

1月5日，美國民主黨贏得佐治亞州兩個關鍵參議院席位後實際局勢佔優，大選前民調顯示的民主黨「藍潮」實現。即使隨後美國發生特朗普支持者衝擊國會的嚴重騷亂事件，美股卻幾乎沒有受到任何影響，連漲三天，美股三大指數同創新高。去年大選之前，投資者因為擔心「藍潮」發生而拋售科技股，但現在「藍潮」來了，科技股的投資者似乎反而毫不在意。仔細思考會發現，「藍潮」發生前後資本市場的反應，其實和四年前特朗普贏得大選，共和黨同時拿下國會參眾兩院控制權，實現「紅潮」之前與之後的市場反應，具有高度相似性。

# 藍潮下的美股去向



▲分析認為，拜登實現競選承諾，即施政順利的可能性要比市場預期的更大。 法新社

春風夏語



夏晨

諾亞控股首席經濟學家

儘管投資圈內外都熱衷於分析評論政治、國際關係、軍事行動、自然或人為災難性事件，但數據很清晰顯示，這些事件對資本市場影響通常十分有限而且短暫。去年疫情發展與美國的社會運動的嚴重程度與資本市場的走勢關聯度都不大，國會衝擊事件沒有影響資本市場也不算太大的意外。

## 大選過後股市回暖

2016年9月中旬開始，民調顯示特朗普的支持度明顯上升。投資者開始擔心特朗普的貨幣、貿易、外交和移民政策。例如特朗普主張撤換美聯儲主席，應該快速加息遏制股市泡沫。在貿易問題上他反對自由貿易和TPP（跨太平洋夥伴協議），主張對北美自由貿易協定進行重新談判，並威脅對中國加徵45%稅率的關稅，以縮小貿易逆差。

當時，美股的回調一直持續到大選前。一些重量級基金管理人認為，特朗普當選將使得美股下跌少則20%，多則40%。而去年9月開始，民調顯示「藍潮」可能性很大，科技等成長股因為將遭遇民主黨更嚴格的監管和更高的稅收而出現明顯回調，資金湧向金融、能源等落後的價值股。同時，市場擔心大選後出現法律爭議和社會騷亂，整體風險偏好下降。美股回調一直持續到11月大選前。

值得一提的是，歷史數據顯示大選前股市上漲遠多於下跌，下跌意味着現任總統所在黨派候選人極大概率輸掉選舉。而大選結束後，股市極大概率會出現上漲。

2020年大選之後，「藍潮」和社會騷亂都未出現，市場認為拜登的施政將遭遇重重阻力，科技股反彈。由於新冠疫苗捷報頻傳，股市憧憬經濟復甦的速度好於預期，價值股因為估值低獲得更多資金追捧。股市持續回暖至今。

## 外界期待刺激方案

回看上屆總統選舉，特朗普贏得

大選後，市場對他的治國方略的擔心僅僅持續了四個小時，股市就由跌轉漲，並一直持續到2017年年底。

當時投資者迅速把焦點放到了特朗普施政綱領中有利於經濟發展和資本市場的部分。特朗普關於企業和家庭減稅計劃和對企業放鬆監管，可以在「紅潮」下順利實現，就是市場態度轉變的核心原因。至於特朗普那些可怕的主張例如對貿易對手進行關稅報復，市場相信並不會那麼快執行。筆者認為目前資本市場對「藍潮」的反應，在重複對當年「紅潮」的反應。投資者清晰地知道，拜登對富人和大企業的加稅計劃，在疫情得到控制，經濟恢復到原來的水平之前，是不可能快速推進的。實際上，「藍潮」的成色並不夠分量（民主黨在眾議院的席位有所減少），離「橫掃」具有相當大的距離。參眾兩院席位平分秋色，在疫情對議員的健康衝擊下，隨時可能出現權利傾斜。而且在參眾兩院拉布嚴重的情況下，拜登政府的施政仍然困難重重。

既然選舉塵埃落地，市場焦點馬上轉到拜登施政綱領中有利於經濟發展和資本市場的部分。既然民主黨一統江湖，那麼規模更大的財政刺激方案就更容易出台，對症下藥的效果也會好於寬鬆的貨幣政策，經濟中各行各業都會受惠，利好股市繼續上漲。

我們甚至可以說，就算民主黨輸掉了佐治亞州的兩個參議院席位，共和黨仍然主宰參眾兩院，那麼投資者又會重新拿11月大選結束後的理由來繼續看多股市，因為拜登的加稅計劃、加強監管以至民主黨部分人士主張的大幅提高最低工資，這些種種不利於商界措施難以順利過關，股市同樣會繼續上漲。其實只要看看近期市場的情緒，特別是作為股市先行指標的比特幣的表現，就知道目前市場會找出各種理由繼續看多股市。

## 逐步兌現競選承諾

在理解資本市場短期走勢的同時，投資者也別忘了拜登的核心施政主張對市場中長期的影響。如果拜登政府在加大財政開支的同時，也積極考慮通過對富人和大企業徵稅來縮小財政赤字，同時加強對科技巨頭的監管，來化解美國在疫情後變得更加嚴

重的貧富差距問題，以及價值觀混亂的問題，那麼2021年的美股走勢可能是前高後低的。

去年大選之後，相對於市場認為拜登政府難以施展的普遍預期，筆者傾向於認為，儘管阻力不小，但拜登實現競選承諾，也就是施政順利的可能性要比市場預期的更大，主要原因有三點：

首先，政治學研究發現，美國總統平均而言可以實現67%的競選承諾（英國首相更可以高達83%），1980-1988年里根就職期間這一比例最低也達到了52%，這些都遠遠高於一般人以為的程度。2016年大選出爐後，筆者就指出特朗普實現減稅計劃和進行貿易報復的可能性均高於市場的預期。現在，既然市場期待拜登政府加大基建和財政支出可以順利進行，那麼同樣應該預計加稅和強監管也會陸續有來。

別忘了，對特朗普的減稅方案順利通過的預期和「再通脹交易」，使得2017年創下一百多年來全球可交易資產獲得正回報比例最高的紀錄，但2018年美國發起貿易戰和美聯儲的持續加息，2018年同樣創下全球可交易資產獲得正回報比例最低的歷史紀錄。其次，拜登首次當選參議員時創下最年輕的紀錄，而經過三十六年的任期，現又是資格最老的參議員之一。拜登多次遭遇家庭變故之後，為人變得非常溫和。即使在共和黨參議員中也享有很好的口碑並且朋友眾多，他完全有能力說服三至五個共和黨參議員支持他為施政而提出的立法要求。耶倫出任財政部長，以她的資歷和口碑，同樣有能力幫助政府贏得部分共和黨議員的支持。

第三、特朗普的施政導致共和黨內部嚴重分裂，而新冠疫情又對社會不同群體造成巨大的衝擊，尤其使得貧富差距和價值觀混亂現象變得更加嚴重，這都是美國兩黨都必須解決的重要問題。拜登的施政綱領對症下藥，與民間的呼聲一致，共和黨議員不可能完全逆民意而反對。

如果美國白宮和國會將來的互動發展驗證筆者的判斷，那麼佐治亞州參眾兩院選舉的結果，只不過是為將來拜登政府的有效施政「錦上添花」而已。

# 原料漲價 中國生產物價勢回升

視點超群



李超

浙商證券首席經濟學家

中國上月PPI（生產者物價指數）環比升1.1%，同比降0.4%（前值為-1.5%），PPI直線拉升，超出市場一致預期，環比修復力度創兩年內新高。供需缺口帶動下，12月煤炭、黑金、有色、化工產業鏈全線上漲，油價回升也支撐PPI徹底打開上升通道，預計PPI在2021年一季度實現同比正增，PPI、CPI剪刀差實現反轉，二季度PPI上行至3%以上。12月CPI（消費者物價指數）環比升0.7%，同比升0.2%（前值為-0.5%），略超市場預期，冷冬加持下的消費旺季帶動食品價格回升，但冬季疫情反覆再次拖累CPI服務項的修復。

供需缺口較大，PPI直線拉升。12月PPI環比升1.1%，同比減0.4%（前值為-1.5%），PPI直線拉升，超出市場一致預期的減0.7%，略超預期，環比修復力度創兩年內新高。高頻數據及PMI數據顯示，12月工業生產熱情依然較高，各工業行業的開工率仍處於歷史同期較高水平，呈現出淡季不淡的特徵。

筆者認為，本輪工業品價格上漲主要源於供需缺口，在二季度缺口彌合之前商品價格仍有上漲動力。12月中下旬由於用電需求過於旺盛，多地開啟新一輪的「拉閘限電」，從一定程度上印證了現階段供需缺口已擴大至較高水平。供需缺口帶動下，12月份煤炭、黑金、有色、石化產業鏈價格全線上漲，其中石油開採、石油化工、煤炭採選和有色冶煉表現較為突出。

減產力度友好，油價快速回升。本月5日OPEC+（石油輸出國組織與夥伴國）會議決定基本兩至三個月維持現有減產規模，並同意俄羅斯和哈薩克斯坦小幅增長7.5萬桶/日，但沙特卻主動提出兩至三個月削減100萬桶/日的產量，受此消息提振，布倫特原油現貨單價已上衝至55美元上方，WTI油價也回升至50美元以上。筆者在之前報告中提

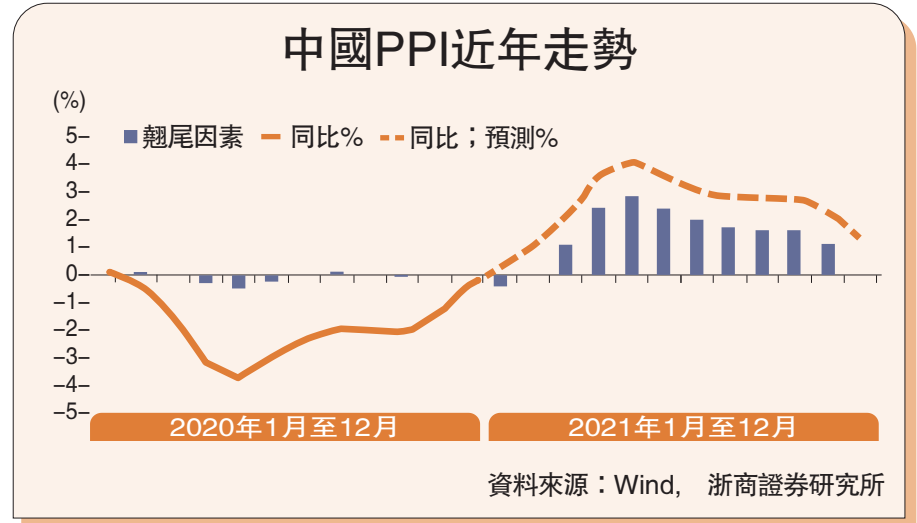
出，油價低迷拖累了PPI修復進程，目前原油價格的快速修復徹底打開了PPI上升通道，預計PPI在2021年一季度實現同比正增，PPI、CPI剪刀差實現反轉，二季度PPI上行至3%以上。

豬價止跌回升，CPI環比上行。12月CPI環比升0.7%、同比升0.2%（前值為-0.5%），略超市場一致預期的升0.1%，「冷冬」加持下的消費旺季帶動食品價格回升，但冬季疫情反覆再次拖累CPI服務項的修復。12月豬肉價格止跌回升，一方面，由於豬肉消費旺季來臨，需求端有較強支撐；另一方面，儘管能繁母豬存欄繼續增長，但目前母豬存欄中後備三元母豬佔比較高，導致生豬產能回暖略慢。中長期來看，供給確定性回升推動豬價進入下行通道的邏輯不改。

另外，鮮菜價格受拉尼娜現象（海面溫度持續異常偏冷）影響最為顯著，有望對CPI食品項形成兩至三個月支撐：其一，鮮菜生長對氣候較為敏感，寒冷和乾旱會導致鮮菜產量下降；其二，低溫、霜凍增加運輸難度；其三，鮮菜保質期較短，缺乏庫存來緩衝供給收縮的壓力，價格容易快速拉升。

糧價結構上漲，口糧保持穩定。12月份玉米、大豆、豆粕價格快速上行，主要原因有三：其一，拉尼娜事件引發全球糧食減產預期，阿根廷、巴西先後調低了20/21年糧食產量預測，在中國大豆對外依存度高、玉米進口量不斷增多的背景下，國際糧價上漲也推升了中國糧價；其二，生豬產能的修復使得飼料需求快速提振，對大豆、玉米、豆粕價格形成較強支撐；其三，中國玉米播種面積已經連續五年下降，玉米產出缺口不斷擴大，庫消比走低，帶動價格持續上漲。

口糧方面，冬小麥和早稻生產受極寒天氣影響較小，目前小麥和稻穀庫存較為充足，價格超預期上行概率低。糧食項在CPI中的權重約為2.3%，其中大米和小麥合計權重為2.2%，在稻米和小麥價格保持穩定的情況下，糧食項難以帶動CPI大幅上行。



# 樓市今年料量穩價略升

樓語縱橫



陳坤

Q房網香港董事總經理

艱苦的2020年已經過去，2021年來臨又會否帶來盼望。還記得在兩年前，曾經有讀者以「不經一番寒徹骨、焉得梅花撲鼻香」這句唐詩作互勉，詩句借用梅花傲雪迎霜的性格，鼓勵人勇於面對挑戰困難，迎難而上。經過2020年疫情打擊，相信各行業去年的艱辛過後，相信今年各行業更具備堅韌魄力迎難而上。

最新有跨國的投資銀行，將今年形容為「復興之年」（Year of Renewal）相信大家亦會明白，隨着疫苗的面世，今年疫情肯定會變得不一樣，加上各國央行的量化寬鬆政策，對環球經濟的復甦亦有一定的刺激作用，但無可否認今年市場上仍有不確定性存在，各地經濟會以多快速度復甦，疫苗有效性又有多少，目前仍然言之尚早，但整體復甦之路亦肯定會出現冷熱不一。

我們已經歷一個相當不平凡的一年，縱使經濟不景但整體樓價，以至成交量均仍然穩。按土地註冊處的紀錄，去年整體物業市場的總註冊量超越7.32萬宗，比2019年約7.48萬宗，只是輕微回落約2%而已，其中總體一、二手的住宅交投更加只微跌不足0.04%，全年住宅註冊量企穩6.2萬宗

的水平。

整體樓市成交量逆市企穩，亦正好說明樓市剛性需求仍然強勁。過去一年出現「一手靜、二手旺」的現象，如果按一手住宅物業銷售資訊網的成交紀錄冊，去年整體新盤銷售不足1.45萬伙，較2019年勁減22%，亦是自一手新例實施以來的新低，但同時間去年全年二手逼近4.7萬宗，按年增加14%，主要受惠於政府放寬按揭保險上限，加上推盤量減少，令部分一手客源轉投二手。

至於來年樓市走向又會如何，還記得四年前，筆者已經引用過微溫狀態來形容，以一、二手按月的成交量計算，即是二手每月維持3500至4000宗成交量，而一手則維持每月約1000至1500宗的水平。

## 一二手交投呈背馳

筆者認為從過去一年的情況來看，相信來年樓市成交量或許會維持這樣的微溫狀態，來年一手交投應該會有所增加，但同時間二手成交量或會有所減少。

最後是樓價方面，過去一年即使本地經濟持續出現衰退，整體樓價亦只有約2%的微跌。隨着疫苗面世，相信疫情終有過去的一日，當然目前經濟困境不會於一天內逆轉，但亦預期今年經濟情況以至整體失業率可望有所改善。筆者預期今年樓價應該略有升幅，升幅或許在5%以內。

