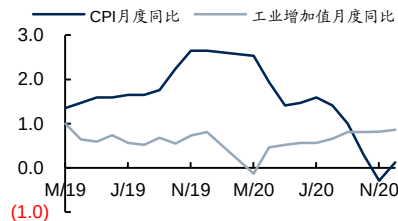


宏观经济

海外市场一周概览

2021年01月26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	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	18.10
M2	10.10

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 如何把握欧洲经济的节奏?》——2021-01-20
《宏观经济周报: PPI 同比上升速度加快, 非标融资清理拖累社融、M1、M2 增速》——2021-01-18
《宏观经济周报: 国信高频宏观扩散总指数再次明显上升》——2021-01-10
《海外市场一周概览: 经济危机中的美元、美债与黄金》——2021-01-13
《宏观经济周报: 1 月以来宏观扩散指数走弱或主要受季节因素影响》——2021-01-25

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号: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

宏观周报

美国基建, 重返 2009

● 美国基建的现况与展望

美国基础设施的老化严重拖累生产效率, 基建相关的财政支出以越来越高的比例投向维护和修补, 新项目资本投入不增反降, 扩大基建投资规模迫在眉睫。本报告梳理了美国基础建设投资的现况, 并对拜登政府的基建投资计划进行了分析。

美国财政现状概览: 基建投资占美国政府支出比例较小。2017 年基建投资仅占美国 GDP 的 2.3%。基建支出的增加通常需总统提出, 国会通过预算方案。

ARRA: 以“灾后重建”为名顺水推舟加大基建投资: 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, 部分内容与 2020 年财政刺激相似, 但 ARRA 包含了 850 亿美金的基建投入和 220 亿美金的新能源投入。美国国会预算办公室认为, 直至 2010 年, ARRA 共给美国增加了两百万份全职工作, 对经济的正面影响累计达到 8400 亿美元。相比之下, 本轮经济危机中的财政刺激不包含基建投资或新能源投资, 仅包含福利发放和各项补贴。

基建投资的财政乘数高于其他政府支出项目: 财政乘数是指, 政府支出的每单位货币为 GDP 带来的增长。美国 ARRA 种基建投资财政乘数最高达到 2.2, 高于减税和大多数联邦政府补助项目。在基建投资对于经济的提升明显的情况下, 基建支出有待进一步扩大。阻碍美国基建投资规模进一步扩大的障碍在于, 政客提倡福利发放所获得的选票要高于提倡扩大基建投资规模所获得的选票。

债台高筑的美国财政能否支撑基建投资的扩大? 2020 年美国财政赤字预计将达 3.3 万亿美元, 公共债务与 GDP 比值预计将达 136%。拜登计划通过提高高收入者的税率, 为他提出的基建等支出计划买单。不过, 部分经济学家认为, 不需要过度担心债务规模的扩张, 预期接下来 10 年内的平均利率会小于 2%, 这意味着债务成本总体偏低。

拜登的基建投资计划: 加强基建投资是拜登总统竞选的重要主张之一。虽然目前控制疫情是首要任务, 基建投资在拜登日程上势必被推后, 但是我们仍然认为, 在美国逐步控制住疫情后不久, 很可能看到类似 ARRA 的法案出炉。

● 上周主要资产走势概览

美股: 三大指数继续在高位震荡。影响市场走向的主要因素是悬而未决的 1.9 亿财政刺激方案、稍有好转的疫情新增数字和疫苗接种情况。标普 500 指数 25 日收报 3855.36 点, 一周涨幅为 1.94%。道指 25 日收盘报 30960.00 点, 一周涨幅为 0.04%。纳指 25 日收于 13483.29 点, 一周涨幅达到了 3.83%

美债: 美国 10 年期国债利率下行 7.4bp, 26 日报 1.043%。2 年期国债利率下行 1.6bp, 26 日报 0.133%。

伦敦金价: 26 日报 1858.00 美元/盎司, 一周涨幅达到 1.32%。

美元指数: 26 日报 90.15, 一周下降 0.52 点。

布油 26 日报 55.38 美元/桶, 一周共涨 1.39%。

伦铜 26 日晨间报 7985.5 美元/吨, 一周跌幅为 0.05%。

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。

内容目录

美国基建的现况与展望.....	4
美国财政现状概览	4
ARRA: 以“灾后重建”为名顺水推舟加大基建投资	5
基建投资的财政乘数高于其他政府支出项目	7
债台高筑的美国财政能否支撑基建投资的扩大?	8
拜登的基建投资计划	8
上周主要资产走势概览.....	9
美股	9
美债	10
伦敦金和美元指数	11
布伦特原油和伦敦铜	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

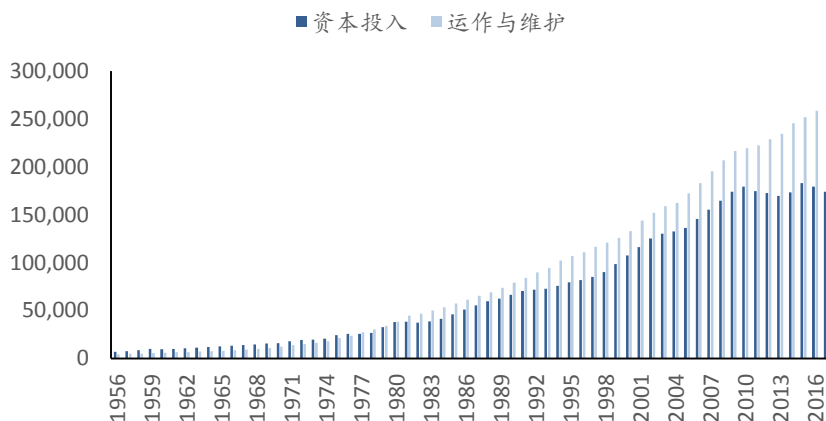
图表目录

图 1: 美国基建投资变化 (十亿美元)	4
图 2: 美国财政可选支出分项占比	4
图 3: 美国财政经常性支出分项占比 (2015 年)	4
图 4: 2017 年美国联邦和地方政府基建投入 (亿美元)	5
图 5: 美国基础建设金额占 GDP 比例 (%)	6
图 6: 美国新能源相关项目援助金额 (百万美元)	6
图 7: 美国财政支出各基建分项金额 (百万美元)	7
图 8: 美国 1996-2020 年财政赤字 (十亿美元)	8
图 9: 美国基建投资各分项缺口 (十亿美元)	9
图 10: 美国基建投资差额对 GDP 拖累 (十亿美元)	9
图 11: 1 月 13 日-1 月 25 日标普 500 指数.....	10
图 12: 1 月 13 日-1 月 25 日道琼斯指数.....	10
图 13: 1 月 19 日-1 月 25 日纳斯达克综合指数.....	10
图 14: 1 月 19 日-1 月 25 日美国 10 年期国债利率 (%)	11
图 15: 1 月 19 日-1 月 25 日美国 2 年期国债利率 (%)	11
图 16: 1 月 19 日-1 月 26 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)	11
图 17: 18 日-26 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	12
图 18: 15 日-25 日伦敦铜走势 (美元/吨)	12
表 1: 国会审理财政支出方案步骤	5
表 2: 奥巴马 ARRA 法案中资金分配.....	6
表 3: ARRA 涉及项目的财政乘数	7
表 4: 拜登重要政治主张及预期推进时间.....	8

美国基建的现况与展望

美国大多数高速路和铁路种相当部分建成于上世纪 80-90 年代，基础设施的老化严重拖累生产效率。根据 usafacts 的数据，美国三分之二的铁路隧道以及三分之一的铁路操纵系统状况被评级为“糟糕”。近年来，基建相关的财政支出以越来越高的比例投向维护和修补，新项目资本投入不增反降，扩大基建投资规模迫在眉睫。

图 1：美国基建投资变化（十亿美元）



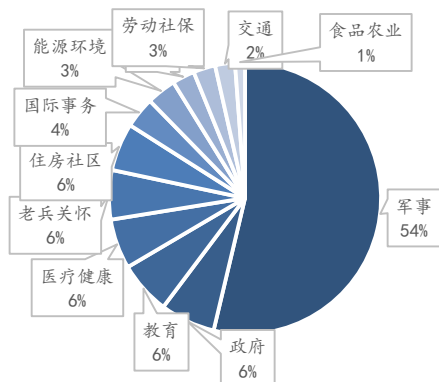
资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

本报告梳理了美国基础建设投资的现况，并对拜登政府的基建投资计划进行了分析。

美国财政现状概览

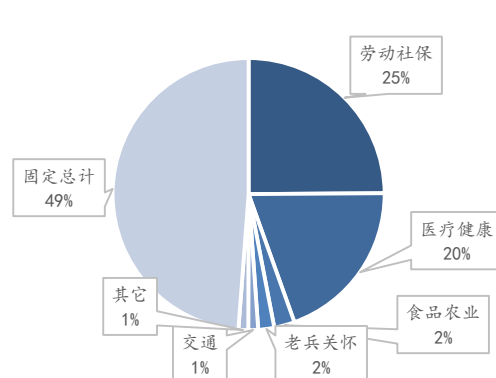
美国的财政支出分为三部分，分别是固定（经常性）支出（约占 64%）、可选支出（约占 30%）和公共债务利息支付（约占 6%）。可选支出部分由总统提出支出计划，由国会审核（appropriate）通过后执行。

图 2：美国财政可选支出分项占比



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

图 3：美国财政经常性支出分项占比（2015 年）



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

国会审核非固定的可选财政支出方案的具体步骤如下表所示。

表 1：国会审理财政支出方案步骤

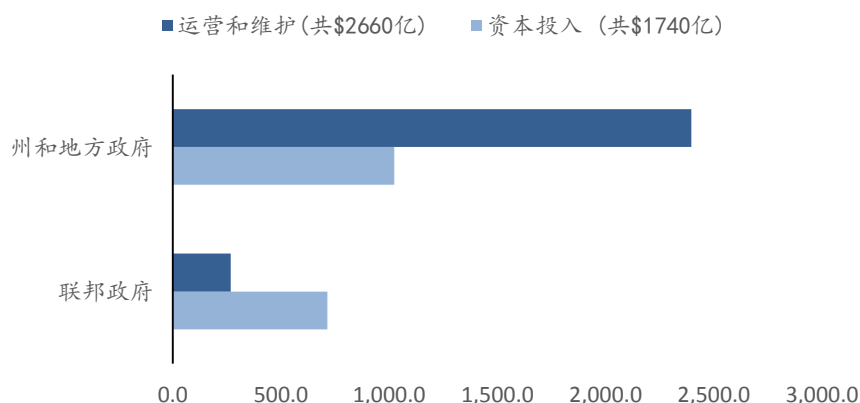
时间（每年）	事件
2 月前	预算管理执行办公室整理出支出计划
2 月的第一个周一	总统将计划交由国会审理
6 月 30 日前	国会回复通过的计划
国会回复的 10 天内	总统回复并签字

资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

自 2010 年来，只有 2 年的财政支出方案在 6 月 30 日前完成。若 9 月 30 日前还未有方案通过，美国政府则面临关门。

基建支出的增加需要总统在预算中提出，并交由国会审核批准。相比福利和医保等固定支出，基建投资占美国政府支出的比例较小。2017 年，基建支出仅占美国 GDP 的 2.3%。

联邦政府的投资项目主要有实物资本、研究发展和教育三类。其中，实物资本投资主要包括我们通常讨论的基础设施建设，在美国主要指道路铁路建设、水运和政府建筑设施更新等。美国的基建相关支出主要由州和地方政府支付（而非联邦政府）。

图 4：2017 年美国联邦和地方政府基建投入（亿美元）


资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

ARRA：以“灾后重建”为名顺水推舟加大基建投资

美国基建投资在近 20 年内未见明显增长，而 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，部分内容与 2020 年财政刺激相似，包括直接支付、失业保险、小企业借贷、医疗补贴教育和研发等。但最重要的是，ARRA 包含了 850 亿美金（占 ARRA 的 10%）的基建投入和 220 亿美金（占 ARRA 的 2.6%）的新能源投入。

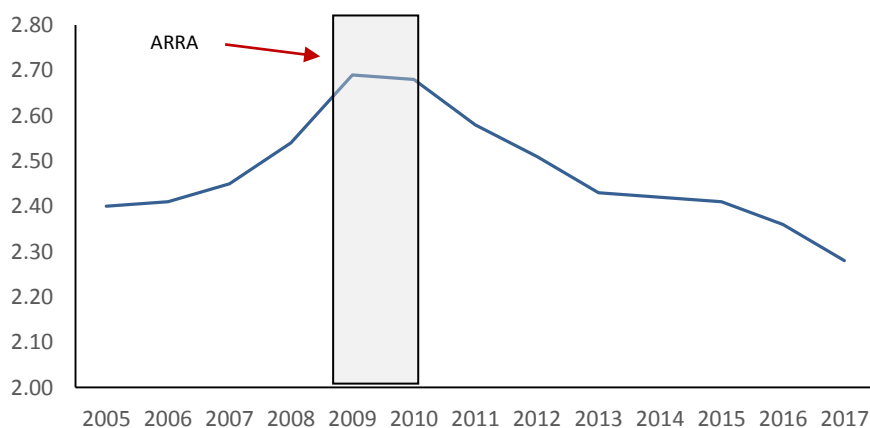
表 2：奥巴马 ARRA 法案中资金分配

分项	ARRA (十亿美元)	CARES (十亿美元)
直接支付	260	290
失业金	仅限续申请	260
小企业借贷	730	377
医疗	128	127
基建	85	0
新能源	22	0
教育	109	0
研发	18	0
州和地方政府	0	150
紧急借贷	0	510

资料来源:theBalance.com、国信证券经济研究所整理

ARRA 发起了超过 1.3 万个高速路项目，改进和修复了超过 6.72 万公里道路和 2700 座桥梁。美国国会预算办公室认为，直至 2010 年，ARRA 共给美国增加了两百万份全职工作，对经济的拉动累计达到 8400 亿美元。

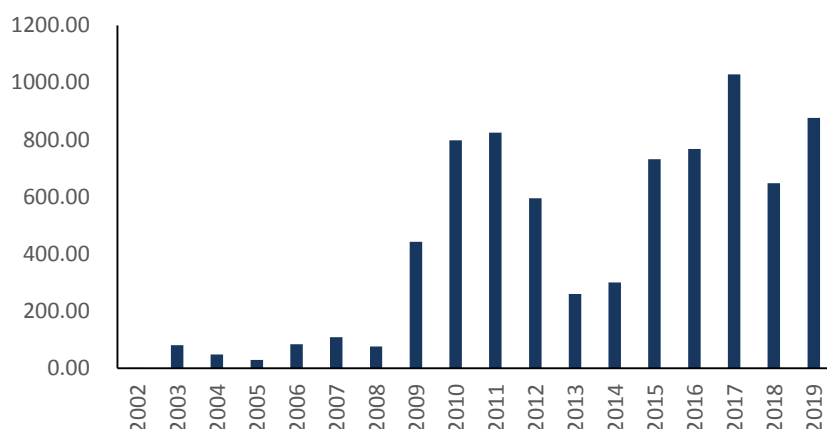
图 5：美国基础建设金额占 GDP 比例 (%)



资料来源: CBO、国信证券经济研究所整理

此轮对新能源的投资也被视为美国新能源行业的重要起点，是美国政府认同新能源发展的标志。新能源相关投资的推进也将是拜登政府的政策重点。

图 6：美国新能源相关项目援助金额 (百万美元)



资料来源: CBO、国信证券经济研究所整理

相比之下，本轮经济危机中的财政刺激仅包含福利发放和各项补贴。不论是

2020 年 3 月 2 万亿美金的 CAREs 法案，还是 2020 年年末的 9000 亿财政刺激都未包含基建投资。拜登最近提出的 1.9 万亿美金的刺激方案中，与“建设”有关的仅有 1300 亿美金的学校设施升级计划。

基建投资的财政乘数高于其他政府支出项目

财政乘数（fiscal multiplier）是指，政府支出的每单位货币为 GDP 带来的增长（同样以单位货币衡量）。学界的观点普遍认为，政府投资的财政乘数大于政府消费（教育、国防、福利发放等）的财政乘数。

根据美国国会预算办公室的测算，在 ARRA 项目下，基建投资的财政乘数最高达到 2.2，穆迪 2009 年测算的基建投资财政乘数为 1.6，高于减税和大多数联邦政府补助项目。

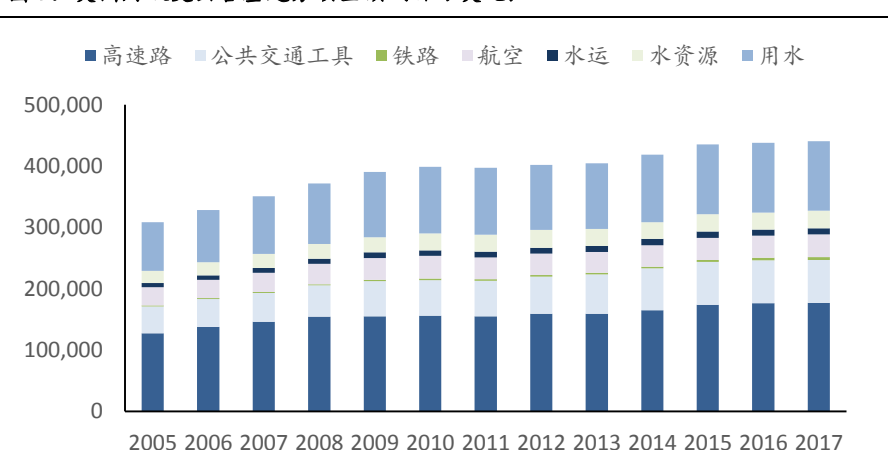
表 3：ARRA 涉及项目的财政乘数

ARRA 项目	财政乘数范围
给州和地方政府的基建专用款	0.4-2.2
给州和地方政府的其他资金	0.4-1.8
给个人的转移支付	0.4-2.1
给退休人员的一次性支付	0.2-1.0
低-中收入人群 2 年税减	0.3-1.5
高收入人群 1 年税减	0.1-0.6
主要影响现金流的营业税规定	0-0.4

资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

另外，美国经济顾问委员会认为，10 亿美金的运输类基建投资可支持 1.3 万个工作岗位。然而，目前，福利支出和医疗保险分别占据 27%和 24%的政府支出，且有逐步扩大的趋势。在基建投资对于经济的提升明显的情况下，基建支出有待进一步扩大。

图 7：美国财政支出各基建分项金额（百万美元）



资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

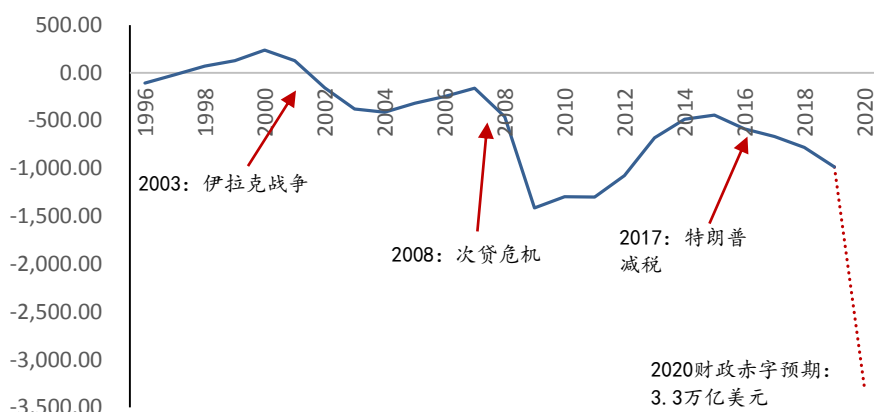
目前阻碍美国基建投资规模进一步扩大的障碍在于，政客提倡福利发放所获得的选票要高于提倡扩大基建投资规模所获得的选票。对于美国大多数民众来说，显然是愿意发放大规模福利的政客更受欢迎。对于政客来说，为了觅得基建资金而提议取消某项福利金发放的行为无异于政治自杀。

但事实是，在有限的财政预算内，分配给福利发放的金额越多，剩给基建投资的则越少。所以，无论多少经济学家呼吁加强基建，每年国会通过的财政预算中基建投资的占比都未见明显增加。

债台高筑的美国财政能否支撑基建投资的扩大？

美国国会预算办公室（CBO）预计，2020 年美国财政赤字预计将达 3.3 万亿美元，公共债务与 GDP 比值预计将达 136%，达到历史新高。新冠还将给 2021 年带来 2.1 万亿美元的财政赤字。近 20 年来让美国政府如此债台高筑的主要是 2003 年伊拉克战争、2008 年次贷危机时发放的财政刺激、2017 年特朗普主导的减税（用借债弥补失去的财政收入）和 2020 年的巨额财政刺激。

图 8：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

各界关于美国负债逐步加大的担忧越发加剧。扩大基建投资规模无疑将加大美国财政负担。按照目前的医保和社会福利支付标准，债务 GDP 比将在 2050 年达到 200%。

新一届财长候选人耶伦认为，如此高的债务规模是不可持续的，但拜登的各项政治主张均需要大量资金投入。拜登的计划是通过提高高收入者的税率，为他提出的基建等支出计划买单。但是，在目前新冠的阴霾还笼罩在全球头上的情况下，市场预计加税政策的实施至少要到 2022 年以后。

表 4：拜登重要政治主张及预期推进时间

话题	政治主张	预期推进时间
新冠防控	全民戴口罩；建立全国检测和病例跟踪系统；给疫苗分发拨款；为学校重开提供专门资金等	尽快
最低时薪	将最低时薪从\$7.5 提高至\$15,	尽快
基建	500 亿用于改善道路和桥梁情况；为低收入区域搭建合适的公共交通系统；建设高速铁路等	第一年内发起道路维修项目
新能源	投资 2 万亿美元发展新能源，支持新能源制造业发展	本年度内

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_18442

