



▲特朗普政府所發動的「關稅戰」，已經為美國製造了信任赤字。

經濟觀察家

特朗普政府推出「對等關稅」以來，中美之間進行了四輪談判，雖有穩定預期，但也存在波折。短期而言，中美兩大經濟體的貿易往來仍維繫且規模較大，很難完全「脫鉤」，任何一方的不確定性都會對全球經濟和貿易帶來難以預測的挑戰。

關稅戰博弈 美經濟還能「例外」嗎？

從經濟數據來看，美國經濟的疲軟態勢和市場的下行壓力在增加，「關稅戰」的反噬效應積聚，反映在美國債務風險的劇增，以及經常賬戶赤字的持續擴大。中長期看，「關稅戰」或衍生出的「貿易戰」仍有擴大化的潛在風險，大國博弈和地緣政治風險可能有增無減。需要思考，全球經濟和貿易體系將如何適應高度不確定性的壓力測試？

IMF料美經濟增速放緩

美國經濟正在承受「苦果」。國際貨幣基金組織（IMF）預計2025年美國經濟的增速將放緩至2%，2026年將穩定在2.1%，這一預測意味着美國的經濟增長與2024年相比將顯著放緩，主要原因在於政策不確定性增加、貿易壁壘增加及勞動力和就業增長放緩。

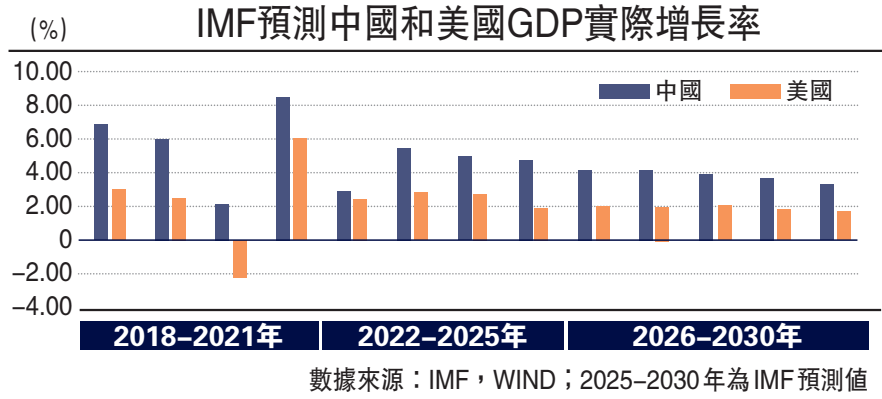
近期，美國聯儲局發布最新經濟形勢調查報告(即「褐皮書」)顯示，受加徵關稅影響，2025年9月初到10月中旬美國所有聯邦儲備區物價繼續上漲。許多聯邦儲備區報告預計，經濟不確定性加劇將拖累經濟活動。有聯邦儲備區報告明確指出，政府長期「關門」將給經濟增長帶來下行風險。

勞動力市場方面，「褐皮書」顯示各地區、各行業勞動力需求普遍低迷。大多數聯邦儲備區報告稱，由於需求疲軟、經濟不確定性加劇和對人工智能技術投資增加，更多僱主通過裁員和自然減員的方式減少員工人數。由於近期移民政策變化，多地酒店業、農業、建築業和製造業出現勞動力供應緊張狀況。全美商業經濟協會（NABE）最新發布的調查報告預計，2025年失業率將上升至4.5%，雖然低於6月預測的4.7%，但仍顯示出就業增長的乏力。

「美國例外論」能否繼續維繫？從三組數據來觀察：一是財政高赤字的難以為繼。截至2024年底，美國對世界其他國家的淨負債高達26萬億美元，相當於國內生產總值（GDP）的90%。美國國會預算辦公室（CBO）估算顯示，2025財年聯邦政府總收入增長了3080億美元，增幅為6%，但總支出也同步增長了3010億美元，增幅為4%。其中，公共債務的利息支出成為推動開支上漲的關鍵因素，其年度總額歷史上首次超過1萬億美元。近期因美國參議院先後否決兩黨撥款法案，美國聯邦政府近七年以來再次「關門」。

二是經常住戶赤字激增。IMF發布2025年《外部部門報告》顯示，美國經常賬戶赤字從2023年的0.9萬億美元擴大到2024年的1.13萬億美元。雖然美國商務部最新發布的數據顯示，第一季度經常賬戶赤字數據經修正後為4398億美元，仍處於歷史高位。

三是「資本避風港」地位動搖。2024年底外國機構僅持有約31%的美債（總額28.55萬億美元），較2008年近60%的高點持續下滑；短期國庫券市場份額跌破20%，十年內降幅超



過一半。美國財政部公布的國際資本流動報告（TIC）數據顯示，2025年上半年，美國國際資本淨流入規模較2024年下半年下降20.7%。

政策負面效應持續發酵

自特朗普政府實施對等關稅政策以來，美國關稅收入大幅增加，但政策本身的負面效應仍在持續發酵，包括隨時可能重啟的高關稅。2025年上半年，美國的實際經濟增長率僅略高於美國經濟分析局2024年11月預測的一半，而核心通脹率則比預測高出約三分之一。

特朗普政府主動推進關稅談判進程及通過各種方式暫緩高關稅，或許在於避免關稅政策對美國經濟的重創，「對等關稅」的副作用預計將在下半年進一步顯現，可能加速貿易和金融體系的「去美國化」。

發展中國家通常有豐富的自然資源和勞動力資源，並且在某些領域具有競爭優勢。通過南南貿易，發展中國家可以相互學習、共享技術和經驗，從而促進各自的經濟增長和發展。中國海關總署公布數據顯示，2025年前三季度，中國對共建「一帶一路」國家進出口增長6.2%，佔進出口總值的51.7%；同期出口美國的金額為3172.2億美元，較去年同期的3811.4億美元下降。

全球經濟互聯深嵌，構建了最具效率的分工網絡，「關稅戰」試圖打破這種平衡，極具破壞性且引發產業鏈和供應鏈的供需失衡，抬高了貿易成本。理解中美「關稅戰」博弈，其中半導體和稀土是兩個關鍵變量。具體來看：

一是半導體市場份額上升。最新數據顯示，2025年第二季度中國半導體設備銷售額達到113.6億美元，雖然同比小幅下滑2%，但環比增長11%，以約34.4%的市場份額繼續保持全球第一大半導體設備市場的地位。在全球半導體產業格局深度調整的背景下，中國半導體設備市場依然保持着強大的韌性和增長潛力，為產業鏈自主可控提供了重要支撐。

二是稀土全產業鏈自主可控。當前，中國的稀土行業在全球範圍內佔據了69%的冶煉分離產能以及90%以上的精加工產能。中國掌握全球稀土90%以上處理能力的核心在於「技術領先的分離工藝＋一體化協同系統＋成熟工業集群＋低電價與冶金副產資源協同利用＋政策集中控制能力」，其主導地位大概率將會延續。基於此，特朗普第二任期極力推行的「對等關稅」政策或將收效甚微。

總的來看，2018年中美「貿易

戰」以來，中國經濟展現極強的韌性和優勢，經受住了包括「貿易戰」、俄烏衝突、新冠疫情及「關稅戰」等連續重大不確定性挑戰。中國的優勢在於制度創新、超大市場、超強產能和科技創新的系統集成，因而將推動2025年中國經濟有望增長5%左右，同時出口貨物貿易順差預計有望續創新高，未來這些優勢將不斷放大，為中國經濟轉型升級創造積極條件。

展望未來，儘管「關稅戰」仍在發酵，「關稅戰」博弈加劇，但中國的應對政策工具箱充足，一方面將提振消費內需置於首要任務，並全面部署穩外資外貿行動，另一方面，將進一步深化改革和擴大開放，堅持「做好自己的事」，精準有效實施宏觀政策，促進經濟和貿易穩定增長，為全球經貿發展注入更多確定性。

寬鬆金融環境掩蓋疲軟趨勢

討論「關稅戰」前景不能脫離經濟基本面，特朗普延續上一任期「美國優先」政策導向，意在通過發起「對等關稅」政策一方面增加美國關稅收入，從而彌補財政赤字，但規模仍然十分有限，尚難以覆蓋每年超萬億美元的財政利息負擔。與此同時，特朗普以關稅為脅迫工具，迫使其他國家增加對美國的投資，無疑是「霸權」作風，引發了巨大的爭議。

短期看，「關稅戰」博弈將持續發酵，但預期大體緩和，升級措施不利於美國政府關稅談判；中長期看，大國博弈和競爭不大可能減弱，依照特朗普及政府團隊的意圖，通過脅迫和製造緊張氣氛的目的還是在於增加談判籌碼，但實際效果在減弱，由於政策搖擺導致互信機制被削弱，因而決定了關稅談判的曲折。

IMF認為，關稅政策全部影響「還沒有完全顯示出來」。在美國，企業利潤被壓縮可能抬高價格，帶來新的通脹壓力，寬鬆的金融環境掩蓋了「疲軟趨勢」。從近段時間以來，特朗普政府雖然陸續達成一些關稅協議，但能否維繫且存在變數。一方面是這些關稅協議的具體目標並非短期能夠實現，而特朗普的任期也只剩三年；另一方面是有關談判的進程不一致，而且關稅政策高度不確定，潛在風險加大。

當前階段，美國政府發動的「關稅戰」已經製造了信任赤字，而在美國面臨財政高赤字和經常賬戶高赤字的嚴峻挑戰面前，特朗普政府團隊愈發難以承受「關稅戰」升級的反制和反噬。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。文章僅代表個人觀點）

港發揮綠色金融優勢 融入國家發展大局

一方之言
方璇

10月23日，二十屆四中全會於北京閉幕。會議明確強調「加快經濟社會發展全面綠色轉型，建設美麗中國」，為香港發揮綠色金融優勢、深度融入國家發展大局提供重要戰略契機。

香港作為國際金融中心，其扎實的綠色金融基礎正是國家實現綠色轉型所需的關鍵資源。圍繞戰略定位，香港的核心角色，在於搭建內地與全球綠色資本、標準與技術的雙向橋樑，未來可以在以下三個方面發力：

一是全球綠色資本配置中心。憑藉自由開放的市場與成熟金融體系，引導國際ESG（環境、社會及管治）資金、主權基金、綠色債券等，精準投向內地關鍵綠色項目。

二是綠色金融標準銜接器。推動內地綠色標準與國際標準（如歐盟《可持續金融信息披露條例》）對接互認，降低國際投資者進入中國綠色市場的門檻。

三是綠色科技與產業融合平台。發揮香港科研與國際化優勢，吸引全球綠色科技企業，並協助內地先進綠色技術透過香港走向世界。

從五個戰略維度着力

關於具體路徑與重點方向，香港可從以下五個戰略維度着力：

首先，做大做強綠色金融市場，為國家項目「輸血造勢」。具體措施包括：（1）擴大綠色債券規模與多樣性。在支持內地發行主體方面，協助中央政府、地方政府（特別是大灣區城市）與優質企業在港發行綠色債券、藍色債券、可持續發展掛鉤債券等。廣東省、海南省、深圳市已經成功在香港發行離岸綠色、藍色債券。在特區政府示範方面，擴大政府綠色債券計劃，將資金運用於北部都會區、大灣區及跨境綠色項目，形成帶動效應。

（2）發展多元化綠色金融產品，推動綠色信貸、綠色基金、綠色保險與碳金融衍生品等創新。例如鼓勵銀行為跨境綠色項目提供低息貸款，開發專屬綠色保險產品。捉住早前金管局（監管離岸市場）、證監會（監管中介機構）與發改委（審批境內發債額度）三方罕見同頻發聲「助推」跨境資金流動的戰略升維。迎合剛公布的財政部將於11月3日當周在香港發行規模不超過40億美元主權債券的步伐。

其次，建構權威綠色認證與標準體系，為國家信譽「保駕護航」。具體措施包括：（1）打造區域綠色認證中心。依託香港國際化的專業服務業（會

計、法律、評級），發展獲國際認可的綠色項目認證與評估機構。（2）推動標準互認。與內地相關部門（如人民銀行、發改委）合作，探索建立「粵港澳大灣區統一綠色金融標準」，逐步與國際標準接軌，使「香港認證」成為高品質綠色項目標誌。

第三，聚焦重點區域與領域，實現「精準滴灌」。具體措施包括：（1）深度參與大灣區綠色建設，將大灣區作為綠色金融合作試驗田，重點支持清潔能源、綠色交通、綠色建築與廢棄物處理等項目。（2）服務國家重大戰略。在「一帶一路」綠色發展方面，運用香港在項目融資與風險管理的經驗，為沿線國家綠色基建項目提供金融與法律支持，助力建設「綠色絲綢之路」。在支持內地產業轉型方面，引導資金投入傳統產業節能改造與新興產業（如新能源汽車、光伏、儲能）。

第四，促進綠色科技與金融融合，為國家創新「點燃引擎」。具體措施包括：（1）建立綠色科技風投生態，吸引全球頂尖風險投資與私募股權基金落戶香港，投資於內地與全球綠色科技初創企業，並舉辦國際綠色科技博覽與投融资對接活動。（2）發揮「北部都會區」綠色引擎作用，將北部都會區定位為「綠色科技與金融產業集聚區」，吸引全球研發機構與企業進駐，形成「科技—金融—產業」良性循環。

第五，強化能力建設與人才培育，為國家戰略「儲備人才」。具體措施包括：（1）搭建知識共享平台，與內地智庫、高校及研究機構合作開展聯合研究，落地北部都會區大學城，為特區政府與企業提供政策建議。（2）培育專業人才，加強香港高校綠色金融、ESG管理與可持續發展課程，同時為內地從業員提供培訓，培養兼具金融與環保知識的複合型國際人才。

打造共贏之路 港大有可為

香港融入國家綠色轉型大局，不僅是資金提供，更是系統性、多層次、高價值的戰略貢獻。透過扮演「資本的橋樑」、「標準的基石」、「科技的催化劑」與「人才的搖籃」，香港既能為「美麗中國」藍圖貢獻關鍵力量，亦能在此過程中：（1）鞏固並提升國際金融中心地位；（2）開拓金融業新增長點；（3）推動本地經濟結構優化與社會可持續發展；（4）豐富「一國兩制」實踐內涵。

這是一條服務國家與成就香港的共贏之路，前景廣闊，大有可為。

（作者為香港中國企業協會財會專業委員會常務副秘書長）



▲二手居屋由業主自由定價，而銀行的按揭貸款額則受測量師行估價影響。

白居二按揭申請 注意三大細節

樓按明嘅
張顯嘅

房委會日前向「白居二2024」合資格人士發出批准信及確認書，安排他們在第二市場購買未補地價的居屋單位。合資格人士將收到一封批准信及兩封確認書，一封確認書適用於房委會居屋第二市場的單位，另一封適用於房協住宅發售計劃第二市場單位。批准信持有人需在信件發出日期起6個星期內申領購買資格證明書，並在12個月有效期內購買二手未補地價單位。

而白居二申請按揭上較新居屋繁複，本文將剖析3個較易被忽略的按揭細節。

細節一：930按揭非間間居屋做到白居二人士現時購買二手居屋，最高可以申請高達九成及長達30年的按揭，市場上俗稱為「930按揭」，但涉及樓齡限制，現時樓齡34年以下的居屋，一般可承造930按揭，然而34年以上居屋，銀行會降低按揭成數或縮減按揭還款期。例如一個樓齡36年的居屋，如想申請九成按揭，還款期需縮減至22年；如想申請30年按揭，按揭成數則需遞減至八成半。

細節二：房協房委居屋按揭要求不同

白居二人士可以選購房委會居屋或房協指定資助房屋。不過，由於房協資助房屋沒有政府擔保，申請按揭率則與私樓無異，雖然最長還款期同樣為30年，惟七成以上按揭需要申請按揭保險，並需要提供稅單及銀行入息紀錄等資料，較一般房委會二手居屋嚴謹。

細節三：銀行估價影響貸款額
二手居屋由業主自由定價，但銀行的按揭貸款額則受委託測量師行的估價而影響。假如一個居屋單位業主開價400萬元，而銀行估價只有350萬元的話，最高的按揭貸款額亦以銀行為準，即使做九成按揭，只能借取最多315萬元按揭而非360萬元。

申請白居二按揭有不少考量，有意購買二手居屋前，建議先考慮清楚選擇哪一類型的資助房屋。如自身置業資金緊張，或是供款能力有限，遇上心水二手居屋樓盤時，最好先找銀行或大型專業按揭轉介了解清楚以及作初步估價。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）