



美国基于 Token 财政的经济运行框架或已显现——一周观点

投资要点:

➤ 近期观点

- 1、美国 Token 通胀是本轮企业部门信用扩张的底层驱动，通胀不仅来自于需求爆发，而更加持续确定的是 CSP 的供给约束。
- 2、Token 通胀不仅推动算力投资，融资扩张所形成的投资边际上或已更多向传统基建转移。
- 3、传统基建需求显著扩张，美国可能正在从算力通胀走向更加广泛的工业品通胀。
- 4、我们判断 5 月非农就业或不足以支持美国加息，美国 K 型经济结构决定了居民部门或是抑制通胀的主要力量之一。强美元之下，非美经济体（剔除中国）也依旧承担了抑制通胀的作用。
- 5、我们倾向认为美国的工业品通胀逻辑，或在今年下半年会稀释北美算力的投资强度，进而扭转北美算力的库存周期。
- 6、中期看好煤炭，美国资本品通胀相关，中概互联网，电力，国产算力。
- 7、长期看好保险，央国企，反内卷，中概互联网，白酒。

➤ 风险提示

全球制造业复苏受阻；中美关系改善不及预期；美国地产市场不健康

团队成员

分析师：李浩(S0210524050003)
lh30530@hfzq.com.cn
分析师：李刘魁(S0210524050006)
llk30550@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、医疗与消费周报——结构性变革下的眼科医疗设备：从进口依赖到国产引领的产业跃迁——2026.06.04
- 2、5 月新股上市及基金收益月度跟踪——2026.06.02
- 3、市场状态高频数据库——5 月第 4 周——2026.06.01



正文目录

1 AI 融资活跃度提升	3
2 AI 融资活跃度提升	3
3 港股复盘：港股分化	6
4 A 股市场复盘：科技调整，指数收跌	7
4.1 宽基和因子：科创 50 大幅回调	7
4.2 产业和行业：医药和消费大幅收跌	8
4.3 外资期指持仓：多数净空仓改善	10
5 下周热点：关注中美物价数据	10
6 风险提示	11

图表目录

图表 1：美国非农就业	3
图表 2：海外官方托管美债规模	4
图表 3：海外官方托管美债规模变化	4
图表 4：美国工商业信贷与 NDFI 信贷环比（%）	4
图表 5：美银美林投资级与垃圾债 OAS（%）	4
图表 6：标普杠杆贷款 100 指数	5
图表 7：美国获批/在建数据中心跟踪	5
图表 8：美国拟建数据中心跟踪	5
图表 9：美国粗钢产量（万短吨）	6
图表 10：港股宽基指数周涨跌幅（%）	6
图表 11：港股行业概念指数周超额涨跌幅（相对恒生指数：%）	7
图表 12：宽基指数周度涨跌幅	7
图表 13：股指期货基差走势	8
图表 14：周度因子表现（%）	8
图表 15：产业周度涨跌幅	9
图表 16：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）	9
图表 17：重点关注细分行业超额情况（%）	10
图表 18：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）	10
图表 19：下周热点	11



1 AI 融资活跃度提升

5 月美国新增非农就业 17.2 万人，低于 4 月修正后的 17.9 万人，但显著高于预期的 8.8 万人，属于总量超预期、边际小幅降温的组合。3 月至 5 月新增就业分别为 21.4 万、17.9 万、17.2 万，三个月均值约 18.8 万人，显示劳动力需求尚未进入衰退式收缩，但从 3 月高点回落，说明就业动能处于扩张后期的温和放缓阶段。失业率维持 4.3%，私人部门新增从 4 月的 17.7 万人降至 5 月 12 万人，说明企业端用工扩张意愿边际回落。政府部门新增 5.2 万人，其对当月总非农贡献偏高，更可能是公共部门补员或季调扰动，而非私人需求全面加速。

从细分行业来看，休闲和酒店业表现亮眼，逆势增长了 7 万人（4 月仅 3 万），进入夏季旅游旺季可能提供了有力支撑。教育和保健服务虽然新增 4 万人，但相较于前几个月（5.4 万、9.5 万）也在减速。金融活动（-2.2 万）、批发业（-0.37 万）、零售业（-0.11 万）以及信息业（-0.2 万）均出现了负增长。商品生产部门 5 月新增 2.8 万人，略好于 4 月的 1.4 万，但依然处于低位。其中，建筑业（+1.7 万）和制造业（+0.7 万）虽有小幅回升，但整体拉动有限，非耐用品制造甚至出现了 1 万人的减少。

平均时薪增速同比下滑，私人部门的平均时薪同比增速为 3.45%，较上月降低了 0.13 个百分点。工时增速 0.86%，较上月上升了 0.43 个百分点。

图表 1：美国非农就业

分项	新增非农就业人数（万人）			平均时薪增速		每周工时增速		每周工资总额增速	
	2026-05	2026-04	2026-03	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%
非农总计	17.2	17.9	21.4						
私人部门	12	17.7	20.2	3.45	-0.13	0.86	0.43	4.28	0.24
商品生产	2.8	1.4	3.3	4.16	-0.18	0.82	0.21	5.02	0.04
采矿业	0.4	0.5	0.3	3.53	-0.13	0.69	1.71	4.34	1.71
建筑业	1.7	0.9	1.5	4.38	0.11	1.35	0.00	5.82	0.14
制造业	0.7	0	1.5	3.96	-0.39	0.44	0.22	4.33	-0.29
耐用品	1.7	0.2	1.3	3.97	-0.51	0.45	0.33	4.48	-0.16
非耐用品	-1	-0.2	0.2	3.95	-0.30	0.64	0.11	4.57	-0.20
服务生产	9.2	16.3	16.9	3.30	-0.10	0.58	0.33	3.90	0.28
批发业	-0.37	-0.18	-0.17	3.47	-0.17	-0.19	0.38	3.37	0.30
零售业	-0.11	2.35	0.96	3.68	0.08	1.50	0.86	5.19	0.93
运输仓储业	0.06	3.93	2.51	3.54	0.22	-0.82	0.81	2.60	0.98
公用事业	0.14	0.1	-0.05	6.61	0.33	1.37	-1.21	8.04	-0.88
信息业	-0.2	-0.8	0.1	5.79	0.29	-0.51	2.25	5.31	2.77
金融活动	-2.2	-0.6	-1.7	3.73	-0.02	-1.76	-0.35	1.95	-0.35
专业和商业服务	0.6	2.2	2.8	3.59	-0.20	0.62	0.39	4.25	0.20
教育和保健服务	4	5.4	9.5	2.23	-0.32	2.20	0.48	4.50	0.22
休闲和酒店业	7	3	4.4	3.97	0.31	0.65	0.00	4.62	0.31
政府	5.2	0.2	1.2						

数据来源：wind，华福证券研究所

2 AI 融资活跃度提升



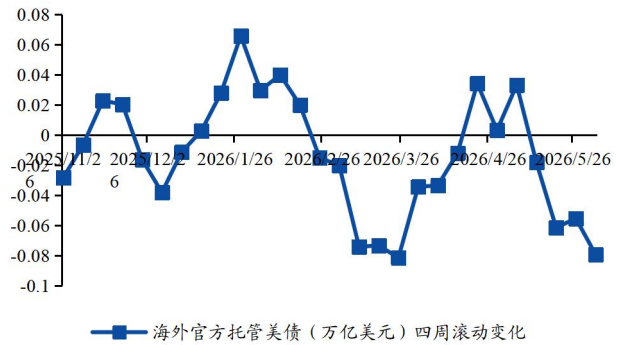
全球央行减持美债。海外官方托管美债四周滚动变化持续减持。

图表 2: 海外官方托管美债规模



数据来源: FRED, 华福证券研究所

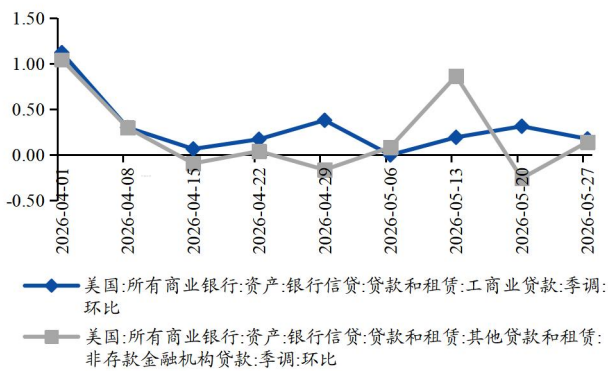
图表 3: 海外官方托管美债规模变化



数据来源: FRED, 华福证券研究所

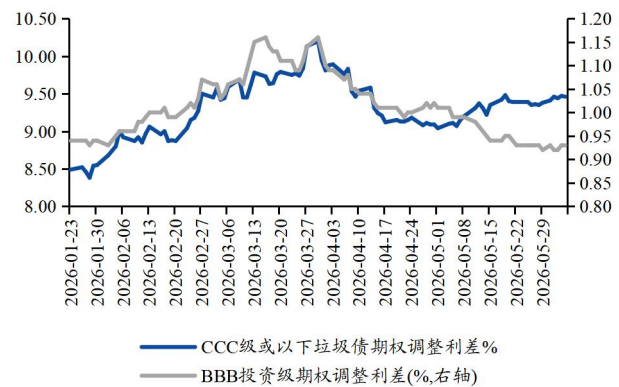
美国 AI 融资活跃。美国工商业信贷和非存款金融机构贷款 (NDFI) 环比走强; BBB 投资级债券 OAS 下行, 垃圾债 OAS 上行。

图表 4: 美国工商业信贷与 NDFI 信贷环比 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 5: 美银美林投资级与垃圾债 OAS (%)

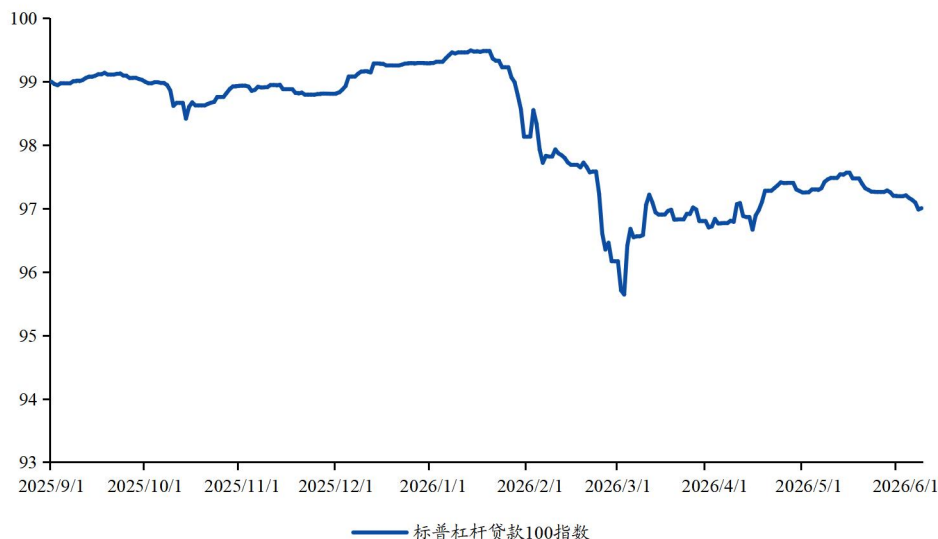


数据来源: wind, 华福证券研究所

标普杠杆贷款 100 指数本周有所下行。



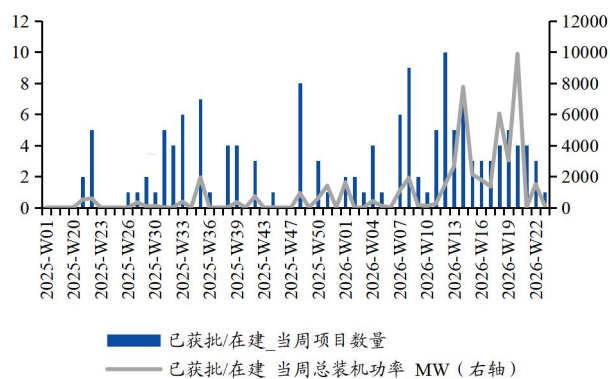
图表 6: 标普杠杆贷款 100 指数



数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所

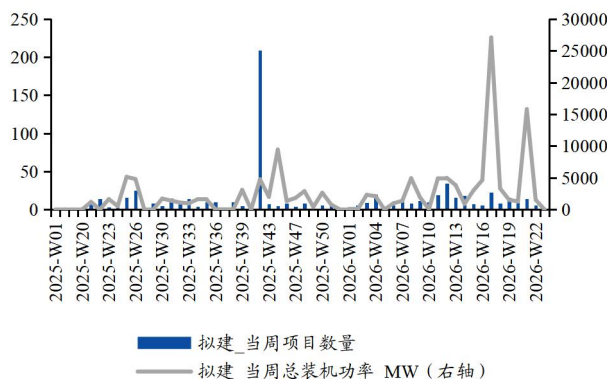
本周美国拟建、获批数据中心有所减少。

图表 7: 美国获批/在建数据中心跟踪



数据来源: FracTracker Data Centers, 华福证券研究所

图表 8: 美国拟建数据中心跟踪



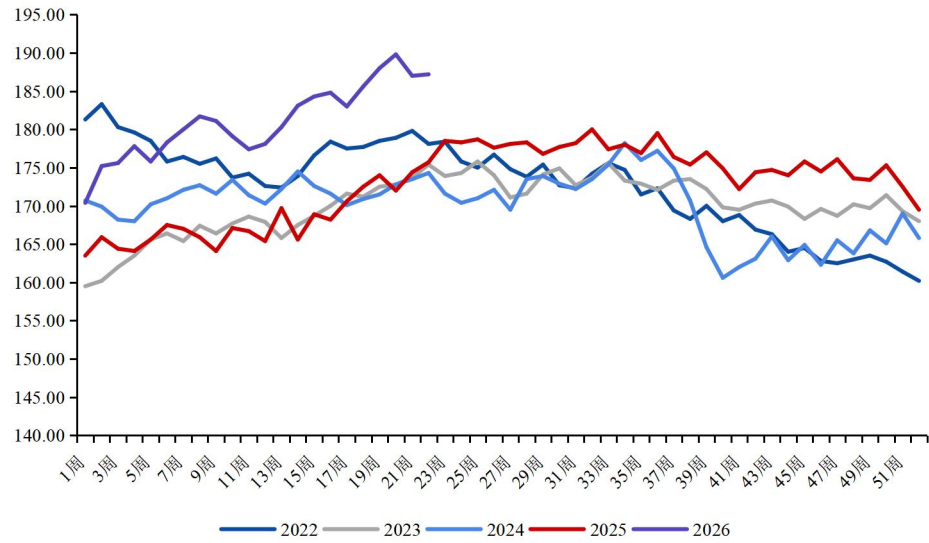
数据来源: FracTracker Data Centers, 华福证券研究所

美国粗钢周度产量远超季节性增加，或揭示美国 Token 涨价的本质目的。本轮美国企业部门信用扩张的底层驱动来自 Token 通胀，其成因并非单纯的需求爆发，而在于算力供给端的结构性约束。当前算力投资的瓶颈或逐步从芯片环节向上游基础设施转移，美国本身制造业底座薄弱，电源、电网等数据中心配套基建的建设周期长、扩产弹性低，成为整条产业链中供给约束最为刚性的环节。从利润分配的逻辑看，约束最紧的环节往往具备最强的定价权，这意味着工业品通胀或将成为下一阶段更值得关注的宏观变量。往后看，工业品价格的持续走强将推高算力中心的建设成本，边际上压缩算力投资的回报率，进而可能在今年下半年对北美算力投资强度形成实质性稀释。这一传导机制的终点，或将反转当前仍处于扩张周期的算力库存格局，制造业和基建投资的相对吸引力或将显著优于当前以存储为代表的算力硬件环节。从更宏观的视角来看，这一机制的本质或是美国财政运行的一种结构性安



排，已 Token 涨价为媒介，激励企业部门扩张投资，回补制造业产能。

图表 9: 美国粗钢产量（万短吨）

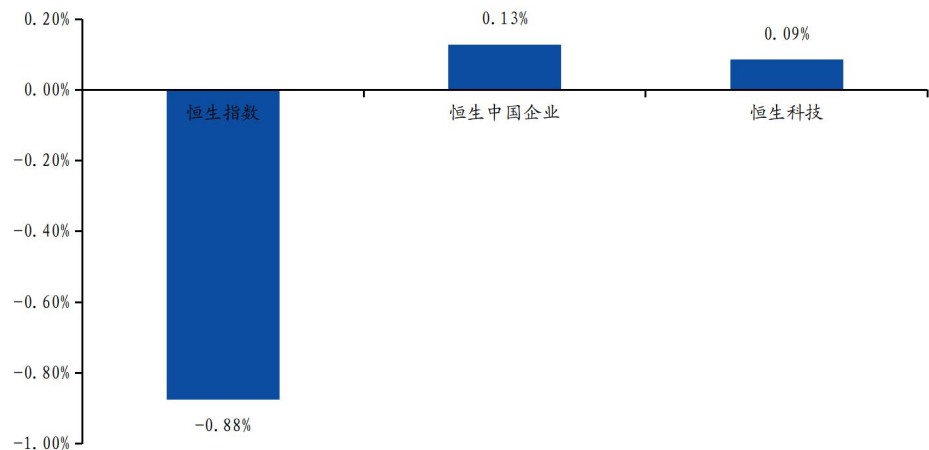


数据来源: wind, 华福证券研究所

3 港股复盘：港股分化

本周港股分化。恒生指数收跌-0.88%，恒生中国企业指数收涨 0.13%，恒生科技收涨 0.09%。

图表 10: 港股宽基指数周涨跌幅（%）

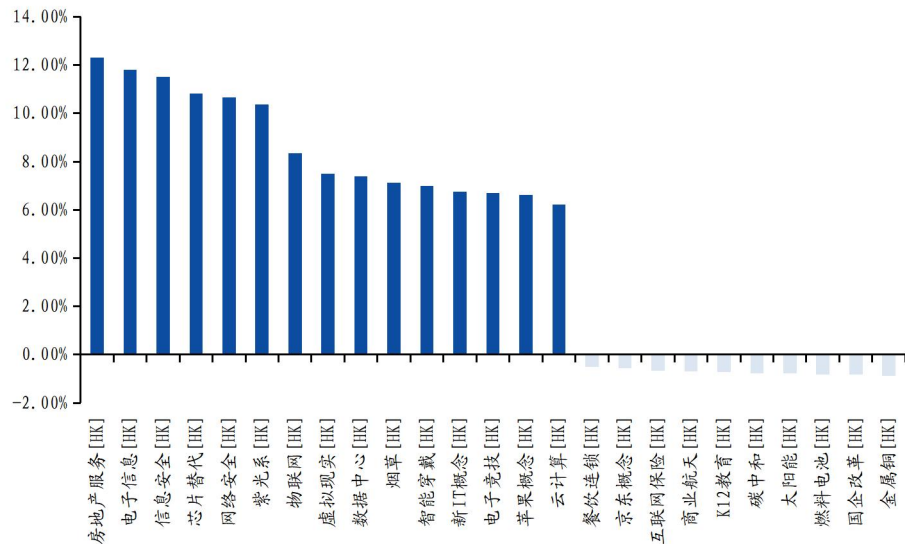


数据来源: ifind, 华福证券研究所

本周港股成长细分行业领涨。本周房地产服务、电子信息和信息安全方向超额领先。



图表 11: 港股行业概念指数周超额涨跌幅（相对恒生指数：%）



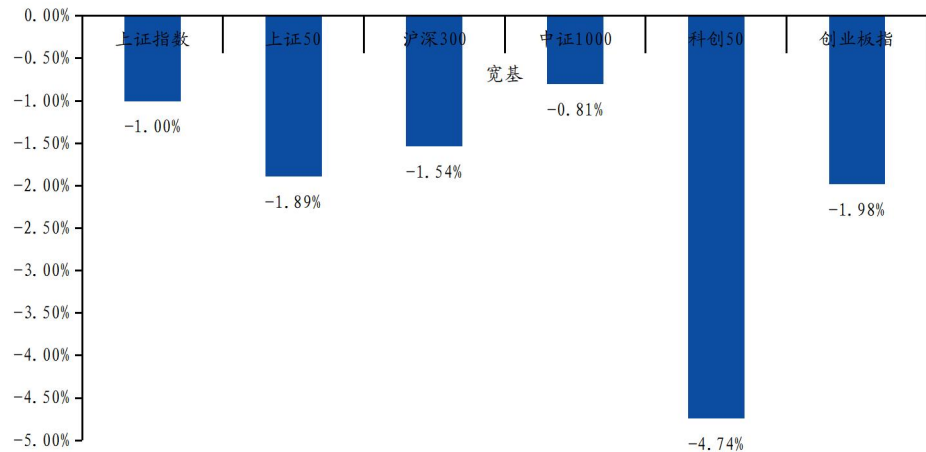
数据来源: ifind, 华福证券研究所

4 A股市场复盘: 科技调整, 指数收跌

4.1 宽基和因子: 科创 50 大幅回调

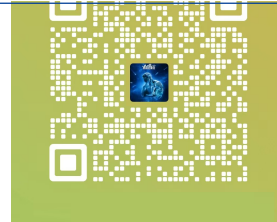
本周宽基指数全线收跌, 本周上证指数收跌-1.00%, 科创 50 跌幅较深。

图表 12: 宽基指数周度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

远月股指期货贴水加深。



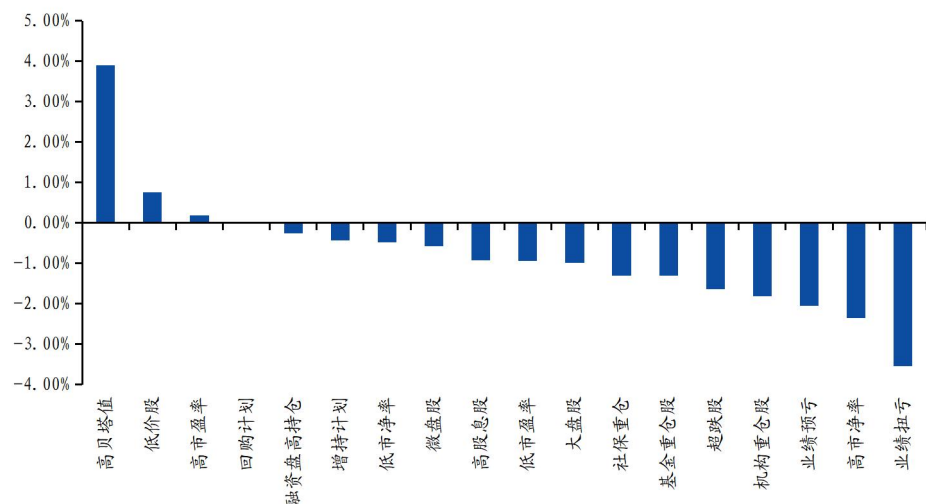
图表 13: 股指期货基差走势

指数	合约	代码	周涨跌幅%	年化基差率 (%)	基差率走势
上证50	当月	IH00	-1.79	15.59	
	下月	IH01	-1.77	15.46	
	下季	IH02	-1.88	8.35	
	隔季	IH03	-1.91	5.79	
沪深300	当月	IF00	-1.40	17.03	
	下月	IF01	-1.42	14.83	
	下季	IF02	-1.44	10.07	
	隔季	IF03	-1.45	7.87	
中证500	当月	IC00	-0.73	14.99	
	下月	IC01	-0.74	12.94	
	下季	IC02	-0.80	10.77	
	隔季	IC03	-0.87	10.00	
中证1000	当月	IM00	-0.31	12.02	
	下月	IM01	-0.35	13.12	
	下季	IM02	-0.35	12.20	
	隔季	IM03	-0.55	12.07	

数据来源: ifind, 华福证券研究所

从因子表现来看，波动率上升。高贝塔值大幅领涨。

图表 14: 周度因子表现 (%)



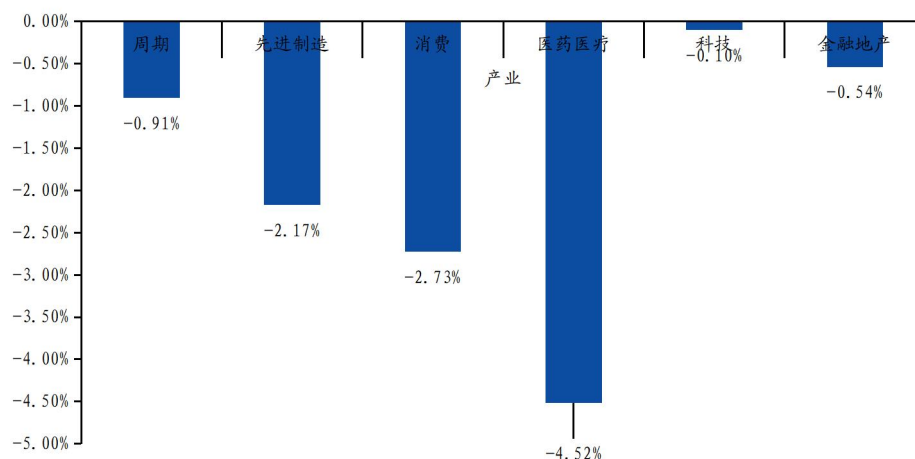
数据来源: ifind, 华福证券研究所

4.2 产业和行业：医药和消费大幅收跌

从产业层面来看，全线调整。医药医疗领跌。



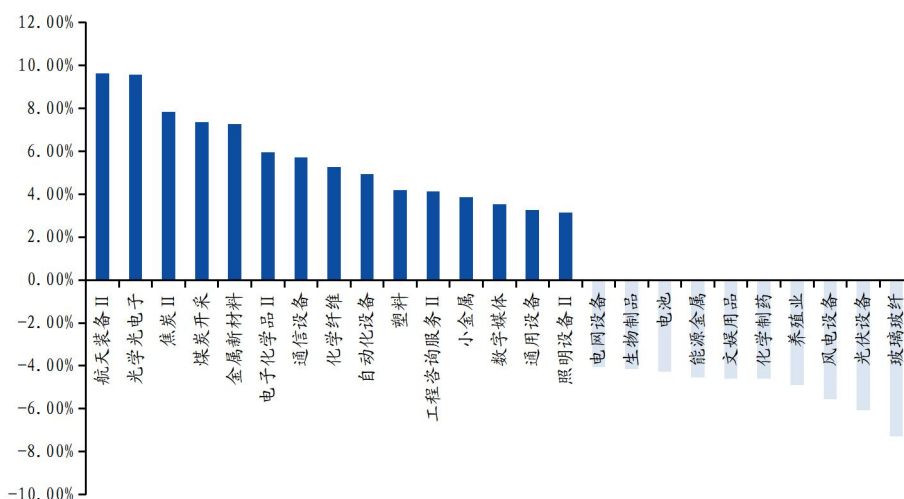
图表 15: 产业周度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

细分行业层面，高端制造细分行业超额明显。从相对上证指数超额收益来看：航天装备、光学光电子和焦炭领涨，玻璃玻纤、光伏设备和风电设备相对较弱。

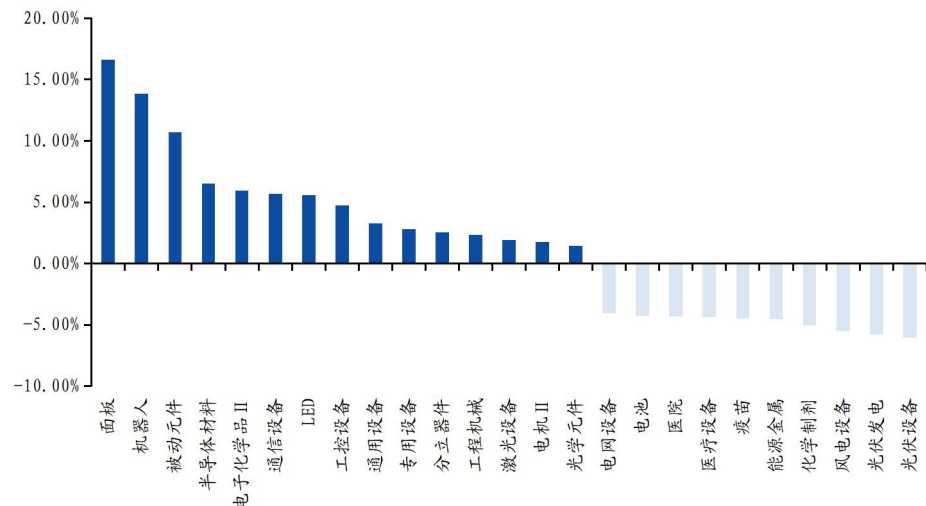
图表 16: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所



图表 17: 重点关注细分行业超额情况 (%)

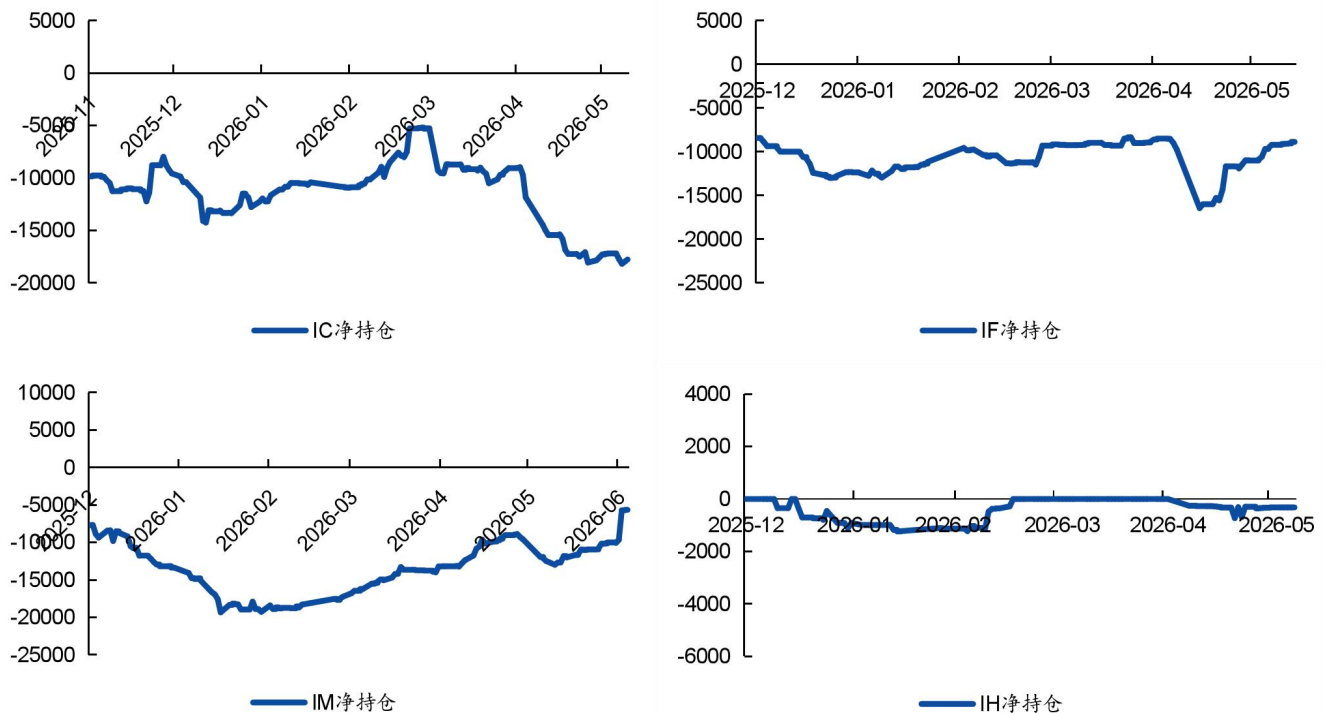


数据来源: ifind, 华福证券研究所

4.3 外资期指持仓: 多数净空仓改善

本周外资期指净空仓分化改善。IC、IF、IM 净空仓收敛，IH 净空仓走平。

图表 18: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

5 下周热点: 关注中美物价数据

下周 (6.8-6.12) 重点关注中美物价数据。



图表 19：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
美国宏观	2026-06-10	3	美国CPI 环比 (%)
	2026-06-11	4	美国PPI 环比 (%)
中国宏观	2026-06-10	3	CPI/PPI

数据来源：ifind，华福证券研究所

6 风险提示

全球制造业复苏受阻：科技突破带来制造业重要性阶段性回落，从而影响全球制造业复苏。

中美关系改善不及预期：大国博弈仍然为当前重要的宏观背景。

美国地产市场不健康：可能对全球制造业复苏是一个较大隐患，地产如若走弱，对应美国制造业需求走弱，商品需求下行也可能触发商品价格较大回调。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn