



▲特朗普政府仍然十分重視對貿易夥伴行為的評估，以及為可能的關稅行動做了充分鋪墊，投資者應對特朗普政策的多變和靈活保持警惕。

經濟觀察家

2025年1月20日，特朗普宣誓就任美國第47任總統，就職演講側重點在收緊移民、

放開能源生產、重振製造業三大方面，將美國內部經濟問題置於更加靠前的位置，之後才是關稅、提高政府效率，以及其他非經濟領域內容，但這並不意味著中美關稅風險解除。

關稅戰風險並未解除

政經透視
鍾正生

特朗普還發布了一份「優先事項」，涉及美國安全、經濟與能源政策、政府機構改革等。行政令方面，值得關注的是一份《「美國優先」貿易政策」備忘錄，涉及對華貿易關係的評估，相關行動將於2025年4月1日之前完成。

筆者預計，未來三個月特朗普仍會陸續發布新政策，可能涉及擴大住房供給、削減政府開支、削減監管政策數量、制定預算支出計劃、減稅、關稅等。

從特朗普演說看政策優次

特朗普就職演講中涉及的政策內容基本符合預期，即符合其競選期間及當選後在公開場合的表態。具體來看，移民政策被置於首位，但其中提及的政策，如遣返非法移民、恢復「留在墨西哥」（Remain in Mexico）政策等，都在預期之內。其次是抗擊通脹與加大能源開採相關內容。特朗普表達了對抗通脹的目標，但其將通脹問題與能源價格關聯，繼而發表了一系列鼓勵能源生產的言論，如宣布進入能源緊急狀態、重新填滿能源儲備、鼓勵能源出口等。再次是重振製造業，通過結束綠色新政以拯救傳統汽車製造。最後才是關稅、提高政府效率及其他非經濟領域的內容。其中，對外政策的強硬和擴張性受到關注，例如其提到打造最強軍隊、將墨西哥灣改名「美國灣」、收回巴拿馬運河等，但多數主張實際上已出現在其競選後的公開表態中。

對比2017年特朗普第一任期的就職演講，本次演講更務實，談及的政策更加具象。回顧2017年1月20日的就職演講，特朗普更多地是在闡述他的競選理念和未來的施政方向，圍繞「美國優先」的主旨進行了相對宏大的敘事，缺乏詳細的政策主張；籠統地提到「關於貿易、稅收、移民、外交事務的每一項決定都將使美國工人和美國家庭受益」；提出一些較寬泛的目標，如重建基礎設施、恢復經濟等。相較之下，本次演講更詳細地描述了當前面臨的危機，如邊境安全、通貨膨脹、公共衛生系統失效等，同時提出更具體的政策和行動計劃。

本次演講著墨較少的領域是關稅、減稅及削減支出。關稅方面，沒有提及任何具體的關稅舉措，也沒有提及「中國」，只提到了將成立「對外稅務局」。有關減稅和削減政府開支的內容，也基本沒有提及，只提到設立政府效率部，但這並不意味著關稅部分不重要，可能只是因為這部分內容不是美國民眾最為關切或者最有「故事性」的。

例如，由於關稅可能加劇美國的通脹乃至滯脹壓力，這次演講沒有過多涉及。然而，特朗普在演講後很快宣布，將從2月1日起對從加拿大和墨西哥進口的商品徵收25%的關稅。又如，在「去監管」和減少政府支出方面，可能大多數民眾對此相對「無

感」，但特朗普隨後立刻通過行政令，撤銷了近80項拜登政府的行政命令，包括實施聯邦法規凍結以控制官僚體系、解僱部分不合格聯邦官員並暫停國稅局新員工招聘等，仍在積極兌現競選承諾。

據白宮網站，1月20日特朗普就職後當日，發布了一份「優先事項」，以及46項「總統行動」（Presidential Actions），這些行動涵蓋了各類行政令、備忘錄等。值得關注的文件包括：

《特朗普總統的「美國優先」優先事項》。這份文件可視為特朗普新政的「總綱」，內容基本符合就職演講的框架，將任期內的優先事項分為四大方面：1）保障美國安全：包括加強邊境安全、結束非法移民的庇護政策、恢復「留在墨西哥」政策、修建邊境牆、暫停難民安置等措施。2）經濟與能源政策：取消拜登政府的氣候政策，簡化能源生產許可，退出《巴黎氣候協定》，推動美國能源獨立。3）改革政府機構：凍結非必要領域的官僚招聘，暫停未生效的激進法規，提高政府效率。4）恢復美國價值觀：保護傳統性別觀念，以適當方式紀念美國歷史等。

《為美國家庭提供緊急價格減免並戰勝生活成本危機》備忘錄。文件具體提到了燃料、食品、住房、汽車、醫療保健、公用事業和保險等商品和服務的成本上升問題，並提出了五個具體舉措：1）降低住房成本並擴大住房供應；2）消除不必要的行政費用和增加醫療保健成本的尋租行為；3）取消提高家用電器成本的不合理要求；4）為美國工人創造就業機會，包括吸引失業工人重返勞動力市場；5）撤銷增加食品和燃料成本的有害「氣候」政策。此外，該備忘錄規定，總統經濟政策助理每30日需向總統報告這些舉措的實施情況。

留意4月前公布的貿易調查

《宣布國家能源緊急狀態》行政令。文件強調了美國面臨的能源供應不足、基礎設施薄弱和外國威脅等問題。命令要求各行政部門和機構利用緊急權力加快國內能源資源的開發、生產、運輸和精煉，推動能源基礎設施建設，簡化審批流程，並協調《瀕危物種法》和《清潔水法》等相關法規的執行，以保障國家能源安全、降低能源價格，並支持美國的經濟和國防需求。

《「美國優先」貿易政策》備忘

錄。文件要求調查美國貿易逆差、「不公平」貿易行為和匯率政策，評估與加拿大、墨西哥和中國的貿易關係，並對現有貿易協定進行審查和修訂。文件分為四個部分，其中第三部分單列「與中國的貿易關係」，涉及評估中美經濟貿易協議、是否「通過第三國規避貿易限制」以及評估永久正常貿易關係（PNTR）等。備忘錄要求相關部門在2025年4月1日之前提交報告，包括貿易逆差調查、關稅豁免評估、中美貿易協議審查、出口管制體系評估等。

首日行政令可能只是「百日新政」的一部分，預計未來三個月特朗普仍會陸續發布新的政策。回顧2017年，特朗普1月20日上任首日發布的政策（廢除奧巴馬醫改、美國能源優先、退出TPP等），只是其百日新政的小部分內容；其上任後截至2017年4月，都在陸續發布新的政策。

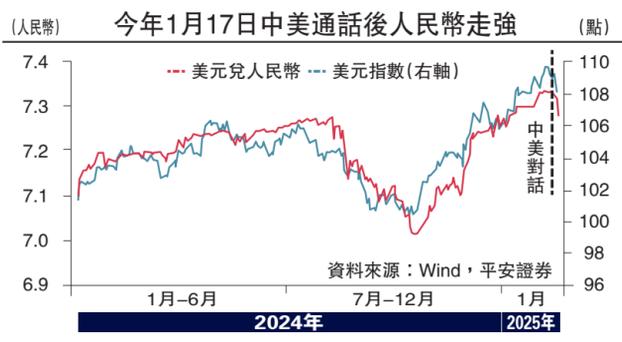
特朗普在第二任期更有經驗、上任前的準備更充分，首日公布的政策在「百日新政」中的佔比可能更大。不過，對於首日演講以及行政令涉及不多的內容，如擴大住房供給、削減政府開支、削減監管政策數量、制定預算支出計劃、減稅、關稅等，都有可能未來一段時間內有所行動。

警惕特朗普政策的多變

尤其值得注意的是，儘管近期中美積極信號增多，但關稅風險並未解除。中美高層1月17日通話以後，中美關係緩和及美國對華關稅風險降溫的預期上升，人民幣匯率也在1月21日升至7.2798，創近一個月（12月13日）以來最強表現。此外，特朗普就職演講中並未提出具體的關稅政策，甚至並不提及「中國」，也可能進一步強化樂觀預期。但正如最新「美國優先」貿易政策備忘錄所示，特朗普政府仍然十分重視對貿易夥伴行為的評估，以及為可能的關稅行動做了充分鋪墊。

投資者應對特朗普政策的多變和靈活保持警惕。正如2017年特朗普上任初期，曾表示希望與中國在經濟領域加強合作。2017年4月，中美高層在佛羅里達州海湖莊園會晤後，雙方同意啟動中美經濟合作「百日計劃」，希望通過對話解決所謂的貿易「不平衡」問題。但2017年8月，特朗普啟動對華「301調查」，其後貿易政策出現明顯轉變。

（作者為平安證券首席經濟學家）



港宜加速擁抱代幣化浪潮

Web3洞察

汪樂樂 蔣照生

被波士頓諮詢公司

稱爲「資產管理的第三次革命」，預計未來五年將實現爆炸式增長。作爲全球金融中心，香港也正積極擁抱RWA代幣化浪潮。2024年施政報告提出推動RWA代幣化及數碼貨幣生態建設，香港金管局也推出「數碼債券資助計劃」，以鼓勵資本市場採用代幣化技術。

然而，目前推動全球代幣化創新的主要力量仍來自於美國。以華爾街爲代表的傳統金融機構，在通過比特幣等ETF通道讓傳統資金流向鏈上的同時，也借助代幣化加速傳統金融資產與業務上鏈。貝萊德推出美債代幣化基金BUIDL規模已超6.3億美元，摩根大通也通過Onyx平台引領美國國債和貨幣基金等傳統資產代幣化。

相比之下，香港在代幣化領域尚未出現具有全球影響力的機構或項目。儘管香港在代幣化政策推動方面表現積極，但與由頭部金融機構主導創新的美國相比，香港傳統金融機構的參與感相對較低，且對Web3行業仍保持謹慎態度，更多是處於「觀望」狀態。

香港傳統機構對代幣化的保守態度主要源於合規要求。合規是必要的，但不應成爲創新的障礙。代幣化的核心不僅在於技術實現，更在於機構參與。傳統機構的參與將很大程度上決定代幣化市場的早期繁榮度。

在短期無法改變現有模式的情況下，香港應通過更開放的代幣化沙盒機制，吸引更多傳統機構參與其中，開展具有創新性和市場潛力的前沿實踐。同時爲避免沙盒碎片化，香港可以將穩定幣、DLT等相關探索共同納入沙盒進行聯合試點，並鼓勵更多機構根據自身稟賦自由探索代幣化應用，不論是代幣化基金和股票，還是其他資產，只要有意願和能力都可以在沙盒中進行小範圍試點，並在探索中總結經驗，逐步增強機構在代幣化領域的創新意願與能力。

只有更多有資源、有資產的機構主動參與代幣化創新，香港才能在變革中佔據更多主動權，從而避免在與美國的競爭中被快速拉開身位。

除了激發市場創新活力，在代幣化資產層面香港也需要進一步明確發展重心。全球代幣化探索主要集中在標準化金融資產，而香港在基金和債券代幣

化方面此前雖有探索，但目前最受關注的卻是新能源、農產品等非金融資產的代幣化。這些探索雖有助於代幣化生態長期發展，但短期難以建立市場優勢。

事實上，不同資產的代幣化進程將存在明顯時間差：債券、基金等具有穩定回報且規模可觀的標準化金融資產是現階段最適合代幣化的資產類別，且這些標準化資產的代幣化經驗，也將爲後繼規模較小、效益不明顯或技術挑戰更嚴峻的資產類別代幣化奠定基礎。因此，香港短期內應聚焦最合適代幣化的標準化金融資產，並充分發揮香港作爲國際金融、貿易與航運中心所擁有的地理與制度優勢，重點關注貿易與跨境相關場景中的代幣化應用，快速做大香港的RWA代幣化市場規模。

公鏈平台成爲首選

此外，雖然技術不是決定代幣化成敗的關鍵，但開放的技術體系更有助於代幣化創新。部分海外機構因監管選擇私有鏈，但更多金融與科技巨頭正在擁抱公鏈。公鏈在全球流動性和開放性方面顯著優於其他技術體系，已成爲60%以上代幣化債券和基金的首選平台。在安全性方面，得益於數據開放性和鏈上分析技術的發展，公鏈上的資產追蹤和審查正變得更容易。加之代幣化資產大多在鏈下託管，真正的風險實際上更多集中在鏈下，鏈上則主要確保業務合規性。所以在合規的前提下，香港應更放心地在公鏈領域探索代幣化應用與創新，逐步將其作爲代幣化創新的重點方向。

最後，RWA代幣化作爲金融體系的融合產物，最理想的狀態是既要讓現實資產加速向鏈上遷移，又不能讓其價值只限於鏈上，最終還是要服務和反饋現實。面對華爾街機構在代幣化領域的積極行動，留給香港的時間窗口不多了。如果香港能借助制度與市場優勢加速擁抱創新，在給予傳統機構更多創新空間的同時探索與監管合規的平衡，同時依靠內地所能提供的萬億資產支撐，香港必將會在代幣化領域擁有絕對優勢，未來前景廣闊。

我們期待香港在2025年跑出RWA領域「加速度」。

（汪樂樂爲歐科雲鏈研究院負責人，蔣照生爲歐科雲鏈研究院資深研究員）



▲香港傳統機構對代幣化的保守態度主要源於合規要求，現有模式短期無法改變，應通過更開放的代幣化沙盒機制，吸引更多傳統機構參與實踐。

擁國際大都會優勢 港樓價貴有所值

樓市強心針
廖偉強

回顧去年的樓市表現，仍未擺脫下跌的局面，總計全年樓價累積跌幅達6.5%，而由2021年8月份的高位至今，則累跌28%。2025年的走勢，市場難有一致的看法。悲觀人士覺得，經濟仍然復甦緩慢，加上特朗普就任美國總統，中美兩國關係會出現更多變數。此外，新盤的庫存仍然高企，短期而言看不到樓價有反彈的機會，所以認爲今年的樓價下跌的空間仍大。

另有一些人士可能較爲樂觀，他們相信樓市走勢是周期性，經過了幾年的下跌後，已經有回穩跡象；加上很多海外及內地企業來港發展，反映香港的自身優勢仍然存在。目前息口正在回落，況且整體樓價已經回落近三成，港人存款又接近20萬億，負資產問題未及九七年金融風暴後嚴重，相信樓價已接近谷底了。

以上兩種不同的觀點，實在難定對錯，筆者嘗試用另一角度去看待樓價的走向。筆者相信，樓價能否站得穩，很大程度上視乎於香港這個城市的定位。事實上，香港在全國以至全世界，仍有

不可取代的優勢。經歷了這幾年的困境後，部分港人似乎漸漸忘記了這裏是一個國際級的大都會，擁有國際性城市的配套，同時亦有完善的法制、安全、自由、低稅率、領先的醫療及優質的教育等。更重要的是這裏四季分明，沒有海嘯、火山爆發等嚴重天災，更加沒有戰爭、大型恐襲等，上述種種優勢也反映在香港房地產的價值上。

精英匯聚 發展機會多

近年有很多人將北上消費的好處掛在口邊，認爲返內地是「平靚正」的生活方式，但如果要大家長年返回內地生活和賺錢，又未必接受得到。畢竟，大都會的生活，並不是隨便一處就能取代。願意留在香港生活的人，都會認同香港的節奏，認同香港是發展機會比其他城市多，而選擇居住在這個國際級大都會的人，自身也需要具競爭力。

香港和全球很多國際級大都會一樣，精英匯聚，雖然樓價及物價比較昂貴，但人們不會因此卻步。因為這裏的優勢和吸引力常在，發展機會也比很多城市優勝，這裏的生活與樓價水平匹配。（作者爲利嘉閣地產總裁）