

2026年7月2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

## 鷹浪席卷、领先板块获利了结

—— 宏观弱化但整体稳健，泡沫苗头需持续关注

### 报告内容

**央行放鷹，全球政策路径集体鷹化。**近两周全球主要央行密集议息、政策路径明显鷹化，构成本轮市场调整的宏观底色。**以下是美联储、欧央行及日央行的表述：**

- **美联储 (Fed)：**最关键的是美联储新主席沃什的首秀转鷹，6月17日FOMC以12比0维持联邦基金利率于3.50%–3.75%（连续第4次按兵不动），但删除全部前瞻指引、大幅压缩声明，沃什本人甚至未提交点阵图预测，与三任前任传统决裂。委员会信号更为鷹派，最新点阵图18位与会者中9人预计年内至少加息一次，2026年底利率中位数由3月的3.4%跳升至3.8%。
- **欧央行 (ECB)：**6月11日以全票一致决议将三大政策利率上调25基点，为2023年以来首次加息、亦终结了连续七次会议的按兵不动。拉加德明确否认这是一次「预防式」加息，强调通胀在整个经济中扩散，并将中东战争引发的能源冲击定性为「不能再被视为暂时性」。最新工作人员预测同步上修，2026年整体HICP通胀由2.6%升至3.0%。尽管拉加德重申「尚未看到二轮效应（工资—物价螺旋）或通胀预期脱锚」、维持「逐次会议、数据依赖」框架而未作前瞻承诺，但市场普遍预期9月将再加息一次。
- **日本央行 (BOJ)：**6月16日以7比1票将无担保隔夜拆借利率由0.75%上调至1.0%，为1995年9月以来、约31年首见的高位，亦是去年12月以来的首次加息。声明罕见地承认油价推升批发物价、价格上涨或向广泛消费品扩散，并明言将「继续加息」，引发市场对年内再度行动的揣测。

**领先板块获利了结，触发大沽压。**鷹派联储坐实“higher for longer”后，市场对高估值、拥挤交易的AI/半导体领涨板块容错率骤降，叠加对AI投资回报的疑虑升温，触发年内最猛烈的一轮获利了结与大沽压。这是典型的“领导板块由强转弱、资金获利了结”剧本。**抛售由亚洲AI链引爆，蔓延至美股：**

- **韩国 KOSPI 触发熔断：**6月23日盘中熔断20分钟、收盘暴跌近10%，三星、SK海力士盘中均跌逾10%–12%，外资单日净卖出逾4万亿韩元；MSCI亚太指数下挫3.6%，创3月以来最大单日跌幅。
- **美股科技重灾：**纳斯达克100指数过去一周曾出现单日重挫约3.3%、费城半导体指数盘中曾重挫8%、标普500跌约1.5%，而道指仅微跌，凸显资金由高估值科技向防御板块（必需消费、医疗、银行、地产、高息）明显轮动。
- **领涨龙头剧烈回吐：**美光 (MU.US) 单日曾重挫13%，英特尔 (INTC.US)、AMD、高通 (QCOM.US)、Marvell (MRVL.US) 等从高位大幅回调，这些正是今年涨幅贡献最大的标的，“涨多”遭获利了结。
- **SpaceX“AI融资链”重定价：**股价从高位反覆回落，公司启动至少250亿美元投资级债券发行引发“持续烧钱+高杠杆”担忧。

**“金、油、股同步下跌”，预防性流动性挤兑。**更值得警惕的是近期部分交易日出现“金、油、股同步下跌”的罕见组合：美元指数走强、长短端美债收益率同步下行，资金涌向债券/现金，呈现典型的预防性流动性挤兑，“Cash is King”一度主导。散户高杠杆叠加对存储硬件价格能否持续上升的疑虑，超买情绪集中释放，走势有转弱迹象。

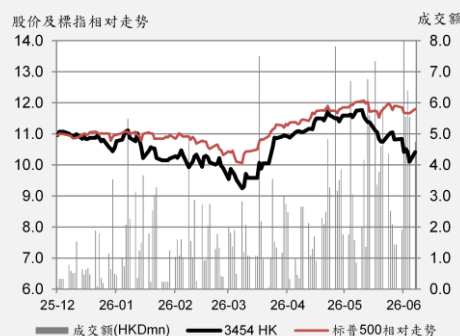
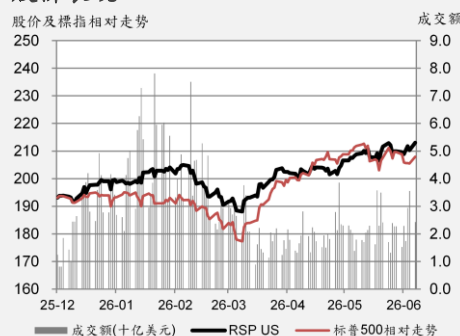
(续下页)

### 关注股份

标普500均权指数ETF (RSP.US)

南方东英美股七巨头ETF (3454.HK)

### 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：各主要央行政策决议与经济表述总览

央行	政策利率	本次决议	对经济及通胀的表述	鹰/鸽评估
<b>Fed 美联储</b>	3.50–3.75%	连续第 4 次维持（票数 12–0 一致通过）	经济「稳健扩张」，生产力与资本支出强劲；就业与劳动力同步、失业率变化不大；通胀仍高于 2% 目标，部分反映能源等供给冲击。删除前瞻指引，并罕见只强调「将实现价格稳定」。点阵图上修：2026 核心 PCE 升至 3.3%，9 名官员预期年内至少升息一次。	符合预期但讯号偏鹰于预期
<b>ECB 欧央行</b>	存款利率 2.25%	升息 25bp（2023 年 9 月以来首次，全票通过）	中东战争推升通胀压力；基准情景下整体通胀 2026 年均值上调至 3.0%、2027 年 2.3%、2028 年回到 2.0%；核心通胀 2026/27 上修至 2.5%。增长下修至 2026 年 0.8%、2027 年 1.2%。通胀上行风险、增长下行风险并存。	符合预期但讯号偏鹰
<b>BoE 英央行</b>	3.75%	连续第 2 次维持（票数 7–2 通过，但两票主张升至 4%）	认为在通胀压力强度不明朗下升息为时尚早；小幅下调通胀预测，但仍预期年底略高于 3.25%；维持鹰派倾向。	略鹰于预期
<b>BoJ 日央行</b>	0.75%→1.00%	升息 25bp（票数 7–1 通过，利率 31 年新高）	油价与弱日圆推升通胀风险，潜在核心通胀高于 2%；若经济与物价如期演变将持续升息，同时关注中东风险。自 2026 年 4 月起放缓 JGB 减购步伐。行长植田因病缺席	符合预期但声明偏鹰
<b>PBoC 中国人民银行</b>	7 天逆回购维持；	LPR 连续第 13 个月维持；推进利率走廊改革	5 月 CPI +1.2%、核心 +1.1%，PPI +3.9%；经济「总体平稳」但供需需弱矛盾突出。陆家嘴论坛推出六项金融措施，其中包括研究设立「特定情景非银流动性支持」宏观审慎工具提供紧急流动性，并拟重启隔夜逆回购、收窄短端利率走廊。向市场传递「松而有度」的信号。	结构性改革，方向中性
<b>BoC 加央行</b>	2.25%	连续第 5 次维持	在经济走弱与全球能源价格推升通胀之间取得平衡；市场已转为预期下一步或为升息（年底前可能一次）。	符合预期，中性偏谨慎
<b>RBA 澳洲央行</b>	4.35%	维持（今年首次暂停，全票通过）	在连续三次升息后暂停，观察前期升息传导与通胀是否回落；经济放缓、失业率升至三年高位；明确保留紧缩倾向，必要时不排除再升息。	鹰于先前路径
<b>SNB 瑞士央行</b>	0.00%	维持（连续第 4 次维持不变）	中期通胀压力自上次评估几乎未变；5 月通胀仅 +0.6%，仍处 0–2% 价格稳定区间；通胀预测小幅上修（2026 年 0.6%）但仍明显低于 1%；若有必要，加大干预汇市意愿以防瑞郎过快升值。	符合预期，措辞略鹰
<b>Norges Bank 挪威央行</b>	4.25%	维持（全票一致通过）	5 月核心通胀意外升至 3.4%，工资压力受关注；虽维持利率，但明确释出年内很可能再升息一次的信号。	鹰于预期
<b>Riksbank 瑞典央行</b>	1.75%	维持	执委会评估目前维持利率「平衡得当」，但相较 3 月，年内升息的概率已上升；利率路径显示宽松周期已结束。	略鹰于预期

资料来源：各地央行资料、国投证券国际整理

**宏观弱化有迹象，但整体稳健。**与市场剧烈波动形成对照的是，宏观基本面显现弱化迹象，但整体仍属稳健，尚未出现“景气硬着陆”型的衰退信号。这是我们判断本轮属“调整”而非“破裂”的关键依据。

- 收益率曲线：收窄但未倒挂。10 年-2 年利差仍为正，但近期有所收窄、出现弱化迹象。曲线倒挂这一最直接的衰退信号尚未触发。
- 信用与银行体系：稳健但须留意。部分美国地区逾期率有所上升，但多数地区银行业仍“稳定”，尚无收紧授信标准的迹象；融资条件总体未现系统性恶化。
- 消费与就业：未见过热。6 月密大信心回升但仍低于 2020 年以来均值；5 月零售销售环比强劲增长 0.9%，显示消费不弱、联储有空间转鹰。

- 通胀与油价：暂时性冲击趋缓。美伊达成 60 天停火路线图、美方暂时解除对伊石油制裁，布伦特/WTI 原油自高位回落逾三分之一。

综合而言，宏观风险的“形”是弱化（曲线收窄、逾期率抬头、消费信心偏弱），但“质”仍稳健（长短利率未倒挂、银行稳定、消费有韧性、通胀冲击趋缓）。这意味着当前更应防范的是估值与情绪层面的回调，而非立即押注衰退剧本。

**泡沫苗头已现，须持续关注。**尽管宏观稳健，但多项结构性指标显示美股正处于“市场内部高度集中 + 持有者高度集中 + 估值情绪过热”的三重集中状态，与历史泡沫顶部特征高度吻合。泡沫苗头已现，虽尚不足以判定彻底破裂，但下行风险一旦实现将快速且集中。

**熊市指标：10 项中 4 项已触发。**截至 2026 年 6 月，美股 10 项熊市指标已有 4 项亮起红灯，有 3 项是亮起黄灯，全部集中于“投资人过度乐观/估值过高/信用条件转差”三轴。值得注意的是，尚未触发的 3 项（消费者信心未过热、卖出信号未达标、殖利率曲线未倒挂）恰恰是最直接的衰退信号——这印证了当前风险偏向“估值情绪过热型”而非“景气硬着陆型”。

图 2：美股熊市指标

类别	指标 / 最新读数	状态	信号
情绪	消费者信心指数：6 月密大信心回升但仍低于均值	未触发	绿灯
情绪	股价报酬预期：AAII 看涨/看淡约 1x，略低于 2020 年来均值	未触发	绿灯
情绪	“卖出”信号：CNN 恐贪指数贴近极度恐慌区域	未触发	绿灯
情绪	长期成长预期：S&P500 大型公司 2026 年 EPS 平均增速达 23%，偏乐观	已触发	红灯
情绪	并购交易件数增加，处于资金宽松末段	已触发	红灯
估值	本益比过高：标普 500 本益比，贴近 2 倍标准差	已触发	红灯
估值	便宜股 vs 昂贵股：高本益比成长股大幅领涨，半导体远高于均值	已触发	红灯
宏观	殖利率曲线倒挂：10 年-2 年仍为正但持续收窄	未触发（弱化）	黄灯
宏观	信用压力：部分地区逾期率上升，但多数地区银行业稳定	未触发（弱化）	黄灯
宏观	银行放贷标准紧缩：尚无收紧授信标准，但须留意	未触发（弱化）	黄灯

资料来源：彭博、Factset、美联储、国投证券国际整理

**历史殷鉴，暴涨之后未必撑得住。**2020 年 60 只回报最高的美股、平均暴涨超过 280%，但到 2020-22 年整段周期仅 18 档守住正报酬，整体平均回报-12.5%，多数“打回原形”甚至更差。“涨多”未必等于“撑得住”，Tesla 全周期仍正，但多只股票几近崩盘，虽然 2022 年之后美股大牛市，有些公司如 PLTR、Shopify 等可以成功翻盘回正，但当中亦有公司如 Farfetch、Ontrak 等已清盘或退市，差异极大，基本面与现金流的甄别至关重要，踏入 7 月美股 Q2 业绩期将是整体公司基本面再评估的重要时机。

**集中度逼近历史泡沫，广度收窄是见顶警讯。**当前 AI Big 10 约占美股市值 40%，已接近 1970s Nifty Fifty（约 40%）、2000 年 TMT（约 41%）、1989 年日本泡沫等历史高集中度时期。历史殷鉴尤须警惕“市场广度急速收窄”，例如 2000 年科网见顶前 6 个月，11 个板块仅科技、电信为正，指数靠少数板块独撑。当下若出现类似“指数靠单一主题（AI、硬件）独撑、其余板块转弱”的格局，须提防同样的尾部风险。然而，若出现板块轮动的局势，价值股板块补长、科技赛道软硬件板块轮动，市场宽度拉阔的话，本轮牛市行情有望在板块轮动中向一个更健康的方向发展。可关注股价表现相对落后、且基本面较强之 M7 科技巨头，或标普 500 均权指数 ETF 等标的以追踪或将出现的板块轮动行情。

**风险提示：**央行利率路径不确定性、中东地缘局势反复、AI 资本开支不及预期、硬件板块过热、信用边际收紧。

**图 3：60 只 2020 年增长最高的美股在 2021-22 年美股调整后的表现**

公司	代码	2020 年牛市涨幅 (%)	2021-22 年熊市跌幅 (%)	2020-22 年回报 (%)	2020 年持有至今回报 (%)
NIO Inc.	NIO.US	1,112.44	-80.00	142.54	23.13
QuantumScape	QS.US	753.03	-93.29	-42.73	-23.33
Tesla Inc.	TSLA.US	743.44	-47.63	341.68	1,376.73
Twist Bioscience	TWST.US	572.81	-83.15	13.38	368.38
Workhorse Group Inc	WKHS.US	550.66	-92.32	-50.00	-99.97
Farfetch Ltd.	FTCH.US	517.00	-93.00	-54.00	-100.00
eXp World Holdings	AGNT.US	457.11	-64.89	95.59	-1.85
Peloton Interactive Inc	PTON.US	434.23	-94.77	-72.04	-79.68
Pacific Biosciences Inc	PACB.US	404.67	-68.47	59.14	-66.34
Sunrun Inc.	RUN.US	402.39	-65.38	73.93	-2.39
Zoom Video	ZM.US	395.77	-79.92	-0.44	26.60
Sea Ltd	SE.US	394.90	-73.86	29.36	131.10
Beam Therapeutics	BEAM.US	380.24	-52.09	130.06	105.59
Pinduoduo Inc	PDD.US	369.78	-54.10	115.63	102.38
Fate Therapeutics	FATE.US	364.64	-88.90	-48.44	-87.63
Cloudflare Inc.	NET.US	345.43	-40.51	165.01	1,328.84
FuelCell Energy	FCEL.US	345.02	-75.11	10.76	-60.43
Fastly	FSLY.US	335.33	-90.63	-59.19	-10.31
DraftKings Inc	DKNG.US	335.14	-75.54	6.45	141.12
Appian Corp	APPN.US	324.21	-79.91	-14.79	-41.17
Lemonade	LMND.US	322.41	-88.83	-52.83	114.41
ChargePoint Holdings	CHPT.US	308.98	-76.22	-2.76	-96.89
Etsy Inc	ETSY.US	301.60	-32.67	170.38	79.82
Ontrak Inc.	OTRK.US	279.00	-99.00	-99.00	-100.00
Tupperware Brands	TUP.US	278.00	-87.00	-52.00	-100.00
Pinterest Inc	PINS.US	253.54	-63.16	30.26	17.38
iRhythm Technologies	IRTC.US	248.38	-60.51	37.57	73.92
Block Inc	XYZ.US	247.89	-71.13	0.45	24.71
Twilio Inc	TWLO.US	244.42	-85.54	-50.18	102.25
Penn National Gaming Inc	PENN.US	237.91	-65.61	16.20	-13.69
C3.ai Inc	AI.US	230.36	-91.94	-73.36	-78.88
Redfin Corp	RDFN.US	224.65	-93.82	-79.94	-47.07
FuboTV Inc	FUBO.US	214.43	-93.79	-80.46	-91.15
Chewy Inc	CHWY.US	209.97	-58.75	27.86	-33.03
DocuSign Inc	DOCU.US	199.96	-75.07	-25.22	-39.23
Unity Software	U.US	195.13	-81.37	-45.02	-45.56
Shopify	SHOP.US	184.71	-69.34	-12.70	187.26
Zillow Group Inc	Z.US	182.54	-75.18	-29.89	-31.69
Five9 Inc	FIVN.US	165.93	-61.09	3.48	-67.52
Carvana Co	CVNA.US	160.23	-98.02	-94.85	246.12
Invitae Corp	NVTA.US	159.00	-96.00	-88.00	-100.00
CRISPR Therapeutics AG	CRSP.US	151.39	-73.45	-33.26	-7.48
Wayfair Inc	W.US	149.87	-85.43	-63.61	5.82
Roku Inc	ROKU.US	147.96	-87.74	-69.60	1.96
Teladoc Health Inc	TDOP.US	138.84	-88.17	-71.75	-89.62
Chegg Inc	CHGG.US	138.27	-72.02	-33.34	-97.07
GSX Techedu Inc.	GOTU.US	136.55	-95.44	-89.20	-92.09
Palantir Technologies Inc	PLTR.US	224.83	-72.74	-11.45	1,495.86
Coupa Software Inc	COUP.US	131.73	-76.64	-45.87	-44.64
Stitch Fix Inc	SFIX.US	128.84	-94.70	-87.88	-82.93
Elastic NV	ESTC.US	127.26	-64.76	-19.91	-11.43
RingCentral	RNG.US	124.68	-90.66	-79.01	-76.82
Okta Inc	OKTA.US	120.39	-73.13	-40.77	13.82
PayPal Holdings Inc	PYPL.US	116.51	-69.59	-34.16	-58.97
Spotify Technology SA	SPOT.US	110.40	-74.91	-47.21	209.12
StoneCo Ltd	STNE.US	110.38	-88.75	-76.34	-66.95
Opendoor Technologies Inc	OPEN.US	110.39	-94.90	-89.26	-57.42
Virgin Galactic Holdings Inc	SPCE.US	105.45	-85.34	-69.87	-98.73
Wix.com Ltd	WIX.US	104.25	-69.26	-37.22	-62.31
Lordstown Motors Corp	RIDE.US	102.00	-94.00	-89.00	-100.00
<b>平均回报</b>		<b>281.12</b>	<b>-77.82</b>	<b>-12.45</b>	<b>63.53</b>

资料来源：彭博、国投证券国际整理

**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到日本、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