

A 股、美股共振：复盘与展望

2025 年 07 月 07 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ A 股年内新高，美股历史新高，这场联袂的上涨“戏码”，还能持续多久？

如果回到年初，可能难以想象在中美贸易摩擦下中美股市竟然可以同步地进入“高光”时刻，回过头来看，我们觉得有三个特征是值得关注的：首先，4 月以来的本轮上涨，**A 股的发动要更早**，这既体现了政策的响应速度、也反映了资金偏好的变化；其次，**从结构上看，中美都有自己的核心资产**。相较而言，美股的“回补”特征很明显、兜兜转转又回到靠大型科技公司拉指数的节奏；而 A 股则是靠金融等权重股稳步推动中枢上涨。第三则外部核心变量——美元的不同，**我们可能正处于弱美元周期的历史性拐点**，非美资产面临重估。那么该如何看待后续的演绎？

➤ **从宏观角度看，股市的上涨无非来自于三个方面——利率，风险偏好和盈利增长**。货币宽松（预期）带来的利率下降，或者政策不确定性下降/地缘政治事件平息带来的风险偏好上升都会使得折现率下降、股指上升，推动股市上涨；而由宏观β和行业、企业自身α推动的盈利增长，则会从未来现金流和估值两方面推动股市；当然对于非美股市而言，美元指数也算是短期内的估值因子——美元贬值往往有利于流动性和预期的改善。从今年的情况看，关税的实际冲击还没有完全显现，企业盈利出现改善的难度较大；而随着特朗普 TACO 交易深入人心，风险偏好带来的弹性也被压缩。宏观政策和美元能否“拔估值”可能至关重要。

➤ **不妨看看历史上中美共振上涨的经验**。当然需要注意的是，美股长期上行趋势下，中美股市“同涨”的时期不胜枚举。我们重点关注中美股市经历回调后的“共振上涨”，最近的几轮分别是 2019.01-2019.04、2020.03-2021.02、2022.10-2023.04、2025.04 至今。结合前文所述的宏观三维度来看，不难发现一个有趣的结论，**都起始于一定的事件冲击，预期拔估值先行，而要想行情更持久需要持续的政策刺激或者基本面的实际改善：**

2019.01-2019.04：贸易冲击缓和下的政策、情绪拔估值。经过 2018 年市场动荡时期，除了中美贸易摩擦进入缓和期外，**最重要的边际刺激来自于美联储开始转向，引领全球货币政策宽松预期**，而国内股市还有 2018 年底民营企业座谈会+经济边际改善预期的加持（当然后续经济改善预期收敛，股市也就陷入震荡）。从行业来看，美股信息技术（细分行业中半导体涨幅较大）、工业板块明显上涨。中国则是农林牧渔和计算机（贸易摩擦下的国产替代逻辑）板块涨幅靠前。

2020.03-2021.02：公共卫生事件冲击缓和下，政策加码+经济反弹+美元持续下跌，上涨也更持续。尽管有公共卫生事件的普遍冲击，中美两国都果断采取了“超常规”的政策刺激，冲击放缓后经济迅速复苏、都短暂超过了公共卫生事件前的趋势水平，消费等需求反弹的板块大幅上涨（中国是社会服务、食品饮料，美国是非日常消费品等）。

2022.10-2023.04：公共卫生事件“翻篇”，美联储货币政策拐点+乐观情绪拔估

相关研究

1. 海外市场点评：关税大限将至，市场需不需要担心？-2025/07/06
2. 海外市场点评：6 月非农缘何大超预期？-2025/07/04
3. 政策动态点评：“反内卷”的下一步-2025/07/03
4. 海外市场点评：市场对降息过于乐观了吗？-2025/07/02
5. 2025 年 6 月 PMI 数据点评：PMI 稳住了吗？-2025/06/30

值。随着中国公共卫生“平稳转段”，居民信心迅速反弹，市场有较强的经济复苏预期，而春节假期的数据表现也“可圈可点”；美联储在 2022 年 10 月之后开始引导放缓紧缩的预期（此前持续加息 75bp）。在基本面修复的支撑下，市场风险偏好有所回升，叠加 ChatGPT 引发的 AI 热潮，A 股传媒、计算机、通信板块领涨，美股信息技术、通讯业务板块领涨。

➤ **展望后市，本轮中美股市共振还能持续多久？** 贸易不确定性的下降，既是本轮中美股市上涨的驱动因素，也可能成为下一阶段的波动之源。**短期内，两国经济基本面均难以构成股市上涨因素。**但“政策预期”对于市场信心的提振正在强化，且这一作用可能持续至“宽松兑现”，除此之外弱美元的持续也十分重要。**具体来看：**

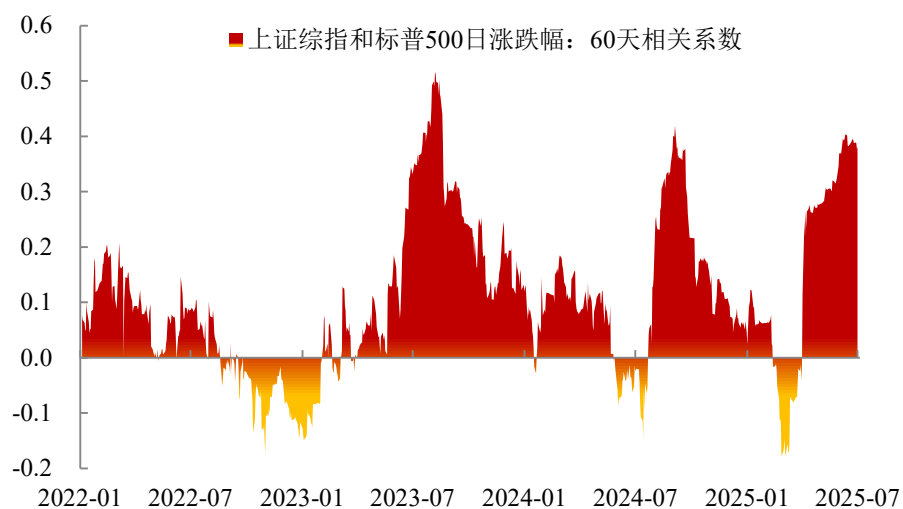
➤ **第一，贸易不确定性对中美股市波动的影响越来越小。**当然，特朗普还在用关税政策搅动去全球风云，但随着市场越来越熟悉他极限施压的套路，贸易政策对于市场波动的贡献越来越小，对于股市风险偏好的扰动有限，**可能少有的值得关注的事件是中美元首的互访进展。**

➤ **第二，短期内两国经济基本面均难以构成股市上涨因素。**从中美经济意外指数的走势来看，“关税风暴”早期的中国经济韧性明显强于市场预期，但在贸易壁垒增多的大背景之下，近期增长动能渐趋平缓。市场对于美国经济的悲观预期虽然迎来了一轮修正，但美国经济并没有摆脱滞胀的阴影，债务供需失衡以及美联储的独立性问题都可能成为新的波动之源（详情参见报告《非农为啥“吓不到”市场？》）。

➤ **第三，货币政策的“宽松预期”对于市场的支持作用正趋于强化。**尽管市场在 6 月非农发布后，基本放弃了对美联储 7 月降息的押注，但美股对于后续降息依旧充满信心，这与近几个月美国金融条件的持续放松相互对应，我们认为第三季度白宫和美联储对于宽松的争论将达到白热化，而白宫是占有优势的。对于中国，外部的“宽松预期”也为国内的货币宽松打开空间。**直到“宽松兑现”之前，政策预期对于股市上涨的催化作用可能都会延续。**

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

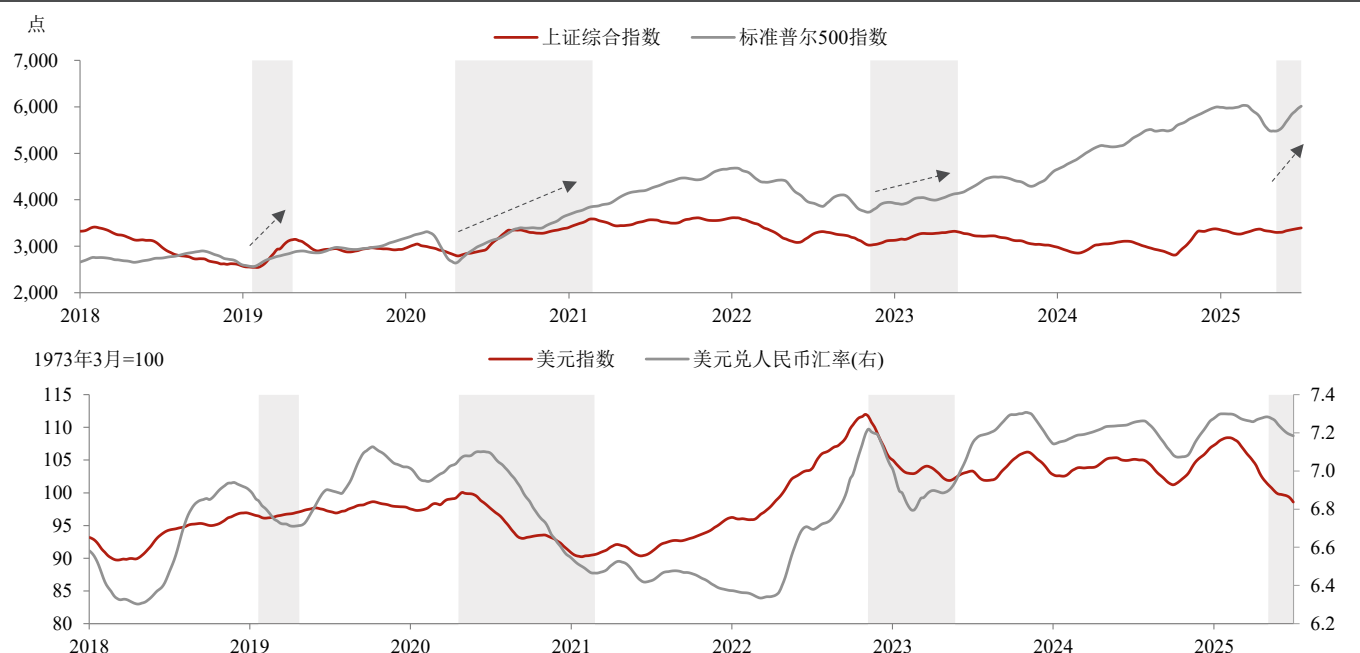
图1：4月以来，上证综指与标普 500 指数日收益率的 60 日相关系数大幅上升



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 7 月 4 日。

图2：2018年以来历轮中美股市“同涨”的市场表现与驱动因素

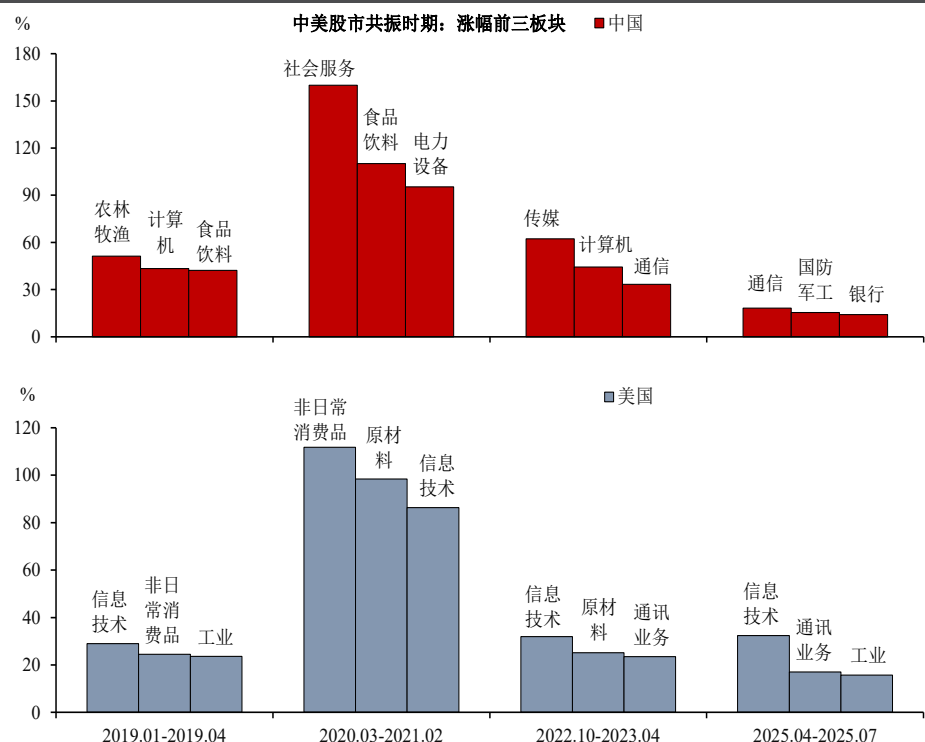


中美股市共振上涨的时间跨度、涨跌幅与驱动因素				
时间跨度	2019.01-2019.04	2020.03-2021.02	2022.10-2023.04	2025.04-2025.07
区间涨跌幅（单位：%）				
中国：上证综合指数	24.9	25.4	10.5	5.9
美国：标普500指数	11.4	46.4	10.6	16.1
驱动因素				
货币政策环境	×（年初中国降准、美国暂停加息，货币政策力度较为克制）	✓（公共卫生事件影响下，中美都采取大力度的宏观政策刺激）	×（中国连续降准，但政策利率按兵不动；美国仍处加息周期）	×（中国央行在5月采取降准、降息；美联储保持政策利率不变）
经济基本面	×（贸易摩擦后经济初现企稳，但贸易摩擦的滞后影响仍存）	×（首轮公共卫生事件冲击暂时散去，两国经济阶段性复苏）	✓（中国公共卫生“平稳转段”；美国硅谷银行“出险”，但经济韧性较强）	×（贸易壁垒增多，压制两国经济表现）
地缘政治	✓（中美“贸易摩擦”从持续升级到进入谈判阶段）	×	×	✓（中美“贸易摩擦”从持续升级到进入谈判阶段）

资料来源：iFind，民生证券研究院

注：不同时期的驱动因素中，“✓”指代核心驱动因素；“×”表示非核心驱动因素，但不代表该因素对该轮股市上涨毫无影响。

图3：历轮中美股市“同涨”时期的涨幅前三板块



资料来源：iFind，民生证券研究院

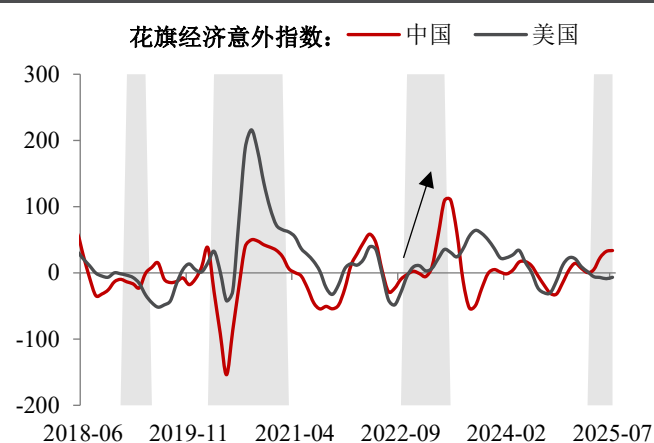
图4：中美股市共振上涨时期，两国名义 GDP 增速表现



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示中美股市共振上涨时期。

图5：中美股市共振上涨时期，两国经济意外指数走势



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 7 月 4 日；灰色阴影表示中美股市共振上涨时期。

图6：中美股市共振上涨时期，美国贸易政策不确定性指数走势

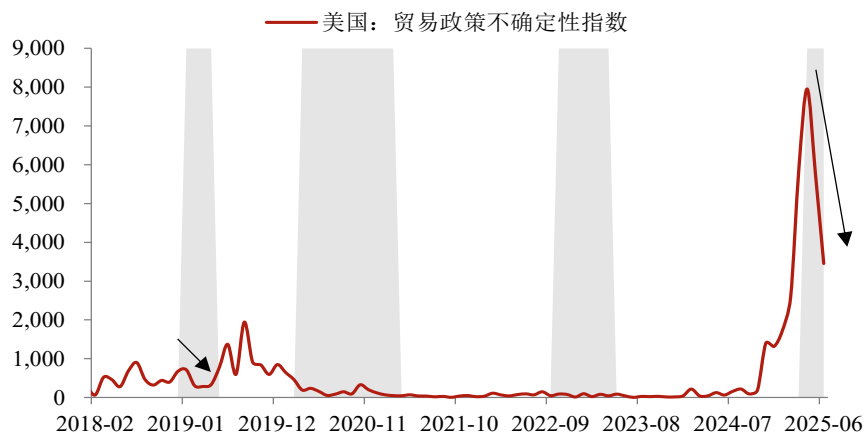


图7：近期中美两国的花旗经济意外指数表现

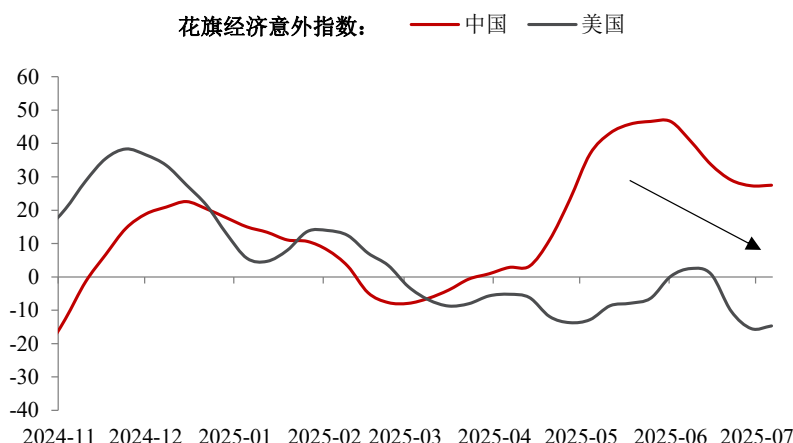
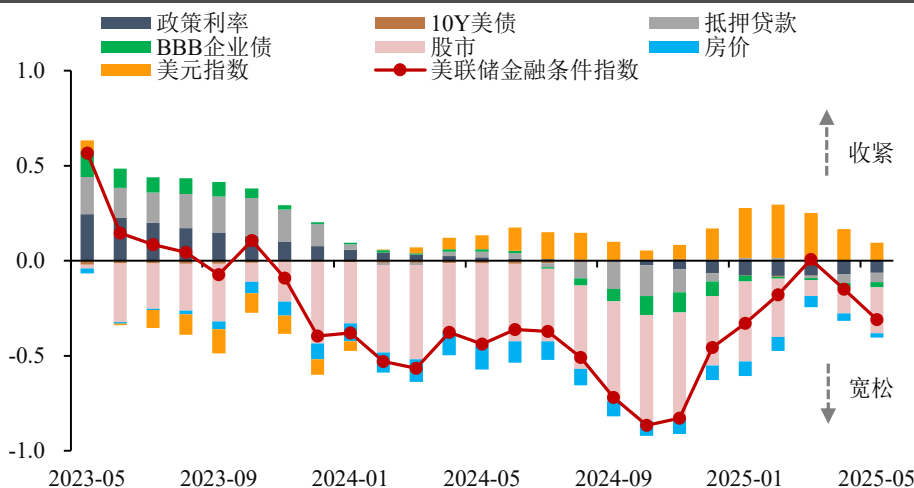


图8：近几个月，美国金融条件持续转松



分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048