

美中期選舉前瞻 象黨難獨霸兩院



▲從消費者信心指數看，如果民主黨在國會席位增加，將會進一步提振原本就高企的經濟信心



非凡觀點

筆者預期美國中期選舉結果將符合歷史平均水平，民主黨有60%的機會獲得眾議院微弱多數席位，而共和黨仍將控制參議院。總體而言，今年的政治氣氛持續對民主黨有利，而經濟因素則利好共和黨。採用多變量回歸模型綜合分析這些因素可看出，共和黨的情況比筆者剛啟動此項分析時略有改善。該模型顯示共和黨在眾議院中將失去大約13個席位，降幅低於歷史平均水平，這會使共和黨在眾議院中的多數地位極為微弱。

瑞銀財富管理亞太區投資總監及首席中國經濟學家 胡一帆

不過，上述估計可能存在較大的「誤差範圍」，且沒有將其他因素考慮在內，例如共和黨即將退休的議員人數較多，導致其在職優勢低於平常水平；民主黨的籌資優勢；特殊選舉的基調等，這些都可能提高民主黨在中期選舉中大舉獲勝的概率。

基本盤是關鍵

當前選舉已進入衝刺階段，投票率是一個關鍵變量，而這是筆者無法準確預測的一個指標。儘管選民在此次選舉前熱情高漲，但歷史告訴我們，2016年以來投票率已大幅下降。中期選舉的平均投票率只有39%，遠低於總統大選的56%。但投票率下降在兩黨支持者中並非均勻分布，因此關鍵問題在於哪個黨能提高基本盤的投票率。

情景推演

基於以上分析，筆者維持情景概率不變。分裂的國會（民主黨控制眾議院、共和黨控制參議院）出現的可能性較高，概率為20%。在此情景下，兩黨在兩院各自僅會佔非常微弱的多數。需要提醒的是，筆者估計「民主黨控制國會」的情景對於風險資產的影響將是中性甚至負面。這並不是對民主黨政策平台的評判，而是因為在此情景下，國會與特朗普領導下的白宮更加對立，有可能導致政治運轉失靈，國會無法推進必要立法程序的風險升高。贏得選舉（以眾議院席位變化為衡

美國股票板塊分析

下一屆國會能通過的議案數將有限。共和黨在掌控國會兩院以及白宮的情況下，仍然未能廢除《平價醫保法案》，稅改法案是在採取所謂「和解」程序以避免「冗長演說」（filibuster）干擾的情況下才勉強獲得通過。

筆者認為，共和黨在未來兩年面臨更艱巨任務的概率高達98%，即便民主黨能夠鎖定參眾兩院多數（有這種可能性但不大），其多數優勢也會極其微弱，若沒有特朗普的背書，將無法通過任何法案。

在關鍵的經濟議題上，例如貿易、移民、互聯網監管等，兩黨要麼需要跨黨派合作，將部分決定權交給行政部門，要麼保持現狀，直到2020年總統大選。這也是筆者預期中期選舉對市場影響有限的原因之一，對於美國股票板塊的影響同樣也有限。

兩個「搖擺行業」——金融與工業，受今年中期選舉結果的影響較大。金融：如果共和黨繼續掌控國會兩院，那麼金融股的變化將微乎其微。不過，如果民主黨控制眾院或參眾兩院，

這可能會從兩方面產生負面影響。

首先，對市場不太友好的國會可能放緩監管鬆綁的步伐，並澆滅對立法修訂《多德—弗蘭克法案》（Dodd-Frank Act）部分條款的期待。

其次，在民主黨勝出的情景下，瑪克辛·沃特斯（Maxine Waters）和謝羅德·布朗（Sherrod Brown）可能會分別擔任眾議院金融服務和參議院銀行委員會主席。他們對委員會議事日程的掌控及其意識形態和論調，至少會使金融業股價承受更大的因消息面波動而產生的壓力。

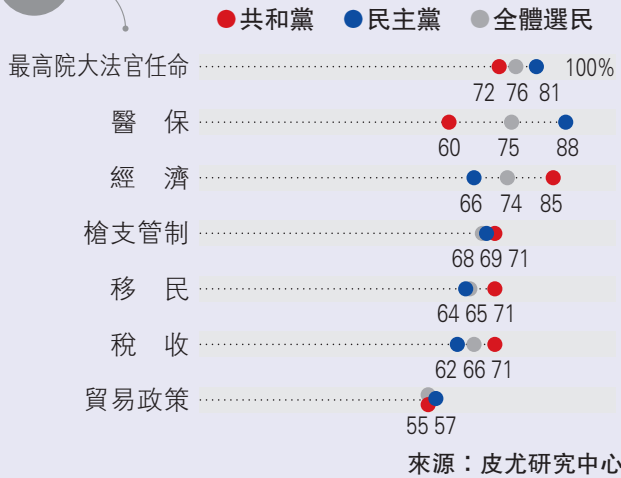
工業：就工業行業而言，共和黨控制國會（即維持現狀）是正面因素，因有可能緩和兩黨相互掣肘的政治僵局。

目前共和黨選民基本支持特朗普的貿易談判，若要兩黨共同推動限制行政部門徵稅的權力，還需要足夠多的共和黨人改變心意。即便在民主黨掌控國會的情景下，他們也沒有足夠的選票來推翻總統的否決權，或者避免共和黨「冗長演說」（filibuster）的阻撓。

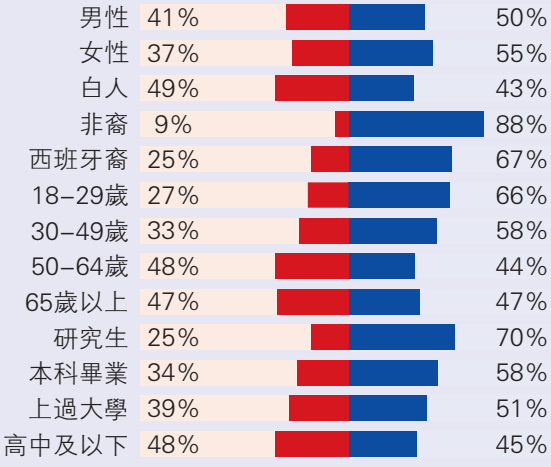
結論

如果共和黨在11月6日中期選舉中的表現優於預期，筆者對上述兩個板塊的看法將更加正面。不過，影響市場走勢的還有更重要的因素，即便民主黨意外勝出，政治因素也不太可能逾越基本面的影響。隨着2020年總統大選漸行漸近，一旦中期選舉結果塵埃落定，市場揣測將迅速變化。

選民最關心議題



選民情況



科創板與建設多層次資本市場

德國波恩大學經濟學博士 沈凌



廟堂江湖

上海召開第一屆進口博覽會，本來試圖和有六十年歷史的廣州出口交易會形成一進一出的貿易開放格局，沒想到由於「上海要設科創板」這個消息的放出，進博會昨日在資本市場上出現了激烈反應，並且將其理解成為對深圳創業板的利空。於是上午十點半開始，創業板指數大跌百分之三，但下午走勢很快好轉，尾盤還微漲了一點。

建設多層次資本市場

這是為什麼呢？或許是因為市場傳言：科創板將會類似於新三板，引入合格投資人門檻，並且將取消或者大幅度放鬆漲跌停板制度。這樣一來，我們就會發現：科創板將不是一個簡單的市場擴容，而是一個多層次資本市場建設的問題。

若熟悉筆者都知道，我一直呼籲建設一個多層次的資本市場，並認為這是促進經濟增長和技術創新的重要制度保障。因為就和交易博覽會一樣，如果我們辦兩個一模一樣的出口交易會，就很容易形成激烈的同質化競爭，不利於國家整體利益。但現在我們辦了兩個交易會，一個是出口的，代表了中國「世界工廠」的形象；一個是進口交易會，也許會形成「全球超市」的形象。那麼這兩者之間就會較少地競爭而較多地互補。

上述的差異化競爭原則在經濟學理論上早就有闡述，並且分成水平化差異和垂直化差異，還有最大化差異原則。只不過，其在資本市場上的運用往往被人忽視了。

資本或許是同質的，你的一塊錢不會和我的一塊錢有所區別，但投資人的風險偏好是不一樣的。所以，我們看到隨着中國的經濟增長，大量的積蓄轉化為銀行存款，或者理財產品（和銀行存款基本類似的固定收益產品），並沒有進入到股市裏面來。就是因為這些資金的投資人風險偏好很低，不願意介入A股市场。

認識到市場資金的風險偏好程度不同，是建設多層次資本市場的基礎。我們不應該試圖去「教育」投資人「市場有風險」，而應該設

立多個不同風險程度的投資市場，讓各類投資人找到最合適自己的風險偏好的投資場所，各取所需、各歸其位，才可以把資金有效地用於實體經濟的發展。

風險投資越來越重要

隨着經濟增長，我們會慢慢渡過大量實物投資作為經濟增長引擎的初級階段，並由此越來越多地需要由技術創新來引領經濟增長。這就意味着，我們越來越多地需要把資金投入到風險程度很高的技術創新領域，而這並不是銀行為代表的間接融資市場的拿手好戲。因此，我們可以理解，為什麼領導人想要發展直接融資市場，特別想要設立科創板。這樣的初衷想要得以實現，就需要有效運用最大差異化原則，把風險偏好最大的那些投資人吸引到科創板上去交易，從而和低風險偏好資金為主的主板市場充分區別開來。

應用好「最大差異化原則」

現在A股整體處在低迷階段，主要就因為我們的資本市場沒有針對不同風險偏好的資金有效地貫徹最大差異化原則。低風險的資金找不到合適的投資標的，因為我們的大型藍籌股雖然看上去利潤率很高、市盈率很低，但他們不把利潤拿出來實實在在的分紅，所以計算出來的分紅收益率一點兒也不高，讓低風險資金不願意進來。

而高風險的資金本來並不在乎這點兒分紅，只希望能夠充分自由地交易，去博取短線價差，我們又不斷地干涉這類交易，讓他們不能「興風作浪」從而降低了流動性。實際上，任何買賣行為，只要沒有欺詐，都是平等的，不存在「投資」好，而「投機」壞的說法。我們要做的，其實就是通過市場建設，最大可能地讓喜歡長線投資的資金和喜歡短線投機的資金各得其所，最後為經濟增長所用，為技術創新所用。

冀科創板落實差異化原則

所以，筆者期待科創板能夠真正地落實差異化原則，和創業板以及主板市場錯位競爭。同時，也希望管理層充分敦促主板上市績優藍籌公司，加大分紅力度，吸引低風險偏好資金入場，既能改善其投資收益，也能降低經濟整體槓桿率。

樓價租金背馳 樓市窄幅整固

Q房網，香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

近日股市大幅波動，上周五港股急速反彈1070點，創近十年最大單日點數升幅後，昨日港股又顯著回落551點。股市波動同時，樓市亦吹起淡風，成交量持續減少，二手交投幾近冰封，買家觀望心態濃厚，令樓市正式踏入整固期。按政府最新數字來看，差餉物業估價署剛公布，最新9月份的整體私人住宅樓價指數，進一步回落至388.8點，較對上一個月數字顯著回落1.44%，整體樓價已經連續兩個月下跌，樓市是否已經跟隨股市，一起由牛市轉入熊市。

今次跌市有何特質，或者我們可以從差估署的數字來仔細分析一下，首先今次跌市主要由大單位引發下跌。按8月份以面積計算各類單位的樓價指數，當中以面積達1076平方呎（100平方米）以上的D及E類單位跌幅最顯著，在8月份已率先按月下跌0.39%，而同期面積為1076平方呎以下的中小型單位，8月份指數基本上仍能保持平穩，其中面積為430平方呎（40平方米）以下A類單位，更可逆市保持升幅。

不過，根據最新9月份分類樓價指數顯示，跌幅已擴展至全數A至E類型的中小型以至大型豪宅單位，兩者跌幅更維持相若水平，其中面積1076平方呎以下的A、B、C類單

位，最新按月跌幅達1.43%，其餘D、E類型豪宅單位，按月跌約1.3%。與此同時，大家亦需留意，雖然整體樓價指數已經連跌兩個月，但同時間最新9月份整體租金指數仍維持升幅，換言之過去兩個月，樓價及租金走勢持續出現迥異，樓價續跌但租金仍維持升幅，最新租金指數報197.8，按月再升0.6%。當然基於過去樓價升幅持續高於租金升幅，按最新指數計算，最新樓價按年仍錄得14%升幅，其間租金升幅只有6.3%。

業主資金壓力有限

因應整體租金指數持續上升，反映租金市場供求仍然緊張，換言之，即使樓價回落，但因應租賃市場依然緊張，業主仍會繼續持有單位作長線收租。相信在租金上升的情況下，業主不必需要大幅減價求售，加上自金管局過去數年間，接連收緊按揭成數，令整體業主借貸比率仍處於低位，拖欠比率亦持續低企，整體按揭市場仍處於相當健康水平，相信短期內樓價仍只會處於窄幅整固的水平。

總括而言，在投資的領域中，牛市（Bull Market）代表市場走勢持續向上、相反熊市（Bear Market）代表市場走勢持續向下的意思，在經濟的起伏循環活動過程中，牛市和熊市會交替出現。而且在很多時候，幾時由牛轉熊，由熊轉牛，一時間亦難分清楚。以樓市而言，買家仍需按自己置業需要以至財政負擔能力來作考慮。