



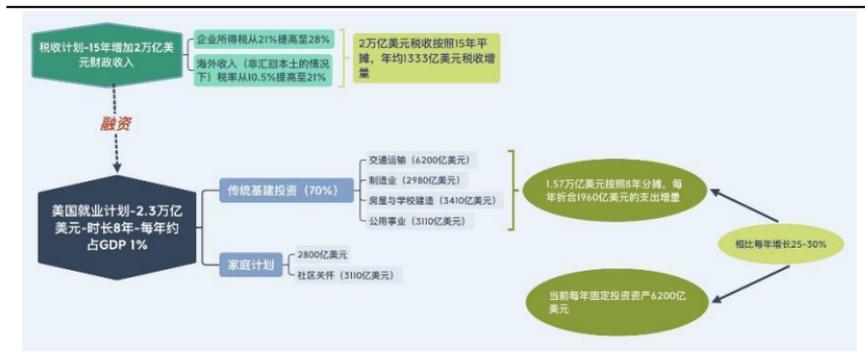
一德期货专题报告

增税势在必行，拜登基建计划或将改头换面

宏观战略部

车美超 Z0011885 张怡婷

图1 拜登基建计划全貌



数据来源：白宫官网、一德宏观战略部

摘要：美国总统拜登当前致力于兜售他的 2.3 万亿美元基建计划，虽尚未赢得国会共和党人的支持，但据《纽约时报》进行的民意调查显示，基建计划获得了三分之二的美国人和十分之七的独立选民的支持，十分之三的共和党受访者支持该计划，最为关注的是在道路、水管、电网、新能源、照顾老年人和残障美国人方面的投资。近来美国就业市场数据持续向好，凸显经济正在加速复苏。尽管看好美国经济复苏前景，但基建计划想要顺利实施仍然困难重重。

本文首先对阻碍基建计划推行的原因进行总结和分析，主要归纳为以下三点：一是投资金额过多，价值回报存疑。二是大幅提高税额，让本就不富裕的企业雪上加霜，增加富人的资本利得

税，加剧财富分配矛盾和富人阶级不满情绪。三是国防预算收紧，意味着“干更多的活，拿更少的钱”，这也是共和党人不愿意看到的。

尽管基建计划的推行困难重重，但并不意味着将会止步于此。实际上，两党对基建计划都已在做出让步。共和党表示对基建计划的兴趣，只是对于投资金额过多而产生质疑，他们表示可以接受 8000 亿美元的投资，并最新提出了 5680 亿美元的基建计划去替代拜登的基建计划。在白宫会议中，两党也对企业征税进行讨论，认为可以增加至 25%。而这一系列的修改提议，拜登也表示会进行考虑，并可以把大基建变为小基建逐步实施。关于税率问题，拜登考虑增加富人税来弥补更低企业税带来的资金缺口。目前来看，企业增税是不可避免的，再加上富人税的加持，基建计划推行未来可期。最后，本文对基建计划的影响进行了讨论。

一、阻碍拜登基建计划实施的主要原因

(一) 投资金额较大，价值回报存疑

通俗来讲根本问题就是如此巨大的投资数额，“钱从哪来，又到哪去”。据 4 月 18 日的报道，一位共和党资深参议员表明，他和他的同事们可以支持大约 8000 亿美元的基础设施法案，并在

22 日提出一项 5680 亿美元的基建计划来替代拜登基建计划。这说明美国两党对基建计划还是感兴趣的，只是因为金额过于巨大，担心未来投资回报低。例如奥巴马时代提出的绿色项目，该项目花费了数亿纳税人的钱，价值却是微乎其微的。因此，对拜登的基建计划也提出同样的质疑。

对于基建计划能否起到刺激经济的作用，从宏观理论出发是可以用老凯恩斯理论解释的。凯恩斯认为财政政策会带来乘数效应，因而对经济的影响很大。用凯恩斯理论解释基建计划就是，政府现在出钱雇人修路造桥，提供更多的职位，增加失业人群的收入，工人再把钱花出去，创造更多的消费，就可以使市场上流动资金增加。但是类似于李嘉图的古典经济学家就会认为，这种政策固然雇佣了劳动力，但是这些劳动力也有机会做更有效率的事情，并没有利用劳动市场的修复创造出更多的供应。即在凯恩斯理论下，拜登基建计划可以提供更多就业从而提高市场资金流动性，从而弥补供需的缺口，恢复国内经济。但其他学派的经济学家认为，拜登这一想法并没有从供应根本上解决问题，反而会对除基建计划以外其他行业的供应带来限制。就储蓄和投资的激励措施而言，关于拜登基建计划的早期细节也并不乐观，该计划

包括对企业大幅增加税收，这也不利于投资以及家庭储蓄。此外，在基建计划中一部分是对清洁能源的投资和电动汽车充电桩的扩充，被认为是“财富浪费”。

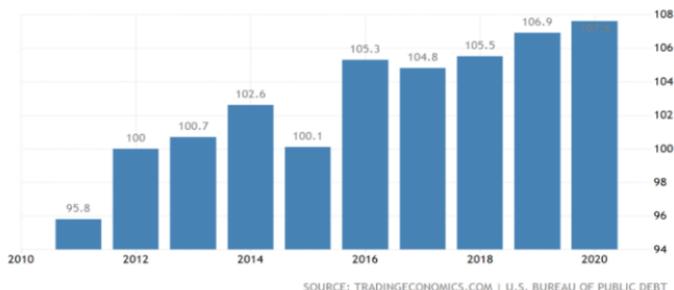
(二)企业增税加剧财富分配矛盾

在“钱从哪来”的问题中，拜登选择的办法是增税。在说增税问题之前，我们先来回顾一下美国联邦债务总额，根据美国管理和预算办公室的估计，美国联邦债务总额从2019年的106.90%增加到2020年的GDP的107.6%。从2020年的数据，美国已经出现税不抵债的问题。尽管美国在疫苗快速接种下，对人民的财政补助加大提高了人们对经济的信心，但在经济回转解决政府高负债问题之前，一味指望美联储也不是长久之计。在这种高债务的情况下，增税成为了拜登政府首选之计。

增税虽说可以解决过高的债务问题，也将成为政府支出资金的重要来源。但拜登政府提出将公司税率从21%提高到28%，如此大幅度的提高税额，会让本就不富裕的企业雪上加霜，会计分析师戴夫·锡安表示，提税最早将于2022年1月生效，随着经济复苏，这将削减企业利润，而该计划可能会使标准普尔500指数

公司的收益减少至少 10%。此外，最新提出的增加富人的资本利得税，也将加剧财富分配矛盾和富人阶级的不满情绪。

图 2 美国联邦债务总额占 GDP 比重



资料来源: Tradingeconomics

(三) 国防预算收紧，支持力度减弱

拜登的基建计划包含了很多方面的财政支出，但并不包括对美国国防的投资，在白宫的提案中，国防在 2022 年的预算为 7150 亿美元，比 2021 年的 7041 亿美元仅增加 1.6%，但是相比非国防的支出，国防的消费能力是降低的。非国防性的国内可支配支出将增长 16%，教育部门将增长 41%，卫生与公共服务部门增长 23%，环境保护署将增长 21%。拜登基建计划筹备了更多的钱去购买新能源汽车而非对飞机海军舰船的投资，这也是两党所争议的问题。而拜登这一想法正是奥巴马时代的延续，2010 年国防支

出占 GDP 的 4.7%，而在 2017 年仅占 3.1%。特朗普政府阻止了这一下降趋势，在疫情之前，2020 年国防支出估计占 GDP 的 3.3%。因此，国防预算收紧，意味着“拿更少的钱，干更多的活”，支持力度不够也是阻碍计划推进的原因之一。

二、 基建计划可能实施的路径

目前拜登对于基建计划还在倾力游说中，如果想按照原来白宫推出的计划进行实施，估计近期很难实现。在不考虑使用“预算调和程序”的情况下（从历史经验来看，美国每个财年最多能使用一次调和程序，而此前通过 1.9 万亿法案时，已经用掉了 2021 年财年的“份额”），拜登基建计划想要付诸实施只能对计划细节进行修改或者将计划拆分阶段实施。

（一）企业征税 28%想法让步，改为普遍接受的 25%，拟通过用更高的富人税来弥补该不足

4 月 19 日，拜登和国会议员和政府官员在白宫对基建计划的资金来源进行讨论。白宫提议将公司税率从 21%提高到 28%，同时增加对美国公司海外收入的税收，以弥补拜登提出的 2.3 万亿美元基础设施建设计划的成本。对于企业增税的情况是无可厚非的，目前重点在于增税数字的统一。就目前呼声来看，25%企业增

联系我们

税率呼声最高，而且相对原定将海外投资公司的税率从 10.5%提高至 21%这一想法可能会再做更改，以弥补降低原定的 3%的企业增税带来的资金缺口。对未来的增税情况，一些银行机构已经开始准备做出相应的整改，以面对更高的税额。花旗公司减少在亚洲的大部分消费银行业务，为该地区越来越多的富裕企业家及其业务提供服务。在计划中，花旗银行在香港和新加坡招聘 1100 名私人银行人员和客户经理以及 1200 名技术和运营人员，该计划到 2025 年将亚洲客户的管理资产规模增加至 4500 亿美元。另外将合并针对资产超过 2500 万美元的超富裕人士的私人银行，以及针对资产高达 1000 万美元的个人的财富管理业务。4 月 22 日报道称，拜登计划将年收入不低于 100 美元的富人资本利得税提高近一倍至 39.6%，加上现有的投资收益附加税，意味着投资者的联邦资本利得税率最高将达到 43.4%。这一想法或将弥补拜登原计划 28%的企业税变为 25%的缺口，也意在缩小贫富差距，赢得更多群众在基建计划的支持。

说到增税，也不是所以企业或机构都反对增税，例如银行。在银行的角度，企业增税，银行会直接受到很大的影响，因为银行主要的业务范围在国内企业，据 Autonomous Research 的分析

师布莱恩·福兰计算，如果税率增加到 28%，大型银行的每股收益下降了大约 6%，而标准普尔 500 指数则为 5%。即使投资者押注回购和准备金释放将提高银行的利润，但更高的税收可能会降低银行整体的盈利。不过银行还是可以从其他方面来弥补这一损失，基建计划主要的面对对象是美国市政部门，这也是银行的主要客户之一，他们可以以市政债的方式免税，这一优惠政策对于银行来说是可以较好的弥补高额税率带来的损失。在较高的公司利率下，市政市场上免税的利息收益更具吸引力，利用这种方式的融资实施基建计划，市政市场也会扩大。除此之外，随着基建计划的实施，企业向银行的贷款也会随之增加，银行从中也可以获利，因此，对于银行来说企业增税未必是一件坏事。

对于税率的提高，部分人认为这会打击企业的投资性，不过对于企业的投资并不能完全用税率评判。在 2017 年税改之前，美国公司税率为 35%，在各种抵免税率之后，公司的有效税率并没有看到的那么高，这说明其实企业还是有能力去负担增税压力。而因疫情影响较大的公司不会立即受到加税的影响，因为企业仅在获利时才会纳税。公司还可以结转其亏损以抵消未来的税款。

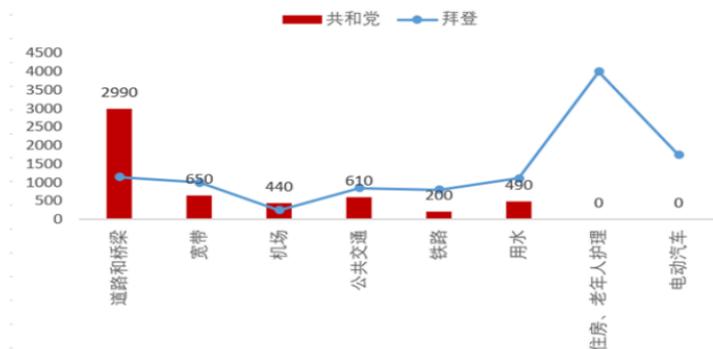
(二) “大”基建变“小”基建，分步实施

对于基建计划共和党并非完全反对，他们对于道路老化修复的问题还是很感兴趣的。在原定的计划中，交通运输方面的投资占比最高，总共 6200 亿美元。其中 1740 亿美元将用于为消费者购买电动汽车时的税收优惠，该计划同时准备在 2030 年前在美国安装 50 万个新能源汽车充电桩。另外，1150 亿美元将用于修复美国的道路、高速公路及桥梁；850 亿美元将投资于改善美国公共交通运输、800 亿美元将用于投资客运及货运列车。在该投资中，对于新能源的投资备受争议，被认为是不必要的基建投资，而对美国道路的修复和交通运输的改善引起较多的赞同。除了公共设备的建设，拜登对美国半导体产业的投资可能也即将作为小基建的一部分。目前，美国芯片的供不应求问题尤为严重，芯片短缺，阻碍了从汽车、家用电器和电脑设备的生产。在 2.3 万亿美元的基建计划中，拜登预留 500 亿美元来促进美国的半导体生产。行业团体半导体行业协会（Semiconductor Industry Association）的数据显示，要使美国实现芯片的自给自足，在十年内将需要超过 1.4 万亿美元的投资和政府的激励措施。

4 月 19 日，拜登在白宫表示愿意将提案分解成小基建计划。而对于“小”基建计划，4 月 22 日，共和党人提出一项 5680 亿

美元的基础计划（其中包括五年内的道路，公交系统和宽带互联网的支出），但并未提供有关如何支付该法案成本的具体内容，这是谈判中的核心问题。共和党的提议呼吁对电动汽车收取使用费，并重新利用现有的联邦支出，同时反对拜登对企业加税的提议。在计划中有 2990 亿美元将用于道路和桥梁建设，相比拜登提出的 1150 亿美元则有所增加；计划为公共交通系统投入 610 亿美元，为铁路投入 200 亿美元，为宽带投入 650 亿美元。从数据中也可以看出其反对的原因，在原计划中，共和党认为对老年人和新能源汽车的花费是不必要的，而在共和党的计划中，将更多的钱用在了道路和桥梁上。

图 3 共和党基建计划具体投资计划（亿美元）



三、 基建计划实施的影响

(一)对美国劳动力市场的影响

3月非农数据强势出炉后，拜登就借机兜售基建计划，并声明其重要性。随着疫苗的接种进程加快和各个行业重新开放的刺激，春季消费支出激增，裁员大幅减少和工厂产出反弹。根据4月14日美国商务部公布的数据，3月份零售额增长了9.8%，消费者支出的增长是经济活动的最大推动力，而政府开始向家庭分配数千亿美元的刺激资金，这是自去年5月以来最大的月度涨幅。在经济复苏和联邦援助势头强劲的推动下，美国消费者信心达到了疫情以来的最高水平。消费者能力的提升意味着需求的增加，相对应的供求也应增加，而目前面临着经济活动增速高于薪资增速，劳动力市场的招聘可能跟不上的问题。在财政补贴的作用下，低收入人群的劳动参与率是很低的，并且人们因为对疫情的恐惧，参与工作的意愿也不高。如果企业增税开始实施，在经济修复阶段，企业没有看到很大利润空间之前很难提高工资。因此，经济在快速增长后或再遇瓶颈。根据华尔街日报的调查，美国的国内生产总值今年将增长6.4%，这比2019年第四季度前高出近4%。同时，经济学家预计，截至2021年年底，雇主将增加710万个工

作岗位，增长幅度为 5%，这将使就业率比 2019 年第四季度低 1.6%。拜登的基建计划若想在就业市场上起到积极作用，就需要根据对具体工资情况考虑，如果基建计划对应增加的就业岗位薪资高于当前财政补助，基建计划对就业市场则起正向作用；反之，则对就业市场没有太多影响。在基建计划中，目前可以看出对就业市场影响较好的部分是房地产项目。拜登基建计划在房屋及学校方面，总共投资 3410 亿美元。其中，2130 亿美元将投资于经济适用房，400 亿美元将用于改造现有的公共住房，1000 亿美元将用于升级及建造公立学校。目前美国的房屋供应上缺口较大，有很大的需求，因此在该项目建设上有很大的可能性增加工资，从而提高就业水平。

图4 实际 GDP 和就业率预测

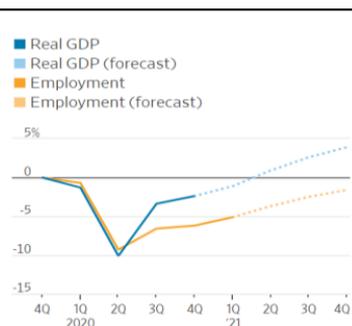
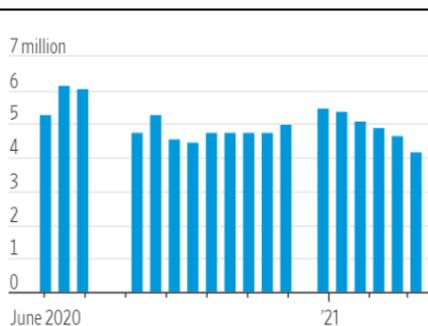


图5 因担心疫情不愿参与工作的人数(截至3月29日)



(二)对美国整体基建投资和实体经济的影响

目前来看拜登基建计划的规模将与原定计划有所不同，但是可以针对原有的计划对美国未来整体基建投资与实体经济的影响进行分析，从量化上分析基建计划的可行性。由2020年四季度最新数据，当前联邦和地方政府每年的固定资产投资规模约为6200亿美元左右。假设基建计划中对传统基建的投资可以进行，总共1.57万亿美元，按照原本设定8年时间进行投资，折合每年1960亿美元的投资。加上之前假设每年固定投资6200亿美元，增加基建计划后，相比之前增长约32%。根据中金研究测算，如果政府投资支出按照每年相同增速平稳增长，每年政府支出增速将从此前的5%增加升至10%。结合私人部门的投资，估算拜登基建方案将于2021-2029年年均提高美国整体基建增速3.1个百分点至7.2%。由此结果来看，虽然拜登基建计划提出时规模较大，但如果分摊8年完成，财政刺激不及3000亿美元，相对于1.9万亿美元的财政刺激规模较小，周期较长，影响较弱。

图6 美国基建投资同比增长



资料来源：中金公司研究部

(三)对中国市场的影响

从中美贸易看，2020年，中国对美国总出口中，基建相关商品的出口占63%。在对美出口基建相关商品中，其中机械设备占比最大，因此可以判断一旦美国开始实施基建计划，必将会增加对我国机械设备等商品的进口。

从金融市场看，美国基建计划可能会导致通胀的快速上升，大宗商品或再次走一波再通胀逻辑上涨。不过随之而来的美债收益率回升，又将令金融市场承压。不过我们预计对我国经济或资本市场来说，实质影响有限。

联系我们

从国际来看，拜登曾与英国首相鲍里斯·约翰逊通电话建议英国也同样制定基建计划，类似于中国的“一带一路”计划，但对此英国并未作出回应。

联系我们

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。

一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

联系我们

公司总部

天津市和平区解放北路 188 号信达广场 16 层

 022-5829 8788

 300042

北京北三环东路营业部

北京市东城区北三环东路 36 号环球贸易中心 E 座 7 层 702-703

 010-8831 2088

 100013

上海营业部

上海市普陀区中山北路 2550 号物贸中心大厦 1604-1608 室

 021-6257 3180

 200063

天津营业部

天津市和平区南马路 11 号、13 号-2352、2353-1 号（和平创新大厦 A 座 25 楼 2352、2353-1 号）

 022-2813 9206

 300021

天津滨海新区营业部

天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C 区 C1 座 2205 单元

 022-6622 5869

 300457

天津津滨大道营业部

天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301

 022-2813 9206

 300161

天津解放北路营业部

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心 8 层（802-804）

 022-2330 3538

 300042

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2702 号房间

 0411-8480 6701

 116023

联系我们

郑州营业部

河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 803-805 室

 0371-6561 2079

 450008

日照营业部

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路 386 号天德海景城 A 栋 5701、5702 室

 0633-2180 399

 276800

宁波营业部

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路 11 号嘉汇国贸大厦 A 座 2006 室

 0574-8795 1915

 315181

唐山营业部

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦 2 号楼 905 室

 0315-578 5511

 063000

烟台营业部

山东省烟台市经济技术开发区长江路 77 号 3303-3304 室

 0535-2163 353

 265503

杭州营业部

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦 801 室

 0571-8799 6673

 310000
