

策略周报

美债扰动后，科技如何再起航？

核心观点

核心结论：①回顾 90 年代美股互联网，美债利率上升导致科技阶段性承压，行情再次向上的契机是流动性紧缩预期放缓。②A 股高景气行业顶部通常呈现 M 顶，次高相距最高点约 6 个月、高度约 8-9 成，本轮次高形成需待海外流动性和交易拥挤边际缓解。③当前行业轮动扩散支撑市场底部，配置上均衡布局，成长或向 AI 应用扩散，同时重视红利、以及医药等内需。

近期美国长端利率快速上行，扰动科技修复行情。近期，30 年美债利率在当地时间 8 月 17 日盘中飙升逾 5.3%，创下 2007 年以来的新高，随后全球尤其亚洲科技板块均出现较大程度回调。自 6 月 17 日美联储新任主席沃什的首场 FOMC 议息会议后，美元流动性的不确定性逐渐成为影响科技行情的重要因素。6 月 FOMC 会议后，市场预期全年美联储加息幅度从此前 18 个 BP 升至 7 月 23 日最高 45 个 BP，在此过程中全球科技板块均遭遇明显下跌。值得注意的是，近一个月市场对美联储政策紧缩的担忧并未进一步升温，但美元流动性的不确定性仍体现在长端美债利率上。7 月 28 日至 8 月 18 日，30 年期与 10 年期美债收益率分别上行 19bp 和 10bp，同期 2 年期收益率回落 7bp，CME FedWatch 显示市场预期 9 月加息概率由 65.2% 降至 36.1%。本轮长端美债利率上行更符合期限溢价抬升特征，近期科技股回撤更多反映市场情绪的脆弱性。

借鉴 90 年代美股互联网行情经验，美债利率快速上行期科技股表现承压，科技再度上涨需要满足政策紧缩预期边际回落、产业景气继续验证。1997 年、1999 年和 2000 年三个阶段中，科技股均曾在美债利率加速上升阶段承压，但后续表现取决于政策紧缩预期是否缓和以及产业景气能否持续验证。历史经验表明，美债利率边际回落、产业层面景气继续得到验证，通常是科技板块重新恢复向上趋势的契机。流动性环境企稳只能提供反弹条件，行情回升的高度最终取决于科技产业基本面能否延续。1997 年、1999 年美股科技在阶段性承压后继续创新高，而 2000 年纳指反弹后却只形成低于前高的次高点，对当前市场具有启示意义。

本次 A 股科技 M 顶的实现路径：流动性和交易因素的缓和以及产业层面的催化。今年 7 月以来 A 股电子和通信设备最大跌幅达到 40% 附近，但 8 月以来修复趋势仍显纠结。参考历史经验，高景气行业 M 顶两个高点之间往往相距半年，次高点约为绝对高点的 8-9 成；绝对高点到低点平均跌幅约 40%、平均时长约 4 个月，此后低点到次高点反弹幅度约 50%。因此，待本轮美元流动性、交易拥挤度和产业叙事方面的不利因素边际缓解，科技板块有望迎来确定性更高的上涨窗口。结构上，关注成长板块内部扩散，以及红利、医药等相关领域。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究 · 策略周报

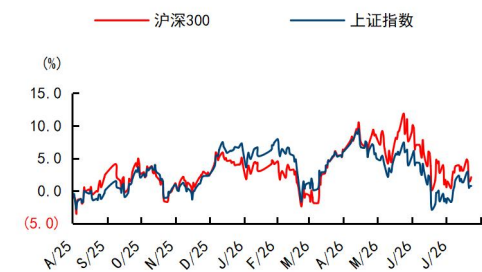
证券分析师：吴信坤 021-61761046
 wuxinkun@guosen.com.cn
 S0980525120001

证券分析师：余培仪 021-61761040
 yupeiyi@guosen.com.cn
 S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	8605.49/-1.73
创业板/月涨跌幅 (%)	3545.58/-3.81
AH 股价差指数	120.96
A 股总/流通市值 (万亿元)	96.43/87.88

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略周报-长短线外资一致流入医药、有色等——8 月第 3 周全球外资周观察》——2026-08-22

《策略周报-一线城市地产政策进一步优化——每周海内外重要政策跟踪》——2026-08-21

《策略周报-AI 硬件的成交额占比持续下降——8 月第 2 周立体投资策略周报》——2026-08-17

《策略周报-灵活型外资止盈港股硬件科技——8 月第 2 周全球外资周观察》——2026-08-15

《策略周报-北京再出楼市优化新政——每周海内外重要政策跟踪》——2026-08-14

内容目录

美债扰动后，科技如何再起航？	4
风险提示	9

图表目录

图 1: 近期美国长短端利率走势分化	4
图 2: 今年以来美联储加息预期持续攀升	4
图 3: 1997-2000 年期间美股在美债利率上升时承压	5
图 4: 1997 年预防式加息落地后美债利率回落	6
图 5: 1999Q3 美国出现高增长低通胀压力组合	6
图 6: 2000 年的最后一次加息落地后美债利率回落	6
图 7: 2000 年科技投资依然较强	6
图 8: 高景气行业股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年, 且顶部呈现 M 型	7
图 9: 高景气行业 M 顶区域 PE 估值变化	7
图 10: 高景气行业 M 顶区域换手率变化	7
图 13: 云厂商云业务收入增速继续高速增长	8
图 14: 今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升	8
图 15: 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势	9
图 16: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长	9

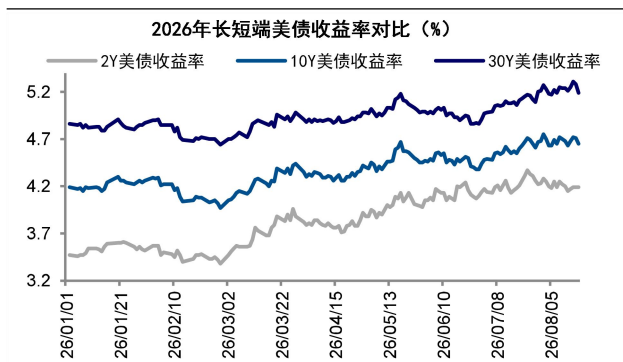
我们在前期报告《二十年六大景气行业经验：本轮 AI 何时见顶？-20260709》中指出，高景气板块的股价顶部领先于基本面顶点，同时股价顶部形态呈现 M 顶特征。近期，科技板块反弹势头放缓，截至 8 月 20 日科创 50 的 8 月涨幅收窄至仅 1%，创业板指仅 4.5%。相比 7 月科技指数的大幅波动，当前的反弹幅度仍显不足，那么科技板块究竟何时将迎来第二波上涨？本文对此进行分析。

美债扰动后，科技如何再起航？

近期美国长端利率快速上行，扰动科技修复行情。近期，30 年美债利率在当地时间 8 月 17 日盘中飙升超 5.3%、创下 2007 年以来的新高，随后全球、尤其亚洲科技板块均出现了较大程度的回调。事实上，自 6 月 17 日美联储新任主席沃什的首场 FOMC 议息会议后，美元流动性的不确定性正逐渐成为影响目前科技行情的重要因素之一。6 月 FOMC 会议后，市场预期全年美联储的加息幅度从此前的 18 个 BP 升至 7 月 23 日最高的 45 个 BP，在此过程中全球科技板块均遭遇明显下跌。

值得注意的是，近一个月市场对美联储的政策紧缩担忧虽未进一步升温，但美元流动性的不确定性仍体现在长端美债利率上。7 月 28 日至 8 月 18 日，30 年期与 10 年期美债收益率分别上行 19bp 和 10bp，但同期 2 年期收益率回落 7bp，CME FedWatch 显示市场预期 9 月加息概率由 65.2%降至 36.1%。考虑到美国财政部融资预估上调、季度再融资安排和长债拍卖等节点，本轮长端美债利率的上行更符合期限溢价抬升的特征。结合近期美国大模型公司收入端预期有所反复，近期科技股的回撤更多反应了当前市场情绪的脆弱性。

图1：近期美国长短端利率走势分化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

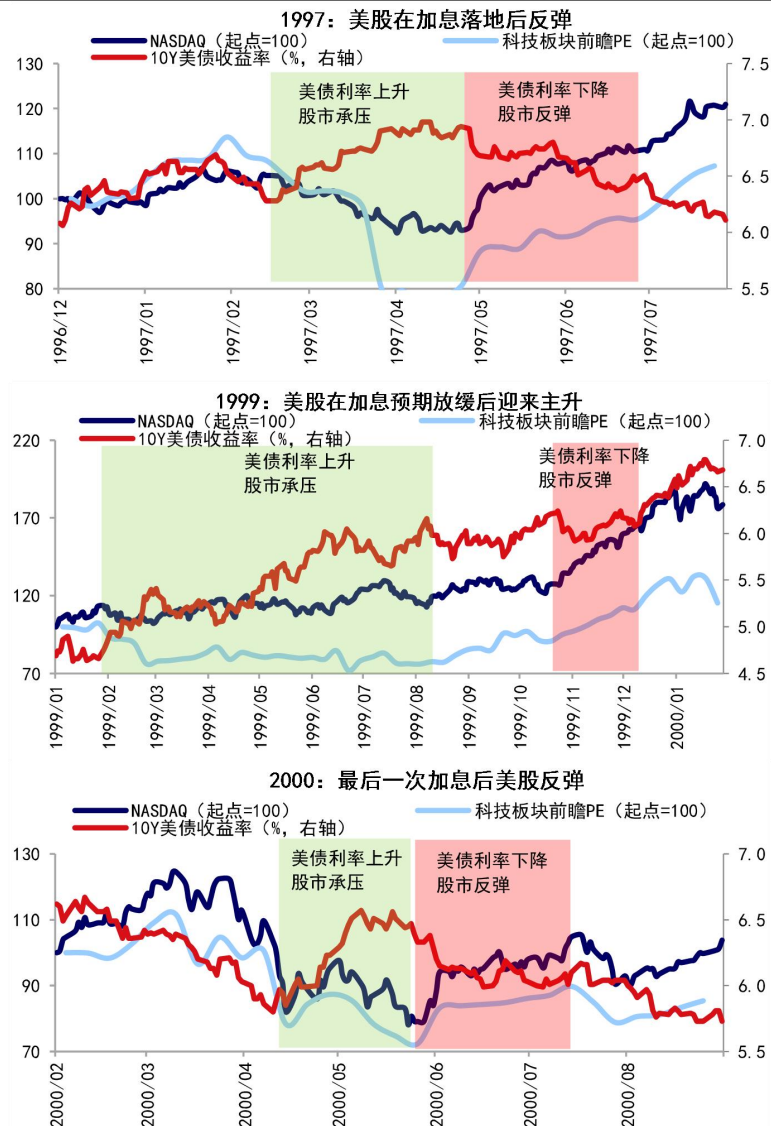
图2：今年以来美联储加息预期持续攀升



资料来源：CME FedWatch，国信证券经济研究所整理

借鉴 90 年代美股互联网行情经验，美债利率快速上行期科技股表现承压。其实回顾上世纪 90 年代的美股互联网行情，可以发现当时科技股也曾多次出现因美债利率波动而承压的情景。我们从中挑选了三个较有代表性的阶段：科技产业仍处于早期扩张阶段的 1997 年、处于互联网泡沫加速阶段的 1999 年、以及泡沫破裂后的 2000 年。如下图所示，在这三个不同产业周期阶段，科技股均在美债利率加速上升的情况下承压，其中 1997 年和 2000 年时期科技股价和估值均有明显回落，而 1999 年则是在同年 6 月美联储当时第一次加息前后时期震荡走平、上涨斜率放缓。

图3：1997-2000 年期间美股在美债利率上升时承压



资料来源：Wind，Factset，国信证券经济研究所整理

以史为鉴，科技重新上涨的条件：政策紧缩预期边际回落、产业景气继续验证。进一步看，前述因政策紧缩预期而承压的科技板块，重新恢复向上趋势的契机通常是美债利率的边际回落、以及产业层面景气继续得到验证。

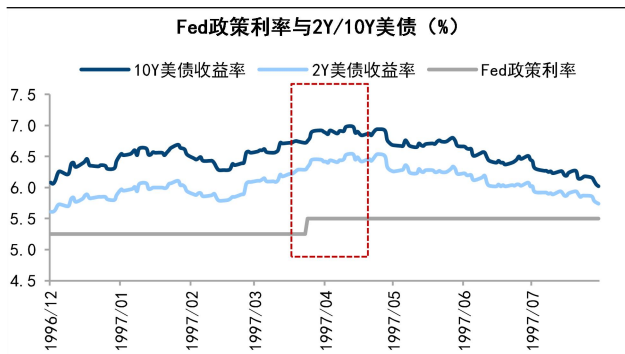
①1997 年：预防式加息落地，科技景气继续上行。1997 年 3 月 25 日美联储完成一次预防式加息，加息落地后 2 年期和 10 年期收益率结束上行，纳指在 4 月初见低点、4 月底起恢复上涨。同期美国信息处理设备与软件投资同比由一季度 10.5% 升至二季度 12.8%，计算机、通信和半导体工业产出增速亦继续提高。政策压力放缓与产业数据改善同时出现，推动行情由估值调整重新回到盈利驱动。

②1999 年：“高增长、低成本”经济指标缓解紧缩担忧，财报再次验证产业景气。三季度美国实际 GDP 环比折年率由二季度 3.4% 升至 5.4%，ECI 工资环比增幅却由

1.2%回落至0.9%。10月底公布的数据降低了市场对持续加码紧缩的担忧，11月16日美联储虽再加息25bp，政策倾向边际转向中性。与此同时，科技投资与工业产出继续扩张，科技上市公司财报显示业绩仍在高增，99年11月开始纳指由震荡进入加速上涨阶段。

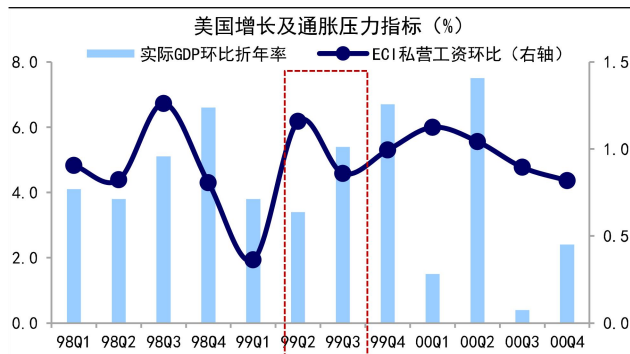
③2000年：暂停加息交易与高景气共同促成反弹次高点。5月16日美联储完成当时政策周期最后一次加息50bp至6.5%，纳指于5月23日低点较高点回撤37.3%；随后长端利率回落、6月初制造业数据降温，市场开始交易紧缩暂停。纳指自5月23日低点至7月17日反弹约35%。当时科技投资和工业产出仍保持两位数高增，反弹具备真实基本面支撑，但未能突破3月前高。

图4：1997年预防式加息落地后美债利率回落



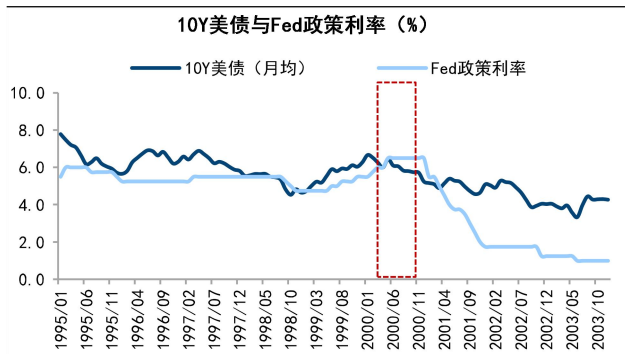
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图5：1999Q3美国出现高增长低通胀压力组合



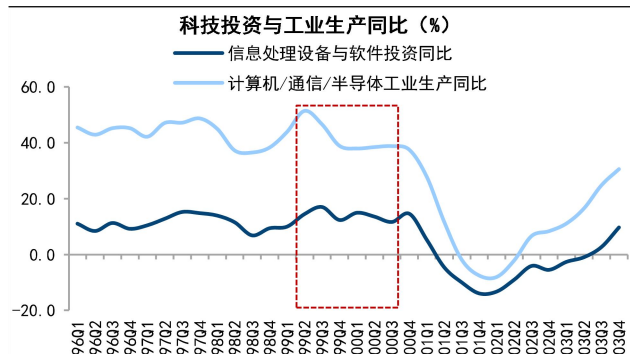
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：2000年的最后一次加息落地后美债利率回落



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图7：2000年科技投资依然较强

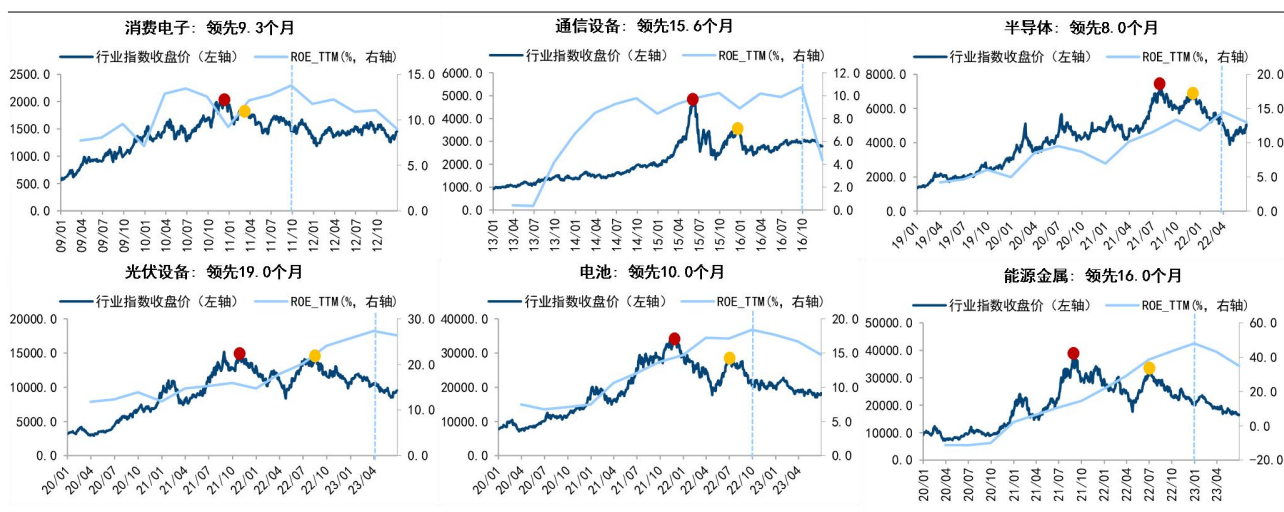


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

本次A股科技M顶的实现路径：流动性和交易因素的缓和以及产业层面的催化。如前文所述，在此前互联网发展的强势科技周期中，美股科技行情仍然会受美联储政策和美债利率扰动，而重新向上的契机在于流动性不利因素的缓解。而中期来看流动性环境企稳只提供反弹条件，最终行情回升的高度取决于科技产业基本面能否延续。例如1997年、1999年美股科技在阶段性承压后继续创新高，而2000年纳指反弹后却只能形成低于前高的次高点。其实这一经验对A股也有重要启示意义，我们在前期报告中已有过讨论，当产业未来基本面阶段性见顶时，股价的绝对高点会领先基本面顶1-1.5年产生，此时呈现的顶部形态往往是M顶，详见《二十年六大景气行业经验：本轮AI何时见顶？-20260709》。

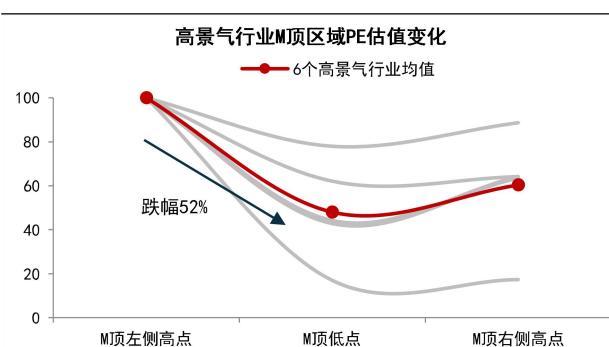
回到当前市场看，今年7月以来A股电子和通信设备最大跌幅达到40%附近，但8月以来的修复趋势仍显纠结。事实上，借鉴历史看高景气行业M顶的两个高点之间往往相距半年时间，次高点位置约为绝对高点的8-9成。平均来看，绝对高点到低点的平均跌幅约40%、平均时长约4个月，此后低点到次高点的反弹幅度约50%；从交易指标看，绝对高点到低点期间估值和成交数据也会出现平均40%-50%的降幅。因此，参考海内外市场历史经验，待本轮美元流动性、交易拥挤度、产业叙事方面的不利因素边际缓解，届时科技板块将会迎来确定性更高的上涨窗口。

图8：高景气行业股价顶点领先基本面顶点约1-1.5年，且顶部呈现M型



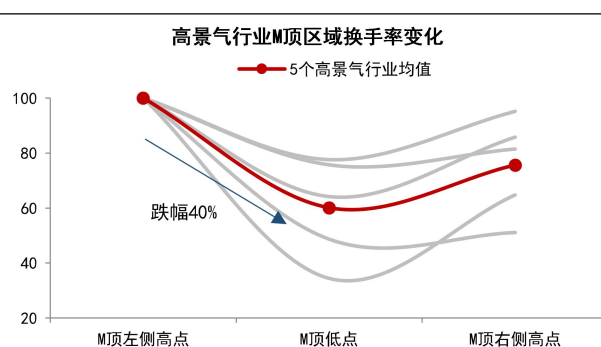
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：红色点为M顶绝对高点，橙色点为M顶次高点。

图9：高景气行业M顶区域PE估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：M顶左侧高点PE标准化为100

图10：高景气行业M顶区域换手率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：此处消费电子缺少换手率数据，M顶左侧高点换手率标准化为100

A股当前牛市未竟,配置思路应均衡布局。7月以来在外部扰动下A股震荡回调,我们认为目前市场仍处在牛市之中。从外部环境看,目前美元流动性虽存不确定性,但正式开启加息周期的概率仍偏低,目前市场仍定价2027年底前美联储仅有一次加息;同时地缘政治因素在美国中期选举的政治压力下难以成为持续的扰动。国内因素看,国内7月政治局会议明确加大逆周期调节力度,8月中旬以来北京、上海相继发布楼市新政,有望推动宏观基本面修复。本轮A股牛市的估值和情绪相较历史牛市顶点仍有差距,在海内外宏观积极因素支撑下,A股牛市有望向纵深演绎。

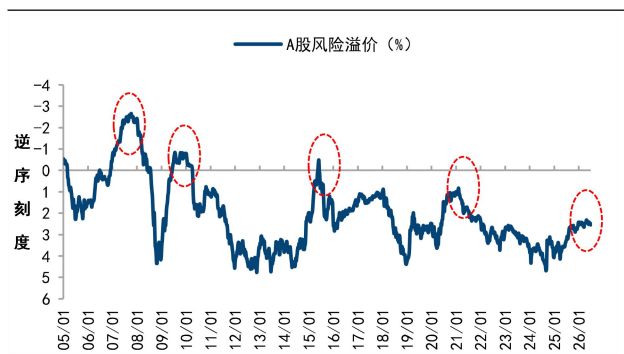
结构上,关注成长板块内部扩散,以及红利、医药等相关领域。①科技内部向低位扩散。前文我们分析过,在拥挤度消化和产业层面催化等积极因素累积后,AI算力链未来或仍有向上机会。当前科技内部有望向低位方向扩散,可关注具备基本面预期、产业层面存在积极催化的AI应用环节、港股科技等。②长钱入市+市场波动下,红利性价比凸显。政策引导长线资金入市,叠加当下市场环境可能还处阶段性波动,具备相对性价比的红利资产具备持续性。③此外,还可关注基本面较优的医药、券商,以及政策加码扩内需的白酒、地产。

图11: 当前A股估值距离牛市高点还有差距



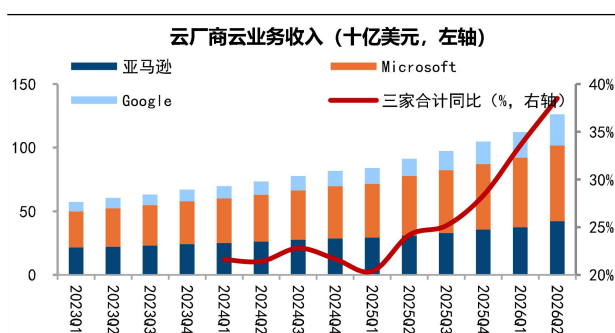
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 当前A股情绪距离牛市高点还有差距



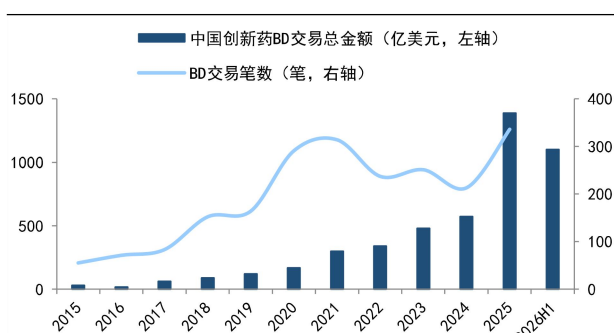
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 云厂商云业务收入增速继续高速增长



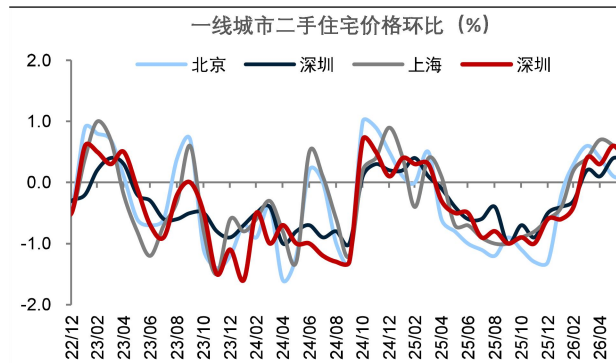
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 今年上半年创新药BD交易金额继续提升



资料来源: 医药魔方, 国信证券经济研究所整理

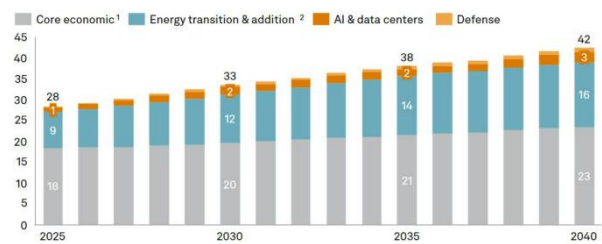
图15: 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长

Figure 1. Global copper demand by sector (2025–2040)
Million metric tons copper (MMt Cu)



1. Includes copper demand from construction, cooling, appliances, fossil power generation, machinery and internal combustion engine (ICE) vehicles. 2. Includes copper demand from clean energy technologies, transmission and distribution (T&D) and EVs.

资料来源: 标普全球, 国信证券经济研究所整理

风险提示

地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032