

2026年5月28日 星期四

【宏观经济评论】

第一上海——美股宏观策略

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

当前伊朗相关的地缘恐慌已大幅降温，一如我们此前判断：美伊谈判虽一波三折，但有限博弈、规避全面冲突的框架基本兑现。

目前伊朗局势持续向好。伊朗强硬派虽主导政局，但也是群龙无首，内部缺乏统一领导。高层面临被定点清除的风险，不敢开会和使用现代通信工具，导致内部协调效率偏低。因此，伊核协议达成的速度或不及预期。虽然双方在公开表态上态度强硬，但实际执行层面的官员相对务实。

在核心分歧即核材料处理问题上，伊朗已作出明显松动，承诺不寻求发展核武器，但也不愿将核材料运出境外。美方也展现出灵活协商的态度，原则上认可伊朗境内核材料无害化处理方案，同意通过就地稀释、加工的方式，彻底消除核材料提炼浓缩铀的可能性，从根源上规避核扩散风险。协议达成的具体时间仍存变数，随时可能出现突破性进展。双方博弈仍在持续，川普主张审慎推进、力求达成高质量协议，不急于仓促签约。资本市场已提前定价该利好预期，将伊核问题落地视为高概率事件。受此影响，国际油价回落至每桶 100 美元以下，相关权益市场同步迎来良好上涨行情。

本月另一重要事件是川普访华，此举对美股形成利好，为美股及美国经济发展筑牢了外部政治基础，有效改善了市场外部环境。此次访华推动中美双方在贸易合作、安全共识两大核心领域达成多项实质性成果，为美股全年运行提供了有利支撑。美中不足的是，市场原本预期中国宣布波音飞机采购量可达 500 架，实际仅为 200 架，低于预期，导致波音股价承压。但长期来看，波音新任管理层具备专业运营能力，有望通过持续落地季度业绩成果改善企业经营现状，市场无需过度短期悲观，建议保持耐心。

经济数据

美国 4 月 CPI 同比上涨 3.8%，为 2023 年 6 月以来新高。PPI 同比涨幅达 6%。近期美国油价显著上涨，新泽西州油价超过每加仑 5 美元，佛罗里达州约为 4.5 美元。霍尔木兹海峡封锁问题有望在一个月内得到解决，通胀压力短期或将缓解。

就业市场表现强劲，4 月非农就业新增 11.5 万人，远超市场预期的 6.5 万人，失业率维持在 4.3%。六个月平均新增就业约 5.5 万人，为 2025 年 5 月以来最高水平。就业增长主要来自服务业，其中医疗保健行业新增 3.7 万人，运输、仓储、零售、建筑、休闲酒店等行业亦有增长。劳动参与率小幅下降至 61.8%，为 2021 年 10 月以来最低。平均时薪环比增长 0.2%、同比增长 3.6%，均低于预期，表明薪资通胀压力得到有效控制。平均周工时有所上升，对居民实际收入形成支撑，有助于维持消费能力。申请失业金的持续人数维持低位，年内已公告裁员规模低于 2025 年同期，就业市场整体稳健。

信息行业就业持续承压，受人工智能替代效应影响，4 月减少 1.3 万个岗位，连续 16 个月下滑，自 2022 年 11 月峰值以来累计减少 34.2 万人，降幅达 11%，预计未来仍将延续下降趋势。电信行业减少 6000 人，计算机基础设施及数据处理行业减

少 4000 人，Meta、微软等大型科技公司仍在推进裁员；美国联邦政府 4 月裁员 9000 人，自 2024 年 10 月公职人员规模峰值后，累计裁员 34.8 万人，整体降幅 11.5%。迄今为止的政府裁员每年可节省约 700 亿美元薪酬支出，四年任期累计可节约 2800 亿美元，对缩减财政赤字具有显著作用。

经济景气度方面，5 月美国综合 PMI 初值为 51.7，与 4 月持平。其中制造业 PMI 升至 55.3，创四年新高；服务业 PMI 为 50.9，表明川普推行的制造业刺激政策效果显著。密歇根大学消费者信心指数本月降至 44.8，数据表现偏弱，但该机构立场偏左，数据客观性不足，可能存在偏差，参考价值有限。

利率

市场近期波动加剧，30 年期美债收益率突破 5%，创 2007 年以来新高，引发市场关注。我们认为，利率上行与通胀预期过高关联度有限，当前市场无任何支撑长期通胀走高的核心基本面因素。

我们认为，本次利率异动主要源于三大核心因素：一是短期市场情绪波动与流动性收紧影响，属于最直接的触发因素；二是人工智能产业高速发展带来的巨额资金需求，头部科技企业每年投入数千亿美元用于 AI 基础设施搭建与技术研发，为规避股权稀释风险，企业普遍选择发债融资，大规模抽离市场流动性；三是全社会生产率持续提升，推动市场中性利率中枢逐步上移。

除此之外，美元阶段性走强引发的跨境操作，进一步加剧了短期流动性压力。部分国家为稳定本币汇率、规避大幅贬值风险，通过抛售美元国债、增持本币的方式开展对冲操作，对美债市场流动性形成短期冲击。此类噪音多为短期扰动，不宜过度解读。

投资的主次矛盾

美股近期上涨明显，尤其人工智能、半导体等板块热度高涨。有些投资人错过了行情，另外部分投资者获利了结后，面对市场继续上行，心态出现踏空焦虑。

我们建议，投资过程中，应明确主要矛盾与次要矛盾。

投资的核心主要矛盾是跟随优秀企业成长，从而实现长期财富增值目标。而应对市场短期波动、阶段性行情回调、板块估值震荡等风险，均属于次要矛盾。

股权投资可类比高速公路驾驶。高速公路虽存在事故风险，但仍是最高效的通行选择。投资者通过严谨的风险把控、科学的仓位管理、扎实的基本面研究，可有效降低市场波动带来的亏损风险；不应该因噎废食，因担心短期市场扰动放弃长期投资主线。

分清投资的主次矛盾之后怎么做？答案是：但行好事，莫问前程。

资本市场运行具备客观内在规律，实体经济发展、产业技术渗透、行业成长迭代均存在可追踪、可分析、可预判的客观逻辑，并非完全由市场情绪主导，这也是基本面研究的核心价值与理论支撑。我们更应聚焦于可控的研究工作，例如通过拆解 AI 行业技术发展路线、复盘产业发展历史、梳理产业链各环节痛点、测算产能扩张周期、预判市场供需拐点等专业研究，搭建完善的估值与价值预测体系，依托财务模型与行业逻辑判断个股内在价值，做到“但行好事”。

而市场短期情绪波动、资金流向变化、不同属性资金和不同策略的交易节奏、海外散户及机构资金的炒作行为等，对于大部分市场参与者而言，均属于市场不可控因

素。既然无法精准预判，投资者需坦然接受此类不确定性，摒弃控制市场波动的幻想，减少不必要的焦虑，做到“莫问前程”。

介于长期和短期之间的“中期”、处于企业和市场之外的“宏观”，则比较微妙。如果有能力进行宏观策略研究，并依此进行“择时”或者“战术资产配置”，避开类似 2008、2022 年那样的大熊市，则能获得更好的收益。

当然，无论是否进行宏观研究，投资者都需要管理风险，保留安全边际。风险管理可通过资产分散配置与对冲工具实现。

长期看好美股

从长期维度来看，美股具备坚实的上涨支撑逻辑，完全契合发展经济学中人口、资本、总要素生产率三大经济增长核心动力。

人口层面，美国具备持续的全球人口净流入优势。相较于欧洲、日本等经济体面临的人口负增长、低生育率困境，美国人口结构韧性突出，劳动力供给持续充足。。

资本层面，美国 AI 等产业保持千亿级规模持续投入，大规模资本开支持续落地，不断推动全社会劳动生产率迭代提升，夯实经济增长根基。

总要素生产率层面，是美国资本市场独有的核心优势。美国拥有 250 年稳定连续的法治环境，在全球范围内极为稀缺，有效规避了战乱、政变、制度更迭等风险。同时，美国长期坚守自由市场原则，企业治理体系成熟、高端教育资源集聚，持续赋能产业创新与效率提升。

货币政策方面，美国货币政策长期保持相对稳定，锚定 3% 以内的年度通胀目标，美联储具备独立决策属性，为实体经济和资本市场平稳运行提供了良好的货币环境。此外，美国是全球核心资金聚集地，海外机构、散户资金持续流入。

中短期前瞻

当下，市场面临人工智能板块估值高企、波动加剧等问题，分歧严重。当前技术渗透符合 S 型曲线特征，即新技术落地普及普遍经历长期低速爬坡、短暂的高速增长、平稳平台三个阶段。当前 AI、存储、光模块等赛道已脱离初期低速爬坡阶段，进入高速增长长期阶段。虽然行业行情尚未进入末期，但是企业市值是否已经充分折现了未来的预期现金流呢？

后续发展空间仍需持续观察周期长度。对比美国 90 年代互联网科技泡沫周期，产业行情从启动到峰值持续六年左右，本轮 AI 周期自 2022 年底启动，目前仅历经三年多，从周期维度来看仍有延续空间。当然，历史市场走势不会简单重复，但存在高度相似的演化逻辑，过往的市场案例可为当下投资决策提供参考借鉴。

在行业阶段无法精准判定、基本面信息尚不充分的背景下，投资者可依托成熟的市场策略应对行情。从生物生存法则与金融市场规律来看，跟随市场主流趋势、配置指数 ETF 是长期性价比最高、操作难度最低、胜率稳定的投资方式，契合市场弱有效理论。凯恩斯曾提出，投资中平庸的跟随式盈利，远优于激进的差异化试错；即使跟随市场热点出现亏损，也属于行业共性风险，而非个人决策失误。这个观点虽然听上去玩世不恭，但却符合现实。

主动管理策略的大师巴菲特相信“人多的地方不要去”的逆向投资理念，则与被动跟随指数的策略针锋相对。

最优策略可能是上面两种思路的融合：一方面以指数跟随为起点，另一方面在自己

的能力圈内扎实开展基本面研究，精准测算、筛选出少数优质个股，基于内在价值判断其低估幅度。然后依托凯利准则，基于对自身研究的信心强度，构建一个平衡了指数和少数个股的组合。这其实也是很多量化基金的思路。

巴菲特的警告

伯克希尔的最新财报显示，现金储备已接近 4000 亿美元，且连续多个季度刷新历史纪录。其中巴菲特指标，即股市总市值与 GDP 的比率突破 230%，已远超此前设定的 200% 警示阈值。标普 500 指数的席勒 CAPE 接近 40 倍，为互联网泡沫时期以来的最高水平。

需要明确的是，资产价格低廉并非上涨的充分条件，甚至不是必要条件；同理，价格高昂也并非下跌的充分条件。但高估值状态一旦触发相关导火索，市场极可能出现雪崩式正反馈效应。杠杆 ETF、对冲基金、衍生品及量化基金等金融工具的集中运用，其快速加杠杆与去杠杆行为，可能引发市场剧烈波动，对此需保持高度警惕。

应对上述风险，需采取三项措施：一，保持充足流动性储备，增强市场波动承受能力，预留安全边际；二，适度对冲操作，防范极端黑天鹅事件冲击；三，优化资产配置结构，降低行业板块集中度风险。

此外，标普 500 指数前十大成分股权重占比超过 35%，主要集中于人工智能及半导体领域龙头企业。尽管头部企业权重占比偏高，但无需过度恐慌。比起台湾股市里台积电的占比，美国的情况还算不上严重。依据马太效应，强者恒强具备一定合理性，头部企业通过多次并购整合形成当前规模，其垄断地位的形成与规模扩张符合市场发展规律，不应简单否定头部企业的发展成果。

部分板块讨论

SaaS 板块

前期推荐后表现稳健，估值修复空间仍存。上月重点推荐标的 IGV，股价涨幅接近 13%，行情稳步走高。软件企业的核心价值不仅在于技术代码，更在于长期积累的用户生态、用户使用习惯、数据资源与销售渠道壁垒，核心资产具备极强的不可替代性。此前市场情绪化抛售导致优质 SaaS 企业估值被严重低估，随着市场理性回归，板块内在价值将逐步显现，长期价值有望回归。

消费板块

分化明显，市场资金大幅倾斜科技赛道，传统消费领域资金关注度持续走低，行业短期逆风格局难以逆转。在此背景下，消费选股难度大幅提升，选股需侧重具备强周期抗跌性、高壁垒与高增长潜力的企业。

大宗商品

黄金短期受美元走强影响出现价格调整，市场波动有所加大。尤其在新任美联储主席沃什上任后，市场普遍预判利率将长期维持高位，甚至出现年内加息的悲观预期。

我们认为此类判断过于简单草率。沃什的核心政策理念为“缩表+降息”，主张从根源上管控财政赤字、避免货币超发。他认为通胀是货币管控失衡的选择性结果，而非必然趋势。

长期来看，黄金具备稳定的资产配置价值，虽收益率不及美股，但能够跑赢全球绝大多数法币资产，纳入投资组合可有效降低整体波动率，实现风险对冲。

比特币

当前处于底部温和回升阶段，行情走势波折、上涨节奏缓慢，核心原因是市场资金集中涌入 AI 科技赛道，分流了加密资产的配置资金。从中长期维度来看，比特币发展前景向好，待 AI 存储、半导体等热门赛道资金阶段性获利了结后，部分资金大概率会分流布局比特币，推动行情上行。

后续市场热点前瞻

近期美股将迎来密集大型 IPO 浪潮，SpaceX 预计 6 月 12 日上市，目标市值 1.75 万亿至 2 万亿美元，市销率超 100 倍，2025 年营收 186 亿美元、净亏损近 50 亿美元，募资规模 700 亿至 800 亿美元。OpenAI 预计 9 月上市，Anthropic 预计 10 月上市。大型 IPO 合计或分流近 2000 亿美元流动性。当前货币市场基金规模约 8 万亿美元，足以承接相关供给，短期冲击有限，中期影响将逐步消化。

世界杯将于 6 月 11 日开幕，历史数据显示世界杯期间全球股市下跌概率达 78%，但此类短期事件影响有限，无需过度关注。

季报期即将结束，期间市场波动较大，业绩不及预期或超预期均可能引发股价大幅波动。季报结束后，市场将进入相对平淡期，关注点转向宏观风险、政治格局及中期选举等因素，波动或将加剧。

展望下个月，我们认为，当下美国宏观环境良好，投资者无需过度焦虑，始终坚守长期核心投资逻辑，理性应对市场波动即可。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789
网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)