

证券研究报告 / 宏观专题报告

美国债务与财政循环

--- 深陷悬崖之路

报告摘要:

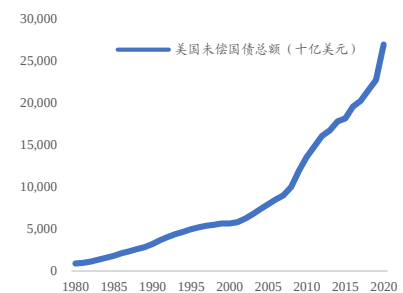
根据美国财政部统计,截至2020年12月中旬,美国债务总额已高达27.39万亿美元,平均每位美国人要背负8.29万美金的国家债务。堆积出如此高的债务非一日之势,历史上各年的财政赤字不断累加,才有了高企的政府债务。自上世纪80年代后,仅有克林顿总统任期内实现了财政盈余,其他总统任期中都无可避免地通过财政赤字堆出债务的雪球。里根通过大量减税将美国带出了经济危机,但财政支出并未如期削减;小布什深陷战争泥潭,军费支出将克林顿时期的财政盈余消耗殆尽;奥巴马推行医改提高了医疗保险支出在财政支出中的比重,而应对金融危机所采取的的财政政策让政府债务直线上升;特朗普同样推行税改计划,降低了高收入人群的税负,但应对疫情的支出让本不宽裕的财政更加捉襟见肘。

应对疫情,特朗普推出了史上最大规模财政刺激政策,金额达2.2万亿美元。随着多轮财政政策陆续出台,美国政府部门债务在2020年三季度飙升至116.9%,接近欧盟“马斯特里赫特条约”规定标准60%的2倍之高,而目前美国政府面对的困境就是赤字无法缩减,债务难以消除。正如财政刺激政策中的主要项目,美国大量财政支出用在了居民的社会福利保障支出中,这刚性的支出遇上因减税而不断降低的财政收入,赤字与举债便是不可避免的情况。因此美国财政支出的方向决定了其无法如中国一般实现“财政投资-拉动就业-创造收入-增加税基”的财政循环。

如此下来,美国财政循环的出路主要有以下几种:(1)增税与减支,但会给美国带来经济增长长期疲软的痛苦;(2)利用新兴技术革命带来新的经济增长动力;(3)财政赤字货币化(MMT);(4)战争与掠夺。在债务无法缩减之前,美元信用将会因债务的累积而不断受到损伤,长期来看美元将会因经济增长下行、债务高企而不断走低。除非经济快速恢复造血,否则美国将长期陷入债务悬崖,美元将长期保持弱势。除非经济快速恢复造血,否则美国将长期陷入债务悬崖,美元将长期保持弱势。

风险提示:美国主动修复信用提振美元

相关数据



相关报告

《资金面宽松继续带动国债利率下行》

--20201227

《商品涨价会否冲击出口?》

--20201227

《疫情对美国经济冲击加重》

--20201221

《存单利率持续回落,收益率曲线回归陡峭化》

--20201221

《政策的温和退坡与重心调整》

--20201220

证券分析师: 陈康

执业证书编号: S0550520110001

18621112086 chenkj1@nesc.cn

研究助理: 万明杰

执业证书编号: S0550120090014

18817583704 wanmj@nesc.cn

目 录

1.	美国财政历史：债台高筑	5
1.1.	财政赤字积土成山	5
1.2.	供给学派与里根的减税	6
1.3.	小布什：战争挥霍，债务积累	7
1.4.	奥巴马接棒，举债应对危机	8
1.5.	特朗普税改，支出进一步扩大	10
1.6.	疫情到来，债务雪上加霜	12
2.	债务增长下的美国财政	14
2.1.	美国财政的平衡——收入与支出	14
2.1.1.	美国财政收入	14
2.1.2.	美国财政支出	15
2.1.3.	财政收支失衡，赤字堆积债务	17
2.1.4.	政府杠杆率上升，或有严重后果	18
2.2.	基建支出视角下的中美财政平衡对比	19
2.2.1.	中国财政基础情况	19
2.2.2.	特朗普的基建财政平衡：失败的复刻	21
2.2.2.1.	直接原因：国会两院牵制	21
2.2.2.2.	根本原因：项目投资回报率低	22
2.2.2.3.	联邦、地方政府协作困难	23
3.	无法走通的再循环之路	23
3.1.	货币政策逐渐失效	23
3.2.	被民主“绑架”的财政	25
3.3.	举债收割游戏的末路	26
3.4.	美国财政再平衡出路探讨	27
3.4.1.	开源与节流：从收税做起	27
3.4.2.	新技术周期与经济增长	28
3.4.3.	财政赤字货币化（MMT）	29
3.4.4.	战争扩张与财富掠夺	29
4.	债务困境与弱势美元	29
4.1.	财政政策影响美元信用	29
4.2.	美元将因债务长期趋于弱势	30
4.3.	黄金价格有望上扬	31

图表目录

图 1:	公众持有联邦债务与 GDP 比重历史（2020 年及以后为预估）	5
图 2:	失业率在政策初期快速上升	6
图 3:	通胀水平与利率下行	6

图 4: 美国财政赤字大幅增加	7
图 5: 财政收入下降, 支出依然增加 (%)	7
图 6: 任内经济遭遇两次冲击	8
图 7: 国防支出的分量大大提升	8
图 8: 财政盈余快速转为赤字	8
图 9: 短暂盈余后财政收入相比大幅下降 (%)	8
图 10: 经济遭受严重冲击	9
图 11: 公众持有债务明显上升	9
图 12: 金融危机过后赤字高企	10
图 13: 支出激增与收入骤降 (%)	10
图 14: 个税增速放缓, 企业税大幅下降 (十亿美元)	10
图 15: 美国债务总额已达极高水平	10
图 16: 疫情导致赤字飙升	11
图 17: 财政支出与收入差距扩大 (%)	11
图 18: 联邦债务法定限额一再推高	11
图 19: 法定债务上限占 GDP 比不断上升	11
图 20: 财政现金补贴托底, 4 月收入不降反增	13
图 21: 二季度财政赤字暴涨	14
图 22: 80 年代后财政赤字总览	14
图 23: 美国财政收入构成及大致比例	14
图 24: 个税与社保税占比提高	15
图 25: 企业所得税与消费税占比降低	15
图 26: 个人所得税额及占 GDP 比	15
图 27: 社会保险税额及占 GDP 比	15
图 28: 美国财政支出构成及大致比例	16
图 29: 自主性支出、法定支出、利息支出占比变化	16
图 30: 军费支出增加, 但占比降低	16
图 31: 社会保障支出占比不断提高	17
图 32: 医疗保险支出占比不断提高	17
图 33: 美国 60 年代后仅在千禧年前后实现财政盈余	17
图 34: 美国国债发行、净发行额	18
图 35: 美国债务总额	18
图 36: 到期赎回额占未偿国债总额比重低	18
图 37: 未偿国债总额与 GDP 比接近二战水平	18
图 38: 经历两次危机, 政府部门杠杆率近乎翻倍	19
图 39: 分税制改革后财政收入支出差距扩大	20
图 40: 中央、地方收支职权划分 (%)	20
图 41: 2009 年基建固定资产投资高速增长 (%)	21
图 42: 基础设施投资同比在均有大幅增长 (%)	21
图 43: CPI 快速从危机中恢复 (%)	21
图 44: GDP 与居民收入保持增长 (%)	21
图 45: 公路总里程远远超过铁路 (万公里)	22
图 46: 铁旅客周转量远低于公路航空 (百万人公里)	22
图 47: 高速公路支出增长迅速 (十亿美元)	23
图 48: 铁路支出远远不及其他 (十亿美元)	23

图 49: 全球 10 年期国债利率中枢下行 (%)	24
图 50: 非农员工平均时薪同比变化 (%)	24
图 51: 美国货币乘数和货币流通速度下降	24
图 52: 居民部门杠杆率与储蓄水平	24
图 53: 美国贫富差距不断拉大	25
图 54: 低利率与贫富差距	25
图 55: 收入增幅慢于财政社保福利支出	26
图 56: 财政支出中大部分为社保福利体系支出	26
图 57: 社保、医保支出占据大头	26
图 58: 个税最高档税率不断下调	26
图 59: 外国投资者持有国债占比下降	27
图 60: 美联储开始大量持有国债	27
图 61: 中国持有美债不断下降	27
图 62: 日本同样减持美债	27
图 63: 拜登未来十年收支计划	28
图 64: 美元指数一路下行	30
图 65: 财政赤字和黄金价格高度相关	31
 表 1: 疫情相关财政支出法案	 12

3月中旬开始，新冠病毒在美国开始蔓延，市场信心急转直下。为应对挤兑美元的流动性危机，美联储于3月23日宣布了无限量宽松措施，平抑了流动性风险。与货币政策齐头并进的还有财政政策的实施，美国总统特朗普于3月28日正式签署了第三轮财政刺激法案，这份刺激法案总规模高达2.2万亿美元，主要用以应对新冠肺炎疫情，是美国历史上最大的一揽子财政政策。在财政政策的补贴下，居民得到直升机式撒钱，支撑了8月前的通胀水平。

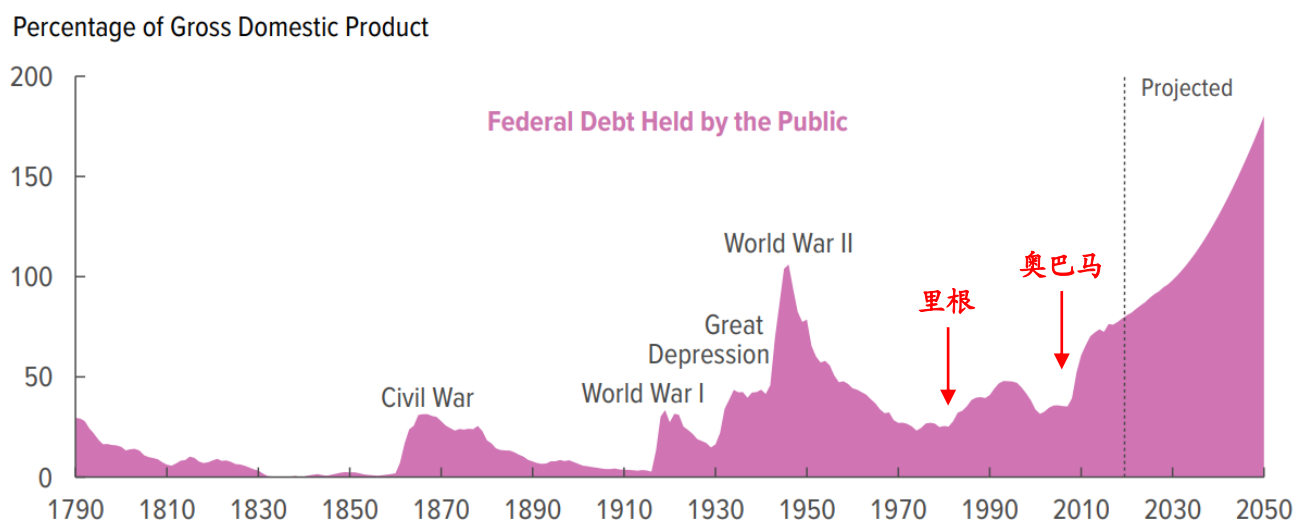
这只是美国财政支出迅速扩张的一个缩影，美国财政收入的增长速度远远无法跟上支出，联邦政府财政赤字规模迅速飙升。为支撑政府运作、覆盖预算赤字，美国财政部不断通过发行新的国债来填补资金缺口。不断上升的债务要求更多的利息支出，会逐渐挤压财政支出中可自由支配开支的空间，在危机来临时用以维持经济安全和稳定的财政工具空间也大打折扣。长久以往，如果政府债务继续以不可持续的方式增长，极端情况下，美国将面临极大的信用风险，债务持有者可能突然失去信心，要求更高的收益率，引发国债市场上的踩踏事件，进而产生财政危机和主权信用危机。

1. 美国财政历史：债台高筑

1.1. 财政赤字积土成山

美国联邦政府居高不下的债务规模并不是在短时间内形成的，政府为填补赤字而不断举债，截至目前已累积了27.39万亿美元的总债务，平均每位美国人要背负8.29万美元的国家债务。

图 1：公众持有联邦债务与 GDP 比重历史（2020 年及以后为预估）



数据来源：东北证券，CBO（美国国会预算办公室）

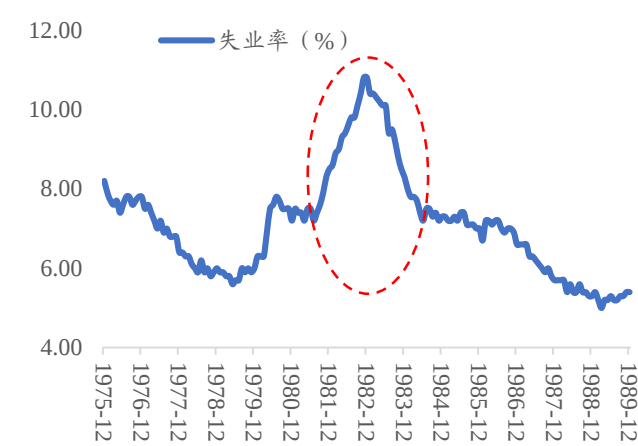
二战期间，美国通过大额的举债支撑其国防开支，联邦政府债务快速扩张，债务与GDP比重曾达到了106%的高点。但在战后30余年的时间中，持续的经济增长提升了财政收入，逐渐降低了债务的负担。联邦政府债务再一次抬头已是80年代，里根

就任总统后采用减税和扶持企业等财政政策，帮助美国度过了滞胀后的艰难时期。21 世纪后，小布什扩大军费支出用于反恐，带来了政府债务持续的上升。而奥巴马应对金融危机与扩大财政支出几乎将公众持有债务与 GDP 的比例翻倍，特朗普的减税与疫情期间多笔财政刺激计划预计让公众持有债务占 GDP 比重直线上升，债务杠杆将被推回至二战时的高点。

1.2. 供给学派与里根的减税

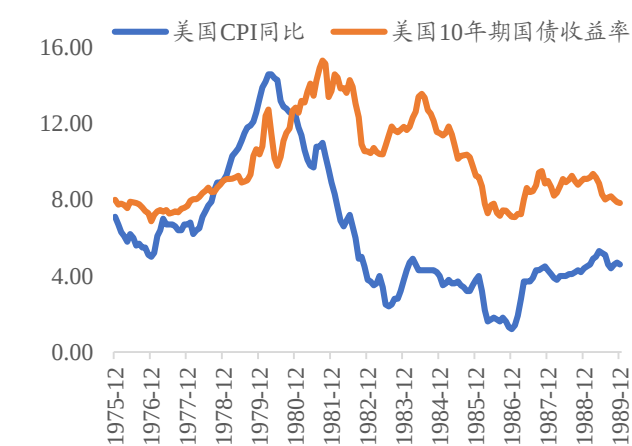
里根总统于 1981 年上任时，面临着七十年代遗留下的滞胀危机。一改此前的凯恩斯主义，里根上台后采取供给学派理论，试图通过减少税收和减少支出的财政紧平衡方式，将政府支出的空间释放给市场，扩大社会生产活力。基于这套理论，里根推出了一系列经济措施，消除了滞胀危机，扭转了美国经济的衰退。时任美联储主席保罗沃尔克通过提高利率、控制货币供应的方式，配合里根将美国带出了通胀的泥潭。紧缩的货币政策对经济带来了不利的影响，美国在政策施行之初产生了明显的下行，失业率也攀升至 10.8% 的高点。但随着里根财政政策逐渐发挥作用，美国经济复苏，失业率从高点开始缓慢下降，1983 年美国通胀下降到了 3.2%，进而摆脱了经济长期滞胀的局面。

图 2：失业率在政策初期快速上升



数据来源：东北证券，Wind

图 3：通胀水平与利率下行



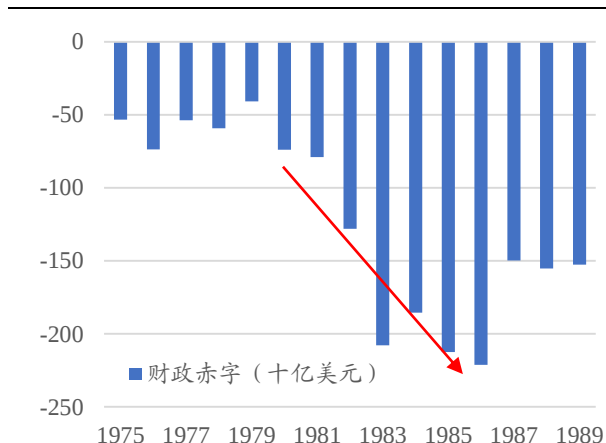
数据来源：东北证券，Wind

除了美联储的作用外，里根政府对控制滞胀的作用功不可没。财政收入方面，里根施行大规模的减税，在其上任后的两年时间内，将个人所得税率减少 23%，增加居民部门可支配收入，拉动消费增长。另一方面，在减免企业税的同时放松对企业的管制，市场活力明显增强，美国企业在 1983 年后复苏势头强劲，工业企业和新型技术型企业等开始了新一轮的投资热潮，鼓励企业的创新也为后来的信息科技革命打下基础，美国经济呈现繁荣景象。

财政支出方面，里根政府主张减少政府在经济生活中的作用，减少政府预算开支，削减政府有关社会福利保障体系支出。通过减少对福利的补贴，来弥补因减税带来的财政收入缺口。但掣肘于两院的决议，福利支出并未如期缩减。相反，越南战争的泥淖和与前苏联的太空军备竞赛，让美国承受了巨大的外围军事压力，国会因此批准了新国防需求，美国军工产业因军备开支增加而获利的同时，国防开支推升了财政支出。

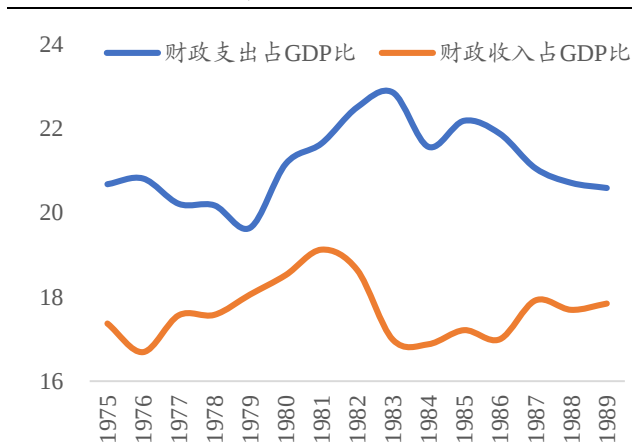
里根关于缩小财政支出、实现财政紧平衡的目标最终并未完成，社会福利支出的不可削减及新增军费开支造成了更大的窟窿。1989 年美国联邦财政支出 1.14 万亿美元，相比 1981 年的 6780 亿美元增长了 68%，同期联邦政府收入增长 65%，赤字共累积 1.49 万亿美元。截至 90 年代初，债务总规模超过了 4 万亿美元

图 4：美国财政赤字大幅增加



数据来源：东北证券，Wind

图 5：财政收入下降，支出依然增加 (%)



数据来源：东北证券，Wind

1.3. 小布什：战争挥霍，债务积累

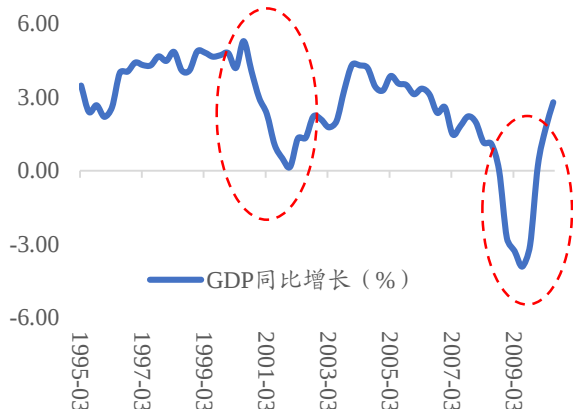
比尔克林顿于 90 年代初上任美国总统，随着传统产业向互联网等信息技术产业升级带来的经济繁荣，克林顿通过增加税收、削减国防支出，财政赤字减小，降低了债务占 GDP 的比重。从 1998 年开始，美国连续四年出现预算盈余，这也为小布什留下了丰厚的礼物。但小布什上任伊始便遭遇了多重难题，互联网泡沫的破灭和 911 恐怖袭击事件对美国经济造成了巨大冲击。美国 90 年代经济增长势头迅猛，千禧年后互联网等新型产业提供的内生经济增长动力减弱，美国经济增长和通胀水平趋势下降。为应对经济下行，小布什接连推出了多项减税法案。从竞选时提出“十年减税 1.35 万亿美元”开始，小布什上任后通过《经济增长与减税协调法案》、《增加就业和援助雇工法案》和《就业与增长税收减免协调法案》，对企业所得税、个人所得税和资本利得税的税率进行了下调，并增加了相应的抵扣。财政收入因减税的安排而大幅下滑，财政收入占 GDP 比重由 2000 年的 20.02% 下降至 2004 年 15.63% 的低点。

小布什在财政支出方面的扩张更加明显。纽约遭受的 911 恐怖袭击事件吹响了攻打阿富汗、铲除基地组织的号角，2003 年攻打伊拉克更是让美国陷入了战争的泥潭，怀有对袭击的余惧，国会几乎无异议地通过了大笔国防开支。连年的征战不仅把克林顿政府留下的财政盈余消耗殆尽，一直未能从阿富汗和伊拉克战争中脱身导致美国国防支出一路走高。在小布什的任期中，财政净收支从盈余转向了赤字，并且在发动伊拉克战争后，美国 03 年、04 年的财政赤字率更是高达 3.35% 和 3.43%，超过了 3% 的赤字红线。美国财政赤字累积了 2 万亿美元，债务总额在其卸任时的 2008 年超过了 10 万亿美元，相比上任时增加了 80%。

为了让经济度过恐怖袭击和互联网泡沫的危机时期，在小布什的配合下，时任美联

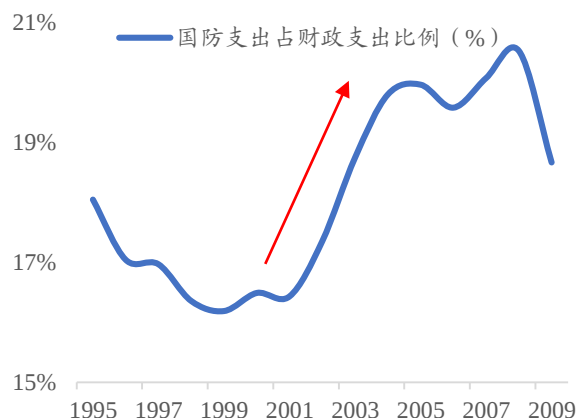
储主席格林斯潘大举降息。自 2001 年初至 2003 年 6 月 25 日，美联储连续 13 次降息，将联邦基金目标利率从 6.5% 下降至 1%。同时，小布什放松了对于金融的监管，在低利率和松监管的双重刺激下，美国居民部门通过金融大加杠杆，房地产企业得到了迅速腾飞。美联储随后在 2004 年至 2006 年间降息，虽然经济挺过了疲软时期，但金融危机的祸根也在此时埋下。

图 6：任内经济遭遇两次冲击



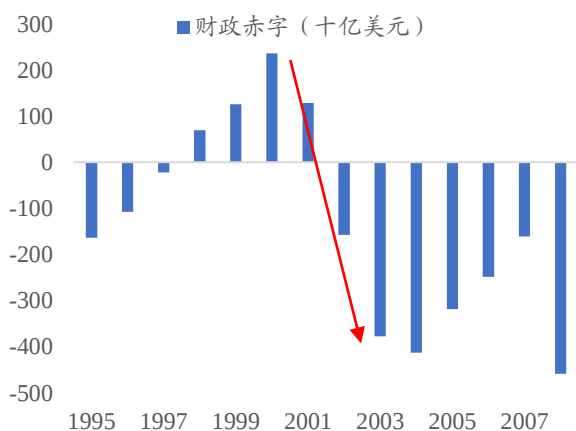
数据来源：东北证券，Wind

图 7：国防支出的分量大大提升



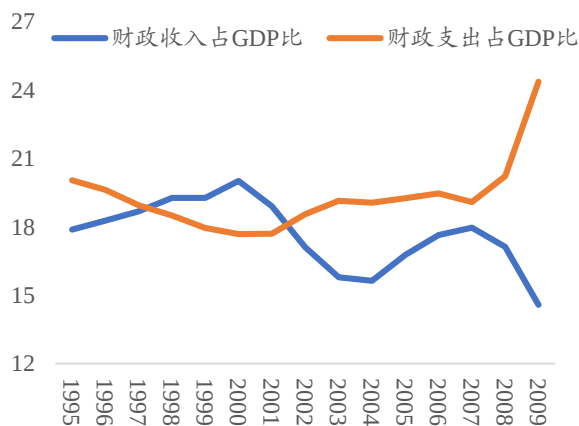
数据来源：东北证券，Wind

图 8：财政盈余快速转为赤字



数据来源：东北证券，Wind

图 9：短暂盈余后财政收入相比大幅下降 (%)



数据来源：东北证券，Wind

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_511

