

民主黨取得了參議院的控制權，這使得拜登有信心推出其雄心勃勃的新刺激方案，其主張通過投資科技、教育、基礎設施來提高經濟增長潛力。由於拜登上台後需要優先處理美國國內疫情以及國內經濟問題，所以短期內中美貿易大概將維持現有格局，即使未來考慮要改變貿易管制措施時，也會先與美國商界進行更有效且積極的整合與溝通。

拜登新政全面解析



▲拜登（左）—哈里斯政府提出的四個施政議題：抗擊新冠、經濟復甦、種族平等、氣候變化，抗疫和提振經濟將會是拜登政府初期的施政重心。

洞若觀火



李湛

中山證券首席經濟學家

拜登當選美國總統後，於1月14日就公布了約1.92萬億美元的經濟刺激方案，這項方案包括用於強化疫情應對與疫苗推行的4150億美元，直接對家庭提供救助的約1萬億美元，以及對受疫情衝擊特別嚴重的小型企業與社區提供約4400億美元。拜登的行動展示了兌現承諾的決心，其選前曾承諾比現任總統特朗普更加認真地對待疫情，並為對抗疫情和經濟復甦注入更多的動力。

一、經濟刺激方案揭曉

民主黨取得了參議院的控制權，這使得拜登有信心推出其雄心勃勃的新刺激方案。拜登提名的美國財政部長耶倫在1月19日公開敦促議員們在新冠救助支出上採取大規模行動，稱經濟利益遠遠超過債務負擔加重的風險。耶倫表示「無論是當選總統還是我，在提出這些救助計劃時，並不是不關注美國的債務負擔。即便債務相對於經濟規模的比例上升，但由於利率較低，財政部償付債務的利息負擔並未增加」，同時她也認為美元匯率應由市場決定，以及應該廢除2017年為大公司減稅的部分政策。

但投資者對於新刺激方案並不感到十分歡呼雀躍，這是由於市場此前並沒有預期到民主黨能控制參議院，超預期的原因在於特朗普不斷宣揚選舉舞弊導致共和黨人投票率較低。這意味著市場擔心刺激方案的背後可能擁有昂貴的代價，例如企業稅的上調或者實際利率的上升。後續來看，在民主黨橫掃國會的當下，市場需要更加重視拜登此前提出的施政方向。

二、白宮未來施政方向

在稅收政策上，拜登希望對高收入群體加稅，低收入群體稅收減免；特朗普執政時期推行的對富人階層和公司設置的減稅政策將被撤銷。公司稅將由當前的21%提高至28%。40萬美元以上的收入人群的個人稅收從37%增至39.6%，年收入40萬美元以下的中階層暫不加稅。拜登將要求年收入100萬美元以上的富人繳稅比例與工薪持平，等於直接將高收入人群的資本利得稅提高了約一倍。拜登的稅收方案預計在未來十年內為聯邦政府增收3萬億美元。

在財政刺激政策上，拜登將支持更大規模的新的財政刺激方案，其主張通過投資科技、教育、基礎設施來提高經濟增長潛力。拜登提出組建2000億美元的清潔能源和基礎設施基金，重點投資交通設施和基礎建設，來增加百萬中產階級的工作。投資3000億美元用於國內購買和研發以改善美國的體系，促進國內生產。



提倡清潔經濟體系的建設，創造一千萬個新的就業機會。

支持美國製造、提高美國公司的外國子公司的稅收。通過區分美國公司國內外的關稅徵收方式，將美國公司的外國子公司賺取的收入稅收從10.5%提高到21%，促使製造業回流美國，激勵公司將分支轉移回國內，並進行稅收抵免。

支持移民政策、提高勞動力人口。拜登將放寬移民限制，給目前在美國但未被授權公民資格的人提供擁有公民身份的路徑，創造每年14萬個僱傭工作綠卡。美國難民的接納年度上限將提高到12.5萬。

補助少數、弱勢族群，彌合美國社會裂痕。拜登呼籲建立更多法律法規解決因種族產生的工資歧視的問題。拜登稱，他的團隊將探索因奴隸制和種族隔離的歷史問題，向非裔美國人支付現金賠償的可行性。他還承諾撥款三億美元給警察部門，以招募更具多樣性的警察團隊，並訓練他們建立和諧的警民關係。

圍繞氣候變化實施綠色大戰略。對內包括：通過清潔能源建設來提高經濟增長潛力。拜登並宣布投入3000億美元研發新技術和清潔能源，爭取三十年內實現全美淨碳排放為零。對外包括：重新強化多邊外交，包括重塑和盟友關係，促進全球聯手解決氣候問題；聯合盟友聚焦G20國家化石能源產業的財政資助問題，對碳排放超標的國家實施制裁。

三、中美博弈格局推演

經貿格局方面，拜登上台後需要優先處理國內疫情以及國內經濟問題，所以短期內中美貿易大概將維持現有格局。根據拜登—哈里斯政府提出的四個施政議題：抗擊新冠、經濟復甦、種族平等、氣候變化，抗疫和提振經濟將會是拜登政府初期的施政重心。目前美國正處於第三波疫情，日新增病例持續走高，疫情愈演愈烈。肆虐的疫情是拜登施展拳腳的巨大阻礙。同時，拜登還需要推進行7月起一處處於僵局中的財政刺激法案。在拜登專注於處理國內事務的這段時期，中美貿易格局將維持特朗普政府時期的狀況。

後續在中美貿易關稅問題上，此前拜登屢次批評特朗普無限制地加關

稅，目標不止中國，還包括加拿大、歐洲等美國盟友。拜登在競選綱領中就提出要廢除特朗普的關稅貿易政策，並倡導與盟友重新修復關係，加強聯合。未來拜登可能不會肆意揮舞關稅大棒威脅中國，而是採取手術刀的方式將關稅集中在某些領域，最終部分領域可能會減少現有的貿易關稅，但會要求中國取消對國企的補貼，進行結構性改革。同時利用多邊貿易爭端解決機制、聯合國盟友施壓採取集體談判及國內稅收政策來支持美國企業。

可以確定的是，未來當拜登政府在考慮要改變貿易管制措施時，其會與美國商界進行更有效且積極的整合與溝通。因此在政策形成前的階段，政商兩界都能較好的預期他們在貿易政策上的行動，這種做法無論對於美國抑或中國商界都會有鎮定的效果，且新白宮施行的政策也會與一個完整的戰略框架捆綁起來。類似特朗普政府充滿個人主義色彩的推特治國將不會在新白宮中重現。

在區域軍事格局上，類似南海、台灣問題上拜登政府所採取的行動不會像特朗普時期那麼任性極端，中美之間產生直接軍事衝突的風險會下降。但拜登政府預計會增加對中國的圍堵力度，例如可能聚焦在印太地區強化與當地國家及盟國的合作關係，推進在該地區用於遏止中國的勢力擴張的聯合行動。

在高科技博奕領域，由於現在許多美國政治要員已經將其視為零和博奕，因此拜登政府不太可能扭轉中美之間在關鍵領域的科技競爭白熱化趨勢。但範圍可能會縮小至5G、人工智能、先進半導體、量子計算機等硬科技領域，醫療等的科技合作則可能增強。具體競爭手段上拜登政府可能會傾向於採取聯合其他國家制定具有排外性行業標準等方式。

在氣候領域，拜登政府很可能會與中國展開合作，特別是在與拜登施政方向符合的「碳中和」領域。兩國政府現有被中斷的對話機制和平台及人文交流可能會部分恢復，相關移民及留學政策也有望重新放開。兩國對於碳中和計劃的共鳴或許將一定程度上減緩其他領域的緊張關係，圍繞清潔技術和產業升級的政策合作也將為兩國帶來新的合作機會與經濟增長點。

資金抱團仍會持續

斌眼觀市



朱斌

西南證券首席策略分析師

2021開年以來，A股一度呈現抱團白熱化的場景：白酒、新能源、軍工等板塊都呈現快速創新高的高潮。覆蓋

這三個板塊的ETF基金淨值在年初幾個月中漲幅即超過10%，但在那之後，隨着市場傳聞管理層欲叫停消費基金發行、固態電池研發出現突破等消息影響，上述板塊都出現劇烈調整。白酒龍頭五糧液、瀘州老窖，新能源板塊龍頭寧德時代、隆基股份、華友鈷業都一度下跌15%左右。那麼，這是否意味着，今次A股抱團，也會像2015年的TMT泡沫、2018年初的藍籌股暴動那樣，步入瓦解，歸於沉寂呢？

筆者認為，這次抱團或許會與前兩次有所不同。當前指數回調很正常，是前期過急過快上漲的一次再平衡。從12月下旬至今，滬綜指上漲超過10%，創業板指上漲接近20%。與此同時，市場幾大抱團主力：白酒、新能源車和軍工在最高點時更是上漲超過了30%，用時都不超過一個月的時間。因此客觀地說，即使沒有外圍因素衝擊，市場也蘊含着調整的需求。

前期板塊抱團上漲主要源於兩大因素，一是宏觀層面因素，二是行業層面因素。宏觀層面因素源於市場對於流動性環境維持長期（至少延續到2021年底）低利率的預期；行業層面的因素則來源於三大行業在可預期的未來（三至五年內）持久而穩健的增長。當前審視這兩大因素，僅僅是宏觀層面的流動性因素出現了預期擾動，而行業層面的邏輯並未發生變化。因此抱團出現鬆動，但並未結束，只是需要適當調低收益率預期而已。當前機構抱團的幾個板塊，仍然是A股最優質的資產之一。

在宏觀層面，市場此前預期美聯儲會將零基準利率的政策至少維持到2021年年底，並且不會很快縮表。但美聯儲在1月7日公布的12月份議息會議紀要上卻表示要逐步退出寬鬆政策，對市場預期形成了擾動，也使得美國10年期國債收益率快速上行突破1%。儘管如此，筆者認為這種流動性

變化仍然只是預期變動的一種反應。因為從當前全球新冠疫情來看，仍然非常嚴峻，預計1月底全球累計確診人數就會超過1億人，而2021年底全球累計確診人數大概率會超過5億人（且已經考慮了疫苗的作用）。這使得全球經濟復甦必然是非常疲弱的態勢，2021年全球貨幣政策也很難轉向。

實際上，正如筆者所分析的，很快，美聯儲就再次進行了預期管理的調整：1月14日，美聯儲主席鮑威爾在參加普林斯頓大學線上研討會時表示，目前還沒到考慮退出購債計劃等超寬鬆貨幣政策的時候，美聯儲將繼續保持相關政策，維持低利率水平。相應地，10年期美債收益率也在突破1%後出現震盪回調，上漲趨勢明顯放緩。

看好白酒新能源軍工板塊

在行業層面，其實白酒（一線龍頭）、新能源汽車和軍工板塊長期增長的態勢非常確定。一線白酒當前在未來幾年維持10%左右的增速確定性很高。考慮到海外消費品龍頭增速已經接近零增長，但市場仍然會給予30多倍的估值，一線白酒目前50多倍的估值也還算合理。

而新能源汽車與軍工板塊未來三年維持年化30%的增速，行業龍頭維持40%-50%的增速確定性也高，因此給予更高的估值溢價也在情理之中。譬如當前中國汽車年銷量有2000多萬輛，而新能源汽車銷量僅有160萬輛左右，如果未來十年新能源車能夠取代一半的汽車銷量，那麼相應銷量還要增長六倍以上；而軍工行業隨着軍隊現代化、實戰化建設的快速推進，相關發動機、高端材料的需求都會高速增長，中國當前四代機、五代機數量僅有500架左右，而美國相應戰鬥機數量為2600架，即使中國未來七年只達到美國水平的80%，考慮到戰機更新的因素，未來中國先進戰機也將有大幅度增長。

因此，綜合來看，上述三個板塊仍然是A股當中非常有吸引力的板塊。筆者認為一線白酒、新能源車和軍工板塊，如果繼續回調，都視作很好的布局機會。建議關注五糧液、瀘州老窖、寧德時代、國軒高科、中材科技、航發動力、西部超導等相應行業龍頭個股。



◀白酒龍頭五糧液、瀘州老窖等，繼續回調，都視作很好的布局機會。

量寬未休 資產水漲船高

樓市智庫



陳永偉

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

筆者早前指出，有關上屆美國總統特朗普內未能落實9000億美元的紓困方案，不必過分憂心，因為新任總統拜登就任之後亦會有類似措施推行，美國量化寬鬆還是陸續有來。

據美國媒體報道，拜登即將公布新紓困計劃，總金額達到1.9萬億美元。比特朗普未能落實的9000萬億美元方案，足足多出1萬億美元。由此可見，美國量寬可謂無休無止，市場資金又要尋求出路，以達至保本保目標，預料樓市、股市、金市水漲船高。

拜登的新紓困計劃分兩部分，第一部分是大型基建與氣候暖化相關投資方案，第二部分是新紓困計劃，預料數周後才公布。新紓困計劃是全民派錢金額，相當於1400美元，並向地方政府撥款及提供額外失業救助金等。拜登預料新紓困計劃詳情，總值數以萬億美元計。

拜登的紓困措施，出手比特朗普更

重，但資金來源方式應該離不開印銀紙或發債，將美國聯儲局資產負債表加大，又是一種量寬行動。美國實行量寬，現在已經欲罷不能，因為挽救美國經濟已太倚靠量寬，是食過翻尋味，不必想其他新招，因為市場亦受落。量寬副作用是會造成資金流向投資市場，將樓市、股市及金市抬高，在2008年世界金融海嘯的後果已是例證。

市場資金氾濫，又會造成資金貶值，唯有尋找保本增值的投資工具以作避險，否則會財富貶值。不少投資者經歷過2008年之後的樓股金大旺市，現在美國又照辦煮碗，上次沒有參與樓股金大旺市的投資者，都會摩拳擦掌準備在近期的量寬中補償損失。因為這十二年來資產價格大幅高漲，沒有參加這個遊戲身家有貶危機。今次投資機會重臨，可謂機不可失了。

再者，新冠肺炎疫情之後，全球息口都大幅下調，不少國家不是負利率就是接近零息口，持有現金沒有什麼回報。從而逼使投資者走向樓市、股市及金市等投資工具推進，以求取得比現金息口為高的投資回報。