

## 美国内政推进复盘（一）

## ——奥巴马时代的内政政策

## 研究结论

- 2021年1月，新一届美国国会、联邦政府即将正式履新。在2020年总统大选期间，拜登和民主党就内政改革抛出一系列政策承诺和主张，使得市场对拜登政府任期中美国各项内政政策和改革的推进寄予厚望。在这一系列的报告当中，我们复盘并分析了在政策主张上可比的往届民主党政府任期当中的内政政策推进，尝试在历史的经验借鉴当中，形成对拜登时代美国内政政策推进与改革节奏、成效的合理预期。
- **奥巴马执政时期支持率高开低走，与之对应的是民主党在两会中的地位。**奥巴马政府的前两年里，民主党执掌两院，随后民主党丧失了众议院的控制权，最后两年也失去了参议院的控制权。
- **在奥巴马政府上台以前，次贷危机对美国实体经济和金融市场造成严重冲击。政府采取了积极的财政刺激和货币宽松应对次贷危机的挑战：**（1）2009年通过了《美国复苏与再投资法案》（ARRA 2009），法案在通过时囊括的财政刺激政策总规模达到约7870亿美元。在当时成为美国国会历史上立法通过的最大规模财政刺激方案；（2）2008年-2012年在奥巴马的第一任期中，美联储共开启了3轮量化宽松，并最终在2014年这一政策才最终落下帷幕，总计购买规模约为3.9万亿美元。需要注意的是，相比起2008年时任美联储主席伯克南，现任美联储主席鲍威尔被认为鸽派程度甚至低于前者，因此未来的政策更需要引起关注。**整体而言，财政刺激及时落地与美联储的三轮量化宽松，帮助美国快速走出了衰退，从2009年开始逐步推进整体经济的温和复苏。**
- 在两度竞选过程当中，奥巴马政府及民主党就把解决美国经济发展当中的结构性问题及不平等不问题，作为执政的优先目标，提出了税改（对富人加税）、大医保等代表性的政策主张：（1）**民主党提高遗产税和不延长布什减税政策的主张双双折戟**；（2）通过了《患者保护与平价医疗法案》（ACA），但该版本是两党的折中方案；（3）2015年12月4日，奥巴马签署了《修复美国地面运输法》，提供5年内约3050亿美元资金用于道路的修复与建设，以及新运输线的建立，是十年来第一部为地面运输提供了长期资金的法案。（4）推出《多德·弗兰克法案》；（5）奥巴马政府着重推出以重振制造业为核心的“再工业化”战略，并致力于将其培育成引领美国经济增长的核心战略，2009年12月，美国白宫发布了《重振美国制造业框架》报告。**由于政策落地的兑现程度等方面问题，奥巴马在结构性改革方面的新政，没能够有效解决美国经济增长长期中枢下移、制造业萎缩以及人口贫富差距扩大等问题。**
- 次贷危机后，大规模的财政政策扩张，历史性地加重了美国联邦政府的财政赤字、债务规模，政府通过了《预算控制法案》（BCA 2011）来控制赤字。
- 面对次贷危机后逆全球化兴起，奥巴马政府尝试主导建立的多边贸易体系（TPP），但在任期结束后失效；与欧盟的TTIP谈判无果；2011年时任总统奥巴马发起“选择美国”计划，旨在吸引外商投资和制造业回流美国。

## 风险提示

- 历史复盘对政策推演的参考意义存在局限性。美国宏观政治和经济环境均发生了趋势性的变化，在对在任联邦政府未来政策推演的分析当中，需要考虑这些宏观环境的趋势性变化。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

报告发布日期 2021年01月01日

证券分析师 王仲尧  
021-63325888\*3267  
wangzhongyao1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518050001

证券分析师 孙金霞  
021-63325888\*7590  
sunjinxia@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 曹靖楠  
021-63325888\*3046  
caojingnan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010001

联系人 陈玮  
chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告  
万象更新 2020-12-20

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

1 奥巴马任期政治概貌.....	3
2 后危机时代的财政刺激与对冲 .....	4
2.1 财政刺激.....	4
2.2 非常规的宽松货币政策操作 .....	5
2.3 政策效果.....	6
3 结构性的社会与经济改革 .....	7
3.1 税改.....	7
3.2 医保制度改革 .....	8
3.3 基建更新与投资 .....	8
3.4 金融监管.....	9
3.5 培育经济增长新动能.....	9
3.6 政策效果.....	9
4 财政再平衡.....	9
4.1 财政预算控制 .....	11
4.2 政策效果.....	11
5 贸易政策 .....	12
5.1 巩固后危机时代美国在全球贸易当中的主导权 .....	12
5.2 政策效果.....	12
风险提示.....	13

2021年1月，新一届美国国会、联邦政府即将正式履新。在2020年总统大选期间，拜登和民主党就内政改革抛出一系列政策承诺和主张，使得市场对拜登政府任期当中美国各项内政政策和改革的推进寄予厚望。在这一系列的报告当中，我们复盘并分析了在政策主张上可比的往届民主党政府任期当中的内政政策推进，尝试在历史的经验借鉴当中，形成对拜登时代美国内政政策推进与改革节奏、成效的合理预期。

## 1 奥巴马任期政治概貌

### 国会情况

奥巴马在执政的第一个任期的前两年里（2009-2011），民主党完全掌控了参众两院，且在两院均有较大的优势。随后的四年里（2011-2015），民主党和共和党分别掌握了参议院和众议院的多数席位，但是民主党在参议院的优势较前两年降低。民主党在奥巴马政府的最后两年里（2015-2017）失去了参众两院的多数席位。

图 1：奥巴马执政时期参众两院席位情况

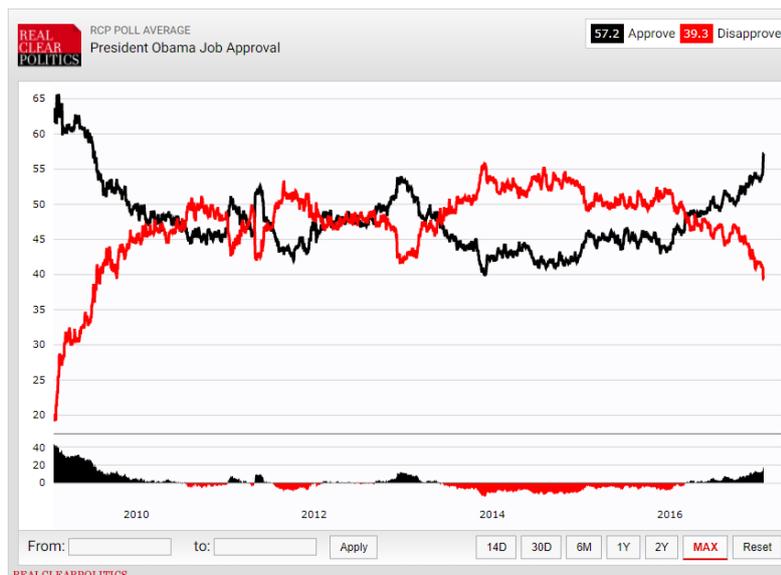
年份	参议院				众议院		
	总计	民主党	共和党	其他	总计	民主党	共和党
2009-2011	100	56-58	40-42	2	435	257	178
2011-2013	100	51	47	2	435	193	242
2013-2015	100	53	45	2	435	201	234
2015-2017	100	44	54	2	435	188	247

数据来源：wikipedia.org, 东方证券研究所

### 政府民调支持率

奥巴马在任期间支持率高开低走，就职初始高达 65%，但从 2009 至 2010 年逐步走低至 45% 左右，2010 年往后基本维持在 45%-50%。

图 2：奥巴马在任期间的支持率



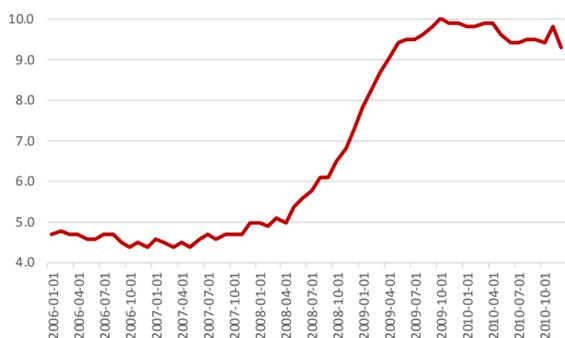
数据来源: Real Clear Politics, 东方证券研究所

## 2 后危机时代的财政刺激与对冲

### 政策背景——

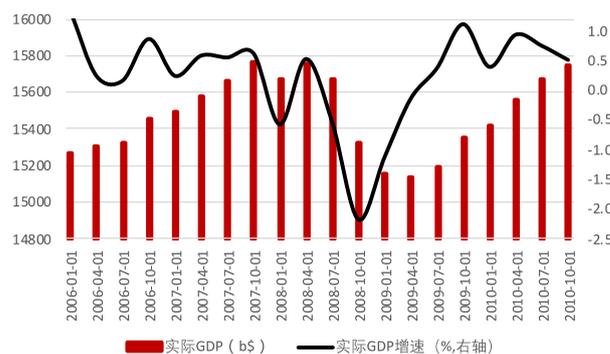
在奥巴马政府上台以前,次贷危机对美国实体经济和金融市场造成严重冲击。2008年Q4,美国实际GDP同比下降2.75%,截止新政府上台的2008年1月份,美国劳动力市场失业率在8%以上,2008大选年全年标普500指数下跌38.49%,且在政府换届前后维持大幅度下跌。衰退和明显的产出缺口亟须政策扩张对冲。

图3: 美国失业率 (%)



数据来源: Wind、东方证券研究所

图4: 美国实际GDP与增速



数据来源: Wind、东方证券研究所

奥巴马竞选过程当中,将对冲衰退的财政刺激作为核心政治承诺之一。

### 2.1 财政刺激

#### 代表性政策/法案——

2009年通过的《美国复苏与再投资法案》(ARRA 2009),法案在通过时囊括的财政刺激政策总规模达到约7870亿美元。在当时成为美国国会历史上立法通过的最大规模财政刺激方案。主要政策刺激方案包括——

- 1) 2370亿美元用于个人税收减免,包括增加工资税收抵免额度、增加替代性最低征税,以及扩大学生和购房者的信贷额度;
- 2) 822亿美元用于援助低收入工人,失业者和退休人员,包括对受助人员进行职业培训。
- 3) 510亿美元用于企业税收优惠,具体举措包括降低公司退税门槛、增加可再生能源生产的税收抵免;
- 4) 1551亿美元用于卫生健康领域:发放医疗补助、投资和奖励医疗技术研发。
- 5) 662亿美元用于环境保护与基础设施建设;

6) 106 亿美元用于稳定州政府和地方政府的预算，帮助政府避免停摆或被迫增加税收，给经济带来更大的压力。

奥巴马政府上任之初面临的情况，与 2021 年即将走马上任的拜登政府相似。彼时财政纾困同样是奥巴马&拜登政府上任之后的首要工作，而参议院民主党掌握超过多数但不足绝对多数的席位（58 个）。经过谈判和妥协，民主党在参议院争取到了 3 张来自共和党议员的赞成票，法案压线通过，国会最终仅用了不到 20 天时间完成了《2009 美国复兴和再投资法案》的立法流程，7000 亿以上的财政刺激规模也是 CARES 法案之前国会通过的最大规模财政刺激方案。

图 5:《2009 美国复兴和再投资法案》的立法流程

		赞成	反对	弃权
2009.1.16	提交众议院委员会 →			
2009.1.28	众议院投票通过 <b>244 - 188</b>	民主党 (255) 244	11	0
		共和党 (178) 0	177	1
-----				
参议院两党共同修改 →				
共和党:				
✓ 增加减税比例、缩减支出				
✓ 减少对教育、基础设施和低收入及失业者的援助	2009.2.10			
民主党:	参议院投票通过 <b>61 - 37</b>	民主党 (58) 58	0	0
✓ 增加医保、可再生能源计划、购房者税收抵免的资金		3	37	1
		共和党 (41)		

数据来源: congress.gov, 东方证券研究所

## 2.2 非常规的宽松货币政策操作

理论上来说，美联储独立于美国行政机关进行运作，因此其货币政策操作不属奥巴马政府的政策管理范畴，但奥巴马任期当中美联储的货币政策周期，仍然是复盘期间美国经济和宏观调控政策不可或缺的一个侧面。需要注意的是，相比起 2008 年时任美联储主席伯克南，现任美联储主席鲍威尔被认为鸽派程度甚至低于前者，因此未来的政策更需要引起关注。

### 代表性政策/法案——

2008 年-2012 年在奥巴马的第一任期中，美联储共开启了 3 轮量化宽松，并最终在 2014 年这一政策才最终落下帷幕，总计购买规模约为 3.9 万亿美元。

第一轮量化宽松（2008 年 11 月至 2010 年 4 月）这一时期的政策目标主要是缓解金融市场的流动性紧张，以及次贷危机对投资者信心的冲击。美联储大约以每月 1000 亿美元的速度购买抵押支持债券（MBS）、长期国债以及金融机构债券，持续 18 个月，规模约为 1.725 万亿美元。此轮 QE 总体特点是大进快出，快速向市场注入流动性，及时阻断了金融机构倒闭的浪潮。

第二轮量化宽松（2010 年 11 月至 2011 年 6 月）由于金融市场流动性已经得到缓解，第二轮主要的政策目标是刺激经济增长，扭转通货紧缩。2010 年底美联储开始使用“扭转操作”，以大约每月 750 亿美元的速度，持续卖出短期国债，购买长期国债，以压低市场中长期利率，影响市场预期，进而促进经济复苏。在 8 个月的时间里，美联储共购买约 6000 亿的长期国债。在此情况下，2011 年起美国表现出较为强劲的复苏势头，通胀预期走高。

第三轮量化宽松（2012年9月至2014年10月）随着美国大选的接近，高失业率的情形亟待改善。由于房地产及相关建筑业、家具制造业等历来是吸纳低技能就业人口的重要产业，这一轮量化宽松以提振房地产市场、改善就业为主要目标，在维持“扭转操作”的基础上，进一步购买抵押支持债券（MBS），速度约为400亿美元每月。此后，美国制造业和房地产业逐渐向好，并支撑整体经济温和复苏，失业率也大幅下行。

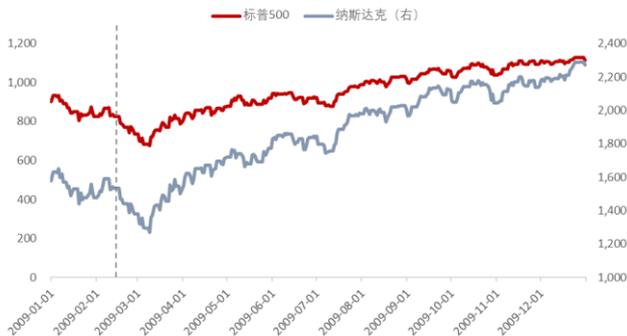
## 2.3 政策效果

整体而言，财政刺激及时落地与美联储的三轮量化宽松，帮助美国快速走出了衰退，从2009年开始逐步推进整体经济的温和复苏。

就经济的基本面而言，2008年Q4开始美国经济进入衰退，同比与环比增速为负，2009年Q2开始环比迅速转正，而后Q4起开始同比转正。进入2010年，从Q2开始恢复到3%-4%左右的温和增长。通货膨胀方面，2008年10月开始CPI环比增速为负，2009年短暂地恢复为正后，进入2010年又一次出现通缩趋势，直至第二轮QE后，通货膨胀率得以基本稳定为正。失业率从2008年4月以来迅速走高，2009年5月开始增速趋缓，直至2009年10月达到高点10%，随后逐渐下行，至2014年第三轮QE退出时回落至5.6%左右的温和水平。

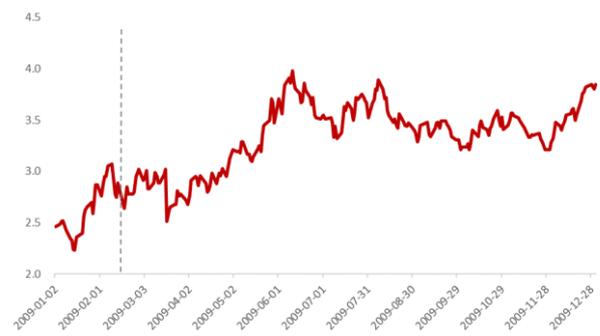
就金融市场而言，大规模财政刺激锚定了市场对经济前景的预期，股票市场在财政刺激落地后的2009年3月见底，并同步开启了美债收益率上行、美元指数下行趋势。

图 6：美股指数受财政刺激的影响上行

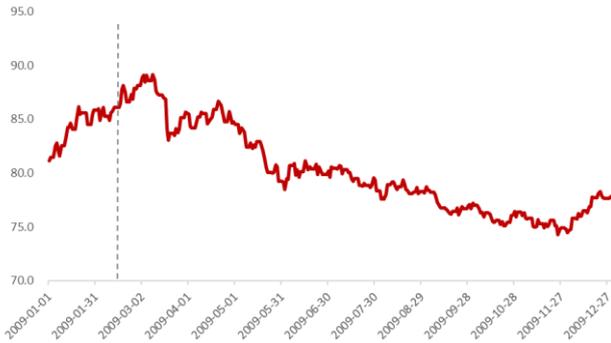


数据来源：Wind、东方证券研究所

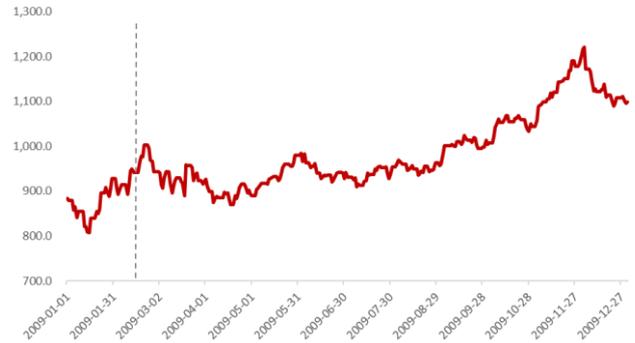
图 7：十年期美国国债收益率上行



数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 8：美元指数表现疲软（点位）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 9：黄金持续上涨（美元/盎司）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

在整个任期当中，奥巴马政府执政期间持续的低息环境和美联储扩表，也助推美股股指和房地产等资产价格期间出现持续性的增长。

### 3 结构性的社会与经济改革

#### 政策背景——

里根税改、第三次技术革命以来，美国经济和社会结构的不平等问题加剧，有效需求萎缩，增长中枢下移。进入小布什时代，减税、次贷危机的产生均加剧了不平等和结构性的问题。

**图 10：里根时代后的美国，收入前 1% 在总收入中占比持续扩大**


数据来源：世界不平等实验室、东方证券研究所

在两度竞选过程当中，奥巴马政府及民主党就把解决美国经济发展当中的结构性问题及不平等问题，作为执政的优先目标，提出了税改（对富人加税）、大医保等代表性的政策主张。

#### 3.1 税改

2011 年税改的核心问题在于，2003 年签署的布什减税即将到期，针对是否要继续延长这一减税措施，两党存在着较大的分歧。民主党认为财政赤字已经过大，应该将减税方案修改为针对中等收入人群，而对高收入群体取消减税，恢复原有税率，共和党则主张全面延长布什减税法案，对高收入人群的减税措施必须得到延续。

此时，民主党尽管掌握着国会参众两院，但并没有达到绝对多数的控制，因此第一轮方案主要满足民主党的诉求，将减税政策扩展至联合申报收入低于 25 万美金的家庭，不延长布什减税政策，这一方案民主党凭借众议院优势通过，但折戟参议院。下一版方案民主党被迫做出较大妥协以在在边际上争取参议院多数通过，包括同意将布什减税法案延长两年。起初民主党进步派试图加入提高遗产税的诉求，获得参议院多数通过后，回到众议院却再次折戟，法案再次向温和的方向妥协，同意降低遗产税税率。最终，延长布什减税、降低遗产税的政策成果已经严重偏离了民主党的税改政策初衷。

除此之外，2013 年 1 月 2 日还颁布了《美国纳税人减免法》（ATRA），这一次相对更为贴合民主党的诉求，永久性地降低部分税率，主要针对的是较低收入人群，高收入人群则没有延续布什减税的低税率：

- 1) 对于应税收入小于 40 万美元的个人，其个人所得税冻结在 2012 年的水平，布什减税法案失效后不会提升；
- 2) 应税收入大于 40 万美元的个人，采用 39.6% 的边际税率，相较 2003-2012 年的 35% 水平提高。

## 3.2 医保制度改革

### 代表性政策/法案——

2010 年 3 月 23 日签署生效的《患者保护与平价医疗法案》（ACA）可谓奥巴马执政期间最重要的法案之一，与 2010 年的《医疗与教育协调法案》共同构成 1965 年以来美国医疗体系最重大的改革。

《患者保护与平价医疗法案》的核心内容是要求所有美国公民都必须购买医疗保险，除此之外，法案还对私人医保行业与公共医保项目进行了改革，将 3000 万没有医保的美国公民纳入了医保的覆

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\\_453](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_453)

