

大选年的美国财政

证券研究报告

2024年01月18日

2024 美国财政展望

虽然 2024 年大选可能成为约束美国财政扩张的不利因素，但统计 1980 年以来的历史经验，选举年的美国财政支出整体呈现扩张状态。选举年的财政状况可能还受到其他因素影响，比如出现经济衰退会显著抬升赤字率和财政支出增速。

我们测算财政赤字收窄仅拖累 GDP 增速 0.2 个百分点，美国经济因此而陷入衰退的可能性也不大。历史数据显示，选举年的美国实际 GDP 增速比非选举年平均高 0.4 个百分点。

风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，测算具有主观性，仅供参考

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-降还是不降？》
2024-01-17
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 1 月第 3 周》
2024-01-15
- 《宏观报告：趋势延续——2024 年房地产市场展望》2024-01-13

虽然 2024 年大选可能成为约束美国财政扩张的不利因素，但统计 1980 年以来的历史经验，选举年的美国财政支出整体呈现扩张状态。选举年的平均赤字率为 4.2%，比非选举年的平均赤字率 3.6% 高 0.6 个百分点。选举年的财政支出增速为 8.7%，大幅高于非选举年的 5.2%。如果剔除利息支出，选举年和非选举年的财政支出增速差异更大，选举年支出增速为 9.7%，非选举年支出增速为 5.2%。

表 1：1980 年以来的选举年和非选举年联邦财政情况

| 1980 年以来 | 除去利息后财政支出同比 (%) | 财政支出同比增速 (%) | 赤字率 (%) |
|--------------------|-----------------|--------------|---------|
| 非选举年 | 5.20 | 5.21 | 3.59 |
| 大选 | 9.67 | 8.67 | 4.19 |
| 大选 (除 2008 和 2020) | 4.68 | 4.59 | 3.02 |

资料来源：FRED，天风证券研究所

表 2：1980 年以来联邦财政支出同比和赤字率相比前一年变化

| | 除去利息后财政支出同比变化 (%) | 财政支出同比增速变化 (%) | 赤字率缩窄 (负是扩张, %) |
|-------------------------|-------------------|----------------|-----------------|
| 大选 | 4.9 | 4.0 | -0.8 |
| 大选 (剔除衰退) | 0.1 | 0.2 | 0.5 |
| 竞选连任 | 6.9 | 5.4 | -1.1 |
| 竞选连任 (剔除 2020) | -0.1 | -0.4 | 0.7 |
| 竞选连任 (剔除 2020) 且没有国会控制权 | 0.7 | -0.1 | 0.9 |

资料来源：FRED，天风证券研究所

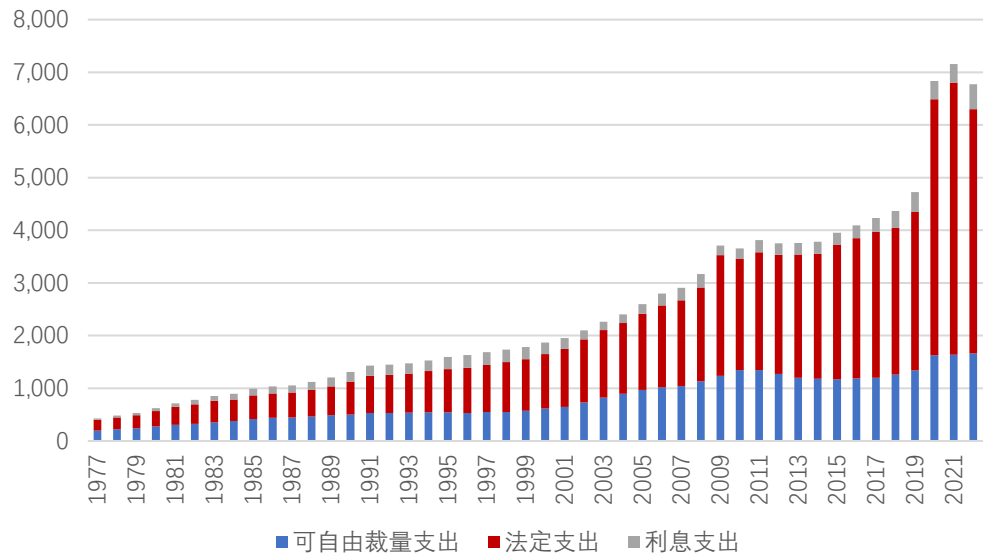
选举年的财政状况可能还受到其他因素影响。比如出现经济衰退会显著抬升赤字率和财政支出增速，如果剔除了经济衰退的选举年份 (2008、2020)，选举年的赤字率和财政支出增速 (无论是否剔除利息) 均低于非选举年。

普遍认为总统选举期间的不确定性导致经济活动放缓的结论是不成立的。比较 1960 年以来总统选举年和非选举年的经济表现，我们发现选举年经济实际增速平均为 3.3%，高于非选举年实际经济增速 2.9% 0.4 个百分点。

由于财政支出对经济和就业的积极影响有利于提高投票支持率，因此在任总统是否竞选连任对选举年的财政支出有一定影响。从历史数据来看，剔除掉 2020 年，竞选连任年份的财政支出增速比前一年平均低 0.1 个百分点，剔除利息支出后财政支出增速比前一年平均低 0.4 个百分点，赤字率则低 0.7 个百分点，这说明竞选连任年份里在野党对总统的掣肘可能变得更大。除了 2004 年的小布什以外，大部分在任总统在中期选举后会面临分立的国会，这可能是在任总统竞选连任时财政扩张受阻的原因。

联邦政府的支出主要分为三大类：法定支出、自主性支出和债务利息支出。其中，法定支出占比 66% (2022 年)，包括医疗保险、收入保障等社会福利项目，不需要每年给出预算额度，是占比最大的部分；自主性支出占比 26% (2022 年)，需要每年提交预算法案并经由国会和总统通过后才能生效，其中包括国防、教育、交通以及政府部门和司法部门开销等项目；债务利息支出占比 8% (2022 年)，包括联邦政府为现有美国国债支付的利息。

图 1：联邦政府支出拆分 (十亿美元)



资料来源：CBO，天风证券研究所

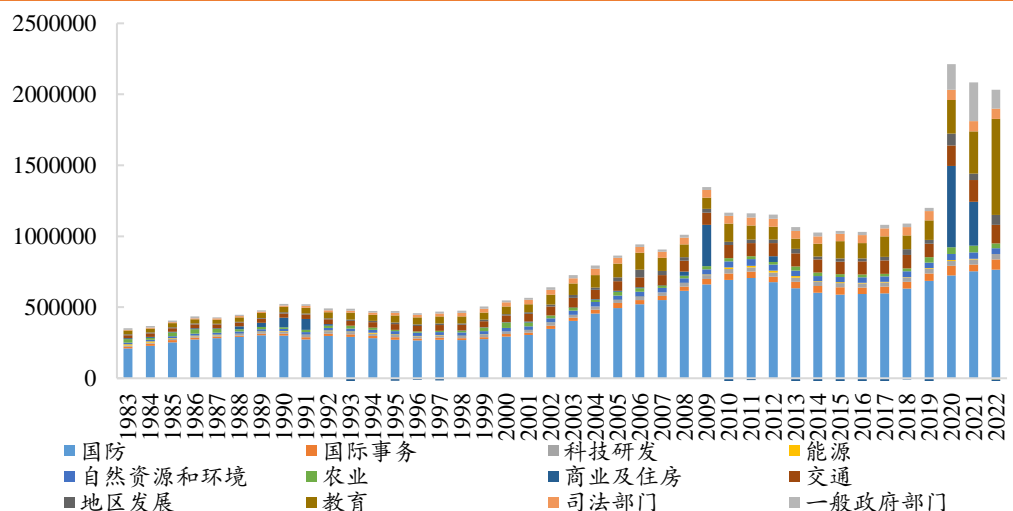
2020 年以来，法定支出中用于医疗健康和收入保障的财政支出大幅增加，显著提高了整体财政支出水平，较 2019 年提高近 2 万亿美元。根据 CBO 对 2024 财年的预测，预计法定支出将减少 1520 亿美元（下降 3.8%），延续了过去两年的下降趋势（2023 年法定支出下降 3.7%）。随着疫情结束，疫情期间的的项目逐步到期，例如高等教育学生贷款下降约 870 亿美元，贡献了法定支出的一半降幅；收入保障下降约 265 亿美元；疫情援助计划已于 2023 年 4 月 1 日失效，Medicaid 也因此省下 374 亿美元。

自主性支出中用于国防支出的占比最高，并且始终保持较高水平，非国防支出中的商业支持、教育和科技研发的占比在最近三年逐渐加大。2023 年自主性支出有所增长，但是 2024 年自主性支出可能受到债务上限协议的约束。2023 年两党达成的《财政责任法案》（FRA）将 2024 年自主性支出上限设置为 1.59 万亿美元，其中国防支出 8860 亿美元，相比 2023 年增长 3%，而非国防支出将被限制在 7040 亿美元（2023 年为 7670 亿美元）。

一个潜在变数是拜登政府与前议长麦卡锡在 FRA 完成时达成了一系列“握手”协议，其中包括最高可达 690 亿美元的额外非国防自主性支出，这可能让非国防支出相比 2023 年最高可增长 4.9%。但是众议院共和党人可能不会支持包括这些附带协议在内的全年拨款计划。

无论如何，由于非国防自主性支出对于总财政支出的影响不是绝对性的，2024 年美国非利息财政支出大概率下降，如果没有达成“握手”协议，我们预计降幅为 3.4%。

图 2：联邦政府自主性支出分项（百万美元）



资料来源：WHITE HOUSE，天风证券研究所

只要美债利率没有大幅回落，预计债务利息支出还是会略微上升，我们预计比 2023 年的利息支出高出 754 亿美元至 1.012 万亿美元。

美国财政收入的规律性较强，和经济基本面挂钩。历史上，美股表现领先美国财政收入，2023 年标普 500 涨幅为 15.9%，对应 2023 财年美国的财政收入为 4.748 万亿美元。我们预计 2024 年美国财政收入较 2023 年上涨 4%（和名义增速基本匹配），即上升 1900 亿美元至 4.938 万亿美元。

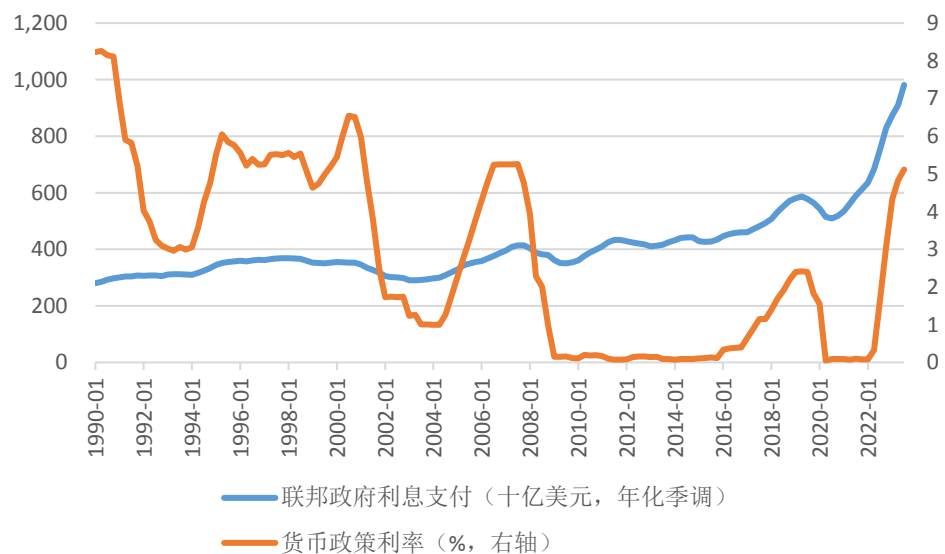
总的来说，我们预计 2024 年美国自主性财政支出相比 2023 年下降 2.4%，非利息支出相比 2023 年下滑 3.4%，财政支出整体下降 1.8%。赤字小幅收窄至 1.64 万亿美元（2023 年赤字规模为 1.7 万亿美元），赤字率为 5.7%，相比 2023 年回落 0.5 个百分点。

整体而言，2024 年财政支出的情况比较符合总统竞选连任选举年（剔除掉 2020 年）的大致规律，即赤字率收窄、财政开支降速。但是财政支出增速转负的情况（无论是否包含利息支出）较为少见，选举年仅在 2012 年出现过（-0.9%），当时奥巴马赢得连任。

究其原因，主要是权重较大的强制性支出出现了明显负增长，这与疫情后大幅增加的强制性福利到期有关。2019 年强制性支出仅 2.7 万亿美元，而 2024 年强制性支出预算 3.8 万亿美元仍然远高于疫情前，支出增幅也远高于疫情期间的 CPI 同比。

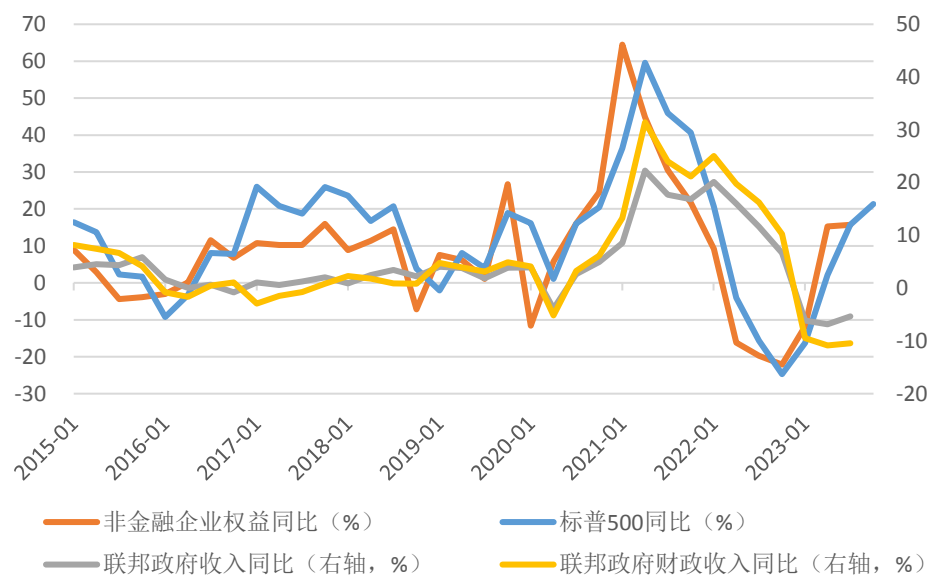
最后，我们测算财政赤字收窄仅拖累 GDP 增速 0.2 个百分点，美国经济因此而陷入衰退的可能性也不大。历史数据显示，选举年的美国实际 GDP 增速比非选举年平均高 0.4 个百分点。事实上，除 2020 年疫情导致的衰退外，1980 年以来总统竞选连任的选举年，美国经济均未衰退。

图 3：联邦利率与利息支出



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 4：美国政府收入与美国非金融企业权益息息相关



资料来源: FRED, 天风证券研究所

表 3: 2023 和 2024 年财政支出测算

| 十亿美元 | 2023E | 2024E | 同比变化 |
|-------|--------|--------|-------|
| 非利息支出 | 5605.3 | 5414.0 | -3.4% |
| 强制性支出 | 3979.7 | 3828.0 | -3.8% |
| 自主性支出 | 1625.5 | 1586.0 | -2.4% |
| 利息支出 | 936.5 | 1012.0 | 8.1% |
| 总财政支出 | 6541.8 | 6426.0 | -1.8% |

资料来源: CBO, FRED, 天风证券研究所测算

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |