

## 他山之石：美国、日本财政政策对比

### 摘要

- **收入线之从国债看：美日规模均增加，但机制不同。**美国方面，从国债种类看，美国财政部发行的债券分为两大类，可销售和非流通债券，其中可销售债券有四种，非流通债券包括三种。最近两次危机后，美国国债供应量持续增加，海外持有占比变化较大。目前美债上限问题解决，但短期内 TGA 账户的补充以及美联储继续缩表会影响银行系统内的准备金总量，增加存款波动和证券投资组合价值波动的可能性。日本方面，与美国不同，日本的财政赤字货币化倾向更明显，债务压力也相对更大。日本中央政府债务占 GDP 的比重一路从 1991 年的 38.9% 上升至 2013 年的 186.6%，到 2022 年中央政府债务占 GDP 的比重高达 263.9%。面对高额债务，日本政府的债务管理压力较大，日本政府的债务管理核心措施主要包括，借新还旧、增加税收收入、削减开支和改革社会福利制度等。
- **收入线之从税收看：美国的地方税与日本的国税。**美国方面，从征收主体看，税收分属联邦政府、州政府和地方政府征收，三者为独立层级，联邦税收占全国总税收约为 70%，州和地方政府税占 30%。从税收结构看，美国以直接税为主，主要向个人征税，调节收入分配的功能更强。经济表现较弱时，联邦税收受影响程度大于州和地方政府税收，且危机时税收结构改革也会提上日程。日本方面，税制与美国相似，日本税收制度实行中央、都道府县、市町村三级管理的税收体制；与美国不同的是，凡是征收范围广、数额大、影响全国利益的税种基本均属于国税。日本也以直接税为主，但国税的重要性相比之下更高。此外日本税制改革也更引人关注，多次改革与日本国债制度相关。
- **支出线之从财政支出看：美国的联邦与日本的地方。**美国方面，联邦政府的赤字和债务在疫情前呈上升趋势，目前美国赤字规模高于疫情前水平，政府支出占 GDP 的比重处于高位。联邦支出可以分为两个主要类别，强制性支出和可自由支配支出，强制性支出占年度联邦支出的近三分之二。美国财政支出的效果不同，对经济的影响不一定总为正面效果。日本方面，在财政支出执行层面地方的重要性较美国更重，从历史看，日本社会保障支出增长最为明显。
- **支出线之从投资看：美国的国内与日本的海外。**美国方面，基建投资融资方面，由地方主要负责，据国会预算办公室统计，美国公共基础设施资金中只有 22% 来自联邦政府。此外，美国也重视重要供应链商品如半导体领域的投资。与美国不同的是，现阶段日本的基建投资将目光投向其他国家。
- **风险提示：**美日经济下滑超预期，美日通胀控制不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二 (2023-06-08)
2. 蓄力前行，识应变变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
3. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)
4. 去美元化与人民币国际化新策略——基于国际货币体系演变的解析 (2023-04-30)
5. “一带一路”大布局，哪些领域国别值得关注？ (2023-04-21)
6. 周期轮动下，出口将如何表现？——基于对中美库存周期的研究 (2023-04-06)

## 目 录

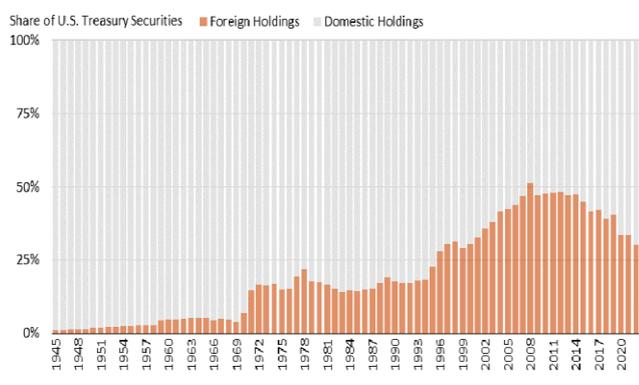
1 收入线之从国债看：美日规模均增加，但机制不同.....	1
2 收入线之从税收看：美国的地方税与日本的国税.....	4
3 支出线之从财政支出看：美国的联邦与日本的地方.....	6
4 支出线之从投资看：美国的国内与日本的海外.....	8

在《如何从美国当下的信号，看未来的变化？》中，我们曾指出美国走出衰退后的方式除了货币政策放松外，财政政策发力也是个重要的组成部分，但海外财政政策的关注度相对较低。本篇专题对比美国和日本的政策，从收入端和支出端分别梳理其异同，并探寻在经济偏弱下，美日所采取的财政政策差异。

## 1 收入线之从国债看：美日规模均增加，但机制不同

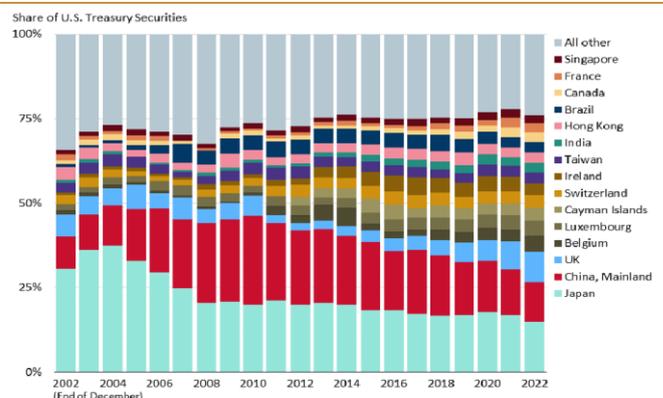
美国方面，最近两次危机后，国债供应量持续增加，海外持有占比变化较大。从机制上看，1929年美国财政部从固定价格认购系统转变为拍卖系统，自2012年以来，美国财政服务局接替公共债务局对政府债务进行管理。从种类看，美国财政部发行的债券分为两大类，可销售和不可销售债券，其中可销售债券有四种：一年期以内的零息国库券 Treasury bills，每六个月付息一次、期限一年至10年的 Treasury notes，同样6个月付息一次期限更长的国债 Treasury bonds，以及通胀保值证券 TIPS，政府在纽约联储进行的拍卖中出售这些证券，之后可以在二级市场上交易；非流通债券包括三种：储蓄债券（向公众发行，多由原始购买者赎回），州和地方政府系列债券（SLGS，由州或市政证券销售所得购买），以及政府账户系列债券（由联邦政府单位购买）。从持有人看，美国国债主要由其国内机构和个人、海外持有，近20年其国内和海外持有比例发生较大变化。上世纪90年代初期，美国国债多由国内机构或个人持有，占比超过70%，基本在75%左右，海外持有者占比不足30%；但1995年至2008年间，海外持有占比上行明显，到2008年，海外持有美国国债比例超过50%，此后至2014年基本维持在45%以上的比例较为稳定，之后海外持有者占比波动下行。2019年、2020年和2021年，外国持有美国国债的金额继续增加，但在2022年下降。近年，尤其是疫情后，美国政府债务总额的增长速度明显快于海外持有美债的增长速度。截至2022年末，公共持有的未偿债务为24.4万亿美元，高于2018年12月的16万亿美元，增加了8.4万亿美元，同期海外持有的债务总额约为7.4万亿美元，仅增加了1.1万亿美元。2022年，美国国内及海外美债持有分别占70%和30%，其中国内私人持有者中，存款机构、公募基金、州和地方政府对美债的持有比例（占全部份额）分别为5.5%、7.8%、4.9%。根据2023年5月末披露的美国财政部公告，2023年3月，约24.7万亿美元的未偿国债属于美国国内持有人，占公共债务（31.5万亿美元）的78.5%，其中6.7万亿美元或21.4%的债务由联邦政府本身的机构持有，而海外持有者仅占比21.5%。从2022年海外持有者看，有50.3%(3.7万亿美元)由海外政府持有，其余49.7%(3.6万亿美元)由私人投资者持有；按国家划分的前三大美债外国持有者分别是日本(1.1万亿美元)、中国(0.9万亿美元)和英国(0.7万亿美元)，分别占14.7%、11.8%和8.9%。

图 1：1945-2022 年间，不同主体持有美国国债比例变化



数据来源：美国联邦储备委员会、西南证券整理

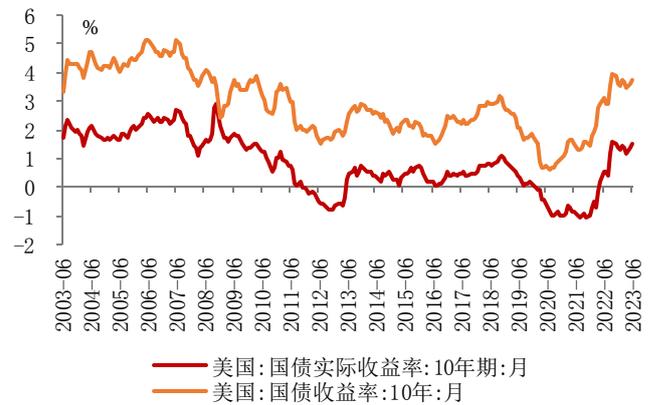
图 2：2002 年来，海外主要投资主体持有美债比例



数据来源：美国联邦储备委员会、西南证券整理

**图 3：美国政府债务规模持续上升**

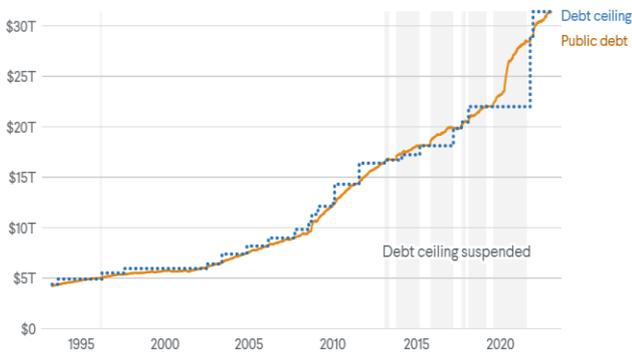

数据来源：Wind、西南证券整理

**图 4：10 年期美债收益率在 2020 年前大致波动下行**


数据来源：Wind、西南证券整理

目前美债上限问题解决，叠加 Taper 继续，市场流动性及银行问题需注意。1917 年，美国国会通过《第二自由债券法案》设定了债务上限，允许财政部发行债券，只要总债务额低于法定债务上限，无需国会特别批准；1939 年，国会首次对各种工具的累计债务总额设定了限制；1941 年的公共债务法案将所有债务的总债务限额提高到 650 亿美元，合并了美国财政部下的几乎所有联邦借款，并取消了政府债务利息和利润的免税。自 1960 年以来，国会已提高上限 78 次，最近一次是在 2021 年。其中 49 次提高是在共和党总统执政期间实施的，29 次是在民主党总统执政期间实施的。近 30 年，美国分别在 1995 年、2011 年、2013 年、2021 年和 2023 年发生过债务上限危机；自 2013 年以来，国会已七次暂停债务上限。美国上限在 2021 年 12 月提高到 31.38 万亿美元。截至 2022 财年末，联邦债务总额为 30.9 万亿美元，高于 2021 财年末的 28.4 万亿美元。公众持有的联邦债务，包括美联储持有的债务，但不包括政府机构持有的联邦债务，从 2021 财年末的 22.3 万亿美元(占 GDP 的 98.4%)增加到 2022 财年末的 24.3 万亿美元(占 GDP 的 97.1%)。2023 年 1 月 19 日，美国未偿债务达到法定上限，6 月 16 日美国联邦债务规模超过 32 万亿美元，占其国内生产总值比例已超过 120%；6 月 3 日，拜登签署关于联邦政府债务上限和预算的法案，结束了围绕美国可能陷入政府债务违约产生的不确定性，暂缓债务上限生效时间至 2025 年年初，并对 2024 财年和 2025 财年的开支进行限制。后续，财政部需要补充 TGA 账户来支撑联邦债务偿还，而这将直接对于银行资产负债表及市场流动性产生负面影响。在债务限额法案签署之前，TGA 账户的现金余额仅为 234 亿美元，低于 5 月中旬的 1400 亿美元。美国银行表示，流动性的减少可能相当于利率上升 25 个基点。另外，2021 年 11 月，美联储开启 Taper，原计划在 2023 年上半年结束缩表，但当地时间 2023 年 6 月 21 日，美联储主席鲍威尔出席美国众议院金融服务委员会听证表示，缩表方面，美联储正处于此过程的“中间”阶段，缩表的终点是令银行系统拥有充裕的准备金，“外加一个缓冲层”，缩表的时间延长，可能会持续到 2024 年。短期内 TGA 账户的补充以及美联储继续缩表会影响银行系统内的准备金总量，增加了存款波动和证券投资组合价值波动的可能性。截至 6 月 7 日当周，美联储银行定期融资计划 (BTFP) 使用规模突破 1000 亿美元，连续 5 周上涨，说明美国银行业仍未走出“流动性困境”。

图 5：美国政府债务规模及美债上限相互关系



数据来源：美国财政部、CFR、西南证券整理

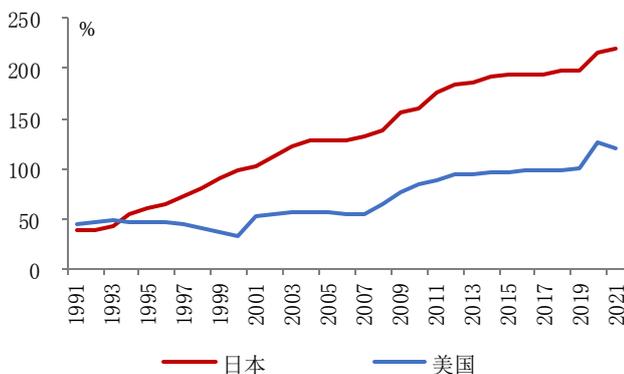
图 6：美国财政 TGA 账户变化情况



数据来源：纽约联储、Mcaromicro、西南证券整理

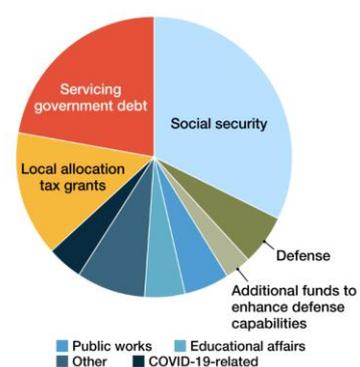
与美国不同，日本的财政赤字货币化倾向更明显，债务压力也相对更大。1991 年日本资产价格泡沫破裂导致长期经济停滞，GDP 大幅下降，对此日本央行于 21 世纪初开始通过非传统的量化宽松政策来鼓励经济增长。日本央行从 2001 年开始实施零利率和量化宽松，2013 年 4 月开始实施量化质化宽松政策；随后，日本央行在 2016 年 1 月引入负利率政策，并于同年 9 月更新货币政策框架，宣布实施以收益率曲线控制为政策目标的量化和质化宽松政策。日本中央政府债务占 GDP 的比重一路从 1991 年的 38.9% 上升至 2013 年的 186.6%，到 2022 年，中央政府债务占 GDP 的比重高达 263.9%；截至 2023 年 3 月，日本公共债务估计约为 1270 万亿日元，占 GDP 的 263%，是所有发达国家中最高的，其中 43.3% 由日本央行持有，其他大部分由日本银行和信托基金购买。高债务水平增加了日本政府的财政压力和偿债风险，对经济稳定和可持续发展造成挑战。2021 年，日本将年度预算的 22% 用于债务偿还和利息支付，超过公共工程、教育和国防支出 15% 的总和。日本 2023 财年预算总金额为 114.38 万亿日元，其中 26.9 万亿日元的偿债资金，较 2022 年最初的偿债预算增加 10.9%，占预算总额的比重为 23.5%。鉴于日本长期政府债务余额已超过 1000 万亿日元，创历史新高，新债券发行量减少至 35.6 万亿日元，较 2022 财年减少 1.3 万亿日元。面对高额债务，日本政府的债务管理压力较大，日本政府的债务管理核心措施主要包括，借新还旧、增加税收收入、削减开支和改革社会福利制度等措施，减少财政赤字和控制债务增长。首先，通过发行新债券偿还到期债券，并延长债务期限，降低债务服务成本；其次，采取促经济增长措施，改革税制，增加税收收入并减轻债务压力，如投资基础设施、支持创新和产业发展等；再次，加强债务管理和风险监测机制，确保及时了解债务情况并制定应对措施。加强与市场和投资者的沟通，提高债务管理的透明度，增强对日本债务的信心。

图 7：日本中央政府债务占 GDP 的比重



数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：日本 2023 财年预算不同分类占比

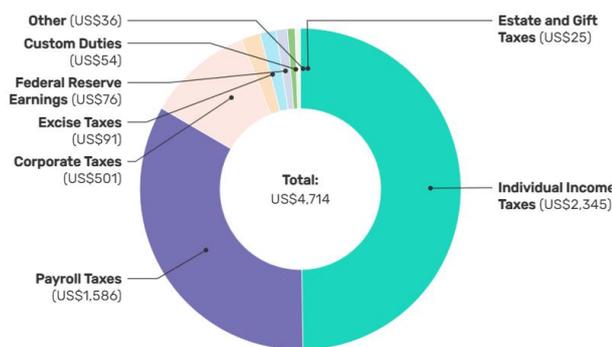


数据来源：日本财政部、Nippon、西南证券整理

## 2 收入线之从税收看：美国的地方税与日本的国税

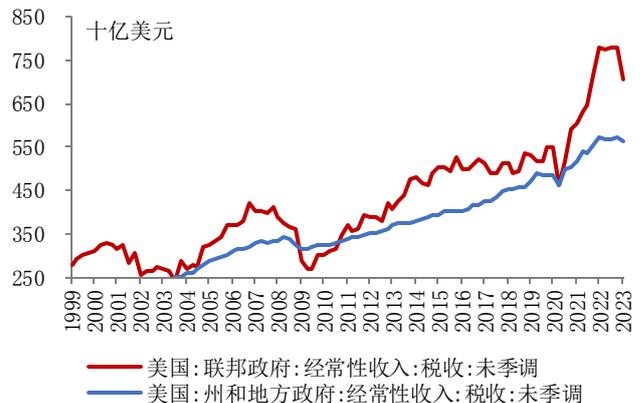
美国现行税法实行分税制，联邦税收占大头。从征收主体看，税收分属联邦政府、州政府和地方政府征收，三者为独立层级，分别对各层级的议会和选民负责，不存在上下级关系，其中联邦税收占全国总税收约为 70%，州和地方政府税占 30%，州和地方比例为 6:4。从税种看，联邦税中，个人所得税占比 50%，其次是社会保险税，约占 30%，关税仅由联邦政府征收；州政府税中销售和收入税占比 50%左右，个人所得税占 25%-30%；地方政府征收所得税、财产税、牌照税、食品税等，财产税占比高达 75%。2017 年 12 月，美国通过最新税改新政后，个税和企业税均有所下调。企业所得税税率从 15%至 35%的累进税率降至 21%的单一税率，调降个人所得税 7 档税率中的 5 档，从原来的 10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%调整至 10%、12%、22%、24%、32%、35%、37%，简化等级降税。从税收结构看，美国以直接税为主，主要向个人征税，调节收入分配的功能更强。可以看出，美国联邦政府以个人所得税和社保税为主，州政府以个人所得税和销售税为主，而地方政府以包括房地产在内的财产税为主。根据美国财政部统计，2023 财年第二季度扣除退税后的个人所得税收入为 5248 亿美元，这比去年同期减少了 643 亿美元，其中的 508 亿美元是由于退税增加；企业所得税净收入为 346 亿美元，比去年第二季度增加了 60 亿美元；社会保险税收入为 3927 亿美元，比上年同期增加 430 亿美元，其中联邦老年和遗属保险、联邦残疾保险和联邦医院保险信托基金的收入分别增加了 299 亿美元、51 亿美元和 75 亿美元。另外，2023 财年第二季度的净消费税收入为 192 亿美元，比上年同期增加 10 亿美元。遗产税和赠与税净收入为 140 亿美元，比去年同期增加了 64 亿美元。关税 193 亿美元，比去年同期减少了 54 亿美元。根据白宫估算，2023 财年美国联邦政府总收入预计为 4.71 万亿美元，其中所得税将贡献 2.35 万亿美元，另外 1.59 万亿美元将来自社会保险税，公司税将再增加 2840 亿美元，其他如遗产税、关税等将贡献 760 亿美元。

图 9：2023 财年联邦收入预计为 4.71 万亿美元



数据来源：美国预算管理办公室，西南证券整理（单位：十亿美元）

图 10：美国联邦政府税收较州和地方政府税收波动更大

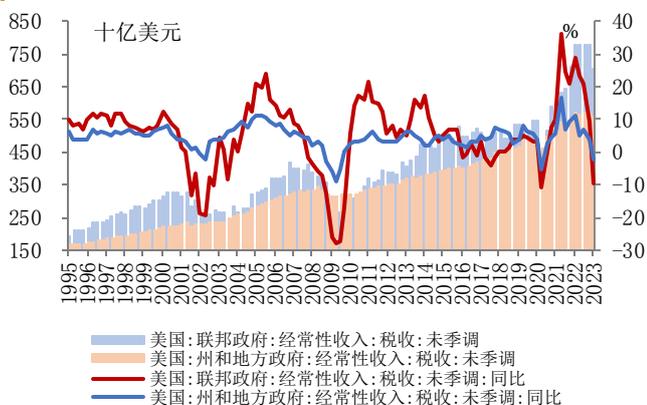


数据来源：Wind，西南证券整理

经济表现较弱时，联邦税收受影响程度大于州和地方政府税收，且危机时税收结构改革也会提上日程。从前两次危机看，联邦税收更易受影响，2007 年四季度，联邦政府税收收入同比下降 1.74%，州和地方政府税收收入同比增长 4.63%，到 2009 年二季度，联邦政府、州和地方政府税收收入同比增速分别下降至 -28.03%和 -9.01%，增速回落 26.29 和 13.64 个百分点；2020 年一季度，联邦政府、州和地方政府税收收入同比分别增长 3.19%和 3.65%，到 2020 年二季度，两者同比增速分别为 -10.63%和 -5.21%，回落 14.1 和 8.86 个百分点。联邦税收受影响更大的主要原因与税制结构有直接关系。一般来说，在经济收缩期间，所得

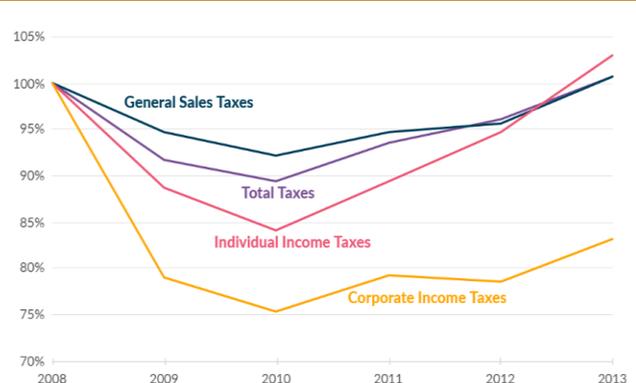
税比销售税波动更大，虽然居民在经济低迷时期削减支出，但所能够削减的量是有限的。但相比之下，经济低迷时期，企业和个人所得税由于经营活动及收入问题被限制的会更加明显。而联邦税收中，个人所得税和社保税占绝大部分，所以受影响程度更大。从 2008 年金融衰退可以看出，到 2010 年，一般销售税比 2008 年的峰值下降了 8%，个人所得税下降了 16%，企业所得税则下降了 25%。2008 年 10 月至 2009 年 9 月期间各州的税收收入比前 12 个月减少了 870 亿美元。并且几乎所有州都削减了支出、提取储备金等，部分州进行了税制改革，如采取了取消免税、扩大税基、在某些情况下提高税率以及提高多项费用等措施。有 13 个州通过个人所得税增加了新收入，17 个州提高了销售税，22 个州提高了烟草、酒精或汽车燃料的消费税，17 个州提高了企业所得税，24 个州提高了费用或其他税收。总的来看，33 个州的税收改革使其年税收收入相对于其他州增加了 317 亿美元，其中 20 个州，税收改革增加的收入超过了上一年总收入的 1%。

图 11：美国联邦，州和地方政府税收变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：08 年金融危机后州和地方政府主要税种变化



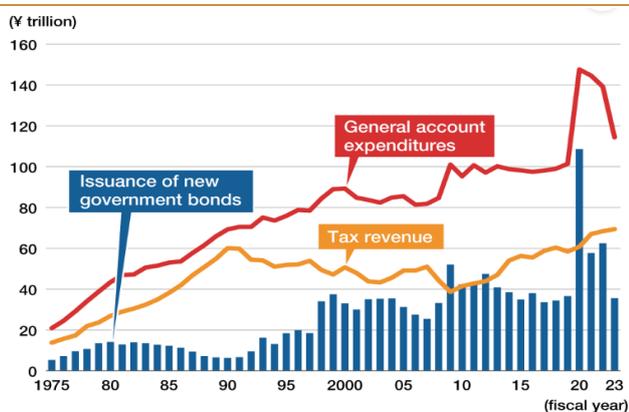
数据来源：美国人口普查局，税务局，西南证券整理

税制与美国相似，日本税制也由相对独立的中央和地方税收组成，也以直接税为主，但国税的重要性相比之下更高。与其政治体制相符，日本税收制度实行中央、都道府县、市町村三级管理的税收体制，中央征收的税种统称为国税，与美国不同的是，凡是征收范围广、数额大、影响全国利益的税种基本均属于国税，都道府县和市町村征收的税种称为地方税，国税和地方税两个税收体系相互独立。国税的税政和征收由财务省负责，地方税的税政与税收征收管理工作由自治省以及地方政府负责。日本以直接税为主，现行的主要税种有：法人税、个人所得税、消费税、酒税、关税、继承和赠与税、固定资产税、印花税等。其中，对个人与公司的所得征税，是日本的主要税收来源，是日本税制体制的核心和主要税种。此外，1989 年开始征收的消费税也已成为日本税制体系中的主要税种之一，而且在之后的税制改革中，消费税的地位不断上升。日本整体税种数目较多，共计 48 个税种，国税 24 个，地税 24 个，根据不同的征税对象细分可分为所得类、资产类、消费类，所得税中法人税为国税（如法人税、地方法人税等），地方有居民税和事业税，资产类大部分为地方税，消费类大部分为国税，如消费类中国家有消费税和烟草税、酒税等，地级市级有矿区税和车辆税等，资源类国家有遗产赠与税、印花税等，地方有房产购置税、固定资产税等。根据日本财务省官方公布数据，2022 财年日本国地税收入合计约 108 万亿日元，其中第一大税收来源为对于个人和企业的所得征税，其次，消费类税收也占比较重要的地位。

日本税制改革也更引人关注，多次改革与日本国债制度相关。日本民主党试图在 1979 年引入消费税，但由于选举失利放弃，后 1989 年消费税才以 3% 的税率进入视野，1997

年消费税税率升为 5%，由 4% 的国家消费税和 1% 的地方消费税组成。为了解决日本预算缺口和日益增长的国债问题，日本国会于 2012 年 6 月通过法案，将国民消费税提高一倍至 10%，率先在 2014 年 4 月增加到 8%，2019 年 10 月提高到 10%，目标主要是减少债务。整体看，20 世纪 80 年代，日本的税收收入与支出之间的差距相对较小，因此每个财政年度发行的日本国债金额从未超过 15 万亿日元。然而，随着泡沫经济的破灭和经济长期停滞，财政刺激计划和减税政策的反复实施导致国际收支恶化，需要增加日本国债的发行来填补缺口，税收收入相关政策相应也在 2010 年代逐渐激进。在 2023 财年预算显示，日本政府财政收入预计将达到 69.4 万亿日元的历史新高，增长 6.4%，部分原因是企业税和消费税收入增加。然而，尽管这样，但政府支出增长幅度更大，这迫使日本政府需要发行 35.6 万亿日元的新政府债券，日本的债券依赖率为 31.1%。

图 13：日本财政收入和财政支出差距逐渐加大



数据来源：日本财政部，Nippon、西南证券整理

图 14：日本消费税在 1997 和 2014 年变动较大



数据来源：Wind、西南证券整理

### 3 支出线之从财政支出看：美国的联邦与日本的地方

美国赤字规模高于疫情前水平，政府支出占 GDP 的比重处于高位。联邦政府的赤字和债务在疫情前呈上升趋势，在采取多项财政措施应对疫情负面影响后，赤字和债务再次急剧上升。2022 财年末，美国联邦政府预算赤字为 1.38 万亿美元(占 GDP 的 5.4%)，低于 2021 财年末的 2.78 万亿美元(占 GDP 的 12.3%)。尽管最近一个财政年度的赤字下降了 1.40 万亿美元，但赤字仍高于 2019 财年(即 2020 年初疫情爆发前结束的财政年度)占 GDP 的 4.7%，也高于 40 年平均水平 3.8%。2022 财年联邦财政收入总计 4.90 万亿美元，比 2021 财年增长 8500 亿美元(21.0%)。2022 财年的净支出为 6.27 万亿美元，比 2021 财年减少 5500 亿美元(-8.1%)，主要原因是遏制疫情并减轻对家庭和企业影响的临时计划到期。在 2023 财年的前七个月(2022 年 10 月至 2023 年 4 月)，联邦赤字为 9250 亿美元，比 2022 财年同期增加 5650 亿美元。联邦政府支出主要用于支持经济和居民的各种商品、计划和服务，从社会保障和医疗保险到军事装备、高速公路维护、建筑、研究和教育等，此外也需要支付未偿联邦债务产生的利息。整体看，联邦支出可以分为两个主要类别，强制性支出和可自由支配支出，强制性支出占年度联邦支出的近三分之二，两者区别取决于支出是由先前的法律规定还是在年度拨款过程中投票决定，强制性支出不需要国会每年投票；从支出类别看，大约有 20 个类别，2022 财年美国政府支出类别中排名靠前的分别为：社会保障（占比 19%）、健康（15%）、收入保障（14%）、国防安全（12%）、医疗保险（11%）、教育培训就业（11%）、净利息支出（8%）、退伍军人福利和服务（4%）、交通、普通行政费用（2%）、其他

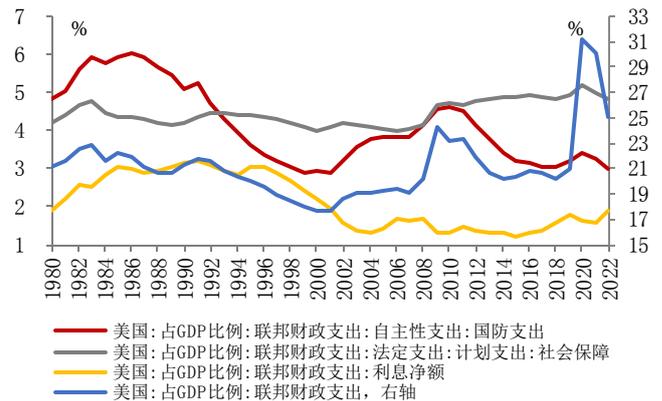
(1%)。医疗保险和社会保障等属于强制性支出，而一般国会将一半以上的可自由支配预算分配给国防支出，其余的则用于包括交通、教育、住房和社会服务等。此外，还可能补充支出，是在年度定期拨款之后，因资金需求过于迫切而无法等待下一次定期拨款时而制定的拨款，如 2020 年疫情，美国国会通过了四项补充拨款。从历史的角度，联邦支出占 GDP 的比重波动上行，在经济不景气，尤其是衰退期间，支出占比提升明显；但从分项上看，国防支出占 GDP 的比重在 2000-2010 年间上升明显，后逐渐下降，社会保障支出占 GDP 的比重大致呈上行趋势，利息支出占 GDP 的比重在疫情之后有所上行。

图 15：2022 财年，美国联邦支出分类占比



数据来源：美国财政部、西南证券整理

图 16：美国联邦支出及主要分项占 GDP 的比重变化



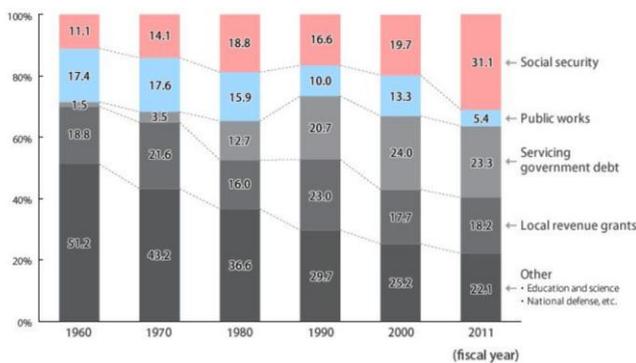
数据来源：Wind、西南证券整理

美国财政支出的效果不同，对经济的影响不一定总为正面效果。1930 年代和 1970 年代，在民主党的影响下，国会增加支出规模较大，但收效较小；2008 年，在金融危机的影响下，美国联邦总支出增加 11%，达到近 3 万亿美元，并制定了 3330 亿美元的“紧急”支出，1050 亿美元的退税，以“刺激”的名义将预算赤字推至 4550 亿美元，但经济在 2009 年时仍然疲软。政府支出经常改变总需求的构成，例如以牺牲投资为代价来增加消费，但经济增长来自于生产更多的商品和服务（而不是来自对现有收入的重新分配），而这需要生产率的增长和劳动力供应的增长。因此，政府对经济增长的影响取决于其政策对劳动生产率和劳动力供给的影响。也就是说，只有在私营部门无法提供足够数量的投入的情况下，政府支出的扩张效果会体现出正面效果。政府在教育、职业培训、物质基础设施和研发方面的支出可以提高长期生产率，可能促进生产率的提高。疫情时，美国通过美国就业计划（AJP）和美国家庭计划（AFP），在最初版本中，AJP 和 AFP 将在未来 10 年增加支出 4.3 万亿美元（约占 2021 年美国 GDP 的 18.7%），根据 IMF 的估算，随着未来几年支出的增加，AJP 和 AFP 将使美国 GDP 水平在 2022-24 年间累计增长 5.3%。

日本支出执行层面地方的重要性较美国更重，社会保障支出占比最高。日本的预算有四种类型：一般账户预算、特别账户预算、政府相关组织预算以及金融投资和贷款计划(FILP)。每一项都由内阁提交国会审议。不受议会审议的预算各类公共公司、准政府公司和政府批准的公司的预算；这些仅受到部委和机构的监测和监督。上文提到日本的行政体制为三级结构，在支出层面除外交、国防等行政职能外，大部分行政职能均由中央政府和地方政府共同提供经费，且许多国家政策和计划是由地方政府执行的。虽然日本的都道府县和市町村是拥有独立收入来源的行政单位，但其总支出的约 30%仍依赖于国家政府的转移支付（根据日本财务省 2022 年财报）。因此，地方政府的支出很大程度上取决于中央政府的经济政策。地方政府支出与国家政府支出高度相关，并且地方政府支出在 2000 年之前呈下降趋势，随后

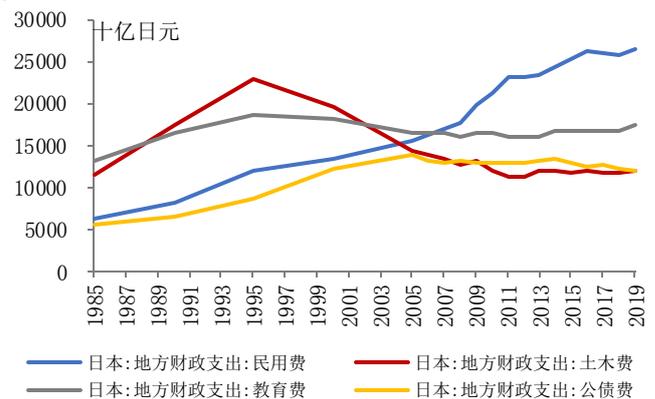
又有所上升。2013 财年,日本中央政府和地方政府的总支出净额分别为 69.1 万亿日元和 96.6 万亿日元。地方政府支出规模约为中央政府的 1.4 倍。从类别看,除偿还国债利息外,日本财政总支出主要类别包括社会保障,其次是教育、土木工程,其中社会保障和教育合计约占总支出的 40%。从历史看,社会保障支出增长最为明显,社会保障支出占一般账户支出的百分比从 1990 年的 16.6% 上升到 2011 财年的 31.1%,之后基本稳定在 30% 以上的水平。2023 财年,日本预算总金额为 114.38 万亿日元,其中约占总支出三分之一(32.3%)的社会保障支出增长 1.7%,达到 36.9 万亿日元的历史新高;另外随着日本推进采购美制战斧巡航导弹和其他武器,国防支出增长 26.3%,达到 6.8 万亿日元。占比高达 6%。

图 17: 日本财政支出分类占比在 1960-2011 年间变化



数据来源: 日本财政部, Nippon、西南证券整理

图 18: 日本地方财政支出主要分项变化

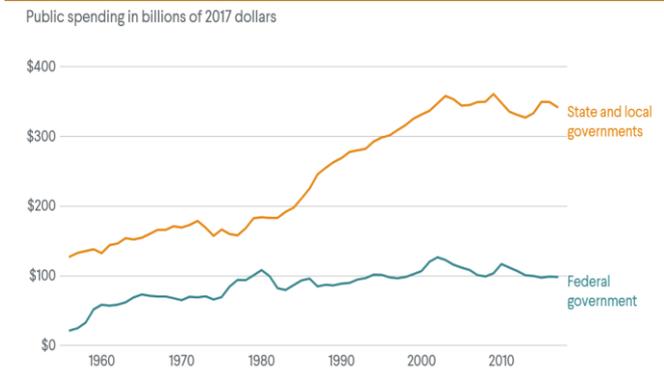


数据来源: Wind、西南证券整理

## 4 支出线之从投资看: 美国的国内与日本的海外

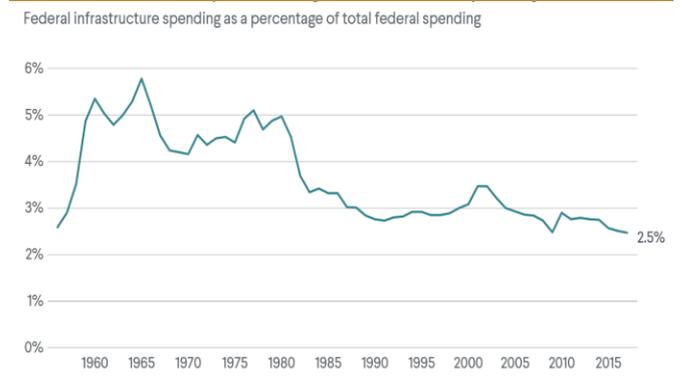
疫情后,美国格外重视其自身在基础设施领域的投资,融资方面由地方主要负责。融资方面,虽然大多数国家的大部分基础设施建设资金都是国家层面提供的,但据国会预算办公室统计,2017 年,美国公共基础设施资金中只有 22% 来自联邦政府。这比 1977 年 38% 的峰值有所下降,使得经常资金短缺的地方政府承担更多的投资和维护成本。联邦政府主要通过融资机制或税收优惠等间接方式支持基础设施建设,其中包括 1998 年《交通基础设施融资和创新法案》(TIFIA),该法案提供地方政府可用于为其基础设施项目融资的低息贷款和其他信贷援助;地方政府主要依靠市政债券市场为基础设施项目融资。此外,还有政府与私人合作的方式(P3)。1965 年至疫情前,基建投资在联邦支出中的占比呈逐渐下降趋势。根据白宫数据,自 20 世纪 60 年代以来,美国基础设施公共投资占 GDP 的比重下降了 40% 以上,美国在世界经济论坛基础设施整体质量方面排名第 13 位,美国土木工程师协会估计,美国 14 座桥梁(共超过 45000 座)中就有 1 座状况不佳,五英里的道路中就有 1 处状况不佳。2017 年,通勤者因拥堵造成的总成本达到近 1600 亿美元。2021 年 11 月,美国通过半个世纪来最大规模的基础设施建设法案,规模达到 1.2 万亿美元,法案提出了六个优先事项,包括重建美国基础设施、加强制造业、创造高薪就业机会、发展经济和解决气候变化危机等问题,以提供初步指导方针。同时,为了推进这些优先事项、协调不同部门工作,美国联邦政府设立了特别工作组。具体看,法案点明美国联邦政府将向道路、桥梁和其他重大项目等投资 1100 亿美元;向货运和客运铁路投资 660 亿美元;向公交系统投资 390 亿美元;将在扩大宽带系统上投入 650 亿美元,在改善供水系统和更换铅管 550 亿美元。这些资金将在五年内陆续发放,不过许多重大项目可能需要经过数月或数年后才能启动。

图 19：美国联邦与地方财政对于基建投资的支持比例



数据来源：美国国会预算办公室、西南证券整理

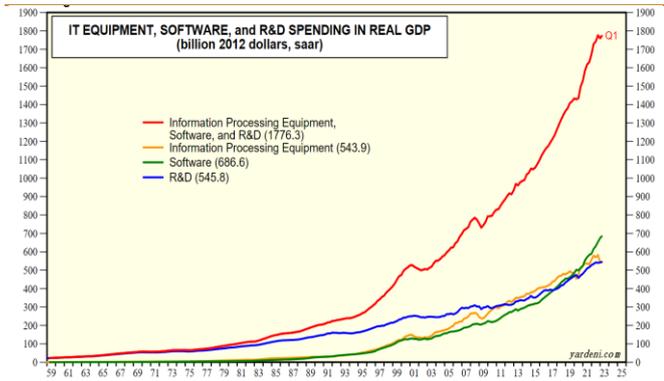
图 20：1965 年来，基建投资在联邦支出中占比下降



数据来源：美国国会预算办公室、西南证券整理

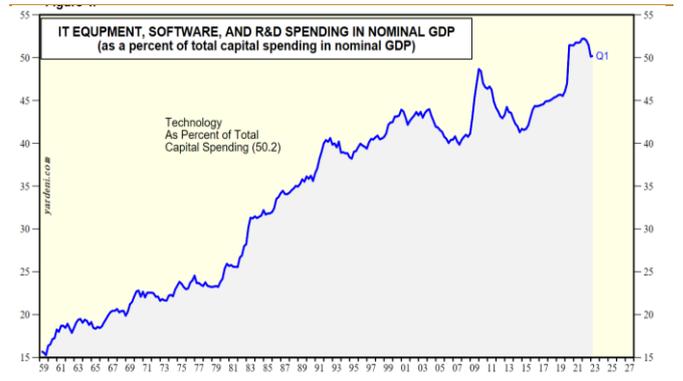
此外，美国也重视重要供应链商品如半导体领域的投资。疫情凸显了全球半导体供应链的脆弱性。根据白宫 2022 年 1 月发布的情况说明书，2021 年，全球芯片短缺导致美国 GDP 下降了整整一个百分点，且导致汽车价格大涨，2021 年核心 CPI 上涨的三分之一是由于高汽车价格造成的。2021 年 6 月，美国通过《美国创新与竞争法案》(USICA)；2022 年初，拜登政府发布提高半导体等关键商品的国内制造的声明。据半导体行业协会称，自 2021 年初以来，半导体行业已宣布到 2025 年在美国新增投资近 800 亿美元。

图 21：美国在高科技等领域的投资增加较多



数据来源：Yardeni、西南证券整理

图 22：信息通信等研发支出占 GDP 比例逐渐提高



数据来源：Yardeni、西南证券整理

与美国不同的是，现阶段日本的基建投资将目光投向其他国家。二战后，随着日本经济恢复，日本人口主要向都市经济圈集中。为了扭转这种局面，日本推出了推动落后地区发展的扶助政策。叠加 1959 年东京奥运会申办成功，日本基础建设的热潮开启。日本一面改造战前修建的铁路，提高其运载能力；一面兴修新的铁路，到了 20 世纪 80 年代，绝大多数都道府县都已经通了铁路。1964 年，日本建成东海道新干线，这是世界最早的专用高速铁路。截止 2021 年初，日本的公路总里程 121 万公里，排名世界第五。除了高速铁路，日本在其他基建项目上也远远领先于世界各国。日本对公共工程的投资大致呈下降趋势。1996 年至 2019 年间，日本基建投资的总量下降约 40%，是世界七大主要经济体中唯一出现下降的国家，同期英国的支出增加了四倍，美国的支出增加了 2.3 倍。根据日本财政部的数据，截至 2018 年的五个财年，公共工程项目的合同率和支出率分别仅为 87% 和 70%；2020 财年，多达 4.7 万亿日元的预算未使用并结转至下一年。面对与美国国内基建条件较弱完全不同的背景，近年日本更多参与海外尤其是东南亚地区的基建项目。2022 财年，日本向东南亚地区的 30 多个项目承诺提供 400 亿美元的贷款。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn