

2024年03月07日

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

美国财政：历史与趋势

——美国财政研究系列之一

投资要点

- **美国财政政策主流理念的演变经历了四个阶段。**建国初的一百多年，美国政府遵循自由主义的经济理念，几乎没有对国内征税。面对1929年大萧条的挑战，凯恩斯主义的提出和罗斯福新政标志着财政转向积极干预经济，通过增加政府开支来刺激需求，后续几十年中成为财政政策的主导。然而，20世纪70年代末期的滞胀现象使新古典经济学观点重新获得青睐，主张财政政策应更加谨慎。到了2008年金融危机和随后的新冠疫情，美国再次转向凯恩斯主义的扩张性财政政策。
- **实践上，无论主流理论如何变化，美国的财政操作遇到经济困难时总倾向于采用凯恩斯主义的积极干预措施。**政治周期影响使得多数总统实际采取与竞选承诺不同的财政操作。美国财政政策表现出中等的逆周期性，主要体现在经济衰退时财政扩张、经济过热时难以紧缩的不对称性，反映出政府调整政策时的自律缺失。
- **美国财政预算制定和执行涉及行政和立法两大分支的合作。**美国的财政政策分为强制性支出和自由裁量性支出两大类。强制性支出主要包括社保、医疗、利息等支出，不需年度国会批准，而自由裁量性支出需国会年度审议通过。预算案首先由总统提出，然后提交给国会进行审议和修改，双方达成一致后，预算案便会正式通过，并成为法律执行。由于立法过程中存在的“阻挠议事”现象，使得通过财政法案往往需要超过简单多数的“超级多数”支持。预算和解程序提供了一种绕过阻挠议事，以简单多数通过财政相关法案的途径。
- **美国各级政府的事权根据受益范围划分。**美国实行联邦、州级和地方三级财政体制，各级政府在财政政策上具有一定的独立性，但联邦政府通过联邦补助金在全国性政策目标的实施上发挥核心作用。联邦政府负责全国性项目如国家安全和福利，而州和地方政府则着重于提供教育、公共安全等地方性服务。
- **税收是美国各级政府的主要收入来源。**美国每年的税收中，约有一半归属于联邦政府，剩下的一半由州政府和地方政府约按六四开的比例划分。个人所得税是联邦政府和州政府最主要的税源，而地方政府则主要依赖房产税作为其税收收入的来源。大部分政府债务由联邦政府承担。自上而下的单向转移支付制度作为美国税收分配制度的补充，能够推动全国性财政政策的有效落地。
- **美国财政体系展现出以下发展趋势：**1.在财政思想层面重新向凯恩斯主义倾斜，但在实践层面，美国财政政策不具备凯恩斯主义理论的对称性。在新冠疫情后，美联储再次承担起抑制通胀的职责，而财政出于政治的需要仍在试图扩张，展现出一定的顺周期性。2.财政决策的灵活性下降。美国财政预算中，自由裁量性支出的比重逐年下降，而强制性支出由于受到社会福利需求和利息支出上升的推动，比重逐年上升。在2024年这样的选举年，财政政策制定和执行的延迟可能难以避免。3.在央地关系上，财政权力逐渐向联邦政府倾斜。2008年后，随着美国财政再次向凯恩斯主义靠拢，全国性财政政策的重要程度加深，州和地方政府的财政支出增长几乎停滞，财政刺激主要通过联邦政府实行。4.财政支出规模逐步放大，而财政收入相对不足，导致政府债务不断增加。未来，美国财政是会在财政赤字货币化的道路上一去不返，还是回归1984年至2008年以削减赤字为最高目标的自律模式，仍需等待历史的演绎。
- **风险提示：财政赤字和债务水平；政治分歧对财政政策的影响；社会保障和医疗保险制度的可持续性。**

正文目录

1. 引言	4
2. 美国财政的“面子”与“里子”	4
2.1. 财政理念——美国财政的“面子”	4
2.2. 财政实践——美国财政的“里子”	5
2.3. 美国财政的实证周期性	6
3. 美国财政制度框架	8
3.1. 强制性支出和自由裁量性支出	8
3.2. 财政政策的制定机构	9
3.3. 预算制定过程	10
4. 中央与地方财政收支	11
4.1. 事权划分	11
4.2. 财权划分	13
4.3. 转移支付	16
5. 总结：美国财政体系的演变趋势	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1 美国的初级财政赤字与产出缺口, %.....	6
图 2 初级财政赤字的周期性分解, 占潜在实际 GDP 百分比, %.....	7
图 3 美国联邦政府财政支出分类, 占 GDP 百分比, %	8
图 4 2024 年美国联邦财政预算构成, %	8
图 5 法定支出分解, 占 GDP 百分比, %.....	9
图 6 自由裁量性支出分解, 占 GDP 百分比, %.....	9
图 7 美国联邦政府中的财政决策与审议机构.....	10
图 8 美国联邦政府预算流程	11
图 9 美国各级政府财政开支, 占 GDP 百分比, %	12
图 10 2024 财年联邦政府支出结构, %	13
图 11 2024 财年州及地方政府 (合并) 支出结构, %.....	13
图 12 2022 年美国政府收入来源结构, %	13
图 13 美国各级政府税收, 占 GDP 百分比, %.....	15
图 14 联邦政府税收结构, 占 GDP 百分比, %.....	15
图 15 州政府税收结构, 占 GDP 百分比, %.....	15
图 16 地方政府税收结构, 占 GDP 百分比, %.....	15
图 17 美国各级政府债务结构, 占 GDP 百分比, %	16
图 18 州政府转移支付收支, 十亿美元.....	17
图 19 地方政府转移支付收支, 十亿美元.....	17
表 1 1960 年后美国历任总统主要财政政策	5
表 2 美国各级政府征收的主要税种	14

1.引言

财政一端连着经济，一端连着政治上的博弈与较量。对于海外研究而言，2024年恰是经济进一步回归均衡、政治风云四起之年。迈入2024年，随着美国货币政策逐步向中性回归，财政政策却在高利率之下保持扩张态势。货币与财政政策组合的协调、美债在一级市场上的供求、美国政府债务的可持续性等问题一度成为全球资产定价和博弈的焦点，美国财政政策在市场讨论中的份量开始上升。在对美国财政政策做进一步分析之前，我们有必要对美国的财政体系做一个简要的概览。

2.美国财政的“面子”与“里子”

2.1.财政理念——美国财政的“面子”

1789年，为了支持政府开销、管理战争债务，美国设立了财政部，亚历山大·汉密尔顿担任首位财政部长，但在1913之前对国内大部分时间几乎不征或者很少征税。在理论层面，凯恩斯主义的起起落落贯穿了美国1929年大萧条之后的财政历史。根据每个时期的主流经济思想，可以将美国财政理念的演变过程划分为四个阶段。

古典经济学时代 (1789年-1930年)：古典经济学认为，供给可以创造需求，市场可以通过自我调节来达到供需平衡，政府过度干预会扭曲市场机制、阻碍资源的有效分配和经济增长。这一时期的美国政府采取自由主义的经济政策，财政的功能仅有债务管理和资金筹集，除战争时期外，对国内几乎不征税。

凯恩斯主义时代 (1930年-1980年)：古典经济学在1929年开始的经济大萧条下显得无力。1936年，凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中提出了一套新的经济理论，主张通过政府的积极干预，特别是增加政府开支和调节总需求，来解决失业和经济衰退的问题。凯恩斯的理论为罗斯福新政提供了理论支持，并在肯尼迪政府时期成为财政政策的主导思想。

新古典主义经济学时代 (1980年-2008年)：20世纪70年代末到80年代初期，美国经济面临着高通胀和高失业率并存的“滞胀”问题，凯恩斯主义政策在应对这一挑战时遇到了困境。新古典经济学认为，财政政策对经济产出的长期影响是中性的，主张财政政策应保持谨慎，避免过度干预市场。其中延伸出来的供给侧经济学，侧重于通过改善生产条件和激励生产者来促进经济增长。作为该理论的典型应用，“里根经济学”采取了大幅度减税、放松监管和增加国防开支等措施，旨在刺激经济增长的同时控制通胀。同时，货币主义的兴起引起了对货币与财政政策角色的讨论。

凯恩斯主义的复辟 (2008年后)：2008年全球金融危机，以及2020年新冠疫情席卷全球之后，美国的财政政策实践再次转向凯恩斯主义，采取扩张性的政策来推动经济恢复，并在美联储的配合下将财政赤字货币化。在政策讨论和学术界中，现代货币理论(MMT)获得了广泛关注，MMT认为，像美国这样的货币主权国家，可以无限制地发行货币来满足其财政需求，财政的主要限制因素是通货膨胀，而非赤字规模。2008年后美国政府在实施财政政策时仍然表现出对财政赤字和债务可持续性的关注，这与MMT对财政赤字的态度有所不同，更贴近于凯恩斯主义的传统框架。

2.2. 财政实践——美国财政的“里子”

美国财政史不仅受到宏观经济学理论的影响，也受到历史和政治事件的影响。在经济运行遇到挑战时，无论当时主流的财政思想为何，财政实践往往转向凯恩斯主义，开始试图干预总需求。

美国的财政体系是在实践中不断演化出来的。1930 年前的美国，税收体系经历了从无到有、从简单到复杂的变化。最初，美国政府主要依赖关税和地方税收维持运作，直至 1861 年南北战争爆发，政府首次引入个人所得税，以满足战争财政需求。然而，战争结束后，这项税收很快被废除。直到 1913 年，随着宪法第十六修正案的通过，联邦所得税制度正式确立，为政府提供了更为稳定的收入来源，这标志着美国税收体系进入一个新的阶段。

一战后，美国财政政策向更加复杂和多元化的方向发展。1930 年代，罗斯福总统实施的一系列经济复兴措施，如社会保障法案和各种公共工程项目，极大地增强了政府在经济与社会生活中的角色。为了资助这些计划，联邦政府扩大了税收范围，包括增加所得税和引入社会保障税。这一时期，财政政策成为刺激经济增长和解决失业问题的关键工具，标志着财政实践中的重大转变。

二战及其后的几十年中，美国财政政策继续演变，以适应国内外的挑战和需求。二战期间，政府财政开支激增，通过增税和战时债券来筹集资金。战后，冷战的紧张局势和对外援助计划，如马歇尔计划，要求政府维持较高的军事和外交支出。同时，国内政策如大规模的基础设施建设、教育和医疗保险项目的推出，进一步扩大了美国政府的财政职能。这一时期，美国财政政策的主要目标是促进经济增长，保持低失业率，同时应对冷战带来的国际安全挑战，财政实践表现出灵活性和多样性。

美国政客在选举时宣传的财政倾向与其真正奉行的政策也常常不同。历任美国总统中，肯尼迪、约翰逊、尼克松、福特、卡特、奥巴马和拜登基本上都遵循凯恩斯主义的理论与实践。相反，里根、小布什和特朗普虽然避免使用凯恩斯主义的称呼，实际操作上却展现了凯恩斯主义的特征。唯一真正反凯恩斯主义的财政操作出现在老布什和克林顿的任期内，那时的政策注重削减赤字。

表1 1960 年后美国历任总统主要财政政策

总统	党派	背景	主要财政政策	财政与货币政策关系	财政思想
肯尼迪	民主党	增长缓慢、失业较高	大幅减税	财政主导	凯恩斯主义
约翰逊		通胀上行、越南战争		紧货币与宽财政冲突	
尼克松	共和党		先松后紧	一致行动	
福特		滞胀、能源和粮食危机	犹豫不决	货币主导	
卡特	民主党		温和减税		

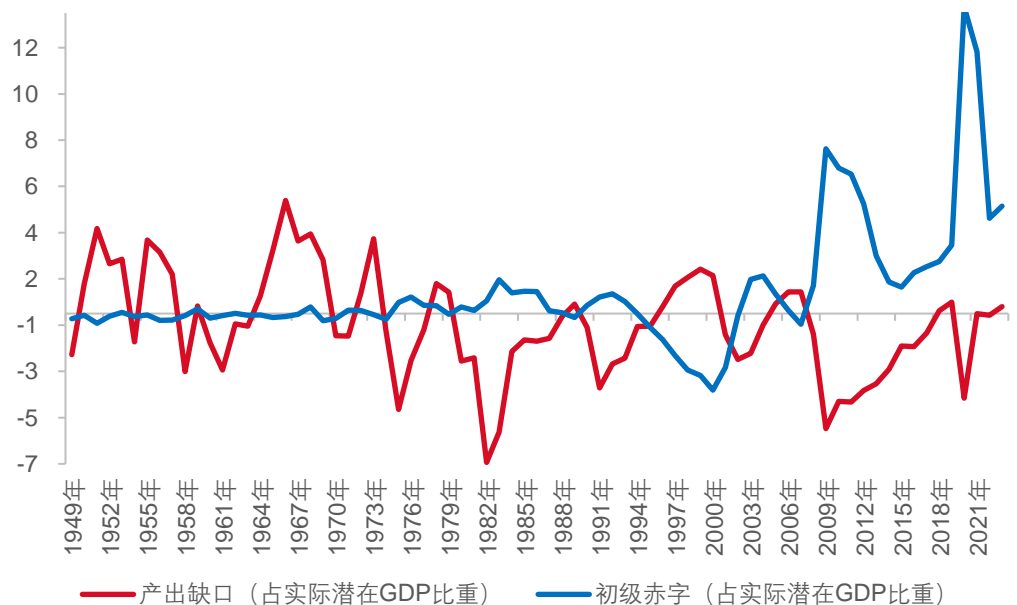
里根	共和党		大幅减税、扩大赤字	财政主导	新古典经济学
老布什		增长放缓、财政赤字	削减赤字		
克林顿	民主党	增长较稳		大幅放松	
小布什	共和党	互联网泡沫破裂	大幅减税、放松监管		凯恩斯复辟
奥巴马	民主党	全球金融危机		大规模刺激、投资基建	
特朗普	共和党	经济复苏	大规模刺激、投资基建		
拜登	民主党	新冠疫情			

资料来源：CBO,《美国货币与财政史：1961-2021》，东海证券研究所整理

2.3.美国财政的实证周期性

实证角度下，美国财政政策表现出中等程度的逆周期性。1949年-2023年，初级赤字与产出缺口的整体相关系数为-0.4。图1为经过CBO估算的实际潜在增速缩放后的美国联邦初级赤字及产出缺口。

图1 美国的初级财政赤字与产出缺口，%



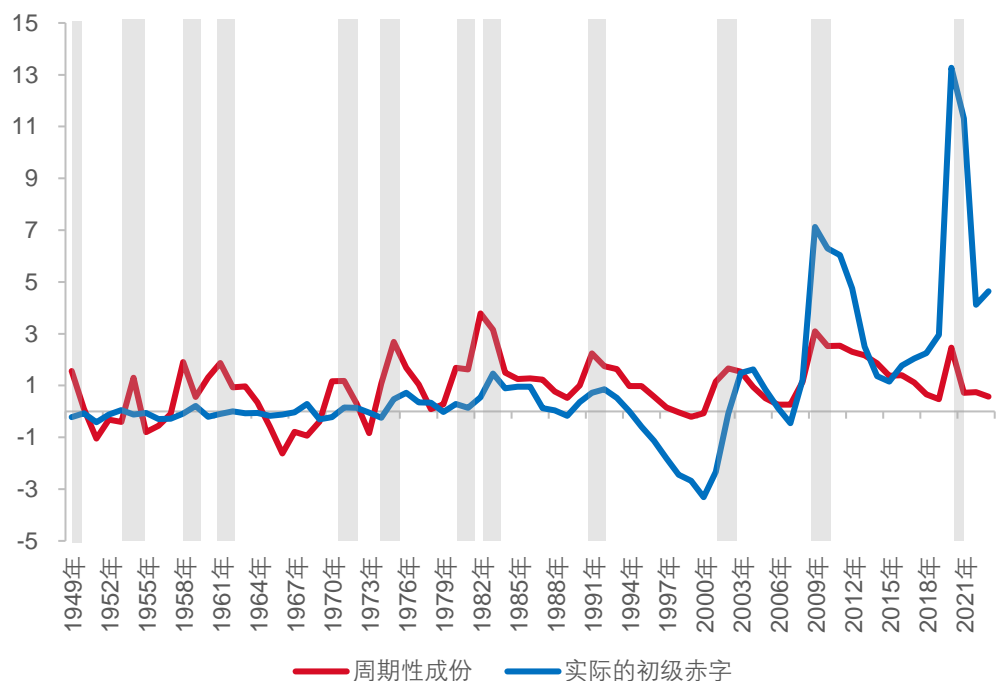
资料来源：BEA, CBO, FRED, 东海证券研究所

政府无法自律是美国财政缺乏逆周期性的重要原因。凯恩斯主义认为，财政政策在经济衰退时应当扩张，在经济过热时应当紧缩，因此财政政策与产出缺口应当具有较高的逆周期性。美国财政呈现出的中等逆周期性，尽管由于受到不同经济学流派的影响，更多的是由于

财政关乎选举，政府在衰退时很容易选择放松，但经济过热时却很难自觉地收紧政策。在 20 世纪 60 年代，通胀开始飙升之初，约翰逊出于政治考虑并未收紧财政，直到 1968 年 CPI 同比升至 4% 时，才实施了增税措施，但为时已晚。此后，在思想领域，货币主义借机批评凯恩斯主义导致通货膨胀，从而获得了理论上的突破；在政策领域，1968 年的附加税成为了美国使用财政政策抑制经济过热的唯一一次尝试，成为财政实践的不对称性的发端。

图 2 展示了通过计量方法分解出来的美国初级财政赤字的周期性，蓝线代表实际的初级财政赤字，红线画出的周期性成分，是财政赤字和产出缺口回归取应变量的预测值，代表财政赤字里能被产出缺口解释的部分，即财政对经济周期的响应程度。财政赤字的周期性通常在经济衰退时攀升，在经济周期复苏时下降，印证了上文所指出的财政实践的不对称性。

图2 初级财政赤字的周期性分解，占潜在实际 GDP 百分比，%



资料来源：Lucking and Wilson (2012)，东海证券研究所

回顾历史，美国财政思想随着经济学的发展一路变革。财政实践在衰退时往往回归凯恩斯主义的怀抱，在经济繁荣时又抛弃凯恩斯主义。2024 年，美国经济已然复苏，正如历史的惯例，美联储独自承担起抑制通胀的职责，而财政出于政治的需要仍在试图扩张，却也受到国会的掣肘。未来，美国财政是会在财政赤字货币化的道路上一去不返，还是回归 1984 年至 2008 年以削减赤字为最高目标的自律模式？我们仍需等待历史的演绎。

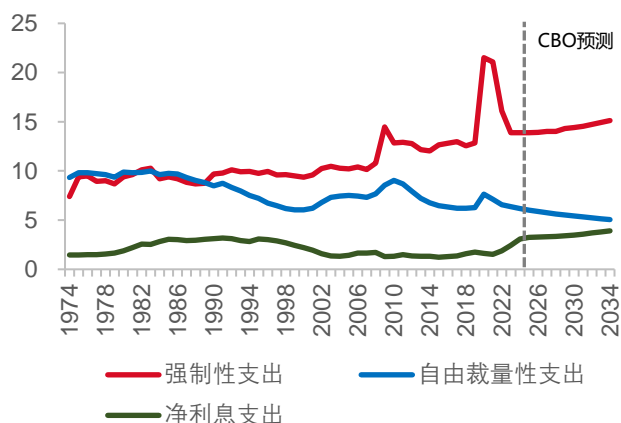
3.美国财政制度框架

3.1.强制性支出和自由裁量性支出

根据决策机制的不同，美国的财政政策主要分为强制性支出和自由裁量性支出。强制性支出，即通常所称的“自动稳定器”，除利息支出外，美国联邦政府的强制性支出主要由养老、医疗、社会福利三大块的法定支出构成。这些支出不需要国会每年投票通过，幅度取决于社会开支需求。自主裁量政策是国会每年投票通过的所有联邦拨款。总统仅对自由裁量性支出具有一定决策权，对强制性支出没有直接决策权。另外，在诸如新冠疫情这样的特殊情况下，总统可通过补充开支程序向财政临时拨款。

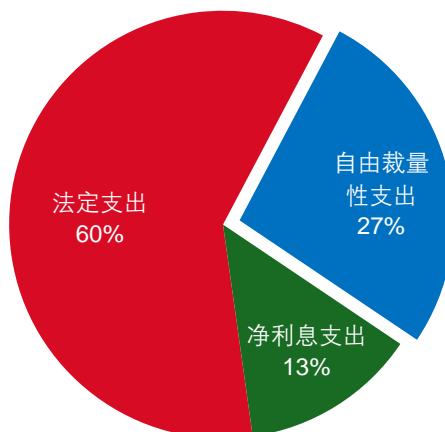
过去几十年来，美国联邦政府自由裁量性支出的比重逐年下降，而强制性支出的比重逐年上升。CBO 预测的基线情形下，2024 年法定强制支出约占总支出的 60%，自由裁量性支出占 27%，剩下的 13%为利息开支。由于社会福利需求和利息支出的上升，未来美国自由裁量性支出的比重预计将持续下滑。这意味着美国财政政策的灵活性可能将持续下降。

图3 美国联邦政府财政支出分类，占 GDP 百分比，%



资料来源：CBO，东海证券研究所

图4 2024年美国联邦财政预算构成，%



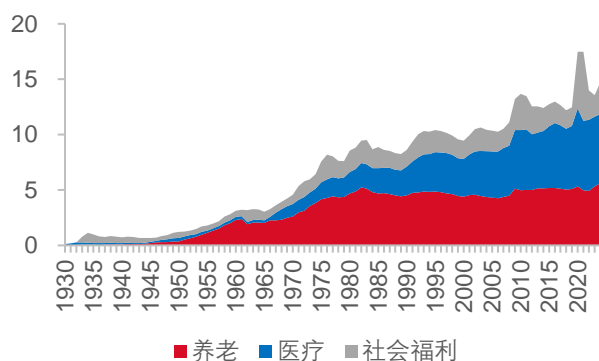
资料来源：CBO，东海证券研究所

社会保障成本及利息的增加，是美国政府强制性支出增加的主要原因。法定支出作为财政“自动稳定器”，能够自动对经济波动做出快速反应。随着婴儿潮一代步入老年，对社会保障金和医疗保险的需求显著增长，社会保障支出已从 2001 年占 GDP 的 4.1% 增长到如今的 5.2%，据 CBO 预测，到 2054 年将进一步增至占 GDP 的 6%。医疗技术的进步下，医疗服务成本的上涨也推高了美国政府的开支，尤其是 2020 年新冠疫情之后，美国的医疗支出大幅增加，说明“自动稳定器”发挥了作用。医疗保健支出从 2001 年占 GDP 的 3.3%，增至 2024 年的 5.6%，预计到 2054 年将达到 GDP 的 8.5%。由于财政支出快速增长、财政收入却未能跟上，美国政府债务不断增长，利息成本占 GDP 的比例从 2001 年的 2.0% 增长到 2024 年的 3.1%，预计到 2054 年将增长到 6.5%。

自由裁量性支出中，国防支出占比较大。美国的国防支出大部分都属于自由裁量性支出。在越南战争时期，国防支出一度占美国 GDP 的近 10%。近年来，随着美国从伊拉克撤军，国防开支呈逐年下滑态势，约占美国 GDP 的 4% 左右。除国防支出以外，自由裁量性支出

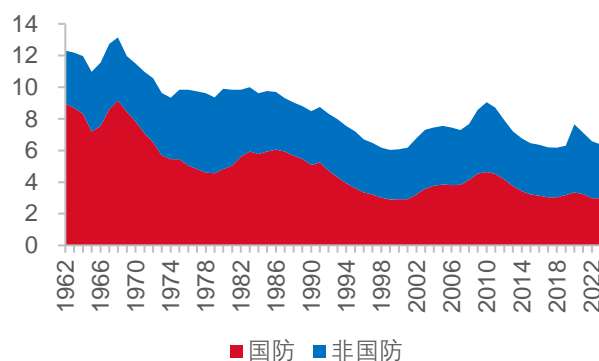
还涉及教育、环保、基建等领域的开支。2024 年，自由裁量性支出中，国防和非国防支出分别占 46.3%和 53.7%。

图5 法定支出分解，占 GDP 百分比，%



资料来源：CBO，东海证券研究所

图6 自由裁量性支出分解，占 GDP 百分比，%



资料来源：CBO，东海证券研究所

3.2.财政政策的制定机构

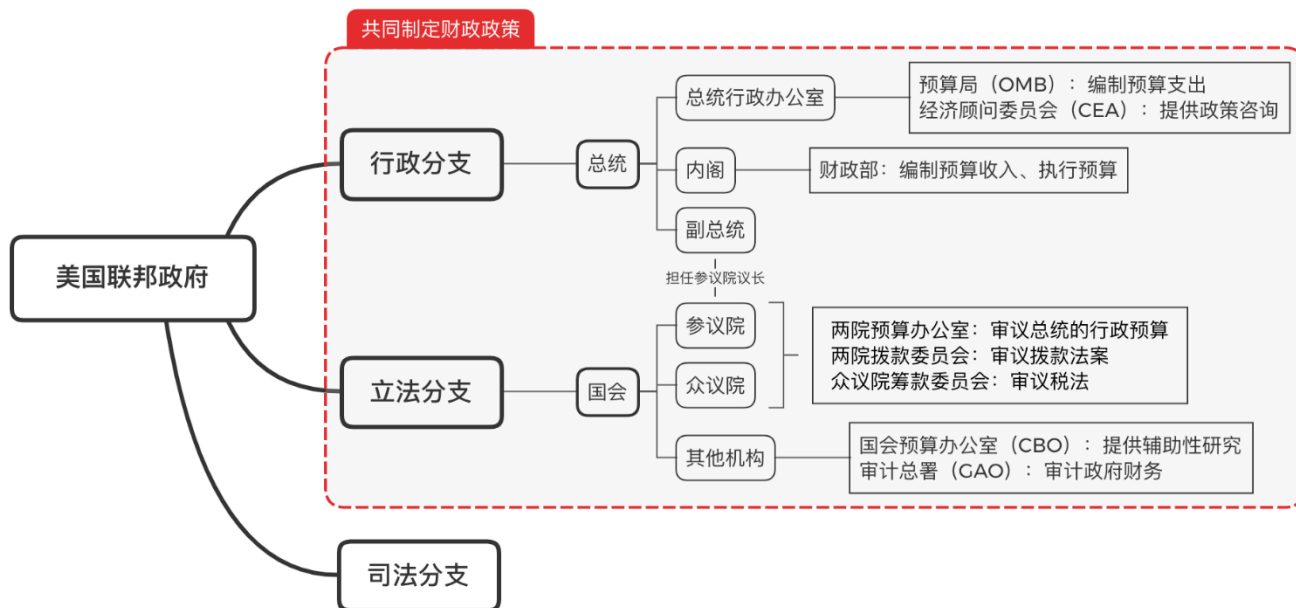
行政和立法部门共同制定财政政策。美国政府采取三权分立的架构，行政、立法、司法三个分支相互独立。行政分支的管理和预算局（OMB）编制预算案，总统决定后提交国会，而立法分支的国会（包括参议院和众议院）则负责审议、修改和通过财政相关法案。总统可以对国会通过的法案进行签署或否决，但国会也有权利通过表决来推翻总统的否决。图 5 展示了美国联邦政府中与财政决策相关的机构及各自角色。

预算局（OMB）在美国的预算体系中扮演着核心角色。它直接向总统报告，负责编制和监督执行联邦预算的实施。OMB 评估各部门的支出请求，编写总统的年度预算报告，并监督各机构的预算执行，确保符合总统的政策目标。

财政部是负责管理联邦政府财务的主要部门。它的主要职责是管理联邦财政、执行联邦预算、征税、管理政府债务、制造货币和执行相关的经济监管职能。财政部为政府日常操作提供资金，同时还管理联邦政府的账户和公共债务。

国会的两院预算办公室的职能是制定详细的年度拨款法案。其下属的委员会负责决定联邦政府的自由裁量性支出如何在不同的联邦机构和计划中分配，从而影响美国政府的运营。

图7 美国联邦政府中的财政决策与审议机构



资料来源：CBO, OMB, 东海证券研究所

3.3. 预算制定过程

美国联邦政府预算按照财政年度进行，财政年为每年的10月1日至次年的9月30日。例如，2024财年从2023年10月1日开始。

美国财政预算流程从OMB编制预算开始，每年2月总统提交下一年的预算请求。4月15日前，国会通过预算决议，建立整体的收支和政策框架。此后，国会下属的专门委员会审议12项年度拨款法案，为政府各部门和项目分配资金。所有拨款法案需在10月1日新财年开始前获得批准，成为法律。若流程未按时完成，国会将通过“持续决议”进行临时拨款，避免政府关停，确保政府持续运行直至新的拨款法案通过。

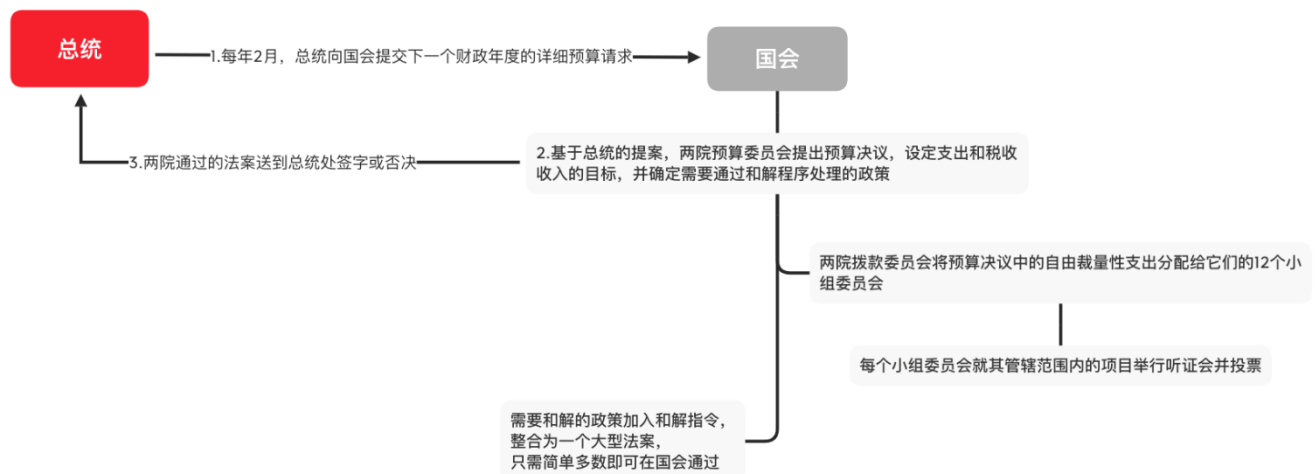
美国的立法基本原则是少数服从多数，但在实践中，很多财政法案的立法程序需要在国会达到三分之二以上的“超级多数”，而非二分之一的“简单多数”，这是由于“阻挠议事”（filibuster）的存在。它指的是参议员利用无限期辩论的权利，故意拖延或阻挠议案的投票进程。在现行的美国参议院规则下，除非有60名参议员同意结束辩论（这一过程称为“cloture”），否则议案无法进入最终投票阶段。这意味着，在100名参议员的参议院中，至少需要60票才能克服filibuster，使得议案得以进行投票决定。这一机制的主要目的是保护少数派的权利，防止仅凭多数派的支持就可以轻易地通过立法。

“预算和解”（Budget Reconciliation）是用于绕开filibuster的一种特殊程序。它主要用于财政收支以及债务限额相关的法案，并允许这些法案在参议院以简单多数通过，而不需要通常所需的60票。首先，国会通过包含了一系列“和解指令”的预算决议。然后，各立法委员会提交其建议的预算修正案，整合成一个和解法案提交给全体议会投票。预算和解程序对辩论时间有限制，参议院中的辩论时间通常被限制为20小时，之后就会进行投票，这样就减少了filibuster的可能性。此外，和解法案的修正案必须与预算直接相关，这一要求被称为“伯德规则”（Byrd Rule），是为了防止将无关的政策措施包含在和解法案中。通常，

预算和解程序每年最多只能使用一次。2021年，拜登政府曾使用预算和解程序通过《美国救助计划》，并曾试图通过预算和解程序来推动其“重建美好”计划。

预算获得通过后，美国财政部负责执行财政政策，征税并管理财政支出。美国财政部的职责分为三个部分，一是为经济和就业增长提供有利的内外环境，二是保护金融系统以维护国家安全，三是有效管理美国政府的财政和资源。美国财政部成立于1789年，其历史功能经历了显著的演变。最初，它的主要职责是管理政府收入和债务，包括征税和发行国债。随着美国经济的发展，财政部的职能也相应扩展，涵盖了制定和执行财政政策、监管银行和金融机构、打击金融犯罪和恐怖融资。在一些历史时期，它还参与了货币政策的制定。

图8 美国联邦政府预算流程



资料来源：CBO，OMB，东海证券研究所

总体来看，美国财政政策由行政和立法两大部门共同制定和执行。这一框架的优点在于能够结合行政部门的政策指导和立法部门的民主审议，理论上能够制定出更加全面和平衡的财政政策。其缺点在于，决策过程可能过于复杂和耗时，尤其是在政治分歧时，常常导致政策制定和执行的延迟，影响政府应对经济问题的效率。

4. 中央与地方财政收支

4.1. 事权划分

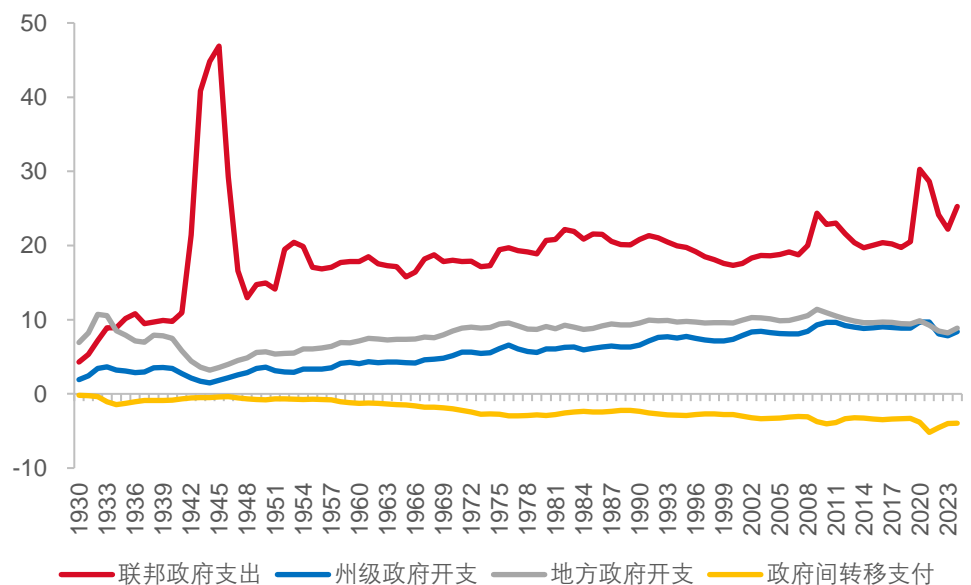
美国实行联邦、州级、地方政府三级财政体制。州级政府的行政架构与联邦政府相似，下设两院制的州议会、由州长领导的行政机构，以及州级司法机构。市、县级地方政府在架构上也实行一定程度的职能分离。

美国中央和地方政府的财政关系基于联邦制原则，州和地方政府具有相当大的独立性，但并不是完全独立。州和地方政府可以在自己的权限范围内制定和执行财政政策，如征收州税和地方税、进行公共服务的支出。联邦政府通过提供联邦补助金来影响州和地方政府的决

策，鼓励它们支持全国性政策目标的实施。因此，尽管美国各级政府的财政决策在一定程度上是独立的，但联邦政府的政策和资金分配在实现全国性目标方面起着核心作用。

从实际支出上看，美国的财政事权不断向中央集中，财政决策权逐渐向联邦政府倾斜。20 世纪初，州政府财政开支的总和超过联邦政府。随着美国经济的发展，各级政府的财政开支都有所扩张，但联邦政府的开支增加最快，尤其是在两次世界战争及几次经济危机期间。2008 年后，随着美国财政再次向凯恩斯主义靠拢，全国性财政政策的重要程度加深，州和地方政府的财政支出增长几乎停滞，财政刺激主要通过联邦政府实行。2024 财年，联邦政府的财政开支预算约占 GDP 的 25%，州和地方政府的财政开支水平相近，各占 GDP 的 8% 左右；不算政府间的转移支付，联邦政府开支约占各级政府总开支的 65%。

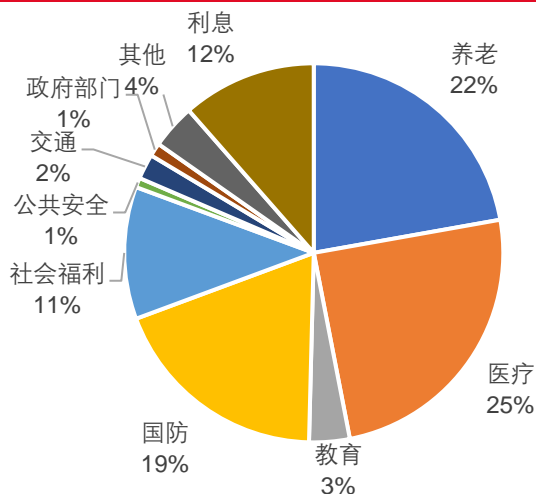
图9 美国各级政府财政开支，占 GDP 百分比，%



资料来源：BEA, CBO, 东海证券研究所

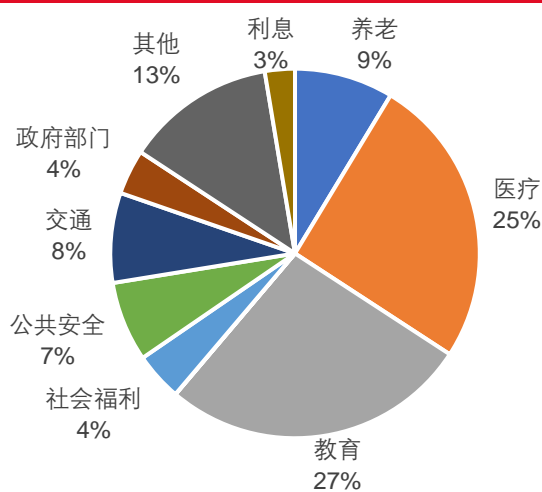
美国各级政府事权主要按照受益范围来划分。联邦政府负责国家安全、社会保障和医疗保险等全国性重大项目的财政支出；州政府和地方政府则主要负责教育、公共安全和基础设施等地方性服务的支出。州政府的支出主要用于中小学教育、社会福利、公用事业和公共卫生等方面。市县级地方政府的职能则更侧重于维护社区安全、消防服务、垃圾处理等。对于教育、医疗等属于共同责任的事务，支出由各级政府按法定比例分担。2024 年，美国联邦政府的财政预算开支大头在于养老和医疗花费，州和地方政府的开支则主要花在教育及医疗上。

图10 2024 财年联邦政府支出结构，%



资料来源：BEA，美国普查局，东海证券研究所

图11 2024 财年州及地方政府（合并）支出结构，%

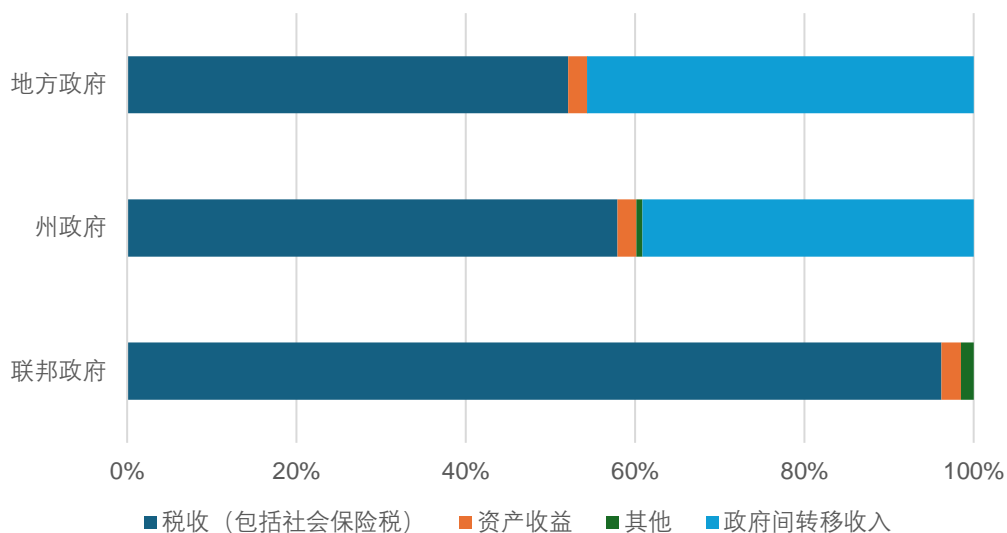


资料来源：usgovernmentspending.com，东海证券研究所

4.2.财权划分

税收是美国政府最主要的收入来源。 税收在美国联邦政府收入中的占比通常达到 80%-90%，在州和地方政府收入中占到 50%-60%。联邦政府的非税收入主要包括债券融资、美联储系统收益等。州和地方政府的非税收入主要是来自联邦政府的转移支付。

图12 2022 年美国各级政府收入来源结构，%



资料来源：BEA，CBO，东海证券研究所

美国法律只明确联邦政府的征税权限，剩余税种州和地方政府可以自由征收。 美国宪法和联邦法律确立了联邦政府的征税权限，特定税种如所得税、关税和社会保障税等由联邦政府征收。美国宪法第十修正案规定，宪法未明确授予联邦政府的权力属于州政府或人民。这意味着除非宪法明确禁止，否则州和地方政府可以自由设定和征收各种税种，如销售税和财产税。

表2 美国各级政府征收的主要税种

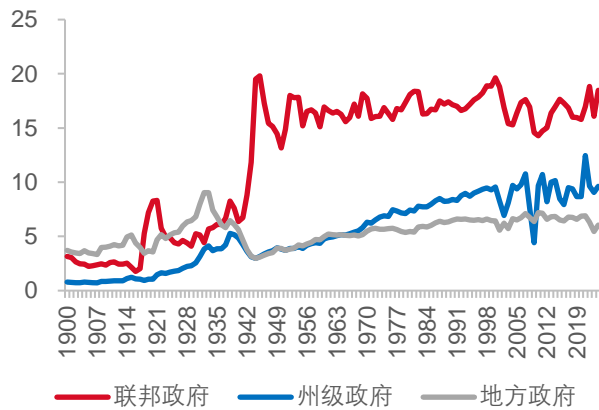
	解释	联邦政府	州政府	地方政府
个人所得税	对个人和企业的收入征收所得税，联邦和多数州采用累进税率制度，一部分州采用单一税率制度	✓	✓	✗
企业所得税	对公司盈利征收的税，适用于在美国境内经营的所有企业	✓	✓	✗
社会保险税	包括社会安全税和医疗保险税，通常以工资的自动扣除来征收，旨在为老年人、残疾人和其他社会保障项目提供资金	✓	✗	✗
资本利得税	对资产（如股票和房地产）出售所得的利润征税	✓	✗	✗
遗产和赠与税	对个人从遗产中获得的财产或生前接受的大额赠与征税	✓	✓	✗
销售税	对商品和部分服务的销售征收税，联邦政府仅对烟酒等特殊货物征税（excise tax），狭义销售税（sales tax）由州及地方政府征收	✗	✓	✓
房产税	基于房地产（包括住宅、商业地产和土地）的估值，主要由地方政府征收	✗	✓	✓

资料来源：美国政府官网，东海证券研究所

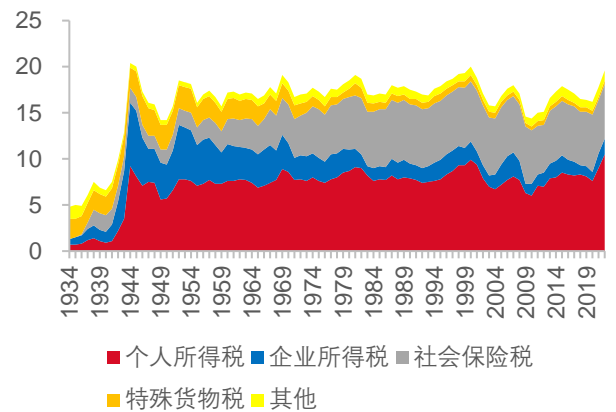
美国每年的税收中，约有一半归属于联邦政府，剩下的一半由州政府和地方政府约按六四开的比例划分。20 世纪初，联邦与地方政府之间的税收持平。1900 年联邦政府的收入在 GDP 中仅占 3.2%，州级收入占 GDP 的 0.8%，而地方收入占 GDP 的 3.7%。1913 年联邦所得税法案通过后，联邦政府的收入在第一次世界大战期间迅速增长，1921 年达到 GDP 的 8.3%，占当时各级政府总收入的 57%。二战期间，联邦政府的收入急剧增加，此后维持在 GDP 的 15%-20% 之间。近年来，州政府和地方政府税收收入有所增加，在 2022 年分别达到 GDP 的 9.7%、6.3% 左右。

个人所得税是联邦政府和州政府最主要的税源，而地方政府则主要依赖房地产税作为其税收收入的来源。20 世纪初，联邦政府的收入来源于进口关税，而州和地方政府收入则来自于财产税。随着 1913 年联邦所得税法案的通过，所得税占比开始增加。二战期间，个人和企业所得税收入飙升至美国 GDP 的 15% 以上，但之后有所回落，稳定在 GDP 的 9% 到 12% 之间。1935 年社会保障法案实施后，联邦政府对于社会保险税的依赖加深，社会保险税收入维持在 GDP 的 5% 到 7% 之间，为联邦政府收入中第二重要的税种。

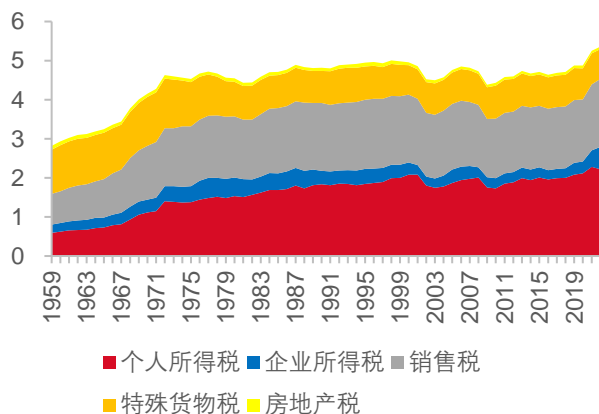
目前，个人所得税是联邦政府最大的收入来源，2022 年占其整体税收的 53%。州政府的税收主要来源于个人所得税和销售税，州个人所得税的占比近年来有所增长。地方政府主要依靠房地产税，税收来源最为单一。

图13 美国各级政府税收，占 GDP 百分比，%


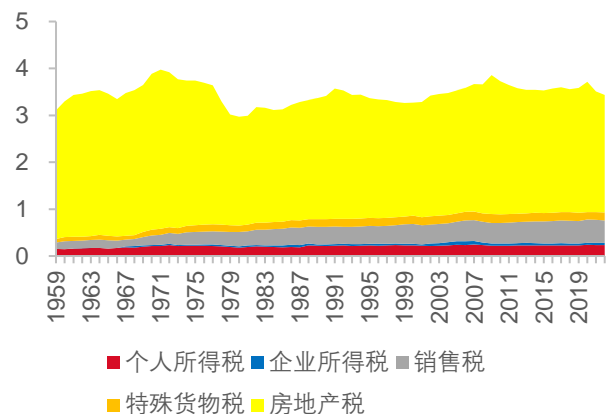
资料来源：BEA，东海证券研究所

图14 联邦政府税收结构，占 GDP 百分比，%


资料来源：BEA，东海证券研究所

图15 州政府税收结构，占 GDP 百分比，%


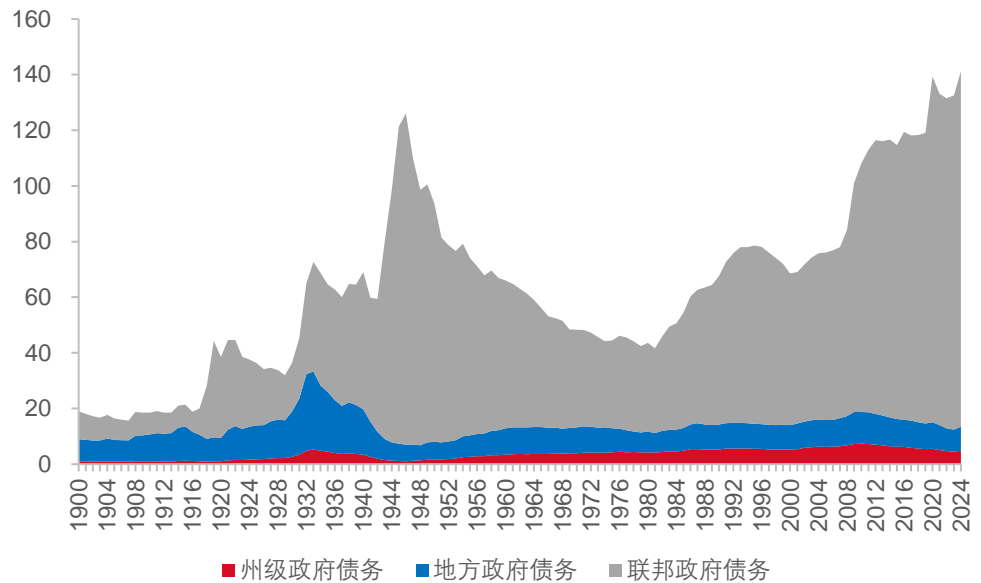
资料来源：BEA，东海证券研究所

图16 地方政府税收结构，占 GDP 百分比，%


资料来源：BEA，东海证券研究所

联邦政府承担了大部分的美国政府债务。美国首任财政部长亚历山大·汉密尔顿于 1790 年代设立联邦债务用以偿还革命战争债务。20 世纪初，美国政府仅在战时才会增加债务，政府债占 GDP 的比例不到 20%，平均分配给联邦和地方政府，州政府债务微乎其微。然而，从 1913 年联邦所得税的引入开始，尤其是在大萧条和第二次世界大战期间，联邦债务激增，美国政府债务结构出现了根本性变化。战后的几届政府致力于减少赤字，联邦债务在短期内有所下降，但随着冷战、恐怖主义战争、2008 年金融危机和 COVID-19 疫情等事件的发生，联邦政府债务水平又开始不断攀升。到了 21 世纪初，联邦、州和地方的总债务已经超过 GDP 的 130%。2023 年，联邦政府承担了 91% 的政府总债务，州承担约 3%，地方政府承担 6%。

图17 美国各级政府债务结构，占 GDP 百分比，%



资料来源：BEA, CBO, 东海证券研究所

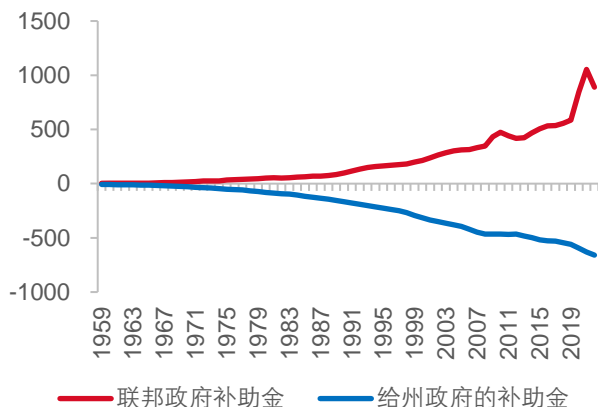
4.3. 转移支付

美国政府间的转移支付是单向流动的，即从联邦政府流向州和地方政府，而没有下级政府对上级政府的逆向转移支付。主要形式为通过各种补助金向下级政府提供资金，支持特定项目或领域。这些补助金可以是有条件的，要求接收方满足特定条件或标准，也可以是无条件的。

政府间转移支付是美国州和地方政府收入的重要组成部分。2022 财年，联邦对州的转移支付占到美国州政府总收入的 35%左右，联邦和州的转移支付占地方政府总收入的 40%左右。减去对地方政府的转移收入，州政府留存了其当年收到的联邦政府转移支付的 26%。2023 财年，联邦政府向州和地方政府转移收入支出共 9445 亿美元，占当年联邦财政总支出的 15%左右。

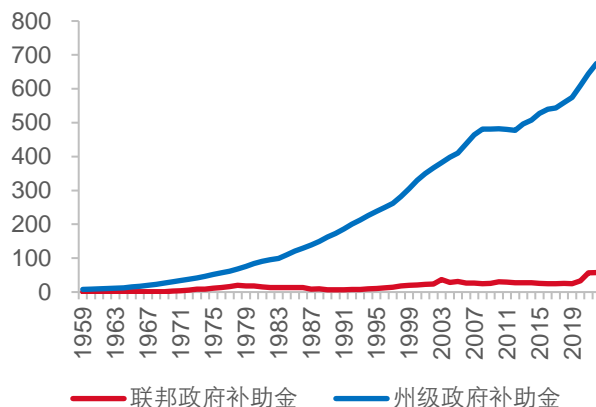
高透明度和目标指向性是美国转移支付制度的特点。美国的转移支付通常针对特定的公共服务和项目，如教育、医疗健康和基础设施建设，且补助金的使用往往伴随着明确的指标和要求，确保资金被有效且有目的地使用。此外，美国各级政府财政信息的公开度较高，公众可以轻松获取有关财政补助和支出的详细信息，有利于社会监督。

图18 州级政府转移支付收支，十亿美元



资料来源：BEA，东海证券研究所

图19 地方政府转移支付收支，十亿美元



资料来源：BEA，东海证券研究所

总体而言，美国中央与地方政府的财政关系具有全面的法律基础作为规范。事权按照受益范围划分，财权基于宪法的规定在各级政府之间分配。联邦政府承担了 65% 的开支，并占有约 50% 的税收。自下而上的转移支付制度作为美国税收分配制度的补充，能够推动全国性财政政策的有效落地。

5. 总结：美国财政体系的演变趋势

一是在财政思想层面，美国财政政策重新走向凯恩斯主义，但在实践层面，美国财政政策不具备凯恩斯主义理论的对称性。在新冠疫情后，美联储再次独自承担起抑制通胀的职责，而财政出于政治的需要仍在试图扩张，展现出一定的顺周期性。

二是在财政决策的灵活性下降。美国财政预算中，自由裁量性支出的比重逐年下降，而强制性支出由于受到社会福利需求和利息支出上升的推动，比重逐年上升。另外，因为美国的财政政策需要由行政部门和立法部门共同制定，程序较为复杂，在 2024 年这样的选举年，财政政策制定和执行的延迟可能难以避免。

三是在央地关系上，美国的财政权力逐渐向联邦政府倾斜。20 世纪初，美国中央与地方政府的财政收入与支出几乎相等，州级政府的财政权力甚至一度高于联邦政府。两次世界大战大幅增加了联邦政府的财权与事权。2008 年后，随着美国财政再次向凯恩斯主义靠拢，全国性财政政策的重要程度加深，州和地方政府的财政支出增长几乎停滞，财政刺激主要通过联邦政府实行。目前，联邦政府约能分配到五成的税收，承担全国约六成的财政支出。

四是财政支出规模逐步放大，而财政收入相对不足，导致政府债务不断增加。2023 财年，美国政府实际收入 4.4 万亿美元，支出 6.1 万亿美元，赤字达 1.7 万亿美元，占当年 GDP 的 6.3%，较 2022 年增加 3200 亿美元。未来，美国财政是会在财政赤字货币化的道路上一去不返，还是回归 1984 年至 2008 年以削减赤字为最高目标的自律模式？我们仍需等待历史的演绎。

6.风险提示

财政赤字和债务水平: 美国政府的财政赤字和公共债务水平持续增加可能对经济稳定构成风险。高债务水平限制了政府的财政灵活性,增加了未来税收负担,并可能导致利率上升、投资减少和经济增长放缓。

政治分歧对财政政策的影响: 美国政治体系内部的分歧可能导致财政政策的不确定性,影响政府间转移支付的效率和效果。政治僵局,如债务上限争议和预算批准延迟,可能引发市场波动,影响政府信用评级,增加财政成本。

社会保障和医疗保险制度的可持续性: 随着人口老龄化,社会保障和医疗保险 (Medicare) 等项目的支出预计将显著增加,对财政体系构成长期压力。如果不进行改革,这些项目的支出增长可能会挤压其他政府支出,增加债务负担,对经济健康和财政稳定构成挑战。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089