

總額的比例降至5%以下。



經濟觀察家

美國當地時間11月25日晚間，美國候任總統特朗普表示，將在明年上任第一天就會通過行政命令，對來自加拿大和墨西哥的商品徵收高達25%的新關稅。同時，他還稱將對進口來自中國的商品加徵10%的關稅。

特朗普現已正式提名傑米森·格里爾(Jamieson Greer)作為新一任貿易代表，後者曾擔任前任代表萊特希澤的副手，在特朗普第一任期內貿易政策中發揮了重要作用。他是一位「狠角色」，誓言利用貿易政策來增加聯邦政府收入，並迫使美國製造業企業回流。

多招對沖美關稅衝擊

大學之道 薛清和

從目前的情況來看，特朗普將在第二任期內實施全面關稅計劃，貿易戰的規模會更大、級別會更高，除了針對中國揮舞關稅大棒，還可能對加拿大、墨西哥、越南等國家加徵關稅。在筆者看來，對中國加徵關稅，以及對其他國家進口自中國的商品加徵關稅，確定性比較強，而對除中國以外的其他國家加徵關稅，可能更多是一種談判籌碼，存在較大的不確定性及不均衡性。

如上文所述，特朗普揚言，上任首日就會對中國、加拿大、墨西哥加徵關稅。筆者預計，全面關稅計劃可能在明年上半年公布，具體落地時間可能需要一至兩年，對華平均關稅在2025年先提至40%，2026年再提至60%。

回顧特朗普第一任期，其選前承諾的政策整體兌現率為31%。其中，五項貿易議題全部兌現，是特朗普重要的政策成果。當前，美國兩黨兩院對華加徵關稅已有共識，關稅計劃實施的阻力小、速度快。

對美貿易佔比下降

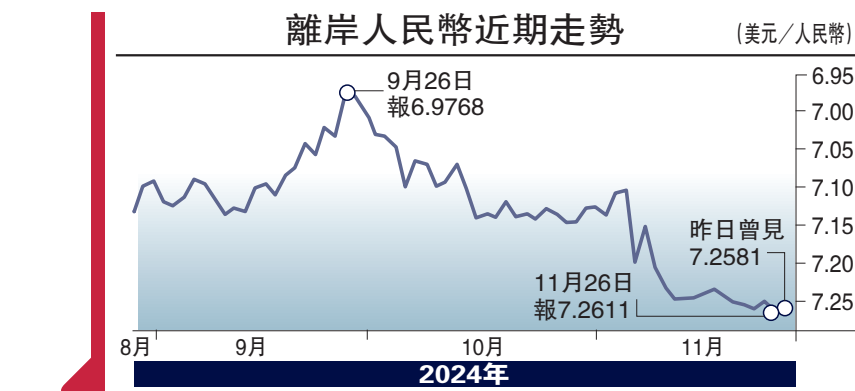
儘管2018年貿易戰以來，中國對美出口依賴度有所降低，對美出口金額佔出口總額的比例已降至14.63%，但美國依然是中國最重要的出口市場，對美國的貿易盈餘佔總盈餘的比例達41%。

假如特朗普上任後立即實施關稅政策，那麼明年中國出口降幅可能較大。2023年，中國對美國出口金額最大的品類是機電、電氣和音像設備，達到1244億美元；其次是核反應堆、鍋爐、機械，888億美元；服裝320億美元，傢具305億美元，玩具293億美元。而中國對美出口依賴度（對美出口金額/出口總額）最高的是玩具，高達42%，其次是雜項製品，38%；服裝、玩具、塑料、光學照相醫療設備、鞋類、皮革箱包、金屬製品均在20%至30%之間。

以上分析僅考慮中國直接對美國出口的商品，本季關稅計劃還有可能包括對其他國家進口自中國的商品加徵關稅，這意味著繞道東南亞、北美間接出口到美國的商品也會受到衝擊。

當前，中國經濟處於新舊動能轉換的關鍵期，宏觀經濟增長壓力大，有效需求不足，民間投資下降，經濟復甦主要依賴於出口增長。今年前三季度，中國淨出口佔GDP的比重為23.8%，較去年大幅度提升；淨出口對GDP增長點貢獻為1.1個百分點。如果出口受關稅衝擊而下降，假如淨出口對經濟增長的貢獻消失，那麼明年中國經濟增長可能削減1個百分點。

實際情況自然要複雜很多，關稅衝擊對中國經濟增長的影響，取決於關稅計劃實施的力度與進度，還跟中央政府所採取的應對措施有關。筆者預計，2025年，中國政府可能出台更大規模的刺激政策，以應對關稅衝



擊，穩定經濟基本盤。

財策幣策更加積極

自今年9月24日以來，中央政府實施了更加積極主動的財政與貨幣政策。其中，為股市融資新設兩項貨幣工具及降準降息，很大程度上激勵了市場預期和流動性的好轉。當特朗普贏得美國總統大選後，市場期待中央政府給出更強有力的政策予以應對。

與上次相比，中央政府應對本次關稅衝擊戰略更周全、準備更充分。當前，政策組合拳的側重在於國內經濟，尤其是化解房地產和地方債問題。中央政府對房地產市場提出了新目標——止跌回穩，同時放鬆了大城市限購政策，加大了救助房地產的力度。

值得留意的是，幾乎在特朗普贏得大選的同一時間，全國人大常委會審議通過了一項決議，擬增加6萬億元（人民幣，下同）地方政府債務限額置換存量隱性債務。財政部宣布，從2024年開始，連續五年每年從新增地方政府專項債券中安排8000億元，專門用於化債，累計可置換隱性債務4萬億元；再加上全國人大批准的6萬億元債務限額，直接增加地方化債資源10萬億元。2028年之前，地方政府須消化的隱性債務總額從14.3萬億元大幅降至2.3萬億元。

這次被市場認為史上最大規模的化債行動，明確了化債額度與目標，最大的作用在於穩住市場對地方債務的預期。如果能夠穩住房地產和地方債，中央政府將有更多的政策空間應對外部挑戰。筆者預計，明年財政赤字率大概率突破3%，中央政府多增發2至3萬億元國債用於投資，同時地方專項債還將進一步擴張。

匯率適當貶值刺激出口

最初外界猜測，中國可能採取加大財政補貼的方式以降低關稅衝擊。但近期，中央政府宣布取消、下調出口退稅政策，打消了相關可能性。據中國財政部和稅務總局聯合發布公告，取消鋁材、銅材等59類產品出口退稅，將部分成品油、光伏、電池等209項產品的出口退稅率由13%下調至9%。

出口退稅是一項財政補貼政策，不少出口企業靠出口退稅獲得收入，取消和降低出口退稅將降低企業的利潤。在加徵關稅的背景下，為什麼中央政府採取這一措施呢？

歷史上，中央政府多次取消和降低出口退稅，背後考慮的因素主要有

三點：降低財政支出壓力、促進經濟轉型、降低貿易摩擦。今次政策的主要原因應該是降低貿易摩擦風險，緩和貿易關係。今年以來，歐盟對華發起了電動汽車反補貼案，對來自中國的汽車加徵關稅。取消和降低出口退稅，有助於改善與歐盟、日韓的關係，拓寬國際貿易條件。

出口退稅政策儘管符合世界貿易組織的規定，但是容易引發貿易爭端，匯率政策是相對溫和且常用的政策。例如，2013年，日本首相安倍晉三主動推動日圓貶值以刺激出口。以匯率貶值方式刺激出口的邏輯，相當於本國商品和資產對外集體降價，以價換量，擴大出口。這也是應對全面加徵關稅為數不多的措施。

展望未來，中國有沒有可能繼續縮減出口退稅，並轉向通過人民幣貶值的方式來刺激出口？筆者認為，如果美國政府對中國加徵關稅的力度加大，那麼人民幣貶值的空間肯定會擴大。至於中央政府是否主動為之以拉動出口，還需要更多的證據。

大力發展出海經濟

出口企業該如何應對加徵關稅的挑戰？加徵關稅考驗出口企業的議價能力。如果出口商品國際競爭力強，出口企業可以提價，那麼加徵關稅的成本可以轉嫁給美國消費者；反之，只能由出口企業自己承擔。中國向美國出口的商品不少是勞動力密集型產品，議價能力偏弱一些，可能加徵關稅成本更多由出口商來承擔。如果人民幣主動貶值，一定程度上可以緩解出口企業的壓力。

從今年三季度的出口數據來看，沒有發現對美國「搶出口」的現象。10月份，以美元計價，中國對美國出口同比增長8.1%，增速在三大經濟體中最低；對東盟增長15.79%，其中對越南、馬來西亞、泰國、印尼出口增速都在15%—28%之間。

由此猜測，出口企業可能對東盟「搶出口」，即提前布局產能，繞道東盟出口美國。自2018年貿易戰以來，一些產業逐步遷移到越南、印尼等東盟，東盟很可能成為這次關稅衝擊的緩衝地帶。儘管美國政府也有可能對東盟來自中國的商品加徵關稅，但稅率相對沒有那麼高。與過去相比，中國企業主動出海的動力更強。

中國對外經濟形勢正在發生新的變化，從出口經濟轉向出海經濟，產業資源全球再配置。這是一次挑戰，也是中國深化開放、走向全球化的機遇。

（作者為智本社社長）

發展RWA產業 香港具優勢

鏈能講堂 付鏡

近年來，現實世界資產（RWA）的敘事逐漸成為區塊鏈與金融領域的熱點。作為一項連接傳統資產與區塊鏈世界的創新技術，RWA不僅承載了技術的革新潛力，也為傳統金融市場的流動性、透明度及管理效率提供了突破口。這種將實體資產代幣化的模式正在吸引全球投資者的廣泛關注，尤其在當前國際金融環境複雜多變的背景下，RWA展現了其特有的韌性和增長潛力。

一些機構基於對行業趨勢的深刻洞察及對未來發展的清晰判斷布局RWA。傳統金融資產雖然價值龐大，但流動性往往不足，交易過程繁瑣且成本高昂。通過RWA技術，這些資產能以低成本、快速的方式進入全球化的區塊鏈市場，為投資者帶來更高的靈活性。與此同時，區塊鏈技術的透明性和高效性彌補了傳統金融管理模式中的諸多不足，令資產交易的每一步都可以追溯，從而提升了市場的信任度。

在加密領域中，敘事往往決定市場情緒與資本流向。過去幾年，去中心化金融（DeFi）、非同質化代幣（NFT）和Meme幣的敘事相繼佔據市場主流，帶動了大規模的投資和技術革新。RWA敘事的崛起則是以真實資產代幣化為核心，既滿足了市場對穩定價值的需求，也為區塊鏈技術在現實經濟中的落地提供了全新契機。

儘管RWA的概念早已提出，但真正進入主流視野是在近兩年。這一變化得益於以下三點因素：

一是，RWA顯著提升了資產的流動性，將傳統金融中的高價值、但流動性差的資產轉化為便於交易的數字代幣。

二是，全球經濟的不確定性進一步增強了投資者對穩定價值的需求。近年來，加密貨幣市場經歷了多次動盪，諸如LUNA崩盤、Curve危機及USDC流動性危機等事件，使得投資者更加傾向於具有實際價值支撐的投資標的。在此背景下，RWA以其基於真實資產的特性，成為機構投資者規避風險的理想選擇。

三是，技術的不斷進步和合規工具的成熟亦是推動RWA敘事擴展的重要動力。從Layer2技術到隱私保護協議（如ZK技術），再到合規性工具的

引入，這些進展為RWA平台提供了更加安全、高效的基礎設施。例如，Elliptic等工具的集成使得RWA項目在遵守反洗錢（AML）和了解客戶（KYC）等監管要求方面更加完善，為吸引傳統金融機構參與創造了條件。

金融基建與法制完備

香港作為國際金融中心，在RWA發展的浪潮中展現出獨特的競爭優勢。這不僅體現在其成熟的金融基礎設施與法律體系上，也在於其監管環境的靈活性。

首先是金融基礎設施的完備性。香港擁有高度發達的金融市場及豐富的國際化經驗。這種成熟的金融生態系統為資本的跨境流動及多元化的金融服務提供了強有力的支撐。

其次是清晰且穩定的法律環境。香港的法律體系以普通法為基礎，對財產權和投資者權益的保護具有高度的透明度和可預見性。這種法律保障為RWA等新興金融技術的發展提供了堅實的基礎。

再次是靈活的監管框架。香港的監管機構在鼓勵金融創新與風險管理之間尋求平衡。例如，香港金融管理局（HKMA）和證券及期貨事務監察委員會（SFC）在區塊鏈技術的應用方面，提供了包容性的政策支持，使香港成為RWA技術應用的理想試驗場。

最後是地理與語言優勢，香港位於亞洲中心，緊鄰中國內地，同時廣泛使用中文和英文，這使得其具備連接東西方市場的天然優勢，能夠更有效地服務於全球投資者。

儘管RWA賽道充滿前景，但其發展也面臨一些不可忽視的挑戰，包括：

1) 監管的不確定性。全球範圍內，各國對於代幣化資產的法律地位尚未形成統一標準，這可能在一定程度上限制市場的擴張。

2) 資產評估與信任問題。如何確保代幣化資產的真實性與價值，是行業需要長期解決的問題。平台需與專業機構緊密合作，以提升投資者的信心。

3) 市場流動性風險。RWA的流動性儘管較傳統資產有所提升，但在需求不足的情況下，仍可能面臨交易不活躍的問題。

（作者為國際新經濟研究院高級研究員）



香港作為國際金融中心，在RWA發展的浪潮中展現出獨特的競爭優勢。

人才爭落戶 剛需挺樓市

樓市強心針 廖偉強

筆者與一些朋友都發現，近月街上的人流比之前多了，尤其星期五下班後，以及周末假日，容易遇上「塞車」。食肆和商場也比年初擠擁了，熱門食肆更往往要輪候一段時間。此情此境，也反映出香港經濟確有起色。近日乘坐的士外出晚飯時，與司機閒聊起來，但他仍認經濟仍然較差，自己更要打兩份工去維持生計。市道的轉變，很多人都看得到，但無奈未必每個人都可以受惠得到。

遊客回升 消費市道回暖

事實上，要經濟回復舊觀，不可能一蹴而就。這幾年的轉變也令很多行業或崗位失去了競爭力，有些港人仍在原地踏步，甚至收入在倒退中，面對這種壓力，心也漸漸變得很累。筆者相信眼前的變化，確實是復甦的一大徵兆。繁忙的時間及周末的「塞車」，已是近幾個月的「慣例」，旺區及遊客區常有人頭湧湧、車水馬龍，也證明消費市道回暖起來。

此外，近期遊客數量亦開始回升，香港零售及飲食業也受益，還有很多內地品牌、菜式及經營模式的食肆，這兩年都相繼進駐香港。除了給香港人帶來新鮮感之外，亦讓港商從危機和競爭中學習。從另一個角度看，日後如能夠融合人家

的經營模式、學習，加以變革，香港商家的競爭力也會有進步。

人才的流入，也反映了經濟環境並不是想像中般嚴峻。落戶香港的人才，當然對這座都市有信心，所以才願意與家人一同來開展新生活。這兩年特區政府積極輸入不同類別的人才。七屆世界冠軍、英國桌球天王奧蘇利雲近日就透過「優秀人才入境計劃」來香港定居及發展。奧蘇利雲更大讚香港的稅率低，文化及美食都非常好，加上喜歡在香港行山，這位天王級優才的讚譽，也會是不少人才的由衷想法。

其實，近期樓市的人流也在變化，不論是新盤市場的人氣，還是二手市場的睇樓人流，都與三季度截然不同。當然，美聯儲兩度減息，加上施政報告及中央政府提振經濟等利好消息，推動了樓市的交投急增，也顯示出樓市已觸底反彈。隨著更多人才落戶香港，住屋需求將有增無減，樓市當然也會得益。

（作者為利嘉閣地產總裁）



本港樓市交投急增，顯示樓市已觸底反彈。