

美國當地時間3月31日，在賓州匹斯堡的演講當中美國總統拜登披露了本屆政府在美國基建領域的計劃，同時還提出了一項稅收計劃，通過稅改政策為基建計劃籌措資金。筆者認為其中有兩個問題值得關注。第一，拜登「基建+稅收」計劃推出可能面臨的阻力有哪些，計劃若想成行可能採取怎樣的方式？第二，考慮當前美債利率上行的背景，而美國從去年疫情出現以後財政刺激政策大量推出，此番財政刺激的可能加碼是否會增加美國債務出現危機的風險？

拜登基建與債務危機



▲美國雖然當前有增加基建支出的需求，但分析預計拜登的「基建+稅收」計劃仍將遇到不小的阻力。美聯社

明若觀火
明明
中信証券固定收益
首席研究員

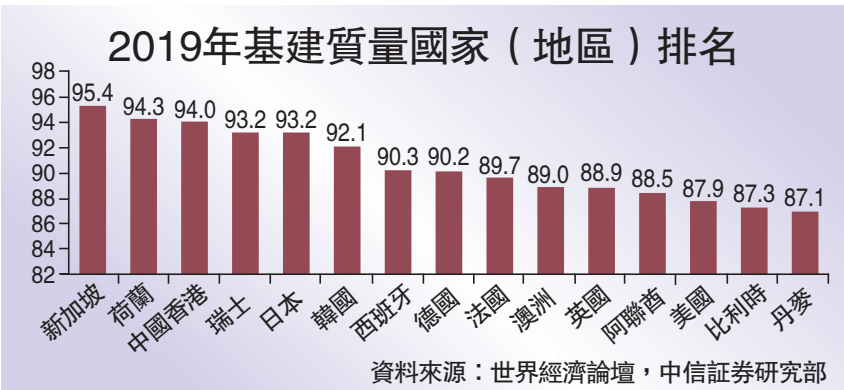
對於拜登提出的基建計劃，筆者認為當前的美國確實需要增加基建方面的支出，特朗普時期也將基建列

為重大經濟政策，但出於政策緊迫性考慮最終未獲落實。對於拜登提出的基建計劃，筆者認為從當前美國的基建設施情況來看，美國確實需要增加基建方面的支出。根據世界經濟論壇（World Economic Forum，WEF）發布的2019年基建質量國家（地區）排名情況上來看，美國以87.9分排在所有國家和地區的第13名，排名前五的國家和地區分別為新加坡、荷蘭、中國香港、瑞士以及日本。而結合美國的綜合經濟實力來看，第13名的基建成績顯然亟待提高。實際上從上一任美國政府的計劃來看，特朗普也將基建列為重大經濟政策，2016年總統競選時，特朗普曾制定包括稅務改革、精簡法規、重談貿易協定和重建美國基礎設施在內的四大經濟政策。但由於黨爭過程中廢除奧巴馬醫保案及稅改法案更為急迫，基建計劃排序相對靠後未獲落實。

計劃落地面臨阻力

雖然美國當前有增加基建支出的需求，但預計拜登的「基建+稅收」計劃仍將遇到不小的阻力。

首先在通過加稅為基建計劃融資方面，共和黨顯然將加以阻撓，同時民主黨內部聲音也並不完全一致。雖然美國當前有增加基建支出的需求，基建排名與美國整體經濟實力存在一定的差距，但基建計劃的資金來源將是兩黨爭議的一項重點。回顧特朗普時期共和黨在基建計劃方面做出的努力，共和黨和民主黨雖然都認可基建需要重建的事實需求，但在資金來源方面，共和黨與民主黨並無法達成一致，兩黨曾於2019年4月30日同意花費2萬億美元，修築美國道路、橋樑、電網、用水與寬帶基礎設施，但涉及到資金來源問題時，民主黨否認了特朗普企圖通過聯邦政府少量出資，地方政府和私人企業支付大部分的策略，而是企圖迫使特朗普提高稅收，特別是聯邦燃油稅來為基建計劃籌資，這在當時大選年到來之前顯然是特朗普無法接受的，同時也是特朗普時期美國基建計劃未獲落實的一項重要原因。考慮到當前拜登政府希望通過加稅的方式為基建計劃進行籌資，而特朗普時期共和黨推出了減稅政策，拜登的這一主張顯然將遭到共和黨的阻撓。而在民主黨內部，對於加稅的觀點也並不完全統一，如西弗吉尼亞州溫和派民主黨參議員曼欽就曾對媒體表示，他認為拜登的加稅計劃力度過大。



其次，拜登的基建計劃當中包括綠色基建等方面的支出，考慮到美國兩黨在能源政策方面的明顯差異，綠色基建支出或也將遭到共和黨的反對，因此拜登在基建和稅收兩個計劃或均將面臨一定的阻力。除加稅政策以外，拜登的基建計劃包括了一定比例的綠色基建支出，如1740億美元將用於電動汽車投資，包括購買折扣和稅收優惠、建立50萬個充電樁等；520億美元將用於支持清潔能源、供應鏈現代化及農村製造業等；350億美元將用於解決氣候危機和清潔能源等技術研發；1000億美元用於建設現代化電力系統，提高電力清潔和無碳化程度等。考慮到美國兩黨在能源政策方面的明顯差異，民主黨傾向於清潔能源，而共和黨則更傾向於傳統能源，綠色基建支出或也將遭到共和黨的反對，因此我們認為拜登在基建和稅收兩個計劃上均將面臨一定的阻力。

鑒於美國兩黨對於「基建+稅收」計劃可能產生較大的分歧，筆者認為等待和解程序在新的財年刷新並再次啟用，可能是目前來看拜登計劃得以推出的可能性最大的做法，因此拜登基建計劃可能是一個相對緩慢的進展過程。結合前文針對拜登加稅主張和綠色基建方面兩黨態度的分析，筆者認為美國兩黨對於「基建+稅收」計劃可能產生較大的分歧。與此同時，年初為了推行1.9萬億美元財政刺激計劃，民主黨已經啟用了本財年的和解程序，使得1.9萬億美元刺激政策在簡單多數的情況下得以通過，由於和解程序在每一財年通常只能使用一次，因此目前來看，等待新一財年和解程序刷新並再次啟用可能是拜登計劃得以推出的可能性最大的做法，而美國的下一財年需要等到今年的10月份，因此拜登基建計劃可能是一個相對緩慢的進展過程。

加稅降低債務壓力

考慮當前美債利率上行的背景，而美國從去年疫情出現以後財政刺激政策大量推出，市場對於財政政策如果再度加碼可能加重美國債務負擔，從而增加美國出現債務風險的可能產生了擔憂。新冠疫情發生以來，美國連續推出多輪財政刺激政策，而與財政刺激伴隨的財政融資也加重了美國政府的債務負擔。從美國政府部門槓

桿率水平來看，去年二季度開始美國政府部門槓桿率便出現了大幅攀升，截至去年三季度美國政府槓桿率水平達到118.9%。因此隨着拜登基建計劃的提出，特別是在當前美債利率上行的背景下，利率的上升將提高美國新發行債券的利息成本，市場對於財政政策如果再度加碼可能加重美國債務負擔，從而增加美國出現債務風險的可能產生了擔憂，美債利率上行與財政刺激之間出現了一定的矛盾。

對於美國債務可能引發新一輪危機並帶來全球風險的擔憂，筆者認為其可能性或並不高，其原因之一在於當前美國財政存款餘額相對較高。從美聯儲資產負債表當中美國一般賬戶存款情況上來看，去年4月份開始隨着美國財政政策逐漸推出，美國財政存款融資加快，美國財政存款餘額也持續攀升，截至今年3月底，美國財政存款仍有約11219.5億美元的餘額。從這一數據可以看出，在去年低利率環境下美國財政部進行了大量融資為自己提供了一定的資金緩衝，因此財政政策若再度加碼產生的債務發行壓力或有所減輕。

另一方面，從拜登基建計劃配套稅收計劃的提出方式上來看，筆者認為美國政府或也有債務方面的考量，因此考慮通過加稅這種相對結構化的調整來為財政支出進行融資。對於美國債務問題判斷的第二點理由在於其融資方式可能會有所調整。從拜登本次基建計劃配套稅收計劃的提出方式上來看，雖然加稅是拜登在競選時便提出的主張，但是在當前時點加稅配套基建同時宣布，筆者認為美國政府或也有債務方面的考量，因此考慮通過加稅這種相對結構化的調整來為財政支出進行融資。若後續稅收調整得以實現，也將在一定程度上減輕美國的債務壓力。

結論：拜登披露了本屆政府在美國基建領域的計劃，並同時提出了稅收計劃。從兩項計劃的後續進展來看，雖然美國當前有增加基建支出的需求，但考慮到兩黨在加稅以及綠色基建方面的態度差異，筆者預計拜登的「基建+稅收」計劃仍將遇到不小的阻力。當前美債利率上行與財政刺激之間出現了一定的矛盾，對於美國債務可能引發新一輪危機並帶來全球風險的擔憂，但其可能性或並不高。

「滯後」的通脹高峰

實話世經
程實
工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「小荷才露尖尖角，早有蜻蜓立上頭。」2020年，疫情之後的避險需求和隨後美國釋放的天量流動性

帶來了美元相對大部分貨幣的大升大貶。2021年，隨着拜登政府推出1.9萬億美元刺激計劃，美國通脹預期增強，美債收益率大幅走高，美元也開始階段性走強。

筆者認為，由通脹預期引發的經濟和金融變盤當前仍處在「雷聲大，雨點小」的階段。一方面，擺脫疫情和央行收水的微妙賽跑將主導下半年的復甦進程和政策走向，儘管有過度加碼之嫌的美國財政刺激有助於推動產出缺口的加速彌合，但發達經濟體真正的通脹高峰仍將明顯滯後於經濟內生修復。另一方面，由總需求恢復引致的通脹壓力將決定央行相機抉擇的步調，在尚且合意的宏觀政策環境中，筆者對市場整體仍保有謹慎樂觀，但需要警惕「雨點」漸進下政策預警「雷聲」所帶來的一次性調整壓力。

貨幣政策尚溫和，全面通脹壓力可控。近二十年來，儘管發達經濟體通脹中樞有所下移，但其核心通脹走勢與產出缺口變動方向大體相關，且滯後約一年。2020年新冠疫情之後，在前所未有的「貨幣+財政」雙寬鬆刺激下，通脹水準觸底反彈進程可能會加快，但考慮到產出缺口尚未完全彌合，短期全面通脹壓力相對可控。

儘管在疫苗接種較快、財政刺激加碼、貨幣寬鬆持續等多重利好下，美國經濟的反彈勢頭仍將引領發達經濟體，但其內生復甦動力的持續性有待觀察。例如，亞特蘭大聯儲總體加權的wage growth tracker顯示，2016年以來美國薪資增速進入到金融危機以來的高位區間（3.3%-4.3%），但近一年來從高位回落，2021年1月該數值仍為低於區間內均值（3.75%）的3.6%，再度啟動薪資與通脹正向迴還需勞動力市場的明顯回暖。從前瞻性指標來看，紐約聯儲的UIG指數也顯示，自2018年四季度以來通脹持續回落趨勢明顯，最近半年來的反彈也相對乏力。綜上所述，儘管美國新一輪的財政刺激有望明顯拉動以金屬為代表的部分商品邊際需求，但經濟內生動力的回復仍需要庫存和資本開支的穩定提升。

市場仍謹慎樂觀，宜警惕一次性調整。通脹預期的大幅抬升，對於長期通脹的潛在影響不容忽視，但短期而言，預期的穩定性對於市場更為重要。作為最早有效管控新冠疫情、開啟經濟復甦的主要經濟體，中國當前消費者物價指數（CPI）處在相對低位，但在經濟出現過熱跡象之前，人行已經用類似前瞻指引的方式給出了轉彎的方向。貨幣政策司司長孫國峰也指出，2021年一季度可能出現「高基數基礎上的金融資料同比增速回落與低基數基礎上的經濟資料同比增速走高的背離」。

警惕一次性調整壓力

筆者認為，中國貨幣政策收緊的趨勢不會因為短期CPI的下滑發生改變，而將更關注於由生產物價指數（PPI）快速拉升所帶來的從上游向下游傳導的潛在通脹。換言之，全年中國貨幣政策相機抉擇重新寬鬆的概率並不大。基於此，我們對真實復甦驅動下的市場的整體走勢仍保有謹慎樂觀。但隨着收緊貨幣政策的「雨點」愈加臨近，貨幣當局預警的「雷聲」將重新校正市場預期，或導致一次性調整壓力。

以史為鑒，上世紀70年代，以可口可樂、IBM、寶潔為首的「漂亮50」藍籌股曾被視為美股的核心資產。宏觀環境上，1970年美國經濟處於高速增長階段，居民收入不斷提高（美國1978年人均GDP突破1萬美元），經濟復甦推動消費板塊的高景氣度。而除了上述宏觀擇「時」的因素之外，機構造「勢」助推了「漂亮50」的估值迅速上升。根據美聯儲金融賬戶資料，上世紀70年代美國散戶持股佔比下降至70%左右，專業機構投資者迅速崛起，其佔比合計超過20%。一方面，養老金及保險等長線資金積極入市，其追求長期穩定收益，優先配置業績穩定性高的大市值藍籌股，而另一方面，機構抱团行為則自我強化了「漂亮50」行情的演繹，使得其PE（市盈率）中位數一度接近40，而彼時標普500PE僅為18.9。

然而，機構抱团是趨勢的放大鏡，卻不能改變宏微觀基本面的事實。隨着高利率刺破「滯脹」泡沫，「漂亮50」由於業績無法兌現陷入「崩場」，在1973年至1977年間開始大幅跑輸標普500指數。相較「漂亮50」時代，當前投資者結構變化對市場趨勢的主導性更為明顯。筆者建議，在復甦仍有波折、真實通脹壓力漸起、流動性終將收緊的宏觀環境下，宜提前尋找避險之選。



▲兩地通關在望，分析預計，將會有大量額外客源流入本港樓市。新華社

樓市購買力復甦

樓市強心針
廖偉強
利嘉閣地產總裁

自從九七年回歸之後，香港仍是一個自由城市，亦是國際金融中心，更加是美食及購物的天堂。這個地方

絕對是中國內地14億人口嚮往的城市，作為大都會城市的香港，高昂的樓價絕對是理所當然。

香港雖然是彈丸之地，但是在世界的知名度絕不遜色，過往每年到訪香港的旅客以千萬計；香港更是美食的天堂，世界各國的美食盡在其中；香港沒有銷售稅，世界知名的品牌都能夠盡現在香港。香港地小人多，房屋長期供應不足，導致香港的樓價年年上升，租金的回報率雖然不算非常理想，但是投資房地產的風險在香港絕對偏低。

有很多人認為政府在十年前推出的

辣招，鎖死不少市場的購買力。儘管如此，但筆者認為購買力仍然非常充裕，原因很簡單，香港人的磚頭文化及對磚頭的喜愛，從小已經被上一代不斷灌輸，認為有瓦遮頭是生活非常重要的一部分。所以，部分香港人寧可節衣縮食都要努力入市置業，而有多餘資金的香港人亦會購買磚頭作為保值。

豪宅買家先知先覺

辣招稅雖然鎖死了部分購買力，但是香港人靈活變通，千方百計將家庭成員未入市的名額用以應對；更何況每年都會誕生數萬個到達18歲可用的名額，當然並非全部有資格及能力入市，但這個無疑已提升了市場購買力的機率。

豪宅買家及投資者先知先覺，認為市場不利的因素已經漸漸消散，兩地通關在望，將會有大量額外的客源流入市場，綜觀近月市場購買力的變化，很明顯知道市場將會重返昔日的購買力。