



◀若美國製造業回流，當地企業必須面對包括原材料、勞動力、固定資產等成本昂貴的問題。

經濟觀察家

一般認為，特朗普政府想通過關稅實現兩個目標：縮減貿易逆差；促使製造業回流美國。但筆者認為，關稅政策不僅難以達到預期，反而會產生滯脹式影響，增加美國衰退風險。

自特朗普就職美國總統以來，已對貿易夥伴採取了廣泛的加徵關稅措施。那麼，關稅能不能促使其貿易逆差下降呢？我們不妨先看看美國的歷史經驗。

# 美國關稅政策適得其反

**中金點睛** 1890年10月，美國通過了《麥金利關稅法案》，將所有進口商品的平均關稅從38%提高到50%。從1890年到1898年，美國的貿易順差佔國內生產總值(GDP)的比重從0.5%上升到3.5%。但1897年後，在其他國家的貿易反制下，美國的順差在1889年後減少。

## 縮減逆差拖累消費

1929年美國大蕭條後，為了保護本國產業，美國開始限制進口。1930年，美國總統胡佛簽署《斯穆特-霍利關稅法案》。但在各國互相加徵關稅的報復下，美國貿易順差沒有擴大，反而進一步縮減。1935和1936年，美國甚至從貿易順差狀態轉為貿易逆差狀態。

上述兩次加徵關稅的意義不同。1890年，美國仍然處於工業化相對早期，面臨英國的競爭，關稅可以保護其幼稚產業，其思想根源來自德國經濟學家李斯特。按照李斯特的理論，關稅可以保護幼稚產業，但富強後應該自由貿易，以借助競爭確保各產業長盛不衰。

筆者認為，關稅難以使得當今的美國縮減其貿易逆差。美國加徵關稅會導致其進口價格上升，進口下降，而這也意味著其貿易夥伴的出口下降，進而減少對美國的進口需求。貿易夥伴的經濟承壓，將導致其從美國的進口需求下降，也就是美國出口減少。此外，加徵關稅可能會導致貿易夥伴反制，同樣影響美國出口。

從貿易條件看，美國居民可能因為進口價格上升而減少消費進口產品，轉而消費更多本地產品或者服務，推升本地產品或者服務的價格，最終可能導致其出口價格上升。如果其貿易夥伴因美國產品價格上升而減少進口美國產品，美國出口將因此下降。

從宏觀視角來看，國家的產出減去消費，剩下的就是儲蓄。儲蓄可以通過國內投資消化，也可以通過出口消化。因此，要縮減貿易逆差必須降低美國消費，或者減少國內投資。削減投資不符合美國製造業回流的訴求，削減消費就成為必須選項。2008年金融危機後，美國貿易逆差收窄與美國消費的下降相關，但削減消費或將導致美國經濟衰退。

## 美國製造依賴中國

美國希望製造業回流並非近期的目標。在《通脹削減法案》(IRA)和《芯片和科學法案》(CHIPS)實施後，美國製造業投資在2022年出現大幅增長，但在此之後，美國製造業投資的新開工縮減。

第一、美國製造業回流的一個難點在於全球供應鏈非常複雜。研究發現，無論是從生產層面還是從增加價值層面來看，中國製造業在全球的佔比都是世界第一，分別在35%和29%。而中國對美國的依賴程度要低於美國對中國的依賴程度。

表面上，出口依賴度可以反映產業上的依賴度，但是由於全球產業鏈



錯綜複雜，既有直接聯繫、也有間接聯繫，直接的出口依賴度會低估實際上的依賴度。通過國家間的投入產出表可以計算出完全消耗係數，將間接聯繫也包括其中，更能反映實際的產業依賴度。

例如，Baldwin 和 Freeman (2022) 通過國家間的投入產出表計算，發現美國的產出中8.9%來自中國的投入品、加拿大的產出中9.9%來自中國的投入品、墨西哥的產出中19%來自中國的投入品、韓國的產出中23%來自中國。分行業來看，美國在汽車、機械設備、電子設備、服裝、計算機電子等對中國的依賴度比較高。

從出口數據來看，美國部分產品對中國的直接依賴度比較高。例如，2024年，美國從中國進口的雨傘、陽傘、手杖、鞭子、馬鞭及其零件佔其從全球進口的93%；美國從中國進口的玩具、遊戲品、運動用品及其零件、附件佔其從全球進口的74%。4月11日，根據美國海關的最新指南，智能手機和電腦等電子產品將不受特朗普政府的「對等關稅」政策的影響。美國從中國進口的這部分電子產品總價值1000億美元，佔其2024年從中國進口總額的22%。平均來說，這部分電子產品美國對中國的依賴度為26%，部分產品如智能手機的依賴度達到81%。

## 地價高昂工人短缺

第二、美國製造業回流也面臨製造業勞動力不足的挑戰。總體上看，2021年以來，美國的勞動力市場一直處於偏緊的狀態。2025年3月，美國失業率僅為4.2%。製造業中的勞動力相對更加緊張。相比於2019年，美國製造業的職位空缺率在2025年2月仍高出0.2個百分點。從工資來看，美國製造業平均時薪為34.9美元，遠高於新興市場。從美國的就業分布來看，2024年製造業就業在總就業中佔比為8.1%（將近1300萬人）。如果製造業大幅回流美國，如何招聘到足夠多的產業工人將是企業面臨的挑戰。

除了勞動力數量不足外，美國人口素質或也難以支撐製造業回流。2020年，美國識字率約為86%，居全球125位，介於阿曼和敘利亞之間，低於中國95%的識字率。根據2023年經濟合作暨發展組織(OECD)的成人技能調查顯示，美國有27.6%的成人閱讀能力低下(Level 1及以下)，34.2%的成人計算能力低下，均高於OECD平均水平，且相比2015年的調查結果分別大幅上升10%和6.6%。對於從事製造業的就業意願，美

國人也不高。根據CATO Institute的調研，80%的美國受訪者認為如果更多人從事製造業，美國會更好；只有20%的受訪者認為其個人從事製造業後生活會變得更好。因此，無論是從勞動力數量、質量，還是就業意願來看，美國製造業回流都將面臨著勞動力短缺的問題。

第三、美國製造業回流的第三個挑戰是成本也偏高。製造業企業成本主要包括原材料、勞動力、固定資產。(1) 筆者預計美國平均有效關稅率將大幅上升至28%。而同樣態測算下，中國有效關稅率將上升至9%。這意味在原材料端，美國企業的成本至少將比中國企業高約19%。(2) 2023年，美國人均GDP為8.3萬美元，中國人均GDP為1.3萬美元，兩者之間比值为6.6。可以認為，美國企業的用工成本是中國的6.6倍。(3) 根據Commercial Edge的數據，美國2025年前兩個月工業用地平均每平方呎交易價格為127美元。而CEIC最新數據顯示，2021年三季度，中國105個城市平均工業用地價格為每平方米877.5元人民幣。以此計算，美國工業用地成本平均比中國高9至10倍。

## 美聯儲觀望謹慎降息

高昂成本之下，加徵關稅難以導致製造業回流美國。通過成本比較測算，在美國生產的成本比中國高出208%。考慮到固定資產中不僅包括土地，還有機器設備，這些成本的差異中美之間差別可能不大。如果不考慮固定資產成本差異，只考慮勞動力和原材料成本差異，美國企業的生產成本也比中國高出113%。因此，即使美國對中國126%左右的進口關稅長期保持（考慮電子產品豁免「對等關稅」後），去美國建廠生產也沒有成本優勢。

美國財政赤字居高不下，債務問題仍未解決，關稅擾動下或加劇金融市場風險，美國衰退風險加大。首先，加徵關稅未必使得貿易逆差下降，因為關稅在降低進口的同時也將導致出口萎縮。如果要縮減貿易逆差，美國應該削減消費。其次，製造業回流挑戰大，如果要通過關稅來實現製造業回流，調整成本可能過大。

此外，伴隨著其他經濟體反制政策落地，宏觀環境的不確定性本身也會對經濟產生負向影響。面對「滯脹」風險，美聯儲只能選擇等待觀望，短期內或難以降息，增加市場下調調整壓力。  
(作者張文朗、黃亞東均為中金公司分析師)

# 美元或趨勢性走弱

財經博聞  
張繼強

根據經典的美元「微笑曲線」理論，美元只有在美國經濟弱於非美國、且沒有衰退風險時才會出現走弱，2008年以來多數情況下均呈現易漲難跌的特徵。但近期在不確定性上升的環境下，美匯指數持續下跌，避險屬性明顯強化，美元微笑曲線「左側失效」的風險明顯上升，背後可能包含了長期與短期的多重因素：

## 美債吸引力削弱

其一，關稅政策弱化美元循環並解構全球秩序，可能導致海外投資者對美債乃至美元資產的需求系統性降低。美元作為全球儲備貨幣，美國「財政+貿易」呈現雙赤字。但在特朗普通過關稅降低貿易赤字以及財政減支的政策方針下，「雙赤字」模式出現收斂。而美國軟實力削弱，美國債務問題、美國聯儲局獨立性等，都從根本上動搖了美元信用的基石。對於其他國家而言，美國如果不願提供順差，反過來會導致獲得美元的渠道受限且持有美債的需求明顯降低。

其二，特朗普新政是市場「混亂」的源頭，政策的不確定性、債務可持續性擔憂，以及通脹預期上行削弱了美債的避險屬性，甚至有意推動弱美元。美元微笑曲線左側成立的重要基礎在於，美元尤其是美債市場，在全球經濟衰退及市場恐慌情緒下的避險功能。表現在VIX指數（又稱恐慌指數，是量化市場波動預期的基準）大幅上行區間，美債利率多數下行，但近期美債利率與VIX指數同步上行。這主要是因為：（1）特朗普政策持續反覆，削弱了美國政府的可信度；（2）嚴重的債務問題引發市場對其可持續性擔憂；（3）關稅政策導致通脹預期大幅上行，美債的吸引力減弱。

其三，美國經濟衰退擔憂升溫，歐洲、中國等財政擴張，表現或優於美國，短期「搶進口」需求進一步導致美元走弱。花旗美國經濟意外指數持續走弱，而在潛在財政擴張的支撐下，中國、歐洲總體表現穩健。從前瞻性指標看，美國4月貸款需求、消費/投資信心指數等均出現大幅回落，關稅衝擊下未來兩個季度基本面臨較大下行壓力。

其四，美國「例外論」動搖，日本等機構對美投資未進行匯率對沖，加上過去幾年湧入美股的資金，出現了流出或降低倉位操作。2024年以來，海外投資者大幅增持美股，一定程度上推

升美元需求，截至今年2月，海外投資者過去12個月淨流入美股近5000億美元，創歷史新高。但特朗普關稅政策打破美國「例外論」，3月以來海外投資者以創紀錄速度拋售美股，並帶來「資金流出一美元下跌」的負回饋螺旋。

後續展望，除非特朗普的政策出現顯著轉向，「全球秩序重構+美國政策高度不確定性」的環境可能會持續，美元或趨勢性偏弱。基本盤來看，在「財政+貨幣」均面臨約束的背景下，美國經濟年內降溫概率較高。

不過，短期擾動因素較多：（1）目前美債利率相對偏高，如果不確定性有所下降，利差或仍對外國資金有一定吸引力；（2）美元空頭倉位略顯擁擠，短期波動有所加大；（3）特朗普持續對鮑威爾施壓，美聯儲獨立性受到挑戰，或進一步動搖美元信用的根基。

對於資產配置而言，黃金是弱美元下最受益的資產，但短期明顯超買。在價格效應下，黃金與美元保持較高的負相關性，歷次美元下行周期中，黃金均有亮眼表現，能較好對沖美元貶值風險。此外，比特幣也有類似效果，但不如黃金穩定。

## 利好港股及A股

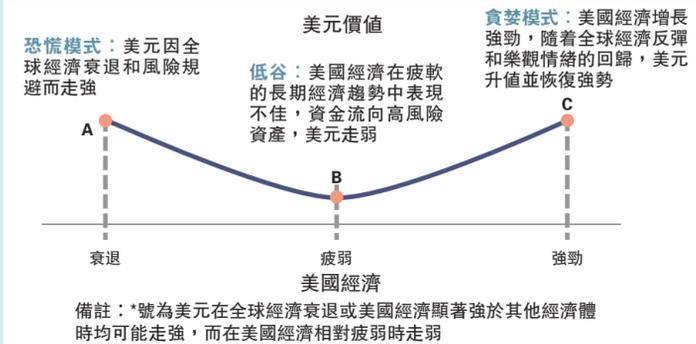
歐元區資產可能替代美元資產形成新的「避風港」，近期美國資金流出與歐洲資金流入的態勢明顯。一方面是因為歐央行降息與財政擴張的宏觀政策組合對歐股偏利好，近一年來歐央行政策利率快速調整200基點（BP，Bpbasis Point）至2.5厘，而德國財政出現歷史性轉向；另一方面，前期歐洲增持了大量美股，當前回流母國的需求較強，有利於推升歐元、歐股等資產。數據顯示，歐洲股票型基金3月淨流入超60億美元，創2015年以來最高紀錄。

關注日圓、日股潛在機會。日央行開啟加息周期且日利差收窄，套息交易逆轉或進一步推升日圓。對於日股而言，日圓快速升值期間難有系統性機會，但當前日股估值較低，且外資轉為流入，後續待日圓升值趨緩，或有一定修復性機會。

至於對中國市場而言，美元偏弱意味着匯率壓力可控，部分資金回流，整體對資產表現影響略偏正面。從全球資金再配置來看，資金流出美國利好港股等資產。但中美關稅不確定性較高，A股企穩但向上彈性仍需政策、業績等催化，後續關注國家政策力度和關稅談判情況。

(作者為華泰證券研究所所長)

## 美元微笑曲線\*



備註：\*號為美元在全球經濟衰退或美國經濟顯著強於其他經濟體時均可能走強，而在美國經濟相對疲弱時走弱

# 新盤受追捧 樓市前景看高一線

主樓布陣  
布少明

房委會日前公布今年的「白居二」抽籤結果，較受市場關注要點是今期僅錄得約3.4萬宗申請，超購申請僅約5倍，較2023年的7.8萬宗（超購16倍）及2019年高峰期的13.4萬宗（超購44倍）顯著減少。筆者認為「白居二」申請量下降並非源於需求減弱，而是樓價調整令私樓與資助房屋的價格差距收窄。不少屋苑價格已自高峰回落超過三成，令私樓性價比提升，吸引部分準買家轉投私樓市場，變相削弱「白居二」的吸引力。

事實上，目前利好因素支撐樓市，購買力仍然持續。一手市場方面，位於西貢西沙的大熱新盤SIERRA SEA累收37374票，相對今日以價單發售的318伙，超額逾116倍，屬本港歷來第二大新盤票王，預期銷情定必亮麗，彰顯購買力強勁，並對提振樓市信心起積極作用，可見一手熱度未減。

豪宅市場同樣表現亮眼，日前九龍半山超級豪宅經外售出最後一間典藏級院墅，成交價高達10億元，呎價逾8.55萬元，是今年最大宗單一住宅成交

交，反映聰明錢正趁低悄然入市，豪宅市場潛力不容小覷。

## 新晉屋苑交投趨旺

另一邊廂，隨着內地買家佔香港樓市比重與日俱增，其偏好樓齡較新的新晉屋苑，推動這類新晉屋苑交投愈見「搶手」，受歡迎程度甚至逐步跑贏傳統屋苑。數據顯示，今年截至4月16日，十大藍籌屋苑共錄710宗二手登記，較去年同期813宗按年下跌約13%。

反觀部分新晉屋苑異軍突起，例如南昌站匯豐今年截至4月16日錄得43宗註冊，跑贏「老牌」屋苑麗港城的42宗及康怡花園的32宗；馬鞍山迎海期內錄得約41宗成交，按年急升近52%；東涌昇譽註冊量按年大增逾1.8倍；荃灣海之戀及屯門龍門的成交，亦分別按年升約25%。新晉屋苑的熱度顯示市場的版圖正不斷改變。

總括而言，香港樓市受惠一手新盤火爆、供應漸趨下降，以及豪宅成交亮眼等因素，配合關稅戰逐漸緩和等利好消息，相信未來樓市表現看高一線。  
(作者為美聯物業住宅部行政總裁)