷史教訓表明，模糊的單邊關稅往往引發連鎖災難：1930年《斯姆特-霍利關稅法》對兩萬種商品加稅，觸發全球復性關稅，貿易額兩年內暴跌66%，加劇大蕭條失業潮。當前政策搖擺重演歷史風險，墨西哥披索與加元匯率跌至多年低點，離岸人民幣波動率飆升，市場正以實際行動預判衝擊。

特朗普將關稅與非法移民、芬太尼走私等非貿易議題掛鉤，暴露政策邏輯的根本矛盾。以近期對加拿大和墨西哥的關稅威脅為例，儘管兩國已加強邊境管控（墨西哥2023年逮捕芬太尼罪犯人數同比增87%），美國仍以「承諾不足」推遲關稅，而非取消威脅。此舉無視現實因果。若芬太尼是核心問題，加強海關技術與醫療投資遠比關稅有效；而對汽車零件加稅將推升美國通脹，反噬本土產業。類似矛盾曾見於1980年代美日貿易戰：美國無視日本汽車出口「自願限制」（年出口量壓縮至168萬輛），強推《超級301條款》，最終協議僅象徵性開放牛肉市場，未解決結構性失衡。更諷刺的是，關稅效力正衰退：2023年美國對東南亞太陽能板加稅後，中國企業轉移供應鏈至柬埔寨，反令美國太陽能成本暴增34%。

特朗普聲稱「對等關稅」是「唯一公平方式」，卻忽略兩大現實悖論。首先，稅制本質差異被強行對等：歐盟增值稅（VAT）屬間接稅且適用內外企業，與美國企業所得稅性質迥異。2019年美法「數字稅」爭端即因無視稅基差異，迫使OECD推動全球最低企業稅協議緩解衝突。另外，供應鏈全球化使「精準打擊」失效：美國車廠依賴墨西哥零部件，汽車關稅將重演2002年小布什鋼鐵關稅災難。當年汽車業裁員20萬人，鋼鐵業就業僅短暫增加1,900人，最終關稅被WTO裁定違規撤銷。如今北美汽車業供應鏈整合度更高，任何關稅衝擊都將以就業流失與物價上漲反噬本土經濟。

## 多邊體系崩解與地緣經濟反制

特朗普的關稅策略實為首任期政策的延續，但全

球經貿環境已劇變。2018-2019年美中互徵關稅使美國企業支付逾460億美元成本，WTO爭端機制因美國企業法官任命陷癱瘓。更具戰略風險的是，中國與東協透過《區域全面經濟夥伴協定》（RCEP）加速供應鏈重組——2023年東協對華電池材料出口激增214%，寧德時代與印尼合作開採鎳礦（全球電池關鍵原料），直接繞過美國主導的供應鏈。若美國持續依賴關稅槓桿，恐在新能源、半導體等領域進一步喪失話語權。

## 保護主義屢成危機催化劑

從《斯姆特-霍利關稅法》到特朗普的「對等關稅」，保護主義屢成危機催化劑。當前全球經濟面臨地緣衝突、氣候轉型與AI革命三重挑戰，重啟關稅戰無異於颶風中點燃火種。政策制定者需從三方面破局：其一，投資職業培訓與基礎研發以提升競爭力；其二，改革WTO建立包容性數位貿易規則；其三，與盟友協調產業政策避免零和博奕。歷史終將證明，唯有開放與創新，而非關稅與對抗，方能為全球經濟開關可持續出路。

# 特朗普連番出招 焦急填財政黑洞

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

對於特朗普的全盤否定前朝眾多做法，一上任馬上大肆改革，相關手段甚至目的，大家是否認同，人人意見不同，但可以肯定，他的布局上，是以快打慢，在上場之前已經構思，一次過推出來，並非純粹臨時心血來潮。



● 特朗普重返白宮後，密集推出大批新政策及措施。有分析認為，一連串行為反映他急於降低美國政府的開支。

不過，有構思不等於精心部署，更不等於其他人要絕對配合，比方說，關於結束中東以巴之爭，由巴人全面撤出的提議，有人認為是非常合理的常識，但亦有人認為是非常不合理，有違常識。

## 能源緊急法冀壓低通脹

無論如何，看其部署，不能只看單一地區的利，也要通盤地，從美國最新形勢看。但這亦不容易，畢竟特朗普眾多建議合起來，效果未必一致。例如，究竟是打算讓通脹再臨呢？抑或是降低通脹？

這一點很有趣，若中東之爭可以解決，再加上美國的能源緊急時期政令，油價有望回落，持續

在相對低位而行，何況，貿易戰之下，全球經濟增長亦將受壓，本身亦對油價不利，凡此種種，原則上，是對油價打壓，亦是對通脹打壓。

然而，他在另一邊廂，卻公開呼籲美聯儲減息，而偏偏美聯儲在不久前才聲言減息周期可能提早完成。當中互相矛盾之處，實在值得深思。

## 介入中東俄烏助降油價

事實上，觀乎其最新投放更多時間在中東甚至俄烏的事務上，一來可能是顯示其實力，這些一直困擾多時的難題，本來大家苦無對策，大家都不抱期望，一旦介入後有成果，是否行運醫生醫病尾，也有可能；二來有助透過油價下降，減低通脹預期云云。

然而，其對全球各地開徵不同程度的關稅，效果上，即使考慮到上有政策下有對策，各方不見得完全「硬食」所有稅負，但始終對於美國進口通脹有提升，這又是否他的盤算之內？抑或抑油價的一舉措，其實已包括在內，希望兩邊互相抵消？

話說回來，關於特朗普預美聯儲，其實公道一點說，不只特朗普，歷年來，眾多美國總統，公開或非公開，都保持着與當時的美聯儲主席以至官員，有聯絡溝通，實有必要，只是當中過程，會否有點軟硬兼施，以達到目的，就自然交由大家想像，甚至交由學者研究。

## 維繫盟友關係在在需財

無論如何，早前特朗普公開呼籲美聯儲減息，言下之意，要麼是不擔心經濟轉差，很好！要麼是希望有通脹，帶來實質購買力下降，以助降低美債的壓力，這就不一定絕對好事。可不是嗎？對於一直持有美債者來說，如今有事無意的把美元的實質購買力降低，當然是不值得鼓勵。

但反過來說，特朗普上台後一連串政策，或多或少顯示出，他為了急於降低美國政府的開支，不惜動搖到原本美方在世界各地建立的原有秩序，當中牽涉的維持與歐洲等地的盟友關係，花費不菲，如今都不想付。而透過馬斯克周圍查帳，或多或少亦是希望為美國政府的財政黑洞，找個止蝕位。果如是，便不難發現其自誇之餘，可能已是無計可施，焦急之下，才要出此下策。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 中國龍頭家電企業有望繼續領先全球(二之一)

全球觀察

李嘉豪、彭助 中銀國際研究有限公司

自2023年以來，全球家電市場在疫情影響消退後趨於穩定。儘管不同地區市場的增長模式各異，但全球家電企業仍將受益於不斷擴大的市場規模。筆者認為，中國龍頭家電企業在全球市場份額擴張方面更具潛力，有望繼續成為全球家電市場的龍頭。

## 高端化趨勢 促進家電市場擴大

從驅動因素看，全球家電市場持續增長，筆者認為這受助於家電的高端化趨勢。根據弗若斯特沙利文數據，從2021年起，全球主要家電市場的平均售價均大幅提升，同比增長達8%至10%。筆者認為，除了疫情影響生產和物流等短期因素外，更重要的是消費者對高端家電的支付意願提高。

消費者願意持續花費在高端家電上，也反映了多年來家電需求的結構性變化。儘管家電行業被視為依賴房地產市場，但近年來房地產市場波動

對家電需求的影響已大幅減弱。以中國為例，家電需求過去主要由新建房屋驅動，但如今換新需求已佔主導地位。奧維雲網估算，2024年新房屋建設帶來的家電需求佔比約15%，而換新需求佔比達59%。中國政府通過補貼政策促進進家電以舊換新，也將助力未來家電需求穩定增長。

## 中企海外市場份額持續提升

雖然中國市場規模龐大，但很多家電企業有更大的願景，放眼於成為全球領先企業，因此海外市場對中國家電企業至關重要，並已成為龍頭企業的關鍵驅動力。目前，中國龍頭家電企業的海外收入佔比約30%-50%，預計未來這一比例將進一步提升。中國企業憑借成本優勢及創新力，具備搶佔海外市場份額的競爭力。根據弗若斯特沙利文數據，中國市場約佔全球家電銷售額及銷量四分之一。隨着中國家電市場趨於成熟，開拓高

增長市場將有助業務更上一層樓，而東南亞、印度、東歐、中東和非洲市場則具備較大潛力。另一方面，儘管歐美家電市場的預期增長率較低，但當地市場適合銷售高端、高利潤率產品。考慮到歐美佔全球家電銷售額的44%，這會是中國企業兵家必爭之地。

## 市佔擴大靠領先研發先能力

相較於歐美企業的高成本和創新不足，中國家電品牌在研發方面遙遙領先，有望在市場份額上持續勝出。例如在智能家居領域，2023年中國企業的專利申請數全球領先，此外中國企業通過併購國際品牌進入更多市場、產品類別，甚至新行業。這些併購不僅助其在美洲、歐洲及亞太市場擴展份額，還通過多品牌戰略拓展業務。與此同時，併購有助中國品牌建立海外供應鏈，提升對市場需求的響應速度，從而提升中國企業的長期盈利能力。

# 地價新盤齊低開 代表樓價仍跌？

張宏業 粵港澳大灣區數字產業協會副會長、澳門房地產評估協會會員、特許測量師、香港上市公司獨立非執行董事

計劃多年的北角大型文化綜合地標式豪宅「皇都」終於今周日公布首張價單。首批包括88伙，以90天現金優惠付款方式計算，提供最高折扣22%，折實售價由605.5萬元起，折實呎價由16,888元起。今次首張價單包含1伙3房戶，62伙2房戶和25伙1房戶，即折實由6,055,000元至19,593,000元，即折實呎價由16,888元至26,988元。這份價單被冠以頭炮轟動價，發展商開價委實震撼，贏盡市場焦點，希望收到「一炮而紅」效果。

如果錄得多倍超額認購，再乘勢逐步加價加推餘下單位，盡快售罄所有單位。其實今輪開售單價或總價都令市場人士和投資者不乏驚喜，因為不少分析師預期起價大約25,000元，逐漸加至35,000元，即均價維持在3萬元左右。

## 市區樓面地價不足萬元

如果把今次首張價單再推演未來期數的平均售賣呎價，不難估計出最終均價應該只能達到25,000元，再減除建築成本，合理發展商利潤率，借貸利息和其他專業人士費用，不難求出樓面地價於一萬元以下，也成為今日收納同區舊樓項目重建上限。

除非小業主願意接納這些地價水平，否則這些市區重建項目必然告吹。

## 發展商低開新盤原因

為何發展商今天願意低價開售新盤單位？答案肯定是多元性，多樣性的，但是離不開借貸利率高企和前景不確定，今年利率下降預期不大，全港短期新盤單位供應量「先高後低」，同區二手住宅樓價仍然向下調整，去年末季新盤單位銷量不及預期，自身企業財務情況不理想等等。

美國總統特朗普年初上任後，連續地推出一連串政策，尤其是關稅和驅逐非法移民政令，預期美國短期通脹率居高不下，使得今年再度連續減少利率變成不明朗。住宅樓價和交易量都是取決於本地利率遞減速度，今年美國高通脹率令全球及香港利率大減機會變成渺茫。

面對今年龐大新開售和貨尾單位供應量及經濟復甦緩慢的複雜形勢，今年內發展商減價速售應該成為常態。同區二手樓價再受壓力，求售小業主只有再減價求變現，形成一、二手樓價下調循環短期未退。

## 地價走向反映發展商心態

地價是反映發展商拿土地的高低意慾。截至今天，今財年內特區政府成功售出二幅沙田住宅土地，均是錄得樓面地價4,000元以下，是市場預測下限成功售出。兩幅土地是位於沙田新市鎮內成熟社區地段，附近交通便利，各種設施齊全，新舊住宅林立，發展商容易掌握新盤單位開售水位。從現時預期新盤單位售價，不難還原現時合理地價水位，他們較具信心下注拿地。從今財年發展商投地表現，不難想像他們只想購買市區或新市鎮成熟社區地段，取其交通方便，附近設施完備，未來銷情比較有把握。他們只會用合理市價下注，不會追價，務求降低投資風險和鎖定合適回報。

## 香港上市本地發展商股價不振

市民較注意地價和樓價下跌趨勢，通常忽略香港上市地產發展商股價變動。排除內房股股份大幅回落，不少本地大型地產發展商的上市股票價格已由高位回落三分之一至二分之一。股價回吐令公司市值大幅貶值，借貸比率升高，令到他們借貸不易，

且要付出較高利率於銀行或債券商，大增他們經營成本，經營業務不易。這些因素迫使他們審慎補充土地儲備，減價求售新盤單位和盡量不添加新項目。

綜合來說，新盤單位供應量「先高後低」情形下，短期供應量仍然不低，發展商自然希望盡快把手中單位變成現金，既可減少未來企業經營成本和風險，也可盡快回收資金支付利息及其他支出。如果像美國聯儲局預期，下次美國減息將在年中啟動，則香港按揭利率可能下半年出現調整，可望成為本地住宅樓市的轉折點，最少可以減慢樓價下跌幅度。美國新總統上台把世界經濟推向未知數，未來四年經濟起伏幅度放大，使到預測更難準確。其實香港未來樓價已脫離長期上升的慣性，而會取決於本地利息變化及特區經濟復甦和中國經濟整體表現。何日確立利率持續下降軌跡，何日物業按揭利率低於物業回報率，何日住宅供求平衡，才是確定樓價止跌回穩日子。今天眾多地產和經濟界人士預期今年漲跌幅度是「未免言之過早」，還是「摸着石頭過河」才是合算。今年貿然大舉物業投資是冒著不低風險，大家自己考量吧。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。