



▲美國眾議院於上周四（22日）以微弱的優勢，通過稱之為《美麗大法案》的減稅法案。

經濟觀察家

日前美國眾議院通過《美麗大法案》，加劇了美國財政可持續性的擔憂，10年期美債利率升破4.5厘，風險資產再度承壓。如何看待美債的異常波動，減稅法案或將如何影響赤字與利率？

減稅法案勢引發美債風暴

美債市場為何再次異動？內因是通脹和財政赤字問題，疊加了日債的「外溢效應」。5月份以來，美債利率異常波動的核心驅動因素是財政層面的美國減稅法案及交易層面的日債拍賣不及預期，在二者的影響下，美債利率出現三次大幅異常上升。

5月13日，美國眾議院籌款委員會公布減稅法案文本後，美債利率上升、美元下跌，市場開始擔憂美國赤字擴張問題；5月17日，穆迪下調美國主權信用評級；5月18日共和黨在SALT（州與地方政府稅收抵扣上限）問題上做出讓步後，眾議院預算委員會投票通過減稅法案，美債利率再度上漲，美元下跌，市場二次交易美國財政問題；5月20日，20年期日債拍賣遇冷，美債處於夜盤交易期間，即時反應程度不大，但進入美東時間日間交易流動性高峰時段後，美債利率開始第三輪上漲，與美元的分化也大幅擴大。

由此可見，今次美債下跌源自債務問題，而日債問題大幅加速了美債惡化。美債期限溢價升至新高，反應了財政、通脹、貨幣和交易的擾動。參考美債利率的因子拆解模型，4月30日以來，10年期美債利率上升37個基點。其中期限溢價上升28個基點，短期實際利率預期上漲11個基點，期限溢價貢獻達七成。年初以來，短期實際利率預期仍下降0.4厘，期限溢價已從去年10月的0厘上升至5月22日的0.9厘，達到近10年來新高，成為影響美債利率走勢的主因。

美國通脹預期上升，美聯儲降息預期收縮，美債利率同時面臨着財政、通脹、貨幣、交易層面的共振壓力。赤字擴張及特朗普政策不確定性共同導致美國信用風險的溢價上升。對等關稅落地後，美元與美債利率的背離開始擴大，表明市場對美國政策的信心大幅受損，投資者要求更高的收益率來補償持有美國債務的風險。

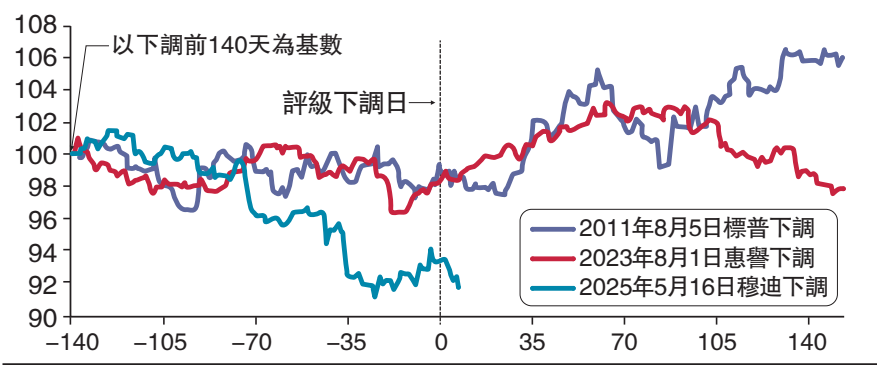
此次市場對評級下調的反應模式也與以往不盡相同，前兩次評級下調均未對美國主權信用造成衝擊，2011年和2023年評級下調前後，美元仍上漲。美國歷史上雖不乏股債匯三殺，但因債務問題導致的股債匯三殺較為罕見。**減稅法案或成為美債後續走向的關鍵因素之一。**

接下來，減稅法案能否按期通過存在不確定性，共和黨僅有三個席位優勢。5月22日，減稅法案在眾議院以215對214的微弱優勢通過，下一步將移交參議院。參議院各個委員會或在6月上旬進行審議，6月中旬前後參議院全體投票。共和黨計劃7月4日前通過法案，以避免觸及債務上限「X-Date」。

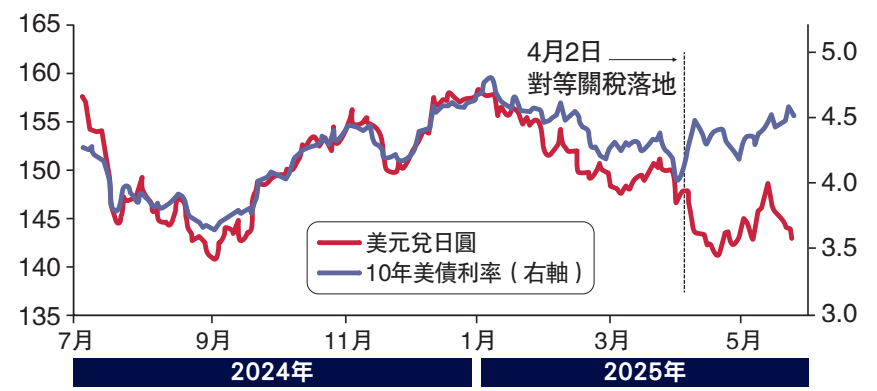
增量提振經濟有限

參議院或對法案進行較大修改，若參議院對眾議院版本做出修改，需將修改後的文本返回眾議院，由眾議院再次投票通過或與參院進行「調節」消除分歧，能否按期推進仍存在不確定性。後續阻力集中在參議院部分共和黨黨派成員當中，共和黨在參議院僅有3個席位優勢，至多允許3名

（美匯指數表現） 穆迪削美評級影響大於上兩次



（日圓） 對美國信用的質疑在對等關稅後加重



資料來源：Wind、申萬宏源研究

共和黨議員投反對票，但在Medicaid（聯邦醫療補助）、SNAP（食品券）、SALT問題上，財政鷹派與共和黨領導人仍然存在爭議。

《美麗大法案》包括11個大板塊，涵蓋減稅、擴大國防支出、國土安全支出、移民執法支出，削減醫療補助，食品券、新能源等領域支出。減稅是法案主體內容，主要包括三部分：一是延長TCJA（《減稅與就業法案》）原有的減稅措施；二是新增減稅；三是廢除拜登原有的稅收抵免措施。支出方面，主要包括三大領域：一是擴大國防支出，包括造船、導彈防禦計劃等；二是擴大國土安全支出，主要為修建邊境牆，加強本土安全；三是移民領域支出，包括海外執法支出、邊境執法人員配置支出等。

今次減稅以延續現有減稅條款為主，效果可類比2010年奧巴馬延長減稅政策，增量經濟提振或較為有限。法案中，延長現有的TCJA個人和企業減稅措施佔比約80%，2026年1月1日生效；新增減稅措施佔比約20%，可在法案頒布後立即生效，主要包括：加班工資免稅，小費收入免稅，汽車貸款利息免稅，MAGA（成長與進步貨幣）賬戶試點等。特朗普放棄了企業所得稅從21%下降至15%（或20%）的承諾，企業端的新增減稅主要體現為設備投資與研發投資的全額扣除，量級被壓縮。

聯邦赤字逐步失控

《美麗大法案》的減稅效果可類比2010年12月及2012年12月奧巴馬的延長小布什減稅措施，未明顯改變原有經濟和市場趨勢，短期內僅市場情緒有所改善。但**減稅法案或將使美國赤字明顯擴大，即使加徵全球關稅也難以對沖，明年的赤字壓力最為集中**。參考特朗普宣布的10%普遍基準關稅措施，10年內新關稅可帶來約2.5萬億美元的收入，仍不足以彌補法案帶來的3.3萬億左右的赤字增加。減稅帶來的赤字增加量主要集中在2026和2027年，分別有6140億美元和

5610億美元。2026年的赤字率增加量約為1.8個百分點，截至今年4月，美國赤字率已達6.8%，意味着明年美國赤字率或將挑戰8%壓力線。

美國赤字率與美債利率存在較為穩定的聯繫，赤字率每上漲1個百分點，10年期美債利率抬升約0.78厘。美國財政赤字率與美債利率（期限溢價）存在較為穩定的相關性，利率對赤字率的反應系數均為0.78左右。但在不同時期，由於利率中樞不同，二者相關性可能被掩蓋。而在2020年後的美聯儲擴表期間，打破了美債市場的一般需求規律。但目前來看，二者之間的關聯性正在向過往的常態規律回歸。

從資金行為及流動性狀況看，美債系統性壓力有所緩和。根據全球資金流向監測機構EPFR數據，5月以來美國債券市場的基金淨流入規模已轉為正，流出壓力好於4月對等關稅時期。參考美聯儲數據，4月16日至5月21日，由美聯儲託管的海外當局美債規模僅小幅回落，由2.94萬億美元降至2.91萬億美元。參考美國商品期貨交易委員會（CFTC）數據，4月4日至5月20日，對沖基金美債空頭頭寸規模由8346億美元擴大至9264億美元，基差交易也暫未出現大規模逆轉。日本投資者5月淨買入海外債券，賣出壓力暫未擴大。美國回購市場利差也未擴大，顯示美債系統性壓力暫時不大。

展望未來，美債利率或延續高位震盪，仍存在抬升壓力，需密切關注進一步上行的「尾部風險」，包括：一是減稅法案落地前，仍可能存在尚未預期到的赤字擴張信息，這是因為部分參議院議員支持擴大減稅規模，擴大兒童稅收抵免等，反對大幅削減醫療補助，可能導致赤字進一步提升；二是弱美元周期下，非美機構平倉外匯風險敞口容易形成債匯雙殺；三是關稅的短期內或導致通脹上行風險大於經濟下行風險；四是特朗普政府貿易政策仍存升級可能。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

把握關稅暫緩期 開拓新市場



徐洪才

日前瓦中經貿會談結果出乎意料。會談後外貿爆倉成為焦點，美國客戶焦急，外貿商訂單不斷。

此次中美達成暫時協定，貿易戰按下暫停鍵，但未來充滿不確定性。美國一開始漫天要價，導致貿易禁運脫鉤。現在雖關稅降低，但中美貿易非對稱，中國出口多順差大，美國出口少。實際美國對中國產品仍加徵超50%關稅，中國對美僅30%多，相差20個百分點。生意雖能做，但影響非對稱。美國貨架空蕩，面臨通脹壓力；中國沿海城市出口訂單受影響。雙方都有現實需求緩和關係，貿易戰無贏家。短期搶訂單火爆，但未來不確定，需走一步看一步。

目前保留的50%多關稅，加徵關稅成本不可能全由出口廠商承擔，進口商、美國買家、消費者都要分擔，但具體分擔比例需博弈。若出口廠商生存困難，生意就難以為繼。特朗普期望通過關稅增加稅收，但實際能否收到、進口商能否消化、消費者能否承擔都是問題。對中國出口廠商而言，當前是視窗期，要麼轉型，要麼找新市場，如出口轉內銷或通過協力廠商轉口，但原產地規則嚴格，調整很難。未來需通過談判進一步降低關稅，如美國能降低20個百分點，各方或許都能活下去。美國期望中國多買其商品，但前期中國已在別處下單，例如大豆、牛羊肉，後續大幅增加進口美國商品有難度。美國可賣的商品有限，如石油天然氣、波音飛機，且對中國想買的高科技產品設置人為障礙。貿易不平衡是雙方問題，僅靠加徵關稅可能中斷正常貿易。美國還期望中國擴大服務業開放，放鬆稀土等出口管制。可通過談判在非敏感領域投資建廠，如美國減企業所得稅吸引全球資本，中國也可考慮在美國投資。**投資再平衡可輔助糾正貿易不平衡，但一切還在談，未來不確定。目前企業應抓住視窗期調整結構、轉產。**

特朗普曾希望製造業回流，以帶動就業。中國賣給美國的多是附加值高的電子產品、智慧化產品等，美國進口的是中國組裝的零部件，核心晶片等技術仍依賴美國。中國從美國進口的是農副產品等低端產品，進口結構扭曲不平衡。美國日常傳統家用消費品依賴中國，若從中國買不到，需找替代商家，如越南、馬來西亞、印尼、印度等，但存在用戶成本和產業鏈配套服務問題，中國有優勢。短期內調整衝擊雙方都較大，需時間適應。

擴大內需 減少對美依賴

今年1至4月機電產品出口增長9.5%，佔出口總額60%，資料亮眼。機電產品佔出口比重60%是歷史形成的供應鏈分工體系。前4個月增長有搶訂單因素，4月後增長可能下降，休戰後可能有波動，企業仍在調整。未來企業需尋找生存之道，承受關稅成本，與各方合理博弈。若此路不通，需另謀出路。談判工作組已開始，雙方還在出牌，需讓一步開放一點，把合作蛋糕做

大，降低貿易不平衡。2024年中國向美國出口貨值5200億美元，順差3600億美元，特朗普認為吃虧，但這是中國優勢。需用別的方式降低數位，如多進口美國石油天然氣等，對沖部分通脹壓力。對於中國而言，作為工業和製造業大國，石油價格下降有助於降低生產成本，從而帶來一定益處。然而，中國外貿依存度較高，短期內難以降低，外部需求訂單的不確定性仍對經濟產生較大影響。從中期來看，未來三五年是「十五五」規劃的開局之年，中國需要逐步降低目前30%以上的外貿依存度。為此，應採取擴大內需和降低對外依存度的雙管齊下策略，這是中長期的戰略考量和國家發展的必然選擇。

無論是4月份，還是整個1至4月的出口資料都超預期，但未來外貿形勢並不樂觀。前4個月出口增長主要是因為企業搶訂單，但進口疲弱反映出內地需求不足。未來能否保持強勁出口值得懷疑，尤其是9月緩衝期後，關稅水準變化巨大，企業利潤空間被壓縮，這種模式不可持續。4月份對美出口已出現斷崖式下降，日內瓦談判雖有成果，但只是短期現象。未來要利用時間視窗做幾件事：一是爭取降低美國加徵關稅，哪怕再降20個百分點，企業生存壓力也會減輕；二是企業自身要調整結構，出口轉內銷、開拓新市場、優化生產，這些都需要時間和投入。應高度關注短期衝擊，幫扶重點企業，甚至可以考慮將部分關稅收入返還企業，緩解困境。

現在正值就業季，新增就業和崗位穩定至關重要。企業困境可能影響家庭生計和行業發展。廣東、浙江、長三角、珠三角等對美出口依賴度高的地區，要提前做好準備，降低負面衝擊。談判中也要靈活務實，把損失降到最低。形勢依然嚴峻。在談判中，我們也要講究策略，靈活機動，務實應對。我們的產業鏈和供應鏈韌性較強，但在短期政策衝擊下，如何把損失降到最低，是目前需要考慮的問題。

除美線外，外貿景氣度提升是否會提高「一帶一路」沿線活力，尤其是與東盟關係。

中國與東盟分工有垂直和水平兩種。垂直分工是中國在上游高端，東盟在中低端，產品出口發達國家；水平分工則存在競爭和同質化問題。內地部分民營企業已轉移到東南亞，當地用工成本低、優惠政策多，且文化相近。但受美國原產地追溯影響，分工受挑戰。中國和東盟兩大經濟體市場需求大，可拓展新需求，如綠色化、數位化轉型和基建領域合作。中國產能大，國家政策拓展內需市場，平台公司幫助外貿企業出口轉內銷，但內捲惡性競爭嚴重。未來中國外貿可能下降，影響內需市場，產業空心化風險需關注。中國融入全球經濟需新方式，過去簡單賣產品不行，需深度調整。企業出海類型多樣，有成本上升型、產業鏈配套型、成功經驗複製型、技術換市場型等，這是未來現實的挑戰。

（作者為IFF研究院特約研究員、中國政策科學研究會經濟政策委員會副主任）（www.iff.org.cn）

適時出手穩經濟 阻負資產狂潮



樓市智庫 陳永傑

近日老牌銀行傳出裁員消息，在社會引起巨大回響。涉事銀行成立近百年，歷史悠久，向來以「人情味」見稱，今次裁員不禁令人擔心憂慮銀行業若出現裁員潮，負資產狂潮或再次殺到。

香港樓價持續下滑，令不少業主陷入負資產的困局。根據金管局最新數據顯示，2025年第一季本港住宅按揭貸款的負資產宗數達40741宗，較去年四季度的38389宗上升6.12%，創下自2003年底沙士以來的新高。樓市疲弱跡象明顯，若經濟未能回穩，或有更多市民難以應付按揭壓力，導致拋售潮，進一步拖低樓市，形成骨牌效應。

本港樓價已暴跌近三成，銀主盤數量迅速攀升。截至4月底，中原地產獲銀主委託出售單位已突破400個，增至407個，創下自2007年有紀錄以來的新高。雖然目前銀主盤只佔整體約3.5萬個二手放盤單位中的1.2%，但其突然激增的趨勢卻不可忽視。

除此之外，勞工市場壓力亦浮現。積金局統計顯示，2024年發出多達40萬張積金欠款附加費通知書，主要涉及飲食、建造及零售行業。僱主欠供強積金，往往被視為企業財政狀況

惡化的徵兆。當愈來愈多企業未能負擔最基本的僱員保障，代表經濟基層已感受到壓力，失業問題亦可能進一步惡化。

樓價料快找到支持位

整體而言，香港經濟如骨牌般，一環扣一環地受壓，從樓市、就業到金融業，種種跡象皆顯示經濟復甦乏力，且一向穩如泰山的銀行界亦要瘦身，顯示問題不再局限於個別行業。金融業是香港經濟的命脈，其動盪對整體經濟的連鎖反應不容忽視。

面對當前形勢，特區政府宜審時度勢，在關鍵時刻推出具針對性的經濟措施，以減緩骨牌效應。否則，若金融支柱搖搖，香港經濟將面臨挑戰，樓市波動也會進一步影響金融業的穩定。

雖然樓市存在風險，仍不乏轉機。所謂「五窮六絕七翻身」，於今年樓市並未應驗。5月份樓市氣氛並不差，一、二手買賣比4月更為活躍，主要是受惠拆息顯著回落，供樓壓力進一步減輕，對樓市帶來正面影響，市場購買力有望進一步釋放，樓價亦有機會盡快找到支持位。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）