

2021年07月31日

美国酝酿新一轮财政刺激

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

美国基建议案最近“捷报频传”，立法进程开始提速。基建议案的落地前景如何，美国还有哪些财政刺激政策值得关注？我们的专题分析，供市场参考。

● 拜登政府酝酿新一轮财政刺激计划：基建、预算议案都在推进中

截至7月底，拜登政府已先后提出1.2万亿美元的基建议案，以及3.5万亿美元的预算议案。1.2万亿美元基建议案包括了大部分传统基建支出项目，正在由两党议员共同推动立法。同时，拜登此前提出的对企业及富人加税等政策主张，都被放入3.5万亿美元的预算议案中，后者预计由民主党借助预算调解程序强推。

还需注意的是，债务上限豁免将于7月底到期，将直接影响美国新一轮财政刺激的落地进程。美国债务上限，指的是财政部可发行的公共债务及政府间债务的最高限额。8月起，美国债务上限将重新生效。届时美国国会需要重新提高或豁免债务上限，否则财政部发债融资能力将严重受限，后续财政刺激将直接沦为空谈。

● 美国新一轮财政刺激的落地前景：概率较大，不确定性在立法节奏

基建议案已获得两党大部分议员认可；预算议案方面，民主党强推成功的概率较大。经历多轮谈判、修订后，两党已基本就基建议案达成一致，并正式启动了立法工作。预算议案方面，民主党内部分中间派议员仍存异议。不过，随着党内高层愿意作出让步，叠加中间派议员面临换选压力，民主党内预计能最终达成一致。

由于国会计划从8月9日起开始休会，若基建及预算议案的立法工作未能及时完成，那么可能需要顺延至9月后。根据原定计划，8月9日至9月10日，美国国会将进入夏季休会期，所有立法活动将被冻结。这一背景下，若基建及预算议案的立法工作未能在国会休会前敲定，那么很可能需要顺延至9月10日后。

● 美国财政刺激的影响：对经济有利，阶段性可能扰动市场走势

中长期来看，基建及预算议案落地后，都将对美国产生积极影响。美国基础设施年久失修，在全球范围内排名靠后。与此同时，近40年的持续减税，也让企业“荷包”满满、居民“日渐干瘪”；居民内部，中低收入群体与高收入群体的收入差距不断拉大，社会矛盾因此显著激化。基建议案与包含对企业及富人加税的预算议案，落地后，将逐步改善美国的经济结构，并有效地缩小贫富差距。

短期来看，由于债务上限协定可能被放入预算议案中，后者的立法进程，或将干扰10Y美债等资产的走势。为了减少共和党的干预，民主党正考虑将债务上限协定放入到预算议案中。这意味着，如果预算议案的立法未能在8月初完成，美国政府将因为受到债务上限的约束，无法发债。一旦出现这一情景，财政存款进一步的被动缩减，以及美债供需格局的扭曲加剧，或将加大美债、美股等的波动。

● 风险提示：美国政府再次面临“财政悬崖”。

相关研究报告

《宏观经济点评-7月政治局会议解

析：方向不改，强调提效》-2021.7.30

《宏观经济点评-工企利润增速延续

下滑，结构分化凸显》-2021.7.27

《宏观经济专题-“周期性风险”，理解

与应对》-2021.7.25

目 录

1、 周度专题一：美国酝酿新一轮财政刺激	4
1.1、 拜登政府还有新一轮财政刺激计划：基建、预算议案都在推进中	4
1.2、 美国财政刺激计划的落地前景：概率较大，不确定性在立法节奏	5
1.3、 美国财政刺激计划的影响：对经济有利，阶段性可能扰动市场走势	8
2、 周度专题二：美国 2 季度经济“外柔内刚”	10
3、 大类资产回溯：美元下跌，原油、黄金上涨	15
4、 重点关注：美国 7 月非农就业	17
5、 数据跟踪：美国 6 月核心 PCE 同比创 1991 年以来新高	17
5.1、 美国数据	17
5.1.1、 美国 6 月耐用品订单增速低于预期，6 月核心 PCE 同比创 1991 年以来新高	17
5.1.2、 当周 EIA 原油库存降幅超预期，当周初请失业金人数有所下降	17
5.1.3、 美国 6 月新屋销售年化总数不及预期，6 月成屋签约销售指数环比下降	18
5.2、 欧洲数据	18
5.2.1、 欧元区 7 月 CPI 同比增速上升，7 月工业景气指数创纪录新高	18
6、 风险提示	19

图表目录

图 1： 民主党在参议院仅仅占有一半议席	5
图 2： 2021 年初，美国国会曾使用 BR 程序	5
图 3： 历史上，美国债务上限不断调高	5
图 4： 7 月 28 日，1.2 万亿美元基建议案正式进入辩论阶段	6
图 5： 美国国会计划在 8 月 9 日至 9 月 10 日休会	7
图 6： 1.2 万亿美元基建法案对 GDP 增速产生积极影响	8
图 7： 1.2 万亿美元基建法案将减缓政府债务扩张速度	8
图 8： 美国政府通过非常规现金措施维持运转	8
图 9： 债务上限约束下，美国政府或将只能维持至 10 月	8
图 10： 2013 年债务上限谈判期，美债利率上、美元下	9
图 11： 2013 年债务上限谈判期，美股涨、黄金跌	9
图 12： 2016 年债务上限谈判期，美债利率、美元均下行	9
图 13： 2016 年债务上限谈判期，美股、黄金均上涨	9
图 14： 基准情景下，财政存款将从 8 月开始回升	10
图 15： 消费、出口等是美国 2 季度 GDP 的主要拉动项	11
图 16： 2 季度 GDP 环比折年率，刷新了 2001 年来新高	11
图 17： 受基数等影响，美国 2 季度 GDP 同比读数高增	11
图 18： 2 季度 GDP 同比读数，刷新了 1950 年来新高	11
图 19： 美国 2 季度商品消费环比折年率有所回落	11
图 20： 美国商品消费环比增速，远超过去 10 年同期水平	11
图 21： 美国 2 季度服务消费环比折年率有所反弹	12
图 22： 美国服务消费环比增速，远超过去 10 年同期水平	12
图 23： 2 季度，美国固定资产投资环比折年率下滑	12
图 24： 非地产投资中，建筑投资表现疲软	12
图 25： 2 季度，私人库存的回落，也是 GDP 的拖累项	12

图 26: 制造业、批发商及零售商库存, 纷纷出现下滑.....	12
图 27: 美国房地产市场景气度较高.....	13
图 28: 木材等原材料价格上涨, 或是拖累建筑投资主因.....	13
图 29: 美国批发、零售销售已较疫情前大幅增长.....	13
图 30: 销售高增下, 美国批发、零售库存销售比大跌.....	13
图 31: 受益于疫苗大规模推广, 美国疫情形势稳定改善.....	14
图 32: 美国居民薪酬收入持续快速增长.....	14
图 33: 前期财政发钱, 显著推高了美国居民储蓄率.....	14
图 34: 居民购买力高企, 对美国私人消费形成有力支撑.....	14
图 35: 供应大幅增加, 已带动木材价格快速回落.....	14
图 36: 新订单大幅改善, 意味着私人部门将加速补库.....	14
图 37: 基本金属、机械设备行业库存同比依然低企.....	15
图 38: 电气设备、金属加工行业库存同比依然低企.....	15
图 39: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨.....	15
图 40: 当周, 美元指数下跌.....	15
图 41: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率普遍下行.....	15
图 42: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行.....	15
图 43: 当周, 全球主要股指普遍下跌.....	16
图 44: 当周, 纳斯达克、恒指双双下跌.....	16
图 45: 当周, WTI、Brent 原油价格双双上涨.....	16
图 46: 当周, COMEX 黄金价格上涨.....	16
图 47: 美国 6 月耐用品订单环比增速低于预期.....	17
图 48: 美国 6 月 PEC 及核心 PEC 持续走高.....	17
图 49: 美国当周 EIA 原油库降幅超预期.....	18
图 50: 美国当周初请失业金人数有所下降.....	18
图 51: 美国 6 月新屋销售年化总数不及预期.....	18
图 52: 美国 6 月成屋签约销售环比下降.....	18
图 53: 欧元区 7 月 CPI 同比增速上升.....	19
图 54: 欧元区 7 月景气指数持续走高.....	19
表 1: 拜登政府提出 1.2 万亿美元基建议案.....	4
表 2: 为期 2 年的债务上限豁免也将于 7 月底到期.....	5
表 3: 部分民主党中间派对 3.5 万亿美元的预算议案表示异议.....	6
表 4: 2020 年 5 月至 12 月, 美国国会两党曾经历多轮谈判, 才最终敲定 9000 亿美元救济法案.....	7
表 5: 历史上, 新的债务上限协议一般包含在两党预算法案中.....	8
表 6: 历次债务上限谈判期, 10Y 美债利率、美元指数等的走势规律并不相同.....	9
表 7: 海外重点数据发布日期情况.....	17

1、周度专题一：美国酝酿新一轮财政刺激

事件：7月28日，美国参议院投票通过，正式启动1.2万亿美元基建议案的立法程序。

资料来源：Wind

1.1、拜登政府还有新一轮财政刺激计划：基建、预算议案都在推进中

截至7月底，拜登政府已先后提出了1.2万亿美元基建议案，以及3.5万亿美元预算议案。拜登政府年初成功推动1.9万亿美元的新冠疫情救助法案后，其他财政刺激议案的相关立法进程均陷入停滞。不过，6月开始，拜登政府主动出击，首先调整原来提出的基建议案，将2万亿美元的规模降至1.2万亿美元。与此同时，拜登政府与国会民主党合作，将原来提出的刺激议案《美国家庭计划》及《美国就业计划》中的部分内容“打包”，装入到3.5万亿美元的预算议案中。新的“缩水版”的基建议案和最新提出的预算议案，成为了拜登政府接下来的最重要的立法目标。

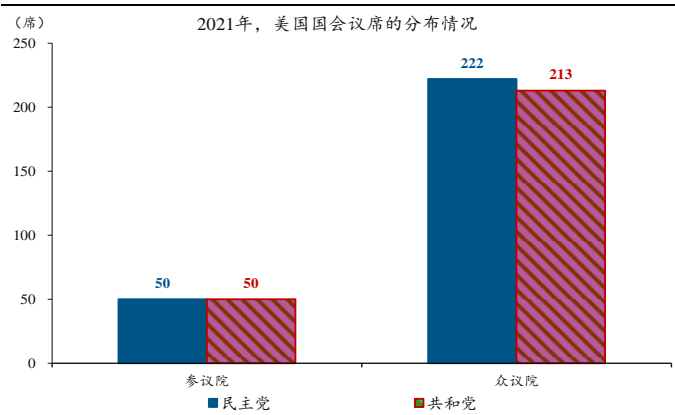
表1：拜登政府提出1.2万亿美元基建议案

项目	新版、旧版基建法案内容对比（亿美元）		
	2万亿美国就业计划	1.2万亿两党基建法案	差额
修复道路和桥梁	1150	1100	50
公共交通系统	850	390	460
客运和货运铁路	800	660	140
电动车	1750	150	1600
港口、水路和机场	420	420	
社区基建		10	-10
道路交通安全		110	-110
交通基础设施小计	4970	2840	2130
水利基础设施	1110	550	560
互联网	1000	650	350
电力电网	1000	730	270
基建加固与西部蓄水	500	500	
环境修复		210	-210
未来可能支出	450		450
其他核心基础设施小计	4060	2640	1420
传统项目总计	9030	5500	3530

数据来源：White House、开源证券研究所

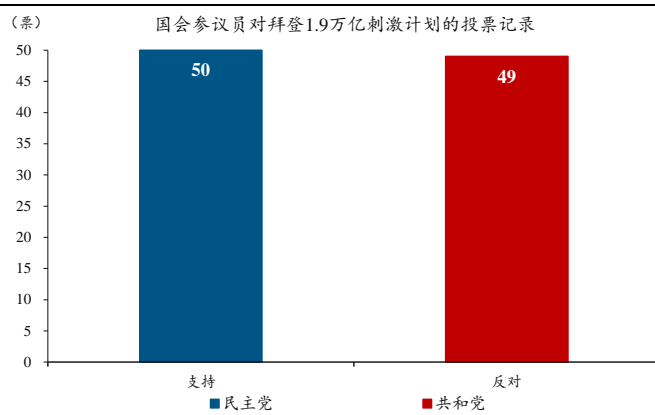
拜登政府及民主党高层，计划与共和党合作通过基建议案，同时借助预算调解程序强推预算议案。为了尽快推动新的财政刺激议案落地，拜登政府及民主党高层，首先计划与共和党合作，共同推动两党分歧较小的基建议案落地。而预算议案方面，由于受到共和党的强力反对，拜登政府及民主党高层，计划借鉴年初1.9万亿美元新冠疫情救助法案的立法经验，使用预算调解程序“强推”。预算调解程序下，相应议案在美国国会参议院的投票通过标准，将从60票直接降为50票。

图1: 民主党在参议院仅仅占有一半议席



数据来源: NY Times、开源证券研究所

图2: 2021年初，美国国会曾使用 BR 程序



数据来源: US Congress、开源证券研究所

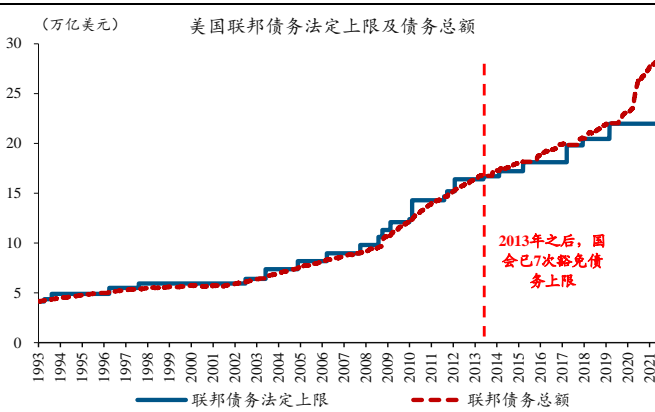
还需注意的是，债务上限豁免将于7月底到期，将直接影响美国新一轮财政刺激的落地进程。美国债务上限，指的是财政部可发行的公共债务及政府间债务的最高限额。回溯历史，伴随债务规模快速扩张，美国国会频繁提高或豁免债务上限。比如，2013年至2019年，美国国会先后7次豁免了政府的债务上限。从2021年8月开始，此前于2019年7月豁免的债务上限将重新生效。届时美国国会需要重新提高或豁免债务上限，否则美国政府发债融资能力将面临很大限制，后续的财政刺激将直接沦为空谈。

表2: 为期2年的债务上限豁免也将于7月底到期

债务上限豁免通过时间	债务上限豁免到期时间
2013年2月4日	2013年5月18日
2013年10月16日	2014年2月7日
2014年2月11日	2015年3月15日
2015年10月26日	2017年3月15日
2017年9月8日	2017年12月8日
2018年2月9日	2018年3月23日
2019年8月2日	2021年7月31日

数据来源: Wind、开源证券研究所

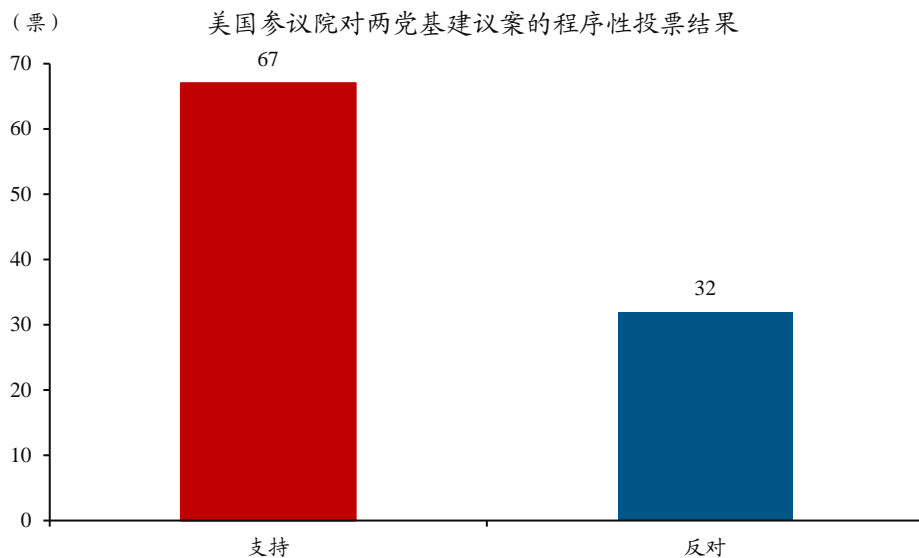
图3: 历史上，美国债务上限不断调高



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、美国财政刺激计划的落地前景：概率较大，不确定性在立法节奏

经历多轮谈判、修订后，美国国会两党已经基本就基建议案达成一致。两党议员合作小组在经历多轮讨论、磋商、修改完善后，已经提出了符合两党共同利益诉求的新版1.2万亿美元基建议案。7月28日，美国参议院以67票支持、32票反对的结果，顺利通过了对新版1.2万亿美元基建议案的程序性投票。这意味着，基建议案的立法程序，已经正式启动。

图4：7月28日，1.2万亿美元基建议案正式进入辩论阶段


数据来源：US Congress、开源证券研究所

预算议案方面，由于民主党党内中间派存在异议，目前仍在讨论、修改当中。民主党在国会参议院仅50个议席，在使用预算协调程序强推预算议案的过程中，必需党内意见完全保持一致。否则，所有共和党议员的反对，将使3.5万亿美元预算议案的立法直接“无疾而终”。目前，部分民主党中间派议员，如西弗吉尼亚州参议员曼钦，对预算议案提出了异议，表示在有机会彻底评估预算议案的资金来源和预计效果前，不会对预算协调程序给出投票承诺。为了获得中间派议员的支持，拜登政府及民主党高层，已经开始讨论、调整预算议案的细节。

表3：部分民主党中间派对3.5万亿美元的预算议案表示异议

民主党议员	相关发言	目前态度
弗吉尼亚州参议员 马克·华纳	表示支持3.5亿预算法案，“我做这份工作大约有12年了，我想不出比我们现在所做的更有意义的努力了。”	支持
西弗吉尼亚州参议员 乔·曼钦	表示对法案资金来源和预计实施成果的关切，“在有机会彻底评估这个建议之前，我将保留最后的判断。”	未表态
亚利桑那州参议员 凯尔斯滕·西内马	表示支持启动和解方案，但对3.5亿总额存在异议，“我不支持一项耗资3.5万亿美元的法案，在未来几个月里，我将努力参与制定立法过程。”	支持启动，但对
亚利桑那州参议员 马克·凯利	表示支持启动预算和解方案，但未表态支持3.5万亿美元的最高价格，“我期待着继续在细节上努力，以确保我们创造更多高薪工作，并让亚利桑那州人获得他们工作所需的技能。”	总金额存 在异议

资料来源：NY Times、开源证券研究所

整体来看，基建议案和预算议案最终完成立法的概率较大，不确定性主要在立法推进节奏上。获得两党大部分议员的支持后，基建议案的落地前景大好。预算议案方面，尽管党内中间派议员提出了异议，但考虑到民主党高层愿意作出让步，以及2022年国会中期选举的压力（议员需要党内提供资源）“就在眼前”，民主党内部就预算议案最终应该能达成一致。未来一段时间，两份议案的立法推进节奏，需要密切跟踪观察。

表4: 2020年5月至12月，美国国会两党曾经历多轮谈判，才最终敲定9000亿美元救济法案

主要分项	众议院 民主党议员 (2020年5月)	众议院 民主党议员 (2020年10月)	财政部 提案 (2020年10月)	参议院 共和党议员 (2020年10月)	参议院 共和党议员 (2020年12月)	两党参议员小组 提案 (2020年12月)
州和地方财政援助	996	492	300			160
教育拨款	90	225	150	100	105	82
公共卫生	197	198	175	50	47	51
刺激性支出，儿童税收抵免	584	360	340			
失业保险	440	390	230	186	14	180
房东租金补助	200	89	60			25
儿童看护	10	65	25	15	15	10
网络安全计划	40	26	15			13
健康保险	99	10				
小型企业救助资金	268	408	246	257	335	300
助学贷款减免	192	44	25			4
养老金减免	53	59				
运输业	31	48				45
航空公司		27	20			
宽带	6	15	15			10
农业补贴				21	20	13
取消2020年州和地方退税限制	137	65				
反CARES税收损失准备金	-254	-254				
其他	356	131	199	18	35	15
总成本（10亿美元）	3445	2398	1800	647	571	908
总成本（占2020年GDP比重，%）	16.5	11.5	8.6	3.1	2.7	4.3

数据来源：US Congress、开源证券研究所

由于美国国会计划在8月9日至9月10日休会，若相关立法工作未能在8月9日前敲定，那么有可能需要顺延至9月10日后。根据原定计划，8月9日至9月10日，美国国会将开始为期5周的夏季休会，届时所有立法活动都将进入到冻结状态。这一背景下，若基建议案及预算议案的立法工作未能在国会休会前敲定，那么可能需要顺延至9月10日后。不过，参议院多数党领袖舒默此前曾经表示过，参议院为了推进上述两个议案的立法工作，可能将休假时间延至8月9日后。

图5: 美国国会计划在8月9日至9月10日休会

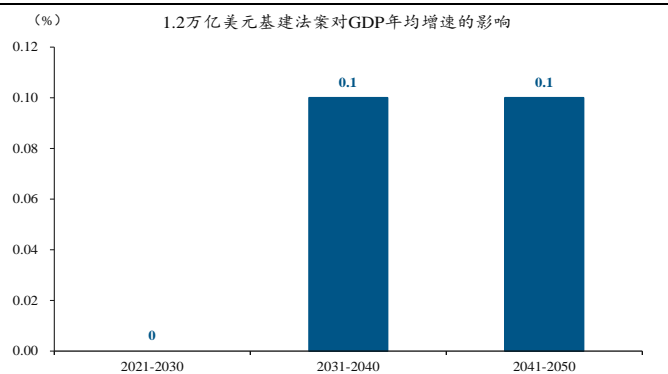
	星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
	1	2	3	4	5	6	7
8月	8	9	10	11	12	13	14
	15	16	17	18	19	20	21
	22	23	24	25	26	27	28
	29	30	31	1	2	3	4
	29	30	31	1	2	3	4
9月	5	6	7	8	9	10	11
	12	13	14	15	16	17	18
	19	20	21	22	23	24	25
	26	27	28	29	30	1	2

资料来源：US Congress、开源证券研究所

1.3、美国财政刺激计划的影响：对经济有利，阶段性可能扰动市场走势

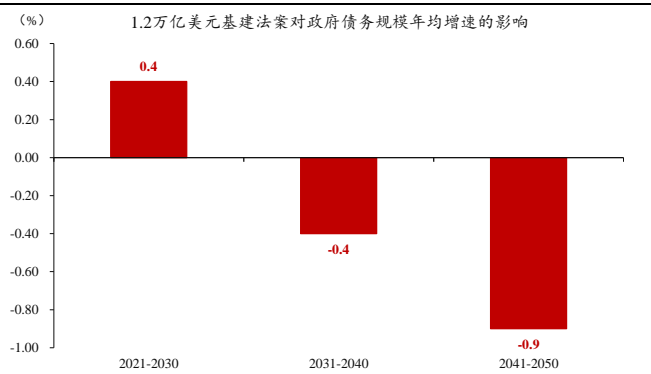
中长期来看，基建议案和预算议案落地后，将对美国经济产生积极影响。美国基础设施年久失修，全球范围内排名靠后。与此同时，近40年的持续减税，也让企业“荷包”满满、居民“日渐干瘪”；居民内部，中低收入群体与高收入群体的收入差距不断拉大。基建议案与包含对企业及富人加税的预算议案，落地后，将逐步改善美国的经济结构，并有效地缩小贫富差距。

图6: 1.2万亿美元基建法案对GDP增速产生积极影响



数据来源：PWBM、开源证券研究所

图7: 1.2万亿美元基建法案将减缓政府债务扩张速度



数据来源：PWBM、开源证券研究所

短期而言，由于债务上限协议可能被放入预算议案中，后者的立法进程，将直接决定美国政府能否正常运转。美国历史上，债务上限协定虽然都能达成，但过程常常因两党博弈而变得异常曲折。以2019年为例，时任总统特朗普与共和党耗费5个月，才与民主党达成跨党派的债务上限协议。放眼当下，为了减少共和党的干预，民主党很可能将债务上限协定放入到预算议案中，通过预算调解程序一并通过。

表5: 历史上，新的债务上限协议一般包含在两党预算法案中

旧债务上限豁免到期时间	新债务上限豁免通过时间	使用非常规现金措施的时间(天)	通过的法案
2015年3月	2015年11月	231	2015年两党预算法案
2017年3月	2017年9月	176	哈维飓风后3个月预算协议
2017年12月	2018年2月	63	2018年两党预算法案
2019年3月	2019年8月	153	2019年两党预算法案

资料来源：BPC、开源证券研究所

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_24629



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn