2026 年 11 月 15 日

美国算力，就是中国稀土

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

美国算力，就是中国稀土

基本内容：

美国算力与中国稀土的类比，本质上反映了同一种战略选择：当国家认定某项产业能力不能完全随商业周期收缩，而相关竞争又具有明显的先发优势乃至排他性时，维持领先地位就需要承担超出常规商业考量的成本。这种成本既可能体现为生态环境的代价，也可能体现为企业利润的让渡。

如果说特朗普仍保留着较强的商业思维，那么此次美国中选“蓝潮”的后续，则进一步凸显了 AI 时代的大国竞争逻辑。竞争的关键，在于让其他国家围绕本国掌握的关键供给组织生产：碳基时代的稀土与硅基时代的算力实际上是同构的。

当美国 AI 产业从产品使用到资本投入都开始呈现更鲜明的国界，产业链中的灰色地带也在不断收窄。过去，我们常将美国描述为私人部门主导的绩优主义（meritocracy）社会；但过去一周，美国科技界代表人物所遭遇的政治压力意味着：商业成就之外，政治立场正在成为影响企业发展空间的重要变量。

这意味着，在当前 AI 发展的关键窗口期，民主党所强调的“小院高墙”政策思路可能更加呼风唤雨：既向科技要发展，又向科技要忠诚。从这一角度看，1950 年代的温和派共和党（Modern Republicanism）和 2020 年代的建制派民主党（Liberal Internationalism）实际上开始变得更加相像——强调产业安全、制度忠诚与政治忠诚。

我们认为，一种可供讨论的方式，是借鉴联邦住房贷款银行体系（Federal Home Loan Banks，FHLB），构建类似的“联邦科技银行”，为符合审核标准的贷款提供稳定资金。当前现实背景是，美国 AI 产业的约束可能正从技术突破，逐步延伸至资产负债表和融资能力。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

内容目录

风险提示 7

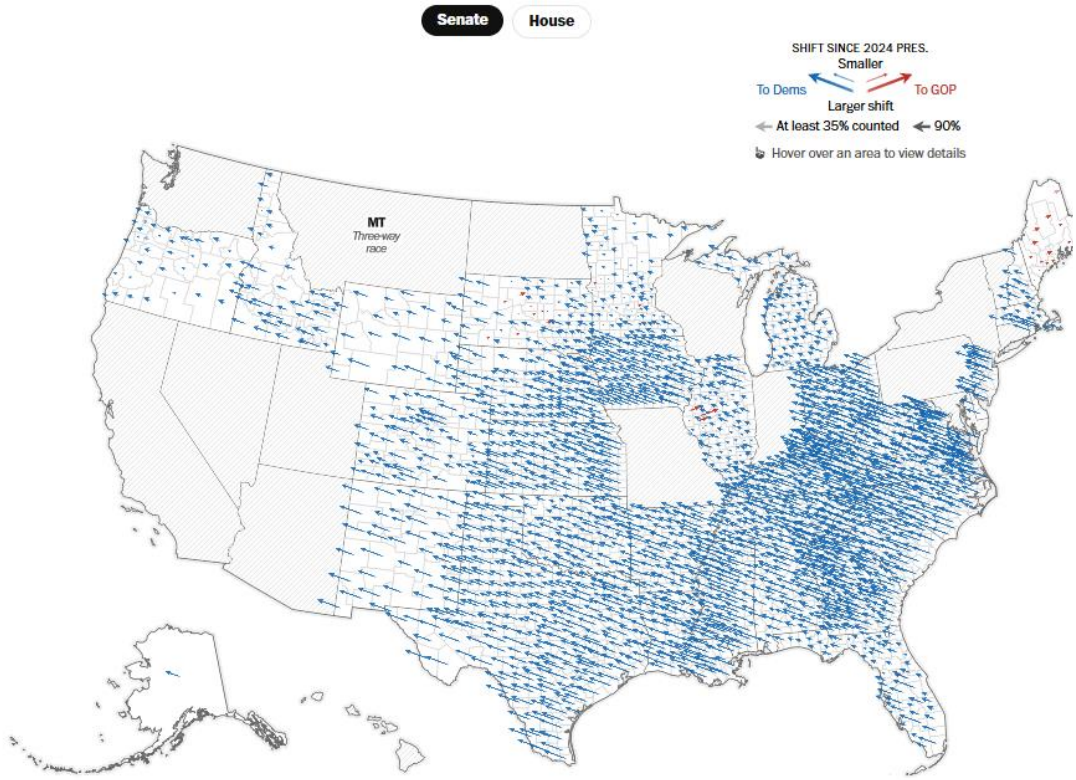
图表目录

图 1：美国中选蓝潮全景 3
图 2：美国提出的四项涉及先进算力管制的法案 4
图 3：美国各州在建及规划数据中心规模 4
图 4：英伟达的信用链条 5
图 5：潜在（类）联邦科技银行的不同制度安排 6
图 6：联邦科技合作社的潜在运营结构 6
图 7：不同期限、情景下企业科技贷款的潜在贷款利率降幅 7

美国算力与中国稀土的类比，本质上反映了同一种战略选择：当国家认定某项产业能力不能完全随商业周期收缩，而相关竞争又具有明显的先发优势乃至排他性时，维持领先地位就需要承担超出常规商业考量的成本。这种成本既可能体现为生态环境的代价，也可能体现为企业利润的让渡。

如果说特朗普仍保留着较强的商业思维，那么此次美国中选“蓝潮”的后续，则进一步凸显了 AI 时代的大国竞争逻辑。竞争的关键，在于让其他国家围绕本国掌握的关键供给组织生产：碳基时代的稀土与硅基时代的算力实际上是同构的。

图 1：美国中选蓝潮全景



来源：华盛顿邮报，国金证券研究所

当美国 AI 产业从产品使用到资本投入都开始呈现更鲜明的国界，产业链中的灰色地带也在不断收窄。过去，我们常将美国描述为私人部门主导的绩优主义（meritocracy）社会；但过去一周，美国科技界代表人物所遭遇的政治压力意味着：商业成就之外，政治立场正在成为影响企业发展空间的重要变量。

此次中期选举的产业意义在于推动算力融资从“私人资本自发建设”，转向由私人回报、国家安全与国内利益分配共同决定。考虑到美国政治转向的惯性，我们判断，民主党的“蓝潮”可能在未来两个选举窗口继续扩大，甚至形成参议院 60 席的相对多数乃至 67 席的绝对多数格局。在这一情景下，共和党重新形成有效抗衡的时间窗口，可能要等到 2030 年乃至 2032 年。

这意味着，在当前 AI 发展的关键窗口期，民主党所强调的“小院高墙”政策思路可能更加呼风唤雨：既向科技要发展，又向科技要忠诚。从这一角度看，1950 年代的温和派共和党（Modern Republicanism）和 2020 年代的建制派民主党（Liberal Internationalism）实际上开始变得更加相像——强调产业安全、制度忠诚与政治忠诚。

近期值得关注的，是四项涉及先进算力管制的法案及其后续表决：AI OVERWATCH Act、MATCH Act、Chip Security Act 和 Remote Access Security Act。前三项已打包纳入 2027 财年美国《国防授权法案》的参议院修正案包。美国对先进算力的控制，正从传统的商品出口管制进一步延伸至设备、供应链、最终用户和云端服务。

特朗普虽然可以动用总统否决权，但在当前政治氛围下，行使这一权力可能面临较高的政治成本。

图 2：美国提出的四项涉及先进算力管制的法案

法案	主要内容	主要针对漏洞	关键机制	立法进展与载体
AI OVERWATCH Act	强化国会对先进AI芯片对华出口许可的监督，限制商务部单独放行。	先进GPU出口审批主要在商务部手中，行政裁量空间较大。	对先进AI芯片出口、再出口和境内转移从严许可，并要求向国会提交认证/报告。	已被纳入参议院版NDAA修正案包
MATCH Act	推动美国与荷兰、日本等盟友在半导体设备对华出口管制上"对齐"。	美国限制了设备出口，但盟友设备仍可能替代流入中国。	识别关键半导体设备，推动盟友实施类似限制；协调失败时可进一步施压或采取措施。	已被纳入参议院版NDAA修正案包
Chip Security Act	要求先进芯片具备位置验证、流向追踪等"芯片安全机制"。	芯片即使合法出口到第三国，也可能被转运或非法转给中国使用。	通过硬件/软件/固件等方式实现位置验证、流向追踪和异常报告。	已被纳入参议院版NDAA修正案包
Remote Access Security Act	将通过云服务远程调用境外先进算力纳入出口管制。	"芯片不入境、算力入境"——中国企业不买芯片，也能租用海外GPU训练模型。	将受控先进算力的远程访问、云端调用和服务提供纳入出口管制框架。	单独立法推进；众议院已于2026年1月12日以369:22通过

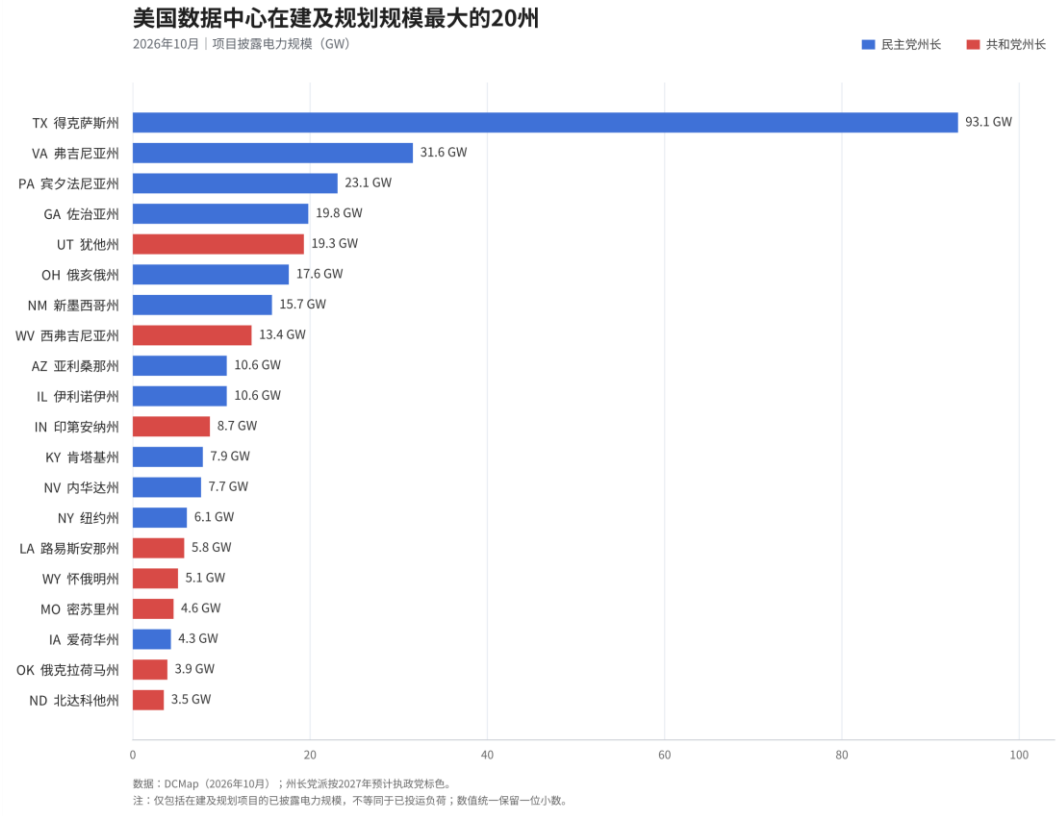
来源：美国国会官网，国金证券研究所

这些法案主要针对过去几年 GPU 出口管制实践中暴露的漏洞。美国试图控制的，已不只是 GPU 本身，而是围绕 GPU 形成的技术生态及其使用方式。

如果上述法案得以通过，再叠加《两党美国可负担性与就业法案》（Bipartisan American Affordability and Jobs Act of 2026，BAAJA）的推进，AI 领域的联邦监管可能进一步加强。后者一方面加快能源许可，另一方面要求数据中心承担电网成本，Grid Strategies 测算十年成本增加约 550 亿美元。

企业成本增加的规模并非分析重点；更值得关注的是成本分担原则的变化：要求企业承担更多基础设施成本，实质上是在调整企业与居民之间的利益分配。

图 3：美国各州在建及规划数据中心规模



来源：DCMap，国金证券研究所

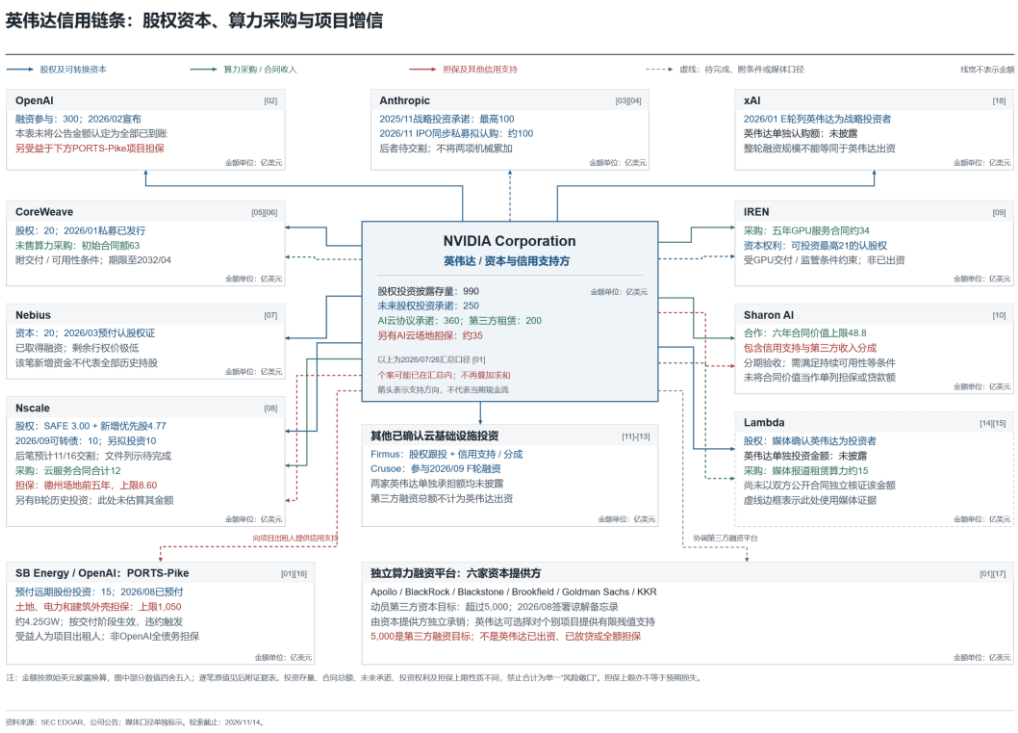
对于投资的意义是：战略重要性不等于每个数据中心都实质产生公共利益，但每个项目都有可能被拿到公共利益的透镜下审视 —— 组件来自哪里，现金流由谁提供，客户是谁，算力最终用于何处。在这一框架下，Anthropic 所体现的“扎根美国、服务美国”的企业定位，可能使其更容易获得政治认同，并带来一定的“政治溢价”。

由此，“美国算力就是中国稀土”可以理解为：掌握关键供给，就能影响其他国家的产业选择和发展速度。但将产业优势转化为国家权力，也意味着企业经营越来越难以脱离政治。AI 产业政策，正在成为 21 世纪 20 年代大国外交竞争的重要领域。

与过去几年相比，当前最大的变化是：通用模型的能力已提升至国家无法忽视的程度。随着模型进一步参与前沿科研、工业设计乃至军事任务，国家对其安全与控制权的关注还会增强。由此产生的矛盾是，国家希望维持的投资规模与覆盖范围，可能超出私人资本基于商业回报愿意提供的资源。

过去几年，市场常将英伟达调侃为全球科技企业的“央行”：循环融资、担保贷款和股权投资，往往在关键时点发挥支撑作用。这种能力主要依托英伟达在全球算力产业上游的主导地位。但如果未来投资决策需要更多考虑政治因素，仅靠企业之间的融资安排，可能难以持续支撑国家希望维持的投资规模。美国因此可能需要额外的制度安排，以稳定 AI 融资条件、支持产业持续发展。

图 4：英伟达的信用链条



来源：SEC EDGAR，网络信息整理，国金证券研究所（数据截止 2026 年 11 月 14 日，数据可能并不完备）

我们认为，一种可供讨论的方式，是借鉴联邦住房贷款银行体系（Federal Home Loan Banks，FHLB），构建类似的“联邦科技银行”，为符合审核标准的贷款提供稳定资金。当前现实背景是，美国 AI 产业的约束可能正从技术突破，逐步延伸至资产负债表和融资能力。

在美国当前的产业政策方向下，这一构想可能具有一定政治吸引力：它既能增强国家对关键科技基础设施的引导能力，也有望将部分 AI 基础设施融资，从单纯依赖企业信用，转向获得政府信用支持的融资体系。

这一构想可以从三个方面理解：

1. 经济必要性正在提高。AI 正在把科技行业从轻资产、高利润率、高现金流的商业模式，推向重资本开支、长投资回收期、高度依赖债务融资的模式。

2. 国家主导能力提升。FHLB 的核心是通过合格抵押品、会员制和低成本债券融资，把分散的金融资产转化为准主权信用特征的融资能力——这得以让政府资金具备更大的定向掌控力。

3. 可能先出现“功能上的联邦科技银行”，再考虑是否建立“法律上的联邦科技银行”；因为照搬 FHLB、建立全国性科技 GSE，需要国会立法，分立政府下阻力较大。

我们认为，可考虑三种制度路径，按落地难度由低到高排列如下：

图 5：潜在（类）联邦科技银行的不同制度安排

模式	制度结构	政治可行性	融资规模潜力
A. 扩展现有贷款担保	DOE、商务部等对合格项目提供贷款或担保	较高	中等，受法定权限和预算约束
B. 科技融资会员制平台	金融机构组成会员体系，政府提供有限信用增级	中等	中高
C. 完整科技 GSE	国会立法，设立独立、具备长期债券融资能力的科技金融机构	较低	高

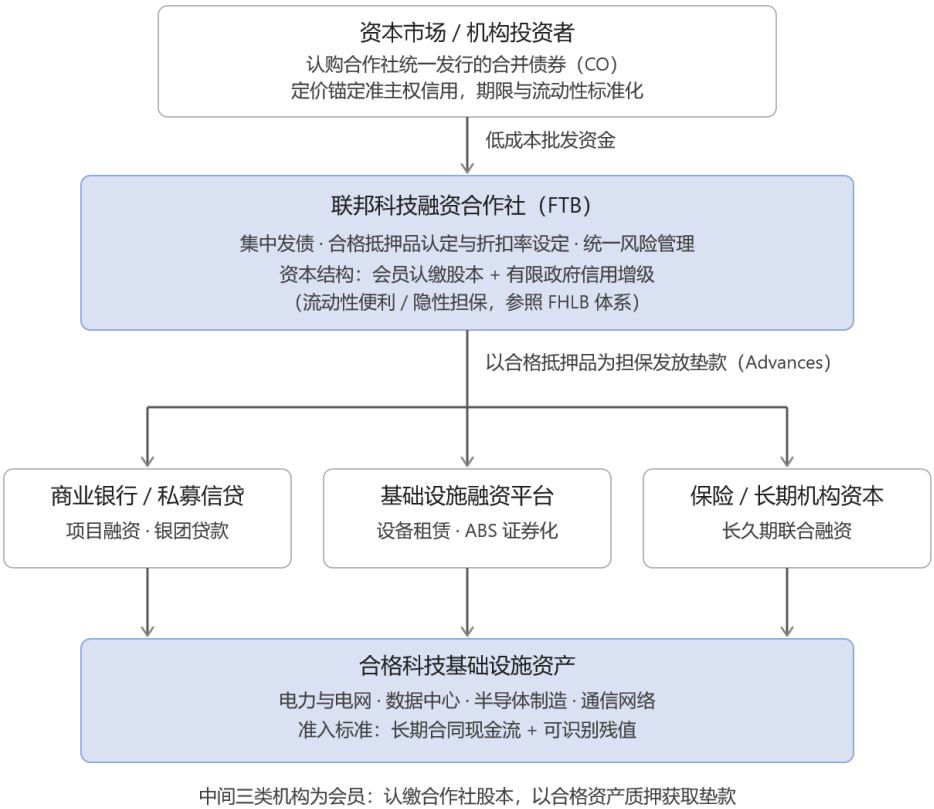
来源：国金证券研究所

其中，模式 A 已具备一定政策基础。

美国能源部目前以 Office of Energy Dominance Financing（EDF）的名义，延续原贷款项目办公室（Loan Programs Office，LPO）的联邦产业融资体系。该体系累计已发放贷款及提供贷款担保约 1400 亿美元，融资范围已扩展至电网和关键矿产等领域，服务于美国能源安全与 AI 基础设施建设。不过，依托多个既有部门推进融资，也意味着预算权限与风险管理职责相对分散。

因此，更现实的路径，可能是先通过既有机构推进用途明确的采购与融资项目，再探索额度有限、规则透明的会员再融资安排。

图 6：联邦科技合作社的潜在运营结构



来源：国金证券研究所

需要强调的是，“联邦科技银行”可能改善科技基础设施长期融资的可得性，但对全行业融资利率的压降预计有限。其政策价值主要在于，通过会员制和抵押融资，为合格项目提供更稳定的资金来源，缓解市场波动时期的再融资压力。

以现有 FHLB 报价为参照，假设 10 年期美债收益率为 5.1%，机构债券（Agency Bond）的融资利率较同期限美债高约 10 个基点（bp），作为“联邦科技银行”的资金成本；向会员银行提供垫款（Advance）时再加 30bp，会员银行向企业转贷的合规与运营成本为 40—70bp，则获得支持部分的融资成本约为 5.90%—6.20%。

图 7：不同期限、情景下企业科技贷款的潜在贷款利率降幅

比较情景	原融资利率	支持部分全成本 r*	企业整笔贷款降幅(bp)	企业最终利率
5年期普通IG	5.73%	4.98%+10+30+40bp =5.78%	0	5.73%
10年期普通IG	6.09%	5.15%+10+30+40bp =5.95%	8.96	6.00%
10年期信用较弱、抵押充分项目	0.0695	5.15%+10+30+70bp =6.25%	44.8	6.50%
注:不能直接用融资利率与全成本r*对比，其中还有贷款比例和成本优势传导比例。				

来源：BEA，FRED，国金证券研究所

假设“联邦科技银行”覆盖企业贷款的 80%，且成本优势的 80%能够传递至企业，则企业整体贷款利差有望压降约 20—50bp。对应 1000 亿美元贷款规模，每年可节约利息约 2 亿—5 亿美元。若考虑对信用债供给的替代效应，每 1000 亿美元融资规模对应的信用债利率压降约为 1—3bp；且与抵押条件相同的私人贷款相比，实际成本节约可能更低。

因此，“联邦科技银行”的作用更可能体现为稳定融资渠道、延长融资期限，其经济价值不能仅以利率降低多少个基点衡量。更关键的问题是：那些具有正外部性、却难以获得长期融资的项目，能否因此落地？尤其在行业融资需求持续扩张的背景下，政府介入 AI 基础设施融资的理由可能更加充分。

归根结底，“联邦科技银行”仍是我们提出的一种制度构想。大国竞争提高了美国维持算力投资的意愿，中选蓝潮则提高了社会对投资回报分配的要求。随着模型能力增强，安全与控制权在政策权衡中的分量也在上升。

“美国算力就是中国稀土”的核心含义，由此更加清晰：关键供给优势可以转化为国家竞争工具，但维持并运用这种优势，也需要企业和公共部门重新分担成本。

风险提示

1）AI 技术数据更新频率较低，无法及时反馈模型能力的大幅提升；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究