

港商時評

新局新思維 新質新增長

行政長官李家超昨宣布，新一份施政報告提前至9月份公布，公眾諮詢也因此提早至下周一展開。他指出，本港正進入經濟轉型期，認為政府和各行業均要識變、應變、求變，通過創新創造來發掘新增長點。的確，新變局須要新思維；發展好新增長點，特別是發展好新質生產力，當可推動香港更好實現新增長與新飛躍。

今屆政府強調務實作為，施政報告的提前公布與提前諮詢，正是一個體現。因之前疫情關係，今屆立法會會期將於年底結束；倘若施政報告維持10月發表，便恐出現一個奇怪狀況：由前一屆議會展開致謝議案辯論，卻由下一屆議會進行相關表決。鑒於立法會任期訂於四年，而施政報告發表日期則具彈性，且有多次改期先例，其中若不提前發表，就只能夠押後發表，甚至可能要待明年發表；為使香港更好適應新變局，務實的做法當然是爭分奪秒及早籌謀，盡快透過施政報告勾勒香港未來發展，部署重點工作。不僅如此，施政報告公眾諮詢還於下週展開，意味諮詢期不會因此縮短，市民仍有充足時間發表意見，李家超並預告會親自出席40多場諮詢會，亦凸顯他高度重視各界聲音。

施政報告的一大重點，乃在引領香港應對新變局——這必須革新思維，以適應新的客觀環境，其中須發展好新質生產力，作為香港持續發展以至加大發展的新增長點。所謂新變局，主要體現於地緣變局與科技變局兩個方面。「東升西降」乃是長期趨勢，短期來說也有供應鏈重整潮與資產重置潮；香港金融、貿易的軟硬件均須與時並進，施政報告既要致力優化營商及投資環境，也要助力業界發揮「內聯外通」優勢，更好融入國家發展大局與深化國際交流合作，特別是把握中東、東盟、拉美、非洲等全球南方新興機遇。創科時代的創新創造，當然重於新創科、新AI等的研發，同時也重在相關技術的普及應用；施政報告除要完善壯大相關算力、算法、數據、人才、資金的生態圈，亦要加大力度推動「AI+」等的創科應用，好讓各行各業藉此升級，才可確保香港競爭力與時並進、不致落後。

李家超表示，上任近三年來努力改變政府文化，建立以結果為目標的政府，推動政府工作步伐加快和主動做事；展望未來，當局還要在帶領香港適應新變局上，更好扮演創新創造的牽頭角色，由引入KPI考勤，到增設「全政府動員」級別機制，由第一份施政報告提出制訂多份涵蓋經濟民生的發展藍圖，到第二份施政報告成立多個工作組強化跨政策領導統籌，均見政府吹起了革新治理新風氣。針對地緣新變局與科技新變局，當局同樣要刮起創新創造新氣象，包括在政府層面強化「超級聯繫人」和「超級增值人」作用，譬如在率團訪問中東的成功經驗上再下多城，另外也要透過政府採購來促進創科研發，以及增強政府的「AI+」應用場景等，讓全社會更加習慣兼更易融入創科環境裏。

施政報告諮詢期快將展開，各界誠宜積極表達意見，好使當局集思廣益；相信務實有為、勇於革新的本屆政府，將在新一份施政報告體現出新局新思維，謀求新質新增長。

香港商報評論員 李明生

評美「GENIUS法案」的底層邏輯

香港中華總商會永遠榮譽會長 謝湧海

名家指點

美國眾議院近期通過了有關美元穩定幣的《GENIUS法案》，該法案引發了國際金融市場的廣泛關注。

根基在於綜合經濟實力

《GENIUS法案》規定美元穩定幣的發行方必須將出售穩定幣所得美元全數用來購買美國國債。在全球「去美元化」和「減持美債」的大趨勢下，美國政府試圖通過立法手段維持美元貨幣霸權和填補因美債需求流失而出現的空缺。然而，這一舉措與美國連年巨額財政赤字、貿易逆差，以及龐大的聯邦債務等結構性問題完全不在同一邏輯上，且該法案有可能為美債未來發生技術性崩盤進行了鋪墊，以及進一步暴露出美元體系面臨的更大系統性風險。

《GENIUS法案》充分反映了美國政府對美元霸權走弱的焦慮。一方面，近年來，隨着新興市場國家推動本幣結算、各國央行外匯儲備多元化趨勢，美元在國際儲備貨幣中的份額已從2000年的72%降至目前的58%。另一方面，在過去五年中，穩定幣市場異軍突起，增長了近5倍，市場規模由2020年的500億美元增加至約2500億美元，其中90%為美元穩定幣。所以，美國政府希望通過立法將美元穩定幣納入金融監管體系，可以在一定程度上鞏固美元在數字貨幣時代的主導地位。

然而，由於美元穩定幣的底層邏輯是法定貨幣美元，而美元的根基在於美國的綜合經濟實力。

投資者可用穩定幣轉移資產

首先，從財政方面看，美國財政赤字已連續多年超過1萬億美元，2024年達到1.833萬億美元，佔GDP比重高達6.4%，除新冠疫情的兩年外，創歷史最高。連年財赤將美國的聯邦債務推高至36.2萬億美元，債務與GDP之比超過122%。為了讓這個借新還舊的龐氏

騙局繼續玩下去，美政府已要求議會批准進一步提高借債上限。財政收支失衡持續削弱美元的內在價值。雖然穩定幣法案可能短期內增加美債需求，但杯水車薪無法從根本上解決美國的財政可持續性問題。

其次，從外貿角度看，美國貿易逆差是另一個制約美元的因素。美國已連續50年出現貿易逆差，2024年，美國貨物貿易逆差1.2萬億美元，服務貿易順差2950億美元，總的國際貿易逆差為9184億美元，比2023年的7849億美元增加了1335億美元。持續貿易逆差意味着美元不斷外流。穩定幣法案無法改變這一趨勢，反而可能加速美元外流，因為全球投資者可能利用穩定幣更便捷地轉移美元資產。

美國綜合霸權地位下降

第三，從美國的貨幣政策上看。美聯儲作為美國貨幣政策制定機構，其決策機制涉及多方利益考量。基於當前經濟形勢評估，貿易保護主義政策可能對國內通脹水平和經濟增長產生潛在影響，包括可能導致經濟增長放緩或出現滯脹現象。出於審慎考慮，美聯儲在近幾個月維持利率政策不變，這一決策與美國行政當局的預期存在分歧。2024財年，美國政府國債的利息支出已達到驚人的1.1萬億美元，年度利息支出首次超過1萬億美元，較2023財年同比增加2540億美元，增幅29%。債務利息的支出約佔GDP的3.93%，大大超過美國全年國防開支。高利率環境雖然支撐了美元匯率，但加劇了財政可持續性風險，形成惡性循環。近來，三家主要國際評級機構不約而同的下調美國債務評級，進一步提高了美國政府的借債成本，真可謂是雪上加霜。

第四，從市場層面展望，由於穩定幣有強制贖回機制，再加上互聯網資訊和交易秒殺，一旦全球投資者對美國經濟和財政判斷預期發生大的逆轉，突發美元穩定幣擠兌的話，必將對美元和美債造成世紀大衝擊，加速其崩盤速度和強度。

最後，從歷史經驗看，貨幣霸權需要強大的經濟基本面支撐。十九世紀的英鎊霸權建立在英國工業優勢和貿易順差基礎上。二十世紀美元霸權依託了美國經濟綜合實力和軍事實力。當前美國經濟面臨製造業空心化、勞動生產率放緩等結構性問題，2024年美國製造業增加值佔GDP比重已從2005年的13%降至為10%，遠低於我國的28%。另外，其軍事實力也正在被我國追趕，甚至超越。時任中共中央政治局委員、中央外事工作委員會辦公室主任楊潔篪曾警告美國不要再從實力地位出發與我國進行對話。近來，美國在中東、俄烏戰爭等問題上都表現出力不從心，美國綜合霸權地位下降，也令其難以支撐貨幣霸權。

法案未能有效改善財政赤字

《GENIUS法案》的另一個潛在風險是監管套利。法案僅適用於美國境內的穩定幣發行方，可能促使發行機構遷往監管寬鬆的離岸金融中心。這種監管規避行為將削弱法案的實際效果，甚至可能導致美元穩定幣市場份額下降。

說到底，美元穩定幣只是諸多數字貨幣中的一種。全球央行數字貨幣(CBDC)的興起可能削弱美元穩定幣的影響力。目前，我國數字人民幣試點已擴展至多個國家和地區，歐盟數字歐元項目也已進入準備階段。在這些主權數字貨幣基礎上，下一步都有可能發展出這些法定貨幣的穩定幣，在跨境支付和交易等領域，成為美元穩定幣強有力的競爭對手。

綜上所述，美國《GENIUS法案》是美國政府維護美元霸權的一次嘗試，但難以從根本上解決美元體系面臨的結構性挑戰。財政赤字、貿易逆差、債務高築，以美國綜合實力下降等深層問題持續侵蝕美元的信用基礎。在全球經濟多極化、貨幣數字化快速發展的背景下，單靠立法手段難以維持貨幣霸權。美元的長期穩定最終取決於美國能否重建財政紀律、提升經濟競爭力，而非僅僅依靠金融監管的技術性調整。

中美新一輪貿易談判有多極聯動性

全國政協委員、中國香港（地區）商會會長 楊莉珊

熱門話題

新華社報導指出，當地時間6月9日，中共中央政治局委員、國務院副總理何立峰與美方在英國倫敦開始舉行中美經貿磋商機制首次會議。中國和美國在倫敦開始新一輪貿易談判，世界兩大經濟體正尋求鞏固不穩定的休戰狀態。

6月9日中美雙方在倫敦開始貿易談判，這是繼5月日內瓦會談後的第二輪正式磋商。

美國代表團由財政部長貝森特、商務部長盧特尼克和貿易代表格里爾組成，中國代表團則由副總理何立峰帶隊，談判焦點在稀土問題和芯片出口限制上。美國對中國限制稀土出口很不滿，稀土是汽車和半導體製造的關鍵材料；中國則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。稀土與芯片是談判桌上的王牌博奕。白宮經濟委員會主任哈塞特明確表示，談判核心目標是確保中國恢復4月初之前的稀土輸美規模。中國5月雖出口5.865噸稀土，較4月增長，但美方認為仍未達協議預期。稀土作為電動汽車電池、半導體和軍工產品的關鍵原料，中國掌握全球90%以上的供應鏈，其出口限制對多國汽車製造商造成影響。中國則要求美國放寬對先進芯片及技術的出口限制，包括人工智能芯片和航空發動機技術。美方商務部長盧特尼克首次加入談判團隊，被視為特朗普政府可能在此領域讓步的信號。此次談判承載着兩國迫在眉睫的經濟壓力。中國5月外貿資料顯示，對美國出口率暴跌至34.6%，進出口增速均低於預期，國內CPI連續四個月下跌，通縮風險加劇。美國同樣面臨物價上漲與經濟降溫的雙重壓力，一方面，能源、食品及住房成本高企推動通脹頑固難消，持續侵蝕民眾購買力；另一方面，高利率環境抑制消費與投資，製造

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

則反對美國限制高端芯片出口。談判背景是緊張的。雖然5月達成了90天休戰協定，相互降低關稅，但雙方都指責對方違反協議，中國5月對美出口暴跌34.6%，美國則因稀土短缺面臨製造業困境。

業景氣度下降，就業市場初顯疲態，經濟增速明顯放緩。這一情況使美聯儲面臨複雜的政策權衡，一方面需要通過維持緊縮性貨幣政策來抑制通脹，另一方面過度激進的加息措施可能加劇經濟下行壓力，並可能引發經濟衰退。

全球產業鏈屏息以待

稀土供應關係到製造業供應穩定。雙方5月達成90天貿易休戰期，美對華關稅降至30%，中對美關稅降至10%，但相互指責對方違反協定，使休戰期瀕臨破裂。

中國正以稀土為籌碼展開「貿易統戰」，一方面向歐盟提議建立稀土出口「綠色通道」，換取高科技產品出口解禁；另一方面與日韓加等國協調立場，組建對美關稅統一戰線。美國則急需對華談判成果推動與其他國家的關稅談判，尤其針對7月9日到期的對等關稅寬限期。

特朗普宣稱收到「向好信號」，但北京仍是「不簡單的對話夥伴」，何立峰在會前與英國財長協調的姿態，更凸顯這場談判超越雙邊範疇的多極聯動性。當兩大經濟體交換條件，全球產業鏈正屏息以待，這場博奕或將決定2025年世界經濟能否避免滑向全面貿易對抗的深淵。

中美經濟實力對比的真實景象

顏安生

經濟瞭望

時下，紐約超市裏一加侖牛奶售價4.5美元，較三年前上漲近40%，這是美國通脹的真實寫照。與此同時，中國寧波港的龍門吊正將滿載光伏板的集裝箱裝上貨輪，發往歐洲，中國製造正在席捲全球。2024年，美國GDP總量雖然達29.2萬億美元，中國為18.94萬億美元，表面看差距在拉大，但這組數字背後，中美真實經濟實力的對比卻是另外一番景象。

美國GDP統計存在諸多「水分」

美國的GDP統計存在諸多「水分」。2024年美國GDP增速2.9%，可過去四年CPI累計漲幅高達21.2%。反觀中國，5%的經濟增長幾乎全由實際產出推動，CPI僅微漲0.2%，PPI甚至下降2.2%。剔除通脹因素後，中國實際增速比美國高出2.1個百分點。而且，美國採用支出法核算GDP，把自有住房虛擬租金（佔GDP超7%）、法律訴訟、醫療帳單、監獄費用等非生產性服務都納入統計。中國則以生產法為主，聚焦工業與服務業實際產出。若按中國標準調整，僅剔除虛擬租金一項，美國GDP估值就能縮減超2萬億美元。另外，匯率波動也影響數據。去年人民幣兌美元平均匯率貶值，導致以美元計價的GDP「縮水」，但按購買力平價計算，2023年中國經濟規模是美國的121%，並且還在繼續領先對美的差距。

在產業發展上，中美走上不同道路。美國沉迷金融衍生品和虛擬服務，中國則打造出全球最完整的工業體系。去年中國製造業規模連續15年位居世界第一，增加值佔GDP比重達27.7%，是美國的2.5倍。規模以上工業增加值按年增長5.8%，對經濟增長貢獻率超四成。中國製造業技術實力不斷增強，裝備製造業增加值增長7.7%，貢獻率達46.2%；高科技製造業增長8.9%，佔比持續上升；光伏組件產量佔全球80%以上，新能源汽車滲透率突破40%；造船業新接訂單量全球佔比67%。隨着「中國製造2025」收官，半導體與人工智能領域突破不斷，33家國家級製造業創新中心累計突破672項關鍵技術。中美產業能力高低

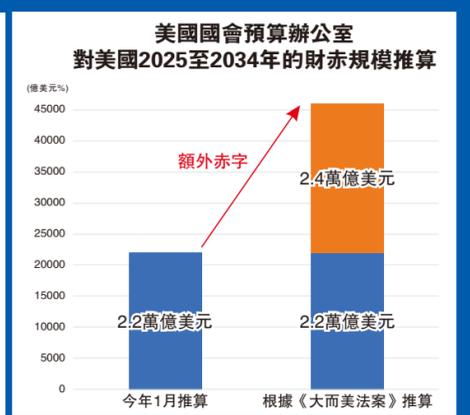
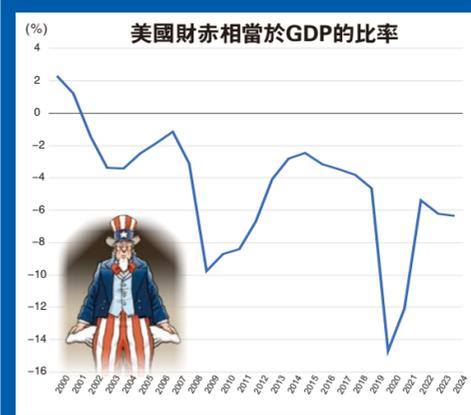
立見。在國際經濟競爭中，中美態勢也在悄然生變。中國連續十多年是全球貨物貿易第一大國，去年跨境人民幣收付金額達64.1萬億元，按年增長23%，在中國國際收支中的比重升至53%，首次超過美元成為中國跨境交易結算的第一大貨幣。而美元霸權根基開始動搖，全球去美元化加速，去年新興市場本幣結算協議大增，沙特首次接受人民幣購買石油。美國依賴債務擴張的經濟模式難以為繼，其GDP近70%靠消費拉動，政府支出拉動0.56個百分點增長。隨着中國CIPS系統競爭力提升、熊貓債發行規模創新高以及人民幣國際化的快速推進，美國最後擁有的金融霸權也正面臨崩潰。

中國發展潛力優勢明顯

從發展潛力看，中國優勢更加明顯。5億農業人口正轉化為高質量勞動力，規模以上工業企業達51.2萬家，較2023年增長6.1%，1.46萬家專精特新「小巨人」企業，以小量佔比貢獻大量利潤，形成良好創新生態。美國卻面臨諸多問題，製造業空心化、高端芯片產能不足、基建更新緩慢；人口紅利消退，260萬農業人口難以支撐產業回流；金融與實體經濟脫節，研發成果產業化率持續走低。中國60萬家科技與創新型企業構建起新質生產力矩陣，去年設備工器具購置投資增長15.7%，為未來技術突破打下堅實基礎。

單純對比GDP，無法看清中美經濟實力的全貌。當美國把律師費、虛擬房租計入GDP時，中國工廠正生產全球80%的光伏組件；當美元霸權受到衝擊時，人民幣已在跨境貿易結算中不斷拓展版圖。經濟實力的較量，本質是產業控制力與貨幣自主權的博奕。中國製造業增加值佔全球比重超30%，搭配日益完善的人民幣跨境支付網絡，新的經濟秩序正逐步顯現。總之，美國實際的經濟狀況遠沒有GDP數據看上去那麼光鮮亮麗，而中國的實際經濟水平則遠遠高於GDP的統計數據，GDP反映出來的美強中弱表象所掩蓋的卻是中強美弱的現實。

《大而美法案》財赤多大？



美國總統特朗普的《大而美法案》，觸發市場對美國財政憂慮，甚至連親密盟友馬斯克都大肆抨擊。究竟，措施對美國財政帶來多大影響？新冠疫情期間，美國財赤一度惡化至相當於GDP的14.7%；去年雖回落到6.4%，涉逾1.8萬億美元，但仍高於疫前的3%。不同於此前一個財赤高峰，2008年金融海嘯後美國財政很快復常，也有別於其他各地正積極推動疫後復常，當中包括了推動疫下財赤復常，《大而美法案》則反過來會進一步加大財赤。無黨派的官方機構美國國會預算辦公室(CBO)指出，未來十年財赤因此料再增2.4萬

億美元，理由是新法案雖然會減少政府支出1.3萬億美元，但政府同期收入減少卻達3.7萬億美元。辦公室曾於今年1月推算，同期財赤規模料為2.2萬億美元；換言之，新法案會令美國財赤問題惡化超過一倍，共涉4.6萬億美元！當時，推算中的財赤仍有年輕輕微回落至相當於GDP的5%左右，到2030年再重新攀至6%附近；但新法案若然落實，毫無疑問，美國財赤更不可能重返疫前水平，而是勢必進一步大幅惡化。屆時，財赤將相當於GDP多少？則端視美國未來GDP增長——或衰退的動向。