2021 年 03 月 11 日

证券研究报告•宏观简评报告

事件点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

1.9 万亿会带来“脱缰”的通胀吗？

——美国新一轮财政刺激点评

摘要

- **经过众议院-参议院-众议院共三轮的表决，拜登的 1.9 万亿经济救助计划终于落地。**参议院通过的最新经济救助计划修改了众议院通过版本中有关失业救济福利的部分，将每周失业救济额外福利从 400 美元下调至 300 美元并将该福利适用时间延长至 9 月 6 日，同时删除了众议院民主党人主张的将法定联邦最低工资从每小时 7.25 美元提高至 15 美元的内容。此外，法案还收紧了领取现金支票的收入限制。

- **表决过程中两党分裂严重。**最近两次的表决中，没有一个共和党人支持该项法案，但民主党凭借着一府两院在手的优势，仍能强行通过法案。对于民主党来说，为拜登的执政赢得了良好的开局。而共和党人对此项法案颇有微词，认为耗资庞大且会带来沉重的税负。未来拜登若想再推出其他刺激计划，共和党会提高谈判的成本。

- **短期刺激经济复苏，仍需注意就业问题。**从近期发布的数据看，美国经济数据已经出现了一些转好迹象。根据美联储 3 月 3 日报告，从总体经济情况来看，从 2021 年 1 月到 2 月中旬，大多数联邦储备地区的经济活动温和扩张。1.9 万亿美元流入市场，短期内或有利于刺激经济复苏。疫苗接种加速叠加去年的低基数作用，美国经济有望迎来阶段性强复苏。补库存动能 3 月开始将进一步增强。在美国国会预算办公室（CBO）的预测中，经济将在未来五年内继续走强，且复苏的第一阶段将提早来临并强于预期。虽然 2 月美国非农数据好于预期，但就业恢复整体仍然偏慢，1.9 万亿美元刺激短期最直接的效果是刺激消费，拉动就业还需要时间。

- **警惕通胀“脱缰”风险。**2 月美国通胀数据显示目前通胀较温和，美国 2 月 CPI 同比增长 1.7%；受能源价格上涨影响，2 月美国 CPI 环比增长 0.4%；受美国服装和运输服务成本下降影响，美国核心 CPI 同比增长仅 1.3%。目前美国的通胀比较温和，最近的数据一出也稳定了市场情绪。但 1.9 万亿美元刺激计划可能会进一步快速推高通胀预期，并加重美国财政赤字压力。根据目前产出缺口的预测值来看，美国产出缺口修复可能比 1990 年和 2008 年的两次危机时速度更快，同时美国 ZEW 通胀预期指数快速攀升，美国实际通胀水平可能在 2021 年中左右走高。1.9 万亿美元刺激计划推出后，需警惕大量资金带来的通胀压力。

- **风险提示：**海外疫情持续高位，中美贸易关系紧张。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 预期超在哪里？——2 月社融数据点评 (2021-03-11)
2. 全球的“水”来到东方了吗？ (2021-03-10)
3. 贸易“开门红”会维持多久？ (2021-03-08)
4. “6%”的目标之后——2021“两会”政府工作报告解读 (2021-03-07)
5. 地产调控再收紧，美债又掀波澜 (2021-03-05)
6. 回落与分化不改预期向好——2021 年 2 月 PMI 数据点评 (2021-03-01)
7. 绿色经济顶层布局，欧美债券利率承压 (2021-02-26)
8. 走向“正常化”，2021 如何出招？——全国“两会”前瞻 (2021-02-24)
9. 大宗商品一路高歌，房产成交未有惊喜 (2021-02-19)
10. 货运数据开门红，比特币波动大 (2021-02-18)

1 1.9 万亿美元新一轮财政刺激落地

1.9 万亿美元刺激计划落地，个人援助占最大一块。当地时间 3 月 10 日，美国众议院以 220 票赞成、211 票反对的结果，投票通过了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案，其中依然没有共和党籍众议员投赞成票,但有 1 名民主党籍众议员投反对票。经过两院共三次的表决，白宫称拜登将于当地时间 3 月 12 日签署成为法案。此次纾困救助法案的几项主要措施包括：美国约 85%的家庭和个人将每人最多可获得 1400 美元的纾困金；联邦政府每周将增加 300 美元失业救济金；扩大儿童免税额，每名儿童税收抵免额至多可达到 3600 美元；拨款 3500 亿美元作为州和地方援助金；以及拨款数十亿美元帮助受新冠肺炎疫情影响的小企业，疫苗的研究、开发和分发，以及用于 K-12 学校，帮助中小学学生返回课堂；将食品券福利增加 15%，并延长至 9 月份；帮助低收入家庭支付租金等。

参议院最终通过的经济救助计划修改了众议院版本中有关个人援助和失业救济福利的部分。在失业援助方面，将每周失业救济额外福利从 400 美元下调至 300 美元并将该福利适用时间延长至 9 月 6 日，同时删除了众议院民主党人主张的将法定联邦最低工资从每小时 7.25 美元提高至 15 美元的内容；个人援助方面，收紧了领取现金支票的收入限制，年收入 8 万美元以上美国人将无缘，此前众议院的版本中收入上限为 10 万美元；并且，参议院版本中增加了对助学贷款的内容。

表 1：美国 1.9 万亿刺激法案主要内容（参议院版）

领域	金额（亿美元）	具体内容
个人援助	10000	向调整后总收入不超过 80,000 美元的个人或收入不超过 160,000 美元的夫妇的人每人发放 1400 美元的援助金。
失业援助	NA	为符合条件的失业者提供每周 300 美元的失业救济金，该福利适用时间为 3 月 31 日至 9 月 6 日；年收入低于 15 万美元的家庭获得的第一笔价值 10,200 美元的失业救济金免税。
州和地方政府援助	3500	为各州和哥伦比亚特区提供 1,953 亿美元，各郡县将分配大约 1,300 亿美元的援助，部落将获得 200 亿美元，区域将获得 45 亿美元。
营养援助	11.5	用于 2008 年《食品和营养法》设立的补充营养援助项目，其中拨款 8.8 亿美元用于“妇女，婴儿和儿童特别补充营养计划”。
住房援助	400	向各州和地方政府拨款约 200 亿美元帮助低收入家庭偿还租金，租金补助和水电费；拨款约 100 亿美元帮助陷入困境的房主支付贷款、公用事业和财产税；拨款 50 亿美元帮助那些有无家可归风险的人；另外拨款 50 亿美元给无家可归者发放紧急住房券。
小型企业援助	471.75	为紧急伤害灾难贷款计划提供 150 亿美元，该计划向小型企业管理局提供长期的低息贷款，受到严重影响且工人人数少于 10 人的小型企业将优先获得部分资金；为专门针对酒吧和餐馆的新赠款计划提供了 250 亿美元，符合条件的企业可能会获得最高 1000 万美元的资金，并且可以将这笔钱用于各种支出，包括工资，贷款和租金，公用事业以及食品和饮料；目前正在接受第二轮贷款申请的“薪水保护计划”将再获得 70 亿美元的资助，这些账单将使更多的非营利组织有资格获得资助；另外 1.75 亿美元将用于推广以创建“社区导航器计划”来帮助定位符合条件的企业。
税收	NA	提高了 2021 年家庭和某些低收入工人的税收抵免额;将儿童税收抵免额扩大到每个 6 岁以下的孩子 3,600 美元，每个 18 岁以下的孩子 3000 美元，抵免额将全额退还，另外家庭可以每月领取该款项，而不是每年一次；将最高抵免额提高近三倍并将资格扩大到更多人，从而提高了无子女工人的所得税抵免额。这将是自 2009 年以来对所得税抵免额的最大优惠。
教育	2090	向 K-12 学校提供近 1300 亿美元来帮助学生重返课堂，允许学校用这笔钱来更新通风系统，减少班级规模，购买个人防护设备并雇用支持人，并要求学校至少使用这笔钱的 20%，以通过提供延长放假时间或暑期学校来弥补学习上的损失；拨款将近 400 亿美元用于大学建设；为托儿服务提供者提供约 390 亿美元，提供者收到的款项将基于运营支出，可用于支付员工和租金，帮助陷入困境的家庭支付费用以及购买个人防护设备和其他用品。

领域	金额（亿美元）	具体内容
医疗卫生	1380	向各州和地方政府拨款 100 亿美元作为新冠病毒项目基金；提供 140 亿美元为研究、开发、分配、管理疫苗，来增强对疫苗的信心；投入 478 亿美元用于测试、联系、追踪和缓解，包括投资实验室，社区测试站点和移动测试单位，特别是在医疗服务欠缺的地区；拨款 77 亿美元，雇用 100,000 名公共卫生工作者，以支持应对新冠病毒；向联邦紧急事务管理局提供了 500 亿美元，其中一些资金用于扩大疫苗接种工作；拨款 85 亿美元，帮助陷入困境的农村医院和医疗保健提供者。
航空运输业	150	为了保留航空行业和补偿航空行业的工人，向合格航空公司和合格承包商分别提供 140 亿美元、10 亿美元的经济援助。
农业	40	购买食品和农产品；购买和分发农产品给有需要的个人；向中小型食品加工商或分销商、农贸市场、生产者或其他组织提供赠款和贷款以应对新冠病毒等。

数据来源：美国政府、CNN、Westlaw Next、西南证券整理

表 2：美国 1.9 万亿刺激法案众议院与参议院对比

具体领域	细则	
	众议院	参议院
个人援助	调整后总收入超过 100,000 美元的个人或收入超过 200,000 美元的夫妇都不会收到该款项。	调整后总收入超过 80,000 美元的个人或收入超过 160,000 美元的夫妇都不会收到该款项。年收入不超过 112,500 美元的户主将获得全部款项。
失业援助	将失业计划延长至 8 月 29 日，并每周提供额外的 400 美元失业救济金。	将失业计划延长至 9 月 6 日，并每周提供额外的 300 美元失业救济金。增加失业救济金免税规定：使 2020 年收到的第一笔 10,200 美元的失业救济金且收入不超过 150,000 美元的家庭免税。
最低工资水平	将法定联邦最低工资从每小时 7.25 美元提高至 15 美元。	删除该内容
助学贷款	无	增加免税条款：在 2020 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 1 日期间通过的任何学生贷款减免均免税。

数据来源：CNBC、Westlaw Next、西南证券整理

2 民主党的浪潮，分裂的政局

蓝色浪潮下，两院统一，两党分裂凸显。这项规模庞大的计划是美国自上世纪 60 年代以来最大的纾困措施之一，也是拜登就任总统不到两个月时间里，和控制国会两院的民主党人取得的一项重要的立法胜利。通过对比最开始众议院的版本和参议院的版本可以发现，在总金额上，两者差别不大，主要的差别是最低工资水平和对援助的细节设计上。但 1.9 万亿美元纾困政策的通过，恰恰说明两党分裂凸显。

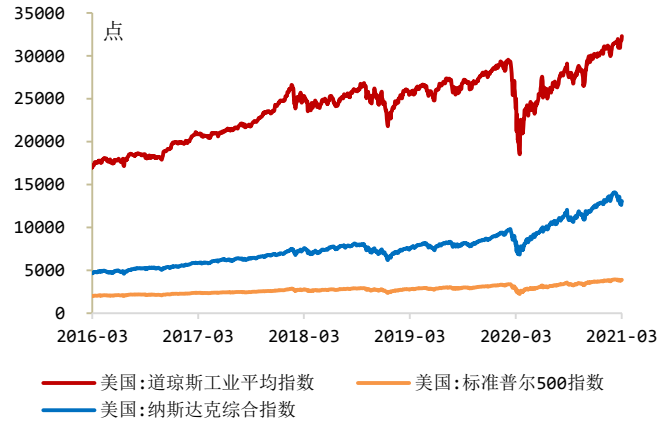
无论是众议院还是参议院版本，投票过程中都没有一位共和党议员支持救助法案。当地时间 2 与 27 日，众议院以 219 票赞成、212 票反对的表决结果同意 1.9 万亿美元的纾困政策；在当地时间 3 月 6 日，参议院以 50 票赞成、49 票反对的投票结果，通过了新版本的经济救助计划，在参议院的投票中，因为民主党人使用了预算和解程序，被迫放弃提高最低工资的条款，在此程序下，仅需要简单多数票（即 51 票）就可以通过该法案，而不是通常需要的 60 票。1.9 万亿美元刺激计划在参议院之所以能过关，不是因为两党达成了共识，而是政党投票数人头的结果；之后，众议院的再次投票中也是如此，民主党的多数党席位为法案保驾护航，最终以 220 票赞成、211 反对的结果通过法案，其中没有共和党投赞成票。参议院共和党领袖麦康奈尔会后评价说，参议院从未“如此鲁莽地”批准一个高达 2 万亿美元的预算案。1.9 万亿美元这么大的刺激计划，民主党沾了“蓝色浪潮”的光，也是两党为了尽快推出刺激计划达成了妥协。未来拜登想要推行他的基建计划，考虑到目前美国的赤字水平和本次投票的感受，之后共和党可能将会提高谈判成本。

3 短期刺激经济复苏，仍需注意就业问题

从近期发布的数据看，美国经济数据已经出现了一些转好迹象。3 月，美联储发布最新褐皮书，从总体经济情况来看，从 2021 年 1 月到 2 月中旬，大多数联邦储备地区的经济活动温和扩张，多数地区的制造业较 1 月份报告略有回暖，随着疫苗的普及，大多数企业对未来 2021 年 6-12 个月前景持乐观态度。且由于之前较低的抵押贷款利率刺激对新屋和成屋强劲的需求持续，房价继续上涨；尽管酒店、零售和办公室部门的商业房地产状况有所恶化，但家庭部门保持稳定，工业部门继续加强。在就业和工资方面，2 月份，随着美国酒店业有所恢复，临时雇员激增，美国非农就业人数新增 37.9 万，达到了去年 10 月以来的最大增幅，好于预期值 21 万，失业率跌至 6.2%，其中，休闲酒店行业反弹最为强劲。

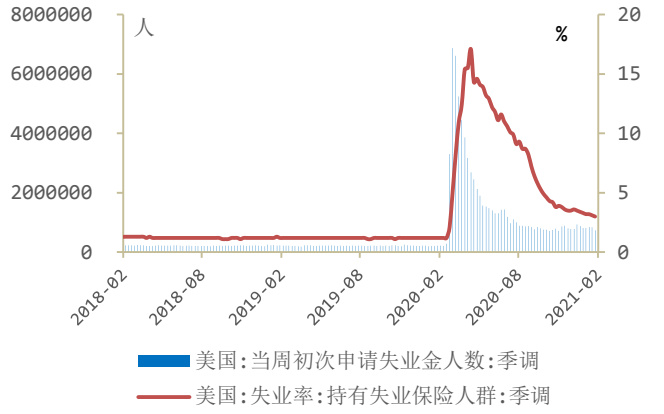
1.9 万亿美元流入市场，短期内或有利于刺激经济复苏，但就业问题仍严峻。疫苗接种加速叠加去年的低基数作用，美国经济有望迎来阶段性强复苏。2020 年 12 月，美国制造业、批发商、零售库存同比仍分别下降 0.48%、1.47%、5.79%，美国库存仍在历史低位，补库存动能 3 月开始将进一步增强，这将支持经济复苏。在美国国会预算办公室（CBO）的预测中，经济将在未来五年内继续走强，且复苏的第一阶段将提早来临并强于预期，目前预测的经济情况比 2020 年 7 月更强，CBO 在 2 月份对美国 2021 年全年经济增速的预期为 5.6%，对 2022 和 2023 年分别为 4.5%和 4.3%，估计 2021-2023 年的 PCE 分别将达到 1.7%、1.9%和 1.9%。我们认为，虽然 2 月美国非农数据好于预期，但就业恢复整体仍然偏慢，近三个月的新增非农平均值仅 8 万人，远低于疫情前水平(20 万人)，6.2%水平的失业率也远低于疫情前水平，衡量 1.9 万亿美元成功与否的关键在于其对就业的拉动，从目前来看，短期最直接的效果是刺激消费，拉动就业还需要时间。

图 1：道琼斯指数创新高



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：失业人数逐步降低，但未达到疫情之间水平



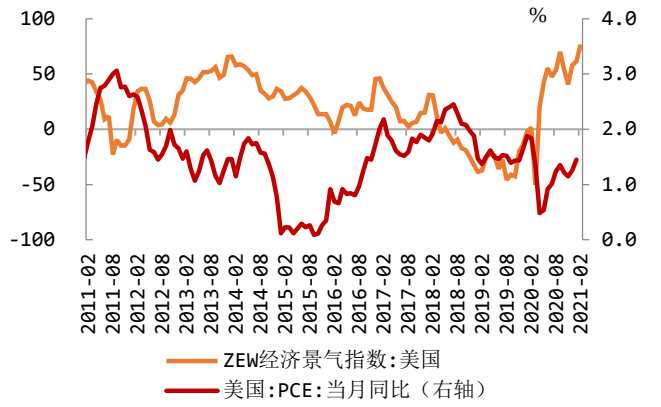
数据来源：wind、西南证券整理

4 警惕通胀“脱缰”风险

2 月美国通胀数据显示目前通胀较温和。2 月，美国 2 月 CPI 同比增长 1.7%，较前值加快 0.3 个百分点，尽管增速创去年 2 月以来新高，但符合市场预期；受能源价格上涨影响，2 月美国 CPI 环比增长 0.4%，较前值加快 0.1 个百分点；受美国服装和运输服务成本下降影响，美国核心 CPI 同比增长仅 1.3%，低于预期值 1.4%。目前美国的通胀比较温和，最近的数据一出也稳定了市场情绪。

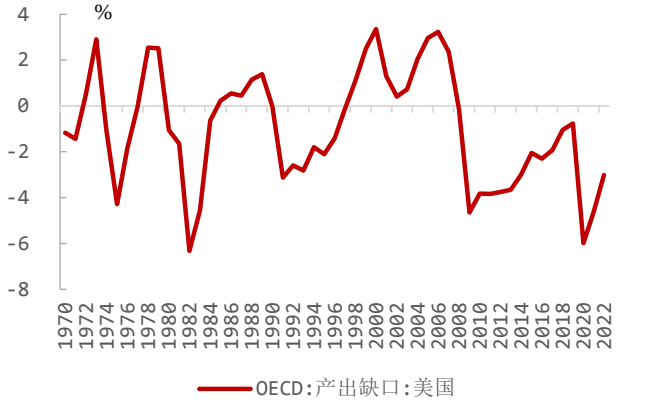
但 1.9 万亿美元刺激计划可能会进一步快速推高通胀预期，并加重美国财政赤字压力。美国 1.9 万亿美元财政刺激计划的实施，加之美联储短期维持量化宽松立场不变情况下，通胀预期可能会进一步攀升。首先看美国的产出缺口，根据目前产出缺口的预测值来看，美国产出缺口修复可能比 1990 年和 2008 年的两次危机时速度更快，如果出现产出缺口弥补较快，将为美国经济带来较大通胀压力。根据 OECD 的数据，美国 2021 年产出缺口约为 4.62%，较去年恢复 1.38 个百分点，2022 年为-3.01%。其次，作为实际通胀水平的重要先行指标，ZEW 美国通胀指数反映其对未来实际通胀水平的预期。2 月，美国 ZEW 通胀预期指数快速攀升至 76.7，较去年同期上升了 50.1 倍，创 2018 年以来新高。按照历史经验来看，ZEW 美国通胀指数对美国通胀水平有 1-10 个月左右的领先性，美国实际通胀水平可能在 2021 年中左右走高。1.9 万亿美元刺激计划推出后，需警惕大量资金带来的通胀压力。

图 3：通胀预期指数快速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：产出缺口快速修复



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn