




萬方家辦投資總結

2026年5月26日

 萬方家族辦公室

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



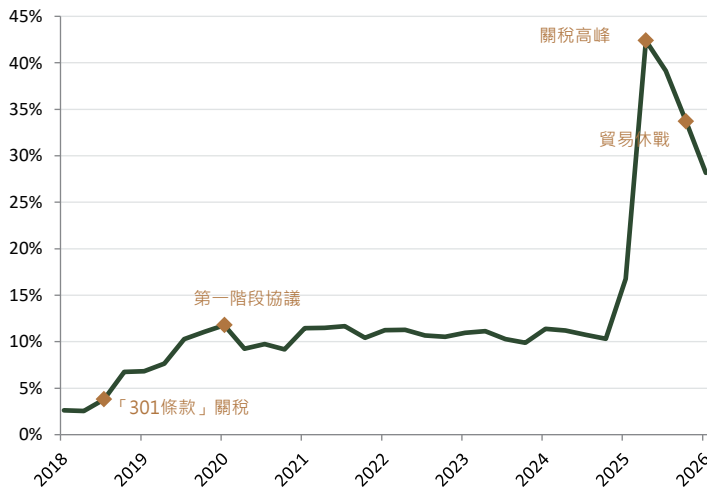
本期總結，我們將討論範圍擴大到能源危機之外，重新審視關稅、供應鏈、通貨膨脹和石油價格在當前市場環境下的相互作用。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

中美關稅局勢回顧

美國對中國的有效關稅率(%)



資料來源: Bloomberg L.P., 截至2026年5月20日

中美貿易衝突在過去幾年中，雖然有時淡出新聞版面，但其背後的關稅結構仍然穩固地嵌入在全球貿易體系之中。

上圖顯示自2018年至今，美國對中國進口商品的有效關稅率。值得注意的是，這項數據反映的是涵蓋所有中國商品、依貿易權重計算的平均值，而非新聞中常見報導的名目關稅數字。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

在2018年初，有效關稅率約為3%。2018年7月推出的「301條款」(Section 301)關稅，是針對中國科技與工業產品的第一輪關稅措施，亦被視為中美貿易戰的開端。

隨著雙方在四個不同關稅清單上的緊張局勢逐步升高，關稅稅率在2018年至2019年間持續攀升。這些關稅以分批方式推出，初期集中於工業產品與半導體，之後擴及消費性電子產品，最終在2019年底幾乎涵蓋所有中國進口商品。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



2020年1月簽署的第一階段協議 (Phase One Deal) 實質上起到了「停火」的作用。自此之後，關稅不再繼續上升，但仍維持在結構性偏高的水準。

另外，拜登政府於2021年至2024年間的平穩期也值得注意。在整個任期內選擇維持關稅政策，顯然是經過深思熟慮的，因為當時要逆轉這些措施在政治上已變得相當困難。除了保護國內製造業就業外，這些關稅每年也為美國帶來約800億美元的關稅收入。在此階段，關稅已逐漸演變為跨黨派政策，而不再只是與川普時期的貿易政策掛鉤。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



2025年初關稅的顯著攀升，反映了川普第二任期的影響。當時的有效平均關稅率一度攀升至約48%，而在受影響最嚴重的類別中，名目關稅甚至短暫高達127%。不過，有效關稅率更能準確反映進口商在整體中國商品範圍內實際平均支付的關稅水準。

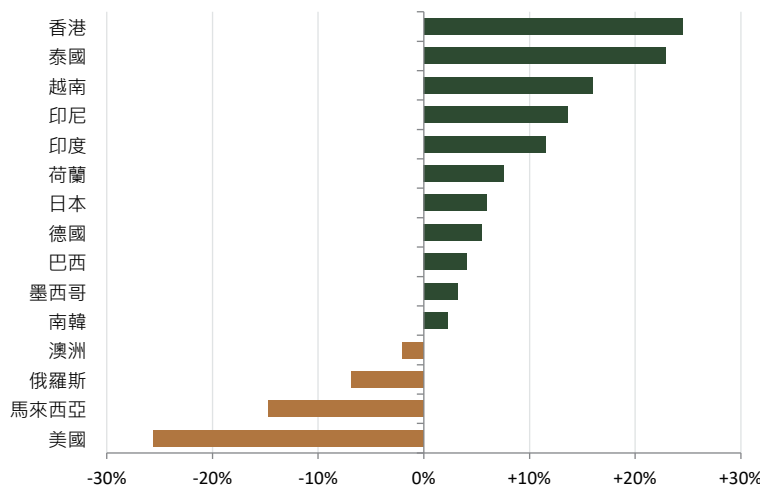
隨後的回落則反映了2025年10月達成的停戰協議，使關稅率降回約23%。雖然這代表出現了明顯的緩和，但關稅水準仍然大約是2018年前基準的八倍。預計9月習近平訪問華盛頓，將成為檢驗當前停戰是否能夠持續的下一個重大關鍵。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte. Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte. Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

中國轉向減少對美依賴

中國對各貿易夥伴的貿易情況——2025年年增率(%)




資料來源: Bloomberg L.P., 截至2026年5月20日

這些關稅的影響，正逐漸在貿易流向數據中顯現出來。以2025年中國對各貿易夥伴的貿易成長來看，呈現出明顯不均的局面。其中，美國顯得格外突出，與馬來西亞一樣，貿易成長出現26%的下滑。相較之下，多數其他主要貿易夥伴仍維持正成長。

中國與越南的貿易成長增加了16%，與泰國為23%，與印尼為14%，與印度為11%。整體來看，中國並未完全喪失出口能力，而是將出口流向重新導向其他市場與供應鏈樞紐。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



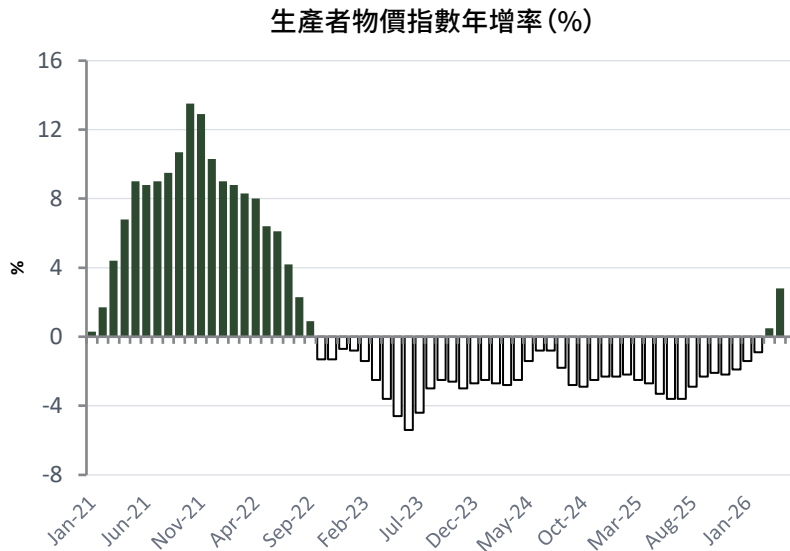
自2018年以來，全球供應鏈的發展方向已變得越來越明確。企業逐步將生產與採購從中國分散出去，而這一過程如今已累積出相當的動能。中國在美國進口總額中的占比，已從2017年的約22%下降至目前約14%。

這一趨勢是否會以相同速度持續，部分取決於當前關稅停戰最終能維持多久。然而，對越南、印度與墨西哥等國替代供應鏈基礎設施的重大投資早已投入。這些結構性的轉變，不論未來外交談判如何發展，都不太可能在短期內逆轉。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

通縮陷阱遇上通膨衝擊



資料來源：彭博有限合夥企業，截至2026年4月23日

儘管出口已經出現重新導向，但中國國內的經濟狀況仍然疲弱。上圖顯示，中國企業面臨的經營環境正變得愈發艱難。在將近三年的時間裡，生產者物價指數 (PPI) 持續處於負值區間，反映出在國內需求異常疲弱的情況下，生產者難以提高產品價格。這種疲弱在很大程度上源於長期的房地產低迷導致家庭財富受損，進而明顯壓抑了消費。這段期間在上圖中呈現為自2022年末延續至2026年初的倒置紅色柱狀。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。




近期，生產者物價指數 (PPI) 在3月與4月重新轉為正值。乍看之下，這似乎顯示經濟狀況有所改善。然而，其背後的主要推動因素其實是油價的急劇上升；在對荷莫茲海峽 (Strait of Hormuz) 的局勢擔憂下，布蘭特原油價格已升破每桶100美元。在這樣的環境下，中國顯得特別脆弱，因為大約有80%經過該海峽的石油是由中國進口。因此，每當原油價格上升，都會直接推高中國生產者的投入成本。

更廣泛的結果是，企業利潤正面臨「兩面夾擊」：一方面投入成本持續上升，另一方面國內需求仍然疲弱，難以支撐產品價格的大幅提高。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd., Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



這樣的組合越來越呈現出「停滯性通膨」的特徵，也解釋了為何當前中國的疲弱更偏向結構性問題，而非單純的景氣循環波動。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



本期總結

美中之間的關稅停火表面上看似可信，但整體仍屬於相對淺層。雙方對北京峰會成果的描述存在差異，顯示深層緊張關係尚未真正化解。同時，全球供應鏈從中國轉移的趨勢，可能已經演變為結構性變化，即使未來外交關係進一步改善，也不太可能出現顯著逆轉。

近期航運數據亦顯示，美國在多數主要貿易航線上的進口需求仍然疲弱。因此，未來六個月更值得關注的貿易主題，可能不在於美中雙邊貿易本身，而是哪些新興市場最終承接了持續轉移的中國出口。

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd., Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



本期總結 (承上頁)

更廣泛的新興市場曝險 (例如 EMXC 與 AEF 等 ETF), 也常被用來對應供應鏈去風險化的投資主題。

從固定收益市場的角度來看, 美國進口需求疲弱可被視為商品通膨放緩的溫和領先指標, 而這在單一情境下通常會有利於拉長存續期間 (duration)。然而, 持續存在的高關稅結構, 仍使進口成本維持在結構性偏高水準, 部分抵銷了通膨降溫所帶來的效果。

綜合來看, 目前的環境仍支持維持「偏空至中性」的存續期間配置立場。●

萬方家辦投資總結 | 2026年5月26日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述, 僅供參考之用。此為市場推廣支援內容, 並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議, 亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果, 亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定, 亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明, 本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd. 及/或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見, 可能隨時變更, 恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考, 並不保證一定會實現。Raffles Assets Management [HK] Co. Ltd., Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者, 對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異, 概以英文版本為準。



免責聲明：

一般

本文件所包含的資料以可公開取得的資訊為依據。雖然萬方家族辦公室（「RFOPL」）及萬方資產管理（香港）有限公司（「RAM」）已採取合理注意確保本文件所含資訊的準確性及客觀性，上述兩間公司不就此等資訊（包括所提及的任何估值）的準確性或完整性作出陳述或保證，亦未獨立證實其準確性或完整性。RFOPL和RAM不陳述和保證本文件用作任何具體用途時是充足的、完整的或恰當的。任何意見或預測均反映作者在本文件的寫作日期的觀點並可能會在不進行通知的情況下改變。

本文件所包含的信息，包括任何數據、推測及其所依據的假設，均基於某些假設、管理預測以及對已知信息的分析，並反映發佈時的大體環境，而所有這些都會在不進行通知的情況下在任何時間產生變化。過往表現數據不代表未來表現。

非針對任何個人的投資建議、要約或招攬

本文件不應被視為針對任何個人的投資建議、要約或招攬，供其交易任何本文件所提及產品。在決定投資任何本文件所提及的產品之前，您應該向您的財務、法律、稅務或其他專業顧問尋求意見，以得知該產品是否適合您，同時要考慮到您的特定投資目標、財務狀況或具體需求（本文件未涉及）。如果您決定不打算尋求此類意見，您應該在收到並仔細閱讀特定的產品資訊和相應的風險揭露聲明後，仔細考慮和衡量任何本文件所提到的產品是否適合您。

風險

投資本文件所提及的任何產品均可能帶有程度不同的各種不同風險，包括信用、市場、流動性、法律、跨司法管轄區、外匯及其他風險（包括電子交易及槓桿產品交易的風險）。投資涉及風險。投資產品價格可能浮動，有時非常劇烈。投資產品的價格可高可低以及可能變得沒有價值。買賣投資產品將帶來損失而非獲利是有可能的。本出版物的任何內容均不構成關於某個閱覽者的個人情況的個性化的會計、法律、監管、稅務、財務或其他方面的建議。在投資任何產品之前，您應該尋求您的財務、法律、稅務或其他專業顧問以了解相關風險以及您承擔該類風險是否恰當。

對投資產品的任何描述的全部內容均受該投資產品的條款和條件的約束並且在適用的情況下，亦受招股說明書或伴隨該投資產品的相關文件的約束。

估價

本文件中的產品估價僅具指示性意義，並不表示新產品的合約可以按照這些條款訂立，或現有產品可以按照這些條款平倉，而是有可能不如本文件中標示的估值那麼有利。這些估值有可能與其他來源給出的估值顯著不同，這是因為不同的來源可能採用不同的假設、風險和方法。

無責任條款

對於任何人因依賴本文件所包含的任何資訊、意見、預期或估值而採取行動或不採取行動而產生的任何損失或損害，無論是以何種方式造成的，在適用法律和法規允許的最大限度內，RFOPL、RAM及其下屬機構概不負責。

參與發布本文件的RFOPL、RAM及其下屬機構可能與本文件所提及的產品有利害關係，包括但不限於行銷、經銷、控股、提供金融或諮詢服務、或擔任本文件所提及的人員的經理。RFOPL、RAM及其下屬機構可能發布過其他報告、出版物或文件，所持觀點不同於本文件所述的觀點，而且所有報告、出版物或文件所述的所有觀點均會在不進行通知的情況下改變。

新加坡和香港

本文件及其內容僅對新加坡的合格投資者（依據新加坡證券暨期貨法第4A節（第289章）的定義）及香港的專業投資者（依據證券及期貨（專業投資者）規則（第571D章）的定義）。本文件及其內容並未經新加坡金融管理局或香港證券及期貨事務監察委員會審核。