

2026年5月28日 星期四

【宏觀經濟評論】**第一上海——美股宏觀策略**

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

當前伊朗相關的地緣恐慌已大幅降溫，一如我們此前判斷：美伊談判雖一波三折，但有限博弈、規避全面衝突的框架基本兌現。

目前伊朗局勢持續向好。伊朗強硬派雖主導政局，但也是群龍無首，內部缺乏統一領導。高層面臨被定點清除的風險，不敢開會和使用現代通信工具，導致內部協調效率偏低。因此，伊核協定達成的速度或不及預期。雖然雙方在公開表態上態度強硬，但實際執行層面的官員相對務實。

在核心分歧即核材料處理問題上，伊朗已作出明顯鬆動，承諾不尋求發展核武器，但也不願將核材料運出境外。美方也展現出靈活協商的態度，原則上認可伊朗境內核材料無害化處理方案，同意通過就地稀釋、加工的方式，徹底消除核材料提煉濃縮鈾的可能性，從根源上規避核擴散風險。協定達成的具體時間仍存變數，隨時可能出現突破性進展。雙方博弈仍在持續，川普主張審慎推進、力求達成高品質協定，不急於倉促簽約。資本市場已提前定價該利好預期，將伊核問題落地視為高概率事件。受此影響，國際油價回落至每桶 100 美元以下，相關權益市場同步迎來良好上漲行情。

本月另一重要事件是川普訪華，此舉對美股形成利好，為美股及美國經濟發展築牢了外部政治基礎，有效改善了市場外部環境。此次訪華推動中美雙方在貿易合作、安全共識兩大核心領域達成多項實質性成果，為美股全年運行提供了有利支撐。美中不足的是，市場原本預期中國宣佈波音飛機採購量可達 500 架，實際僅為 200 架，低於預期，導致波音股價承壓。但長期來看，波音新任管理層具備專業運營能力，有望通過持續落地季度業績成果改善企業經營現狀，市場無需過度短期悲觀，建議保持耐心。

經濟資料

美國 4 月 CPI 同比上漲 3.8%，為 2023 年 6 月以來新高。PPI 同比漲幅達 6%。近期美國油價顯著上漲，新澤西州油價超過每加侖 5 美元，佛羅里達州約為 4.5 美元。霍爾木茲海峽封鎖問題有望在一個月內得到解決，通脹壓力短期或將緩解。

就業市場表現強勁，4 月非農就業新增 11.5 萬人，遠超市場預期的 6.5 萬人，失業率維持在 4.3%。六個月平均新增就業約 5.5 萬人，為 2025 年 5 月以來最高水準。就業增長主要來自服務業，其中醫療保健行業新增 3.7 萬人，運輸、倉儲、零售、建築、休閒酒店等行業亦有增長。勞動參與率小幅下降至 61.8%，為 2021 年 10 月以來最低。平均時薪環比增長 0.2%、同比增長 3.6%，均低於預期，表明薪資通脹壓力得到有效控制。平均周工時有所上升，對居民實際收入形成支撐，有助於維持消費能力。申請失業金的持續人數維持低位，年內已公告裁員規模低於 2025 年同期，就業市場整體穩健。

資訊行業就業持續承壓，受人工智慧替代效應影響，4 月減少 1.3 萬個崗位，連續 16 個月下滑，自 2022 年 11 月峰值以來累計減少 34.2 萬人，降幅達 11%，預計未來仍將延續下降趨勢。電信行業減少 6000 人，電腦基礎設施及資料處理行業減少

4000 人，Meta、微軟等大型科技公司仍在推進裁員；美國聯邦政府 4 月裁員 9000 人，自 2024 年 10 月公職人員規模峰值後，累計裁員 34.8 萬人，整體降幅 11.5%。迄今為止的政府裁員每年可節省約 700 億美元薪酬支出，四年任期累計可節約 2800 億美元，對縮減財政赤字具有顯著作用。

經濟景氣度方面，5 月美國綜合 PMI 初值為 51.7，與 4 月持平。其中製造業 PMI 升至 55.3，創四年新高；服務業 PMI 為 50.9，表明川普推行的製造業刺激政策效果顯著。密西根大學消費者信心指數本月降至 44.8，資料表現偏弱，但該機構立場偏左，資料客觀性不足，可能存在偏差，參考價值有限。

利率

市場近期波動加劇，30 年期美債收益率突破 5%，創 2007 年以來新高，引發市場關注。我們認為，利率上行與通脹預期過高關聯度有限，當前市場無任何支撐長期通脹走高的核心基本面因素。

我們認為，本次利率異動主要源於三大核心因素：一是短期市場情緒波動與流動性收緊影響，屬於最直接的觸發因素；二是人工智慧產業高速發展帶來的巨額資金需求，頭部科技企業每年投入數千億美元用於 AI 基礎設施搭建與技術研發，為規避股權稀釋風險，企業普遍選擇發債融資，大規模抽離市場流動性；三是全社會生產率持續提升，推動市場中性利率中樞逐步上移。

除此之外，美元階段性走強引發的跨境操作，進一步加劇了短期流動性壓力。部分國家為穩定本幣匯率、規避大幅貶值風險，通過拋售美元國債、增持本幣的方式開展對沖操作，對美債市場流動性形成短期衝擊。此類噪音多為短期擾動，不宜過度解讀。

投資的主次矛盾

美股近期上漲明顯，尤其人工智慧、半導體等板塊熱度高漲。有些投資人錯過了行情，另外部分投資者獲利了結後，面對市場繼續上行，心態出現踏空焦慮。

我們建議，投資過程中，應明確主要矛盾與次要矛盾。

投資的核心主要矛盾是跟隨優秀企業成長，從而實現長期財富增值目標。而應對市場短期波動、階段性行情回檔、板塊估值震盪等風險，均屬於次要矛盾。

股權投資可類比高速公路駕駛。高速公路雖存在事故風險，但仍是最高效的通行選擇。投資者通過嚴謹的風險把控、科學的倉位管理、扎實的基本面研究，可有效降低市場波動帶來的虧損風險；不應該因噎廢食，因擔心短期市場擾動放棄長期投資主線。

分清投資的主次矛盾之後怎麼做？答案是：但行好事，莫問前程。

資本市場運行具備客觀內在規律，實體經濟發展、產業技術滲透、行業成長反覆運算均存在可追蹤、可分析、可預判的客觀邏輯，並非完全由市場情緒主導，這也是基本面研究的核心價值與理論支撐。我們更應聚焦於可控的研究工作，例如通過拆解 AI 行業技術發展路線、複盤產業發展歷史、梳理產業鏈各環節痛點、測算產能擴張週期、預判市場供需拐點等專業研究，搭建完善的估值與價值預測體系，依託財務模型與行業邏輯判斷個股內在價值，做到“但行好事”。

而市場短期情緒波動、資金流向變化、不同屬性資金和不同策略的交易節奏、海外散戶及機構資金的炒作行為等，對於大部分市場參與者而言，均屬於市場不可控因

素。既然無法精準預判，投資者需坦然接受此類不確定性，摒棄控制市場波動的幻想，減少不必要的焦慮，做到“莫問前程”。

介於長期和短期之間的“中期”、處於企業和市場之外的“宏觀”，則比較微妙。如果有能力進行宏觀策略研究，並依此進行“擇時”或者“戰術資產配置”，避開類似 2008、2022 年那樣的大熊市，則能獲得更好的收益。

當然，無論是否進行宏觀研究，投資者都需要管理風險，保留安全邊際。風險管理可通過資產分散配置與對沖工具實現。

長期看好美股

從長期維度來看，美股具備堅實的上漲支撐邏輯，完全契合發展經濟學中人口、資本、總要素生產率三大經濟增長核心動力。

人口層面，美國具備持續的全球人口淨流入優勢。相較於歐洲、日本等經濟體面臨的人口負增長、低生育率困境，美國人口結構韌性突出，勞動力供給持續充足。。

資本層面，美國 AI 等產業保持千億級規模持續投入，大規模資本開支持續落地，不斷推動全社會勞動生產率反覆運算提升，夯實經濟增長根基。

總要素生產率層面，是美國資本市場獨有的核心優勢。美國擁有 250 年穩定連續的法治環境，在全球範圍內極為稀缺，有效規避了戰亂、政變、制度更迭等風險。同時，美國長期堅守自由市場原則，企業治理體系成熟、高端教育資源集聚，持續賦能產業創新與效率提升。

貨幣政策方面，美國貨幣政策長期保持相對穩定，錨定 3% 以內的年度通脹目標，美聯儲具備獨立決策屬性，為實體經濟和資本市場平穩運行提供了良好的貨幣環境。此外，美國是全球核心資金聚集地，海外機構、散戶資金持續流入。

中短期前瞻

當下，市場面臨人工智慧板塊估值高企、波動加劇等問題，分歧嚴重。當前技術滲透符合 S 型曲線特徵，即新技術落地普及普遍經歷長期低速爬坡、短暫的高速增長、平穩平臺三個階段。當前 AI、存儲、光模組等賽道已脫離初期低速爬坡階段，進入高速增長期階段。雖然行業行情尚未進入末期，但是企業市值是否已經充分折現了未來的預期現金流呢？

後續發展空間仍需持續觀察週期長度。對比美國 90 年代互聯網科技泡沫週期，產業行情從啟動到峰值持續六年左右，本輪 AI 週期自 2022 年底啟動，目前僅歷經三年多，從週期維度來看仍有延續空間。當然，歷史市場走勢不會簡單重複，但存在高度相似的演化邏輯，過往的市場案例可為當下投資決策提供參考借鑒。

在行業階段無法精準判定、基本面資訊尚不充分的背景下，投資者可依託成熟的市場策略應對行情。從生物生存法則與金融市場規律來看，跟隨市場主流趨勢、配置指數 ETF 是長期性價比最高、操作難度最低、勝率穩定的投資方式，契合市場弱有效理論。凱恩斯曾提出，投資中平庸的跟隨式盈利，遠優於激進的差異化試錯；即使跟隨市場熱點出現虧損，也屬於行業共性風險，而非個人決策失誤。這個觀點雖然聽上去玩世不恭，但卻符合現實。

主動管理策略的大師巴菲特相信“人多的地方不要去”的逆向投資理念，則與被動跟隨指數的策略針鋒相對。

最優策略可能是上面兩種思路的融合：一方面以指數跟隨為起點，另一方面在自己

的能力圈內扎實開展基本面研究，精準測算、篩選出少數優質個股，基於內在價值判斷其低估幅度。然後依託凱利準則，基於對自身研究的信心強度，構建一個平衡了指數和少數個股的組合。這其實也是很多量化基金的思路。

巴菲特的警告

伯克希爾的最新財報顯示，現金儲備已接近 4000 億美元，且連續多個季度刷新歷史紀錄。其中巴菲特指標，即股市總市值與 GDP 的比率突破 230%，已遠超此前設定的 200% 警示閾值。標普 500 指數的席勒 CAPE 接近 40 倍，為互聯網泡沫時期以來的最高水準。

需要明確的是，資產價格低廉並非上漲的充分條件，甚至不是必要條件；同理，價格高昂也並非下跌的充分條件。但高估值狀態一旦觸發相關導火索，市場極可能出現雪崩式正回饋效應。杠杆 ETF、對沖基金、衍生品及量化基金等金融工具的集中運用，其快速加杠杆與去杠杆行為，可能引發市場劇烈波動，對此需保持高度警惕。

應對上述風險，需採取三項措施：一，保持充足流動性儲備，增強市場波動承受能力，預留安全邊際；二，適度對沖操作，防範極端黑天鵝事件衝擊；三，優化資產配置結構，降低行業板塊集中度風險。

此外，標普 500 指數前十大成分股權重占比超過 35%，主要集中於人工智慧及半導體領域龍頭企業。儘管頭部企業權重占比偏高，但無需過度恐慌。比起臺灣股市裡台積電的占比，美國的情況還算不上嚴重。依據馬太效應，強者恒強具備一定合理性，頭部企業通過多次並購整合形成當前規模，其壟斷地位的形成與規模擴張符合市場發展規律，不應簡單否定頭部企業的發展成果。

部分板塊討論

SaaS 板塊

前期推薦後表現穩健，估值修復空間仍存。上月重點推薦標的 IGV，股價漲幅接近 13%，行情穩步走高。軟體企業的核心價值不僅在於技術代碼，更在於長期積累的用戶生態、使用者使用習慣、資料資源與銷售管道壁壘，核心資產具備極強的不可替代性。此前市場情緒化拋售導致優質 SaaS 企業估值被嚴重低估，隨著市場理性回歸，板塊內在價值將逐步顯現，長期價值有望回歸。

消費板塊

分化明顯，市場資金大幅傾斜科技賽道，傳統消費領域資金關注度持續走低，行業短期逆風格局難以逆轉。在此背景下，消費選股難度大幅提升，選股需側重具備強週期抗跌性、高壁壘與高增長潛力的企業。

大宗商品

黃金短期受美元走強影響出現價格調整，市場波動有所加大。尤其在新任美聯儲主席沃什上任後，市場普遍預判利率將長期維持高位，甚至出現年內加息的悲觀預期。

我們認為此類判斷過於簡單草率。沃什的核心政策理念為“縮表+降息”，主張從根源上管控財政赤字、避免貨幣超發。他認為通脹是貨幣管控失衡的選擇性結果，而非必然趨勢。

長期來看，黃金具備穩定的資產配置價值，雖收益率不及美股，但能夠跑贏全球絕大多數法幣資產，納入投資組合可有效降低整體波動率，實現風險對沖。

比特幣

當前處於底部溫和回升階段，行情走勢波折、上漲節奏緩慢，核心原因是市場資金集中湧入 AI 科技賽道，分流了加密資產的配置資金。從中長期維度來看，比特幣發展前景向好，待 AI 存儲、半導體等熱門賽道資金階段性獲利了結後，部分資金大概率會分流佈局比特幣，推動行情上行。

後續市場熱點前瞻

近期美股將迎來密集大型 IPO 浪潮，SpaceX 預計 6 月 12 日上市，目標市值 1.75 萬億至 2 萬億美元，市銷率超 100 倍，2025 年營收 186 億美元、淨虧損近 50 億美元，募資規模 700 億至 800 億美元。OpenAI 預計 9 月上市，Anthropic 預計 10 月上市。大型 IPO 合計或分流近 2000 億美元流動性。當前貨幣市場基金規模約 8 萬億美元，足以承接相關供給，短期衝擊有限，中期影響將逐步消化。

世界盃將於 6 月 11 日開幕，歷史資料顯示世界盃期間全球股市下跌概率達 78%，但此類短期事件影響有限，無需過度關注。

季報期即將結束，期間市場波動較大，業績不及預期或超預期均可能引發股價大幅波動。季報結束後，市場將進入相對平淡期，關注點轉向宏觀風險、政治格局及中期選舉等因素，波動或將加劇。

展望下個月，我們認為，當下美國宏觀環境良好，投資者無需過度焦慮，始終堅守長期核心投資邏輯，理性應對市場波動即可。

披露事項與免責聲明

披露事項

--	--	--

免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制, 僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可, 就本報告之任何材料、內容或印本, 不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用, 並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據, 或就其作出要約或要約邀請, 也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素, 自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生, 但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性, 並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性, 不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經, 就本報告所載資訊、評論或投資策略, 發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供, 不提供任何形式的保證, 並可隨時更改, 恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外, 第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」, 「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下, 任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務, 包括(但不限於)在此檔內陳述的內容, 皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區, 分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利



第一上海證券有限公司
 香港中環德輔道中 71 號
 永安集團大廈 19 樓
 電話: (852) 2522-2101
 傳真: (852) 2810-6789
 網址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)