



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

特朗普“大漂亮”法案闯关进行时

2025年5月23日

- **特朗普减税法案快速落地存在的阻力，主要源自共和党内部强硬派和温和派的博弈。**自特朗普第二任期以来，其关税和移民政策都已经得到了落地，而作为三大纲领之一的减税政策尚未落地。除了法案落地需要时间以通过立法流程外，减税法案落地也存在一些阻力，主要是共和党内部强硬派和温和派在减税力度上的分歧，这不仅存在于众议院，参议院内部或也存在。此前，强硬的共和党保守分子曾在16日阻止该议案在众议院预算委员会通过，强硬派和温和派的博弈拖延了法案的立法进度。
- **众议院共和党内部博弈以强硬派弃权暂告一段落，使得减税议案（即“**One Big Beautiful Bill Act**”）在众议院取得关键进展，第一重阻力逐步破除。**强硬派和温和派博弈的结果是4名强硬派议员弃权为法案放行，最终众议院预算委员会以17:16的微弱优势通过了这份长达1116页的法案，该法案内容包含延长特朗普2017年的减税政策和提高债务上限。减税议案在预算委员会通过，显示第一重阻力正在逐步破除之中。后续，众议院议长约翰逊计划在5月26日前提提交全院表决，若顺利通过，法案将进入参议院审议。
- **我们预计特朗普的减税议案快则7月落地，慢则9月落地。**首先，当前美国债务上限问题悬而未决，“X”日出现的日期为法案的表决设定了截止日期。其次，结合减税1.0的立法耗时来看，从众议院通过到参议院表决耗时约一个月，我们认为这次最快落地或也需等到7月。再结合国会的休会时间表来看，众议院和参议院在8月整月休会，若参议院因分歧未能在7月完成审议，法案至9月落地或将成为次优选项。
- **若捆绑债务上限的减税法案如期落地，下半年美债收益率或仍有走高的可能。**若法案如期落地，美国当前的债务上限问题或能顺利解决。而之前因为受上半年的债务上限影响，财政部利用非常规措施及其现金余额来偿付债务以防止违约的部分往往需要补充。我们认为下半年为填补TGA账户余额可能大规模发行美债，或阶段性放大美债供给压力。参考前年的表现来看，在2023年6月，美国债务上限危机解决后，当时的美债收益率也呈上行趋势。我们认为，今年下半年或与2023年上一轮债务上限危机后的表现类似，美债可能还会走高。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

目 录

一、特朗普减税 2.0 的第一重阻力逐步破除	3
二、我们预计减税 2.0 快则 7 月落地，慢则 9 月落地	5
三、下半年美债可能还会走高	8
风险因素	9

表 目 录

表 1：美国共和党内部强硬派和温和派的博弈	3
表 2：2017 年，特朗普税改法案前后对比	4
表 3：美国众议院和参议院在 2025 财年预算框架中的分歧	4
表 4：2017 年《减税与就业法案》从众议院通过到参议院表决耗时约一个月	7

图 目 录

图 1：美国共产党以微弱优势掌控两院	3
图 2：债务上限问题悬而未决	5
图 3：美国应对债务上限的层层工具	6
图 4：非常规措施应对债务上限问题	6
图 5：美国众议院和参议院在 8 月整月休会	7
图 6：2023 年美国债务上限危机解决后，下半年美债收益率走高	8
图 7：债务上限问题解决后，往往需要补充 TGA 账户	8

一、特朗普减税 2.0 的第一重阻力逐步破除

自特朗普第二任期以来，其关税和移民政策都已经得到了落地，而作为三大纲领之一的减税政策则迟迟不见落地的影子。

除了法案落地需要时间以通过立法流程这一因素外，减税法案落地的阻力主要来源于共和党内部强硬派和温和派的博弈。

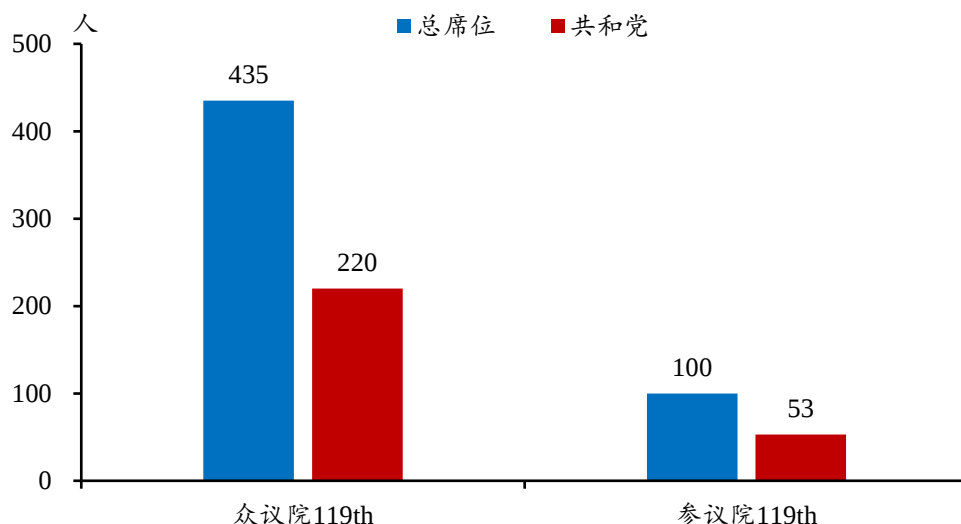
在共和党掌控参众两院下，共和党内部强硬派和温和派的博弈可能才是法案能否快速落地的主要阻力。众议院预算委员会中，共和党议员在削减开支问题上出现内斗。共和党内部的分歧点主要在于，强硬派担心削减支出的力度不够，无法减少国家债务，因此希望大幅削减针对低收入美国人的医疗补助计划，并彻底废除民主党实施的绿色税收抵免；而温和派则持有不同意见（表 1）。在法案初期表决时，该委员会中的 5 名共和党强硬保守派议员与所有民主党议员一同投下反对票，导致该法案早期未能通过众议院预算委员会。强硬派和温和派的博弈拖延了法案的立法进度，而且这种党内博弈可能不仅仅存在于众议院中，参议院亦是如此。

表 1：美国共和党内部强硬派和温和派的博弈

分歧点	强硬派立场	温和派立场
医疗补助削减	要求大幅削减医疗补助（Medicaid）开支，加速实施针对有工作能力的成年人的医疗补助工作要求，希望立即生效而非原定的 2029 年。	担忧过度削减会损害选民依赖的福利计划，主张最小幅度削减。
绿色能源税收抵免	要求全面废除民主党实施的绿色能源税收抵免政策。	倾向于保留部分绿色税收政策（如清洁技术补贴），以争取温和派选民支持或平衡党内环保派的诉求。
州和地方税收减免（SALT）	坚决反对提高 SALT 抵扣上限（现行 3 万美元）。	要求提高 SALT 上限，以缓解中产阶层税负压力，认为这是“公平的”。

资料来源：格隆汇，华尔街见闻，新浪财经，Newslooks，信达证券研发中心

图 1：美国共产党以微弱优势掌控两院



资料来源：众议院，参议院，信达证券研发中心

众议院共和党内部博弈以强硬派弃权暂告一段落，使得减税议案（即“**One Big Beautiful Bill Act**”）在众议院取得关键进展，第一重阻力逐步破除。此前，因共和党内部强硬派反对，法案进程一度受阻。5月18日最新一轮投票显示，所有民主党人都投了反对票，4名共和党异见人士投了“弃权”票，众议院内部博弈以强硬派弃权告终，这让众议院议长迈克·约翰逊(Mike Johnson)获得了罕见的胜利。众议院预算委员会最终以17:16的微弱优势通过了这份长达1116页的法案，该法案内容包含延长特朗普2017年的减税政策和提高债务上限。后续，众议院议长约翰逊计划在5月26日前提提交全院表决，若顺利通过，法案将进入参议院审议。

表 2：2017 年，特朗普税改法案前后对比

税改内容	税改科目	税改前	2017 年 4 月 公布税改方案	2018 年 1 月 实施税改计划
企业税改	企业所得税	35%	15%	21%
	一次性利润汇回税	美国企业一旦海外利润汇回美国被征收 35% 的税	正式方案并未列明具体税率。但特朗普竞选时宣称将企业海外税收的税率从现有的 35% 降至 10%，海外留存利润回流美国本土仅一次性课征 10% 的税率，分 10 年付清	海外留存利润回流美国本土进行一次性征税，对现金实行 15.5% 的税率，新规定是对现金一次性征收 15.5%，非现金或非流动资产征收 8%
	全球课税收	美国企业取得的全球所得征收企业所得税	采用属地原则，纳税人来自国外的收入则不予征税	推行“属地制”征税原则，美国企业的在海外产生的利润只在利润产生的国家交税，无需向美国政府交税
个人税改	个人所得税	七个等级税制： 10%、15%、25%、 28%、33%、35%、 39.6%	三个等级税制：10%、25%、35%	七个等级税制：10%、12%、22%、24%、 32%、35%、37%；个人所得税标准抵扣额翻倍，对地方和州税税收抵扣设定上限

资料来源：谭丽焱《从美国历次减税政策效果分析特朗普税改法案的影响》，信达证券研发中心

第二重阻力是进入参议院表决时，其内部或也存在潜在博弈。共和党控制参议院 53 个席位（图 1），法案可通过预算协调程序在参议院以 51 票（简单多数）通过。关键是共和党议员对法案的看法可能不一致，在民主党预计将一致反对共和党提案的情况下，任何 3 名共和党人都可以与团结的民主党人联手否决共和党领袖提出的议案，这意味着要通过法案或仍需要强硬派妥协。根据参众两院在 2025 财年预算法案的差异，我们认为可能成为参议院分歧聚焦点的地方，一是债务上限的规模，参议院可能要求更高的债务上限；二是不符合伯德规则的法案内容，可能在参议院表决时被剔除。若参议院提出修改，法案仍需众议院重新投票表决，这可能会拉长法案的立法进程。

表 3：美国众议院和参议院在 2025 财年预算框架中的分歧

	众议院	参议院
减支目标	计划削减 2 万亿美元开支	削减 1750 亿美元开支
债务上限	上限提高 4 万亿美元	上限提高 5 万亿美元

资料来源：美国国会，信达证券研发中心

二、我们预计减税 2.0 快则 7 月落地，慢则 9 月落地

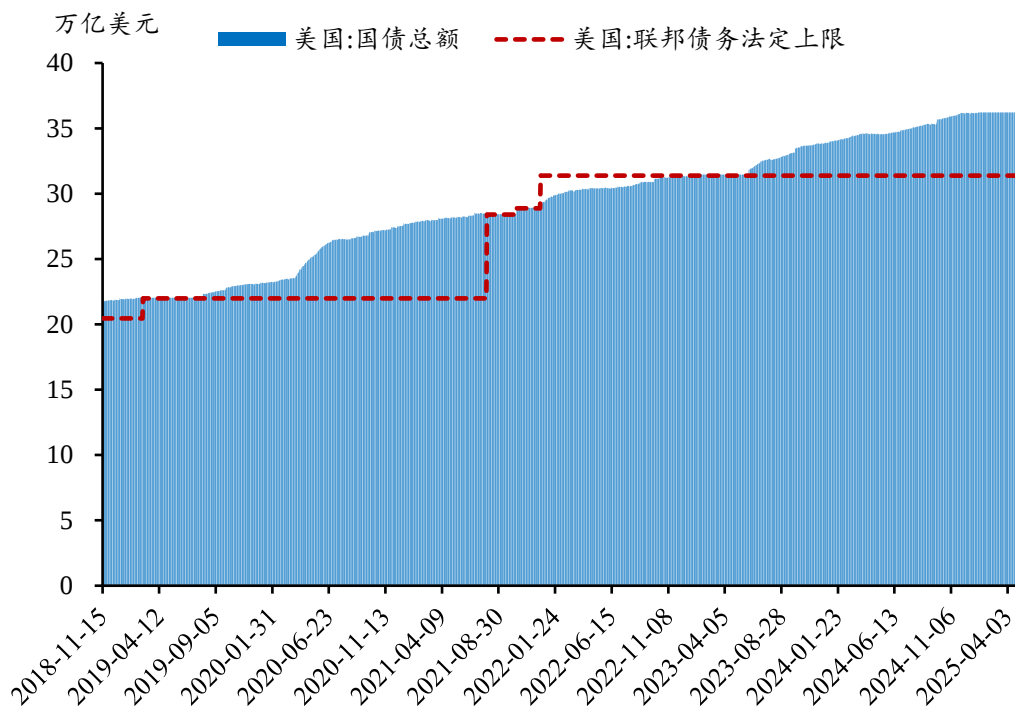
该法案的主要目标是延续并扩大特朗普在 2017 年实施的减税政策，我们认为，特朗普的减税 2.0 版最早需待 7 月落地，最晚则需 9 月落地。

首先，悬而未决的债务上限问题成为了党派间博弈的筹码，“X”日的潜在触发区间或为该法案表决设立了最终截止日期。

根据 2023 年 6 月通过的《财政责任法案》，债务上限只暂停至 2025 年 1 月 1 日，2025 年开始债务上限恢复为 31.4 万亿美元，美国实际的规模已经突破这个上限。而从 1 月起，财政部就通过暂停部分政府账户投资、动用外汇平准基金等“非常措施”维持政府运转，暂时避免了违约。截至 2025 年 5 月，美国债务上限问题仍处于僵局状态。回顾历史来看，自 1917 年设立债务上限以来，美国国会已 103 次调整上限或暂停其生效。我们认为，美国的债务上限问题在历史上不算军事，实际上是“软上限”，只不过两院在削减开支上分歧严重，这一悬而未决的债务上限问题变成了党派间博弈的筹码。

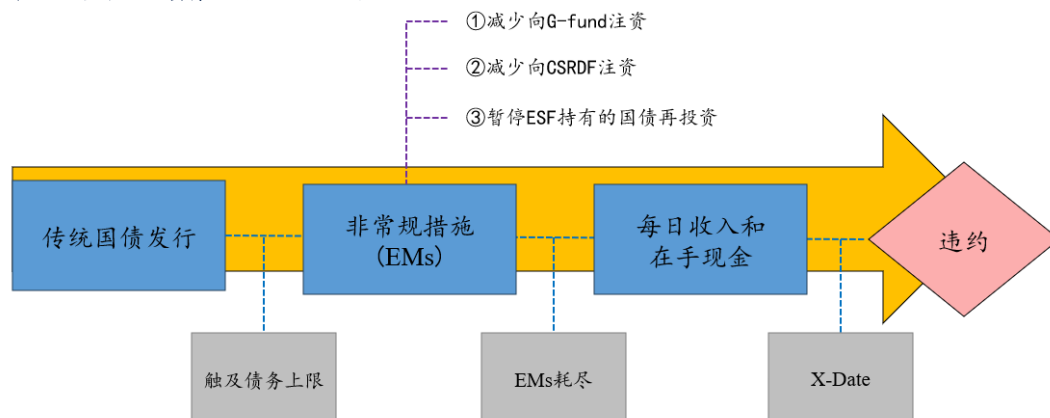
值得关注的是，该减税法案捆绑了债务上限调整条款，预算和政策中心（BPC）监测并分析联邦现金流，预测 X 日期（政府面临耗尽可用资源的高风险时期）很可能在 7 月中旬到 10 月初之间，财政部长贝森特则表示，联邦政府的现金储备以及将债务控制在法定限额内的手段可能在 8 月耗尽。“X”日的潜在触发区间在一定程度上为法案表决设立最终截止日期——法案亟需在 9 月 30 前走完流程，否则可能导致实质性违约。

图 2：债务上限问题悬而未决



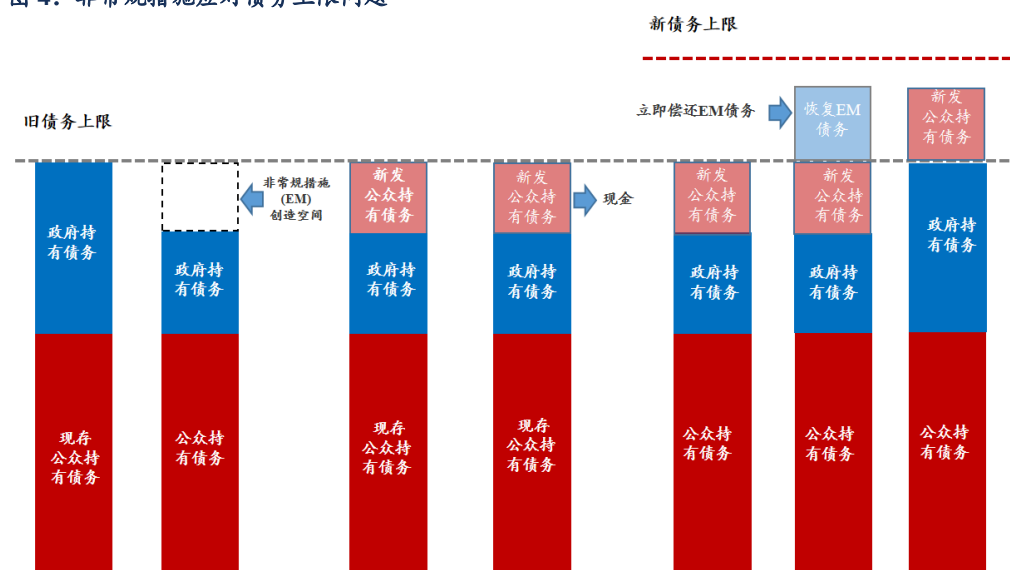
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 3：美国应对债务上限的层层工具



资料来源:信达证券研发中心

图 4：非常规措施应对债务上限问题



资料来源:信达证券研发中心

其次，结合历史经验来看，特朗普的减税 2.0 版最早可能也需待 7 月落地。若众议院按计划在 5 月 26 日前通过法案，6 月法案将进入参议院的审核议程。历史数据显示，2017 年《减税与就业法案》（TCJA）从众议院通过到参议院表决通过耗时约一个月（表 4），若此次参议院沿用类似节奏，法案在 7 月中旬左右落地具备可行性。

若参议院因分歧未能在 7 月完成审议，法案至 9 月落地或将成为次优选项。当前众议院表决过程已经显示党内对减税方案存在分歧，且可能影响议程进展。根据 2025 年国会休会安排，众议院和参议院在 8 月整月休会（图 5），若参议院因分歧未能在 7 月完成审议或针对众议院版提出删改，经过 8 月这一休会期影响后，法案落地时间可能推迟至 9 月。

图 5：美国众议院和参议院在 8 月整月休会

May

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

June

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30					

July

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

August

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

September

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30				

October

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	

November

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30						

December

Sun.	Mon.	Tues.	Wed.	Thurs.	Fri.	Sat.
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

注： Both in session Senate only in session House only in session

资料来源:众议院, 参议院, 信达证券研发中心

表 4：2017 年《减税与就业法案》从众议院通过到参议院表决耗时约一个月

时间	事件
2017 年 4 月	美国财政部长和白宫国家经济委员会发布税改纲要
2017 年 7 月	美国政府和共和党领导人发布关于全面税改原则性内容和目标的联合声明
2017 年 9 月 27 日	美国政府、众议院筹款委员会与参议院财政委员会发布了税制改革方案的框架性文件
2017 年 11 月 9 日	众议院筹款委员会通过了《减税与就业法案》
2017 年 11 月 16 日	众议院通过了众议院筹款委员会于 11 月 9 日通过的《减税与就业法案》；参议院财政委员会通过了《减税与就业法案》
2017 年 12 月 2 日	参议院通过了参议院财政委员会于 11 月 16 日通过的《减税与就业法案》
2017 年 12 月 20 日	美国众议院以 224 票赞成 201 票反对 7 票弃权通过了参议院对《减税与就业法案》的最终修改
2017 年 12 月 22 日	美国总统特朗普在白宫签署了税改法案，最终的税改法案成为正式法律并生效
2018 年 1 月 1 日	《减税与就业法案》正式实施

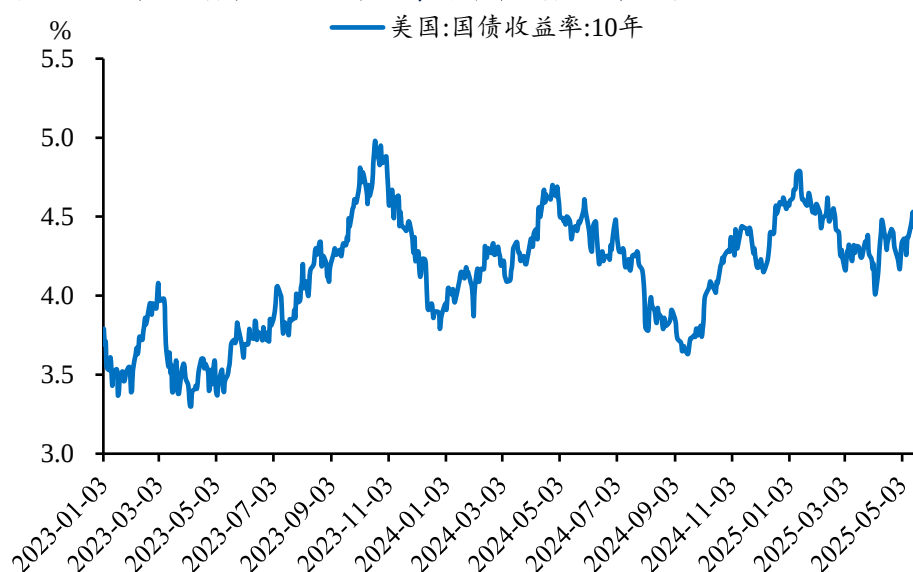
资料来源:中国外经贸企业服务网, 中央财经大学财政税务学院, 美国国内收入局 (IRS), 信达证券研发中心

三、下半年美债可能还会走高

法案落地前，越临近债务违约日，美国短债收益率或越可能出现“脉冲式”上升。临近“X日”时，市场对美国政府短期偿债能力的担忧加剧，从而可能要求更高的收益率补偿潜在的违约风险，或将导致短债价格下跌、收益率显著上升。

捆绑债务上限的减税法案落地后，下半年美债可能还会走高。若法案如期落地，美国当前的债务上限问题或能顺利解决。而之前因为受上半年的债务上限影响，财政部利用非常规措施及其现金余额来偿付债务以防止违约的部分往往需要补充。我们认为下半年为填补TGA账户余额可能大规模发行美债，或阶段性放大美债供给压力。参考前年的表现来看，在2023年6月，美国债务上限危机解决后，当时的美债收益率也呈上行趋势。我们认为，今年下半年或与2023年上一轮债务上限危机后的表现类似，美债可能还会走高。

图 6：2023 年美国债务上限危机解决后，下半年美债收益率走高



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：债务上限问题解决后，往往需要补充 TGA 账户



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。