下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 09 月 23 日

科技化债？

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组
分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

科技化债？

基本内容：

化债这一行为在不同的时间尺度以及不同的渠道中往往呈现出明显差异。短期视角下的化债更多是对初级赤字进行即刻的财政紧缩以及对存量债务的付息成本进行展期压制，还包括了在既有财政路径不变的情况下为国家债务找到更多的购买方；而税基的扩大、税制的改变则需要更长的时间——总的来说，通过 AI 科技化债则更可能通过后者实现。

当前的现状是，AI 技术的发展既吸引了大量海外资本、扩大潜在税基，也会在回报兑现之前提高长期融资成本；美股与美债流量资金出现更明显的跷跷板效应，同属性维度下，AI 债券融资对美债久期需求亦存在替代—— 短期维度，AI 在提高美元吸引力的同时，亦在表象化的反向化债。

因此，科技化债能否成立，取决于私人部门投资收益最终能否改善公共部门偿债能力，以及能否赶上债务滚动的速度。这里面也需要注意到一个时间错配，科技的发展是日新月异，而债务问题则是日积月累；可以说债务问题一直是房间里的大象，这种长周期议题经常是市场选择性叙事的结果。

本轮财政融资压力的特殊之处，在于政府债务与科技投资同时要求市场承担更多风险，而科技投资的财政回报尚需时间。因此，科技化债的转折点应出现在 AI 开始减少对新增融资的依赖，并带动更广泛的收入和税基增长之时。在此之前，资本开支扩张仍主要增加资金需求；此后，经营现金流和税收才可能逐步补偿前期成本。如果商业回报落空，风险还会从企业偿债传向金融机构，并形成市场救助压力。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

风险提示 7

图表目录

图 1：可交易存量美债平均利率 3
图 2：12 个月同比增量视角，美国对短债融资依赖明显上升(单位:十亿美元) 4
图 3：海外投资者对美国资产购买(12 个月滚动求和,单位:十亿美元) 4
图 4：美国资产净购买水平(12 个月滚动求和,单位:十亿美元) 5
图 5：总体来看，美欧信用利差仍处在极窄水平 5
图 6：10 年期国债的上行主要受到真实利率政策预期影响 6
图 7：融资期限补偿更能直接的反映美债供需压力 6
图 8：韩国激增的贸易顺差已经被美国盯上 7

化债这一行为在不同的时间尺度以及不同的渠道中往往呈现出明显差异。短期视角下的化债更多是对初级赤字进行即刻的财政紧缩以及对存量债务的付息成本进行展期压制，还包括了在既有财政路径不变的情况下为国家债务找到更多的购买方；而税基的扩大、税制的改变则需要更长的时间——总的来说，通过 AI 科技化债则更可能通过后者实现。

当前的现状是，AI 技术的发展既吸引了大量海外资本、扩大潜在税基，也会在回报兑现之前提高长期融资成本；美股与美债流量资金出现更明显的跷跷板效应，同属性维度下，AI 债券融资对美债久期需求亦存在替代—— 短期维度，AI 在提高美元吸引力的同时，亦在表象化的反向化债。

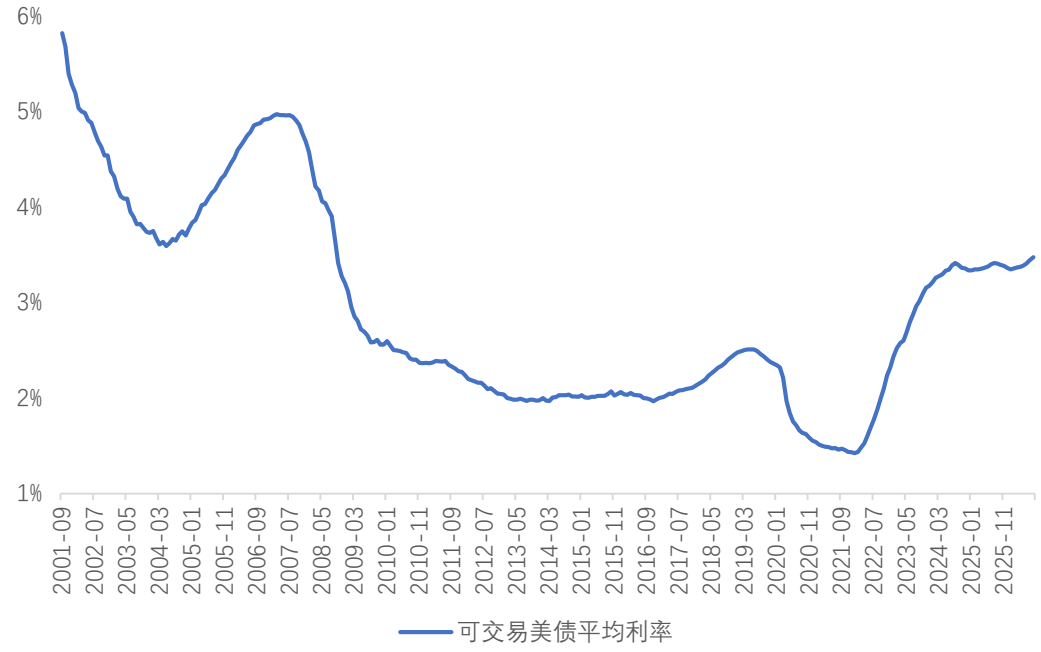
因此，科技化债能否成立，取决于私人部门投资收益最终能否改善公共部门偿债能力，以及能否赶上债务滚动的速度。这里面也需要注意到一个时间错配，科技的发展是日新月异，而债务问题则是日积月累；可以说债务问题一直是房间里的大象，这种长周期议题经常是市场选择性叙事的结果。

本轮财政融资压力的特殊之处，在于政府债务与科技投资同时要求市场承担更多风险，而科技投资的财政回报尚需时间。因此，科技化债的转折点应出现在 AI 开始减少对新增融资的依赖，并带动更广泛的收入和税基增长之时。在此之前，资本开支扩张仍主要增加资金需求；此后，经营现金流和税收才可能逐步补偿前期成本。如果商业回报落空，风险还会从企业偿债传向金融机构，并形成市场救助压力。

一、存量债务的利率压力

美国存量债务的再融资压力正在增加，高利率并不会立即作用于全部债务，但会随着滚动续作逐步传导至利息支出。如果初级赤字难以收缩，新增利息又需要通过发债支付，融资成本便会反过来扩大融资需求。

图 1：可交易存量美债平均利率

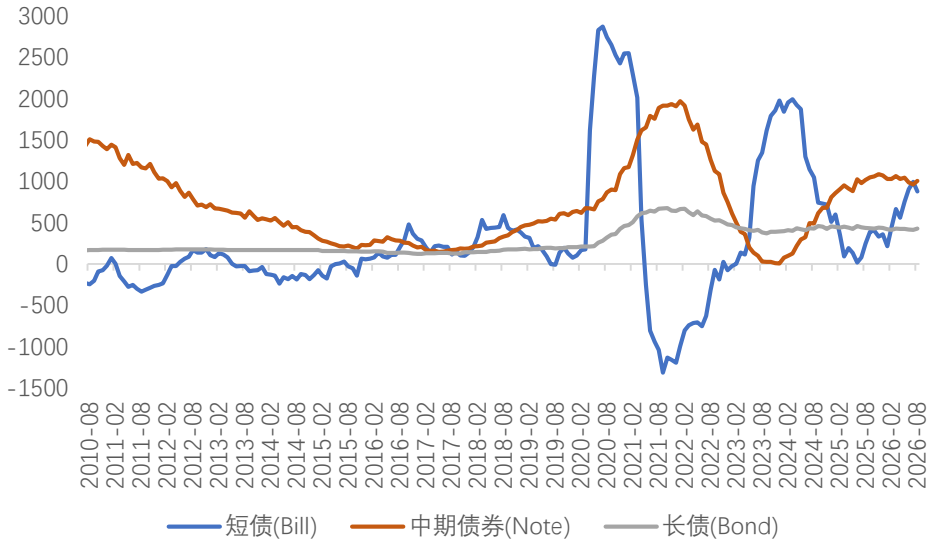


来源：WIND，国金证券研究所

值得关注的是如果美债久期发行是一定的（甚至减量），越来越多的融资将依靠短期美债发行，而后者对于联储政策利率更加敏感。换言之，联储加息 + 财政部多发短债 = 更大付息压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：12 个月同比增量视角，美国对短债融资依赖明显上升(单位：十亿美元)



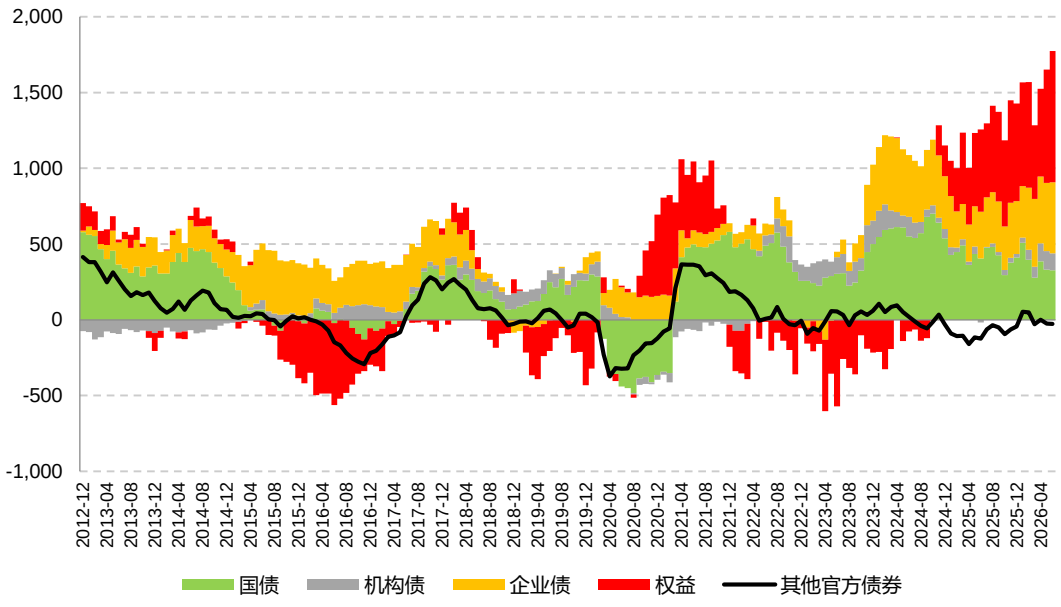
来源：WIND，国金证券研究所

财政部扩大回购的作用也应放在这一背景下理解。买回流动性较差的旧券，可以减轻交易商库存压力，改善国债交易；但回购资金仍需从财政现金或新增融资中筹措。如果以短债替换长债，市场承担的久期可以下降，政府则承担更多短期滚动风险；如果同步发行长债，净久期减少就未必明显。因此，在市场的选择性叙事中，回购更像是一剂安慰剂。

二、AI 的出现，短期是反向化债

AI 对美债的挤占不仅存在于债券融资视角下的久期资本竞争，还在于外国需求正持续转向美国风险资产，并远离美国国债，即美股美债的跷跷板效应。

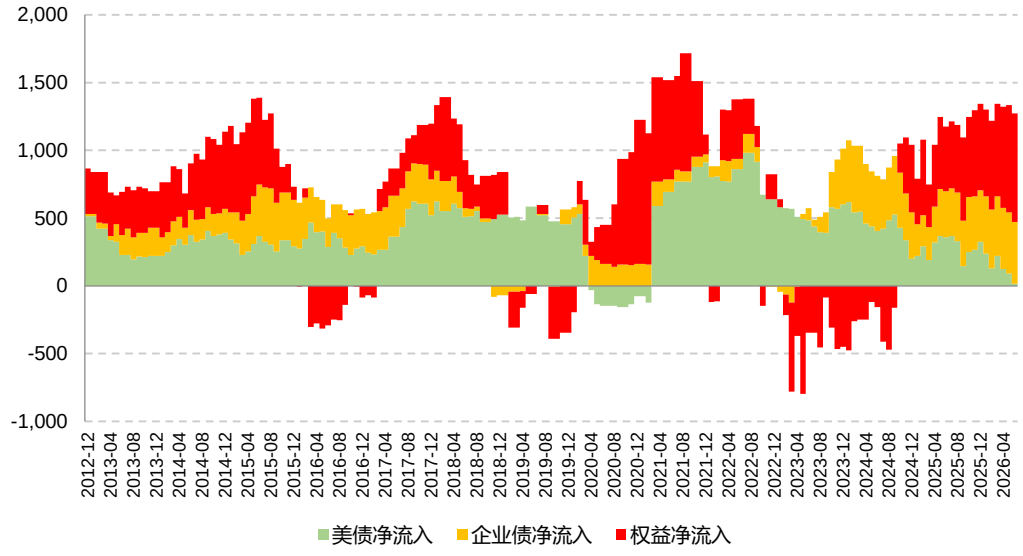
图 3：海外投资者对美国资产购买(12 个月滚动求和，单位：十亿美元)



来源：TIC，国金证券研究所

如果从净资产的角度也是类似，哪怕考虑到美国的对外投资水平，全球资金也明显开始转向为美国企业部门而非政府部门提供融资资金 —— 无论美股还是美债都是“美元资产”，即美债利率的上行不能单纯理解为美元吸引力的下降。

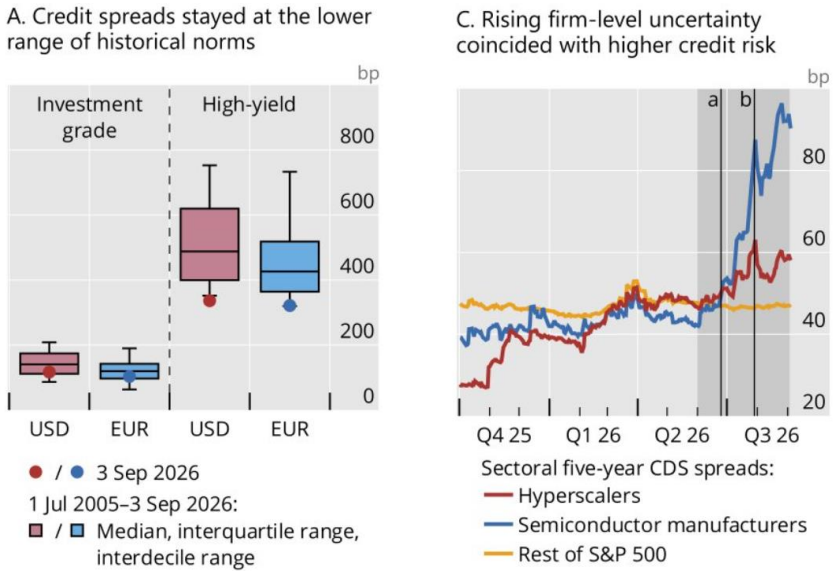
图 4：美国资产净购买水平(12 个月滚动求和，单位：十亿美元)



来源：TIC，国金证券研究所

总体来看，美欧信用利差仍处在极窄水平；这里最大的吸引力不来自信用补偿，而是产业叙事与宏大远方。这一挤占需要区分久期风险与资金占用。长期固定利率企业债会与国债竞争利率风险预算；浮息私募贷款即使期限较长，利率久期仍可能很短，其约束更多是资金被长期占用、信用风险和流动性不足。

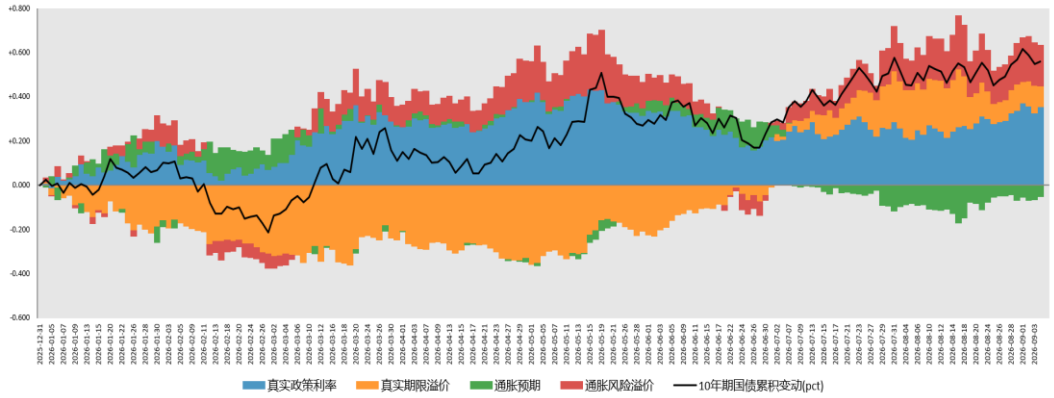
图 5：总体来看，美欧信用利差仍处在极窄水平



来源：BIS，国金证券研究所

在此前美债快速上行的阶段，我们主要从通胀和真实利率（风险）的角度拆解美债上行的比例，但如果换一个视角，将美债的期限溢价分割成利率风险补偿与期限融资补偿，则可以更好的区分长久期资产对资产负债表占用所寻求的更高收益水平。

图 6：10 年期国债的上行主要受到真实利率政策预期影响

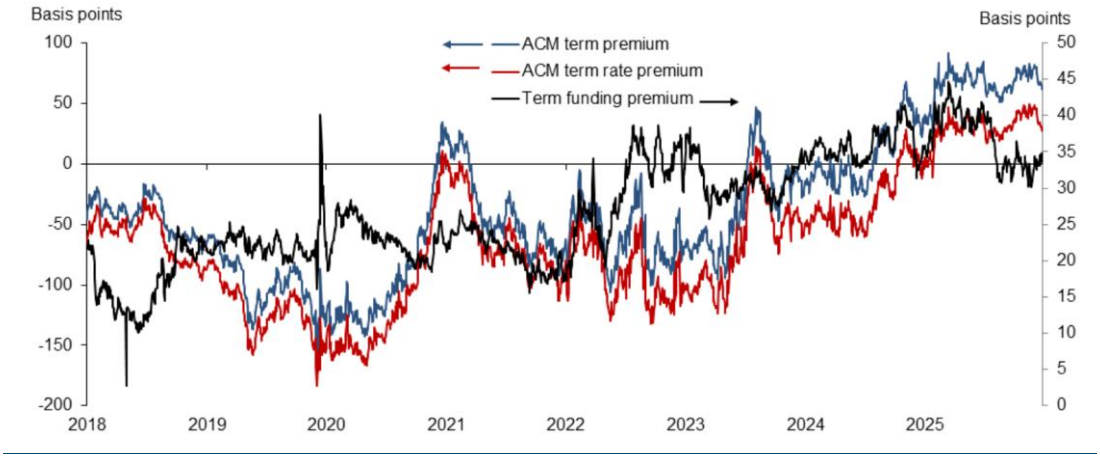


来源：WIND，国金证券研究所

对冲利率风险（例如当下担忧更多的加息），并不等于解除长期融资和资产负债表成本。因此，将全部 AI 融资都换算成美债久期，会高估直接挤占，也会漏掉中介融资渠道，大量的互换工具并不占用资产负债表；换言之 AI 债券融资对美债承接的影响实际上仍是有限的，可能更隐形的压力来自于股债跷跷板。

真正容易放大冲击的，是终端投资者减配后，由谁暂时持有国债。例如，美债现券更依赖基差交易者持有，并通过回购融资。在这种结构下，利率风险可以被对冲，但融资仍需持续滚动。当国债库存进一步占用交易商资产负债表，新增供给就可能要求更高的承接补偿，这也是对于融资期限补偿的更直接映射 —— 资金如果不愿意撤出美股，而美债的融资需求依然存在，期限融资溢价(Term funding premium)将会主导利率上行。

图 7：融资期限补偿更能直接的反映美债供需压力



来源：Dallas FED，国金证券研究所

AI 融资压力对长债的影响具有条件性：如果主要吸引的是新增海外资金，或者投资者愿意同步扩大资产配置，美债受到的挤占可以有限；如果主要依靠既有美元组合内部再配置，同时交易商库存已经偏高，压力才更容易集中在长端。但无论如何，我们都仍未看到美元资产这个大类别吸引力的下降。

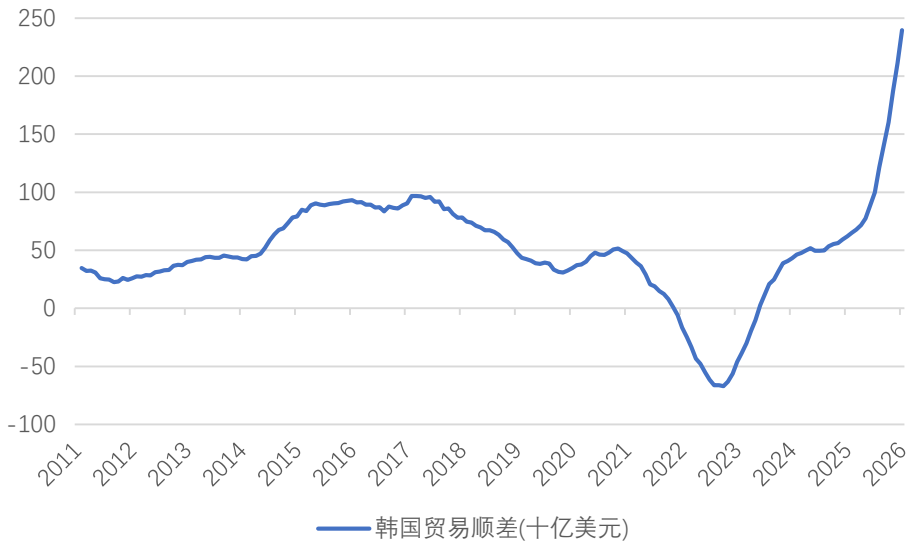
三、财政不紧缩，联储不扩表，盟友多分担

未来联储资产负债表的政策变化比加息操作更值得关注，但不能由财政融资困难直接推导出量化宽松。市场功能失灵可以为流动性支持提供理由，通胀仍高时压低长期融资成本则面临更强约束。财政与科技投资可能同时要求更宽松的融资条件，而物价稳定未必允许联储满足这一要求——尤其是加息已经落地的当下。

在国内融资约束难以迅速缓解时，要求盟友增加赴美投资、承担更多安全成本，可以成为外部补充。韩美战略投资安排将产业投资与安全合作放在同一框架下，其意义在于能否把海外储蓄（韩国大量的 AI 产业链利润）转化为美国项目的实际资金来源——数千亿的贸易顺差必须以某种形式回流。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：韩国激增的贸易顺差已经被美国盯上



来源：WIND，国金证券研究所

但投资承诺不等于财政收入。盟友企业若赴美发股债，再投资（海力士），融资需求仍留在美国市场；采购美国设备也未必等额减少联邦支出。只有资金真正从境外增量流入，或者盟友支出替代了美国原本需要承担的财政成本，才构成对财政约束的实质缓解。所谓“盟友化债”应理解为融资来源与支出责任的重新分配。

四、科技化债的根本问题：谁获得 AI 收益

化债这种长周期问题，最终都会落到分配制度的讨论：AI 创造的收益，最终由谁获得？海外资金购买美国科技资产，可以改善企业融资，却与财政部无关；科技股上涨，也只有通过已实现资本利得、企业利润或居民收入等渠道，才可能形成税收。因此，AI 增强美国资本吸引力，对财政问题并非一阶导改善。要缓释公共债务可持续性，还需要私人投资带来的增量收入进入税基，而不是停留在资产估值和未实现利润中。

更重要的是，AI 的社会收益与模型企业收入并不相等。若 AI 帮助使用者降低成本、扩大产出，而竞争又将部分收益转化为更低价格，模型收入并不能完整衡量生产率贡献，只会加剧内卷；节省的人力时间只有被重新用于生产，才会进一步转化为产出和应税收入。

生产率上行也并非天然对应“低利率”。在欧拉方程下，更快的长期消费增长本身就要求更高的均衡实际利率；从资本需求端看，生产率提升又会抬高资本边际回报和投资需求。因此，AI 或生产率繁荣完全可能对应更高的实际利率，而非更低的政府融资成本。

与此同时，设备投资和配套建设需要先融资，税基改善却往往滞后。对债务率真正有利的，是名义增长相对政府有效融资成本的改善，以及新增税收扣除补贴和其他支出后的初级余额改善。如果未来税收尚未兑现，融资成本却已随债务滚动上升，技术进步完全可能与阶段性的财政压力加重同时发生。

因此，科技化债的转折点应出现在 AI 开始减少对新增融资的依赖，并带动更广泛的收入和税基增长之时。此前，资本开支扩张主要增加资金需求；此后，经营现金流和税收才可能逐步补偿前期成本。若商业回报落空，风险还会从企业偿债传向金融机构，并可能形成市场救助压力。

风险提示

1）宏观经济数据频率较低，对于跨境行业数据估计存在滞后性；2）美国产业政策受党派影响明显，执政党派的更换可能引发产业政策回溯；3）AI 技术发展与产业投资存在较大不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究