

◀美國中期選舉後，民主黨將掌握國會議程，特朗普將被迫依靠更多的行政命令施政。 資料圖片

經濟觀察家

美國中期選舉為何關鍵？本次共和黨失利的原因是什麼？民主黨橫掃將如何影響美國國內政策及資本市場？又將如何影響對華政策及中國資本市場？本文圍繞上述問題展開。

美國中選後的政經新風險



羅志恒 宏觀漫談

總體而言，民主黨橫掃對美國政策的影響將主要體現在三個方面。一是重大立法面臨停擺，民主黨掌握國會議程，但特朗普掌握否決權，雙方容易僵持，總統將被迫更多依靠行政命令施政。二是國會監督和調查升級，彈劾風險上升。三是人事、預算、對外戰爭等政策面臨實質約束，白宮人事提名難以落地，戰爭撥款可被國會限制，政府停擺、債務上限等博弈可能升級。

同時，也需要認識到中期選舉對美國政策影響的局限性。關稅、移民、外交等依靠總統行政權推進的核心政策不會因國會易手而改變方向；美聯儲貨幣政策仍以通脹與就業數據為核心目標，不受國會選舉的直接影響；美國人工智能（AI）的產業發展由技術迭代與企業資本開支主導，政策影響相對有限。

理解選舉帶來的政治約束，需要理清美國立法的基礎規則。一部法案須由眾議院、參議院分別以簡單多數通過同一文本，再由總統簽署方可生效。總統可以行使否決權，國會須在兩院各獲得三分之二多數才能推翻否決，這在當前兩黨相對均衡的勢力格局下難以實現。參議院還設有「冗長辯論」規則，終結辯論須60票，絕大多數立法事實上需要跨黨派支持、難度較高。唯一的例外是「預算協調程序」。與立法相對的是行政命令，其無需國會批准，但也有其局限性。行政命令不能創設新的稅收與支出，可被法院推翻，可被繼任總統撤銷。

債務上限博弈升級

本次中期選舉後，民主黨將掌握國會議程，但特朗普掌握否決權，雙方容易陷入僵持，並迫使總統更多依靠行政命令施政。具體來看，民主黨控制兩院後可能開展對特朗普的系統性調查。與2018年相比，民主黨本輪準備更為充分，調查策略更強調委員會協同與面向私營部門的取證。特朗普可能再度被發起彈劾程序，按美國憲法，眾議院以簡單多數即可通過彈劾條款，但參議院需三分之二多數才能實現彈劾，難度很大，歷史上從未有總統經參議院定罪。儘管彈劾難以真正落地，但其意義在於消耗總統政治資本，並為2028年大選造勢。

白宮人事任命將面臨切實約束。聯邦法官、內閣成員和監管機構負責人的任命，都須參議院簡單多數確認。民主黨控制參議院後，可以拖延乃至擱置提名，白宮人事提名難以落地。因此，不同於2018年共和黨仍掌控參議院的情形，特朗普本次任期後半程的行政執行力、制度控制力可能明顯弱化。

民主黨橫掃將從兩個渠道加劇財政風險。一是政府停擺概率上升。當前聯邦撥款僅維持至12月11日。屆時，共和黨仍暫時掌控國會，可能以短期決議將資金問題延至2027年。新一屆民主黨國會於2027年1月就職後，才正式掌握撥款主導權，後續可能在撥款法案中附加其他政策條款，特朗普若行使否決權，將直接觸發政府停擺。美國歷史上1995年、2013年、2018年至2019年等幾次著名的停擺，多數發生在白宮與國會分治時期。

二是債務上限博弈可能升級。美國國會最近一次調整上限是在2025年7月，藉《大而美法案》將法定上限從36.1萬億美元一次性提高5萬億美元至41.1萬億美元。據兩黨政策中心估計，美國將於2027年再次觸及債務上限，這一測算已考慮非常規措施的騰挪空間。從歷史看，國會已118次提高、暫停或修改債務上限，2011年、2013年、2023年的多輪對峙均未釀成違約，但2011年和2023年分別導致標普和惠譽下調美國主權信用評級。

但美國財政政策或難實質性緊縮。共和黨的新一輪減稅可能難以在民主黨國會過關，民主黨的加稅和擴大福利主張也可能被特朗普否決，雙方大概率維持現行收支框架，美國赤字率難以出現明顯下降。此外，關稅被裁定違法後，政府被迫向企業退還關稅，關稅收入下降，導致美國財政空間進一步受到約束。

國會對戰爭政策的實質約束有限，但選舉失利後，特朗普可能有更強的動機尋求結束衝突。從權限看，美國總統掌控戰事主導權。儘管國會對美伊戰爭多次表達反對，但難以產生實質性約束。民主黨掌控國會後，即使通過了產生約束的聯合決議，提案也將被總統否決、難以真正落地。不過，民主黨橫掃後，特朗普面臨更大政治壓力，可能有更強動機結束戰爭、管控物價，推動恢復選民對共和黨的信心。

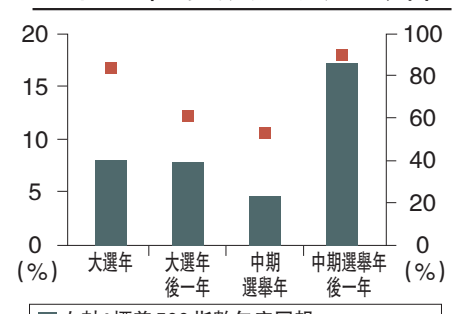
不改AI產業長期趨勢

貨幣政策不直接受國會選舉影響，但美伊局勢和油價走勢，將在較大程度上決定本輪緊縮的幅度和周期。中期選舉僅通過油價、財政預期間接影響通脹，不會改變美聯儲數據驅動的決策框架，利率走勢核心錨定通脹與就業。美伊地緣衝突反覆引發油價大幅反彈，是美聯儲於2026年9月重啟加息的關鍵背景之一。

美國AI產業政策以行政主導，兩黨技術領先共識穩固，選舉不改長期產業趨勢。從2025年發布《美國人工智能行動計劃》，到推動建立全國統一規則、限制各州自行立法，再到2026年3月推出「電價保護承諾」回應數據中心推高居民電價的爭議等，政策主軸始終是放鬆監管、加快建設。兩黨在維護美國AI技術領先上高度一致。

民主黨掌控國會後可能邊際收緊AI監管。民主黨更側重模型安全、數據隱私、能耗管控、就業衝擊等維度監管，掌控兩院後可推進全國性監管聽證、行業規範立法，疊加藍州地方監管持續加碼，行業政策約束小幅升級。但總統否決權仍在，全局性強監管法案難以落地，最終可能仍以地區行政監管為主。

美國選舉周期與美股表現統計



註：統計區間為1950至2024年
資料來源：Dow Jones Market Data 粵開證券研究院

美國兩黨在對華戰略競爭上已形成高度跨黨派共識，本次選舉不會改變對華政策框架。自2018年特朗普第一任期挑起貿易摩擦以來，從拜登政府延續關稅並加碼出口管制與投資審查，到本屆政府推動關鍵供應鏈「去風險」，對華強硬已成為美國兩黨高度一致的政策立場，涉華法案在國會通常能以跨黨派多數通過。民主黨掌控兩院，改變的更可能是施壓的方式與節奏，而非競爭的方向。

升級關稅政策可能性不高

關稅方面，本輪對華關稅主要依靠總統行政令實施，國會角色有限。選舉失利後，特朗普面臨國內物價與民生壓力，再度通過行政手段大幅抬升關稅的動機或有所減弱；民主黨國會雖不會主動推動關稅下調，但也會關注關稅推高國內通脹的負面影響。綜合來看，美國全面大幅升級關稅政策的可能性不高。

科技方面，對華科技打壓是兩黨共識，民主黨國會可能推動限制措施走向立法。民主黨控制兩院後，對外投資審查、關鍵礦產供應鏈、先進技術出口管制等涉華法案更容易通過，特朗普行使否決權的概率不高，科技領域的管制存在加碼的可能。同時，民主黨更偏好聯合盟友協同施壓，而非單邊加徵關稅，競爭策略或有調整，但方向不變。

對中國資產而言，美國中期選舉落地短期或助推全球風險偏好，繼而相對利於中國股市回暖。11月4日，伴隨美國中期選舉結果明確，A股與港股雙雙走強，滬綜指、科創50指數分別收漲2.16%、9.92%，半導體板塊領漲，兩市成交額重回2萬億元人民幣以上；恒生指數、恒生科技指數分別收漲1.67%、1.77%。

中長期看，中國資本市場的核心定價邏輯始終是國內經濟基本面、產業升級節奏與宏觀政策力度。美國對華競爭基調不改，未來關稅休戰到期、科技限制立法化等風險點，可能階段性壓制出口鏈與科技板塊的風險偏好。

但外部環境變化及約束，既不會改變中國經濟轉型升級的長期趨勢，也不會改變優質企業的長期投資價值。**投資者更應聚焦國內穩增長政策落地、內需修復節奏、科技自主創新進展等核心變量，理性看待外部事件帶來的短期波動**。

（作者為粵開證券首席經濟學家）

「福利陷阱」造成歐洲經濟困局



經濟透視 沈建光

近期歐洲街頭大規模抗議運動風起雲湧，法國、德國、意大利、西班牙等地先後出現政治動盪。與此同時，多國政治極化升溫，極右和極左政黨在各地紛紛崛起，表面是抗議生活成本上升和社會服務下降，實質的問題則是：歐洲的高福利模式還能不能持續？

歐洲工作時間少、財政補貼高、福利待遇好的福利社會的本質，是一份以高供給效率疊加一定的債務赤字，換取居民穩定預期、降低社會衝突的契約。然而，**2022年以來的三大供給衝擊，相當程度削弱了歐洲福利社會存在的經濟基礎**。

首先是俄烏戰爭壓垮了歐洲的能源供應，廉價能源、穩定供應已不成立。2017年至2021年荷蘭天然氣基準均價大約23歐元／兆瓦時。俄烏戰爭後，2022年天然氣均價升至約124歐元，8月峰值一度接近340歐元，約為戰前常態的十餘倍。此後雖回落，卻再也沒有回到戰前低位。能源從「低成本紅利」變成成本約束，不僅僅大幅提升了歐洲人的生活成本，還影響產業競爭力。比如，德國化工、汽車、機械等行業在能源危機後持續承受成本劣勢，資本開支大規模外遷。

其次是年輕勞動力供給也明顯下降。歐元區65歲及以上人口佔比已升至約兩成以上，老年撫養比由2000年約24%升至2025年約35%。人口老齡化不僅意味着養老金和醫療支出增加，也意味着勞動年齡人口佔比下降。如果勞動參與率和生產率不能同步提高，歐洲福利國家就會面臨繳費人口增長慢於福利領取人口、社會保障體系負擔持續加重的問題，這還不包括對大量難民的財政援助。

最後是廉價資本供給的終結。從上世紀八十年代初期到疫情爆發之前，歐元區主權債收益率長期貼近零甚至為負，降低了歐洲為了維持福利社會的政府債務利息負擔。然而，近些年主要經濟體財政擴張，重新推高了全球利率水平；在技術取得進步之後，美國AI巨頭也在金融市場爭奪資本，也可能進一步推升了資金的成本。目前，最安全的德國10年期國債利率已經達到3.3%左右。歐元區國家利息支出佔財政比重回升，以債養福利的緩衝被壓縮。

如果說能源、勞動力與資本的供給衝擊很大程度是外生性因素引發的「天災」，歐洲在政治治理方面缺陷進一步抑制經濟活力，則是明顯的「人禍」。

首當其衝的問題是歐洲打擊了自身經濟的靈活性。例如，近年來歐洲各國對環保問題的重視程度提高。在德國，受反核民意與綠黨的長期綁架，政府不顧工業基礎與能源安全，於2023年徹底關閉了最後幾座核電站——即使俄烏衝突和能源價格飆升已經出現。然而，在自身電力缺口巨大、風光發電靠天吃飯的情況下，德國工業巨頭不得不支付高昂成本，被迫大量進口法國生產的核電。這種違背經濟規律的政治折騰，不僅削弱了德國製造業的全球競爭力，也成為了拖累歐洲經濟活力的典型縮影。

歐洲過於嚴格的監管對其經濟的創新也產生相當的負面影響。例如，2018年5月歐盟推出的《通用數據保護條例》，是目前覆蓋面最廣的個人數據隱私保護法規，甚至被稱為「懲罰性監管」。但是這樣的監管增加了歐洲企業運營成本、降低了商業活力和創新熱情，導致歐洲在數字經濟和科技領域逐漸落後於中美。歐洲不僅沒有出現一家比肩中美的互聯網巨頭，在初創企業培養方面也不具有優勢。

民粹情緒阻礙改革

面對嚴峻的供給衝擊，歐洲又缺乏良好的政治治理，難以通過鼓勵市場創新、科技進步乃至推動結構性改革加以對沖，歐洲經濟自然會面臨「滯脹」的壓力。居民實際收入下降，財政壓力增加，福利社會難以為繼也就不足為奇。

受到中東地緣政治引發的能源價格飆升的影響，2026年一季度歐洲GDP環比一度負增長（後修正為零增長），二季度環比增長0.4%，增長總體疲軟。與此同時，歐元區通脹從年初的2%上升到3.8%，滯脹的風險明顯增加。在此背景下，歐洲的財政脆弱性也進一步顯現：截至2026年二季度，歐元區整體政府債務約相當於GDP的88.8%。同時，在全球利率抬升的背景下，對財政不可持續的擔心還可能進一步提升國債的利率水平，並形成惡性循環。法國10年期國債利率近期一度突破5%，引發全球金融市場普遍關切。

很顯然，從財政平衡的角度來看，削減福利已經是「箭在弦上，不得不發」。然而，增福利容易、削減福利政治成本極高。近期法國延遲退休改革引發的持續示威，正是選民不願接受福利制度收縮的集中表現。**更為麻煩的是，迎合選民的部分極右和極左政黨在許多國家受到歡迎，這可能會使得歐洲的改革面臨更大的困境**。

例如，近期受到支持的法國左翼政黨「不屈法國」提出，通過增加稅收，尤其是高收入群體、財富和資本收入的稅收，支持更大規模的公共支出和社會保障。在高福利、高稅收本來就存在一定程度「養懶漢」、削弱勞動供給和就業激勵的背景下，這樣的政策主張恐怕難以成為歐洲經濟擺脫困境的良方。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

資金人才雙重奔赴 港樓市再釀升浪



樓市新態 馬泰陽

香港作為國際金融中心與高等教育樞紐的雙重核心優勢正加速爆發，為本港實體經濟與整體資產市場，奠定深厚且長遠的成長基礎。筆者說的是近期相繼公布的權威財富數據和本港國際學術排名接連報捷，清晰地向市場揭示一個重要趨勢：環球高端資金與「聰明錢」，以及頂尖人才正加快「雙重奔赴」香港，推動本港樓市邁向更穩健的上升新階段。

高等教育實力，向來是衡量一座城市吸引力與可持續發展的指標之一。在日前最新公布的2027年QS亞洲大學排名中，本港教育業創出歷史性驕績。香港大學蟬聯亞洲榜首，城大首度躋身亞洲第四，連同中大，本港相隔15年再度有3間大學雄踞亞洲5強；如果放眼亞洲10強，本港獨佔「半壁江山」，5間大學榜上有名；11所上榜院校，更全數打入亞洲前500名。

事實上，本港坐擁「一國兩制」獨特優勢、高度國際化的教育體系，配合北部都會區大學城等基建戰略，正在強勢磁吸全球優秀學生負笈香港，亦有助吸引高端人才及其家庭落戶。這批高學歷學子與各路人才持續湧入，勢為本地住宅買租市場，開闢具持續性及強盛的剛需。

與人才湧入相輔相成的，正是龐大的國際資金。日前香港私人財富管理公會與國際會計師行畢馬威最新報告顯示，2025年本港私人財富管理資產規模（AUM）按年大增約24%至12.9萬億元的新高，資金淨流入按年激增79%，高達94%的機構，對香港未來5年發展前景持樂觀態度。

高淨值人群與龐大資金的大舉駐留，彰顯全球資本對香港資產市場的安全性及與增值潛力的高度認同。這股龐大的金融財富與人才效應，有助轉化成實體資產的購買力，帶動樓市表現。

在人才與資金雙重利好推動下，發展商的推盤戰略呈現強勁前瞻性與敏銳度。根據地政總署資料，10月累計待批預售樓花單位攀升至15905伙的近兩年新高，發展商積極提早申請預售樓花同意書，有助提升推盤彈性與鎖定主動權。

新盤熱銷 供求結構持續優化

另一方面，隨着近期一手市場買意旺盛，令已批未售樓花的私宅單位按月回落至約5434伙，按月減少約21.4%，創自2022年5月後的53個月新低，較2024年2月近年高位19796伙更大減近73%。

近期一手交投之熱絡有目共睹，以11月首個推售的紅磡全新焦點大盤「瑆海」為例，市場消息指累積收票近萬張，超額認購逾70倍，可講盛況空前，首批單位即日沽清，印證只要項目質素優越、定價合理，資金便會迅速蜂擁而至。

綜合而言，本港頂尖學府群聚助吸全球人才、龐大財富湧港構建本港資本底座，加上樓市供求結構持續優化與新盤熱銷，香港整體經濟及樓市前景欣欣向榮，有望踏上穩健升浪的新起點。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）

責任編輯：楊勇寧