



宏观经济点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

散户导演美股情绪市

当前美股的散户与机构立场严重分化。散户情绪持续高涨，看多比例升至 33.2%，小市值股票（股价<1 美元）成交量占比反弹至 36.6%，反映散户正通过高杠杆押注科技股进行短期博弈。其乐观源于三重驱动：一是政策宽松预期（对等关税推迟缓和衰退担忧，“OBDD 法案”带来减税憧憬）；二是紧缩财政预期弱化（减赤进度不达预期，关税难抵万亿利息支出）；三是美股本身的“不可替代性”——欧股日股缺乏 AI 成长叙事，新兴市场体量不足，使美国科技股成唯一选择。

机构资金正在边际撤离。对冲基金净空头仓位触及一年极值（4%分位），美银调查显示 57%机构偏好非美股票，仅 24%看好美股。机构的悲观源于基本面持续恶化，经济硬数据走弱，企业盈利预期持续下调，叠加美元贬值导致外资计价亏损，外资正在去杠杆。

美股散户资金因高集中度、高杠杆、投机性强和缺乏基本面支撑具有高度不稳定性，对后市判断胜率不高，相比之下机构资金动向是更可靠的风向标。当前机构情绪偏谨慎，美元疲软也降低了美股对外资的吸引力。

联储降息节奏对美股具有双重解读。若基于经济走弱担忧而降息会被视为基本面恶化的确认，反而加剧市场脆弱性，若在经济尚可时预防式降息则可能提供流动性利好。长期视角下，只有经济出清和高利率调整后，市场参与主体才有望重获活力。

风险提示

美国经济超预期强劲、特朗普减税政策反复、AI 商业化加速等。

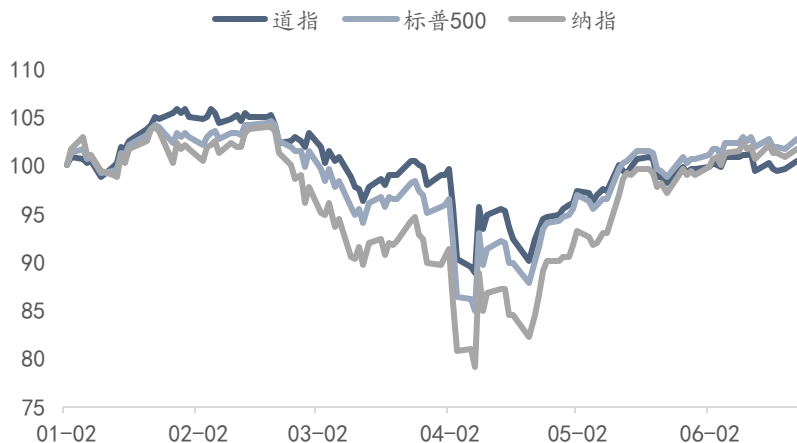


Be fearful when others are greedy—— Warren Buffett

4月9日前，美股在“科技例外论”消退和对等关税带来的经济担忧下，一度接近技术性熊市（参考前期报告：《美股，已进入“特朗普周期”2025.04.28》）。但之后的两个多月里，美股迎着美元和美债的逆风独自反弹，当下已基本收回前期跌幅。

美股的乐观情绪从何而来？

图表 1：截至 6/23，道指、标普 500、纳指 YTD 分别为 0.4%、2.7%、1.8% (2025/1/2=100)



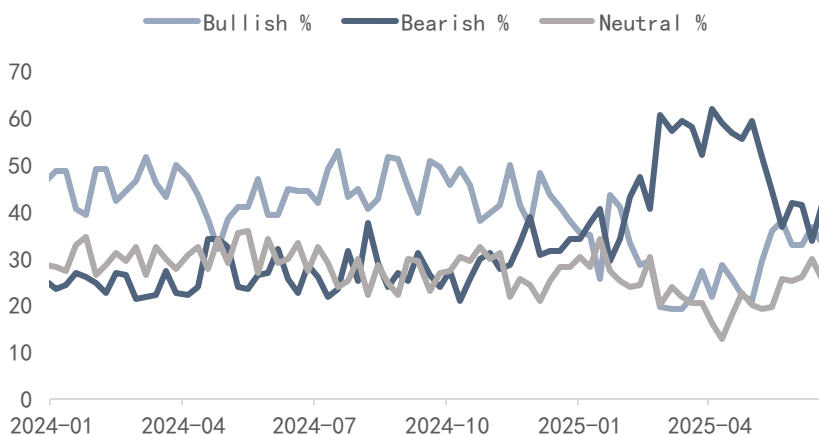
来源：Wind, 国金证券研究所

一、并非所有人都乐观

当前的美股是散户乐观、机构悲观。6月12日当周，美股散户看多比例达到 33.2%，为 1 月底以来新高；看空比例为 33.6%，为 1 月底以来新低。散户乐观的另一个佐证，是小市值股票成交火热。因为小市值股票往往是散户们激烈博弈的战场。截至 6 月 18 日，美股市场上股价小于 1 美元的公司成交量占比升至 36.6%，较 4 月 9 日上升近 20 个百分点。

而美股机构资金普遍偏悲观。从 CFTC 报告的 E-mini 标普 500 非商业期权期货净持仓数据来看，非商业交易者通常并非套期保值者（即不利用期货市场来对冲现有业务敞口），而是以对冲基金为代表的投机性机构资金。截至 6 月 10 日，美股非商业期权期货净持仓-12.4 万张，位于近一年 4% 的极低分位数水平。

图表 2：美股散户看多、看空、中性占比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

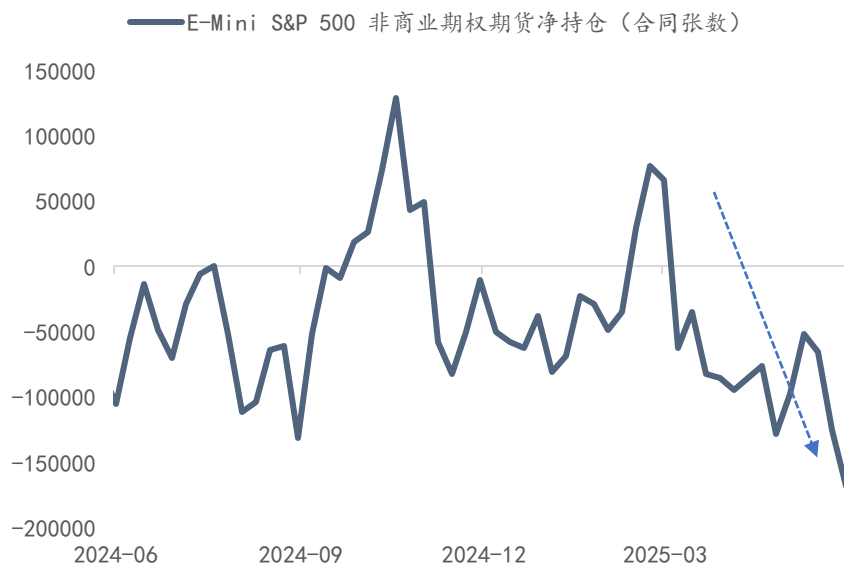


图表 3：美股市场上股价小于 1 美元股票的成交量占比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4：美股非商业期权期货净持仓水平极低



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

二、散户为何乐观？

第一个原因是散户正在安心享用“TACO”午餐，笃定特朗普化债终将一地鸡毛。

美股散户有他们的乐观理由。一方面，减赤措施雷声大雨点小。截至 6 月 23 日，DOGE 累计削减支出 1800 亿美元，距离其 2 万亿美元目标还有 91% 的路程。照目前节奏，到明年 7 月 4 日（截止日）时 DOGE 仅能完成目标的 31%¹。另一方面，关税难以直接改善财政。即便 4-5 月美国关税收入大增，财政赤字却并未明显缓解，归根结底是因为 10% 的基线关税收入仍然难以匹配高利率环境下超万亿的利息支出²。财政无序扩张在长期维度下不是美元资产的好消息，但短期内可以提振散户的信心。

当 4 月 9 日“对等关税”被推迟后，美国衰退担忧缓和，软数据触底反弹。叠加 5 月下旬“OBBA 法案”在众议院过会

¹ <https://www.doge-tracker.com/>

² <https://fred.stlouisfed.org/series/A091RC1Q027SBEA>



带来的减税预期³，散户们理所当然地对企业某一时段盈利改善翘首以盼，即便美股的真实盈利预期近两个月随经济硬数据走弱而不断下调。

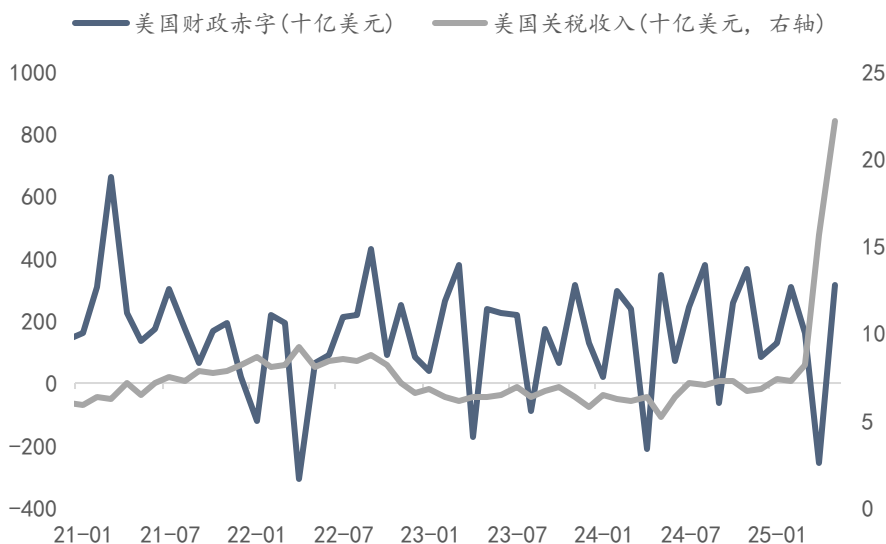
在此背景下，特朗普放松监管成为另一则利好。金融业会因资本要求放宽（如豁免国债计入 SLR）而减少合规负担、提升资本效率⁴；能源行业受益于环保限制松绑，开采成本下降⁵；科技行业则有望迎来技术推广的审批流程简化，提振利润前景⁶。

第二个原因是美元流动性宽松，散户又难以像机构一样做跨区域跨类别的资产配置，大概率只能在风险资产和避险资产之间选择，因此一旦情绪修复，散户资金很快就会涌入美股市场，形成空头回补。

出于赌博心理和 FOMO 情绪，散户们已经极度短视化，先赚钱、再找原因。毕竟特朗普 2.0 迄今的系列政策还未打破科技巨头们的价值逻辑，近期甲骨文首席执行官在财报会议上称“需求是天文数字级的”，并将 2026 财年资本支出提高至超过 250 亿美元⁷，AI 提振生产力的神话再度充值。

第三个原因是美股缺乏优质替代品，即便市场对美国情绪性看空，做空行为迄今只体现在美元和长端美债上。长端美债需求可以被短端美债替代，也可以被欧债、黄金、现金等其他资产替代。美元需求更是可以被非美货币、数字货币和贵金属所替代。不同于美元和美债，权益市场缺乏可替代美股的优质资产，“难替代性”为美股铸成了一条护城河。对于西方资金而言，美股的传统“替代品”是欧股、日股等发达市场股市，欧股的优质资产主要为军工、奢侈品等传统老牌企业，日股核心资产则是汽车、电气等大型制造业企业，二者均缺乏成长性。因此，当“不可替代”的美股短期内下挫 20% 后，又重新具备了吸引力。

图表 5：近两月美国关税收入大增但财政赤字依旧



来源：Wind, 国金证券研究所

³ <https://taxpolicycenter.org/taxvox/tpc-finds-final-house-budget-bill-cuts-average-taxes-2900-mostly-high-income-households>

⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1835268678945250586&wfr=spider&for=pc>

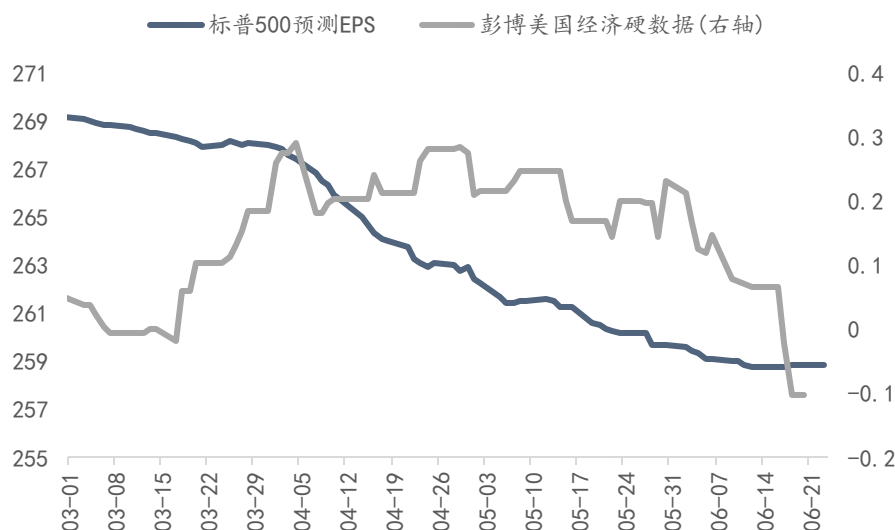
⁵ <https://www.epa.gov/newsreleases/epa-launches-biggest-deregulatory-action-us-history>

⁶ <https://philadelphiaapact.com/the-future-of-tech-under-trump-embracing-deregulation-advancing-ai-and-promoting-american-interests/>

⁷ <https://www.cnbc.com/2025/06/13/oracles-stock-on-pace-for-best-week-since-2001-on-cloud-momentum.html>

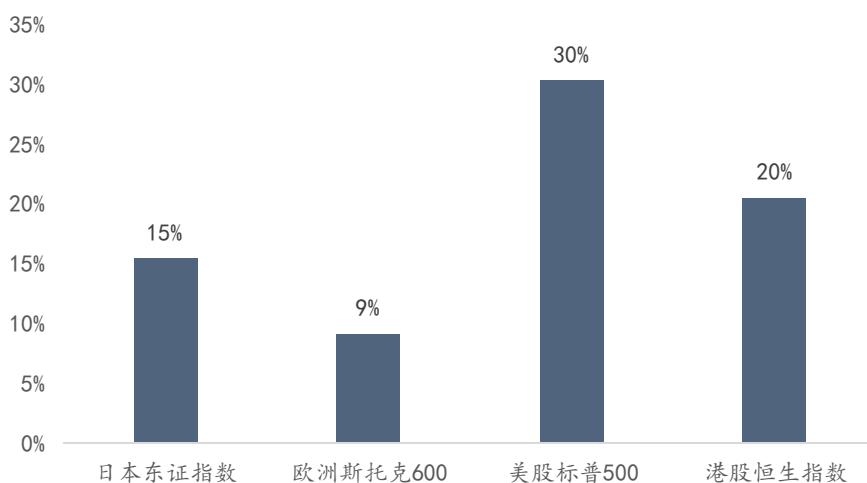


图表 6：近期美国硬数据与标普 500 预测 EPS 预期一致向下



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 7：美欧日港四大股市科技板块市值占比 (%)



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

三、散户与机构，各自胜率几何？

美股市场上，散户们集体对抗华尔街的案例历史上并不罕见。但即便社交媒体能使散户们形成短期合力，其持仓的高度集中化、高杠杆化及缺乏基本面锚定的博弈性质，最终决定了这类资金存在极度不稳定性。因散户资金过于投机化、短期化，其对后市判断的胜率并不高。

近三年，每当散户多头占比上升，未来一个月内美股往往会边际走弱，唯独今年是例外。一个短视的市场也是脆弱的，一旦基本面担忧出现，反转接踵而至。

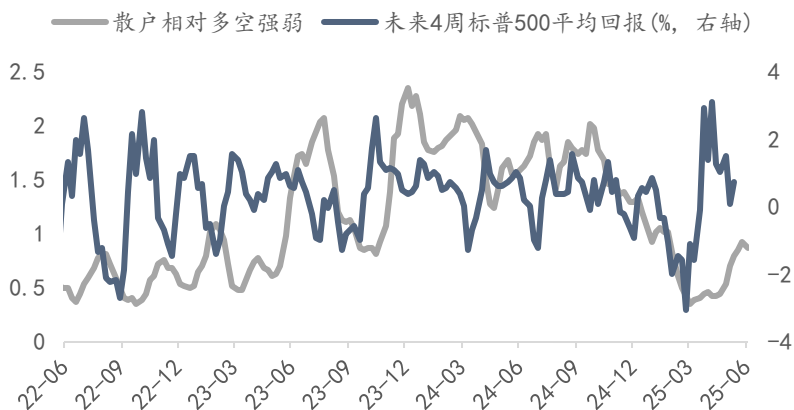
与散户资金的快进快出相比，机构资金往往是美股市场走势更重要的风向标。近三年多数时候，机构多头力量上升预示着未来一段时间内美股即将走强。

根据美银 6 月全球基金经理调查，57% 的受访者认为未来 5 年表现最好的资产是非美股票，认为未来 5 年表现最好的资产是美股的受访者仅为 24%。仓位上，目前机构投资者最倾向于超配欧股和新兴权益，最倾向于低配美股、美元和能源类商品。受制于美元走弱，外国机构投资美股以本币计价损失增加。不同于外资恐慌式的撤退，内资当前对美股更倾向于谨慎态度。



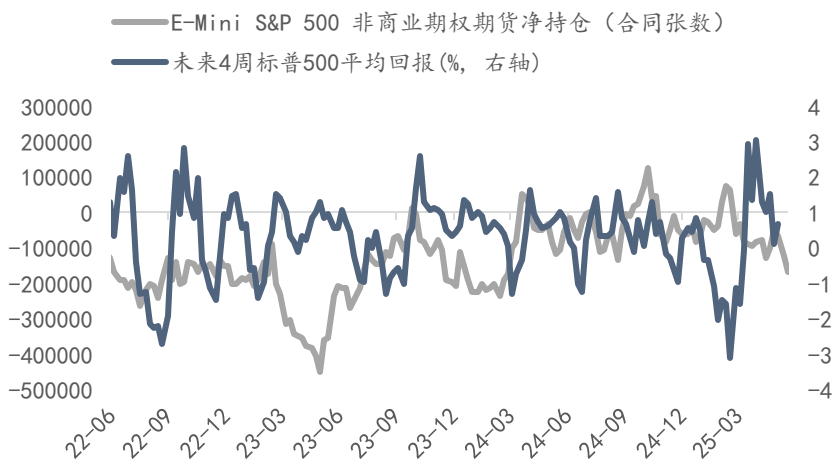
当消费需求前置与硬数据走弱成为已知变量，联储降息节奏显得尤为重要。降息固然有流动性的利好，但也是基本面走弱的确认，当美国经济基本面出现担忧时，降息预期往往会被理解成坏消息。从历史数据来看，美债和美股的正相关往往对应了花旗美国经济意外指数为负的时间段。当一轮基本面和高利率出清后，美国对冲基金重新加杠杆，居民和企业部门的经济活力修复，届时美股的反弹将更具确定性。

图表 8：散户相对多空强弱（bullish%-bearish%）与未来 4 周美股平均回报具备一定负相关性



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

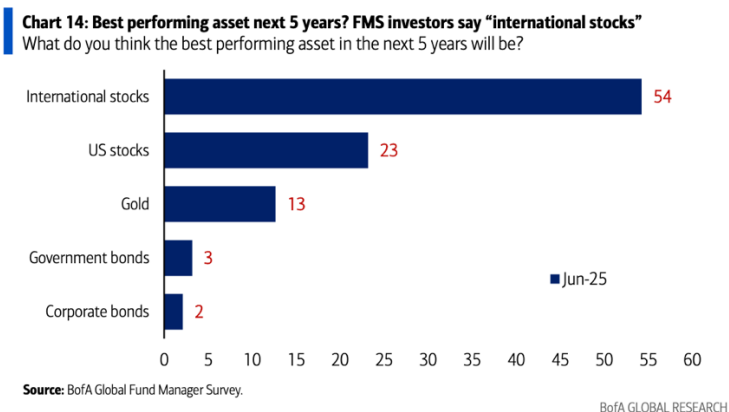
图表 9：标普 500 非商业多头净仓位与未来 4 周美股平均回报具备一定正相关性



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

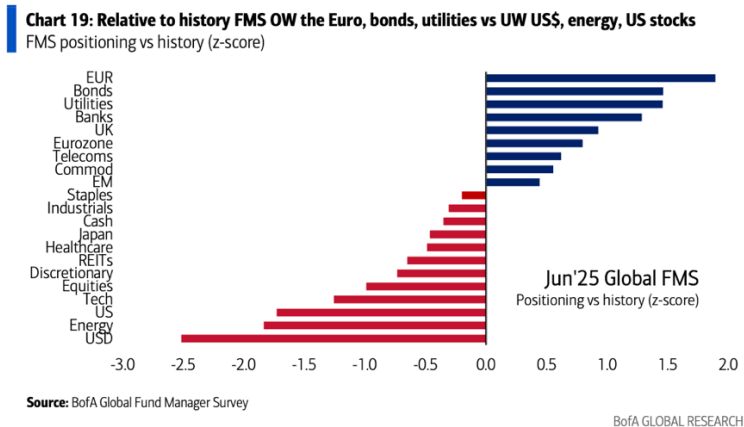


图表 10: 美银 2025 年 6 月基金经理调查: 未来 5 年表现最好的资产是?



来源: BofA, 国金证券研究所

图表 11: 对比历史数据, 6 月基金经理头寸变化情况?



来源: BofA, 国金证券研究所

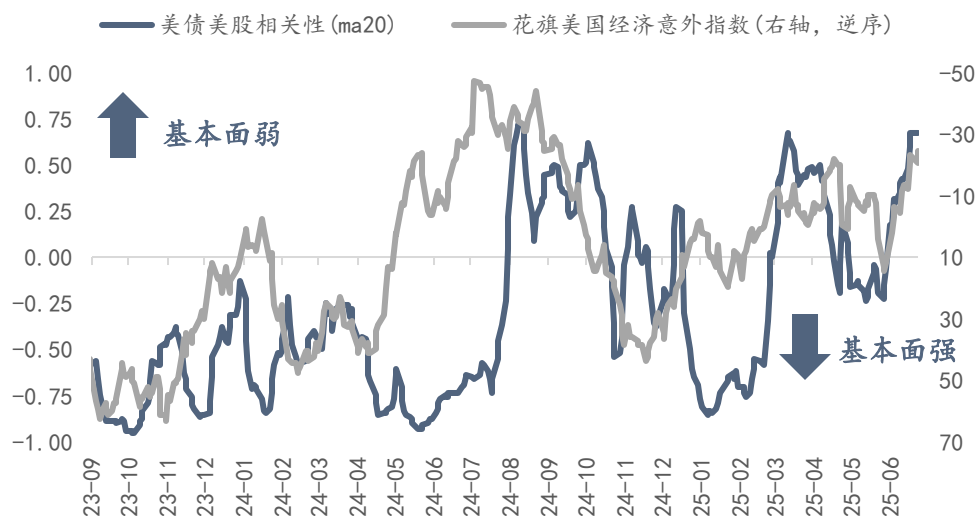
图表 12: 近三年美国 ETF 基金的资金净流量 (单位: 百万美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

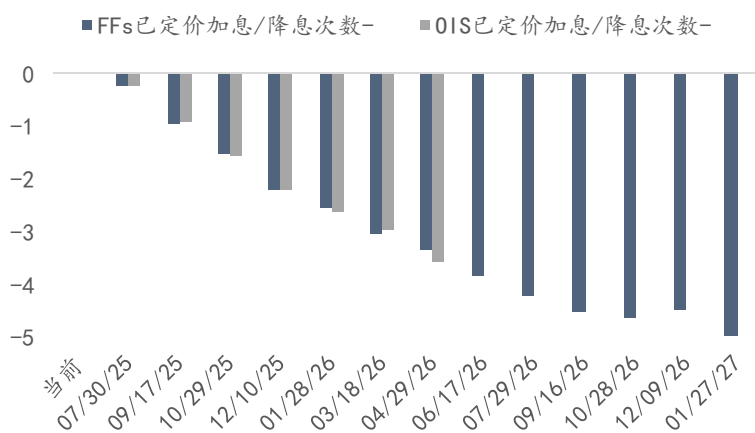


图表 13: 标普 500 与 10Y 美债利率滚动 20 个交易日相关性 vs 花旗美国经济意外指数 (逆序)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 联邦利率期货、OIS 隐含的美联储降息次数: 今年仍有两次 25bp 降息



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 美国经济超预期强劲: 强劲的经济数据将显著提振市场信心, 重新吸引资本流入美股, 并支撑企业盈利预期。
- 2) 特朗普减税政策反复: 减税政策节奏存在变数, 若短期内对企业利润和消费形成刺激, 或延续美股阶段性反弹。
- 3) AI 商业化加速: 若 AI 技术取得标志性突破、商业化应用快速落地, 将推动科技股业绩超预期再上台阶, 重塑行业估值逻辑, 也为美国例外论充值。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究