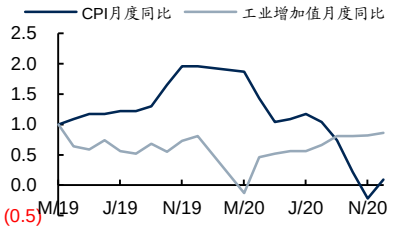
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021 年 03 月 17 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	33.80
出口当月同比	154.9
M2	10.10

相关研究报告:

《宏观专题报告：2021 年 CPI、PPI 预测逻辑与结论》 ——2021-01-14

《宏观专题报告：透过幻影，看破真相—基数扰动下的经济景气度识别》 ——2021-03-09

《宏观专题报告:油铜"轮盘"》——2020-12-30

《"利率-利差"轮盘下的"风林火山"配置策略（一）》 ——2021-03-15

《宏观专题报告：CPI 基期轮换带来的权重变动分析》 ——2021-02-22

证券分析师：董德志
电话： 021-60933158
E-MAIL： dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001
联系人：王艺熹
电话： 021-60893204
E-MAIL： wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观专题

拜登基建，道阻且长

- **为什么要重点关注美国基建？对美国经济和商品价格影响显著**

经济层面看，基建对美国经济的正向拉动效应明显。基建项目能够给经济带来数以百万计的工作机会，**对于疫情后失业率的降低有极大帮助**。货币层面上看，基建投资可提高美国货币乘数，进一步推高通胀。虽然美联储印钞不断，但美国基础货币的派生效应并不强。**基建投资可增强货币乘数效应，推升通胀水平。**从商品需求看，美国大规模的基建投资能够提高其对大宗商品需求，推升全球大宗商品价格。若基建法案最终能成功落地，美国全国范围内发起基建项目意味着**美国对建筑类原材料的需求将大幅提升，可进一步推高大宗商品价格。**

- **拜登基建计划什么时候能落地？上半年基本无望。**

通过综合分析美国两党官员近期的表态，我们认为最近 3-6 个月内拜登基建计划在美国国会通过的可能性非常小，预计接下来几个月内美国两党将就此议案展开拉锯战。若是拜登想绕开共和党再次使用 "预算和解" 工具，需等到下一财年，即今年 10 月以后。再者，无论基建项目包含哪些内容，草拟的过程都需要大量时间，近期推出法案几乎不可能。

- **拜登基建大致包含什么项目？**

由于正式的内容还未公布，我们目前提供两个版本供市场参考。第一个版本：拜登总统竞选时提出的基建项目，该版本总规模为 2 万亿美元，侧重于发展清洁能源。第二个版本是美国土木工程师协会统计的基础设施投资缺口，主要包含道路、桥梁、水电运输、水坝运河等传统意义上的基建项目。

- **共和党和民主党的分歧在哪？做什么项目、钱从哪来。**

首先，民主党和共和党对于基建一词的定义不同。虽说发展基建是两党共识，但是拜登所在民主党主要想发展清洁能源、修建自行车道、修建电动车充电桩等。共和党想要发展的基建是修建高速公路、乡间道路、桥梁等传统意义上的基础设施项目。其次，用什么钱做基建是核心问题。目前来看，要么举债，要么加税。共和党方面目前态度强硬的反对进一步扩大美国的财政赤字。从国会组成来看，拜登想要通过法案所面临的挑战明显大于奥巴马时期。

- **奥巴马 ARRA:850 亿美元基建投资+220 亿新能源投资。**

ARRA 是美国近 15 年来基建投资中最重要的法案之一。ARRA 是奥巴马在上任之初，次贷危机尾声之时的 2009 年 2 月 17 日签署的财政刺激法案，规模为 8400 亿美元，为美国经济带来的正面效应相当明显。

- **特朗普基建：大法案虎头蛇尾，小项目数量不少。**

特朗普政府曾相继在 2018 年 2 月、2019 年 5 月、以及 2020 年多次公布基础设施投资计划，均虎头蛇尾。不过，有部分规模相对较小的基建投资计划被成功囊括在其执政时的财政预算中，比如 Savannah 港口的凿深项目等，规模主要在 10 亿美金以下。

内容目录

为什么要重点关注美国基建？对美国经济和商品价格影响显著 4
拜登基建计划什么时候能落地？上半年基本无望 5
拜登基建法案大致包含什么项目？ 6
共和党和民主党的分歧在哪？做什么项目、钱从哪来 7
奥巴马 ARRA:850 亿美元基建投资+220 亿新能源投资 9
特朗普基建：大法案虎头蛇尾，小项目数量不少 9
国信证券投资评级 12
分析师承诺 12
风险提示 12
证券投资咨询业务的说明 12

图表目录

图 1：美国基础建设金额占 GDP 比例（%）.....4
图 2：美国 M1 货币乘数.....4
图 3：美国财政支出中运输类支出（单位：十亿美元）.....5
图 4：美国财政可选支出各分项占比.....5
图 5：美国财政经常性支出各分项占比.....5
图 6：美国财政支出各基建分项金额（单位：百万美元）.....8
图 7：美国 1996-2020 年财政赤字（十亿美元）.....8
图 8：美国基建相关支出投入维护的比例增加（单位：百万美元）.....11

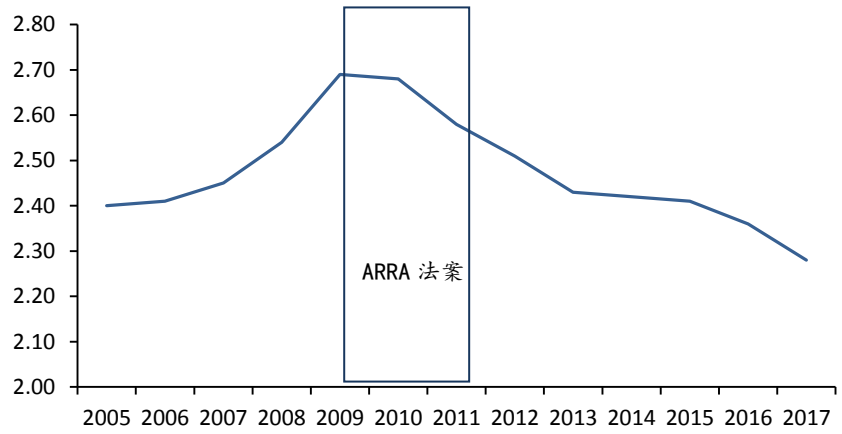
表 1：美国国会审理年度财政预算方案的步骤.....6
表 2：近期共和党关键人物关于基建项目的言论.....6
表 3：近期民主党关键人物关于基建项目的言论.....6
表 4：拜登竞选时期所公布的基建项目.....7
表 5：美国基础设施投资缺口统计（十亿美元）.....7
表 6：4 种后期可选的加税方案.....8
表 7：奥巴马、特朗普、拜登时期美国国会多数党.....9
表 8：ARRA 法案的分项内容及金额.....9
表 9：特朗普 2018 年 2000 亿基建激励计划具体内容.....10
表 10：特朗普执政时期重要基建相关法案或行政令梳理.....10

为什么要重点关注美国基建？对美国经济和商品价格影响显著

经济层面看，基建对美国经济的正向拉动效应明显。首先，基建项目能够给经济带来数以百万计的工作机会，对于疫情后失业率的降低有极大帮助。其对GDP的拉动效应也是明显的。

奥巴马在2009年推出的ARRA法案中包含850亿美元的基建投资和220亿美元的新能源投入，发起超过1.3万个高速路项目，修复超6.72万公里道路和2700余座桥梁。根据美国国会预算办公室测算，ARRA给美国增加200万份全职工作，对经济的拉动达8400亿美元。

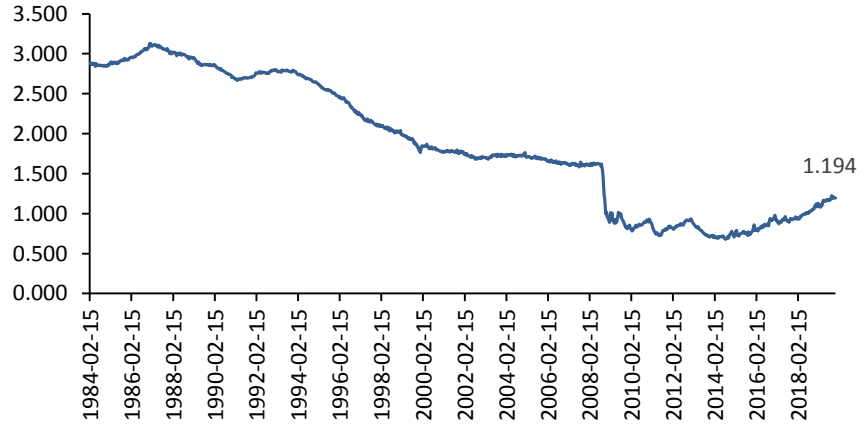
图 1：美国基础建设金额占 GDP 比例（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

货币层面上看，基建投资可提高美国货币乘数，进一步推高通胀。增加投资规模可加快货币流通速度。虽然美联储印钞不断，但美国基础货币的派生效应并不强。2019年我国的货币乘数是6.22，而2019年美国的货币乘数仅为1.19。通常来看，基建投资可推动社会融资需求，加强货币派生效应。从这个角度看，基建投资会进一步推升通胀水平。

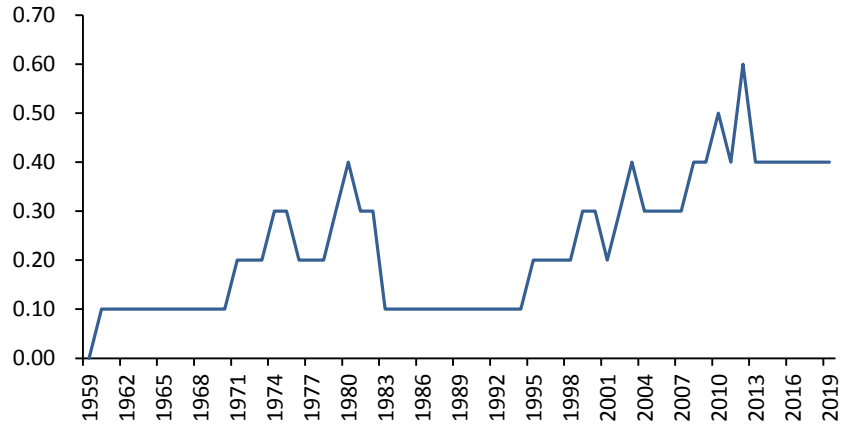
图 2：美国 M1 货币乘数



资料来源:St.Louis Fed、国信证券经济研究所整理

从商品需求看，美国大规模的基建投资能够提高其对大宗商品的需求，推升全球大宗商品价格。若基建法案最终能成功落地，美国全国范围内发起大量基建项目意味着其对建筑类原材料的需求将大幅提升，可进一步推高大宗商品价格。

图 3：美国财政支出中运输类支出（单位：十亿美元）



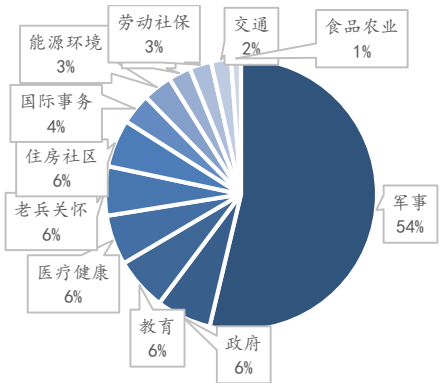
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

拜登基建计划什么时候能落地？上半年基本无望

通过综合分析美国两党官员近期的表态，我们认为最近 3-6 个月内拜登基建计划在美国国会通过的可能性非常小，预计接下来几个月内美国两党将就此议案展开拉锯战。此前美国的多项基建议案就是在这种拉锯战中夭折。

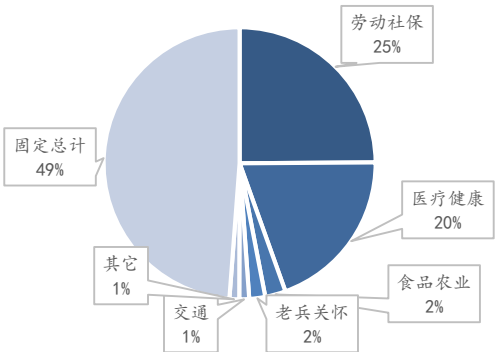
首先，若是拜登想绕开共和党并再次使用“预算和解”工具，需等到下一财年，即今年 10 月以后。前期 1.9 万亿美金的财政刺激计划使用了预算和解本就超出市场预期，因为拜登上台之际反复强调“团结”，使用预算和解越过共和党立案与其“团结”的治国理念并不符合。由于预算和解每年只能使用一次，所以想要再次使用必须等到下一财年。

图 4：美国财政可选支出各分项占比



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

图 5：美国财政经常性支出各分项占比



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

不过，除了时间限制，预算和解对于可以包含的项目也有限制。共和党议员 Peter DeFazio 在与拜登就基建法案进行讨论后表示，他们的**“计划不可能塞得进预算和解里”**。DeFazio 是众议院交通与基建委员会主席，主要负责基建相关法案的审核。

表 1：美国国会审理年度财政预算方案的步骤

时间（每年）	事件
2 月前	预算管理执行办公室整理出支出计划
2 月的第一个周一	总统将计划交由国会审理
6 月 30 日前	国会回复通过的计划
国会回复的 10 天内	总统回复并签字

资料来源:CBO、国信证券经济研究所整理

再者，无论新的基建法案包含哪些内容，草拟的过程都需要时间。目前拜登已就该议案与两党官员进行了讨论，但据目前的消息来看，法案的基本内容还有待商议。共和党官员 Rodney Davis 明确表示，若是民主党直接使用去年的 H.R.2 法案作为蓝本，那说明民主党根本没有合作的诚意，共和党方面不希望局面如此演变。所以，草拟法案需要时间，两党之间互相退步以确定最后的方案甚至需要更多时间。

表 2：近期共和党关键人物关于基建项目的言论

人物	言论
Peter DeFazio，俄勒冈州众议员，众议院交通与基建委员会主席	民主党这次用不了预算和解了。这个计划不可能塞得进预算和解里。
Sam Graves，密苏里州的众议员，美国国会交通委员会资深成员	如果说基建项目需要扩大美国财政赤字的话，共和党不会支持该计划。共和党也不支持超越传统基建项目（比如公路和桥梁）的投资计划，比如扩大清洁能源使用等。且必须平衡城市和乡村的需求。共和党愿意配合，但前提条件是给予共和党的优先诉求充分的关注。此计划不能是那种几万个亿的“十全大补”。共和党不会支持一个披着交通建设计划皮的绿色项目计划（Green New Deal）。去年的 1.5 亿“基建”计划共和党不能接受
James Inhofe，俄克拉荷马州参议员	不要有争议的基建项目，不要用基建作“人质”，作为（民主党）达成某些政治目的的手段
Rodney Davis	拜登合作意愿非常强。但如果佩罗西从 H.R.2 开始草拟法案，那么说明他们并不想合作。不希望这样的事情发生
John Katko，纽约州议员	81 号公路的重要性和纽约州供水设施，希望目前的讨论可以开启一个获得两党共识的法案，期待美国的基建得到进一步的改善

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

民主党议员 Tom Carper（环境与公共事业委员会主席）则表示，希望基建法案能在今年 10 月通过。这是目前来看比较乐观的估计。

表 3：近期民主党关键人物关于基建项目的言论

人物	言论
Nancy Pelosi,众议院议长	必须快速行动
交通部长 Pete Buttigieg	彭博社电视采访中称，不谈提高汽油税
财长耶伦与税收政策助手 Mark Mazur	只要经济环境有改善，就马上加税
Tom Carper，特拉华州议员，国会环境与公共事业委员会主席	地面交通重授权是解决气候问题的重要机会。交通工具排放是美国最主要的排放来源。希望建设电动车充电桩、单车道、人行道。希望在纪念日（memorial day，五月最后一个周一）前草拟出法案，在 10 月通过该法案。对于至少 10 位共和党人支持该法案有信心。

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

拜登基建法案大致包含什么项目？

由于正式的内容还未公布，我们目前提供两个版本供市场参考。

第一个版本：拜登总统竞选时提出的基建项目，该版本总规模为 2 万亿美元，侧重于发展清洁能源。

表 4：拜登竞选时期所公布的基建项目

项目	内容
传统基建项目	道路、桥梁、绿色空间、输水系统、电力设施等，为美国创造数以百万计的工作岗位
汽车行业	给美国汽车制造业创造一百万份新工作，包括国内汽车零部件供应链、汽车相关基建、零部件材料和电动车充电站等。
公共交通	给每个美国 10 万以上人口城市提供高质量、零排放的公共交通选择。主要选项包括轻轨、步道和公交线等。
清洁能源	将美国的供电在 2035 年以前打造成无污染的能源系统。
建筑	在 4 年内升级四百万建筑，为极端天气改造两百万家庭，创造至少一百万份高收入工作。另外还将提高一些设施的性能，减少耗能，减少家庭能源支出。
住所房屋	启动一百五十万可持续发展型住所房屋的建造
创新	减少关键新能源发展的成本，包括电池储能、负排放技术、新时代建材、可再生风能、高级核电等，保证这些技术都是美国生产
农业保留地	在农业可持续发展方面创造工作，减少有害物质的泄露
环境友好	确保环境友好是各类项目的关键考量

资料来源：拜登竞选网站、国信证券经济研究所整理

第二个版本是美国土木工程师协会今年 3 月发布的美国基建设施报告中所统计的基础设施投资缺口，主要包含道路、桥梁、水电运输、水坝运河等传统意义上的基建项目。

表 5：美国基础设施投资缺口统计（十亿美元）

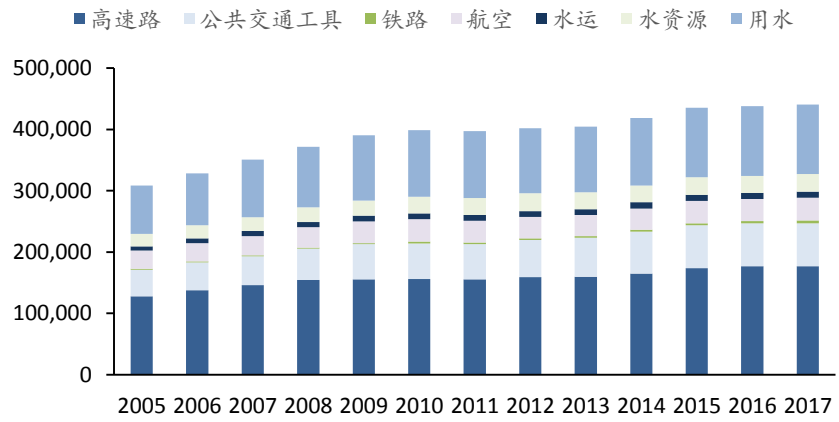
基础设施类别	总需求（十亿美元）	已有资金（十亿美元）	资金缺口（十亿美元）
地面交通	$2,834	$1,619	$1,215
饮用水/废水	$1,045	$611	$434
电力	$637	$440	$197
机场	$237	$126	$111
内陆水道	$42	$17	$25
大坝	$93.6	$12.5	$81
有害排放	$21	$14.4	$7
堤坝	$80	$10.1	$70
公共公园/休闲	$77.5	$9.5	$68
学校	$870	$490	$380
总计	$5,937	$3,350	$2588

资料来源：ASCE、国信证券经济研究所整理

共和党和民主党的分歧在哪？做什么项目、钱从哪来

首先，民主党和共和党对于基建一词的定义不同。虽说发展基建是两党共识，但是拜登所在民主党主要想发展清洁能源、修建自行车道、修建电动车充电桩等。共和党想要发展的基建是修建高速公路、乡间道路、桥梁等传统意义上的基础设施项目。

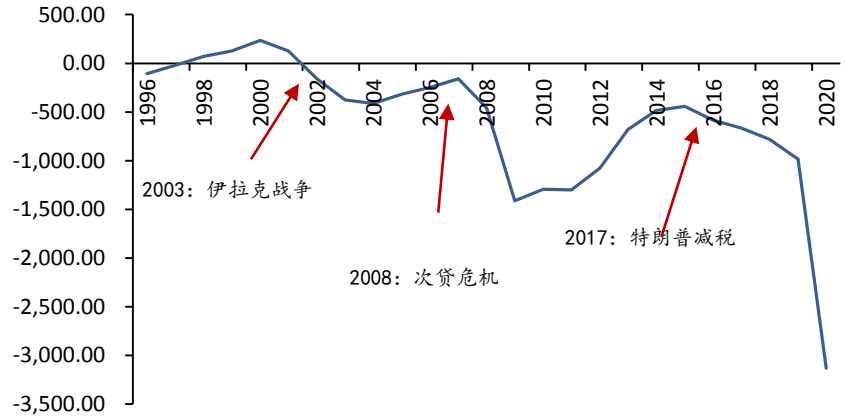
图 6：美国财政支出各基建分项金额（单位：百万美元）



资料来源：美国国会预算办公室、国信证券经济研究所整理

其次，用什么钱做基建是核心问题。目前来看，要么举债，要么加税。目前，美国财政赤字规模惊人，共和党方面目前态度强硬的反对进一步扩大美国的财政赤字。共和党议员 Sam Graves 在 3 月 4 日的讲话中称，如果基建项目会扩大美国财政赤字的话，该计划就不会得到共和党的支持。新的基建计划不能是几万亿美金的“十全大补”计划，也不能是一个“披着交通运输皮”的新能源计划。

图 7：美国 1996-2020 年财政赤字（十亿美元）



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

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_17413