

海外宏观周报

拜登基建与增税计划或遇多重阻力

■ 核心摘要

1、拜登基建与增税计划或遇多重阻力。3月31日，美国总统拜登同时宣布了“基建”+“增税”组合计划。《美国就业计划》涉及2.35万亿美元支出，预计在未来8年内完成，平均每年耗资约2900亿美元（约占美国GDP的1.4%），预计在未来10年创造1900万个就业岗位。《“美国制造”税收计划》计划在未来15年内筹集超2万亿，为基建计划支付全部费用。

我们主要补充两点解读：第一，美国的基建计划中传统基建部分，大概率将受到美国两党支持。但是，超越传统基建的部分，受到共和党的阻力会较大，在后期推行中可能面临“缩水”风险。第二，**增税计划实际推行的阻力不容忽视。**1）不同于基建计划，“增税”历来是共和党极力反对的政策。2）包括华尔街在内的美国精英群体，与美国政客（尤其民主党）之间存在复杂利益捆绑，而增税计划大概率触动该群体的利益，可能受到束缚。3）拜登政府客观上需要提防增税力度过度，对美国造成损害。4）目前大部分增税条款仍是定性的，且大企业和富人本身就具备较强的避税能力，该计划的实操难度很大。

新一轮财政组合对美国的影响，尚难确定。一方面，其大规模基建计划对美国及全球经济，可能形成拉动作用。但另一方面，其增税计划也可能一定程度上抑制经济增长。**中长期看，拜登的财政组合有望对美元及美元资产提供更多支撑。**第一，若能拉动美国经济增速，美元指数波动中枢可能抬升。第二，贫富差距的改善，加上其“全球征税”计划若能实施，有可能吸引美国企业及就业岗位回流本土，美国经济将获更多支撑。但是，无论是传统基建的发展，还是对于大型（跨国）企业的增税，均可能对美国大型科技和互联网公司形成冲击。**在此预期下，未来一段时间，需注意美股风格切换风险。**

2、美国经济跟踪：就业改善步伐加快。综合来看，美国3月就业数据显示，就业市场恢复状况开始“步入正轨”。随着美国疫苗接种不断推进，加上财政刺激效果显现，美国就业修复有望保持高速。在此背景下，预计美债收益率有望在实际利率的修复下继续保持上行趋势。此外，由于基数效应，4-5月可能会见证创十年以来新高的月度PCE同比（2.5%甚至3%以上）。**未来一段时间，市场对于美联储政策转向的预期难免会加强，但美联储政策可能仍然“按兵不动”，实体经济修复将淡化美债利率攀升带来的恐慌，且美股较美债的高性价比仍存。短期，市场应乐见美国就业等经济数据的有序改善，但仍需警惕波动风险。**

3、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲多国在封锁中迎接复活节，日本受到变异病毒侵扰。4月4日迎来复活节，但欧洲疫情不见好转影响，将在封锁状态下度过；日本感染变异新冠病毒的人数不断增加，日本政府正计划把变异病毒的筛检率提高到40%。

4、全球资产表现：全球股市——全球股市普涨，中美成长板块强势反弹。美国拜登“基建”计划出台、苏伊士运河阻塞消除等事件，一定程度上提升了全球风险偏好。**全球债市——长端美债利率回落。**2-10年期美债利率上行，而20和30年期美债利率回落。3月30日，10年期美债收益率曾于盘中突破1.75%的关键位。相较之下，中债利率韧性较强，中债的高利率与中国经济中长期表现，仍然具备较强吸引力。中美国债利差继续收窄至1.51个百分点，但仍高于2012-2019的平均水平（1.25个百分点），美元回流风险相对可控。**商品市场——苏伊士运河恢复通航，OPEC+小幅增产。**近一周，WTI原油、布伦特原油期货价格分别涨0.8%、跌1.6%；COMEX金、银、铜分别下跌0.2%、0.7%和1.9%。3月29日堵塞苏伊士运河的“长赐号”顺利脱浅，4月3日滞留船只已全部通航。OPEC+同意在5月和6月分别增产石油35万桶/日，7月增产45万桶/日。**外汇市场——美元指数站上93，欧元与日元受疫情影响而贬值。**近期比特币价格波动趋窄。

风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国经济和通胀变化超预期，美联储货币政策变化超预期等。

一、海外重点跟踪

1、拜登基建与增税计划或遇多重阻力

3月31日，美国总统拜登同时宣布了“基建”+“增税”组合计划的详细内容，预计总价值2.35万亿美元，作为其“重建美好”（Build Back Better，简称BBB计划）执政方案的重要组成部分。

其“基建”计划全称为《美国就业计划》（The American Jobs Plan），分为6大领域：1）修缮高速公路；重建桥梁；升级港口、机场和中转中心。2）重建清洁的饮用水基础设施、更新的电网和面向所有美国人的高速宽带。3）使住宅、商业建筑、学校和联邦建筑现代化。4）创造护理工作岗位，提高家庭护理人员的工资和福利。5）重振制造业，确保产品在美国制造，并投资创新。6）创造高薪的工会工作，为未来的工作培训美国人。该计划总额涉及2.35万亿美元支出，预计在未来8年内完成，平均每年耗资约2900亿美元（约占美国GDP的1.4%）。该计划预计在未来10年创造1900万个就业岗位。但据穆迪分析，此前通过的1.9万亿刺激计划预计已经贡献1630万个岗位，因此拜登的新计划仅额外增加不到300万岗位。

其“增税”计划全称为《“美国制造”税收计划》（The Made in America Tax Plan），主要内容包括：将企业税率（从21%）提高至28%；将美国跨国公司的全球最低税率提高至21%（此前无统一标准），并希望达成全球协议以“结束各国企业税的竞争”；不给予外包企业税收抵扣；消除知识产权转让带来的税收漏洞；对大公司的账面收入征收最低税（以打击漏税）；取消对化石燃料的税收优惠；加大公司税法执行力度等。官方预计该计划将在未来15年内筹集超过2万亿美元资金。如果《“美国制造”税收计划》同时通过，未来15年内所增收入，将为《美国就业计划》支付全部费用。

对照拜登竞选承诺与此前公布的信息，其“基建”计划的规模以及“增税”计划的主要条款，基本符合预期。后续，拜登政府还将（预计于4月）推出“美国家庭计划”，聚焦于医保、教育、儿童和减贫等领域，大概率会包含拜登政府此前提到的对于个人税收的政策。“就业+税收+家庭”的财政组合需要通过国会两院的审批。综合市场预期，上述一系列计划的落地时间，很可能在2021年10月（美国2022财年财年开始）之后、2022年11月（美国中期选举）之前。

我们主要补充两点解读：

第一，注意美国基建计划的“拜登特色”及相应的风险。关于“基建”计划，其实特朗普竞选时也提出过2万亿美元的基建计划，但在其任期内的进展十分有限。对比来看，拜登的基建计划最主要的不同点（也被认为有所超过预期的部分）是包括“护工岗位”（约4000亿美元，主要目的是促进有色人种就业）、以及专门针对农村地区的基建计划（例如其宽带计划提到“给所有美国人”，这里主要强调农村地区的建设；其专门公布了50亿美元的“农村伙伴计划”助力乡村发展等），这些符合拜登政府所提倡的价值观，即致力于改善贫富分化与种族矛盾等不公平问题。换言之，拜登加入了这些元素后，其基建计划便具有了“拜登特色”。我们认为，美国的基建计划，尤其是传统基建部分，是“势在必行”的部分，且大概率将受到美国两党支持。但是，超越传统基建的部分，尤其是具有“拜登特色”的部分，受到共和党的阻力会较大，即该部分在后期推行中可能面临“缩水”风险。

第二，增税计划对于财政的支撑或不及预期。一方面，目前拜登增税计划对于其任期内的财政支出的支撑，估计不足1/2。按照拜登竞选时公布的“蓝图”，其大规模财政支出中，预计有2/3来自增加的税收。而目前，在1.9万亿经济纾困计划实施后，即使2万亿美元的基建计划能够完全被增加的税收覆盖，这部分也仅为其财政计划支出的一半。加上，增税计划预计15年才能筹集2万亿资金，而基建计划预计8年完成，时间差意味着增税对于财政支出的支撑将更为有限。不过需注意，后续将公布的“美国家庭计划”中有关个人税收的政策，预计能再增加一部分税收。

另一方面，增税计划实际推行的阻力不容忽视。第一，不同于基建计划，“增税”历来是共和党极力反对的政策。第二，考虑到包括华尔街在内的美国精英群体，与美国政客（尤其民主党）之间存在复杂利益捆绑，而增税计划大概率触动该群体的利益，最终拜登增税计划的规模、力度以及具体实施效果很有可能打折。第三，较大力度的“增税”计划，可能一定程度上抑制原本增速已经不足的美国经济，拜登政府客观上需要提防增税力度过度。最后，注意到，目前的增税计划，（除了28%的企业税外）大部分条款仍是定性的，其中包括全球征收企业税在内的条款存在非常大的不确定性，且大企业和富人本身就具备较强的避税能力，该计划的实操难度很大。

拜登新一轮财政组合，对美国的影响，尚难确定。一方面，其大规模基建计划对美国及全球经济，可能形成显著拉动作用，但具体对经济增速的提振需等到基建项目正式实施以后（2022年或2023年以后），且由于每年的投资价值约为美国GDP的1.4%、且其中还包括一些“非商业”性质基建，预计实际“财政乘数”将小于1，即每年对美国经济的拉动小于1.4%。另一方面，其增税计划还可能一定程度上抑制经济增长。此外，假如增税计划的力度和实际执行效果不及预期，美国的财政赤字可能进一步扩大，政府债务压力下，无论是政府实际支出缩水、还是税收力度再加大、又或者是政府债务的再扩张导致风险加剧，最终均可能转换为对经济增长的抑制。

中长期看，拜登的财政组合有望对美元及美元资产提供更多支撑。第一，拜登的财政组合，由于可能拉动美国经济增速，继而在中长期可能一定程度上抬升美元指数波动中枢，对美元资产提供更多支撑。第二，虽然其增税计划对于美国经济有可能产生负面影响，但其增税对象主要是富人及企业，贫富差距的改善或对美国经济提供正向支撑。加上其“全球征税”计划若能实施，有可能吸引美国企业及就业岗位回流本土，继而创造更多本土投资机会。但是，无论是传统基建的发展，还是对于大型（跨国）企业的增税，均可能对美国大型科技和互联网公司形成冲击。在此预期下，未来一段时间，需注意美股风格切换风险。

2、美国经济跟踪：就业改善步伐加快

综合来看，美国3月就业数据显示，在2月美国经济活动受极寒天气扰动的背景下，美国就业市场恢复状况开始“步入正轨”。随着美国疫苗接种不断推进，加上财政刺激效果显现，未来一段时间美国就业市场修复有望保持3月的速度、还可能加速。在此背景下，预计美债收益率有望在实际利率的修复下继续保持上行趋势。此外，由于基数效应，4-5月可能会见证创十年以来新高的月度PCE同比（2.5%甚至3%以上）。这些都意味着，未来一段时间，市场对于美联储政策转向的预期难免会加强。我们认为，未来1-2个月美联储政策可能仍然“按兵不动”，实体经济修复将淡化美债利率攀升带来的恐慌，且盈利修复下，美股较美债的高性价比仍存。短期内，资本市场应该乐见美国就业等经济数据的有序改善，但仍需警惕波动风险。

美国3月非农数据超预期。美国3月非农就业人口增加91.6万，预期增加66万，前值增加37.9万（图表1）。不过，非农就业总人数（约14400万人）与疫情前（约15200万人）相比，仍有800万人的缺口。其中，3月新增服务生产人员59.7万人，前值60.2万人，服务业就业恢复依旧保持强劲；新增商品生产人员18.3万人，前值-4.4万人（图表2），商品生产恢复幅度较大的背景，是美国制造业2月受极端天气影响，一定程度上为3月就业反弹蓄力。

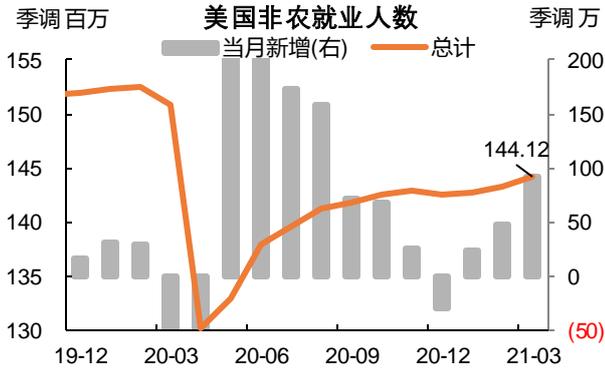
美国3月“小非农”数据不及预期。ADP就业人数增加51.7万人，预期为增加55万人，前值为增加17.6万人（图表3）；“小非农”缺口约为900万人。

美国3月失业率符合预期。美国3月失业率为6.0%，预期为6.0%，前值6.2%，有0.2个百分点的改善，疫情前水平为4.4%左右（图表4）。

美国3月平均时薪增速下滑、工作量小幅提升。美国3月非农非管理人员平均时薪同比增速由5.13%下滑至4.39%，但该增速仍然比疫情前高出1个百分点左右，仍处于较高水平；3月非农非管理人员每周工时指数小幅上升（图表5），这与就业状况边际改善相互印证。

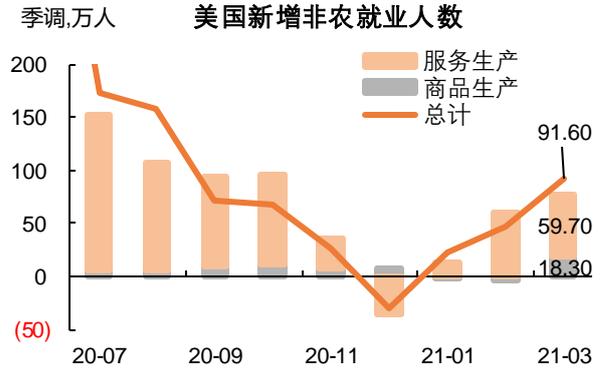
美国近一周初请失业金人数超预期上扬。截至3月27日的一周，美国首次申请失业救济人数为71.9万人，高于预期的67.5万人、前值初值68.4万人、前值终值65.8万人。截至3月20日当周，续领失业救济的人数为379.4万人，高于预期的375万人，但低于前值初值387万人、前值终值384万人（图表6）。

图表1 美国3月非农数据超预期



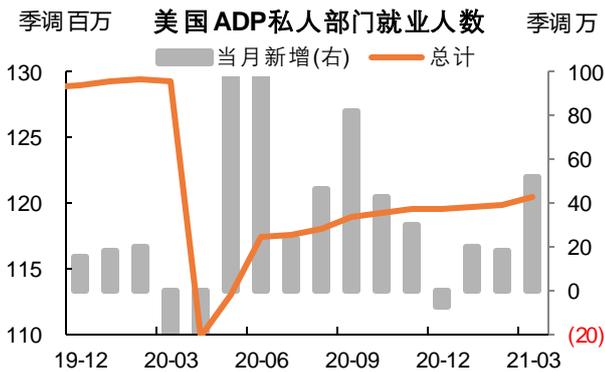
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 服务业就业保持强劲,商品生产恢复幅度较大



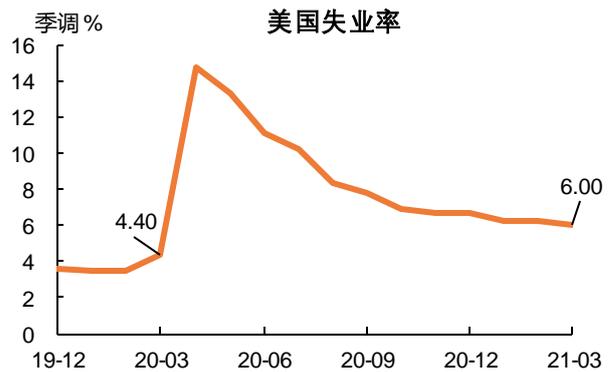
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 “小非农”数据环比上扬但仍弱于预期



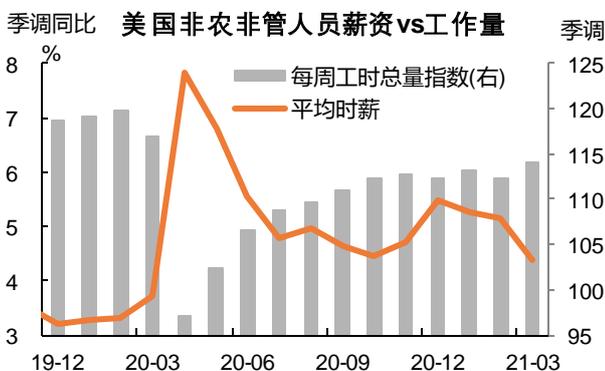
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 失业率回落幅度符合预期



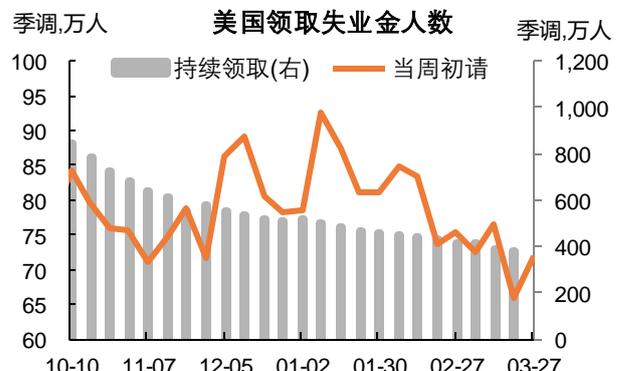
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 薪资增速仍高,工作量小幅抬升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 当周初请失业金人数反弹超预期



资料来源: Wind,平安证券研究所

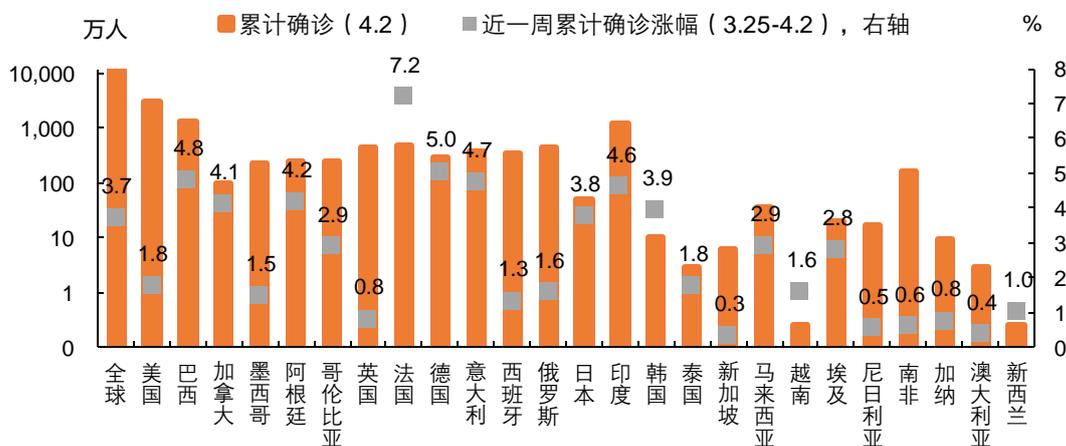
3、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲多国在封锁中迎接复活节

截至 4 月 2 日，全球新冠累计确诊 1.31 亿人，近一周全球累计确诊增长 3.7%，前值 3.5%（图表 7）。

欧洲方面，法国累计确诊人数涨幅再度增加（7.2%，前值 6.8%），德国累计确诊人数未现好转（5.0%，前值 5.0%），意大利稍有改善（4.7%，前值 5.5%）。当地时间 4 月 4 日迎来“复活节”，受疫情不见好转影响，欧洲多国将在封锁状态下度过：**法国总统马克龙 3 月 31 日宣布，自 4 月 3 日起将在法国本土实行为期 4 周的封闭隔离措施和宵禁，中小学自 4 月 5 日起关闭；意大利全国将在 4 月 3-5 日升级为红色疫情防控区；德国总理默克尔此前迫于民众压力取消了全国封锁禁令，由各州采取不同的复活节假期防疫对策。美国方面**，本周累计确诊涨幅略有增加（1.8%，前值 1.6%）。

亚洲方面，印度（4.6%，前值 3.4%）和日本（3.8%，前值 2.7%）累计确诊涨幅明显，韩国累计确诊人数略有增长（3.9%，前值 3.6%）。**变异病毒在日本扩散风险较高**：根据日本厚生劳动省数据，截至 3 月 30 日，日本感染变异新冠病毒的人数达到 1200 人，与前一周相比增加了 408 人，增速正在加快，日本政府正计划把变异病毒的筛检率提高到 40%。为应对疫情的再度侵扰，日本首相菅义伟 1 日晚宣布，大阪府、兵库县和宫城县三地的大阪市、神户市等六市，将从 4 月 5 日起实施“蔓延防止等重点措施”，包括缩短营业时间、大型活动限制人数等措施，该措施将持续到 5 月 5 日。

图表7 近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至 4 月 2 日）



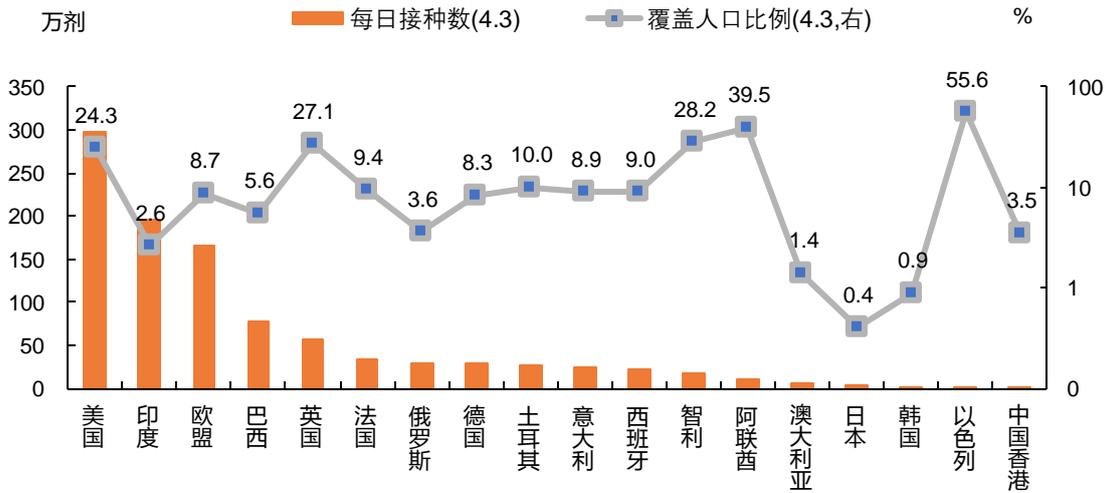
资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计，截至北京时间 4 月 3 日，全球已经有 150 个国家接种了近 6.3 亿剂疫苗，全球平均每天接种约 1630 万剂（前一周约为 1310 万剂），全球疫苗接种不断提速。**美国方面**，目前美国已经注射超过 1.58 亿剂疫苗，覆盖人口比例为 24.3%，近一周平均接种速度达到 260 万剂/天，再创历史新高。**欧洲方面**，欧盟累计接种达 7690 万剂、覆盖人口比例为 8.3%；英国累计接种 3625 万剂，覆盖人口比例达到 27.1%。**亚洲方面**，日韩疫苗接种由于起步较晚，目前接种量较为滞后，分别接种 110 万和 93 万剂（图表 8）。

当地时间 1 日，辉瑞与 BioNTech 公布其疫苗对新冠病毒的整体防护力为 91.3%，低于 2020 年 11 月试验得到 95% 的最初结果，防护力结果略有下降可能与变异病毒全球有关。另据路透社报道，辉瑞公司表示，**该疫苗对首次在南非发现的名为 B.1.351 新变种毒株有效。**

此外，**疫苗安全问题值得关注**。据韩联社报道，韩国于今年 2 月底启动疫苗接种工作，截至 4 月 2 日统计，累计接种疫苗人数超 93 万人，共收到约 1.08 万起疑似异常反应报告，有 60 人接种新冠疫苗后确诊感染。根据韩国韩国疾病控制和预防机构（KDCA）数据，韩国接种的疫苗中，91.7% 为阿斯利康疫苗，其余为辉瑞公司疫苗。

图表8 海外新冠疫苗接种进度一览（截至4月3日）



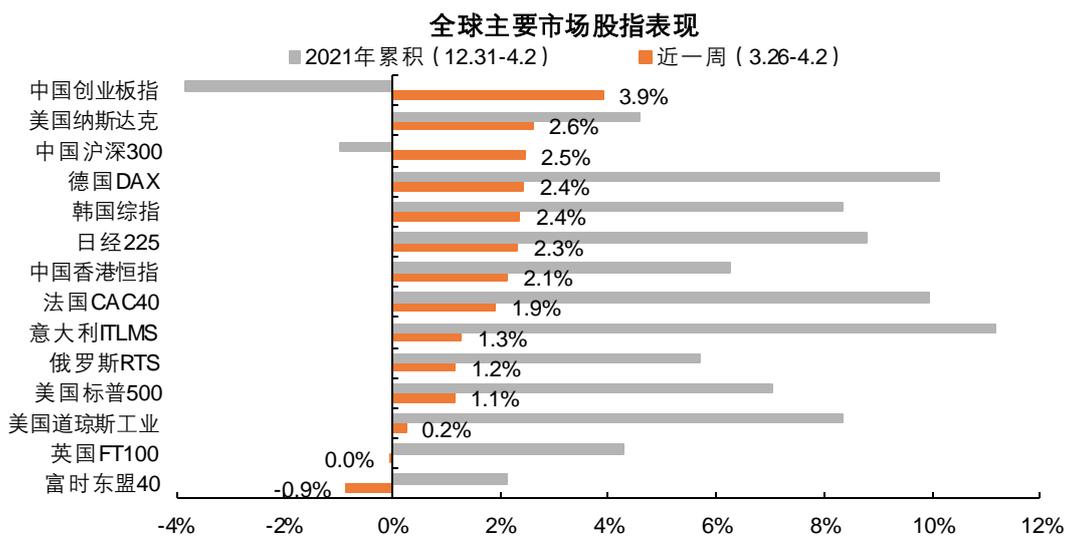
资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间4月3日), 平安证券研究所

二、全球资产表现

1、全球股市——全球股市普涨，中美成长板块强势反弹

近一周（截至4月2日），全球主要股票市场维持涨势（图表9）。其中，中美成长板块强势反弹，A股创业板指和美股纳斯达克分别涨3.9%和2.6%。富时东盟40（-0.9%）和英国FT100（-0.049%）表现相对逊色。美国拜登“基建”计划出台、苏伊士运河阻塞消除等事件，一定程度上提升了全球风险偏好。至此，2021年以来，欧洲股指继续领跑，意大利、德国和法国市场主要股指分别涨11.2%、10.1%和9.9%，A股沪深300（-1.0%）和创业板指（-3.8%）仍然为负。

图表9 全球股市普涨，中美成长板块强势反弹



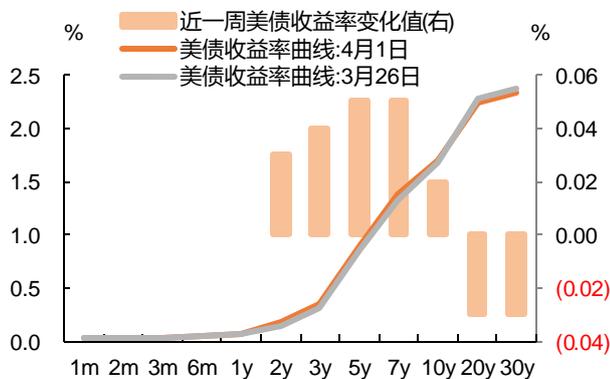
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、全球债市——长端美债利率回落

近一周（截至 4 月 1 日），美债收益率曲线呈现“扭曲化”，1 年期以内的美债利率走平，2-10 年期美债利率上行，而 20 和 30 年期美债利率回落（图表 10）。3 月 30 日，10 年期美国国债收益率曾于盘中突破 1.75% 的关键心理关卡。据华尔街见闻，4 月 2 日非农就业数据公布后，主要期限美债收益率均出现上涨，盘中 10 年期美债收益率重上 1.70%，一度升破 1.72%，日内升逾 5 个基点；5 年期美债收益率升破 0.97%，创去年 2 月以来新高，日内升将近 8 个基点；2 年期美债收益率一度升至 0.19%，创去年 6 月以来新高。

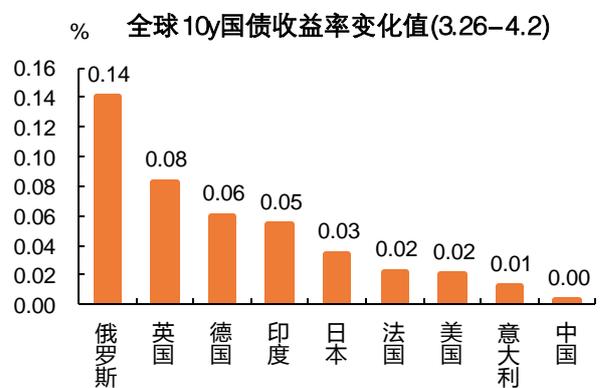
全球债市方面，主要国家 10 年主权债利率普遍上涨，全球债市走熊与股市的强劲，印证了近一周全球风险偏好边际回升（图表 11）。相较之下，中债利率韧性较强，中债的高利率与中国经济中长期表现，仍然具备较强吸引力。值得关注的是，近期中美国债利差继续收窄，4 月 1 日中美 10 年期国债利差为 1.51 个百分点，但仍高于 2012-2019 的平均水平（1.25 个百分点）（图表 12），这意味着目前反向“Carry Trade”（套息交易）及美元回流的风险，对中国债市而言是可控的。

图表 10 长端美债利率回落



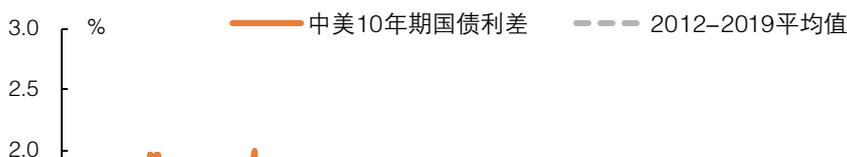
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 全球债市走熊



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 中美国债利差继续收窄，但仍高于历史平均水平



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_18566



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn