



▲人民幣兌美元匯率保持相對穩定，但出口價格指數出現回落，匯率變化或難以短期內完全體現在出口商品價格調整上。

經濟觀察家

特朗普捲土重來、二度當選美國總統，或提高美國對外進口關稅、尤其是對中國商品進口關稅。歷史上貿易摩擦的案例並不罕見，本文回顧歷史上針對關稅政策的應對措施。值得注意的是，當一國貿易順差規模增長到一定比例、引發貿易摩擦或難以避免，擴大內需、調節貿易平衡或為根本之策，但短期而言，不同應對方式或有望改變收入及利潤分配格局。

應對關稅戰的三種方式

持之以恒 稍作復盤，2018年至2019年貿易摩擦對中美兩國、乃至全球的貿易增長均帶來較大負面衝擊，研究發現中美貿易爭端將對全球生產總值（GDP）和全球貿易產生0.1%和0.6%的衝擊。對美國而言，加徵關稅推升通脹預期，美國消費者物價指數（CPI）同比從2018年3月的2.3%明顯上行至7月的2.9%。隨着增長放緩，美國聯儲局從2018年加息四次轉為2019年降息三次。

貿易爭端沒有贏家

多篇研究報告亦有所驗證，一方面，2018年至2019年間中美貿易摩擦顯著拖累了美國的經濟增長和就業，美國國內生產總值（GDP）的損失約為0.5%，相當於1080億美元（按2020年價格計算），在貿易戰的高峰期，預計其對美國經濟造成了約24.5萬個工作崗位的損失；另一方面，貿易摩擦還對美國國內財富分配造成了較大影響，2018年至2019年美國對中國加徵關稅導致美國消費者與進口商福利下降約510億美元，而政府稅收提高了343億美元。

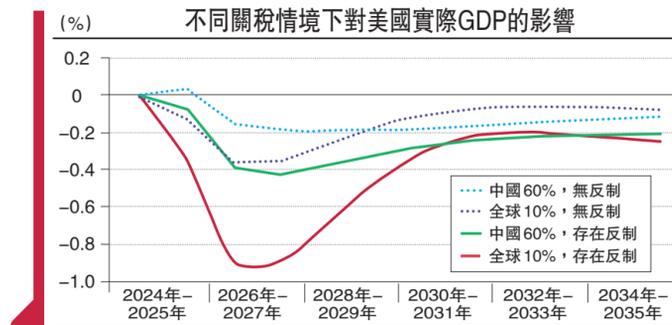
對中國而言，2018年全年出口增速較2017年的7.9%進一步上行至9.9%，對美出口亦保持較快同比增速（11.3%），但2019年中國出口增速回落至0.5%、對美出口增速明顯回落至-12.5%。其中，機電產品是美國受損最大的行業，中國受影響最大的則是大豆和汽車行業。

特朗普在競選期間，其競選綱領亦宣稱將對各國普遍徵收10%的關稅，對特定國家徵收60%的關稅——但這些政策如果嚴格執行，對美國市場、增長、通脹等方面的負面影響可能明顯高於2018年至2019年，在現有經濟周期及市場環境下、這些代價或許也是美國「不能承受之重」。

目前為止，眾議院和參議院也提出多項法案，以求剝奪中國的最惠國待遇（PNTR）。在經過2018年至2019年中美貿易摩擦後，中國出口至美國約48%的產品已不再享受最惠國待遇稅率，應稅商品的平均關稅稅率約為19.3%，若取消最惠國待遇、除美國針對性立法增加關稅的產品外（部分商品通過301機制、反傾銷反補貼關稅、201保障關稅、232國家安全關稅等加徵關稅），其他產品關稅亦會明顯上升，美國最惠國平均關稅約為2.3%，非最惠國平均關稅約為42%，而對中國的平均關稅約為19.3%，由此取消中國最惠國待遇將推升美國對華平均關稅約23個百分點。

據彼得森國際經濟研究所（2024）測算，若美國在2025年對全球加徵10%關稅且對中國加徵60%（考慮反制），對中美兩國的GDP增速均帶來衝擊。其中，對美國GDP增速的拖累約0.4個百分點，且拖累在第二年會擴大至1.3個百分點，同時推升美國當年通脹2個百分點。

此外，加徵關稅亦在收入分配層面帶來較大扭曲，使得低收入消費者的福利損失更為明顯。根據彼得森國際經濟研究所（2024）的測算，特



普提出的新關稅提案或將降低美國人收入，尤其是最貧窮的五分之一人口來說，收入會下降約4%，對最富裕的五分之一人口而言，則收入下降約2%，而中等收入的典型家庭每年將損失約1700美元。同時，按2023年進口額測算，或將為政府增加當年約2270億美元額外稅收、十年合計或將增加2.75萬億美元。

目前，美國經濟增長和市場估值/預期均在高位，通脹在上升通道，進口成本大幅跳升對美國通脹的推升效果和對市場情緒的衝擊不容小覷。近幾年中間貿易的佔比較較2018年高出1個到3個百分點，意味着要執行「原產地」穿透的成本以及衝擊也更大。尤其是經歷過去三年多的高通脹之後，美國市場對企業盈利放緩，以及居民對通脹上行容忍度可能更低。

他山之石可以攻玉

當一國貿易順差規模增長到一定比例，引發貿易摩擦或難以避免，國內穩增長政策進一步發力、擴大內需，從而有效調節貿易平衡或為根本之策。歷史上貿易摩擦的案例並不罕見，短期內的直接應對措施梳理如下：

（1）本幣匯率適度貶值

從宏觀角度來說，一國加徵關稅某種意義上等同於本幣貶值，導致被徵收關稅國家的貿易條件惡化，對企業盈利影響的實際效果等同於對方國家匯率被迫升值。因此，被加徵關稅的國家往往以匯率貶值對沖關稅對匯率實際意義上的「升值」壓力，降低出口企業稅收損失和全球通脹壓力。

傳統貿易理論認為，當本幣匯率貶值時，商品的相對價格有所降低，有望通過提高本國商品的國際競爭力從而增加出口。但近年來也有觀點認為，人民幣匯率變動對於改善貿易收支作用有限。由於中國貿易結構中以加工貿易為主，加工貿易的特點是「大進大出，兩頭在外」，人民幣匯率升貶值會同向影響進出口。故相對於一般貿易而言，加工貿易的出口量相對匯率變動彈性較一般貿易低。

此外，由於貿易合同調整需要時間，匯率的變動對外貿進出口的影響還存在滯後效應，貨幣貶值不一定能夠立即改善出口。從數據上看，中國進料加工佔總出口的比例從2010年的40%左右逐步下滑至18%，但比例仍相對較高。同時，由於貿易合同調整需要時間，匯率的變動對外貿進出口的影響還存在滯後效應。

近年來，美國進口價格和中國出口價格指數相關性亦有所減弱，體現為中國出口價格指數回落、但美國進

口價格指數相對平穩；同時，人民幣兌美元匯率保持相對穩定，但出口價格指數出現回落，可能印證體現出中國出口目的地進一步分散化，匯率變化或難以短期內完全體現在出口商品價格調整上。

（2）自願出口配額、降低出口退稅

從原理上看，出口自限性政策的核心是通過控制出口配額等方式，部分推升國際市場價格、穩定國內市場價格，從而能夠將一部分價格上漲和收入留在國內、而非全部由加徵關稅國享有，降低本國淨損失。

回顧20世紀50年代中期至90年代中期的美日貿易摩擦，隨着美國對日本貿易從1955年的順差轉為1965年的逆差，在1991年繼續攀升至468億美元，佔美國當年總貿易逆差的53.4%。為規避世界貿易組織（WTO）相關規定，自19世紀60年代以來，美國頻繁要求日本對貿易爭端商品採取出口限制。而對日本而言，通過出口自限制措施能夠調和日美生產者間的利益，增加日本廠商邊際收益從而獲取產業界對執政黨的支持，加上該措施實施時間短，具有一定的靈活性和政策迴旋餘地。

此外，調整出口退稅稅率也可視作出口自限性的政策，當出口退稅金額小於該產品實際所含間接稅金額，即呈現對出口的抑制。通常而言，出口退稅機制是符合WTO貿易要求的國際慣例、並不能視為出口補貼，其目的在於退還出口商品在國內生產、流通等緩解已經繳納的間接稅，上述機制有效避免了重複課稅，實現了商品的公平競爭。但當出口退稅的金額超過該產品實際所含間接稅金額，即出現「超額退稅」時，「超額」部分成為出口補貼、鼓勵出口，本質上是用出口國財政補貼進口國消費者。

（3）鼓勵本國企業出海

回顧歷史上出現大量貿易順差的國家，通常還通過政策層面的擴大對外援助、企業層面加大海外投資等，緩解貿易失衡。比如20世紀40年代美國的「馬歇爾」計劃、日本在20世紀80年代的「黑字環流」計劃，以及在20世紀90年代後、日本企業加速對外產能投資及海外本土化生產，當年對外直接投資佔GDP比例在十年間翻倍。而中國企業出海在2023年後再度加速。目前，東南亞可能聚集了比例最高的中國「出海產能」，但中國對拉丁美洲（墨西哥、巴西）、中東（阿聯酋、沙特阿拉伯）、非洲、匈牙利等國家和地區的產能出海也在明顯加速。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

「特朗普交易」開始出現分化



微觀經濟
周浩

特朗普以摧枯拉朽之勢獲得美國總統選舉的勝利，這也讓「特朗普交易」進一步升溫。事實上，是次選舉應該只是一個起承轉合的節點，「特朗普交易」的分化可能才剛剛開始。

先從債券市場說起，在選舉結果公布前，主要期限美債的收益率已經反映出市場的傾向，亦能從收益率當中看到性價比。以2年期美債為例，此前一直認為，其收益率在3.5厘左右，進場的性價比不高。原因在於，未來兩年的降息周期中，美國聯儲局大概率會降息200點子至3.5厘的水平，如果2年期美債利率在3.5厘甚至以下，在很大程度上意味着未來所有的交易價值提前消耗。換個角度來看，當2年美債利率到達4.2厘水平附近，其持有價值已經凸顯。

今年以來，2年期美債的利率高點大約在5厘左右，在9月降息50點子後，從利差交易的角度來看，2年期利率的高點應該順勢降至4.5厘左右，考慮到本周美聯儲大概率會再降息25點子，因此2年期美債利率的高點也應該落在4.25厘附近。從這個角度而言，2年美債利率在4.2厘附近，其持有價值已經十分顯著。

另一個呈現出明顯持有價值的期限是30年期美債，年內高點大約在4.75厘附近，而近期其利率的高點接近4.6厘。換言之，30年期美債利率在降息後反而一直處於糾結。當然，如果考慮到曲線形態等一系列複雜的因素，不應該簡單認為其利率水平接近前高就並不合理。只能說從持有的價值而言，相對較高的30年美債利率，其性價比和容錯率會顯著提高。

當然，市場真正需要糾結的是10年期美債利率，因為該期限需要考慮的中長期因素更多、也更切實。需要釐清的首要問題是，能否簡單從利差交易的角度來判斷10年期美債的性價比，答案可能是否定的。與2年期美債相比，10年期美債事實上承擔着更多的對於經濟和通脹的中長期預期，而這樣的預期顯然在特朗普勝選之後顯得更加敏感和重要。

與此同時，需要釐清的第二個問題是，所謂的「特朗普交易」到底是否推高美債利率的主要推手？答案可能也是否定的。畢竟特朗普還沒有上任，市

場可能是基於預期及現實的通脹和經濟走勢來交易出了所謂的「特朗普交易」。有意思的是，在選戰中，特朗普一直宣稱要打敗通脹。市場似乎相信特朗普講的一切，除了「打敗通脹」這句話。

由此引申的第三個問題，是本輪「再通脹」交易到底如何產生？筆者的觀感是，市場已經開始接受通脹中樞抬升的事實，但又傾向於將這一長期事件歸結於偶然因素——比如說特朗普的勝選。相信特朗普也不願意跟通脹綁在一起，他一直聲稱在其任期內通脹很低；是拜登（以及哈里斯）推高了通脹。

警惕美股突然崩盤

從以上的分析可以看出，存在於2年期及30年期美債背後的不確定性，伴隨着利率走高開始降低，但圍繞着10年期美債背後的討論，可能才剛剛開始升溫。這也是「特朗普交易」出現分化的起點。

美債之外，應該也要討論美元。如果說2年期美債利率上行空間有限，那麼是否意味着美元的上行空間也有限呢？答案是否定的。市場在交易時，往往不會選擇確定性較強的坐標軸，反而會選擇確定性較低的那個。在美元世界裏，10年期美債利率的標誌意義更強，同時也因為不確定性更強，更容易引發市場的實際反饋。從這個角度而言，美元匯率的波動性也會伴隨着10年期美債上升，從交易角度來說，一個波動性高的貨幣，可能會贏得更多的關注，因而也可能會出現一定的「鎂光燈溢價」。

對於美股而言，市場很難從美元、美債及特朗普身上得到太多的預示。相對而言，美股其實是過去數年間確定性最強的資產，但也因為其自身的高確定性，因而帶來的是槓桿風險的不確定。具體而言，美股的最大問題來自於市場的自滿情緒被放大可能帶來的突然崩潰——就像8月初曾發生的那樣——而這樣的自信抑或自滿，很難通過任何其他方式來得到釋放。因此，特朗普上任，可能帶來的是更強烈的自滿，而這樣的情緒大概率會在某個時點上被動釋放。從今年美股的市場節奏來看，前兩次的暴跌分別發生在4月和8月，不知道下一次的調整，會不會發生在12月？

（作者為國泰君安國際首席經濟學家）



港積極吸引高端人才 豪宅看高一線



樓市強心針
廖偉強

香港深度地融入粵港澳大灣區，港人北上置業、消費、吃喝玩樂。筆者認為，融入大灣區對於港人來說，至少在三個不同層面上都有好的影響。

其一是大灣區已成為不少港人退休生活的理想地。事實上，對於部分香港退休人士來說，是非常適合在大灣區生活。除了往返香港十分便捷之外，更重要的是可以將原本在港的高消費的生活，轉變為在大灣區的「平靚正」生活模式；兼且房屋居住的問題容易解決，無論買入及租賃物業的價錢，都比香港低廉，居住空間亦較寬敞。

其二，大灣區已是港人高性價比及便捷的消閒勝地。以往香港人都喜歡到東南亞、日、韓等地區旅遊，但費用動輒也要數萬元。假日北上，在大灣區玩二至三天，性價比可謂佔有絕對優勢，加上現在有些地方可以乘搭高鐵快速抵達，旅遊交通時間節省很多。

龍頭企加快來港上市

其三，大灣區也是港商拓展生意商機的空闊。正所謂事有兩面，大家實在毋須將「內地搶生意」經常掛在口邊，而是思考如何借助內地的人力物

力，以及借鏡營運模式，去提升自己業務的機遇和發展空間。

那麼，香港會否因此而失去吸引力？

筆者對此並不認同，因為香港相比起大灣區各城市，有着很多不可取代的優勢；例如國際金融中心的地位、與外國接軌的文化氛圍等等。香港還有很多內地企業排隊來上市，當中少不了世界級的巨企，如前美的集團，以及據報下月來港的物流業龍頭——順豐速運；再加上香港大力發展家族辦公室，吸引擁有豐厚資產的人士將資金泊港。

香港近年積極吸納外來人才，最新數字顯示，各項輸入人才計劃已有超過16萬人才攜同家眷來港發展；而今年3月推出「新資本投資者入境計劃」，至今已處理600宗申請，倘全數獲批，會為香港帶來200億元的投資金額。

由此可見，外來的人才及富裕人士，都十分嚮往香港的生活，他們除了為香港帶來更多資金及生產力，而且還能為香港經濟帶來貢獻；同時，亦為豪宅市場帶來需求和購買力，從而該類物業可以再度興旺起來，亦令香港這個美麗城市，繼續成為富裕人士及高端人才所嚮往的國際級大都會。

（作者為利嘉閣地產總裁）