华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

美国扩表交易或是未来大类资产的核心驱动因子，看好大宗商品和周期股——周观点

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、市场状态高频数据库——2026 年 8 月第 2 周——2026.08.20
2、SST_固态变压器行业回顾系列——2026.08.20
3、出海系列报告（一）：出海重塑 A 股盈利格局——2026.08.19

投资要点：

- **近期观点**

1、 美国 AI 融资进入流动性支持阶段，短期融资活动或将扩张，但中长期融资增速或将走弱。

2、 为了支持 AI 债务的扩张，美联储或将持续扩表维护美元流动性以支持 AI 债务扩张。

3、 美国货币财政互相配合，美联储扩表改善美元流动性，财政部回购长债压低长端风险溢价。

4、 若美国财政部持续回购或将加大短债依赖、趋近 YCC，并抬升美元体系收敛风险。

5、 预计扩表和通胀或将并行，看好大宗商品价格上升，重点看好贵金属，能源化工和农产品。

6、 中期看好石油化工，贵金属，工业金属，能源，农业。

7、 长期看好保险，央国企，反内卷，中概互联网，白酒，国产算力。

- **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

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 美国财政主导叙事升温 3
2 信贷维稳 3
3 港股复盘：港股收涨 8
4 A 股市场复盘：科技调整 9
4.1 宽基和因子：风险偏好下行 9
4.2 产业和行业：科技收跌 10
4.3 外资期指持仓：改善 12
5 下周热点：关注美国 PCE 通胀 12
6 风险提示 13

图表目录

图表 1：海外官方托管美债规模 4
图表 2：海外官方托管美债规模变化 4
图表 3：美国工商业信贷与 NDFI 信贷环比（%） 4
图表 4：美银美林投资级与垃圾债 OAS（%） 4
图表 5：标普杠杆贷款 100 指数 5
图表 6：Token 价格指数 5
图表 7：美国商业银行:其他贷款和租赁(不含非存款金融机构贷款):（万亿美元） 6
图表 8：离岸美元流动性监测（%） 6
图表 9：美国获批/在建数据中心跟踪 7
图表 10：美国拟建数据中心跟踪 7
图表 11：美国新增装机数据中心跟踪 7
图表 12：美国粗钢产量（万短吨） 8
图表 13：港股宽基指数周涨跌幅（%） 8
图表 14：港股行业概念指数周超额涨跌幅（相对恒生指数：%） 9
图表 15：宽基指数周度涨跌幅 9
图表 16：股指期货基差走势 10
图表 17：周度因子表现（%） 10
图表 18：产业周度涨跌幅 11
图表 19：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%） 11
图表 20：重点关注细分行业超额情况（%） 12
图表 21：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手） 12
图表 22：重点关注细分行业超额情况（%） 13

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

1 美国财政主导叙事升温

美国财政部 8 月 19 日宣布，自 9 月 9 日起将 10—20 年期和 20—30 年期名义票息国债的流动性支持型回购单次上限由 20 亿美元至少上调至 40 亿美元，暂定实施至 11 月 4 日本轮再融资季度结束；官方理由是长端券种持续收到大量高质量卖盘，需增强流动性支持。

不是 QE,但市场会当作“准 QE”交易。回购操作是用财政部现金买回存量老券并注销,资金来自税收或发债所得,不涉及美联储资产负债表扩张,技术上与 QE 无关。

压缩长端流动性溢价,平坦化收益率曲线的长端部分。20 年-30 年期这个“驼峰”区间一直是买回操作重点照顾的对象。单次规模翻倍意味着财政部对老券的边际购买力上升,理论上收窄 off-the-run 与 on-the-run 之间的利差,对 30 年期收益率有温和下行压力。

这是 TBAC 此前建议的延续,不是孤立决策。TBAC(财政部借款咨询委员会)内部当时对“要不要只加大长端(10-20 年、20-30 年)回购规模”是有分歧的，多数人反而倾向于“雨露均沾”式的全曲线扩容,而不是专门针对长端加码,原因是担心这样做会被市场解读为财政部在用回购这个工具变相调整债务久期结构。

财政部选择效果优先而非程序审慎优先。贝森特领导下的财政部更看重快速稳定市场的实际效果,愿意承担被解读为变相干预久期这个治理层面的代价。财政部绕开自己咨询委员会更审慎、更程序化的建议,直接采取更激进、更有针对性的干预手段去稳住长端，这个**决策姿态**是值得记录的信号。如果这是孤立一次,可以视为应急处理;但如果 11 月 4 日再融资会议上财政部延续甚至扩大这种“哪里疼医哪里”的操作模式,而不是回归 TBAC 建议的均衡路径,那就说明财政部对长端市场的容忍阈值在下降,更倾向于用非常规工具主动护盘。

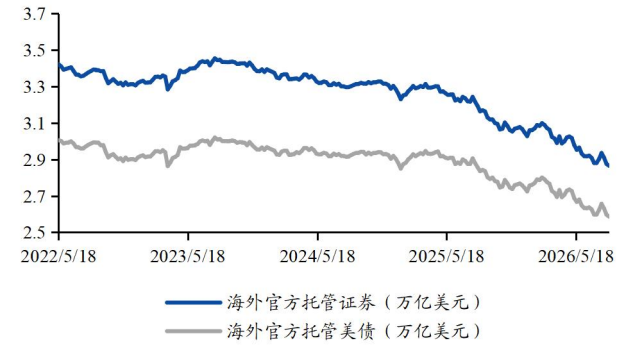
联储扩表正在改善美国本土及离岸美元流动性，而财政部对长端旧券的定向回购则试图压低 30 年期美债中的流动性风险溢价；二者共同作用，可以在短期内缓和长端美债压力，并为 AI 信贷与资本开支提供更充裕的美元流动性。需要注意的是，财政部回购长债并不等同于 QE，但若回购持续推进，财政部仍需以更多短债融资来补足资金缺口，债务融资将更趋短期化。届时，仅靠财政部难以长期维持期限结构调节，仍需要联储购入短债并进一步扩表配合，政策形态将逐步接近收益率曲线控制（YCC）。因此，这一组合短期利多流动性并压制长端风险溢价，但中长期会累积通胀、美元信用和美债融资结构的压力。预计扩表和通胀或将并行，看好大宗商品价格上升，重点看好贵金属，能源化工和农产品。

2 信贷维稳

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

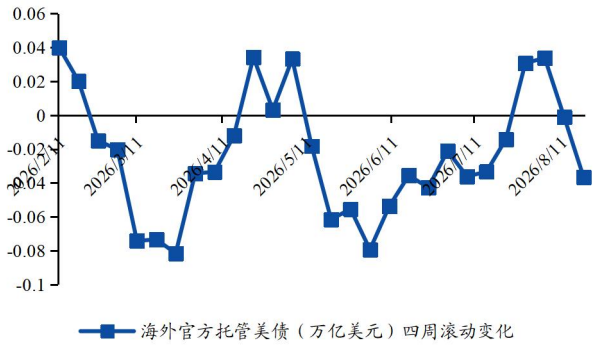
全球央行转为减持美债。海外官方托管美债四周滚动减持。

图表 1：海外官方托管美债规模



数据来源：FRED，华福证券研究所

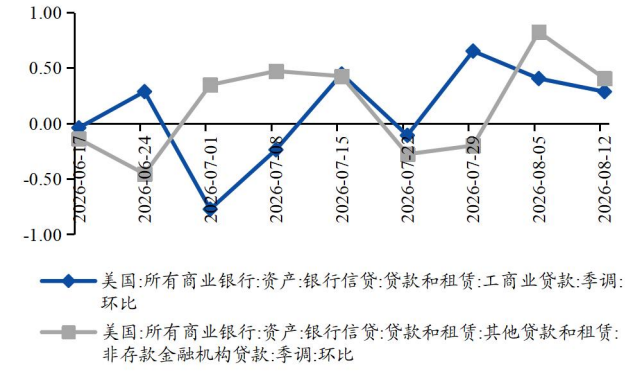
图表 2：海外官方托管美债规模变化



数据来源：FRED，华福证券研究所

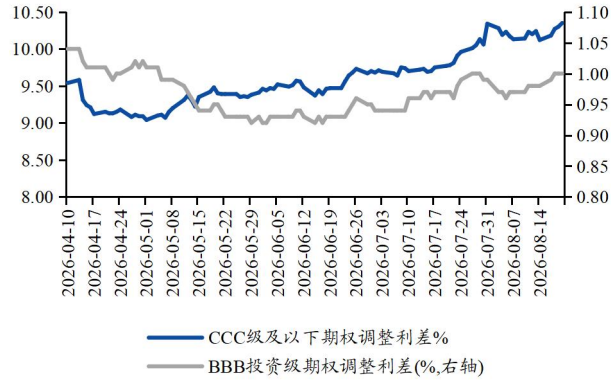
美国 AI 信贷环比上行，但债券利差走阔。我们用美国商业银行资产端的工商业信贷和非存款金融机构贷款（NDFI）代理 AI 需求和供给的融资情况。BBB 投资级债券和垃圾债 OAS 有所上行。受美联储加速扩表和芯片企业扩大循环融资规模影响，美国 AI 融资增速阶段性维稳。美联储和美国财政部配合维稳流动性，短期将支撑 AI 融资环境保持充裕，但也意味着融资边际驱动力由市场化转为政策托底，短期融资活动或将扩张，但中长期融资增速或将走弱。

图表 3：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 4：美银美林投资级与垃圾债 OAS（%）

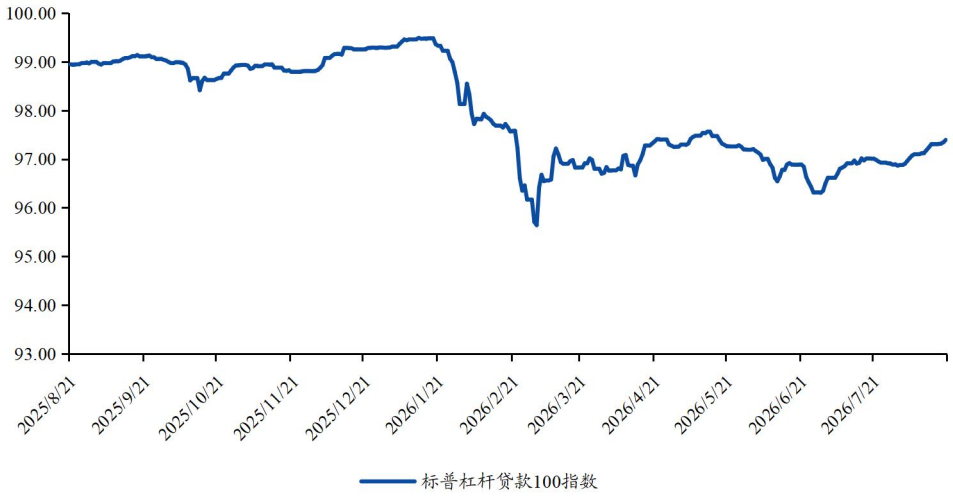


数据来源：wind，华福证券研究所

标普杠杆贷款 100 指数本周有所上行。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：标普杠杆贷款 100 指数



数据来源：Bloomberg，华福证券研究所

Token 价格指数有所上行。

图表 6：Token 价格指数



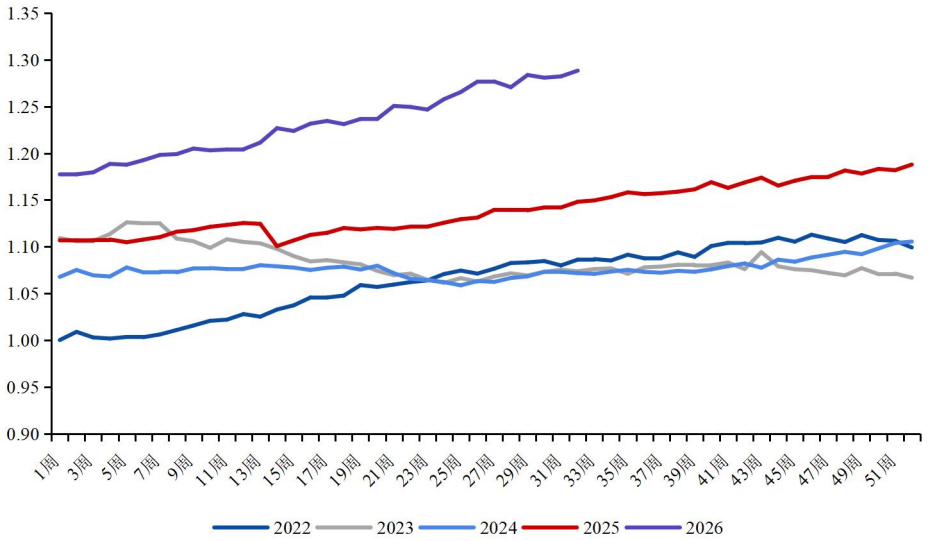
数据来源：Bloomberg，华福证券研究所

不含 NDFI 的其他贷款本周小幅上行。



华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

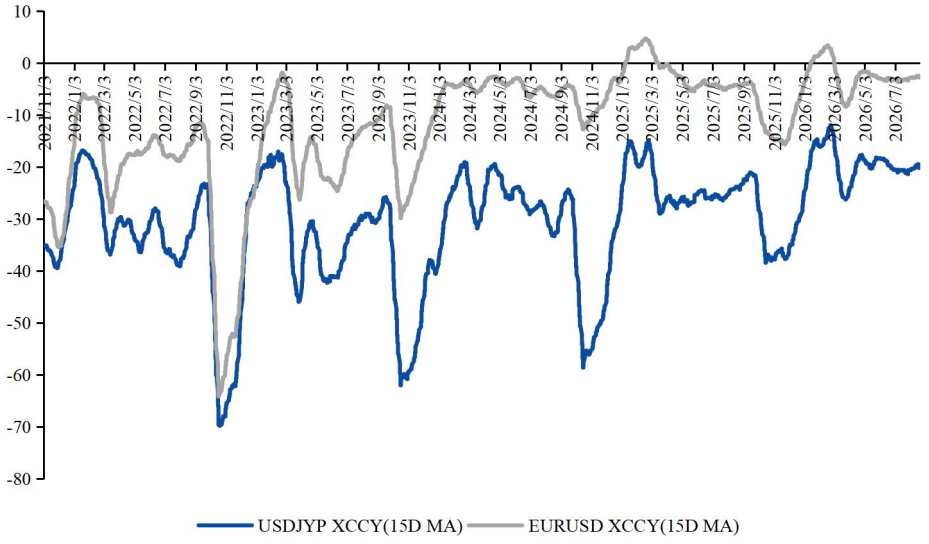
图表 7：美国商业银行:其他贷款和租赁(不含非存款金融机构贷款):（万亿美元）



数据来源：wind，华福证券研究所

我们用欧元和日元 OIS 基差互换利差衡量离岸美元流动性，本周利差小幅收敛，流动性边际改善。

图表 8：离岸美元流动性监测（%）

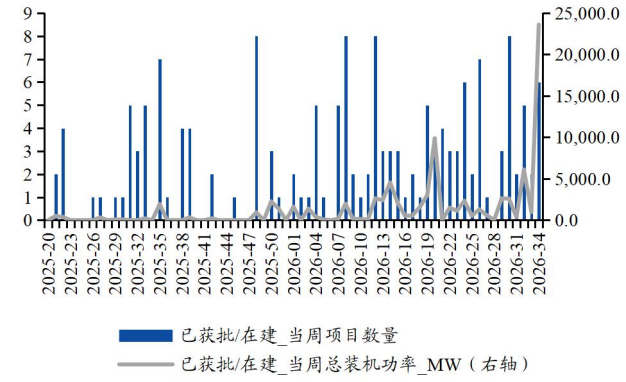


数据来源：Bloomberg，华福证券研究所

本周美国数据中心在建项目大幅提升。

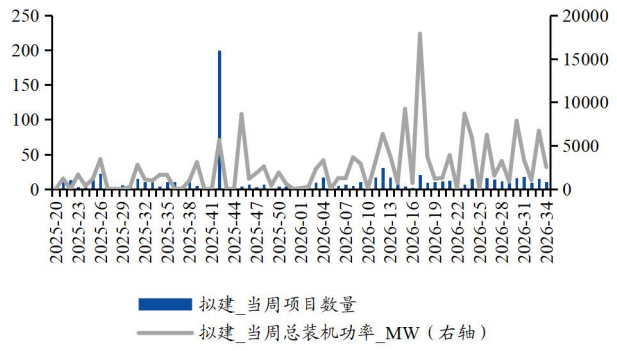
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：美国获批/在建数据中心跟踪



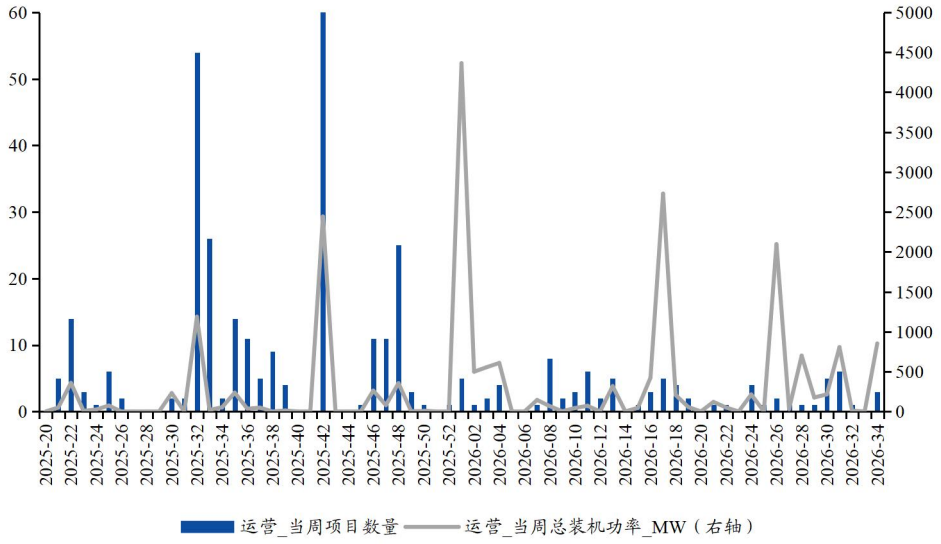
数据来源：FracTracker Data Centers，华福证券研究所

图表 10：美国拟建数据中心跟踪



数据来源：FracTracker Data Centers，华福证券研究所

图表 11：美国新增装机数据中心跟踪

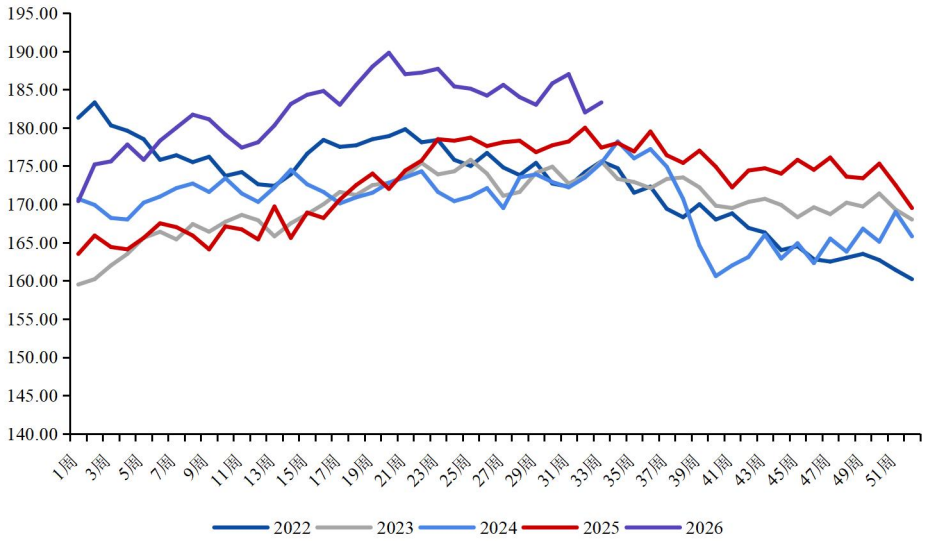


数据来源：FracTracker Data Centers，华福证券研究所

美国粗钢周度产量有所上行。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：美国粗钢产量（万短吨）

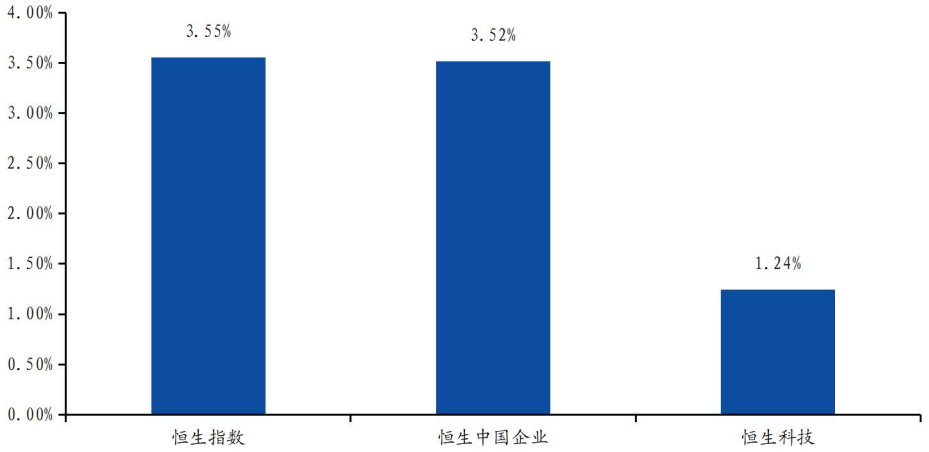


数据来源：wind，华福证券研究所

3 港股复盘：港股收涨

本周港股收涨。恒生指数收涨 3.55%，恒生中国企业指数收涨 3.52%，恒生科技收涨 1.24%。

图表 13：港股宽基指数周涨跌幅（%）

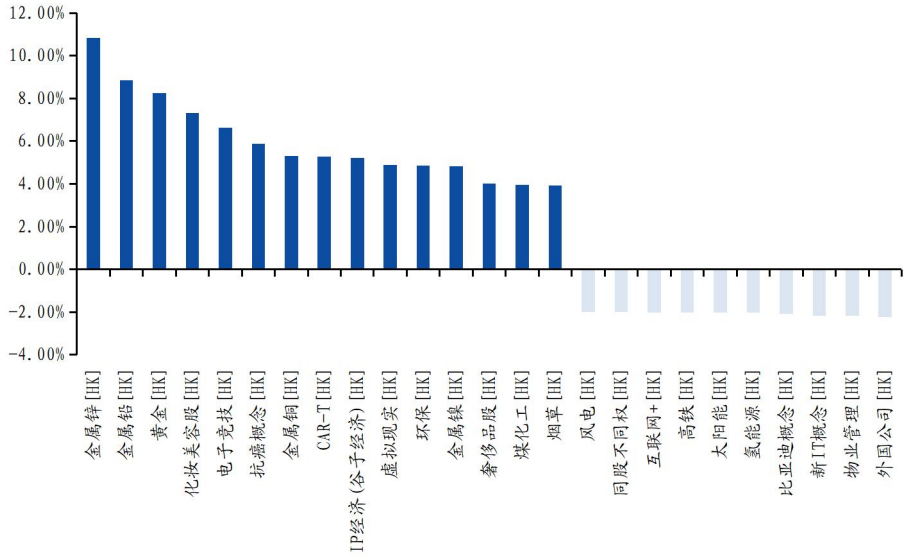


数据来源：ifind，华福证券研究所

本周港股有色细分行业领涨。本周金属锌、金属铅和黄金方向超额领先。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：港股行业概念指数周超额涨跌幅（相对恒生指数：%）



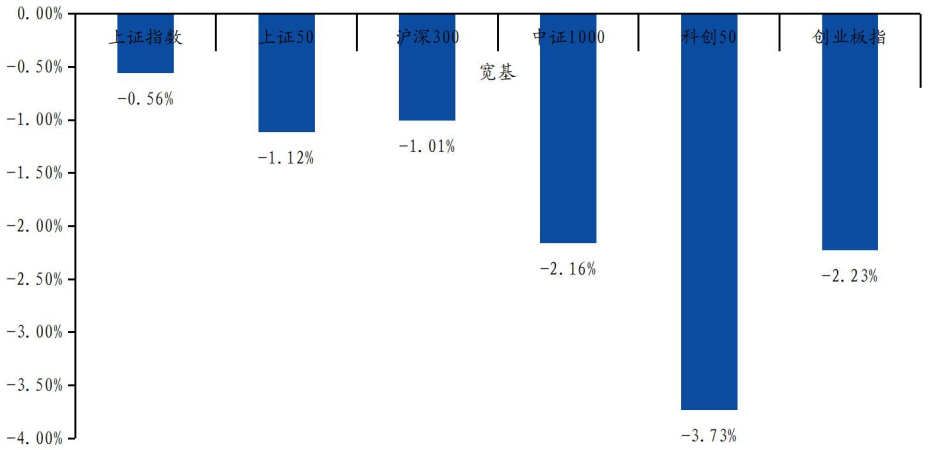
数据来源：ifind，华福证券研究所

4 A 股市场复盘：科技调整

4.1 宽基和因子：风险偏好下行

本周宽基指数全线收跌，本周上证指数收跌-0.56%，科创 50 跌幅较深。

图表 15：宽基指数周度涨跌幅



数据来源：ifind，华福证券研究所

远月股指期货震荡走平。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

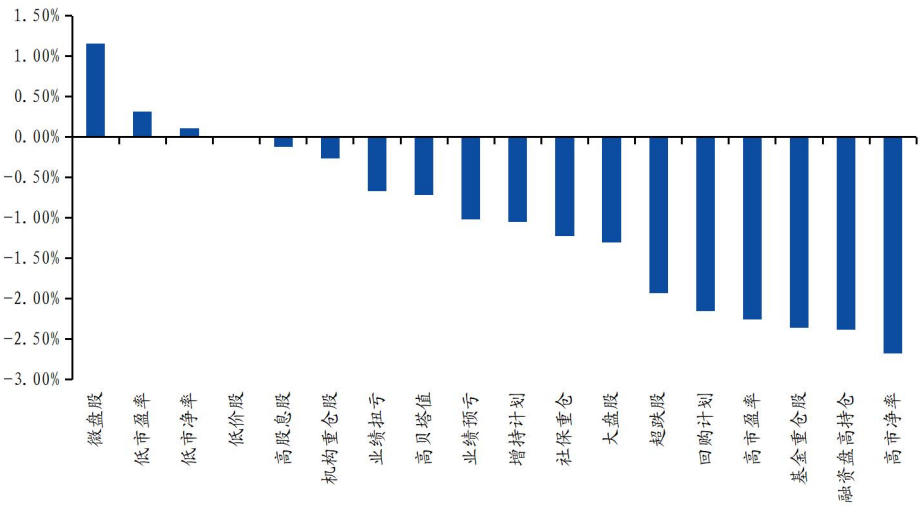
图表 16：股指期货基差走势

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	-0.95	19.60	
	下月	IH01	-1.02	9.92	
	下季	IH02	-1.13	7.25	
	隔季	IH03	-1.25	6.02	
沪深300	当月	IF00	-0.81	32.39	
	下月	IF01	-1.01	11.80	
	下季	IF02	-1.05	8.38	
	隔季	IF03	-1.11	7.76	
中证500	当月	IC00	-1.45	93.80	
	下月	IC01	-1.41	14.97	
	下季	IC02	-1.65	11.72	
	隔季	IC03	-1.79	11.11	
中证1000	当月	IM00	-2.01	80.86	
	下月	IM01	-1.80	12.51	
	下季	IM02	-1.93	11.94	
	隔季	IM03	-1.97	11.78	

数据来源：ifind，华福证券研究所

从因子表现来看，“三低风格”领先。微盘股、低市盈率和低市净率涨幅领先。

图表 17：周度因子表现（%）



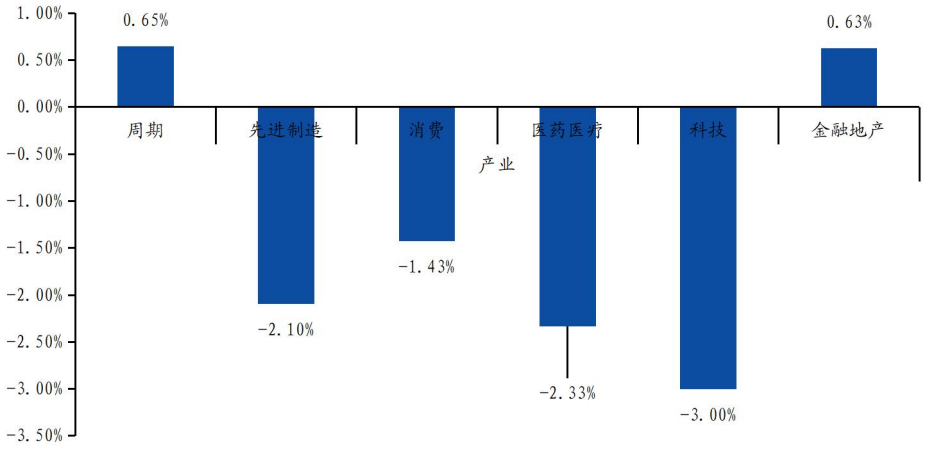
数据来源：ifind，华福证券研究所

4.2 产业和行业：科技收跌

从产业层面来看，周期和金融地产小幅收涨。科技跌幅较深。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

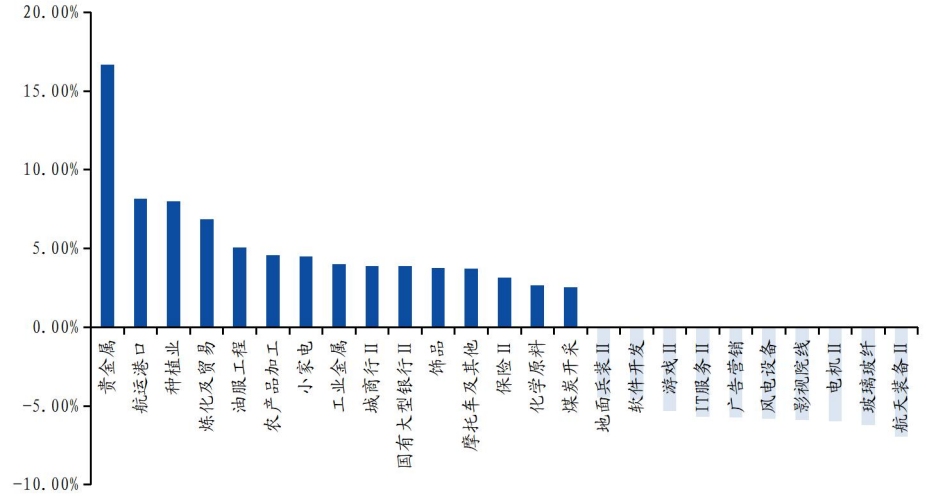
图表 18：产业周度涨跌幅



数据来源：ifind，华福证券研究所

细分行业层面，周期细分行业领涨。从相对上证指数超额收益来看：贵金属、航运港口和种植业领涨，航天装备、玻璃玻纤和电机相对较弱。

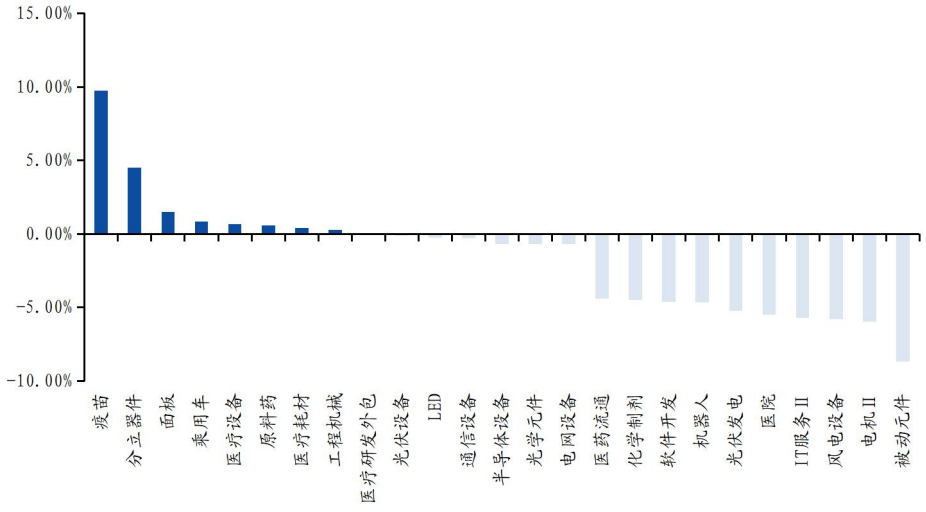
图表 19：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）



数据来源：ifind，华福证券研究所

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20：重点关注细分行业超额情况（%）

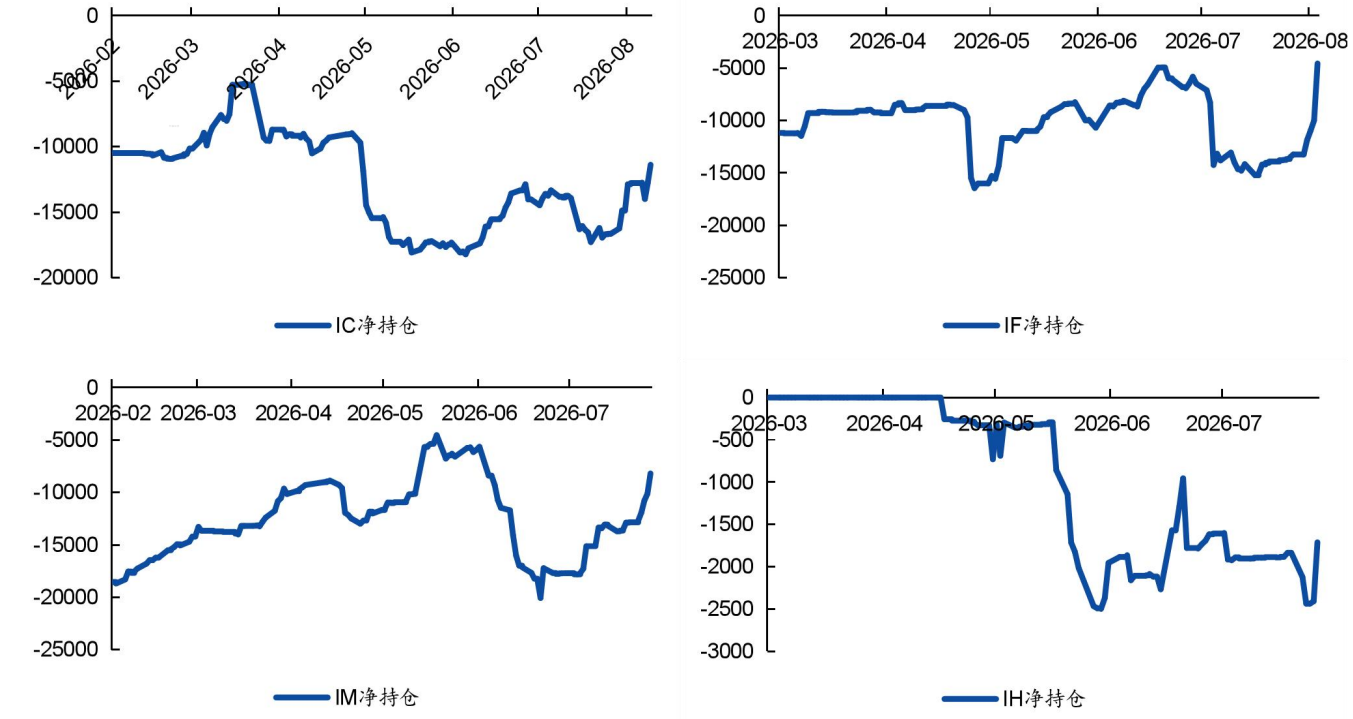


数据来源：ifind，华福证券研究所

4.3 外资期指持仓：改善

本周外资期指持仓改善。

图表 21：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：关注美国 PCE 通胀

下周（8.24-8.28）重点关注美国 PCE 通胀数据。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22：重点关注细分行业超额情况（%）

	日期 Date	Weekday	会议/事件/数据
美国宏观	2026-08-26	3	美国PCE物价指数环比(%)
	2026-08-26	3	美国GDP平减指数当季环比(%)

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。

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