

“基建+加税”的快速立法通道真的那么快吗？

——拜登新政系列研究之四

报告导读/核心观点

虽然修订财政调解的方式为拜登的基建和加税方案提供了立法的快速通道，但实际生效时间可能仍在2022财年，维持对全年美国经济、通胀以及资产价格节奏的判断。

□ 拜登的基建与加税方案可能通过“修订财政调解”的方式加快立法速度

根据参议院的议法委员对1974年《国会预算法》第304节的解释：“达成财政预算调解后，在该财年结束前两院仍然可以通过另一项预算决议对当年的预算调解进行修订。”这一条款在历史上未被使用过。正常情况下，财政调解一年仅可使用一次（联邦收入、联邦支出、联邦债务上限领域各自可以使用一次，但通常一部财政法案会同时覆盖多个领域，因此原则上一年仅可用于一次立法），今年的份额已被用于拜登1.9万亿美元的《美国救援计划》立法，按照常规经验不得再次使用。一旦动用这一50年来从未使用过的304条款，民主党人可以通过对2021年的预算调解法案增加“补丁”的方式为拜登新提出的《美国就业计划》立法，立法进程可能加速。

□ CBO 测算显示通过加税的方式推进基建对经济存在两大潜在负面作用

一是导致本国整体投资效率降低，一方面原因是私人投资效率比联邦投资更高，CBO测算指出私人投资和联邦投资的平均年化回报率分别为10%和5%，加税推进基建的实质是以政府投资替代私人投资，会降低整体投资效率。另一方面原因是联邦支出将挤出私人投资，根据CBO测算，联邦政府每增加1美元投资，州政府和私人企业将减少0.33美元投资。考虑挤出效应后联邦政府的实际投资效率仅有67%。二是导致资本出于避税考虑逃离美国。拜登将企业所得税提升至28%后，美国多数州别的联邦和州税总税率将突破30%，位于OECD国家的最高水平，可能导致资本撤离美国。

□ 跨国公司全球协同征税可降低美国加税的负面效果，重要性不亚于本国税改

跨国公司与本土企业遵循的税收规则有所差异，即便加税也不受28%的企业所得税约束，目前美国对跨国公司的海外收入执行10.5%的税率。当前美股市值位列前5的公司均为跨国企业（苹果、谷歌等），此类企业巨头出于财务考虑将大量海外利润留在税率较低的避税港，该部分利润的回流可以有效缩小美国因加税而导致的资本缺口。为此，拜登政府在推进本土加税的同时还在牵头推进全球范围内针对跨国公司的协同加税。首先，拜登政府希望将美国跨国公司海外收入的税率由10.5%提升至21%，在国内层面弥补跨境征税的漏洞；其次，美国政府还寻求在G20范围内协同将跨国公司的最低税率设定在21%，当前G20已承诺在2021年中就一项新的税收协定达成初步共识。如果协同征税得以落地，美国可以通过“填平全球税收洼地”的方式有效吸引跨国公司的海外利润回流，增量资本的流入可以弥补本国由于加税而下降的投资效率。根据美国财政部统计，这一措施预计可以在未来吸引2万亿美元的海外利润回流以及7000亿美元的财政增收。该项措施也是拜登加税方案中不可忽视的核心措施，我们认为其重要性不亚于本土企业加征所得税以及后续潜在的“富人税”，后续需密切关注其推进情况。但实际执行情况未必能如美国所愿，核心问题是：当前协同征税主要针对发达国家，较难打破全球避税港和发展中国家的“低税收壁垒”。

□ 虽然存在立法快速通道，后续《美国就业计划》推进情况仍存在诸多不确定性

一是民主党内对加税和基建方案仍存在诸多分歧，部分民主党温和派议员认为28%的企业税率过高，《美国就业计划》在最终提交国会审议前可能还需经历多轮党内谈判，后续推进情况仍存不确定性。二是修订财政调解的方式可能更多被作为民主党的谈判筹码，实际立法推进过程中未必动用该手段。这一方式实质上是对预算调节使用次数约束规则的破坏，民主党对304条款的使用意味着未来可能受到这一规则的反噬，如果未来共和党占据参议院多数党席位同样可使用这一方式在财政立法过程中无视民主党的反对意见。三是不排除民主党在2021财年提前使用2022财年财政调解份额的可能（可以率先立法，但实际生效时间大概率将在2022财年）。四是除基建和企业加税，拜登未来还将推出《美国家庭计划》，也可能纳入一揽子立法规划考虑。

□ 预计基建和加税方案的实际生效时间仍在2022财年附近

一是2021年作为美国经济的疫后修复期不适宜大幅度加税，即便拜登的基建与加税方案可能通过修订财政调解的方式落地，预计实际生效的时间点仍将位于2022财年附近。二是根据佩洛西此前公布的初步立法计划，众议院希望在7月4日前通过拜登的基建与加税方案，参议院计划于8月休会前通过该方案。如根据

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
- 5 《拜登基建方案难改全年宏观和资产节奏》 2021.04.01
- 6 《拜登上任初期将如何践行财政承诺？》 2021.01.20

报告撰写人：李超

这一立法安排顺利推进，法案可能于 Q3 正式签署立法，具体实施层面的推进可能同样需落至 2022 财年。

□ 暂不调整对于美国全年宏观节奏和资产价格的判断

从时间来看，基建和加税方案的实际生效时间可能仍在 2022 财年，美国的基建在开展前还需经历环保审查等耗时较长的行政审批流程。在此情况下，预计这一基建方案较难影响全年实际通胀节奏，美国全年 CPI 通胀高点预计仍将在二季度出现。对于资产价格，我们继续维持此前判断：美债方面，我们继续维持 10 年期美债收益率可能在 2 季度触及 2.2%-2.3% 的年内高点的判断；美元方面，我们继续维持美元全年 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；美股方面，我们认为道琼斯将继续保持相对于纳斯达克的强势表现，拜登的基建预期可能强化这一趋势，美股年内无大幅回调风险。

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. 拜登可能动用 50 年未使用的预算条款加速推进基建和加税	4
2. 美国意欲推进全球协同征税以降低本国加税的负面作用	4
2.1. 根据 CBO 测算，加税推进基建可能降低美国整体投资效率	4
2.2. 加税可能导致资本撤离美国	5
2.3. 美国推进跨国公司的全球协同征税可以降低本国征税的负面效果但未必如愿	6
3. 虽然存在快速通道，后续推进情况仍存在诸多不确定性	7
3.1. 当前民主党内对加税和基建方案仍存在诸多分歧	7
3.2. 拜登仍会推出《美国家庭计划》，同样可能纳入整体立法考虑	8
4. 预计基建和加税方案的实际生效时间仍在 2022 财年附近	9
风险提示	9

图表目录

图 1: 美国目前的企业所得税实际税率略高于经合组织成员国的平均水平 (%)	5
图 2: 拜登税收政策下 (企业所得税率 28%) 美国不同州别的企业税负情况	6
图 3: 在全球计划应对利润向低税收国家流失的十年里，大多数发达国家降低了自己的企业税率	7
图 4: 流入世界离岸中心的外国投资比流入其他任何国家的多 (十亿美元)	7
图 5: 国会 7 月时间表 (绿色众议院，蓝色参议院，黄色两院)	9
图 6: 国会 8 月时间表 (绿色众议院，蓝色参议院，黄色两院)	9
表 1: 拜登税收计划的财政影响 (十亿美元，2021-2030 年)	8

1. 拜登可能动用 50 年未使用的预算条款加速推进基建和加税

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。此外，还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 万亿美元的增收规模，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%；二是将跨国公司海外收入的税率由 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。此前我们预期拜登将于 2022 财年通过财政调解的方式推进上述立法方案，但近期参议院民主党人拟动用的《国会预算法》304 条款可能令立法进程提速。

根据国会官员 Elizabeth MacDonough 对 1974 年《国会预算法》第 304 章节的解释，立法者可以在财年结束前对财政决议进行修订。304 章节中指出：“根据《国会预算法》达成预算调解后，在该财年结束前两院仍然可以通过另一项预算决议对当年的预算调解进行修订。”这一条款在历史上未被使用过。正常情况下，财政调解一年仅可使用一次（联邦收入、联邦支出、联邦债务上限领域各自可以使用一次，但通常一部财政法案会同时覆盖多个领域，因此原则上一年仅可用于一次立法），今年的份额已被用于拜登 1.9 万亿美元的《美国救援计划》立法，按照常规经验不得再次使用。一旦动用 50 年来从未使用过的 304 条款，民主党人可以通过对 2021 年的预算调解法案增加“补丁”的方式为拜登新提出的《美国就业计划》立法。

Elizabeth MacDonough 是美国参议院的议法委员，议法委员是由参议院多数党任命的中立职位，主要负责对参议院的现有议事规则和流程进行司法解释，核心职责之一是解释财政调解规则及其适用性（财政调解详细情况请参考我们前期报告《拜登上任后将如何践行财政承诺》）。MacDonough 自 2012 年便开始任职，已先后经历了奥巴马、特朗普和拜登任期，政治立场较为中立。例如，在此前拜登 1.9 万亿美元《美国救援计划》的立法过程中 MacDonough 曾经裁决 15 美元时薪的条款不符合财政调解的使用条件继而将其剔除；本次裁决中 MacDonough 做出有利于民主党的裁决，认为可以修订 2021 年的财政调解，这一裁决也正式确认了这一立法方式的合法性，可能使得拜登的立法进程加速。

2. 美国意欲推进全球协同征税以降低本国加税的负面作用

加税可能对美国经济产生两大潜在的负面效用，一是可能导致本国整体投资效率降低，二是可能导致资本出于避税考虑逃离美国。为弥补加税的负面效应，美国正在推进跨国公司的全球协同征税以降低本国加税的负面作用。当前美股市值位列前 5 的公司均为跨国企业（苹果、微软、亚马逊、谷歌、特斯拉），此类企业巨头出于财务考虑将大量海外利润留存在税率较低的避税港，跨国公司的全球协同征税可以在一定程度上弥补这一漏洞并吸引更多资本回流美国。该项措施也是拜登加税方案中不可忽视的核心措施，其重要性可能高于企业加征所得税以及后续潜在的“富人税”。

2.1. 根据 CBO 测算，加税推进基建可能降低美国整体投资效率

国会预算办公室曾于此前进行测算，拜登政府推进 2.3 万亿基础设施建设带来的经济利益可能小于等额加税带来的经济损失。主要源自以下两方面：

一是私人投资效率比联邦投资更高，后者的效率仅为前者的 50%。国会预算办公

室曾在 2016 年发布的《联邦投资对宏观经济与预算的影响》中测算指出，私人投资的平均年化回报率约为 10%，而联邦政府投资的平均年化回报率均为 5%。拜登加税推进基建的实质是以政府投资替代私人投资，整体来看会降低整体投资效率。

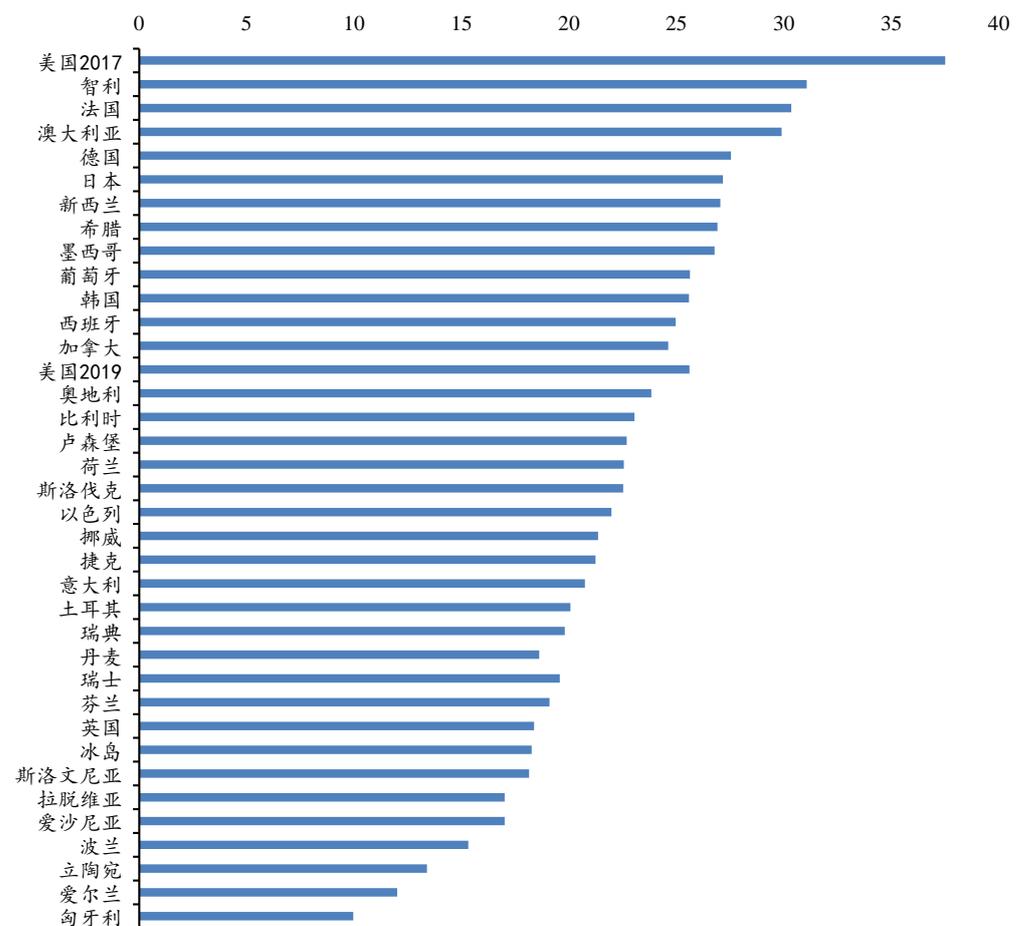
二是联邦支出将挤出私人投资，根据 CBO 测算，联邦政府每增加 1 美元投资，州、地方政府和私人企业将减少 0.33 的投资。如果考虑挤出效应，联邦政府的实际投资效率仅有 67%。

2.2. 加税可能导致资本撤离美国

特朗普 2017 年减税方案的核心目的之一是通过削减美国与避税港的税收差距吸引资本回流，拜登本轮加税可能导致美国实际税负升至 OECD 国家之首，可能导致资本重新撤离美国。

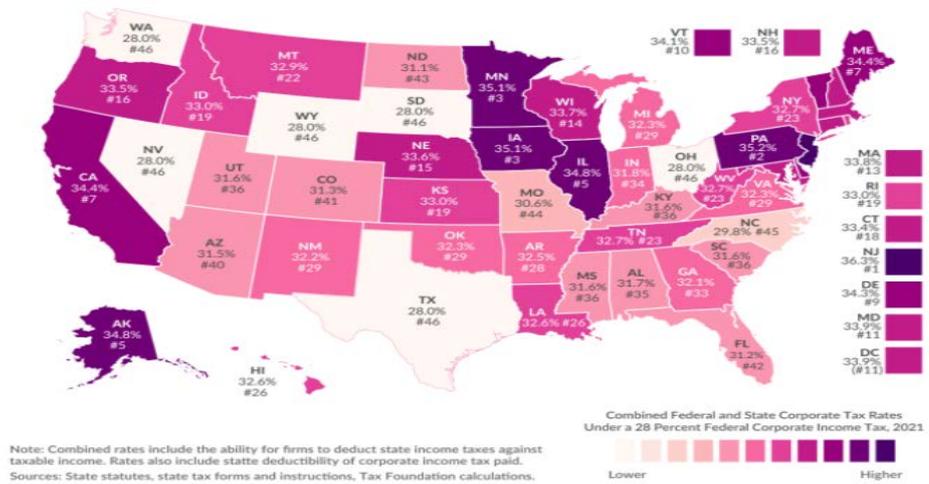
根据 OECD 对全球范围内企业实际税率的统计，2019 年美国企业实际税率为 24.6%，在 37 个 OECD 国家中位列 13 位，高于非美国国家的平均水平 21.9%。拜登加征企业税后可能影响美国资本环境在全球范围内的竞争力。美国企业的整体实际税率往往略高于企业所得税水平(特朗普减税前,2017 年美国企业整体实际税率为 37.5%，对应彼时美国企业所得税率水平 35%；减税后整体实际税率 24.6%，对应实际税率 21%)，如据此估算，拜登将企业所得税提升至 28%后，美国多数州别的联邦和州税总税率将突破 30%，位于 OECD 国家的最高水平。

图 1：美国目前的企业所得税实际税率略高于经合组织成员国的平均水平（%）



资料来源：OECD，浙商证券研究所

图 2：拜登税收政策下（企业所得税率 28%）美国不同州别的企业税负情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 美国推进跨国公司的全球协同征税可以降低本国征税的负面效果但未必如愿

跨国公司与本土企业遵循的税收规则有所差异，即便拜登加税也不受 28% 的企业所得税约束，当前美国对跨国公司的海外收入执行 10.5% 的税率。当前美股市值位列前 5 的公司均为跨国企业（苹果、微软、亚马逊、谷歌、特斯拉），此类企业巨头出于财务考虑将大量海外利润留存在税率较低的海外避税港，该部分利润的回流可以有效缩小美国因加税而导致的资本缺口。为此，拜登政府在推进本土加税的同时还在牵头推进全球范围内针对跨国公司的协同加税。

首先，拜登政府希望将美国跨国公司海外收入的税率由 10.5% 提升至 21%，在国内层面弥补跨境征税的漏洞；其次，美国政府还寻求在 G20 范围内协同将跨国公司的最低税率设定在 21%，这一水平远高于 OECD 国家当前商讨的 12.5% 的税率水平。耶伦近期也作为说客在 G20 范围内推动协同加税，当前 G20 已承诺在 2021 年中就一项新的税收协定达成初步共识。如果协同征税得以落地，美国可以通过“填平全球税收洼地”的方式有效吸引跨国公司的海外利润回流，增量资本的流入可以弥补本国由于加税而下降的投资效率。根据美国财政部统计，这一措施预计可以在未来吸引 2 万亿美元的海外利润回流以及 7000 亿美元的财政增收。但实际执行情况未必能如美国所愿，核心问题是：当前协同征税主要针对发达国家，较难打破全球避税港和发展中国家的“低税收壁垒”。

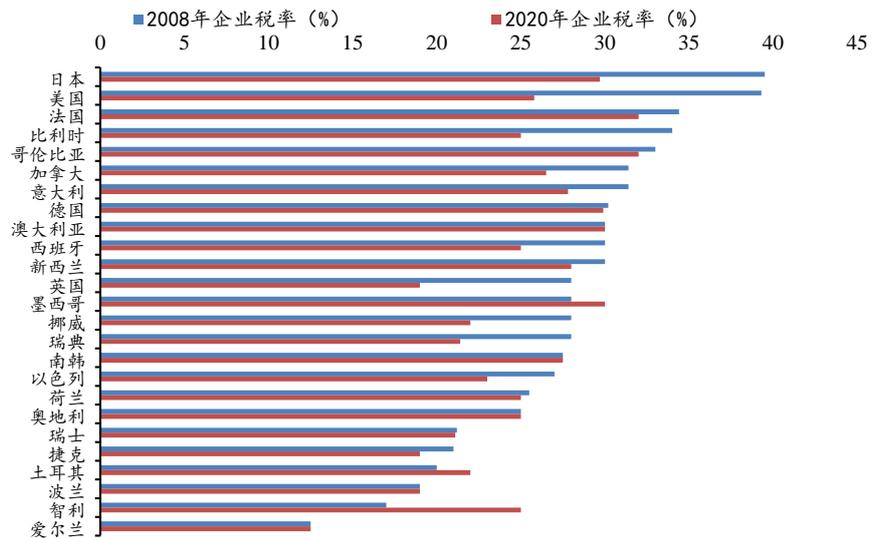
当前发达国家面临的普遍问题之一便是避税港吸附了大量原本应回流本国的资本。根据联合国贸发协会（UNCTAD）统计，2008-2018 年间全球约有 1/3 的 FDI（外商直接投资）规模流入爱尔兰、BVI 群岛、开曼等避税港。根据 CBO 的测算，美国跨国企业当前有 61% 的税后利润留存于各大避税港，在 GDP 中的占比达 1.5%。

过去发达国家为了吸引避税资金回流而采取的策略通常是进一步削减本国税率，从而缩小与避税港的税率差距。2008 年至今，34 个 OECD 成员国中，共有 24 个国家削减了公司税水平。然而本轮拜登政府推进的针对跨国公司的全球协同征税是对过去战略的扭转，希望通过提高“税率洼地”的税负水平来减轻本国的劣势。然而耶伦当前游说的对象主要以发达国家为主，避税港或者发展中国家出于本国竞争力考虑预计较难跟随美国加税。OECD 国家中仅有爱尔兰可被划分为“避税港”，其他国家或

地区受协同征税的约束预计有限。美国的全球协同征税计划未必能如愿落地，一方面需要观测各国的配合情况，另一方面本国法规也需要制订针对避税港的定向税改方案。

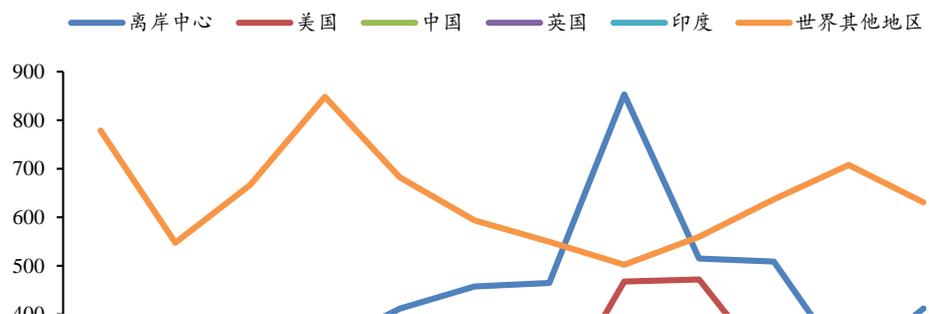
整体来看，鉴于跨国公司的全球协同征税可以极大降低美国加税的负面作用，该项措施也是拜登加税方案中不可忽视的核心措施，我们认为其重要性不亚于企业加征所得税以及后续潜在的“富人税”，后续需密切关注其推进情况。

图 3：在全球计划应对利润向低税收国家流失的十年里，大多数发达国家降低了自己的企业税率



资料来源：Tax Foundation, 浙商证券研究所

图 4：流入世界离岸中心的外国投资比流入其他任何国家的多（十亿美元）



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_19134



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn