

肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆

——光大宏观周报（20210117）

要点

本周聚焦：

2021 年 1 月 7 日，民主党超预期地夺下了佐治亚州的两个参议院席位，再加上未来参议院议长由美国副总统担任，民主党一举拿下参众两院的控制权，为接下来两年民主党政治主张的施行扫除了障碍。1 月 15 日，美国当选总统拜登提出总额达 1.9 万亿美元的经济救助计划，主要为对美国家庭的直接补贴（1 万亿美元，包括补助金及失业保险），其次为企业和地方政府援助（4400 亿美元）和抗疫支出（4000 亿美元）。对美国家庭的直接补贴，包括向个人追加派现 1400 美元，每周发放 400 美元的失业补贴直到 9 月份，并且进一步扩大覆盖人群范围。据我们保守测算，9000 亿叠加 1.9 万亿法案，将推升 2021 年美国赤字率飙升至 21%，远高于 2009 年的 10%。

海外经济：

12 月美国零售环比继续转负，不及预期，消费者信心指数回落。

海外政策：

美国众议院通过弹劾特朗普；美联储主席鲍威尔发表鸽派讲话，称现下的宽松政策仍将持续一段时间；美国制裁小米等 9 家中国企业，美国投资者需在 2020 年 11 月 11 日前出售对应公司的股份；美国公布对越南汇率政策“301 调查”结果，称与越南货币估值相关的行为和政策整体看来“不合理”；海外疫情肆虐，法国实施宵禁，日本“封国”。

全球资产：

本周全球股市跌多涨少，欧美股市普遍下跌，上证指数小幅收跌。大宗商品方面，农产品价格普遍上涨，玉米、小麦、大豆分别上涨 7.10%、5.75%及 3.06%。石油价格、铁矿石、螺纹钢、铜价、铝价、焦炭等工业品则出现小幅下跌。

国内观察：

上游：原油、动力煤、焦煤、铜价、铝价环比上涨；**中游：**高炉开工率上升，水泥价格环比下跌，螺纹钢价格环比上升、库存下降；**下游：**商品房成交增速上行，猪价、蔬果价格环比上涨；**流动性：**十年期国债收益率上行。

国内政策：

法治中国建设规划印发，要求加强信息技术领域立法；工业互联网创新发展行动计划印发，提出到 2023 年，我国工业互联网新型基础设施建设量质并进，产业综合实力显著提升；财政部部署进一步做好地方债柜台发行工作；商务部表示 RCEP 核准和实施准备工作将在 6 个月内完成。

下周财经日历：

周一（1 月 18 日）国家统计局公布 12 月实体经济数据。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-5845 2003
gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogage@ebscn.com

相关研报

供需缺口仍在，中国未来出口强劲势头不改
——2020 年 12 月贸易数据点评（2021-01-14）

结构性刺激背景下，价格变化“冰火两重天”
——2020 年 12 月价格数据点评（2021-01-11）

“不急转弯”推动 2021 中国经济“圆弧顶”
——2020 年 12 月 18 日中央经济工作会议解读
(2020-12-20)

后疫情时代的全球经济与中美形势——2021 年
宏观年度策略报告（2020-12-12）

目录

1、本周聚焦：肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆.....	4
2、海外观察：美国 12 月零售不及预期	8
2.1 海外经济：美国 12 月零售数据不及预期.....	8
2.2 海外政策：美国制裁小米等 9 家中国企业.....	8
2.3 全球市场：欧美股市普遍下跌，农产品价格上涨.....	9
3、国内观察	10
3.1 上游：原油、动力煤、焦煤、铜价、铝价环比上涨	10
3.2 中游：高炉开工率上升，水泥价格环比下跌，螺纹钢价格上升、库存下降.....	11
3.3 下游：商品房成交增速上行，猪价、蔬果价格上涨	12
3.4 流动性：十年期国债收益率上行.....	13
3.5 国内政策：RCEP 准备工作将在 6 个月内完成.....	14
4、下周财经日历.....	14

图目录

图 1：本次 1.9 万亿美元法案侧重于对个人的补贴	6
图 2：美国失业补贴持续发放	6
图 3：美国经济复苏动能边际放缓.....	8
图 4：全球股市跌多涨少.....	10
图 5：大宗商品来看，农产品普遍上涨.....	10
图 6：原油价格环比上涨.....	10
图 7：动力煤、焦煤价格环比上涨，且环比增速扩大.....	10
图 8：铜价环比上行，库存同比下跌	11
图 9：铝价环比上涨，库存同比下跌	11
图 10：2021 年 1 月以来高炉开工率上升.....	11
图 11：水泥价格指数环比下跌.....	11
图 12：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	12
图 13：钢坯库存同比上涨.....	12
图 14：商品房成交面积增幅扩大.....	12
图 15：土地供应面积同比增速继续下行.....	12
图 16：猪价、菜价、水果价格环比上涨.....	13
图 17：乘用车日均零售销量同比由正转负	13
图 18：货币市场利率趋势分化	13
图 19：债券市场利率趋势分化	13

表目录

表 1：美国四轮财政刺激政策对比（单位：美元）	5
表 2：保守估计，9000 亿法案及 1.9 万亿法案将直接推升美国政府赤字率至 21%.....	6
表 3：下周全球经济数据热点	14

1、本周聚焦：肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆

随着 2020 年 3 月开始推出的 2.48 万亿美元前两轮纾困资金消耗殆尽，2020 年 11 月和 12 月的美国经济数据如期回落。12 月下旬，在全美疫情肆虐的危急时刻，无论共和党，还是民主党，哪方都没有完全拿下参议院的十足把握，双方索性顺势而为，于 2020 年 12 月 20 日共同推动通过了 9000 亿美元的第三轮纾困法案。始料未及的是，随后民主党的选举攻势势如破竹，2021 年 1 月 7 日，超预期地夺下了佐治亚州的两个参议院席位，再加上未来参议院议长由美国副总统担任，民主党一举拿下参众两院的控制权，为接下来两年民主党政治主张的施行扫除了障碍。

民主党夺得参议两院控制权后，拜登火速宣布 1.9 万亿美元的财政刺激计划。完全掌控国会后，民主党就可以在施政方针上大展拳脚。2021 年 1 月 15 日，美国当选总统拜登提出总额达 1.9 万亿美元的经济救助计划。而且，拜登政府高级官员透露，该计划仅是拜登上任后两项重大支出计划中的第一个。第二个计划预计将在 2 月份出台，主要落实创造就业、推动基础设施建设、应对气候变化，以及推进种族平等的长期目标。

与前三轮补贴相比，1.9 万亿刺激方案以个人补贴和失业补助为主。疫情以来，美国国会已经批准了三轮财政刺激方案，分别为 2 万亿法案（2020 年 3 月末通过），4800 亿元法案（2020 年 4 月通过，补充支持中小企业），9000 亿美元法案（2020 年 12 月通过）。前三轮刺激方案，占主导的是企业贷款。据美国 ABC 新闻报道，截止 2020 年 5 月的时候，美国 5000 亿大企业救助计划，财政部只划拨 375 亿。而拜登提出的 1.9 万亿计划，占主导地位的是对美国家庭的直接补贴（1 万亿美元，包括补助金及失业保险），其次为企业和地方政府援助（4400 亿美元）、抗疫支出（4000 亿美元）。

首先，对家庭的 1 万亿补贴是本次法案的重中之重，补贴金额提升，发放范围扩大。与特朗普执政时期的财政刺激方案相比，拜登财政刺激方案显著提升了对于低收入人群的直接补贴和失业补助，总额达 1 万亿，占到了计划总额的 53%。作为对比，2020 年 3 月份推出的 2 万亿刺激法案（CAREs 法案）中，对于个人的补贴和失业补助总额 5500 亿美元，占计划总额的 27.5%。同时，拜登降低了领取补贴的门槛，提升了最低工资标准。整体来看，与特朗普执政时期的财政刺激方案相比，拜登财政刺激方案对低收入人群的补贴范围更大，补贴金额更高，与拜登在大选时承诺的“通过一揽子财政刺激政策实现救援和复苏，缩小贫富差距”的纲领相符合。

第一，为收入低于一定门槛的美国人每人发放 1400 美元，并扩大补贴领取范围。叠加前次 9000 亿美元法案提出的 600 美元派现金额，对于美国个人的直接补贴将达到 2000 美元。拜登的计划还降低了领取补贴的门槛，将资格扩大到移民家庭，以及依赖父母纳税申报表的成年子女。此前由于共和党的反对，这两个类别都被排除在一揽子救济计划之外，合计约 1350 万成年人。

第二，将联邦每周失业救济金提高至 400 美元，并将其延长至 9 月底。此前 9000 亿美元的法案中，联邦每周失业救济金为 300 美元，并且将于 2021 年 3 月 14 日到期。拜登本次刺激方案将联邦每周失业救济金提高至 400 美元，延长至 9 月底到期。

第三，将联邦最低工资提高到每小时 15 美元，提供房租、水电补助，恢复带薪假。自 2009 年以来，联邦最低时薪一直维持在 7.25 美元。拜登本次刺激方案将联邦最低工资提高到每小时 15 美元。同时，为疫情中失去工作的中低收入家庭提供 250 亿美元的租金援助，拨款 50 亿美元帮助陷入困境的房客支付水电费，拨款 50 亿美元帮助无家可归的居民。另外，恢复带薪病假和事假制度（本来于 2020 年 12 月底到期），生病或隔离，或照顾学校停课的孩子居民，将获得 14 周的带薪假期。政府将向工人少于 500 人的雇主，报销带薪假的全部费用。带薪假计划也将于 9 月 30 日到期。

表 1：美国四轮财政刺激政策对比（单位：美元）

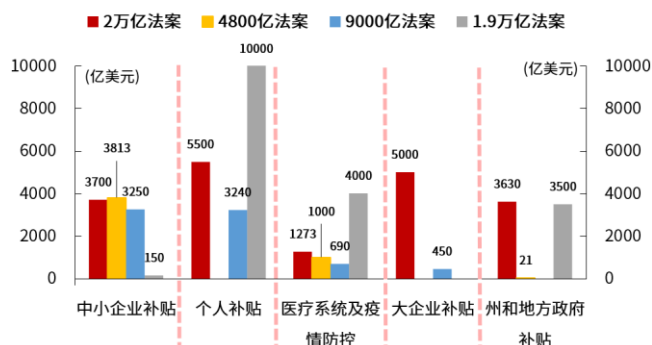
	2 万亿法案	4800 亿法案	9000 亿法案	1.9 万亿法案
法案通过时间	2020 年 3 月 27 日	2020 年 4 月 23 日	2020 年 12 月 20 日	2021 年 1 月 15 日(尚未通过)
个人补助	现金 2500 亿，失业补助 3000 亿	不包括	2860 亿，为收入低于一定门槛的人每人发放 600 美元	1 万亿，包括为收入低于一定门槛的人每人发放 1400 美元
小企业补助	3770 亿	3813 亿	3250 亿	150 亿（低息贷款部分）
大企业补助	5000 亿	不包括	未提及	未提及
州和地方政府补助	1500 亿	21 亿	不包括	3500 亿
医疗卫生补助	1273 亿	1000 亿	690 亿	2700 亿
教育、交通等补助	教育支出 308 亿，交通支出 360 亿	不包括	教育支出 820 亿，交通支出 450 亿	1300 亿

资料来源：美国国会，CNN，CNBC，光大证券研究所

其次，4400 亿美元投向企业和地方政府，主要投向地方政府，支援企业较少。2020 年 3 月的 CAREs 法案中，对于中小企业的补贴（3700 亿美元）和大企业援助（5000 亿美元）均占有较重要的分量；因为针对小企业补贴的 PPP 计划资金在 2020 年 4 月快速耗尽，政府紧接着又追加了针对小企业的 4800 亿美元法案。9000 亿法案中，也向小型企业提供 3250 亿美元的援助。但是，此次 1.9 万亿美元方案中，对于控制企业裁员和预防破产的着墨和金额较少，向企业和社区提供的 4400 亿美元援助中，3500 亿美元是向州和地方政府提供的援助，以维持政府正常运转。而针对于地方政府的援助，也是此前共和党一直极力反对，民主党强力支持的部分。

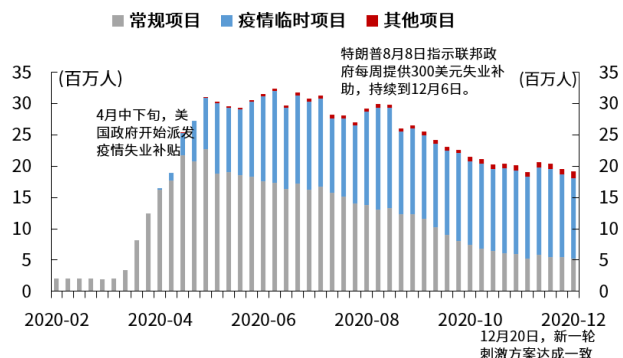
另外，4000 亿美元支持抗疫、开放学校，以实现 100 天内注射 1 亿支疫苗。1.9 万亿美元法案中，对防疫和开放学校投入约 4000 亿美元，其中 200 亿美元用于全民疫苗接种，500 亿美元用于扩展新冠测试，1300 亿美元用于帮助学校重新开放。借此，拜登希望在 100 天内提供 1 亿支疫苗注射，并重新开放大部分 K-12 公立学校。

图 1：本次 1.9 万亿美元法案侧重于对个人的补贴



资料来源：美国国会，光大证券研究所

图 2：美国失业补贴持续发放



资料来源：彭博，光大证券研究所

保守估计，9000 亿法案及 1.9 万亿法案将直接推升 2021 财年美国赤字率至 21%。据美国预算办公室（CBO）数据，2020 财年（2020 财年为 2019 年 9 月至 2020 年 9 月）政府赤字约为 3.1 万亿美元。假设美国 2020 年 GDP 增速-4.3%，则对应赤字率 15%。CBO 在 2020 年 9 月份预测 2021 财年美国赤字约为 1.8 万亿美元，但是此项预算并未考虑后续即将推出的财政刺激计划，也并未预料到 2020 年底复发的美国疫情。假设我们保守估计，除刺激计划外的赤字维持 1.8 万亿美元，叠加 9000 亿及 1.9 万亿法案，则对应美国政府赤字将达到 4.6 万亿美元，占 2021 年 GDP 的比值将达到 21%。

表 2：保守估计，9000 亿法案及 1.9 万亿法案将直接推升美国政府赤字率至 21%

年份	项目	十亿美元	年份	项目	十亿美元
2019 年	GDP 总额	21,433	2020 财年	政府赤字 CBO 11 月决算	3,100
2020 年	实际增速 (IMF)	-4.30%		政府赤字率	15%
	预计 GDP 平减指数	1.23%			
2021 年	GDP 总额	20775	2021 财年	预计政府赤字 CBO 9 月预算	1800
	实际增速 (IMF)	3.10%		预计政府赤字 叠加 9000 亿及 1.9 万亿法案	4600
	预计 GDP 平减指数	2%		预计政府赤字率	21%
	GDP 总额	21835			

资料来源：CBO, IMF, Wind, 光大证券研究所（备注：美国 GDP 平减指数与 CPI 走势相当，参考 2020 年 CPI 约 1.23%，参考彭博 2021 年 CP 预期 2%）

本轮刺激法案核心节点在于能否获得参议院通过，方案最终规模大小及落地节奏仍有待关注。1.9 万亿美元法案得到了包括现任美联储主席鲍威尔在内诸多经济学家的支持，但法案是否能够落地的核心节点，仍然是参议院投票情况。目前民主党分别以 222: 211 和 51: 50 在众议院和参议院占据优势，但新一轮财政刺激议案需 60 票才能在参议院通过。不过，据华盛顿邮报报道，民主党人士表示，如果共和党人不愿意合作，他们可以迅速转向“预算协调”的程序，这一程序下，参议院多数票通过法案即可，不需要 60 票。“预算协调”曾经是共和党通过大规模减税法案的方式，也是奥巴马总统通过《医疗法案》的方式。

特朗普弹劾议案或会影响刺激法案落地的进度。众议院已经于 2021 年 1 月 13 日通过针对总统特朗普的弹劾条款，但参议院要等到 1 月 19 日才复会，并审理此项提案。麦康奈尔 1 月 13 日表示，参议院不会为审理总统弹劾案而提前复会。这意味着，参议院要在拜登正式上台后才会审理弹劾案，同时也意味着刺激法案可能被暂时搁置。

当前美国经济持续复苏，但供给端恢复放缓，若法案落地，供需缺口或将维持在高位。在疫情反复的影响下，2020 年 12 月美国就业及消费数据不及预期，长期的失业补助可能进一步拖累供给端的生产恢复，而个人补贴提高美国居民的购买力，带动消费需求上升，或将使供需缺口在未来维持在高位，也将对我国出口数据形成较强支撑：

第一，美国疫情连续反扑，供应链全面启动要等待疫情平稳。

就目前的疫苗接种进度来看，截至 2021 年 1 月 11 日，美联邦政府已向各州、美国领土和主要城市分发了大约 2770 万剂疫苗，但只有大约 930 万人注射了第一针，可以说进展缓慢。据 1 月 11 日《华盛顿邮报》报道，美国国家过敏和传染病研究所所长福奇表示，美国有可能已拥有自己的突变毒株，这种突变体对于美国人自己更容易传播。1 月 13 日，俄亥俄州立大学称，他们发现了可能源自美国的两种新冠病毒变种，其中一种在 12 月底和 1 月初的三周时间里迅速成为俄亥俄州哥伦布市的主要新冠病毒菌株。

美国 2020 年 12 月非农就业人口减少 14 万人，预期增 6.2 万人，这也是自 2020 年 4 月份以来的首次转负；2021 年 1 月 2 日当周初失业金人数 78.7 万人，居高不下。美国疫情不断肆虐，对经济的影响日益严重，在新冠疫苗接种节奏低于预期的背景下，美国供应链的恢复可能尚需时日。

第二，新一轮 9000 亿美元刺激法案重点支撑 2021 年一季度美国消费。

美国税务局网站显示，2020 年 12 月 30 日开始寄送新一轮补贴的纸质支票，这意味着在 2021 年 1 月上旬，美国家庭会陆续收到每人 600 美元的补贴。同时，联邦政府也将持续发放每人每周 300 美元的个人失业救济。虽然 2021 年一季度美国疫情仍然严重，但在 9000 亿美元财政刺激的支持下，美国居民的购买力仍然强劲。

第三， 1.9 万亿美元刺激方案及新一轮财政刺激正在路上。

民主党在赢得佐治亚州选举后，已经夺得了参众两院的控制权，为拜登政府推动更大规模的财政刺激铺平了道路。

供给端来看，美国新增就业数据转负，生产受阻；需求端来看，新一轮刺激法案的补贴开始递送，居民需求仍有支撑。在海外生产链条受迫于疫情再次宕机、新一轮财政刺激再次支撑居民需求的背景下，中国出口将继续发力，供应全球，弥补海外供需缺口。

图 3：美国经济复苏动能边际放缓

		单位	2020年												2021年
			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
就业	美国失业率:季调	%	4	4	4	15	13	11	10	8	8	7	7	7	
	美国:新增非农就业人数:总计:季调	万人	21	25	-137	-2079	273	478	176	149	71	65	34	-14	
消费	美国:零售和食品服务销售额:同比	%	5	8	-7	-19	-7	4	4	1	8	6	2	5	
	美国:零售和食品服务销售额:零售同	%	5	8	-3	-15	-3	7	7	4	11	8	5	8	
	美国:密歇根大学消费者信心指数	%	100	101	89	72	72	78	73	74	80	82	77	81	79
	美国:ISM:非制造业PMI	%	56	57	53	42	45	57	58	57	58	57	56	57	
制造业	美国:中小企业乐观指数:季调	%	104	105	96	91	94	101	99	100	104	104	101	96	
	美国:工业总体产出指数:环比:季调	%	0	0	-4	-13	1	6	4	1	0	1	0	2	
	美国:中西部地区制造业指数	%	0	0	-1	-5	-8	-10	-3	1	4	3	2		
	美国:费城联储全国活动指数	%	0	0	-4	-18	4	6	3	1	0	1	0		
	美国:费城联储制造业指数:季调	%	17	37	-13	-57	-43	28	24	17	15	32	26	11	
	美国:Sentix投资信心指数	%		20	0	-39	-37	-22	-17	-16	-5	-1	5	9	11
	美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	%	51	50	49	42	43	53	54	56	55	59	58	61	
价格	美国:CPI:当月同比	%	2	2	2	0	0	1	1	1	1	1	1	1	
	美国:核心CPI:当月同比	%	2	2	2	1	1	1	2	2	2	2	2	2	
贸易需求	美方自中国进口额: 同比	%			-20.78	109	2	-1	1	13	20	21	22	46	35
	美方进口额: 同比	%	-3	-4	-11	-22	-24	-20	-11	-9	-7	-3	0		

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (备注: 粗框为本周更新数据)

2、 海外观察：美国 12 月零售不及预期

2.1 海外经济：美国 12 月零售数据不及预期

12 月美国价格数据略高于预期。1 月 13 日，美国劳工统计局公布 2020 年 12 月价格数据，12 月 CPI 同比增长 1.4%，高于市场预期的 1.3%；环比增长 0.4%，持平于预期。1 月 15 日，美国 12 月 PPI 数据公布，同比 0.3%，市场预期为 0.4%，前值为 0.1%。

12 月美国零售环比继续转负，不及预期，消费者信心指数回落。1 月 15 日，美

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_134

