

美股还能免疫高利率多久？

——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：**美以伊争端爆发之后，油价飙升带动通胀回升，美债利率强势上行。而年初以来，美股除了在 3 月受霍尔木兹海峡封锁引发油价飙升带来一波回调，其余时间均强势向上，且在 4-5 月加速上行，目前仍在高位强势运行，对美债利率上行有着很强的免疫力。市场对高利率环境下美股强势的持续性有着明显分歧，本文尝试从宏观与产业流动性视角进行研判。
- **股债割裂：美股走牛，无视美债利率上行。**5 月以来，10 年美债收益率屡次上破 4.5%，30 年美债收益率上破 5.0%，在美债收益率持续上行的背景下，美股选择无视，在 AI 牛市助推下继续走高，股债之间形成明显割裂。究其原因，宏观和产业层面的增量流动性提供了关键支撑，具体来说，一是宏观流动性的非常规支持，二是科技巨头资本开支的持续加码。
- **美元流动性：RMP 放缓 TGA 将升，沃什首秀将偏鹰。**

2025 年 12 月中旬，美联储开启 RMP 时的节奏是每月购买 400 亿美元美国国库券；但到了 5 月中旬，美联储将 RMP 规模降至单月约 100 亿美元国库券。从周度数据上看，5 月中旬进入新一轮 RMP 周期后，5 月 20 日公布的美联储持有短期美债规模较上一期仅增加 66 亿美元，较此前 5 个月平均单周 177 亿美元的规模减少了 44%，后续可能会进一步下降，这显著制约了后续美元宏观流动性的增量供应空间。

TGA 开设在纽约联储，作为美联储负债的重要组成部分，其余额的变化会影响市场宏观流动性。当缴税季或发债高峰到来，TGA 余额将增加，市场流动性就会被抽取。5 月初美国财政部曾根据季度再融资计划和税收节奏估算，6 月底 TGA 余额为 9000 亿美元，7 月下旬将接近 1 万亿美元。5 月 20 日 TGA 余额为 7820 亿美元，距离 6 月底的 9000 亿美元预估尚有 1180 亿美元的缺口，距离 7 月下旬接近 1 万亿美元还有 2180 亿美元差距。这部分资金的补足需要从市场中吸纳流动性，对于美元宏观流动性而言是一个不小的挑战。

在美联储缩减 RMP 规模的背景下，这样的挑战更加不容忽视。从美元宏观净流动性来观察，在 RMP 缩减规模导致联储资产负债表规模增量受限的背景下，TGA 余额增加吸纳市场流动性，ON RRP 使用规模年初以来一直稳定在 3000-3450 亿美元之间，且在通胀预期和利率高企背景下向上概率大，这就会带来美元宏观净流动性在未来 1-2 个月被动收缩，从而弱化美股对高利率的免疫力。

凯文·沃什即将在 6 月 18 日（北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点）进行就任联储主席的新闻发布会首秀，在面临通胀预期和利率高企的情况下，释放偏鹰信号的概率大。考虑到 CME 联储观察工具显示后续 FOMC 针对政策利率的操作大概率是加息而非降息；沃什自身一直以来反对联储资产负债表规模的盲目扩张，是典型的缩表立场；加上沃什的首秀强化市场对联储独立性的认可是第一位的。所以沃什在面临“抗通胀+强化独立性”的双重挑战之下，大概率将释放偏鹰信号，这会给美元流动性带来冲击，并减弱美股对高利率的免疫力。

- **云巨头资本支出：中报季存隐忧。**在 AI 应用元年的 2026 年，以 Anthropic 为代表的大模型公司取得了毛利的显著增长，云巨头加速进行资本开支的意愿仍然强烈，但是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将会出现分化，特别是在融资利率高企的背景下。考虑到 2026Q1 财报季巨头资本开支增速继续上移，加上当期市场预期愈发高涨，2026 中报季可能会出现部分巨头被迫下调资本开支增速的隐忧。一旦出现类似风声，美股对高利率的免疫将受到显著弱化。
- **风险提示：**油价下行通胀压力显著缓解，美元流动性延续充沛，云巨头经营现金流大增。

目录

1. 股债割裂：美股走牛，无视美债利率上行	4
2. 美元流动性：RMP 放缓 TGA 将升，沃什首秀将偏鹰	6
3. 云巨头资本支出：中报季存隐忧	8
风险提示	9

图表目录

图表 1：美债利率持续上行	4
图表 2：年初至今标普 500 各行业指数涨跌幅	4
图表 3：年初以来标普 500 中五大行业指数走势	5
图表 4：美联储持有短期美国国债规模	5
图表 5：美国云巨头资本开支走势与总额增速（单位：亿美元）	6
图表 6：美国云巨头自由现金流分年度变化（单位：亿美元）	6
图表 7：美国 TGA 规模与 ON RRP 变化	7
图表 8：美元宏观净流动性走势	7
图表 9：市场押注 26 年 12 月将加息	7
图表 10：美联储资产负债表规模变化	7
图表 11：美国云巨头自由现金流净额分季度变化（单位：亿美元）	8
图表 12：美国云巨头债务增加额变化（单位：亿美元）	8

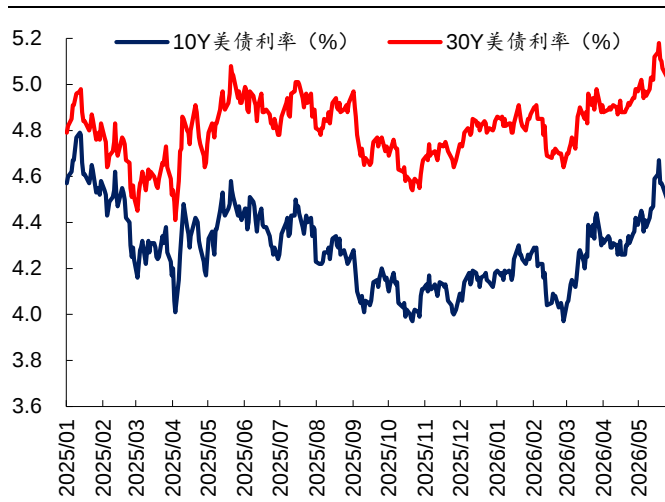
1. 股债割裂：美股走牛，无视美债利率上行

5 月以来，10 年美债收益率屡次上破 4.5%，30 年美债收益率上破 5.0%，在美债收益率持续上行的背景下，美股选择无视，在 AI 牛市助推下继续走高，股债之间形成明显割裂。究其原因，宏观和产业层面的增量流动性提供了关键支撑，具体来说，一是宏观流动性的非常规支持，二是科技巨头资本开支的持续加码。

2025 年 12 月，FOMC 降息 25 个基点，将联邦基金目标利率下调至 3.50%-3.75%，在这之后基准利率就一直维持在这一水平。随着美以伊争端爆发，霍尔木兹海峡持续处于封锁状态，油价飙升带动通胀回升。截至 5 月 22 日收盘，10Y 美债利率从 3 月初的 4.0% 下方升破 4.5% 的关键位置，30Y 美债利率也从 4.6% 下方升至 5.0% 上方。

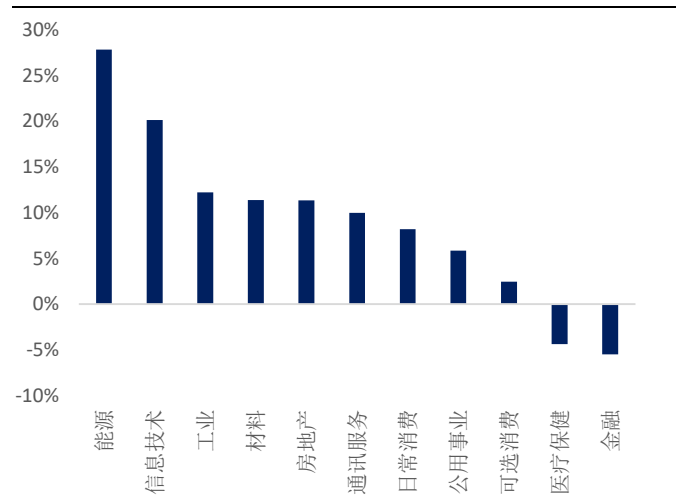
但是，美股的涨势并未受利率持续上行的影响。年初以来，美股除了在 3 月受霍尔木兹海峡封锁引发油价飙升带来一波回调，其余时间均强势向上，且在 4-5 月加速上行，目前仍在高位强势运行。截至 2026 年 5 月 22 日收盘，年初至今标普 500 涨幅 9.17%，纳指涨幅 13.35%，道指也收获 5.24% 涨幅。

图表 1：美债利率持续上行



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：年初至今标普 500 各行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：图表数据截至 5 月 26 日收盘

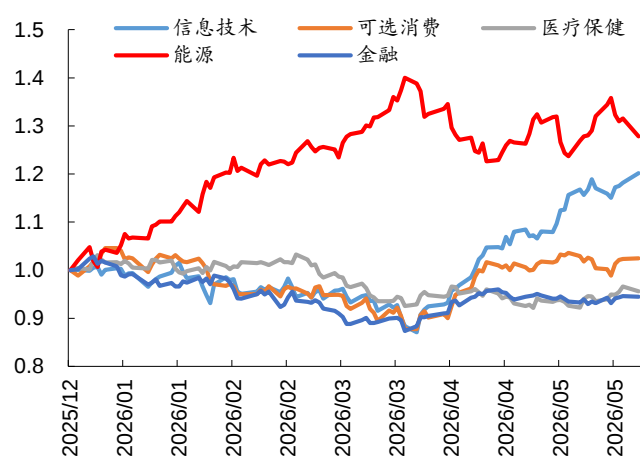
美股在利率上行环境中走牛成为全球资本市场的焦点，从结构上看，截至 5 月 26 日收盘，年初以来能源和信息技术在标普 500 各行业中领涨，金融、医疗保健则录得下跌，市场呈现典型的 K 型分化，这一轮美股牛市也可称为“K 型牛”。除了美以伊冲突带来油价飙升下能源板块强势之外，引领市场上涨的主要是 AI 基础设施相关的半导体、通信设备、材料等板块。

主流叙事认为 AI 技术革命带来的生产力提升十分显著，足以抵消融资成本上升的影响，这是美股在利率上行环境中持续走牛的关键。也有一部分声音对该叙事表示疑虑，认为美债利率持续高企会给当前美股 K 型牛造成隐患，只是在市场强大的惯性下还没有显现。

在我们看来，科技提升生产力的主流叙事确实揭示了人类社会的发展方向，AI 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。但市场节奏是否过度反应是一个不断校准基本面和市场表现的后验过程，在中短期内很难有确切答案，市场分歧还会继续。

但是，如果把焦点转到资金流动性上，我们视野会变得清晰很多。无论是利率变化还是股市结构牛，背后都是资金流动演绎的过程。就年初至今的美股 K 型牛而言，存在两个关键的流动性驱动因子——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浪潮。

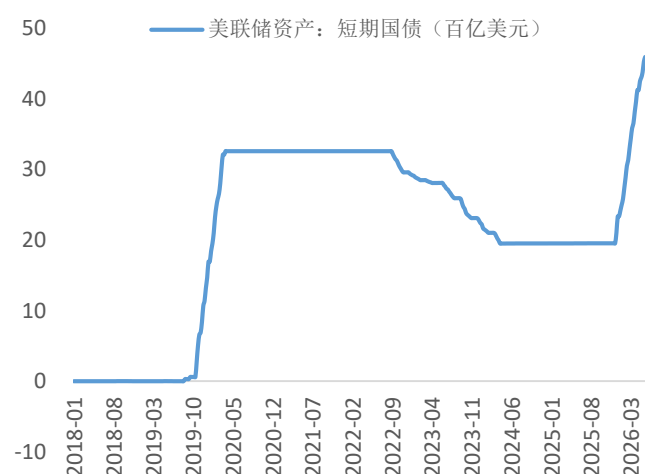
图表 3：年初以来标普 500 中五大行业指数走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：2025 年底净值统一从 1 开始计算

图表 4：美联储持有短期美国国债规模



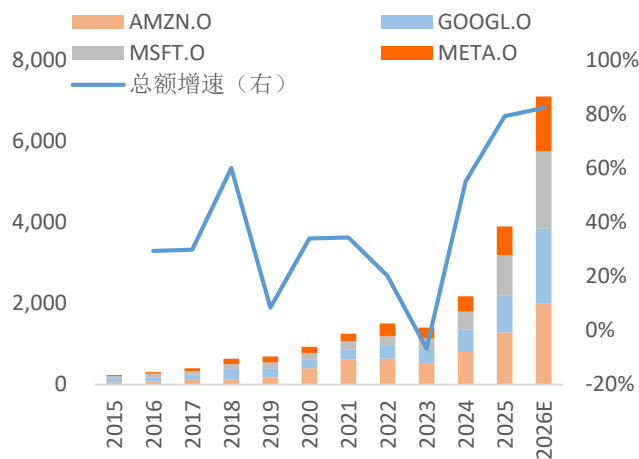
资料来源：Wind，爱建证券研究所

首先是宏观美元流动性，随着 2025 年 12 月美联储停止量化紧缩（即 QT），转而通过对一年内到期国库券的储备管理购买操作（即 RMP）来向金融体系重新注入流动性，来降低短期融资成本，加上美国财政部在 2026 年发债策略从中长期国债转向短期国库券，这被视为非传统意义的 QE，压制美元短端利率的同时，也带来了宝贵的美元宏观增量流动性，这给美股 K 型牛提供了重要的总量流动性支持。

然后看科技巨头的资本开支，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，甚至超过了 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，这是美股 K 型牛的产业基础和动力源泉。

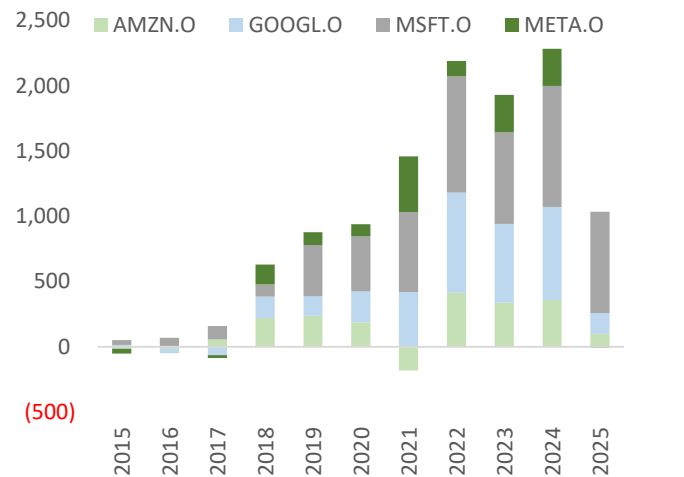
下面我们将分别从美元宏观流动性和科技巨头资本开支这两个角度对高利率环境下美股 K 型牛的流动性支持变化进行研判。

图表 5：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 6：美国云巨头自由现金流分年度变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2. 美元流动性：RMP 放缓 TGA 将升，沃什首秀将偏鹰

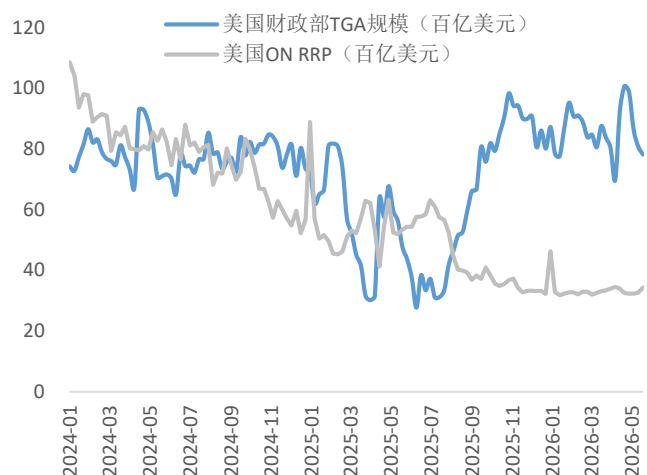
未来 1-2 个月，美元宏观流动性提供的增量支撑将面临三大制约，分别是 5 月开始 RMP 节奏放缓，6-7 月美国财政部一般账户（即 TGA）重建吸纳资金，ON RRP 使用规模大概率增加，凯文·沃什在 6 月 18 日（北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点）FOMC 的首秀也难释放增量利好，甚至还可能放鹰。一旦美国市场净流动性出现回调，美股对美债高利率的免疫力将大幅减弱，出现阶段性调整是可预期的大概率事件。

2025 年 12 月中旬，美联储开启 RMP 时的节奏是每月购买 400 亿美元美国国库券；但到了 5 月中旬，美联储将 RMP 规模降至单月约 100 亿美元国库券。从周度数据上看，5 月中旬进入新一轮 RMP 周期后，5 月 20 日公布的美联储持有短期美债规模较上一期仅增加 66 亿美元，较此前 5 个月平均单周 177 亿美元的规模减少了 44%，后续可能会进一步下降，这显著制约了后续美元宏观流动性的增量供应空间。

TGA 开设在纽约联储，作为美联储负债的重要组成部分，其余额的变化会影响市场宏观流动性。当缴税季或发债高峰到来，TGA 余额将增加，市场流动性就会被抽取。5 月初美国财政部曾根据季度再融资计划和税收节奏估算，6 月底 TGA 余额为 9000 亿美元，7 月下旬将接近 1 万亿美元。5 月 20 日 TGA 余额为 7820 亿美元，距离 6 月底的 9000 亿美元预估尚有 1180 亿美元的缺口，距离 7 月下旬接近 1 万亿美元还有 2180 亿美元差距。这部分资金的补足需要从市场中吸纳流动性，对于美元宏观流动性而言是一个不小的挑战。

在美联储缩减 RMP 规模的背景下，这样的挑战更加不容忽视。从美元宏观净流动性来观察，在 RMP 缩减规模导致联储资产负债表规模增量受限的背景下，TGA 余额增加吸纳市场流动性，ON RRP 使用规模年初以来一直稳定在 3000-3450 亿美元之间，且在通胀预期和利率高企背景下向上概率大，这就会带来美元宏观净流动性在未来 1-2 个月被动收缩，从而弱化美股对高利率的免疫力。

图表 7：美国 TGA 规模与 ON RRP 变化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：美元宏观净流动性走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：数据由美联储资产负债表规模-TGA-ON RRP 计算得来

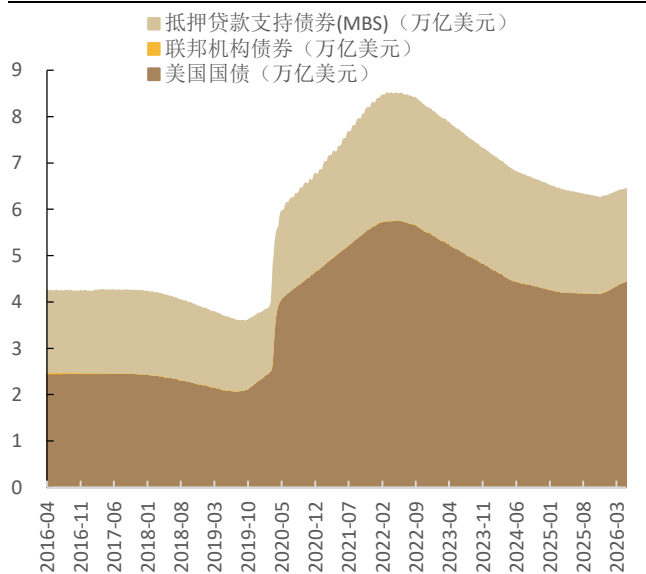
凯文·沃什即将在 6 月 18 日（北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点）进行就任联储主席的新闻发布会首秀，在面临通胀预期和利率高企的情况下，释放偏鹰信号的概率大。考虑到 CME 联储观察工具显示后续 FOMC 针对政策利率的操作大概率是加息而非降息；沃什自身一直以来反对联储资产负债表规模的盲目扩张，是典型的缩表立场；加上沃什的首秀强化市场对联储独立性的认可可是第一位的。所以沃什在面临“抗通胀+强化独立性”的双重挑战之下，大概率将释放偏鹰信号，这会给美元流动性带来冲击，并减弱美股对高利率的免疫力。

图表 9：市场押注 26 年 12 月将加息

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/6/17	1.19%	98.81%	0.00%	0.00%
2026/7/29	0.00%	90.50%	9.50%	0.00%
2026/9/16	0.00%	67.79%	32.21%	0.00%
2026/10/28	0.00%	54.50%	45.50%	0.00%
2026/12/9	0.00%	27.43%	72.57%	0.00%
2027/1/27	0.00%	12.50%	87.50%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	89.14%	10.86%
2027/4/28	0.00%	0.00%	79.50%	20.50%
2027/6/9	0.00%	0.00%	79.50%	20.50%
2027/7/28	0.00%	0.00%	79.50%	20.50%
2027/9/15	0.00%	0.00%	91.31%	8.69%
2027/10/27	0.00%	0.50%	99.50%	0.00%
2027/12/8	0.00%	53.07%	46.93%	0.00%

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 10：美联储资产负债表规模变化



资料来源：Wind，爱建证券研究所

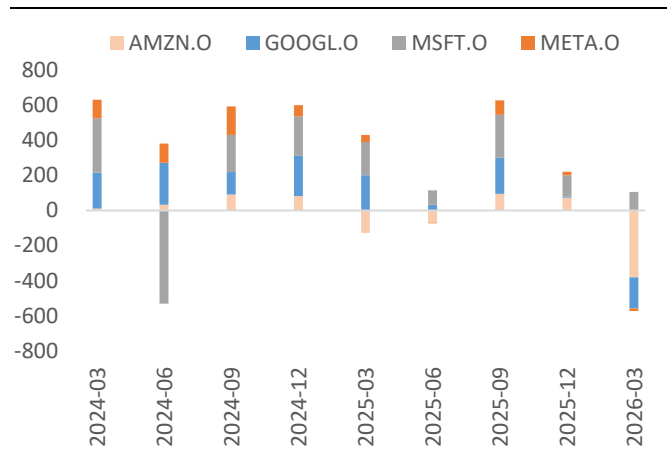
3. 云巨头资本支出：中报季存隐忧

在 AI 应用元年的 2026 年，以 Anthropic 为代表的大模型公司取得了毛利的显著增长，云巨头加速进行资本开支的意愿仍然强烈，但是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将会出现分化，特别是在融资利率高企的背景下，部分依赖对外融资的云巨头可能被迫降低资本开支的增速。这会减弱美股对高利率的免疫力。

根据 SemiAnalysis 在 5 月发布的消息，Anthropic 的毛利率已从一年前的 38% 上升至最新的 70%，主要源自企业客户对 Claude Code 等系统工具的采买和应用。按全年年化营收计算，Anthropic 完成从 90 亿美元到 440 亿美元的跨越，相较于云巨头 AWS、Salesforce 动辄十几年甚至二十年才能发展到相近的营收规模，Anthropic 仅花了数月时间。

在 AI 应用端业务营收大增的同时，美国云巨头资本开支的热情继续高涨，但不可忽视的是巨额资本开支已经给巨头们现金流带来了极大挑战。与过往两年出现偶发单季度现金流压力不同，2026Q1 财报数据显示，云巨头中除微软之外的三家均出现单季度现金流净额转负，即单季度经营活动现金流净额被资本开支完全吞噬，谷歌、Meta、亚马逊也开始对外加大融资力度。从债务增加规模看，三家 2025 年债务规模较 2024 年就出现 3-5 倍增长，其中亚马逊 2026Q1 单季度债务增加额就是 2025 全年的 2 倍还多，谷歌 2026Q1 单季度债务增加额也是 2025 全年规模的接近一半。

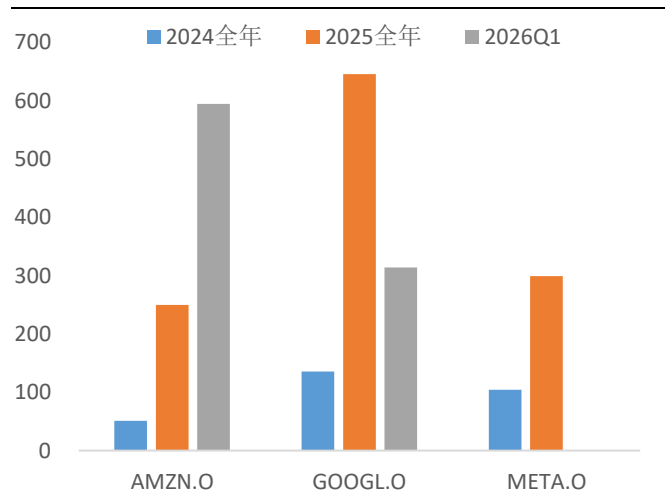
图表 11：美国云巨头自由现金流净额分季度变化（单位：亿美元）



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

图表 12：美国云巨头债务增加额变化（单位：亿美元）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

随着美债利率的持续高企，巨头对外发债的融资成本也将处于高位，这给部分巨头继续巨额资本开支带来了流动性制约。考虑到 2026Q1 财报季巨头资本开支增速继续上移，加上当期市场预期愈发高涨，2026 中报季可能会出现部分巨头被迫下调资本开支增速的隐忧。一旦出现类似风声，美股对高利率的免疫将受到显著弱化。

风险提示

1) 油价下行通胀压力显著缓解

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。美股面临的高利率环境不复存在。

2) 美元流动性延续充沛

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，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) 云巨头经营现金流大增

在 AI 应用端突飞猛进的背景下，主权和企业机构加大对 AI 的应用部署，并在出现 AI 应用 to C 爆款之后，C 端用户付费意愿大增，带来美国云巨头经营现金流大增，形成资本开支与经营现金流增长的良性循环，未影响云巨头资本开支的继续高增。



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、意见并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。