▲在面對辯論全國電視直播的壓力下，特朗普的策略是攻擊拜登的口誤，來顯示自己在智力和體力上更適合當選總統

電視辯論可助特朗普翻盤?

9月29日，特朗普和拜登將在俄亥俄州展開總統大選的首場電視辯論。2019年以來，特朗普的民調支持率一直落後於拜登。博彩市場上，今年6月以來拜登也持續領先，平均贏率比特朗普高出7.6個點，比民調上的平均7個點的優勢還要更大。一些知名資產管理公司的研究發現，受益於拜登政策的美股投資組合今年以來的業績表現一直都好於受益於特朗普政策的組合。

春風夏語
夏　春
諾亞控股首席經濟學家

不過，很多人認為特朗普在11月3日翻盤的機會依然很大，原因就是他們認為特朗普將在電視辯論中佔上風，爭取到還沒有做出決定的選民支持。特朗普本人就非常希望通過電視辯論來壓倒拜登。民調也顯示，特朗普相比拜登辯論上的贏率多出6個點，在獨立選民中特朗普的領先優勢更為明顯，差距高達10個點。在華人圈，大家普遍也認為特朗普伶牙俐齒，也善於狡辯，在辯論中佔上風將是大概率事件。拜登之前唱獨角戲時多次出現口誤，在面對辯論全國電視直播的壓力下，特朗普的策略是攻擊拜登的口誤，來顯示自己在智力和體力上更適合當選總統。

那些年的金句與失言

自1960年肯尼迪和尼克松的首場總統辯論以來，辯論就成為了大選中的一個關鍵環節。傳統上，媒體和選民都認為首場總統電視辯論的影響力遠遠高於後面兩場電視辯論。畢竟，後兩場辯論離投票日太近，大部分人在首場辯論結束後應該已經有了偏好的人選。那麼，到底電視辯論會能否對大選結果產生決定性的影響？

相信電視辯論可以決定大選結果的人，往往熱衷傳播一些「傳奇」故事。也就是一些總統候選人在辯論中依靠幾個「金句」就實現了轉敗為勝的大逆襲，或者因為幾個低級失誤，就讓煮熟的鴨子飛了。

前者的經典例子很多。1984年的總統辯論中，當里根73歲的年齡被主持人挑戰時，他睿智地回應說：「我不會把年齡作為這次競選的一個問題。我不會出於政治目的利用我對手的年輕和缺乏經驗。」與之競爭的蒙代爾也為這句話逗笑了。1992年比爾．克林頓在辯論中一段不到90秒鐘的關於如何重振美國經濟的演講，被認為是勝選的決定性因素。當然，他那句「笨蛋，是經濟問題」早就廣為人知，現在已經出現各種新版本。

而後者最讓人熟悉的就是1992年老布什在辯論中幾次看手錶被認為底氣不足，或者心不在焉而敗選。2000年，戈爾在與小布什的辯論中不斷發出嘆氣聲也給觀眾不太好的印象。至於口誤引發失敗的最經典的例子，是1976年福特在辯論中錯誤地表示「東歐沒有蘇聯的統治」，遭到了媒體的持續抨擊，大選輸給了卡特。

辯論對選民影響有限

然而，更仔細地研究發現，歷史上的總統辯論對選民投票的影響，其實被媒體誇大了。絕大多數贏得大選的總統在首場辯論開始前的民調支持率就高於對手，並且一直把優勢保持到了大選投票日。上面提到幾個「傳奇」故事都不例外。

筆者是1992年上大學，拿我和大家都印象深刻的大選為例，從1992年比爾．克林頓和老布什的競爭，到2016年特朗普和希拉里．克林頓的競爭，唯一一次民調支持率與大選結果相反的就是2016年特朗普的反敗為勝。但有趣的是，希拉里．克林頓在前兩次總統辯論結束後的民調支持率都是高於辯論前，而特朗普恰好相反，給人強烈感覺特朗普敗局已定，但結果卻讓大家眼睛都掉出來了。

很多人會因為2016年的英國脫歐和美國大選的結果，而對民調準確率產生嚴重懷疑。但拙著《「以錢投票」比「以口投票」的預測準確度更高嗎？》明確指出，以美國黨內初選和兩黨大選的結果來看，相對於最終結果，民調的準確率明顯高於博彩市場的贏率，民調比大家想像的更準。

美國皮尤研究中心自1988年以來的一項長期民調，在大多數情況下，有60%以上的選民認為總統辯論對於他們做出選擇有一定幫助，但這並不意味着總統辯論對大選具有決定性影響。在總統候選人的黨內初選和兩黨大選耗時超過一年半的過程中，媒體鋪天蓋地地報道，早就使選民對不同候選人的主張和個性了解逐漸深入，源源不斷的民調結果也早在辯論開始前就讓大家看到了全國和各州選民的偏好。要想靠三場辯論來改變選民心目中的理想人選，其實是難於上青天的。

以2016年為例，只有10%的選民表示他們在總統辯論進行中或者結束後，才決定了要支持哪位候選人，而22%的選民是在兩黨的全國代表大會進行過程中就做出了選擇，更有42%的選民是在這一會議之前就做出了投票給誰的決定。

不少政治學的研究顯示，電視辯論其實更多地是強化或者擴大選民對候選人原來的喜惡，而不是改變原來的看法。兩位候選人的民調支持率差距會在辯論後擴大，而不是縮小。原因在於心理學上說的「確認性偏差」，儘管辯論展現的信息是一樣的，但希拉里的支持者會記住和傳播她表現好的部分，忽視或者忘掉她表現不好的部分。因為人們通常只想聽自己想聽的，用有利的證據去證實自己原本的偏好。

因此，特朗普想靠電視辯論翻盤，恐怕事與願違。即使他能夠抓住拜登的失誤贏得支持者的點讚，但卻會讓不喜歡他的人更加不喜歡他，而不是降低對拜登的支持。

研究顯示，候選人在電視辯論上的表現，在影響黨內初選的結果上，效果明顯高於大選。原因很簡單，黨內初選時，候選人比較多，因為同屬一黨，彼此的政綱差異原本就沒那麼大，選民對他們之前的競選關注度也不夠。電視辯論提供了一個平台，讓大家在同一時間把政綱拿出來比較，並彼此質詢和辯論，能夠提供較大的信息量和參考價值。

個人選擇受外界干擾

這些年，政治學界對電視辯論對總統大選的影響也做了細緻的研究，一些比較有趣的發現值得和大家分享：

有研究發現高清電視出現後，年長的競選者，因為面部皺紋和表情被更清晰地展示，更容易給觀眾留下不好的印象，典型的例子就是2008年與奧巴馬競爭的麥凱恩。

有研究發現，自稱對選舉了解有限的受訪者，承認對他們選誰的一個主要因素就是候選人的顏值，他們更可能投票給心目中的帥哥。這個結果其實在金融行業很常見，更帥或者更美的分析師，他們對企業未來盈利的預測相對更準，但在絕對意義上，還是很不準。而更帥或者更美的基金經理，更容易募資，但他們的實際業績表現卻和其他基金經理沒什麼差別。

由於現實中的電視辯論會受到很多人為干擾，很多學者採取可控實驗的方法來研究辯論對觀眾的影響，發現觀眾的偏好非常容易受到其他觀眾，或者外部干擾因素的影響。比如播放同一場辯論，一些人觀看的是兩位候選人的原始畫面，一些人觀看的是去掉引起觀眾掌聲之外的畫面，一些人觀看的是其他同時參與實驗的觀眾表情和情緒反應的畫面，還有一些人觀看的是「假扮」觀眾的反應畫面，結果發現這四組人的觀後感會對投票行為產生明顯的差別。

另外一個好玩的實驗是讓兩組人觀看英國2010年大選電視辯論，卡梅倫和克萊格挑戰布朗。第一組看到的畫面會顯示一個布朗獲得觀眾現場喜好度，上下起伏前進的「蠕蟲」，線條一會高一會低，第二組會看到顯示克萊格支持度變化的線條。當然，這些「蠕蟲」都是被實驗者人為控制的。結果顯示，第一組和第二組觀眾分別認為布朗和克萊格的辯論表現最好。但事實上，民調顯示卡梅倫獲得了觀眾最高評價，他也成功成為英國新首相。

可見，我們作為社會人，在做決定時，並非完全基於個人喜好，而是深受周圍朋友和同事的影響。這些發現對於熟悉心理學的朋友來說，沒有任何驚艷之處。筆者在喜馬拉雅FM上開設的《經濟學家夏春的投資必修課》裏，就詳細介紹了各種各樣的心理和行為偏差對我們的生活和投資決策產生重大的影響。可惜的是，他們通常讓我們的投資業績更差，而不是更好。

（本文僅代表個人觀點）

外資套利助推人幣匯率

領軍智庫
姜偉男
中國外匯投資研究院
金融分析師

6月以來，人民幣匯率自7.12到6.75，單邊升值3700點，走勢極端。中國二季度經濟增長3.2%，在全球具有領先優勢，疊加中國債券利率較高、股市稍有企穩、對外開放程度放寬，尤其打開外資湧入通道是推升人民幣的根本誘因。同期對標美元走勢，人民幣由追補美元跌幅轉為單邊升值背離，其中的邏輯值得研究。

不難發現，中美經濟環境與政策側重存在差異，輿論導向隨波逐流，造成外資炒作、利用人民幣資產套利。

需求旺盛引致升值

從匯率波動的邏輯來看，人民幣升值主要是需求相較旺盛，這是後疫情時期中國經濟恢復效果帶來的引流效應，但需求並非全部來自實體經濟，部分是因為外資炒作避險而追捧資產套利的籌謀。特別是在中國不斷加大對外開放力度，外管局取消QFII（合格境外機構投資者）和RQFII（人民幣合格境外機構投資者）之後，人民幣升值顯得格外強勁而明顯。

由此拆分到中國主要資產價格指標，自6月以來，A股上漲突出，7月站上3000點，同期匯率由7.17元的相對低位開啟升值，這對於當時強勢美元而言着實屬於「廉價資產」。一方面，中國二季度經濟指標正增長的表現領先於全世界，人民幣資產短期「避險」作用高於歐美主要發達國家。

另一方面，中國國債收益率高於發達國家尤甚，以10年期國債收益率來看，中國處在3厘水平，美國10年期國債收益率為0.6厘；中國LPR（貸款基礎利率）報3.75厘，美聯儲基準利率　至0.25厘；進而人民幣匯率低於6.95時，債券收益率利差完全可以覆蓋掉人民幣升值效應。

據統計，中國8月債券市場月度增量高達1177.5萬億元人民幣，況且以美元買入人民幣資產推升人民幣的過程中，外資流出中國市場換回美元同樣是以強勢人民幣購買「相對廉價美元」，匯率價差也可以保證外資的額外收益率。因此，套利空間擴大加之外資流入通道拓寬是推升人民幣的根本原因，而不僅僅是市場輿論導向中國經濟恢復具有長期投資性。

從中國市場現狀來看。首先，中國央行貨幣政策穩定，比之歐美主要發達國家利率有調節空間，但受限於全球環境難有動作。人民幣處於市場化摸索階段，最重要的特性是人民幣分為在岸與離岸兩個報價體系。在岸市場是銀行間的外匯市場，報價體制主要跟隨離岸價格波動，央行中間價機制調節。如人民幣在5月偏貶階段，銀行間18個月的遠期報價可以達到7.3水平；而9月人民幣相對升值階段，人民幣18個月遠期報價已經不足7。

其次，國外市場體制相對於國內更加成熟，經驗與規則不能同語。如2020年4月美國原油期貨5月合約可以跌出負值，這是除美國市場之外前所未有的風控體系與報價規則，嚴重打破傳統認知與常理，這說明美國市場體制的健全程度與風險承受度引領全球。尤其是目前離岸人民幣重心已由香港轉為新加坡，且離岸相對於在岸人民幣更加靈活與市場化。比較突出的特點是，國內節假日期間兩地人民幣具有寬泛的交易時間差，這將導致經常性發生的節後在岸市場開盤追補離岸市場價差局面，波動幅度之大容易讓外貿企業忐忑不安。

風控體系需加緊建設

最後，匯率市場做市商報價不同，國外做市商報價更加貼近市場即期匯率，且國際市場外匯日交易量高達6萬億美元之多，國內在岸市場僅限國內銀行間體量有限，匯率更容易受到外資的影響。因此，人民幣國際化、市場化的過程中，主導能力偏弱，受制於外部市場顯得被動，風控體系是需要加緊建設的重要環節。

綜上所述，人民幣升值與中國經濟環境、外資套利均有關聯，但歸根結底仍是中國市場體制與資產價格有利可圖。中國作為貿易出口大國的地位不可動搖，疫情期間已充分體現生產製造多元化與全球需求度。中國對外開放亦勢在必行，市場磨合期間易發生外資大幅流入流出現象。

然而，人民幣升值抵銷外貿出口企業利潤的不良局面初顯端倪，因此，強化市場風險體系建立分級引導外資流向成為未來市場改革的重點。

業主「換」身份 謀求再入市

樓語縱橫
陳坤興
Q房網香港董事總經理

過去每次樓市轉勢，或稱之為轉角市，樓價指數的準確性往往受人質疑。今年樓市受疫情反覆以及經濟持續弱勢影響，銀行估價明顯下調，樓價有所回落。不過，按照差餉物業估價署的樓價指數計算，今年首七個月指數竟錄得輕微回升，難免令人費解。

當然，每個樓價指數的計算方法都會有一定局限性，因應土地註冊制度，所有成交登記涉及一定時間的滯後，加上在疫情下近月二手交投亦稍稍淡靜，個別屋苑零成交情況下，如何尋找市場價格自然更見困難。再者，自港府約四年前將住宅從價印花稅的第一標準稅率提高至樓價15%後，平均每月均有數百宗的內部轉讓的成交登記，翻查紀錄，最新內部轉讓比率更已連升三個月。

內部轉讓連升三月

上述所指的內部轉讓，是指買賣雙方中其中一人的名字相同，意思是部分原先聯名持有單位的家庭客，以內部轉讓的形式售予其中一名的家庭成員，行內俗稱為拆契，讓本身以聯名名義持有單位的業主，可以恢復「首置客」的身份享有較低的從價印花稅的稅率。

Q房網香港數據研究中心最新的統計，綜合今年首八個月土地註冊處的二手成交登記，過去四個月（即今年5月至8月），平均每月涉及多達333宗成交，買賣雙方的其中一個名字屬於相同，比對於今年年初（即1至4月），平均每月只有256宗屬於內部轉讓成交，以按月二手註冊來計算，內部轉讓比率已經連升三個月，由今年5月份的6%顯著增加至上月8.5%。換言之，按上月二手成交中，平均每12宗成交，便有一宗成交屬於內部轉讓個案。

業主內部轉讓宗數和比率均逆市上升，反映過去數月間，即使期間疫情一度嚴峻，但仍有一定比率的成交屬內部轉讓，業主看好後市，自製「首置」身份部署稍後置業；當然整體經濟仍未走出陰霾，業主對後市取態難免轉趨謹慎。但即使觀望，不少業主仍然趁機進行內部轉讓，不排除適時「再入市」，加上近日疫情轉趨緩和，疫後經濟逐步重啟，相信未來二手市場交投可望逐步回升。