

「雉雞小鷹」：美國預算協調法案速覽

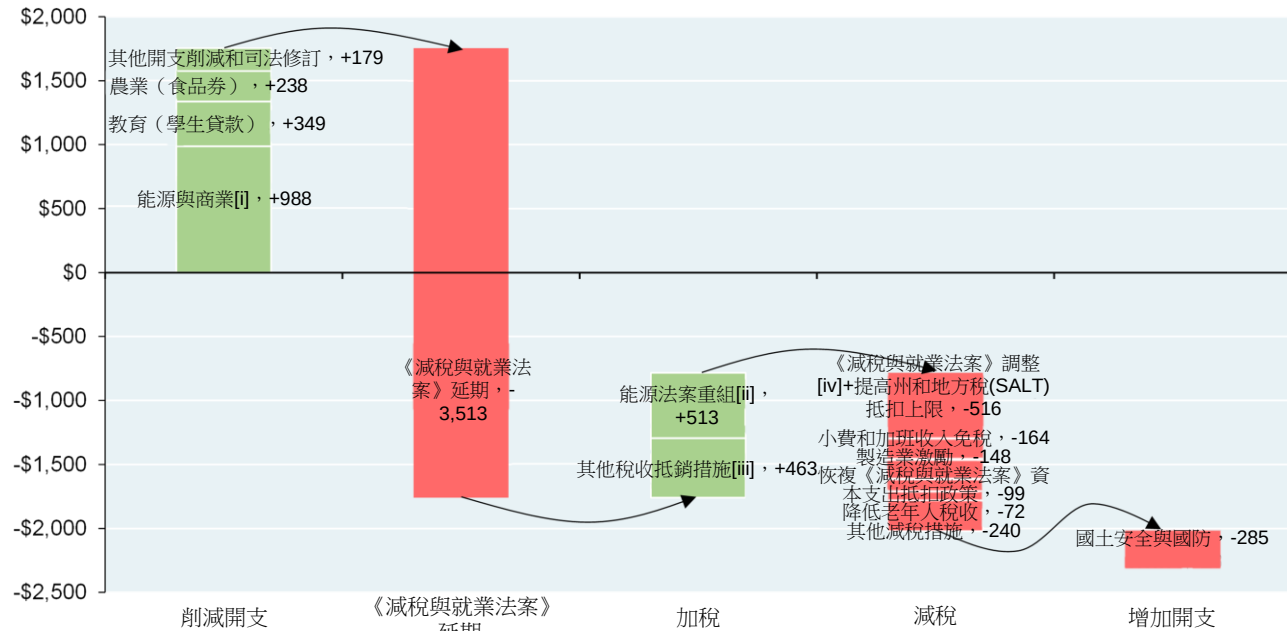
耶魯預算實驗室、聯邦預算問責委員會、Piper Sandler 及其他分析機構一致認為，如果將新增債務產生的利息納入考量，並與國會預算辦公室基線預測相比，預算協調法案將導致未來 10 年財政赤字增加 2.8 萬億至 3.4 萬億美元¹。如果將部分臨時條款成為永久條款，財政成本或將增至 5 萬億美元。這還是在眾議院「**共和黨預算鷹派**」施加所謂影響力之後的結果，現在看來這個稱號或許已名不副實²。預算協調法案現已移交參議院審議，我們預計參議院不會提出重大調整。

如第一張圖所示，眾議院預算法案的主要政策如下：首先是削減開支的措施，主要針對醫療補助(Medicaid)、食品券和學生貸款等領域；其次是延長所有《減稅與就業法案》減稅措施；接著是旨在增加稅收的抵銷措施，主要包括多項加稅措施（包括對外國企業徵收報復性關稅，本人支持該項政策³）和大舉削減能源法案下的稅收激勵；然後是一些新的減稅措施（針對小費、加班費收入、老年人收入以及州和地方稅(SALT)等）以及製造業激勵措施；圖中最後一項是國土安全和國防資金。

預算協調法案：眾議院通過的法案文本要點

情景結果：未來10年預算赤字較國會預算辦公室基線預測增加2.3萬億美元

假設就允許淨赤字增加向籌款委員會發出4萬億美元指令



資料來源：摩根資產管理、Piper Sandler，2025年5月24日[i] 包括醫療補助支出削減（工作要求273美元，醫療服務提供方稅收和州政府定向支付184美元，資格審核和註冊155美元）。[ii] 主要是終止電動汽車稅收抵免，並縮減PTC/ITC/第45X條稅收抵免。[iii] 包括調整保費稅收抵免和對外國跨國公司徵收報復性稅收。[iv] 指《減稅與就業法案》關於個人所得稅及遺產稅的擴展條款，包括提高標準扣除額、提高兒童稅收抵免額、提升合格經營所得的扣除比例，以及調高遺產稅免徵額。正數／綠色 = 支出削減和加稅；負數／紅色 = 減稅和支出增加。

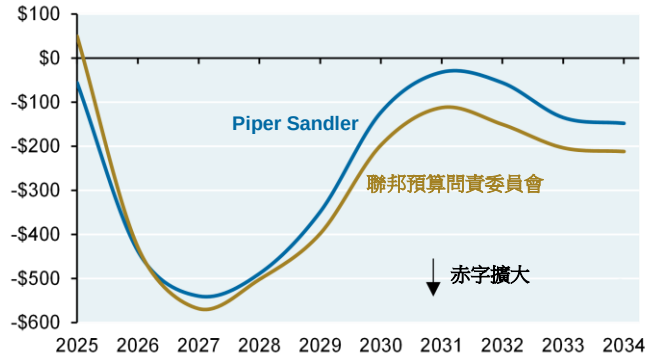
¹特朗普早在選舉前就明確表示其政策將擴大財政赤字。在 2024 年 9 月 30 日刊發的《放眼市場》中，我們曾通過兩張圖表對比特朗普與賀錦麗的政策在 10 年預算窗口內對淨預算赤字的影響。在特朗普的政策下，財政赤字將較國會預算辦公室基線預測增加 3 萬億至 4 萬億美元。在賀錦麗的方案下，財政赤字預期擴張幅度較小（約為 1.5 萬億美元），究其原因，部分是因為她計劃讓針對高收入家庭（調整後總收入高於 40 萬美元）的減稅政策在到期後自然終止。

²這些人對預算過程的影響微乎其微，因此我們不能再稱之為「共和黨財政鷹派」，而應該叫做「共和黨雉雞鷹派」。如同代表共和黨的大象和象徵民主黨的驢子一樣，雉雞鷹派在動物王國中也可以找到恰如其分的形象代表：**鷹仔亨利(Henery Hawk)**，這隻身形、自詡猛禽的雉雞鷹仔曾在 1942 年至 1961 年的 12 部《樂一通》(Looney Tunes)和《快樂旋律》(Merrie Melodies)動畫短片中出現，通常與「來亨雞」(Foghorn Leghorn)一同出場。

³該法案有一章節專門針對加拿大、英國、法國及澳洲等對美國科技公司徵收數字服務稅的國家制定了措施。此類稅收屬於**變相徵收服務業關稅**，反映出歐洲在培育本土大型科技創新企業方面所處的困境；我們曾在[此處](#)報告中進行了分析。

預算協調法案呈現出赤字高度前置的特點：多數赤字擴張和經濟刺激措施集中在 2028 年大選前實施，而在大選結束後主要的開支削減措施才啟動生效。

預算協調法案對國會預算辦公室基線預測的預估影響。十億美元

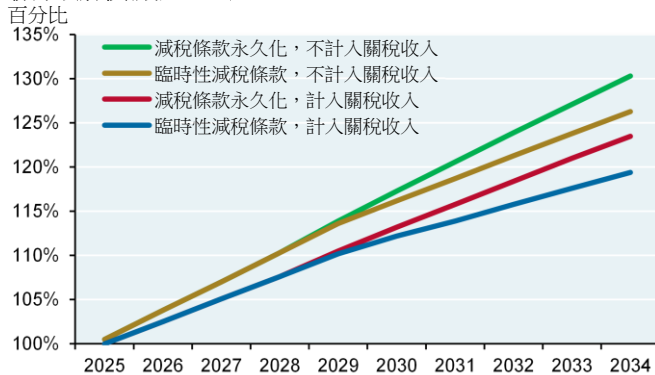


資料來源：Piper Sandler、聯邦預算問責委員會、摩根資產管理，2025年5月

上述赤字影響基於「靜態」估算；並未考慮經濟刺激措施可能帶來的額外經濟增長效益（動態預算評分），也未包含關稅收入。關稅對預算預測的影響較為複雜：當關稅已被納入某項法案時，關稅收入才會被計入相關法案的預算中，而在本案例中，關稅並未被實質性納入預算協調法案。特朗普通過行政令徵收的關稅收入，將在今夏晚些時候納入國會預算辦公室的新版基線預測，具體金額將根據計算基線預測時實際生效的關稅。

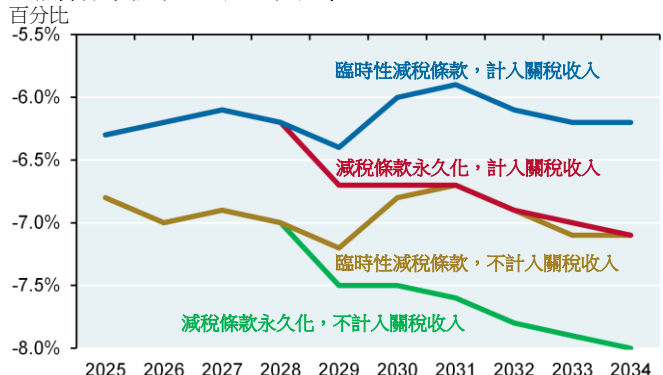
儘管如此，關稅收入能在多大程度上幫助緩解債務和赤字壓力？根據減稅條款是臨時性還是永久化，以及是否計入關稅收入，耶魯預算實驗室發佈的一系列圖表描繪了 4 種情景。美國稅收基金會預測未來 10 年的關稅收入將達到 2 萬億美元，但考慮到國內外潛在的進口替代效應、GDP 增長放緩對整體稅收的潛在影響，以及其他國家採取反制措施帶來的成本，該預測存在極大的不確定性。此類預測操作面臨的挑戰，與我們在 5 月 1 日刊發關於政府效率部的報告中所述情況類似：雖然裁撤 20%-25% 的美國國稅局人員能降低人員開支，但大多數預測都顯示由此導致的稅款流失是相關節省金額的數倍（據國會預算辦公室估算，稅務稽查部門每削減 1 美元開支，財政部將因稅款流失而損失 5 至 9 美元收入）。無論在哪種情況下，即便將關稅收入納入考量，聯邦債務的上升趨勢維持不變。

聯邦政府債務佔GDP比重



資料來源：耶魯預算實驗室，2025年5月

總預算赤字佔本地生產總值比率



資料來源：耶魯預算實驗室，2025年5月

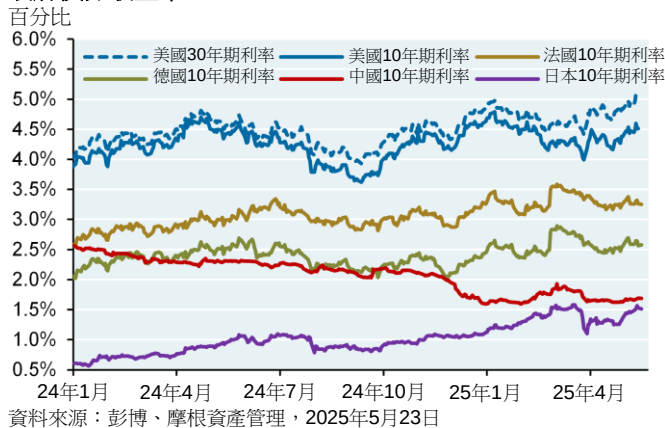
上頁圖表與白宮對預算協調法案影響的評述形成了鮮明對比：

「這項法案不會增加赤字。」白宮新聞秘書卡羅琳·萊維特(Karoline Leavitt)表示，「事實上，根據經濟顧問委員會測算，該法案將節省 1.6 萬億美元。總統傾聽了財政保守派以及希望財政獲得整頓的美國民眾所表達的關切，而且完全理解大家的擔憂。」⁴「而這正是這項法案的初衷所在。這項法案將帶來價值 1.6 萬億美元的開支節省，」她補充道，「這是我國歷史上在國會通過的任何立法中節省金額最大的一次。」

由於精力所限我暫不對萊維特的評述進行批駁，姑且就此打住。畢竟本屆政府始終堅稱美國關稅由對美出口商承擔，儘管幾乎毫無現實證據印證這一主張（正如特朗普追蹤器進口價格圖所示）。

美國 10 年期和 30 年期利率自 4 月份觸及低點以來，已累計上漲 50-60 個基點。雖然難以確定其中多少漲幅與日益惡化的債務狀況，以及近期穆迪下調美國主權信用評級有關，但這顯然令債券市場投資者遭受重創。發達經濟體利率普遍呈上升趨勢存在諸多原因，包括歐洲需要增加國防投入以加強防務自主、去全球化進程的累積效應以及日本央行停止購入國債。

政府債券收益率



資料來源：彭博、摩根資產管理，2025 年 5 月 23 日

背景回顧：深入探討人工智能

5 月 13 日刊發的《放眼市場》報告探討了如下主題：企業對人工智能應用呈加速普及趨勢，人工智能功能日趨強大帶來的影響喜憂參半，人工智能「採用者」的市值比「關稅受害者」的市值高出約 2.5 倍，以及由於股本回報率較高，美國科技公司估值相比發達市場其他板塊處於合理水平

岑博智先生(Michael Cembalest)

摩根資產管理

本周熱點，來自《華爾街日報》：「特朗普正在試圖摧毀哈佛嗎？禁止招收外國學生的禁令將世界頂尖人才拒之門外」，2025 年 5 月 23 日

「這將嚴重損害美國吸引具備才幹的年輕人才的能力，而正是這些年輕人為美國帶來了創業資本與智力資本。2022 年，獲得人工智能相關領域博士學位的人中，超過半數為非美國公民。當中不少人後來就職于英偉達等美國公司或者創立了自己的企業。」

美國國家政策基金會研究發現，移民企業家創立或聯合創立了近三分之二的美國頂尖人工智能企業（43 家中的 28 家，佔比 65%），同時人工智能相關領域的全日制研究生中有 70% 為國際學生。美國估值達 10 億美元及以上的私營初創公司中有半數以上由移民創辦。

即使美國國土安全部長諾姆(Noem)女士的命令（撤銷哈佛大學學生和交流訪問者計劃）未來有所調整，此舉仍向世界釋放出美國不再對全球頂尖青年人才敞開大門的訊號。外國學生接收到這樣的訊號，必然會轉投他處。中國政治局想必正為對手『作繭自縛』而暗自欣喜；先是濫施關稅削弱美國企業的競爭力，如今又對移民人才揮起大棒。

與多數美國高校一樣，哈佛大學確實需要重歸開放包容的教育初心。但這需要的是改革。特朗普政府似乎認為要拯救哈佛必須『置之死地而後生』。這完全與讓『美國再次偉大』的口號背道而馳。」

《華爾街日報》在堅持傳遞其核心理念方面遠勝於商業理事會(Business Council)或美國商業圓桌會議(Business Roundtable)，當然，這純屬個人觀點。

⁴ “特朗普新聞秘書談預算法案的影響”(Trump Press Secretary on Effects of Budget Bill)，《新共和》(The New Republic)，2025 年 5 月 19 日

重要資訊

本文件僅供參考用途。本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、意見及預測不同。**本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。**文中提述的公司僅供說明用途而列示，不應視作摩根大通的建議或認可。

一般風險及考慮因素

本文件討論的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。**投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。**資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通團隊聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出陳述或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其他領域、就其目的或其他內容所表達的觀點不同。**本文件不應視為研究報告看待。**任何預測的表現和風險僅以引述的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或雇員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。摩根大通及其關聯公司與雇員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。

在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可瀏覽：<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支援以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄權區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄權區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理(亞洲)有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL 牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第 2001 第 761A 條及第 761G 條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

就摩根大通私人銀行客戶而言：

可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。保險產品是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「CIA」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc.的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co.共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在德國，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「BaFin」) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行 (Deutsche Bundesbank) 和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會 (Comisión Nacional de Valores，簡稱「CNMV」) 監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行

和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「CONSOB」）監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在荷蘭，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行（DNB）和荷蘭金融市場監管局（AFM）監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在丹麥，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行**（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行（即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司）同時須受丹麥金融監管局（Finanstilsynet）監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局（Finansinspektionen）監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在比利時，本文件由**摩根大通有限責任公司——布魯塞爾分行**分派，其註冊辦事處位於 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司布魯塞爾分行同時須受比利時國家銀行（NBB）及比利時金融服務及市場管理局（FSMA）監管，並已於比利時國家銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 0715.622.844。在希臘，本文件由**摩根大通有限責任公司——雅典分行**分派，其註冊辦事處位於 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司雅典分行分行同時須受希臘銀行監管，並已於希臘銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 124。雅典商會註冊號為 158683760001；增值稅註冊號為 99676577。在法國，本文件由**摩根大通有限責任公司巴黎分行**分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme 75001 Paris, France，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管，註冊編號為 842 422 972，摩根大通有限責任公司巴黎分行亦受法國銀行業監察委員會(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR))及法國金融市場管理局 (Autorité des Marchés Financiers(AMF)) 監管。在瑞士，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.**分派，其註冊辦事處位於 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局（FINMA）授權並受其監管。

在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。銀行及託管服務由摩根大通銀行香港分行／新加坡分行向您提供（提供服務時會通知您）。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。

在澳大利亞，由**摩根大通銀行（ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367）和摩根大通證券(ARBN 109293610)**發行。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。