



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

➤ **古今中外，和平时期政府公权力的底层来源多是财政。**而财政，无非收支两者：在多收钱少花钱这个简单的优化问题中，欧美国家大多只能选择前者，因为后者会直接带来原本政策受益选民的“跳反”。

➤ **因此不难理解，增收是贯穿特朗普 2.0 政策不变的“宗旨”。**无论是关税问题上的博弈，还是地缘政治问题上的摇摆，特朗普的商人本色显露无疑。特朗普已经祭出哪些生财之道？又有哪些技能储备？能否在债务大厦将覆时，力挽天倾？

➤ **美国政府有多缺钱？**我们不妨算算 2025 财年美国财政的账。财政收入 5.23 万亿美元，相较 2024 财年增加约 3100 亿美元，其中**多亏了关税收入的贡献**（增加约 1200 亿美元，增长约 150%，占增量的 38% 左右）。

➤ **就像我们前面提到的，减支难以维系。**“雷声大、雨点小”的 DOGE（政府效率部）作用甚微，财政支出依旧增长了 4%，**其中最令市场瞩目的是利息净支出首次超过了 1 万亿美元。**特朗普上任的第一个财年，口口声说要财政“脱毒”，结果却是，如果没有关税的“帮忙”，赤字规模相较 2024 年是增加的（增加 1100 亿美元）。

➤ **这本来就不宽裕的财政，现在还面临两个大问题：减税和关税违法。**“大美丽”法案（“OBBBA”）的减税效果目前我们还没有看到：根据美国国会预算办公室的估计，由于生效时间的差异，OBBBA 在 2025 年的效果是偏紧缩的（减税规模不如减支），2026 年才会真正发挥效力。而最高法即将在 11 月初审议关税问题，届时如果被判违法，不仅未来原本有的关税会少一大块（我们预计规模至少 2000 亿美元/年），今年已经收的对等和芬太尼关税都得“回吐”——按照 CBP 的测算，4-9 月相关关税收入就有约 900 亿美元。

➤ **怎么破局？一言以蔽之，“开源节流”，千方百计从居民、企业和海外“搞钱”。**

➤ **向内求比向外求，阻力一定是更大的。**所以，白宫对海外的“增收节支”是更积极的。一方面，**让海外从美国挣钱更难、更少**，通过关税、贸易协议等方式从海外的创收中强行分一杯羹；另一方面，**对之前免费或者廉价提供给全球的公共商品，开始标价或者提价**，比较典型的就国防支出和全球安全服务。

➤ **对内求，白宫则追求一个隐形和无痛。**居民享受减税的背后，“羊毛终究还是要出在羊身上”。美国政府通过通胀从老百姓手里收走了一笔不小的铸币税：在工资增速不弱、关税冲击不断的背景下，依旧要求美联储大幅降息，最终造成了通胀和贬值的局面来稀释债务。

➤ **而对待企业可能是特朗普 2.0 最具有“创新”思维的领域，**特朗普集投资公司、出口企业、投行和移民中介为一体，将权力变现。

相关研究

1. 2025 年 9 月贸易点评：9 月进出口：加速回升的成色？-2025/10/13

2. 海外市场点评：外部变数下的市场悬念-2025/10/12

3. 经济动态点评：十一假期消费“打几星”？-2025/10/08

4. 海外市场点评：10 幅图“速通”假期风云-2025/10/06

5. 海外市场点评：美国政府关门：财政博弈的序曲-2025/10/03

➤ ① **“国家资本主义”：用政府权力入股。**将政府对于企业的支持，无论是资金还是政策，转化为收益分成或者治理影响的权力。有三种比较典型的方式，一是以英特尔为代表的“被动持股”，美国政府不拥有治理权，但已经成为其最大单一股东；二是影响和控制企业的决策，例如在批准日本新日铁收购美国钢铁时获得“黄金股份”，拥有对关键企业决策的否决权，以及最近对于 MP Materials 等矿业公司的入股。三是要求海外成立对美投资基金，白宫可以享受收益分成。比较典型的有美日达成的 5500 亿投资协议——由日本设立投资基金，白宫参与分享收益。

➤ ② **出口收费：贸易赚钱新玩法。**除了进口关税收钱外，白宫的目标也开始转向出口——与其盲目限制，不如进行有选择的收费。典型的例子是白宫此前和英伟达商讨的对华 AI 芯片销售收取 15% 的收入分成——既能限制、又能创收，“一石二鸟”。以此类推，根据特朗普秉持的“权力变现”和“天下没有免费的午餐”的思路，未来出口收费可能会推广到两个方面：一是通过政府出力获得大额订单的，比如波音飞机；二是美国有意限制、但无意禁止的产品，比如部分非关键核心技术的产品。

➤ ③ **交易撮合：白宫的投行思维。**9 月中美之间就 Tiktok 交易达成框架性协议，而转过头白宫预计将向接盘的美国投资者收取数十亿高昂的交易费——完美体现了“政府撮合的交易，政府要收费”的思路，以此类推，未来白宫还可能以国家安全为由，促成更多的兼并重组交易，比如之前悬而未决的巴拿马港口交易等。

➤ ④ **美国唯一指定移民中介。**金卡和 H-1B 签证费，定点收割海外富人和科技公司——富人支付 100 万美元就可获得美国永居，如果还想进一步避税，则可以支付 500 万美元。而每年新增的 H-1B 签证费提高至 10 万美金，如果按年度 8.5 万张的配额计算，预计每年最多可以增加约 77 亿美元收入（此前办理 H-1B 也需 1 万左右的费用），而想要进一步增加收入，白宫也可以考虑提高其他签证的费用。

➤ 这其中，尤其需要注意：**特朗普政府开始展现出国家资本主义政府的倾向。除了创收之外，对某些产业（比如人工智能）的战略性支持，会给这些行业提供更长和更舒适的成长发育环境，从而更大程度上的影响经济增长的长期预期。**

➤ **市场今年上半年曾经对 AI 行业的资本开支可持续性提出过质疑：**上游的收入来自于下游的资本开支，但下游的资本开支来源经历了从利润到自由现金流再到融资。随着这种负债端的变化，市场对 AI 的盈利能力将不断提出更高的要求。一旦产业兑现的节奏偏慢，投资人后续的决策就有变化的风险。

➤ **但如果政府来承担投资人的角色，**保持战略投资定力，淡化对企业短期盈利的要求，行业的现金流稳定程度会重新提高，资本开支的周期也会随之拉长。

➤ 通过以上分析，以及今年以来对于特朗普政策的持续跟踪，可以总结出一些基本的准则：

➤ **首先，特朗普 2.0 的白宫，商人思维再上一个台阶。**这也是我们认为目前中美会继续维持底线的重要原因。

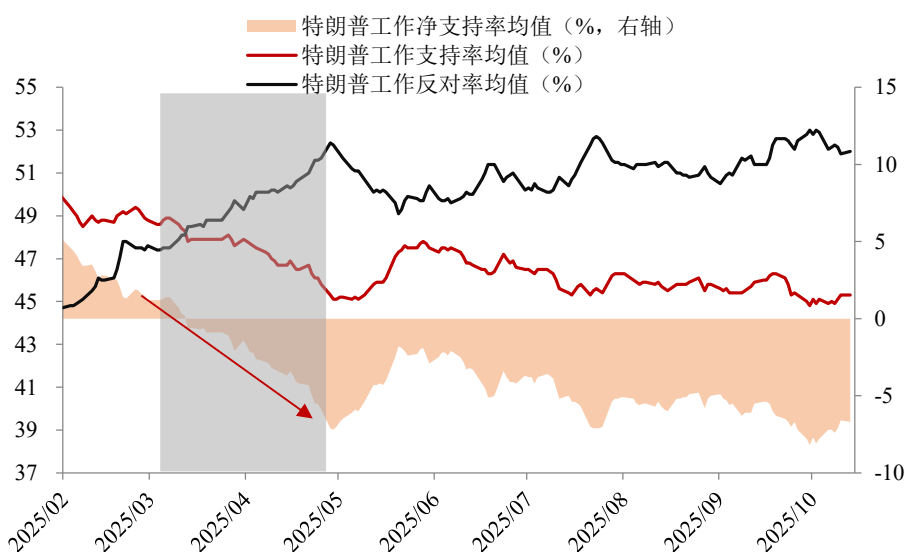
➤ **其次，“权力变现”和“天下没有免费的午餐”是特朗普商人行事最显著的特点。**只要政府出钱出力了，都可以成为收费的内容。

➤ 第三，特朗普嘴上不想要“通胀”，但很可能是其计划的重要一环。对于企业的搜刮虽然五花八门，但从体量上看还是从海外和居民部门上开源节流更加有意义。

➤ 从美国经济和市场来看，特朗普的“生财之道”可能是当前解决“美国经济复兴”和巨额债务负担的可选方式之一。而这背后则是处理好外交（不能明抢）、通胀/刺激经济和巨额债务之间的关系。通过对外“TACO”创造筹码和交易机会，对内力主降息、创造通胀（债务上则不必急着拉长久期）。而在这样的组合下，偏弱的美元和美债（尤其是长端美债）会是中期市场的特点。产业政策方面，更多的直接下场也将为战略性产业得到更多的发育空间。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

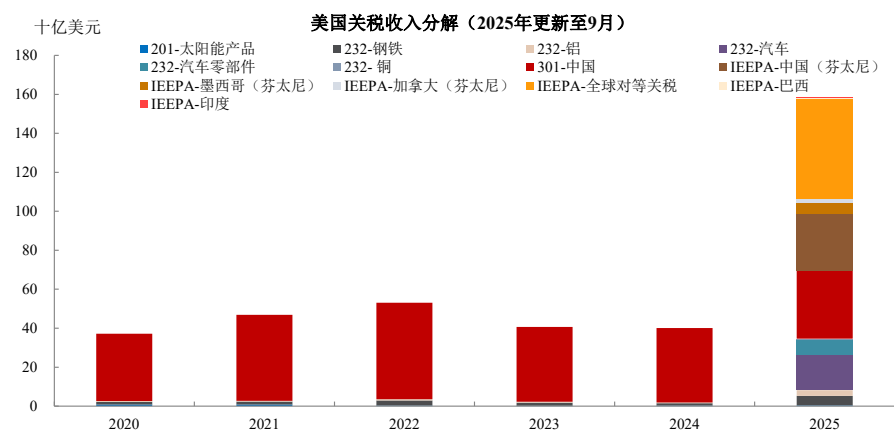
图1：特朗普调查支持率在 5 月之前持续下降



注：马斯克在 2025 年 5 月离开 DOGE。

资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：截至今年 9 月美国关税的基本构成



资料来源：CBP，民生证券研究院

图3：特朗普重要的“生财之道”

手段	核心内容	典型案例	可能拓展的领域
1 关税-宽松-通胀	关税向海外收税 通胀向国内居民收税	2025年全面关税带来通胀加速和关税收入上升	大幅快速降息带来通胀大幅上升
2 “股权财政”	政府补贴转股权	成为英特尔最大股东	其他政府补贴的企业
3 “特许出口费”	敏感产品出口要想政府支付费用	对英伟达对华AI芯片销售收取15%分成	波音飞机出口；部分高技术产出口
4 “招商引资”	政府威逼利诱企业和外国政府/企业投资	贸易协议附带对美投资条款； 行业关税豁免附加投资要求	
5 “交易收费”	政府促成的交易，政府要收费	日铁-美钢：白宫持有“黄金股” Tiktok巨额交易费用	港口交易；以国家安全为由的兼并交易
6 “移民费”	金卡	外籍富人移民美国快速通道； 100万（不可转让）/200万（企业内可转让）	绿卡可能会受限制
7 “人头税”	H-1B签证费	新增的技术工作签证费用提升	进一步拓展到其他签证

资料来源：白宫，华尔街见闻，腾讯等，民生证券研究院总结绘制

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048