

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。

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。

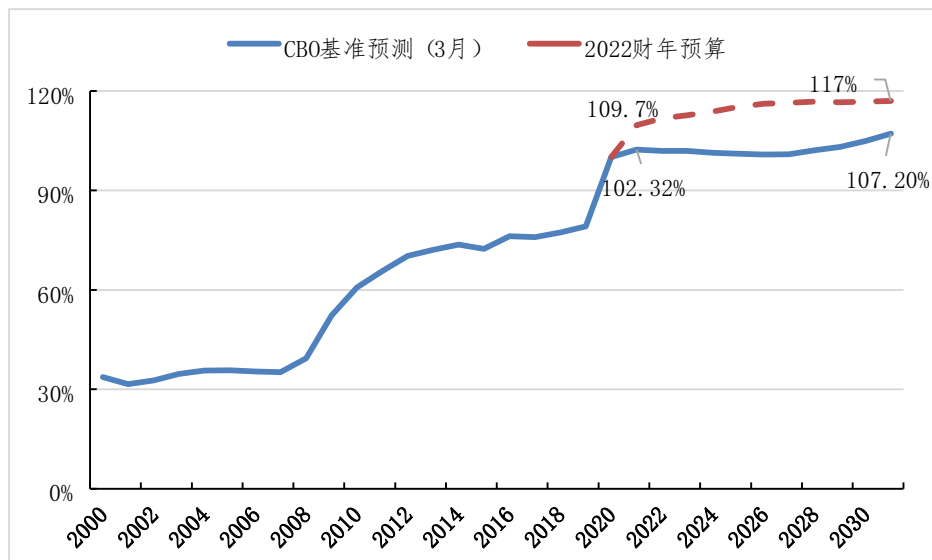
2. 比例：未来10年美国公共债务占GDP比例将大幅提升。

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

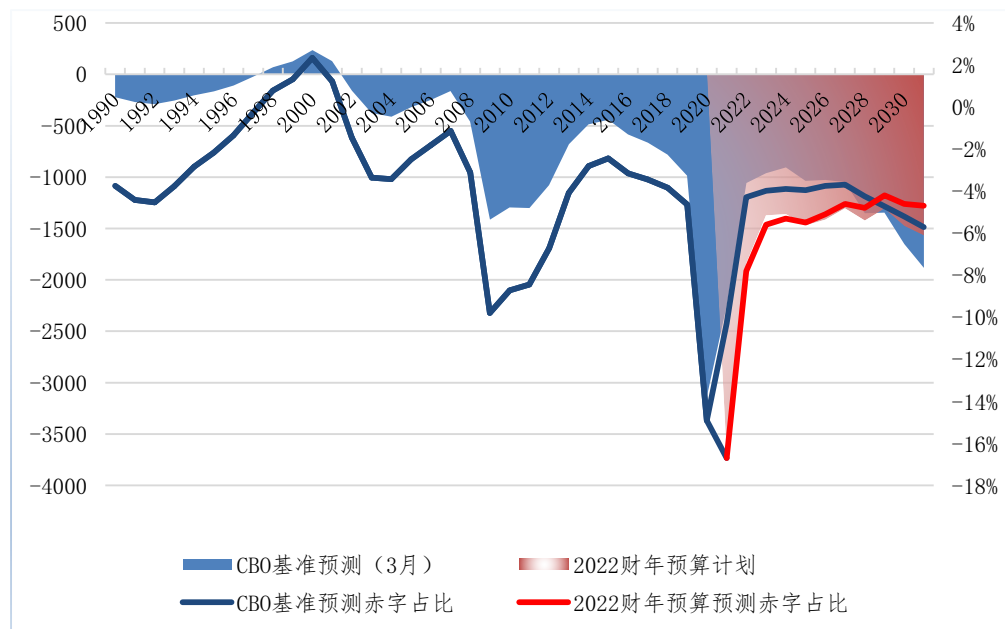
1. 预计 2021 财年赤字规模将冲至历史高点

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）



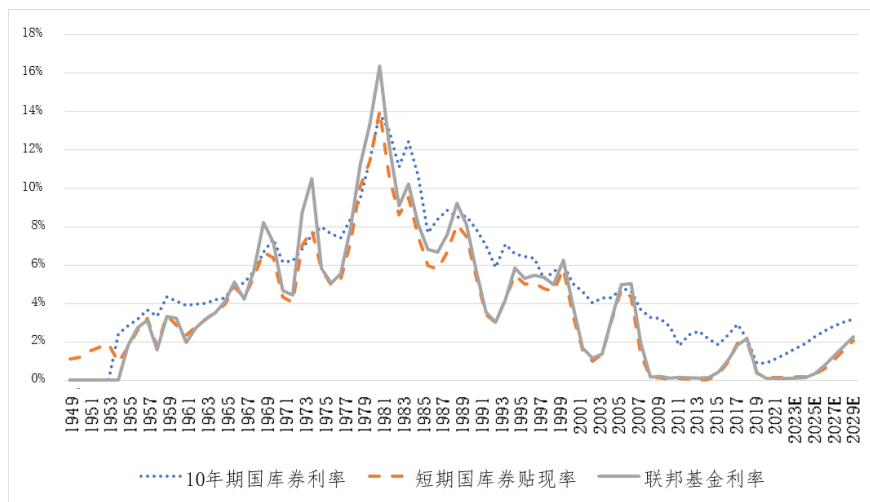
资料来源：CBO & CRFB

（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



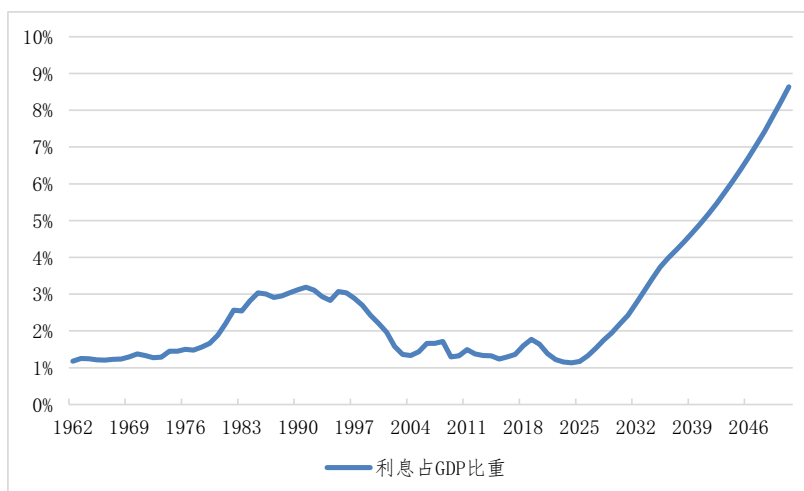
资料来源：CBO

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

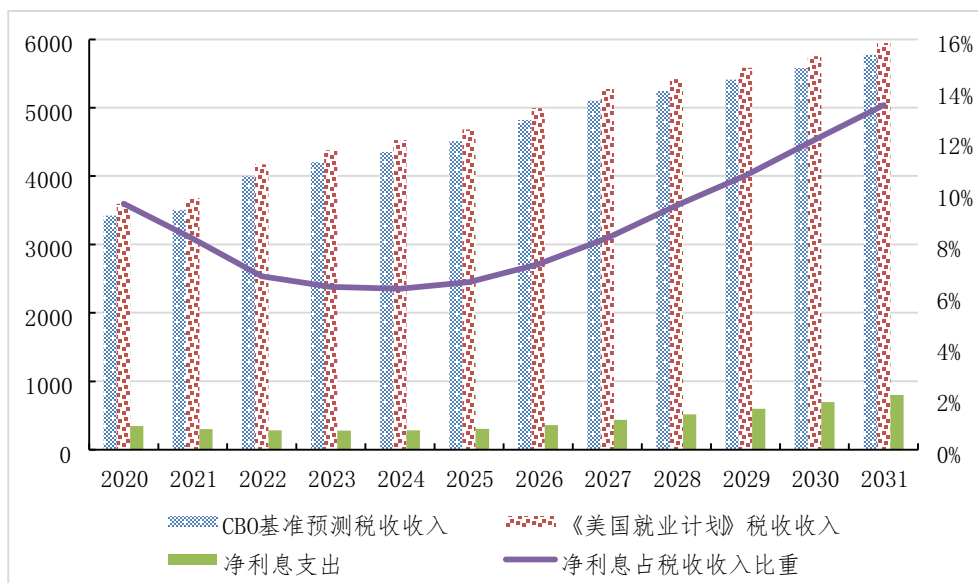
1. 短期：通过增加税收收入，税收覆盖利息能力提高。

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）



资料来源：CBO & 美国财政部

三、美国债务攀升的负外部性不容小觑

（一）利息负担挤占联邦财政其他支出项目

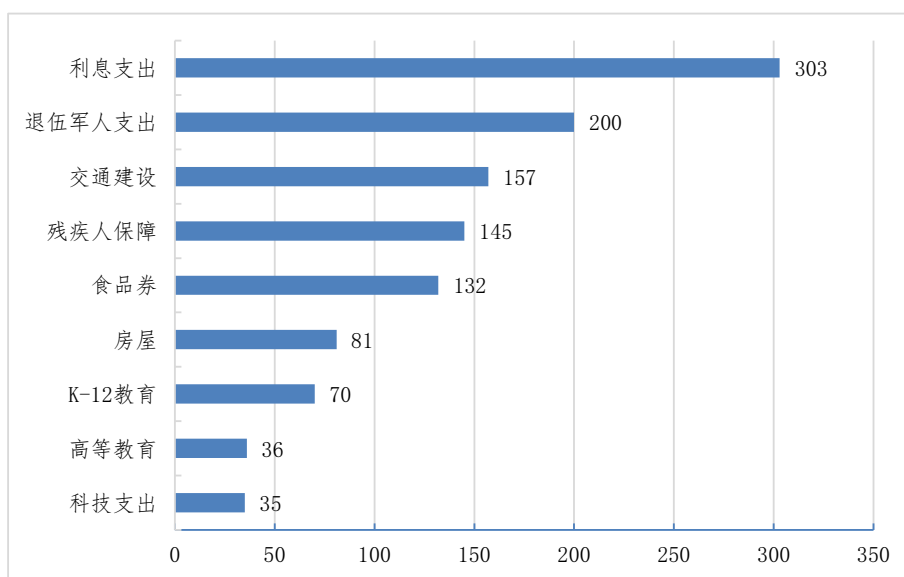
按照联邦政府目前持有债务量计算，若利率上升1%，2021财年财政利息支出将增加2250亿美元，且总利息成本将增至5300亿美元，超出医疗补助总额。若利率增加3%，则总付息金额将高达9750亿美元，与社会保障福利支出持平。按单个家庭计算，若利率提高1%，每个家庭成本将增加1805—4210美元。

CBO预计，2022—2031年利息占GDP的比重平均为1.6%；2032年后利息负担将会大幅增加，2032—2041年平均占GDP比重升至4%；2042年后净利息成本或许成为联邦开支中庞大的支出项目，支出额度超过社会保障及医疗保险。

未来几年，甚至几十年内，利率升高导致利息支付增加，将挤占政府计划优先支出的项目。政府应当尽快解决中长期债务问题，采取削减支出与增加收入的措施，减小利息支付负担。

图6：2021财年美国联邦政府支出项目金额预测

（单位：十亿美元）



资料来源：CRFB

（二）债务规模将侵蚀社会福利

未来在高额债务压力下，美国实体经济增长受阻，企业、个人等福利将受到侵蚀。

一方面，债务的增加将减缓经济增长，最终使工资和收入增长减缓。部分投资者以购买政府债券取代对私营部门的投资，这意味着，投资到实体经济的资本越来越少，企业生产力下降、技术更新换代迟滞，最终整个社会生产力受阻，工人工资、家庭收入将受到负面影响。另一方面，人口老龄化和退休潮将使联邦的法定支出（老年医保与退休社保支出）持续上升。特别值得关注的是，未来这笔医保、社保资金支出可能成为美国债务尾部风险的重要组成部分。

（三）削弱应对经济危机的能力

疫情以来，宽松货币政策、财政刺激政策已经极大地压缩了美国经济政策空间，尤其减少了应对经济衰退或极端情况下可用的财政政策空间。过度依赖经济刺激会高估经济活动的潜力，随着未来刺激政策市场效应减弱，不排除出现“经济硬着陆”的概率。

一方面，从金融市场角度看，若长期基准利率维持在低位，将对银行、保险、等传统金融行业造成负面影响，低利率或者负利率将削弱银行盈利能力，降低银行对实体企业的贷款意愿，宽松货币政策未必能对经济产生有效刺激。另一方面，债务对利率的敏感性上升，将会给财政可持续性带来巨大挑战，降低未来财政政策的可操作空间。

（四）财政过度扩张影响基础利率和全球资金流向

美国财政政策大规模扩张，促使货币政策跟进，压低利率，投放流动性，对全球金融市场的影响更加显著。美国股市对财政刺激相关信息愈加敏感，甚至部分财政刺激资金直接流入股市。

美国财政政策直接影响基础利率与资金流向。在扩张性财政与货币政策下，通胀压力加剧，美国国债市场供过于求，长端美债收益率快速抬升，进一步加剧了全球金

融脆弱性。首先，融资环境恶化，再融资成本增加，危害实体经济复苏进程，加剧“大分化”局面。其次，基础利率抬升，股票等资产价格重估调整、剧烈震荡，进一步传导至不同主体资产负债表。再者，国际资本流动格局逆转，部分经济体可能面临更严重的金融冲击。

四、未来展望

随着美国一系列财政刺激政策落地，未来应进一步关注政府债务的可持续性。新兴经济体应特别注意，美国债务利息负担的演进周期特征，并积极应对美国债务风险引发的外溢效应。

（一）高度关注美国债务利息负担“U”型拐点来临，防范美国债务风险传染

当前，由于美联储宽松货币政策并未转向，利率水平仍较低，短期内美国债务风险较低；长期来看，受通货膨胀和升息的影响，美国债务不可持续性风险增大，美国政府债务利息负担将呈“U”型特征。从时间轴上看，大致可分为以下几个阶段。

第一，2021—2023年，美国政府债务负担压力较小。随着疫情的有效控制，且在美联储暂不加息的时间窗口期，从指标上看，财政赤字/GDP、利息净额/GDP、净利息/税收等比例均处于下降趋势，政府有能力应对短期内债务负担，爆发债务危机的风险较小。

第二，2023—2028年，债务负担将从底部反弹。在经历短期债务负担下降后，随着经济复苏和通胀水平上升，美联储开启加息步伐，美国债务利息负担将从低位反弹。受历史债务积累的影响，公共债务/GDP、利息净额/GDP、净利息/税收等比例将由降转升，债务负担开始加重。但债务风险尚处于可控状态下，税收覆盖利息水平仍然处于国际安全水平范围内。

第三，2028年之后，债务规模迅速扩大且不可持续性风险飙升。随着美国债务累积量的提高，美国债务负担将逐年加重，利息负担加深，利息支出占联邦财政开支的

比重将大幅提高。税收覆盖利息支出能力将快速下降，利息规模扩大又进一步提升政府债务负担，这将使美国步入“恶性循环”的困境。因此，存在爆发债务危机的潜在风险。

（二）新兴经济体应优化债务结构，降低对美元债务依赖

在低利率趋势下，新兴经济体大量借入外债，美元债规模较大。新兴经济体应进一步优化债务结构，在安全的范围内，逐步降低美元债务所占比例；加大固定利率、投资期限长、本国货币计价的债务占比，提高抗风险能力，可通过金融和贸易方式逐渐完成相应的债务置换。

同时，新兴经济体应加快对国内经济结构进行改革，优化资源配置，改善营商环境，提高市场活跃度，进一步增强企业偿付能力，减少债务依赖。

（三）脆弱性新兴经济体，应防范融资环境恶化所引发的风险

美国偿债压力的源头在于利率不可能长期维持低位，一旦美国利率水平回升，可能会加剧全球金融市场的风险。从债务结构上看，外债是部分新兴经济体债务的重要组成部分，且对美元债务依存度较高。一旦疫情得到有效控制、经济快速复苏，美国货币政策开始转向，美债收益率上升将导致新兴经济体融资成本提升，偿债压力陡然增大。

从国别来看，匈牙利外债规模最大，外债/GDP 超过 135%；智利、乌克兰、捷克等国家外债/GDP 之比达 80%；南非、马来西亚、阿根廷等外债/GDP 达 60%。新兴经济体应积极应对可能出现的极端情况，未雨绸缪做好相应准备。

（四）新兴经济体应突破大分化困境，加强区域协作，增进国际政策协调

新兴经济体需要突破经济大分化困境，加快复苏，推动区域经济合作。首先，在抗击疫情、普及疫苗等方面进一步加强全球协作，在疫苗知识产权、生产供应方面与发达经济体开展协商，确保新兴经济体能提高国内疫苗接种率，为经济复苏提供必要

环境。其次，积极推动区域性经贸合作，提高地区间新兴经济体金融协作水平，建立更加适合新兴经济体发展的地区性经济、金融发展框架，在广泛领域内展开合作，共同推动经济复苏。最后，个别债务风险极高的新兴经济体应主动寻求 IMF、世界银行等国际金融组织的援助，通过多方共同努力，化解债务危机，减缓因债务违约造成的冲击波。