

2025年9月26日

美股宏观策略

SDIOSI

## 宏观策略分析

证券研究报告

### 美股再现抛售

—— 美国经济韧性仍在，调整更像是修正而非逆转

#### 报告内容

**过度超买触发调整。**近期美股市场出现一波集中抛售，我们认为主要原因并非来自新增的冲击性宏观因素，而是前期涨势过快、技术面过度超买所致。无论是标普500、纳指还是道指，在连续数周强劲反弹后，均处于偏高估值区间，资金稍有避险情绪便引发获利回吐。值得注意的是，与股市同步，数字货币市场率先爆发更大规模的调整。据统计，在9月22日超过40万名数字货币投资者遭遇强制平仓，涉及平仓金额超过16亿美元。比特币、以太币等价格随之大跌，导致整体数字资产市值跌破4万亿美元的重要关口。数字货币行情向来波动剧烈，本轮急跌更多反映出在宏观数据公布前的高杠杆平仓潮。这样的资金动态呈现出一个共同特征：前期投资人过于乐观，迭加政策不确定性升高，最终导致风险资产集中性调整。

**PMI显示经济增速放缓，但未出现硬着陆迹象。**从经济基本面来看，日前标普环球（S&P Global）公布最新的美国9月PMI虽然略低于预期，但仍维持在50荣枯线之上，显示经济活动处于扩张区间。其中，本季度产出指数录得年初以来最佳表现。值得注意的是，随着需求增长放缓，企业招聘变得更为保守，而通胀压力也有所缓解，有利美联储未来进一步降息。虽然制造业面临销售不及预期及库存累积，未来增速可能放缓，但随着贸易战逐步明朗化，企业信心并未明显恶化，相反对于潜在降息带来的支持存在积极预期。

**8月新房销售增速强劲。**8月新房销售按月环比大幅增长20.5%，远超预期的0.2%之小幅回升，显示经济韧性仍存。市场预期房贷利率回落，显著提升了购房者的行动意愿，同时建筑商降价及销售激励进一步推动了需求。销售热潮使得新屋去化周期缩短至7.4个月，这样的数据发出两个信号：一方面，房贷利率敏感度极高的房地产板块在政策调整下立刻反映需求回温；另一方面，劳动力与制造业面临的压力并未蔓延至全面经济崩塌。换言之，当前宏观环境虽显示「动能放缓」，却未见系统性风险加剧。这也是市场本轮大幅回调更多源于估值过高，而非基本面恶化的原因。

**美联储内部分歧，降息路径难测。**与市场震荡相辅相成的，正是美联储官员之间日益明显的政策分歧。主席鲍威尔（Powell）近日在公开活动中强调，在通胀尚未降至2%目标而劳动力市场出现走弱迹象的背景下，政策必须保持审慎。他明言，没有「无风险的路径」，任何决策均需协调物价稳定与就业支持的双重使命。此次降息25个基点被定义为「风险管理性降息」，但未来路径并无预设，将根据数据变化灵活调整。

#### 整体FOMC内部分为「主张积极宽松」与「持谨慎态度」两大阵营：

- **鸽派立场：**理事鲍曼（Bowman）警示政策若收紧过久，将落后于劳动力恶化趋势，或需更快降息。理事米兰（Miran）也强调关税与政策变动令中性利率下降，并直言目前利率水平过度紧缩，需大幅调低以避免就业面急剧恶化。圣路易斯联储主席（Musalem）则视降息为「保险措施」，必要时支持进一步宽松。

（续下页）

关注股份

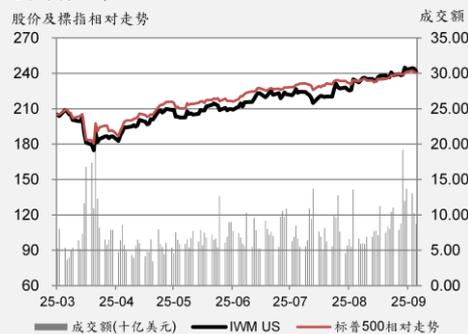
安硕罗素2000 ETF (IWM.US)

安硕比特币信托 ETF (IBIT.US)

SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

股价表现

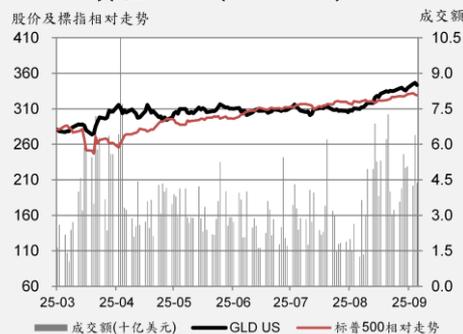
#### 安硕罗素2000 ETF



#### 安硕比特币信托 ETF



#### SPDR 黄金 ETF (GLD.US)



数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 [stevewong@sdicsi.com.hk](mailto:stevewong@sdicsi.com.hk)

朱睿泽 [frankzhu@sdicsi.com.hk](mailto:frankzhu@sdicsi.com.hk)

- **鹰派立场**：亚特兰大联储主席博斯提克(Bostic)、克里夫兰联储主席哈马克(Hammack)则均提醒通胀压力持续，过早放松将危及物价稳定。芝加哥联储主席古尔斯比(Goolsbee)与旧金山联储主席戴利(Daly)则持偏中立态度，认为应降息但需谨慎，以避免过度宽松。

从客观角度来看，联储看似已踏上降息之路，但幅度与节奏高度不确定。对投资者而言，这代表政策信号模糊，与估值相对高企结合，便容易诱发抛售潮。

**市场焦点转向就业数据**。综合现有情况，美股这轮抛售更多是技术性调整，而非基本面崩坏。数字货币市场的平仓潮与高杠杆放大了波动，但仍属次生效应。核心问题在于美联储内部分歧尚未化解，市场对未来政策方向缺乏共识。因此，投资者视线正快速转向下周即将公布的就业数据。若数据显示劳动力市场恶化，势必推动联储鸽派观点更具说服力，市场也将修正对降息幅度的预期。反之，若就业仍显韧性，则鹰派论点将占上风，联储恐维持中性至谨慎基调，进一步压制高估值资产的上行空间。

**修正而非逆转，但须注意短线波动之风险**。站在当前时点，美国经济的图景是「需求强韧、通胀走低、但就业隐忧渐现」，这与市场前期全然乐观的风险偏好已出现落差。因此，在政策信号不明朗前，市场高位震荡难免。总体而言，本轮大幅抛售并不意味趋势逆转。美股与数字货币的调整更像是在超买后的健康修正，尤其是在利率政策路径尚存不确定之际。然而，基本面并未发生剧变，美国经济依然展现局部韧性，需求回升将带来一定积极讯号。当前阶段更应将此视为对年内涨幅的「降温整理」而非「衰退前兆」。投资人可耐心等待确定性的数据信号，以应对这一阶段的宽幅震荡。

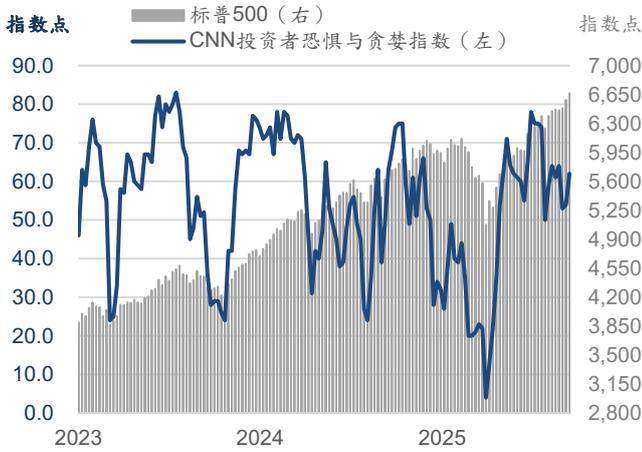
从中线配置来看，基于降息周期重启，投资者可继续关注黄金ETF，如GLD.US等。另外，考虑到目前经济韧性仍在，对利率敏感的地房、建筑及中小盘板块亦会受惠，可关注相关的ETF，如RWR.US、ITB.US、IWM.US等。考虑到目前投资者交易行为高度依赖即将公布的宏观数据与美联储的讯号，不明朗因素持续将影响数字资产短线表现。但我们仍然维持对头部数字货币的观点，金融创新依然利好其长线发展，可关注相关的ETF如IBIT.US、ETHA.US等。

**风险提示**：特朗普、利率政策的不确定性；经济走势、宏观数据的反复引发市场波动。

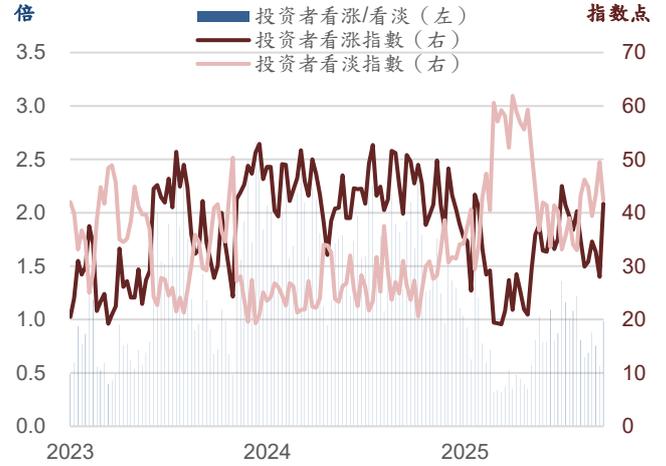
图 1：近期（9月26日至10月3日）重点美股宏观数据

| 公布日期      | 事件  | 数据周期               | 市场预期 | 前值    |       |
|-----------|-----|--------------------|------|-------|-------|
| 2025/9/26 | 星期五 | 个人收入环比             | 8月   | 0.30% | 0.40% |
| 2025/9/26 | 星期五 | 个人支出环比             | 8月   | 0.50% | 0.50% |
| 2025/9/26 | 星期五 | PCE价格指数月环比         | 8月   | 0.30% | 0.20% |
| 2025/9/26 | 星期五 | 核心PCE价格指数月环比       | 8月   | 0.20% | 0.30% |
| 2025/9/26 | 星期五 | 密歇根大学消费者信心指数       | 9月   | 55.4  | 55.4  |
| 30/9/2025 | 星期二 | JOLTS 职位空缺         | 8月   | --    | 7181k |
| 30/9/2025 | 星期二 | JOLTS Quits Rate   | 8月   | --    | 2.00% |
| 30/9/2025 | 星期二 | JOLTS Layoffs Rate | 8月   | --    | 1.10% |
| 30/9/2025 | 星期二 | 世界大型企业研究会消费者信心指数   | 9月   | 95.8  | 97.4  |
| 1/10/2025 | 星期三 | ADP 就业变动指数         | 9月   | 48k   | 54k   |
| 1/10/2025 | 星期三 | ISM 制造业采购经理指数      | 9月   | 49.2  | 48.7  |
| 3/10/2025 | 星期五 | 非农就业人数增减           | 9月   | 43k   | 22k   |
| 3/10/2025 | 星期五 | 失业率                | 9月   | 4.30% | 4.30% |
| 3/10/2025 | 星期五 | ISM 服务业采购经理指数      | 9月   | 52.0  | 52.0  |

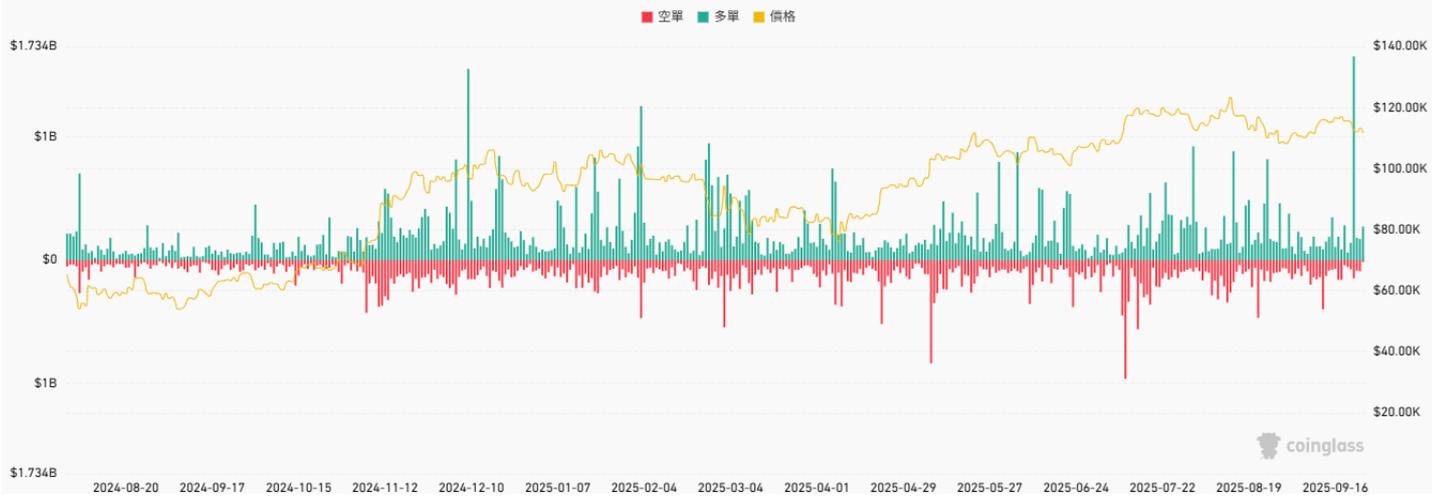
资料来源：彭博、国证国际整理

**图 2：CNN 投资者恐惧与贪婪指数及标普 500 走势**


资料来源：彭博、CNN、国证国际整理

**图 3：AII 散户投资人情绪指数**


资料来源：彭博、国证国际整理

**图 4：数字货币合约强制平仓图**


资料来源：Coinglass

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

#### 收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010