新时代证券 New Times Securities

拜登财政政策的三层逻辑

——宏观经济周度观察

投资周报

可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，分别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。

第一层，短期来看，财政政策刺激经济。拜登“美国就业计划”打算 8 年内投入 2.25 万亿美元，主要投向基建、能源、就业、研发等领域。2.25 万亿美元分配到 8 年内，每年约占 GDP 的 1%。“美国家庭计划”，涉及保健、医疗方面，约 1 万亿美元。

估计财政支出对经济的影响，还要考虑乘数效应，而财政支出乘数则受到融资方式、利率环境、贫富差距、疫情等因素的影响。征税何时落地还不确定，基建计划前期可能还是依靠发债融资。在政策利率接近 0 且通过发债融资时，财政支出乘数最大，约为 1.5。那么，拜登 Build Back Better 计划两部分加起来，前期可拉动美国名义 GDP 增长约 3 个百分点。后期美联储加息的话，财政支出乘数将会下降至 1.1 附近，财政刺激对经济的拉动也会减弱。不过疫情的好转，会抵消支出乘数的部分下降。

第二层，中期来看，征税未必严重抑制经济。税收对财政支出的挤出效应取决于贫富差距、征税方式。一些新经济企业利用垄断能力获得超额利润，又进行“合理”避税，对这些企业征税很有必要。同时，美国经济的轻资产化以及更加垄断，已经使企业的投资动力减弱。对企业征税可能会影响企业利润，但是对实体经济投资的影响或许没那么严重。对高收入人群征税带来的消费的挤出效应可能没那么大。高收入人群的休闲机会成本较高，也不会因为收入征税而减少劳动供给。可见，从垄断企业以及高收入人群征税，对经济增长的负面影响没那么可怕。征税并不是完全地挤出投资，征税下的财政支出乘数在 0.6 左右。综合考虑融资方式、利率环境、疫情、财政支出节奏，拜登财政刺激对经济近期的影响强于后期。

第三层，长期来看，拜登经济学提升潜在经济增速。拜登的供给侧改革有助于抵御疫情对经济的长期负面影响，并提升潜在经济增速。税收减少贫富差距，长期有助于提升日益萎缩的需求，改善企业的盈利，增加企业研发投入。同时，工人薪资上涨，也会增加休闲的机会成本，吸引退出劳动力市场的人们重新工作。这些都会拉升潜在经济增速。除了经济方面，缩小贫富差距还具有重要的社会、政治意义。

故，从短期来看，在经济上升期，拜登财政刺激的时机、规模、资金来源或许有争议，但从长期来看，如果做到缩小贫富差距，仅此一项就使拜登经济学意义非凡。

● 风险提示：政策落实不及预期

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：季末资产再平衡效应？ 2021-3-28
投资周报：几种测算合意美债利率的方法 2021-3-21
投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架 2021-3-14
投资周报：务实的政府工作报告 2021-3-7
投资周报：当 TGA 缩减遇到 SLR 收紧 2021-2-28
投资周报：“就地过年”的时空转移经济效应 2021-2-21
投资周报：重回焦点的外汇占款 2021-2-7
投资周报：流动性的逻辑 2021-1-31
投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张 2021-1-24
投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？ 2021-1-17
投资周报：零利率约束下的美国财政刺激 2021-1-10
投资周报：美国股债关系的演化 2021-1-3

目 录

1、 拜登财政政策的三层逻辑.....3
2、 国内高频数据观察.....4
2.1、 生产指标下滑.....4
2.2、 商品房销量上升.....5
2.3、 猪肉价格下降.....5
2.4、 货币市场利率下行.....6
2.5、 人民币汇率贬值.....6

图表目录

图 1: 高炉开工率下滑.....4
图 2: 商品房周销量回升.....5
图 3: 猪肉价格下降.....5
图 4: 货币市场利率下行.....6
图 5: 人民币汇率贬值.....6

1、 拜登财政政策的三层逻辑

3 月 31 日拜登公布了 Build Back Better 计划的第一部分“美国就业计划”，后续还有第二部分“美国家庭计划”。**可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，分别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。**

第一层，短期来看，财政政策刺激经济。

这是最显而易见的。拜登“美国就业计划”打算 8 年内投入 2.25 万亿美元，主要投向基建、能源、就业、研发等领域。2.25 万亿美元分配到 8 年内，每年约占 GDP 的 1%。“美国家庭计划”，涉及保健、医疗方面，约 1 万亿美元。两部分财政支出叠加起来，称得上“一代人只能见一次的投资”。

估计财政支出对经济的影响，还要考虑乘数效应，而财政支出乘数则受到融资方式、利率环境、贫富差距、疫情等因素的影响。拜登寻求 15 年对企业和高收入人群征税 2 万亿美元来支持自己的 Build Back Better 计划。但征税何时落地还不确定，基建计划前期可能还是依靠发债融资。

在政策利率接近 0 且通过发债融资时，财政支出乘数最大，约为 1.5。那么，拜登 Build Back Better 计划两部分加起来，前期可拉动美国名义 GDP 增长约 3 个百分点。后期美联储加息的话，财政支出乘数将会下降至 1.1 附近，财政刺激对经济的拉动也会减弱。不过疫情的好转，会抵消支出乘数的部分下降。

税收也会影响财政支出效果，是否会对财政刺激产生严重的挤出效应？这就是理解拜登财政政策的第二层逻辑。

第二层，中期来看，征税未必严重抑制经济。

税收对财政支出的挤出效应取决于贫富差距、征税方式。

1980 年代以来，虽然美国经济增速趋势性下滑，但是企业利用自身的垄断能力，提升了资本收入份额，使得资本回报率仍维持在 8%附近，这是美国股市长牛的根本原因。拥有人力资本的高技术人群以及拥有实物资本的企业家都获得了较高的回报。但是，普通劳工的收入份额下降，美国贫富差距差扩大。

一些新经济企业利用垄断能力获得超额利润，又进行“合理”避税，对这些企业征税很有必要。同时，美国经济的轻资产化以及更加垄断，已经使企业的投资动力减弱。对企业征税可能会影响企业利润，但是对实体经济投资的影响或许没那么严重。

次贷危机之后美国储蓄率逐渐回升，其中一个重要原因仍是贫富差距扩大，高收入人群的储蓄率上升。对高收入人群征税带来的消费的挤出效应可能没那么大。高收入人群的休闲机会成本较高，也不会因为收入征税而减少劳动供给。

可见，从垄断企业以及高收入人群征税，对经济增长的负面影响没那么可怕。征税并不是完全地挤出投资，征税下的财政支出乘数在 0.6 左右。综合考虑融资方式、利率环境、疫情、财政支出节奏，拜登财政刺激对经济近期的影响强于后期。

第三层，长期来看，拜登经济学提升潜在经济增速。

民主党并不是不重视供给侧。次贷危机之后，经过奥巴马出色的供给侧改革，潜在经济增速提升，甚至达到了次贷危机之前的水平。拜登的供给侧改革和奥巴马

的极为相似，比如教育、研发、能源方面，这有助于抵御疫情对经济的长期负面影响，并提升潜在经济增速。

需求侧和供给侧是相互影响的，需求侧也会影响潜在经济增速，日本乃前车之鉴。税收减少贫富差距，长期有助于提升日益萎缩的需求，改善企业的盈利，增加企业研发投入。同时，工人薪资上涨，也会增加休闲的机会成本，吸引退出劳动力市场的人们重新工作。这些都会拉升潜在经济增速。

除了经济方面，缩小贫富差距还具有重要的社会、政治意义。拜登的目的在于弥合日益撕裂的美国社会，重圆支离破碎的美国梦。

故，从短期来看，在经济上升期，拜登财政刺激的时机、规模、资金来源或许有争议，但从长期来看，如果做到缩小贫富差距，仅此一项就使拜登经济学意义非凡。

参考文献:

Hagedorn M, Manovskii I, Mitman K. The Fiscal Multiplier[R]. NBER Working Papers, 2019.

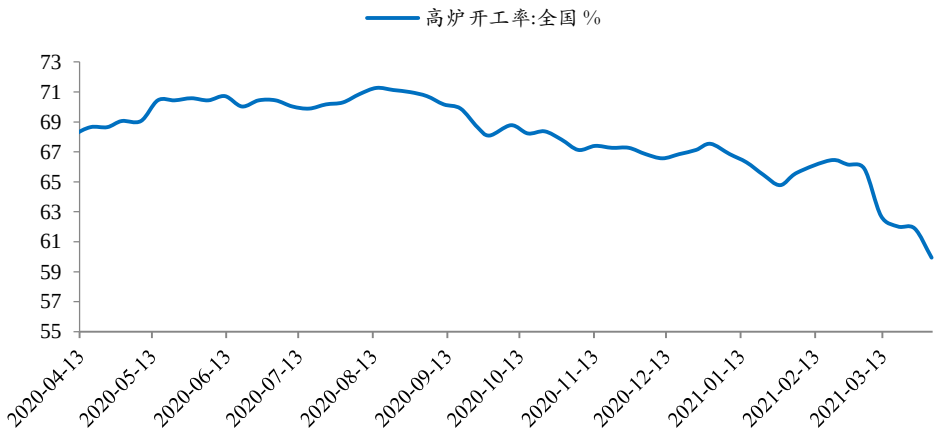
Seliski J, Betz A, Chen Y G, et al. Key Methods That CBO Used to Estimate the Effects of Pandemic-Related Legislation on Output[R]. CBO Working Paper 2020-07, 2020.

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标下滑

上周，受碳中和影响，高炉开工率继续下 1.94 个百分点至 59.94%，全国 100 家焦化企业开工率下滑 0.3 个百分点至 70.82%。不过，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 0.14、0.81 个百分点至 78.17%、74.17%。

图1： 高炉开工率下滑

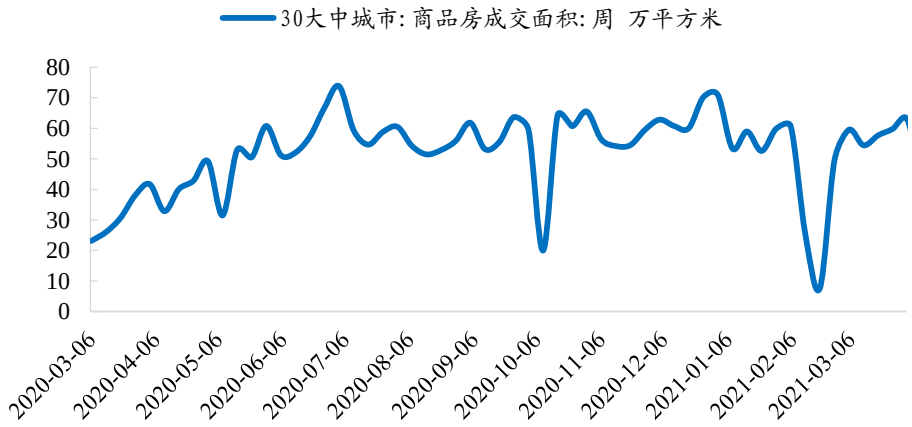


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量上升

上周，30 大中城市商品房周成交面积为 62.92 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 59.78 万平方米有所上升。从同比数据来看，30 大中城市商品房周成交面积同比上涨 50.87%，其中一二三线城市分别同比增长 37.79%、73.64%、29.55%。

图2： 商品房周销量回升

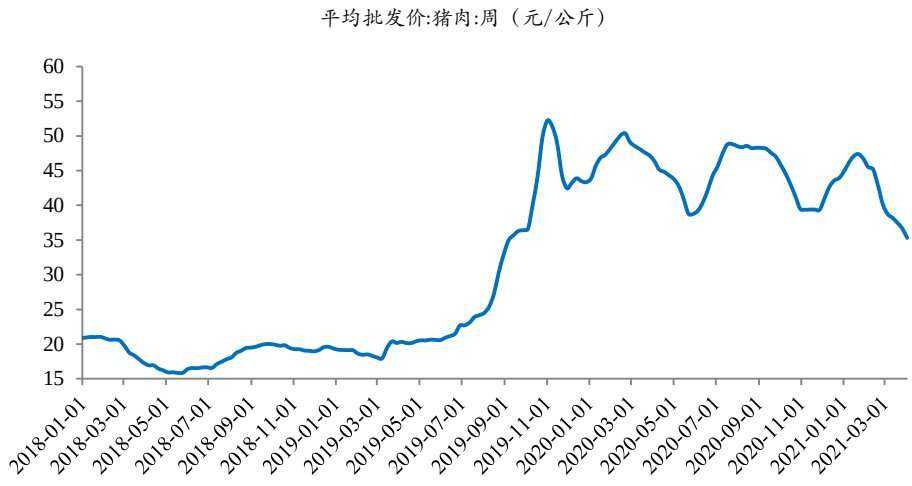


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格下降

上周，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 1.74%，7 种重点监测水果价格环比上升 0.24%，猪肉批发价环比下降 3.7%。WTI 原油价格环比上升 4.94%，布油价格环比上升 2.57%。

图3： 猪肉价格下降

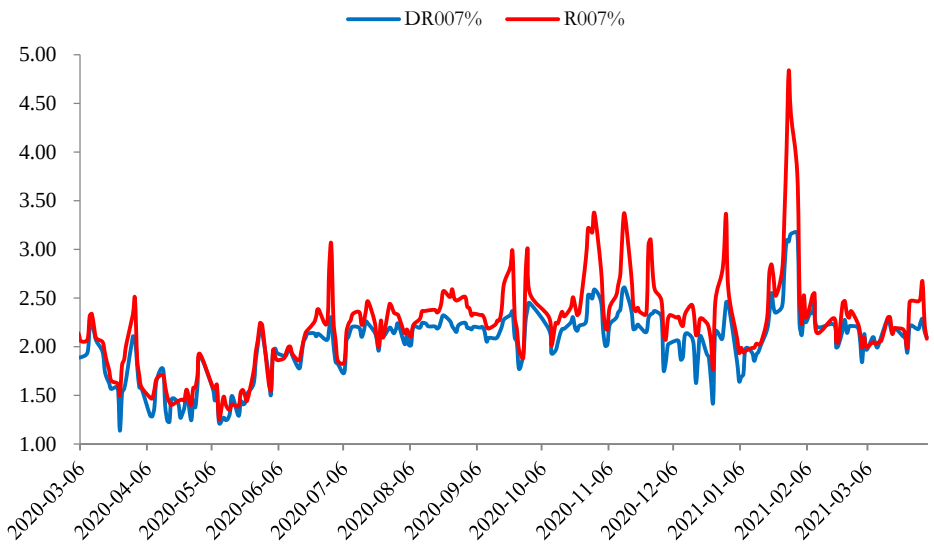


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率下行

上周，央行继续等额续作 OMO，货币市场利率下行，DR007、R007 分别下降 12.1、39.2 个 BP。

图4： 货币市场利率下行

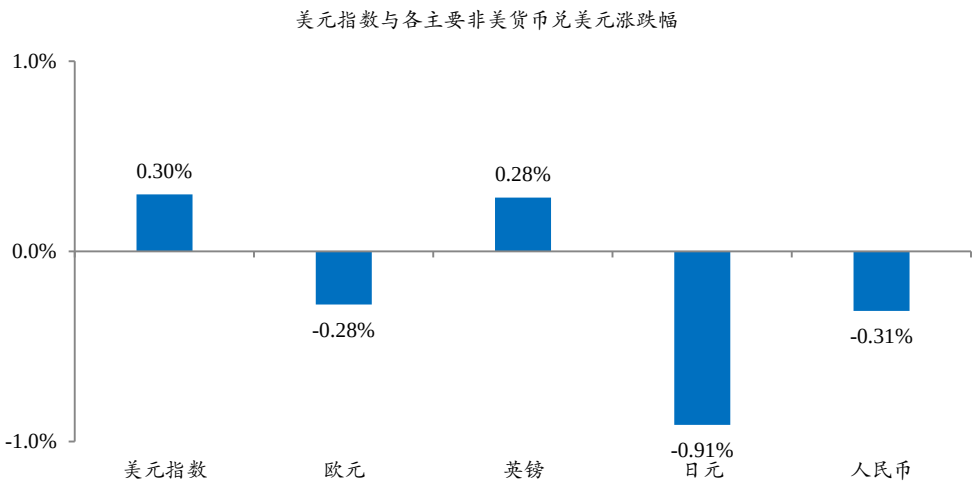


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币汇率贬值

上周，美元指数上升 0.3%至 93，欧元、日元、人民币兑美元分别贬值 0.28%、0.91%、0.31%，英镑兑美元升值 0.28%。

图5： 人民币汇率贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/