下载日志已记录，仅供内部参考

流动性问题只是催化剂

策略周度思考 20260607

报告发布日期 2026 年 06 月 07 日

证券分析师
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
如何跟踪微观交易结构：策略周度思考 20260601 2026-06-01
汇率升值前景的定量测算：策略周度思考 20260517 2026-05-17
以产业趋势的强确定性，对抗地缘扰动的不确定：策略周度思考 20260510 2026-05-10

研究结论

- **策略周度思考—流动性问题只是催化剂**

- **1、本周全球市场共振承压，尤其是科技主线出现调整压力。表面来看，美国非农数据超预期引发了市场对美联储未来加息、流动性趋紧的担忧，表现为美元升值、美债利率上行、美股下跌、商品普遍下跌，但非农数据发布前日韩股指就已经下跌，我们认为背后的因素更多来自全球科技股微观交易结构问题。往后看，全球科技行情微观交易结构问题刚开始暴露，后续仍需谨慎。**
- **2、美国非农数据超预期引发了市场对美联储未来加息、流动性趋紧的担忧。**美国 5 月非农就业数据超预期，市场加息预期升温，目前 CME 数据显示 27 年前至少加息两次。非农数据公布后，美元升值、美债利率上行、美股下跌、商品普遍下跌。但我们认为，全球科技股调整，并非单纯源于流动性问题，而是微观交易结构问题。主要理由有以下三个方面。
- **3、其一，流动性问题其实不是现在才有，但全球 AI 制造行情此前并未受明显影响。**尽管加息预期升温，但流动性紧张的问题并不是非农数据公布之后才有，5 月中旬美债 10 年期国债利率一度超过 4.6%，而目前仅略超 4.5%。而 5 月中旬美债利率高位以来，已经使得各类资产造成了调整压力，比如黄金、比特币本轮下跌其实在 5 月中旬就已经开始，美元指数也在 5 月中旬开始上涨。但全球 AI 制造行情并未受明显影响，比如纳斯达克、日韩股指 5 月中旬之后继续上涨。
- **4、其二，半导体周期仍在向上，科技行情基本面并未发生变化。**半导体周期高频跟踪指标 DXI 指数仍在向上，意味着相关产品涨价仍在延续。但是由一揽子股票组成的费城半导体指数大幅回落。
- **5、其三，流动性问题只是催化剂，背后是全球科技行情微观交易结构问题。**本轮全球科技股行情伴随着投资者较为亢奋的情绪，以美股为例，美国证券保证金借方余额已经创历史新高，其与纽交所股票总市值的比值也处于近 20 年来高点，这意味着美国投资者已经存在大量融资杠杆买入的情况，而这种市场结构是不稳定的。

风险提示

市场表现不及预期、风险定价可能不充分、产业发展不及预期、模型设定风险。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

周度思考：流动性问题只是催化剂 4

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美联储加息预期提升至 27 年之前至少 2 次.....4
图 2： DXI 指数上行，但费城半导体指数大幅回落.....4
图 3：黄金、比特币自 5 月中旬以来就在下跌.....4
图 4：美债长端利率 5 月中旬其实更高.....4
图 5： 美国证券保证金借方余额创新高.....5
图 6：美国标普 500VIX 指数快速提升.....5

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

周度思考：流动性问题只是催化剂

本周全球市场共振承压，尤其是科技主线出现调整压力。表面来看，美国非农数据超预期引发了市场对美联储未来加息、流动性趋紧的担忧，表现为美元升值、美债利率上行、美股下跌、商品普遍下跌，但非农数据发布前日韩股指就已经下跌，我们认为背后的因素更多来自全球科技股微观交易结构问题。往后看，全球科技行情微观交易结构问题刚开始暴露，后续仍需谨慎。

美国非农数据超预期引发了市场对美联储未来加息、流动性趋紧的担忧。美国 5 月非农就业数据超预期，市场加息预期升温，目前 CME 数据显示 27 年前至少加息两次。非农数据公布后，美元升值、美债利率上行、美股下跌、商品普遍下跌。但我们认为，全球科技股调整，并非单纯源于流动性问题，而是微观交易结构问题。主要理由有以下三个方面。

其一，流动性问题其实不是现在才有，但全球 AI 制造行情此前并未受明显影响。尽管加息预期升温，但流动性紧张的问题并不是非农数据公布之后才有，5 月中旬美债 10 年期国债利率一度超过 4.6%，而目前仅略超 4.5%。而5月中旬美债利率高位以来，已经使得各类资产造成了调整压力，比如黄金、比特币本轮下跌其实在 5 月中旬就已经开始，美元指数也在 5 月中旬开始上涨。但全球 AI 制造行情并未受明显影响，比如纳斯达克、日韩股指 5 月中旬之后继续上涨。

其二，半导体周期仍在向上，科技行情基本面并未发生变化。半导体周期高频跟踪指标 DXI 指数仍在向上，意味着相关产品涨价仍在延续。但是由一揽子股票组成的费城半导体指数大幅回落。

其三，流动性问题只是催化剂，背后是全球科技行情微观交易结构问题。本轮全球科技股行情伴随着投资者较为亢奋的情绪，以美股为例，美国证券保证金借方余额已经创历史新高，其与纽交所股票总市值的比值也处于近 20 年来高点，这意味着美国投资者已经存在大量融资杠杆买入的情况，而这种市场结构是不稳定的。

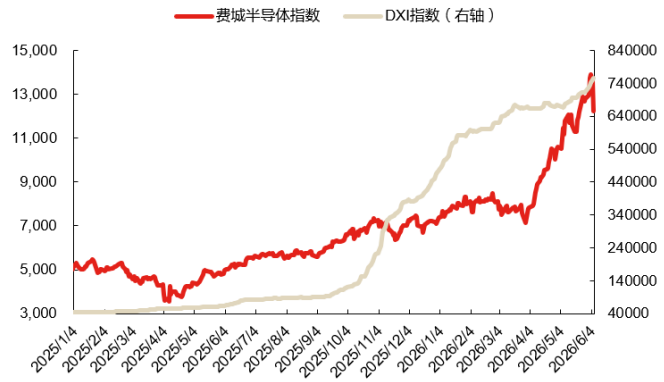
往后看，本轮全球 AI 制造科技行情，尽管基本面仍然持续向上，但微观交易结构问题从爆发到缓解尚需时日，后续仍需谨慎。

图 1：美联储加息预期提升至 27 年之前至少 2 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/6/17	0.0%	4.6%	95.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/7/29	0.0%	4.2%	87.7%	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	3.4%	72.0%	23.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	2.9%	62.9%	29.6%	4.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	2.2%	47.4%	38.2%	10.9%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	1.8%	40.1%	39.7%	15.3%	2.8%	0.3%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	1.4%	30.5%	39.8%	21.4%	6.0%	0.9%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.2%	26.7%	38.6%	23.8%	8.0%	1.6%	0.2%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.2%	26.2%	38.4%	24.1%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.0%	1.2%	26.2%	38.4%	24.1%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%
2027/9/15	0.0%	0.5%	12.5%	31.7%	31.9%	17.0%	5.3%	1.0%	0.1%
2027/10/27	0.4%	8.8%	25.7%	31.8%	21.6%	8.9%	2.3%	0.4%	0.0%
2027/12/8	1.5%	11.0%	26.5%	30.5%	19.9%	8.0%	2.1%	0.3%	0.0%

数据来源：CMEgroup 东方证券研究所

图 2： DXI 指数上行，但费城半导体指数大幅回落



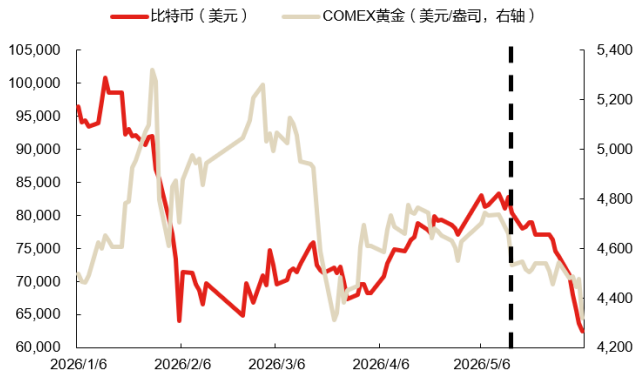
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 3：黄金、比特币自 5 月中旬以来就在下跌

图 4：美债长端利率 5 月中旬其实更高

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。

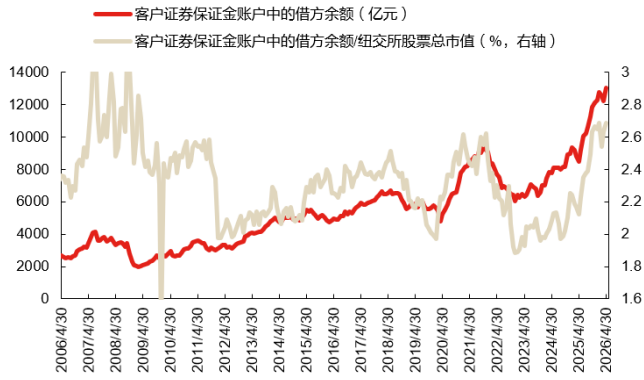
下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind 东方证券研究所

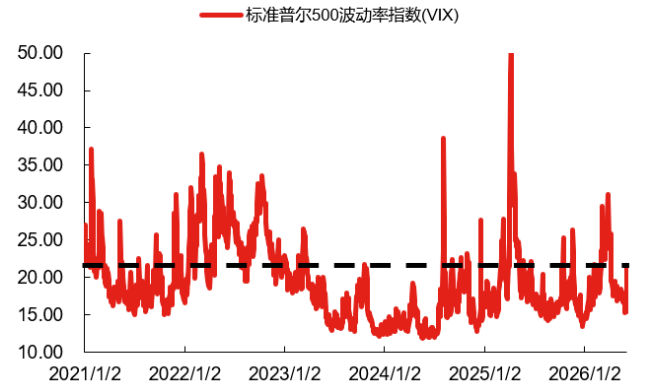
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 5：美国证券保证金借方余额创新高



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 6：美国标普 500VIX 指数快速提升



数据来源：Wind 东方证券研究所

风险提示

市场表现不及预期

我们对于市场表现的预期可能过于乐观，海内外经济和地缘政治等各种风险因素都可能让市场的实际表现不及预期。

风险定价可能不充分

地缘政治等风险市场可能尚未完全定价，突发事件或对市场产生冲击。

产业发展不及预期

各前沿行业面临技术迭代、商业化进度或业绩兑现等因素不及预期导致的回调风险。

模型设定风险

模型参数对历史数据较为敏感，参数变化变化可能对汇率预测结果产生影响。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。