

拜登财政政策的三层逻辑

——宏观经济周度观察

投资周报

可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，分别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。

第一层，短期来看，财政政策刺激经济。拜登“美国就业计划”打算8年内投入2.25万亿美元，主要投向基建、能源、就业、研发等领域。2.25万亿美元分配到8年内，每年约占GDP的1%。“美国家庭计划”，涉及保健、医疗方面，约1万亿美元。

估计财政支出对经济的影响，还要考虑乘数效应，而财政支出乘数则受到融资方式、利率环境、贫富差距、疫情等因素的影响。征税何时落地还不确定，基建计划前期可能还是依靠发债融资。在政策利率接近0且通过发债融资时，财政支出乘数最大，约为1.5。那么，拜登Build Back Better计划两部分加起来，前期可拉动美国名义GDP增长约3个百分点。后期美联储加息的话，财政支出乘数将会下降至1.1附近，财政刺激对经济的拉动也会减弱。不过疫情的好转，会抵消支出乘数的部分下降。

第二层，中期来看，征税未必严重抑制经济。税收对财政支出的挤出效应取决于贫富差距、征税方式。一些新经济企业利用垄断能力获得超额利润，又进行“合理”避税，对这些企业征税很有必要。同时，美国经济的轻资产化以及更加垄断，已经使企业的投资动力减弱。对企业征税可能会影响企业利润，但是对实体经济投资的影响或许没那么严重。对高收入人群征税带来的消费的挤出效应可能没那么大。高收入人群的休闲机会成本较高，也不会因为收入征税而减少劳动供给。可见，从垄断企业以及高收入人群征税，对经济增长的负面影响没那么可怕。征税并不是完全地挤出投资，征税下的财政支出乘数在0.6左右。综合考虑融资方式、利率环境、疫情、财政支出节奏，拜登财政刺激对经济近期的影响强于后期。

第三层，长期来看，拜登经济学提升潜在经济增速。拜登的供给侧改革有助于抵御疫情对经济的长期负面影响，并提升潜在经济增速。税收减少贫富差距，长期有助于提升日益萎缩的需求，改善企业的盈利，增加企业研发投入。同时，工人薪资上涨，也会增加休闲的机会成本，吸引退出劳动力市场的人们重新工作。这些都会拉升潜在经济增速。除了经济方面，缩小贫富差距还具有重要的社会、政治意义。

故，从短期来看，在经济上升期，拜登财政刺激的时机、规模、资金来源或许有争议，但从长期来看，如果做到缩小贫富差距，仅此一项就使拜登经济学意义非凡。

● 风险提示：政策落实不及预期

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：季末资产再平衡效应？

2021-3-28

投资周报：几种测算合意美债利率的方法

2021-3-21

投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架

2021-3-14

投资周报：务实的政府工作报告

2021-3-7

投资周报：当TGA缩减遇到SLR收紧

2021-2-28

投资周报：“就地过年”的时空转移经济效应

2021-2-21

投资周报：重回焦点的外汇占款

2021-2-7

投资周报：流动性的逻辑

2021-1-31

投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张

2021-1-24

投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

2021-1-17

投资周报：零利率约束下的美国财政刺激

2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化

2021-1-3

目 录

1、 拜登财政政策的三层逻辑.....	3
2、 国内高频数据观察.....	4
2.1、 生产指标下滑	4
2.2、 商品房销量上升	5
2.3、 猪肉价格下降	5
2.4、 货币市场利率下行	6
2.5、 人民币汇率贬值	6

图表目录

图 1: 高炉开工率下滑	4
图 2: 商品房周销量回升	5
图 3: 猪肉价格下降	5
图 4: 货币市场利率下行	6
图 5: 人民币汇率贬值	6

1、拜登财政政策的三层逻辑

3月31日拜登公布了 Build Back Better 计划的第一部分“美国就业计划”，后续还有第二部分“美国家庭计划”。可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，分别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。

第一层，短期来看，财政政策刺激经济。

这是最显而易见的。拜登“美国就业计划”打算8年内投入2.25万亿美元，主要投向基建、能源、就业、研发等领域。2.25万亿美元分配到8年内，每年约占GDP的1%。“美国家庭计划”，涉及保健、医疗方面，约1万亿美元。两部分财政支出叠加起来，称得上“一代人只能见一次的投资”。

估计财政支出对经济的影响，还要考虑乘数效应，而财政支出乘数则受到融资方式、利率环境、贫富差距、疫情等因素的影响。拜登寻求15年对企业和高收入人群征税2万亿美元来支持自己的 Build Back Better 计划。但征税何时落地还不确定，基建计划前期可能还是依靠发债融资。

在政策利率接近0且通过发债融资时，财政支出乘数最大，约为1.5。那么，拜登 Build Back Better 计划两部分加起来，前期可拉动美国名义GDP增长约3个百分点。后期美联储加息的话，财政支出乘数将会下降至1.1附近，财政刺激对经济的拉动也会减弱。不过疫情的好转，会抵消支出乘数的部分下降。

税收也会影响财政支出效果，是否会对财政刺激产生严重的挤出效应？这就是理解拜登财政政策的第二层逻辑。

第二层，中期来看，征税未必严重抑制经济。

税收对财政支出的挤出效应取决于贫富差距、征税方式。

1980年代以来，虽然美国经济增速趋势性下滑，但是企业利用自身的垄断能力，提升了资本收入份额，使得资本回报率仍维持在8%附近，这是美国股市长牛的根本原因。拥有人力资本的高技术人群以及拥有实物资本的企业家都获得了较高的回报。但是，普通劳工的收入份额下降，美国贫富差距扩大。

一些新经济企业利用垄断能力获得超额利润，又进行“合理”避税，对这些企业征税很有必要。同时，美国经济的轻资产化以及更加垄断，已经使企业的投资动力减弱。对企业征税可能会影响企业利润，但是对实体经济投资的影响或许没那么严重。

次贷危机之后美国储蓄率逐渐回升，其中一个重要原因仍是贫富差距扩大，高收入人群的储蓄率上升。对高收入人群征税带来的消费的挤出效应可能没那么大。高收入人群的休闲机会成本较高，也不会因为收入征税而减少劳动供给。

可见，从垄断企业以及高收入人群征税，对经济增长的负面影响没那么可怕。征税并不是完全地挤出投资，征税下的财政支出乘数在0.6左右。综合考虑融资方式、利率环境、疫情、财政支出节奏，拜登财政刺激对经济近期的影响强于后期。

第三层，长期来看，拜登经济学提升潜在经济增速。

民主党并不是不重视供给侧。次贷危机之后，经过奥巴马出色的供给侧改革，潜在经济增速提升，甚至达到了次贷危机之前的水平。拜登的供给侧改革和奥巴马

的极为相似，比如教育、研发、能源方面，这有助于抵御疫情对经济的长期负面影响，并提升潜在经济增速。

需求侧和供给侧是相互影响的，需求侧也会影响潜在经济增速，日本乃前车之鉴。税收减少贫富差距，长期有助于提升日益萎缩的需求，改善企业的盈利，增加企业研发投入。同时，工人薪资上涨，也会增加休闲的机会成本，吸引退出劳动力市场的人们重新工作。这些都会拉升潜在经济增速。

除了经济方面，缩小贫富差距还具有重要的社会、政治意义。拜登的目的在于弥合日益撕裂的美国社会，重圆支离破碎的美国梦。

故，从短期来看，在经济上升期，拜登财政刺激的时机、规模、资金来源或许有争议，但从长期来看，如果做到缩小贫富差距，仅此一项就使拜登经济学意义非凡。

参考文献:

Hagedorn M, Manovskii I, Mitman K. The Fiscal Multiplier[R]. NBER Working Papers, 2019.

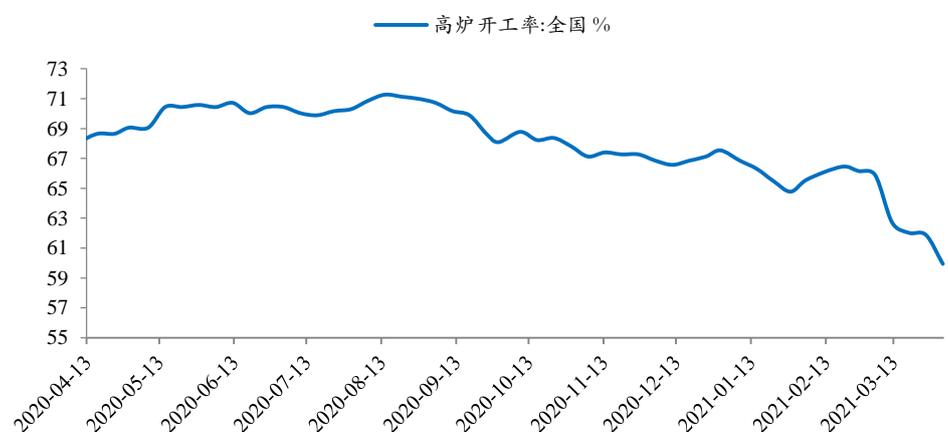
Seliski J, Betz A, Chen Y G, et al. Key Methods That CBO Used to Estimate the Effects of Pandemic-Related Legislation on Output[R]. CBO Working Paper 2020-07, 2020.

2、国内高频数据观察

2.1、生产指标下滑

上周，受碳中和影响，高炉开工率继续下 1.94 个百分点至 59.94%，全国 100 家焦化企业开工率下滑 0.3 个百分点至 70.82%。不过，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 0.14、0.81 个百分点至 78.17%、74.17%。

图1：高炉开工率下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量上升

上周，30大中城市商品房周成交面积为62.92万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周59.78万平方米有所上升。从同比数据来看，30大中城市商品房周成交面积同比上涨50.87%，其中一二三线城市分别同比增长37.79%、73.64%、29.55%。

图2：商品房周销量回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、猪肉价格下降

上周，28种重点监测蔬菜价格环比下降1.74%，7种重点监测水果价格环比上升0.24%，猪肉批发价环比下降3.7%。WTI原油价格环比上升4.94%，布油价格环比上升2.57%。

图3：猪肉价格下降

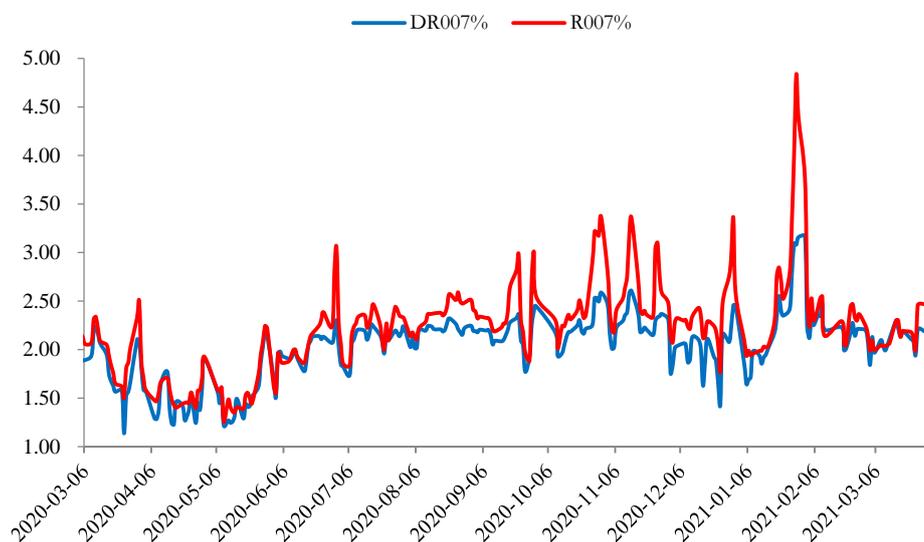


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、货币市场利率下行

上周，央行继续等额续作 OMO，货币市场利率下行，DR007、R007 分别下降 12.1、39.2 个 BP。

图4：货币市场利率下行



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、人民币汇率贬值

上周，美元指数上升 0.3% 至 93，欧元、日元、人民币兑美元分别贬值 0.28%、0.91%、0.31%，英镑兑美元升值 0.28%。

图5：人民币汇率贬值

美元指数与各主要非美货币兑美元涨跌幅

1.0%

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_18579



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>