



►日圓經過大幅貶值之後，有望企穩。

近來隨着日圓大幅貶值，人們對日本債務問題及日本經濟的擔憂也與日俱增。日本曾經致力基建，尤其當日本經濟泡沫破滅的時候，日本政府通過拉動基建等逆周期政策，讓日本經濟回穩。本文通過分析日本長期低迷下的政策應對的得失，尤其在基建投資方面的得失，看看是否有值得借鑒之處，他山之石可以攻玉。

日本基建前車之鑒



察股觀經 李迅雷

中泰證券首席經濟學家

日圓大幅貶值的直接原因是日本沒有跟隨美國收緊貨幣。隨着日本國債的下跌，日本央行反而宣布繼續無限量撒錢，以購買日本國債期貨的交割券，引發了人們對日本經濟及日本債務危機的擔憂。事實上，日本政府的債務規模確實令人擔憂，安倍經濟學等刺激政策也未能改變日本的經濟結構，創建一種新增長模式。這說明通過政府舉債大搞基建的方式並不能改變經濟增長模式，反而陷入到債務泥潭之中。

當然，日本政府的巨額債務主要是內債，而且日本還是全球最大的債權國，擁有全球排名僅次於中國的外匯儲備，故發生債務危機的可能性不大。日圓在經過一段時間的大幅貶值之後，也有望回穩。但冰凍三尺非一日之寒，日本如果只是一味期望貶值來增加出口，期望通脹來刺激消費，終究不是上策。政府支出應該更多用在年輕人身上，而非總是應付眼下的問題或增加基建投資。

日本早期的基建投資應該是非常有效的，對日本經濟的高增長起到了積極的作用。例如，1964年10月1日東京奧運會前夕新幹線開始通車營運，第一條路線是連接東京、名古屋和大阪之間的東海道新幹線。這條路線也是全世界第一條投入商業營運的高速鐵路系統。每年約有2億人次乘坐，其運輸量佔日本鐵路30%、營業收入佔45%。

如今，城際高鐵在中國被歸為新基建，可見日本的「新基建」要比中國早四十多年。但基建投資普遍存在「邊際效用遞減」的現象，即效益高的項目先建，後建的項目一般投入產出比下降。例如，城投平台投入資本回報率（ROIC）的中位數已經從2011年的3.1%降至2020年的1.3%。

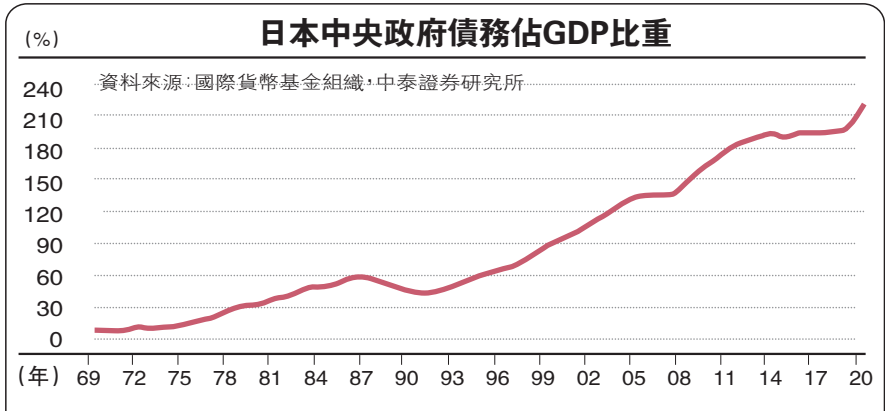
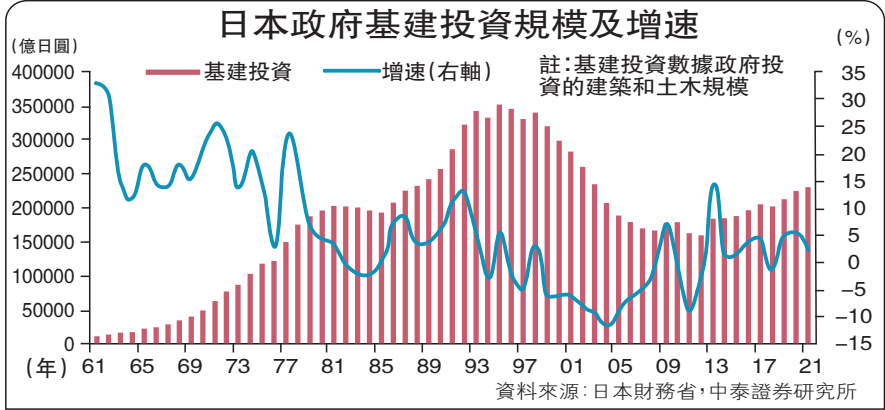
城市發展具虹吸效應

傳統的基建投資規模不宜增長過快，一定要從長計議。經濟發展其實就是人口流、物流、信息流和資金流的循環過程，如果循環暢通，則經濟可以持續發展，反之則經濟停滯。

在古代，人們通常傍水而居，因為人類生活離不開水，由此也形成了諸如中國的黃河文明和長江經濟帶。隨着河流的改道或水源的枯竭，人類不得不離開原地，遷徙他鄉。而通過鐵路和公路的運載量大大大超過了河道，改變了過去的人口流和物流的走向。越來越多的人遷移至城市，而且主要是大城市生活和工作，故基建投資必須要順應這樣的趨勢。

日本前首相田中角榮曾指出，只有通過大規模的交通網建設，才能夠消滅農村和城市的差距，才能解決城市密度過大問題。但這只是一種理想化的邏輯演繹，實際上，日本第一條東京到大阪的新幹線，使得大阪人口大量流向東京，東京的人口密度反而增大了。

中國高鐵運營時間雖然不長，但人口流向也出現了類似日本新幹線的情況。如筆者曾統計過京滬沿線城市的人口變化情況：剔除京滬高鐵和沿江通道沿線大城市和省會城市，選擇了36個三四線城市，計算常住人口佔全省常住人口的比重，並比較高鐵開通前後該比重的變化程度，以反映高鐵對城市人口集聚或離散的效果究竟



如何。

不出所料，36個城市中有21個城市的常住人口的佔比出現下降，其中京滬高鐵沿線下降的城市為5個，而沿江通道高達70%的城市的比重變化為負值，反映出高鐵建成之後，這些城市並沒有呈現出集聚人口的態勢，反而出現了向外擴散的跡象。沿江通道主要行經中西部省份，沿線合肥、武漢、成都等少數幾個中心城市，集聚了周邊乃至全省的資源優勢，因此在人口吸納上具有天然優勢。

幾乎所有國家的城市化進程都有一個共同特徵，即當城鎮化發展至一定階段，必然走向大城市化。例如，日本大東京都的人口數量維持長期增長，佔比超過日本城市總人口的三分之一以上，儘管日本總人口早已出現負增長了。此外，韓國的首爾、法國的巴黎、英國的倫敦乃至美國的紐約，其人口佔比都比較高。而中國的上海，由於受到嚴格限制超大城市人口流入政策的影響，人口佔比還比較低，但這或許意味着未來人口淨流入的空間還比較大。

而日本當年在道路交通建設上所犯的錯誤在於，認為把路修得越多越廣，人口自然就會均勻分布在全國各地，而事實上恰好相反，高鐵、高速公路發達了，並不能增加人們對選出大城市的需求，而且人口集聚也符合規模經濟的原理，人口越集聚，政府提供公共服務的便利性也隨之提高。因此，很多交通設施建設反而導致了巨額浪費，如高速公路越多，每公里的車流量就越小，高鐵建得越多，高鐵的載客率就越低。而且每年的養護成本巨大。

財政支出須提質增效

日本在修建四通八達的交通網絡的時候，是否估計到了未來人口將出現負增長，老人佔比越來越高，村莊在不斷消失？聯合國發布的《2019年世界人口展望》中預計，到2050年日本的總人口可能減少到1.05億左右，到2100年日本總人口可能只剩約7500萬。早在2013年，日本總務省進行的一項調查數據顯示：日本全國6000萬套住宅當中的820萬套處於空置狀態。根據日本國土交通省的官方數據顯示，早在2010年的時候，日本的無人島就已增加到了6429個，而真正有人居住的島嶼僅剩430個左右。

因此，田中首相在撰寫《日本列島改造論》的時候，應該沒有想到四

十年後日本人口減少，越來越多的基礎設施被廢棄，越來越多的農村只剩下老人。人們為了獲得就業機會和社會公共服務，更願意集聚到大城市。按照世界銀行的統計，經濟密度每增加一倍，勞動生產率提高6%；與中心城市距離每擴大一倍，利潤就下降6%。所以，大城市化與人口集聚現象符合經濟規律。

對中國而言，預計2022年總人口開始減少，儘管中國的人均高速公路里程、鐵路里程等基建指標都低於日本，但比較人均數據毫無意義，還是應該根據人口結構的變化和流向總趨勢來布局「智慧交通基礎設施」。好在中國早就提出財政支出要「提質增效」，包括今年的政府工作報告也提出積極的財政政策要提升效能，更加注重精準和可持續。

在基建投資方面，中國更加強調投資新基建，其中包括信息基礎設施、融合基礎設施和創新基礎設施三大類。中國在新基建、新能源項目方面的戰略布局較早，這也是為何如今在高鐵、光伏、5G、電動車等領域已經實現全球領先的原因所在。但從目前規模巨大的專項債的投向分布看，新基建的投入比重還是偏少，不到1%。期望今後的佔比能不斷提升。當然，能源、生態環保、國家重大戰略項目、保障性安居工程等也十分重要。總之，一定要提高基建項目的投入產出比或投到百年大計的項目上。

與日本相比，中國無論是固定資產投資還是其中的基建投資，佔GDP的比重都很高，這說明中國的經濟增長模式是一個典型的投資拉動模式。但與日本類似的是，投資都經歷了衝高回落的過程，固定資產投資佔比在2016年達到80%以後就開始回落，基建投資佔比則在2017年以後開始回落，反映出經濟增長的動能在減弱，中國經濟從高增長轉向高質量增長。

儘管基建投資的佔比下降，但政府部門的槓桿率水平卻在上升，原因在於社會運營成本在上升，投資的投入產出比在下降。這就需要提高固定資產投資中的「科技含量」。例如，在中國固定資產投資中，ICT（指信息、通訊、軟件投資等）的佔比僅為10%左右，而美國已過半。說明中國資本投入的構成中，信息科技等方面的含量比較低，有待進一步提升。

所以，唯有堅持改革開放，堅持創新驅動，中國經濟才能保持活力。這方面，日本是一面很好的鏡子。

元宇宙是無限遊戲



鍵能講堂 付 饒

國際新經濟研究院
高級研究員

遊戲可分為有限的遊戲和無限的遊戲。有限的遊戲要有明確的開端，也必須有明確的空間界限。在有限的遊戲中，需要有對手，也需要有隊友。參加遊戲的玩家所追求的就是得到潛在隊友與對手的認可。與有限遊戲不同，無限遊戲的參與者純屬自願，如果他們被迫參加，就失去了遊戲的意義。無限遊戲的參與者，說不清遊戲何時開始，他們對此也不在意，這是因為遊戲沒有時間界限。事實上，無限遊戲的唯一目的就是阻止遊戲結束，讓每一個參與者都一直玩下去。無限遊戲也沒有空間的界限，也沒有遊戲資格的門檻，只要願意，誰都可以參與其中。

在筆者看來，元宇宙是無限的遊戲。如果把眼下元宇宙中最主要的參與者——「Z世代」剖析來看，他們屬於「探索型玩家」的範疇，不會願意循規蹈矩按照遊戲的劇本推進，而是將元宇宙當做無限的遊戲，在其中尋找「彩蛋」。

這裏引申出一個問題。元宇宙的參與規則在進行過程中經常會改變。當元宇宙的參與者認為遊戲受到有限結局的

威脅，而某些參與者會贏，其他參與者會輸，那麼規則就會改變。為了防止有人贏得比賽，以及為了讓盡可能多的人參與遊戲，無限遊戲就會改變規則。如果有限遊戲的規則就是參與者認同誰能贏的合同條款，那麼無限遊戲的規則就是參與者認同繼續進行遊戲的合同條款，比特幣等「Web3.0」產物均體現除了這一特征。比特幣的共識建立過程是一場偉大的人類社會學實驗，也是一場無限遊戲。

有限遊戲的參與者遵守規則以便繼續進行遊戲，但是遊戲並不僅僅只是遵守規則，而是主動去「實現」劇本。劇本根據規則寫成，但與規則又不盡相同。劇本是參與者之間真實的你來我往，無論是行為還是語言，因此無法提前寫好。而元宇宙的劇本都是在遊戲進行的過程當中寫就的。

元宇宙參與者的「死亡」也是遊戲的一部分。無限遊戲的玩家並不是「死」於遊戲結束，而是在遊戲過程中「死亡」。也就是說，元宇宙不會隨着參與者的死亡而告終。由於遊戲是玩家之間交互的集合，因此參與者的「生」與「死」都是相互影響的。元宇宙參與者不是消費時間，而是產生時間。因為元宇宙的參與者沒有時間的外在尺度，他們既不年輕也不年老，也不生活在別人的時間裏。



▲遊戲可分為有限的遊戲和無限的遊戲，而元宇宙是無限的遊戲。

加息潮下按揭如何選？



樓按明曉 張穎曦

經絡按揭轉介營運總監

加息周期將至，有何辦法避免供樓負擔增加？現時市面上部分銀行提供兩款按揭供款方法，包括「定額供款」及「定息按揭」，均有助供樓人士固定每月供款額，免卻加息周期下每月供款開支增加的煩惱。兩種按揭供款可謂各有特點，想知道哪種付款方式比較適合自己，請看以下細解。

「定額供款」：一般銀行為按揭客戶提供「定期供款」，即固定貸款年期，業主的每月供款會因應利率的高低而有所增減。然而，部分銀行亦有提供「定額供款」，即固定每月貸款金額，業主的供款年期因應利率的高低而有所增減。

「定息按揭」：由香港按揭證券有限公司（按揭公司）推出，讓客戶於首10年、15年或20年以固定利率作供款，不受息口影響，其後可再以定息或浮息續供。6月份的定息利率分別鎖定為2.7厘、2.85厘及3厘，按揭公司亦會按照市場情況等因素不時調整利率。

雖然兩種按揭供款方式甚為相似，但其中亦各有利弊。

首先，按揭利率方面，「定額供款」可以H按或P按供款，借款人可向銀行定出心儀的每月供款額，再由銀行為借款人計算出預計的按揭年期，當然最終按揭年期會受息口的影響而增長或縮短。以現時新造浮息的實際按息約為2厘至2.5厘比較，比10年期的「定息按揭」2.7厘稍低，但如遇上加息周期，選用「定額供款」所增加的利息開支將延後償還，有別於「定息按揭」鎖定息口，利息開支並不會因加息而增加。因此，「定額供款」的總利息有機會比「定息按揭」為多，但如按揭年內遇上減息機會較多，則反之亦然。

其次，按揭年期及壓力測試要求不同。由於「定額供款」或會因加息而將年期延長，因此按揭年期並不能借足30年，相對上壓力測試門檻較可借盡30年為高；選用「定息按揭」的客戶則可選擇最高30年按揭，再決定定息年期，而且借款人毋須通過加息3厘壓力測試，只需通過供款與入息比率，因此選用「定息按揭」的收入要求相對較低。

以固定金額供款，讓每月供樓開支固定，無懼加息風險，對業主來說較有預算。不過，筆者建議有意置業人士仍須預留充裕的後備資金，切忌借得太盡及衡量自身負擔能力才入市。



▲按揭供款方法若以固定金額供款，讓每月供樓開支固定，無懼加息風險，對業主來說較有預算。