下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 09 月 10 日

【宏观专题】

再议美科技巨头融资——海外科技思辨系列六

❖ **核心观点。**

随着美股七巨头更新了二季度的财报数据，我们对美股七巨头的融资全景进行追踪和更新，可以发现：1）从融资全景看，截至 2026 年 8 月底，七大巨头含表外融资敞口达 1.19 万亿美元——表内融资 8010 亿美元、表外 VIE 敞口 3872 亿美元，5 月底以来单季新增 1456 亿美元。2）从融资梯度看，美股七巨头当中 Alphabet、Amazon、Meta 和 Nvidia 的发债规模和发债频率显著上升；发债放缓的是 Apple 与 Microsoft；而 Tesla 则基本退出债券市场。3）从融资倍数看，美股科技巨头发债体量与认购热度在 2026 年背离，即体量创新高、倍数边际回落，反映市场对 AI 基建融资潮的吸纳能力已不如 2024-2025 年，但平均来看仍然高于同期限的国债。4）从融资利差看，美股七巨头 CDS 利差和 OAS 利差走阔，但仍远低于同期限的高收益公司债利差。5）从融资挤压看，截至 2026 年 7 月底，AI 产业链公司债净发行 3140 亿美元，已超过同期美国非金融公司债净发行（5445 亿美元）的一半，约占同期美国国债净发行（期限 1 年以上，7415 亿美元）的 40%，AI 产业链融资在增量资金配置上对美国国债形成了一定程度分流。但考虑到非金融公司债净发行/国债净发行比例与期限溢价的相关性并不显著且系数为负，很难说 2026 年美国国债期限溢价的抬升源于 AI 产业链公司债的挤压。

❖ **融资全景：表内融资增量主要由公司债贡献**

截至 2026 年 8 月底，七大巨头表内融资 8010 亿美元，较 5 月底增加 829 亿美元；表外 VIE 敞口 3872 亿美元，较 5 月底增加 626 亿美元；含 VIE 融资敞口合计 1.19 万亿美元，较 5 月底增加 1456 亿美元。表内增量几乎全部由公司债贡献（706 亿美元），AI 基建融资的债券化仍在加速。边际变化集中于三家：Nvidia 单季发债 250 亿美元、存量从 85 亿美元跃至 335 亿美元，上游芯片商成为信用市场大额融资方；Amazon 的 VIE 敞口 1586 亿美元；Alphabet 以美元（450 亿美元）、英镑（55 亿英镑）、瑞郎（31 亿瑞郎）、欧元（90 亿欧元）、加元（85 亿加元）、日元（5765 亿日元）、澳元（55 亿澳元）等 7 个币种发行 808 亿美元。

❖ **融资梯度：英伟达时隔 5 年进入债券市场融资**

2026 年是科技巨头发债的历史大年。截至 2026 年 8 月底，Alphabet、Amazon、Meta、Nvidia 四家年内合计发行 2231 亿美元，为 2025 年全年的 2.6 倍。从融资梯度看，美股七巨头公司债融资可以划分为三个梯队：1）Alphabet、Amazon、Meta 和 Nvidia 的发债规模和发债频率显著上升，其中 Nvidia 在 6 月一次性发行 250 亿美元，完成了从“零发行”到信用市场常态化融资方的转变；2）发债放缓的是 Apple 与 Microsoft，两家凭借巨额经营现金流无需依赖外部债券融资；3）Tesla 则基本退出债券市场。

❖ **融资倍数：投标认购倍数边际回落**

美股科技巨头发债体量与认购热度在 2026 年背离，或反映市场对 AI 基建融资潮的吸纳能力已不如 2024-2025 年，但平均来看仍高于同期限的国债。具体来看：1）从投标认购倍数走势看，美股七巨头的投标认购倍数逐步下台阶，2025Q4 发行放量后当季认购倍数降至 3.73 倍，2026 年前三个季度进一步走低（2026Q3 统计截至 8 月底），分别为 2.96 倍、3.33 倍和 3.18 倍，低于 2026 年之前的水平。2）从公司层面看，投标认购倍数回落主要体现在 Amazon，其美元样本均值从 2025 年的 3.18 倍回落到 2026 年的 2.36 倍。3）从发行币种来看，欧元债降温比美元债更显著，2025Q2 Alphabet 欧元批次均值为 4.31 倍，2026 年欧元批次均值降至 2.0 倍，仅为 2025 年的一半。

❖ **融资价差：价差走阔但远未脱离投资级**

CDS 利差与公司债 OAS 利差是衡量美股七巨头信用风险定价的两个核心指标。截至 2026 年 8 月底，从 CDS 利差看，美股七巨头当中仅有 Apple（39bp）和 Microsoft（46bp）的 CDS 利差低于投资级公司债（50bp），其他 5 家公司的

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：李星宇

邮箱：lixingyu@hcyjs.com

执业编号：S0360524060001

相关研究报告

《【华创宏观】地产治理的对比——投石问“K”系列七》 2026-09-05

《【华创宏观】分化的社会“烦恼”——投石问“K”系列六》 2026-09-03

《【华创宏观】企业收入与岗位的非对称观察——投石问“K”系列五》 2026-08-30

《【华创宏观】扬汤止沸易，釜底抽薪难——长端美债的五点思考》 2026-08-27

《【华创宏观】从德国经验看 K 型分化的治理——投石问“K”系列四》 2026-08-27

下载日志已记录，仅供内部参考

CDS 利差均高于投资级公司债（50bp），但仍远低于同期限的高收益公司债（301bp）。从 OAS 利差看，美股七巨头中 Alphabet（2bp）、Microsoft（19bp）、Apple（19bp）、Amazon（65bp）、Nvidia（76bp）的 10 年期 OAS 利差均低于同期限的投资级公司债（78bp），更远低于同期限的高收益公司债（264bp）。从边际变化看，2025 年底以来美股七巨头的 OAS 利差和 CDS 利差全面走阔。

❖ **融资挤压：AI 产业链发债挤占增量而非存量**

我们分别用发行占比（行业发行/国债付息券发行，衡量一级新增供给冲击）、存量占比（行业存量/国债存量，衡量相对体量）、净发行比（Δ公司债存量/Δ国债存量，衡量边际资金竞争）三把尺子检验科技巨头融资对国债的挤压。截至 2026 年 7 月底，AI 产业链公司债净发行 3140 亿美元，已超过同期美国非金融公司债净发行的一半，约占同期美国国债净发行（7415 亿美元）的 40%，结合 AI 产业链发行占美债发行（期限大于 1 年）的比例超过 10%，AI 产业链融资在增量资金配置上对美国国债形成了一定程度的分流。但考虑到非金融公司债净发行/国债净发行的比例与期限溢价的相关性并不显著且系数为负，很难说 2026 年美国国债期限溢价的抬升源于 AI 产业链公司债的挤压。

❖ **风险提示：**

美股七巨头表外融资更新滞后。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

随着美股七巨头更新了二季度的财报数据，我们对美股七巨头的融资全景进行追踪和更新。

投资逻辑

随着美股七巨头更新了二季度的财报数据，我们对美股七巨头的融资全景进行追踪和更新，可以发现：1）从融资全景看，截至 2026 年 8 月底，七大巨头含表外融资敞口达 1.19 万亿美元——表内融资 8010 亿美元、表外 VIE 敞口 3872 亿美元，5 月底以来单季新增 1456 亿美元。2）从融资梯度看，美股七巨头当中 Alphabet、Amazon、Meta 和 Nvidia 的发债规模和发债频率显著上升；发债放缓的是 Apple 与 Microsoft；而 Tesla 则基本退出债券市场。3）从融资倍数看，美股科技巨头发债体量与认购热度在 2026 年背离，即体量创新高、倍数边际回落，反映市场对 AI 基建融资潮的吸纳能力已不如 2024-2025 年，但平均来看仍然高于同期限的国债。4）从融资利差看，美股七巨头 CDS 利差和 OAS 利差走阔，但仍远低于同期限的高收益公司债利差。5）从融资挤压看，截至 2026 年 7 月底，AI 产业链公司债净发行 3140 亿美元，已超过同期美国非金融公司债净发行（5445 亿美元）的一半，约占同期美国国债净发行（期限 1 年以上，7415 亿美元）的 40%，AI 产业链融资在增量资金配置上对美国国债形成了一定程度分流。但考虑到非金融公司债净发行/国债净发行比例与期限溢价的相关性并不显著且系数为负，很难说 2026 年美国国债期限溢价的抬升源于 AI 产业链公司债的挤压。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 融资全景：表内融资增量主要由公司债贡献 6
（一） 公司债：Amazon 发债规模最大 6
（二） 租赁负债：Amazon 租赁负债超千亿 7
（三） 表外融资：Nvidia 首次披露 VIE 融资 8
二、 融资梯度：英伟达时隔 5 年进入债券市场融资 9
三、 融资倍数：投标认购倍数边际回落 10
四、 融资价差：价差走阔但远未脱离投资级 11
五、 融资挤压：AI 产业链发债挤占增量而非存量 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 美股七巨头的表内外融资全景（亿美元）.....6
图表 2 美股七巨头公司债发行规模与存量规模.....7
图表 3 美股七巨头租赁负债融资变化.....7
图表 4 美股七巨头的租赁负债统计（亿美元）.....8
图表 5 美股七巨头的 VIE 融资梳理（亿美元）.....8
图表 6 美股七巨头的公司债发行统计（亿美元）.....9
图表 7 美股七巨头投标认购倍数季度分布.....10
图表 8 美股七巨头的 OAS 利差.....11
图表 9 美股七巨头的 CDS 利差.....11
图表 10 非金融公司债发行/1 年期以上美国国债发行.....12
图表 11 美国非金融企业债存量/可流通国债存量持续回落.....12
图表 12 美国非金融企业债净发行/可流通国债净发行（亿美元）.....13
图表 13 美国非金融企业债净发行/可流通国债净发行与美债期限溢价.....13

下载日志已记录，仅供内部参考

一、融资全景：表内融资增量主要由公司债贡献

美股七巨头的融资工具天然分为两类：表内（公司债 + 租赁负债）和表外（VIE/SPV 项目融资）。 截至 2026 年 8 月底，美股七大科技巨头表内融资合计约 8010 亿美元，较 5 月底的 7181 亿美元增加 829 亿美元；表外 VIE/SPV 敞口合计约 3872 亿美元，较 5 月底的 3246 亿美元增加 626 亿美元；两者合计的含 VIE 融资敞口约 11883 亿美元，较 5 月底的 10427 亿美元增加 1456 亿美元。表内融资的增量主要由公司债贡献，AI 基建融资的债券化仍在加速。

边际变化集中在三家公司：一是 Nvidia，二季度单季发债约 250 亿美元，债务存量从 85 亿美元跃升至 335 亿美元，为五家中变化最大——上游芯片商首次成为信用市场的大额融资方；二是 Amazon，经营租赁负债 963 亿美元，为七家最高，对应其 AWS 数据中心与物流网络的扩张；三是 Alphabet，截至 2026 年 8 月底，以美元（450 亿）、英镑（55 亿英镑）、瑞郎（31 亿瑞郎）、欧元（90 亿欧元）、加元（85 亿加元）、日元（5765 亿日元）、澳元（55 亿澳元）等 7 个币种发行 808 亿美元。

图表 1 美股七巨头的表内外融资全景（亿美元）

公司	公司债	租赁负债	表内融资合计	VIE 敞口	含 VIE 的融资敞口	融资特征
Microsoft	424.3	885.2	1309.5	130	1439.5	租赁负债大于公司债和 VIE 敞口
Amazon	1575.3	1097.7	2673	1586	4259	租赁负债在美股七巨头中最高
Alphabet	1274.7	206.3	1481	1585	3066	VIE 最复杂，四类 VIE
Meta	841.2	298.4	1139.6	524.4	1664	VIE 敞口主要为 AI 基建融资
Apple	809.7	137.2	946.9	/	946.9	现金充裕，与 AI 基建逻辑无关
Nvidia	335	54.9	389.9	47	436.9	上游供应商，不建数据中心
Tesla	0	70.2	70.2	/	70.2	汽车/能源公司，非 AI 基建
合计	5260.2	2749.9	8010.1	3872.4	11882.5	/

资料来源：Bloomberg，公司财报，华创证券；注：租赁负债=融资租赁负债+经营租赁负债；公司债口径为 2026 年 8 月底

（一）公司债：Amazon 发债规模最大

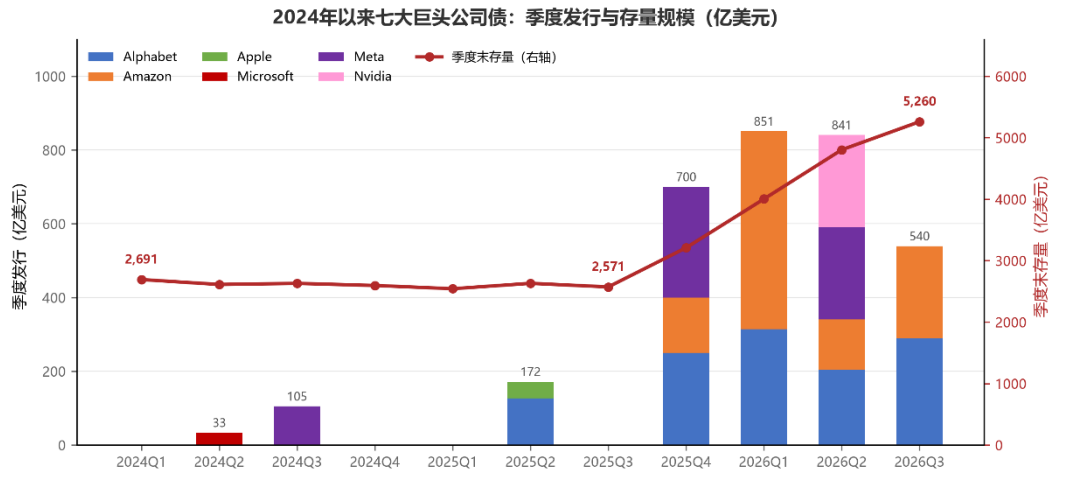
公司债是企业直接向市场投资者借钱。企业发行债券，约定利率和期限，到期还本付息。债券记在资产负债表的负债端，是“表内融资”——任何人都可以直观地看到债务规模。

发债规模上，截至 2026 年 8 月底，美股七巨头中 Amazon 的发债规模最大。具体来看，Amazon 发行 923 亿美元（38 笔），Alphabet 发行 808 亿美元（50 笔），Meta 发行 250 亿美元（6 笔），Nvidia 发行 250 亿美元（7 笔），四家合计发行约 2231 亿美元——而 2025 年全年四家合计仅 872 亿美元，2026 年前八个月的发行量已达 2025 年全年的 2.6 倍。

发行方式上，Alphabet 是本轮多币种融资的标杆：截至 2026 年 8 月底，以美元（450 亿）、英镑（55 亿英镑）、瑞郎（31 亿瑞郎）、欧元（90 亿欧元）、加元（85 亿加元）、日元（5765 亿日元）、澳元（55 亿澳元）等 7 个币种发行 808 亿美元。此外，最值得关注的是 Nvidia：这家此前几乎不依赖公开债市的上游芯片商，6 月一次性发行 250 亿美元（7 笔债券），完成了从“零发行”到信用市场常态化融资方的转变。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 美股七巨头公司债发行规模与存量规模

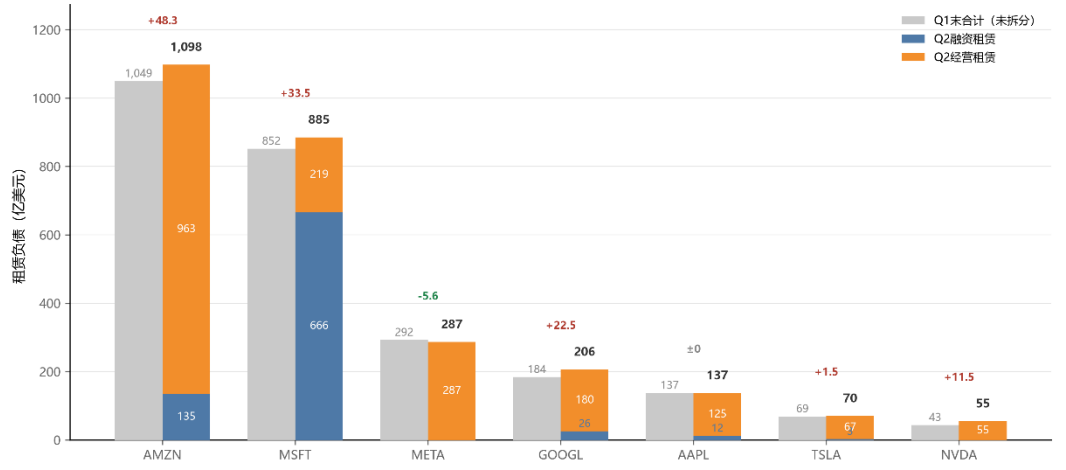


资料来源：Bloomberg，华创证券；注：公司债统计规模截至 2026 年 8 月底

（二）租赁负债：Amazon 租赁负债超千亿

截至二季度末，七大巨头租赁负债合计约 2750 亿美元，较一季度末增加 124 亿美元，其中经营租赁约 1897 亿美元、融资租赁约 853 亿美元。科技巨头的数据中心不动产以“租赁而非购买”方式获取，租赁负债实质上是变相的项目融资。

图表 3 美股七巨头租赁负债融资变化



资料来源：Bloomberg，华创证券

分公司看，1）Microsoft 是融资租赁规模最大的公司——二季度末融资租赁负债 666 亿美元，单季增加 34 亿美元，已明显超过其 424 亿美元的公司债存量；其融资租赁资产账面原值 827 亿美元，加权剩余租期 13 年，意味着 AI 数据中心的重资产投入通过租赁渠道持续表内化。2）Amazon 经营租赁负债 963 亿美元，为七家最高，对应其 AWS 数据中心与物流网络的扩张。3）Alphabet 经营租赁 180 亿美元、融资租赁 26 亿美元，规模相对克制，其数据中心扩张更多通过公司债与 VIE 渠道实现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4 美股七巨头的租赁负债统计（亿美元）

公司	Q2 融资租赁负债	Q2 经营租赁负债	Q2 租赁负债合计	Q1 租赁负债合计	环比变化
Tesla	2.8	67.4	70.2	68.7	1.5
Microsoft	665.9	219.3	885.2	851.7	33.5
Amazon	134.5	963.2	1097.7	1049.4	48.3
Nvidia	0.0	54.9	54.9	43.4	11.5
Apple	12.3	124.9	137.2	137.2	0.0
Meta	11.8	286.5	298.4	292.1	6.3
Alphabet	25.9	180.4	206.3	183.8	22.5
合计	853.3	1896.6	2749.9	2626.3	123.6

资料来源：公司财报，华创证券；注：租赁负债统计截至 2026Q2；Meta 和 Nvidia 的 10-Q 财报中融资租赁负债没有披露，因此保持跟年报一致，实际数值可能有偏离

（三）表外融资：Nvidia 首次披露 VIE 融资

表外 VIE 融资敞口集中于四家 AI 基建相关公司，合计 3872.4 亿美元，较一季度末增加 626.5 亿美元。VIE 的典型模式是：科技巨头出资约 20%设立独立实体，实体撬动银行贷款或私募信贷建设数据中心，建好后由科技巨头长期租用——资产和负债留在实体名下，不进入科技巨头的合并报表，经济风险与会计归属之间存在系统性错位。二季度最值得注意的是，Nvidia 首次披露 VIE 融资规模 47 亿美元。

分公司看：1）Meta 的敞口 524.4 亿美元，其中 Louisiana 数据中心 Venture 最大损失敞口 460.3 亿美元，与一季度基本持平。2）Alphabet 的敞口约 1585 亿美元，其中对数据中心实体的信贷背书名义本金从年初 284 亿美元增至 438 亿美元；未来注资承诺 219 亿美元（含 200 亿股权衍生品）；能源基建财务担保 76 亿美元。3）Amazon 的敞口估算约 1586 亿美元，其中已投资的账面价值 1223 亿美元，而明确的未来出资承诺 363 亿美元。4）Nvidia 首次披露 VIE，对基础设施融资商股权投资 33 亿美元，最大损失敞口 47 亿美元。

图表 5 美股七巨头的 VIE 融资梳理（亿美元）

公司	Q2 的 VIE 敞口	Q1 的 VIE 敞口	环比变化	说明
Meta	524.4	459.9	64.5	针对路易斯安那数据中心园区合资项目（特定 VIE）：460.3 亿美元+针对其他未合并 VIE：64.1 亿美元
Alphabet	1585	1114	471	投资类 VIE 敞口主要受 219 亿美元未来承诺限制（其中 200 亿为权益衍生工具）+租赁类 VIE 敞口为 852 亿美元未开始租赁的未来付款+信用衍生工具（数据中心）敞口为 438 亿美元+财务担保（能源基础设施）敞口为 76 亿美元
Microsoft	130	130	0	
Amazon	1586	1542	44	当前已投资的账面价值：1223 亿美元（主要是私人公司股权投资）+明确的未来出资承诺：对 OpenAI 的 213 亿美元（已承诺但未支付）+潜在的未来出资义务（视条件而定）：对 Anthropic 的 150 亿美元（剩余融资安排额度，需满足条件方可提取）
Apple	/	/	/	/
Nvidia	47	/	47	首次披露 VIE

下载日志已记录，仅供内部参考

Tesla	/	/	/	/
合计	3872.4	3245.9	626.5	/

资料来源：公司财报（最新 10-K/10-Q 财报），华创证券

二、融资梯度：英伟达时隔 5 年进入债券市场融资

2026 年是科技巨头公司债发行的历史大年。截至 8 月底，年内 Alphabet 发行 808 亿美元（50 笔）、Amazon 发行 923 亿美元（38 笔）、Meta 发行 250 亿美元（6 笔）、Nvidia 发行 250 亿美元（7 笔），四家合计发行约 2231 亿美元——而 2025 年全年四家合计仅 872 亿美元，2026 年前八个月的发行量已达 2025 年全年的 2.6 倍。

发债持续加码的有四家：Alphabet、Amazon、Meta、Nvidia。Alphabet 是本轮多币种融资的标杆：截至 2026 年 8 月底，以美元（450 亿）、英镑（55 亿英镑）、瑞郎（31 亿瑞郎）、欧元（90 亿欧元）、加元（85 亿加元）、日元（5765 亿日元）、澳元（55 亿澳元）等 7 个币种发行 808 亿美元。Amazon 在 7 月单月发行 250 亿美元。最值得关注的是 Nvidia，这家此前几乎不依赖公开债市的上游芯片商，6 月一次性发行 250 亿美元（7 个品种），完成了从“零发行”到信用市场常态化融资方的转变。

发债放缓的有两家：Apple 与 Microsoft。截至 2026 年 8 月底 Apple 在 2026 年仍然零发行（2025 年仅 45 亿）、Microsoft 自 2023 年后持续放缓，两家凭借巨额经营现金流无需依赖外部债券融资。

基本退出债市的有一家：Tesla。Tesla 的流通债仅 1.5 亿美元，基本退出公开债市。

从发行主体结构看，梯队分化依然清晰——前三家（Alphabet、Amazon、Meta）是美股七巨头中 AI 基建融资的绝对主力，2026 年发行均维持或突破历史高位；后三家（Apple/Microsoft/Tesla）则已放缓或基本退出债券一级市场。

图表 6　美股七巨头的公司债发行统计（亿美元）

公司	公司债历史累计发行规模	2025-2026 年发行节奏	发债频率（2025-2026）	公司债存量规模
Alphabet	1321.5	2025 年 377 亿→2026 年 808 亿美元（加速，含 8 月 290 亿）	2025 年 23 笔、2026 年 50 笔（最高频）	1274.7
Amazon	2206.7	2025 年 150 亿→2026 年 923 亿美元（激增，含 7 月 250 亿）	2025 年 6 笔、2026 年 38 笔（次高频）	1575.3
Meta	1038.8	2025 年 300 亿→2026 年 250 亿美元（维持高位）	2025 年 6 笔、2026 年 6 笔	841.2
Apple	1781.2	2025 年 45 亿→2026 年无发行	2025 年 4 笔、2026 年 0 笔（暂停）	809.7
Microsoft	1137.9	2025-2026 年无发行	2023 年后显著放缓	424.3
Nvidia	388.0	2026 年 6 月发行 250 亿美元——首次大规模进入公开债市	2026 年 7 笔（此前零发行）	335.0
Tesla	93.8	2016 年后无公开债发行	基本退出公开债市	0
合计	7967.9	/	/	5260.2

资料来源：Bloomberg，华创证券；注：全部累计发行面值为公司债（母公司口径）全部历史发行面值合计（含已到期债券）；发行节奏与笔数来自同一笔公司债的发行金额/证券数目

下载日志已记录，仅供内部参考

三、融资倍数：投标认购倍数边际回落

投标认购倍数是一级市场需求热度的直接信号——倍数越高，市场对发行人信用资质与定价的认可度越高，融资越“顺畅”。我们聚焦美股七巨头 2024 年以来的投标认购倍数，因为 AI 融资潮下科技巨头发债自 2024 年才重新放量，更早年份单季笔数过少。此外，债券发行币种影响显著，因此我们以美元本土债为主口径、辅以币种分层视图。

从投标认购倍数走势看，2024Q3 首次成批量发行均值即达 4.34 倍，2025Q2 为 4.14 倍，反映出 AI 融资潮初期市场需求极热。此后均值逐步下台阶，2025Q4 发行放量后当季认购倍数降至 3.73 倍，2026 年三个季度进一步走低（2026Q3 统计截至 8 月底），分别为 2.96 倍、3.33 倍和 3.18 倍。投标认购倍数季度均值自 2025Q4 起连续四个季度低于 4 倍、2026 年截至 8 月底全部低于 3.5 倍，而同期发行量创新高，发行放量与认购热度呈现背离。

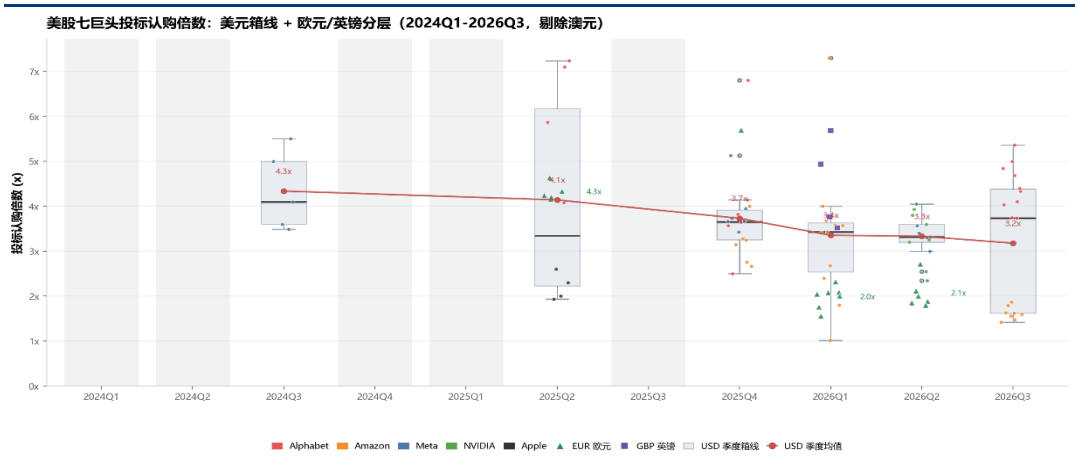
从投标认购倍数基准看，我们以美国国债的投标认购倍数作为基准，将 2026 年以来美股七巨头的投标认购倍数与美国国债的投标认购倍数做对比，可以发现在每个可比的期限内，美股七巨头的投标认购倍数均高于同期限国债。

从分公司认购倍数看：1）回落主要体现在 Amazon，其美元样本均值从 2025 年的 3.18 倍回落到 2026 年的 2.36 倍。2）Alphabet 的热度不减，2026 年的美元均值 4.42 倍与 2025 年的均值 4.88 倍基本持平，AA+优质发行人仍获市场追捧。3）Nvidia 在 6 月首场发行 250 亿美元，认购倍数均值 3.24 倍，需求中规中矩。4）Meta 在 5 月发行的 250 亿美元认购倍数均值 3.44 倍，较其 2024Q3 的 4.34 倍与 2025 年的 3.93 倍回落。

从发行币种分层来看：1）欧元债降温比美元本土债更陡——2025Q2 Alphabet 欧元批次均值为 4.31 倍，2026 年欧元批次均值降至 2.1 倍，较 2025 年减半，反映全球投资者对科技巨头外币债的边际需求更弱。2）英镑样本仅 Alphabet 2026Q1 一批 5 只，认购倍数均值 4.47 倍，仍处高位。3）澳元债 4 只单笔金额小、认购 12.0-36.0 倍，不具代表性。

总结来看，美股科技巨头发债体量与认购热度在 2026 年背离——体量创新高、倍数边际回落，反映市场对 AI 基建融资潮的吸纳能力已不如 2024-2025 年，但美股七巨头的投标认购倍数均值仍然高于同期限的美国国债。Amazon 在 2026 年 7 月发行的 8 笔债券认购疲软是最先出现的信号，后续需跟踪美股七巨头新发倍数是否进一步降温。

图表 7　美股七巨头投标认购倍数季度分布



资料来源：Bloomberg，华创证券；注：债券剔除澳元计价债券；2026Q3 统计截至 8 月底

下载日志已记录，仅供内部参考

四、融资价差：价差走阔但远未脱离投资级

CDS 利差与公司债 OAS 利差是衡量美股七巨头信用风险定价的两个核心指标。其中，OAS 衡量的是公司债的收益率比同期国债高出多少。利差越低，市场认为这家公司的信用越接近国债水平。CDS 本质上是一份“违约保险”，即买家定期支付保费（CDS 利差），如果被保险的公司违约，卖方赔付本金。CDS 利差越高，市场认为违约概率越大。

从 CDS 利差看，截至 2026 年 8 月底，美股七巨头当中仅有 Apple（39bp）和 Microsoft（46bp）的 CDS 利差低于投资级公司债（50bp），而 Alphabet（58bp）、Amazon（66bp）、Nvidia（82bp）、Meta(93bp)和 Tesla（131bp）的 CDS 利差均高于投资级公司债（50bp），但仍远低于同期限的高收益公司债（301bp），北美云服务商中仅有 Oracle（非美股七巨头、AI 高杠杆对照，203bp）的 CDS 利差接近高收益公司债（301bp）。

从 OAS 利差看，截至 2026 年 8 月底，美股七巨头中 Alphabet（2bp）、Microsoft（19bp）、Apple（19bp）、Amazon（65bp）、Nvidia（76bp）的 10 年期 OAS 利差均低于同期限的投资级公司债（78bp），更远低于同期限的高收益公司债（264bp），北美云服务商中仅有 Oracle（非美股七巨头、AI 高杠杆对照，197bp）的 OAS 利差接近高收益公司债（261bp）。

从边际变化看，2025 年底以来美股七巨头的 OAS 利差和 CDS 利差全面走阔。七巨头 CDS 利差走阔 11~64bp，其中 Microsoft、Apple、Alphabet、Amazon、Meta、Nvidia、Tesla 分别走阔 11bp、14bp、21bp、29bp、38bp、40bp、64bp；而投资级公司债 OAS 利差持平于 50bp，高收益公司债利差收窄 16bp。与此同时，美股七巨头中 Apple、Microsoft、Amazon、Nvidia 的 10 年期 OAS 利差分别走阔 3bp、14bp、24bp 和 41bp，而同期限的投资级公司债的 OAS 利差基本持平，高收益公司债的 OAS 利差收窄 5bp。

总结来看，价差走阔属“定价补偿”，尚不构成脱离投资级的证据。绝对水平上，除 Tesla 外六家 CDS 处 39~93bp，最宽的 Tesla（131bp）也仅为高收益公司债（301bp）的 44%；公司债 OAS 中 Amazon 和 Nvidia 分别为 65bp 和 76bp，与投资级公司债（78bp）相当，距高收益公司债（264bp）仍有很大距离。信用市场仍在以投资级价格吸纳七巨头供给，只是要求的补偿在提高，与认购倍数回落形成“量增、价微升、热度降”的组合。

图表 8　美股七巨头的 OAS 利差



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 9　美股七巨头的 CDS 利差



资料来源：Bloomberg，华创证券

五、融资挤压：AI 产业链发债挤占增量而非存量

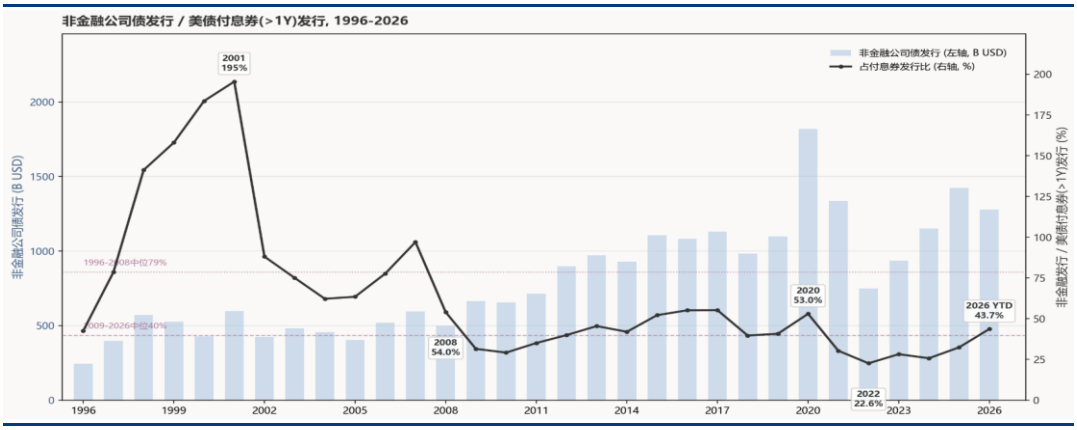
当下市场存在“AI 巨头发债挤压美债”的讨论，即美股科技巨头企业债供给激增分流配置美债的资金。我们分别用发行占比（行业发行/国债付息券发行，衡量一级新增供给冲

下载日志已记录，仅供内部参考

去）、存量占比（行业存量/国债存量，衡量相对体量）、净发行比（Δ公司债存量/Δ国债存量，衡量边际资金竞争）三把尺子检验。

一看发行占比，即公司债发行与一年期以上美国国债发行之比。AI 全产业链 2026 年累计发行 3883 亿美元，占同期国债付息券发行的 13.3%。回顾 2000 年以来的历史样本中，AI 产业链发债推动下，美国非金融公司债发行与 1 年期以上美国国债发行之比自 2022 年以来总体回升，2026 年截至 8 月底为 43.7%。

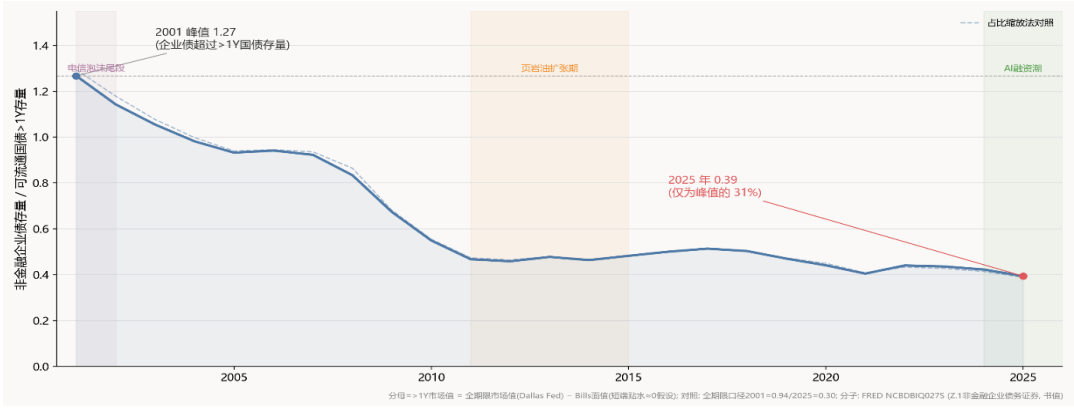
图表 10　非金融公司债发行/1 年期以上美国国债发行



资料来源：Bloomberg，华创证券；2026 年数据统计截至 8 月底

二看存量占比，即公司债存量与 1 年期以上美国国债存量之比。截至 2026 年 8 月底，AI 产业链存量约 1.32 万亿美元，仅为 1 年期以上美债存量（24.4 万亿美元）的 5.4%。此外，公司债（非金融）整体存量与 1 年期以上美债存量之比已从 2001 年的 129% 降至 2025 年的 39%。由于美国财政赤字高企，美债存量在过去二十年扩张速度快于美国公司债。

图表 11　美国非金融企业债存量/可流通国债存量持续回落

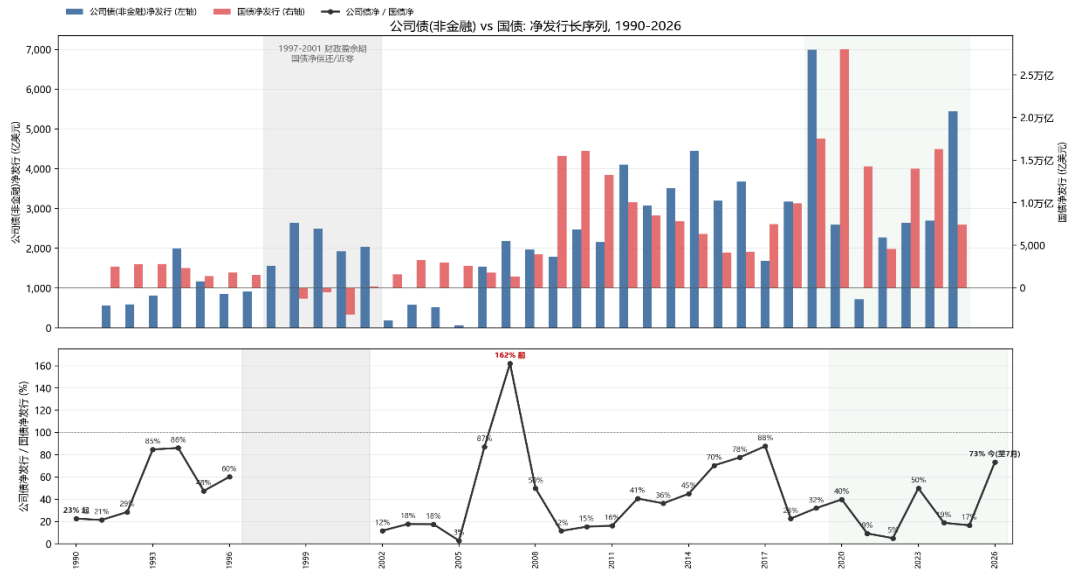


资料来源：Bloomberg，华创证券；注：分母端为 1 年期以上美国国债存量规模

三看净发行占比，即公司债净发行与 1 年期以上美国国债净发行之比。截至 2026 年 8 月底，美国非金融公司债净发行 5445 亿美元、1 年期以上国债净发行 7415 亿美元，公司债净发行仅占 1 年期以上国债净发行的 73%。回顾 2000-2026 年，2026 年的 73% 处于历史高位，仅次于 2007 年（162%，金融危机前的杠杆顶）和 2017 年（88%，美国页岩油革命）。值得注意的是，1997-2001 财政盈余期国债净偿还，因此电信泡沫期间美国公司债创纪录发行对美国国债不存在挤压，反而是为市场提供了长债的替代资产。

下载日志已记录，仅供内部参考

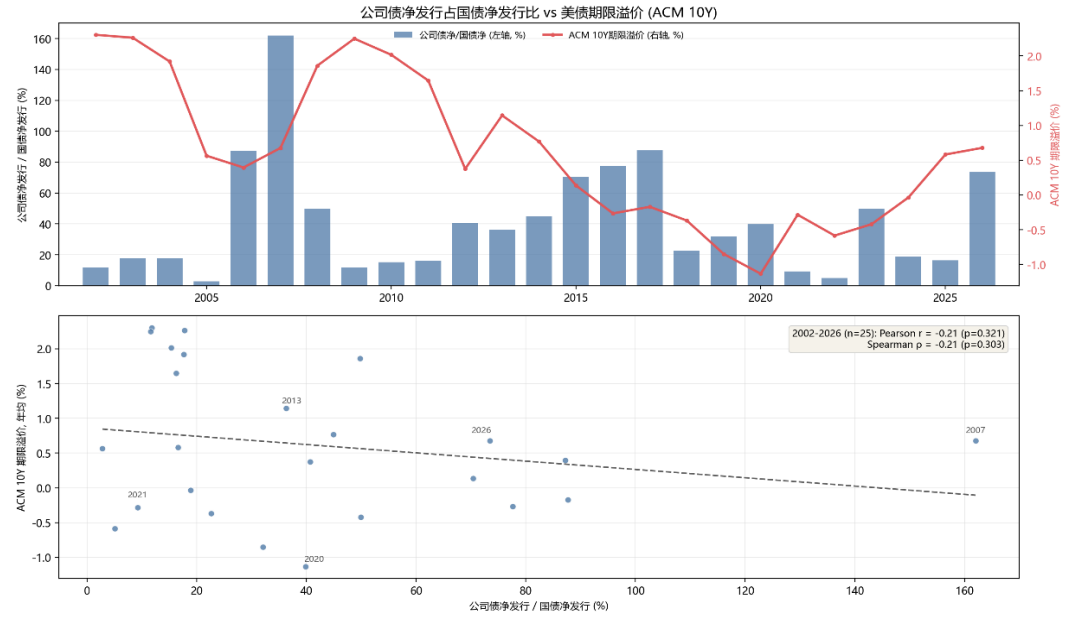
图表 12 美国非金融企业债净发行/可流通国债净发行（亿美元）



资料来源：Bloomberg，华创证券；注：1997~2001 年美国财政盈余，美债处于净偿还时期

截至 2026 年 7 月底，AI 产业链公司债净发行 3140 亿美元，已超过同期美国非金融公司债净发行（5445 亿美元）的一半；对应 AI 产业链净发行占同期美国国债净发行（期限 1 年以上，7415 亿美元）的约 40%。结合 AI 产业链发行占美债付息券发行的比例超过 10%，AI 产业链融资在增量资金配置上对美国国债形成了一定程度的分流。但是，考虑到非金融公司债净发行/国债净发行的比例与期限溢价在 2002 年以来样本中相关性并不显著且系数为负，我们很难说 2026 年美国国债期限溢价的抬升源于 AI 产业链公司债的挤压。

图表 13 美国非金融企业债净发行/可流通国债净发行与美债期限溢价



资料来源：Bloomberg，华创证券；注：美国国债净发行的口径为期限大于 1 年；2026 年数据统计截至 7 月底

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522