

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 张润锋 黄斯佳

周文敏 杨妍 杨童舒

怎么看《大而美法案》的
经济金融影响？

阅读摘要

《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act, OBBBA)是由美国特朗普政府推动的大规模财政改革法案，涉及税收、社会福利、国防、能源等多个领域。通过“企业及个人所得税减税+社会福利与清洁能源补贴削减”组合，旨在对外加征关税的同时对内减税，“合力”实现拉动科技企业、重资本企业等制造业回流和经济复兴目标。作为美国历史上规模最大的减税法案，《大而美法案》主要包括削减国内企业所得税和个人所得税、削减社会福利、削减清洁能源补贴、增加国防支出和提高债务上限。

展望《大而美方案》对经济的影响，GDP增长方面，预计短期法案对内需有一定提振作用，但长期提振力度或减弱；就业方面，法案理论上有利于增加劳动力市场供给；通胀方面，法案短期内对通胀或产生一定上行压力，长期或推动通胀水平K型走升；政府财政方面，法案大幅增加联邦债务，可能掣肘后续财政空间。此外，长期来看，《大而美法案》可能进一步恶化美国居民收入和福利分配。

展望《大而美方案》对金融的影响，美联储政策方面，降息“later”、利率终点“lower”，短期延长美联储谨慎观望的时长，长期看降息终点可能更低；股市方面，法案表决期间市场避险情绪短暂升温，美股时点性下挫，后续关税谈判进展、美联储降息等仍是短期主要影响因素，但法案对美国财政可持续性的长期影响或增加美元资产信用担忧；美债方面，短期美债供给增量相对可控，2026-2028财年赤字增量集中释放或对长债利率带来一定上行压力。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

怎么看《大而美法案》的经济金融影响？

一、《大而美法案》时间线及主要内容

《大而美法案》（One Big Beautiful Bill Act，OBBBA）是由美国特朗普政府推动的大规模财政改革法案，涉及税收、社会福利、国防、能源等多个领域。《大而美法案》于4月28日在众议院提出，5月16日众议院预算委员会首度表决，5月22日在众议院通过，6月28日以微弱优势通过参议院程序性投票，7月1日在副总统投下关键一票后该法案在参议院正式通过，7月3日在众议院通过修订版，最终于7月4日由特朗普签署（见图表1）。

图表 1：《大而美法案》重要时间线



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

《大而美法案》通过“企业及个人所得税减税+社会福利与清洁能源补贴削减”组合，旨在对外加征关税¹的同时对内减税，“合力”实现拉动科技企业、重资本企业等制造业

¹ 从阶段数据来看，“对等关税”政策落地以来，美国政府关税收入走升。2025年4、5月美国关税收入分别为156亿、222亿美元，高于前三个月76亿美元的均值、2024年66亿美元的均值。

回流和经济复兴目标。作为美国历史上规模最大的减税法案，《大而美法案》主要内容包括（见图表 2）：

1. 削减国内企业所得税：（1）设备全额折旧政策，允许企业在购置特定资产时一次性抵扣全部成本；（2）研发费用全额即时扣除；（3）计算利息扣除上限可基于更宽松的 EBITDA 而非 EBIT²；（4）延长并扩大机会区（Opportunity Zones³）政策至 2033 年；（5）延长并修改更低的国际税收条款⁴。特别地，法案取消原定拟施行的对外资本税，删除 899 条款⁵。

2. 削减国内个人所得税：（1）永久化 2017 年《减税与就业法案》中较低的个人所得税税率与分档结构，维持当前 37% 的最高边际税率；（2）提高标准扣除额 750 美元，州和地方税收扣除（SALT）上限从 1 万美元提高至 4 万美元（2030 年后回落至 1 万美元）；（3）永久化第 199A 条款下的 20% 合格商业收入抵扣⁶；（4）小费收入、加班工资分别享有 2.5 万美元、1.25 万美元的免税额度；（5）汽车贷款利息每年可抵扣最多 1 万美元；（6）年满 65 岁的老年人可享受最

² EBIT 是指不考虑利息和所得税的利润，EBITDA 是指不考虑利息、所得税、折旧和摊销的利润。比较而言，EBIT 反映企业核心经营能力，排除了资本结构和税务因素；EBITDA 则更侧重现金流，尤其适合对固定资产依赖度较高的企业。

³ 由 2017 年《减税与就业法案》创设，允许低收入地区的某些投资获得税收优惠。

⁴ 包括受控外国公司（CFC）规则的变更、全球无形低税收入（GILTI）的变化、外国来源推定收入（FDII）的修改、基础侵蚀反滥用税（BEAT）的修改等，详见链接 <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/taxnewsflash/pdf/2025/05/kpmg-report-international-one-big-beautiful-bill-may-15-2025.pdf>。

⁵ 899 条款将来自利息、股息、租金和特许权使用费的美国来源收入的法定税率提高至 20%。

⁶ 许多独资企业、合伙企业、S 型公司和一些信托和房地产的所有权人可能有资格享受合格营业收入（QBI）扣除额，也称为第 199A 条扣除额，扣除额允许符合条件的纳税人最多扣除其合格营业收入（QBI）的 20%，再加上其 20% 的合格房地产投资信托（REIT）股息和合格公开交易合伙企业（PTP）收入。详见链接 <https://www.irs.gov/zh-hans/newsroom/qualified-business-income-deduction>。

高 6,000 美元的年度社会保障金专项抵税额度；（7）儿童税收抵免从 2,000 美元上调至 2,200 美元、儿童与受抚养人照护抵免比例从现行的 35%提高至 50%、设立“特朗普账户”⁷。

3. 削减社会福利：（1）抬高获取医疗补助门槛，新增每周工作时长要求至 80 小时⁸；（2）削减营养援助投入，调整节俭食品计划，扩大受益人的工作义务，各州分担 75%管理成本（原 50%）。

4. 削减清洁能源补贴：2025 年 9 月 30 日起终止原每辆电动车 7,500 美元的购车抵免；风电、太阳能项目税收抵免仅限法案生效后 12 个月内开工或 2027 年前建成项目。

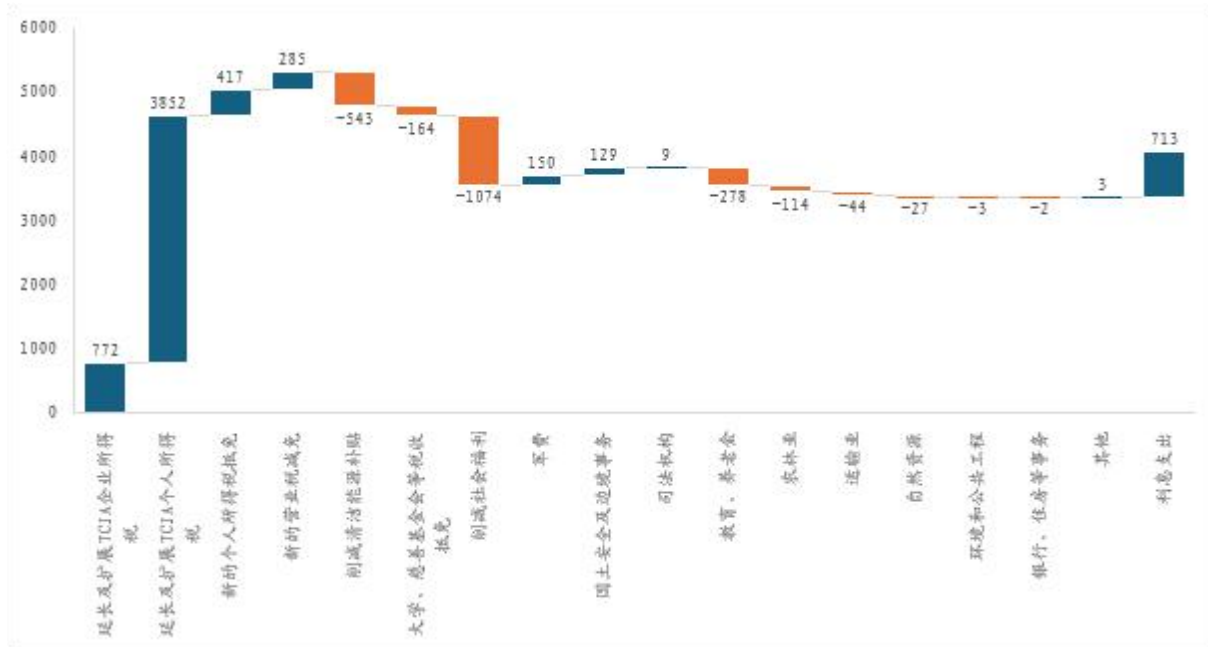
5. 增加国防支出，重点投向导弹、海军舰艇、边境安全等方面。

6. 提高债务上限：将联邦债务上限提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。

⁷ 联邦政府将为每名新生儿一次性注资 1,000 美元，家庭每年可追加存入最多 5,000 美元，账户余额将投资于跟踪美国股票指数的基金。

⁸ 无业成年人每月需完成至少 80 小时的工作、培训或志愿服务，方可维持领取医疗补助资格。

图表 2：《大而美法案》各项内容对财政赤字的影响（2025-2034 年，十亿美元）



数据来源：CRFB、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、《大而美法案》对美国经济的影响分析及展望

GDP 增长方面，预计短期法案对内需有一定提振作用，但长期提振力度或减弱。短期或有增长提振作用主要源于一系列减税政策促进企业投资增加⁹及居民税后收入增长¹⁰，支撑私人投资及消费对 GDP 增长的拉动。根据 CBO 的预测，2026 年法案对 GDP 的提振作用将达到峰值的 0.9%，此后随着税收优惠到期而逐步减弱¹¹。白宫经济顾问委员会预测，法案将在生效四年内累计推动 GDP 增长 4.6%-4.9%（也即，平均每年增长 1.1-1.2%），国会预算办公室（CBO）

⁹ 白宫经济顾问委员会预计未来四年投资将增长 7.3%-10.2%。

¹⁰ 白宫经济顾问委员会预计未来四年一个中等收入家庭实际到手收入将增加 7,592-10,902 美元。

¹¹ 参考：<https://www.cbo.gov/publication/61486>

预测法案在十年内平均推动 GDP 增长 0.5%，其他机构对经济增长推动的预测在 0.4%-1.0%之间（见图表 3）。

图表 3：各机构对法案对经济增长提振作用的估计

估机构	法案版本	GDP 增长效应
经济顾问委员会 (Council of Economic Advisors)	参议院财政委员 (Senate Finance Committee)	到 2028 年 GDP 增长 4.6-4.9%（平均每年增长 1.1-1.2%）
税务基金会 (Tax Foundation)	参议院财政委员	10 年内平均增长 1.0%，长期增长 1.2%
	众议院 (House)	长期增长 0.8%
联合税收委员会 (Joint Committee on Taxation)	众议院筹款委员会 (House Ways and Means Committee)	10 年内平均增长 0.4%
国会预算办公室 (Congressional Budget Office)	众议院	10 年内平均增长 0.5%，在 2026 年达到 0.9% 的峰值
宾夕法尼亚大学沃顿商学院 预算模型 (Penn Wharton Budget Model)	众议院	至 2034 年 GDP 将增长 0.4%，此后 GDP 增长将 放缓，到 2054 年减少 1.5%
耶鲁大学预算实验室 (The Budget Lab at Yale)	众议院	到 2027 年将使 GDP 增长 0.6%，到 2034 年使 GDP 下降 0.1%、到 2054 年下降 2.9%

数据来源：Tax Foundation、Council of Economic Advisors、Joint Committee on Taxation、Congressional Budget Office、Penn Wharton Budget Model、The Budget Lab at Yale、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

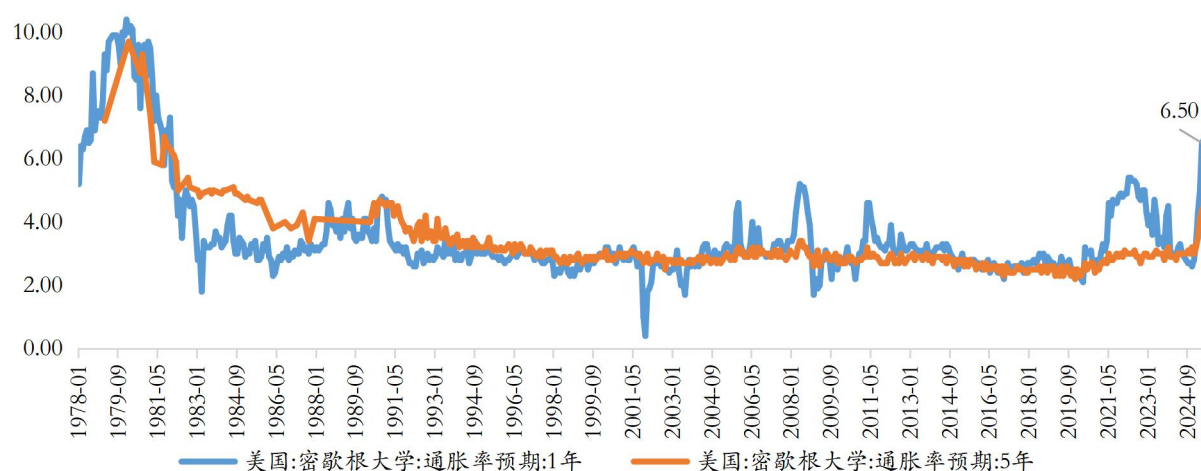
就业方面，法案理论上有利于增加劳动力市场供给。一方面，法案通过个税减免降低劳动收入边际税率，提高了参加工作相对于赋闲的性价比；另一方面，医疗补助、营养援助等福利的削减以及对工作时长的要求，也迫使部分财务拮据的劳动力重返就业市场。Tax Foundation 测算，工作时间的增加相当于新增 93.8 万个全职就业岗位¹²；

¹² 详见：

美国国会预算办公室预计，劳动力供给将在 2026 年达到峰值，增加约 150 万就业工人，随后逐渐下降¹³。

通胀方面，法案短期内对通胀或产生一定上行压力，长期或推动通胀水平 K 型走升。短期内减税引起的总需求扩张或对通胀产生一定上行压力。长期看，低收入群体收入和消费能力下降，或对食品、医疗等必需品价格带来下行压力，但高收入群体较快的收入增长则可能带来可选消费品的价格上行压力，也即“富人通胀穷人通缩”的 K 型分化。此外，财政赤字扩大、债务水平上升或抬升通胀预期（见图表 4）。

图表 4：2025 年 5 月 1 年通胀预期升至 1981 年以来最高水平



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

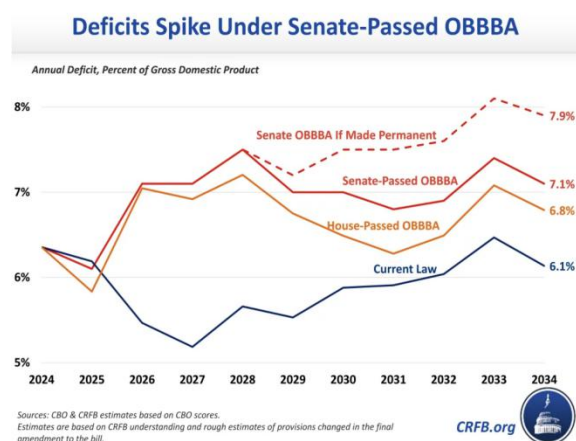
政府财政方面，法案大幅增加联邦债务，可能掣肘后续财政空间。根据 CRFB 预测，至 2034 年预算期结束时美国赤字率将升至 7.1%（若临时措施永久化则进一步升至 7.9%）；同时，政府债务负担将大幅抬升，2034 年之前美国

<https://taxfoundation.org/research/all/federal/big-beautiful-bill-senate-gop-tax-plan/>。

¹³ 在 2025 年至 2034 年期间，劳动力供给平均增加 0.6%、将在 2026 年达到峰值 0.9%，相当于就业工人数量增加 150 万，然后逐渐下降到 2034 年的 0.6%。详见：<https://www.cbo.gov/publication/61486#section1>。

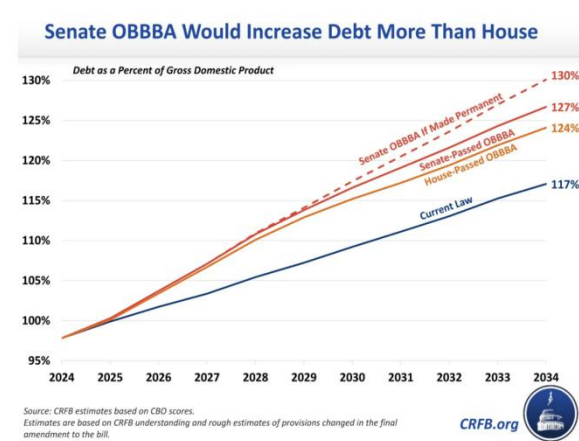
政府债务将增加 4.1 万亿美元（永久化则为 5.5 万亿美元），债务率将升至 127%（永久化则为 130%）（见图表 5-6）。但也有观点认为需综合考虑美债利率变化对新发债务成本及关税收入对赤字的影响。

图表 5：最终版本的法案大幅增加政府赤字率



数据来源：CRFB、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：最终版本的法案大幅增加政府债务率



数据来源：CRFB、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

此外，长期来看，《大而美法案》可能进一步恶化美国居民收入和福利分配。法案一方面在企业税、199A 抵扣方面利好高收入人群，另一方面医疗补助、营养补助等对低收入人群的福利被大幅削减，被认为有“劫贫济富”之嫌。根据 Tax Foundation 预估，法案短期内对中上收入人群（60%-80%分位）提振作用最为明显¹⁴、长期对高收入人群（80%-100%分位）的提振作用最为明显¹⁵，而最低收入人群（0-20%分位）提振效果在短、长期均为最低¹⁶。由于低收入人群消费倾向一般较高，长远看法案对低收入

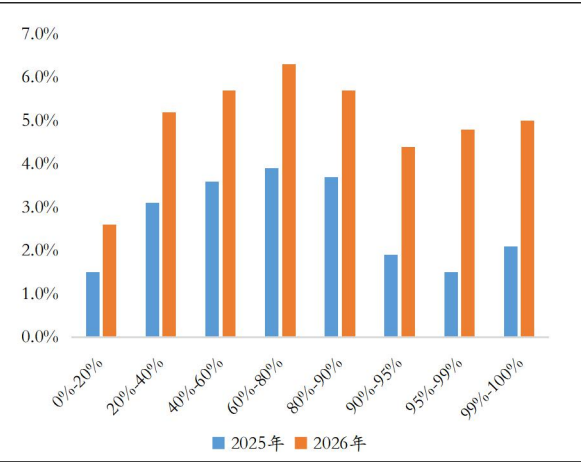
¹⁴ 至 2026 年收入在 60%-80%分位人群收入预计增加 6.3%、为提振幅度最高人群。

¹⁵ 至 2034 年收入在 80%-100%分位人群收入预计增加 2.9%、为提振幅度最高人群。

¹⁶ 至 2026 年、2034 年收入在 0-20%分位人群收入分别预计增加 2.6%、-0.4%，为提振幅度最低人群。

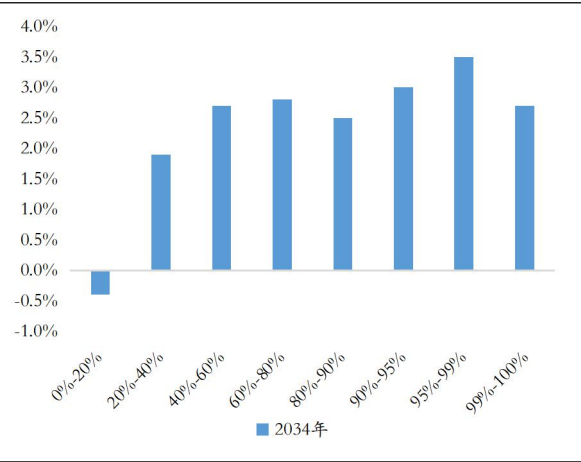
群体消费力的损害，可能对私人消费有一定掣肘（见图表 7-8）。

图表 7：《大而美法案》对不同收入分位数人群的影响（至 2025 年、2026 年）（%）



数据来源：Tax Foundation、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：《大而美法案》对不同收入分位数人群的影响（至 2034 年）（%）



数据来源：Tax Foundation、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、《大而美法案》对货币政策和金融市场的的影响及展望

1. 对美联储政策：降息“later”、利率终点“lower”，短期延长美联储谨慎观望的时长，长期看降息终点可能更低。

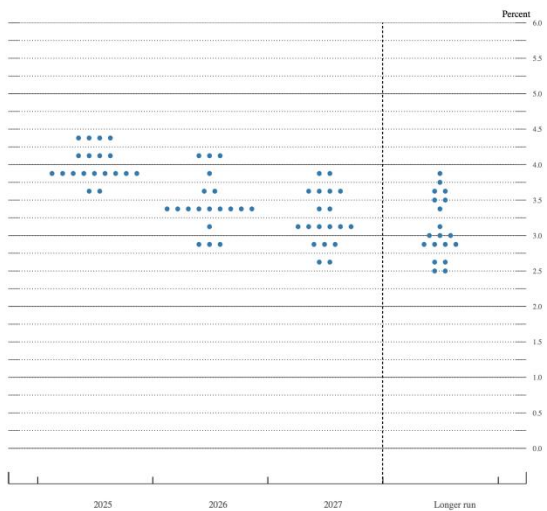
短期看，一方面，法案对内需提振力度集中于最近数年，一定程度上增加了美国经济的韧性，增支项目大多短期内启动（如减税永久化及新增减税本年生效）、减支项目启动时间相对延迟（如医疗补助新标准 2026 年底生效）；另一方面，法案增加劳动力供给，料将支撑劳动力市场、压制失业率抬升的速度；此外，法案对通胀的影响或滞后显现¹⁷，响应增加美联储缓降息预期。

¹⁷ 美东时间 6 月 24 日，在众议院金融服务委员会听证会的问答环节，鲍威尔表示“在 6 月和 7 月数据中，我们认为我们应该开始看到关税对通胀的影响。”

长期看，法案可能加剧贫富分化，债务可持续压力要求利率在中长期更低。法案一定程度上可能加剧贫富分化，长期看妨害私人消费，削弱食品、医疗等通胀压力，可能拖累美国经济增长景气，增加“滞胀”担忧。同时，更庞大的联邦债务总额及利息支出，将更依赖于未来的低利率环境。特朗普或通过人事任命及舆论敦促美联储加快降息。

图表 9：2025 年 3 月美联储 FOMC 会议点阵图

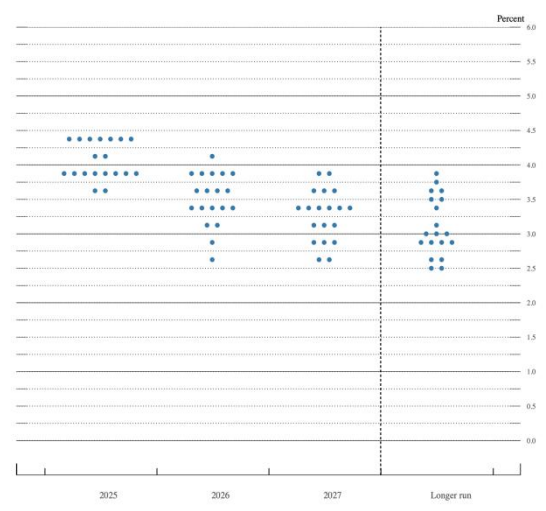
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：FED、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：2025 年 6 月美联储 FOMC 会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：FED、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 股市影响：法案表决期间市场避险情绪短暂升温，美股时点性下挫；后续关税谈判进展、美联储降息等仍是短期主要影响因素，但法案对美国财政可持续性的长期影响或增加美元资产信用担忧。

美国众议院首次表决《大而美法案》前后（5 月 16 日至 23 日），全球股市普遍下行。5 月 16 日起，美国众议院数次对《大而美法案》进行程序性表决，最终于 5 月 22 日以微弱优势获众议院正式通过。该法案引发财政赤字抬升的忧虑，

叠加 5 月 16 日穆迪下调美国主权信用评级，市场避险情绪升温，VIX 恐慌指数阶段走升，美股走低。5 月 16 日至 23 日期间，VIX 恐慌指数走升至半个月高位（22.3），标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别：-1.9%、-1.7%、-2.0%，分板块看，信息技术（-3.0%），房地产（-2.4%）、能源（-2.4%）跌幅较显著。相比之下，其他主要经济体股市亦多数下行，但跌幅小于美股，欧洲 STOXX50 指数跌 0.38%，日经 225、韩国综指、上证指数：-1.6%、-1.1%、-1.0%，而恒指受 IPO 热潮、内地政策利好（LPR 与存款利率双降）提振，逆市波动走升 0.6%。

法案获美国参议院正式通过前后（7 月 1 日-7 日），美股先升后跌。7 月 1 日美国参议院通过《大而美法案》（修订版），3 日美国众议院同意参议院的修正案，4 日特朗普正式签署。7 月 1 日至 3 日期间，标普 500、道指、纳指分别：+1.2%、+1.7%、+1.1%，但除了法案通过表决，美越达成贸易协议等利好消息亦有影响。7 月 7 日，特朗普发关税通知函拟对多国加征关税，关税谈判不确定性骤升，美股下挫，标普 500（-0.8%）、道指（-0.9%）、纳指（-0.9%）均收跌。伴随关税、降息不确定性走升，亚太区主要股市多数波动走低，7 月 1 日至 7 日，日经 225、韩国综指、恒生指数分别：-2.2%、-0.4%、-0.8%；A 股走势分化，上证指数逆市回升（+0.8%），深证成指微跌（-0.3%）（见图表 11-13）。

往后看，美股波动性料较大，美股股指在阶段高位背景

图表 13：美股股指及各板块变化

	能源	工业	材料	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	通讯服务	公用事业	房地产	标普500	道琼斯工业	纳斯达克
5月16日-5月23日	-2.4%	-1.5%	0.6%	-2.1%	0.9%	0.2%	-1.7%	-3.0%	0.6%	0.9%	-2.4%	-1.9%	-1.7%	-2.0%
7月1日当天	0.3%	0.4%	1.6%	0.2%	0.7%	1.0%	0.5%	-1.2%	-0.9%	-0.1%	0.7%	-0.1%	0.9%	-0.8%
7月1日-7月3日	2.1%	1.6%	3.8%	1.4%	1.1%	0.6%	1.4%	1.5%	0.1%	0.1%	1.2%	1.2%	1.7%	1.1%
7月7日当天	-1.3%	-0.6%	-0.9%	-1.2%	0.1%	-0.9%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	0.1%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.9%

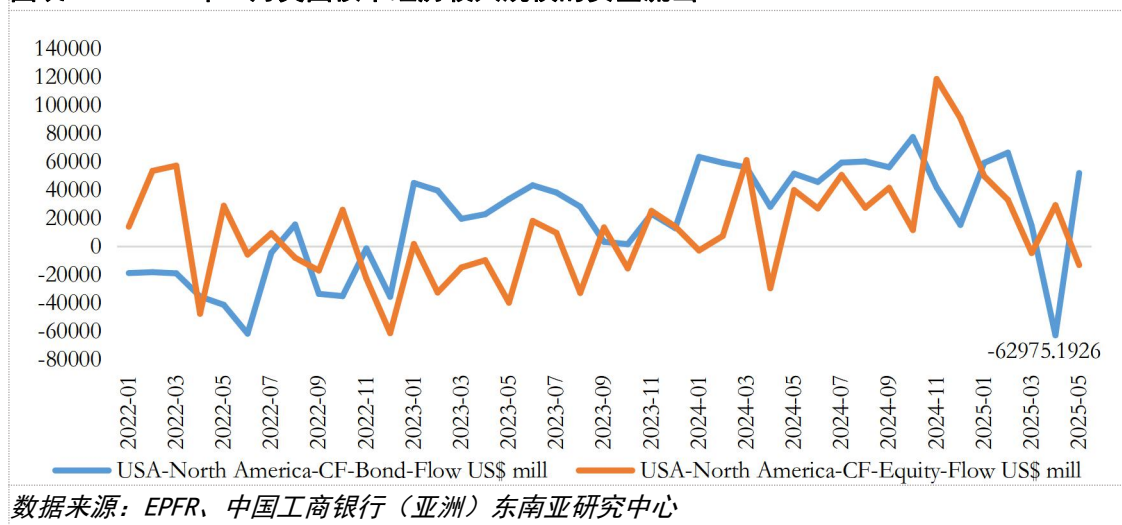
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 美债影响：短期美债供给增量相对可控，2026-2028 财年赤字增量集中释放或对长债利率带来一定上行压力。

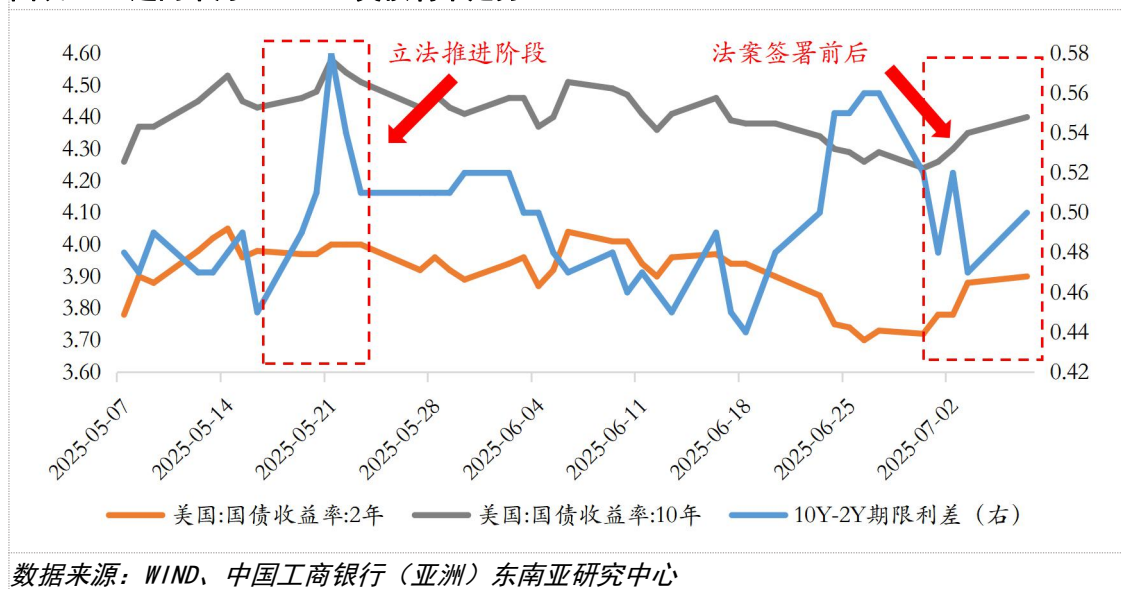
立法推进阶段（2025 年 5 月 16 日至 23 日）：5 月 16 日至 22 日众议院通过法案初版，叠加月中穆迪下调美国主权信用评级等因素影响，引发市场债务可持续性担忧，5 月美国债市遭遇较大规模的资金流出（见图表 14），10Y 美债利率盘中最高升破 4.6%，创下 2 月以来新高。

法案签署前后（2025 年 7 月 1 日至 7 日）：7 月 1 日至 3 日，美国参众两院先后通过《大而美法案》，4 日美国总统特朗普正式签署生效，最终版本预期赤字率和政府债务负担进一步抬升，美债利率大幅走高，2Y、10Y 美债利率分别升 18BP、16BP，10Y-2Y 期限利差小幅收窄 2BP，但期间除了财政因素外，6 月美国非农数据超预期和关税谈判进展亦是重要影响因素（见图表 15）。

图表 14：2025 年 5 月美国债市经历较大规模的资金流出



图表 15：近两个月 2Y、10Y 美债利率走势



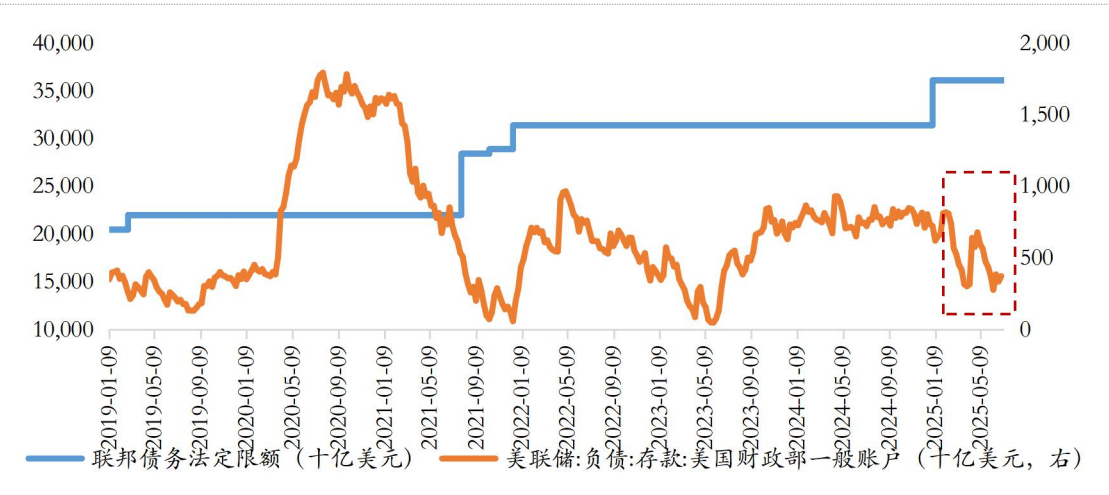
往后看，短期内，供给方面，债务上限解决后，财政部预计加大美国国债发行量以补充 TGA 账户（见图表 16），同时释放此前因债务上限问题而积累的一些发债需求，可能对市场流动性造成扰动，阶段性推升美债利率¹⁸；同时在长端利率仍较高的背景下，期限较短的新发债券占比可能更大¹⁹，

¹⁸ 对比 2023 年 5 月末美国债务上限问题解决后，6 月 3 日美国财政部计划三季度新增发债 1.01 万亿美元，其中仅有 1580 亿美元中长期付息债券，剩余 8500 亿美元均为短债。自 6 月初-10 月中快速走升，2Y 美债利率从 4.33% 升至 5.19%、升幅 86BP，10Y 美债利率从 3.61% 升至 4.98%、升幅 137BP。

¹⁹ 2025 年 6 月 30 日，美国财政部长 Scott Bessent 回应采访提问：“鉴于当前收益率，增加长期证券的销

进而推动收益率曲线可能趋平。需求方面，稳定币储备资产需求²⁰增长、放宽大型银行资本规定亦有利于增加国债需求，需求的增加或有望化解部分短债供给压力，短端利率大幅上行空间或不大。

图表 16：TGA 账户自 2025 年 2 月初的 8180 亿美元降至 7 月初的 3722 亿美元



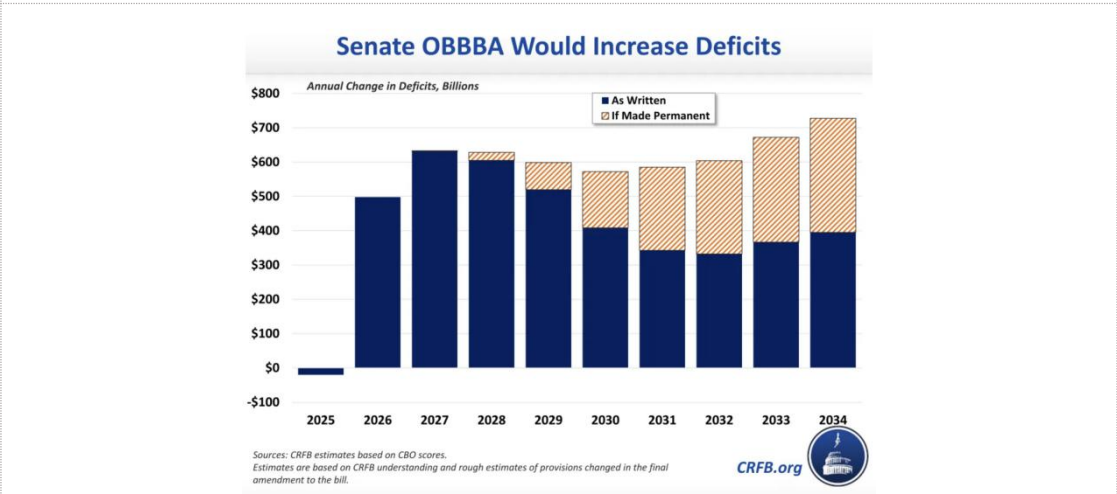
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

中长期看，未来 3 个财年内赤字增量集中释放可能对长债利率造成一定上行压力。根据 CRFB 的预测，法案带来的赤字扩张集中在 2026-2028 年间，在 2027 年达到峰值，此后逐渐回落，但临时措施若得到永久化，赤字压力料将持续增大(见图表 17)。财政前景恶化可能通过放大美债供给担忧以及主权信用风险溢价而推升利率水平，美国债务可持续性隐忧将进一步削弱美元资产配置吸引力，加快全球资产配置再平衡进程。

售是没有意义的，并且随着通胀放缓，利率将下降。”

²⁰ 美国法案明确规定，稳定币需 1:1 的储备资产，具体可以为美国国债、银行存款或实物美元。参考我们之前发布的报告《全球视角下稳定币行业创新及发展动态（政策篇）》，截至 2025 年 3 月 31 日，USDT（第一大稳定币，市值约为 1,500 亿美元）的储备资产共计约 1,492.7 亿美元，其中，有约 985.2 亿短期美债，占比高达 66%。虽然目前稳定币市场体量较小，但增长较快，截至 2025 年 5 月 31 日，全球稳定币市值已超 2,000 亿美元，较 2020 年末增长了近 10 倍。

图表 17：CRFB 对财政赤字增加的估计



数据来源：CRFB、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。