



▲美國給予貿易夥伴90天的關稅談判寬限期將於本月8日截止，目前進展未明，存在較大的不確定性。

經濟觀察家

2025年以來，美國貿易保護主義為世界經濟投下了濃重陰霾，嚴重衝擊全球貿易原本向好的環境。同時，美聯儲減息舉棋不定，美元受到反噬，全球金融和商品市場震盪加劇。展望下半年，各種「灰犀牛」、「黑天鵝」事件仍將交織疊加，具體表現為「三個不確定」。

全球經濟面臨「三個不確定」

經濟透視
連平

上半年全球貿易環境迅速惡化。在2024年底，國際權威機構和金融市場曾經普遍認為，在世界經濟溫和復甦、補庫存需求增長、各國競相採取寬鬆貨幣政策和財政政策等積極因素推動下，2025年全球貿易需求有望得到鞏固和增強。即便特朗普政府有意推動貿易保護主義，也很可能要等到下半年甚至2026年。

不確定一：關稅談判懸念猶存

令人始料未及的是，特朗普甫一上台，即對各國加徵多項關稅，尤其是4月2日出台的「對等關稅」打擊面廣泛，導致全球貿易環境急劇惡化。儘管此後在國內外各方抨擊和游說之下，美國不得不給予貿易夥伴90天的談判寬限期，並與首批18個關鍵貿易夥伴開展關稅談判，但美國強調，如果90天緩衝期內不能達成協議，這些關鍵貿易夥伴將會重新被加徵高額對等關稅。從實際談判的進展來看，除了傳統盟友英國之外，美國與多數關鍵貿易夥伴之間的談判並未取得實質性進展。

除中國以外，多數關鍵貿易夥伴與美國的談判截止日期均為7月8日。在此期間，如果雙方都無法達成協議或共識，可能導致兩個結果：一是自7月9日起，美國對這些關鍵貿易夥伴重新加徵高額對等關稅；二是美國迫於形勢，同意延長談判寬限期。

由於關稅談判結果關係國家重大利益，各國普遍承受了國內鋼鐵業、汽車業、農業等產業利益集團的強大壓力，同時急需出口為低迷的經濟提供助力，並不會輕易讓步。因此，歐盟、日本、韓國等多數關鍵貿易夥伴預計會在討價還價中獲取更多的豁免，將關稅的短期影響降至最低。儘管美國釋放了不排除對「誠意談判國家和貿易集團」延長期限的訊息，但如何界定「誠意談判」，以及相關貿易夥伴能否都得到延期，尚存在較大的不確定性。

不確定二：美國何時重啟減息

自今年初特朗普上任以來，美聯儲在長達半年的時間內一直按兵不動，折射出其其在減息問題上正面臨「兩難」處境：

一方面，為前瞻性地預防經濟衰退出現，聯邦基金利率有必要向中性利率水平靠攏。目前利率區間已較長時間停留在4.25至4.5厘，距離短期內相對合理的中性利率區間3至3.25厘仍有相當距離。

另一方面，面對特朗普政府積極推動加徵關稅等貿易保護措施，美聯儲又不得不高度警惕通脹反彈的風險。上個月，美聯儲主席鮑威爾指出，關稅的總體影響有多大、會持續多久、什麼時候完全體現出來，都非常不確定，這將影響美聯儲的政策思考。由此反映出美聯儲對於特朗普上台後所採取的關稅等政策較為擔心，認為其很可能導致後續美國通脹顯著反彈。總的來看，上半年美聯儲在防

衰退和防通脹之間，略偏向後者，即傾向於「不急減息」。

美聯儲貨幣政策委員會(FOMC)6月最新決議再次強調，儘管淨出口波動對美國經濟數據產生了影響，但經濟指標顯示美國經濟活動仍在持續穩健增長，失業率維持在低位，勞動力市場狀況保持良好，而通脹水平仍然略高。

儘管6月「點陣圖」揭示，19位政策制定者對2025年末的利率預期中位數介於3.75至4厘之間，意味着下半年利率將在現有基礎上累計下調0.5厘，這與3月會議的結果基本一致。但詳加推敲的話，不難發現有兩個細節：一是支持減息的「鴿派」人數在減少。預計今年不會減息的官員增加3人，預計減息兩次的官員減少1人，預計減息一次的官員也減少2人。二是減息進程有所縮短。3月的「點陣圖」預示2026年將減息0.5厘，而6月這一預期已調整為減息0.25厘。不過，鮑威爾在6月24日美國國會聽證會上又強調，各種減息路徑均有可能，不排除提前減息可能，6月和7月的數據很重要。

綜合分析，下半年美聯儲在減息的時間、節奏和力度等方面仍存在較大變數，如果要提前減息，9月議息會議作出決定的可能性相對較大。

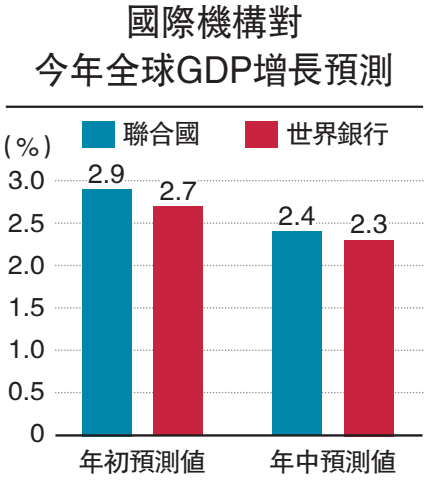
不確定三：地緣風險多點共振

今年上半年，全球範圍內地緣政治風險呈現多點爆發、快速升級的特徵，俄烏衝突、紅海封鎖、印巴衝突、伊朗與以色列對抗等熱點交織共振，推動國際秩序趨向更複雜、更危險的方向演變，導致全球避險情緒不斷升高，進一步拖累世界經濟的復甦步伐。

首先，俄烏衝突烈度持續升級。今年俄烏雙方高精度武器與無人機大量使用，跨境遠程襲擊明顯增加，戰場空間向本土縱深與能源命脈延伸，西方對烏軍援從「防禦性裝備」轉向「進攻性系統」。俄烏衝突持續升級，疊加美國急欲從歐洲事務抽身，要求歐洲各國獨自承擔防衛責任、大幅提高國防開支佔比，限制了歐洲將更多的財政資源用於刺激經濟復甦。

其次，胡塞武裝非對稱作戰挑戰傳統海權霸權。胡塞武裝綜合使用高超音速導彈、磁性水雷、無人機蜂群飽和攻擊等手段，將封鎖範圍從紅海擴展至地中海沿岸的以色列海法港，並通過對美國航母的頻繁攻擊實現低成本高威懾。這種非對稱消耗戰術導致蘇伊士運河通行量驟降40%，尤其是75%懸掛美國國旗的商船被迫放棄紅海航線，繞行非洲好望角，導致單船運輸成本激增近百萬美元，航程時間延長一倍。這無疑嚴重衝擊了美西方供應鏈的穩定，對全球能源價格也產生了一定影響。

再次，印巴衝突重挫印度的「大國夢」。儘管印巴衝突持續時間較短，但對南亞次大陸乃至於中東、亞太和全球政治和經濟格局都產生了重大衝擊，其影響通過貿易中斷、金融市場震盪、農業與水資源危機等多重



路徑擴散。同時，由於印巴之間並未真正解決邊境衝突的根源，尤其是印度在衝突中以水資源為武器將為下一次地區衝突爆發埋下伏筆。

最後，伊朗與以色列對抗引爆中東火藥桶。6月13日，以色列出動戰機對伊朗核設施、軍政要員實施先發制人的打擊，引發伊朗的猛烈報復，多輪導彈攻擊重創了以色列重要港口和城市基礎設施。6月22日，美國為支持以色列，出動戰機摧毀了伊朗重要核設施。衝突外溢導致中東地區的石油生產、運輸設施遭到破壞，進而影響到全球石油供應的穩定性。

展望下半年，上述地緣政治風險短時間內還看不到全面和平解決的可能，甚至不排除會爆發更大範圍和更高烈度衝突的可能，從而推動全球原油、糧食等商品價格急劇走高。以伊朗與以色列對抗為例，儘管6月24日美國宣布伊朗和以色列將全面停火，由於伊朗的關鍵核設施和濃縮鈾原料並未遭到毀滅性打擊，這是否美、以的權宜之計尚有待觀察。從歷史經驗來看，以色列在得到喘息之機後，再次對伊朗發動打擊的可能性不低。一旦雙方對抗重啟甚至進一步升級，將對世界經濟和美國經濟帶來重大負面影響。

霍爾木茲海峽承载着全球37%的海運石油和25%的液化天然氣貿易，如果伊朗為報復美、以攻擊而封鎖海峽，以及美、以對伊朗能源設施實施打擊，將引發全球能源市場的劇烈動盪。對於美國而言，如果捲入中東地緣衝突過深，則可能被迫增加國防預算以支持其在中東較長時間內開展軍事行動，同時還要承擔對以色列的軍事援助和經濟支持，這將進一步加大美國本已沉重的財政負擔。

總的來看，2025年下半年外部環境確定性因素和不確定性因素複雜交織，有可能影響全球資本流動、匯率變化和外貿格局，從不同側面給中國經濟帶來結構性機遇和挑戰。但無論外部風雲如何變幻，中國只要堅持「以我為主」、強化戰略定力，憑藉自身強大的經濟韌性、高水平對外開放戰略、充足的財政和貨幣政策空間及不斷迸發的創新動能，疊加更加多元化的出口市場，針對性和有力度地施策，就有望在外部複雜環境中保持穩中有進的良好態勢，朝着高質量發展的方向穩步邁進。

（作者為中國首席經濟學家論壇理事長）

經濟保持韌性 中國次季料增5.2%

金融熱話
楊欣

儘管特朗普發起的對等關稅和複雜的地緣博弈大幅抬高全球貿易的摩擦成本，但中國5月的經濟數據保持了較強的韌性，多項經濟指標依然超預期，尤其是消費這一塊，5月社會零售總額按年增長高達6.3%，打消了市場外需的不確定性對內需會產生的負面衝擊。

從生產端來看，5月工業增加值按年增速高達5.8%，也僅比4月的6.1%略有回落，高於市場預期的5.7%，來自生產端的韌性延續。從5月經濟數據做線性外推，第二季度GDP增速維持在5.2%左右的可能性頗高，這也對應了全年完成實現5%的增長難度不大。

從資本市場的角度來看，數據好於預期固然有助於推升整體的風險偏好，中國經濟增長的相對確定性有望繼續帶來資產價格重估，為增量資金流入提供信心支撐。但另一面也會看到，基本面的確定性和市場長期穩健上漲，要維繫在上市公司業績持續企穩向好的基礎之上，避免單一的估值抬升和情緒驅動所引發的潛在市場波動。

從5月統計局公布的工業企業利潤數據來看，1至5月工業企業利潤按年下跌1.1%，較1至4月下滑2.5個百分點。可見，從基本面量的企穩轉化為企業利潤的回升仍面臨多重挑戰。

最重要的一個挑戰是，持續的價格低迷對企業盈利能力形成擠壓。1至5月工業增加值累計按年增長6.3%，可見企業利潤走弱的關鍵原因不是在生產端，而在於價格低迷，1至5月工業生產者出廠價格指數（PPI）按年僅下跌2.6%，5月PPI單月按年跌3.3%，可見價格低迷是企業利潤下行的主要推手。

價格低迷的背後反映需求偏弱、產能利用率下降和內捲式競爭造成的銷售價格下跌，以及運營成本抬升，1至5月工業企業利潤率為4.97%，環比雖呈現季節性回升，但同比跌4.24%成為企業利潤回升的主要拖累。如果要推動企業盈利回升，在生產韌性維持的前提下，就先得改變價格走弱的壓力。價格上漲要麼是需求端的持續回升，要麼是供給端的壓降，要麼兼而有之。

從供給端的角度來看，過去幾年製造業投資持續高於固定資產投資整體，在支撐了短期總需求的同時也擴大了產能投放。

過去製造業投資一方面是基於

「出口增長——工業產出提升——製造業投資提供性價比方案——進一步促進出口增長」的正反饋，另一方面也是源於政策端持續對新質生產力的支持。

換句話說，過去幾年的製造業投資帶來的產能擴張，多與高技術部門和新質生產力相關，這也對應了從供給壓降的角度看，相比於2016年供給側改革引導傳統行業快速去產能，針對新興產業鏈去產能的執行難度要高出不少。

供給端執行新興製造領域的去產能可能性不高的話，要扭轉價格低迷的趨勢、擴大產能利用率，抓手就得放在需求端。但從外需的形勢來看，美國庫存已提前回補，搶出口效應逐漸走弱，再疊加美國總需求的不確定性和關稅率提升，未來無論從價還是從總量的角度都在遏制外需的擴張。

從內需來看，消費的高增長主要源於以舊換新政策疊加「618」前置，5月與以舊換新零售消費相關的比如家電、通訊器材、文化辦公用品按年增長分別高達53%、33%、30.5%，大幅高於零售增速整體。可見，5月消費數據好於預期，某種程度上是建立在以舊換新的拉動和消費前置的基礎之上，雖然下半年還有1380億元人民幣的國補額度，但財政對消費刺激的力度邊際上是在減弱的。

加大逆周期調節 刺激需求

在需求偏弱的背景下，目前企業仍未擺脫價格低迷、利潤率回落、預期不穩所導致去庫壓力來緩解經營端的不確定性。換言之，在價格走勢沒有出現明顯向上拐點之前，企業盈利能力和後續政策發力的力度與節奏，將是後續資本市場博弈的關鍵點。

另一個須關注的焦點集中在房地產的邊際變化。5月70個大中城市數據，一、二、三線城市新建商品住宅銷售價格和二手住宅銷售價格按月均有所下跌，5月房地產銷售面積按年下降2.9%，房地產銷售額按年下降3.8%，房地產銷售額按年下降幅度高於銷售面積，或指向單位面積房價存在下行壓力，與70城市的房地產數據相對應。

從政策的角度來看，加大逆周期調節的力度不僅是為了推動量的企穩，更重要的是在於推動價的回升，以修正宏觀預期的背離、名義值和實際值的背離和增長與盈利能力之間的背離。

（作者為紅塔證券宏觀研究員）



◀中國5月份工業增加值增速5.8%，高於市場預期，反映生產端韌性延續。

利好消息湧現 樓價下半年看升5%

樓市強心針
廖偉強

過去幾個月，筆者出席飯局或朋友聚會時，常會有人向筆者詢問樓市動向及對未來的看法，但不是每次都能夠令對方感覺到滿意，縱使有很多有力的理據也是徒然。究其原因，任何討論都必須考慮個人背景及經歷，否則終究也只能各說各話，大家都得不到有用的建議。

如果跟一些重倉投資者討論，就更容易了解箇中的問題。因為他們大多是在樓市高峰期借低息貸款大舉買樓，當時資產估值高企，銀行融資環境寬鬆，讓他們得以用槓桿作大規模投資。但近年樓價下跌，高息環境加上本業生意受挫，不少人陷入財務困境。對這類投資者而言，無論筆者如何分析經濟復甦或市場利好因素，例如息口下調或旅客數字回升，他們也不會接受。壓力令他們往往滿載負能量，每事都很難以樂觀的語調來討論，因此筆者通常以輕鬆的語氣回應，讓聚會氣氛更輕鬆。

租金回報可觀 遠超定存

反觀早已清倉的投資者，情況則截然不同。他們手持充裕現金，過去數年因市場不穩而選擇穩守定期存款，財務狀況從容不迫。隨着市場環境轉變，資金流入香港，銀行同業拆息逐步回落，這些投資者開始重新配置資產，將資金從低回報的定存轉向其他投資渠道。當前樓市對他們尤具吸引力，住宅物業價格累跌三成，工商物業跌幅更高

達五至六成，但租金回報穩中有升，遠超定存收益。

這類投資者對市場的負面消息，如經濟尚未完全穩定或樓市未見底的論調，表現出較從容。資金在手使其對投資環境更具信心，視野亦更為開闊，傾向以理性視角評估市場前景。

上月中筆者於公司舉辦的樓市分析會上指，下半年樓價有望回升5%，並列舉多項支撐因素：香港經濟逐步復甦、訪港旅客數字顯著增長、息口環境趨向寬鬆，以及外來人才與留學生持續增加帶動的住房需求。隨後，國際投行摩根士丹利發布報告，預測香港樓市將進入上升周期；凱基亦同樣看好今年的樓市表現。這些跡象顯示，香港樓市正從低谷逐步回暖，市場信心正在穩步重建。投資者若成功把握轉角在即的時機，很快就可以看到豐收的日子。

（作者為利嘉閣地產總裁）



▲香港樓市正從低谷逐步回暖，市場信心正在穩步重建。