



研究所

分析师:黄子崑
SAC 登记编号:S1340523090002
Email:huangziyin@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《6月经济高频数据中性偏弱，货币政策维持稳健》 - 2024.06.24

宏观观点

美国宽财政有望延续

● 核心观点

上周美国国会预算办公室 (Congressional Budget Office, CBO) 发布了最新的未来 10 年财政预算与经济展望。根据 CBO 的预测, 2024 财年的联邦预算赤字将达到 1.9 万亿美元。经过调整以排除付款时间变化的影响后, 赤字在 2024 年将达到 2.0 万亿美元, 到 2034 年将增长到 2.8 万亿美元。2024 年赤字将达到 GDP 的 7.0%。到 2034 年, 赤字相当于 GDP 的 6.9%, 远高于过去 50 年平均的赤字水平 3.7%。

本次发布的预测中, 2024 年的赤字比 2 月发布的上一版高出 0.4 万亿美元 (27%), 预计 2025-2034 年期间的累计赤字总额将达到 22.1 万亿美元, 比先前的预测高出 2.1 万亿美元 (10%)。赤字上调的最主要原因是纳入了近期颁布的法案, 主要是为乌克兰、以色列和印度-太平洋地区国家提供 950 亿美元的援助。到 2034 年, 非强制性支出部分将增加 0.9 万亿美元。

根据 CBO 的分类预测, 美国财政总支出占 GDP 之比将稳步增长, 其中, 社保和医保支出的上升增加了强制性支出, 非强制性支出占 GDP 的比例降至历史低点, 利率上升和债务增加导致利息净支出增加。从 2025 年开始, 利息成本相对于 GDP 的比例将超过自 1940 年有数据以来的任何时候, 并且超过了国防和非国防项目的支出。CBO 预测, 美国财政总收入占 GDP 之比预计将保持平稳, 收支缺口将持续扩大。

截至 2024 年 5 月, 美国财政赤字与 2023 财年同期基本持平。下半年随着法案落地执行, 美国财政仍有发力空间。考虑到货币市场基金持续流入下, 美债短端的需求持续强劲, 预计短期内财政部主要还是通过增加短期国债发行量来满足赤字增加的需求。但财政是一个慢变量, 美国两党竞争的政治机制下, 政府更有动力去扩张而非收缩财政, 长期来看仍会推升长债的发行, 尤其是当前短债占总发行的比例已经高于财政部借款咨询委员会 (TBAC) 建议的 15-20% 区间。建议关注 8 月最新的财政部再融资计划中会否对后续国债发行进行调整, 警惕出现类似去年三季度的美债供给冲击。本周即将举行美国大选总统候选人第一次辩论, 届时可以关注拜登和特朗普对财政问题的表态。

总而言之, CBO 的展望只是一项预测, 短期可能不会给市场带来太大的冲击, 但如果美国的财政问题始终得不到有效解决, 长期将利空长端美债, 而短端由于来自银行的需求支撑, 加上降息时间点临近, 短债或易涨难跌。看好做陡曲线的美债策略仍有盈利空间。

● 风险提示:

美国长期国债拍卖超预期强劲; 美国政府人事变动导致宽财政不及预期。

目录

1 美国国会预算办公室上调赤字预期	4
2 支出：利息支出上升，非强制性支出占比降至历史低点.....	6
3 收入：保持平稳.....	6
4 影响：下半年美国财政仍有发力空间	8
5 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国国会预算办公室预测的财政赤字占 GDP 之比	4
图表 2: 美国财政预算展望 (按财年)	5
图表 3: 美国公众持有的联邦政府债务占 GDP 的比重	5
图表 4: 美国各类财政支出占 GDP 的比重	6
图表 5: 美国各类财政收入占 GDP 的比重	7
图表 6: 美国财政总收入和总支出占 GDP 之比 (%)	7
图表 7: 美国 2024 财年赤字与去年同期基本持平 (亿美元)	8

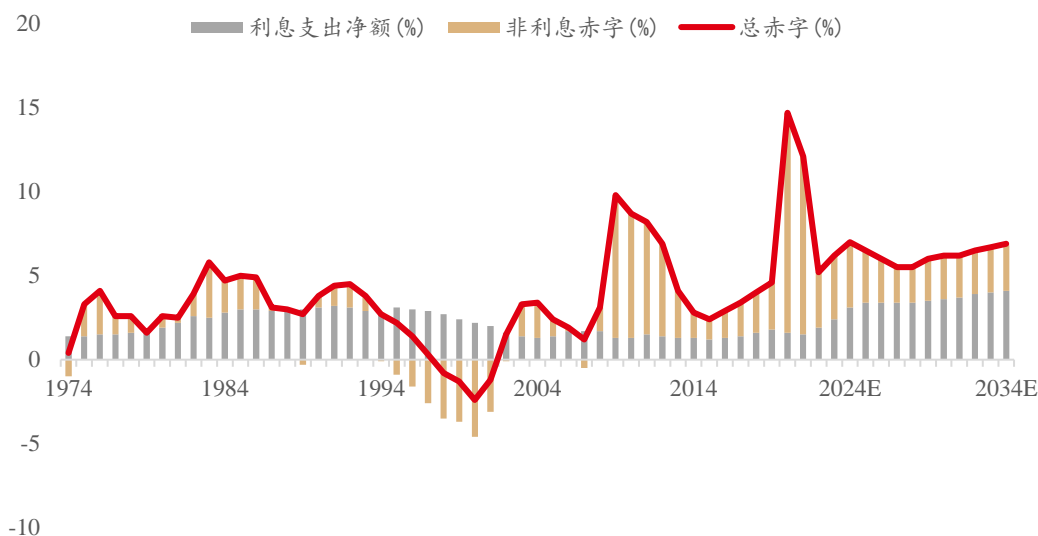
1 美国国会预算办公室上调赤字预期

上周美国国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）发布了最新的未来 10 年财政预算与经济展望。根据 CBO 的预测，2024 财年的联邦预算赤字将达到 1.9 万亿美元。由于 10 月 1 日是财年的第一天，如果恰逢周末，政府通常会将一些月度付款提前到 9 月底支付，因此将转移到上一个财政年度。经过调整以排除这些付款时间变化的影响后，赤字在 2024 年将达到 2.0 万亿美元，到 2034 年将增长到 2.8 万亿美元。经过调整后，2024 年赤字将达到 GDP 的 7.0%，2025 年相当于 GDP 的 6.5%。到 2027 年，由于收入增长速度快于支出，赤字将下降到 GDP 的 5.5%。此后，支出通常比收入增长得更快。到 2034 年，赤字相当于 GDP 的 6.9%，远高于过去 50 年平均的赤字水平 3.7%。

最新的预测中，2024 年的赤字比 2 月发布的上一版高出 0.4 万亿美元，上调幅度达 27%。预计 2025-2034 年期间的累计赤字总额将达到 22.1 万亿美元，比先前的预测高出 2.1 万亿美元（10%）。

赤字上调的最主要原因是纳入了近期颁布的法案，主要是为乌克兰、以色列和印度-太平洋地区国家提供 950 亿美元的援助。这笔资金在 CBO 的预测中将在未来几年继续提供（经通胀调整），到 2034 年，非强制性支出部分将增加 0.9 万亿美元。

图表1：美国国会预算办公室预测的财政赤字占 GDP 之比



资料来源：美国国会预算办公室，中邮证券研究所

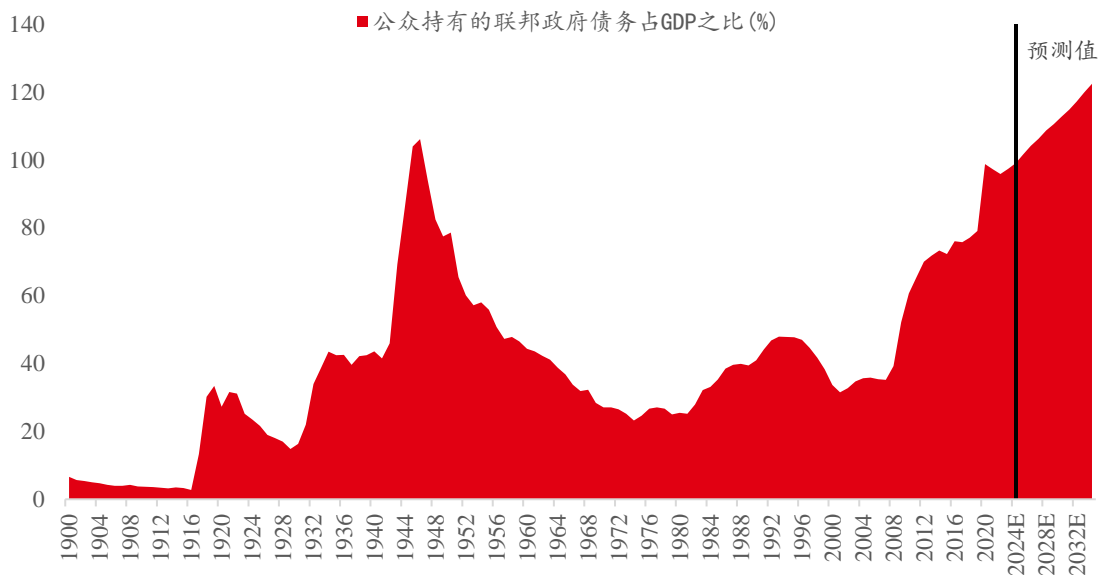
图表2：美国财政预算展望（按财年）

	占GDP的比重(%)				十亿美元				
	平均 1974-2023	实际 2023	2024	预测 2025	2034	实际 2023	2024	预测 2025	2034
收入	17.3	16.5	17.2	17	18	4,441	4,890	5,038	7,459
个人所得税	8.0	8.1	8.6	8.6	9.7	2,176	2,447	2,550	4,021
工资税	6.0	6	5.9	5.8	5.9	1,614	1,678	1,737	2,455
企业所得税	1.8	1.6	1.8	1.6	1.2	420	525	490	507
其他	1.5	0.9	0.8	0.9	1.2	230	239	260	476
支出	21.0	22.7	24.2	23.5	24.9	6,123	6,880	6,975	10,305
强制性支出	11.0	13.9	14.7	13.9	15.3	3,747	4,191	4,127	6,336
社会保障	4.4	5	5.1	5.2	6	1,348	1,452	1,549	2,478
主要医保项目	3.4	5.8	5.8	5.7	6.8	1,556	1,654	1,690	2,821
医疗保健	2.1	3.1	3.2	3.1	4.2	832	903	935	1,735
医疗补助、儿童健康保险计划(CHIP)和市场补贴	1.3	2.7	2.6	2.5	2.6	724	750	755	1,086
其他强制性支出	3.2	3.1	3.8	3	2.5	843	1,086	889	1,037
非强制性支出	8.0	6.4	6.3	6.2	5.5	1,719	1,797	1,832	2,259
国防	4.2	3	3	3	2.8	806	849	905	1,144
非国防	3.7	3.4	3.3	3.1	2.7	913	948	928	1,115
净利息	2.1	2.4	3.1	3.4	4.1	658	892	1,016	1,710
总赤字	-3.7	-6.2	-7	-6.5	-6.9	-1,683	-1,990	-1,938	-2,846
基本赤字(非利息赤字)	-1.6	-3.8	-3.9	-3.1	-2.7	-1,024	-1,098	-922	-1,136
每期期末公众持有的债务	48.3	97.3	99	101.6	122.4	26,236	28,178	30,188	50,664

资料来源：美国国会预算办公室，中邮证券研究所

CBO 还预测在接下来的 10 年，公众持有的债务每年都会增加，从 2024 年占 GDP 的 99% 上升到 2034 年的 122%，处于历史最高水平。

图表3：美国公众持有的联邦政府债务占 GDP 的比重

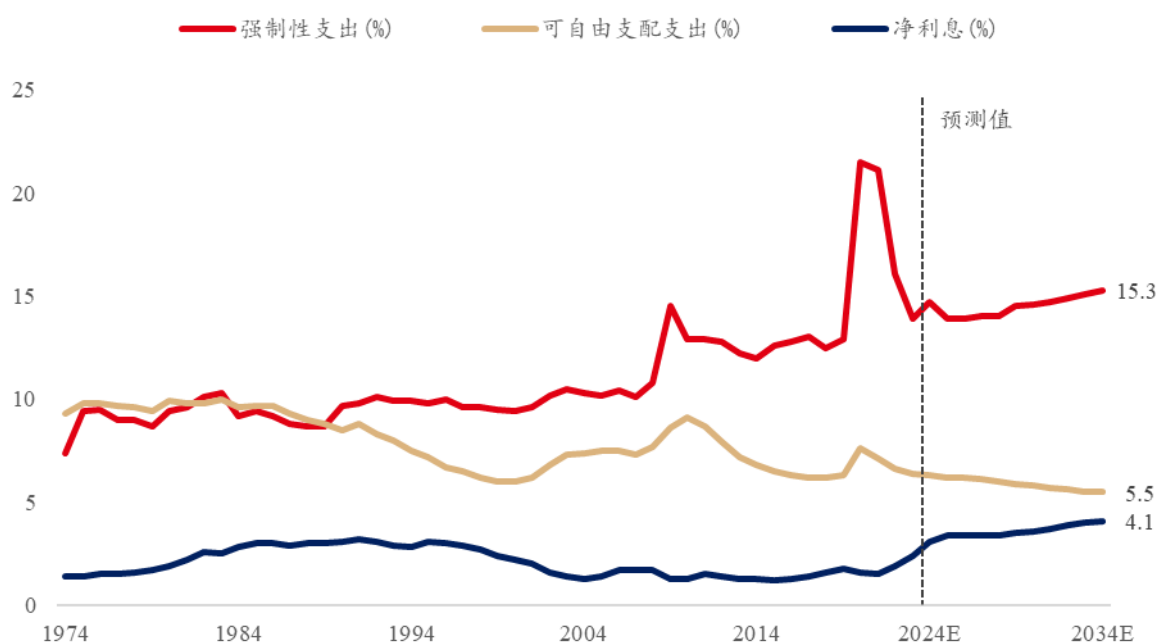


资料来源：美国国会预算办公室，中邮证券研究所

2 支出：利息支出上升，非强制性支出占比降至历史低点

根据 CBO 的分类预测，社保和医保支出的上升增加了强制性支出，非强制性支出占 GDP 的比例降至历史低点，利率上升和债务增加导致利息净支出增加。从 2025 年开始，利息成本相对于 GDP 的比例将超过至少自 1940 年有数据以来的任何时候，并且超过了国防和非国防项目的支出。

图表4：美国各类财政支出占 GDP 的比重

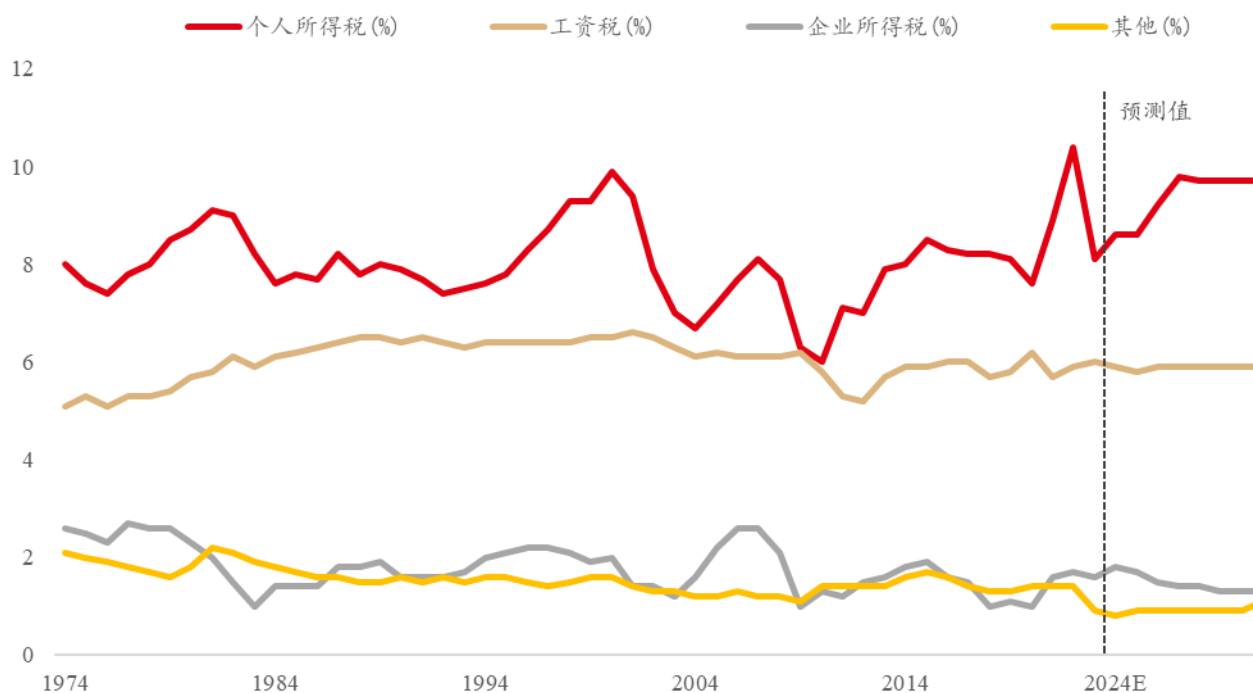


资料来源：美国国会预算办公室，中邮证券研究所

3 收入：保持平稳

2023 年个人所得税收入较 2022 年的历史高点大幅下降，部分原因是资本利得税减少，以及美国国税局推迟了一些纳税期限。根据 CBO 的预测，随着这些延期付款的支付，2024 年的税收收入将会增加。随着一些 2017 年税法条款的到期，2026 年和 2027 年的收入将再次上升。2027 年之后，收入占 GDP 的百分比变化不大。

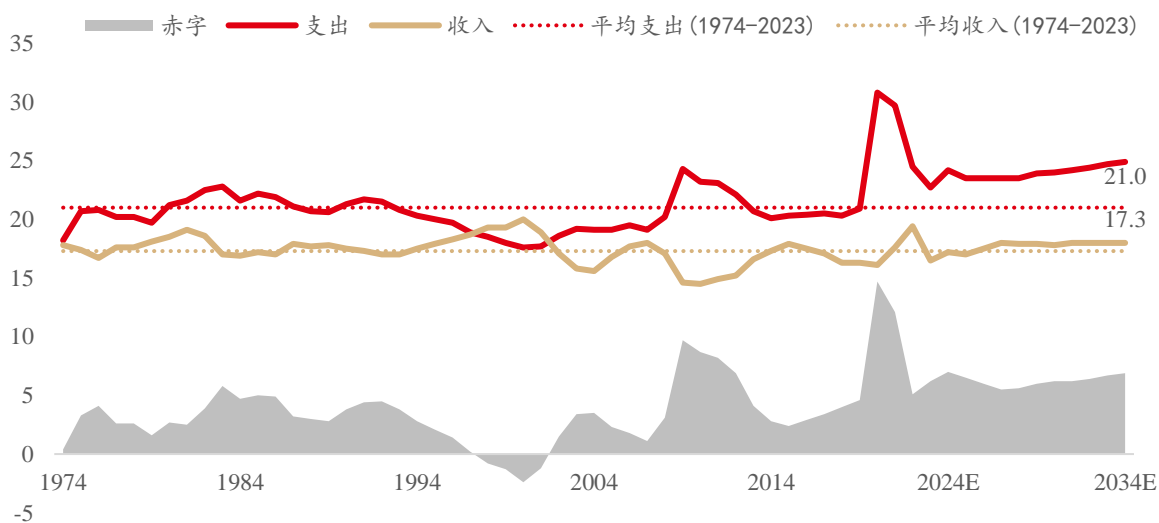
图表5: 美国各类财政收入占 GDP 的比重



资料来源: 美国国会预算办公室, 中邮证券研究所

美国财政总支出占 GDP 之比将缓慢增长, 但总收入占 GDP 之比预计保持平稳, 结果是收支缺口将持续扩大。

图表6: 美国财政总收入和总支出占 GDP 之比 (%)



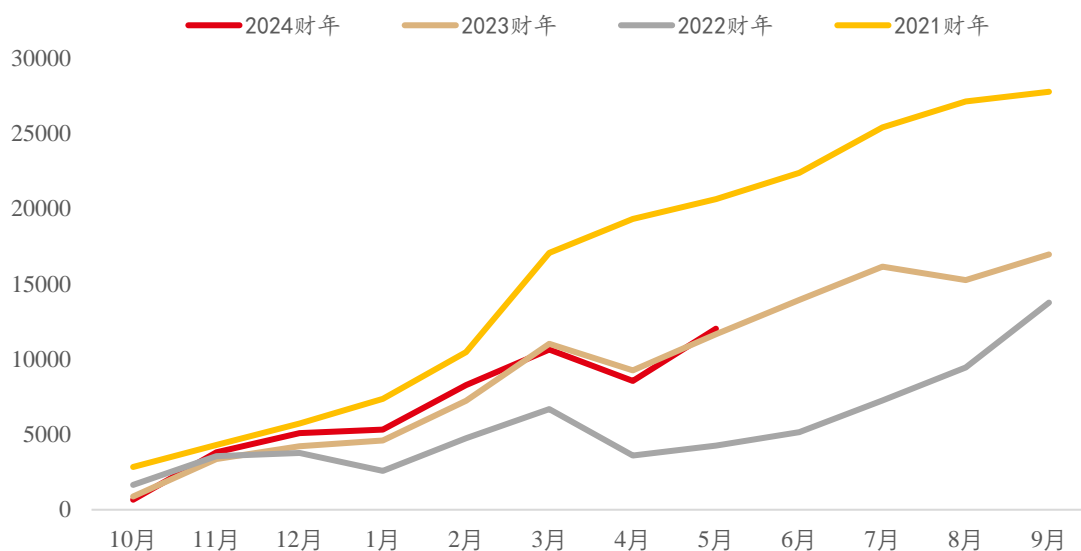
资料来源: 美国国会预算办公室, 中邮证券研究所

4 影响：下半年美国财政仍有发力空间

截至 2024 年 5 月，美国财政赤字与 2023 财年同期基本持平。下半年随着法案落地执行，美国财政仍有发力空间。考虑到货币市场基金持续流入下，美债短端的需求持续强劲，预计短期内财政部主要还是通过增加短期国债发行量来满足赤字增加的需求。但财政是一个慢变量，美国两党竞争的政治机制下，政府更有动力去扩张而非收缩财政，长期来看仍会推升长债的发行，尤其是当前短债占总发行的比例已经高于财政部借款咨询委员会（TBAC）建议的 15-20% 区间。建议关注 8 月最新的财政部再融资计划中会否对后续国债发行进行调整，警惕出现类似去年三季度的美债供给冲击。本周即将举行美国大选总统候选人第一次辩论，届时可以关注拜登和特朗普对财政问题的表态。

总而言之，CBO 的展望只是一项预测，短期可能不会给市场带来太大的冲击，但如果美国的财政问题始终得不到有效解决，长期将利空长端美债，而短端由于来自银行的需求支撑，加上降息时间点临近，短债或易涨难跌。看好做陡曲线的美债策略仍有盈利空间。

图表7：美国 2024 财年赤字与去年同期基本持平（亿美元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5 风险提示

美国长期国债拍卖超预期强劲；美国政府人事变动导致宽财政不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048