




# 万方家办投资总结

2026年5月26日

 万方家族办公室

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所获资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



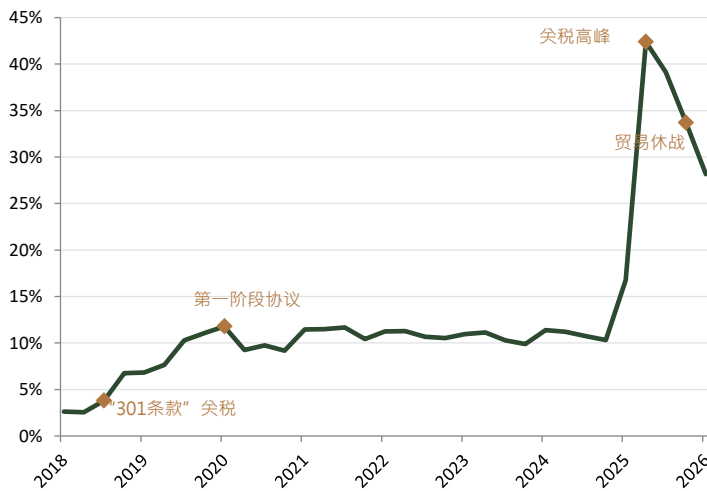
在本期内容中，我们将讨论范围从能源危机扩展，重新审视关税、供应链、通胀以及油价在当前市场环境中的相互作用。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所刊载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

# 中美关税局势回顾

美国对中国的有效关税率(%)



资料来源:彭博 (Bloomberg L.P.), 截至2026年5月20日

中美贸易冲突在过去几年中虽偶尔淡出新闻头条,但其背后的关税结构依然牢固地嵌入全球贸易体系之中。

以上图表展示了自2018年以来,美国对中国进口商品的有效关税率。需要特别指出的是,这反映的是涵盖所有中国商品、按贸易权重计算的平均水平,而不是新闻中常见的名义关税数据。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述,仅供参考之用。此为市场推广支援内容,并不构成对任何阅读本评论者的投资建议,亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果,亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定,亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明,本文评论所刊载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd. 本文所表达之观点为作者于撰写时的意见,可能随时变更,恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考,并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者,对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异,概以英文版本为准。

在2018年初，有效关税率约为3%。2018年7月实施的“301条款”（Section 301）关税，是针对中国科技与工业产品的第一轮措施，也标志着中美贸易战的开端。

随着双方在四轮关税清单上的紧张局势不断升级，关税在2018年至2019年持续攀升。这些关税分阶段推出，最初针对工业产品和半导体，随后扩展至消费电子产品，最终在2019年底几乎覆盖所有中国进口商品。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所載资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



2020年1月签署的第一阶段协议 (Phase One Deal) 实际上起到了“停火”的作用。此后关税不再继续上升,但仍维持在结构性较高水平。

此外,拜登政府在2021年至2024年间的平稳期也值得关注。在整个任期内维持关税政策显然是一个有意的决定,因为当时逆转这些措施在政治上已变得十分困难。除了保护本土制造业就业外,这些关税每年还为美国带来约800亿美元的财政收入。在这一阶段,关税已逐渐演变为跨党派政策,而不再仅与特朗普时期挂钩。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述,仅供参考之用。此为市场推广支援内容,并不构成对任何阅读本评论者的投资建议,亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果,亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定,亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明,本文评论所載资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见,可能随时变更,恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考,并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者,对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异,概以英文版本为准。



2025年初关税的显著上升反映出特朗普第二任期的影响。有效平均关税一度达到约48%，而在部分重点打击类别中，名义关税短暂升至127%。不过，有效关税更能准确反映进口商在整体商品范围内实际承担的平均税负。

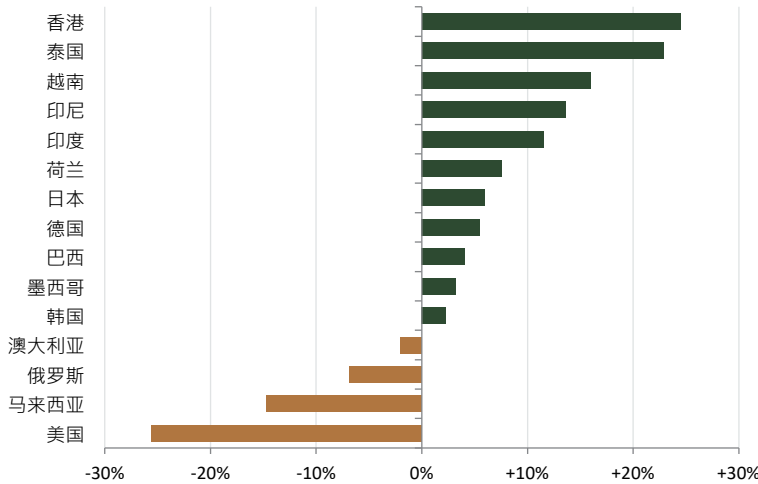
随后出现的回落则源于2025年10月的停战协议，使关税降至约23%。虽然这代表明显缓和，但当前关税水平仍约为2018年前基准的8倍。预计9月习近平访美将成为检验该停战是否持续的关键节点。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所載资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

# 中国转向减少对美依赖

中国按贸易伙伴划分的贸易情况——2025年同比 (%)




数据来源: 彭博 (Bloomberg L.P.), 截至2026年5月20日

这些关税的影响正越来越明显地体现在贸易流数据中。2025年中国对各贸易伙伴的贸易增长呈现出明显的不均衡格局。其中, 美国表现为异常值, 与马来西亚一样, 贸易增长下降了26%; 相比之下, 大多数其他主要贸易伙伴仍录得正增长。

中国与越南的贸易增长为16%, 与泰国为23%, 与印尼为14%, 与印度为11%。整体来看, 中国并未失去出口能力, 而是将出口流重新导向其他市场及供应链枢纽。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述, 仅供参考之用。此为市场推广支援内容, 并不构成对任何阅读本评论者的投资建议, 亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果, 亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定, 亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明, 本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd. 本文所表达之观点为作者于撰写时的意见, 可能随时变更, 恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考, 并不保证一定会实现。Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者, 对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异, 概以英文版本为准。



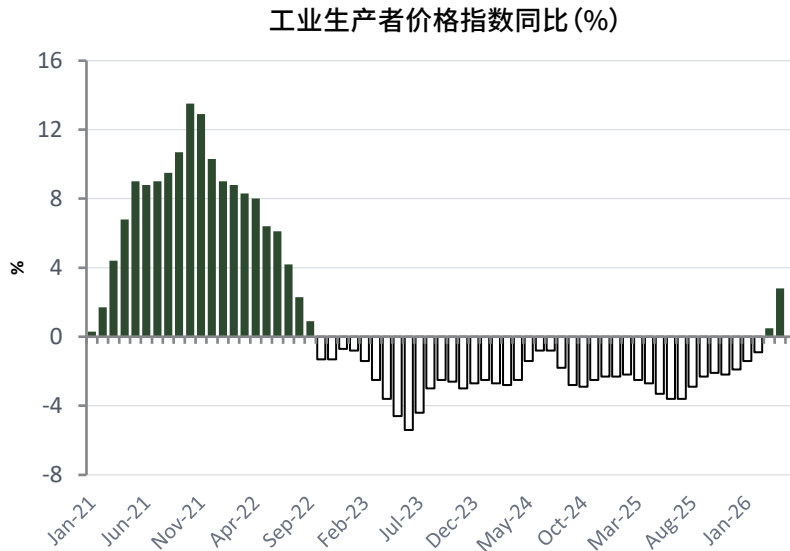
自2018年以来,全球供应链的调整方向已变得越来越清晰。企业逐步将生产与采购从中国转移,这一过程如今已具备显著动能。中国在美国进口中的占比已从2017年的约22%下降至目前的约14%。

这一趋势能否持续,部分取决于当前关税停战的稳定性。但对越南、印度和墨西哥等替代供应链的重大投资早已落实。这些结构性变化无论外交关系如何演变,都不太可能迅速逆转。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述,仅供参考之用。此为市场推广支援内容,并不构成对任何阅读本评论者的投资建议,亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果,亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定,亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明,本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见,可能随时变更,恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考,并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者,对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异,概以英文版本为准。

## 通缩陷阱叠加通胀冲击



数据来源: 彭博 (Bloomberg L.P.), 截至2026年5月20日

尽管出口进行重定向, 中国国内经济状况仍然疲弱。上图显示, 中国企业正面临愈发严峻的经营环境。近三年来, 生产者物价指数 (PPI) 持续处于负值区间, 反映出在需求极度疲弱的背景下, 生产者难以提升价格。这种疲弱主要源于房地产长期低迷导致家庭财富缩水, 从而严重压制消费。该阶段在图中表现为2022年底至2026年初的倒置红色柱状。

### 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述, 仅供参考之用。此为市场推广支援内容, 并不构成对任何阅读本评论者的投资建议, 亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果, 亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定, 亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明, 本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd. 本文所表达之观点为作者于撰写时的意见, 可能随时变更, 恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考, 并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者, 对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异, 概以英文版本为准。




近期，PPI在3月与4月重新转正。乍看似乎意味着经济改善，但背后主要驱动力是油价大幅上涨。在对霍尔木兹海峡局势担忧的推动下，布伦特原油已突破每桶100美元。在这一环境下，中国尤为脆弱，因为约80%通过该海峡的石油由中国进口。因此，油价上升会直接推高生产成本。

更广泛来看，企业利润正受到双重挤压：一方面成本上升，另一方面需求疲弱难以支持提价。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所載资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



这种组合越来越接近“滞胀”格局，也解释了当前中国的疲弱更偏结构性，而非周期性。

## 万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



## 本期总结

美中之间的关税停火看似真实，但整体仍然较为浅层。双方对北京峰会结果的表述存在差异，显示出潜在的紧张关系尚未真正解决。与此同时，全球供应链从中国转移的趋势，很可能已经演变为结构性变化，即使未来外交关系进一步改善，也不太可能出现明显逆转。

最新船运数据表明，美国在主要贸易航线上的进口需求依然疲弱。因此，未来六个月更关键的贸易问题，可能不在于美中双边贸易本身，而在于哪些新兴市场最终吸收中国出口转移。

万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所載资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



## 本期总结(承上页)

包括 EMXC 与 AEF 在内的新兴市场ETF, 常被视为供应链多元化主题的代表。

从固定收益角度看, 美国进口放缓可视为商品通胀降温的温和领先指标, 通常利好久期(duration)。但高关税结构使进口成本维持高位, 部分抵消这一通缩效应。

总体而言, 当前环境仍支持维持偏空至中性的久期配置策略。●

万方家办投资总结 | 2026年5月26日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述, 仅供参考之用。此为市场推广支援内容, 并不构成对任何阅读本评论者的投资建议, 亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果, 亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定, 亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明, 本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd. 本文所表达之观点为作者于撰写时的意见, 可能随时变更, 恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考, 并不保证一定会实现。Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者, 对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异, 概以英文版本为准。



## 免责声明：

### 一般

本文件包含的资料以可公开获取的信息为依据。尽管万方家族办公室（“RFOPL”）和万方资产管理（香港）有限公司（“RAM”）已采取合理注意确保本文件所含信息的准确性及客观性，上述两间公司不就此等信息（包括所提到的任何估值）的准确性或完整性作出陈述或保证，亦未独立证实过其准确性或完整性。RFOPL和RAM不陈述和保证本文件用作任何具体用途时是充足的、完整的或恰当的。任何意见或预测均反映作者在本文件的写作日期的观点并可能会在不进行通知的情况下改变。

本文件所包含的信息，包括任何数据、推测及其所依据的假设，均基于某些假设、管理预测以及对已知信息的分析，并反映发布时的大体环境，而所有这些都将在不进行通知的情况下在任何时间产生变化。过往表现数据不代表未来表现。

### 非针对任何个人的投资建议、要约或招揽

本文件不应被视作针对任何个人的投资建议、要约或招揽，供其交易任何本文件所提到产品。决定投资任何本文件所提到的产品之前，您应该向您的财务、法律、税务或其他专业顾问寻求意见，以得知该产品是否适合您，同时要考虑到您的具体投资目标、财务状况或具体需求（本文件未涉及）。如果您决定不打算寻求此类意见，您应该在收到和仔细阅读特定的产品信息和相应的风险披露声明后，仔细考虑和衡量任何本文件所提到的产品是否适合您。

### 风险

投资本文件所提到的任何产品均可能带有程度不同的各种不同风险，包括信用、市场、流动性、法律、跨司法管辖区、外汇及其他风险（包括电子交易及杠杆产品交易的风险）。投资涉及风险。投资产品价格可能浮动，有时非常剧烈。投资产品的价格可高可低以及可能变得没有价值。买卖投资产品将带来损失而非盈利是有可能的。本出版物的任何内容均不构成关于某个浏览者的个人情况的个性化的会计、法律、监管、税务、财务或其他方面的建议。投资任何产品之前，您应该寻求您的财务、法律、税务或其他专业顾问以了解相关风险以及您承担该类风险是否恰当。

对投资产品的任何描述的全部内容均受该投资产品的条款和条件的约束并且在适用的情况下，亦受招股说明书或伴随该投资产品的相关文件的约束。

### 估值

本文件中的产品估值仅具指示性意义，并不表示新产品的合同可以按照这些条款订立，或现有产品可以按照这些条款平仓，而是有可能不如本文件中标示的估值那么有利。这些估值有可能与其他来源给出的估值显著不同，这是因为不同的来源可能采用不同的假设、风险和方法。

### 无责任条款

对于任何人因依赖本文件所包含的任何信息、意见、预计或估值而采取行动或不采取行动而产生的任何损失或损害，无论是以何种方式造成的，在适用法律和法规允许的最大限度内，RFOPL、RAM及其下属机构概不负责。

参与发布本文件的RFOPL、RAM及其下属机构可能与本文件所提到的产品有利害关系，包括但不限于营销、经销、控股、提供金融或咨询服务、或担任本文件所提到的人员的经理。RFOPL、RAM及其下属机构可能发布过其他报告、出版物或文件，所持观点不同于本文件所述的观点，而且所有报告、出版物或文件所述的所有观点均会在不进行通知的情况下改变。

### 新加坡和香港

本文件及其内容仅对新加坡的合格投资者（依据新加坡证券暨期货法第4A节（第289章）的定义）和香港的专业投资者（依据证券及期货（专业投资者）规则（第571D章）的定义）。本文件及其内容并未经新加坡金融管理局或香港证券及期货事务监察委员会审核。