



- 特朗普當選令中美經貿戰雲再起
- 地方化債方案鋪路積極財政政策

### 1. 特朗普當選令中美經貿戰雲再起

2024年美國總統大選已塵埃落定，共和黨候選人、前總統特朗普取得312張選舉人票，遠超民主黨候選人賀錦麗的226票，順利當選下一任美國總統。

#### 短評

在美國總統大選前夕，多項民意調查結果均顯示共和黨候選人特朗普與民主黨候選人賀錦麗的支援率呈膠著狀態，勢均力敵。然而選舉結果卻出乎意料，**特朗普以高票勝出，並一舉奪得七大搖擺州的全部選舉人票，遠超出外界的預測。**當特朗普篤定重返白宮之後，全球主要資本市場的反應總體平穩，並未重現2016年他首次當選總統時全球股市劇烈動盪的情景。相反，美國股市在隨後的幾天裡持續攀升，標普500指數更首次突破6,000點大關，創歷史新高。

究其原因，特朗普在各州點票結果陸續公佈後就一路遙遙領先，這一形勢固然令人措手不及，但其實在大選前海內外各界已普遍認為他有相當機率獲勝，與2016年首次當選時被視作是「黑天鵝」事件可謂截然不同。加之**特朗普未來的施政方向還有其首個總統任期內的往跡可循，民眾對其執政風格可謂「心中有數」**，在一定程度上亦減輕了對特朗普重返白宮可能帶來之政策不確定性的擔憂。

另一方面，特朗普在本次總統競選期間高舉「美國優先」的旗幟，重申要實現貿易保護主義的一貫立場，甚至有變本加厲之勢。例如，他宣稱將對所有進口美國的海外商品加徵10%的基準關稅，對中國進口商品的關稅更會上調至60%。近年為應對中美貿易糾紛，中國內地企業和港商早已採取「中國+1」的策略，重新調整供應鏈的佈局，並加快在海外部署投資設廠，在應對美國市場關稅方面可以說積累了一定的經驗和應對能力。不少觀察也認為，特朗普在競選期間信誓旦旦的政綱在某種程度上可能只是他用來日後與其他國家經貿談判時討價還價的籌碼，要完全兌現其實也面臨不小挑戰，很有機會出現「雷聲大雨點小」、不足為大懼的結果。

儘管如此，美國作為當今世界的頭號經濟強國，特朗普於明年初君臨白宮，這不可避免將會給包括中國在內的全球經濟體帶來巨大的不確定性。特別是中國，美國政府已將中國定性為二十一世紀最大的戰略對手，民主和共和兩黨在打壓中國方面更是罕有地保持高度一致，**中美關係及兩國經貿領域在特朗普上台後勢必面臨更多、更嚴峻挑戰；而香港處於中美關係漩渦中心，也難免會受到波及和牽連。**

初步分析，在特朗普再度入主白宮後，以下幾個方面的風險尤為值得警惕。首先，回顧特朗普的第一個總統任期，對外加徵關稅是他手中最重要也是最常用的一張牌。此次他重掌政權，雖然加徵關稅的幅度不一定如競選綱領中所宣稱的那般誇

張，但美國勢必進一步提高對華關稅已幾無懸念。有分析指，近年美國政府出於打壓中國企業的企圖，打著國家安全的幌子，開始以「查家宅」的非常手段審查企業的股東背景或資金來源，以此為由對部分中國企業於海外地區生產的輸美商品課以懲罰性關稅。這種做法不再按常規「出牌」，顛覆了世界貿易組織關於商品原產地的標準認定原則，令中國包括香港輸美產品面臨新的關稅挑戰。特朗普明年初上任之後，一些對美國存在較大貿易逆差的海外國家，特別是近年內地企業和港企對外投資的熱門目的地，包括越南、印尼等東南亞國家及墨西哥等，均存在被全面或選擇性加徵關稅的風險；已經或者正籌劃「走出去」的內地企業和港商，對此不能不防。

其次，特朗普上台對美聯儲的降息路徑和美元匯率的走向均產生了較大的擾動效應。儘管特朗普的執政理念標榜為「低通脹、低利率、低稅收（國內企業稅）、低美元、低監管」（稱「五低」），但其競選綱領中的多項政策實施起來卻相互衝突，部分政策更與「五低」的理念和目標背道而馳。例如，特朗普提出要大幅加徵進口商品關稅、大幅降低企業所得稅以刺激國內投資、以及大規模驅逐非法移民，這些措施若付諸實施，很可能會導致美國目前正趨於降溫的通脹再度升溫，進而導致美聯儲會在明年放緩降息的步伐，甚至因為通脹大幅反彈而被迫啟動二次加息。美元的降息週期原本有望推動國際資金轉變流向，重回到包括中國內地及香港在內的一眾新興市場經濟體，被視為未來一段時間能助力發展中經濟體金融市場和經濟增長的正面因素；但如今美國降息路徑存在變數，這一外部利好因素反而變成了風險源。

另一方面，隨著市場預期美聯儲降息步伐有可能放緩，加上特朗普的減稅政策有望刺激海外資金回流美國本土，近期美元匯率「挺」而走強，新興市場貨幣則普遍重現貶值壓力。例如，特朗普贏得美國總統大選後，離岸人民幣創下逾五年的最大單日跌幅，近日人民幣兌美元再度貶值至接近 7.3 的水平，為近月新低。對香港而言，港元在聯繫匯率制度下與美元的降息步伐亦步亦趨、緊密聯動；美聯儲放慢降息腳步，無疑會令香港金融市場的利率下調空間有所收窄，企業面對的高息融資環境將持續更長時間，而香港資產市場的表現亦會受到拖累。同時，港元匯率跟隨美元保持強勢，亦不利於香港旅遊業改善價格競爭力，影響服務貿易的增長前景。

此外，特朗普一向以商人的形象自居，其競選團隊中有馬斯克(Elon Musk)這樣的跨國企業家，其在中國內地擁有巨大的投資頭寸和商業往來，讓外界一度希望特朗普在處理對華關係尤其是經貿領域時能保持務實的態度。但也須看到，特朗普近期公佈的提名或者傳聞將出任下任美國政府內閣名單中，不乏傳統上對華鷹派的政治人物。例如，近期特朗普正式宣佈提名有「反華急先鋒」惡名的盧比奧擔任國務卿，而他至今仍在中國政府的制裁名單之中。如果未來中美關係受制於一眾鷹派內閣成員的主導，不但難以指望會有明顯改善的轉機，而且更需警惕可能進一步惡化的風險。

概括而言，特朗普明年初正式就任之後，其對中美經貿關係乃至全球經濟的「衝擊力」將取決於競選綱領的落實程度。但無論如何，特朗普重返白宮打開了又一個「潘多拉盒子」，本已波瀾迭宕的國際地緣政治關係或會再度掀起驚濤駭浪，包括中國內地、香港在內的全球商家必須「打起十二分精神」而嚴陣以待。

## 2. 地方化債方案鋪路積極財政政策

11月4日至8日，第十四屆全國人大常委會召開了第十二次會議，會議表決通過《關於批准〈國務院關於提請審議增加地方政府債務限額以置換存量隱性債務的議案的決議〉》。財政部部長藍佛安在會後舉行的新聞發佈會上，對此作了進一步說明。

### 短評

近年內地地方政府普遍累積了大量債務，加之經濟增長未達預期，財政收支的矛盾愈發顯著。這導致部分地方政府為應對短期債務問題而疲於奔命，同時又因財政狀況惡化而陷入「巧婦難為無米之炊」的困境，在開展逆週期調控和推動經濟增長方面更顯「有心無力」。此次全國人大批准的「化債方案」（化解地方政府隱性債務方案），規模高達十萬億元，通過債務置換的方式，減輕地方政府的隱性債務壓力。

從全國人大發佈的《決議》看，此次「化債方案」主要包含三大政策要點。首先，自2024年至2028年的五年期間，每年從地方新增專項債中劃撥8,000億元人民幣，總計4萬億元專門用於化債。其次，在2024年至2026年的三年內，每年將增加2萬億的地方債務限額，累計達6萬億元。此外，針對棚戶區改造產生的2萬億元隱性債務，允許按照原合同條款規定在2029年及以後進行償還。財政部藍佛安部長指出，隨著這三項政策的協同推進，2028年前地方政府需消化的隱性債務總額將從原先的14.3萬億元大幅縮減至2.3萬億元；加之納入預算內的法定債務的利率普遍低於隱性債務，將為地方政府在未來五年內累計節省約6,000億元利息支出。

可以說，此次大規模的「化債方案」展現了中央在處理地方政府債務與推動經濟發展的兩大基本思路。一方面，中央對地方政府的合理融資需求秉持「開前門、堵後門」的原則，在為其建立規範化融資管道的同時，更嚴格地遏制地方政府通過城投公司等渠道增加新的隱性債務。藍佛安部長在記者會上直言，「在解決存量債務風險的同時，必須堅決遏制新增隱性債務。財政部將聯合相關部門，持續保持『零容忍』的高壓監管態勢，對新增隱性債務做到發現一起、查處一起、問責一起。」

另一方面，新方案標誌著中央在處理地方債務問題上出現重大的思維轉變，體現了「化被動為主動」的策略調整。截至去年底，全國地方隱性債務餘額達14.3萬億元；此次「化債方案」幾乎一次性解決了地方政府舉債融資方面的歷史遺留問題。這不僅有效緩解地方政府的短期財務壓力，防止因資金流周轉困難而引發「三角債」風險，還透過「以時間換空間」的策略，讓地方政府能夠騰出更多財政資源和精力來推動經濟發展，有助於固本培元，提升地方政府中長期的財務穩健性和可持續性。

然而，方案公佈後，資本市場的即時反應不如預期；這或許是因為部分投資者期待中央能出台類似2008年全球金融危機後推行的四萬億財政刺激方案。但須看到，儘管「化債方案」的焦點在於協助地方政府管控財務風險，以質素更佳的「良債」置換短期「劣債」，並未直接涉及到財政支出方面的刺激政策；但它無疑提前為地方減輕了負擔，使其能「輕裝上陣」。加上藍佛安部長重申中央財政還有較大的舉債和赤字提升空間，暗示有充足「彈藥」用來施行更大力度的逆週期調節；如同調理身體後再落重藥進補，中央刺激經濟的積極財政政策措施相信將陸續有來。