



▲回顧過去這些年，拜登政府全力聯合盟友來孤立中國都未曾實現目標，更何況特朗普政府的目標分散而缺乏聚焦。

## 經濟觀察家

全球經濟的碎片化不僅表現為貿易和投資聯繫減弱，還可能在制度與結構層面呈現新的演化形態。對於各國政府和企業而言，如何在不同規則圈和網絡之間保持靈活性與迴旋空間，將成為未來經濟外交的重要考量。

# 美對等關稅無法孤立中國



青年論壇  
徐奇淵

近期筆者與美國企業高管進行交流，有了一些新的體會。首先，重要企業轉向了「最小化成本」(Bare Minimum)的戰略，即通過最小化成本來應對不確定性。由於特朗普政府的政策，尤其是關稅政策的多變性，跨國公司很難基於這些政策做出長期規劃，因為新制定的方案很快就會變得不再適用。這個問題不僅困擾美國企業，也對其他跨國公司造成了影響。

儘管如此，跨國公司仍需及時響應特朗普政府的政策變化。因此，「以最小成本」應對不確定性成為指導思想。例如，如果從中國進口的商品尚未完成清關，可以暫存在保稅區，等待關稅變化後再看情況處理。如果從中國進口不划算了，可以考慮先從其他國家尋找替代來源。而在所有「最低成本」的應對措施中，給予口頭支持肯定是最經濟的做法。過去半年，不僅是美國，甚至其他國家的著名企業家紛紛向美國總統特朗普表達了滿滿的敬意、讚美和口頭支持。

## 貿易協定 有口惠實不至

其次，美國製造業企業的投資可能「內增外減」。即，一方面增加「在美國、為美國」的國內生產投資，減少進口。美國進口的有效平均關稅率已經超過18%左右，達到1930年中期以來的最高值，這使得在美國國內生產變得更加有利可圖，尤其是考慮到近期美元指數也從峰值貶值了10%以上。

另一方面是減少「在美國、為世界」的生產投資。雖然在美國國內生產、銷售更加有利可圖，但在全世界範圍內卻仍沒有競爭力，甚至競爭力還可能下降了。因為美國的進口當中，約有一半是中間品、資本品，「在美國、為世界」的生產過程要使用這些進口品作為投入。甚至有的生產過程需要在美國和其他國家之間來回穿梭完成，這時候關稅將反覆累加。

上述兩個變化的含義很明顯。在特朗普政策的不確定性之下，「最小化成本」做法將減少美國企業的對外投資，同時面向國內循環的投資則可能增加。這種「內增外減」將進一步強化美國內顧傾向：增加「在美國、為美國」的生產投資將減少進口，而減少「在美國、為世界」的生產投資將使出口下降。最後就是美國的對外投資會減少，同時進口、出口也會減少。

在特朗普政策的不確定性之下，「最小化成本」不僅僅是跨國公司的戰略，一些國家也在採取國家版的「最小化成本」戰略，即投入最小的真實資源、付出最小的經濟成本，以換取當下的安全感與談判籌碼，同時盡量保留後路。

例如，在輿論與姿態上的低成本

配合。在雙邊會晤中，一些國家（包括歐盟）領導人公開稱讚特朗普的領導力、願景、談判風格等，有的國家領導人推薦特朗普為諾貝爾和平獎候選人——這在經濟上沒有成本，卻能立刻換來氛圍的改善。送禮式交易比口頭稱讚更實際，比如贈送客機、安排盛大的歡迎儀式等等。再如，高調承諾巨額投資。有些國家在雙邊交易中，高調宣布計劃向美國投資數千億甚至上萬億美元。這類數字聽上去驚人，但大多只是非約束性的意向投資。

## 政策目標 太分散難聚焦

國家版的「最小化成本」戰略會帶來什麼結果呢？我們看到，繼美國與英國達成首個交易之後，美國又與越南、日本、歐盟、印尼、菲律賓等國家達成了貿易與投資交易，與更多國家還在談判當中。這些雙邊交易多有提及對「繞道貿易」的限制，針對中國的用心一目了然。但是，國家版的「最小成本化」決定了這些交易難以孤立中國：

「繞道貿易」政策語焉不詳。特朗普的慣常做法是：先設定關稅大棒進行施壓，然後與夥伴簽署「框架性協議」，一方面是早期收穫，另一方面暫避衝擊，至於細節和實質內容後面再談。這就給其他國家的「最小化成本」戰略提供了空間，在「繞道貿易」領域也存在這種空間。

與美國簽署交易（deal）的收益有不確定性。特朗普無法給出可置信的承諾，這決定了其他國家不能將自己的前途和命運完全寄託給這一紙交易，如果真正限制了「繞道貿易」、觸及了中國利益，則不可逆的現實成本將大幅馬上兌現。「最小化成本」戰略的精髓在於，先最小化經濟成本，爭取時間、保持靈活性，避免在短期內投入不可逆的實際資產。

另有兩個重要原因，也導致美國難以孤立中國：

其一，特朗普揮舞關稅大棒是對整個全球秩序的不滿，不僅僅針對中國。特朗普認為美國向全世界提供了太多免費或低成本的公共產品，這些國家也搭了美國的便車。回顧過去這些年，拜登政府全力聯合盟友來孤立中國都未曾實現目標，更何況特朗普政府的目標分散而缺乏聚焦。

其二，美國對中國的關稅難以過高，對其他國家的關稅也難以太低。特朗普關稅政策的目標有兩個：創造新的財政收入來源；推動製造業回流。因此，在此背景下：

對中國關稅難以過高。關稅率的高低與財政收入是倒U型曲線關稅，開始時隨着關稅率提高，關稅收入會上升，但是關稅率過高則貿易、稅基將趨於消失，反而無法獲得關稅收入——這也是5月12日中美達成和解，並發布「日內瓦公告」的背景之一——當然美國願意與中國共同大幅調降關稅，也和兩國經貿領域深度依

存有關。

對其他國家關稅難以太低。為了推動製造業回流，創造就業、實現國家安全，特朗普政府必須要對中國之外的其他國家廣泛徵收可觀的關稅。否則，如果製造業只是從中國轉而流向其他國家，這也同樣無法實現「美國再次偉大」（MAGA），因此特朗普關稅政策的初衷也無法聚焦於孤立中國。自對等關稅推出，美國平均有效關稅率已經升至18%左右，達到1930年中期以來最高水平，而在「對等關稅」出台之前該關稅率僅為略高於3%的水平。

## 全球經濟 區域性碎片化

在全球化方興未艾的20世紀90年代，著名經濟學家巴格瓦蒂(Bhagwati)提出了「意大利碗麵式全球化」，即以大量雙邊與區域協定的交織重疊為特徵的全球化，但這些不同的麵條仍然蜿蜒交錯在WTO多邊框架這個大碗之內。

相比於過去的「意大利碗麵式全球化」，今天我們面臨更複雜的地緣政治環境和更盛行的貿易保護主義，全球經濟碎片化趨勢可能正在向着更具封閉性、分化特徵的方向升級。筆者提出以下兩種可能性：

第一種，可以稱之為「關係化的麵條碗」。其核心特徵是，原有的雙邊、區域協定網絡依然存在，但在地緣政治和產業安全的推動下，原有的麵條碗上面疊加了多個功能性、議題型的合作關係網。這些網絡不僅調整關稅，還規定了技術標準、數據流動、產業補貼等非關稅壁壘，將使得協議的排他性顯著增強。結果是，全球貿易體系不再只是「規則重疊」，而是形成一個個彼此相連、但又邊界分明的多層網絡，企業在跨區域布局時必須同時滿足多重合規要求，經營成本與決策複雜性大幅上升。

第二種，是「多鍋分灶型全球化」。在這一格局下，世界經濟被分割為若干個相對封閉的「規則圈」或「經濟鍋」，每個圈內部實現高度一體化，但圈與圈之間的互通性明顯降低，跨圈貿易的成本與障礙顯著上升。這種結構與意大利麵碗的區別在於，前者是雜亂交織、彼此纏繞的規則關係，而多鍋分灶則是規則圈之間的低互通、甚至完全隔離。結果是，全球價值鏈將更趨區域化和本地化，跨區域的生產分工和投資流動將被削弱，全球化的密度下降。

上述兩種趨勢可能並行存在：在某些領域和地區，關係化的麵條碗將導致規則更加密集、交織複雜；而在另一些地緣政治敏感或戰略競爭領域，多鍋分灶則會讓規則圈彼此隔離。二者共同作用，將推動全球化進入一個既不完全割裂，也不完全一體化的中間狀態——碎片化的全球經濟網絡。

（作者為中國社會科學院美國研究所副所長）

# 美養老金獲准投資數字資產影響幾何？



鏈能講堂  
付饒

上 周 四  
(8月7日) 美國總統特朗普

簽署行政命令，允許401(k)退休賬戶投資私募股權、房地產及數字資產，此舉意味着美國官方在制度層面承認數字資產作為長期投資配置的組成部分，並將其納入主流金融體系。

長期以來，401(k)計劃的投資選項被嚴格限制在股票、債券及部分共同基金之內，意在為普通職場投資者提供低風險、易理解、流動性強的產品。但今次行政令不僅放寬了可投資資產類別的範圍，更是直接為加密貨幣，打開了潛在的數萬億美元長期資金入口。

這項行政令的意義可以從三個層面解讀。第一，它對美國退休投資監管體系進行了調整，將原本局限在傳統資產的401(k)投資範圍擴展到另類資產。第二，它要求勞工部、證券交易委員會和財政部在180天內制定配套規則，為計劃發起人和平台提供安全港條款，降低訴訟與合規風險，這意味着過去阻礙另類資產進入退休賬戶的法律顧慮將被系統化解決。第三，它在政策信號層面傳遞了一個明確的信息：加密貨幣不再只是遊走於監管灰色地帶的高波動資產，而是有資格與房地產、私募股權等并列，被納入長期財富管理體系之中。

市場對這一政策的潛在影響反應迅速。大型資產管理公司、401(k)計劃提供商和金融科技平台，預計將開始探索新型投資工具，例如以比特幣現貨ETF為核心的退休投資組合、結合區塊鏈基礎設施基金的多元化方案、或以穩定幣收益策略為補充的另類資產池。

然而，制度化並不意味着價格單邊上漲。機構資金的進入雖然提升了市場深度與抗波動性，但也帶來了更嚴格的合規要求、更高的透明度標準，以及對資產波動的風險管理機制。一旦宏觀環境出現大幅波動，例如利率飆升或美元流動性收緊，機構資金也可能同步減倉，從而引發比特幣價格的系統性調整。因此，401(k)新政更像是一場長跑的起點，而不是短期投機的催化劑。

更值得注意的是，這項新政的出台時機。美經濟正處於通脹與增長的微妙平衡之中，貿易保護主義措施不斷引發成本上升與價格波動，市場對利率政策走向分歧加大。在此背景下，特朗普政府推出開放另類資產投資的政策，不僅是對資本市場信心的提振，也是對年輕一代選民的政策呼應。比特幣在美國的民意基礎較為穩固，尤其在千禧一代與Z世代投資者中，該類人群正是未來

幾十年退休金的主要繳費者和受益者。

全球視角下，美國401(k)新政可能引發的連鎖反應同樣不容忽視。歐洲養老金體系雖然在另類資產配置方面相對開放，但對加密資產仍採取謹慎態度；亞洲大部分市場更傾向於監管從嚴，尤其是在資本外流和匯率穩定問題上。一旦美國的大規模退休金開始配置比特幣，全球市場對這一資產的風險認知將被迫調整，其他經濟體的政策制定者也需要重新評估在本國退休投資體系中引入數字資產的可行性。

## 投資者風險教育不足

風險與機遇總是並存的。比特幣和私募股權、房地產一樣，都存在估值不透明、流動性有限、價格波動顯著等固有問題。在傳統的退休投資組合中，這些資產通常佔比較低，以防止單一資產類別的劇烈波動對整體收益造成衝擊。雖然勞工部的新政策降低了僱主與計劃發起人的合規擔憂，但實際操作中，平台和僱主仍需面對投資者教育不足、資產配置建議複雜化，以及在市場大幅回調時可能出現的投訴與訴訟風險。這些現實因素決定了，即便政策已經放開，401(k)投資比特幣的普及速度仍將是漸進的，而不是一蹴而就。

對於比特幣市場而言，這項新政可能會引發一次資金結構的重塑。過去，比特幣的價格波動很大程度上取決於短期投機資金與宏觀流動性環境，而退休金的進入則會帶來一類「鎖倉型」資金，它們更關注長期收益目標，而非短期價格波動。這將改變比特幣的供需動態，提升市場的穩健性，也為價格在未來構築長期上行趨勢提供了基礎。然而，制度化的另一面是去神話化——比特幣將逐步脫離「去中心化反叛者」的形象，轉而成為金融體系中被納入監管、接受審計、符合披露要求的資產類別。這一轉變，將深刻影響加密社區的文化認同，也會影響未來創新路徑。

綜合來看，401(k)新政不僅是一紙行政令，它是美國金融體系在數字資產時代邁出的重要一步。它既可能成為推動比特幣邁向更高價格區間的長期動力，也可能在某些宏觀情境下成為放大市場調整幅度的誘因之一。對於投資者而言，理解制度化帶來的資金邏輯、監管邏輯與市場邏輯，比單純預測價格更為重要。比特幣正處於從「資產的叛逆者」向「制度內的合作者」過渡的關鍵節點，而401(k)新政，或許就是這一轉變的歷史分水嶺。

（作者為香港國際新經濟研究院有限公司執行董事）

# 人才湧港 住宅租金未升完



樓市智庫  
陳永傑

人才及學生湧港搶租，推動本港租金破頂。

中原城市租金指數（CRI）今年7月報128.14點，按月升1.22%，連升三個月共3.55%，突破2018年高位，創歷史新高。

「高才通計劃」第一批簽證去年底陸續到期，續簽情況理想，特區政府預告兩星期內公布最新數據。自2022年底推出以來，計劃吸引大批海外專才來港定居，當中包括高薪專業人士、世界名校畢業生及留港進修學生，為本港注入龐大住屋需求。

截至2025年7月底，各類人才入境計劃共收51萬宗申請，34萬宗獲批，超過22萬名人才已落戶香港；截至6月底，另有逾10萬名受養人隨行抵港。租務市場隨即升溫，從2022年12月至2025年7月，私樓租金累升18%。

在143個成份屋苑中，逾三分之一的租金升幅超過20%，其中更有13個屋苑的升幅突破30%。紅磡黃埔花園漲幅居首，三年間累計上升41.9%，呎租由2022年12月的30.73元升至2025年7月的43.62元。緊隨其後的是馬鞍山聽濤雅苑，升幅達41.2%，呎租由26.50元升至37.41元；九龍站漾

日居亦表現突出，升幅達39.6%，由34.31元升至36.60元。

呎租突破50元的屋苑亦大增，由2022年的6個增至2025年7月的21個，增幅達2.5倍。暑期旺季疊加學生需求，更推高租金走勢。

## 樓價回暖指日可待

相反，同期樓價累跌逾一成，受高息、經濟不穩及觀望情緒影響，租金與樓價呈現「一升一跌」的分化格局。對業主來說，租務回報理想，但租客則面臨越來越沉重的租金負擔。隨着租金持續上漲，不少租客開始感受到壓力，尤其本地用家，或迫於考慮由「租屋」轉為「買樓」。目前拆息維持低位，這股由租金推動的購買需求逐漸浮現，成為樓市回暖的重要動力之一。

人才來港，除帶動了香港租賃市場外，他們在港時間久了，希望落地生根、在港置業。近日社會上有呼聲，當局應放寬內地人來港的資金限制。若有關措施落實，將可為內地人才來港租樓或買樓帶來便利。對樓市必定有正面幫助。兩股力量都將為香港樓市注入新動力，下半年樓價向好機會大增。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

## 中原城市租金指數走勢

