

拜登上任初期将如何践行财政承诺？ ——拜登新政系列研究之一

报告导读/核心观点

拜登上任初期的工作重心仍在内政而非外交，中国暂非核心议题；刺激方案通过财政调解立法、基建 2021 年暂不发力仍是可能性最高的政策组合。

□ 拜登上任初期的工作重心仍在内政而非外交，中国暂非核心议题

拜登任期前 10 天的工作重心将围绕大流行，经济，环境和种族平等四个方面开展。一是首日重返巴黎气候协定并推翻“禁穆令”。二是首日落实助学贷款递延、住房驱逐延期等措施。三是次日签署命令推动学校复学以及企业复工；落实财政刺激投放。四是签署命令激励购买美国本土货物；对有色人种社区进行改革。拜登还计划在 2 月公布《重建美好复苏计划》基建方案。整体来看传达讯息如下：一是根据历史经验，总统任前宣言具备一定兑现度，但是兑现时间往往不及预期。二是拜登上任初期的工作重心仍以内政为主，中国暂非核心议题。

□ 拜登近日发布的 1.9 万亿美元《美国救援计划》最终落地规模仍有不确定性

一是对符合条件的居民一次性发放 1400 美元，叠加此前 600 美元可能使 Q1 居民可支配收入同比增速上至 20%。二是将此前方案中每周额外的失业金由 300 美元提升至 400 美元，并将期限延长至 9 月末。三是向州政府拨款 3500 亿美元。四是投入 700 亿美元用于病毒防治。该项方案最终实际落地规模仍存不确定性。

□ 财政调解可帮助民主党立法但仍面临严格的条件限制

民主党在立法过程中绕过参议院冗长辩论的方式有三种：一是以 60 票直接终结辩论环节，本方案涉及地方政府救援等两党核心分歧领域，争取 10 位共和党议员支持的难度较大。二是动用核选项（Nuclear Option，是参议院议事规则中废除冗长辩论的政策工具）废除立法领域的冗长辩论规则，预计不会轻易使用。三是财政调解，存在使用可能但限制条件诸多。首先原则上仅可每个财年使用一次。其次使用该项工具的法案内容必须与联邦收支与财政限额挂钩，当前部分措施存在被剔除可能。最后仅可用于联邦预算中的强制支出；《美国救援计划》原则上属于自主支出，将其归类为强制支出并通过财政调解立法可能存在争议。

□ 2021 年美国的财政刺激节奏存在三种潜在组合

一是《美国救援计划》通过财政调解的方式推进，基建方案在 2021 年暂不实质推进，留待 2022 年以财政调解的形式立法并配合加税或赤字货币化等方式作为资金配合手段。二是《美国救援计划》通过局部措施的退让获取 10 位共和党议员的支持并通过常规手段立法，而后以财政调解的方式在 2021 年直接推进基建，美联储可能被迫继续践行 MMT 为债务买单。三是《美国救援计划》无法获得共和党的支持，民主党放弃立法并将 2021 年的财政调解用于基建。

□ 刺激方案动用财政调解立法、基建 2021 年暂不发力是可能性最高的场景

一是当前两党在州政府援助领域存在巨大分歧，预计较难妥协；该项措施又是民主党的核心诉求之一，在共和党较难让步而民主党又可能坚守的情况下，《美国救援计划》大概率需通过财政调解方能落地。虽然《美国救援计划》是否可用财政调解立法存在争议，但民主党可能凭借参议院的立法优势推翻争议。二是美国经济的当务之急是摆脱疫情困境，基建方案的紧迫程度相对较低，如果《美国救援计划》无法在参议院争取到多数支持，民主党有较大可能将 2021 年的调解份额用于该项立法而非基建；拜登可以在下一财年推进基建并将加税方案作为解决基建资金来源的重要方式。三是拜登自身的政策理念不主张过度推进赤字货币化，未来美国基建完全通过这一方式来解决的可能性较小，可能需由加税以及赤字货币化共同配合提供资金，以保障美国财政运行的长期可持续性。该种场景下，整体难改美国通胀节奏，不影响我们前期对再通胀交易节奏的判断。但短期刺激力度进一步加大将使美债收益率继续面临上行压力；美股可能因刺激力度增加上行；美元可能受制于政府债务和美联储资产规模的膨胀而下行。

风险提示：美国印度基建落地共振带动商品价格上行；病毒变异导致疫苗失效；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 拜登上任初期的工作重心仍在内政而非外交	3
2. 拜登的《美国救援计划》将如何推进?	4
2.1. 方案将大规模强化刺激力度并抬升赤字, 但最终落地仍有不确定性	4
2.2. 财政调解可帮助民主党立法但仍面临严格的条件限制	6
2.3. 2021 年的财政刺激节奏存在三种潜在组合	7
2.4. 刺激方案动用财政调解, 基建 2021 年暂不发力是可能性最高的场景	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 每百人累计接种新冠疫苗剂量变化	6
图 2: 每百人接种新冠疫苗剂量 (截至 2021 年 1 月 18 日)	6
表 1: 拜登上任前 10 天的首要工作计划	3
表 2: 拜登的基建理念梳理	4
表 3: 新一轮 1.9 万亿美元《美国援救计划》的主要构成内容	5
表 5: 拜登 9000 亿美元刺激方案对美国 GDP 提振作用的预测 (十亿美元)	5
表 6: 到 2025 年提高联邦最低时薪对就业、收入和贫困状况的影响	6
表 7: 拜登税收计划的财政影响 (十亿美元, 2021-2030 年)	8

1. 拜登上任初期的工作重心仍在内政而非外交

拜登政府近日发布工作备忘录，其中明确新政府上任以后的工作重点，并为拜登任期的前 10 天进行了明确的工作规划。整体工作重心将围绕大流行，经济，环境和种族平等四个方面开展。其中重点工作如下：

一是拜登承诺将在上任首日便重返巴黎气候协定，此外还将推翻特朗普的“禁穆令”并推行移民改革方案。经济方面，拜登承诺将在上任首日落实助学贷款递延、住房驱逐延期（因无法缴纳房贷）等民生措施，多数措施均为此前 9000 亿美元财政刺激方案《2021 年合并拨款法案》中的政策措施。

二是拜登承诺将在上任次日签署行政命令推动学校复学以及企业复工；在上任第三日督促内阁成员尽快落实此前财政刺激方案中相关措施的投放。美国当前疫情面临严重的复发，拜登希望在加强财政救助的同时尽可能保障社会经济秩序的恢复。

三是此后一周拜登可能还将签署行政命令激励购买美国本土生产的货物，加速美国制造业复苏；同时还将对部分有色人种的社区进行改革，避免种族歧视。

表 1：拜登上任前 10 天的首要工作计划

日期	具体措施
1. 20	重新加入巴黎气候协定；推翻特朗普的“禁穆令”并向国会发送移民改革方案；启动百日口罩挑战；对助学贷款以及房租等给予宽限。
1. 21	签署行政命令重启学校和企业运作。
1. 22	督促内阁成员尽快落实相关刺激措施的投放。
1. 25-2. 1	采取措施激励购买美国货；支持并促进有色人种社区的公平化改革等。

资料来源：White House Memo，浙商证券研究所

整体来看，我们认为拜登上任前 10 天的工作重点传达出的讯息如下：一是根据历史经验，总统任前宣言具备一定的兑现度，但是兑现的时间往往不及预期。以特朗普为例，特朗普正式就职前也曾对其上任首日的工作作出诸多承诺，虽然最终兑现度较高，但实际兑现时间仍耗时较长，对于其提出的诸多措施，分别耗时 4 天（美国退出 CPTPP）、9 天（行政官员的道德承诺）、11 天（减少行政审批并控制监管成本）、68 天（提高能源独立性和促进经济增长）、89 天（购买美国货以及本土雇佣计划）和 112 天（加强网络安全并改良相关设施）方才完成。换言之，参照历史先例，拜登工作规划的核心在于向市场传达其工作理念的核心，可能并非其实际的执行时间表（重返巴黎协定、废除禁穆令等部分措施除外）。其中，相关财政刺激的投放可能在 2 月实际执行落地，二是拜登上任初期的工作重心仍以内政为主，部分外交工作也以关系修复为主要目的，中国暂非核心议题；中美关系在拜登上任初期（尤其是百日内）可能面临短暂缓和，但中长期博弈仍将持续。

此外，拜登还计划在 2 月份国会的首次联合会议上公布《重建美好复苏计划》的基建计划。基建计划也是拜登任前重点倡导的政策方向，虽然当前仍未公布计划具体细节，但预计最终的建设方向和构成将与此前 2 万亿美元的基建方案一致，仍以新能源为主要建设领域，此外可能还含有经济保障房、油井改造或替代计划等措施。

表 2：拜登的基建理念梳理

序号	基建措施
1	重建美国日益老化的基础设施，包括公路、桥梁、绿地、水系统，电网和通用宽带等，为可持续增长奠定新的基础。
2	建立 50000 个充电桩，投资零排放的校车。
3	通过税务减免以及融资支持鼓励清洁能源投资，在 2035 年实现无碳污染的电力部门。
4	投资 3000 亿建设经济适用房，升级 400 万套商用大楼和 200 万套家庭住宅。
5	智慧农业堵塞废弃的石油和天然井，回收废弃煤矿。

资料来源：JoeBiden.com, 浙商证券研究所

2. 拜登的《美国救援计划》将如何推进？

2.1. 方案将大规模强化刺激力度并抬升赤字，但最终落地仍有不确定性

拜登于近日发布总规模约 1.9 万亿美元的《美国救援计划》，在此前《2021 年合并拨款法案》中 9000 亿美元的刺激规模之上进一步增加经济援助力度，但方案仍未最终立法，最终刺激强度仍存在不确定性。当前公布方案的部分核心措施如下：

一是对符合条件的居民一次性发放 1400 美元的现金，叠加此前 9000 亿方案中发放的 600 美元，现金整体补贴力度将达到 2000 美元，符合此前市场预期。根据美国税务协会的估计，该项支出总额可能接近 4630 亿美元，可以将美国居民整体税后收入提高约 3.6%；根据美国联邦预算委员会估计，刺激方案可能使得 1 季度居民可支配收入的同比增速上至 20%-23%。如果考虑产出增加的额外影响，则收入增长可能超过 25%。

二是将此前 9000 亿方案中每周额外发放的失业救济金由 300 美元提升至 400 美元，并将此前 3 月 14 日的到期期限延长至 9 月末。

三是将向州和地方政府提供 3500 亿美元的财政拨款，但当前该款项在各州之间的分配规模暂未确定。

四是进一步投入 700 亿美元用于病毒防治，美国近期疫苗接种速度有所提升但整体仍落后于预期进度，预计拜登上任后将以政府拨款为抓手进一步推进疫苗注射。

五是将联邦最低收入水平提高至 15 美元/小时，当前联邦法律规定的最低收入水平为 7.25 美元/小时。根据国会办公室测算，底薪调整的政策是一柄双刃剑。一方面，提高后将使得 1700 万美国工人的工资水平增加；另一方面，企业用工成本提高后可能会开展裁员，将使得 130 万工人失业。但整体来看该项调整有助于缩小贫富差距，如果该项政策持续至 2025 年，将使得美国所有家庭的收入水平下降 0.1%，但可以使美国年收入在贫困线以下的人口减少约 130 万。该项政策在推行过程中也可能遭到共和党人的反对，主要原因在于共和党的支持者中小企业偏多，底薪调整会增加大量企业的人力成本。

9000 亿美元的财政刺激方案生效后，美国联邦预算委员会预计 2021 年的赤字总额将达到 2.3 万亿美元，此外还可能将 2021 年美国 GDP 额外提升 6250 亿美元（估计范围中值）。如果进一步叠加 1.9 万亿美元的财政刺激，则 2021 年美国赤字规模可能上至 3 万亿美元以上，对 GDP 的提升作用也将进一步放大，但该项方案的最终落地规模仍然存在不确定性。

表 3：新一轮 1.9 万亿美元《美国援救计划》的主要构成内容

项目名称	总规模（亿美元）	备注
直接现金发放	4630	将此前 600 美元的接受者另行发放 1400 美元，个人现金发放总额升至 2000 美元。
失业救济金提额		失业救济金额度由 300 提升至 400 美元，发放期限由年 3 月 14 日延至 9 月。
州政府援助	3500	向州和地方政府提供 3500 亿美元的财政拨款。
校园拨款	1700	向符合条件的学校提供 1700 亿美元的拨款。
病毒防治	700	追加 200 亿美元的投资用于疫苗接种支持；追加 500 亿美元用于病毒检测。
房租补贴	300	额外向中低收入家庭提供租金援助，并将租金断供的驱逐期限由 1 月末延长至 9 月末，联邦政府担保抵押贷款人的贷款的延期还本付息时间延至 9 月 30 日。
最低工资提升		将最低工资水平提升至每小时 15 美元(目前为 7.25 美元)。
小企业贷款	150	在 PPP 计划之外为小企业设立新的贷款工具，总额约为 150 亿美元。
税收抵免	1040	儿童税收抵免金额由 2000 美元提高至 3000 美元。

资料来源：美国国会,Tax Foundation，浙商证券研究所

表 4：拜登“美国救援计划”中直接付款项目的分配情况

收入水平	税后收入变化的百分比
0%-20%	22.1%
20%-40%	9.6%
40%-60%	5.9%
60%-80%	4.1%
80%-90%	2.6%
90%-95%	1.1%
95%-99%	0.04%
99%-100%	0%
总计	3.6%

资料来源：美国国会,Tax Foundation，浙商证券研究所

表 5：拜登 9000 亿美元刺激方案对美国 GDP 提振作用的预测（十亿美元）

项目	财政刺激力度	经济影响估算		
		最小值	中间值	最大值
失业救济金	120	80	120	155
直接现金发放	165	100	135	165
薪资保护计划和对其他小型企业支持	345	125	150	170
州和地方政府援助	85	75	80	85
其他支出	220	140	145	155
合计	935	515	625	730

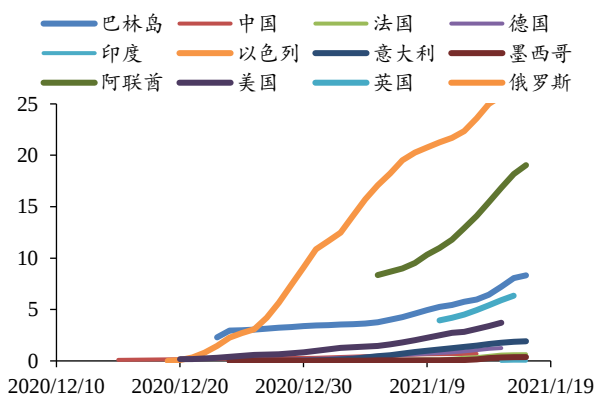
资料来源：CRFB，浙商证券研究所

表 6：到 2025 年提高联邦最低时薪对就业、收入和贫困状况的影响

影响就业人数（百万人）	-1.3
平均每周工资增加的人数（百万人）	17.0
家庭实际年收入变化（%）	
收入低于贫困线的家庭	5.2
收入是贫困线 1~3 倍之间的家庭	3.5
收入是贫困线 3~6 倍之间的家庭	-0.1
收入在贫困线 6 倍以上的家庭	-0.3
所有家庭	-0.1
贫困人口数量变化（百万人）	-1.3

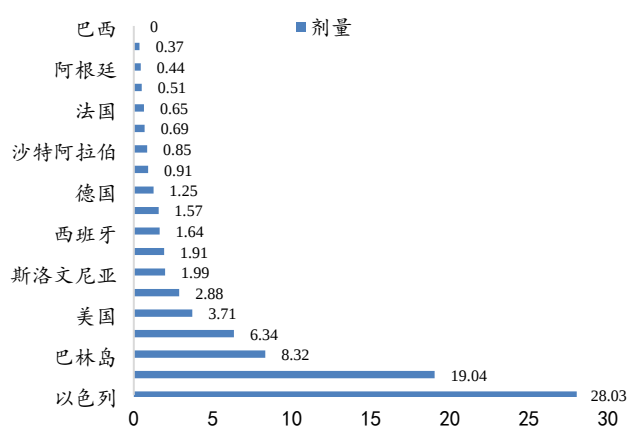
资料来源：CBO，浙商证券研究所

图 1：每百人累计接种新冠疫苗剂量变化



资料来源：Our World in Data，浙商证券研究所

图 2：每百人接种新冠疫苗剂量（截至 2021 年 1 月 18 日）



资料来源：Our World in Data，浙商证券研究所

2.2. 财政调解可帮助民主党立法但仍面临严格的条件限制

民主党当前在立法过程中可能遭遇参议院议事规则中的冗长辩论环节 (Filibuster) 阻碍，绕过辩论的主要方式有以下三种：

一是以 60 票的票数直接终结辩论环节。当前民主党在参议院的席位数量仅 50

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_23

