

林俊泓 , CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉卓男

財資研究主任

marco.lau@shacombank.com.hk+

852 2841 5450

經濟月刊

2026 年 8 月 20 日

無為有處有還無

- 受針對的加拿大製造商，如食品、包裝、木材及紙製品業，因其產品笨重、不易保存的屬性，難以另覓銷路。
- 若按現階段已公布方案全面實施，第**338**條款關稅估算將會削減加拿大經濟增長約**0.5%**。
- 即使關稅戰捲土重來，其破壞性未必如危言聳聽者所渲染的那麼大。特朗普突然發難是一種施壓手段，目的是逼卡尼重返談判桌。
- 受惠於數據中心相關的資本開支、更寬鬆的銀行資本標準、以及加元貶值，加國商界似乎亦準備好擺脫關稅帶來的心理枷鎖。

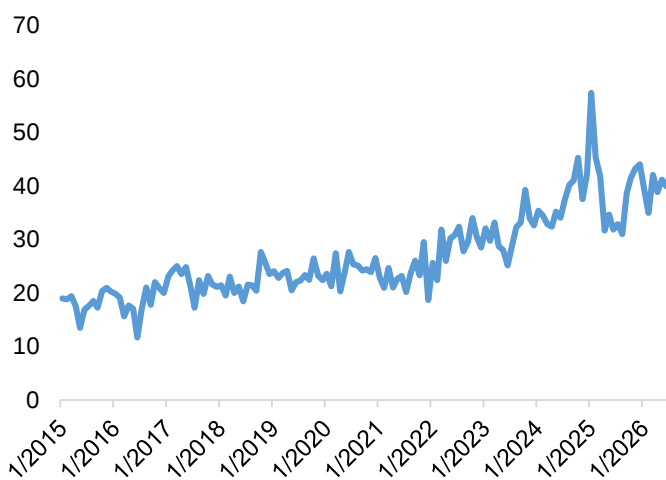
主題研究

始料不及，特朗普近日表示將暫停對加拿大商品徵收「338條款」項下的50%關稅。然而，近在眼前的事物往往最容易被忽略。美、加兩國早不再為莫逆之交，而達成長期協議永遠流於空談。矛頭再次指向加拿大，恐怕也只是時間問題。

要成為特朗普的盟友，從來代價不菲。談及關稅戰，總教人忐忑不安，尤其是在加拿大經濟初露復甦苗頭之際。此時此刻，投資者最好的防禦，就是問對問題。

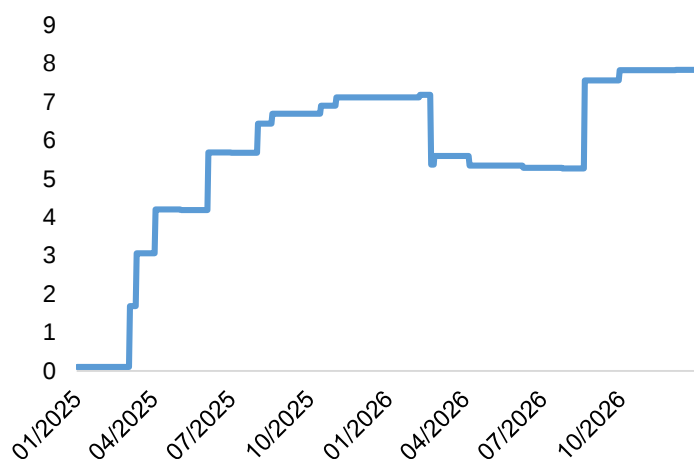
在某些角度來看，關稅戰捲土重來，其破壞性未必如危言聳聽者所渲染的那麼大。現行的《美墨加協定》本來就只向美國開放了有限的加拿大市場。2025年間加拿大對美的乳製品出口總值僅4.74億加元，天價關稅帶來的實際衝擊理應相對有限。

圖表 1：加拿大對美乳製品出口額（每月、百萬加元）



資料來源：CEIC、上海商業銀行

圖表 2：美國對加拿大進口商品的關稅稅率（%）



資料來源：耶魯預算實驗室、上海商業銀行

不幸的是，這充其量只能為市場帶來一點慰藉。貿易戰的代價遠不止於此。

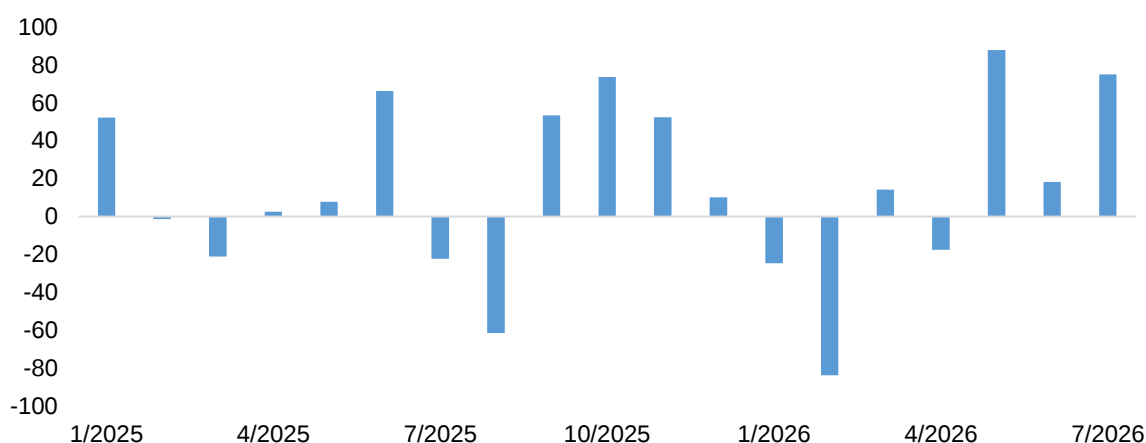
消費品領域向來是貿易摩擦的痛點，這直接關乎藍領階層的身份認同。受針對的加拿大製造商，如食品、包裝、木材及紙製品業，因其產品笨重、不易保存的屬性，難以另覓銷路。新關稅的衝擊，很大程度上會由業界吸收並直接反映在利潤。在投資者眼中，價值與利潤本無兩樣。

在尚未從前幾輪關稅摩擦的創傷中復原之際，第338條款關稅將使加拿大出口關稅稅率提高約2.6個百分點，升至約7.8%（圖表2）。據我們估算，若按現階段已

公布方案全面實施，新關稅將會削減加拿大經濟增長約0.5%。

對一個一度迷失的國家而言，這可說是有危也有機。我們傾向於認為，特朗普突然發難是一種施壓手段，目的是逼卡尼重返談判桌，好讓特朗普在中期選舉前可以將這包裝成一場勝利。卡尼會乖乖就範嗎？不會。遲來的中國國事訪問為兩國多年來的緊張關係帶來解凍的契機。受惠於數據中心相關的資本開支、更寬鬆的銀行資本標準、以及加元貶值，企業界似乎亦準備好擺脫關稅帶來的心理枷鎖。7月份，加拿大就業市場表現穩健，新增7.5萬個職位，就業冷鋒已過，令質疑者無話可說。

圖表3: 加拿大就業人口變化 (千人)



資料來源：加拿大統計局、上海商業銀行

界線分明，則鄰里安寧。關稅未必不再是加拿大面對的頭號威脅。

英國

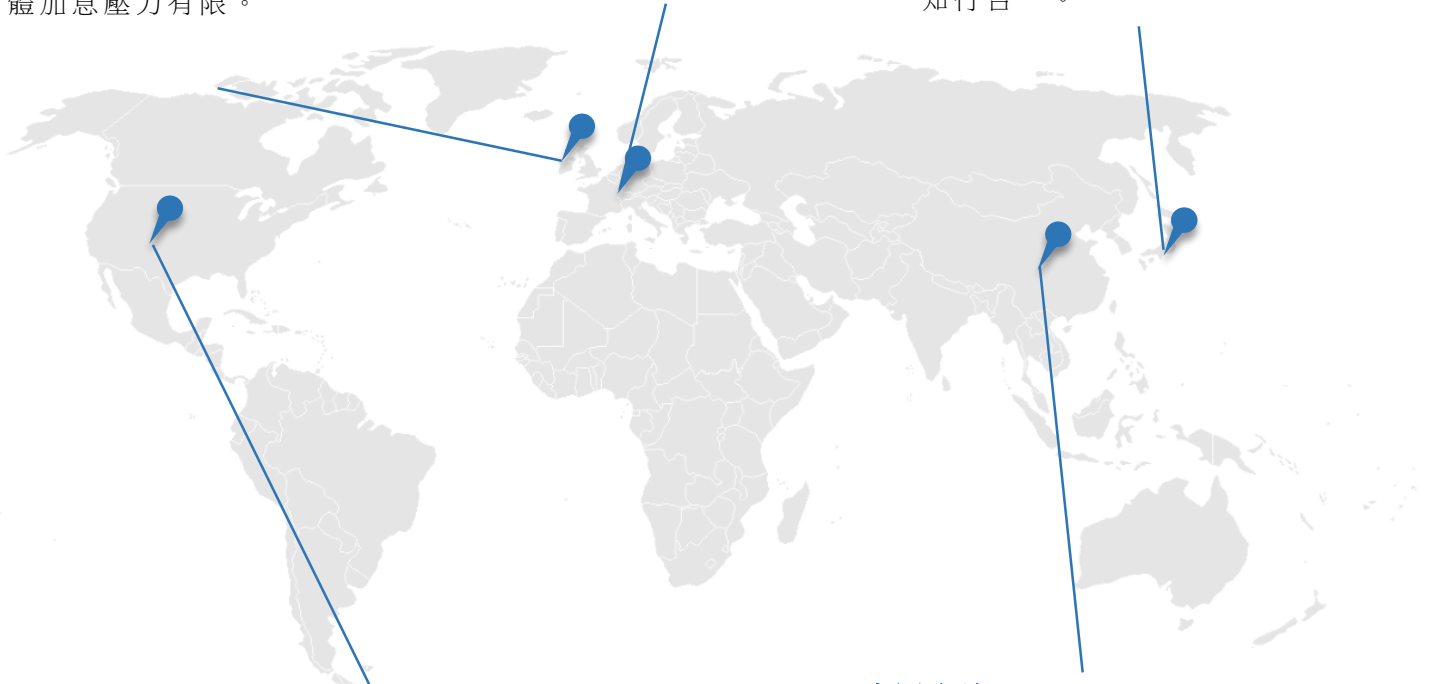
英國一系列選舉和官員任命正式告一段落，市場關注點由政治重返經濟基本面。英國央行對經濟疲弱已有共識，鷹派加息理據亦以預防性為主，總體加息壓力有限。

歐盟

歐洲市場走勢相對平穩，重要經濟數據大致符合預期。主要風險仍圍繞能源價格。

日本

美日聯合干預後，日圓再度小幅走弱。官員口頭干預及政府支持加息的消息均未能打動市場。逆轉日圓頹勢的關鍵，終究在於知行合一。



美國

一系列略遜預期的經濟數據，為聯儲局帶來更大的政策空間。儘管鷹派立場強硬，就業和工資增長已有初步走弱的跡象。若情況持續，則會進一步強化中間派立場，壓低潛在加息空間。

中國內地

國內經濟增速較年初有所放緩。市場寄望當局推出增量政策，提振消費與投資信心，為經濟增長注入新動能。

外匯展望

美元



增持

中性

減持

通脹和零售數據偏軟，削弱了 9 月份加息的理據。預計傑克森霍爾 (Jackson Hole) 全球央行年會舉行前，消息面將較為淡靜。相對值得關注的是，近日分析師上調了美國以外地區的盈利預測，市場或難以重返全面看好美元的局面。

歐羅



增持

中性

減持

受累於中東地區懸而未決的緊張局勢，經濟數據的改善並未能提振歐元。話雖如此，歐元作為對沖人工智能相關風險的工具，仍受外匯市場青睞。

英鎊



增持

中性

減持

英鎊渡過了熾熱的夏季。地方選舉結束後的空頭回補，疊加併購資金流入，共同宣告英鎊頹勢的終結。不過，這些因素難以推動匯價持續上行。真正的關鍵仍在英國央行。儘管年初以來開局強勁，受財政政策不確定性和能源價格上漲影響，預計將有所放緩。

人民幣



增持

中性

減持

人民幣升值的底層邏輯仍然成立。即便出口商結匯比率趨於穩定，在貿易順差持續擴大下，出口收入穩步上揚，衍生出節節上升的結匯需求。另一方面，政治局最新表述亦顯示當局對人民幣升值的容忍度有所提升。

日圓



增持

中性

減持

儘管美元全面走弱，日圓仍難以取得明顯突破。干預之後重建日圓淡倉的策略正在市場上站穩腳跟。不論是共同干預的風險，或是對 9 月份日本央行加息的預期，均不足以逆轉這一趨勢。

澳元



增持

中性

減持

在日圓和瑞郎提供低息資金的背景下，投資者似乎樂於繼續追捧人工智能和大宗商品相關主題。澳元仍有一定上行空間。

紐元



增持

中性

減持

當地通脹預期下滑拖累紐元表現。不過，鑒於紐西蘭經濟高度依賴農產品出口，市場或將紐元視為對沖超級厄爾尼諾現象造成衝擊的有效工具。

近期研究報告

盛夏已至 	2026 年 7 月 30 日
漫長的告別 	2026 年 7 月 28 日
月是故鄉明 	2026 年 7 月 20 日
浩瀚無垠 	2026 年 7 月 2 日
諱莫如深 	2026 年 6 月 18 日
風雨如磐 	2026 年 6 月 11 日
出師未捷 	2026 年 6 月 1 日
懲前毖後 	2026 年 5 月 20 日
典型干預主義 	2026 年 5 月 12 日
大智若愚 	2026 年 4 月 30 日
摩拳擦掌 	2026 年 4 月 29 日
止息干戈 	2026 年 4 月 23 日
浩劫降臨？ 	2026 年 4 月 15 日
閉門造車 	2026 年 3 月 31 日
風雲色變 	2026 年 3 月 25 日
曠日持久 	2026 年 3 月 19 日
獨樹一格 	2026 年 3 月 16 日
特式悲劇 	2026 年 3 月 4 日
方艾未興 	2026 年 2 月 26 日
柿子挑軟 	2026 年 2 月 12 日
否極泰來 	2026 年 2 月 3 日
不動如山 	2026 年 1 月 29 日
明日張膽 	2026 年 1 月 22 日
2026 年全球經濟及外匯形勢展望 	2026 年 1 月 13 日
蒙福季節 	2025 年 12 月 11 日
操千曲而後曉聲 	2025 年 10 月 30 日
蕭規曹隨 	2025 年 10 月 6 日
如雲變改 	2025 年 9 月 22 日
順水推舟 	2025 年 9 月 18 日
舊酒新瓶 	2025 年 9 月 9 日
以儆效尤 	2025 年 9 月 2 日
暗渡陳倉 	2025 年 8 月 19 日
雪泥鴻爪 	2025 年 8 月 1 日
寧靜致遠 	2025 年 7 月 31 日

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為準確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵



權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。