仅供内部参考，请勿外传

全球流动性观察系列（一）

长端美债再定价：财政融资、AI 资本开支与美股影响

弱于大市

核心观点

本轮长端美债利率上行已超出单纯的美联储政策预期变化，财政赤字和期限溢价的重要性明显上升。

近期 30 年期美债收益率一度升至 5.337%，创 2007 年以来新高，而短端并未同步大幅上行。当前美国总公共债务已接近 40 万亿美元，财政赤字仍处高位，市场对长期通胀、财政可持续性和未来国债供给的担忧上升，10 年期和 30 年期收益率因此需要更高的风险补偿。

财政部短期可以调整发行结构，但融资压力并没有下降。

三四季度私人持有净市场化借款预计分别为 7390 亿和 6280 亿美元。财政部目前仍以短债吸收新增融资需求，中长期国债拍卖规模暂未上调，这有助于缓解当期长端供给压力。但短债占比已经较高，继续依赖短期融资会增加滚动压力，也会使财政利息更快受到政策利率变化影响。

AI 资本开支正在成为长端债券市场新的资金压力。

亚马逊、微软、谷歌和 Meta 2026 年资本开支合计接近 7500 亿美元，二季度资本开支已经接近同期经营现金流。大型科技公司的融资能力仍强，但自由现金流余量正在收窄，债券、租赁和项目融资的重要性上升。2026 年以来大型科技公司的 AI 相关债券发行约 2200 亿美元，长期科技债供给增加，也给保险、养老金和全球固收资金提供了更多高质量长久期资产选择，这一方面会分流部分原本配置美债的长期资金，另一方面也会提高整个市场需要消化的久期规模。

政策工具可以暂时缓解市场压力，但难以改变长端利率中枢。

财政部扩大长债回购、调整发行期限、管理 TGA，以及放松银行杠杆监管，都有助于改善拍卖承接和市场流动性，但这些措施主要解决交易和融资节奏问题。只要财政赤字、实际利率和长期资金需求仍处高位，有限规模的回购很难持续压低 10 年和 30 年期收益率。沃什在杰克逊霍尔强调以短期利率作为主要政策工具，并重申 2%通胀目标的重要性，也进一步降低了市场对美联储直接干预长端的预期。

对美股而言，更需要关注高利率是否开始向盈利和融资条件传导。

二季度财报整体明显好于预期，标普 500 盈利上修仍在继续，FactSet 截至 8 月 28 日汇总预计标普 500 全年盈利增长 31.2%，较月初进一步上调。较强的盈利增长仍在对冲高利率带来的估值压力，因此当前市场更多表现为高估值板块承压和行业轮动。真正需要警惕的是长端利率继续上行，同时信用利差扩大、企业融资成本上升、AI 投资回报转弱并带动盈利预期下修。当前六维风险评分为 8/12 分，维持橙色预警，但尚未出现全面流动性收紧。

风险提示：美国财政政策与国债发行结构超预期变化；通胀与油价再度上行；AI 资本开支与融资规模显著高于或低于当前指引；美联储资产负债表与准备金需求变化。

行业研究·海外市场专题

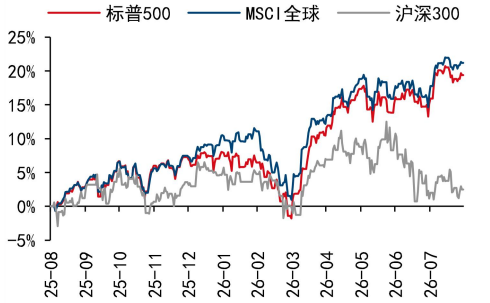
美股

弱于大市·维持

证券分析师：王学恒
010-88005382
wangxueh@guosen.com.cn
S0980514030002

证券分析师：徐祯霆
010-88005494
xuzhenting@guosen.com.cn
S0980522060001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美股市场速览-市场小幅回升，行业间资金流动放缓》——2026-08-29

《美元债双周报（26 年第 34 周）-长端利率再创新高，美元债配置仍需耐心》——2026-08-24

《美股市场速览-资金涌向医药，驱动行业逆势上涨》——2026-08-23

《美股市场速览-小盘股涨幅领先，资金流向硬件》——2026-08-16

《美元债双周报（26 年第 32 周）-弱就业缓和加息压力，美元债等待政策拐点》——2026-08-10

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

一、长端美债面临重新定价 4
30 年期为何再次升破 5% 4
本轮长端上行和 2018 年、2022 年有什么不同 4
全球长债收益率普遍升至多年高位 6
下半年财政融资需求仍处高位 6
短债仍能承接融资，但缓冲正在下降 8
短债由谁承接，决定流动性影响 8
美债需求端对价格更加敏感 9
近期拍卖需求边际转弱 10
财政利息压力持续上升，短期偿付风险仍低 11
二、AI 基建如何影响债市 13
AI 资本开支到了什么量级？ 13
企业现金流还能覆盖多少 13
科技债供给开始放量 14
表外融资同样值得关注 15
AI 融资如何影响美债利率 15
三、政策端还能做什么 17
财政部的工具箱里还有什么 17
继续借短买长的得失 17
美联储能解决哪些问题 19
放松监管能提高多少国债承接能力 19
政策能否长期压低长端利率 19
长期化债还是要靠财政和增长 20
沃什在杰克逊霍尔的表态弱化政策托底预期 20
四、美股怎么看：从利率压力到风险信号 21
高利率何时会从估值压力转向盈利压力 21
三种长端利率情景及美股影响 22
当前仍以估值压力为主 22
四个信号判断风险是否升级 22
六维风险监控框架 23
当前判断：8/12 分，橙色预警 23
哪些信号会触发红色预警 25
风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 长端美债收益率近期快速上行，财政部宣布扩大回购后回落 4
图2： 美债收益率曲线 4
图3： 美国 10 年期美债利率走势 5
图4： 美国总公共债务已接近 40 万亿美元 5
图5： CBO 预计美国财政利息支出在 2026 财年将超过 1 万亿美元 5
图6： 主要发达经济体长债收益率普遍升至多年高位 6
图7： 2026 年下半年财政部市场化净融资需求维持高位（十亿美元） 7
图8： 短期国库券占可市场化国债比重持续超过 20% 8
图9： 谷歌、亚马逊和 meta 最近三个月发的长期债券的 OAS 9
图10： 日本持有美债规模（十亿美元） 10
图11： 美债买家构成趋于市场化 10
图12： 美债拍卖中标利率 11
图13： 美债月度拍卖竞拍倍数 11
图14： 主要 CSP 2026 年资本开支已接近 7500 亿美元 13
图15： AI 融资增加了长期债券市场的可选资产（亿美元） 14
图16： 准备金仍接近 3 万亿美元，但隔夜逆回购相较一年前已接近耗尽 18
图17： SOFR 与 EFFR 利率 18
图18： 标普 500 指数与各行业 2026 全年盈利增速预期 21

表1： CBO 预计债务率和利息负担未来十年继续上升 5
表2： 各期限美债 Q3 到期规模 7
表3： 名义附息债拍卖规模暂未上调（十亿美元） 7
表4： 近期美债拍卖结果 11
表5： 谷歌 8 月新发 250 亿美元债覆盖 10 个期限档次的债券，到期日从 2 年至 40 年不等 14
表6： 财政部潜在政策工具 17
表7： 美元资金面指标现状 19
表8： 六维监控框架、阈值与组合信号 23

仅供内部参考，请勿外传

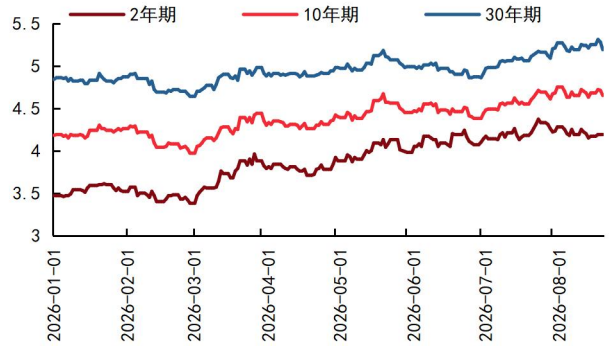
一、长端美债面临重新定价

30 年期为何再次升破 5%

8 月 18 日，30 年期美债收益率盘中升至 5.337%，创 2007 年以来新高。推动这一轮长端利率上行的因素主要有三项：财政赤字和再融资规模维持高位，市场对长期通胀和实际利率的要求上升，以及全球长期债券的同步承压。近期就业和部分通胀数据已有降温，2 年期收益率并未出现同幅度上行，市场关注点已经从未来几次议息会议，转向更长期的财政、通胀和资金需求。

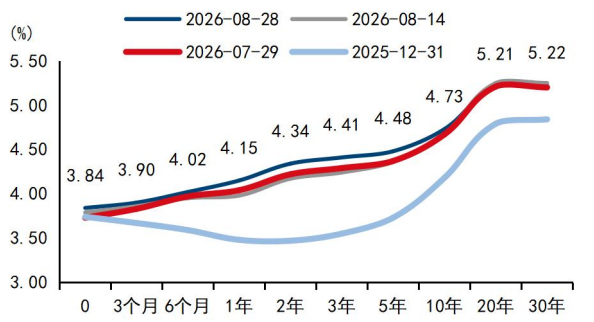
30 年期利率包含的长期信息明显多于 2 年期。除了美联储政策预期，还要考虑长期实际利率、通胀补偿以及持有长期债券所要求的额外收益。美国赤字仍在高位，公众持有债务已经超过 GDP 总量，投资者提高长期债券的收益率要求并不意外。截至 8 月 28 日，10 年和 30 年期收益率仍分别在 4.71%和 5.20%左右，自财政部宣布扩大长债回购后，利率有所回落，但中枢仍明显高于年初。

图1：长端美债收益率近期快速上行，财政部宣布扩大回购后回落



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图2：美债收益率曲线



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

本轮长端上行和 2018 年、2022 年有什么不同

2018 年的长端利率上行主要发生在美联储加息周期，2022—2023 年则以高通胀和快速加息为主。当前更棘手的是债务基数已经大得多。2021 年以来，美国总公共债务从约 28.4 万亿美元增加到接近 40 万亿美元，公众持有债务从约 22.3 万亿美元升至 32 万亿美元以上。债务规模扩大以后，同样几十个基点的融资成本变化，对财政利息的影响都会更快体现。

美国国会预算办公室（CBO）在今年 2 月曾预计 2026 财年赤字约 1.9 万亿美元，但实际进度已经明显偏快。美国财政部月度数据表明，FY2026 前 10 个月累计赤字约 1.8 万亿美元，滚动 12 个月赤字约 2 万亿美元，全年最终数字大概率高于年初基准。

仅供内部参考，请勿外传

图3：美国 10 年期美债利率走势



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图4：美国总公共债务已接近 40 万亿美元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：CBO 预计美国财政利息支出在 2026 财年将超过 1 万亿美元

	Percentage of GDP					Billions of dollars			
	Average, 1976–2025	Actual, 2025	2026	2027	2036	Actual, 2025	2026	2027	2036
Revenues	**17.3**	**17.2**	**17.5**	**17.7**	**17.8**	**5,235**	**5,596**	**5,885**	**8,301**
Individual income taxes	8.0	8.7	8.6	8.8	9.1	2,656	2,751	2,947	4,249
Payroll taxes	6.0	5.8	5.7	5.7	5.7	1,748	1,826	1,897	2,666
Corporate income taxes	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2	452	404	419	576
Customs duties	0.2	0.6	1.3	1.3	0.9	195	418	421	402
Other	1.2	0.6	0.6	0.6	0.9	183	197	201	408
Outlays	**21.2**	**23.1**	**23.3**	**23.3**	**24.4**	**7,010**	**7,449**	**7,772**	**11,416**
Mandatory	11.2	13.7	14.2	14.4	15.0	4,168	4,529	4,783	7,028
Social Security	4.5	5.2	5.2	5.3	5.9	1,575	1,666	1,769	2,747
Major health care programs	3.5	6.0	6.0	6.0	6.7	1,819	1,908	1,985	3,115
Medicare	2.2	3.3	3.3	3.4	4.2	988	1,063	1,140	1,970
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.4	2.7	2.6	2.5	2.5	832	845	845	1,145
Other mandatory	3.2	2.5	3.0	3.1	2.5	773	955	1,029	1,166
Discretionary	7.8	6.2	5.9	5.6	4.8	1,872	1,880	1,882	2,244
Defense	4.1	2.9	2.8	2.7	2.4	893	885	901	1,100
Nondefense	3.7	3.2	3.1	2.9	2.4	980	996	981	1,144
Net interest	2.1	3.2	3.3	3.3	4.6	970	1,039	1,108	2,144
Total deficit (-)	**-3.8**	**-5.8**	**-5.8**	**-5.7**	**-6.7**	**-1,775**	**-1,853**	**-1,887**	**-3,115**
Primary deficit (-)	-1.7	-2.7	-2.6	-2.3	-2.1	-805	-814	-779	-971
Debt held by the public	51.2	99.4	100.6	102.1	120.2	30,172	32,095	34,005	56,152

资料来源：CBO，国信证券经济研究所整理

表1：CBO 预计债务率和利息负担未来十年继续上升

CBO 预测（26 年 2 月）	2026	2036
财政赤字(万亿美元)	1.9	3.1
赤字/GDP	5.8%	6.7%
公众持有债务/GDP	101.0%	120.0%
净利息支出/GDP	3.3%	4.6%

资料来源：CBO，国信证券经济研究所整理。2026 年实际赤字进度明显快于年初基准

仅供内部参考，请勿外传

全球长债收益率普遍升至多年高位

这一轮并非只有美债走弱。英国、德国、日本等主要发达经济体的长期国债收益率近期也处在高位。各国原因并不完全相同：日本同时面对加息预期和财政扩张，欧洲和英国更多受到财政不确定性、能源与通胀担忧影响。对保险、养老金和全球债券基金而言，美、日、英、欧的超长期国债都属于长期配置的无风险资产，联动效应较强。全球长期债券同时遭到抛售，投资者对期限补偿的要求也往往会同步提高。

图6：主要发达经济体长债收益率普遍升至多年高位



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

下半年财政融资需求仍处高位

8 月 3 日美国财政部更新季度融资计划，预计 2026 年三季度私人持有净市场化借款为 7390 亿美元，较 5 月预测上调 680 亿美元；四季度预计再借 6280 亿美元。两个季度合计约 1.37 万亿美元。由于到期债务主要集中在 2—5 年期，这个数字不直接等同于长债供给，但它说明财政融资量仍然很大，市场需要持续为财政部提供现金。

仅供内部参考，请勿外传

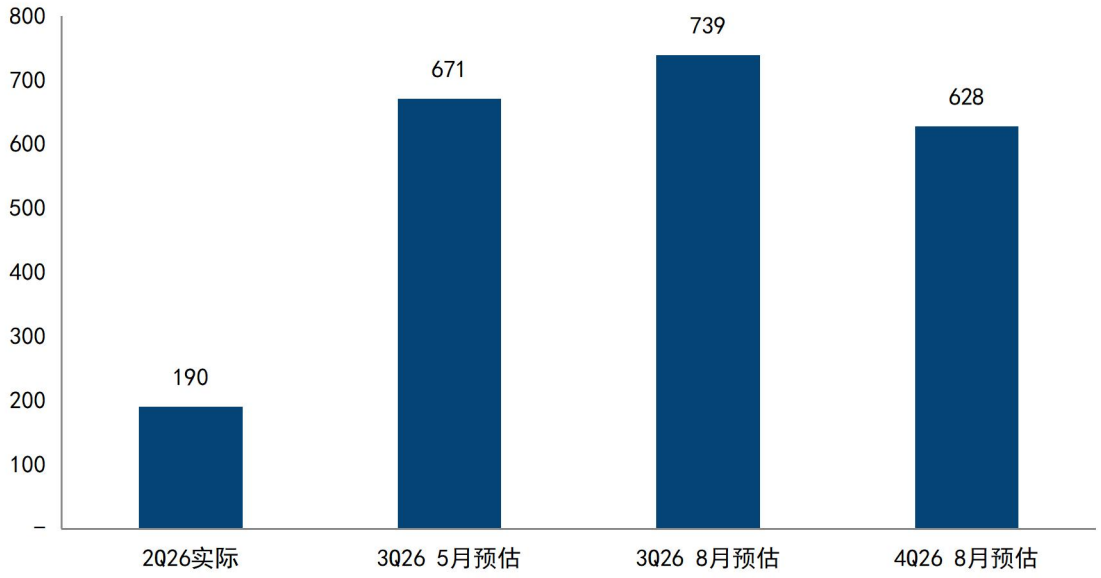
表2：各期限美债 Q3 到期规模

品种	Q3 到期规模
2Y FRN	860 亿美元
2Y	1970 亿美元
3Y	1200 亿美元
5Y	1620 亿美元
7Y	610 亿美元
10Y	540 亿美元
30Y	40 亿美元
10Y TIPS	380 亿美元
附息债合计	约 7210 亿美元

资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

目前财政部没有增加 2 年至 30 年期名义附息债的拍卖规模，季节性和额外融资更多放到短期国库券和现金管理票据。8 月再融资中，3 年、10 年和 30 年期分别发行 580 亿、420 亿和 250 亿美元，与此前安排基本一致。短期看，这对长端相对友好，因为货币基金、银行和企业现金对短债的需求通常更稳定。

图7：2026 年下半年财政部市场化净融资需求维持高位（十亿美元）



资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

表3：名义附息债拍卖规模暂未上调（十亿美元）

月份	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	20Y	30Y	FRN
2026 年 5 月	69	58	70	44	42	16	25	28
2026 年 7 月	69	58	70	44	39	13	22	28
2026 年 8 月	69	58	70	44	39	13	22	30
2026 年 9 月	69	58	70	44	42	16	25	28
2026 年 10 月	69	58	70	44	39	13	22	28
2026 年 11 月	69	58	70	44	39	13	22	30

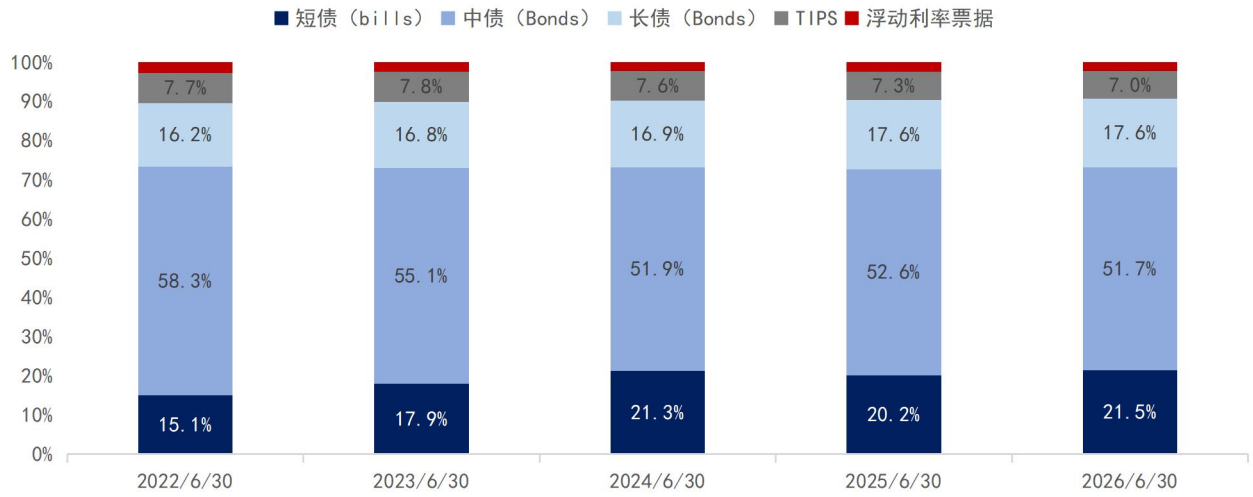
资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

短债仍能承接融资，但缓冲正在下降

短期国库券仍是财政部调节融资节奏最灵活的工具。货币基金、银行和企业现金对 T-bill 需求较稳定，美联储近年来也增持了短债，因此短端仍有较好的承接基础。问题在于短债占比已经不低，过去美国财政部借款咨询委员会曾把 15%—20%作为中长期参考，近年的讨论已经更灵活，但长期平均仍希望大致围绕 20%。短债继续增加，会提高滚动融资频率，也会让财政利息更快跟随短端利率变化。

图8：短期国库券占可市场化国债比重持续超过 20%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

依靠短债融资可以缓解一时压力，但不能一直替代中长期国债。如果赤字长期维持在 1.5—2 万亿美元以上，而短债占比又不可能无限提高，今后财政部仍要增加 2—10 年甚至更长期限的发行。市场会提前为这种可能性定价，所以尽管当前拍卖规模没有增加，但长端供给压力仍在。

还有一个变量值得市场关注。2023 年债务上限解除后，货币基金在美联储隔夜逆回购工具（ON RRP）中仍有大量资金，可以直接从逆回购转去买短债，对银行准备金影响较小。现在货币基金 ON RRP 已经接近零，这个缓冲基本用完。后续如果 TGA 持续维持高位、短债净发行继续增加，新增融资更可能直接影响银行存款和准备金。

短债由谁承接，决定流动性影响

大规模发债不一定等于股票资金被直接抽走，关键要看买债的钱从哪里来。

货币基金如果用现金或逆回购余额购买短期国库券，银行准备金和股票仓位受到的直接影响都不大；

企业和居民如果把银行存款转去买国债，银行体系资金会减少；

保险、养老金和共同基金如果提高长期债券配置，则会改变股票和债券之间的资金分配。这当中的第三种情况对高估值股票的影响最值得关注，因为高收益率的长期债券会提高持有成长股的机会成本。

2023 年债务上限解除后，财政部集中发行短期国债，但当时市场消化较为顺利，

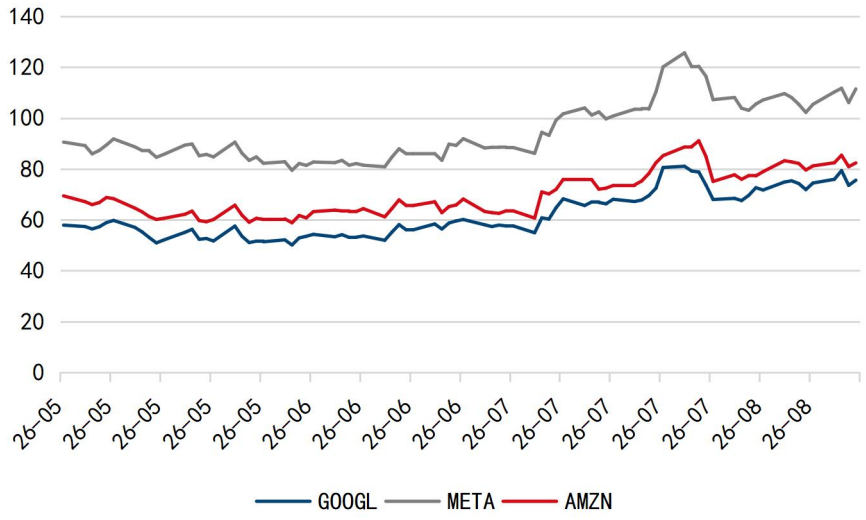
仅供内部参考，请勿外传

一个重要原因是美联储隔夜逆回购工具（ONRRP）中仍沉淀着大量货币基金资金。货币基金可以直接减少逆回购投资、转而购买短期国债，因此财政部补充 TGA 时，对银行准备金的影响相对有限。2026 年的情况有所不同，逆回购余额已经从高点大幅回落，可用于吸收新增短债的这部分资金明显减少。

如果未来财政部继续增加短债发行，同时 TGA 保持高位，新增融资就更可能直接消耗银行体系准备金。目前准备金仍接近 3 万亿美元，资金面并不紧张，但如果准备金持续下降，并伴随 SOFR-EFFR 利差和回购利率上升，就意味着财政融资开始对美元短期流动性产生更明显影响。

公司债也是类似道理。大型科技债的主要买家包括投资级债券基金、保险、养老金和全球资产配置资金，它们未必直接卖股票去买债，但会比较不同资产的预期回报。如果 30 年美债维持在 5.2%左右，优质科技公司的长债再提供 50—100bp 的信用利差，长期名义收益率已经对很多低波动资金很有吸引力。股票面对的主要变化和风险，是低风险资产的回报重新变得有竞争力。

图9：谷歌、亚马逊和 meta 最近三个月发的长期债券的 OAS



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

美债需求端对价格更加敏感

美债的需求基础仍然很深。银行需要持有高流动性的优质资产，保险和养老金需要长久期资产以匹配负债，海外央行需要流动性好的美元资产，货币基金则偏好短债。真正发生变化的，是这些市场型资金现在更关注边际价格变化。海外官方部门对长债的增量购买不如 2000 年代，银行要考虑资本占用，保险和养老金则往往在收益率足够高时才增加配置。

以日本为例，日本仍是最大的海外美债持有人之一，但本国长期利率上升以后，美元债券经汇率对冲后的相对吸引力下降。海外官方资金并没有退出美债市场，不过它们已经不像 2000 年代那样持续提供低价格敏感度的增量需求。长端价格越来越取决于养老金、保险、债券基金以及银行交易账户。

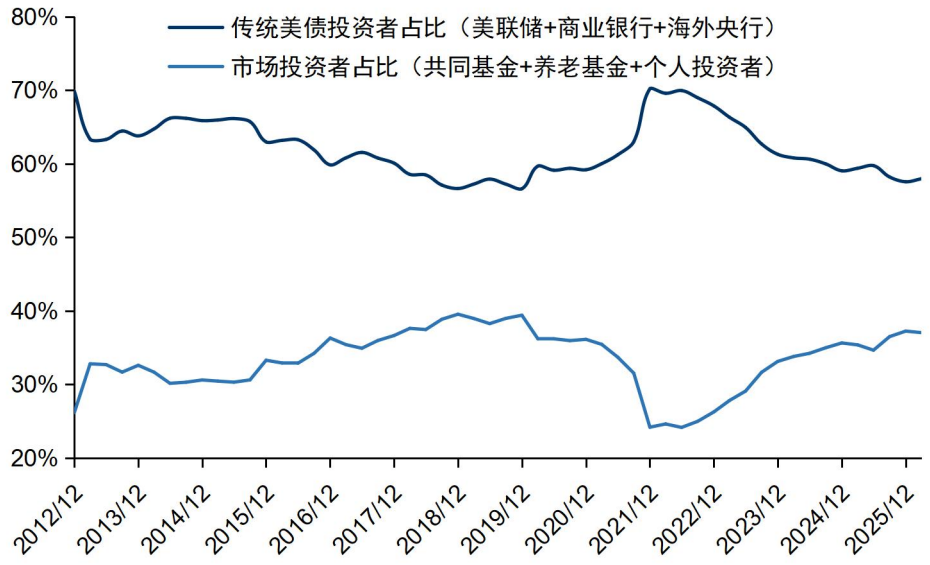
仅供内部参考，请勿外传

图10：日本持有美债规模（十亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：美债买家构成趋于市场化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

这也是近期曲线容易变陡的原因。财政部把新增融资更多放在短端，短债有货币基金等资金承接；长端的边际价格更多由保险、养老金和全球债券基金决定。

一旦这些投资者认为未来中长期美国国债供给会上升，30 年期收益率往往会先动。8 月中旬的行情大体符合这个特征。

近期拍卖需求边际转弱

拍卖市场方面，近期一级市场拍卖还没有出现无人接盘，但价格敏感性在上升。8

仅供内部参考，请勿外传

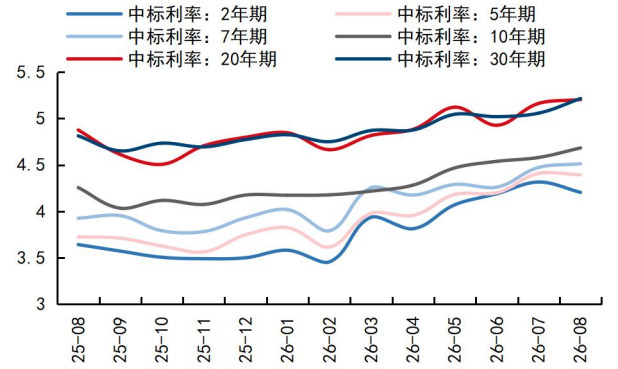
月 12 日 420 亿美元 10 年期国债投标倍数为 2.53，低于 7 月；8 月 13 日 250 亿美元 30 年期国债投标倍数为 2.39，间接投标占比也低于 7 月。8 月 26 日 5 年期拍卖结果偏弱，27 日 7 年期投标倍数 2.50，整体接近近期平均，但海外等间接投标人的占比仍偏低。市场愿意继续买美债，只是需要更高的收益率。

表4：近期美债拍卖结果

近期附息国债拍卖	发行规模	高收益率	投标倍数	观察
10年期(8月12日)	420 亿美元	4.683%	2.53	需求尚可，但投标倍数低于 7 月；间接投标占比约 61%
30年期(8月13日)	250 亿美元	5.216%	2.39	投标倍数低于 7 月，间接投标占比约 53%
5年期(8月26日)	700 亿美元	4.393%	2.37	结果偏弱，发行收益率高于拍卖前市场水平
7年期(8月27日)	440 亿美元	4.512%	2.50	整体接近近期均值，但间接投标占比 60.8%，低于近半年均值

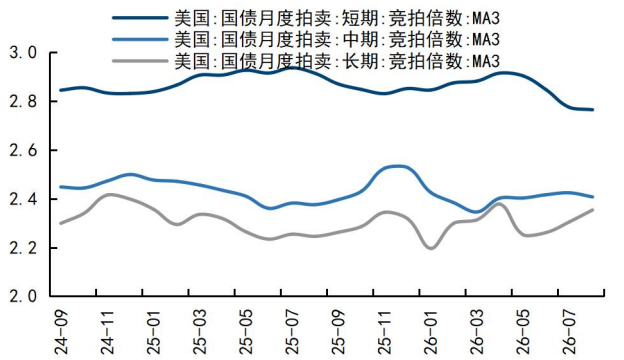
资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

图12：美债拍卖中标利率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图13：美债月度拍卖竞拍倍数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财政利息压力持续上升，短期偿付风险仍低

美国债务问题常被说得过于极端。一种观点认为美元是全球储备货币，因此债务规模无需担心；另一种则把接近 40 万亿美元的债务直接等同于偿付危机。

我们判断是，美国短期出现经济意义上的主权偿付危机概率仍低，但财政承受高利率的能力正在下降。首先，美国主权评级虽然已经失去 AAA，但惠誉仍维持 AA+、穆迪维持 Aa1 且展望稳定，评级机构担忧的重点是中长期财政恶化，而不是近期偿付能力。

其次，美国债务主要以本币计价，财政部可以依托规模庞大的国债市场持续滚动融资，不存在典型的外币债务国家的货币错配。再次，2026 年联邦净利息支出约 1 万亿美元，占财政收入约 18%，负担已经明显上升，但尚未达到短期难以支付利息的程度。

真正值得警惕的是，随着债务规模扩大和平均融资成本上升，利息支出会越来越

仅供内部参考，请勿外传

快地消耗财政收入，并压缩未来减税、财政刺激和其他支出的空间。高利率让财政刺激的成本更高，高赤字又使长端利率很难像过去那样在增长放缓时快速回落。过去市场常见的经济转弱后依靠利率下降刺激经济、进而带动成长股估值回升的这条路径，在未来可能没有那么一帆风顺。

仅供内部参考，请勿外传

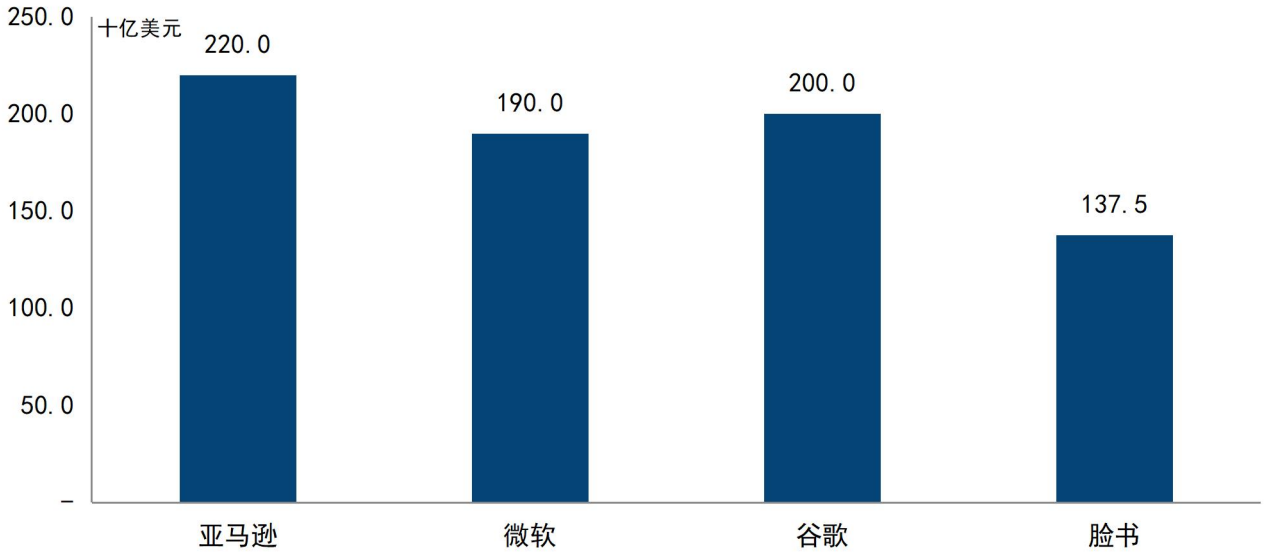
二、AI 基建如何影响债市

AI 资本开支到了什么量级？

AI 基础设施已经进入数千亿美元级别的资本开支周期。按最新指引，亚马逊 2026 年资本开支约 2200 亿美元，微软约 1900 亿美元，Alphabet 约 1950—2050 亿美元，Meta 约 1300—1450 亿美元。四家公司按区间中值计算，合计约 7475 亿美元。甲骨文 FY2027 资本开支预计约 950 亿美元，因为财年口径不同，我们单独列示。

今年的增量同样很大。Alphabet 2025 年资本开支约 914 亿美元，2026 年指引中值约 2000 亿美元；微软给出的自然年 2026 年资本开支约 1900 亿美元。GPU、存储、电力、土地、网络和施工成本一起上升，使 AI 基础设施越来越像一轮重资产投资周期。

图14：主要 CSP 2026 年资本开支已接近 7500 亿美元



资料来源：各公司业绩会，国信证券经济研究所整理

企业现金流还能覆盖多少

大型科技公司的融资能力依然很强，但资本开支正在更快消耗经营现金流。亚马逊、微软、Alphabet 和 Meta 在 2026 年二季度资本开支合计约 1701 亿美元，同期经营现金流约 1717 亿美元。这个比例不能简单理解为现金即将用完，因为各公司现金余额和融资能力都很强；更值得关注的是，回购、并购和现金积累的余量比过去明显减少。

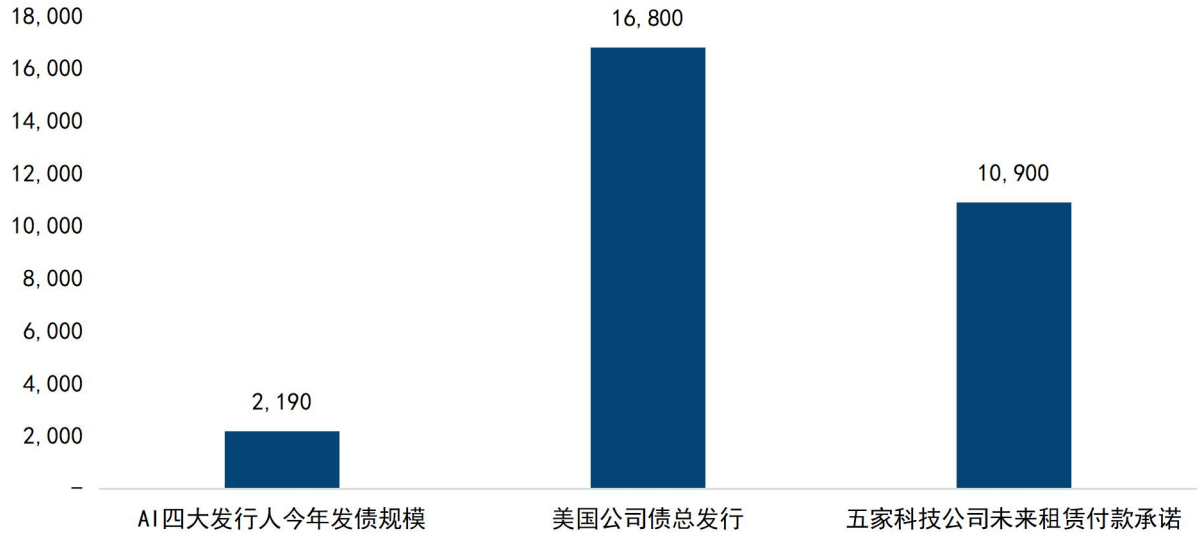
对美股定价来说，资本开支本身不是问题，回报速度才是关键。如果云收入、AI 订阅和广告变现能够同步增长，外部融资并不会明显降低股权价值；如果支出继续上调而自由现金流和收入兑现偏慢，市场就会同时提高对股票估值和公司债收益率的要求。

仅供内部参考，请勿外传

科技债供给开始放量

AI 融资已经从公司财报进入债券市场。路透社 8 月 21 日统计显示，2026 年至今美国大型科技公司的 AI 相关债券发行约 2200 亿美元，而去年同期只有约 125 亿美元，增幅远高于整体投资级公司债。亚马逊近期 250 亿美元债券发行中，部分长期品种较美债利差达到约 120bp；科技板块投资级债利差也略高于整体投资级市场。发行仍然顺畅，但投资者开始要求更好的价格。

图15：AI 融资增加了长期债券市场的可选资产（亿美元）



资料来源：各公司业绩会，国信证券经济研究所整理

更值得注意的是发行期限。科技公司为了匹配数据中心和长期基础设施投入，开始发行更长期限的债券，谷歌 8 月最新发行的 250 亿美元债券期限覆盖 2 年至 40 年，并且把融资范围扩展到澳元、英镑、瑞郎、日元等市场。

保险、养老金和全球投资级债券基金本来就是 10—30 年长期美债的重要买家，现在又多了收益率更高的优质科技债选择。这个变化也会提高长期固定收益市场对美债收益率的要求。

表5：谷歌 8 月新发 250 亿美元债覆盖 10 个期限档次的债券，到期日从 2 年至 40 年不等

期限	到期日	初始利差（较美债）
2 年期固定	2028 年 8 月 15 日	+60 个基点
2 年期浮息	2028 年 8 月 15 日	SOFR 平价
3 年期固定	2029 年 8 月 15 日	+70 个基点
3 年期浮息	2029 年 8 月 15 日	SOFR 平价
5 年期	2031 年 8 月 15 日	+85 个基点
7 年期	2033 年 8 月 15 日	+100 个基点
10 年期	2036 年 8 月 15 日	+110 个基点
20 年期	2046 年 8 月 15 日	+130 个基点
30 年期	2056 年 8 月 15 日	+140 个基点
40 年期	2066 年 8 月 15 日	+155 个基点

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

表外融资同样值得关注

数据中心投资并不全部体现为传统公司债。据 8 月初路透社对 LSEG 数据和各公司文件的分析，微软、Meta、甲骨文、亚马逊和 Alphabet 已经签署但尚未开始的未来租赁付款承诺约 1.09 万亿美元，而已经确认在资产负债表中的租赁负债约 2850 亿美元。两组数字不能直接相减：前者多为未折现的长期合同，很多要等数据中心投入使用后才确认；后者是已经开始租赁的现值负债。它们反映的是未来固定付款义务正在快速增加。但这个数据至少说明，未来固定付款义务明显高于当前表内数字。

不同公司的压力并不一样。微软、亚马逊和谷歌仍有庞大现金流，更多是资本配置效率的问题；甲骨文的杠杆压力则更明显。甲骨文 FY2026 债务融资约 430 亿美元，FY2027 预计还需要约 400 亿美元债务和股权融资，同时背负较大的数据中心租赁承诺。未来信用市场需要越来越区分现金流能够覆盖投资的公司，和需要持续依赖外部融资的公司。

AI 融资如何影响美债利率

第一，**科技公司长债供给增加，会分流一部分原本配置美债的长期资金。**保险、养老金、资管机构配置长期资产时，不只比较信用风险，也会比较收益率和期限。高评级科技公司大规模发行 10 年、20 年甚至更长期限债券后，投资者可选择的高质量长久期资产明显增加。

以谷歌近期 250 亿美元发债为例，虽然认购需求依然旺盛，但大规模新券发行仍需要市场腾出资金和久期额度。对美债而言，这意味着在其他条件不变的情况下，长端收益率需要保持一定吸引力，才能继续吸引边际资金。

第二，**集中发债会提高整个债券市场需要消化的久期规模。**对长端利率来说，真正重要的不只是某一家公司发了多少债，而是财政部和企业部门在同一阶段都在大量融资。财政部需要滚动发行国债，大型科技公司又密集发行长期信用债，保险、养老金、共同基金等长期资金面对的债券供给明显增加。如果新增资金流入赶不上债券供给增长，投资者往往会要求更高的收益率来承接这些资产，长端利率和期限溢价也更容易上升。这个影响在 10 年期以上债券上通常更明显，因此也可能推动收益率曲线进一步陡峭化。

第三，**AI 投资本身可能改变市场对通胀和实际利率的判断。**数据中心建设会持续增加电力、铜、变压器、服务器、工程施工和其他资本品需求。如果这些领域的供给扩张偏慢，价格压力可能维持更长时间，市场就会降低对长期通胀回落速度的预期。与此同时，如果 AI 投资维持较高回报，企业愿意持续扩大资本开支，对资金的需求也会保持高位，这都会使长期实际利率较过去十年更难回到低位。

第四，**如果 AI 最终显著提高生产率，长期均衡利率本身也可能上移。**更高的生产率意味着潜在经济增速和资本回报率提高，私人部门愿意在更高利率水平下继续投资。对债券市场而言，这意味着未来即使通胀回落，10 年期和 30 年期美债收益率也未必能够回到疫情前长期低利率时期的水平。

因此，我们认为 AI 基建融资对债券市场的影响并非简单等同于利空美债。长期来看，如果 AI 投资能够转化为更高生产率、更快的利润增长以及更高税收收入，美国财政基本面反而可能得到改善。

当前市场更需要消化的是时间上的错位，资本开支和融资需求已经大幅上升，但 AI 投资带来的现金回报、生产率改善和税收贡献还需要时间兑现。与此同时，美

仅供内部参考，请勿外传

国财政部自身融资需求仍处在高位。所以现阶段 AI 融资对美债的影响首先体现在长端。市场需要在较短时间内同时吸收更多国债和高等级公司债，而能够稳定配置长期债券的资金增长相对有限。在这一过程中，10 年期和 30 年期美债需要提供更高的收益率，才能继续吸引边际投资者。只有未来 AI 投资的盈利和生产率回报逐步兑现，这部分压力才可能得到缓解。

仅供内部参考，请勿外传

三、政策端还能做什么

财政部的工具箱里还有什么

财政部近期最直接的动作是扩大长端国债回购。8 月 19 日财政部宣布，从 9 月 9 日起把 10—20 年和 20—30 年期老券的单次回购上限从 20 亿美元提高到至少 40 亿美元。财政部给出的理由仍是改善老券流动性和市场深度。这个工具确实能够减少部分流动性较差的老券供给，缓和新老券之间的价格差异，但相对于整个国债市场，单次数十亿美元的规模仍然有限。

市场上有一种说法，把接近 1 万亿美元的财政部一般账户（TGA）理解成可以直接拿来长期回购美债的资金池。这个理解并不准确。财政部当然可以利用现金余额做短期现金管理，但如果要维持既定 TGA 目标，每一美元回购最终仍需要通过税收或新的国债融资补回。美国财政部此前也明确指出，与美联储可以创造准备金不同，财政部回购在其他条件不变时需要由等额发行来融资。

发行期限也可以调整。财政部可以继续增加 T-bill、现金管理券，减少当期长端供给；也可以通过 TGA 管理平滑税收高峰和季节性现金流。这些方法能够改变供给出现的时间和期限，却不会减少全年需要融资的总额。

表6：财政部潜在政策工具

政策工具	政策目标	主要限制
财政部回购	改善老券流动性和市场深度，降低局部交易摩擦；短期可缓和长端波动	若市场交易本身正常，扩容容易被解读为收益率管理；规模较小且需要财政融资配合，难以改变长期利率中枢
调整发行期限	短期增加 T-bill 可减轻长端当期供给	滚动融资更频繁，短债占比不可能无限提高
TGA 管理	可以平滑短期现金流和短债发行节奏	9000 亿美元以上现金余额不是可以长期无成本用于回购的“弹药”
美联储回购工具/准备金管理	缓解短期融资市场紧张、保证回购市场运行	不直接改变财政赤字，通胀偏高时大规模购债空间有限
银行杠杆监管优化	提高大型银行和交易商承接国债、做市和回购中介的能力	提高的是中介能力，并不会创造最终长期资金需求

资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

继续借短买长的得失

财政部还可以继续让新增融资更多落在短期国库券上。当前银行准备金仍接近 3 万亿美元，货币基金规模也很大，短债的承接能力较强。相比发行大量长债，短债对长期利率的直接影响通常更小。

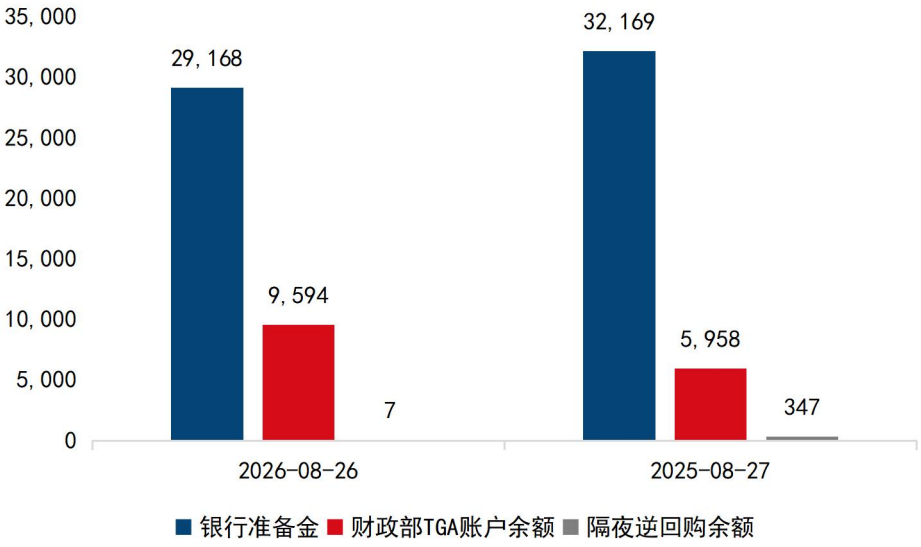
但更需要关注的是市场购买新发短债的资金来源。当前财政部一般账户（TGA）余额已经超过 9300 亿美元，较一年前增加约 4100 亿美元；同期银行准备金由约 3.3 万亿美元降至 2.93 万亿美元。与 2023 年债务上限解除后的情况不同，目前美联储隔夜逆回购工具（ON RRP）余额已经接近耗尽，基本失去作为短债发行缓冲池

仅供内部参考，请勿外传

的作用。货币基金通过减少 ON RRP 配置来承接新增短债的空间已经非常有限。因此，如果后续财政部继续维持较高的 TGA 余额，并进一步增加短债净融资，资金对银行准备金和货币市场流动性的影响可能更加直接。

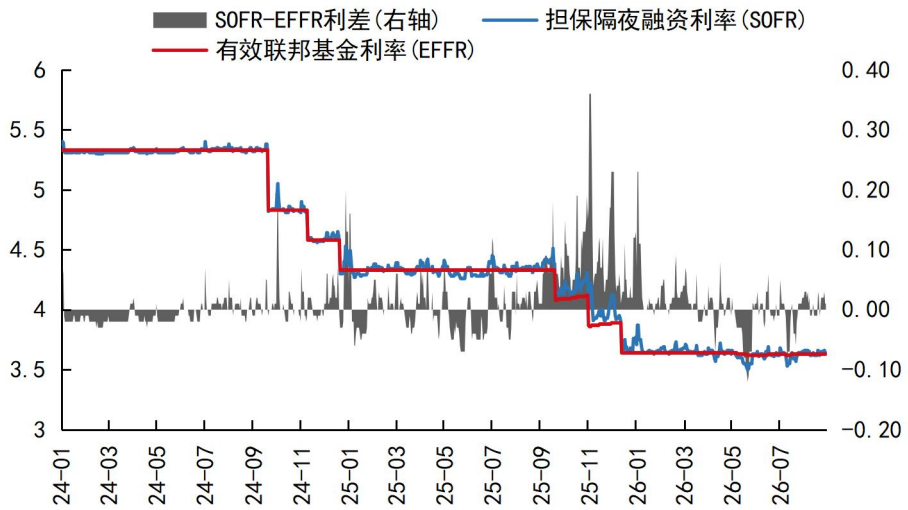
因此，判断短债供给是否对市场造成流动性压力，不能只看发行规模，还需要同时观察 TGA 和银行准备金的变化，并结合 SOFR、EFFR 利率判断资金面是否开始趋紧。

图16：准备金仍接近 3 万亿美元，但隔夜逆回购相较一年前已接近耗尽



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图17：SOFR 与 EFFR 利率



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

美联储能解决哪些问题

美联储更适合处理短期资金市场和交易功能。如果国债供给增加后，银行准备金下降、SOFR 和回购利率明显上行，美联储可以通过常备回购便利、准备金管理和资产负债表操作稳定短期融资。2020 年 QE 式的大规模购债也能压低长端收益率，但那通常是为了解决严重的市场功能问题或经济冲击。当前通胀仍偏高，直接以压低长期融资成本为目标的大规模购债，政策代价明显高于疫情时期。

表7：美元资金面指标现状

指标	规模	周环比	说明
银行准备金	2.925 万亿美元	-104 亿美元	仍处较充裕水平，但较一年前下降约 3000 亿美元
财政部一般账户（TGA）	9507 亿美元	-29 亿美元	继续维持高位
美联储逆回购总额	约 3562 亿美元	-175 亿美元	主要是外国官方机构交易，不等同于货币基金 ON RRP
货币基金隔夜逆回购（ON RRP）	1.75 亿美元	-0.25 亿美元	2023 年曾经是吸收短债供给的重要资金来源，如今缓冲明显减弱

资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

放松监管能提高多少国债承接能力

银行监管也会影响国债市场的承接能力。以补充杠杆率（SLR）为例，大型银行需要按照总资产规模持有一定资本，而美国国债和存放在美联储的准备金都计入资产总额。这样一来，即使国债本身信用风险很低，银行持有更多国债、参与更多回购交易，也会占用资产负债表空间。

当财政部发债规模较大、一级交易商需要暂时接下更多国债时，这一点尤其重要。银行如果受到资本约束，就可能不愿意继续扩大国债库存，做市商也会更谨慎地承接客户卖盘。适度调整 SLR 等监管要求，可以降低银行持有国债和参与回购交易的资产负债表成本，从而提高一级交易商的做市能力，也有助于改善国债市场的流动性。

但这种政策能够增加的，主要是银行体系短期承接和周转国债的能力，并不等于市场会凭空多出同等规模的长期买盘。银行和交易商可以在拍卖后暂时多持一些国债，也可以更积极地为客户提供回购融资和双边报价，但这些头寸最终仍需要转移给真正愿意长期配置国债的投资者，比如养老金、保险公司、海外官方机构和资产管理机构。

因此，监管放松对美债更偏向短期利好，主要作用在于改善市场深度和拍卖承接；能否持续压低长端收益率，最终仍取决于长期资金需求能否跟上国债供给增长。

政策能否长期压低长端利率

财政部宣布扩大回购后，市场对这项政策的性质出现了明显分歧。对冲基金投资者德鲁肯米勒，同时也是贝森特的投资导师，在 8 月 24 日的评论中提出，如果国债市场出现拍卖失败、交易商资产负债表明显吃紧或被迫平仓，官方介入有助于恢复交易；但 8 月中旬长债下跌期间，拍卖和二级市场仍在正常运行，波动虽大，却没有出现类似 2020 年 3 月美债市场或 2022 年 9 月英国国债市场那样的异常。

因此，他更倾向于把这次扩容理解为对长端收益率的主动干预，而不只是流动性管理。这个争议本身值得重视，因为市场一旦认为财政部在防守某个收益率水平，后续每一次利率上行都可能引发对政策继续加码的猜测。

仅供内部参考，请勿外传

从市场反应看，回购消息公布后 30 年期收益率一度快速回落，但随后很快重新回到 5%以上，说明有限规模的回购可以影响短期交易，却难以改变长期定价。

财政部的解释也有其合理性：在长端收益率短时间大幅波动时，提前增加老券回购，可以改善交易深度、减少局部流动性折价，未必等同于设定收益率目标。更关键的判断标准是政策有没有逐步从改善交易转向持续压低某个利率水平。如果未来回购规模不断扩大，同时削减长债发行、动用 TGA 并明确以降低长期收益率为目标，市场对价格管理的担心才会明显上升。

长期化债还是要靠财政和增长

长期看，美债问题没有快捷的解决办法。最直接的做法是减少利息支出以外的财政赤字，让债务增长慢于名义 GDP，但大幅削减支出或加税在美国当期的政治环境下都不容易。另一个办法是提高名义增长，既包括 AI 提高生产率带来的真实增长，也包括适度通胀。如果名义 GDP 能够长期跑赢平均融资成本，债务占 GDP 的比例更容易稳定。监管和金融体系对国债的结构性需求也能降低融资成本，但这类办法只是分担成本，并不会减少债务本身。

美联储当然也有能力在市场流动性明显变差时买债，但在通胀仍偏高的环境下，政策空间比 2020 年小得多。近期政策顺序也很清楚：先由财政部通过回购改善长债交易，美联储暂时没有扩表介入。

沃什在杰克逊霍尔的表态弱化政策托底预期

8 月 28 日，沃什在杰克逊霍尔讲话中再次强调 2%的通胀目标是明确且固定的，并指出当前金融条件很难被称为紧缩，消费、私人投资和就业仍保持韧性。这意味着在通胀没有进一步向目标回落之前，美联储并不急于通过降息缓解金融条件，市场随后也明显上调了 9 月加息预期。

对美债市场而言，更值得关注的是沃什对政策框架的表述。他强调短期利率仍应是常规货币政策的主要工具，量化宽松等非常规政策只适用于真正的危机；同时，他希望减少过度前瞻指引，让市场价格重新承担更多信息发现功能。这实际上提高了美联储直接干预长端收益率的门槛。只要国债市场交易功能正常，即使 30 年期收益率维持高位，美联储更可能通过政策利率和流动性工具应对，而不会轻易重新大规模买入长债。

沃什的讲话短期推高了整体利率中枢，但对长端的影响更复杂。偏鹰的货币政策提高了短期利率预期，也降低了市场对美联储直接压低长端收益率的期待；与此同时，更可信的通胀控制也可能压低长期通胀补偿。因此，短期对长债价格偏负面，中期仍要看实际利率和长期通胀预期哪一项占主导。

仅供内部参考，请勿外传

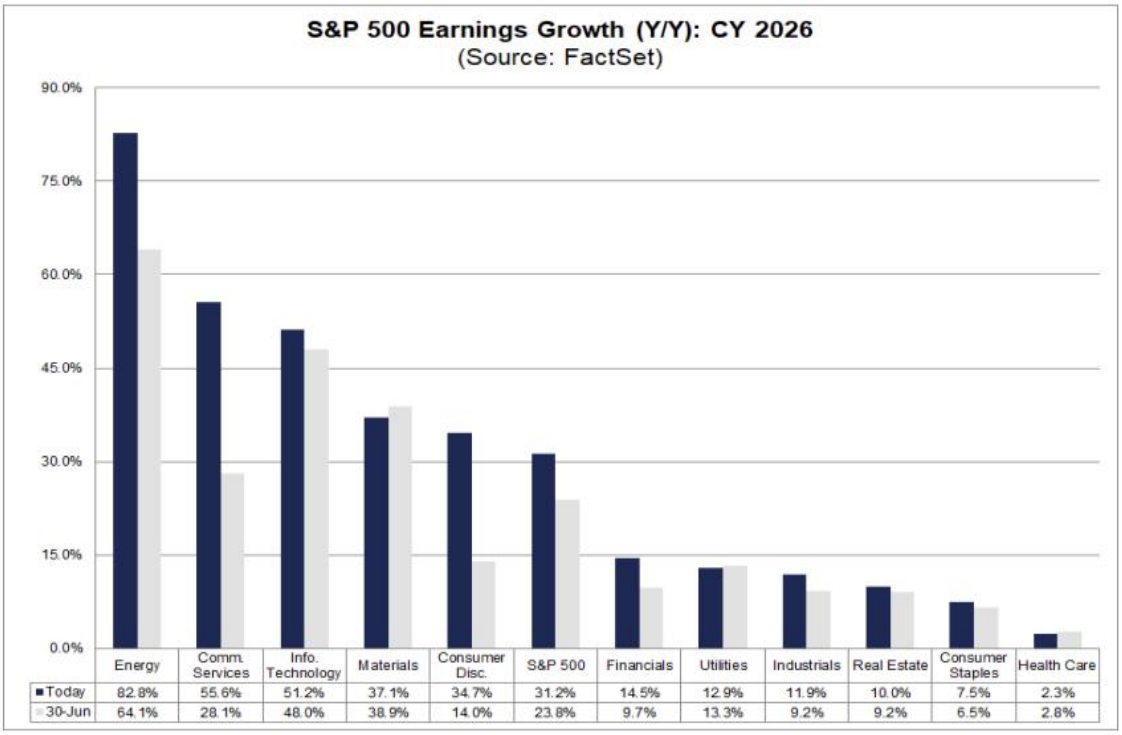
四、美股怎么看：从利率压力到风险信号

高利率何时会从估值压力转向盈利压力

30 年期美债收益率升至 5%以上并不意味着美股一定下跌。标普 500 盈利仍保持较快增长，二季报中 86%的标普 500 成分股公司盈利超市场预期，FactSet 截至 8 月 28 日预计 2026 年全年盈利同比增长 31.2%，较 8 月初的 30.0%进一步上调；Q3 和 Q4 盈利增速预期分别为 28.2%和 25.8%。

较强的盈利增长仍在为高利率环境下的估值提供一定缓冲。

图18：标普 500 指数与各行业 2026 全年盈利增速预期



	Energy	Comm. Services	Info. Technology	Materials	Consumer Disc.	S&P 500	Financials	Utilities	Industrials	Real Estate	Consumer Staples	Health Care
Today	82.8%	55.6%	51.2%	37.1%	34.7%	31.2%	14.5%	12.9%	11.9%	10.0%	7.5%	2.3%
30-Jun	64.1%	28.1%	48.0%	38.9%	14.0%	23.8%	9.7%	13.3%	9.2%	9.2%	6.5%	2.8%

资料来源：FactSet，国信证券经济研究所整理

交易层面，我们更关注三个信号是否都出现：

1） 10 年和 30 年期继续上行；

2） 盈利预期停止上修甚至转弱；

3） 信用利差和美元融资成本也开始抬升。

如果只有利率一项变差，市场往往先表现为估值收缩和行业轮动；如果三项一起走弱，调整的深度通常会明显增加。

近期的美股市场已经给出了一些提示。30 年期创出新高后，费城半导体指数 8 月 18 日单日下跌约 5%，存储和半导体设备跌幅更大，医疗、必需消费相对抗跌。这里当然有 AI 投资回报的担忧，但利率因素同样重要：利润越依赖远期、当前自由现金流越弱的公司，对折现率变化越敏感。

仅供内部参考，请勿外传

三种长端利率情景及美股影响

基准情景下，未来 6-12 个月内 10 年期在 4.4%—4.8%、30 年期在 4.9%—5.3%区间波动，财政部继续用短债调节融资节奏，AI 资本开支维持高位，但大型科技公司的云收入和盈利能够兑现。这样的环境并不轻松，却也未必结束牛市。指数估值继续抬升的空间有限，回报会更多依靠盈利增长，AI 板块内部的差异会扩大。现金流和订单确定性高的龙头相对占优，半导体设备、存储、数据中心 REITs 和高杠杆 AI 链条波动会更大。

压力情景下，30 年期稳定站上 5.3%，10 年期向 5%靠拢，财政部开始讨论增加中长期国债拍卖规模，科技债年内发行明显超过 2500 亿美元，同时 AI 资本开支指引继续上修。如果盈利预期还稳定，市场更可能先经历 5%—10%左右的估值调整，高估值成长股跌幅会更大，金融、能源、价值和现金流型资产相对占优。这个阶段最重要的是看公司债还能不能顺利发行、信用利差是否只是小幅走阔。

更差的情景，是长端利率继续上行，同时增长没有变得更强，市场反而更加担心财政和通胀；另一边，AI 商业化收入低于预期，资本开支回收周期拉长，盈利预期也开始下降。这样估值和盈利会同时往下走。以当前约 20 倍前瞻市盈率为起点，如果估值下调 7%—10%，再叠加未来 12 个月盈利预期下修 5%—8%，指数回撤进入低双位数并不难。出现这组信号时，降低风险会更有必要。

当前仍以估值压力为主

截至 8 月 28 日，标普 500 仍在 7711 点附近，年内上涨约 12.6%；前瞻 12 个月市盈率约 20 倍，2026 年盈利增速预期约 31%。银行准备金仍接近 3 万亿美元，公司债发行虽然很大，但投资级信用利差仍处低位。

综合这些指标来看，当前主要还是长端利率上升带来的估值压力，尚没有看到企业融资和盈利同时明显转弱。

需要留意的是，如果 30 年期重新站上 5.3%并继续上行，10 年期向 5%靠拢，同时 AI 龙头下调资本回报预期、云收入增速放缓，市场对高利率的叙事会发生变化。届时半导体、数据中心、软件等板块面临的就不只是估值下调，盈利预期也可能被下修。

四个信号判断风险是否升级

第一看收益率曲线。如果 30 年期上行，而 2 年期稳定甚至下降，说明主要压力仍来自长期利率，这通常对高估值成长股不利，但对部分银行和保险未必是坏事。

第二看财政部季度再融资安排和拍卖结果。如果中长期国债发行规模开始增加，而且拍卖连续偏弱，长端供给压力会更实在。

第三看信用市场发行成本。科技债发得多并不可怕，更值得警惕的是新债发行成本持续上升，并扩散到更广泛的投资级公司债。

第四看盈利预期。只要标普盈利预期仍在上修，利率上行更容易表现为行业轮动；盈利修正一旦转负，市场承受能力会明显下降。

因此，目前还不需要因为 30 年期突破 5%就全面转向防守，但组合不能再建立在长端利率自然回落的假设上。现金流好、盈利能见度高、AI 投入已经开始转化为收入的科技龙头仍有配置价值；高杠杆 AI 基础设施、盈利兑现较远的成长股，以及住房和消费中对融资成本特别敏感的公司，需要更高的安全边际。如果长端重

仅供内部参考，请勿外传

新突破前高，同时盈利预期开始下修，应更主动降低组合波动。

六维风险监控框架

日常跟踪不需要涵盖太多指标。我们把最有用的信息分成六组：财政融资、长端利率、美元资金面、AI 融资、信用市场和美股表现。前四组观察债券供给和资金价格，后两组看压力有没有扩散到企业融资和股票盈利。六组指标各按 0、1、2 分计分，用于观察风险变化，而不是替代投资判断。

表8：六维监控框架、阈值与组合信号

模块	重点观察	0 分：平稳	1 分：留意	2 分：压力较大	更新频率	当前
财政融资	季度再融资安排、净借款、中长期国债拍卖、短债占比	中长融资符合预期；中长期拍卖量稳定	净借款上调；短债占比偏高；个别拍卖偏弱	10 年以上国债连续增加发行；多次拍卖表现偏弱	季度/每次拍卖	1 分
长端利率	10Y、30Y、收益率曲线、实际利率	长端基本跟随联储预期	长端独立上行；曲线持续变陡	30Y 突破前高，实际利率也明显上升	每日	2 分
美元资金面	银行准备金、TGA、逆回购、SOFR 与联邦基金利率	准备金稳定；TGA 回落；回购市场平稳	TGA 偏高、准备金连续下降	回购利率明显抬升，准备金快速下降	每日/每周	1 分
AI 融资	资本开支/经营现金流、自由现金流、科技债、租赁和项目融资	经营现金流足以覆盖资本开支；发债平稳	资本开支接近经营现金流；外部融资增加	自由现金流持续转弱；长期科技债密集发行且成本上升	财报季/周度	2 分
信用市场	投资级/高收益债利差、科技债定价、新债发行情况	信用利差低位稳定	信用利差连续小幅走阔；新债定价变贵	信用利差明显跳升，部分发行推迟或取消	每日	1 分
美股表现	盈利修正、市场宽度、VIX、高估值科技相对表现	盈利上修；市场宽度稳定	高估值板块持续跑输；宽度转弱	盈利下修、信用走阔、市场宽度同时恶化	每日/周度	1 分

资料来源：国信证券经济研究所整理

六组指标各按 0、1、2 分计分：0 分表示整体平稳，1 分表示需要留意，2 分表示压力已经比较明显。总分 0—3 分为绿灯，4—6 分为黄灯，7—9 分为橙灯，10—12 分为红灯。分数只是辅助，实际判断还要看信用和短期融资市场。如果长端利率很高，但公司债利差和回购市场仍然稳定，通常还是估值调整；如果信用利差、回购利率和盈利预期也一起转弱，就需要明显提高防守。

当前判断：8/12 分，橙色预警

截至 2026 年 8 月 28 日，六组指标合计 8 分：财政融资 1 分、长端利率 2 分、美元资金面 1 分、AI 融资 2 分、信用市场 1 分、美股表现 1 分，整体维持橙色风险等级，较上周持平。 当前最明显的压力仍然来自长期利率偏高和 AI 资本开支带来的新增融资需求。30 年期美债收益率仍在 5.2%以上，大型科技企业持续增加债券融资，高久期资产对利率变化也更加敏感。不过，公司债信用利差仍处于历史低位，银行准备金虽然下降，但回购市场尚未出现明显异常，美股盈利预期也没有普遍转弱。因此，目前更接近长端利率和久期供给压力偏高，但还没有发展成全面的美元流动性收紧。

仅供内部参考，请勿外传

长端利率是目前最重要的指标，维持 2 分。8 月 18 日 30 年期美债收益率一度升至 5.337%，随后财政部宣布从 9 月 9 日起，将 10—20 年和 20—30 年期老券的单次流动性支持回购上限由 20 亿美元至少提高至 40 亿美元，长端收益率有所回落。

到 8 月 28 日，10 年期和 30 年期收益率分别收于 4.73%和 5.21%，30Y—10Y 利差约 48bp。沃什在杰克逊霍尔发表偏鹰讲话后，2 年期收益率单日上升 12.8bp 至 4.36%，10 年期上升 5.8bp，30 年期仅上升 2.2bp，曲线呈现明显的熊平。这说明最新一轮利率上行更多来自市场重新提高 9 月加息预期，与 8 月中旬财政和期限溢价推动的长端上行有所不同。换句话说，长端绝对水平仍然偏高，但过去一周财政风险并没有继续加速。

财政融资维持 1 分。财政部最新季度再融资安排预计三季度私人持有净市场化借款约 7390 亿美元、四季度约 6280 亿美元，融资规模仍然较高，但中长期附息国债发行量暂时没有进一步增加。8 月季度再融资安排包括 580 亿美元 3 年期、420 亿美元 10 年期和 250 亿美元 30 年期国债，财政部仍认为目前的附息债拍卖规模基本能够满足近期融资需求。因此，30 年期收益率处于 5%以上，更多反映投资者对中长期财政赤字、未来国债供给和期限溢价的担忧，并不是财政部当下突然增加了 30 年期国债发行。

8 月 19 日扩大长端老券回购规模主要是改善二级市场流动性，并不会减少财政部整体融资需求。后续需要重点观察 QRA 是否开始提高 10 年、20 年和 30 年期发行量，以及长债拍卖是否连续出现尾部扩大、间接投标比例下降等需求转弱迹象。

美元资金面维持 1 分。美联储 8 月 27 日公布的数据显示，截至 8 月 26 日，银行准备金约 2.925 万亿美元，较前一周减少约 104 亿美元；财政部一般账户 TGA 约 9507 亿美元，继续处于偏高水平。TGA 维持高位、ON RRP 缓冲基本退出以后，财政融资对银行准备金的影响比前几年更值得关注。不过，目前准备金下降速度仍然比较温和，尚未看到 SOFR 相对联邦基金有效利率持续异常走高，也没有出现明显的回购市场融资压力。后续如果准备金快速向 2.8 万亿美元甚至更低水平下降，同时 SOFR—EFFR 利差持续扩大，这一项才需要升到 2 分。

AI 融资继续给 2 分。2026 年以来，大型科技公司的 AI 资本开支和外部融资需求仍没有明显降温。亚马逊、谷歌、Meta 和甲骨文等企业持续通过公司债、项目融资和其他方式为 AI 基础设施投资补充资金，谷歌近期又计划通过美元债市场融资约 200 亿—250 亿美元，部分债券期限延伸至数十年。与此同时，AI 相关资本开支仍处于快速增长阶段，云服务商没有明显下调数据中心、芯片和电力基础设施投资计划。

AI 融资本身不足以单独解释 30 年期美债收益率上升，但财政部和大型科技企业同时增加长期融资，会增加保险、养老金、共同基金等长期资金需要消化的久期资产规模。如果未来科技债发行进一步加速，同时 CSP 自由现金流因为资本开支快速增长而明显下降，这一渠道对长端利率和信用市场的影响会进一步增强。

信用市场给 1 分，但目前仍然是六维框架中最重要的缓冲。截至 8 月 27 日，ICE BofA 美国投资级公司债期权调整利差（OAS）约 79bp，低于 8 月 18 日的 82bp，也低于 8 月 21 日的 81bp，说明二级信用市场并没有跟随美债收益率恶化。BB 级和单 B 级高收益债利差同样没有出现持续走阔。

从风险传导角度看，目前无风险利率处于高位、科技企业一级市场融资规模明显增加，企业综合融资成本已经有所提高，因此这一项仍给 1 分；但信用利差没有明显上升、一级市场仍能够正常发行，说明尚未进入信用收缩阶段。如果后续投资级 OAS 持续突破 100—110bp，同时高收益债 OAS 明显向 300bp 以上移动，或者

仅供内部参考，请勿外传

大型科技债发行开始需要明显提高新券溢价，才意味着美债高利率正在从估值压力向企业融资压力传导。

美股表现维持 1 分，短期市场宽度开始出现一些值得关注的变化 8 月 28 日沃什讲话后，标普 500 下跌 0.25%，纳指下跌 0.52%，Russell 2000 下跌约 1.4%，高久期科技和小盘成长对利率重新上行的敏感度较高。8 月 27 日的市场结构也比较典型：虽然标普 500 上涨，但 500 只成分股中只有约 155 只上涨，11 个行业中有 10 个下跌，指数上涨主要由大型科技股推动，说明短期市场宽度已经有所收窄。

不过，目前还没有看到盈利预期与市场宽度同步恶化。二季度标普 500 盈利增长依然强劲，已公布公司的整体盈利增速明显高于财报季开始前的市场预期，AI 基础设施相关公司的盈利和订单也仍有支撑。因此，当前更接近高利率开始压缩高估值资产的估值空间，但尚未进入盈利下修驱动的第二阶段调整。如果后续出现 EPS 一致预期连续下调、站上 200 日均线的股票比例明显跌破 60%，同时高久期科技持续跑输等权指数，这一项才需要升至 2 分。

整体来看，截至 **8 月 28 日，六维评分维持 8 分、橙灯，较上周没有进一步恶化，但风险结构出现了一些变化。**8 月最突出的风险是 30 年期收益率快速突破 5.3%，财政供给、期限溢价和 AI 久期供给共同受到市场关注；过去一周财政部宣布扩大长端回购后，30 年期收益率从高点有所回落，而沃什在杰克逊霍尔的偏鹰表态又推动短端利率明显上升，收益率曲线由此前偏熊陡重新转向熊平。这意味着目前美债压力更多表现为高利率环境持续，而不是财政风险进一步失控。

对美股而言，8 分橙灯暂时不支持全面降低权益仓位，但需要控制组合久期。 当前更适合减少估值过高、远期现金流占比高、依赖持续外部融资的小盘成长和部分拥挤 AI 概念股，相对保留盈利兑现度较高的大型科技、金融、工业以及现金流稳定的板块。AI 内部也需要进一步区分能够快速将资本开支转化为收入和现金流的龙头，与主要依靠外部融资维持投资的公司。单凭 30 年期收益率维持在 5%以上，还不足以支持全面减仓。

哪些信号会触发红色预警

下一阶段最重要的升级信号仍然是几组指标开始同时恶化：

- 30 年期重新突破 5.33%左右并伴随 10Y—30Y 重新明显熊陡；
- 银行准备金快速跌破 2.8 万亿美元，同时 SOFR—EFFR 持续扩大；
- 投资级和高收益债 OAS 明显走阔；
- 科技债一级发行开始出现更高的新券溢价；
- 标普 500 EPS 一致预期转为持续下修，同时市场宽度进一步恶化。

如果这些信号陆续出现，六维评分可能由目前的 8 分橙灯升至 10 分以上红灯，届时才意味着美债和 AI 融资压力已经开始转化为更广泛的美股流动性风险。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

美国财政政策与国债发行结构超预期变化；通胀与油价的不确定性；AI 资本开支与融资规模显著高于或低于当前指引；美联储资产负债表与准备金需求变化。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032