

“科技扩表”，这次不一样？

2026年05月17日

■ 传统框架解释力下降，新框架需要建立

近期市场一个显著变化是，许多过去反复验证的“共识性”经验正在失效。

典型如“股油跷跷板”的失灵：3月以来，布油价格从60美元附近快速抬升至90-110美元区间，并在高位持续震荡；与此同时，纳指、韩国综指以及双创50指数也一度创出历史新高。过去市场熟悉的“油涨股跌”并未出现，反而演变成了“股油齐升”，打破市场此前基于美伊冲突“战争推高油价→通胀上行→流动性收紧→风险资产承压”的传导链条。2022年俄乌冲突影响下，上半年油价从60-70美元飙升至100美元附近，全球风险资产同步回调，是这一逻辑的典型演绎。但这次，市场走出了完全不同的轨迹，投资者普遍将其简单定义为资产对于油价和地缘冲突“脱敏”，我们认为核心原因在于，当前由科技股领涨的市场格局，和过去缺乏爆发式产业创新的传统周期已经不可同日而语。

当一些现象很难再用过去的历史经验完全解释，就意味着我们的分析框架需要有所调整。

■ 科技革命正在重塑价值创造与经济扩张的路径

过去二十年，大家习惯了这样一种逻辑：“经济承压→政府刺激→基建地产发力→信用扩张→经济企稳”，这套逻辑的本质是，在经济承压阶段，政府和央行作为最后的信用创造者，通过主动加杠杆来对冲私人部门的收缩。我们称之为“政府主导的扩表”。但2023年以来，一个新的现象出现了。AI革命的爆发推动美国科技股估值快速抬升。一个根本性的问题摆在我们面前，当科技革命带动资产价格上涨时，本身是不是一种“扩表”？

我们认为，科技革命正在深刻重塑“扩表”，即价值创造与经济扩张的底层路径。每一轮经济扩张，本质上都是政府、非金融企业与居民三大实体经济部门资产负债表的扩张。所有经济活动最终都会映射为资产负债表的变动。我们将这三大部门合并定义为“广义资产负债表”。在该框架下，各部门扩表存在一定先后顺序且具有乘数效应，能够传导放大初始资源投入向最终产出与价值创造转化的能力。而在这一过程中，由谁主导扩表至关重要。此外需要明确的是，对于科技主导的“扩表”而言，并非所有资产价格上涨都等同于“扩表”，若市值上行仅由叙事预期或企业回购驱动，本质上属于存量资金在不同资产间的流动性转移；只有当价格上涨源于技术突破带来的真实盈利增长与资本形成时，才能构成真正意义上的“扩表”。

历史上典型的广义资产负债表扩张周期，大多由政府部门率先启动，再逐步传导至私人部门完成价值创造。相应地，经济扩张的终结也往往源于政府部门扩表的边际收紧，并伴随货币政策的协同调整。因此，对于这种政策主导、自上而下的扩张周期，紧盯政策动向就是判断周期拐点的核心。

例如我国2008年的“四万亿”，扩表主要通过企业端传导，以基建投资带动就业与收入提升，进而推动居民部门扩表。彼时4万亿元刺激计划中，中央新增投资1.18万亿元，其余2.82万亿元由地方财政、银行贷款和企业债券等配套资金撬动，最终带动全社会投资超20万亿元。超60%的资金集中投向铁路、公路、机场等重大基础设施领域，形成一轮由国企和地方政府融资平台主导的投资浪潮。大规模基建工程创造大量就业岗位，工资性收入增长叠加消费场景恢复，带动居民收入改善和资产负债表修复。在此背景下，沪指自2009年初快速反弹，直到7月政策开始微调收紧，指数回调。此后2010-2011年，随着地产政策调控加强、融资条件趋严，市场需求抑制，企业盈利放缓；随着通胀上行预期升温，央行多次“提准加息”，2010年1月“国十一条”、4月“国十条”、929新政等地产紧缩政策频出，市场也重新转向震荡下行。

另一类则是居民部门受益更为直接的扩表模式。例如美国在疫情2020-2021年期间，联邦政府赤字5.9万亿美元，资产负债表急剧扩张，美联储QE配合下，央行购债吸收了几乎全部的新增中长期美债供给。彼时刺激的核心是直接向居民部门进行转移支付：通过现金发放、失业救济升级、税收抵免预付等组合政策，居民可支配收入在衰退期实现逆势增长，2021

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《美股 TACO VS NACHO 交易——美股周观点》

2026-05-12

《港股反弹有望延续——港股周观点》

2026-05-12

年累计形成约 2.1 万亿美元的超额储蓄，居民部门净资产在 2020-2021 年间从 117 万亿美元增长至近 150 万亿美元。同时，政府也通过租金补贴、薪资保障计划、企业税收减免等措施对企业部门提供了配套支持。这种“政府直接补贴居民”的模式，快速修复了居民部门资产负债表，也推动 2021 年美股上涨。真正的压力在 2022 年集中释放。2021 年 3 月后，美国财政层面的直接转移支付告一段落，进入 2022 年后，通胀压力全面爆发，美国 CPI 全年维持高位运行，美联储也由 QE 迅速切换至激进加息和缩表，市场对于利率上行的预期反复升温。与此同时，俄乌冲突进一步推升能源价格与通胀压力。在流动性持续收紧、风险偏好下行的背景下，当时市场又缺乏足以对冲宏观压力的新产业趋势主线，美股在 2022 全年承压。

而本轮与以往的不同之处在于，美国政府部门扩表克制，反而是私人部门，尤其科技产业部门，成为扩表的主导力量。

产业层面，2023 年末大模型突破引爆 AI 浪潮，整条产业链在硬件与基础设施端展开激烈角逐。作为“卖铲人”的算力与云服务商为抢占这一新兴蓝海，纷纷通过股权融资、债券发行和并购重组大规模筹集资金、扩张资产负债表。仅 Anthropic 与 OpenAI 两家公司在 2023-2025 年间就筹集了超 1000 亿美元的新资金。同时，头部企业大幅追加资本开支，美股 Mag 7 在 2022-2025 年资本开支总额逼近 1 万亿美元，推动盈利上行与产业繁荣。

居民部门同步受益。随着股价持续上涨，居民资产配置中股票与基金的占比不断提升，2024-2025 年居民资产增量中股票贡献超过 60%。财富效应驱动消费扩张，进而反哺实体经济，这一机制与 2019-2021H1 中国房地产上行周期中的财富效应传导路径具有一定相似性。在科技革命的驱动下，产业扩张与资产价格同步上行，产业与居民部门的资产负债表双双扩张。

反观政府部门，以美国国债总额同比增速衡量，政府加杠杆的节奏自 2021 年前后已明显放缓。

■ “科技扩表”与传统的“政府扩表”有何不同？对 A 股市场的影响？

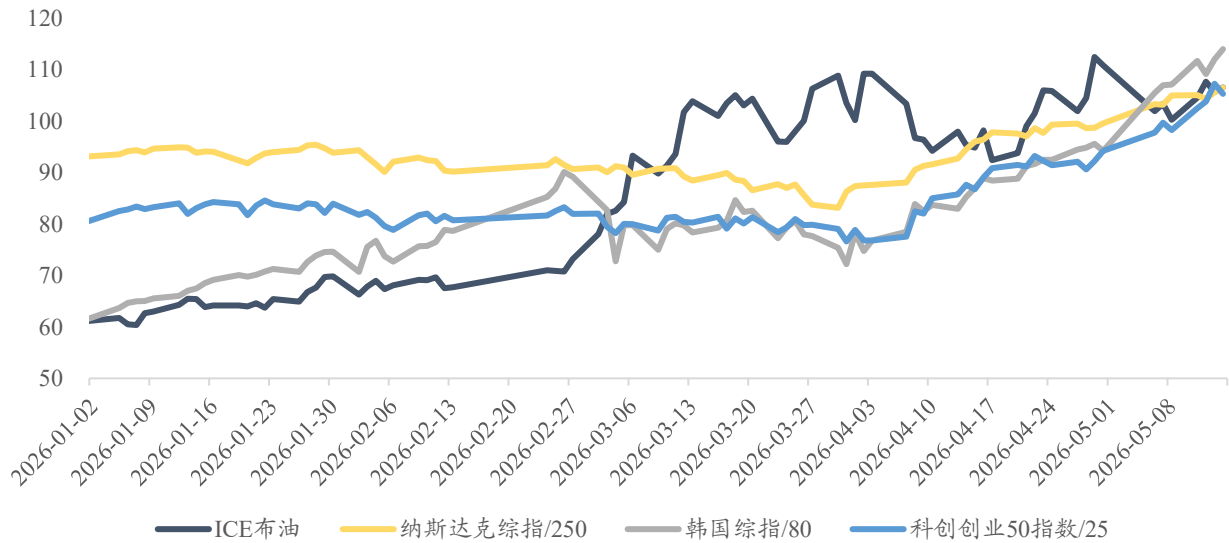
“科技扩表”的意义在于，经济企稳与增长的核心逻辑正从依赖政府刺激的外生驱动，转向科技革命带来的内生动能，这种内生增长更容易形成自我强化的正向循环，其周期终结取决于主导产业趋势的消退，传统政策调控的约束力相对较弱。从广义资产负债表框架来看，过去的经济扩张与收缩主要由政策主导，因此在经济过热或通胀上行时，政府能够通过财政与货币政策收紧有效为市场降温。但当前，扩表的主导力量正从政府部门切换至科技产业部门。科技资产市值上行源于产业进步，并通过更强的正反馈机制自我强化：企业 capex 上行→盈利改善→市值提升→居民财富增加→消费扩张，形成内生循环。这一模式本质上是产业驱动的“内生扩表”，而非政策主导的“外生扩表”，因此其持续性与传统周期存在本质区别。

在“供给创造需求”的科技赛道中，对高利率的敏感度相对较弱。例如 2025 年以来，尽管美国绝对利率仍处于近十年高位，但头部科技企业迎来发债热潮，甲骨文、Alphabet、亚马逊等通过发行公司债融资扩张，这也说明传统政策周期对本轮科技扩张的约束正在减弱。进一步看，即使悲观情景下后续美联储降息不及预期，头部科技企业也已从今年开始转向非美、低利率市场融资，以降低资金成本。产业趋势本身的高景气与强资本吸引力，使其具备持续获取低成本资金、延续资本开支扩张的能力。

对于 A 股而言，近期很多投资者开始关注风格切换的拐点。我们认为，此前尤其是 2022-24 年的市场周期中，美元流动性是判断拐点的关键指标；而基于“广义资产负债表”框架，近年市场已经明显进入“宏观因素让位微观产业发展”的新阶段，产业层面的景气度与基本面变化成为决定行情走向的关键变量。诚然，近期全球流动性收紧信号持续显现，日央行加息预期升温，美债收益率突破 4.5% 关口，受此影响，近两日全球风险资产、贵金属及工业金属均出现显著调整，流动性收紧无疑对成长风格构成估值压制，叠加前期获利盘丰厚，市场短期止盈与调整或有释放诉求。但中期科技主线的逻辑并未改变。只要不出现大厂削减资本开支或者融资困难等情况，潜在的 27 年订单和业绩预期上修机会仍有望推动行情更进一步，我们认为科技核心品种仍会是中期维度全市场景气度逻辑最强的方向。

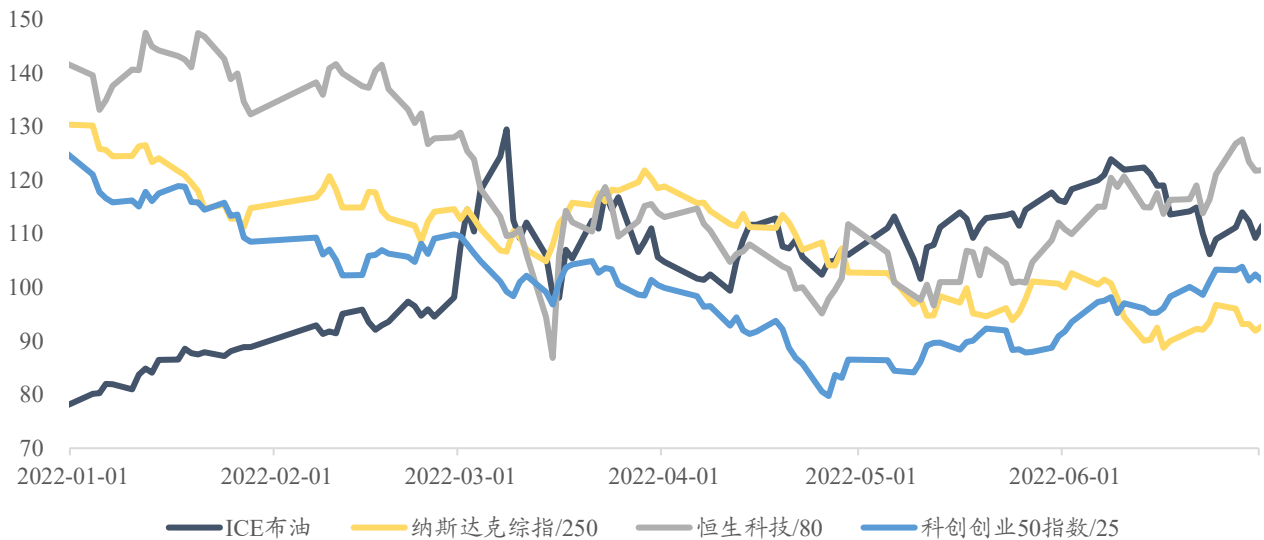
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：3月以来“股油跷跷板”失灵（单位：美元/桶；点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022年俄乌冲突影响下，上半年油价从60-70美元飙升至100美元附近，全球风险资产同步回调（单位：美元/桶；点）



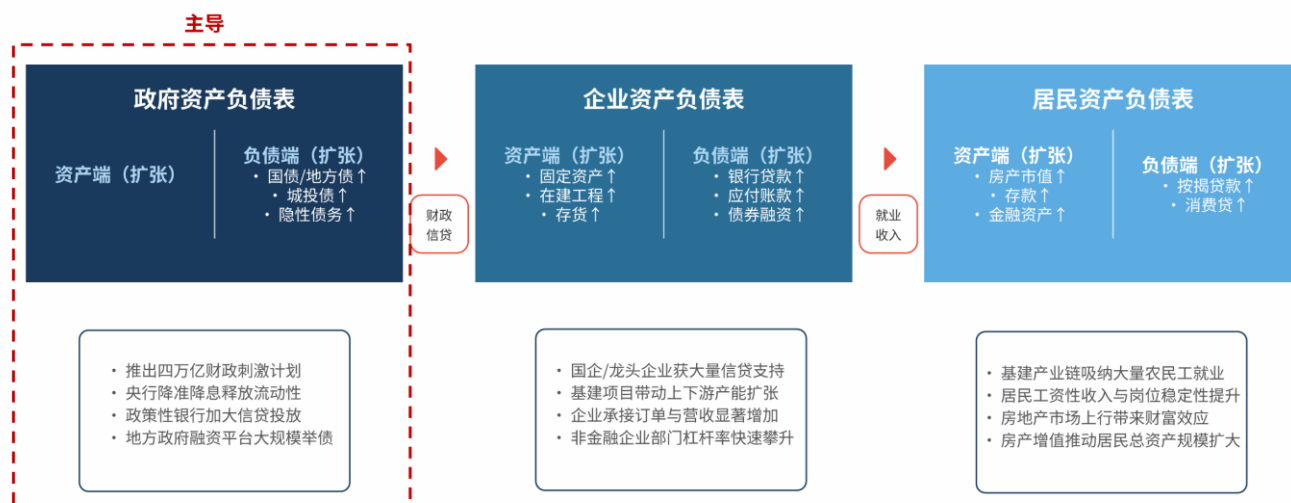
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 沪指自 2009 年初快速反弹, 直到 7 月政策开始微调收紧, 指数回调 (单位: 点; %)



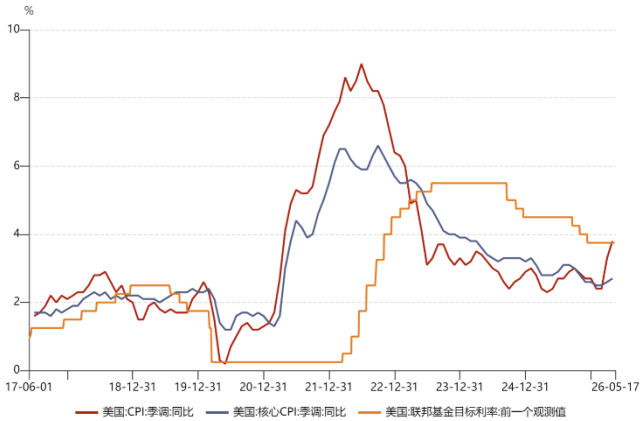
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 我国 2008 年“四万亿”, 扩表主要通过企业端传导, 以基建投资带动就业与收入提升, 进而推动居民部门扩表



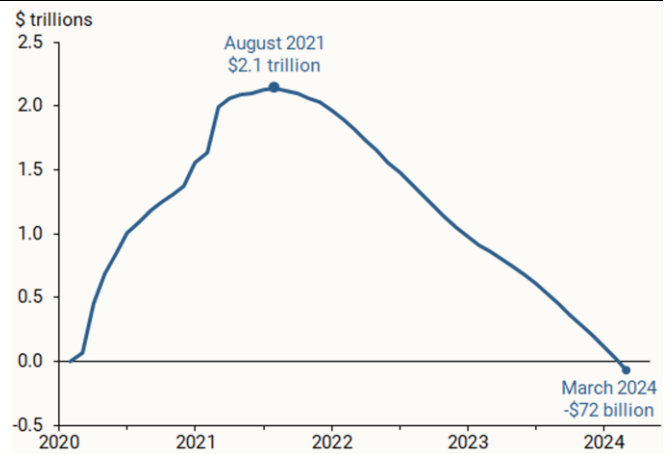
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图5：进入 2022 年后，通胀压力全面爆发，美联储也由 QE 迅速切换至激进加息和缩表（单位：%）



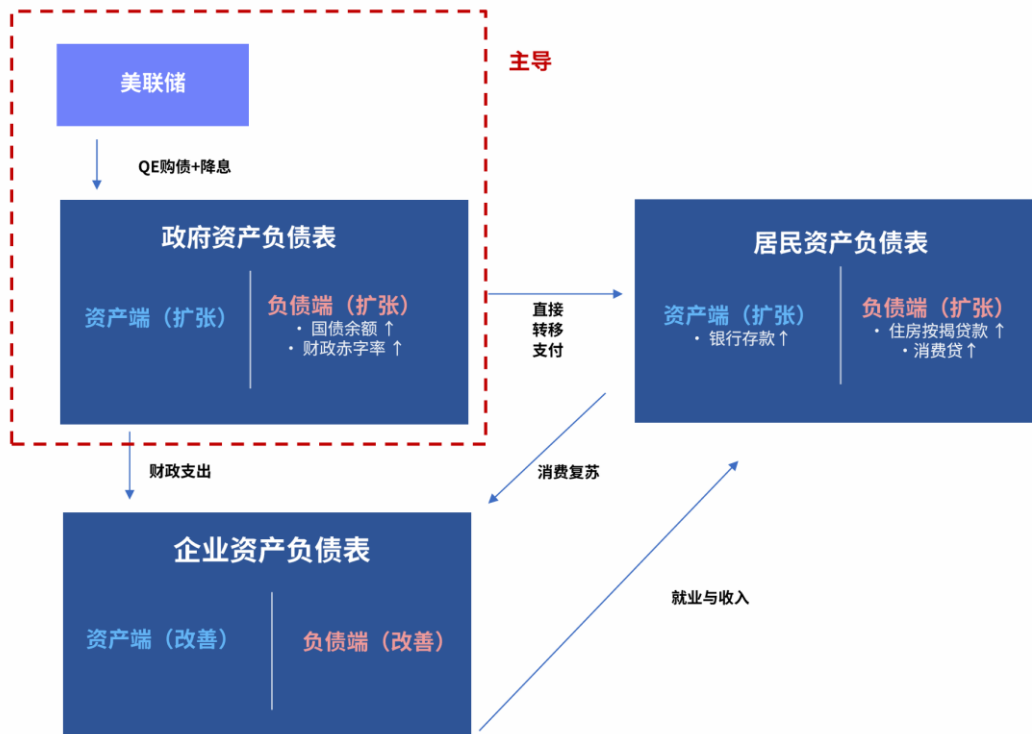
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：疫情期间美国家庭累计超额储蓄（单位：万亿美元）



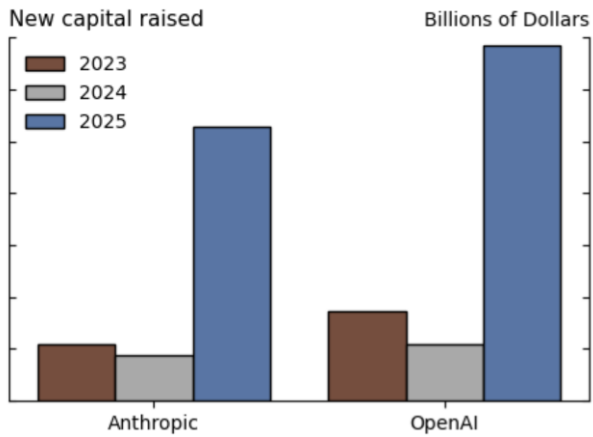
数据来源：旧金山联储官网，东吴证券研究所

图7：居民部门受益更为直接的扩表模式，例如美国在疫情 2020-2021 年期间



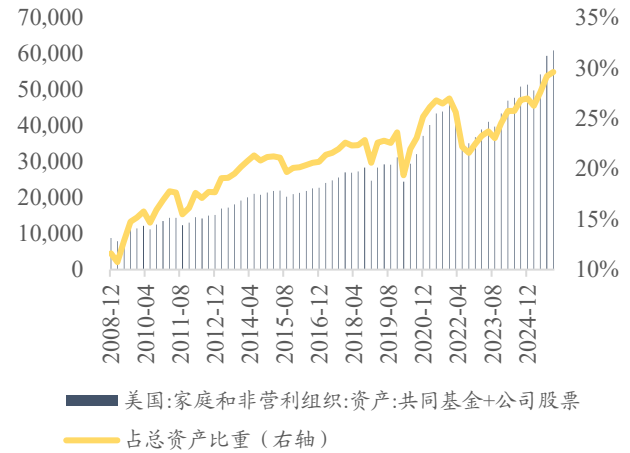
数据来源：东吴证券研究所绘制

图8: 仅 Anthropic 与 OpenAI 两家公司在 2023-2025 年间就筹集了超 1000 亿美元的新资金



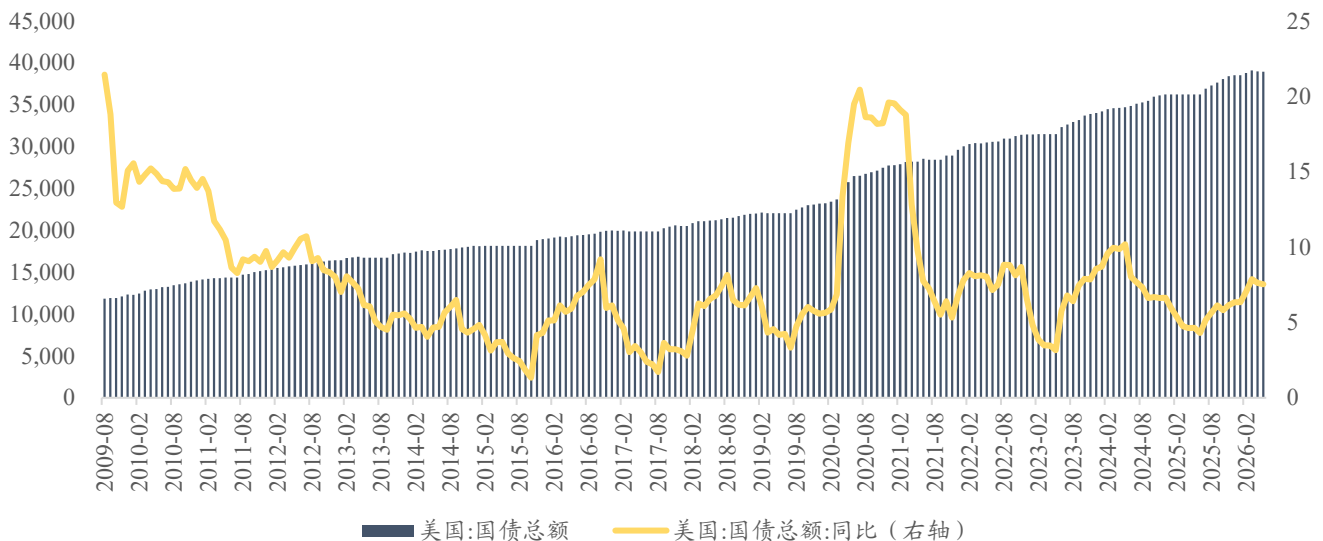
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图9: 随着股价持续上涨, 居民资产配置中股票与基金的占比不断提升 (单位: 十亿美元; %)



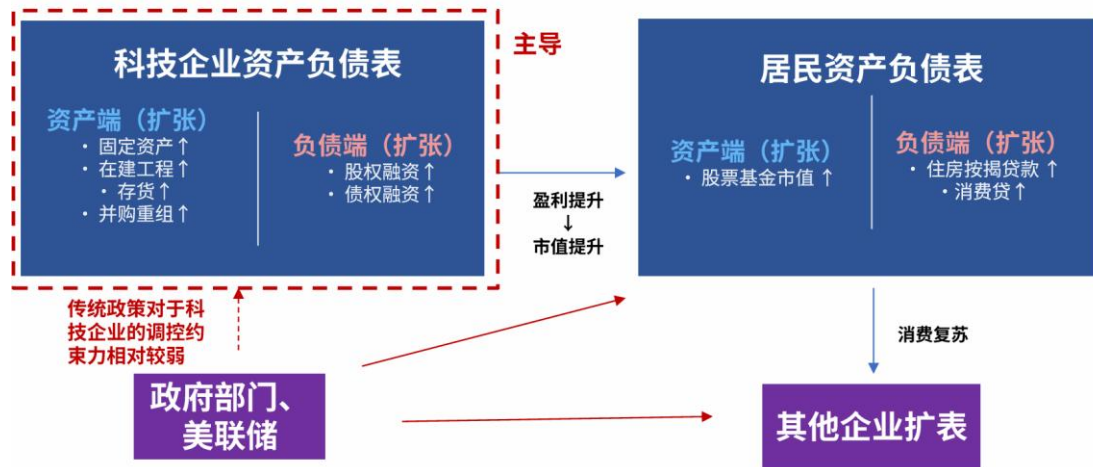
数据来源: 旧金山联储官网, 东吴证券研究所

图10: 以美国国债总额同比增速衡量, 政府加杠杆的节奏自 2021 年前后已明显放缓 (单位: 十亿美元; %)



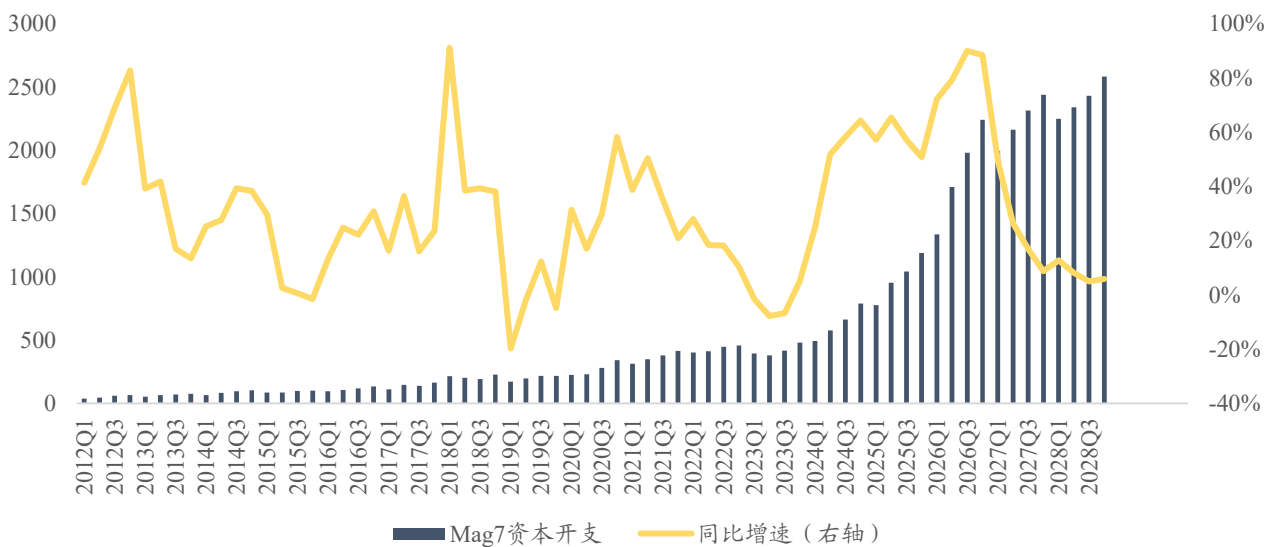
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11：本轮与以往的不同之处在于，美国政府部门扩表克制，反而是私人部门，尤其科技产业部门，成为扩表的主导力量



数据来源：东吴证券研究所绘制

图12：只要不出现大厂削减资本开支或者融资困难等情况，潜在的 2027 年订单和业绩预期上修机会仍有望推动行情更进一步（单位：亿美元；%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：部分公司 2025Q3 后为预测数据，2026Q1 后全部公司为预测数据

免责及评级说明部分**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>