



▲民調數據顯示，對特朗普工作的不認可率達到51.6%，反映關稅給選民帶來衝擊。

經濟觀察家

美國資本市場對關稅政策的負反饋，特別是近期美債利率的攀升，促使特朗普選擇率先釋放和解信號，但其示好的籌碼有限、誠意不足。總體來看，中美貿易博弈已經從對等關稅落地前的「極限施壓」走向「間歇緩和」的轉折點。

中國掌握關稅談判主動權

高瞻遠矚 高瑞東 為什麼特朗普會率先釋放和解信號？一是，高額的對等關稅導致美國資本市場大幅波動，特別是美債利率的快速上行，促使特朗普需要階段性緩和以安撫市場。美國加徵關稅以來，一度出現股價匯「三殺」局面。

事實上，關稅創造的收入、增加的貿易出口，以及製造業回流的成果，最終表現形式都是反映在美國政府賬戶的盈餘中，貿易談判最終要為平衡財政服務。特別是考慮到目前美國政府債務總額超過36萬億美元，利息支出將達到1萬億美元／年左右，而聯邦財政收入僅5萬億美元／年左右。高企的債務規模僅靠關稅本身於事無補，特朗普不得不需要快速壓降美債利率，以減少美國政府債務展期的成本，這也是近期美債利率抬升後，特朗普快速服軟的重要原因。

二是，美國與其他國家的談判正在推進，處在博弈關鍵點。對美國而言，聯合其他國家打造完全排除中國在外的貿易聯盟代價高昂，世界各國對封鎖中國也有很強的顧慮，目前美國與別國的談判基本陷入停滯，因此特朗普希望與中國達成預先和解。

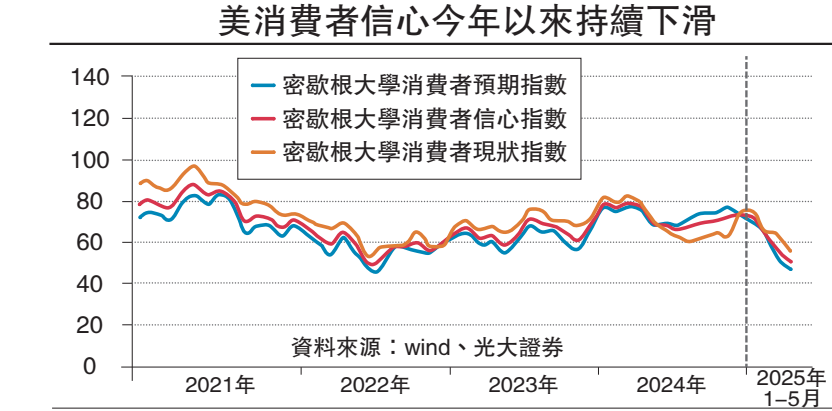
三是，關稅壓制下，美國經濟數據疲軟隱憂漸明。消費方面，3月美國消費者為規避關稅大量採購，透支未來的消費需求，後續零售數據或轉弱。就業方面，特朗普政府減支推進，4月下旬美國國務卿魯比奧宣布國務院全面重組計劃，關稅擾動下美國就業或難言起色。通脹方面，進入4月後，美國對華高額關稅生效，疊加對其他國家徵收10%基礎關稅，預計高關稅帶來的供給短缺和成本上升，將逐步體現在通脹數據中。

警惕美國再度施壓

從特朗普表態看，其示好的籌碼僅僅是美國對中國的關稅將由當前145%的水平下降，而非降為零，且其希望中國主動赴美談判，說明特朗普仍然想依靠不合理關稅向中國索取籌碼，違背平等、尊重、互惠原則。

對此，4月23日，外交部回應稱，「如果美方真的想通過對話談判解決問題，就應該停止威脅詭詐，一邊說要同中方達成協議，一邊不斷搞極限施壓，這不是同中方打交道的正確方式，也是行不通的。」從關稅的目的上看，需要釐清對等關稅與基礎關稅的區別。對於高額的對等關稅而言，美元霸權體系的運轉，意味着美國貿易逆差清零不可能實現。美國作為世界最大的消費國，以美元信用換取中國、東南亞國家等製造國的產品，製造國出口的產品轉換為大量的美元，最終回歸美國金融系統（美股、美債等）。

從數據看，2024年美國的商品貿易逆差在1.2萬億美元左右，美國財政部數據顯示美國資本淨流入在1.1萬億美元左右，也即美國經常賬戶逆差和金融賬戶資本淨流入額基本等價。若不存在貿易逆差，美元霸權體系就無法運轉，這意味着以「零貿易逆差」



為目的設立的高額對等關稅無法長期存在，更多是一種交易的籌碼。

但是基礎關稅可能長期存在，用以落實平衡貿易、製造業回流的承諾。對特朗普而言，高額對等關稅可以取消，但對華20%芬太尼關稅可以幫助特朗普實現收斂美國貿易逆差、製造業回流的目的，想要全面取消對華關稅存在一定難度。此外，這個過程中，針對特定行業（如鋼鐵、銅鋁、半導體、藥品）的關稅也可能持續，這也導致在近期表態上，特朗普明顯誠意不足。

對此，4月25日，中國駐美國使館發言人強調「如果美方真的想通過對話談判解決問題，就應該糾正錯誤，停止威脅詭詐，徹底取消所有對華單邊關稅措施。一邊說要同中方達成協議，一邊不斷搞極限施壓，這不是同中方打交道的正確方式，也是行不通的。」因此，只有美國真正停止威脅詭詐，實質性的降低對華關稅水平，才是美國彰顯談判平等、尊重、互惠的前提。

若後續中美貿易談判不順，需要警惕特朗普施壓中國的力度再次回擺，關注後續中美間科技和金融領域的波動風險。特朗普對華政策中，「貿易—科技—金融」視角層層遞進，三重脫鉤壓力構成特朗普對華政策演繹的核心路徑，亦是牽動風險偏好與資產定價的核心變量。若中美貿易在4月加速脫鉤，在中美談判不暢的情況下，科技領域（美國人工智能擴散協議）、金融領域（中美稅收協定）或成為特朗普進一步對華施壓的潛在選項，建議關注後續中美間科技和金融領域的波動風險。

貿易衝擊逐步顯現

為備戰2026年中期選舉，特朗普需要在2025年底至2026年初達成中美間的貿易協定，留給特朗普總統的「時間不多了」。需要強調的是，美方關稅霸凌遭受了前所未有的反制，將會對美國經濟和貿易帶來巨大衝擊，尤其是搖擺州的出口和就業可能遭受前所未有的打擊。但恰恰就是因為關稅到了「不可承受之重」的地步，為了避免重蹈2018年的覆轍，特朗普勢必要通過妥協的方式來解決當前的僵局，以防止經濟在2026年中期選舉時大幅衰退。

一方面，從美國受影響的地區看，關稅顯著影響依賴製造業（中西部、五大湖地區）和全球化生產（加利福尼亞州等地區）的州。爭取「鐵銹帶」（賓夕法尼亞州、威斯康星州和密歇根州），以及俄亥俄州、北卡

羅來納州等搖擺州的支持是特朗普2024年勝選的重要原因，出於2026年中期選舉的需要，特朗普仍需要謹慎權衡關稅落地的幅度與節奏。

另一方面，民調數據走低反映關稅給選民帶來的衝擊。截至4月23日，數據顯示對特朗普工作的不認可率已經達到51.6%，較其2025年上任初期的44.3%明顯攀升，也較4月1日上行2個百分點。同時貿易爭端也加劇了美國內部的分裂，4月23日，美國12個州共同起訴特朗普政府，要求停止新的關稅政策，起訴書稱，非法關稅給美國經濟帶來混亂，訴訟由紐約州總檢察長詹樂霞（Letitia James）牽頭，其他參與訴訟的州還包括亞利桑那州、科羅拉多州、康涅狄格州、特拉華州、伊利諾伊州、緬因州、明尼蘇達州、內華達州、新墨西哥州、俄勒岡州和佛蒙特州。

此外，相比於1985年《廣場協議》簽署時，目前非美國家的經濟體量已遠大於美國，談判話語權顯著增加。1985年簽署《廣場協議》時，美國佔全球GDP比重達33%，而其他締約國（日英法德）合計佔比僅為25%，經濟體量差距導致非美締約國難有反對美國的資本。但隨着中國經濟崛起，經濟實力結構邊際轉化意味着關稅談判主導權不在美國，而在非美國家，2023年中日英法德合計GDP的全球比重達31%，已超過美國的26%，若加上歐盟內其他國家與韓國等，目前非美國家的經濟體量已遠大於美國。

總體來看，關稅對決短兵相接，實則考驗雙方經濟韌性與宏觀對沖政策的騰挪空間，談判主導權掌握在中國手中。無論是中國的貨幣政策，還是財政政策均有對沖空間。2020年以來，中國謹慎使用政府赤字空間，注重跨周期調節，政府依然存在較大的舉債空間。消費補貼、育兒補貼、房地產收儲、重大項目提前落地等均有望成為增量財政的發力支點，對沖經濟壓力。

對於美國而言，特朗普雖然準備了約5.3萬億美元的《減稅法案》作為對沖，但其中約3.8萬億美元為延續此前已有政策，僅1.5萬億美元是新增政策，難以對沖全部影響。而且，關稅對搖擺州中的密歇根州及北卡羅來納州等製造業重地的衝擊尤其大，這就意味着特朗普一着不慎，關稅很可能對其2026年中期選舉帶來反噬，貿易談判主導權掌握在中國手中。樂觀來看，2025年11月的韓國APEC峰會，或提供兩國元首會晤的契機。

（作者為光大證券首席經濟學家）

中國資產吸引力不斷提升



實話世經
程 實

「積一勺以成江河，累微塵以崇峻極。」在金融市場博弈的過程中，市場預期的暫態突變看似突然且主觀，實則源於長期的資訊累積與市場主體認知的持續調整。預期變化的本質，是投資者對資產收益概率分布認知的系統性重構，這種由量變到質變的演化背後隱含着深刻的數理邏輯，是投資者對收益分布函數的重新感知與重新定位。2024年以來，中國資產估值的再度提升，正是這一機制的生動詮釋。

首先，預期突變的本質是投資者對資產收益概率分布的系統性重構。這並非簡單的收益線性預測，而是在長期資訊積累達到某一臨界閾值後，投資者對資產收益的整體概率特徵進行了重新認知與再評估。

傳統經濟學模型通常假設投資者根據歷史收益水平線性地形成未來預期，但實際市場中，投資者更關注收益分布的整體特徵，包括均值、方差以及偏態。當市場傳遞出新的信號時，投資者首先會評估該信號是否足以顯著改變現有的收益分布特徵。當新資訊的積累達到某個臨界水準時，投資者就會系統性地更新對資產收益概率密度函數的認知。

而上述轉變絕非短期單一事件所致，背後隱含的是投資者對新舊資訊持續處理與不斷修正認知的長期積累過程。只有當新資訊的量級、頻率和持續性達到足夠水準，投資者群體的主觀預期才會系統性地發生轉變，從而導致市場價格體系出現明顯的波動。

其次，國內外因素的共振進一步放大了預期突變的非線性特徵。這種重估機制可以從內外環境的協同作用出發，利用二元正態分布模型清晰地描述國內與國際收益的聯動。

2025年以來，全球主要央行相繼實施降息政策，以應對經濟增長放緩與持續通脹壓力。近期，歐洲央行連續下調三大關鍵利率以提振區域經濟，同時中國人民銀行在一季度例會上也明確表示將擇機降準降息，維持充裕流動性，支撐實體經濟平穩發展。這種國內外貨幣政策的同頻共振，有效緩解了全球經濟下行的壓力，顯著提升了市場信心與投資意願。

不僅如此，人民幣匯率表現相對穩定，展現出較強韌性。同時美匯指數則跌至近五個月以來的低點，年內累計

跌幅達到4.1%，反映美元相對於其他貨幣走弱的趨勢。總體而言，人民幣匯率在2025年展現的穩定走勢，有效降低了國際投資者的匯兌風險溢價。此外，全球供應鏈「去風險」趨勢的增強，也使得國際市場對中國資產配置的地緣風險溢價明顯下降。

最後，要素流動順暢是預期轉變得以高效實現的關鍵支撐。一方面，要素流動的順暢程度是市場預期發生質變的基礎條件。當資本、技術、人才與資訊的流通管道通暢高效時，投資者的預期一旦發生變化，便能迅速調整資產配置，加快資產價格的重新定價過程。相反，若要素流動受限，即便市場形成了新的預期，實際資產的重估速度也會放緩甚至停滯。因此，推動更高水準的制度型開放、深化要素市場改革、提升內外市場聯動效率，成為政策關注的核心所在。

另一方面，市場主體結構的變化進一步放大了本輪預期重構的效應。2024年以來，以數字經濟、人工智慧為代表的新興產業快速崛起，這類企業具備更高的政策敏感性和資產配置靈活性，有效地促進了市場預期的快速轉向。同時，中東等海外資本積極入場，通過股債市場的互通互融機制（如債券通、滬深港通），顯著強化了要素流動效率，提升了預期調整和資產重估過程的順暢性。

投資者預期結構趨穩定

不過，這一重估行情的持續性仍受到內外部環境不確定因素的挑戰。中國經濟內生動力能否持續增強、結構性改革的深度與力度、美聯儲降息周期的演變路徑，以及全球經濟周期的波動情況，都將持續影響國際投資者對中國資產收益概率分布的認知與判斷。

筆者判斷，在基準情形下，投資者對中國資產預期的轉變並非短期事件所致，而是由微小資訊長期積累並逐步消化後引起的系統性變化。這種「積微成著」的演進模式，意味着市場看似突然的變化往往早已在投資者持續觀察、資訊處理和認知調整中醞釀成熟。未來，隨着政策引導與市場自律的有效協同，以及對外部衝擊尾部風險的主動防範，投資者的預期結構將更趨穩定，市場整體將呈現更加良性和持續的增長態勢。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）

淡風漸消散 樓市料向好



主樓布陣
布少明

有機構發表報告指出，在極端的情況之下，香港樓價可能再跌三成。標題雖然吸引眼球，卻屬極低概率事件，無需過分憂慮。報告假設多重風險同時爆發，包括全球關稅戰升級、經濟陷入嚴重衰退、初期通脹與利率飆升，以及失業率急劇攀升。若此情景成真，香港GDP或急跌，樓價亦將跟隨急挫。報告亦明確指出，這類極端情況的發生概率僅5%，實際風險微乎其微。

事實上，自從貿易戰爆發，各類新聞滿天飛，但嚴肅的樓市分析不應脫離現實。誠然，樓價仍於低位整固，導致負資產數目上升。金管局數據顯示，2025年首季末負資產宗數達4.0741萬宗，較去年四季度的3.8389萬宗升約6.1%，創21年新高。儘管如此，負資產產拖欠比率維持低位，本港失業率穩定於3.2%的低水平，反映供樓人士還款能力穩健，就業市場堅韌。負資產雖有所增加，但對整體金融穩定性影響有限，市場無需過分擔憂進一步惡化的風險。

投資者及用家信心轉強

樓價已漸漸出現「見底」現象。譬如新盤市場熱度不減，成為樓市復甦的強心針。西沙新盤首輪開售一日內沽清，第二輪收票逾4.2萬張，超購145倍，榮膺本港新盤「票王」，銷情預料

再創佳績。此熱潮反映市場剛性需求強勁，將有效提振投資者與用家信心，推動一手市場持續領航。

供求始終是樓市走勢最重要的指標。日前房屋局公布的最新「私人住宅一手市場供應」資料顯示，未來三至四年一手供應（包括已批出土地可隨時動工（熟地）、已落成未售出單位數目（現樓貨尾）、建築中未售出單位數目）於今年首季合共錄10.5萬個單位，按季減少2000個，連跌四個季度，創七個季度新低，由紀錄高位的11.2萬個減少約7000伙。

未來三至四年，一手私宅新供應按季下跌，主要是受建築中仍未售出單位數目按季減少3000個帶動，最新錄6.5萬伙的兩年新低。首季有不少樓花盤登場，並取得理想銷情，同一時間，約5500個單位落成，令建築中仍未售出單位數目減少。

值得注意的是，本財年潛在土地供應創有紀錄的15年新低，估計發展商實際吸納土地會跟隨減少。在此情況下，土地供應將逐步回落，相信熟地供應持續呈跌勢。

另一邊廂，「美聯樓價指數」4月28日報127.34點，按周微升0.2%，本年迄今樓價指數仍跌0.62%；反觀同期租金在租務淡季仍然向上，美聯「租金走勢圖」3月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約37.87元，按月升約0.16%，創五個月新高。

隨着二季度租務旺季來臨，內地生及外來專才湧入，將進一步推高租金需求。「供平過租」現象重現，吸引租戶考慮轉租為買，投資者亦可把握低價入市及收租獲利的機遇。預料「租升價跌」的背馳格局將延續，引導市場購買力進一步釋放。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）



升價跌」的二季度租務旺季來臨，背馳格局將延續。預料「租