

中美從關稅休戰走向新經濟競爭

銘察秋 毫

這個星期，中美關係迎來一個相當重要的時間節點。中國國家主席習近平應美國總統特朗普邀請，於9月23日至25日對美國進行國事訪問，並在華府與特朗普再次會面。這是兩國元首今年第二次面對面會晤，亦反映經歷關稅戰、科技戰及地緣政治角力之後，中美雙方都認識到，兩國關係即使難以回到過去的全面合作模式，仍需要建立一套行之有效的經貿管理機制。



陳淦銘
特許公司秘書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員人員牌照

貿易摩擦料轉「可控」

這個安排本身已經釋放一個相當清晰的經濟信號：中美貿易戰由「全面對抗」逐步轉向「可控競爭」。當然，這並不代表中美戰略競爭已經結束。美國對中國的科技限制、供應鏈安全、人工智能、投資審查，以及中國對美國農產品、能源、飛機等商品的採購，都仍然存在不少分歧。事實上，今年5月兩國元首會面後所達成的部分經貿承諾，執行

更值得注意的是，中美元首會面之前，兩國經貿高層已經先行鋪路。美國財政部長貝森特與中國國務院副總理何立峰在紐約密集磋商，最終同意將原定11月10日到期的貿易休戰安排延長至2027年1月10日，並為進一步商討更豐富的經貿協議留下空間。換句話說，今次

進度並不完全一致。因此，今次延長休戰最重要的意義是雙方都在為經濟關係建立一個更長的緩衝期。對全球經濟而言，這一點尤其重要。過去幾年，中美關稅措施最大的不確定性，不只是關稅本身有多高，而是企業不知道下一輪政策何時出現、涉及什麼產品，以及供應鏈會否再次受到衝擊。對跨國企業而言，最昂貴的成本往往不是關稅，而是「不確定性」。今次休戰延長至明年1月，意味企業至少在未來數月可以得到較清晰的政策窗口，全球企業可以繼續評估採購、生產、庫存及投資安排。這有助降低全球供應鏈突然受到政策衝擊的風險，亦有利金融市場穩定。

探索戰略領域合作

另一個重要信號，是中美經貿關係正在由單純的商品貿易，進一步延伸至金融、科技及人工智能等戰略領域。值得注意的是，貝森特與何立峰近期的磋商並不只是談關稅，人工智能安全、投資及經濟合作同樣成為議題。雙方甚至討論建立人工智能對話及事故通報機制。這說明未來中美經濟競爭的核

心，已經從關稅戰走向半導體、AI、數據、資本、能源及關鍵礦產等更深層次的產業競爭。對中國而言，這亦意味着外部經濟環境雖然得到階段性緩和，但絕不能再將經濟增長建立在美國市場單一需求之上。未來中國需要繼續擴大內需、推動科技自主、提升製造業附加值，同時深化與東盟、中東、歐洲及「一帶一路」市場的經貿聯繫。而對美國而言，中國是全球重要的製造業基地，也是美國企業供應鏈及消費市場的重要組成部分。過度迅速、全面的經濟脫鉤，不但會增加美國企業成本，亦可能推高通脹。這亦是今次中美元首會面對全球經濟最值得留意的地方：未來中美關係可能不是重新走向全面融合，而是在競爭之中維持一定程度的合作，在合作之中控制競爭風險。對中國經濟來說，這段窗口期尤其重要。外部關稅壓力暫時降低，有助中國企業穩定出口預期，而政策環境相對穩定亦有利企業進行投資及產業升級。而中國經濟真正需要解決的問題仍然包括內需、房地產、地方財政及企業信心等，不能把經貿休戰視為經濟復甦的全部答案。

香港宜順勢擴優勢

對香港而言，今次中美元首再次直接接觸，同樣具有特殊意義。香港作為國際金融中心，最大價值之一，就是可以在中國與全球市場之間發揮橋樑作用。中美關係由急劇對抗轉向有序競爭，對香港金融市場整體而言有助降低地緣政治風險溢價，亦有利於國際資金重新評估中國資產及香港市場。尤其是在人民幣國際化、離岸人民幣業務、跨境資產管

理、股票及債券市場，以及新質生產力和數字資產等領域，香港仍然具有獨特的制度及市場優勢。當然，中美競爭長期化，意味着香港更加需要清楚自己的定位：一方面繼續發揮國際金融中心作用，另一方面亦要配合國家科技、人民幣國際化及「一帶一路」等發展方向。今次中美元首會面真正值得關注的，不是中美能否一次過解決所有分歧，而是能否把目前的「休戰」進一步制度化，將關稅、科技、投資及供應鏈問題逐步納入可談判、可管理的框架。從全球經濟角度看，2026年中美元首會面的真正意義，不是宣告中美競爭結束，而是標誌着世界兩大經濟體開始摸索一種新的相處模式——由關稅戰轉向管控競爭，由全面脫鉤轉向有選擇性的去風險，由單純對抗轉向競爭與合作並存。對中國內地與香港，以至全球市場而言，這種「有限穩定」本身，就是非常重要的經濟資產。



●對於貿易休戰安排延長，有分析指出，有利降低香港市場地緣政治風險溢價。圖為維港。 資料圖片

全球利率趨升 風險胃納收窄

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

讀者若把中東戰事膠着狀態，跟美國中期選舉共和黨選情告急，兩者放在一起檢視，不難發現，無論時間表，抑或事件觸發的前因後果，都可對號入座。一言以蔽之，若非特朗普班子為中期選舉兵行險着，則根本不需打這一場硬仗。

若無中期選舉 攻伊實不必

反過來說，如今已是9月下旬，距離中期選舉愈來愈近，無論最終結果為何，即民主共和兩黨究竟鹿死誰手，若上述說法屬實，或至少相當部分屬實，則美以伊戰事有望很快結束。果如是，收兵是真的，至於是鳴金，甚至大鑼大鼓，特朗普可以真的洋洋得意地聲稱勝利，則大家可以預計了。之前純粹由於戰事因素，霍爾木茲海峽被封鎖，各方各不相讓，令油價急升並高企，讓物價指數持續走高，通脹預期出現，最終導致美國本身不但不能如特朗普意願減息，反而要加息，這些因素在相當程度上反映，但亦可以因此緩和。只要大家留意，聽出特朗普顧問的弦外之音，不難明白，根本特朗普為美國中期選舉，才有年初的連番實體戰，特別是美以伊之戰，此之所以，一旦中期選舉完成，不論共和民主兩黨誰勝誰負，這場戰爭便不再必要。

從另一角度看，究竟共和黨是否失利，未必對特朗普本身商業利益甚至個人持倉構成重大影響，他在位仍可繼續出口術，以至影響政策。

顧問口術抑油價 圖為選情降通脹

另一重較深層次的猜想，便是此時此刻特朗普顧問的公開表述，根本不會是隨興之所至，不是無緣無故的，相反，一切都是按特朗普所需，臨近美國中期選舉，明知中東戰事膠着狀態，油價高企，通脹預期高企，加息預期高企，以至整體債息高企，都不利選情，才會有此一着，顧問出口術，油價跌則其他事好辦。说到底，全球注視利率趨升大勢。事實上，目前已不只是單純戰事推升通脹，以至央行被迫加息，說起來，這只是短息層面而已。更重要的是，各國債台高築，過去十多年，金融海嘯後量寬超低息年代，令大家不知不覺中，漸習慣這種非常時期非常手段。

通脹利率復常 惟從奢入儉難

但從儉入奢易，從奢入儉難。當一切開始復常，通脹重回正數水平，以至實質和名義利率亦重回正數水平，則各地投資者面對的挑戰，便是如何應付

遠超正常負擔水平的債務壓力。在經濟增長相對高速之時，創造財富的能力較高，相對較易應付，相反，當經濟低迷之時，一切逆轉，所有麻煩事接踵而來。這十多年來，科技創新以至近年人工智能（AI）帶領，但一來估值從不便宜，本身時刻有突然急跌的危機，二來最終上述宏觀大勢，亦主導股價領域的融資成本，短期而言，風險胃納收窄中。（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）



●環球利率趨升，市場風險胃納料將持續收窄。圖為紐約證券交易所。 資料圖片

中國汽車產業駛入智能化下半場（二之一）

樓佳/牛卓琳 中銀國際控股有限公司

全球觀察

9月10日，九部委聯合發布《智能網聯新能源汽車產業發展「十五五」規劃》，這是國家繼2020年首版「新能源汽車」產業發展規劃落地之後，再度為這一戰略性支柱產業擘畫的中長期路線圖。兩份規劃間隔整整一個五年周期，卻鮮明地呈現了產業核心命題的代際躍遷：上一輪規劃以「新能源汽車」為題，核心任務是推進電動化對燃油車的替代進程；本輪規劃則將「智能網聯」前置於「新能源汽車」之前，從技術框架、目標設定到治理邏輯均作出系統性重塑。從命名變化到內容部署，這份規劃釋放出明確信號：中國汽車工業的電動化上半場漸近收官，智能化下半場由此正式開啟。

智能網聯躍升為核心主線

筆者認為最具象徵意義的變化，首先體現在規劃名稱本身。2020年發布的上一輪規劃以「新能源汽車」為題，核心使命是推進電動化對燃油車的替代進程，智能網聯更多扮演輔助性技術路線的角色。本輪規劃則將「智能網聯」前置於「新能源汽車」之前，明確宣告產業競爭的角逐重心已由動力系統變革轉向整車智能化躍升。與此同時，規劃進一步

強調鞏固汽車作為國民經濟支柱產業的戰略地位，意味着智能網聯新能源汽車在「十五五」宏觀格局中的戰略權重得到進一步強化。

五大領域取代「三縱三橫」

上一輪規劃以「三縱三橫」搭建研發布局，以電動化核心部件的技術追趕為重心。本輪規劃則將技術體系重構為五大領域——能源與動力、智能底盤、智能網聯、整車集成、基礎材料及軟件與汽車晶片，其中三項重點變化尤其值得關注。智能底盤首次升格為獨立技術領域，地位顯著提升。線控轉向、主動懸架、輪轂電機、一體化驅動單元等技術從此前「三縱三橫」框架中的附屬位置獨立成篇。智能底盤是高階自動駕駛的硬件基礎，線控轉向與線控制動的冗餘設計，是L3及以上自動駕駛認證的前置條件；主動懸架與一體化驅動單元，則直接決定智能駕駛執行層的能力上限。因此，這一地位升格預示着，底盤領域的電動化、智能化升級將成為「十五五」期間整車技術角逐的核心賽道。汽車晶片與基礎軟件同樣上升至頂層技術框架。

隨着整車智能化程度持續提升，單車算力需求、傳感器數量與軟件代碼量呈指數級攀升，晶片與操作系統已上升為產業安全層面的「卡脖子」議題。將其納入頂層框架，意味着國產車規級晶片、軟件及操作系統在「十五五」期間將獲得確定性的投入傾斜與市場份額擴張。能源與動力技術路線出現微妙調整。規劃提出「掌握下一代低碳零碳燃料內燃機關鍵技術」，表明頂層設計並未完全放棄傳統內燃機的技術演進與產業化應用。混合動力在「十五五」期間仍將是重要的過渡性技術路線，甲醇等低碳、零碳替代燃料亦將獲得更為明確的政策空間。

錨定汽車強國 追求有序增長

規劃明確提出，到2030年中國要邁入世界汽車強國行列，培育若干進入全球銷量前十的整車企業，以及一批躋身全球百強的零部件企業。在新能源汽车市場滲透率方面，規劃將2030年目標設定為乘用車國內銷量佔比70%、商用車40%。考慮到2025年至今乘用車滲透率已達58.6%、商用車33.9%，這一目標設定相對審慎，體現出決策層對產業發展節奏的理性把握。（待續）

與通風的法定指標，在工程設計上將面臨考驗。此外，大量加裝獨立衛浴意味着建築物原有的污水與排水管道、電網負荷、乃至消防花灑與走火通道系統必須進行大手術級別的擴容改裝。如果前期盡職調查不夠，盲目購入結構存在缺陷或機電改造空間極度受限的「硬傷寫字樓」，超支的資本開支將吞噬預期收益率。其二是市場集中度與區域性供給局部飽和風險。由於香港的主要高校多數集中在九龍以及新界東，目前資本在物色改建項目時，高度扎堆於紅磡、旺角、太子、深水埗以及大圍等特定地鐵沿線區域。如果有數個由大型寫字樓或酒店改裝而成、擁有500至800個床位的超級項目集中落成並投放市場，可能會引發局部的價格戰或延長項目的滿租周期。

「多巴胺經濟」（Dopamine Economy）的要點，是企業及平台透過設計產品、內容與獎勵機制，刻意激發大腦的多巴胺分泌，讓消費者產生想要更多的動機與即時滿足感，進而驅動重複點擊、持續使用，提升用戶黏性。本人乃淺析多巴胺經濟如何成為刺激經濟的潤滑液。

本年7月底的一個下午，筆者路過太古廣場中庭，看到一條數十米人龍排隊購買JuJu盲盒——九款香港限定公仔，其中更有機會抽中額外五個隱藏版。此現象令筆者聯想起香港大學市場學范亨亭博士的見解：消費者如今的需求本身就不再局限物件的功能，更多的時候是為了取悅自己而消費的那一刻。這就是多巴胺經濟的表現，即消費者找一些開心出口，提升情緒價值。

產品多利用四大機制

多巴胺是大腦的「獎賞神經遞質」，與期待、快感和動機密切相關，相關產品設計通常利用以下心理機制：（1）即時反饋：用戶的每個操作都獲得即時視覺或聽覺回應，例如動畫、消息提示音。（2）可變獎勵：獎勵的時間和內容不確定，強化重複行為，例如抽卡、刷短視頻的「下一條更精彩」。（3）間歇性強化：偶爾出現高價值內容，維持期待感，例如社群平台上的爆紅帖文。（4）社會比較：通過與他人比較激發競爭，例如粉絲數目、點讚排名等。

多巴胺本是一種大腦的神經遞質，負責記憶並強化令人感覺良好的體驗，促使人們尋找下一次快樂。上述機制常見於社交平台 and 影音平台的算法之中，在平淡內容中偶爾加插精彩部分，更容易讓用戶不斷刷新頁面。如今，這套做法延伸至線下的實體經濟。這樣，不論日常消費中的「小確幸」，還是由展覽會、演唱會和快閃店利用IP（知識產權）內容打造的沉浸式體驗，都在刺激消費者的多巴胺，將情緒轉化為購買力。

本質上是「渴望經濟」

總括來說，多巴胺經濟本質上是「渴望經濟」：賣的不光是商品本身，還有「驚喜感」、「期待感」，此外通過社群互動，把消費者與身份認同、群體歸屬綑綁在一起。不過，企業要注意勿把不良元素放入產品中，而消費者對產品的追求宜適可而止。

投資者應認真考慮錯位競爭戰略，深耕社群運營，提供跨境安家等全方位高增值服務。其三是租客多樣性風險。從結構上看，香港私人學生公寓的核心消費群體高度依賴中國內地留學生，這意味着該資產類別的現金流穩定性，在一定程度上與內地居民的跨境學費與租金流動政策、內地與香港的高校招生政策相對變化等因素有關，香港的留學生總量或其整體的租金支付預算也有可能面對波動。投資者應引入風險壓力測試，合理控制槓桿率，並嘗試提升非內地留學生的客源比例，以增強資產組合應對極端風險的韌性。（完）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

香港學生公寓市場：機遇與風險（五之五）

傅臨 經濟學博士、經濟學家

香港學生公寓相關政策風向的轉變，已經引起市場參與者的積極反應。在「城中學舍計劃」推出半年內，相關部門已累計接獲高達25宗整幢商業物業改裝為學生宿舍的正式申請，涉及的潛在床位供應總數達到5,100個。這一數據有力地證明，當制度設計能夠精準对接資本的避險與增值訴求時，外部環境的壓力便能轉化為內部創新與發展的催化劑。對於投資者而言，政策變化不僅顯著降低了項目執行風險，更通過縮短建設期、免除高昂補地價等政策支持，直接提高項目的整體財務回報，使得香港學生公寓市場

真正具備了平台化、規模化運作的條件。

投資者須注意三大風險

不過，專用學生公寓這一另類資產類別也存在一定的風險因素，應引起投資者注意。其一是建築規劃與監管的技術性風險。商業寫字樓在先天設計上，其大進深、大開間的格局往往導致建築物內側缺乏足夠的自然採光與對流通風。當投資者試圖將其切割為密集的獨立學生房間時，如何確保每一個居住單元都嚴格符合規例中有關住用房間天然照明