

信义山证汇通天下

证券研究报告

策略

主要市场科技股调整回顾：美债收益率联动下的定价主导变量切换

2026 年 10 月 27 日

策略研究/事件点评

相关报告：

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

事件描述：

2026 年 9 月以来，主要市场科技板块迎来一轮板块级重定价行情，市场呈现显著的阶段性分化：9 月主要市场科技股走势完全背离，海外科技指数上行，A 股科技板块率先下行；进入 10 月，主要市场科技链条转入同步调整，行情约束由本土因素逐步切换至海外利率、信用环境，而大盘宽基指数并未跟随同步走弱，调整集中于科技、半导体赛道。与此同时美债长端收益率大幅冲高后回落，美国通胀数据超预期抬升美联储加息预期，共同构成本轮科技股重定价的宏观背景。

核心判断：本轮科技调整为板块重定价，并非 AI 产业景气反转，本土筹码出清先行、贴现率过渡、信用端接管，完整概括本轮主要市场科技调整的内在逻辑。定价主导变量经历三次有序切换：9 月 A 股科技率先调整，由本土筹码出清主导；10 月上旬海内外主要市场共振，贴现率上行成为主要驱动；10 月中下旬，信用端风险成为市场核心约束。标普 500 当月表现基本平稳，仅科技半导体链条大幅回调，证明调整属板块级现象而非系统性风险偏好收缩；台积电、ASML 前三季度业绩及远期指引持续验证算力高景气，行情矛盾集中在估值、筹码层面，而非盈利周期反转。单一归因“海外利率压制全部行情”混淆了 9 月本土驱动与 10 月利率和信用驱动两套完全不同机制，将行情按时间拆分之后，可清晰观测 A 股修复条件、美债收益率信号意义、各国市场跌幅差异的验证指标。

投资要点：

➤ **9 月 A 股科技下跌：**本土筹码与产业叙事主导的独立出清，而非海外利率传导。美债利率并非行情触发根源：（1）从领先滞后关系看，A 股科技对海外市场单向领先，而非被动跟随海外波动；（2）从时间顺序看，9 月中上旬科创 50 已经累计下跌 7.24%，而 10 年期美债收益率直至 9 月 23 日才稳定在 5% 以上，海外利率约束尚未形成；（3）从行情方向看，9 月海外科技板块仍处于上涨通道，与 A 股科技下跌走势完全相反。本轮调整由四重本土因素共振推动：（1）二季度高位加仓科技的保险、固收+产品被动筹码卖出；（2）存储行业景气边际走弱，DRAM 合约价涨幅由二季度 58%-63% 收窄至三季度 13%-18%，涨价弹性显著衰竭；（3）长鑫第五代技术平台 9 月 22 日实现量产，2027 年成熟制程产能释放路径清晰，压制存储板块稀缺性估值溢价；（4）节前效应、季末机构调仓、光模块相关限制提案带来短期交易层面扰动。多重本土筹码、产业基本面、交易因素叠加，造就 9 月 A 股科技独立下行行情，板块修复的第一观测前提是本土筹码出清完成程度，海外利率回落仅为次要条件。

➤ **10 月主要市场科技共振调整：**通胀超预期驱动定价重心切换，长周期



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

资产直面贴现率重估。10月主要市场科技股同步下行，由美国通胀超预期引爆，市场定价逻辑从需求景气验证转向资金成本约束，长久期科技资产承受估值重估压力。美国9月CPI、核心CPI双双超预期，汽油价格单月环比9.1%，贡献过半月度通胀涨幅，市场加息预期快速抬升。台积电季报营收同比增长41.2%，业绩全面超预期，股价却依旧走弱，成为“景气完好而估值下修”的典型信号，背后逻辑在于，无风险利率重新定价之后，具备长久期、高估值特征的科技资产，对利率变动敏感度最高，因此受到冲击最为直接。10月主要市场科技共振下跌，核心不是产业需求崩塌，而是贴现率上行带来的估值压缩，市场定价的核心矛盾发生实质性迁移。

➤ **美债收益率与科技股相关性符号反转：从贴现率压制转向信用端避险，信号含义发生质变。**美债收益率与AI科技板块的相关性符号发生切换，是区分“贴现率压制”和“信用避险”两种下跌逻辑的核心钥匙。（1）9月美债收益率上行伴随科技股走弱，属贴现率抬升下的股债同跌，源于AI资本开支内生负反馈：北美七大云厂商自由现金流转负，外部融资占资本开支比重升至61%，AI资本开支既推升长端债券供给，又拉动总需求推升通胀，进一步抬高利率，再通过贴现率压制科技板块估值；（2）10月美债收益率下行而科技股同步下跌，由信用环境恶化主导：Core Weave 高收益债收益率上行至约15%，五年期CDS走阔超1100bp，Firmus撤回50亿美元IPO，属于资金撤离风险资产涌入美债的避险行情。10月15日后美债收益率持续回落而科技股未同步反弹，印证主导因素已转移至信用端与盈利分子端。跟踪美债收益率绝对水平已经不足以判断成长股修复机会，应重点观测CCC级高收益债利差、AI算力企业CDS、云厂商外部融资占比是否停止恶化走扩。

➤ **各市场跌幅分化：指数结构、资金与供给周期，造就不同市场的调整差异。**各国科技市场跌幅悬殊，核心来自指数结构、资金行为、产业供给周期差异，并非单纯企业基本面景气分化。韩国综合指数跌幅居前：（1）三星电子、SK海力士权重合计超过KOSPI指数一半，指数高度绑定存储周期情绪、缺少对冲承接；（2）两家企业合计约410亿美元回购于10月上旬结束，重要买盘消失，放大抛售冲击；（3）外资年内累计净卖出1310亿美元，融资余额与券商账户现金收缩，流动性承压。产业供给层面，AI硬件板块内部出现分化，非标垄断硬件与强周期存储标准品走势割裂，长鑫4F²架构落地，市场提前计价从高毛利刺激扩产到产能释放压制价格弹性的周期循环，交易存储周期见顶预期。A股市场呈现独特资金背离特征，板块价格下跌与市场整体资金流入并存、估值深度压缩与盈利预期上修并存，说明A股价格已经充分计入较为悲观的预期，后续修复路径具备独立性。

风险提示：外部利率与汇率环境风险；AI融资信用风险；存储供需逆转风险；筹码结构与流动性风险；全球治理规则协调风险；权益市场调整风险等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层