

2026 年 6 月 22 日

美股宏观策略

宏观策略分析

证券研究报告

美国宏观报告

FOMC 上调加息预期，市场全面重定价

—— 短端剧震、曲线走平

报告内容

鹰派转向坐实。6 月 17 日 FOMC 以 12 比 0 票将联邦基金利率维持在 3.50%—3.75% 区间不变。新主席凯文·沃什（Kevin Warsh）的首场记者会以鲜明的鹰派基调登场：政策声明被大幅压缩，描述利率前景的整段前瞻指引被删除，沃什本人甚至未向点阵图和经济预测摘要（SEP）提交任何预测——这与鲍威尔、耶伦、伯南克三任前任的传统决裂，凸显其削减前瞻指引的一贯主张。

委员会发出强烈加息信号。最新点阵图显示，18 位与会者中有 9 人预计今年至少加息一次，其中 6 人预计加息至少 50 基点；另有 8 人主张按兵不动，仅 1 人预期降息。即使剔除沃什之手，委员会在“加息”与“持平/降息”两派间几乎五五分裂，而 3 月时中位数预期还是今年降息一次。

通胀预测同步大幅上调。2026 年底整体 PCE 通胀中位数由 2.7% 升至 3.6%，核心 PCE 由 2.7% 升至 3.3%。值得注意的是，2027 年整体 PCE 预测仅微调至 2.3%，显示中位数将伊朗战争油价冲击驱动的通胀视为“暂时性”。增长（2026 年 GDP 预期由 2.4% 下修至 2.2%）与就业（失业率由 4.4% 下修至 4.3%）预测依然稳健，某种意义上消除了“硬着陆”的预期，为未来预防式的加息逻辑作背书。

债市反应剧烈。两年期美债收益率单日跳升约 12 基点，为 2025 年 4 月以来最大、亦追平 2008 年以来 FOMC 会议日的最大涨幅。利率期货迅速重定价——会前（6/15）市场对 9 月加息的隐含概率仅约 27%，会后（6/18）骤升至约 83%；10 月会议已完全计入一次加息（约 108%），年底前累计加息预期达约 155%。

曲线走平。短端（2 年）收益率因加息预期飙升，而 30 年期收益率反而下行。这反映市场相信联储抗通胀的决心：长端走低说明投资者认为当前通胀（油价驱动）是暂时的，联储更鹰意味着长期通胀终将被压住，故远端通胀溢价不升反降。然而，短端走高、长端走低的“熊平”若进一步演化为平坦甚至倒挂，往往隐含市场担忧偏紧的货币政策会拖累中期增长，即“政策超调”风险被部分定价，这一点我们要继续关注。以下是三个主要的焦点：

- **第一，沃什的五个改革工作组。**分别审视沟通框架、资产负债表、数据可靠性、生产率与就业、通胀框架，多数将于年底前出结论。其中资产负债表工作组将检视 6.7 万亿美元的“充足准备金”机制，市场预期缩表方向将渐展开。
- **第二，7 月底与 9 月 FOMC 的实际行动。**点阵图仅是意向，沃什承认当前宏观数据仍不足以令他们加息，真正落地仍需更多通胀数据验证。
- **第三，通胀路径与油价。**若中东局势缓和、油价回落兑现“暂时性”判断，加息押注可能再度松动。零售数据韧性（5 月控制组核心零售环比+0.7%）则支撑了消费不弱、联储有空间转鹰的逻辑。因此，短线走势的故事线将回归美伊和谈。

（续下页）

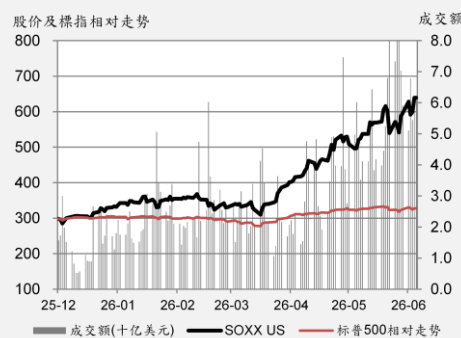
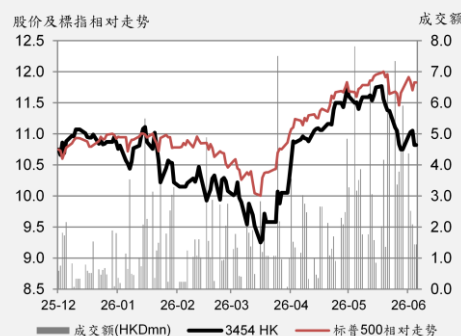
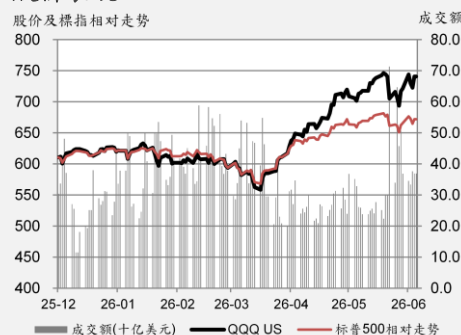
关注股份

纳斯达克 100 指数 ETF (QQQ.US)

南方东英美股七巨头 ETF (3454.HK)

iShares 半导体 ETF (SOXX.US)

股价表现

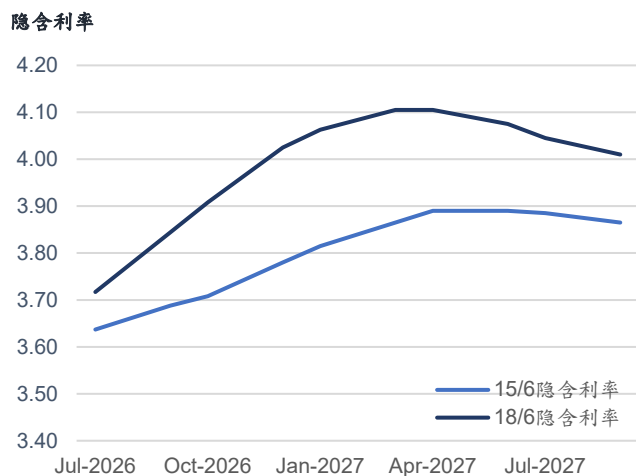


数据来源：彭博、国投证券国际整理

黄焯伟 宏观分析师

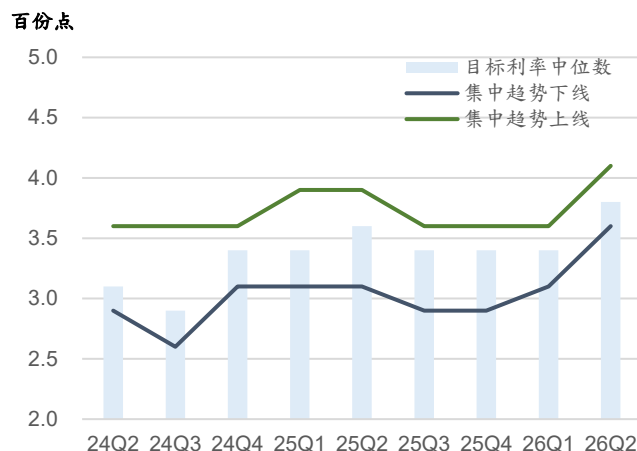
stevewong@sdicsi.com.hk

图 1：市场预期美联储利率政策路径



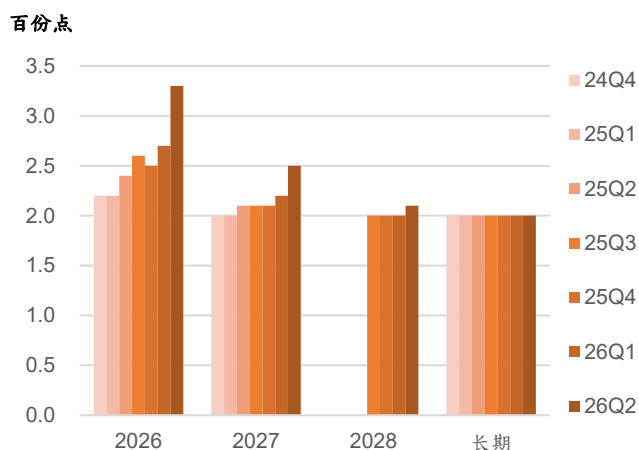
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 2：联邦基金目标利率（2026 年底）



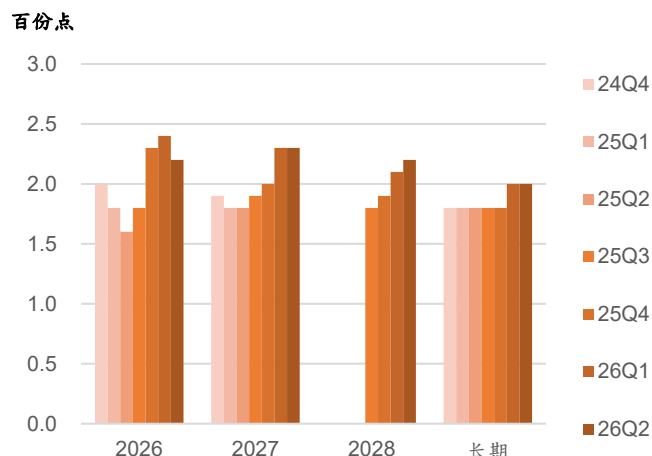
资料来源：美国联邦储备理事会、国投证券国际整理

图 3：FOMC 对核心 PCE 通胀率预期（中位数）



资料来源：美国联邦储备理事会、国投证券国际整理

图 4：FOMC 对 GDP 增长预期（中位数）



资料来源：美国联邦储备理事会、国投证券国际整理

对于加息会不会引发衰退，我们认为可以从股市历史中获得一些启示。

大多数加息时候会引发衰退，但并非每一次。自 1978 年以来，“加息—收益率曲线倒挂—衰退”这个循环多次重演，但仍有少数几次实现了所谓“软着陆”——最经典的是 1994 至 1995 年格林斯潘那一次，被公认为最成功的案例；还有 2022 年，那是美联储自沃尔克时代以来最激进的紧缩，却出人意料地避免了真正的衰退，成为“硬着陆论”的又一个例外。

高利率本身，并非股市的致命伤。标普 500 在 2004 至 2006 年、以及 2017 至 2018 年的加息周期里都持续上行。真正令股市重挫的，是对利率走向的不确定性。当 MOVE 指数（国债隐含波动率）大幅攀升，代表市场对利率路径失去共识，风险溢价就会压缩估值、触发抛售。中东局势与通胀的反复，叠加沃什对利率政策指引的淡化，正是这种“方向不明”令市场走弱——而非利率的绝对水平，构成当前股市最大的下行压力。

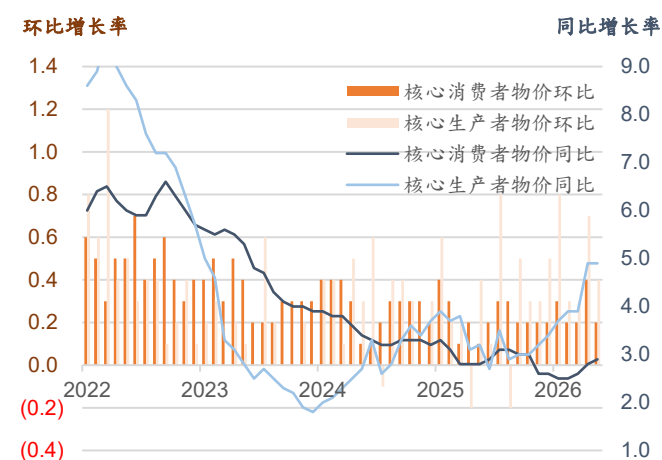
（续下页）

我们的目前的判断是：美国走向“软着陆”式的温和增长，但路径越来越复杂，内部越来越两极化。

增长引擎与拖累因素并存。一方面，人工智能与高科技基础设施建设是 2026 年美国私人投资最大的亮点与核心引擎，AI 资本开支预计实现超过 40% 的同比增长；另一方面，小企业信心持续转弱——NFIB 小企业乐观指数 4 月录得 95.9，5 月进一步下滑至 95.3，连续第三个月低于 98.0 的历史均值，反映小企业“企稳而未复苏”的状态。与此同时，高企的信用卡债务，叠加租金、食品与能源价格的持续上涨，正不断挤压民间购买力。

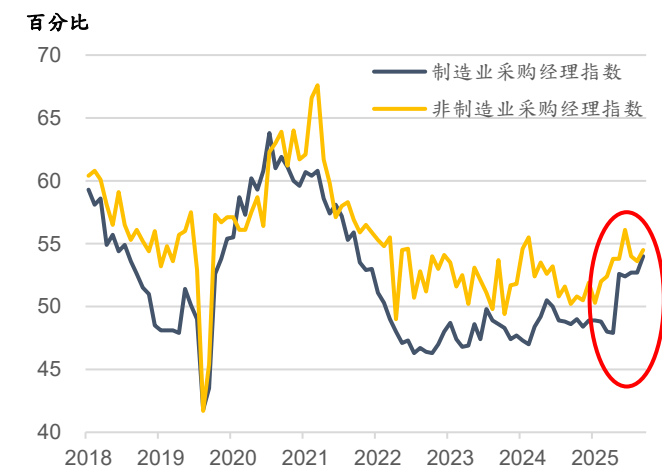
制造业改善、服务业强劲。制造业在 2025 年经历长期收缩后，于 2026 年初重返扩张区间，ISM 制造业 PMI 于 5 月升至 54.0，创四年新高，AI 数据中心建设功不可没。服务业表现更为亮眼，已连续第 23 个月扩张，PMI 升至 54.5。但需警惕的是，服务业价格指数升至 71.3，为 2022 年 8 月以来最高，通胀压力仍在累积。

图 5：美国物价指数变动情况



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 6：美国 ISM 采购经理指数



资料来源：彭博、国投证券国际整理

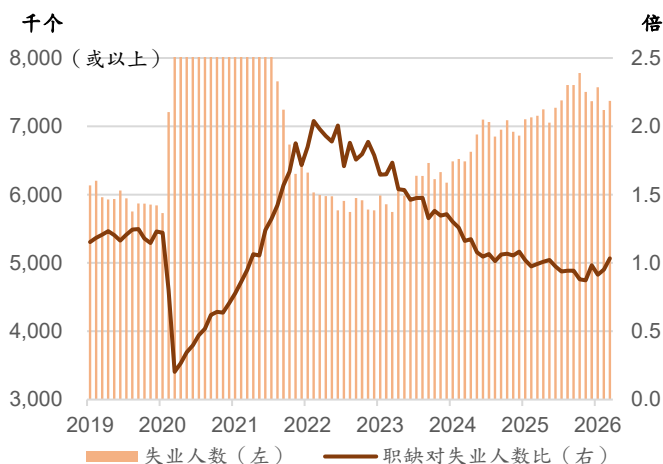
就业市场硬数据稳定、软数据转弱。就业的硬数据保持稳定，JOLTS 职位空缺 4 月升至约 760 万，职缺与失业人数之比重回 1 以上的平衡线，韧性犹存；5 月失业率连续第三个月稳定在 4.3%，非农新增 17.2 万，超出所有预期。然而，密歇根大学消费者信心指数 5 月降至 44.8 的历史低位（6 月略回升至 48.9），就业“硬数据”与信心“软数据”明显背离。

美国消费市场的韧性。5 月名义零售销售环比大增 0.9%，高于前值的 0.4%，亦远超市场预期的 0.5%；剔除汽车与汽油后仍录得 0.5%，而进一步剔除汽车、汽油、餐饮与建材的“控制组”销售更加速至 0.7%（前值 0.5%），显示核心消费动能依然稳健。13 个零售品类中有 11 个录得增长（4 月仅 8 个），其中网络购物单项即贡献 27 个基点，为表现最突出的引擎，反映消费者正主动搜寻折扣与促销，将支出导向线上及高性价比渠道。

然而，零售数据背后已浮现结构性分化，折扣零售、网络电商与高性价比渠道正加速抢占市场份额，而依赖冲动消费、采购可延迟的中端零售商——家电、服装、家居、餐饮等——则普遍承压。

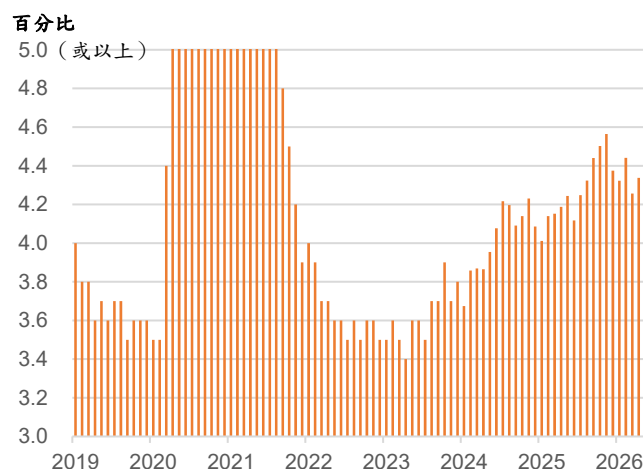
（续下页）

图 7：美国职缺对失业人数比



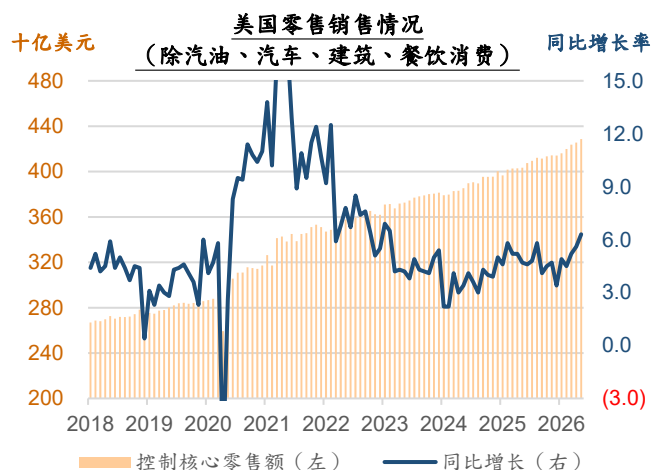
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 8：美国失业率



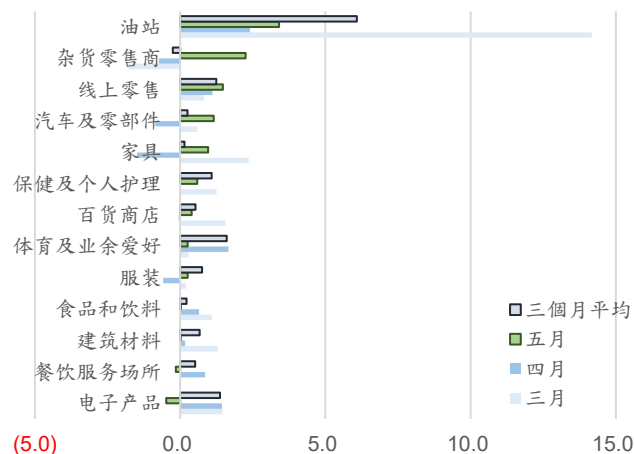
资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 9：美国零售销售情况（核心）



资料来源：彭博、国投证券国际整理

图 10：美国零售销售环比增长情况（分细项）



资料来源：彭博、国投证券国际整理

美联储在沃什领导下，市场尚需时间适应新的利率政策叙事方式，股市短期波动性或有所放大；但随时间推移，市场终将回归业绩基本面。

回归基本面。权益方面，短线我们看好硬件板块（如半导体），其由AI资本开支与数据中心建设直接驱动，景气兑现度高、确定性强；进入中线，则需将关注重心转向应用层的盈利兑现，验证AI投资能否真正转化为终端收益。债市方面，鹰派重定价尚未结束，我们对久期偏好维持更审慎的态度；曲线陡峭化（套利）交易的胜率正在下降，同时须警惕沃什改革（尤以缩表为甚）对期限溢价构成的二次扰动。汇率方面，美元短期仍偏强，但联储独立性议题将是中长期不容忽视的尾部风险，需要持续观察。

风险提示：美联储利率路径不确定性、霍尔木兹海峡对原油供给的冲击、中东地缘局势反复、AI资本开支不及预期。

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投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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），国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券（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