



◀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，而這也意味着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系數，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，無論是從勞動者數量、質量，還是就業意願來看，美國製造業回流都或將面臨着勞動力短缺的問題。

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%。而同樣靜態測算下，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，兩者之間比值為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，伴隨着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於經濟產生負向影響。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，增加市場向下調整壓力。

（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 根據經典的美元「微笑曲線」理論，張繼強

美元只有在美國經濟弱於非美國家、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，避險屬性明顯弱化，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。基本面來看，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

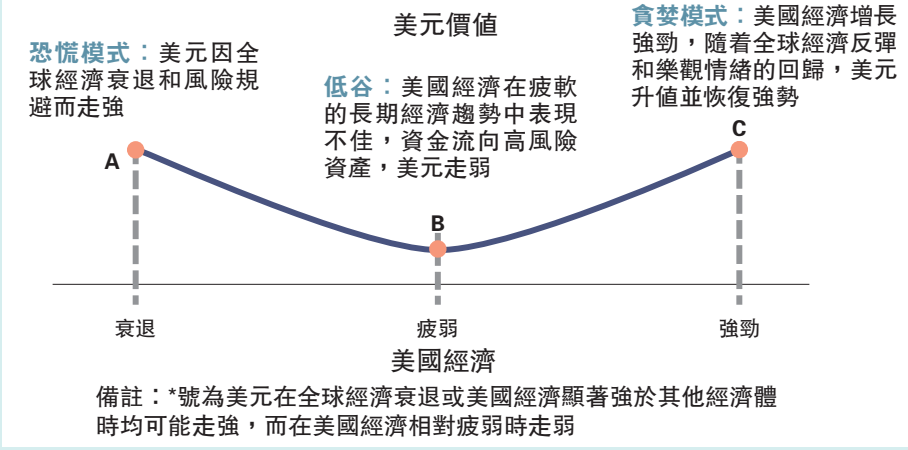
歐元區資產可能替代美元資產形成新的「避風港」，近期美國資金流出與歐洲資金流入的態勢明顯。一方面是因為歐央行降息與財政擴張的宏觀政策組合對歐股偏利好，近一年來歐央行政策利率快速調整200基點（BP，Bpbasis Point）至2.5厘，而德國財政出現歷史性轉向；另一方面，前期歐洲增持了大量美股，當前回流母國的需求較強，有利於推升歐元、歐股等資產。數據顯示，歐洲股票型基金3月淨流入超60億美元，創2015年以來最高紀錄。

關注日圓、日股潛在機會。日央行開啟加息周期且日美利差收窄，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，後續等待日圓升值趨緩，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*



新盤受追捧 樓市前景看高一線

主樓布陣 房委會日前公布今年的「白居二」抽籤結果，布少明

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綫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，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，十大藍籌屋苑合共錄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%；東涌昇薈註冊量按年大增逾1.8倍；荃灣海之戀及屯門瓏門的成交，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）