下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

财政整顿：贝森特能切动哪块蛋糕？

证券研究报告

宏观专题报告 / 2026.08.30

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 任思雨
SAC 证书编号：S0160525090006
rensy@ctsec.com

相关报告

1. 《地产新政：慢药治本》 2026-08-30
2. 《信任裂缝没了，信任绑架来了——杰克逊霍尔年会演讲简评》 2026-08-29
3. 《装备制造业是中游核心利润支撑》 2026-08-27

核心观点

- **美国债务问题解决路径存在分歧。**8 月 19 日美国财政部长贝森特宣布回购国债上限翻倍，但 8 月 24 日，贝森特早年对冲基金职业生涯的导师德鲁肯米勒，于《华尔街日报》刊发评论文章《让债券市场说话》，认为应该放弃短期债市干预，将政策重心转移至重建财政纪律，通过收缩政府支出从根源上降低国债新增供给压力，修复美债长期供需平衡。

- **美国财政已形成负反馈。**美国实际上已形成“利息-赤字-债务”的负反馈螺旋：赤字倒逼政府增发国债→高利率环境下大量存量债务抬升财政净利息支出→净利息支出进一步扩大每年赤字缺口。**美国的债务已经进入了自我加速扩张通道**，短期财政支出的内生扩张动力难以逆转。

- **财政支出的压降实际只能考虑自主性支出中的非国防部分削减。**尽管讨论美国财政支出缩减听起来似乎可以讨论全部财务支出，但实际是仅能考虑自主性非国防支出的削减。**强制性支出、净利息支出、自主支出中的国防支出，实际都是事实性强制支出部分**；剩余可供调整的空间，集中在占比仅为 13%左右的自主性非国防支出当中。

- **短期节流压降赤字率相对有限。**按照众议院 2027 财年拨款方案的数据来看，2027 年赤字率约在 5.6%。若通过不同情形的节流测算，轻度节流压降 0.1 个百分点至 5.5%、中度节流压降 0.3 个百分点至 5.3%、深度节流压降 0.6 个百分点至 5.0%。总体来看，对于美国庞大的财政赤字，仅从自主性支出进行削减，**赤字率所能压降的数字仍相对有限**。

- **历史显示美国财政节流压降规模不及预期。**综合 2001 年以来美国两党的财政削减情况，具备以下几点共性：一是，党派博弈中最容易被拿来进行压降的支出项目高度固定，均集中在非国防自主性支出板块；二是，地缘紧张周期，军费不但不会削减，反而逆势扩张；三是，财政部长角色面临局限。特朗普上任后曾尝试削减财政支出，但其提案要么上调了国防支出、要么大规模减税，实际均推高了赤字规模。**短期财政压降无法从根源消除巨额的财政缺口，全面整顿财政纪律不具备实现条件。短期内美联储扩表可能是财政压力的唯一解。**

- **风险提示：**财政调整空间有限；美债收益率波动增加；地缘政治存在不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 美国债务问题解决的路径之争 3
2 美国财政支出的基本面 4
3 哪块“蛋糕”能动？ 6
4 缩减支出的理论值 9
5 财政减支能否成立？ 10
5.1 特朗普的“削减”尝试 10
5.2 近年不同党派的财政削减情况 11
5.3 经济的制约 13
6 风险提示 14

图表目录

图 1：自 2026 年 8 月 16 日以来，10Y 美国国债收益率变化情况 3
图 2：自 2026 年 8 月 16 日以来，30Y 美国国债收益率变化情况 4
图 3：2026 年美国财政预算结构占比 5
图 4：美国财政支出三部分中，2021 至今净利息支出的同比增速最快 6
图 5：强制支出中医疗相关两项增速有加速趋势 7
图 6：众议院 2027 财年拨款数据显示，国防部分支出的增速为 27.8% 9
图 7：2025 年美国财政实际收入结构占比 13
图 8：2026 年 3 月后，企业所得税、消费税、关税累计同比明显下滑 14

表 1：2026 年财政预算中，自主性支出非国防部分规模与变化 8
表 2：不同情景赤字率 10
表 3：2025 年特朗普上任以来的财政削减落地情况 11



下载日志已记录，仅供内部参考

1 美国债务问题解决的路径之争

2026 年 8 月 19 日，美国财政部长贝森特宣布正式上调长期国债单次回购上限，由原先 20 亿美元提升至最低 40 亿美元，操作标的锁定 10-30 年期存量债券，该变更将于 9 月 9 日开始生效并持续至 11 月 4 日。随后贝森特在 8 月 20 日继续表态实际回购规模仍具备上调空间。

从目标来看，回购上限上调的出发点是维稳债市：一是改善长久期存量债券的二级市场流动性，**缓解海外长线资金减持下长债无人承接的抛压**；二是短期压低 30 年期国债收益率，阻断**高利率向房贷、企业信贷以及联邦债务利息支出的传导**。

8 月 19 日消息公告后，10 年期美国国债收益率从早上 6 点的 4.699%下行至 8 点半的 4.637%，2 个半小时内下行 6.2 个基点。而 30 年期美国国债收益率则从早上 6 点半的 5.286%下行至 8 点半的 5.188%，2 个小时内下行了近 9.8 个基点。

但从 8 月 19 日 23 点开始，10 年期美国国债收益率便重新拐头上行，到 8 月 21 日 14 点收益率已回升至 4.74%，超过公布上调回购上限之前的水平；而同期 30 年期美国国债收益率回升至接近于公布前的水平。

利率的迅速反转说明市场并不认可国债回购可以解决美债的问题：**为了保证财政收支的平衡，回购长债需要同时增发短债，或者削减支出，无法从本质上减轻美国财政压力。**

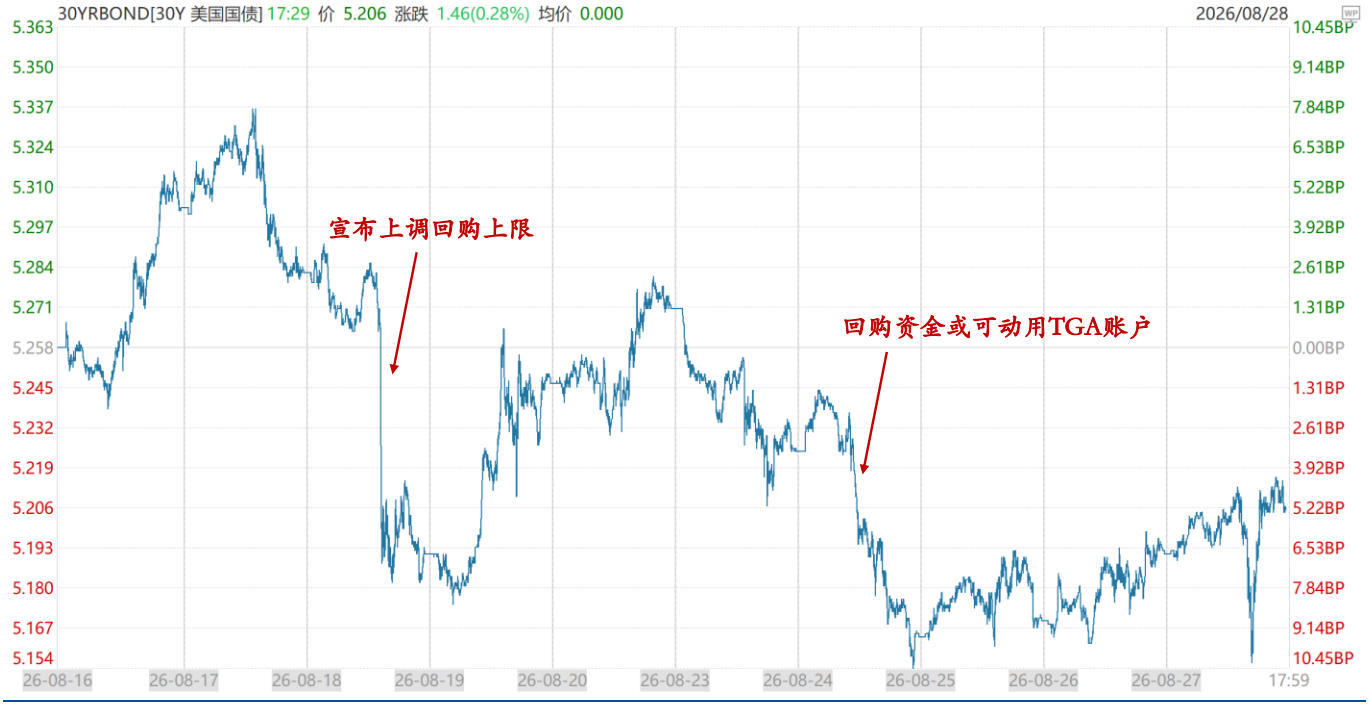
图1: 自 2026 年 8 月 16 日以来，10Y 美国国债收益率变化情况



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：自 2026 年 8 月 16 日以来，30Y 美国国债收益率变化情况



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

8 月 24 日，贝森特早年对冲基金职业生涯的导师德鲁肯米勒，于《华尔街日报》刊发评论文章《让债券市场说话》，公开对扩大长债回购提出尖锐批评。其核心逻辑可以概括为三点：

第一，长端收益率上行本身就是市场释放出的财政风险预警信号，人为压制收益率属于价格干预而非流动性管理，违背债券市场定价规律。

第二，在通胀仍处在 3%-4%、失业率位于充分就业区间、财政赤字接近 GDP 的 6%的背景下，当前并不适合实施压低长端利率的干预政策。

第三，回避财政赤字根源、依靠货币化手段拖延问题，只会不断消耗美国财政信用，最终债务风险只会以更加剧烈的形式爆发。

最后，德鲁肯米勒开出了他的药方：**放弃短期债市干预，将政策重心转移至重建财政纪律，通过收缩政府支出从根源上降低国债新增供给压力，修复美债长期供需平衡。**

诚然，德鲁肯米勒主张直面美债危机的根源，是从根本上解决问题的方案，但现实的问题却是，**当前美国是否具备整顿财政纪律的基本条件，贝森特又能切掉美国财政支出的哪一块蛋糕？**

2 美国财政支出的基本面

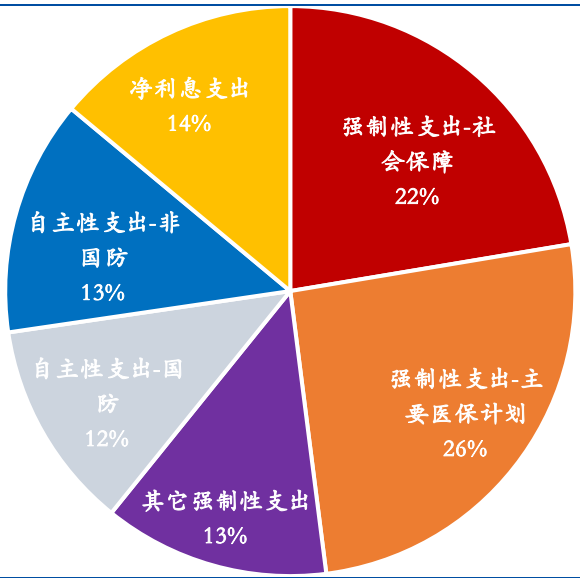
美国财政支出总体包含三大类，分别是：**①强制性支出**，包括社会保障、联邦医保、医疗补助等；**②自主性支出**，涵盖国防支出和非国防类；**③净利息支出**，是存量债务的刚性利息给付。

下载日志已记录，仅供内部参考

根据美国国会预算办公室（CBO）2026 年 2 月发布的《2026 年至 2036 年预算与经济展望》，2026 财年美国联邦预算赤字预计达 18530 亿美元、占 GDP 的 5.8%。这一水平较 2025 财年的 17750 万亿美元（5.8%）进一步增加。需要警惕的是债务总额的预测，其中公众持有的联邦债务占 GDP 比重预计从 2026 年的 101%升至 2036 年的 120%，突破了二战后 1946 年 106%的历史峰值。

支出端结构呈现高度固化特征，2026 年的强制性支出的规模达到 4.53 万亿美元，占全部财政支出 60.8%；而自主性可自由裁量支出的部分为 1.88 万亿美元，占比仅为 25.2%；债务净利息支出年化规模 1.04 万亿美元，早已超过全年国防预算规模。

图3: 2026 年美国财政预算结构占比



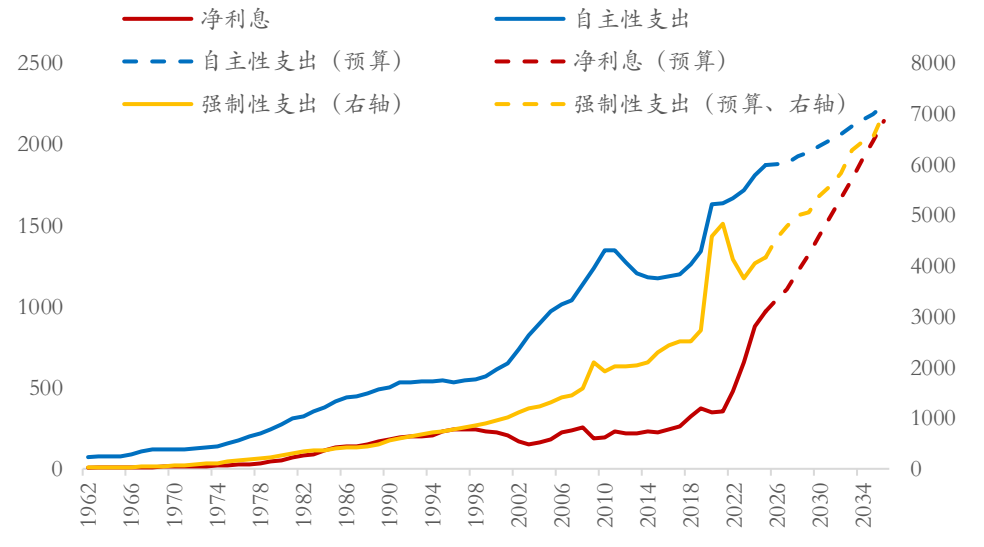
数据来源：美国国会预算办公室（CBO），财通证券研究所；注：因抵消收入（offsetting receipts）、毛支出（gross outlays）等项，所以总表与后续分项表的项目数据存在出入，本图数据以《2026 年至 2036 年预算与经济展望》摘要第一张表数据为准。

更值得警惕的是赤字与经济增速间的对比。《2026 年至 2036 年预算与经济展望》预测显示，2027-2036 财年的累计赤字规模将达 24.4 万亿美元，意味着平均赤字率高达 6.1%；而同期的美国实际 GDP 增速仅为 1.8%。而 2027 至 2036 年的十年年化赤字增速为 5.1%，但名义 GDP 增速仅为 3.5%

这种“高赤字、高债务、高利率”的三高组合，使得美国财政支出中净利息部分成为 2021 年以来预算中增长最快的类别。

下载日志已记录，仅供内部参考

图4: 美国财政支出三部分中，2021 至今净利息支出的同比增速最快



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：十亿美元

美国实际上已形成“利息-赤字-债务”的负反馈螺旋：赤字倒逼政府增发国债➡高利率环境下大量存量债务抬升财政净利息支出➡净利息支出进一步扩大每年赤字缺口。**美国的债务已经进入了自我加速扩张通道，**短期财政支出的内生扩张动力难以逆转。

3 哪块“蛋糕”能动？

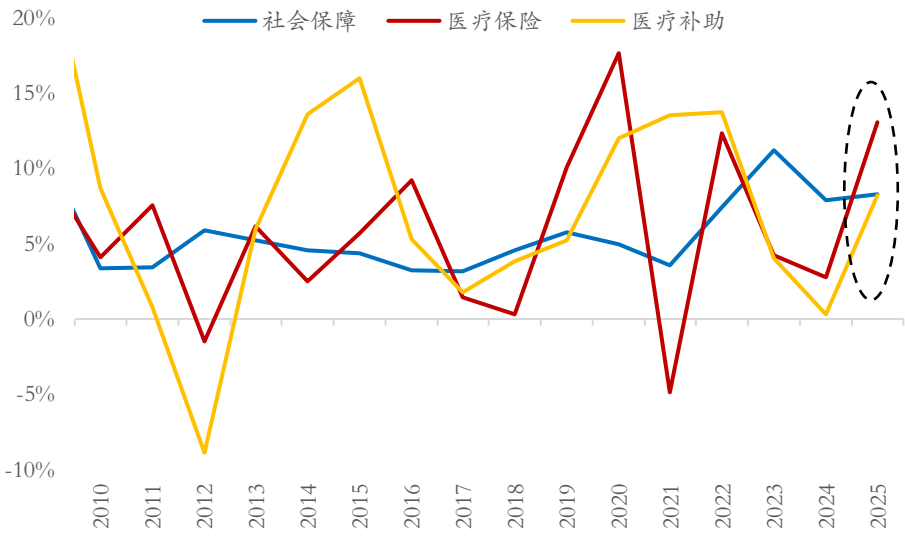
尽管讨论美国财政支出缩减听起来似乎可以讨论全部财务支出，但**实际是仅能考虑自主性非国防支出的削减。**

①对于强制性支出部分：

社会保障、联邦医保、医疗补助构成美国强制性支出的三大支柱。该类支出由成文法律规定，属于权利性支出，**不受国会年度预算投票约束。**2025 年三者同比增速分别为 8.3%、13%、8.2%，增速均较高；其中医疗相关两项的增长在 2025 年呈加速趋势。若要削减福利开支，需要出台新法案修改申领规则等，包括延迟退休年龄、下调养老金涨幅、收紧医保报销标准，而修改需要参、众两院投票且总统签署。针对强制性支出的改革方案均触及选民核心利益，2026 年中期选举在即、两党均不愿失去选民，所以基本不存在短期削减的可能性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图5: 强制支出中医疗相关两项增速有加速趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所；注：本图数据与《2026 年至 2036 年预算与经济展望》的表 3-1 对应

②对于利息支出部分：

利息支出属于刚性兑付义务，其规模由**存量债务规模、市场利率共同决定**，财政部没办法进行单方面削减。唯一降低利息支出的路径是压低债务增量、减少发债规模，本质还是先要解决赤字问题。

③对于自主性支出部分：

实际上需要通过年度拨款投票的部分仅有自主性支出。尽管理论上国会每年有权调整军费规模，但**国防支出属于事实上的刚性板块**。当前地缘冲突多点扩散，美国海外军事部署、盟友援助等需求持续存在，**两党整体偏向维持甚至扩大军费开支**。即便开启财政紧缩谈判，军费通常也是最后才会被拿来妥协的项目。而众议院 2027 财年财政拨款方案中对于国防支出达到 10720 亿美元，较 2026 已颁布的预算规模 8389 亿美元大幅增长。

以上事实性强制支出的三者在美国 2026 年预算的合计规模超 6.45 万亿美元，所占比例高达 87%。**剩余可供调整的空间，集中在占比仅为 13%、规模约为 9960 亿美元的自主性非国防支出当中。**

下载日志已记录，仅供内部参考

表1: 2026 年财政预算中，自主性支出非国防部分规模与变化

自主性支出非国防部分细项	2026 预算规模	2025 年规模	变化
交通	164	172	-8
退伍军人福利与服务	134	130	4
教育、培训、就业与社会服务	111	111	*
收入保障	110	110	*
卫生	88	88	*
司法行政	79	79	*
自然资源与环境	64	80	-16
国际事务	61	51	10
科学、太空与技术	41	42	-1
社区与区域发展	39	86	-47
联邦政府行政运营	20	20	*
能源	18	20	-2
医疗（行政经费）	9	9	*
农业	7	39	-32
社会保障	6	6	*
商业和住房信贷	-4	-9	5

数据来源：美国国会预算办公室（CBO），财通证券研究所。单位：十亿美元。注：因抵消收入（offsetting receipts）、毛支出（gross outlays）等项，所以总表与后续分项表的项目数据存在出入，本表数据以《2026 年至 2036 年预算与经济展望》表 3-6 为准，其中*指向数据在-5 至 5 亿美元间。由于数据精度所限，农业、商业和住房信贷两项的变化规模与表 3-6 呈现有差异。

对比来看，其实 2026 年自主性支出中非国防部分的预算规模较 2025 年实际值已有所下降。

而众议院通过的 2027 财年拨款数据显示，2027 年国防部分支出增速达 27.8%，但其余非国防部分仅小幅增加，甚至有些项出现下降，例如交通、住房和城市发展的支出下降 10.4%，而国家、对外行动及相关项目的支出下降 5.4%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6: 众议院 2027 财年拨款数据显示，国防部分支出的增速为 27.8%

Appropriations Bill	House FY 2027	FY 2026 Enacted	Difference ($)	Difference (%)
Agriculture, Rural Development, Food and Drug Administration, and Related Agencies	$26.3 billion	$26.7 billion	-$0.4 billion	-1.4%
Commerce, Justice, Science, and Related Agencies	$77.3 billion	$78.0 billion	-$0.7 billion	-0.9%
Defense	$1,072.0 billion	$838.7 billion	+$233.3 billion	+27.8%
Energy and Water Development	$58.5 billion	$58.0 billion	+$0.5 billion	+0.8%
Financial Services and General Government	$25.3 billion	$26.3 billion	-$1.0 billion	-3.8%
Homeland Security	$64.9 billion	$64.4 billion	+$0.5 billion	+0.8%
Interior, Environment, and Related Agencies	$38.9 billion	$38.6 billion	+$0.3 billion	+0.8%
Labor, Health and Human Services, Education, and Related Agencies	$189.3 billion	$194.9 billion	-$5.6 billion	-2.9%
Legislative Branch	$7.3 billion	$7.3 billion	+$0.04 billion	+0.6%
Military Construction, Veterans Affairs, and Related Agencies	$157.0 billion	$153.3 billion	+$3.7 billion	+2.4%
State, Foreign Operations, and Related Programs	$47.3 billion	$50.0 billion	-$2.7 billion	-5.4%
Transportation, Housing and Urban Development, and Related Agencies	$92.2 billion	$102.9 billion	-$10.7 billion	-10.4%
Total	**$1,856.4 billion**	**$1,639.0 billion**	**+$217.4 billion**	**+13.3%**

数据来源：AAF，众议院拨款委员会，财通证券研究所

4 缩减支出的理论值

对于 2027 财年的预算提案，众议院拨款委员会已通过。所以在理论值测算时，自主性支出部分我们参考众议院拨款通过的值；而强制性支出、净利息支出和名义 GDP 增速依然按照美国国会预算办公室（CBO）在 2026 年 2 月发布《2026 年至 2036 年预算与经济展望》的总表数据测算。

参照众议院 2027 财年拨款数据，2027 财年自主性支出为 18564 亿美元，2026 年已颁布的自主性支出为 16390 亿美元。

参照 CBO 数据，则 2027 名义 GDP 规模约为 331053 亿美元，强制性支出 47830 亿美元、净利息支出 11080 亿美元；2026 名义 GDP 规模约为 319483 亿美元，强制性支出 4529 亿美元、净利息支出 10390 亿美元。

按照以上计算，美国的 2026 年赤字率为 5.0%、2027 年赤字率为 5.6%。

情形 1（轻度节流情景）：2027 年延续 2026 年缩减预算的节奏

下载日志已记录，仅供内部参考

如果按照表 1 中 2026 年预算的变动细项来计算，假设 2027 再将这些变动项压减 10%，则削减规模大约在 528 亿美元，与 2026 年预算较 2025 年压降规模 870 亿美元相对接近，**这预计是两党相对容易达成共识的温和减支情形**。

则 2027 年的赤字规模将从 18624 亿美元减少到 18096 亿美元，赤字率降低至 5.5%，较 2027 年原本赤字率 5.6%降低 0.1 个百分点。

情形 2（中度节流情景）：2027 年非国防自主性支出整体缩减 15%

如果 2027 年非国防自主性支出整体缩减 15%，则削减规模大约在 1177 亿美元，则 2027 年的赤字规模将从 18624 亿美元减少到 17447 亿美元、赤字率降低至 5.3%，较 2027 年原赤字率降低 0.3 个百分点。

情形 3（深度节流情景）：2027 年非国防自主性支出整体缩减 20%+国防自主性支出缩减 5%

如果 2027 年非国防自主性支出整体缩减 20%，则削减规模大约在 1569 亿美元；而国防自主性支出整体缩减 5%，则削减规模大约在 536 亿美元；合计削减规模 2105 亿美元。则 2027 年的赤字规模将从 18624 亿美元减少到 16519 亿美元、赤字率降低至 5.0%，较 2027 年原赤字率降低 0.6 个百分点。

表2: 不同情景赤字率

情形	削减比例		削减规模	2027 年赤字率	压降百分点	2027 原赤字率
	非国防	国防				
基准情形	-	-	-	5.6%	-	5.6%
轻度节流	10%*		528	5.5%	0.1%	5.6%
中度节流	15%		1177	5.3%	0.3%	5.6%
深度节流	20%	5%	2105	5.0%	0.6%	5.6%

数据来源：美国国会预算办公室（CBO），财通证券研究所。注：*在 CBO 的 2026 年非国防自主性支出细项上压降 10%。

总体来看，对于美国庞大的财政赤字，**仅从自主性支出进行削减，赤字率所能压降的数字仍相对有限**。

5 财政减支能否成立？

上述美国财政的缩减仅建立在理论讨论上，但能否落地还需要再考虑两个层次：**一是**美国当前是否倾向于缩减财政支出？近年不同执政党曾缩减过多少规模的财政支出？**二是**美国目前的经济能否承受缩减财政支出？

5.1 特朗普的“削减”尝试

实际上，自特朗普 2025 年上任以来，提交过财政节支计划或法案，并且曾成立过政府效率部门来缩减支出。但截至 2026 年 8 月，**确认落地的仅有 2025 年撤销拨款法案的 94 亿美元**。此前成立的政府效率部门 DOGE 曾对外宣称节约 2150 亿美

下载日志已记录，仅供内部参考

元，但并未得到 CBO 证实。此外 2026 年的预算提案要削减自主性支出非国防规模 23%、大而美法案声称要减少 2025 至 2034 年的非利息支出 1.3 万亿美元，但两项提案要么上调了国防支出、要么大规模减税，实际**两者均推高了赤字规模**。

表3: 2025 年特朗普上任以来的财政削减落地情况

提案/项目名称	缩减/节支规模	提出时间	落地/生效时间	核心内容
特朗普 2026 财年总统预算提案	提案**非国防自主性支出削减 23%，合计 1630 亿美元**；但国防支出上调	2025 年 5 月 2 日白宫正式提交国会	**未落地**	拟削减对外援助、NASA、NSF、EPA、租金援助、基建结余等；**整套提案未在国会完整立法通过**。
《One Big Beautiful Bill Act》**大而美法案**	CBO 测算 2025 至 2034 年的**非利息支出削减约 1.3 万亿美元**；但同时大规模减税，**同期赤字增加 2.4 万亿美元**，整体推高债务	2025 年 5 月 22 日众议院通过；2025 年 7 月 2 日参议院通过	2025 年 7 月 4 日签署成法；Medicaid 改革条款 2027 年全国强制生效	收紧 Medicaid、SNAP 申领资格，并非直接砍给付额度；收紧福利反欺诈规则；永久延续 2017 减税；**增加国防、边境安全开支**。
《Rescissions Act of 2025》**撤销拨款法案**	**撤销 94 亿美元尚未拨付的预算授权资金**（对外援助结余、公共广播 CPB）	特朗普 2025 年 6 月 3 日向国会提交撤销申请	2025 年 7 月 24 日签署生效	仅取消尚未拨付的存量资金；已经拨付出去的支出不受影响；是**少数完全落地的法定节支**。
DOGE **政府效率部**（Department of Government Efficiency）	白宫对外宣称节约 2150 亿美元；GAO 报告质疑口径，**无法定确认金额**	2025 年 1 月 20 日签署设立	2025 年 1 月 20 日设立；但 **2026 年 7 月 4 日到期解散**	临时行政机构，由马斯克主导，主要是联邦雇员自然流失、合同补助金清理。但机构到期解散，部分机制并入 OMB、OPM。
跨部门反欺诈特别工作组（Task Force to Eliminate Fraud）	**无法定削减金额**，行政监管行动	2026 年 3 月 16 日签署；2026 年 3 月 19 日联邦公报生效	2026 年 3 月 19 日起运行	副总统万斯担任主席；统筹各部门打击 Medicaid 等福利不当支付、资格复核；属于监管执法，不直接设定法定支出削减规模。

数据来源：美国国会预算办公室（CBO），财通证券研究所。

5.2 近年不同党派的财政削减情况

回顾近二十余年的美国财政历史，两党博弈之下**所有实质性减支也几乎全在非国防自主性支出**，福利等强制性支出极少触碰。而减支法案必须经由国会两院通过，财政部长更多承担预算提案、谈判协调、落地执行的角色。

（一）民主党执政时期减支实践

（1）奥巴马政府（2009-2017 年），财政部长财长蒂莫西·弗朗兹·盖特纳、雅各布·卢。

2011 年美国的债务上限危机催生了跨党派的《预算控制法案（Budget Control Act of 2011）》，成为 2000 年以来美国最重要的一轮长期减支方案。法案设置 2012-2021 长达十年的自主性支出上限，对国防、非国防自主性支出分别设置额度约束。该法案的目标是在后续 10 年内至少削减 1.5 万亿美元，并设立了联合赤字削减特别委员会。

而这一轮削减的项目包含：民用科研经费、环保项目预算、住房扶持、农业补贴、联邦政府雇员薪酬冻结、海外援助、交通基建，**基本均出自非国防自主性支出中**；国防侧仅削减非作战行政开支。强制性支出中的社会保障养老金、医保福利则完全豁免削减。

下载日志已记录，仅供内部参考

奥巴马第一任期时任财长的盖特纳在国会听证中明确提出冻结非安全类自主性支出五年，作为赤字削减的核心抓手。**不过后续两党四次上调支出上限，逐步稀释最初减支效果，十年减支目标并未完全落地。**

（2）拜登政府（2021-2025 年），财政部长耶伦。

2023 年债务上限谈判落地《财政责任法案（Fiscal Responsibility Act of 2023）》，再度重启自主性支出上限约束，限制了 2024、2025 财年的非国防支出，2025 财年的自主性支出预算授权只能在 2024 财年法定上限基础上增长 1%。这一次削减主要针对临时性疫情遗留补贴、未拨付完毕的基建结余资金，强制性福利项目没有任何调整。然而国防预算逆势上调，减支成本完全由国内民生项目承担。

时任财长的耶伦在拜登任期中主要负责债务风险预警，并未推动大规模财政纪律改革。

（二）共和党执政时期减支实践

（3）小布什政府（2001-2009 年），财政部长保罗·奥尼尔、约翰·斯诺、亨利·保尔森。

小布什任期财政主线为减税，扩军费、战争开支扩张，**整体财政支出上行**，并没有推出系统性长期减支方案。即便 2005 年签署落地的《赤字削减法案（Deficit Reduction Act of 2005）》,削减也以收紧强制性支出的申请条件为主，规模削减不明显。仅在后期国会压力下小幅削减部分民用专项项目。

小布什更为著名的是其减税法案，分别是 2001 年《经济增长与税收减免协调法案》、2003 年签署的 3500 亿美元减税法案，**使得美国的财政收入大幅下降**。

（4）特朗普第一任期（2017-2021 年），财政部长史蒂文·姆努钦。

特朗普在第一任任期中，基本每年都会持续向国会提交激进预算草案，提案削减项目集中在农业部补贴、环保署经费、NASA 民用科研、海外援助。其中削减规模最大的是 2017 年提交的 2018 财年预算，计划 10 年累计削减 3.6 万亿国内自主性支出、非国防自主性支出削减 10.6%。**但是大规模削减方案多数被民主党控制的国会否决，最终落地减支规模十分有限。**并且在两党预算协议当中，**国防预算多次上调，减支谈判成果被对冲**。

综合 2001 年以来美国两党的财政削减情况，具备以下几点共性：

一是，**党派博弈中最容易被拿来进行压降的支出项目高度固定**：民用科研、环保、农业补贴、海外援助、联邦行政运营经费、临时性产业补贴、基建结余资金，均集中在非国防自主性支出板块。

二是，军费削减基本仅发生在阿富汗、伊拉克战争结束后的和平窗口时期；地缘紧张周期，军费不但不会削减，**反而逆势扩张**。

三是，**财政部长角色面临局限。**财长无独立砍支权力，减支成果取决于国会控制权，财政部更多负责债市管理、TGA 现金流调度，而非财政改革的主导者。

下载日志已记录，仅供内部参考

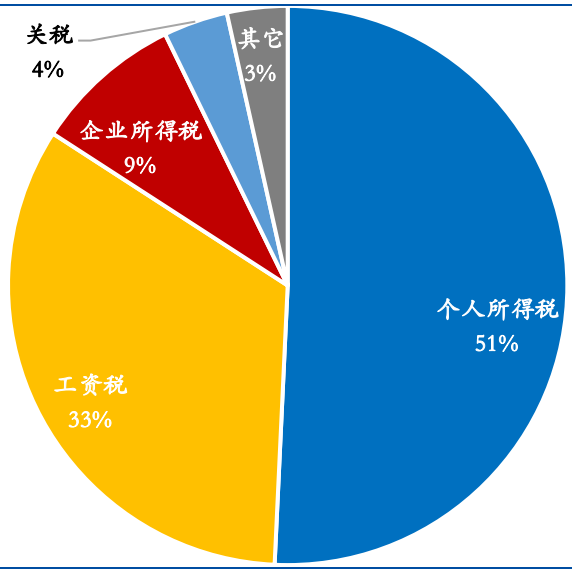
5.3 经济的制约

尽管德鲁肯米勒主张重整美国财政纪律，但实际当前进行财政缩减也面临着经济增长、政治阻力的约束。

第一，财政收缩可能会加大经济增长压力。大规模财政节流意味着政府需求的收缩，短期会直接拖累 GDP 增速。在 AI 生产率进步尚未完全证实的背景下，财政大幅减支可能导致经济下行、失业率增加的风险。在 2026 年中期选举之前，预计政府很难主动选择以经济放缓为代价换取赤字下降。

第二，税收端“开源”空间有限。制度层面美国当前可以提高税率，但大规模上调税率的现实落地难度很高，上调个税、企业税会遭遇强烈的产业与国会阻力。2025 财年的实际财政收入中，除了关税同比增速为 153%，个人所得税、工资税、企业所得税和消费税的同比增速都存在不同程度的下滑。而 2026 年 3 月后，企业所得税、消费税、关税的累计同比均出现明显下滑。财政增收路径被严重堵死。

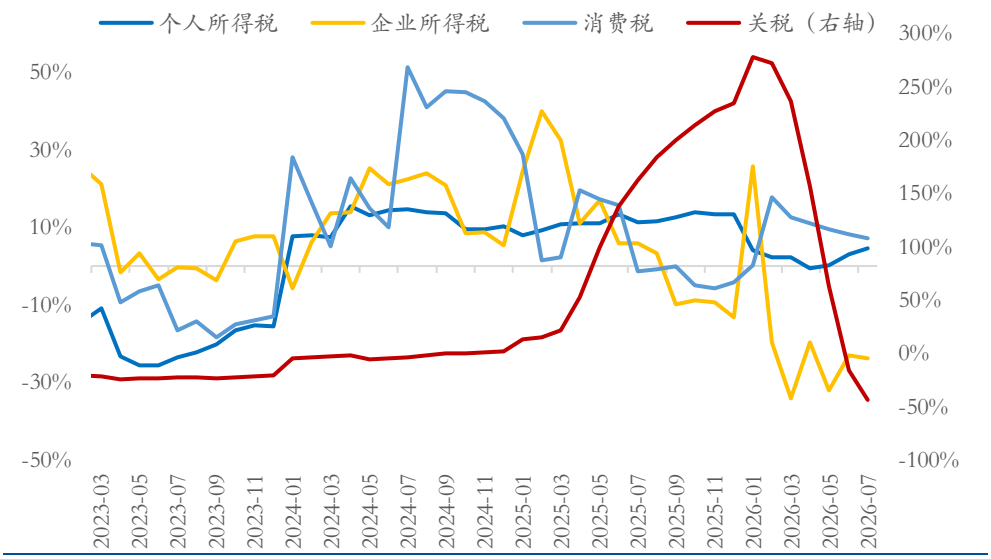
图7: 2025 年美国财政实际收入结构占比



数据来源：美国国会预算办公室（CBO），财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图8: 2026 年 3 月后，企业所得税、消费税、关税累计同比明显下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%

第三，财政纪律改革落地的政治阻力较大。整顿财政纪律本质是利益重新分配，必然遭遇强烈的政治阻力。美国联邦财政支出当中，削减社保、医保开支属于高敏感度议题，两党均不愿承担削减福利带来的选票损失；国防开支关乎军工复合体利益以及全球地缘战略布局，主动大幅削减国防预算意愿偏弱。

总体来看，短期内财政缩减规模有限，极限节流情景下，赤字率最多下降近 1 个百分点，无法从根源消除巨额的财政缺口。全面整顿财政纪律不具备实现条件。**短期内美联储扩表可能是财政压力的唯一解。**

6 风险提示

财政调整空间有限：社会保障等刚性强制性支出难以大幅削减，上调税率又面临多重政治阻力，美国财政债务扩张趋势或难以自主扭转。

美债收益率波动增加：债务上限博弈、财政法案博弈反复扰动市场预期，会放大美债价格与收益率波动。

地缘政治存在不确定性：若美伊地缘冲突持续，油价上行会推升美国通胀预期，美国货币政策面临约束增大。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：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；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。