

研报精选

2025年7月13日 第229期

宏观专栏

关注反内卷效应——2025年6月物价数据点评

报告认为，6月CPI同比由负转正，主要受工业消费品价格回升带动；但PPI同比跌幅进一步走扩、环比连续第7个月负增，供过于求仍是主要矛盾。向前看，反“内卷式”竞争拉开序幕，提振消费和纠正无序同质竞争在供需两端同时发力，有望助益物价回升。

特朗普《大美丽法案》的内容及影响

报告认为，《大美丽法案》将在未来推升财政赤字，但部分赤字可通过关税收入予以对冲。鉴于当前失业率低、通胀温和、私人部门资产负债表健康，美国政府债务尚无迫切风险。

专题聚焦

“大美丽”法案后的美债、美股与流动性

报告认为，美国联邦债务上限解决后，国债的供给也会重新释放，形成流动性的抽水，可能对美债和美股造成扰动。中期看，短期流动性冲击不改变长期观点，波动反而提供配置机会。

“资产+资金”共振：港股业务迈入新时代

报告认为，资产层面，“A+H”上市与中概潜在回流催生优质资产增量，“新经济”权重提升撬动估值及换手率。资金层面，“南向涌入+散户交易”双轮驱动或推动港股换手率平均水平上移。

宏观专栏

关注反内卷效应——2025年6月物价数据点评

6月CPI同比由负转正，主要受工业消费品价格回升带动，除国际原油和贵金属价格上涨外，反“内卷”打压“价格战”、促消费政策提振，汽车、家电价格同比改善，PPI同比中汽车制造、光伏、锂电池价格同比均改善。但PPI同比跌幅进一步走扩、环比连续第7个月负增，供过于求、需求不足仍是主要矛盾。向前看，反“内卷式”竞争拉开序幕，提振消费和纠正无序同质竞争在供需两端同时发力，有望助益物价回升。

1. 工业消费品价格回升助力CPI同比转正

6月CPI同比结束连续四个月的负增，由上月的-0.1%转为0.1%，主要受工业消费品价格的拉动，能源与核心商品同比均改善，后者带动核心CPI同比升至14个月新高的0.7%（5月为0.6%）。

► 肉价弱，果蔬强，食品通胀微升。CPI食品价格同比下降-0.3%，比上月收窄0.1个百分点。其中，受生猪供给持续释放和去产能推进，猪肉价格同比由上月的上涨3.1%转为下降8.5%，边际拖累CPI同比0.14ppt；因部分地区高温天气和供应地调整，应季蔬菜价格同比较上月-8.3%大幅收窄至-0.4%，鲜果价格同比亦由上月的5.5%继续上涨为6.1%，二者边际提振CPI同比0.16ppt。

► 工业消费品价格改善较多，CPI消费品价格同比为-0.8%，较上月降幅收窄了0.4个百分点，对CPI同比的影响下降了约0.1个百分点。其中，中东地缘冲突等因素推动了国际油价上涨，推动CPI能源价格降幅比上月收窄1.0个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.08个百分点；受国际金价高企的影响，其他商品与服务价格同比从7.3%上升至8.1%；促消费政策效应持续显现，叠加高温与成本增加，家用器具价格同比结束了长达28个月的负增，首次转正至1.0%；反“内卷式”竞争打压“价格战”，燃油小汽车和新能源小汽车价格同比降幅收窄至28个月和26个月最小的-3.4%和-2.5%。

► **服务通胀持稳**，医疗服务价格同比改善，但旅游价格放缓，服务CPI同比与上月持平于0.5%。

2. PPI同比跌幅走扩，供过于求仍是主要矛盾

6月PPI同比由上月的-3.3%进一步走阔至-3.6%，翘尾因素改善，但新涨价因素走弱，PPI环比-0.4%（与5月持平），连续第7个月负增，30个品类中有26个环比未增长。

► **国内外能源价格表现分化**。一方面，受中东地区地缘冲突局势影响，国际原油价格止跌回升，油气开采业价格环比涨幅领先，上涨2.6%（5月为-5.6%）。另一方面，煤炭需求进入淡季叠加库存充足，加之新能源发电成本低、替代作用强，煤炭开采和洗选业价格环比领跌，下降3.4%（5月为-3.0%）。

► **天气因素影响基建与地产施工进度，建筑价格持续走弱**。南方地区高温、雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工，钢材和建材等相关价格持续走弱，黑色金属采掘业价格环比下降2.0%，冶炼和压延加工业价格环比下降1.8%。

► **外部环境不确定性仍较强，出口相关行业价格下行压力显现**。关税冲击对PPI冲击有所显现，出口占比较高的行业价格承压，如计算机通信和其他电子设备制造业价格环比下降0.4%，电气机械和器材制造业价格下降0.2%，纺织业价格下降0.2%。

► **“反内卷”政策预期下，部分行业价格有所改善**。治理企业低价无序竞争力度加大，落后产能退出和产品品质提升逐步推进，汽柴油车整车制造、新能源车整车制造价格环比分别上涨0.5%和0.3%，同比降幅比上月分别收窄1.9个和0.4个百分点；光伏设备及电子元器件制造价格同比下降10.9%，降幅收窄1.2个百分点；锂离子电池制造价格同比下降4.8%，降幅收窄0.2个百分点。

3. 持续关注扩大内需和“反内卷”政策落地

国内正处在新旧动能转换的关键期、且外部不确定性较强，供强需弱的矛

盾仍突出，反“内卷式”竞争拉开序幕，内卷的宏观根源是供过于求，微观机制是市场失灵和政府失灵。政策或将从需求端财政、货币、社保、民生等政策协力促消费、扩内需，供给端完善制度、加强监管、行业自律来纠正两类失灵，以改善部分行业的供求关系，促进物价合理回升和可持续创新，未来关注相关政策的实施效果。



以上观点来自：2025年7月10日中金公司研究部已发布的《关注反内卷效应——2025年6月物价数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

特朗普《大美丽法案》的内容及影响

2025年7月4日，特朗普正式签署《大美丽法案》¹，基本兑现了其竞选期间提出的核心减税承诺。该法案分为五大部分，涵盖企业减税、个人与家庭减税、削减清洁能源补贴、压缩医疗补助（Medicaid）以及削减补充营养援助计划（SNAP）。整体来看，《大美丽法案》将在未来推升财政赤字，但部分赤字可通过关税收入予以对冲。我们测算显示，法案对2026年实际GDP的拉动在0.5个百分点以内，对通胀的推升作用不超过0.15个百分点；未来十年，关税+减税的组合将增加净赤字约1.3万亿美元，赤字率将维持在6%左右。鉴于当前失业率低、通胀温和、私人部门资产负债表健康，美国政府债务尚无迫切风险。中期来看，财政的约束将更多取决于通胀过高与财政效率下降，但目前这两种情形尚未出现。在通胀可控的前提下，美国财政的空间可能比过去40年来主流经济学所想的要更大。

1. 《大美丽法案》的核心内容有哪些？

该法案基本实现了特朗普在去年竞选时提出的“企业与家庭减税永久化”的主张，同时秉持了共和党所倡导的“小政府”理念，针对医疗补助与营养援助计划等社会福利支出进行了压缩削减，以达到“不养懒人”的目的。此外，法案还加快取消清洁能源补贴，这与特朗普支持化石能源、反对新能源的观点也是一致的。具体来看：

1) **企业减税**：法案整体延续了2017年《减税与就业法案》（TCJA）的核心措施，明确将三项关键企业税收优惠永久化：首先是**设备全额折旧**，允许企业在购置特定资产时一次性抵扣全部成本，提升投资回报效率；其次是**研发费用全额即时扣除**，有利于鼓励技术创新，对高研发支出行业有益；第三是**基于EBITDA的利息扣除限额**，这有助于降低融资成本，对资本支出密集的行业尤为有利。

¹ <https://www.reuters.com/legal/government/trump-sign-major-tax-cut-spending-bill-into-law-friday-2025-07-04>

为了进一步减轻跨国企业的税务负担，法案取消了原定于2026年对全球无形低税收入、境外衍生无形收入以及税基侵蚀与反避税的上调计划，维持当前较低的优惠税率水平。此外，**法案删除了具有争议的第899条款（即报复税）**。此前财政部长贝森特宣布，美国已与其他G7国家就OECD全球税改框架中的“第二支柱”达成一致：低税利润规则和收入纳入规则将不适用于美国跨国公司及其子公司，从而有效保护了美国企业在全世界税务规则变化中的竞争力²。

2）个人及家庭减税：法案将永久延续《减税与就业法案》（TCJA）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。同时，法案**加大了税收抵扣**：永久保留TCJA设立的加倍标准扣除额，并自2025年起在现有基础上一次性上调750美元³。在州和地方税抵扣方面（SALT），将上限从目前的1万美元提高至4万美元（自2025年开始实施），但同时设定“日落条款”，自2030年起恢复至1万美元。法案也对**劳动收入中的部分项目给予税收优惠**：小费收入在2.5万美元以内可免税，加班工资则有最多1.25万美元的免税额度。

此外，汽车贷款利息每年可抵扣最多1万美元；年满65岁的老年人可享受最高6000美元的年度社会保障金专项抵税额度。法案还永久化了第199A条款下的20%合格商业收入抵扣，继续支持个体经营者和合伙制企业。在家庭税收方面，儿童税收抵免将从目前的每名儿童2000美元永久性上调至2200美元；儿童与受抚养人照护抵免比例则从现行的35%提高至50%。法案还**提出设立“特朗普账户”**，专门针对2025年至2028年出生的新生儿：联邦政府将为每名新生儿一次性注资1000美元，家庭每年可追加存入最多5000美元，账户余额将投资于跟踪美国股票指数的基金。雇主也可以为员工账户出资最多2500美元，且这部分金额不计入员工收入。

3）削减清洁能源补贴：法案对2022年《通胀削减法案》（IRA）中多项清洁能源税收抵免条款进行了调整，并提前终止部分优惠政策。具体而言，原本提供的每辆电动车最高7500美元的税收抵免将于**2025年9月30日正式到期**，不

² <https://www.reuters.com/business/finance/bessent-says-he-asked-lawmakers-remove-tax-proposal-us-budget-bill-2025-06-26/>

³ <https://bipartisanpolicy.org/explainer/whats-in-the-senate-republican-tax-bill/>

再延续。针对清洁电力项目，法案规定：风电和太阳能等项目仅在法案生效后12个月内开工，或最迟在2027年12月31日前建成投产，方可继续享受生产税抵免（PTC）和投资税抵免（ITC）。相比之下，核能、地热等其他可再生能源项目的税收抵免则可保留至2032年，时间更为宽松。

同时，法案进一步强化对“受关注外国实体”（FEOC）在关键材料供应和资本投入方面的限制。具体措施包括：细化“指定外国实体”与“受外国影响实体”的法律定义，设立关键零部件来源比例上限——若某项目中FEOC来源比例过高，将被直接取消享受税收抵免的资格。此举意在通过供应链审查和准入限制，强化美国在新能源领域的国家安全把控。

4）削减医疗补助（Medicaid）：法案对联邦与州共同资助的医疗补助计划（Medicaid）进行大幅收紧。Medicaid主要服务于低收入人群、残疾人、老年人和儿童，覆盖美国约21%人口，并承担了全国约五分之一的医疗支出⁴。法案**新增一项对获取福利的工作要求：**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Medicaid资格。法案还加严了资产审查和资格复核程序。此外，用于州级配套资金的“医疗服务提供者税”上限将从目前的6%逐步下调至2032年的3.5%，这将减少州政府的出资额度，并相应缩减联邦政府的补贴配比。

根据美国国会预算办公室（CBO）测算，这些改革措施在未来十年预计可削减约1万亿美元联邦支出，但也将导致约1180万人失去Medicaid医保覆盖⁵。由于农村地区居民对Medicaid依赖程度普遍高于城市，此举可能使大量乡村医院陷入财务困境⁶。为缓解影响，法案提出设立一项为期5年的专项基金，总额达500亿美元，用于支持农村医院维持运营与服务能力。

5）削减补充营养援助计划（SNAP）：法案通过了三项改革措施削减SNAP支出：一是调整节俭食品计划，二是扩大受益人的工作义务，三是重新分配联

⁴ <https://www.kff.org/medicaid/issue-brief/10-things-to-know-about-medicaid/>

⁵ <https://www.kff.org/medicaid/issue-brief/allocating-cbos-estimates-of-federal-medicaid-spending-reductions-across-the-states-senate-reconciliation-bill/>

⁶ <https://www.kff.org/policy-watch/how-might-the-reconciliation-bills-medicaid-cuts-affect-rural-areas/>

邦与州政府之间的成本分担机制⁷。在现行制度下，SNAP福利发放所需资金由联邦政府全额承担，而行政管理费用则由联邦和州政府按1:1比例分摊。新法案要求各州将行政成本的承担比例从50%提高至75%，并引入新的成本共担机制：如果某州存在较高的“错发率”（即错误发放福利的比例），该州还需分担一部分本应由联邦支付的福利发放费用。

此举实质上将更多财政压力转移至州一级政府⁸。根据CBO的预测，这些将在未来十年使联邦政府减少约1860亿美元的SNAP支出⁹。而根据CBPP的研究，这些削减最终可能会影响到4000多万人的福利，其中包括约1600万儿童、800万老人和400万非老年残疾人等¹⁰。

6) 提高债务上限：法案将新增联邦债务上限从原先众议院版的4万亿美元上调至5万亿美元。

2. 《大美丽法案》的刺激作用有多大？

不同机构测算显示，《大美丽法案》总体上会推高财政赤字，然而，由于特朗普政府同时在使用关税增加财政收入，我们必须综合考察“对外加税、对内减税”这一组合的经济刺激效果。根据CBO与CRFB的估计，在现有的《大美丽法案》下，考虑利息开支与关税收入，2024财年赤字率为6.3%，2025财年回落至5.6%，2026财年上升至6.1%。这表明，财政在2025年是边际收紧的，但到了2026年将重新转为扩张。如果我们假设财政乘数约为1，那么财政对2026年GDP增长的拉动约为0.5个百分点¹¹。此外，文献显示财政冲击对于通胀的影响乘数在0.1-0.5之间¹²，我们不妨假设这个乘数为0.3，那么对2026年通胀率的

⁷ <https://sentientmedia.org/snap-cuts-in-the-megabill/>

⁸ <https://sentientmedia.org/snap-cuts-in-the-megabill/>

⁹ <https://www.nytimes.com/interactive/2025/06/30/upshot/senate-republican-megabill.html>

¹⁰ <https://www.cnbc.com/guide/what-trumps-one-big-beautiful-bill-means-for-your-money/#reduced-food-stamp-benefits>

¹¹ 参考 Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. the Quarterly Journal of economics, 2002, 117(4): 1329-1368. Romer C D, Romer D H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[J]. American economic review, 2010, 100(3): 763-801.

¹² 参考 Banerjee, R., Boctor, V., Mehrotra, A. N., & Zampolli, F. (2022). Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department. <https://www.bis.org/publ/work1028.pdf>

推升作用约为**0.15**个百分点。

财政扩张推高GDP增长，这将增加对货币的交易需求。与此同时，美联储仍在继续“缩表”，这相当于将更多的美国国债投放向市场，同时回收流动性，货币供给将下降。另一方面，财政赤字意味着政府将发行更多国债，要让投资者放弃流动性而持有更多国债，这要求更高的利率水平。由此，**短期美元利率将面临上行风险，美元汇率的贬值压力也可能随之减弱。**

另一个观察是，《大美丽法案》鼓励企业投资和劳动力供给，但对低收入群体的消费支出可能产生抑制作用。**这使该法案有利好大企业、不利低收入者、“劫贫济富”的嫌疑。**例如，法案永久化了多个企业税收优惠政策，降低了企业面临的政策不确定性，有利于资本开支。对小费和加班收入的免税处理有助于提高劳动激励，而更严格的Medicaid与SNAP资格审查将促使部分劳动力重新进入市场，增强劳动力供给。但另一方面，法案削减了针对低收入人群的福利支持，这部分群体的边际消费倾向较高，实际可支配资源减少势必削弱其消费能力。根据耶鲁大学预算实验室测算，减税+关税的组合可能导致美国收入后80%的家庭在税后和转移支付调整后的平均收入下降，而前10%的家庭的收入则可能上升¹³。从收入分配的角度看，《大美丽法案》可能加剧贫富差距；但从通胀影响来看，这种分配效应反而可能提高供给，抑制需求，从而缓解通胀压力。而通胀风险可控，也将增强财政扩张的可持续性。

3. 《大美丽法案》的赤字成本有多高？

根据CBO测算，《大美丽法案》在2025-2034年间将使联邦赤字净增约3.4万亿美元¹⁴。在此基础上，再计入约0.7万亿美元的新增利息支出后，赤字增幅将上升至约4.1万亿美元。另一方面，CBO预计关税或可在未来十年带来约2.8万亿美元的潜在收入，若扣除这部分收入，未来十年新增净赤字规模将缩减至1.3万亿美元。我们也参考了CRFB、JCT和Tax Foundation等不同机构的测算，平均来看，四家机构对于未来十年新增净赤字规模的预测中枢为1.5万亿美元。根

¹³ <https://budgetlab.yale.edu/research/combined-distributional-effects-one-big-beautiful-bill-act-and-tariffs>

¹⁴ <https://www.cbo.gov/publication/61537>

据这些估算，我们预计**2025-2034年的赤字率将维持在6%左右**。从节奏来看，赤字率呈现出**“前高后低”走势**，这是因为大部分减税措施将在2026-2029年期间推行，到了2030年后，多项减税措施将陆续到期。

对于美国财政前景，目前市场存在争论。主流观点认为，随着联邦政府债务水平不断攀升，美国财政状况不可持续，因此应采取财政紧缩政策加以遏制¹⁵。这种观点深受古典主义学派的**“平衡财政”理念**的影响，其核心在于将政府财政视为家庭收支账户，强调政府应削减开支或增加税收，避免长期财政赤字，减少对经济的过度干预。为了约束政府发行货币和财政扩张的行为，古典主义者认同商品货币论，并主张实施**“金本位”制度**。

然而，凯恩斯主义者对此持不同看法。他们强调政府在经济运行中应扮演积极角色。当经济陷入衰退时，政府应加大财政支出以提振需求，哪怕出现赤字也无妨；相反，在经济过热、通胀上升时，才需要通过增税或削减支出来降温。这种观念的一个延伸是**“功能财政”理念**，财政政策的出发点不是维持预算平衡，而是服务于宏观经济目标——如充分就业、经济增长和物价稳定。财政赤字或盈余不是问题的关键，关键是财政对整体经济运行是否**“有效”**。这并不是说凯恩斯主义者就不担心政府债务，而是他们认为政府债务的主要约束来自通胀，而非债务率本身。

进一步地，凯恩斯主张国家货币论，反对**“金本位”**，并将其称为**“最后的野蛮”**。而由凯恩斯主义演变而来的现代货币理论认为，政府债务与私人债务有本质区别，对于拥有货币主权的国家，其财政约束较小。由此存在一种可能：**在通胀可控的前提下，美国财政扩张的空间比过去40年主流经济学所想的要更大**¹⁶。

我们认为凯恩斯主义视角更符合当下的宏观环境：当前美国经济充分就业，通胀温和，财政不需要进一步扩张，但也不必要刻意追求紧缩。维持当前的赤字规模不必然增加政府债务风险，反而是过于追求财政平衡容易造成非必要的

¹⁵ <https://budget.house.gov/press-release/the-consequences-of-debt>
<https://www.gao.gov/press-release/warning-gao-americas-fiscal-health-risk>

¹⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/rXxvO7MPI4YI4XlIYqmNfw>

失业，不利经济稳定。事实上，《大美丽法案》已经包含了诸多削减福利支出的措施，而且如果法案中的减税条款不能得到延长，叠加关税冲击，将带来显著的财政紧缩效果。

中期来看，美国财政扩张的约束主要来自通胀压力及财政效率下降，但截至目前，这两种情况尚未显现。此外，疫情后的经验表明，控制通胀其实并非难以实现。即便美联储在2022年加息有所滞后，最终仍成功将通胀压制下来。由此带来另一个推论：在财政相对宽松的环境下，美国货币政策可能在较长时间处于相对偏紧的状态。美联储将从“主角”转为“配角”，货币政策关注点将从“抗通缩”转向“防通胀”。



以上观点来自：2025年7月7日中金公司研究部已发布的《特朗普〈大美丽法案〉的内容及影响》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

苏思雨 联系人 SAC 执证编号：S0080124070043

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

“大美丽”法案后的美债、美股与流动性

过去三个月，顶着“去美元”和“股债汇三杀”的担忧，美股反而跑赢全球市场并再创历史新高，纳斯达克从底部反弹35%，美债利率没有进一步上冲，美元虽然维持弱势但也并未像担忧的那样持续大跌，美股和美债的资金在短暂流出后也再度流入。这一表现也与我们近期提示的主要观点一致：我们在4月8日底部附近提示，纳指估值跌到20倍P/E左右逐步具备吸引力，至少不应该再做空（《[“对等关税”的冲击会有多大？](#)》）；在“股债汇三杀”担忧最严重的时候提示，这种担忧更多是短期流动性冲击和基于外推预期的一些长期担心所致（《[上次“股债汇三杀”发生了什么？](#)》）。

对于美股和美元的关系，市场存在两个明显的误区：一是直接将美元走弱与“去美元化”划等号，二是将美元弱和美股跌画等号（《[美元与美股的关系](#)》）。对于去美元化，我们提示这一拥挤的共识可能短期出现问题，并建议关注美元四季度小幅反弹、美股再度跑赢的可能性（《[2025下半年展望：共识化的“去美元”](#)》）。

我们并不完全认同这一共识观点，并非仅是因为这一预期过于拥挤且基于短期无法证实证伪的宏大叙事，更是因为我们对四季度美国信用周期可能重启的判断：除了AI代表的新产业投资和美联储降息后美国传统需求外，财政的环比改善同样也是重要推手，近期“大美丽”法案的通过即确认了这一点。

当然，从硬币的另一面看，“大美丽”法案的通过也会在一个季度的维度释放债券供给（债务上限打开），这在美债和美股预期已经偏高、7-8月通胀还会有一小波抬升、美联储还无法很快降息的情况下《[美联储还需等待什么？](#)》，推高美债利率，如果冲高过快过多的话，也会对情绪和美股带来扰动，需要关注，也是三季度美股和美债需要过的“坎”。

不过，这毕竟只是短期流动性扰动，不改变信用周期修复和美联储降息格局，因此波动反而可以提供更好的买入节点，美股和美债都是。

本文中，我们将从“大美丽”法案对经济层面的财政和信用周期影响、及

流动性层面的债券供给影响，分析“大美丽”法案通过后如何影响美债和美股前景。

“大美丽”法案包含什么？解决债务上限、延长减税法案、削减支出、取消899条款

经过多轮反复博弈（5月22日众议院先行通过，7月1日参议院通过其修订版），“大美丽”法案（One Big Beautiful Bill Act, OBBBA）于7月3日以218:214的微弱优势通过众议院，特朗普在7月4日美国“独立日”庆祝仪式上正式签署，标志着这一备受关注的法案正式成为法律。最终版本包含如下要点：

► **提高债务上限。**年初以来美国触及债务上限，在解决前财政部只能通过消耗自己的存量现金（TGA, Treasury General Account, 财政部一般账户）来满足必须的偿付需求，TGA年初至今已经由8400亿美元消耗至3000亿，财政部此前预计8月将面临“x”日¹⁷（财政部就将耗尽所有现金和特殊措施，无法履行全部支付义务的日期）。因此“大美丽”法案提高债务上限5万亿美元，可以使得财政部继续发债满足借新还旧和新增支出需求。当前美国政府债务存量35万亿美元，占GDP比例117%，假设GDP不变的话提高后的债务比例将升至135%。

► **延长将于今年底到期的2017年减税法案**，其中永久延长了个人所得税和儿童减税抵免的个人条款、100%加速折旧和研发支出抵扣的企业条款。相比5月众议院通过的版本，最终版本的减税条款对企业的支持力度明显加码。虽然减税法案更多是对2017年条款的延长并非大幅新增，但也有效避免了财政悬崖式收缩对经济的拖累。

► **削减电动车补贴、医疗保健和食品券等支出1.4万亿美元**，“大美丽”法案通过削减支出来平衡整体赤字，如拜登《通胀削减法案》中的部分条款如电动车抵免将自9月30日起废除，这也是马斯克与特朗普的主要分歧点¹⁸。

► **取消899条款**，这也是市场担心美国可能对海外投资者投资美债收税、加大美债抛售的原因之一。我们在下半年展望中分析，即便899条款通过，其影响也并不如市场担心的那么大，但直接取消可以更好地缓解海外投资者对美

¹⁷ <https://www.politico.com/f/?id=00000196-b6e5-d4f8-a9d6-fee7bf1a0000>

¹⁸ <https://www.ft.com/content/aaf1a903-1936-4807-9fa0-6fbbe2485edb>

债抛售压力的担忧。

“大美丽”法案的经济含义？避免财政收缩，提振信用周期；但得益于关税收入也不会大幅扩张支持

“大美丽”法案对经济的核心含义在于：一方面避免了财政收缩对经济的拖累；同时，由于关税收入增加抵消了支出，也不会导致担心的赤字大幅扩张，使得市场担心财政和债务的可持续性。具体来看，

► 一方面，财政继续扩张，尤其是下半年财政脉冲环比改善。今年2月，马斯克主导政府效率部（DOGE）开源节流，通过裁撤联邦雇员、取消联邦合同等手段来削减支出。虽然财政虽没有实质性收缩，但“财政收敛叙事”强化，导致支撑美国经济三大宏观支柱之一的财政预期出现“最低点”。

得益于此美国信用周期有望在下半年逐渐改善，甚至重新扩张，也是我们判断美元小幅走强和美股跑赢的主要依据。1）政府信用改善，虽然整体财政扩张幅度不大，但相比上半年的低基数，下半年财政脉冲或改善至0.6%。2）私人信用有望重启，美联储降息后私人部门传统需求（如地产）的修复，叠加减税政策对企业端投资的提振，我们测算企业社融同比增速有望在四季度抬升至3.3%，居民部门基本持平，整体私人部门信用脉冲自三季度开始将持续抬升，并于2025年底转正。

► 另一方面，关税收入的增加可以大部分抵消支出，未来几年赤字率基本维持在6%左右。根据CBO预测，“大美丽”法案预计在未来10年增加3.4万亿美元基本赤字，包含利息支出的总赤字为4.1万亿美元，高于众议院早先版本（基本赤字2.4万亿美元）。参考CBO的预测，2026财年赤字约增加4790亿美元，但得益于每年3000~4000亿美元的关税收入可以抵消大部分，赤字率从2025财年5.2%升至2026财年的5.9%，未来几年赤字率基本维持在6%左右。

“大美丽”法案的流动性含义？债券供给短期增加，三季度净发债1万亿美元，类似2023年三季度

硬币的另一面是，债务上限解决后，国债的供给也会重新释放，形成流动性的抽水，预计主要体现在三季度。之所以主要体现在三季度的集中高峰，是

因为债务上限解决后，财政部需要快速补充其消耗殆尽的“钱包”TGA，同时此前因债务上限约束而积累的一些发债需求也会瞬时释放。相反，再往后看，这种集中发债的供给压力反而可控，我们测算2026财年关税收入（3000-4000亿美元）可以基本抵消“大美丽”法案的新增赤字4790亿美元，2026财年整体赤字规模约为1.8万亿美元。

第三季度的供给压力有多大？我们测算，净发行规模约为1万亿美元。国债发行分为两部分，第一部分“借新还旧”，5-6月4.4万亿美元的到期高峰已过，7-9月到期规模为3.6万亿美元左右，其中2.6万亿美元为短债，再融资压力相较二季度有所缓解。第二部分为新增发行，规模约为1万亿美元，基于7-9月预算赤字（4000-5000亿美元）、TGA回补规模（5500亿美元）以及其他融资需求（750亿美元）等。

2023年也出现过类似情形，债务上限解决后的发债高峰迅速推升美债利率。1）规模相当：2023年6月3日债务上限解决后美国财政部计划三季度新增发债1.01万亿美元；2）利率走高：10年美债期限溢价在三个月内抬升120bp，推动美债利率由3.8%升至5%（《[本轮美债利率上行的几点不同特征](#)》）。3）发债结构以短债为主：2023年三季度1.01万亿内增发债中，仅有1580亿美元中长期付息债券，剩余8500亿美元均为短债。尽管2025年三季度净发行规模与2023年三季度近似，但目前融资计划中中长期债券占比明显高于2023年（2025年三季度的4670亿美元 vs. 2023年三季度的1580亿美元）。

然而，中长期债券发行比例抬升并不意味着更高的长端美债期限溢价，一方面在当前美债利率水平下增发中长期债券并不划算，财政部长贝森特近期观点也同样佐证这一观点¹⁹；另一方面4月“对等关税”后10年美债期限溢价一度升至0.8%，已经超过2023年10月高点的0.5%，创2014年7月以来的新高，体现出美债投资者对美元信用的担忧。

对美债和美股将有何影响？三季度流动性“抽水”可能造成扰动，但波动将提供再配置机会

¹⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-30/bessent-says-current-yields-mean-no-sense-in-long-debt-ramp-up?srnd=phx-economics-v2>

2023年6月债务上限解除后，三季度随即进入发债高峰后，供给压力体现在10年美债期限溢价上，三个月内抬升120bp，推动美债利率由6月底的3.8%升至5%。标普500指数在此期间回调4%，其中盈利贡献4%，估值受高利率拖累8%。美元指数上涨3.3%，由102升至106。

当前，三季度再度面临幅度相仿的发债高峰，再加上通胀7-8月因基数和库存因素走高，以及当前情绪处于高位的美债和美股市场，也不排除再度出现波动。

► **短期看，流动性抽水不排除造成扰动，并通过美债传导至美股。**1) 美债利率，若比照2023年三季度美债利率底部抬升120bp的极端幅度，美债利率在当前4.3%的基础上再抬升80bp会突破5%（4月以来已经抬升40bp）。然而，这一类比可能过于机械，一方面，当前期限溢价已经处于高位，2023年抬升前期限利率为负值（-0.8%），而当前一度高达0.9%，为2014年7月以来的新高。另一方面，4月“对等关税”后流出美债资金的幅度是2023年三季度的两倍还多，即便是三季度供给压力增加，也不至于那么极端。2) 美股估值：2023年6月底至10月中旬的利率上冲阶段，高利率导致估值收缩明显（拖累8%），但美股盈利仍增长4%，因此整体回调幅度并没有那么大。

► **中期看，短期流动性冲击不改变长期观点，波动反而提供配置机会。**1) 冲高的美债会使得金融条件收紧，再加上美联储降息，都可以提供再配置机会。基准情形下，我们预计美联储年内可以降息两次，对应美债中枢4.2%左右。当前美国实际利率（1.78%）仍比自然利率（1%）高0.78ppt，意味着美联储本就需要降息。只不过关税谈判尚未落地，因此节奏上或需等到9月关税落地、不确定性消退后方可开启降息。2) 美国信用周期的重新启动，是美股主要支撑和动力，得益于AI投资的强劲、政府财政脉冲的环比改善，以及降息后美国私人部门传统需求的重启 [《2025下半年展望：共识化的“去美元”》](#)。

以上观点来自：2025年7月7日中金公司研究部已发布的《“大美丽”法案后的美债、美股与流动性》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

专题聚焦

“资产+资金”共振：港股业务迈入新时代

成交活跃度为资本市场深度的重要衡量指标，亦是资本市场板块公司（如交易所、券商等）的重要收入来源。受益于市场机制改革，当前港股资产与资金结构已较过往“传统行业主导、境外机构主导”的格局发生显著改变，我们认为，“资产+资金”的持续变革有望从资产体量、估值、换手率三个维度打开港股成交活跃度中长期成长空间，进而推动港股业务敞口较高、竞争力领先的资本市场板块优质机构跑出成长性 α 、再塑向上弹性。

资产之变：“A+H”上市与中概潜在回流催生优质资产增量，“新经济”权重提升撬动估值及换手中枢。1) **新增资产增厚：**中国香港作为连接中外的关键枢纽，是中国优质企业对接全球资本的重要平台。我们认为，在当前中国扩大开放与全球地缘政治存不确定性的背景下，境内重点企业以“A+H上市”走向国际、境外优质中概资产回流的双重需求，有望持续为港股注入优质标的，进而吸纳增量流动性。2) **存量资产升级：**伴随上市机制持续优化、产业转型下中国新经济企业不断涌现、以及存量企业盈利增长与估值重塑，我们认为未来港股“新经济”板块市值占比有望进一步攀升。

资金之变：“南向涌入+散户交易”双轮驱动或推动港股换手率中枢上移。过往港股受境外机构投资主导，换手率较全球主要市场偏低；而展望未来，交易习惯偏高频的南向及本地零售投资者，或将成为换手率上行的关键助力，进而支撑市场流动性。具体来看，我们测算2017-2025年至今南向资金交易换手率平均为非南向资金的2.4倍，在互联互通优化及港股资产吸引力提升下，其持仓占比稳步抬升将利好换手率中枢；同时2023-1H25港股互联网券商成交额市占率从4.5%升至5.1%，反映零售参与度边际持续提升，其高换手率特征亦将为换手率中枢上行提供支撑。

以上观点来自：2025年7月7日中金公司研究部已发布的《“资产+资金”共振：港股业务迈入新时代》

周东平 分析员 SAC 执证编号：S0080524080008 SFC CE Ref: BVB080

姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

樊优 分析员 SAC 执证编号：S0080522070009 SFC CE Ref: BRI789

井雨洁 联系人 SAC 执证编号：S0080124070010

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.7.7 海外宏观专题报告：特朗普《大美丽法案》的内容及影响
- 2025.7.7 中国图说中国宏观周报：提振需求有助于降低“内卷”
- 2025.7.10 中国宏观热点速评：关注反内卷效应——2025年6月物价数据点评

策略及大宗商品

- 2025.7.7 海外策略专题：“大美丽”法案后的美债、美股与流动性

固定收益

- 2025.7.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.7.7 信用债收益率跟踪周报：季初信用利差收窄，长端表现相对较好
- 2025.7.8 专题研究：境外债市场2025下半年展望：波动中寻觅机会
- 2025.7.9 简评：CPI阶段回升，仍需政策刺激需求——6月通胀数据点评
- 2025.7.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.7.10 资产证券化分析周报：ABS半年回顾：微澜成势，新局渐开
- 2025.7.10 专题研究：离岸人民币债市场进一步开放，反内卷逻辑下的及时雨
- 2025.7.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.7.11 中国可转债策略周报：低价本无错——暨本月十大转债
- 2025.7.11 简评：震荡下行格局延续，高票息品种表现较好——2025年6月行业利差跟踪

行业

- 2025.7.7 REITs：市场环比修复，关注项目运营及供给情况——公募REITs周报（6.30-7.4）
- 2025.7.7 机械：关注产业加速落地，以及需求边际回暖板块
- 2025.7.7 香港金融：“资产+资金”共振：港股业务迈入新时代
- 2025.7.7 医疗健康：中金医药7月组合：看好创新药及产业链、关注器械招标
- 2025.7.8 交通运输物流：交运2025下半年展望：关注港股、现金流与边际变化
- 2025.7.8 不动产与空间服务：周评#446：上周新房、二手房环比均有走弱
- 2025.7.8 公用事业：电力环保周报：迎峰度夏煤价持续回升；二季度红水河电量表现走弱
- 2025.7.8 主题研究：光伏周谈 | “大美丽”法案获通过，反内卷预期渐提升

- 2025.7.8 公用事业：抢装影响新能源消纳承压，新/粤/内蒙古利用小时降幅居前
- 2025.7.8 银行：低利率时代银行金融投资业务的演变
- 2025.7.9 博彩及奢侈品：中国澳门新增长前景
- 2025.7.9 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（11）：特斯拉业务调整引发短期担忧；看好2H25板块机会
- 2025.7.9 汽车及零部件：6月批零高增，二季度车企业绩或分化
- 2025.7.10 电力电气设备：电力设备+工控2025下半年展望：传统赛道有韧性，关注新质生产力、核能、出海方向
- 2025.7.10 消费：解码新消费
- 2025.7.10 科技：1Q25美股IaaS公司业绩回顾：云需求保持强劲，算力瓶颈逐步缓解
- 2025.7.10 电力电气设备：储能2025下半年展望：储能出海新方向，市场新规重运营
- 2025.7.10 房地产：地产股：3-6个月机遇或大于风险
- 2025.7.11 银行：季末信贷脉冲——6月金融数据前瞻
- 2025.7.11 房地产：6月房价延续上月走势，政策发力概率或提升
- 2025.7.11 机械：人形机器人7月报：三季度关注国产链催化
- 2025.7.11 轻工日化：轻工出口专题二：越南轻工出口观察
- 2025.7.11 房地产：香港住房市场基本面简析
- 2025.7.11 传媒互联网：以互联网视角出发：稳定币发展进行时

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn