



美國對墨西哥、加拿大的關稅若不下調，考慮三國經濟已深度融合，對美國經濟的影響將持續發酵。

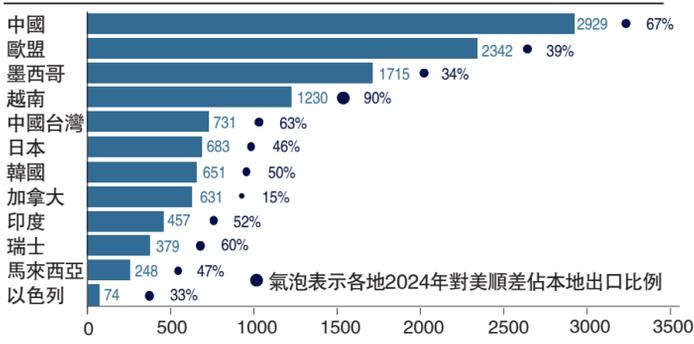
經濟觀察家

對等關稅實施後，美國的有效平均進口關稅水平將達近百年來最高水平，全球貿易體系和增長的「耐力」將經受「壓力測試」，並產生深遠的蝴蝶效應。

雖然理論上，特朗普提出的「對等關稅」框架應綜合評估關稅、增值稅、匯率及各項非關稅壁壘，但實際操作中，難以想像特朗普貿易團隊會短期內對全球各國情況做出詳盡的分析。

推對等關稅 美衰退風險增

2024年對美貿易順差規模及佔出口比例(億美元)



資料來源：華泰研究

措施，以及在政治經濟地緣等其他領域的談判進展都將繼續推動關稅稅率的動態調整。從特朗普關稅政策的底層邏輯「美國優先」分析，如果「對等關稅」能夠推動貿易夥伴降低關稅，擴大美國出口及製造業發展，將有助於實現降低美國貿易逆差的目標。因此，不排除在4月2日之後的一段時間內，美國與貿易夥伴之間存在談判空間，但最終能否達成協議存在較大不確定性。

例如，歐盟提出降低自身對美關稅、增加液化天然氣採購等條件，以換取美國暫緩汽車關稅，但雙方在數字稅、食品標準等非關稅壁壘上仍存在分歧。同時，特朗普政府對歐洲在俄烏達成協議，以及增加國防支出等地緣政治和外交方面有訴求。

如果包括歐盟在內的被加徵關稅國家啟動包括關稅和非關稅手段的反制政策，可能引發特朗普進一步升級「關稅戰」。為反擊美國鋼鋁關稅，歐盟委員會已宣布將分兩階段對總額約260億歐元的美國商品實施報復性關稅。如果被加徵對等關稅，不排除歐盟加大徵收報復性關稅的商品範圍。由於美國在服務貿易中對歐盟錄得大幅順差，歐盟可能針對美國服務出口、尤其是大型科技企業推出貿易反制工具，如收緊對美國科技企業的監管、徵收數字稅等。

如果美國對墨西哥、加拿大的關稅不下調，考慮三國經濟已深度融合，對美國經濟的影響還將持續發酵。墨西哥、加拿大分別是美國前兩大貿易夥伴國，兩者合計佔美國進、出口的比例均約1/3。從貿易結構來看，墨西哥主要對美出口汽車、計算機電子設備、電氣設備、機械和農產品，加拿大主要對美出口石油天然氣、汽車、金屬板材、食品和化學品；而美國主要對墨、加出口汽車、計算機、化學品、機械和能源。如果美國對墨西哥、加拿大的關稅不下調，對美國經濟的影響也將日益明顯。

美元地位受到衝擊

一旦美國關稅出現螺旋上升態勢，則美國滯脹壓力將進一步上升，並推升美國衰退概率。目前關稅對美國居民消費、企業投資的影響已日趨顯現，滯脹預期升溫也已明顯拖累美股表現。受關稅衝擊，美國密歇根大學消費者信心指數創兩年新低。由於關稅帶來較大不確定性，企業投資意願明顯下降。

考慮到政府效率部 (DOGE) 對所有聯邦合同進行的「地毯式」審查，或將進一步對企業資本開支和備

備產生負面衝擊，尤其是對科技、醫療、國防等依賴政府訂單的行業。如果美國關稅出現螺旋上升態勢，則美國通脹預期也將進一步跳升，經濟陷入衰退的風險也將明顯上升。

當前美元走勢偏強，美股估值水平亦遠高於2018年，如果美國關稅升級，兩者可能面臨調整壓力。疫後美國經濟增長持續偏強，疊加美聯儲大幅加息，帶動美元指數明顯走強。即便近期美元指數有所回落，目前仍較過去十年均值高出6%。而隨着AI帶來的新一輪產業周期明顯推升美股估值，當前美股市值佔美國GDP的比例較2018年上升約40個百分點。

以納指為例，其市盈率較2018年高出近40%，而相對10年期美債利率的風險溢價已從2022年底的0附近大幅壓縮至-1.7%的歷史低位，明顯低於2018年2月平均的-0.3%。在過去兩輪美國經濟陷入衰退期間，該指數風險溢價曾一度攀升至3%至4%的高位，顯示當前市場估值可能處於偏高的位置。美國加徵關稅或將從居民收入、盈利預期、風險溢價等三個渠道對美股表現產生明顯衝擊。

關稅政策長期常規化會稀釋紙幣 (Fiat money) 的價值。美國通過加徵關稅調整貿易品相對價格、提升美國商品相對競爭力，一定意義上效果等同於美元對被加徵關稅的貿易夥伴國貨幣貶值，而這些貿易夥伴國貨幣或將相應貶值、對沖美國加徵關稅的影響。如果在全球需求不足的情況下相互加徵關稅，可能會重現上世紀30年代的競爭性貶值。回顧上世紀20到30年代，美國大幅提高進口關稅，引發主要國家貨幣競爭性貶值。由於供給約束較弱的紙幣相對於供給約束較強的類貨幣資產 (如黃金) 的價值會結構性下降，而對紙幣的信任下降導致了當時金本位的崩潰。

如果作為儲備貨幣發行國的美國反覆利用關稅，甚至金融制裁作為談判或者政策工具，則可能進一步動搖美元資產的安全屬性，推升黃金的配置價值。歷史上看，當全球化進程停滯甚至倒退時，央行配置黃金的比例將呈上升趨勢，而將全球化進程加快時，對黃金的配置需求將明顯下降，而對美元資產的配置比例將明顯上升。因此美元作為全球儲備貨幣的地位上升主要來自全球化進程的加持，而當美國貿易保護主義導致全球化進程逆轉時，美元資產的安全屬性反而可能會被動搖。

(作者為華泰證券首席宏觀經濟學家)

發展RWA須解決流動性困局



Web3洞察
蔣照生

日前 Solana基金會主席表示，「大多數RWA(現實世界資產)有價值但沒有價格，因為它們不交易。」這句話精準擊中當前RWA發展的核心問題：RWA缺乏鏈上使用場景與持續的流動性，導致上鏈後資產價值反而與價格割裂，難以實現真正的自由流通。

在筆者看來，RWA的意義從來都不在於簡單地將資產「搬到」鏈上，而是要通過上鏈激活其流動性，讓資產價值從「鏈上可見」變成「鏈上可用」。在此其中，RWA與DeFi的融合最為關鍵。

據OKG Research不完全統計，截至3月26日，RWA板塊 (除穩定幣) 總市值已接近200億美元，年初至今增長25.4%，表現顯著優於其他加密資產板塊。亮眼的數字背後是市場對RWA概念的認可。我們看到，傳統金融機構需要花費數月時間才能完成私募債發行，而資產上鏈的時間只需要數秒。這種效率上的差距，推動越來越多的傳統金融機構的關注和參與。

儘管RWA有望成為下一個萬億美元的市場，但如果僅停留在「資產上鏈」的層面，也不過是給傳統金融產品套上一層區塊鏈技術的外殼。以傳統債券為例，代幣化後雖可以實現T+0結算，但如果缺乏流動性池、借貸協議或衍生品市場，這些代幣仍只是類似於中心化機構控制的「電子憑證」。

更關鍵的是，在推動資產上鏈的過程中，傳統金融機構通常需要經過繁瑣的清算、託管與合規流程。上述流程確保了資產安全性，但也極大地制約了代幣化應用的普及與發展。高盛、摩根士丹利等大型機構主導的代幣化平台，往往通過嚴格的KYC (認識你的客戶) 認證系統和准入門檻來重新構建金融特權。

去中心化助資本高效配置

在RWA走紅的當下，筆者想重申的是，RWA的發展必須要與DeFi (去中心化金融) 融合。傳統金融機構在資產代幣化過程中固然合規穩健，但它們的地域局限性、效率問題以監管障礙，使得代幣化資產難以在全球範圍內流通。如果完全依賴傳統金融機構，RWA只能在封閉的圈子內流轉，全球資本也無法廣泛參與其中。若缺乏DeFi的支撐，RWA也無法形成一個真正開放且自由的市場體系，交易效率低下、價格發現機制不完善，最終可能會演變為「資產孤島」。

DeFi的開放性與全球化優勢將為RWA的代幣化注入了新活力。以房地產為例，面對一棟價值數億美元的寫字樓，如何讓普通投資者參與其中？DeFi給出的答案是，通過將該寫字樓的抵押貸款打包為NFT，並將其分割成不同風險等級的代幣。這樣，普通投資者可以用50美元購買「低風險級」代幣，分享寫字樓租金的固定收益；而專業投資者則可以借助「高風險級」代幣進行槓桿套利。

這種「碎片化+可組合性」的模式，讓單一資產的價值裂變為全球投資者的多維收益組合。通過DeFi的流動性池，RWA代幣不僅能為投資者提供更多元化的選擇，還能提高整體市場的流動性，推動資本的高效配置。

更重要的是，RWA與DeFi的融合還將為市場提供更穩定的收益通道。美債當前的收益率約為5%左右，再通過DeFi中的借貸協議，投資者可以獲得更具吸引力的回報。DeFi的高效撮合與清算機制也為RWA帶來更高效的市場化服務，這將吸引更多的投資者進入代幣化市場，進一步擴大RWA的市場需求與應用範圍。

反過來看，DeFi的發展同樣離不開RWA。過去DeFi的收益主要依賴高波動性加密資產的質押、借貸和交易等活動，但時常暴露出流動性不足、收益率下滑等現實問題。而RWA資產的引入，不僅能為DeFi生態帶來更多有現實價值支撐的穩定資產，更能在市場低迷時為用戶提供穩定的無風險收益。與傳統高波動性資產相比，這種穩定性正是DeFi平台在吸引機構資金和長線投資者時所迫切需要的。在RWA的穩定與合規加持下，DeFi所特有的高效率與開放性才有望在未來得到更充分的釋放。

RWA與DeFi的融合，本質是將華爾街的金融邏輯注入區塊鏈的可編碼基因。當一座寫字樓能自動將租金收益轉化為代幣化利息，當一幅數字藝術品可被碎片化為百個DeFi借貸池的抵押物，金融將不再是少數人的遊戲，而成為全球流動性的開源協議。

這場革命不追求顛覆黃金的價值，而是讓每個人都能成為自己資產的「做市商」。正如中本聰在比特幣的「創世區塊」(Genesis Block) 刻下的一句話：「財政大臣站在第二輪銀行救助的邊緣」。十五年後，RWA與DeFi正聯手書寫下一章：「代幣化正在觸及重構傳統金融的邊緣」。

(作者為歐科雲鏈研究院資深研究員)

簡樸房規範清晰 吸引資金入場



樓市新態
汪敦敬

香港房屋局日前正式向立法會房屋事務委員會提交文件，公布最新的簡樸房規管制度建議方案。香港劃房問題是政府必須要克服的硬仗，由於簡樸房要求必須有窗戶，自然會增加成本，但這是應該要做的方向。政府如何應對？我們看看最新建議方案的內容。

先要聲明的是，筆者態度是審慎的，甚至沒有去進一步作評論，但看過建議之後坦白說，有關方案應是值得支持的，反而認為很多持份者都忽略了一些細節，需要在此特別補充：

1) 延長寬限期。將寬限期由登記期後延長至36個月，登記期12個月，擬議登記期至寬限期合共48個月，讓分期單位現存租約符合現行單位租務管制下，兩年首期和兩年次租期的4年租住權保障。這的確給予市場及持份者有較多時間去適應。

2) 放寬窗戶要求。文件顯示「為回應社會意見，新方案將容許窗戶面向符合法定要求、有進出口的四邊圍封的天井，同時亦明確了居住空間須至少有一扇不少於0.1平方米的開可開啟窗戶。」這無疑比去年的建議增加了可開的劃房，雖然作用有多大難以衡量，但已經有足夠的模式讓業界去遵從和發揮創意去適應。

3) 增加可進行認證的專業人士範圍。文件顯示「除了早前建議的註冊建築師、註冊專業工程師 (建造、土木、結構) 及註冊專業測量師 (建築測量) 外，新增消防及屋宇裝備範疇的註冊專業工程師作為指明專業人士，增加「簡樸房」核證服務供應。」

雖然有政黨認為這個認證令到業主增加支出，但筆者認為這是重要一步，很多人忽略了簡樸房這個市場，

現在正在面對一個革故鼎新的時候。具規範之下，我認為將會增加了不少持份者進入市場投資。以前劃房是一個不太公開的市場，持份者現時受到監管當然會覺得不爽，但其實有監管新規之後，簡樸房可能令到劃房多了一些門檻及難度，成為一個收入頗吸引的投資項目。

簡樸房之後會有一些多窗戶的單位，包括天井及後街的窗戶，這類單位在稍後會被搶購，而一些難以安裝窗戶的單位可能會被取替、或者改變其劃房形式變做傳統的租務。筆者認為政府雖然沒有刻意地去營造，但的而且確在施政之間是應該與市場互動，我覺得最終是會得民心的。

政府準備好簡樸房政策影響

4) 政府已經有完整計劃。很多人忽略了房屋局曾表示：「本港有11萬間劃房，當中30%，即是3.3萬間是低端劃房不符合「簡樸房」最低標準，指部分可改裝達標，對餘下不達標劃房必須「根除」，至於其餘7.7萬間，其指可透過小型改裝工程改造成合規格的「簡樸房」；另外，過渡性房屋及簡約公屋可提供5.1萬個單位，預計當中只有三分之一可騰出來安置即將被取締的劃房住戶。」這兩個數字反映房屋局心裏有數，簡樸房政策會少了幾多供應、要準備多少供應補充，例如要準備多少簡約公屋和過渡性房屋，這亦是有所準備，這個是我感到欣賞的。

人要向前行，政府用簡樸房取替劃房，我認為有了新的格局，我們支持局方的方案之餘，政府亦要恆常和市場互動以應變異常的市場改變，始終劃房都是最草根市民的住屋問題，不容忽視。

(作者為祥益地產總裁)



持之以恆
易 峴

編輯上，若要發揮最大槓桿作用，匆忙中推出的對等關稅政策理應針對易於量化的標準，並且滿足關稅政策增加財政支出，縮減貿易逆差，以及促進製造業回流、增強製造業實力的三大目標。因此，對等關稅的制定可能更多基於兩大維度：1) 對美貿易規模：對美貿易基數大、或對美順差較大的國家；2) 對美關稅和增值稅率：對美關稅較高且增值稅較高的國家。綜合來看，歐盟、印度、巴西、越南、日本等國家或地區被加徵對等關稅的可能性較大。

目前美國對墨西哥、加拿大、中國的進口關稅已高於、或接近對等關稅原則所隱含的水平，三國不太可能成為本輪重點目標。經過2018至19年對中國加徵三輪關稅，以及今年2、3月進一步加徵20%的關稅之後，目前美國對中國進口的關稅水平估計在35%左右，明顯高於對等關稅隱含的14%左右的水平。

2018至19年間的歷史經驗顯示，對單一國家大幅提高關稅對美國通脹的傳導效應較為顯著。隨着2017年特朗普大規模減稅政策對經濟的提振作用消退，2018年下半年起美國通脹整體呈回落態勢，但對中國加徵關稅仍明顯推升美國消費品價格。此外，由於中國是全球最大出口國和製造國，所以對華加徵關稅不僅對中國出口美國商品價格有抬升作用，也對全球相應品類商品價格有一定的抬升和示範作用。

此外，美、加、墨三國經濟深度融合、互為補充，對加、墨加徵關稅對美國通脹的影響可能更為明顯。早在1994年，三國就簽訂了《北美貿易自由協定》，通過關稅減免、原產地規則等促進三國產業鏈深度融合，到2018年，三國又簽訂了升級版的《美加墨協定》。根據白宮公布的數據，到2024年，美加墨協定涵蓋了美國從墨西哥進口的約一半商品，以及從加拿大進口的約38%的商品。

以汽車產業為例，美加墨協議要求車輛75%的價值必須來自北美，推動了三國的汽車產業鏈高度融合，2024年在美銷售的約1600萬輛車中約23%在墨西哥和加拿大組裝，同時暢銷車型的零部件有30%至70%來自美國和加拿大。

歐盟醞釀反制措施

2月以來，美國已宣布的對中墨加及對鋼鋁的加徵關稅政策，或將抬升其加權平均進口關稅稅率約5.9至7.2個百分點至8.3%至9.6%。基於2024年美國的進口數據推算，並假設美國進口對關稅的彈性系數為-1.2至0，筆者估計目前已宣布的關稅美國加權平均進口關稅可能已上升約5.9至7.2個百分點至8.3%至9.6%，回到美國在1960年代的關稅水平。

若特朗普宣布的對汽車及零部件、藥品和芯片加徵關稅，以及對等關稅進一步落地，預計美國加權平均進口關稅將進一步上升約6.3至8.9個百分點至14.6%至18.5%，將接近美國在1930年代關稅的高點。各國有關對等關稅的反應和反制