



▲迎接「關稅戰」，預計將對中國經濟的外需增長構成新的挑戰，而提振消費內需是首要任務。

經濟觀察家

特朗普2.0「關稅戰」的拋出震驚全球市場，全球化遭遇到前所未有的挑戰，全球治理赤字問題日益嚴峻，反映了世界經濟形勢的不穩定因素在不斷增加，原本不穩定的全球經貿面臨更大的風險挑戰。目前環球股市震盪、黃金價格飆升、資金撤出美元資產等情形短期內或將不會改變，特朗普政府團隊堅定奉行「美國優先」政策，配合「關稅戰」將繼續困擾全球市場。

耶魯大學經濟學家指出，這種「無差別打擊」實質是對全球供應鏈的定向爆破。美國在服務貿易仍保持順差優勢，2024年的規模為2951.54億美元，但商品貿易逆差持續擴大，2024年上升到了1.21萬億美元，主要與美國的產業結構和經濟發展階段有關，但僅靠關稅難以改變這種錯位和分歧。可見，本輪「關稅戰」不是明智之舉。

「關稅戰」嚴重衝擊世界經貿

美國前財政部長、經濟學家勞倫斯·薩默斯發表評論指出，這些關稅政策損害美國經濟——甚至還沒等到其他國家開始採取報復措施，對美國的負面影響已經開始了。特朗普2.0所發起的「關稅戰」旨在宣揚「美國優先」，寄希望於通過關稅實現包括「在談判中獲得籌碼、創造收入來抵銷減稅成本及重新平衡美國貿易」等目標。但是，當前世界各國因經貿聯繫深度互嵌而難以分割，人為破壞全球產業鏈和供應鏈體系，無疑會製造貿易壁壘、貿易摩擦和貿易爭端，進而引發全球經貿體系的嚴重失衡。美國經貿體系無法承受脫離世界的巨大損失，長期看美元貨幣的信用體系將不排除出現「崩潰」，即「去美元化」的加速進程，以及美國自絕於現有的全球化網絡，顯然這將難以實現。總的來看，特朗普2.0的「關稅戰」製造出超全球預期的風險挑戰，嚴重衝擊世界經濟秩序及市場預期。

「美國優先」是歷史倒退

其一，全球經貿增長將可能加劇放緩趨勢。特朗普2.0時期延續「美國優先」戰略，即是歷史的倒退，必然會衝擊現有的國際政治經濟秩序。2025年1月，聯合國發布《2025年世界經濟形勢與展望》（WESP）報告預測，2025年全球經濟增長率將維持在2.8%，與2024年持平。儘管全球經濟展現出較強的韌性，承受住了一系列相互疊加的衝擊，但增長水平仍低於疫情前3.2%的平均水平，主要受到投資疲軟、生產率增長乏力以及高債務水平的制約。同期國際貨幣基金組織（IMF）發布《世界經濟展望》報告預計2025年全球經濟增速為3.3%，全球平均通脹率正在下降，預計2025、2026年分別為4.2%、3.5%。但是，在特朗普2.0的持續衝擊及「關稅戰」加劇背景下，全球經濟能否延續恢復性增長可能很難完全樂觀。IMF針對美國政府宣布的關稅措施發表聲明指出，在當前經濟增長乏力之際，顯然對全球前景構成了重大風險。世界貿易組織則在聲明中表示，目前的措施，加上今年年初以來出台的措施，可能導致今年全球商品貿易量整體萎縮約1%，較之前預測下調近4個百分點。

其二，大國間全面競爭態勢將進一步加劇。

不可否認，美國經濟雖在過去兩年出現一些超預期韌性，但其結構性的困境將在短期內難以扭轉，比如巨額的財政赤字和不斷攀升的財政利息支出。或可預見，特朗普2.0時期將加速美國整體實力的衰落，而非其宣稱的「讓美國再次偉大」的願景。地緣政治的風險不斷，美國在其中扮演的角色已然「失衡」，表現在世界領導角色的削弱，伴隨「關稅戰」等一系列不同尋常的對抗策略，致使美國的國際信用遭遇到前所未有的危機。而且，正是由於特朗普2.0時



期的政策反覆改變，導致經貿合作的談判和關稅方面的協商正面臨新的信任赤字。目前來看，大國博弈更加劇烈，仍主要集中在經貿、科技等領域，短時間內仍然可控，或不會很快陷入「修斯底德陷阱」。

關稅戰加速美經濟走向滯脹

特朗普2.0貿然發動「關稅戰」並非「一本萬利」，短期內或將增加美國稅收並解決一部分貿易逆差問題，但中長期看美國經濟、美國金融市場和美元體系將可能遭遇更大的「反噬」，即可能出現三種情景：一是直接抬高全球貿易成本，進而引發全球通脹，目前美國通脹走勢並未回歸到預期的2%的通脹目標期間，因而隨着「關稅戰」的負面效應持續發酵，美國經濟的增長前景將難以樂觀，其面臨的「滯脹」風險將可能超出預期；二是美國金融市場震盪將不斷加劇，其中大型科技股、銀行股等全線大跌，高估值及集中度風險過高的美股市場未來將可能出現頻率更高、更大幅度的回調；三是美元體系所面臨的重構風險將逐漸增大，「去美元化」將從局部逐漸向支付結算、儲備貨幣及外匯投資等全方位、多領域加速，本幣直接結算、貨幣互換及更加獨立的金融基礎設施建設將加快，美元的國際份額中長期看將呈現下降態勢。綜合分析，美國走向「滯脹」或只是時間問題。數據顯示，2024年美國的關稅收入為770億美元，佔財政收入的比重約為1.5%左右，佔GDP的比重僅有0.27%（上圖），依靠加徵關稅提高收入只是「損人不利己」。

另一方面，美國經濟將面臨更大的挑戰，「關稅戰」或成為美國經濟走向「滯脹」的催化劑。極端情景下在美國脫離後的「全球化」新範式也有可能加速構建。具體從兩方面的數據可以「窺見」其中的端倪：一是美國在全球進出口市場的份額。2023年美國進出口總額佔全球份額的10.9%，其中出口佔8.5%，進口佔13.2%。如果美國執意推進「關稅戰」，將可能加速全球經貿格局演變，為再全球化創造新的空間；二是美國的財政和貿易「雙赤」。美國單方面發動「關稅戰」的主要目標即在於扭轉貿易逆差問題，並增加美國財政收入，但這一目標顯然很難實現。2024年美國貿易逆差進一步擴大，其中，商品貿易逆差約為1.20萬億美元，達到歷史最高水平。

現階段，中美關係的全面競爭將

歷經很長一段時期！過去十餘年中國對世界經濟增長的貢獻率持續保持在30%左右，居世界第一位，是全球貿易體系的穩定錨。世界銀行的數據顯示，中國在全球貨物貿易中的份額已從2000年的3.6%上升至如今的約14%。2024年中國繼續成為世界上最大的出口國。

「全球南方」崛起

儘管特朗普2.0的政策不確定性增多，但確定性在於中國超大市場、超強製造產能及科技創新實力增強的巨大優勢，再全球化加速及以中國為代表的「全球南方」崛起，「去美國」的國際市場潛力空間大，以人民幣資產為代表的非美元資產的避險屬性、長期投資價值將顯現。總結而言，「關稅戰」陰影下的全球經貿體系的演變將不可逆，全球產業鏈重構和供應鏈重組的趨勢不減，各類資產如大類資產的「換錨」將不可避免，期間仍須防範寬幅波動及部分資產「崩盤」的潛在風險，美股、美元指數和原油、黃金、比特幣等主要資產將面臨「關稅戰」升級和全面博弈的極限壓力測試。

從中國方面來看，2018年中美「貿易戰」以來，中國經濟展現極強的韌性和優勢。2018年至2024年中國的GDP規模增至18.94萬億美元，增幅達39%，期間GDP的平均增速保持在5%以上，高於全球主要經濟體的經濟增速；同期貨物出口規模增至3.58萬億美元，增幅達44%；貨物貿易順差連創歷史新高，2024年的貨物順差規模達9921.6億美元。戰略布局來看，中國加快構建對外直接投資和貿易多元化網絡，既加大在東南亞、中東、中亞、拉美等「一帶一路」沿線國家地區的對外直接投資布局，同時也致力於擴大高水平開放，深化同全球各國和地區的經貿關係，充分利用兩個市場、兩種資源，加快構建「雙循環」新發展格局。

展望未來，儘管「關稅戰」預計將對中國經濟的外需增長構成新的挑戰，但中國的應對政策工具箱充足，一方面將提振消費內需置於首要任務，並全面部署穩外資外貿行動，另一方面，將進一步深化改革和擴大開放，堅持「做好自己的事」，精準有效實施宏觀政策，促進經濟和貿易穩定增長，為全球經貿發展注入更多確定性。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

政策效應顯現 核心CPI明顯回升

經濟探針
溫彬

3月份，受春節後消費需求季節性回落、油價下行，以及市場供應總體充足等因素影響，全國居民消費價格指數（CPI）同比-0.1%，但降幅較上月收窄0.6個百分點，主要與春節錯位影響消退有關；值得注意的是，扣除食品和能源價格的核心CPI明顯回升，同比從上月的-0.1%升至0.5%，「以舊換新」等政策效應逐漸顯現。

加力促消費 供需結構改善

分項來看，食品價格延續跌勢，影響CPI同比下降約0.25個百分點，但下拉影響比上月減少0.35個百分點。由於天氣轉暖、部分鮮活食品大量上市，3月食品價格同比-1.4%，但降幅比上月收窄1.9個百分點。食品中，鮮菜、蛋類價格同比降幅分別比上月收窄5.8、1.1個百分點，鮮果價格同比從上月的-1.8%轉為0.9%，豬肉價格同比漲幅比上月擴大2.6個百分點至6.7%。

能源價格由漲轉跌，影響CPI同比下降約0.20個百分點，下拉影響比上月上升0.10個百分點。3月國際原油價格先降後升，國內分別於3月5日和3月19日下調成品油價格。其他能源方面，3月煤炭價格持續走低，天然氣價格微升。綜合影響下，能源價格同比從上月的0.2%降至-2.9%，帶動交通工具用燃料價格同比從上月的-1.2%降至-5.7%。

核心CPI明顯回升，對CPI的影響由上月下拉0.11個百分點轉為上拉0.35個百分點，反映隨着促消費政策效應逐步釋放，供需結構有所改善。各分項中，服務價格由跌轉漲，同比從上月的-0.4%轉為0.3%，是核心CPI回升的主要驅動因素；耐用消費品價格整體上行，家用器具、交通工具價格同比降幅分別比上月收窄3.0和0.4個百分點，通信工具價格同比漲幅比上月擴大0.1個百分點至1.4%；房租價格從-0.2%升為-0.1%，降幅延續收窄，反映隨着房地產市場供需調整，房租已初現企穩跡象。

中下游價格表現偏弱

3月工業生產者出廠價格指數（PPI）同比從上月-2.2%降至-2.5%，主因全球大宗商品價格整體下行帶動國內相關行業價格下跌。3月商品研究局（CRB）商品價格指數均值較2月均值下降1.0%，除金屬、工業原料價格指數有所上升外，其餘分項指標均出現回落。

分項來看，生產資料價格同比從上月的-2.5%降至-2.8%。主要行業中，上游除有色金屬外，多數原材料行業價格跌幅擴大。其中，煤炭價格受庫存相對充裕、終端需求隨着北方冬季供



▲食品價格延續跌勢，影響CPI同比下降約0.25個百分點。

暖陸續結束下降因素影響持續下跌，國際原油價格下行帶動國內石油價格下降，鋼材、水泥等生產恢復快於房地產、基建項目需求導致黑色金屬冶煉和壓延加工業、非金屬礦物製品業價格下行。

中下游價格整體來看依舊偏弱，汽車製造業、通用設備製造業、金屬製品業等價格跌幅擴大，但部分行業價格呈現積極變化。其一，高技術產業發展拉動相關行業價格上行。3月航空航天器及設備製造、船舶及相關裝置製造價格分別同比上漲2.0%、0.7%，可穿戴智能設備製造價格上漲4.6%，電子電路製造、工業自動控制系統裝置製造、電力電子器件製造價格同比降幅均較上月收窄。其二，「兩新」政策帶動下，部分消費品製造業和裝備製造業需求增加、價格上行。3月新能源車整車製造價格同比-1.1%，降幅比上月收窄1.6個百分點；文教工美體育和娛樂用品製造業價格漲幅進一步擴大至7.6%。

生活資料價格同比從上月的-1.2%降至-1.5%。耐用消費品類是主要拖累項，出廠價格同比從-2.5%降至-3.4%。此外，衣着類出廠價格同比從-0.2%降至-0.3%，一般日用品類出廠價格漲幅從0.9%降至0.7%。食品類出廠價格降幅有所收窄，從-1.6%升至-1.4%。

購進價格與出廠價格「剪刀差」有所擴大。3月工業生產者購進價格指數同比從上月的-2.3%降至-2.4%，降幅略低於出廠價格，反映中下游價格下行壓力更大，不利於相關企業盈利改善。

物價水平有望溫和上漲

下一階段，物價水平有望溫和上漲。其一，隨着更加積極有為的宏觀政策落地落實，國內需求將穩步擴大，為物價水平溫和上漲創造了有利的宏觀環境。財政政策方面，加力擴圍實施「兩新」政策，實施提振消費專項行動。貨幣政策方面，優化和創新結構性貨幣政策工具，更大力度促進樓市股市健康發展。

其二，中共中央辦公廳、國務院辦公廳近日印發《關於完善價格治理機制的意見》，部署了五個方面重點任務及十七項具體措施，有助於促進物價保持合理水平。《意見》聚焦價格改革、價格調控、價格監管等方面，布局能源、交通、農業、公共服務、數據等多領域價格治理機制完善工作，旨在加快構建市場有效、調控有度、監管科學的高水平價格治理機制。

其三，由於國內市場的多樣性和強大的供應鏈，關稅戰對國內整體價格水平的影響較為有限，僅在特定行業和商品類別中存在結構性波動。具體來看，農產品方面中國從美國進口數量佔

國內消費比例大較低，且已有較多元且穩定的替代來源，價格影響不大；半導體和電子集成電路方面、醫藥產品和製藥原料方面，國內企業近些年發展迅速，已有一定的替代能力，加徵關稅後，短期內價格可能波動增加，總體或將保持溫和回升態勢。

（作者為民生銀行首席經濟學家）

了解個人信貸評分 妥善管理財務

樓按揭明
張顯

銀行及財務機構在審批任何類型的貸款時，會審查借貸人的收入證明以佐證其還款能力。而信貸評分亦是批核貸款條件時的重要參考因素，能幫助了解借貸人的財務狀況，從而評估其是否為可靠的借貸人。

現時本港有兩間信貸資料服務機構，分別為平安金融壹賬通徵信服務（香港）公司及環聯信貸資料服務公司。這兩間機構能夠提供借貸人在銀行及信貸機構的正面及負面信貸資料，包括個人資料、信貸狀況、還款紀錄、查詢紀錄及信貸評分等。如果借貸人有任何債務拖欠、破產或與追討債務相關的法律事宜，相關資料亦會顯示於信貸報告中。

信貸資料服務機構在評審借貸人的信貸級別時，會根據其過往管理信貸的習慣，例如還款紀錄、銀行結餘、信貸紀錄的長短、信貸賬戶的種類，以及新開立的信貸賬戶等，來計算借貸人不同級別的信貸評分。如果借貸人的信貸評級越高，銀行則會提供更好的貸款額

度及相關優惠。

逾期還款影響貸款審核

信貸狀況反映借貸人的財務信譽，逾期還款會導致銀行或財務機構收緊貸款審核標準。信貸經驗較少的年輕一代，或對個人理財缺乏風險管理，往往不會過於關注自己的信貸狀況。然而，當他們真正需要借貸時，問題便會浮現。例如買樓申請按揭時，若銀行發現其信貸評級不佳，所批出的按揭息率可能會高於市場一般水平，從而增加利息支出，更嚴重甚至批核可能被拒絕。

一般信貸報告中的負面資料需於清繳賬戶5年後才會被刪除，而破產紀錄則會保存8年。因此，擁有良好的信貸評級是非常重要的。目前本港經濟受到多項外圍風險及不明朗因素的影響，若經濟下行，將會影響市民的財政狀況。因此，個人財務管理顯得尤為重要。要成為可靠的貸款人，首先必須準時繳交賬單，並妥善管理個人財務安排，保持債務低結餘，並避免過度借貸等。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）