

关税之上：特朗普的“金融棋局”？

2025 年 02 月 25 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

➤ 如果说关税是特朗普 1.0 的“遗产”，那么什么可能会是特朗普 2.0 的“新冲击”？很可能是“投资”和“金融”。上周五白宫公布了一份《美国优先投资政策》备忘录，一方面是为了标榜吸引海外“友好”资金投资美国，但可能更重要的是另一方面是，以安全之名，全面降低中美之间的投资联系。如果说经过 2018 至 2019 年，我们对于贸易和关税已有应对的心得和经验，但在之前的铺垫下，投资和金融领域可能的“加速去化”将是特朗普 2.0 下的新挑战。白宫公布的备忘录可能只是一个新的开始。

➤ “小院高墙”再进一步，从限制双边投资开始。

➤ 特朗普想要怎样的“中国投资”？答案是“只能赚钱”。“严防死守”已经到了新高度：

➤ 一是限制投资战略行业。包括科技、关键基础设施、医疗保健、农业、能源、原材料等广泛的行业。

➤ 二是保护敏感设施附近的农田和地产。做到物理上的隔绝。

➤ 三是严控对敏感技术行业的“绿地投资”。“绿地投资”是指在目标国家从零开始建设全新的业务设施，区别于兼并收购，因为风险大、所以企业对于项目的控制权也大。在特朗普治下，中国对美技术行业的“绿地投资”很可能将变成“亏本买卖”。

➤ 最后留给中国资金的一块大饼是“被动投资”，没有投票权、治理权、管理影响力和实质决策权，也无法获得技术、信息和服务的非公开访问权——甚至都没有正常的股东权益，剩下的似乎只有分红和资产收益。

➤ 美国对中国的投资呢？全方位收紧。监管审查涉及资金来源、投资工具、行业和公司监管的各环节，而且管得很“泛”：

➤ 资金来源上，限制养老金、大学赠与基金和其他有限合伙投资者。通俗点说专业投资者自己的钱可能暂时不限制，但是委托给他人投资的钱需要面临审查。

➤ 投资工具上，从私募 VC，“绿地投资”，到公司扩张和公开交易的证券，几乎涵盖了主要的投资渠道。

➤ 投资标的上，清单限制和制裁可能会越来越多。重点限制被认为与军工相关的行业——主要是军工部门和军民融合相关行业。所涉及行业颇多，我们认为后续可以重点关注美国政府的“涉军”实体清单，或成为白宫的第一批抓手：

➤ 美国政府的“涉军”实体清单主要有三个组成部分，从制裁严格程度从轻到重排序，依次是国防部的“中国涉军企业 (CMC)”清单，也称为“1260H 清单”（该清单包含 134 个实体，今年 1 月腾讯、宁德时代和中远集团被增列其中），财政部的“非 SDN 中国军工综合体公司”（“NS-CMIC 清单”），美国投资者不能交易其中的 59 个中国公司的证券；最严厉的是商务部的军事最终用户 (MEU) 和军事情报最终用户 (MIEU) 清单，美国政府禁止美国公司在没有许可的情况下与清单上的公司有任何商业往来。

相关研究

1. 海外政策跟踪：德国大选：政策转向“美国化”？-2025/02/24

2. 经济动态点评：两会前瞻：科技的“空中加油”-2025/02/23

3. 美国政策跟踪：就任满月：特朗普的忧虑-2025/02/20

4. 国内宏观事件点评：民企座谈会：新义与深意-2025/02/17

5. 新质生产力系列（四）：民企座谈会那些重要事-2025/02/16

➤ **“特别关照”在美上市的中国公司。**中概股很可能将面临更高的监管要求和监管成本，或存在罚款及退市风险：

➤ **推倒重来？更严格的审计监管。**特朗普在 2020 年 12 月签署《外国公司问责法案》，要求在美外企披露财务报表，否则可以勒令退市。不过拜登上台让谈判成为可能——2022 年 8 月中国人寿、中石油、中石化、中国铝业等从纽交所退市，同月中国和拜登政府之间签署了审计监管合作协议，风波才暂时停歇。卷土重来的特朗普很可能会再起风波。

➤ **釜底抽薪？高度关注 VIE 架构。**过去中概股普遍使用 VIE（可变利益实体）架构绕过监管在海外上市，而本质上 VIE 是通过协议控制，而非股权控制境内实体，美国监管质疑 VIE 会影响投资者真实的所有权，甚至可能存在欺诈行为。

➤ **后市怎么看？会造成什么影响？**整体而言，中美之间在投资上降低联系，比贸易领域可能更容易。我们一直关注贸易风险，可能更大风险来自于金融和投资。

➤ **中国对美投资：相对简单、且有“筹码”。**从整体看中国持有的美国资产，以央行等官方机构持有的债券为主，尤其是主要由中国官方持有的约 7590 亿美元的美债，会让美国“投鼠忌器”。

➤ 另外两个主要的投资方式：中国企业对美国的直接投资，以及机构投资者的 QDII（合格境内投资者）。企业投资层面，根据 AEI 的数据，从 2005 年至 2024 年，中国对美的大型投资项目累计金额约 2010 亿美元，其中分布于科技、医疗、能源等拟被限制行业的资金规模大致为 624 亿美元。而截至 2025 年 1 月，QDII 获准额度约为 1678 亿美元，其中证券类约 922 亿美元。

➤ **相较而言，限制美国对华投资的影响会更复杂。**短期内冲击可能更多取决于中美之间的接触和谈判，尤其是考虑到 4 月初是 TikTok 禁令延期结束的敏感时点。

➤ **从中期看，两大风险点：一是监管趋严下，中概股的退市风险；二是投资限制扩大化对于部分中国资产的冲击。**

➤ 监管方面，除了审计趋严，**可能更加棘手的是 VIE 架构**，从安全的角度，中美双方可能都有担心——美方关注投资安全，中国则会着眼于信息和技术安全，而中概股中搭建 VIE 的企业占比可能超过八成。

➤ 投资限制方面，主要风险来源于**美国政府后续可能会不断扩大限制清单**。一方面会增加中美金融摩擦的氛围，另一方面如果触及美资的重仓股，可能会引起市场阶段性抛售。

➤ **资金来源上，关注对冲基金等资管资金，而美国养老金的影响已经不大。**根据彭博的数据美国大型养老金自 2021 年以来逐年减少对中国的敞口：一方面有监管的原因，另一方面则与被动投资风格下，2024 年前中国权益资产的相对全球的表现有关。

➤ **从贸易到投资，下一步金融？**往后看，除了双边投资限制的收紧之外，还要关注中美之间在全球范围内金融布局的“较量”：**一方面是针对美元体系话语权的博弈**，例如中美双方对于中东石油美元的重视；**另一方面则在于新兴的人民币国际金融秩序**，“一带一路”或成为焦点。

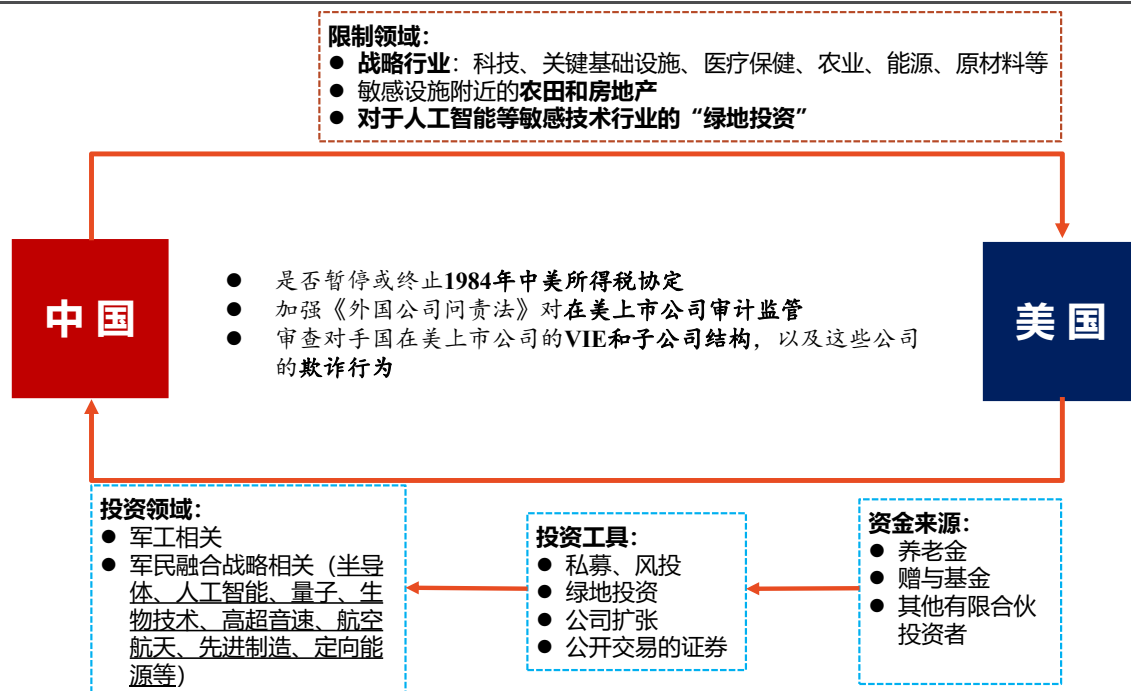
➤ **风险提示：**特朗普投资政策超预期落地，导致市场出现大幅调整；特朗普百日新政过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退。

图1：美国与中国在投资上加速去化已早有铺垫

	时间	政策文件	限制对象
特朗普 1.0 任期	2017/9/14	特朗普发布行政令，以“国家安全”为由，叫停一笔由 峡谷桥资本 （带有中资背景的私募股权机构） 收购美国莱迪斯公司 （美国最大的半导体生产商之一）的交易。	对美投资
	2018/3/22	特朗普签署针对301调查的备忘录 ，宣布将限制中国在美国的投资。美国贸易代表办公室发布“ 301调查报告 ”表示中国1) 利用合资企业的要求、外国投资的限制以及行政审查和许可证程序来迫使美国公司转让技术；2) 使用歧视性许可程序将美国公司的技术转让给中国公司；3) 指导和促进了许多导致大规模技术转让的投资和收购。	对美投资
	2018/8/13	特朗普签署《外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA）》 ，扩大美国外国投资审查委员会（CFIUS）的管辖范围至对关键基础设施、关键技术及敏感个人信息领域的非控制性投资；对某些外国政府持有“重大利益”的投资要求强制申报等。	对美投资
	2019/5/15	特朗普签署行政令《确保信息通信技术与服务供应链安全》 ，要求强化“限制外国敌对势力破坏美国信息通信技术供应链”，进一步限制我国的信息科技公司对美投资，及其设备、产品、服务进入美国市场。	对美投资
	2020/11/12	特朗普签署“中共涉军企业”的投资禁令 ，禁止所有美国投资者（包括机构投资者和散户投资者）购买或投资美国政府认定为“CCP中国军队公司”的公司的证券。	对华投资 (涉军企业)
	2020/12/18	特朗普签署《外国公司问责法案》 ，如果外国公司连续三年未能通过美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）的审计，将禁止这些外企在美国的任何交易所上市。	限制赴美上市的外国公司
拜登 任期	2021/6/4	美国总统拜登以“应对中国军工企业威胁”为由签署行政命令， 将包括华为公司、中芯国际、中国航天科技集团有限公司等59家中企列入投资“黑名单” ，禁止美国人与名单所列公司进行投资交易。	对华投资
	2023/8/9	拜登签署行政令《解决美国在受关注国家对某些国家安全和产品的投资问题》（“出境命令”） ，禁止或限制美国人参与涉及对美国国家安全构成威胁的特定技术和产品的某些交易，特别是针对半导体和微电子、量子信息技术以及人工智能领域。	对华投资
	2024/10/28	美国财政部正式发布《关于美国在受关注国家投资有关国家安全和产品的规定》，以落实拜登总统8月9日的行政令。该最终规则于2025年1月2日正式生效。	对华投资
特朗普 2.0 任期	2025/2/21	特朗普签署备忘录《美国优先投资政策》 将限制与中国相关的个人“收购美国关键企业和资产”，加强半导体、人工智能、量子技术、生物技术等相关领域的中美双向投资的审查和限制。	中美双向投资

资料来源：白宫，美国国会，澎湃新闻，腾讯新闻等，民生证券研究院整理

图2：美国优先投资政策备忘录对中国的主要内容



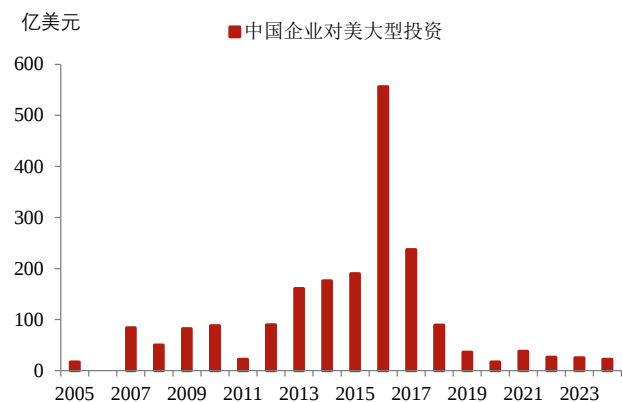
资料来源：Whitehouse，民生证券研究院

图3：美国政府部门主要的中国涉军实体清单

名称	CMC/1260H 清单	NS-CMIC 清单	MEU/MIEU 清单
监管机构	国防部	财政部外国资产控制办公室（OFAC）	商务部工业与安全局（BIS）
立法/法规	《2021 年国防授权法案》第 1260H 条款	特别指定国民名单（OFAC）第 13959 号行政命令和第 14032 号行政命令	《美国出口管理条例》（EAR）第 744.21 和 744.22 条款
影响	2026 年 6 月 30 日起，国防部不得直接从清单中的公司采购	美国投资者不得购买或持有清单中公司的公开交易证券或与之相关的任何衍生	这些公司将受到 BIS 严格的出口管制规定的约束
实体数量	134 个	59 个	MEU：57 个 MIEU：1 个

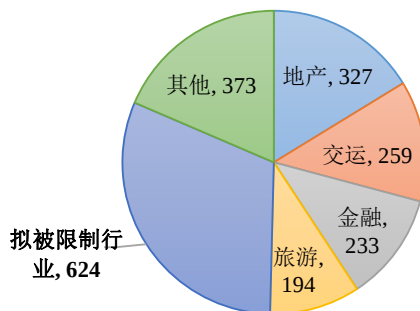
资料来源：美国国防部，美国财政部和美国商务部，民生证券研究院

图4：中国企业对美进行大型投资的规模



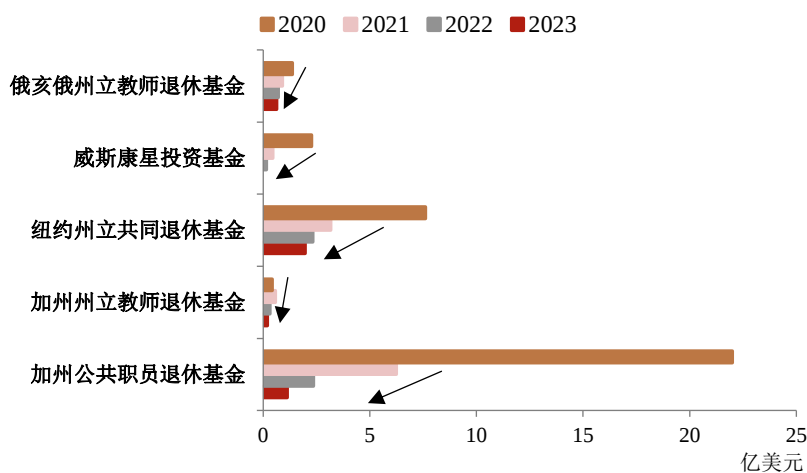
资料来源：AEI，民生证券研究院

图5：2024 年底中国对美投资存量行业分布（亿美元）



资料来源：AEI，民生证券研究院

图6：美国部分养老金的中国敞口从 2020 年的高点已经大幅减少



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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机构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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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