

如何理解美元和美股走势背离？

2025 年 06 月 29 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：shaoliang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ 此前，美国更多还是软数据走弱，但是进入五月份硬数据也开始出现了明显的“跟上”，我们在《美国经济周期性走弱才刚开始》(20250330) 中的结论陆续开始得到验证。

➤ 而资产走势上却出现了两种完全不同的场景：

➤ 一方面，与我们前面数篇美元专题的结论一致，**美元随着经济走弱快速走弱**，近 5 个月累计跌幅超过 10% (从年初的 86% 历史分位下降至 57%) (20250105《美元：谁来给“史诗级上涨”降降温？》，20250323《美元的归途：破百的条件和时机？》，20250623《美元还能跌多久？》)；

➤ 另一方面，**美股却高歌猛进的创下新高**。坦白讲，我们前期确实对美股短期出现了误判，低估了美股的韧性。但我们更好奇在分子端明显承压，和美元外流（美元指数下降表征出的现象）拖累下，美股究竟是如何创出新高的？

➤ **首先，我们试图从历史中找找思路。**美元急跌的情况下，美股一般会如何表现？我们筛选出历史上类似的美元急跌（5 个月跌超 11%）的情形——都是有故事的历史时期：1985 年广场协议干预下的贬值，2002 年是科网泡沫破裂，2009 年全球金融危机以及 2010 年欧债危机的发酵。

➤ 其中除了 2002 年情形，**其他 3 个阶段美股都是上涨的，而且美元贬值、美股上涨貌似还有一定的持续性（至少半年维度上）**。复盘彼时的经济政策环境，我们不难看出，美股修复一个重要的因素是降息的滞后影响，四个阶段开始前美联储均连续大幅降息，支撑了后续美元回落和美股修复的双重表象，**而 2002 年的例外在于**：实际上 2001 年 9 月以后在美联储的大幅宽松下，美股已经迎来触底回升（截至年底标普 500 触底回升约 20%），但 2001 年年底、2002 年年初“安然事件”、阿根廷经济危机、世界通信公司财务造假、“泰科公司丑闻”的接连爆发，再次引发市场巨震，美股重新回到下跌通道，抵消了前期降息的努力。

➤ **从经济状态来看，和当前最像的可能是 1985 年——同样受到滞胀之苦。**PMI 低于 50% 且整体还在恶化，通胀居高不下。而从美元开始回落时的市场状态来看，本轮类似于 1985 年和 2002 年，相较另外两个阶段，美股前期（美元回落前 6 个月）跌幅不深，影响了后续的反弹力度，并且当前美股 ERP 已经回到 2002 年以前的负值区间，性价比不高，较高的估值不利于后续美股的反弹，相较其他两个阶段，在美元回落期间美股上升幅度均偏弱。

➤ **后续美元跌、股市涨的行情能否继续依旧要看经济 and 政策的搭配。**经济复苏+宽松（可以是降息也可以是 QE）是重要条件——从分子和分母端给予股市双重加持。

➤ 历史经验给我们的重要启示是，“罗马既非一日建成，也非一日毁灭”。世界的变化也是个曲折的非线性运动，并不会一蹴而就，而我们的问题是看到美国出现罕见的“股债汇”三杀，就认为存在数十年的美元资产体系进入了加速坍塌的阶段。同样，我们认为判断失误的是节奏的问题，不是方向的问题。

➤ **我们试着把“看长做短”的“长”更加聚焦。**回顾我们今年对于美股的宏观

相关研究

1. 2025 年 5 月工业企业利润点评：5 月工业企业利润缘何大降？ -2025/06/27
2. 海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？ -2025/06/26
3. 美联储政策观察：7 月降息的政治博弈-2025/06/25
4. “十五五”规划系列报告（二）：“十五五”规划的初步线索-2025/06/25
5. 2025 年三季度宏观经济与大类资产展望：“大浪淘沙”，在不确定中找寻确定性-2025/06/22

框架：**滞胀情形+特朗普激进政策带来资金外流风险**。关于滞和胀如何影响股市，其实存在十分微妙的**平衡点**：

- “滞”：温和的“滞”下降息因素占主导，利好美股；超预期的“滞”带来更多的**衰退预期**，利空美股。
- “胀”：温和/向下的通胀，对企业利润侵蚀有限且有助于引导美联储降息；但是如果真的顶着顽固通胀进行超预期的宽松，则是**利空美债和美股**。
- 特朗普政策：TACO 成为市场习惯的范式，而这反而可能成为特朗普**“变本加厉”的支撑**，直到市场重现调整认知。
- 毫无疑问，我们认为**短期美股反弹的核心原因是降息预期的发酵**，而事件冲击的影响越来越小。因为市场对关税带来的通胀预期，随着 TACO 交易和迟迟没有验证的数据，出现了动摇。
- **下半年，有减税、有宽松（预期），边际上影响更大的无疑是“通胀”**。一方面，若美元持续走弱，输入性通胀会依旧会是大问题。另一方面，特朗普的油价下行政策被地缘政治干扰，而关税对于通胀的冲击很可能是“不是不报，时候未到”。
- 对于接下来的美国通胀，我们觉得一定要**打起十二分的警惕**，可能要进入“**数据打假**”的阶段：

当前微观调研和宏观数据数出现“背离”。5 月美国的 CPI 和 PPI 数据似乎看不到关税的影响。这和地区联储做的微观调查的观感完全不同，根据纽约联储在 5 月初做的调查，样本内的企业成本中进口占比平均为 30%，**超过 51%的制造业企业和 54%的服务业企业会把 50%以上的关税成本传导给消费者**，而且提价的过程会比较快，**超过一半的企业表示会在与关税相关的成本上涨后的一个月内提高价格**。

此外，最近两月美国 CPI 的数据质量也出现明显下滑。一般而言，美国劳工局每月要收集大约 90000 个报价，涵盖 200 个不同的项目类别，然后对 CPI 进行计算，当某些数据不可得时，会进行一定的估算，这个比例一般在 10%左右。但是今年由于联邦裁员计划的影响，外派搜集数据的人员不足，**导致 5 月估算的比例已经上升至 30%**。

- 面对这样的情况，一方面，我们可能要更加注重微观上企业的提价行为；另一个则是和其他数据结合起来进行评估，比如和消费端的零售数据，消费者信心和通胀预期，毕竟如果关税带来的通胀只是“虚惊一场”，那以上数据应该能够比较快速的恢复正常，当然目前看并不明显。
- 除此之外，历史经验同样表明，**当美元下跌时，输入型通胀往往会推高物价，同时可能存在一定的滞后效应**。本轮来看，虽然截止至 5 月 CPI 数据，美国物价尚未出现明显回升，但随着下半年美元的持续弱势和关税的滞后影响显现，通胀回升是大概率事件：我们预计服务业将维持相对平稳的走势，但在低基数和关税的影响下，商品价格的上涨将是大问题，**我们预计美国 CPI 同比的年内低点在 4、5 月已经出现，后续将进入上行阶段**，若下半年 CPI 月均环比增速维持在 0.2%左右，那么截止至年底通胀同比将上升至 3%以上（不考虑其他外部因素影响）。
- **今年市场的高波动更加直观地给予了每一个投资者启示——任何快速形成的一致预期都是会回摆的**，只有持续验证的长叙事才会被市场认可和定价，但这中间绝不可能是一帆风顺的。市场就像高处落下的皮球，不会在撞向地面后静止不动，也不会在最高点一直停留。

➤ 任何一致预期都代表了风险的非对称，换言之，都意味着反向交易的赔率非常吸引人（美股 ERP 约回到 2000 年以来的低位，性价比再次呈现极低的状态）。目前降息预期还在回摆的过程，通胀数据的顽固、美元走弱的速度以及就业数据的韧性都会成为叫停降息交易的路标。

➤ **比降息预期交易定价更久更深更一致的交易的是五月以来的 TACO 交易**，而这些交易的反转的路标，则更加难测。下半年最大的风险其实是特朗普亲手打破 TACO 交易：一方面，特朗普对 TACO “怀恨在心”，一直希望能重新掌握主动；另一方面，值得注意的是，**市场对于 TACO 认知的韧性较强，这反而给了特朗普更多极限施压的空间**，成为新的波动来源。

➤ **还有什么具有较大影响但还没有被市场充分认识到的下行风险？**我们觉得还是离不开**关税贸易和美联储**两条线，尤其是 7 月减税法案通过国会审议之后。地缘政治层面除非出现直接涉及大国的热战，否则很难再“搅动风云”。关税和贸易的核心问题还是在美国的谈判进展，无论白宫官员如何“鼓吹”贸易谈判取得的进展，美国加拿大在本周末的突然变盘已经是前车之鉴。**7 月 8 日第一批关税暂缓若最终延期，特朗普一定会让未达成贸易协议的国家付出相应代价**——很可能出现惩罚性关税。至于美联储，适当的口头干预可以让市场重燃宽松预期，过度干预、过早明确下届美联储主席人选，则可能过犹不及、让预期反转。

➤ **综上，从概率中性的角度去看，如果你不会因为之前特朗普的极端关税政策、美国股债汇三杀去押注美联储年内不降息、美股的大熊市，同样你可能也不该因为当前的宽松预期而对风险掉以轻心，为做多美股下重注。**我们认为下半年美股持续走强不是不可能，只是对于白宫政策的平衡要求很高，而特朗普的政策体系显然是很难做到的。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美元指数跌至 100 以下



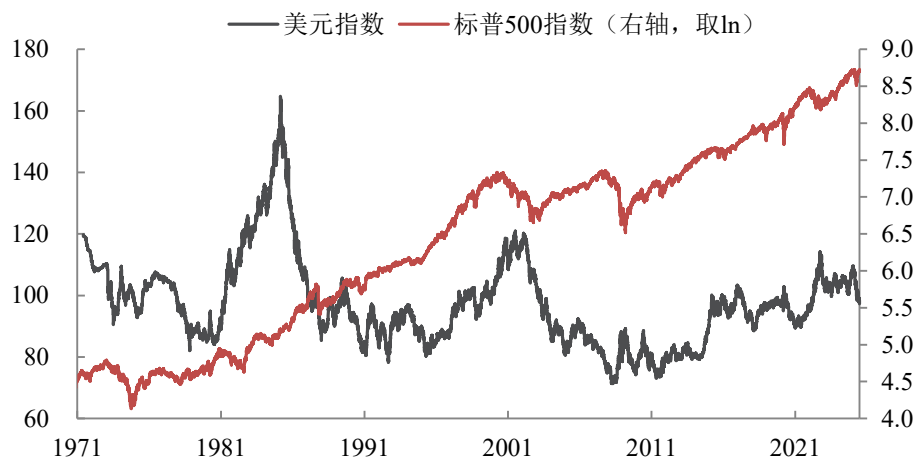
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美股收复对等关税“失地”，并创下历史新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：历史上来看，美元和美股并不存在必然的单一线性关系



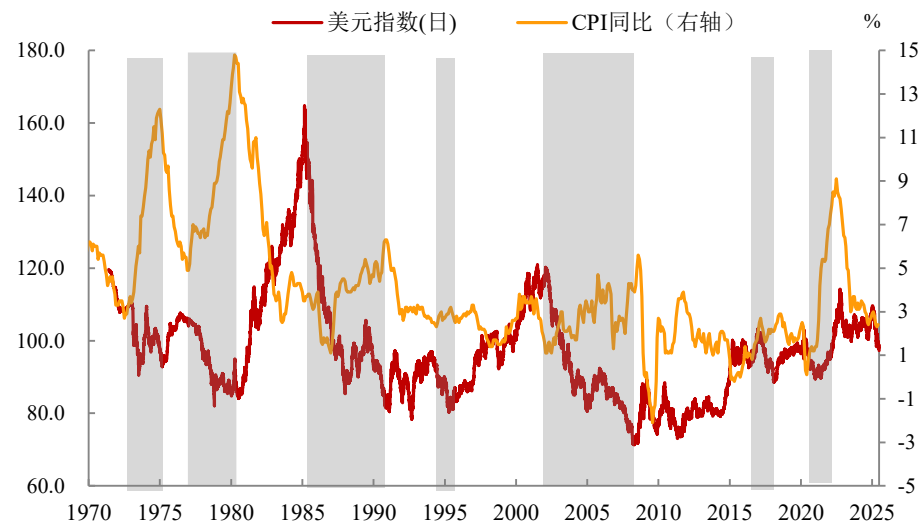
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：历次美元急速走弱（6个月内月均跌幅超过2%）时的经济和资产表现

1980年以来美元自阶段顶部回落近6个月内经济和资产表现						
		1985/2-1985/8	2002/1-2002/7	2009/3-2009/8	2010/6-2010/11	2025/1-2025/6
美元指数	区间收益	-15.5%	-11.7%	-12.4%	-11.3%	-11.3%
	月均收益	-2.8%	-2.1%	-2.2%	-2.0%	-2.0%
	后三个月收益	-7.2%	1.3%	-3.2%	-1.1%	--
	后六个月收益	-12.5%	-3.7%	3.6%	-4.3%	--
标普500	美元回落前6个月收益	7.3%	-6.4%	-45.1%	-4.1%	2.8%
	美元回落时ERP	-2.1%	-1.2%	7.2%	3.2%	-1.0%
	区间收益	5.1%	-18.7%	51.7%	14.2%	5.9%
	后三个月收益	2.9%	-12.7%	6.4%	11.9%	--
	后六个月收益	13.4%	-1.2%	7.9%	12.0%	--
经济数据均值(箭头为区间期末-期初变化方向)	制造业PMI	47.8 ↓	52.4 ↑	42.6 ↑	56.5 ↓	49.5 ↓
	CPI (%)	3.7 ↑	1.3 →	-1.2 ↓	1.1 ↓	2.6 ↑
	PPI (%)	--	-2.3 ↑	-4.6 ↓	3.7 ↓	3.1 ↓
	新增非农（万人）	22.9 ↑	-3.7 ↑	-53.1 ↑	-0.4 ↓	12.4 ↓
	失业率 (%)	7.3 ↑	5.8 ↑	9.2 ↑	9.4 ↓	4.1 ↓
经济数据后6个月均值(箭头为区间期末-期初变化方向)	制造业PMI	50.4 ↑	50.0 ↓	55.1 ↑	59.1 ↑	--
	CPI (%)	3.5 ↑	1.9 ↑	0.7 ↑	2.0 ↑	--
	PPI (%)	--	-0.3 ↑	-0.1 ↑	3.2 ↓	--
	新增非农（万人）	18.1 ↓	-3.5 ↓	-14.3 ↑	16.3 ↑	--
	失业率 (%)	7.0 ↓	5.8 ↑	9.8 ↑	9.2 ↓	--
货币政策	美元回落前降息情况	1984年10月的11.75%降至1985年2月初的8.25%	2000年12月的6.5%降至2001年12月的1.75%	2007年8月的5.25%降至2008年12月的0.25%	2007年8月的5.25%降至2008年12月的0.25%	2024年8月的5.5%降至2024年12月的4.5%
	区间内降息情况	9%到7.75%，区间降息125bp	区间无降息（1.75%），11月开始降息50bp	区间无降息（0.25%）	区间无降息（0.25%）	区间无降息（4.5%），市场预计9月降息
	区间内QE情况	无	无	第一轮QE	2010年11月开启第二轮QE	QT

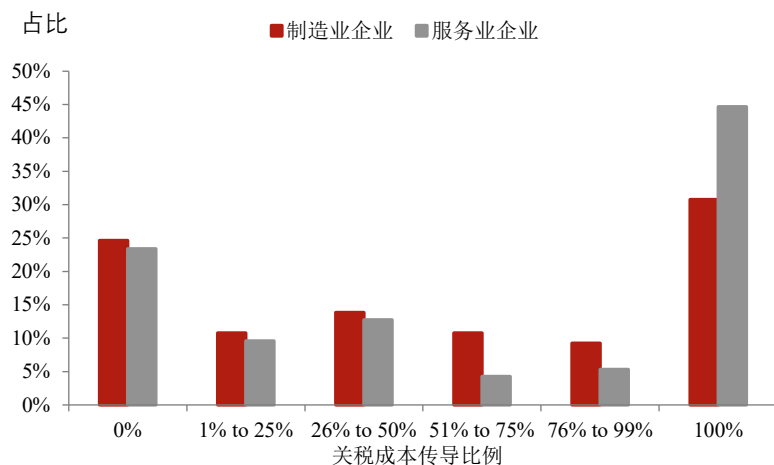
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：美元走弱往往带来输入性通胀



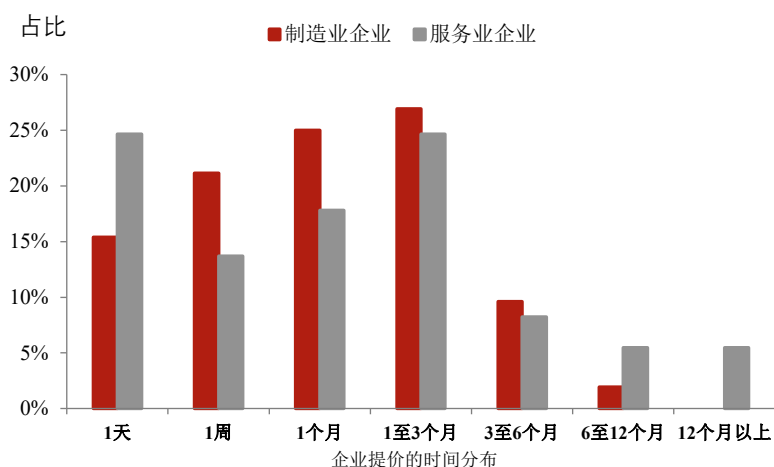
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：联储调查：大多数企业会将关税传导出



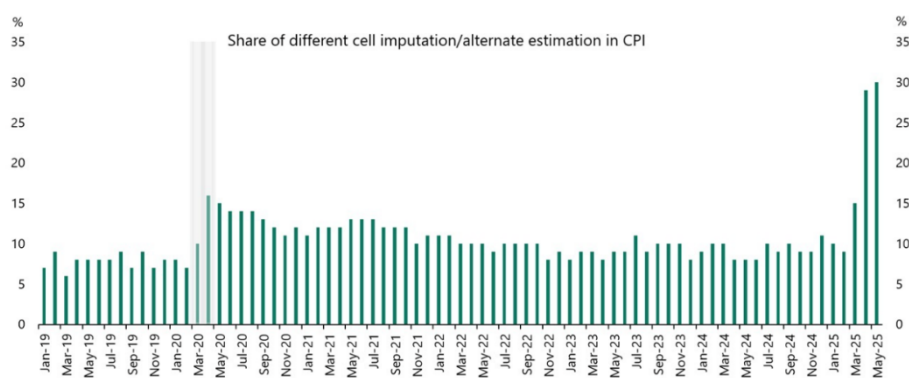
资料来源：New York Fed，民生证券研究院

图7：联储调查：关税很可能会在比较快的时间内引发价格上涨



资料来源：New York Fed，民生证券研究院

图8：美国 CPI 数据中估算成分所占比例



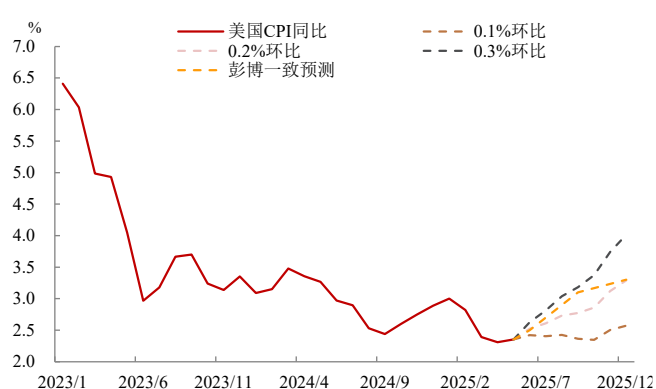
资料来源：Apollo，民生证券研究院

图9：历次美元自顶部回落至底部时的通胀变动

1980年以来美元自顶部回落至底部时的通胀变动				
区间	间隔（月）	美元跌幅（%）	CPI变动（%）	PPI变动（%）
1985/2-1987/12	34	-48.1	0.9	--
1989/6-1991/2	19	-23.8	0.1	--
1991/8-1992/9	12	-18.8	-0.8	--
1994/2-1995/4	14	-17.2	0.6	2.0
2002/1-2004/12	35	-32.8	2.2	6.9
2005/11-2008/3	28	-22.5	0.5	2.3
2009/3-2012/12	8	-16.7	2.2	5.6
2010/6-2011/4	10	-17.5	2.1	1.5
2017/3-2018/2	11	-13.3	-0.2	0.6
2020/3-2021/1	9	-12.8	-0.1	1.3
平均	18.0	-22.3	0.8	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：美国下半年通胀大概率回升



资料来源：Wind，彭博，民生证券研究院

图11：美股股权风险溢价为 2000 年以来低位



资料来源：彭博，民生证券研究院

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