



宏观深度报告

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

《德邦证券宏观专题: 美联储货币政策框架和利率体系》

《本轮 taper 如何循序渐“退”——深度推演宽松缩减之路径》

拜登基建: 进展中的内忧外患

美国财政政策系列报告

投资要点:

- **核心观点:** 现阶段无论是基建政策的规模、时间、可持续性、实操性都存在较大不确定性, 预算决议在两党两院之间的反复横跳, 以及由此牵引出的债务上限等问题或给短期市场情绪带来扰动。更为重要的是, 在 blue wave 的最后时期, 拜登政府可能选择孤注一掷, 短期内强推 (reconciliation) 最后一波财政刺激也是存在可能性的。一旦财政刺激力度超过当前的市场预期 (甚至是联储预期水平), QE 退出的速度大概率超预期, 那么对美元快速升值的压力颇大。从中国人民银行的角度, 紧缩的美联储货币政策的外溢性和强美元, 都是对我国“以内为主”的货币政策基调的挑战, 不排除明年汇率和资本流动面临双重压力, 对国内货币的松紧程度造成制约。
- **近期参议院通过的法案与预算决议是拜登两项原定计划的分拆与重组。** 8月10日通过的 1 万亿美元的《两党基建投资与就业法案》较 3 月 31 日公布的 2.6 万亿美元美国就业计划规模相距甚远, 但是这并不意味着原美国就业计划中的剩下部分就此半途而废。余下部分将和 1.8 万亿美元的美国家庭及其他相关事项重组整合, 并以预算决议的形式发起。8月11日, 参议院民主党人士通过了一项 3.5 万亿美元的预算决议, 意图绕过共和党干涉, 通过预算和解程序实现美国就业计划与美国家庭计划的相关政策的落地。
- **预计《两党基建投资与就业法案》能顺利通过。** 于民主党而言, 《两党基建投资与就业法案》是美国就业计划的一个分支, 其立法对民主党政绩有利无害; 于共和党而言, 《两党基建投资与就业法案》符合部分共和党人的意志, 且共和党完全可以利用债务上限问题掣肘预算决议的通过, 不需要以《两党基建投资与就业法案》为要挟。所以, 在参议院占据了绝对票数优势的《两党基建投资与就业法案》大概率会在众议院顺利通过。
- **预算决议面临内忧外患, 后续进展道阻且长。** **内忧:** 众议院方面, 8月13日, 9位民主党保守派人士联名上书众议院议长 Pelosi, 表示在总统签字《两党基建投资与就业法案》前不会投票支持预算决议。参议院方面, 民主党保守派 Joe Manchin 与 Kyrsten Sinema (协助撰写《两党基建投资与就业法案》的两人) 在决议回到参议院时也有阻挠的可能。**外患:** 2022 财年预算决议没有提及债务上限。因此对债务上限的讨论将需要在参议院得到至少 10 名共和党人的支持。这意味着共和党仍可以以债务上限问题施压, 进而达到压降预算决议规模的目的。
- **秋后算账: 需注意 9 月以后到期政策的影响。** 1) 9月6日失业补助到期, 或将加速非劳动力回流至劳务市场, 提高劳动参与率、就业率, 强化 taper 预期; 2) 9月30日新冠疫情相关带薪病假补助到期, 意味着在职员工病假时间的缩短; 3) 10月3日暂停驱逐令到期, 或导致疫情在美国本土的加速蔓延; 4) 12月31日州与地方政府疫情基金到期, 或促使州与地方政府在四季度出现加速支出; 5) 12月31日各项税收延期/减免到期, 但如果预算决议顺利通过, 这些税收优惠或被永久化。
- **风险提示:** 《两党基建投资与就业法案》遭到众议院搁置或反对; 预算决议遭到参众两院民主党保守党反对或阻碍; 债务上限问题未能及时解决引发美国政府停摆或美国国债违约; 预算决议最终通过版中关于拜登基建政策较预期大幅缩水, 或实际政策落地效果大幅不及预期。



内容目录

1. 背景：拜登的“重建美好家园”三部曲	4
1.1. 美国救助计划（ARP）	4
1.2. 美国就业计划（AJP）	6
1.3. 美国家庭计划（AFP）	8
2. 现状：财政刺激的关键问题	8
2.1. 基建政策的规模真的缩水了吗？	8
2.2. 为何将 AJP 与 AFP 拆解重组？	9
3. 展望：后续如何演绎？对市场影响几何？	10
3.1. 后续演绎：内忧外患，决战新财年	10
3.2. 市场影响：情绪扰动大于实际影响	12
3.3. 政策到期：秋后还要算哪些账？	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 拜登“重建美好家园”三部曲首次提出时的规模对比.....	4
图 2: 美国救助计划明细	5
图 3: 美国就业计划与两个版本《两党基建投资与就业法案》中“核心基建投资”的规模对比	6
图 4: 美国就业计划与两个版本《两党基建投资与就业法案》中“交通基建投资”的规模对比	7
图 5: 美国家庭计划明细	8
图 6: 美国就业计划、美国家庭计划的分拆与两党基建投资与就业法案、预算决议的重组.....	9
图 7: FY 2022 预算决议流程表	11
图 8: 非国防设备(equipment)投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 9: 非国防设施(structure)投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 10: 非国防教育设施投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 11: 非国防交通设施投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 12: 非国防能源设施投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 13: 非国防高速公路与街道投资: 联邦 vs 州与地方政府	13
图 14: QE4 以来的劳动参与率、就业率及预测	14
 表 1: AJP 与两个版本《两党基建投资与就业法案》的明细对比 (单位: 十亿美元)	7

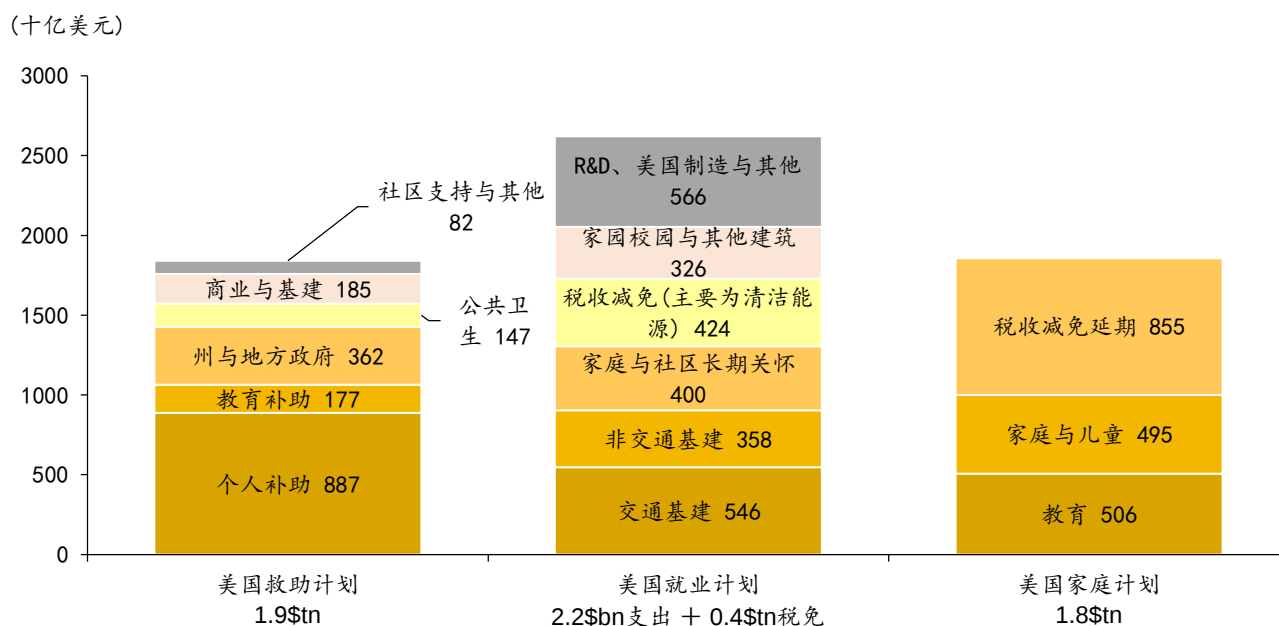
8月10日，美国参议院以69-30的绝对票数优势通过了1万亿美元的8年期《两党基建投资与就业法案（Bipartisan Infrastructure Investment and Jobs Act）》¹，其中包括5500亿美元的新增联邦基建投资。目前法案已从参议院递交至众议院。8月11日，美国参议院以50-49（民主党全票同意、共和党全票反对）通过了一项3.5万亿美元的带和解指示（reconciliation directive）预算决议，内容包括普及学前教育、可负担住房以及环保技术等²。目前，美国国会已进入夏季休会，众议院将于8月23日复会，并就上述法案与决议进行讨论、投票。

拜登上任以来一直奉行宽松财政政策以加速对经济的修复，今年以来美国也不断推出各种刺激经济的政策。那么，目前美国的基建计划进展到了哪里？刚在参议院通过的法案与决议有何关联？后续又会面临哪些内忧外患？我们梳理了拜登政府的“重建美好家园计划”三部曲最新进展，并就未来发展进行分析推演。

1. 背景：拜登的“重建美好家园”三部曲

“重建美好家园计划（Build Back Better Plan）”是拜登政府在新冠疫情蔓延、经济增长羸弱的背景下提出的一揽子宽松财政刺激计划。计划分为三个部分：分别是已完成立法的美国救助计划（the American Rescue Plan, ARP），和仍在推进中的美国就业计划（the American Jobs Plan, AJP）与美国家庭计划（the American Families Plan, AFP）。

图1：拜登“重建美好家园”三部曲首次提出时的规模对比



资料来源：CRFB，德邦研究所

注：因数据四舍五入问题，各项数据加总后可能与总值有微小差异，下同。

1.1. 美国救助计划（ARP）

美国救助计划旨在快速修复疫情冲击下的美国经济。其议案于2021年1月14日首次提出，内容借鉴了不少特朗普政府2020年3月的《关怀法案（CARES

¹ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/08/10/remarks-by-president-biden-on-the-senate-passage-of-the-bipartisan-infrastructure-investment-and-jobs-act/>

² <https://www.reuters.com/article/idCNKBS2FC0Z8?edition-redirect=ca>

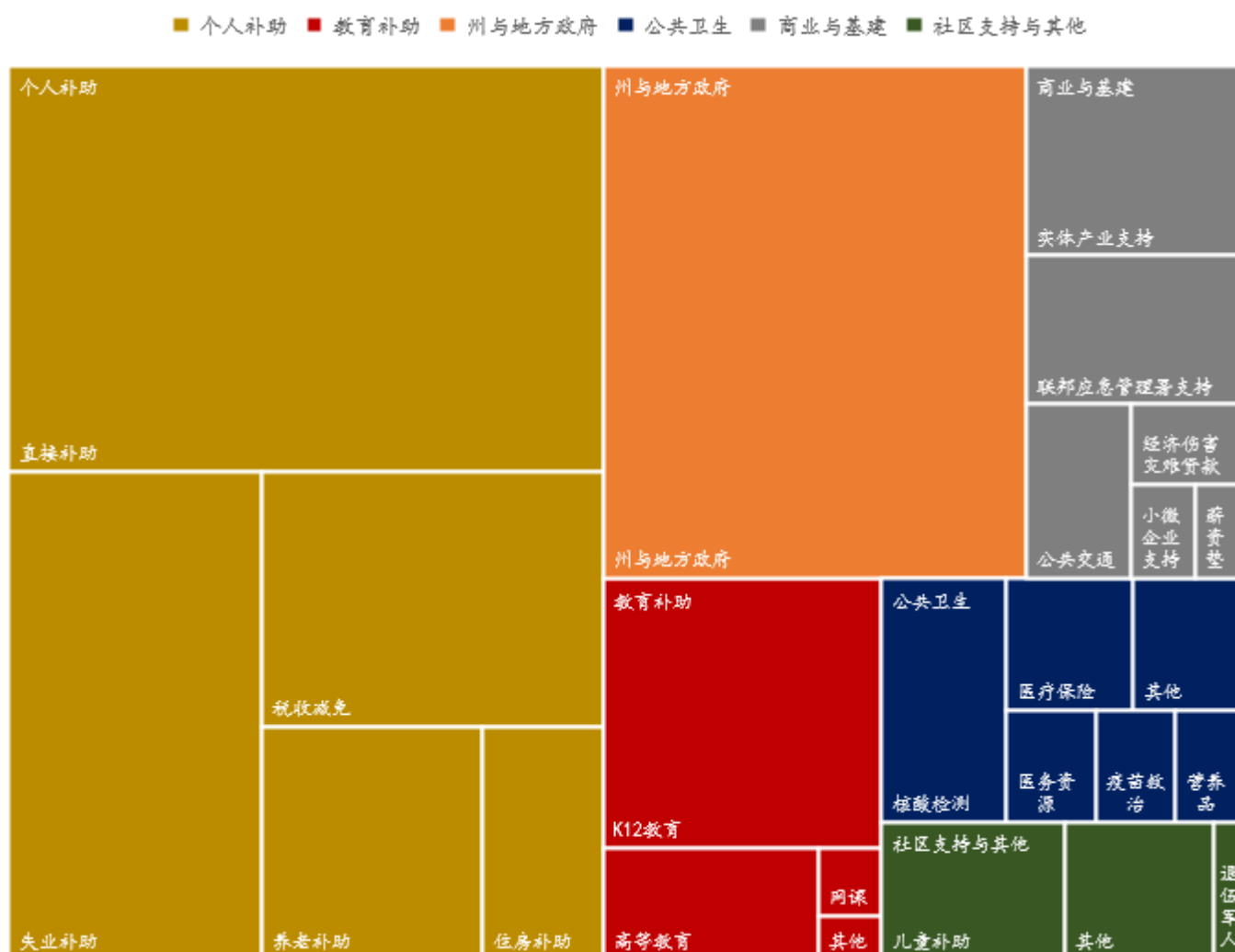
Act)》与 2020 年 12 月的《综合拨款法案 (Consolidated Appropriation Act)》。

新官上任三把火，为了保证美国救助计划的快速落地，参议院民主党人士于 2021 年 2 月 2 日就相关预算决议 (budget resolution) 展开辩论，并以和解程序 (budget reconciliation) 的方式通过了 ARP 的决议。2 月 8 日，1.9 万亿美元的相关立法草案出炉，并分别于 2 月 27 日、3 月 6 日在参众两院通过，最终由总统拜登于 3 月 11 日签署生效。

根据美国国会公示的《美国救援计划法案 2021(H.R.1319 - American Rescue Plan Act of 2021³)》，美国救援计划主要针对个人、教育、州与地方政府、公共卫生、商业与基建、社区支持六个板块进行财政救助。

这里最重要的是个人补助，共计 8869 亿美元。其中针对年收入不足 7.5 万美元的个人或 15 万美元的家庭进行的 1400 美元/人的直接补助 (Direct Financial Payment) 合计 4037 亿美元，延长大流行失业援助 (Pandemic Unemployment Assistance, PUA) 的相关失业补助合计 2058 亿美元。失业补助的延期将于 9 月 6 日结束，这将有利于非劳动力加速回流至劳务市场，提升劳动参与率与就业率。

图 2：美国救助计划明细



资料来源：CRFB，德邦研究所

³ <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/1319/text>

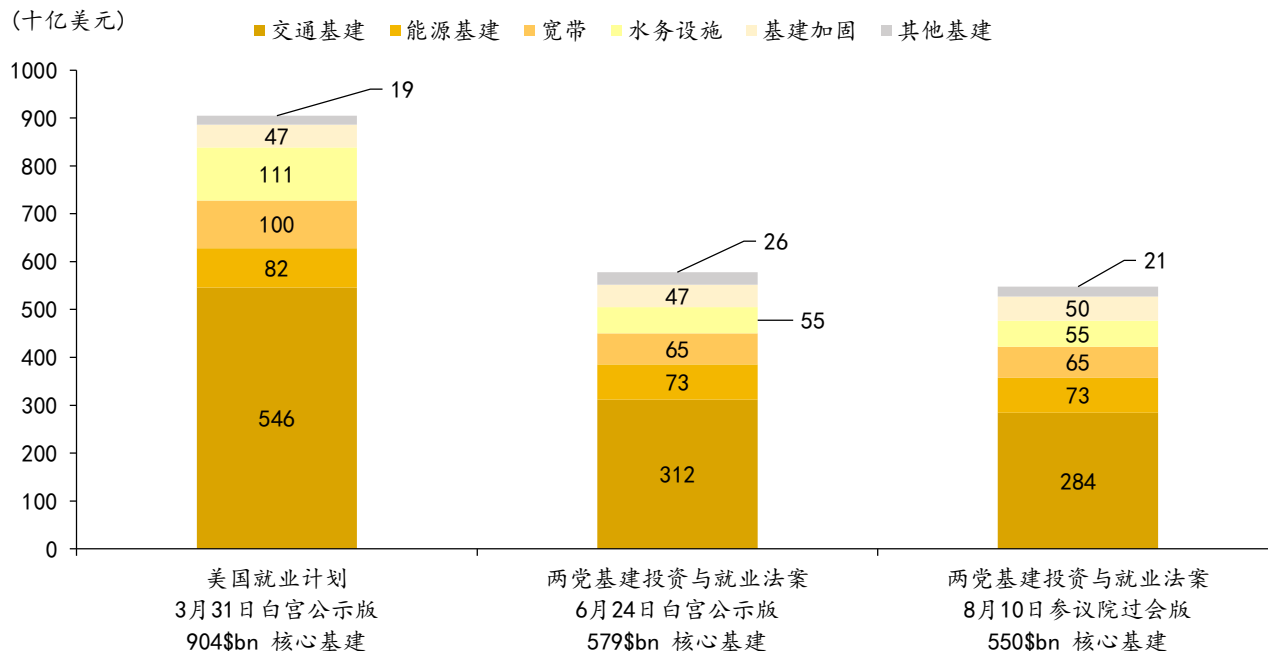
1.2. 美国就业计划 (AJP)

美国就业计划由拜登政府于 2021 年 3 月 31 日提出，拜登本人称之为“以变革之力重塑民族经济(a transformative effort to overhaul the nation's economy)”。根据白宫 3 月 31 日发布的《美国就业计划说明书 (FACT SHEET: The American Jobs Plan)》，美国就业计划为期 8 年，每年将使用 1% 的 GDP 用于更新基础设施、重振制造业、投资基础科学研究、强化供应链等，预计总规模为 2.6 万亿美元 (2.2 万亿美元的支出与 0.4 万亿美元的清洁能源税收减免)。与此同时，拜登宣布计划将企业税从当前的 21% 提升至 28%，非汇回美国本土的海外收入税率将从 10.5% 增加一倍至 21%，并预计这项举措将在 15 年内带来 2 万亿美元的税收收入，以平衡前述基建政策带来的政府开支。

6 月 24 日，白宫公告称，国会参议院跨党派小组已就美国就业计划中的部分内容达成一致，总统拜登与副总统哈里斯对这项 1.2 万亿美元的两党基建框架 (Bipartisan Infrastructure Framework) 表示支持。根据白宫披露，两党基建框架中有 5790 亿美元涉及核心基建投资。从可比口径看，这较 2.6 万亿美元 AJP 中 9040 亿美元的核心基建投资有明显缩水。

7 月 28 日，总统与跨党小组就前述跨党基建框架中的一项《两党基建投资与就业法案 (Bipartisan Infrastructure Investment and Jobs Act)》达成一致。法案中的新增联邦基建投资规模为 5500 亿美元。这项法案于 8 月 10 日在参议院以 69-30 的绝对优势投票通过，并将于 8 月 23 日夏休复会后在众议院展开讨论。

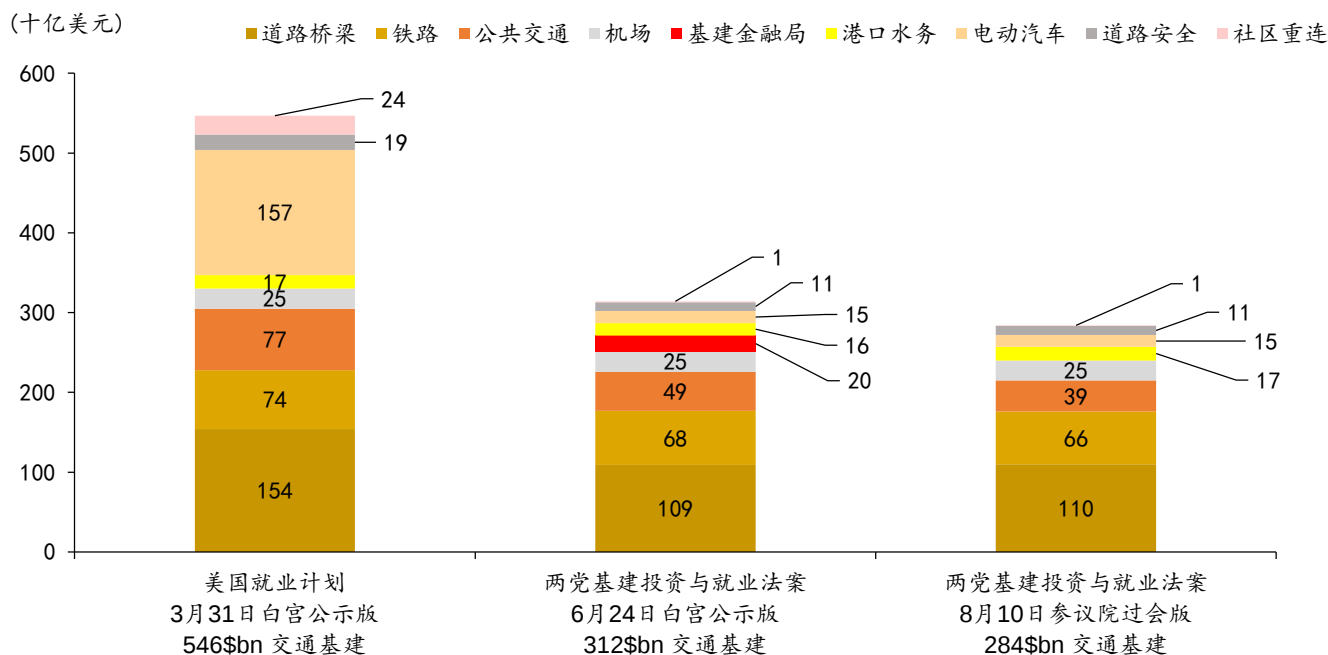
图 3：美国就业计划与两个版本《两党基建投资与就业法案》中“核心基建投资”的规模对比



资料来源：CRFB，德邦研究所

从核心基建的规模上看，6 月 24 日白宫公示版的《两党基建投资与就业法案》较 8 月 10 日参议院过会版的总体变化不大，规模从 5790 亿美元小幅度下调至 5500 亿美元。相对削减明显的是交通基建，从 3120 亿美元削减至了 2840 亿美元，主要是砍掉了 200 亿美元的基建金融局支出与 100 亿美元的公共交通支出。

图 4：美国就业计划与两个版本《两党基建投资与就业法案》中“交通基建投资”的规模对比



资料来源：CRFB，德邦研究所

但是《两党基建投资与就业法案》与 AJP 之间的差异则较为明显。以 3 月 31 日白宫公示的 AJP 与 8 月 10 日参议院通过的《两党基建投资与就业法案》作对比，可发现核心基建设施的总体规模从 9040 亿美元削减至 5500 亿美元，削减幅度近乎腰斩。具体看：1) 交通基建削减幅度最大，一共削减了 2620 亿至 2840 亿美元，其中道路交通削减 440 亿至 1100 亿美元，公共交通削减 380 亿至 390 亿美元，电动汽车幅度最大，削减了 1420 亿至 150 亿美元；2) 宽带削减了 350 亿至 650 亿美元；3) 水务设施削减了 560 亿至 550 亿美元。

表 1：AJP 与两个版本《两党基建投资与就业法案》的明细对比（单位：十亿美元）

科目	美国就业计划 3 月 31 日白宫公示版	两党基建投资与就业法案 6 月 24 日白宫公示版	两党基建投资与就业法案 8 月 10 日参议院过会版
交通基建	546	312	284
道路桥梁	154	109	110
铁路	74	68	66
公共交通	77	49	39
机场	25	25	25
基建金融局	0	20	0
港口水务	17	16	17
电动汽车	157	15	15
道路安全	19	11	11
社区重连	24	1	1
能源基建	82	73	73
宽带	100	65	65
水务设施	111	55	55
基建加固	47	47	50
其他基建	19	26	21
核心基建合计	904	579	550

资料来源：CRFB，德邦研究所

注：其他基建包括环境补救、西部水储、超级基金、废弃矿井

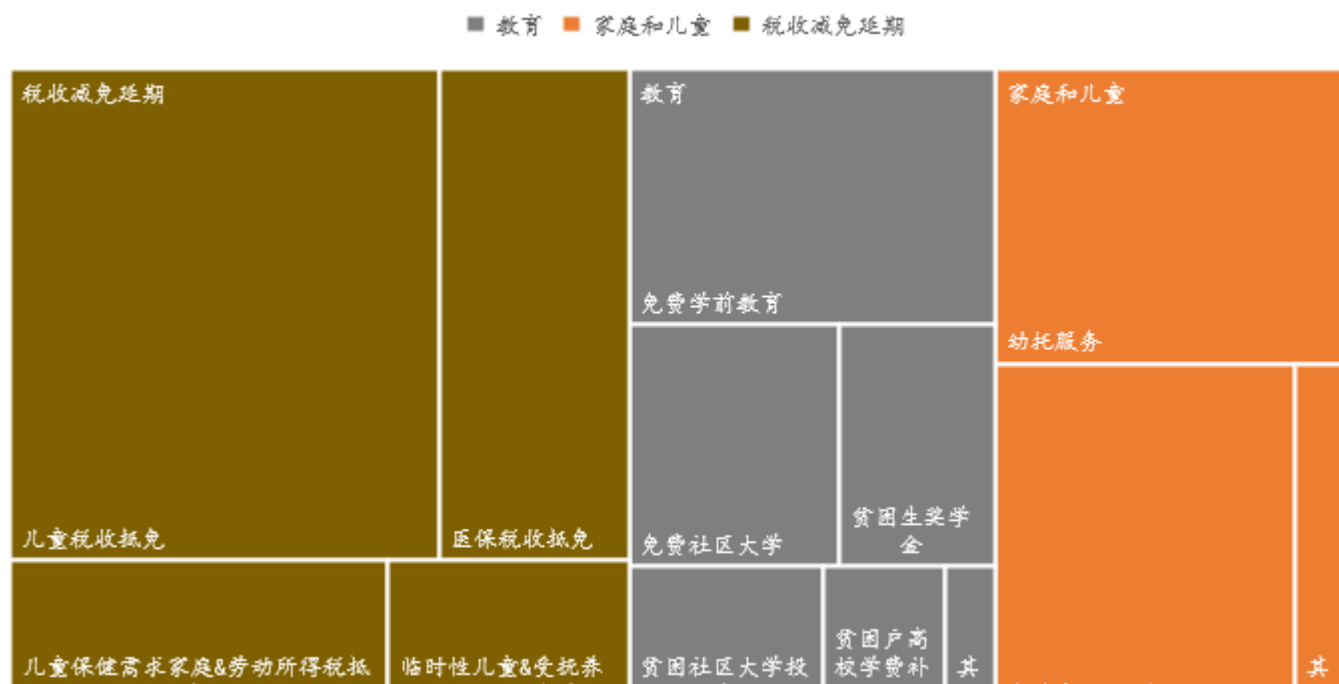
毫无疑问上述削减是两党博弈的结果，或者说是民主党为争取到共和党在国会两院的支持所做出的妥协与让步，这其中对电动汽车支出的大幅削减最为典型：因为共和党一般代表传统产业（例如汽油车），民主党则通常支持新型产业（例如替代传统汽油车的新能源汽车），因此在电动汽车上的支出削减是民主党向共和党非常明显的妥协行为。

但此次削减并不意味着拜登基建政策的缩水，因为余下部分将被纳入新财年预算中，以带和解指示的预算决议的方式绕过共和党，这点我们将在后文详述。

1.3. 美国家庭计划（AFP）

美国家庭计划由拜登政府于 2021 年 4 月 28 日宣布，计划总期限为 10 年，总规模为 1.8 万亿美元，主要分为教育、家庭与儿童、税收减免延期三个部分，三者规模分别为 5060、4950、8550 亿美元。从明细可看出，税收减免致力于将美国就业计划中的各种临时性抵免永久化，而教育、家庭和儿童方面的支出则是为了弱化贫富差距，为低收入家庭提供更公平的教育等资源条件机会。

图 5：美国家庭计划明细



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_25306

