



A 股策略周报 20261007

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

彷徨与等待

当资本变得稀缺：资本成本的上升正在成为最大压制因素

海外资金缺口的持续扩大，原因之一在于储蓄与投资需求之间的矛盾持续深化：2025Q3 以来可支配收入的净结余规模持续下降，而 AI 基建的推进扩大资本开支需求，资本开支与留存利润之间的融资缺口却持续维持高位；另一方面，综合诉求驱动下发达国家财政开支的削减速度缓慢，利息负担也在不断增加。此外，我国作为全球最大的贸易顺差国，随着中美脱钩进程的深化，通过金融账户向海外资本市场释放的资金规模增长也在放缓，2025 年 4 月特朗普推动贸易战升级后，中国国内资金对海外证券资产的净获得规模的同比增速开始下降。由于套息交易的存在，海外非美经济体出于汇率稳定的诉求，存在竞争性的利率上行压力，海外非美长端国债收益率与美债长端收益率之间利差多数时间处于上行期，外国投资者对美国国债净买入规模趋于下降，美国政府新发国债与海外投资者净买入的差额扩张，这就一定程度要求美国以更高利率吸引外国投资者，反过来又提升了非美市场的利率。另外一侧，则是美伊冲突后，不断上升的能源成本较大提升了全球的基础消费消耗，一定程度也加剧了资本不足的矛盾。

海外高利率对于最强经济体的抑制性作用开始显现

2025 年下半年至 2026 上半年，处于渗透率快速上升时期的 AI 产业对美国经济产生了两重正向作用：一方面信息技术领域的投资直接拉动了 GDP 的增长为美国可以负担高利率成本打下基础，另一方面 AI 基建活动强度的提升带动了美国就业市场的结构性修复。AI 产业的独立景气与更高的资产回报率也形成了美国信息技术行业资产回报率高于美股市场、美股市场资产回报率高于非美市场的特征。在 2025 年，由于 AI 投资本身更多依赖于科技巨头自有现金流，本身对利率推升作用并不明显，但进入 2026 年，随着信贷需求和权益融资的增加，本身也形成了对于有限流动性的竞争，但对于 AI 产业链而言，其更高的投资回报率本身也支撑了资本成本的上行。但在进入 2026 下半年后，海外高利率的抑制性作用可能正在变得愈发明显：一方面，高渗透率下 AI 产业需要宏观环境相配合才更有可能维持快速扩张；另一方面，由于 AI 基础设施建设的过程确实能够带来就业的提升，但是 AI 应用强度的上升反而不利于就业的增长，AI 产业的发展逐步从资本开支扩张逐步向应用侧转变的过程中，AI 产业对于就业的带动效果可能会减弱。海外高利率的抑制性作用在部分环节已经开始显现：9 月美国新增非农就业增长不及预期且失业率边际走高；服务器租赁价格与 AI Token 价格的分化表明大模型厂商仍在加大训练投入，但终端使用者在成本压力作用下对价格敏感度提高，利率的上升将会扩大潜在的缺口；在股票市场中，近期美股代表小盘股的罗素 2000 表现明显弱于标普 500，同时大规模为 AI 基建提供融资的金融公司表现同样相对较差。

国内财政关注焦点的转换

今年以来，国内财政政策在保民生、扩内需方向的关注度持续提升，投向社保及就业方向的财政支出占比增加，9 月 29 日新发布的购买首套房贴息政策也标志着在房地产市场开始实施需求侧刺激。截至今年 8 月，全国一般公共预算财政赤字占全年赤字目标的 41.2%，为过去 5 年中最低读数，国内财政端仍有进一步发力的空间。而与之相对应的是，国内财政对出口的支持力度有所减弱，光伏、电池的出口退税支持政策退坡，今年以来，尽管对外出口额的同比增速明显走高，但是外贸企业的出口退税增速反而有所下行。在国内对部分出口产品的补贴退坡后，海外经济体的贸易赤字情况可能会有边际好转；在跨境资本流动领域，值得一提的是 8 月后中国人民银行滚动 12 个月的新增人民币本币互换规模有所上升。中国在过去 2 年来本身通过贸易顺差对于全球流动性的回笼作用开始逐步减弱，结合人民币互换规模上升看，这一压制因素本身也在临近拐点。

彷徨与等待

逆全球化+基础消费品能源的紧张+美国科技投资扩张共同驱动了海外资本成本上升，利率敏感性行业遭遇了双重夹击，资本市场也在压制中举步维艰。短期这一场景尚未破局，但是路径已经清晰。利率上行最终冲击到最强经济体，资本成本重新下降；中国过剩储蓄的重新释放（可能是内需+对外扩表）共同驱动。但是，不破不立的概率也正在增加。正因如此，积极防御转向更谨慎的全面防御将更加必要。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



内容目录

当资本变得稀缺：资本成本的上升正在成为最大压制因素.....	3
海外高利率对于最强经济体的抑制性作用开始显现.....	5
国内财政关注焦点的转换.....	8
彷徨与等待.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 2025 年三季度以来，美国居民部门可支配收入净结余持续下降.....	3
图表 2： 近年来美国企业部门资本开支和留存受益之间的缺口持续处于高位	3
图表 3： 2025 年二季度以来国内资金买入海外证券资产的增速出现下降.....	3
图表 4： 2025 年三季度后中美长端利率走势出现了明显分化.....	3
图表 5： 非美发达经济体长端国债收益率与美国之间的利差变化较小	4
图表 6： 外国投资者对美国国债净买入规模趋于下降，美国政府新发国债与海外投资者净买入的差额扩张...	4
图表 7： 海外原油陆地库存储量已大幅度下滑	4
图表 8： 当前欧洲天然气储备库容比仅为 72.7%，为俄乌冲突以来历史同期最低值.....	4
图表 9： 美国汽油和柴油价格近期快速走高	5
图表 10： 近期中东地区原油出口情况有所恢复，但仍略低于 2 月末的水平	5
图表 11： 中东冲突爆发后，油运船只的平均航行距离上升约 150 海里	5
图表 12： 在 AI 基础设施建设的带动下，2025Q3 以来美国建筑业、制造业新增就业出现复苏	6
图表 13： 美国制造业 PMI 就业分项读数同样自 2025 年三季度以来开始上行	6
图表 14： 美国信息技术行业资产回报率高于美股市场，美股市场资产回报率高于非美市场.....	6
图表 15： 过去一年中，海外非美货币相对于美元汇率趋于贬值	6
图表 16： AI 渗透率的提升可能正在进入瓶颈期.....	7
图表 17： 2025 年下半年以来，AI 应用更为广泛的信息业、金融业就业环境转弱.....	7
图表 18： 近期美国人均薪酬增速相对于非农时薪增速扩张幅度放缓，9 月美国失业率上升至 4.2%.....	7
图表 19： 美国服务器租赁价格维持高位，而 AI Token 的使用均价格持续走低.....	7
图表 20： 美股代表大盘的标普 500 指数与代表小盘的罗素 2000 指数近期分化明显.....	7
图表 21： 对 AI 融资提供更多资金支持的美股金融公司，近期表现弱于美股金融行业整体表现.....	7
图表 22： 今年以来对外出口累计同比增速明显提升，但外贸企业出口退税额增速下降.....	8
图表 23： 今年财政支出中，内需相关的社保及就业支出占比继续提升，增速较整体财政支出增速更快.....	8
图表 24： 截至今年 8 月，一般公共预算财政赤字占全年赤字目标比例的 41.2%，为过去 5 年最低	8
图表 25： 滚动 12 个月中国人民银行新增人民币互换规模	8



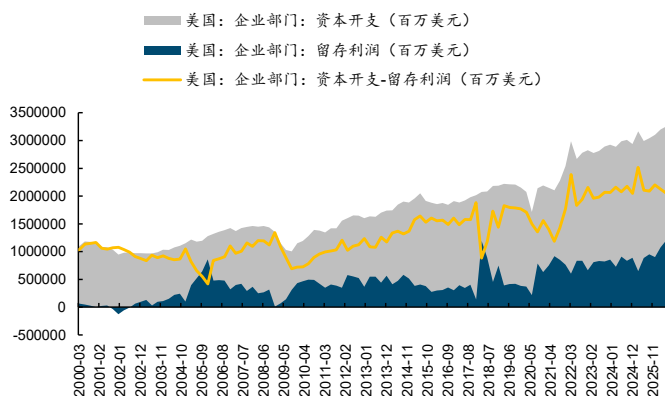
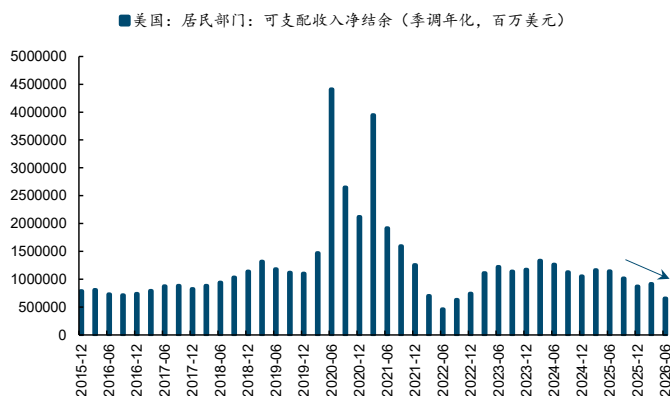
当资本变得稀缺：资本成本的上升正在成为最大压制因素

自 2025 年三季度以来，美国资本市场中长端国债收益率开始上行，10 年期美国国债到期收益率从一年前的 4.0% 一路上升至当前的 5.3%，欧元区、英国等非美市场的政府债券长端收益率同样出现大幅度的上升。来自于资金缺口扩大和能源供应瓶颈的双重压力，是推动过去一年中海外长端利率持续上行的核心原因

海外资金缺口的持续扩大，主要原因之一在于低储蓄与高投资需求之间的矛盾持续深化。从居民储蓄侧的情况来看，在过去一年中由于海外物价上行较快、经济 K 型分化以及消费习惯的共同作用下，美国居民部门消费支出的增长较可支配收入的增长更快，自 2025 年三季度以来可支配收入的净结余规模持续下降；而另一方面，由于 AI 产业的快速发展，AI 基础设施建设的快速推进使得美国企业部门资本开支需求大幅增加，尽管美国企业的留存利润也有增长，但是资本开支与留存利润之间的融资缺口却持续维持高位。海外居民部门可支配收入净结余的下降，与企业部门持续处于高位的融资缺口意味着海外居民侧可以用于填补企业资本开支需求的资金正在变得紧张。

图表1：2025 年三季度以来，美国居民部门可支配收入净结余持续下降

图表2：近年来美国企业部门资本开支和留存受益之间的缺口持续处于高位



来源：美联储，国金证券研究所

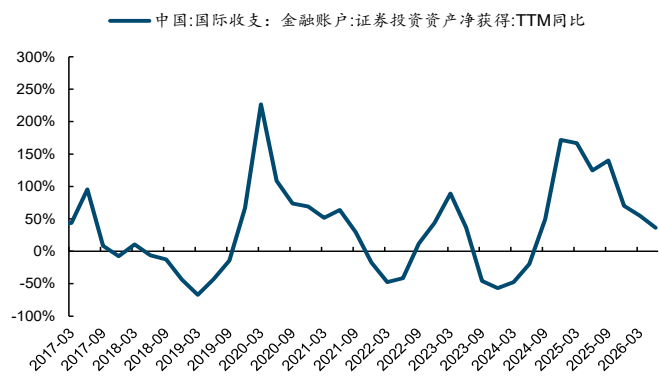
来源：美联储，国金证券研究所

与此同时，我国作为全球最大的贸易顺差国，随着中美脱钩进程的深化，通过金融账户向海外资本市场释放的资金规模增长也在放缓。从国民经济核算的视角来看，贸易顺差是经济体中私人部门、政府部门整体获得以货币形式存在的净储蓄的唯一途径。由于中美地缘政治冲突的加剧以及对跨境资本流动监管的加强，自 2025 年二季度特朗普挑起贸易战之后，国际收支视角下国内资金对海外证券资产的净获得规模的同比增速开始下降，更多的贸易顺差形成国内的储蓄累积，进而推动国内与海外长债利率走势的分化。

此外，由于套息交易的存在，海外非美经济体出于汇率稳定的诉求，存在竞争性的利率上行压力。在 9 月美联储开始加息以前，欧央行已经在 6 月开始加息，市场也充分计价英格兰银行在下次 11 月初议息会议上加息的预期。过去一年中，海外非美长端国债收益率与美债长端收益率之间利差多数时间处于上行期；外国投资者对美国国债净买入规模趋于下降，美国政府新发国债与海外投资者净买入的差额扩张。

图表3：2025 年二季度以来国内资金买入海外证券资产的增速出现下降

图表4：2025 年三季度后中美长端利率走势出现了明显分化

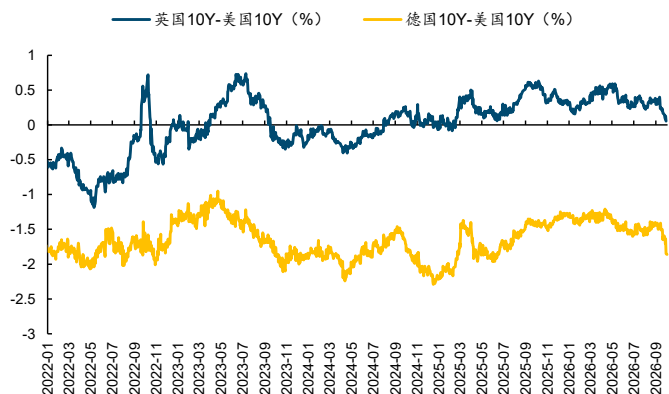


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

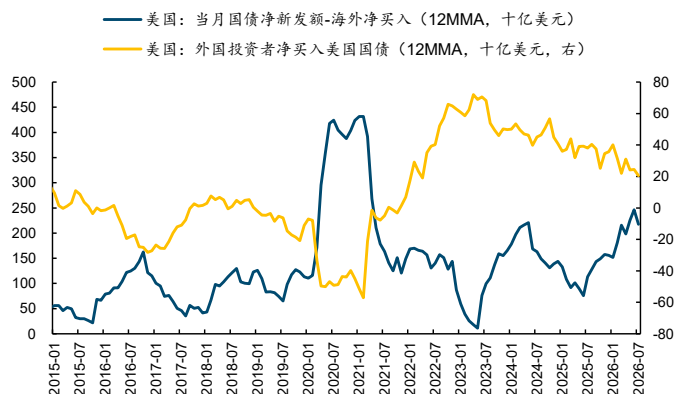


图表5：非美发达经济体长端国债收益率与美国之间的利差变化较小



来源：wind，国金证券研究所

图表6：外国投资者对美国国债净买入规模趋于下降，美国政府新发国债与海外投资者净买入的差额扩张

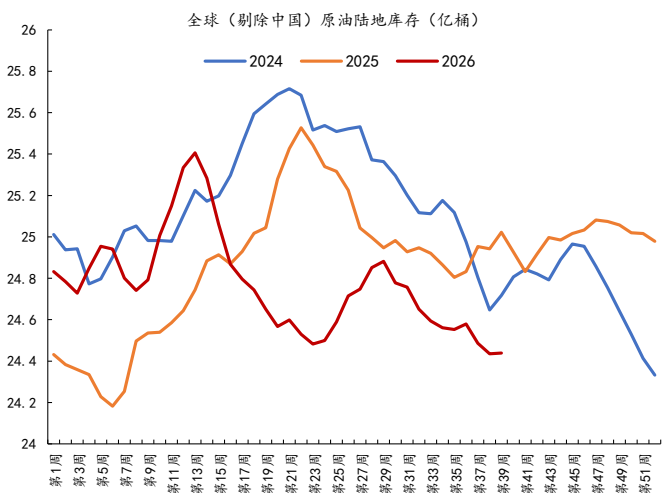


来源：wind，国金证券研究所

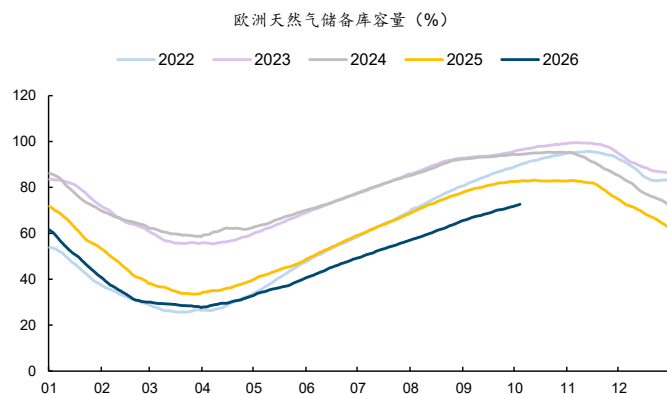
能源领域的压力也是海外利率走高的推动因素。海外能库存不足的问题持续存在：全球陆地原油库存量进一步下降，且欧洲方面的天然气储备水平同样偏低，当前欧洲天然气库容比只达到 72.7%，为俄乌冲突以来历史同期最低值。在低库存水平下，供给侧的波动会带来更大的价格波动，美国的汽油价格和柴油价格近期都有明显的上涨。而能源价格的上涨会逐步转化为通胀预期的上行，进而形成对中央银行加息压力的上升。尽管近期中东原油运输情况有所改善，但中东原油出口量相比今年 2 月份中东冲突开始前仍然偏低，而且地缘政治冲突加剧已经使得油运船只航程出现显著增加，围绕能源调配的矛盾可能会长期存在。

图表7：海外原油陆地库存储量已大幅度下滑

图表8：当前欧洲天然气储备库容比仅为 72.7%，为俄乌冲突以来历史同期最低值



来源：wind，国金证券研究所



来源：AGSI，国金证券研究所



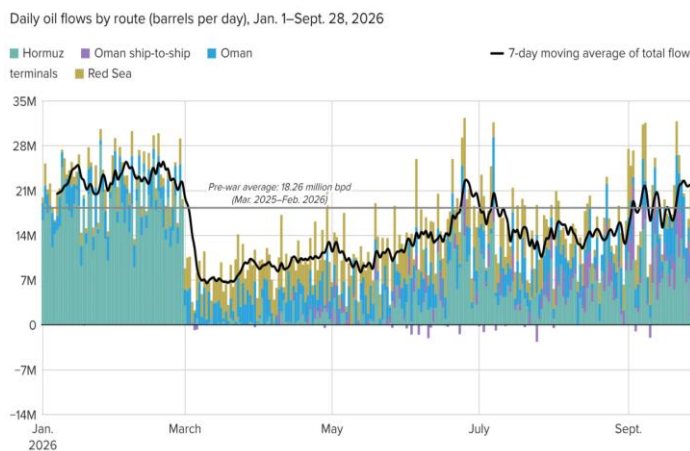
图表9：美国汽油和柴油价格近期快速走高



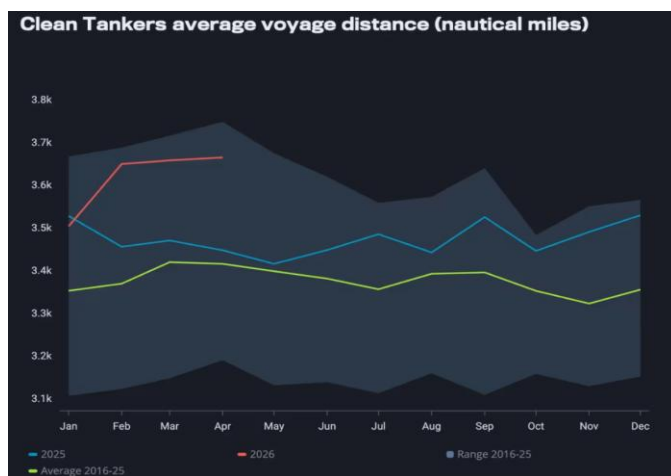
来源：wind，国金证券研究所

图表10：近期中东地区原油出口情况有所恢复，但仍略低于2月末的水平

图表11：中东冲突爆发后，油运船只的平均航行距离上升约150海里



来源：CNBC，国金证券研究所



来源：vortexa，国金证券研究所

海外高利率对于最强经济体的抑制性作用开始显现

2025 年下半年至 2026 上半年，处于渗透率快速上升时期的 AI 产业通过资本开支扩张的拉动对冲了利率水平上升带来的下行压力：一方面信息技术领域的投资直接拉动了 GDP 的增长，另一方面 AI 基建活动强度的提升带动了海外就业市场的结构性修复。从就业指标来看，伴随着 AI 相关资本开支的扩张，美国建筑业、制造业就业情况自 2025 年三季度以来出现复苏，滚动 12 个月的新增非农就业人数持续提升；此外，美国制造业 PMI 当中就业分项读数自 2025 年 8 月以来逐步改善，同样印证了 AI 资本开支活动的扩张对经济的拉动作用。

这一时期海外 AI 产业资本开支的拉动和利率上升之间形成了微妙的平衡：AI 产业处于渗透率的快速扩张时期，产业链整体的资本回报率明显高于长端利率水平，相关基础设施建设投资很大程度上与利率水平的上升相独立；同时，AI 产业的发展也一定程度上带动了经济系统中其他部门的增长，持续走高的利率对海外经济增长的抑制性作用并不明显。在这一过程中，AI 相关产业独立景气的稀缺性持续被市场定价，而美国在 AI 相关领域有着更高的固定资产投资强度，由此形成了美国信息技术行业资产回报率高于美股市场、美股市场资产回报率高于非美市场的特征，并且持续吸引国际资本市场中非美资金向美国流入，过去一年中非美货币兑美元趋于贬值。

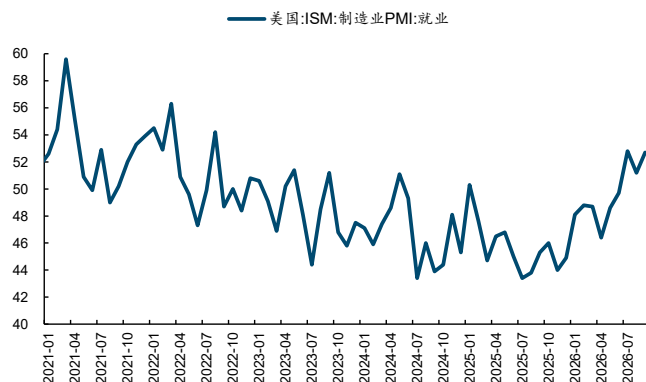


图表12：在AI基础设施建设的带动下，2025Q3以来美国建筑业、制造业新增就业出现复苏



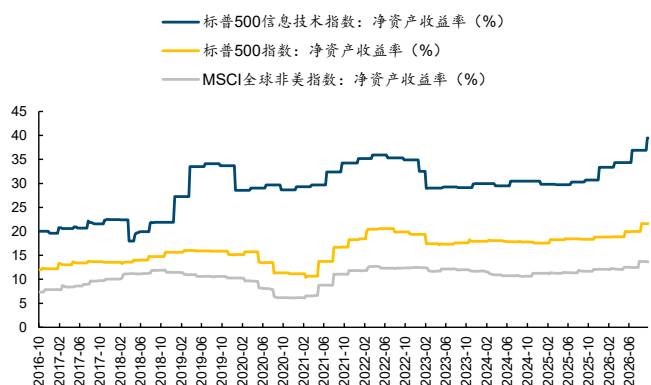
来源：wind，国金证券研究所

图表13：美国制造业PMI就业分项读数同样自2025年三季度以来开始上行



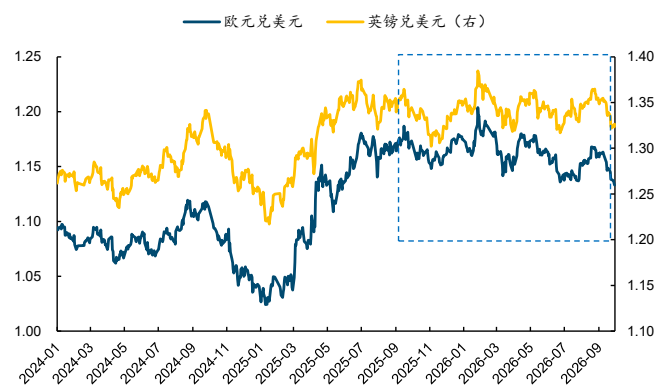
来源：wind，国金证券研究所

图表14：美国信息技术行业资产回报率高于美股市场，美股市场资产回报率高于非美市场



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表15：过去一年中，海外非美货币相对于美元汇率趋于贬值



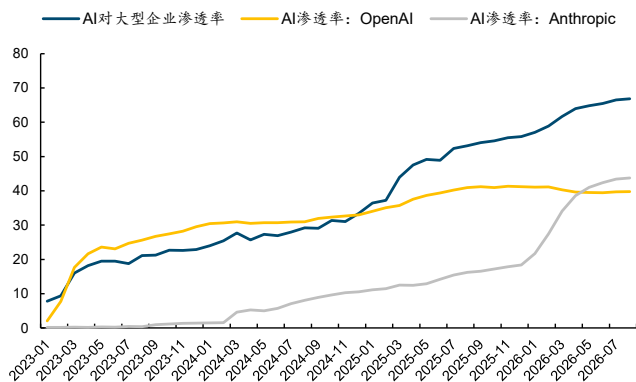
来源：wind，国金证券研究所

但是在进入2026年下半年后，海外高利率的抑制性作用可能正在变得愈发明显，AI产业发展作为对冲利率压制的效果将会减弱。一方面，AI产业快速发展与利率上升之间的独立性可能正在减弱，原因在于AI渗透率的提升似乎正在接近瓶颈，当前美国大企业的AI渗透率高达66.8%，OpenAI、Anthropic的客户渗透率也在放缓，高渗透率下AI产业需要宏观环境相配合才更有可能维持快速扩张。另一方面，在AI产业的发展逐步从资本开支扩张逐步向应用侧转变的过程中，AI产业对于就业的带动效果可能会减弱：从过去的经验来看，AI基础设施建设的过程确实能够带来就业的提升，但是AI应用强度的上升反而不利于就业的增长，表现为去年三季度以来与AI基建相关性更高的制造业、建筑业就业情况持续好转，而AI应用更为广泛的信息技术、金融业的就业情况出现结构性恶化。

海外高利率的抑制性作用在部分环节已经开始显现。就业市场来看，9月美国非农就业数据不及预期，失业率上升至4.2%；此外，人均可支配薪酬增速与非农时薪增速差见顶也可以作为参考指标，从历史经验来看两者差值在就业扩张时期上行、衰退时期下行，7月以来这一指标的上行势头放缓。在科技市场内部，美国AI token价格走低而服务器租赁价格维持高位，服务器租赁价格的上升表明AI下游模型厂商仍在大规模投入于模型训练，但人工智能的终端使用者在成本压力作用下对于价格的敏感度开始上升，而利率的上升将会扩大潜在的缺口。从资产价格的表现来看，美股代表大盘的标普500指数与代表小盘的罗素2000指数近期分化明显，同时对AI融资提供更多资金支持的美股金融公司，近期表现弱于美股金融行业整体表现。

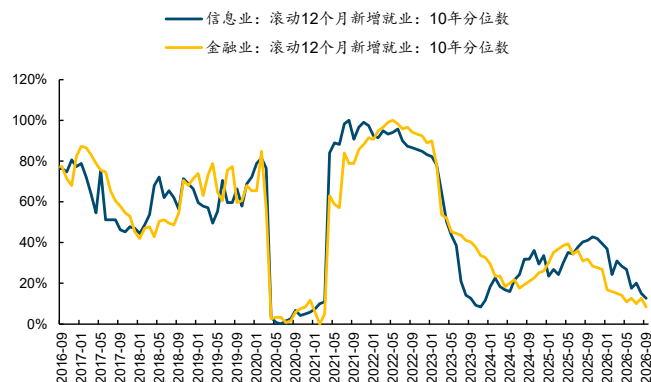


图表16: AI 渗透率的提升可能正在进入瓶颈期



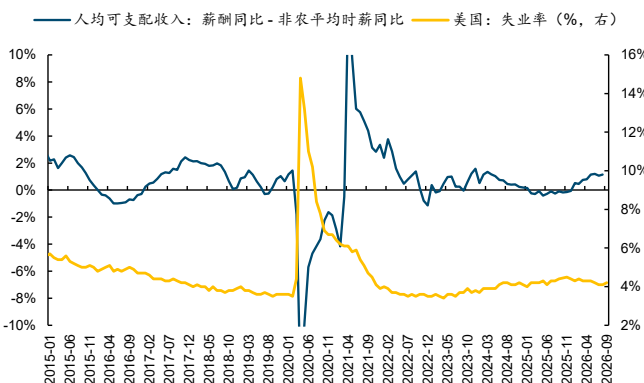
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 2025 年下半年以来, AI 应用更为广泛的信息业、金融业就业环境转弱



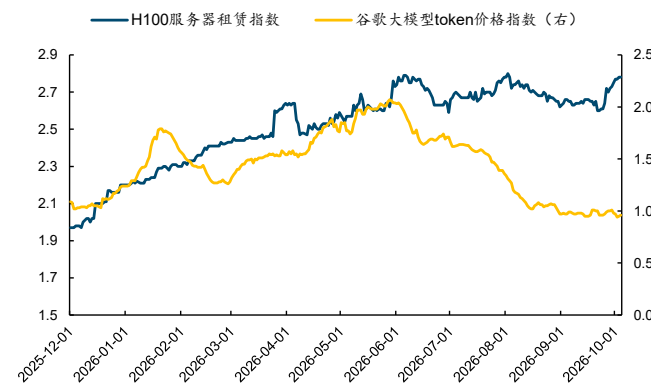
来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 近期美国人均薪酬增速相对于非农时薪增速扩张幅度放缓, 9月美国失业率上升至 4.2%



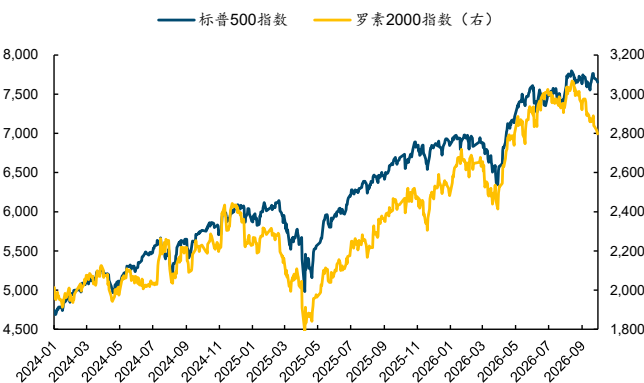
来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 美国服务器租赁价格维持高位, 而 AI Token 的使用均价格持续走低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 美股代表大盘的标普 500 指数与代表小盘的罗素 2000 指数近期分化明显



来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 对 AI 融资提供更多资金支持的美股金融公司, 近期表现弱于美股金融行业整体表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所。注: AI 融资金融公司组合指数的参考个股为 Apollo、Blackstone、Blue Owl 和 Brookfield

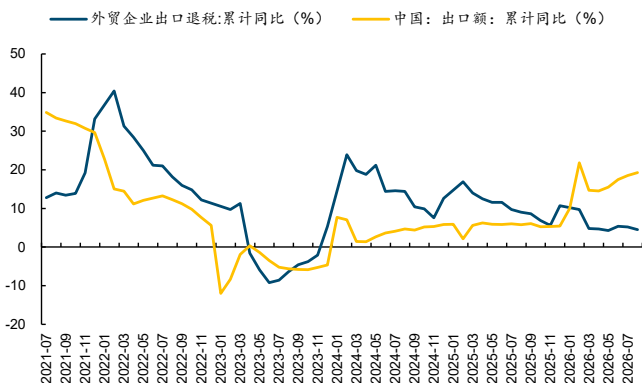


国内财政关注焦点的转换

今年以来，国内财政政策的重点支持领域可能正在从出口向内需转换。财政政策在保民生、扩内需方向的关注度持续提升，今年投向社保及就业方向的财政支出同比增速高于整体财政支出同比增速，且两者之间的增速差有扩大的趋势；与此同时，财政政策在开始在房地产方向开始发力，9月29日财政部发布《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》，对所购住房建筑面积在120平方米以下、所购住房价格在150万元以下的首套住房购房贷款进行1%的贴息，对房地产市场实施需求侧刺激。截至今年8月，全国一般公共预算财政赤字占全年赤字为2.48万亿元，相较于全年赤字目标5.89万亿元仍有较大空间，占全年赤字目标的比值为41.2%，为过去5年中最低读数，国内财政端仍有进一步发力的空间。

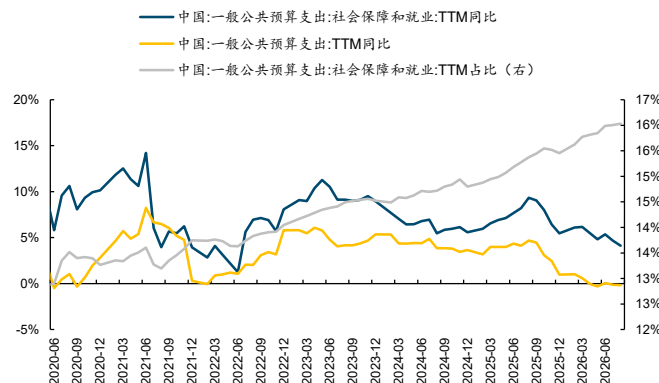
而与之相对应的是，国内财政对出口退税的支持力度有所减弱。2026年1月8日，财政部、税务总局发布了《关于调整光伏等产品出口退税政策的公告》，决定从4月1日起取消光伏出口产品的增值税出口退税，同时将电池产品的出口退税税率从9%下调至6%。今年以来，尽管对外出口额的同比增速明显走高，但是外贸企业的出口退税同比增速反而有所下行。在此前的分析中我们已经指出，贸易顺差在国内持续累积以及国际收支中对外金融项流出的放缓是海外资金缺口扩大的原因之一。在国内对部分出口产品的补贴退坡后，海外经济体的贸易赤字情况可能会有边际好转；在跨境资本流动领域，值得一提的是8月后中国人民银行滚动12个月的新增人民币本币互换规模有所上升；两者共同作用下可能会缓和海外资金缺口的扩张。

图表22：今年以来对外出口累计同比增速明显提升，但外贸企业出口退税额增速下降



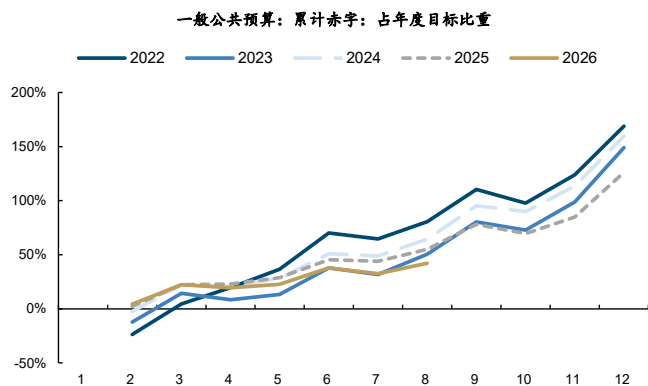
来源：wind，国金证券研究所

图表23：今年财政支出中，内需相关的社保及就业支出占比继续提升，增速较整体财政支出增速更快



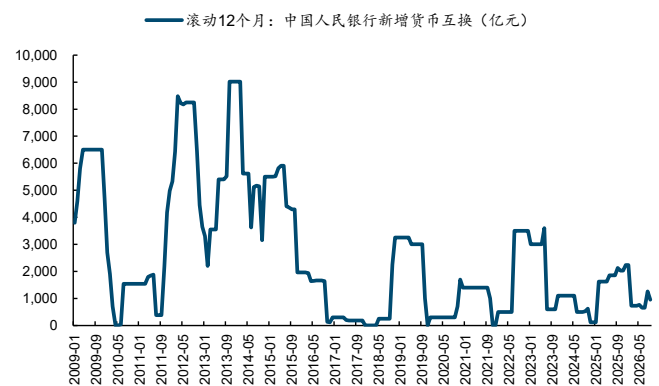
来源：wind，国金证券研究所

图表24：截至今年8月，一般公共预算财政赤字占全年赤字目标比例的41.2%，为过去5年最低



来源：wind，国金证券研究所

图表25：滚动12个月中国人民银行新增人民币互换规模



来源：wind，国金证券研究所



彷徨与等待

逆全球化+基础消费品能源的紧张+美国科技投资扩张共同驱动了海外资本成本上升，利率敏感性行业遭遇了双重夹击，资本市场也在压制中举步维艰。短期这一场景尚未破局，但是路径已经清晰。利率上行最终冲击到最强经济体，资本成本重新下降；中国过剩储蓄的重新释放（可能是内需+对外扩表）共同驱动。但是，不破不立的概率也正在增加。正因如此，积极防御转向更谨慎的全面防御将更加必要。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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