

拜登的“正”“反”刺激法案，哪个更强？

引言：拜登在3月31日公布了新的美国基建和加税计划（“美国就业计划”）。从绝对量上来看，2.35万亿美元的基建计划和2万亿美元的加税比较匹配，甚至还有富裕，但我们认为最终效果可能仍然会有出入。目前，该计划的关注点包括财政部和美联储是否可以达到美债供需匹配、以及对美国经济和资本市场的影响。

一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进。从具体投向类别来看，对交通运输系统支出为6710亿美元，占整个财政支出比重高达28%；其中，对电动市场的财政支出最高，占交通运输系统的26%，占整体支出的7%。

与此同时，拜登也公布了“制造业税收计划”，预计在未来15年增加联邦政府税收收入约2万亿美元左右。该方案主要目的包括三个内容：1) 通过提高收税，减少疫情和基建刺激带来的财政赤字激增；2) 防止企业通过全球和外包转移来避税，促进制造业回流，进而带动美国本土就业改善；3) 取消化石燃料税收优惠为辅，叠加基建中对新能源的支撑，助力于美国在2050年实现碳中和。

二、拜登的基建刺激和加税计划对经济总量的影响存在不确定性。从绝对量来看，两者之间的财政支出和财政收入看似平衡，但对经济的影响并不尽然：

1) **拜登政府将联邦公司税率提高到28%，实质上是将美国联邦与州的综合税率平均提高到32.3%。**其中爱荷华州，明尼苏达州，新泽西州和宾夕法尼亚州地区公司将面临高达35%或以上的公司所得税率。

2) **本轮基建的资金来源是通过加税和增加发债作为前提，对总需求的刺激可能不高。**根据CBO对财政刺激分成四种成本和时间维度路径来看，我们认为，拜登此次基建计划对经济影响更倾向于短期，相比之下财政赤字将会有所好转。

3) **居民收入对加税的敏感性远高于财政刺激带来的间接性影响。**本轮疫情的长期影响之一就是消费意愿下降。在经济没有整体企稳之前，居民对加税的敏感系数依然较大，若过早的加税，消费者信心回落，经济增速中枢可能下降。

三、对资本市场影响更多体现在结构性上。从美债来看，美联储和财政部之间减债和发债之间的供需错配可能是年底推动美债实际利率上行的主要因素。**从美股来看，**税改提高可能会在静态基础上降低标准普尔500公司每股收益8%-9%，那也意味着作为2017年减税的最大受益者—科技、医疗和通信行业将经历更大幅度的实际税率上调；另外鉴于通信服务和信息技术行业面临更高的海外交易税，这两板块的回调幅度将会较大。往后看，美股回调路径分为两条：

1) 美联储先减少购债规模，然后在2022年落实加税政策，那么影响美股价格的因子将逐步从估值端走向盈利端；2) 美联储减债和加税同一时间维度进行，从估值和盈利两方面加剧美股回落，届时也需要警惕新兴市场货币市场风险暴露。**从大宗商品来看：**1) 中美传统基建周期错位对钢材和铁矿石的价格提振不可持续。一方面钢材和铁矿石在美国本土的产量和需求依然比较平衡，另一方面从外界因素来看，我国目前利用房地产和基建作为宏观调控的手段开始弱化。2) 在新能源基建部分，全球有望实现需求共振，铜和铝的需求能够维持，价格有望维持高位；3) 黄金价格短期难以有较大起色，但下行空间相对有限。

风险提示：

1、疫情疫苗的不确定性上行；2、政府应对措施和方法不当，恐慌性情绪蔓延；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进.....	3
二、拜登的基建刺激和加税嘉华对经济总量的影响存在不确定性.....	6
三、对资本市场的影响更多体现在结构性上	11

图表目录

图表 1: 拜登基建刺激细分以及比重	4
图表 2: 美国税收计划调整	4
图表 3: 自从克林顿政府 93 年加税达到历史高点后, 美国联邦政府减税导致 财政收入中枢回落	5
图表 4: 美国财政赤字去年以来一直处于高位	5
图表 5: 拜登加税后, 综合州和地方政府平均税率高达 32.3%	7
图表 6: 不同州加税后平均税率分布图	7
图表 7: 拜登基建计划的成本遵循第四种情景	8
图表 8: 四种情形下每年对经济的实际支出	8
图表 9: 情景 1 和 3 对经济的影响逐年变化	9
图表 10: 情景 2 和 4 对经济的影响逐年变化	9
图表 11: 情景 1 和 3 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化	9
图表 12: 情景 2 和 4 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化	9
图表 13: 当前消费者信心依然较弱, 个人消费支出意愿不强	10
图表 14: 截至 2020 年 4Q, 美国贫富潮剧依然较重	10
图表 15: 截至 2 月底, DWK 模型下的美债细分项	12
图表 16: 去年 3 月之后, 基本都是美联储吸收发债的压力	12
图表 17: 2020 年不同行业 EPS 表现	13
图表 18: 截至 4 月 6 日, 标普行业市盈率的表现	13
图表 19: 新能源对未来铜的需求变化	14
图表 20: 铜不同地区供应量变化	15
图表 21: 即使将需求稳定在 2% 的前提下, 供应依然较短缺	15
图表 22: 黄金价格未来仍然有可能受到实际利率抬升影响	15

引言：

拜登在 3 月 31 日公布了新的美国基建和加税计划（“美国就业计划”），从绝对量上来看，2.35 万亿美元的基建计划和 2 万亿美元的加税比较匹配，甚至还有富裕，但是从拜登基建计划来看，一方面资金是部分划给了新能源基建和节能能源升级，周期较传统基建较长，所以拉低总支出的财政乘数；另一方面基建计划的筹集资金方式是通过增加发债+加税的模式，这意味着短期对经济的提振较强，但是对经济长期的刺激效果并不强。从目前来看，该计划暴露资本市场的风险点包括财政部和美联储是否可以达到美债供需匹配、美股估值和盈利风险加剧、美元指数上行，新兴市场货币债务风险加大。经济方面来看，3 月以来非农数据显示劳动力市场已经出现实质性的改善，那么加税是否会打破经济复苏的可持续性仍然有待观察。

一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进

拜登在 3 月 31 日公布了 8 年总超过 2.35 万亿美元的基建计划。整体来看，将 2.35 万亿美平均分成 8 年后，每年投资约 2500 亿美元，贡献度占美国 GDP 的 1.1% 左右，但真正能对 GDP 贡献度应该是低于预期（具体详见后文）。从具体投向类别来看，1) 对交通运输系统支出为 6710 亿美元，占整个财政支出比重的 28%，其中对电动市场的财政支出最高，占交通运输系统的 26%，占整体支出的 7%；2) 对清洁饮用水、更新电网和高速宽带支出为 3110 亿美元，占整个财政支出比重的 13%；3) 对建造、保护和改造住宅和商业建筑支出为 3960 亿美元，占整体支出的 17%；4) 对护理经济的支出为 4000 亿美元，占总支出比重的 17%；5) 在振兴制造业，投资研发，培训人才的支出为 5800 亿美元，占支出比重的 24%；5) 对于就业工作岗位方面的支出为 100 亿美元，占整体比重较小。

图表 1: 拜登基建刺激细分以及比重

项目	具体内容	金额 (亿美元)	占分项目比重	总占比
交通运输系统	修复道路和桥梁 (以使桥梁、公路、道路和主要街道现代化)	1150	17%	5%
	交通系统现代化改造 (850亿: 公共汽车、轨道车、车站、信号和电力系统的更换; 450亿: 重新连接被历史投资切断的社区, 促进种族平等和环境正义)	1300	19%	5%
	解决美国铁路的维修积压问题 (使铁路可以提供安全、可靠、高效和其后又好的客运和货运服务)	800	12%	3%
	电动汽车市场 (刺激从原材料到零部件的国内供应链, 税收优惠, 清洁公交车)	1740	26%	7%
	改善港口、水道和机场(250亿: 机场改善计划; 170亿: 内河航道、沿海港口、陆上入境港和渡轮)	420	6%	2%
	提高基础设施的恢复能力 (预防、减少和抵御气候危机的影响)	500	7%	2%
	其他	800	12%	3%
清洁饮用水、更新电网和高速宽带	改善水基础设施和更换主要服务线 (铅管替换, 饮用水安全系统)	1110	36%	5%
	建设高速宽带基础设施	1000	32%	4%
	电力基础设施时再能源化 (清洁电力: 2035年实现100%无碳污染发电)	1000	32%	4%
建造、保护和改造住宅和商业建筑	解决经济适用房危机 (公共住房系统的基础设施)	2310	58%	10%
	学校和早教设施现代化 (公立学校现代化; 社区大学基础设施; 升级儿童保育设施)	1370	35%	6%
	退伍军人医院和诊所现代化、联邦建筑现代化	280	7%	1%
护理经济	扩大老年和残疾人获得优质、负担得起的家庭或社区护理机会	4000	100%	17%
振兴制造业, 投资研发, 培训人才	提升美国在关键技术方面的领导地位, 升级研究基础设施 (人工智能、生物科技以及计算机等新技术领域)	1800	31%	8%
	重组和振兴美国制造商和小企业 (研究和创新成为支撑经济持续增长的关键)	3000	52%	13%
	创造就业机会与下一代培训计划相结合 (确保工人能够获得所需技能, 改善种族和性别平等)	1000	17%	4%
工作岗位	创造高质量的工作岗位, 保障工人的权利	100	100%	0%

来源: 美国国会, 国金证券研究所

与此同时, 拜登也公布了“制造业税收计划”, 目前公布的仅仅包含企业, 预计在未来 15 年增加联邦政府税收收入约 2 万亿美元左右。该方案主要目的包括三个内容: 1) 通过提高收税, 减少疫情和基建刺激带来的财政赤字激增; 2) 防止企业通过全球和外包转移来避税, 促进制造业回流, 进而带动美国本土就业改善; 3) 取消化石燃料税收优惠为辅, 叠加基建中对新能源的支撑, 帮助美国在 2050 年实现碳中和。从加税的意义来看, 短期来看主要是为了筹集基建计划所需要的可用资金, 长期来看是为了缩小贫富差距。

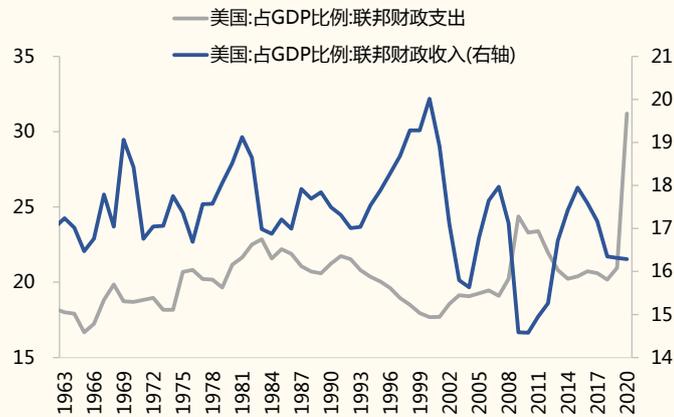
图表 2: 美国税收计划调整

税制调节	具体措施
企业所得税	从 21% 提高至了 28%。
全球最低税率	将全球最低税收收入 (GILTI) 的税率提高到 21%, 按国家/地区计算, 并取消美国海外投资者收益的前 10% 回报缴纳零税的规定。
账面收入征税	对公司账面收入征收 15% 的最低税率, 而不是对收入超过 1 亿美元的公司征收应税收入, 以保证大型盈利企业不能利用税法漏洞而不缴税。
取消 FDII 税收减免	废除特朗普政府税法中“外国衍生无形收入”的税收优惠政策, 该法激励企业将知识产权 (IP) 转移到美国
税收减免	停止公司离岸工作和信贷费用的 (税收) 减免。此项税法改革, 不再给企业提供外包工作产生的费用的 (税收) 减免。
加大企业税收执法力度	加强对公司的执法。确保美国国税局拥有足够的执法资源, 解决企业和高收入美国人的逃税行为。

化石燃料税收优惠 取消对化石燃料行业的某些扣除和抵免

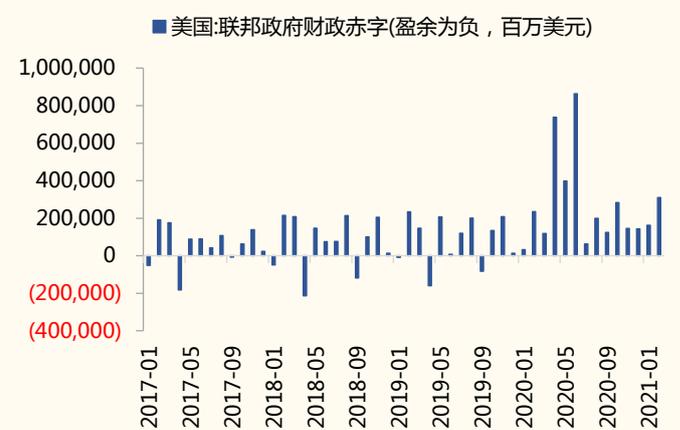
来源：美国国会,国金证券研究所

图表 3：自从克林顿政府 93 年加税达到历史高点后，美国联邦政府减税导致财政收入中枢回落



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 4：美国财政赤字去年以来一直处于高位



来源：Wind, 国金证券研究所

基建和加税能够顺利落地的概率较低，最快有望在 2021 年年底和 2022 年年初实施。根据美国宪法，除了弹劾、修改宪法、推翻总统否决权等情况，美国的大多数财政法案在美国国会只要一半以上的国会议员同意就可通过，但是由于参议院对于讨论的时间没有限制，所以反对党就可以通过“冗长辩论”来阻止执政党推动立法，且进入 21 世纪后，两党之前的分歧愈发严重，数据显示，奥巴马和特朗普使用“冗长辩论”的次数最高次数在 250-350 之间，但是如果使用“预算调和程序”就可以把通过刺激法案所需要的 60 票降低到 51 票，也就是遵循少数服从多数的原理，本年度的“预算调和程序”已经在 2 月 5 日的 1.9 万亿美元财政刺激法案通过上用完，拜登最早可能 2021 年 10 月将基建计划提交给国会，在 2022 年 11 月之前正式落地。

从目前来看，虽然民主党控制参众两院，但是推进方案的难度并不低：

- 1) 无论是基建还有加税的内容，两派之间的分歧也是日益明显。拜登政府不仅仅在基建刺激方面导向新能源，虽然新能源方面的财政刺激占比为 25% 左右，仍旧低于传统基建的 37%，但是占比依然较高，另一方面加税的内容针对传统石化能源的负面影响较大，两方面结合后对传统能源的负面影响将被明显放大。共和党和传统行业之间的关系更为紧密，共和党保守主义核心是促进自由市场竞争、保护财产权、推动经济发展和技术创新，减少税费和不公平的政府补贴，从意识形态的根本上来反对新能源取代传统能源。
- 2) 民主党内部目前也有反对增税的议员存在。一方面左派人士认为 2.35 万亿美元的基建计划还不够；另一方面，一些议员对增税方案持有不同的看法，民主党参议员曼钦认为企业税提高到全球平均水平即可，差不多维持在 25%，而不是拜登计划中的 28%；交通和基础设施委员会主席、民主党众议员德法齐奥认为可以提高天然气和柴油税来支付基建的投资，并支持增加借款以支付部分成本，而不是通过增税来支付基建计划的全部费用；新泽西州民主党众议员乔希·戈特海默提出增加使用税 (use tax) 来作为增加企业税的替代方案，此外，他还和其他来自纽约地区的议员提出要求国会恢复州

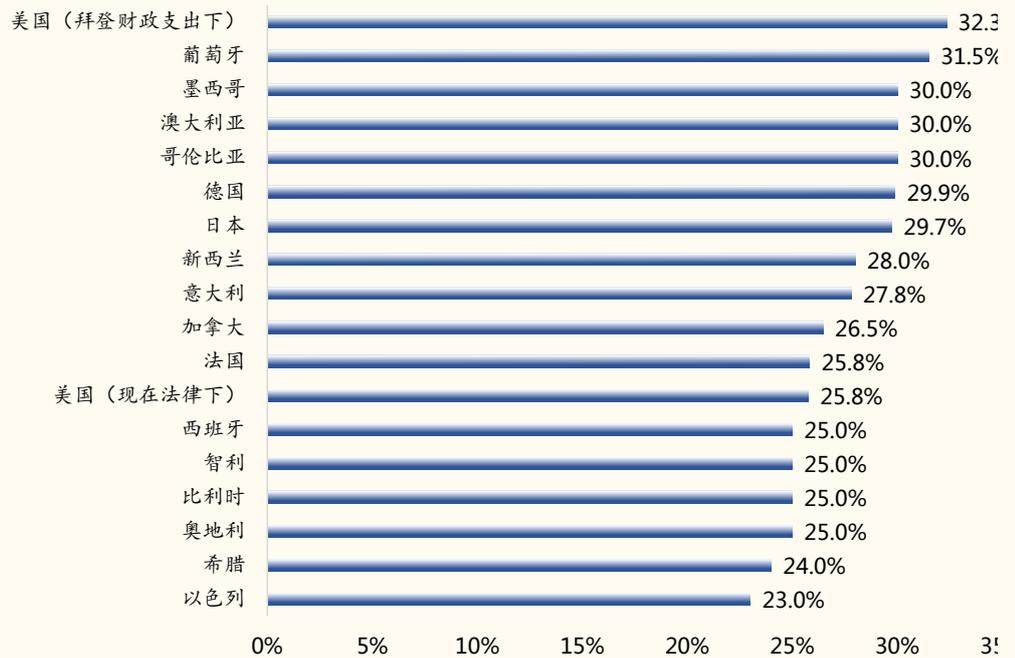
税和地方税的扣除额，目前州税和地方税 2018 年起可抵扣上限为 1 万美元（在 2017 年无上限）。

二、拜登的基建刺激和加税嘉华对经济总量的影响存在不确定性

从绝对量来看，虽然两者之间的财政支出和财政收入看似平衡，但是对经济的影响并不尽然。从绝对量来看，拜登的基建刺激计划确实是美国近十年来规模最大的基建投资法案，但是从将基建和加税横向来比，我们认为：1) 加税的实质结果将高于拜登原来设想的影响；2) 基建带来的财政刺激是以加税和增加发债作为前提，长期对经济的影响将大幅小于预期；3) 两者落地的时间可能和经济周期出现一定的错位。

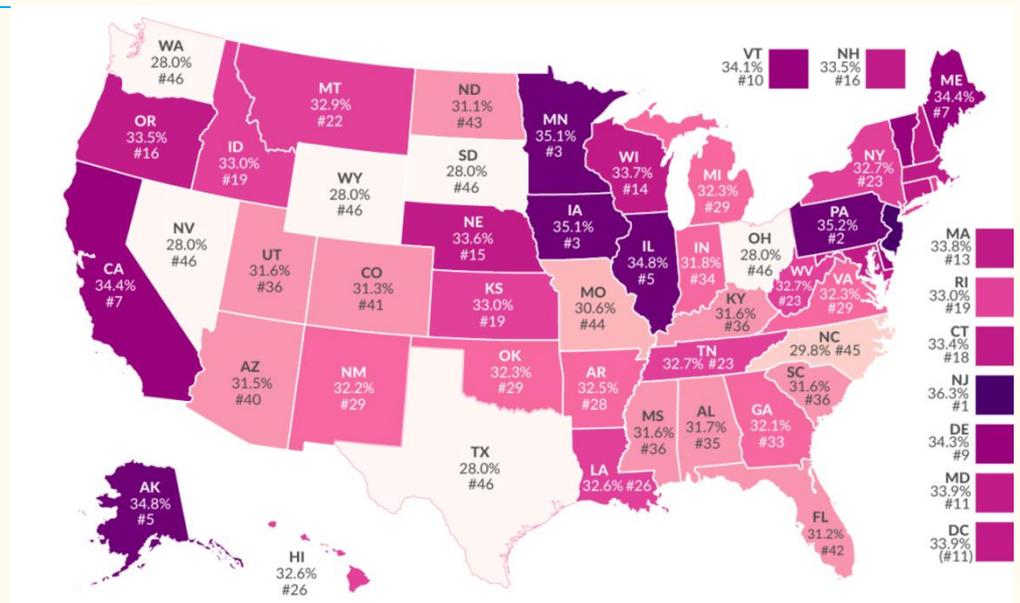
首先，拜登政府将联邦公司税率提高到 28%，实质上将美国联邦与州的综合税率平均提高到 32.3%。在 2017 年《减税与就业法案》进行税改之前，美国经济经历了长期的低迷，包括长期低水平生产率和薪资增长，随着特朗普政府将税率从 35% 下降至 21% 时候，使得美国对整体公司收入的总和（州和联邦）税率下降至 25.77%，仅略高于经合组织国家之间的平均公司税率（不包括美国）的 23.4%，但 2018 年前两季度美国经济出现了显著提振，且主要从需求端形成刺激，从 GDP 构成来看，2018 年一季度、二季度和三季度消费同比增长 0.5%、3.8% 和 3.5%，较 2016 年和 2017 年的 2.7% 和 2.5% 出现明显提升。拜登的加税政策虽然看似只是将联邦税率提高到 28%，低于特朗普减税之前的 35%，但是这将使公司收入的综合平均最高税率提高到 32.3%，另外加上州税率后，爱荷华州，明尼苏达州，新泽西州和宾夕法尼亚州的公司将面临 35% 或以上的公司所得税率。根据 Tax Foundation 的测算，将联邦公司税率提高到 28% 将使长期经济产出减少 0.8%，消除 159,000 个工作岗位，并将工资减少 0.7%，另外增税将提高美国的生产成本，削弱美国的竞争力，减缓经济复苏。

图表 5：拜登加税后，综合州和地方政府平均税率高达 32.3%



来源：TaxFoundation, 国金证券研究所

图表 6：不同州加税后平均税率分布图



来源：TaxFoundation, 国金证券研究所

其次，本轮基建带来的财政刺激是以加税和增加发债作为前提，对总需求的刺激并不高。联邦政府支出的成本主要通过增加借贷、提高税后和减少预算开支中的其他预算，为此曾经 CBO 模拟了四种情景预算，我们可以将它应用至当前：
第一个情景条件包括：①减少其他项目的联邦支出，②一次性增加 1000 亿美元的联邦支出。

第二个情景条件包括：①减少其他项目的联邦支出，②10 年每年平均增加 500 亿美元的联邦支出。

就结果来看，这两个情景促进生产率和经济增长可持续发展，由于支出的抵消性变化不会直接影响居民工作或储蓄的动机。因此，政策只会通过改变结构性生产率来刺激经济。

第三个情景条件包括：①直接增加政府借贷，②一次性增加 1000 亿美元的联邦支出。

第四个情景条件包括：①直接增加政府借贷，②10 年每年平均增加 500 亿美元的联邦支出。

就结果来看，联邦政府投资确实提高了生产率，但是在最初提振 GDP 之后，长期经济效益都被联邦借款的负面影响所抵消。另外如果联邦投资的增加是由边际税率的增加来提供资金的，居民税后工资将会下降，减少他们工作的动机，从而减少劳动力供应和产出。根据 CBO 的测算，一美元的联邦支出只会导致价值 0.67 美元的实际投资，因为州、地方和私营部门实体会减少支出以应对联邦支出，由债务或税收资助的联邦投资可能弊大于利，主要由于联邦借贷和税收会挤出私人投资。

图表 7：拜登基建计划的成本遵循第四种情景

情景	资金	对经济的影响	对财政赤字的影响
1) 减少其他项目的联邦支出	一次性 1000 亿美元	正面+1	几乎没有影响
2) 减少其他项目的联邦支出	每年 500 亿美元，持续 10 年	正面+2	略增加
3) 直接增加政府借贷	一次性 1000 亿美元	中性	几乎没有影响
4) 直接增加政府借贷	每年 500 亿美元，持续 10 年	负面-1	减少

来源：CBO, 国金证券研究所

图表 8：四种情形下每年对经济的实际支出

十亿美元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年	总共
1 和 3											
金额	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
预计支出	14	35	21	14	9	3	2	1	*	*	98
2 和 4											
金额	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	500
预计支出	7	25	36	43	46	47	49	49	48	48	398

来源：CBO, 国金证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19076



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn