

# 流动性逆风起，科技牛途颠簸

## ——策略配置动态跟踪

### 证券分析师

薛威

S0820526030001

021-32229888-25535

xuewei@ajzq.com

### 投资要点：

#### ■ 前言：流动性逆风冲击，质疑难改科技牛。

随着6月5日美国劳工部发布的5月非农数据大超预期，美联储年内加息预期骤起并突破6成，10Y美债收益率冲破4.5%关口，30Y美债收益率也阶段性突破5.0%，美元指数涨破100大关。美股科技迎显著回调，纳指大跌4.18%，引发市场担忧。在美元宏观净流动性下滑且将进一步趋紧的背景下，AI引领的科技牛在途中遇到颠簸，招致了不少质疑。对此，我们认为这只是在流动性逆风呼啸之下，科技牛暂时低头避风，待风势缓和后，科技牛仍将继续演绎，并昂起更高的头。

#### ■ 科技牛尚在途中，中报季将迎考验。

年初以来，全球经济与金融市场K型分化加剧，AI技术革新相关的半导体、数据中心、电子/光通信零部件等领域发展如火如荼，消费、医药、周期等非AI领域却呈现冷清的一面。金融市场更是上演“冰与火之歌”，半导体与数据中心硬件领涨全球，消费、金融等传统行业表现较弱，K型分化成为热门词汇。但是，关于AI泡沫化的讨论只是降低了音量而没有完全消失。到底是K型分化常态，还是低PE泡沫重演？这是横亘在市场面前的一道必答题。我们认为，在美股中报季（7-8月）云巨头资本开支数据公布前，科技牛并无科技产业逻辑的隐患，K型分化常态的概率高于低PE泡沫，只是美元宏观流动性逆风下的牛途颠簸而已。

从长远视角看，AI技术作为重大技术革命，带来生产力提升和回报持续增长毋庸置疑。即使着眼于中短期，在自由现金流被大举消耗之后，云巨头们继续巨额资本开支的能力可能会出现分化，特别是在Microsoft无需额外发债融资，Google与Amazon同久期公司债券融资利率显著低于Meta、Oracle的情况下，但这都要等到7-8月美股财报季揭晓答案。

#### ■ 油价走势成风暴眼，美日央行周定风向。

尽管科技长期牛途不改，但当前的美元流动性逆风的确给市场造成了阶段性冲击。未来两三周宏观美元流动性的变化成为焦点。我们认为，油价走势是美元流动性变化的重要影响因子。如果美伊和谈顺利迅速解决，油价在月内继续回落到80美元/桶附近，6月中下旬先后进行的日央行、美联储会议就可能给宏观流动性提供阶段性支持，市场将告别2周的宏观美元流动性逆风，但这样乐观的情景目前看发生概率较低。而更大概率情景是，美伊时战时谈陷入僵局，油价在90-100美元/桶之间震荡，日央行、美联储先后放鹰，那么市场可能要面临3周甚至更久的逆风，迎接7-8月美股财报季的重大考验。

在美股科技牛长期趋势不改、宏观美元流动性逆风可能持续2-3周甚至更久的背景下，美股将迎来阶段性的风格切换，稳定回报的价值股将跑赢市场，科技股中现金流充裕且AI变现能力强的龙头公司也将走强。

#### ■ 风险提示：美伊谈判快速取得成果，油价迅速回到80美元/桶下方；美元流动性转为充沛；大模型公司ARR意外弱于预期，云巨头意外全面缩水资本开支计划。

## 目录

1. 前言：流动性逆风冲击，质疑难改科技牛 .....	3
2. 科技牛尚在途中，中报季将迎考验 .....	5
3. 油价走势成风暴眼，美日央行周定风向 .....	8
风险提示 .....	10

## 图表目录

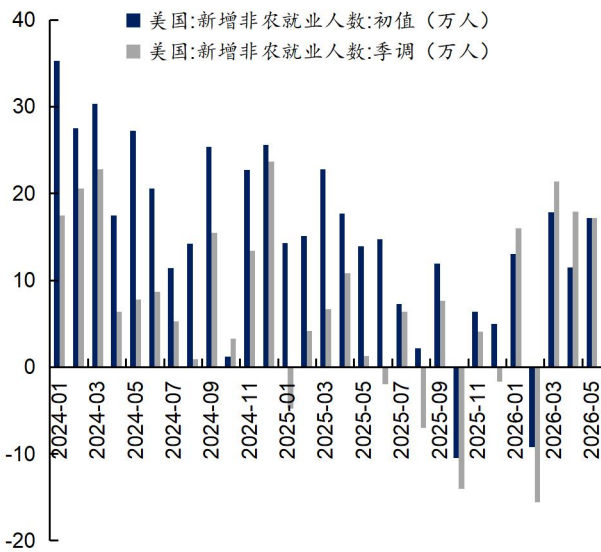
图表 1：美国非农新增就业人口数据走势 .....	4
图表 2：市场押注 26 年 12 月加息概率超 6 成 .....	4
图表 3：美国 TGA 规模与 ON RRP 变化 .....	4
图表 4：美元宏观净流动性走势 .....	4
图表 5：低 PE 泡沫类型及适用对象 .....	6
图表 6：2026 年初至今全球主要股指涨跌幅（截至 6 月 5 日） .....	6
图表 7：2026 年初至今标普 500 分行业涨跌幅（截至 6 月 5 日） .....	6
图表 8：2026 年初至今 A 股中信部分行业指数涨跌幅（截至 6 月 5 日） .....	6
图表 9：费城半导体指数与纳指走势 .....	6
图表 10：美国云巨头资本开支走势与总额增速（单位：亿美元） .....	7
图表 11：美国云巨头自由现金流年度变化（单位：亿美元） .....	7
图表 12：美国云巨头自由现金流季度变化（单位：亿美元） .....	8
图表 13：美国云巨头融资规模季度变化（单位：亿美元） .....	8
图表 14：布油与 WTI 油价走势 .....	9
图表 15：美国 CPI 同环比走势 .....	9

## 1. 前言：流动性逆风冲击，质疑难改科技牛

随着6月5日美国劳工部发布的5月非农数据大超预期，美联储年内加息预期骤起并突破6成，10Y美债收益率冲破4.5%关口，30Y美债收益率也阶段性突破5.0%，美元指数涨破100大关。美股科技迎显著回调，纳指大跌4.18%，引发市场担忧。

在TGA与逆向回购规模回升，美元宏观净流动性下滑且将进一步趋紧的背景下，AI引领的科技牛在途中遇到颠簸，招致了不少质疑。对此，我们认为这只是在流动性逆风呼啸之下，科技牛暂时低头避风，待风势缓和后，科技牛仍将继续演绎，并昂起更高的头。

图表 1：美国非农新增就业人口数据走势



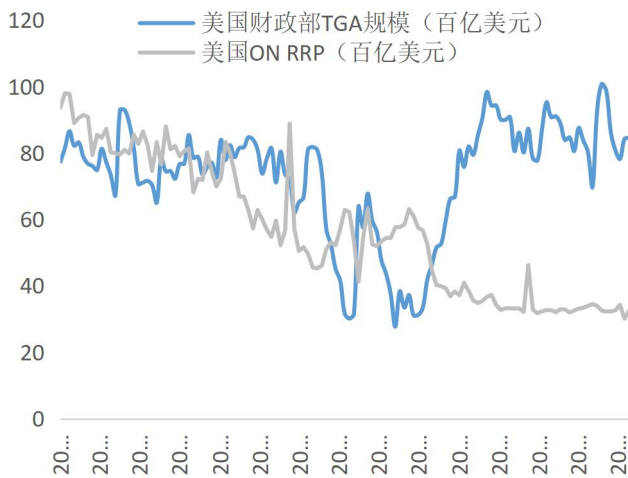
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：市场押注 26 年 12 月加息概率超 6 成

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/6/17	4.55%	95.45%	0.00%	0.00%
2026/7/29	0.00%	96.00%	4.00%	0.00%
2026/9/16	0.00%	77.29%	22.71%	0.00%
2026/10/28	0.00%	64.00%	36.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	38.07%	61.93%	0.00%
2027/1/27	0.00%	22.00%	78.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	96.86%	3.14%
2027/4/28	0.00%	0.00%	84.00%	16.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	82.00%	18.00%
2027/7/28	0.00%	0.00%	82.00%	18.00%
2027/9/15	0.00%	0.00%	27.11%	72.89%
2027/10/27	0.00%	0.00%	96.00%	4.00%
2027/12/8	0.00%	9.48%	90.52%	0.00%

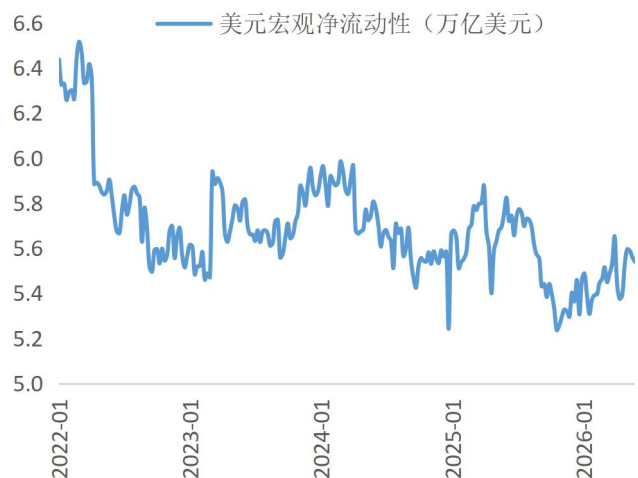
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：美国 TGA 规模与 ON RRP 变化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：美元宏观净流动性走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 2. 科技牛尚在途中，中报季将迎考验

年初以来，全球经济与金融市场 K 型分化加剧，AI 技术革新相关的半导体、数据中心、电子/光通信零部件等领域发展如火如荼，消费、医药、周期等非 AI 领域却呈现冷清的一面。金融市场更是上演“冰与火之歌”，半导体与数据中心硬件领涨全球，消费、金融等传统行业表现较弱，K 型分化成为热门词汇。但是，关于 AI 泡沫化的讨论只是降低了音量而没有完全消失。到底是 K 型分化常态，还是低 PE 泡沫重演？这是横亘在市场面前的一道必答题。

我们认为，在美股中报季（7-8 月）云巨头资本开支数据公布前，科技牛并无科技产业逻辑的隐患，K 型分化常态的概率高于低 PE 泡沫，只是美元宏观流动性逆风下的牛途颠簸而已。

截至 6 月 5 日，年初以来全球股指中表现最强的是半导体等电子硬件集中的韩国与中国台湾股指；美股与 A 股的电子硬件相关行业涨幅也同样可观。传统行业表现羸弱，形成了典型的 K 型分化。这样的分化既反映了 AI 革新对实体经济的影响，也揭示了未来不同行业继续分化的预期。

在以半导体为代表的电子硬件领涨全球股市的同时，关于 AI 泡沫论的声音虽然减弱了很多，但并没有完全消失。当前半导体等电子硬件的盈利能力十分强劲，来自 Hyperscaler 的订单持续高增，所以 pre-PE 并不高。但是，由于在这一轮牛市之前，半导体等电子硬件的主要订单来自于消费电子行业，所以被归为强周期行业，而强周期行业经常会出现低 PE 泡沫的现象——高盈利阶段对应着低 PE 与股价高点。如果 AI 革新并未彻底改变半导体等电子硬件的强周期属性，那么低 PE 泡沫的隐患就不容忽视。

谷歌母公司 Alphabet 在 6 月 3 日发布公告，将本次股权募资总额从此前的 800 亿美元上调至 847.5 亿美元，募集资金绝大部分将专项用于 AI 基建与算力投入。这进一步强化了市场对 AI 基建链相关电子硬件的向好预期，同时也引发了一些质疑——债券融资受利率高企环境显著制约，Hyperscaler 已经开始转向股权融资，这种与过去持续十多年美股科技巨头巨额股份回购形成鲜明反差的动作还能持续多久？K 型常态化与低 PE 泡沫的观点分歧进一步加深。

从全球股市历史看，低 PE 泡沫主要分为六类，而市场部分声音隐含担忧的正是盈利陷阱型泡沫，这一类低 PE 泡沫往往出现在强周期性行业，在周期高点附近，行业利润高企且增速显著，此时 PE 也处于低位。但随着行业周期下行，利润迅速下滑，前期扩产激进、高经营杠杆的企业面临更大负面冲击，盈利下行速度快于股价下跌速度，PE 迅速走高，股价大幅下行。

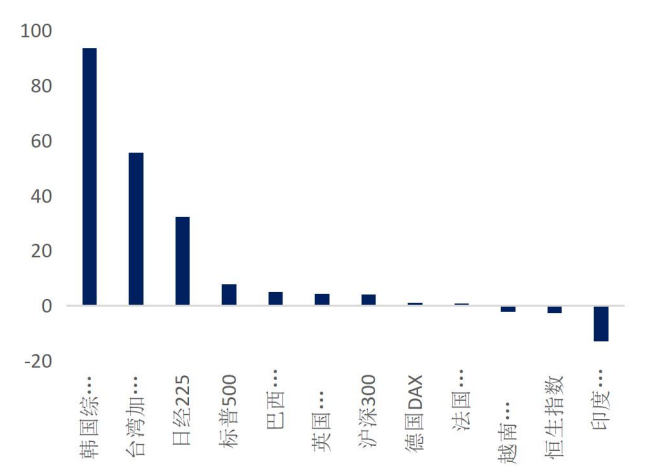
回到现下，当前 AI 基建正处于加速上行的阶段，且 AI 技术革新已经融入企业办公和日常生活，作为“工业革命”级别的技术革新，提升生产力已经在各行各业日常工作中得到体现。要回答 K 型常态化还是低 PE 泡沫这一问题，归根结底就是回答 AI 基建增长可持续性这一问题。

图表 5：低 PE 泡沫类型及适用对象

低PE泡沫类型	Low-PE Bubble Types	适用对象	具体解释
盈利陷阱型	Earnings Trap	强周期行业	利润处于周期高点，PE被人工压低，一旦周期逆转PE立刻上扬
行业衰退型	Structural Decline	被颠覆的传统行业	整个行业被技术或商业模式颠覆，利润注定长期下滑，低PE只是“临终安慰”
宏观风险型	Country Risk Discount	宏观风险经济体	市场对该经济体股市定价包含了宏观风险
财务造假型	Accounting Fraud	财务问题公司	利润造假，PE很低
负债隐患型	Hidden Leverage	表外藏债公司	负债藏在表外，利润留在表内，PE很低
价值陷阱型	Value Trap	消极懈怠公司	资本回报率低，缺乏护城河，管理层不作为

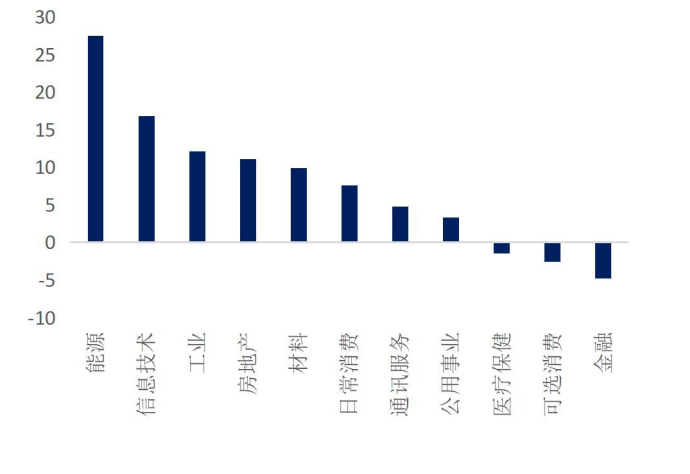
资料来源：爱建证券研究所

图表 6：2026 年初至今全球主要股指涨跌幅（截至 6 月 5 日）



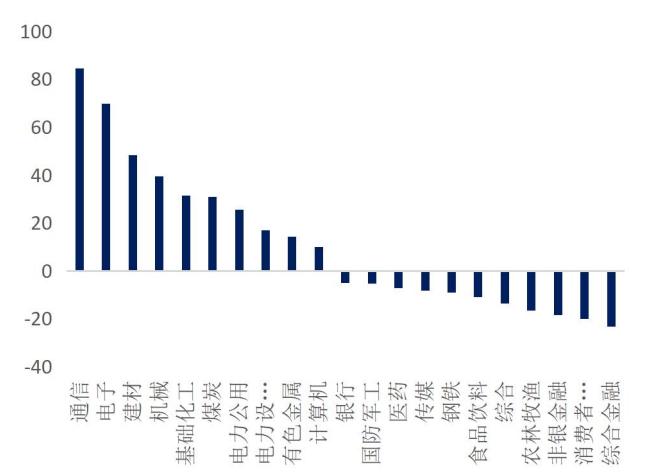
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7：2026 年初至今标普 500 分行业涨跌幅（截至 6 月 5 日）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：2026 年初至今 A 股中信部分行业指数涨跌幅（截至 6 月 5 日）



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 9：费城半导体指数与纳指走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

资料来源：Wind，爱建证券研究所

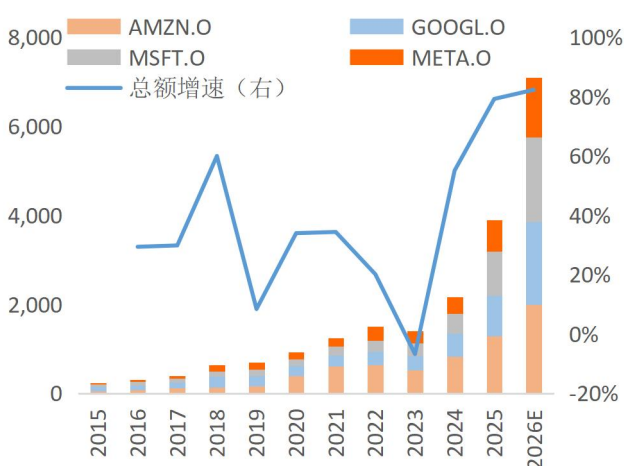
从长远视角看，AI 技术作为重大技术革命，带来生产力提升和回报持续增长毋庸置疑。即使着眼于中短期，市场预期和交易节奏是否阶段性反应过度也需要等待美股中报季 7-8 月才能得出结论。

我们在 6 月 1 日发布的研报《美股还能免疫高利率多久？》从资金流动性的角度得出了非常规的宏观美元流动性支持、美国科技巨头史无前例的资本开支是最为关键的两个驱动因子。当前遇到的逆风来自于宏观美元流动性层面，而巨头资本开支高速增长目前仅反映为自由现金流的减少和融资规模的增长，尚未影响到资本开支增速，7-8 月财报季将有新的资本开支指引，这会校准市场预期与交易节奏。在这之前，宏观美元流动性逆风只是美股科技牛途遇到的颠簸，并不影响科技牛的前进方向。

根据 2026Q1 最新发布的财务指引，美国四大云巨头资本开支总和将在 2026 年以 82% 的增速继续飙升，超过了 2025 年的 79%，正是云巨头高速增长的资本开支，给 AI 基础设施层带来了巨额订单和盈利高增。但是，高速增长的资本开支给云巨头带来了巨大的现金流压力。从年度数据看，随着 2025 年资本开支增速接近 80%，几大云巨头自由现金流出现显著回落，并在 2026Q1 转负。于是，云巨头先后通过债券、股票融资巨额资金来进行现金流补充，单季度融资规模从 2025 年 Q1 不足百亿美元，一年之后迅速上冲至 2026Q2 的 1300 亿美元以上。

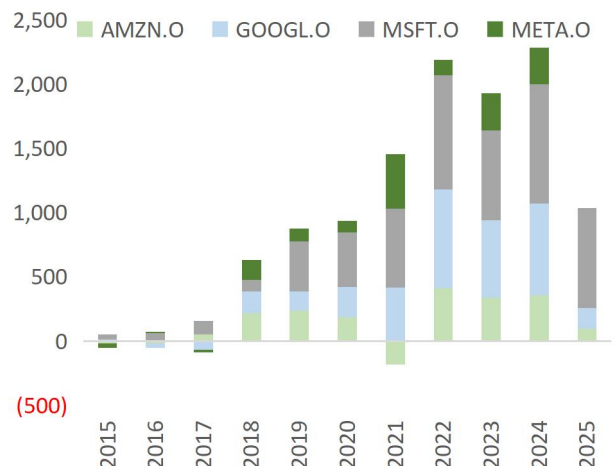
在自由现金流被大举消耗之后，云巨头们继续巨额资本开支的能力可能会出现分化，特别是在 Microsoft 无需额外发债融资，Google 与 Amazon 同久期公司债券融资利率显著低于 Meta、Oracle 的情况下，但这都要等到 7-8 月美股财报季揭晓答案。

图表 10: 美国云巨头资本开支走势与总额增速 (单位: 亿美元)



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 11: 美国云巨头自由现金流年度变化 (单位: 亿美元)



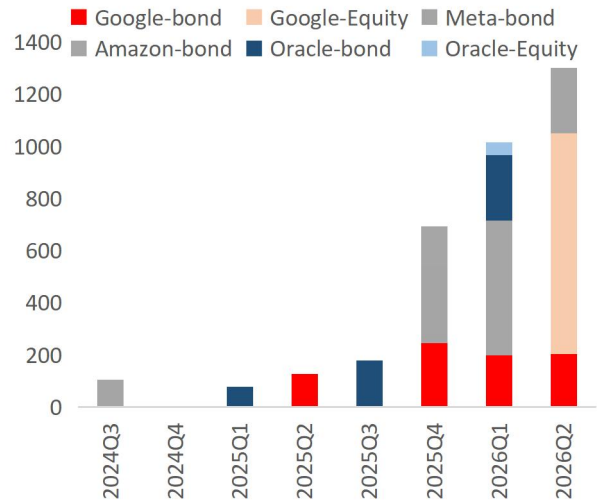
资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：2026Q2 数据截至 5 月底

图表 12: 美国云巨头自由现金流季度变化 (单位: 亿美元)



图表 13: 美国云巨头融资规模季度变化 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

注: 单季度产生自由现金流=单季度经营活动现金流净额-投资活动现金流净额

资料来源: Wind, 爱建证券研究所

注: 2026Q2 数据截至 5 月底

### 3. 油价走势成风暴眼，美日央行周定风向

尽管科技长期牛途不改，但当前的美元流动性逆风的确给市场造成了阶段性冲击。未来两三周宏观美元流动性的变化成为焦点。我们认为，油价走势是美元流动性变化的重要影响因子。如果美伊和谈顺利迅速解决，油价在月内继续回落到 80 美元/桶附近，6 月中下旬先后进行的日央行、美联储会议就可能给宏观流动性提供阶段性支持，市场将告别 2 周的宏观美元流动性逆风，但这样乐观的情景目前看发生概率较低。而更大概率情景是，美伊时战时谈陷入僵局，油价在 90-100 美元/桶之间震荡，日央行、美联储先后放鹰，那么市场可能要面临 3 周甚至更久的逆风，迎接 7-8 月美股财报季的重大考验。

在美股科技牛长期趋势不改、宏观美元流动性逆风可能持续 2-3 周甚至更久的背景下，美股将迎来阶段性的风格切换，稳定回报的价值股将跑赢市场，科技股中现金流充裕且 AI 变现能力强的龙头公司也将走强。

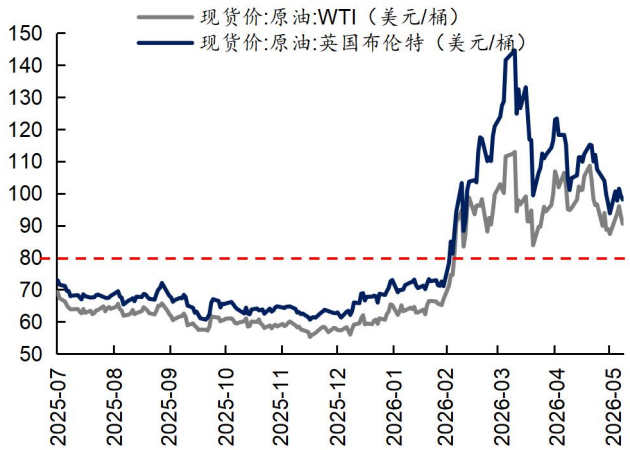
当前美伊谈判进入深水区，关于浓缩铀移除的核心问题尚未有最终定论，在美方施压下，以色列从黎巴嫩撤军，但这之后美伊双方仍有间歇局部交火，很难说美伊谈判能在未来 1-2 周内是否可以取得显著突破。但在这样复杂多变的地缘背景下，油价已经回到 90 美元/桶附近，一旦美伊谈判成果落地，油价有望回到 80 美元/桶甚至更低，日央行与美联储在 6 月中下旬会议上先后给市场提供阶段性流动性支持，但这只是小概率的乐观情景。

现实中可能性更高的情景则是美伊谈判陷入僵局，油价在 90 美元/桶附近企稳并尝试突破 100 美元/桶，日央行与美联储在通胀回升压力下难以给市场提供流动性支持，

美元宏观流动性逆风还将继续到月底甚至7月初。而到了7-8月，美股财报季才是美股科技牛面临的重大考验。

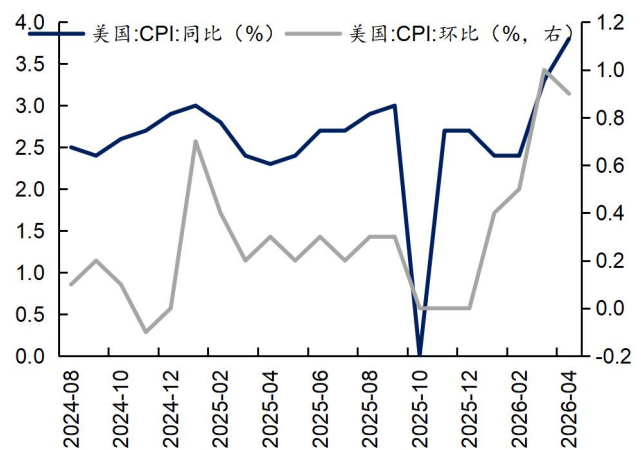
我们认为，在美股科技牛长期趋势不改、宏观美元流动性逆风可能持续2-3周甚至更久的背景下，美股将迎来阶段性的风格切换，稳定回报的价值股将跑赢市场，科技股中现金流充裕且AI变现能力强的龙头公司也将走强。

图表 14: 布油与 WTI 油价走势



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 15: 美国 CPI 同环比走势



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

## 风险提示

### 1) 美伊谈判快速取得成果，油价迅速回到 80 美元/桶下方

美伊谈判顺利推进，霍尔木兹海峡快速解封，波斯湾原油运输链和炼化设备修复快于预期。美油增产，俄油、伊朗原油放松制裁，亚欧诸国补库节奏慢于预期，带来原油价格迅速回落至 80 美元/桶下方，显著缓解通胀压力，进而带来无风险利率的显著回落。

### 2) 美元流动性转为充沛

美联储在 6 月中旬意外扩大 RMP 规模，财政部加大支出或减税退税举措，导致 TGA 账户在未来 1-2 个月未出现明显回升，日央行会议和之后进行的美联储凯文·沃什首秀未放鹰，在通胀压力显著缓解的情况下打消市场加息担忧，强调未来降息指引，并暂缓推进对美联储资产负债表的缩表计划。

### 3) 大模型公司 ARR 意外弱于预期，云巨头意外全面缩水资本开支计划

在 7-8 月财报季之前出现 Anthropic、OpenAI 等大模型公司 ARR 意外弱于预期，几大云巨头集中缩水资本开支计划，使得 AI 基础设施建设进度慢于预期，冲击 AI 基建链条的底层逻辑。

## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。