

## 基建加税加速推进，拜登新政如何影响资本市场？

证券研究报告

2021年08月25日

## ● 核心结论

基建政策规模缩减但有望在10月落地；加税政策并入社会福利政策，有望通过预算和解流程落地。北京时间8月25日美国众议院通过了2022财年财政预算决议，意味着3.5万亿美元社会基础设施建设和加税计划将可以通过预算和解流程立法，美国参议院称在9月15日前将开启这一程序。此外，国会休会结束后众议院还将对8月11日已在参议院高票数通过的《投资美国法案》进行投票，该部分基建政策亦有望在10月正式通过。假若上述政策可按预期落地，则美国政府将在未来5-8年给予新能源领域约3770亿美元财政支持、给予传统基建约3740亿美元财政支持。

**基建与加税政策背景：**美国社会从“追求效率”到“追求公平”切换。美国社会贫富分化程度可能会引发两党政治影响力的此消彼长。去年特朗普败选则极有可能说明共和党的政治影响力开始下降，美国社会再次由“效率”主导阶段转向“公平”主导阶段。拜登上台后无论是“基建补短板”政策还是“劫富济贫”加税都迎合了这一阶段的美国社会的核心诉求。

**基建与加税政策目的：**中短期为大选铺路，长期补短板。中短期看，第一，高通胀形势仍未降温，令美国民众对消费前景产生担忧，亦影响拜登民调，加税政策为基建落地后的美国经济降温、并熨平未来3-4年经济增长；第二，民主党的票仓则集中于中低收入群体，是二次分配以及基建（提振就业）的主要受益者，也为了更快兑现政策红利，拜登税改与基建政策最迟于2022年初实施；第三，拜登有意在年内释放美股风险，压低基数为任内成绩做铺垫。长期看，基建和加税将为美国经济补短板、为政府降杠杆并缩小贫富差距。

**基建与加税的影响：**短期利空美股；中期利多商品；长期利空长久期资产、利多短久期资产。1) 目前的基建与加税政策仍以拜登政府3月31日公布的“美国就业计划”为蓝本，后者涉及5项税收政策，短期将削弱美股EPS，加税靴子落地美股或将现急跌。2) 拜登基建力度虽不大，但一旦落地仍会加大部分实物资产需求，同时资源品供给仍存在较大约束，多数商品库存也并不高，美国基建落地可能是触发部分大宗商品进入半年左右上行期的催化剂。3) 长期看政府杠杆率下降意味着QE将不被需要，缩小贫富差距诉求下意味着需要提高机会成本，加上美国人口结构有所改善，未来10年10Y美债收益率或将进入小步慢跑的上行阶段。以美国互联网科技股为代表的长久期资产将受损；诸如核心消费的短久期资产将跑赢。

**若美股急跌AH股或受波及；**国内“两下一上”宏观面也可能会引发A股指数出现短期调整。A股及H股在美股调整之时也将受到情绪影响而走低，类似2018年Q4和2020年3月。此外，若《宏观视角下：A股因何抱团？风格何时切换？》提到的“两下一上”组合出现也可能会引发A股短期调整。

风险提示：新冠疫情变异风险；经济运行风险；政策风险。

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 联系人



王焱



15623333301



wangshen@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

一、拜登基建与加税政策两步走 .....	4
1.1 加税政策并入社会福利政策，有望通过预算和解流程落地 .....	4
1.2 基建政策规模缩减，但有望在 10 月落地 .....	7
二、基建与加税既符时代趋势，亦为竞选所需 .....	8
2.1 基建与加税政策背景：美国社会从“追求效率”到“追求公平”切换 .....	8
2.1.1 美国民主及共和两党执政理念及其影响 .....	8
2.1.2 美国社会贫富分化程度与两党政治影响力 .....	10
2.1.3 特朗普未能连任或许说明美国社会重新由追求效率转向追求公平 .....	11
2.2 基建与加税政策目的：中短期为大选铺路，长期补短板 .....	11
2.2.1 加税政策为基建落地后的美国经济降温、熨平未来 3-4 年经济增长 .....	11
2.2.2 基建和加税政策有助于巩固中期选举优势 .....	13
2.2.3 拜登有意释放年内美股风险，为执政中期成绩做铺垫 .....	14
2.2.4 长期看，基建与加税组合拳有三个目标 .....	14
三、基建与加税的影响：短期利空美股；中期利多商品；长期利空长久期资产、利多短久期资产 .....	15
3.1 加税政策将削弱美股 EPS，美股有望在 9-10 月出现短期急跌 .....	15
3.1.1 拜登加税政策暂有五项重点内容，招招打击美股 EPS .....	15
3.1.2 加税削弱 EPS；高估值美股或现短期急跌 .....	17
3.2 基建催化大宗商品牛市；长期利空长久期资产，利多短久期资产 .....	18
3.3 美股急跌将波及 A 股 H 股；国内“两下一上”宏观面也可能会引发 A 股指数调整 .....	18
四、风险提示 .....	21
4.1 新冠疫情变异风险 .....	21
4.2 经济运行风险 .....	21
4.3 政策风险 .....	21

## 图表目录

图 1：美国财政预算流程 .....	4
图 2：美国预算和解流程立法程序 .....	5
图 3：美国个人所得税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期 .....	9
图 4：美国企业税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期 .....	9
图 5：美国两党执政期间对于税收梯度的倾向 .....	9
图 6：美国 top1% 和 bottom90% 收入水平的群体拥有的财富占比 .....	10
图 7：美国低收入家庭、中等收入家庭及高收入家庭占比（%） .....	11

图 8: 美国两党执政期间对私人部门税收的影响 .....	11
图 9: 美国 CPI 同比 .....	12
图 10: 拜登支持率 .....	12
图 11: 2020 年美国大选中不同年收入群体内部投票结构 .....	13
图 12: 美国有无基建与加税政策对于政府杠杆率的影响 .....	15
图 13: 1993-2017 年美国分层企业所得税率 .....	15
图 14: OECD 国家法定企业税率 (%) .....	16
图 15: 企业税后利润同比拉动结构 .....	17
图 16: 2019 年标普 500 各行业海外营收占比 (%) .....	17
图 17: 标普 500、上证综指和恒生指数 (右轴) .....	19
图 18: “茅指数”同比涨跌幅与中国制造业 PMI (剔除 2020 年 2 月数据) .....	19
图 19: 宁组合指数与 10 年期国债收益率 (%) .....	20
图 20: 申万采掘业指数与 PPI 同比 (%) .....	20
图 21: 申万化工行业指数与 PPI 同比 (%) .....	20
图 22: 申万钢铁行业指数与 PPI 同比 (%) .....	20
图 23: 申万有色金属行业指数与 PPI 同比 (%) .....	20
图 24: 南华工业品指数同比、CRB 工业品指数同比与中国 PPI 同比 (%) .....	21
表 1: 3.5 万亿美元财政预算决议新增开支 vs 美国家庭计划和美国就业计划对应内容 .....	5
表 2: 投资美国法案 .....	8
表 3: 美国两党税收政策倾向 .....	10
表 4: Moody 对于各种财政政策组合下 GDP 预测 .....	13
表 5: 80 年代以来历届总统任内标普 500 指数年度收益率 (%) .....	14
表 6: 上世纪 50 年代以来标普 500 指数 18 次幅度超过 15% 的调整 .....	18

## 一、拜登基建与加税政策两步走

### 1.1 加税政策并入社会福利政策，有望通过预算和解流程落地

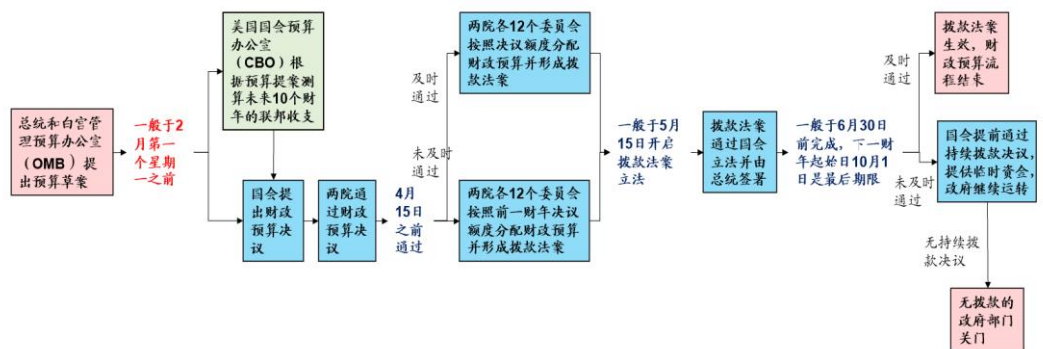
北京时间8月25日美国众议院通过了包括3.5万亿美元社会基础设施建设和加税计划的财政预算决议，此前该决议已经在8月11日通过了美国参议院。财政预算决议通过国会后，3.5万亿美元社会基础设施建设和加税计划将通过预算和解流程立法，美国参议院称在9月15日前将开启这一程序。

财政预算决议的通过意味着民主党将通过预算和解流程“强推”政策落地。理论上，每年初美国总统会提出新一财年（每年10月到次年9月为一财年）的财政预算要求，并由国会预算办公室（CBO）给出未来1年及10年的财政预算展望。参众两院预算委员会根据总统预算要求和CBO出具的报告，提出国会财政预算决议。预算决议是美国财政预算流程中一项需要在众议院和参议院通过（50票即可）的不具有法律约束力的两党共识，为该财年财政预算、委员会预算分配和预算变更提供额度限制，并可能对财政收支和债务限额变更法案提供和解流程指令。

该决议落地前，两党在加税和社会基础设施建设上存在较大分歧并意味着参议院共和党人将对其落地进行阻挠。阻挠手段是通过“冗长辩论”阻止执政党推动立法。目前民主党对众议院有绝对话语权、但在参议院仅占50席，加上副总统贺锦丽的一票也仅是勉强拥有简单多数席位。而绕开“冗长辩论”需要60票绝对多数同意，是当下民主党难以满足的。

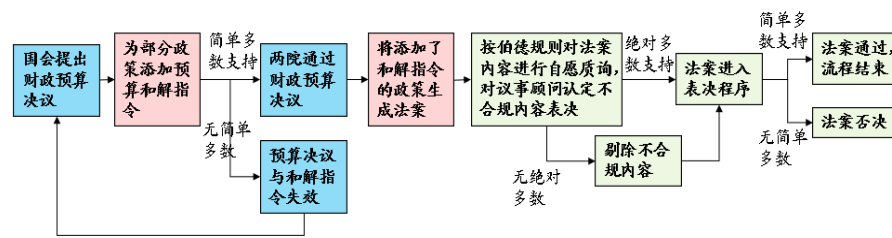
因此拜登政府将诉诸于预算和解流程（Reconciliation），该流程对辩论时长设置了上限从而使得“冗长辩论”失效，即法案仅需简单多数50票即可通过。美国参议院将3.5万亿美元社会基础设施建设和加税计划纳入财政预算决议正是为了推动预算和解流程、令该计划快速落地。

图1：美国财政预算流程



资料来源：CFRB，西部证券研发中心

图 2：美国预算和解流程立法程序



资料来源：美国国会，西部证券研发中心

表 1：3.5 万亿美元财政预算决议新增开支 vs 美国家庭计划和美国就业计划对应内容

拨款部门	3.5 万亿美元财政预算决议新增开支		美国家庭计划和美国就业计划	
	具体内容	支出金额 (亿美元)	具体内容	支出金额 (亿美元)
农业、营养和林业委员会	建设农业保护、干旱和林业项目，以帮助减少碳排放并防止野火等自然灾害 农村建设以及对农村地区新能源项目进行投资 进行农业方面的气候研究，并建立相关研发设施 庄稼种植补贴 育儿营养项目 债务豁免	1350	扩大对儿童和家庭的营养援助 农村合作计划	450 50
银行、住房和城市事务委员会	通过延续之前的住房补贴投资项目用于继续建设、保存美国人民可负担的房屋 通过首付援助，租赁援助和其他住房所有权倡议措施提高房屋的可负担性 通过重启社区土地信托、社区发展助款项目 (CDBG) 投资、区域划分、土地使用和交通改善等项目促进社区的投资、发展和振兴，同时持续建设适宜居住的房屋 注重公共房地产投资和房屋可持续发展项目	3320	建造、维护和翻新超过 200 万套房屋和商业建筑 学校现代化改造	2130 1370
商业、科学和技术委员会	科技、交通等领域的投资 科学技术、生产技术、经济领域的研究工作 通过政府基金进行海洋投资，并改善海岸环境 用于国家自然科学基金研究与科技理事会	830	气候相关技术以外研发投资 投资医疗与战略性储备	1450 300
能源和自然资源委员会	清洁能源消费者补贴项目 电气化住房消费者补贴项目 为清洁能源制造和汽车供应链技术发展提供资金支持 联邦政府节能材料采购项目 气候研究 国家能源研究所研发基建项目 地下采矿项目	1980	联邦政府采购清洁能源产品 投资气候变化相关技术 强化关键产品供应链	460 350 1000

	内政部项目			
环境与公共工程委员会	<p>用于资助如太阳能发电等环境友好型科技的清洁能源资金项目</p> <p>进行提升清洁水资源可负担性、环境保护等环境友好型投资项目</p> <p>美国环境保护署气候研究项目</p> <p>联邦政府节能建筑、绿色建材投资项目</p> <p>区域经济发展、转型项目</p> <p>清洁能源交通工具投资</p> <p>征收甲烷污染费以减少碳排放</p>	670		
金融委员会	<p>带薪休假</p> <p>扩大医疗保险范围，以缩小不同医保项目之间的差距</p> <p>将牙科、眼科、耳科医疗项目纳入医保范围，同时降低医保项目的年龄</p> <p>解决医保项目供应商过少的问题</p> <p>儿童医保项目税收抵免政策</p> <p>注重对老年及残疾群体的长期养护</p> <p>清洁能源、生产、交通税收激励政策</p> <p>确保医保项目提供的公平性</p> <p>州、地区税收抵免政策</p> <p>其他金融委员会管辖范围内的项目</p> <p><b>资金来源：</b></p> <p>企业所得税和海外税收改革</p> <p>提高富人应纳税所得额</p> <p>提升税务局执法有效性</p> <p>医保储蓄</p> <p>碳污染收费</p>	-10	<p>扩大医疗补助 (Medicaid) 长期护理服务覆盖范围；建立家庭护理从业者工会</p> <p>托儿服务费用补贴</p> <p>提供全面的带薪病假和事假</p> <p>在孕产妇保健方面进行投资</p> <p>延长托儿服务费用的税收抵免</p> <p>延长个人所得税抵免</p> <p>维持为无子女工人提供的劳动所得税抵免</p> <p>延长儿童税收减免</p> <p>延长《平价医疗法案》补贴</p> <p><b>资金来源：</b></p> <p>企业所得税和海外税收改革</p> <p>提高富人应纳税所得额</p> <p>提升税务局执法有效性</p> <p>取消对化石燃料行业数十亿美元的补贴以及外国税收抵免</p> <p>对高收入雇员征收 3.8% 的医疗保险税</p> <p>永久扩大当下对于超额损失的限制</p>	<p>4000</p> <p>2250</p> <p>2250</p> <p>10</p> <p>8000</p> <p>-35000</p>
印第安事务委员会	<p>印第安人医疗项目及医疗设施建设</p> <p>印第安人教育项目及教育设施建设</p> <p>印第安人住房项目</p> <p>印第安人能源项目</p> <p>印第安人环境项目</p> <p>印第安语项目</p> <p>印第安人农产品项目</p> <p>印第安人事务局 (Bureau of Indian Affairs) 目前正在执行的项目</p>	205		
国土安全和政府事务委员会	<p>联邦政府交通工具电力化项目</p> <p>联邦政府建筑物电力化项目</p> <p>改善联邦建筑的网络安全性</p>	370		

	边境管理投资 清洁材料采购			
司法机构委员会	为合格移民提供永久居住权 边境安全投资 社区暴力行为干涉项目	1070		
卫生、教育、劳工和 养老金委员会	提供免费的3-4岁的儿童通用学前班 为工薪家庭的孩子提供照看服务 社区学校学费减免 投资HBCUs、MSI、HSI、TCUs和ANNHIs等项目 增加佩尔奖学金的最高奖励 学校基础设施，学生成就奖学金，以及教育工作者奖金 投资保健基础设施，包括社区卫生中心、国家卫生服务团、护士团和教学卫生中心研究生医学教育 对孕产妇、行为和种族卫生公平投资 为下一次疫情采取预防措施 员工发展和工作培训 增强劳动相关执法和处罚 民间气候组织资助	7260	社区大学两年免费 使得3-4岁儿童普遍享有免费的高质量学前教育 为低收入和中等收入的少数族裔大学生提供补助 为学生提供支持，提高学生的学习成绩 提高师资数量和质量 补助少数族裔学校 提高大学毕业率 投资于劳动力技能培训	2000 1090 390 800 90 70 620 1000
小微企业委员会	改善小微企业目前面临的融资困难问题	250	投资小企业成长	310
退伍军人事务委员会	升级退伍军人委员会设施	180	升级退伍军人医院和联邦大楼	280
未知		0	重塑和振兴美国制造商和小型企业 剩余部分	880

资料来源：美国国会，西部证券研发中心

## 1.2 基建政策规模缩减，但有望在10月落地

8月11日美国参议院以较大票数优势通过了《投资美国法案》(INVEST in America Act)，该法案基于3月31日拜登提出的《美国就业计划》的传统基建部分，但规模上从9820亿削减至了5480亿美元(新开支部分，叠加原有基建开支规模为1万亿美元)，开支时间跨度也从8年缩减至5年。从具体项目看，各项支出均有缩减，缩减规模最大的为电动汽车基础设施和公共交通电气化部分，规模从1740亿美元降至150亿美元。该法案原定于8月23日开始在众议院投票表决，但由于众议院决定先推动财政预算决议的通过，所以该投票延后至国会假期之后。由于基建政策为美国两党共同诉求，通过概率较大，有望在10月正式通过。

此外，表1-2所示的两项法案，也即：《投资美国法案》及或于2022财年推动的3.5万亿美元预算案若可按预期落地，则美国政府将在未来给予新能源领域约3770亿美元财政支持、给予传统基建约3740亿美元财政支持。

表 2：投资美国法案

项目	内容	金额（亿美元）	
		1万亿基建法案	美国就业计划
道路、桥梁、重大工程	修复和重建我们的道路和桥梁	1100	1150
安全	改善交通运输系统中的安全保护	110	0
公共交通	建造现代化和扩大全国的交通和铁路网络，减少温室气体排放，为数百万美国人改善健康、可持续的交通选择	390	850
客货铁路		660	800
重新连接社区		10	200
电动汽车基础设施	在高速公路沿线、农村和弱势社区建立全国性的电动汽车（EV）充电器网络	75	1740
电动巴士/公交	电气化全国数千辆校车和公交车，以减少有害排放并推动国内零排放车辆和零部件的制造	75	
机场	修缮以缓解拥堵并减少排放	250	420
港口和水路		170	
水利基础设施	为多达 1000 万个美国家庭和 400,000 多所学校和儿童保育设施（包括部落国家和弱势社区）提供清洁饮用水	550	1110
宽带基础设施	为居民提供可靠的高速宽带	650	1000
环境修复	修复历史遗留环境问题	210	0
能源基础设施	升级电力基础设施，包括建造数千英里的新的、有韧性的输电线路，来支持可再生能源的开发	730	1000
有韧性的西部水利基础设施	使我们的社区更安全、基础设施更能抵御气候变化和网络攻击的影响	500	500
专项基金和其他		0	1050
总计		5480	9820
开支来源		紧急纾困基金、相关用户费用、加强数字货币相关税收执行、频谱拍卖所得收入	面向企业和跨国收入的税收改革计划

资料来源：美国国会，西部证券研发中心

## 二、基建与加税既符时代趋势 亦为音洗所重

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\\_25532](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25532)

