

拜登基建的三大障碍

证券研究报告

2021 年 04 月 09 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：景气度修复到了什么程度？——2 月行业景气度更新》
2021-04-08
- 2 《宏观报告：风险定价 | 分子端存在战术性机会-4 月第 2 周资产配置报告》
2021-04-07
- 3 《宏观报告：风险定价 | 风格轮动加剧-4 月第 1 周资产配置报告》
2021-03-31

1.9 万亿财政纾困刺激落地后，拜登推出了一个民主党版“MAGA”的经济复苏计划，对于疫后经济复苏、缩小贫富差距、保持美国科技领先这些问题，拜登给出了他的方案——修复传统基建、投资新基建和绿色能源、投资人力资本。

但拜登基建计划距离落地还有三大障碍：1. 加税的障碍来自共和党的完全反对和民主党的内部分歧。2. 由于两党在政治议题上高度对立，基建和加税的立法可能都将受到阻挠议事的考验，“预算协调”和废除“阻挠议事”是通过立法的唯二办法。3. 地方政府对于缺乏两党共识的基建法案的态度，将决定基建的具体实施效果。

风险提示：【美国财政刺激超预期，美国两党对抗超预期，美国劳动力市场修复超预期】

1.9 万亿财政纾困刺激落地后，拜登推出了一个民主党版“MAGA”的经济复苏计划，对于疫后经济复苏、缩小贫富差距、保持美国科技领先这些问题，拜登给出了他的方案——修复传统基建、投资新基建和绿色能源、投资人力资本

拜登的 3 万亿经济复苏计划分为两份法案：第一份法案将着重解决美国国内道路桥梁重建、乡村地区网络宽带拓宽等基础建设改革问题，资金来源为对企业的增税；四月份公布的第二份法案将涉及儿童保育措施、医疗保健补贴等问题，同时大概率会包含拜登政府此前提到的提高个人所得税的改革。

拜登的第一份法案全称为《美国就业计划》(The American Jobs Plan)，总额涉及 2.35 万亿美元支出，预计在未来 8 年内完成，平均每年耗资约 2900 亿美元(约占美国 GDP 的 1.4%)。这份法案在支出方面具体涉及三个领域：

1) 传统基建领域：第一年内通过 500 亿美元的经济法案来修复破旧磨损的道路以及桥梁；推动第二次铁路革命，大力投资高铁，推动铁路系统电气化，减少柴油排放；大力发展公共交通，10 年内投入 100 亿美元支持低收入地区的交通项目；改进机场，大力投资货运基础设施，推动水利基础设施建设；通过增加公路安全改善计划的资金和推进道路安全技术进一步提高美国道路整体安全性；投资 200 亿美元用于乡村地区的宽带建设，600 亿资金来扩大农村地区的宽带接入；设立一个 400 亿、为期 10 年的转型项目基金，为庞大复杂的基建项目提供援助。

2) 绿色能源领域：在未来 5 年内投资 50 亿美元以发展电池和能源储备技术，在未来 10 年投资 4000 亿美元以推进清洁能源(绿色基建)的研究与创新；减少碳排放量，到 2035 年实现无碳电力部门，到 2030 年为所有新的商业建筑设定新的零净排放标准。并且在司法部内建立一个新的环境与气候司法部，以补充环境与自然资源部的工作并追究污染者的责任；投资于可持续农业和环境保护，维护美国的农场和牧场。

3) 人力资本方面：投资 4000 亿美元，用于扩大老年人和残疾人的社区照护适用范围，资金主要针对该行业中“薪资较低、价值被低估”的工人，例如女性有色人种。

如果拜登基建计划能够落地，短期将有效提振美国经济增速，但对企业加税可能抑制资本开支，对基建的经济拉动有所抵消，另外新能源领域相关支出带来的经济拉动可能弱于传统基建投资，因此这份基建计划的经济效果可能首先是再分配，其次才是刺激。

拜登基建计划距离落地还有三大障碍。

一、第一个障碍来自于加税

根据拜登在竞选时的承诺，三分之二的基建资金将来源于加税。**拜登希望通过对企业的加税在未来 15 年内筹集超过 2 万亿美元资金**，为《美国就业计划》支付全部费用。耶伦在众议院金融服务委员会作证时表示：“一个包括人力投资和基础设施建设投资在内的一揽子计划将有助于在美国经济中创造良好的就业机会，而改变税收结构将有助于为计划中的项目提供资金。”

因此，加税是美国基建计划落地的必要前提。第一份法案主要对企业增税，逻辑是企业作为基建的受益主体，应为基建计划买单。相关的企业税改革具体涉及五个方面：

第一、企业所得税：税率从 21%提高到 28%。

第二、企业最低税：对账面利润超过 1 亿美元的公司征收最低税。最低税是一种替代税——企业将支付常规企业所得税或 15%最低税中的更高者，仍然允许净经营亏损(NOL)和外国税收抵免。

第三、GILTI 税：将美国公司海外子公司的全球无形资产低税收收入(Global Intangible Low Tax Income)税率从 10.5%提高一倍至 21%。提议对海外子公司的 GILTI 进行分国家评估，取消将低于合格企业资产投资(QBAI)10%的 GILTI 视为回报豁免的条款。

第四、税收抵免：建立制造业税收抵免；扩大新市场的税收抵免并使之永久化；为采用工作场所退休储蓄计划的小企业提供税收抵免；扩大与可再生能源相关的税收抵免，包括碳捕获、使用和储存的税收抵免以及住宅能效的税收抵免，并恢复能源投资税收抵免（ITC）和电动汽车税收抵免，结束对化石燃料的税收补贴。

第五、美国制造回流：对那些“为了向美国市场销售产品或提供服务而将制造业和服务业工作岗位转移到国外”的企业征收 10% 的附加税。为恢复生产、振兴已关闭或即将关闭的设施、重组设施以促进制造业就业或扩大制造业工资规模的活动，提供优先的 10% 的“美国制造”税收抵免。

加税的障碍来自共和党的完全反对和民主党的内部分歧。

共和党完全不支持拜登为资助基建刺激计划而提议的上调企业税率方案。共和党参议院领袖 Mitch McConnell 将该计划比作特洛伊木马，认为该计划对美国经济体最具生产力的部分进行加税将伤害美国企业。美国众议院筹款委员会共和党领袖 Kevin Brady 认为疫情阴云未散，现在是对的企业增税的最差时机，任何方式的提高税收都会令美国经济增长的脚步放缓。

民主党中间派 Joe Manchin 和 Jon Tester 认为立法者要慎重对待增税，特别是经济尚处在疫情中、真实失业率仍在 10% 以上时。Joe Manchin 认为 28% 的企业税率会损害美国企业的市场竞争力，要求拜登政府修改企业税率至 25%，否则他与其他六七名民主党参议员将不支持该法案。

二、第二个障碍来自于立法

由于两党在政治议题上高度对立，基建和加税的立法可能都将受到阻挠议事的考验，“预算协调”和废除“阻挠议事”是通过立法的唯二办法。

“预算协调”程序在每个财年内针对直接支出、收入和债务限额三个方面各只有一次使用机会（通常是一并通过）。由于基建法案涉及支出、税改涉及收入和支出，因此民主党若想 2022 财年一次性通过“预算协调”程序立法，需要将共和党反对的绿色基建和税改计划合并推出。

共和党这边，尽管对翻修传统基建和民主党存在共识，但是对于拜登基建计划的规模和其中“绿色基建”部分难以与民主党人达成共识。包括西弗吉尼亚州共和党参议员 Shelley Moore Capito、共和党参议院领袖 Mitch McConnell、路易斯安那州共和党参议员 Bill Cassidy 在内的共和党参议员担心“基建计划的实施范围超过了他们对基建的定义”，其他共和党议员如路易斯安那州共和党参议员 John Kennedy 担心“拜登政府的基建计划的预算过于庞大”。

民主党这边，西弗吉尼亚州民主党参议员 Joe Manchin 希望“基建计划获得两党的共同支持，反对参议院使用‘预算协调’程序投票”。俄克拉荷马州民主党众议员 Kendra Horn 认为“在危机时期使用‘预算协调’对美国人民没有好处，应该找到共同点，在最需要的地方进行援助，获得两党的共同支持”。

此外，民主党还可以选择废除“阻挠议事”，这仅需要在参议院拥有 51 票。但是今年 1 月初已经至少有 5 位民主党参议员表示反对改革“阻挠议事”，其中包括加州参议员 Dianne Feinstein、蒙大拿州参议员 Jon Tester、西弗吉尼亚州参议员 Joe Manchin、亚利桑那州参议员 Kyrsten Sinema、缅因州参议员 Angus King。但由于之前的 1.9 万亿纾困方案受到共和党人的刁难，部分民主党参议员对阻挠议事的態度发生了转变。Angus King 表示如果少数党利用阻挠议事来阻止多数党的任何倡议，规则的延续将会变难。Dianne Feinstein 表示如果共和党人滥用规则，她将对阻挠议事的变革持开放态度。不过 Joe Manchin 和 Kyrsten Sinema 仍反对改革“阻挠议事”。

对民主党而言，废除“阻挠议事”也会给他们未来在参议院的影响力带来风险——毕竟没有党派能够永远维持多数党地位。目前拜登对阻挠议事的態度不是废除，而是希望废除虚拟阻挠，恢复 talking filibuster，提高阻挠成本；同时拜登认为如果阻挠议事带来了“全面

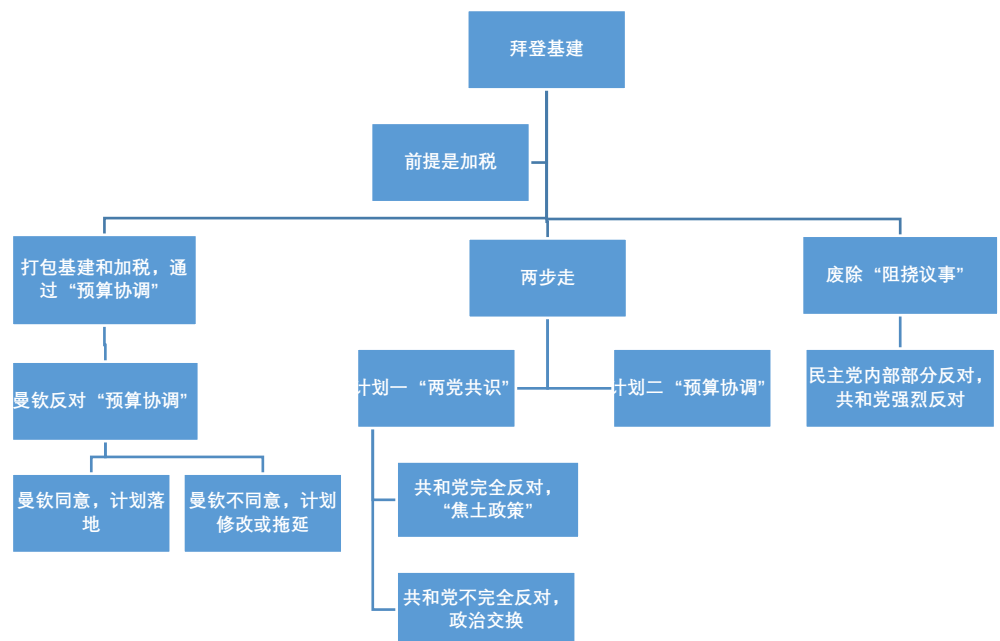
停顿和混乱”，那么可能会有重大改革。

共和党这边的态度是明确且坚决的，他们将不会接受来自任何关于修改“阻挠议事”程序的提案。Mitch McConnell 甚至威胁“如果民主党执意想要推动阻挠议事的废除，他将在参议院采取‘焦土政策’”，攻击一切来自民主党的提案，使参议院在事实上陷入完全的停滞状态。在共和党不配合的前提下，拜登之后的重要议案将遭受极大的阻力。

事实上，无论拜登基建计划是分两步走还是一次性打包，只要民主党参议员全票通过，最终都会通过共和党反对的部分，因此对共和党而言在这场博弈里没有占优策略（dominant strategy）。在这种情况下共和党的最优策略是拼命阻挠任何民主党提出的方案和通过的办法，并且拿出可信的威胁，比如 Mitch McConnell 提到的“焦土政策”，然后与民主党进行政治交换。

由此推断，基建计划的“完全落地”会遇到一定障碍，内部障碍在于参议员 Joe Manchin 对于反对“预算协调”的态度有多坚定，外部障碍在于共和党威胁的“焦土政策”有多可信。其结果，要么是 Joe Manchin 坚决不同意（可能性比较小）；要么拜登改变了 Joe Manchin 的态度（计划可能有小幅修改），并不顾共和党的反对和威胁，通过“预算协调”程序将基建和加税落地；要么是与共和党做政治交换（计划需要有较大修改），通过两党协商“部分落地”（可能性也比较小）。

图 1：拜登基建法案的落地障碍



资料来源：天风证券研究所绘制

三、第三个障碍是地方政府态度

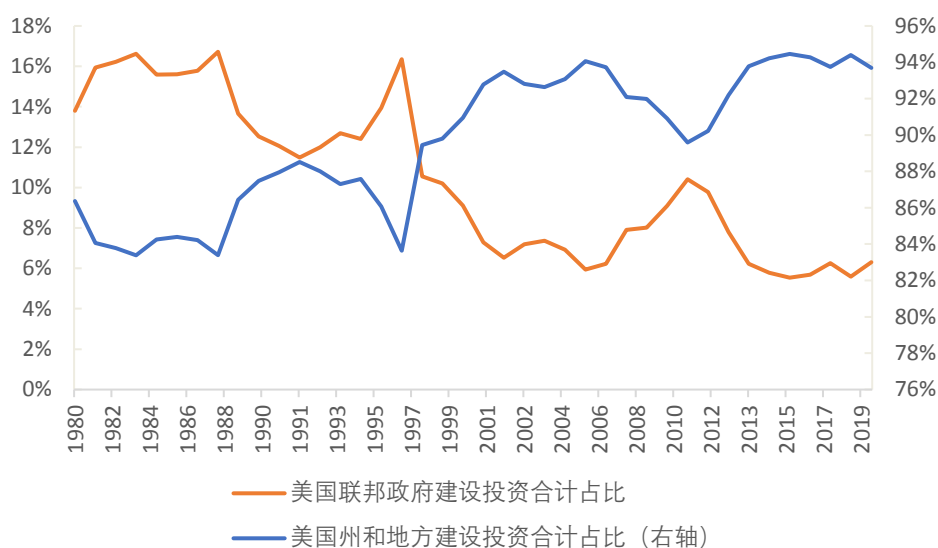
红州和蓝州对于缺乏两党共识的基建法案的态度，将决定基建的具体实施效果。

一方面，美国传统基建主要由地方政府投资，而当前地方政府财政压力大，基建投资的能力和意愿存疑。基建投资具有较强的地方属性，投资主体、受益主体也以地方为主。2019年美国基建投资中，94%为地方政府投资，联邦政府投资占比仅6%。从结构来看，道路、运输、水电等传统基建，在联邦政府基建投资中占比非常低，主要集中在地方政府的基建投资中。如今在疫情冲击下，美国地方政府的财政压力大幅增加，3月份1.9万亿美元的财政刺激方案中，多达3500亿美元用于救助地方财政。地方政府是否有能力和意愿配合联邦政府落实基建项目，具有较大不确定性。

另一方面，绿色基建项目尤其在资源州内难以获得支持。拜登的《美国就业计划》包括大力升级老旧建筑，对住所进行改造，同时减少建筑存量的碳足迹，彻底取消石化燃料补贴，

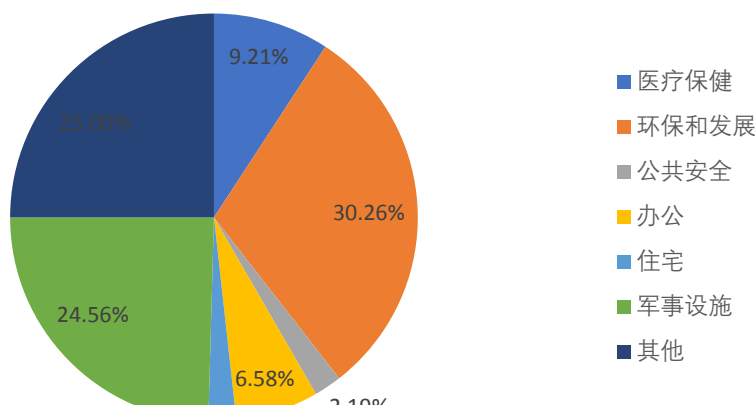
大力推广清洁能源，这些都需要州政府的有力支持，如使用联邦政府的排他性分区法案（exclusionary zoning laws）等。目前，美国有 12 个州（Arkansas, Arizona, Indiana, Kansas, Montana, Nebraska, Ohio, Oklahoma, South Carolina, Tennessee, Texas and Utah）公开反对拜登的绿色新政，比如得州认为能源开采区域属于公共用地，不只属于联邦政府。

图 2：美国州和联邦政府基建投资占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：联邦政府 2019 年建设投资结构



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_19220

