



▲2025年金銀和美元表達的就是舊秩序裂痕，而人民幣匯率與AH股表達的是新秩序中的新與力量開始新露頭角。

經濟觀察家

如果討論美元問題，只拘泥於「特里芬悖論」（Triffin dilemma，或譯特里芬困境、特里芬悖論），無法真正抓住問題的本質。我們需要去探究美國模式的深層根源，進而捕捉隱藏在美元背後的全​​球舊模式困境。

DeepSeek 動搖美元價值

1971年美元宣布跟黃金脫鈎之後，全球暫時陷入貨幣失序的混沌，其後在1980年代里根政府帶領美國和全球走出滯脹，不僅只依靠貨幣收緊，而是更深刻地確立了美國經濟主線，也確立了美國和全球經濟共處的模式。科技讓美國主導的全球經濟擺脫對黃金的貨幣信仰，避免持續通縮可能。

美科技壟斷 鞏固美元地位

美國對內和對外都繞不開科技，我們將科技視為「美國模式」的內核。對內，科技是解決美國潛在增長效率提升的出路；對外，美國利用科技維繫美元體系並確保在全球產業鏈中佔據絕對主導權。

美國模式的意義在於，確保美國通過商品和資金循環獲取全球價值鏈最厚收益。美國國內不斷追求科技創新，以匹配強勢美元和不斷抬升的人均收入。對外將大部分國家攏入美國布局的全球經濟網絡，同時引導新興經濟體承接一輪又一輪的廉價製造，美國再用美元購買這些低價產品。而在美元循環的另一端，也是美國科技的意義所在，吸收資金回流美國。

強美元意味着，在商品循環中，美國利用自身信用享有廉價製造品；而資金循環中，美國再度吸引全球資金投資美國科技，享受科技帶來的超額壟斷收益。

為了美國模式和全球舊秩序，美國首先需要保持科技壟斷。保持強美元並吸收全球流動性回籠美國，都需要科技壟斷，所以美國越發依賴科技研發投入。對比歐洲和日本，這些躺在中高端生產製造優勢及存量資本上的老牌資本主義國家，美國更像一個年輕的經濟體，不斷創新，不斷在科技上做出突破。

為了美國模式和全球舊秩序，還需要維持全球供應外包穩定。所謂境外供應外包的穩定，指的是美國境外的生產供應穩定且易被美國調控。只有在穩定的供應情況下，美元才能夠任意購買生產製造產品，強勢美元才有經濟意義。

一旦上述兩大條件不成立，美國模式及其所決定的商品資金循環脆弱性便暴露。所以我們就能理解，為何美國不斷投入科技研發，科技佔美國經濟的比重越來越高；美國在海外不斷尋找新興經濟體承接供應鏈，並經常動用關稅手段來分散供應鏈壟斷。科技可以非常流暢地解決了美元的「特里芬悖論」（意指美元必將陷入幣值穩定和全球流動性充裕的悖論中），但圍繞科技壟斷建立的美國模式迎來新的困境，也是當下美國真正的困境。對外，如何同時保持科技壟斷和製造安全；對內，如何彌合效率提升下的階層撕裂。

美國模式的雙重困境

美國模式第一個困境，科技強勢和製造安全不可兼得。因為科技在兩個維度「絞殺」美國境內的製造業，強勢貨幣和要素成本。

美國只要保持科技領先性，就會源源不斷吸引全球資金湧向美國，同時也吸引國內資金，所以科技崛起會帶來強美元和高利率。這也就回答了



歷史上美匯指數、美債利率中樞和科技研發的強相關。

對美國製造業而言，強勢貨幣和偏貴生產要素的雙重擠壓，經濟選擇就是製造業流向美國境外。不論以哪種形式嘗試讓美國製造業回流的政策，都會宣告失敗。1980年代里根選擇科技立國，自此之後美國不止一次發起過貿易戰以及非關稅壁壘，但從未真正扭轉過（哪怕微幅扭轉）美國製造業敗局。

很多不明其理的美國民眾，將美國製造業外流，由此帶來的階層滑落歸咎於中國「搶飯碗」，這樣的苛責大可不必。美國製造業的衰落是美國科技霸權的伴隨現象，也是美國選擇科技為內核的美國模式所必須付出的代價。

以此再來理解1980年代至今，美國製造業衰落史，也是美國科技霸權史。

美國模式第二個困境，科技壟斷、社會穩定和通脹平穩是美國繞不開的「不可能三角」。因為科技通過兩個維度加大了美國不同收入群體的階層撕裂。

科技對融資利率並不敏感，並且源源不斷虹吸資金流向科技板塊。所以每一輪科技革命興起，都不可避免地抬升美國境內融資利率。高利率不僅挫傷美國製造業競爭力，也同樣壓制美國國內利率敏感性的信用需求，例如地產等建築業部門，以及汽車等居民耐用消費板塊。

將美國不同收入群體資產分布放在一起，我們能夠更加清晰理解科技對美國社會撕裂的影響。美國不同收入群體資產配置結構大相逕庭。佔據美國絕大部分資產的前10%收入群體，主要資產配置在股票和企業股權，不足20%資產投向地產。換言之，美國高收入群體的資產對利率並不敏感，對股票和科技更敏感。相反，收入排位靠後的美國民眾，例如後50%收入群體，絕對資產集中在地產和汽車，恰恰對利率高度敏感。

新一輪科技爆發後，全球大量資金流向美國，做多美股（尤其科技股），高收入群體的資產快速漲價，這是美元潮汐機制賦予美國高收入群體的福利。而科技起始帶來的高利率，衝擊地產價格，中低收入群體的資產受到壓制。

每一次科技革命不僅在收入分配和崗位創造上拉大美國階層差距，更通過資產價格起落分化而加速階層差距拉大，這是科技加大美國階層撕裂的第二個作用渠道。

現在的問題是，有沒有好的方法能夠維持科技壟斷同時，盡量彌合美國階層撕裂？疫後美國政府交出了答

卷——財政寬鬆。至少針對最底層收入群體，美國跨過所謂的市场化原則，直接動用財政來兜底中下階層的收支平衡，這在一定程度上改善了美國傳統部門消費，平滑了階層撕裂。但這並非沒有代價，代價就是更高的通脹，進而連帶更高的利率。

至此我們清晰感受到美國不可能三角——科技領先、中低群體收入消費改善、通脹下行。

中國科技吸引全球資本

當科技壟斷和供應安全遭到挑戰，「美國模式」確定的全球舊秩序脆弱性暴露。2025年有兩件事情具有非常強的標誌意義，DeepSeek和貿易戰。DeepSeek宣告美國科技壟斷不再高度確定，中國依然是科技大國，可以跟美國在人工智能（AI）上一較高下。

站在當下這個時間點再來復盤2025年全球資產行情：為什麼全球資產中三類資產表現非常另類，金銀漲幅最好，AH股顯著優於海外其他股市，美元下跌？

先從中國股票方向逆轉開始講。A股風偏真正徹底轉向，標誌是DeepSeek，而非2024年的「924行情」。因為「924行情」只是政策層面給出風偏提振的信號，隨後市場在等待政策中情緒反覆搖擺。真正確立牛市方向，並且清晰展現出科技有色主線的，也是從DeepSeek之後。

因為DeepSeek讓市場看到中國經濟在科技方面的突破方向，也在全世界都困惑地產困頓之後中國未來走向何處時，給出了一份響亮的答案，中國經濟發展的方向非常清晰，走向科技，走向中高端製造。

也是自此之後，美國模式主導的全球舊秩序開始鬆動。4月以來掀翻世界貿易組織（WTO）規則的全面貿易戰讓全球舊秩序鬆動來得更快一些，而中國製造業的強勢，也讓中國A股在貿易戰中倖存下來，並給出了更高溢價。2025年金銀和美元表達的就是舊秩序裂痕，而人民幣匯率與AH股表達的是新秩序中的新興力量開始新露頭角。掀翻WTO規則的關稅戰，中國出口分毫不傷，反倒美國需求和通脹雪上加霜，宣告美國孜孜以求的供應鏈話語權不復從前。

舊秩序脆弱性之後，全球將試圖構建新秩序，新秩序有三大趨勢：（1）科技的競合博弈將越發激烈；（2）中美都嘗試主導構建供應鏈話語權，尤其是涉及關鍵產業安全；（3）貨幣重構將滯後於科技和供應鏈重構。

（作者為中信建投證券首席宏觀分析師）

完善跨境交通

近年，北上消費、南下旅遊及跨境商務往來已逐漸成為新常態。2024年，往返深港兩地出入境約有1.93億人次，經港澳大橋口岸出入境亦有2847萬人次，同比分別增長五成及三成。要讓這股人流更好轉化為區域經濟動能，以至粵港澳大灣區人文融合，持續檢視及完善陸路跨境通關相關機制及基建，無疑是箇中關鍵。

優化通關模式

現時，港深之間共有7個陸路口岸。新皇崗口岸亦將會在年內啟用，更首次採用「合作查驗、一次放行」模式（俗稱「兩地一檢」），市民及旅客只需排一次隊，即可一併完成兩地通關手續，通關時間將由原來所需的30分鐘，大幅縮短至5分鐘，大幅提高通關效率。據了解，日後港深兩地亦將探討在重建後的沙頭角口岸和新建設的口岸中，應用「兩地一檢」的通關方式。

事實上，香園圍口岸、深圳灣口岸，以及高鐵西九龍站亦具備條件實行「兩地一檢」。在改裝設施上難度較低，若能採用新通關模式，將能便利市民及旅客跨境出行。

此外，「兩地牌」車輛及「港車北上」經香港關口無需下車查驗，但進入內地則要「人車分離」，若碰上周末及節假日或會出現「車等人」、「人等車」的情況，或會造成擠塞。建議兩地出入境部門考慮擴大「人車共檢」的適用範圍，或直接在實行「兩地一檢」的新皇崗口岸中以試點方式運作。

強化大灣區跨境協調機制

為更便利粵港澳三地市民跨境出行，大灣區出入境相關部門應加強溝通、協調運作。橫琴口岸的一站式隨車人員驗放廳能夠大大減少隨車人員的通關時間；全運會期間，三地特別為運動員及物資車輛實現「無感通關」。

筆者建議「港深口岸規劃建設工

促進灣區互聯

作專班」可以升級為「粵港澳口岸規劃建設工作專班」，由三地相關部門定期舉辦聯席會議，相互借鑒經驗，共同協調假期人流應對及便利通關等問題，讓三地居民出行感受到「路路暢通」。

加快跨境鐵路建設

北部都會區是香港未來的人才集聚高地和創科中心，港深西部鐵路（鐵路）連接北都和前海兩大未來發展區域，築起港深創新走廊。

當鐵路通車後，洪水橋至深圳前海僅需約15分鐘車程，有利於發揮港深兩地人才和資源的優勢，加快互聯互通，深化兩地在專業服務、現代物流業和創科上的協作。對於人才而言，鐵路擔當着港深兩地人文融合、民心相通的重要橋樑，促使粵港澳大灣區「一小時生活圈」更具體可感，專業人士、科研人員、創業青年可以在香港居住、深圳工作，反之亦然，常態化實現跨境就業與生活「雙向奔赴」。

有關鐵路設計與工程內容，港深兩地政府已採用「同步建設、統一營運」的模式推展工作。現階段，鐵路擬在香港設3個車站（洪水橋、厦村及流浮山）、深圳設2個車站（深圳灣口岸及前海），並會在深圳兩個站點建設「一地兩檢」口岸。理論上如果由香港出發到前海，就無需在深圳灣站下車過關後再上車前往，反之亦然，與最早期的構想，即所有乘客須從深圳灣站下車，再轉乘深圳段或香港段列車分別前往兩地，確實會帶來更大便利。而如何理順在深圳一邊上車乘客的進出問題，亦需有關當局加以考慮和設計好。

路通則財通，大灣區三地要抓住機遇，加快推動規則銜接、機制對接，便利市民出行、人才往來，促進大灣區一體化協同發展。

（作者張偉光為大灣區發展基金會高級研究主任、徐諭為大灣區發展基金會助理研究主任）



▲新皇崗口岸將於年內啟用，更是首次採用「兩地一檢」完成兩地通關手續。

「置易付」簡化交易 加速二手換樓鏈

踏入科技迅猛發展的大時代，各行各業對「創新」的追求與日俱增，地產代理同樣迎來變革。日前樓按市場出現全新安排，由2026年2月28日起，「置易付」將正式推行至二手住宅市場，涵蓋住宅大廈及車位等，買賣雙方可直接經銀行「過數」，賣方最快即日「到數」，大幅提升資金周轉效率。

這項創新措施為買賣雙方帶來高效與安全的雙重保障，進一步優化交易流程，令樓按市場交易環境更具秩序，同時推動本港樓市加速數碼化轉型，提升整體市場競爭力；更重要的是，賣方資金即日起到手，顯著增加資金靈活性，有助加快啟動樓市「換樓鏈」，為樓市長遠發展注入強勁動力，堪稱業界又一里程碑。

一手領跑樓市 吸金310億破頂

科技要「新」，買家於置業需求上同樣求「新」。承接近月一手市場強勢，新盤市場百花齊放，交投全面「雄起」。據美聯物業研究中心綜合「一手住宅物業銷售資訊網」資料及市場消息，今年截至2月3日的短短34日內，一手成交量已錄得約2927宗，較去年同期約819宗按年大升約2.57倍，創2013年一手銷售條例實施以來同期紀錄新高。



樓市旺丁更旺財。資料顯示，資金加速流入本港住宅市場，期內一手市場已吸金約310.5億元，按年急升約2.76倍，較2019年同期高位約199億元大幅高出約56%，同破歷史高位。資金加速湧入住宅市場，於此可見一斑。

值得注意的是，發展商敢於調高貨尾盤售價「試水溫」，背後原因在於新盤去貨速度加快，庫存壓力驟減。最新統計顯示，最新1月底全港累積貨尾量錄約17816伙，按月續減約3.1%，連跌12個月，創自2023年4月後的33個月新低。

資金持續流入新盤市場，超級豪宅成為大贏家。外資大行發表「全球超級豪宅報告」顯示，去年第四季全球12個主要市場中，樓價逾1000萬美元（約7800萬港元）的超級豪宅共錄得555宗成交，按季升17%。其中香港錄得81宗，涉及約122億港元，成交宗數及金額均創逾4年新高，躍升全球第2位。

事實上，踏入2026年，超級豪宅表現持續亮麗。本年截至2月3日，逾億元一手成交量已錄得約27宗，已達去年全年101宗四分之一以上，令整體市場向上動力再添熱度。

總括而言，當前香港樓市正處於「早春」階段，氣勢如虹。一手市場持續領跑，超豪宅強勢起動，二手交易數碼化革新「落地」，皆為樓市全面回勇的明證。

展望未來，預期香港樓市將維持穩步向上的步伐，尤其一手市場將繼續領跑市場，刺激整體樓市表現更上層樓。

（作者為美聯集團行政總裁（住宅））

▲香港去年第四季超級豪宅成交宗數及金額均創逾4年新高，躍升全球第2位。