

策略周评 20260823

当科技缩圈碰上海外高波

2026 年 08 月 23 日

本周资本市场定价颇为混乱，美股、A 股调整，港股修复；贵金属、原油、BTC 同步上涨；虽然诱因都是美债长端收益率上行，8 月 18 日 10 年期美债收益率上行至 4.746%，30 年期美债收益率冲高至 5.336%，创下 2007 年以来阶段性新高。但权益端定价美国“增长偏弱+通胀韧性”，贵金属和 BTC 则定价非主权资产对冲美国信用风险的叙事。不同资产分别交易独立叙事，缺乏统一主导宏观因子。

■ 表层因子是美债利率变化，底层因子是美国债务风险

从表象看，各类资产的行情节奏与美债变化高度相关；我们上周就在《主线行情的重启还缺哪些拼图？》中提示，**长端收益率的上行背后叠着三重压力。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”。

归根结底，核心是美国债务风险的持续发酵，主要来源于两点催化：**其一是债务扩张速度突破预期，债务约束从长期财政议题演变为短期交易风险**。美国国债总额于 8 月 18 日突破 40 万亿美元，较预期提前两年达标（2023 年 5 月美国国会预算办公室 CBO 基准预测，美国国债存量突破 40 万亿美元关口的时间为 2028 年）；此外存量债务集中到期叠加高利率环境，年度利息支出大幅抬升，截至 2026 年 7 月国债利息总额累计 8150.12 亿美元，同比增长 15.68%，利息负担开始挤压常规财政预算。长债收益率持续走高，市场担忧财政赤字与利率上行形成负向循环。**其二是美债拍卖频频遇冷，投资者开始重新定价美国主权风险溢价，债务可持续性被纳入资产定价框架**。近期多轮 10 年、20 年、30 年期长债拍卖持续呈现遇冷特征，以 2026 年 8 月中旬美国季度再融资拍卖（30 年期）为例，250 亿美元 30 年期美债，中标收益率 5.216%（2001 年以来新高），投标倍数 2.39，出现小幅正向拍卖尾部，投资者要求更高风险补偿才愿意接盘长债。虽然财政部推出长债回购操作试图平抑收益率，但干预力度不足，难以扭转供需失衡。

■ 中期选举渐近，资本市场将进入高波环境

美国债务问题近期成为全球市场焦点，不可忽略持续临近的中期选举，将决定未来两年财政、监管、贸易政策能否连贯落地。若执政党同时掌控两院，大规模财政法案、产业政策推进阻力更小；若形成分裂国会，预算谈判、债务上限、拨款博弈概率显著抬升，财政扩张受限。**两党分歧将放大政策不确定性，推高美债期限溢价；同时债务上限谈判、政府停摆风险，会阶段性加剧全球资本市场波动。**

回顾 2010 至今的四次中期选举环境，均能观察到 VIX 指数明显的季节性特征：（1）总体呈现“八月触底→九月加速→十月见顶→选后回落”的特征；（2）8 月中旬往往是波动率放大的开始，2022 年 VIX 指数从 8 月 13 日 19.56 一路上行至 10 月 7 日的 33.57，2014 年和 2018 年同样从 8 月 21 日左右开始触底回升，仅 2010 年的 VIX 指数于 8 月 31 日见顶回落；（3）9 月中旬前后是行情加速期，VIX 指数的表现在 2014 年和 2022 年尤为明显，2018 年则从 10 月 1 日开始加速从 11.61 经历 6 个交易日快速提升至 24.98；而对应 VVIX 指数均从 9 月中旬开始放大；（4）波动放大的行情节奏在 10 月见顶，临近中期选举则逐步走弱，一定程度上表明市场对于中期选举本身已经定价结束，VVIX 指数更能体现这一趋势。对比 A 股表现，节奏与 VIX 和 VVIX 表现类似。

因此，2026 年 8 月 14 日 VIX 指数为 14.25 处于阶段性底部，近期受美债扰动影响而小幅提升至 8 月 20 日的 16.01；若参考历史中期选举的经验，则 VIX 波动率将逐步放大，资本市场将进入高波环境直到 10 月中

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《主线行情的重启还缺哪些拼图？》

2026-08-16

《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

旬。从现实角度出发，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。若经济与通胀数据展现出持续性放缓，实际利率与政策利率预期将切实下移，为长端提供向下的牵引，则重回流动性顺风交易。

■ 短期规避高估值的波动，把握中期的景气线索

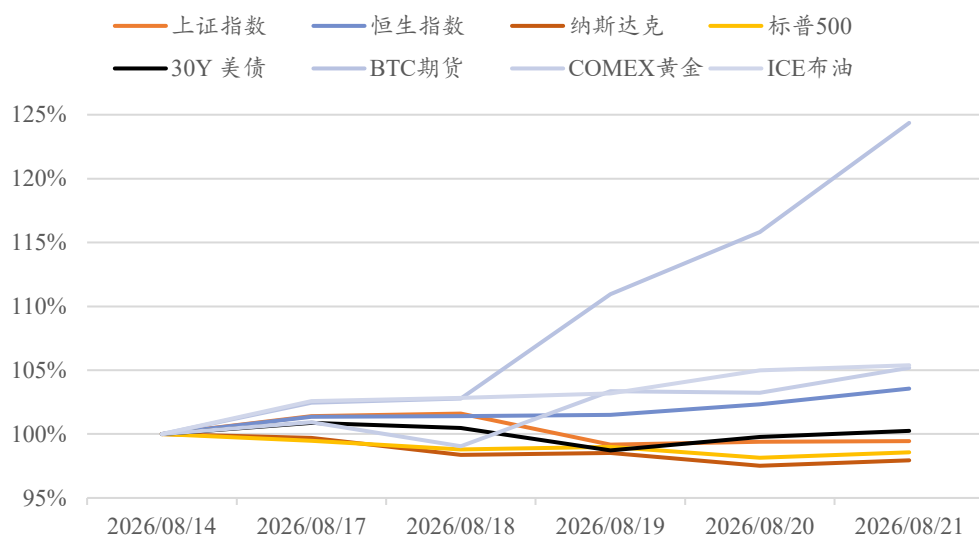
当前美债长端收益率持续走高，全球流动性进入阶段性逆风区间，市场风险溢价重估。高估值、纯情绪叙事及供需错配涨价类科技标的，对利率上行敏感度高，估值承压、波动加剧，缺乏业绩支撑的题材品种性价比持续回落。面临宏观不确定性与市场高波动环境，以低波红利板块对冲波动。

中期来看，四大云厂商（亚马逊、微软、谷歌、Meta）2026 年资本开支指引合计约 7250 亿美元，较 2025 年合计约 4100 亿美元增长 77%，推动上游美股算力标的 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。但全球科技股定价从“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”，科技大厂自由现金流转弱、对外部融资的依赖度显著抬升。当前债融比例持续上升，一旦后续债融票息成本进一步走高，很有可能对全球科技行业资本开支投入产生抑制性影响。简言之，海外债融高票息对全球科技资本开支有所压制。

但需要明确的是，科技行情并未终结，而是进入“缩圈分化”的轮动早期。从过往经验看，流动性拐点领先基本面 2-3 个季度，当前是科技板块汰弱留强的关键窗口期。行情核心逻辑迎来两大切换：一是由海外链转向国产链，海外高票息环境压制全球科技资本开支，而国产算力、半导体设备、先进制程等赛道受外部扰动小，国产替代逻辑扎实、确定性更强；二是由“重价”转向“重量”，摒弃纯涨价博弈品种，优选产能释放、订单落地的量增型硬核科技标的。

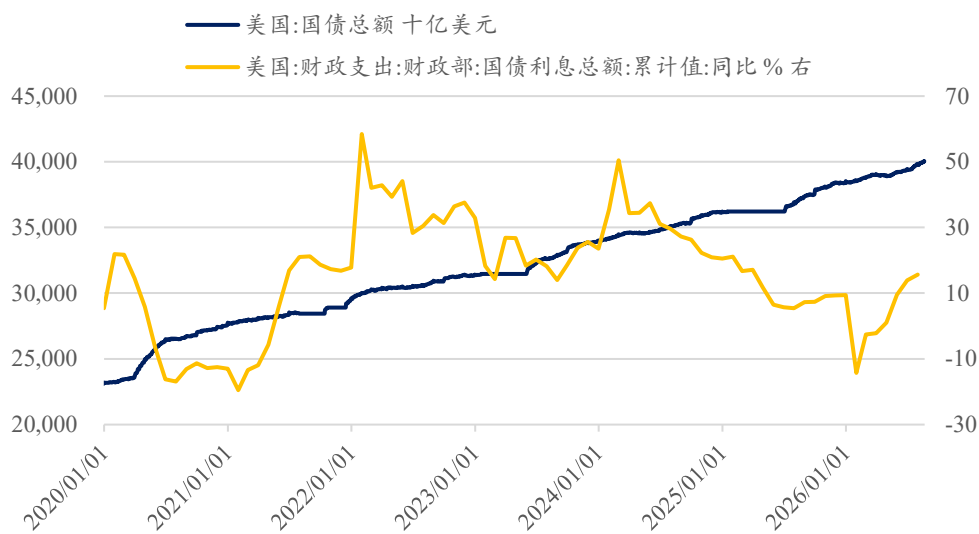
- **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：本周（8月17日-8月21日）市场定价混乱



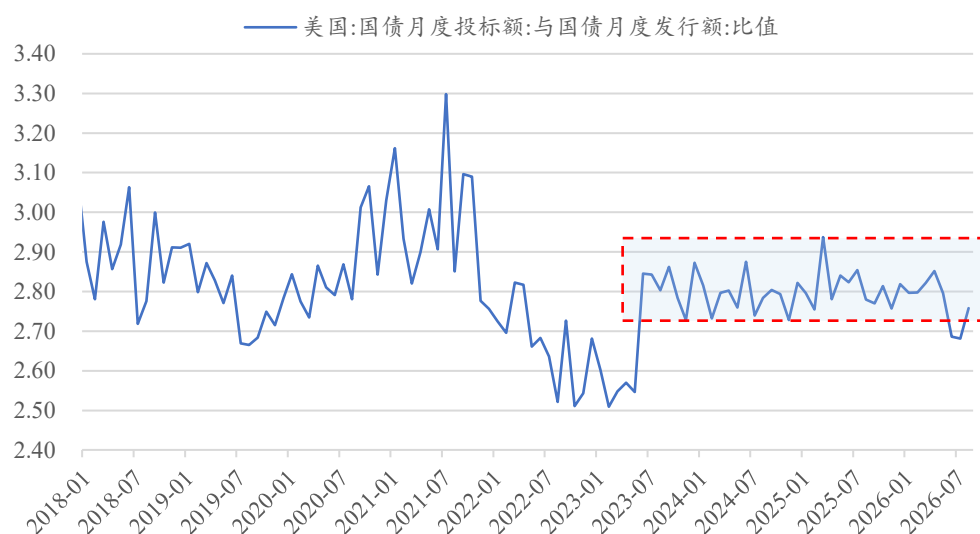
数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：以8月14日收盘价归一化）

图2：美国国债总额于8月18日突破40万亿美元



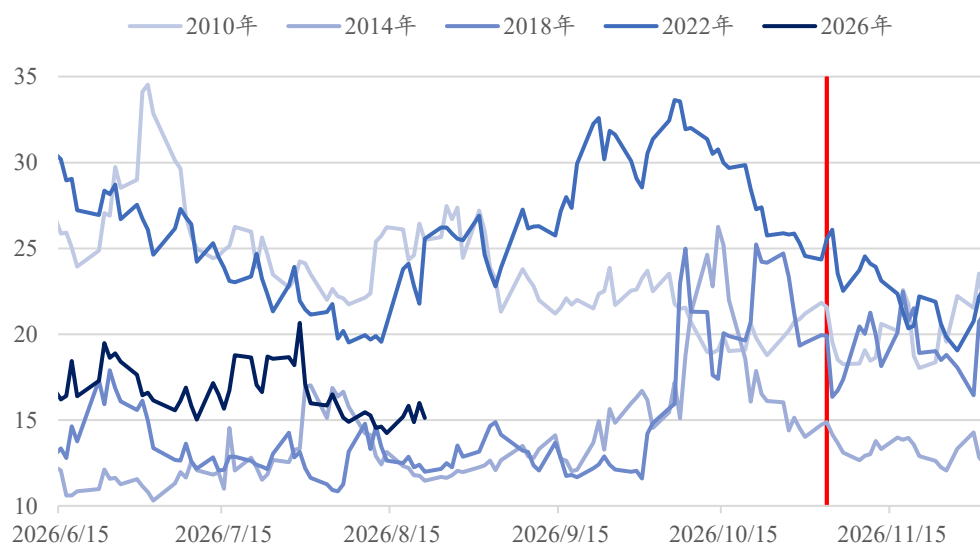
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：美国国债3季度投标倍数中枢回落



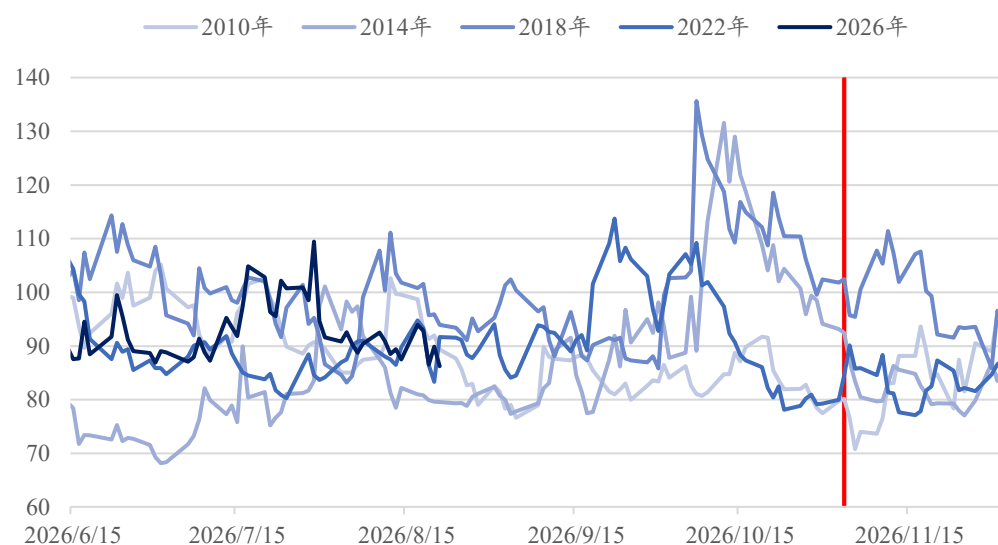
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：美国中期选举前 VIX 指数的波动情况（以历年中期选举日为基准标准化处理）



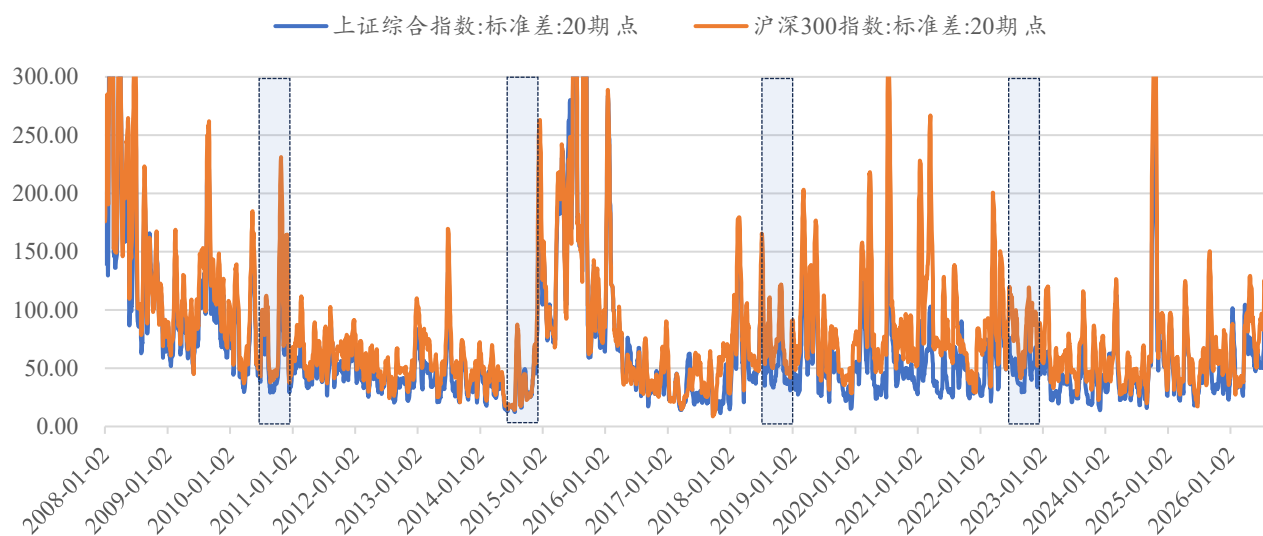
数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：红线为 2026 年 11 月 3 日）

图5：美国中期选举前 VVIX 指数的波动情况（以历年中期选举日为基准标准化处理）



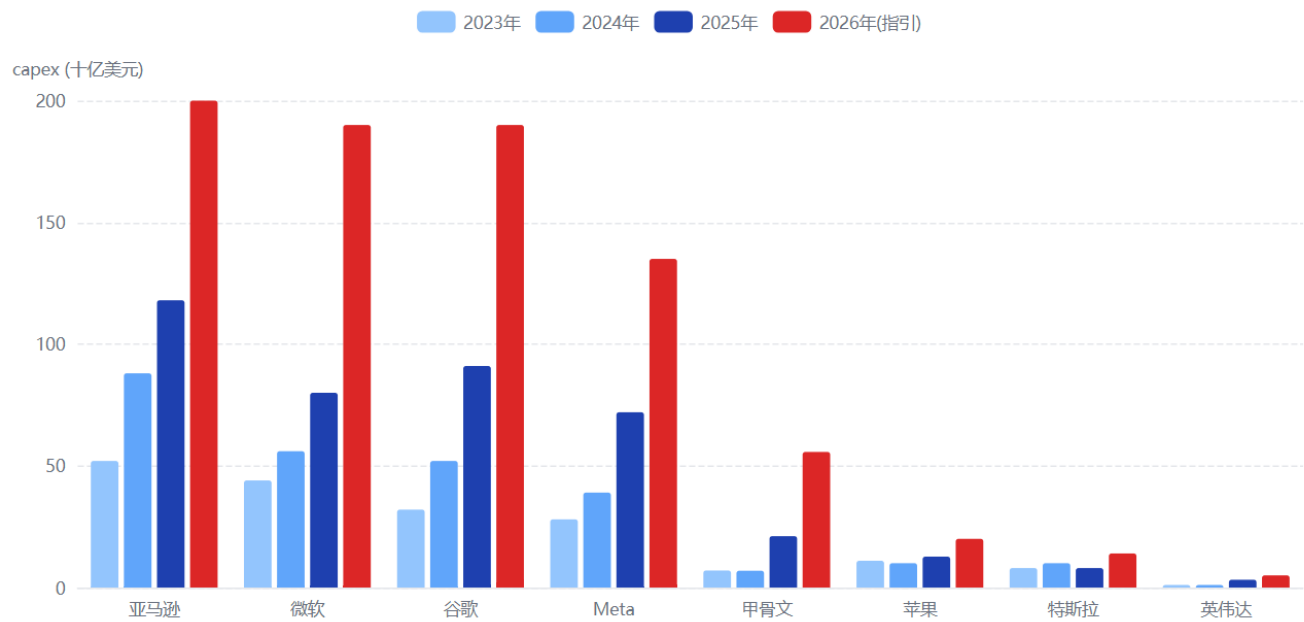
数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：红线为 2026 年 11 月 3 日）

图6：中期选举期间，A 股也面临较高的波动率



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：波动率为滚动 20 日的标准差）

图7：八家科技巨头资本开支对比（2023-2026 年，单位：十亿美元）



数据来源：各公司财报及 ValueAdd VC AI Spending Tracker，东吴证券研究所（注：亚马逊/谷歌/Meta 为日历年；微软财年截至 6 月 30 日；甲骨文财年截至 5 月 31 日；苹果财年截至 9 月底；英伟达财年截至 1 月底。各公司财年口径不同，合计为近似值。2026 年为公司指引值，微软/甲骨文/苹果/英伟达已按日历年近似折算）

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>