



▶人民幣大幅貶值並不是解決中美貿易摩擦的最佳方案。中國應通過擴大內需、促進消費、產業升級、市場多元化及國際合作來化解貿易戰壓力。

經濟觀察家

在中美貿易摩擦的背景下，即將再次出任美國總統的特朗普，威脅通過大幅提高關稅的方式遏制中國的出口競爭力。一些觀點認為，人民幣貶值可有效緩解美國關稅的衝擊。但深入分析可發現，這種路徑並不可行。

實際上，美國上一輪加徵關稅並未顯著推高該國物價，這一現象主要與美國的市場結構和銷售渠道模式密切相關。根據經濟學中的「價格傳導機制」，進口商品價格變化對零售價格的影響，取決於進口成本在終端售價中的佔比及市場競爭結構。

人民幣匯率大貶穩外貿可行嗎？



明觀四海
梁海明

在美國，大型連鎖零售商（如沃爾瑪、亞馬遜等）通常通過全球化的供應鏈採購商品，而非直接從外國製造商進口。中國出口企業在這一鏈條中往往通過代理商供貨，加徵關稅後，這些代理商和中國出口企業通過壓縮利潤空間吸收了額外的關稅成本。換句話說，美國零售商的採購成本並未因關稅顯著上升，消費者在終端價格上感知不到太大變化。

此外，人民幣貶值進一步加劇了上述現象。人民幣貶值會降低以美元計價的出口商品價格，從而部分抵銷關稅的漲價效應，但這種調整實際上等同於中國企業向美國消費者提供隱形補貼。例如，據相關測算，中國企業為維持出口競爭力，每獲取1美元收入，可能需要「倒貼」4元人民幣。這種「成本轉嫁」機制使得關稅的實際壓力被中國企業吸收，而美國消費者則間接獲益。這不僅未能打擊美國的消費市場，反而加重了中國企業的經濟負擔。

人民幣貶值的影響不僅局限於中國國內經濟，還涉及對全球貿易體系和「一帶一路」共建國家的深遠影響。這種連鎖反應可能在以下兩大方面顯現。

首先，中國企業面臨「雙重擠壓」。部分中國學者主張人民幣至少貶值30%以應對特朗普威脅加徵60%關稅。他們認為，通過大幅貶值可以增強中國出口商品的價格競爭力，從而在國際市場上彌補關稅帶來的劣勢。但這種策略的背後邏輯存有問題，其本質是將損失轉嫁給中國百姓，而企業則繼續賺取美元收入。

這是因為，人民幣貶值雖然表面上提升了出口商品的競爭力，但代價是普通消費者和企業的運營成本上升。尤其是依賴進口原材料、零部件和設備的企業，將會因貶值面臨更高的生產成本壓力。與此同時，人民幣貶值還會通過推高物價，進一步壓縮普通百姓的實際收入水平。例如，進口商品價格上漲將直接影響日用消費品、電器、汽車等商品的價格，進而抬高居民生活成本。這種情況下，中國居民成為了人民幣貶值的最終買單者。

生產成本增 企業勢受困

人民幣大幅貶值的核心目的，是通過降低出口商品價格，鼓勵企業繼續以低利潤甚至虧損的方式向國際市場出口。事實上，這是一種典型的「飲鴆止渴」策略。企業雖然能夠在美元計價的國際市場中維持競爭力，但這種競爭力是以犧牲國內經濟的穩定性為代價的。

如果中國的出口企業繼續在這種

模式下賺取美元，實際上不能為中國經濟帶來繁榮。相反，由於人民幣貶值導致國內購買力下降，這將最終形成了對企業的「雙重擠壓」：一方面，出口收益因貨幣貶值被稀釋；另一方面，生產成本和國內市場的消費力下降進一步削弱企業的生存能力。這種局面不僅無法有效對沖關稅帶來的壓力，反而可能加速企業的困境。

加劇與「一帶一路」國貿易失衡

其次，「一帶一路」共建國家也會遭遇衝擊。人民幣大幅貶值還可能對「一帶一路」共建國家產生負面溢出效應，特別是在以下幾個方面：

1) 加重債務負擔。「一帶一路」倡議下，中國對許多共建國家提供了基礎設施建設貸款，而不乏貸款以美元計價。如果人民幣貶值，這些國家的償債壓力將顯著增加，因為以本幣收入償還以美元計價的債務將變得更加昂貴。這種壓力可能導致部分國家出現債務違約風險，進而對中國金融機構的海外資產造成衝擊。

許多「一帶一路」共建國家的經濟結構相對脆弱，依賴出口初級產品或資源，外匯儲備有限。如果人民幣貶值導致這些國家的償債能力進一步惡化，不僅可能削弱「一帶一路」項目的推進力度，還可能引發對中國在這些國家經濟合作模式的質疑。

2) 擴大貿易失衡。人民幣貶值雖能增強中國商品的價格競爭力，但也會進一步加劇與「一帶一路」共建國家的貿易失衡。不少「一帶一路」共建國家以出口原材料為主，而進口中國的工業製成品和設備。人民幣貶值後，中國出口商品的價格優勢將進一步擴大，擠壓當地製造業的生存空間，導致其對中國商品的依賴加劇。這種貿易失衡可能引發部分國家的不滿，甚至會對中國的經濟影響力提出更多質疑。長期來看，這可能削弱中國在「一帶一路」倡議中的領導地位，影響中國與這些國家間的合作關係。

3) 區域貨幣合作或受阻。「一帶一路」倡議的重要目標之一是推動人民幣國際化和區域貨幣合作。然而，人民幣大幅貶值可能讓「一帶一路」共建國家對人民幣的穩定性產生懷疑，降低其接受人民幣作為結算貨幣的意願。這將削弱人民幣在「一帶一路」共建國家的影響力，阻礙人民幣國際化的進程。此外，人民幣貶值可能引發共建國家貨幣競爭性貶值的連鎖反應。例如，東南亞國家可能被迫調整其貨幣政策以維持出口競爭力，這種局面將增加整個區域的不確定性，不利於「一帶一路」倡議的長期推進。

故此，人民幣大幅貶值並不是解決中美貿易摩擦的最佳方案。相比之

下，中國應通過擴大內需、促進消費、產業升級、市場多元化及國際合作來化解貿易戰壓力。其中，擴大內需和增加消費是核心重點，因為強大的內需市場不僅能為經濟增長提供穩定動力，還能有效緩解對外部市場的依賴。

提速擴內需 降外貿依賴

內需不足一直是中國經濟長期面臨的結構性問題。近年來，中國經濟增長過度依賴出口和投資，而消費佔GDP的比重相對較低。要應對貿易摩擦，中國必須加快調整經濟結構，釋放內需潛力。一是通過收入分配改革，增加中低收入群體的收入，提升消費能力，形成更廣泛的消費基礎。二是完善社會保障體系，減少居民儲蓄的必要性，激發消費意願。三是推動從傳統「量的消費」向「質的消費」轉型，發展高端消費、智能家居和綠色消費。四是發展農村消費市場，改善基礎設施、推動農村電商發展，釋放農村消費潛力。

同時，中國應擺脫以低成本為核心的競爭模式，轉向提升產品附加價值和技術含量。近年來，中國在高科技產業（如新能源汽車、人工智能、芯片製造等）方面取得突破，但仍需加大研發投入，完善產業鏈布局。只有通過創新驅動，才能在國際市場中佔據更高地位，減少對人民幣貶值的依賴。

中國也應進一步分散貿易依賴以降低經濟風險。中國應考慮更積極拓展「一帶一路」共建國家和其他新興市場，減少對美國市場的單一依賴。例如，東盟國家、非洲及拉美地區正在成為新的增長極，中國可通過強化與這些地區的經貿合作，構建多元化出口格局，從而降低中美貿易摩擦帶來的不確定性。

在全球化的背景下，中國還應考慮更積極參與多邊合作機制，推動國際貿易規則的完善。例如，通過在世界貿易組織（WTO）框架下與其他主要經濟體合作，爭取更多國家的支持，與更多國家協調立場、形成合力，可以有效維護國際貿易秩序，減少單邊主義對全球經濟的衝擊。

人民幣貶值不僅無助於緩解美國關稅壓力，反而可能對中國經濟、全球貿易體系，以及「一帶一路」共建國家帶來深遠的負面影響。面對貿易摩擦，中國更應通過擴大內需、促進消費、提升產業競爭力、優化出口市場結構及加強國際合作，走出一條可持續發展的道路。特別是通過內需驅動和「一帶一路」倡議的可持續推進，中國可以構建更穩定、更自主的經濟增長模式，化解貿易摩擦帶來的長期威脅。

（作者為海南大學「一帶一路」研究院院長）

美通脹與減息路徑不明朗



債市縱橫
周浩

年末美債現多空博弈局面。一方面，利差因素造成的套息交易，使得海外資金仍然在買美債。美聯儲在2024年12月的議息會議上，已經釋放明顯信號，2025年1月不太可能降息，以及全年的降息步伐會放緩。另一方面，歐洲央行也在去年12月宣布降息0.25厘，以及日本央行在去年12月暫停了加息的步伐。雖然美聯儲降息不確定性攀升，但考慮到全球其他央行的利率政策的跟隨情況，筆者認為美元相對其他貨幣的利差仍然會維持，套息交易使得美債對於全球資金仍然有較高的吸引力。

在過去的一年時間裏，外國投資者對於美債的持有呈現加速的趨勢。截至2024年10月底，外國投資者持有美國國債總金額達到了8.6萬億美元。2024年1至10月，外國投資者新增美國國債金額達到6500億美元。如果參考10年期美債和1年期Euribor（歐元同業拆借利率）的利差來看，從2024年初開始，呈現上升趨勢，至2024年底達到2.096%。日圓作為套息交易的融資貨幣，雖然相對美元的利差收窄，但是考慮到近期日圓貶值的趨勢，投資美元仍然是交易的主導，綜上看來，跨國資金，尤其是來自歐元區及日圓區的資金，正成為美債重要購買力。

硬幣的另一面，美債市場近期面臨明顯的賣空壓力。2024年12月26日，10年期美債盤中一度突破4.6%，創2024年5月以來新高。筆者認為，本次美債收益率的反彈主要由兩大因素構成：美國市場年末流動性收緊與2025年降息路徑與通脹走勢不明朗。

10年期美債沽空增

流動性在年末的暫時性收緊，成為此次美債收益率突破4.6%的主要推動因素。筆者觀察到，在2024年12月26日，SOFR利率（有擔保隔夜融資利率）在美聯儲12月降息後罕見地攀升至4.53%，與美聯儲利率走廊下限的美國隔夜逆回購（ON RRP）利差明顯走高。至2024年12月31日，SOFR利率仍維持在較高水平。這反映出融資市場的壓力在年末加劇，商業化機構為符合監管要求，通常會減少活動以增強資產負債表的穩健性，同時商業銀行及其一級交易商子公司通過貨幣市場基金

進行資產擴張意願回落。在這種情況下，部分商業化機構為了滿足流動性需求，可能存在變現部分資產的壓力，其中包括出售部分美債資產以獲得流動性。10年期美債的商業做空合約增加，正是這一現象的印證。

與SOFR利率同步上行的是ON RRP的規模，與往年末相似，在最後一日上行至4735億美元的高位，亦在一定程度上吸收了部分美債市場的流動性。不過，目前衡量銀行體系流動性壓力的EFFR-IORB利差目前仍處於低位波動，有效聯邦基金利率（EFFR）則一直保持在4.33%，且沒有顯著的上升壓力。這表明銀行整體流動性狀況依舊穩健。隨着季末效應的減弱，筆者預計貨幣市場資金利率將再次進入低波動狀態。

2025年降息路徑與通脹預期的不明朗，是美債收益率攀升並高位震盪的本質原因，同時也導致收益率曲線的陡峭化。正如筆者此前在報告中所提及的，美聯儲的降息路徑仍將是長端美債的主導因素，而長端美債收益率能否下行，中長期的通脹預期是關鍵點，同時收益率陡峭化將是大概率事件。

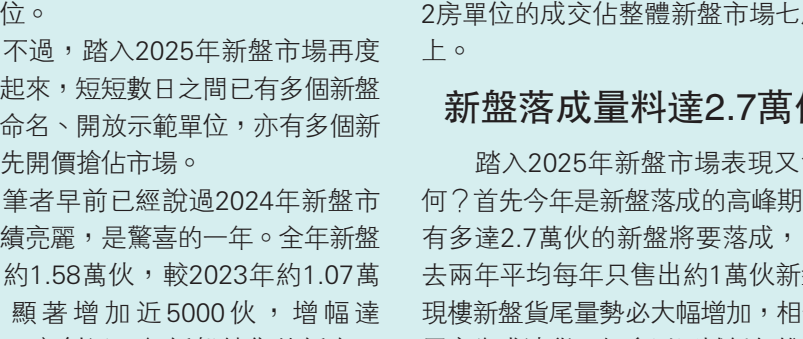
目前市場對美聯儲的降息預期較為鷹派，2025年僅可能降0.5厘左右，長端美債市場顯然很快「price in」了這一較為激進的預期。同時，對於未來降息路徑與通脹預期的迷惘，致使投資者對於短端美債的需求出現顯著上升，美債收益率曲線不僅結束「倒掛」，期限利差還出現明顯走闊。

筆者認為，收益率曲線陡峭化本質上是因為市場對於美國短期的降息路徑與通脹還尚有一定認識，但對於長期而言，無論是通脹預期、利率環境、抑或是財政可持續、經濟增速等均具備更高不確定性，期限溢價顯著上行。在另一個層面，美債利率結束倒掛也在一定程度上反映了，市場對於美國經濟預期的改善及市場風險偏好的提升。

目前長端美債的持有價值凸顯，筆者重申把握長端美債區間震盪下的配置與交易價值，同時提示潛在的收益率曲線陡峭化的交易機會。雖然近期長端美債收益率顯著走高，但筆者認為，流動性是短期問題，而且市場投機賣空行為並未顯著增加，當前收益率處於高位的長端美債具備較強配置價值。

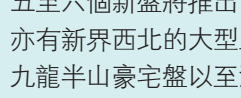
（作者為國泰君安國際首席經濟學家）

兩類美債期限利差走勢



數據來源：Bloomberg、國泰君安國際

發展商加速去庫存 今年一手更熱鬧



樓語縱橫
楊永健

香港樓市時旺時靜，新盤市場暢旺一、兩個月就要小休抖一抖，累積一下購買力再爆發。去年樓市經過10月、11月的旺市後，上月樓市再度小休一會，新盤銷售僅約680宗，創近四個月低位。不過，踏入2025年新盤市場再度熱鬧起來，短短數日之間已有多個新盤公布命名、開放示範單位，亦有多個新盤率先開價搶佔市場。

筆者早前已經說過2024年新盤市場成績亮麗，是驚喜的一年。全年新盤銷售約1.58萬伙，較2023年約1.07萬伙，顯著增加近5000伙，增幅達48%，亦創近三年新盤銷售的新高。初步看來，今年新盤市場會比2024年更加熱鬧，今個月的新盤市場可說是2025年的季前熱身賽，保守估計多達五至六個新盤將推出，有市區單幢樓，亦有新界西北的大型上車盤，同時亦有九龍半山豪宅盤以至港島市區豪宅推出優質單位招標。

無可否認，去年的新盤銷量不似預期之外，連帶新盤的定價亦遠遠不及預期，部分發展商為求促銷只好減價求售或是加價促銷。新盤市場大吹「淡風」下，整體新盤貨尾總數早已拾級而上、超越2萬伙，發展商自然需要加快新盤銷售。

最暢銷的兩大新盤是屯門NOVO LAND及天水圍YOHO WEST，其次是油塘靚海畝，三個新盤均以細單位作主打。以單位類型計算，去年以2房單位銷售升幅最明顯，全年共售出逾4600伙，較2023年大幅增加24%；1房單位的銷售升幅亦約達14%。1房及2房單位的成交佔整體新盤市場七成以上。

新盤落成量料達2.7萬伙

踏入2025年新盤市場表現又會如何？首先今年是新盤落成的高峰期，將有多達2.7萬伙的新盤將要落成，以過去兩年平均每年只售出約1萬伙新盤，現樓新盤貨尾量勢必大幅增加，相信發展商為求清貨，仍會以震撼低價推盤。加上美國息口經已見頂，市場已普遍預期美國最快今年上半年再減息，相信到時本地銀行亦會跟隨美國減息，減息效應下估計今年新盤銷售勢必增加。

（作者為世紀21 Q動力總經理）



▲今年新盤貨尾量勢大增，相信發展商為求清貨，仍會以震撼低價推盤。