

20250705—大美丽法案最终落地，开始的结束还是结束的开始？

4月10日以来，有关大美丽法案大幅提高美国赤字的讨论已经持续了三个多月，随着美东时间7月4日美国国庆当天特朗普完成法案签署，法案本身的预期博弈彻底结束。图1的拆分数据可以看下，最终版本和之前的预期没有很大出入。

【国联民生策略 | Focus】

“大美丽法案”的主要内容和财政影响 (0704)

联系人: 邓宇林/万清昱/潘皓

【事件】当地时间7月3日，美国国会众议院对总统特朗普的大规模减税及支出法案，也就是所谓的“大美丽”法案进行最终表决投票。最终投票结果显示，共有218票支持，214票反对，法案因此得以在众议院通过。我们对其中的主要内容以及潜在影响做了如下梳理：

- ✓ **主要内容：**法案助力特朗普第一任期减税法案（TCJA）的延续和升级，同时削减医疗福利、教育支出，增加国防和边境支出，取消部分清洁能源税收抵免等；
- ✓ **后续进展：**白宫此前表示，特朗普将于周五（7月4日独立日假期）美国东部时间下午5点签署该法案，使其正式生效。

领域	条款	细则	赤字增加 (FY2025-2034, 十亿美元)		
			★参议院 (当前版本)	众议院	参议院-众议院
税改	延长及扩大TCJA中个人条款	延长并扩大个人所得税制	2193	2177	16
		延长并扩大标准扣除额上限	1425	1308	117
		废除个人/受抚养人免税	-1900	-1870	-30
		延长并扩大儿童税收抵免	817	797	20
		延长并扩大199A抵扣额	737	820	-83
		其他项目	582	642	-60
		小计	3852	3874	-22
	恢复TCJA中企业条款	恢复额外折旧条款至2029年	363	37	326
		恢复研发和改进费用条款至2029年	141	23	118
		恢复宽税利率条款至2029年	61	40	21
		延长并修改更低的国际费率条款	167	165	2
		延长并扩大机会区 (Opportunity Zone) 至2033年	41	5	36
	小计	772	270	502	
新增个人减税	削减小费税至2028年	32	40	-8	
	加班费免税至2028年	90	124	-34	
	提高老年人标准抵扣额至2028年	93	66	27	
	汽车贷款免税至2028年	31	58	-27	
	建立“特朗普账户”并捐款至2028年	15	17	-2	
	提供慈善捐款扣除	74	7	67	
	其他减税项	84	84	0	
	小计	417	396	21	
新增企业减税	允许工厂费用化至2028年	141	148	-7	
	延长和改革清洁能源税收抵免	26	45	-19	
	增强型低收入住房信贷和新市场税收抵免	21	14	7	
	其他减税项	97	42	55	
	小计	285	249	36	
通胀削减法案 (IRA) 抵免	废除电动车税收抵免	-192	-191	-1	
	逐步取消能源投资、生产和制造信贷	-246	-249	3	
	废除和改革其他IRA抵免	-104	-113	9	
	小计	-543	-553	10	
	其他抵免	-164	-288	124	
医疗保健	要求各州指定医疗补助要求	-317	-336	19	
	修改资格和注册规则	-145	-163	18	
	平价医疗法案储蓄	-226	-241	15	
	冻结新增的供应商税	-183	-87	-96	
	修改某些州的付款限额	-149	-72	-77	
	提高医疗补助资格审核的频率	-58	-60	2	
	其他项目	4	-48	52	
	小计	-1074	-1007	-67	
军事	造船	28	32	-4	
	防空	31	30	1	
	弹药及供应链	24	19	5	
	武器系统开发和生产	15	13	2	
	核威慑	14	13	1	
	其他支出项	37	37	0	
	小计	150	144	6	
国土安全	边境墙建设及边境设施改善	50	50	0	
	扩大移民和海关执法局拘留能力	45	45	0	
	其他支出项	34	17	17	
	小计	129	112	17	
移民	增加移民费用收取	-45	-73	28	
	移民和边境安全相关资金	45	36	9	
	其他项目	8	0	8	
	小计	9	-37	46	
卫生&教育&劳工&养老金	收紧学生贷款、简化还款方式、废除贷款免除授权等	-278	-383	105	
农业、营养和林业	收紧SNAP (补充营养援助计划)、增加农业补贴等	-114	-237	123	
商业、科学和交通运输	频谱拍卖、减少电动车公路信托基金费用、空中交通管制修改等	-44	-96	52	
能源和自然资源	油气租赁、土地&木材销售、为水资源储存运输提供资金等	-27	-22	-5	
环境与公共工程	撤销社区准入和公平补助计划、取消低碳交通补助等	-3	-12	9	
银行、住房与城市事务	限制部分政府部门从央行提款等	-2	-5	3	
其他	各条款产生的复合影响	3	11	-8	
	初级赤字	3366	2416	950	
	利息	713	551	162	
	总赤字	4100	3000	1100	

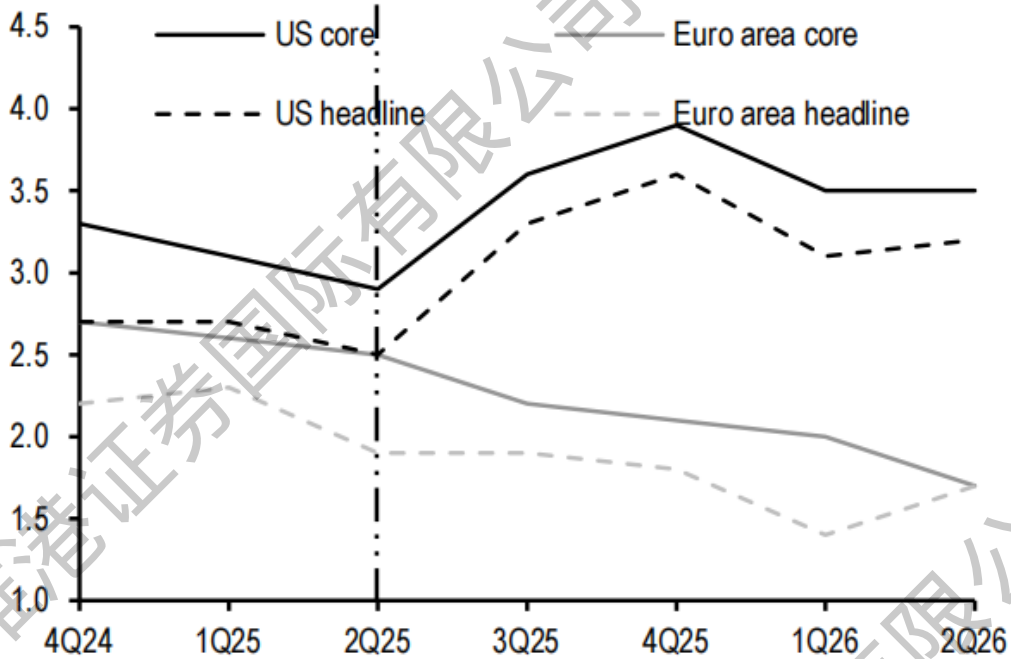
资料来源: CRFB, 国联民生证券研究所整理。仅为客观数据, 不代表分析师观点。

(一) 财政刺激本身的经济提振预期，已经被市场 Price in 了多少？

当道指收复年内全部回撤幅度、创 2025 年新高后，这个预期已经 price in 完毕了。因为从 24 年 11 月开始道指狂奔，本质就是特朗普交易--减税刺激等等，当时并没有实质性的经济数据支撑。而目前的法案签字，是去年的预期终于落地了，再用这件事本身去说刺激预期对美股的利多是扯淡，反射弧太长了。

Figure 2: US headline and core inflation is expected to accelerate over 2H25 reflecting the impact of increased tariffs on domestic inflation

US and HICP core and headline inflation reaslied and J.P.Morgya

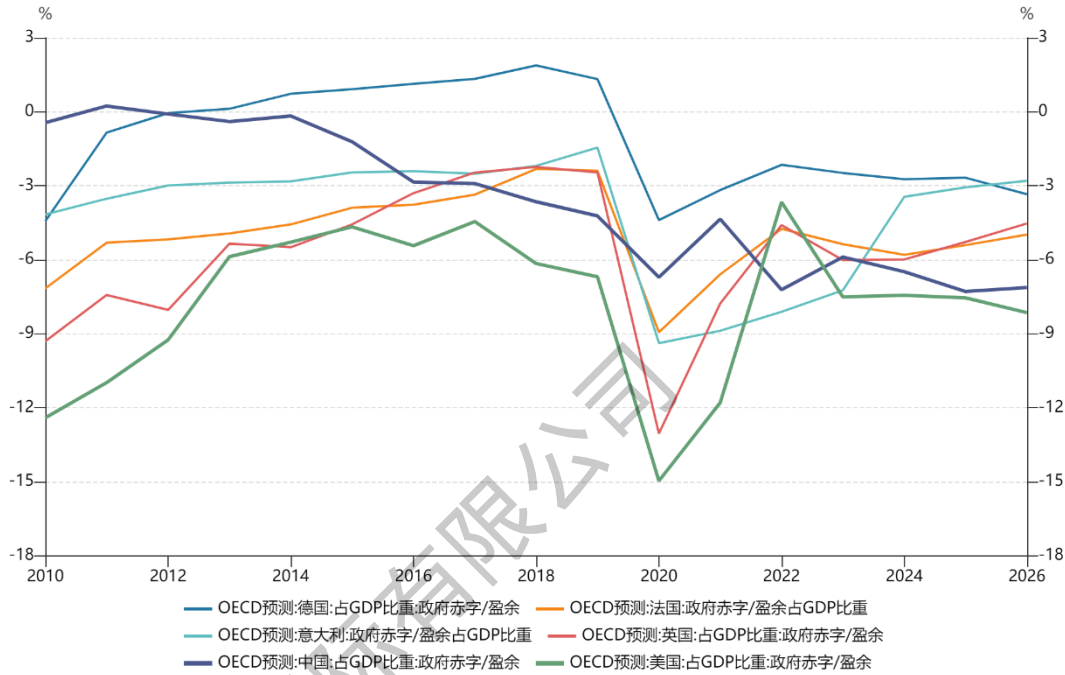


Source: J.P. Morgan.

那市场还没 price in 什么？是久经各种政策考验之后的美国经济数据总体仍略超预期，数据多空交织，绝对谈不上经济不好，衰退风险更是远了去了，和去年底的川普交易预期阶段相比，目前超预期的是就业率更低于预期，而通胀更高于预期，降息步伐迟于预期。在充分就业的劳动力市场进一步强化减税的财政刺激，那么意味着更高的薪资增速、更高的通胀中枢和更高的美债长端利率这个三高组合，是市场尚未充分定价的，也是我们后期需要进一步关注的，大行最近上调美国三季度通胀预期，除了即期的关税延迟反馈外，远期通胀问题也更需要观察。财政只养懒汉意味着制造业回流美国困难重重，如果财政宽松只带来需求而不带来供给，那么中国通缩的镜像就一定在美国延续：钱比货多，实物资产通胀回升；我们仍需继续关注 Zoltan 式商品估值的合理性。

(二) 为什么 4-5 月美国提赤字、主权信用评级被下调的利空没人谈了？

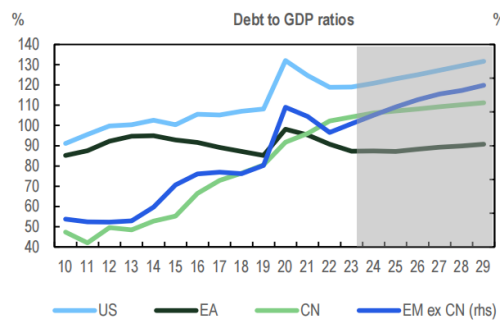
因为集体比烂。差生一直很差，好学生也学坏了，4 月之后我们能观察到的并非是美国一家财政无底线扩张，而是全球发达经济体和新兴市场集体财政加速扩张，德国领跑欧元区财政扩张，法国、意大利、西班牙预计是拖后腿的，因为这几个深陷福利社会已经没有增长赤字的空间，而德国在疫情前还是财政盈余的，从东西德合并恪守到今天的财政纪律底裤刚刚脱下。



数据来源: Wind

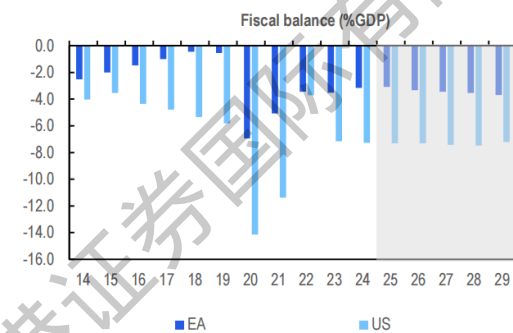
但即使是德国都尚且需要讨论产业空心化、产业国际竞争力下降后的新增赤字到底是补剂还是沉重负担，如果欧洲集体提高军费开支的结果并不能重振本土军工制造业、而是进一步增加美国军火进口采购，那么这和凯申运输大队长经济学就没本质差异了，本土发债本土偿还，利益全输送给美国人。虽然中国超长劳动时间挤出消费这个问题很头疼，但是当俄乌整代年轻人的命都葬送在泥泞的东欧平原战壕里时，每周工作 38 小时的西欧如何真正重整铁军呢？

Figure 7. Much the world is set to increase sovereign debt issuance in coming years...



© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.
 Source: Citi Research, Haver Analytics

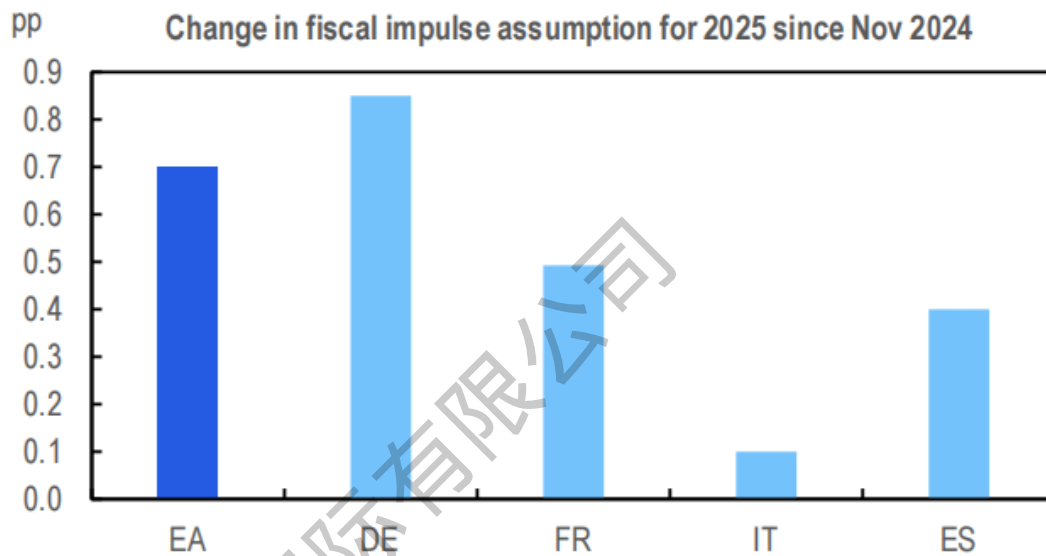
Figure 8. ...with a significant share coming out of the US



© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.
 Source: Citi Research, Haver Analytics

跟进财政扩张的日本韩国则更需要被拷问:两个人口负增、老龄化的东亚经济体也跟进财政宽松，你们配和美国比吗？

Figure 1. Fiscal policy will likely turn out to be much less of a headwind to growth this year than initially thought...



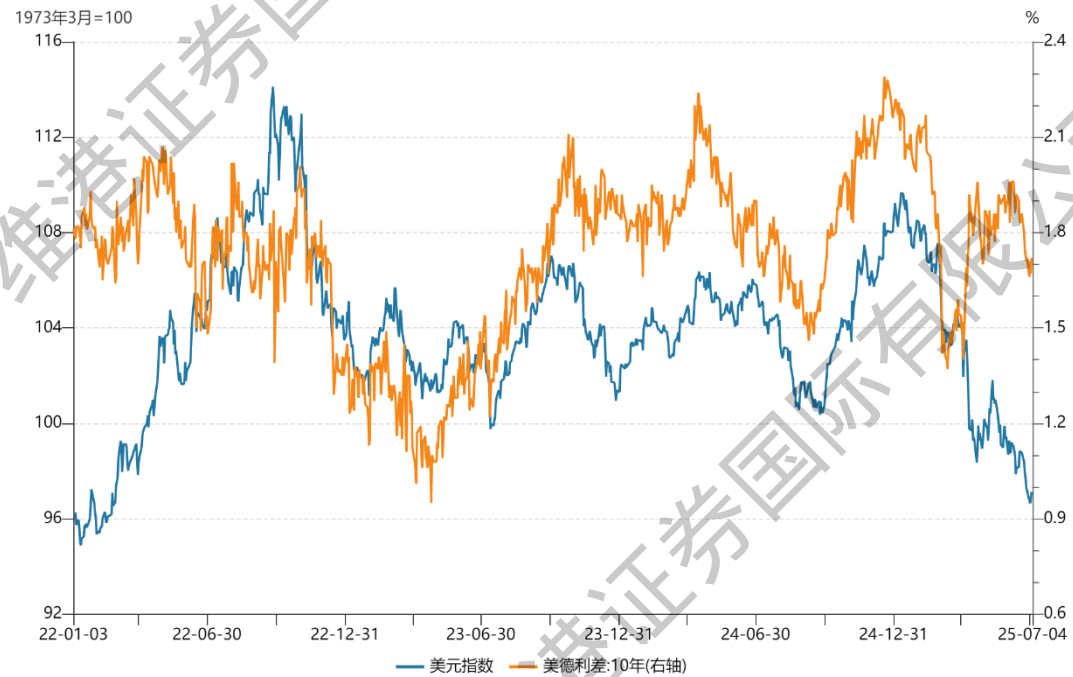
© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

Source: Citi Research, Haver Analytics, EU Commission

因此不是美国变好了，而是别人变差了。如果我们细看数据会发现，虽然大家对欧洲财政扩张的讨论很多，但是市场预测的欧元区债务/GDP 比重并未明显上升。这其中一方面原因是西欧国家在一定程度上削减福利开支，更是因为 25 年之后的通胀预期中枢再次上移，起到了提高名义经济增速、通胀化债的效果。因此我们观测到，几乎所有发达经济体（美国盟友们）的长端国债收益率，在 4 月之后都出现了上行趋势。美德利差是美元指数最重要的解释变量之一，目前的美元指数下行基本仍可以被美德利差收窄所解释，即历史上长期超配美国资产的海外资金在锁汇套保、且欧洲国家利率上行幅度超过美债，所以吸引了配置盘切换。目前美元指数的弱势并不能说明美国经济本身。



数据来源: Wind



数据来源: Wind

(三) 开始的结束, G7 财政扩张阶段的中国财政何处去

财政周期往往是大周期而非小周期。在全球长端国债利率普遍上行、市场对欧美财政信任度下降期间,中国长端国债利率回落体现出了一定避险需求,即大型经济体里中国财政是韧性较强的,不过一体两面的就是**欧美财政为消费者兜底,而中国消费者为财政兜底。**

2024年，多个省份超额完成化债任务，宁夏、内蒙古、吉林、新疆、江苏等隐性债务“清零”进程较快，宁夏、吉林隐性债务余额下降八成左右。重点省份中，甘肃“债务风险有效缓释”，实现了“化债卸包袱、发展不停步”；宁夏、青海“超额完成”年度地方债务化解任务。2024年，宁夏隐债规模和债务率大幅下降，隐性债务余额较2023年3月末下降78%。吉林2024年末存量隐性债务降至1000亿元以下，与2023年3月上报国务院数据相比压降80%左右。市县层面，2024年末，吉林省有82.9%的市县区隐性债务实现“清零”；黑龙江省绥化市10个区县、辽宁省本溪市6个区县隐性债务全部“清零”；天津市河北区、西青区实现隐性债务“清零”。2024年，内蒙古宣布新增8个旗县隐性债务“清零”；青海省新增4个州全域实现隐性债务“清零”。非重点省份中，新疆“提前完成”全年化债任务，新疆“自治区本级和13个地州市本级、95个县市区提前完成存量隐性债务化解，276家融资平台存量隐性债务全部化解完毕”。江苏多个市县提前完成隐性债务化解任务，徐州市“在全省率先实现隐性债务清零”，连云港市海州区、赣榆区、宿迁市宿城区、盐城市阜宁县、苏州市吴江区、南京市玄武区2024年末实现隐性债务“清零”目标。

2024年，内蒙古、黑龙江、吉林多个市县综合债务率下降或风险等级下降。重点省份各市县大力盘活资产资源，包括存量土地和房产、矿业权、特许经营权、电力指标等各类国有资源，筹集“真金白银”偿还存量债务。重点省份中，2024年，内蒙古自治区新增1个盟市本级和10个旗县退出高风险等级；吉林省长春市、辽源市、松原市多个地市退出债务高风险等级；黑龙江佳木斯市、宁夏固原市“由红转橙”；甘肃张掖市“退橙”。辽宁多个区县债务风险降级，天津市北辰区综合债务率“退红”，重庆市大足区、垫江县综合债务率下降。非重点省份中，经济大省隐性债务清零进展较快，市县综合债务风险下降明显。如江苏省镇江市“政府性债务率实现大幅压降”，四川省攀枝花市综合债务风险等级“由橙转黄”，湖北省鄂州市实现“退橙转黄”。

但是中国财政赤字率绝对不算低，虽然炒股对今天多少特别国债、明天多少特别国债没感觉，但加起来的总数并不低。在目前的财政化债逐渐进入尾声阶段(这件事本身应该不需要讨论了，城投债信用债走大牛、银行股走大牛已经证实了这点)，巨量的财政存款如何在符合反内卷、不造成新的过剩产能压力下，匹配目前的去全球化趋势新增有效投资，则是我认为更需要关注的、下一步的全球财政共振方向：当全球宏观经济学已经变成主权管理会计学的时刻，美国欧洲都不要脸了，CN跟不跟？谁不跟谁吃亏。