

拜登基建方案难改全年宏观和资产节奏

——拜登新政系列研究之三

报告导读/核心观点

拜登提出基建方案并通过加税提供融资支持，总规模均位于 2 万亿美元附近。后续可能继续推出富人征税方案为个人福利支出融资。一揽子计划 2021 财年落地较难，难改全年美国经济、通胀以及资产价格节奏。

□ 拜登提出《美国就业计划》基建方案，规模共计 2.3 万亿美元

拜登公布《美国就业计划》基建方案，合计规模约 2.3 万亿美元，计划分 8 年投资完成，平均每年投资规模仅 3000 亿美元。共 5 项核心措施：一是投入 6210 亿美元改善路桥等基础设施。二是投入 3600 亿美元改造宽带网络、水净化设施和电网升级。三是投入 3130 亿对学校、住房等生活基础设施进行改造。四是投入 4000 亿美元进行护理设施以及社区服务改造。五是投入 5800 亿增强美国在科技制造领域竞争力。

□ 基建将由 2 万亿加税方案提供资金支持，预计基建和加税 2021 财年较难落地

拜登提出将对企业加税为基建提供融资支持，加税预计会在未来 15 年为美国财政带来超过 2 万亿的增收规模，与基建投资规模基本保持一致，已公布的核心措施主要有以下三项：一是将企业所得税由 21% 上调至 28%；二是将企业海外收入的税率由 10.5% 提升至 21%；三是对大企业的账面收入设置 15% 的最低税率，防止企业通过避税手段逃税；四是取消能源行业税收优惠。加税作为基建融资方案大概率需通过财政调解在 2022 财年推进，则基建同样需 2022 财年方可落地。

□ 企业加税为基建融资，未来将继续推出富人征税方案为《美国家庭计划》融资

拜登将在未来继续推出《美国家庭计划》，预计将侧重于在教育和儿童护理等领域加大支出规模。该部分将通过个人所得税改革为其提供融资支持，主要侧重于对富人进行征税。至此，拜登任期内的财政规划已基本明晰。拜登将其加税方案分为企业加税与个人加税，其中企业加税将为基建方案提供资金支持，个人加税将为教育和儿童福利计划提供资金支持。除企业征税外，个人征税规模预计也将在 1 万亿美元以上。二者可能于 2022 财年打包闯关。

□ 基建计划对经济长期作用偏正面，不影响全年通胀节奏

从财政收支规模来看，加税和基建方案对经济的作用偏中性，但《美国就业计划》有利于弥补基建缺口并提高经济潜在增长率。整体来看，我们认为其对经济的长期作用偏正面。鉴于加税和基建方案的作用周期较长，短期来看对经济的影响有限。此外，基建计划不影响我们对美国全年通胀节奏的判断。主要原因是基建方案最早需今年 10 月才可能进入立法流程，实际落地推进大概率需 2022 年，美国的基建在开展前还需经济环保审查等行政审批流程，因此这一基建方案不影响全年通胀节奏，美国全年 CPI 通胀高点预计仍将在二季度出现。

□ 基建计划不改美债收益率将于 2 季度触及全年高点的节奏

伴随我们预测 Taper 二季度落地预期以及经济环比修复速率于二季度见顶，下半年起美债收益率上行的动力将明显衰竭。叠加美联储潜在的利率控制措施，我们预计三季度起美债收益率将趋于回落。拜登财政刺激方案今年并不影响这一趋势。预计国债收益率会在方案出台后率先定价对经济的潜在拉动预期，2022 年落地推进后根据经济实际情况动态调整。

□ 美联储下半年可能出于金融环境和财政压力考虑对利率进行干预

从金融环境考虑，此前美联储开展扭曲操作主要出于该考虑，鉴于 2 年期国债收益率主要锚定联邦政策利率，在美联储今年不加息的情况下难以显著跃升，如 10 年期国债收益率在上半年升至 2.2% 至 2.3% 以后期限利差将走扩至 2% 以上，处于历史较高水平，美联储可能出于金融条件考虑对其进行干预。

从财政压力考虑，国债利率持续上行叠加政府债务杠杆率大幅提升会增加政府部门债务利息负担，CBO 近期发布的债务压力测算明显低估付息压力，主要源于对利率上行和政府杠杆率提升幅度的低估。仅可借鉴 CBO 的测算结果，但不可因此低估国债收益率上行对政府债务成本的永久性压力。2021 年美国可流通债务中约有 35% 将面临到期续借，是 2010 年以来续借压力最高的一年。此外，出于债务久期管理考虑，预计未来财政部债务平均久期将逐渐向 70 个月回归，发行 5 年期以上债券的比例将明显提升。在此背景下，5 年期以上债券收益率快速上升叠加明显提升的债务续借压力将结构性加剧财政部的债务付息压力。尤其是债务杠杆率超过 100% 后，收益率上

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《美股是否患有联储依赖症？》 2020.02.24
- 2 《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》 2021.01.28
- 3 《哪些因素还会推升美债收益率上行》 2021.02.28
- 4 《纳指下行压力仍存，对利率上行反应钝化》 2021.03.14

报告撰写人： 李超

行对付息的压力将通过乘数效应被放大。为此，美联储同样可能借扭曲操作适当缓解财政部的债务压力。

□ 基建对美股影响有限，短期强美元弱黄金但难改全年节奏

从近期表现看，美股已基本计价基建和加征公司税的短期影响，拜登公布计划后美国市场整体反应较为平淡，但仍需进一步观测拜登对个人的加税计划出台后对美股的冲击。美股方面，我们继续维持此前观点，纳斯达克可能在二季度继续小幅回调，回调幅度在 10% 以内，道琼斯将有明显的相对收益。美元方面，继续维持全年 90 为中枢，前高后低，下半年震荡下行的判断，年内运行区间上限可能为 92-93，区间下限可能为 87-88，拜登基建计划难改全年美元节奏。黄金方面，未来美债收益率上行空间主要源自实际收益率。如果实际收益率如我们预期回升至 0% 以上，将为 10 年期美债贡献约 70BP 上行空间，金价作为与实际利率高度负相关的资产将在上半年持续承压；白银受益经济复苏预期将有相对较强表现，金银比价将在上半年持续下行。

风险提示：美国财政刺激力度超预期加大带动通胀超预期；疫苗注射进度不及预期导致宽松周期延长；

正文目录

1. 预计拜登基建方案将于 2022 财年伴随加税共同落地	5
1.1. 拜登提出《美国就业计划》基建方案，规模共计 2.3 万亿美元	5
1.2. 基建将由加税提供资金支持，2021 财年较难落地	6
1.3. 未来将继续推出富人征税方案为《美国家庭计划》融资	7
1.4. 2021 年美国财政红利巅峰已过，剩余红利预计以到期补丁为主	8
2. 基建计划对经济长期作用偏正面，不影响全年通胀节奏	9
3. 基建计划不改美债收益率将于 2 季度触及全年高点的节奏	10
4. 美联储下半年可能动用扭曲操作等方式对利率进行干预	11
4.1. 出于金融环境考虑可能采取扭曲操作	11
4.2. 出于财政部债务压力考虑可能采取扭曲操作	12
5. 基建对美股影响有限，短期强美元弱黄金但难改全年节奏	14
风险提示	16

图表目录

图 1: 美国 2 年期国债收益率锚定联邦基金利率 (%)	12
图 2: 10 年和 2 年期国债期限利差 (%)	12
图 3: 国会预测的债务利息负担和债务负担情况 (%)	12
图 4: 国会预测不同利率场景下的债务负担 (%)	12
图 5: CBO 测算中隐含的国债收益率走势假设 (%)	13
图 6: 美国债务结构到期时间分布 (%)	13
图 7: 财政部平均债务久期 (月数)	13
图 8: 美国历年到期债务比重 (%)	13
图 9: 历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤	15
图 10: 美元指数从年初低点持续攀升	15
图 11: 欧洲主要国家疫苗注射覆盖率均未超过 12%	15
图 12: 黄金价格和实际收益率的走势高度负相关	16
图 13: 预计 2021 年金银比价将继续下行	16

表 1: 拜登 2.3 万亿美元的基建方案梳理	5
表 2: 特朗普《减税和就业法案》对 2018-2027 财年预算影响估计 (十亿美元)	7
表 3: 拜登税收计划的财政影响 (十亿美元, 2021-2030 年)	7
表 4: 1.9 万亿美元《美国援救计划》的主要构成内容	8
表 5: 美国救援法案使用情况 (十亿美元)	9
表 6: 美国当前基建设施对经济的影响以及投资缺口 (十亿美元)	9

表 7: 美国当前基础设施对经济的影响以及投资缺口 (十亿美元)	11
表 8: 净利息支出的其他方案 (十亿美元)	14

1. 预计拜登基建方案将于 2022 财年伴随加税共同落地

1.1. 拜登提出《美国就业计划》基建方案，规模共计 2.3 万亿美元

拜登于 4 月 1 日公布名为《美国就业计划》的基建方案，本轮基建方案合计规模约 2.3 万亿美元，计划分 8 年投资完成，平均每年投资规模仅 3000 亿美元。共分为以下 5 项核心措施

一是投入 6210 亿美元改善基础设施，其中核心措施如下：1150 亿美元用于对桥梁、公路、铁路和街道进行现代化改造；850 亿美元用于对公共交通设施进行现代化改造，美国当前 24000 辆公交汽车、5000 辆有轨电车、200 个车站以及数千英里的交通轨道有维修需求；投资 800 亿美元进行铁路网络改造；投资 1740 亿美元用于新能源汽车市场，在 2030 年建立 50 万个充电桩并替换 50000 辆柴油车；250 亿美元用于机场设施改善；170 亿美元用于港口设施改善。

二是投入 3600 亿美元用于改造宽带网络、水净化设施和电网升级。其中 1000 亿美元用于宽带、1100 亿用于水设施，1000 亿用于老旧电网的绿色改造，以实现电力系统在 2035 年实现无碳发电。此外，还将拨款 500 亿美元改造基础设施以应对极端天气变化。

三是投入 3130 亿对学校、住房等生活基础设施进行改造。其中投资 2130 亿美元，对老旧小区进行翻新改造，此外还将为中低收入者建造 50 万套经济适用房；投资 1000 亿美元对学校进行绿色改造。

四是投入 4000 亿美元进行护理设施以及社区服务改造，用于加强老年人和残障人士保障；

五是投入 5800 亿增强美国在科技和制造领域的竞争力。其中，1800 亿美元鼓励企业增加在关键领域的技术研发投入；3000 亿元用于加强制造业应用领域的投资；此外还将拨款 1000 亿用于对居民进行就业培训。

表 1：拜登 2.3 万亿美元的基建方案梳理

序号	基建措施	金额（亿美元）	具体措施
1	桥梁，道路，公共交通，港口，机场和电动汽车开发等交通基础设施。	6,210	1150 亿美元用于对桥梁、公路、铁路和街道进行现代化改造；850 亿美元用于对公共交通设施进行现代化改造，美国当前 24000 辆公交汽车、5000 辆有轨电车、200 个车站以及数千英里的交通轨道有维修需求；投资 800 亿美元进行铁路网络改造；投资 1740 亿美元用于新能源汽车市场，在 2030 年建立 50 万个充电桩并替换 50000 辆柴油车；250 亿美元用于机场设施改善；170 亿美元用于港口设施改善。
2	老年人和残障人士护理	4000	
3	净化水设施、宽带建设、电网升级	3600	1000 亿美元建立宽带基础设施，以实现美国 100% 的宽带覆盖率；1000 亿美元用于老旧电网改造，专注使电力系统在 2035 年实现无碳

			发电；1100 亿美元用于改造美国的饮用水设施；500 亿美元改造基础设施以应对极端天气变化。
4	对学校、住房等生活基础设施进行改造	3130	2130 亿美元，对老旧小区进行翻新改造，为低收入者建造 50 万套经济适用房；1000 亿美元对学校进行绿色改造。
5	鼓励研发制造、就业岗位培训	5800	一是 1800 亿美元鼓励企业增加在关键领域的技术研发投入，其中 500 亿美元用于半导体、通信、同源和生物技术等领域；400 亿美元用于改造全国的实验室及其基础研究设施；350 亿美元用于绿色技术研发；二是投资 3000 亿美元加强制造业投资，其中 500 亿美元用于强化半导体供应链、460 亿美元用于清洁能源领域投资、300 亿美元用于医疗领域投资等；三是投入 1000 亿进行就业培训
总投资规模		2.3 万亿美元	

资料来源：白宫，浙商证券研究所

1.2. 基建将由加税提供资金支持，2021 财年较难落地

为了给基建计划提供融资支持，拜登提出将对公司税法进行调整，当前措施预计会在未来 15 年为美国财政带来超过 2 万亿的增收规模，与基建投资规模基本保持一致，已公布的核心措施主要有以下三项（具体规模测算详见下文图表）：一是将企业所得税由 21% 上调至 28%；二是将企业海外收入的税率由 10.5% 提升至 21%；三是对大企业的账面收入设置 15% 的最低税率，防止企业通过避税手段逃税；四是取消能源行业的税收优惠。

我们早在 2020 年的报告《拜登基本确认胜选的影响几何》中便已指出：“美国基建推进的核心仍然是资金来源问题，因此需要加税作为前置方案”，加税和基建大概率将以组合拳的形式落地。此后我们再度于 2021 年 1 月发布的《拜登上任初期将如何践行财政承诺》中指出 2021-2022 年美国财政领域的政策节奏为：1.9 万亿美元的《美国救援计划》通过财政调解的方式推进。基建方案在 2021 年暂不实质推进，留待 2022 年以财政调解的形式立法并配合加税或赤字货币化等方式作为资金配合手段。目前来看，对于 1.9 万亿美元财政刺激方案的判断已落地兑现，对于后续政策我们仍然维持此前判断，基建方案在 2021 财年较难落地，大概率需等到 2022 财年配合加税政策以组合拳的形式落地。主要原因如下：

一是加税和基建大概率需绑定推进，拜登当前的政策思路已印证我们此前的判断。拜登自身的政策理念不主张过度推进赤字货币化，其曾在 2020 年民主党全国代表大会的政策纲领中提出“上任后将扭转美国当前经济过度金融化的局面”。虽然耶伦近日在国会提出“美国政府应该把握当前的低利率窗口加大财政筹资力度”，“研究增发美国 50 年国债”等鸽派言论，但仍然明确“必须让联邦预算处于可持续道路，长期的财政赤字路径值得担忧也必须解决”。在此背景下，我们认为未来美国基建完全通过赤字货币化来解决的可能性较小，需由加税以及赤字货币化共同配合提供资金，以保障美国财政运行的长期可持续性。

二是加税方案大概率需通过财政调解在 2022 财年推进。预计本轮加税方案的本

质是将特朗普 2017 年的减税方案进行回撤（例如特朗普将年收入 51.8 万以上的个人和年收入 62.2 万以上的夫妻的所得税率由 39.6% 下调至 37%，拜登将把税率恢复至 39.6%），此外还根据拜登的政策理念对部分税收政策进行了调整（例如将特朗普由 35% 降至 21% 的企业所得税加回至 28%；将企业海外收入 10.5% 的税率翻倍至 21%），加税规模大于特朗普此前的减税规模。根据美国国会预算办公室和税务协会的估计，特朗普的减税方案在 2018-2027 年间将减少联邦财政收入 1.65 万亿美元（如果考虑随之产生的医保支出变化，对赤字的影响共计 1.45 万亿美元），方案规模小于拜登的加税方案。在此背景下，主张市场经济与减税的共和党大概率将对这一税改方案进行反对，麦康奈尔也已对加税方案提出了反对意见，为此民主党仍需通过财政调解的方式推进税改方案（详细请参考我们前期报告《拜登上任初期将如何践行财政承诺》）。鉴于财政调解一个财年仅可使用一次，2021 财年已用于 1.9 万亿财政刺激方案立法，因此最早需等到 2022 年方可推进，对应基建方案最早需 2022 财年方可落地。

表 2：特朗普《减税和就业法案》对 2018-2027 财年预算影响估计（十亿美元）

条款	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2018-22	2018-27
个税改革	-75.3	-188.8	-171.9	-156.3	-150.8	-144.0	-140.9	-139.2	-41.4	83.0	-744.0	-1,126.6
营业税改革	-129.3	-133.8	-112.9	-92.5	-50.4	-16.4	-15.9	-24.1	-28.4	-49.4	-518.2	-653.8
国际税收改革	68.9	42.6	26.0	28.0	22.9	22.5	36.7	48.7	29.1	-0.8	188.2	324.4
净额总计	-135.7	-280.0	-258.8	-220.8	-178.3	-137.9	-120.1	-114.6	-40.6	32.9	-1,074.0	-1,456.0

资料来源：Joint Committee on Taxation，浙商证券研究所

1.3. 未来将继续推出富人征税方案为《美国家庭计划》融资

除基建计划和公司税外，拜登还表示将在未来继续推出《美国家庭计划》，预计将侧重于在教育和儿童护理等领域加大支出规模。该部分将通过个人所得税改革为其提供融资支持，主要侧重于对富人进行征税。

至此，拜登任期内的财政规划已基本明晰。拜登将其加税方案分为企业加税与个人加税，其中企业加税将为基建方案提供资金支持，个人加税将为教育和儿童福利计划提供资金支持。鉴于拜登的个人加税计划尚未推出，我们以前公布的加税计划条款大致测算其财政征收规模。

根据此前已披露的基建和加税计划以及美国多家税务机构的测算均值，拜登针对企业和个人的增税计划将在未来 10 年为美国政府增加约 3.5 万亿美元的财政收入来源，平均每年增收约 3500 亿美元，可以有效为基建方案以及相关福利支出提供财政支持。除企业征税外，个人征税规模预计也将在 1 万亿美元以上。

表 3：拜登税收计划的财政影响（十亿美元，2021-2030 年）

不同税务机构预测	TPC	PWBM	TF	AEI
企业所得税税率增加到 28%	\$1,300	\$1,088	\$1,306	\$1,297
为企业转移支付的税收抵扣设置 15% 的上限	\$166	\$227	\$318	\$160
对美国公司的外国子公司的所得税率从 10.5% 翻倍至 21%	\$309	\$323	\$303	\$310
最高个人所得税改为 39.6%	\$143	\$153	\$151	\$100
取消小企业 \$400,000 以上的税收减免	\$219	\$208	\$197	\$212
资本利得和遗产税	\$448	\$382	\$503	\$379

增加社会保障上限	\$962	\$1,035	\$808	\$797
其他	\$70	\$67	-\$146	\$281
政府增加收入	\$3,994	\$3,746	\$3,797	\$3,848
静态调整后政府增加收入	\$3,644	\$3,396	\$3,673	\$3,352
财政收入在 GDP 中占比的变化	+1.40%	+1.31%	+1.41%	+1.29%
动态调整后政府增加收入	n/a	\$2,727	\$3,099	\$3,119

资料来源：CRFB，浙商证券研究所

1.4. 2021 年美国财政红利巅峰已过，剩余红利预计以到期补丁为主

综上，拜登的系列计划最早需等至 2021 年 10 月方可启动立法流程，实际落地可能需 2022 年。在此背景下，二季度将是 2021 年美国财政刺激红利的集中释放期，下半年起财政红利将逐渐退潮。本轮财政刺激方案中的最核心措施是居民一次性现金发放，额度共计 4120 亿美元，目前已拨付 3250 亿美元，拨付比例约 79%，剩余近 1000 亿资金规模预计将于 4 月陆续拨付到位。此外，失业救济金、地方政府补助、疫苗注射以及核酸检测拨款、学校复学拨款等政策将根据实际需要陆续划转到用款账户。

《美国救援计划》中的部分措施将于年内到期，后续财政部可能视实际需要对应政策进行续作，2021 财年内财政的剩余红利以到期补丁为主。例如房租补贴以及房屋免驱逐政策将于 9 月 30 日到期，该项政策续作的可能性较大。此外，失业救济金提额政策将于 9 月 6 日到期，根据美国当前疫苗注射进度，9 月份美国大概率已实现群体免疫，该项政策可能到期不再续作。

表 4：1.9 万亿美元《美国援救计划》的主要构成内容

项目名称	总规模（亿美元）	备注
直接现金发放	4120	本轮方案加严发放标准，年收入 75000 美元及以下的可以获得 1400 美元的全额补贴，年收入美元在 75000-80000 美元之间的补贴金额随收入增加阶梯式递减。80000 美元以上的无补贴。标准加严后总规模可能低于 4220 亿美元。
失业救济金提额	2090	失业救济金额度保持 300 400 美元，发放期限由年 3 月 14 日延至 9 月 6 日。
州政府援助	3600	向州和地方政府提供 3600 亿美元的财政拨款。

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_18601

