

美国“大而美法案”表决进展及两院分歧



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点:

7月2日，“大而美法案”在美国参议院勉强过关，将接受众议院表决。

在连续 24 小时的讨论后，参议院共和党以 51:50 的微弱优势通过了修订后的“大而美法案”；副总统万斯投出决定性的第 51 票。共和党参议员 Rand Paul、Susan Collins、Thom Tillis 投反对票，原因是反对法案成本过高、削减医保的幅度过大。由于参议院修订后的法案与众议院 5 月提交的版本有较大差距，因此修订法案将返回众议院重新接受投票，众议长 Mike Johnson 将力争在 7 月 4 日前通过该法案。

参议院修订版预算案支出更高，修改了 Medicaid 削减、SNAP 削减、SALT 扣除上限等条款，而这些条款正是两院分歧最大的议题。CFRB 最新测算显示，参议院通过的预算案将增赤 3.4 万亿美元，较众议院版本的 2.4 万亿美元增赤幅度更大（加上利息成本后分别为 3.94 万亿和 2.97 万亿美元）。在债务上限方面，两院维持了并行决议时的差异，参议院版本债务上限提高 5 万亿，众议院 4 万亿美元。具体预算区别在于，参议院版本在军事国防、海关移民方面规划支出更多，放宽了部分医保削减、SNAP 削减的条件，使得赤字削减减少；放宽了部分税收优惠，增加了额外的支出。

法案或有望赶在 7 月 4 日前完成，但众议院意见仍可能影响法案落地。回顾“大而美法案”闯关过程：4 月，两院分别草拟预算案“并行决议（concurrent resolution）”，此时两院版本已有较大差距。5 月 22 日，众议院以 215:214 的微弱优势通过了预算协调法案（reconciliation），并提交至参议院。6 月 16 日，参议院在此基础上进行了进一步修改，公布了修订版本。7 月 2 日，法案通过了参议院投票。众议院预计最早于 7 月 2 日周三上午 9 点开始众议院首轮投票，而最终投票计划在周三晚上或周四上午进行。如果投票顺利，则国会有望在 7 月 4 日前将法案递交特朗普总统签署。而如果两院分歧过大，众议院可能投票否决修订后的版本，继而影响法案通过。后续关注共和党内部对法案分歧的协商情况，以及 8-9 月债务到期日、9 月 30 日财年结束前美国财政政策变化。

风险提示：共和党党内分歧超预期，法案通过速度超预期。

相关报告

6 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 仍偏弱，但供需均在改善

2025.07.01

5 月财政数据点评：收入降幅连续收窄，支出增速边际下降

2025.06.24

财政发力进度跟踪（20250623）

2025.06.24

目 录

1. “大而美法案”在参议院过关，返回众议院最终表决	4
1.1 “大而美法案”共和党党内主要分歧	5
2. “大而美法案”的主要内容	7
2.1 减税：特朗普 TCJA 税改始末	7
2.2 减税之外，“大而美法案”覆盖的其他政策	11
3. 风险提示	13

图表目录

图 1	参众两院大而美法案预算差距.....	4
图 2	参众议院版本“大而美法案”部分条款对比.....	5
图 3	“大而美法案”终审情景设想	5
图 4	并行决议阶段两院预算案赤字对比	7
图 5	上一任期特朗普的《减税与就业法案》覆盖个人税和企业税的多个方面	8
图 6	2017 年，美国参议院最终通过的《减税与就业法案》增赤 1.45 万亿美元	9
图 7	2025 年一揽子减税法案条款及预算成本	9
图 8	延长 2017 年 TCJA 减税条款仍站今年预算成本的重头（十亿美元）	10
图 9	2017-2025 年美国债务总额快速上行	11
图 10	当前美国政府债务利息压力偏高（%）	11
图 11	“大而美法案”主要项目及预算影响规模（截至 6 月 23 日）	12
图 12	美国政府债务上限日可能在 8-9 月	12
图 13	美国财年及预算制定流程时间表	13

1. “大而美法案”在参议院过关，返回众议院最终表决

7月2日，“大而美法案”在美国参议院勉强过关，将接受众议院最终表决。在连续24小时的讨论后，参议院共和党以51:50的微弱优势通过了修订后的“大而美法案”；副总统万斯投出决定性的第51票。共和党参议员Rand Paul、Susan Collins、Thom Tillis投反对票，原因是反对法案成本过高和削减医保的幅度过大。由于参议院修订后的法案与众议院5月提交的版本有较大差距，因此修订法案将返回众议院重新接受投票，众议长Mike Johnson将力争在7月4日前通过该法案。

参议院修订版预算案支出更高，修改了Medicaid削减、SNAP削减、SALT扣除上限等条款，而这些条款正是两院分歧最大的议题。CFRB最新测算显示，参议院通过的预算案将增赤3.4万亿美元，较众议院版本的2.4万亿美元增赤幅度更大（加上利息成本后为3.94万亿和2.97万亿美元）。在债务上限方面，两院版本维持了并行决议时的差异，参议院版本债务上限5万亿，众议院为4万亿美元。具体预算区别在于，参议院版本在军事国防、海关移民方面规划支出更多，放宽了部分医保削减、SNAP削减的条件，使得赤字削减减少；放宽了部分税收优惠，增加了额外的支出。

法案或有望赶在7月4日前完成，但众议院意见仍可能影响法案落地。回顾“大而美法案”闯关过程：4月，两院分别草拟预算案“并行决议（concurrent resolution）”，此时两院版本已有较大差距。5月22日，众议院以215:214的微弱优势通过了预算协调法案（reconciliation），并提交至参议院。6月16日，参议院在此基础上进行了进一步修改，公布了修订版本。7月2日，法案通过了参议院投票，尽管部分共和党参议员仍对具体条款持反对意见。众议院预计最早于7月2日周三上午9点开始众议院首轮投票，而最终投票计划在周三晚上或周四上午进行。如果投票顺利，则国会有望在7月4日前将法案递交特朗普总统签署。而如果两院分歧过大，众议院可能投票否决修订后的版本，继而影响法案通过。

图1 参众两院大而美法案预算差距

5月22日众议院通过的版本		7月2日参议院通过的版本	
众议院委员会	预计净赤字增加：约2.4万亿美元	参议院委员会	预计净赤字增加：约3.4万亿美元
赤字增加：	约4.8万亿美元	赤字增加：	约3.85万亿
减税 (Ways and Means)	3.75万亿美元	金融 (减税+医保Medicaid)	3.47万亿美元
国土安全	790亿美元	国土安全	1290亿美元
司法	90亿美元	司法	90亿美元
武装部队	1440亿美元	武装部队	1500亿美元
		临时修改	约1000亿美元
赤字减少：	约-1.74万亿美元	赤字减少：	约-0.5万亿美元
农业	-2380亿美元	农业	-1200亿美元
金融服务	-50亿美元	银行	-20亿美元
能源和商业 (包括Medicaid)	-1.09万亿美元	环境与公共工程	-30亿美元
教育和劳动力	-3490亿美元	能源与自然资源	-270亿美元
监督和政府改革	-120亿美元	商业、科学和交通	-440亿美元
交通和基础设施	-370亿美元	HELP（医保补贴）	-3070亿美元
自然资源	-180亿美元		
Interactions	-1750亿美元	Interactions	-30亿美元
净赤字增加：	约2.4万亿美元	净赤字增加：	约3.4万亿美元
利息成本	5510亿美元	利息成本	6900亿美元
总潜在债务影响	2.97万亿美元	总潜在债务影响	3.94万亿美元
债务上限提高	4万亿美元	债务上限提高	5万亿美元
政府杠杆率：	125%	政府杠杆率：	134%

资料来源：CFRB，联储证券研究院

图2 参众议院版本“大而美法案”部分条款对比

条款	众议院版本	参议院版本	相比众议院, 参议院版本...
标准扣除额	从 2025 年到 2028 年增加 1,000 美元 (夫妻增加 2,000 美元)	2025 年一次性永久增加 750 美元 (夫妻增加 1,500 美元)	有调整
儿童税收抵免	2025年-2028年将儿童税收抵免增加至2500美元	2026年儿童税收抵免永久增加至2200美元	有调整
SALT减免	提高SALT抵扣上限至40000美元	提高SALT抵扣上限至40000美元, 但2030年恢复 10000美元上限	更严格
企业研发投入免税	2025-2029年	永久性	更宽松
老年人额外扣除	增加4000美元	增加6000美元	更宽松
免除小费税和加班税	无上限; 要求年收入低于16万美元	小费税25000美元上限, 加班税12500美元上限; 年收入超过15万美元时扣除额降低	更严格
医保工作要求	无子女人群每月工作/志愿服务/上学超过80小时才能获得医保覆盖	扩大要求适用范围, 子女满15岁以上也需要满足工作要求	更严格
福利削减	限制各州向医疗机构收税 (用于补充医保基金, 支持乡村医院运转)	推迟医疗机构收税限制并补充乡村医院基金	更宽松
SNAP食品补助	需要提供工作证明才能获得补助	撤销众议院的部分工作要求, 仅适用于子女满14岁的成年人; 阿拉斯加和夏威夷豁免SNAP工作要求	更宽松
逐步取消风能、太阳能税收优惠	法案颁布后60天内开工, 2028年投入运营才能享受清洁能源税收优惠	法案颁布后一年内开工或2027年前投入运营的项目可享受全额税收优惠	有调整
逐步取消地热能、核能税收优惠	法案颁布后60天内开工, 2029年投入运营才能享受清洁能源税收优惠	2033年以前开工可享受全额税收优惠	更宽松
取消电动汽车税收抵免	2025年12月31日取消	2025年9月30日取消	更严格
移民和海关支出增加	移民和海关运营成本增加273亿美元;	移民和海关运营成本增加298亿美元;	更宽松
军事和国防支出增加	军事、弹药、军舰、导弹开支共增加903亿美元;	军事、弹药、军舰、导弹开支共增加951亿美元;	更宽松

资料来源: 纽约时报¹, 联储证券研究院

图3 “大而美法案”终审情景设想



资料来源: 联储证券研究院

1.1 “大而美法案”共和党党内主要分歧

共和党占据两院多数席位, 但党内对该法案仍有分歧。美国宪法要求, 如果预算决议涉及对现有法律或拨款授权的修改, 包括增税、减税、削减赤字、增减必要开支、调整债务上限、批准各种项目等, 则必须通过国会立法程序。此前, 共和党选择了仅需 50 票简单多数的“协调立法程序”(reconciliation)来替代需要 60 票绝对多数的“冗长辩论程序”(filibuster)。而在 2024 年大选中, 共和党赢得了参议院 (53-47) 和众议院 (220-215) 的多数席位。对于已经占据参众两院多数席位的共和党来说, 选择预算协调程序使得立法过程相对容易。理论上, 只要共和党内部达成一致, 法案就能通过简单多数的协调立法程序。但是, 共和党内部对这份预算案仍有争议, 主要集中在债务上限和预算规模、医保和福利削减、SALT 上限以及联邦和州权冲突四个方面:

1. 债务上限和预算规模: 财政鹰派 (Hardliners) 议员不满法案增赤幅度; 两院方案有差别。美国国会预算办公室 (CBO) 预测, “大而美法案”预计将至少增加赤字 2.4 万亿, 而当前美国政府 36.2 万亿的债务规模已经超过之前立法通过的 36.1 万

¹ <https://www.nytimes.com/interactive/2025/06/27/us/politics/house-senate-bill-trump-agenda-comparison.html>

亿债务上限。因此，“大而美法案”同时需要解决债务上限的问题，避免减税政策落地后触发债限危机。然而，两院在债务上限问题上有一定分歧。众议院相对谨慎，计划将联邦债务上限提高 4 万亿美元，而参议院希望预留更多预算空间，因此计划提高上限 5 万亿美元。参议院内部财政鹰派议员（如 Rand Paul、Mike Lee、Ron Johnson）认为法案削减开支的力度不够；法案在众议院审议可能面临同样问题。

2. **医保和其他福利削减：参议院温和派议员（moderates）反对大幅削减医保。**在两院层面，众议院的方案将大幅削减医保支出，包括引入工作要求（work requirement，无子女人群每月工作 80 小时以上才能获得医保）、加强医保资格审查并限制移民使用 Medicaid 等。6 月 16 日公布的参议院方案在此基础上加大了削减力度，包括进一步限制州政府对医疗机构收税来填充医保资金的税收上限，从 2027 年起征税上限由 6% 逐步降至 3.5%，并要求逐年压缩州政府定向补贴支付（SDP）的支出等。据 CBO 统计，这项计划预计将使得 760-1030 万人失去医疗补助资格。耶鲁大学公共卫生学院估计医保削减将间接造成每年 42500 人丧生。参议院 Susan Collins、Lisa Murkowski 等财政温和派议员反对过度削减支出、危及低收入人群的医疗保障，反对激进削减医保支出的方案。

除医保外，SNAP 削减也是争议问题之一。“大而美法案”对领取食品补贴提出了额外的工作小时数要求，可能使得低收入家庭失去基本的保障，因此在两院均有反对声音。在程序投票环节（51-49），第 51 票来自阿拉斯加州议员 Lisa Murkowski。她要求“大而美法案”SNAP 削减豁免阿拉斯加和夏威夷，否则拒绝支持参议院法案，但国会议事顾问（Parliamentarian，负责为立法程序提供专业意见，不参与投票）判定豁免 SNAP 削减的条款不符合参议院的议事规定，参议院在最后紧急修改了相关条款。

3. **SALT 抵扣上限：众议院降低 SALT 抵扣上限遭到高税收州共和党参议员反对。**两院在税改方面有诸多分歧，而矛盾最为尖锐的议题在于州和地方政府税（SALT）抵扣上限。本质上，提高 SALT 抵扣上限将允许中高收入家庭少纳税，但同时也会减少联邦税收收入、扩大赤字。目前参议院同意了 4 万美元的抵扣上限，但 2030 年恢复 1 万美元，而众议院要求无条件提高上限至 4 万美元。两院分歧来自高税收州（加州、纽约、新泽西等蓝州）的共和党议员倾向于为自身选区争取利益，提高 SALT 上限，而高税收州议员多数集中在众议院。反观参议院，财政鹰派议员反对扩大赤字，而关注社会公平的议员（如 Mitt Romney）则反对让富人得利的减税条款，因此参议院有更多人主张维持 SALT 上限。
4. **联邦和州权限博弈：部分议员反对法案中联邦干涉州和地方事务的条款。**“大而美法案”的条款强化了联邦政府在医疗、移民、教育、环保和 AI 等领域的控制，间接限制了州政府的行政自主权，遭到议员反弹。例如，在医疗方面，法案将禁止各州将医保资金用于堕胎服务和跨性别治疗，而不同州的医疗服务政策各不相同。在人工智能领域，法案将禁止各州和地方政府在未来 10 年内对 AI 技术（包括 AI 生成的虚假信息）实施任何法律限制，否则联邦将停止对地方的宽带基础设施资金拨款。也就是说，AI 监管权将掌握在联邦政府手中，限制地方自主设立规则的权限。当前，包括 Rand Paul、Susan Collins、Josh Hawley 在内的参议员明确反对联邦干预州政策，强调州宪政主权。

在并行决议（concurrent resolution）阶段，两院预算案已有分歧。4 月 5 日和 4 月 9 日，参议院和众议院先后通过了各自的预算并行决议，当时两份预算案已有较大区别。参议院预算案更为激进，需要在未来十年增赤 5.8 万亿美元，但几乎没有规划大幅度的赤字削减，仅象征性地要求在农业林业、能源和自然资源、金融、卫生教育劳动力和养老 4 个领域各削减 10 亿美元开支。相比之下，众议院的预算案净增赤规模较小，主要计划削减医保和其他支出平衡减税开支，包括削减 8800 亿美元医保支出、3300 亿教育和劳工支出、2300 亿 SNAP 支出及 500 亿监督与政府改革的支出，总计削减 2 万亿美元。

上一轮众议院投票 **215:214** 的微弱优势指向众议院内部意见不一致。众议院上一轮投票时，共有两名共和党人投反对票，一人弃权，两人因其他原因未能投票。其中，投反对票的 Thomas Massie 和 Warren Davidson 均为财政鹰派，坚持更大力度的支出削减，反对法案造成的赤字扩大，预计下一轮众议院投票也很难争取两人支持。上一轮错过投票的 Andrew Garbarino 和 David Schweikert 事后称原本计划投票支持法案通过，如无意外下一轮众议院投票应能获得两人的支持。除此之外，Chip Roy、Mike Lawler、Taylor Greene 等议员也曾公开表态反对法案的部分条款。下一步，大而美法案在众议院的最终投票结果仍有不确定性，需要持续关注。

图4 并行决议阶段两院预算案赤字对比

国会	参议院 (议长JD·万斯)	众议院 (议长麦克·约翰逊)
2025财年预算决议	允许净赤字增加：约5.8万亿美元	允许净赤字增加：约2.8万亿美元
赤字最多增加：	约5.8万亿美元	约4.8万亿美元
减税 (Ways and Means)	5.3万亿美元	4.5万亿美元
国土安全	1750亿美元	900亿美元
司法	1750亿美元	1100亿美元
武装部队	1500亿美元	1000亿美元
商业、科学和技术	200亿美元	-
环境与公共工程	10亿美元	-
赤字至少减少：	约40亿美元	约2万亿美元
农业和林业 (农业)	-10亿美元	-2300亿美元
银行、住房和城市事务 (金融服务)	-10亿美元	-10亿美元
能源和商业	-10亿美元	-8800亿美元
卫生、教育、劳工和养老金 (教育和劳动力)	-10亿美元	-3300亿美元
监督和政府改革	-	-500亿美元
交通和基础设施	-	-100亿美元
自然资源	-	-10亿美元
其他	-	-4980亿美元
净赤字增加：	约5.8万亿美元	约2.8万亿美元
利息成本	约1.1万亿美元	约0.6万亿美元
总潜在债务影响	约6.9万亿美元	约3.4万亿美元
债务上限提高	5万亿美元	4万亿美元
政府杠杆率：	1.34	1.25

资料来源：CFRB，联储证券研究院

2. “大而美法案”的主要内容

2.1 减税：特朗普 TCJA 税改始末

“大而美法案”进入两院终审阶段，其核心仍是一揽子减税计划。特朗普上一任期提出的《减税与就业法案》(Tax Cuts and Jobs Act, TCJA)的税制改革方案旨在减免美国个人和企业缴税，促进和制造业回流、增加潜在就业岗位、促进美国经济增长。2017年 TCJA 法案的大部分条款将于 2025 年底失效，而当前参议院正在审议的的美国政府预算案 (One Big Beautiful Bill, “大而美法案”) 即将迎来结果，其中最核心的议题、也是成本最高的开支项目，就是延长 2017 年特朗普的 TCJA 减税法案。

特朗普上一任期的《减税与就业法案 (TCJA)》主张大规模削减个人和居民税收，旨在促进美国经济增长、创造就业、增加投资。在 TCJA 出台之前，美国税收系统因其复杂、低效的体系和高税收水平而常遭诟病。例如，2017 年以前，美国个人纳税申报大量使用条款复杂的专项扣除 (itemized deductions)，而 TCJA 通过大幅提高标准扣除额 (standard deductions)，使得使用专项扣除的纳税人比例大幅下降，变相简化了纳税体

系²。公司税方面，2017 年之前美国企业所得税高达 35%，是所有发达国家中最高的，对投资者的吸引力较低，而 TCJA 将公司税率降至 21% 的中等水平，显著促进了美国本土投资增长。

图5 上一任期特朗普的《减税与就业法案》覆盖个人税和企业税的多个方面

2017年 TCJA主要内容
在个人税收方面，主要包括：
•下调了个人所得税率7个税档中的5个，平均每档下调1.94%；
•上调（翻倍）个税标准扣除额（所得税起征点），但取消了个人免税额；
•取消了针对不缴纳医保的税收罚款；
•提高了抵押贷款利息抵免上限；
•将儿童税收抵免从每名儿童最高1000美元提高至2000美元；
•将遗产税免税额从560万美元上调至1120万美元；
•允许529教育基金的受益人使用最高10,000美元的基金来偿还学生贷款等。
在企业税收方面，主要包括：
•将企业税从35%下调至21%，该法条不会在2025年到期，且特朗普主张将企业税进一步下调至15%，这一举措需要经过国会立法；
•将短期资本投资费用化的上限从50万美元上调至100万美元，并将减少税收抵免的渐失门槛（phase-out threshold）从200万上调至250万；
•增加对穿透实体企业（Pass-Through Entity，仅缴纳个人所得税的小股份制企业、LLC、合伙企业等）的营业收入扣抵（20%），补偿未享受到企业税下调优惠的中小型企业；
•将允许使用收付实现制的企业收入上限有从年均收入500万提高至2500万，更大程度地惠及中小企业等。

资料来源：IRS，联储证券研究院

2017 年 TCJA 法案全面降低了个人税和企业税，是美国自 1986 年以来最大规模的税改。其中包括下调企业所得税率，下调大部分个人所得税税档，以及提高标准扣除额、限制部分税收抵扣项目、废除强制医保等措施，个人税收方面，TCJA 减税法案降低了个人所得税税率，七档个人所得税税率从 10%、15%、25%、28%、33%、35%和 39.6% 降至 10%、12%、22%、24%、32%、35%和 37%。同时，TCJA 还将个税标准扣除额（即个税起征点）进行翻倍，并提升了了儿童教育、遗产继承等多项税收抵免额度，取消了个人不参加医保的税收惩罚等。企业税方面，特朗普主要将企业税税率从 35%降至 21%、更大程度地允许资本投资费用化、并在个人税收部分考虑到穿透实体企业（pass-through entities，无需缴纳企业税的小股份制企业和非股份制企业）的税收减免。除企业税的下调是永久性的，其余绝大部分税收优惠条款将在 2025 年年底过期。

2017 年 TCJA 减税法案总增赤约 1.5 万亿美元，远低于当前 3.8 万亿“大而美法案”的减税成本。主要原因在于，2017 年减税法案对大多数条款设置了 5 年有效期，而 2025 年减税法案条款大多数为永久性质。因此，体现在未来十年的增赤幅度上，“大而美法案”的成本更高。

² <https://taxfoundation.org/blog/tcja-complexity-compliance/>

图6 2017 年，美国参议院最终通过的《减税与就业法案》增赤 1.45 万亿美元

延长TCJA和新增减税条款	预算增加(+)/节省(-):
税收委员会版本的《减税与就业法案》	1.41万亿美元
房产扣除上限10,000 美元（委员会版本完全废除 SALT 扣除）	1480亿美元
将穿透实体企业扣除提高至 23%（委员会版本为 17.4%）	1140亿美元
2022 年后逐步减少100%第一年额外折旧扣除（bonus depreciation, 委员会版本要求立即停止）	340亿美元
恢复AMT，并提高免税门槛（委员会版本已废除）	-1330亿美元
将汇回税（repatriation tax）提高至约 7.5-14.5%（委员会版本为 5-10%）	-970亿美元
恢复企业替代最低税（委员会版本已废除）	-400亿美元
其他调整	80亿美元
参议院通过的《减税与就业法案》	1.45万亿美元
动态效果	约-4000亿美元
利息成本	约1.75万亿美元
参议院通过的《减税与就业法案》，调整利息支出和动态效应	约1.25万亿美元

资料来源：CFRB，联储证券研究院

2025 年新一轮减税计划以延长 2017 年 TCJA 条款为主，并新增部分减税优惠。个人所得税方面，新一轮法案拟延长特朗普首个任期内通过的减税政策，包括提高标准扣除额、儿童税收抵免和遗产税豁免额度等优惠条款。个人税减免将造成政府收入大幅下降：联邦预算问责委员会（CRFB）估计 10 年内占用预算 3.85 万亿美元。企业所得税方面，法案拟恢复额外折旧扣除（bonus depreciation）、资本投资费用化、放宽商业利息费用扣除等条款。由于企业税从 35%下调至 21%的举措是永久性的，已经在 2017 年完成立法，因此 2025 年延长其余企业税条款的成本不高，预计 10 年内占用预算 2780 亿美元。

图7 2025 年一揽子减税法案条款及预算成本

延长TCJA和新增减税条款	预算增加/减少:
延长和扩展TCJA个人税条款:	+3.85万亿美元
下调了个人所得税率7个档中的5个，平均每档下调1.94%;	+2.18万亿美元
延长AMT废除期限（AMT是确保极高收入家庭必须缴纳26-28%所得税的纳税规则）	+1.41万亿美元
扩大标准扣除额上调范围（所得税起征点），但取消了个人免税额;	-0.56万亿美元
将儿童税收抵免从每名儿童最高1000美元提高至2000美元;	+0.80万亿美元
穿透实体抵扣：对个人名下小股份企业、LLC、合伙企业等穿透实体企业23%的收入进行个人所得税的税收抵扣（199A）	+0.82万亿美元
用分项扣除限额（itemized deductions）取代 Pease（Pease减少了高收入人群税收抵免）	-0.04万亿美元
州和地方政府税收抵免（SALT Deduction Cap）上限上调至 3 万美元，收入较高则逐步降至 1 万美元	-0.92万亿美元
延长其他个人所得税扣除项	-0.05万亿美元
将遗产税免税额从560万美元上调至1120万美元;	+0.21万亿美元
延长或恢复TCJA企业税条款:	+0.28万亿美元
恢复第一年额外折旧扣除（100% Bonus Depreciation）	+0.04万亿美元
恢复国内研发和建设投资费用化（Domestic R&D Expensing）	+0.02万亿美元
恢复宽松的商业利息费用扣除限制（163I）	+0.04万亿美元
延长国际收入的税收优惠政策	+0.17万亿美元
在“机会地区”（低收入地区）投资享受税收优惠（资本收益税递延和豁免）	+0.01万亿美元
新增减税条款:	+0.66万亿美元
免征小费税	+0.04万亿美元
免征加班税	+0.12万亿美元
提高老年人标准扣除额	+0.07万亿美元
免征汽车贷款税	+0.06万亿美元
健康储蓄账户扩展	+0.04万亿美元
建立“MAGA账户”（建立教育基金账户获得税收抵免）	+0.02万亿美元
其他个人所得税减免政策	+0.05万亿美元
允许工厂收入费用化	+0.15万亿美元
将清洁能源税收抵免延长至2031年	+0.05万亿美元
其他业务及相关减税	+0.07万亿美元
扩大医疗保险下农村急救医院的定义	+0.00万亿美元
预算增加/减少:	+4.79万亿美元
废除税收优惠政策节省开支:	-1.02万亿美元
合计:	+3.77万亿美元

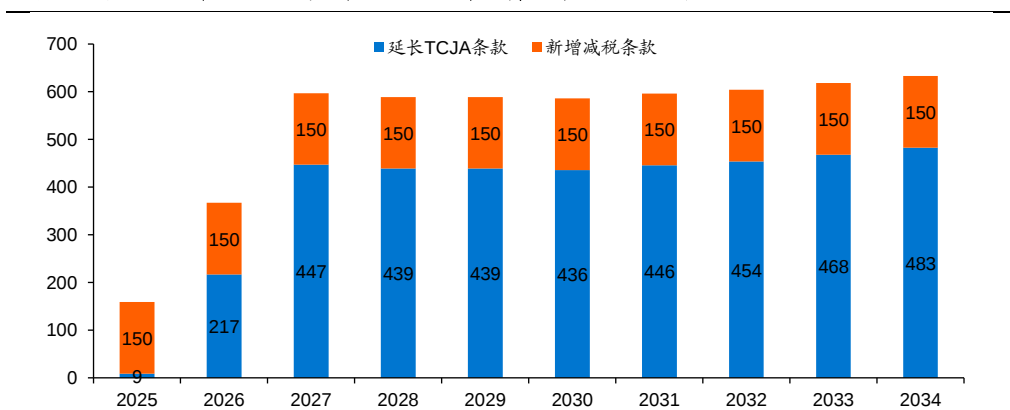
资料来源：CFRB，联储证券研究院

新一轮减税计划将新增竞选期间承诺的税收优惠条款，并取消部分拜登时期的税收抵免政策。新增的税收优惠包括服务行业小费收入免税、加班工资免税、社保福利免税以及汽车贷款利息抵免等，但新增条款的实际减税成本较低，其主要目的是争取低收入阶层选民青睐，预计 10 年内需要预算 6640 亿美元。特朗普将取消拜登时期鼓励新能源产业的配套税收抵免政策，包括取消新能源车的税收抵免，取消拜登《通胀削减法案》相关税收抵免等，总计将为减税法案延期节省 1 万亿美元的预算成本。

从落地节奏上看，减税法案带来的财政扩张主要集中在 2026 年及以后，对 9 月结束的 2025 财年影响较小。按 CBO 预测，2025 年新增减税政策将带来 1500 亿美元财政支出增加，而尚未到期的 2017 年减税政策对财政支出没有增量影响。

从结构上看，减税法案成本的重头仍是延长旧条款，而非新增条款。尽管 2025 年减税法案新增了一系列税收优惠，但预算成本增加的绝大部分仍来自于延长 2017 年 TCJA。2025 年新增的减税条款主要是增设对小费劳动者、加班和退休人员等特定群体的税收减免，是特朗普政府宣传减税政策的重点，其主要目的是拉拢选民。拆分 2025 年减税法案成本可见，新增减税条款预计增赤 0.66 万亿美元，而延长个人和企业减税则总计增赤逾 4 万亿美元按年度划分，2027 年至 2034 年的减税计划中，新增减税条款部分占比稳定在 25% 左右。

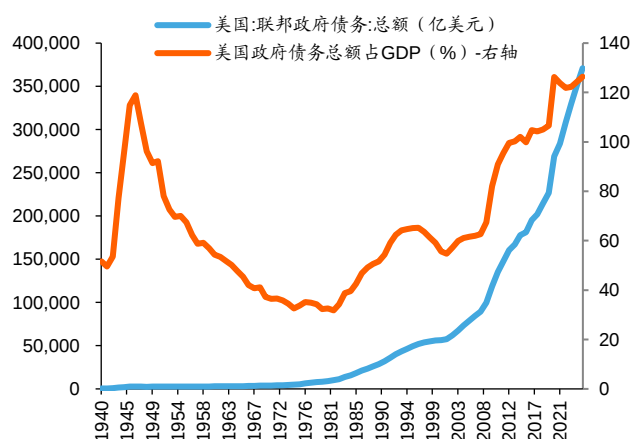
图8 延长 2017 年 TCJA 减税条款仍站今年预算成本的重头（十亿美元）



资料来源：CBO，联储证券研究院

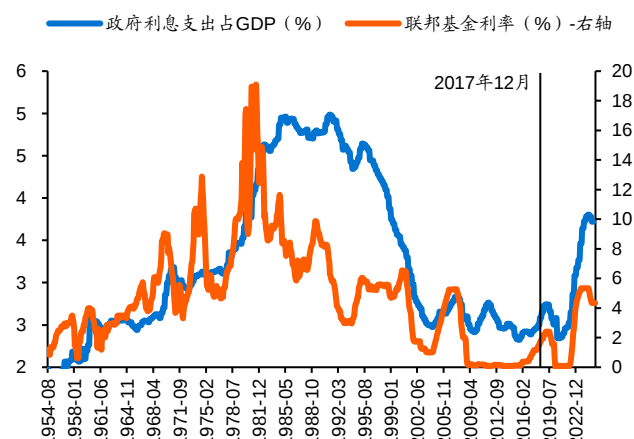
相比 2017 年，2025 年美国的宏观经济环境不确定性与债务压力显著增加。2017 年减税法案出台时，美国经济周期性复苏，货币政策处于 2008 年金融危机后的首个加息周期，政策利率在 1-2% 的相对低位，政府利息支出压力较低。而当前美联储的政策利率在 4-5% 左右，新政落地附带的利息成本奖惩比例地增加。同时，2017 年的美国尚未经历疫情期间的财政“放水”，财政赤字在 3.4% 左右，政府总负债 20 万亿，占 GDP 的 104%。疫情三轮财政补贴之后，美国财政赤字虽然有所回落，但赤字率仍维持在 6% 以上，政府总负债则迅速攀升至当前的 36.2 万亿，占 GDP 的 125%。2025 年美国利率水平高企、政府债务负担加重意味着财政政策宽松的空间较上一任期显著受限。

图9 2017-2025 年美国联邦政府债务总额快速上行



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图10 当前美国政府债务利息压力偏高（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2.2 减税之外，“大而美法案”覆盖的其他政策

“大而美法案（One Big Beautiful Bill Act, OBBBA）”是2025年美国预算法案，包括减税政策延期和一系列其他预算调整。4月，美国参众两院先后起草并通过了各自的预算框架。5月22日，众议院以215票对214票微弱优势通过预算协调方案，并正式将法案送交参议院审议。6月16日，参议院财政委员会公布其针对该法案的修订文本，调整了包括债务上限、SALT上限、Medicaid工作要求、医保和社会支出等多个关键内容。7月2日，参议院以51-50微弱优势通过“大而美法案”。

当前版本下，“大而美法案”的其他预算支出增加包括国土安全、司法、武装部队等领域，而其他赤字削减主要针对医保、食品、能源、教育等领域。

1. **预算增加：主要是加强美国的军事能力和边境管控，预计总共增加2320亿美元开支。**例如，计划将1440亿美元用于造船、无人机和其他军事支出；790亿美元用于边境安全，包括建造边境墙、驱逐非法移民；90亿美元用于移民相关的海关和司法开支。支出增加的部分服务于特朗普在限制非法移民方面的政策主张。
2. **预算削减：主要针对医保、食品补贴、新能源补贴和其他被认为不必要的补贴，总计减少1.69万亿美元开支。**医保方面，法案计划削减8900亿美元的医疗补助（Medicaid和Medicare）开支，主要是通过制定额外的补贴门槛来降低成本（医保削减记在能源和商务项目）。能源方面，法案计划废除拜登的一系列对于清洁能源的补贴，并着重发展传统能源，预计节省1960亿美元开支。食品方面，主要削减面向低收入家庭的食物补贴（SNAP），预计削减2380亿美元。2024年，SNAP项目总计支出1003亿美元³，从未来10年角度来看，SNAP福利削减大概占原有支出的30%左右。教育方面，法案拟削减学生贷款减免、鼓励学校降本增效等，总计节省支出2380亿美元。

³ <https://usafacts.org/answers/how-much-does-the-federal-government-spend-on-snap-every-year/country/united-states/>

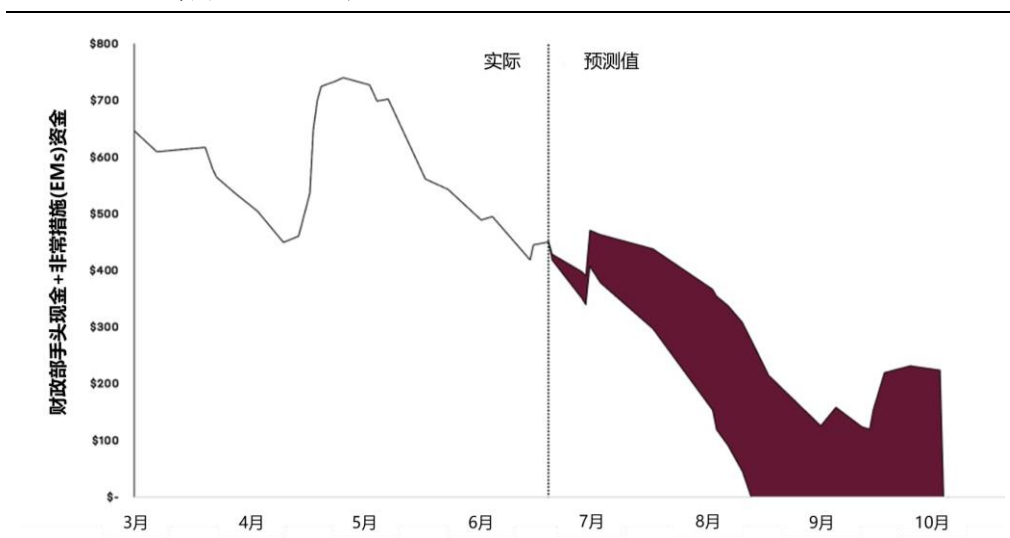
图11 “大而美法案”主要项目及预算影响规模（截至6月23日）

项目	预算增加/减少 2025-2034财年
筹款委员会（减税和税改）	+3.75万亿美元
个人税	+3.87万亿美元
企业税	+0.27万亿美元
新增的减税政策	+0.66万亿美元
取消的减税政策	-1.05万亿美元
其他预算增加	+0.23万亿美元
武装部队	+0.14万亿美元
国土安全	+0.08万亿美元
司法	+0.01万亿美元
其他预算减少	-1.75万亿美元
能源和商务	-1.09万亿美元
医疗保健	-0.89万亿美元
能源、环境和通信	-0.20万亿美元
教育和劳动力	-0.35万亿美元
农业	-0.24万亿美元
监督和政府改革	-0.04万亿美元
交通和基础设施	-0.02万亿美元
自然资源	-0.01万亿美元
金融服务	-0.01万亿美元
相互作用项（Interactions）	-0.18万亿美元
总债务增加	+2.40万亿美元
利息增加	+0.55万亿美元
含利息的总债务增加	-3.00万亿美元

资料来源：CFRB, CBO, 联储证券研究院

“大而美法案”通过并非美国财政问题的终点。5月22日，“大而美法案”已经在众议院获得通过，提交参议院审议。6月16日，参议院公布了修订后的协调法案。7月2日，参议院投票通过了修订后的法案，目前法案返回众议院进行最终投票，预计有望在特朗普要求的7月4日独立日前通过该法案。两院对增赤幅度和具体条款的意见不一致可能成为影响法案通过的关键分歧。法案通过后，美国政府仍面临8-9月的债务到期日（即“X date”），并将为巨额法案落地进行新一轮发债。除此之外，法案通过后，具体部门的12个拨款法案（appropriation bills）也仍需大量协商程序。因此，在9月30日美国财年结束之前，需要持续关注美国财政政策进展。

图12 美国政府债务上限日可能在8-9月



资料来源：Bipartisan Policy, 联储证券研究院

图13 美国财年及预算制定流程时间表

时间	流程	具体内容
——9月30日财年结束——		
年中至10月	联邦机构提交初步预算	各个联邦机构进行预算规划，并提交预算提案至总统行政管理的预算办公室（OMB）
11月	总统回传预算案意见	OMB审核各联邦机构预算案并提交给总统，总统决定支持哪些提案，再由OMB将总统意见和指令回传给各个联邦机构（passbacks）
12月	联邦机构提交最终申请	各个联邦机构根据总统意见修改预算案，并将最终申请提交OMB（最终预算案可能被总统采纳，也可能不会）
1月	总统公开概述预算提案	总统在国情咨文（the State of Union Address）中概述预算案主要内容
2月	总统向国会提交预算请求（Budget Request）	2月首个星期一，总统向国会预算办公室（CBO）提交预算请求
	CBO向两院提交预算案报告	2月15日，国会预算办公室（CBO）向参议院、众议院预算委员会提交预算分析报告。
4月	共同决议（Concurrent Resolution）	4月1日，参议院预算委员会报告关于预算的共同决议（concurrent resolution，两院通过但无需总统签字的议案，不具备法律效力）
	预算决议（Budget Resolution）	4月15日，国会必须通过预算决议；该决议将指导12个拨款小组委员会（appropriation subcommittees）的决策。拨款小组委员会就具体提案举行听证会，听证会可能会持续到夏季。
5月	拨款法案（appropriation bills）	5月15日，众议院开始审议年度拨款法案（appropriation bills）
6月	和解立法程序（reconciliation）同步进行	6月10日，众议院拨款委员会完成12份拨款法案的提交。
	批准拨款法案的最后期限	6月15日，国会完成拨款法案涉及的调解立法（reconciliation）。
8-9月	美国政府触达债务上限	6月30日，众议院必须完成关于年度拨款法案（一般情况下会在6月30日之前完成）。
9月	总统同意或否决预算拨款	“X date”，即美国政府触达债务上限的日期，取决于总统在收到最终拨款法案是10天内同意或否决，同意则生效签字，否则重新开始法案修订。
10月	如果拨款法案未通过	如果10月1日前拨款法案未被采纳，国会将通过一项持续决议（continuing resolution）以保证联邦机构能够维持运营，或者政府“关门”（shut down）。
——10月1日财年开始——		

资料来源：美国白宫，CFRB，联储证券研究院

3. 风险提示

共和党党内分歧超预期，法案通过速度超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000