

美国《大而美法案》与特朗普财政政策框架



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点:

美国新财年开始，《大而美法案》成为特朗普财政政策的核心框架。《大而美法案》体现特朗普的财政主张，是以减税为核心，以国防、安全与关税为支撑，以压缩福利为代价的政策组合。该法案永久化了上一任期的 TCJA 减税条款，并提高国防和边境执法领域、削减和重构医保、食品补贴、新能源等领域补贴。根据官方机构估算，法案将使未来十年联邦赤字累计增加约 3.4 万亿美元，扩大债务上限 5 万亿美元。在疫情时代宽财政的高债务基础上，《大而美法案》的落地使得美国政府面临更高的赤字压力。尽管赤字扩张释放了财政改革的空间，但在特朗普能否在现实操作中实现真正意义上的财政改革，仍具有不确定性。

《大而美法案》主要分为减税及其他预算调整两大部分，呈现三个特点。一是法案以永久化旧条款为主，新增条款为辅。延续旧条款的成本巨大，个人税和企业税的优惠条款总成本超 4 万亿美元，是法案的重头部分。而新增减税条款部分成本仅 6640 亿美元，包括小费税、加班税、汽车贷款抵免和教育基金账户等。二是新增条款大多只适用到 2028 年，即特朗普任期结束之前，但财政成本却集中在 2027 年以后。换言之，特朗普在任期内通过法案兑现了对选民的承诺，却把赤字压力留给继任者和未来的美国经济来消化。三是其他预算调整形成了财政结构改革趋势，增加国防和司法的自主性开支，削减医保和食品补贴等必要性开支，美国财政或在特朗普政府影响下转向“安全优先”的强硬财政思路。

法案带来的赤字压力或迫使美国政府采取关税常态化、施压货币政策、调整财政支出等方式弥补赤字缺口。美国政府财政收支已经十分紧张。2025 年，美国公共债务与 GDP 之比在 96% 以上，而《大而美法案》落地后杠杆率将在 2035 年攀升至 118.5%。从收支结构来看，收入端，个人所得税和企业税是政府最大收入来源，却也是法案的最大削减对象。支出端，自主性支出上升，强制性支出削减受限，而高利率环境下利息支出居高不下。为弥补收入缺口，特朗普政府或采取三条政策路径：一是**关税政策的常态化**，关税收入可覆盖减税成本的 70-80%，是特朗普的必行之策，且特朗普任期结束后取消关税的可能性不高。二是**试图干预货币政策，下调利率，压缩利息支出**。其最终目的仍是压降利息成本，打开政府举债空间，因此长期仍将对个人借贷形成挤压。三是**削减常规财政支出**，压缩非国防的医疗、教育、基建等领域支出来控制总支出。

然而，三条政策路径都伴随各自的“副作用”。关税长期落地将推高国内

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相关报告

9 月高频数据跟踪

2025.10.13

9 月 FOMC 会议：如何理解鲍威尔的
“风险管理式”降息

2025.09.19

8 月经济数据点评：放缓趋势进一步延续

2025.09.17

通胀、增加企业长期生产负担，并引发持续的贸易摩擦与外部不确定性。货币政策的宽松虽然能够提振经济，但若与经济实际情况差距较大，或可预测性恶化，则会引发市场担忧美联储独立性，造成波动。常规财政支出削减则更为直接，医疗、教育、研究、基础设施等领域预算相对减少，而国防、司法开支增加，财政结构变化将削弱美国长期增长潜力。

对美国经济而言，法案短期内有望提振经济，长期则好坏参半。到 2027 年，《大而美法案》的减税政策将刺激居民消费和企业投资，对美国 GDP 拉动作用在 0.2-0.8%。居民端，下调个人所得税和增加个税扣除额度，将直接增加居民可支配收入，带动消费支出增长。企业端，企业所得税的各项优惠政策将提高资本回报，利好国防、制造业、传统能源企业。此外，海外利润回流的优惠政策也将吸引跨国公司更多布局美国本土，进一步推动产业链重构和企业回流，形成对投资和就业的拉动效应。但是，《大而美法案》所隐含的关税政策、政府举债等“附带条件”将在中长期抵消法案的财政刺激作用。若考虑发债和关税，则《大而美法案》在中长期的政策影响将由正转负，10 年对 GDP 影响在 -0.3%~0.5% 左右。此外，由于法案减税条款更多地惠及高收入人群，法案落地后美国贫富差距实际将进一步拉大，影响社会整体福利水平。

市场视角下，《大而美法案》与特朗普财政改革的影响分化。对美债市场而言，债务上限的提高虽然解除了政府的短期违约风险，但大规模发债计划将造成长期债券供给增加，结合长端风险抬升，共同推高期限溢价，对私人投资形成“挤兑”。对权益市场来说，短期内减税利好有望对风险偏好形成一定的支撑，但应谨慎看待长期财政赤字压力、关税通胀压力以及潜在的政策波动风险。此外，法案后续的拨款法案分歧引发 10 月美国政府关门，虽对当前经济直接冲击有限，却反映了美国财政后续面临的政治博弈和不确定性。展望未来，《大而美法案》正在带领美国财政走向一条更为激进的道路。在政治极化的背景下，美国能否在财政短期扩张与经济长远发展之间取得平衡，将成为特朗普这一任期的重要命题。

风险提示：特朗普政策不确定性，美国经济下行风险。

目 录

1. 《大而美法案》与特朗普财政改革.....	5
1.1 减税法案延期及新增减税政策.....	5
1.2 减税之外的其他预算调整.....	7
1.3 预算规模和债务上限.....	8
2. 财政影响：主张平衡开支，实际增加赤字.....	9
2.1 美国财政收支结构：赤字问题为何难以解决？.....	9
2.2 赤字压力的传导：关税、货币与财政政策风险.....	14
3. 经济影响：刺激美国经济的短效药.....	15
3.1 短期刺激经济，长期好坏参半.....	16
3.2 贫富分配不均进一步加剧.....	17
4. 市场影响.....	18
4.1 债券市场：长端美债压力与信用挤兑.....	18
4.2 权益市场：静待刺激兑现，谨慎长端风险.....	21
4.3 政府关门：背景及后续影响.....	22
5. 总结.....	23
6. 风险提示.....	24

图表目录

图 1	《大而美法案》各项条款净赤字增加幅度	5
图 2	2025 年一揽子减税法案条款及预算成本	6
图 3	延长 2017 年减税条款仍是减税的重头 (十亿美元)	7
图 4	《大而美法案》主要项目及预算影响规模 (截至 7 月 22 日)	8
图 5	新冠疫情期间美国三轮财政补贴 (%)	9
图 6	2024 年美国财政收支对比	10
图 7	2024 年美国财政收入分项占比 (%)	10
图 8	近年美国财政累计收入对比 (百万美元)	10
图 9	大而美法案主要项目对财政赤字影响 (十亿美元)	11
图 10	美国财政关税收入及同比增速 (百万美元, %)	12
图 11	美国政府关税收入, 年累计值 (百万美元)	12
图 12	美国财政支出结构 (亿美元%)	12
图 13	美国强制性财政支出分项占比 (亿美元, %)	13
图 14	美国自主性财政支出分项占比 (亿美元, %)	13
图 15	美国国债总额及净利息支出 (十亿美元)	14
图 16	美国政府利息支出比例略滞后于联邦基金利率变化 (%)	14
图 17	美国加权平均进口关税 (%)	15
图 18	美联储公开市场委员会组成	15
图 19	下一任美联储主席人选 (截至 9 月)	15
图 20	《大而美法案》对美国政府净赤字影响 (百万美元)	16
图 21	研究机构测算《大而美法案》对美国经济的影响	17
图 22	不同机构预测《大而美法案》的收入分配影响 (%)	17
图 23	《大而美法案》对美国不同收入群体影响, 按年 (%)	18
图 24	《大而美法案》和特朗普关税对不同收入分位影响 (%)	18
图 25	《大而美法案》落地将结束财政“非常措施”期 (十亿美元)	19
图 26	财政部计划将 TGA 账户余额增至 8500 亿美元 (百万美元)	19
图 27	美国不同期限市场流通国债占比 (%)	20
图 28	美国不同期限国债收益率 (%)	20
图 29	美国国债加权平均期限 (月, 截至 2025Q3)	20
图 30	美国公众持有债务占 GDP 比值及预测 (%)	21
图 31	特朗普第一任期美国固定资产投资和税收变化 (指数, 2016 年=100)	22
图 32	NBER 研究显示 TCJA 法案对企业投资有提振作用	22
图 33	历次美国政府停摆背景及影响梳理	23

1. 《大而美法案》与特朗普财政改革

2025 年 10 月,美国新财年开始,《大而美法案》(One Big Beautiful Bill, OBBBA)成为美国财政政策的核心框架。特朗普的财政主张是以减税为核心,以国防、安全与关税为支撑,以压缩福利为代价的财政组合。2025 年 7 月 4 日,特朗普签署了两院表决通过的《大而美法案》。这份法案也成为特朗普财政政策取向和策略的重要体现:该法案永久化了上一任期的 TCJA 减税条款,并提高国防和边境执法领域、削减和重构医保、食品补贴、新能源等领域补贴。根据官方机构估算,法案将使未来十年联邦赤字累计增加约 3.4 万亿美元,扩大债务上限 5 万亿美元。在疫情时代宽财政的高债务基础上,OBBBA 的落地使得美国政府面对前所未有的压力。尽管赤字扩张理论上释放了改革的空间,但在现实操作中能否最终换来真正意义上的财政改革,仍具有不确定性。

特朗普通过《大而美法案》实现多方面政治意图。这份法案详细呈现了十年美国财政预算,更体现了特朗普在这一任期财政改革的野心。《大而美法案》主要分为三个部分,一是减税政策永久化,也是增加赤字额度最大的部分。二是增加开支,主要集中在国防、武装部队和司法(海关)三个领域,主要满足特朗普在军费和驱逐移民方面的政策规划。三是削减福利支出,集中在医保、食品补贴和新能源方面。这三方面的预算规划充分体现了特朗普在削减赤字、精简福利、支持传统能源产业的政治意图。

图1 《大而美法案》各项条款净赤字增加幅度

项目	赤字增加 (-) /减少	
	(2025-2034 财年)	
	未来十年	永久生效
金融(减税)	-3.55 万亿美元	-4.42 万亿美元
武装部队	-1500 亿美元	-4310 亿美元
国土安全部	-1290 亿美元	-2140 亿美元
司法	-90 亿美元	-760 亿美元
银行业	20 亿美元	20 亿美元
环境与公共工程	30 亿美元	30 亿美元
能源与自然资源	270 亿美元	270 亿美元
商业、科学和交通	440 亿美元	420 亿美元
农业	1200 亿美元	1200 亿美元
帮助	2780 亿美元	2780 亿美元
相互影响 (Interactions)	-30 亿美元	-30 亿美元
净赤字影响	-3.4 万亿美元	-4.7 万亿美元
利息	-0.7 万亿美元	-0.8 万亿美元
总债务影响	-4.1 万亿美元	-5.5 万亿美元

资料来源:CFRB,联储证券研究院

1.1 减税法案延期及新增减税政策

2024 年竞选期间,永久化企业和个人减税是特朗普的核心目标之一。从最终落地的《大而美法案》来看,特朗普基本兑现了他的竞选承诺。2025 年新一轮减税计划以永久化 2017 年 TCJA 条款为主,并新增了部分减税优惠政策。具体来看,

(1) 个人所得税方面,法案将永久化大部分 2017 年 TCJA 个人税减税政策。核心条款包括①简化和降低个人所得税税档,最高 37%。②将标准扣除额永久翻倍,2025 年

起夫妻联合申报标准扣除额调整至 31,500 美元，之后根据通货膨胀调整。③儿童税收抵免（\$2,200）上调永久化。④终身遗产税豁免额度（\$1,500 万个人/\$3,000 万联合）永久化。⑤199A 适用的穿透实体企业收入 20% 的抵扣。州和地方法税（SALT）起征点提高至 4 万美元，但后续逐步降至 1 万美元。法案将实施新增的个人所得税优惠政策，但仅限 2025-2028 年，包括①小费税抵扣（最多 \$2.5 万）和加班税抵扣（最多 \$1.25 万），②提高老年人标准扣除额，最高 6,000 美元，③增加汽车贷款利息扣除额，最高 1 万美元，④为 2025 年-2028 年出生的新生儿建立“特朗普账户”（联邦补贴的教育基金账户），联邦政府存入 1,000 美元，家庭可追加 5,000 美元，雇主可追加 2500 美元，投资于美股指数基金。

（2）企业所得税方面，法案将永久化 2017 年 TCJA 企业税减税政策。核心条款包括①100% 额外折旧扣除（bonus depreciation），允许企业对新购置资本品一次性全额抵扣，直接降低投资成本；②研发费用当期全额扣除，避免了分期摊销规则，鼓励制造业和高科技产业的研发投入；③营业利息费用扣除使用更为宽松的 EBITDA 标准而非 EBIT 等条款，缓解了企业的融资压力。另外，针对跨国企业，法案将维持对国际收入的税收优惠，鼓励美国跨国公司将利润保留在本土或通过境外低税区运作。同时，法案废除了第 899 条“报复性条款”，取消了对部分不合作国家的跨国收入加征额外税负。需要注意的是，尽管特朗普曾在竞选阶段主张进一步降低企业税税率至 18%，但法案最终并未实现这一主张。而由于 2017 年 TCJA 法案已经将企业税永久性下调至 21%，因此这部分政策并未产生新的预算消耗，也不占用 2025 年 OBBBA 的预算额度。

图2 2025 年一揽子减税法案条款及预算成本

延长 TCJA 和新增减税条款	预算增加(+)/节省(-):
延长和扩展 TCJA 个人税条款:	+3.87 万亿美元
延长个人所得税税率下调;	+2.18 万亿美元
延长 AMT 废除期限 (AMT 确保高收入家庭必须缴纳 26-28% 所得税)	+1.30 万亿美元
继续扩大标准扣除额上调范围 (相当于个人所得税起征点翻倍)	+1.31 万亿美元
取消个人/被抚养人免税额	-1.87 万亿美元
延长儿童税收抵免上调 (从每名儿童最高 1000 美元提高至 2000 美元)	+0.80 万亿美元
延长穿透实体的税收抵扣: 对个人名下小股份制企业、LLC、合伙企业等穿透实体企业 23% 的收入进行个人所得税的税收抵扣 (199A)	+0.82 万亿美元
用分项扣除限额上限 (itemized deduction) 为 35%	-0.04 万亿美元
州和地方政府税收抵免 (SALT Deduction Cap) 上限上调至 4 万美元, 之后逐步降至 1 万美元	-0.79 万亿美元
延长其他个人所得税扣除项调整并废除 Pease	-0.05 万亿美元
继续将遗产税免税额从 560 万美元上调至 1120 万美元;	+0.21 万亿美元
延长或恢复 TCJA 企业税条款:	+0.27 万亿美元
恢复第一年额外折旧扣除 (100% Bonus Depreciation)	+0.04 万亿美元
恢复国内研发和建设投资费用化 (Domestic R&D Expensing)	+0.02 万亿美元
恢复宽松的商业利息费用扣除限制 (163j)	+0.04 万亿美元
延长国际收入的税收优惠政策	+0.17 万亿美元
在“机会地区” (低收入地区) 投资享受税收优惠 (资本收益税递延和豁免)	+0.01 万亿美元
新增减税条款:	+0.66 万亿美元
2025-2028 年免征小费税	+0.04 万亿美元
2025-2028 年免征加班税	+0.12 万亿美元
2025-2028 年提高老年人标准扣除额	+0.07 万亿美元
2025-2028 年免征汽车贷款税	+0.06 万亿美元
扩大健康储蓄账户	+0.04 万亿美元
为每个新生儿建立“MAGA 账户” (\$1000 教育基金账户, 到 2028 年)	+0.02 万亿美元
其他个人所得税减免政策	+0.05 万亿美元
允许工厂收入费用化	+0.15 万亿美元
将清洁能源税收抵免延长至 2031 年	+0.05 万亿美元
其他企业相关减税	+0.07 万亿美元
预算增加/减少:	+4.81 万亿美元
废除税收优惠节省的开支:	-1.05 万亿美元
合计:	+3.75 万亿美元

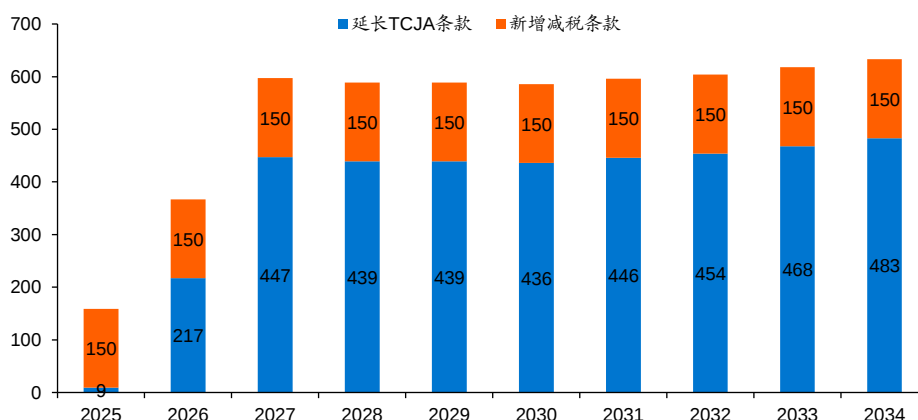
资料来源: CFRB, 联储证券研究院

（3）OBBBA 新增了特朗普竞选期间承诺的税收优惠条款。新增的税收优惠包括服务行业小费收入免税、加班工资免税、社保福利免税以及汽车贷款利息抵免等，但新增条款的实际适用范围较小，减税规模有限，预计 10 年内占用预算 6640 亿美元。OBBBA 新增的减税条款更多体现为一种政治策略，旨在争取工薪阶层的选民青睐，对经济的实

际影响可能有限。拆分 2025 年减税法案成本可见，新增减税条款预计增赤 0.66 万亿美元，而延长个人和企业减税则总计增赤逾 4 万亿美元。按年度划分，2027 年至 2034 年的减税计划中，新增减税条款部分占比稳定在 25% 左右。值得注意的是，这些新增条款大多只适用于 2028 年以前，即特朗普任期结束时自动失效。但与此同时，财政成本主要集中在 2027 年及以后，也就是特朗普任期的后半段和下一任总统的任期期间。换言之，特朗普在任期内兑现了对选民的福利承诺，却把由此带来的赤字压力留给继任者去消化。

减税法案带来的财政扩张主要集中在 2027 年及以后，年平均成本近 6000 亿美元。2025 年新增的减税政策将在当年带来约 1500 亿美元的财政支出增加，这一部分主要源于个人税和部分企业优惠条款的调整。与此同时，2017 年《减税与就业法案》（TCJA）中原有的条款尚未到期，因此在短期内不会带来新的财政增量影响。换言之，2025-2026 年的财政宽松力度相对温和，而随着 TCJA 大部分个人减税条款将在 2025 年底到期，若新法案成功延长或扩展这些条款，财政缺口将在 2027 年以后迅速放大。CBO 预计，2027-2035 年间，OBBBA 将使联邦赤字水平显著高于基准情景，年平均成本近 6000 亿美元，成为下一任政府的沉重负担。

图3 延长 2017 年减税条款仍是减税的重头（十亿美元）



资料来源：Bipartisan Party, CBO, 联储证券研究院

1.2 减税之外的其他预算调整

《大而美法案》的其他预算支出增加包括国土安全、司法、武装部队等领域，而其他赤字削减主要针对医保、食品、能源、教育等领域。

预算增加：主要是加强美国的军事能力和边境管控，预计总共增加 5220 亿美元开支。例如，计划将 1730 亿美元用于导弹防御系统、造船、采购弹药和其他军事支出；1760 亿美元用于边境安全和移民管控，包括建造边境墙、移民局和海关的执法能力强化、拘留驱逐非法移民等。非减税的财政支出增加主要服务于特朗普提升国防能力和加强边境移民管控的政治主张。

图4 《大而美法案》主要项目及预算影响规模（截至7月22日）

项目	净赤字增加（现行法案） 2025-2034财年	净赤字增加（永久化假设） 2025-2034财年
减税	5.36万亿美元	7.18万亿美元
个人税延长	3.89万亿美元	4.05万亿美元
企业税延长	7720亿美元	7720亿美元
新增个人减税政策	4180亿美元	8260亿美元
新增企业减税政策	2850亿美元	5020亿美元
其他预算增加	0.52万亿美元	1.03万亿美元
移民与边境	1760亿美元	2930亿美元
国土安全	1730亿美元	4570亿美元
其他	1730亿美元	2770亿美元
其他预算减少	-2.49万亿美元	-2.49万亿美元
削减医保	-1.1万亿美元	-1.1万亿美元
废除和改革IRA抵免（清洁能源补贴）	-5400亿美元	-5400亿美元
其他收入增加和税收优惠削减	-1970亿美元	-1970亿美元
教育改革（学生贷款限制）	-2950亿美元	-2950亿美元
其他收入	-1490亿美元	-1490亿美元
SNAP、农业及其他开支节省	-2060亿美元	-2060亿美元
净赤字增加	3.39万亿美元	4.69万亿美元
利息增加	7180亿美元	8360亿美元
含利息赤字增加	4.11万亿美元	5.52万亿美元

资料来源：CFRB, CBO, 联储证券研究院

预算削减：主要针对医保、食品补贴、新能源补贴和其他被认为不必要的补贴，总计减少1.69万亿美元开支。医保方面，法案计划削减8900亿美元的医疗补助（Medicaid和Medicare）开支，主要是通过制定额外的补贴门槛来降低成本（医保削减记在能源和商务项目）。能源方面，法案计划废除拜登的一系列对于清洁能源的补贴，并着重发展传统能源，预计节省1960亿美元开支。食品方面，主要削减面向低收入家庭的食物补贴（SNAP），预计削减2380亿美元。2024年，SNAP项目总计支出1003亿美元¹，从未来10年角度来看，SNAP福利削减大概占原有支出的30%左右。教育方面，法案拟削减学生贷款减免、鼓励学校降本增效等，总计节省支出2380亿美元。

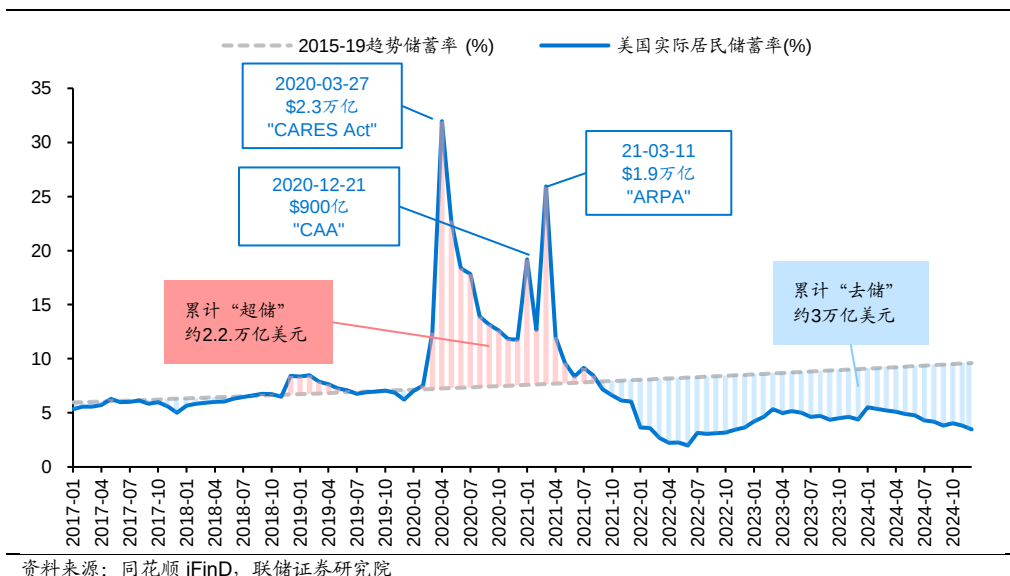
1.3 预算规模和债务上限

相比2017年，2025年美国的宏观经济环境不确定性与债务压力显著增加。2017年减税法案出台时，美国经济周期性复苏，货币政策处于2008年金融危机后的首个加息周期，政策利率在1-2%的相对低位，政府利息支出压力较低。而当前美联储的政策利率在4-5%左右，新政落地附带的利息成本将成比例地增加。同时，2017年的美国尚未经历疫情期间的财政“放水”，财政赤字在3.4%左右，政府总负债20万亿，占GDP的104%。疫情三轮财政补贴之后，美国财政赤字虽然有所回落，但赤字率仍维持在6%以上，政府总负债则迅速攀升至当前的36.2万亿，占GDP的125%。2025年美国利率水平高企，政府债务负担加重意味着财政政策宽松的空间较上一任期显著受限。

《大而美法案》最终增赤幅度3.4万亿美元，提高债务上限5万亿美元。《大而美法案》的规模在长期结构性财政法案中位居前列。与近年来美国其他高成本法案相比，特朗普的《大而美法案》远超拜登任期内曾经提出的《Build Back Better法案》（2.2万亿美元），也远超过特朗普本人在第一任期落地的《减税与就业法案》（TCJA，1.4万亿美元）。《大而美法案》的规模相当于疫情期间三轮救助法案的总规模（3.4万亿美元），超出历史上著名的危机重建支出法案规模，例如2009年的《经济刺激法案》（American Recovery and Reinvestment Act, 7870亿美元）和2020年《新冠疫情救助法案》（CARES Act, 2.2万亿）。在美国债务危机进一步升级的背景下，OBBA形成十年的赤字压力，其激进程度不仅体现在金额上，更是对美国长期财政政策方向的重塑和对政府债务承受能力的考验，堪称一场大规模财政实验。

¹ <https://usafacts.org/answers/how-much-does-the-federal-government-spend-on-snap-every-year/country/united-states/>

图5 新冠疫情期间美国三轮财政补贴（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2. 财政影响：主张平衡开支，实际增加赤字

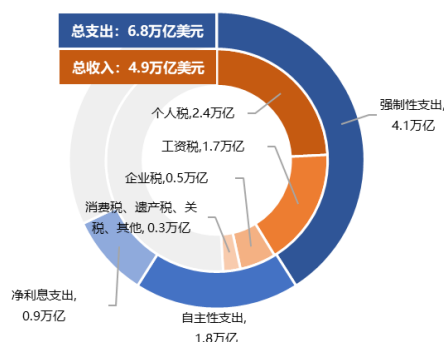
竞选时期，特朗普一直坚持其财政鹰派的立场，口头上强调“缩减政府开支、平衡双赤字”。但是，《大而美法案》（One Big Beautiful Bill, OBBB）却显著加大开支。原因在于，法案内容虽然包括了缩减开支的条款，但是美国财政的收支结构放大了减税对政府赤字的负担，无法满足平衡开支的目的。就算叠加特朗普增加关税收入、要求外国投资、捐款移民等创收政策，也难以达到财政改革的效果。

赤字压力上升可能造成负面政策转向的风险上升。一方面，关税政策大概率会被长期保留甚至强化，以补偿减税带来的财政缺口；另一方面，特朗普可能持续向美联储施压，推动降息以降低政府借贷成本；同时，赤字压力可能造成常规财政支出被压缩。使得教育、科研、交通、基础设施等部门面临预算削减。这种政策组合在高债务背景下限制了联邦政府实施逆周期财政刺激的空间，也削弱了其应对未来经济衰退、战争或金融危机的能力。

2.1 美国财政收支结构：赤字问题为何难以解决？

美国政府财政收支的核心矛盾在于收入与支出的双重结构性约束。一方面，美国政府收入高度依赖税收，其中个人所得税、工资税和公司所得税占比超过80%。然而，随着《大而美法案》落地，减税将造成收入出现明显下滑。另一方面，美国政府支出端的社会保障、医保、医疗补助等强制性支出占比在60%以上，这些支出项目受到法律和政治的共同约束。而国防支出、利息支出也具有刚性特征，对于支出端同样形成约束。因此，尽管《大而美法案》在医保、食品补助等支出项目上有所削减，但相比减税带来的收入下降显得“杯水车薪”。

图6 2024 年美国财政收支对比

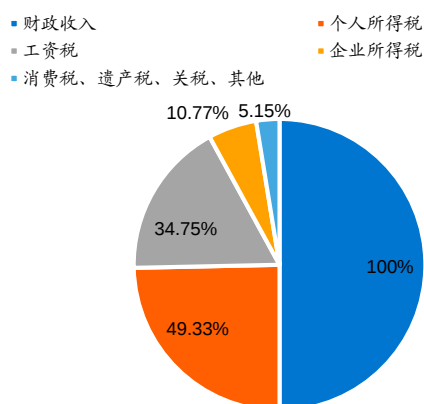


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

收入端

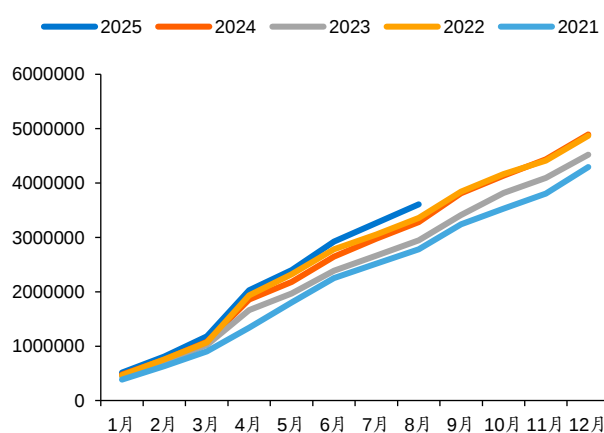
美国财政收入高度依赖个人所得税、工资税和企业税。2024 年，个人所得税收入在美国联邦政府的税收收入 2.4 万亿美元。占比达到了 49%，是美国联邦政府最大的税源。其次是工资税收入，是用于社会保障和医疗保险的强制性税收，达 1.7 万亿美元，占比 35%。企业所得税收入占比较小，约 5300 亿美元，占比 11%。其余收入项包括消费税（2%），遗产税（<1%），关税（2%），和其他杂项收入（1%）。特朗普关税落地后，美国关税收入占财政收入的比重上升，对财政收入具有一定的补充作用，但相较于个人和企业所得税份额仍然有限。

图7 2024 年美国财政收入分项占比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 近年美国财政累计收入对比 (百万美元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

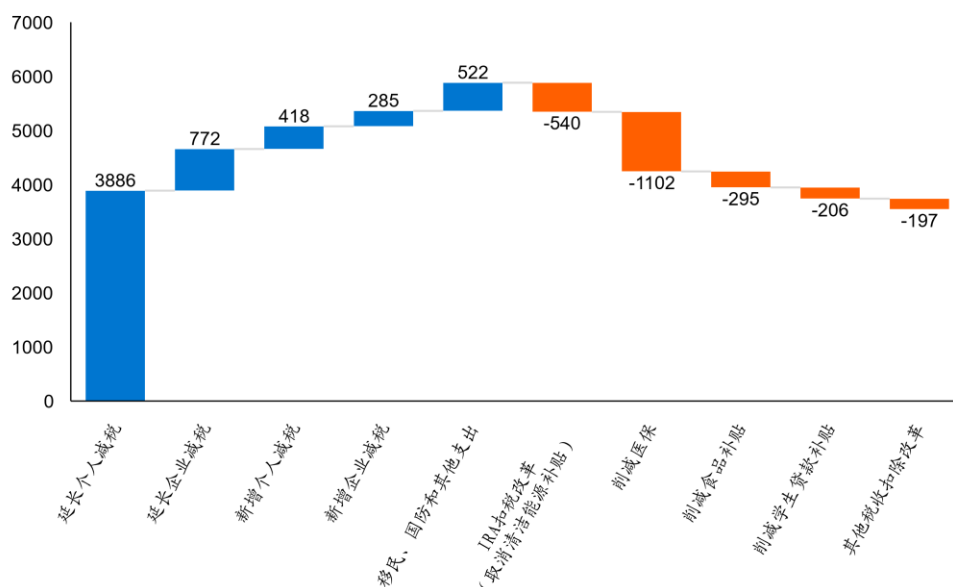
《大而美法案》将严重压缩美国政府税收收入。根据 Tax Foundation 测算，延长 TCJA 个人所得税优惠将使个税收入减少 3.9 万亿美元，占 CBO 十年个人所得税税基 33 万亿美元的 12%²。企业税收将减少约 4500 亿美元，占 5.1 万亿税基的 9%。遗产税优惠减少收入 2120 亿美元，以及新增减免小费税、加班税、车贷利息税的税收优惠政策导致的 120 亿收入损失，总计约 4.57 万亿美元⁴，规模超出《大而美法案》整体的成本（意味着其他收支调整净削减赤字）。

² https://budget.house.gov/imo/media/doc/cbo_baseline_one_pagers.pdf

³ https://www.jct.gov/getattachment/eb21dc77-6439-4fc3-8f5d-fc23a8c377e0/x-35-25.pdf?utm_source=chatgpt.com

⁴ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/tax-cuts-and-jobs-act-tcja-permanent-analysis/>

图9 大而美法案主要项目对财政赤字影响（十亿美元）



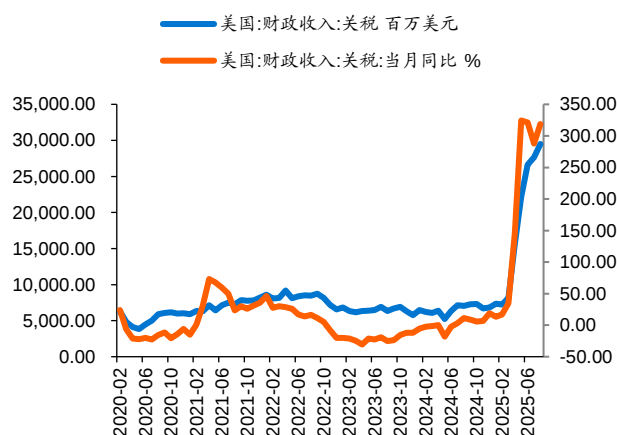
资料来源：CFRB，联储证券研究院

关税收入能否覆盖减税带来的收入下降？ 特朗普竞选期间曾经提出“征税他国，减免本国”的政策计划，即对外国征税而减少对本国人民和企业的税负。因此，对贸易伙伴加征关税成为了特朗普补充财政收入的手段。从今年财政情况来看，关税确实对财政收入有提振作用。2025 年美国财政收入增速快于往年。2025 年 7 月单月的关税收入就有 27.7 亿美元，创单月收入历史新高。截至 7 月底，2025 年美国财政关税收入累计已达 1148.64 亿美元，较过去五年同期平均值的 460.65 亿美元上升约 150%。关税收入在所有财政收入中的占比也由 2% 同步上升至 5%，成为拉动美国财政收入的关键因素。

按当前关税水平，关税收入能够弥补大部分税收下降，但长期可持续性存疑。若按当前关税收入线性外推，2025 年全年关税收入约在 2300-3000 亿美元左右，而据美国财政部长贝森特透露⁵，财政部预测全年关税收入将达到 3000 亿美元。与之对应的，《大而美法案》的减税部分将在五年内造成收入累计下降 2.09 万亿美元（平均每年 4181 亿），十年内下降 3.58 万亿美元（平均每年 3579 亿）。**尽管关税收入不能完全覆盖税收收入的减少，但也能覆盖 70-80% 左右，缓解赤字压力。**在关税能够长期合法执行的前提下，美国对全球征收关税是必行之策。但是，关税政策本身也会对美国企业和居民造成负面影响，关税带来的供给缺口将成为通胀上行、经济增长放缓的导火索。因此，关税政策能否在未来十年内维持当前的高水位，是关税财政收入能否持续对冲财政赤字的不确定性来源。

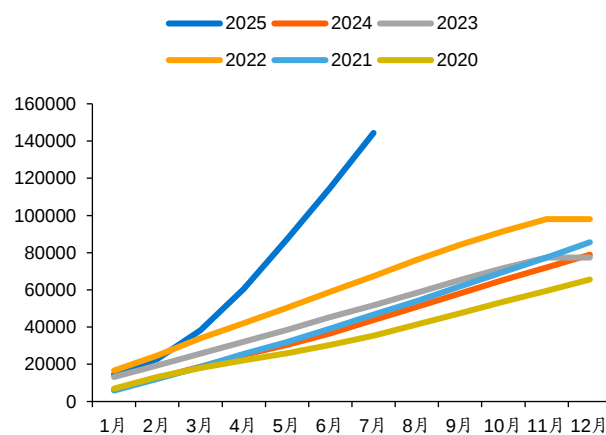
⁵ <https://www.reuters.com/world/us/us-could-collect-300-billion-tariff-revenue-this-year-treasury-chief-says-2025-07-08>

图10 美国财政关税收入及同比增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 美国政府关税收入，年累计值（百万美元）

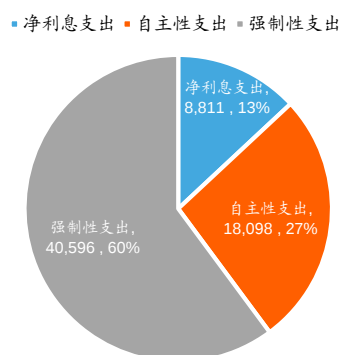


资料来源：Wind，联储证券研究院

支出端

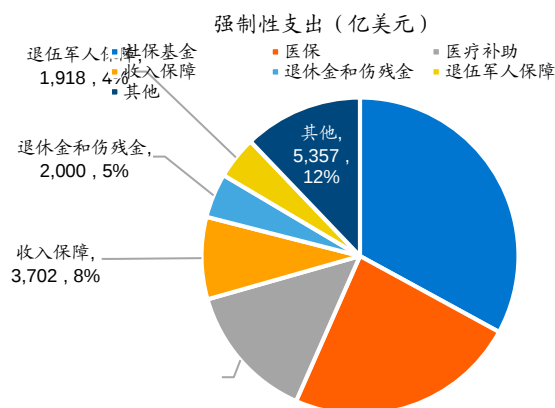
美国财政支出端面临着较大的刚性约束。从结构上看，美国财政支出主要分为三类：强制性支出、自主性支出和净利息支出。其中强制性支出占主导（占比60%），自主性支出和净利息支出分别占27%和13%。强制性支出主要是社保和医保支出，属于福利保障，修改强制性支出计划必须经过立法程序，对财政支出的下限形成了“刚性约束”。自主性支出覆盖国防性支出和其他政府部门支出，包括强制性支出之外的福利保障、交通、教育、医疗、环境保护、科技领域支出。而利息支出主要是政府举债带来的净利息增加，随联邦基金利率波动而变化。

图12 美国财政支出结构（亿美元%）

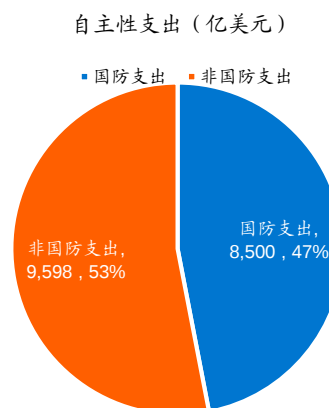


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

强制性支出（占60%）：主要由社保和医保支出构成，其中社保支出占1.45万亿美元（22%），Medicare 医保支出1.04万亿美元（15%），Medicaid 医疗补助支出6175亿美元（9%），其他福利保障和法定支出1.3万亿美元（19%）。调整或削减强制性支出必须经过国会立法程序，面临一定的政治和法律的阻力，一般难以大幅度削减。《大而美法案》主要包含两方面强制性支出调整，一是未来十年内削减医疗保障支出1.1万亿美元，二是削减 SNAP 食品补助0.2万亿美元。从美国居民视角来看，医保和食品补助削减将使得福利水平下降。但是，从财政支出视角来看，总计1.2-1.3万亿美元的支出削减可能仅占未来十年强制性支出的2-3%，对平衡收支的作用较为有限。

图13 美国强制性财政支出分项占比（亿美元，%）


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

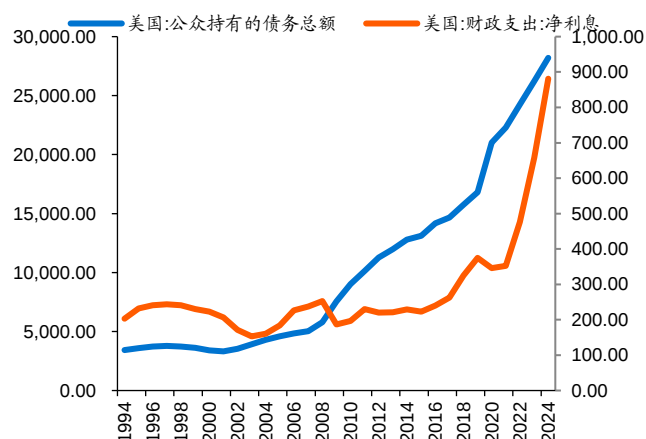
图14 美国自主性财政支出分项占比（亿美元，%）


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

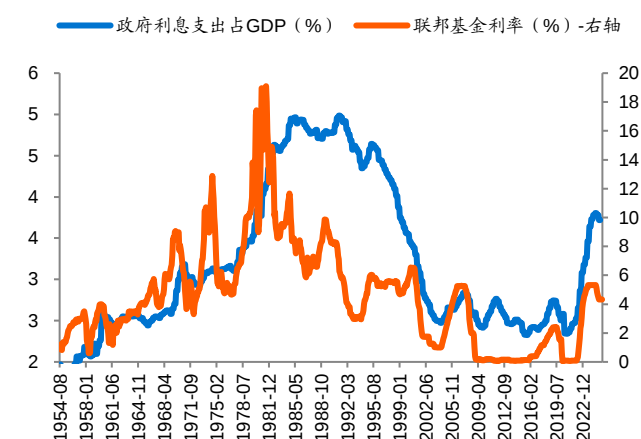
自主性支出（占 27%）：国防和非国防支出各占一半。2024 财年美国国防支出 8500 亿美元，占自主性支出的 47%，主要覆盖国防部人员开支、行动和维护、研究开发、军备采购等开支。非国防支出 9598 亿美元，占其余的 53%，主要覆盖福利保障、交通、教育、医疗、司法、国际事务、自然资源保护、科技等支出项目。自主性支出可操作性较强，一般是削减赤字的主要调整对象。《大而美法案》对自主性支出的增加集中在国防（约\$1730 亿）以及边境执法和移民管控（约\$1760 亿）两方面。按 CFRB 最新估计，《大而美法案》落地后自主性开支预计将净增加 3850 亿美元左右。

净利息支出（占 13%）：总债务水平是利息支出的基数，联邦基金利率决定利息比例。截至 2024 年，美国公众持有政府债务总额已经超过 29 万亿美元，对应 2024 年度净利息支出约 8800 亿美元。据 CBO 估计，到 2035 年，公众持有政府债务总额将上升至 53 万亿，利息支出将增加至 1.8 万亿美元。结合联邦基金利率来看，当前高利率环境下，净利息支出占公共债务总额的 3% 左右，较 2020 年以前的低利率时期的 1.5-2% 的比例大幅上升。CBO 估计，未来十年美联储利率平均在 3.2% 左右，而 2012-19 年，FFR 平均仅有 0.7%。向前看，受特朗普关税政策的潜在通胀效应和美国通胀中枢上行影响，预期短期内美联储降息空间仍然受限，对应国债利息相应支出下降的空间也同样有限。

赤字压力下，特朗普政府施压美联储降息的动机强烈。2025 年 8 月美联储态度转向宽松前，特朗普已多次公开施压鲍威尔，要求尽快降息，并在年中直接解雇了美联储理事库克（Lisa Cook），理由是其“过于坚持紧缩政策，阻碍经济增长”。向前看，特朗普政府仍有充分动机推动美联储降息。当前 CBO 对于未来十年净利息支出增加 0.8 万亿美元的预测，是在假设平均 FFR 利率维持 3.2% 的前提下得出的结论。如果美联储利率回到 1% 左右，政府平均利息成本下降至 2%，则将为政府节约 40% 的利息成本，净利息支出由 0.8 万亿下降至 0.5 万亿左右，下降幅度足以弥补国防与移民方面的自主性支出上升。因此，2026 年鲍威尔任期届满后，特朗普推动任命一位更“鸽派”的主席几乎在预期之内。当然，特朗普政府是否真正左右美联储，还需要进一步观察和验证。

图15 美国国债总额及净利息支出（十亿美元）


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图16 美国政府利息支出比例略滞后于联邦基金利率变化（%）


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

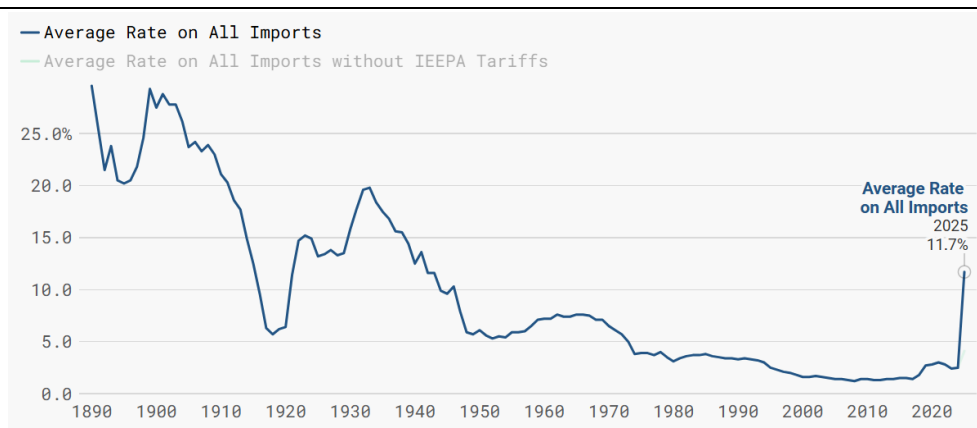
2.2 赤字压力的传导：关税、货币与财政政策风险

《大而美法案》落地后，美国政府财政平衡变得更加困难。第一，从美国财政支出结构来看，强制性支出占联邦政府支出大头，因制度和法律保障，一旦形成就很难削减。尽管特朗普政府在 2017 年减税法案中取消了奥巴马政府的强制医保法案，但社会保障和医疗保险支出占比仍然达到 36%。有关医保和其他社会福利的削减，在《大而美法案》落实阶段就遭遇国会两院强烈反弹。未来如果继续对这类刚性支出进行实质性压缩，将面临更大政治和制度阻力。第二，财政收入端的减税政策同样难以逆转。美国近期历史上仅里根和克林顿时期出现过实质性加税的政策，但特朗普的保护主义政策方向与二人不同，主要主张对外国收取关税来支撑国内减税，而不是削减赤字的传统财政鹰派。同时，收回已落地的减税政策意味着违背竞选承诺、失去选民支持，因此在逆转减税缺口方面可能性极低。第三，自主性支出方面，特朗普主张的国防支出和移民管控支出对经济的刺激左右有限，却挤占了教育、科研等其他领域的支出空间。总结来看，《大而美法案》对美国财政收支结构的影响主要作用在收入端税收收入的下降。支出端，法案小幅削减了强制性支出、增加了自主性支出，并将使得利息支出上升。

美国财政赤字压力上升或变相抬升关税、货币、和财政支出三方面的政策风险。《大而美法案》落地，美国政府赤字将进一步扩张。面对赤字抬升，除了发行国债以外，特朗普政府只有为数不多的政策“出路”：①关税政策长期化以弥补收入缺口，②政治干预货币政策转向宽松，③压缩常规财政支出、裁剪政府雇员，而这三条路径所蕴含的政策含义和风险，对美国未来经济的稳定与增长具有重大影响。

一是，关税政策大概率长期存在，为减税带来的收入缺口提供补偿。前文测算显示，按当前关税税率水平，关税收入的增加能够覆盖约 70—80%减税带来的收入缺口，这使得关税成为特朗普财政政策中的“必行之策”。但是，关税政策对美国经济的“副作用”也显而易见。一是，关税将进一步抬升美国通胀中枢，二是，关税终将伤害美国企业与居民利益，三是，关税将增加美国经济整体的不确定性。尤其是，美国司法系统暂未认可特朗普对等关税的有效性，如近期美国联邦巡回上诉法院以 7-4 的投票结果裁定，特朗普政府依据 IEEPA 所实施的关税政策超出了总统权力范围，属于违法行为。但是，不论最终法院认可与否，特朗普关税仍将以某种形式落地，法律的不确定性只会增加关税政策的波动性。如果联邦巡回法院最终判定 IEEPA 关税越权，特朗普可能采取 232 关税、338 关税等替代路径，或采取修改 IEEPA 关税措辞和条款的方式推动关税落地。如此一来，关税政策可能频繁变化，对企业、居民、和外部投资者的预期带来扰动，增加投资和消费的不确定性。

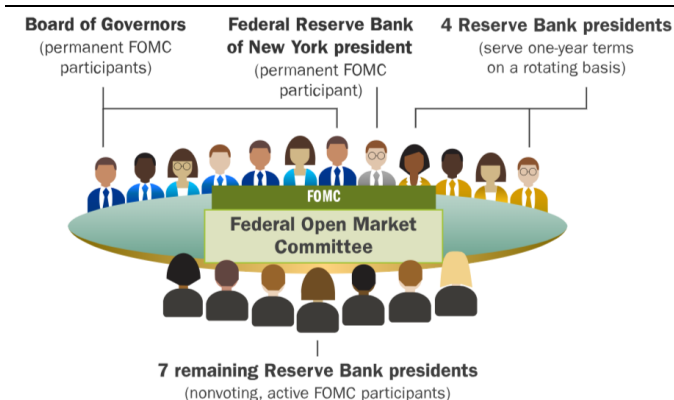
图17 美国加权平均进口关税 (%)



资料来源：Tax Foundation，联储证券研究院

二是，特朗普或将持续施压美联储降息，联储独立性挑战增加。前文估算，若美联储联邦基金利率能够显著下行，所节约的利息成本将可以覆盖大部分国防和司法自主性开支的增加。特朗普上任前后，曾多次施压鲍威尔降息，并试图解雇 FOMC 成员库克 (Lisa Cook)。8 月，鲍威尔在 Jackson Hole 会议上暗示美联储将转向降息，虽然主要是出于美国经济数据弱化的判断，但也不可忽视政治压力的影响。2026 年，美联储主席鲍威尔的任期即将结束，目前正在面试新任主席人选，市场普遍预期特朗普将推动鸽派人选上任，以创造低利率环境。目前，特朗普政府已经推动激进鸽派的 Stephen Miran 加入 FOMC，未来低利率政策延续的可能性有所上升。如果白宫对美联储的政治敢于成为现实，将进一步损害美联储独立性，并可能造成货币政策过度宽松、通胀上行的风险。

图18 美联储公开市场委员会组成



资料来源：美联储，联储证券研究院

图19 下一任美联储主席人选（截至 9 月）



资料来源：公开资料整理，联储证券研究院

三是，财政赤字增加或“挤兑”常规支出，支出结构变化削弱财政乘数效应。《大而美法案》的预算结构变化有二，一是赤字主要增加在税收收入下降，二是相对削减非国防支出、增加国防支出。指向特朗普优先拨款国防与移民部门，而对教育、科研、交通、基础设施等其他领域进行预算削减。因此，尽管美国政府背负的赤字上升，美国财政却不一定有效扩张。从财政刺激的作用来看，公共服务领域的财政支出往往能够带来更多的就业和更显著的经济刺激效果，而国防支出增加的刺激效应稍弱、移民执法支出的增加将伤害美国外来劳动人口供给。因此，尽管《大而美法案》总体增加了自主性开支，但是财政支出的效果却被“打折”。并且，在赤字压力增加的背景下，政府支出端整体面临萎缩，美国政府长期应对衰退、战争、金融危机等的能力也将受到损害。

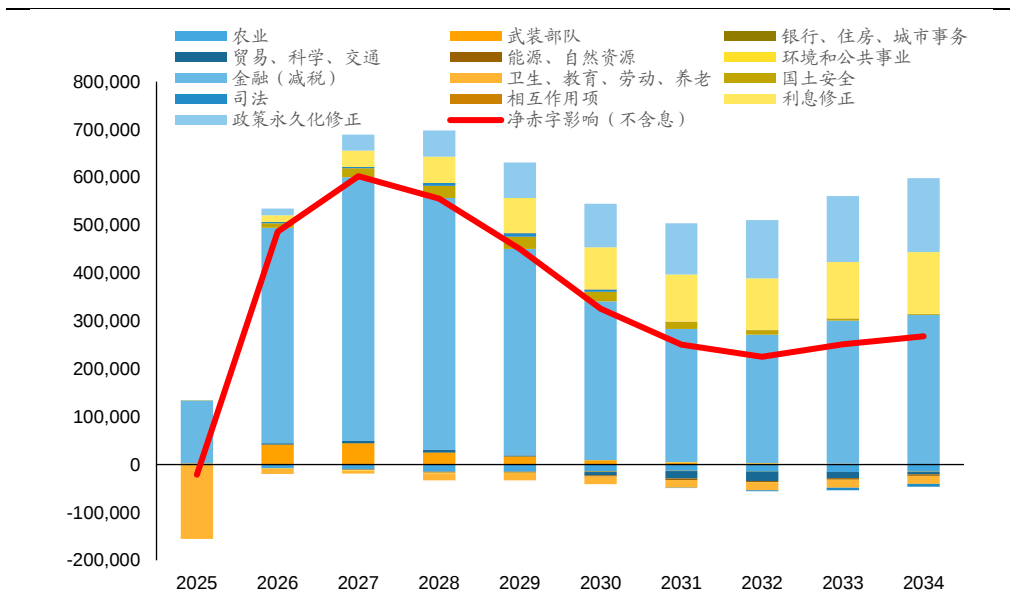
3. 经济影响：刺激美国经济的短效药

3.1 短期刺激经济，长期好坏参半

短期内，《大而美法案》的减税政策将刺激居民消费和企业投资。居民端，下调个人所得税和增加个税扣除额度，将直接增加居民可支配收入，尤其是中高收入群体受益更为明显，从而带动消费支出增长。企业端，企业所得税的各项优惠政策将提高资本回报率，利好制造业企业，能够促进企业加大投入、扩大产能、增加就业岗位。此外，海外利润回流的相关优惠政策也将吸引跨国公司更多布局美国本土，进一步推动产业链重构和企业回流，形成对投资和就业的拉动效应。

机构测算，《大而美法案》估计在未来十年间小幅拉动 GDP，但长期可能拖累经济。Tax Foundation、CBO、沃顿商学院、Yale Budget Lab、Tax Policy Center、JCT 等国际智库机构对法案拉动美国经济影响作出了测算，预计未来十年《大而美法案》拉动美国经济-0.3%~1.2%左右。测算差异在于，如果只计算减税部分的影响，则法案对美国经济有一定拉动左右，如 Tax Foundation 测算的 1.2%。而如果计入其他政策，以及政府举债的“挤出效应”，则拉动作用较小（如 CBO 的 0.5%）或有负面拖累作用（如 Yale Lab 的-0.1%和 Wharton 的-0.3%）。

图20 《大而美法案》对美国政府净赤字影响（百万美元）



资料来源：CBO，联储证券研究院

《大而美法案》的减税刺激作用主要集中在前期，即特朗普在任的 2025-2028 年。拆分减税条款可以看到，新增减税条款大部分仅适用于 2025-2028 年，且个人税和企业税减税政策中的很多条款也附加了等同于“加速实施期”的条件。新增减税条款中，取消小费税、取消加班税、车贷利息抵扣、老年人额外免税额等减税条款均只适用于 2025-2028 年。而原本的 TCJA 减税政策中，个人税的标准扣除额永久翻倍的同时，2025-2028 年再额外提高 1000 美元。法案将颇具争议的州和地方政府个人税收抵扣上限（SALT Cap）由 1 万美元提升至 4 万美元，但也仅限 2029 年年底之前。企业税方面，100%加速折旧（bonus depreciation）仅适用于 2025-2029 年投入使用的资产。因此，增量减税政策虽然有望在短期内提升可支配收入和企业投资开支，但政策到期后将对美国经济产生负面冲击。

除了减税的“时间差”之外，政府举债的“挤出效应”也使得后期法案负面作用加深。Yale Budget Lab 等研究机构的动态测算，一方面包括增量减税政策到期的影响，另一方面纳入了政府大幅度举债使得利率上行的影响。《大而美法案》将债务上限由 36.1 万亿美元再次提高 5 万亿，长期将造成美债市场的供给上升，导致市场平均借贷成本提升。这种情况下，私人企业借债投资的空间被“挤出”，投资下降反而限制 GDP 增长。

此外，由于政府举债将加重政府利息负担，实际用于提升社会收入和投资的政府支出比例将逐年下降。越到后期，利息负担越重，法案支出实际用于支撑美国经济的部分越少。

图21 研究机构测算《大而美法案》对美国经济的影响

机构	GDP影响 (2025-34年)	净赤字增加 (2025-34年)	政府债务增加 (2025-34年)	负债率增加至 (2025-34年)
基于7月最终版本/参议院版本				
Tax Foundation	1.20%	\$3.0万亿	\$3.8万亿 (含利息)	9.60%
CBO	0.50%	\$3.4万亿	\$4.1万亿 (含利息)	124%
CRFB	—	\$3.4万亿	\$4.1万亿 (含利息)	—
基于6月众议院版本				
Penn Wharton	-0.30%	\$3.2万亿	—	7.70%
Yale Budget Lab	-0.10%	\$2.4万亿	—	—
Tax Policy Center	+0.4%	—	—	—

资料来源：Tax Foundation, CBO, CRFB, Penn Wharton, Yale Budget Lab 等，联储证券研究院

3.2 贫富分配不均进一步加剧

《大而美法案》的经济拉动效应存在显著分配不均的问题。主要原因是，法案的减税政策更多适用于高收入人群，而削减医保和食品补贴的政策却会直接伤害低收入群体的基本保障。多家研究机构预计，该法案将加剧美国财富差距，呈现“富者更富、贫者更贫”的局面。因此，尽管财政刺激在宏观层面可能提振增长，但其分配效应难以实现公平性，甚至可能导致社会撕裂风险的上升。

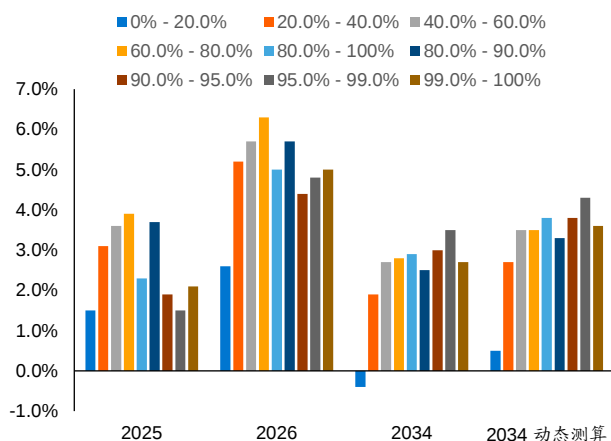
多家机构预测，《大而美法案》对不同收入群体的影响分化。耶鲁预算实验室预计，到2034年最低20%群体的税后收入下降2.9%（约695美元），若纳入医疗保险与SNAP削减影响，则降幅扩大至7.4%（约1305美元）；而中等收入群体（40%-60%分位）税后收入则仅小幅下降0.1%（约65美元），部分情形甚至保持正增。相比之下，最高20%群体的税后收入整体改善，其中耶鲁测算的增幅为2.2%（约5735美元），Tax Foundation测算增幅为2.9%。

图22 不同机构预测《大而美法案》的收入分配影响（%）

机构	底层影响 (最末20%)	中层影响 (40%-60%)	高收入影响 (前20%)
Yale Budget Lab (到2034年，静态，考虑医保、SNAP削减影响)	-2.9% (\$-695)	+\$660 (-1.3%)	+2.2% (\$5,735)
Penn Wharton (到2033年，静态)	-7.4% (-\$1305)	-\$65 (-0.1%)	+0.5%~2.7% (\$5005~\$83095)
Tax Foundation (到2034年，静态，仅考虑税收条款)	-0.4%	+2.7%	+2.9%

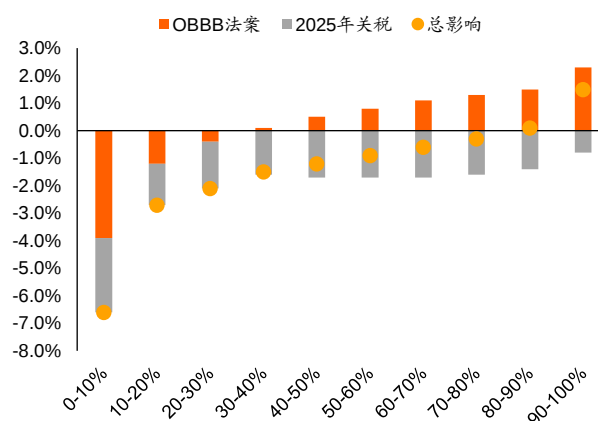
资料来源：Yale Budget Lab, Penn Wharton, Tax Foundation, 联储证券研究院

图23 《大而美法案》对美国不同收入群体影响，按年（%）



资料来源：Tax Foundation，联储证券研究院

图24 《大而美法案》和特朗普关税对不同收入分位影响（%）



资料来源：Yale Budget Lab，联储证券研究院

叠加关税政策，特朗普整体财政政策对低收入群体的冲击更为显著。在《大而美法案》与关税政策的双重作用下，美国财政政策的分配效应呈现“倒三角”形式。一方面，减税政策主要惠及中高收入群体和企业，而低收入群体不仅难以分享到税收减免的红利，还因医保、食品补贴等福利性支出削减而面临生活成本上升。另一方面，关税政策抬高进口商品价格，进一步增加了居民的消费负担，尤其对低收入群体而言，食品、服装等日常消费品价格上涨的冲击尤为突出。CBO与耶鲁预算实验室的测算均显示，在2026-2034年期间，收入处于0-30%分位的人群整体受损，收入越低、冲击越大。叠加关税政策，收入最低的10%群体的税后平均收入降幅将达到6.6%，10%-80%的人群收入平均下降-1.3%，而只有收入前20%的人能够实现可支配收入的净增长。

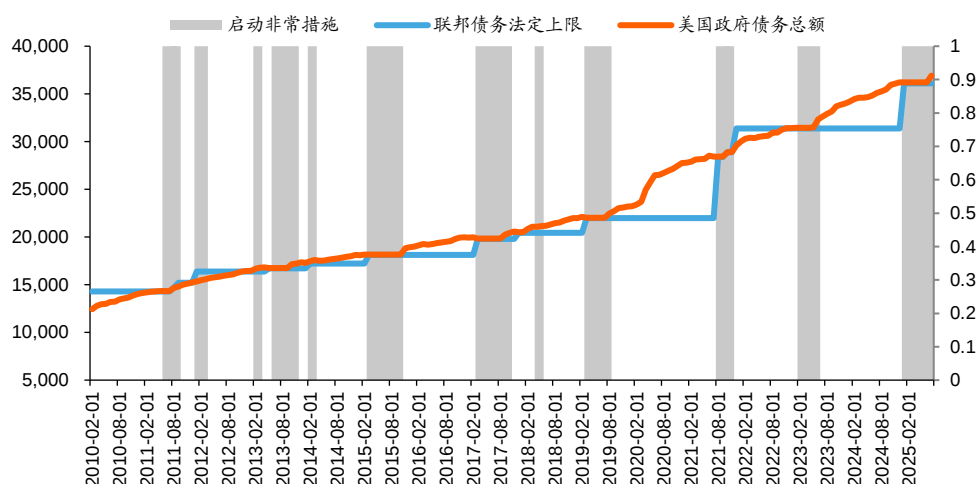
4. 市场影响

4.1 债券市场：长端美债压力与信用挤兑

《大而美法案》落地解除违约风险，美国财政部重启发债计划。2025年1月，美国结束法定无上限举债阶段，进入非常措施期间。由于不能大量发行新的债务，非常措施期间财政部暂停对联邦退休基金、政府投资基金、稳定基金等的再投资，仅使用财政一般账户（Treasury General Account, TGA）余额和赎回的债券额度来维持社保和国债利息等必要支出。因此，上半年财政部仅发债3690亿美元，与原本5140亿美元的发债计划有较大差距，TGA账户也快速消耗至4060亿美元（目标值8500亿美元）。《大而美法案》落地后，美国联邦债务上限在此前36.1万亿美元的基础上再提升5万亿美元，解除了短期违约风险，财政部进入正常举债阶段。

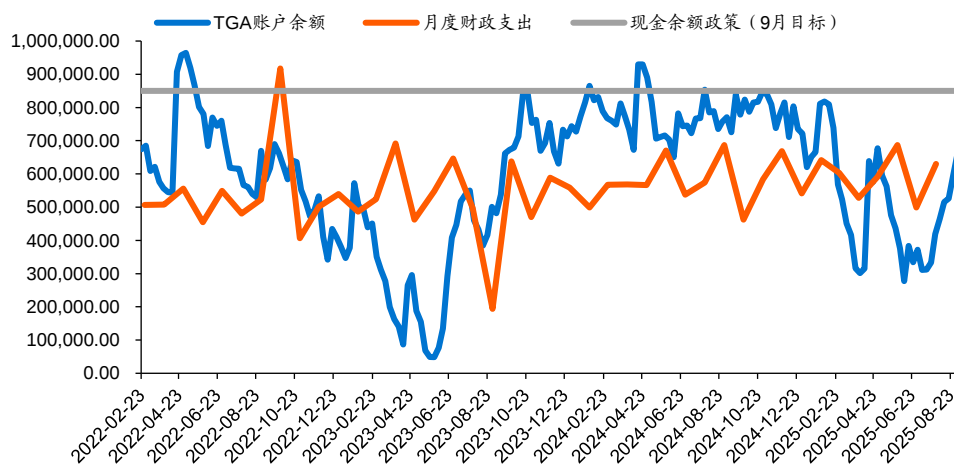
7月末，美国财政重新设定了8500亿美元的TGA现金储备目标。以补足此前财政紧张期间被大幅透支的账户余额。财政部计划在2025年三季度（7-9月）净发行约1.007万亿美元国债，随后在四季度（10-12月）继续发债约5900亿美元。其中一部分用于弥补前期未能发行的债务，另一部分用于补充财政部一般账户（TGA）余额，在9月底之前将TGA余额恢复至8500亿美元，保障政府正常运转。截至9月，TGA账户余额已恢复至6619亿美元，接近8500亿美元的目标。

图25 《大而美法案》落地将结束财政“非常措施”期（十亿美元）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图26 财政部计划将 TGA 账户余额增至 8500 亿美元（百万美元）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

大规模举债对美债市场影响几何？

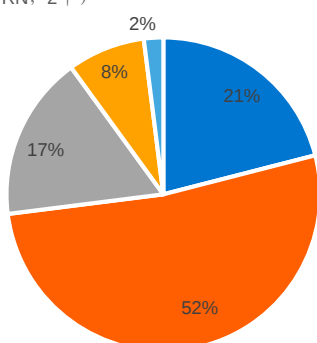
法案落地后的短时间内，财政部主要选择短期国债形式低成本补充 TGA 账户。三季度以来的国债发行主要通过短期国债完成，目标是以快速、低成本的方式补充现金储备。财政部发债的选项包括现金管理票据（CMB）、短期债券和长期债券，其中 CMB 的灵活性更强、短期债券流动性好、长期国债稳定性更强。财政部避免使用 CMB 能够更好地稳定市场预期，而暂未发行长期国债，主要是考虑到美联储处于降息周期，希望等待利息成本降低后再锁定更低的借贷价格。

短期内，美国债务违约风险解除，市场可以消化新增短期债务。《大而美法案》的通过消除了此前美国政府面临的债务违约风险。而从债券市场来看，美国货币市场基金仍有消化政府短债发行的能力。一是，当前美国货币市场基金拥有约 7.4 万亿美元资产，相对财政部 8500 亿美元的短期目标来说，具备充足的债务吸纳能力。二是，财政部披露的发债计划并未超出市场预期，对市场的冲击较小。但是，长期来看，新增的 5 万亿美元赤字上限不会仅以短期债务的形式筹措。随着时间推移，财政部必须引入更多长期债务来匹配政府不同项目的资金需求。

长期来看，美国政府长端债务的压力上升。理论上，美国财政部发行的短期和中长期国债需要维持一定比例来保证债务结构健康。短期国债的成本更低，而中长期国债能够平衡短期债券的展期风险。美国财政部在一般情况下将 1 年及 1 年以下的短期债券维持在发行总量的 20-25% 左右。短期债券虽然灵活性强，能够应对市场突然的宽松需求，但长期面临借新还旧压力。例如，在经济危机发生时，财政部可以采用发行短债的方式快速补充流动性，但很少长期大幅抬高短债比例。2008 年金融危机期间，美国国债的加权平均期限降至 4 年左右，主要是财政部发行了大幅增加的短期证券，以迅速筹集现金应对经济危机。金融危机结束后，美国长债发行增加，美国国债的平均加权期限也逐步回升至 6 年左右。基于当前美国财政部预测，若维持短期债券规模不变 (bills constant)，2026-2027 年美国国债的加权平均期限将趋于上行，长端国债压力增加。同时，美联储降息预期增加也指向长期国债发行规模增加。

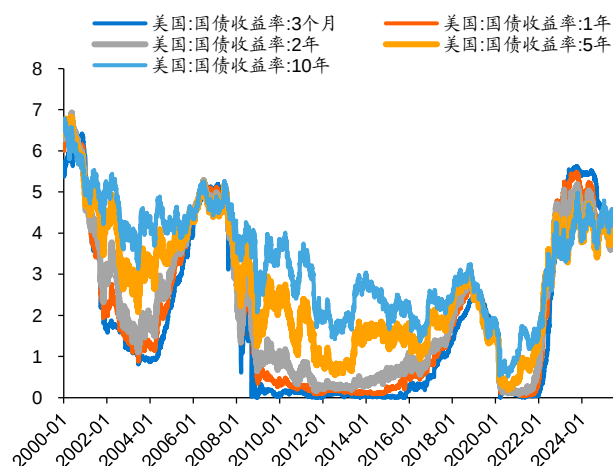
图27 美国不同期限市场流通国债占比 (%)

- 短期国库券 (T-Bills, 0-1年)
- 中期国债 (T-Notes, 2-10年)
- 长期国债 (T-Bonds, 10年+)
- 通胀保值国债 (TIPS, 5/10/30年)
- 浮动利率债券 (FRN, 2年)



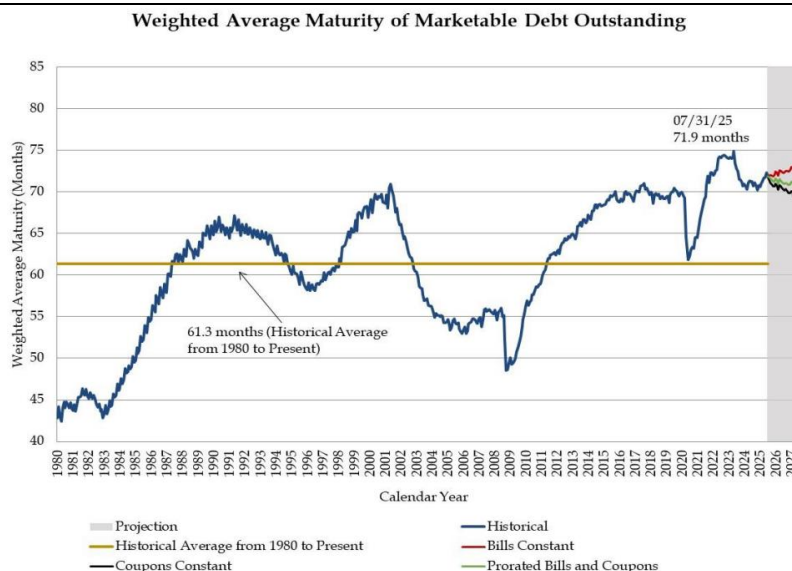
资料来源: Peterson Institute, 联储证券研究院

图28 美国不同期限国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图29 美国国债加权平均期限 (月, 截至 2025Q3)

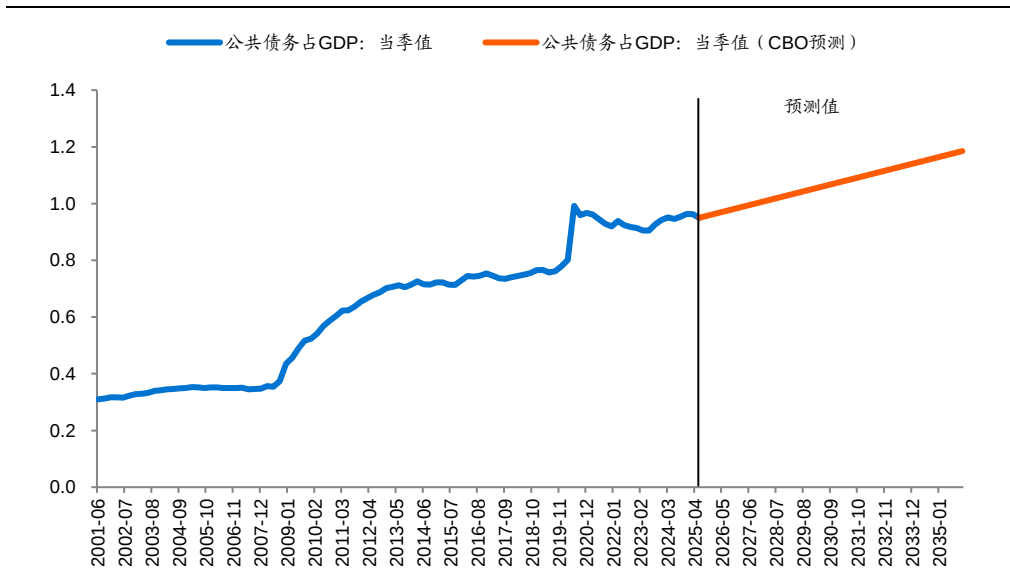


资料来源: 美国财政部, 联储证券研究院

债务压力上升或对私人部门借贷造成挤兑。理论上，政府大量发行国债进行融资会与私人部门借贷形成竞争关系，从而推高利率，“挤出”私人投资。美国国会预算办公室 (CBO) 研究发现，债务与 GDP 之比每上升 1%，10 年期通胀调整债券利率就会上升 2bps。截至 2025 年，美国公共债务与 GDP 之比约有 96%，预计《大而美法案》落地后债务比例将在 2035 年攀升至 118.5%。按照 CBO 的标准，未来十年国债利率将比原

本应有的水平高出近 0.5%。核算下来，相当于联邦赤字每增加 1 美元，私人投资就会减少 33 美分，与法案刺激投资的作用相抵消。

图30 美国公众持有债务占 GDP 比值及预测 (%)



资料来源：同花顺 iFinD, CBO, 联储证券研究院

这一效应在长期国债中更为突出。长期债承担的期限风险和溢价要求更高、需求弹性更低，市场对于长期风险的厌恶更强，因此在供给大幅增加时更容易被“挤兑”。在 2025 年，美国长期债（例如 20 年、30 年期）也面临拍卖需求偏弱、收益率加速上行的压力，成为对长期债市场吸纳能力的考验。虽然这种挤兑不同于银行系统瞬时的流动性断裂，但仍对未来的美国资本市场形成负面影响因素。

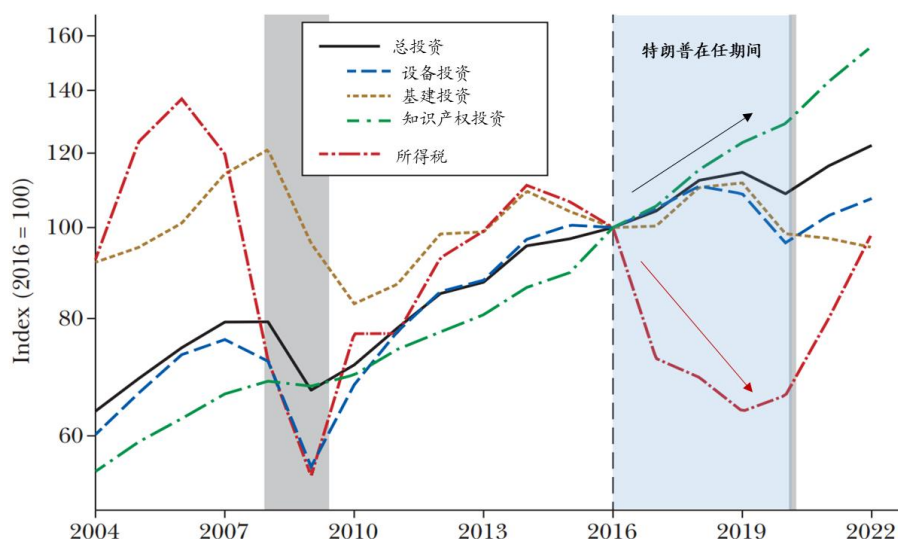
4.2 权益市场：静待刺激兑现，谨慎长端风险

在改善税收与提振投资方面，《大而美法案》具备一定的正向作用。随着法案落地，美国部分企业利润或在中期得到提振，尤其是国防、制造业和传统能源板块。从 2017 年 TCJA 法案落地的结果来看，企业税降低或有效促进了美国企业知识产权投资的增加。NBER 的研究⁶指出，对受减税冲击中等规模的公司而言，其国内投资短期内提升了约 20%。而在居民部门方面，短期内家庭税务压力的减轻将释放更多的可支配收入，从而提振消费。尽管研究机构对于《大而美法案》长期经济影响的测算各不相同，但短期内（至 2027 年）法案对经济影响为正仍是普遍共识。例如，Tax Foundation、Yale Budget Lab、Penn Wharton、CBO 等机构对 2025-2027 年《大而美法案》对 GDP 的影响均落在 0.2%-0.8% 之间。综合来看，法案早期对经济刺激作用值得期待。

但是，当前市场对这一任期《大而美法案》并不盲目乐观。长期来看，法案落地意味着政府赤字增加、关税长期落地、货币政策宽松、乃至削减常规开支。赤字扩张、利率上行增加长期借贷成本。关税可能会抵消制造业企业减税带来的收益，而关税通胀可能会抑制消费者支出。货币政策宽松也许会伴随着美联储独立性的让步，造成资本市场波动。因此，投资者在接受税改带来的利好预期时，也在谨慎消化与财政可持续性风险。当前的资金流入与股市表现虽有支撑，但若未来赤字、通胀或政策执行偏差成为主导变量，权益市场也可能面临反转压力。对于美股而言，《大而美法案》既可能提供结构性机遇，也可能埋下高杠杆和其他衍生的政策风险。

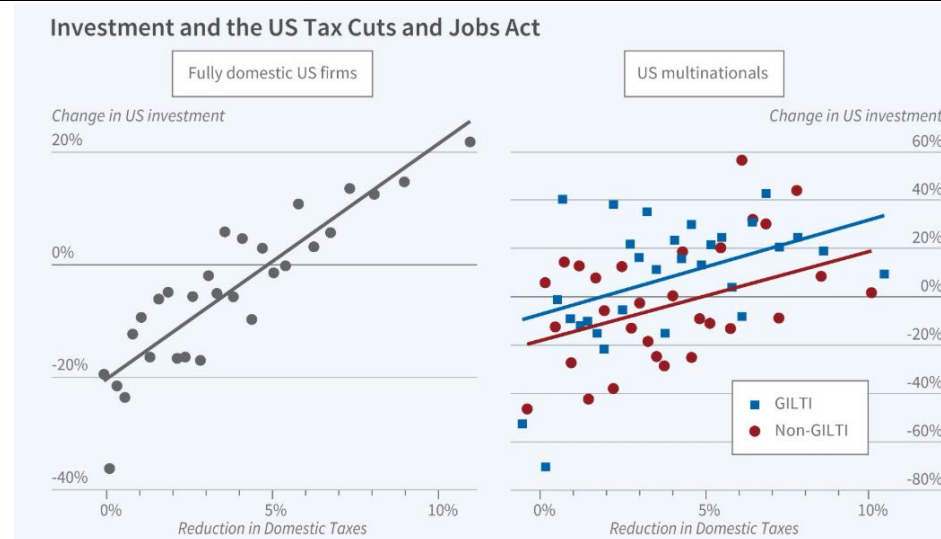
⁶ NBER, <https://www.nber.org/digest/202406/investment-effects-2017-tax-cuts-and-jobs-act>

图31 特朗普第一任期美国固定资产投资和税收变化（指数，2016年=100）



资料来源：Chodorow-Reich, Zidar & Zwick (2024)，联储证券研究院

图32 NBER 研究显示 TCJA 法案对企业投资有提振作用



资料来源：NBER，联储证券研究院

4.3 政府关门：背景及后续影响

10月1日，美国政府因拨款法案未通过而进入政府关门（shutdown）。此次政府关门的主要原因是，虽然美国国会在7月已经通过了《大而美法案》，但12项拨款法案（Appropriations Bills）才是各部门在新财年顺利运转的关键。每年10月1日财年开始之前，国会必须通过各项拨款法案，或者通过“临时持续决议”（Continuing Resolution, CR）以维持政府运作。如果国会未能按时通过足够的拨款或临时续期法案，使得某些联邦机构在新财政年度初始时没有合法支出授权，按照美国法律规定，这些机构不得继续支出非必要的财政资金，直到决议通过。

美国历史上曾出现多次政府关门。1995-96年，克林顿总统与国会共和党在削减预算方面产生分歧，僵持不下，造成政府拨款法案未通过，部分联邦机构被迫停摆。2013年，美国政府于10月1日至17日间进入关门状态，主要是因共和党试图在继续拨款决议中附加延缓或削减《平价医疗法案》（ACA）条款，而民主党拒绝将其与基本拨款捆绑，最终导致法案未获通过，政府部分职能停摆。2018-2019年，特朗普第一任期末因要求

在拨款案中纳入大规模美墨边境墙资金而与民主党产生冲突，双方未能妥协造成两次政府关门，其中最长时间持续 35 天。2025 年，此次政府关门主要因民主党坚持在拨款法案中保留奥巴马《平价医疗法案》中的部分补贴条款，而共和党反对将政策性支出与基础拨款混绑，最终导致国会在截止日前未能通过新的拨款法案，政府部分职能自 10 月 1 日起停摆。

历史经验表明，政府关门对经济的直接冲击有限。政府关门主要有几方面影响。一是，除了部分必要岗位外，大部分政府雇员面临无薪待岗（furloughed），薪资暂缓发放，而政府招聘也会相应暂停，对就业造成暂时性的打击。二是，部分国家公园、博物馆面临关闭，造成旅游和门票收入损失。三是，行政审批、合同执行、联邦补贴、贷款发放可能被延误，相关项目推进受到影响。四是，统计机构如美国统计局、劳工部可能暂停或延迟数据发布，增加市场和政策决策的不确定性。一般来说，政府关门时间越长，经济损失越大，但总体损失有限。梳理历次政府关门，1995-96 年关门持续 26 天，损失约 14 亿美元（通胀调整后约 21 亿美元）；2013 年持续 16 天，损失约 20 亿美元；2018-19 年最长 35 天，经济损失约 110 亿美元。我们判断，此次政府关门将持续 2 周至 1 个月，对美国经济实际影响有限，但短期消费、联邦项目执行和数据发布将受到一定扰动。

图33 历次美国政府停摆背景及影响梳理

时间	背景	停摆规模	持续天数	经济损失	影响
1995年	克林顿总统与共和党控制的国会在预算支出（教育、环境、医保等）上有分歧	部分停摆	11月至次年1月；共26天	14亿美元（现价21亿美元）	多个联邦部门部分停工，联邦雇员休假 / 延迟支付
2013年	奥巴马任期，围绕 Affordable Care Act 的经费问题陷入僵局	完全停摆	16 天	20亿美元	联邦机构部分关闭，多个职能暂停；约 80 万雇员受影响
2018年	特朗普第一任期，争议边境墙拨款未获国会支持	部分停摆	12月至次年1月；共35 天	110亿美元（30亿不可挽回）	美国史上最长关门之一，约 80 万联邦雇员强制休假或无薪工作，经济损失估计至少 110 亿美元
2025年3月	国会在 FY2025 年拨款、继续决议（CR）上僵持不下	未停摆	-	-	多个政府部门可能开始冻结支出、延期项目、推迟合同、准备裁员等
2025年10月	FY2026 拨款未获通过、新财年预算尚未确定	完全停摆	10月1日开始，或持续15-30天	-	白宫已通知联邦机构准备大规模裁员（reduction in force）作为极端情形

资料来源：Wikipedia，联储证券研究院

5. 总结

特朗普《大而美法案》以减税为核心，配合国防与移民支出增加及福利项目支出削减，构成特朗普政府新一任期财政政策的主要框架。对美国经济而言，短期内，法案的减税政策有望提升居民可支配收入与企业投资意愿，有望推动消费与投资增长，对经济形成支撑，尤其利好国防、制造业、传统能源等板块。然而，在中长期，这种刺激效应将随着新增减税条款到期而减弱，而美国经济却要长期背负政府举债对于私人投资的“挤出效应”。更深远的影响在于，法案的减税条款更多地惠及高收入群体，而医保与食品补贴的削减损害了低收入群体的基本保障，加剧了贫富分配不均，为社会公平形成冲击。

对本就紧张的美国财政而言，法案将推高联邦赤字，加剧财政不可持续性。尽管法案试图通过削减医保、食品补贴等福利支出以节省开支，但与永久性减税造成的巨大收入缺口相比则显得杯水车薪。短期内，财政部通过增发短期国债的方式可以弥补资金缺口，但这也透支未来政府发行短债的空间，造成未来长债压力增加。中长期来看，美国财政空间将因债务利息负担加重而持续收窄。**为弥补收入缺口，特朗普政府或采取三条政策路径：一是关税政策的常态化**，关税常态化可至少覆盖减税增加赤字的 70-80%，是特朗普任内的必行之策，且特朗普任期结束后取消关税的可能性不高。**二是试图干预货币政策**，利率下调将有利于压缩利息支出，若美联储利息大幅下调（短期实现可能性较低），则节约的利息支出将足以覆盖新增的国防支出增加。**三是削减常规财政支出**，在国防和移民支出增加的情况下，可能进一步对教育、科研、交通、基础设施等其他领域预算进行削减。

然而，三条政策路径都伴随各自的“副作用”。关税长期落地将推高国内通胀、增加企业长期生产负担，并引发持续的贸易摩擦与外部不确定性。货币政策的宽松虽然能够提振经济，但若与经济实际情况差距较大，或政策可预测性恶化，则会引发市场担忧美联储独立性，造成波动。常规财政支出削减的影响则更为直接，教育、研究、基础设施等领域预算相对减少，而国防、司法开支增加，财政结构变化造成财政实际的刺激作用被“打折”。

《大而美法案》与特朗普财政改革也对市场形成影响。债券市场上，债务上限的提高虽解除了短期违约风险，但大规模发债计划对长期债券供给带来上行压力，并可能对私人投资形成“挤兑”。权益市场在短期减税利好下有望获得支撑，但应谨慎看待长期财政赤字压力、关税通胀压力以及潜在的政策波动风险。此外，法案后续的拨款法案分歧引发 10 月美国政府关门，虽对当前经济直接冲击有限，却反映了美国财政后续面临的政治博弈和不确定性。展望未来，《大而美法案》带领美国财政走向一条更为激进的道路。在政治极化的背景下，美国能否在财政短期扩张与经济长远发展之间取得平衡，将成为特朗普这一任期的重要命题。

6. 风险提示

特朗普政策不确定性，美国经济下行风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 B 栋 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000