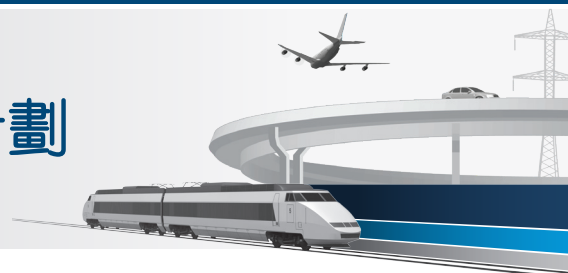


可讓美國再度強大的上市基建計劃



全球基建投資副主管 安志航 (Andrew Greenup)
投資關係經理 George Thornely

引言

美國基建業的現況有如英國作家狄更斯 (Charles Dickens) 的名著《雙城記》 (A Tale of Two Cities) 的開篇首句：「這是最好的時代；這是最壞的時代。」多個美國基建市場範疇表現良好，其他範疇則受到長期投資不足所困擾。我們認為造成這種差異的主因在於不同的融資模式和持股結構。事實上，全球上市基建資產類別在美國擔當一個重要的角色。

本文將分析美國基建業不同範疇的持有情況及表現。此外，本文亦會討論全球上市基建公司如何提供方案和美國總統特朗普可能為行業帶來的影響。

美國基建業的持有情況

美國是一個幅員遼闊、多元而複雜的國家，當地基建業的規模亦不遑多讓。因應不同行業，政府及私營機構持有美國基建資產的程度可以有顯著的差別。以下圖表比較兩者在不同基建範疇持有權的分佈。

貨運鐵路、油氣管道及無線發射塔這三個基建範疇近乎全部由私營機構持有，而電力公用事業、可燃氣公用事業、廢料及人造衛星其他四個範疇主要由私營機構持有，但政府仍持有相當比重 (包括500億美元的 Tennessee Valley Authority 及250億美元的 Bonneville Power Administration)。

不過，港口業採用混合業務模式。雖然港口管理局屬政府所有，但由私營機構營運。水務公司主要由當地政府持有，私營機構的規模較小，但正在持續增長。公路、機場及客運鐵路差不多完全由不同層級的政府部門持有。

美國基建資產的持有權分佈

| | 公營機構持有 | 私營機構持有權 |
|---------|--|------------------------|
| 電力公用事業 | 15%由政府持有 (聯邦及地方政府) | 70%由私營機構持有，15%由郊區合作社持有 |
| 可燃氣公用事業 | 少數由地方政府持有 | 絕大多數由私營機構持有 |
| 水務公司 | 85%由地方政府持有 | 15%由私營機構持有 |
| 廢料 | 25%由地方政府持有 | 75%由私營機構持有 |
| 公路 | 近乎全部由地方、州及聯邦政府持有 | 20條收費公路由私營機構持有 |
| 機場 | 除一個機場外，全部由地方、州及聯邦政府持有 | 聖胡安 (波多黎各) 及數個公私合營項目 |
| 港口 | 地方、州及聯邦政府持有 | 碼頭工人及碼頭管理由私營市場主導 |
| 貨運鐵路 | | 全部由私營機構持有 |
| 客運鐵路 | 聯邦政府 (Amtrak) 持有長途鐵路 | 數個小型公私合營項目 |
| 油氣管道 | 地方及州政府持有城市鐵路 | 全部由私營機構持有 |
| 無線發射塔 | | 全部由私營機構持有 |
| 人造衛星 | 少數由聯邦政府持有，包括全球定位系統 (GPS)、太空總署、國防部及人造衛星 | 私營機構持有大多數股權 |

資料來源：工業協會及首域投資估算。資料載至2018年2月。

在世界銀行的2016年至2017年全球競爭指數中，美國的整體競爭力排名第三，但基建方面的排名僅為第11位。

換言之，美國的基建排名落後於日本（第五位）、法國（第七位）、德國（第八位）及英國（第九位），但領先加拿大（第15位）、澳洲（第17位）及中國（第42位）。雖然美國的整體排名穩健，但我們認為美國的內部基建質素相當參差。

美國土木工程師學會（ASCE）每年都會發表美國基建表現報告，而2017年的評級為D+（評級範圍由A至F），即屬「欠佳，存在風險」。下表比較美國土木工程師學會給予各個範疇的評級及其持有類別；可見「由私營機構持有」及「評級較佳」兩者存在明顯的關係。

美國基建資產的持有權分佈及質素

| 持有權分佈 | | 美國土木工程師學會 2017年表現 評級 |
|---------|-------------------|----------------------------|
| 貨運鐵路 | 全部由私營機構持有 | B |
| 廢料 | 主要由私營機構持有，部份由政府持有 | C+ |
| 港口 | 混合型—政府持有，私營機構營運 | C+ |
| 電力公用事業 | 主要由私營機構持有，部份由政府持有 | D+ |
| 可燃氣公用事業 | 主要由私營機構持有，部份由政府持有 | D+ |
| 水務公司 | 主要由政府持有，部份由私營機構持有 | D |
| 公路 | 由政府持有 | D |
| 機場 | 由政府持有 | D |
| 客運鐵路 | 由政府持有 | D- |
| 油氣管道 | 全部由私營機構持有 | 不適用 |
| 無線發射塔 | 全部由私營機構持有 | 不適用 |
| 人造衛星 | 主要由私營機構持有，部份由政府持有 | 不適用 |

資料來源：美國土木工程師學會。

以下是美國土木工程師學會2017年所有的基建評級（按範疇分類）。

美國土木工程師學會2017年基建表現報告

| | | | |
|------|----|-------|----|
| 航空 | D | 公園及康樂 | D+ |
| 樑橋 | C+ | 港口 | C+ |
| 水壩 | D | 鐵路 | B |
| 飲用水 | D | 公路 | D |
| 能源 | D+ | 學校 | D+ |
| 有害廢料 | D+ | 固體廢料 | C+ |
| 內河航道 | D | 運輸 | D- |
| 防洪堤壩 | D | 廢水 | D+ |

資料來源：美國土木工程師學會及首域投資。

「雖然步伐緩慢，政府持有的基建環節正堅定地在物色和利用私營機構的資本，為新的投資項目融資。」

私營機構致力投資

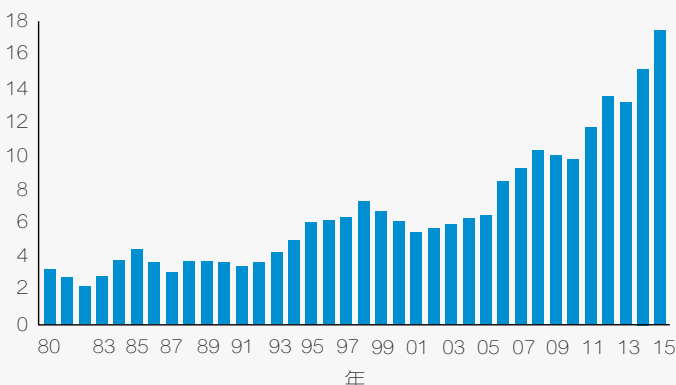
由私營機構持有及營運的美國基建範疇正積極投資，使其資產基礎得以維持和增長。

我們認為監管寬鬆、由私營機構持有的貨運鐵路¹、油氣管道²、無線發射塔³及廢料業⁴能夠為美國提供由世界級公司管理的世界級基建資產。鑑於以下原因，這些範疇可以有效地運用資金：

- (1) 投資項目由商業因素主導，而非受公共政策所影響；
- (2) 監管通常較為寬鬆；
- (3) 無須政府補助；以及
- (4) 以企業對企業的交易為主（即貨運鐵路業的企業客戶為沃爾瑪；油氣管道業為埃克森美孚；無線發射塔為Verizon），不會直接影響終端消費者/選民。

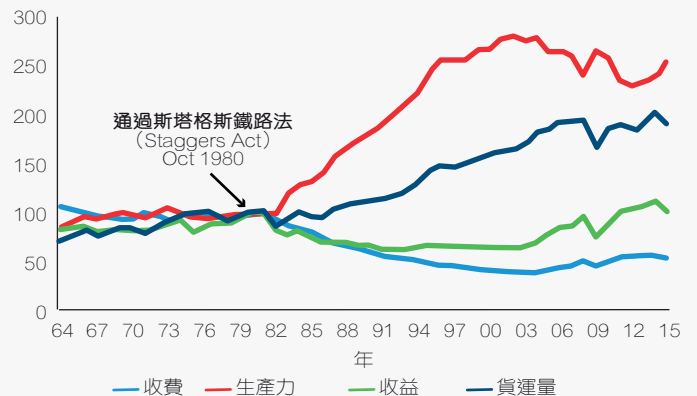
一直以來，這些範疇都能成功籌集及運用大量資金，以滿足美國經濟日漸殷切的需要。為應對頁岩油氣業為美國能源帶來的復興時期，油氣管道公司近年進行大型投資。以下圖表顯示貨運鐵路業的資本投資增加，並顯著提升經濟的生產力。

美國貨運鐵路業的資本開支 (10億美元計)



資料來源：美國鐵路協會，只限一級鐵路。資料截至2015年12月。

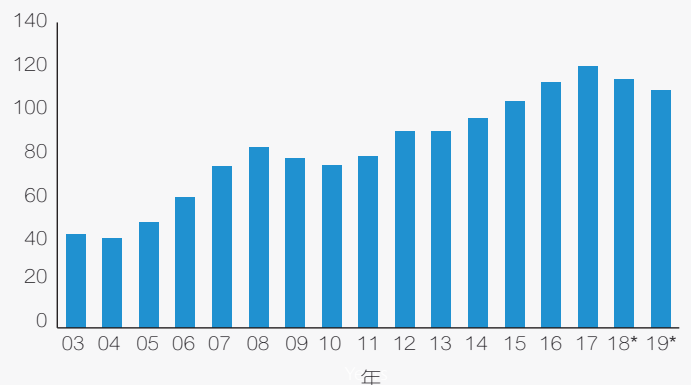
美國貨運鐵路業的表現 (1981年=100)



資料來源：美國鐵路協會。資料截至2015年12月。

雖然電力及可燃氣公用事業主要由私營機構持有，但受到州政府的公用事業委員會及美國聯邦能源管理委員會（FERC）的規管（前者較嚴格，後者的監管程度則較低）。有鑑於此，這些公司的投資率一般取決於州政府的公共政策目標，並通常受制於消費者/選民的能源開支所受的影響。近年出現的頁岩能源改革，有助電力及可燃氣公用事業把燃料成本控制於偏低水平，監管當局及公用事業因此可以動用資金維修和更換老化的輸配和生產資產，而無須大幅加價。

投資者持有的電力公用事業的投資 (10億美元計)



資料來源：Edison Electric Institute。

*數據乃2018年及2019年公司預測。

1 包括Union Pacific、BNSF、CSX、Norfolk Southern及Kansas City Southern等公司

2 包括Kinder Morgan、Williams Cos、Enterprise Products Partners及Enbridge Energy等公司。

3 包括American Tower、Crown Castle、SBAC Communications及Vertical Bridge等公司。

4 包括Waste Management、Republic Services、Waste Connections及Advance Disposal等公司。

私營機構的投資步伐滯後

在美國基建業中，我們認為公路、橋樑、機場、水務公司及客運鐵路業的投資未能趕上需求。這些範疇全部由政府持有為主。根據我們的分析，投資不足的主要原因包括：

- (1) 低稅經濟下的融資模式不足或存在漏洞⁵；
- (2) 政治上無法加稅；
- (3) 政治選舉週期（兩年至四年之間）和基建資產的壽命週期（40至60年）出現時間錯配；
- (4) 公眾認為應該可以免費使用公路及橋樑，使政治官員難以引進收費系統；以及
- (5) 地方、州及聯邦政府之間的規劃程序複雜。

在這些由政府主導的基建範疇中，投資不足及未能滿足隨經濟擴張而來的需求及情況不勝枚舉，部份主要例子包括：

- 美國運輸部估計每年的高速公路及橋樑投資不足金額為430億美元。
- 雖然2002年至2012年期間的高速公路開支增加23%，但行程延誤情況上升20%，行車質素則下降2%⁶。
- 9%美國橋樑的每日行車量為1.88億架次被美國土木工程師學會評為結構欠佳。⁷
- 每年有240,000組供水系統出現故障，浪費2萬億加侖經處理的飲用水。
- 每年的水管更換率僅為0.5%，即每200年更換一次—相當於使用年期約兩倍。

美國水務基建日漸老化

美國土木工程師學會給予美國基建的評級

倘若再不更新或更換現有的系統，評為質素欠佳、惡劣或報廢的美國水管比率將由10%增至2020年的44%。



木製水管



侵蝕後的水管



| 飲用水表現報告 | |
|----------|----|
| 2017年評級： | D |
| 2013年評級： | D |
| 2009年評級： | D- |
| 2005年評級： | D- |

| 廢水表現報告 | |
|----------|----|
| 2017年評級： | D+ |
| 2013年評級： | D |
| 2009年評級： | D- |
| 2005年評級： | D- |

美國自來水工程協會 (AWWA) 預測，全國在未來25年需要投放逾1萬億美元以建設地底飲用水基建。

資料來源：American Water Works。資料載至2018年1月。

— 雖然由政府持有的客運鐵路公司Amtrak的乘客量和營運表現已在近年改善，但每年仍虧損10億美元⁸，只有兩項服務錄得盈利⁹，並且未能效法亞洲鐵路營運商，在車站附近落實「善用土地價值策略」（land value capture strategy）。

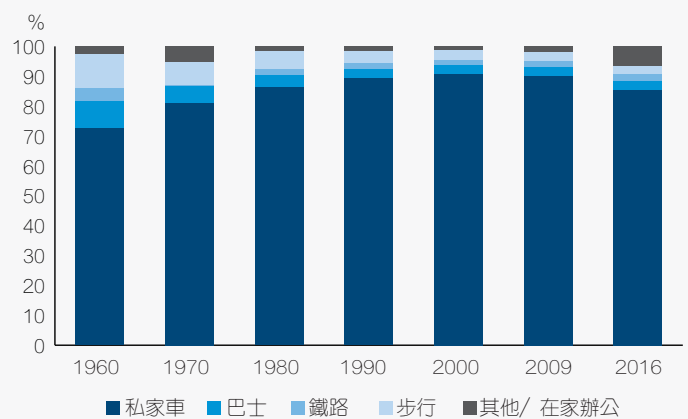
— 都會地區的公共運輸佔通勤使用率偏低，比重亦正在下降；這個情況在美國第二大城市洛杉磯特別明顯。《洛杉磯時報》報道，大都會運輸署公佈的乘客量較1985年的水平減少接近20%，儘管期內的人口增加約20%。

在過去十年，我們察見一些輕微的訊號，反映政府正堅定地向私人營運商開放部份資金不足的基建範疇，即使其步伐緩慢。在公路方面，德州、維珍尼亞州及北卡羅萊納州已推出全新的私人融資快速公路項目，兩條位於波多黎各的收費公路亦已出售予一家私營公司，而紐約/新澤西、俄亥俄/肯塔基、賓夕法尼亞、維珍尼亞及佛羅里達採用公私合營¹⁰(PPP)方式興建新橋/隧道。

機場方面，波多黎各已把主要機場售予一家私營公司，而拉瓜地亞機場和丹佛國際機場採用公私合營方式來進行客運大樓的改善工程。此外，約翰甘迺迪國際機場亦計劃推出總值100億美元的公私合營項目。

至於客運鐵路方面，斥資22億美元的丹佛Eagle P3項目已於2016年竣工、私營鐵路公司Brightline早前佛羅里達州投入服務、馬里蘭州的私營合營項目Purple Line已於2017年動工（預計2022年完工），而達拉斯至休斯頓之間計劃以私人資金興建高速鐵路（我們對此仍相當存疑）。

美國人上班時採用的交通方式



資料來源：美國普查局。資料載至2016年12月。

⁵ 2016年的稅務佔美國國內生產總值百分比為26%，遠低於34%的經合組織平均值。在過去50年，該百分比在美國僅增長2%，而經合組織則平均增長9%。

⁶ 資料來源：‘2015 Status of the Nation’ s Highways, Bridges, and Transit: Conditions & Performance’ 報告。

⁷ 我們發現該百分比在過去五年有所下降。

⁸ 該虧損額包括超過2億美元的州政府補助。

⁹ Acela Express及Northeast Regional服務約佔Amtrak乘客量的三分之一。

¹⁰ 公私合營「是一個項目交付模式，即是私營公司與地方政府合作，為公共項目提供融資、建造和管理服務，並分擔其風險。視乎合作規模，私營公司可能負責的部份或全部項目。私營公司可透過不同方式獲得回報，包括高速收費公路的收入、機場費或地方政府發行的債券。回報通常表現標準掛鉤；倘若該公司未能達到既定指標，所獲回報則可能減少或延遲支付。」— 網站：Icons of Infrastructure。

正如全球基建服務商Ferrovial指出：「公私合營有助地方政府運用有限的資源，以較低的開支迅速興建基礎設施。」

全球上市基建有助解決融資問題

全球上市基建資產類別是美國重要的投資者，而且往績優秀，其投資項目主要包括貨運鐵路、油氣管道、無線電發射塔、廢料及電力、可燃氣公用事業和水務公司。正如上文指出，我們認為這些範疇可以有效地運用龐大的資金，以建設美國的基建。展望未來，我們相信將有更多全球上市基建公司參與融資活動，協助美國不同的基建範疇解決投資不足的問題。以下是部份主要的投資機會：

收費公路

- Transurban、Ferrovial和Vinci是享譽全球的收費公路設計及建造商，擁有多條收費公路的特許權。我們預期這些公司將積極參與新項目
- Transurban、Ferrovial、Vinci及Abertis在美國均有收費公路資產
- Atlantia在美國經營一家電子道路收費公司

快速收費道路例子

管理車道
新資產地標



透過「現有城市走廊」解決交通擠塞的問題

使用方法

以收費來主動管理「新增容量」

資料來源：Ferrovial。

機場

- Ferrovial、Vinci、Groupe AdP、AENA和Fraport將積極參與機場私有化或公私合營項目
- Ferrovial在8億美元的丹佛國際機場公私合營計劃中擔當主導角色
- Grupo Aeroportuario del Sureste擁有波多黎各的聖胡安機場
- BBA Aviation在美國經營一個私人飛機機場網絡
- CCR為美國的機場提供支援服務

拉瓜地亞機場公私合營項目



資料來源：LaGuardia Gateway Partners。

水務公司

- American Water Works、Aqua America、Eversource Energy及Suez Environment正積極整合零碎分散、由政府主導的美國水務行業。

客運鐵路

- 上市的日本客運鐵路公司東日本旅客鐵路及東海旅客鐵路有意把其高速鐵路技術出口至美國。

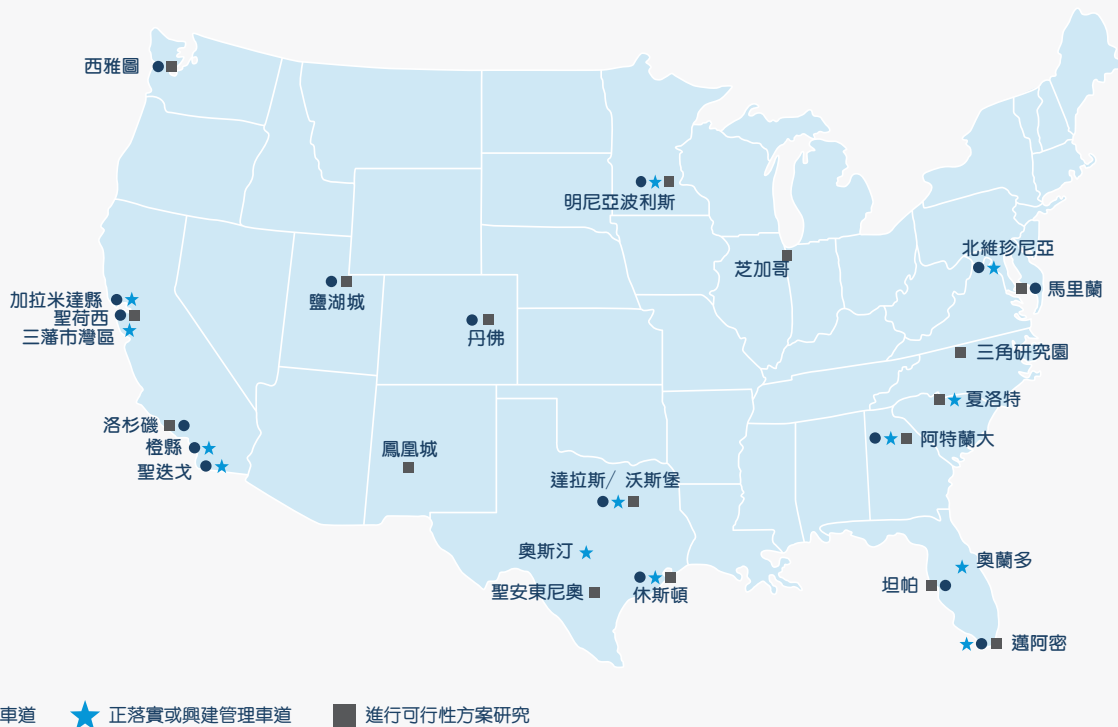
綜觀美國，快速收費道路及機場公私合營項目是最具投資增長潛力的全球上市基建項目。我們看好這些方案，因為它們可以：

- 解決政府的政治問題，而政府無須出售/ 私有化資產，亦不需要加稅/ 徵收路費/ 使用費；
- 吸引大量私營機構的投資；
- 促進經濟繁榮，提升生產力；
- 改進客戶/ 選民的體驗；
- 紓緩擠塞情況，以及
- 避免使用者受建造成本超支的影響。

我們預期Ferrovial、Transurban及Vinci將在未來三至五年成為美國快速收費道路和機場公私合營項目的主要業者。美國基建市場龐大，即使只向私營機構資金開放小部份市場亦足以為全球上市基建公司帶來大量的投資機會。

美國快速收費道路項目 (2016年)

資料來源: Reason Foundation



美國總統特朗普可以怎樣協助美國基建發展？

我們認為特朗普政府能夠促進私營機構投資於美國基建業，繼而利好全球上市基建公司。

具體來說，我們不認為私營機構的基建投資將出現「激烈」的轉變，而是會逐步增加，因為美國政府體系以州政府為基礎。大部份基建決定由地方政府或州政府作出，而不是聯邦政府。舉例來說，地方及州政府擁有96%的美國高速公路和98%的橋樑。正如一家基建公司的財務總監在近期指出：「美國對基建的需求強勁，但決策程序非常分散。」

特朗普委任前金融業高層加入政府，以落實基建計劃



資料來源: peoplespunditdaily.com。

不過，對這個龐大的市場來說，即使私人投資只是緩步增加，亦能為全球上市基建公司帶來非常顯著的增長。以下是我們預期特朗普政府將為基建業造成的四項主要影響。

首先，特朗普營造了一個親商界的政治和監管環境，並降低投資門檻。他亦委任了親商界人士加入聯邦能源管理委員會、聯邦通訊委員會及環保局；這些行動均有利基建投資。

其次，透過減稅（及可能增加美國赤字），特朗普刻意「餓死政府這頭野獸」，使政府收益減少，無法進行基建項目，使私人資金成為基建項目的重要資金來源。

第三，外界普遍預期特朗普將於2018年上半年公佈基建計劃，下頁圖表據稱是其優先推行的基建項目。雖然我們對此期望不高，但相信至少能夠帶來更多的低成本融資、稅務優惠和使用私人資金的框架，這些對全球上市基建投資來說均屬有利因素。然而，有如一名公司財務總監早前所說：

「特朗普只能增加融資供應，但資金不成問題；我們期望州政府能夠作出果斷的決定。」

| 特朗普政府的優先基建名單 | 範疇 | 州份 | 收益流 |
|--|----------|-------------|-------|
| Gateway Program | 集體運輸/ 鐵路 | 紐約、新澤西 | 否 |
| The Brent Spence Bridge | 高速公路及橋樑 | 俄亥俄、肯塔基 | 否 |
| National Research Lab for Infrastructure | 全國措施 | 俄亥俄 | 否 |
| Locks and Dams 52 and 53 on the Ohio River | 內河航道 | 伊利諾 | 有 |
| I-95 Critical Highway Repairs | 高速公路及橋樑 | 北卡羅萊納 | 否 |
| 15 Bridges on I-95, Philadelphia | 高速公路及橋樑 | 賓夕法尼亞 | 否 |
| Mississippi River Shipping Channel Dredging | 港口 | 路易斯安那 | 有 |
| NextGen Air Traffic Control System | 全國措施 | 全國 | 否 |
| Plains and Eastern Electric Transmission Lines | 電力及傳輸 | 奧克拉荷馬 | 有 |
| Project Clean Lake, Cleveland | 水務 | 俄亥俄 | 有 |
| South Carolina Dams Accelerated Repairs | 水務/ 內河航道 | 南卡羅萊納 | 否 |
| Hydroelectric Plants operated by USACE | 內河航道/ 電力 | 全國 | 有 |
| Alaska Pipeline & LNG Project | 石油與可燃氣 | 阿拉斯加 | 有 |
| Cotton Belt Line Rail Project | 集體運輸 | 德州 | 有 |
| Cadiz Water Conveyance Project | 水務 | 加州 | 有 |
| TransWest Express Transmission | 電力及傳輸 | 加州、內華達、亞利桑那 | 有 |
| Chokecherry and Sierra Madre Wind Energy | 電力及傳輸 | 懷俄明 | 有 |
| Second Avenue Subway - Phases 2 & 3 | 集體運輸 | 紐約 | 有(部份) |
| Savannah Harbor Expansion Acceleration | 港口 | 喬治亞 | 有 |
| Atlantic Coast Pipeline | 石油與可燃氣 | 維珍尼亞、北卡羅萊納 | 有 |
| Champlain Hudson Power Express | 電力及傳輸 | 紐約 | 有 |
| DC Union Station Expansion and Rehab | 鐵路 | 哥倫比亞特區 | 否 |
| Maryland Purple Line | 集體運輸 | 馬里蘭 | 有 |
| M-1 Rail, Detroit | 集體運輸 | 密歇根 | 有 |
| Gordie Howe International Bridge | 高速公路及橋樑 | 密歇根 | 有 |
| Kansas City Airport | 機場 | 密蘇里 | 有 |
| The Peace Bridge | 高速公路及橋樑 | 紐約 | 否 |
| MBTA Green Line Extension, Boston | 集體運輸 | 麻省 | 有(部份) |
| Augustin Plains Ranch | 水務 | 新墨西哥 | 有 |
| I-93 Rebuild | 高速公路及橋樑 | 新罕布什爾 | 否 |
| Lake Pontchartrain Bridge | 高速公路及橋樑 | 路易斯安那 | 有 |
| Port Newark Container Terminal Improvements | 港口 | 新澤西 | 有 |
| Fort Mojave Solar Project | 電力及傳輸 | 亞利桑那 | 有 |
| Red and Purple Line Modernization, Chicago | 集體運輸 | 伊利諾 | 有(部份) |
| I-95/I-395 Reconstruction | 高速公路及橋樑 | 佛羅里達 | 否 |
| Chicago Union Station Redevelopment | 鐵路 | 伊利諾 | 否 |
| Upper Mississippi Locks 20-25 | 內河航道 | 密蘇里 | 有 |
| Illinois River Locks | 內河航道 | 伊利諾 | 有 |
| Colorado I-70 Mountain Corridor | 高速公路及橋樑 | 科羅拉多 | 否 |
| Colorado I-25 Improvements | 高速公路及橋樑 | 科羅拉多 | 否 |
| INHC Lock Replacement, New Orleans | 內河航道 | 路易斯安那 | 有 |
| Chickamauga Lock | 內河航道 | 田納西 | 有 |
| Soo Locks Modernization Project | 內河航道 | 密歇根 | 有 |
| Huntington Beach Desalination Plant | 水務 | 加州 | 有 |
| Upper Ohio Navigation Improvements | 內河航道 | 俄亥俄 | 有 |
| Monongahela River Locks and Dams | 內河航道 | 賓夕法尼亞 | 有 |
| Seattle Airport Expansion | 機場 | 華盛頓 | 有 |
| Arlington Memorial Bridge | 高速公路及橋樑 | 維珍尼亞 | 否 |
| Energy Storage and Grid Modernization | 電力及傳輸 | 全國 | 有 |
| St. Louis Airport | 機場 | 密蘇里 | 有 |

資料來源：McClatchy。資料載至2017年1月24日。

最後，一個樂於承擔的聯邦政府能夠與州政府合作，至少是由共和黨人領導的州份，共同尋找解決方案，掃除不利新基建投資的障礙。雖然美國政府在多個內政範圍上表現乏力，但我們不應低估前總統羅斯福所指的「第一講壇」（bully pulpit，即總統之位）在推動基建議題方面的價值。

儘管我們不認為特朗普政府將會大幅改變基建開支政策，但應會為全球上市基建公司提供更多投資機會。

前景展望—堅定而緩慢的步伐

美國基建業由表現優秀的私人持有資產，以及由於稅收偏低而導致長期投資不足的政府持有資產所組成。

雖然步伐緩慢，政府持有的基建範疇正堅定地正在物色和利用私營機構的資本，為新的投資項目融資。我們預計在未來三至五年，全球上市基建公司將擴大美國基建市場的參與率。

重要聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首域投資(香港)有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此文件則由首域投資(新加坡)發行(公司註冊號碼: 196900420D)。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。首域投資(註冊編號53236800B)是首域投資(新加坡)的商業部門。

澳洲聯邦銀行（“銀行”）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。