



►美元指數今年下跌或充分定價了各種利空，明年該指數可能沒有市場預期那般那麼弱。

經濟觀察家

儘管近期美元指數錄得一定反彈，但市場機構普遍繼續看空美元，基於利率預期、地緣政治風險及國際貨幣體系變革等因素，認為其未來仍可能面臨貶值壓力。出於對外匯市場的敬畏，仍有必要警惕2026年出現美元指數止跌企穩，甚至重新走強的市場意外。

警惕明年美元反彈風險

在全球關稅風暴衝擊下，美元指數不漲反跌是2025年國際外匯市場最大的意外。2024年11月，時任哈佛大學教授的米蘭在其撰寫的工作論文（又稱「米蘭報告」或「海湖莊園協議」）中，將美國加徵進口關稅後，有可能推升市場避險情緒，導致美元指數升值而非美貨幣對美元貶值，部分抵銷關稅的通脹效應作為基準情形。

實際情況是，在特朗普2.0時期的經貿政策導致「美國例外論」破產、美元信用受損的情況下，美元指數震盪下跌。到2025年9月16日（均指當地時間，下同），美元指數收盤價創下年內新低96.64，年內最大跌幅達10.9%。後隨着美聯儲於9月17日和10月29日連續兩次降息落地且降息預期逐漸降溫，疊加美國政府停擺、經濟數據真空、歐洲政局動盪等因素影響，美元指數止跌反彈，到11月底升至100附近，收於99.44，年內跌幅收斂至8.34%。

特朗普重返白宮後，在較短時間內推出了一系列政策舉措，擴大了美元信用裂痕。一是對全球輪美產品開徵「對等關稅」，致力於減少美國巨額貿易赤字，動搖美元信用的資本環流基礎。若「對等關稅」政策的目標達成，美國貿易逆差銳減，將從供給端收縮全球美元流動性。同時，揮舞關稅武器脅迫全球為美國貿易逆差「買單」，違背了美國長期踐行的多邊貿易規則，也將從需求端削弱全球持有美元資產的意願。

二是將交易邏輯置於共同價值體系之上，損害同盟關係，動搖美元信用的政治基礎。特朗普的「對等關稅」不僅針對美國的競爭對手，也針對美國的傳統盟友。在貿易談判中，美國對盟友也是毫不手軟，用關稅工具施壓對方增加自美採購、擴大對美投資等讓步。

三是大肆干預美聯儲獨立性，動搖美元信用的貨幣基礎。特朗普上任後，多次公開貶低美聯儲專業性，施壓美聯儲降息，同時通過干預美聯儲人事安排鞏固其影響力。這種對美聯儲獨立性的直接破壞，讓市場擔憂美聯儲可能淪為政治工具，侵蝕美元信用的獨立性根基。

四是放任財政赤字膨脹，破壞美元信用的避險屬性基礎。在信用本位下，美元的信用邊界等同於美元創造安全性資產的邊界，而美債的「安全資產」屬性，又高度依賴於美國的財政紀律與債務償付能力。特朗普政府通過的《大而美法案》背離財政約束，有可能進一步惡化美國中長期財政前景。

擔心美聯儲有可能淪為特朗普政府的政治工具是市場當前的主要疑慮。尤其是2026年5月鮑威爾卸任之後，新任美聯儲主席有可能成為特朗普的傀儡，屈從於政府意志而大幅降息，以滿足特朗普低利率、弱美元的偏好。

如果2026年美國經濟增長放緩，就業市場急劇惡化，而通脹風險有限，美聯儲順勢而為進一步降息，雖



有可能令美元走弱，但應該不會損害美元信用。只有當美國經濟出現滯脹，失業率和通脹率雙雙反彈，才有可能讓美聯儲進退維谷。此種情形下，市場擔心美聯儲重蹈20世紀70年代時任美聯儲主席伯恩斯的覆轍，罔顧通脹壓力而屈從政治意志降息，最終讓通脹變得不可收拾。

但也不能低估美聯儲官員的職業操守，更不能低估美聯儲捍衛其獨立性的決心和勇氣。例如，鮑威爾就是特朗普於2017年提名出任美聯儲主席，2022年在拜登政府支持下連任美聯儲主席，到特朗普2.0時期屬於「三朝老臣」。在特朗普1.0時期，鮑威爾頂住政治壓力於2017年和2018年累計加息7次；在特朗普2.0時期，他又頂住政治壓力於2024年重啟降息周期、連續降息3次後，2025年連續5次按兵不動，直到9月份才恢復降息。

不排除鮑威爾繼任者到位後，在其位謀其政，更多尊重專業、珍惜榮譽。當美聯儲的雙重使命面臨衝突時，其更需要向市場證明其捍衛美聯儲獨立性的決心和勇氣，未必會對政府唯命是從。

聯儲內部分歧加劇

如果美聯儲鷹派超預期或者說鴿派不及預期，不排除美元指數獲得階段性支持。正是因為10月議息會議後的新聞發布會上，鮑威爾給12月降息預期「潑冷水」，被解讀為鷹派的降息，才助推美元指數10月中旬以來反覆衝擊100。

日前有美國媒體指出，即便特朗普任命了新的美聯儲主席，2026年的降息願望也難以實現，因為美聯儲權力結構正在發生歷史級別的裂變。美聯儲歷史上的穩定，靠的不是「主席權威」，而是會前反覆溝通、公開話術統一，投票幾乎永遠是「壓倒性共識」。現在卻可能出現「3個甚至4個反對票」，且無論是「降息」還是「暫停」都會有人反對。這意味着美聯儲已經失去了寶貴的「共識」，新任美聯儲主席不能隨心所欲。這無疑將加大全球金融市場波動，因為市場真正定價的不是政策本身而是政策的可預期性、決策路徑的穩定性。

特朗普關稅是2025年加劇全球單邊主義、保護主義，破壞多邊貿易體制，衝擊全球產業鏈供應鏈穩定，阻礙國際經濟循環的動盪之源。10月中旬，IMF（國際貨幣及基金組織）在更新《世界經濟展望》時，將保護主義措施升級可能會抑制投資、擾亂供應鏈並抑制生產率增長，列為當前世

界經濟下行面臨的主要風險之一。

若美國最高法院沒有推翻特朗普的關稅政策，明年美國主要是執行今年同主要貿易夥伴簽訂的新貿易協定；若最高法院推翻其關稅政策，明年美國主要是執行B方案，對其關稅政策進行修補，以督促貿易夥伴執行已簽訂的貿易協定。雖然不排除特朗普隨時可能會「掀桌子」，但大體其經貿政策會階段性地保持基本穩定。

然而，全球經貿格局屬於動態博弈，不排除2026年特朗普關稅對全球產業鏈供應鏈重構產生多米諾骨牌效應。一方面，美國脅迫其他國家和地區簽訂的貿易協定中含有「毒丸條款」，限制通過第三方對美國的間接出口（轉出口），這有可能會引起相關國家和地區之間新一輪的經貿紛爭。另一方面，特朗普關稅以減少美國巨額貿易赤字為重要目的，這將加劇全球範圍內的存量博弈，出口市場將會變成更加賣貴和稀缺的資源。為爭奪海外市場或保護國內市場，相關國家和地區之間也難免起貿易爭端。

關稅博弈外溢

2025年，特朗普掀起的全球關稅風暴令「美國例外論」破產、美元國際信譽受損、美元指數承壓。如果2026年全球經貿紛爭的大主角不是美國，而換成了其他國家和地區，不排除美元有可能重新扮演避險資產的角色，這將對美元指數形成新的支持。

綜上，匯率走勢的演進通常是非線性的，故切忌線性單邊思維。近年來，關於美元走勢的市場共識就經常被證偽。2016年，受益於英國脫歐公投通過、美聯儲緊縮預期和年底「特朗普交易」行情，美元指數全年收漲3.7%。2017年，「特朗普交易」大幅回撤，美元指數全年累計下跌9.9%。2018年，美元指數並未延續上一年的跌勢，受益於特朗普1.0時期的關稅政策推升市場避險情緒和美聯儲緊縮，全年收漲4.1%。如前所述，2025年「特朗普關稅有可能推高美元，部分抵銷關稅通脹效應」的基準假設亦被證偽。

因此，不排除2025年美元指數下跌已充分定價了各種利空，2026年美元指數可能沒有市場預期的那麼弱。同時，這也意味着基於美元趨勢性走弱的非美貨幣被動升值、資本回流、資產重估等各種情景假設也需進一步驗證，各方對此需有心理和措施上的準備。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

出海中東 先要學會接地氣

有朋友問筆者，想和中東人做生意，除了要親自過去了解，還要注意什麼？藉着今次中東之旅，與一批內地民企的考察和拜訪，不難發現想做中東人的生意，就要先融入他們的圈子，用我們中國話講就是要「接地氣」。學懂這一招，不單中東適用，放諸哪一個海外市場都適用。

要接得到當地地氣，筆者倒有小秘訣，那就是要先讀懂所在土地的文化歷史，參觀國家博物館就是最直接高效的入門課。今次中東行我們一行人便走進沙特國家博物館，不過逛博物館不是簡單的走馬觀花，首先要從文物中理解中東夥伴的合作底線和價值取向，例如博物館裏最具代表性的古蘭經手抄本和青銅劍文物，背後體現他們對信譽和傳承的極致堅守，以及骨子裏的務實執著，與擁有這些特質的人做生意，就要先明白他們把長期信譽看得比短期利益更重要，講究承諾必達的價值取向。

博物館所展示的民俗生活風貌，則提供了中東人社交邏輯商務溝通的節奏。像是家族團聚的木雕，體現他們非常重視家族的紐帶，講究團圓信任。先有人情、再有生意的社交基因，從中可以窺探。在沙特做生意，重要的是建立情感聯繫，慢熱的溝通會比單刀直入更無往而不利。此外，對於當地氣候、地理、風土等等的人文信息，也能讓人理解這個地方最豐富的是什麼，最缺的是什麼，面對的困難是什麼，從中既可避雷，也可找到商機。

要從歷史中觀察中東的發展脈絡，在古今對比中找到合作的契合點。例如在沙特博物館，介紹當地怎樣從遊牧文化一路延伸到今天的新能源發展，特別是那些展示沙特從傳統能源向多元化經濟轉型的產品，其實就是在釋放明確的產業新賽道和等待合作的信號。

最後須記住幾件關鍵知名文物，這是日後在中東幫你拉近距離、體現對當地文化尊重，以及打開深度溝通話題的妙招，讓當地客戶和你洽談時變得更有熱度、深度與溫度，這種從文化入手的聊天，比起純粹的業務寒暄更容易建立可信賴的合作關係。

在當地拜訪龍城商會期間，兩位中資企業家的實例，正好闡釋了「接地氣」的重要性。商會一位從事建材貿易的企業家，過去推薦外牆材料，光說質量好沒人在意，後來換思路，向客戶提供兩種塗料的抗高溫測試報告，用數據說話。報告證明普通塗料暴曬三個月會

褪色，而他的塗料加了抗紫外線成分，暴曬半年還是原樣，而且保溫的材料能令樓宇在夏季減省20%空調電費；他還會在沙塵暴天氣之後主動聯繫客戶，提醒檢查外窗密封度，強調可派專業師傅免費檢查。正是靠懂中東天氣，懂客戶需求的两招，不僅回頭客多，客戶還主動幫他介紹新生意，這份接地氣的用心，比任何廣告都管用。

廠區內設立禮拜室

另一位企業家的公司有近一半員工是穆斯林，每天要做5次禮拜，有時候遇上生產線繁忙，員工不好意思請假，但又耽誤了禮拜，難免影響心情。而該企業家想出一個兩全其美的辦法，專門在廠區設立整潔的禮拜室，再根據禮拜時間靈活調整生產線的排班，原本集中的作業工程工序安排到做禮拜的前後時間，確保員工能安心完成禮拜。在穆斯林開齋節時，除了給予員工法定假期，還會發過節補貼，這些舉措令員工對公司的歸屬感特別強，離職率低、生產效率自然提高。這份以尊重當地信仰和生活習慣為出發點的心思，比起加人工更顯關愛，也更令員工受落，視企業為家，把工作做得更好。

可以說，中資企業在中東的競爭力，一半看產品，一半接地氣。論產品，我們國貨無論是質量或性價比都沒問題，但要打得進市場，獲得客戶認可，讓員工安心打拚，就要在細節上下功夫。接地氣，聽着不過是做一些小事情，背後離不開是對不同文化間的信任和尊重，而這恰恰是中東生意場上最寶貴的敲門磚，也是共享平台能為有意出海的企業家們去分享的信息和經驗，讓更多企業少走彎路，從文化裏找答案，在尊重中共求贏，把生意真正在海外的土壤扎下根來。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



▲中資企業在中東的競爭力，一半看產品，一半接地氣。

利好湧現 港樓明年料升7%

香港今年在經濟層面不斷都有令人欣慰的消息。其中，香港11月採購經理指數（PMI）升至52.9，連續四個月處於擴張區間，顯示營商環境持續改善，擴張速度更是逾兩年半以來最快。出口訂單亦在逾一年後首次恢復增長。另外，澳洲會計師公會的調查指出，63%的企業預期明年經濟將穩步擴張，反映市場信心正在提升。

其實，香港的經濟復甦在日常生活中已可見端倪。筆者在年初時已經觀察到，很多旺區的路面開始由暢順轉為擠塞，尤其在周末及假日更為明顯。到了現在，這種情況愈來愈明顯，甚至讓人忘記了早幾年的冷清。雖然有車主抱怨晚飯時間或假日出入商場要大排長龍，甚至因擠塞而心煩意亂，但這正是經濟復甦的表徵。相比疫情前後的冷清，大部分人寧願選擇現時的繁忙。

年初股票市場率先跑出，帶動市民消費動力，樓市亦緊隨其後轉旺。減息進一步提升市場信心，令業主及

準置業者的消費開始鬆手。減息不但吸引投資者快人一步在樓市部署，更驅使不少小市民重新啟動置業計劃。從今年成交市況的演進可見，樓市的旺勢是層層遞進，並非單靠一兩個政策或突如其來的好消息來刺激交投。因此成交暢旺的日子較長且平均，並不是「曇花一現」。

市場氣氛回暖 置業者趕入市

雖然在最近一個多星期，全城因哀悼宏福苑大火而令樓市活動稍為放慢，新盤推售暫緩，置業者及業主亦在等待美聯儲議息結果，令市場氣氛稍有轉變。但隨着市面逐步復常，減息與否即將塵埃落定，加上聖誕及新年的長假期臨近，部分準置業者將會趁議息後及假期前的空檔加快入市，務求趕及走上2025年的樓市尾班車。

筆者預計，這次地產市場的上升周期起碼會有五年左右。整體而言，明年樓價起碼會有7%的升幅，而且是大牛市的開端。

（作者為利嘉閣地產總裁）



◀減息不但吸引投資者加快入市，更驅使不少小市民重新啟動置業計劃。