

2021 年 08 月 23 日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人 :靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
周子凡 S0350121010075
zhouzf@ghzq.com.cn

美国财政跟踪手册

——美国经济观察

相关报告

《利率与流动性周报：“身未动、心已远”的降息》——2021-08-22

《信用债风险周观察（20210816-20210820）：取消发行有所增加》——2021-08-22

《固定收益信用周报（20210816-20210822）：发行利率多数下行，信用利差多数收窄》——2021-08-22

《ETF 周报（20210816-202108022）：A 股大幅回落，大金融类 ETF 小幅反弹》——2021-08-22

《转债周报（20210816-20210822）：权益市场调整，转债成交降温》——2021-08-22

投资要点：

■ 美国财政跟踪手册

财政部主要由运营局以及各部门官员两大条线构成。运营局主要负责将工作分配给不同部门进行协调；各部门官员主要负责制定政策以及对财政部进行整体管理。

于投资者而言，财政部定期公布的：（1）财政预算报告；（2）财政执行报告；（3）财政部战略规划，对于把控美国财政政策目标以及实行效果意义重大。

狭义上来讲，美国财政的资金来源于财政收入。美国财政收入以个人所得税和工资税为主。1980 年以来，美国共经历了 4 轮比较重大的税收政策改革，分别为：（1）大通胀后，里根政府减税计划；（2）科网泡沫破裂后，布什政府的三次减税；（3）次贷危机后，奥巴马政府的退税政策；（4）2017 年，特朗普政府削减企业税政策。

广义上来讲，债务是美国财政越来越重要的资金来源。然而，财政部并非能无限地扩张其规模，债务上限是美国财政部法定举债的最高限额。在美国债务超限时，财政部可以动用“非常举措”来为还本付息辗转腾挪，争取时间。

财政支出方面，美国每年的支出以社会福利相关的法定支出为主。总统有权对来年的财政预算提出规划。每年年初，总统将起草下一财年的财政预算，交由参众两议员进行讨论与修订，经投票后一旦总统签署，方可立法。因此，预算决议实际上是总统与参众两议院中两党议员在博弈下共同形成的产物。

近年来，美国财政支出剧增，常年出现赤字，偶有盈余。这与人口老龄化和越来越繁杂的福利制度有关。在此格局下，美国债务问题越发显著，债务上限问题频发，虽然历史上美国从未违约过，但是债务上限问题对资本市场的影响仍然不容小觑。

■ 风险提示 新冠疫情反复，两党在债务上限问题上僵持不下

1、前言

7月31日美国债务上限再次重启，意味着美国财政部的法定举债规模将重新回到2019年暂停债务上限前的22万亿美元水平。疫情以来，美国先后通过了三轮财政刺激计划来挽回失速的经济，同时也造成了美国债务规模飙升至当前的28万亿美元水平。在债务超限的格局下，财政部面临无法举新债的尴尬局面，一旦债务上限不能在财政部耗尽一般账户（TGA）余额前获得提升，那么美国国债将面临技术违约。

借此契机，我们推出一期《美国财政跟踪手册》，从美国财政部的组织架构入手，对财政部税收和债融两大资金来源以及财政支出情况进行条分缕析，最后结合近年来美国的财政特点，试图为各位投资者提供一个美国财政的分析框架，以供参考。

2、美国财政部如何运作？

美国设立财政部的构想最早孕育于美国独立战争时期。1775年大陆会议在费城召开，解决独立战争所需的资金问题成为重中之重。由于当时大陆会议仅仅是概念上的临时政府，并不具有征税或向其他国家融资的权利，最终，大陆会议代表决议通过发行“大陆币”来为战筹资，并承诺战争结束后加倍奉还。因此，“大陆币”的本质实际上类似于国债，展现出了早期财政的融资职能。

独立战争后，第一届国会于1789年召开，美国财政部得以正式确立。面对独立战争时期发行的巨额债务负担，作为美国开国元勋之一的亚力克山大·汉密尔顿临危受命，成为第一任美国财政部部长。与此同时，国会还设立了审计、稽核、司库长、接待部长以及财政部部长助理等职位，至此，财政部架构的雏形建立完毕。

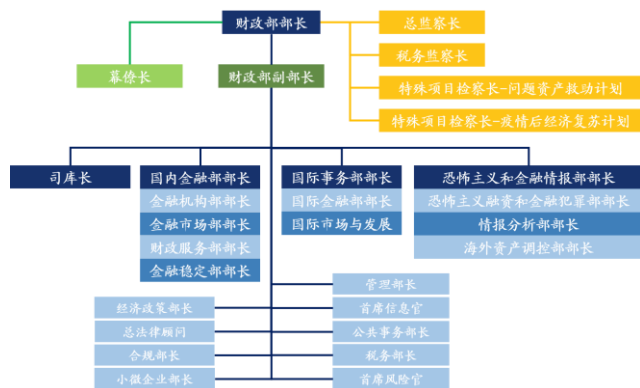
时过境迁，现代财政部在组织架构上更为全面以及完善。财政部主要由运营局以及各部门官员两大条线构成：

（1）运营局：主要负责将工作分配给不同部门进行协调。运营局由八大职能机构构成，包括：烟酒税和贸易局、货币与审计办公室、印铸局、造币局、金融犯罪执法局、金融管理局、国家税务局、公债局以及储蓄机构管理局等。

（2）各部门官员：主要负责制定政策以及对财政部进行整体管理。其中最为主要的三大职位分别是：财政部部长、副部长以及司库长。其中，作为美国内阁成员中最为重要的一环，每任财政部部长由总统提名，之后送往参议院下财政委员会举行听证会，最终经参议院投票方可通过。

图 1：美国财政部部门办公室组织架构

图 2：财政部目前在任主要官员



Janet Yellen
财政部长



Wally Adeyemo
财政部副部长



Didem Nisanci
参谋长



Alfred I. Johnson
副参谋长



Julie Brinn Siegel
副参谋长



David Lebryk
财政助理



Jacob Leibenluft
财政部长顾问



Calvin Mitchell
公共事务助理

资料来源：Treasury.gov、国海证券研究所

资料来源：Treasury.gov、国海证券研究所

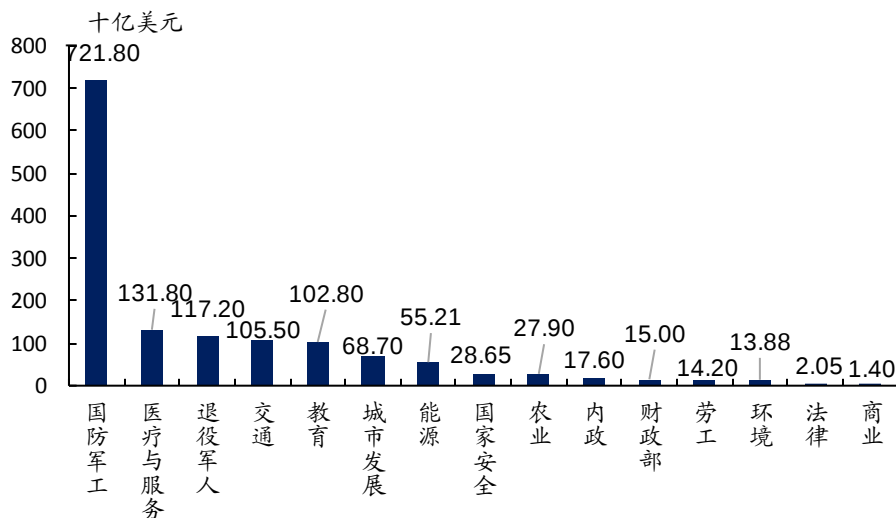
3、如何追踪财政政策执行情况？

与美联储的最终职能类似，美国财政部设立的最终目标也是确保国内经济与金融运行的稳定。具体来看，经国会授权，美国财政部的主要职能包含：（1）针对海内外经济运行状况制定财政政策；（2）政府财政管理；（3）制定及颁布国内税务以及关税相关法案；（4）征税及评估；（5）铸币；（6）对国内存款机构进行监管。

财政部制定政策的目的是围绕实现以上职能而展开的。于投资者而言，财政部定期公布的三份报告对于把控财政政策目标以及实行效果意义重大：

- （1）**财政预算报告**：一般而言，每年10月1日至次年9月30日计为一个完整财年。总统在每年年初向国会提交当年预算提案并进行投票表决，接着，财政部通常会根据通过的预算决议制定未来一年的财政预算报告并公布，主要对未来一财年的支出以及收入计划进行明确。

图 3：美国 2022 年财政预算



资料来源：NCSL、国海证券研究所

(2) **财政执行报告**: 每财年结束后, 财政部会结合 8 大运营局在过去一财年的运行状况, 对财政政策执行成果以及未来挑战进行详细总结。**每次报告都将对所有财政目标进行量化统计, 以此来评判财政政策实行效果。**

图 4: 美国财政部 2020 年主要财政目标及完成情况

指标	FY17	FY18	FY19	FY20	FY20 目标	是否达到目标
目标1: 促进美国经济增长						
客户服务代表的服务水平(美国国税局)1	77.10%	75.90%	65.40%	53.10%	60.00%	未达到
企业自助参与率(美国国税局)2	79.00%	82.00%	85.40%	90.60%	82.00%	超额完成
关键个人报税季税务产品的时效性(美国国税局)	93.10%	59.60%	92.60%	78.40%	89.00%	未达到
目标2: 促进金融稳定						
伙伴国家对项目的参与程度- 5 分制 (国际事务局)	4	3.8	3.6	3.3	3.6	未达到
目标3: 稳固国家安全						
在法定时限内获审查的外国投资委员会个案百分比(国际事务)	100%	100%	100%	尚无结果	100%	尚无结果
由行政命令或国会授权建立的新的或新修改的制裁项目数量(恐怖主义和金融情报办公室)	5	5	7	7	N/A	N/A
目标4: 提高政府的金融管理水平						
通过DNP计划发现并阻止的不当付款金额(以百万计)(财政服务局)3	\$36.58	\$35.53	\$41.10	\$43.50	\$35.30	超额完成
通过所有方式收集的拖欠债务金额(以十亿计)(财政服务局)	\$7.61	\$7.44	\$9.65	\$10.68	\$8.88	超额完成
以电子方式支付国库款项的百分比(财政服务局)	95.10%	95.40%	95.60%	96.00%	95.80%	超额完成
目标5: 实现卓越运营						
硬件老化率(美国国税局)	52.30%	45.50%	31.00%	16.00%	30.00%	超额完成
一单位美元的铸币税(美国造币厂)	0.45	0.37	0.4	0.47	0.36	超额完成

资料来源: Treasury.gov、国海证券研究所

注:

I、DNP 计划: 指 Do Not Pay 服务, 机构可以免费使用它一次查询多个数据源, 以验证接收者的付款资格。

II、括号内部门为财政政策细分目标执行的牵头部门。

III、所有目标完成情况, 均通过比较最新一财年的指标与上一财年制定的目标进行评判。

(3) **财政部战略规划**: 除了每财年的财政报告以外, 财政部每 4 年还将制定未来 4 年的长期战略目标, 作为财政部内部决议的指南。

图 5: 2018-2022 财年美国财政部战略规划

战略目标	战略执行	国内金融办公室	公共事务办公室	恐怖主义和金融情报办公室	税收政策办公室	财务主管	经济政策办公室	管理层办公室	美国国税局	财政服务局	雕刻印刷局	美国铸币厂	酒精、烟草、税务贸易局	货币管理署
目标1: 促进美国经济增长	1.1 税法的实施				1				1				1	
	1.2 强劲的经济基本面	1	1			1	1	1	1	1				1
	1.3 信任的货币和其他服务					1					1	1	1	
	1.4 自由和公平贸易环境		1										1	
目标2: 提升金融体系稳定性	2.1 住房金融改革	1												
	2.2 外汇管理实践													
	2.3 外国技术援助		1											
	2.4 金融设施和网络安全	1						1						1
目标3: 巩固国家安全	3.1 中断战略威胁		1	1										1
	3.2 AML/CFT 框架			1			1							1
	3.3 经济实力与国家安全		1	1										
目标4: 提升政府金融管理水平	4.1 财务数据访问和使用	1	1						1	1				
	4.2 债务管理	1								1				
	4.3 联邦财务业绩	1								1				
目标5: 实现卓越运营	5.1 劳动力管理	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	5.2 国库基础设施			1				1	1	1	1	1	1	1
	5.3 客户价值和体验							1	1	1	1	1	1	1

资料来源: Treasury.gov、国海证券研究所

注: 标注“1”的部分为某一目标参与部门, 带有颜色的部分为该目标项下牵头部门

4、财政收入之一：税收收入

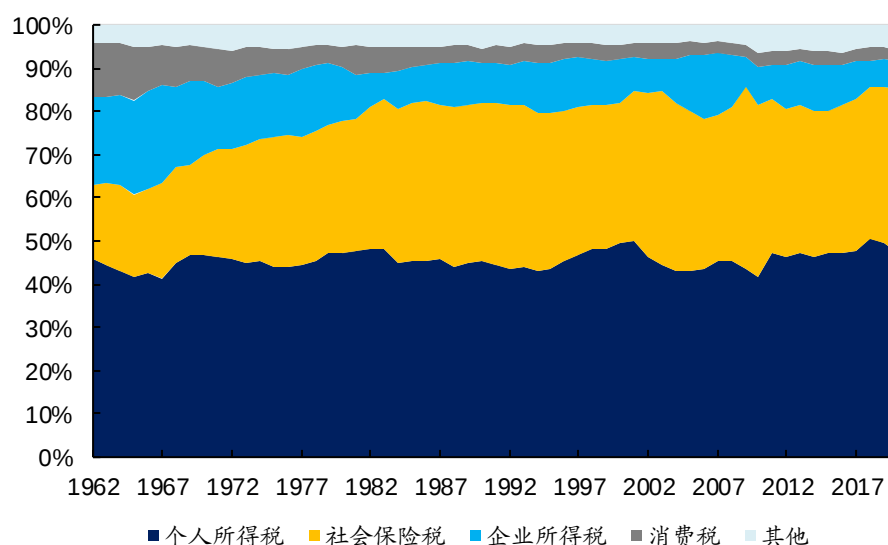
4.1、财政收入以所得税和工资税为主

早在独立战争以前，“没有选举权就不纳税”的口号就在美洲大陆广为流传，在之后的黑人解放和妇女平权运动中也一次又一次地被提及。直到今天，财政部麾下的国税局，也以其强硬和严密的执法手段驰名。美国的“纳税文化”在美国历史上留下了浓墨重彩的一笔，也是美国财政收入最主要的组成部分。

狭义而言，有收才有支，一国的财政资金来源很大一部分来源于财政收入。美国财政部的税收收入主要由所得税（包含个人所得税和企业所得税），工资税（也被称为社会保险税），消费税，遗产与赠与税，关税这几大部分组成。目前占比最大的收入来源为所得税和工资税，两者加起来占比一般超过总税收的80%。

值得一提的是，从1970年代开始，企业所得税的占比持续下降，这与美国许多企业为了避税将公司设立在海外有关。拜登先前的“加税计划”也是希望能够加强对这些名义上在海外，实际业务在美国本土展开的企业征税，从而提高美国的财政收入。

图 6：美国财政收入构成



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：“其他”中包含关税、遗产赠与税以及杂项收益

4.2、税收政策的四轮沿革

1970年代以来，美国税收政策先后经历了四轮比较重大的变革。具体来看：

- (1) **1980年代**：经历了十年滞胀之后，1981年里根政府颁布《经济复兴计划》，采取结构性减税，降低个人所得税和企业所得税税率。其中，个人

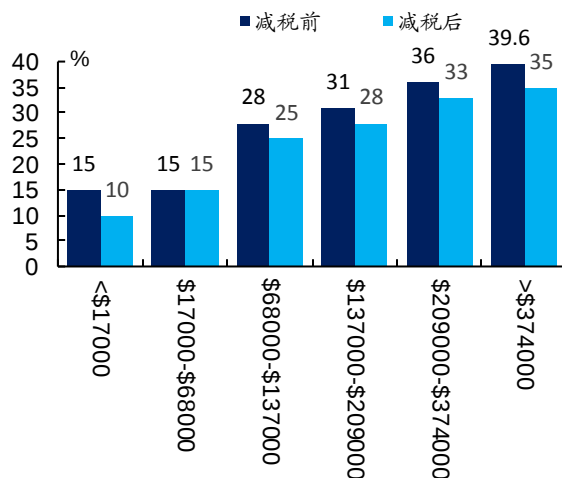
所得税中的最高一档税率从 70% 直接减为 50%，而最低一档税率也由 14% 减为 11%。由于里根的减税计划太过于大刀阔斧，1982 年及 1983 年，里根又相应回调了一部分减税政策。

- (2) **2001 年-2003 年：**科网泡沫破裂后，为了促进经济增长，布什在任期间将减税设定为自己的执政重心。2001 年，布什推出了《经济增长和减税协调法案》，分别在 2001 年和 2003 年全面降低个人所得税税率，以及大幅降低了遗产税和资本利得税。由于该法案被质疑将进一步扩大贫富差距问题，在国会遭到民主党的强烈反对，但最后仍以微弱优势通过。

图 7: CBO 测算里根减税对财政收入影响 (十亿美元)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
减税前:	607.6	706.5	805.1	915.7	1040.3	1187
减税后:						
个人	-6.4	-43.9	-80.8	-119.9	-146.6	-172.6
企业	-2.5	-10.8	-20.3	-30.2	-40.5	-51.2
其他	0.2	2.6	3	3.3	7.6	8
总计	598.9	654.4	707	768.9	860.8	971.2

图 8: 布什减税后的税率变化



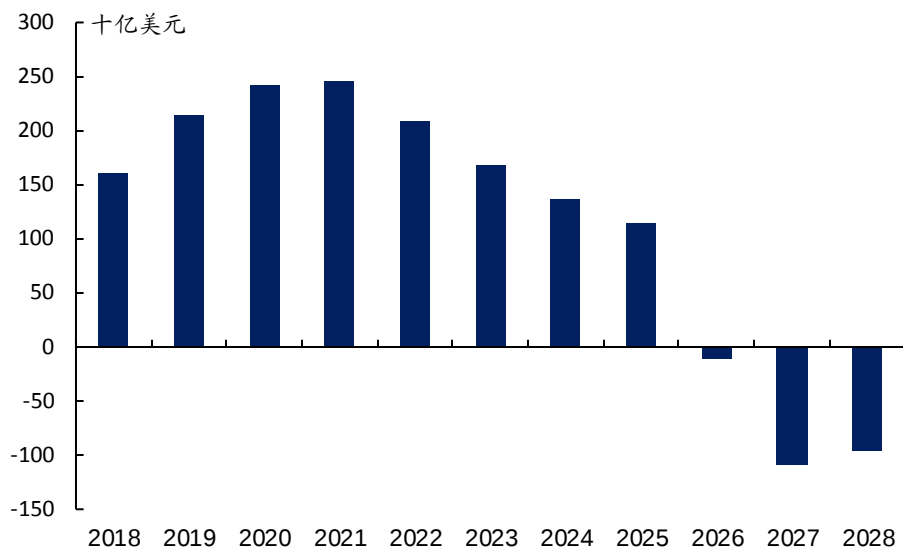
资料来源: CBO、国海证券研究所

资料来源: CBPP、国海证券研究所

- (3) **2008 年-2009 年：**次贷危机爆发后，刚刚上任的奥巴马分别颁布了《2008 年经济刺激法案》和《2009 年美国经济复苏与投资法案》，以支票的形式向纳税人进行退税。在两轮法案中，单人分别可获得最高 600 美元和 250 美元的一次性退税额度。

- (4) **2017 年：**特朗普签署了《减税和就业法案》利用大规模的减税政策调整其经济结构，在中美贸易战的博弈下，促使海外资金回流美国。其中，调整幅度最大的是企业所得税，从 35% 大幅降低至 20%，然而由于企业所得税在美国财政收入中占比并不高，2017 年的减税政策对美国财政收入影响边际有限。

图 9: CBO 测算“特朗普减税法案”对美国财政赤字的增加



资料来源：CBO、国海证券研究所

5、财政收入之二：债务融资

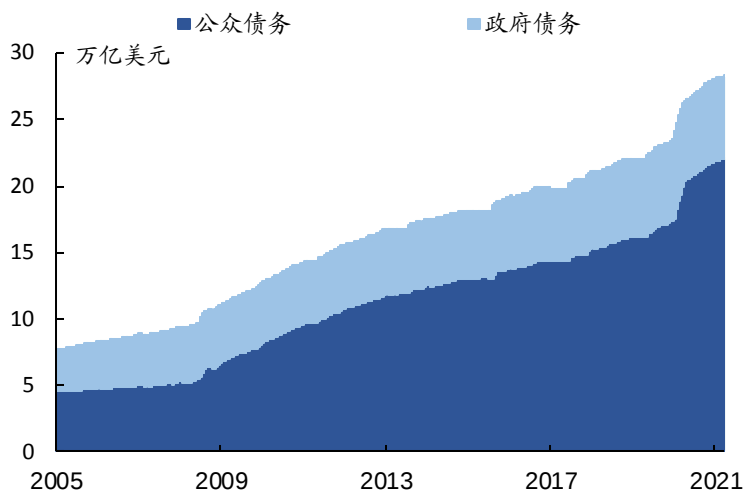
5.1、美国财政越来越依赖于债务

狭义上的财政收入主要指的就是税收产生的资金流入，然而，广义上，财政部还能通过举债来获取资金来源。财政部债务包括政府债务和公众债务，其中公众债务比重较高，目前占总债务的 78%左右，接下来的讨论我们主要围绕公众债务展开，具体来看：

(1) 政府债务主要包括：政府信托基金、循环基金和专项基金所持有的政府账户系列证券以及联邦融资银行证券。

(2) 公众债务主要包括：联邦政府向公众发行的有价证券，包括国债、通胀保护国债、美国储蓄债券以及州和地方政府系列证券等。

图 10：美国债务以公众持有债务为主



资料来源: Fed、国海证券研究所

5.2、财政部的融资工具

财政部有众多债券品种来实现其融资目标，具体来看主要有 4 大债券品种：

(1) 国债：期限从 4 周到 30 年不等。一般可分为短期国债和中长期国债，其中，**短期国债包含的期限从 4 周到 52 周不等**，一般来说不产生票息，通过折价发行的形式，到期一次性支付面值；**中长期国债包含的期限从 2 年到 30 年不等**，每半年支付一次票息。

(2) 通胀保护国债 (TIPS)：通胀保护国债的本金根据 CPI 指数变化而调整。期限有 5 年、10 年和 30 年等品种，同样为每半年支付一次票息。其中 30 年期品种发行时间不定，最后一次发行为 2009 年 7 月 29 日。

(3) 浮息票据：浮息票据的票息 13 周国库券的贴现利率进行上下浮动，发行期限一般为 2 年，每季度支付一次票息。

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_25789

