

## “减税法案”埋了哪些“雷”？

2025 年 06 月 26 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **继关税、减税、俄乌、伊以之后，特朗普带给市场的下一个“惊喜”会是什么？**自上台以来，特朗普一直在推进自己“重构世界”的事业，闹出了不少动静，政策成果有限，最大的成效可能是不断刷新市场的认知、给市场带来波动。那么下一个“惊喜”的伏笔会在哪？一些苗头已经逐步浮现，例如我们在之前的报告《伦敦会谈：贸易谈判的“分水岭”？》所分析，贸易摩擦开始从关税向供应链之争转变，除此之外，最近在参议院如火如荼讨论的减税和支出法案（也称“美丽大法案”，One Big Beautiful Bill Act）也提供了重要线索，毕竟钱从哪来、往哪花最能表明政府的“初心”。

➤ **“美丽大法案”最主要的政策主张当然是财政政策——特朗普政府完全没有财政紧缩的想法，**这一点我们在之前的报告里已有提及。

➤ **首先绕不开的肯定是对政府收支的影响。**从已经通过的众议院版本主要内容来看，法案主要包括**减税、增加国防边境支出、削减福利开支以及提高债务上限**四个方面。其中（按照众议院通过的版本），

➤ **1) 减税预计十年内增加赤字 3.8 万亿美元：**延长并扩大 2017 年《减税和就业法案》(TCJA) 的主要内容、并新增多项临时性减税（大部分维持至 2028 年），包括免除小费、加班、汽车贷款利息税等。

➤ **2) 增加国防、移民、边境安全支出：**新增 1440 亿美元用于未来十年的国防安全支出，其中最主要的是**造船业（美国的薄弱环节）和制空、导弹**；同时移民和边境安全的管控支出合计增加约 800 亿美元。

➤ **3) 削减福利开支，主要集中在医疗补助、学生贷款、食品券、清洁能源补贴等：**包括提高领取联邦医疗补助（Medicaid）和 SNAP（补充营养援助计划）的标准和要求；改革学生贷款计划、减少贷款补贴；削减清洁能源的税收抵免等。

➤ **4) 提高债务上限 4 万亿美元。**

➤ **“美丽大法案”将显著增加美国的财政压力。**根据 CBO 预测，截至 2026 年，“美丽大法案”预计将使赤字增加 5000 亿美元，赤字率将从 5.5% 的基本预测上升至 7.0%，显著增加债务负担；未来十年内，预计总共增加 2.4 万亿美元的赤字，结合利息支出，整体将使得债务增加 3 万亿美元（若永久化则上升至 5 万亿美元），赤字总额约占 GDP 的 6.8%（若永久化则上升至 7.8%）。

➤ **短期内，“美丽大法案”面临的第一道坎就是参议院和众议院的分歧。主要争议点在哪？**减税法案目前已移交参议院审议，参议院共和党人计划最快于下周进行表决，并争取在 7 月 4 日前完成众议院复议，最终交由特朗普总统签署。与众议院相比，参议院主要在四个方面有不同的意见：

➤ **1) SALT 扣除上限的争议（财政上更保守）。**参议院草案中并未就众议院版本中州和地方税扣除（SALT）4 万美元的抵扣上限达成最终协议，仍暂时保留现行的 1 万美元的抵扣上限，这引发高税州众议员的强烈反对。

➤ **2) 参议院对医疗补助（Medicaid）削减力度明显更大（财政上更保守）。**包括拟对 Medicaid 实施更严格的工作和资格要求、减少部分州对医院的补充支

## 相关研究

1. 美联储政策观察：7 月降息的政治博弈-2025/06/25

2. “十五五”规划系列报告（二）：“十五五”规划的初步线索-2025/06/25

3. 2025 年三季度宏观经济与大类资产展望：“大浪淘沙”，在不确定中寻找确定性-2025/06/22

4. 2025 年 5 月财政数据点评：5 月财政：找寻“抗风险”的答案-2025/06/21

5. 经济动态跟踪：“国补”继续下的消费后劲-2025/06/19

付，降低州政府对医疗机构征收的“提供者税”等；

➤ **3) 部分临时性条款减税永久化 (财政上更激进)**。众议院版减税法案充斥着大量的临时条款，政策的临时性不利于家庭和企业的长期规划，限制了促进经济的有效性，因此参议院主张永久化其中的部分条款。**企业方面**，包括永久化对企业的研发费用扣除、扩大债务利息扣除额度、以及新设备的一次性支出抵扣；**个人方面**，参议院主张将每名儿童 2200 美元的税收抵免永久实行。

➤ **4) 清洁能源税收抵免上，参议院方案有所放宽 (财政上更激进)**。放宽了风能、太阳能等清洁能源行业相关项目获得税收抵免的建设和完工的时间要求。

➤ **除此之外，参议院与众议院的不同还包括**，将债务上限提高至 5 万亿 (原 4 万亿) 美元；899 条款“资本税”上限降低至 15% (原 20%)，并延迟至 2027 年 (原 2026 年) 实施；大学捐赠基金税降低至 8% (原 21%) 等。

➤ 不过鉴于参众两院对于“美丽大法案”不存在方向性或者框架性的分歧，而这些细节性的争论，我们认为，大概率能 7 至 8 月债务上限到期日前达成一致，通过审议。**期间可能带来短期波动 (若过程顺利的话，甚至可能没有什么明显的波动)**。

➤ **特朗普 2.0 的一大政策诉求就是想法设法从海外“搞钱”**。纵观“美丽大法案”，大部分内容是针对国内的减税和支出规划，主要的“猫腻”在众议院筹款委员提交的内容，第三大部分的标题“**Make America Win Again**”就透着与众不同的味道——关税之后，特朗普可能又在酝酿新的谈判计划。

➤ **首当其冲的就是臭名昭著的 889 条款，参议院并没有对该条款进行大幅修改，我们认为这将对等关税的继续——对等税收**。这一条款的提出，主要可能有两方面的原因：一是不想其他国家揩美国减税的油；二是继续完成对等关税未竟的“公平”贸易事业，未来的谈判方向可能**从关税转向国际税收谈判**。

➤ 889 条款的核心原则依旧是熟悉的“味道”。与对等关税的“以牙还牙”如出一辙：

➤ **首先强调美国是不公平的受害者，塑造“违规外国”集团**。这些国家的主要违规行为是对美国企业实施了“不公平的税收”，主要被定义三大类：**以 OECD 推出的 UPTD (未充分征税利润规则) 税为代表的域外税，以数字服务税 (DST) 为代表的歧视性税，转移利润税 (DPT) 以及其他被财政部长认定的不公平税收 (按季度更新)**。

➤ **其次如何应对？加税**。主要是三种方式：1) 在原本的基础税收上直接提高税率，每年加 5%、最高加至 15% (参议院版本)，**但主要适用于上述实施域外税的国家**；2) 加强对于跨国公司的征税，修改 BEAT 税则：包括提高税率、降低免征额，**这适用于所有的“违规国家”**；3) 取消此前的部分减免税规定，扩大征税范围，比如对于违规国家的主权财富基金等政府资金不再豁免，而合格国外养老金计划出售地产的收入可能也要面临征税。

➤ **加税适用范围广是 899 条款最大的风险之一**。“违规国家”的相关实体 (包括自然人和法人) 从美国获得的收入以及控股的美国企业是监管的对象：

➤ **哪些实体面临加税？**“违规国家”的政府，纳税的居民个人和企业 (不含美国公民和美企)、私人基金会 (private foundation，通常是非盈利组织)，上述实体持股超过 50% 的公司、以及上述实体持有大部分收益的信托。**因此，能看出大部分的政府资金和居民资金都被纳入征税范畴之内**。

➤ **哪些收入的税率面临加征？**1) 针对来源于美国的被动收益 (股息、利息、

租金、特许权使用费等)的预扣税(基础税率 30%); 2) 21%的企业所得税(主要针对违规国家实体控股的企业); 3) 针对外国公司美国分支机构可能汇回收益的利得税(30%); 4) 个人所得税, 但仅适用于符合规定的处置美国地产的收入。5) 对外国私人基金会在美国投资收入征收的消费税(4%)。**当然对于跨境的投资组合利息、银行存款利息和符合监管的投资公司支付的部分股息是豁免的。**

➤ 什么时候实施? 非加不可吗? 参议院版本把生效时间推迟了 1 年、至 2027 年 1 月 1 日生效; 而这税也不是非加不可, 只要“违规国家”在取消不公平税收上让白宫满意。

➤ 跳出繁琐的细节, 其实我们能看出 899 条款的思路和对等关税极其相似, 有增加收入的想法, 但更重要的是谈判、谋取更多的利益空间。

➤ **增加收入是次要的。**根据 CBO 和 CRFB 的预测, 未来十年通过 899 条款增加的税收约 1200 亿美元, 平均 120 亿美元/年, 而 2024 财年美国联邦税收总额为 5.1 万亿美元。

➤ **我们更倾向于认为 899 条款重在博弈和谈判, 是对等关税贸易谈判的“续集”:**

➤ 首先, 899 条款本身似乎和特朗普上台以来大力引进外资的政策“南辕北辙”? 当然你可以把它归咎为特朗普政策本身就缺乏体系、充满矛盾。但我们更倾向于认为吸引外资、重塑美国制造业更重要, 而 899 条款的落地给的预热时间长(1 年多), 而且给予财政部长极大的相机抉择的权力, 比如什么税收是不公平的、哪些国家是“违规国家”。

➤ 其次, 899 条款其实是对“对等关税”失败的找补。对等关税最初的设计不仅要锚定对手国的关税, 还要盯住他们国内的税收情况, 比如此前美国一直在叫嚣的增值税、数字服务税等。但是迫于国内外的压力和达成协议的紧迫性, 我们能够看到美国放弃了对于后者的努力, 最典型的是和英国达成的贸易协议中并没有涉及数字服务税的内容。美国希望通过立法创造筹码, 继续未竟的事业——与对等关税类似, 899 条款的目标最终还是希望对手国能够相应减税。

➤ 第三, 其实很重要的一点, 和关税相比, 国家之间税收的谈判对于美国消费者的直接通胀冲击明显会更小。因此我们认为 899 条款的提出其实意味着关税摩擦将逐步“翻篇”, 而未来的国际秩序重构将主要往两个方向转变: 一是我们在前文所说的供应链之争; 另一个就是国际税收制度和体系的摩擦和融合。

➤ **风险提示:** 美国经贸政策极端化, 导致美元超预期更快更大幅贬值; 关税扩散超预期, 导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：“美丽大法案”中的减税条款（众议院版本）

| 众议院筹款委员会未来十年赤字（十亿美元）               |             |                    |              |
|------------------------------------|-------------|--------------------|--------------|
| 合计                                 | 3754        |                    |              |
| <b>一、延长及扩大TCJA-个人</b>              | <b>3899</b> | <b>三、新增减税</b>      | <b>662</b>   |
| 延长和扩大个人所得税的减免                      | 2177        | 2028年前免除小费税        | 40           |
| 延长对收入低于100万美元纳税人废除替代最低税（AMT）       | 1304        | 2028年前免除加班税        | 124          |
| 延长并扩大标准扣除额的提高                      | 1308        | 2028年前老年纳税人增加税收抵扣  | 66           |
| 延长和扩大儿童税收抵扣                        | 797         | 2028年前免除车贷利息       | 58           |
| 延长和扩大第199A条转嫁税收减免                  | 820         | 扩大健康储蓄账户           | 44           |
| 延长并扩大遗产税减免                         | 212         | 设立特朗普账户            | 17           |
| 废除个人和受抚养人免税额                       | -1870       | 奖学金税收抵免            | 20           |
| 将分项扣除额的限额设定为35%的税率                 | -41         | 非逐项扣除的慈善捐赠扣除       | 7            |
| 1万美元SALT扣除上限增至每个家庭4万美元（50万美元的收入上限） | -787        | 其他个人减税             | 21           |
| 延长其他扣除项的变动                         | -21         | 2028年前允许工厂投资即期折扣   | 148          |
|                                    |             | 延长清洁能源税收抵免至2031年   | 45           |
|                                    |             | 其他企业新增减税           | 72           |
| <b>二、延长TCJA-企业</b>                 | <b>270</b>  | <b>四、其他增加收入的措施</b> | <b>-1079</b> |
| 恢复设备加速折旧优惠至2029年                   | 37          | 取消电动汽车税收抵免         | -191         |
| 恢复国内研发费用税前扣除优惠至2029年               | 23          | 逐步取消能源、生产和制造业税收抵免  | -249         |
| 恢复宽松的利息抵扣限额政策至2029年                | 40          | 废除和改革IRA中的其他税收抵免   | -131         |
| 延长较低的国际税率                          | 165         | 设立外国企业重复性税收        | -116         |
| 延长并扩大机会区政策至2033年                   | 5           | 减少对ACA补贴和对移民的支出    | -237         |
|                                    |             | 修改商业货物微量入境特权       | -39          |
|                                    |             | 提高大学捐赠基金税收         | -19          |
|                                    |             | 扩大高管薪酬扣除限额         | -23          |
|                                    |             | 开征汇款消费税            | -26          |
|                                    |             | 其他抵消条款             | -48          |

资料来源：CBO，CRFB，民生证券研究院

图2：“美丽大法案”中部分临时性条款到期时间（众议院版本）

| 减税法案部分临时性条款     |       |      |
|-----------------|-------|------|
| 项目              | 到期时间  | 赤字金额 |
| 免除小费税           | 2028年 | 40   |
| 免除加班税           | 2028年 | 124  |
| 老年纳税人增加税收抵扣     | 2028年 | 66   |
| 免除车贷利息          | 2028年 | 58   |
| 允许工厂投资即期折扣      | 2028年 | 148  |
| 延长清洁能源税收抵免      | 2031年 | 45   |
| 儿童税收抵扣扩大至2500美元 | 2028年 | 797  |
| 恢复设备加速折旧优惠      | 2029年 | 37   |
| 恢复国内研发费用税前扣除优惠  | 2029年 | 23   |
| 恢复宽松的利息抵扣限额政策   | 2029年 | 40   |

资料来源：CBO，CRFB，民生证券研究院

图3: “美丽大法案” 中的国防和军事支出

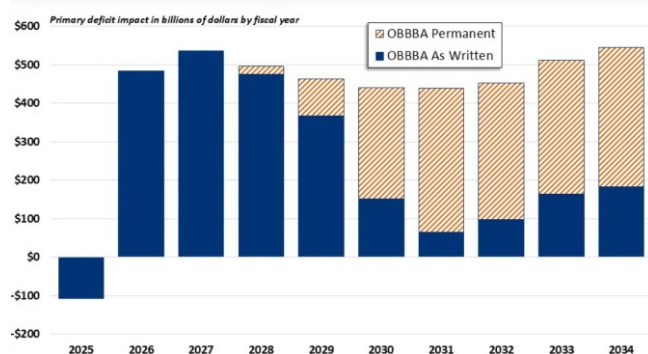
| 未来十年国防及国土安全赤字一览                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 项目                                  | 金额 (十亿美元)  |
| <b>军事委员会</b>                        | <b>144</b> |
| 造船业                                 | 32         |
| 空中优势与导弹防御                           | 30         |
| 弹药与供应链                              | 19         |
| 新型低成本武器系统研发与生产规模化                   | 13         |
| 核威慑                                 | 13         |
| 提升军事准备                              | 11         |
| 太平洋战区威慑与准备                          | 11         |
| 军事人员                                | 8          |
| 边境安全与禁毒                             | 5          |
| 军事情报、网络安全与监督                        | 2          |
| <b>国土安全委员会</b>                      | <b>79</b>  |
| 边境墙建设与边境安全设施改进                      | 50         |
| 州边境安全补偿                             | 12         |
| 美国海关与边境保护局人员与车辆                     | 8          |
| 美国海关与边境保护局技术、国家审查中心及其他              | 6          |
| 边境安全提升措施                            | 2          |
| 与2026年国际足联世界杯及2028年奥运会相关的安全、规划及其他费用 | 2          |
| 向州及地方管辖区提供的国土安全拨款与补偿                | 1          |

资料来源: CBO, CRFB, 民生证券研究院

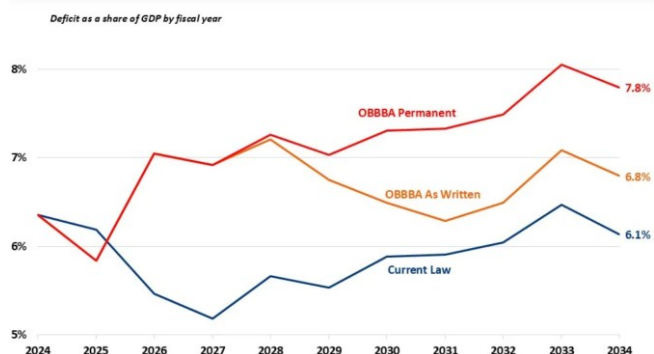
图4: “美丽大法案” 分项对财政赤字的影响

| 减税法案对未来十年财政赤字的影响    |              |
|---------------------|--------------|
| 增加支出(十亿美元)          |              |
| 筹款委员会 (减税规模)        | 3754         |
| 司法委员会               | 9            |
| 军事服务委员会             | 144          |
| 国土安全委员会             | 79           |
| <b>增加总额</b>         | <b>3986</b>  |
| 减少支出 (十亿美元)         |              |
| 能源商业委员会             | -1086        |
| 教育人力委员会             | -349         |
| 农业委员会               | -238         |
| 政府监管改革委员会           | -12          |
| 交运基建委员会             | -37          |
| 金融服务委员会             | -5           |
| 自然资源委员会             | -18          |
| <b>减支总额</b>         | <b>-1745</b> |
| 合计支出 (十亿美元)         |              |
| <b>静态, 合计</b>       | <b>2241</b>  |
| <b>考虑动态交互作用, 合计</b> | <b>2416</b>  |
| 利息支出                | 551          |
| <b>总债务影响</b>        | <b>2967</b>  |
| <b>总债务影响 (永久化)</b>  | <b>5000</b>  |

资料来源: CBO, CRFB, 民生证券研究院

**图5：未来十年，减税将使美国债务增加 5 万亿美元（若永久化）**


资料来源：CBO，CRFB，民生证券研究院

**图6：减税法案将大幅增加赤字率**


资料来源：CBO，CRFB，民生证券研究院

**图7：众议院和参议院对“美丽大法案”的观点差异对比**

| 减税法案重要条款众议院和参议院对比 |                                     |                                               |
|-------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 项目                | 众议院                                 | 参议院                                           |
| 税收                |                                     |                                               |
| 企业研发费用扣除          | 截止至2029年                            | 永久化                                           |
| 扩大企业债务利息扣除额度      | 截止至2029年                            | 永久化                                           |
| 企业新设备的一次性支出抵扣     | 截止至2029年                            | 永久化                                           |
| 儿童税收抵免            | 金额2500美元、延长2028年                    | 金额2200美元、永久化                                  |
| 老年人免税额            | 4000美元                              | 6000美元                                        |
| 州和地方税扣除上限         | 4万美金                                | 1万美金                                          |
| 大学捐赠基金税           | 税率21%                               | 税率8%                                          |
| 资本税               | 税率上限20%，2026年实施                     | 税率上限15%，2027年实施                               |
| 债务上限              |                                     |                                               |
| 债务上限              | 4万亿美元                               | 5万亿美元                                         |
| 清洁能源              |                                     |                                               |
| 清洁能源税收抵免          | 项目在60天内开工或2028年底前运营才能获得抵免，对外国成分设置限制 | 风能和太阳能项目开工时间窗口扩大至2026年或2027年，地热、核能等项目延至2035年。 |
| 医疗补助              |                                     |                                               |
| 州政府对医疗机构征收的“提供者税” | 上限6%                                | 上限3.5%                                        |
| 获取医疗补助要求          | --                                  | 新增对有14岁以上子女的家长设定每周20小时的工作或社区服务要求              |

资料来源：CBO，CRFB，新浪，腾讯等，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048