

## 策略周评 20260815

# 主线行情的重启还缺哪些拼图？

2026 年 08 月 15 日

近期 A 股呈现震荡修复格局，但板块轮动显著提速，“电风扇行情”特征突出，科技、医药、有色、地产等板块快速轮动切换，市场尚未孕育出资金承接力度充足、具备持续性的核心主线。主线行情的重启还差哪些拼图？核心缺失三块：套牢筹码消化、海外流动性压力缓释、AI 产业扩容逻辑兑现。

### ■ 拼图一：筹码问题，时间是最好的解药

指数行至年线附近，上方是前期套牢盘，下方是本轮修复积累的获利盘，多空筹码在这一带密集交织，拉锯在所难免。本周沪指多次触及年线便遭遇阻力，压制可见一斑。

对于这个问题，我们认为时间就是最好的解药。年线附近的反复震荡，本身就是筹码交换与持仓成本重置的过程。而快速轮动亦是资金在缺乏主线共识下的“试错”行为——科技内部筹码冷热分化、短线与量化扎堆小微盘，都是主线缺位下的典型资金行为。这块拼图难靠外力，要靠时间。当前量能尚未修复，存量博弈的格局未变，增量资金缺位；融资余额也仅在低位小幅反弹，未见大规模加杠杆，仍需等待做多合力的凝聚。

### ■ 拼图二：宏观流动性逆风的转舵

为什么站在当前时点，要如此重视宏观流动性？因为科技的定价逻辑已经发生了深刻变化。与去年不同，随着科技大厂自由现金流转弱、对外部融资的依赖度显著抬升（去年北美五大云厂商合计发债约 1084 亿美元，而仅 26H1 新发行规模就达 1691 亿），全球科技股定价的核心矛盾，已从“模型能力与叙事的想象空间”转向“举债扩张的资本开支能否兑现 ROI”。前者可以靠故事支撑估值，后者则必须用真金白银的回报来还本付息——这意味着科技股对金融条件的敏感度，已今非昔比。

客观上看，当前全球长债收益率行至历史高位区域，宏观环境明显逆风。韩、法、日、英、美等多国长端利率均逼近或刷新多年高点，美国 30 年期国债收益率达 5.25%，10 年期达 4.7%。

而一旦全球金融环境持续紧缩，影响将是双重的：一来直接抬升科技企业的融资成本，侵蚀资本开支的回报空间。二来也理应下修市场对 AI 爆款诞生的预期。历史上已有现成参照：2022 年流动性紧缩期，科技领域投融资活跃度降至冰点，现象级应用寥寥，ChatGPT 几乎是孤例；2024 年降息周期开启后，风投资金重新活跃，Coding、Agent 等应用方向才接连萌生、多点开花，视频生成等赛道的资本追捧也在这一阶段“走向高潮”。在利率高位、融资收紧的环境里期待应用层持续涌现，胜率恐怕有限。

近期美债长端利率走高，拆开看本质是期限溢价的抬升，背后叠着三重压力。其一是财政担忧：关税退款的兑付压力、地缘紧张下的军费扩张，都在扩大政府的融资需求；其二是供需错配：Q3 本就是季节性的发债洪峰，叠加日本为稳汇率带来的美债抛压，以及科技企业大规模发债形成的资金挤占，供给端集中放量；其三是政策不确定性：沃什治下美联储政策框架模糊，以至于出现降息开启后十年期美债利率不降反升的局面，即所谓“债市替央行紧缩”，此类情形在过往货币政策周期中鲜有先例。往后看，这些因素在三季度内大概率仍将演绎，这就意味着，即便后续美联储按兵不动，长端利率能下来的幅度也相对有限。而对于市场和资产定价来说，真正重要的也从不是联储的政策利率，美债才反映真实的金融条件；其高位震荡格局将压制全球风险资产的上行弹性。

当然，逆风并非没有期限，但对于长端见顶的时点需保持谨慎、也较难精确定位。基准情形下，我们倾向于把有效拐点放在年内靠后的窗口（三季度末至四季度间）：届时供给脉冲边际放缓、日元趋于走稳，叠加中期选举后财政博弈进入阶段性平静、不确定性边际回落，几重压制将依次缓解。短期则盯住两个节点：一是月底的 Jackson Hole 会议，二是 9 月 FOMC 前 8 月美国的通胀与就业数据。若经济与通胀数据展现出持续性放缓，实际

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

### 相关研究

《美联储加息预期回落，港股结构性机会升温——港股周观点》

2026-08-10

《非农转负后的加息预期回摆——美股周观点》

2026-08-10

利率与政策利率预期将切实下移，为长端提供向下的牵引——或是流动性拼图出现转机的起点。

### ■ 拼图三：产业端需看到“蛋糕的做大”

**产业端当前正持续积累顺风，海内外技术迭代与企业财报两大信号形成共振：**国内 DeepSeek V4 Pro、Gemini Robotics 2、GLM-5.3 等新一代模型密集发布，Agent 能力与推理性价比提高；美股算力标的 CoreWeave 上调全年营收与资本开支指引，长周期算力订单饱满，存储巨头闪迪数据中心业务量价爆发；A 股硬科技同样兑现强业绩，中芯国际 Q2 营收环比增 20%、毛利率跳升至 25.3%，半导体设备龙头中微公司上半年净利润预增逼近 300%。随着 7 月各类外部不确定性逐步落地，市场前期“对利空敏感、对利好钝化”的负反馈有所缓和，已有资金愿意为产业链超预期财报、技术迭代等利好支付估值溢价，光通信、PCB、半导体设备等超跌细分在分歧中承接充足，小微盘科技品种弹性显著放大，风险偏好回暖是当下明确的积极变化。

但短期产业链集中兑现的业绩红利，更多是存量产能供需错配下的阶段性修复，全板块级别大行情重启仍需要产业端真正实现“蛋糕做大”的核心佐证。当前景气红利集中在上游算力、存储、晶圆制造环节，本质是现有产能利用率抬升摊薄折旧、成熟特色工艺涨价带来的利润再分配，尚未形成下游需求全面扩容的 β 逻辑。参考产业运行规律，若要打开新一轮趋势行情，需要杰文斯悖论持续验证生效，**核心观测四类信号：**一是模型成本下行推动企业 AI 规模化落地；二是亚马逊提及的“杠铃中段企业客户”批量完成付费转化；三是云厂商 AI 业务 ROI 持续改善；四是以 Palantir 组建 FDE 团队为代表的 AI 系统化交付模式在全行业普及。当 AI 产业利润分配不再仅集中于上游硬件，云厂商、垂直应用端同步实现增量收入扩张，企业新增 IT 预算持续向 AI 倾斜，而非存量预算内部腾挪，才能确认产业总市场空间实质性扩容。

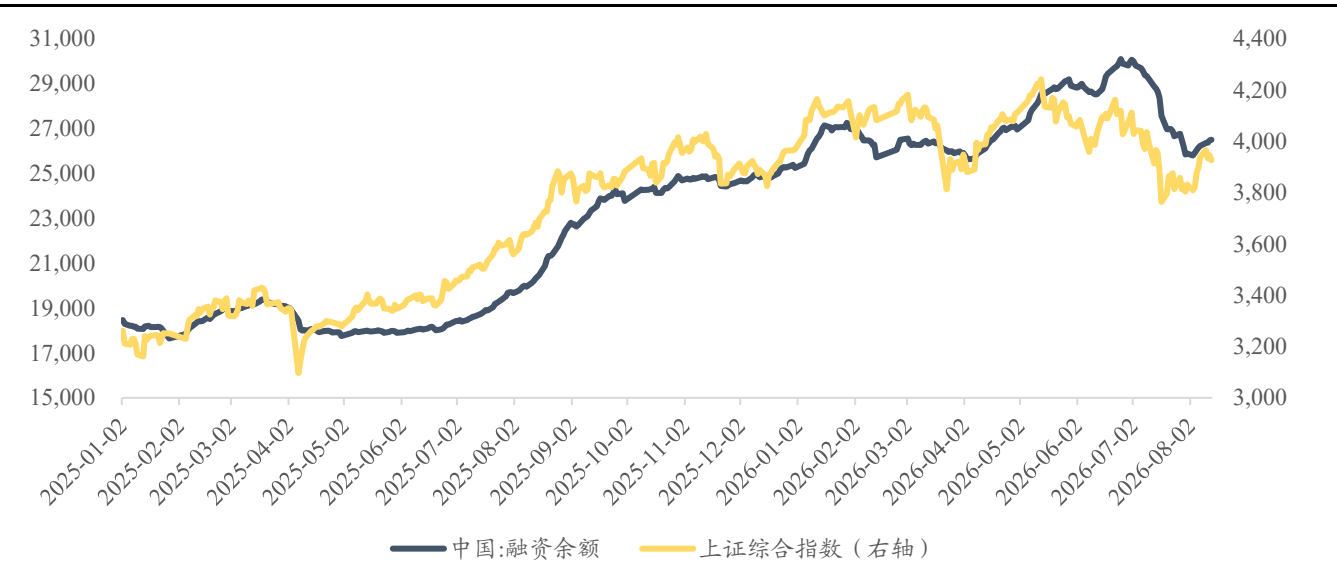
### ■ 总结与展望

总体来看，主线大级别行情的重启仍需补齐三块关键拼图。其一，筹码层面，指数行至年线附近遭遇上下方套牢盘与获利盘的抛压，这一矛盾的化解更多依靠时间。其二，宏观流动性层面，科技股定价逻辑已转向“举债扩张的 ROI 兑现”、对金融条件高度敏感，而全球长债收益率处历史高位，美债期限溢价受财政担忧、供需错配与政策不确定三重压力推升，预计拐点可能出现在年内靠后窗口。其三，产业层面，当前技术迭代与财报形成顺风、风险偏好回暖，而全板块趋势行情的重启有待 AI 产业“蛋糕做大”的核心佐证。

**拼图补齐前，市场大概率延续偏轮动格局。**科技硬件的结构性修复中，可沿三条线索布局：一是“量增”逻辑主导、无新增产业争议的方向（如半导体设备、PCB 链）；二是涨价主线中供给壁垒真实偏高、中长期供需格局未现松动的分支；三是财报季里迎来预期上修的品种。非科技方向的轮动中，医药创新链、有色、机器人、软件等同样具备关注价值；优质低波红利仍具配置价值；存量博弈格局下小微盘亦相对占优。

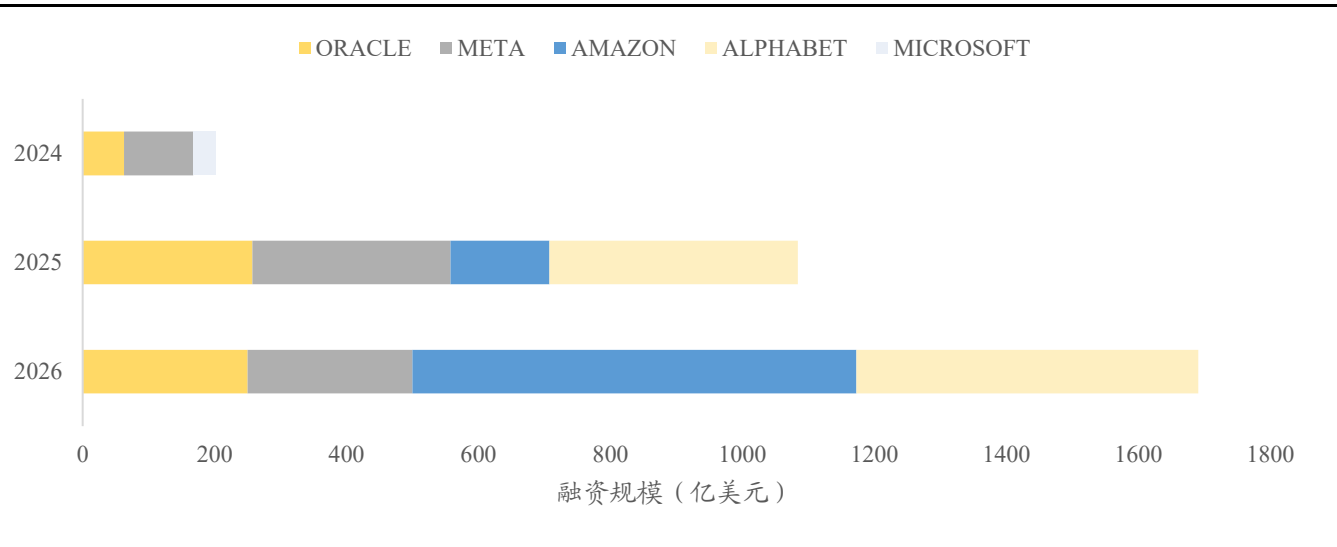
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：近期融资余额仅在低位小幅反弹，未见大规模加杠杆（单位：亿元；点）



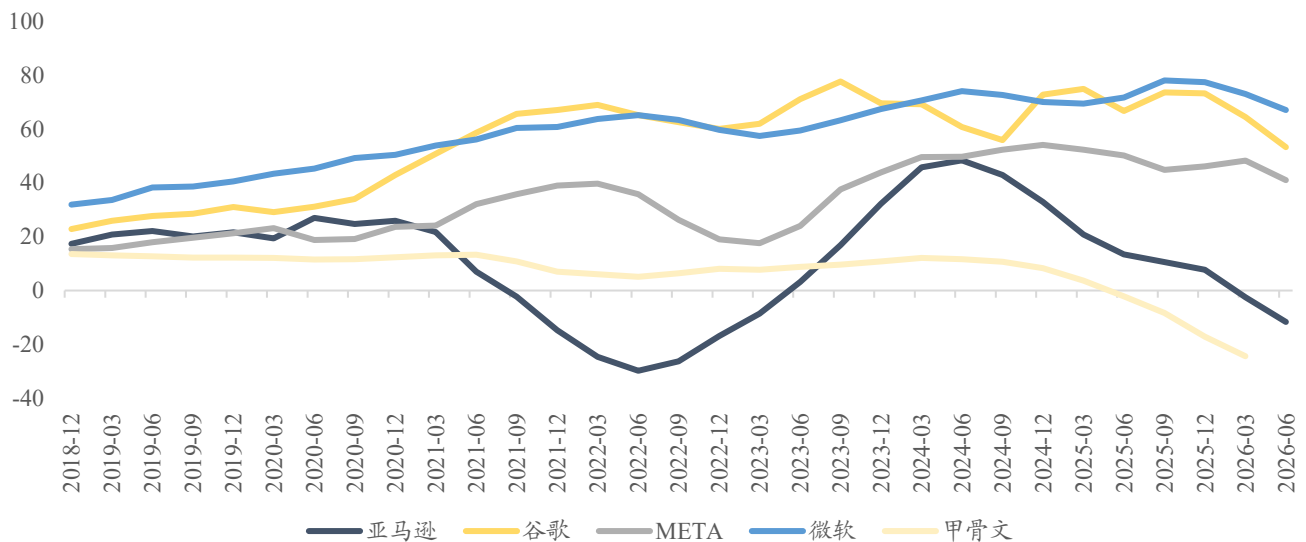
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024-2026H1 五大头部云厂商发债规模（单位：亿美元）



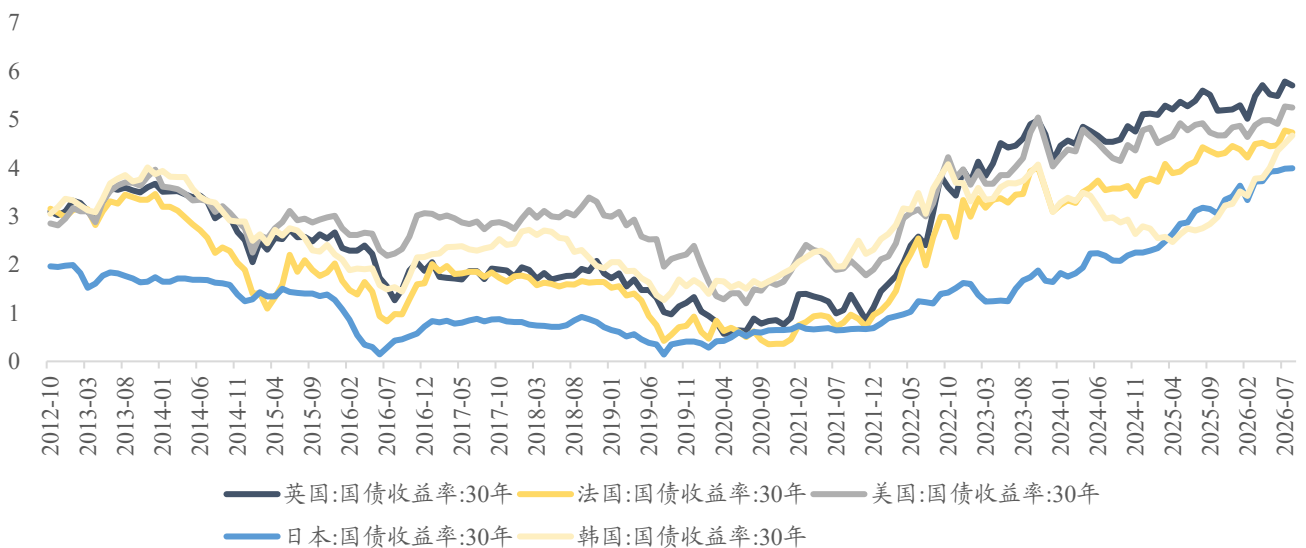
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 北美五大头部云厂商自由现金流 TTM 变化 (单位: 十亿美元)



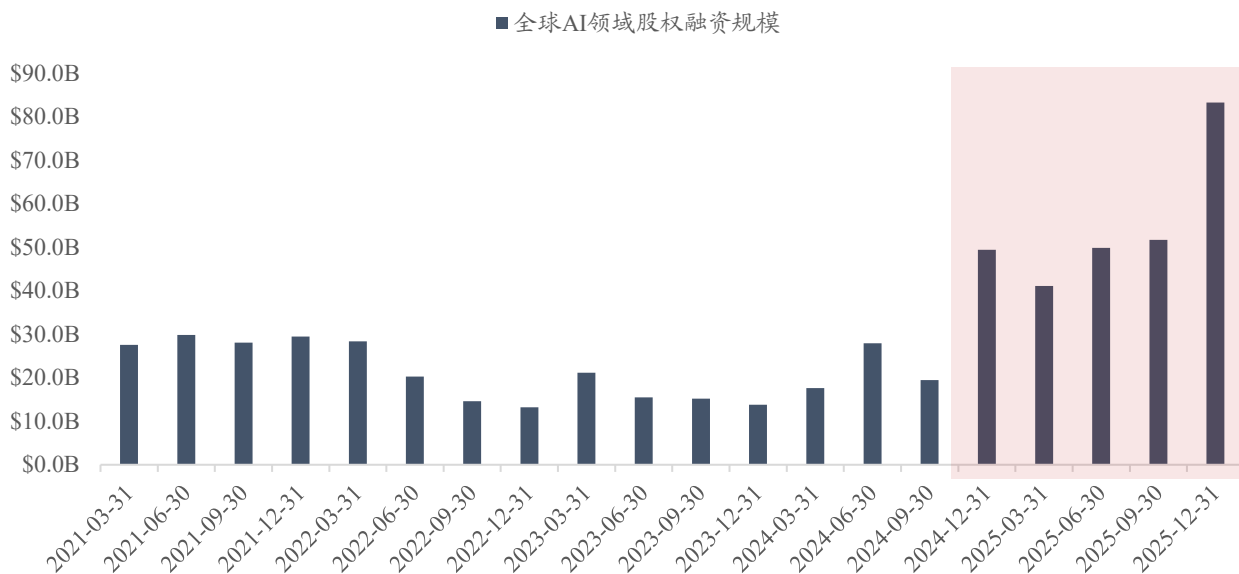
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 韩、法、日、英、美等多国长端利率均逼近或刷新多年高点 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：2024 年降息周期开启后，AI 领域风投资金重新活跃（单位：十亿美元）



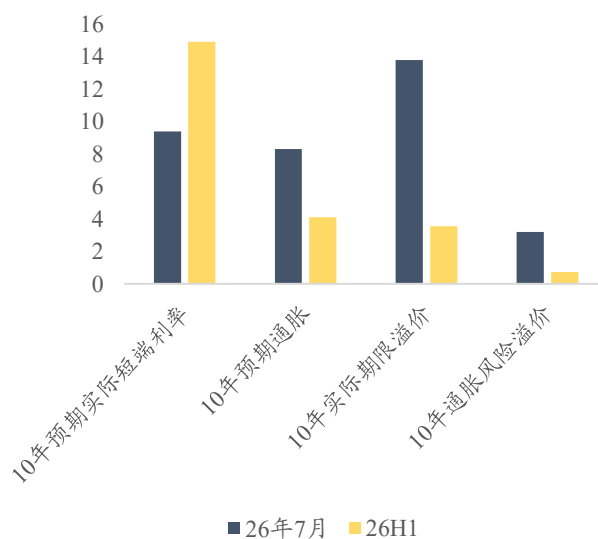
数据来源：CB insights，东吴证券研究所

图6：近期美债长端利率走高，拆开看本质是期限溢价的抬升（单位：%）



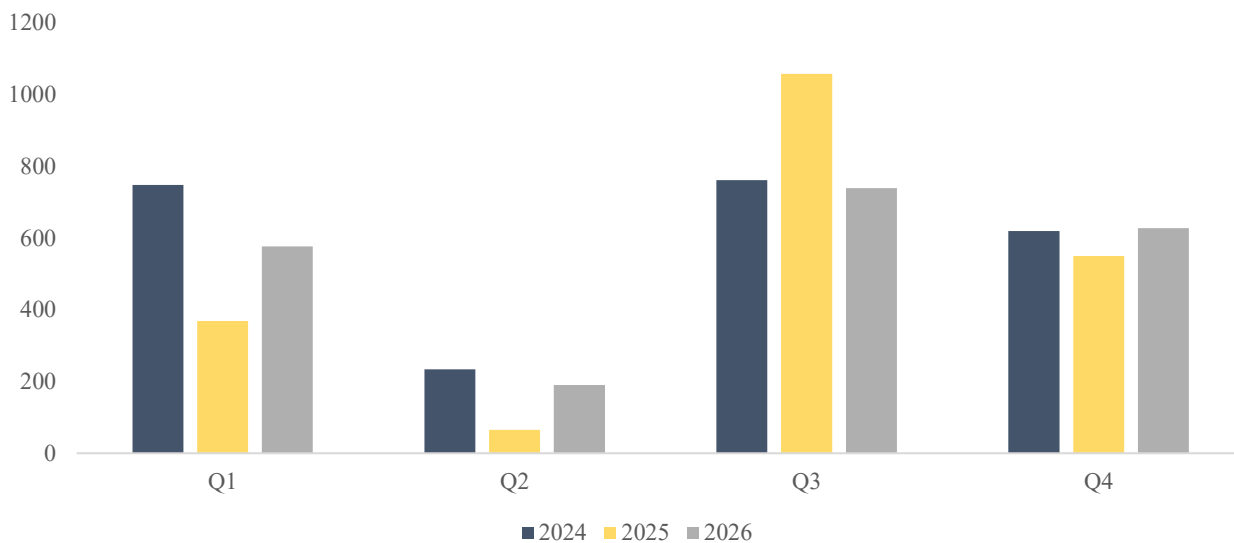
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：10 年期美债利率区间变动的驱动因子拆分(单位：bp)



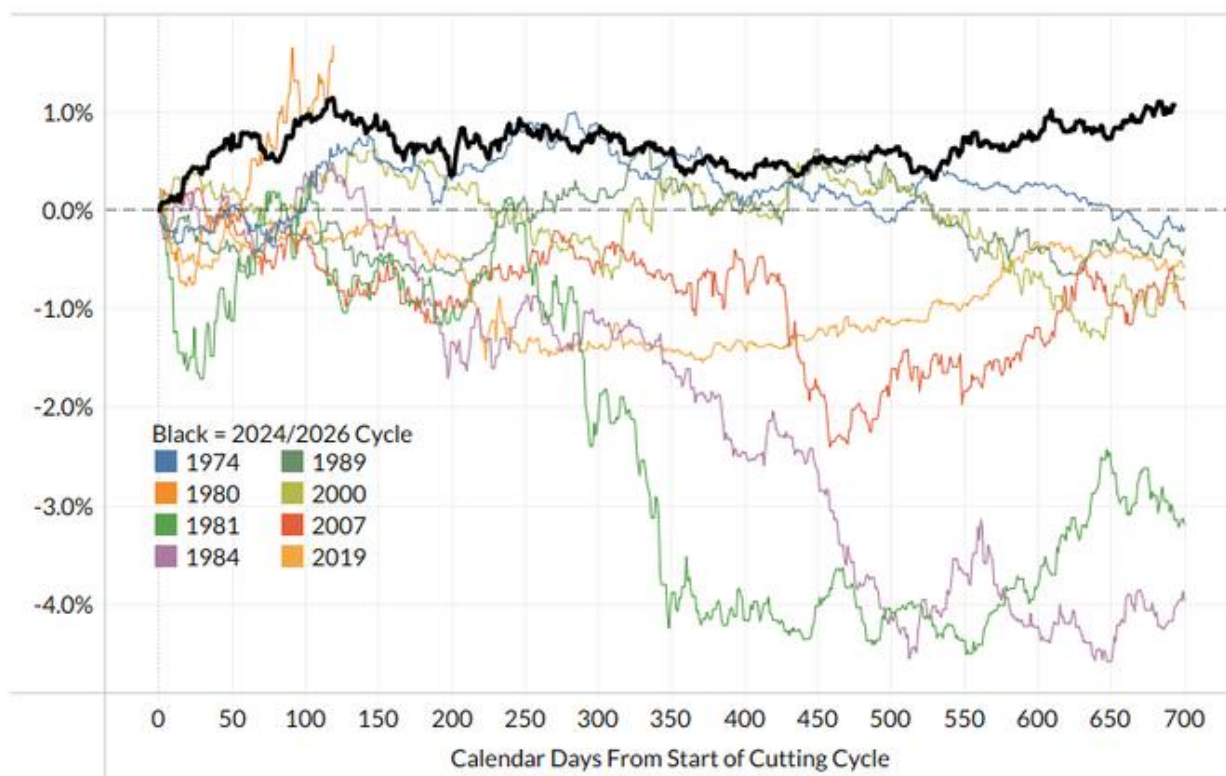
数据来源：美联储官网，东吴证券研究所

图8: 美国财政部季度再融资公告——私人持有可流通国债净借款 (单位: 十亿美元)



数据来源: 美国财政部, 东吴证券研究所; 注: 26Q3 和 Q4 为官方预估

图9: 美联储累计降息至少 1.75 个百分点期间的 10 年期美债收益率走势 (自降息周期开始以来的累计变化)



数据来源: Bloomberg, Bianco Research, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>