



▲新興國家面對「關稅戰」威脅，應加強產業鏈布局，進行更廣泛經貿合作，增強供應韌性，拓展多元化進出口市場。

經濟觀察家

全球化和貿易的繁榮推動全球經濟增長，改變許多新興國家的落後發展局面，同時也為發達國家供給大量商品，這種國際分工正是基於比較優勢而實現全球產業鏈的互補。特朗普發動「關稅戰」，其規模和影響遠超預期，使世界經貿秩序加速調整，全球自由貿易也陷入動盪和崩潰的邊緣。

新興國聯手維護自貿 反擊美關稅

本輪的「關稅戰」表明全球自由貿易秩序的深刻變遷，未來要重新思考新興國家在全球自由貿易體系的地位，以及在全球產業鏈重構進程中的角色，需要重新調整貿易策略，而且要擺脫「依附」等傳統路徑，實現公平合理的國際分工，開拓多元的進出口市場，加快推動區域貿易合作。

一、「關稅戰」嚴重衝擊新興國家貿易價值鏈

一方面，新興國家貿易份額在不斷提升。新興和發展中經濟體的出口金額世界佔比從1990年的18.5%升至2024年的40.2%，同期發達經濟體的出口則從80.02%降至59.12%。在商品貿易領域，基本形成由新興國家主要生產和供給的國際分工體系。世界銀行報告顯示，新興國家對全球經濟增長的貢獻度一度超過80%，成為維繫全球產業鏈運行的關鍵支撐，為發達國家的科技創新、跨公司營收創造了廣闊的市場空間。

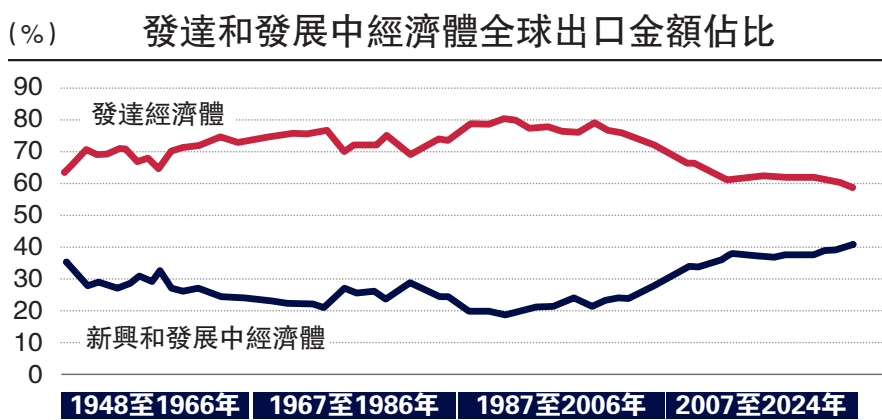
但另一方面，新興國家仍處於價值鏈中低端。發達國家的服務貿易份額佔比處於絕對優勢地位，2023年歐盟、美國的出口分別達3萬億和1萬億美元，合計全球佔比超過50%；新興國家在服務貿易出口不佔優勢，其中東盟、非洲和海合會成員的服務貿易出口合計9622億美元，合計全球佔比不到10%。可見發達國家和新興國家服務貿易份額差距懸殊。新興國家的服務貿易出口份額佔比偏低，缺乏具有核心競爭力的知識產權、專利技術和商業服務等無形資產，單純依靠貨物貿易很難維持貿易順差，導致國際收支長期失衡。

擺脫對發達國家依附

此外，不可忽視「關稅戰」持續發酵的負面影響。具體從三個維度來看：一是自由貿易體系遭遇重創。「對等關稅」政策違背自由貿易原則，將美國自1945年以來所推動建立的自由貿易協定機制推向「瓦解」邊緣，多數新興國家在同美國的「對等關稅」談判處於劣勢；二是全球產業鏈加速重構。「關稅戰」爆發將加速全球產業鏈重構，可能嚴重削弱新興國家的貿易優勢，部分供應鏈將回流到發達國家內部；三是「去依附」的進程加快。多數新興國家的貿易和金融體系高度依賴美國等發達國家的市場，國際分工體系下這種「依附」關係存在諸多弊端，但要擺脫「依附」卻要承受更大的風險成本。

二、新興國家被迫承受「成本轉嫁」的風險

首先，深刻認識「成本轉嫁」的邏輯。全球化進程中，新興國家的發展是一個從「依附」到「去依附」的過程。美國發動「關稅戰」，即在表明美國在「轉嫁」內部所面臨的高債務和高估值的美股泡沫風險，以此限制新興國家的發展。對新興國家來說，擺脫對核心國家的依附過程將是十分痛苦。國際分工引發的核心國家和邊緣國家的差異，使後發國家獲得



相對收益，核心國家則擴大了商品和服務市場，擷取了更大的金融資本利益。截至2024年末，海外和國際投資者持有的美國國債高達8.6萬億美元，同期美元在全球已分配外匯儲備的份額維持下降，但仍維持在57.8%的高點，佔據國際金融體系主導地位。新興國家承受核心國家的「成本轉嫁」，以致在國際競爭中享受的收益和承擔的風險高度不對稱。

其次，研判新興國家「去依附」的代價，因核心國家的金融資本擾動和各類制約政策，破壞了新興國家的發展進程，「關稅戰」即是明顯針對新興國家，特別是對美國貿易順差較大的國家和地區，實施「對等關稅」具有很強的威脅性。從這個層面看，許多新興國家所遭遇的挫折並非源於自身，而是在核心國家主導的全球化格局中難以獲得更有利的話語權，在遭遇金融和經濟危機時被迫承受核心國家的成本轉嫁。「對等關稅」所涉及的大量新興國家在出口上高度依賴美國市場，因而短期內很難扭轉局面，將被迫談判及接受美國的「霸王條款」，如果循環往復被「關稅戰」威脅，新興國家將很難實現穩定的增長，唯一的出路在於「去依附」。

最後，準確把握「對等關稅」的實質。美國的商品貿易逆差處於持續攀升的階段，這一逆差主要是指商品領域，有兩方面原因：一方面，美國中低端的製造業基本上已轉移到世界各地；另一方面，美國的跨國企業在全球產業鏈和供應體系扮演關鍵角色，依賴於全球製造業體系，在美國由於成本偏高而不具備大規模生產的條件。還應看到，美國的貿易逆差還與其國際貨幣體系的主導地位有關，通常這些貿易順差國家和地區會購買大量的美國國債，同時是以美元計價。可見，美國雖然是最大的貿易逆差國，但也是最大債務國，而且金融市場發達，吸收了全球各地的美元投資。雖然美國在商品貿易有巨大逆差，但在服務貿易領域則擁有比較大的順差優勢。2024年美國商品貿易逆差創至1.21萬億美元的新高，同期美國服務貿易順差增至2952億美元。

三、新興國家合作對沖「關稅戰」的策略選擇

一是堅持多邊主義，維護全球自由貿易體系。暫時的妥協或談判只能是「緩兵之計」，無法消除「關稅戰」的巨大風險隱患，迫切需要新興國家共同維護全球自由貿易體系。特朗普政府宣布暫緩一些國家「對等關稅」措施，但不代表「關稅戰」已經

結束，新興國家仍可能持續面臨「對等關稅」施壓和威脅。新興國家應堅持多邊主義原則，尋求達成共識，維護新興國家整體利益。而且，新興國家和歐盟、中東、拉美、非盟等各區域合作組織要建立更加暢通的溝通機制，可就區域間降低關稅進行協商談判，從而有力地回擊美國「對等關稅」的錯誤做法。

加快推動區域合作

二是加快推動區域合作，促進再全球化發展。全球化重塑背景下，新興國家應深度參與國際貿易合作協議談判、協商和貿易規則制定。新興國家各類區域合作組織需要攜手同行，在推動再全球化進程把握主動權，加快推進區域內高水平貿易協定談判與磋商，促進RECP、CPTPP等高水平貿易合作協議條款的落地。同時，積極建立貿易合作與磋商機制，參與不同類型、不同層次的國際貿易規則制定，穩步有序推動貿易體制機制改革和市場開放，降低貿易關稅壁壘，加快推進新興國家各區域自由貿易協定的談判及磋商，為核心產業鏈和優化分工布局創設有利條件，以此對沖「關稅戰」及二級關稅的負面衝擊。

三是鞏固提升比較優勢，加快推動貿易升級。新興國家處於全球產業鏈體系的中低端位置，面對「關稅戰」威脅，新興國家應加強產業鏈布局，增加更加多元的供應體系渠道，評估產業鏈供應的上下游體系及內外資佔比、分布等情況，確保關鍵環節和重要領域有比較穩定、可靠的渠道和替代方案，構建相對穩定可靠的貿易夥伴網絡，加強同中國、歐盟及非洲、拉美等新興市場的廣泛經貿合作，增強供應韌性和彈性，及拓展多元化進出口市場。

四是完善貿易服務網絡，促進貿易暢通和便利化。「對等關稅」措施及衍生的貿易壁壘也隨之增加，為應對新的挑戰，新興國家應重視配套的服務體系建設。一方面，要加快完善財稅支持、金融、法律服務以及對外開放等貿易配套政策，為外資企業營造良好的發展環境，提供切實有效的政策支持，促進貿易暢通和便利化，對沖「關稅戰」負面影響。另一方面，應加快構建與國際市場匹配的貿易服務網絡，打造專業團隊，在應對貿易摩擦、貿易爭端和關稅談判、出口貿易談判等過程中爭取更多主動權，維護外資企業合法權益。

(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)

用RWA激活「沉默資產」的價值

Web3洞察

汪樂樂 蔣照生

在香港Web3嘉年華舉行期間，OKG Research受邀參加了中國數據資產管理50+論壇舉辦的閉門研討會，就RWA（現實世界資產）代幣化趨勢與鏈上數據價值等議題進行分享。筆者提出，當前RWA生態呈現明顯的東西方分化趨勢：美國更注重將傳統金融資產上鏈，以增強現有金融體系話語權；而香港等地區則在積極探索將非標資產引入RWA體系，為實體經濟注入鏈上活力。但通過與業內人士交流，筆者意識到這種分化的背後，反映出的是對RWA核心價值的不同理解：究竟是構建一個更合規的Web3資產系統，還是通過代幣化拓展金融服務的可行性？

從貝萊德BUIDL基金到富蘭克林鄧普頓的FOBXX，再到Coinbase、Ondo Finance等平台推出美債類代幣化產品，RWA正沿著「標準化資產優先」的路徑推進。截至2025年4月，全球RWA代幣化資產（除穩定幣外）總市值已達210億美元，其中超過四分之一與美債資產錨定。

從監管適配性、風險承受力和市場接受度來看，以美債為代表的標準化金融資產正構成RWA的確定性基座。這類資產不僅風險低、流動性強、定價機制成熟，還能快速適配現有監管框架，有效打消機構參與鏈上金融的合規顧慮。

但我們也必須看到，這類資產本就已经具備較強的現實流動性與金融服務覆蓋，上鏈的價值更多在於「數字化包裝」和拓寬分銷渠道，並未在本質上改變資產結構或價值發現能力。且上鏈後資產仍面臨集中發行、高門檻准入、碎片化流通等問題，也難以有效吸引鏈外長尾用戶參與。所以在某種程度上更像對傳統金融產品的技術封裝，而非價值重構。

此外，這類資產的鏈上版本並未提供更高收益空間，且流動性與本體相近，缺乏「稀缺效應」，導致現階段RWA產品的市場購買意願並不強。據統計，超過65%的RWA代幣日均交易額低於10萬美元。

要想讓RWA走出上述發展困境，突破口在於挖掘那些長期游離於傳統金融體系之外、難以被估值、缺乏流動性的「沉默資產」，讓它們能通過上鏈實現價值表達與自由流通機會，進而創造出全新的市場參與動能。

便利定價與交易

從這個角度看，RWA不應只是資產配置工具，更有潛力成為新興資產的價值發現與表達體系。當前全球90%以上的資產尚未被證券化，其中包括大量來源於中小企業、發展中經濟體、基層社區的「非標資產」——例如中小企業應收賬款、未上市企業股權分成權、碳信用額度、綠色能源電力指標、各類文娛版權與IP收益等。這些資產因估值不清、流動性差或合規路徑不明，長期

游離於金融市場之外，也正是當前金融體系難以普惠的空白地帶。

這些資產之所以未被定價，往往不是它們沒有價值，而是缺乏一個適合其屬性的表達載體。而鏈上結構天然具備「可拆分」、「可追蹤」、「可驗證」的特性，正好適合承接這類資產的價值表達訴求。借助鏈上數據、零知識證明、鏈下預言機、AI定價模型等新興技術與工具，這些「非標」資產可被逐步拆解成結構化和標準化金融模塊，並在Web3系統中實現確權、交易和流通，進而構建出全新的數字化金融資產體系。

這些資產原本缺乏流動性，但正是這種「不可得性」賦予其鏈上獨特性：一旦通過技術手段完成定價與標準化，就能成為資金願意「冒險」投資的機會窗口。這也說明：只有創造出新的資產類別，才能引入新的資金和用戶。若RWA能夠打開資產表達權的底層邏輯，而不是簡單複製已被充分定價的主流金融資產，而是讓原本無法被定價的資產獲得平等的定價與交易機會，將有望吸引更多類型的資金上鏈，從而實現RWA生態從「資產端」到「資金端」的雙重質變。

於香港而言，如今RWA產業政策環境趨於成熟，並逐步成為全球RWA合規發行的重要支點。但若香港僅止步於發行平台角色，仍難擺脫成為RWA價值鏈中的「渠道中繼」。

筆者認為，香港也可以也應當在RWA資產供給側創新方面發揮更大作用。在這方面香港已具備先發優勢：無論是債券資助計劃支持多家中資企業完成Tokenized Bond發行試點，還是特區政府將黃金代幣化寫入施政議程，都為未來產業實踐奠定了基礎；而香港的區塊鏈企業與合規交易所也已具備強大的技術落地能力。

港具潛力成為全球試驗場

香港若能在借助國際金融中心優勢擴大標準化金融資產代幣化規模的同時，繼續推動以綠色能源收益權、灣區中小企業應收賬款、公共設施使用權等為基礎的更多非標資產的代幣化試點，並結合數碼港元與港元穩定幣結算體系，則完全有潛力在未來成為「多資產結構型RWA」的全球試驗場。

RWA要解決的不僅是「能否讓更多人買到美債」，更是「能否讓更多資產被看見、被定價和被流通」。當下的主流資產上鏈是RWA發展的必由之路，它為鏈上金融構建了基礎設施與信用錨定體系。但要真正成為推動金融變革的引擎，RWA還需構建第二增長曲線——賦予過去那些未被定價的資產以價值錨定、流通機制與金融連接，並通過這些資產釋放全新價值空間，激發出更大規模的資金上鏈意願，實現真正的金融可及性。

(汪樂樂為OKG Research負責人，蔣照生為OKG Research資深研究員)

上車需求帶動納米樓湧現

談樓說按

王美鳳

坊間指的納米樓沒有官方定義，一般指實用面積多至約200方呎的細小面積單位，有指是不多於215方呎的單位，這是根據餉物業估價署對最小單位面積的分類為20平方米以下（約215方呎以下）之說法，亦有指是260方呎以下之單位。

納米樓曾經甚為流行，盛行期約在2010年後之十年間，其間出現甚多個實用面積150至190方呎的納米新盤單位；其中一個位於屯門的樓盤單位較



▲納米樓曾經甚為流行，屯門有樓盤單位實用面積僅128方呎，比標準車位還要細。

令人印象深刻，面積僅128方呎，被稱作「龍床盤」。

追溯2010年特區政府曾為了增加中小型住宅供應而推出限呎地，掀起了納米樓風潮序幕。由於納米樓面積小，故多採用開放式廚房、多用途空間、高樓底設計以便加設樓層或閣樓增加空間。接着其後，開放式廚房在批則方面具有更大彈性，亦同步推動發展商興建納米樓。

2010年後樓價持續上升逾十年，樓價升幅達1.5倍，當其時上車難屬市場共識，但納米樓呎數細，不少屬於百多方呎單位，樓價自然較細，吸引不少買家購買納米樓作為上車起步；亦有不少投資者認為納米樓租金回報理想，具有升值潛力而入市。

市場上有人認為，過往的多項樓按措施亦間接推動了納米樓風潮，由於其間按揭成數降低，並需通過壓力測試要求，2013年亦將九成按揭的樓價上限降至400萬元或以下，納米樓便成為較易入市的選擇。

後來市場對納米樓的聲音漸多，認為基本居住空間不宜少於百多方呎，自2022年開始，特區政府回應訴求，在往後的賣地項目向發展商加入了最低面積要求，每個單位的實用面積至少要達26平米（約280方呎），自此納米樓新樓供應便逐步減少。

(作者為中原按揭董事總經理)