

海外周报 20250518

特朗普“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待

2025年05月18日

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

《看淡“贷款淡季”、观察宽松效果——2025年4月金融数据点评》

2025-05-15

《关税超预期下调，股债市场怎么走？》

2025-05-12

■ **核心观点：**超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增，本周美债利率大幅走高，10年期美债利率抬升至4.477%，美股全线大涨，黄金大跌3.65%。本周公布4月美国CPI超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎，此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过，反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看，近期受关税进展影响，黄金价格出现大幅回落，但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。

■ **大类资产：**中美贸易谈判结果超预期令市场信心大增，美股大涨，美债利率上行，黄金大跌。本周一中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在取消全部报复性关税的同时暂停征收24%的对等关税90天，仅保留10%的对等关税，超预期的关税谈判结果令市场信心大增，美股大涨，美债利率走高；尽管后期公布的CPI和PPI通胀数据和消费者信心数据不及预期令美股涨幅收窄，美债利率回落，但全周市场已经由贸易利好消息主导。整体来看，全周（5月12日至16日）10年期美债利率升9.85bps至4.477%，2年期美债利率升10.85bps至3.999%，美元指数升0.75%至101.1；标普500、纳斯达克指数分别收涨5.27%、7.15%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至3203美元/盎司，全周收跌3.65%。

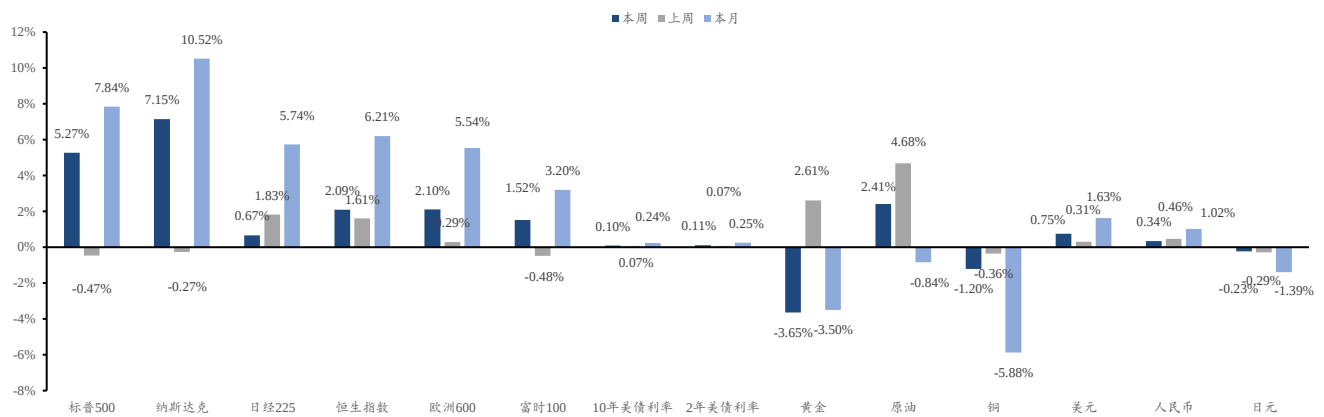
■ **海外经济：**4月美国CPI超预期回落，但未来通胀前景依旧面临上行压力。**通胀方面**，美国4月CPI环比+0.22%，预期+0.3%，前值-0.05%；同比+2.31%，预期+2.4%，前值+2.39%。4月CPI核心环比+0.24%，预期+0.3%，前值+0.06%；核心同比+2.78%，预期+2.8%，前值+2.79%。从结构上看，与关税直接相关的家具家居品、休闲商品、医保商品和其他商品（主要为文具、婴幼儿产品分项）涨幅明显，而超核心通胀中的机票、酒店、休闲服务、教育&通讯服务的通缩构成主要拖累。在核心商品涨价、消费信心走弱的组合下，美国居民在服务消费上的需求出现走弱势头。尽管4月CPI环比超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎。5月开始，通胀大概率在基数效应下抬升。而关税给核心商品通胀的影响料进一步显现。**消费方面**，4月美国零售销售环比+0.1%，预期+0%，前值由+1.4%上修至+1.7%；核心对照小组环比-0.2%，预期+0.3%，前值由+0.4%上修至+0.5%。关税带来的物价抬升和对未来的担忧已经令居民部门开始减少支出。领先指标方面，美国5月密歇根大学消费者信心指数初值50.8，为历史第二低水平，预期53.4，前值52.2；1年通胀预期初值7.3%，为1981年以来的最高，前值6.5%；5年通胀预期初值4.6%，为1991年以来的最高，前值4.4%。**货币政策方面**，本周四Powell在美联储第二届Thomas Laubach研究会上表示表示美联储将修改2019年修订后的货币政策框架，由“关注过去一段时间内的平均通胀是否达到2%”，转为“只关注当下通胀是否达到2%”。从表面上看，美联储撤回平均通胀目标制（AIT）边际上意味着相对更加宽松的货币政策（过去高通胀不再被平均进去），降息门槛将有所下降。但事实上，面临关税给通胀带来更大的不确定性，美联储的选择依旧是数据依赖，等待迷雾散去。这也意味着关税政策变数消失前，美联储对降息将依旧采取谨慎的态度。**增长方面**，截至5月16日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q2美国GDP最新预测值为+2.4%；截至5月16日，纽约联储Nowcast模型对25Q2美国GDP预测值为+2.35%。

■ **海外政治：**财税“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待。本周由共和党主导的美国众议院预算委员会于美东时间5月16日以21票反对、16票赞成的表决结果，否决了共和党提出的综合性财税法案（即特朗普主张的“One Big Beautiful Tax Cut”）。该法案的核心内容涵盖将《减税

与就业法案》(TCJA)减税措施永久化、新增阶段性或永久性税收优惠及抵免条款,以及医疗补助计划(Medicaid)回滚等调整事项。据 CRFB 测算,当前众议院版本的法案将在未来十年带来 2.69 万亿美元的基础赤字和 3.26 万亿美元的总赤字,其中 3.82 万亿美元来自 TCJA 的延长。此外若法案通过,则 10 年后美国债务率将从基准情形(TCJA 正常到期)的 117%提升至 125%。在周五的表决中,4 名保守派共和党议员以法案“调整力度不足”为由投下反对票,主张加速 Medicaid 削减(要求 2029 年前完成)并彻底废除民主党时期实施的绿色能源税收优惠。**此次预期外的否决充分反映了国会内部三大政治光谱的博弈:**其一,民主党阵营因两党极化持续反对;其二,温和共和党派系倾向有限削减 Medicaid 或扩大州和地方税(SALT)抵扣;其三,财政鹰派则坚持收支相对平衡原则,要求任何 SALT 减免扩围必须通过更深度的福利削减和绿色税收抵免废止进行对冲。**向前看**,目前有关税收法案的主要矛盾和不确定性在于:两院对削减 Medicaid 等福利开支的态度如何;增量减税政策是否如约落地还是会出现重大调整。众议院预算委员会计划于美东时间本周日晚上 10 点重启磋商,预计在此期间共和党领导层、保守派的反对派和白宫之间将进行重新谈判和再次投票。若得以通过,法案在经规则委员会技术性修订后,将进入众议院全体表决及参议院协调程序。值得关注的是,该协调法案捆绑债务上限调整条款,而财政部预测的 X-date 恰为 8 月前后。这在一定程度上为法案表决设立最终截止日期,但同时也构成了政府和国会以及国会内不同党派之间的博弈筹码。

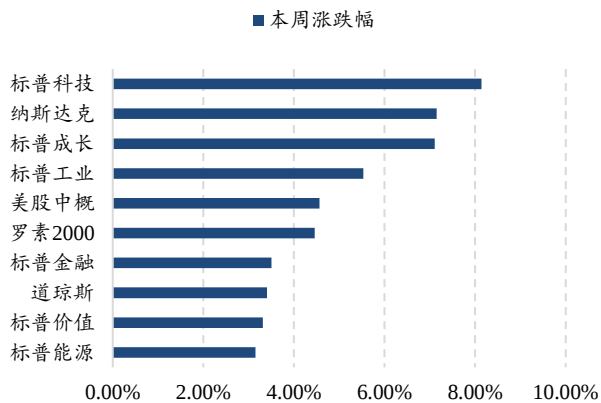
- **风险提示:** 特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



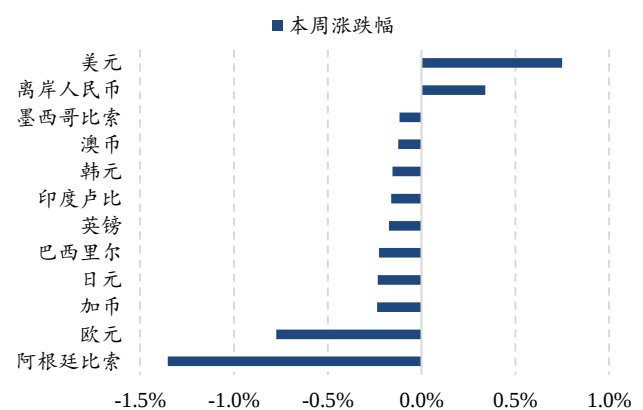
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

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



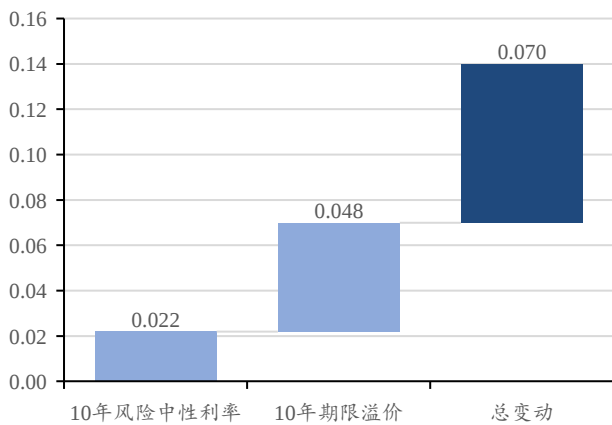
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



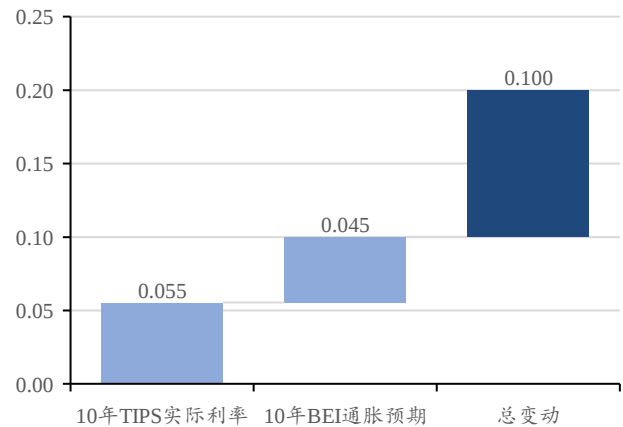
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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）



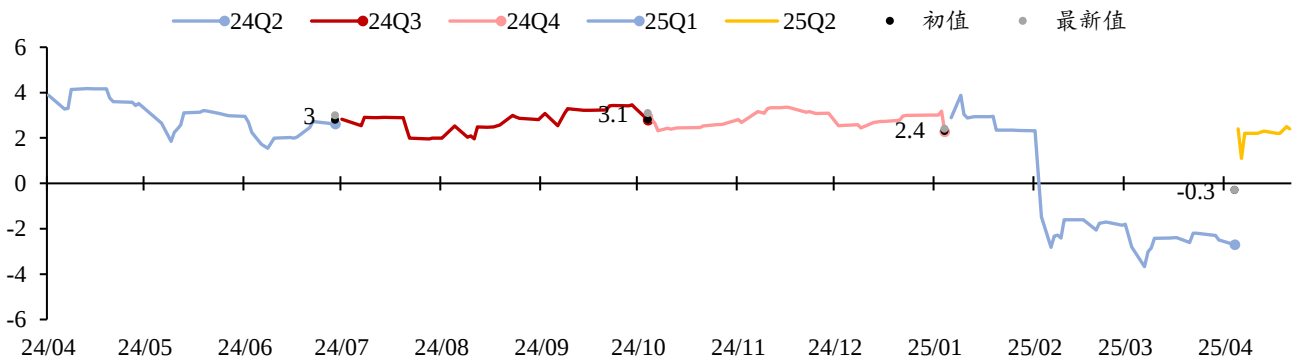
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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）



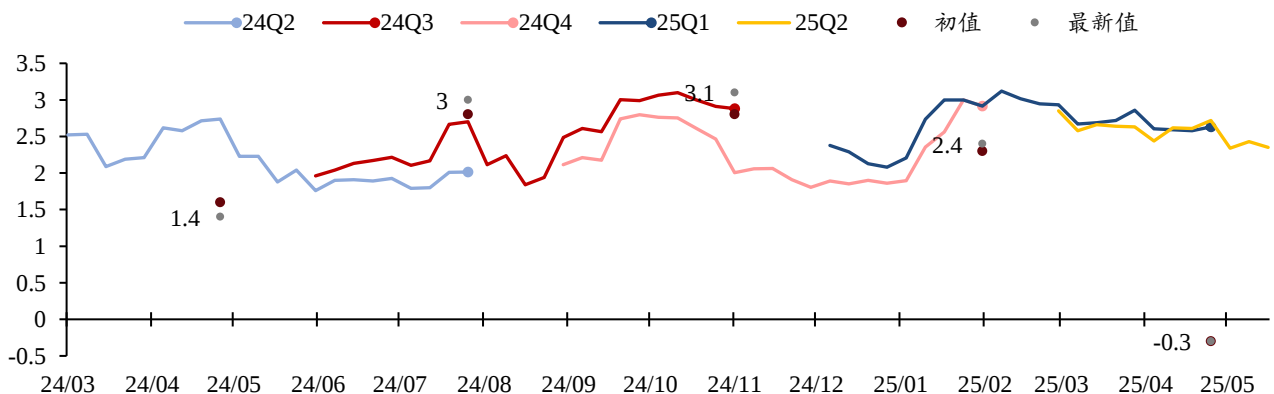
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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



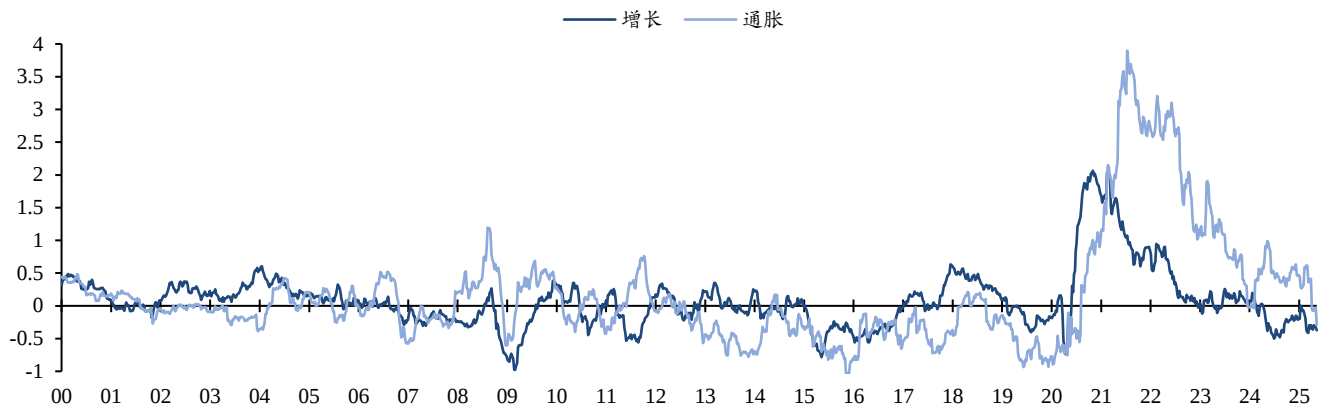
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

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



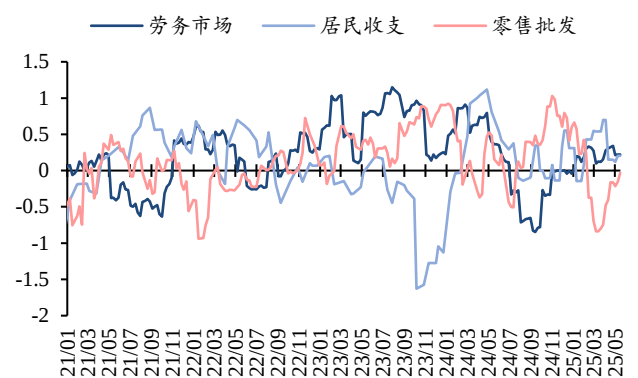
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



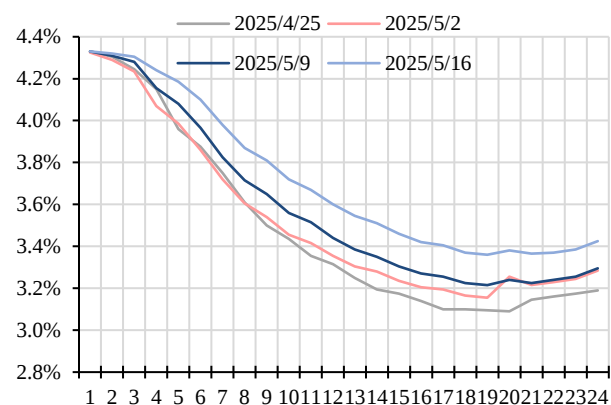
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



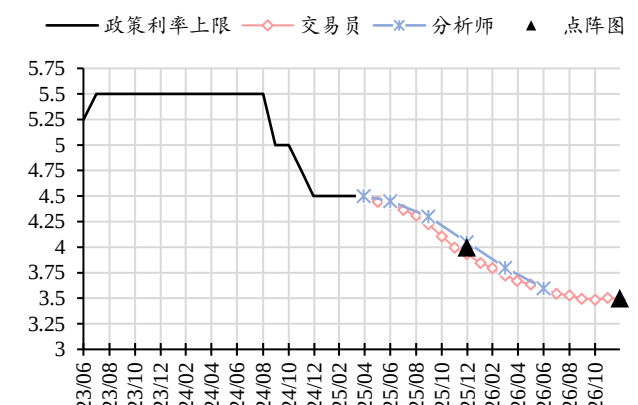
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



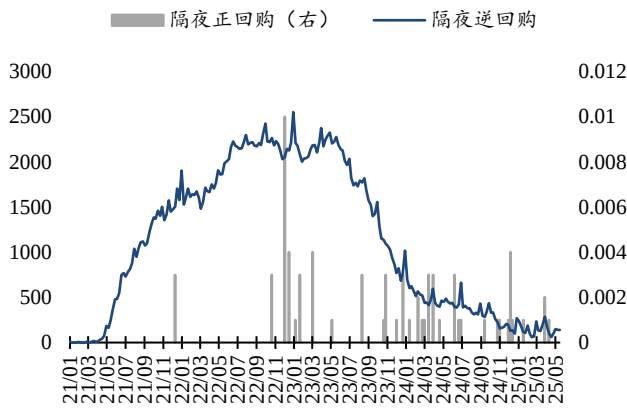
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



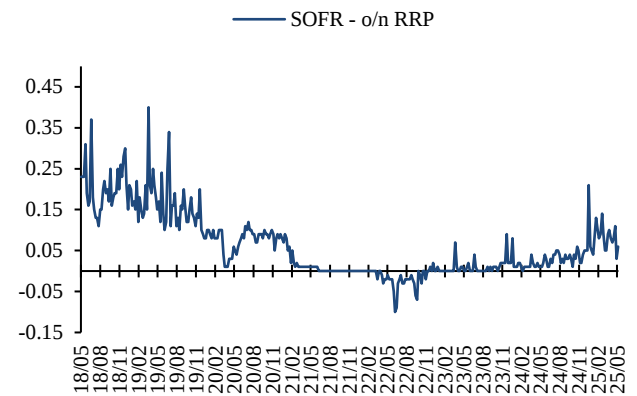
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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



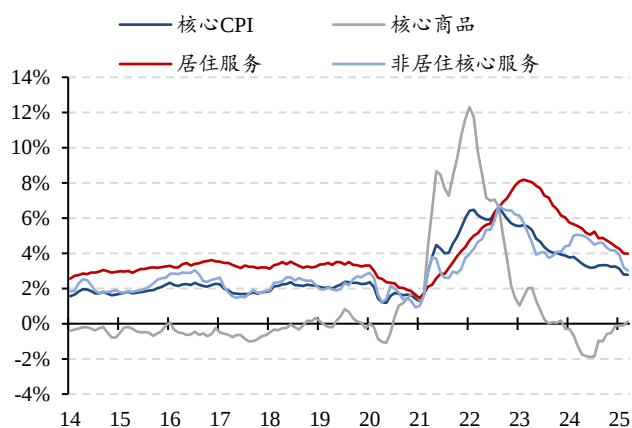
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



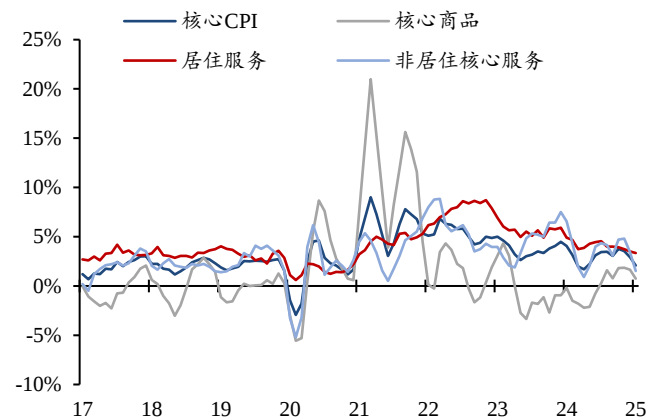
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



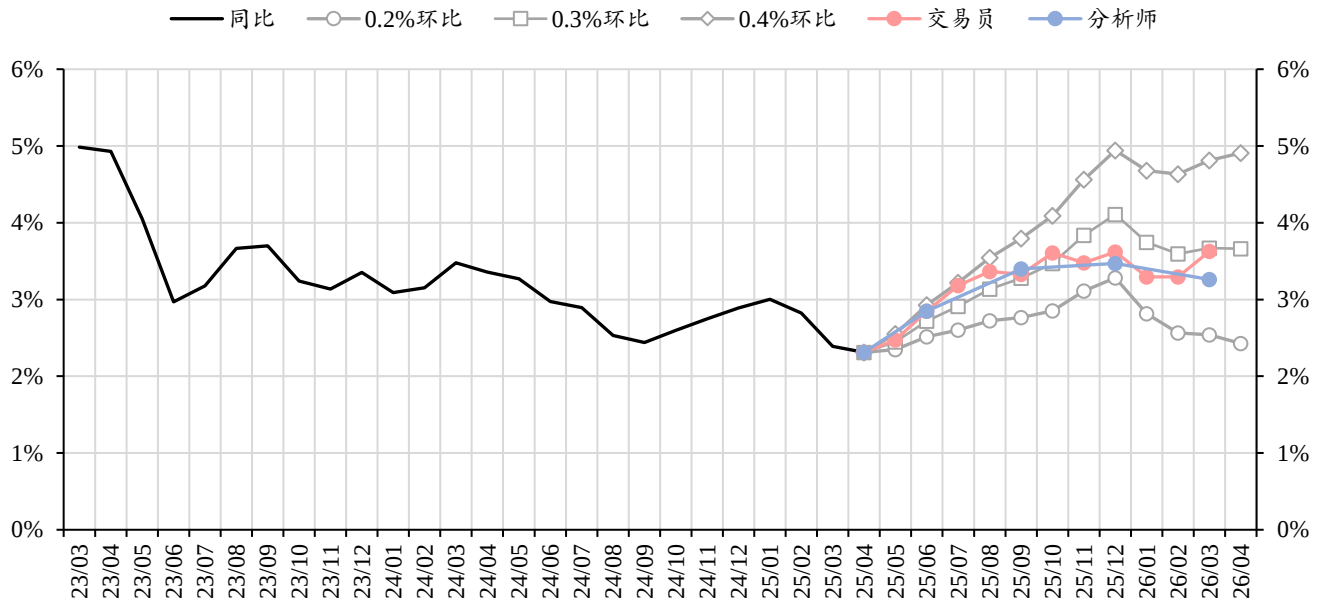
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

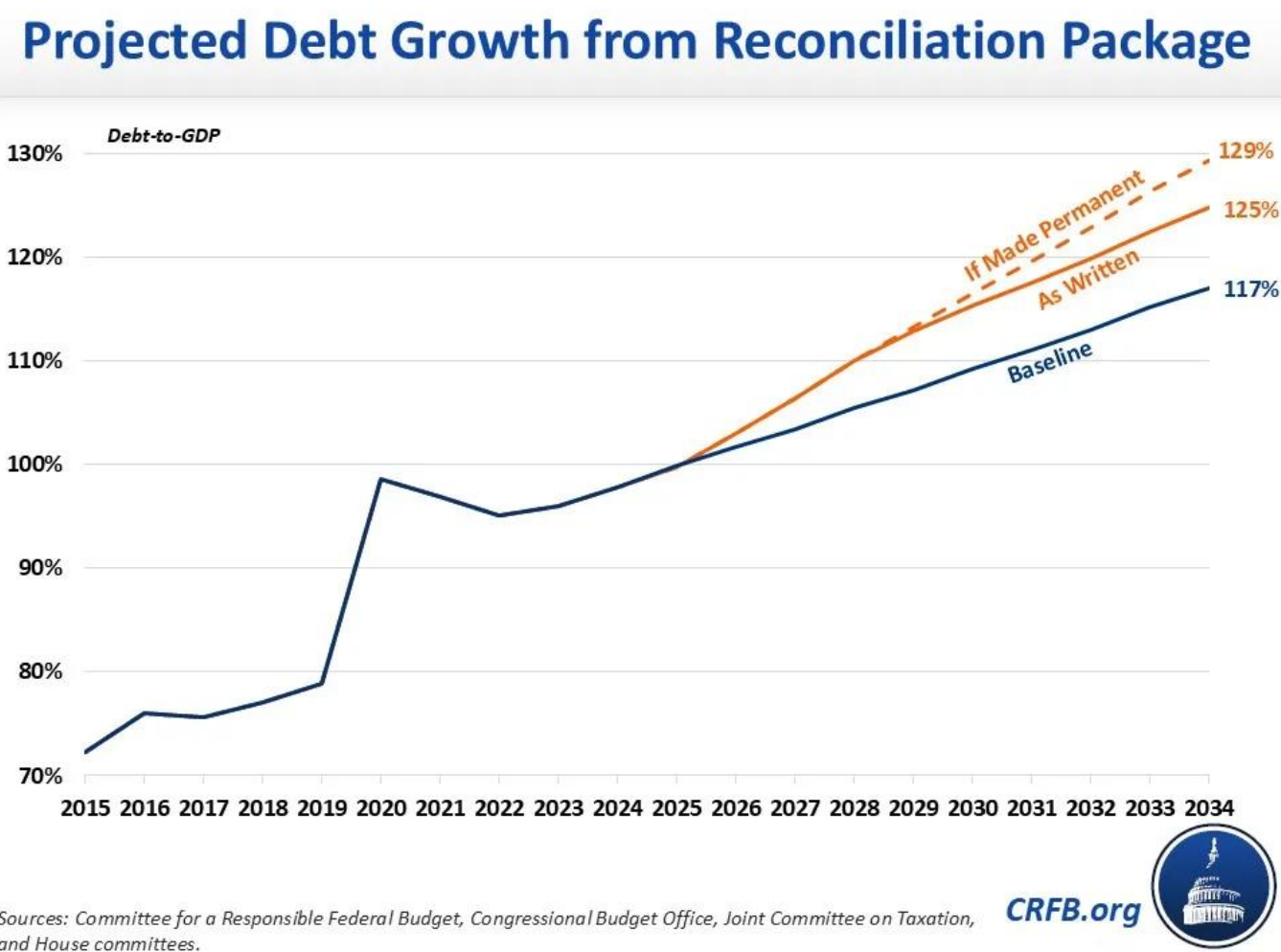
图21: 当前众议院版本的法案对 2025-2034 财年的赤字影响测算

Deficit Impact of the House Reconciliation Package

Committee	FY 2025-2034 Deficit Increase(-)/Decrease	
	As Written	If Made Permanent
Ways & Means*	-\$3,819 billion	-\$5,320 billion
Armed Services*	-\$144 billion	-\$410 billion
Judiciary#	-\$110 billion	-\$110 billion*
Homeland Security*	-\$67 billion	-\$100 billion
Financial Services*	\$5 billion	\$5 billion
Natural Resources*	\$19 billion	\$19 billion
Transportation & Infrastructure*	\$37 billion	\$37 billion
Oversight & Government Reform*	\$51 billion	\$51 billion
Agriculture#	\$230 billion	\$230 billion
Education & Workforce*	\$351 billion	\$351 billion
Energy & Commerce^	\$910 billion	\$910 billion
Interactions'	-\$150 billion	-\$150 billion
Subtotal, All Committees	-\$2,690 billion	-\$4,480 billion
Interest	-\$580 billion	-\$750 billion
Total Deficit Impact	-\$3,260 billion	-\$5,230 billion

数据来源: CRFB、东吴证券研究所

图22：当前众议院版本的法案对 2025-2034 财年的债务率影响测算



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>