

策略

从“非农爆表”到“博通预警”，科技股重估背景下的去伪存真

2026年6月8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：

美东时间 2026 年 6 月 5 日上午，美国劳工统计局公布 5 月非农就业数据：新增就业 17.2 万人，远超市场一致预期的 8.5 万人，失业率 4.3%，符合预期；同日美国权益市场遭遇罕见冲击式下跌：纳斯达克综合指数单日重挫 4.18%，费城半导体指数暴跌逾 10%，英伟达单日市值蒸发逾 3,200 亿美元，全市场单日市值缩水超 2 万亿美元量级。

投资要点：

- **5 月非农数据推翻了市场对货币政策路径的隐含假设。**自 2025 年四季度以来，市场定价逐渐嵌入了一个软性共识：美国经济温和降温，通胀下行，美联储年内启动预防性降息 2-3 次，无风险利率趋势性走低，长久期成长股享受估值顺风。非农数据的超预期走强，直接将这一叙事推向了反面：市场对美联储加息的预期进一步升温，目前交易员已经完全计入美联储今年 12 月前加息 25 个基点的概率，并对 10 月加息赋予约 60% 的可能性；10 年期美债收益率当日跳升至 4.55%，且曲线前端（2 年期）上行幅度更大，平坦化压力加剧；美元指数同步走强，金融条件自发收紧的信号向外传导。在资产定价语境中，非农数据本身是中性的，但它通过改变无风险利率 r 的预期路径，触发了对所有久期较长、估值依赖远期现金流的资产的“分母重估”，科技股恰恰是长久期资产中最典型的一类。
- **博通 AI 定制芯片需求预警刺破分子端“ROI 沉默”。**博通作为全球 AI 定制 ASIC 芯片与高速互联网络芯片的核心供应商，其财报与指引被视为 AI 资本开支周期的“上游温度计”。当地时间 6 月 3 日，博通公布 2026 财年第二财季业绩，截至 5 月 3 日，公司营收 221.87 亿美元，同比增长 48%，但略低于市场预期的 222.70 亿美元。市场从博通披露的信息与前瞻性表述中解读出不安的信号：AI 定制芯片的需求强度虽然仍在增长，但边际加速度已不及此前市场线性外推的乐观假设，数千亿美元级别的年度资本开支所对应的收入回报节奏，可能比市场预期更慢、更不均匀。
- **分母端：无风险利率和股权风险溢价的双向挤压。**（1）无风险利率 r 的突变是主驱动，10 年期美债收益率跃至 4.55%，较年初上升 30~50bp，以纳指 100 约 35×滚动市盈率所对应的久期特征估算，可导致合理估值倍数下行 9%-15%，这与指数单日跌幅量级在方向上一致。（2）由无风险利率突变引发的预期路径调整决定市场定价，市场不再期待 r 在下半



年趋势性下行，反而要面对 r 可能在更长时间维持高位甚至上行的尾部风险，原本用来支撑高倍数的“利率下行期权”被市场收回。(3) 当无风险利率上行叠加宏观不确定性上升时，股权风险溢价往往不缩反扩，形成无风险利率和股权风险溢价的双重抬升，造成半导体等高 β 板块跌幅远大于大盘。

- **分子端：AI 叙事的“可证伪性”首次被激活。**(1) 资本开支的异常扩张已成事实。高盛表示，2026 年人工智能超大规模企业的资本支出从第三季度财报季开始时的 4650 亿美元上升至 5270 亿美元。(2) 收入端的“兑现时滞”开始被审视。博通预警暗示 AI 硬件需求的增长曲线可能不是指数型的无限外推，而是 S 型曲线中斜率趋于平缓的阶段过渡，硬件 (GPU/ASIC/光互联) 的采购不等于最终用户付费产生的利润，中间隔着 Token 价格通缩、模型效率提升节省算力、企业客户 AI 项目 ROI 尚不成熟三道过滤闸。(3) 估值模型的增长预期 g 从高确定性变为高不确定性。纳指头部科技股的估值能维持在 30–45 \times 区间，核心假设是未来 2–3 年利润复合增速不中断，一旦市场怀疑资本支出到利润的转化链条存在延迟甚至过剩风险， g 的置信区间大幅拓宽，估值模型就从“精确的高估值”变成“不可靠的高估值”，引发市场定价出现成比例的折价。
- **A 股传导的去伪存真，持仓向“可验证订单”集中。**反观 A 股科技，(1) 科创 50 的高估值更多是国内流动性与政策叙事的内生产物，其定价锚是国内无风险利率、产业政策导向与存量资金抱团，而非美国 DCF，中美利率周期当前仍在分化而非同步，中国 10 年期国债收益率约在 1.6%~2.0% 区间，下行而非上行；(2) 博通反映的是北美云厂定制芯片采购的结构性与节奏问题，不等价于 Token 需求下降，中国 AI 算力建设有自己的资本开支周期，受本土政策驱动更强。美股此番下跌对 A 股的核心冲击不是“产业趋势共振下行”，更多是“情绪/拥挤度共振引爆”，A 股科技自身早已积累了较高的交易拥挤度，电子行业周五 (6 月 5 日) 合计成交额占全市场超 30% 的比例，科创 50 滚动市盈率 (剔除负值) 2021 年以来历史分位超 90%，美股暴跌只是提供了一个“社会性许可”让高位筹码集体兑现。因此在投资建议上，对于科技板块建议降至中性偏防御，关注度向可验证订单集中，例如排产确定性较强的光模块龙头、高端 PCB、光芯片；逻辑更依赖国内资本开支周期与国产化进度，能见度中等但估值弹性大的存储、液冷与高密度电源、半导体设备、先进制程相关标的。

风险提示：宏观经济与货币政策风险；AI 产业周期与基本面风险；市场结构与流动性变化风险；地缘政治与外部性风险等

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