

内容目录

1.	美国财政应对次贷危机的经验教训	4
	1.1. 次贷危机期间的美国政策应对	4
	1.1.1. 重在改善金融市场流动性、维护金融稳定的财政刺激方案	7
	1.1.2. 重在推动经济复苏的财政刺激方案	9
	1.2. 美国开展财政刺激的经验教训	13
2.	2025 年中国财政展望	18
	2.1. 规模方面：广义赤字率可能创下近年历史记录	18
	2.2. 投向方面：超常规措施可能有哪些？	21
	2.3. 节奏方面：地方债项目审批权下放后，地方债供给可能前置	25
	2.4. 意愿方面：化债提振地方政府投资意愿可能仍待时日	27
3.	风险提示	28

图表目录

图 1: “M-MBS-CDO-REPO/ABCP” 的传导链条加剧了次贷危机对全球金融体系的破坏	4
图 2: 2000s 美国住宅投资凭借收益更高、波动更低获得了居民在资产配置时的更多青睐	5
图 3: 次贷危机爆发后, 美联储快速大幅降息以托底经济	5
图 4: 不同类型的财政刺激政策所对应的预计产出乘数差异较大	14
图 5: 边际消费倾向与年龄可能正相关	15
图 6: 存量债务负担可能削弱低收入群体边际消费倾向	15
图 7: 自 2009 至 2012 年, 美国财政赤字连续 4 年维持在超过 1 万亿美元的历史高位	16
图 8: 2009 年, 美国赤字率以 9.8% 创下新冠疫情前的历史记录	16
图 9: 次贷危机后, 美国 10Y 国债、房价、标普 500 指数恢复至危机前水平分别用时 16.3 年、8.8 年、5.2 年	17
图 10: 次贷危机后, 美国政府未偿债务占 GDP 的比例持续走高	17
图 11: 次贷危机爆发后, 美国房地产市场“去库存”耗时近 15 年	20
图 12: 2009Q1 当 10 年期美债利率下滑至低于住宅租售比后, 美国住宅售价“止跌回稳”	20
图 13: 自 2021 年至 2023 年, 发债城投 ROIC 大多低于 2% 且整体呈下降趋势	22
图 14: 自 2021 年至 2023 年, A 股上市公司 ROIC 大多高于 3%	22
图 15: 2024 年 1-4 月, 新增专项债发行规模仅为全年限额的 19%	25
图 16: 2024 年, 新增一般债发行节奏为近 5 年最慢水平	26
图 17: 2024 年, 用于化解政府性债务风险的特殊再融资债发行期限明显延长	27
图 18: 2024 年四季度化债政策加码后, 江苏省市政类项目招标数量尚未明显提高	27
表 1: 为应对次贷危机, 美联储创设了一系列超常规货币政策工具	6
表 2: 自 2008 年至 2012 年, 美国累计实施了近 2 万亿美元的财政刺激	7
表 3: 问题资产救助计划的成本测算	9
表 4: 《经济刺激法案》的成本测算	10
表 5: 《美国复苏与再投资法案》对经济与就业的贡献测算	11
表 6: 《美国复苏与再投资法案》的成本测算	12
表 7: 《减税、失业保险再授权和就业法案》的成本测算	13
表 8: 2008 年, 计划将退税所获资金主要用于消费的人数占比低于 20%	15
表 9: 美国财政应对次贷危机所依据的主要法案	15
表 10: 在中性预期下, 2025 年全国广义赤字率或将达到 10%	18
表 11: 即使在谨慎预期下, 2025 年全国广义赤字率可能也会创下近年历史记录	19
表 12: 近年来, 全国减税降费力度维持在较大水平, 宏观税负整体有所下降	23
表 13: 在房地产下行期, 中美两国部分政策应对存在“异曲同工之妙”	24
表 14: 2024 年受年初增发国债项目审核影响, 新增专项债项目下达相对较晚	26
表 15: 江苏省是 2024 年四季度获得置换隐债地方债额度最高的省份	28

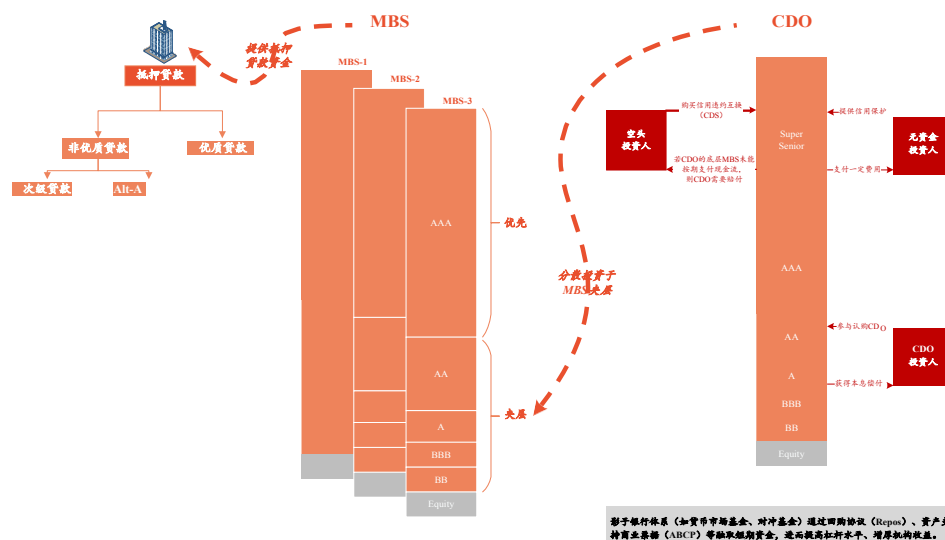
2024年12月9日，中央政治局会议提出，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。从政策“组合拳”的内容看，我们认为相比适度宽松的货币政策，在更加积极的财政政策方面，有待厘清的政策工具类型、传导路径、预期效果可能相对更加复杂。此时，参考次贷危机后美国政策应对的经验教训，或将有助于研判国内财政运行的下一步方向。

1. 美国财政应对次贷危机的经验教训

1.1. 次贷危机期间的美国政策应对

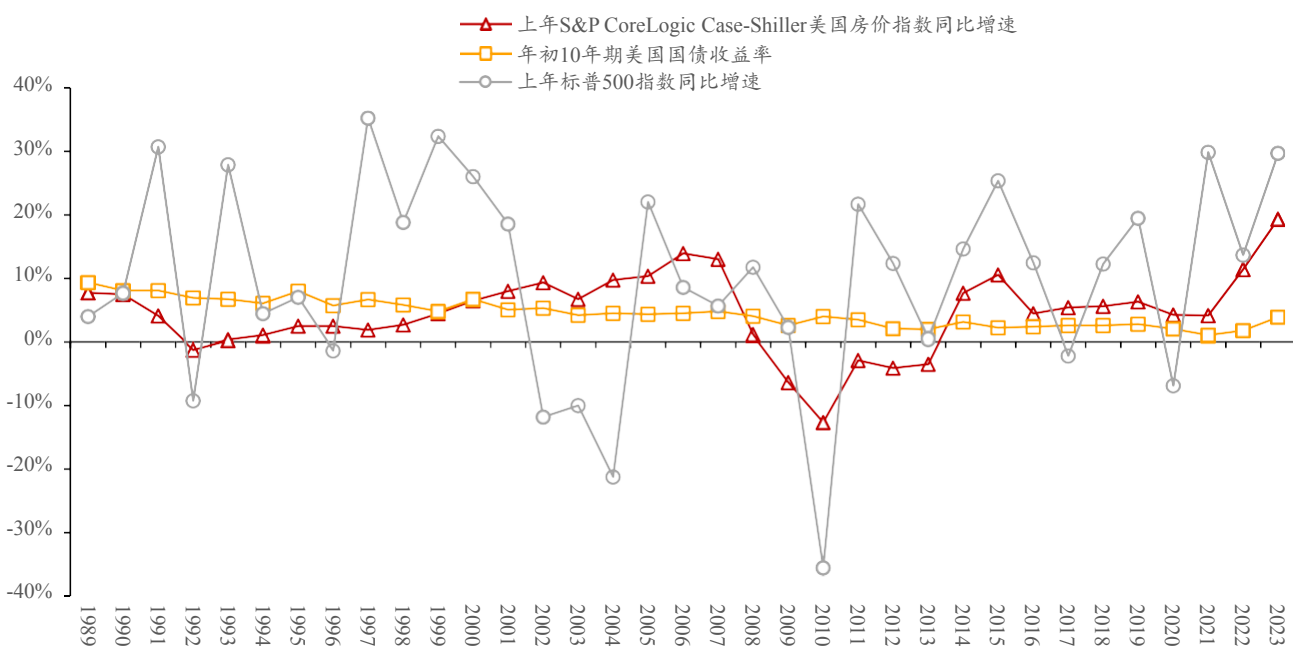
不是所有泡沫破裂都会威胁金融体系稳定，但金融机构的高杠杆将美国地产风险快速传导为全球金融风险是次贷危机破坏性强的根源。 在 21 世纪初的互联网泡沫破裂期，虽然美国股市暴跌、投资人蒙受了巨额损失，但这一泡沫破裂并未明显传导至金融体系。然而，自 2005 年至 2007 年，影子银行、MBS、CDO 等“金融创新”提高了非银类金融机构对美国住宅市场的资金支持（见图 1），凭借更高的投资回报、更低的投资波动，住宅投资对普通居民的吸引力长期高于股票或债券等金融投资（见图 2），房价上涨所带来的财富效应最终推动了“房价上升-经济繁荣-房价泡沫化-金融机构杠杆畸高”的恶性循环。在地产泡沫破裂后，对经济冲击更大的并非是地产商的破产潮，而是金融机构大量破产、金融体系稳定性受到重创。

图 1：“M-MBS-CDO-REPO/ABCP”的传导链条加剧了次贷危机对全球金融体系的破坏



数据来源：《The Financial Crisis Inquiry Report》，

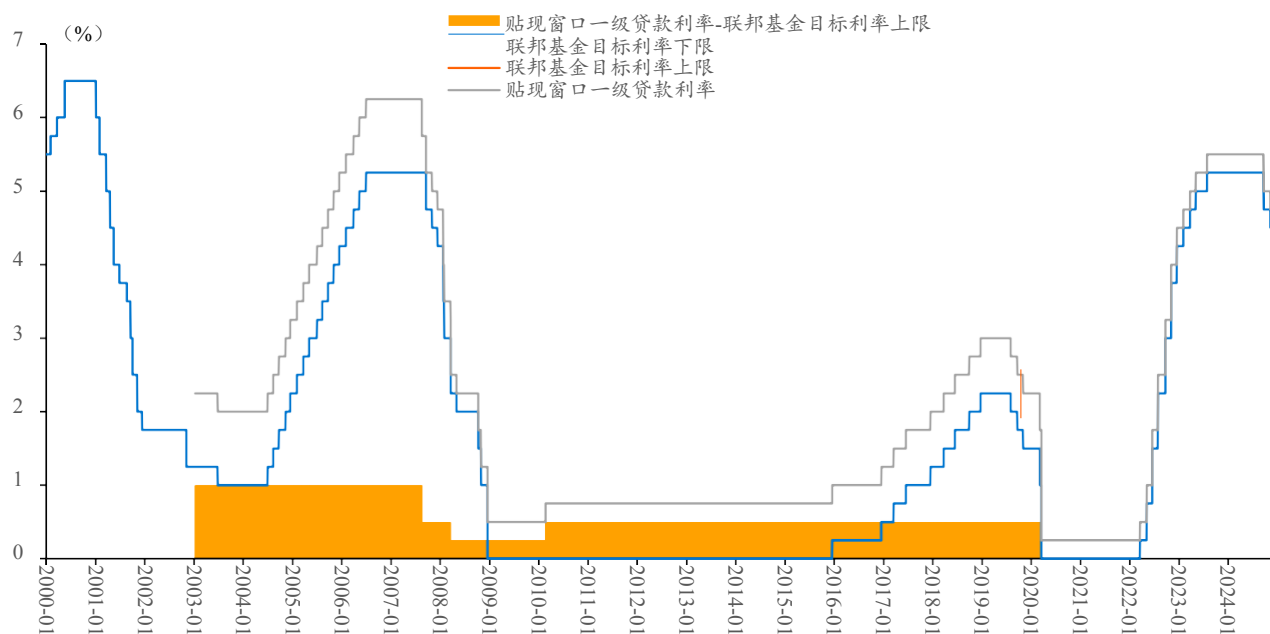
图2：2000s 美国住宅投资凭借收益更高、波动更低获得了居民在资产配置时的更多青睐



数据来源：FRED, ，

注：在线性外推预期下，可考虑以上年 S&P CoreLogic Case-Shiller 美国房价指数的同比增速作为当年住宅投资的收益预期、以年初 10 年期美国国债收益率作为当年固定收益资产投资的收益预期、以上年标普 500 指数的同比增速作为当年股票投资的收益预期。

图3：次贷危机爆发后，美联储快速大幅降息以托底经济



数据来源：美联储、

次贷危机爆发后，以 2008 年 10 月出台的“问题资产救助计划”为分界线，美国政府的政策应对分为两个阶段。在前一阶段，美国政策应对以货币政策为主、以解决金融体系流动性问题为主；在第二阶段，美国政策应对转向以财政政策为主、以解决金融机构资不抵债问题、刺激经济增长为主。次贷危机爆发后，受益于操作简便、收放自如，美联储创设了一系列超常规货币政策工具，用于解决特定金融机构或金融市场的流动性问题（见表 1）。但是，在金融市场流动性快速蒸发、诸多金融资产难以准确估值时，美国政府需要的不是一家机构接一家的协调救助，而是一种能够防止整个金融体系崩溃的根本性措施。这不仅要求美国政府通过购买资产或注资的形式，缓解市场对尾部金融机构信用风险的担忧，从源头上改善金融市场流动性；还要求美国政府发力刺激经济，避免企业与居民的现金流持续恶化，防止金融机构的核心资产进一步贬值。上述两大要求均离不开财政政策的支持，其中，前者的代表性政策是《紧急经济稳定法案》，后者的代表性政策包括《经济刺激法案》、《美国复苏与再投资法案》、《减税、失业保险再授权和就业法案》（见表 2）。

表1：为应对次贷危机，美联储创设了一系列超常规货币政策工具

政策目的	面向“影子银行”体系 发挥“最后贷款人”职能		推动货币市场基金恢复流动性		帮助商业票据市场正常发挥融资职能	
工具简称	TSLF	PDCF	AMLF	MMIFF	CPFF	TALF
工具全称	定期证券借贷工具	一级交易商信贷工具	资产支持商业票据货币市场共同基金流动工具	货币市场投资人融资工具	商业票据融资工具	定期资产支持证券贷款工具
使用规模峰值	2355 亿美元 2008.10.01	1466 亿美元 2008.10.01	1521 亿美元 2008.10.01	-	3482 亿美元 2009.01.21	482 亿美元 2010.03.17
宣布日期	2008/3/11	2008/3/16	2008/9/19	2008/10/21	2008/10/7	2008/11/25
首次运作	2008/3/27	2008/3/17	2018/9/22	2008/11/24	2008/10/27	2009/3/25
关闭日期	2010/2/1	2010/2/1	2010/2/1	2009/10/30	2010/2/1	2010/6/30
工具描述	周度借贷工具，面向一级交易商，以国债交换合格质押品，期限一般为 28 天	隔夜借贷工具，针对三方回购中的合格质押品为一级交易商提供融资	为美国存款类机构、美国银行控股公司、外国银行的美国分支等机构提供优惠贷款，由机构按照摊余成本法从货币市场基金买入最高短期评级的资产支持商业票据	纽约联邦储备银行为 SPV 提供优惠贷款，用于面向货币市场投资人收购其持有的高评级金融机构发行的、剩余期限为 7 至 90 天的美元存单及商业票据	纽约联邦储备银行为 CPFF LLC 提供 3 个月期贷款，由公司自商业票据发行人处直接认购商业票据。	向持有符合条件资产支持证券的投资人发放贷款，借此鼓励机构认购底层资产为汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款等符合条件的新发高评级资产支持证券

数据来源：美联储，

表2：自 2008 年至 2012 年，美国累计实施了近 2 万亿美元的财政刺激

立法时间	法案名称	截至 2012 年的财政刺激规模 (亿美元)
2008/2/13	《经济刺激法案》	1380
2008/6/30	《补充拨款法案》	130
2008/7/30	《住房和经济复苏法案》	110
2008/10/3	《紧急经济稳定法案》	4170
2008/11/21	《失业补偿延期法案》	60
2009/2/17	《美国复苏与再投资法案》	7120
2009/6/24	《补充拨款法案》	30
2009/11/6	《工人、房主和商业援助法案》	350
2009/12/19	《国防部拨款法案》	180
2010/3/2	《临时延期法案》	90
2010/3/18	《恢复就业雇用激励法案》	130
2010/4/15	《继续延期法案》	160
2010/7/22	《失业补偿延期法案》	330
2010/8/10	《联邦航空管理局航空运输现代化与安全改进法案》	260
2010/9/27	《小企业就业法案》	680
2010/12/17	《减税、失业保险再授权和就业法案》	3090
2011/11/21	《鼓励雇用退伍军人法案》	*
2011/12/23	《临时工资减税延期法案》	280
2012/2/22	《中产阶级减税和就业法案》	980
合计		19530

数据来源：美国国会预算办公室，美国经济顾问委员会，

注：《紧急经济稳定法案》对应的“4170 亿美元”数据系截至 2012 年 9 月 17 日统计结果；*代表介于 0 至 10 亿美元；由于原始披露单位是十亿美元，因此本表进行单位调整后可能不够精确。

1.1.1. 重在改善金融市场流动性、维护金融稳定的财政刺激方案

2008 年 10 月 3 日，美国国会通过《紧急经济稳定法案》(EESA)，授权联邦政府购买及承保部分类型的问题资产以稳定经济金融体系。具体而言，法案授权财政部在不超过 7000 亿美元的额度内，制定并实施问题资产救助计划 (TARP)。据 CBO 估算，截至 2023 年 9 月计划终止，TARP 累计支出约 4440 亿美元，政府承担的最终成本约为 310 亿美元，其中收益部分主要来自注资金融机构所获得的收益，亏损部分主要发生在对房地产行业提供的支持，如通过财政补贴鼓励住宅抵押贷款“再融资”。从资金具体投向看，TARP 重点支持了四大领域的支出，分别为：

① **支持金融机构：除救助特定主体外，政策核心是对金融机构注资。**从资金使用规模看，TARP 用于支持金融机构的资金中约 65.5% 被用于资本购买计划 (CPP)。在 CPP 项下，美国财政部参与认购了 707 家金融机构（其中超过 450 家为小型或社区银行）、2050 亿美元的优先股，金融机构需要在前 5 年每年向财政支付 5% 的股息、随后需要将这一股息率提高至 9%，当然，金融机构也可以选择主动赎回 CPP 投资。为了保障财政资金的收益，上述优先股同时附带认股权证，允许政府购买相当于优先股投资规模

15%的普通股（上市公司）或额外优先股（非上市公司）。在接受财政注资的同时，金融机构需要在高管薪酬、股东分红等方面接受政策限制。

④ 救助汽车行业：参与通用汽车与克莱斯勒的破产重组。2008年12月，为避免通用汽车、克莱斯勒倒闭后导致上下游产业链上百万名员工失业，布什政府向2家公司提供了临时（过桥）贷款。2009年，奥巴马政府就任后要求2家公司必须制定长期生存计划，才能获得美国政府的进一步支持。因此，2家公司进行了破产重组，美国政府此前提供的临时（过桥）贷款被“债转股”。此外，美国财政部还对2家公司的下属汽车金融公司提供了援助。

⑤ 支持房地产领域：核心在于避免房主失去房屋赎回权（foreclosure，即“住宅被法拍”）。住宅问题是金融危机的根源，房贷违约增多、房价下跌（法拍房增多）与新开工住宅数量下降（就业萎缩）构成了冲击美国经济的恶性循环，进而将资本原本就不够充足的美国金融体系推向崩溃边缘。2009年2月，美国政府在TARP项下建立了支持房地产领域的核心计划-可负担住宅计划（MHA），MHA的核心内容包括两方面：

- **可负担住宅再融资计划（HARP）：**在美国，住宅抵押贷款再融资是一种常见的融资工具，例如一位房主在首次举借抵押贷款并偿还了一段时间后，受益于住宅净值（住宅评估价值减抵押贷款剩余规模）的增长，此时房主可以选择进行“现金退出型”再融资，即将原有的抵押贷款置换为一笔新的、额度更高的抵押贷款。与此同时，房主可以获得一笔现金流入，本质上相当于住宅净值的抵押贷款。但由于金融机构提供住宅抵押贷款再融资通常会限制住宅LTV \leq 80%，因此次贷危机爆发后，房价下跌导致大量房主不再满足住宅抵押贷款再融资条件。为解决上述问题，为房主提供新的融资来源、让更多房主受益于美联储降低贷款利率的货币政策效果，美国政府开始鼓励对政府资助企业（Fannie Mae）发放的、尚未逾期的抵押贷款提供再融资，具体对象包括底层资产LTV高于80%甚至100%（即住宅净值已跌破抵押贷款剩余规模）的贷款。
- **可负担住宅调整计划（HAMP）：**为了将MHA的支持范围从HARP支持的尚未逾期的抵押贷款，扩大至已经处于60天以上逾期或即将违约的抵押贷款，美国政府额外设立了HAMP。在实施HAMP时，首先需要经过3个月的试工期，由房主证明自身经济困难、但有能力偿还调整后的按揭还款；随后抵押贷款的发放机构可考虑调整贷款合同。针对每份成功重组的抵押贷款合同，美国将对交易双方提供一定资金激励。按照美国政府的要求，调整后的月供金额不得超过借款人收入的31%（即限制债务收入比），抵押贷款的底层资产仅限于自住房，不得为投资性房产。据统计，参与该计划的房主每月还款规模中位数降低了超过530美元，上述措施不仅预防了“法拍房”数量不断增加加剧房价下跌压力，还推动了房主能够在房贷支出以外有能力进行其他消费。
- 除上述措施外，美国政府还设立了“重灾区基金”（HHF），即面向失业率较高、

房价下跌较为明显的地区提供财政资金支持，由当地住房管理局灵活选择①协助抵押贷款本金减免、②为失业房主提供按揭付款援助、③协助房主从现有住房更换至月供更可负担的住房等措施，帮助房主避免失去房屋赎回权（即“住宅被法拍”）。

④ 为资产证券化市场提供流动性支持。为鼓励私人部门参与某些流动性快速下降的金融资产的投资，美国财政部主要采取了三类措施，分别为①为美联储TALF 工具提供资金以弥补潜在损失；②借助公私投资计划（PPIP），以财政资金撬动私人部门资金，最终联合投资符合条件的CMBS、RMBS 等资产；③认购美国小企业管理局参与担保的证券资产，最终支持小企业融资以稳定就业与经济。

表3：问题资产救助计划的成本测算

TARP 资金具体投向领域	TARP 支持规模 (亿美元)	CBO 测算的最终成本 (净收益以负数列示, 亿美元)
1. 支持金融机构	3130	-90
其中：资本购买计划（CPP）	2050	-160
其中：对 AIG 的额外支持	680	150
其中：对花旗集团、美国银行的额外支持	400	-80
其中：社区发展资本倡议（CDCI）	10	*
2. 救助汽车行业	800	120
3. 支持房地产领域	310	310
4. 为资产证券化市场提供流动性支持	190	-30
其中：定期资产支持证券贷款便利(TALF)	*	-10
其中：公私投资计划（PPIP）	190	-30
其中：SBA7(a)证券购买计划	*	*
合计	4440	310

资料来源：美国国会预算办公室，

注：*代表该数值介于-5 至 5。

1.1.2. 重在推动经济复苏的财政刺激方案

2008年2月13日，美国国会通过立法《经济刺激法案》(Economic Stimulus Act of 2008)。其主要政策包括：（1）加大对纳税人的退税力度：每名纳税人至少可获得300美元、至多可获得不超过应纳税净额与600美元之间孰低值的退税额度。此外，每名符合条件的子女还可额外带来300美元的退税额度，但调整后总收入超过7.5万美元的纳税人将面临退税额度的一定下调。（2）放松针对企业资产折旧的税前扣除限制：将允许企业在购买可折旧商业资产当年的税前扣除规模提高一倍至25万美元，但符合条件的投资规模超过80万美元的企业能够获得的税前扣除规模将逐步递减。此外，针对2008年签订合同并投入使用的特定资产，允许企业税前扣除投资成本的50%。

表4：《经济刺激法案》的成本测算

美国财年 (单位: 亿美元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2008-2013 合计	2008-2018 合计
收入变化													
纳税人个人退税	-689.0	-61.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-750.0	-750.0
商业税收减免	-448.0	-62.0	117.0	88.0	76.0	59.0	38.0	23.0	13.0	10.0	11.0	-170.0	-75.0
总收入变化	-1137.0	-123.0	117.0	88.0	76.0	59.0	38.0	23.0	13.0	10.0	11.0	-920.0	-825.0
直接支出变化													
对个人的退还款	368.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	404.0	404.0
对“准州”的付款	10.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.0	13.0
行政费用	2.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0
提高 FHA 独户住宅计划 贷款限额	*	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	*	*
总支出变化	380.0	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	420.0	420.0
财政赤字或盈余变化													
财政赤字变化 (负数代表赤字减少)	1517.0	163.0	-117.0	-88.0	-76.0	-59.0	-38.0	-23.0	-13.0	-10.0	-11.0	1339.0	1244.0

资料来源：美国国会预算办公室，

注：FHA 为联邦住房管理局，“准州”指未建立州级行政区划的美国领土，*代表金额介于-5000 万美元至 0。

2009 年 2 月 17 日，美国国会通过《美国复苏与再投资法案》（ American Recovery and Reinvestment Act of 2009 ）。其政策内容主要包括：向州政府提供资金，用于支持联邦医疗补助计划、教育领域、交通项目建设等；向个人提供资金支持，如扩大失业救济金的支持范围、增加补充营养援助计划的救济金等；直接购买商品或服务，如投资建设工期可达数年的大型项目；为个人和企业提供阶段性税收减免等。

表5：《美国复苏与再投资法案》对经济与就业的贡献测算

ARRA 对经济指标的影响		实际 GDP (%)		失业率 (百分点)	
财年	季度	估算下限	估算上限	估算下限	估算上限
2009	Q1	*	0.1	**	**
	Q2	0.4	1.3	-0.1	-0.3
	Q3	0.6	2.4	-0.2	-0.6
	Q4	0.7	3.3	-0.2	-1
2010	Q1	0.9	4.3	-0.3	-1.5
	Q2	0.8	4.6	-0.4	-1.8
	Q3	0.7	4.1	-0.4	-2.0
	Q4	0.6	3.5	-0.3	-1.9
2011	Q1	0.6	3.2	-0.3	-1.8
	Q2	0.4	2.5	-0.3	-1.6
	Q3	0.3	2.0	-0.2	-1.3
	Q4	0.2	1.5	-0.2	-1.1
2012	Q1	0.1	1.0	-0.1	-0.8
	Q2	0.1	0.8	-0.1	-0.6
	Q3	0.1	0.7	-0.1	-0.5
	Q4	0.1	0.6	-0.1	-0.4
2013	Q1	0.1	0.5	-0.1	-0.3
	Q2	0.1	0.4	**	-0.3
	Q3	0.1	0.4	**	-0.3
	Q4	*	0.3	**	-0.2
2014	Q1	*	0.3	**	-0.2
	Q2	*	0.2	**	-0.2
	Q3	*	0.2	**	-0.1
	Q4	*	0.2	**	-0.1
财年平均数据					
2009		0.4	1.8	-0.1	-0.5
2010		0.7	4.1	-0.4	-1.8
2011		0.4	2.3	-0.2	-1.4
2012		0.1	0.8	-0.1	-0.6
2013		0.1	0.4	**	-0.3
2014		*	0.2	**	-0.2

资料来源：美国国会预算办公室，注：*代表介于 0 至 0.05，**代表介于-0.05 至 0。

表6：《美国复苏与再投资法案》的成本测算

美国财年 (单位：亿美元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016-2019 合计	2009-2019 合计
卫生与公众服务部									
医疗补助	320	400	120	40	30	20	20	40	990
其他	20	120	110	70	80	70	20	30	530
退税	30	450	380	60	50	0	0	0	970
失业补偿	280	330	30	0	0	0	0	0	640
SNAP 项目	50	110	120	80	60	60	0	0	480
教育部									
州稳定基金	120	230	120	20	10	10	10	0	540
其他	90	190	110	30	10	10	0	0	440
交通部	40	170	110	50	30	10	20	30	460
能源部	10	80	110	80	30	10	10	10	340
建设美国债券 (税收豁免市政债券)	0	10	40	40	40	40	40	160	360
社会保障署	130	0	0	0	0	0	0	0	140
其他	70	250	210	120	60	20	10	0	740
①总支出	1140	2350	1470	590	410	260	140	280	6630
②收入 (负值代表减收)	-650	-1670	20	130	40	70	90	240	-1730
ARRA 对财政预算的总影响 (②-①, 负值代表财力被削弱)	-1790	-4010	-1450	-470	-370	-190	-50	-40	-8360

资料来源：美国国会预算办公室，

注：原始披露数据单位为十亿美元，本表调整为亿美元后，可能受四舍五入等因素影响，个别数据不够精确。

2010年12月17日，美国国会通过《减税、失业保险再授权和就业法案》(Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)。其政策内容主要包括临时延长税收减免、临时延长个人反洗钱税减免、临时遗产税减免、临时延长投资激励措施、临时延长失业保险相关、临时减免雇员工资税等。

表7：《减税、失业保险再授权和就业法案》的成本测算

美国财年 (单位: 亿美元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2011-2015 合计	2011-2020 合计
财政收入变动 (负数代表收入减少)												
第 I 篇 临时延长税收减免	-990	-1491	-665	-158	0	0	0	0	0	0	-3305	-3305
第 II 篇 AMT 临时减免	-858	-676	168	0	0	0	0	0	0	0	-1367	-1367
第 III 篇 临时遗产税减免	-45	-281	-293	-35	-21	-10	-1	1	1	1	-675	-681
第 IV 篇 临时延长投资激励措施	-554	-582	3	273	209	165	118	75	45	29	-651	-218
第 V 篇 临时延长失业保险相关	0	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	-4	-4
第 VI 篇 工资税临时减免	-672	-444	0	0	0	0	0	0	0	0	-1117	-1117
第 VII 篇 临时延期某些即将到期的政策	-254	-145	-20	-14	-14	-20	-17	-13	-13	-12	-447	-521
财政收入变动合计	-3375	-3620	-809	66	174	135	101	63	34	19	-7564	-7214
预算内	-2686	-3160	-809	66	174	135	101	63	34	19	-6415	-6065
预算外	-688	-460	-1	0	0	0	0	0	0	0	-1149	-1149
财政直接支出变动												
第 I 篇 临时延长税收减免	0	383	388	0	0	0	0	0	0	0	771	771
第 V 篇 临时延长失业保险相关	345	216	0	0	0	0	0	0	0	0	561	561
第 VI 篇 工资税临时减免												
预计支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预算内	685	457	0	0	0	0	0	0	0	0	1142	1142
预算外	-685	-457	0	0	0	0	0	0	0	0	-1142	-1142
第 VII 篇 临时延期某些即将到期的政策												
预计支出	22	11	0	0	0	0	0	0	0	0	33	33
财政直接支出变动合计	367	609	388	0	0	0	0	0	0	0	1364	1364
预算内	1052	1066	388	0	0	0	0	0	0	0	2507	2507
预算外	-685	-457	0	0	0	0	0	0	0	0	-1142	-1142
赤字净变动 (负数代表赤字下降)												
赤字净变动	3742	4229	1198	-66	-174	-135	-101	-63	-34	-19	8929	8578
预算内	3739	4226	1197	-66	-174	-135	-101	-63	-34	-19	8922	8571
预算外	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	7	7

资料来源：美国国会预算办公室，

1.1. 美国开展财政刺激的经验教训

从产出乘数看，扩大政府支出与补贴中低收入群体的财政刺激效果可能最好。参考美国国会预算办公室对《美国复苏与再投资法案》提出的不同财政政策的产出乘数测算，扩大政府直接支出、提高对个人的转移支付两类措施所对应的产出乘数下限均不低于0.4、上限接近甚至超过 2.0，反映出相关财政刺激效果可能较好。其中，扩大政府直接支出主要包括加大了对能源、医疗、公路、教育等领域的政府投资或消费；对个人的转移支付主要涉及对低收入群体提供食品补助、对学生提高助学金支持力度、对失业群体

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文
请访问：<https://d.book118.com/488053060032007010>