

FY25 美国财政：一个基准情形

报告发布日期

2025 年 02 月 02 日

研究结论

- 美国联邦财政大致可以分为国会立法、财政收支、债务融资三个层次的问题，而我们对 25 年美国财政分析当中，着重涉及的是财政收支层面的问题。
- 收入端：财政收入与经济周期有强相关性。就业市场、经济增长等指标领先于主要的财政收入分项。
- 个人所得税：个税收入波动一般跟随经济周期，特别是就业市场的波动。在就业周期以外，税改可能导致个税收入一次性偏离基本面走势。通胀可能影响税收抵扣，继而导致税收与经济周期的偏离。展望 2025，特朗普再次上任后或继续推动税改，但受立法流程限制预计难以在 2025 年落地，通胀平抑后，个税增速向薪资收入增速趋势收敛。假设就业市场在短期震荡之后维持韧性和温和放缓，个税收入预计在 FY25 维持 10% 左右的较高增速。
- 资本利得税规模主要受到金融市场价格走势影响，预计 2025 年美国联邦财政资本利得税收入规模也将保持较高增长。针对年度报税者的个税申报截止日是次年 4 月 15 日，预计将会看到财政收入/财政存款较大规模的攀升，银行准备金的下降、美债供给的削减对今年 2 季度美国金融体系的流动性环境造成明显的短期影响。
- 企业所得税：企业税收入大致跟随企业利润周期波动，企业所得税税率大幅调整将导致企业所得税收入增速一次性偏离基本面周期。如不考虑特朗普进一步税改，预期 2025 年美国企业利润同比将小幅上升，企业税收入增速也将相应上升。
- 工资税：美国名义 GDP 增速可以较好地与工资税增长周期贴合。2025 年薪金税收入增速预计也将维持平稳，意味着美国薪金税收入约为 1.8 万亿美元。
- 强制性支出：是美国联邦财政支出中占比最大的部分，该项支出由每个财年自动拨款，无需由拨款法案批准，主要涉及福利类支出，最主要的科目包括社保和医保。领先一年的 CPI 可作为社保支出增速的领先指标。根据这一领先关系，2025 财年美国联邦政府社保支出增速继续放缓，规模约为 1.53 万亿美元。
- 自主性支出：即需要国会立法授权、拨款的支出。分为国防和非国防两大部分，非国防支出主要包括教育、医疗、退伍军人、交通、科研等科目。自主性支出中的非国防支出是两党争议最大的部分。若美国经济未出现衰退，同时“2023 年财政责任法案”未被推翻，预计 2025 财年的非国防支出增速约为 1%。美国国防支出近年来呈下行趋势，预计 2025 年地缘冲突形势将有所缓和，国防支出有望下行。
- 利息支出：领先的利率环境和债务融资规模决定了后续的利息支出水平。这也将是美国财政周期长期叙事当中最大的薄弱环节。
- 小结：收入稳健增长+支出小幅上升=赤字规模和赤字率基本持平。但上行驱动主要来自于利息支出，基础赤字（剔除利息支出后的赤字）应当出现较为明显的下滑。
- 特朗普的上台也为财政注入变数。主要的变化可能来自于政府效率委员会的成立和财政支出削减尝试，以及税改和社保/两医改革的潜在立法可能。
- 基准情形下，财政支出改革完成主要针对自主性支出的削减，考虑到授权过期支出规模总计超过 5000 亿，扣除其中涉及退伍军人福利的项目，对财政支出的影响可能在 3000 亿以上。上限情形下，财政支出改革尝试卡托研究所提出的更加庞大的改革计划，触动社保和医疗保险制度改革，对财政支出的影响可能达到万亿量级。
- 税改政策的前景事实上具有高度的不确定性。从立法策略来看，可能分为：1）将边境、能源、税改打包推动立法；2）将边境、能源等党内共识政策优先推进，税改随后单独立法。我们预计最早从二季度开始，税改将会有更进一步的政策细节信息和立法进度跟踪。

风险提示 美债上限危机的风险。特朗普政府决策的不确定性。地缘政治形势走向的不确定性。模型假设存在局限性的风险。

证券分析师

| | |
|-----|--|
| 王仲尧 | 021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932 |
| 吴泽青 | wuzeqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524100001 |
| 孙金霞 | 021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001 |
| 曹靖楠 | 021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001 |

相关报告

| | |
|--------------------------------|------------|
| 就职日后的市场猜想：政策预期观察窗口 | 2025-01-21 |
| 1-2-3：——海外札记 | 20250120 |
| 再通胀尚未成立：2024 年 12 月美国 CPI 数据点评 | 2025-01-20 |
| 强美元和高利率会转向吗？：——海外札记 | 2025-01-08 |
| 20250106 | |

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 美国联邦财政结构概览..... | 4 |
| 财政收支 | 4 |
| 国会立法 | 5 |
| 债务融资 | 5 |
| FY25 美国财政周期：关键环节、变量展望 | 5 |
| 收入端 | 5 |
| 个人所得税 | 6 |
| 企业所得税 | 6 |
| 工资税 | 7 |
| 支出端 | 8 |
| 强制性支出 | 8 |
| 自主性支出 | 9 |
| 利息支出 | 10 |
| 小结：FY25 财政周期的蓝图 | 11 |
| 财政改革前瞻 | 12 |
| 财政支出改革 | 12 |
| 税改立法 | 15 |
| 风险提示 | 15 |

图表目录

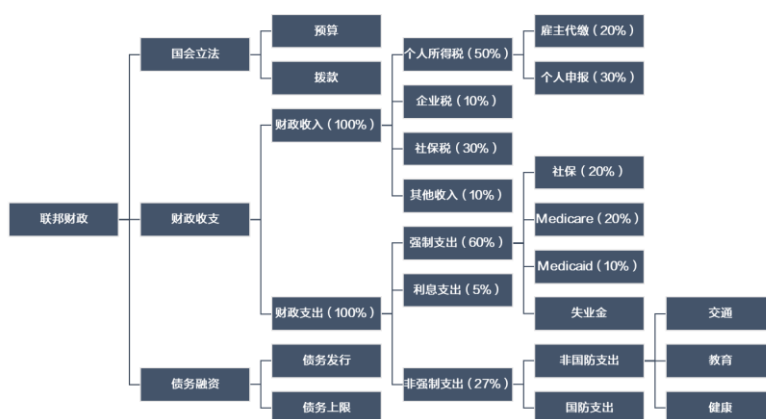
| | |
|--|----|
| 图 1：美国联邦财政问题框架 | 4 |
| 图 2：FY24 美国联邦财政收支结构 | 5 |
| 图 3：2025 年美国个人所得税税率 | 6 |
| 图 4：美国个人薪资收入同比 vs 个人所得税同比（%） | 6 |
| 图 5：企业利润同比 vs 企业所得税收入同比（%） | 7 |
| 图 6：SPX EPS 同比 vs 企业利润同比（%，虚线为彭博一致预期值） | 7 |
| 图 7：工资税 vs 名义 GDP 同比（%） | 7 |
| 图 8：社保支出同比 vs CPI 同比（右轴，领先 1 年）（%） | 8 |
| 图 9：医疗保险+医疗补助同比 vs CPI 同比（%） | 8 |
| 图 10：非国防和国防支出同比增速 | 9 |
| 图 11：自主性国防支出同比（%） vs 地缘政治风险指数 | 9 |
| 图 12：非国防自主性支出占 GDP 比重（%） | 10 |
| 图 13：净利息支出同比、债务总额同比和 1y 美债收益率（%） | 11 |
| 图 14：净利息支出（十亿美元）和增速（右轴） | 11 |
| 图 15：CBO 财政收支占 GDP 比重和赤字率（右轴）展望（%） | 12 |
| 图 16：OMB 财政收支占 GDP 比重展望（%） | 12 |
| 图 17：D.O.G.E 改革政府计划 | 12 |
| 图 18：2024 过期财政授权项目数量和金额 | 13 |
| 图 19：2023-2024 过期的主要财政授权法案 | 13 |
| 图 20：政府各部门雇佣人数 | 13 |
| 图 21：政府各部门平均薪资 | 13 |
| 图 22：卡托研究所提交给政府效率部的政策建议（上） | 14 |
| 图 23：卡托研究所提交给政府效率部的政策建议（下） | 14 |

新冠大流行以来，全球国家的财政政策一直是一项关键命题。迎来特朗普登台的 2025 年，美国的财政政策走向更显紧要。在 25 年度展望之中，我们对于新一年的美国财政作了初步描述。这篇报告将更加详细地描述我们眼中的 25 年美国财政图景。包括：1）一个美国财政问题研究的框架概览；2）基于这副地图，逐项判断财政各项重要构成的影响变量和趋势；3）对 D.O.G.E 引导的财政支出改革及特朗普财政改革立法作一个基于现有（有限）信息的初步展望。

美国联邦财政结构概览

联邦财政大致可以分为国会立法、财政收支、债务融资三个层次的问题，而我们对 25 年美国财政分析当中，着重涉及的是财政收支层面的问题。

图 1：美国联邦财政问题框架



财政收支

美国联邦财政收入主要分项包括：个人所得税（Individual Income Taxes（50%）、薪金税（Payroll Taxes）或社会保险税（Social Insurance & Retirement）（30%）、企业所得税（Corporate Income Tax）（10%）、其它收入（10%）。

美国联邦财政支出主要分项包括：强制支出（Mandatory）（60%）——社保（Social Security）、医保（Medicare、Medicaid）、收入保障（Income security）；自主支出（Discretionary）（27%）——国防（Defense）、非国防（Nondefense）；净利息支出（Net Interest）（13%）。

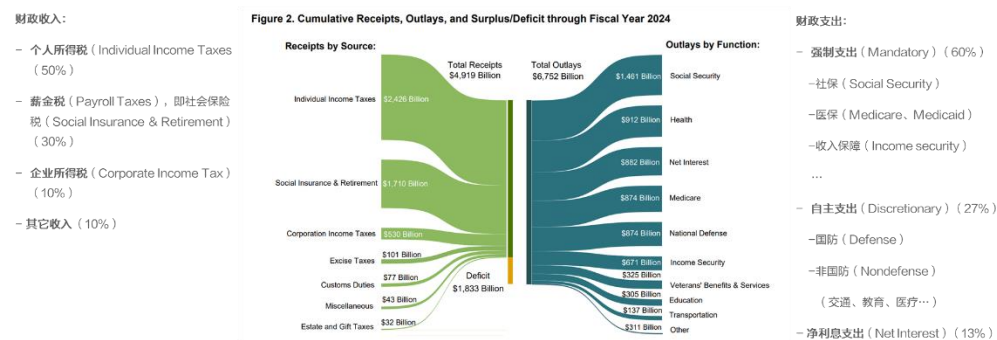
其中，强制支出与既定的保障和福利政策相关，仅在相关制度发生重大变化时调整，否则联邦政府需强制性支付相关费用。自主性支出则在每个财年都涉及国会立法程序。

2024 财年，美国联邦财政收入端，个人所得税规模 2.426 万亿，社会保险与退休金规模 1.710 万亿，公司所得税规模 0.53 万亿，消费税规模 0.101 万亿，关税规模 0.077 万亿，杂项规模 0.043 万亿，遗产和赠与税规模 0.032 万亿。

支出端，社会保障规模 1.461 万亿，收入保障规模 0.671 万亿，医疗保险规模 0.874 万亿，健康支出规模 0.912 万亿，净利息规模 0.882 万亿，国防支出规模 0.874 万亿，退伍军人福利与服务规模 0.325 万亿，教育规模 0.305 万亿，交通规模 0.137 万亿，其他规模 0.311 万亿。

加总来看，FY24 美国联邦财政收入和支出分别为 4.92 万亿美元和 6.75 万亿美元，赤字规模达 1.83 万亿美元，赤字率为 6.4%。

图 2：FY24 美国联邦财政收支结构



数据来源：美国财政部、东方证券研究所

国会立法

一方面，自主性支出在每个财年都要经由国会立法流程。美国预算编制立法最重要的特征是“两步走”流程，即立法过程分为预算授权、拨款两个步骤。授权步骤中，国会对政府支出项目进行创造、延长或修正，并为每个支出项目设定特定额度。授权过程通常由国会两院特定的委员会完成，如农业、军事、交通基建、国土安全委员会等。拨款阶段即是对已经建立并明确的联邦政府开支进行立法程序上的拨款，由国会拨款委员会完成，其下设 12 个子委员会，分别负责每年 12 个分项拨款法案的编制。国会就自主支出的立法流程需要在财年启动前完成，如无法完成，则需要临时拨款法案维持政府运行，否则政府将面临关门风险。

另一方面，涉及到税收、福利的重大财政改革，也需要国会进行立法。如特朗普 2017 年减税改革，即是通过《2017 年减税和就业法案》完成。这类重大财政改革，通常都是难度最大的国会立法尝试，并且经常需要动用为财政问题专设的立法通道和工具（如和解程序）。

债务融资

美国联邦财政的收支缺口需要依靠发行债务融资，债务发行主要由财政部负责，定期向市场公布融资需求、发债规模、期限结构和拍卖时间表等详细的债务发行信息。

此外，美债上限的管理权力掌握在国会手里。美国财政部融资受到国会及法律约束，当美债存量规模触及法定上限，将引发财政部一系列政策反应，以限制美债规模的进一步走高，包括减少新债发行、消化财政存款（财政部一般账户，TGA）、特别措施（暂停一些政府基金再投资，暂停特定类别国债发行等）等。直到国会通过立法抬升或者冻结法定债务上限。

FY25 美国财政周期：关键环节、变量展望

收入端

财政收入与经济周期有强相关性。就业市场、经济增长等指标领先于主要的财政收入分项。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

个人所得税

相关变量：就业周期（薪资收入）、税改、通胀（标准抵扣额）、资本市场表现。

个税收入波动一般跟随经济周期，特别是就业市场的波动。个人所得税同比增速与同期居民工资收入同比增速有较强的相关性。

在就业周期以外，税改可能导致个税收入一次性偏离基本面走势（2013 奥巴马税改、2017 特朗普税改）。通胀可能影响税收抵扣，继而导致税收与经济周期的偏离：如 2022 年高通胀大幅提升了标准抵扣额，导致 2023 年个税增长偏离就业市场周期。

展望 2025，特朗普再次上任后或继续推动税改，但受立法流程限制预计难以在 2025 年落地，通胀平抑后，个税增速向薪资收入增速趋势收敛，因此，2025 年个人所得税收入预计将大致随整体薪资收入变化。目前美国三个月移动平均新增非农就业人数约为 17.3 万人，处于下行趋势，失业率、薪资增速震荡。假设就业市场在短期震荡之后维持韧性和温和放缓，个税收入预计在 FY25 维持 10%左右的较高增速。

2024 财年，美国个人所得税收入为 2.43 万亿美元。CBO（国会预算办公室）预计 2025 财年美国个人所得税规模为 2.55 万亿美元。

图 3：2025 年美国个人所得税税率

2025 Tax Brackets and Federal Income Tax Rates | Tax Foundation

| Tax Rate | For Single Filers | For Married Individuals Filing Joint Returns | For Heads of Households |
|----------|------------------------|--|-------------------------|
| 10% | \$0 to \$11,925 | \$0 to \$23,850 | \$0 to \$17,000 |
| 12% | \$11,925 to \$48,475 | \$23,850 to \$96,950 | \$17,000 to \$64,850 |
| 22% | \$48,475 to \$103,350 | \$96,950 to \$206,700 | \$64,850 to \$103,350 |
| 24% | \$103,350 to \$197,300 | \$206,700 to \$394,600 | \$103,350 to \$197,300 |
| 32% | \$197,300 to \$250,525 | \$394,600 to \$501,050 | \$197,300 to \$250,500 |
| 35% | \$250,525 to \$626,350 | \$501,050 to \$751,600 | \$250,500 to \$626,350 |
| 37% | \$626,350 or more | \$751,600 or more | \$626,350 or more |

数据来源：IRS，东方证券研究所

图 4：美国个人薪资收入同比 vs 个人所得税同比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

此外，资本利得税也是美国个税的主要构成（主要的自主申报项目），当然，其规模主要受到金融市场价格走势影响，考虑到美股在 2024 年度的强劲表现，标普 500 和纳指年涨幅高达 23.3% 和 28.6%，预计 2025 年美国联邦财政资本利得税收入规模也将保持较高增长。针对年度报税者的个税申报截止日是次年 4 月 15 日，因此，在 25 年这一时点上，预计将会看到财政收入/财政存款较大规模的攀升，背后是居民部门现金/存款向联邦财政的转移。因此，银行准备金的下降、美债供给的削减，预计也将对今年 2 季度美国金融体系的流动性环境造成明显的短期影响。

企业所得税

相关变量：企业盈利周期。

企业税收入大致跟随企业利润周期波动。同样，企业所得税税率大幅调整将导致企业所得税收入增速一次性偏离基本面周期（例如 2018 年的特朗普税改）。

2024 年以来，美国企业利润周期增速筑底回暖。标普 500 的 EPS 周期一般与美国企业利润周期一致，2024 年，该指标触底反弹，且预期在 2025 年继续改善。如不考虑特朗普进一步税改，预期 2025 年美国企业利润同比将小幅上升，企业税收入增速也将相应上升。

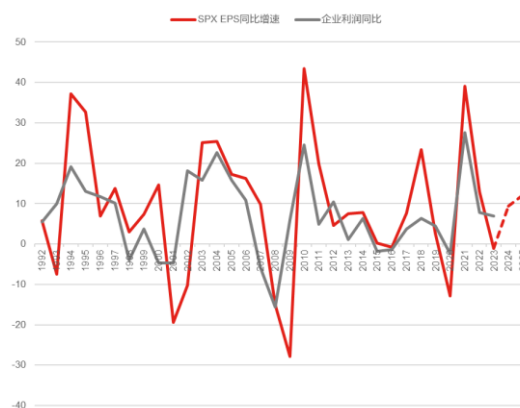
2024 财年，美国企业所得税收入为 0.53 万亿美元。CBO 预测 2025 财年，美国企业所得税收入为 0.49 万亿美元。

图 5：企业利润同比 vs 企业所得税收入同比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：SPX EPS 同比 vs 企业利润同比（%，虚线为彭博一致预期值）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

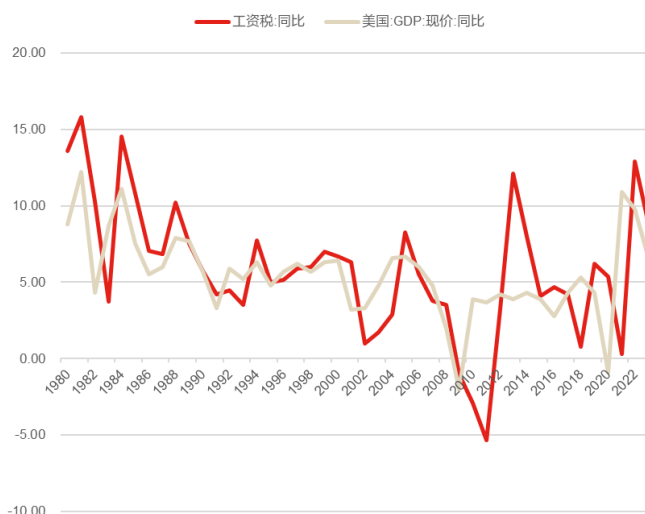
工资税

相关变量：经济增速。

薪金税（Payroll Taxes），也称社会保险税（Social Insurance & Retirement）是对雇员工资和薪金征收的税，用于为社会保障、医疗保险和失业保险等社会保险计划提供资金。历史数据来看，美国名义 GDP 增速可以较好地与工资税增长周期贴合，且名义 GDP 同比增速领先薪金税同比增速约一年。考虑到 2024 年美国 GDP 名义增速大致与 2023 年相当，2025 年薪金税收入增速预计也将维持平稳，意味着美国薪金税收入约为 1.8 万亿美元。

CBO 预测，2025 财年，美国薪金税收入为 1.74 万亿美元。

图 7：工资税 vs 名义 GDP 同比（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

支出端

强制性支出

相关变量：通胀。

强制性支出（Mandatory Spending）是美国联邦财政支出中占比最大的部分，该项支出由每个财年自动拨款，无需由拨款法案批准，主要涉及福利类支出，最主要的科目包括社保和医保。

社保：面向失业、低收入、老年、残疾人等群体的社会保障项目支出。

相关变量：通胀（生活成本挂钩条款 COLA），社保根据前一年的通胀水平调整下一年的额度，领先一年的CPI可作为社保支出增速的领先指标。根据这一领先关系，2025财年美国政府社保支出增速预计将继续放缓，规模约为1.53万亿美元。

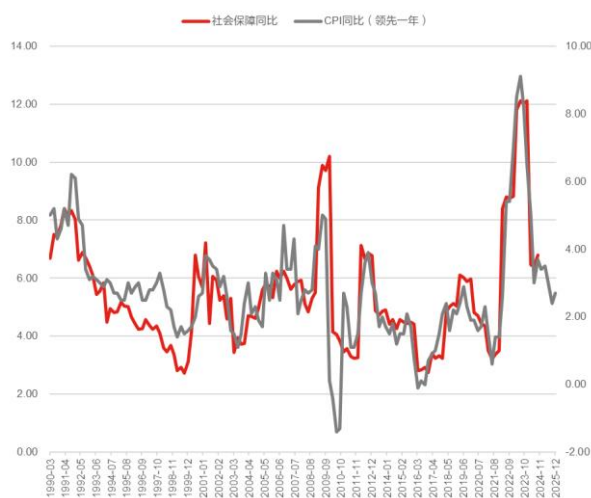
2024财年美国政府社保支出为1.45万亿美元，约占强制支出的30%。占比趋势上升。CBO预测2025财年美国政府社保支出为1.55万亿美元。

医保：（Medicare+Medicaid）Medicare即针对老年人和残障人士的联邦医疗保险，Medicaid即针对低收入人群的联邦医疗补助计划，2024财年分别约占法定支出总规模的25%和13%。

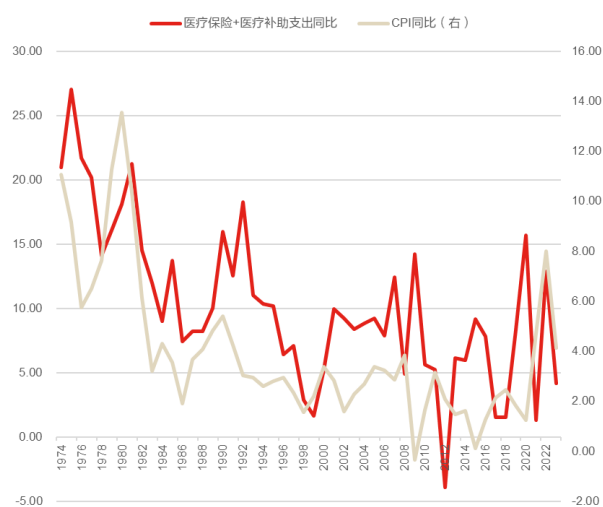
CBO预计2025年Medicare和Medicaid支出分别为1.15万亿美元和0.6万亿美元。

图8：社保支出同比 vs CPI 同比（右轴，领先1年）（%）

图9：医疗保险+医疗补助同比 vs CPI 同比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

自主性支出

相关变量：经济周期，财政法案（基建、产业政策等）和国会归属。

自主性支出（Discretionary Spending），即需要国会立法授权、拨款的支出。分为国防和非国防两大部分，非国防支出主要包括教育、医疗、退伍军人、交通、科研等科目。

自主性支出中的非国防支出是两党争议最大的部分，也是屡次导致债务上限法案难以通过、政府关门危机的根本分歧。在2023年6月债务上限法案最终版“2023年财政责任法案”中规定，联邦政府债务上限暂缓生效直至2025年1月，法案要求联邦政府2024财年的非国防支出与现阶段持平，并允许2025财年的非国防支出增长1%。过去非国防自主性支出占GDP比重出现大幅扩张的时间段基本对应衰退周期，而府院一致的情形并不一定意味着自主性支出的抬升。若2025年美国经济未出现衰退，同时“2023年财政责任法案”未被推翻，则预计2025财年的非国防支出增速大约为1%。

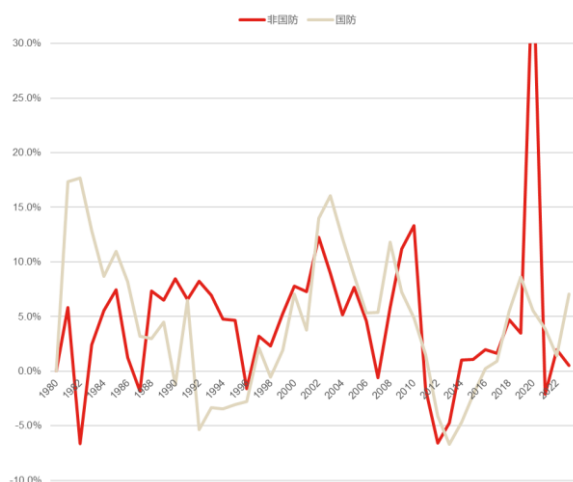
美国国防支出占GDP比重约为3%。近年来呈下行趋势，国防支出一定程度上受到国际地缘形势影响而波动，预计2025年地缘冲突形势将有所缓和，国防支出有望下行。

CBO预计2025年自主性支出中的国防和非国防支出分别为0.96万亿美元和0.87万亿美元。

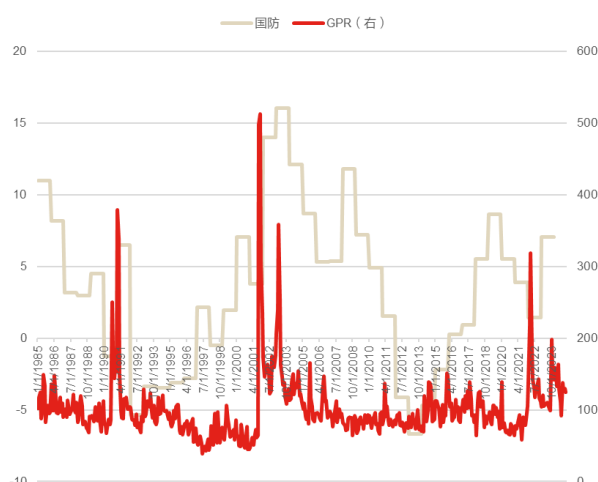
图 10：非国防和国防支出同比增速

图 11：自主性国防支出同比（%）vs 地缘政治风险指数

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

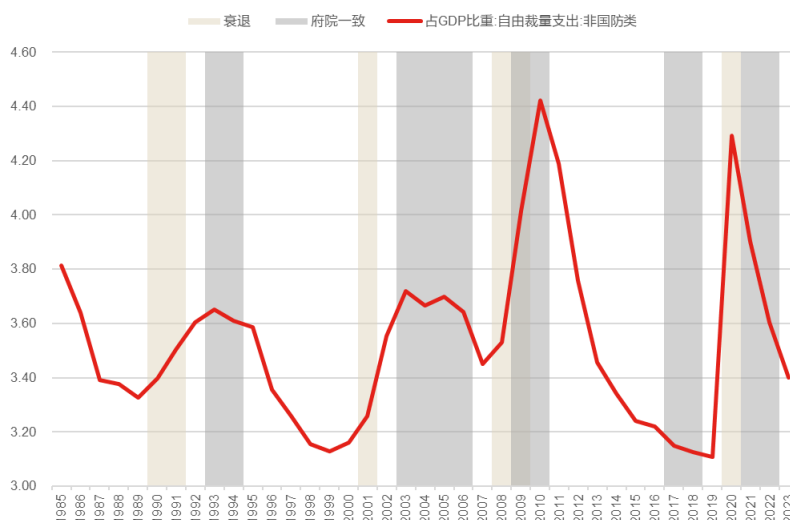


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：非国防自主性支出占 GDP 比重（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

利息支出

相关变量：货币政策，债务规模。

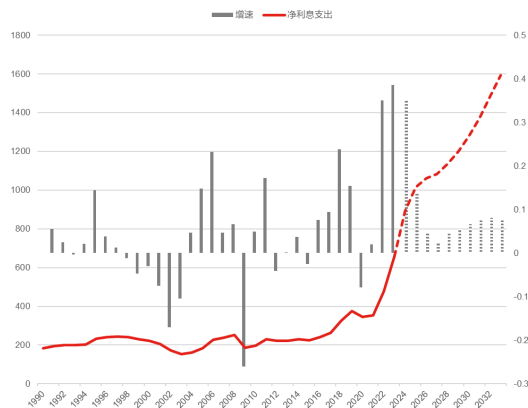
领先的利率环境和债务融资规模决定了后续的利息支出水平。在过去三年加息环境下联邦政府没能控制住赤字和融资规模，这在利息支出方面造成了滚雪球式的滞后性影响。根据 CBO 预测，FY25 利息支出规模将进一步上升，预测值为 1.02 万亿美元，较 2024 年 0.95 万亿美元的规模进一步上升，随后，利息支出增速将会大幅放缓，但绝对规模将维持在 1 万亿以上。这也将是美国财政周期长期叙事当中最大的薄弱环节，想要打破利息支出持续占据大量财政空间的负循环，就意味着美国经济增长率必须在未来数年出现可观的上行，或者控制支出的财政改革势在必行。

图 13：净利息支出同比、债务总额同比和 1y 美债收益率 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14：净利息支出（十亿美元）和增速（右轴）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

小结：FY25 财政周期的蓝图

我们比照 CBO（美国国会预算办公室）和 OMB（白宫管理和预算办公室）最近一次更新（24Q3）的财政和经济预测报告为基础，对 FY25 财政周期做一个蓝图式的小结：

官方预测：

CBO 预测 FY25 赤字率为 6.5%，较 2024 年赤字率预测值 6.7% 有所回落，由于收入增长速度快于支出，2027 年赤字率将下降到 5.5%，随后 2028-2033 年再次趋势回升。

OMB 预计 FY25 美国赤字率为 6.1%，较 2024 年赤字率预测值 6.6% 有所回落，随后赤字率趋势下行，2029 财年降至 4.3%。分项预测趋势与 CBO 类似。

收入端：

CBO 预测 FY25 个人所得税增速温和回落，薪金税维持当前增速，企业所得税下降。隐含假设 24 年就业市场放缓，企业利润增长显著放缓甚至萎缩。从当前情况来看，企业税收收入可能被低估。收入端整体预计在 FY25 维持比肩 FY24 的较高增速的稳健增长。

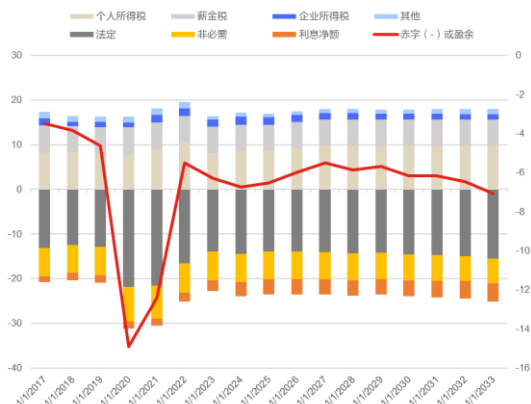
支出端：

CBO 预计 FY25 强制性支出规模与 2024 年持平，隐含假设推测为至 24 年底通胀回落至 2-3% 左右。从当前情况来看，可能略低估了强制性支出规模。预测非必需支出增速小幅波动，并在随后财年里长期基本维持在 2% 的增速。

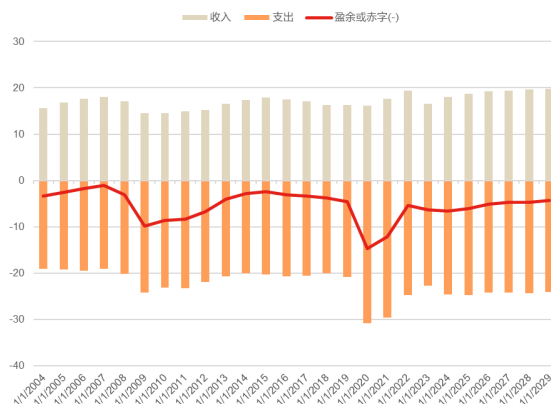
净利息支出方面，25-27 财年利息净额支出增速大幅回落至低位，但维持较高水平。从实际情况来看，24H2 降息启动，利率路径低于预期，对利息支出可能有所高估。CBO 测算利息支出使用的利率假设为 FY25 平均联邦基金有效利率和 10 年期美债收益率分别为 4.8% 和 4.1%。

综合来看，支出端预计小幅增长。

收入稳健增长+支出小幅上升=赤字规模和赤字率基本持平。但上行驱动主要来自于利息支出，基础赤字（剔除利息支出后的赤字）应当出现较为明显的下滑。

图 15：CBO 财政收支占 GDP 比重和赤字率（右轴）展望（%）


数据来源：CBO，东方证券研究所

图 16：OMB 财政收支占 GDP 比重展望（%）


数据来源：OMB，东方证券研究所

财政改革前瞻

基准情形外，特朗普的上台也为财政注入变数。主要的变化可能来自于 D.O.G.E（政府效率委员会）的成立和财政支出削减尝试，以及税改和社保/两医改的潜在立法可能。

财政支出改革

马斯克与拉马斯瓦米 11 月 20 日在《华尔街日报》的一篇专栏文章中详细介绍了改革美国联邦政府的计划，三大类改革包括：废除过度监管，减少行政开支，节省成本。

根据这份计划定义，D.O.G.E 改革针对的财政支出主要涉及自主性支出，具体方向上重点针对授权过期的自主性支出。

图 17：D.O.G.E 改革政府计划

| 马斯克、拉马斯瓦米2024年11月20日发布于《华尔街日报》的改革政府计划 | |
|---------------------------------------|--|
| 废除过度监管 | 除非国会明确授权，政府机构不能制定涉及重大经济或政策问题的法规。 DOGE 将把相关法规清单提交给特朗普总统，他可以通过行政命令立即 暂停这些法规的执行，并启动审查和废除程序。 |
| 减少行政开支 | 在联邦官僚体系中进行大规模裁员， 裁员规模将与法规删减数量成正比。 特朗普可以实施任何数量的“竞争性服务管理规则”，以遏制行政机构的膨胀，从大规模裁员到将联邦机构迁出华盛顿地区。 要求联邦雇员一周五天在办公室工作。拉马斯瓦米预测，如果强制要求返回办公室工作， 可能会有多达25%的公务员辞职。 |
| 节省成本 | DOGE 也将通过瞄准 每年超过5000亿美元的未经国会授权或未以国会预期方式使用的联邦开支 ，来帮助结束联邦政府的过度开支，包括： 每年用于公共广播公司的5.35亿美元 每年用于给国际组织拨款的15亿美元 每年用于资助计划生育组织等进步团体的近3亿美元 审查联邦政府的采购流程，在暂时中止支付期间进行大规模审计将显著节省开支。 DOGE 旨在精准识别行政工作中的浪费、欺诈和滥用问题，直接给纳税人节省成本。 |

数据来源：WSJ，东方证券研究所

计划中重点提及削减未经国会授权或未以国会预期方式使用的联邦开支。2024 财年美国国会授权已过期的项目规模总额约为 5160 亿。在美国的财政体系中，国会通过授权法案来同意立项，而拨款则是财政监督的第二关。虽然一些项目的授权期限已经结束，但国会仍可能为其拨款。

该类支出规模最大的用途是：退伍军人、教育劳工、能源、外交。法案是：1996 老兵福利法案、21 世纪医疗法案、FY23 外交授权法案。这些已过期的授权项目可能成为政府效率委员会率先削减的支出项目。

图 18：2024 过期财政授权项目数量和金额

Table 1.
Summary of 2024 Appropriations With Expired Authorizations, by House and Senate Authorizing Committee

| | Expired authorizations of appropriations | | Expired authorizations of appropriations with identifiable appropriations | |
|--|--|---------------------------------------|---|--|
| | Number of laws ^a | Number of authorizations ^b | Number of authorizations | Amount of appropriation (millions of dollars) ^c |
| Total | n.a. ^d | 1,264 | 491 | \$16,013 |
| House authorizing committee | | | | |
| Agriculture | 6 | 6 | 2 | 372 |
| Armed Services | 3 | 5 | 2 | 65 |
| Education and the Workforce | 23 | 151 | 105 | 93,940 |
| Energy and Commerce | 63 | 346 | 99 | 69,894 |
| Financial Services | 26 | 50 | 24 | 52,613 |
| Foreign Affairs | 38 | 121 | 47 | 61,505 |
| Homeland Security | 10 | 28 | 7 | 7,561 |
| House Administration | 2 | 3 | 3 | 119 |
| Judiciary | 42 | 136 | 66 | 45,570 |
| Natural Resources | 64 | 172 | 50 | 5,654 |
| Overnight and Accountability | 12 | 23 | 9 | 568 |
| Science, Space, and Technology | 21 | 66 | 23 | 32,094 |
| Small Business | 4 | 9 | 6 | 1,256 |
| Transportation and Infrastructure | 36 | 106 | 35 | 15,677 |
| Veterans' Affairs | 17 | 28 | 3 | 128,071 |
| Ways and Means | 10 | 14 | 10 | 1,056 |
| Senate authorizing committee | | | | |
| Agriculture, Nutrition, and Forestry | 8 | 19 | 6 | 400 |
| Armed Services | 3 | 10 | 2 | 65 |
| Banking, Housing, and Urban Affairs | 22 | 43 | 22 | 51,285 |
| Commerce, Science, and Transportation | 50 | 158 | 57 | 47,503 |
| Energy and Natural Resources | 29 | 194 | 29 | 10,815 |
| Environment and Public Works | 47 | 108 | 37 | 3,133 |
| Finance | 10 | 14 | 10 | 1,056 |
| Foreign Relations | 36 | 119 | 47 | 61,505 |
| Health, Education, Labor, and Pensions | 52 | 314 | 169 | 153,462 |
| Homeland Security and Governmental Affairs | 23 | 58 | 21 | 9,930 |
| Indian Affairs | 14 | 42 | 12 | 1,559 |
| Judiciary | 43 | 143 | 66 | 45,852 |
| Rules and Administration | 3 | 4 | 4 | 122 |
| Small Business and Entrepreneurship | 5 | 10 | 6 | 1,256 |
| Veterans' Affairs | 17 | 28 | 3 | 128,071 |

数据来源：美国财政部，东方证券研究所

图 19：2023-2024 过期的主要财政授权法案

Table 3.
Public Laws That Are Major Sources of Expired Authorizations of Appropriations With Identifiable Appropriations in 2023 and 2024

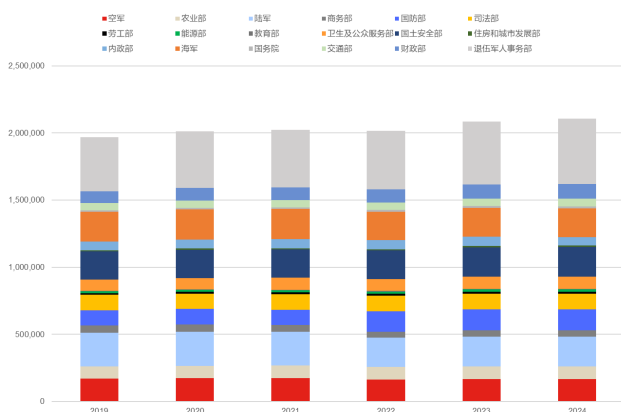
| Public law | Title | 2023 ^a | | 2024 | |
|---|--|--------------------------|---|--------------------------|---|
| | | Number of authorizations | Amount of appropriation (millions of dollars) | Number of authorizations | Amount of appropriation (millions of dollars) |
| 104-262 | Veterans' Health Care Eligibility Reform Act of 1996 | 1 | 122,306 | 1 | 119,067 |
| 114-255 | 21st Century Cures Act | 6 | 48,580 | 6 | 48,277 |
| 107-228 | Foreign Relations Authorization Act, Fiscal Year 2003 | 23 | 28,079 | 24 | 38,409 |
| 105-276 | Quality Housing and Work Responsibility Act of 1998 | 2 | 34,916 | 2 | 37,198 |
| 109-162 | Violence Against Women and Department of Justice Reauthorization Act of 2005 | 24 | 35,700 | 23 | 35,303 |
| 114-95 | Every Student Succeeds Act | 26 | 29,022 | 26 | 29,019 |
| 115-10 | National Aeronautics and Space Administration Transition Authorization Act of 2017 | 9 | 25,573 | 9 | 24,875 |
| 111-152 | Health Care and Education Reconciliation Act of 2010 | 1 | 22,475 | 1 | 22,475 |
| 99-83 | International Security and Development Cooperation Act of 1985 | 3 | 23,650 | 3 | 13,465 |
| 110-134 | Improving Head Start for School Readiness Act of 2007 | 1 | 12,342 | 1 | 12,272 |
| 117-263 | James M. Inhofe National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2023 ^b | n.a. | n.a. | 7 | 11,290 |
| 113-128 | Workforce Innovation and Opportunity Act | 16 | 9,178 | 16 | 9,483 |
| 117-168 | Sergeant First Class Heath Robinson Honoring our Promise to Address Comprehensive Toxic Act of 2022 ^c | n.a. | n.a. | 1 | 8,994 |
| 113-186 | Child Care and Development Block Grant Act of 2014 | 1 | 8,121 | 1 | 8,746 |
| 110-315 | Higher Education Opportunity Act | 32 | 7,654 | 32 | 7,664 |
| 115-254 | FAA Reauthorization Act of 2018 | 6 | 9,286 | 5 | 7,070 |
| 106-104 | Amendments to the Immigration and Nationality Act, 1999 | 1 | 10,943 | 1 | 6,908 |
| 109-58 | Energy Policy Act of 2005 | 5 | 10,203 | 6 | 6,869 |
| 102-567 | National Oceanic and Atmospheric Administration Authorization Act of 1992 | 11 | 5,762 | 11 | 5,876 |
| 102-550 | Housing and Community Development Act of 1992 | 7 | 11,080 | 7 | 5,753 |
| 111-22 | Helping Families Save Their Homes Act of 2009 | 1 | 3,633 | 1 | 4,051 |
| 117-328 | Consolidated Appropriations Act, 2023 ^b | n.a. | n.a. | 7 | 3,170 |
| 110-293 | Tom Lantos and Henry J. Hyde United States Global Leadership Against HIV/AIDS, Tuberculosis, and Malaria Reauthorization Act of 2005 | 4 | 3,235 | 4 | 2,885 |
| 115-270 | America's Water Infrastructure Act of 2018 | 2 | 12,303 | 5 | 1,141 |
| Subtotal | | 182 | 474,041 | 200 | 470,258 |
| Subtotal (percent) | | 42 | 91 | 41 | 91 |
| All other laws with identifiable appropriations | | 249 | 45,072 | 291 | 45,755 |
| Total | | 431 | 519,112 | 491 | 516,013 |

数据来源：美国财政部，东方证券研究所

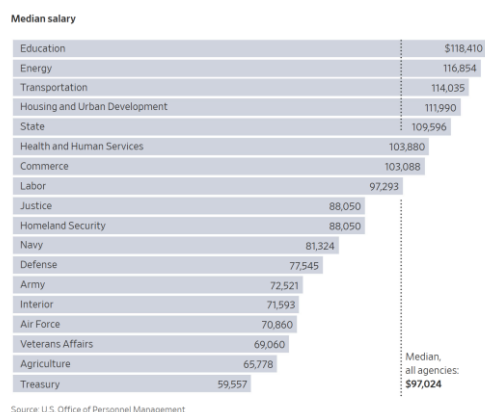
D.O.G.E 计划中另一优先事项为减少行政开支，即削减公务员工资。公务员工资是自主性支出当中的重大组成部分。

大幅削减联邦法规是 D.O.G.E 削减公务员工资的逻辑基础，认为联邦雇员的裁减人数至少应该与联邦法规的废除数量成比例：法规越少，负责执行法规的雇员就越少，而且，一旦行政机构的权限得到恰当的限制，该机构制定的法规就会越少。

目前美国政府最大规模雇佣部门包括退伍军人事务部、国土安全部、国防部、司法部、财政部。薪资最高部门包括教育部、能源部、交通部、住房和城市发展部、国务院。上述可能被率先废除的已过期授权项目所对应的部门主要包括教育部、能源部、劳工部等，这些部门雇佣人数虽占比较小，但平均薪资水平均高于政府雇员薪资中值水平，若针对这些部门进行大规模裁员，整体公务员工资支出可能会出现比较明显的缩减。

图 20：政府各部门雇佣人数


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 21：政府各部门平均薪资


Source: U.S. Office of Personnel Management

数据来源：OPM，东方证券研究所

数据来源：OPM，东方证券研究所

在 12 月 11 日提交给政府效率部（DOGE）的报告中，卡托研究所提出了数十项大规模改革建议，削减开支内容包括：取消对各州的援助，终止联邦政府对 K-12 教育、住房、交通和社区发展的补贴；将美国邮政服务私有化；对于支出端的权重项联邦退休和医疗保健计划，卡托研究所建议将社会保障资格年龄提高三年，减少社会保障通胀调整的规模，削减三分之一的医疗保险支出，并允许参保者自己动用医疗保险资金。

按照卡托研究所建议版本，D.O.G.E 试图实现大规模缩减财政支出的野心，除教育、交通、住房等方面自主性支出节流外，还是要对社保、医保等强制性财政支出进行改革。

图 22：卡托研究所提交给政府效率部的政策建议（上）

| 改革领域 | 政策建议 |
|--------|---|
| 官僚体系改革 | 1. 减少员工福利，削减退休福利 10%。预计节省 400 亿 2. 裁员 10% 3. 限制联邦工会，恢复特勤局相关行政令 4. 简化员工解雇流程，恢复特勤局相关行政令 5. 增强员工问责，恢复特勤局相关行政令 6. 结束联邦政府所有非竞争性行政令 |
| 企业资产改革 | 1. 私有化美国铁路公司（Amtrak）、美国邮政服务（USPS）、空中交通管制（ATC）系统、田纳西河流域管理局（TVA）、电力监管管理局（FERC） 2. 将土地管理局（BLM）土地、公路、水利基础设施转移给州政府 3. 出售多座联邦建筑及结构 |
| 数据收集改革 | 1. 停止管理和跟踪办公室（OMB）创建新的数据类别 2. 仅在必要时依赖自我报告的数据或生成信息 3. 不收集非必要数据 4. 增强对下流数据程序和数据收集政策（如数据等特殊情况） |
| 网络言论改革 | 1. 停止联邦政府关于虚假信息研究的资助和合同 2. 要求政府对私营组织的相关请求进行透明化调查 |
| 监管改革 | 1. 要求国会批准所有新的主要法规 2. 在规则制定过程中包含“日落”条款 3. 谨慎限制对联邦机构的规则制定授权 总统： 1. 指示机构制定成本效益分析和改革现有规则 2. 设立由商界成本效益分析改革委员会 1. 废除修改多德-弗兰克法案部分条款 2. 废除 1977 年社区再投资法 3. 废除证券交易委员会公开披露法规并调整披露要求 4. 开放私人发行任何投资者 5. 为低于 50 万美元的私人发行设立最低门槛 6. 取消外汇净资本基金 7. 修订银行保护法 8. 禁止美联储制定财政部建立数字货币 9. 增加加密货币监管规则 10. 重新定义联储 11. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 12. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 13. 撤销国家信用合作社管理局并转移其职能 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |
| 金融市场改革 | 国会： 1. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 2. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 3. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |
| 能源改革 | 总统： 1. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 2. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 3. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |
| 环境改革 | 国会： 1. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 2. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 3. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |
| 医疗保障改革 | 国会： 1. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 2. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 3. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |
| 儿童保育改革 | 国会： 1. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 2. 撤销消费者金融保护局并转移其职能 3. 重组联邦存款保险公司（FDIC） 14. 合并证券交易委员会和商品期货交易委员会监管职责 15. 逐步结束联邦和地方地摊转移其决议权 16. 撤销联邦住房金融局 17. 撤销金融研究办公室和金融稳定监督委员会 |

数据来源：卡托研究所、东方证券研究所

图 23：卡托研究所提交给政府效率部的政策建议（下）

| 改革领域 | 政策建议 |
|--------|---|
| 司法改革 | 1. 撤销司法部、外国司法的豁免权 2. 若不撤销则进行相关改革（包括取消司法部造成本、取消部分地区、取消豁免要求等） |
| 社会保障改革 | 1. 削减未来福利增长，调整福利计算公式。预计节省 1750 亿 2. 现代化并减少生活成本调整（COLA），改用新的消费者价格指数，考虑取消福利退休人员 COLA。预计节省 110 亿 3. 提高领取福利年龄 4. 过度削减福利计划 5. 允许全额费用扣除，调整长期资产折旧扣除 6. 降低企业所得税率至 12% 或更低，实行完全属地制 7. 废除通过联邦税法的企业替代性福利（CAMT） 8. 取消对个人所得税税率合并和豁免 9. 降低资本利得和股息税率至 15% 或更低，废除相关税收 10. 创建每年 1 万亿美元额度的新式通用储蓄账户 11. 废除替代最低税（AMT）、遗产税、赠与税和替代转移税 12. 废除超过 1.4 亿美元的收入税减免、支出和补贴（包括 WA 税收减免、州和地方税扣除等） 13. 削减三分之二一般行政支出（Medicare）支出，将剩余支出用于支付退休人员 14. 采纳州和地方研究委员会对医疗和儿童健康计划支出预算，以无限制等增长拨款给州 15. 废除奥巴马医改剩余部分 16. 将退伍军人健康管理局私有化，向退伍军人发放股份并继续补贴，增加军人工人工资购买保险 17. 从退伍军人健康管理局中剥离其运营 25% 18. 撤销联邦司令部（COCOMs） 19. 缩减五角大楼文职人员规模 20. 撤销联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 21. 撤销联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 22. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 23. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 24. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 25. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 26. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 27. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 28. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 29. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 30. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 31. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 32. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 33. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 34. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 35. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 36. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 37. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 38. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 39. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 40. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 41. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 42. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 43. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 44. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 45. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 46. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 47. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 48. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 49. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 50. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 51. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 52. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 53. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 54. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 55. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 56. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 57. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 58. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 59. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 60. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 61. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 62. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 63. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 64. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 65. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 66. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 67. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 68. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 69. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 70. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 71. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 72. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 73. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 74. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 75. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 76. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 77. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 78. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 79. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 80. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 81. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 82. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 83. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 84. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 85. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 86. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 87. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 88. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 89. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 90. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 91. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 92. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 93. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 94. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 95. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 96. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 97. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 98. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 99. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 100. 取消联邦政府项目，若不撤销则取消政府项目 |

数据来源：卡托研究所、东方证券研究所

基准情形下，财政支出改革完成主要针对自主性支出的削减，考虑到授权过期支出规模总计超过5000 亿，扣除其中涉及退伍军人福利的项目，对财政支出的影响可能在 3000 亿以上。上限情形下，财政支出改革尝试卡托研究所提出的更加庞大的改革计划，触动社保和医疗保险制度改革，对财政支出的影响可能达到万亿量级。

税改立法

特朗普还在竞选年承诺了进一步的减税。鉴于共和党在两院掌控多数，税收改革在特朗普任上推进的可能性需要关注。但另一方面，财政平衡也在当前美国经济和财政环境下成为跨党派的政治共识，共和党内部亦有议员高度重视财政平衡的努力。因此，税改政策的前景事实上具有高度的不确定性，且当前尚无明确法案问世，对具体规模、影响开展分析为时尚早。

从立法策略来看，可能分为：1）将边境、能源、税改打包推动立法，好处是容易帮助税改凝聚党内共识，坏处是推进阻力更大；2）将边境、能源等党内共识政策优先推进，税改随后单独立法。好处是核心政策节奏不受影响，坏处是税改立法前景的不确定性更强。我们预计最早从二季度开始，税改将会有更进一步的政策细节信息和立法进度跟踪。

风险提示

美债上限危机的风险。美债规模再次触及债务上限，目前财政部采取“非常规措施”延缓债务上限带来的直接冲击。若国会两党难以达成共识，美债或面临违约风险，政府或经历长时间停摆，将对美国经济整体运行状况构成冲击。

特朗普政府决策的不确定性。当前的基准假设主要基于特朗普第一任期的政策节奏、幅度以及第二任期竞选纲领等表述进行推演，特朗普政府再次上任后，受制于立法和司法层面、政治博弈的约束，其决策落地的时间和强度、对财政收支的影响程度仍然具有较大的不确定性。

地缘政治形势走向的不确定性。俄乌、巴以冲突后续走向仍然具有不确定性，地缘政治风险短期无法消退，需要密切跟踪地缘政治局势变化对于全球能源供需结构、宏观经济环境的影响。

假设条件变化影响测算结果的风险。本报告中的测算基于官方预测值和对历史数据的总结归纳，利用数据的历史关系预测未来美国财政收支规模，存在一定的局限性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。