



▲在當前複雜環境下，中國政策的科學相機決策性，需要基於對美國政策出台方式及其反噬效應結果的判斷。

經濟觀察家

深入理解2025年政府工作報告，首先需要深刻把握2025年與以往，尤其是與上一年相比所呈現的差異。在此基礎上，進一步探討這些差異如何影響政府工作報告所確立的政策框架及其實施路徑。

中國有力應對「特朗普2.0」



如沐春風
劉元春

2025年較2024年在諸多層面呈現出顯著差異，第一個差異是特朗普衝擊。1月20日特朗普宣誓就職第二任期美國總統將帶來全方位超預期衝擊。「特朗普2.0」的政策與拜登政府及其第一任期的做法均存在顯著不同，其所引發的超級時代變化以及對中美博弈的影響，不僅超越以往，也可能超出預期。

中美市場行情逆轉

儘管許多人認為特朗普的全面開放可能為中國提供一個窗口期，從而減緩中美博弈的強度，但這種觀點可能包含誤區。因此，特朗普將關稅作為博弈籌碼所產生的不確定性，以及各國與之博弈所產生的不確定性，決定了2025年是最為複雜且需重點關注的一年。

第二個差異是中美敘事的逆轉。自DeepSeek出現之後，中國科創的全面崛起與美國科創泡沫問題成為熱議焦點，進而引發全球投資者信心的結構性大逆轉，改變了過去幾年投資者普遍存在的悲觀情緒。然而，對於2025年全年中美敘事在逆轉中如何相互作用，目前尚不明確，這需要更深入的研究。

第三個差異在於，2025年是在2024年一攬子增量政策的基礎上，進一步理清政策定位。從2024年中央經濟工作會議和2025年政府工作報告中可以明顯感受到，2024年9月26日推出的一攬子增量政策，對中國經濟問題的判斷及相應舉措是精確且科學的，取得了顯著成效。特別是在房地產、地方債務和中小金融機構風險等問題上，相關措施有效緩解了風險，產生了治標的效果。

然而，這也決定了2025年及未來必須在周期性、結構性和更深層次問題上進行全面深入的調整。如何在進一步治標的基礎推進治本，實現由表及裏的政策深化，是2025年與2024年的又一顯著差異。

第四個不同之處在於政府工作報告從本質上進一步彰顯了政府在穩增長方面的決心，這使得2025年社會與市場信心明顯得到改善。「9·26」一攬子增量政策對逆周期工具進行全面再定位，並且將政策工具的力度提升到新的高度，這種政策特徵使其與2024年、2023年的一般性穩增長舉措存在本質的區別。

因此，要深入理解政府工作報告下一步實施的重點與焦點，關鍵在於把握2025年與2024年相比真正發生了哪些變化。

複雜多變 相機決策

作為年度工作安排，2025年面臨的超常規不確定性，要求我們在落實中央經濟工作會議和兩會精神的過程中，為應對大量不確定性預留超常規

的相機決策空間。

這一需求的重要原因在於2025年的幾大衝擊和核心任務仍具有顯著的博弈性和不確定性。

外部環境的複雜多變決定了內部應對策略的相機性。當前財政赤字率設定為4%的一般公共赤字預算，以及接近10%的廣義財政赤字，其合理性主要基於前期測算和判斷。但更重要的是，根據外部衝擊和內部風險控制程度進行相機決策。

外部衝擊的複雜性不僅源於特朗普政府將關稅作為經濟戰工具，使其具有強烈的可談判性、博弈性和不確定性，更在於其政策的超級不確定性。特朗普政府的政策不僅局限於關稅領域，還涉及匯率政策、金融政策、數字貨幣、虛擬資產，以及高科技人才移民等多方面。近兩個月，特朗普的政策雖基於其競選框架推出，但也處於不斷調整之中，這種調整進一步加劇了其不確定性。因此，在分析外部環境時，應避免陷入以下幾大認知誤區：

一是不能僅關注關稅戰而忽視其他方面。美國對中國的關稅和貿易政策已經呈現層級化特徵，八大類舉措均已開始實施。更重要的是，未來圍繞貨幣和金融問題的措施可能更為激烈。

二是在分析大國衝突時，不僅要關注衝突的接觸模式，更要重視衝突所產生的反噬效應。美國實施關稅戰、大規模減稅、放鬆管制及激化國內黨爭等政策，必然引發進一步的反噬效應。中國亦然。在中美碰撞後，雙方陣營內部的反應如何，是科學博弈方案必須關注的核心。因此，需清晰地分析美國政策出台後對其自身經濟和政治的反噬效應。

外部環境的複雜性主要體現在三個層面：

- 1) 中美關係、俄烏衝突走向，以及巴以戰爭走向。
- 2) 美國與所謂盟國之間的關稅戰走向同樣存在高度不確定性。
- 3) 新格局下美國對華政策的變異與調整。

若將上述外部不確定性與國內房地產市場的衝擊相結合，形勢將更加複雜。在此背景下，政府工作報告所確定的「一攬子政策方案」和方向是堅定的，政策力度也是明確的，但同時必須具備超常規的相機調整能力，無論是在節奏還是力度上，都需根據實際情況靈活調整。

美加關稅反累經濟

若未能準確把握美國宏觀經濟走勢及其政策調整路徑，中國財政與貨幣政策調整的節奏、路徑和力度也將難以精準把控。原因在於，如之前所述，在當前複雜的環境下，中國政策的科學相機決策性，需要基於對美國政策出台方式及其反噬效應結果的清晰判斷。

美國政策反噬效應的最大結果之一，可能是加速其經濟衰退的出現。目前，美國經濟周期效應已經使其從前期的高點逐步邁向下行階段，未來數年衰退趨勢具有確定性，但衰退是否會在2025年快速顯現，仍然存在不確定性。

近期，美國AI泡沫破裂，以及股市和金融市場的大幅調整，可能標誌着衰退進程的加速。此外，美國關稅政策引發的其他國家報復性關稅比預期更為劇烈，可能導致貿易夥伴國與美國之間的政策博弈陷入囚徒困境，進而全面爆發關稅戰。

這種反噬效應在美國各階層已引發強烈反應。儘管關稅大幅增加、進口量減少，但國內生產未能有效跟進，反而導致物價持續上漲。進入第三、四季度後，貿易對手國的關稅報復可能進一步衝擊美國國內生產，這一現象在1929年和1971年曾多次出現並被驗證。

同時，美國經濟下滑與美國國內政策調整引發的黨爭極化和輿情反轉可能擾亂經濟政治秩序。當前，美國債務的可持續性及財政支出削減的短期效應，可能加劇其經濟下滑速度。因此，特朗普和貝森特均承認美國可能進入蕭條過渡期，亞特蘭大聯儲預測美國第一季度經濟可能負增長，彭博社和華爾街的模型也大幅調低了美國經濟增長預期。

若美國第一季度出現負增長，且3月物價水平發生反轉，將導致以下幾方面結果：

- 一是美聯儲減息節奏可能大幅提前。
 - 二是美國財政政策調整難以按照特朗普設定的3%目標快速推進。
 - 三是美國社會輿情將進一步發生變化。
- 上述變化對中國實施政府工作報告可能產生以下影響：
- 一是若美國在4月或5月減息，中國降準減息的力度、空間和時間節點需相應調整，這並非不利因素。
 - 二是匯率政策方面，弱美元現象可能出現，進而引發中美圍繞匯率調整的衝突。
 - 三是中國及世界對美國衰退期和赤字保持期國債持有的態度，結合美國海湖莊園協議等因素，可能導致市場對美債的拋售，進而引發國際金融市場和資本市場的波動。
 - 四是需重新評估外部衝擊第二波浪潮的可能性，以及中國財政赤字率的再定位問題。

因此，在學習、研究和落實政府工作報告時，應進一步細化和層次化對國際形勢的研判，特別是對「百年變局加速演變、外部環境複雜嚴峻以及對中國貿易、科技等領域可能造成更大衝擊」的分析。這將有助於在實施和解釋政府工作報告時，更精準地把握其相機決策性的特點。

(作者為上海財經大學校長)

美國加密貨幣監管風向轉變



經濟視線
沈建光

考慮到在美國特朗普政府的內閣成員中，超過10名的核心成員是加密貨幣的友好支持者，參眾兩院都是由共和黨主導，預計特朗普「加密貨幣新政」會加快落地實施，美國加密貨幣監管框架會很快敲定，進而推動美國加密貨幣市場進入快速發展軌道。

特朗普《加強美國在數字金融技術領域領導地位》行政命令要求，在國家經濟委員會內設立總統數字資產產市場工作組，由人工智能和加密特別顧問擔任主席，成員包括財政部長、SEC（美國證監會）主席、CFTC（商品期貨交易委員會）主席、總統國家經濟政策助理、總統科技助理、國土安全顧問等，有助於在加密貨幣的屬性界定、監管分工、政策基調達成共識。

在議會中，共和黨同時掌控了美國參議院和眾議院，進一步降低了監管法案出台面臨的不確定性。更為重要的是，當前參議院銀行委員會、參議院農業委員會、眾議院金融服務委員會、眾議院農業委員會正在組建一個兩院制的委員會，負責領導加密貨幣監管立法工作，計劃以《21世紀金融創新與技術法案》為基礎，並結合最新提出的穩定幣法案，推動新一輪立法。

在時間上，特朗普的行政命令要求在其發布後的30天內，財政部、司法部、SEC和其他相關機構等確定影響數字資產領域的所有法規、指導文件、命令或其他項目。

最新的情況是，在2月5日白宮人工智能和加密貨幣主管大衛·薩克斯牽頭召開的首次關於數字資產新聞發布會上，參議院銀行委員會主席蒂姆·斯科特表示，他計劃「盡最大可能積極」推動這些法案100天內在參議院通過。

儘管整體的加密貨幣監管法案（《21世紀金融創新與技術法案》）與穩定幣監管法案具體的頒布時間還難以確定，但在2025年出台的可能性非常大。

特朗普在行政命令《加強美國在數字金融技術領域領導地位》中，明確了新一屆政府加密貨幣和穩定幣監管政策的整體基調是支持負責任發展。此外，《21世紀金融創新與技術法案》遵循了審慎、包容的監管政策取向，鼓勵「負責任的金融創新」，為加密行業的創新與發展提供了較大的空間。

《GENIUS法案》旨在創建「一個安全且有利於增長的監管框架，釋放創

新潛力」，並且推進特朗普的承諾，將美國打造為「加密貨幣的世界之都」。2月5日，SEC將專門負責加密貨幣執法行動的特別小組進行了縮減，以減少對加密貨幣和其他數字資產的監管。

美國強化主導地位

美國在全球加密貨幣市場中的佔比、影響力領先。根據Chainalysis的數據，2023年7月至2024年6月，美國流入的加密貨幣資金高達9000億美元左右，遠遠領先於其他國家和地區。同時，2023年美國加密貨幣的持有者接近5300萬，加密貨幣持有滲透率（持有者佔總人口的比重）高達15.6%，遠高於全球的整體水平6.8%。這種領先地位在很大程度上緣於美國巨大的財富、龐大的人口、發達的資本市場、美元的全球儲備貨幣地位及蓬勃發展的創新生態系統。

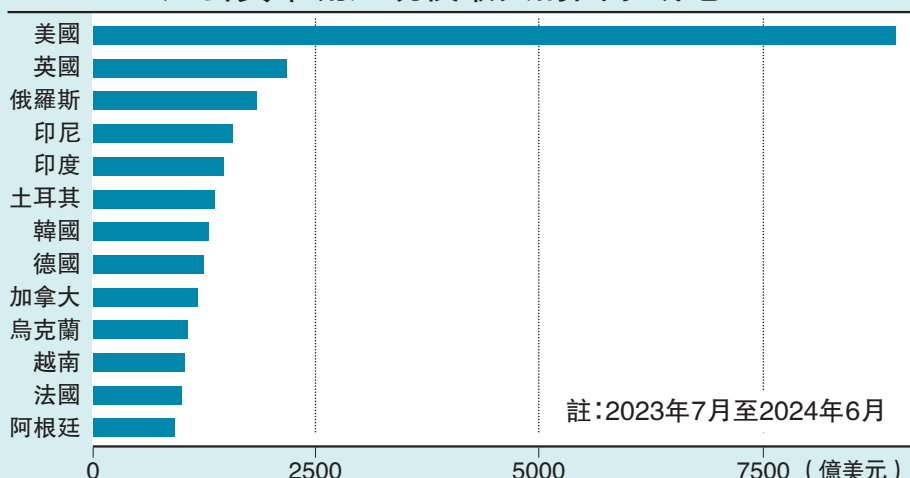
同時，美國在加密貨幣市場的主導地位在很大程度上是由機構活動推動的。2023年7月至2024年6月，在美國的推動下，北美地區約70%的加密貨幣活動是超過100萬美元的轉賬，反映出美國主要金融機構在加密貨幣市場的影響力日益增強。2024年，美國引入加密貨幣交易所交易基金（ETF），進一步放大了金融機構的熱情，高盛、富達和貝萊德等老牌金融機構都在積極布局加密貨幣。

隨著美國加密貨幣監管政策的加快制定，以及特朗普政府積極鼓勵負責任創新發展的政策導向，將吸引更多企業和投資者進入市場。隨着更多的機構參與、資本流入和創新推出，美國加密貨幣市場的發展將步入快車道，在全球加密貨幣市場的佔比和主導地位進一步上升。

特朗普上台後的一系列政策變化表明，美國在禁止發展中央銀行數字貨幣的同時，將穩定幣與加密資產發展上升為國家戰略，加密貨幣的監管政策也回歸到了「支持創新發展」的主線。美國作為全球加密貨幣市場規模最大、最具影響力的國家，其政策方向的轉變無疑也會帶動全球其他國家的政策調整。目前，歐盟、英國、日本、新加坡、阿聯酋等國家和地區已經制定或正在制定穩定幣和加密貨幣的監管政策，基本思路都是在明確監管要求的基礎上支持創新發展。在這樣的背景下，建議中國高度關注並進行全面的評估。

(作者為京東科技集團首席經濟學家)

加密貨幣流入規模最大的國家或地區



投資回暖 樓市「吃下定心丸」



樓市強心針
廖偉強

近期中央政府大力支持民營企業的發展，國家主席習近平上月出席民企的座談會，並發表重要講話。參與這次座談會的企業家陣容中，不乏人工智能、機器人、新能源及現代農業等領域的領頭羊，顯示中央對這些高新科技產業的重視程度。

中國擁有14億人口，大大小小的民營企業數量繁多，這次會議預示着內地營商環境將迎來新面貌，期望可以加快發展。

面對政策的利好，香港資本市場已率先反映，港股最近的走勢持續強勁，更突破24000點關口，升上逾3年高位，反映出投資者的信心回暖。

印花稅門檻降 受惠物業增

股票市場的洋洋得意，往往能帶動各行各業的復甦，尤其是零售消費市場。股民獲利之後，消費意欲自然會有所增加，餐飲業已經開始受惠，部分餐廳的客流量明顯上升；而服裝和奢侈品行業的生意額，相信也在短期之內也會有所改善。

值得注意的是，內地早前已經預

備10萬億元人民幣資金大規模提振市場，雖然措施仍未全面發力，利好消息也牽動資金的走向。許多香港人會問，下一步資金會流向房地產市場嗎？筆者相信，隨着股市和消費市場的向好，樓市也將受到複式效應的影響，而先知先覺的聰明錢，也會陸續在市場內趁低吸納。

另外，早前公布的財政預算案將徵收100元印花稅的物業價值上限由300萬元提高至400萬元，這一措施雖然不是今次預算案的重點，但其實上，該措施的覆蓋面廣泛，畢竟隨着近年樓市下滑，能進入「100元印花稅」範圍的物業類別增加了很多。根據近期市場成交的價位推算，約有15%的置業者將因此受惠。

由於入市時要付出的現金大減，這將吸引更多首次置業者、轉租為買的客人，以及長線投資者入市，進一步推動細價樓的成交量上升；同時也有機會啟動市場的換樓鏈，進一步帶動樓市的熱度。

看來不只是內地民企，香港樓市也應該可以「吃下定心丸」，迎接樓市「冬去春來」的大旺勢。

(作者為利嘉閣地產總裁)