

海外周报 20250629

特朗普《大美丽法案》开始闯关参议院

2025 年 06 月 29 日

■ **核心观点：**本周以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨，美联储理事 Waller 与 Bowman 的鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大幅走低，10 年期美债利率下至 4.277%，美元指数下行至 97.4；黄金与原油价格在避险情绪大幅降温的情况下分别下跌 2.79% 和 12.56%。在美国部分批发商“抢进口”行为告一段落后，本月分析师大幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期，同时维持美联储 Q3 首次降息，全年降息 2 次的预期不变。向前看，特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段，在于 8 月中下旬来临的 X Date 前提高债务上限的需要或令法案最终通过的“Deadline”为 7 月 31 日。

■ **大类资产：**以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨，鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大跌。本周以伊冲突局势整体有所缓和，加之白宫方面表示 7 月 9 日对等关税暂停“截止日”存在进一步延期的可能，市场情绪得到提振，美股大涨；而美债利率则在美联储部分官员鸽派发言和经济数据走弱的影响下大幅走低。整体来看，全周（6 月 23 日至 27 日）10 年期美债利率降 9.83bps 至 4.277%，2 年期美债利率降 15.97bps 至 3.748%，美元指数跌 1.32% 下行至 97.4；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 3.44%、4.25%；黄金和原油价格则在避险情绪降温的背景下大幅走低。前者全周收跌 2.79% 至 3274 美元/盎司，后者全周收跌 12.56% 至 65.2 美元/桶。

■ **海外经济：分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面，**美国 6 月咨商会消费者信心指数意外降至 93，预期 99.8，前值 98.4；现状指数和预期指数均下降。其中劳动力差异指数（认为工作机会很多的净比例）触及疫情以来最低水平，预期收入会增加的消费者百分比从 18.6% 降至 16.3%。美国 6 月标普全球制造业 PMI 录得 52，预期 51，前值 52；服务业 PMI 录得 53.1，预期 53，前值 53.7。**地产方面，**美国 5 月新屋销售环比-13.7%，预期-6.7%，前值由+10.9% 下修至+9.6%，为 2022 年 6 月以来的最大降幅。**增长方面，分析师小幅上修 Q2 美国增长预期。①模型：**截至 6 月 27 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.9%；截至 6 月 27 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.72%。**②分析师：**根据彭博在 6 月 20-25 日对 82 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 **2.1→0.8→1.2%**，对 Q2 GDP 增速较上月大幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 35%，较前值 40% 小幅下修。**通胀方面，分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师：**最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 **2.5→3.1→3.3→3.1%**，PCE 同比增速分别为 **2.3→2.9→3.1→2.9%**，其中对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值均有小幅下修。**②交易员：**最新通胀掉期显示，交易员预期 6-7 月 CPI 同比为+2.65%、+2.79%，即预期通胀延续 5 月开始的反弹趋势。**货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①分析师：**最新分析师一致预期 25Q3-25Q4 美联储政策利率上限分别为 **4.25→4.00%**，即预期下一次降息在 25Q3。**②交易员：**最新联邦基金期货模型显示，交易员**充分预期 2025 年 9 月首次降息，到 12 月累计降息 2.56 次/64.1bps**，美联储理事 Waller 与 Bowman 释放的 7 月降息信号，使得交易员押注更鸽派的货币政策路径，因此较分析师预期更加鸽派。

■ **海外政治：《大美丽法案》进入参议院讨论阶段，最终通过日期或为 7 月 31 日前。**6 月 29 日，美国参议院以 51-49 票通过“动议推进(motion to proceed)”，开始审议众议院 5 月 22 日通过的《大美丽法案》。随后，《大美丽法案》将先后进入全院辩论→修正案表决→最终表决阶段。如果参议院成功通过修正案，则法案将被打回众议院审议表决。在两院解除争议后，《大美丽法案》将移交特朗普签字通过，完成立法。特朗普的理想日期 7 月 4 日美国国庆前通过该法案。根据 BPC 估算，美国财政部的 TGA 账户可能在 8.15-10.3 之间耗尽，若届时债务上限没有提高，

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

《Risk-off 阶段开启，risk-on 后转向成长》

2025-06-24

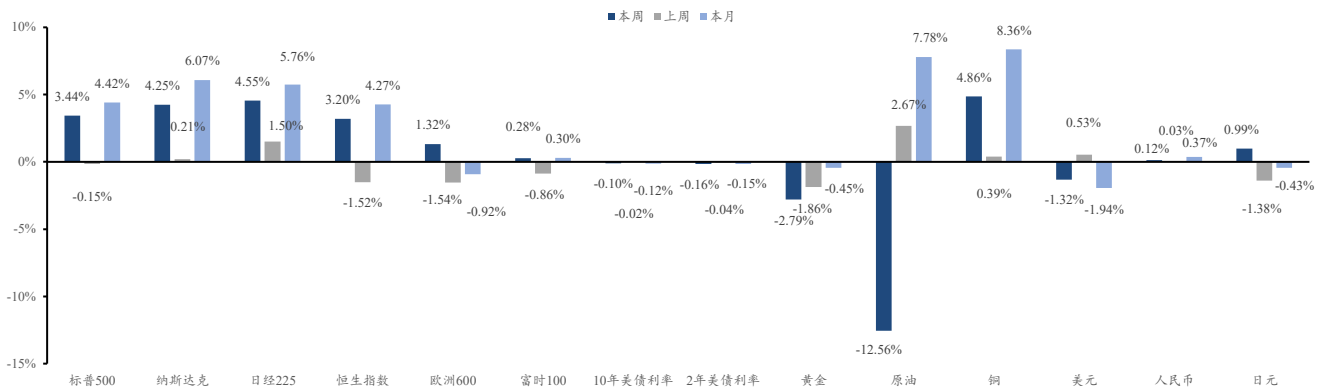
《防御在前，反攻在后》

2025-06-23

则美国将再临债务危机。而提高债务上限的条款就在《大美丽法案》中。考虑到8月美国国会将整月休会，因此《大美丽法案》的“Deadline”可能是7月31日。此外根据CRFB估算，与众议院未来十年3万亿美元的赤字增加相比，参议院版本赤字可能在3.5万亿美元。悲观情况下，这一规模可能达到4.2-4.5万亿美元。同时参议院预期更宽松的《大美丽法案》或将未来十年美国公共债务率从众议院版的124%提升至125-128%之间。

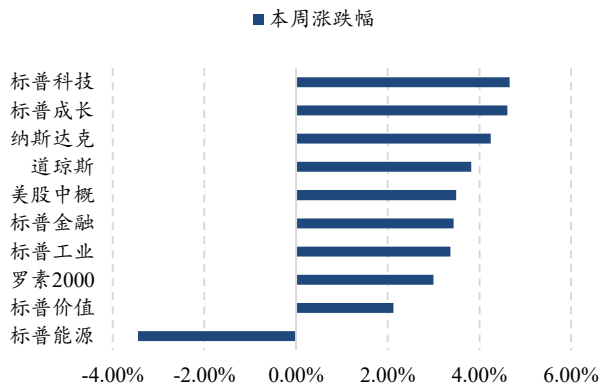
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：全球大类资产表现一览



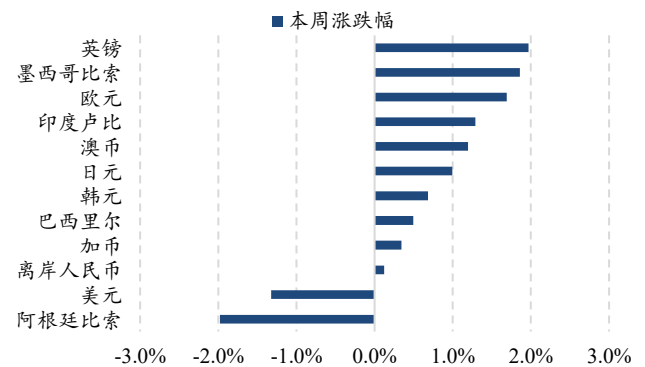
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅

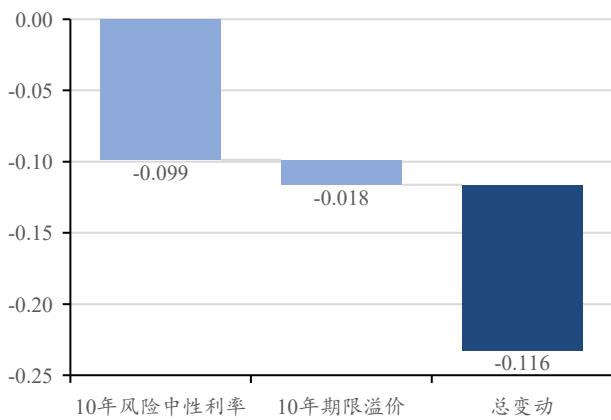


数据来源：彭博、东吴证券研究所

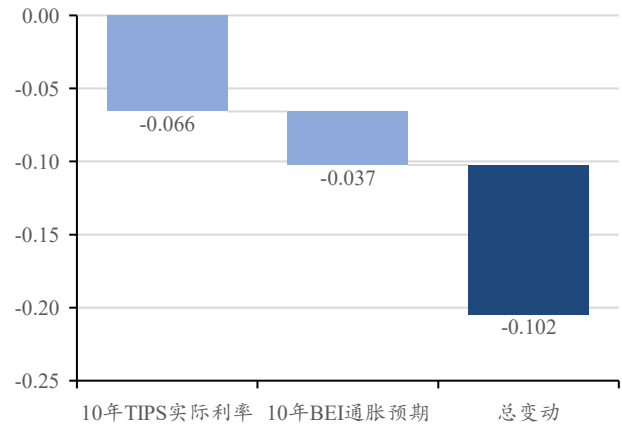
图4：10年、2年美债利率与利差



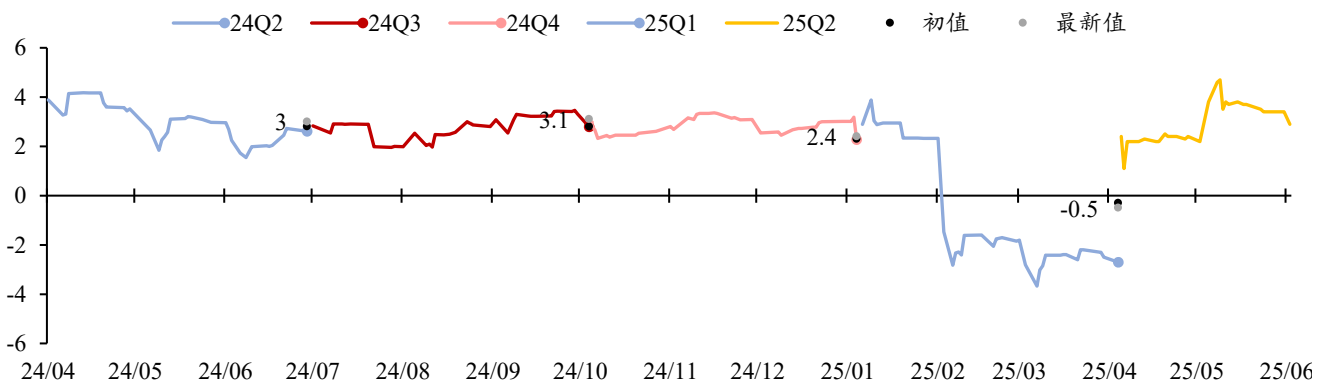
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10 年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）


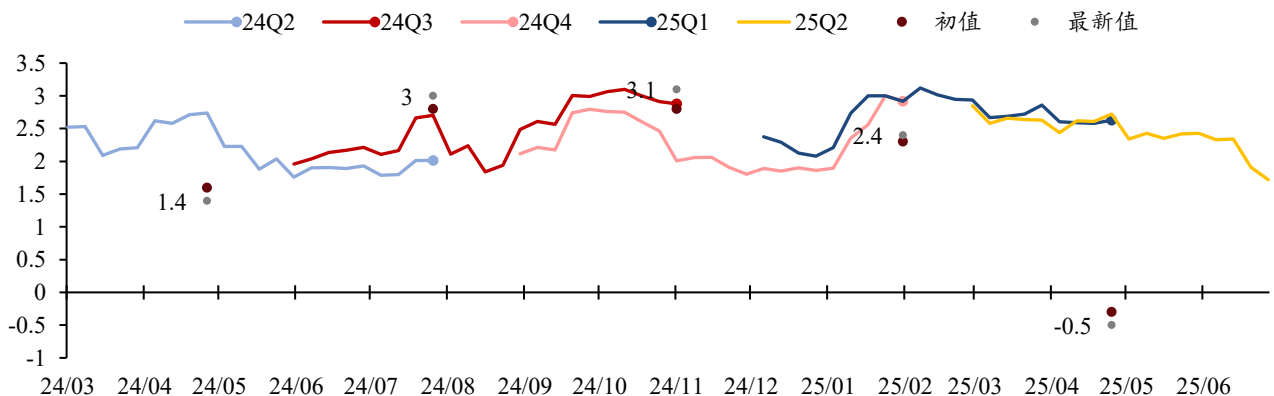
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10 年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

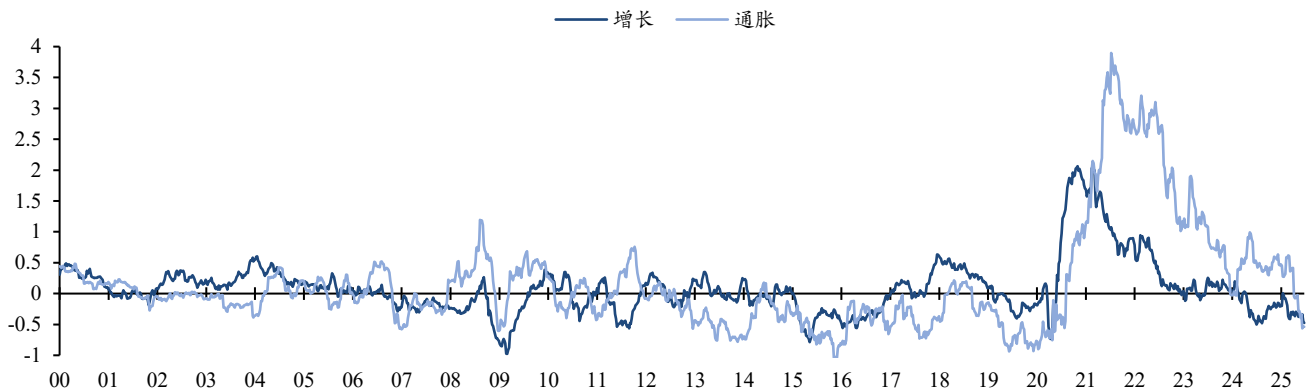
图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



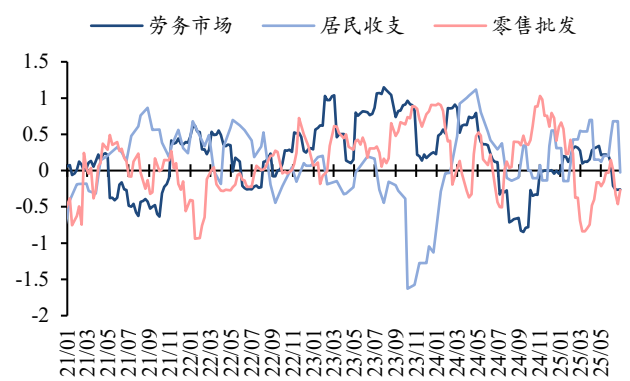
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



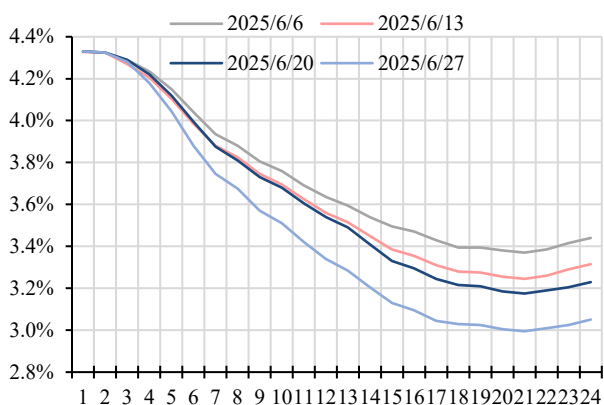
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



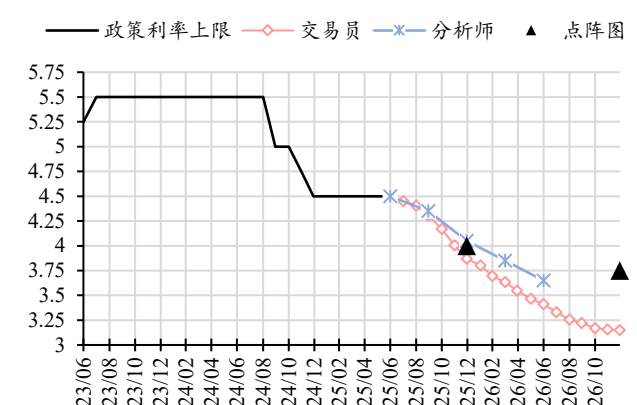
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



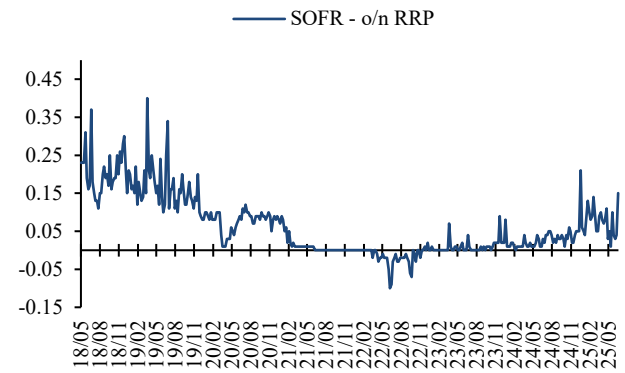
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



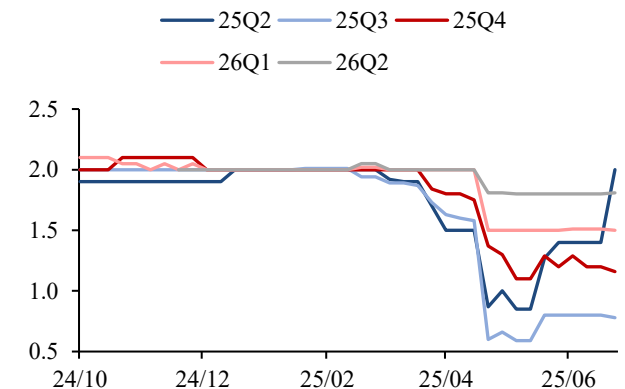
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对未来1年美国经衰退一致预期



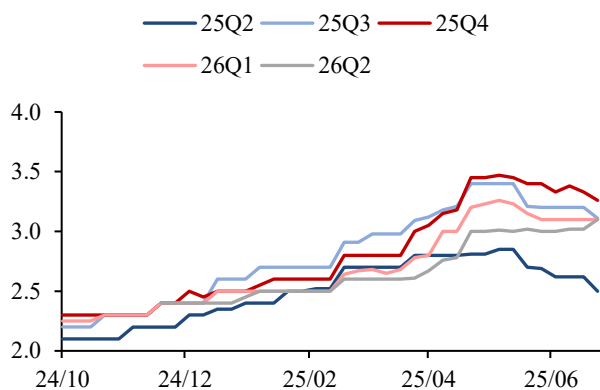
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位为%

图19: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 GDP 一致预期



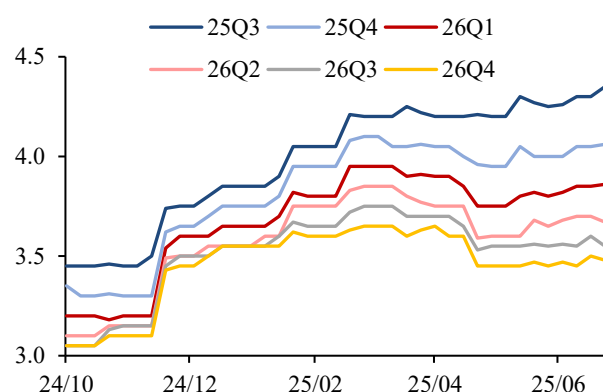
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图20: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 CPI 一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

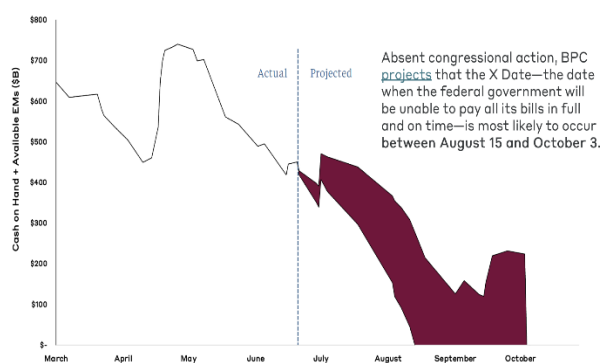
图21: 分析师对 25Q3-26Q4 美联储政策利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, 政策利率为联邦基金利率上限

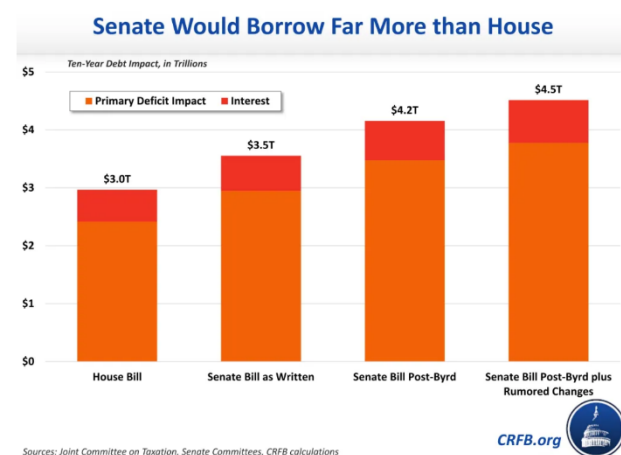
图22: 美国财政部 TGA 账户耗尽日 X-Date 估算

When is the X Date?



数据来源: BPC, 东吴证券研究所

图23: 不同版本大美丽法案对财政赤字的影响



数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

图24: 众议院版本大美丽法案对赤字的影响测算

Estimated Fiscal Impact of Major Senate OBBBA Committee Proposals

Committee Title	Deficit Increase (-) / Decrease (FY2025-FY2034)	
	Pre-Byrd	Post-Byrd
Finance Committee (tax)	-\$4.2 trillion	-\$4.3 trillion
Finance (Medicaid and Medicare)	\$1.0 trillion*	\$750 billion*
Armed Services	-\$157 billion	-\$157 billion
Homeland Security and Government Affairs	-\$105 billion	-\$125 billion
Health, Education, Labor, and Pensions	\$355 billion	\$200 billion*
Agriculture, Nutrition, and Forestry	\$119 billion	\$119 billion
Commerce, Science, and Technology	\$39 billion	\$39 billion
PRIMARY DEFICIT IMPACT	-\$2.9 trillion	-\$3.5 trillion
Interest	-\$600 billion*	-\$700 billion*
DEBT IMPACT	-\$3.5 trillion	-\$4.2 trillion
Memo: Debt impact with rumored SALT, 899, and hospital changes	-\$3.8 trillion	-\$4.5 trillion

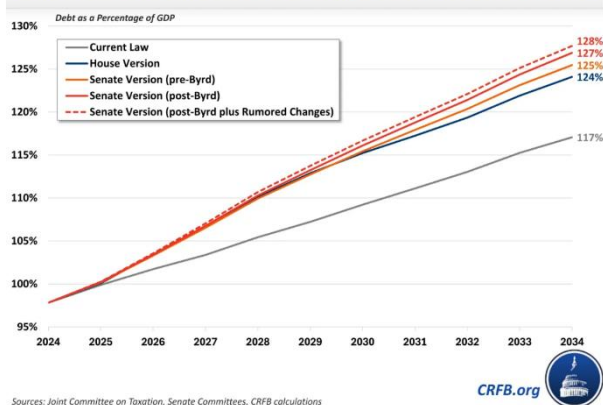
Source: CRFB estimates based on Joint Committee on Taxation estimates, press reports, and committee releases.

* Rough estimates.

数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

图25: 不同版本大美丽法案对联邦债务的影响

Senate Bill Would Push Debt Higher than House Version



Sources: Joint Committee on Taxation, Senate Committees, CRFB calculations

数据来源: CRFB, 东吴证券研究所

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>