

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：边卫红 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2776

签发人：陈卫东
审稿人：钟 红
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

美国政府债务可持续性分析*

2021 年 5 月 29 日，拜登公布了 2022 财年的预算提案，该提案涵盖《美国就业计划》（The American Jobs Plan，简称就业计划）、《美国家庭计划》（The American Families Plan，简称家庭计划）以及《非国防自由支配支出计划》等经济刺激法案，预算涉及约 5.21 万亿美元的支出和约 3.6 万亿美元的增税改革。在本次公布的预算提案中，拜登政府将聚焦于基础设施建设和增税改革，同时将从教育、医疗、税收抵免等方面对符合条件的美国家庭进行援助。在积极的财政刺激下联邦债务规模不断扩大，美国联邦政府债务可持续性风险引发广泛关注。本文拟基于拜登 2022 财年预算及相关法案，从美国公共债务/GDP、赤字率、利息净额/GDP、利息支出/税收收入四个维度，对美国债务的可持续性及其债务产生的负外部性进行探讨，以探析未来美国债务的风险演进。

美国政府债务可持续性分析

2021 年 5 月 29 日，拜登公布了 2022 财年的预算提案，该提案涵盖《美国就业计划》（The American Jobs Plan，简称就业计划）、《美国家庭计划》（The American Families Plan，简称家庭计划）以及《非国防自由支配支出计划》等经济刺激法案，预算涉及约 5.21 万亿美元的支出和约 3.6 万亿美元的增税改革。在本次公布的预算提案中，拜登政府将聚焦于基础设施建设和增税改革，同时将从教育、医疗、税收抵免等方面对符合条件的美国家庭进行援助。在积极的财政刺激下联邦债务规模不断扩大，美国联邦政府债务可持续性风险引发广泛关注。本文拟基于拜登 2022 财年预算及相关法案，从美国公共债务/GDP、赤字率、利息净额/GDP、利息支出/税收收入四个维度，对美国债务的可持续性 & 债务产生的负外部性进行探讨，以探析未来美国债务的风险演进。

一、美国 2022 财年预算提案聚焦基建、税改和家庭救助

（一）预算基本内容

拜登 2022 财年预算将大幅增加支出，主要关注应对疫情和拉动经济复苏。

《美国就业计划》将主要通过“基建投资”与“增税改革”对市场进行刺激，提振市场信心，拉动经济增长。该法案计划在未来八年内向基础设施建设、制造业、医疗服务、应对气候变化等方面投资 2.65 万亿美元，投资额大约占每年 GDP 的 1%。

税改方面，增税计划全称为《“美国制造”税收计划》（Made in America Tax Plan），是《美国就业计划法案》的重要组成部分。主要内容包括：将美国企业税率从 21% 提升至 28%；取消海外企业税收优惠政策，鼓励更多海外企业将产业链、供应链转移至美国本土，防止海外成为跨国企业的避税天堂；对企业账面收入进行征税，设置该部分的最低税率为 15%，防止企业利用税法漏洞进行避税。未来 15 年内，预计该增税改革将增加超过 2 万亿美元的财政收入。同时，联邦政府将会加大企业税征收执法力度，形成缴税人和税务律师间的问责制，消除各种偷税、漏税的漏洞。

《美国家庭计划》将为家庭提供支持，10 年内投资 1.8 万亿美元用于幼儿教育、家庭儿童关照和家庭税收抵免。为抵消成本，该法案计划对年收入 40 万美元或以上的家庭进行多次增税，在 15 年内完全抵消所产生的成本。

表 1：美国 2022 财年预算情况

项目	内容	金额（万亿美元）
《美国就业计划》	基础交通设施投资、制造业投资、家庭卫生健康投资、清洁能源税收抵减、改善住房计划等	2.65
《美国家庭计划》	教育、家庭和儿童、扩大税收等	1.80
非国防可自由支配支出	教育、商务、卫生公共服务、环境保护、住房等	0.60
新增利息支出	利息支出	0.16
合计		5.21

资料来源：作者根据公开资料整理

（二）美国 2022 财年预算通过进程中的不确定性

长期以来，民主党、共和党轮流执政形成了美国基本政治格局，执政党更替过程中所带来的政策摇摆会对经济预期产生较大影响。《美国就业计划法案》中传统基建部分大概率会受到两党支持，但增税改革预计会受到较大阻力。

一方面，增税改革一直是共和党人所抵制的经济政策，他们鼓励营造宽松的市场环境，因此民主党在废除特朗普政府减税政策，进行增税投票时会面临较大党外阻碍。另一方面，民主党内存在分歧，有可能出现投票时“临阵倒戈”的情况。因此，通过增税政策，抵消基建计划所带来的债务问题，将面临较大不确定性。15 年内筹集超过 2 万亿美元用以支付财政赤字的计划具有一定的执行阻力。在两党分裂的情况下，要完整通过提案，拜登政府大概率只能将该法案搁置到 2022 财年再次利用“调和程序”进行通过。

二、基于四个维度对美国债务利息负担指标的分析

新冠肺炎疫情以来，从特朗普政府的《新冠救助与经济安全（CARES）法案》、《新冠病毒纾困刺激法案》，再到拜登政府的《美国就业计划》、《美国援救计划》和《美国家庭计划》，扩张性财政救援政策所带来的债务激增，引发全球对美国是否会陷入债务风暴的关注。

（一）美国 2022 财年预算下“公共债务/GDP”处于历史峰值

1. 规模：美国公共债务规模呈现不断上升的趋势。

疫情以来，高额财政开支使美国公共债务从 2019 年底的 79% 跃升至 2020 年的 100%。回顾历史，过去 50 年里债务占 GDP 比重平均为 44%，仅在二战时期 1945—1946 年间超过 102%。考虑到 2021 年以来不断扩大的财政刺激规模，CRFB 估计 2021 财年该比例将达到 110%，创历史新高。

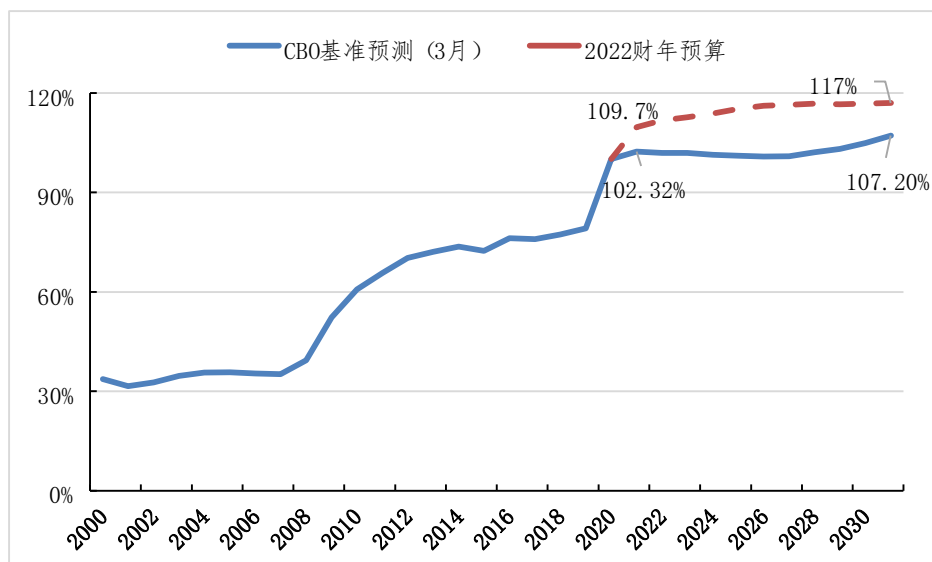
2. 比例：未来 10 年美国公共债务占 GDP 比例将大幅提升。

拜登 2022 财年预算将继续扩大政府财政支出，预计 2025 年公共债务占 GDP 的比例将增至 115%，2031 年增至 117%。虽然考虑到“预算”中增税对债务抵消效果，未来新增税额会抵减部分债务，但未来 10 年内公共债务占 GDP 比例仍将进一步提升。

3. 周期：2030 年美国公共债务占比将步入新的快速攀升期。

特别值得关注的是，美国国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）（2021 年 3 月）报告显示，2030 年后公共债务与 GDP 之比将会大幅上升，在 2036 年该数值将会突破 120%，在 2043 年突破 150%，在 2050 年达到 195%，这意味着，未来政府需要在更长时间内用更大成本平衡预算，将债务降至可控水平，政府决策者须警惕不断攀升债务的可持续性。

图 1：美国公共债务 GDP 占比预测



资料来源：CRFB & CBO

（二）赤字规模将冲至历史高点，随后回落

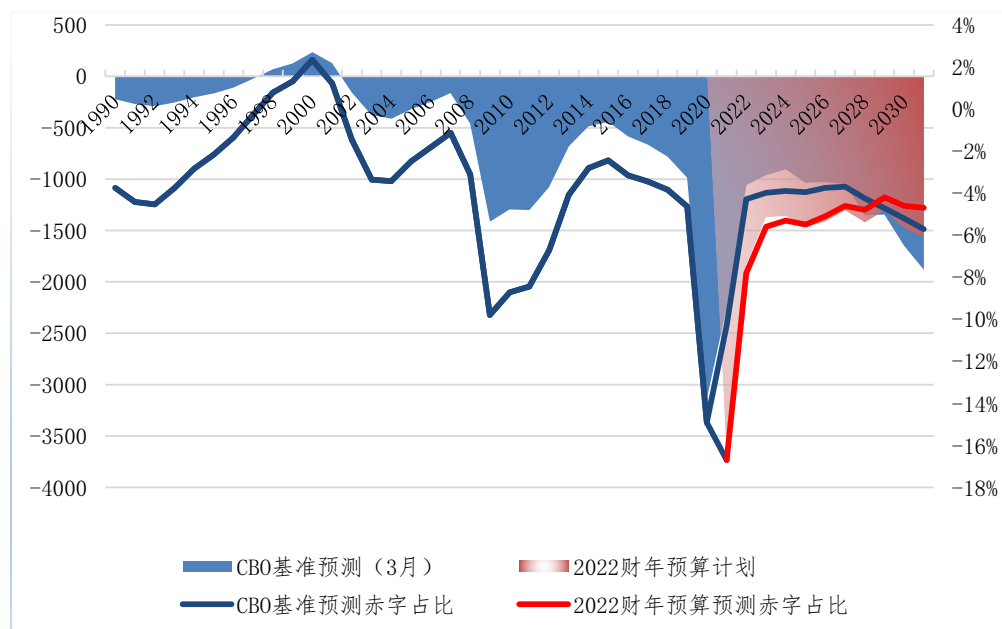
1. 预计 2021 财年赤字规模将冲至历史高点

2020 财年，受积极财政政策影响，美国联邦赤字规模不断扩大，达到约 3.1 万亿美元，是 2019 财年的 3 倍多，占 GDP 比重约为 14.9%，显著高于 2019 的 4.6% 和 2018 的 3.8%。2021 财年，预计美国赤字规模将冲高到 3.67 万亿美元，达到近 70 年来的峰值水平，占 GDP 的比重约为 16.7%。2022 财年，随着疫情得到有效控制和经济的复苏，预计赤字规模同比将有较大幅度的回落，约占 GDP 的 7.8%。

2. 预计未来八年内赤字量将逐年下降，2031 年后开始上升

尽管短期内积极的财政政策有助于刺激经济，但是将带来不断攀升的赤字规模。美国尽责联邦预算委员会（Committee for a Responsible Federal Budget, CRFB）预测，未来 10 年内预算赤字总额将达到 14.5 万亿美元，年度赤字额将在 2031 年后保持增长状态。2051 年美国单年度赤字规模将增大到 GDP 的 13.4%（8.9 万亿美元），如此大规模赤字规模在美国经济历史上尚属首次。

图 2：美国赤字规模及赤字占 GDP 比重（单位：十亿美元）



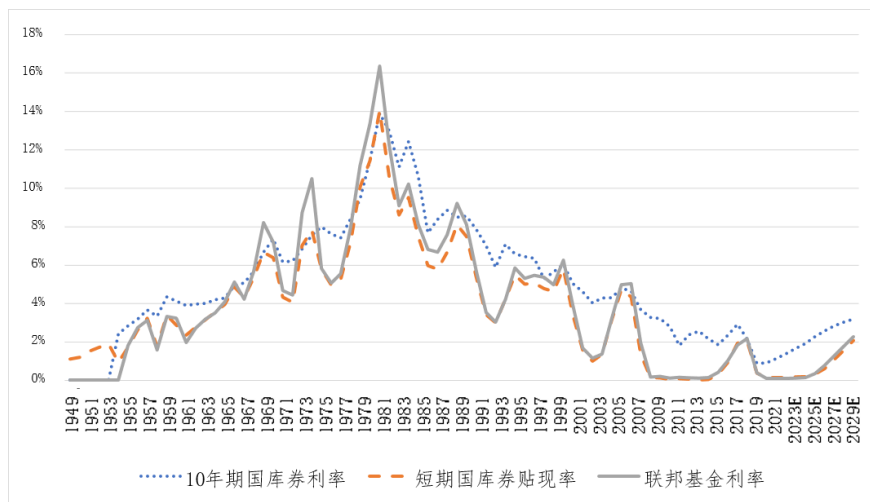
资料来源：CBO & CRFB

（三）“利息净额/GDP”先降后升，利息恐成财政负担

1. 美联储仍维持宽松货币政策，利率水平处于低位。

新冠疫情发生后，美联储将利率下调至接近“零”水平的历史低位。2021 年 5 月 20 日，美联储公布 4 月议息会议纪要，维持联邦基金利率目标区间在 0%—0.25% 之间不变，继续每月至少购买 1200 亿美元的债券，为市场提供充足的流动性。市场预期，2021 年 6 月议息会议结束后，美联储有可能启动购债规模的调整。根据美联储调查，美联储对国债和机构证券的净购买预计将在首次降低资产购买的三个季度后结束，并在接下来的三个季度上调联邦基金利率。因此，预计截至 2022 年一季度左右，美联储将结束 1200 亿美元的增量资产购买计划，之后开启加息进程。

图 3：美国利率期限



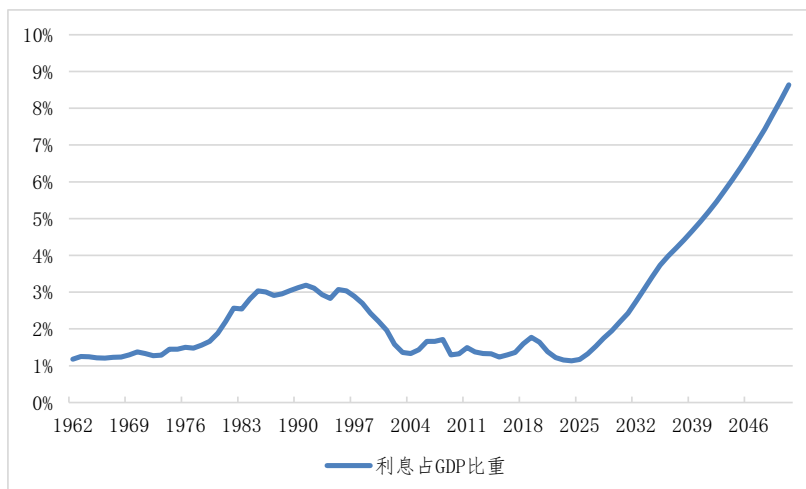
资料来源：CBO

2. 当前净利息占 GDP 比重降低，但利息支出负担不容忽视。

由于利率处于历史地位，虽然 2020 财年美国联邦债务增加，但净利息占 GDP 的比重由 2019 年的 1.77%，下滑至 1.64%，预计 2021 财年该比例将会继续下降至 1.38%。

CRFB（2021 年 3 月）预测，2021 财年联邦政府将花费 3000 亿美元用以支付国家债务利息，占联邦税收收入的近 9%。联邦政府花在利息上的资金超过科学、空间技术、教育、交通运输等领域，高昂的利息成本增加了国家的债务负担。

图 4：美国联邦政府利息支出占 GDP 比重



资料来源：CBO

受 2022 财年预算计划的影响，预计未来美国将新增 1630 亿美元的利息支出，债务利息仍是联邦政府的一笔巨额开支。

（四）“利息支出/税收收入”十年内突破警戒水平

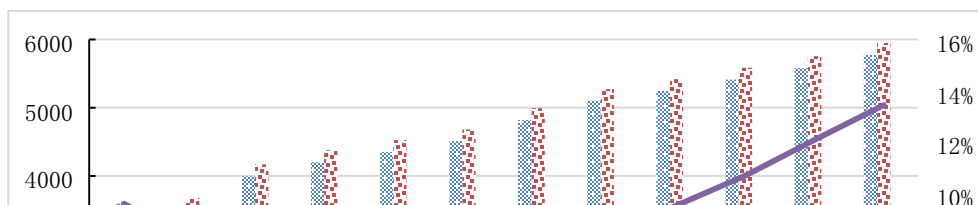
1. 短期：通过增加税收收入，税收覆盖利息能力提高。

利息净支出占税收总额的比重是衡量主权债务风险的重要指标之一，穆迪将主权债务评级从 Aaa 下调到 Aa 的警戒线通常是 10%，2020 财年，美国利息支出/税收收入高达 10.08%，已触及警戒线。在当前利率保持低位的预期下，由于《美国就业计划法案》计划在未来 10 年增加约 1.75 万亿美元、15 年中增加约 2.75 万亿美元税收收入，该比例在近 5 年（2021 年—2025 年）内保持下降，税收收入有能力覆盖利息支出，将比例维持在安全范围内。

2. 长期：税收付息能力将减弱，2030 年后将突破安全水平。

未来随着债务规模的攀升和利率上扬，利息的增长幅度将超过税收增幅，无论是增税改革是否落地，利息支出/税收收入比例将快速上升，该比例在 10 年后大概率将突破 10% 的警戒水平，进一步影响债务可持续性。

图 5：美国税收及净利息占税收比重（单位：十亿美元）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20154

