

不宜对美国财政刺激力度过于乐观

——拜登新政系列研究之七

报告导读/核心观点

不宜对美国财政刺激力度过于乐观。其中 1 万亿美元基建方案投资周期长达 10 年，分摊至单年投资规模有限，新批资金仅 5700 亿美元，其余为存量资金划拨；3.5 万亿财政预算框架由于赤字缺口过大，最终落地规模可能大幅缩水，向当前暂定的 1.8 万亿美元加税规模靠近，支出周期同样长达 10 年。今年以来美国市场已对基建预期进行较为充分的计价，一揽子方案对美国经济长期增速提升作用有限。预计美元 Q4 再度转弱、美债收益率反弹逐渐乏力背景下对国内货币政策制约较小，我们认为，2021 年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并形成股债双牛。美国刺激落地后不宜对国内周期股的连带影响过分乐观，权益市场我们继续看好科技成长股。

□ 1 万亿基建案投资周期长达 10 年，其中新批资金 5700 亿其余依赖存量资金

1 万亿美元基建方案投资周期长达 10 年，分摊至单年投资规模有限。其中新增部分仅 5700 亿美元，其余为存量资金划拨，不涉及加税。该方案最晚将于 9 月 27 日在众议院投票，预计足额落地。根据 CBO 测算，该方案未来 10 年将新增赤字约 2566 亿美元。基建新增的 5700 亿和昨夜众议院投票的 3.5 万亿预算框架是拜登两大旧方案拆分产物。拜登上半年先后推出 2.3 万亿美元的《美国就业计划》和 1.8 万亿美元的《美国家庭计划》。前者包含传统基建和新能源基建，主要通过企业加税提供资金；后者主要是社会福利支出，主要通过富人加税提供资金。上述方案被重新拆分组合后分头推进。两党分歧较小的传统基建单独形成方案；两党分歧较大的新能源基建、社会福利支出和加税被装入 3.5 万亿美元的综合财政预算方案，投资周期同为 10 年，最终落地方案规模与细节未定，昨日众议院投票过后仅仅是确定将通过财政调解的方式进行立法，预计最早 10 月前可能落地；9 月 15 日可能有草案生成。

□ 赤字缺口过大或使 3.5 万亿预算案落地规模大幅缩水，支出周期同样长达 10 年亟待落地的 3.5 万亿美元财政预算方案仅匹配 1.8 万亿美元的加税规模，赤字缺口极大，鉴于民主党内对财政纪律和加税规模存在分歧，预计方案将在加税规模基本维持不变的情况下削减支出规模，3.5 万亿预算案实际落地规模可能向 1.8 万亿美元的加税规模靠拢，支出周期同样长达 10 年。根据白宫 5 月公布的 2022 年财政预算，拜登整体秉承“以收定支”理念，大规模支出以征税为基础，总规模 4.1 万亿美元的《美国家庭计划》和《美国就业计划》未来 10 年给美国财政赤字带来的净增量仅 7990 亿美元。本次两项方案中，3.5 万亿美元预算案中加税仅能覆盖支出规模的 50%，剩余 1.75 万亿美元需要依赖举债解决；5700 亿基建方案还将增加 2560 亿美元赤字规模。合计未来 10 年赤字规模增加约 2 万亿美元，较此前方案增加 1.2 万亿美元。

□ 拜登一揽子方案落地后预计社会福利领域支出对经济的拉动作用大过基建投资基建和社会福利领域的支出周期均长达 10 年，并不是“短期下猛药”，其中社会福利支出的经济的拉动作用相对更强。

根据 CBO 测算，拜登政府推进 2.3 万亿基建的经济利益可能小于等额加税带来的经济损失。一方面，联邦投资效率是私人投资的 50%，加税推进基建的实质是以政府投资替代私人投资，整体来看降低投资效率。另一方面，联邦支出将挤出私人投资，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。此外，美国推进基建未必能如愿带来制造业回流，对潜在增速影响有限。制造业产业转移受人力成本和税负的影响较大，拜登加税后美国整体的税收环境恶化，基础设施的建设难以带来制造业的税收增加，财政收支难以形成闭环。《美国家庭计划》的本质则是富人加税用于低收入群体的社会福利支出。相当于盘活富人的存款逐步改善低收入群体的消费和就业。短期来看，低收入群体边际消费倾向更高，预计该方案对美国消费将有明显的提振作用；长期来看，该方案通过改善居民就业技能进一步提高劳动力参与率；对居民的生育意愿也有改善作用，有助于提升经济潜在增速。根据穆迪测算，10 年维度来看，两大方案整体对美国经济增速的改善作用有限。

□ 美股已持续计价基建预期，加税规模仍存不确定性但从历史看对美股影响可控投资部分，4 月拜登首提系列财政方案至今，市场已经对基建投资形成较为一致的预期。美国基建行业指数今年以来也在招工困难的情况下跑出了相对于标普 500 的超

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

报告撰写人： 李超

额收益，连带国内周期股不宜过分乐观。税收部分，当前民主党内部对加税幅度仍存在分歧，公司税和资本利得税两大税种的落地情况仍存不确定性。从历史经验来看，上述两大税种的加征对美股的影响有限，未来需持续观测其落地进展情况。美国历史上 5 次企业税上调和 4 次资本利得税上调对股市的冲击较为有限。站在当前时点，美股短期仍有上行动力，Q2 以来逐渐升温的回购预期也将是短期美股重要的支撑力量。但衰退预期下美股风格可能重新转向成长，财政和货币政策的不确定性可能使得美股震荡加剧（8 月全球央行年会和 9 月议息会议均是 Taper 明确指引的潜在窗口；9 月 6 日劳动节后拜登可能公布次任美联储主席提名，目前来看鲍威尔仍有极大可能连任）。

□ 美元短期高位震荡 Q4 转向下行，美债收益率 Q3 反弹但难及年内前高

美元方面，本轮反弹突破 93 已兑现我们前期“Q3 美元反弹至 93 一线”的判断。短期来看，在债务上限悬而未决、Taper 指引一触即发、疫情持续发酵等多重因素共振下，预计美元仍将维持高位震荡，Q4 起预计重回长期下行通道，年末美元指数可能重新下探 87-88 一线，财政刺激方案对美国经济长期潜在增速和全球产业转移趋势等美元长期决定因素的影响有限。美债方面，结合债务上限及就业复苏预期看，10 年美债收益率上行拐点大概率在 Q3 出现，但本轮反弹难破年内前高。美元再度转弱、美债收益率反弹逐渐乏力背景下对国内货币政策制约较小，我们认为，2021 年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

风险提示：美国经济复苏超预期导致收益率上行超预期；疫情严重复发导致政策节奏变化；债务上限长期搁置导致收益率上行超预期

正文目录

1. 1 万亿基建案将分 10 年开展投资，其中新批资金 5700 亿其余依赖存量资金	4
2. 赤字缺口过大或使 3.5 万亿预算案落地规模大幅缩水，支出周期同样长达 10 年	5
3. 预计社会福利领域支出对经济的拉动作用大过基建计划	6
4. 拜登系列方案落地对资本市场的影响几何？	8
风险提示	10

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（%）	7
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	7
图 3：美国基建行业指数与标普 500 指数对比	9
图 4：新能源各行业指数去年以来便持续计价系能源基建预期	9

表 1：5790 亿美元基建方案的部分主要构成部分	4
表 2：5790 亿美元传统基建投资的融资来源（十亿美元）	4
表 3：5790 亿美元传统基建投资对赤字的影响（亿美元）	5
表 4：35000 亿美元财政预算方案的主要构成部分	5
表 5：不同预算提案对预算赤字的影响（单位：十亿美元）	6
表 6：TaxFoundation 测算：拜登 2022 财年预算建议税收和支出变化的综合长期影响	8
表 7：穆迪测算：基建方案和个人福利支出方案对美国实际 GDP 增速的影响	8
表 8：S&P 500 指数在资本利得税率变化前后情况	9
表 9：美国历次加税对股市并无明显的冲击作用	9

1. 1 万亿基建案将分 10 年开展投资，其中新批资金 5700 亿其余依赖存量资金

1 万亿美元基建方案投资周期长达 10 年，分摊至单年投资规模有限。其中新增部分仅 5700 亿美元，其余为存量资金划拨，不涉及加税。该方案最晚将于 9 月 27 日在众议院投票，预计足额落地。根据 CBO 测算，该方案未来 10 年将新增赤字约 2566 亿美元。

新增的 5700 亿基建案和昨夜投票的 3.5 万亿预算案是拜登两大旧方案拆分产物。拜登于上半年先后推出 2.3 万亿美元的《美国就业计划》和 1.8 万亿美元的《美国家庭计划》。前者包含路桥等传统基建和新能源基建，主要通过企业加税提供资金支持；后者主要针对是美国国民的养护和培训等福利支出，主要通过富人加税提供资金支持。鉴于两党在新能源基建、国民福利支出和加税领域存在重大分歧。因此，上述两项方案被重新拆分组合后分头推进。

表 1：5790 亿美元基建方案的部分主要构成部分

	数量（十亿美元）
总计	579
交通	312
道路，桥梁，主要项目	109
公共交通	49
客运及货运铁路	66
电动汽车基础设施、电动交通工具	15
机场、港口和航道	41
其他基础设施	266
水利基础设施	55
宽带基础设施	65
电力基础设施，包括电网权限	73

资料来源：美国白宫，浙商证券研究所

表 2：5790 亿美元传统基建投资的融资来源（十亿美元）

规定	预算授权	财政赤字的影响
重新分配限制的疫情救助基金	-43	-22
延迟医疗保险支付	-51	-51
5G 频谱的出售收入	-10	-10
加密货币交易申报	-28	-28
扩大对 GSE 的收费	-21	-21
出售战略石油储备油	-6	-6
合计	-206	-173

资料来源：CBO，浙商证券研究所

表 3：5790 亿美元传统基建投资对赤字的影响（亿美元）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	21-26	21-31
总赤字变动	0	-43.62	89.70	292.03	377.39	597.01	537.75	391.01	234.51	160.62	-74.93	1312.54	2561.48
预算内	0	-43.62	89.70	292.03	377.39	597.06	538.00	391.56	235.35	161.82	-73.58	1312.59	2565.72
预算外	0	0	0	0	0	-0.05	-0.25	-0.55	-0.84	-1.20	-1.35	-0.05	-4.24

资料来源：CBO，浙商证券研究所

两党分歧较小的传统基建单独形成方案。两党分歧较大的新能源基建、个人福利支出和加税均被装入 3.5 万亿美元的综合财政预算方案，投资周期同样长达 10 年。该方案的规模与细节均未确定，但昨夜众议院投票过后当前已确定将通过财政调解（Budget Reconciliation）的方式进行立法。根据当前的立法进度和国会日程，预计最早 10 月前可能落地；9 月 15 日两院相应委员会将有草案生成。

表 4：35000 亿美元财政预算方案的主要构成部分

	数量（亿美元）
家庭、老年人、福利支出（全部由加税提供资金来源）	18000
农业投资（包含农业减碳）	1350
保障房及社区投资	3320
技术、研发投资	830
清洁能源和自然资源投资（电力等）	1980
清洁水、电动车以及绿色节能建筑投资	670
儿童教育、职业培训以及健康护理投资	7260
联邦设施的节能改造	370
安保项目投资	1070
印第安相关投资	205
小企业信贷项目投资	250
军人相关投资	180

资料来源：美国白宫，浙商证券研究所

2. 赤字缺口过大或使 3.5 万亿预算案落地规模大幅缩水，支出周期同样长达 10 年

亟待落地的 3.5 万亿美元财政预算方案仅匹配 1.8 万亿美元的加税规模，赤字缺口极大，鉴于民主党内对财政纪律和加税规模存在分歧，预计方案将在加税规模基本维持不变的情况下削减支出规模，3.5 万亿预算案实际落地规模可能向 1.8 万亿的加税规模靠拢，支出周期同样长达 10 年。

根据白宫今年 5 月公布的 2022 年财政预算，拜登的大规模支出主要以征税为基础，属于“宽支出”而非“宽财政”，对债务杠杆率的提升作用有限。分法案来看，总规模达到 4.1 万亿美元的《美国家庭计划》和《美国就业计划》未来 10 年给美国财政赤字带来的净增量约为 7990 亿美元。本次两项组合中，3.5 万亿美元的综合财政方案中，加税仅能覆盖支出规模的 50%，剩余 1.75 万亿美元需要依赖举债解决；5500 亿美元的方案中，国会预计未来 10 年共计增加 2560 亿美元的赤字规模。合计未来 10 年赤字规模增加约 2 万亿美元，相较此前方案增加约 1.2 万亿美元。

表 5：不同预算提案对预算赤字的影响（单位：十亿美元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2022-2026	2022-2031
预算赤字基准	3129	3670	1719	1148	1068	1176	1115	1134	1348	1291	1517	1660	6226	13176
占 GDP 比重	14.9%	16.7%	7.3%	4.7%	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.5%	4.2%	4.7%	5.0%		
2022 年预算提案														
实施“美国就业计划”	-	-	84	92	141	152	177	110	28	-35	-87	-133	645	529
实施“美国家庭计划”	-	-1	16	79	88	78	53	-9	-17	-9	-5	-2	312	270
非国防可自由支配支出，可为国防提供资金	-	-	19	53	59	56	54	48	40	32	23	10	241	393
偿还国债以及其他利息影响	-	-	-	-	3	9	15	22	25	27	30	31	27	163
总预算支出	-	-1	118	224	291	294	299	170	76	15	-40	-93	1226	1355
实施后的预算赤字	3129	3669	1837	1372	1359	1470	1414	1303	1424	1307	1477	1568	7452	14531
占 GDP 比重	14.9%	16.7%	7.8%	5.6%	5.3%	5.5%	5.1%	4.6%	4.8%	4.2%	4.6%	4.7%		

资料来源：美国白宫，浙商证券研究所

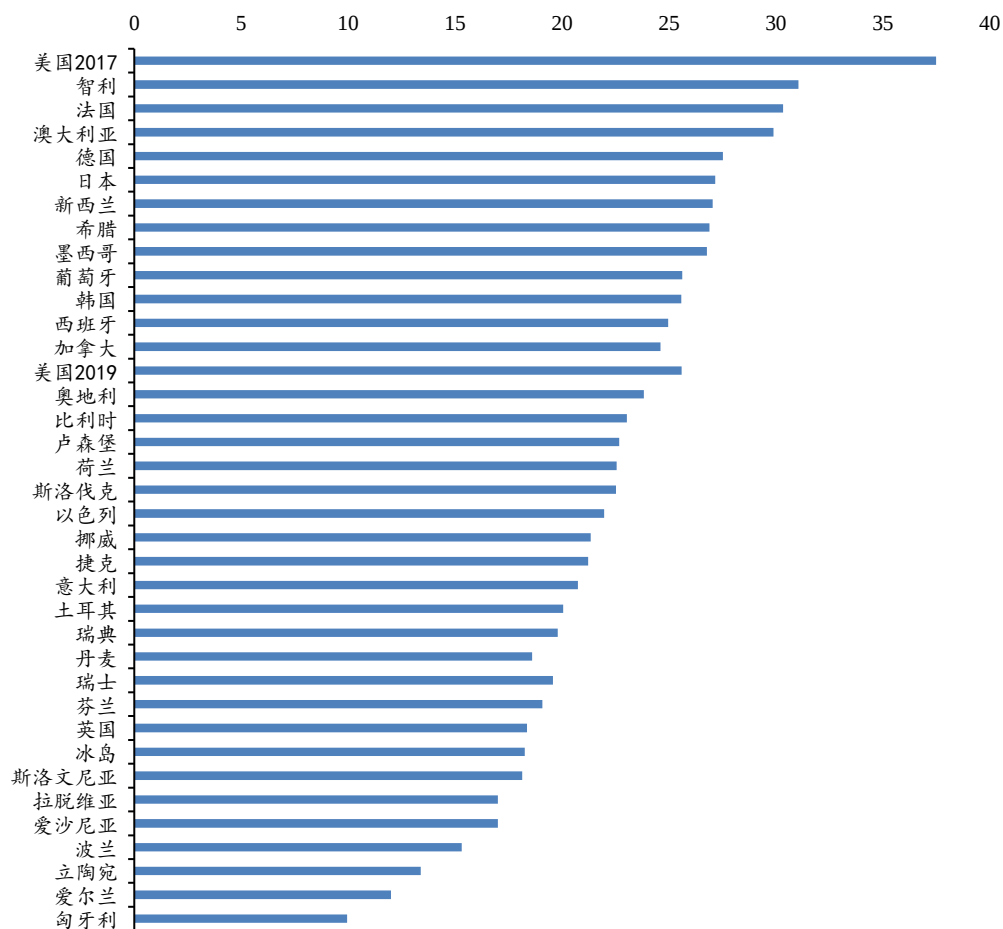
3. 预计社会福利领域支出对经济的拉动作用大过基建计划

综上，拜登未来的政策理念本质仍是此前《美国就业计划》和《美国家庭计划》的拆分。前者通过企业加税推进基建，后者通过富人加税推进社会福利建设。我们认为《美国就业计划》对于经济的拉动作用有限，《美国家庭计划》对经济的拉动作用可期。

从《美国就业计划》来看，国会预算办公室曾于此此前进行测算，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：一方面，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。另一方面，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%。

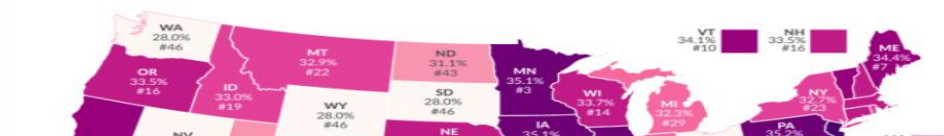
此外，美国推进基建未必能如愿带来制造业回流，对潜在增速影响有限。制造业产业转移受人力成本和税负的影响较大，在当前拜登的政策理念下，美国整体的税收环境恶化，基础设施的建设难以带来制造业的税收增加，财政收支难以形成闭环。根据 OECD 对全球范围内企业实际税率的统计，2019 年美国企业实际税率为 24.6%，在 37 个 OECD 国家中位列 13 位，高于非美国国家的平均水平 21.9%。拜登加征企业税后可能影响美国资本环境在全球范围内的竞争力。美国企业的整体实际税率往往略高于企业所得税水平（特朗普减税前，2017 年美国企业整体实际税率为 37.5%，对应彼时美国企业所得税率水平 35%；减税后整体实际税率 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



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_25937

