仅供内部参考，请勿外传

宏观专题

AI 能实现美国化债吗？

2026 年 10 月 13 日

【宏观观点】

- **面对美国财政“高存量债务、高利率成本、高增量赤字”的困境，美国政策端具有较强“化债”诉求：**财政端，财政部一方面调整发债期限结构，并多次进行国债回购；另一方面通过制度设计扩大银行等私营部门对国债的承接能力，并通过美日联合干预等举措防范海外抛压，并且前瞻性地探索并支持与美元挂钩的稳定币的发展。货币端，以沃什为代表的美联储展现出重塑央行独立性、摆脱为财政兜底的明确意愿，主张推动“缩表”减少在长端债务风险上的暴露，收敛对财政赤字的货币化支持。
- 受制于财政节流空间的刚性约束，化解债务压力的核心路径高度依赖于“压降短端利率、名义经济与税基双扩张、先导产业反哺”三大支柱，**其中 AI 产业的商业化落地进程成为破局关键，直接决定了名义增速跑赢债务融资成本（支柱二）与产业利润反哺财政（支柱三）的最终兑现成色。**
- **从四大通道检验来看，当前 AI 产业非但未能有效化解美国债务压力，反而呈现出加深财政困局的逆向效应：①通道一（企业所得税）：**“大而美”法案（OBBBA）资本开支全额费用化政策大幅削减了 AI 产业链的当期应税利润，使其现阶段的投资经济性在较大程度上依赖财政补贴。**②通道二（价值链分布）：**AI 技术红利各环节分布来看，AI 大模型实验室深陷高研发与“自循环”融资亏损，云厂商利润被资本开支对冲，而代工、存储等硬件环节的物理价值较多流向海外，当前价值链格局在较大程度上限制了美国税基的拓宽。**③通道三（工资税基）：**个税与工资税是美国财政的压舱石，但 AI 对初级白领及知识密集型岗位冲击剧烈。本轮 AI 周期中工资增速持续跑输盈利增速，工资税基的边际变薄不仅无助于“开源”，反而在客观上加大了联邦失业救济等刚性转移支付的压力。**④通道四（流动性争夺）：**AI 产业深度的重资产化融资在债券市场引发“挤出效应”，与国债形成直接的长端资金争夺。随着资本开支主体圈层扩散，这种“抽水效应”或将进一步拉长与美债争夺长端配置型买盘的时间窗口。
- **综合评估其他化债路径来看，“短债置换长债”受制于通胀黏性与政策协同脆弱性；“增长化债”则面临期限错配，在 AI 技术红利真正沉淀为本土深厚税源前，该路径缺乏实质财源支撑。**我们认为 AI 产业中长期的化债潜能“远水”难解美国财政巨额付息的当下“近火”。
- **落脚于大类资产配置，在法币信用透支与实际利率受限的宏观范式下，做多黄金及稀缺有色金属或成为逻辑高确定性的占优策略。**面对不可持续的债务扩张，美国主权信用长期受损的趋势难以逆转；由于财政部无法长期承受长端高利率的重压，倒逼政策端压制实际利率。在此背景下，我们认为配置具备抗通胀与避险双重属性的贵金属及稀缺工业金属，是应对当前宏观尾部风险的清晰主线。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：吴迪

证书编号：S1160526010003

证券分析师：王笑笑

证书编号：S1160525020006

联系人：王鑫鑫

相关研究

《全球新一轮加息周期开始了吗？》

2026.09.23

《更清晰的美联储：沃什的新框架与新指标——沃什改革系列报告（二）》

2026.09.09

《从“K 型分化”到“结构收敛”：AI 时代的宏观范式重构与资产定价新逻辑》

2026.08.30

《美债的“危”与“机”：影响因素再校准》

2026.08.27

《下半年经济展望系列三：消费——下半年消费能否企稳？》

2026.08.14

仅供内部参考，请勿外传

【风险提示】

- 1. 地缘政治及大国博弈超预期演进。
- 2. 宏观流动性尾部冲击导致大宗商品价格剧烈回调。
- 3. 美国财税政策与产业补贴法案出现重大调整。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1. 美国债务呈现“高存量、高利率、高增量”特征 4
2. 政策端具有较强“化债”诉求 5
2.1. 财政端：扭曲操作与扩大银行承接能力 5
2.2. 美联储：降久期、缩表倾向 6
2.3. 美国政府化债的几大支柱 6
3. 核心论证：AI 短期能不能帮助美国化债？ 7
3.1. 通道一（企业所得税）：AI 是增收项还是减收项？ 8
3.2. 通道二（价值量分布）：AI 租金留在稀缺资产，且较多流向海外 9
3.3. 通道三（工资税基）：劳动力议价权有所削弱 10
3.4. 通道四（发债竞争）：AI 走向重资产化，与美债争夺长端买盘 12
4. 其他化债路径的困境及宏观约束 14
4.1. 短债置换长债：受通胀约束 14
4.2. 增长化债：理论正解，短期动能不足 14
5. AI 短期化债效果有限，关注具备更高确定性的贵金属等资产 14
风险提示 15

图表目录

图表 1： 美国联邦债务总额已突破 40 万亿美元 4
图表 2： 美国 2026 财年前 11 个月赤字已达 1.97 万亿美元（美国各个财年的累计赤字规模情况） 4
图表 3： 2025 年美国联邦利息支出创历史新高 4
图表 4： 美国 9 月可流通债券收益率处于 2011 年以来的历史高位 4
图表 5： 摩根大通的流动性资产占总资产比率在 2026Q2 已降至 6% 5
图表 6： 日本外汇储备中美债的持有规模占比较高 6
图表 7： 社会保障、医疗保险、退伍军人福利和利息支出等刚性法定支出占美国财政支出比重较大（美国 2025 财年的联邦支出构成情况） 7
图表 8： 美国 2025 财年和 2026 财年前 11 个月的公司税规模同比明显下滑 9
图表 9： 美国财政收入以工资税和个人所得税为主（美国 2025 财年的税收收入构成情况） 9
图表 10： 2025 年 AI 链各环节主要生产商的出口市场份额 10
图表 11： 2025 年与 AI 相关的贸易网络分布情况（美元；左侧柱状图：供应商；右侧彩色柱状图：进口） 10
图表 12： 2025 年 3 月以来，美国劳动力需求与供给缺口持续低位徘徊 11
图表 13： 美国工资税和个人所得税额（12 个月滚动求和）的同比走势变动情况 11
图表 14： 90 年代工资增速逐渐高于企业利润增速（1995-2002 年的美国企业利润和工资总额走势情况） 12
图表 15： 当前工资增速仍明显低于企业利润增速（2018 年以来的美国企业利润和工资总额走势情况） 12
图表 16： 以 OpenAI 及 Anthropic 为代表的美国大模型公司 2027 年预计占据算力需求的较大比重 13
图表 17： 美国大模型厂商面临着开源模型对市场份额的挤压 13
图表 18： AI 债券发行体量在 2025 年显著抬升（五大云厂商和英伟达的美元债发行情况） 13
图表 19： 2023 年以来，AI 债券发行年限以 10 年期以上为主（五大云厂商和英伟达的债券发行期限结构构成情况） 13

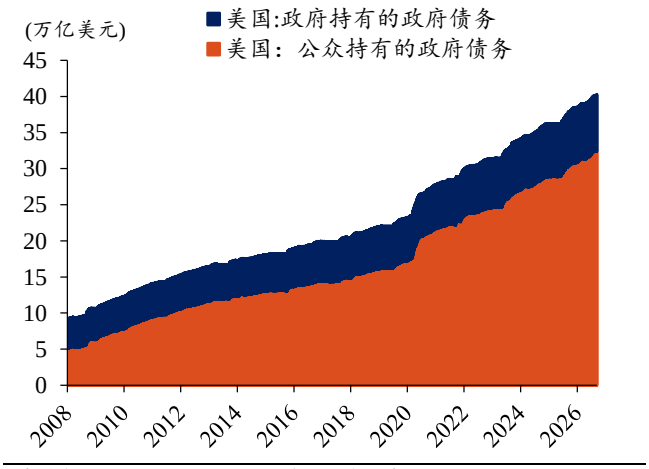
仅供内部参考，请勿外传

1.美国债务呈现“高存量、高利率、高增量”特征

当前美国财政正深陷“高存量债务、高利率成本、高增量赤字”的三重共振挤压。在存量端，截至 10 月 6 日，联邦债务总额已突破 40 万亿美元，其中公众持有债务达 32.4 万亿美元，已实质性超过 2025 年美国名义 GDP（30.76 万亿美元）；在成本端，伴随长端美债收益率持续维持高位，市场流通债券的平均利率 9 月已攀升至 3.52%，叠加存量低息债务到期后以高成本滚续，2025 年总利息支出高达 1.45 万亿美元、创历史新高，且根据 OECD 预测，预计 2026 年将进一步攀升至约 1.54 万亿美元的高位；在增量端，2026 财年前 11 个月赤字已达 1.97 万亿美元，CBO 预计全财年将达 2.1 万亿美元，显著高于 2022—2025 财年均值，或表明 2 万亿美元级别的赤字正逐步由疫情期间的非常规扩张向常态区间演化。

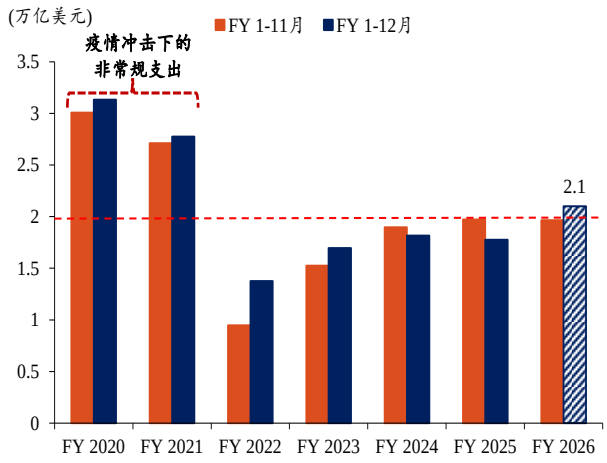
在此背景下，巨额存量债务规模推升利息支出，高位利率持续进一步加剧续发成本；利息开支进一步倒逼财政赤字走阔，而赤字扩张又将推高债务存量，三者相互强化，或使美国财政可持续性面临自我强化的负向循环压力。

图表 1：美国联邦债务总额已突破 40 万亿美元



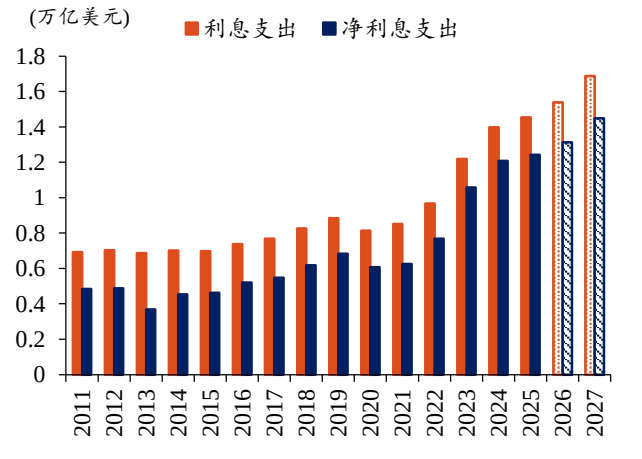
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

图表 2：美国 2026 财年前 11 个月赤字已达 1.97 万亿美元（美国各个财年的累计赤字规模情况）



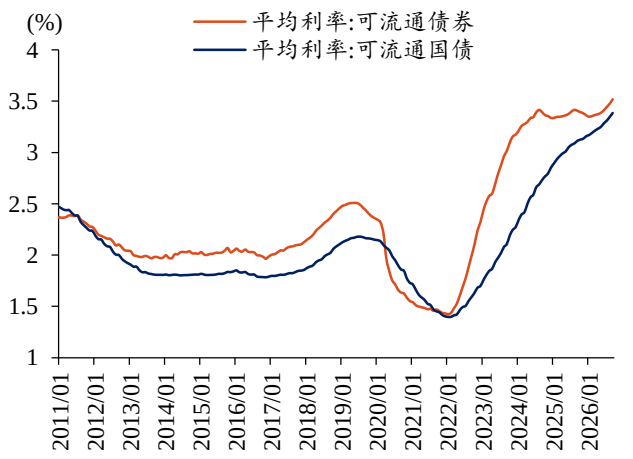
资料来源：美国财政部、CBO，东方财富证券研究所

图表 3：2025 年美国联邦利息支出创历史新高



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所　注：2026 年和 2027 年数值

图表 4：美国 9 月可流通债券收益率处于 2011 年以来的历史高位



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

为预测值

2.政策端具有较强“化债”诉求

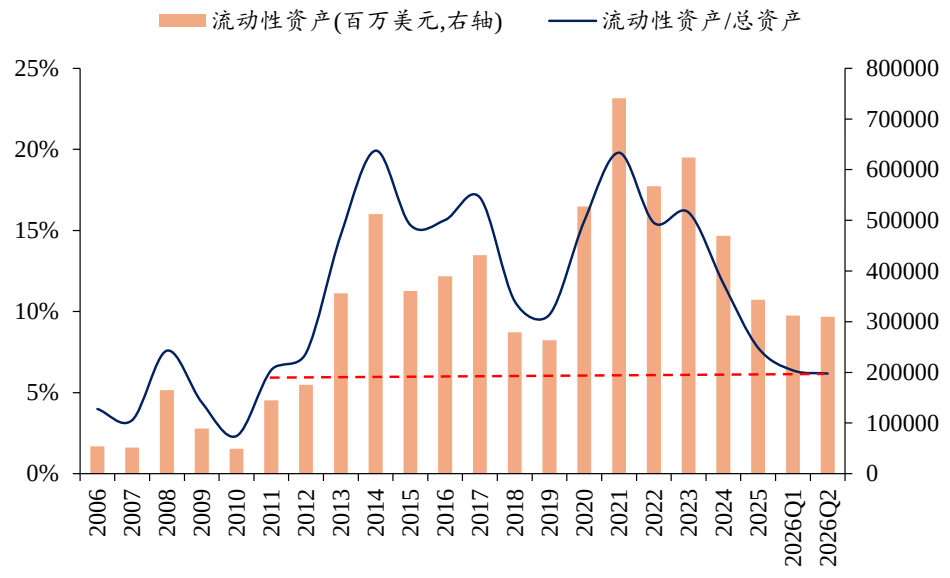
2.1.财政端：扭曲操作与扩大银行承接能力

财政端，财政部一方面调整发债期限结构，并多次进行国债回购；另一方面通过制度设计扩大私营部门对国债的承接能力，并通过美日联合干预等举措防范海外抛压。具体地：

（1）改变债券发行结构与实施“扭曲操作”。为了避免供给端对于长期国债收益率的扰动，财政部越来越依赖短期国库券为联邦支出融资，短期国库券占可交易国债的比例已升至约 22%。此外，贝森特采用了“扭曲操作（Treasury Twist）”策略，在 2026 年 8 月宣布将单次长债流动性回购的上限从约 20 亿美元大幅提高至至少 40 亿美元。

（2）推进松绑后危机时代的商业银行流动性规则以释放银行业资产负债表空间，从而强化银行等私营部门对海量新发国债的承接能力。2026 年 3 月，财政部副部长乔纳森·麦克南宣读贝森特起草的演讲稿时指出，现行流动性覆盖率（LCR）规则迫使美国大型银行将高达 25%的资产囤积于高质量流动性资产（HQLA），远高于金融危机前 10%的水平。这不仅加剧了资金闲置，更挤压了向 AI 数据中心等实体经济关键领域的信贷投放空间。为此，财政部提议允许银行将预先质押在美联储贴现窗口的抵押品直接计入 LCR 的分子端，并依据历史借款记录设定上限，以期消除贴现工具的“污名化”效应。美联储理事米兰在论文中指出，若该规制落地，美国银行系统将可重新调配 500 亿至 4500 亿美元的现金流动性。微观层面，部分头部机构已显现“抢跑”迹象提前布局：以摩根大通为例，其流动性资产占总资产比率近期已降至 6%（为 2011 年以来最低水平）。

图表 5：摩根大通的流动性资产占总资产比率在 2026Q2 已降至 6%



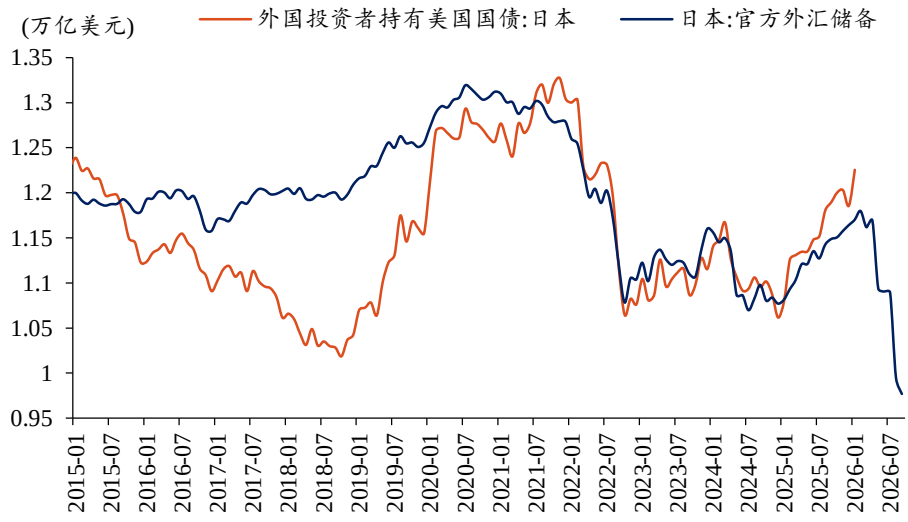
资料来源：摩根大通官网，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

（3）主动干预日本汇率，防范海外抛压。面对海外央行（例如日本因日元持续贬值压力而可能被迫抛售美债干预汇市）的潜在减持风险，美国财政部采取了积极的应对策略。据新华财经报道，2026 年 7 月底至 8 月初，美财政部配合日本当局，动用约不到 10 亿美元在公开市场直接买入日元。这一操作的目的不仅是稳定日本汇率，更是防止日元崩溃导致日本政府大规模抛售美国国债，从而直接推高美国政府的借贷成本。

此外，**中长期维度来看，财政部正在探索并支持与美元挂钩的稳定币的发展，**试图将总规模日益庞大的加密资产市场培育为吸纳短期美债的新型流动性缓冲垫，从而在传统金融体系之外进一步拓宽美债的投资者基本盘。

图表 6：日本外汇储备中美债的持有规模占比较高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

2.2.美联储：降久期、缩表倾向

以沃什为代表的美联储展现出重塑央行独立性、摆脱为财政兜底的明确意愿，主张推动“缩表”减少在长端债务风险上的暴露，收敛对财政赤字的货币化支持。沃什此前在国会听证中主张建立一个“规模更精简”的资产负债表，尽管尚未正式开启长债的主动抛售，但这清晰释放了美联储希望减少对增量发债刚性吸纳的改革信号。在制度设计和人事安排方面，美联储专门组建了由杰里米·斯坦、拉古拉姆·拉詹与凯伦·戴南共同牵头的资产负债表审查工作组，该工作组的职责是“考察当前资产负债表制度的成本、收益和制度性影响”。其中，杰里米·斯坦的主要观点之一是：“央行在资产负债表上大量持有长久期债券应当是应对严重金融危机时期的特殊工具，建议将美联储持仓从长期证券转向短期国库券”。

2.3.美国政府化债的几大支柱

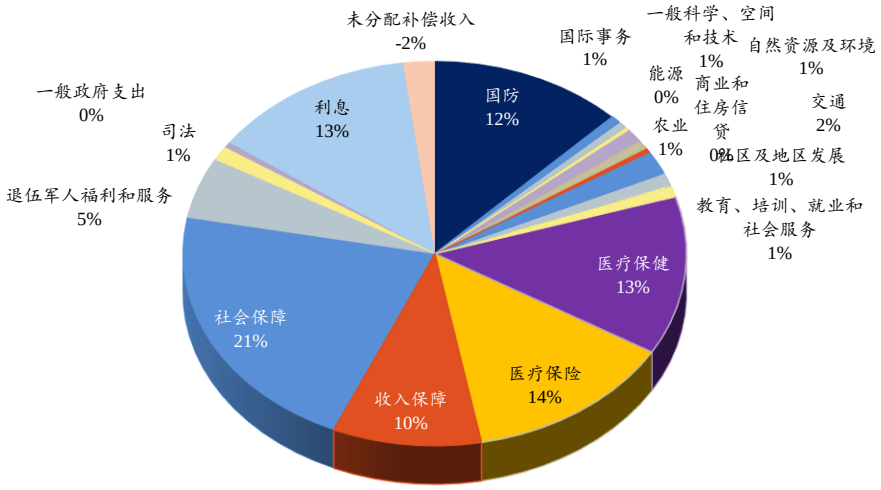
主权国家化解债务风险的路径大致包括三种：第一条路径是开源，即通过提高企业与个人税率或做大经济总盘子（即名义经济增长与税基扩张）来增加财政收入。**第二条路径是节流，**即削减联邦政府在各个领域的各项支出。**第三条路径是降低利率，**这既包括宏观经济基本面恶化带来的自然利率下行周期，也包括通过财政部与央行（如美联储）的非传统政策配合，对国债收益率曲线进行主动的行政压降。

在实际操作过程中，美国联邦政府刚性支出占比庞大导致财政节流空间受

仅供内部参考，请勿外传

限，化解债务的重心须转向另外两条路径。在美国联邦支出结构中，社会保障、医疗保险、退伍军人福利和利息支出等刚性法定支出占据了绝大部分，且随着战后婴儿潮一代的逐渐老龄化而不断膨胀。削减这些关系到选民切身利益的福利项目，在华盛顿的政治生态中可行性较低。

图表 7：社会保障、医疗保险、退伍军人福利和利息支出等刚性法定支出占美国财政支出比重较大（美国 2025 财年的联邦支出构成情况）



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

在政策与产业的双重维度下，以通胀企稳、名义增长及 AI 产业反哺构筑的“三大支柱”，构成了化解美国债务压力的核心路径；其中 AI 技术的全面赋能更是破局的关键所在。具体而言，这三大支柱的演绎逻辑如下：

支柱一：以通胀中枢下移换取短端利率压制，优化财政债务重置成本。只有物价水平实质性企稳，美联储方能打开维持低位短端利率的货币政策空间；这使得财政部能够依赖短期国库券进行债务滚动，从而规避在长端锁定过高的融资成本。

支柱二：驱动名义经济与税基双扩张，实现财政收入跑赢债务成本。宏观经济的真实扩张与微观企业盈利的提升，亟需推动名义 GDP 增速反超财政综合融资成本；同时，产业技术红利需有效转化为本国税基，以确保财政收入的增长能够匹配并覆盖债务扩张的节奏。

支柱三：推动先导产业跨越资本开支高峰，实现利润反哺以缓解长端流动性挤占。如果 AI 等新兴产业渡过高投入的基建期（如数据中心铺设），企业可以实现内部盈余的自我造血；这不仅能降低其对信用债发行的依赖，更可实质性减少私营部门与财政部在资本市场上对长端资金买盘的争夺。

长周期来看，AI 产业的商业化落地进程直接关联着支柱二和支柱三的稳定性。美国决策层正将 AI 引领的第四次工业革命视为提振经济增长的重要依托，希望借助全要素生产率的提升做大经济总盘子，从而在名义 GDP 长期增速与国债综合票面融资成本之间形成实质性利差。但这一逻辑能否成立，仍主要取决于 AI 驱动的生产率改善能否在债务滚动再融资的窗口期内充分兑现。

3.核心论证：AI 短期能不能帮助美国化债？

2026 年 8 月 28 日，美联储主席凯文·沃什在杰克逊霍尔会议上提出了关于 AI 宏观经济影响的“三个问题”：第一，下一代人工智能模型会进一步提升

仅供内部参考，请勿外传

资本密集度，还是模型本身会催生出轻资本解决方案？第二，早期 AI 所创造的巨大经济盈余，究竟有多少流向了稀缺资产的所有者（如 AI 前沿实验室、芯片制造商、能源供应商、云厂商），随着时间的推移，又会有多少价值能真正转移给广泛的企业和普通消费者？第三，AI 模型中 Token 的大规模应用，是劳动力的互补要素还是竞争替代要素？这对美联储使命中的就业目标又意味着什么？

这三个问题看似是技术与产业问题，在当前美国高额债务约束的宏观语境下，背后实质上是财政问题：资本密集度决定其信用发债规模，进而影响其对国债的流动性挤占强度；技术租金分配决定企业所得税的税基厚度与留存规模；而劳动替代趋势则直接关乎工资税基的稳定性与财政的转移支付托底压力。基于此，我们将“AI 能否化债”这一命题解构为四大通道逐一审视：

通道一（企业所得税）：在高额折旧抵税与资本开支周期下，AI 对财政净贡献是“增收项”还是“减收项”？

通道二（价值链分布）：AI 创新衍生的超额技术租金，实际留在美国本土税基内部的比例几何？

通道三（工资税基）：智能化对劳动力市场的潜在替代，是否会系统性侵蚀联邦第一大税收支柱并推升社保支出？

通道四（流动性争夺）：AI 基建扩张带来的公司债供给，是否正与新发国债在市场上争夺有限的长端配置型买盘？

3.1.通道一（企业所得税）：AI 是增收项还是减收项？

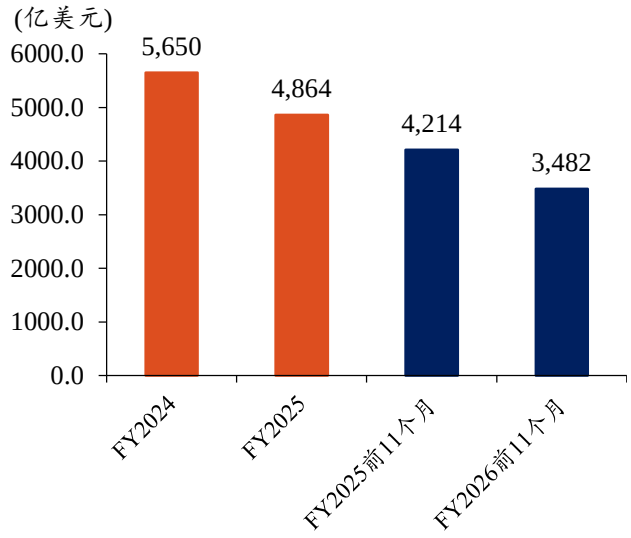
受“大而美”法案（OBBBA）资本开支全额费用化政策的影响，AI 产业链相关企业的当期应税利润被系统性压薄。2025 年 7 月落地的 OBBBA 法案对税法体系做出了重大调整，其允许三类关键资本开支在当年一次性全额税前扣除：涵盖 GPU 集群与数据中心等硬件设备的投资（第 168(k)条）、涵盖大模型训练与软件开发等美国本土巨额研发支出（第 174A 条），以及新建生产厂房投资（第 168(n)条）。此外，法案还“放宽”了 EBITDA 利息扣除限制并调整了全球无形资产低税收入（GILTI）规则。相较于按资产寿命分期计提折旧的传统会计逻辑，这种立即费用化机制，直接导致参与大规模 AI 基建的云厂商、算力采购方及跨界投资主体的当期应税利润被合法且大幅地削减。

微观应税利润的缩减直接导致美国联邦公司所得税收入出现结构性塌陷，兑现了该税制逻辑对财政收入带来的短期代价。财政数据印证了这一趋势：2026 财年前 11 个月，美国联邦公司所得税实收仅 3,482 亿美元，同比缩减 17.4%（减少 732 亿美元）；这一趋势延续了 2025 财年（由 5,650 亿同比萎缩至 4,864 亿美元）的下滑态势。在同期个人所得税与工资税分别录得 8%和 3%稳健增长的背景下，公司税的塌陷呈现出较为明显的结构性特征，我们认为其下滑缺口高度对应了被前置费用化的 AI 巨额投资。

总体而言，在财政“开源”这一维度，AI 产业实质上正扮演着财政补贴的消耗者、而非收入贡献者的角色。为刺激制造业回流与引导 AI 资本开支，财政部正以“税收让利”的形式进行大规模的前置投入。这种政策模式的成本回收高度依赖于产业未来的利润兑现；然而，正如“通道二”即将展开剖析的，这部分被寄予厚望的产业链超额利润，有相当大比例实际上正游离于美国本土税基之外。

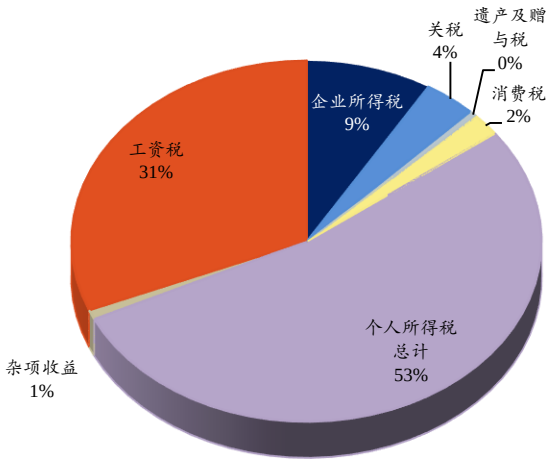
仅供内部参考，请勿外传

图表 8：美国 2025 财年和 2026 财年前 11 个月的公司税规模同比明显下滑



资料来源：美国财政部，东方财富证券研究所

图表 9：美国财政收入以工资税和个人所得税为主（美国 2025 财年的税收收入构成情况）



资料来源：美国财政部，东方财富证券研究所

3.2.通道二（价值量分布）：AI 租金留在稀缺资产，且较多流向海外

沃什第二问的现实答案是：当前 AI 产业的超额红利仍高度沉淀于算力、云服务、能源等上游稀缺资产端，尚未向广泛的实体企业与终端消费者实现有效扩散。

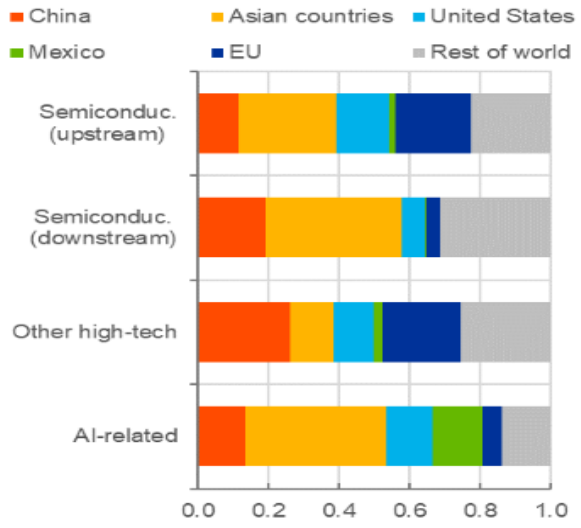
在 AI 大模型实验室环节，高前期研发开支叠加“自循环”融资架构，导致头部企业的实际所得税贡献几乎为零。尽管市场热衷于讨论 OpenAI、Anthropic 等巨头“年化经常性收入数百亿美元、增速数倍”的宏大叙事，但从财务实质来看，其仍处于模型训练与算力采购的巨额投入期。叠加前述 OBBBA 法案的费用化条款，这些企业当期几乎无需缴纳任何企业所得税。此外，其资本架构亦暗藏长期利润压制隐患：以 Anthropic 计划中的 IPO 为例，其存在战略投资与长期算力采购承诺的捆绑安排——为获取亚马逊的注资，Anthropic 承诺未来十年向 AWS 采购千亿美元级别的算力。这种利益绑定与刚性资本支出，或将在长周期内压制其净利润率的释放。

在底层算力与云基础设施环节，尽管英伟达等算力芯片龙头贡献了相对稳健的税收，但大型云服务商（CSP）则通过巨额资本开支的前置费用化大幅抵消了应税利润。现阶段，以英伟达为代表的核心芯片供应商是美国财政部相对确定的利润税收来源。然而，对于账面利润丰厚的大型云厂商而言，其为了抢占 AI 前沿高地而向英伟达采购的巨额数据中心硬件支出，正通过税法体系内的费用化机制转化为合法的抵税筹码，从而部分平抑了该环节对财政收入的实际净贡献。

在硬件制造与上游供应链环节，AI 产业创造的巨大物理价值大量留在海外，未能有效转化为美国本土的税基。AI 硬件产业链条（涵盖先进制程代工、高带宽内存 HBM、高端光模块等）的核心制造与价值沉淀绝大部分发生在美国境外。欧央行报告显示，除了荷兰的 ASML 等外，AI 供应链中最大的公司大多位于美国、中国大陆及香港地区、中国台湾和韩国。代工、存储、光模块等环节的利润较多分布在中国台湾、韩国等地，AI 价值链中的相当部分价值量通过进口流向亚洲科技产业链。

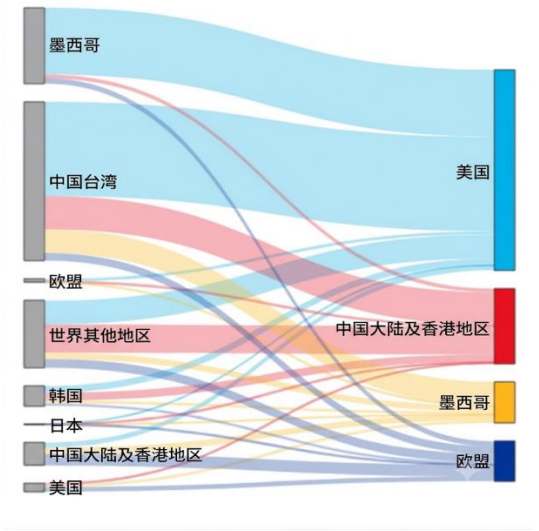
仅供内部参考，请勿外传

图表 10：2025 年 AI 链各环节主要生产商的出口市场份额



资料来源：欧央行，东方财富证券研究所　注：图中的中国涵盖中国大陆与香港地区；数据涵盖 2025 年 1 月至 10 月。

图表 11：2025 年与 AI 相关的贸易网络分布情况（美元；左侧柱状图：供应商；右侧彩色柱状图：进口）



资料来源：欧央行，东方财富证券研究所　注：图中的中国涵盖中国大陆与香港地区；数据涵盖 2025 年 1 月至 10 月。

本轮 AI 技术红利呈现向“稀缺资产”与“海外制造”两端沉淀的“哑铃型”分布，导致美国财政对产业租金的截留能力大幅弱化。本轮 AI 技术革命的产业链的价值分配呈现：利润一端向上游少数的算力寡头与大模型巨头集中，另一端则大量向海外半导体及高端硬件供应链转移。在这种分配结构下，美国财政最终能够有效捕获并转化为本土税基的产业红利。

3.3.通道三（工资税基）：劳动力议价权有所削弱

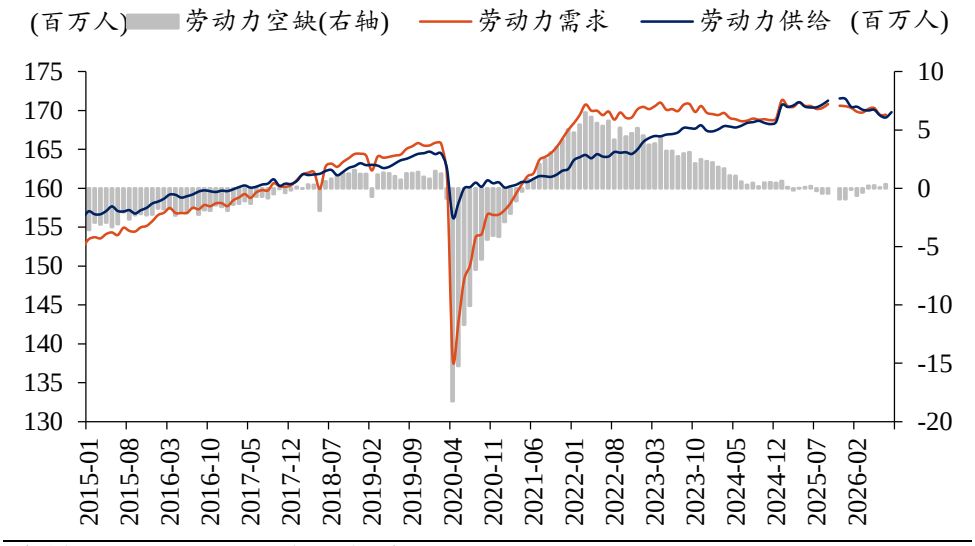
AI 若要在财政收入端实现“化债”，其宏观前提是做大而非侵蚀占据美国税收绝对主导的个人所得税与工资税基。穿透美国联邦财政结构，其呈现出典型的“对人征税”特征：2025 财年个税（53%）与工资税（31%）合计贡献占比高达 84%，而企业所得税仅约 9%。同时，据 CBO 2019 年发布的报告，2018 年劳动者的劳动收入面临约 27%的边际联邦税率[1]，进而构成了美国政府最坚实的底层税源。因此，解答“沃什第三问”的核心关切点在于：AI 技术对人类劳动究竟是发挥互补赋能作用，还是产生挤出替代效应。

从微观就业高频数据与职业暴露度测算来看，当前 AI 对劳动力市场呈现出短期替代效应，其对初级白领及知识密集型岗位的结构性冲击尤为剧烈。尽管 9 月美国整体失业率（4.2%）在统计口径上仍符合“充分就业”的常见区间，但就业市场长期处于“紧平衡”；2025 年 3 月至 2026 年 8 月，劳动力空缺缺口持续低位徘徊（月均均值录得负值）。Anthropic 关于 AI“实际暴露度”的研究进一步印证了这一隐忧：当前 AI 任务覆盖率最高的十大职业（涵盖程序员、客服、数据录入及市场分析师等）几乎全被白领和知识密集型岗位占据，这或预示着相关群体的薪资中枢面临重估。

[1] 注：此处数据为 2018 年统计，考虑到美国劳动税负政策此后未出现较大变动，近年情况或与这一口径较为接近。

仅供内部参考，请勿外传

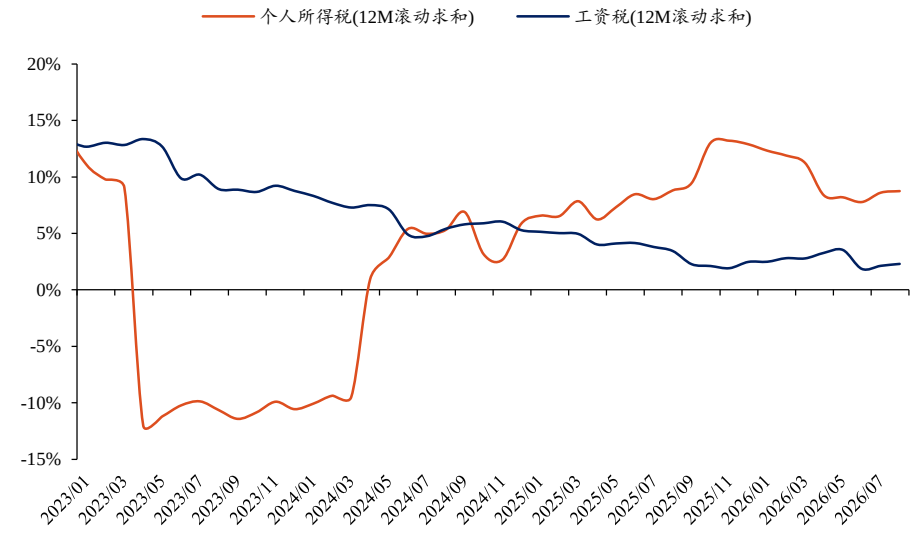
图表 12：2025 年 3 月以来，美国劳动力需求与供给缺口持续低位徘徊



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

宏观税收数据的走弱与劳动力议价权的相对丧失，进一步确认了 AI 对工资税基的实质性压制。财政数据层面，美国工资税收入（12 个月滚动求和）同比增速自 5 月的 3.5%高点已出现明显滑坡。不同于 90 年代 ICT 革命中技术与劳动强互补、实际工资同步攀升的逻辑，本轮 AI 周期中劳动力在资本面前的议价权遭到明显削弱，工资增速正持续跑输企业盈利增速（如图 14 和图 15）。

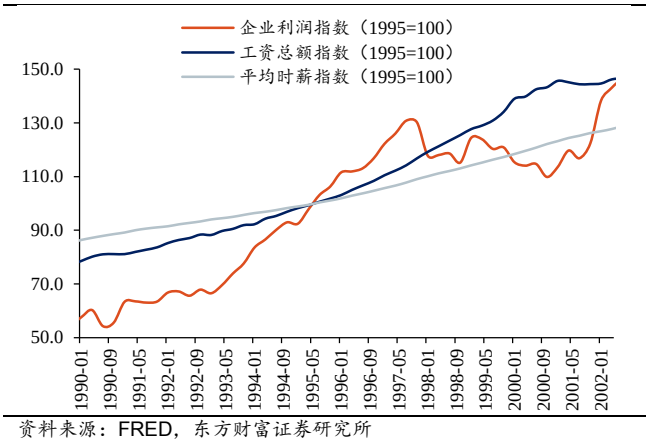
图表 13：美国工资税和个人所得税额（12 个月滚动求和）的同比走势变动情况



资料来源：美国财政部，东方财富证券研究所

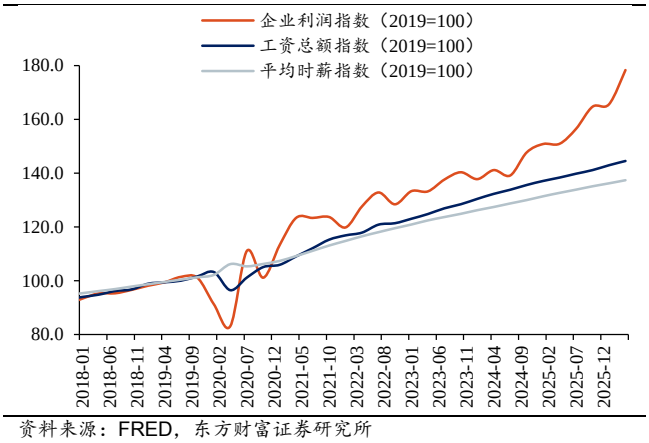
仅供内部参考，请勿外传

图表 14：90 年代工资增速逐渐高于企业利润增速（1995-2002 年的美国企业利润和工资总额走势情况）



资料来源：FRED，东方财富证券研究所

图表 15：当前工资增速仍明显低于企业利润增速（2018 年以来的美国企业利润和工资总额走势情况）



资料来源：FRED，东方财富证券研究所

总体而言，美国财政在收入端正面临“个税与企税”双重承压的严峻考验，财政赤字存在进一步结构性走阔的风险。在资本与产业端，由于 AI 实验室深陷亏损周期且硬件制造端利润向海外转移，技术红利并未有效转化为本土增量资本税收；而在劳动与居民端，AI 替代效应导致工资税基边际变薄，不仅未能“开源”，反而在一定程度上推升了失业救济、医疗补助等联邦刚性转移支付的支出压力。

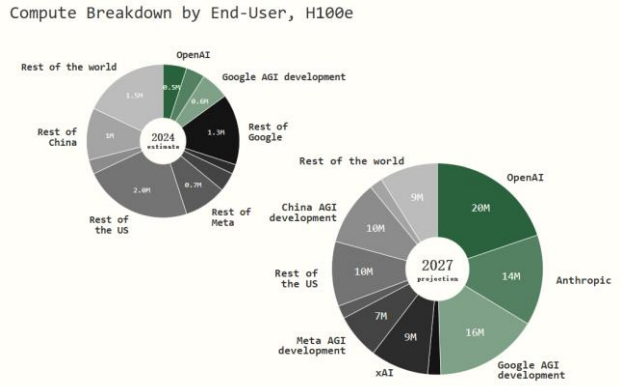
3.4.通道四（发债竞争）：AI 走向重资产化，与美债争夺长端买盘

模型推理端算力成本有所下降，但模型训练端和数据中心算力建设端依然呈现加杠杆态势。在模型推理端，算力成本明显下降：例如，同等能力的推理价格已从 GPT-4 早期的约 30 美元/百万输入 Token，下跌至 Flash-Lite 模型的约 0.10 美元量级）。但大模型训练与底层数据中心算力建设端仍在加杠杆：沃什在杰克逊霍尔的演讲中指出，美国商业设备与无形资产投资过去四个季度的累计同比增速高达 9%，其中超过一半的增量可归因于 AI 基础设施的狂飙突进。

在算力供给刚性、头部寡头垄断及大国科技博弈的三重逻辑共振下，美国 AI 产业的商业模式或注定将向更深度的重资产化与债务化演进。一是算力供给端存在硬约束，未来两年的产能上限已被台积电等先进制程代工厂提前锁定，边际扩张缺乏弹性；二是算力分配格局呈现极化，资源加速向美国本土的前沿实验室集中，供给刚性叠加寡头垄断，科技巨头只能加码算力军备竞赛；三是出于大国博弈考量，面对以中国为代表的低成本开源模型生态竞争，美国科技巨头被迫采取高壁垒防御策略——包括强化算力与技术封锁（严查第三方转口）、实施反蒸馏策略（如隐藏内部计算过程的 Astra 路线以拉高抄袭门槛），以及利用算力优势持续推高参数量冲刺 AGI。上述三条路径的最终指向高度一致：AI 相关资本开支或将持续居高不下，进而驱动其商业模式进一步依赖发债融资。

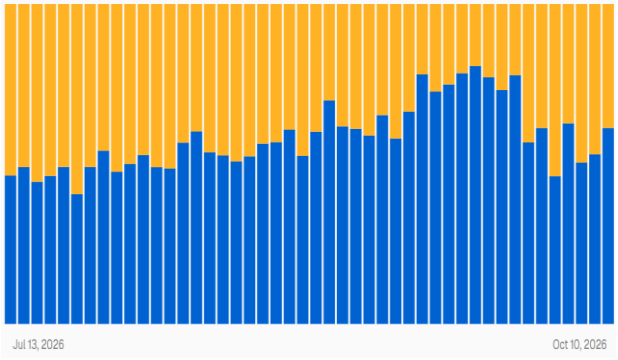
仅供内部参考，请勿外传

图表 16：以 OpenAI 及 Anthropic 为代表的美国大模型公司 2027 年预计占据算力需求的较大比重



资料来源：AI 2027，东方财富证券研究所

图表 17：美国大模型厂商面临着开源模型对市场份额的挤压

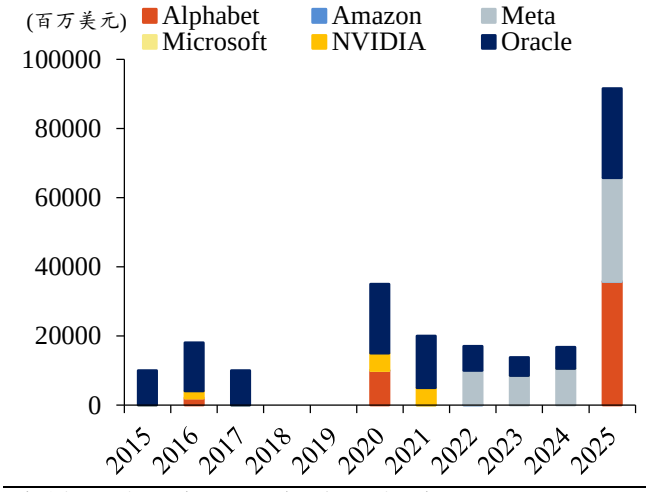


资料来源：Vercel，东方财富证券研究所　注：蓝色柱子表示开源模型所占比重，蓝色柱子表示闭源模型所占比重；采用代币交易量口径

当前 AI 产业的重资产化融资已在债券市场产生较为明显的“挤出效应”，科技巨头海量的长久期信用债供给对美债长端利率产生了一定影响。截至 2026 年 7 月 9 日，Alphabet、亚马逊、Meta、甲骨文、Nvidia 和 SpaceX 年内在全球范围内共发行了约 2440 亿美元的债券，且 2023 年以来，债券发行年限逐渐以 10 年期以上长债为主。在当前美债收益率相对高企的宏观背景下，这种大规模的信用债供给，实质上在资本市场与财政部展开了对长端配置型买盘的直接争夺。受此挤出效应部分影响，30 年期美债收益率在 9 月中旬一度飙升至 5.36%的历史高点，10 年期美债收益率亦攀升至 5%一线。

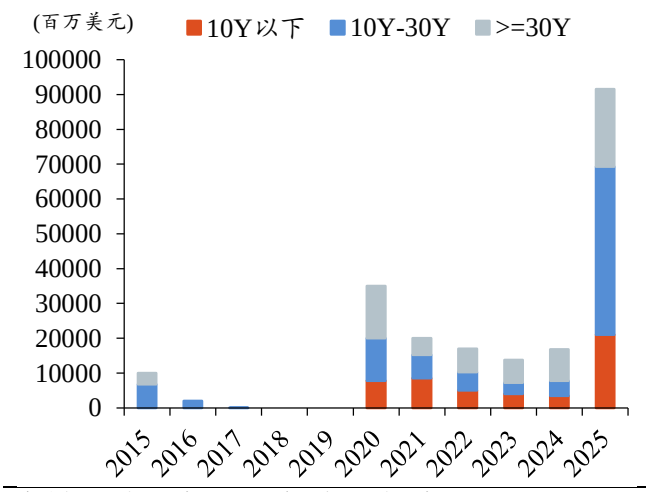
随着 AI 资本开支主体从头部云厂商向多维圈层扩散，产业对金融市场的“抽水效应”正逐渐放大，预计将进一步拉长其与美债争夺流动性的时间窗口。戴尔近期财报电话会议表示，当前 AI 服务器的需求正从头部云厂商快速向主权财富实体、大型传统企业以及 Neocloud 等外延客户蔓延。与此同时，英伟达通过提供集“机柜组装、电力对接与供应链融资担保”于一体的一揽子服务，实质性降低了新玩家入局的重资产门槛。这种资本开支主体的下沉与扩散意味着，AI 产业或将在更长的宏观周期内，对市场上有限的长端资金形成分流，从而将持续加剧财政部的发债压力。

图表 18：AI 债券发行体量在 2025 年显著抬升（五大云厂商和英伟达的美元债发行情况）



资料来源：美国证券交易委员会，东方财富证券研究所

图表 19：2023 年以来，AI 债券发行年限以 10 年期以上为主（五大云厂商和英伟达的债券发行期限结构构成情况）



资料来源：美国证券交易委员会，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

综合而言，短期内 AI 产业不仅无法实质性帮助美国政府化债，而且预计将对美国发债产生明显影响，其“化债潜能”与财政的“化债紧迫性”之间存在着较大期限错配。宏观视角下，AI 若要真正转化为支撑财政化债的正向贡献，亟需跨越当前的巨额资本开支高峰，迈入内部利润自我造血与本土税收实质性兑现的成熟期。然而，这是一个中长期的产业生命周期演进问题；相较之下，美国政府面临的国债滚续与利息支付却是一个迫在眉睫的当下困境。我们认为远水难解近渴，在彻底跨越资本开支拐点之前，AI 产业大概率仍将扮演美国财政压力的放大器。

4.其他化债路径的困境及宏观约束

4.1.短债置换长债：受通胀约束

“短债置换长债”的缩短久期策略高度受制于通胀去化进程，且面临财政与货币政策协同的脆弱性挑战。财政部试图通过“增发短债、压降长债”来实现低成本债务滚续的前提，在于通胀实质性降温能为美联储下调短端利率提供充足空间。然而，该路径在实操层面面临较大困难：财政发债与货币宽松的配合之间，存在着时序错配与信誉损耗双重脆弱性。

此外，高频依赖短端债务滚续的容错率较低，一旦通胀黏性导致短端资金承接乏力，易触发收益率曲线全面上移的系统性风险。若通胀压力进一步抬升或表现出强黏性，美联储将被迫维持高利率，直接推高短债滚存成本。当短端流动性池无法继续消化新发短债时，财政部将陷入被动，不得不恢复大规模发行长期附息国债以弥补融资缺口；届时，前期被人为压抑的长端期限溢价或将因突发的供给冲击迎来报复性反弹，传导至整条美债收益率曲线的系统性抬升。

4.2.增长化债：理论正解，短期动能不足

依靠名义经济增速跑赢债务成本是实现可持续化债的理论正解，但受制于 AI 技术红利兑现的时滞，该路径在中短期内缺乏实质性的财源支撑。驱动名义增长反超综合融资成本、做大本土税基以匹配债务扩张，无疑是合乎宏观经济学逻辑的治本之策。然而，该路径的现实兑现面临严峻的时间周期约束：在 AI 技术红利真正转化为美国本土实体产业的丰厚利润、实质性抬升广泛中产群体的工资中枢，并最终反哺为联邦国库的增量税收之前，“增长化债”在中短期内或仍属无源之水。这种政府债务付息的迫切性与产业红利释放的滞后性之间的“期限错配”，构成了对当前“AI 化债论”的反驳。

5.AI 短期化债效果有限，关注具备更高确定性的贵金属等资产

综上所述，我们认为 AI 在短期内不仅无力化解美国超 40 万亿美元的债务重压，反而通过侵蚀税基、价值链外流、劳动力替代及融资挤出四大通道，加剧美财政与货币体系的矛盾。

从宏观化债框架审视，支撑债务化解的“三大支柱”在当前的产业形态与通胀约束下面临一定缺位。在 AI 产业持续重资产加杠杆、大规模费用化减税以及核心制造环节利润部分遗留海外的背景下，“名义增长与税基扩张”及“产业资本开支退坡反哺”这两大支柱短期内难以兑现；而“压低短端利率”这一政策支柱，又高度受制于当前依然顽固的通胀黏性，存在较大的兑现不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

时间维度上，AI 产业远期的“化债潜能”与美国财政当下的“付息紧迫性”之间存在着明显的期限错配。AI 若要实质性修复主权资产负债表，需要跨越资本开支周期，实现内部现金流造血，并将技术红利沉淀为本土税收，这本质上是一个中长期的产业演进问题。然而，面对每月新增逾 2,000 亿美元、年化硬性利息支出高达 1 万亿美元的“滚雪球”式债务，财政化债更多是迫在眉睫的当下困境。这种“远水难解近火”的客观周期错配，构成了对“AI 化债论”的有力反驳。

落脚于大类资产配置，在法币信用透支与实际利率受压的宏观范式下，做多黄金及稀缺有色金属或具有较高确定性。面对不可持续的债务扩张，美国国家信用在长周期内或仍将面临侵蚀压力；由于财政部无法长期承受长端利率高企的重压，这将倒逼政策制定者不断推动压制实际利率。在这种“财政脆弱 + 通胀隐患并存 + 法币信用贬值”的宏观大背景下，具备抗通胀与避险双重属性的贵金属及稀缺工业金属或是一个逻辑清晰的基准配置方向。

风险提示

1. 地缘政治及大国博弈超预期演进。地缘政治冲突（如中东局势失控、俄乌战事剧变或中美大国博弈极端化）超预期演进会冲击防务支出、通胀路径以及导致核心硬件断链等。

2. 宏观流动性尾部冲击导致大宗商品价格剧烈回调。全球地缘/金融尾部风险引发跨资产抛售与流动性危机，可能导致实际利率阶段性快速冲高，进而对黄金、白银及稀缺有色金属等避险与抗通胀资产的计价形成压制。

3. 美国财税政策与产业补贴法案出现重大调整。面临美国中选结果的不确定性，美国国会可能提前终止或大幅修改“大而美”法案（OBBBA）中关于 AI 资本开支全额费用化的条款。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
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本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。