



▲「對等關稅」出台之後，資金正在美國和全球經濟預期走弱的時候流出美國，這表明美元資產不再是全球的「安全避風港」。

經濟觀察家

過去40多年的全球化過程中，海外資金持續通過美國貿易逆差流入美國，支撐起美國的高負債、高內需的增長模式。若通過「對等關稅」來壓縮自身貿易逆差，最終美國將面臨變相的債務危機。

關稅戰逆全球化 資金撤出美元

憑高望遠 4月2日
徐高 「對等關稅」出台之後，美國金融市場顯現出了逆全球化的衝擊。美元明顯走弱，美國國債收益率上揚，這與過往美債收益率和美匯指數同向變化的走勢形成了反差。

此前的3年多時間裏，美國處在貨幣偏緊的狀態中，美聯儲的決策是影響市場的主要因素。由於美聯儲同時是美債的需求方和美元的供給方，因此當貨幣緊縮預期升溫的時候，代表美聯儲對美債的需求下降，導致美債收益率上行；同時美元供給減少，導致美元走強。而美聯儲寬鬆預期升溫的時候，美債收益率和美匯指數同步回落。

相較而言，全球資金同時是美債和美元的需求方。因此，當全球資金撤離美國的時候，就會出現美債收益率上行和美匯指數下行的組合。這正是4月2日之後在美國金融市場發生的情況。

從更長的周期來看，資金流出美國市場的情況時有發生。然而，過去資金往往是在美國和全球經濟向好的時候，因風險偏好上升，所以從美國流向新興市場國家以獲取更高的收益；在美國和全球經濟走弱的時候，全球資金反而會在避險情緒的推動下流回美國。但4月以來反常的是，資金正在美國和全球經濟預期走弱的時候流出美國。這表明，美元資產這一曾經的全球「安全避風港」已不再被海外資金所信賴。

儲蓄的定義是收入減去消費，所以GDP（國民收入）減去國內消費就是「國內儲蓄」。將其代入支出法GDP的定義式（GDP=國內消費+國內投資+貿易順差），就得到了如下新形式的國民收入恆等式：貿易順差=國內儲蓄-國內投資。

上述式子說明，一個國家如果有貿易逆差，就說明其國內儲蓄小於國內投資，所以需要通過貿易逆差的形式借入外國儲蓄，以彌補國內儲蓄的不足。如果美國要通過「對等關稅」壓縮貿易逆差，就會同時減少流入美國的外國儲蓄的數量，進而讓美國的債務接續出現問題。

美國債務無以為繼

美國所積累的債務（無論是內債還是外債）均用美元計價和償付，所以美國不存在債務硬違約的可能——美聯儲多印點美元總能把債給還上。但美債價格大跳水（美債收益率大漲）的變相債務違約卻是完全可能的，而且這種可能性會因為「對等關稅」政策而顯著上升。

在過去40多年的全球化中，「美元外循環」支撐了美國的國債：美國發行美元，用美元從別國購買商品；別國收到美元後，將其沒有花完的美元投入美國金融市場，購買包括美債在內的美元資產。在這個美元外循環中，美聯儲印刷的美元在海外轉了一圈，又回到了美國金融市場。

有人可能會問，既然美聯儲發行的美元通過外循環最終回流到了美國，那美聯儲用美元直接購買美元資產不也一樣嗎？這裏的問題在於，如果美聯儲自己印鈔票來購買美元資產，如同在美國金融市場中直接投放貨幣。獲得了這些增量貨幣的經濟主體，會將其得到的貨幣花出去購買產品，從而推高美國通脹。



美元外循環和美聯儲直接買美元資產的關鍵差別是，流向海外的美元會因為別國的富餘儲蓄而沉澱下來，不會推升美國通脹，而從聯儲手中直接流向國內的貨幣會變成對產品的需求，從而推高美國通脹。美聯儲的首要目標是維護美國通脹的穩定。在通脹約束下，美聯儲可以因為美元的外循環而增發美元，但沒法直接在國內用其創造的美元購買資產。

美國如果試圖用「對等關稅」政策來壓縮美國貿易赤字，就是在人為截斷美元的外循環，會讓美國國債價格下跌。失去了美元外循環帶來的別國對美債的增量需求之後，債券價格會因為需求走低而下跌。而就算美聯儲直接進場買美債，美國通脹也會因為美聯儲貨幣的增發而上升，仍然會讓債券價格下跌。

面對債券價格下跌的風險，外國還可能拋售之前購買的美債以避險，從而進一步加劇美債價格的下跌壓力和美元的貶值壓力。當然，失去了美元外循環，美國也並非全無辦法。美國可以通過縮減內需，減少國內消費和投資，增加國內儲蓄來重新平衡其經濟。但這意味著美國財政支出的顯著收縮，美國民眾生活水平的明顯下降，恐怕很難為美國民眾所接受。畢竟，儘管有全球化紅利分配不均的問題，美國仍然是全球化的受益國。

「對等關稅」帶來的逆全球化之路，意味着美國所獲全球化紅利的減少。還是那句話，事物總是辯證的。美國想得全球化之利，就要受全球化之害；而要想收逆全球化之利，就要付出逆全球化的代價。美國究竟有沒有把這個問題透徹想清楚，做好付出逆全球化之代價的準備，要打一個大大的問號。

中國也是全球化的受益國。外需給中國帶來的「外循環」，一度掩蓋了中國「內循環」不暢。但很顯然，美國作為全球化的需求火車頭，已經越發不滿其所扮演的角色，而要走逆全球化之路。美國的行為給中國帶來了挑戰，也創造了機遇。中國經濟對外需的依賴源於內需不足。筆者此前論述過，內需不足本質上是個收入分配問題。因此，只要將國內收入分配結構優化到位，將居民收入佔GDP比重提升到位，中國一定可以從根本上解決內需不足的問題，此為中國可選的「上策」。而就算收入分配改革需要時間，也可以通過刺激投資的方式來擴大內需，維護國內供需的穩定，此為中國可選的「中策」。

美低估中國經濟韌性

在中美就「對等關稅」而開展的博弈中，中國經濟的韌性遠超美國。對中國這麼一個內需不足的經濟體而言，內需可以憑空創造（通過提振消費或刺激投資），從而維護國內供需的平衡。而對美國這麼一個內需過剩、供給不足的經濟體而言，供給不可能短時間明顯增加，因而在逆全球化的過程中削減其內需，並承受隨之而來的經濟衰退、生活水平下降之後果。因此，在中美博弈中，中國不應該居於下風。

但很多美國決策者似乎並不這麼看，反而認為他們居於上風，特朗普的極限施壓政策能夠奏效。如果中國不能及時調整國內政策來擴大消費和投資，而任由外需衝擊令中國經濟增長減速，則會助長美方對中國的強硬態度。在2025年4月8日的一次採訪中，美國財政部長貝森特說中國拿的是「一手壞牌」（losing hand），中國反制美國是犯了「一個大錯誤」（a big mistake）。顯然，美方正期待中國在關稅衝擊下經濟失穩，最後不得不接受美方的苛刻條件。因此，從打贏中美關稅博弈的角度來說，維護國內經濟穩定，實現5%的GDP增長目標已經成為今年中國的一個政治任務。

如果外需的壓力能夠讓中國克服經濟發展的慣性，讓中國切實推進收入分配結構的優化，實現消費轉型，則外部壓力反而能成為經濟轉型的契機。就算消費轉型不能馬上實現，在打贏中美博弈的政治需求之下，中國如果能糾糾偏之前對債務和投資的過度負面的看法，糾偏打壓債務和投資擴張的政策，也能在一定程度上讓壞事變好事，消除近些年來中國經濟發展的一個主要障礙。

中國如能在美國肆意推進逆全球化政策的時候頂住外部壓力，擴大內需，維護國內經濟增長穩定，則可以為全球經濟穩定做出更大貢獻，並讓中國在國際經貿體系中取得更有利的地位。（作者為中銀國際證券總裁助理首席經濟學家）

高水平對外開放 賦能企業綠色發展



李勇

在全球經濟格局深刻調整與可持續發展目標深度交融的背景下，中國推進高水平對外開放的戰略選擇，正在為企業綠色發展注入新動能。這一進程並非簡單的政策疊加，而是通過制度創新、技術滲透、規則重構形成的系統性變革，其內在邏輯體現在三個維度的深度耦合。

中國監管體系加速接軌國際

一、制度型開放降低企業綠色轉型成本

高水平對外開放的本質是制度規則與國際高標準銜接。通過縮減外資准入負面清單、完善自貿試驗區改革、深化區域經貿協定，中國正加速構建與國際接軌的監管體系。這種制度性變革直接降低了企業綠色轉型的制度性交易成本，國際通行的環境認證體系被引入國內，碳排放核算標準實現跨國互認，綠色金融產品獲得跨境流通便利。當企業毋須重複應對多重標準體系，其環保技術研發、清潔設備更新的邊際成本顯著下降，形成「一次投入、全球通行」的效益放大機制。

國際經貿規則中嵌入的環境條款，如碳邊境調節機制、供應鏈盡責管理要求等，迫使企業將環境成本內部化。這種壓力傳導並非被動約束，而是通過規則透明化降低了企業戰略調整的不確定性，使環保投入從模糊的「社會責任」轉化為可量化的「競爭要素」。在此過程中，政府通過財稅激勵、綠色信貸等政策工具形成精準支持，構建起「國際規則錨定—市場機制調節—政策體系支撐」的三重驅動框架。

二、要素流動催生綠色技術創新

高水平開放帶來的不僅是商品與服務流通，更是知識、技術、人才等創新要素的全球配置。綠色技術具有顯著的跨國協同特徵，發達國家在清潔能源裝備、碳捕捉等硬科技領域積累深厚，新興市場則在數字化減排、循環經濟模

式等應用場景具備優勢。

通過放寬科技領域外資准入、深化國際研發合作、完善技術交易市場，中國正加速構建綠色技術跨境轉移的「快速通道」。這種雙向流動既縮短了技術迭代周期，也推動本土企業在技術消化中實現二次綠色創新。數字技術的突破使得碳排放實時監測、供應鏈碳跡追蹤等數字化工具實現全球協同開發；區塊鏈技術的應用確保碳信用跨境交易的透明可信；工業互聯網平台促進節能減排方案的標準化輸出。當技術創新突破物理邊界，企業綠色轉型的路徑選擇從單一技術突破轉向系統生態構建和立體創新網絡。

三、全球協作重塑產業綠色競爭範式

在全球價值鏈深度重構的當下，綠色競爭力已成為產業分工的新坐標。高水平開放推動中國企業從傳統產能輸出轉向綠色規則共建，參與國際碳定價機制設計，主導新能​​源行業標準制定，推動綠色供應鏈認證互認。這種規則話語權的提升，使企業得以在產業生態層面整合資源，將環保要求轉化為價值鏈管控工具，實現從「標準遵循者」到「規則制定者」的跨越。

在產業協作模式升級過程中，通過共建海外綠色園區、發起國際碳中和聯盟、參與全球環境治理，中國企業正在構建基於共同利益的綠色發展共同體。這種協作既規避了綠色壁壘的對抗性，又通過技術共享、產能合作、市場協同形成規模效應。特別是在「一帶一路」框架下，清潔能源合作項目已超越簡單的設備出口，發展為涵蓋技術標準、人才培養、金融支持的系統解決方案，開創了南南合作（即發展中國家之間的技术合作）的新範式。

結語：開放與綠色的螺旋上升

高水平對外開放與企業綠色發展的協同，實質是改革邏輯與創新規律的深度契合。通過制度規則的國際接軌，化解了轉型的制度摩擦；借助要素的全球配置，突破了技術瓶頸；依託協作範式創新，重構了競爭優勢。這種互動關係正在形成開放與綠色的正向循環。在雙碳目標引領下，中國企業的綠色轉型已不僅是應對國際規則的適應性調整，更是通過開放體系主動塑造新發展範式的戰略選擇。未來的全球產業競爭中，唯有將開放優勢轉化為綠色動能的企業，才能在可持續發展的大潮中贏得先機。

（作者為對外經濟貿易大學國家對外開放研究院研究員、IFF研究院特約研究員）（www.iff.org.cn）



▲中國推進高水平對外開放，為企業綠色發展注入新動能。

放寬MPF置業 助年輕人上車



樓市智庫
陳永傑

香港樓市持續不振，樓價已跌近三分之一，負資產宗數升至逾4萬宗，為2003年12月以來新高。要令樓市回穩，必須着力刺激各類購置力，包括考慮放寬強積金（MPF）的投資限制，讓市民動用部分強積金作置業用途，釋放更多購買力。

有關強積金買樓問題，向來引起社會熱烈討論，有支持亦有反對。社會上其中一個反對理由，認為若大量市民同時動用強積金入市，勢必推高樓價，反令年輕人更難置業。如樓價跌，淪為負資產，影響未來退休安排。但支持者認為，「磚頭」作為固定資產，既具備儲蓄功能，亦具升值空間，長遠回報或遠勝強積金的傳統投資組合。

年輕一代因首期問題而面對上車難的困境，若能提取部分強積金作為首期，有助早日置業，減輕日後租金壓力，更能及早建立資產基礎。樓價回落，市民負擔能力提高，如果強積金可作買樓，相信會得到很多打工仔支持。強積金制度今年將踏入25周年，截至去年底，強積金總淨資產值接近1.3萬億元，人均賬戶結餘約27萬元；當中資產超過50萬元的強積金賬戶，2021年增至50萬個，資產100萬元以上的賬戶增至10萬個，而200萬元以上的「富戶」更有2萬個。

現時私人市場中，500萬元左右的兩房單位選擇頗多。按照最高九成按揭計算，首期涉50萬

元。假設一半強積金作買樓，首期一成，上述10萬個資產達100萬元以上的賬戶，有機會即時零首期輕鬆入市。中原地產現時網上放盤有近3.6萬個，當中叫價500萬元以下的單位佔26%。

為市場注入購買力

近年一手供應量高，加上經濟疲弱及地緣政治等因素影響，即使特區政府已多次出招，如全面撤辣、放寬按揭以至細價樓印花稅降至100元，樓市仍持續不振。差餉物業估價署最新數據顯示，2025年3月全港私人住宅樓價指數再跌0.49%，已連跌4個月，按年跌逾8%，創逾八年半新低，與2021年歷史高位比，樓價已跌近三分之一。現時香港平均樓價已從4年前高峰逾900萬元，回落至約700萬元。

要想樓價回升，確實不容易，特區政府必須繼續加大力度提振樓市，如容許強積金作置業用途，將釋放更多購買力，尤其刺激年輕人的置業需求，為樓市注入更大動力，效果或更勝撤辣，樓市交投量料大幅增加。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲刺激年輕人的置業需求，有助樓市交投。