



▲中國經濟運行能夠回歸合理區間，物價溫和回升，資產價格止跌企穩甚至反彈，那麼人民幣匯率就有望獲得支持。

經濟觀察家

隨着美國政府換屆，中美關稅摩擦升級風雨欲來。特朗普對中國出口商品加徵高關稅的威脅屬於極限施壓，有可能以此為籌碼，脅迫中國在其他方面做出讓步。

筆者認為，人民幣在對外經貿摩擦的逆風下仍有可能升值。

人民幣逆風下仍有升值可能

當前市場憧憬，中美之間或會簽訂一個類似20世紀80年代中期的廣場協議，施壓人民幣（兌美元）匯率升值。在筆者看來，當前中美簽署新廣場協議的概率較低。

首先，「特朗普2.0」的弱美元政策不能隨心所欲。特朗普在第一個任期內曾多次公開批評歐元區通過實施負利率政策，引導歐元競爭性貶值，並建議美國聯儲局抄歐洲中央銀行的「作業」。但在美元本位的國際貨幣體系下，美國不存在獨立的匯率政策，美元強弱是國內經濟政策執行的結果而非目標。

其次，「特朗普2.0」有可能推行的大幅減稅、加徵關稅和限制移民等政策，將會增強美國通脹韌性，延緩美聯儲降息步伐，加之貿易摩擦刺激市場避險情緒，都有可能推高美元指數，而令非美貨幣（包括人民幣）承壓。事實上，受美聯儲寬鬆預期降溫和特朗普交易回歸影響，2024年10月以來美元指數迭創年內新高。同期，人民幣匯率也從9月底的7.0附近快速回撤，中間價跌至7.20附近，境內外交易跌至7.30附近，三個價格均迭創年內新低。

貨幣政策以我為主

其次，美方對於放棄強美元可能是口是心非。1985年9月22日，美國、日本、聯邦德國（西德）、法國及英國的財長和央行行長在紐約廣場飯店舉行會議，達成五國政府聯合干預外匯市場，誘導美元對主要貨幣的匯率有序貶值，以解決美國巨額貿易赤字問題的協議。因協議在廣場飯店簽署，故該協議又被稱為「廣場協議」。這是20世紀70年代布雷頓森林體系解體後，再次重啟國際匯率政策協調。其背景是，20世紀80年代初，美聯儲時任主席沃爾克以高利率反通脹，滋生了美元泡沫，美國財政貿易「雙赤字」飆升，失業率居高不下，強美元因此飽受詬病。

當前，儘管美元仍處於2011年4月以來啟動的超級強美元周期，美國貿易失衡問題也依然嚴重，但失業率僅從低位溫和反彈，就業市場保持強勁，強美元的負面影響並不明顯，受到各界的非議較少。而且，新提名的美國財長貝森特來自華爾街，本身偏好強勢美元政策。強美元也可能受到美聯儲青睞，因為美元強勢有助於其抗通脹。尤其是若加徵關稅後，人民幣應聲下跌，將有助於減輕高關稅對美國國內通脹的傳導。

再次，人民幣匯率失衡並非美方的「眼中釘」。如前所述，中美第一階段經貿協議肯定了保持匯率靈活性以吸收內外外部衝擊的必要性，同時強調了雙方都要避免競爭性貶值的義務。2024年11月，美國財政部在最新的《主要貿易夥伴宏觀經濟和匯率政策報告》中沒有將任何國家列為匯率操縱國。只是因為中國對美雙邊商品和服務貿易逆差較大，繼續將中國列入「觀察名單」，並再次質疑中國外匯政策的透明度。

負責匯率政策國際監督的國際貨幣基金組織（IMF）也不認為人民幣

（人民幣/美元） 2017年以來境內外人民幣匯率走勢



匯率存在明顯失衡。2019年8月初人民幣應聲破7，美國將中國列入「匯率操縱國」名單時，IMF曾經仗義執言。北京時間2019年8月9日，IMF在正式發布的與中國第四條款年度磋商報告中確認，人民幣實際有效匯率與中國基本面和可取政策所對應的水平基本一致，也就是說人民幣既沒有高估也沒有低估。IMF還指出，2018年人民幣雖然對美元貶值，但相對於貨幣籃子大體穩定，估計結果顯示，人民銀行幾乎沒有進行外匯干預。最近，IMF在與中國第四條款2024年度磋商報告中繼續認為，中國對外經濟部門與基本面和可取政策所對應的水平基本一致。

最後，當前形勢與四十年前大相逕庭。其實早在廣場協議之前，日圓已經開始了有節制的升值，廣場協議則是確認和加劇了日圓升值的趨勢。據沃爾克和日本大藏省前副行長天豐雄在二人合著的《時運變遷》一書中回憶，當時，日圓加速升值除了來自美方的壓力外，也有日本主動配合美國經濟再平衡的動機。日方甚至認為，這是美國有求於日本，日圓升值一定程度上滿足了日本人的虛榮心。

現在，人民幣匯率是自2015年「8·11」匯改以後已經從單邊升值轉向雙向波動，2022年以來更是因中美經濟周期和貨幣政策分化，總體上還面臨回撤壓力。可以預見的是，中美經貿關係再趨緊張，大概率人民幣會進一步承壓，但這種變化本身是對內外外部衝擊的正常反應，是匯率市場化的應有之義。從中方本身來講，也不會主觀刻意將貶值作為應對貿易摩擦的政策工具，因為這一方面是主動幫助美方減壓，補貼美國消費者；另一方面可能導致市場搶跑，強化順周期單邊羊群效應。

通過對話求同存異

筆者認為，在四種情形下人民幣仍有可能升值。

第一種情形，特朗普極限施壓的關稅威脅兌現不及預期。如果全部兌現特朗普競選期間的關稅威脅，相當於短期內將中國從全球產業鏈供應鏈中剔除出去，並大幅打壓中國產品在美國市場的份額。這種做法，一方面難以達成；另一方面是即便達成了，美國也要付出慘重的代價。尤其是美國當前的通脹形勢不允許特朗普採取如此瘋狂的策略。因此，「特朗普2.0」只是部分兌現其關稅威脅的概率不低，這將有助於緩解人民幣面臨的壓力。特別是如果2025年中國外貿出口實績好於預期的話，人民幣有望獲

得支撐。

第二種情形，中美積極致力於對話解決經貿糾紛。從「特朗普1.0」的經驗看，當中美經貿磋商取得進展時，外匯市場壓力明顯緩解；中美磋商陷入僵局時，則外匯市場壓力重新加大。這在股票市場上反映更為明顯：2018年，在經貿摩擦交錯升級的背景下，滬綜指全年收跌24.6%；2019年，受益於中美磋商最終達成第一階段協議，全年收漲22.3%。特朗普重返白宮後，大概率將廢棄拜登時期的中美經濟金融對話機制。中方應迅速謀求與美方建立新的對話機制，盡可能縮短空窗期，通過對話求同存異，緩和經貿紛爭。從最近的特朗普對華言論看，這方面的工作是有空間的。

第三種情形，特朗普交易回調或導致美元指數走弱。2024年底，美元指數不跌反漲，迭創年內新高，部分反映了特朗普交易回歸的影響。市場憧憬，特朗普重返白宮後，大幅減稅和放鬆監管等政策，有可能進一步提振美國經濟。而「特朗普1.0」也上演過類似的劇情。2016年全年，美元指數收漲3.7%，其中11月5日至年底累計上漲5.7%。也就是說，當年美元強勢主要受益於市場憧憬特朗普將成為偉大的美國總統。然而，2017年由於特朗普競選承諾的各項改革議程進展不力，美元指數不漲反跌。「特朗普2.0」重蹈覆轍也並非不可能。

第四種情形，中國經濟持續回升向好。應對外部衝擊，關鍵是做好自己的事情。2024年底中央政治局會議和中央經濟工作會議針對防範化解外部衝擊明確提出，2025年將進一步全面深化改革，實施更加積極有為的政策（包括實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策），加強超常規逆周期調節，提高宏觀調控的前瞻性、針對性、有效性，全方位擴大國內需求，推動標誌性改革舉措落地見效。

如果相關政策舉措逐步生效後，能夠推動中國經濟的負產出缺口快速收斂（表現為經濟運行回歸合理區間，物價溫和回升），資產價格止跌企穩甚至反彈，則人民幣匯率就有望獲得支持。事實上，2024年10月份以來，人民幣再度快速下行，但境內交易價相對中間價的日均偏離+0.61%，即偏貶值方向較上半年（+1.55%）明顯收斂，這部分反映了9月底政策轉向以來，國內經濟回升、市場預期改善的支撐作用。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

美關稅新政料漸進推出

世經明察
張明

特朗普的第二個總統任期將在2025年1月20日展開。在此前競選過程中，對全球商品加徵關稅是其核心議題之一。特朗普多次表示，要增加全球商品的關稅，尤其是要將來自中國的商品徵收60%的關稅。此外，他還指出，關注到不少中國企業通過墨西哥、越南等地對美實施間接出口，對這種貿易行為，美國政府也要甄別出來並加徵關稅。

近期特朗普再度表態，上任之後，首先要將加拿大、墨西哥對美出口商品關稅提高20個百分點，要將中國對美出口商品關稅提高10個百分點。特朗普這一舉動可謂出乎有關各界預期，讓他上任之後的關稅戰之路變得更加撲朔迷離。

慕僚萊特希澤觀點惹關注

筆者認為，要摸清楚特朗普貿易政策的邏輯，就應該仔細研究對特朗普貿易政策影響巨大的幕後人物萊特希澤的核心觀點。

在近年，萊特希澤（Robert Lighthizer）出版一本名為《沒有貿易是自由的》（No Trade is Free）的書，非常清晰地闡明了其對美國對外貿易政策制定的核心觀點。那就是要把關稅作為一種重要的武器與工具，加徵關稅的目標是拉平美國與其他貿易國的競爭優勢，讓美國與其他國家基本上能夠實現對等貿易。即使對自己的盟國，美國也不必客氣。此外，美國也應通過所謂的「公平貿易」政策，來敦促甚至脅迫其他國家在非貿易領域對美國做出讓步。

從這一視角出發，我們便不難看出特朗普近期關稅表態的邏輯。加拿大、墨西哥與中國均為美國最重要的貿易夥伴，而本次對三國進行非對稱式加稅，目標是基本上將三國對美出口商品的關稅大致拉平。例如，在本輪加徵20%關稅之前，在新的美加墨協議下，加拿大與墨西哥對美出口商品的平均關稅率約為8%；而在本輪加徵10%關稅之前，中國對美出口商品的平均關稅率約為20%。在本輪加稅之後，加拿大、墨西哥、中國對美出口商品的平均關稅率都接近30%。

對主要貿易夥伴很警惕

換言之，特朗普在貿易政策方面對主要貿易夥伴是都很警惕的，認為這些順差國都損害了本國利益，因此要對其進行打擊，通過加徵關稅來降低對方商品的競爭力。

當然，這樣做的後果是在未來一段時間內，美國的通貨膨脹與通脹預期

都可能顯著反彈。一方面，對主要貿易夥伴加徵關稅，會損害美國的貿易條件，提高進口商品成本，提升輸入性通貨膨脹壓力。尤其重要的是，這會顯著提高美國中低收入家庭的生活成本，而後者是特朗普的重要票倉。另一方面，驅逐墨西哥非法移民，將會顯著提升美國服務業生產成本，進而惡化通貨膨脹壓力。

在此背景下，特朗普政府大概率會採取分批分步加徵關稅的方式，這種方式與其第一個任期的做法是一以貫之的。例如，特朗普政府可能不會一次性將所有中國對美出口產品徵收60%的關稅。

更為可能的做法是，或對所有中國對美出口產品加徵10%至20%的關稅，或對部分中國對美出口產品關稅加徵至60%。這樣做的邏輯在於，一方面可以評估加徵關稅對美國自身的負面影響，另一方面也可以先看看中國政府如何應對，之後再確定下一步的徵稅力度。

在特朗普政府於本月開始運作，預計可能在上半年推出第一輪針對中國的關稅措施，之後再視情況推出後續舉措。考慮到關稅生效仍需一段時日，再加上第一輪關稅不會全面覆蓋或一步到位，因此預計在2025年，特朗普政府加徵關稅對中國整體出口增長的影響仍然比較有限。甚至在2025年上半年，不排除中國出口方與美國進口方在新的關稅生效前「搶出口」與「搶進口」的情形。

以我為主 提振內需

中國政府應如何應對特朗普新一輪關稅戰呢？

首先，當前中國政府最重要的工作，仍然是通過更具擴張性的財政貨幣政策，盡快消除國內總需求不足而產生的負向產出缺口，更多通過激發內需來靠近潛在經濟增速。應付對外貿易的不確定性，最重要的是以我為主，提振內需。正如《倚天屠龍記》中九陽真經所言：「他強由他強，清風拂山崗。他橫任他橫，明月照大江。他自狠來他自惡，我自一口真氣足」。

其次，作為貿易順差國而言，中國實施反制裁的空間總體有限。因此我們要把子彈用在刀刃上，統籌好反制的力度和規模，而不必對美國政府亦步亦趨。

再次，如果人民幣兌美元匯率在市場供求的決定下有走弱的趨勢，那麼讓市場力量適當發揮作用，允許人民幣兌美元匯率適當貶值，對中國經濟而言利大於弊。

（作者為中國社會科學院金融研究所所長）

2025年樓價料升10%

樓市新態
汪敦敬

自2008年開始筆者每年都會撰寫「我對樓市的十大忠告」，今年分享如下：

（1）新的大都會模式將起步

香港在大都會化下人口勢創新高，減少依賴西方的金融中心包括上市功能，也成功回復集資功力。教育與創科之路起步，融合大灣區的新常態也不斷改變營商環境。

需求帶動租金續揚

（2）租金上升正突破臨界
租務是支持樓市的最大基礎因素，隨着外來人口不斷引入，令香港常住人口上升，空置率不斷降低，租金繼續上升成大勢所趨了。

（3）關注10萬億定期存款去向

香港總存款量逾18萬億元，當中定期佔約10萬億元，其中約4.5萬億元是在短短34個月中受當時定期息口高企而快速聚集到銀行，這筆資金在近期減息後逐漸回流市場。執筆時候已連續兩個月共900億元的定期流出，這筆資金去向足以影響來年的市場大局。

（4）深度悲情是否繼續癱瘓市場機制

社會深度悲情雖然不會改變到市場結構，但可以令市場冬眠或極緩慢甦醒。悲情總有減退的一日，市場因素日益改善正能量思維增加，始終有一日會平衡抵禦到負面情懷的，所以悲情消散的時間表就是樓市回復的時間表。

（5）中美摩擦仍左右大局

中美摩擦除了隨時會發生衝突之外，同時運用按揭息口的加減、匯率高低甚至通脹的高低，亦會帶給香港福與禍。

宜設置業資助計劃助上車

（6）救市政策

特區政府出招與中央政府的組合拳方式會有不同的效果。如何理順發展商建屋的收支平衡問題，將影響未來財務和長遠供應是否充足。

（7）財富分配才是關鍵

置業人數（尤其是年輕人）有上升，才是成功的施政。如果要增加擁有資產者的數目，不是應該掌握樓價低的時候推出置業資助計劃鼓勵入市嗎？

（8）發債多寡影響香港下一代

當樓價低過建築成本的時候，特區政府賣地收入就會大受影響，於是政府難免需要發債，問題是發債多寡。債券是要償還的，舉債太多會影響下一代的福祉。

（9）買有風險，不買也有風險

買樓投資當然有風險，但不投資的風險也十分巨大，這是機會成本（Opportunity Cost）的原則。若果樓價回升，錯失入市機會損失的正是樓價升幅。如果是租樓人士，還要加上錯失機會和置業前這段時間付出租金的損失，甚至其損失往往比買樓面對的損失更多。

（10）2025年樓市將由谷底回升

基於以上各種因素的考慮，筆者評估來年住宅樓價可回升5%至10%。

（作者為祥益地產總裁）