



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

一个不一样的 OBBB 解读

基本内容

OBBB 法案的光速通过得以让特朗普在 7 月 4 日留下耀眼的政治成果，也反映出了他在国内事务更强的掌控力。这种掌控力亦可用在更有效率的“开源节流”当中，尤其是从法案的细节来看，特朗普的减支决心并未退却。

新闻渲染的 10 年 4 万亿美元增赤的基线情形是 TCJA 等减税法案完全不续作，即现行法律基线 (Current Law)，我们认为更需要观察的是现行政策基线 (Current Policy) 下的边际赤字变化。在此视角下，美国实际增赤水平有限且与预期关税增收规模接近对冲；2029 财年起，年度赤字（相较于当前政策基线）将保持边际收缩，这意味着 OBBB 对经济的刺激相对温和。

进一步的，我们认为 OBBB 法案减支部分并没有被特朗普用作打压民主党的政治工具，反而体现出了一定的逻辑完备性，尤其是在部分减支方面对传统红州和摇摆州的伤害更深，这也更加能体现出他坚定的减支决心。

无论是 Medicaid 还是 SNAP 削减，背后都展现出了特朗普对“养懒汉”政策的排斥与修正，意在推动美国适龄人群更积极的工作意愿；这尤其体现在更加严格的工作要求以及“按劳分配”的中心思想。

MAGA 被赋予了太多负面解释，但往往忽视掉的是，“让美国再次伟大”不是依赖“虚体部门”的泡沫式繁荣，和高福利体系下的躺平养懒汉，而是依赖于“实体部门”的劳动产出，从而与减税政策形成正向驱动。特朗普期待的黄金时代更加需要每一个平凡的美国人努力工作，而非赋闲在家享受增长的转移支付红利。

换个角度看，特朗普做的是将拜登政策的普世价值观扭转，回到“资格审查优先于覆盖面的提升” (eligibility verification over enrollment)，这种有着清晰目标和路径的美国改革政策，才是需要重视的地方。

风险提示

1) 美国经济遭遇断崖式下跌，货币与财政政策再次被迫宽松，影响减支水平。2) 特朗普党内号召力下降。3) 特朗普新一轮关税的不确定性导致美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速。



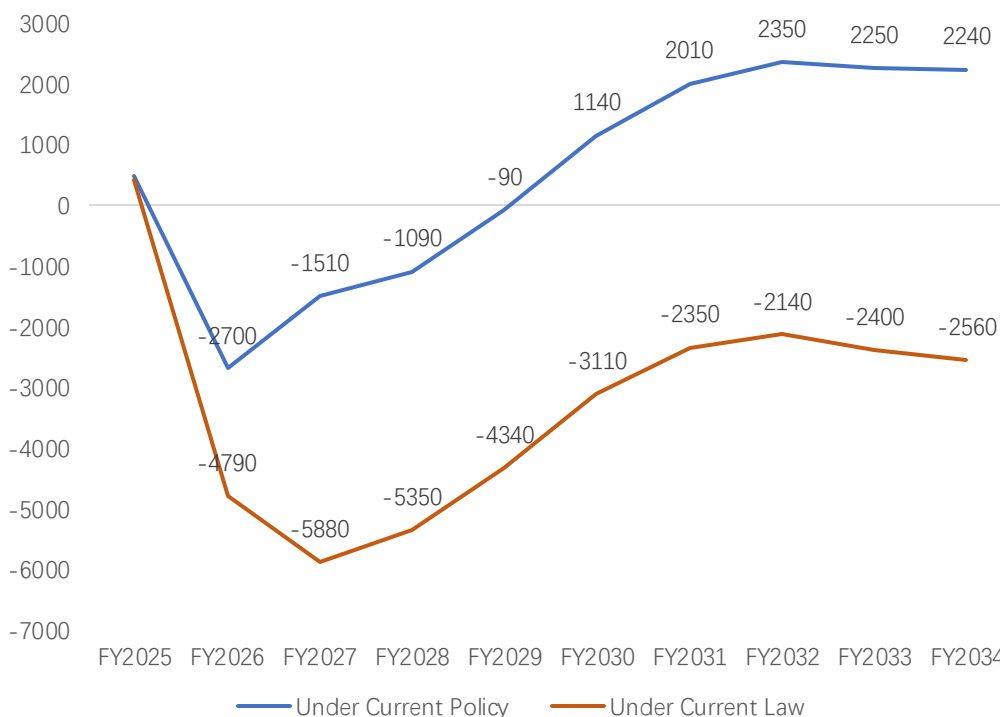
OBBB 法案的光速通过得以让特朗普在 7 月 4 日留下耀眼的政治成果，也反映出了他在国内事务更强的掌控力。这种掌控力亦可用在更有效率的“开源节流”当中，尤其是从法案的细节来看，特朗普的减支决心并未退却。

新闻渲染的 10 年 4 万亿美元增赤的基线情形是 TCJA 等减税法案完全不续作，即现行法律基线 (Current Law)，我们认为更需要观察的是现行政策基线 (Current Policy) 下的边际赤字变化。

尽管这种对比基准的变化被美国媒体口诛笔伐为“预算噱头 (Budget Gimmick)”；但从研究的角度看，这更能“就事论事”地聚焦于 OBBB 法案，也更能反映出对经济的边际影响。

在此视角下，美国实际增赤水平有限且与预期关税增收规模接近对冲；2029 财年起，年度赤字（相较于当前政策基线）将保持边际收缩，这意味着 OBBB 对经济的刺激相对温和。

图表 1：与当前状态对比（蓝线），OBBB 法案增赤水平相对有限(单位：亿美元)



来源：CBO, CRFB, 国金证券研究所

表 1：多数智库认为 OBBB 法案对经济的刺激相对温和

预测机构	截至2034年对GDP影响
CBO	0.40%
Joint Committee of Taxation	0.20%
Yale Budget Lab	-0.10%
Penn Warton Budget Model	0.40%
Tax Foundation	1.10%
AEI	0.40%
Tax Policy Center	0.40%

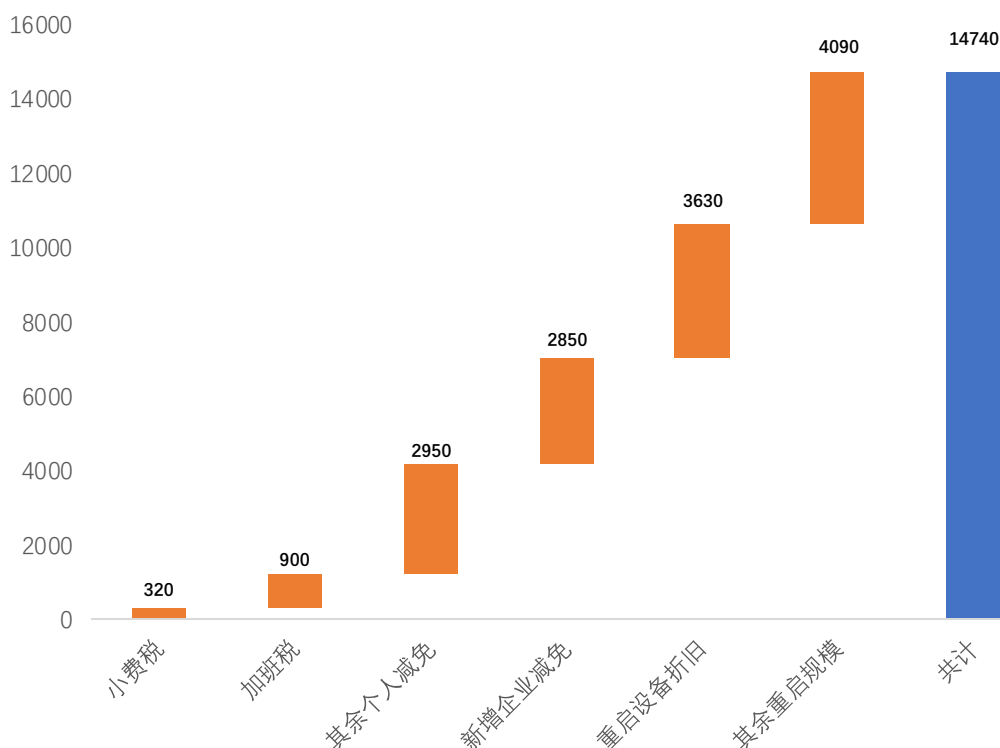
来源：AEI, 国金证券研究所

从新增的减税政策看，即暂不考虑法案对已生效项目在延期的基础上小幅扩张的部分 (expand upon extension)，10 年维度的总体减税规模约为 1.5 万亿。



此前造势较多的新增个人项目(包括小费税和加班税)共计减税约 4200 亿美元,新增的企业减税抵扣约 2850 亿美元,对企业设备投资加速折旧、抵扣的再激活等共计约 8000 亿美元。

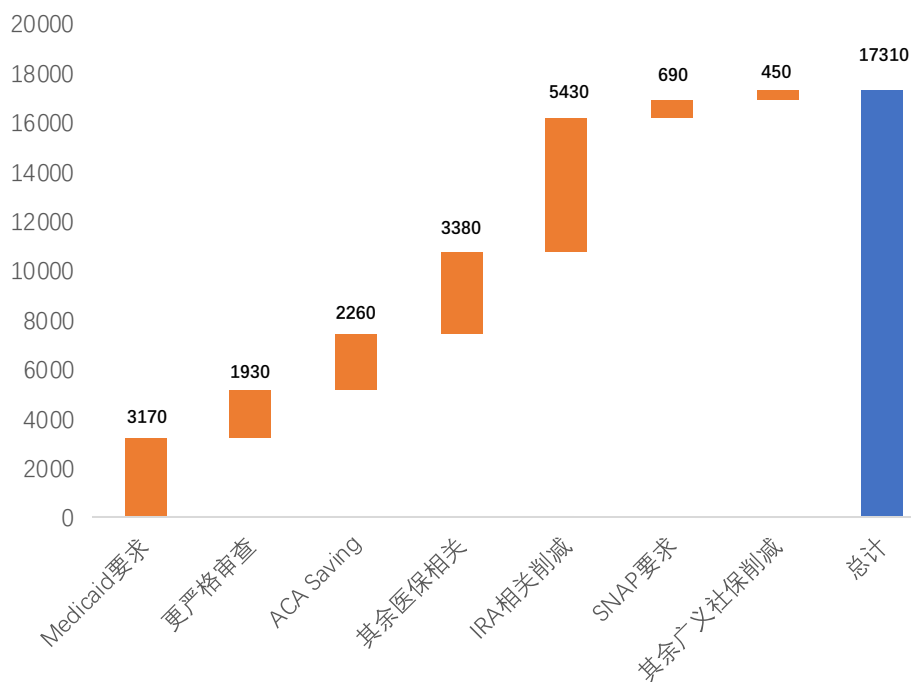
图表 2: 新增减税的规模并不突出 (单位: 亿美元, 10 年维度)



来源: CBO, CRFB, 国金证券研究所

从关键支出领域来看, 广义医保 (Medicaid 等)、广义社保 (SNAP 等)、IRA 补贴的 10 年维度削减分别为 1.08 万亿、1140 亿和 5400 亿美元。

图表 3: OBBB 的减支力度并不小 (单位: 亿美元, 10 年维度)



来源: CBO, CRFB, 国金证券研究所



诚然，OBBA 法案具有明显“赤字前置”的特征，即被广泛的理解为“今朝有酒今朝醉”，但相对的“后置减支”并不代表当前特朗普动摇了减少政府支出的意愿，这一点上依然存在较大的预期差。

进一步的，OBBA 法案减支部分并没有被特朗普用作打压民主党的政治工具，这反而体现出了一定的“大局观”；在部分减支方面甚至对传统红州和摇摆州的伤害更深，这也更加能体现出他坚定的减支决心。

图表 4：特朗普依然需要直面赤字这一根本问题，减支是绕不去的坎



来源：FRED，国金证券研究所

无论是 Medicaid 还是 SNAP 削减，背后都展现出了特朗普对“养懒汉”政策的排斥与修正，意在推动美国适龄人群更积极的工作意愿；这尤其体现在更加严格的工作要求以及“按劳分配”的中心思想。

MAGA 被赋予了太多负面解释，但往往被忽略的是“让美国再次伟大”并不依赖“虚体部门”的泡沫式繁荣，和高福利体系下的躺平养懒汉，而是依赖于“实体部门”的劳动产出，从而与减税政策形成正向驱动并降低政府支出水平。

特朗普期待的黄金时代更加需要每一个平凡的美国人努力工作，而非赋闲在家享受增长的转移支付红利，OBBA 法案对于福利领域资格的收紧成为其具象化的第一步。

图表 5：政府转移支付占个人总收入比重的上升亦是养懒汉的体现



来源：FRED，国金证券研究所

众多新闻提到在 OBBA 法案下约有一千多万人会失去医保资格，但这个数字存在重复计算和夸大的成分。将数字拆解后可以发现，其政策核心在于避免骗保和躺平行为，尤其是对于非法移民的排除，以及对于适龄人群更严格的资格要求：必须融入社区且参与学习/工作/志愿者活动以获得医保资格。



表 2: Medicaid 新规体现出了“不养懒汉”和拒绝骗保的政策思路

类别	数量(万人)	注释
非法移民	140	无
不积极学习/工作的适龄人群	480	OBBB 对适龄参保者提出了社区参与要求，每周至少工作、学习或志愿服务 20 小时，才有资格获得医疗补助
适龄人群的资格再审查	160	增加对身体健康、工作年龄的 Medicaid 扩展参保者的资格检查，但 Medicaid 并非这些人群唯一的保障来源
Obamacare 的不当申领者	310	加强验证新参保者和再参保者滚动续作的资格
终止过度补贴	420	包括医保的自然到期，以及过度补贴的取消，该变化与 OBBB 无关

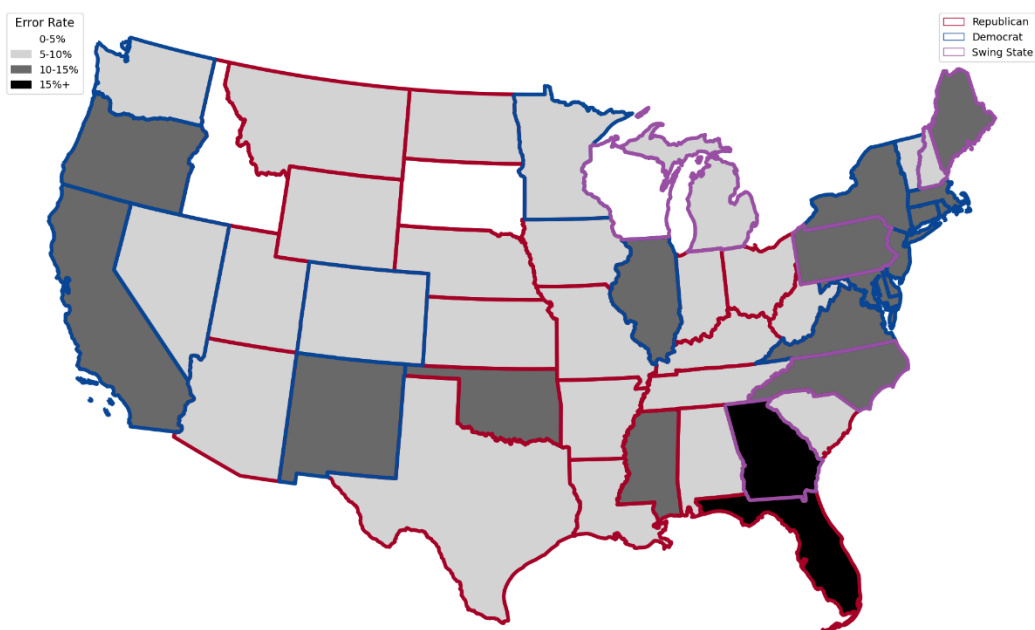
来源: paragoninstitute, 国金证券研究所

换个角度看，特朗普做的是将拜登政策的普世价值观扭转，回到“资格审查优先于覆盖面的提升”(eligibility verification over enrollment)，这种有着清晰目标和路径的美国改革政策，才是需要重视的地方。

而 SNAP 部分则更能够看出特朗普减支的决心，OBBB 法案的新标准是基于每个州错误发放率(error rate: 包括发放过度和发放不足)来确定未来“州政府承担”的比重(间接减少了联邦层面的支出)。在此机制下，州政府有更大的动力去做更严格的资格审查。

我们可以明显地看到，特朗普并没有明确的偏向“红州”或摇摆州。反而佛罗里达等传统红州因为其众多的非法移民以及更高的错误率，需要承担更多的 SNAP 支出义务。同时摇摆州(紫色边界)减支的幅度并不低；在 2024 年大选 7 个摇摆州中的 4 个(缅因州，宾州，北卡以及佐治亚州)都面临约 10% 的联邦层面 SNAP 支出削减(即潜在的更严格的 SNAP 资格审查)。

图 6: 从 SNAP 的减支幅度来看，特朗普并没有明显的政治偏好

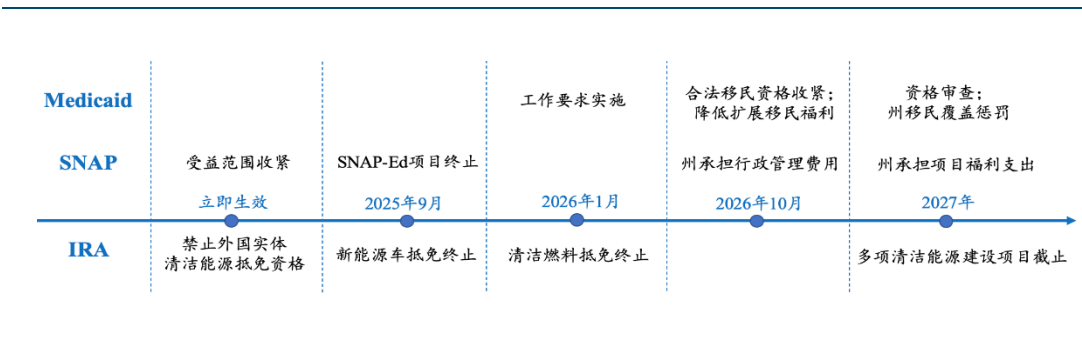


来源: CNN, 美国农业部, 国金证券研究所

从时间上来看减支的节奏也并不拖沓。Medicaid 和 SNAP 资格收紧(包括工作时限，公民身份等)大多在 2026 年 10 月就陆续开启，而 IRA 的大规模补贴以及 SNAP 受益范围的调整则更是在年内就将落地(或已经落地)。



表 3：特朗普减支的节奏并不拖沓，且存在州政府靠前施行的可能



来源：AEI, kff, frostbrowntodd, 白宫, 国金证券研究所

在此机制下，不排除部分州为了迎合特朗普的政治诉求而选择从快从严实行减支工作；但无论如何，这些措施在明年中选之前都会越发的显性化存在。

总的来说，仅针对 OBBB 的减支部分而言，与其说是大义灭亲，不如说是一视同仁。从政治上讲，特朗普所付出的成本是更高昂的，不仅会降低他在摇摆州的支持率，甚至会对其基本盘产生冲击。然而在宏观视角下，这反而更能说明其减支的坚定决心。

风险提示

- 1) 美国经济遭遇断崖式下跌，货币与财政政策再次被迫宽松，影响减支水平。
- 2) 特朗普党内号召力下降。
- 3) 特朗普新一轮关税的不确定性导致美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究