

➤ 美国作为全球 GDP 第一大国，财政的“钱袋子”握在国会手中，政府究竟如何收钱和花钱？我们对美国的财政结构进行详细梳理，并对特朗普 2.0 任期财政走向的可能性进行分析。

➤ **美国财政预算的制定和约束：**白宫统领的美国行政体系，其财政支出主要受两大约束：**拨款法案、债务上限。**

➤ **拨款法案：每年由国会制定，对政府开支进行部署，制定流程包括四大步骤：**1) 2 月份，总统提交预算请求，2) 国会制定预算决议：众议院和参议院拨款委员会下设 12 个小组委员会举行听证会，4 月 15 日前投票通过“预算决议”，作为内部指导文件。3) 国会通过拨款法案 (Appropriations Bills)：拨款委员会制定“拨款法案”，提交众议院和参议院投票。4) 总统签字生效：10 月 1 日新财年开启前，两院通过的最终版“拨款法案”回到总统，签字生效。

➤ **债务上限：国会规定财政部可以借入的总金额。**特朗普一上任，就将面临“财政上限”的警报拉响。预计债务上限的最后期限（即 X-date）可能在 6-8 月。债务上限何去何从，答案最快或在二季度得到确认。**上半年财政部发债受限，财政支出受到掣肘；待债务上限问题在年中解决后，下半年发债以及财政发力的空间或将打开。**

➤ **美国财政收支结构的变迁：**2024 年的美国，又是宽财政的一年。2024 财年（即 2023.10.1-2024.9.30）联邦政府支出 6.8 万亿美元，收入 4.9 万亿美元，财政赤字 1.8 万亿美元，**赤字率进一步上行至 6.4%**，政府债务增长至 35.5 万亿美元，我们从财政的“收”“支”两端，分析当前美国高赤字的来龙去脉。

➤ **财政收入：共有四大来源：**个人所得税（占总财政收入的 49.3%，2024 财政年度数据，下同）、工资税（34.7%）、企业所得税（10.8%）和其他收入。从上世纪 60 年代以来，企业所得税在财政收入中的占比有所下降，个人所得税的比重呈横向波动，而关税占总财政收入的比重基本在 2% 以内。

➤ **财政支出：分经济用途看，**社会保险是占比最大的支出项（占比 21.6%），其次是保健、净利息、医疗保险和国防支出。净利息支出较上一财年大幅增长 33.7%，挤压自由裁量支出。**分政府部门看，**卫生与公众服务部、社保局、财政部、国防部、退伍军人事务部是“花钱”最多的部门，财政部的支出同比大增，主因净利息支出大幅增长；能源部开支大增反映了拜登对新能源项目的支持。

➤ **特朗普 2.0 财政赤字何去何从？收入方面：**如果企业所得税税率减至 15%，短期内可能导致财政收入下滑，但目前来看落地概率不大。特朗普提出通过加征关税来平衡财政收支问题，我们认为难度较大。

➤ **支出方面：**特朗普全新设立“政府效率部”，目标削减 1 万亿美元的政府支出（原目标 2 万亿）、削减约 77% 的联邦机构。**我们参考历史上类似的委员会，**格雷斯委员会、辛普森·鲍尔斯委员会，预计“政府效率部”效果或与历史类似，**即短期内能起到一定削减支出的作用；但难以实现最初目标。**

➤ **预计 2025 年美国赤字率大概率边际下降，或在 6.2%-6.4% 附近，**往后看，特朗普四年任期内将赤字率削减至 3% 难度较大，财政支出结构中，净利息支出的占比将进一步上升，继续对自由裁量支出形成挤压。

➤ **风险提示：**美国财政赤字超预期恶化，美国债务上限问题发酵超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 裴明楠

执业证书：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

相关研究

1. 美国政策前瞻：“新套路”：如果墨西哥也对中国加关税？ -2025/03/03
2. 经济动态跟踪：关税翻倍：政策如何对冲？ -2025/03/02
3. 2025 年 2 月 PMI 数据点评：PMI “龙抬头”的含金量 -2025/03/01
4. 海外市场跟踪：美股在交易“滞胀”吗？ -2025/02/26
5. 美国政策跟踪：关税之上：特朗普的“金融棋局”？ -2025/02/25

目录

1 美国财政预算的制定和约束	3
1.1 联邦政府财政预算如何制定?	3
1.2 何为债务上限, 警报再次拉响?	5
2 美国财政收支结构的变迁	7
2.1 美国财政收入结构	8
2.2 美国财政支出结构	10
3 特朗普 2.0 财政赤字何去何从?	15
3.1 “政府效率部”的历史之鉴.....	15
3.2 特朗普 2.0 的财政前景, 赤字如何降?	19
4 风险提示	21
插图目录	22

美国作为全球 GDP 第一大国，财政的“钱袋子”握在国会手中，由国会制定每年的收与支，授权给白宫和联邦政府机构执行。这一超级大国究竟是如何收钱和花钱？我们详细梳理美国的财政结构，并对特朗普 2.0 任期财政走向的可能性进行分析。

1 美国财政预算的制定和约束

白宫统领的美国行政体系，其财政支出受两大约束——拨款法案、债务上限：

拨款法案在每个财政年度开启前，由国会批准通过、总统签字生效，制定了下一财年各部门的支出预算；**债务上限**是由国会批准的、**联邦政府未偿还债务的总额的最高上限**，一旦触及，则需国会重新批准新的限额。

1.1 联邦政府财政预算如何制定？

美国政府的财政年度开始于 10 月 1 日，例如 2024 财年为 2023 年 10 月 1 日至 2024 年 9 月 30 日；而 2024 财年的预算，要从 2022 年的夏季就开始启动。

预算案的制定从行政部门开始、经由国会、再回到行政部门结束，主要步骤包括：总统提交预算请求、国会听证会、国会通过预算决议、国会通过拨款法案、提交总统签字生效。

图1：美国制定下一财政年度预算的流程

制定新一财政年度的联邦政府预算			
	时间	步骤	具体内容
行政部门流程	前一年7月至当年2月	联邦各机构制定预算	白宫管理和预算办公室（OMB）就资金水平和优先事项向联邦机构提供指导，各政府机构制定其预算提案。OMB对各机构的拟议预算做出最终决定。
	2月第1个星期一	总统向国会提交预算请求	法律要求提交总统在当日之前向国会提交下一财年的 预算请求（budget request） ，但迟到不会受到处罚。总统提交预算请求的时间常推迟。
国会立法程序	2月至春季	国会听证会	国会的拨款委员的12个小组委员会举行 听证会 ，联邦机构官员需出席听证会作证预算请求的合理性。
	4月15日	预算决议 Budget Resolution	听证会后，国会的拨款委员会审查联邦预算请求，制定“ 预算决议 ”，预算决议必须以简单多数票通过两院。它并不会成为法律，而是国会在做出后续决策时遵循的 内部指导文件 。
	4月至6月 7月至9月	拨款法案 Appropriations Bills	根据“预算决议”， 拨款委员会制定“拨款法案” ，提交众议院和参议院进行投票。 众议院和参议院进一步修改“ 拨款法案 ”， 9月30日之前最终通过 ，提交给总统。
行政部门流程	10月1日之前	总统签署生效	新的财政年度开启之前，国会两院投票通过的最终法案，总统签署生效。

资料来源：美国政府官网，民生证券研究院

1) 2月, 总统提交预算请求 (Budget Request): 前一年的7月开始, 政府各机构部门在白宫管理和预算办公室 (OMB) 的指导下, 制定该部门的预算提案, 由 OMB 就各机构拟议的预算做最终决定并交给总统。总统需在2月将“预算请求”提交至国会, “预算请求”详细勾勒出政府的财政理念、经济政策和优先事项, 指出下一财年希望向各项目分配多少资金。

2) 4月, 国会制定预算决议 (Budget Resolution): 众议院和参议院拨款委员会下设12个小组委员会分管不同部门的预算请求; 12个小组将举行听证会, 审查政府机构的预算请求。法律规定4月15日前国会需投票通过一项“预算决议”, 确定财政收支的各项参数, 作为内部指导文件 (不用总统签字成为法律。)

3) 9月底前, 国会通过拨款法案 (Appropriations Bills): 拨款委员会制定“拨款法案”, 提交众议院和参议院投票。两院对拨款法案进行修改, 议员们会在一些重要事项上存在差异, 不断进行协调、重新投票。在新的财政年度开启之前, 两院通过的最终法案将交由总统签署。

4) 总统签字生效: 10月1日新财年开启前, 拨款法案 (Appropriations Bills) 回到总统, 签字生效。

图2: 美国国会拨款委员会的12个小组委员会

12个小组委员会	介绍
农业、农村发展、食品药品监督管理局	食品药品监督管理局; 还包括强制性营养计划、国际粮食援助
商业、司法、科学	包括 NASA、国家科学基金会
国防	包括大部分国防部资金以及用于机密和情报计划的资金; 不包括军事基地建设
能源和水利开发	能源包括核武器; 水指军队工程兵团; 以及内政部的一些项目
金融服务和一般政府	包括国税局、金融监管机构、司法机构、一般服务行政、华盛顿特区政府、白宫
国土安全部	国土安全部的预算
领土及环境	包括环境保护局、农业部的林业局、美国卫生与公众服务部 (HHS) 的卫生服务、史密森学会、肯尼迪中心、国家艺术基金会
劳工、卫生、公共服务、教育	最大的非国防拨款, 包括社会保障管理, 国家劳动关系委员会
立法部门	国会本身的预算、国会图书馆、国会预算办公室、国会研究服务部 (CRS)、美国政府问责局 (GAO)
军事建设和退伍军人事务部	军事基地和住房; 退伍军人事务, 福利、管理和索赔处理等
国家和海外事务	批准国务院对外援助计划
交通、住房和城市发展	批准交通部支出高速公路、航空旅行税和资金; 批准美国住房与城市发展部 (HUD) 的项目

资料来源: 彭博, 民生证券研究院

“拨款法案”制定的是“自由裁量支出”; 而“强制性财政支出”不由国会协商。联邦政府支出分为“强制性支出”和“自由裁量支出”两部分。前者主要包括

社保、医保和医疗补助等福利，以及国家债务利息支付，该类别占联邦预算的约三分之二，由先前法律规定，而不是由年度“拨款法案”制定，如要调整则需通过社保、医保改革相关法案。

5) 必要时，或还有“持续决议” (Continuing Resolution) 程序：如果 12 个委员会的拨款法案中，有至少一个无法按时达成，那么则需要议员们通过一项延长开支的临时短期法案，称为“持续决议” (简称 CR)，来维持政府继续运作，等国会通过全部 12 个小组的预算后，再交由总统签署最终的《拨款法案》。

1.2 何为债务上限，警报再次拉响？

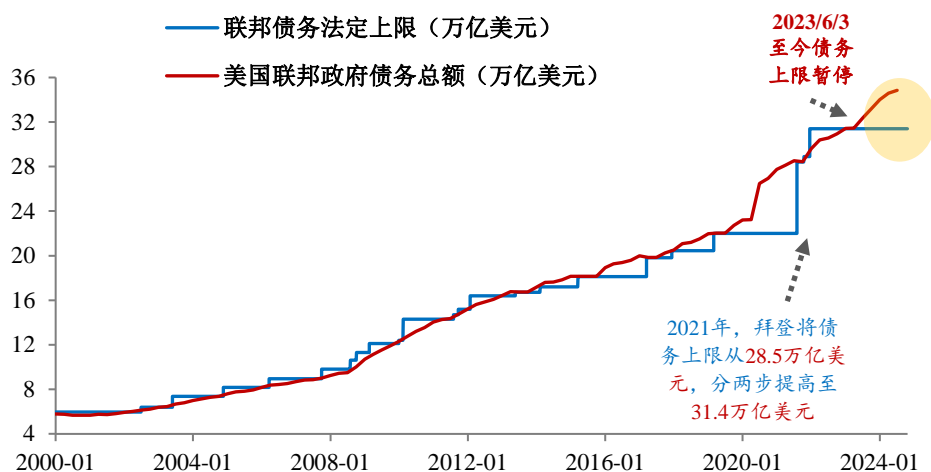
债务上限 (Debt Limit, Debt Ceiling) 是国会对联邦政府可以拥有的未偿还国债的限制，是财政部可以借入的总金额，“债务上限”创立于 1917 年，目的是允许财政部发债时无需国会一次次批准、加快融资效率。随着美国债务规模扩大，国会不断的提高债务上限金额。

最近一次修改债务上限在 2023 年 6 月，当时债务上限为 31.46 万亿美元，国会同意将债务上限暂停至 2025 年 1 月 1 日。**如今债务上限“暂停期”结束，而实际政府债务余额已远超 31.46 万亿美元，国会正在协商制定新的债务上限额度。**

一旦联邦债务触及债务上限，财政部将采用“非常措施” (Extraordinary Measures)，例如赎回投资于政府帐户 (例如公务员退休与残障基金、联邦雇员退休系统等) 的现有资金。但“非常措施”只能在债务触及上限后维持几个月时间。

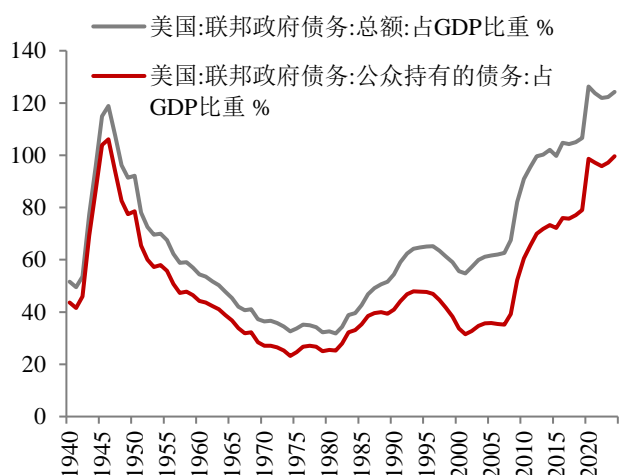
在触及债务上限后、直至“X 日期” (即政府将无法支付账单、发生技术性违约的日期) 真正到来的这几个月里，国会和政府会就修改债务上限的具体条例反复博弈。如果“X 日期”前仍未能达成新的债务上限法案，那么将陷入“政府关门”，直至达成协议为止。

图3：美国“债务上限”问题迫在眉睫



资料来源：ifind, fred, 民生证券研究院

图4：美国联邦政府债务余额/GDP 占比



资料来源：ifind, 民生证券研究院

图5：美国财政部一般账户余额（十亿美元）



资料来源：ifind, 民生证券研究院

特朗普一上任，就面临“财政上限”的警报拉响，债务上限或是上半年美债市场的关键变量之一。美国众议院共和党公布预算提案文本，建议把债务上限提高4万亿美元。截至当地时间2月14日，美国财政部已将债务上限“非常措施”消耗掉超过70%。

保守派智库经济政策创新中心预计债务上限的最后期限可能在6月16日（即X-date）。**债务上限何去何从，答案或在二季度得到确认。**在此之前，财政部发债受限，财政支出受掣肘时，特朗普政府几乎无法推出“烧钱”的政策；债务上限落地后，下半年发债以及财政发力的空间就将打开。

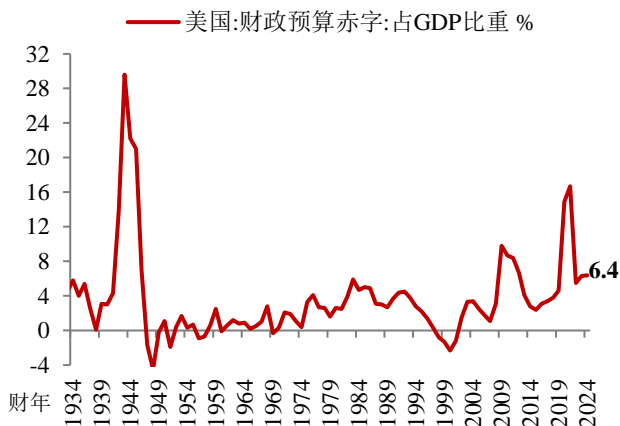
2 美国财政收支结构的变迁

2024 年美国又是宽财政的一年。1) 赤字率进一步上行至 6.4%。2024 财年（即 2023.10.1-2024.9.30）联邦政府支出 6.8 万亿美元，收入 4.9 万亿美元，财政赤字 1.8 万亿美元，赤字率进一步上行至 6.4%。

2) 政府债务增长至 35.5 万亿美元。截至 2024 财年末，联邦政府总债务为 35.5 万亿美元，占 GDP 比重 120.7%，较上一财年提高 2.1 个百分点。仅 2024 财年一年就增长 2.3 万亿美元的债务。

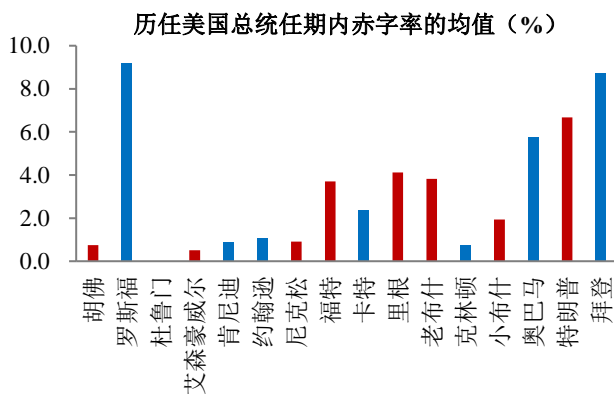
我们从财政的“收”“支”两端，分析当前美国高赤字的来龙去脉。

图6：美国财政赤字率



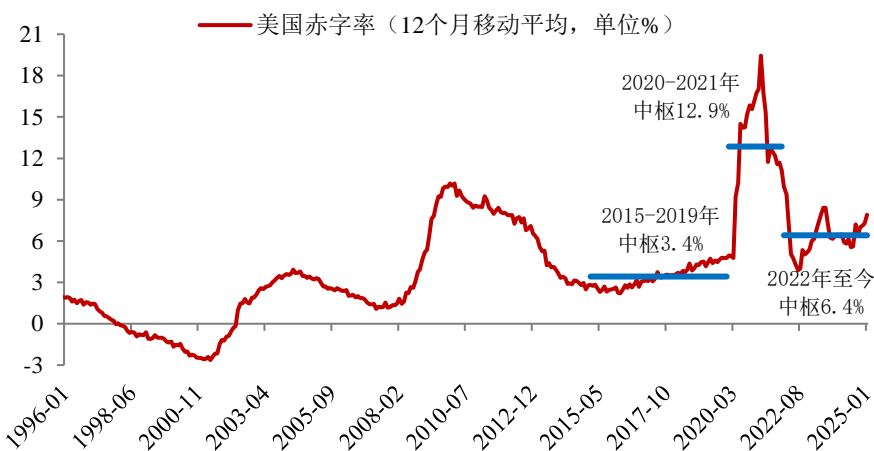
资料来源：CBO，民生证券研究院（财政年度为截至当年9月30日的12个月，例如，FY2024财年指2023.10.1至2024.9.30）

图7：特朗普和拜登创二战以来总统任期赤字率新高



资料来源：ifind，CBO，民生证券研究院（蓝色为民主党总统，红色为共和党总统）

图8：美国赤字率中枢高于疫情之前



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.1 美国财政收入结构

美国财政收入共有四大来源：个人所得税、工资税、企业所得税、其他收入。

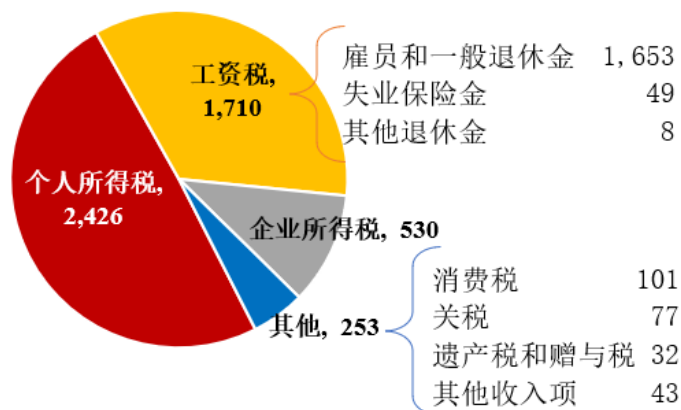
2024 财年美国财政收入 4.92 万亿美元，较 2023 财年增长 10.8%。

个人和企业所得税 (Income Tax)，分别占总财政收入的 49.3%、10.8% (2024 财年，下同)。这两项收入的增长，一是看个人收入状况和企业盈利，二是看税法规定的累进税率是否调整，三是看当年是否有额外的税收优惠。

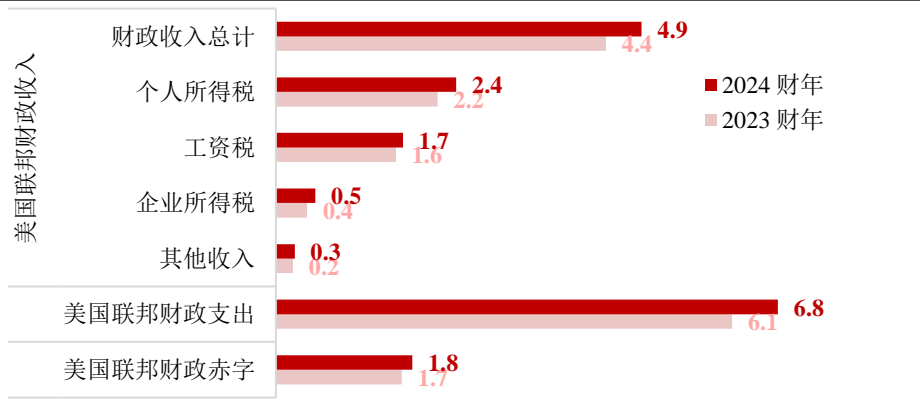
工资税 (Payroll Tax)，占总财政收入的 34.7%。工资税由雇主从雇员工资中自动扣缴，用于资助各种社会保险计划（主要用于支持社保和医保，为退休人员、残疾人员等提供福利）。其组成中，最大的一项来源为“雇员和一般退休金”，占总财政收入的 33.6%，其次是失业保险金，占总收入的 1.0%。

其他税收来源，包括消费税（占比 2.1%）、关税（占比 1.6%）、遗产税和赠与税（占比 0.9%）等。

图9：2024 财年美国财政收入结构（单位：十亿美元）



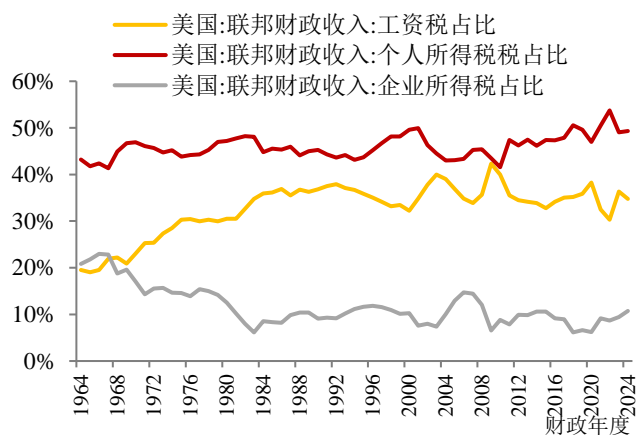
资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图10: FY2024 美国财政收支和赤字情况 (单位: 万亿美元)


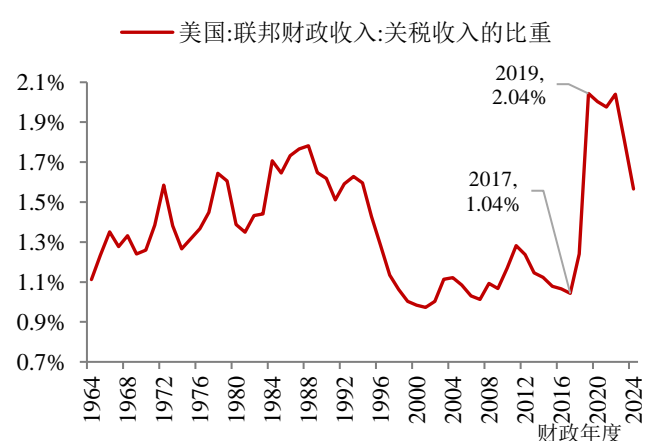
资料来源: CBO, 民生证券研究院 (FY2024 财年指 2023.10.1 至 2024.9.30)

纵向对比, 从 60 年代以来, 企业所得税在财政收入结构中的占比趋势下降, 而个人所得税的比重呈横向波动。虽然个人所得税、企业所得税都经历了约翰逊大减税, 里根大减税以及特朗普减税, 而从结果上看, **减税没有削减个税的总收入, 但对企业所得税总收入的影响较大。**

1960 年代以来, 关税占总财政收入的比重持续在 2% 以内, 尤其 2000 年代开始降至 1% 附近。2018-19 年特朗普关税事件, 仅令关税在总财收中的占比提升了 1 个百分点。特朗普在竞选活动中提出, 通过加征关税来平衡财政收支问题, 我们认为难度较大。

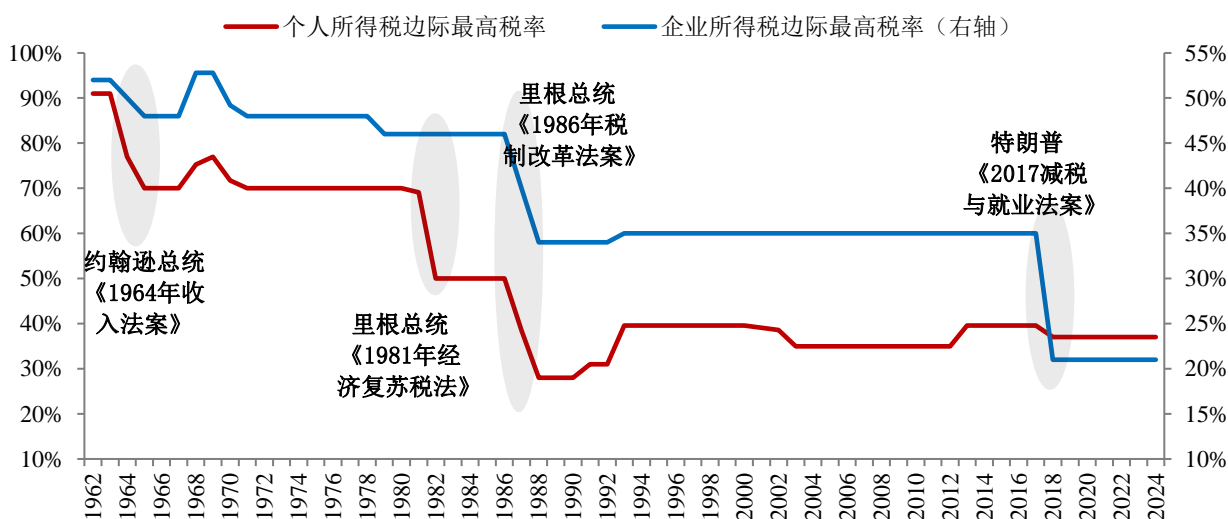
图11: 美国三大财政收入占总收入的比重


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 关税占美国财政总收入的比重


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图13：1960年代以来，美国个人和企业所得税最高边际税率的变化



资料来源：Tax Policy Center，民生证券研究院

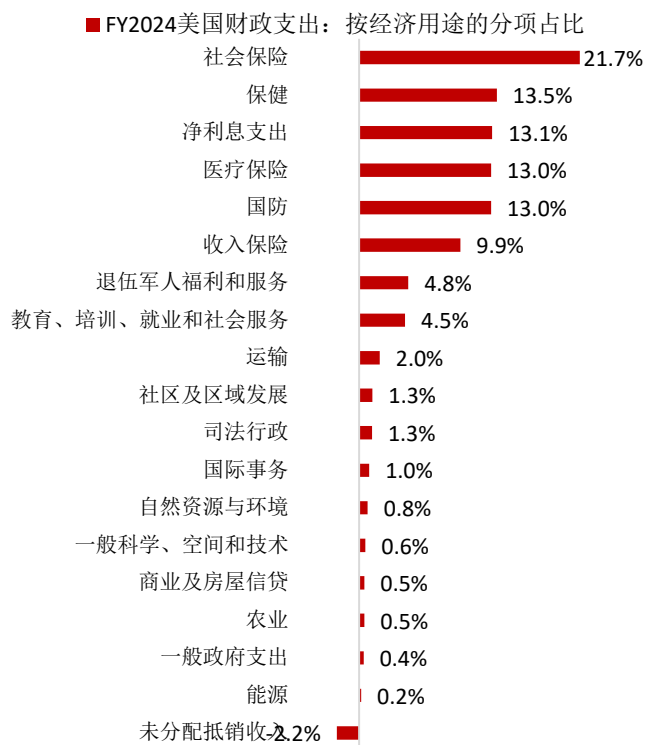
2.2 美国财政支出结构

2024 财年美国政府支出 6.8 万亿美元，钱花在哪儿了？

分经济用途看，社会保险仍是占比最大的支出（占比 21.6%），其次是保健、净利息支出、医疗保险和国防。净利息支出较上一财年大幅增长 33.7%，挤压了其他自由裁量支出项目。与 2021 财年（疫情期间）相比，就业市场健康，当前收入保险支出显著回落。

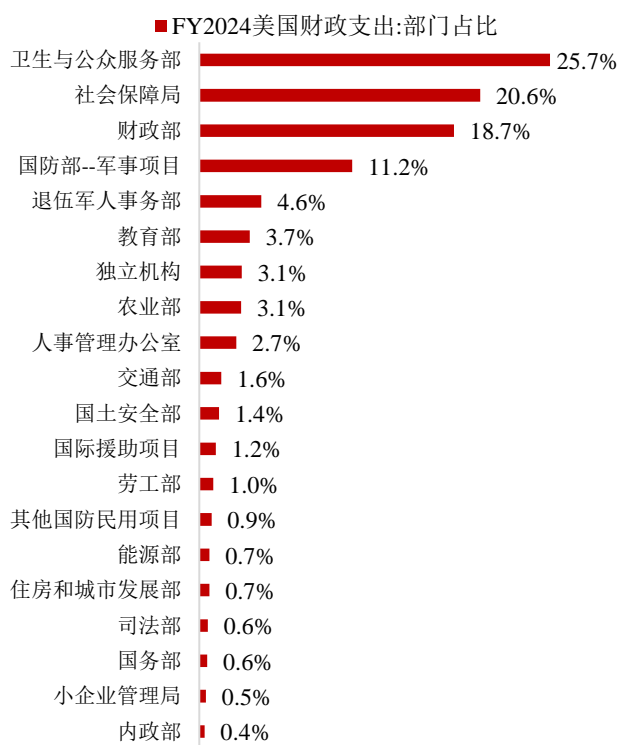
分政府部门看，卫生与公众服务部、社保局、财政部、国防部、退伍军人事务部是“花钱”最多的部门，财政部的支出同比增长 18.3%，主因净利息支出的大幅增长；能源部的开支大幅增长 31.6%，反映了拜登对新能源项目的支持。

图14：2024 财年美国财政支出：按经济用途分类（单位：%）



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图15：2024 财年美国财政支出占比：按部门分类（单位：%）

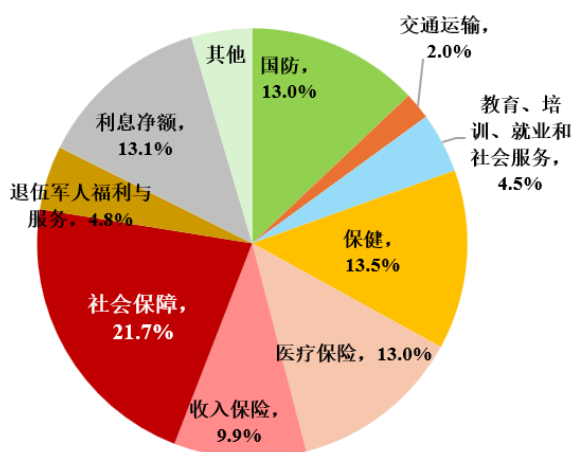


资料来源：美国财政部，民生证券研究院

注：这里列出财政支出最高的 20 个部门

图16：2024 财年美国财政支出结构：按经济用途分类

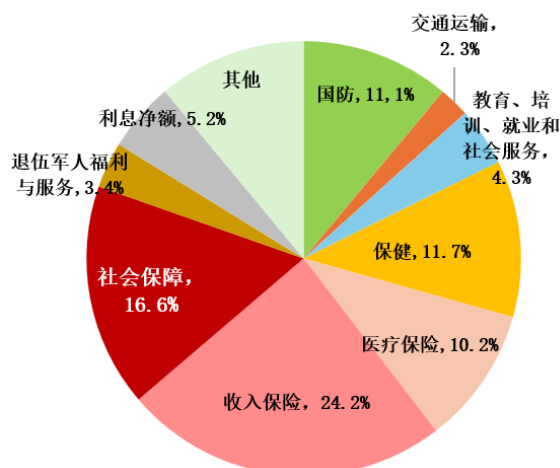
2024财年（2023年10月至2024年9月）



资料来源：美国财政部，民生证券研究院

图17：2021 财年美国财政支出结构：按经济用途分类

2021财年（2020年10月至2021年9月）



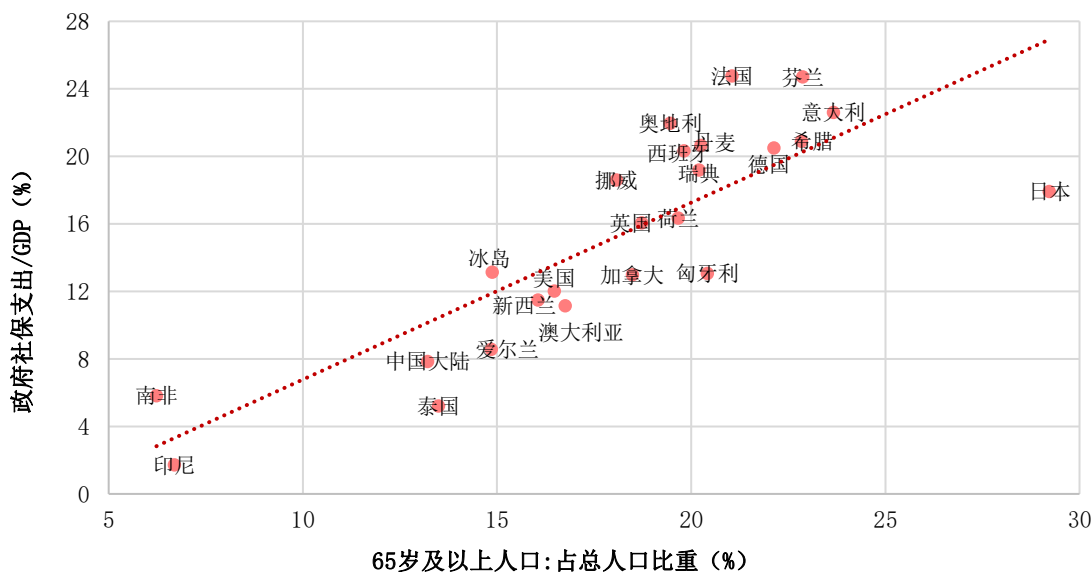
资料来源：美国财政部，彭博，民生证券研究院

总的来说，财政支出分为两大类：

第一类是强制性支出 (Mandatory)，约占联邦政府支出的 73%。

强制性支出包括医疗保险、医疗补助、社会保障、净利息支出、退休军人和联邦雇员工资等。其中，社保和医保支出与人口结构密切相关，随着美国人口老年化，社保支出/GDP 比重趋于上升。在发达国家中，美国的老年化程度相对较低，因此社保支出/GDP 比重也比欧洲国家更低。

图18：老龄化程度和政府社保支出呈正相关关系（2021 年数据）

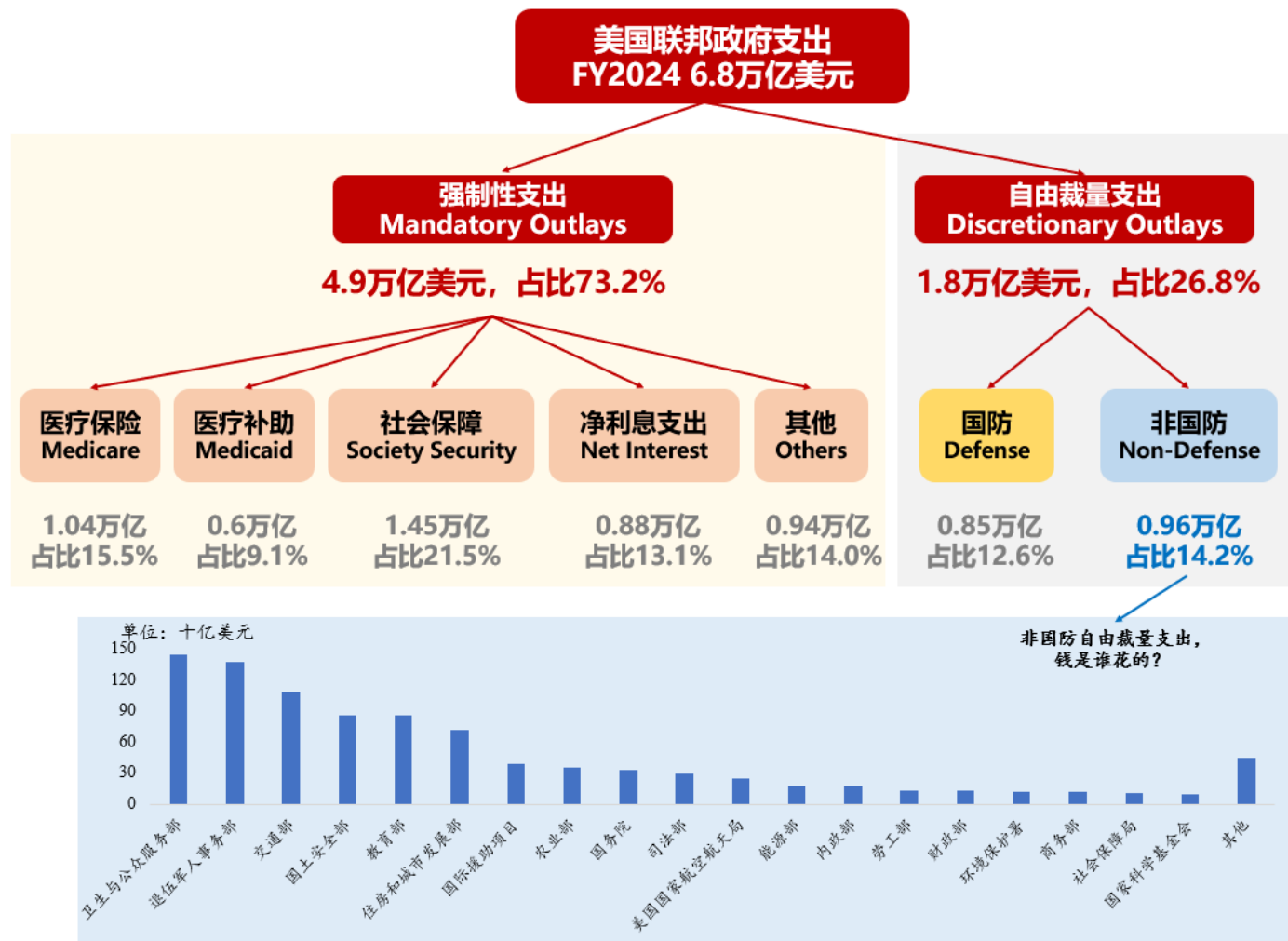


资料来源：IMF，民生证券研究院

第二类是自由裁量支出 (Discretionary)，约占联邦政府支出的 27%。

自由裁量支出分国防、非国防两小类，分别占比约 47%、53%。预计特朗普-马斯克的“政府效率部”削减支出的目标以自由裁量支出为主，例如，国防支持、自然资源和环境支出、教育和培训支出、社区发展支出等。

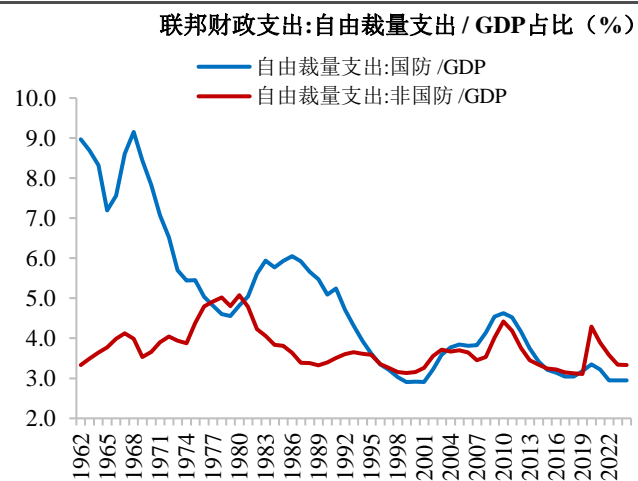
图19：2024 财政美国财政支出的情况



资料来源: CBO, 民生证券研究院

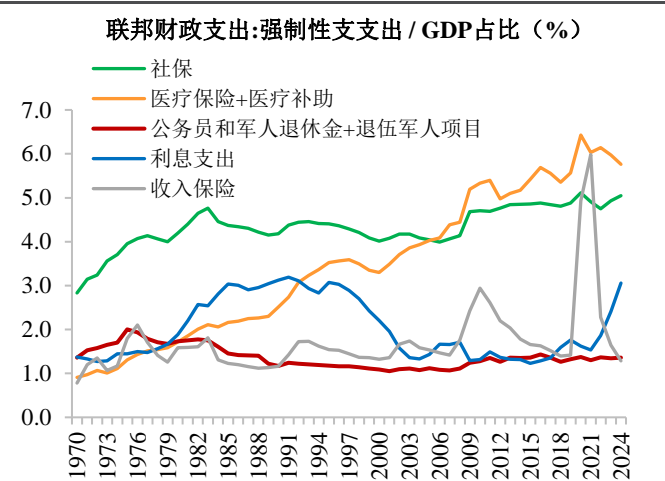
从历史趋势上看, 强制性支出不断增长, 挤压自由裁量支出的空间。从1962财年至2024财年, 自由裁量支出占总财政支出比重从67.5%大幅降至26.3%; 强制性支出从32.5%升至73.7%; 其中, 社保医保和医疗补助的比重从13.1%升至45.6%。

图20: 联邦财政支出:自由裁量支出 / GDP



资料来源: CBO, 民生证券研究院

图21: 联邦财政支出:强制性支出 / GDP



资料来源: CBO, 民生证券研究院

3 特朗普 2.0 财政赤字何去何从？

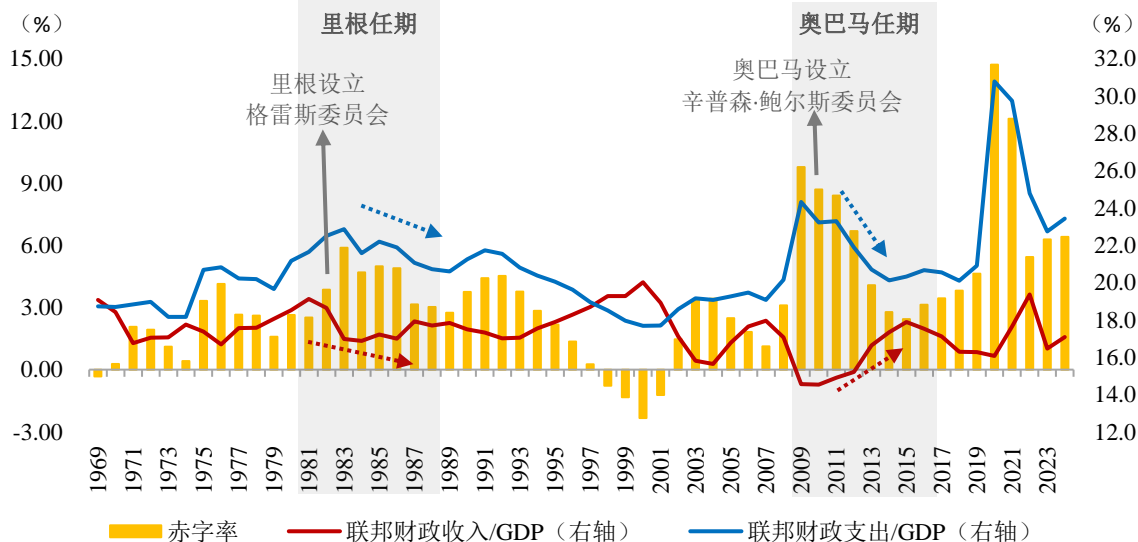
新任财政部长贝森特致力于在延续减税的同时削减赤字，2028 年赤字降至 3%，不到当前水平的一半。为此，特朗普还专门成立了全新的“政府效率部(DOGE)”帮助减支。3%赤字率的目标可行性如何？未来四年真的会转向紧财政吗？

3.1 “政府效率部”的历史之鉴

特朗普全新设立“政府效率部 (DOGE)”，任命马斯克为负责人。成立最初，马斯克夸下“海口”目标削减 2 万亿美元的政府支出、把现有约 428 个联邦机构裁撤至 99 个（即削减约 77%）。而 2025 年 1 月 8 日马斯克又改口表示，削减 2 万亿美元联邦支出的目标可能无法实现，改成目标砍掉 1 万亿开支。

“政府效率部”如何运作？或许可以从历史中寻找线索。里根和奥巴马也曾设立过类似的临时性的、为政府制订“瘦身”方案的委员会：格雷斯委员会、辛普森·鲍尔斯委员会。

图22：美国联邦政府财政收入、财政支出和赤字占 GDP 比重



资料来源：CBO，民生证券研究院

1982年6月里根设立“格雷斯委员会”，以消除联邦政府的浪费和低效。与“政府效率部”类似，委员会牵头人格雷斯和其他 160 名执委均来自于业界。1984 年 1 月，委员会发布报告提出 2478 项建议，3 年内节省 4240 亿美元，到 2000 年累计节省 10.5 万亿美元。

这份报告受到不少质疑，国会预算办公室（CBO）和总审计局（GAO）审查了其中约 400 项建议（占总节省金额的 90%），指出能节省的资金仅为格雷斯委员会预计值的 1/3。私营企业管理经验能否应用于公共部门也颇受争议。

报告中的部分建议被采纳，但需国会审议的部分落实有限。总的来看，里根总统确实做到“小政府”理念，将联邦政府规模缩减了 5%。在其任期内，推动了减税和减支，财政收入和支出占 GDP 的比例双双下降。

图23：格雷斯委员会 vs 政府效率部

委员会	格雷斯委员会（私营部门成本控制调查）	政府效率部
英文名称	Grace Commission (Private Sector Surveyon Cost Control, PSSCC)	Department of Government Efficiency (DOGE)
设立总统	里根（共和党）	特朗普（共和党）
牵头人	彼得·格雷斯（私营商人）	马斯克（私营商人） 拉马斯瓦米（私营商人，已辞职）
宣布设立	1982年6月	2024年11月
运作经费	完全由私营部门捐款了7600万美元	由私营部门捐款
人员配置	161名执委（均是企业CEO或高管）； 2000多名工作者；没有联邦雇员参与	？
发布报告	1984年1月	？
报告中的计划目标	<ul style="list-style-type: none"> ●提出2,478项建议； ●如果完全落实，3年可节省4,240亿美元； ●如果完全落实，到2000年债务将仅增至2.5万亿美元；否则将增至13万亿美元（即到2000年累计节省10.5万亿美元） 	<ul style="list-style-type: none"> ●削减1万亿的政府支出（原目标2万亿） ●把现有约428个联邦机构裁撤至99个（即削减约77%）（注：尚未发布正式报告，此为特朗普或马斯克的公开表态）
制定措施/提出问题	<ul style="list-style-type: none"> ●公务员和军人的退休金是私营部门的3~6倍，联邦养老金改革可以在3年内节省600多亿美元； ●个人和公司一年少交税超过800亿美元； ●联邦开支挥霍无度；等等 	<ul style="list-style-type: none"> ●要求各联邦机构配合政府效率部确定裁员目标，在3月13日前提交大幅裁员计划 ●联邦机构每发布一项新法规，必须同步废除十项旧法规
实施障碍	仅27%的建议可由总统授权实施，其余73%均需国会采取行动，而当时的众议院掌握在民主党手中	<ul style="list-style-type: none"> ●政府部门裁员计划被质疑合法性 ●“政府效率部”工作人员辞职，包括拉马斯瓦米（联合领导人）辞职

资料来源：CAGW，新华网，新浪财经，民生证券研究院梳理

2010年1月奥巴马设立“辛普森·鲍尔斯委员会”，委员会共18人，负责人辛普森和鲍尔斯均为经验丰富的政客。2010年12月委员会发布报告，目标到2020年减少4万亿美元赤字；到2015年将赤字率降至2.3%；到2014年稳定债务，到2023年将联邦债务占GDP的比例降低到60%，到2035年降低到40%。

按委员会章程的要求，报告需获得18名委员中14名的支持才能获批，但最终只有11张支持票。左翼反对者认为该计划会削减社会福利；右翼反对者则介意提高税率。虽然该报告未被采纳，但给削减赤字留下了重要的指导经验，部分建议体现在了后续的政策中。

图24：辛普森·鲍尔斯委员会 vs 政府效率部

委员会	辛普森·鲍尔斯委员会（全国财政责任和改革委员会）	政府效率部
英文名称	Simpson-Bowles (National Commission on Fiscal Responsibility and Reform)	Department of Government Efficiency (DOGE)
设立总统	奥巴马（民主党）	特朗普（共和党）
牵头人	艾伦·辛普森（共和党参议员） 厄斯金·鲍尔斯（曾任克林顿的白宫幕僚长）	马斯克（私营商人） 拉马斯瓦米（私营商人， 已辞职 ）
宣布设立	2010年2月	2024年11月
运作经费	未详细说明经费问题	由私营部门捐款
人员配置	18人：总统任命6人+参议院两党领袖各从议员中任命3人+ 众议院两党领袖各从议员中任命3人	？
发布报告	2010年12月	？
报告中的计划目标	<ul style="list-style-type: none"> ●到2020年削减近4万亿美元的赤字； ●到2015年赤字率降至2.3%；总税收收入占GDP比重控制在21%；支出占GDP比重降至22%以下； ●到2014年稳定债务，到2023年将债务占GDP的比例降低到60%，到2035年降低到40% 	<ul style="list-style-type: none"> ●削减1万亿美元的政府支出（原目标2万亿） ●把现有约428个联邦机构裁撤至99个（即削减约77%）（注：尚未发布正式报告，此为特朗普或马斯克的公开表态）
制定措施/提出问题	<ul style="list-style-type: none"> ●全面税收改革：降低税率，简化税法，使美国更具竞争力 ●社会保障改革：确保长期偿付能力，并减少贫困 ●削减可自由支配支出：制定严格的可自由支配支出上限 ●强制性储蓄：削减农业补贴；军人和公务员的退休制度的现代化改革；削减学生贷款计划 ●控制医保成本：改革医保制度来削减支出 ●改革预算流程：以确保债务稳定、通胀得到准确衡量，纳税人的钱花在该用的地方 	<ul style="list-style-type: none"> ●要求各联邦机构配合政府效率部确定裁员目标，在3月13日前提交大幅裁员计划 ●联邦机构每发布一项新法规，必须同步废除十项旧法规
实施障碍	需要18名委员中14名支持才能获批，最终仅有11人支持	<ul style="list-style-type: none"> ●政府部门裁员计划被质疑合法性 ●“政府效率部”工作人员辞职，包括拉马斯瓦米（联合领导人）辞职

资料来源：SSA，新华网，新浪财经，民生证券研究院梳理

“政府效率部”可能削减哪些支出项？参考历史上的两个委员会：以支出占GDP比重衡量，里根任期内，削减的主要是非国防自由裁量支出，退休公务员和军人福利也有所削减，而国防支出、社保医保、净利息支出上升。奥巴马任期，自由裁量支出和净利息支出下降，而社保、医保、退休公务员和军人福利上升。

可见，“非国防自由裁量支出”素来是削减的“靶子”；退休公务员和退伍军人福利也有可能被削减；国防支出能否削减则取决于地缘关系和国际环境；而**社保和医保支出则很难压降**。

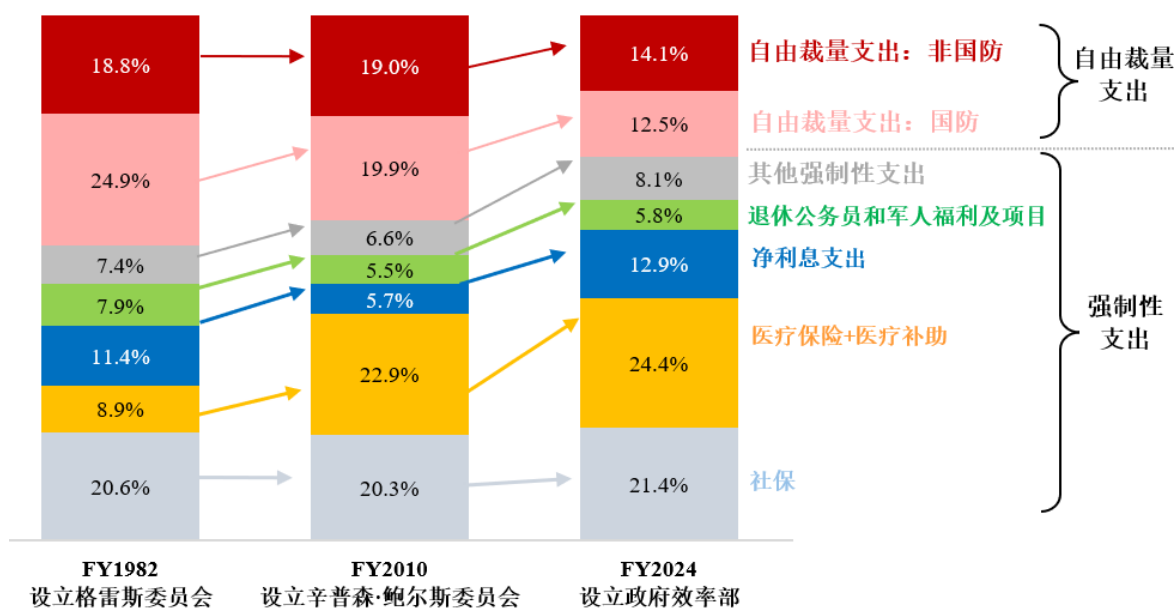
图25：里根、奥巴马的总统任期始末的财政情况对比

(表中金额的单位为美元)	里根的8年任期		奥巴马的8年任期		特朗普2.0
	上任之前 (FY1980)	退任时 (FY1988)	上任之前 (FY2008)	退任时 (FY2016)	上任之前 (FY2024)
联邦财政收入	5,171亿	9,092 亿	2.5万亿	3.3万亿	4.9万亿
联邦财政支出	5,909亿	1.1万亿	3.0万亿	3.9万亿	6.8万亿
联邦财政赤字	738亿	1,552亿	4,586亿	5,847亿	1.8万亿
联邦财政收入/GDP	18.5%	17.7% ↓	17.1%	17.5% ↑	17.1%
联邦财政支出/GDP	21.2%	20.7% ↓	20.2%	20.7% ↑	23.5%
强制性支出/GDP	11.3%	11.7% ↑	12.5%	14.3% ↑	17.4%
其中:社保	4.19%	4.22% ↑	4.1%	4.9% ↑	5.0%
医疗保险+医疗补助	1.7%	2.3% ↑	4.4%	5.7% ↑	5.7%
利息支出	1.9%	3.0% ↑	1.7%	1.3% ↓	3.1%
退休公务员和军人福利及项目	1.7%	1.4% ↓	1.1%	1.5% ↑	1.4%
自由裁量支出/GDP	9.9%	9.0% ↓	7.7%	6.4% ↓	6.2%
其中:国防	4.8%	5.7% ↑	4.1%	3.1% ↓	2.9%
非国防	5.1%	3.4% ↓	3.5%	3.2% ↓	3.3%
联邦财政赤字/GDP	2.6%	3.0%	3.1%	3.1%	6.4%
公众持有联邦政府债务	7119亿	2.1万亿	5.8万亿	14.2万亿	35.5万亿
公众持有联邦政府债务/GDP	25.5%	39.9%	39.2%	76.0%	120.7%

资料来源：CBO，民生证券研究院

再看当前的财政支出结构，进一步削减总支出的空间更少了：自由裁量支出占总支出的比重已大大降低，而社保医保和医疗补助已占总财政支出的 46%。

图26：对比 3 个委员会设立时，美国联邦政府的财政支出结构



资料来源：CBO，民生证券研究院

“政府效率部”能兑现目标吗？

参考历史，格雷斯委员会、辛普森·鲍尔斯委员会设立后，确实短期内，财政支出和赤字占 GDP 比重有所削减，也落实了不少建议，例如，格雷斯委员会提出关闭冗余的军事基地、将联邦政府对两个机场的控制权移交给地方，均被国会采纳。

但未达到最初构想的“蓝图”。削减支出的关键措施往往需国会审批，例如，社保和医保改革、联邦雇员退休体系改革。格雷斯委员会就指出，其提出的建议中仅 27% 可由总统授权实施，其余 73% 均需国会配合。

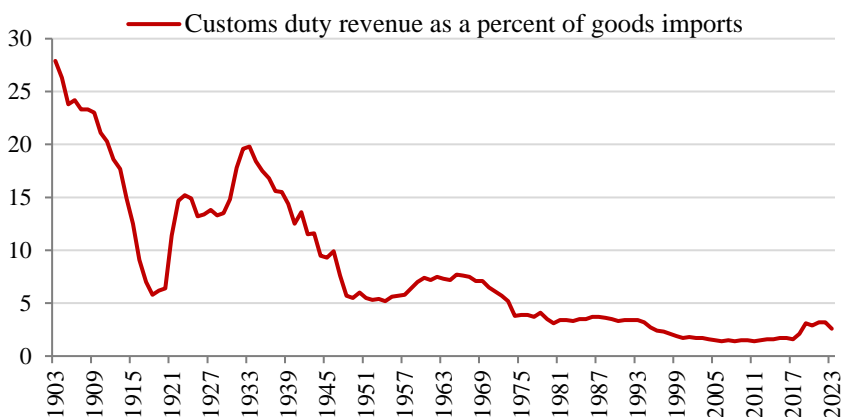
我们预计“政府效率部”最后效果或与历史类似，即：短期内能起到一定削减支出的作用；但难以兑现目标。特朗普 2.0 任期内，赤字率确实有望下降；但其提出 3% 的赤字率目标、马斯克提出的削减 2 万亿美元支出，达成的概率很低。

3.2 特朗普 2.0 的财政前景，赤字如何降？

既然减支的空间并不大、推进也不易；那么收入端呢？特朗普在竞选中多次强调，关税可以带来额外财政收入。根据前文，2024 财年关税收入仅占财政总收入的 1.6%，并且从 60 年代以来至 2018 年持续在 2% 以下，2019 年因关税摩擦升至略高于 2%。

特朗普在 2024 年竞选期间曾表示计划将企业所得税税率降至 15%。我们粗略估计，如果全靠加关税来抵消将企业所得税从 21% 减至 15% 的影响，**需要将美国对外征收的加权平均关税税率提升至当前的 3 倍。**

图27：美国征收的平均有效关税税率（单位：%）



资料来源：彭博，民生证券研究院（平均有效关税税率=总关税额/总进口额）

特朗普当选后，CBO 下调赤字率预测。2025 年 1 月，国会预算办公室 (CBO) 更新了未来 10 年的财政预测，相比于 2024 年 6 月的版本，对未来十年赤字率和政府债务占 GDP 比重的预测值全面下调；将 2025 财年的赤字率预测从 6.5% 下

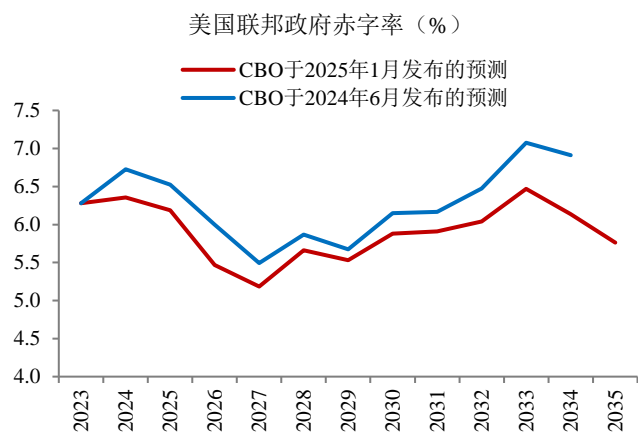
调至 6.2%。

最新版预测中，CBO 认为在特朗普的第二任期内，企业所得税/GDP 比例下降，净利息支出的负担将上升，挤压自由裁量支出的空间；除利息支出以外的强制性支出/GDP 比例可能小幅下降。

我们认为，特朗普和财政部长贝森特都致力于大幅削减赤字的情况下，加之今年上半年债务上限问题掣肘财政发力，**2025 年赤字率或大概率边际下降，或在 6.2%-6.4%附近。**

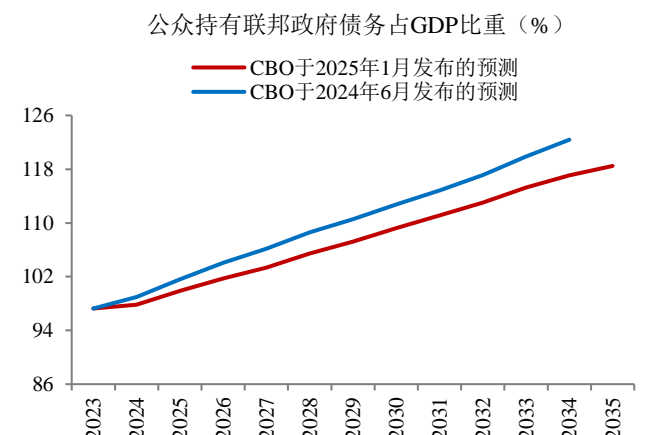
往后看，四年任期内将赤字率削减至 3%难度较大，财政支出结构中，净利息支出的占比将进一步上升，继续对自由裁量支出形成挤压。

图28：国会预算办公室预测的美国财政赤字率



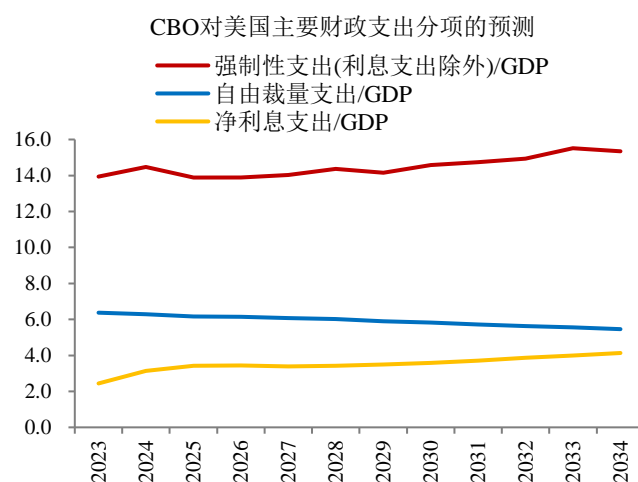
资料来源：CBO，民生证券研究院

图29：国会预算办公室预测的美国政府债务/GDP



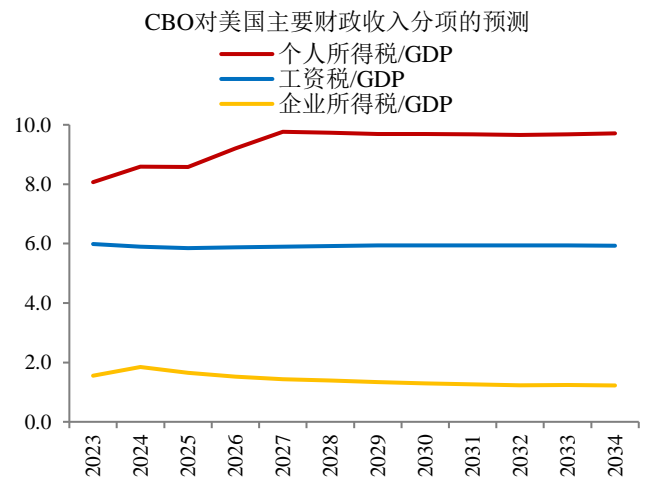
资料来源：CBO，民生证券研究院

图30：CBO 对美国主要财政支出分项的预测(单位:%)



资料来源：CBO，民生证券研究院

图31：CBO 对美国主要财政收入分项的预测(单位:%)



资料来源：CBO，民生证券研究院

4 风险提示

1) 美国财政赤字超预期恶化。2024 财年美国赤字率 6.4%，我们预计大概率 2025 财年赤字率会边际下降、特朗普第二任期赤字率中枢将较拜登任期明显下降。如果特朗普政府经济政策超预期，可能导致赤字率失控。

2) 美国债务上限问题发酵超预期。我们认为在府院统一的情况下，新的债务上限协议大概率在 2025 年年中达成；但如果谈判进程坎坷，在“X Date”到来之前无法达成新的债务上限法案，可能会导致短暂的政府关门，引发市场波动。

插图目录

图 1: 美国制定下一财政年度预算的流程	3
图 2: 美国国会拨款委员会的 12 个小组委员会	4
图 3: 美国“债务上限”问题迫在眉睫	6
图 4: 美国联邦政府债务余额/GDP 占比	6
图 5: 美国财政部一般账户余额 (十亿美元)	6
图 6: 美国财政赤字率	7
图 7: 特朗普和拜登创二战以来总统任期赤字率新高	7
图 8: 美国赤字率中枢高于疫情之前	7
图 9: 2024 财年美国财政收入结构 (单位: 十亿美元)	8
图 10: FY2024 美国财政收支和赤字情况 (单位: 万亿美元)	9
图 11: 美国三大财政收入占总收入的比重	9
图 12: 关税占美国财政总收入的比重	9
图 13: 1960 年代以来, 美国个人和企业所得税最高边际税率的变化	10
图 14: 2024 财年美国财政支出: 按经济用途分类 (单位: %)	11
图 15: 2024 财年美国财政支出占比: 按部门分类 (单位: %)	11
图 16: 2024 财年美国财政支出结构: 按经济用途分类	11
图 17: 2021 财年美国财政支出结构: 按经济用途分类	11
图 18: 老龄化程度和政府社保支出呈正相关关系 (2021 年数据)	12
图 19: 2024 财年美国财政支出的情况	13
图 20: 联邦财政支出: 自由裁量支出 / GDP	14
图 21: 联邦财政支出: 强制性支出 / GDP	14
图 22: 美国联邦政府财政收入、财政支出和赤字占 GDP 比重	15
图 23: 格雷斯委员会 vs 政府效率部	16
图 24: 辛普森-鲍尔斯委员会 vs 政府效率部	17
图 25: 里根、奥巴马的总统任期始末的财政情况对比	18
图 26: 对比 3 个委员会设立时, 美国联邦政府的财政支出结构	18
图 27: 美国征收的平均有效关税税率 (单位: %)	19
图 28: 国会预算办公室预测的美国财政赤字率	20
图 29: 国会预算办公室预测的美国政府债务/GDP	20
图 30: CBO 对美国主要财政支出分项的预测 (单位: %)	20
图 31: CBO 对美国主要财政收入分项的预测 (单位: %)	20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048