

美国 6 月宏观压力预计维持高位

——海外札记 20260610

报告发布日期

2026 年 06 月 11 日

证券分析师

王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320

吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

短期热度源于临时扰动，中期就业市场复苏拐点渐近：——2026 年 5 月美国就业数据点评 2026-06-08

美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认：——海外札记 20260601 2026-06-04

经济继续强于预期，定价转向利率压力：——海外札记 20260525 2026-05-29

研究结论

● 宏观数据为近期市场回调的主要催化剂。

美股当前与经济数据进入负相关的交易区间，意味着市场不再简单地将经济数据强劲理解为盈利改善，而是进入经济越好→货币政策越紧→股市压力越大的交易模式。

上周五公布的非农数据进一步强化了这一逻辑。美国新增非农就业 17 万人，高于市场预期的 9 万人，表明美国经济韧性仍然较强，甚至接近阶段性过热状态。在此背景下，市场对货币政策的定价迅速调整，当前已经基本完全定价年内加息预期。宏观流动性进一步收紧，触发了微观结构恶化下的市场回调。

● 往后看，我们预计宏观压力在短期内仍然较大。

我们预计 6 月份宏观压力保持高位，包括：

- 1) 6 月 10 日 CPI，测试通胀风险。名义和核心 CPI 分别上升至 4.2% 和 2.9%，到达年内高点。此外，由于原油库存去化，入夏之后通胀风险进一步上行。
- 2) 6 月 18 日，沃什上任首次会议。新主席亮相增加政策不确定性；
- 3) 经济韧性：过热状态是短期的，动因包括贸易抢运+世界杯，但可能持续到 7 月，也就是 8 月有望看到经济下行、流动性压力缓和。

如果用一个指标代理宏观压力：我们认为仍然可以重点观察 10 年期美债收益率。美债收益率上行，则风险资产所面临的宏观压力加码。我们延续此前提出的判断原则：当 10 年期美债收益率高于 4.5% 时，股市受到宏观风险压制的程度会明显上升。所以在宏观风险下行，美债收益率回落之前，宏观风险可能反复扮演市场回调的催化剂。但科技产业基本面趋势仍然稳健，在宏观风险缓和、微观交易结构改善后，科技或仍是市场主线。

● 微观交易结构进一步放大宏观风险影响。

全球科技股行情演绎至今，微观交易结构问题普遍存在。伊朗冲突以来，全球股市反弹依赖科技股行情，当前股市行情上涨宽度都在很低的水平。而在科技板块内部，情绪正在持续升温，部分交易指标已经显示出过热迹象。

全球主要科技市场期权交易和杠杆资金明显升温。当前美股 Put/Call Ratio 下降至偏低区间，意味着看涨期权成交活跃。与此同时，FINRA 数据显示美股保证金账户余额在 4 月升至约 1.30 万亿美元，创历史新高，同比增速超过 50%，杠杆资金参与度明显抬升。韩国市场的交易热度同样突出，并且更集中地体现在 AI 半导体产业链上。受三星电子、SK 海力士等权重股带动，韩国股市过去一段时间涨幅显著，零售资金重新加速入场。韩国股票融资余额在 5 月初升至约 36 万亿韩元以上，较年初增长约三成，处于历史高位。可以说，主流市场科技板块微观交易结构恶化，高拥挤度、高杠杆是当前全球市场的一个共同特征。

而在微观交易结构比较差的情况之下，宏观风险更容易触发仓位调整，流动性进一步收紧或将导致更大的回调和波动。

风险提示

地缘形势发展的不确定性。

经济基本面对地缘冲击的反馈具有不确定性。

全球央行超预期加息的风险。

目 录

1. 周观点：	4
1) 宏观数据为近期市场回调的主要催化剂	4
2) 往后看，我们预计宏观压力在短期内仍然较大	4
3) 微观交易结构进一步放大宏观风险影响	5
2. 大类资产表现（2026/5/29-2026/6/5）：美元与利率回升，科技和加密资产领跌	6
3. 海外宏观经济数据跟踪	8
就业	8
5月美国就业：短期热度源于临时扰动，中期就业市场复苏拐点渐近	8
景气指数	9
5月美国 ISM PMI：制造业景气继续改善	9
4. 外资流向：外资本周净流出 A 股和港股	10
港股：外资进一步流出港股	10
A 股：被动外资大幅净流出	11
中概股：主动外资继续净流出	11
风险提示	12

图表目录

图 1：美股美债收益率相关性转负	4
图 2：美国股票市场保证金融资余额同比增速大幅上升（%）	5
图 3：韩国股票融资保证金余额大幅攀升	6
图 4：全球权益资产整体承压	7
图 5：全球利率整体回升，美国短端和长端收益率均明显上行	7
图 6：大宗商品整体偏弱，原油继续反弹	7
图 7：成长板块与可选消费承压	7
图 8：美国经济数据日历（2026/5/30-2026/6/5）	8
图 9：5 月新增非农就业人数超预期增长	9
图 10：空缺率/失业率（V/U，领先 6 个月）vs 薪资增长指数（%）	9
图 11：美国制造业景气继续改善	10
图 12：外资净流出港股（百万美元）	11
图 13：被动外资大幅净流出 A 股（百万美元）	11
图 14：主动外资继续净流出中概股（百万美元）	12

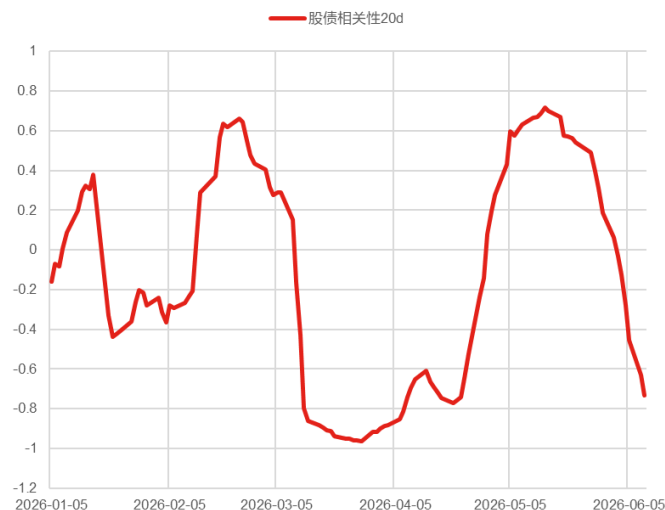
1.周观点：

1) 宏观数据为近期市场回调的主要催化剂

美股当前与经济数据进入负相关的交易区间，意味着市场不再简单地将经济数据强劲理解为盈利改善，而是进入经济越好→货币政策越紧→股市压力越大的交易模式。

上周五公布的非农数据进一步强化了这一逻辑。美国新增非农就业 17 万人，高于市场预期的 9 万人，表明美国经济韧性仍然较强，甚至接近阶段性过热状态。在此背景下，市场对货币政策的定价迅速调整，当前已经基本完全定价年内加息预期。宏观流动性进一步收紧，触发了微观结构恶化下的市场回调。

图 1：美股美债收益率相关性转负



数据来源：wind，东方证券研究所

2) 往后看，我们预计宏观压力在短期内仍然较大

我们预计 6 月份宏观压力保持高位，包括：

- 1) 6 月 10 日 CPI，测试通胀风险。名义和核心 CPI 分别上升至 4.2%和 2.9%，到达年内高点。此外，由于原油库存去化，入夏之后通胀风险进一步上行。
- 2) 6 月 18 日，沃什上任首次会议。新主席亮相增加政策不确定性；
- 3) 经济韧性：过热状态是短期的，动因包括贸易抢运+世界杯，但可能持续到 7 月，也就是 8 月有望看到经济下行、流动性压力缓和。

如果用一个指标代理宏观压力：我们认为仍然可以重点观察 10 年期美债收益率。美债收益率上行，则风险资产所面临的宏观压力加码。我们延续此前提出的判断原则：当 10 年期美债收益率高于 4.5% 时，股市受到宏观风险压制的程度会明显上升。所以在宏观风险下行，美债收益率回落之前，宏观风险可能反复扮演市场回调的催化剂。但科技产业基本面趋势仍然稳健，在宏观风险缓和、微观交易结构改善后，科技或仍是市场主线。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3) 微观交易结构进一步放大宏观风险影响

全球科技股行情演绎至今，微观交易结构问题普遍存在。伊朗冲突以来，全球股市反弹依赖科技股行情，当前股市行情上涨宽度都在很低的水平。而在科技板块内部，情绪正在持续升温，部分交易指标已经显示出过热迹象。

全球主要科技市场期权交易和杠杆资金明显升温。当前美股 Put/Call Ratio 下降至偏低区间，意味着看涨期权成交活跃。与此同时，FINRA 数据显示美股保证金账户余额在 4 月升至约 1.30 万亿美元，创历史新高，同比增速超过 50%，杠杆资金参与度明显抬升。韩国市场的交易热度同样突出，并且更集中地体现在 AI 半导体产业链上。受三星电子、SK 海力士等权重股带动，韩国股市过去一段时间涨幅显著，零售资金重新加速入场。韩国股票融资余额在 5 月初升至约 36 万亿韩元以上，较年初增长约三成，处于历史高位。可以说，主流市场科技板块微观交易结构恶化，高拥挤度、高杠杆是当前全球市场的一个共同特征。

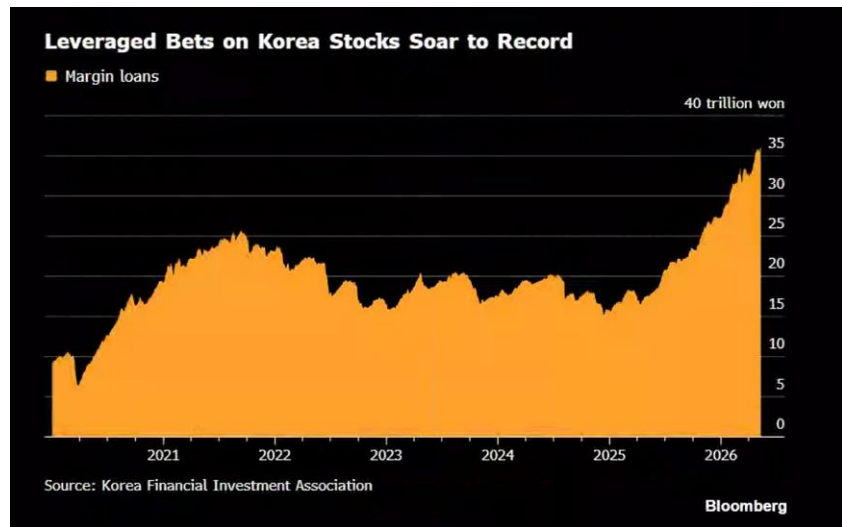
而在微观交易结构比较差的情况之下，宏观风险更容易触发仓位调整，流动性进一步收紧或将导致更大的回调和波动。

图 2：美国股票市场保证金融资余额同比增速大幅上升（%）



数据来源：FINRA，东方证券研究所

图 3：韩国股票融资保证金余额大幅攀升



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2. 大类资产表现（2026/5/29-2026/6/5）：美元与利率回升，科技和加密资产领跌

利率：全球利率整体回升，美国短端和长端收益率均明显上行，收益率曲线趋平。美国 2y 和 10y 国债收益率全周分别上行 14.3bps 和 9.5bps，2s10s 利差收窄 4.8bps；与此同时，美国高收益债利差走阔 8.0bps，显示信用风险偏好有所回落。10y 德债和 10y 日债收益率分别上行 10.1bps 和 0.5bps，全球利率中枢整体抬升。

股票：全球权益资产整体承压，美股明显回落，成长板块跌幅更深。标普 500、纳指和道指全周分别下跌 2.6%、4.7% 和 0.3%，罗素 2000 下跌 2.9%；全球除美国股市下跌 1.4%，其中韩国股市下跌 3.7%，沪深 300 和创业板指分别下跌 1.5% 和 2.0%，恒生指数下跌 0.9%，恒生科技基本持平、上涨 0.1%。相比之下，欧洲 STOXX50 和日经 225 分别小幅上涨 0.2% 和 0.4%。

大宗商品：大宗商品整体偏弱，原油继续反弹，但多数商品回落。WTI 原油全周上涨 3.6%，但 CRB 商品指数下跌 2.1%；COMEX 黄金和 COMEX 铜分别下跌 4.9% 和 1.6%，比特币大跌 18.1%。南华工业品指数和南华农产品指数分别下跌 0.2% 和 1.2%，波罗的海干散货指数下跌 7.5%。波动率方面，VIX 大涨 40.4%，MOVE 上涨 7.1%，显示股债市场风险偏好同步恶化。油价逆势上涨，主要反映供给扰动与地缘风险溢价重新计入，而黄金、铜和比特币回落，则反映风险资产整体承压与前期涨幅回吐。

外汇：美元整体走强，非美货币普遍承压。美元指数全周上涨 1.1%，欧元相对美元贬值 1.2%，日元、瑞郎、加元和澳元分别贬值 0.6%、1.9%、1.0% 和 1.9%。人民币方面，中间价、在岸和离岸人民币分别变动 0.0%、0.3% 和 0.4%，对应人民币小幅走弱。美元走强与市场避险需求回升、风险资产回调相一致。

行业板块：美股行业层面分化明显，成长板块与可选消费承压，而防御和能源相对占优。MAG7、信息技术、通信服务和非核心消费品分别下跌 5.8%、5.4%、3.9% 和 6.2%，是本周主要拖累；而核心消费品、金融、房地产、医疗保健和能源分别上涨 1.0%、1.3%、1.5%、2.3% 和 2.5%。风格上看，防御板块上涨 1.3%，周期板块下跌 0.3%，市场明显转向防御配置。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 4：全球权益资产整体承压

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股	标普500	%	-2.59	7.86
	道琼斯工业	%	-0.32	5.83
	纳斯达克综合	%	-4.68	10.62
	罗素2000	%	-2.94	14.17
	MSCI全球（除美国）	%	-1.43	6.32
全球非美	欧洲STOXX50	%	0.19	4.67
	日经225	%	0.39	32.28
	韩国	%	-3.72	93.65
	沪深300	%	-1.54	4.04
	创业板指	%	-1.98	23.56
	恒生指数	%	-0.88	-2.61
	恒生科技	%	0.09	-11.38

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：全球利率整体回升，美国短端和长端收益率均明显上行

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
利率	2y美债	bp	14.30	67.40
	10y美债	bp	9.49	36.33
	期限利差：2s10s	bp	-4.82	31.07
	美国高收益债利差	bp	8.00	-3.00
	10y德债	bp	10.06	18.37
	10y日债	bp	0.50	60.60
汇率	美元指数	%	1.14	1.78
	EURUSD	%	1.18	-1.91
	USDJPY	%	0.64	2.26
	USDCHF	%	1.93	0.42
	USDCAD	%	1.04	1.60
	USDAUD	%	1.94	-5.36
	人民币中间价	%	0.03	-3.03
	在岸人民币	%	0.33	-2.86
	离岸人民币	%	0.40	-2.65

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：大宗商品整体偏弱，原油继续反弹

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
商品/衍生品	WTI原油	%	3.64	67.68
	COMEX黄金	%	-4.90	-0.09
	COMEX铜	%	-1.64	10.60
	比特币	%	18.10	31.15
	CRB商品指数	%	-2.14	25.98
	南华工业品指数	%	-0.19	14.33
	南华农产品指数	%	-1.15	0.87
	波罗的海干散货指数	%	-7.54	58.82
	美股波动率VIX	%	40.40	43.88
	美债波动率MOVE	%	7.09	17.57

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：成长板块与可选消费承压

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股行业	MAG 7	%	-5.76	1.45
	S&P500（除MAG 7）	%	-1.51	9.77
	标普500信息技术指数	%	-5.42	16.85
	标普500电信服务指数	%	-3.91	4.75
	标普500核心消费品指数	%	0.95	7.55
	标普500非核心消费品指数	%	-6.20	-2.57
	标普500金融指数	%	1.31	-4.79
	标普500房地产指数	%	1.52	11.08
	标普500公用事业指数	%	-0.31	3.34
	标普500保健指数	%	2.30	-1.44
	标普500能源指数	%	2.46	27.44
	标普500原材料指数	%	-1.24	9.86
	标普500工业指数	%	0.58	12.09
	防御板块	%	1.27	3.52
	周期板块	%	-0.30	8.20

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3. 海外宏观经济数据跟踪

图 8：美国经济数据日历（2026/5/30-2026/6/5）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
6/1/2026	标普全球-美国制造业PMI	May	55.3	55.1	55.3	--
6/1/2026	ISM制造业指数	May	53	54	52.7	--
6/1/2026	ISM支付价格	May	85	82.1	84.6	--
6/1/2026	ISM新订单	May	54.5	56.8	54.1	--
6/1/2026	ISM就业	May	48.2	48.6	46.4	--
6/1/2026	建筑开支月环比	Apr	0.20%	0.40%	0.60%	0.20%
6/2/2026	JOLTS职位空缺	Apr	6866000	7618000	6866000	6887000
6/2/2026	JOLTS职位空缺率	Apr	4.20%	4.60%	4.10%	4.20%
6/2/2026	JOLTS 离职数	Apr	3138000	2977000	3171000	3160000
6/2/2026	JOLTS 离职率	Apr	2.00%	1.90%	2.00%	--
6/2/2026	JOLTS裁员数	Apr	1842000	1692000	1867000	1884000
6/2/2026	JOLTS 裁员率	Apr	1.20%	1.10%	1.20%	--
6/3/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	29-May	--	-2.50%	-8.50%	--
6/3/2026	ADP就业变动指数	May	120000	122000	109000	105000
6/3/2026	标普全球-美国服务业PMI	May F	51	50.7	50.9	--
6/3/2026	标普全球-美国综合PMI	May F	51.7	51.5	51.7	--
6/3/2026	ISM服务业指数	May	53.8	54.5	53.6	--
6/3/2026	ISM服务业支付价格	May	72.3	71.3	70.7	--
6/3/2026	ISM服务业新订单	May	53.4	57.3	53.5	--
6/3/2026	ISM服务业就业	May	48.8	47.9	48	--
6/3/2026	工厂订单	Apr	4.60%	4.80%	1.50%	1.80%
6/3/2026	工厂订单不含运输	Apr	0.80%	1.30%	1.60%	1.80%
6/3/2026	耐用品订单环比	Apr F	7.90%	8.00%	7.90%	--
6/3/2026	耐用消费品(除运输类)	Apr F	1.10%	1.10%	1.10%	--
6/3/2026	非国防资本货物订单(飞机除外)	Apr F	-1.10%	-1.00%	-1.10%	--
6/3/2026	非国防资本货物出货(飞机除外)	Apr F	0.40%	0.40%	0.40%	--
6/4/2026	挑战者企业裁员人数 同比	May	--	3.40%	-20.90%	--
6/4/2026	非农生产力	1Q F	0.40%	0.30%	0.80%	--
6/4/2026	单位劳务成本	1Q F	2.40%	1.80%	2.30%	--
6/4/2026	周度首次申领失业救济人数	30-May	215000	225000	215000	212000
6/5/2026	非农就业人数增减	May	88000	172000	115000	179000
6/5/2026	两个月薪水净修正	May	--	93000	-16000	--
6/5/2026	非农私企就业人数增减	May	89000	120000	123000	177000
6/5/2026	制造业就业人数增减	May	2000	7000	-2000	0
6/5/2026	平均小时收入月环比	May	0.30%	0.30%	0.20%	--
6/5/2026	平均小时收入同比	May	3.40%	3.40%	3.60%	--
6/5/2026	周平均工时-所有员工	May	34.3	34.3	34.3	--
6/5/2026	失业率	May	4.30%	4.30%	4.30%	--
6/5/2026	劳动力参与率	May	61.80%	61.80%	61.80%	--

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

就业

5 月美国就业：短期热度源于临时扰动，中期就业市场复苏拐点渐近

美国 5 月就业数据：新增非农大幅高于预期，失业率与前值持平，工资增速继续保持低位。

短期来看，就业大超预期受到一定的经济活动前置影响。5 月新增非农 17.2 万人，远高于市场一致预期的 8.8 万，前两个月的就业增长合计上修 9.3 万人，三个月平均新增就业回升至 18.8 万人。5 月私人部门新增 12 万人，分行业看，服务业贡献 9.2 万人，仍是就业增长主力，其中休闲和酒店业意外强劲，增加 7 万人，可能部分来自世界杯的提前招聘拉动，教育和医疗服务、专业和商业服务分别新增 4 万人和 0.6 万人，信息业、金融业就业分别减少 0.2 万人和 2.2 万人，批发、零售就业小幅萎缩。商品部门就业延续复苏趋势，采矿、建筑、制造分别新增 0.4 万人、1.7 万人和 0.7 万人，继续反映霍尔木兹海峡封锁背景下企业生产投资活动的前置。此外，本月就业意外强劲部分来自政府部门，大幅新增 5.2 万人，主要来自地方政府招聘。综合来看，本月就业大幅超预期受到休闲酒店业和政府部门就业激增的夸大影响，存在一定的季节性扰动因素，目前美国新增就业边际复苏，但是尚未形成全面大幅扩张的趋势。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

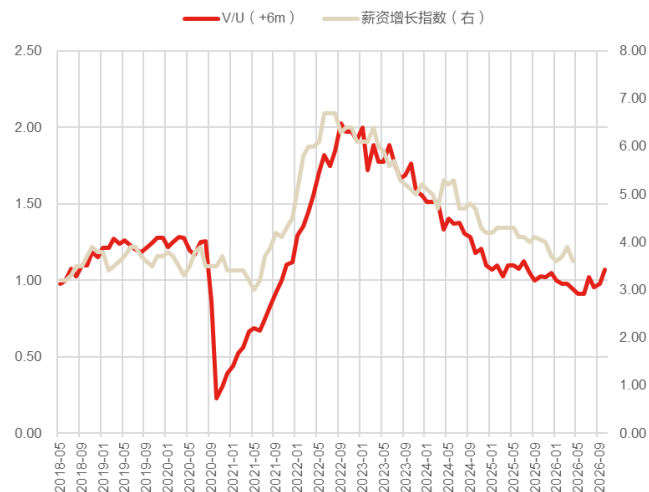
中长期来看，美国就业市场或正在接近复苏拐点。在前期货币和财政政策双宽松的推动下，美国就业市场逐渐从供需双弱的状态，转向需求主导复苏的格局，就业数量目前已经在确认底部反弹，工资预计在年底见底。但是伊朗冲突导致的能源供给冲击仍然对企业招聘需求形成一定压制，目前就业需求信号存在一定的分歧，中小企业乐观指数等景气指标仍显示企业招聘较为疲软，并未传递出全面走强的信号，因此预计美国劳动力市场为边际温和修复而非强劲复苏。

图 9：5 月新增非农就业人数超预期增长

NFP规模占比	新增NFP (千人)	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
100.0%	总计	172	179	214	-156	160	-17	41	-140	76	-70	64	-20
85.3%	私人	120	177	202	-148	180	-7	72	13	68	-20	65	-45
13.6%	商品	28	14	33	-21	45	-21	25	-20	11	-35	-23	-19
0.4%	采矿业	4	5	3	-1	-2	-1	-1	1	-2	-3	-6	-2
5.2%	建筑业	17	9	15	-21	45	-7	36	-12	16	-22	-6	-2
7.9%	制造业	7	0	15	1	2	-13	-10	-9	-3	-10	-11	-15
71.7%	服务	92	163	169	-127	135	14	47	33	57	15	88	-26
3.8%	批发业	-4	-2	-2	8	2	-6	-6	3	9	-9	-6	-10
9.7%	零售业	-1	24	10	0	13	-24	-1	-15	13	10	5	-15
4.1%	运输仓储业	1	39	25	-46	23	-5	-59	1	-39	-2	4	0
0.4%	公用事业	1	1	-1	2	0	1	2	1	0	-1	0	1
1.8%	信息业	-2	-8	1	-23	-27	-6	-5	-6	-1	-1	-2	-1
5.7%	金融活动	-22	-6	-17	2	-39	1	1	-5	4	-19	0	-7
14.1%	专业和商业服务	6	22	28	4	36	-19	56	-24	-16	-28	-16	-31
17.5%	教育和医疗服务	40	54	95	-49	119	38	56	44	54	23	87	49
10.7%	休闲和酒店业	70	30	44	-31	5	25	-12	41	37	22	11	-2
3.8%	其他服务业	3	9	-14	6	3	8	16	-6	-3	19	5	-10
14.7%	政府	52	2	12	-8	-20	-10	-31	-153	8	-50	-1	25

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：空缺率/失业率（V/U，领先 6 个月）vs 薪资增长指数（%）



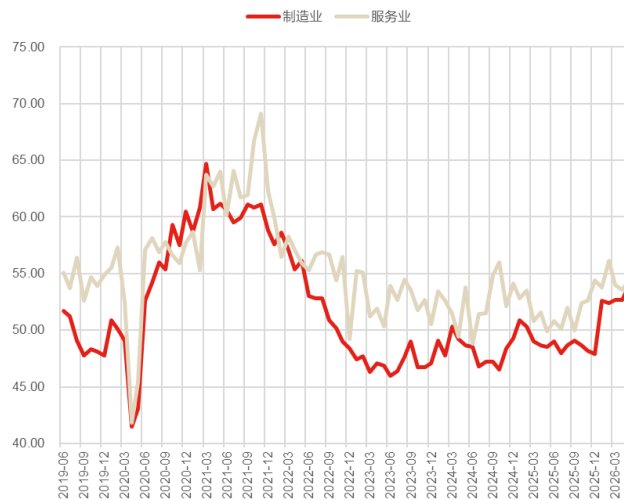
数据来源：wind，东方证券研究所

景气指数

5 月美国 ISM PMI：制造业景气继续改善

5月美国ISM制造业PMI由4月的52.7升至54.0，为2022年5月以来最高水平，连续第五个月位于荣枯线以上，显示制造业扩张动能进一步增强；分项看，新订单指数由54.1升至56.8，生产指数由53.4升至54.3，表明内需和产出均有改善，新出口订单指数也由47.9回升至50.6，重回扩张区间。与此同时，就业指数仅由46.4小幅升至48.6，仍处于收缩区间，说明企业在扩大生产的同时，用工仍然保持谨慎；供应商交付指数保持在60.6，仍显示交货偏慢；价格指数则由84.6小幅回落至82.1，维持高位，反映原材料和中间品成本压力依然明显。综合来看，5月ISM数据 display 美国制造业景气继续改善，订单和生产同步走强，但就业仍偏弱、价格压力维持高位。

图 11：美国制造业景气继续改善



数据来源：wind，东方证券研究所

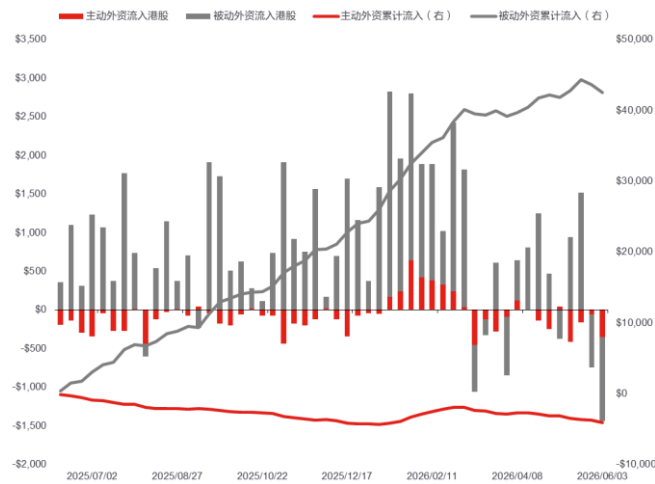
4. 外资流向：外资本周净流出 A 股和港股

本周外资继续净流出 A 股和港股，规模较上周有所增长，主被动资金均为净流出，尚未形成持续净流入的趋势，此外，被动外资净流入中概股。

港股：外资进一步流出港股

本周外资净流出港股，规模 14.4 亿美元，主被动外资均为净流出，被动型外资净流出 10.9 亿美元，主动资金净流出 3.5 亿美元，流出规模较上周明显增长。近一年来，主动外资累计流出港股 41.4 亿美元，被动外资累计流入港股 424.9 亿美元。

图 12：外资净流出港股（百万美元）

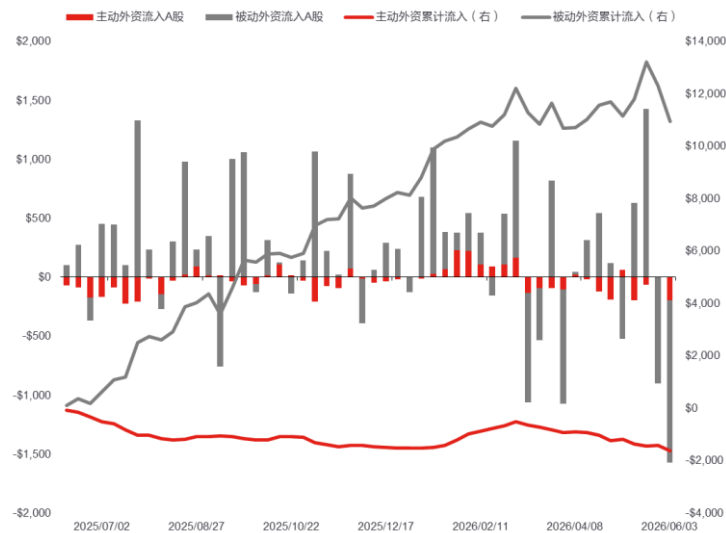


数据来源：EPFR，东方证券研究所

A 股：被动外资大幅净流出

主动外资本周净流出 A 股，规模 2 亿美元，被动外资大幅净流出 A 股，规模 13.8 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 16.2 亿美元，被动外资累计流入 A 股 109.4 亿美元。

图 13：被动外资大幅净流出 A 股（百万美元）

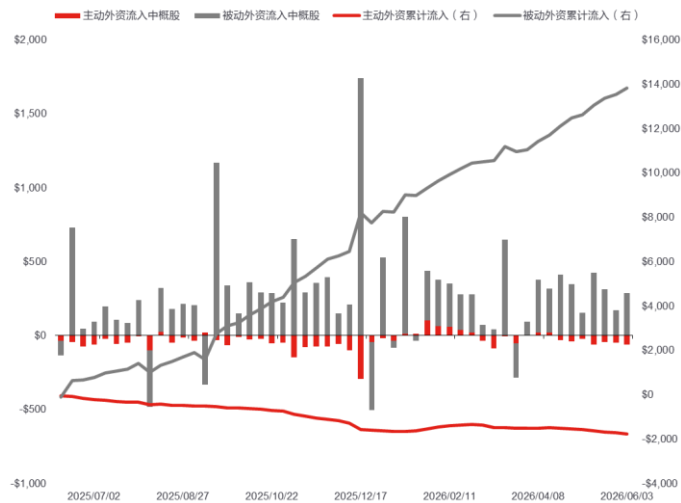


数据来源：EPFR，东方证券研究所

中概股：主动外资继续净流出

外资延续主动资金流出，被动资金流入中概股的格局，本周主动外资小幅净流出中概股，规模 0.6 亿美元，被动外资继续净流入中概股，规模 2.9 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 17.7 亿美元，被动外资累计流入中概股 138.2 亿美元。

图 14：主动外资继续净流出中概股（百万美元）



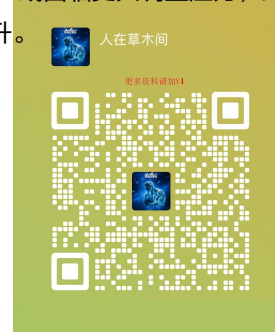
数据来源：EPFR，东方证券研究所

风险提示

地缘形势发展的不确定性。我们的基准情形假设冲突保持以空袭为主、持续性受限。然而，若出现连续升级节点（打击范围外溢、误判、关键基础设施受扰、霍尔木兹海峡风险抬升等），市场定价可能从“一次性冲击”切换为“更高更久的风险溢价平台”，带来油价高位粘滞、风险资产冲击放大等。

经济基本面对地缘冲击的反馈具有不确定性。我们判断油价冲击难以显著迁移为核心通胀的前提是劳动力与增长继续温和放缓。但若油价上行幅度更大且持续更久，通胀预期可能变得更黏，进而压缩政策宽松空间、压制风险偏好，使“类滞胀”叙事更持久、幅度更大，进而对经济活动、资产定价的基准路径均可能产生偏离。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。



分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。