



▲按日本與美國達成的貿易協議，日本須承諾對美增加投資，年均投資規模將是去年投資額的4.7倍。

## 經濟觀察家

與歷史上的貿易衝突相比，美國的關稅思路正在轉變，由「調匯率一壓逆差」轉變為「控財政一壓逆差」，從美國近期與日本、歐盟等經濟體達成的「投資換關稅」貿易協議來看，後續關稅風險能否緩和，還存在哪些潛在貿易衝突？

# 警惕美國關稅施壓恆常化

**金融熱話**  
**趙偉**

從貿易協議覆蓋的商品規模來看，美國貿易談判進展已近50%。截至8月1日，美國已與越南、日本、歐盟、韓國、印尼等九個經濟體達成貿易協議或暫停協議。就覆蓋的美國進口商品規模看，已達成協議或暫停關稅的進口規模合計佔美國商品進口規模的49.7%，其中德國4.6%，中國內地10%，日本4.2%、韓國3.6%。仍待達成協議的經濟體包括：墨西哥15%、加拿大11.3%、中國台灣4.3%、印度3.2%、瑞士4.8%。

理論稅率方面，截至8月1日，美國稅率已抬升至18.3%，較年初的2.4%高出15.9個百分點，創1930年代以來新高。豁免產品方面，美國約30%的進口額仍享受零關稅，其中包括電子產品、能源貴金屬產品、符合USMCA（美墨加協定）的進口產品等。實際徵收的有效關稅稅率方面，2025年二季度關稅收入640億美元，是去年同期的3.6倍，二季度商品進口規模8194億美元，實際關稅稅率僅7.9%。

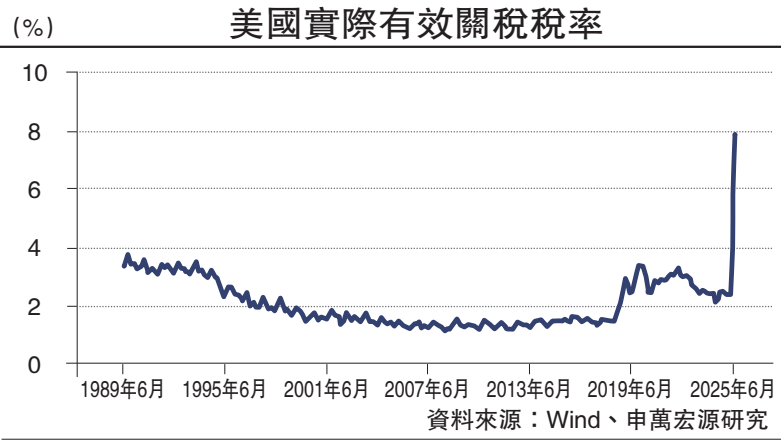
根據是否達成貿易協議、貿易逆差重要性程度，美國對貿易夥伴按三檔稅率徵收進口關稅：一是最低檔關稅，包括未列入7月31日行政命令清單國家，如澳洲、新加坡、沙特等，徵收10%基準稅，主要為盟友國或貿易逆差較小的經濟體。二是中間檔關稅，主要包括與美方已達成協議的經濟體，關稅稅率為15%至20%，如歐盟、日本、韓國、中國台灣、印尼、越南等；三是高檔關稅，主要包括尚未達成貿易協議、談判受阻的經濟體，稅率為20%至50%，印度25%、加拿大35%、瑞士39%、巴西50%。

## 逼使多國對美增投資

歐盟需將年均對美投資翻2.6倍才能實現投資承諾，且資金主要來源私營企業，約束力較低，兌現難度較大。美歐貿易協議中，歐盟承諾2025至2028年的3年內對美新增投資6000億美元，集中於基礎設施、半導體、能源等項目。美國強調這筆投資是對現有投資的補充，屬於增量概念。2024年美國全年FDI（外資直接投資）流入量2473億美元，其中歐盟對美國FDI流入1244億美元。

若歐盟在特朗普任期（2025至2028）內完成投资，平均每年需對美國額外投資2000億美元，現有投資與新增投資合計需達3200億才能達成承諾，是2024年流入量的2.6倍。從資金來源看，歐盟對美投資資金依賴私營企業自願投資，歐盟既無公共預算也無強制約束力，僅能把企業原有投資計劃做加總，受歐洲自身資本開支壓力，投資兌現難度較高。

日本承諾對美投資5500億美元，主要投向美國的半導體、芯片等戰略行業。日本首席談判代表赤澤亮正表示，日方計劃在特朗普任期內完成5500億美元投資，若2026年開始落



地，每年需達1833億美元。截至2024年，日本對美FDI存量為7541億美元，2024年日本對美新增FDI流量389億美元，日本承諾的年均投資規模將是2024年投資額的4.7倍。此外，日本稱資金規模中僅1%至2%為股權投資，其餘98%僅為JBIC等金融機構提供的出口信貸和擔保，不計入美國外商直接投資。

韓國承諾對美投資3500億美元，其中1500億美元投向美國造船業，2000億美元用於美國科技行業，包括半導體、電池等領域。3500億美元相當於韓國2023年GDP的19%和年度財政支出的53%。韓國2024年對外直接投資規模為959億美元，其中對美國僅138億美元。若在特朗普任期內兌現投資承諾（每年1167億），韓國必須將其每年對美FDI流量增加8倍，並且3年內對美國的FDI流入規模必須超過過去30年的總和。此外，現有或已批准的韓國企業在美投資計劃可以計入3500億美元。

歐盟能源採購目標與現實落差極大，韓國、印尼、日本兌現可能性相對較高。歐盟承諾三年內採購7500億美元的美國原油、LNG（液化天然氣）與核燃料等能源產品，平均每年2500億美元。從需求角度看，2024年歐盟自美能源進口僅830億美元，承諾採購額相當於2024年採購規模的3倍。從供給角度看，2024年美國能源出口總規模3324億美元，每年2500億採購佔美國單年對能源出口總值的75%，意味着若兌現承諾，美國接近八成能源出口須改向歐洲，實質執行難度較大。

韓國承諾2025至2028年的四年購買1000億美元的美國能源產品，平均每年250億美元，較2024年韓國自美能源進口額232億美元增長8%，實現難度相對較低，但需調整能源進口結構，從中東轉向美國。汽車方面，歐盟進口美國汽車關稅從10%降至2.5%，日本取消對美車額外安全測試，韓國承諾對美汽車零關稅並放寬認證，但需求端掣肘明顯，例如美系車在日本合計市場份額不足1%，消費者偏好、油耗與排放標準差異大，汽車出口增量效應有限。

從可兌現程度來看，美國從貿易協議中獲得的最大收益，可能並非投資與採購承諾，而是持續的關稅收入及長期的談判槓桿。從分析中可發現，貿易夥伴的投資與採購承諾存在顯著的執行不確定性，若執行不達預期，美國的主要施壓手段僅為繼續加

徵關稅。但關稅卻提供了即時且可持續的財政收入。

截至2025年7月29日，美國今年關稅收入已達到1256億美元，是2024年同期的2.3倍。財政部長貝森特預計，到2025年底，關稅收入可能達到3000億美元，國會預算辦公室估計未來10年將達到2.8萬億美元。美國財政赤字率已由2月的7.3%下降至6月的6.4%。

## 收縮逆差思路轉變

與歷史上的貿易衝突相比，美國的關稅思路正在轉變，由「調匯率一壓逆差」轉變為「控財政一壓逆差」。二戰後，美國為緩解貿易逆差，曾發起兩次全球貿易戰。第一次是1971年，尼克松加徵10%全球關稅，要求歐洲、日本接受匯率重估，最終達成《史密森協定》，美方如願迫使盟友接受本幣對美元升值10%左右。第二次是1985年《廣場協議》後，美國、日本、德國、法國和英國聯合干預外匯市場，美元兌日圓在3個月內貶值8%，3年內貶值38%。

在思路上看，尼克松1971年全球關稅及1985年《廣場協議》均屬於「調匯率一壓逆差」的路線，而特朗普2025則是「整頓財政一壓逆差」的路線。前者依賴一次性貨幣重估，後者靠持續的關稅槓桿與投資承諾。1971《史密森協定》及1985《廣場協議》協議達成後，美國貿易逆差僅有短暫改善。原因是美國經常賬戶逆差根源在於國內儲蓄不足，財政赤字（政府儲蓄為負）是導致儲蓄率不足的核心因素之一。財政赤字縮小1個百分點，貿易收支將改善約1.05個百分點。

關稅邏輯的轉變，意味着美國可能會持續製造關稅槓桿，美元的表現也可能不會簡單重演《廣場協議》後的弱勢表現。一方面，美國或持續製造關稅談判槓桿。美國後續可能的關稅措施有三類，一是對未達成協議的經濟體繼續施壓。二是加徵二級關稅。若他國繼續進口俄油，美方或徵收最高100%的二級關稅，俄油的主要買家包括中國、印度、土耳其等；三是針對銅、藥品、半導體等產品加徵232關稅。另一方面，美國並未沿着《廣場協議》2.0的路徑實施關稅，而是走財政整頓路徑，歷史上貿易協議後美元的弱勢表現或也未必能簡單重演。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

# 善於打開思路 創新無處不在

**共創共享**  
**戈峻**

最近有兩件挺有意思的事想和大家分享，一個是分眾傳媒與支付寶聯手推出「碰一下搶紅包」的活動，令傳統電梯廣告模式更具創意；另一個是武漢的雙流長江大橋，33.61公里的路段全部採用瀝青路面無人攤壓機群施工，改變了基建從前「人多好辦事」的生態。

我們常常提及創新，創新不一定是由無到有的產品，也不一定是前所未見的技術，其實只是一種模式的變革，就能發揮出新質生產力的成效。

## 跨界合作 創造新經營模式

眾所周知，分眾傳媒經營電梯廣告20年了，屬於行業頭部，但這幾年傳統廣告市場並不好幹，大家對於類似海報、燈箱之類的硬性廣告愈來愈不興趣，引流效果也沒從前突出。最近分眾傳媒和支付寶聯手，在全國20多個城市的電梯推出「碰一下搶紅包」，大家等電梯時只要拿手機往廣告海報旁的藍色環掃一掃就能直接領取紅包和優惠券。就是一個這麼簡單的新玩法，讓傳統硬廣告從「被迫看」變成「主動碰」，效果特別好。分眾傳媒這一波操作可說神來之筆，沒有墨守成規盲目等待所謂的市場第二春，而是發揮枯木逢春的智慧主動求變，和支付寶跨界合作，把傳統廣告變成了數字化的場景營銷。

維持現狀不如不破不立，主動求變肯定比呆等更強，在這次活動中，並沒有什麼前所未見的廣告展示手法，還是一幅廣告海報，也沒有劃時代技術，就是廣告旁多了一個常見的感應器，但兩者結合後讓硬廣告融入用戶的生活場景當中，帶來廣告模式的創新並獲得很好效果。

雙流長江大橋則是傳統基建工程配搭最新智慧技術迎來的工藝模式創新，由一台無人攤鋪機及7台無人壓路

機組成的無人攤壓機群，在烈日當空之中借助北斗導航定位，完美為大橋進行瀝青路面攤鋪，精度直接飆到厘米級，這種工藝模式的創新，使日後基建將從人海策略轉化成科技團戰，而且機器的工作效率受天氣影響較工人低，還能熬夜加班不喊累。可以想像到，以後全國高速公路要是都能「抄」湖北的作業，這不是簡單的省錢省力問題，而是讓工人少吃苦、讓工程更安全、讓質量更有保障的人文關懷大事。再者，我們常說「路通則財通」，基建愈快起好，民生經濟就更快受惠。

更令人意外是，據說雙流大橋的機器人是施工單位按工時租賃，這背後是更驚人的營運模式創新，顛覆行業很多固有模式。例如基建企業由重資產轉變成輕資產化；施工規模可按項目情況與施工進度隨需調配，靈活便捷，大減建設成本；施工經驗的數據化，讓建築技藝更系統化去保存和提升，無人機械將更智能更有效率地為人類打造美好城市。

上述模式創新不僅可作為技術輸出造福其他國家，也是中國標準和中國方案的全球亮相，讓未來基建超級工程刷上中國閃亮的國家新名片。

類似的模式創新推動新質生產力發展的例子還有不少，一間為iPhone提供沖壓模具的江蘇小型模具廠，把模具精準度誤差做到了少於0.01毫米，遠高於行業的平均水平。雖然其技術不是高科技，但站穩在生產鏈中間的一個節點，可見傳統企業同樣可以利用扮演新質生產力的「補鏈者」作用。上海一間經營了150年的老字號糕點店，設計了上上籤餅乾、定勝糕等等提供情緒價值的新糕餅，以及開設廚房直播讓10萬網友每天雲上監工生產過程，這些經營及產品模式的創新並沒有很高的科技「含金量」，但能夠讓消費者買得開心，吃得放心，在消費市場享受新質生產力的紅利。

從以上例子不難看到，面對前期投入高，從實驗室到商業驗證過程長這兩大難點，非技術型中小企業在技術創新上要有所突破或有難度，但不等於與新質生產力無緣，重點在於創新，只要在現有模式當中找出關鍵點，甚至是跨界合作，就能夠化不可能為可能，打開一片琳琅滿目的新天空。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



▲分眾傳媒和支付寶聯手推出「碰一下搶紅包」，讓傳統硬廣告從「被迫看」變成「主動碰」。

# 港樓價穩固後有力再上

**樓市新態**  
**汪敦敬**

上 周 五（8日）最新公布的中原城市領先指數CCL按周下跌1.19%，有報道形容CCL是「較大跌幅」，大家擔心樓價的升勢終止，筆者不太同意有關擔憂。再之前兩周的樓價升幅約1%，而3月份時曾錄得1.17%跌幅，反映出有關升跌幅其實十分平常，一期的指數並不能作準，圖表分析應看連貫多期的趨勢作合理參考。

說到圖表分析，其實上半年住宅樓市已出現了兩波升幅，升的過程中會有跌一、兩期的現象，這其實是市場正在進行「清倉」，因為樓市回升的第一個回合，一定是先賣了「又平又靚」的單位，最後「一浸」才會清一些質素較差的單位，那自然就會出現指數下跌的情況。這可能是樓價上升中的清倉期而已。

## 按揭下行支持樓市

香港樓價主流仍然向上，CCL最新水平仍然是在雙底和頸線之上。樓市出現雙底之後，筆者經營地產代理公司所在的區域已出現二手成交量上升，客量亦上升，而二手放盤量卻下跌。這往往在鞏固或增持的情形之下，後市都會因為這個結構而價格再向上。

其他宏觀因素也都向好，加上「購房通」措施勢在必行，筆者視其為中期的好消息，而美國聯儲局在9月減息的呼聲亦高達八至九成

機會。以上的只是評估，但現實中的香港金融結構亦很穩固，在執掌當日H按利率仍在低處徘徊，定期息口利率亦比過去大減。最新H按對比2023年11月底，住宅按揭利率減幅約2厘，工商按揭利率減幅約4厘。

從三大指數去看，本港樓市谷底出現在2025年2月至3月期間，即是說筆者之前一直評估農曆新年的小陽春是有出現的，而次谷底就是2025年5月至6月份，這個次谷底和之前的谷底就形成了「雙底」。因此，現在樓市應該開始回升通道。

根據最新土地註冊處的數據，7月份對比6月份一手成交量按月雖然減少13%，但二手成交量增加2.4%；7月份對比去年1月份的變化，一手成交量增加143%，二手增加36%，成交量明顯上升，成交價亦已找到谷底，這些不是評估樓市，而是現在的現實。香港經濟亦有起色，本港二季度本地生產總值（GDP）較上年同期增長3.1%，香港整體市場條件都是相當令人鼓舞的。

（作者為祥益地產總裁）



▲雖然樓價指數出現回落，但隨着減息預期升溫，樓價主流仍然向上。