

基本面和流动性的赛跑 ——2026 年美股中期策略

华泰研究

2026 年 5 月 25 日 | 中国内地

中期策略

核心观点

年初至今，科技股业绩强劲上修驱动美股再创新高，同时估值反而有所回落，经济和股市的 K 型分化进一步扩大。更“健康”的基本面支撑和依然较极端的技术性指标是美股下半年行情的起点。往后看，我们认为盈利所支撑的美股中期走势并未破坏，但估值和流动性带来的负面压力可能加大市场阶段性扰动和波动率，尤其是美联储等全球央行货币政策转向预期计入阶段以及地缘局势尾部风险。流动性逆风下，具有高 ROIC、高盈利增长率的板块更能抵御利率及通胀成本上升的侵蚀，目前仍集中在 AI 产业链的头部公司中。

盈利和基本面：总体强劲，驱动力仍集中在 AI 产业链

经过年初上修调整，当前 FactSet 市场一致预期 2026 年标普 500 和纳斯达克指数 EPS 增速分别为 23%和 38%。K 型分化依然存在且进一步加剧。AI 链公司盈利、利润率等处良性循环中，相关员工薪酬上升，高收入人群财富继续积累；但非 AI 领域企业和居民面对供给侧通胀走高、消费信心下滑和利率上升的压力，在财政宽松托底下不至于形成拖累但难有亮点。

流动性和估值：提升空间有限，易造成阶段性扰动

相较盈利端的强劲增长，流动性和估值或给市场造成阶段性扰动，但并不至于终结行情。基本面和通胀上升是流动性有必要收紧的原因，利率路径与政策框架的双重不确定性导致美债利率易上难下，股权风险溢价仍处低位且估值对长期盈利增长的计入也已经相对饱满，限制继续扩张的空间。

资金面：略低于 2025 年，起到“托而不举”的效果

我们预计 2026 年美股基准情形下净流入约 9334 亿美元，相比 2025 年的 1.15 万亿小幅下降。四个变化值得重点关注，1) 增量资金的结构本身并不稳健，交易型资金（居民直接持股）和被动资金（ETF）仍是主要增量来源。2) 海外资金依然增配但力度减弱。3) 大额资本开支导致企业回购的托底能力明显减弱，IPO 超级周期或抵消回购对美股的提振作用。4) 存量资金的加杠杆和现金弹药均已接近极值。

大势研判：短期波动不意味终结，但行情光谱可能更收窄

流动性逆风，无论是降息停止还是进入加息周期，基本都对应着估值见顶回落，在初期预期计入阶段往往带来扰动，但并不意味着美股持续性下跌。1990 年以来 5 次加息周期标普 500 涨幅中位数约 10%，主要由 EPS 增长抵消 PE 收缩。流动性和增长之间的平衡在于利率上升的挤压有多少可以被消化。当前美国全部非金融企业的 ROIC 已经低于贷款利率，但压力主要在中小企业。上市公司如标普 500 和纳斯达克指数 ROIC 仍超过 10%，高于高收益债利率。AI 链公司总体 ROIC 水平甚至高于 20%，即便一定程度的利率上升，投资依然“有利可图”。

配置主线：聚焦核心科技，降低小市值敞口

AI 主线仍是美股盈利能力最突出的板块，这也使得与常规流动性收缩对应科技成长受损的思路不同，当前 AI 链从投资回报率看反而是最能抵御利率上升压力的板块。但在技术面指标和流动性负面预期计入的高波动环境下要更坚持配置思维。具体到 AI 内部，AI Capex 的直接受益环节和头部个股是下半年逢低加仓的优先方向，建议规避小市值公司；软件板块估值已大幅压缩，在左侧，但能否真正反弹还需观察 1~2 个季度盈利兑现情况；消费因 K 型分化压制，建议低配，仅在受益于财富效应的细分领域寻找结构性机会。

风险提示：地缘局势仍有尾部风险，中小企业和居民信用质量恶化。

李雨婕

SAC No. S0570525050001
SFC No. BRG962

研究员

liyujie@htsc.com
+(852) 3658 6000

易垲

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

研究员

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

何康, PhD

SAC No. S0570520080004
SFC No. BRB318

研究员

hekan@htsc.com
+(86) 21 2897 2202

正文目录

1H26 回顾：强劲盈利增长驱动市场反弹	5
2H26 展望：基本面和流动性的赛跑	7
盈利和基本面：总体强劲，驱动力仍集中在 AI 产业链	7
K 型分化进一步加剧，盈利分析不可“一概而论”	7
展望下半年，K 型分化或延续，且 AI 内部的分化也可能加大	9
流动性和估值：提升空间有限，更多带来逆风	12
无风险利率易上难下，货币政策框架不确定性可能也会加大波动	12
风险溢价处于低位，长期盈利预期支撑的估值水平也计价饱满	15
资金面：略低于 2025 年，起到“托而不举”的效果	16
流动性逆风+基本面顺风，行情或更聚焦于有盈利支撑的头部企业	18
配置主线：聚焦核心科技，降低小市值敞口	22
坚守 AI 主线，重点关注 AI Capex 的直接受益环节，减配小市值公司	22
软件还在左侧状态，仍待验证 1~2 个季度盈利	23
低配美股消费，关注受益于财富效应的结构性机会	24
风险提示	25

图表目录

图表 1：本轮牛市中盈利贡献的程度较大	5
图表 2：美股估值相比年初反而降低	5
图表 3：标普 500 指数 2026E 盈利增速较年初上修 7.2%	5
图表 4：纳斯达克指数 2026E 盈利增速较年初上修 7.0%	5
图表 5：AI 链盈利预期修正的斜率更高	6
图表 6：AI 链的在美股盈利贡献度越来越大	6
图表 7：美股杠杆资金持续涌入	6
图表 8：VIX 指标 2025 年以来中枢有所抬升	6
图表 9：标普 500 指数 EPS 一致预期	8
图表 10：纳斯达克指数 EPS 一致预期	8
图表 11：AI 相关个股的市值占比已远远超过“.COM”时期	8
图表 12：AI 相关个股的盈利占比同样远超“.COM”时期	8
图表 13：劳动力市场的 K 型分化持续	8
图表 14：股市上涨导致家庭财富的马太效应持续放大	8
图表 15：通胀水平再度追上薪酬增长	9
图表 16：居民消费的“现实”与“预期”双双走弱	9
图表 17：AI 产业链上市公司的利润率 2025 年来呈现小幅下滑趋势	9
图表 18：走高的美债利率意味着更大的企业偿债负担	9
图表 19：部分非上市 AI 军工巨头最新估值情况	9
图表 20：美股全市场营收同比回升主要由 AI 相关公司贡献	10

图表 21: AI 公司净利润增速显著高于全市场，利润弹性也更高	10
图表 22: AI 公司净利润率刷新历史高点，全市场仍未突破中枢上沿	10
图表 23: AI 与全市场息税前利润率差扩大至 16.4 pct	10
图表 24: 历史上看，市场交易的是预期差的二阶导	11
图表 25: 美股可长时间维持超预期，但超预期程度连续扩大区间不多	11
图表 26: “大而美”法案宽松落地，年初至今居民退税显著超季节性	12
图表 27: 标普 500 通常在中期选举前小幅下跌，选后倾向于上涨	12
图表 28: 市场预期联储 2027 年上半年加息 1 次	13
图表 29: 10 年期和 30 年期美债利率叠创周期新高	13
图表 30: 全球仍在降息的央行占比已降至 50%，宽松周期临近尾声	13
图表 31: 当前准备金充足度已降至 12.18%，处于适度充裕临界值	13
图表 32: 无风险利率上升不等于美股下跌，但过高的利率压力加大	14
图表 33: 1990 年以来的 7 次降息周期中，有 6 次美股估值都在降息结束前后见顶	14
图表 34: 通胀预期和风险溢价驱动的利率走高对美股压力更大	14
图表 35: 长端利率上升预期推动近期美股走势与利率相关性转负	14
图表 36: $1/PE-R_f$ 实际上等于 $ERP-g$ 而并非 ERP	15
图表 37: 当前风险溢价进一步下行的空间有限	15
图表 38: 美股长期盈利预期支撑的估值水平略低于当前估值	15
图表 39: 基准情形下 2026 年美股获得 9334 亿美元净流入，较 2025 年的 1.15 万亿小幅下降	16
图表 40: 2018 年起 ETF 对共同基金的结构替代加速	17
图表 41: 2026 年 ETF 和共同基金合计净买入美股规模测算	17
图表 42: 2026 年以来全球非美基金对美股的配置比例加速回落	17
图表 43: 2000 年以来海外美股持仓市值占比呈上升趋势	17
图表 44: 居民直接持股净流入与标普 500 涨跌幅呈显著正相关	17
图表 45: 资本开支飙升导致企业回购的托底能力明显减弱	17
图表 46: 杠杆资金占美股总市值的比例已接近历史高位	18
图表 47: 证券账户可用余额占美股总市值的比例已降至历史低位	18
图表 48: 降息周期结束前 3 个月内，美股往往有扰动，但一般都很快修复	19
图表 49: 加息周期不意味着美股下跌	19
图表 50: 加息周期内盈利走强对股市起到了很好的支撑	20
图表 51: 工商业贷款成本已远超美国非金融整体 ROIC	20
图表 52: 工商业信贷条件总体仍在收紧	20
图表 53: 但上市企业 ROIC 水平依然较高	20
图表 54: AI 利润率改善	20
图表 55: 科技企业需要使用外部融资来继续发展 AI 产业	21
图表 56: AI 板块投资回报率持续领先，盈利质量支撑估值溢价	21
图表 57: 五大云厂商 Capex 扩张斜率明显陡峭于过去周期	23
图表 58: 五大云厂商 Capex 占 GDP 比例持续抬升	23
图表 59: AI 板块内部的 ROIC-WACC 分化极大	23
图表 60: 软件营收增速跑赢全美股，但在 AI 产业链内部相对靠后	24

图表 61: 软件净利润高于自身历史均值，但显著跑输 AI 产业链整体	24
图表 62: 软件行业息税前利润率维持历史较高水平	24
图表 63: 软件行业净利率在 AI 产业链中处于相对低位	24
图表 64: 必选/可选消费营收增速显著跑输全美股	25
图表 65: 消费净利润增速明显跑输全美股，更与 AI 板块形成断层	25
图表 66: 消费板块息税前利润率在各行业中排名靠后	25
图表 67: 消费板块净利润率处于历史中枢附近，盈利质量改善有限	25

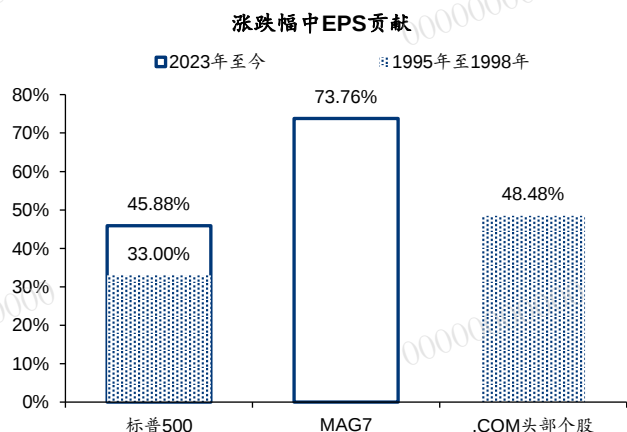
1H26 回顾：强劲盈利增长驱动市场反弹

年初至今，美股经历了 AI 泡沫论的横盘震荡、3 月地缘冲突后急跌及大超预期业绩下的再创新高三个阶段。在经历上述波折后，得益于盈利预期上调的贡献，美股市场估值水平相比年初进一步降低，但技术性指标如杠杆资金占比和波动率依然处于相对高位。更“健康”的基本面支撑配合上并未明显改善的技术指标，两者叠加的结果是市场走势的中枢依然向上，但波动率也同时放大。

盈利大幅上修导致美股估值反而进一步降低。2023 年开启牛市至今，标普 500 涨幅的 46% 由 EPS 贡献，MAG7 涨幅的 73.8% 由 EPS 贡献。2026 年初至今，标普 500 与纳斯达克 2026E 一致预期 EPS 分别上修 7.2%、7.0%，上修程度处 2000-2025 年 86.6%、84.6% 分位；同期二者 2026E 净利润下的 PE 估值分别下降 0.8%、6.1% 至 22.4、28.7 倍，2027E 净利润下的 PE 估值分别下降 0.8%、3.1% 至 19.5、23.3 倍。标普 500 指数动态 PE 从年初的 22 倍反而下降至 20 倍。结构上，AI 链盈利贡献极为突出。标普 500、纳斯达克中 AI 链个股 2026E 一致预期 EPS 分别上修 15.3%、16.2%，较指数整体高出 7.9、9.6 pct。整体法下，截至 2026 年 5 月底，标普 500、纳斯达克的 AI 链 NTM 净利润占比分别达 29.8%、51.9%，贡献指数 2026E 净利润调整的 54.8%、95.6%。

但技术指标尚未发生明显改善。截至 4 月底，美股融资交易保证金账户余额达 1.3 万亿美元，占总市值比例升至 1.81%，高于互联网泡沫时期 1.5% 的中枢水平，上行斜率也较高。2025 年以来，美股 VIX 打破过去低波动状态，中枢有所抬升。

图表1：本轮牛市中盈利贡献的程度较大



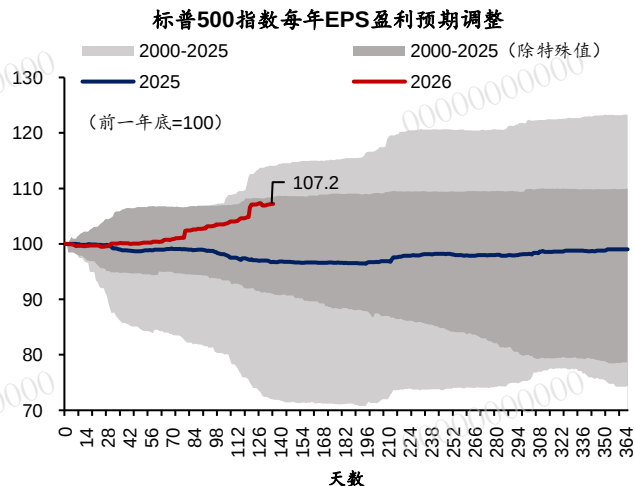
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表2：美股估值相比年初反而降低



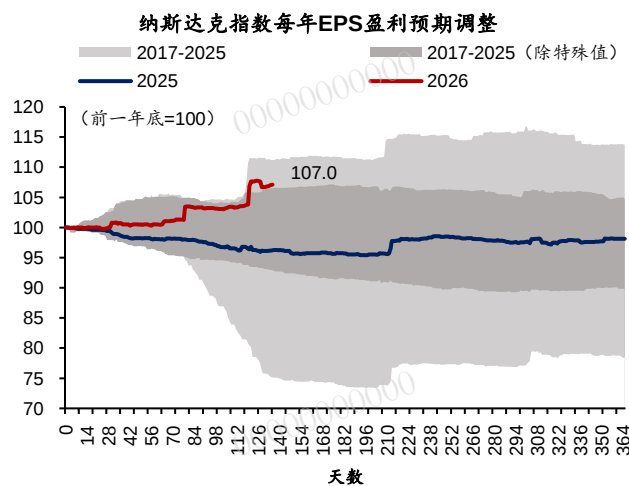
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表3：标普 500 指数 2026E 盈利增速较年初上修 7.2%



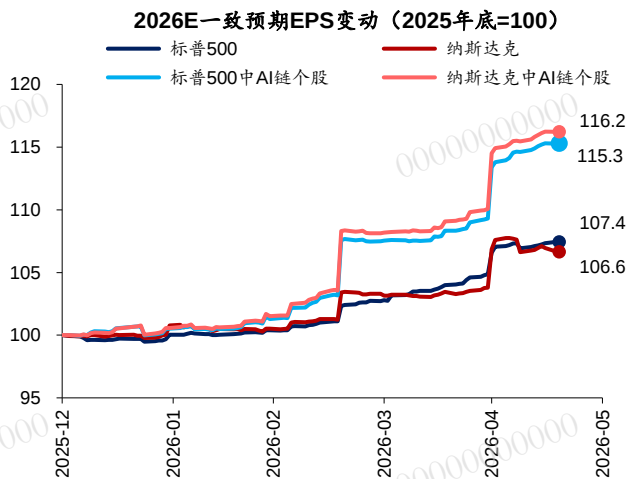
注：前一年底=100，特殊值包括 2008、2009、2020、2021、2022 年的数据
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表4：纳斯达克指数 2026E 盈利增速较年初上修 7.0%



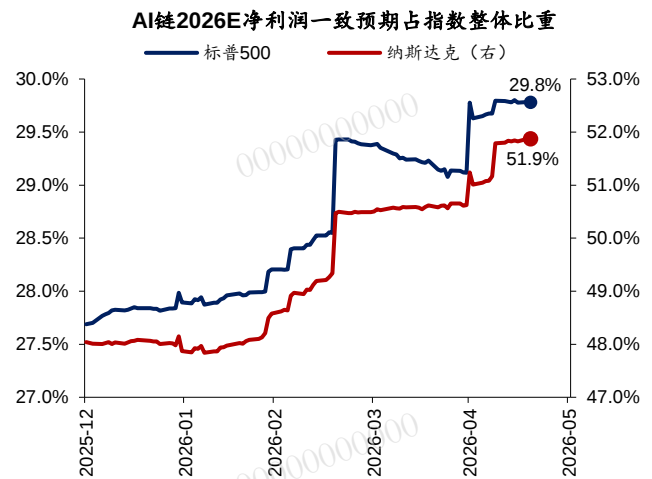
注：前一年底=100，特殊值包括 2020、2021、2022 年的数据
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表5：AI链盈利预期修正的斜率更高



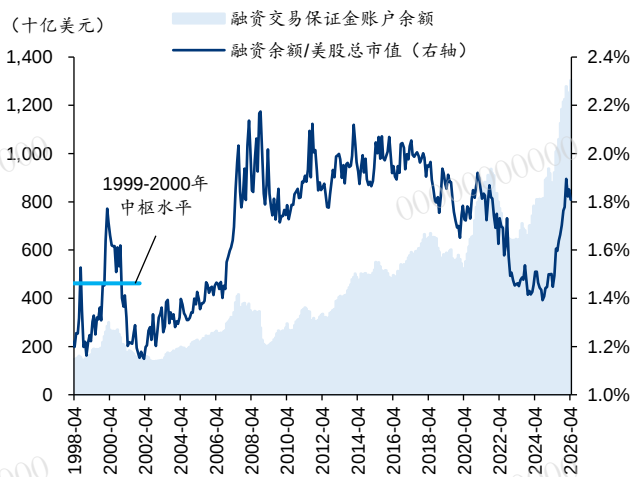
资料来源：Haver，华泰研究

图表6：AI链的在美股盈利贡献度越来越大



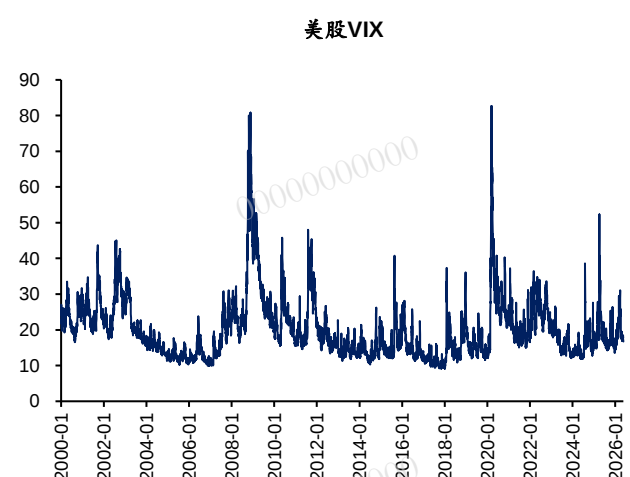
资料来源：Haver，华泰研究

图表7：美股杠杆资金持续涌入



资料来源：Haver，华泰研究

图表8：VIX指标2025年以来中枢有所抬升



资料来源：Haver，华泰研究

2H26 展望：基本面和流动性的赛跑

展望下半年，我们认为盈利所支撑的美股中期走势并未破坏，但估值和流动性带来的负面压力可能加大市场阶段性扰动和波动率，尤其是美联储 FOMC 潜在鹰派表态、海外如日央行的潜在加息以及地缘局势如伊朗和古巴局势等影响。在流动性逆风环境下，具有高 ROIC、高盈利增长率的板块更能抵御成本上升的侵蚀，这部分企业目前仍主要集中在 AI 产业链的头部公司中。

盈利和基本面：总体强劲，驱动力仍集中在 AI 产业链

当前 FactSet 市场一致预期下，2026 年标普 500 和纳斯达克指数 EPS 增速分别为 23% 和 38%。美股盈利侧仍有支撑，但仍要提防预期过满导致的短期反复，尤其是当前至 2Q 业绩空窗期和流动性逆风的时候。K 型分化依然存在且进一步加剧。AI 链公司盈利处在良性循环中，强劲盈利有望持续；非 AI 链公司在财政宽松托底下不至于形成拖累，关注中期选举前后可能带来的变数。

K 型分化进一步加剧，盈利分析不可“一概而论”

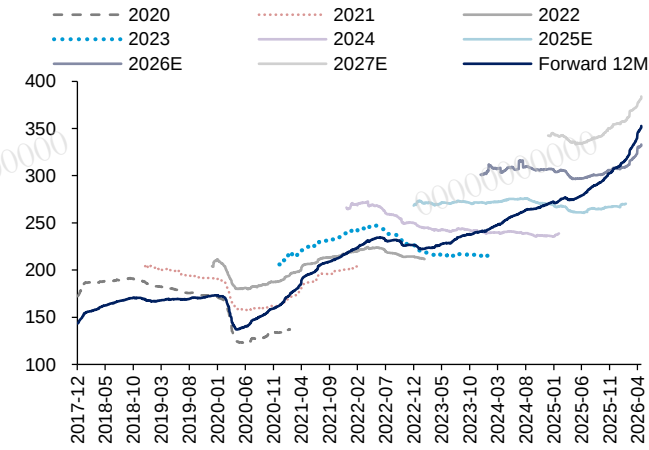
年初 Agent 快速普及、美以伊冲突下通胀上升以及美联储降息预期归零，都导致 K 型分化不但没有收敛，反而进一步加剧。

1) AI 产业链与高收入群体吸纳大部分增长红利。一方面，AI 相关个股在美股市值和盈利占比仍在走高。截至 2026 年 5 月 20 日，标普 500 与纳斯达克中 AI 相关公司市值占比分别达 38.1% 与 51.8%，远超 2000 年互联网泡沫时期 14.8% 的峰值；标普 500 与纳斯达克 AI 相关公司的 1Q26 盈利占比分别为 24.7% 与 48.4%，亦大幅超越 2000 年 2.9% 的历史高点。另一方面，劳动力市场的 K 型分化也在持续。2024 年至今，计算机、信息服务的行业时薪累计分别增长 547.4、314.3%，远超全行业 282.5% 的平均水平。此外，股票上涨带来的财富效应也更多集中在超高收入群体中。截至 2025 年末，美国收入前 10% 家庭持有股权及共同基金资产合计 50.4 万亿美元，占全体家庭持股总额的 87.4%；受权益资产升值推动，该群体净资产规模攀升至 119.7 万亿美元，占全体家庭净资产总额的 68.3%，马太效应持续放大。

2) 与之相对，非 AI 领域的人群及企业面临显著的挤出压力。居民端，2026 年 4 月美国 PCE 通胀同比增速 3.5%，高于 2025 年 2.6% 的平均水平，而同期私人部门时薪平均同比反而从 4% 下降至 3.4%，通胀水平再度追上薪酬增长。通胀侵蚀叠加收入降速直接压制消费动能。2026 年 3 月美国实际个人消费支出增速降至 2.1%，远低于 2021-2025 年 4.4% 的增长中枢。消费者信心亦同步走弱，截至 5 月录得 48.2，创 2000 年以来最低。

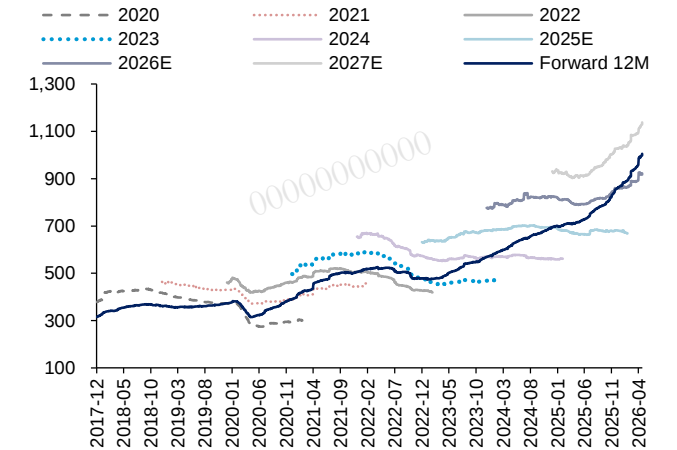
企业端，成本压力挤压盈利空间，截至 2026 年 4 月，CPI-PPI 剪刀差收窄至 -2.2 pct，为 2022 年以来新低，非 AI 产业链上市公司的利润率 2025 年来呈现小幅下滑趋势。在没有足够盈利和现金流来对冲的情况下，走高的美债利率意味着更大的企业偿债负担，尤其是对中小企业而言。AI 产业也占据了大量的金融资源，仅 OpenAI、Anthropic、SpaceX、Anduril 四家头部公司最新估值合计已达 2.79 万亿美元，分别相当于 2025 年美国非 SPAC IPO 融资额的 63.5 倍、2026 年初美股总市值的 4.0%、以及 IMF 预测的 2026 年美国 GDP 的 8.6%，实体资源与创新资本正加速向 AI 巨头聚拢，进一步加剧了经济结构的不平衡。

图表9：标普500指数EPS一致预期



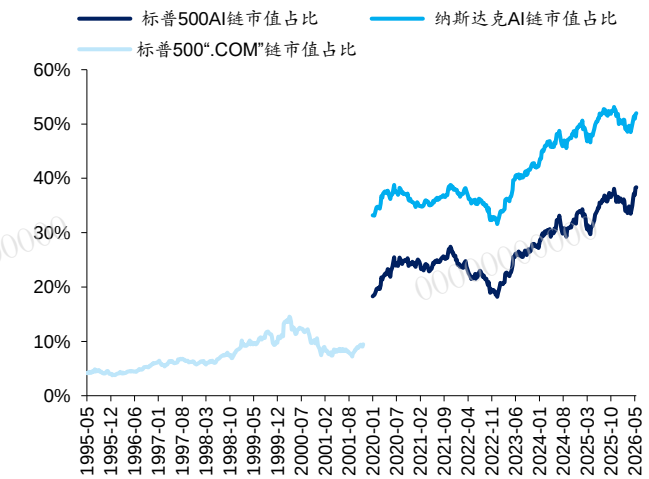
资料来源：FactSet，华泰研究

图表10：纳斯达克指数EPS一致预期



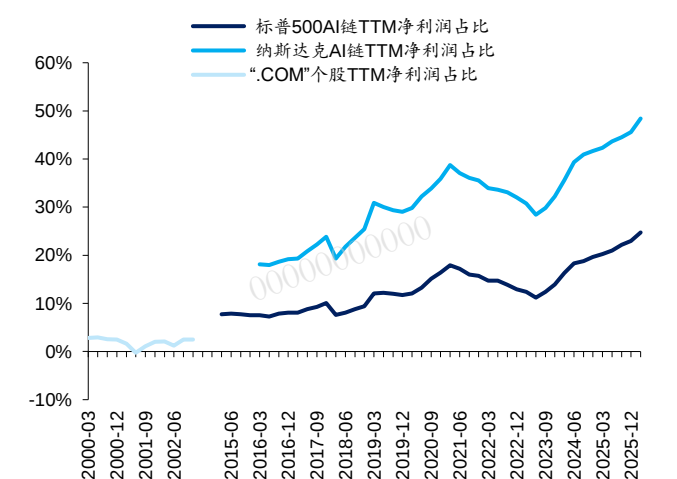
资料来源：FactSet，华泰研究

图表11：AI相关个股的市值占比已远远超过“.COM”时期



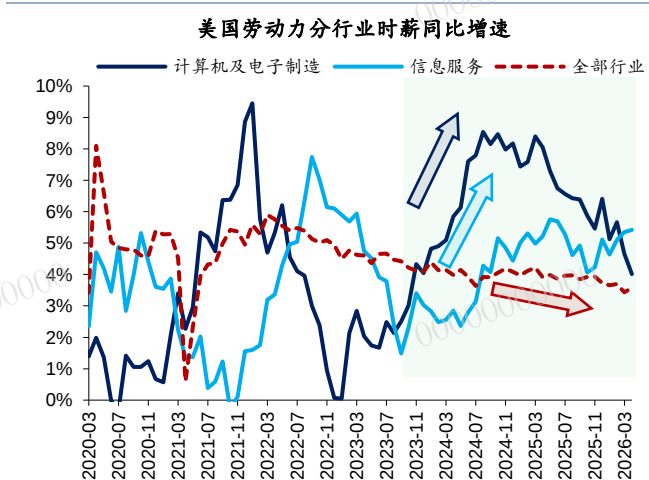
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表12：AI相关个股的盈利占比同样远超“.COM”时期



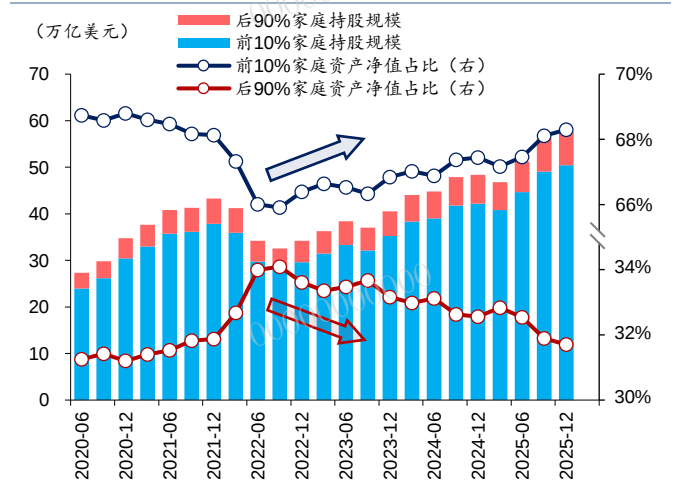
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表13：劳动力市场的K型分化持续



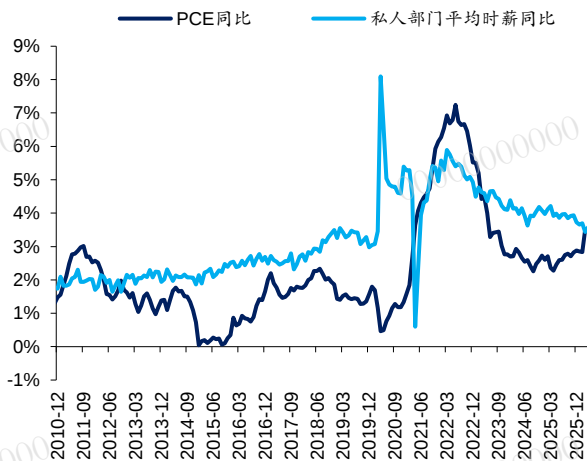
资料来源：Haver，华泰研究

图表14：股市上涨导致家庭财富的马太效应持续放大



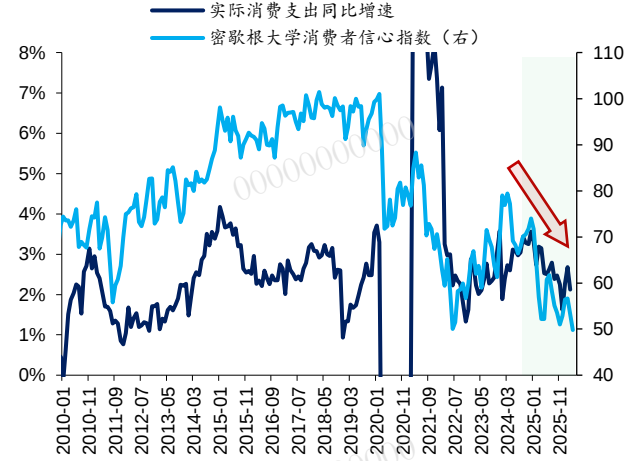
资料来源：Haver，华泰研究

图表15：通胀水平再度追上薪酬增长



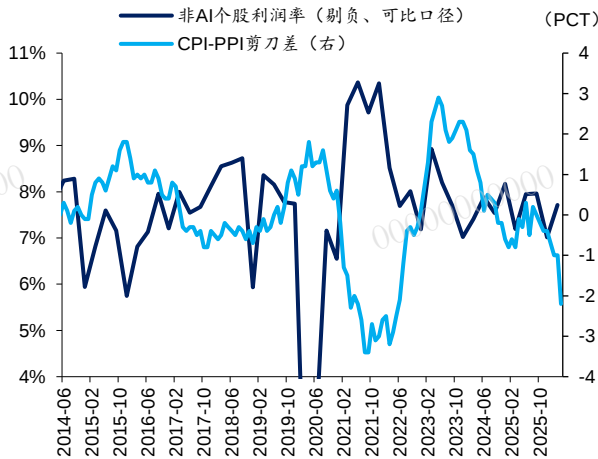
资料来源：Haver，华泰研究

图表16：居民消费的“现实”与“预期”双双走弱



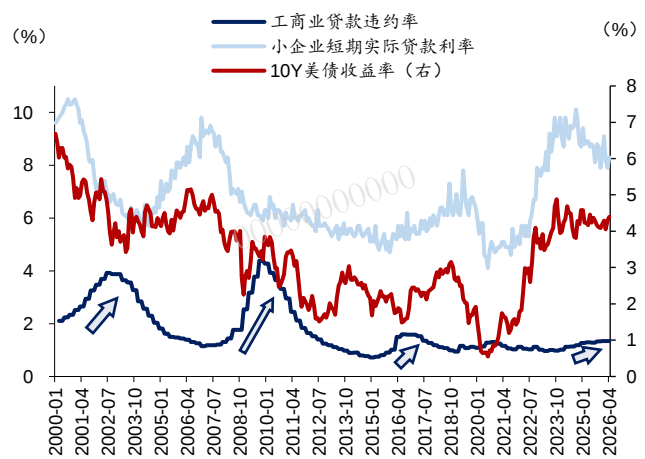
资料来源：Haver，华泰研究

图表17：AI 产业链上市公司的利润率 2025 年来呈现小幅下滑趋势



资料来源：Haver，华泰研究

图表18：走高的美债利率意味着更大的企业偿债负担



资料来源：Haver，华泰研究

图表19：部分非上市 AI 军工巨头最新估值情况

公司	最新估值 (十亿美元)	占下列指标比重		
		2025年美国非 SPAC IPO融资额	2026年初美股总 市值	IMF预测的2026 年美国GDP
OpenAI	852	189.3%	0.8%	2.1%
Anthropic	1000	222.2%	1.0%	2.4%
SpaceX	1500	333.4%	1.5%	3.6%
Anduril	81	18.0%	0.1%	0.2%
Databricks	134	29.8%	0.1%	0.3%
合计	3567	792.7%	3.5%	8.6%

资料来源：公司招股书，公司官网，OpenAI、Anthropic、SpaceX、Anduril、Databricks 的当前估值水平分别取自公司于 2025-08、2026-06、2025-07、2026-06、2026-02 最新融资轮次的估值水平，华泰研究

展望下半年，K 型分化或延续，且 AI 内部的分化也可能加大

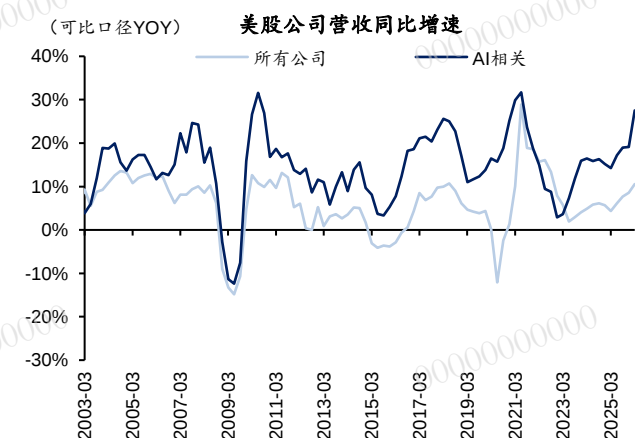
AI 产业链的盈利正处在良性循环中，投资端的高强度投入正同步反映在收入增速、利润弹性和利润率三个维度上，ROI 兑现的可见度仍在提升。盈利高增本身不是问题，且已经成为市场共识，但能否实现进一步超预期比例提升才是行情加速的关键，仍要提防预期过满导致的短期反复。

从盈利增速看，AI 公司的营收和净利润增速自 2024 年以来持续高于全市场，且 AI 公司的利润弹性是全市场的 2-3 倍。全部美股营收同比增速从 2023 年中的约 2%回升至 2026Q1 的约 10.6%，回到历史较高区间，AI 相关公司则从约 7.3%加速至约 27.5%。全部美股净利润同比增速从 2023 年的低位回升至 2026Q1 的约 30.5%，AI 相关公司则回升至 72.4%。

从盈利质量看，AI 公司的息税前利润率和净利率同步突破历史高点，与全部美国公司的结构性差距走扩。全部美股公司的息税前利润率虽已突破历史高点，但净利率仅略高于中枢，尚未完成突破；相比之下，AI 相关公司在这两个维度上均同步刷新历史高点，结构性差距也随之走阔，AI 公司与全市场的净利率差从 2000 年以来 10.3 pct 的中枢水平扩大至 1Q26 的 27.1 pct，息税前利润率差则从约 10.1 pct 扩大至 16.4 pct。

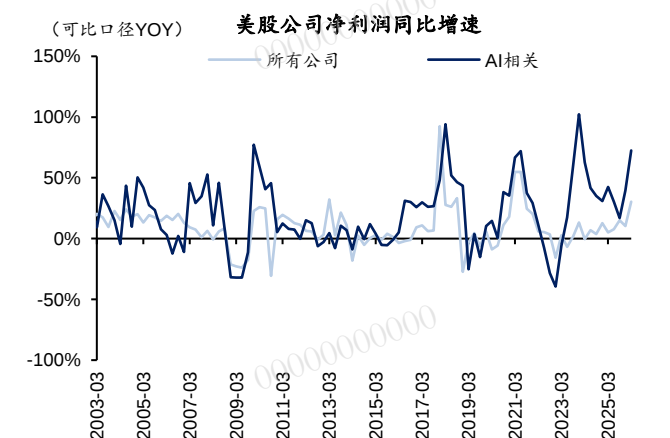
展望后市，强劲盈利虽有望延续，但一季度超预期表现已抬升全年基准，高基数下后续超预期难度加大。2026 年以来，标普 500、纳斯达克中的 AI 相关企业 2026E 的一致预期 EPS 分别上修 16.7%、17.7%，2027E 则分别上修 18.5%、19.7%。但上述预期一定程度上已经是计入价格的过去式，上修的盈利预期反而提升了后续盈利继续超预期的门槛。从历史数据看，标普 500 指数收益率与前一季度的业绩超预期程度相关系数达 55.8%。换言之，只有超预期程度的持续爬升，才会带动指数斜率的进一步放大。目前标普 500 指数已连续两季业绩超预期比例上行，但市场难以长期维持超预期幅度的线性扩张。回溯 2000 年以来数据，仅有 4Q05-4Q06、3Q13-2Q14、1Q23-4Q23、2Q24-2Q25 四个区间存在连续四个季度超预期幅度持续扩大。当前超预期门槛不断上升，行情斜率再加速的难度也有所增大。

图表20：美股全市场营收同比回升主要由 AI 相关公司贡献



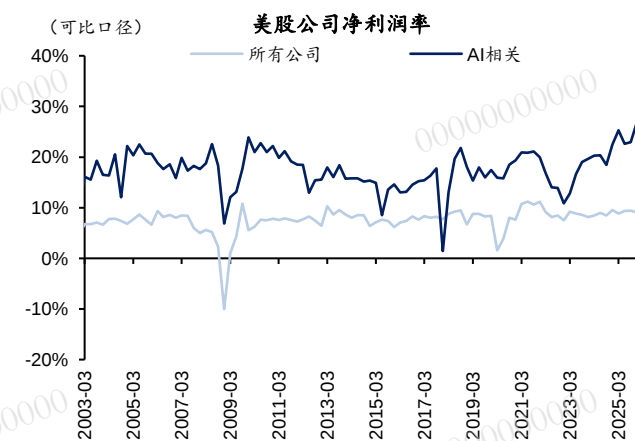
资料来源：FactSet，华泰研究

图表21：AI 公司净利润增速显著高于全市场，利润弹性也更高



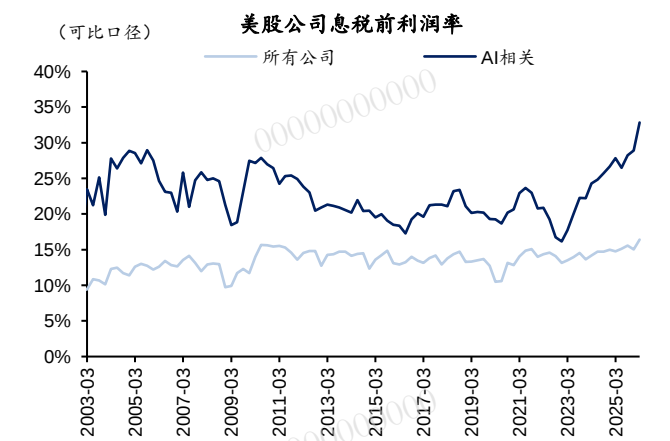
资料来源：FactSet，华泰研究

图表22：AI 公司净利率刷新历史高点，全市场仍未突破中枢上沿



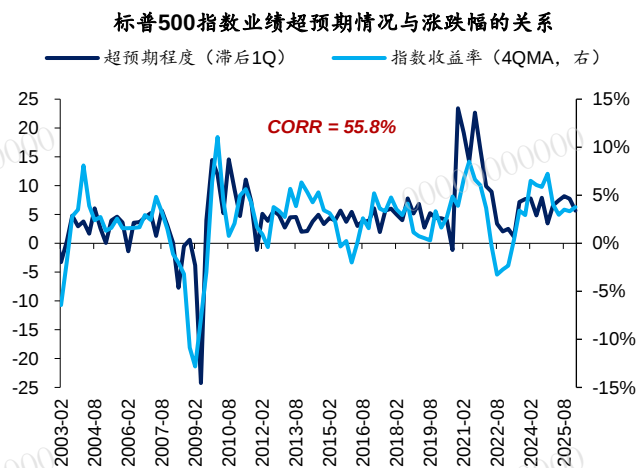
资料来源：FactSet，华泰研究

图表23：AI 与全市场息税前利润率差扩大至 16.4 pct



资料来源：FactSet，华泰研究

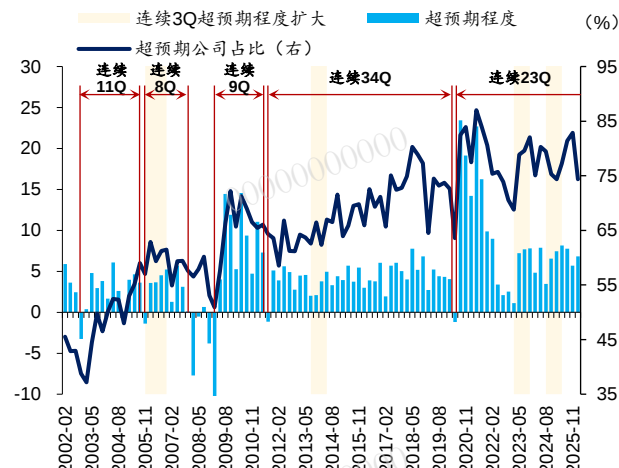
图表24：历史上看，市场交易的是预期差的二阶导



注：超预期程度=实际EPS-预期EPS-1

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表25：美股可长时间维持超预期，但超预期程度连续扩大区间不多



资料来源：Bloomberg，华泰研究

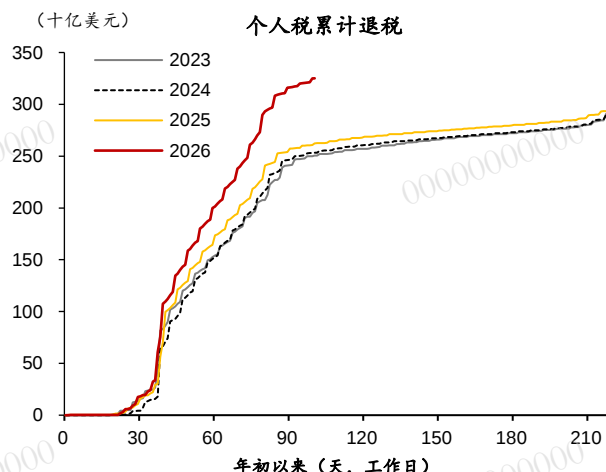
2) 非 AI 公司的盈利受到成本和需求两端的双重压制，但财政端的持续宽松能形成有效对冲，盈利难有亮点但也不至于成为指数的明显拖累。

非 AI 公司盈利端的压制主要来自成本和需求两条线。一方面，美以伊冲突以来 PPI 重新回升而 CPI 增长相对温和，CPI-PPI 剪刀差走阔，非 AI 企业的成本传导能力受限，后续毛利率可能面临压力；另一方面，居民端的实际消费支出同比放缓、消费者信心指数跌至 2000 年以来低位，需求侧的扩张动能明显减弱，对非 AI 企业的收入端形成进一步压制。

财政端的持续宽松能在一定程度上对冲上述压力。从落地兑现看，“大而美”法案(OBBBA)居民端额外退税年初至今已接近 600 亿美元，叠加年初加权进口关税税率回落、去年四季度政府关门延后的投资与消费在一季度集中回补，财政对总需求的托底已显性兑现，后续 IEEPA 相关退税将形成进一步的边际支撑；与此同时，OBBBA 已将债务上限一次性提高 5 万亿美元至 41.1 万亿美元，相较当前约 38.5 万亿美元的联邦债务规模仍有充足空间，2026 年全年财政执行不会受到债务上限的扰动。

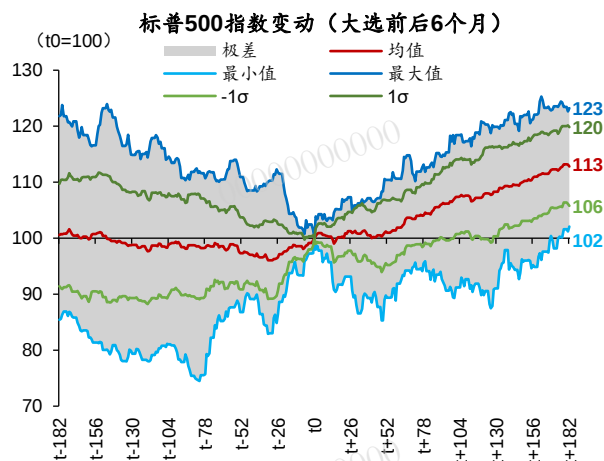
但值得注意的是，财政政策执行的顺畅度可能随 11 月中期选举的临近而有变数。向后看，下半年财政叙事的关键变量从“空间”转向“政治节奏”。根据华泰宏观判断（《美国 2026 年中期选举前瞻》，2026/05/23），中期选举可能性最高情形是共和党丢失众议院但保住参议院，特朗普国内政策议程将面临民主党掣肘，需更多依赖行政令推进；从市场反应看，历史上中期选举前 6 个月美股通常小幅震荡下行，选后 6 个月平均上涨 12.8%，主要由不确定性溢价的释放驱动。上述判断意味着下半年财政对盈利的边际支撑并未消失，但也需关注中期选举前后可能带来的变数。

图表26：“大而美”法案宽松落地，年初至今居民退税显著超季节性



资料来源: Haver, 华泰研究

图表27: 标普500 通常在中期选举前小幅下跌, 选后倾向于上涨



注: 样本期包括 1970-2024 年

资料来源: Haver, 华泰研究

流动性和估值：提升空间有限，更多带来逆风

相较盈利端的强劲增长，流动性和估值层面提供的更多是逆风，利率路径与政策框架的双重不确定性，以及本就已经处于下沿的风险溢价和计入饱满的长期增长预期，限制了美股估值层面继续扩张的空间。

无风险利率易上难下，货币政策框架不确定性可能也会加大波动

当前美国通胀粘性正在上升，叠加美股大涨带来的金融条件被动宽松，美联储加息的必要性正在抬升。1) 通胀粘性显著走强。霍尔木兹海峡持续封锁时间已超出市场预期，能源价格中枢上移直接抬高了通胀中枢。值得注意的是，即便海峡通航预期兑现，通胀粘性也不会立刻缓解，封锁期间被压制的库存补充和延迟订单将集中释放，叠加产能重启与物流恢复的时滞，能源及核心商品价格预计仍将在数月维持高位。2) 美股大涨已带来金融条件的被动宽松。AI 带动的美股大涨产生显著的财富效应，进一步推升消费和投资需求，使整体金融条件较年初明显宽松。在通胀仍未回到目标的环境下，被动宽松的金融条件本身已为美联储下半年的潜在收紧提供了额外理由。根据华泰宏观判断(《联储明年可能有必要加息》，2026/05/20)，联储今年下半年的确很难再降息，按目前趋势明年或许有加息的必要性。

除美联储外，全球流动性环境也在同步转向，共同使得美债利率易上难下。全球货币政策正在逐步由“同步宽松”转向“分化甚至再收紧”，全球 39 个国家(或地区)的央行样本中，仍处于降息周期的央行占比已从 2025 年 10 月的 80%下降至 2026 年 4 月的 50%。叠加新美联储主席沃什上任带来的政策不确定性，这一预期的重定价直接体现在长端利率上，10 年期和 30 年期美债利率相继创下周期新高。

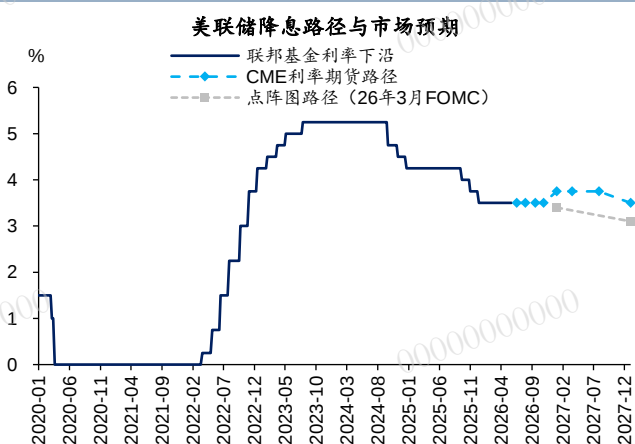
沃什向缩表倾斜的表态，进一步将利率路径不确定性升级为政策框架不确定性。但即便沃什上任，实质性缩表的推进难度仍然很高，原因来自资产负债表自身约束和联储内部制度约束两个层面。

首先，当前准备金规模并不支持直接重启缩表。准备金充足度，即准备金余额与商业银行总资产之比，是判断美联储缩扩表决策的核心观测指标。上一轮 QT 正是在该指标降至过度充裕到适度充裕临界点时(约 12%-13%)暂停，当前该指标已进一步降至 12.18%，若强行重启缩表使其跌破 10%，很可能引发类似 2019 年的流动性危机。因此重启实质性缩表的前提是必须先通过 SLR/LCR 等监管改革降低银行对准备金的需求，使同等规模准备金对应的充足状态被认为更高，进而将准备金充足度的警戒阈值从当前的 10%下移到更低水平，才能在不引发流动性危机的前提下推进缩表。

其次，即便强行推进缩表，制度层面也存在显著的内部分歧和流程约束。制度调整本身需要漫长的内部讨论与流程，且联储内部对缩表方向存在明显分歧，美联储理事 Barr 明确反对缩表，认为在最低充裕准备金框架下激进缩表反而会推高利率波动、加大金融稳定风险。这意味着即便沃什上任，缩表方案在 FOMC 层面也难以快速形成共识。然而即便实质性缩表难以推进，市场对政策框架变动的预期本身就会抬升期限溢价、放大估值层面的波动，足以对估值面构成实质压制。

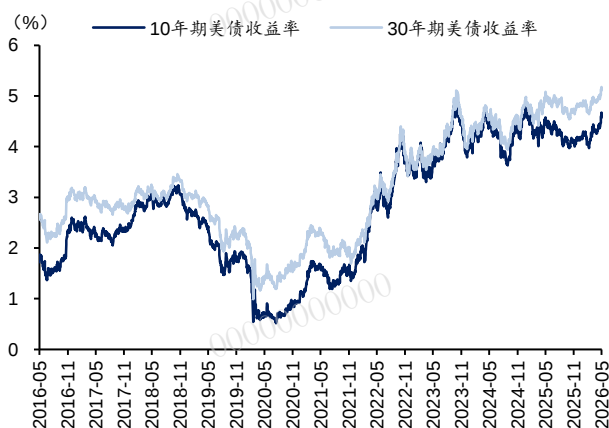
反向情形也需关注，但并非基准。如前文所述，本轮美联储潜在加息的驱动力来自通胀粘性回升和 AI 财富效应推动金融条件被动宽松两个层面。要扭转这一组合并转向降息，需要增长侧的放缓严重到让其判断“增长比通胀更紧迫”。但一旦增长放缓达到这一阈值，意味着市场逻辑将从“利率下行、估值修复”切换到“盈利下修、分子端杀估值”，该情形对盈利驱动的美股反而构成威胁。

图表28：市场预期联储 2027 年上半年加息 1 次



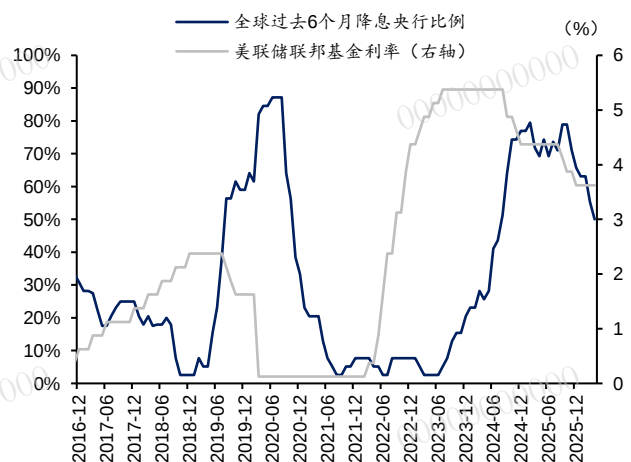
资料来源：Haver，华泰研究

图表29：10 年期和 30 年期美债利率叠创周期新高



资料来源：iFind，华泰研究

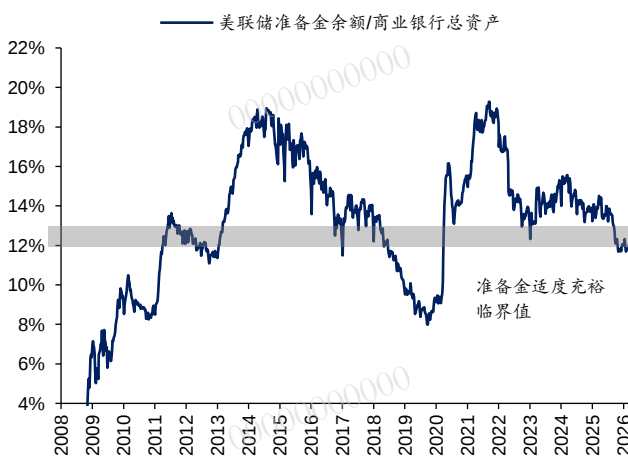
图表30：全球仍在降息的央行占比已降至 50%，宽松周期临近尾声



注：样本范围为包括如下 39 个国家（或地区）的央行（阿根廷央行、澳大利亚联储、巴西央行、加拿大央行、瑞士央行、智利央行、中国人民银行、哥伦比亚央行、捷克央行、丹麦央行、英格兰银行、香港金融管理局、克罗地亚央行、匈牙利央行、印尼央行、以色列央行、印度储备银行、冰岛央行、日本央行、韩国央行、科威特央行、摩洛哥央行、北马其顿央行、墨西哥央行、马来西亚央行、挪威央行、新西兰联储、秘鲁央行、菲律宾央行、波兰央行、罗马尼亚央行、塞尔维亚央行、俄罗斯央行、沙特央行、瑞典央行、泰国央行、土耳其央行、美联储、欧洲央行、南非储备银行）

资料来源：BIS，华泰研究

图表31：当前准备金充足度已降至 12.18%，处于适度充裕临界值



资料来源：Haver，华泰研究

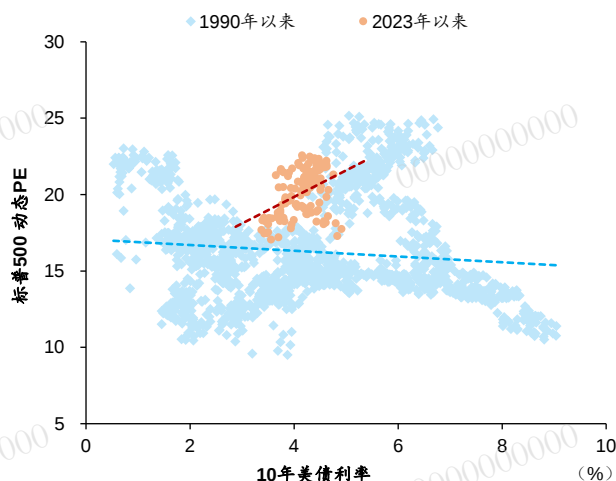
无风险利率上升并不必然导致美股下跌，但确实会导致拔估值难度增大。

1) 估值仅是定价维度之一，若为增长驱动的无风险利率上行，盈利预期将压降风险溢价。2023 年以来受 AI 业绩驱动，标普 500 动态 PE 与 10Y 美债利率相关系数达+42.4%，市场无视利率上升而走强。

2) 但是，估值扩张上限确然受制于流动性周期，大多时候降息尾声即为估值上行尾声。自 1990 年来的 7 次降息周期中，有 6 次美股估值在降息结束前后见顶，且结束前 1 个月到 3 个月的标普 500 表现大多偏弱。

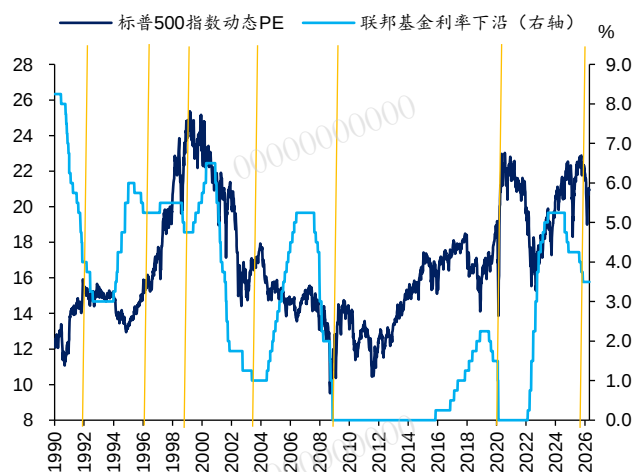
3) 结构上看，利率上行对估值的冲击具有非线性特征，美债利率短期上升过高或节奏过快时，负面压力将显著加剧。1998-2025 年的统计显示，期限溢价（区间内相关性-29.3%）与通胀预期（-17.7%）与 PE 负相关，而名义利率（+28.5%）、实际利率（+33.6%）及中性利率（+55.5%）与 PE 正相关。当前美债利率已经超 4.5%，进一步上行对估值的压力将明显加大。近期 MOVE 指数较年初上升超 15 pct，快速上升的利率导致美股走势与利率相关性重新转负，截至 2026 年 5 月 23 日达-14.6%，处 2000 年以来的 6.2%分位。

图表32：无风险利率上升不等于美股下跌，但过高的利率压力加大



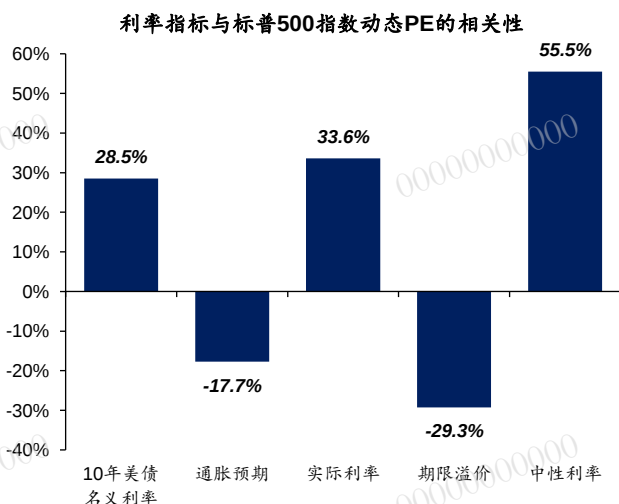
注：统计区间为 1990-2025 年
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表33：1990 年以来的 7 次降息周期中，有 6 次美股估值都在降息结束前后见顶



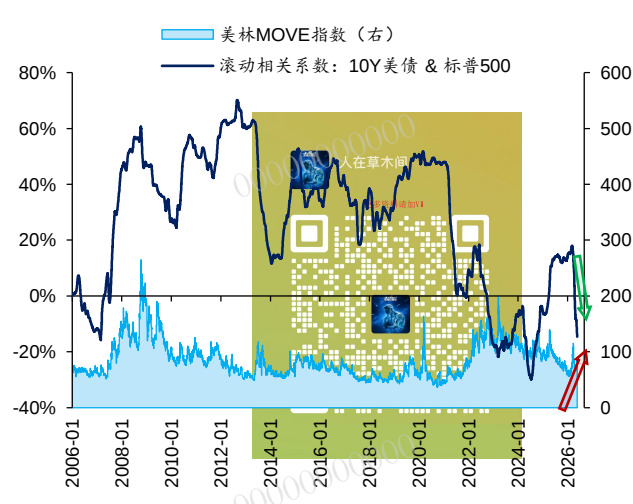
资料来源：FactSet，华泰研究

图表34：通胀预期和风险溢价驱动的利率走高对美股压力更大



注：统计区间为 1998-2025 年
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表35：长端利率上升预期推动近期美股走势与利率相关性转负



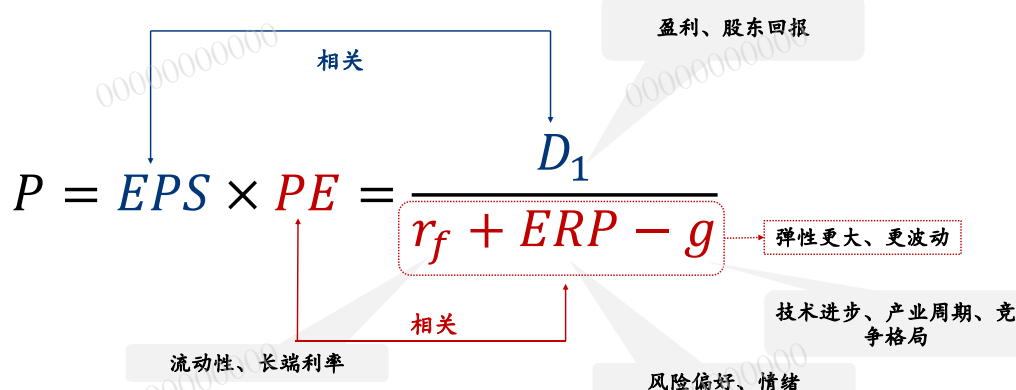
注：相关系数采用滚动 252 日窗口进行计算
资料来源：FactSet，华泰研究

风险溢价处于低位，长期盈利预期支撑的估值水平也计价饱满
估值扣除无风险利率的部分并不仅是风险溢价，还包含长期盈利预期 g 。

1) 当前风险溢价进一步下行的空间有限。截至 2026 年 5 月，标普 500 股权风险溢价降至 4.36%，处于 2008 年以来 14.6% 的分位，向下弹性相对有限。

2) 美股长期盈利预期支撑的估值水平略低于当前估值。我们以 EPS 长期增长率一致预期、10 年美债利率和 VIX 衡量的风险拟合标普 500 指数动态 PE。截至 2026 年 4 月底，基于 2002 年至今样本拟合的标普 500 理论动态 PE 为 18.4 倍，低于当前 21.0 倍的实际估值，表明估值对长期增长预期计入的已经相对饱满。

图表36：1/PE-Rf 实际上等于 ERP-g 而非 ERP



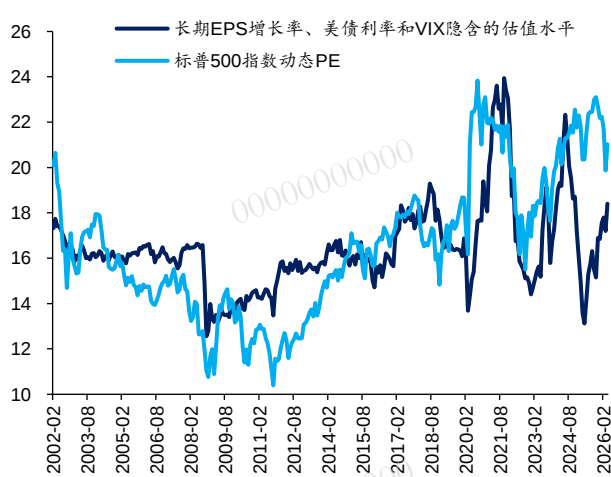
资料来源：华泰研究

图表37：当前风险溢价进一步下行的空间有限



资料来源：FactSet，华泰研究

图表38：美股长期盈利预期支撑的估值水平略低于当前估值



资料来源：FactSet，华泰研究

资金面：略低于 2025 年，起到“托而不举”的效果

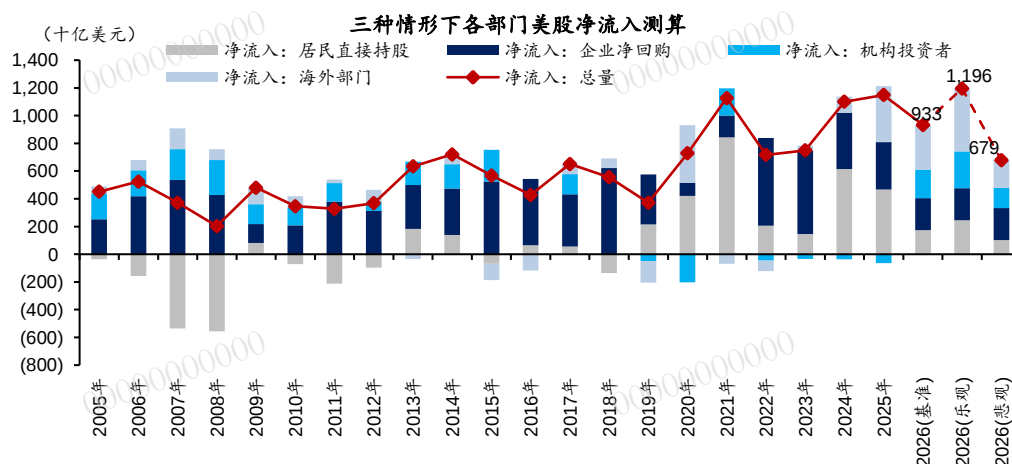
2026 年美股资金面基准情形下净流入约 9334 亿美元，相比 2025 年的 1.15 万亿小幅下降，对应的标普 500 约为过去 20 年的年化涨幅中枢 8.5%。但需要注意的是，美股是全球投资者定价的市场，增量资金本身几乎没有上限约束，且美股走势和增量资金往往互为因果。本部分的测算是在基准情形下给予的参考，总体来看，下半年资金面对市场更可能呈现“托而不举”的特征。

从测算方法看，我们按美联储 Z.1 表口径对 ETF&共同基金、保险&养老金、海外部门、居民直接持股、企业增发与回购五个主体分别建模。ETF&共同基金根据 ICI 披露的一季度实际 ETF 净发行量和共同基金净卖出普通股数量，按 2018 年以来“全年/Q1”倍数均值外推，基线情形净流入约 2921 亿美元。保险&养老金延续 2012 年以来的长期净流出格局，该类机构按股债目标权重进行季度再平衡，其季度美股净买入与标普 500 涨幅显著负相关，预计 2026 年基准情形净流出 876 亿美元。海外部门按 2000 年以来海外持股市值占比的趋势线外推，基线情形配置比例升至 18.8%、对应净流入约 3234 亿美元。居民直接持股基于回归测算，标普每上涨 1% 对应净流入 205 亿，基线情形净流入约 1743 亿美元。企业增发与回购方面，净回购（回购-增发）从 2025 年的 3425 亿明显收窄至 2313 亿美元。

从结构上看，下半年资金面的边际变化值得重点关注。1) 增量资金的结构本身并不稳健。交易型资金（居民直接持股）和被动资金（ETF）仍是基线情形下的主要增量来源，但这两类资金天然带有顺周期属性，追涨杀跌的特征明显。2) 海外资金的边际增配力度明显减弱。海外部门虽仍维持正流入，但 2026 年净流入规模相比 2025 年已大幅回落；去美元化叙事持续发酵下，全球非美主动型基金对美股的配置比例自年初以来加速回落，海外资金作为过去两年支撑美股的重要边际买盘正在边际退潮。3) 企业回购的托底能力明显减弱。回购在过去多年是美股最稳定的边际买盘之一，但 2026 年面临两端挤压：一端是 AI 产业链的天量资本开支持续吞噬自由现金流，企业用于回购的可分配现金被大幅压缩；另一端是 2026 年迎来 IPO 超级周期，包括 SpaceX 等大体量募资集中落地，股权供给端的扩张同步抵消了回购对美股的提振作用。两端叠加下，净回购规模回落至接近 2008 年金融危机后的低位。4) 存量资金的加杠杆和现金弹药均已接近极值。客户保证金借款占美股市值比已升至历史高位区间，证券账户可用余额占比已降至 1998 年以来的历史低位 0.6%，即便情绪面出现催化，存量资金也难以进一步贡献增量买盘。

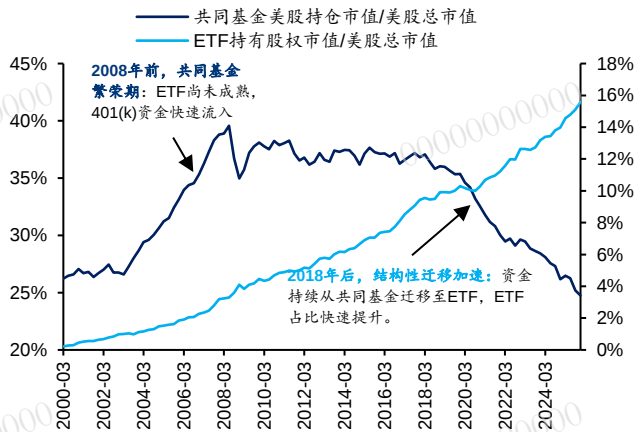
综合来看，资金面本身不会成为下半年系统性下行的触发因素，但也无法继续充当估值扩张的推手。叠加前文讨论的利率端易上难下的估值逆风、以及风险溢价已逼近历史低位的估值空间约束，资金面更可能扮演“放大器”角色，上涨时顺周期的居民资金与 ETF 被动资金会进一步加大流入，下跌时同一批资金也会同步反向流出，整体意味着市场波动可能较明显加大。

图表 39：基准情形下 2026 年美股获得 9334 亿美元净流入，较 2025 年的 1.15 万亿小幅下降



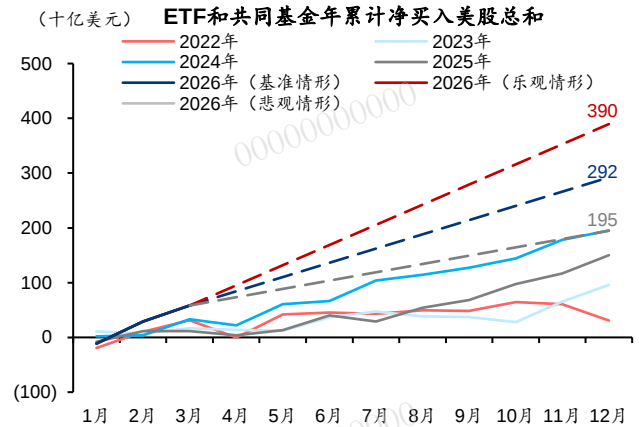
资料来源：Haver，美联储，华泰研究预测

图40：2018年起ETF对共同基金的结构替代加速



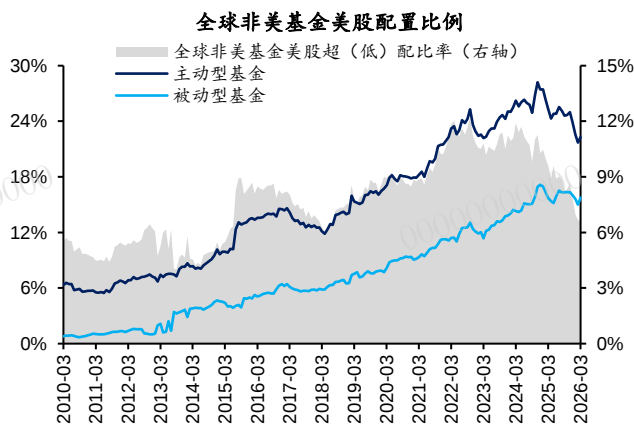
资料来源：Haver，美联储，华泰研究

图41：2026年ETF和共同基金合计净买入美股规模测算



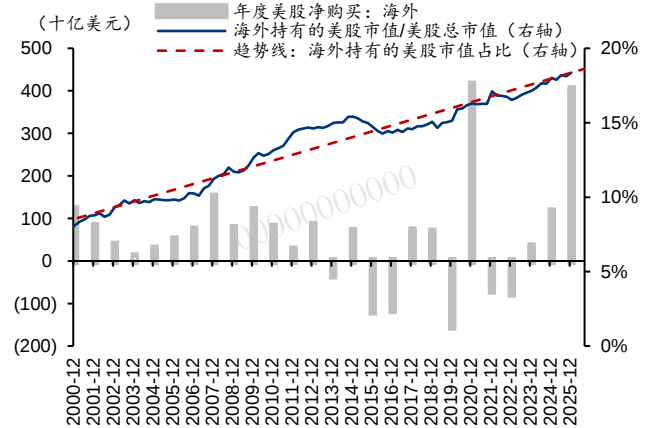
资料来源：Haver，ICI，美联储，华泰研究预测

图42：2026年以来全球非美基金对美股的配置比例加速回落



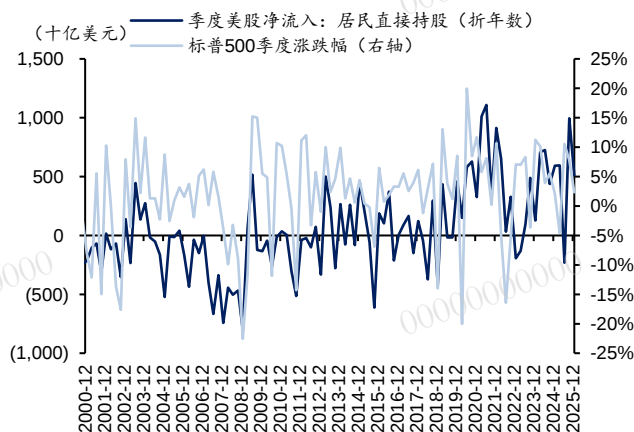
资料来源：EPFR，华泰研究

图43：2000年以来海外美股持仓市值占比呈上升趋势



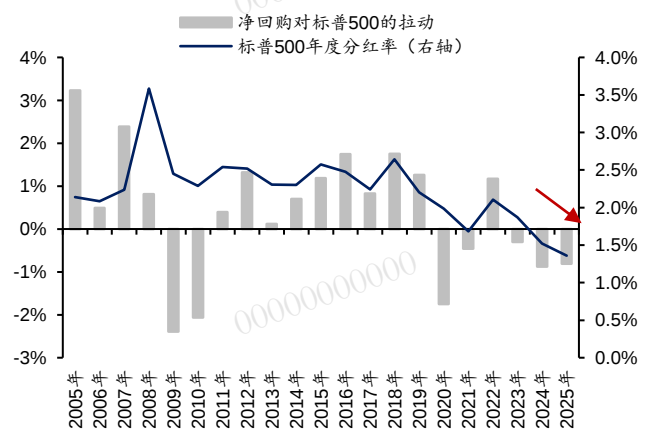
资料来源：Haver，美联储，华泰研究

图44：居民直接持股净流入与标普500涨跌幅呈显著正相关



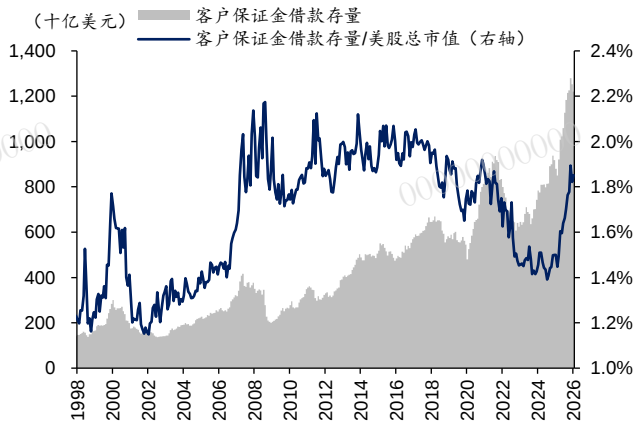
资料来源：Haver，美联储，华泰研究

图45：资本开支飙升导致企业回购的托底能力明显减弱



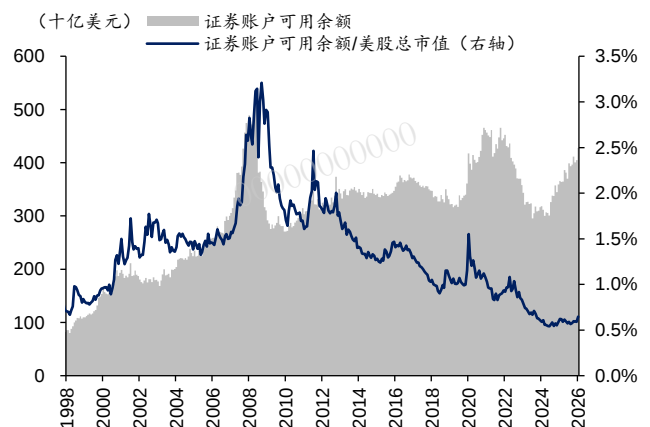
资料来源：FactSet，华泰研究

图表46：杠杆资金占美股总市值的比例已接近历史高位



资料来源：Haver，华泰研究

图表47：证券账户可用余额占美股总市值的比例已降至历史低位



资料来源：Haver，华泰研究

流动性逆风+基本面顺风，行情或更聚焦于有盈利支撑的头部企业

需要明确的是，下半年流动性层面的逆风本身是基本面顺风的副产品，而非完全的外生冲击。当前美联储的潜在收紧是因为 AI 驱动的美股大涨产生显著的财富效应，叠加 AI 产业链扩产对应的投资需求，共同推升金融条件指数较年初明显宽松。在通胀粘性仍未缓解的环境下，金融条件的被动宽松迫使美联储不得不通过推迟降息甚至潜在加息来重新校准。换言之，货币政策调整是基本面强劲的“果”而非“因”，而且驱动行情的 AI 主线仍是美股盈利能力最突出的板块，这也使得与常规流动性收缩对应科技成长受损的思路不同，当前 AI 链从投资回报率看反而是最能抵御利率上升压力的板块。

美联储降息结束甚至进入加息周期并不等价于美股回撤，平衡点在盈利增长的快慢。1) 降息周期结束前 3 个月内，美股往往有扰动，但一般都很快修复。自 1990 年来的 7 次降息周期中，临近降息结束前 1 个月到 3 个月标普 500 指数表现大多偏弱。待降息结束后，市场进一步表现大多被基本面修复推动。2) 加息周期也不意味着美股下跌。1990 年以来共五次加息周期中，标普 500 的中位涨幅约为 10.4%。除了 2021-2022 年快速加息周期中美股阶段性下跌外标普 500 均录得正收益。究其原因，降息和加息本身是政策对基本面的反应动作。在加息周期中，美股估值确实有所收缩，但盈利走强对股市起到了很好的支撑。

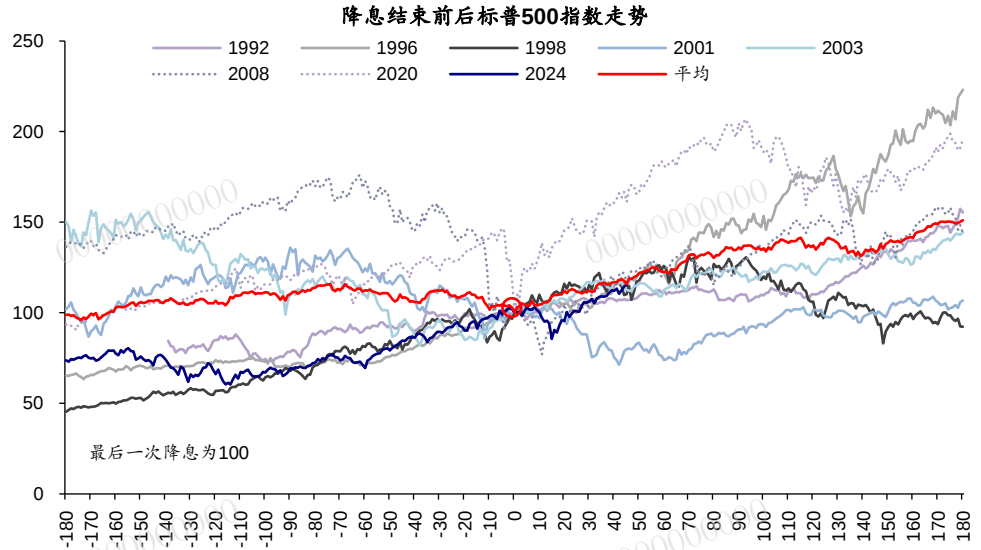
真正触发美股转为下跌的，是利率维持过高水平到融资成本挤压投资回报率的阶段。流动性和增长两者之间的平衡失调则会导致经济压力，从而致使股市走弱，例如 2000 年和 2007 年的加息周期，美股都是加息结束时开始大幅回撤。这意味着判断流动性逆风对美股压力的核心不是利率绝对水平，而是利率与企业回报率之间的差距。

从数据看，美国总体企业或一定程度受到利率挤压，但上市公司还有很大空间承受更高的利率水平。从全美国的总体企业看，C&I 贷款利率已经超过非金融企业部门 ROIC 2.56pct。但如果只看上市公司，标普 500 指数和纳斯达克指数当前 ROIC 分别为 11.19% 和 12.52%，仍显著高于投资级/高收益信用债收益率，较投资级债利率分别高 5.89/7.22pct，较高收益债利率分别高 4.03/5.36pct。

融资成本上升的压力对不同企业也呈现明显的分化。对一般企业，2023 年底收紧贷款比例达到阶段性高点，此后一直偏紧，导致企业贷款逾期率节节上升。2026Q2 银行对小企业 C&I 贷款标准收紧比例为 6.6%，大中型企业为 8.1%。C&I 贷款余额从 2025 年底的 2.71 万亿美元升至 2026 年 4 月的 2.88 万亿美元，绝对信用供给仍在缓慢扩张，但工商业贷款逾期率从 2022 年底的 1.04% 升至 2026Q1 的 1.36%。

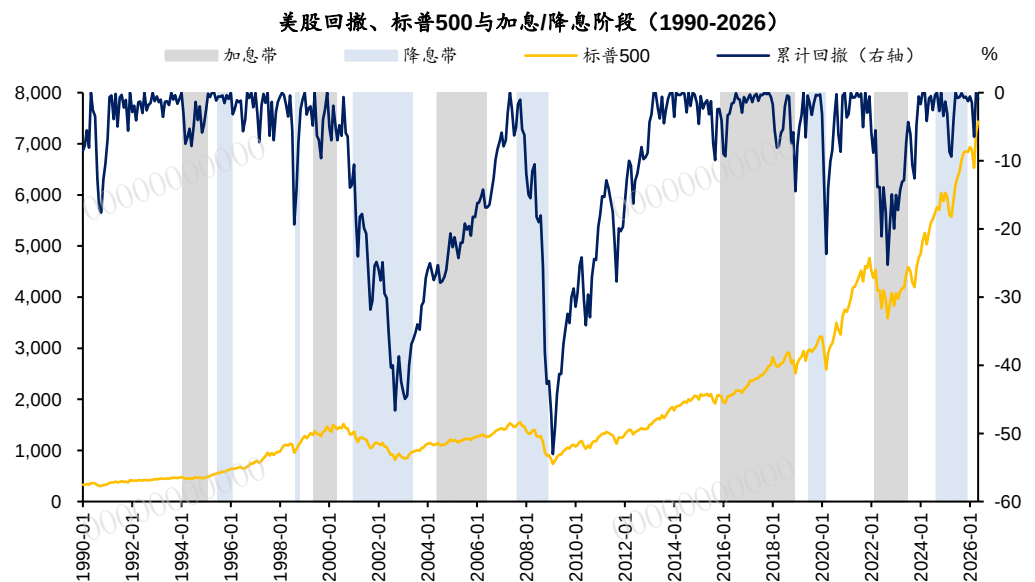
但对科技龙头而言，高利率仍可被 AI 回报率部分吸收。当前头部科技企业大规模的资本开支导致现金流已经基本枯竭，需要使用外部融资来继续发展，这是投资者目前对科技股走势的担忧之一。但美股 AI 链公司的投资回报率目前依然高于融资成本。一方面，AI 企业的利润率仍在改善，另一方面，ROIC 仍在不断扩张。2026 年 5 月 21 日标普 500 AI 链和纳斯达克 AI 链 ROIC 分别为 20.7%和 22.0%，高于投资级企业债 5.3%和高收益债 7.2%的有效收益率，缓冲约 13.6-16.7pct。

图表48：降息周期结束前 3 个月内，美股往往有扰动，但一般都很快修复



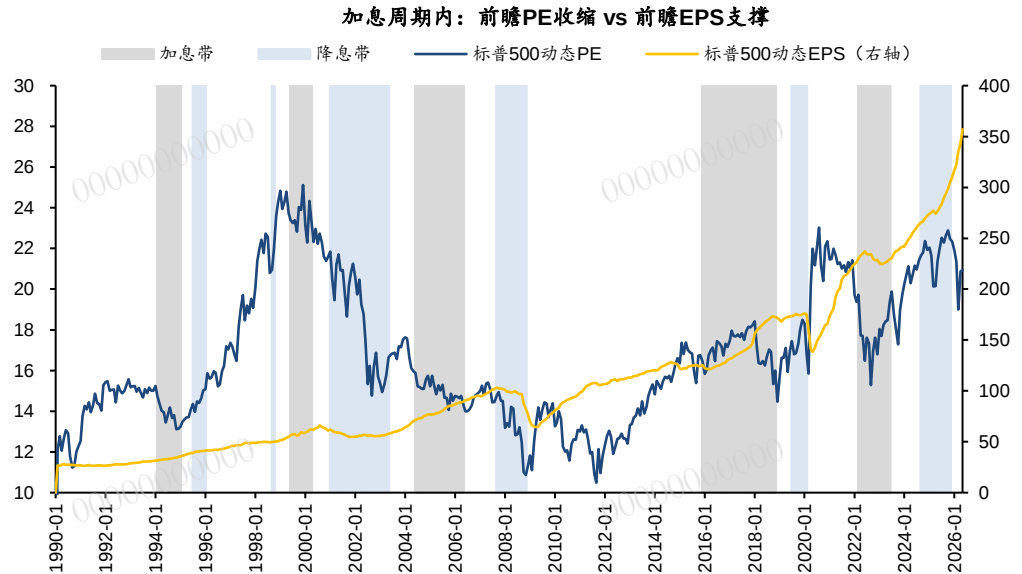
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表49：加息周期不意味着美股下跌



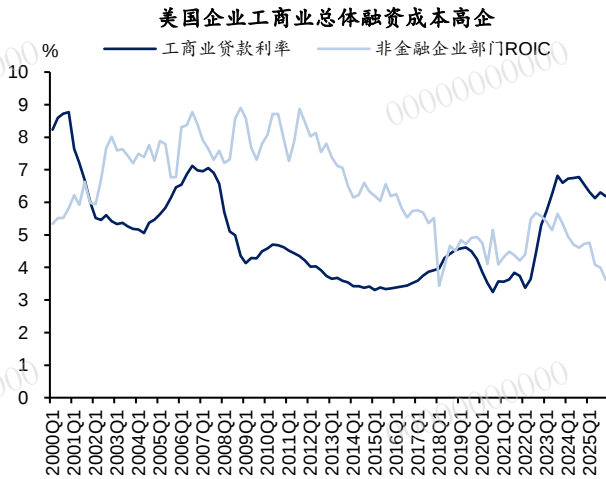
资料来源：Bloomberg，FRED，华泰研究

图表50：加息周期内盈利走强对股市起到了很好的支撑



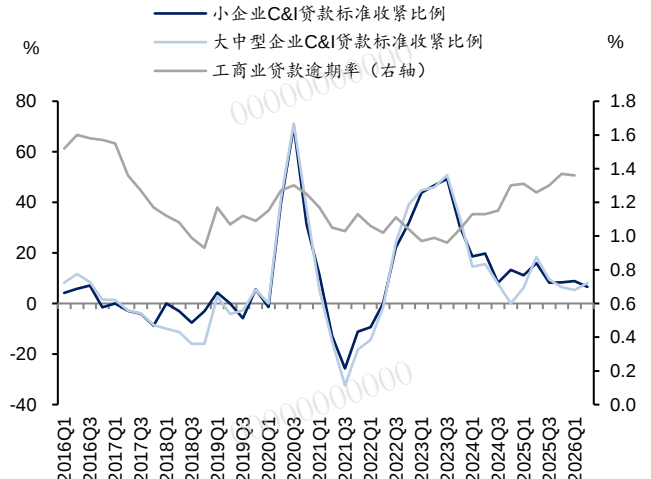
资料来源：Bloomberg, FRED, 华泰研究

图表51：工商业贷款成本已远超美国非金融整体 ROIC



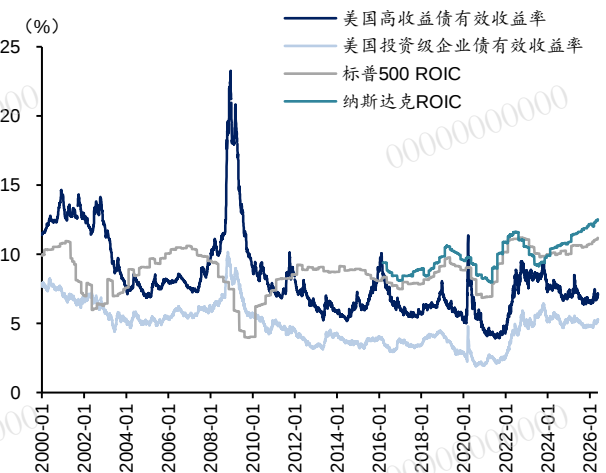
资料来源：FRED, 华泰研究

图表52：工商业信贷条件总体仍在收紧



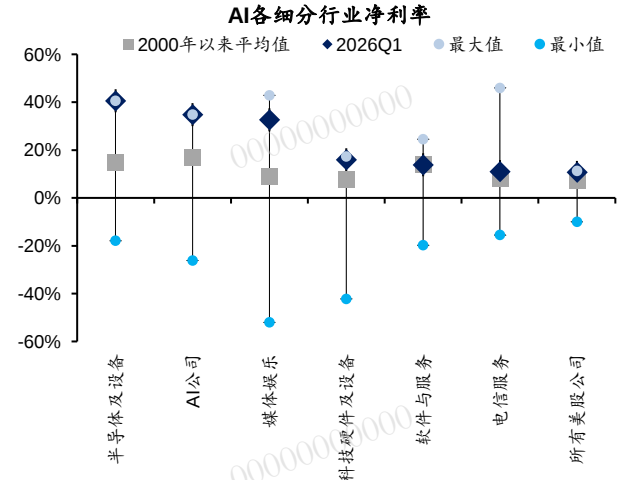
资料来源：FRED, 华泰研究

图表53：但上市企业 ROIC 水平依然较高



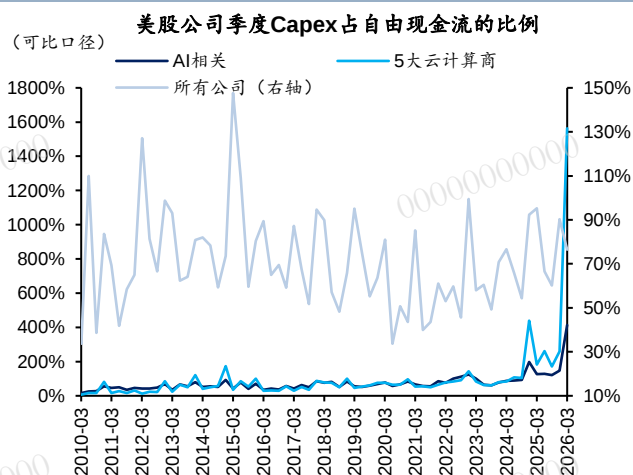
资料来源：FRED, FactSet, 华泰研究

图表54：AI 利润率改善



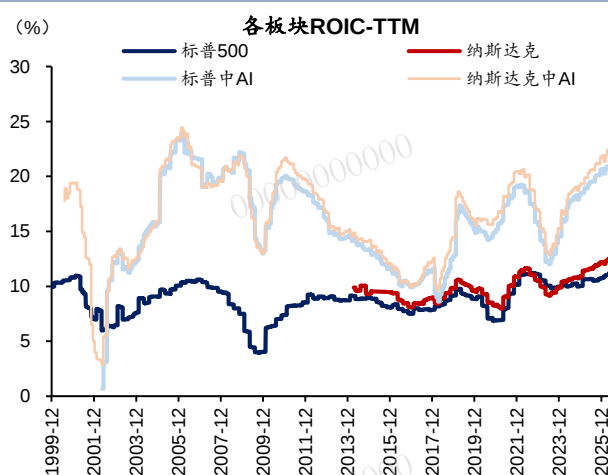
资料来源：FactSet, 华泰研究

图表55：科技企业需要使用外部融资来继续发展 AI 产业



资料来源：FactSet，华泰研究

图表56：AI 板块投资回报率持续领先，盈利质量支撑估值溢价



资料来源：FactSet，华泰研究

配置主线：聚焦核心科技，降低小市值敞口

前文提到，下半年美股呈现“流动性逆风+盈利顺风”的组合，且流动性的逆风本身是基本面顺风的副产品，而非完全的外生冲击，这一组合更可能压制估值扩张而非触发系统性下跌，但板块和个股的分化将显著加大。在此背景下，我们建议方向上仍坚守 AI 主线，但在技术面指标和流动性压力带来的短期挑战下，高波动环境中要更坚持配置思维，且更加关注 ROIC 较高能抵御利率上行的板块。具体到 AI 内部，AI Capex 的直接受益环节和头部个股是下半年逢低加仓的优先方向，建议规避小市值公司；软件板块估值已大幅压缩、具备超跌反弹的基础，但能否真正反弹取决于盈利端兑现转机，建议保持观察；消费则因 K 型分化压制总量弹性，建议整体低配，仅在受益于财富效应的细分领域寻找结构性机会。

坚守 AI 主线，重点关注 AI Capex 的直接受益环节，减配小市值公司

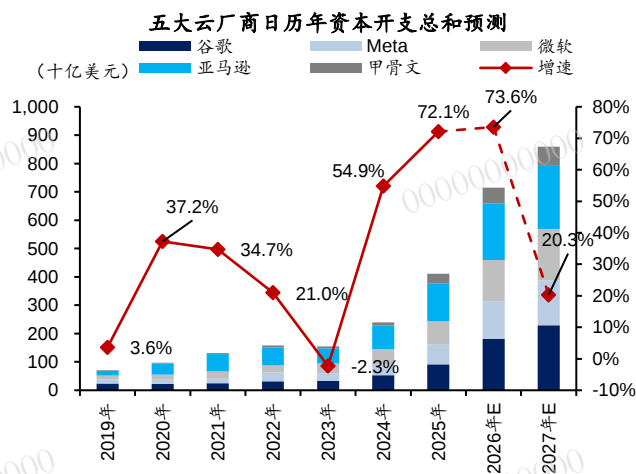
AI 主线仍是美股盈利增速最强的环节，且估值也有所消化。AI 公司盈利处在收入、利润弹性、利润率三个维度同步扩张的良性循环中。相比之下，非 AI 部分盈利乏善可陈、且在成本和需求两端均面临压制，财政托底虽能缓冲但不足以驱动趋势性向上。AI 主线仍是美股内部少有的兼具增长动能、盈利质量和可见度的方向。考虑到降息周期结束，明年有可能进入加息周期，直观感受中科技成长往往受到更大的压力，但这一轮的区别之处在于，科技的 ROIC 和盈利水平远高于其他板块。2026 年 5 月 21 日标普 500 AI 链和纳斯达克 AI 链 ROIC 分别为 20.7% 和 22.0%，高于投资级企业债 5.3% 和高收益债 7.2% 的有效收益率，缓冲约 13.6-16.7pct。

但波动率可能放大，坚持配置思维应对，低吸但不追涨。当前盈利预期已经大幅上修，估值端面临美债利率易上难下、沃什主席上任带来的政策框架不确定性、风险溢价约束估值空间约束的三重压制。三季度盈利空窗期与中期选举前后的窗口，市场波动可能明显放大。

在 AI 主线内部，需要优先关注 AI Capex 的直接受益环节和头部 AI 个股。在 AI 主线内部，AI Capex 的加速扩张是当前确定性最强的盈利驱动力。五大云厂商 2026 年新增 Capex 预计将达约 7143 亿美元，约占美国名义 GDP 的 2.21%，2027 年预计进一步上升至约 8593 亿美元、约占 GDP 的 2.54%，扩张斜率陡峭于 2023 年 AI 趋势出现前水平。在这一规模下，Capex 将沿算力、数据中心、电力的供应链向下传导，相关环节的盈利兑现由签约订单和长协合同支撑，可见度高于其他依赖叙事的方向，是下半年逢低加仓的优先方向。

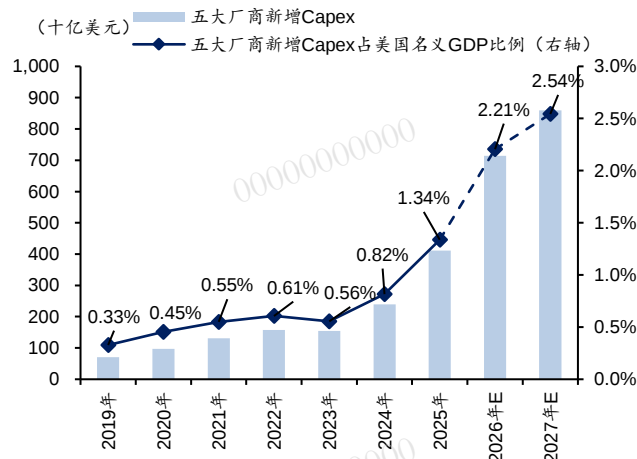
AI 板块内部的对流动性负面压力抵御能力的分化极大，AI 对高利率的风险预防能力主要来自少数头部公司，其他中小 AI 公司更加脆弱。2026Q2 的 33 只 AI 相关个股 ROIC-WACC 均值仅 0.8pct，中位数为 -1.5pct，横截面标准差高达 38.0pct，极差达到 220.0pct；15 家公司为正、18 家公司为负。剔除 NVIDIA 后，均值从 0.8pct 降至 -3.8pct；剔除前五家公司后，均值进一步降至 -9.2pct。公司层面，NVIDIA 为 148.1pct，Seagate Technology 为 84.3pct，Adobe 为 24.6pct；但 C3、SoundHound AI、BigBear 分别为 -71.9pct、-65.8pct、-64.5pct，严重低于平均水平。这意味着头部公司的高 ROIC 缓冲足以抗住利率上行，回调中可以逢低布局；而中小 AI 公司在融资条件收紧的环境下面临盈利和估值的双重压力，应适当低配。

图表57：五大云厂商 Capex 扩张斜率明显陡峭于过去周期



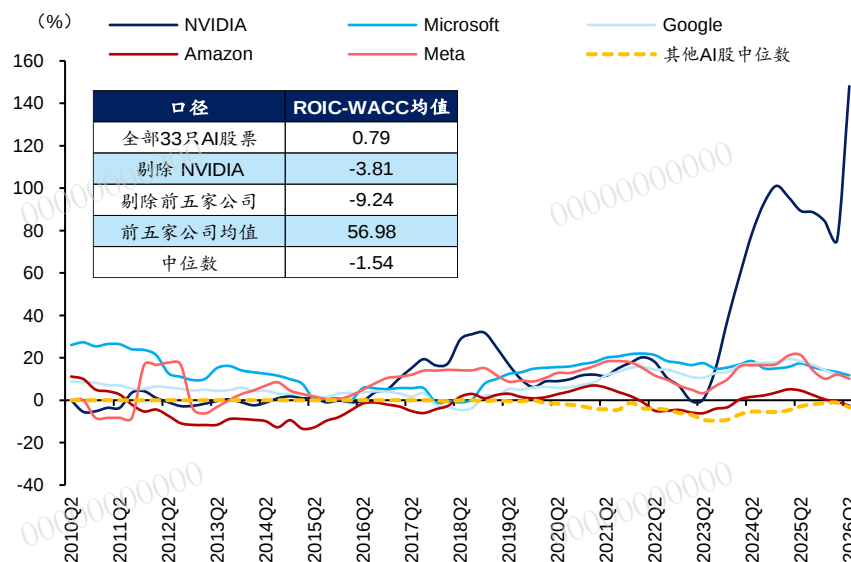
资料来源：FactSet，华泰研究

图表58：五大云厂商 Capex 占 GDP 比例持续抬升



注：美国名义 GDP 预测来自 IMF《世界经济展望》（2026 年 4 月版）
资料来源：FactSet，IMF，华泰研究

图表59：AI 板块内部的 ROIC-WACC 分化极大



资料来源：Bloomberg，华泰研究

软件还在左侧状态，仍待验证 1-2 个季度盈利

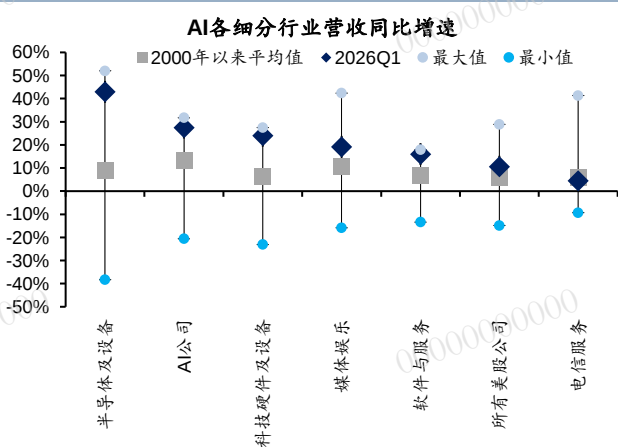
软件板块在 2026 年初经历了一轮剧烈的叙事重定价。年初以来，随着 Agent 类产品的密集落地以及大模型能力的持续跃迁，市场对软件行业的核心担忧从“AI 赋能 SaaS”快速反转为“AI 颠覆 SaaS”。一方面，传统 SaaS 赖以生存的席位制订阅模式被认为将受到 Agent 的直接替代，企业付费席位面临结构性收缩；另一方面，企业 IT 预算正在从传统软件向生成式 AI 工具迁移，存量 SaaS 厂商的预算分配遭到挤压，行业的长期估值锚因此动摇。在这一系列担忧下，2026 年至今软件板块经历了系统性杀估值，当前 PE Ratio 已回到历次行业重构叙事冲击时的低位水平。

但从一季报数据看，软件服务相对全美股和自身历史水平并未崩塌，真正的瑕疵在于其是 AI 产业链内部盈利最薄弱的一环。营收端，软件与服务 2026Q1 同比增速约 16%，跑赢全美股的 10.6%，位于 2000 年以来均值的偏上区间，但低于 AI 产业链其他公司；净利润端，软件与服务同比约 24%，虽不及全美股的 30.5%和 AI 产业链的 72.42%，但高于自身历史均值。Margin 上，软件息税前利润率约 27%，位于自身历史区间偏上水平，规模效应仍在；但净利率仅约 14%，与 AI 产业链（35%）的差距悬殊。综合而言，软件并未从 AI 叙事中获得与其他环节同等量级的盈利红利，但承担了 Agent 冲击下的估值压力。

净利润率与息税前利润率的缺口主要来自三方面：1) 利息支出侵蚀，软件行业近年举债融资，高利率环境下利息负担集中放大；2) 并购摊销与商誉减值，软件公司为快速补足 AI 能力大量收购，无形资产摊销和潜在减值压力持续稀释 EBIT；3) 股权投资公允价值变动，头部公司前期通过 CVC 或直投布局 AI 初创，AI 叙事重定价过程中相关投资标的估值回撤反映为投资损益负贡献。以上因素意味着软件板块的盈利质量修复更多依赖利率环境与并购消化期，触发条件并不简单。

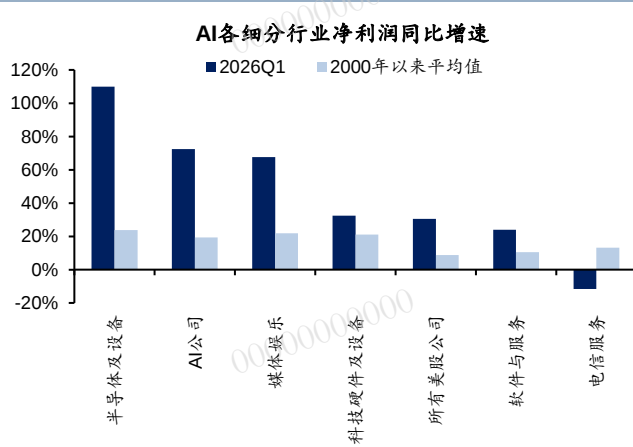
配置上，软件板块当前的估值大幅压缩使其具备超跌反弹的空间，可作为左侧观察的方向，但需要明确的是，反弹能否演化为趋势性行情，关键变量在于未来 1-2 个季度的盈利能否证伪悲观叙事。若净利润率出现环比改善、AI 变现路径在财报中得到验证，则软件板块有望迎来“叙事修复+盈利兑现”的双击行情；若盈利端持续走弱，则反弹更可能停留在阶段性技术修复，缺乏向趋势性机会演化的支撑。

图表60：软件营收增速跑赢全美股，但在 AI 产业链内部相对靠后



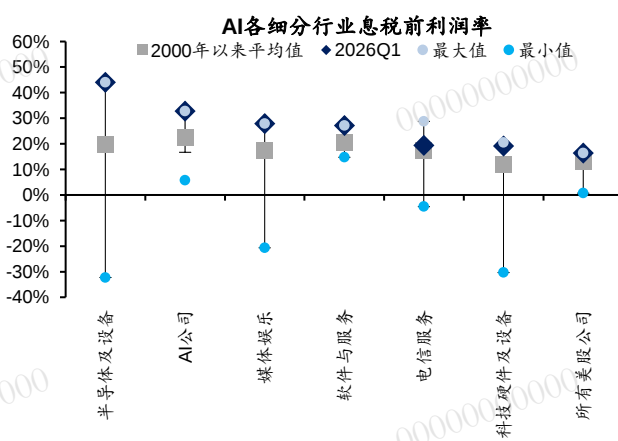
资料来源：FactSet，华泰研究

图表61：软件净利润高于自身历史均值，但显著跑输 AI 产业链整体



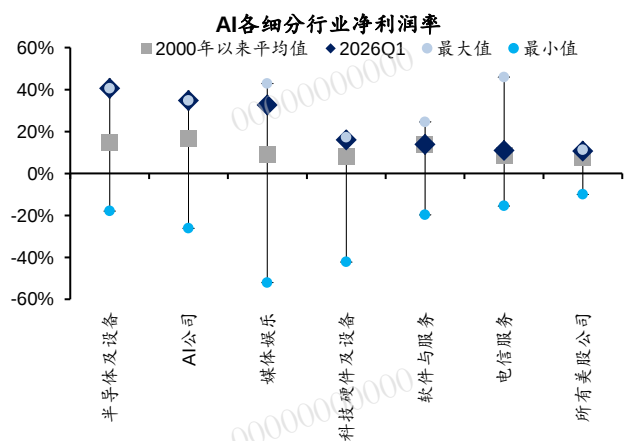
资料来源：FactSet，华泰研究

图表62：软件行业息税前利润率维持历史较高水平



资料来源：FactSet，华泰研究

图表63：软件行业净利润率在 AI 产业链中处于相对低位



资料来源：FactSet，华泰研究

低配美股消费，关注受益于财富效应的结构性机会

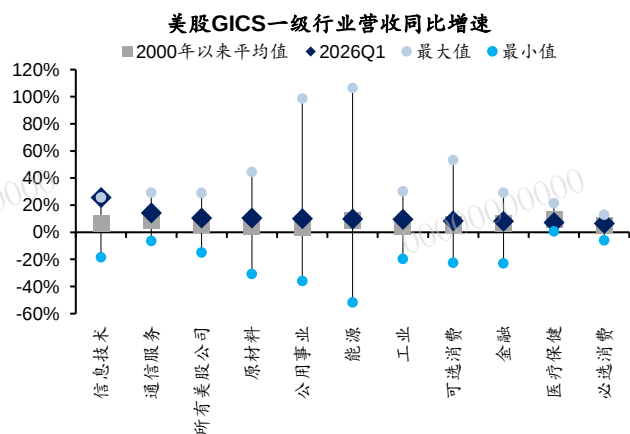
消费板块在 2026 年仍是美股最弱的环节之一，AI 财富效应高度集中在头部群体，未能形成对总量消费的有效拉动；与此同时，关税、通胀、就业的多重压力又集中作用在中低收入消费者身上，消费板块呈现明显的 K 型分化。

消费板块的基本面在美股各行业中位列末位。从一季报数据看，必选消费和可选消费的收入和净利润增速均明显跑输全美股。盈利质量上，必选消费息税前利润率已跌至 2000 年以来的最低水平，可选消费也低于自身历史均值，与 AI 板块的 Margin 突破形成鲜明反差；两者的净利润率均处于历史中枢附近、并未跟随 AI 板块的 Margin 突破。

AI 财富效应对消费的传导是高度结构性的，并未形成总量扩散。如前文所述，AI 叙事下的财富增值高度集中在头部群体——截至 2025 年末美国收入前 10% 家庭持有股权及共同基金资产占全体家庭的 87.4%，净资产规模占比达 68.3%；与此同时，劳动力市场上 AI 行业时薪累计增速远超非 AI 行业，AI 产业链对实体资源的吸纳效应也在持续放大。这一结构使得 AI 财富效应进一步强化了 K 型消费分化：头部群体在财富效应中持续受益、对应高端消费的相对韧性；中产消费在房价压力与服务通胀下被分流；底层消费在通胀重新追上薪酬、消费贷违约率上行的双重挤压下走弱。因此消费板块作为整体不存在“AI 扩散”的逻辑，AI 财富效应越强，反而越强化 K 型分化、越压制消费板块的总量弹性。

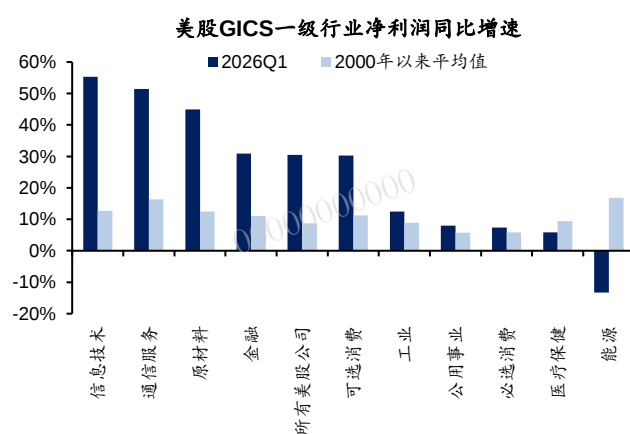
叠加多重宏观压力，消费板块的盈利端在下半年难有改善。美以伊冲突推升油价中枢直接侵蚀消费者实际购买力；CPI-PPI 剪刀差走阔压制消费品企业盈利能力；消费者信心已跌至 2000 年以来低位；高利率延续下消费贷违约率上行。与软件板块“叙事崩塌后估值已大幅压缩”不同，消费板块的低估值更多反映的是长期结构性问题，缺乏催化下的反转空间，建议整体低配美股的消费板块，仅在受益于 AI 财富效应的细分领域寻找结构性机会。

图表 64：必选/可选消费营收增速显著跑输全美股



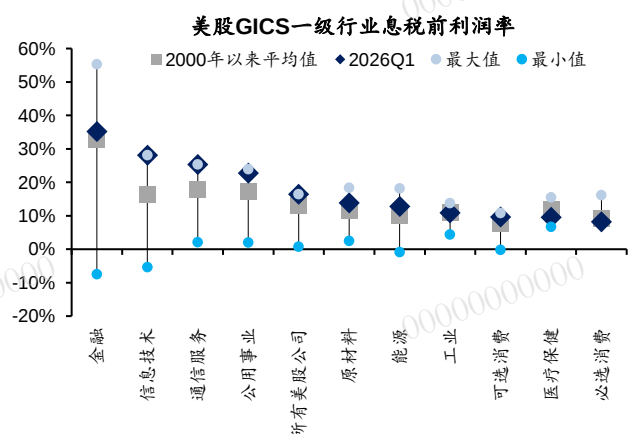
资料来源：FactSet，华泰研究

图表 65：消费净利润增速明显跑输全美股，更与 AI 板块形成断层



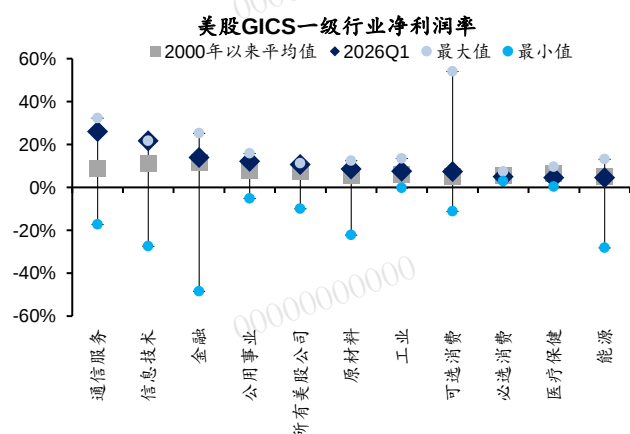
资料来源：FactSet，华泰研究

图表 66：消费板块息税前利润率在各行业中排名靠后



资料来源：FactSet，华泰研究

图表 67：消费板块净利润率处于历史中枢附近，盈利质量改善有限



资料来源：FactSet，华泰研究

风险提示

- 1、地缘局势仍有尾部风险：美以伊冲突、伊朗及古巴等地缘紧张若持续升级，可能进一步推升油价与通胀中枢，加剧利率上行压力，冲击全球风险资产定价。
- 2、中小企业和居民信用质量恶化：非 AI 中小企业面临成本挤压与融资困境，居民实际收入增速落后于通胀，消费贷违约率上行，可能引发局部信用收缩，放大经济结构性失衡压力。

免责声明

分析师声明

本人，李雨婕、易垲、何康，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李雨婕、易峇、何康本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东（纽约10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心1号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司