

美国财政刺激方案会持续提升通胀吗？

——再通胀系列研究之十

报告导读/核心观点

相较《CARES》法案下的补贴力度，本轮财政刺激力度更为审慎。多项核心刺激措施均将在1季度末到期，且刺激力度相对有限，难以延续到二季度或下半年，对通胀和需求的提振作用将主要集中在Q1。

□ 本轮财政刺激方案的核心措施仍是收入及就业领域的补贴政策

一是为每个成年人以及儿童一次性发放600美元，该项补助总额约为1660亿美元。
二是将为失业者每周额外发放300美元的失业救济金补贴，发放将持续至3月14日。
三是为小企业提供3250亿美元的救助贷款，其中最关键的薪酬保护计划补充了2840亿美元的额度，并将期限延长至2021年3月31日。
四是为租房者提供共计250亿美元的租房补贴，收入不超过所在地区收入中位数80%的均可提出补贴申请；同时将禁止驱逐租房者的期限延长至2021年1月末。
五是提供680亿美元的疫苗开发、疫情检测资金，补助资金的进一步发放有助于美国在2021年上半年实现大面积的免疫目标。

□ 本轮财政刺激方案的重要作用是救济托底，而非锦上添花

本轮财政刺激方案的重要作用是救济托底，不是锦上添花。相较《CARES》法案下首轮财政刺激的补贴力度，本轮刺激力度更为审慎。

从失业救济金的补贴力度来看，疫情前全美平均的失业金水平为374美元/周；平均周薪为972美元，新一轮刺激方案将失业救济金额外补贴力度削减至300美元/周后，失业人群的收入水平将降至就业状态以下。

从一次性现金发放力度来看，对于就业成人来说约为疫前周薪的62%；对于三口之家来说，约为疫前周薪的96%。收入刺激将在短期内提振消费需求但难以长时间延续。如果补贴于1月顺利发放，预计其对消费需求的刺激作用将主要集中在Q1释放。

从PPP的政策条款来看，该项政策是一项托底工具。一是政策条款规定有明显的救火性质。二是此前PPP贷款规模位居前列的行业较多受疫情冲击较为严重；且借款结构中小规模借款占比较高，贷款规模在100万美元以下的占比接近66%，具有较强的救火特征，该政策的主要作用是稳住美国就业基本盘。考虑本轮PPP政策将于2021年3月31日到期，其对居民收入及消费需求的托底作用也将主要集中在Q1。

□ 财政补贴对通胀和需求的提振作用将主要集中在Q1

整体来看，本轮财政刺激方案将在总量上提升2021年居民收入及消费水平，但作用区间可能主要集中在1季度。多项核心财政刺激措施均将在1季度末到期，且刺激力度相对有限，难以延续到二季度或下半年。美国个人消费支出变化与收入变化高度拟合，财政刺激对收入增速的边际作用在上半年逐渐回落后，消费需求也将回归常态，从需求侧来看，不会对通胀起到持续的推升作用，主要作用的时间段或在Q1。

□ 2020年增量储蓄对2021年的需求和通胀拉动可能体现在上半年

美国居民于2020年以来累积大量储蓄，主要得益于财政刺激的超额补贴和消费场景减少的双重因素共振。经计算，2020年至今居民储蓄规模相较疫情前的均值水平共计攀升1.5万亿美元，该部分储蓄可能在2021年部分释放成为推升通胀水平的蓄水池。从购房以及服务分项的报复性消费来看，该部分储蓄的释放规模将不及1.5万亿美元，储蓄规模释放对需求和通胀的刺激作用可能主要集中在上半年，下半年起整体作用将趋缓。

□ 关注1月5日乔治亚州参议院席位选举，将极大影响2021年财政刺激力度

重点关注乔治亚州两大参议员席位的最终选举结果。如果两院继续分立，则全年较难有进一步大规模财政刺激出台。如果小概率情况下民主党抢下两个议员席位，则9000亿美元的刺激方案以外可能仍有增量刺激措施出台，对居民的现金补贴以及对地方政府的拨款等措施力度可能增加，美国通胀可能超预期持续。

风险提示：美国印度落地共振带动商品价格上行；新兴市场疫苗不足叠加疫情复发导致上游供给持续受限；病毒变异导致疫苗失效；中美冲突超预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成伟

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告



正文目录

1. 新一轮财政刺激方案的核心仍是收入和就业领域的补贴政策	3
2. 财政刺激方案对需求和通胀的影响作用将主要集中在 Q1	4
2.1. 财政补贴对通胀和需求的提振作用将主要集中在 Q1	4
2.2. 2020 年增量储蓄对 2021 年的需求和通胀拉动可能体现在上半年	7
2.3. 关注乔治亚州参议院席位选举，将极大影响 2021 年财政刺激力度	9
风险提示	10

图表目录

图 1: 美国非农就业人数变化 (千人)	4
图 2: 政府转移支付使得 2020 年个人收入持续高增 (%)	4
图 3: 美国个人消费支出和收入变化基本拟合 (%)	5
图 4: 美国不同年龄层的人口比例 (%)	5
图 5: 8 月起个人转移支付收入和失业金收入增速快速下行	5
图 6: 美国家庭收入上限划分 (美元)	5
图 7: 美国个人储蓄情况变化 (折年数, 十亿美元)	8
图 8: 美国新屋销售以及成屋销售金额估算 (十亿美元)	8
图 9: 美国 2020 年个人消费支出的同比走势 (%)	8
图 10: 美国新屋销售以及成屋销售金额估算 (十亿美元)	8
图 11: 美国服务型消费不同分项的增速变化 (%)	9
图 12: 乔治亚常规席位当前民调分布 (%, 民主党小幅领先)	10
图 13: 乔治亚特殊席位当前民调分布 (%, 民主党小幅领先)	10
表 1: 新一轮财政刺激方案的主要构成内容	4
表 2: 美国疫情前的平均周薪和平均每周失业救济金比较 (美元)	5
表 3: PPP 贷款投向按规模的划分情况	6
表 4: PPP 贷款投向按行业的划分情况	6
表 5: 不同民调机构对乔治亚州席位的选举调查, B 级以下低质量民调近期扰动整体走势	10



1. 新一轮财政刺激方案的核心仍是收入和就业领域的补贴政策

美国国会两院于当地时间 12 月 21 日投票通过新一轮刺激方案《Consolidated Appropriations Act, 2021》并于 12 月 24 日送至特朗普案前等待签署生效。特朗普在经过多次态度反复后最终于 12 月 27 日将法案签署生效，避免了法案失效（特朗普如果在 10 天内拒绝在法案上签字，本轮财政刺激方案便会随着 1 月 3 日国会的换届而自动作废，新一届国会需重新对该法案进行投票表决）以及美国政府的停摆风险。本轮财政刺激方案的核心措施如下：

一是开启新一轮的现金发放，为每个成年人以及儿童一次性发放 600 美元（此前成人为 1200 美元，儿童为 500 美元），2019 年收入在 75000 美元以上的个人或总收入在 150000 美元以上的家庭将无法获得补贴，该项补助总额约为 1660 亿美元。

二是将为失业者每周额外发放 300 美元的失业救济金补贴（Federal Pandemic Unemployment Compensation）。此前发放力度为每周 600 美元，发放将持续至 3 月 14 日。该项政策于 2020 年 8 月首次到期后由特朗普通过签署行政命令以每周 450 美元的规模进行接续，各州续期部分已于 9 月中旬附近陆续到期。此外，还将大流行失业救济金（Pandemic Unemployment Assistance）的发放期限延至 2021 年 3 月 14 日，该项目主要适用于自雇员工。

三是为小企业提供 3250 亿美元的救助贷款，其中最关键的薪酬保护计划补充了 2840 亿美元的额度，期限延长至 2021 年 3 月 31 日。薪酬保护计划的企业借款人在满足系列要求可以免除还款义务，其中免除全部还款义务的核心要求之一是必须将至少 60% 的贷款总额用于为员工发放工资。该项政策是疫情期间美国就业领域的最核心政策，此前于 8 月 8 日到期未能接续，到期后美国的永久性失业也受之影响出现阶段性上涨（到期当月美国永久性失业人数环比增加 19%）。根据小企业管理局统计，PPP 在 3-8 月共计挽救超过 5100 万个美国工作岗位，而美国当前非农就业人数仅 1.42 亿人。换言之，PPP 出台后挽救了近 1/3 的美国就业岗位，该政策在新方案中接续后将对美国就业的基本盘起到稳定作用。

四是为租房者提供共计 250 亿美元的租房补贴，收入不超过所在地区收入中位数 80% 的均可提出补贴申请。同时将禁止驱逐租房者的期限延长至 2021 年 1 月末。需要关注的是，《CARES》法案中允许房屋抵押贷款延期还款的救助政策未能在新一轮刺激方案中得以延续。

五是提供 680 亿美元的疫苗开发、疫情检测资金。当前美国内已开始推进疫苗注射，辉瑞和 MODERNA 已先后于 12 月 11 日以及 12 月 18 日获得 FDA 的疫苗紧急使用授权，前者适用于 16 岁及以上人群，后者适用于 18 岁以上人群。补助资金的进一步发放有助于美国在 2021 年上半年实现大面积的免疫目标。

整体来看，本轮财政刺激的核心措施仍是收入与就业领域的补贴政策。疫情期间，虽然美国失业率大幅上升，但受益于政府在就业领域的大规模财政补贴（政府转移支付规模明显上升），居民个人收入反而持续高增，4-7 月同比增速均高于 8%，4 月最高曾触及 14%。其中，薪酬保护计划发挥托底作用，使得美国就业基本盘不至于过分流失；补充失业救济金以及一次性现金发放则为居民的收入实现了有效补充。虽然失业率上升使得生产供给遭受明显冲击，但财政刺激对个人收入的补给保障了居民消费需求的快速修复导致供需修复错位。



表 1：新一轮财政刺激方案的主要构成内容

项目名称	金额 (亿美元)	备注
小企业贷款	3250	其中薪酬保护计划共计 2840 亿美元
直接现金发放	1660	每个成人和儿童各自发放 600 美元，剔除收入在 75000 以上的个人和 150000 以上的家庭
失业救济金额度提升	1200	失业救济金发放至 2021 年 3 月 14 日，额度提升 300 美元。
教育补助	820	
病毒检测追踪	550	
交通运输	450	
农业补贴	260	
房租补贴	250	
社区银行支持	120	
儿童关怀	100	
低收入家庭的宽带补贴	70	

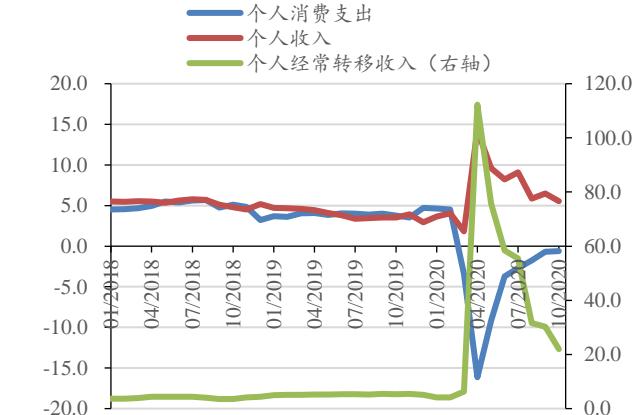
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 1：美国非农就业人数变化 (千人)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：政府转移支付使得 2020 年个人收入持续高增 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2. 财政刺激方案对需求和通胀的影响作用将主要集中在 Q1

2.1. 财政补贴对通胀和需求的提振作用将主要集中在 Q1

本轮财政刺激方案的重要作用是救济托底，不是锦上添花。相较《CARES》法案下首轮财政刺激的补贴力度，本轮刺激力度更为审慎。

从失业救济金的补贴力度来看，三个阶段额外发放的失业救济金呈现阶梯式下降，由每周额外 600 美元先后降至 450 美元和 300 美元。根据美国劳工部统计，疫情前（2020 年 Q1 数据）全美平均的失业金水平为 374 美元/周；平均周薪为 972 美元。因此，一阶段财政刺激每周额外发放的 600 美元可以实现对疫前平均工资水平的超额覆盖。叠加一次性发放的现金补贴，使得居民收入同比大幅增长。新一轮刺激方案将失业救济金额外补贴力度削减至 300 美元/周后，失业人群的收入水平将降至就业状态以下。



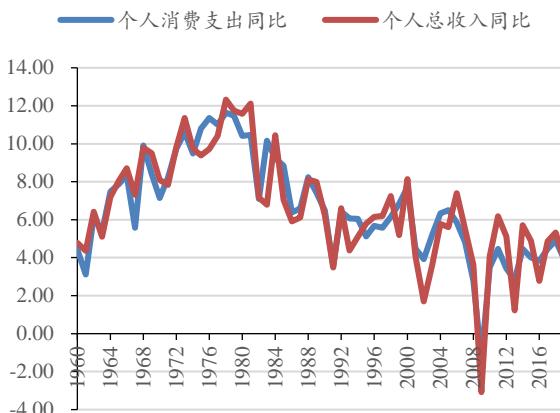
表 2：美国疫情前的平均周薪和平均每周失业救济金比较（美元）

年份	季度	抽样数	替代率	平均失业救济金	平均周薪
2019	1	23969	0.387	363.61	940.44
2019	2	23980	0.382	366.12	959.43
2019	3	23944	0.384	367.59	957.46
2019	4	23826	0.384	370.8	966.64
2020	1	23449	0.384	373.54	972

资料来源：美国劳工局，浙商证券研究所

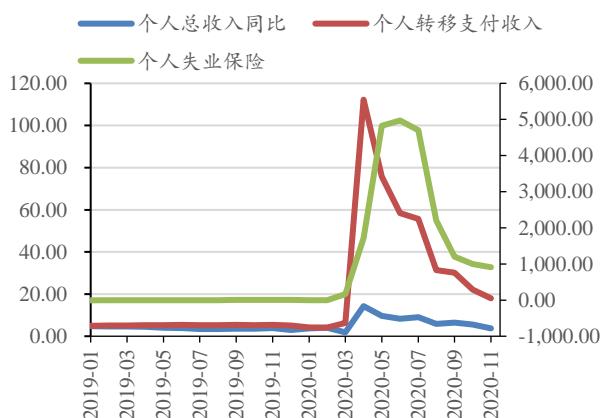
从一次性现金发放力度来看，相较《CARES》法案，成人的补贴力度下降 50%至 600 美元，儿童的补贴力度上升 20%至 600 美元。鉴于美国人口比例中 0-14 岁儿童占比仅为 19%，整体现金发放力度相较前次规模大幅下降。结合失业救济金来看，额外的现金发放可以在 2 周时间内将失业居民的收入维持在与疫情前持平的水平。对于非失业人口来说，该部分现金发放将提升其收入水平，可能对该群体的消费需求起到刺激作用，但鉴于本轮现金补贴力度有限，对于成人来说约为疫前周薪的 62%；对于三口之家来说，约为疫前周薪的 96%。收入刺激将在短期内提振消费需求但难以长时间延续。如果补贴于 1 月顺利发放，预计其对消费需求的刺激作用将主要集中于 Q1 释放。

图 3：美国个人消费支出和收入变化基本拟合（%）



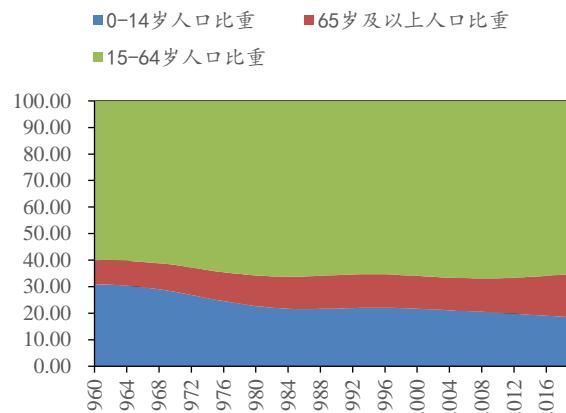
资料来源：Wind,浙商证券研究所

图 5：8 月起个人转移支付收入和失业金收入增速快速下行



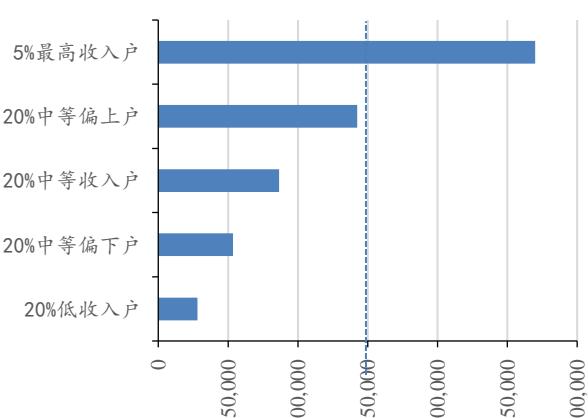
资料来源：Wind,浙商证券研究所

图 4：美国不同年龄层的人口比例（%）



资料来源：Wind,浙商证券研究所

图 6：美国家庭收入上限划分（美元）



资料来源：Wind,浙商证券研究所



从 PPP 的执行条款来看，该项政策是一项托底工具。一是政策条款规定有明显的救火性质：如对于希望豁免还款义务的借款人来说，必须说明因本项贷款而能够保留的雇员人数等；对于希望申请二轮 PPP 贷款的借款人必须展示收入下滑的程度以印证贷款的必要性（在 2020 年前 3 季度分别遭受至少 25% 以上的营业收入下滑）。二是此前 PPP 贷款规模位居前列的行业较多受疫情冲击较为严重，如卫生保健（运营压力激增）、建筑、制造业、餐饮、零售等；且借款结构中小规模借款占比较高，贷款规模在 100 万美元以下的占比接近 66%，具有较强的救火特征，该政策的主要作用是稳住美国就业基本盘。虽然上一阶段 PPP 政策的推进过程中曾出现个别资金富裕企业借用 PPP 的案例并引起较大争议，预计本轮政策推行过程中将针对这一现象加大审核力度。考虑本轮 PPP 政策将于 2021 年 3 月 31 日到期，其对居民收入及消费需求的托底作用也将主要集中在 Q1。

表 3：PPP 贷款投向按规模的划分情况

贷款规模划分	贷款数	贷款金额（亿美元）	笔数占比	金额占比
5 万美元以下	3574110	627	68.6%	12.0%
5 万—10 万美元	683785	487	13.1%	9.3%
10 万—15 万美元	294557	361	5.7%	6.9%
15 万—35 万美元	377797	848	7.2%	16.1%
35 万—100 万美元	199679	1136	3.8%	21.6%
100—200 万美元	53218	739	1.0%	14.1%
200—500 万美元	24248	722	0.5%	13.7%
500 万美元以上	4734	331	0.1%	6.3%

资料来源：美国小企业管理局，浙商证券研究所

表 4：PPP 贷款投向按行业的划分情况

行业	贷款数	规模（亿美元）	金额占比
卫生保健和社会救助	532,775	678	12.91%
专业，科学和技术服务	681,111	668	12.72%
建筑	496,551	651	12.39%
制造业	238,494	541	10.30%
住宿和餐饮服务	383561	425	8.09%
零售业	472,418	406	7.73%
其他服务（公共管理除外）	583,385	317	6.04%
批发贸易	174,707	277	5.27%
行政和支持以及废物管理和补救服务	258,907	266	5.07%
运输和仓储	229,565	175	3.34%
房地产及租赁	262,921	157	3.00%
金融保险	181,493	122	2.32%
教育服务	88,022	121	2.30%
未分类机构	219,502	97	1.84%
信息	73,824	93	1.78%



艺术, 娱乐和休闲	130,760	82	1.57%
农业, 林业, 渔业和狩猎业	149535	81	1.55%
矿业	22,503	45	0.87%
公共管理	14291	18	0.33%
公司和企业管理	9,472	16	0.30%
公用事业	8,331	15	0.29%

资料来源：美国小企业管理局，浙商证券研究所

整体来看，本轮财政刺激方案将在总量上提升 2021 年居民收入及消费水平，但作用区间可能主要集中在 1 季度。多项核心财政刺激措施均将在 1 季度末到期，且刺激力度相对有限，难以延续到二季度或下半年。美国个人消费支出变化与收入变化高度拟合，财政刺激对收入增速的边际作用在上半年逐渐回落后，消费需求也将回归常态。从需求侧来看，不会对通胀起到持续的推升作用，主要作用的时间段或在 Q1。

2.2. 2020 年增量储蓄对 2021 年的需求和通胀拉动可能体现在上半年

美国个人于 2020 年以来累积了大量储蓄，疫情爆发后储蓄率持续高企。3 月单月个人储蓄率曾突破 33.7%，主要得益于财政刺激的超额补贴和消费场景减少的双重因素共振。此后储蓄率逐步回落，截至 11 月已降至 12.9%，接近恢复至疫情前水平。根据我们的估算，疫情前 14 个月（2019 年 1 月-2020 年 12 月），美国居民平均每月储蓄规模为 1038 亿美元。如按此计算，疫情后（2020 年 3 月-2020 年 11 月）美国居民的储蓄规模相较疫情前的均值水平共计攀升 1.5 万亿美元，该部分储蓄可能在 2021 年释放成为推升通胀水平的蓄水池。经分析，我们认为该部分储蓄的释放规模将不及 1.5 万亿美元，且对需求和通胀的作用力度可能在上半年表现更强（如果全部释放，可能在 2020 年基础上将个人消费支出水平提高约 10%）。原因如下：

一是 2020 年储蓄增量中的部分可能已经用于年内美国居民购房，2021 年上半年住房销售可能继续从居民储蓄中抽水。2020 年 3 季度以来美国房地产市场持续火热（具体可参考我们前期报告《美国房地产热潮会推升通胀吗》，下同），根据我们的估算，美国新屋销售和成屋销售金额合计 1.5 万亿美元，相较 2019 年同期增加 2069 亿美元（新屋按销售均价估算，成屋按销售中位价估算，根据美国 2020 年房地产市场豪宅销售火热的特性，这一数据可能存在低估），可能已经消耗部分居民储蓄。根据我们此前判断，美国房地产市场的销售热潮可能在 2021 年上半年维持相对较高的增速，将继续对居民储蓄的留存进行抽水。

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_437

