

大而美法案最终过会，落地实施或加剧美国财政脆弱性

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

2024 年中期宏观经济展望：

虚云散尽见真章，厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望：行稳
方致远，温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望：内
生动能亟待改善，政策加码
正当时

宏观专题：透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 大而美法案最终过会，落地实施或加剧美国财政脆弱性

当地时间周四，美国众议院以 218 票对 214 票的微弱优势，在特朗普设定的 7 月 4 日最后期限前正式通过了特朗普政府《大而美法案》（OBBA）的立法。这项立法或是特朗普任内最大的立法行动，法案落地更标志着美国财政政策的重大转向。

聚焦到法案本身，《大而美法案》的核心内容可被归纳为以下四点：

第一，大幅减税和少量增税。减税措施包括延续和扩展 2017 年的《减税与就业法案》，即永久性降低个人所得税、长期将企业税率维持在 21% 的低位等。同时法案还增加了对标准扣除额、子女税收抵免、遗产税免税等方面调整，提出小费及加班收入免税等，进一步减轻个人税负。而州和地方税（SALT）扣除上限被提高至 4 万美元。

增税措施则主要包括废除电动汽车税收抵免和增加外国公司报复税（即 899 条款）等，其中 899 条款短期可能为美国财政增收，但中长期或因资本外流和融资成本上升等反而抵消收入甚至拖累美国增长，因此市场对此争议较大。法案最新进展显示，该 899 条款即将被特朗普政府要求从草案中删除，以换取美国公司被豁免于部分由其他国家征收的税项。

根据美国国会预算办公室（CBO）针对众议院版本税改相关内容的评估，仅法案中的延长减税措施在未来十年就将带来超过 4.5 万亿美元支出成本，总体税改相关措施在 2025-2034 财年将增加联邦赤字约 3.6 万亿美元。

第二，减少支出。为抵消减税带来的财政负担，法案提出大规模开支削减措施，主要包括在医疗保健领域收紧医疗补助（Medicaid）、在食品领域收紧补充营养援助计划（SNAP 计划）、在教育领域限制学生贷款并削减教育补贴、在能源环境领域削减绿色能源相关支出，预计总体将使 2025-2034 财年赤字减少约 1.68 万亿元。

第三，增加开支。法案计划增加对国防与边境安全的投入，预计总体将使 2025-2034 财年的赤字增加约 0.48 万亿元。

第四，提高债务上限。众议院版本的法案提议将联邦政府法定债务上限提高 4 万亿美元，负责任联邦预算委员会（CRFB）支出，这将超越 2021 年底单独通过的 2.5 万亿美元美元债务上限增加额度，成为美国历史上最大幅度的债务上限提升。而最

终获立法通过的美国参议院对众议院版本的修改版本显示，将债务上限进一步提高至 5 万亿美元，比众议院版本增加 1 万亿。

综合《大而美法案》现有的所有内容，参众两院最终能够达成的妥协指向财政更大力度扩张。根据 CBO 测算，2025-2034 财年的初级赤字将增加约 2.4 万亿美元，第三方机构的测算是增加 2.6-2.8 万亿美元。联邦预算委员会（CRFB）的最新测算则显示，参议院的版本将增加 3.4 万亿美元的财政赤字，较众议院版本的 2.4 万亿美元幅度更大。

更值得注意的是，法案中存在减税前置与削减支出后置，意味着 2025 年下半年将面临更大的财政压力。如个税减免、小费免税等减税措施将于 2025 年法案落地后立即生效，但很多支出削减措施，如收紧医疗补助和补助等措施将从 2026 年底或 2027 年初才开始实施。按 CBO 预测的 4% 左右美国名义增长估算，2026 年至 2028 年美国赤字率可能持续位于 7% 以上，2026 年甚至高达 7.4%，这对于美国的财政可持续叙事无疑是进一步的打击。对于 2025 年下半年而言，短期财政赤字压力更大，美债供给对市场的压力明显攀升。

在美国赤字问题日益加剧且美国政府缺乏收紧财政政策意愿的背景下，任何通过延长期限或税收调整债务名义价值的尝试都会恶化现有赤字的融资环境，外国投资者参与意愿也将大幅降低。因此，还需关注下半年美国财政部可能尝试的其他赤字应对方案，如推动美债持有者从外国投资者向国内投资者的转移，即通过以短期美债为支撑的美元稳定币来吸引国外资金以缩短外国投资者的久期敞口，同时通过监管豁免、税收优惠等措施激励美国国内购买长期美债。本质是通过调动国内储蓄资源吸收更多美债供应压力，来为美国政府争取更多时间，但这一过程要求美债收益率进一步提高，以补偿国内投资者承担的信用风险溢价。

从目前的情况来看，《大而美法案》的实施总体对美国经济增长的影响可能较小，据美国税务联合委员会（JCT）和沃顿商学院的分开估计，该法案对美国 2025-2034 年 GDP 增速的影响大约是 0.4%，但该法案在下半年乃至特朗普 2.0 任期内进一步加剧美国财政脆弱性的确定性较高，且在当前美国财政赤字不断扩大的背景下应对措施存在诸多局限性，将导致美元信用折价和储备货币更迭成为长时间的议题。

1.2 非农数据凸显美国劳动力市场韧性，美联储维持观望策略

当前美国劳动力市场持续展现出较强韧性。6 月非农就业新增 14.7 万人，连续第

四个月超出市场普遍预测水平，失业率进一步下降至 4.1%。其他劳动力市场数据显示，上周初请失业金人数降至六周低点，5 月份职位空缺升至 11 月以来最高水平，进一步佐证美国劳动力市场似乎有效抵御了特朗普政府贸易和移民政策带来的不确定性冲击。同时，美国 5 月核心 PCE 指数同比增长 2.7%，创下 2025 年 2 月以来新高，显示美国通胀粘性仍强。

劳动力市场强劲表现或延长美联储政策观望期。此前美联储官员已明确将就业稳健作为维持利率决策审慎性的关键依据，当前数据进一步强化这一立场。同时，特朗普政府加征关税对美国核心商品价格的传导效应大概率将于三季度显现，叠加当前美国通胀水平并未明显降温，且近期特朗普表示将重新设定单边关税税率——要求各国自 8 月 1 日起适用重新设定的税率（最高达 60%-70%，基础水平为 10%-20%），明显高于 4 月“解放日”时推出的关税水平，如果税率正式确定，美国经济或经历更长时间的高通胀。在此背景下，美联储或更倾向于维持政策耐心，7 月大概率仍将保持利率水平按兵不动，最早的政策调整窗口或出现在 9 月议息会议，年内可能降息 1-2 次。

积极数据对美元的影响不具有可持续性。由于就业数据强劲降低市场对美联储近期的降息预期，非农数据公布后美元指数短线拉升约 40 点，但随后迅速震荡回落，反映出市场对美元信心的弱化。在美国财政赤字不断扩大和美国政策不确定性高企的背景下，美元信用不断走弱，叠加《大而美法案》的通过进一步加剧市场对美国财政可持续性的担忧，“美国例外论”加速褪色，导致当前美元对负面数据的敏感度明显高于正面数据。预计短期内美元仍承压，将呈现弱势震荡格局。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1：国内重点事件表

货币	● 本周货币投放：本周，中国央行共开展 6522 亿元逆回购操作，因本周共有 20275 亿元逆回购到期，因此本周实现全口径净回笼 13753 亿元。
财政	● 上半年新增专项债发行超 2 万亿元，预计三季度将进一步提速。据统计，今年上半年，各地发行地方债规模与 2024 年同期相比增长约 57.2%。新增专项债发行进度也在加快，今年上半年各地发行新增专项债规模较 2024 年上半年增长约 44.7%。二季度末地方债发行已经出现加速的趋势，作为传统的地方债集中发行季度，预计今年三季度地方债发行也将有所加速，单季度新增专项债发行规模或接近 2 万亿元。 ● 今年 8000 亿元“两重”建设项目清单全部下达完毕。近日，国家发展改革委安排超 3000 亿元支持 2025 年第三批“两重”建设项目。至此，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。“硬投资”方面，2025 年“两重”建设共安排 8000 亿元支持 1459 个项目，涉及长江流域生态修复、长江沿线重大交通基础设施、西部陆海新通道、高标准农田、重大水利工程、城市地下管网、“三北”工程、医院病房改造和普通高中建设等农业转移人口市民化、高等教育提质升级等重点领域。
景气水平	● 国家统计局：6 月份制造业采购经理指数继续回升，新订单指数回升至扩张区间。6 月份中国制造业采购经理指数为 49.7%，较上月上升 0.2 个百分点，连续 2 个月上升。在调查的 21 个行业中，有 11 个位于扩张区间，比上月增加 4 个，制造业景气面有所扩大。6 月份，随着外部干扰因素影响减弱，我国制造业回归正常运行轨道，经济内生动力稳定释放，市场需求整体止降回升，新订单指数为 50.2%，在连续 2 个月运行在 50% 以下后回到扩张区间。 ● 财新 6 月中国制造业 PMI：制造业景气重回扩张，企业预期仍待改善。6 月财新中国制造业 PMI 各分项指数，涨跌互现。其中生产指数和新订单指数均从收缩区间再度回到荣枯线上方，前者录得七个月新高，新出口订单指数、就业指数和原材料购进价格指数均在收缩区间上升。尽管生产和需求改善，但不确定性仍让企业对增加采购相对谨慎，采购量指数在收缩区间降至九个月新低，加之生产加快，原材料库存指数从扩张区间降至荣枯线，企业更多动用库存交付订单，产成品库存指数降至收缩区间。 ● 据财新：6 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 50.6，较 5 月回落 0.5 个百分点，景气度在扩张区间下行至 2024 年四季度以来最低。
房地产	● 中指研究院：6 月百城二手住宅均价同比下跌 7.26%。6 月，百城二手住宅均价环比下跌 0.75%。当前多数城市二手房市场延续“以价换量”行情。
进出口	● 商务部：自 2025 年 7 月 5 日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税。商务部公布对原产于欧盟的进口相关白兰地反倾销调查的最终裁定，调查机关最终裁定，原产于欧盟的进口相关白兰地存在倾销，国内相关白兰地产业受到实质损害威胁，而且倾销与实质损害威胁之间存在因果关系。国务院关税税则委员会根据商务部的建议作出决定，自 2025 年 7 月 5 日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国

- **“大而美”法案在美国会众议院表决通过，只待总统签署。**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“大而美”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。预计接下来，该法案将送至白宫，在经过美国总统特朗普签署后正式颁布。
- **鲍威尔重申美联储在降息前需等待更多数据，未排除 7 月行动可能性。**美联储主席鲍威尔在辛特拉央行官员年会上表示重申，美联储计划在降息之前“等待并了解更多”关税对通胀的影响，再次未理会特朗普总统要求立即大幅降息的呼吁。不过，他也拒绝排除美联储在 7 月 29-30 日会议上降息的可能性。
- **美国核心 PCE 年率升幅高于预期。**美国 5 月核心 PCE 物价指数年率录得 2.7%，高于预期的 2.6%，创 2025 年 2 月以来新高。美国 5 月核心 PCE 物价指数月率录得 0.2%，市场预期持平于 0.1%。
- **受关税影响，美国制造业陷入疲软。**美国制造业在 6 月份仍然低迷，新订单低迷，投入价格攀升，这表明特朗普政府对进口商品征收的关税继续阻碍企业提前计划的能力。最新的数据显示，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 从 5 月的六个月低点 48.5 微升至 49.0。这是 PMI 连续第四个月低于 50，这表明占经济 10.2% 的制造业出现收缩。
- **美国非农数据远超预期，或缓解美联储降息压力。**美国 6 月非农就业人数增长 14.7 万，这不仅高于 5 月的 14.4 万新增岗位，也大幅超越市场普遍预测的 11 万，显示美国劳动力市场或成功抵御了特朗普政府贸易和移民政策带来的不确定性。这一意外强劲的数据将减轻美联储的降息压力，尽管特朗普多次公开呼吁该行采取降息行动。美联储主席鲍威尔本周表态称，7 月降息“仍在考虑范围内”，这似乎扭转了他此前“维持利率不变至秋季”的立场。
- **美国失业率意外下降。**美国 6 月失业率录得 4.1%，数据意外下降。
- **美国上周初请失业金人数降至六周低点。**美国劳工部周四公布数据显示，在截至 6 月 28 日当周，经季节调整后的初请失业金人数下降 4000 人至 23.3 万人，创下自 5 月中旬以来的六周新低，低于经济学家预测的 24 万人。然而截至 6 月 21 日当周的续请失业金总人数仍维持在 196.4 万人的高位，这是自 2021 年秋季以来的最高水平。
- **美国职位空缺意外升至去年 11 月以来最高。**美国 5 月份的职位空缺意外上升至去年 11 月以来的最高水平，裁员人数下降，表明尽管经济存在不确定性，但劳动力市场保持稳定。美国劳工统计局周二公布的数据显示，就业岗位从 4 月份修正后的 740 万个增至 777 万个。
- **“小非农”人数录得负值。**美国 6 月 ADP 就业人数减少 3.3 万人，为 2023 年 3 月以来最大降幅。
- **美国 6 月挑战者企业裁员人数录得 4.7999 万人，为 2024 年 12 月以来新低。**
- **美联储博斯蒂克：美国经济可能会经历更长时间的高通胀。**这可能会渗透到消费者心理中，企业可能需要一年或更长时间来适应贸易和其他政策正在发生的变化。这暗示了在降息前需要保持耐心的理由。“劳动力市场状况总体上保持健康”，尚未显示出可能需要先发制人降息的恶化迹象。他表示，目前就业、经济增长和通胀方向的高度不确定性“不是货币政策重大转变的时候”，他认为 FOMC 目前的观望态度仍是适当的。

欧洲

- **欧元区服务业 6 月恢复温和增长。** HCOB 欧元区服务业 PMI 终值从 5 月份的 49.7 升至 6 月份的 50.5，高于初值 50.0。6 月份，包括制造业和服务业在内的综合 PMI 从 50.2 微升至 50.6，创下 3 个月高点，但仍仅显示出温和增长。该综合指数显示，整体新业务连续第 13 个月下滑，不过收缩率降至 49.7。

日韩

- **日本首相石破茂：有足够的钱用来发放现金。** 日本首相石破茂周三表示，他计划利用税收、非税收入和未动用预算带来的盈余，为旨在帮助家庭应对物价上涨的现金发放提供资金。周三，日本财务省表示，由于企业利润强劲和通胀上升，截至 3 月份的上一财年的税收收入连续第五年创下历史新高。

关税政策

- **英国政府表示，英美贸易协议正式生效。** 根据协议内容，英国汽车制造商现在可以在 10% 的关税税率下向美国出口汽车。同时，针对飞机发动机及航空零部件等商品的 10% 关税已被取消，并承诺将关税长期维持在 0%。
- **加拿大取消数字服务税，以推进与美国贸易谈判。** 加拿大总理卡尼与美国总统特朗普一致同意，各方将重启谈判，以期在 2025 年 7 月 21 日前达成协议。
- **特朗普对美日贸易谈判表示失望，贝森特警告将提高关税。** 美国总统特朗普对美日贸易谈判表示失望。与此同时，财长贝森特警告称，尽管双方进行了真诚的谈判，但随着 7 月 9 日最后期限临近，各国可能会收到大幅提高关税的通知。特朗普在社交媒体上发文称，日本不愿进口美国大米，表明各国在对待“美国的问题上已经被宠坏了”。白宫发言人白宫发言人莱维特表示，如果各国“不真诚地坐下来谈判”，特朗普将与其贸易团队会面，制定相应的关税税率。
- **特朗普称美国或与印度达成贸易协议，但威胁对日本征收更高关税。** 美国总统特朗普周二表示，美国可能与印度达成一项贸易协议，同时对与日本是否能达成的协议表示怀疑。特朗普暗示，他可能会对从日本进口的商品征收 30% 或 35% 的关税，远高于他在 4 月 2 日宣布的 24% 的关税税率。
- **特朗普：与越南达成贸易协议，越南市场将对美国全面开放。** 条款规定，越南将向美国支付 20% 的关税，适用于任何进入我们领土的商品，且对任何转运货物征收 40% 的关税。作为回报，越南将做一件前所未有的事情，那就是向美国完全开放市场进行贸易。换句话说，他们将“向美国开放市场”，这意味着我们将能够以零关税向越南销售我们的产品。
- **美国为恢复对华乙烷出口扫清障碍。** 美国周三为恢复对华乙烷出口扫清了障碍，向生产商 Enterprise Products Partners 和 Energy Transfer 发函取消了几周前刚刚实施的限制性许可要求，这表明美中贸易休战正在走上正轨。周三解除许可证要求的信函是在美国和中国上周解决了有关向美国出口稀土矿物和磁体的问题之后发出的。
- **特朗普最早周五发函告知贸易伙伴单方面关税税率。** 特朗普表示，美国最早可能于周五（当地时间 4 日）开始向贸易伙伴发送信函，单方面设定关税税率，而 7 月 9 日是谈判的最后期限。当被问及是否可能延长谈判时，美国财政部长贝森特周四早些时候表示，特朗普将做出最终决定。
- **欧盟寻求与美国就贸易达成“原则性协议”。** 欧盟委员会主席冯德莱恩表示，欧盟的目标是在 7 月 9 日之前与特朗普政府达成一项“原则性协议”，而不是一项更全面的协议。冯德莱恩表示，不可能在特朗普政府的 90 天窗口期内与美国达成详细协议。她说，由于贸易关系的数量和复杂性，与美国谈判是“一项艰巨的任务”。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3：下周重点

7.7 星期一	(暂无)
7.8 星期二	(暂无)
7.9 星期三	9:30 中国 6 月 CPI、PPI 同比
7.10 星期四	20:30 美国 7 月 5 日当周首次申请失业救济人数(万人)
7.11 星期五	(暂无)

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600