

◀美國民眾普遍對數據中心建設持負面意見。 法新社

經濟觀察家 **美國總統擁有強大的行政權，這決定了中期選舉不會輕易顛覆某項關鍵議題，但民主黨可以駁回共和黨的新提案，並通過各種手段削弱特朗普的政治基礎，從而影響關鍵議題的發展路徑和2028年的大選前景。**

警惕國會交接期飛出黑天鵝



國金視野 宋雪濤

中選的真正影響在於，民主黨可以駁回共和黨的新立法提案，駁回人事任命（需要參議院），並通過發起彈劾、調查、聽證會等，給現有議題製造很多麻煩，持續削弱特朗普和共和黨的政治基礎和外交影響力，從而影響戰爭、財政、AI等關鍵議題的發展路徑，以及2028年的大選選情。

中選日之後，新一屆國會履職要等到次年1月3日，中間有兩個月的過渡期，用於確認計票和解決爭議。在此期間，舊國會繼續履職，兩黨將分別選舉新一屆領袖班子。過渡期並非垃圾時間，反而是一段權力交接的敏感期。輸掉控制權的政黨尋求在權力交接前通過關鍵法律，成功連任的議員短期不再受制於選票，不再連任的議員可能會放手一博，因此選舉過渡期經常上演好戲。

1998年中選，眾議院在過渡期通過了對克林頓的彈劾案；2018年中選，特朗普要求在過渡期內撥付邊境牆費用，導致政府停擺35天；2020年大選，臨近過渡期尾聲，特朗普拒絕承認拜登勝選，隨後爆發國會山騷亂；2022年中選，民主黨在聖誕節前夕壓哨通過了2023財年1.7萬億美元的巨額撥款法案，包括對烏克蘭的450億美元援助。由於今年中選大概率會發生權力變更，部分關鍵議題在過渡期就上演好戲的概率不低。

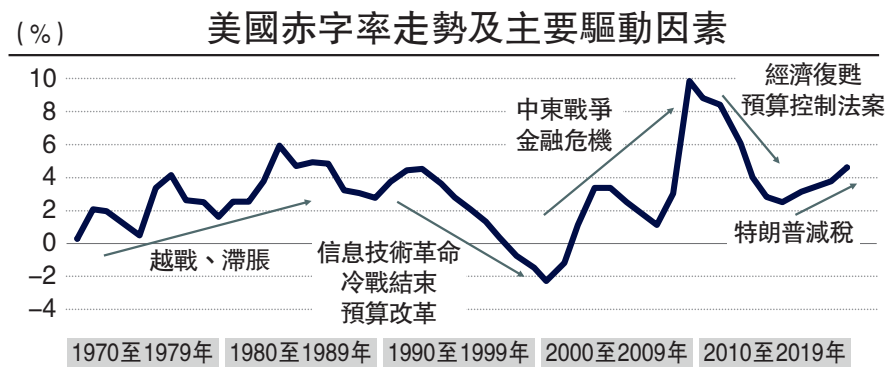
戰爭：中選結果間接影響走向

回顧歷史，戰爭進程會直接影響中選結果，中選結果又會間接影響戰爭走向乃至兩年後的大選，從而對於美國政治和國際局勢產生重要的連鎖影響。

1963年甘迺迪遇刺後，民主黨在1964年大選中大獲全勝，因此雖然1966年越戰升級令民主黨在中選丟失大量席位，卻保住國會控制權。詹森在中選後繼續升級戰事，支持率持續下滑，直到1968年3月宣布不再尋求連任。共和黨則重振旗鼓，為1968年尼克松贏得大選奠定了基礎。尼克松上任後，為了在美越和平談判中爭取中國的支持，促成了1971年基辛格和1972年尼克松訪華。

2006年中選，由於伊拉克戰爭，小布什所在的共和黨被橫掃，時任國防部長拉姆斯菲爾德辭職。但小布什仍然在中選結束後不久宣布向伊拉克增兵，這進一步消耗了布什家族和共和黨的政治資本，為2008年民主黨奧巴馬勝選奠定了基礎。十年後，小布什的弟弟傑布·布什在參加總統競選時仍然深受兩場中東戰爭的拖累，在黨內初選被特朗普擊敗。

今年的中選結果同樣不會直接決定美伊戰爭走向，但過渡期將是特朗普做出選擇的時點。局勢可能會再動盪一段時間，中選越不利於共和黨，持續動盪的風險越低。由於民主黨很難在兩院贏下三分之二席位，只要特朗普願意，他仍然可以強行維持甚至升級對伊朗的軍事行動。但是，新國會履職後，民主黨可以通過限制國防撥款、引援《1973年戰爭權力法》、舉行聽證會等手段進行干擾，持續消耗特朗普乃至整個共和黨的政治資本，從而增加民主黨在2028年大選獲勝的概率。



因此，如果政治負擔讓特朗普難以在中選前退出，那麼在過渡期內尋求體面退出，對特朗普家族和共和黨都是更理性的選擇。

財政：需長時間跨黨派合作

歷史上，美國赤字率主要取決於經濟形勢和重大事件，中選有影響但一般不是決定性因素，而且需要長時間談判和跨黨派合作。

1994年中選，克林頓所在的民主黨被橫掃，隨後共和黨通過預算案，要求大幅削減支出，克林頓則動用了總統否決權，政府兩度關門。兩黨直到1996年大選前夕才達成協議，通過了《個人責任與工作機會和解法案》和《平衡預算法案》。從1993年開始，美國赤字率逐年回落，甚至在1998至2001年實現盈餘，這固然得益於預算改革，更重要的是信息技術革命讓美國經濟從80年代的滯脹走向繁榮，冷戰結束則讓美國得以大幅削減國防開支。

2010年中選，奧巴馬所在的民主黨丟失眾議院，共和黨開始推動財政緊縮，導致2011年債務上限危機，標普歷史上首次下調美國主權信用評級。隨後兩黨達成協議，簽署《預算控制法案》，嚴格約束了未來十年的可裁量支出上限。從2011到2015年，美國赤字率逐年回落，既與法案約束有關，也得益於經濟危機後的復甦和超常規刺激政策退出。

近些年來，中選對赤字的影響更加不確定，例如2018年和2022年的中選均導致國會分裂，但次年赤字率都變得更高，主要原因在於民粹盛行和兩黨極化。民粹壓力使兩黨都不敢大幅削減福利支出，反而為了爭取基本盤而輪番加碼承諾，導致剛性財政支出壓力持續上升。實際上，這是民粹主義盛行的西方體系所面臨的共同問題。

兩黨極化加大了跨黨派合作難度，預算爭議導致政府關門的時間越來越長，在民粹背景下，兩黨的妥協結果經常是雙方獲得各自優先撥款，導致預算進一步擴大。此外，稅改等重要法案往往在中選前就已經通過，即便中選後國會易手，總統否決權也可以阻止大的改動。

《大而美法案》已在2025年通過，即便民主黨實現橫掃，也難以大幅削減後續兩年的財政支出，但奪回眾議院就能否定共和黨的新增提案，可能有助於避免赤字進一步擴大。

短期變數仍然在過渡期，參議院結果會有一定影響。2026財年已經結束，維持聯邦政府運營的臨時延續決議將在12月11日到期，共和黨需要力爭在過渡期內通過對自己有利的2027財年預算。之後還有「預算和解法案3.0」，目標是在未來幾年再增加950億美元支出，用於國防、情報、農業、選舉安全等領域。

目前預算案已在眾議院取得突破，過渡期通過的難度不大，丟失眾議院不會造成明顯影響。但參議院的進度緩慢，而且需要60票，必須獲得部分民主黨人配合。因此，共和黨被橫掃，民主黨將獲得更多博弈籌碼，共和黨需要做出更多有利於民主黨的調整，否則可以僵持到新一屆國會履職，屆時政府將在年底停擺，「預算和解法案3.0」可能無法落地，明年的實際赤字將持平或略低於基線。

AI：數據中心監管趨向嚴格

籠統的說，AI作為右翼科技路線，共和黨人更傾向於寬鬆支持，民主黨人更傾向於加強規範，而考慮到美國的政治體制架構，實際情況會更複雜。美國是由各州聯合起來的，各州在讓部分權力給聯邦政府的同時，也有相當大的自主權。因此，對於AI產業，全國性的監管框架、綜合立法、對科技公司的監督調查等，權力在聯邦政府，即國會層面；基礎設施建設，包括土地分區、環境與水資源許可、電網審批等，權力在地方政府，即州長、州議會層面。中選既有國會選舉，也有地方選舉，對AI的影響更複雜。

看未來兩年，國會選舉對基礎模型開發商和雲廠商的現實影響有限，主要是在預期層面，地方選舉則可能對基礎設施建設造成一定現實影響。

國會選舉影響AI監管預期。特朗普是AI的大力支持者，掌握總統否決權，所以即便民主黨實現橫掃，短期也很難在聯邦層面通過大幅限制AI發展的立法。但是從預期的角度，民主黨在中選的優勢越明顯，贏得2028年大選的可能性就越值得關注。如果預期民主黨贏得2028年大選，可能會加強對模型開發商的審計和測試，提高合規成本、延長研發周期；在聯邦層面調整對基礎設施建設相關的物理條件審批、電價分擔規則、稅收規則等，導致建設節奏放緩、成本上升；在醫療、金融等應用端制定行業規則，加強數據治理、隱私保護等。

今年中選共有36個州選舉州長。由於兩黨民眾都普遍對數據中心建設持有負面意見，無論是哪個黨派的候選人，無條件支持數據中心建設的立場已經較為少見，而且兩黨都有不少立場激進的候選人。相對激進的主張是支持全州暫停新的數據中心建設，直到制定更好的監管框架，相對溫和的主張則是支持加強監管和取消優惠。因此，加強對數據中心建設的約束在地方層面已經是大勢所趨，本質上會提高數據中心的綜合建設成本、降低建設效率，主要變量是候選人立場差異較大的州的競選情況。

（作者為國金證券首席經濟學家）

外匯存準率上調 不改人民幣升勢



市場脈搏 唐建偉

中國人民銀行近日宣布，自11月15日起上調金融機構外匯存款準備金率2個百分點，由4%升至6%。這是2023年9月下調該工具後的首次反向操作，力度上復刻了2021年的兩輪上調。公告當日，離岸人民幣對美元回落近300點子，最低觸及6.68附近。

10月30日在岸人民幣收盤報6.6557，年內升值約4.5%，同期美元指數上漲約3.5%。中美10年期國債利差處於歷史高位，美聯儲12月加息概率仍在七成以上。利差和美元都沒有給人民幣提供升值理由，人民幣卻持續升值。支撐這輪行情是另外幾樣東西。

最直接的是結匯。前三季度貨物貿易順差9381億美元，9月單月1335億美元。1至9月銀行結售匯順差3941億美元，而2025年同期僅百餘億美元。8月企業外匯收入結匯率61.5%，出口企業從持匯觀望轉向賣出外匯。順差體量加上結匯行為的變化，構成了升值的底層推力。

政策此前已在管理節奏。中間價連續向貶值方向偏離，逆周期因子影子變量維持高位，都是價格信號層面的操作。這次動用外匯存準率，是從「喊話」換成了數量工具。

市場關心三個問題：為什麼此時出手；2個百分點夠不夠；是不是拐點。**其一，信號意義大於流動性實質。**按6月末外幣存款餘額約1.16萬億美元測算，上調2個百分點約凍結230億美元銀行外匯資金。有機構按9月末數據測算，規模在240億美元左右。凍結的是銀行體系的美元，不直接減少在岸人民幣流動性，也不改變企業結售匯成本。量級上，它不及前三季度結售匯順差的單月均值。這是一次點剎，不是拉手剎。

工具排序的變化更值得注意：此前用中間價和逆周期因子，是在預期層面引導；這次直接收緊銀行外幣資金，說明央行判斷單靠價格信號已不足以壓住升值斜率。但同時沒有動跨境融資宏觀審慎參數，也沒有收緊離岸流動性。工具選擇是漸進的，留了餘地。

其二，數量工具動不了定價錨。這輪升值的支撐來自四個方面：順差量級、結匯意願、融資貨幣功能、資產回報預期。存準率對第一項沒有直接影響；對第二項，結匯與否取決於企業對匯率走勢的判斷，而非銀行美元鬆緊；第三項和第四項，點心債成本優勢和外資配置邏輯，同樣不因存準率變化而改變。四根柱子沒有一根因為這次上調而位移。有一個反向風險值得留意：如果市場把上調解讀為央行對升值基本面的確認，信號可能反向發酵，工具反而變成順周期的助推。

其三，歷史經驗指向同一結論。2021年兩次上調後，人民幣升值節奏放緩，但方向未變，2022年3月中間價仍升至6.3014。真正轉向發生在2022年4月，推手是疫情衝擊出口和美聯儲加速收緊，不是存準率。2022年9月下調該工具後，人民幣隨後仍跌破7.3。這個工具歷次操作管的是斜率，從沒有單獨決定過方向。本次上調後的6%，距2021年高點9%仍有3個百分點，這個空間本身也是預期管理的一部分。

人行此次政策調整傳達的政策意圖也非常明顯：讓升值以漸進的方式發生，給出口企業留出調整敞口的窗口，給政策組合的切換留出空間。另外斜率管理本身，就是有管理的浮動匯率制度的應有之義。

後續行情取決於三大變量

政策能改的是斜率，方向取決於三個變量。

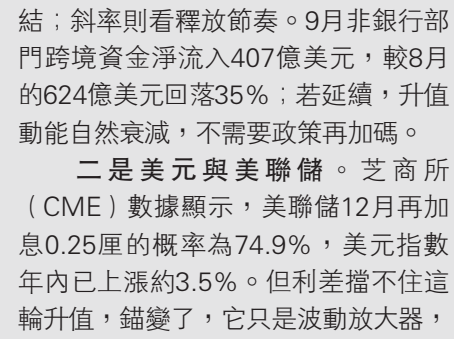
一是順差與結匯的釋放節奏。前三季度結售匯順差3941億美元，蓄水池——1.16萬億美元的外幣存款——仍在增厚。只要出口訂單的量級還在，結匯的力量就不會消失，方向就未終結；斜率則看釋放節奏。9月非銀行部門跨境資金淨流入407億美元，較8月的624億美元回落35%；若延續，升值動能自然衰減，不需要政策再加碼。

二是美元與美聯儲。芝商所（CME）數據顯示，美聯儲12月再加息0.25厘的概率為74.9%，美元指數年內已上漲約3.5%。但利差擋不住這輪升值，錨變了，它只是波動放大器，不是方向盤。美元走向的意義在節奏：若美元階段性走弱，升值斜率更陡，政策加碼概率上升；若美元再衝高，行情或許歇一腳，但方向不歸它管。

三是外部風險溢價。這是唯一可能讓方向掉頭的變量，且不取決於國內政策。若美國中期選舉後對華關稅與金融制裁升級，避險情緒將壓倒結匯與資產回報兩根柱子，定價切回另一邏輯，強勢基礎才動搖。反之風險溢價平穩，四根柱子的邏輯延續，強勢亦延續。

關注未來匯率動向，真正值得盯的不是人行的下一個動作，而是月度結售匯順差、中間價價差、外幣存款增速這三個數。它們同時轉向的時候，才可能是匯率趨勢的拐點顯現時。

（作者為資深金融研究人員）



▲人民幣近期持續升值。 資料圖片

加息擔憂緩和 港樓基本面穩固



樓市新態 廖偉強

美國聯儲局最新一次議息會議決定維持利率不變，市場關注的息口因素暫時得以喘息。事實上，每當市場傳出加息預期，就會有部分準買家擔心供樓成本增加，傾向押後置業計劃，等待方向明朗後再作決定。如今聯儲局按兵不動，至少在未來一段時間內，市場能夠在較穩定的息口環境下運行，對樓市而言無疑是一項利好消息。

當然，12月仍有議息會議，市場普遍認為仍存在變數。不過，近期國際局勢較之前有所緩和，市場亦開始關注全球經濟增長能否保持穩定。一旦通脹壓力逐步受控，未來加息空間自然受到限制。換言之，市場對利率進一步大幅上升的憂慮，較早前已明顯降低。

這種情緒變化其實已反映在近期樓市成交上。過去數星期，本港一手市場持續旺場，多個新盤銷情理想，個別項目甚至於短時間內接近售罄，大手成交亦時有所聞。這說明市場資金從來沒有離開過樓市，只是暫時處於觀察狀態。當影響市場的主要不明朗因素逐步消退，購買力便重新釋放。

官方數據亦釋放相似信號。差餉物業估價署的數據顯示，9月份私人住宅售價指數按月再升0.19%，連升兩個月，按年升幅則達9.34%。雖然增長速度未算急促，但樓價能夠在高息環境下維持穩步上揚，本身已反映市場具備一定承接力。尤其是面積較大的住宅單位升幅較為突出，反映改善型需求及具實力買家的入市意欲依然存在。

相比起樓價，租務市場的走勢更令人鼓舞。住宅租金指數連續11個月上升，並再創歷史新高。按年計算，租金升幅已超過6%，而首9個月累積升幅亦接近6%。樓價與租金同步向上的現象並不常見，這代表市場現時並非單靠投資炒作帶動，而是有實際住屋需求持續支撐。

租務需求持續攀升

近年高才通、優才計劃、輸入專才及留學生人口增加，均為市場帶來大量新增租務需求。部分鐵路沿線及新晉屋苑的租盤供應一直緊張，推動租金持續攀升。對投資者而言，如今物業投資的吸引力已不單在於資產升值，租金回報亦成為重要考慮因素。

筆者從前線同事中獲悉，不少中產家庭及準退休人士客戶，對被動收入的重視程度明顯增加。很多認為現時租金持續上升，買樓收租是製造現金流的可行方法，加上有機會享受資產升值，對長線投資者而言具相當吸引力。這類需求近年正逐步增加，亦為市場增添另一重支持。

雖然近期焦點集中於一手市場，但二手市況實際上亦已開始改善。根據筆者公司研究部數據，全港50個指標屋苑成交宗數錄得近三周高位，而零成交屋苑數目亦有所減少。只要業主願意配合市場調整叫價，買家承接力其實並不弱。隨着年底前市場氣氛持續改善，相信部分原本觀望的資金將逐步回流，支持樓市保持穩中向好的發展。

（作者為利嘉閣地產總裁）