华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

AI 如何重塑全球宏观及资产定价？

团队成员
分析师： 陈兴(S0210526010005)
研究助理： 陈琦(S0210126010044)

相关报告
1、三重逻辑护航，科技调整后布局正当时——A 股市场点评——2026.07.21
2、政府债流动性跟踪 0711【陈兴团队·华福宏观】——2026.07.18
3、韩国央行转向加息——全球经济观察 2026 年第 22 期——2026.07.18

投资要点：

- **一、AI 如何重塑美国经济增长？**

AI 资本开支对美国实际 GDP 拉动率不断上升，美国经济短期或由消费驱动转向科技投资拉动。2026 年一季度，美国 AI 相关分项（信息处理设备、软件、数据中心投资以及信息设备净出口）对实际 GDP 环比折年贡献率升至 0.75%，同比贡献率为 0.39%。而私人消费对实际 GDP 的环比拉动率降至 0.37%，创 2022 年二季度以来新低。二季度美国个人实际薪酬同比增速由正转负，进一步约束消费修复空间。

美国 AI 领域的资本开支，正带动信贷周期走出底部、实现稳步回升。2025 年下半年起，美国整体信贷同比增速不断走高，目前已回升至 7%以上，但传统的地产贷款、消费贷款延续低迷。

美国制造业迎来底部修复。今年以来，美国制造业开启强劲复苏态势，PMI 持续走高。但结构上主要由 AI 相关行业驱动，美国工业行业（剔除计算机电子产品）产能利用率仍处于低位。

AI 资本开支正重塑美国贸易逆差结构。美国 2025 年以来 AI 核心硬件进口激增，持续扩大高科技硬件贸易逆差、推升整体赤字；而传统商品逆差持续回落，主要与内需走弱有关。

我们测算，**AI 相关分项拉动核心 PCE 上涨 0.33 个百分点，**叠加服装分项贡献 0.13 个百分点。剔除两项因素后，核心 PCE 同比仅维持 2.9%，印证当下 AI 投资热潮已实质性推高美国通胀。后续 AI 投资驱动通胀上行压力将持续存在，将成为制约美联储宽松的关键变量。

- **二、 AI 如何影响全球跨境资金流动体系？**

截至 2026 年 6 月底，美股总市值较 2022 年底增量超 51 万亿美元，其中纳斯达克市场贡献三分之二的增量。个股层面上看，全球前十大 AI 公司，美国市值占比达 92.1%；未上市 AI 独角兽企业中，美国仍占据绝对主导地位，前两名估值断层领先。利润结构上，**AI 产业链利润高度集中于美韩硬件龙头。**其中美国凭算力硬件独占近半利润；韩、台依托存储与代工占据二三位，中国仅赚取低毛利中游加工利润。

依托 AI 产业链的强势红利，美股持续从全球虹吸海量增量资本。2023 年开始，外资权益资金净流入美股明显加速。2026 年上半年外资基金净持仓美股市值接近 20 万亿美元。截至 2026 年 4 月，外资配置美股的资金占比由 40%持续攀升至 61.5%，美债占比则持续回落至 20.8%。表明**美股正逐步替代美债，成为吸纳全球跨境资本核心蓄水池。**美国主导全球 AI 变革，充分抢占全产业链红利，支撑美股科技盈利与估值，吸引全球资本持续流入，重新巩固美元金融体系主导权。

- **三、 AI 如何影响宏观资产定价？**

下半年美债利率中枢或仍易上难下。历史上美国非住宅投资扩张往往伴随着实际收益率走高。叠加高财政赤字与美联储 QT，我们认为后续美债利率大概率易上难下。

黄金面临两方面的潜在利空。一是 AI 热潮引导跨境资金涌入美股，减缓去美元化进程；二是美债实际利率走高抬升黄金的持有机会成本。

AI 对工业金属价格的影响整体趋于中性。AI 投资提振铜锡等基本金属需求，但推高美债实际利率压制房地产、耐用消费品等传统需求。但相较于黄金近期面临实际利率上行与避险溢价消退的双重利空，多基本金属、空贵金属对冲策略性价比突出。

美元指数中期或逐步走强。欧美货币政策预期率开始分化，叠加 AI 产业拉动美国资本开支，美欧经济增速差距拉大，政策与基本面双重分化拓宽美德利差，支撑美元走强。

- **风险提示**

美联储货币政策超预期；AI 下游应用扩展不及预期；全球 AI 资本开支放缓。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、AI 如何重塑美国经济增长？ 3
二、 AI 如何影响全球跨境资金流动体系？ 6
三、 AI 如何影响宏观资产定价？ 11
四、风险提示 14

图表目录

图表 1: AI 相关分项对美国实际 GDP 环比折年率贡献（%） 3
图表 2: 消费项对实际 GDP 环比折年率贡献（%） 4
图表 3: 美国住宅投资于非住宅投资增速分化（%） 4
图表 4: 美国地产、消费贷款增速与整体信贷增速劈叉 4
图表 5: 今年以来美国制造业 PMI 明显回升 5
图表 6: 美国 AI 相关行业产能利用率（%） 5
图表 7: 美国商品和服务贸易逆差分项对比（十亿美元） 5
图表 8: 美国核心 PCE 物价指数（%） 6
图表 9: AI 和服装驱动核心 PCE 走高（%） 6
图表 10: 2017-2026 年美股总市值走势（亿美元） 7
图表 11: 标普 500 指数信息技术行业市值占比及其估值走势 7
图表 12: 全球前十大 AI 上市公司市值（截至 7 月 20 日） 8
图表 13: 全球前十大 AI 独角兽企业估值对比（截至到 6 月 25 日） 8
图表 14: 全球 AI 市场利润分布（亿美元） 9
图表 15: 美国在 AI 核心赛道上的产业链优势 9
图表 16: 外资持续流入美股市场（十亿美元） 10
图表 17: 全球/美国权益市场 ETF 资金净流入（十亿美元） 10
图表 18: 外资持有美国国债和股票资金占比 11
图表 19: 外资持有美国权益净头寸（十亿美元） 11
图表 20: 美债实际收益率与非住宅投资同比（%） 12
图表 21: 美债实际利率与黄金价格（美元/盎司） 12
图表 22: 2026 年 2 月之后黄金 ETF 不断净流出 12
图表 23: 工业金属与黄金价格走势 13
图表 24: 美元指数与美德利差（%） 13
图表 25: 美元指数与美欧实际经济增速差 13
图表 26: 美元非商业性净多头持仓（张） 14

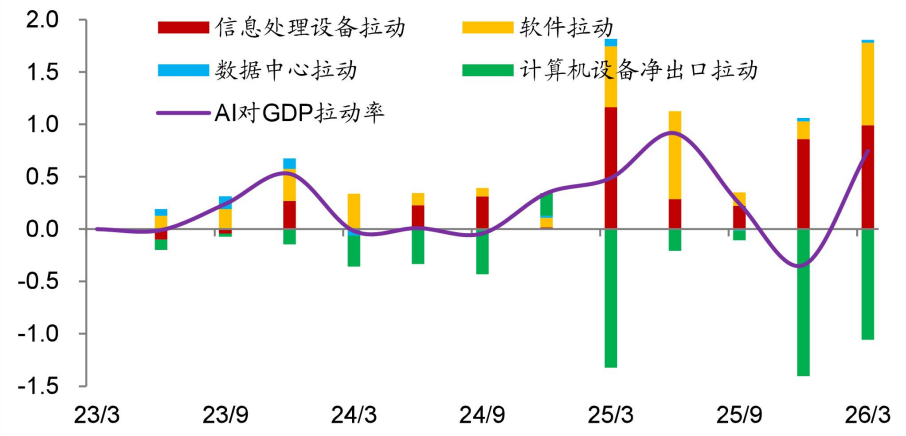
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

进入 2026 年，美国 AI 资本开支全面领跑全球，正在重塑全球增长与流动性格局。本轮 AI 投资热潮将如何改写美国经济增长韧性与产业结构？又将如何驱动全球跨境资金流向？

一、AI 如何重塑美国经济增长？

AI 资本开支对美国实际 GDP 拉动率不断上升，美国经济或由消费驱动转向科技投资拉动。2023 年一季度以来，美国 AI 相关资本开支对 GDP 的拉动整体呈现脉冲式抬升走势，且内部分项结构分化特征显著。其中，信息处理设备、软件、数据中心三大核心投资分项持续发力，稳定释放正向增长动能；而计算机设备净出口长期形成负贡献，对经济增长形成明显拖累，核心原因在于美国高端算力硬件高度依赖海外进口。2025 年四季度，受计算机相关设备净出口大幅拖累影响，AI 产业对美国实际 GDP 的拉动率一度转负。进入 2026 年一季度，AI 相关投资的经济拉动效应快速修复、贡献率重新转正，升至 0.75%。若剔除计算机相关设备净出口的负向拖累，当期 AI 相关投资对美国实际 GDP 的环比拉动幅度可达 1.81 个百分点。从趋势维度来看，AI 投资对美国 GDP 拉动率的四季移动均值已升至 0.39 个百分点，拉动率稳步上移，产业拉动韧性持续凸显。

图表 1：AI 相关分项对美国实际 GDP 环比折年率贡献（%）



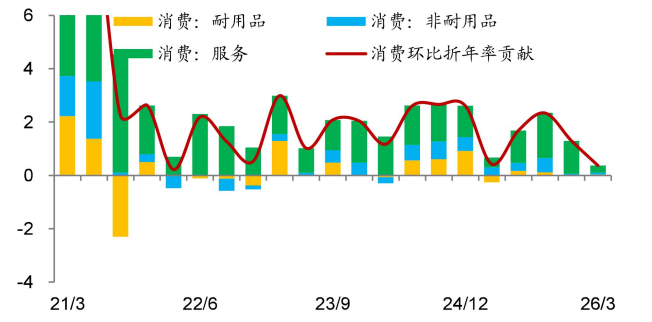
来源：iFinD，BEA，华福证券研究所

美国经济“K 型”经济分化加剧。与 AI 资本开支持续抬升的强势格局形成鲜明反差的是，作为美国 GDP 核心支柱、占总量比重超三分之二的私人消费，对经济增长的拉动效能持续回落。2026 年一季度，美国私人消费对实际 GDP 的环比拉动率回落至 0.37%，创 2022 年二季度以来新低，已显著低于 AI 相关投资 0.75%的环比拉动贡献，增长动能实现结构性切换。从基本面来看，2026 年二季度美国个人实际薪酬同比增速由正转负，居民收入端边际承压，后续或将进一步约束消费修复空间，预计私人消费对 GDP 的贡献率仍有下行压力。与此同时，美债利率高位上行持续压制地产需求，楼市复苏乏力，住宅投资同比增速持续走弱。整体来看，地产、消费传统增长项持续疲软，而 AI 投资驱动的非住宅投资增速持续攀升，美国经济内部结

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

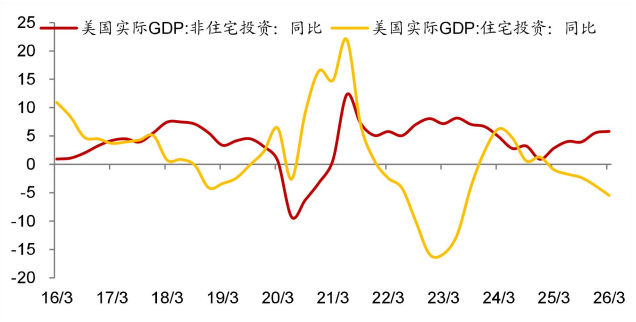
构分化进一步加剧。

图表 2：消费项对实际 GDP 环比折年率贡献（%）



来源：CEIC，BEA，华福证券研究所

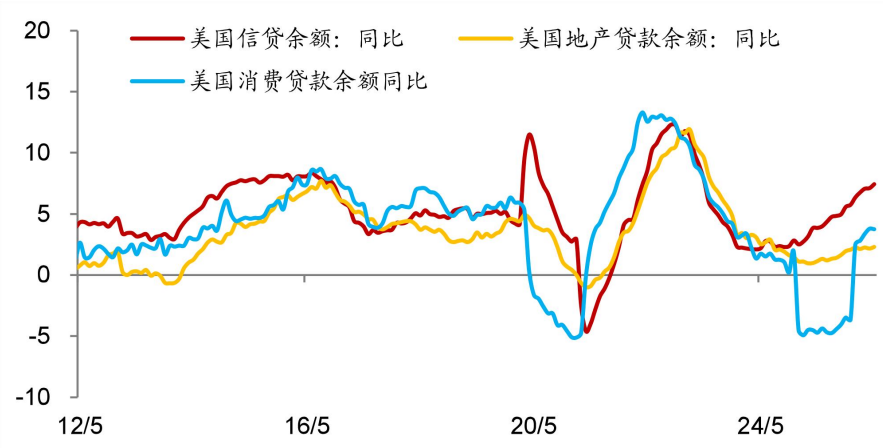
图表 3：美国住宅投资于非住宅投资增速分化（%）



来源：Wind，华福证券研究所

美国 AI 领域的资本开支，正带动信贷周期走出底部、实现稳步回升。从历史规律来看，美国地产周期历来是信贷周期的核心驱动力，二者走势长期高度同步、联动紧密，地产景气度基本决定了信贷周期的运行节奏。但自 2025 年下半年起，两者走势出现明显背离分化，打破了过往的联动格局。截至 2026 年 5 月，美国整体信贷同比增速已回升至 7%以上，信贷市场整体修复态势明确。但受长期高利率环境持续压制，居民购房成本居高不下，地产市场销售需求疲软，使得美国地产贷款同比增速持续低位震荡、修复力度偏弱，成为信贷修复中的薄弱环节。这一显著的结构性分化也充分说明，本轮美国信贷周期的回暖并非由传统地产和消费驱动，而是由 AI 产业相关投资扩张主导的全新修复行情，呈现出鲜明的科技产业投资驱动特征。

图表 4：美国地产、消费贷款增速与整体信贷增速劈叉



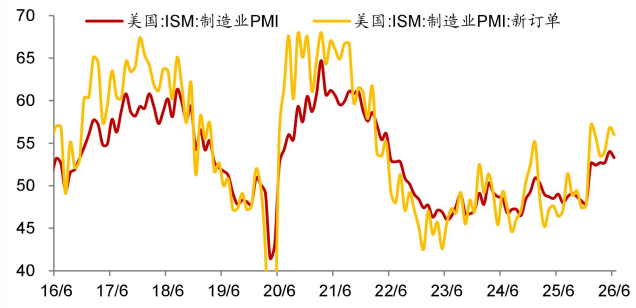
来源：Wind，华福证券研究所

受益于 AI 赛道大规模资本开支拉动，美国制造业迎来底部修复。2026 年 1 月以来，美国制造业开启强劲复苏态势，PMI 持续走高，尽管 6 月小幅回落至 53.3，仍维持 2023 年以来次高水平，制造业筑底修复趋势明确。本轮复苏并非全面产能回暖，而是 AI 资本开支专项拉动的结构性行情，核心驱动力区别于传统制造业周期。从产能数据可以清晰印证这一逻辑，2026 年美国制造业产能呈现极致分化格局。受益于 AI 算力基础设施建设热潮，计算机和电子产品行业需求大幅提升，行业产能利用率持续走高，成为托举制造业订单、产出与 PMI 数据的核心增量。反观传统制造

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

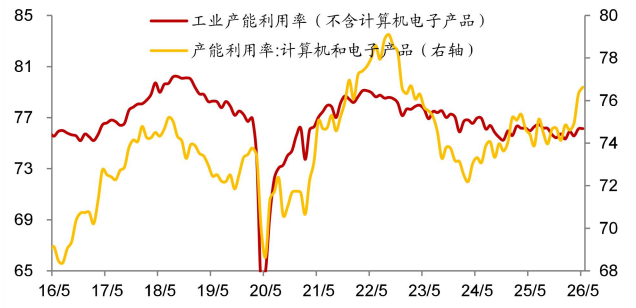
业领域，剔除计算机电子板块后，美国整体工业产能利用率持续在76%附近震荡，无明显上行态势，表明传统工业需求疲软、产能修复乏力。这充分说明，本轮美国制造业复苏并非内需回暖、库存周期或产业回流全面发力所致，而是AI产业超级资本开支催生的专项制造业景气，是典型的结构性复苏拉动，而非整体性制造业周期反转。

图表5：今年以来美国制造业PMI明显回升



来源：Wind，华福证券研究所

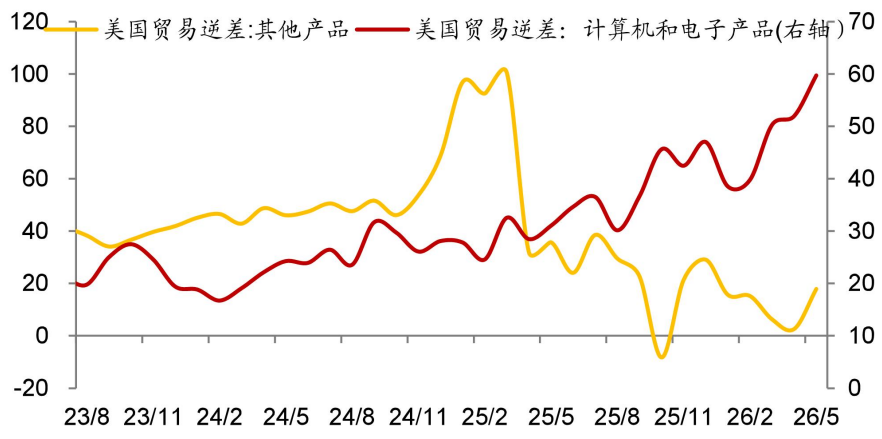
图表6：美国AI相关行业产能利用率（%）



来源：Wind，华福证券研究所

AI资本开支正重塑美国贸易逆差结构。从美国商品贸易结构上看，高科技硬件贸易逆差持续扩张，显著挤压传统品类逆差空间，二者走势形成鲜明背离。进口端，AI算力核心硬件GPU、HBM、先进晶圆高度依赖韩国、中国台湾等海外供应链，近两年美国AI相关硬件进口规模大幅增长，持续推升计算机与电子产品贸易逆差。2023年7月至今该品类逆差整体持续上行，至2026年5月已接近600亿美元，大幅拉高美国整体商品贸易赤字，直接削弱服务贸易顺差的对冲能力。另一方面，剔除计算机电子以外的其他传统商品贸易逆差，自2025年3月峰值后持续回落，当前已收缩至180亿美元下方，侧面印证美国传统实体商品内需走弱。整体来看，本轮AI产业资本开支周期或将扭转特朗普时期加征关税后贸易逆差阶段性收窄的趋势，成为驱动美国对外输出贸易赤字的新变量。

图表7：美国商品和服务贸易逆差分项对比（十亿美元）



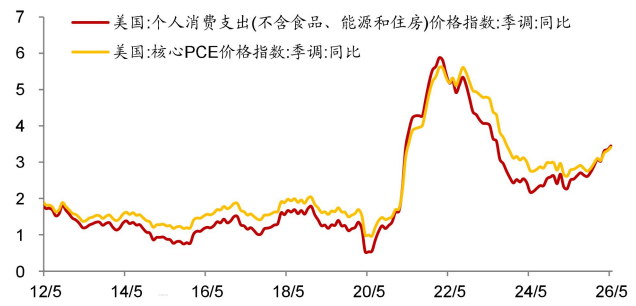
来源：Wind，华福证券研究所

AI相关分项拉动核心PCE上涨0.33个百分点。长期视角下，当前市场已就AI对通胀的中长期影响基本形成共识：即AI技术能够抬升全社会劳动生产率，进而压

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

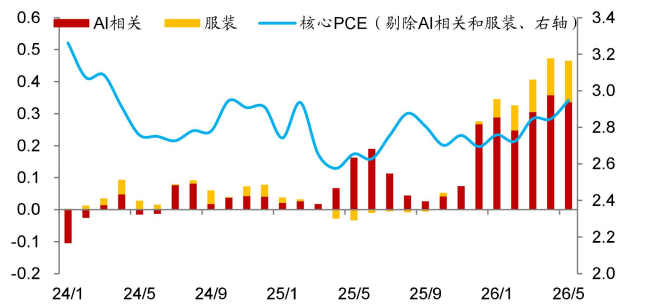
低通胀中枢，同时拓宽经济体潜在产出区间、下行均衡自然利率。但 AI 产业落地初期存在显著技术摩擦，短期难以兑现效率红利，大规模资本投资反而催生 AI 型结构性通胀。一方面，AI 算力基建、高端芯片等资本开支爆发，供需错配推升产业链生产成本，形成成本推动型通胀；另一方面，市场对 AI 成长的乐观预期推高资产价格与市场杠杆，持续累积金融脆弱性，让美国经济呈现通胀升温与金融风险叠加的特征。2025 年四季度以来，美国核心 PCE 指数持续走高，同比涨幅从 2.75%攀升至 3.41%，一改此前的区间震荡的走势，且显著高于美联储 2%的通胀目标。拆分来看，AI 产业链分项（视频、音频、摄影和信息处理设备和媒介、音频、视频、摄影和信息处理设备服务以及电力）是核心拉动力量，单独贡献 0.33 个百分点，叠加服装分项 0.13 个百分点的拉动。剔除两项因素后，核心 PCE 同比仅维持 2.9%，充分印证当下 AI 投资热潮已实质性推高美国实际通胀。当前 AI 仍处于投入大于产出的阶段，后续 AI 投资驱动通胀上行压力将持续存在，将成为制约美联储宽松的关键变量。

图表 8：美国核心 PCE 物价指数（%）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：AI 和服装驱动核心 PCE 走高（%）



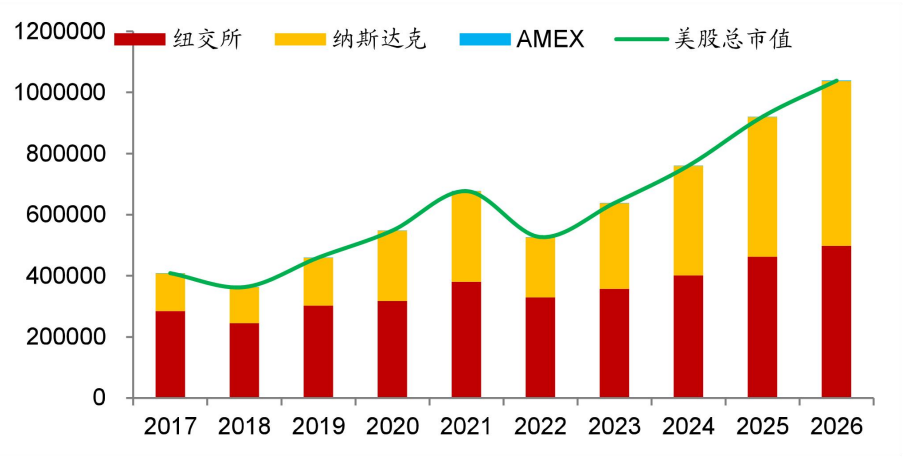
来源：Wind，BEA，华福证券研究所

二、AI 如何影响全球跨境资金流动体系？

得益于 AI 产业的爆发式增长红利，美股市场持续扩容、规模大幅攀升。截至 2026 年 6 月末，美股总市值已攀升至 103.9 万亿美元。相较于 2022 年底，美股累计市值增量超 51 万亿美元，整体市场规模近乎翻倍，年均复合增速高达 21.2%。从细分板块与交易所表现来看，纳斯达克成为本轮美股市值扩张的核心主力。统计周期内，纳斯达克新增市值达 34.3 万亿美元，贡献了美股整体近三分之二的市值增量；反观纽交所，同期市值增量仅为 17 万亿美元，增长动力相对偏弱，市场表现分化明显。整体而言，本轮美股强势上行的核心驱动力，源自 AI 全产业链的景气爆发。凭借 AI 赛道强劲的产业竞争力、技术迭代优势与长期增长潜力，美股持续吸纳全球增量资本集聚沉淀，形成了独有的市场核心优势，支撑市场走出持续性的扩容行情。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：2017-2026 年美股总市值走势（亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

2023 年之后，标普 500 指数信息技术板块市值占比加速上升，已超过 2000 年互联网泡沫时期。行业层面，1996 年以来美股信息技术板块权重呈现两轮截然不同的上行周期。第一轮上行诞生于 90 年代互联网泡沫，板块权重升至 2000 年 7 月 34%高点后迅速下行。2002 至 2010 年长期在 15%-20%区间低位震荡。2010 年后行业开启长周期上行通道，2020 年疫情冲击带来短暂回调后再度走强。2023 年板块权重站稳 25%并进入加速抬升阶段，至 2026 年 5 月峰值达 38.56%，已高于 2000 年互联网泡沫历史高点。估值维度上看，当前美股信息技术板块 PE 约 38 倍，较 2019—2020 年 25 倍的估值中枢显著抬升，但仍远低于互联网泡沫巅峰期 60 倍左右的极端水平。不同于上一轮纯情绪驱动的泡沫行情，本轮信息技术板块权重持续扩容，核心由 AI 全产业链高景气基本面驱动，科技龙头盈利修复与估值扩张形成双向共振，推动信息技术板块在美股指数中的主导地位攀升至历史极值，市场对 AI 产业的长期成长逻辑已形成一致性定价预期。

图表 11：标普 500 指数信息技术行业市值占比及其估值走势



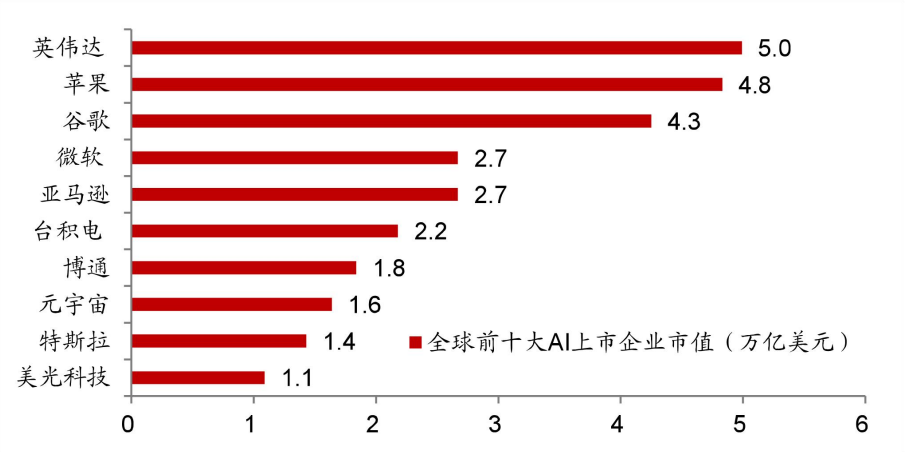
来源：Bloomberg，macromicro，华福证券研究所

美股 AI 巨头垄断全球科技总市值，形成资本“单一锚点”。个股层面，在全球 AI 市值前十的上市企业中，英伟达、苹果、谷歌、微软、亚马逊、博通、Meta、特斯拉、美光科技 9 家美企包揽榜单绝大多数席位，仅台积电为非美企业，美国上市

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

企业合计市值占比达 92.1%，形成高度垄断格局，美国牢牢掌握全球 AI 赛道资本话语权。其中英伟达以 5 万亿美元领跑，苹果和谷歌分别以 4.8 和 4.3 万亿美元紧随其后，三家美企构成第一梯队，拉开与其他企业的市值差距；微软、亚马逊、博通、特斯拉、美光等美国企业分占中后段席位，唯一非美企业台积电数值仅 2.4 万亿美元，体量远不及头部美企。

图表 12：全球前十大 AI 上市公司市值（截至 7 月 20 日）



来源：iFinD，华福证券研究所

从全球未上市 AI 独角兽的格局来看，美国仍占据绝对主导地位，头部集中效应显著。根据胡润排行榜的数据，截至 2026 年 6 月 25 日，全球前十大 AI 独角兽企业中，估值排名前两位的 Anthropic 与 OpenAI 分别高达 9650 亿美元和 8520 亿美元，在通用大模型赛道形成断崖式领先，牢牢掌控全球生成式 AI 的核心算力与生态话语权。同时，美国企业在 AI 产业链上的布局极为完整，覆盖通用大模型（Anthropic、OpenAI）、数据基础设施（ScaleAI、Databricks）、军工 AI（Anduril）、代码开发工具（Anysphere）、工业物理 AI（ProjectPrometheus）及 AGI 安全研究（SSI）等关键赛道，产业生态体系完备。相比之下，中国未上市 AI 企业以字节跳动（4800 亿美元）和 DeepSeek（500 亿美元）为代表，聚焦通用大模型、多模态与开源推理领域，形成差异化发展路径，但整体估值规模与美国头部企业仍存在量级上的明显差距。从全球范围看，除中美两国外，欧洲、日本、韩国均未出现估值超 200 亿美元的 AI 独角兽，行业地域分化特征极为突出。

图表 13：全球前十大 AI 独角兽企业估值对比（截至到 6 月 25 日）

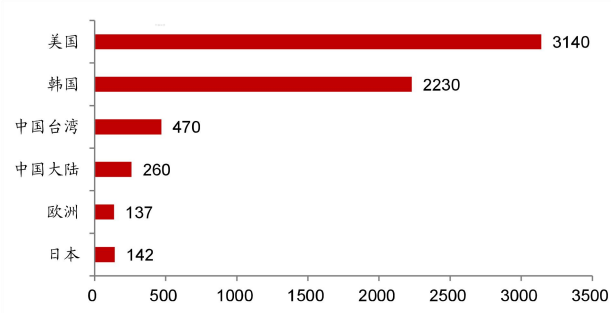
排名	企业	总部	最新估值（十亿美元）	核心业务
1	Anthropic	美国旧金山	965	Claude 大模型、安全通用 AI
2	OpenAI	美国旧金山	852	ChatGPT、GPT 系列、生成式 AI 生态
3	字节跳动 ByteDance	中国北京	480	AI相关产品有豆包大模型、短视频AI、飞书等
5	Databricks	美国旧金山	134	统一数据平台、A通用I大模型
6	Anduril	美国加州	61	军工AI，自主监视塔（AST）、ALTIUS巡飞弹及协同作战无人机
8	Anysphere	美国旧金山	60	全球头部 AI 代码编辑器（支持通过自然语言指令生成、补全和修复代码）
7	DeepSeek 深度求索	中国杭州	50	DeepSeek 开源大模型、代码 / 通用推理
4	Project Prometheus	美国旧金山	38	物理 AI / 工业工程 AI（Physical AI）
10	SSI	美国旧金山	32	AGI 安全、前沿超级智能基础研究
9	Scale AI	美国旧金山	29	AI 数据基础设施公司，提供训练数据、数据标注、RLHF、模型评测与红队测试

来源：胡润排行榜，百度百科及各公司官网，爱企查，证券时报网，华福证券研究所

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

AI 产业链利润高度集中于美韩硬件龙头。根据格隆汇援引勾股大数据，预计 2026 年全球 AI 净利润总规模达 6370 亿美元，结构上利润分配呈现极度不均衡的格局，上游核心硬件厂商瓜分绝大多数收益。美国以 3140 亿美元 AI 利润独占鳌头，占全球比重近五成。仅英伟达一家就斩获 2070 亿美元利润，美光、博通分别拿下 370 亿、230 亿，三者是美国 AI 盈利核心。AI 训练芯片英伟达+AMD 合计市占率超 95%，服务器 GPU 份额 73.5%，高速互联芯片博通独占八成市场，半导体设备龙头也均为美企，核心算力硬件基本由美国垄断。韩国以 2230 亿美元位列第二，与美国合计瓜分全球 84.3%AI 利润，盈利完全依托 SK 海力士、三星存储两大 HBM 厂商，二者贡献韩国全部 AI 收益。中国台湾依托台积电先进代工等，收获 470 亿美元利润；中国大陆仅 260 亿美元，集中在光模块、服务器组装等中游代工环节，中际旭创、工业富联等仅赚取加工收益，缺少高端芯片、存储等高毛利赛道。日本、欧洲利润体量偏低，分别为 142 亿、137 亿美元，仅靠光刻胶、光刻机细分环节小幅获利。产业链利润分配结构显示，全球各国 AI 资本开支大多转化为美国上游企业营收，海外算力采购持续向美股 AI 企业输送利润，优质盈利预期持续虹吸全球增量资金，资金涌入进一步推升美股资产估值，反过来吸引更多全球资本配置美元资产，持续放大美股市场的资金吸附效应，完成全球资本—美元—AI 美股资产的循环，构筑起稳固的“AI 美元”产业循环体系。

图表 14：全球 AI 市场利润分布（亿美元）



来源：格隆汇，勾股大数据，华福证券研究所

图表 15：美国在 AI 核心赛道上的产业链优势

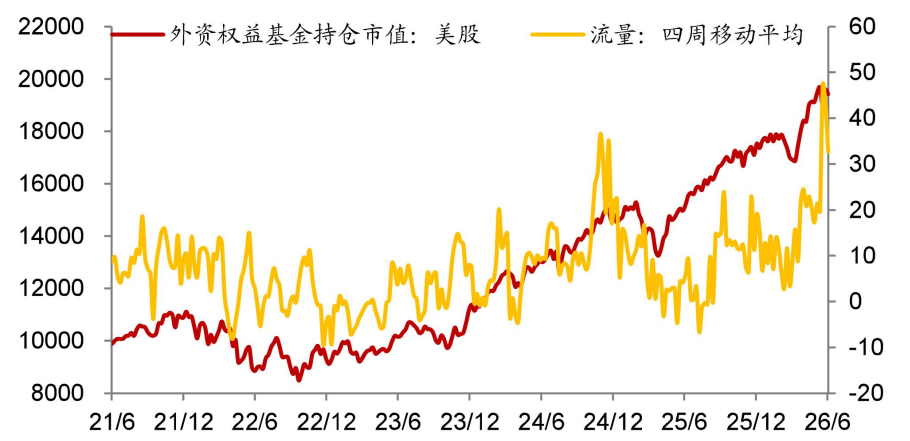
核心赛道	美国厂商全球市场份额
AI 芯片	英伟达占比92%，AMD占比4%-5%
AI 服务器 GPU	英伟达 68%+AMD5.5%，合计 73.5%
AI 服务器高速互联芯片	博通占比接近 80%
半导体晶圆制造设备	应用材料、泛林、科磊三家美国厂商合计占比超 70%
AI 专用 HBM 存储	美光占全球高端 HBM 市场约 21%，与三星、海力士共同主导

来源：valueaddvc，集邦咨询，rallies，摩根大通，Gate，天下工厂，华福证券研究所

依托 AI 产业链的强势红利，美股持续从全球虹吸海量增量资本。根据 CEIC 的数据，2021-2023 年外资美股持仓市值整体维持在 10 万亿附近震荡，资金净流入量低位震荡，增量资金缺乏持续性。2023 年末成为关键拐点，外资权益资金净流入美股明显加速，资金净流入中枢稳步抬升。2024 年末、2025 年虽出现阶段性资金回撤，但并未扭转持仓上行大趋势。进入 2026 年，行情与资金同步显著加速。数据显示，2026 年上半年外资净流入美股规模达 1.89 万亿美元，总持仓市值接近 20 万亿美元大关。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

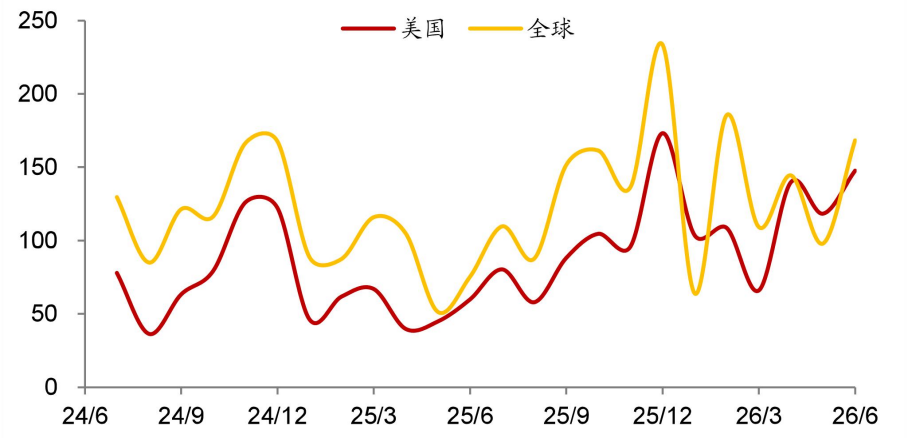
图表 16：外资持续流入美股市场（十亿美元）



来源：CEIC，EPFR，华福证券研究所

全球 ETF 资金加速流入美国。自 2025 年以来，全球权益 ETF 资金流入趋势显著提速，市场月度净流入中枢稳步上移，从年初不足 500 亿美元持续抬升，峰值站稳 1500 亿美元上方，增量资金配置方向高度集中于美股市场。2026 年上半年，全球权益类 ETF 合计实现净流入 7692 亿美元，其中美股权益 ETF 吸纳资金规模高达 6839 亿美元，占全球权益资金流入比重攀升至 88.9%，对应流入金额同比大幅增长 114%，资金单边涌入美股的虹吸特征愈发突出。

图表 17：全球/美国权益市场 ETF 资金净流入（十亿美元）



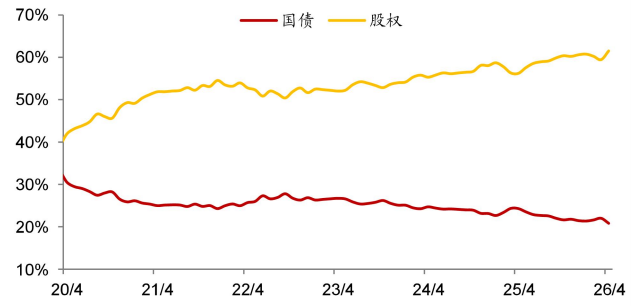
来源：Bloomberg，华福证券研究所

美股正逐步替代美债，成为吸纳全球跨境资本核心蓄水池。截至 2026 年 4 月，境外投资者持有美国国债规模达 7.85 万亿美元，持有美股股票市值则高达 23.2 万亿美元。从持有结构占比来看，外资美债持有比例自 2020 年 30%以上的水平持续回落至 20.8%；与之形成鲜明对比的是，外资配置美国权益市场的资金占比由 40%左右持续攀升至 61.5%，全球资金配置重心明显向美股倾斜。全球外资持续流入美国市场，资金从美债转向权益。AI 资产也正在成为全球资本配置的核心标的。过去全球资本的核心配置资产是美债、石油资产与蓝筹股。未来 AI 领域的头部公司股权，预计会成为全球长期资金的必配资产。要投资这些资产，就必须持有美元，进入美国资本市场。这会形成技术领先带动资产增值，资产增值吸引资本流入，资本流入

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

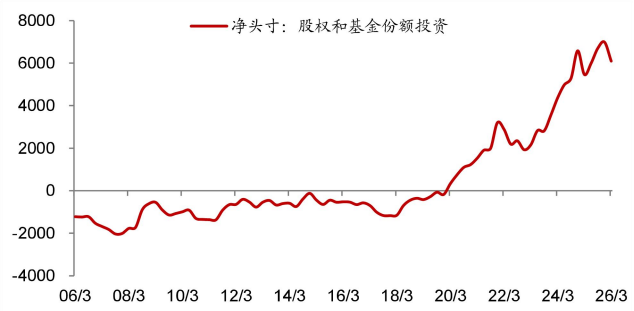
反哺技术研发的正向循环，持续强化美元的全球蓄水池地位。

图表 18：外资持有美国国债和股票资金占比



来源：Wind，华福证券研究所

图表 19：外资持有美国权益净头寸（十亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

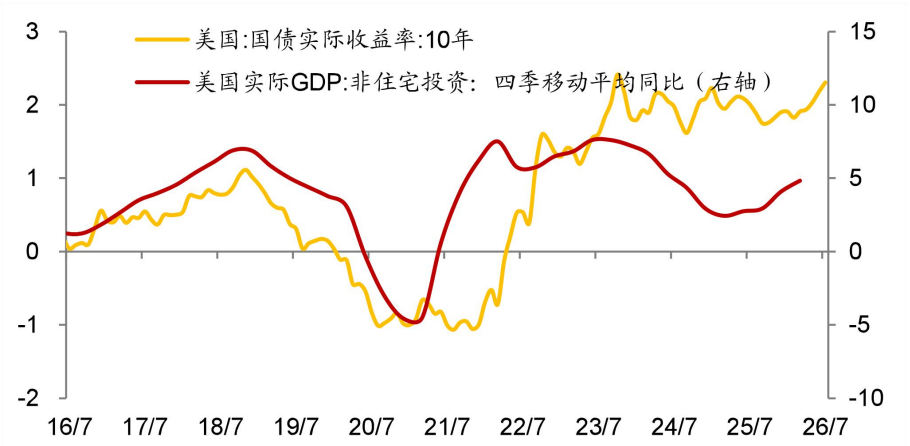
整体而言，美国通过主导本轮全球 AI 产业变革，充分抢占 AI 全产业链价值红利，形成资本市场的利润与估值支撑体系。凭借在大模型、算力硬件、人工智能应用落地等领域的系统性领先优势，美股科技板块具备稀缺的成长性与确定性，持续吸引全球增量资本跨境配置、集中流入。在全球去美元化趋势持续演进、国际资本多元化分流的宏观背景下，AI 产业的超额收益行情重构了全球资产定价与资本流动格局。全球资金持续增配美股 AI 核心资产，不仅驱动美股规模持续扩容、巩固其全球资本枢纽地位，更有效对冲外部去美元化压力，阶段性逆转美元资产的弱势预期，进一步夯实美元金融体系在全球资本市场中的主导地位与定价话语权。

三、AI 如何影响宏观资产定价？

下半年美债利率中枢或仍易上难下。6 月份以来，美伊地缘冲突显著缓和，国际油价快速回落，能源端通胀压力大幅消退，但美债实际利率并未随之下行，反而持续走高，带动 10 年期美债利率维持高位震荡。这一背离行情，本质上正是本轮 AI 产业资本开支扩张、宏观基本面重塑的集中体现。从历史规律来看，美国非住宅企业投资扩张周期，往往对应实际收益率系统性抬升。本轮由 AI 算力、数据中心、服务器产业链主导的增量投资热潮，在拉高美国实际增长和实体融资需求的同时，同步推升通胀中枢与长端利率，约束美联储货币政策空间。叠加美国财政赤字高企、缩表 QT 持续落地，我们认为下半年美债利率中枢整体依旧是易上难下。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

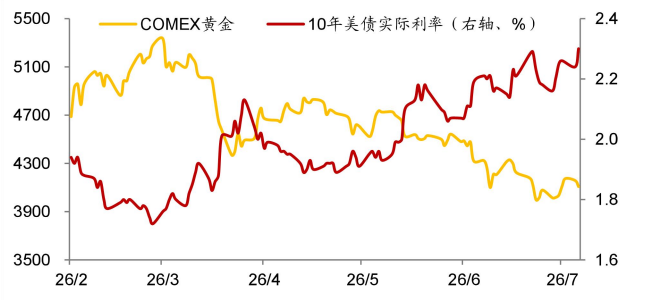
图表 20：美债实际收益率与非住宅投资同比（%）



来源：Wind，华福证券研究所

黄金面临两方面的潜在利空。一方面，本轮 AI 产业热潮持续吸引全球增量资金涌入美股科技、算力 ETF，大量跨境资本主动配置美元资产，一定程度上弱化 24-25 年去美元化背景下的黄金配置需求，不利于金价表现。另一方面，美债实际利率是黄金核心定价锚，当实际利率中枢上行，持有黄金的机会成本同步抬升，资金持续转向美元、美债等生息资产，持续分流黄金配置资金。2026 年以来 COMEX 黄金与 10 年期美债实际利率走出明确反向行情：2-3 月实际利率下探至阶段低位，金价冲高至 5300 上方区间高点；3 月份开始实际利率触底回升，自 1.8%下方一路上行至 2.3%附近，金价同步震荡下行、高点逐步回落。当前 AI 算力资本开支扩张推升长端利率中枢，叠加 QT 缩表、美国高财政赤字双重约束，美债实际利率易上难下，持续约束金价反弹空间，形成“AI 吸引全球资金推升美债实际利率，利率上行进一步压制金价”的宏观传导闭环。

图表 21：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 22：2026 年 2 月之后黄金 ETF 不断净流出



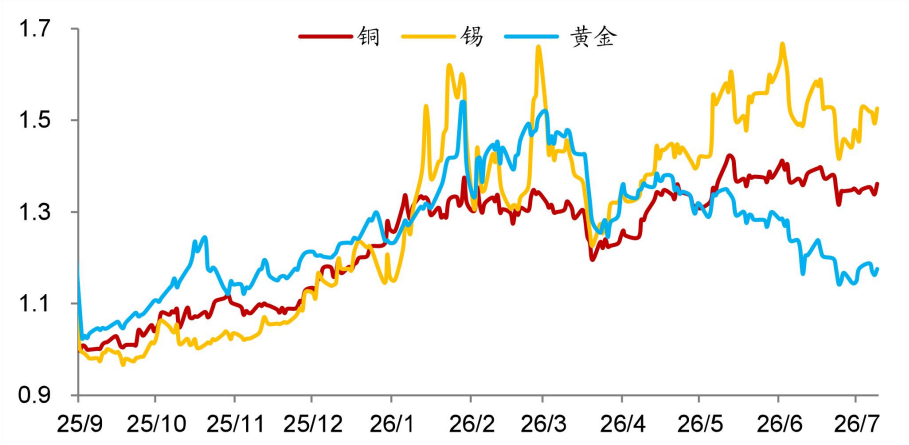
来源：Wind，华福证券研究所

AI 对工业金属价格的影响整体趋于中性。AI 产业链的扩张，尤其是数据中心、服务器及光模块的大规模建设，会持续拉动铜、锡等基本金属的工业消耗，形成明确的结构性利多支撑。但另一方面，AI 浪潮引发的资本开支竞赛正显著推升美债长端实际利率，进而通过金融渠道压制房地产、耐用消费品等利率敏感型传统需求，部分对冲了传统实物消费的增量空间。因此，从宏观层面上 AI 对基本金属价格净影响尚存较大不确定性，多空力量博弈之下趋势方向并不明朗。不过，相较于黄金近期面临实际利率上行与避险溢价消退的双重利空，基本金属相对优势凸显，多基本

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

金属、空贵金属的对冲策略仍具备较高性价比。其中，在 AI 算力硬件对高可靠性焊料形成的刚性需求、以及半导体周期复苏带动电子终端需求回暖的双重驱动下，锡价格弹性显著强于铜、铝等其他基本金属。整体而言，AI 产业对基本金属市场的影响呈现出鲜明的结构性分化特征：市场对 AI 带来的基本金属总量需求趋势尚未形成一致预期，但不同品种受下游需求结构差异的驱动，走势持续分化。其中锡近半数下游需求集中于电子领域，中长期维度仍具备相对强势的基本面支撑。

图表 23：工业金属与黄金价格走势



来源：Wind，华福证券研究所

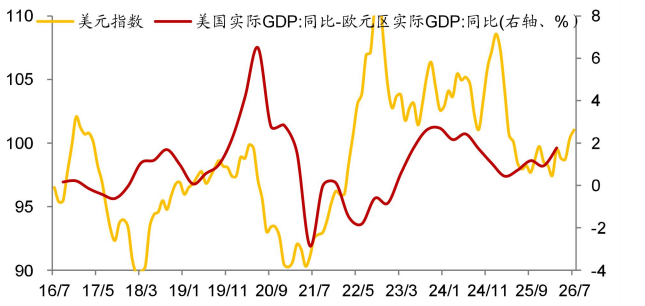
美元指数中期或逐步走强。从利差维度来看，2026 年 5 月以来，美德 10 年期国债利差自低位持续修复上行，走势与美元指数企稳反弹形成高度共振。6 月欧央行加息落地后，叠加国际油价回落，全球通胀压力边际缓解，欧央行通胀约束弱化，货币政策取向逐步转向鸽派。反观美联储，新任主席沃什持续释放抗通胀表态，市场随之不断上修美联储加息预期，欧美货币政策预期率先出现分化。基本面层面，美国 AI 产业高景气带动资本开支持续扩张，驱动美国经济相对欧洲的增长优势持续放大，美欧实际经济增速缺口逐步走阔。经济基本面与货币政策的双重分化，进一步推动美德利差再度扩宽，形成对美元汇率的核心支撑。

图表 24：美元指数与美德利差（%）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 25：美元指数与美欧实际经济增速差



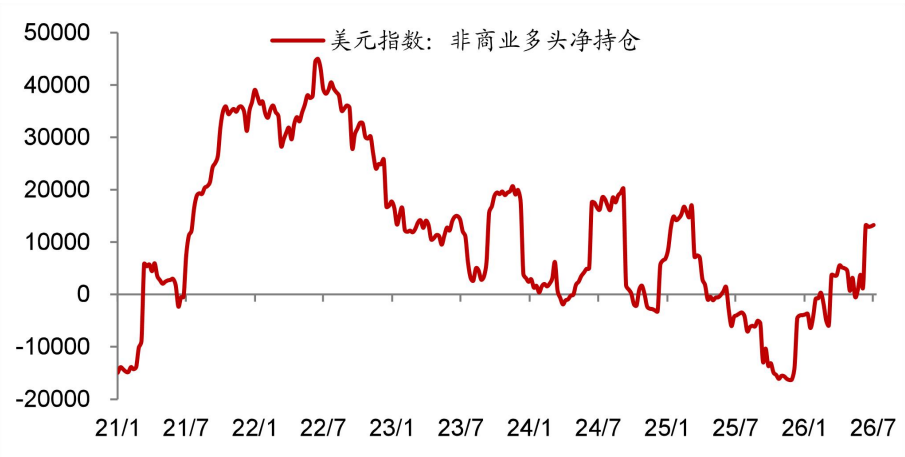
来源：Wind，华福证券研究所

美元指数非商业净空单规模持续回落，反映市场做空美元的力量不断衰减、空头交易情绪持续退潮。2026 年以来，前期积累的美元空头头寸持续集中出清，自 6 月起美元指数非商业持仓结构迎来明确反转，投机多头仓位稳步抬升，曲线陡峭上

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

行，资金配置偏好由空转多。叠加美国 AI 产业驱动的相对经济优势持续走阔、美德利差修复带来基本面与定价双重支撑。在投机多头持续加仓、基本面预期同步改善的共振之下，我们认为美元指数有望维持震荡上行通道，本轮阶段性强势行情具备持续演绎的基础。

图表 26：美元非商业性净多头持仓（张）



来源：Wind，华福证券研究所

四、风险提示

美联储货币政策超预期。

AI 下游应用扩展不及预期。

全球 AI 资本开支放缓。



华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

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