

美国财政：入门、分析、展望

分析师：卓泓 (S0190519070002)

贾潇君 (S0190512070005)

彭华莹 (S0190522100002)

研究助理：金淳、王祉凝

报告日期：2023年10月30日



并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1. 最新估算显示，2023财年联邦赤字规模约为1.7万亿美元，较2022财年扩张，推升赤字率从5.5%至6.3%。联邦财政赤字率上升受到收入和支出两端影响，具体来看：1) 尽管疫情补助支出大幅下降，但生活成本调整（COLA）导致社保支出上升，以及2022年通过的《芯片与科技法案》和《通胀削减法案》支出在2023财年逐步落地；2) 个税起征点上调使得个人所得税收入明显回落，而这部分占联邦政府收入的54%（2022财年）。
 2. 2023财年赤字扩张，叠加债务上限对上半年美债发行的干扰，导致2023年三季度起美债发行有所上升，短期美债的发行增加主要由货币市场基金较好承接，但长端美债需求端疲软，导致长端利率冲高。关注11月1日美国财政部发布的关于11月、12月和明年1月的季度发债计划。从当前已公布的发债指引来看，四季度长端依然面临较大的潜在供给压力。
 3. 2024财年已于2023年10月1日开始，但由于两党就2024财年预算未能达成一致，当前联邦政府只能依靠提供短期资金的“持续决议”来避免关门。当前的“持续决议”将于11月17日到期，如未能通过“2024财年拨款法案”或新的“持续决议”，则政府将再次面临关门的危险。2023年两党关于学生贷款减免等财政支出措施已经出现较大分歧，考虑到2024年是美国总统大选年，2024年财政对居民可支配收入的支撑可能将减弱，进而给美国消费带来下行压力。
 4. 更远期来看，由于付息压力上升，美国政府财政可持续性预期将面临持续的质疑和挑战。
- 风险提示：美国财政及货币政策超预期，美国政治极化加剧，海外经济下行风险。

目录 CATALOGUE

- 01 基础：美国联邦预算流程
- 02 概览：美国政府收支概况
- 03 市场：美债的供给和需求
- 04 变化：2023财年美国财政收支分析
- 05 展望：2024财年及远期财政展望



(一) 基础：美国联邦预算流程

财政预算的立法基础

对拨款的立法从一般立法中独立出来

- 众议院从第四届国会（1795-1797）开始将收入、支出和债务的立法权分配给常务筹款委员会。参议院在第十四届国会第二届任期（1815-1817）期间成立了一个负责这些事务的财政委员会，作为常务委员会系统的一部分。通过建立按内容对立法分类的制度，国会为制定单独审议各种预算措施的规则和措施奠定了基础。
- 后来众议院于 1865 年、参议院于 1867 年分别设立了一个单独的常务拨款委员会。

立法以控制联邦机构的财政支出

- 19世纪，国会通过制定越来越具体的拨款立法来指导资金的使用：1809 年颁布的“目的法规”（purpose statute）对机构分配资金用途的行动施加了额外的一般性法定限制，1870年颁布了《反赤字（anti deficiency）法案》，以防止各机构在任何财政年度超出国会拨款或让政府未来支付超额的拨款。
- 第二十五届国会（1837-1839）开始，众议院要求拨款只能为已授权机构已通过立法的活动提供资金，该规则正式限制了拨款的使用范围。1876年正式限制拨款的使用，规定不得将拨款用于任何未经法律事先授权的支出。

20世纪联邦预算的重大变化

- 1921年《预算和会计法案》（Budget and Accounting Act）规定了总统的法定职责，要求各机构向他提交预算请求，然后总统向国会提交综合请求，同时该法案还设立了预算局（现为管理和预算办公室OMB）。
- 直接（或强制性）支出法出现。随着社会保障的建立，从20世纪30年代开始，国会开始颁布基础广泛的支出立法，（社会保障）支出水平不通过拨款程序进行控制。
- 1974年颁布《国会预算法》（CBA），使国会能够就总体财政政策和优先事项做出决定，协调各种预算相关措施，并建立了众议院和参议院预算委员会和国会预算办公室（CBO）。

1985年以来的预算法规约束

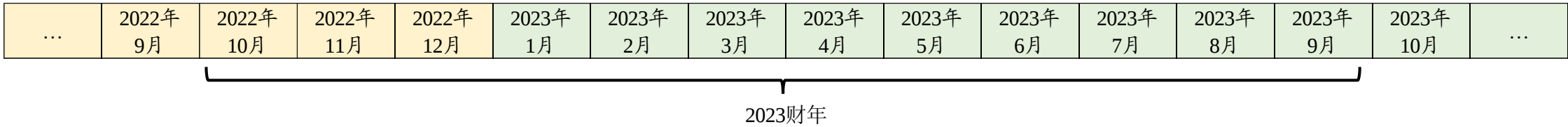
- 1985年《平衡预算和紧急赤字控制法》（Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act）规定了逐步减少赤字的法定要求、年度赤字限额以及取消支出的具体程序。1990年《预算执行法案》（Budget Enforcement Act）也是赤字削减立法的一部分，但是改变了预算控制的重点，禁止未来可能妨碍削减赤字的立法。
- 2010年《法定现收现付法案》（Pay-As-You-Go Act）恢复了现收现付制，2011年《预算控制法案》（BCA）重新确立了可支配支出的法定限制，分为国防与非国防限制。

数据来源：白宫，美国国会congressional research service，兴业证券经济与金融研究院整理

政府财政预算的基础概念

- 财政年度 (fiscal year)

- 从1977年至今，**美国政府的财政年度 (fiscal year) 从上一年10月1日开始，当年的9月30日结束。**如，2023财政年度是2022年10月1日到2023年9月30日。
- 一个财年的执政总统可能与编制该财年预算的总统不同。如，小布什于2001年1月就职，但2001财政年度预算由克林顿政府编制。



- 拨款法案 (Appropriation Bills)

- 联邦政府每个财年需要通过拨款法案 (Appropriation Bills)，经由拨款程序获得资金。拨款法案分为农业、国防等12个单独的方案，再由参议院、众议院对每一项资金法案谈判和合并，最终由总统签署通过才能生效。
- 联邦政府预算以统一预算 (unified budget, 或称consolidated budget) 的形式呈现，支出超过收入为预算赤字 (budget deficit)，收入超过支出为预算盈余 (budget surplus)。

数据来源: presidency, CBO, budget.senate.gov, 兴业证券经济与金融研究院整理

年度预算法案的流程

时间	流程
2月	总统提交预算提案 联邦各机构提出预算请求并将其提交给白宫管理和预算办公室（OMB），OMB参考各机构要求为总统制定预算提案。总统将于二月第一个周一向国会提交预算提案，估算支出、收入和借款水平；2月15日，国会预算办公室（CBO）向预算委员会提交年度报告。
3-4月	两院完成共同决议 参、众两院就总统的预算提案召开听证会，预算委员会（Budget Committees）报告关于预算的“共同决议（Concurrent Resolution）”，包括每个委员会下一财政年度支出授权的分配、至少5年的收支水平、联邦预算的收入和支出总额。4月15日前国会需完成共同决议，此决议只是提供一个框架，不需要总统签署立法。
5-6月	制定拨款法案 两院根据共同决议制定下一财年的拨款法案（Appropriation Bills），主要是确定年度预算中的 可自由支配支出 ，分为农业、国防、能源与水、金融、劳动/卫生/教育、外务、交通/住房/城市发展等12项内容，每项单独设立一个法案。
9月30日之前	总统签署通过法案 在下一财年开始（10月1日）之前总统需要签署通过拨款法案，法案才能生效，以维持联邦政府的资金流（ 详参报告《美国政府关门前瞻：重要的是关不关门吗？》 ）。

数据来源：参议院网站，众议院预算委员会网站，American Action Forum，PETER G. PETERSON FOUNDATION，Wikipedia，兴业证券经济与金融研究院整理

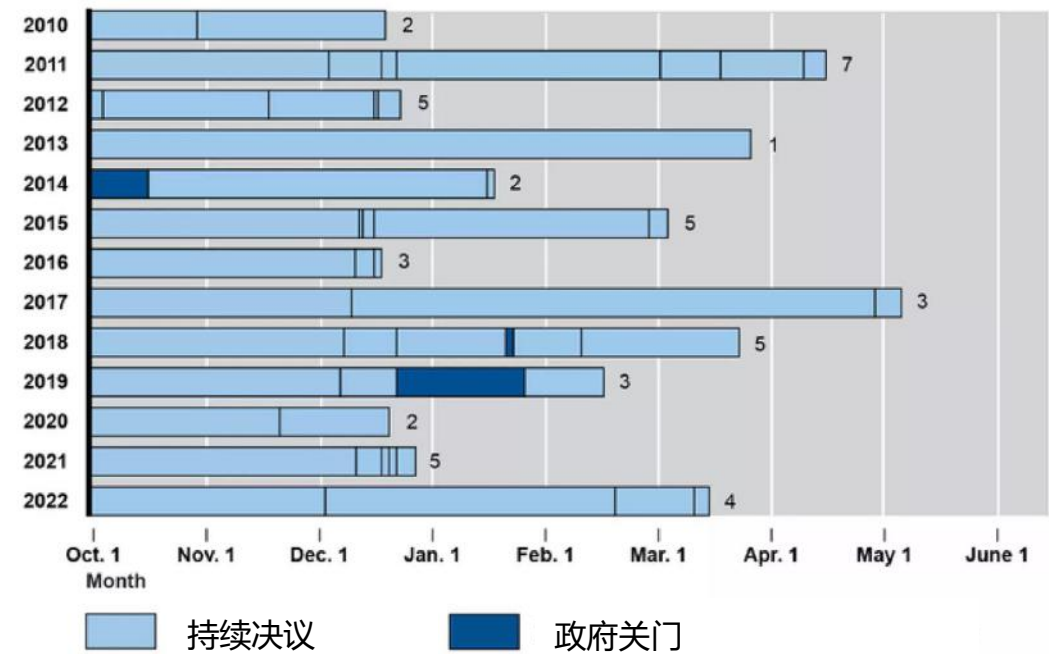
调和程序

- **调和程序 (Reconciliation)** 详参2021年3月《拜登基建有望在年内通过吗? ——一文详解调和程序》
 - 制定年度预算法案的过程中, 如需增减税收、减少赤字、增减强制性支出或调整债限等, 需要在决议中报告计划修改的收支/赤字/债限金额, 称为“调和 (Reconciliation Instructions)”, 告知预算委员会支出、收入、赤字或债务限额将要改变特定的金额, 由预算委员会提出一项法案来实现其目标。
 - 与常规的立法相比, 它不需要参议院的“冗长辩论 (filibuster)” (结束冗长辩论需要60票的“超级多数”才可通过), 也不需要总统的签署, **只需要参议院的简单多数通过即可。**
 - 美国的“调和程序”在每个财年内可针对直接支出、收入、债务限额三方面的具体金额分别进行一次调整, 出于程序复杂性和时间紧迫性方面的考虑, 一般都会合为一个方案使用。

数据来源: democrats-budget.house.gov, 美国国会, 兴业证券经济与金融研究院整理

如果未能按时完成拨款法案，则联邦政府有关门风险

- 如果拨款法案未能在10月1日前签署生效，《反赤字法案（Antideficiency Act）》规定，除了发放社保等必要职能外，**政府机构必须关门（Shutdown）**，非必要职能的雇员无薪休假，且部分政府功能受到制约，包括就业与通胀等经济数据公布暂停、小企业贷款受限、社保卡开户停止等。直到拨款法案、经两院一致同意后，政府获得拨款，才能重新运营。拨款法案通过前，国会可通过一项短期的支出方案来提供临时资金，称为“**持续决议（Continuing Resolution, CR）**”；CR到期时，若国会未拨付新的资金，联邦政府就会出现资金断裂。**2024财年（本财年）的持续决议将于11月17日到期，后续需要通过拨款法案或者新的持续决议来维持联邦政府资金。**



注：右图纵坐标轴为财政年度，比如2022财年代表2021.10.1-2022.9.30；浅蓝色色块代表持续决议（CR）的持续时间，深蓝色色块代表拨款中断，美国政府部分部门关闭。

数据来源：美国国会congressional research service，U.S. Government Accountability Office，众议院网站，UAS.GOV，cgpnews，Reuters，CNBC，PGPF，兴业证券经济与金融研究院整理

历次政府关门一览

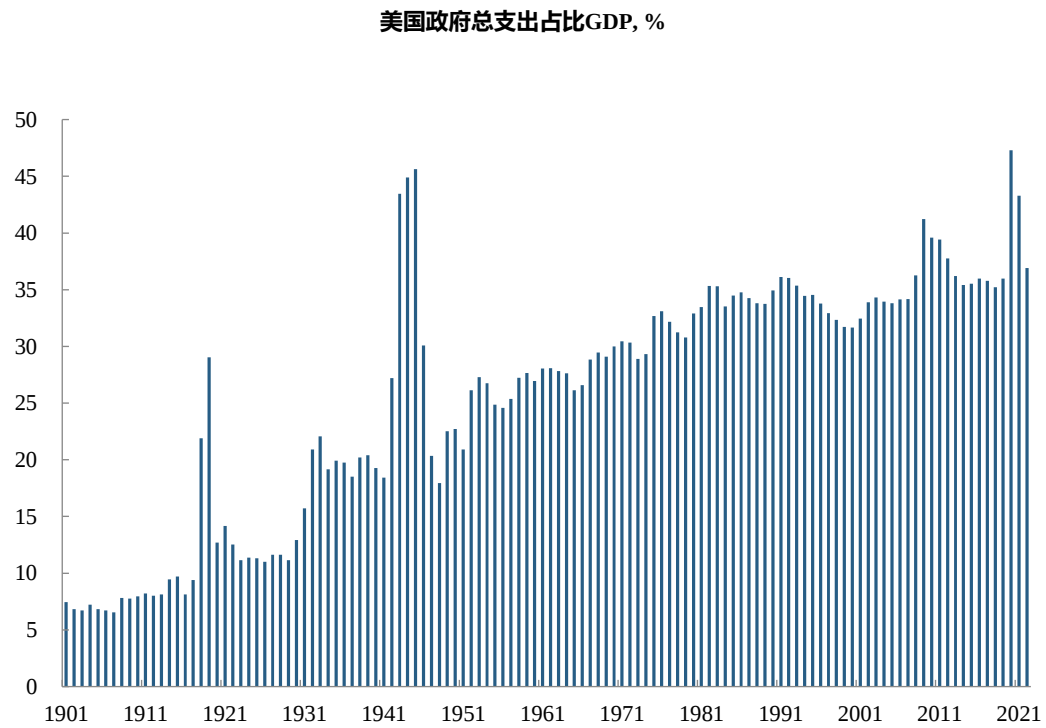
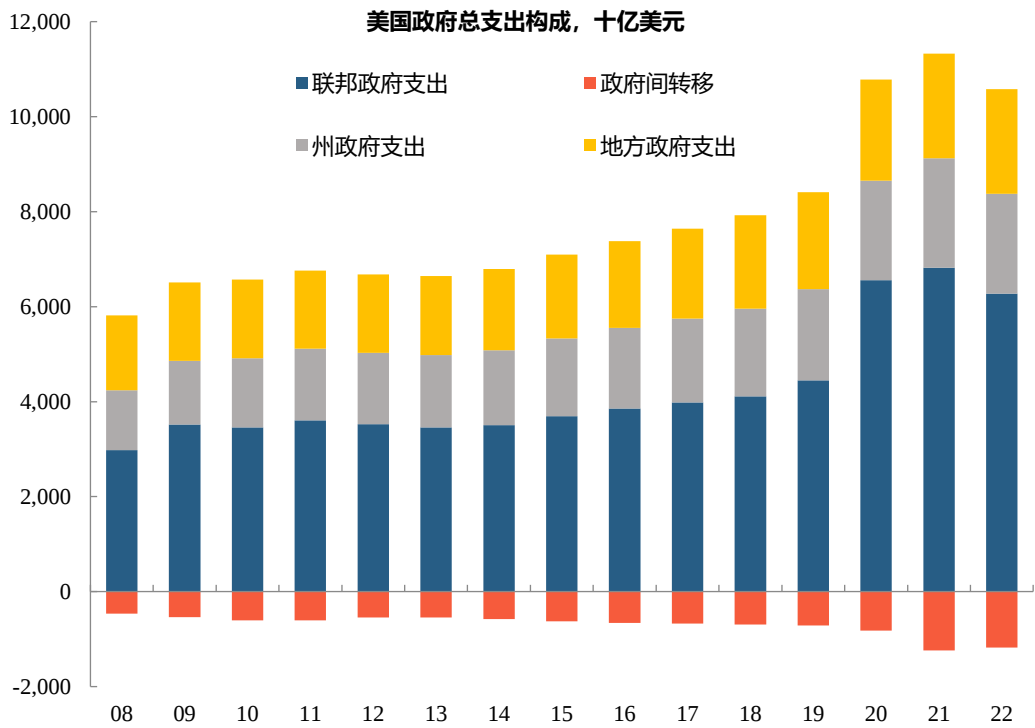
美国历史上历次政府关门									
次序	年份	开始日期	结束日期	持续天数	员工有无薪假	时任总统	参议院多数党	众议院多数党	详细信息
1	1976	9月30日	10月11日	12	否	福特	民主党	民主党	时任总统杰拉德·福特以支出超出控制为由否决了向美国劳工部与卫生、教育及福利部提供资金的议案，导致政府部分关闭。10月1日，由民主党控制的国会推翻了福特的决定，但直到10月11日解决政府其他部门资金短缺的持续决议案才正式成为法律。
2	1977	9月30日	10月13日	14	否	卡特	民主党	民主党	民主党控制的众议院支持了“除非母亲生命受到威胁，否则不以医疗补助支付人工流产费用”的禁令。与此同时，民主党控制的参议院却支持“以医疗补助支付由强奸或乱伦所致怀孕的人工流产”。两院的分歧使得劳工部与卫生、教育及福利部出现了资金短缺的问题，导致政府部分关闭。为争取更多时间谈判，两院随后达成一项提供资金至10月31日的临时议案。
3	1977	10月31日	11月9日	10	否	卡特	民主党	民主党	早期的临时议案失败。时任总统吉米·卡特签署了另一份临时协议。
4	1977	11月30日	12月9日	10	否	卡特	民主党	民主党	临时议案再次失败。两院最终同意以医疗补助支付由强奸或乱伦所致怀孕，以及母亲生命受到威胁时的人流费用。
5	1978	9月30日	10月18日	19	否	卡特	民主党	民主党	卡特总统以浪费为由否决了一项向公共工程拨款的议案，以及一项国防议案。卫生、教育及福利部再次因为人流医疗补助的争议出现资金问题。
6	1979	9月30日	10月12日	13	否	卡特	民主党	民主党	众议院不顾参议院反对推行一项对国会议员及资深公务人员加薪5.5%的议案。众议院亦试图将人流医疗补助限制在仅当母亲生命受到威胁的情况下。而参议院则要求继续对强奸或乱伦所致怀孕的人流的补助。
7	1980	5月1日		1	是	卡特	民主党	民主党	仅联邦贸易委员会受影响。
8	1981	11月20日	11月23日	3	是	里根	共和党	民主党	时任总统罗纳德·里根称其将否决任何不满足他提出的84亿美元减赤方案至少一半的议案。共和党控制的参议院通过了一项符合其期望的议案，但民主党控制的众议院却希望减少更多国防赤字以及控制对国会议员及资深公务人员的加薪。最终，妥协而成的议案与里根的要求相差了20亿美元，里根以此为由否决了该议案并关闭了联邦政府。随后一项持续至12月15日的临时议案给了国会足够时间解决问题。
9	1982	9月30日	10月2日	3	否	里根	共和党	民主党	国会国家警察推迟一天通过预算案。
10	1982	12月17日	12月21日	5	否	里根	共和党	民主党	民主党控制的众议院与共和党控制的参议院希望增加公共建设投入以创造工作机会，但里根总统却誓言否决任何相关议案。国会亦反对向和平守护者飞弹提供研发资金。政府停摆后在国会放弃了其公共建设计划后得以解决，但里根也被迫放弃了向和平守护者飞弹与潘兴飞弹提供研发资金。里根也不得不同意了向法律服务公司提供资金的方案，以换取国会同意对以色列提供更多援助。
11	1983	11月10日	11月14日	4	否	里根	共和党	民主党	民主党控制的众议院试图提升教育支出，同时减少国防与对外援助支出，这遭到了里根总统的反对。此后国会降低了其提升教育支出的要求，同时同意了对和平守护者飞弹研发的基金补助。但国防与对外援助支出最终得到削减，此外国会还成功的通过了对在联邦野生动物保护区进行石油与天然气租赁业务的禁令，以及不得以政府雇员健康保险支付人流费用（母亲生命受到威胁除外）的议案。
12	1984	9月30日	10月3日	4	否	里根	共和党	民主党	国会希望预算案能涵盖里根提出的犯罪打击计划以及国会提出的水利计划，但后者遭到里根的反对。参议院亦试图让预算案包括一项旨在推翻高院对Grove City College v. Bell一案的判决的措施。里根同意在国会放弃其计划的前提下放弃自己的打击犯罪计划。但双方最终未能达成协议，仅通过了一项延长资金供应三日的临时议案。
13	1984	10月3日	10月5日	3	是	里根	共和党	民主党	临时议案失败，政府被迫停摆。国会放弃了前述的水利及民权计划，而里根得以保留其犯罪打击计划。同时亦通过了对尼加拉瓜反政府武装援助的议案。
14	1986	10月16日	10月18日	3	是	里根	共和党	民主党	民主党控制的众议院与里根在多项问题上产生分歧，共和党控制的参议院强制让政府关闭。众议院放弃了其大部分要求以换取对其提出的福利计划的支持，以及对出售国营联合铁路公司的让步。
15	1987	12月18日	12月20日	3	否	里根	民主党	民主党	民主党控制的参众两院反对向尼加拉瓜反政府武装提供援助，同时要求美国联邦通信委员会贯彻其“公平原则”。最终民主党在“公平原则”问题上作出让步，换取向尼加拉瓜反政府武装仅提供非致命性援助。
16	1990	10月5日	10月9日	5	是	老布什	民主党	民主党	时任总统乔治·赫伯特·沃克·布什誓言否决任何不包含减赤方案的持续决议案，其后国会的一项议案因此遭到否决，史导致政府停摆。最终国会通过了一项包含减赤方案的持续决议案。
17	1995	11月13日	11月19日	7	是	克林顿	共和党	共和党	时任总统比尔·克林顿否决了一项由共和党控制的国会的议案。最终双方通过了一项持续四周，保持原资金供应75%的临时决议，克林顿并认可了一项长达七年的预算平衡方案。
18	1995—1996	12月15日	1月6日	21	是	克林顿	共和党	共和党	共和党要求总统克林顿的七年预算平衡方案基于国会预算所提供数据，而非美国行政管理和预算局所提供的数据进行设计（后者除出的统计数据更为乐观），克林顿拒绝了这一要求。最终国会与克林顿在预算上取得了妥协。
19	2013	10月1日	10月17日	17	是	奥巴马	民主党	共和党	由于未能对患者保护与平价医疗法案达成一致看法，美国政府无法按时通过预算议案。最终参众两院通过决议推迟政府债务上限最后期限并结束政府停摆。
20	2018	1月20日	1月22日	3	是	川普	共和党	共和党	共和党与民主党对长期预算分配不统一，自2017年10月起，一直以临时拨款的方式维持联邦政府的运作。共和党坚持为期4周的临时拨款案，内容包括授权达6年的儿童健康保险计划，以及推迟数项医疗保健税。民主党则呼吁拨款延长至1月23日，换取更多两年年轻无移民“梦想生”法律地位，和加强边境安全等议题的时间。共和党控制的众议院1月18日晚间以230对197票，先通过了支持联邦政府运作至2月16日的临时拨款议案，但在共和党控制的参议院，共和党拉不到足够票数，无法避免联邦政府熄灯的前景。1月22日，参议院以81票多数决议给联邦政府停摆状态，将预算案暂时延期到2018年2月8日。
21	2018	2月9日		1	否	川普	共和党	共和党	2018年2月9日零时，由于两党无法在午夜前达成进一步的预算协议，美国政府出现了资金缺口。但是2月9日凌晨，国会两院通过了将预算案延期至2019年的妥协计划，得以在工作日开始时结束9小时名义上的政府停摆。
22	2018—2019	12月22日	1月25日	35	是	川普	共和党	共和党	12月20日，众议院通过一项为政府提供资金至2019年2月8日及包含50亿美元美墨边境墙经费的临时支出法案，然而前一天参议院则通过不含美墨边境墙经费的临时支出法案；总统川普表示不会签署不含美墨边境墙经费的临时支出法案，其后两党未能取得共识，包含美墨边境墙经费的临时支出法案未能参议院取得足够票数，由此进入政府停摆的僵持局面。停摆期间，美国国会进入新会期，民主党从共和党手中取得众议院控制权，尔后两党多次举行谈判。在参议院否决了两个分别由共和、民主两党提出的拨款议案之后，总统于1月25日与民主党达成临时协议，让政府运作至2月中，暂时结束停摆。其后总统川普通过宣布国家紧急状态寻求解决美墨边境墙经费。

数据来源：CBS news, historyguy, 兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 概览：美国政府收支与赤字概况

美国政府总支出概览

- 美国政府总支出包括联邦政府支出、州政府支出、地方政府支出、政府间转移。
- 2005-2008年，美国政府总支出逐年快速增长，从2005年的4.4万亿美元增至2009年衰退最严重时期的6万亿美元，2009-2015年政府总支出稳定在6万亿美元左右，但疫后又开始增加。20世纪初的政府总支出不到GDP的7%，一战达到近30%，二战期间近50%，2020年超过二战时期，2022年约为GDP的37%左右，其中约半数为联邦政府支出。



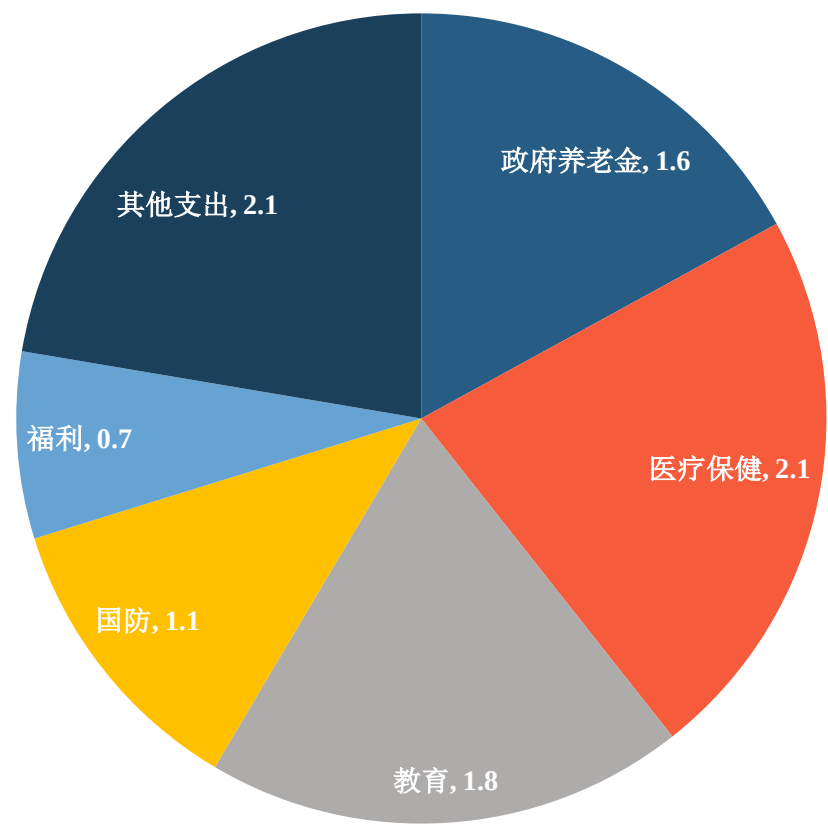
注：“负”支出的橙色柱形是“政府间转移”。这些钱计入联邦预算，但实际上转移到州和地方政府，并再次计入医疗补助等项目的支出。

数据来源：usgovernmentspending，兴业证券经济与金融研究院整理

美国政府总支出构成：按职能

如果从职能的角度来划分，目前，五项主要职能主导了美国政府支出：政府养老金、医疗保健、教育、国防、医保以外的福利。

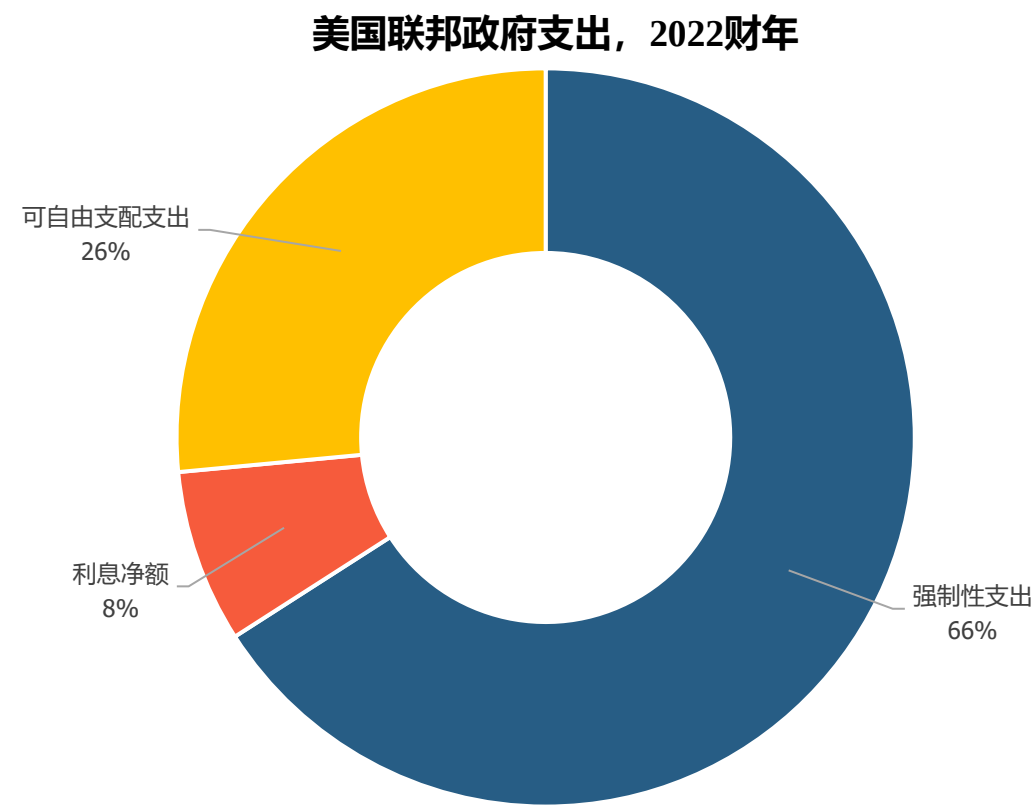
2022财年美国政府总支出，万亿美元



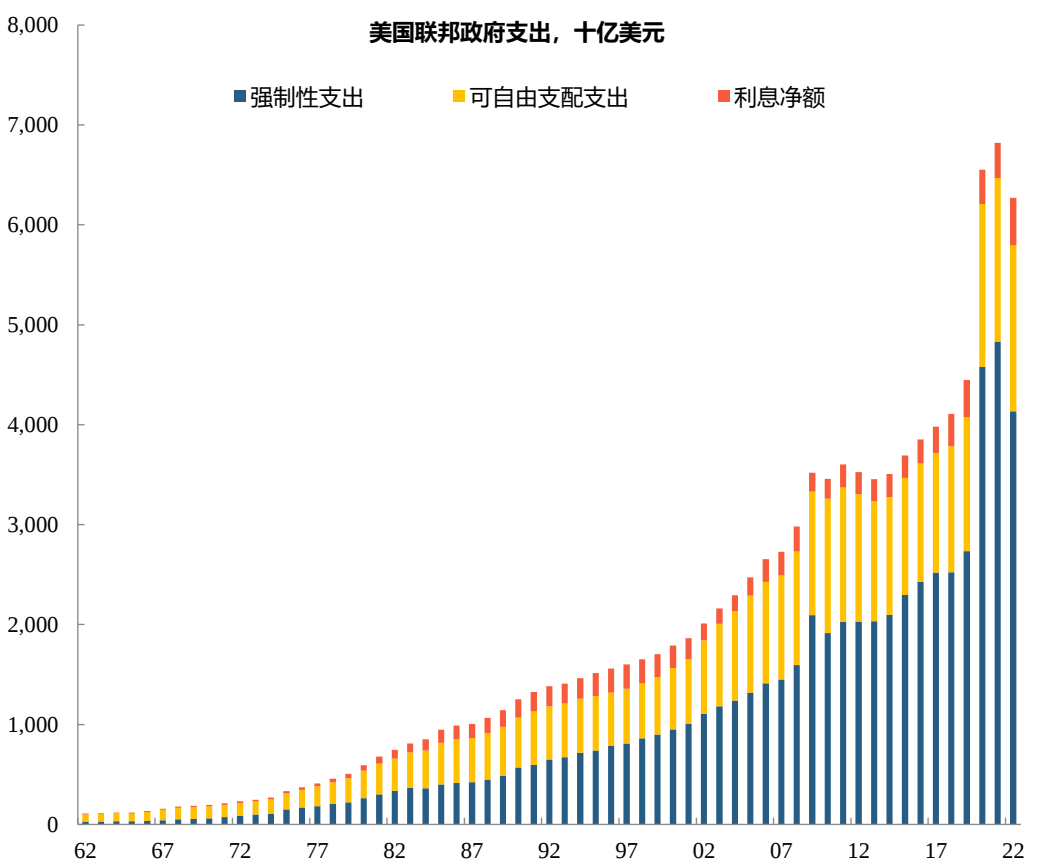
数据来源：usgovernmentspending，兴业证券经济与金融研究院整理

美国联邦政府支出构成：强制性支出vs可自由支配支出

- 联邦政府支出主要包括：可自由支配支出（通过年度拨款流程进行控制）、强制性支出（在年度拨款流程之外进行控制）和利息净额。



数据来源：， 兴业证券经济与金融研究院整理



美国联邦政府支出构成：强制性支出vs可自由支配支出

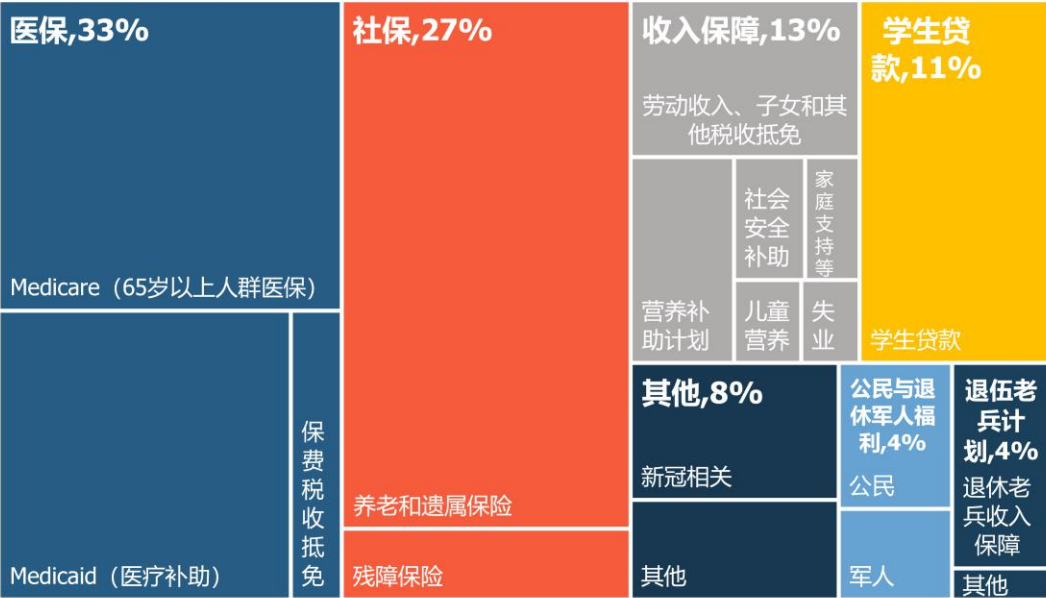
	可自由支配支出 Discretionary spending	强制性支出 Mandatory spending
制定 (formulation)	为每个拨款账户提供一定数额的预算授权，在一定期限内用于符合法定要求或特定目的的活动或计划。	向符合条件的个人接受者付款，通过授权立法确定，拨款委员会没有对提供金额的自由裁量权。
委员会管辖权 (Committee jurisdiction)	拨款委员会有管辖权	立法委员会有管辖权
决策频率 (Frequency of decision-making)	在定期拨款法案中制定，通常按年度计划	在永久性法律中制定，在修订或终止之前一直有效
执行预算决议中的支出水平 (Enforcing spending levels in the budget resolution)	1974年CBA第302条	1974年CBA第302条、常规立法程序、协调立法
法定约束 (Statutory controls)	受到修订后的《预算控制法》中规定的支出限额的约束，分为国防和非国防单独执行的限额	没有上限，但新的直接支出（或收入）立法须遵守2010年法定现收现付法案

数据来源：美国国会congressional research service，兴业证券经济与金融研究院整理

强制性支出和可自由支配支出的具体类目

- **强制性支出**由社会保障和医疗保险项目主导，这些项目为美国退休人员和一些残疾人（有时也包括家属）提供收入保障和医疗保险，它还包括针对低收入成年人和儿童的医疗补助计划，以及广泛使用的食品券、福利、高速公路建设和维护等安全网计划。
- **可自由支配支出**占比最高的是国防开支，其他包括儿童早期教育计划，公共住房和无家可归者计划，联邦政府对公共K-12教育的援助，为低收入大学生提供的佩尔助学金，妇女、婴儿和儿童食品援助，失业人员的职业培训和安置，以及通过美国国立卫生研究院和美国国家科学基金会等机构进行的科学研究。

美国2022财年联邦政府支出：强制性支出



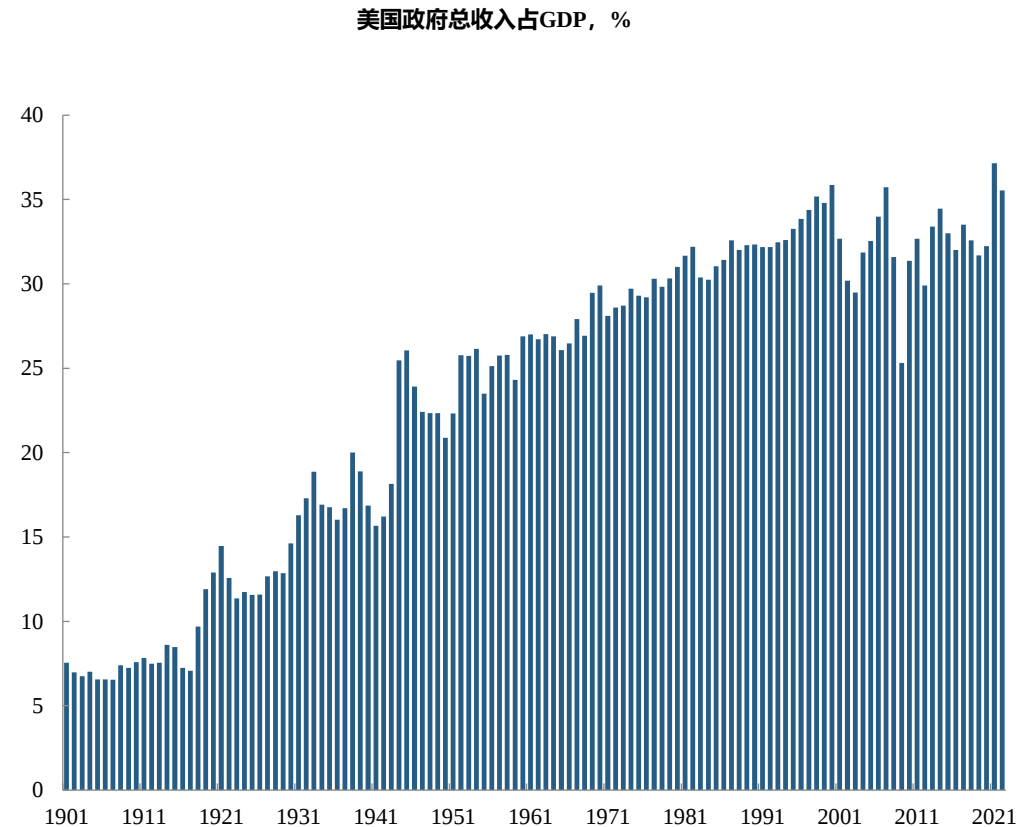
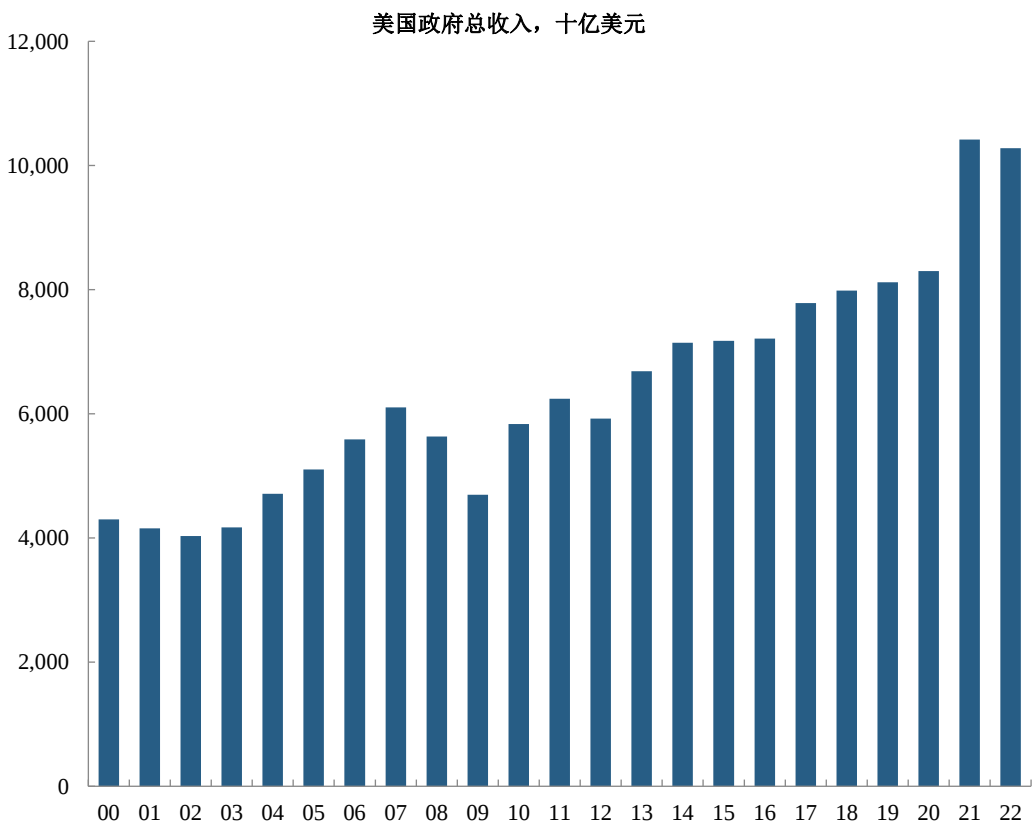
数据来源：CBO，兴业证券经济与金融研究院整理

美国2022财年联邦政府支出：可自由支配支出



美国政府总收入概览

- 美国政府总收入占GDP的比重从20世纪初的7%稳步增长，2022财年美国政府的总收入约占GDP的36%。



数据来源：usgovernmentrevenue，兴业证券经济与金融研究院整理

美国政府收入的立法基础

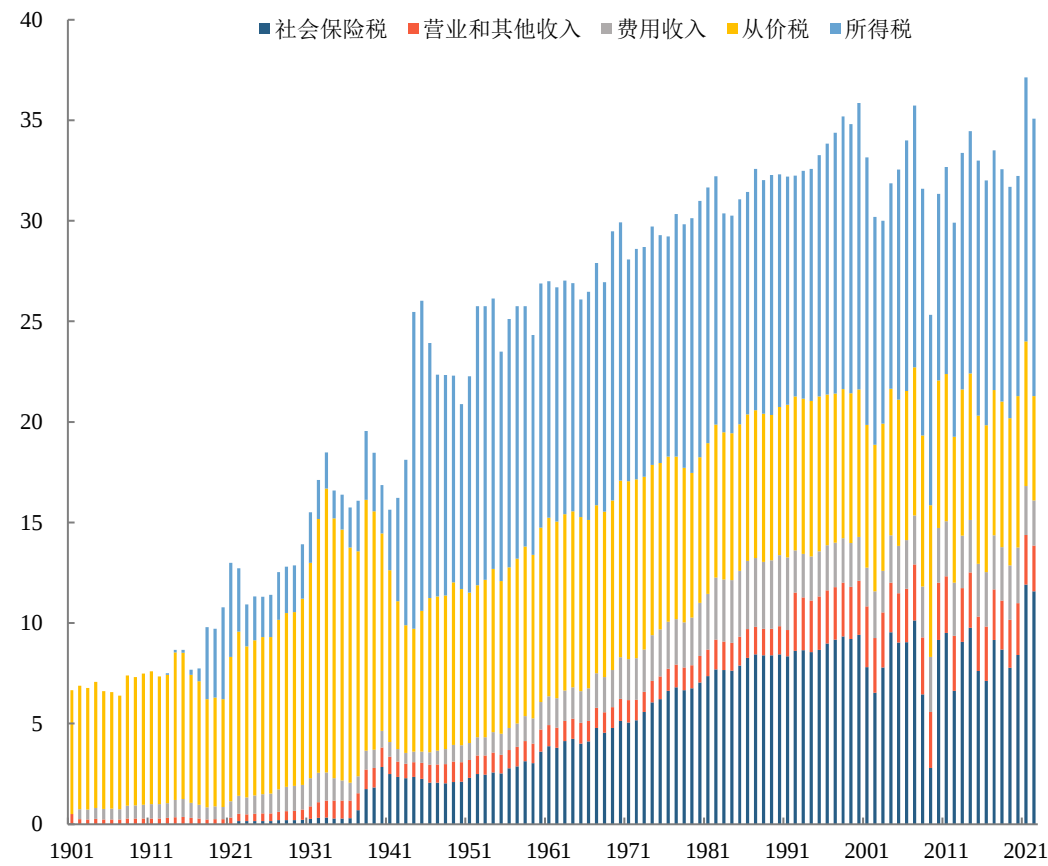
美国政府大多数收入来源于税法或社会保障法的现有规定，一般每年生效；但国会通常每年都会对税法进行一些调整，以增加/减少收入，或重新分配税收负担。

- 税收立法如何变更？
 - 税收立法通常包括建立或改变税收支出（即tax expenditure，包括税收豁免或扣除等）的条款。税务联合委员会（Joint Committee on Taxation）对改变税收立法后的影响进行估计，并以委员会年刊的形式公布。
- 哪些机构影响到收入立法的变更？
 - 在国会税收立法工作的早期，**国会预算办公室（CBO）与税收联合委员会**协商估计总统预算提案对收入的影响，并由CBO公布。
 - 国会的预算决议中会包含收入总额和建议的变更总额（但是不含有收入来源的分配，也不包含将改变的具体条款）。
- 需要走完整的立法程序吗？不一定，更改收入政策可以通过以下任一程序完成：
 - **常规立法程序**：例如1986年税收改革法案。
 - **在调和程序（reconciliation process）中进行**：例如《2001年经济增长与税收减免协调法案》、《2003年就业与增长税收减免协调法案》以及《2017年减税与就业法案》。

数据来源：美国国会congressional research service，兴业证券经济与金融研究院整理

美国政府总收入构成：目前所得税占比最大

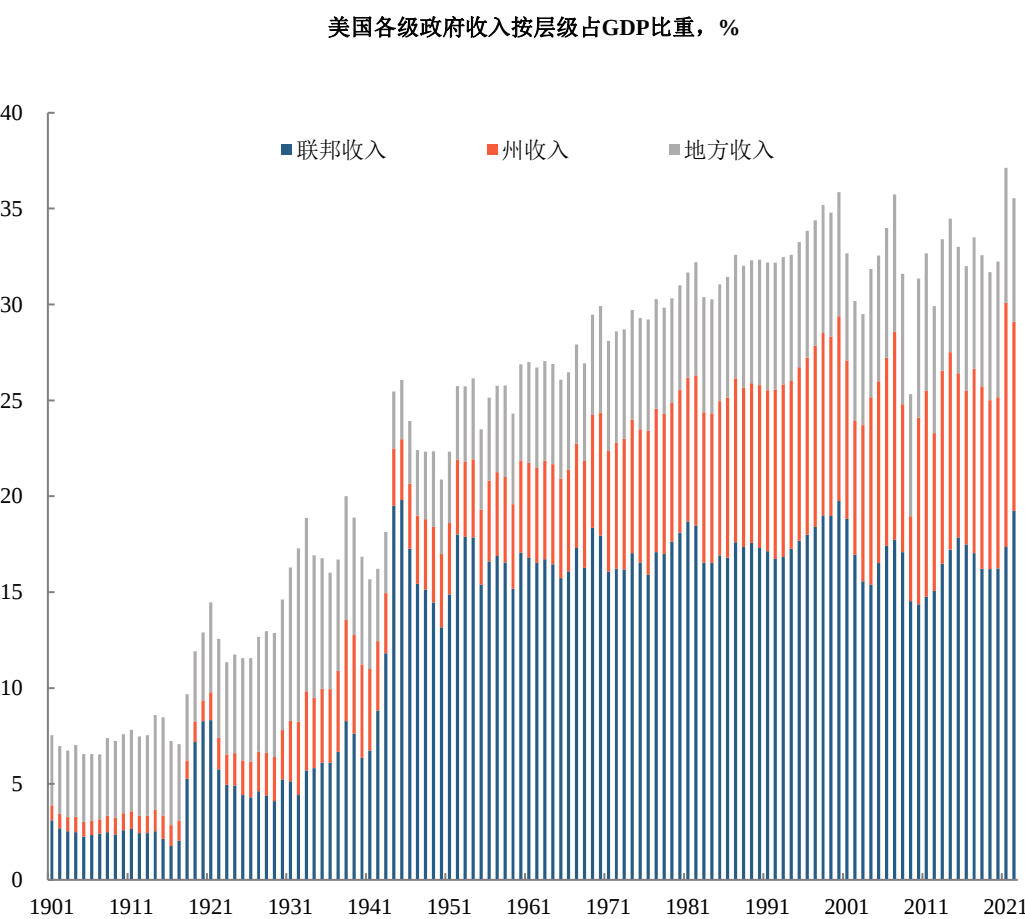
美国政府总收入占GDP比重按类型划分，%



数据来源：usgovernmentrevenue，兴业证券经济与金融研究院整理

- 20世纪初，政府总收入主要来自从价税（ad valorem tax），其中联邦政府从进口关税中获得收入，州和地方政府从财产税（property tax）中获得收入。在1933年大萧条最严重时期，从价税占比GDP达到14.1%的峰值，而后开始下滑，现在约占GDP的7%。
- 1913年联邦所得税通过，所得税（income tax）占比开始上升。1935年《社会保障法》通过后，社会保险税（social insurance tax）作为所得税的补充，对工资征税（tax on wage income）。二战时所得税收入占比GDP一度达到15%，此后稳定在11-12%；社会保险税当前在GDP中占比维持在10%附近。
- 费用收入（fees and charges）保持在GDP的约2.5%。

美国政府总收入概览：联邦政府收入为主

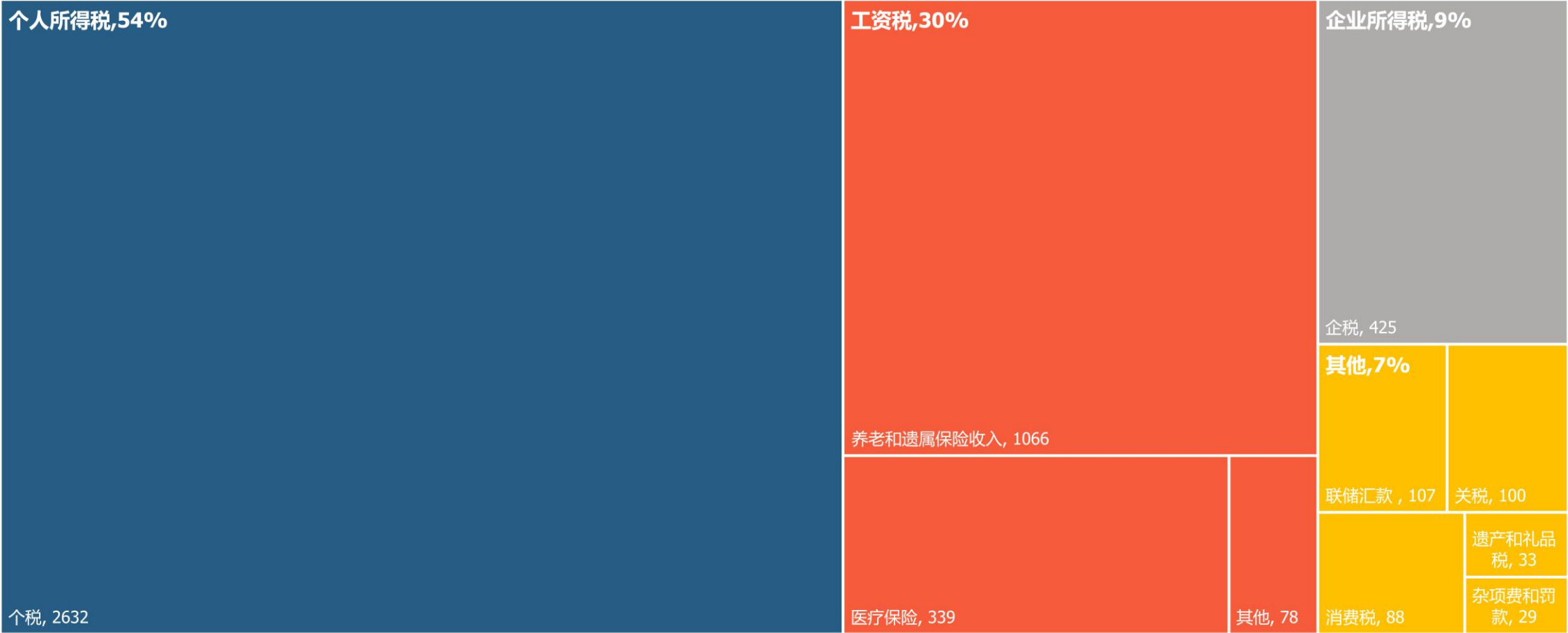


数据来源： usgovernmentrevenue ， 兴业证券经济与金融研究院整理

- 美国采取“三级分税制”，联邦政府与各个州政府会分别进行税收立法，地方税收由州税法决定。
- 企业、居民在统一缴纳联邦政府的税收时，还需要依据各个州政府的法律，缴纳地方税。
- 20世纪初，地方政府收入占到总收入约一半；联邦所得税于1913年实施，联邦收入在第一次世界大战期间迅速增长，1921年达到GDP的8.3%，政府总收入达GDP的14.5%。
- 罗斯福新政后，联邦收入继续上升，二战后一度达到GDP的24%，征税权正在从地方一级转移到州政府和联邦政府。
- 2000年和2009年州和地方政府收入的急剧下降反映了州和地方政府养老基金在股市危机中经历的资本损失。

美国联邦政府收入：个人所得税为主

美国2022财年联邦政府收入，十亿美元

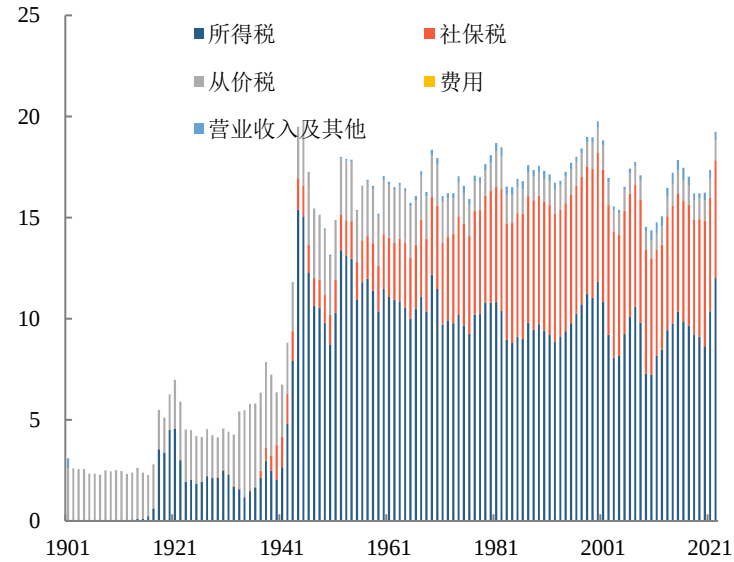


数据来源：CBO，兴业证券经济与金融研究院整理

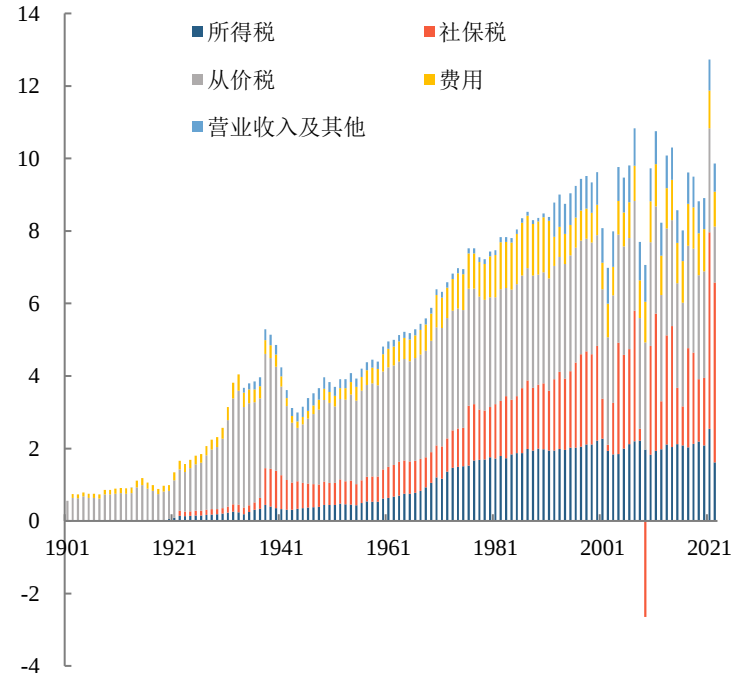
不同级别政府的税收来源类型有所不同

- **联邦政府：** 税收主要来自所得税和社保税。
- **州政府：** 除了所得税和社保税之外，从价税依然是收入的重要组成部分， 20世纪80年代及之后，来自费用、员工退休业务（employee retirement operations）和彩票的收入占比增加。
- **地方政府：** 主要通过从价税征收，例如房地产销售税和财产税，所得税和社会保险税几乎可以忽略不计。

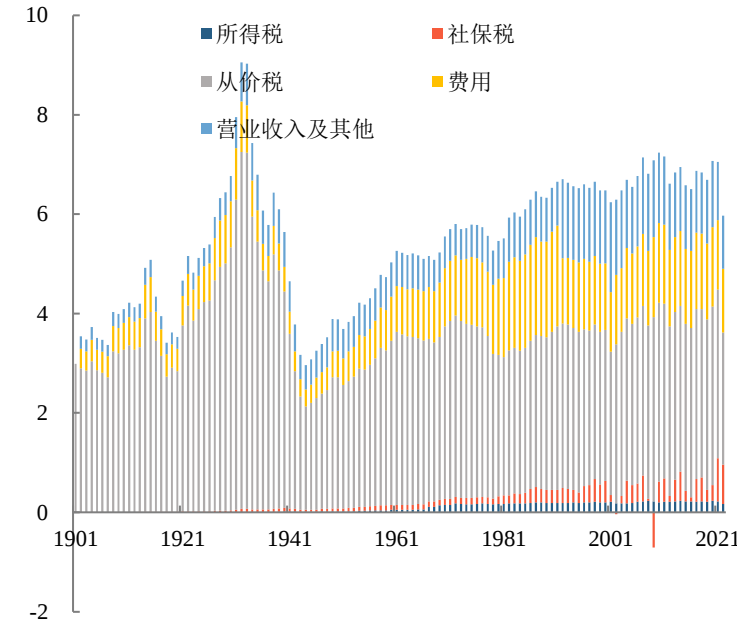
联邦政府收入占GDP比重按类型划分， %



州政府收入占GDP比重按类型划分， %



地方政府收入占GDP比重按类型划分， %

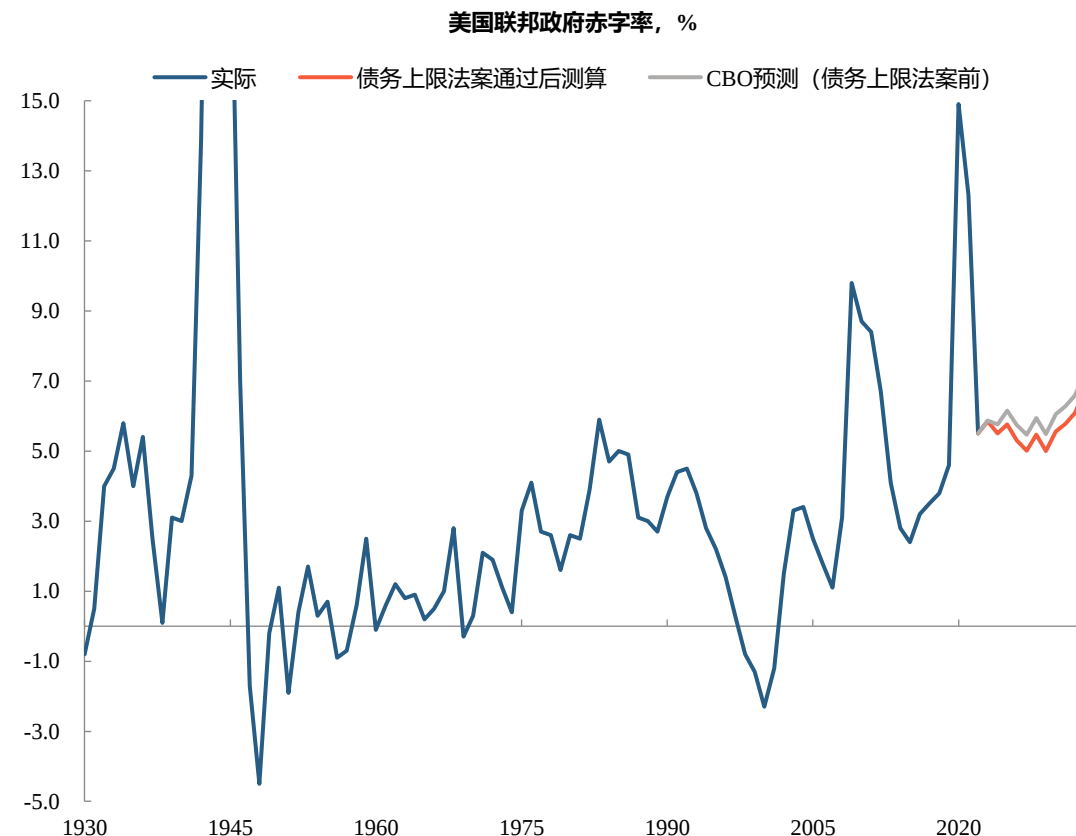
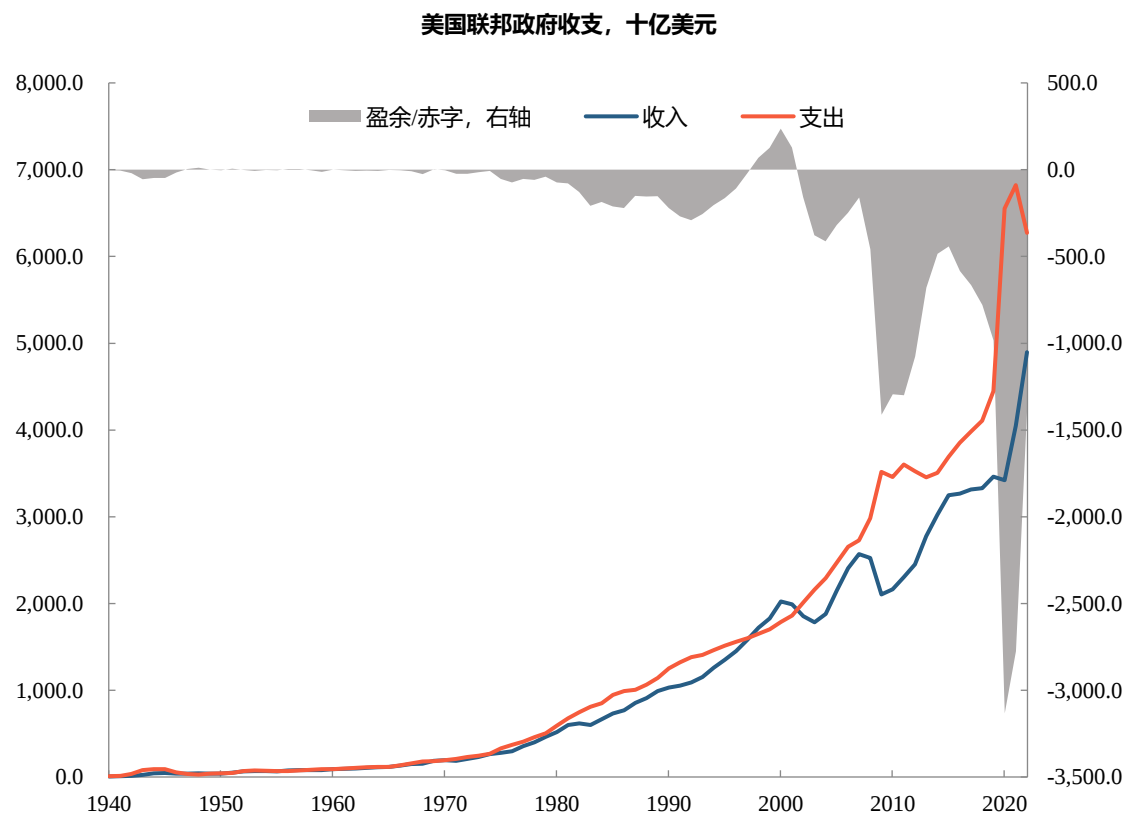


注：2009年州和地方政府社保税收入为负值。

数据来源： usgovernmentrevenue， 兴业证券经济与金融研究院整理

美国联邦赤字：收入与支出的缺口

- 政府收入大于支出为盈余，收入小于支出为赤字。
- 20世纪，美国在一战、大萧条、二战以及1960 年以来的几乎所有年份都出现赤字。

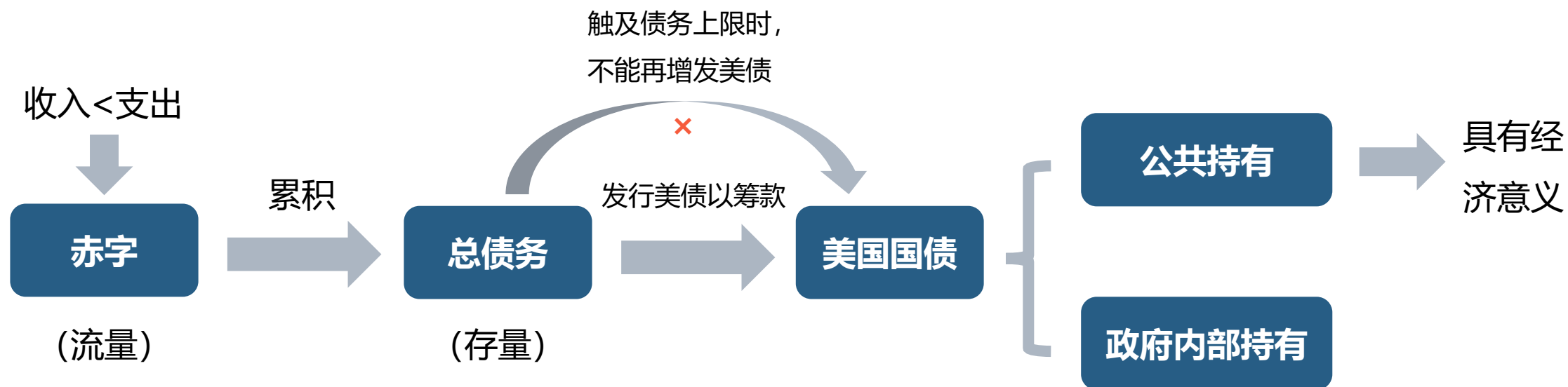


注：右图为使线条清晰显示，纵坐标轴未涵盖全部数据范围。正值代表收入小于支出形成赤字。

数据来源：CBO，CEIC，白宫，usgovernmentspending，兴业证券经济与金融研究院整理

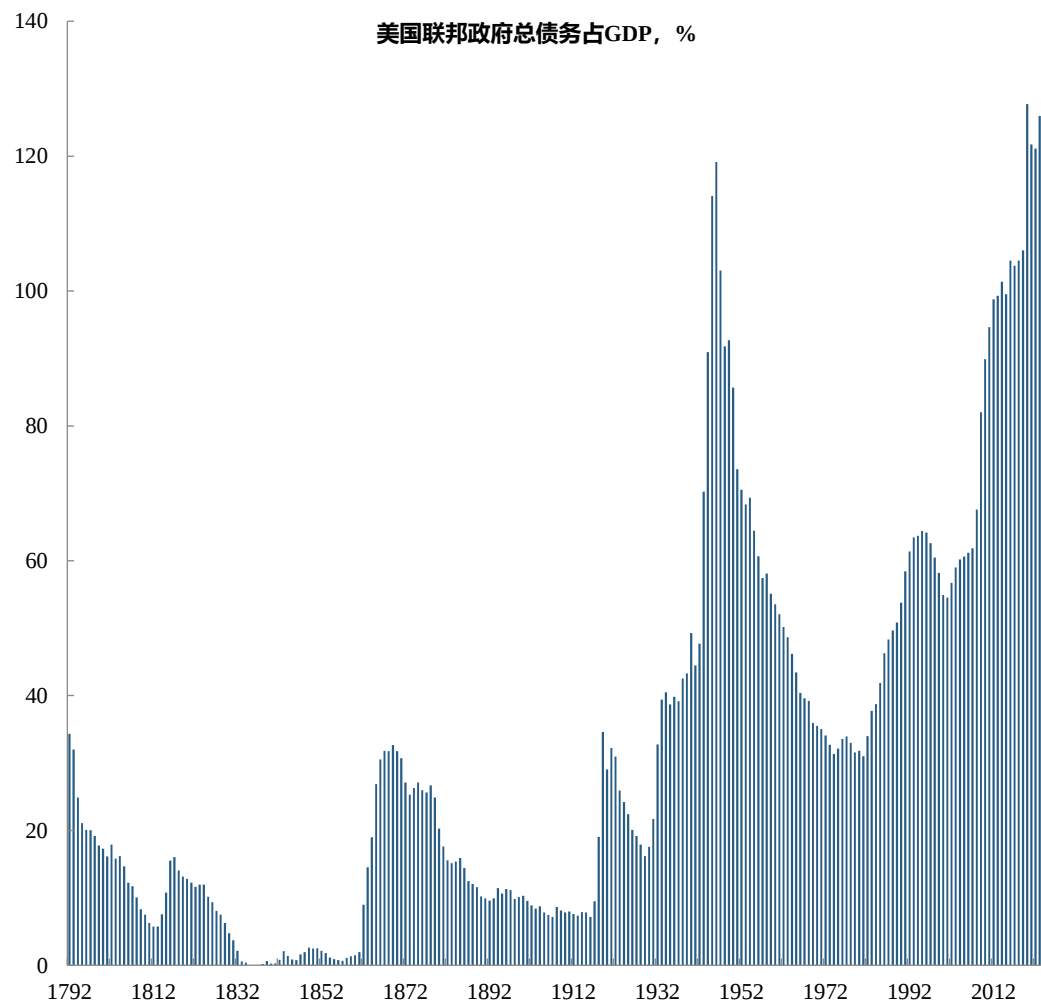
联邦政府收支、赤字与债务的关系

- 赤字衡量的是借贷流量，而债务总额衡量的是借贷总量（后文债务均指总额）。过去所有赤字和盈余（加上联邦信贷和相关计划的额外借款）的总和，基本反映了政府在其历史上的借款量。其他影响借贷的因素不反映在预算总额中，包括联邦政府现金结余和政府提供贷款及贷款担保的项目的现金。
- 联邦总债务分为公共持有（held by the public）与政府内部持有（intra-governmental holdings），**公共持有联邦政府债务占GDP的比重是有经济意义的指标**，对于了解债务在多大程度上提供财政刺激、挤出私人投资、影响利率和消耗财政空间具有重要意义。



数据来源：CRFB, treasurydirect.gov, CBO, 兴业证券经济与金融研究院整理

联邦债务总览



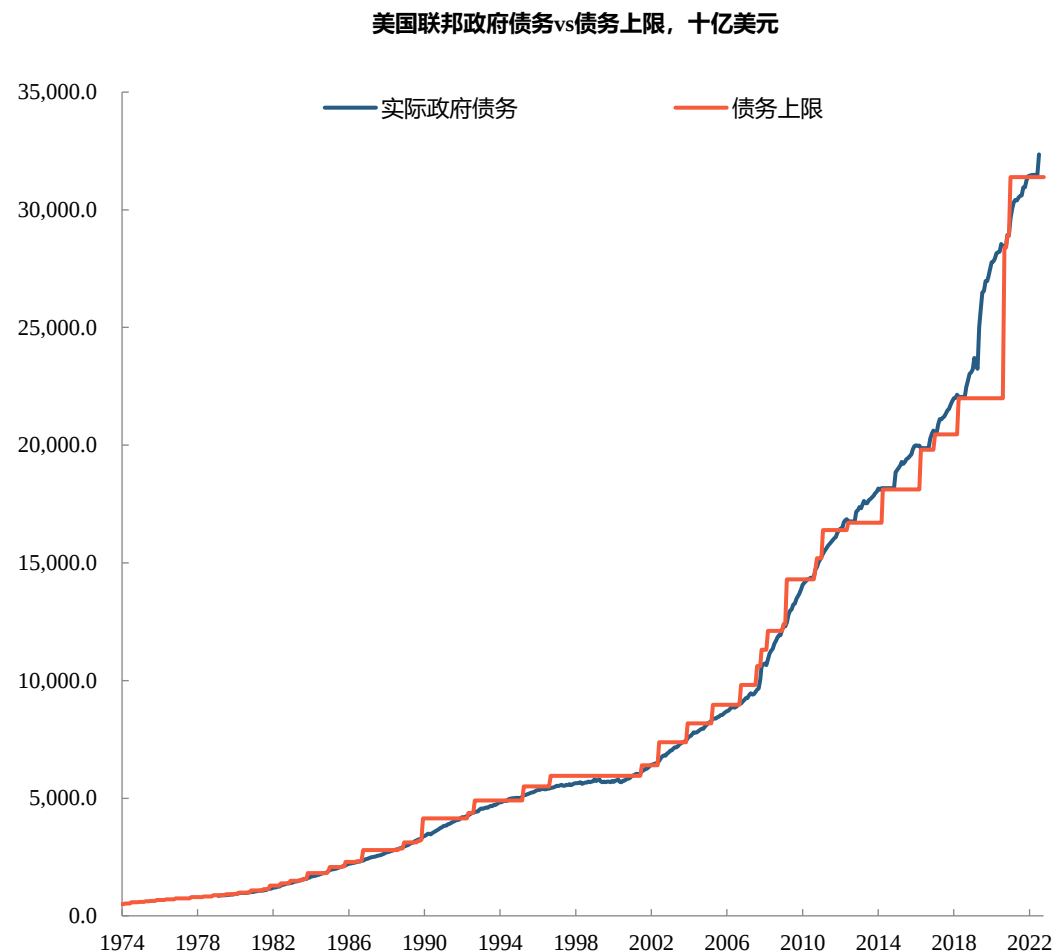
数据来源: usgovernmentsspending, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 美国联邦债务由首任财政部长亚历山大·汉密尔顿 (Alexander Hamilton) 于 1790 年代设立。他将各州在革命战争中欠下的债务作为新联邦政府的债务进行再融资, 从而偿还了这些债务。这些债券的资金由专门用于支付利息和偿还本金的联邦收入提供。1792年剩余的联邦债务约占GDP的35%。
- 到19世纪30年代, 独立战争债务已经还清, 而内战使得联邦债务逐步攀升至GDP的33%, 在20世纪初得以偿还。
- 大萧条时期, 联邦政府债务总额达到峰值, 但州和地方债务下降。
- 二战期间, 从1941年的45%开始, 联邦债务急剧膨胀占GDP至110%以上, 州和地方债务又增加了7%。接下来的35年中, 政府债务有所下降, 但里根、布什、奥巴马等在国防等领域举债, 2016年联邦、州和地方的债务突破了GDP的120%。
- **目前, 美国联邦债务总额为33.6万亿美元。联邦债务不包括房地美和房利美等GSE持有的债务, 也不包括州和地方债务。**

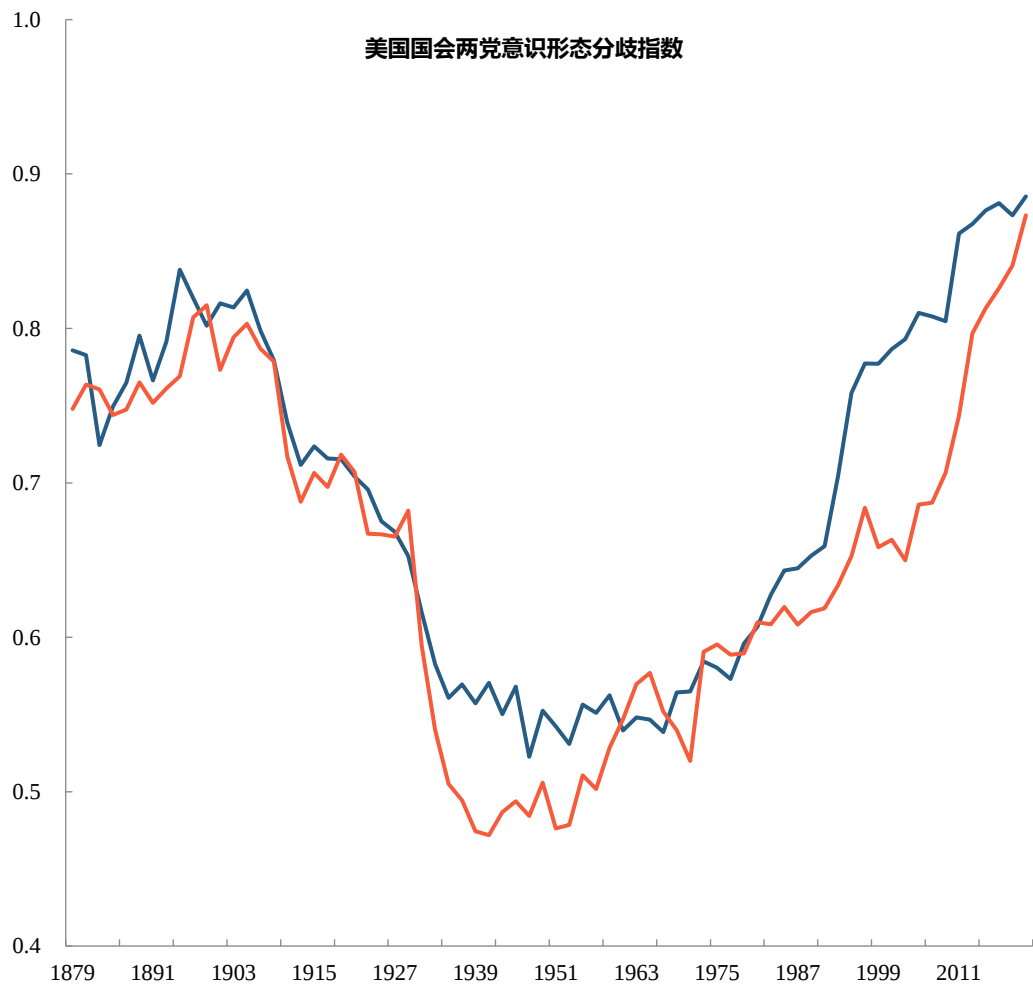
债务上限：联邦政府的借款总额受到法律的限制

- **债务上限指美国联邦政府根据国会的授权从而能够举借的债务总额。**一战前，每一笔债务的发行都需要国会单独批准。1917年颁布的第二自由举债法案(Second Liberty Bond Act of 1917)设置了150亿美元的债务上限，相当于开始创立债务上限制度。此后，国会不需要单独审议每一笔借贷。
- **债务上限为国会提供了控制联邦政府财政支出的手段。**它强调一种财政责任，要求国会和总统在联邦政府支出超过收入时采取措施允许政府更多负债。换言之，债务上限往往要求政府奉行节俭经济的管理方式。
- 美国政府每年的预算决议需包括一个适当水平的债务限制。当众议院和参议院无法就预算决议达成一致，或者现有的债务上限无法满足当前财政需求时，国会可能会在预算决议内容之外调整债务上限。
- 众议院和参议院可以采用几种不同的方式调整债务上限：
①常规立法程序(regular legislative procedures)调整，由参众两院立法，并由总统批准；②按照1974年国会预算法(Congressional Budget Act of 1974)将调整债务上限作为预算调和程序的一部分。

数据来源：美国国会congressional research service, CEIC, CBO, 兴业证券经济与金融研究院整理



债务上限之争背后的核心：两党分歧



注：两党意识形态分歧指数计算美国民主党、共和党的议员在DW-NOMINATE分数上的平均值差异；DW-NOMINATE分数是一种对议员的意识形态从自由到保守的数值衡量，根据其对各种法案的投票倾向计算而得。
数据来源：Voteview，CRFB，兴业证券经济与金融研究院整理

年份	法案	内容
1985	《格拉姆-鲁德曼-霍林斯法案》	将债务限额提高了1750亿美元，并设定了到1991年实现预算平衡的目标。
1987	《平衡预算和紧急赤字控制重申法案》	在增加的债务限额上附加了一项赤字削减措施，如果赤字达不到年度目标，则要求自动隔离。
1990	《综合预算调节法》	将债务限额提高了9150亿美元，这是迄今为止最大的增幅，但它也包含了未来五年近5000亿美元的赤字削减。
1993	《综合预算调节法》	将债务限额提高了6000亿美元，这一增长持续了约两年半。并在五年内削减了近5000亿美元的赤字。
1996	《单项否决权法案》	赋予总统否决立法中增加联邦赤字、增加福利支出超过基线、创造税收优惠或分配自由裁量预算权力的具体条款的权力。
1997	《平衡预算法案》	增加了4500亿美元的债务限额，由于20世纪90年代末和21世纪初的盈余，这足以支付2002年之前的债务。该法案要求在五年内减少约1250亿美元的净赤字，在十年内减少4250亿美元。
2010	《现收现付法案》	增加了1.9万亿美元的债务限额，这是迄今为止颁布的最大名义增长。还导致了国家财政责任和改革委员会的成立。
2011	《预算控制法案》	赋予总统权力，可将债务限额分次提高2.1万亿美元，但需经国会提出反对动议。还在十年内削减了9170亿美元的赤字，主要是通过限制可自由支配的支出。
2013	《无预算、无报酬法案》	暂停债务上限至2013年5月18日，然后在5月19日自动“追赶”，允许债务上限增加3000亿美元。如果两院都没有通过预算决议，该协议还将扣留国会议员的工资。
2013	《防止违约法》	债务上限恢复到目前的借款水平，实际增加了约5000亿美元，使债务上限达到17.2万亿美元。
2015	《两党预算法案》	将债务限额提高1.8万亿美元，达到目前19.8万亿美元的预期水平。该法案还通过提高2016财年和2017财年国防和非国防可自由支配支出的法定上限。
2018	《两党预算法案》	将债务限额提高1.5万亿美元，达到约22万亿美元的预期水平。该法案还提高了2018年和2019年国防和非国防可自由支配支出的法定上限，超过了2011年的原始上限。
2019	《两党预算法案》	将债务限额提高6.5万亿美元，达到约28.5万亿美元的预期水平。该法案还将2020年和2021年国防和非国防可自由支配支出的法定上限提高了约3200亿美元。
2023	《财政责任法案》	暂停债务上限，将31.4万亿美元的债务上限推迟到2025年1月1日。限制了2024和2025年国防、非国防开支的上限。

债务上限的历次调解

2011-2021年美国债务上限调整				
日期	白宫	参议院	众议院	是否达成预算削减协议
2012/1/30	民主党	民主党	共和党	是
2013/2/4	民主党	民主党	共和党	否
2013/10/17	民主党	民主党	共和党	否
2014/2/7	民主党	民主党	共和党	否
2015/10/30	民主党	共和党	共和党	否
2017/9/30	共和党	共和党	共和党	否
2019/3/1	共和党	共和党	民主党	否
2021/8/2	民主党	民主党	民主党	否
2021/12/16	民主党	民主党	民主党	否
2023/5/29	民主党	民主党	共和党	是

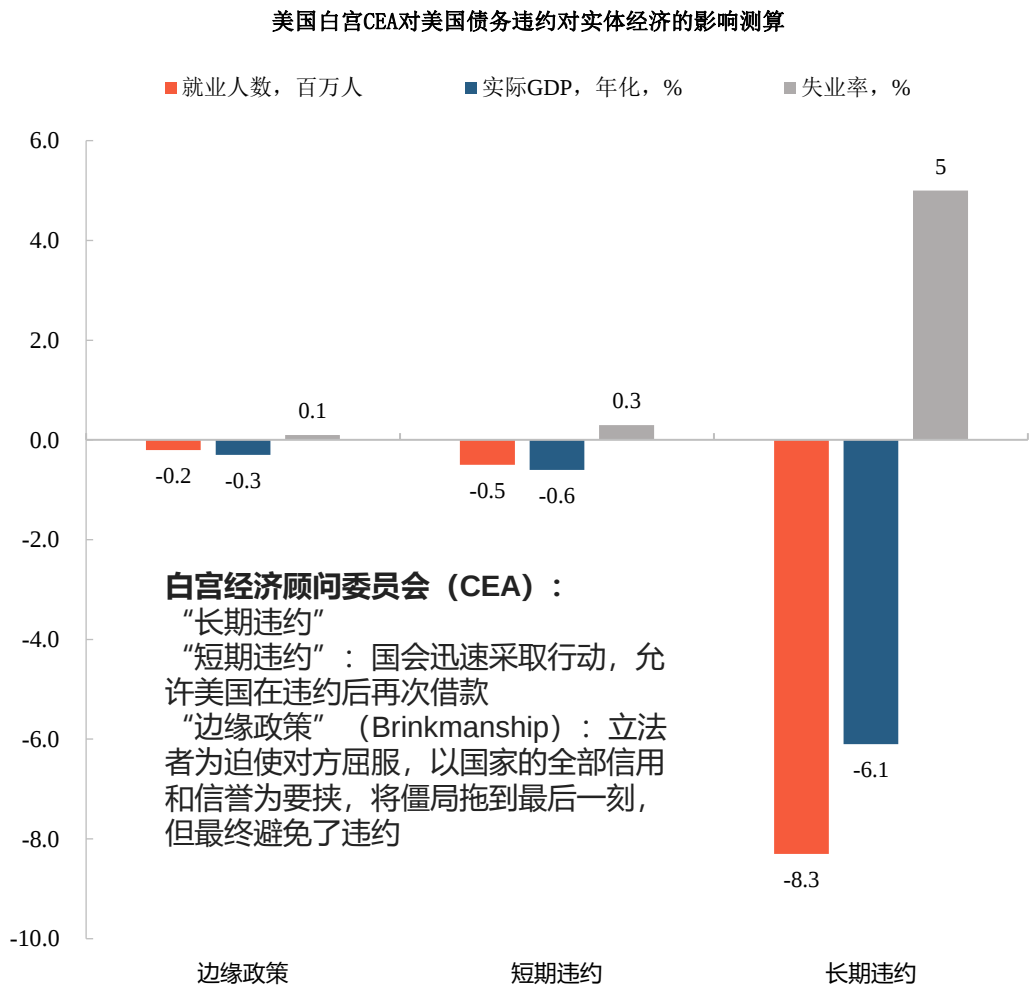
美国债务上限上调方式		
	直接上调债务上限	延期后自动更新债务上限
1940-1950年	7次	-
1951-1960年	6次	-
1961-1970年	15次	-
1971-1980年	16次	-
1981-1990年	21次	-
1991-2000年	4次	-
2001-2010年	10次	-
2011-2020年	1次	6次
2021-2023年	2次	1次

数据来源：众议院网站，Govinfo，Wikipedia，兴业证券经济与金融研究院整理

债务上限未能解决的潜在后果

- 2011年8月5日，标准普尔公司宣布，把美国主权信用评级从最高的AAA级下调至AA+级，并将评级展望定为负面。这是自1941年标普开始主权评级以来，美国首次失去AAA评级。标准普尔当时的理由是，美国政府与国会达成的债务上限协议缺少有效的举措以维持中期债务稳定，而且美国政治体制存在结构性缺陷，影响了政策制定和执行。
- 美国政府问责局（Government Accountability Office, GAO）估计，2011年的债务上限僵局使2011财年的借贷成本增加了13亿美元，2013年的债务限额僵局导致一年内的额外成本在3800万美元至7000多万美元之间。

数据来源：CNN，GAO，白宫，兴业证券经济与金融研究院整理



(三) 市场：美债的供给和需求

美债供给端：联邦政府债务哪些影响供给

- 美国联邦政府赤字形成的债务并非都是市场上可公开交易的美债。
- 联邦政府的债务有两种分类：
 - 按债务类型，分为**可交易（marketable）债券**与**不可交易（nonmarketable）债券**，前者通过公开拍卖发行，并可在二级市场交易；而后者为直接购买，不能在二级市场交易。
 - 按持有人，分为**公共持有（held by the public）**与**政府内部持有（intra-governmental holdings）**，前者包括**美联储、海外央行、个人投资者、金融机构**等；而政府内部主要持有方是社会保障局的养老和遗属保险信托基金（Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund）和国防部的军人退休基金（Military Retirement Fund）。

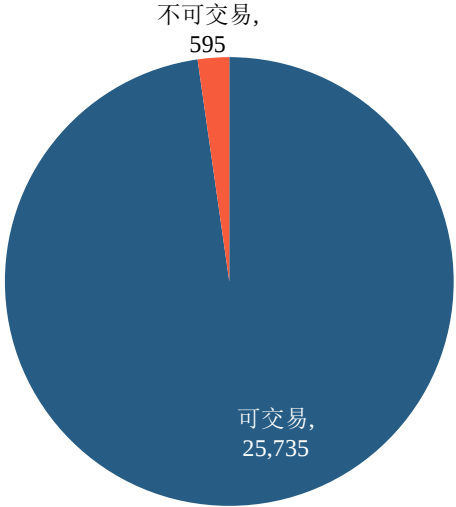
数据来源：CBO，美国财政部，CRFB，兴业证券经济与金融研究院整理

美债供给端：联邦政府债务哪些影响供给

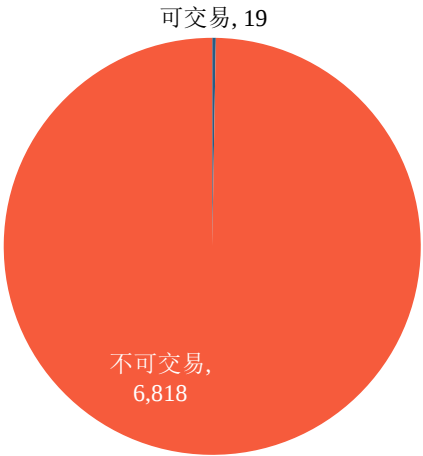
- 从规模来看，联邦债务公共持有的部分多为可交易，政府内部持有的部分多为不可交易。
- 公共持有的美债中可交易（有价证券）约25.7万亿美元，不可交易（无价证券）约5950亿美元。
- 对美债供需的研究一般聚焦在**对应公共持有的可交易的联邦政府债务**。

截至2023年9月30日，联邦政府未偿债务，十亿美元			
	公共持有	政府内部持有	总计
可交易	25,735	19	25,754
不可交易	595	6,818	7,414
总计	26,330	6,837	33,167

联邦政府债务构成，公共持有部分，十亿美元



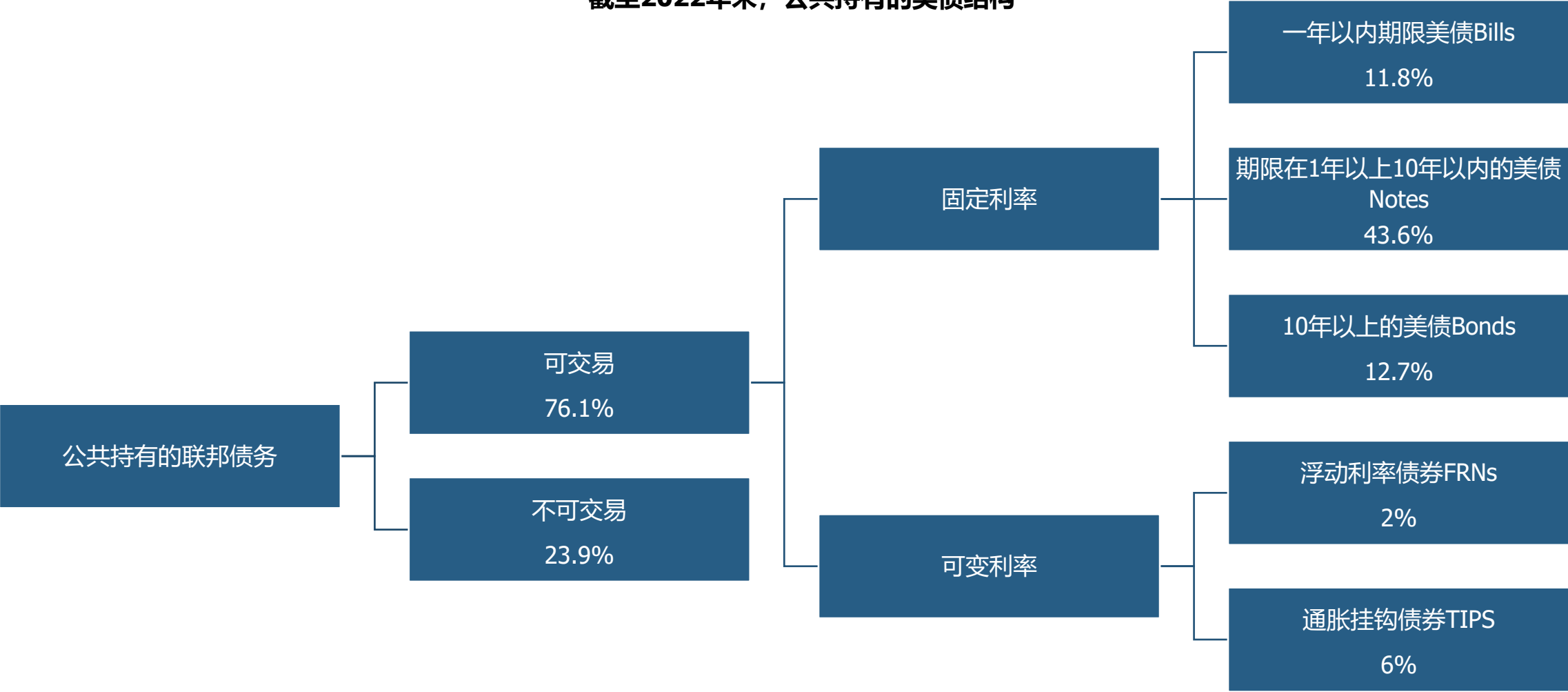
联邦政府债务构成，政府持有部分，十亿美元



数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

美债供给端：联邦政府债务哪些影响供给

截至2022年末，公共持有的美债结构

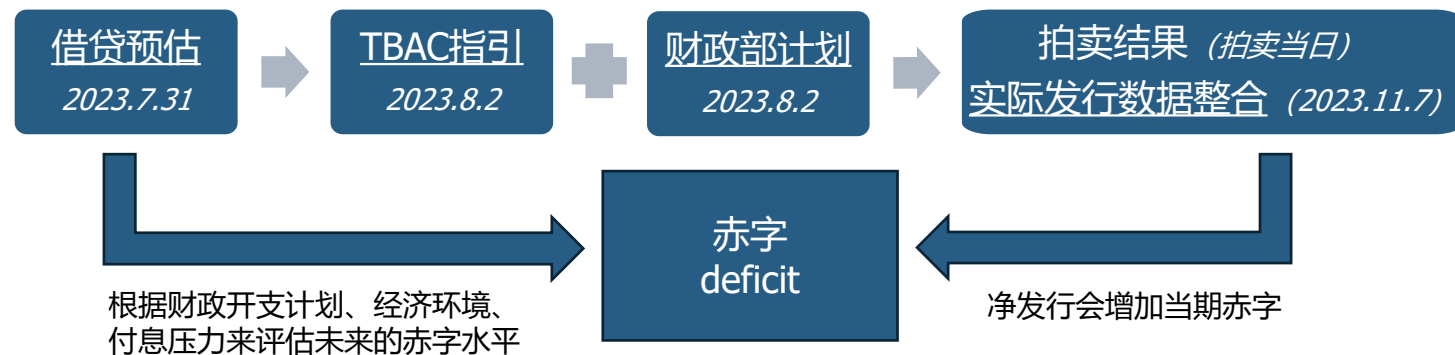


注：该图来自圣路易斯联储工作论文Assessing the Costs of Rolling Over Government Debt，论文作者根据2022年12月的美国财政部MSPD数据计算。

数据来源：圣路易斯联储，兴业证券经济与金融研究院整理

美债发行流程

- 每个季度首月月末或次月月初，美国财政部公布**借贷预估 (Marketable Borrowing Estimates)**，预测当季度和下季度的整体融资需求、计划融资规模、市场融资规模；
- 美国财政部借贷咨询委员会 (Treasury Borrowing Advisory Committee, TBAC) 会发布建议的**发债日程 (TBAC Recommended Financing Tables)**，披露下个季度各期限美债的预计拍卖日期和到期情况；
- 财政部会公布**季度发债计划 (Quarterly Refunding Statement)**，指引接下来三个月2年期及以上各期限美债的月度发行规模，对后续的美债发行大致情况进行“表态”；
- 以三季度的美债供给官方披露时间表为例：



数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

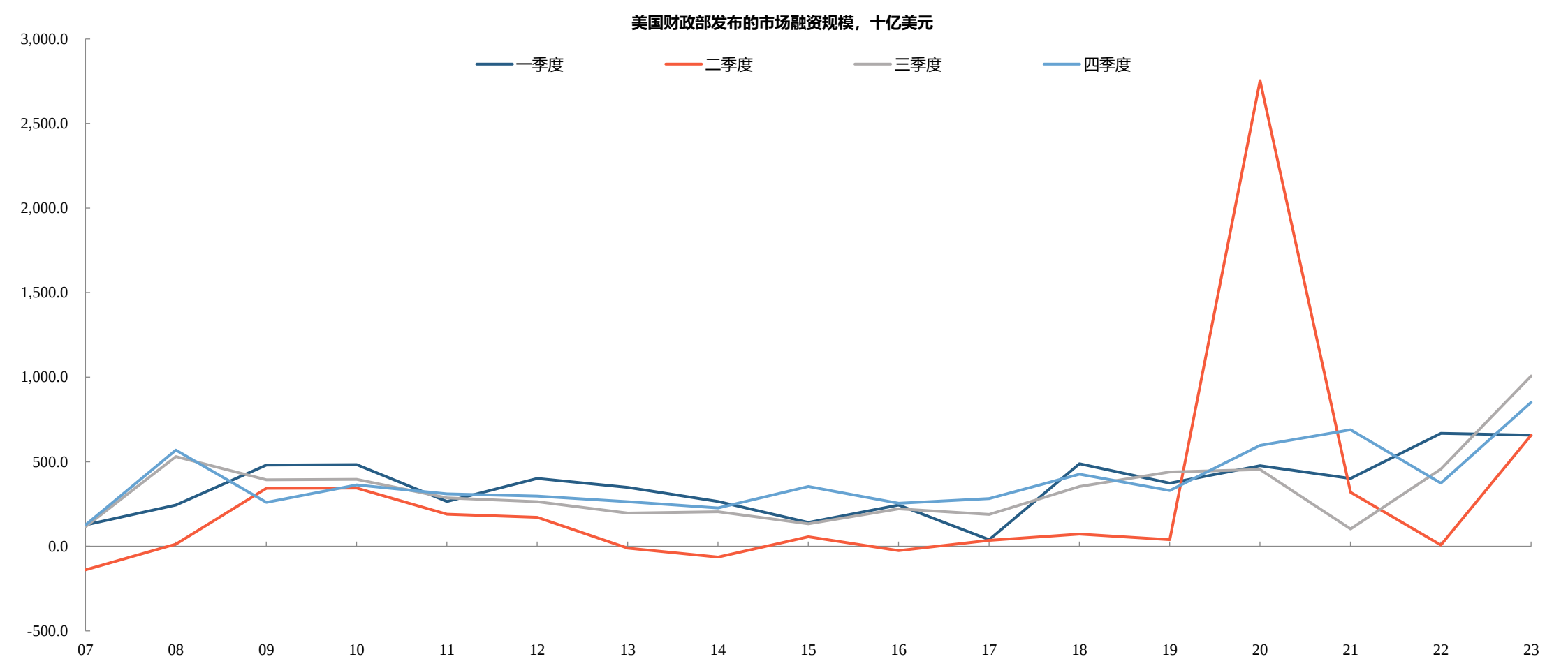
详解美债发行流程1：借贷预估——四季度计划融资额高于融资需求

- 2023年7月31日，美国财政部公布**借贷预估 (Marketable Borrowing Estimates)**，预测美国四季度的融资需求、计划融资规模、市场融资规模，并对三季度预测进行修正。
- 美国财政部二季度实际融资6570亿美元；预计三季度通过可交易美债融资1.007万亿美元，**四季度预计通过可交易美债融资8520亿美元，较三季度有所回落。**



数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

借贷预估存在季节性：2020年以外，二季度往往是债务融资低点



注：2023年三、四季度数据为预估，其余为实际值。
数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

详解美债发行流程2：TBAC指引

- 美国财政部借贷咨询委员会（Treasury Borrowing Advisory Committee, TBAC）每季度第二个月月初发布**发债日程指引（TBAC Recommended Financing Tables）**，披露下个季度各期限美债的预计拍卖日期和到期情况；
- 以8月2日发布的四季度美债拍卖日程指引为例：一方面，提供美债拍卖日程，以供交易者关注；另一方面，汇总计算得到TBAC对于四季度美债发行规模的指引：**10-12月TBAC分别建议发行4440亿、3190亿、1580亿美元的1年期以上美债，四季度建议净发行5134.5亿美元的国库券（1年期及以内）。**

TBAC指导的发债计划，十亿美元												
	2y	3y	5y	7y	10y	20y	30y	5y TIPS	10y TIPS	30y TIPS	2y FRNs	总和
1月计划	84	40	86	70	32	24	18		17		24	395
2月计划	42	40	43	35	35	15	21			9	22	262
3月计划	42	40	43	35	32	12	18		15		22	259
4月计划		40			32		18	21				111
5月计划	84	40	86	70	35	27	21		15		46	424
6月计划	42	40	43	35	32	12	18	19			22	263
7月计划	42	40	43	35	32	12	18		17		24	263
8月计划	44	42	45	36	37	16	23			8	22	273
9月计划		44			34		20		15		22	135
10月计划	95	47	97	76	34	26	20	23			26	444
11月计划	52	50	53	41	40	18	26		15		24	319
12月计划		53			37		23	21			24	158
总和	527	516	539	433	412	162	244	84	94	17	278	3306

注：左下图1-3月参考2月1日TBAC一季度指引，4-6月参考5月3日TBAC二季度指引，7-9月和10-12月分别参考8月3日TBAC三季度和四季度指引。
数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

详解美债发行流程3：财政部发债计划

- 2023年8月2日，美国财政部公布**季度发债计划（Quarterly Refunding Statement）**，包含8/9/10月这三个月中，每月大致发行的各期限中长期债券的规模。
- 发债计划只提供大致指引，具体每月实际发行规模可能略有不同**；中长期来看，财政部在发债计划中“表态”：**未来几个季度可能还需要进一步增加发债规模**（further gradual increases will likely be necessary in future quarters），增加的规模将取决于财政前景、联储SOMA账户赎回情况等。
- 11月、12月和明年1月的季度发债计划将于美国当地时间**11月1日**发布。

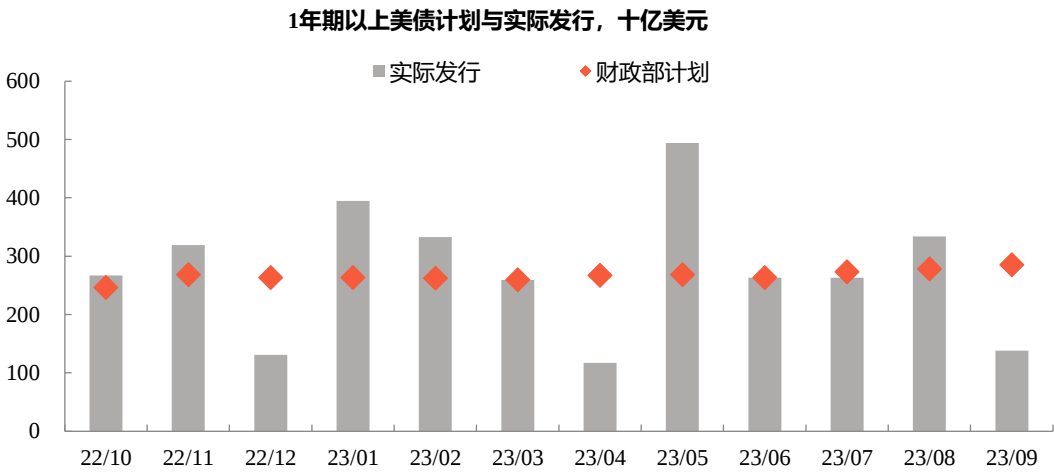
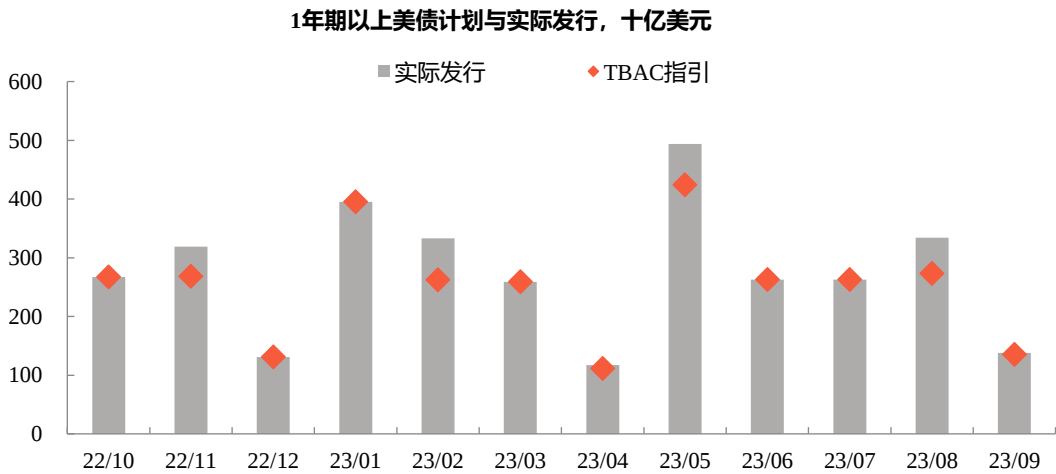
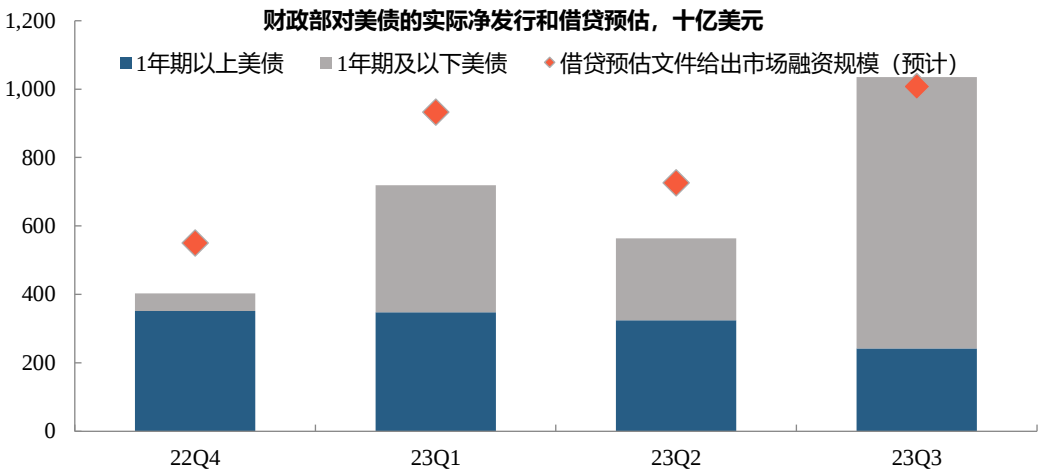
时间	发行规模，十亿美元							
	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	20年期	30年期	FRN
2023年5月	42	40	43	35	35	15	21	22
2023年6月	42	40	43	35	32	12	18	22
2023年7月	42	40	43	35	32	12	18	24
2023年8月	45	42	46	36	38	16	23	24
2023年9月	48	44	49	37	35	13	20	24
2023年10月	51	46	52	38	35	13	20	26

注：右下图5-7月为实际发行，8-10月为财政部计划发行。

数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

不同计划的口径比较：

- 计划：相比之下，财政部计划的月度发行规模更为平稳，仅为美债发行提供大致规模的指引；而**长端美债的实际发行规模与TBAC指引更为契合**，这其中可能与TBAC对美债拍卖的日期指引更为具体有关（比如，2023年5月安排的美债拍卖场次比4月更多）。
- 实际：三季度实际净发行总额略超借贷预估估计的市场融资规模。结构上，三季度短端供给大幅抬升，而长端供给较前几个季度反而减少，实际发行量与TBAC指引基本持平。其中，8月长债有所超发，但超发规模与联储SOMA账户变化基本符合。



数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

根据先前的计划，举行美债拍卖发行

财政部预告拍卖

拍卖什么债券、发行金额、关键日期、发行条款、投标截止时间等

投标阶段

可以直接投标，也可以通过中间人投标

之后可用于交易

即进入二级市场

财政部举行拍卖

收集出价，确定每种债券的最高、最低和平均价格

发行债券

投资者支付债券的购买金额，债券的所有权正式转移到投资者名下

数据来源：Treasury Direct，兴业证券经济与金融研究院整理

一级市场美债的拍卖流程

- 投标者分类：

- 非竞争性：

- 主要参与者：个人投资者、小型机构
 - 特点：被动接受收益率，**保证优先获配**，每场拍卖获配上限是1000万美元

- 竞争性：

- 主要参与者：一级交易商、机构投资者、海外央行、个人投资者
 - 特点：指定收益率参与竞标，**不保证获配**。非竞争性投标者获配后剩余的发行额度将用于竞标，获配上限是当次发行额的35%
 - 竞标者的分类：
 - 直接竞标者：直接在国债拍卖中投标。他们代表自己参与拍卖，并对自己的投标负责。
 - 间接竞标者：通过中间人（通常是一级交易商或指定的直接投标者）参与拍卖，一般是海外央行、国际货币当局、海外机构等。
 - 一级交易商：由纽约联邦储备银行指定，作为在执行货币政策时与纽约联储交易的对手方的金融机构。他们需要有意义地参与国债拍卖，并且预期会有竞争性地投标。一级交易商在国债拍卖过程中发挥重要作用，他们既以自己的名义投标，也代表客户（包括间接投标者）投标。

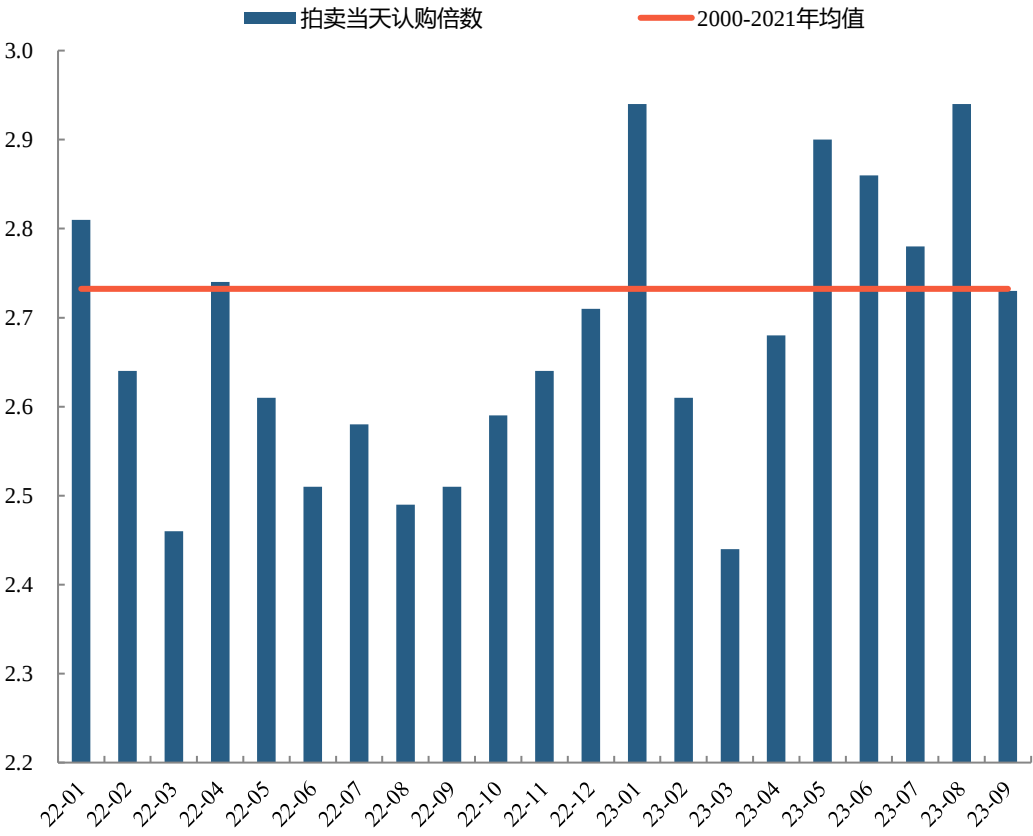
- 发行利率：

- 由竞标的结果决定：竞争性投标人按照竞标利率从低到高获得分配，所有人的中标利率均相同，为最后获配的中标者所提交的利率（即“按照竞标利率从低到高获得分配”中所指的最高利率）
 - 非竞争性投标者不参与竞标，必须接受竞标结果作为最终的收益率

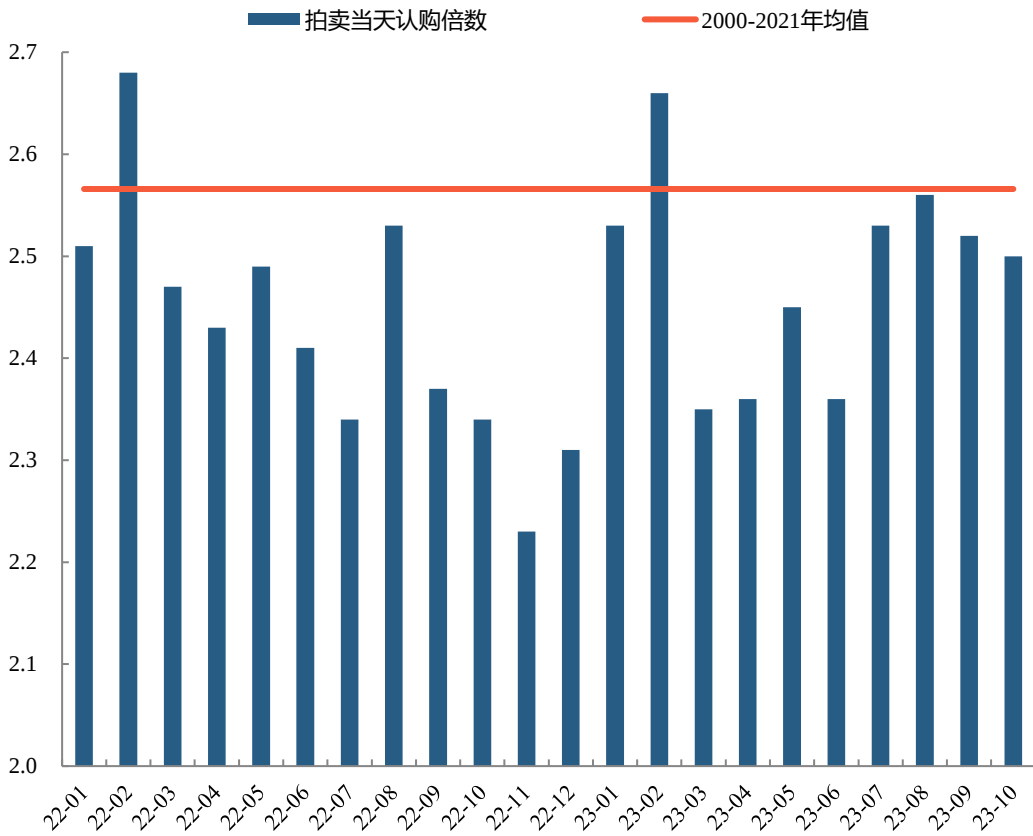
数据来源：Treasury Direct网站, 兴业证券经济与金融研究院整理

认购倍数反映了竞标的拥挤程度，一般越高代表需求越旺

2年期美债拍卖认购倍数



10年期美债拍卖认购倍数



注：认购倍数 = 参与竞拍的认购金额/计划发行金额

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

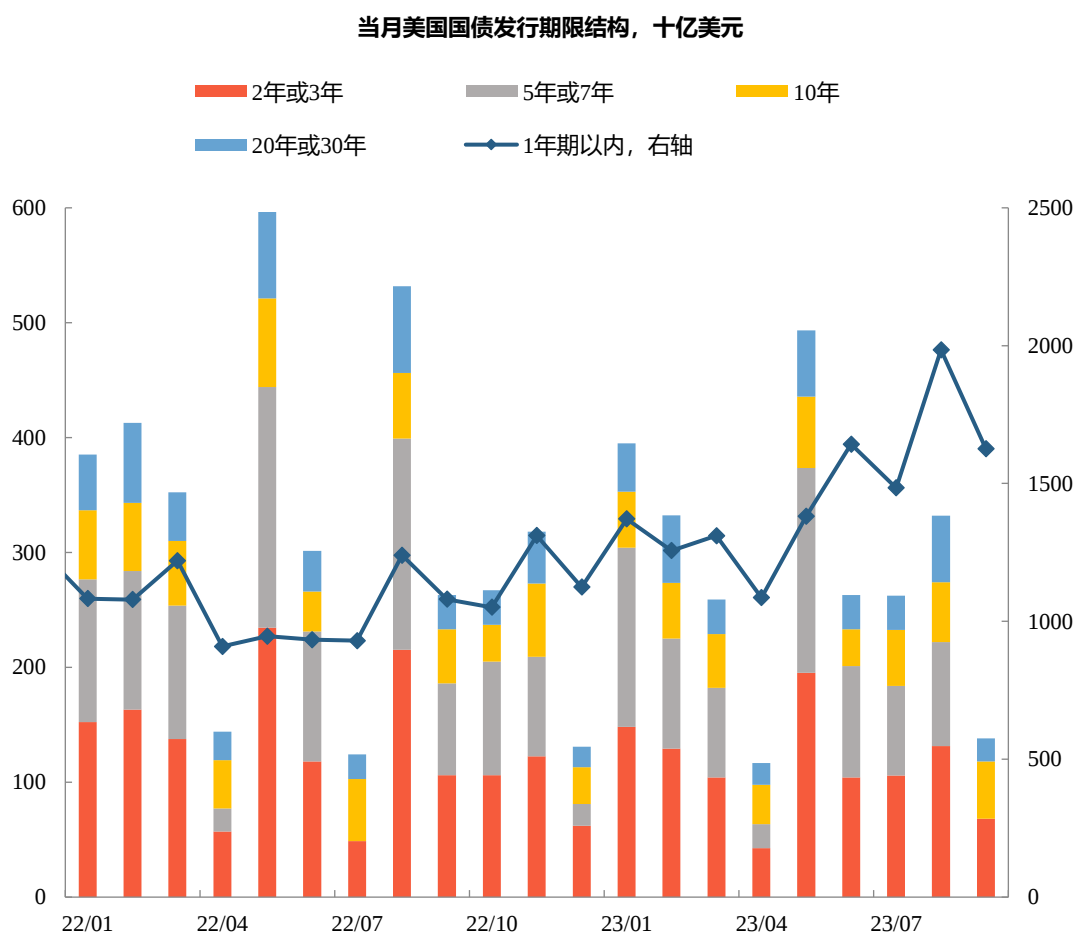
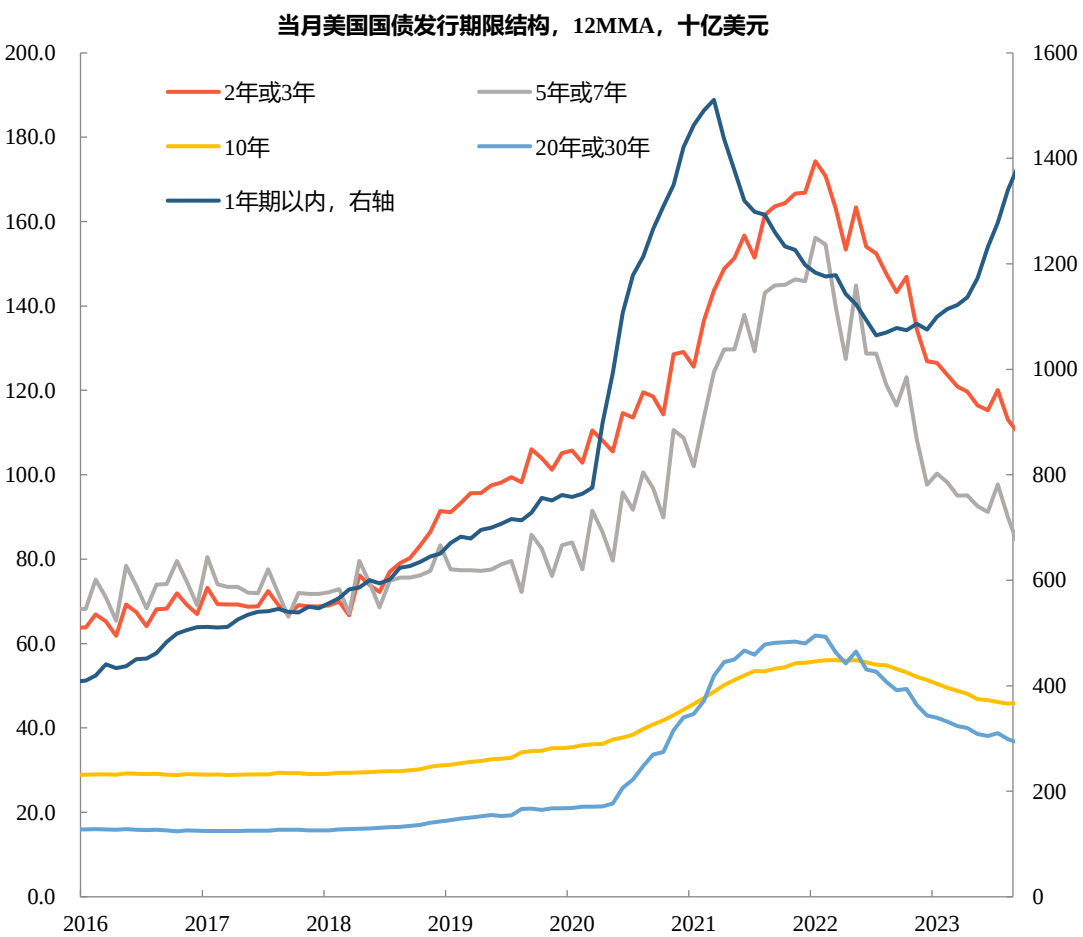
间接竞标者的获配比例越高，也可能表明市场需求越强

- 一级交易商由纽约联储“指定”参与国债拍卖，有责任积极参与竞标，承接市场未能吸收的债券。
- 而间接竞标者中有较多海外官方和机构投资者，其获配比例越高，往往反映市场对美债的需求越强。
- 今年三季度，十年期美债拍卖的间接竞标者获配比例出现回落趋势，显示长端需求压力。



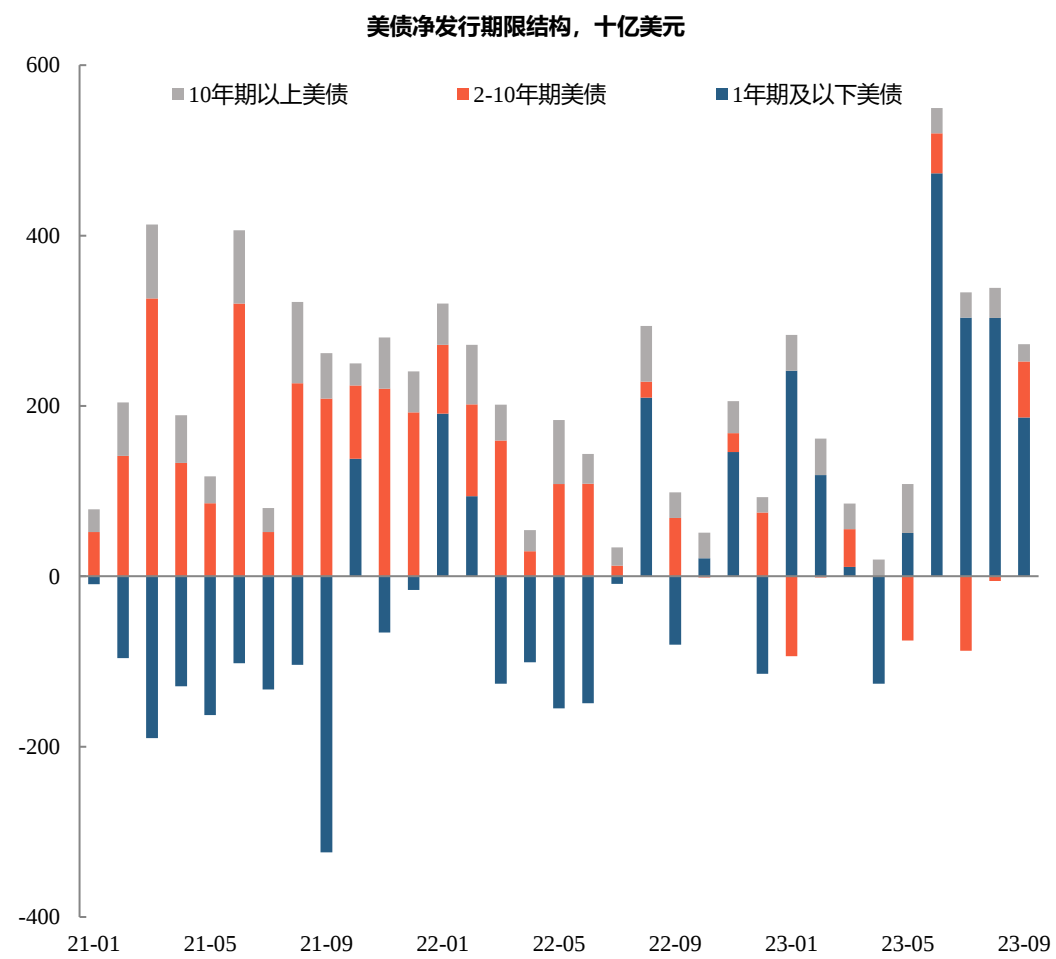
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

近期美债发行期限结构一览



数据来源: 美国财政部, 兴业证券经济与金融研究院整理

近期美债发行期限结构一览



数据来源: SIFMA, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理



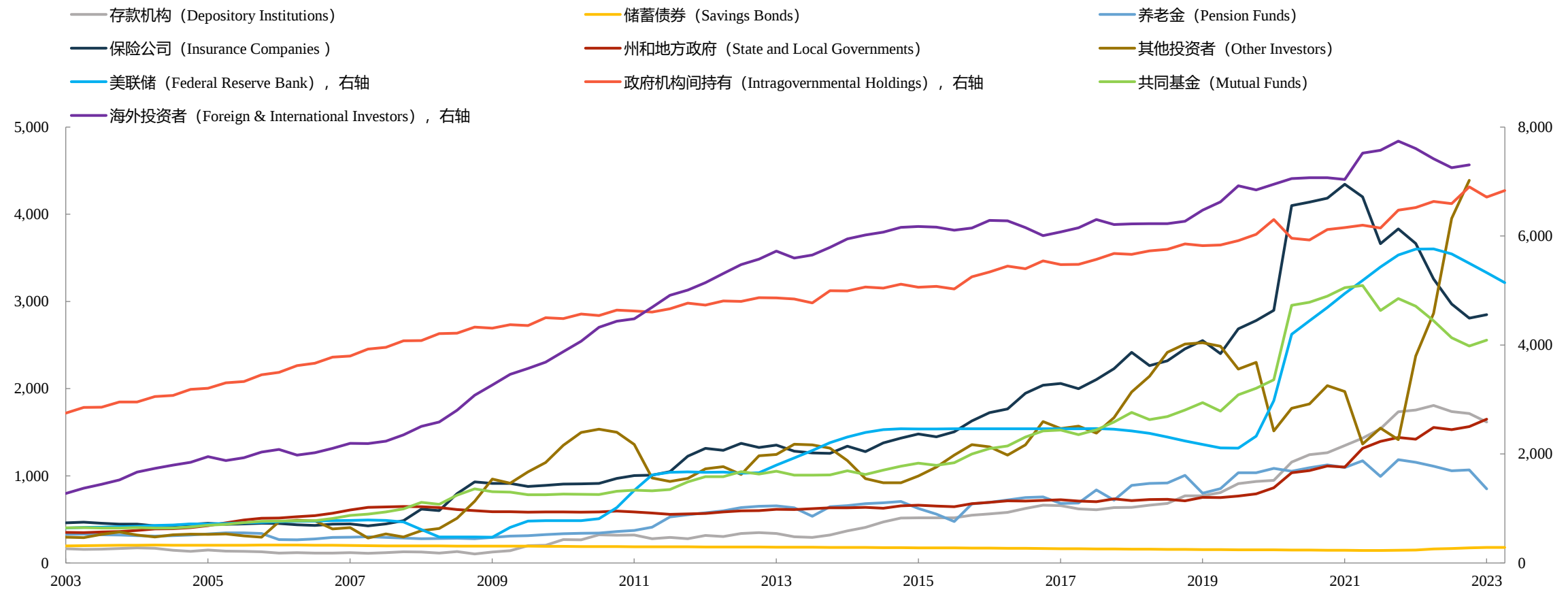
美债需求端：主要持有者一览

主要分类	简介	2023年二季度占比，%
政府机构间持有（Intragovernmental Holdings）	由政府机构持有，以不可交易债券为主；最大持有者是联邦老年人和遗属保险基金（Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund），截至2023年9月约占政府间持有总额的39.3%	19.5
纽约联储公开市场账户（System Open Market Account）	美联储进行公开市场操作的账户，其变化一般不敏感于市场波动	15.5
存款机构（Depository Institutions）	主要包括商业银行、储贷机构和信用合作社	4.8
养老金（Pension Funds）	包括给私人部门、州和地方政府职员提供的养老金计划	3.0
保险公司（Insurance Companies）	分为财产和意外伤害保险公司、人寿保险公司两大类	7.9
共同基金（Mutual Funds）	大约三分之一为货币共同基金（MMFs），其它还有股票、债券、指数基金等	11.2
州和地方政府（State and Local Governments）	非联邦政府	4.4
海外投资者（Foreign & International Investors）	包括非美经济体的央行、国际货币当局以及其他非美投资主体	20.6
其他投资者（Other Investors）	企业、居民、对冲基金等	12.4
储蓄债券（Savings Bonds）	是由财政部发行的不可交易债券，收益稳定。在持有者结构中是通过购买储蓄债券来向政府借钱的持有人	0.5

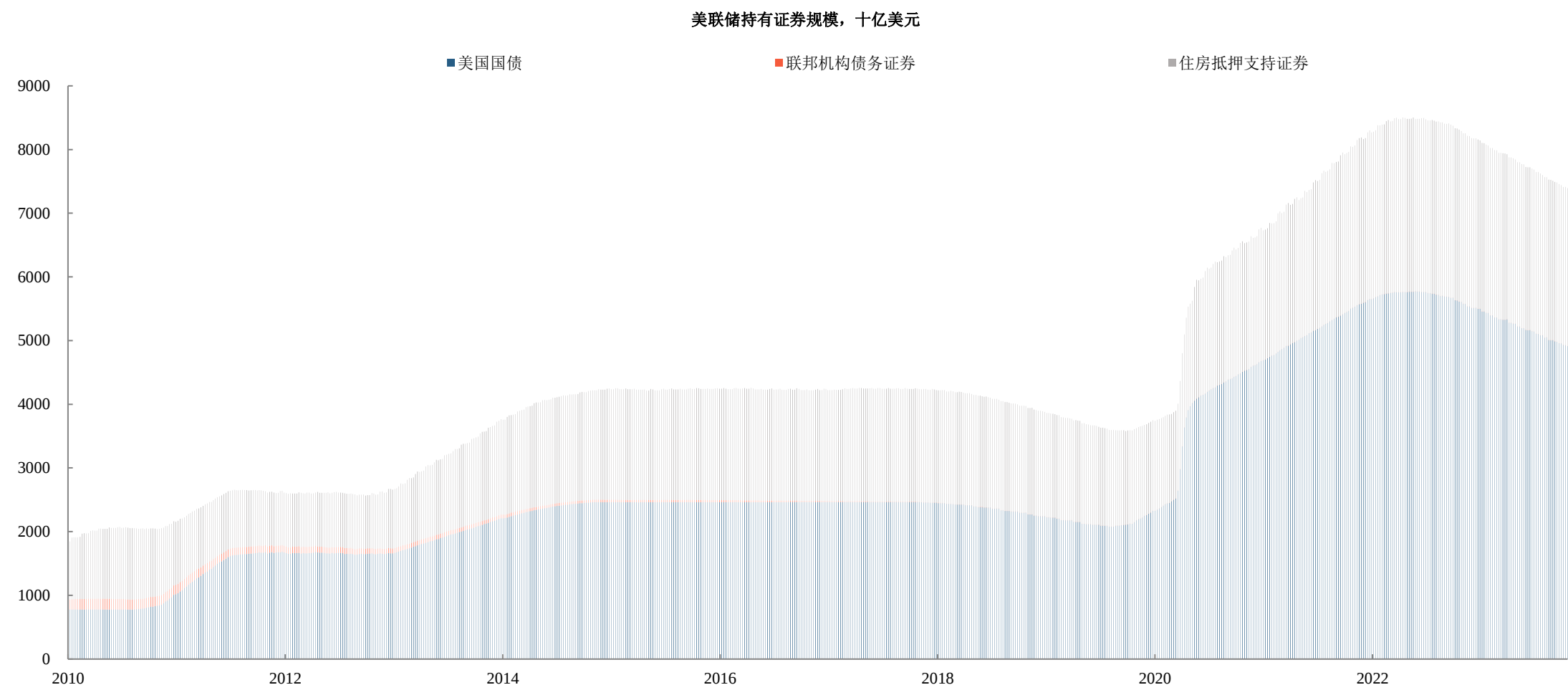
数据来源：美国财政部，CEIC，FRED，兴业证券经济与金融研究院整理

本轮加息周期：谁在增持，谁在减持？

美债持有人分布，十亿美元

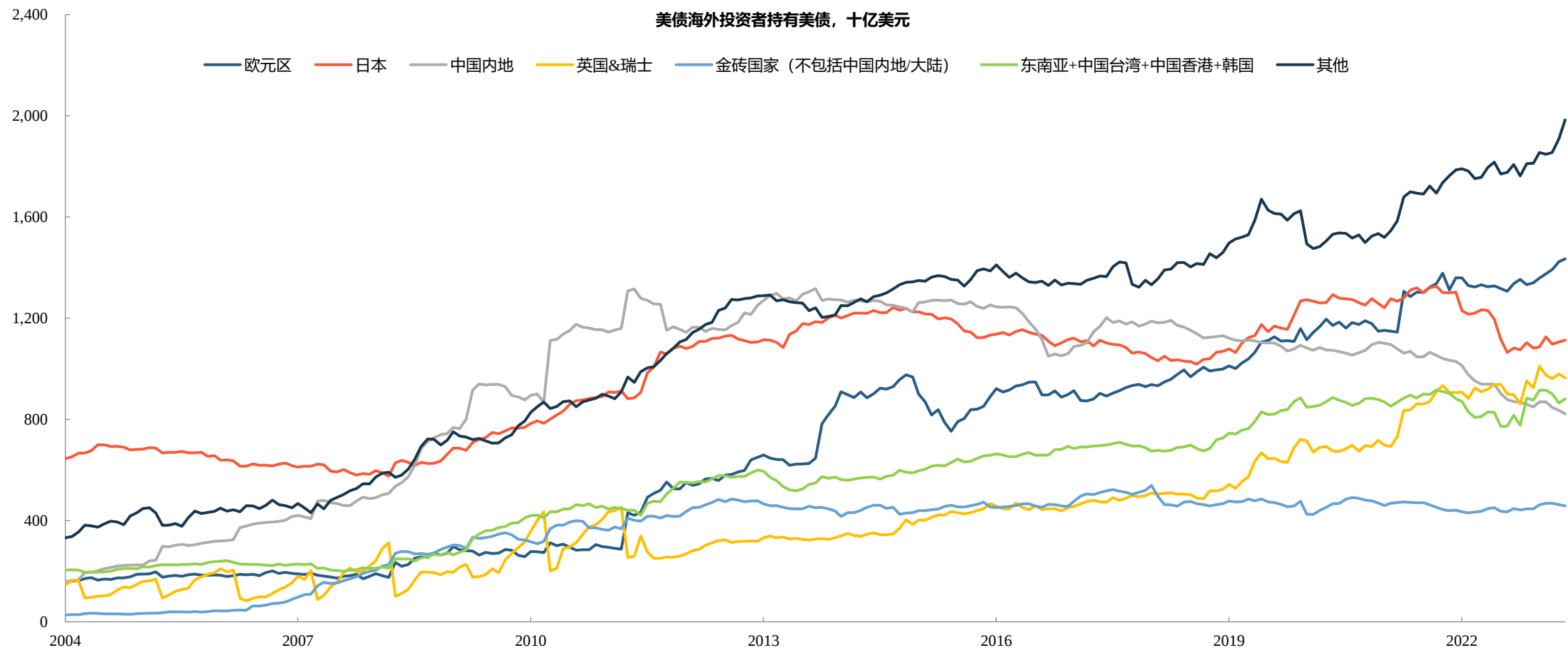


美联储：紧缩周期下按计划缩表，本轮持续减持美债



数据来源：同花顺, 兴业证券经济与金融研究院整理

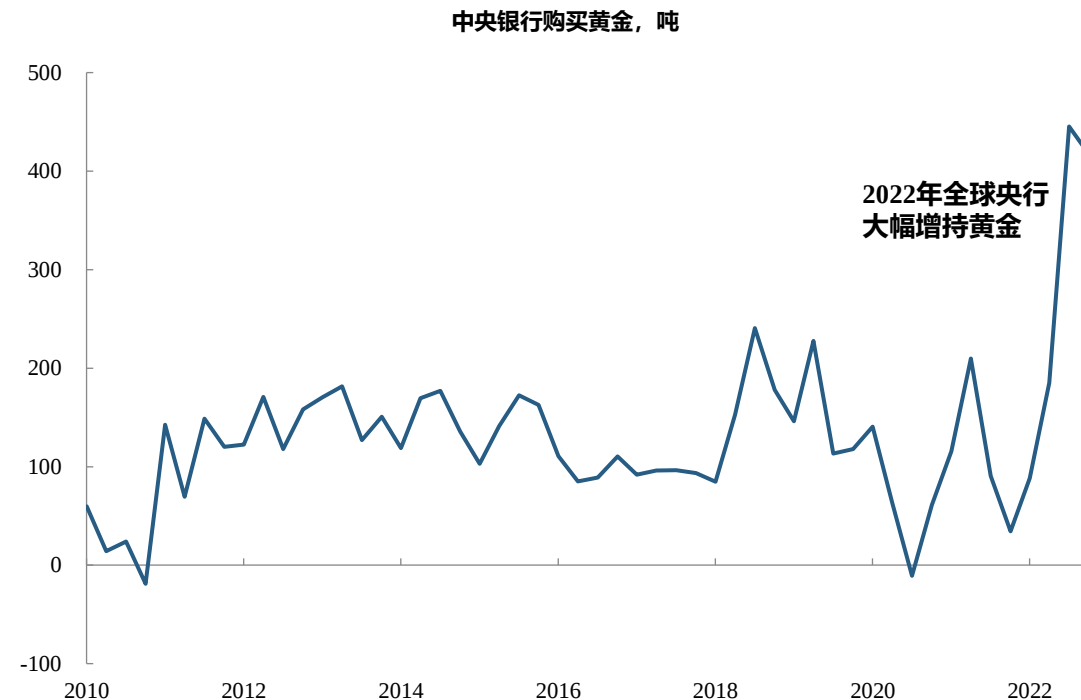
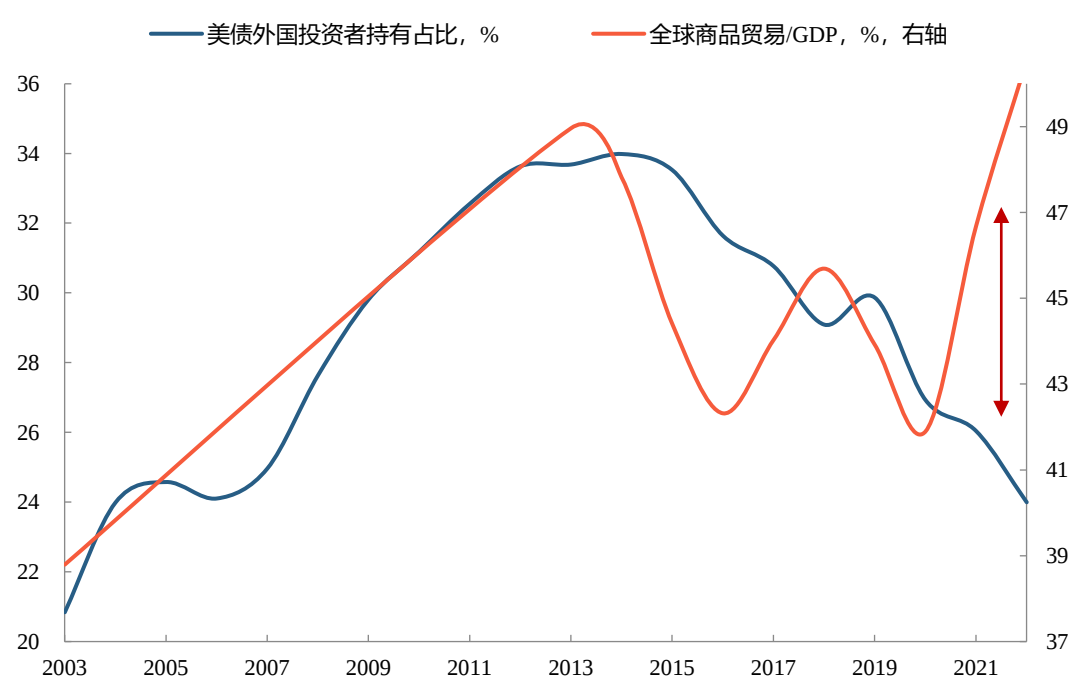
海外投资者：持有整体下滑



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

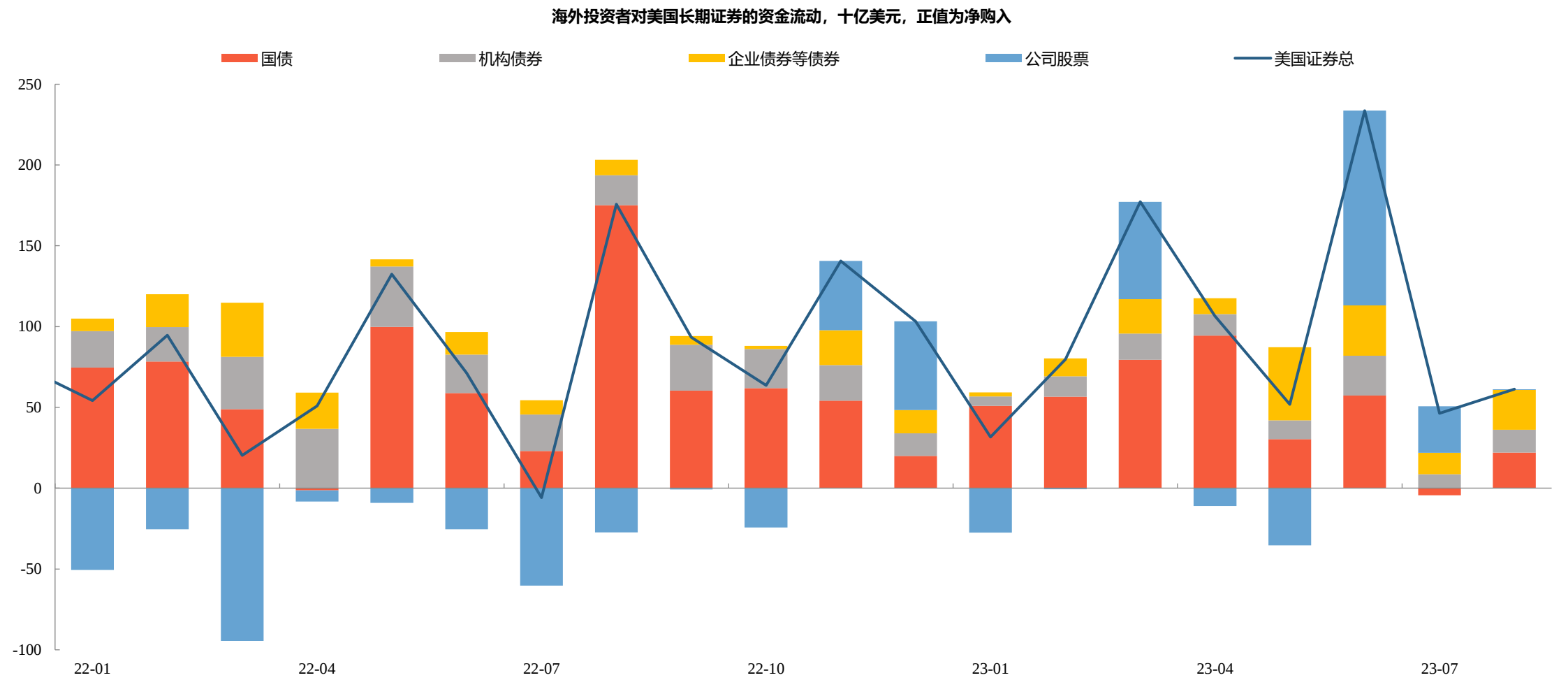
海外投资者：过去十年持有占比持续下降

- 2012-2020年：全球贸易活动占比GDP下降，海外投资者在美债持有人中的占比下降
- 2021-2022年：商品贸易活动回升，但外国投资者的美债持有占比继续下降。与之对应，各国央行大幅增持黄金，表明在全球经济、地缘多变的当下，各国对安全资产的需求可能会趋向“分散化”



数据来源：CEIC, World Bank, World Gold Council, 兴业证券经济与金融研究院整理

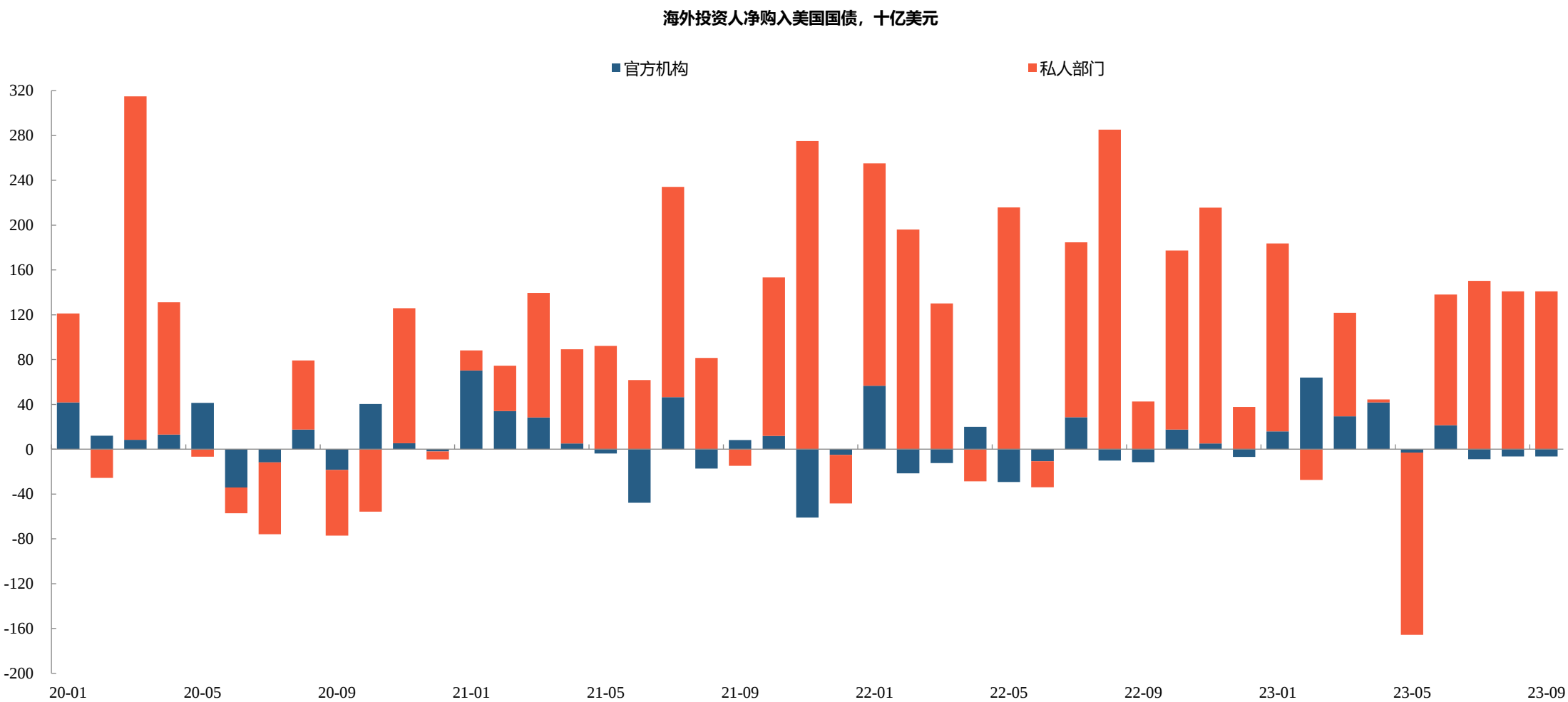
海外投资者：本轮持有长债下滑可能更多来自于价格的影响



注：橙色柱形的“国债”系列仅包含长期限的美债。

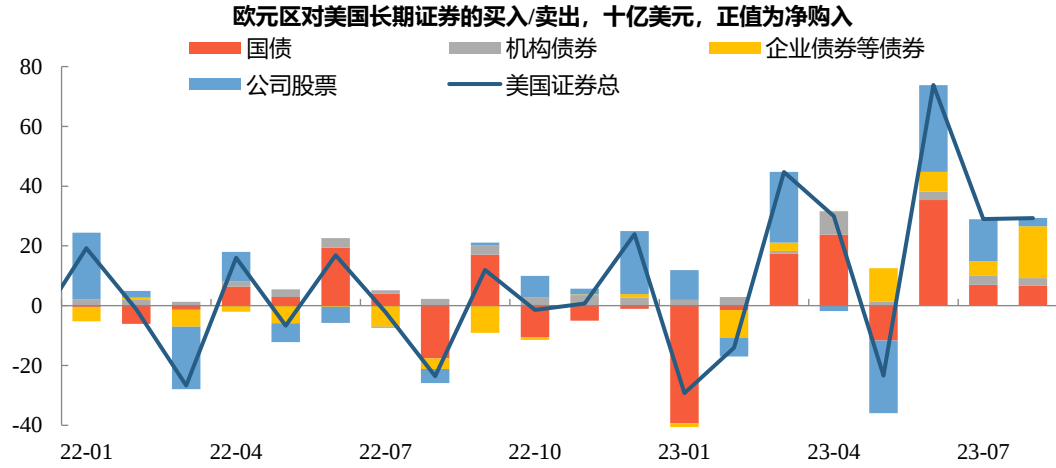
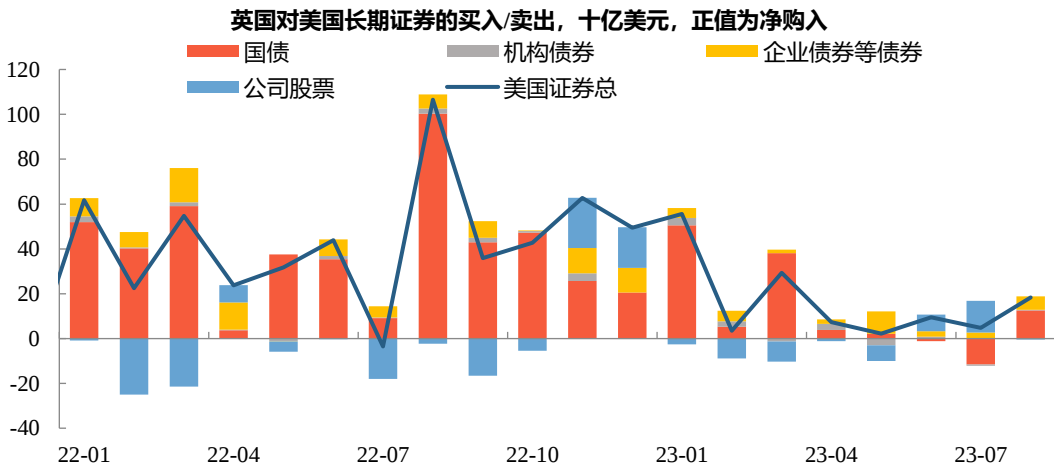
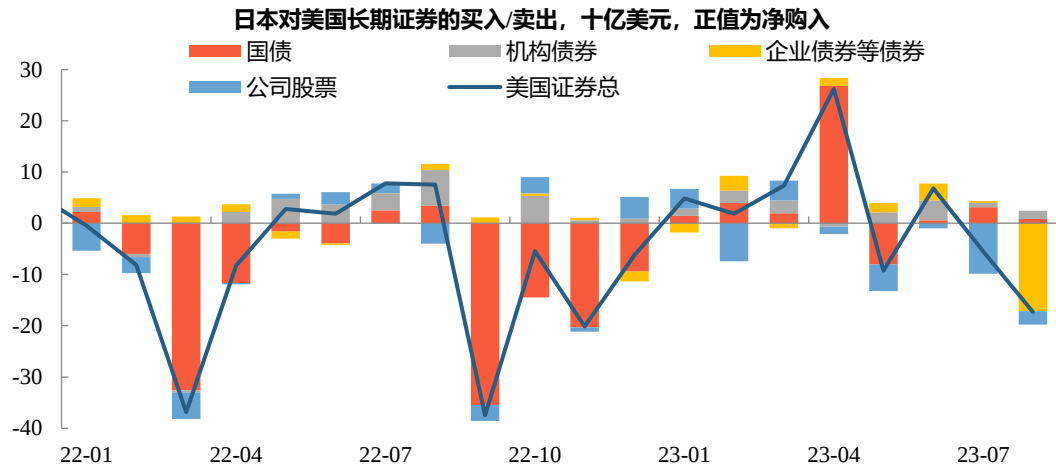
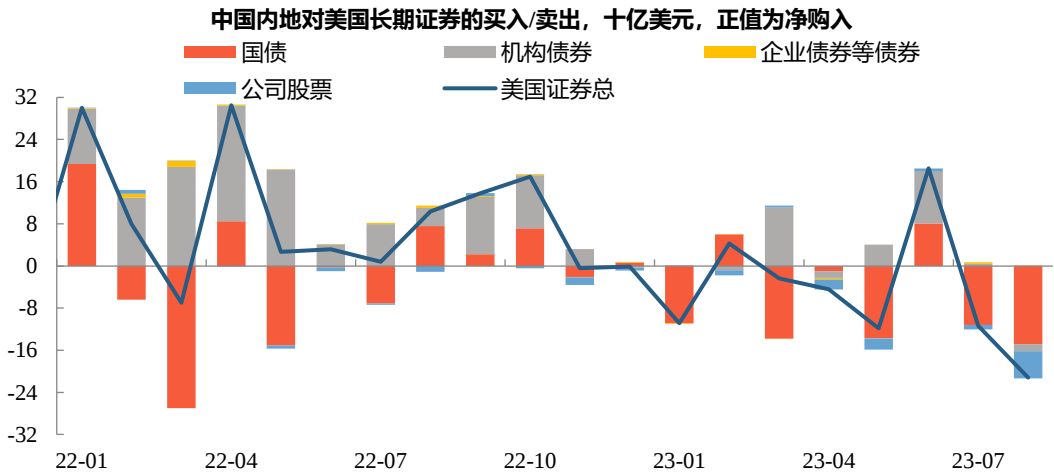
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

海外投资者：净购买力量主要来自私人部门



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

剔除价格影响之后，中国内地整体减持，欧洲则增持

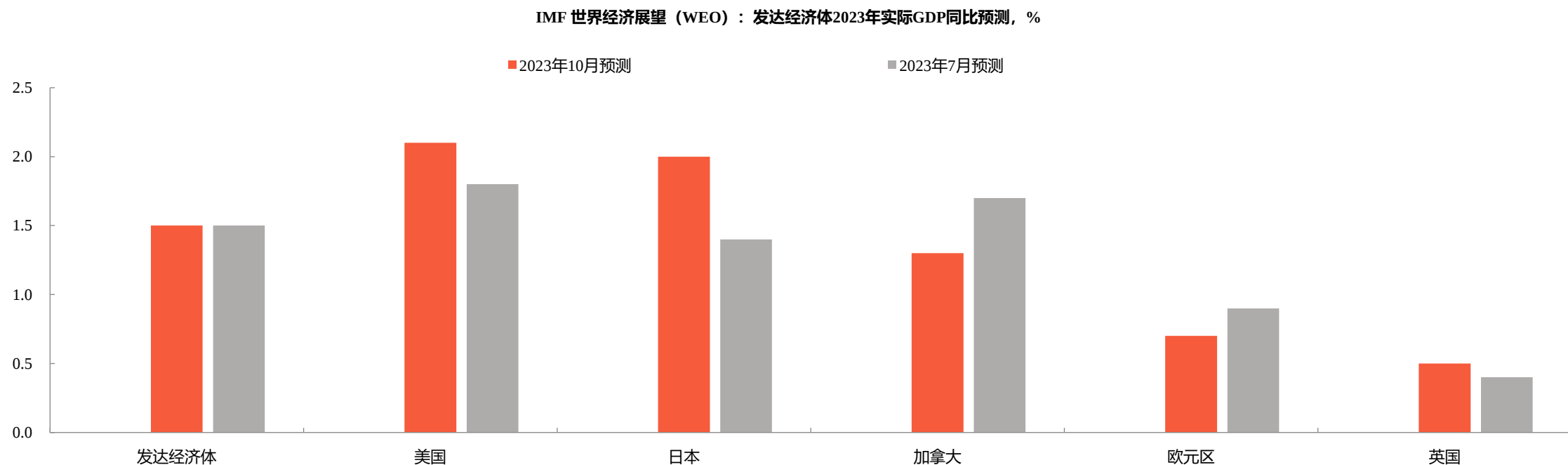


注：橙色柱形的“国债”系列仅包含长期限的美债。

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

积极因素：非美央行鹰派不及联储，购买力或有提升潜力

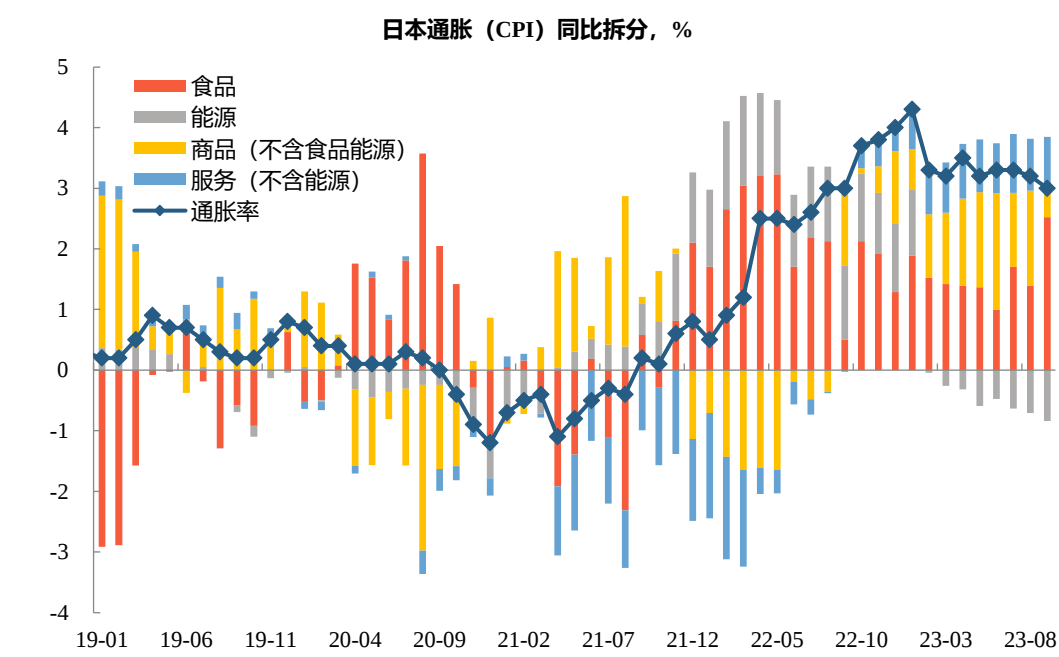
- 9月：欧央行暗示加息结束；英央行不及预期暂停加息；日央行维持超宽松的货币政策。
- 经济韧性分化：当前美国相较于其他经济体更强的经济韧性意味着联储的利率指引需要相对更加鹰派，这可能使得美债的海外投资者需求有所升温，尤其是非官方投资者。



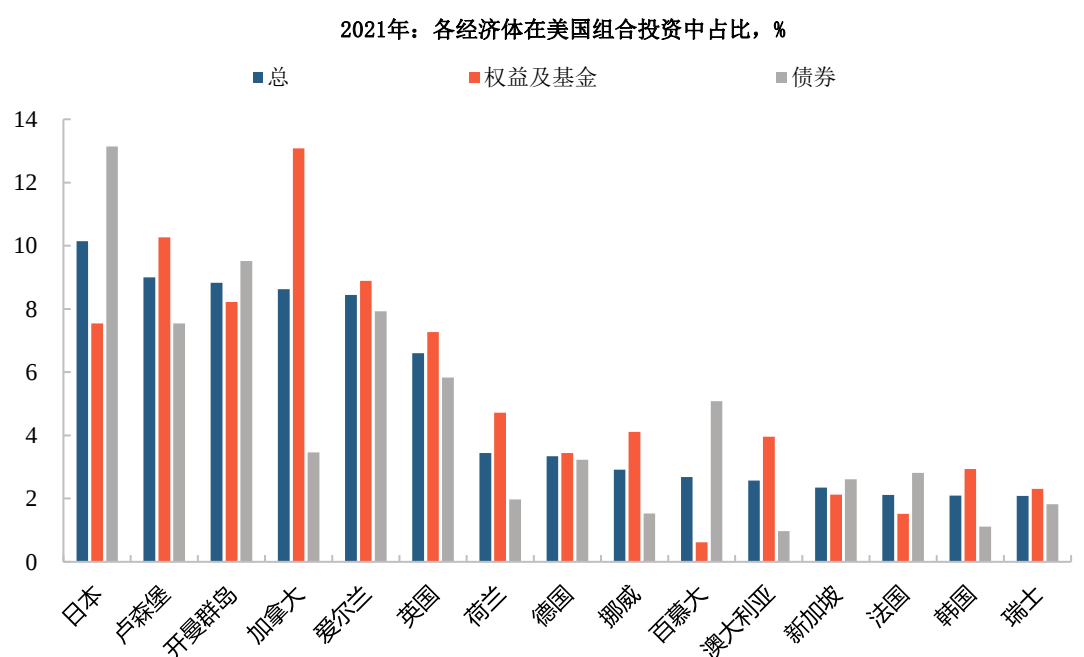
数据来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

不确定性：日央行货币政策未来走向及其外溢性

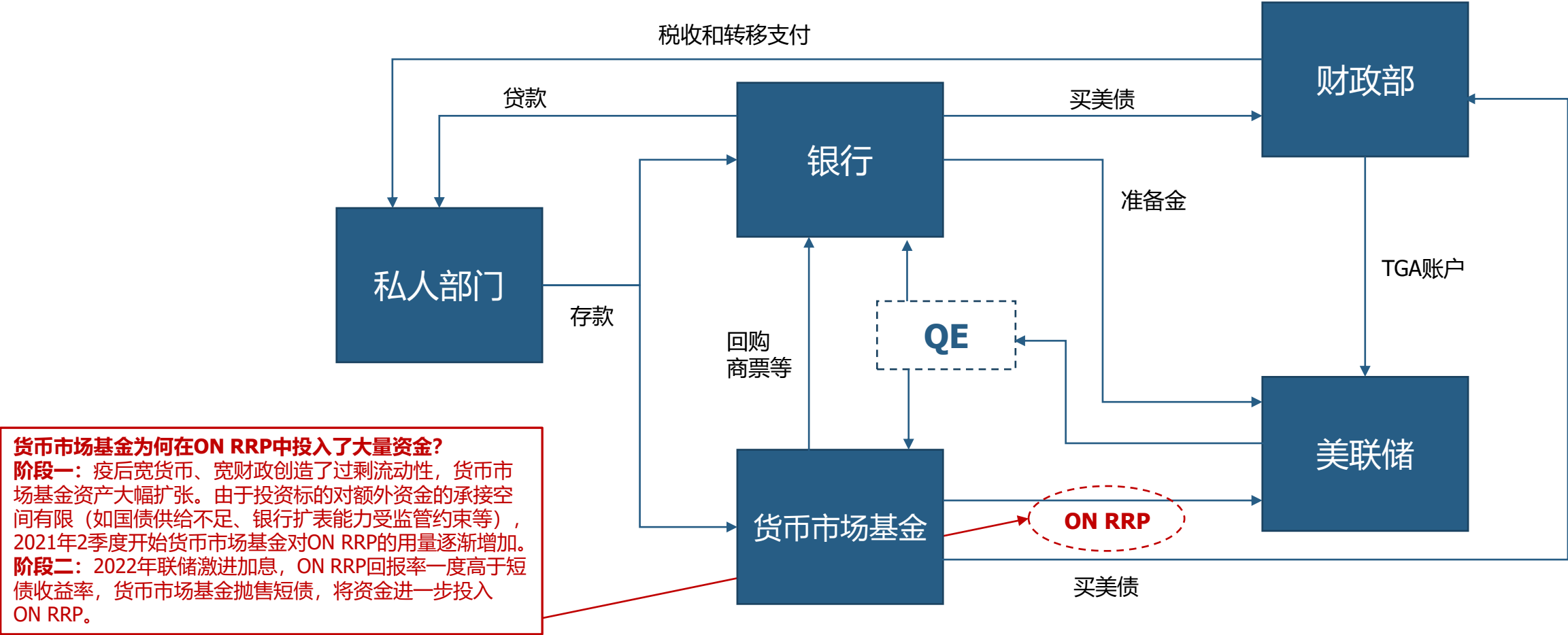
- 日本核心通胀已处于80年代初以来的最高位，近一年劳动力市场紧张程度加剧，核心服务通胀持续上升。在日央行结束对工资和通胀增长趋势的观察前（预计在2024年一季度末），货币政策的不确定性较高。
- 日本居民是美债市场的重要参与者，若日央行释放转向信号，则可能加剧资金回流日本的风险。
- 另外，本轮海外加息周期以来日元兑美元大幅贬值，近期美元较为强势，日本官方机构或因汇率压力而抛售美债。



数据来源：CEIC，IMF，兴业证券经济与金融研究院整理



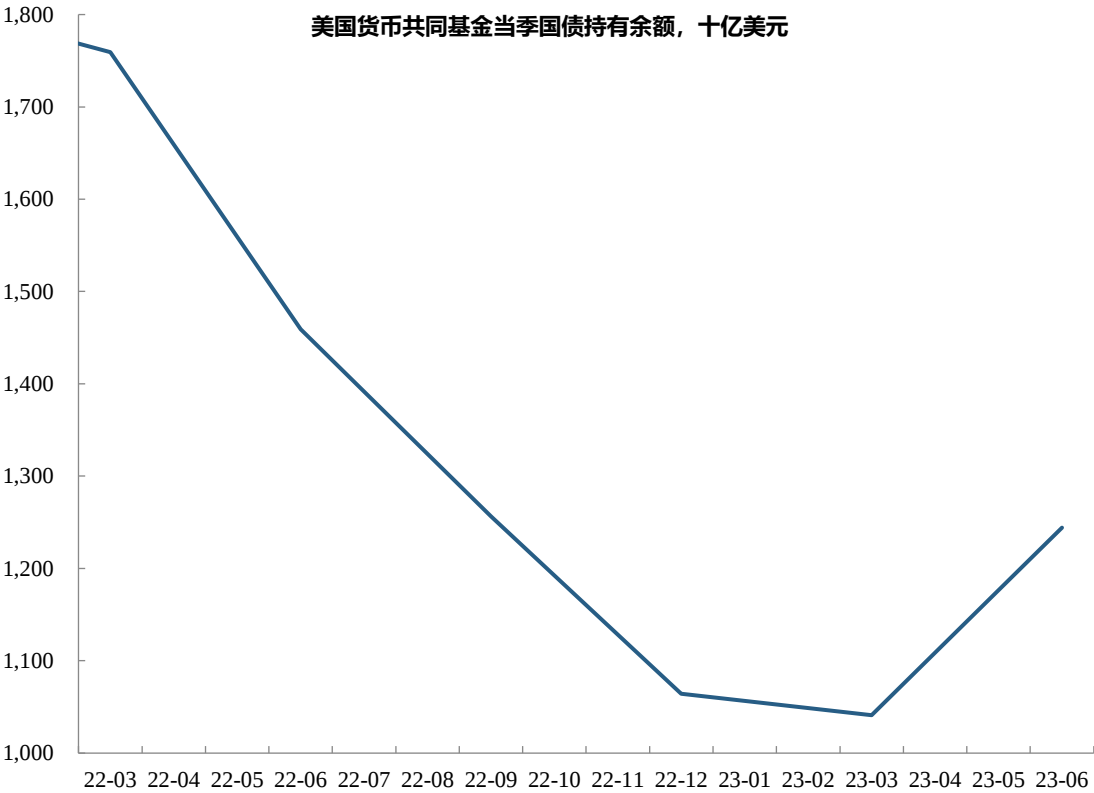
共同基金：货币市场基金的变化



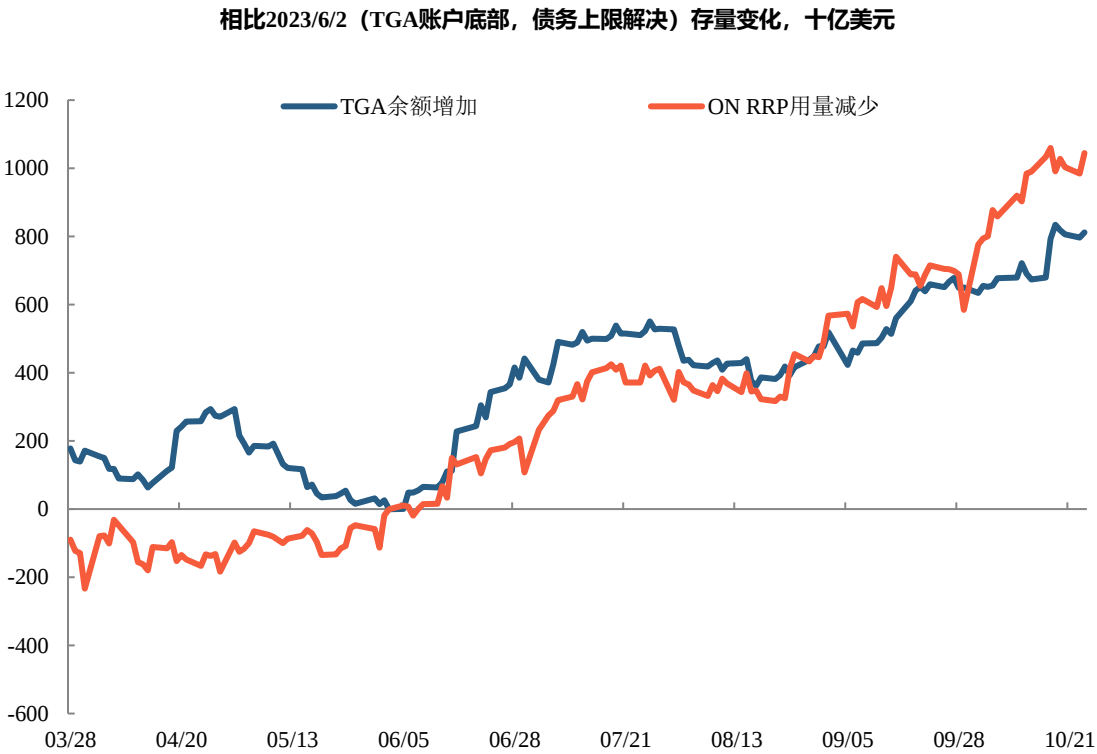
数据来源：The Borrower of Last Resort: What Explains the Rise of ON RRP Facility Usage? (Kirk & Wong, 2021), 兴业证券经济与金融研究院整理

共同基金：货币市场基金的变化

- 债务上限问题解决（2023年6月2日）以来，财政部 TGA 账户的回补压力使得财政部加快短债发行，进一步推升短端利率。
- 更高的回报率不断吸引货币市场基金将资金从 ON RRP 中转出承接短债，货币市场基金对 ON RRP 的用量在近几个月持续减少。



数据来源：CEIC，同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

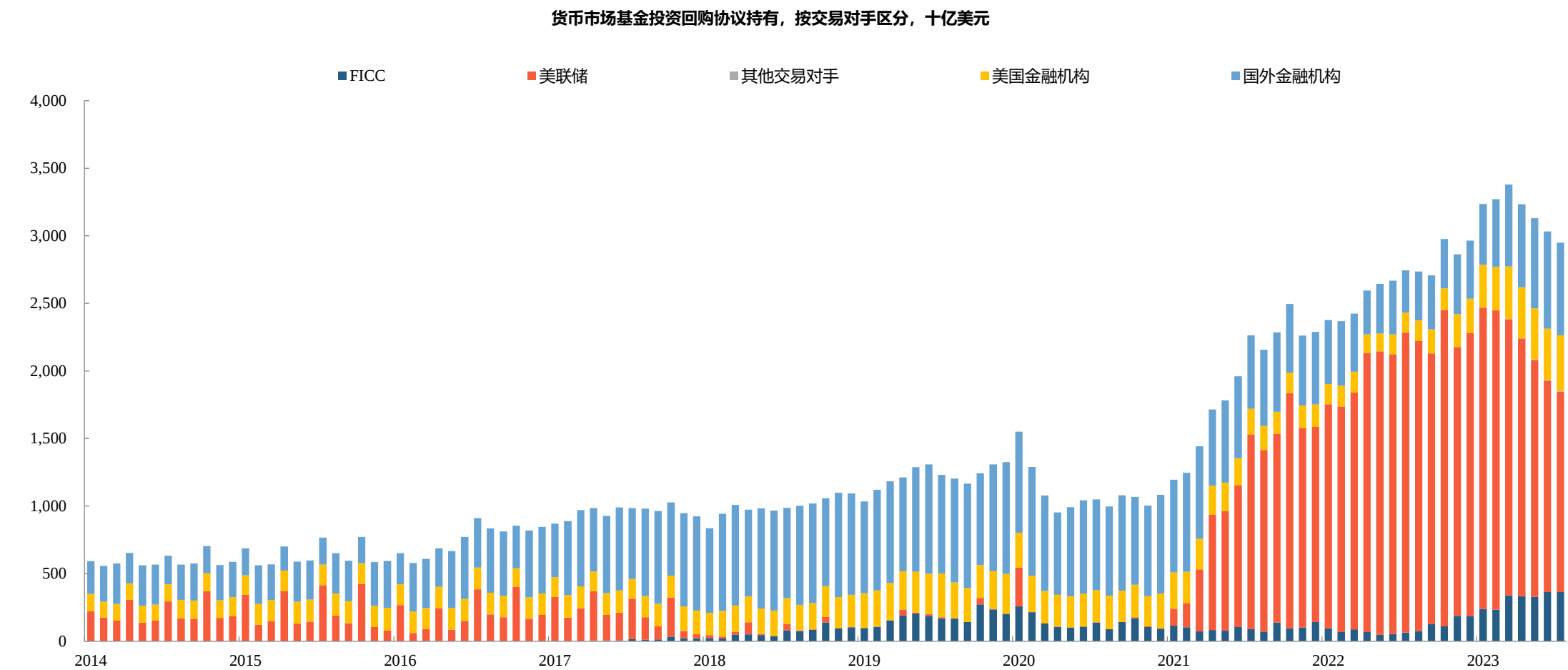


货币市场基金较好地承接了短债供给冲击



数据来源：同花顺, 兴业证券经济与金融研究院整理

货币市场基金较好地承接了短债供给冲击



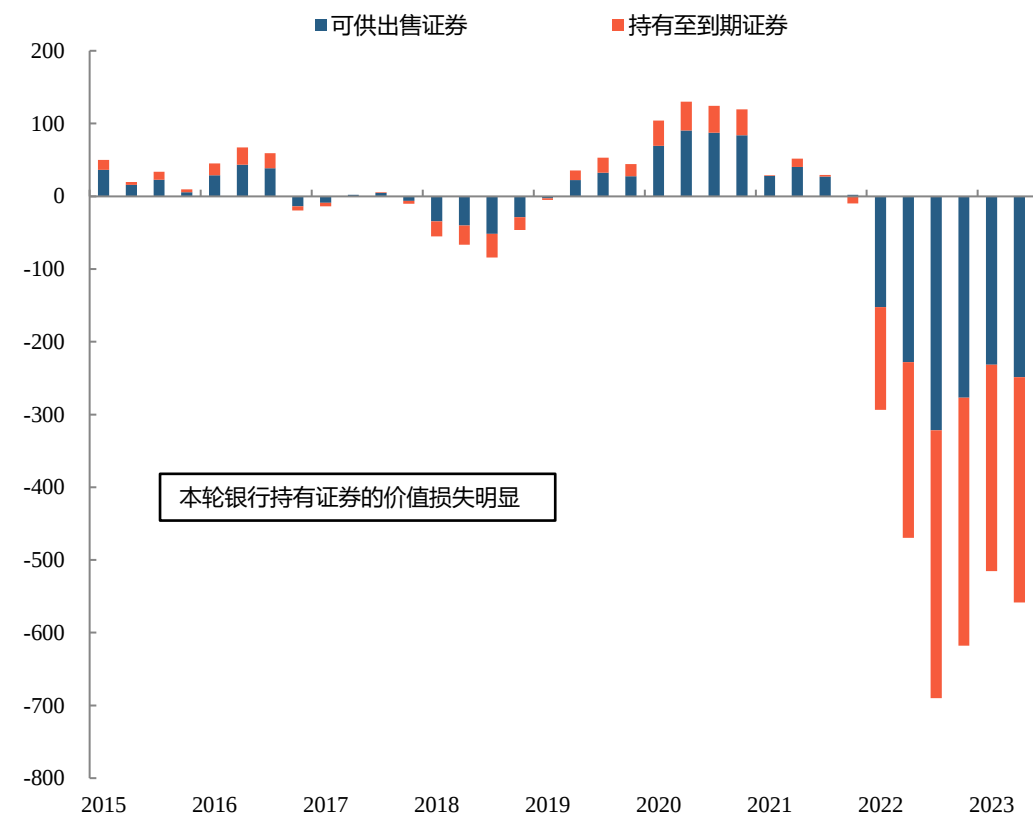
数据来源：Financial Research网站, 兴业证券经济与金融研究院整理

存款机构：受证券价值缩水影响，本轮持有余额大幅下降

2010-2021年：美国国内商业银行资产中国债和政府债占比， %



美国受FDIC保险的商业银行未实现损益，十亿美元



数据来源：同花顺，FDIC，兴业证券经济与金融研究院整理

养老金：高利率下增配动力强，是本轮私人部门增持主力

- 本轮私人、公共养老金均增持美国国债。主要原因在于养老金不同于其它资管机构，**负债端久期比资产端更长**，在高利率环境下这类机构增配长端美债的动力反而较强。
- 当前，美国养老金（含社会保险基金）的**资产负债比仍然低于次贷危机前水平**，或有继续购买国债、提高负债覆盖的空间。



数据来源：Fred，兴业证券经济与金融研究院整理

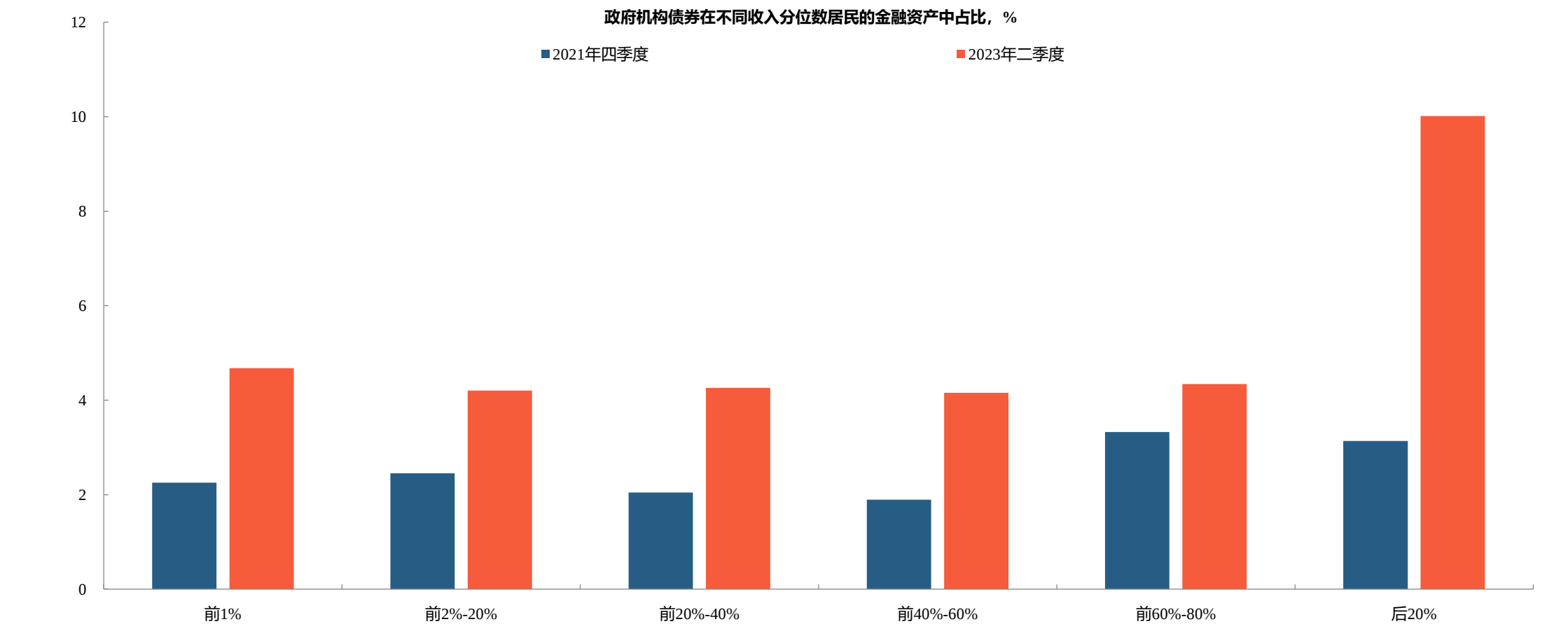
其他投资者：持有明显上升

- **居民部门：**疫后资产扩张 + 美债收益率上升 → 配置动力增加
- **对冲基金：**美债下跌，期货合约价格相对于现货债券的溢价明显 → 基差交易（basis trades）
 - 利用期货合约相对于现货债券价格的溢价套利
 - 对冲基金在美债期货市场的空头头寸持续上升，同时在回购协议市场借入的资金持续增加，表明对冲基金可能在做多现货美债
- **中间商：**增配可能有被动因素
 - 联储缩表 → 一级交易商作为指定的公开市场操作对手方需要承接美债
 - 美债认购需求下降 → 一级交易商作为拍卖“有意义的”参与者，需要承接未售出的美债

数据来源：美国财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

居民：本轮增持明显，其中低收入人群增配显著

- 疫后房地产上行、财政转移支付、工资大幅上涨等因素导致美国居民部门资产扩张。本轮激进加息下美债的高额回报吸引了以持有至到期为主要投资目的的居民，低收入居民增配幅度最为明显。



数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理

对冲基金：通过基差交易做多现货美债来获取利润

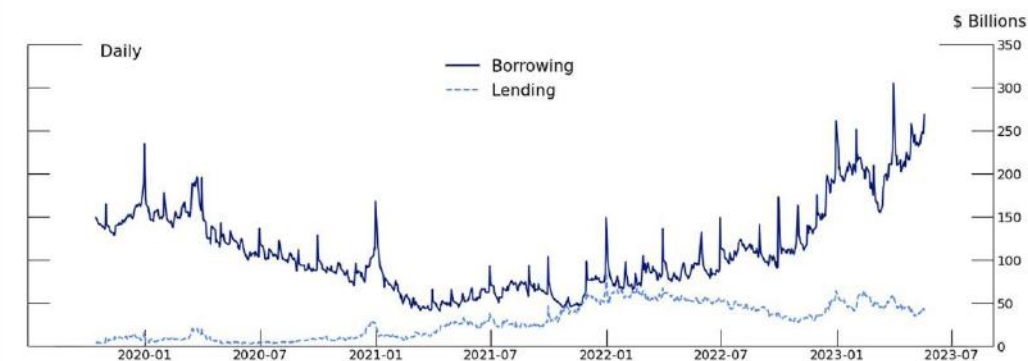
- 对冲基金10Y国债期货空头头寸增加（黑线）
- 同时在回购协议市场的借入持续增加

Hedge Funds and Asset Managers Are in Opposite Camps

How investors stand overall in terms of 10-year future equivalents



Figure 1. Hedge Fund Outstanding Volume in DVP Sponsored Trades

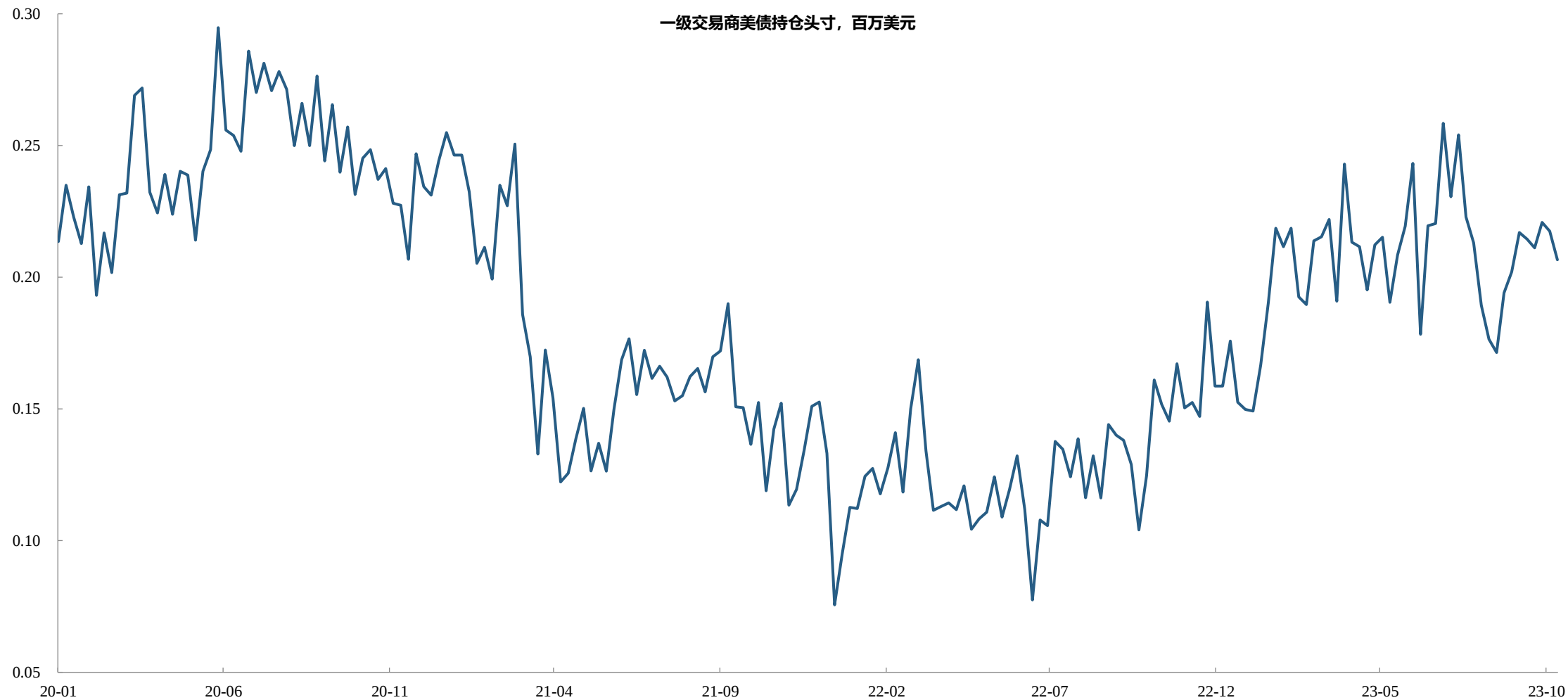


Source: OFR Cleared Repo Collection

[Accessible version](#)

数据来源：Bloomberg，美联储，兴业证券经济与金融研究院整理

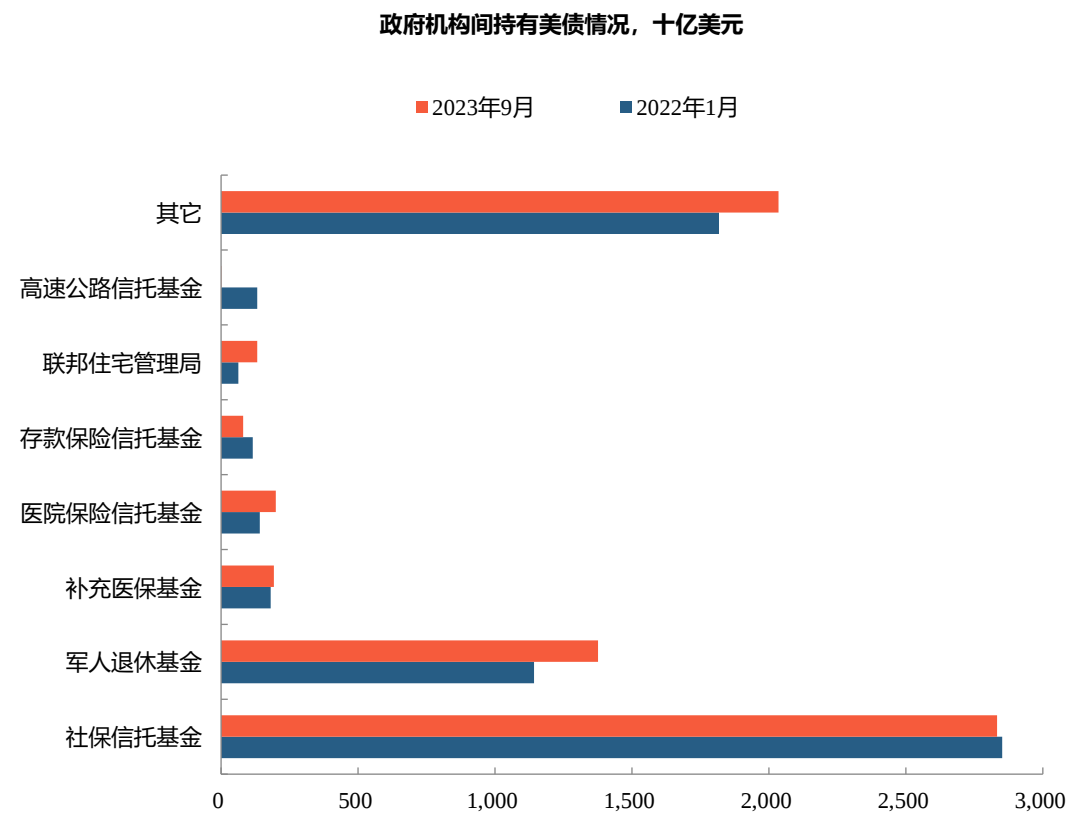
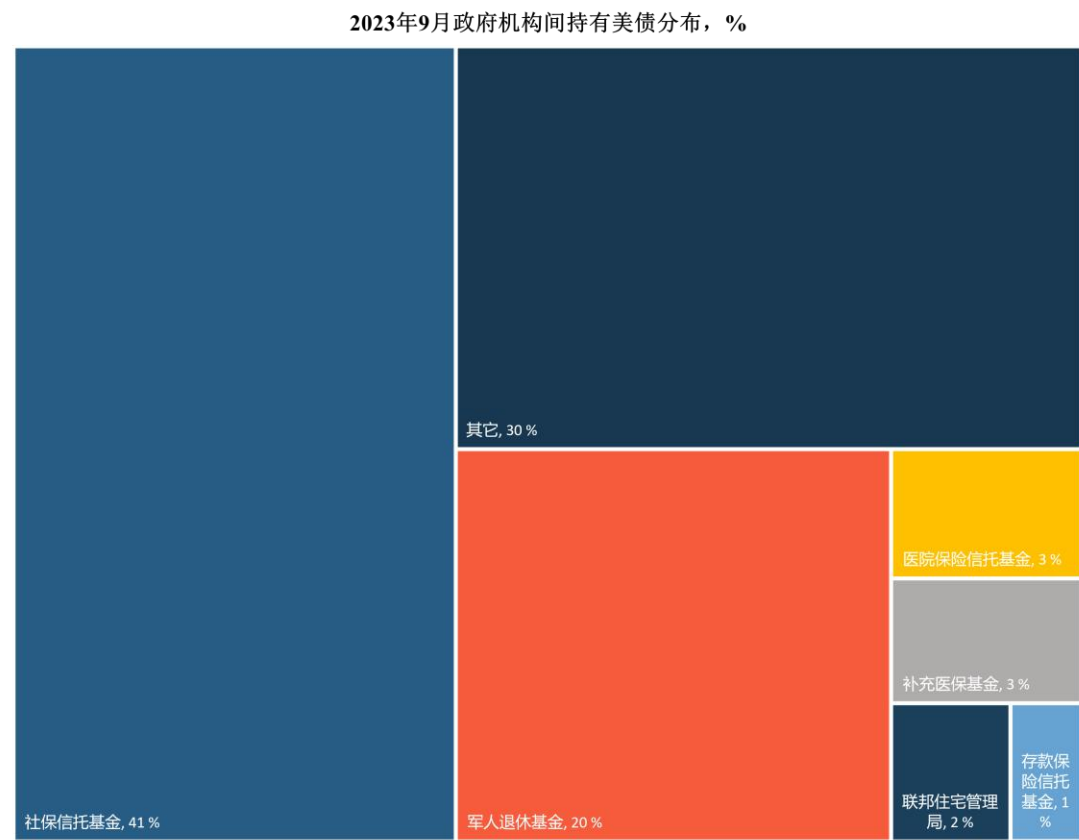
中间商：一级交易商被动承接美债或影响市场流动性



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

政府机构间持有情况：本轮整体增持，但对美债市场影响较小

- 政府机构间持有的几乎全部为不可交易债券，意味着政府内部机构基本不参与国债一级市场拍卖和二级市场交易。



数据来源：美国财政部, 兴业证券经济与金融研究院整理

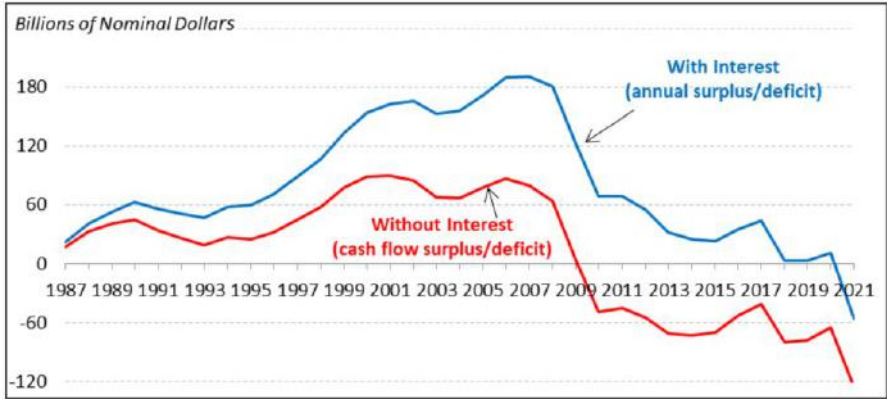
政府机构间持有：本轮整体增持，但对美债市场影响较小

- 随着长端利率上抬，尚有盈余的政府信托基金等内部机构受到高票息收益的驱动而增持国债。
- 美国社保基金 (Social Security Trust Funds)** 是最大的政府机构间美债持有者，当前持有金额在全部政府机构中占比约40%。
 - 随着人口老龄化，社保信托基金（包含利息收入）自 2021 年以来陷入赤字。
 - 为了兑付福利支出，社保基金需向 Federal Funds 出售资产储备（即先前购买的不可交易国债）直到余额赎回归零，因此社保基本没有净购入国债的空间，本轮整体减持。

(Millions of dollars)		
	Amount Outstanding	
	Debt Held By the Public	Intragovernmental Holdings
Marketable:		
Bills.....	5,259,329	1,078
Notes.....	13,724,904	4,582
Bonds.....	4,240,162	6,764
Treasury Inflation-Protected Securities.....	1,934,947	868
Floating Rate Notes ²⁰	575,539	17
Federal Financing Bank ¹	0	5,492
Total Marketable ^a.....	25,734,881	18,801 ²
Nonmarketable:		
Domestic Series.....	22,418	0
State and Local Government Series.....	94,169	0
United States Savings Securities.....	175,702	0
Government Account Series.....	298,893	6,818,390
Other.....	4,079	0
Total Nonmarketable ^b.....	595,261	6,818,390

数据来源：美国财政部，Congressional Research Service, 兴业证券经济与金融研究院整理

Figure 1. Annual Net Change in the Balance of the Combined Social Security Trust Funds, With and Without Interest Income, 1987-2021

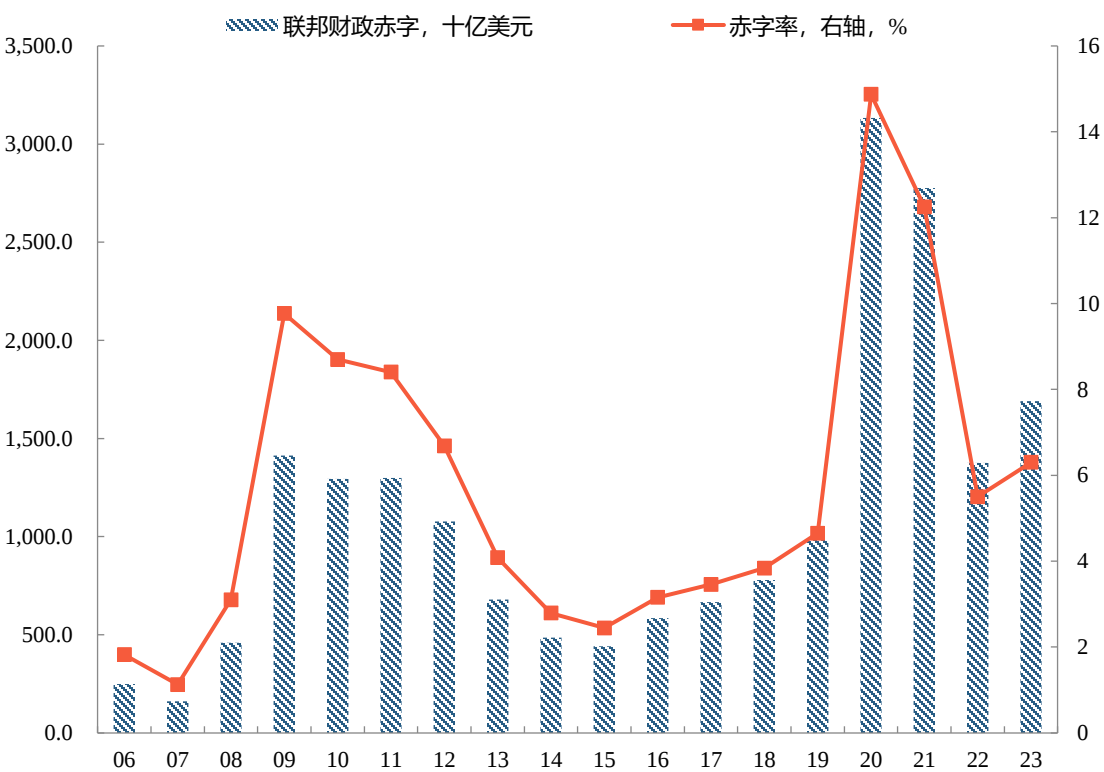
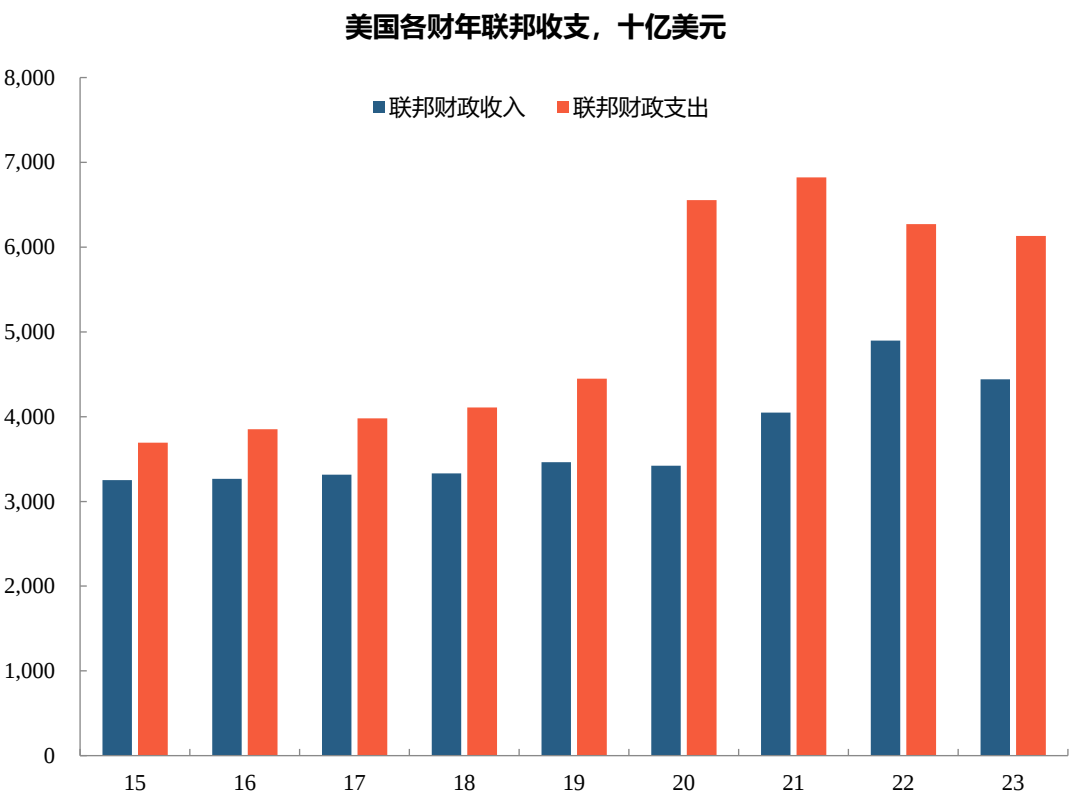


Source: Congressional Research Service (CRS), based on data from the Social Security Administration (SSA), Office of the Chief Actuary (OCACT), "Social Security Trust Fund Data," <https://www.ssa.gov/oact/STATS/table4a3.html>.

(四) 变化：2023财年美国财政收支

2023财年：赤字率约6.3%

根据美国国会预算办公室在2023年10月10日公布的月度回顾估计，2023财年联邦预算赤字为1.7万亿美元，比上个财年的赤字增加了3000多亿美元。与2022财年相比，2023财年的收入减少了4551亿美元（即9%），支出减少了1405亿美元（即2%）。



注：（1）图中横轴指的均是财年而非日历年；（2）标题的2023财年赤字率来自于耶伦在2023年10月20日的报告；除此之外，本页所有数据和图表取自CBO于10月发布的月度回顾。

数据来源：， CBO， 美国白宫， 兴业证券经济与金融研究院整理

2023财年：10月估算较5月的测算更加宽松

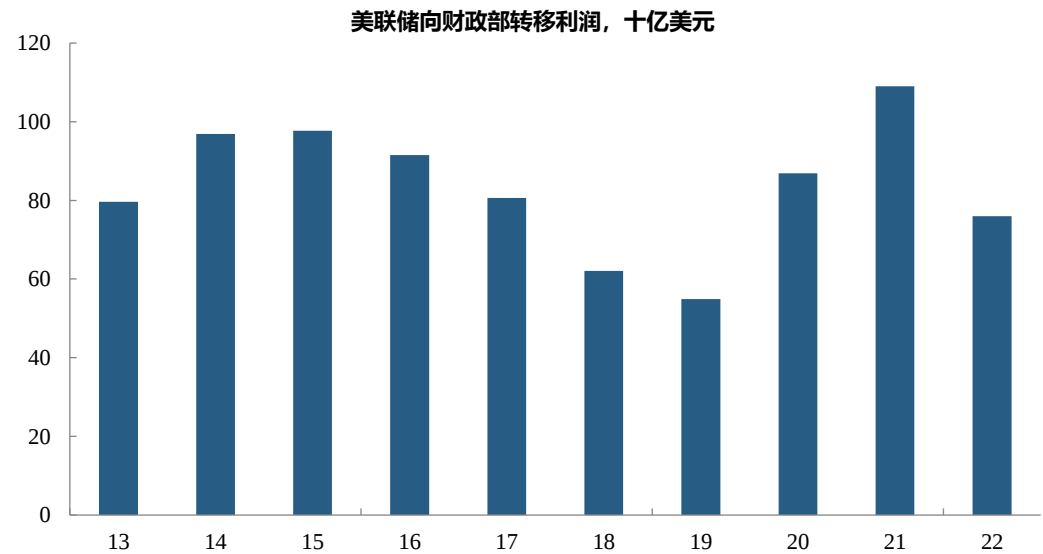
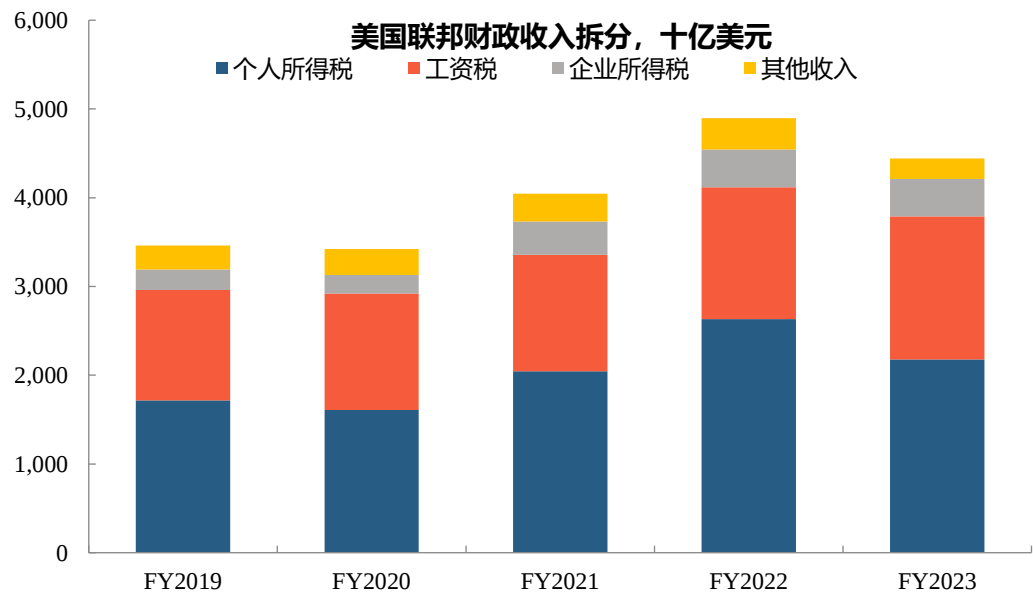
- 相较于2023年5月CBO的测算，2023年10月公布的对2023财年收支的初步测算：
 - 收支均有减少，但收入减少的幅度大于支出，因此赤字增加了约10%
 - 收入减少了约3737亿美元，其中主要来自于个人所得税的减少（减少了约3479亿美元），工资税是略有上升的（上升了约507亿美元）

单位：十亿美元	2022财年	2023财年	2023财年
	实际值	CBO 5月估计	最新初值
财政收入	4,897	4,815	4,441
个人所得税	2,632	2,525	2,177
工资税	1,484	1,562	1,613
企业所得税	425	475	420
其他	357	252	232
财政支出	6,273	6,354	6,131
财政赤字	-1,376	-1,539	-1690

数据来源：CBO，兴业证券经济与金融研究院整理

收入端：个人所得税、联储向财政部转移利润明显下降

- 2020财年至2022财年，美国财政收入整体是呈现增长的；
- 2023财年总收入相较于上年下降了约9%，最大的下滑来自于个人所得税，主要由于纳税额减少、资本利得税的减少及美国国税局将受到自然灾害地区的纳税人交税推迟到10月中旬；
- 其他减少包括来自美联储的汇款相较于2022财年的1070亿美元减少到2023财年的不足10亿美元（利率上行减少了利润）等。

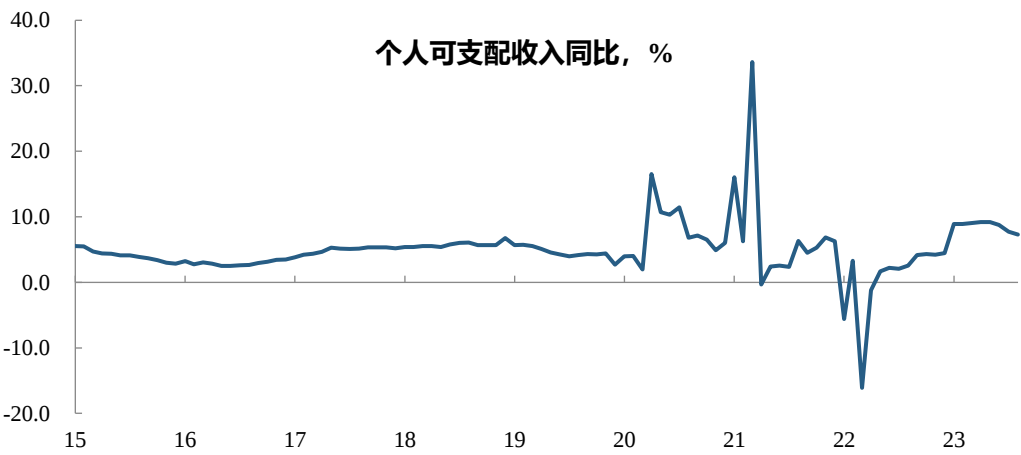


注：右图坐标为日历年，而非财年。

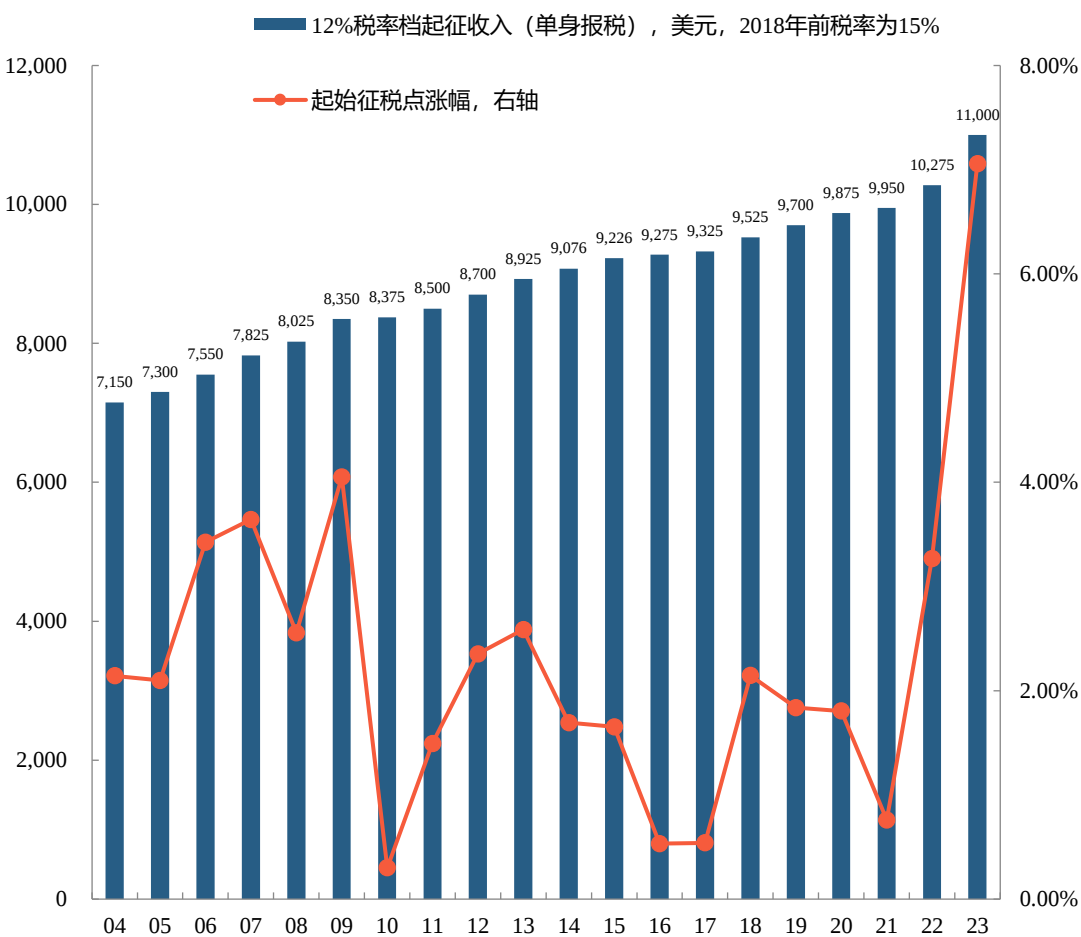
数据来源：， CBO， Fred， 兴业证券经济与金融研究院整理

个人所得税下降：税收起征点调整

- 每年10月，美国税务局IRS会公布一篮子税收等级和对应税率；
- 2023纳税年，单身申报的纳税人最低边际税率标准扣除额为11,000美元，相较于上一年增加了约7%；
- 这实际上增加了居民个人可支配收入；
- 2024纳税年的一篮子计划尚未公布。

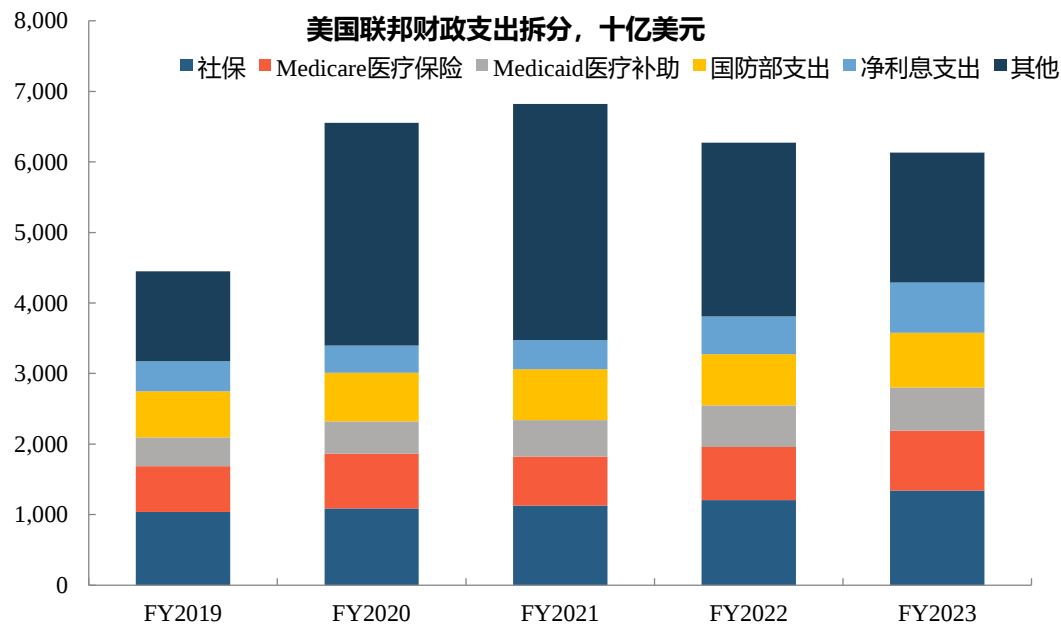


数据来源：美国税务局IRS，兴业证券经济与金融研究院整理



支出端：疫情补助支出下降，但社保和医保支出、利息支出上升

- 2020财年至2022财年，为了应对疫情，美国财政支出是快速增长的；
- 2023财年总支出相较于上年减少了约 2%。本来由于很多新冠补助到期，支出预期就会下滑，但实际上，支出最终下滑的幅度并不大，主要由于社会保障福利支出的增加——生活成本调整(COLA)导致福利支出增加以及受益人数量的增加，医疗补助支出也有所增加，因为《家庭优先冠状病毒应对法案》规定各州需要维持所有参保者的资格直到冠状病毒公共卫生紧急情况结束，因此注册人数还有消费增加；由于利率抬升，公共债务利息净支出也有所增加。



注：左图的Medicare医疗保险支出是剔除掉收入的净支出、国防部支出不包含国防部在民用项目的少部分支出。

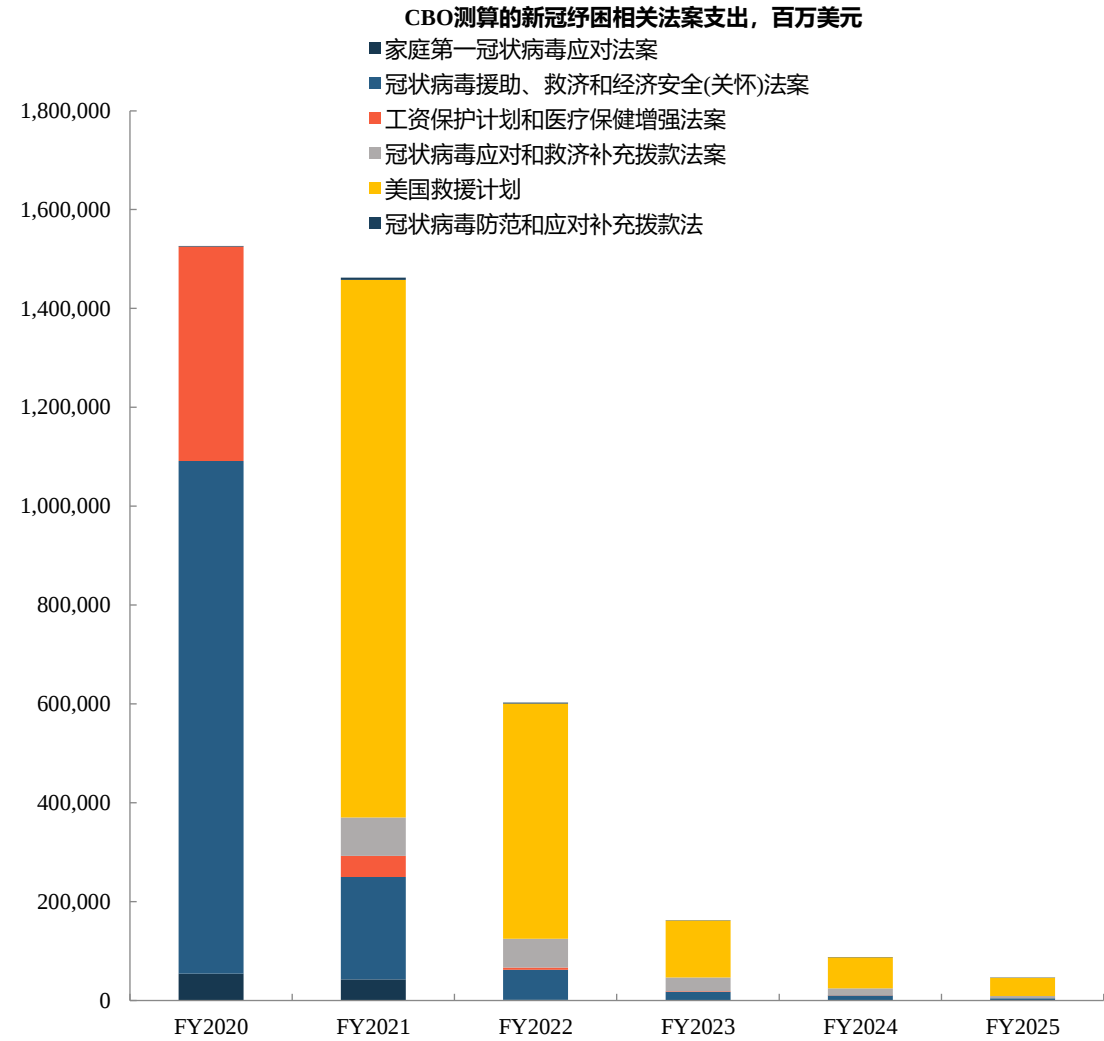
数据来源：， CBO， 兴业证券经济与金融研究院整理

美国联邦财政关键项目支出，十亿美元		
	FY2022	FY2023
冠状病毒救助基金Coronavirus Relief Fund	106	1
中小企业管理局支出Small Business Administration	23	NA
失业保险Unemployment Compensation	38	NA
公共卫生和社会服务应急基金（PHSSEF）	92	28
退休金收益担保公司（PBGC）	2	40
教育部支出	639	-41
FDIC支出	-9	92
频谱拍卖收入Spectrum Auction Receipts	-104	0

支出端：新冠纾困相关法案支出逐步下降

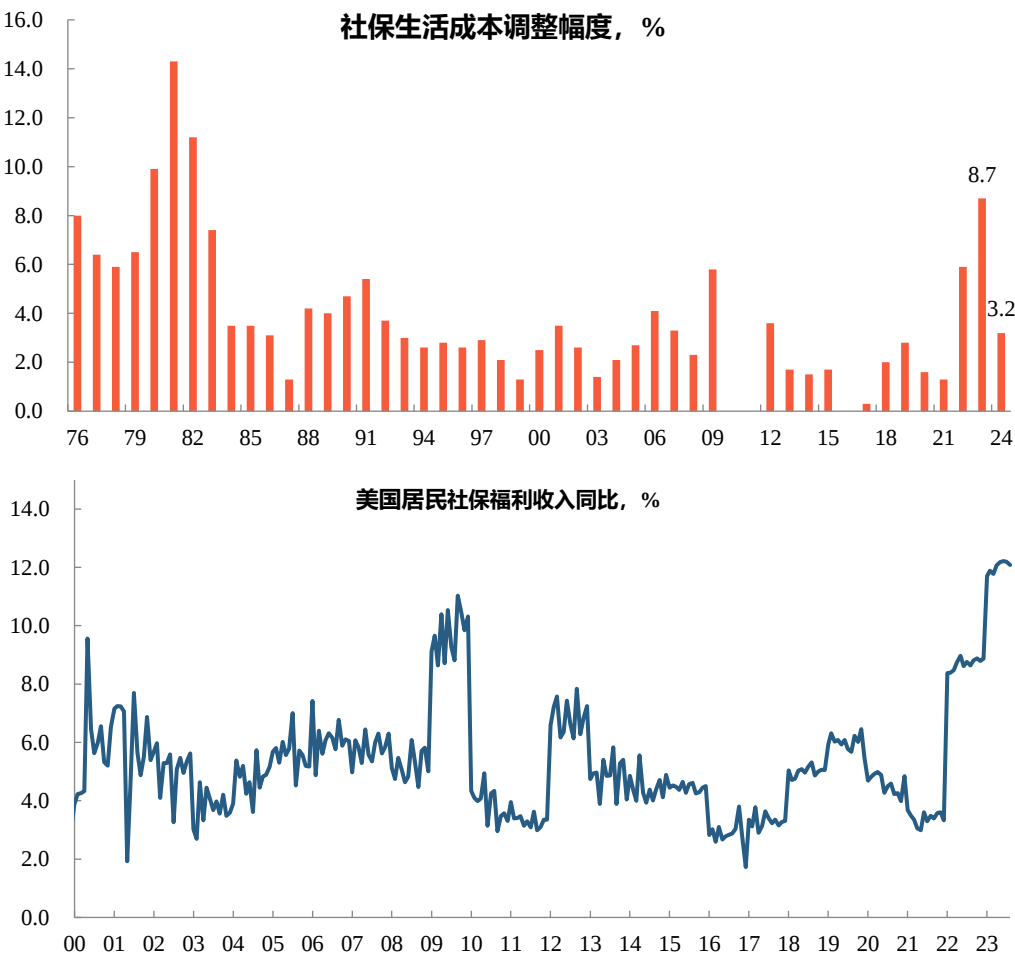
签署时间	法案名称	授权支出金额
2020.03.06	冠状病毒防范和应对补充拨款法案 Coronavirus Preparedness, and Response Supplemental Appropriations Act	83亿美元
2020.03.18	家庭第一冠状病毒应对法案 The Families First Coronavirus Response Act	1920亿美元
2020.03.27	冠状病毒援助、救济和经济安全(关怀)法案 The Coronavirus Aid, Relief and Economic Security (CARES) Act	1.8万亿美元
2020.04.24	工资保护计划和医疗保健增强法案 Paycheck Protection Program and Healthcare Enhancement Act	4840亿美元
2020.12.27	冠状病毒应对和救济补充拨款法案 Coronavirus Response and Relief Supplemental Appropriations Act	9000亿美元
2021.03.11	美国救援计划 American Rescue Plan	1.9万亿美元

数据来源：CMS，CBO，兴业证券经济与金融研究院整理



社保支出上升：生活成本调整（COLA）

- 自1975年以来，美国的社保福利会跟随着通胀水平进行调节，称为生活成本调整（COLA）。
- 2023年，由于通胀水平极高，社保增长幅度高达8.7%，进而使得居民的社保福利收入显著提升，支撑了居民尤其是老年人的可支配收入。
- 2023年10月12日，社保局确定了2024年的社保调整幅度是3.2%。



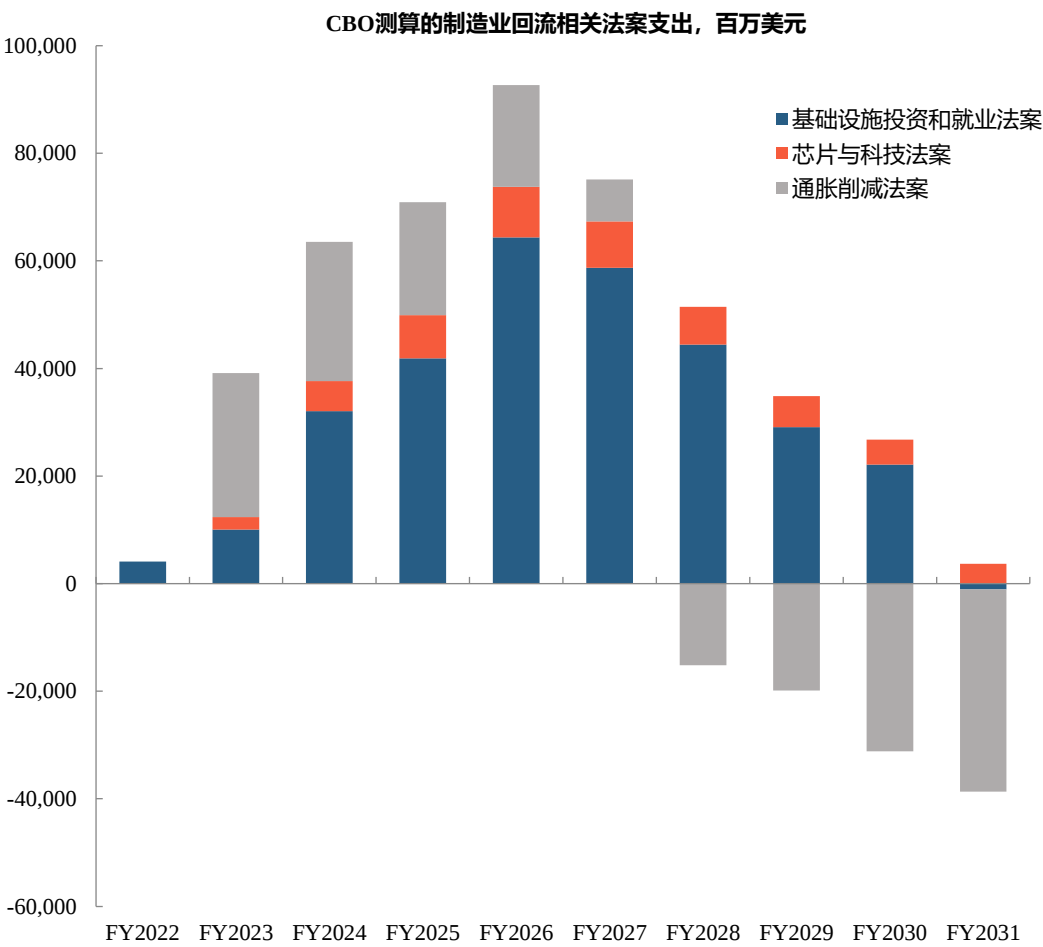
数据来源：美国社保局SSA，， 兴业证券经济与金融研究院整理

支出端：制造业回流相关法案支出概览

签署时间	法案名称	主要内容	支出金额
2021.11.05	基础设施投资和就业法案 Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA)	为重建道路和桥梁、改善公共交通、更换铅管和解决饮用水污染、扩大高速互联网接入等新举措提供了 5,500 亿美元。常规联邦基础设施开支的更新拨款占费用的其余部分	12000亿美元
2022.08.09	芯片与科学法案 the CHIPS and Science Act	该立法旨在恢复美国在芯片制造领域的主导地位，并解决阻碍研究和制造的供应链问题。拨款约 520 亿美元用于支持半导体研究和制造。此外，还拨款约 2,000 亿美元用于半导体和其他科学研究、技术、教育和培训方面的投资，其中很大一部分拨款以及针对企业的激励性税收减免措施旨在为公私伙伴关系中的联邦份额提供资金。	2782亿美元
2022.08.16	通胀削减法案 the Inflation Reduction Act	旨在减少赤字和降低通货膨胀，同时投资于国内能源生产和降低医疗保健药品成本。预计将筹集7,390亿美元，总投资额为4,330亿美元，并导致赤字减少超过3,000亿美元。它允许联邦医疗保险通过谈判降低处方药价格，并将扩大后的平价医疗法案(ACA)项目延长三年至2025年。该法还制定了促进和支持国内能源和输电项目的政策。其目标是降低消费者成本，帮助美国实现长期排放目标。	7390亿美元

备注：右图为负代表该法案预期将产生收入。

数据来源：美国国会，CBO，CNBC，investopedia，Mckinsey，兴业证券经济与金融研究院整理



(五) 展望：2024财年及远期财政展望

2024财年白宫预算案

2023年3月，美国白宫公布2024年预算草案。预期2024财年支出增加至6.883万亿美元，2024财年收入预期增加至5.036万亿美元，赤字消费扩张至1.846万亿美元，赤字率预期为6.8%。

MARCH 09, 2023

FACT SHEET: The President's Budget for Fiscal Year 2024

OMB BRIEFING ROOM PRESS RELEASES

Table S-1. Budget Totals
(In billions of dollars and as a percent of GDP)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Totals	
													2024-2028	2024-2033
Budget totals in billions of dollars:														
Receipts	4,897	4,802	5,036	5,419	5,773	6,080	6,400	6,669	6,953	7,264	7,601	7,991	28,708	65,187
Outlays	6,273	6,372	6,883	7,091	7,294	7,589	8,003	8,205	8,639	9,040	9,472	10,026	36,860	82,242
Deficit ¹	1,376	1,569	1,846	1,671	1,521	1,509	1,604	1,536	1,686	1,776	1,871	2,035	8,151	17,054
Debt held by the public	24,252	25,910	27,783	29,592	31,233	32,851	34,517	36,106	37,838	39,650	41,553	43,619		
Debt held by the public net of financial assets	22,049	23,619	25,465	27,137	28,658	30,167	31,771	33,306	34,997	36,776	38,647	40,681		
Gross domestic product (GDP)	25,000	26,336	27,238	28,432	29,679	30,909	32,188	33,534	34,968	36,489	38,076	39,732		
Budget totals as a percent of GDP:														
Receipts	19.6%	18.2%	18.5%	19.1%	19.5%	19.7%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	20.0%	20.1%	19.3%	19.6%
Outlays	25.1%	24.2%	25.3%	24.9%	24.6%	24.6%	24.9%	24.5%	24.7%	24.8%	24.9%	25.2%	24.8%	24.8%
Deficit	5.5%	6.0%	6.8%	5.9%	5.1%	4.9%	5.0%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%	5.1%	5.5%	5.2%
Debt held by the public	97.0%	98.4%	102.0%	104.1%	105.2%	106.3%	107.2%	107.7%	108.2%	108.7%	109.1%	109.8%		
Debt held by the public net of financial assets	88.2%	89.7%	93.5%	95.4%	96.6%	97.6%	98.7%	99.3%	100.1%	100.8%	101.5%	102.4%		

BUDGET OF THE U.S. GOVERNMENT FOR FISCAL



数据来源：美国白宫，兴业证券经济与金融研究院整理

债务上限协议文本《The Fiscal Responsibility Act》

- 2023年5月，两党关于债务上限问题达成协议《The Fiscal Responsibility Act》。
- 同意延长债务上限：暂停债务上限，将31.4万亿美元的债务上限推迟到2025年1月1日；
- 但条件是需要限制非必要联邦政府开支根据CBO的测算，《The Fiscal Responsibility Act》相比2024年预算草案来看，国防类预算授权由8840亿美元增长至8863亿美元，非国防类预算授权则从8157亿美元减少至7037亿美元。

Table 2. CBO's Baseline Projections of Base Funding Compared With the Caps Specified in Sections 101 of H.R. 3746, the Fiscal Responsibility Act of 2023, as Posted on the Website of the House Committee on Rules on May 28, 2023
<https://rules.house.gov/bill/118/hr-fiscal-responsibility-act>

	By Fiscal Year, Billions of Dollars		
	Enacted 2023	2024	2025
Base Funding in CBO's May 2023 Baseline			
Budget Authority			
Defense	858.3	884.0	906.8
Nondefense	767.2	815.7	835.0
Total	1,625.5	1,699.8	1,741.8
Base Discretionary Funding Under the Caps			
Section 101 (Full-year appropriations enacted by January 1 each year)			
Budget Authority			
Defense	n.a.	886.3	895.2
Nondefense	n.a.	703.7	710.7
Total	n.a.	1,590.0	1,605.9
Section 102 ^a (Continuing resolution in place on January 1 each year)			
Budget Authority			
Defense	n.a.	849.8	849.8
Nondefense	n.a.	736.4	736.4
Total	n.a.	1,586.2	1,586.2
Differences Between the Baseline and Proposed Caps			
Section 101			
Budget Authority			
Defense	n.a.	2.3	-11.6
Nondefense	n.a.	-112.0	-124.3
Total	n.a.	-109.8	-135.9
Section 102			
Budget Authority			
Defense	n.a.	-34.2	-57.0
Nondefense	n.a.	-79.3	-98.6
Total	n.a.	-113.6	-155.6

Source: Congressional Budget Office.
Components may not sum to totals because of rounding; n.a. = not applicable.

数据来源：美国债务上限协议文本《The Fiscal Responsibility Act》，CBO，兴业证券经济与金融研究院整理

2024财年白宫年度中期审查

2023年7月，美国白宫管理和预算办公室(OMB)发布2023年中期审查报告(MSR)。相较于3月的预算案，2024财年支出小幅预期增加至6.905万亿美元，对2024财年收入预期小幅减少至5.028万亿美元，赤字小幅扩张至1.877万亿美元，赤字率预期为6.8%。

	(In billions of dollars and as a percent of GDP)						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Budget totals in billions of dollars:							
Receipts.....	4,897	4,587	5,028	5,414	5,762	6,039	6,354
Outlays.....	6,273	6,130	6,905	7,111	7,323	7,629	8,060
Deficit.....	1,376	1,543	1,877	1,697	1,561	1,590	1,706
Debt held by the public.....	24,252	25,344	27,008	28,825	30,508	32,203	33,972
Debt held by the public net of financial assets.....	22,049	23,593	25,469	27,167	28,728	30,318	32,024
Gross domestic product (GDP).....	25,016	26,549	27,436	28,646	29,901	31,139	32,426
Budget totals as a percent of GDP:							
Receipts.....	19.6%	17.3%	18.3%	18.9%	19.3%	19.4%	19.6%
Outlays.....	25.1%	23.1%	25.2%	24.8%	24.5%	24.5%	24.9%
Deficit.....	5.5%	5.8%	6.8%	5.9%	5.2%	5.1%	5.3%

数据来源：美国白宫， 兴业证券经济与金融研究院整理

2024财年的拨款法案投票远未结束，下一个时点关注11月17日

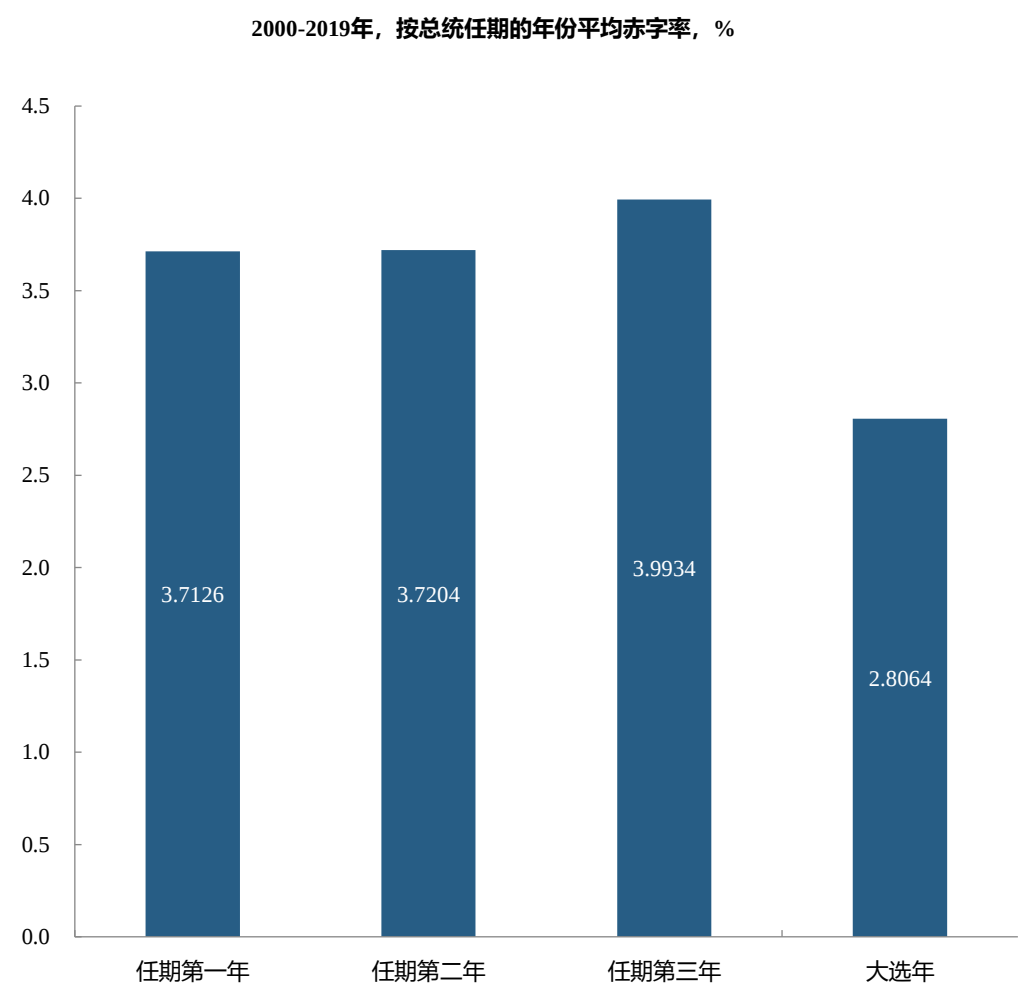
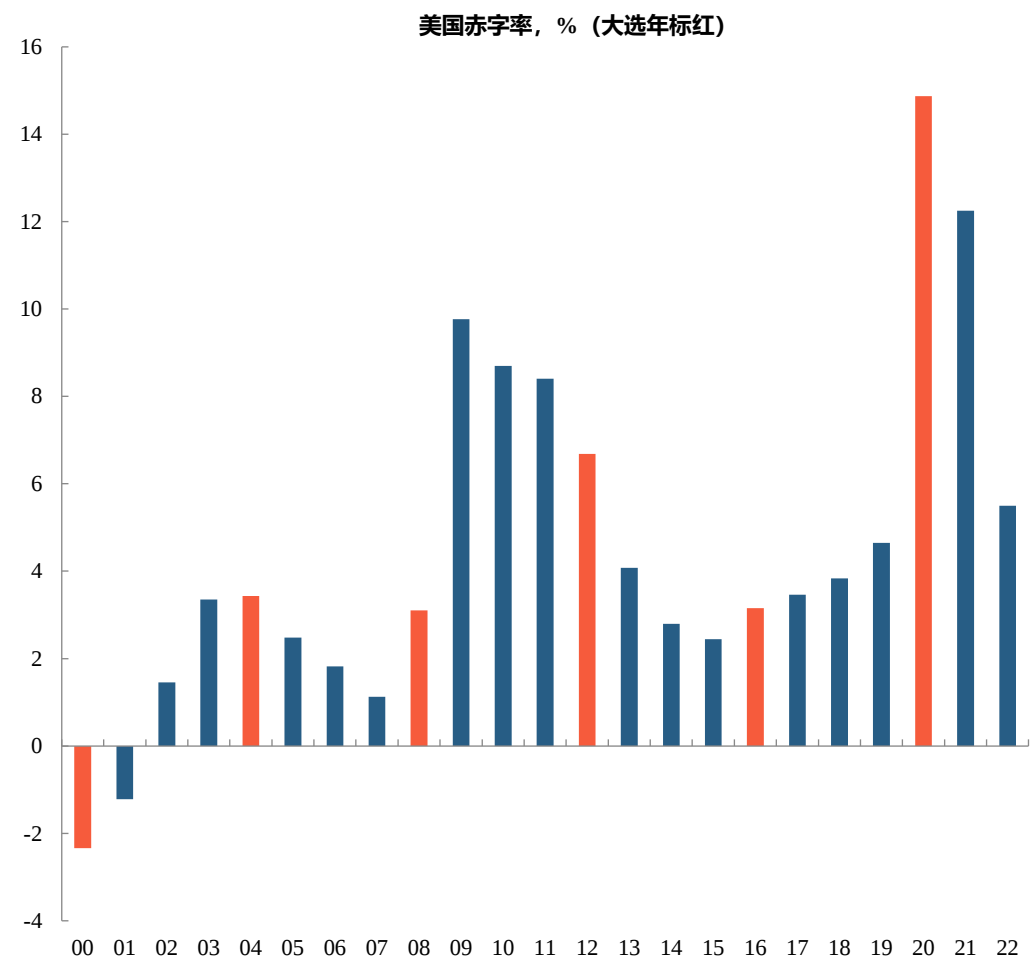
- 拨款法案分为国防、农业等12项，这12项均需要进行多个层级通过。
- 当前12项拨款法案中没有任何一项让两院达成协议，多数只进行到了众议院初步通过的阶段，距离2024财年的整体拨款法案通过还有较长的流程。

拨款法案 Appropriation Bills	小组委员会批准 Subcommittee Approval		委员会批准 Committee Approval		初步通过 Initial Passage		解决两院分歧Resolution of House-Senate Differences	总统签署 Presidential Approval
	众议院	参议院	众议院	参议院	众议院	参议院		
-	-	-	-	-	-	-	-	-
农业 H.R. 4368 S. 2131	口头表决 05/18/2023		34-27 06/14/2023 H. Rept. 118-124	28-0 06/22/2023 S. Rept. 118-44	191-237 09/28/2023 Special Rule H. Res. 723			
贸易-公平-科学 S. 2321	口头表决 07/14/2023			28-1 07/13/2023 S. Rept. 118-63				
国防 H.R. 4365 S. 2587	口头表决 06/15/2023		34-24 06/22/2023 H. Rept. 118-121	27-1 07/27/2023 S. Rept. 118-81	218-210 09/28/2023 Special Rule H. Res. 723 730			
能源-水 H.R. 4394 S. 2443	口头表决 06/15/2023		34-24 06/22/2023 H. Rept. 118-126	29-0 07/20/2023 S. Rept. 118-72	Special Rule H. Res. 756			
金融服务 H.R. 4664 S. 2309	口头表决 06/22/2023		34-26 07/13/2023 H. Rept. 118-145	29-0 07/13/2023 S. Rept. 118-61				
国土安全 H.R. 4367 S. 2625	口头表决 05/18/2023		33-25 06/21/2023 H. Rept. 118-123	24-4 07/27/2023 S. Rept. 118-85	220-208 09/28/2023 Special Rule H. Res. 723 730			
内部环境 H.R. 4821 S. 2605	口头表决 07/13/2023		33-27 07/19/2023 H. Rept. 118-155	28-0 07/27/2023 S. Rept. 118-83				
劳动-卫生-教育 S. 2624	口头表决 07/14/2023			26-2 07/27/2023 S. Rept. 118-84				
立法机构 H. R. 4364 S. 2302	口头表决 05/17/2023		33-24 06/21/2023 H. Rept. 118-120	29-0 07/13/2023 S. Rept. 118-60	Special Rule H. Res. 756			
军事建设-退伍 军人事务 H.R. 4366 S. 2127	口头表决 05/17/2023		34-27 06/13/2023 H. Rept. 118-122	28-0 06/22/2023 S. Rept. 118-43	219-211 07/27/2023 Special Rule H. Res. 614			
外国事务 H.R. 4665 S. 2438	口头表决 06/23/2023		32-27 07/12/2023 H. Rept. 118-146	27-2 07/20/2023 S. Rept. 118-71	216-212 09/28/2023 Special Rule H. Res. 723			
交通-住房和城 市发展 H.R. 4820 S. 2437	口头表决 07/12/2023		34-27 07/18/2023 H. Rept. 118-154	29-0 07/20/2023 S. Rept. 118-7				

注：“H.R.4368”等西文代码为拨款法案的法案编号；红色字体代表投票情况；灰色字体日期代表通过时间。当前进度获取于北京时间10月23日。

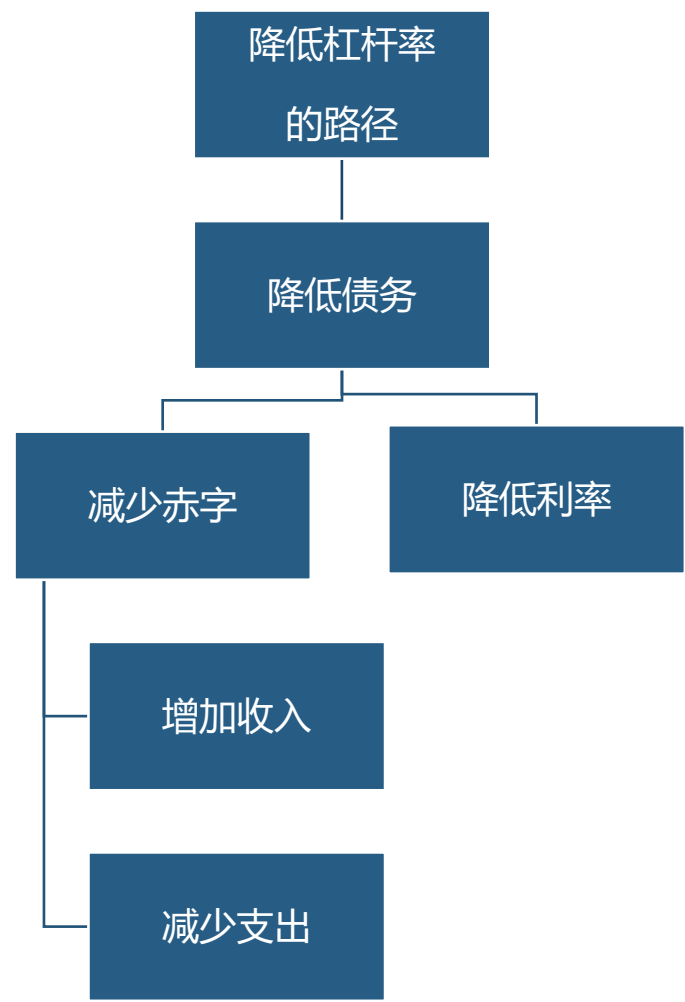
数据来源：美国国会网站，兴业证券经济与金融研究院整理

由于美国当前党争异常激烈，大选年财政赤字率整体偏低

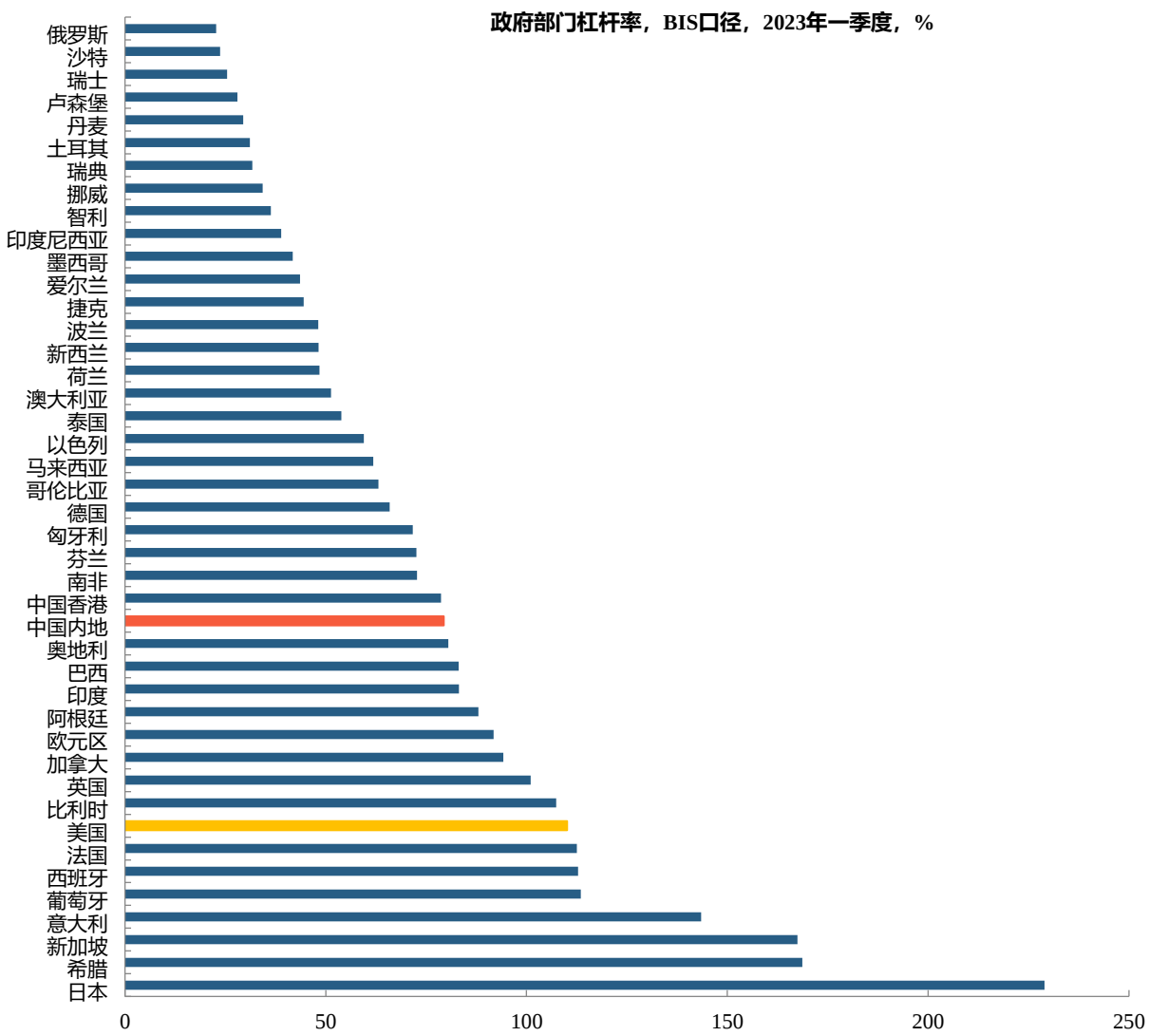


数据来源：， 兴业证券经济与金融研究院整理

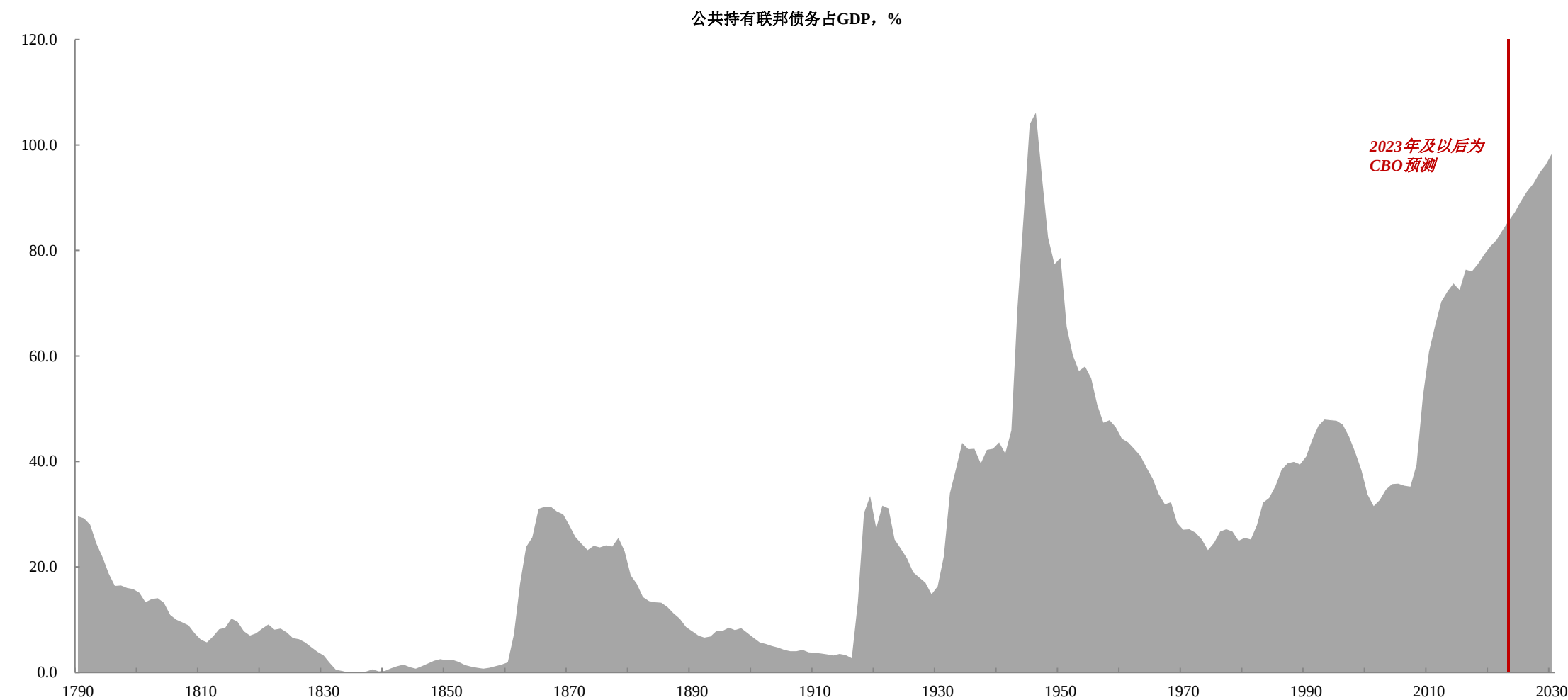
美元的困境：政府面临着较高的降杠杆压力



数据来源：， 兴业证券经济与金融研究院整理



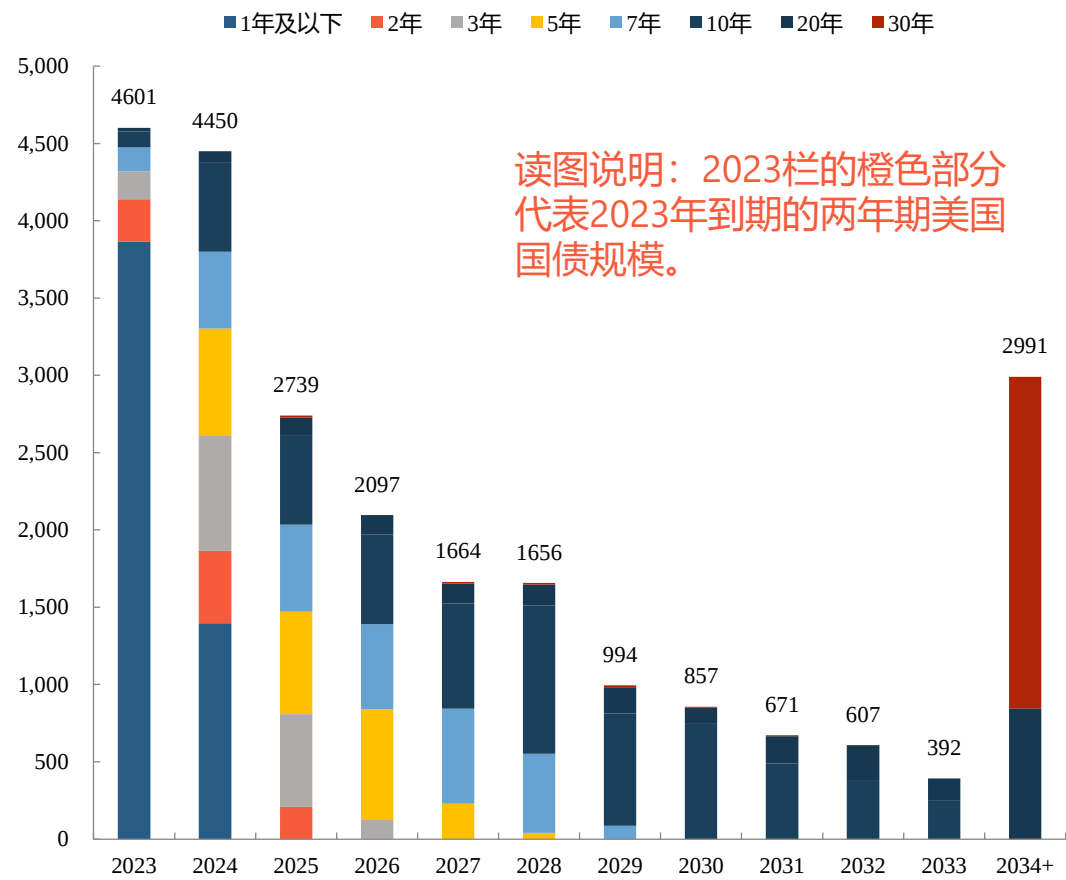
美元的困境：政府面临着较高的降杠杆压力



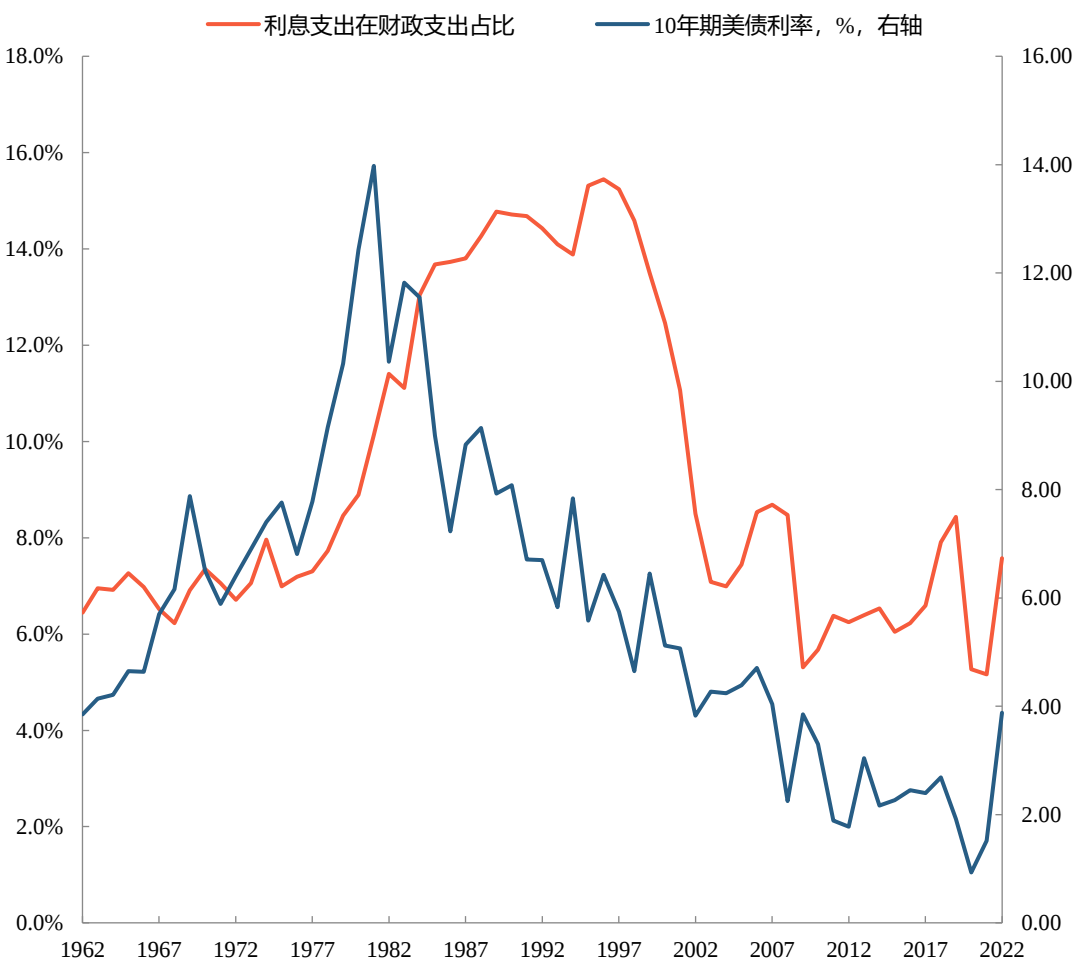
数据来源：CBO，兴业证券经济与金融研究院整理

债务滚动后付息压力预期快速上升

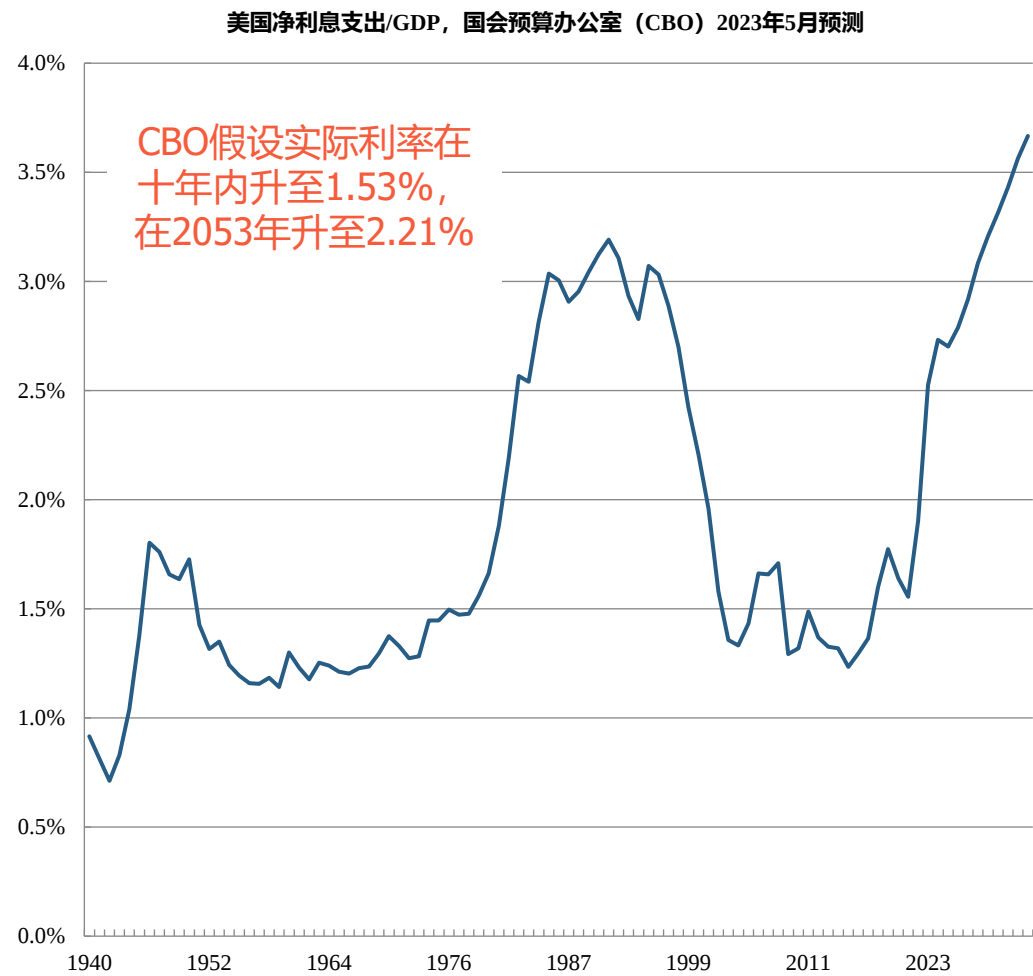
存量美债到期分布，截至23年9月，十亿美元



数据来源：美国财政部MSPD，CBO，，兴业证券经济与金融研究院整理



利息支出将带来不断的挑战

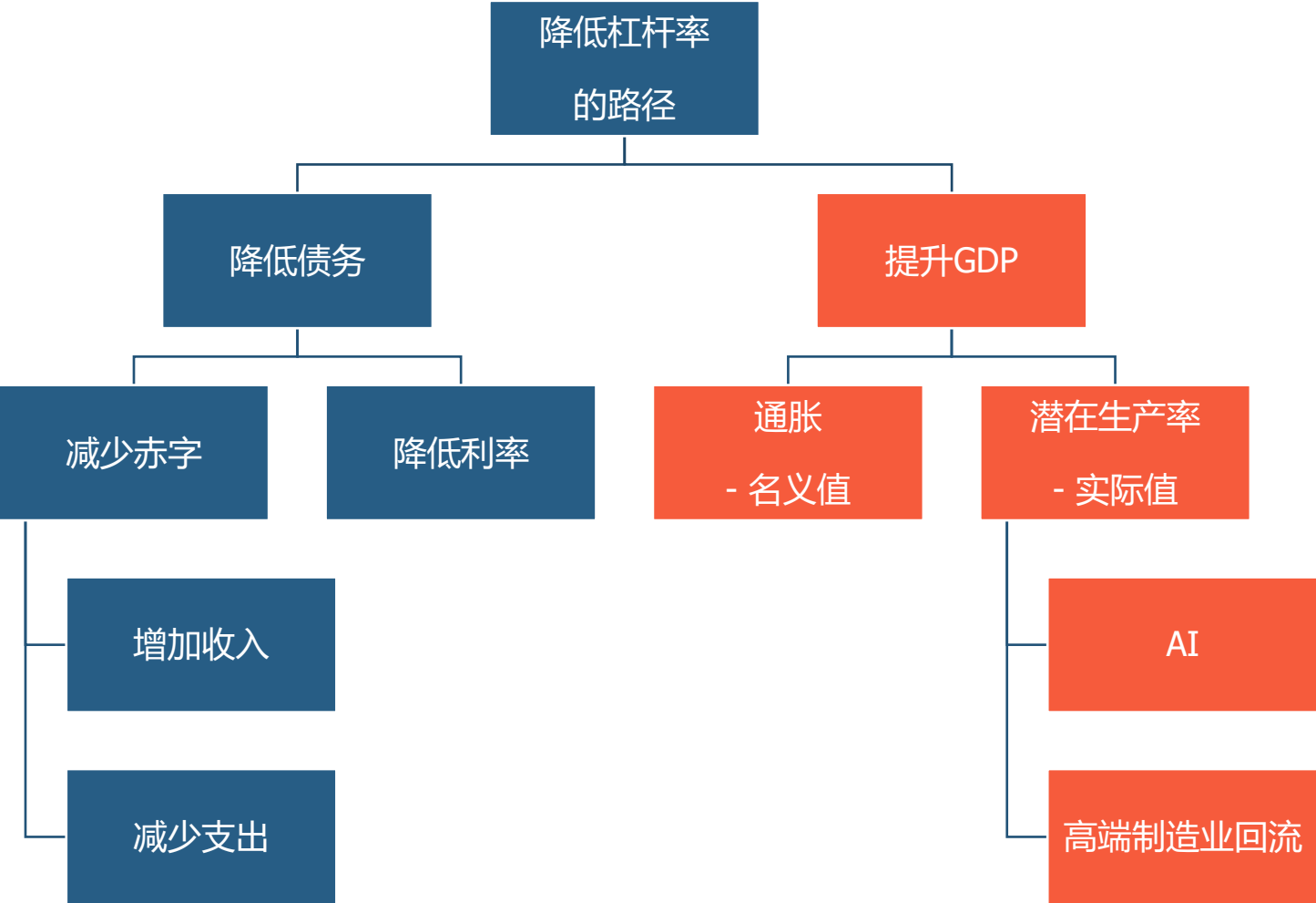


数据来源：CBO，CEIC，PWBm，兴业证券经济与金融研究院整理

政府杠杆率对利率敏感度测算
联邦公共债务占比GDP，%

	CBO假设： 实际利率在 第十年升至 1.53%	本模型基 准假设： 实际利率 在第十年 升至2.3%	在本模型 基准假设 基础上加 50bp	在本模型 基准假设 基础上加 100bp	在本模型 基准假设 基础上加 150bp	在本模型 基准假设 基础上加 200bp	在本模型 基准假设 基础上加 250bp
2023	98	97	98	98	98	99	99
2025	102	100	101	102	104	105	107
2030	108	107	111	115	119	123	128
2035	120	125	131	139	146	154	162
2040	134	144	154	165	177	190	204
2045	150	163	177	192	210	228	249
2050	169	188	207	229	253	280	310

降低杠杆压力的路径：可以更多关注分母端



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

1. 最新估算显示，2023财年联邦赤字规模约为1.7万亿美元，较2022财年扩张，推升赤字率从5.5%至6.3%。联邦财政赤字率上升受到收入和支出两端影响，具体来看：1) 尽管疫情补助支出大幅下降，但生活成本调整（COLA）导致社保支出上升，以及2022年通过的《芯片与科技法案》和《通胀削减法案》支出在2023财年逐步落地；2) 个税起征点上调使得个人所得税收入明显回落，而这部分占联邦政府收入的54%（2022财年）。
 2. 2023财年赤字扩张，叠加债务上限对上半年美债发行的干扰，导致2023年三季度起美债发行有所上升，短期美债的发行增加主要由货币市场基金较好承接，但长端美债需求端疲软，导致长端利率冲高。关注11月1日美国财政部发布的关于11月、12月和明年1月的季度发债计划。从当前已公布的发债指引来看，四季度长端依然面临较大的潜在供给压力。
 3. 2024财年已于2023年10月1日开始，但由于两党就2024财年预算未能达成一致，当前联邦政府只能依靠提供短期资金的“持续决议”来避免关门。当前的“持续决议”将于11月17日到期，如未能通过“2024财年拨款法案”或新的“持续决议”，则政府将再次面临关门的危险。2023年两党关于学生贷款减免等财政支出措施已经出现较大分歧，考虑到2024年是美国总统大选年，2024年财政对居民可支配收入的支撑可能将减弱，进而给美国消费带来下行压力。
 4. 更远期来看，由于付息压力上升，美国政府财政可持续性预期将面临持续的质疑和挑战。
- 风险提示：美国财政及货币政策超预期，美国政治极化加剧，海外经济下行风险。

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

联系方式

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

电脑端请访问 <http://research.xyzq.cn/>

扫描右侧二维码进入“兴证研究”小程序，查看更多报告及活动



THANKS

—— 研究发现价值 研究创造价值 ——

