

《大美丽法案》：内容、影响与策略启示

2025 年 07 月 14 日

■ **核心观点：**《大美丽法案》快速落地，由于法案存在较显著的分配效应，且剔除延长及扩展减税法案以外的条款给财政带来的是收紧效果，因此其对美国增长的拉动较为有限。法案“增赤在前、减赤在后”的特点，也隐含 2028 年前后“财政悬崖”的风险。短期看，我们认为无需过度担忧下半年美债发行给市场流动性和美债期限溢价带来的风险；长期看，美国政府债务不可持续的路径依赖使得美债利率的期限溢价易上难下。从下半年美债策略来看，大美丽法案落地后，美国财政政策难有增量，不确定性暂告一段落，美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。

■ **立法流程：**法案为何能迅速落地？《大美丽法案》从提交国会议案到 7 月 4 日总统签署仅历时 45 天，落地速度超出市场普遍预期。从立法流程来看，法案的顺利落地主要因为特朗普在共和党内的强大影响力和对立法规则的充分利用。

■ **法案概览：**存量政策的延长为宽松，增量政策的变化为紧缩。根据 CBO，《大美丽法案》的赤字影响可分为两部分：①延长原定于今年底到期的 TCJA，这将给未来十年带来额外 3.85 万亿美元的财政赤字；②增量的政策，包括额外的减税、对医保与学生贷款的削减等将合计给未来十年带来额外 0.49 万亿美元的财政盈余，边际效果上体现为紧财政。由于 CBO 是以 TCJA 不延期作为测算基准，因此将其剔除后，《大美丽法案》给美国经济的影响并没有原本测算的那般显著。

■ **法案的预算和经济效应评估：**在财政预算上，法案为市场所担忧之处有二：其一，法案进一步加剧了对美国公共债务可持续性的挑战；其二，法案“增赤在前、减赤在后”的特点，将削减赤字的难题后移，在 2028 年前后易引发“财政悬崖”风险。在经济影响上，由于实质性的财政增支项目并不多，法案对增长的刺激效应将十分有限。不同机构的测算显示，十年维度上，法案对美国 GDP 水平的累计影响平均仅为仅有 0.1%，且存在显著的分配效应，低收入群体收到的负面冲击更大。**2025 年增量的关税收入能在一定程度上对冲《大美丽法案》的巨额赤字缺口。**CBO 测算，在考虑了关税对经济的影响后，未来十年关税收入将使财政赤字减少 2.8 万亿美元，大约能对冲 68% 的法案总成本。但考虑到特朗普关税政策及其对经济影响的不确定性，真实的对冲效果可能和预期有较大偏差。

■ **《大美丽法案》后，需要担忧美债供给冲击吗？**我们从三个时间维度分析。①**当下来看**，法案对美国债务可持续性的影响已在 5 月初众议院过会时开始被市场关注，因此 OBBB 的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程，30 年期美债利率或 10s30s 期限利差的上行或告一段落。②**短期来看**，法案将债务上限提升 5 万亿美元，财政部将在 2025H2 补发上半年未发的国债。从近期财政部的发债思路以及 TGA 账户的趋势来看，我们认为短债发行给市场带来流动性冲击、长债供给大幅推升期限溢价的压力在今年三季度均较为可控。③**从中长期看**，法案的顺利落地意味着美国政府债务的扩张有着较强的“路径依赖”，这意味着长期限美债利率的期限溢价易上难下。从下半年的美债策略来看，大美丽法案落地后，美国财政政策难有增量，不确定性暂告一段落，美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。

■ **风险提示：**美国关税政策不确定性风险；美国财政赤字失速引发债务可持续性担忧；金融市场流动性风险再发酵。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《关税豁免期延长或带动二次“抢转口”》

2025-07-13

《特朗普“对等关税 2.0”威胁延期至 8 月 1 日》

2025-07-13

内容目录

1. 《大美丽法案》为何能迅速落地？	4
2. 《大美丽法案》概览：存量政策的延长为宽松，增量政策的变化为紧缩	5
3. 《大美丽法案》的预算和经济效应评估	8
3.1. 法案对财政预算的影响：赤字节奏与赤字规模同等重要	8
3.2. 法案的经济效应评估：长期中性，分配效应显著	9
3.3. 关税如何对冲《大美丽法案》的预算与经济效益？	10
4. 《大美丽法案》后，需要担忧美债供给冲击吗？	12
5. 风险提示	14

图表目录

图 1:	《大美丽法案》的立法流程.....	4
图 2:	《大美丽法案》主要项目对美国财政收入、支出与赤字的影响测算.....	5
图 3:	《大美丽法案》在未来十年对美国赤字影响测算及其收入、支出项贡献.....	6
图 4:	《大美丽法案》对美国财政赤字影响拆解.....	6
图 5:	《大美丽法案》中税收和医疗保健条款对赤字影响测算.....	6
图 6:	美国居民信贷 90+天逾期率	7
图 7:	美国家庭部门转移收入及其趋势线.....	7
图 8:	《大美丽法案》在未来十年增加赤字规模估算.....	8
图 9:	不同情景下的美国财政赤字率.....	8
图 10:	《大美丽法案》在未来十年的收支和赤字影响.....	8
图 11:	不同政策组合下美国债务率增长趋势.....	8
图 12:	各研究机构对《大美丽法案》对财政赤字和 GDP 影响测算.....	9
图 13:	《大美丽法案》对美国不同收入分位群体税后收入的影响.....	10
图 14:	按年累计联邦政府关税收入.....	11
图 15:	不同关税和众议院版《大美丽法案》情景下美国债务增长测算.....	11
图 16:	《大美丽法案》与关税对美国不同收入分位群体税后收入影响.....	11
图 17:	30 年期限美债利率与 10s30s 美债利差	12
图 18:	美国财政部现金余额.....	12
图 19:	美国短期国债存量占比.....	13
图 20:	2025 年一季度美国财政部再融资会议的国债发行计划与过往实际发行规模.....	13

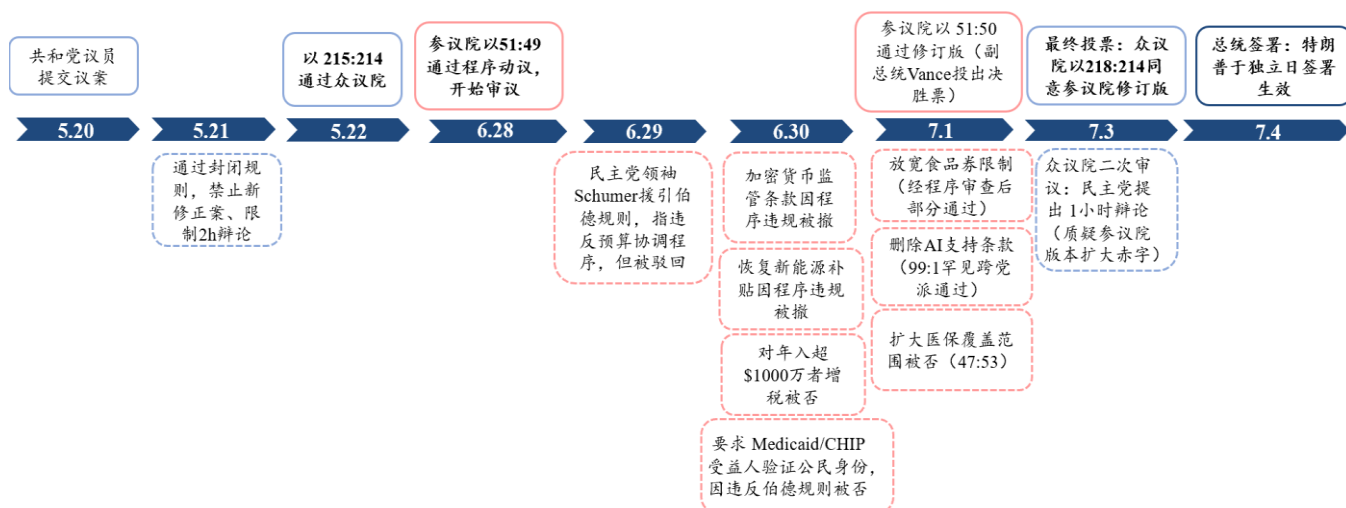
《大美丽法案》（“One Big Beautiful Bill Act”, OBBB）在 7 月 4 日顺利落地成为法律后，市场的关注点开始转向法案衍生的美债发行节奏、流动性冲击和美债供给压力等问题。对此，我们在详细拆解法案内容的基础上，厘清了一些市场对于法案关切的重要问题，从不同时间维度对上述问题进行了分析，并给出下半年美债利率的策略启示。

1. 《大美丽法案》为何能迅速落地？

《大美丽法案》从 5 月 20 日首次提交国会议案到 7 月 4 日总统签署，仅历时 45 天，对比其重要性，这一落地速度超出市场普遍预期。从立法流程来看，法案的顺利落地主要因为特朗普在共和党内的强大影响力和对立法规则的充分利用。

FY2025 国会预算附带的协调指示为《大美丽法案》提供了立法流程上的便利。根据现行法律，协调法案由国会使用快速立法程序审议，包括禁止“冗长辩论”、限制参议院的修正案、以及可直接以“简单多数”通过等。当然，预算协调程序对法案提出了一定的要求，包括法案受“伯德规则”约束，即需与财政收支相关，并且不对长期（一般指十年以上）的财政赤字产生影响。除此以外，FY2025 国会预算的协调指示还对协调法案提出了具体要求，包括提高法定债务上限、以及要求部分委员会的提案满足一定的赤字削减要求。

图1：《大美丽法案》的立法流程



数据来源：美国国会，东吴证券研究所；立法的审议过程仅列举部分重要提案

在国会立法流程上，共和党在参众两院的优势席位是法案通过的基础，但微弱的优势仍稍显不足（参议院民主党：共和党席位为 47:53，众议院民主党：共和党席位为 215:220）。在众议院审议期间，众议院规则委员会通过了封闭规则（“closed rule”），严格限制辩论时间、禁止无关修正案，以压缩少数党的拖延空间。在参议院审议期间，法案一度面临违反协调指示规则的争议，最终以 51:50 投票惊险通过。由于参议院对法案进行了修订，包括提高债务上限额度的变更、农村医疗基金的修订等，需返回众议院最终审

议。此种情形下，一般两院需成立协商委员会进行协商以达成一致，但在特朗普要求的7月4日截止日期的压力下，众议院直接对修订版进行投票，期间特朗普当面或通过社交媒体施压共和党内的异议者，并以选票相威胁，最终赢得了大约十几名共和党内财政鹰派和反对者的支持，得以迅速投票通过，并在7月4日国庆日前签署落地，展现了特朗普在共和党内的强势影响力和掌控力。

2. 《大美丽法案》概览：存量政策的延长为宽松，增量政策的变化为紧缩

《大美丽法案》的基础在于延长和扩展即将于2025年底到期的TCJA减税法案大部分条款，这将令未来十年财政赤字增加3.85万亿美元。除此以外的增量减税与其余政策合计给未来十年带来额外0.49万亿美元的财政盈余，边际效果上体现为紧财政。其中，对医疗保健领域的医疗补助（Medicaid）支出削减最为突出，其次为教育领域的学生贷款计划、营养福利项目的SNAP补助等转移支付项目。因此，相较于近几年的CARES Act、通胀削减法案、芯片法案等大规模支出法案，《大美丽法案》更多是一项福利改革与赤字削减法案，而非典型的财政刺激法案。由于CBO是以TCJA不延期作为测算基准，因此将其剔除后，《大美丽法案》给美国经济的影响并没有原本测算的那般显著。

图2：《大美丽法案》主要项目对美国财政收入、支出与赤字的影响测算

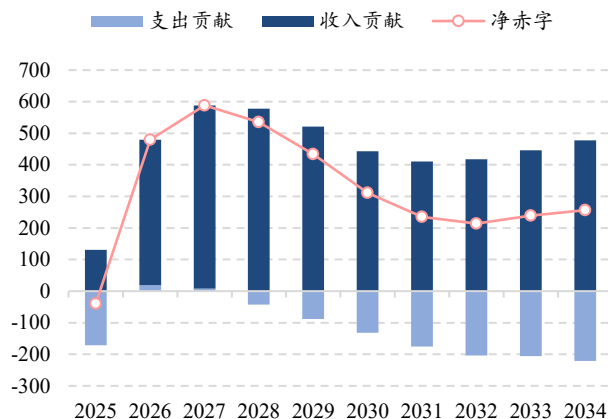
预算委员会	内容	收入影响		支出影响		赤字 (FY2025-FY2034)，正值代表赤字	
		FY2025-2029	FY2025-2034	FY2025-2029	FY2025-2034	参议院	与众议院差异
财政委员会	延长和扩大TCJA个人减税	/	/	/	/	3,852	-22
	恢复TCJA企业减税	/	/	/	/	772	502
	新增个人减税	/	/	/	/	417	21
	新增企业减税	/	/	/	/	285	36
	IRA抵扣政策改革	/	/	/	/	-543	10
	其他税收抵扣和增收改革	/	/	/	/	-164	124
	医疗保健	/	/	/	/	-1,074	-67
	小计	-2,283	-4,501	-247	-1,036	3,545	604
军事	国防预算拨款			131	150	150	6
国土安全和政府事务	国土安全和边境领域拨款			79	129	129	17
司法	移民费用改革、移民执法拨款等	13	37	31	46	9	46
健康、教育和养老	削减学生贷款为主			-222	-307	-278	105
农业、林业和营养福利	相关行业补贴政策调整、SNAP计划调整			-48	-120	-114	123
商业和科学	航空、通讯领域的基金削减和支出项目	1	2	15	-42	-44	52
能源和自然资源	能源领域的拨款与减支			-8	-27	-27	-5
环境和公共工程	撤销多项IRA法案拨款、少量支出项目	0	-2	-5	-5	-3	9
银行、住房和城市	包括IRA在内的金融、能源和国防拨款			0	-2	-2	3
其他项目		/	/	/	/	3	-8
基础赤字影响						3,366	950
利息						713	162
总赤字影响						4,100	1,100
总赤字影响（如永久）						5,500	500

数据来源：CRFB、CBO，东吴证券研究所；单位十亿美元

我们梳理了法案按预算委员会划分的主要内容及其对财政收支、赤字在不同时间维度上的影响测算。从表中可见，从收入端看，减税和医疗保健带来的财政收入减少在未来十年的分布较为均衡，且是财政赤字增长的主要贡献；从支出端看，除教育委员会的学生贷款项目（受会计记账标准影响）以外，绝大多数项目体现为鲜明的“增支在前、

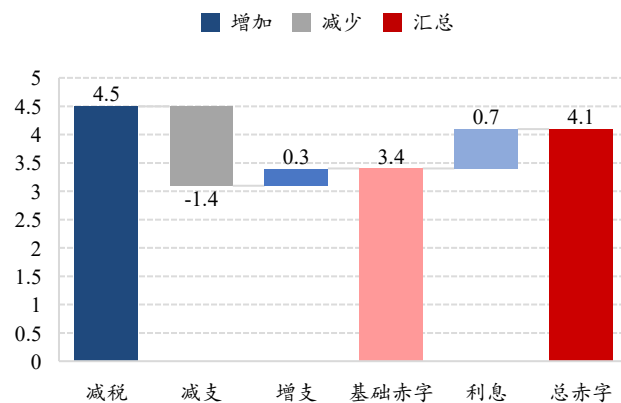
减支在后”的特点，这使得法案的总赤字效应体现为“增赤在前、减赤在后”的特征，淡化和模糊了法案在近端推高财政赤字上的严峻程度。

图3: 《大美丽法案》在未来十年对美国赤字影响测算及其收入、支出项贡献



数据来源: CBO, 东吴证券研究所; 单位十亿美元

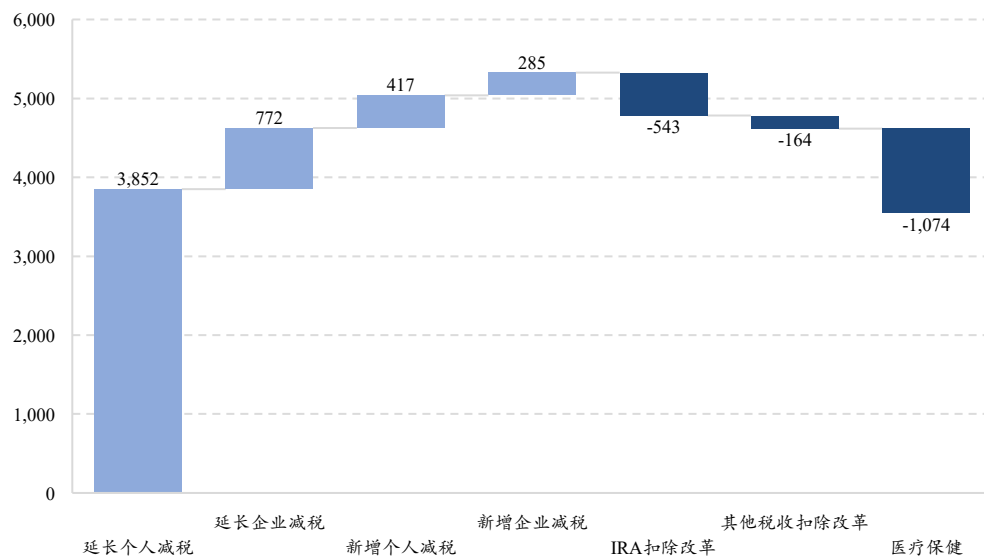
图4: 《大美丽法案》对美国财政赤字影响拆解



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所; 单位万亿美元

(一) 延长现有减税: 永久化并扩展部分减税条款, 企业税收优惠以鼓励投资和研发为导向。个税方面, 将 TCJA 法案的税率等级、标准扣除额等永久化, 并提高了特定领域的扣除额度, 影响未来十年赤字共计 3.85 万亿美元。其中, 将州和地方税的扣除上限 (SALT 上限) 提高到 40,000 美元至 2029 年, 之后恢复为 10,000 美元。这一条款因涉及高、低税州之间的税收分配, 并且对赤字影响较大, 在立法过程中成为财政温和派和保守派博弈的焦点之一, 最后达成先提高、后恢复的折中策略。**企业税方面**, 由于 TCJA 对美国企业 21% 税率没有设定到期日, 相关条款主要针对企业税基结构进行了优化, 包括永久恢复合格资产 100% 红利折旧、永久性将国内研发成本费用化、恢复基于 EBITDA 的企业利息扣除 (跨国企业的实际税负上升) 等政策, 影响赤字共计 7720 亿美元。

图5: 《大美丽法案》中税收和医疗保健条款对赤字影响测算



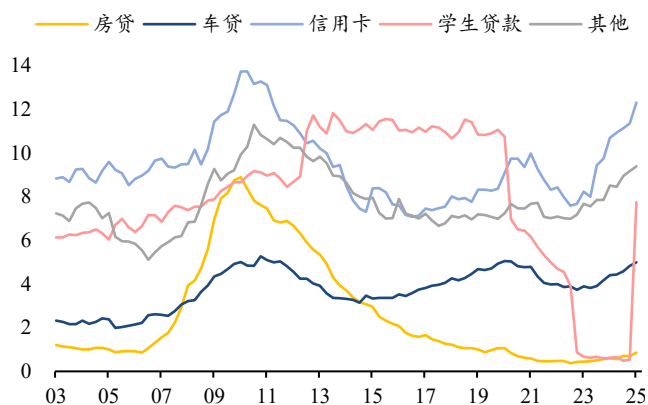
数据来源: CRFB, 东吴证券研究所; 单位十亿美元

（二）增量减税政策：落地小费税、加班税，未落实针对制造业企业的增量减税；限制清洁能源行业的税收优惠。个税方面，将特朗普竞选时期倡议的免除小费税、加班税予以落地，新增汽车贷款利息等的扣除，有效期至 2028 年。此外，法案提出建立个人信托账户“特朗普账户”，为未成年人教育、小企业投资和首次购房等提供税收优惠。企业税方面，除了新增针对制造业、小企业的优惠措施，还重点针对清洁能源行业，对近年拜登政府的许多税收扣除和激励措施进行了限制，包括终止个人购买清洁能源汽车的信贷优惠等。此外，特朗普倡议的国内制造业企业 17% 的额外优惠税率并未落地，而是通过调整税基的方式降低制造业企业的实际税负。据 CBO 测算，上述个人和企业的增量减税政策在未来十年新增赤字规模 702 亿美元，约为现有 TCJA 减税规模的 15%。

（三）医疗保健、学生贷款及其他转移支付改革：从对赤字的影响程度来衡量，医疗保健的支出削减是《大美丽法案》收紧福利开支、削减赤字的重点领域。医疗补助（Medicaid）领域的“降本增效”措施包括加强对受益人的审核、减少浪费性支出、提高对成本管控的要求等；医保（Medicare）领域的措施包括限制移民参与联邦医保、提高受益人的门槛等。此外，法案增加了农村医疗基金，后者由于涉及医疗资金在联邦和州之间的分配，在共和党内不同派别之间的争议较大，最终参议院共和党为争取摇摆票做出了一定的让步。CBO 测算医疗保健的支出削减在未来十年减少赤字 1.07 万亿美元。

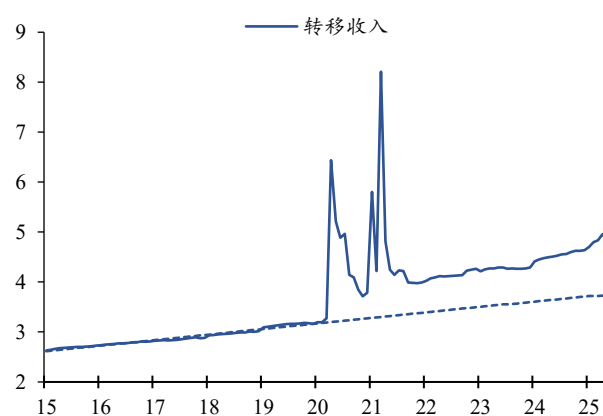
相较之下，教育预算委员会的学生贷款条款是削减赤字的第二大项目。2023 年 6 月，最高法院否决了拜登政府约 4000 亿美元规模的学生贷款债务豁免计划，学生贷款偿还暂缓期结束。《大美丽法案》对学生贷款相关条款做出了新的调整，整体基调为收紧开支，包括对多种学生贷款设定限额、推出还款援助计划（RAP）取代拜登政府的 SAVE 计划、禁止教育部出台增加贷款成本或补贴的新规等。值得注意的是，截止 2024 年 9 月，疫情后的学生贷款还款恢复过渡期已经结束（过渡期内未及时还款不被视为违约），美国居民的学生贷款逾期率因此于 2025 年一季度飙升，若学生贷款支出未来再度收紧，将进一步冲击这一群体的信贷健康状况与消费能力。

图6：美国居民信贷 90+天逾期率



数据来源：纽约联储，东吴证券研究所；纵轴单位%，横轴数字代表年份后两位，下同

图7：美国家庭部门转移收入及其趋势线



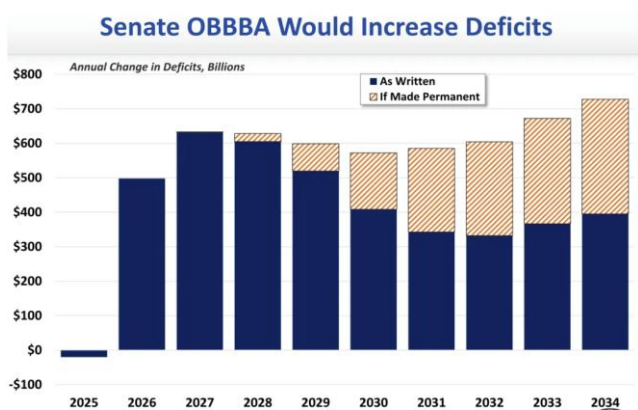
数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位万亿美元

3. 《大美丽法案》的预算和经济效应评估

3.1. 法案对财政预算的影响：赤字节奏与赤字规模同等重要

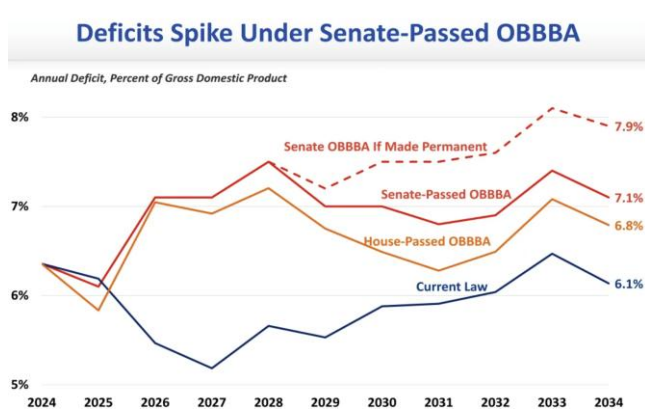
在财政预算上,《大美丽法案》为市场所担忧之处有二:其一,法案隐含的未来财政赤字和债务规模之大,进一步加剧了对美国公共债务可持续性的挑战;其二,法案“增赤在前、减赤在后”的特点,将削减赤字的难题后移,在2028年前后易引发如2012年奥巴马政府时期“财政悬崖”的风险。

图8:《大美丽法案》在未来十年增加赤字规模估算



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

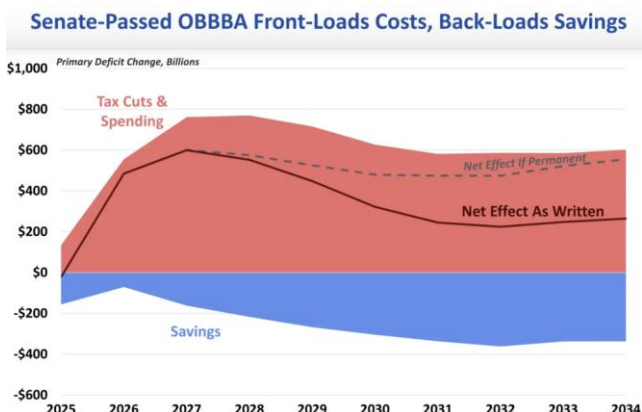
图9: 不同情景下的美国财政赤字率



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

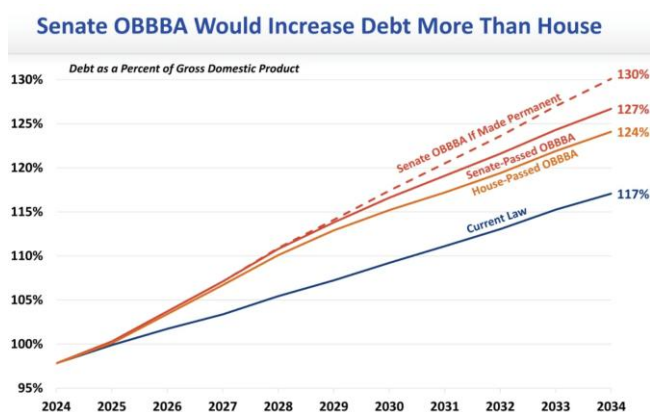
具体来说, CRFB 根据 CBO 对法案的评分测算显示, 基于现行法律(以2025年1月为基准, 假定 TCJA 不延长), 2025 年之后法案将在未来十年内每年增加赤字, 其中2027 年赤字增长达到峰值, 加总来看, 这将带来额外 3.4 万亿的基础赤字与 4.1 万亿美元的总赤字, 这一规模比疫情以来的 CARES 法案、美国救助计划法案、两党基建法案、CHIPS 法案都更高; 如果政客们故技重施, 继续延长部分未来应到期的政策, 则未来十年总计增加 5.5 万亿赤字。在此情形下, 美国赤字率将在 2026、2034 年分别突破 7.0%、7.9%, 较贝森特计划的 3% 渐行渐远; 至 2034 年美国公共债务率将达到 130% 的高位。

图10:《大美丽法案》在未来十年的收支和赤字影响



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

图11: 不同政策组合下美国债务率增长趋势



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

进一步地，从赤字增加的节奏来看，由于法案中存在许多附带期限的条款，其赤字效应被大大前置。这一方面是国会立法的“日落规则”机制（要求为特定条款和政策设定有效期，到期自动失效），另一方面也是协调法案的“伯德规则”的要求，即法案不能对更长期的赤字产生影响。这一特点也意味着，**2028 年左右部分减税等宽财政项目到期时，政府将面临“左右为难”的困境**：若政府出于选票压力而选择再度延期，则将进一步加剧当前本已恶化的美国债务前景，届时财政保守派的阻扰也将令延期的难度加大；若到期的诸多减税、福利项目难以延期，则美国财政将面临从宽松向紧缩的迅速转向，即“财政悬崖”风险。类似的情形发生在 2012 年奥巴马政府时期。当时，美国财政面临一系列减税、福利补助政策的集中到期，2011 年《预算控制法案》的自动触发削减机制生效，合计要求 2012-2013 财年内削减预算赤字 5020 亿美元，规模约为美国 2012 年财政赤字的 46%。当时 CBO 测算若未能延长现有政策，将令美国经济陷入衰退。CRFB 测算，《大美丽法案》将在 2028 年造成一个十年内高达 4.8 万亿美元的财政悬崖，届时不仅政策制定者将再度面临延长法案、激化美国债务风险的压力，更有可能在关键时点引发金融市场的动荡。

3.2. 法案的经济效应评估：长期中性，分配效应显著

由于《大美丽法案》的主体是延长现有减税法案，而针对医保、学生贷款等福利开支进行了不同程度的削减，因此虽然法案在总量上带来巨额的增量赤字，但实质性的财政增支项目并不多，这也使得法案对于经济增长的刺激效应十分有限。

图12：各研究机构对《大美丽法案》对财政赤字和 GDP 影响测算

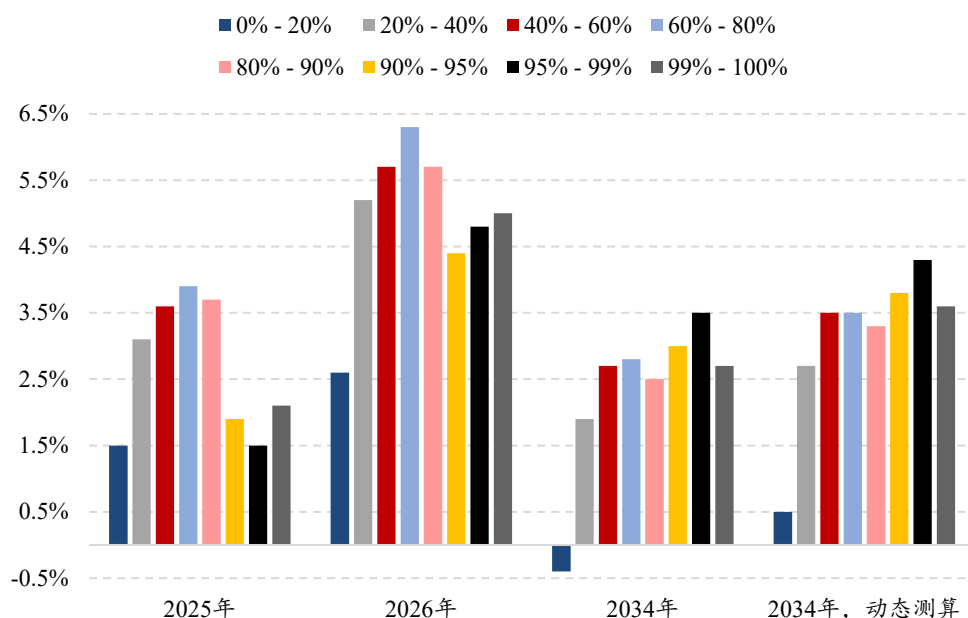
	GDP（与基准水平偏离）		
	2025	2026	2025-2034
Tax Foundation（仅税收条款）	0.20%	1.20%	1.3%
Joint Committee on Taxation（仅税收条款）			0.2%
The Budget Lab	-0.15%	-0.04%	-0.1%
Penn Wharton Budget Model			-0.3%
The American Enterprise Institute			0.4%
Congressional Budget Office			0.4%
Tax Policy Center（仅税收条款）			0.4%

数据来源：Tax Foundation、Joint Committee on Taxation、The Budget Lab、PWBM、AEI、CBO、TPC，东吴证券研究所

不同机构对《大美丽法案》的赤字和增长效应的测算显示，在十年维度上（2025-2034

年)，法案对美国 GDP 水平的累计影响平均仅为 0.3%；若剔除仅考虑税收相关条款的测算，则对 GDP 累计影响平均仅有 0.1%，增长拉动效应十分有限。从近期看，耶鲁预算实验室（The Budget Lab）测算法案对 2025、2026 年 GDP 的影响分别为-0.15%、-0.04%，即在近端存在小幅的紧缩效应。

图13：《大美丽法案》对美国不同收入分位群体税后收入的影响



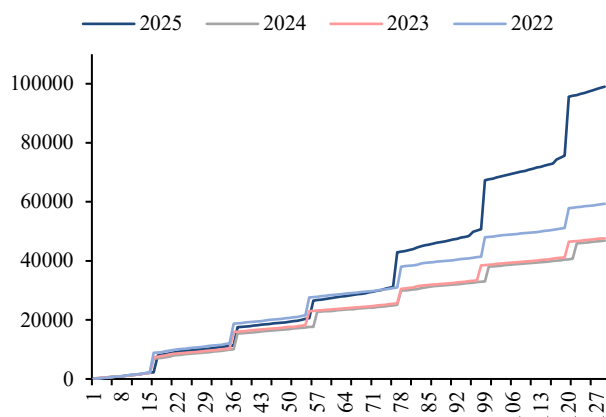
数据来源：Tax Foundation，东吴证券研究所；纵轴表示税后收入百分比变化

从收入分配角度看，《大美丽法案》的税收政策对不同收入阶层的税后收入影响同样存在较为显著的不均衡。其中，主要受益于 TCJA 延期、特定税收扣除的扩展、加班税等条款，收入分位数在 40%-90%群体在 2025-2026 年的税后收入增长幅度显著更高；对于最低收入 20%群体而言，不仅在 2025、2026 年税后收入增幅最低，长期看，至 2034 年其收入增幅远低于其他收入群体（若不考虑经济增长因素，则 2034 年的影响为-0.4%，即拖累税后收入 0.4%），进一步加剧了收入分配失衡问题。

3.3. 关税如何对冲《大美丽法案》的预算与经济效应？

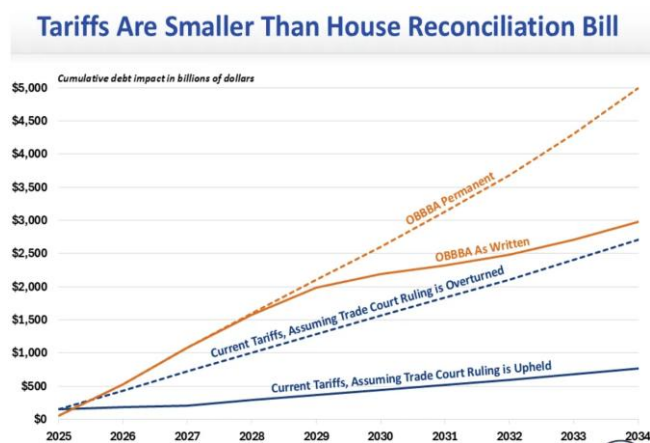
在《大美丽法案》给美国财政带来长期额外赤字缺口的同时，巨额增量的关税收入或可成为“对冲”，部分缓解近端赤字扩张的“燃眉之急”。从本质上看，关税即典型的收缩性财政政策，特朗普激进加征关税带来的关税收入也成为其平衡财政赤字的现实工具。具体来看，截至 7 月 8 日，今年美国关税收入累计达到 990 亿美元，比去年同期高出一倍。给定当前平均关税税率、假定今年美国进口额与去年持平，简单测算今年剩余时间的关税收入约 1440 亿美元。假定未来关税收入以当前速率增长，则 2026 年美国关税收入约为 2880 亿美元，到 2035 年的增量关税收入为 1.85 万亿美元，约可对冲《大美丽法案》45%的增量赤字。其中，2025-2026 年累计增量关税收入约 3250 亿美元，可弥补期间由法案带来增量赤字的 74%。

图14：按年累计联邦政府关税收入



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位百万美元

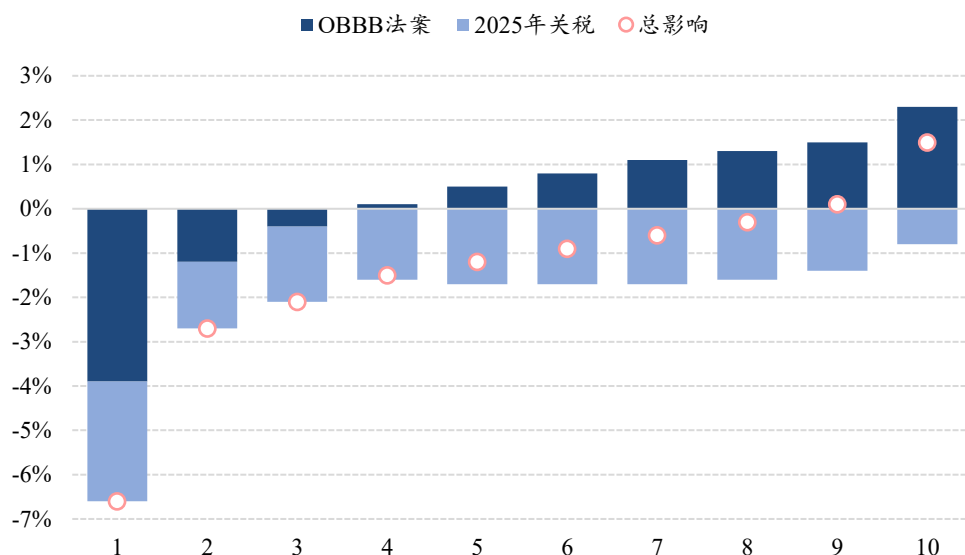
图15：不同关税和众议院版《大美丽法案》情景下美国债务增长测算



数据来源：CRFB，东吴证券研究所

而考虑目前全球对等关税尚未实际落地，未来的关税收入应高于目前测算的数字。CBO 测算了 2025 年的增量关税对财政赤字的影响。在 CBO 的模型中，基准情形下，考虑高额关税对贸易流量的影响后，截至 5 月 13 日的增量关税（包括对等关税）带来的收入在未来十年（2025-2035 年）将使基础赤字减少 2.5 万亿美元；若考虑更少的赤字降低了政府融资成本，则利息支出将减少 0.5 万亿美元，合计减少总赤字 3 万亿美元。若进一步考虑关税对经济的负面冲击，则可测算出关税收入在未来十年减少 2.8 万亿美元。若《大美丽法案》到期未延长，关税收入大约能对冲 68% 的法案总成本。但考虑到特朗普关税政策及其对经济影响的不确定性，真实的对冲效果可能和预期有较大偏差。

图16：《大美丽法案》与关税对美国不同收入分位群体税后收入影响



数据来源：The Budget Lab，东吴证券研究所；横轴表示收入分位数，纵轴表示税后收入百分比变化

经济影响方面，从收入分配视角看，结合 CBO 与耶鲁预算实验室的测算显示，以 2026-2034 年维度看，《大美丽法案》对美国 0-30% 分位中低收入群体的税后收入影响为

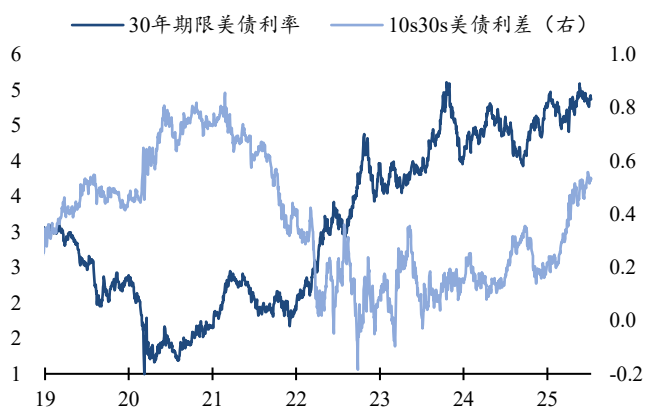
负，其中低收入分位群体受到的冲击幅度更大；2025 年关税政策同样呈现出负面冲击在中低收入群体中更为突出的特征。加总来看，关税与《大美丽法案》对美国最低 10% 收入群体的税后平均收入拖累幅度达到 6.6%，且收入分位在 0-80% 群体均遭受了净负面影响，只有最高 10% 收入群体在法案的正效应的提振下，完全对冲了关税对于收入的负面冲击，税后收入预计增长 1.5%。

4. 《大美丽法案》后，需要担忧美债供给冲击吗？

市场对于《大美丽法案》的关注点普遍在于增量的财政赤字、美国债务可持续性问題，以及由此衍生出的对于美债供给的担忧。相应的问题比如，若法案落地，是否会提升美国国债发行的速度和规模？长期美债期限溢价是否会继续攀升？国债的集中发行是否会冲击市场流动性？我们认为，因《大美丽法案》引发的有关美债供给问题，及与之相关的后市美债利率策略，应当从三个时间维度分析。

首先，当下来看，作为 2017 年特朗普减税法案的延续，《大美丽法案》对美国财政赤字、债务可持续性的影响已在 5 月初众议院过会时开始被市场关注，因此法案的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30 年期美债利率或 10s30s 期限利差的上行或告一段落。

图17: 30 年期限美债利率与 10s30s 美债利差



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图18: 美国财政部现金余额



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位十亿美元

其次，短期来看，《大美丽法案》对美债供给的直接冲击来自于债务上限相关条款。作为 FY2025 预算案协调指示的一部分，法案将当前法定公共债务上限由 36.1 万亿美元提升 5 万亿至 41.1 万亿美元，市场此前担忧的可能将于 8 月中旬到来的债务上限危机也随之解除。在债务上限提升后，随之而来的是财政部将在 2025H2 补发上半年未发的国债，包括首先增发短债以重建近期快速消耗的财政部现金账户 TGA，其次，中长期债券发行规模也可能在下半年抬升。对于前者，短债的集中发行可能迅速收紧市场流动性，对于后者，存在如 2023Q3 类似的长债发行超预期、推升期限溢价的风险。

而从近期财政部的发债思路以及 TGA 账户的趋势来看，我们认为上述美债供给压

力在今年三季度较为可控。①首先，由于债务上限危机“提前”解除，财政部可以在 TGA 耗尽前重启正常的国债发行，这在一定程度上缓解了财政余额需求和国债发行压力。截至 7 月 8 日，财政部的 TGA 存量为 2379 亿美元，远高于 2023、2021 年债务上限危机时的水平。②其次，针对债务上限解决后的国债发行问题，美国财政部在 7 月 8 日给出官方指引，表示将通过发行短期国债的方式逐步重建现金余额，在 7 月底达到 5000 亿美元，随后在 9 月底达到 8500 亿美元的目标水平，并且不会发行现金管理票据，而是依赖普通国库券，这意味着财政部有意放缓短债发行节奏、避免集中发行给市场流动性带来冲击。③再次，关税收入的增长有望进一步补充 TGA，缓解美债发行压力。如上文测算，今年剩余时间约有 925 亿美元的增量关税收入（对等关税生效后，这一数字应更高），这一现金流有望成为 TGA 的额外补充。④最后，贝森特曾多次表示更希望采用短期国债的方式来缓慢补充 TGA，当前利率水平下增加长期国债发行“毫无意义”，这也使得长期限美债面临的供给压力相对可控。截至 2025 年 6 月，美国存量国债中短期国债占比为 20.18%，刚刚回落至几十年来的均值水平附近，短债发行量仍有一定的提高空间。特别是，一季度财政部的再融资声明再次强调未来几个季度中长期国债发行节奏将保持不变，从过去几个季度的数据来看也确实如此，表明在吸取了 2023Q3 长债发行超预期冲击市场的经验教训后，财政部有意以各种方式缓解长期美债的供给压力。

图19：美国短期国债存量占比



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图20：2025 年一季度美国财政部再融资会议的国债发行计划与过往实际发行规模

TBAC RECOMMENDED US TREASURY FINANCING SCHEDULE FOR MAY 2025-JULY 2025 QUARTER

* BILLIONS OF DOLLARS

	Auction Month	2-Year Notes	3-Year Notes	5-Year Notes	7-Year Notes	10-Year Notes	20-Year Bonds	30-Year Bonds	5-Year TIPS	10-Year TIPS	30-Year TIPS	2-Year FRN
Historical Reference	Nov-24	69	58	70	44	42	16	25		17		28
	Dec-24	69	58	70	44	39	13	22	22			28
	Jan-25	69	58	70	44	39	13	22		20		30
	Feb-25	69	58	70	44	42	16	25			9	28
	Mar-25	69	58	70	44	39	13	22		18		28
Recommendations for this Refunding	Apr-25	69	58	70	44	39	13	22	25			30
	May-25	69	58	70	44	42	16	25		18		28
	Jun-25	69	58	70	44	39	13	22	23			28
Provisional Indications for Next Refunding	Jul-25	69	58	70	44	39	13	22		21		30
	Aug-25	69	58	70	44	42	16	25			8	28
	Sep-25	69	58	70	44	39	13	22		19		28
	Oct-25	69	58	70	44	39	13	22	26			30

数据来源：美国财政部，东吴证券研究所

最后，从中长期看，《大美丽法案》的顺利落地、TCJA 减税法案的如期延长意味着，债务的扩张有着较强的“路径依赖”，即使美国财政部通过增发短债、放缓发债节奏的方式缓释今年年内的美债供给风险，也难以改变美国债务可持续性的长期难题，这也意味着长期限美债利率的期限溢价易上难下。

从下半年的美债策略来看，大美丽法案落地后，美国财政政策难有增量，不确定性暂告一段落，美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。在难以预判的关税政策之外，美国经济的走向、货币政策可能存在的变数，决定了下半年美债利率值得关注的几个时点：①当前市场对 9 月美联储降息的预期比较强烈，我们认为，如果美国经

济没有超预期失速，存在鲍威尔出于维护货币政策独立性的考虑，选择在9月不降息的风险。如果8月的经济数据能够证伪9月降息预期，则届时2年美债利率将走高。②白宫曾表示2025年秋季将开始遴选、面试新一届美联储主席，9-10月预计市场将开始交易特朗普提名一位鸽派美联储主席，进而计入2026年下半年的降息预期，带动2年期美债利率走低。

5. 风险提示

美国关税政策不确定性风险，对关税的预测存在偏差，影响对法案的财政和经济效应测算的准确性；

美国财政赤字失速引发债务可持续性担忧，令美债利率超预期上行，财政赤字失速；

金融市场流动性风险再发酵，冲击美债市场需求，令美债利率超预期上行。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>