

由於美國總統拜登投資計劃所需資金主要通過加稅來籌集，其對經濟增長的拉動效果並不明朗。一方面，雖然基建投資能夠直接帶動需求，但對企業加稅的行為無疑會使這種效應大打折扣；另一方面，通過政府投資來代替私人投資在效率上來看可能也並不划算。但拜登計劃對於就業的改善或將有比較大的貢獻。

拜登修路 意在就業



▲從當前美國非農私人部門失業率上來看，建築業以超過8%的失業率水平位居第三。

美聯社



李迅雷

中泰證券首席經濟學家

之所以拜登選擇基礎設施作為其投資計劃的核心抓手，一方面是源於美國當前落後的基礎設施狀況亟需改善。根據世界經濟論壇對全球基礎設施狀況的評分，美國已不在全球經濟體的前十名之列，不僅落後於東亞的日本和韓國，也趕不上歐洲的西班牙、德國、法國和英國等老牌發達國家，與其經濟地位並不相稱。

美國基建問題在哪裏？

而美國土木工程師協會對美國當前基建狀況的評級也只有C-，雖然較上一次評級有所提高，但同樣指向美國老化的基礎設施狀況。特別值得注意的是，美國基礎設施同其人口分布情況也並不匹配，人口密度較高的美國東海岸大部分州基礎設施評分也只有C-，並沒有高出美國的平均水平，而人口密度較低的中部地區，部分州基建評分反倒要好於東西部地區。

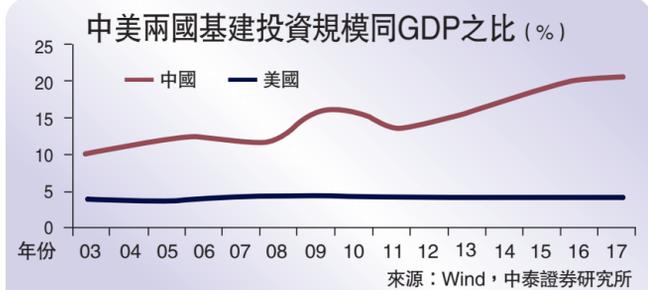
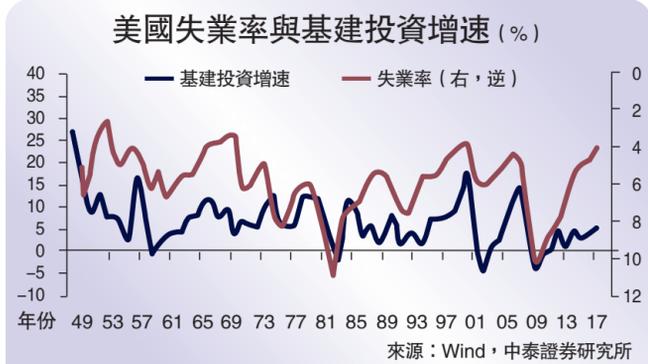
據美國土木工程師協會估計，在未來的十年內，美國如果想要保持基礎設施的良好狀況，所需的資金缺口大約在2.59萬億美元左右，其中以交通運輸的資金缺口佔比最高，陸運、水運和航空合計佔比要超過一半。

事實上，這幾年來美國在基建投資上確實沒有比較大的作為，自2003年起基建投資規模佔GDP的比重一直穩定在4%左右，而與之形成鮮明對比的是，中國基建投資規模佔GDP的比重從2003年的不足10%，到2017年已經提高到超過20%。

另一方面，拜登提出大規模基建計劃也同疫情後穩定經濟和就業的現實需要密切相關。受新冠疫情衝擊，美國經濟增速大幅下挫，2020年二季度同比增速跌幅曾高達9%，失業率也一度突破14%。雖然在疫情逐漸得到控制、財政貨幣刺激力度加大的情況下，美國經濟短期有所好轉，但中長期增長動力仍顯不足。而美國歷史上不乏通過基建帶動經濟擺脫衰退陰影的成功經驗，因而此次拜登基建計劃也是力圖效仿。

拜登計劃投資在何處？

拜登公布的投資計劃涵蓋範圍較廣，雖然其中基礎設施建設投資佔據了最大比重，但也不乏其他領域的投資，比如針對住房的建造更新投資在該計劃中的比例接近10%，再比如對製造業振興和創新投資的支持也超過計劃投資規模的20%，這些領域



的投資同樣值得關注。

按照相對寬泛的統計口徑，可以把美國的基礎設施投資分為三個部分：一是傳統基建如電力、交通和供水等領域的投資；二是公共設施如學校、醫院和公共安全領域的投資；三是數字基建如信息技術領域的投資。而這次拜登的投資計劃明顯側重於傳統基建和公共設施領域，對數字基建的投入偏低。2017年美國基建投資中傳統基建佔比略超過42%，而拜登計劃中基建投資資金超過57%投向傳統基建領域，高出傳統基建佔比約15個百分點，在公共設施領域，拜登計劃的資金投向也要高出其佔比近5個百分點，但在數字基建上，拜登計劃投資僅佔其基建領域投資的6.5%，明顯低於數字基建在基建投資中超過25%的佔比。

從美國的傳統基建投資結構上來看，能源領域和交通運輸領域得以分庭抗禮，佔比均超過了40%，其他領域投資規模相對較小。而此次拜登投資計劃在傳統基建領域中，對交通運輸的投資規模偏高，明顯超過了能源投資部分。但事實上，拜登所倡導的綠色能源社會的願景體現在這份投資計劃的各個方面，比如在超過6500億美元的交運基建投資中，就有約1700億美元用來發展電動汽車市場，再比如在住房投資中計劃安排270億美元的資金用於綠色節能改造。因此，如果算上這些對於能源投資的配套，該領域的投資規模並不算低。而在拜登這份計劃之下，綠色能源開發及其應用領域的發展將會顯著

提速。

拜登此次計劃雖也涉及到住宅投資，但支出規模相對較低。2019年美國住宅投資超過8000億美元，佔固定資產投資的比重超過18%。而拜登計劃中安排的住宅投資規模八年內僅有2000億美元左右，剛剛超過2019年住宅投資規模的四分之一，年均計劃投資規模更是不足2019年住宅投資規模的3.5%。

對於製造業投資部分，拜登計劃特別強調企業自主創新能力的培育。一方面，專門拿出計劃資金的約8%用於創新技術方面的投資；另一方面，拜登在計劃中也提到要加強關鍵產品的供應能力，着重指出投資500億美元用於半導體行業的研發。2018年以來，美國研發支出投入強度再度突破3%，2020年更是超過3.3%，在此基礎上，拜登旨在通過加大研發支出規模保持住美國的競爭力優勢。

基於對拜登計劃的不同理解，市場對於基建資金的來源尚有一定爭議。但大體上來看，這次拜登的基建計劃所需資金，主要還是通過加稅的方式進行籌集，其中最關鍵的提議就是擬將美國公司稅率提高到28%。

而在特朗普減稅之後，美國法定公司稅率（聯邦和州合併計算）已從OECD（經合組織）國家最高水平降至和OECD國家平均水平相差不遠，根據稅收基金會的測算，拜登加稅舉措將使得美國對公司收入的綜合稅率再度回到OECD國家最高水平。

「錯峰」經濟學

廟堂江湖



沈凌 德國波恩大學經濟學博士

人間最美四月天。春天的江南，處處可以尋花問柳，但卻不是時時可以閒庭信步。在小长假結束之後的第一天，筆者去西湖邊走了一圈，沒想到斷橋上居然空空蕩蕩，「橋可羅雀」。這實在是錯峰出遊的最大好處。因為現代社會規定了大部分人在周末才有時間走出辦公大樓，但也是因為大部分人不時走出了辦公大樓，辦公樓外摩肩接踵，比辦公樓內還要擁擠，所以我很少在周末去西湖邊散步。

錯峰出遊雖然有很大好處，但大部分人都享受不了，他們只能坐在辦公樓內嘆息：「沒辦法啊，老闆不允許我錯峰出遊。」實際上，這樣哀嘆在經濟學家看來，主要還是因為錯峰出遊的好處沒有被大家真真切切意識到。假如你昨天跑到斷橋上，想把90%的遊客趕走，讓你能夠輕輕鬆鬆在斷橋上踱個步、拍個照，你需要為這個清場支付多少費用呢？每人100元人民幣，100個遊客，至少花費萬把塊錢吧？或許還不夠，你還需要僱傭一定的人員作為維持清場狀態的安保人員。那麼你今天請假錯峰出遊，到斷橋來逛一逛，享受一下這閒庭信步的機會收益就是至少一萬元。如果老闆因為你請假而處罰你的成本小於一萬元，你請假出遊的行為就是一個在經濟學上來看合理的選擇。

對於老闆來講，其實允許員工錯峰休假，也有利於保持生產鏈穩定運行，減少營運成本，也是一個合算的事情。

即便對政府而言，一周七天開門辦公，允許公務員輪休，也是既有利於社會交通削峰填谷，平穩運行，也有利於老百姓辦事的舉措。唯一麻煩或許是排班的複雜度和困難度，但這對於眼下追求智慧城市管理的管理者而言，應該不是不能辦到的事情。

「茅台」雖好 不要貪杯

當然，錯峰這個思想，不僅僅適用於旅遊。熟悉我的讀者都會知道，三句話不離股市的沈老師一定會舉一反三把這個思想運用到投資。低買高賣，是股市投資獲利的不二法門。說白了，也是一種投資學上的錯峰行為。大家都去追逐熱門品種的時候，它就像是小长假裏面的西湖景區，再漂亮，也抵不住人多。真正會旅遊的人是不會在這個時候去西湖景區的，真正會投資的人也不會去追逐最熱門的投資品種的。去年筆者就提醒身邊的朋友，看好消費股，但也應該考慮一下什麼時候退出或者退出的條件是什麼了。即便你看好白酒類消費股，非此不買，那也可以關注一下五糧液，而不是茅台。因為兩者都是白酒的頂級品牌，而茅台和五糧液的股價對比已經越過了高點，慢慢走出了一個圓弧頂。這就相當於你一定要在小长假到杭州來玩，筆者也會建議你關注一下杭州城裏除了西湖以外的相對冷門的景區。

當然，最後你選擇什麼時候出遊，到不到西湖景區，都是一個很個性化的決策。對我來講，可以今天去西湖錯峰遊，對你來講，也許這個機會收益一萬元的錯峰遊還是不值得選擇。因此，股市投資從來沒有最好的股票，只有最適合你自己的投資決策。

樓價進入上升軌道

樓市新態



汪敦敬 祥益地產總裁

住宅重返上升軌道已無懸念，這無論在差餉物業估價署住宅指數和中原指數也見到清晰的「上升通道」，這正是筆者的「龍市理論」的重點，以中國資金和宏調概念為主導的香港市場，因為政策不斷去除市場泡沫，市場價格異常受鞏固，所以市場只會以「龍市一期」（樓價上升）和「龍市二期」（市場被政策或環境去除泡沫）不斷輪替，過往服務泡沫經濟的西方牛熊理論在近年已在香港住宅樓市不再出現。

過去十年曾出現四次「龍市二期」，這本來是用家入市時機，但仍用舊有西方概念的市民往往會認為是熊市前夕，最後事實都是市場鞏固完就再重新上升，他們一次又一次錯過了入市時機。甚至有不少投資高手也因為太迷信西方經濟理論，更把自住樓賣出後等待泡沫爆破。只是樓市泡沫一早已「樓市辣招」去除，加上高門檻的按揭政策

令樓市成為低借貸、高儲蓄，配合了供應不足和大部分住宅已「供滿樓」的財富效應開始發揮，香港樓市已是價格易升難跌的市場了。

事實上，中國的宏觀調控方式的確比西方泡沫經濟優勝得多。單以香港的體驗，透過「樓市辣招」和按揭門檻及早為市場去除泡沫，可令市場避免了後來泡沫爆破引起市場甚至整體經濟受衝擊，無辜受損的人會大減，對長線投資者也較有利，經濟周期縮短對經濟成長和回報其實也會加快。

更重要的是，宏調性政策（包括樓市辣招）會在入市門檻上為市場再作分配令一些本來弱勢的人更容易入市。雖然香港政府在過去行政微調較慢，但「樓市辣招」在初期會對上車人士是有較寬鬆的門檻，後來2019年推出的放鬆按揭門檻，都是對上車和換樓人士有利的。縱使對部分不合資格的人有一點不完美，但對合乎資格的人士來說是有置業優勢的，只是有關優勢很多年輕人和懷有過時的牛熊理論的人也看不到，浪費了樓市過去十年的入市良機。

香港樓市早已「龍市模式」，其實股票市場亦逐漸走向以內地資金和秩序為主導，牛熊日益模糊，龍市也日益清晰。中美爭拗已到白熱化，兩方以各自體制回應：美國進一步玩泡沫輪人不輪陣，以攻為守；中國進一步去除市場泡沫，審慎全面備戰以守為攻，「形圓，而不可敗」。

筆者認為，股票市場其實可以好簡單，複雜的其實是人的心性而已。我個人投資股票市場，不預期大升或大跌，卻不斷鞏固拾級而上，只要揀對了長遠能與社會一起成長的股票，筆者認為長期持有必收穫豐富。近期股票市場好像多了風浪，股票風潮反而令房地產成為更加重要的投資工具啊。



▲分析認為，香港樓市已是價格易升難跌的市場。

中通社

拜登投資計劃對經濟增長的拉動效果並不明朗，但對於就業的改善或將有比較大的貢獻，基建投資所創造的就業崗位超過六成集中在建築業，而從當前美國非農私人部門失業率上來看，建築業以超過8%的失業率水平位居第三。

「穩就業」還是「穩增長」？

不過，拜登計劃所需資金採用加稅來籌集的方式，將會顯著改善美國的財政收支狀況。2020年為應對新冠疫情衝擊，美國財政刺激方案迭出，聯邦財政赤字佔美國GDP的比例接近15%，創下1962年以來的新高。而

拜登在基建計劃中提出，將在十五年內籌集超過兩萬億資金，不僅能夠支付投資計劃，還有助於財政赤字的緩解。

財政赤字的攀升伴隨着國債發行的激增，而這次主要靠央行印鈔來買單，美聯儲啟動了不限量的量化寬鬆政策，其持有國債規模同比增速在2020年下半年突破了100%，今年前兩月也處於95%以上的高位，而2月美國M2（廣義貨幣供應）同比增速繼續走高至超過27%。

那麼，如果後續基建計劃對於舉債融資的依賴性下降，這也意味着美聯儲持續購債的必要性有所降低。