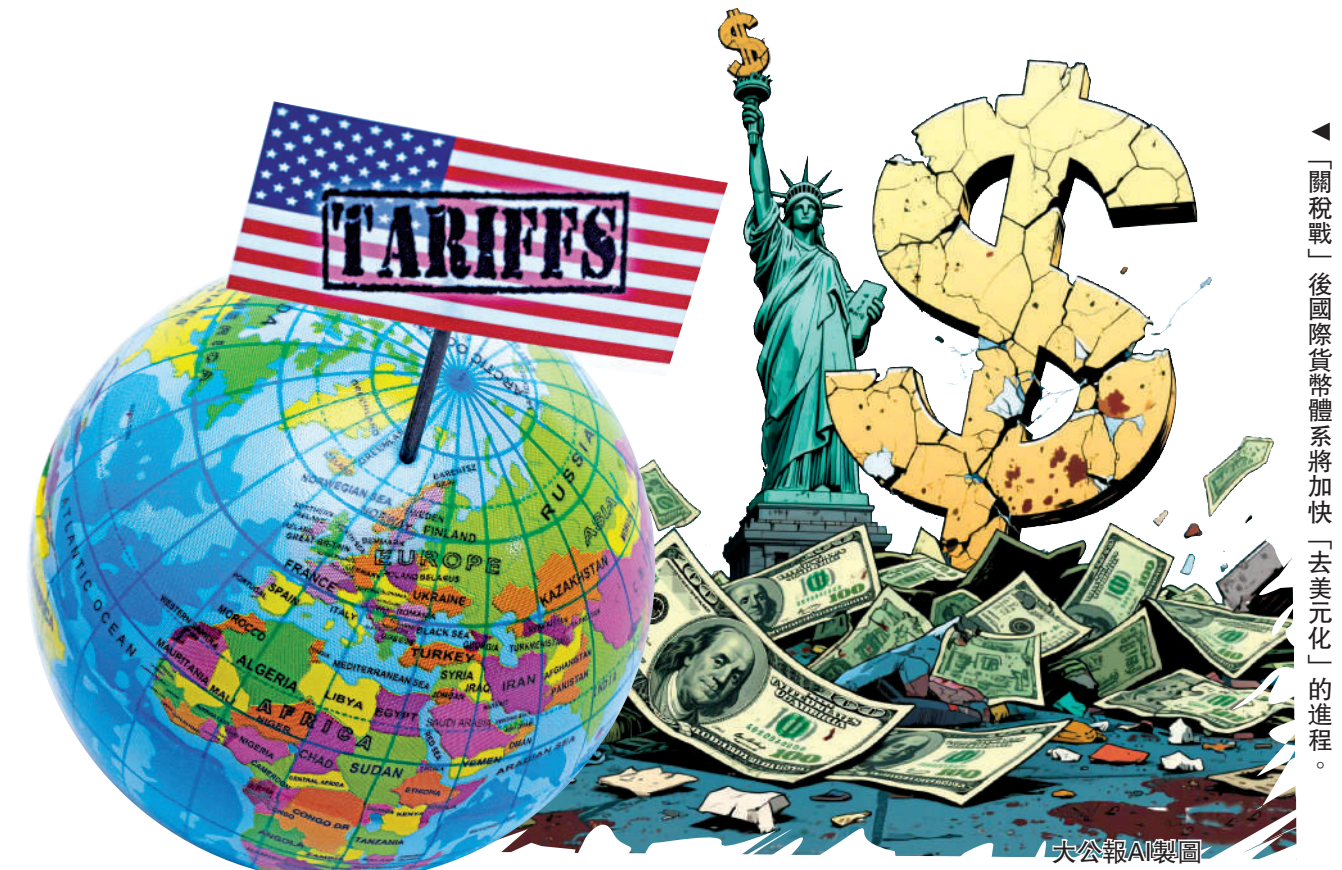




經濟觀察家

「關稅戰」陰霾下，美元的衰退不可避免，美元指數的快速下跌和美國中長期國債收益率的迅速飆升即是明證。隨着「去美元化」加速，更大規模的本幣結算、非美元強勢貨幣的逐漸崛起，以及中央銀行數字貨幣（CBDC）的研發測試提速，反映了國際貨幣體系的重構趨勢。

關稅戰重構國際貨幣體系

金融觀察
鄧宇

數據顯示，截至2024年末，美國政府債務佔國內生產總值（GDP）的比重上升至120%左右，美元在全球已分配外匯儲備份額的比重則下降至57%左右，2000年末美元的份額高達71%。與此同時，全球美元資產及其債務的貨幣結構也將發生深刻變化。

美元衰落兩大原因

以美元為主導的國際貨幣體系是「二戰」雅爾塔體系的歷史產物，在1970年代美元和黃金脫鉤所構築的「布雷頓森林體系2.0」為美元的衰落也埋下了伏筆。近年來，美元在持續走強的同時，地位卻呈相對衰退趨勢，主要有兩方面的原因：

一是兩次危機對美元產生了較大的負面影響。2008年金融危機和2020年新冠危機期間，諸多亂象凸顯了美國政治經濟脆弱性的一面，包括國內民主政治的衰敗、種族和利益階層的撕裂、金融與實體經濟的嚴重背離、貨幣政策政治化風險、財政赤字貨幣化風險等。國際貨幣基金組織（IMF）統計顯示，2008年國際金融危機後，美元在全球外匯儲備中的年均佔比從當年的63.37%，連續三年緩慢下降態勢，直到2012年才開始緩慢上升；新冠危機期間，美元在全球外匯儲備中的佔比從2020年一季度的61.79%降至四季度的59.02%。

兩次危機深刻反映出以美元主導國際貨幣體系所存在的不可調和的矛盾，長期依賴美元將付出更高的成本代價。如今美國以「對等關稅」威脅同世界「脫鉤」已經產生了持久的負面效應。美國的商品出口和進口在全球的比重也在下降，截至2023年二者的比重分別為8.5%和13.1%。相反，新興國家貿易規模和份額快速上升，非美元支付結算的份額也隨之提升。

二是世界其他主要貨幣的崛起。除了美元自身地位的相對衰退，世界其他主要貨幣的崛起勢頭正在加強。以歐元區和中國為代表的主要經濟體發展迅速，基於其龐大的經濟規模、支付結算份額以及貿易領域的重要影響力，歐元和人民幣對美元的替代性作用日益凸顯。根據環球銀行金融電信協會（SWIFT）最新數據，2025年3月，歐元佔比升至37.13%，人民幣佔比升至2.2%，分別為全球第二大和第五大國際支付貨幣。

由於美國關稅和貿易政策的不確定性上升，美元資產的風險敞口擴大，新興國家官方機構及企業轉向非美元貨幣結算的趨勢加快，外匯儲備資產日益多元化。不完全統計，俄羅斯央行儲備資產美元的佔比不足10%，歐元、黃金及人民幣的比重上升，印度央行外匯儲備美元資產的佔

比從2018年的65%下降至2024年的52%。

國際體系的三類變遷

其一，美國債務體系的「無解」加劇「特里芬難題」。美國財政部最新數據顯示，2025財年上半年（2024年10月至2025年3月）聯邦財政赤字達1.3萬億美元，為美國歷史上第二高的同期赤字紀錄，僅次於2021財年上半年的1.7萬億美元。美國聯邦政府債務規模不斷攀升的同時債務利息支出規模也在持續擴大，巨額財政赤字對美元的信用及未來價值構成巨大威脅。國際金融協會（IIF）發布報告指出，關稅及美國政府效率部（DOGE）削減開支的舉措無法為大規模減稅提供資金來源，預計美國國債的發行量將急劇增加。

2024年11月，美國白宮經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭撰寫的《重構全球貿易體系用戶指南》提出，美國面臨的核心問題之一源於美元作為全球主要儲備貨幣的特殊地位，這導致美元長期被高估，進而損害了美國製造業的競爭力並加劇了貿易逆差，即「特里芬難題」。但該問題至今並未有解決的出路，而訴諸「對等關稅」顯然產生適得其反的結果，加劇了「特里芬難題」，削弱美元的穩定性。世界銀行研究預測，2030年美元的國際儲備貨幣份額可能下降至50%左右。截至2024年末，外國投資者持有美國國債的比例從高峰時的55%下降至24%。

其二，「關稅戰」及美國「脫鉤」催生「去美元」浪潮。美國製造「脫鉤斷鏈」風險，同時推行「長臂管轄」威脅到全球金融安全，本輪史無前例的「關稅戰」更加快全球範圍內的「去美元化」浪潮。過往案例充分揭示了美元霸權的溢出風險，比如2012年美國聯合歐盟將伊朗從SWIFT系統中剔除，使得伊朗無法使用美元、歐元及其他國際貨幣進行跨境交易。由於新興國家普遍面臨金融制裁及次級制裁風險，「去美元化」的需求更大，表現在替代美元的本幣結算規模逐漸擴大，以及更高效率、安全性更強的中央銀行數字貨幣（CBDC）發展明顯加快，不少國家尋求搭建獨立於美元之外的國際支付結算體系，以規避美元結算系統的安全風險，以及可能遭遇的制裁風險。

2023年中俄雙邊貿易中本幣結算比例超過90%，中國與東盟、歐盟的本幣結算比例分別達到38%、34%。鑒於美元資產的風險增加，新興國家大幅增持黃金儲備，世界黃金協會的數據，近三年來，全球央行年購金量達1000噸，其中大部分是新興國家的央行。雖然「關稅戰」有所緩和，但「美國優先」戰略對全球經貿體系仍構成巨大威脅，美元的不穩定和美債的不可控風險仍存，「去美元化」將加快從區域延伸到全球範圍，而且

「關稅戰」削弱了美元的地位和信用，未來「去美元化」將可能加速從量變走向質變。

其三，全球經貿體系的變革將加速貨幣體系重構的進程。2008年美國爆發金融危機以來，全球各國開始重新審視以美元為中心的世界金融秩序穩定性的問題。數次經濟與金融危機的發生絕非偶然，突出地表現了國際金融體系脆弱性和複雜性，更加折射了以美元為主導的國際貨幣體系的內在矛盾。

全球化的發展將全球的金融市場融合連接，一方面帶來了金融的國際化合作，促進了經濟和貿易的快速興起，國際金融的互聯互通程度日益提升，帶動了整個國際金融秩序向開放便利、合作共贏的趨勢發展；但另一方面，發達國家與新興國家在國際金融體系建設、風險管理機制和技術層面嚴重不對稱，而且發達國家設立的舊國際金融制度和出台的貨幣政策，極易引發全球金融風險，導致新興國家金融市場的風險劇增。

因此，只有改革現有的國際金融秩序、提高新興國家在國際貨幣基金組織、世界銀行的話語權，加強全球貨幣政策的協調機制，才能有效維護金融市場的穩定、防範系統性金融風險，已成為越來越多國家的共識。從全球經貿的增長來看，新興國家逐漸在體量規模上佔據更大的國際份額，跨境支付結算的需求更大，嚴重依賴美元支付系統正面臨嚴峻的風險挑戰，未來迫切需要加快國際貨幣體系重構，非美元資產的佔比有望上升。

加快「去美元化」進程

「特里芬難題」至今仍未解決，表明美元在國際貨幣體系的內在矛盾不可調和，「米蘭報告」所指的解決方案可謂「病急亂投醫」，美國的商品貿易逆差不斷攀升，同時美國債務赤字持續擴張，而美元利率較長時間內仍維持在高點，意圖通過「對等關稅」來扭轉「雙赤字」問題製造了美元更嚴峻的困境。

歸納來看，「關稅戰」後國際貨幣體系將可能出現兩方面的變化：一方面，「去美元化」的進展將加快，更多創新的跨境支付結算系統和技術將催生更多元化的國際貨幣體系，包括全球儲備貨幣結構的調整（比如黃金儲備的大幅增加）、新興國家貨幣地位的上升，以及另類貨幣資產價格的上漲等；另一方面，美元資產的重構將引發新的不確定性風險，主要原因在於美元深嵌國際金融、大宗商品和銀行體系，「去美元化」的過程還需要完善非美元貨幣的信用體系，也將面臨現實的困境，比如黃金儲量的有限性、CBDC跨境應用的監管風險等。

（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）

美元權力意圖伸向鏈上

鏈能講堂
付饒

美國參議院上周通過了《2025年美國穩定幣創新指導與建立法案》（GENIUS Act）的程序性投票。這部法案的意義不僅在於確立了全球首個國家級穩定幣監管框架，更標誌着美國正在重構自身的貨幣霸權。

雖然加密行業技術創新層出不窮，但長期被籠罩在「合法性不清」、「監管灰色」的陰影中。特別是穩定幣這一資產類別，在跨境結算等多個場景中被廣泛使用，卻始終處於一種「使用廣泛而合規模糊」的弔詭狀態。市場對其的最大擔憂從來不是技術，而是信任。這些號稱1：1鑄定美元的代幣，真的有足夠多的美元儲備嗎？這些儲備資產真的安全嗎？穩定幣發行方會不會挪用用戶資產？

《GENIUS Act》法案的關鍵條款幾乎逐一解答了市場多年來的疑慮：強制1：1足額資產儲備；託管賬戶必須由受監管的金融機構管理；每月至少披露一次儲備信息；引入獨立第三方審計；對流通市值超過100億美元的穩定幣發行者強制納入聯邦監管體系。上述舉措一舉清除了穩定幣合法性長期懸而未決的障礙。

像USDT和USDC（都是一比一鑄定美元的穩定幣）這樣的穩定幣，以後不再單是「技術產品」，更被視為一種「合法支付媒介」。從深層角度來看，通過將穩定幣納入銀行監管體系，美國實際上將「數字美元」的主導權牢牢握在手中。這不僅是對現有加密市場的規則重寫，更是對未來國際貨幣競爭權的一次前瞻性部署。

穩定幣本質上是一種「美元衍生品」，在全球美元流動性分布失衡、大量國家面臨美元融資難的背景下，穩定幣無疑成為美元「柔性輸出」的理想通道。相比傳統的環球銀行金融電信協會（SWIFT）系統，穩定幣結算更快、成本更平、對接門檻更低，一旦獲得合規身份，其接受度將迅速擴展至傳統金融市場。而對於美債市場而言，穩定幣更是成為二級市場重要的資金蓄水池，通過穩定幣持有和再投資機制，美國可以將美債以數字形式面向全球市場發行，從而緩解自身財政緊張壓力。

因此可以說，《GENIUS Act》不僅是金融科技層面的制度創新，更是美國國家金融戰略的一部分。其所引導的不僅是產業生態的合法化，更是一次貨幣體系的重塑。這種貨幣體系重塑的核心不在於「美元是否上鏈」，而在於「美元的權力是否能延伸到鏈上」。而穩定幣，恰恰是這種權力延伸最有效的

機制。

當然，對於加密貨幣而言，這場「制度化轉型」也帶來了新的挑戰。過去加密世界，某種程度上是建立在匿名性、無監管、去中心化的理想主義基礎上，而穩定幣的合規化勢必要求更高水平的信息披露、身份認證和交易監管。這是否會損害行業的「原教旨主義」？是否會加劇行業集中度，排擠掉小型創新者？這些都是必須正視的問題。

但我們必須接受一個現實：任何一個技術革新最終要實現規模化落地，都無法迴避制度化路徑。穩定幣若想真正成為全球支付工具，必須接受來自傳統金融體系的規則與審查，而這恰恰是加密技術邁向「公共金融基礎設施」地位的必要之路。

衝擊傳統銀行體系

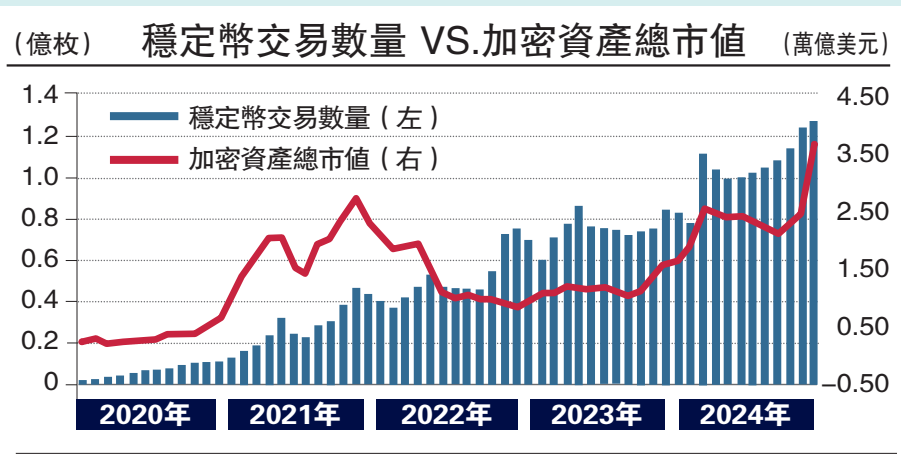
展望未來，穩定幣將成為數字經濟中最基礎的「流動性組件」，而加密錢包將成為用戶在Web3世界的「新型銀行賬戶」。一旦合規體系成熟，傳統券商、銀行、支付機構將競相入局，穩定幣的用戶基礎將大幅擴展，從加密原生用戶走向主流用戶，從投資工具進化為日常支付媒介。而一旦用戶使用習慣養成，傳統銀行體系所依賴的「賬戶—清算」架構也將迎來革命性衝擊。

更重要的是，用戶一旦開始使用穩定幣，就難以回頭。無論是跨境轉賬的便捷性、資產交易的透明性，還是錢包管理的自主性，穩定幣都提供了一種全新的貨幣使用體驗。這種體驗的替代性一旦普及，用戶對於傳統金融機構的依賴將被大幅削弱。而這正是美國在推出《GENIUS Act》時最為深遠的考量——以制度化推動用戶行為轉變，從而實現從「美元紙幣霸權」向「數字美元霸權」的過渡。

《GENIUS Act》或成為穩定幣合法化的奠基石，也將開啟一場全球範圍內金融基礎設施的再造浪潮。正如筆者始終強調的那樣，真正有生命力的技術，一定能夠穿越監管的洪流，最終在制度之中找到歸宿。而穩定幣，正走在這條道路的前端。

筆者願引用一段對比作為文章收尾：比特幣是加密世界的精神象徵，以太坊是智能合約的操作系統，而穩定幣則是鏈接加密世界與現實經濟的橋樑。而如今，隨着《GENIUS Act》的到來，這座橋樑正從私人搭建的小徑，轉變為政府主導的高速公路。這條高速公路通向何方？或許正是加密世界真正走向主流、重塑全球金融秩序的起點。

（作者為香港國際新經濟研究院執行董事）



供樓業主扣稅攻略(下)

樓按明識
張穎曦

上回筆者為大家介紹了如何透過「居所貸款利息」扣稅慳錢，今回將繼續講解其他注意事項。

【承接5月12月A13】

（1）供樓或未能用盡扣稅額。居所貸款利息的扣稅額是根據供樓人士在課稅年度內的總供樓利息開支計算的，假設業主於去年11月開始入住新屋，每月的供樓利息約為1.45萬元，而利息扣減的月份僅有五個月（即2024年11月至2025年3月），則可申請的扣稅額為1.45萬元×5個月=7.25萬元，這樣便未能用盡10萬元扣稅額。

（2）如其他扣除項目足夠，居所貸款利息可保留至下次使用。居所貸款利息僅可在二十個課稅年度可使用，但不必連續使用。除了居所貸款利息外，納稅人還可以透過其他扣稅項目來減輕稅務負擔，包括強積金供款、長者住宿照顧開支、個人進修開支、自願醫保計劃、合資格年金保費以及慈善捐款等。如果供樓人士在計算基本免稅額及其他稅款寬免後已無需繳稅，那麼居所貸款利息的配額便可留待日後使用。

（3）樓花期間的利息支出不可用作扣稅額。近年一手主導市場，由於特區政府放寬樓花按揭的成數上限，現時樓花按揭與現樓按揭的條款已經睇齊，因此更多一手買家傾向選擇「即供」付款方法，即在物業尚未落成時便開始供款。然而需要注意的是，居所貸款利息的扣稅指引指出，物業必須已經用作居住，而樓花仍在興建中，這意味着業主在入住前所支付的按揭貸款利息將無法用作扣稅。

加按套現利息不可扣稅

（4）加按套現的利息支出不可用作扣稅額。有些業主可能會將已供斷的物業加按，即重新向銀行申請按揭，以套現出另一筆資金，並用於資金周轉或其他投資用途。不過，這筆新貸款並非用於購買住宅，因此這筆加按貸款的利息支出將無法當作居所貸款利息的扣稅。

每位業主的處境各有不同，計算稅項的方式也會有所差異。如果對報稅有任何疑問，建議向稅務局進行詳細查詢。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）