总量研究中心

美国经济专题分析报告

宏观专题研究报告

拜登的“正”“反”刺激法案，哪个更强？

引言：拜登在 3 月 31 日公布了新的美国基建和加税计划（“美国就业计划”）。从绝对量上来看，2.35 万亿美元的基建计划和 2 万亿美元的加税比较匹配，甚至还有富裕，但我们认为最终效果可能仍然会有出入。目前，该计划的关注点包括财政部和美联储是否可以达到美债供需匹配、以及对美国经济和资本市场的影响。

一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进。从具体投向类别来看，对交通运输系统支出为 6710 亿美元，占整个财政支出比重高达为 28%；其中，对电动市场的财政支出最高，占交通运输系统的 26%，占整体支出的 7%。与此同时，拜登也公布了“制造业税收计划”，预计在未来 15 年增加联邦政府税收收入约 2 万亿美元左右。该方案主要目的包括三个内容：1）通过提高收税，减少疫情和基建刺激带来的财政赤字激增；2）防止企业通过全球和外包转移来避税，促进制造业回流，进而带动美国本土就业改善；3）取消化石燃料税收优惠为辅，叠加基建中对新能源的支撑，助力于美国在 2050 年实现碳中和。

二、拜登的基建刺激和加税计划对经济总量的影响存在不确定性。从绝对量来看，两者之间的财政支出和财政收入看似平衡，但对经济的影响并不尽然：

1）拜登政府将联邦公司税率提高到 28%，实质上将美国联邦与州的综合税率平均提高到 32.3%。其中爱荷华州，明尼苏达州，新泽西州和宾夕法尼亚州地区公司将面临高达 35%或以上的公司所得税率。

2）本轮基建的资金来源是通过加税和增加发债作为前提，对总需求的刺激可能不高。根据 CBO 对财政刺激分成四种成本和时间维度路径来看，我们认为，拜登此次基建计划对经济影响更倾向于短期，相比之下财政赤字将会有所好转。

3）居民收入对加税的敏感性远高于财政刺激带来的间接性影响。本轮疫情的长期影响之一就是消费意愿下降。在经济没有整体企稳之前，居民对加税的敏感系数依然较大，若过早的加税，消费者信心回落，经济增速中枢可能下降。

三、对资本市场影响更多体现在结构性上。从美债来看，美联储和财政部之间减债和发债之间的供需错配可能是年底推动美债实际利率上行的主要因素。**从美股来看，**税改提高可能会在静态基础上降低标准普尔 500 公司每股收益 8%-9%，那也意味着作为 2017 年减税的最大受益者—科技、医疗和通信行业将经历更大幅度的实际税率上调；另外鉴于通信服务和信息技术行业面临更高的海外交易税，这两板块的回调幅度将会较大。往后看，美股回调路径分为两条：1)美联储先减少购债规模，然后在 2022 年落实加税政策，那么影响美股价格的因子将逐步从估值端走向盈利端；2)美联储减债和加税同一时间维度进行，从估值和盈利两方面加剧美股回落，届时也需要警惕新兴市场货币市场风险暴露。**从大宗商品来看：**1)中美传统基建周期错位对钢材和铁矿石的价格提振不可持续。一方面钢材和铁矿石在美国本土的产量和需求依然比较平衡，另一方面从外界因素来看，我国目前利用房地产和基建作为宏观调控的手段开始弱化。2)在新能源基建部分，全球有望实现需求共振，铜和铝的需求能够维持，价格有望维持高位；3)黄金价格短期难以有较大起色，但下行空间相对有限。

风险提示：

1、疫情疫苗的不确定性上行；2、政府应对措施和方法不当，恐慌性情绪蔓延；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

引言：.....3
一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进.....3
二、拜登的基建刺激和加税嘉华对经济总量的影响存在不确定性.....6
三、对资本市场的影响更多体现在结构性上.....11

图表目录

图表 1：拜登基建刺激细分以及比重.....4
图表 2：美国税收计划调整.....4
图表 3：自从克林顿政府 93 年加税达到历史高点后，美国联邦政府减税导致财政收入中枢回落.....5
图表 4：美国财政赤字去年以来一直处于高位.....5
图表 5：拜登加税后，综合州和地方政府平均税率高达 32.3%.....7
图表 6：不同州加税后平均税率分布图.....7
图表 7：拜登基建计划的成本遵循第四种情景.....8
图表 8：四种情形下每年对经济的实际支出.....8
图表 9：情景 1 和 3 对经济的影响逐年变化.....9
图表 10：情景 2 和 4 对经济的影响逐年变化.....9
图表 11：情景 1 和 3 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化.....9
图表 12：情景 2 和 4 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化.....9
图表 13：当前消费者信心依然较弱，个人消费支出意愿不强.....10
图表 14：截至 2020 年 4Q，美国贫富潮剧依然较重.....10
图表 15：截至 2 月底，DWK 模型下的美债细分项.....12
图表 16：去年 3 月之后，基本都是美联储吸收发债的压力.....12
图表 17：2020 年不同行业 EPS 表现.....13
图表 18：截至 4 月 6 日，标普行业市盈率的表现.....13
图表 19：新能源对未来铜的需求变化.....14
图表 20：铜不同地区供应量变化.....15
图表 21：即使将需求稳定在 2%的前提下，供应依然较短缺.....15
图表 22：黄金价格未来仍然有可能受到实际利率抬升影响.....15

引言：

拜登在 3 月 31 日公布了新的美国基建和加税计划（“美国就业计划”），从绝对量上来看，2.35 万亿美元的基建计划和 2 万亿美元的加税比较匹配，甚至还有富裕，但是从拜登基建计划来看，一方面资金是部分划给了新能源基建和节能能源升级，周期较传统基建较长，所以拉低总支出的财政乘数；另一方面基建计划的筹集资金方式是通过增加发债+加税的模式，这意味着短期对经济的提振较强，但是对经济长期的刺激效果并不强。从目前来看，该计划暴露资本市场的风险点包括财政部和美联储是否可以达到美债供需匹配、美股估值和盈利风险加剧、美元指数上行，新兴市场货币债务风险加大。经济方面来看，3 月以来非农数据显示劳动力市场已经出现实质性的改善，那么加税是否会打破经济复苏的可持续性仍然有待观察。

一、拜登公布的“美国就业计划”为基建和加税两头并进

拜登在 3 月 31 日公布了 8 年总超过 2.35 万亿美元的基建计划。整体来看，将 2.35 万亿美平均分成 8 年后，每年投资约 2500 亿美元，贡献度占美国 GDP 的 1.1%左右，但真正能对 GDP 贡献度应该是低于预期（具体详见后文）。从具体投向类别来看，1）对交通运输系统支出为 6710 亿美元，占整个财政支出比重的 28%，其中对电动市场的财政支出最高，占交通运输系统的 26%，占整体支出的 7%；2）对清洁饮用水、更新电网和高速宽带支出为 3110 亿美元，占整个财政支出比重的 13%；3）对建造、保护和改造住宅和商业建筑支出为 3960 亿美元，占整体支出的 17%；4）对护理经济的支出为 4000 亿美元，占总支出比重的 17%；5）在振兴制造业，投资研发，培训人才的支出为 5800 亿美元，占支出比重的 24%；5）对于就业工作岗位方面的支出为 100 亿美元，占整体比重较小。

图表 1：拜登基建刺激细分以及比重

项目	具体内容	金额（亿美元）	占分项目比重	总占比
交通运输系统	修复道路和桥梁（以使桥梁、公路、道路和主要街道现代化）	1150	17%	5%
	交通系统现代化改造（850亿：公共汽车、轨道车、车站、信号和电力系统的更换；450亿：重新连接被历史投资切断的社区，促进种族平等和环境正义）	1300	19%	5%
	解决美国铁路的维修积压问题（使铁路可以提供安全、可靠、高效和其后又好的客运和货运服务）	800	12%	3%
	电动汽车市场（刺激从原材料到零部件的国内供应链，税收优惠，清洁公交车）	1740	26%	7%
	改善港口、水道和机场(250亿：机场改善计划；170亿：内河航道、沿海港口、陆上入境港和渡轮）	420	6%	2%
	提高基础设施的恢复能力（预防、减少和抵御气候危机的影响）	500	7%	2%
	其他	800	12%	3%
清洁饮用水、更新电网和高速宽带	改善水基础设施和更换主要服务线（铅管替换，饮用水安全系统）	1110	36%	5%
	建设高速宽带基础设施	1000	32%	4%
	电力基础设施时再能源化（清洁电力：2035年实现100%无碳污染发电）	1000	32%	4%
建造、保护和改造住宅和商业建筑	解决经济适用房危机（公共住房系统的基础设施）	2310	58%	10%
	学校和早教设施现代化（公立学校现代化；社区大学基础设施；升级儿童保育设施	1370	35%	6%
	退伍军人医院和诊所现代化、联邦建筑现代化	280	7%	1%
护理经济	扩大老年和残疾人获得优质、负担得起的家庭或社区护理机会	4000	100%	17%
振兴制造业，投资研发，培训人才	提升美国在关键技术方面的领导地位，升级研究基础设施（人工智能、生物科技以及计算机等新技术领域）	1800	31%	8%
	重组和振兴美国制造商和小企业（研究和创新成为支撑经济持续增长的关键）	3000	52%	13%
	创造就业机会与下一代培训计划相结合（确保工人能够获得所需技能，改善种族和性别平等）	1000	17%	4%
工作岗位	创造高质量的工作岗位，保障工人的权利	100	100%	0%

来源：美国国会,国金证券研究所

与此同时,拜登也公布了“制造业税收计划”，目前公布的仅仅包含企业，预计在未来 15 年增加联邦政府税收收入约 2 万亿美元左右。该方案主要目的包括三个内容：1）通过提高收税，减少疫情和基建刺激带来的财政赤字激增；2）防止企业通过全球和外包转移来避税，促进制造业回流，进而带动美国本土就业改善；3）取消化石燃料税收优惠为辅，叠加基建中对新能源的支撑，帮助美国在 2050 年实现碳中和。从加税的意义来看，短期来看主要是为了筹集基建计划所需要的可用资金，长期来看是为了缩小贫富差距。

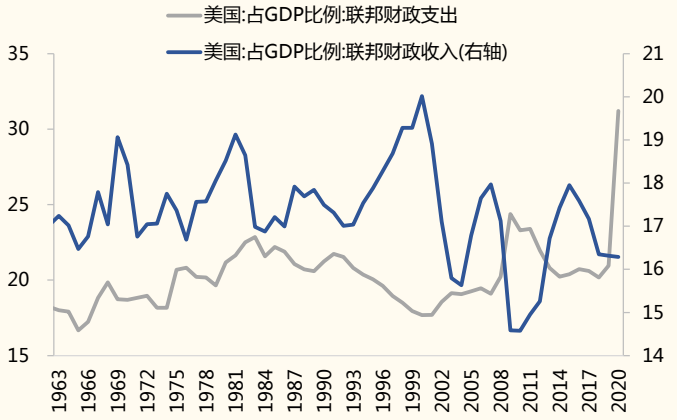
图表 2：美国税收计划调整

税制调节	具体措施
企业所得税	从 21%提高至了 28%。
全球最低税率	将全球最低税收收入（GILTI）的税率提高到 21%，按国家/地区计算，并取消美国海外投资者收益的前 10%回报缴纳零税的规定。
账面收入征税	对公司账面收入征收 15%的最低税率，而不是对收入超过 1 亿美元的公司征收应税收入，以保证大型盈利企业不能利用税法漏洞而不缴税。
取消 FDII 税收减免	废除特朗普政府税法中“外国衍生无形收入”的税收优惠政策，该法激励企业将知识产权（IP）转移到美国
税收减免	停止公司离岸工作和信贷费用的（税收）减免。此项税法改革，不再给企业提供外包工作产生的费用的（税收）减免。
加大企业税收执法力度	加强对公司的执法。确保美国国税局拥有足够的执法资源，解决企业和高收入美国人的逃税行为。

化石燃料税收优惠	取消对化石燃料行业的某些扣除和抵免

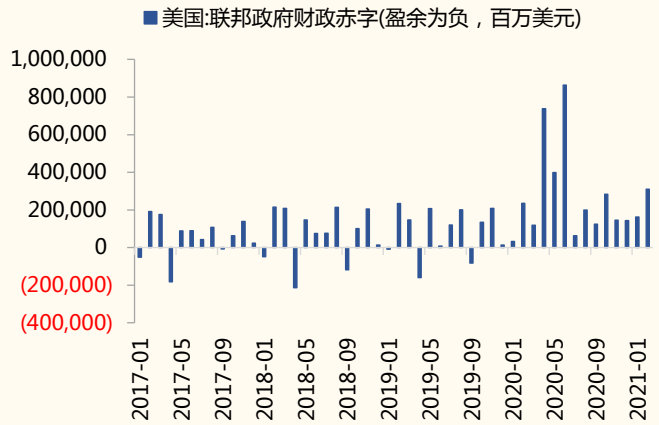
来源：美国国会,国金证券研究所

图表 3：自从克林顿政府 93 年加税达到历史高点后，美国联邦政府减税导致财政收入中枢回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：美国财政赤字去年以来一直处于高位



来源：Wind，国金证券研究所

基建和加税能够顺利落地的概率较低，最快有望在 2021 年年底和 2022 年年初实施。根据美国宪法，除了弹劾、修改宪法、推翻总统否决权等情况，美国的大多数财政法案在美国国会只要一半以上的国会议员同意就可通过，但是由于参议院对于讨论的时间没有限制，所以反对党就可以通过“冗长辩论”来阻止执政党推动立法，且进入 21 世纪后，两党之前的分歧愈发严重，数据显示，奥巴马和特朗普使用“冗长辩论”的次数最高次数在 250-350 之间，但是如果使用“预算调和程序”就可以把通过刺激法案所需要的 60 票降低到 51 票，也就是遵循少数服从多数的原理，本年度的“预算调和程序”已经在 2 月 5 日的 1.9 万亿美元的财政刺激法案通过上用完，拜登最早可能 2021 年 10 月将基建计划提交给国会，在 2022 年 11 月之前正式落地。

从目前来看，虽然民主党控制参众两院，但是推进方案的难度并不低：

1） **无论是基建还有加税的内容，两派之间的分歧也是日益明显。**拜登政府不仅仅在基建刺激方面导向新能源，虽然新能源方面的财政刺激占比为 25%左右，仍旧低于传统基建的 37%，但是占比依然较高，另一方面加税的内容针对传统石化能源的负面影响较大，两方面结合后对传统能源的负面影响将被明显放大。共和党和传统行业之间的关系更为紧密，共和党保守主义核心是促进自由市场竞争、保护财产权、推动经济发展和技术创新，减少税费和不公平的政府补贴，从意识形态的根本上反对新能源取代传统能源。

2） **民主党内部目前也有反对增税的议员存在。**一方面左派人士认为 2.35 万亿美元的基建计划还不够；另一方面，一些议员对增税方案持有不同的看法，民主党参议员曼钦认为企业税提高到全球平均水平即可，差不多维持在 25%，而不是拜登计划中的 28%；交通和基础设施委员会主席、民主党众议员德法齐奥认为可以提高天然气和柴油税来支付基建的投资，并支持增加借款以支付部分成本，而不是通过增税来支付基建计划的全部费用；新泽西州民主党众议员乔希·戈特海默提出增加使用税（use tax）来作为增加企业税的替代方案，此外，他还和其他来自纽约地区的议员提出要求国会恢复州

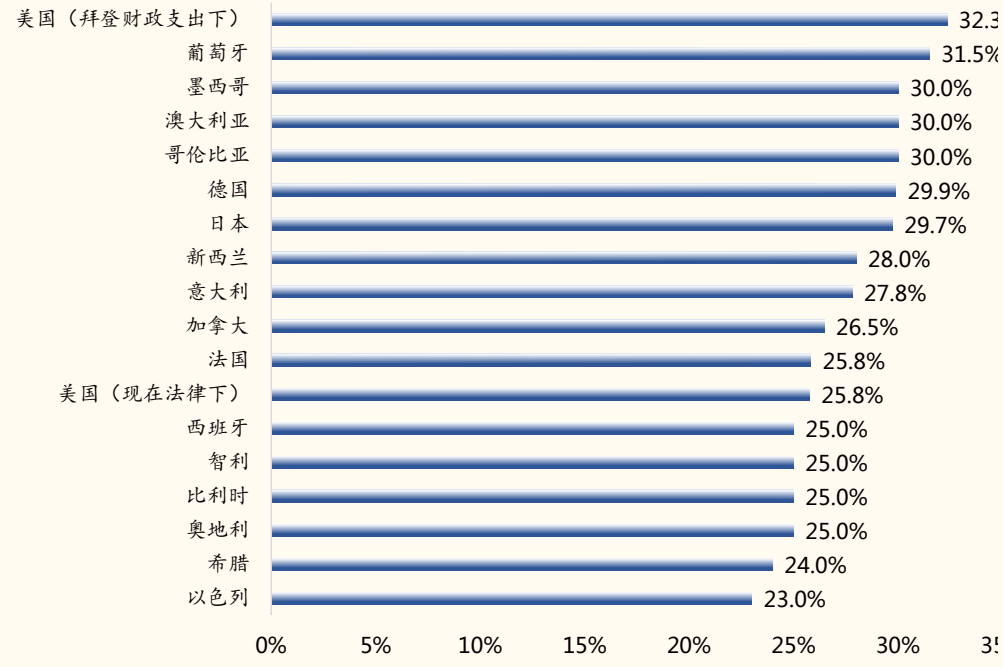
税和地方税的扣除额，目前州税和地方税 2018 年起可抵扣上限为 1 万美元（在 2017 年无上限）。

二、拜登的基建刺激和加税嘉华对经济总量的影响存在不确定性

从绝对量来看，虽然两者之间的财政支出和财政收入看似平衡，但是对经济的影响并不尽然。从绝对量来看，拜登的基建刺激计划确实是美国近十年来规模最大的基建投资法案，但是从将基建和加税横向来比，我们认为：1）加税的实质结果将高于拜登原来设想的影响；2）基建带来的财政刺激是以加税和增加发债作为前提，长期对经济的影响将大幅小于预期；3）两者落地的时间可能和经济周期出现一定的错位。

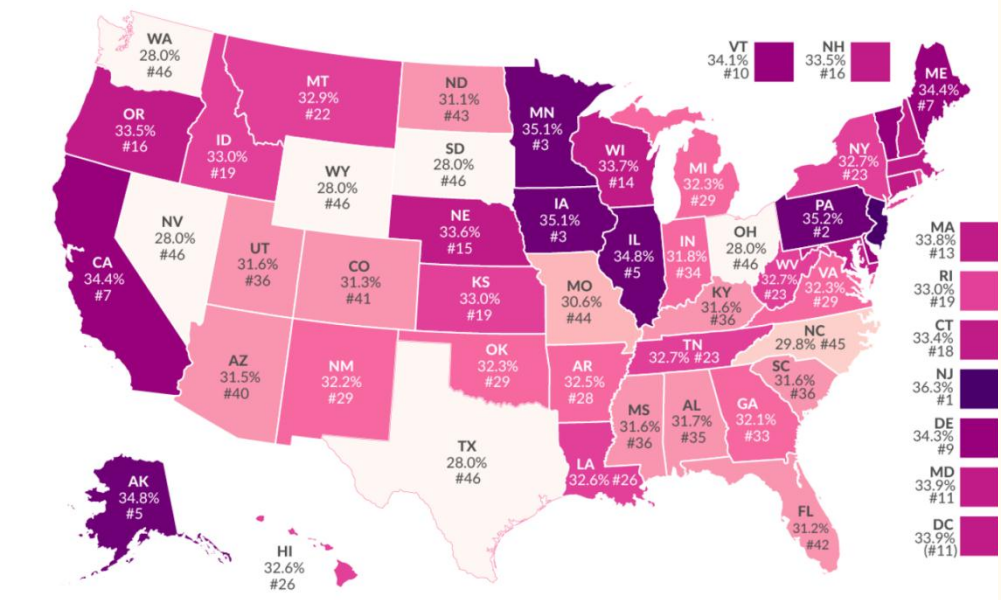
首先，拜登政府将联邦公司税率提高到 28%，实质上将美国联邦与州的综合税率平均提高到 32.3%。在 2017 年《减税与就业法案》进行税改之前，美国经济经历了长期的低迷，包括长期低水平生产率和薪资增长，随着特朗普政府将税率从 35%下降至 21%时候，使得美国对整体公司收入的总和（州和联邦）税率下降至 25.77%，仅略高于经合组织国家之间的平均公司税率（不包括美国）的 23.4%，但 2018 年前两季度美国经济出现了显著提振，且主要从需求端形成刺激，从 GDP 构成来看，2018 年一季度、二季度和三季度消费同比增长 0.5%、3.8%和 3.5%，较 2016 年和 2017 年的 2.7%和 2.5%出现明显提升。拜登的加税政策虽然看似只是将联邦税率提高到 28%，低于特朗普减税之前的 35%，但是这将使公司收入的综合平均最高税率提高到 32.3%，另外加上州税率后，爱荷华州，明尼苏达州，新泽西州和宾夕法尼亚州的公司将面临 35%或以上的公司所得税率。根据 Tax Foundation 的测算，将联邦公司税率提高到 28%将使长期经济产出减少 0.8%，消除 159,000 个工作岗位，并将工资减少 0.7%，另外增税将提高美国的生产成本，削弱美国的竞争力，减缓经济复苏。

图表 5：拜登加税后，综合州和地方政府平均税率高达 32.3%



来源：Tax Foundation，国金证券研究所

图表 6：不同州加税后平均税率分布图



来源：Tax Foundation，国金证券研究所

其次，本轮基建带来的财政刺激是以加税和增加发债作为前提，对总需求的刺激并不高。联邦政府支出的成本主要通过增加借贷、提高税后和减少预算开支中的其他预算，为此曾经 CBO 模拟了四种情景预算，我们可以将它应用至当前：

第一个情景条件包括：①减少其他项目的联邦支出，②一次性增加 1000 亿美元的联邦支出。

第二个情景条件包括：①减少其他项目的联邦支出，②10 年每年平均增加 500 亿美元的联邦支出。

就结果来看，这两个情景促进生产率和经济增长可持续发展，由于支出的抵消性变化不会直接影响居民工作或储蓄的动机。因此，政策只会通过改变结构性生产率来刺激经济。

第三个情景条件包括：①直接增加政府借贷，②一次性增加 1000 亿美元的联邦支出。

第四个情景条件包括：①直接增加政府借贷，②10 年每年平均增加 500 亿美元的联邦支出。

就结果来看，联邦政府投资确实提高了生产率，但是在最初提振 GDP 之后，长期经济效益都被联邦借款的负面影响所抵消。另外如果联邦投资的增加是由边际税率的增加来提供资金的，居民税后工资将会下降，减少他们工作的动机，从而减少劳动力供应和产出。根据 CBO 的测算，一美元的联邦支出只会导致价值 0.67 美元的实际投资，因为州、地方和私营部门实体会减少支出以应对联邦支出，由债务或税收资助的联邦投资可能弊大于利，主要由于联邦借贷和税收会挤出私人投资。

图表 7：拜登基建计划的成本遵循第四种情景

情景	资金	对经济的影响	对财政赤字的影响
1）减少其他项目的联邦支出	一次性 1000 亿美元	正面+1	几乎没有影响
2）减少其他项目的联邦支出	每年 500 亿美元，持续 10 年	正面+2	略增加
3）直接增加政府借贷	一次性 1000 亿美元	中性	几乎没有影响
4）直接增加政府借贷	每年 500 亿美元，持续 10 年	负面-1	减少

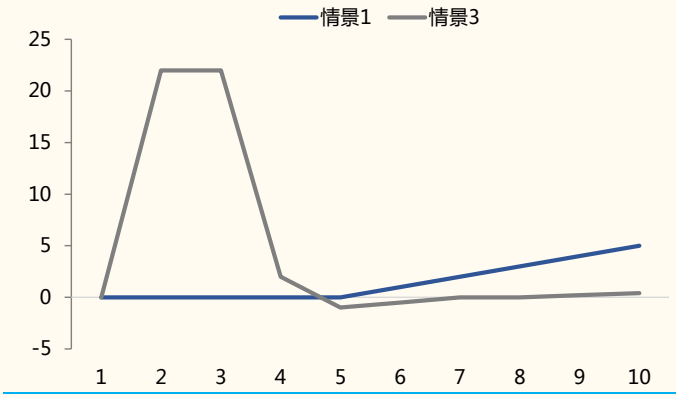
来源：CBO,国金证券研究所

图表 8：四种情形下每年对经济的实际支出

十亿美元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年	总共
1 和 3											
金额	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
预计支出	14	35	21	14	9	3	2	1	*	*	98
2 和 4											
金额	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	500
预计支出	7	25	36	43	46	47	49	49	48	48	398

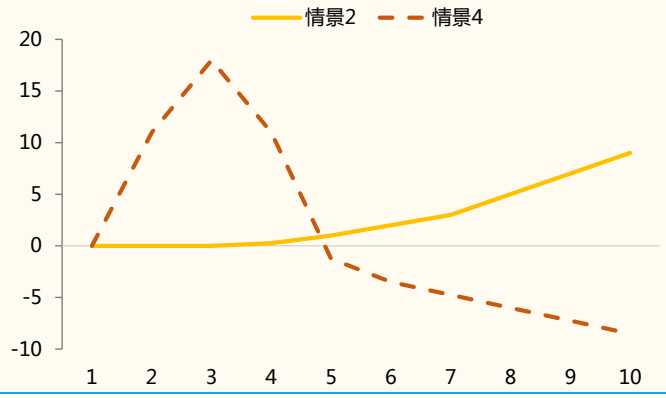
来源：CBO,国金证券研究所

图表 9：情景 1 和 3 对经济的影响逐年变化



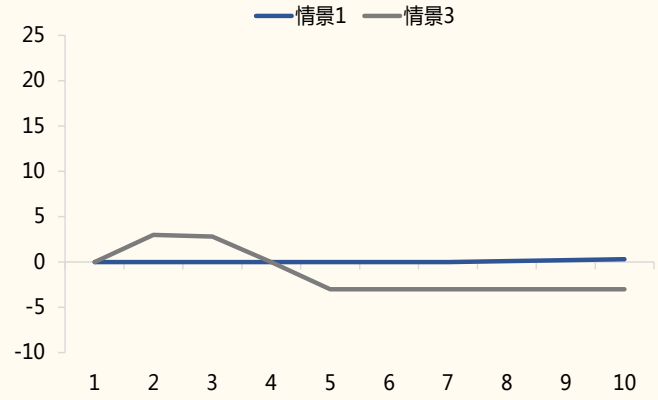
来源：CBO，国金证券研究所

图表 10：情景 2 和 4 对经济的影响逐年变化



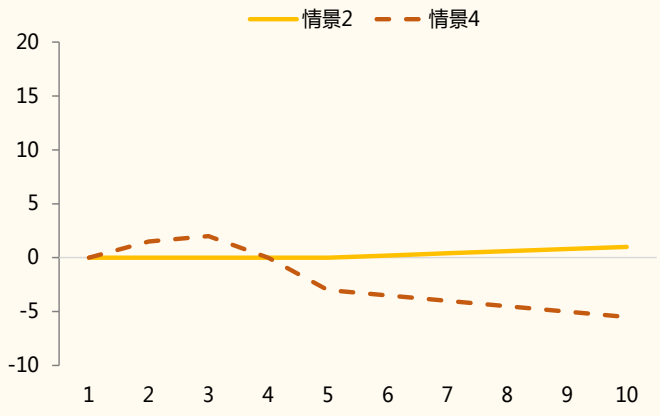
来源：CBO，国金证券研究所

图表 11：情景 1 和 3 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化



来源：CBO，国金证券研究所

图表 12：情景 2 和 4 对联邦政府财政赤字的影响逐年变化



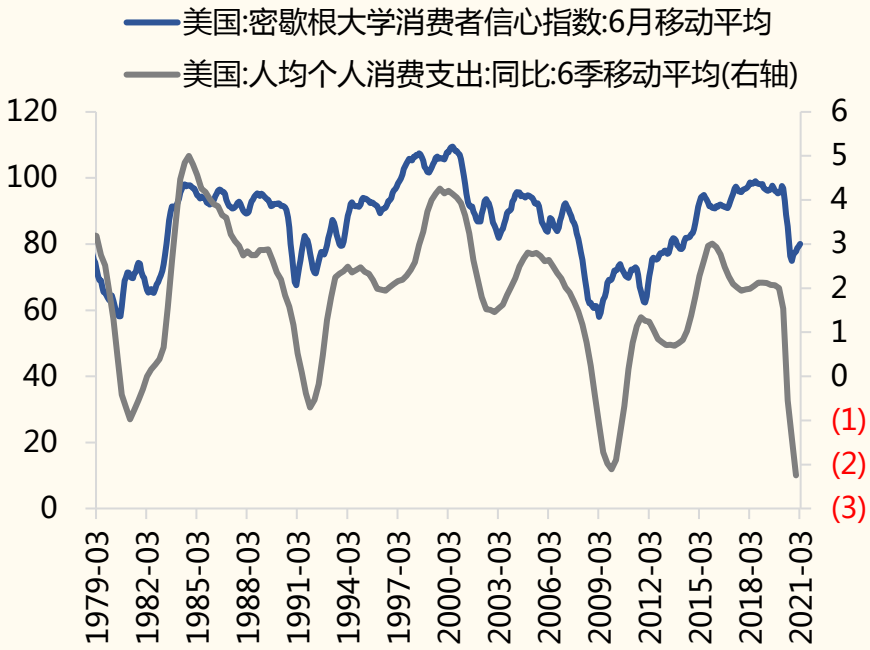
来源：CBO，国金证券研究所

综合以上情形，我们认为拜登此次基建计划对经济影响更倾向于短期，但相比之下财政赤字确实将会有所好转。首先，从财政支出的成本来看，唯一不会导致负面经济后果的选择是通过减少联邦预算中其他非投资的可自由支配支出来抵消投资成本。但是拜登政府选择直接增加借款和加税从潜在生产率和居民收入上对长期经济形成下行压力。**其次，从时间维度来看，**政府财政支出的领域包括物资资本（主要是运输资本）、教育和培训和研究与发展(R&D)，从周期来说，对物资资本的投入对短期产出能起到明显的作用，相比之下，教育和研究产出周期较长，也难以量化。本轮拜登基建支出虽然分 8 年完成，但是主要集中在物资资金，所以对经济短期的提振依然较强。**第三，从财政赤字的角度来看，**联邦增加发债的累计赤字应该小于政策所开始制定的资金金额，财政赤字之所以会收窄是因为在财政刺激的后半段，较低的产出使得相对的利润减少，但是较高的利率会增加利息收入，并且对利润的征税要比对利息收入的征税更高。

第三，居民收入对加税的敏感性远高于财政刺激带来的间接性影响。本轮疫情后，核心的后遗症就是消费者意愿，而二三季度美国经济的支撑点就是第三轮财政刺激，虽然 CBO 估计去年 1200 美元的刺激性检查中只有 60%会产生经济活动，同时，美国国家经济局在 2020 年春季刺激方案中研究发现，超过 80%

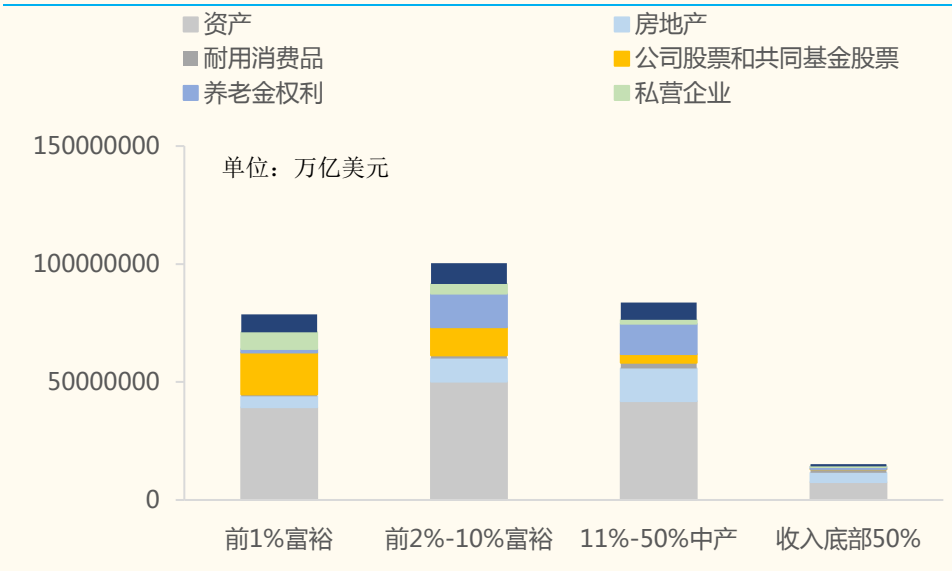
的受益人存了钱或用来偿还债务，且只有大约 15%的居民用于消费，但是消费者信心的提振对整体消费仍然起到了一定的催化支撑作用。尽管拜登表示不会对年收入低于 40 万美元的人提高税收，但其实富人比穷人能更多地承受加税的影响，拜登提出的提高公司税的提议，最终低收入工人最终将承担这些税款的部分费用，其税后工资可能会收到间接影响。当前美国 K 型复苏的复苏趋势虽然收窄，但是仍然存在，在经济没有整体企稳之前，居民对加税的敏感系数依然较大，若过早的加税，消费者信心进一步回落，经济增速不排除中枢下行。

图表 13：当前消费者信心依然较弱，个人消费支出意愿不强



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：截至 2020 年 4Q，美国贫富潮剧依然较重



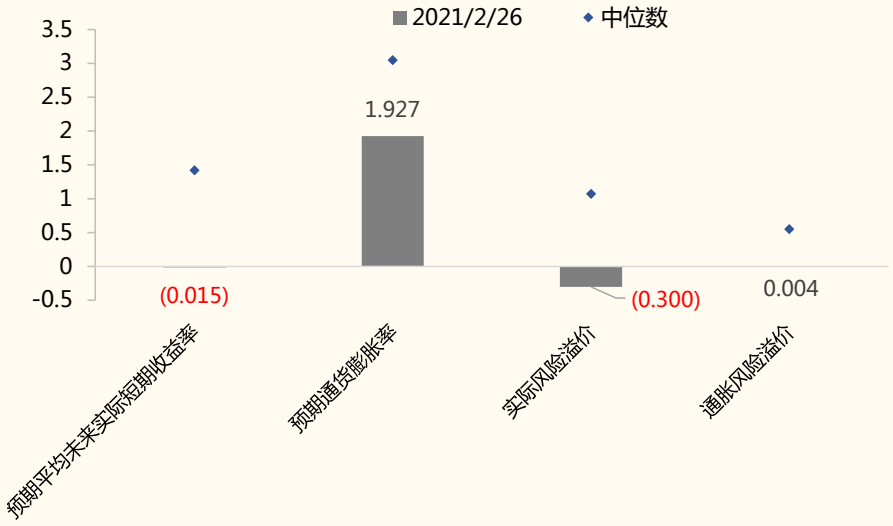
来源：美联储、国金证券研究所

若以上作为基础，拜登的基建和加税计划可能不太可能同时落实，基建计划也并未只是单纯刺激及经济，加税周期应该会后于基建刺激，为拜登 2022 年中期选举留下余地。正如我们前面所述，共和党和民主党对于基建刺激和加税的分歧较大，如果拜登政府不愿修改基建计划，那么就可以等到今年 10 月份通过“预算和解程序”，只要民主党内部达成意见一致，那么基建计划就能够快速落地。关于加税问题，我们认为拜登政府应该不会着急在今年落实，一方面当前经济复苏尚不牢靠，金融和经济市场下行风险较大。另一方面 2022 年 11 月美国将要施行中期选举，民主党的投票仓位也集中在低收入群体，所以拜登政府应该要在确保经济复苏强劲之际，再向低收入全体展现其减少贫富差距的决心，贸然加快加税步伐一方面直接抵消了基建部分的刺激，另一方面也是以牺牲经济为代价，性价比较低。**但是也不排除拜登可能更希望在 2022 年前将加税，使得经济和美股盈利风险暴露，以便于利用 2022 年上半年经济和金融市场自我修复，能够在下半年企稳回升作为其中期选举的政绩。**

三、对资本市场的影响更多体现在结构性上

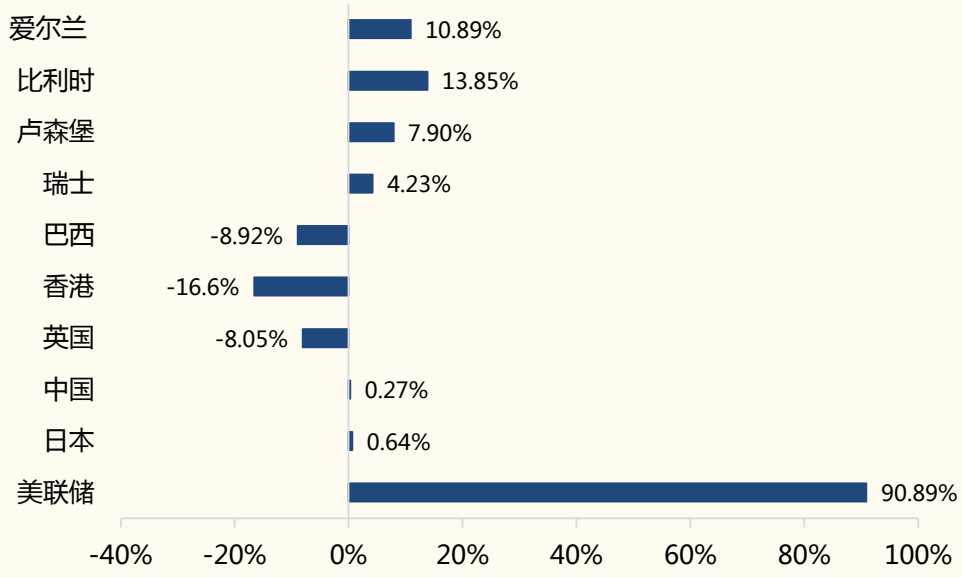
展望三四季度，美债收益率可能会出现技术面上供大于求，带动实际利率回升，不排除美债收益率年底再出现一轮超预期回升。一季度美债收益率的大幅回升主要来源于风险偏好的回升带来的实际风险溢价回升，进而带动实际利率上行。那么展望二季度，美国复苏的情况难以大超预期，影响美债的因子将从实际利率转变到通胀预期，决定二季度的通胀预期的要素则是大宗商品，从供需平衡表来看，需求在二季度已经暂时定价，供给端可能会使得价格波动加大，但是整体对美债收益率上行趋势的提振可能有限。那么后续美联储和财政部之间减债和发债之间的供需错配可能是推动美债上行的主要因素。根据拜登的报告，财政计划中有 3000 亿美元将依赖于美国政府的借债，那么这就意味着疫情对财政部发债的压力将转向基建计划，且从时间维度来看，在这之前美联储可能宣布缩减购债规模，当美债的实际需求小于供给，将不得不提高美债的发行票面利率。但是我们可以发现疫情后美联储是美债的主要买家，这其实也奠定了美联储即使决定减少购债规模，也无法大规模缩减，仍需要保持供需相对平衡，不然美债抛售的压力将有所加大。

图表 15：截至 2 月底，DWK 模型下的美债细分项



来源：美联储、国金证券研究所

图表 16：去年 3 月之后，基本都是美联储吸收发债的压力

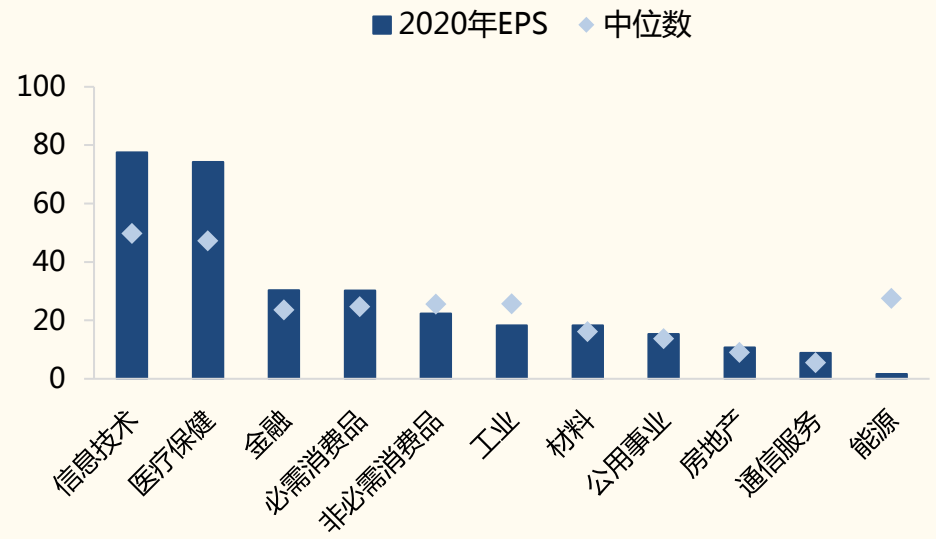


来源：Bloomberg、国金证券研究所

利率和税率的上行从估值和盈利两个方面对美股形成打击，且从行业板块来看，通讯和科技板块受影响最大，结构性分化表现显著。首先，鲍威尔在 3 月 25 日在接受媒体采访时表示，当下经济复苏速度超出了预期，未来“某个时候”美联储将开始逐步缩减购债，不乏视为一个前瞻性指引。其次，更高的法定税率、全球收入的最低税率、大公司的最低税率以及社会保障工资税的提高可能会在静态基础上降低标准普尔 500 公司每股收益 8%-9%，那也意味着作为 2017 年减税的最大受益者，科技、医疗和通信行业将经历更大幅度的实际税率上调，另外鉴于通信服务和信息技术行业可能面临更高的海外交易税，这两板块的回调幅度将会较大。当前科技板块依然支撑着美股的涨势。**若美联储先减少购债规模，然后在明年落实加税政策，那么影响美股价格的因子将逐步从估值端走向盈利端；若美联储在四季度开始实质性减少购债的规模且拜登政府加税政策**

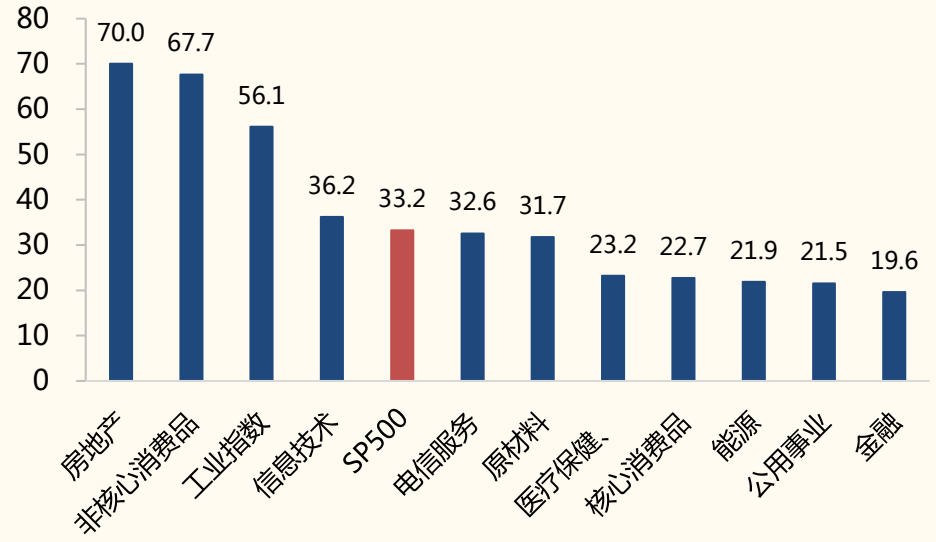
加快落实，两者同时加剧美股回落，届时也需要警惕新兴市场货币市场风险暴露。

图表 17：2020 年不同行业 EPS 表现



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 18：截至 4 月 6 日，标普行业市盈率的表现



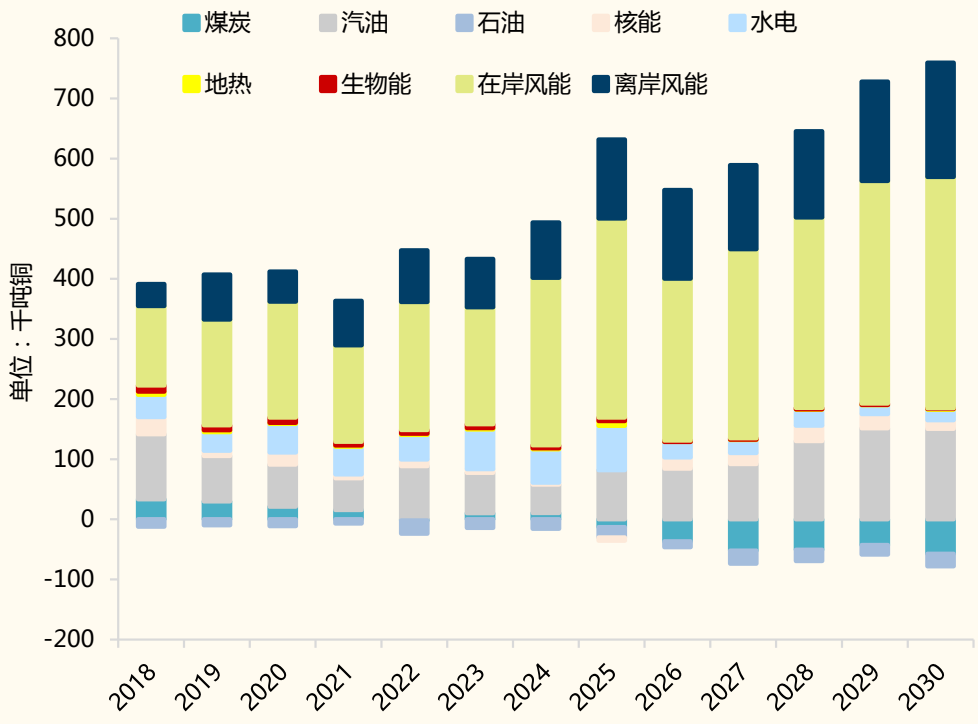
来源：Bloomberg、国金证券研究所

从大宗商品来看，美国基建难以大幅提振钢材和铁矿石商品价格。近期螺纹钢期货突破 5100 的关口，创下了 10 年以来新高，一方面是由于钢铁行业在碳中和的背景下，初步形成了“供给侧改革 2.0”的格局，去钢铁库存进一步增强了钢铁产量下降的预期，导致近期价格出现飙升，另一方面美国拜登基建计划使得市场预计工业品价格仍存在上涨动能，但是从长期来看，我们认为这种现象很难维持：

从需求端来看，2019 年美国粗钢需求占全球的比重 5.7%左右，且产量占全球比重的 4.7%左右，美国铁矿石需求占全球比重 1.5%左右，产量占全球比重 2.2%左右，那么即使基建使得这两类原材料的需求上涨，本土的产量依然能够覆盖绝大部分的需求，供需缺口虽然较之前会有所放大，但是对价格的影响并不会特别明显。另外从外界因素来看，我国目前利用房地产和基建作为宏观调控的手段开始弱化，作为黑色工业品消耗大国，对黑色商品需求也将有所回落，能部分对冲美国传统基建对工业品的需求，中美传统基建未能同步共振，使得工业品价格上涨的动能并不可持续。

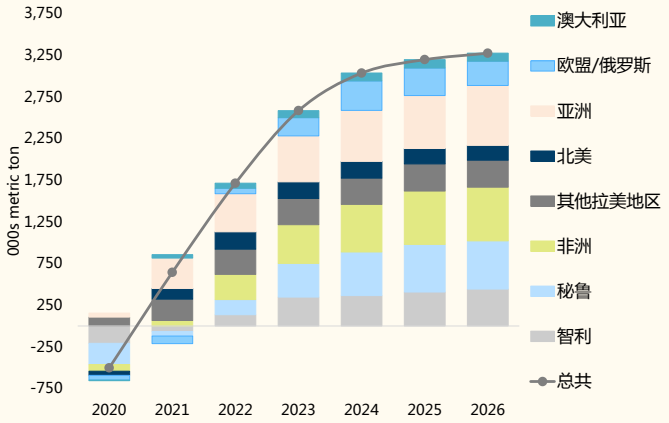
但是在新能源基建部分，全球有望实现需求共振，使得铜和铝的需求上行，价格有望中枢抬升。具体来看，铜将在能源转型中发挥关键作用，而在电气化应用方面，铝的竞争优势包括储量丰富和价格低廉。在运用特高压、电气控制轨道交通、5G 基建、新能源汽车充电桩和人工智能工业互联网主要材料集中在铜和铝。当前中国对铜的需求就占全球的 50%以上，在正常情况下，全球对铜的需求以 2%左右的速度增长，但在全球实现碳中和的路径下，加速能源转型方案可能将铜需求增长推高至每年增长 3.5%，那么未来铜需求端保持稳定上涨的背景下，秘鲁和智利等国的铜矿产能否跟上需求增长的步伐决定了铜价的上行幅度。

图表 19：新能源对未来铜的需求变化



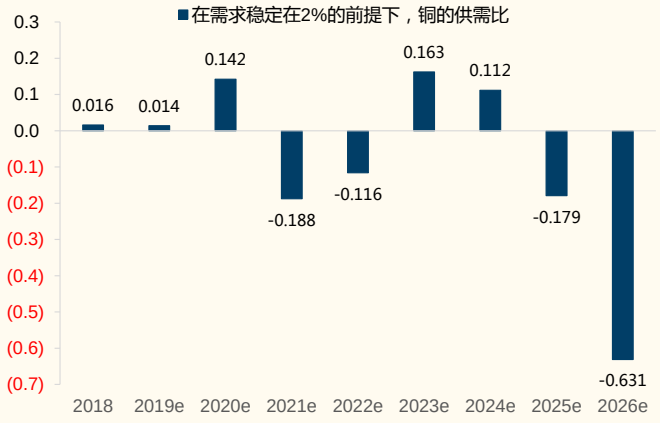
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 20：铜未来在不同地区供应量变化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 21：即使将需求稳定在 2%增长的前提下，供给仍然存在一定的压力



来源：Bloomberg，国金证券研究所

黄金价格长期难以有较大起色，但下行空间相对有限。目前来看，黄金价格的逻辑主线在二季度已经比较明朗，一季度黄金价格大幅回落主要是由于实际利率的回升，二季度来看，黄金维持区间内波动的概率加大，一方面原来超预期复苏的节奏已经基本定价，意味着名义利率带动实际利率上行的空间已经有限，另一方面 OPEC+将在 5 月份、6 月份和 7 月份分别增加原油日产量 35 万桶、35 万桶和 44.1 万桶，原油供给端的回升也使得通胀预期难以有较大的回升。在拉长时间线来看，后续美债收益率的回升应该是取决于美联储减债带动的实际利率和实际风险溢价上升，那么届时黄金价格可能还会经历一番调整后，进入长期区间内波动震荡。

图表 22：黄金价格未来仍然有可能受到实际利率抬升影响



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示：

1、疫情疫苗的不确定性上行；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402