

作者：王祎凡、冯祖涵
邮箱：research@fecr.com.cn

拜登发布 2.25 万亿经济刺激计划， 美国主权信用风险增加

摘要

美国当地时间 3 月 31 日，美国总统约瑟夫·拜登于美国宾夕法尼亚州匹兹堡市发表演讲，公布其 3 万亿美元经济刺激计划的第一部分内容。本次经济刺激计划是拜登上任以来出台的第二个经济刺激计划，将重点关注设施建设和清洁能源领域。

拜登经济刺激计划概况：本次追加的 3 万亿美元经济刺激计划共分为两个部分，第一部分侧重于基础设施建设和清洁能源领域，重点是重建公路和铁路等项目，第二部分则重点关注于民生问题。2020 年，美国名义 GDP 总量达到 20.94 万亿美元，从规模看，这共计 3 万亿经济刺激计划相当于 GDP 的比重约为 14.33%。

美国股市和债市概况：美国三大股市年内基本维持上涨趋势，但本次经济刺激计划符合市场预期，当日美股并未表现出明显上涨趋势。但受市场预期影响，美债收益率近期来持续提升，美股市场小幅承压。

主权信用风险犹存：大规模经济刺激计划将刺激 GDP 增长，但美国主权信用风险犹存：一是市场对于美国通胀的预期持续提升，进而产生对美联储边际收紧货币政策的预期，受此影响，美债收益率持续走高，使美国股票市场承压；二是为获得资金支持，预计美国政府财政赤字和债务水平都将进一步走阔。此外，美国经济回暖，将导致资金流入美国市场，造成部分新兴经济体信用风险增大。

相关报告研究：

1. 《疫情背景下油价下跌对主权信用影响几何？》，2020.05.21
2. 《黑天鹅频发叠加各国全球降放水，加剧主权债务违约风险》，2020.04.10
3. 《深度复盘本轮全球资本市场危机》，2020.03.27
4. 《美联储 10 月如期降息 全球央行继续利率博弈》，2019.11.01
5. 《保守党获得绝对优势 英国脱欧逐步明朗》，2019.12.13

美国当地时间3月31日，美国总统约瑟夫·拜登于美国宾夕法尼亚州匹兹堡市发表演讲，公布其3万亿美元经济刺激计划的第一部分。本次经济刺激计划是拜登上任以来的出台第二个经济刺激政策，将重点关注基础设施建设和清洁能源领域。

因此，本文首先梳理美联储自2020年以来的经济刺激政策，并分析目前美国面临的疫情和经济形势，然后对美国金融市场的影响进行分析，最后分析经济刺激政策对主权信用风险的影响。

一、2020年以来美国经济刺激政策梳理

(一) 近期拜登经济刺激政策梳理

本次追加的3万亿美元经济刺激计划是此前1.9万亿美元经济刺激法案的延续，这3万亿美元共分为两个部分，第一部分侧重于基础设施建设和清洁能源领域，重点是重建公路和铁路等项目，第二部分则重点关于民生问题。2020年，美国名义GDP总量达到20.94万亿美元，从规模看，这3万亿经济刺激计划相当于GDP的比重约为14.33%。叠加之前的1.9万亿美元，拜登任期内全部经济刺激规模已达到4.9万亿美元，相当于2020年GDP的比重为23.40%。

当地时间3月31日，美国总统约瑟夫·拜登于美国宾夕法尼亚州匹兹堡市发表演讲，公布其本次经济刺激计划的第一部分内容，本轮经济刺激计划规模约2.25万亿美元，总计为期8年，旨在重建美国老化的基础设施，推动电动汽车和清洁能源，创造就业机会。此次公布的基础设施计划包括：将投资6200亿美元于交通基础设施建设，4000亿美元用于改善老年人和残疾人的医疗护理，并扩大护理人员队伍，5800亿美元用于加强美国制造业，6500亿美元投资于投资洁净水和高速宽带。为了弥补支出，拜登计划提高企业税，具体方案是公司税率提高到28%，并将全球最低税率设置为21%。特朗普任期内，将公司税率由35%下调至21%，因此公司税率的提升，也成为多方争论焦点。

(二) 美国2020年~2021年经济刺激政策回顾

1. 2020年美国刺激政策

2020年疫情爆发之初，美国采取系列经济刺激计划，包括下调联邦基金利率，推行大规模量化宽松计划，建立商业票据融资机制，允许个人和企业延期纳税，向企业、州和地方政府和中小企业提供贷款和担保，向失业民众提供应急失业保险等系列经济刺激措施（见表1）。

表1：2020年3月美国救市政策汇总表

时间	经济刺激政策
2020年3月3日	美联储下调联邦基准利率50bp至1.00%~1.25%区间
2020年3月12日	美联储通过短期回购投放1.5万亿美元资金
2020年3月15日	美联储下调联邦基准利率100bp至0%~0.25%；美联储推出7000亿美元的量化宽松计划
2020年3月17日	美联储建立商业票据融资机制（CPFF），美联储建立初级交易商信贷安排（PDCF）
2020年3月18日	美国国税局允许个人和企业延期纳税3个月；美联储推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）
2020年3月19日	美联储提高国债购买规模至750亿美元；美联储与多国建立临时美元互换机制

2020年3月20日	美国国税局为企业提供带薪休假的税收抵免政策；美联储提高与五大央行的货币互换频率；美联储宣布与九家央行建立临时性美元流动性互换协议
2020年3月23日	美联储建立定期资产担保证券贷款
2020年3月25日	美国参议院通过2万亿美元经济刺激计划，其中包括向企业提供贷款、提供医疗资金，增加失业救济金等
2020年3月31日	美联储针对外国和国际货币当局发布临时回购协议工具（FIMA），维持对家庭和企业的信贷供应

数据来源：远东资信整理

美国当地时间2020年12月27日晚，美国总统特朗普签署了9000亿美元的财政纾困法案，具体措施包括向大部分美国人提供每人600美元的补助。

2. 2021年美国的经济刺激政策

当地时间3月10日，经美国国会参议院修改的1.9万亿美元经济刺激计划，在美国众议院以220票赞成、211票反对的结果获得通过。3月11日，美国总统拜登正式签署该经济刺激法案，成为拜登上任以来的首个经济刺激计划。从规模看，该经济法案总规模相当于美国2020年名义GDP总量的比重约为9.07%，

其中具体措施包括：向大多数美国人直接支付1400美元的补助金，向收入低于7.5万美元的成人和每位儿童额外支付1400美元的补助金；提升儿童税收抵免额度至最高3600美元；为符合条件的失业者提供失业救济金，并将失业补助计划延长至9月底；提供1200亿美元用于公立学校；向新冠病毒检测和疫苗接种提供资金支持。

二、美国经济和疫情概述

（一）近期疫情整体趋于平稳，但存在暴发第四轮疫情的可能性

截至2021年3月31日，美国新冠肺炎确诊病例达到3109.72万例，累计死亡人数达到564万例，随着北半球春季的来临，气温逐渐回暖，美国整体疫情趋于平稳，但未来两周仍有暴发第四轮疫情高峰的可能性。自3月20日以来，美国平均7日新增病例持续上升，并于3月30日，平均7日新增确诊病例达到6.1万人。

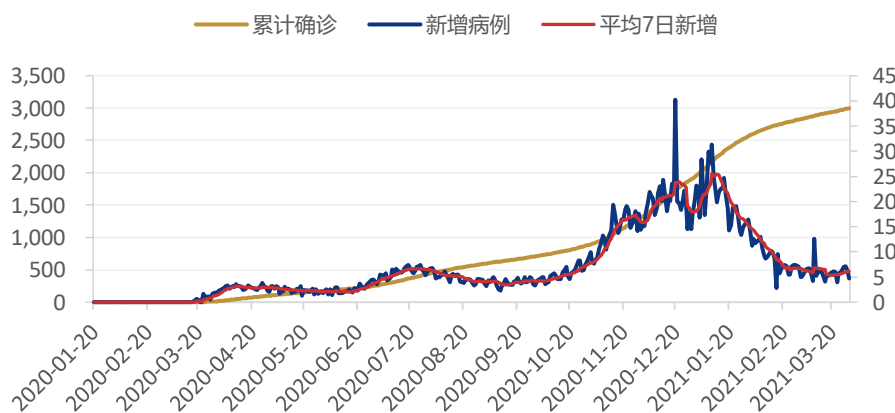


图1: 美国新冠肺炎疫情趋势 (单位: 万人)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

新一轮疫情暴发风险的是多种因素的共同结果：一是疫苗接种速度有限，不能在短期内形成有效的群体免疫。截至3月29日，美国每百人的疫苗接种人次为43.6人，这一数据处于世界领先水平，有利于疫情的平稳，但由于美国此前感染人数较多，每日新增确诊病例仍保持在6万~7万人的高位。二是多地放松防疫限制。3月2日，美国得克萨斯州和密西西比州宣布将取消口罩强制令。纽约市和新泽西州从3月19日开始将把室内就餐的容量上限从35%提升至50%。三是病毒变异加快疫情传播，据美国疾控中心数据显示，截至3月28日，全美报告变异新冠病毒感染病例达10985例，病毒变异加快了疫情的传播速度。

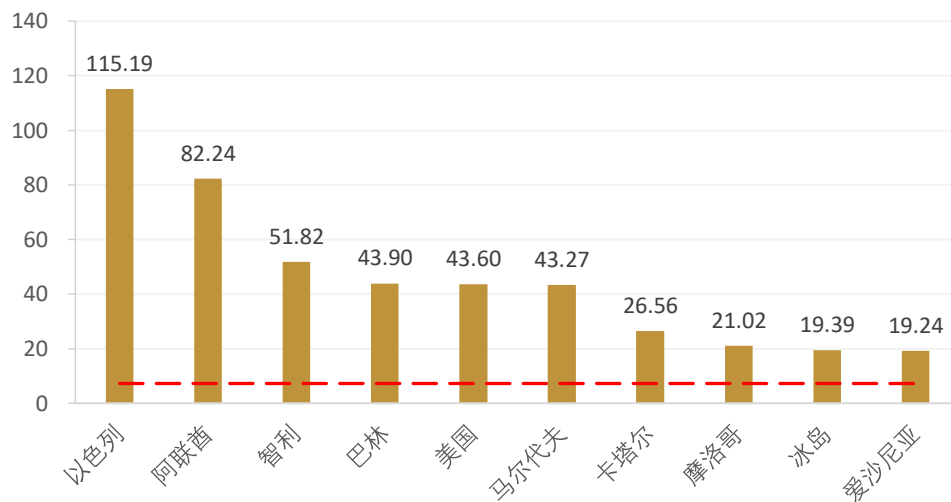


图 2: 每百人新冠疫苗接种量 (单位: 人次)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 疫情冲击导致 2020 年美国的经济急剧衰退, 2021 年将逐步复苏

从经济增长看, 据美国经济分析局 (BEA) 报告显示, 2020 年美国实际 GDP 萎缩 3.50%, 较上年大幅下降 5.66 个百分点, 低于 2009 年全球金融危机时同比萎缩 2.54% 的经济增速。从季度增速看, 2020 年四个季度的季度 GDP 折年数同比增速分别为 0.32%、-9.03%、-2.85%、-2.39%, 其中第二季度增速是有记录以来最低水平。

从拉动经济的“三驾马车”看, 2020 年美国私人消费支出同比下降 3.9%, 增速较上年下降 6.30 个百分点, 拖累实际 GDP 增速下降 2.63 个百分点, 私人投资同比萎缩 5.20%, 增速较上年下降 6.90 个百分点, 拖累实际 GDP 增速下降 0.92 个百分点; 对外贸易方面, 进出口分别同比下降 9.30% 和 12.90%, 净出口拖累实际 GDP 增速下降 0.14 个百分点。受政府大规模经济刺激计划的影响, 政府消费和支出成为唯一正向增长的因素。2020 年政府消费和支出同比上涨 1.10%, 增速较上年下降 1.2 个百分点, 为 GDP 增长贡献 0.20 个百分点。

2021 年, 拜登大规模经济刺激政策将通过投资基建的方式, 加大政府投资规模, 进而通过乘数效应拉动经济增长。

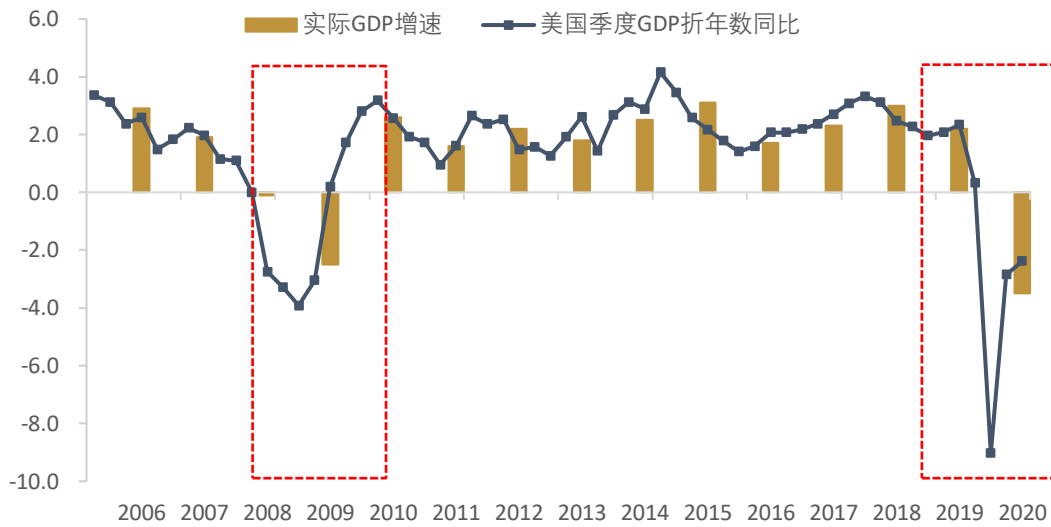


图3: 美国2006年~2020年经济增长水平 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 失业率水平大幅提升, 物价水平基本稳定

从失业率水平看, 2019年, 受特朗普“美国优先”战略和“制造业回流”影响美国失业率降至3.67%的历史最低水平。2020年, 美国失业率录得8.89%, 较上年大幅提高5.24个百分点, 略低于2009年全球金融危机时9.61%的峰值。

从通胀水平看, 2020年美国平均CPI水平为1.2%, 较上年小幅下降0.5个百分点, 物价水平基本稳定。

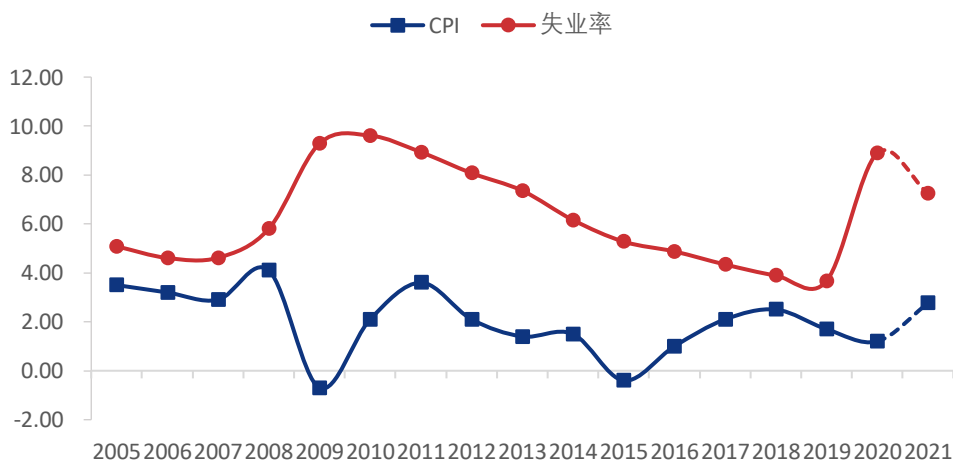


图4: 美国2005年以来CPI和失业率 (单位: %)

注: 2021年为IMF预测值

数据来源: IMF, Wind 资讯, 远东资信整理

三、美国经济刺激计划对金融市场影响

(一) 本次刺激基本符合市场预期，市场并未出现明显上涨，三大股市涨跌不一

3月11日，拜登签署经济刺激法案对美国股市形成良好刺激，当日美国三大股指集体收涨，道琼斯工业平均指数和标普500指数均创历史新高。其中道指收涨188.57点，收于32485.59点，涨幅0.58%；标普500指数报3939.04点，收涨1.04%或40.53点。此外，纳斯达克综合指数收涨2.52%或329.84点，报13398.67点，创3月1日以来收盘新高。

3月31日，美国三大股指集体高开。但截至收盘，三大股市涨跌不一，美股并未表现出明显上涨趋势，主要是本轮经济刺激计划基本符合市场预期。其中，纳斯达克综合指数收涨1.54%，报13246.87点，标普500指数收涨0.36%，或14.34点，报3972.89点，道琼斯工业平均指数下跌85.41点，报32891.55点。

从总体趋势看，美股已连续四个季度录得上涨。截至2021年3月31日，三大股指年内累计涨幅分别为道琼斯工业平均指数累计上涨9.12%，标普500指数累计上涨7.36%，纳斯达克综合指数累计上涨4.32%。

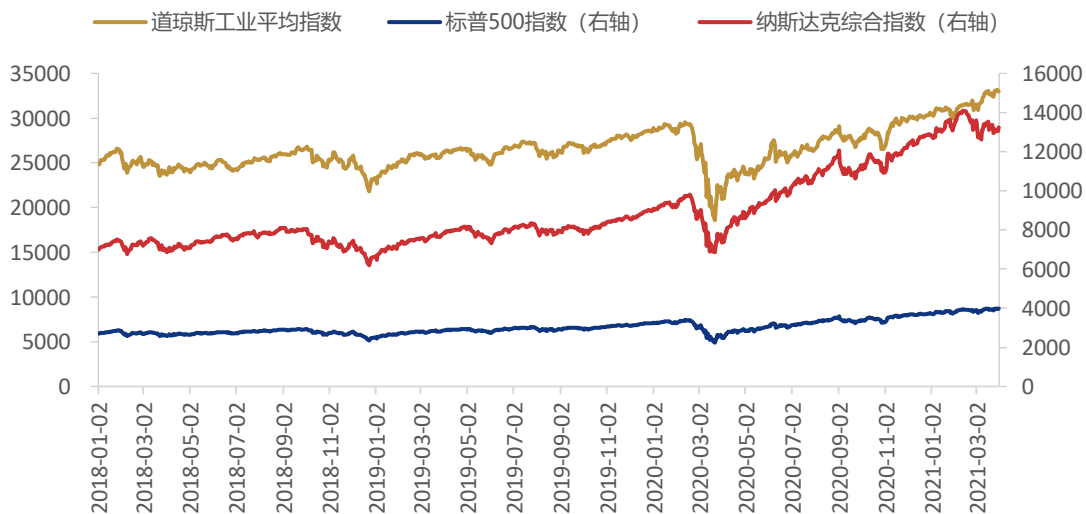


图5: 美国三大股指走势 (单位: 点)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 美债收益率持续上涨趋势，美股市场承压

从美国债券市场看，近期美国国债收益率近期持续走高。3月31日，对拜登经济刺激计划的预期推升美国10年期国债收益率达到1.74%，再创年内新高。美债收益率的持续走高，一是因为投资者对美国未来经济形势的乐观预期，二是因为通胀超预期的可能性持续上升。美联储自2020年3月15日下调联邦基准利率至0%~0.25%，此后持续维持这一利率区间。在经济形势转暖的情况下，市场对于通胀的预期持续提升，进而产生对美联储加息的

预期。美债收益率持续走高，使美国股票市场承压。

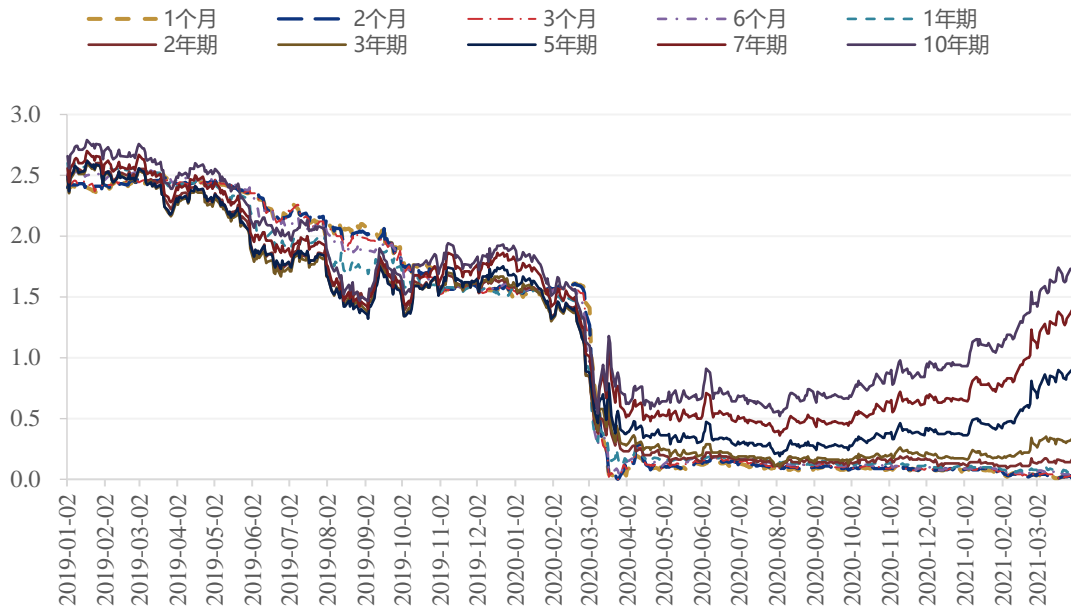


图 6: 2019 年以来美国国债收益率情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、美国主权债务风险犹存

(一) 美国宽松的货币政策和财政政策提高对通胀的预期

美国通胀持续走高, 2021 年 1 月和 2 月, 美国 CPI 环比分别达到 0.40% 和 0.50%, 去除食品和能源的核心 CPI 达到 0.20% 和 0.30%。2021 年美国 PCE 通胀水平或将达到 2.4%, 高通胀预期将提升市场对于美联储边际收紧货币政策预期。

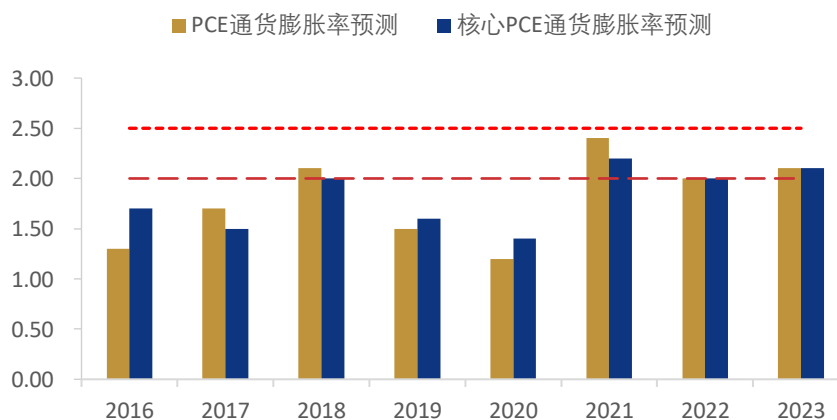


图 7: 2016 年~2023 年美国 PCE 通货膨胀率预测 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

（二）美国财政赤字将有所收窄，难以在短期内回升至合理区间

2020年，新冠疫情对于经济造成严重冲击，叠加政府推行税收减免政策，多重因素导致以税收收入为主的财政收入下降。2020年，美国一般政府财政收入规模为5.8万亿美元，同比下降7.18%，相当于GDP的比重为27.92%，较上年下降1.46个百分点。从财政支出看，由于政府推行大规模经济刺激计划，2020年政府财政支出规模为9.1万亿美元，同比大幅上涨19.43%，财政支出相当于GDP的比重为43.69%。其中政府的福利性支出达到4.25万亿美元，同比上涨37.10%。

从财政收支差额看，2020年美国财政赤字约为3.2万亿美元，相当于GDP的比重为14.98%，财政收支急剧失衡。2021年，预计美国经济将逐步回暖，但大规模经济刺激计划将加大政府开支。尽管在本次经济刺激计划中，拜登政府计划通过提升公司税率的方式弥补政府开支，但提高税率将对企业活动产生抑制效果，对财政收入的最终影响仍具有不确定性。在2009年金融危机后，美国财政赤字历经5年，于2014年回升至2.63%，降至3%的赤字警戒线水平之下。预计2021年财政赤字将有所收窄，难以在短期内回升至合理区间。

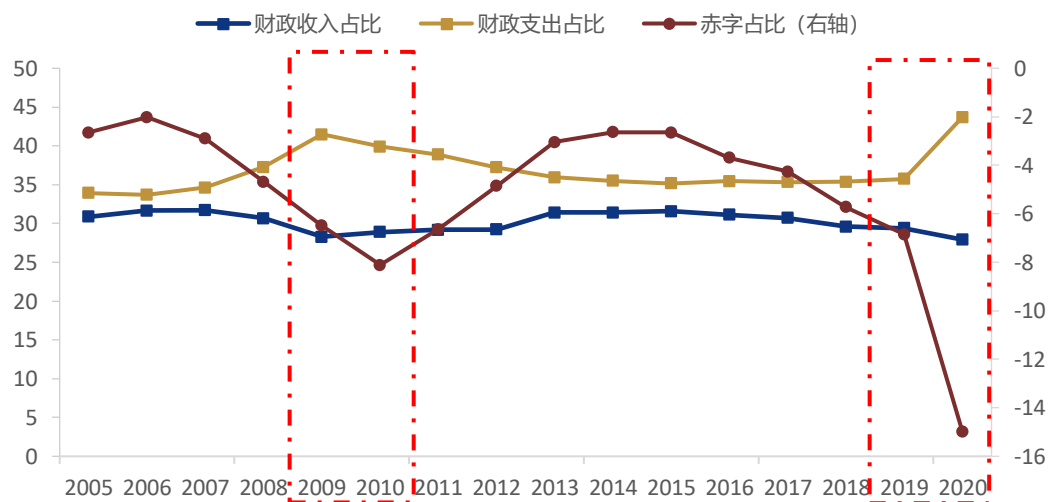


图 8: 2005 年~2020 年美国财政收支相当于 GDP 的比重 (单位: %)

数据来源: IMF, 美国财政部, 远东资信整理

（三）美国政府债务规模大幅提升，债务偿付压力增加

1. 2020 年美国债券市场发行情况

2020年，美国债券市场发行规模大幅提升，发行总额达到12.29万亿美元，同比增长45.39%。其中，抵押贷款相关债券增长最快，同比增长84.02%，总规模达到4.1万亿美元。

美国债券发行量的增长，一是2020年美国开启量化宽松模式，大规模经济刺激计划需要通过大量发行债券获得资金。2020年，国债和市政债券分别同比增长32.71%和13.48%，发行金额分别为3.90万亿美元和4839亿美元，

二是因为美国自2020年起再次开启低利率模式，基准利率的下降使得债券融资成本下降；三是大规模的债券购买计划刺激市场发行债券，2020年美联储积极买入抵押贷款支持债券，并于5月12日开启企业债ETF购买计划，其中具体包括高评级的公司债ETF（LDQ）和高收益的垃圾债（JNK）。

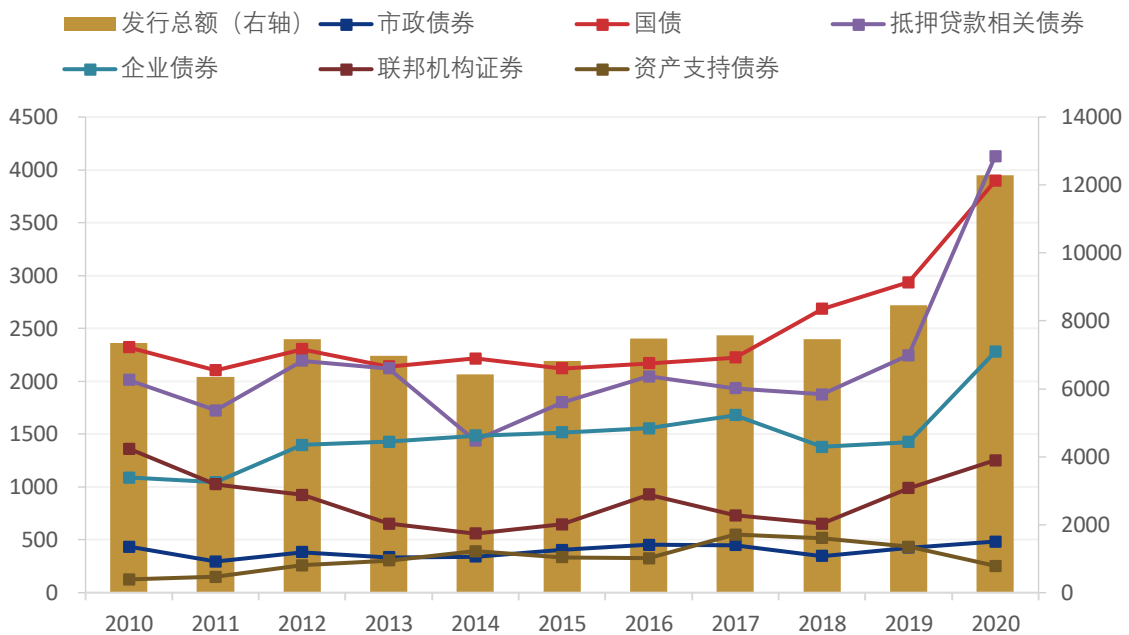


图 9: 2000年~2020年美国债券市场发行情况 (单位: 十亿美元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 美国政府债务负担和偿付压力将大幅提升

大规模经济刺激计划将导致政府债务承压。一方面，美国政府的大规模投入需要政府以发行债券的方式获得资金支持，并导致杠杆率和债务率进一步上升，增大主权债务的违约风险。另一方面，2020年美国开启低利率模式，短期内美国政府债务偿付压力较小，但随着未来美联储回归正常利率，将加大美国政府的债务偿付压力，进而形成财政收支失衡风险。

从政府债务规模看，2020年美国一般政府债务规模达到29.27万亿美元，同比增长7.33%。政府债务相当于GDP的比重为131.17%，较上年大幅提升22.50个百分点。美国政府债务水平近年来呈现持续上升趋势，2020年~2021年间，发行债券仍是政府获得资金来源的重要方式，预计未来难以出现政府债务水平回落的情况，政府债务负担和债务偿付压力将持续增大。

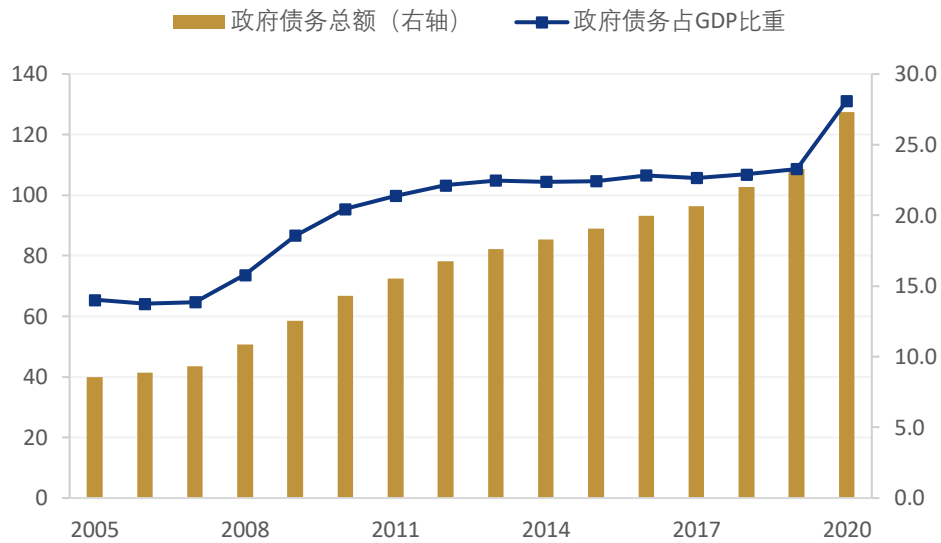


图 10: 2005年~2020年美国政府债务 (单位: %、亿美元 (右轴))

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(四) 美国经济的走强导致多个新兴经济体货币承压

美国经济持续回暖, 将吸引大量资金流入美国, 可能直接或间接导致多个新兴经济体货币承压。3月31日, 美元指数小幅回落至93.18, 但或对其2021年持续走高的趋势不形成影响。俄罗斯卢布、土耳其里拉、巴西雷亚尔等货币自2019年自呈现下跌趋势, 美元的走高将导致资金外流, 进而导致新兴经济体本国货币承压。

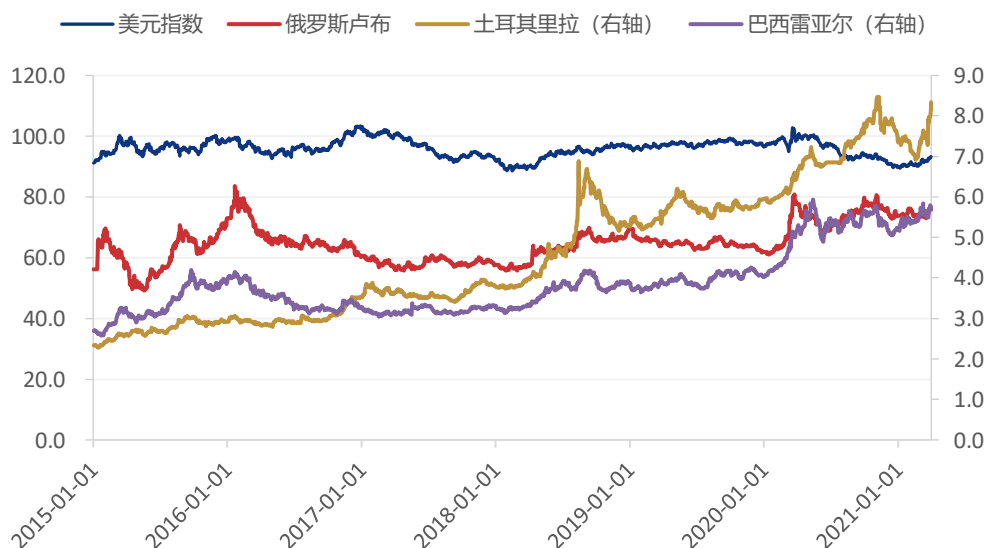


图 11: 2015年~2021年部分经济体汇率

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

【作者简介】

王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

冯祖涵，伦敦大学国王学院银行与金融学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座
11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城
9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。