

基建法案落地意味着什么？

证券研究报告

2021 年 11 月 17 日

海外宏观专题（2021-11-17）

摘要

《基建设施与就业法案》已经签署落地，后续《重建美好未来框架》大概率也将于近期通过，拜登支出计划（后称“计划”）基本和盘托出。

然而经过多轮的谈判拉锯，最终落地的“计划”规模已大幅缩水。整体评估，“计划”虽然仍能起到平滑经济、避免经济失速的作用，可能推动国经济在今年年末到明年年初有阶段性扩张，但并不具备推动美国经济在更长时间强劲扩张的能力。对通胀中枢的抬升作用也相对较小。

结合对美国经济基本面的评估，我们判断当前美国经济整体已经过了周期高点。但受制于疫情，如消费、库存与汽车消费等部分仍未完全复苏，仍有实现阶段性扩张的潜力，前提是需要“计划”与低利率的配合。

在此情况下，美国经济突破前期高点的可能性不大，未来美债突破前期高点 1.78 的可能性相对有限。在美欧货币政策与基本面没有演变出明显差异的情况下，美元走强的可能性也不高。

而且考虑到当前美国经济对低利率环境的依赖，如果美联储被迫快速收紧货币政策，反而可能加速美债美元回落。

基于当前美国的宏观图景，未来美债美元所展现的外围环境，对央行货币政策与国内债市的影响相对可控，有利于央行保持独立性。

后续国内债市，更多还是要关注基本面的变化，以及政策的逻辑和应对。在目前政策利率不变的情况下，10 年国债中枢仍是 2.95%。

风险提示：国内外疫情发展超预期、拜登支出计划的经济影响超预期、国内外通胀走势超预期，国内外宏观政策调整超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

许锐翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080002
xuruixiang@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：鹤 21 转债，国内高性能纸基材料龙头-申购建议：积极申购》 2021-11-16
- 2 《固定收益：博杰转债：国内领先的工业自动化设备商-申购建议：积极申购》 2021-11-16
- 3 《固定收益：机构全面增配信用债-2021 年 10 月中债登和上清所托管数据点评》 2021-11-15

内容目录

1. 《基础设施与就业法案》与拜登支出计划的关系.....	3
2. 如何看待拜登支出计划的经济影响?	4
2.1. 拜登如何看待支出计划的经济效应?	4
2.2. 支出计划的预想能够实现吗?	6
3. 如何看待基建计划可能带来的外围影响?	9
4. 附录	12

图表目录

图 1:《基础设施与就业法案》新增 5500 亿美元分布 (亿美元)	3
图 2:《重建美好未来框架》1.75 万亿美元支出分布 (亿美元)	3
图 3: 分财年《基础设施与就业法案》支出 (十亿美元)	4
图 4: 分财年《重建美好未来框架》支出 (十亿美元)	4
图 5: 拜登支出计划对经济增长的影响 (%)	5
图 6: 拜登支出计划对失业率的影响 (%)	5
图 7: 拜登支出计划对劳动参与率的影响 (%)	5
图 8: 拜登支出计划对 CPI 的影响 (%)	5
图 9: 2022-2031 年法案对财政赤字的影响 (十亿美元)	6
图 10: 个人总收入与实际可支配收入环比 (%)	7
图 11: 居民边际储蓄率 (%)	7
图 12: 美国 CPI 当月同比预测 (%)	9
图 13: CPI 的彭博一致预期 (%)	9
图 14: 美债利率与期限利差 (%)	9
图 15: 美债利率与联邦政策利率 (%)	10
图 16: 美元汇率.....	10
图 17: 美国财政赤字率与政策利率调整 (%)	11
表 1: 美国居民消费环比贡献率 (%)	6
表 2: 私人部分固定资产投资 (十亿美元、%)	7
表 3: 美国非农就业情况.....	8
表 4:《基础设施与就业法案》的静态预算赤字 (十亿美元)	12
表 5:《重建美好未来框架》的静态预算赤字 (十亿美元)	13

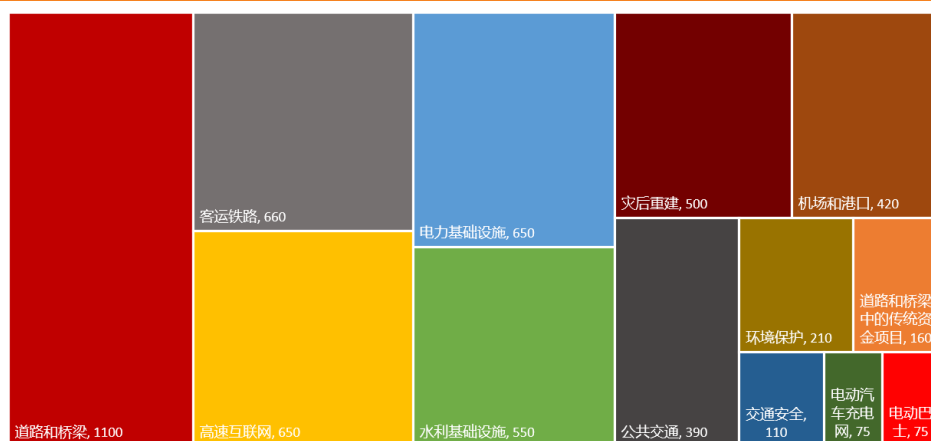
2021 年 11 月 15 日，拜登正式签署《基础设施与就业法案》(Infrastructure Investment and Jobs Act, IIJA)¹，这意味着什么？

1. 《基础设施与就业法案》与拜登支出计划的关系

昨夜拜登签署的《基础设施与就业法案》(IIJA)，正是之前市场讨论的《两党基建法案》落地版本的正式名称，是拜登《重建美好未来》(BBB) 支出计划的其中一部分。

未来 10 年，《基础设施与就业法案》计划在交通基础设施、环境修复、能源与水利、宽带等领域累计支出约 1.2 万亿美元，其中新增支出累计约 5500 亿美元。未来 5 年，该法案的计划支出约为 1 万亿美元。因此，市场对《基础设施与就业法案》(IIJA) 的称呼又有 5500 亿美元、1 万亿和 1.2 万亿美元基建计划几个称呼。

图 1：《基础设施与就业法案》新增 5500 亿美元分布（亿美元）

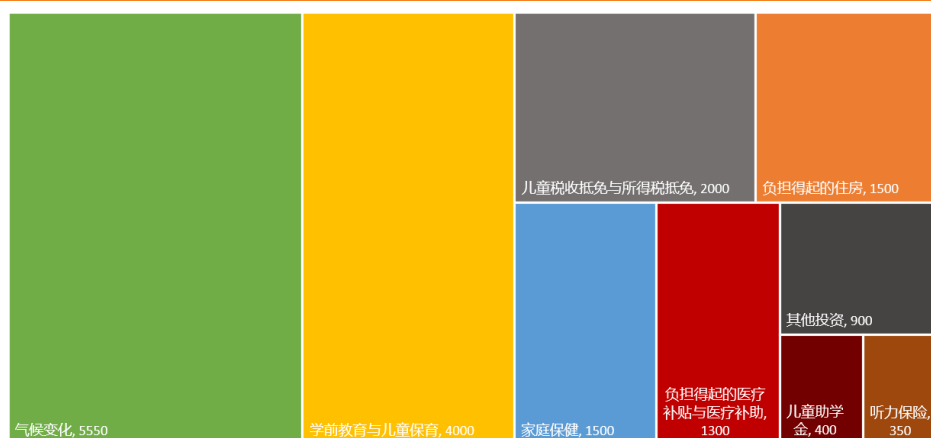


资料来源：白宫、天风证券研究所

拜登《重建美好未来》(BBB) 支出计划的其他部分，则重组为了《重建美好未来框架》(BBB Framework)，未来 10 年计划将在儿童保育、教育和住房支持、清洁能源和应对气候变化、医疗保健、增强的儿童、消费和所得税抵免等领域，累计新增加约 1.75 万亿美元的投资。

围绕拜登《重建美好未来》(BBB) 的谈判是一项拉锯战，为了兼顾党内利益、化解党派冲突，民主党实际上采取了捆绑式的谈判策略。随着《基础设施与就业法案》(IIJA) 签署落地，市场预期《重建美好未来框架》(BBB Framework) 也将在近期签署落地，至少会赶在 12 月初临时支出法案到期前落地。

图 2：《重建美好未来框架》1.75 万亿美元支出分布（亿美元）



资料来源：白宫、天风证券研究所

1

<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/11/15/remarks-by-president-biden-at-signing-of-h-r-3684-the-infrastructure-investment-and-jobs-act/>

所以,《基础设施与就业法案》(IIJA)意味着什么?应该同时考虑整个拜登支出计划,《基础设施与就业法案》(IIJA)与《重建美好未来框架》(BBB Framework)的共同影响。

2. 如何看待拜登支出计划的经济影响?

2.1. 拜登如何看待支出计划的经济效应?

《针对基础设施与就业法案》(IIJA)与《重建美好未来框架》(BBB Framework),拜登在白宫网站上发布了对其静态预算赤字与经济影响的参考分析报告。

该报告由 MOODY 咨询编写,数据主要来源为经济分析局 BEA、劳动统计局 BLS 和国会预算办公室 CBO,是国会评估两项财政政策的参考资料。基于该报告,我们展开分析²。

从支出结构看,《基础设施与就业法案》与前期没有明显调整。而《重建更好未来框架》与前期版本还是有明显变化的。

主要调整是规模缩水至 1.75 万亿美元,最终落地规模可能只有前期版本的一半左右。在增税方面受限,使得新版本的《重建更好未来框架》取消了社区大学、儿童税收抵免、带薪休假、降低处方药等部分。

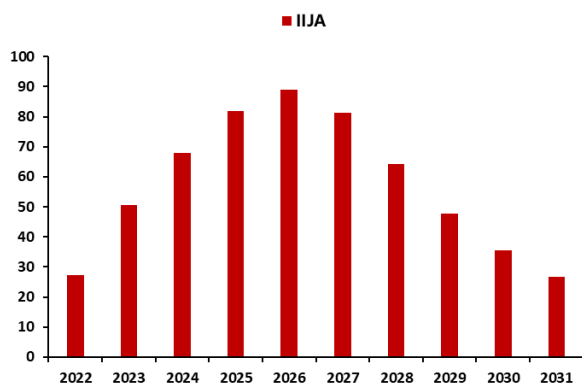
值得期待的,主要是 IIJA 新版本中的增强儿童税收抵免、消费税与所得税抵免。

新版本的儿童税收抵免的标准与《美国救援计划》(ARP)相同,对于有孩子的人,6 岁以下儿童为每月 300 美元,6 至 17 岁儿童为每月 250 美元,最高均为每年 3600 亿美元,区别在于延期至 2022 年。前期版本建议将期限延长至 2025 年。

所得税抵免的标准也与《美国救援计划》(ARP)相同,对于没有孩子的家庭,所得税抵免额为每年 1502 美元。此外,新版本还包括了新能源、电动汽车消费方面的退税。

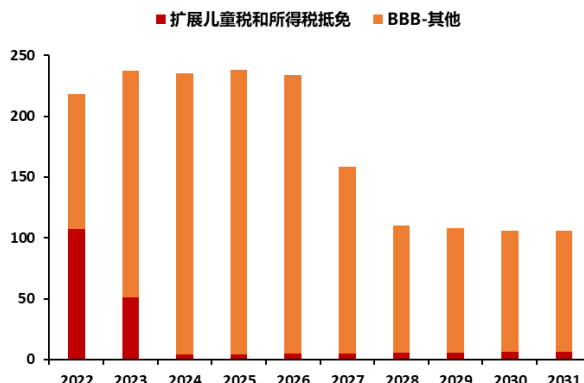
上述退税抵免额加总为 2000 亿美元左右,抵税额与 ARP 基本相同。总额较 1.9 万亿美元的 ARP 明显降低,主要少了失业补贴与一次性支票发放。

图 3: 分财年《基础设施与就业法案》支出(十亿美元)



资料来源: CBO、CRFB、JCT、MOODY 'S ANALYTICS、天风证券研究所

图 4: 分财年《重建更好未来框架》支出(十亿美元)



资料来源: White House、MOODY 'S ANALYTICS、天风证券研究所

相较而言,两项政策的新增总额虽然高达 2.25 万亿元,但是投入周期更长,刺激力度较《美国救援计划》(ARP)也要弱得多。

短期内,主要是《重建更好未来框架》发力,有助于提升居民收入、促进消费,但少了支票发放与失业补贴,力度要弱得多;中长期,《针对基础设施与就业法案》发力,有助于提升固定资产投资,但刺激力度也算不上大。

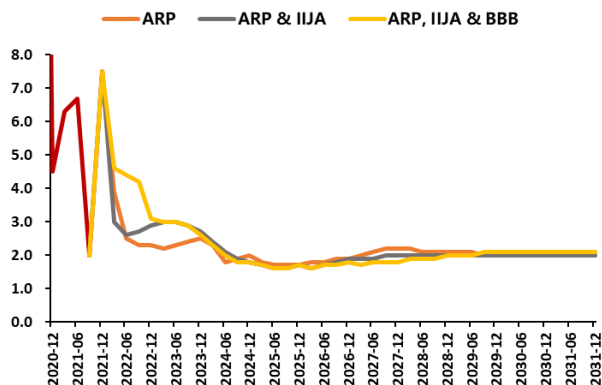
²

<https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2021/macroeconomic-consequences-of-the-infrastructure-investment-and-jobs-act-and-build-back-better-framework.pdf>

落实到经济增长上，拜登支出计划（IIJA+BBB）并没有转变中期美国经济增速持续下行的趋势，对未来 10 年 2% 的潜在增速水平没有明显影响。对环比增速的影响主要体现在对增速的平滑上，避免经济增速滑坡。

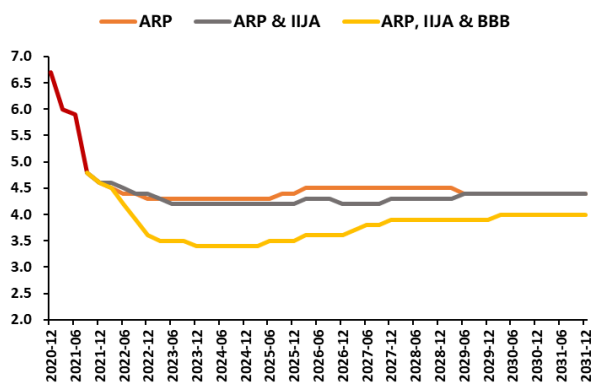
该报告测算，四季度美国实际经济折年率可能升至 7.5%，在明年一季度回落至 4.6%。主要原因是两项政策可能在 11 月推出，在 12 月到明年 1 月展现效果，并借助经济重启再度阶段性地推升美国经济。

图 5：拜登支出计划对经济增长的影响（%）



资料来源：BEA、BLS、MOODY'S ANALYTICS、天风证券研究所

图 6：拜登支出计划对失业率的影响（%）



资料来源：BEA、BLS、MOODY'S ANALYTICS、天风证券研究所

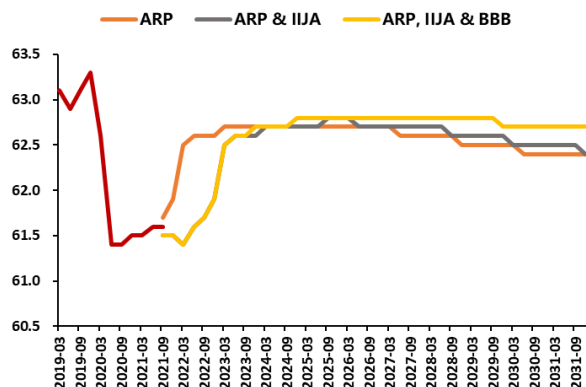
落实到劳动力市场上，在失业率方面，拜登支出计划（IIJA+BBB）会明显降低未来 10 年的失业率，每年多创造 150 万个工作岗位。如果拜登支出计划通过，2022 年四季度，美国非农就业人数将回升至疫情前水平。

拜登支出计划（IIJA+BBB）还能够提升长期的劳动参与率，但相对应的，在 2023 年以前会压低劳动参与率的回升速度。

落实到通胀上，根据静态测算，拜登支出计划（IIJA+BBB）不会引起长期通胀的变化，未来 10 年的 CPI 折年率仍将锚定在 2.1%。

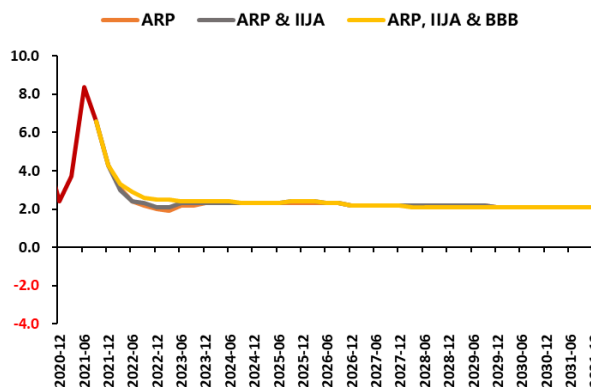
会阶段性地提升 CPI 折年率，但是也没有过于偏离 CPI 本来的位置，2022 年年末 CPI 折年率 2.5% 左右，全年 CPI 增 4.0%。

图 7：拜登支出计划对劳动参与率的影响（%）



资料来源：BEA、BLS、MOODY'S ANALYTICS、天风证券研究所

图 8：拜登支出计划对 CPI 的影响（%）

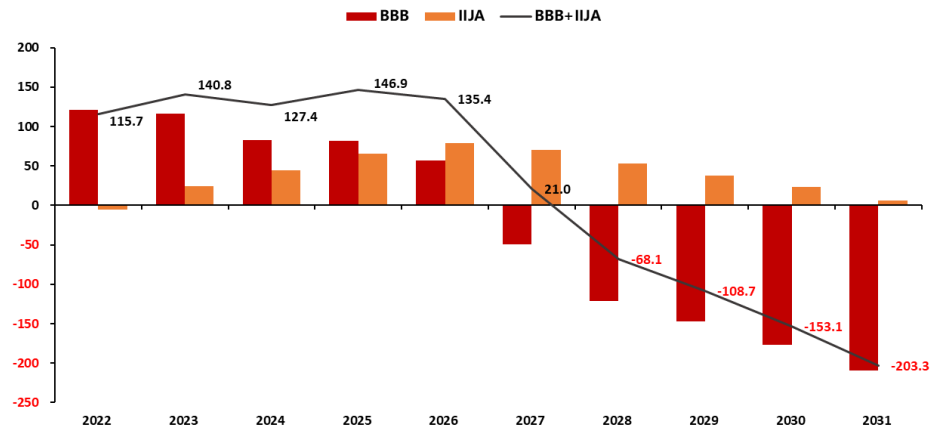


资料来源：BEA、BLS、MOODY'S ANALYTICS、天风证券研究所

落实到财政赤字上，《基础设施与就业法案》（IIJA）未来 10 年的支出总额累计 5500 亿美元左右，支出主要集中在 2024-2028 年。未来 10 年，IIJA 都将产生财政赤字，金额上先增后减。前 5 年，IIJA 带来的财政赤字金额逐年增长，5 年内赤字总额约为 2077 亿美元；后 5 年，IIJA 带来的财政赤字金额逐年减少。

《重建美好未来框架》(BBB Framework) 未来 10 年的支出总额累计 1.75 万亿美元，支出主要集中在 2022-2026 年。未来 10 年，《重建美好未来框架》能够实现整体财政盈余。前 5 年，《重建美好未来框架》会产生财政赤字；后 5 年，《重建美好未来框架》将实现财政盈余，且盈余逐年增长。

图 9：2022-2031 年法案对财政赤字的影响（十亿美元）



资料来源：MOODY'S ANALYTICS、天风证券研究所

整体而言，根据该报告的测算，拜登支出计划（IJJA+BBB）的经济效应主要体现在平滑经济增速、创造就业岗位上，能够起到阶段性抬升经济增速的作用，但是没法扭转美国经济的周期位置。对通胀有推波助澜的效果，但是也不至于明显抬升。

2.2. 支出计划的预想能够实现吗？

第一，支出计划能够如期推动美国经济的阶段性扩张吗？

先看居民消费，美国居民的服务消费占到整个经济的 40% 以上，但当前美国居民的服务消费仍未恢复至疫情，与疫情前还有 1.6% 的距离。美国经济的复苏还不均衡。

接下来看商品消费，耐用品消费受周期影响比较大，从整体表现看，耐用品消费似乎已经过了周期的高点。当然还要考虑汽车消费，过去半年汽车生产明显受制于缺芯。

但要推动商品消费，还需要居民收入与储蓄做支撑。当前美国居民收入边际开始收缩，消费潜能释放更多依靠储蓄。如今居民的边际储蓄率已经回落至疫情前水平，未来支撑消费潜能的，主要还是疫情期间积累的储蓄情况，但这部分也不多了。

所以从消费角度，在经济重启的过程中，美国居民的服务消费仍有扩张潜能。但受制于居民收入与储蓄的影响，在这一此消彼长的过程中，商品消费可能会进一步承压，需要支出计划对商品消费的进一步支持。

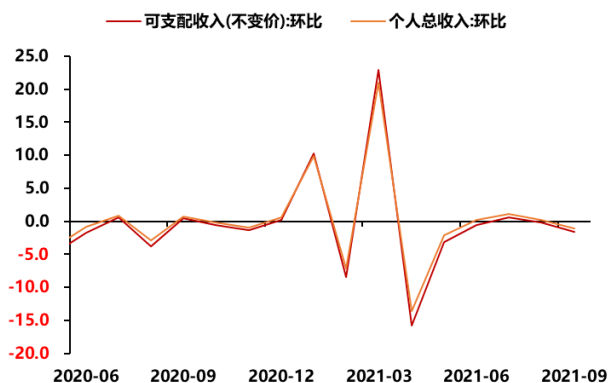
表 1：美国居民消费环比贡献率（%）

不变价	与 2019-12 比较	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06
个人消费	3.5	1.1	7.9	7.4	2.3	25.5	-24.1
耐用品	19.6	-3.9	1.5	5.3	0.2	8.8	0.2
机动车辆及零部件	5.2	-3.5	0.7	2.1	0.1	3.0	0.2
家具和家用设备	19.3	-0.3	0.0	1.3	-0.2	1.8	-0.1
娱乐商品和车辆	34.1	-0.3	0.4	1.3	0.0	1.7	1.1
其他耐用品	31.1	0.1	0.4	0.7	0.2	2.3	-1.1
非耐用品	12.9	0.6	3.0	3.4	-0.3	7.2	-2.6
食品	11.8	0.0	0.3	1.4	-0.3	0.4	-0.2
服装	21.6	-0.0	1.0	0.9	0.1	3.3	-1.3
能源产品	-0.8	0.3	0.7	0.1	-0.2	1.2	-1.1

其他非耐用品	14.7	0.3	1.0	1.0	0.2	2.2	0.1
服务	-1.6	4.9	7.5	2.8	3.5	25.4	-31.0
家庭服务	-1.5	5.3	8.1	3.2	3.7	28.0	-33.0
家庭经营	1.8	0.2	0.1	0.4	0.1	0.1	0.9
交通运输	-13.5	1.0	1.1	0.1	0.1	1.8	-4.2
医疗护理	-1.7	0.9	1.7	-0.7	2.2	11.7	-11.1
娱乐	-17.6	0.5	1.1	0.7	0.2	3.5	-6.1
食品和住宿	-0.4	0.8	3.4	1.7	-0.3	7.1	-7.9
金融服务和保险	3.3	0.4	-0.2	0.5	0.5	0.9	0.1
其他服务	-1.1	1.6	1.0	0.5	0.9	2.9	-4.7
非盈利机构	-2.8	-0.4	-0.6	-0.4	-0.2	-2.6	2.0

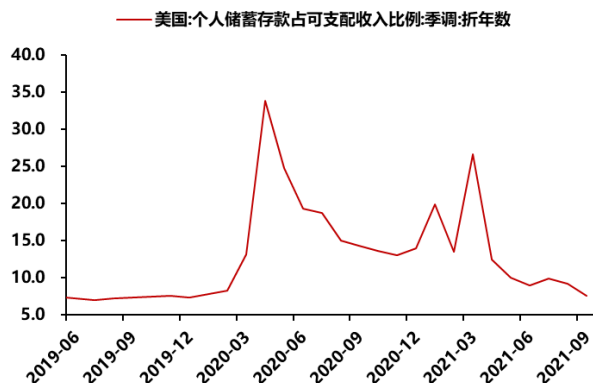
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：个人总收入与实际可支配收入环比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11：居民边际储蓄率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

再看投资，私人部门投资整体好于疫情前，但非住宅投资表现出了回落趋势。潜在的动能可能来源于住宅投资，租客驱逐禁令解除后，住宅投资或会有所扩张。

另外，库存周期的变化可能是另一块潜在动能，目前美国还需要继续补库存。

所以从投资角度，疫情后得益于低利率环境，美国私人部分投资整体有所扩张，但也基本过了周期高点。补库存与地产还有潜能，但需要持续的低利率环境支持。

整体而言，美国经济整体或已过周期高点位置。但经济复苏并不均衡，还有扩张潜能。但要持续推动经济复苏，就仍需在居民收入、刺激消费方面给予支持，同时保持低利率。

表 2：私人部分固定资产投资（十亿美元、%）

	相较于疫情前	2021-09 环比	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03
单位	十亿美元	%	%	%	%	%	%	%
私人部门投资	127.2	2.8	-1.0	-0.6	5.7	16.2	-15.4	-1.4
固定资产投资	146.2	-0.2	0.8	3.1	4.2	6.3	-8.7	-0.6
非住宅投资	51.2	0.4	2.2	3.1	3.0	4.4	-8.6	-2.1
建筑	-120.0	-1.9	-0.8	1.3	-2.1	-4.1	-14.6	-0.2
设备	64.4	-0.8	2.9	3.3	6.0	11.7	-10.6	-5.8
知识产权	130.4	2.9	3.0	3.7	2.5	2.0	-2.8	0.9
住宅投资	82.1	-2.0	-3.1	3.2	7.7	12.5	-8.8	4.7
库存变化	-94.0	-77.7	-168.5	-88.3	88.8	25.3	-252.8	-30.4

资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，支出计划能够有效提升劳动力市场吗？

从美国非农数据边际观察，目前美国非农就业较疫情前仍有 400 万的缺口，但缺口主要在服务生产行业。而在经济重启的过程中，服务生产行业创造就业的势头表现良好，甚至加速了整体非农就业缺口的修复进程。

观察修复缺口的边际月数，私人部门的边际月数在 5.5 个月左右，政府部门也只是略高于 12 个月。当然，边际月数较低可能与 9 月新增非农较快有关，毕竟 10 月 53.1 万新增非农就业数据并不低。相对来看，明年四季度美国非农就业回到疫情前大差不离。

表 3：美国非农就业情况

	对比 2021-02	环比增减	边际月数	就业占比	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06
单位	千人	千人	月	%	千人	千人	千人	千人	千人
非农就业人数	-4204.00	531	7.92	100.00	148319	147788	147476	146993	145902
私人部门	-3295.00	604	5.46	85.22	126393	125789	125424	124920	124104
商品生产	-459.00	108	4.25	13.94	20678	20570	20505	20451	20377
采矿业	-39.00	4	9.75	0.44	651	647	643	637	632
建筑业	-150.00	44	3.41	5.06	7498	7454	7424	7425	7413
制造业	-270.00	60	4.50	8.45	12529	12469	12438	12389	12332
服务生产	-2836.00	496	5.72	71.28	105715	105219	104919	104469	103727
批发业	-157.50	13.5	11.67	3.87	5737.7	5724.2	5716.9	5722.1	5707.1
运输仓储	148.90	54.4	2.74	4.03	5972	5917.6	5860.2	5792.9	5736.8
公用事业	-10.70	0.2	53.50	0.36	536.7	536.5	536.7	538.9	538.6
零售业	-122.00	10	12.20	1.88	2792	2782	2778	2745	2726
信息业	7.00	21	0.33	5.99	8882	8861	8854	8837	8806
金融业	-139.70	35.3	3.96	10.43	15470.1	15434.8	15377.5	15355.3	15361.4
商业服务	-215.00	100	2.15	14.33	21254	21154	21078	20939	20848
教育保健	-795.00	64	12.42	16.03	23770	23706	23693	23621	23537
休闲酒店	-1383.00	164	8.43	10.47	15532	15368	15280	15209	14801
其他服务	-169.00	33	5.12	3.89	5768	5735	5745	5709	5665
政府部门	-909.00	-73	12.45	14.78	21926	21999	22052	22073	21798
联邦政府	19.00	-3	6.33	1.94	2882	2885	2884	2883	2876
州政府	-272.00	-25	10.88	3.39	5031	5056	5077	5074	5074
地方政府	-656.00	-45	14.58	9.45	14013	14058	14091	14116	13848

资料来源：WIND、天风证券研究所

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_29661

