



美股，已进入“特朗普周”

2025 年 04 月 28 日

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美股，已进入“特朗普周期”

经历关税的恐慌性暴跌后，美股正面临技术性反弹与长期基本面压力的博弈。即便一些技术指标显示超跌，但三个核心因素仍压制美股反转的可能性：

第一，关税政策冲击企业盈利。特朗普关税冲击不断加剧美国经济衰退概率，美股盈利预期或进一步下修。Mag7 中依赖海外市场的科技公司（如苹果、特斯拉、英伟达）利润率承压，亚马逊受北美消费景气度拖累，谷歌和 Meta 则面临广告需求萎缩风险，仅微软相对稳健。Mag7 若因衰退缩减资本支出，也可能延缓 AI 商业化进程。

第二，估值与资金面风险未充分释放。Mag7 主导了近年美股牛市，当前市盈率已回落至近三年低位。然而，标普 500 风险溢价（ERP）仍显示市场对衰退的定价不足，乐观情绪尚未完全消退。此外，特朗普对外政策正恶化美元信用，或导致海外美元资产配置需求长期下行。

第三，特朗普与美联储的政策导向均加剧市场不确定性。特朗普有意通过短期衰退换取长期经济结构优化，默许股市调整以缓解财富分化矛盾，美联储则在关税风险不确定下不急于行动。

综合来看，美股短期反弹以情绪驱动为主，但在关税冲击盈利、高估值消化压力及政策滞后效应下，中期或仍具备调整可能。

风险提示

- 1) 特朗普对外政策不确定性或影响美股海外投资者的资金流向；
- 2) 美元流动性压力若进一步上升，仍可能刺激美联储进一步扩表提供流动性。



美股超跌反弹

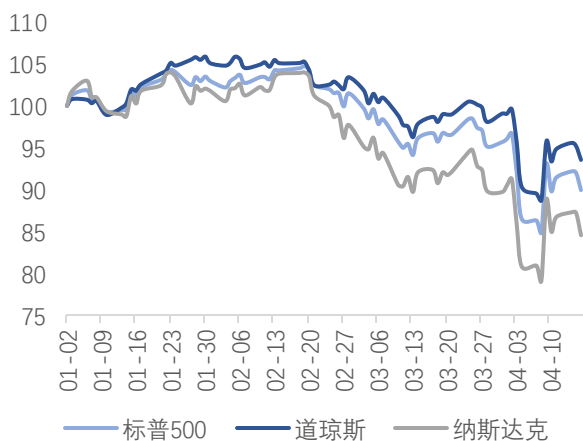
在美元美债还沉寂于特朗普荒谬的政策组合拳中一路阴跌之时，前期一度陷入“技术性熊市”的美股由于“对等关税”对大多数国家暂停 90 天而率先反弹：4.8-4.25，三大股指分别上涨 6.6%、10.9%、13.9%。

2 月中下旬以来的美股调整，大致可分成两波：

第一波（2.19-3.13） 主要交易中国 Deepseek 崛起带来的美国科技“例外论”消退。Deepseek-V3 和-r1 的问世，一方面打破了对美国科技算法寡头垄断的估值溢价。另一方面，由于以极低的成本取得了相近的效果，也使得市场对于算力芯片的长期需求产生了怀疑。同时，英伟达的主要客户们也正在研制各自的定制算力芯片以减少对英伟达的依赖。这一时期，美股科技板块领跌。

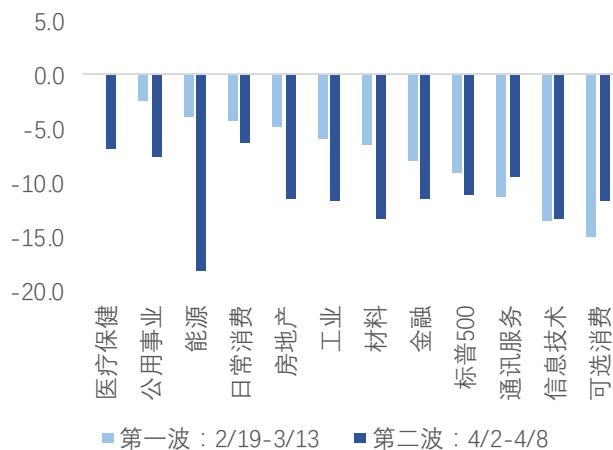
第二波（4.2-4.8） 主要交易的是特朗普超预期的对等关税政策，“地图炮”式的加征关税让市场产生了通胀预期飙升而实际消费下降的衰退担忧。全球风险资产同时下跌，处在风暴中心的美股甚至跌入了“技术性熊市”区间。衰退叙事令各版块普跌，能源板块跌幅最甚，必选消费、公用事业等防御性板块相对抗跌。

图表 1：美股的两波跌势（2025/1/2=100）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：两波跌势下各行业版块表现（%）



来源：Wind，国金证券研究所

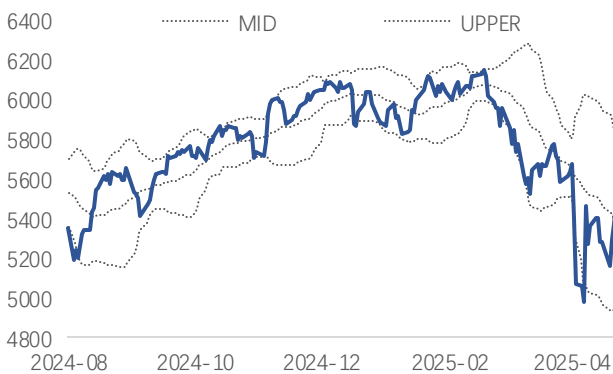
暴跌之后，一些技术指标一度显示美股短线超跌。如 4 月 8 日标普 500 指数 6 日 RSI 点位跌至 11.19，明显进入超卖区间，并创下 2022 年 1 月以来新低；同日，标普 500 指数低于 BOLL 线下轨 10.2%，连续 4 日下穿下轨。但截至 4 月 25 日，标普 500 指数已经重回 BOLL 中位线上方，6 日 RSI 甚至向上逼近超买线，市场情绪似乎修复完毕。站在当下，如何判断美股下一阶段的方向？

图表 3：RSI（6 日）线与超买超卖线



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：BOLL 线上中下轨与标普 500 指数



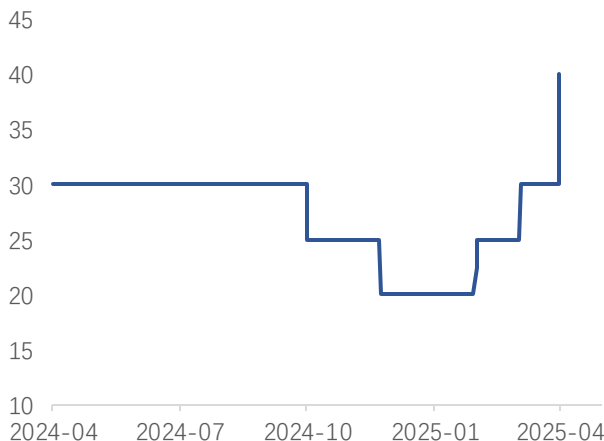
来源：Wind，国金证券研究所



关税和衰退预期，压制美股盈利

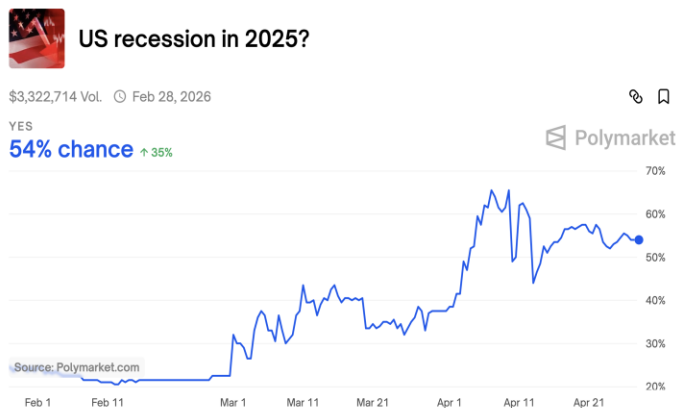
近期，各家外资投行普遍上调了今年美国衰退的概率。截至 4 月 25 日，彭博机构调查显示美国经济衰退概率上升至 40%，Polymarket 平台上的衰退押注概率升至 54%。

图表 5：彭博调查：未来一年内美国衰退概率(%)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：Polymarket 美国 2025 年经济衰退概率(%)



来源：Polymarket，国金证券研究所

经济的衰退预期不可避免地拖累美股的盈利预期。短短一个月内，标普 500 指数成分公司经历了 2022 年以来最严重的盈利下修。据 Factset 统计，截至 4 月 25 日，标普 500 指数 2025 年全年的平均 EPS 降至 265.87，较年初已下降 2.8%。其中，能源、工业、可选消费等顺周期行业首当其冲，海外营收占比较高的信息科技、通讯服务等也在盈利下调之列，唯有公用事业板块盈利预期基本持稳（海外营收占比仅 2%）。

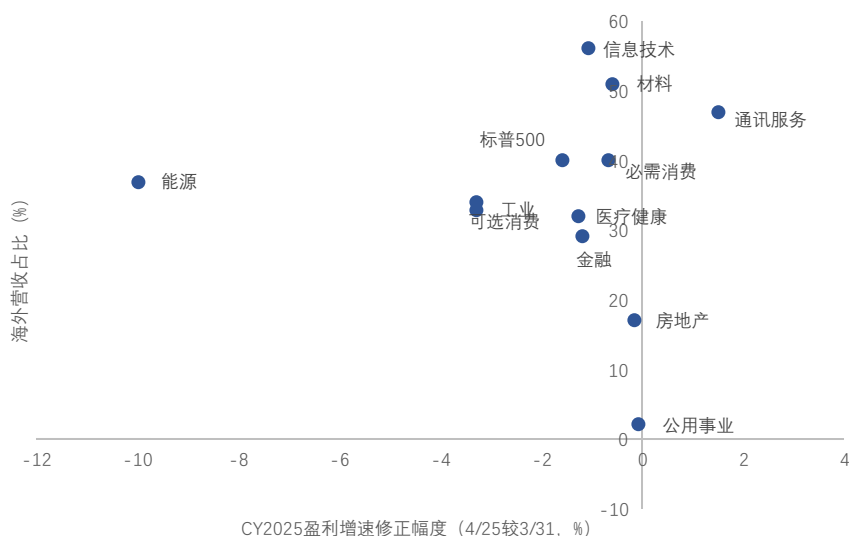
图表 7：花旗银行盈利修正指数创 2023 年 4 月以来新低



来源：MacroMicro，国金证券研究所



图表 8：SP500 行业盈利增速下修幅度与海外营收占比



来源：FactSet，国金证券研究所

单看 Mag7，除了 Deepseek 在节约算力成本上的工程创新让英伟达的算力芯片长期需求质疑声难被证伪以外，特朗普的关税冲击也直接或间接地影响到了 Mag7 里的盈利预期。

譬如，供应链和收入都依赖中国和全球市场的苹果和特斯拉受全面加征关税的直接影响不容忽视；亚马逊的零售业务（在线商店、线下商店和三方商家服务）收入占比近 70%，北美地区贡献营收 60%，关税对美国消费者信心的抑制作用会直接影响到亚马逊的业绩；谷歌与 Meta 的营收高度依赖广告业务（谷歌广告营收占比 80%、Meta 占比 97%），但广告收入和经济周期高度相关，一旦衰退预期形成，广告业务需求往往大幅下降；相比之下，核心业务依靠企业业务授权和多元化软件销售的微软，在关税和衰退背景下可能相对稳定。

此外，Mag7 一旦开始缩减资本支出规模，AI 商业化进程和芯片长期需求预期也会放缓，反过来又强化了衰退预期对 Mag7 估值的影响。

图表 9：Mag7 美国本土与海外营收占比 (%)

	美国国内营收占比	海外营收占比	中国营收占比
苹果	43%	57%	17%
亚马逊	61%	23%	—
特斯拉	49%	51%	21%
微软	51%	49%	—
谷歌	47%	53%	—
脸书	45%	55%	—
英伟达	47%	53%	13%

来源：各公司年报，国金证券研究所

注：亚马逊、苹果、脸书的本土营收为北美地区营收

估值难言乐观

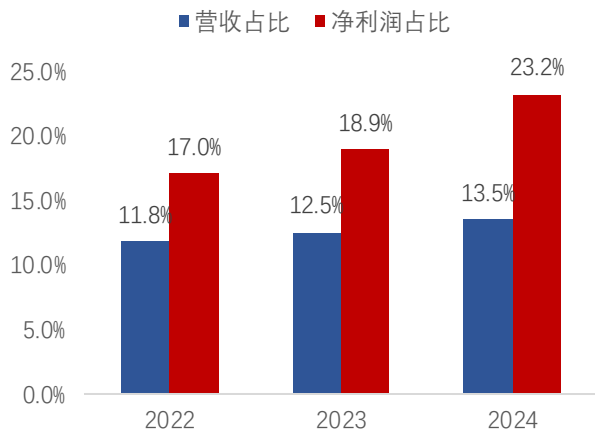
2023 年以来的美股牛市，科技股的龙头效应显著，大部分的业绩兑现和股价涨幅均由头部科技巨头贡献。

从 2022 年到 2024 年，Mag7 的 TTM 营收与 TTM 净利润占标普 500 指数整体的比重分别增加了 1.7 和 6.2 个百分点，同期 Mag7 与剔除 Mag7 后的标普 493 指数累计涨幅分别为 85%、23%，相差巨大。（若从纳斯达克 100 指数中剔除掉英伟达，前者 2023-2024 年的累计涨幅将缩水 4%。）



而在今年 2 月 19 日以来的美股调整期内，也是科技巨头领跌全市场，Mag7 与剔除 Mag7 后的标普 493 指数分别下跌 16.0% 和 7.8%。从估值层面看，截至 4 月 25 日 Mag7 的市盈率为 30.46 倍（较 2.19 回落 26.6%，处于近三年 29.1% 分位数附近），标普 493 指数的市盈率为 22.35 倍（较 2.19 回落 12.6%，处于近三年 67.7% 分位数附近）。

图表 10: Mag7 营收、净利润占标普 500 指数整体的比重 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: Mag7 与剔除 Mag7 后的标普 493 指数表现 (2022/4/27=100)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12: Mag7 与剔除 Mag7 后的标普 493 指数市盈率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

但估值即便回落，当前仍然偏贵。

截至 4 月 25 日，标普 500 指数的 ERP（权益资产的风险溢价，市盈率的倒数与无风险资产收益率的差）为 -0.2，约为三年均值下方 0.5 倍标准差水平，较 4 月 8 日下降了 0.5 倍标准差，较去年年底回升了 0.84 倍标准差。



图表 13: 标普 500 相较于 10Y 美债利率的风险溢价约为三年均值-0.5 倍标准差

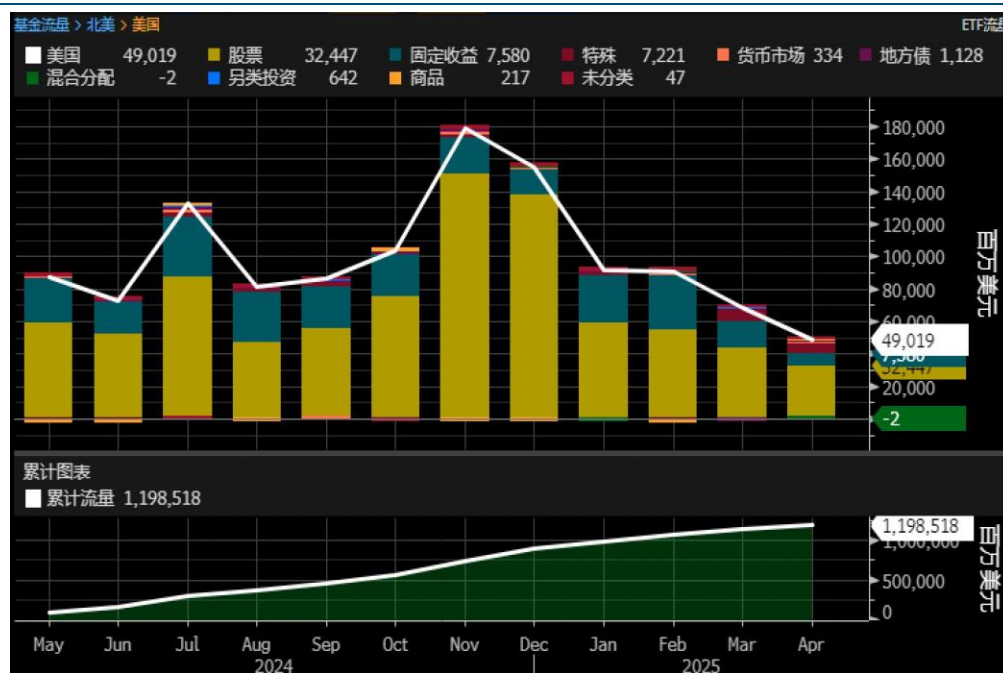


来源: Wind, 国金证券研究所

资金层面，关注新变化

特朗普若执意削减贸易逆差，人为堵塞美元循环路径，将减少境外美元规模，进而抑制美股美债投资需求。另一方面，其自毁长城般的对外关税政策，也迫使那些两年前曾经“用脚投票”的海外投资者重新做一遍选择题，4 月初美元资产股债汇三杀便是一个证明。

图表 14: 美国各类资产 ETF 净流量与累计流量 (\$mlns)



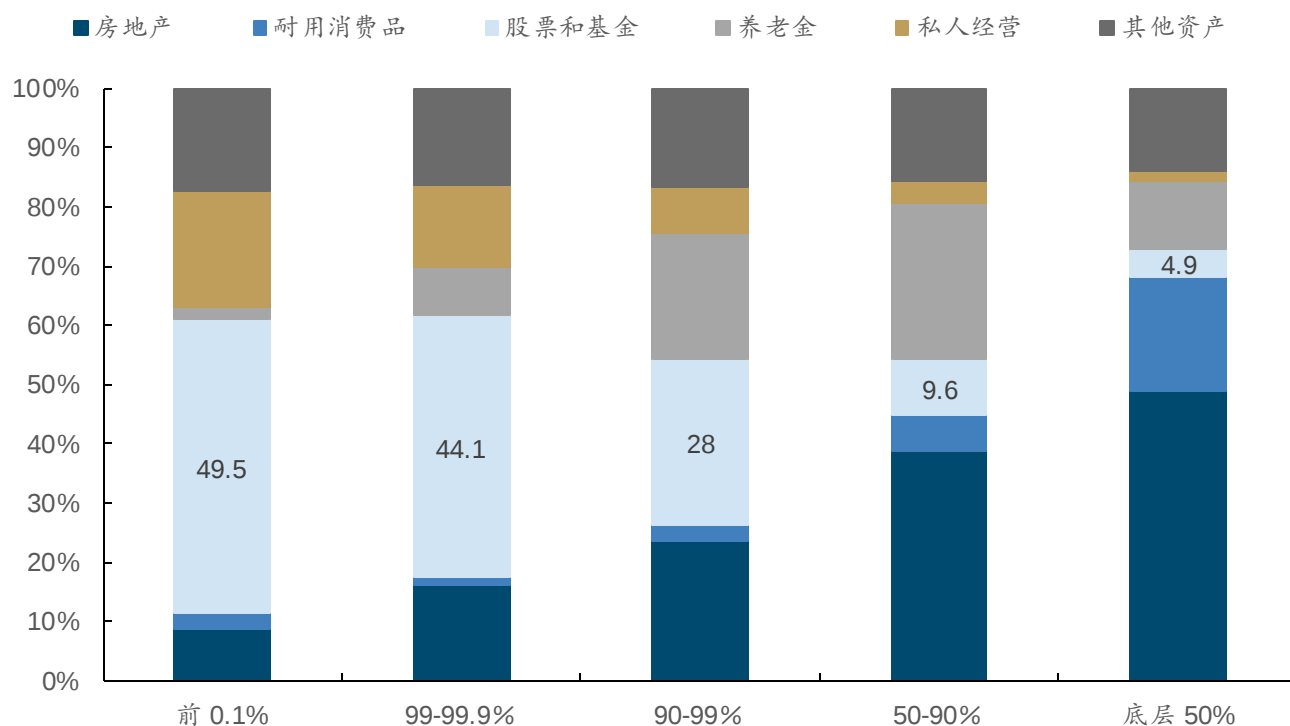
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

Trump put 为什么不存在?

不同财富层级的美国家庭资产规模存在天壤之别。美联储数据显示，截至 24Q4，美国后 50% 的家庭仅拥有全国 2.5% 的财富，而前 0.1% 和前 1% 的家庭则掌握 13.8% 和 30.8% 的财富。进一步看家庭的资产结构，后 50% 家庭的总资产中，房地产占比接近一半，背后是房贷，股票和基金的占比不足 5%。相比之下，前 0.1% 和前 1% 的家庭，股票和基金的占比都超过 40%。



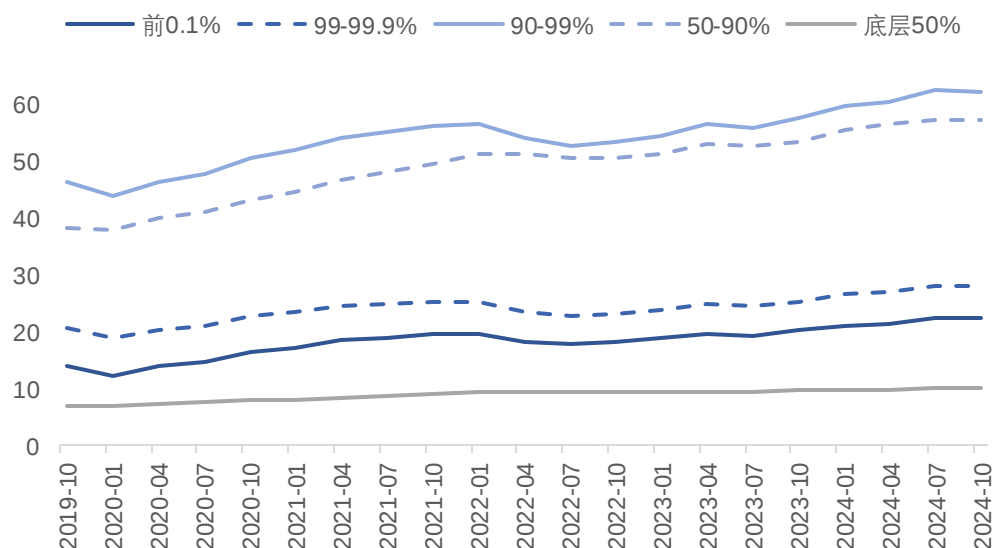
图表 15: 美国各财富分位数家庭的资产构成



来源: Federal Reserve Bank of ST. Louis, 国金证券研究所

过去两年的美股牛市拉大了美国家庭的财富差距。2023-2024 年, 标普 500 指数累计上涨 53%, 同期美国前 0.1%、前 0.1-1%、90-99%、50-90%、底层 50% 的家庭总资产分别上涨 18.3%、17.5%、14.3%、12.1%、6.4%。差异背后, 一部分是存量财富分配使然, 另一部分则与企业增量财富创造能力有关。

图表 16: 美国各财富分位数家庭总资产变化 (单位: 万亿美元)



来源: Federal Reserve Bank of ST. Louis, 国金证券研究所

正如前文所述, 本轮科技 AI 浪潮主要由头部公司上涨带动指数上涨, 但是大量中小企业的利润率实际上受困于较高的通胀水平, 而财务规模和资本开支水平也受限于高利率而难以有效扩张。中小企业是吸纳美国就业市场的主力, 据



BLS 统计，2013 年-2023 年小型企业贡献了净就业岗位总数的 55%。¹

当美股上涨的财富源源不断地被头部家庭获得，中下层群体不但财富效应没享受到，还承担了利率上行的债务负担和通胀上行的消费压力，那么从政治角度，股票下跌才会让社会财富分配更“平均”：中产阶级的债务负担少了，无产阶级的生活成本低了，大多数人相对受益，少部分人相对受损。对特朗普而言，趁早让泡沫破灭和问题暴露，才能更好地凝聚共识、推进改革，为明年中选前的经济和市场复苏做准备。

此外，特朗普从 1.0 的“商人思维”正在逐渐成长为 2.0 的“政治家思维”。

1.0 时期，由于要谋求连任，看的短，更在乎资本市场的短期感受。2.0 时期，没有连任机会了，加上年龄原因，关注点开始转向长期，重心是让美债长期不违约，让美元体系保持强大，让美国重回制造业国家。因此短期的经济衰退和美股调整，既是他口中的“排毒”，也是改革和转型的代价。况且经济衰退倒逼美联储降息，中产家庭和中小企业修复资产负债表也会为后续美国经济的复苏增添动力。

对于特朗普而言，以上路径的关键是要把控制好短期温和衰退的“火候”，否则金融危机和经济萧条都可能接踵而至。从节奏上看，若经济衰退在今年二、三季度发生，年底开始美国经济逐步重新复苏，届时利率、通胀都已回落，再叠加 DOGE 成功改革所节省的财政空间和可能出台的减税政策，这对 2026 年年中的美国 250 周年国庆及 11 月中期选举而言是一个非常有利的铺垫。

美联储“冷眼旁观”

在关税与衰退引发的大跌之后，不少投资者在等待 Fed Put 的到来。

历史上，不乏股市大跌后美联储出手提供流动性呵护的案例，如 1987 年秋季的“黑色星期一”、2008 年金融危机后的数轮 QE、2020 年美股熔断后的“无上限 QE”。然而在本轮通胀周期内的 2022 年，美联储就并未理会市场、持续激进加息，Fed Put 预期落空。

4 月 17 日，美联储主席鲍威尔在芝加哥经济俱乐部的讲话中表示：“关税政策很可能（highly likely）至少导致通胀暂时上升，通胀的影响也可能（also possible）更为持久。”当被问及如果市场暴跌美联储是否会介入降息时，鲍威尔回答不会，并给出解释：“面对关税政策迅速变动相关的不确定性，市场正在正常运转，而且是有序的。”²

事实上，要判断关税一次性物价上涨是否会演绎成持续通胀，本身就存在一定滞后性。出于对经济与通胀之间的权衡，“data driven”的联储难以靠前降息。而通胀重新回落时，其实已经计入了居民实际消费下降的衰退现象。

当 Trump Put 和 Fed Put 预期相继落空，美国经济的任何崩溃迹象都可能为美股亮起红灯。

风险提示

- 1) 特朗普对外政策不确定性或影响美股海外投资者的资金流向；
- 2) 美元流动性压力若进一步上升，仍可能刺激美联储进一步扩表提供流动性。

¹<https://www.bls.gov/opub/ted/2024/small-businesses-contributed-55-percent-of-the-total-net-job-creation-from-2013-to-2023.htm>

²<https://www.wsj.com/video/watch-fed-chair-jerome-powell-full-remarks-at-economic-club-of-chicago/66D7019E-7A14-480D-B08F-0AAC707C0D6A>



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：北京市东城区建国门内大街 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



【公众号】
国金证券研究