

“雉鸡小鹰”：美国预算协调法案速览

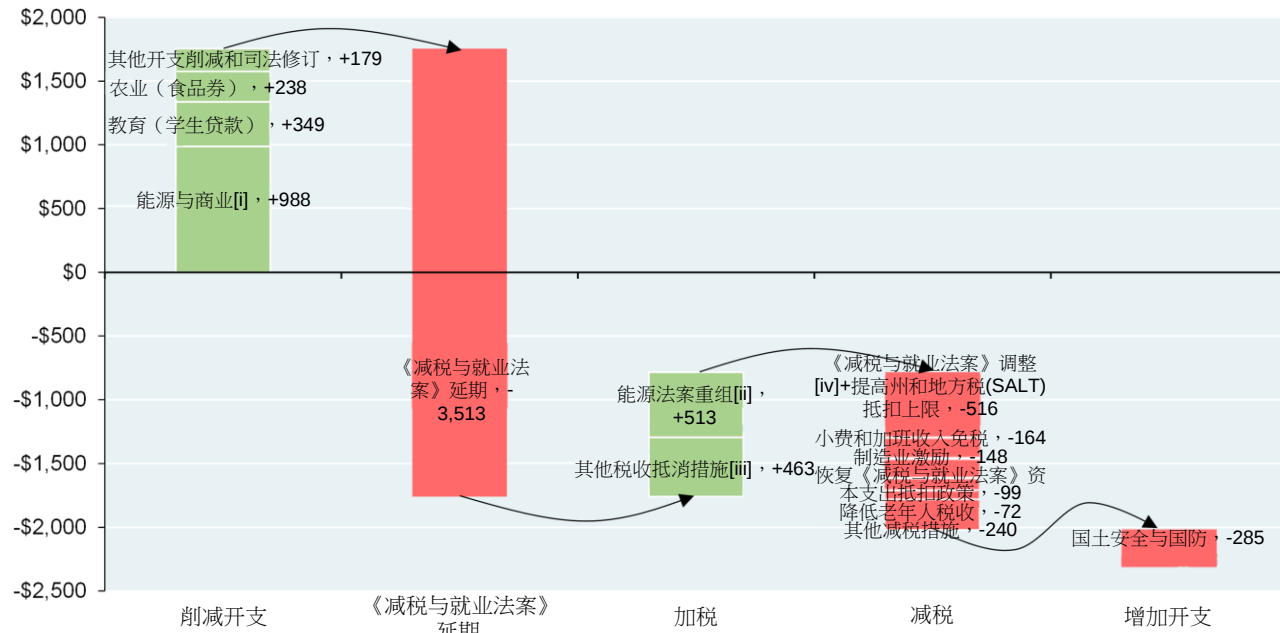
耶鲁预算实验室、联邦预算问责委员会、Piper Sandler 及其他分析机构一致认为，如果将新增债务产生的利息纳入考量，并与国会预算办公室基线预测相比，预算协调法案将导致未来 10 年财政赤字增加 2.8 万亿至 3.4 万亿美元¹。如果将部分临时条款成为永久条款，财政成本或将增至 5 万亿美元。这还是在众议院“共和党预算鹰派”施加所谓影响力之后的结果，现在看来这个称号或许已名不副实²。预算协调法案现已移交参议院审议，我们预计参议院不会提出重大调整。

如第一张图所示，众议院预算法案的主要政策如下：首先是削减开支的措施，主要针对医疗补助(Medicaid)、食品券和学生贷款等领域；其次是延长所有《减税与就业法案》减税措施；接着是旨在增加税收的抵消措施，主要包括多项加税措施（包括对外国企业征收报复性关税，本人支持该项政策³）和大举削减能源法案下的税收激励；然后是一些新的减税措施（针对小费、加班费收入、老年人收入以及州和地方税(SALT)等）以及制造业激励措施；图中最后一项是国土安全和国防资金。

预算协调法案：众议院通过的法案文本要点

情景结果：未来10年预算赤字较国会预算办公室基线预测增加2.3万亿美元

假设就允许净赤字增加向筹款委员会发出4万亿美元指令



资料来源：摩根资产管理、Piper Sandler，2025年5月24日[i] 包括医疗补助支出削减（工作要求273美元，医疗服务提供方税收和州政府定向支付184美元，资格审核和注册155美元）。[ii] 主要是终止电动汽车税收抵免，并缩减PTC/ITC/第45X条税收抵免。[iii] 包括调整保费税收抵免和对外国跨国公司征收报复性税收。[iv] 指《减税与就业法案》关于个人所得税及遗产税的扩展条款，包括提高标准扣除额、提高儿童税收抵免额、提升合格经营所得的扣除比例，以及调高遗产税免征额。正数/绿色 = 支出削减和加税；负数/红色 = 减税和支出增加。

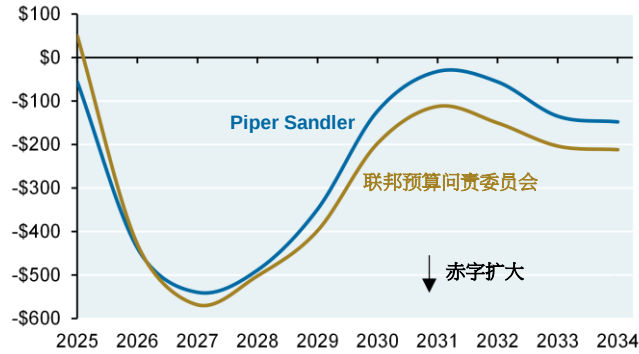
¹特朗普早在选举前就明确表示其政策将扩大财政赤字。在 2024 年 9 月 30 日刊发的《放眼市场》中，我们曾通过两张图表对比特朗普与哈里斯的政策在 10 年预算窗口内对净预算赤字的影响。在特朗普的政策下，财政赤字将较国会预算办公室基线预测增加 3 万亿至 4 万亿美元。在哈里斯的方案下，财政赤字预期扩张幅度较小（约为 1.5 万亿美元），究其原因，部分是因为她计划让针对高收入家庭（调整后总收入高于 40 万美元）的减税政策在到期后自然终止。

²这些人对预算过程的影响微乎其微，因此我们不能再称之为“共和党财政鹰派”，而应该叫做“共和党雉鸡鹰派”。如同代表共和党的大象和象征民主党的驴子一样，雉鸡鹰派在动物王国中也可以找到恰如其分的形象代表：鹰仔亨利(Henery Hawk)，这只身形、自诩猛禽的雉鸡鹰仔曾在 1942 年至 1961 年的 12 部《乐一通》(Looney Tunes)和《快乐旋律》(Merrie Melodies)动画短片中出现，通常与“来亨鸡”(Foghorn Leghorn)一同出场。

³该法案有一章节专门针对加拿大、英国、法国及澳大利亚等对美国科技公司征收数字服务税的国家制定了措施。此类税收属于变相征收服务业关税，反映出欧洲在培育本土大型科技创新企业方面所处的困境；我们曾在[此处](#)报告中进行了分析。

预算协调法案呈现出赤字高度前置的特点：多数赤字扩张和经济刺激措施集中在 2028 年大选前实施，而在大选结束后主要的开支削减措施才启动生效。

预算协调法案对国会预算办公室基线预测的预估影响。十亿美元

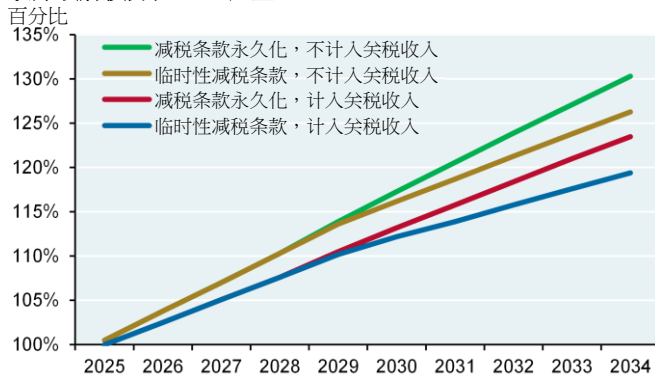


资料来源：Piper Sandler、联邦预算问责委员会、摩根资产管理，2025年5月

上述赤字影响基于“静态”估算；并未考虑经济刺激措施可能带来的额外经济增长效益（动态预算评分），也未包含关税收入。关税对预算预测的影响较为复杂：当关税已被纳入某项法案时，关税收入才会被计入相关法案的预算中，而在本案中，关税并未被实质性纳入预算协调法案。特朗普通过行政令征收的关税收入，将在今夏晚些时候纳入国会预算办公室的新版基线预测，具体金额将根据计算基线预测时实际生效的关税。

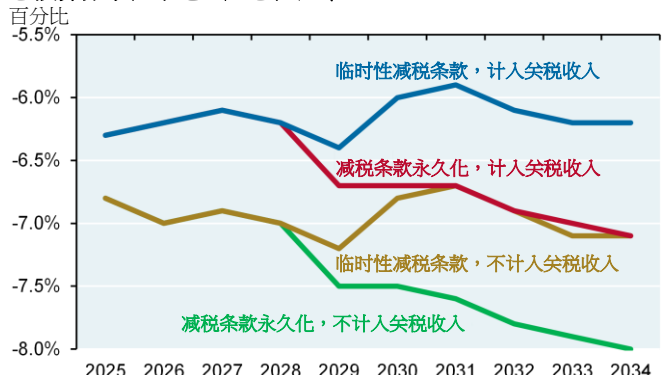
尽管如此，关税收入能在多大程度上帮助缓解债务和赤字压力？根据减税条款是临时性还是永久化，以及是否计入关税收入，耶鲁预算实验室发布的一系列图表描绘了 4 种情景。美国税收基金会预测未来 10 年的关税收入将达到 2 万亿美元，但考虑到国内外潜在的进口替代效应、GDP 增长放缓对整体税收的潜在影响，以及其他国家采取反制措施带来的成本，该预测存在极大的不确定性。此类预测操作面临的挑战，与我们在 5 月 1 日刊发关于政府效率部的报告中所述情况类似：虽然裁撤 20%-25% 的美国国税局人员能降低人员开支，但大多数预测都显示由此导致的税款流失是相关节省金额的数倍（据国会预算办公室估算，税务稽查部门每削减 1 美元开支，财政部将因税款流失而损失 5 至 9 美元收入）。无论在何种情况下，即便将关税收入纳入考量，联邦债务的上升趋势维持不变。

联邦政府债务占GDP比重



资料来源：耶鲁预算实验室，2025年5月

总预算赤字占本地生产总值比率



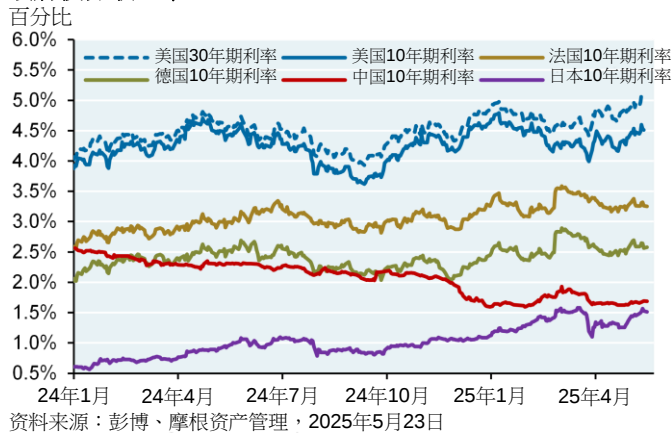
资料来源：耶鲁预算实验室，2025年5月

上页图表与白宫对预算协调法案影响的评述形成了鲜明对比：

“这项法案不会增加赤字。”白宫新闻秘书卡罗琳·莱维特(Karoline Leavitt)表示，“事实上，根据经济顾问委员会测算，该法案将节省 1.6 万亿美元。总统倾听了财政保守派以及希望财政获得整顿的美国民众所表达的关切，而且完全理解大家的担忧。”⁴“而这正是这项法案的初衷所在。这项法案将带来价值 1.6 万亿美元的开支节省，”她补充道，“这是我国历史上在国会通过的任何立法中节省金额最大的一次。”

由于精力所限我暂不对莱维特的评述进行批驳，姑且就此打住。毕竟本届政府始终坚称美国关税由对美出口商承担，尽管几乎毫无现实证据印证这一主张（正如特朗普追踪器进口价格图所示）。

美国 10 年期和 30 年期利率自 4 月份触及低点以来，已累计上涨 50-60 个基点。虽然难以确定其中多少涨幅与日益恶化的债务状况，以及近期穆迪下调美国主权信用评级有关，但这显然令债券市场投资者遭受重创。发达经济体利率普遍呈上升趋势存在诸多原因，包括欧洲需要增加国防投入以加强防务自主、去全球化进程的累积效应以及日本央行停止购入国债。

政府债券收益率**背景回顾：深入探讨人工智能**

5 月 13 日刊发的《放眼市场》报告探讨了如下主题：企业对人工智能应用呈加速普及趋势，人工智能功能日趋强大带来的影响喜忧参半，人工智能“采用者”的市值比“关税受害者”的市值高出约 2.5 倍，以及由于股本回报率较高，美国科技公司估值相比发达市场其他板块处于合理水平

岑博智先生(Michael Cembalest)

摩根资产管理

本周热点，来自《华尔街日报》：“特朗普正在试图摧毁哈佛吗？禁止招收外国学生的禁令将世界顶尖人才拒之门外”，2025 年 5 月 23 日

“这将严重损害美国吸引具备才干的年轻人才的能力，而正是这些年轻人为美国带来了创业资本与智力资本。2022 年，获得人工智能相关领域博士学位的人中，超过半数为非美国公民。当中不少人后来就职于英伟达等美国公司或者创立了自己的企业。

美国国家政策基金会研究发现，移民企业家创立或联合创立了近三分之二的美国顶尖人工智能企业（43 家中的 28 家，占比 65%），同时人工智能相关领域的全日制研究生中有 70% 为国际学生。美国估值达 10 亿美元及以上的私营初创公司中有半数以上由移民创办。

即使美国国土安全部长诺姆(Noem)女士的命令（撤销哈佛大学学生和访问者计划）未来有所调整，此举仍向世界释放出美国不再对全球顶尖青年人才敞开大门的信号。外国学生接收到这样的信号，必然会转投他处。中国政治局想必正为对手‘作茧自缚’而暗自欣喜；先是滥施关税削弱美国企业的竞争力，如今又对移民人才挥起大棒。

与多数美国高校一样，哈佛大学确实需要重归开放包容的教育初心。但这需要的是改革。特朗普政府似乎认为要拯救哈佛必须‘置之死地而后生’。这完全与让‘美国再次伟大’的口号背道而驰。”

《华尔街日报》在坚持传递其核心理念方面远胜于商业理事会(Business Council)或美国商业圆桌会议(Business Roundtable)，当然，这纯属个人观点。

⁴ “特朗普新闻秘书谈预算法案的影响”(Trump Press Secretary on Effects of Budget Bill)，《新共和》(The New Republic)，2025 年 5 月 19 日

重要信息

本文件仅供参考用途。本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。**本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。**文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

一般风险及考虑因素

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通团队联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

非依赖性

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

就摩根资产管理客户而言：

“摩根资产管理”是摩根大通及其全球关联公司从事资产管理业务的品牌名称。

在适用法例所容许的范围内，我们可进行电话录音及监察电子通讯记录，藉以遵从我们的法律及监管规例和内部政策。摩根资产管理将会根据我们的隐私政策收集、储存及处理个人资料（详情可浏览：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可访问性

仅适用于美国：如果您是残障人士并需取得额外支援以查阅本文件，请致电我们寻求协助（电话：1-800-343-1113）。

本通讯文件由下列实体发行：

在美国，由摩根大通投资管理有限责任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另类资产管理有限责任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)发行，两家公司均须受美国证券交易委员会监管；在拉美，由当地摩根大通实体（视情况而定）发行并仅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根资产管理（加拿大）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)发行并仅供机构客户使用，该公司乃加拿大所有省份及地区的已注册投资组合经理及获豁免市场交易商（除了育空），同时也是卑诗省、安大略省、魁北克省以及纽芬兰和拉布拉多等地的已注册投资基金经理。在英国，由摩根资产管理（英国）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)发行，该公司须受英国金融行为监管局授权及监管；在其他欧洲司法管辖区，由摩根资产管理（欧洲）有限责任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)发行。在亚太地区，由以下发行实体在其主要受监管的司法管辖区区内发行：摩根资产管理（亚太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亚洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根实物资产管理(亚洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)发行，各自均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司注册编号：197601586K），本广告或公告未经新加坡金融管理局审阅；摩根证券投资信托股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根资产管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，该公司乃日本投资信托协会(Investment Trusts Association of Japan)、日本投资顾问协会、第二类金融工具商同业公会及日本证券业协会的成员，须受日本金融管理局监管（注册编号：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm))）；在澳大利亚，由摩根资产（澳大利亚）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照号码：376919)，仅供按照公司法第 2001 第 761A 条及第 761G 条（《公司法》）赋予的定义的“批发客户”发行。在亚太所有其他市场，则仅向指定收件人发行。

就摩根大通私人银行客户而言：

可访问性

摩根大通一直致力于为所有客户提供符合其金融服务需要的产品及服务。如有任何关于产品及服务方面的问题，请致电摩根大通私人银行客户服务中心与我们直接联系（电话：1-866-265-1727）。

法律实体、品牌及监管信息

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。

在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称“**摩根大通银行**”）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（“**摩根大通证券**”）提供。摩根大通证券是**金融监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。保险产品是通过 Chase Insurance Agency, Inc.（“CIA”）支付。CIA 乃一家持牌保险机构，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及 CIA 均为受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在德国，本文件由**摩根大通有限责任公司(J.P. Morgan SE)**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为“BaFin”）授权，并由 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会（CSSF）监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融市场行为监管局以及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España (马德里分行)**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会（Comisión Nacional de Valores，简称“CNMV”）监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行

和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，简称为“CONSOB”）监管，并已于意大利银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076，其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在荷兰，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管，并于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在丹麦，本文件是由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行**（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司联属公司）同时须受丹麦金融监管局（Finanstilsynet）监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局（Finansinspektionen）监管，并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时，本文件由**摩根大通有限责任公司——布鲁塞尔分行**分派，其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司布鲁塞尔分行同时须受比利时国家银行（NBB）及比利时金融服务及市场管理局（FSMA）监管，并已于比利时国家银行行政注册处登记注册，注册编号为 0715.622.844。在希腊，本文件由**摩根大通有限责任公司——雅典分行**分派，其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊银行监管，并已于希腊银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 124。雅典商会注册号为 158683760001；增值税注册号为 99676577。在法国，本文件由**摩根大通有限责任公司巴黎分行**分派，其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管，注册编号为 842 422 972，摩根大通有限责任公司巴黎分行亦受法国银行业监察委员会(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法国金融市场监管局 (Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 监管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其注册办事处位于 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作为瑞士一家银行及证券交易商，在瑞士由瑞士金融市场监督管理局（FINMA）授权并受其监管。

在香港，本文件由**摩根大通银行香港分行**分派，摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡，本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。银行及托管服务由摩根大通银行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服务时会通知您）。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问，请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是依据美国法律特许成立的全国性银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

关于**拉美**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。

在**澳大利亚**，由**摩根大通银行（ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码：238367）和摩根大通证券(ARBN 109293610)**发行。

“摩根大通”是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。”**摩根大通私人银行**”是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用，未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通团队联络。