

建银国际证券 | 研究部

“美国例外论”走下神坛

美股支撑因素发生深刻变化，短期或迎来技术性修复，长期走势仍存不确定性

2024 年，美股市场表现强劲，全年涨幅超过 23%，标普 500 指数屡创新高，受益于经济韧性、科技行业高速增长、流动性改善及全球资本持续流入，“美国例外论”广受市场青睐。

然而，进入 2025 年，市场交易逻辑发生显著变化，整体上涨动能趋缓。

2025 年 2-3 月，美股经历了一轮深度回调，表面上看，这一回调与 2024 年 7-8 月的调整类似，属于“衰退交易”，然而，如果将 2025 的回调视为 2024 年回调的镜像，则显然忽视了两者的深刻差别。

- **不同的回调前因：**2024 年 7-8 月的回调，主要因非农就业数据低于预期、ISM 制造业指数走弱，以及美联储政策走向的不确定性，导致市场信心受挫。标普 500 指数最大回撤超 8%，但在美联储迅速降息后，市场情绪回暖，约 30 天内收复全部跌幅。
- **不同的回调深度：**相比之下，2025 年 2-3 月的回调更为剧烈，标普 500 指数跌幅超过 10%，跌势明显深于 2024 年 7-8 月。
- **本轮回调的内在逻辑：**本轮回调的触发因素更具复杂性和深远影响。特朗普政府反复调整贸易关税政策，引发全球供应链不稳定，加剧市场忧虑。此外，美国就业市场持续走弱，消费支出增速放缓，美联储未来降息幅度不确定，种种因素叠加，导致市场避险情绪升温，科技股遭遇大规模抛售，资金加速流出。

此次回调的本质，反映出支撑 2025 年初美股的关键因素正在发生深层次转变。2024 年美股的上涨逻辑建立在稳健的经济增长、科技行业的高成长性、宽松的货币环境以及全球资本持续流入的基础之上。然而，2025 年市场逻辑发生重大变化：

- **经济增长放缓，衰退风险上升：**2025 年一季度 GDP 增长预期被持续下调，消费者支出疲软，企业盈利能力下降，使得市场信心受到挑战。
- **政策不确定性增加：**特朗普政府的贸易保护主义政策使得全球资本流动发生变化，投资者对美国市场的长期吸引力存疑。
- **科技股估值调整：**DeepSeek 等新兴技术的突破正在改变全球科技行业的竞争格局，削弱了美股科技板块的长期优势，令市场对该行业的估值产生新一轮调整。
- **全球资本流向变化：**随着欧洲和亚洲市场经济复苏迹象明显，部分国际资金开始流向这些市场，降低了美股的相对吸引力。

短期展望：未来几个月，美股短期内可能在 **5500 点附近**震荡，并出现技术性反弹。然而，由于市场信心尚未恢复，预计反弹力度有限。投资者需关注以下因素：

- **美联储货币政策：**如果美联储在未来会议上释放鸽派信号，或调整资产负债表缩减计划 (QT)，市场情绪有望修复。
- **政策面动向：**特朗普政府若调整贸易和外交政策，减少市场不确定性，或将缓解市场压力。
- **经济数据表现：**若非农就业、消费者支出数据改善，可能对市场构成支撑。

全年展望与投资策略：我们将 **2025 年标普 500 指数高点预测**从 6700 点下调至 6400 点，**市场整体上行空间受限**，投资者需采取更为稳健的配置策略：

- **短期关注关键支撑位：**如果标普 500 指数跌破 5300 点，建议进一步降低风险敞口，以防范更深层次的回调风险。
- **优化资产配置，降低美股敞口：**市场波动性加剧，投资者应减少对高波动性资产的依赖，增持防御性资产。
- **增配避险资产：**在市场不确定性较高的环境下，黄金等避险资产的配置价值上升，可作为部分对冲手段。
- **关注全球市场机会：**随着欧洲和亚洲市场的复苏，投资者可适度调整全球资产配置，关注中国市场的结构性投资机会（如科技与消费）。



姜越

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

CCBI Securities | Research

Chill, Baby, Chill – The fall of American exceptionalism

US market fundamentals have shifted; a short-term rebound is possible, but long-term uncertainty remains

In 2024, the US stock market performed strongly, with the S&P 500 index surging over 23% for the year and reaching record highs. The rally was driven by economic resilience, rapid growth in the technology sector, improved liquidity conditions, and sustained global capital inflows. As a result, the "US exceptionalism" narrative gained widespread traction in the market.

However, entering 2025, the market's trading logic has undergone a significant shift, leading to a slowdown in overall upward momentum.

Between February and March 2025, US equities experienced a deep correction. On the surface, this correction appears similar to the pullback observed in July-August 2024, categorized as a "recession trade"; however, it would be a mistake to consider the 2025 correction as a mirror copy of the correction in 2024:

- **Different antecedents:** The market downturn in July-August 2024 was primarily triggered by weaker-than-expected non-farm payroll data, a declining ISM Manufacturing Index, and uncertainty surrounding the Federal Reserve's policy direction. The S&P 500 experienced a peak-to-trough decline of over 8%. However, a swift rate cut by the Fed helped restore market confidence, leading to a rapid rebound. Losses recovered within approximately 30 days.
- **Difference in severity:** In contrast, the February-March 2025 correction was far more severe, with the S&P 500 dropping over 10%, a significantly steeper decline than in mid-2024.
- **Different implications:** The triggers for the 2025 correction were more complex and had more far-reaching implications. The Trump administration's erratic tariff adjustments have fueled instability in global supply chains, exacerbating market concerns. Additionally, the US labor market has shown continued weakness, consumer spending growth has slowed, and the extent of future Fed rate cuts remains uncertain, leading to heightened risk aversion. These factors have collectively intensified the sell-off in technology stocks and accelerated capital outflows.

At its core, the 2025 market correction reflects a profound shift in the key factors that had supported US equities up to the beginning of 2025. In 2024, the market rally was built on solid economic growth, the high-growth trajectory of the technology sector, an accommodative monetary environment, and strong international capital inflows. However, in 2025, market dynamics have changed significantly:

- **Slower economic growth and rising recession risks:** GDP growth forecasts for 1Q 2025 have been continuously downgraded. Weak consumer spending and deteriorating corporate earnings have dampened market confidence.
- **Greater policy uncertainty:** The Trump administration's protectionist trade policies have disrupted global capital flows, raising concerns about the long-term attractiveness of the US stock market.
- **Reassessment of technology stock valuations:** Breakthroughs in emerging technologies, such as DeepSeek, have reshaped the competitive landscape of the global tech industry, challenging the long-term dominance of US tech stocks. This has triggered a new round of valuation corrections in the US technology sector.
- **Shifts in global capital flows:** With Europe and Asia showing signs of economic recovery, international capital has started flowing into these regions, reducing the relative appeal of US equities.

Short-term outlook (next few months): In the coming months, we believe the S&P 500 will consolidate around the 5500 level and see a technical rebound. However, given that market confidence has not been fully restored, the strength of any potential recovery is likely to be limited. Investors should closely monitor the following factors:

- **Federal Reserve monetary policy:** If the Fed signals a dovish shift or adjusts its quantitative tightening (QT) plans, market sentiment could improve.
- **Policy developments:** If the Trump administration provides greater clarity on trade and diplomatic policies, reducing market uncertainty, it could help to stabilize equities.
- **Economic data trends:** If non-farm payroll data, consumer spending, and corporate earnings improve, it could provide near-term support for the market.

Full-year outlook and investment strategy: We lower our upper limit forecast for the S&P 500 in 2025 from 6700 to 6400, as overall upside potential remains constrained. Given heightened volatility and structural changes in market drivers, investors should adopt a more defensive allocation strategy:

- **Monitor key support levels:** Should the S&P 500 fall below 5300, we would advise reducing risk exposure to guard against a deeper correction.
- **Optimize asset allocation and reduce US equity exposure:** With increasing market volatility, investors should limit exposure to high-risk, high-volatility assets and focus on defensive sectors.
- **Increase exposure to safe-haven assets:** Given elevated market uncertainty, gold and other defensive assets have become more attractive for portfolio diversification.
- **Explore global investment opportunities:** As Europe and Asia continue to recover, investors should adjust their global asset allocation accordingly, and consider opportunities in China's structural growth sectors (e.g. technology, consumer).



Vera Jiang

(852) 3911 8243

verajiang@ccbintl.com



Cliff Zhao

(852) 3911 8279

cliffzhao@ccbintl.com

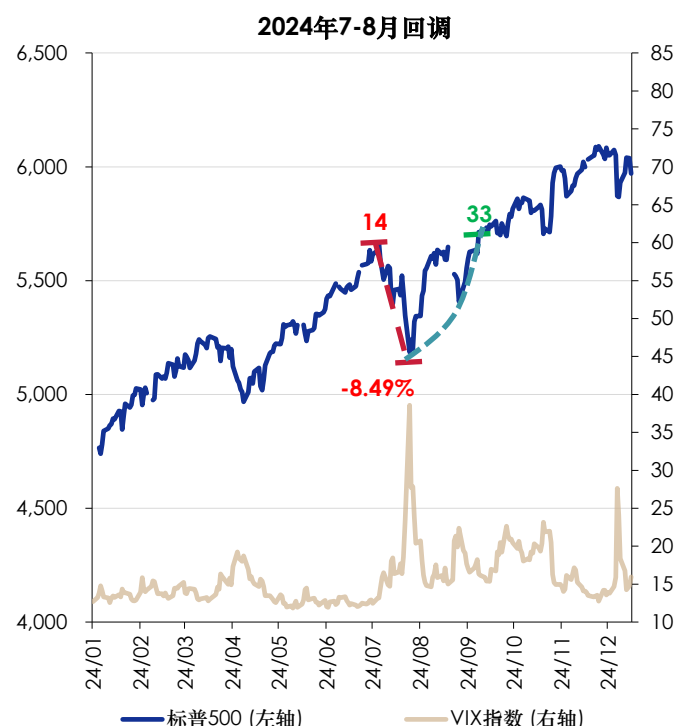
“美国例外论”走下神坛

一、引言

美股市场在 2024 年经历强劲上涨，但进入 2025 年后，市场逻辑发生深刻变化。我们认为，短期技术支撑或位于 5500 点附近（下一步如果再遇重大负面催化将挑战 5300 点前低）美股在 3-4 月期间可能出现反弹，但在经历本轮逻辑重构后，市场上行阻力明显增加，突破此前高点的难度加大。几个月前市场普遍认为的“美国例外论”¹，即“美国 2025 年经济预计持续强劲、市场表现优于其他地区”的观点，在逐渐失去支持。我们下调全年对美股高点的预测，从 6700 下调至 6400。

本文将结合 2024 年的市场驱动力，并解析当前市场逻辑的变化，探讨 2025 年市场可能的演变路径。

图表 1: 2024 年 7-8 月也出现了类似的调整



数据来源：彭博、建银国际

图表 2: 2025 年的调整有相似之处



数据来源：彭博、建银国际

二、表面看，2025 年 2-3 月的回调是一次“衰退交易”

在 2024 年 7 月至 8 月和 2025 年 2 月至 3 月，美股市场均经历了由“二次通胀”向“衰退交易”调整的剧烈波动。然而，2025 年 2-3 月的市场调整幅度更深，恢复难度更大。

（一）2024 年 7-8 月调整：从通胀担忧到经济放缓

1. 调整背景

- ❖ 2024 年上半年，美股持续上涨，标普 500 指数一度突破 5500 点，市场对经济增长和企业盈利预期乐观。
- ❖ 7 月中旬起，市场风向发生变化，非农数据恶化，引发对经济放缓的担忧，叠加高估值压力，美股开启调整。

¹ “美国例外论” (American Exceptionalism) 是指美国在历史、文化、政治和经济等方面具有独特性和优越性的观念。这一术语最早由法国政治思想家亚历克西·德·托克维尔 (Alexis de Tocqueville) 在 1831 年提出，他在观察美国社会时，认为美国的民主制度和社会结构与欧洲截然不同。2024 年的「美国例外论」在经济和市场上体现为，尽管美国经济面临通胀和财政赤字等挑战，但投资者仍相信美联储 (Fed Put) 和政府 (Trump Put) 的干预能够保障经济稳定 (详见后文)，且美国具备经济和市场的韧性。未来政策能持续推动市场复苏与增长。这种信念反映了市场对美国制度优势和经济韧性的信心，体现了市场层面对美国独特性的持续认可。

2. 关键触发因素

❖ 宏观数据恶化

- 2024 年 7 月非农就业报告远逊预期，仅新增 11.4 万人 (预期 17.5 万人)，失业率升至 4.3%，为 2021 年以来最高水平，并触发“萨姆定律”。
- 美国 2024 年 7 月 ISM 制造业指数由 6 月 48.5 跌至 46.8，8 个月以来最大萎缩，低于预期 48.8，其中销售价格指数由 6 月 52.1 升至 52.9，高于预期的 51.8。期内新定单指数由 6 月 49.3 跌至 47.4，低于预期 49。ISM 制造业就业指数则由 6 月 49.3 急跌至最新 43.4，远低于预期 49.2。
- CPI 数据依然高企，核心通胀仍然顽固，强化了市场对“高利率更久”预期。

❖ 货币政策转向

- **美联储 (Fed):** 美联储正处于降息前夜，7 月宣布维持利率不变，市场流动性承压，而 8 月期间美联储惯例不召开议息会，因而无法进行降息操作。
- **日本央行 (BoJ):** 2024 年 7 月，日本央行意外加息，市场预期 BoJ 将在年内继续收紧政策，这一信号导致日元短暂走强。
- **全球资本流动变化:** 全球流动性收紧预期上升，美债收益率波动加剧，部分套利资金撤离美股市场。

3. 市场表现

- ❖ **科技股大跌:** 纳斯达克综合指数 7 月 24 日单日下跌 3.6%，创 2022 年 10 月以来最大跌幅。
- ❖ **市场波动加剧:** Cboe VIX 恐慌指数快速上升，表明市场避险情绪升温。
- ❖ **大盘承压:** 标普 500 指数快速回调，自高点最深跌超 8%。

4. 后续发展：市场反弹

- ❖ 9 月，美国宣布 50 基点的降息，叠加经济数据恢复，美股市场企稳，资金回流科技股。
- ❖ 标普 500 约 30 天后大盘收复跌幅。

(二) 2025 年 2-3 月调整：政策不确定性下的更深调整

1. 调整背景

- ❖ 2024 年四季度，美股大幅反弹，标普 500 指数在 2025 年 2 月 19 日创下历史新高 (收盘 6144.15 点)。
- ❖ 然而，2 月中旬后市场情绪急剧恶化，特朗普政府的关税政策推升衰退风险，市场进入深度调整。

2. 关键触发因素

- ❖ 特朗普政策引发市场恐慌
 - 2025 年 2 月，美国总统特朗普宣布进一步提高对中国、欧盟等地区的关税，且关税政策反复无常，导致全球供应链不确定性上升。
 - 全球市场避险情绪升温，美元走强，美股资金外流。
- ❖ 经济数据回落
 - 2025 年 1 月非农就业增长仅 14.3 万人，大幅低于市场预期 (17 万人)，失业率 4%；2 月非农就业有所回升 15.1 万人，仍然低于预期 (16 万人) 且前值下修，失业率回升 4.1%，显示劳动力市场降温，而联邦政府的裁员计划为未来经济走势蒙上阴霾。
 - 零售销售数据低迷，1 月零售销量按月跌 0.9%，核心 PCE 指数中家庭服务类消费开支增速放缓至 0.2%
 - CPI 通胀回落 (2 月按年升 2.8%，按月升 0.2%)，但核心通胀仍偏高 (按年升 3.1%，按月升 0.2%)，制约美联储政策调整。

❖ 流动性：全球货币政策分化

- **美联储 (Fed)按兵不动**：2025年1月FOMC会议，美联储维持利率在4.25%-4.50%不变。美联储官员称通胀仍然略高。但衰退交易阴霾下，市场认为联储可能会因为经济走弱而降息。
- **日本央行 (BoJ)加息**：2025年1月，日本央行上调短期利率至0.5%，为2007年以来最大加息幅度。日元升值，加上部分交易员认为美国未来会使用类似“海湖协议”的约定来干预日元，进一步加剧了市场不确定。

3. 市场表现

❖ 股市大幅回调

- 标普500指数自高点回落超10%，跌破5600点，截止2025年3月13日周四收盘报5521，正式跌入修正区域，在5500点震荡。
- 纳斯达克指数下跌近14%，回吐自2024年10月以来的所有涨幅。
- 科技股遭遇抛售，苹果 (AAPL)和谷歌 (GOOG)跌超10%，特斯拉 (TSLA)暴跌30%。

❖ 避险情绪急剧升温

- 10年期美债收益率下行走至4.3%以下，资金涌入债市。
- 黄金价格盘旋在3000美元/盎司关口下方，不断创历史新高。
- VIX恐慌指数飙升至20以上，市场波动性大幅上升。

三、深刻来看，我们认为这是“美国例外论”核心逻辑生变

(一) 2024年至2025年美股强势的核心逻辑

2024年，美股市场表现强劲，**标普500指数 (S&P 500) 突破5000点大关**，全年涨幅超**23%**，**连续两年上涨超20%**。科技股领涨，纳斯达克指数累计上涨接近30%，AI、半导体、云计算等行业成为市场核心驱动力。一度市场认为2025年会延续“美国例外论”。市场的强势表现主要基于以下几点：

1. 经济韧性超预期

- ❖ 2024年，美国**GDP增长率约2.8%**，远超市场普遍预期的2%以下。
- ❖ **消费者支出 (PCE)增长**，2024年四季度个人消费者支出年化季环比**4.2%**，展现出经济内生增长动力。
- ❖ **就业市场保持稳健**，11月、12月非农新增就业超20万人，市场估算非农月均新增就业岗位**18万以上**，支撑居民消费。

2. 货币政策宽松预期

- ❖ 2024年市场普遍预期美联储将在**下半年开始降息**，并且认为2025年宽松持续。
- ❖ **市场预期10年期美债收益率下行**，将推动流动性环境改善。
- ❖ 由于美元资产的强势，市场预计资金持续流入美股市场。

3. 科技股驱动市场

- ❖ 除了美国，世界范围内难以找到兼具市场深度、大市值、成长性好的受益于AIGC+的科技标的。
- ❖ **AI产业加速渗透**，OpenAI、DeepMind、NVIDIA等公司发布强劲业绩，带动行业估值上行。
- ❖ **半导体周期复苏**，英伟达 (NVDA) **市值不断破新高**，AMD、高通等公司受益。
- ❖ **科技公司盈利超预期**，标普500科技相关板块**全年盈利增速**，远超整体市场，例如，信息技术行业中87%的公司每股收益超出预期。

4. 美元强势吸引资本

- ❖ **强美元笼罩市场**：美元指数 (DXY)大部分时间**102-106**区间震荡，新兴市场汇率承压，全球资本持续流入美国市场。
- ❖ **美股吸纳全球资金**：2024年，美股吸引国际投资者，巩固了市场的强势，根据EFPR的报告，2024年全年流入美国股票基金的资金总额达到4400亿美元。

- ❖ **被动投资创历史新高**：2024年，投资者向美国的ETF投入了超过1万亿美元，打破了三年前创下的纪录，也让华尔街对未来一年的更大希望充满希望。

5. 其他市场相对弱势

- ❖ 2024年欧洲经济复苏缓慢，日本市场缺乏增长引擎，使得美股成为全球资金的优先选择。

→ 综上，2024年的美股上涨由经济韧性、科技股爆发、流动性改善和国际资本流入共同驱动。

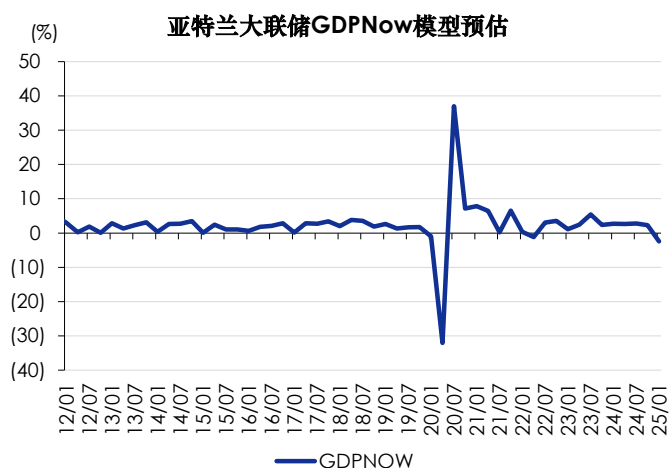
(二) 2025年市场预期为何转变？

进入2025年，美股市场逻辑发生显著变化。标普500指数年初一度突破6000点，但随后调整，市场整体风险偏好下降，流动性收紧，驱动因素转向负面。主要原因如下：

1. 经济衰退或滞胀风险上升，企业盈利缺乏亮点

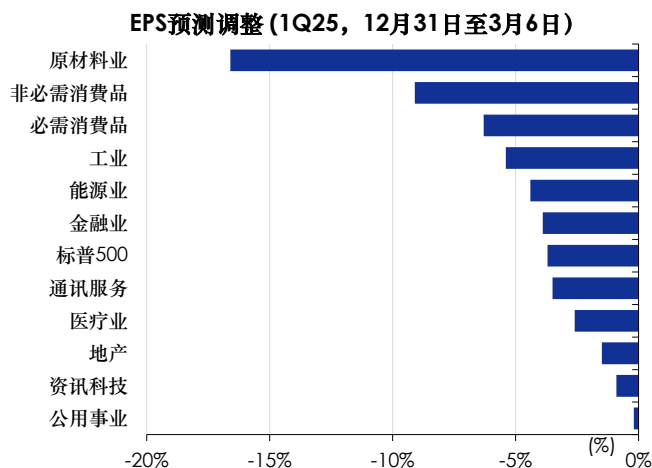
- ❖ **2025年Q1 GDP增长预计反复下调**，远低于2024年的2.5%-2.8%。以亚特兰大联储GDPNow模型为例，该模型将2025Q1的GDP预测下调至-2.83%（一个月前该数字为2.33%正增长）
- ❖ **消费者信心指数下降，同时消费者通胀预期上行**，预示滞胀风险。
- ❖ **企业盈利预期下降**，科技巨头营收好坏参半，标普500多板块盈利下修，较2024年放缓。

图表3: GDP预测向下调整



数据来源：Fed、建银国际

图表4: EPS数据普遍下修



数据来源：Factset、建银国际

2. 特朗普政策的不确定性

- ❖ **财政赤字扩大**，CBO预计2025财年赤字（2024年10月到2025年9月）将达1.9万亿美元，根据财政部数据，前五个月财政赤字已经达到1.147万亿元，对债市形成压力。
- ❖ **美元指数(DXY)波动**，部分跨国公司盈利受影响。
- ❖ **关税政策反复无常**，尤其是中美贸易关系紧张，引发市场避险情绪。

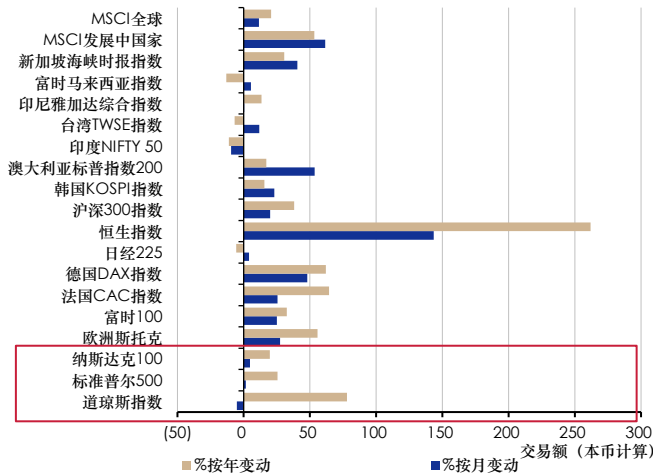
3. DeepSeek 冲击美国科技股估值

- ❖ 2025年年初，DeepSeek打破了人们对于大语言模型一定要依靠美国顶尖算力芯片的认知，也一定程度上形成了替代投资，美国科技股大幅回调。
- ❖ 科技股盈利好坏参半，辜负了投资人的预期，市场对科技股未来盈利能力更加谨慎。
- ❖ 科技股整体估值回落，半导体、云计算等板块承压。

4. 世界其他地区经济复苏，全球资本流向调整

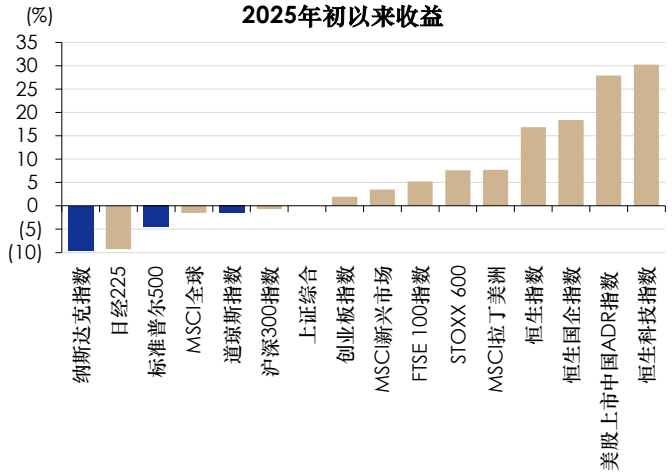
- ❖ 中国消费复苏，2025 年春节期间零售数据超预期，叠加两会刺激预期，推动资金流向亚洲市场。
- ❖ 欧洲经济前景改善，宽松的货币政策能见度高，俄乌有望停火，德国大选后财政预期转变，科技与国防双驱动，欧洲股市吸引资金流入，欧洲主题股市交易量扩大，指数上行。

图表 5: 美股交易活跃程度不及其他地区



数据来源：彭博、建银国际

图表 6: 2025 年年初以来美股表现落后

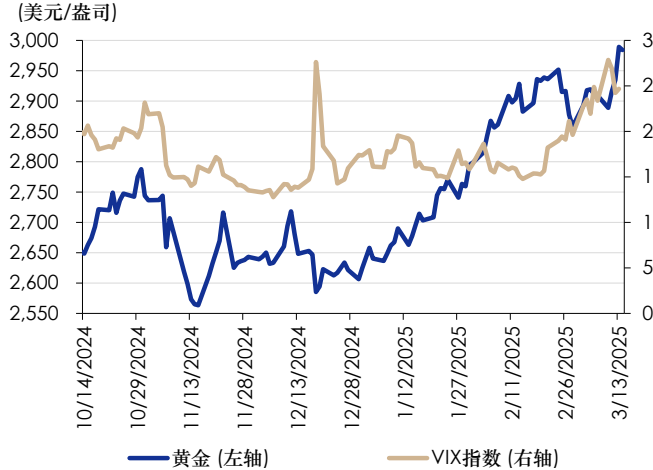


数据来源：彭博、建银国际

5. 债务上限问题与避险情绪上升

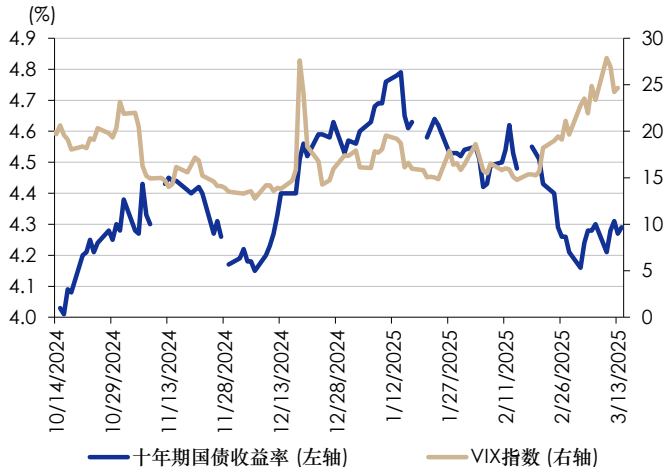
- ❖ 美国债务上限问题将在 2025 年 3 月 14 日达到关键点，市场避险情绪升温
- ❖ 黄金价格接近 3000 美元/盎司，避险需求增强。

图表 7: 随着股市回调波动，黄金作为避风港上涨



数据来源：彭博、建银国际

图表 8: 国债价格上行 (国债收益率与价格反相关)



数据来源：彭博、建银国际

6. 特朗普政府对市场回调的态度

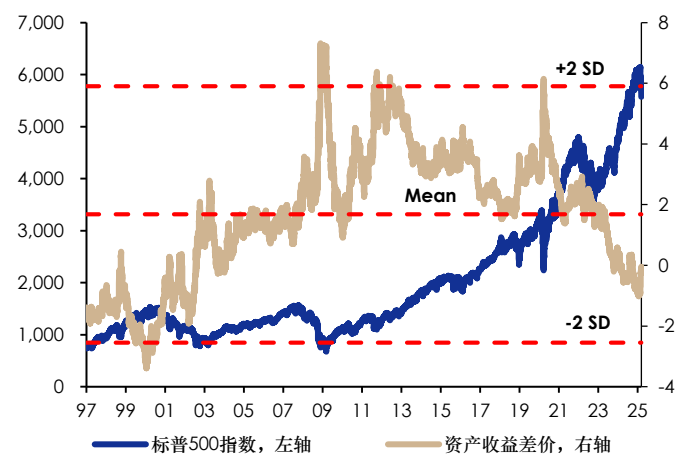
- ❖ 近期特朗普团队的言论表明，其对市场回调和经济放缓的容忍度较高。
- ❖ 目前，政府似乎没有直接采取干预措施的意愿。特朗普团队将股市波动和经济疲软称为“排毒 (detox)”因此美联储和政府干预 (“Fed Put”和 “Trump Put”²) 交易在不断被证伪。
- ❖ 这一立场可能导致市场短期波动继续加剧。

四、未来展望：美股短期反弹，但长期承压

短期展望 (2025 年 3-4 月)：反弹可能性存在

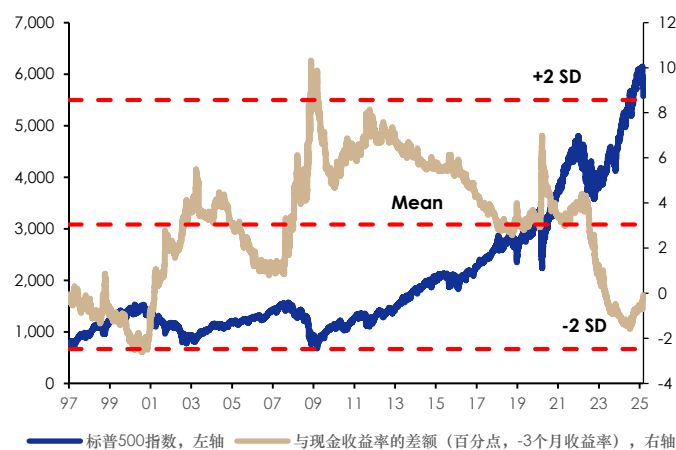
- ❖ 标普 500 指数 10%的回撤在 5500 点附近，或形成支撑，不排除短期反弹的可能性。
- ❖ 资金或在短期寻找重新入场机会，以下是几个可能的上行催化。
 - 联储方面，若美联储的表态偏鸽派，或者停止 QT 都能带来对流动性改善的利好。
 - 财政方面，市场债务上限问题和预算方面若国会和两党之间出现进展可以减轻市场的恐慌。
 - 关税政策方面，如果未来短期内特朗普团队的政策逻辑明朗化（特别是对等关税），并且表现对经济和市场反应重视，也可以缓解市场普遍的担忧情绪。
 - 最后，如果地缘政治缓解，也利于情绪面的修复，建议密切关注 3 月-4 月中，贸易政策和外交政策窗口 (特朗普潜在访华机会等催化)。
- ❖ 技术面上，每一次美股短期跌破 200 日移动平均线后，都会出现技术性的修复，但不能排除短期修复后，第二次跌破 200 日移动平均线并且继续探底的可能。建议保持较低仓位，如果再一次跌破 5300 则可考虑进一步压缩敞口以防范风险。

图表 9: 在本轮回调后，美股相较于美债吸引力提升...



数据来源：彭博、建银国际

图表 10: 相较于持有现金，股市吸引力改善



数据来源：彭博、建银国际

- ❖ 情绪面上：投机型资金已经开始布局，而散户情绪已经极度悲观可能会触底反弹。

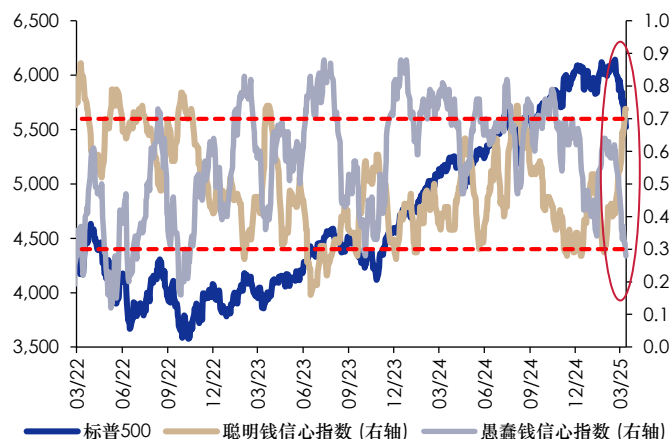
2

“Fed Put”是金融市场中的一种说法，指投资者相信美联储会在市场大幅下跌时采取宽松的货币政策来支撑市场，以防止资产价格过度下跌。这一概念源自前美联储主席艾伦·格林斯潘 (Alan Greenspan) 在 1987 年股市崩盘后采取的干预措施，被称为“格林斯潘看跌期权” (Greenspan Put)。此后，这种预期在市场中延续，投资者相信美联储会在市场出现重大下滑时介入，以维持金融稳定。

“Trump Put”则是指市场预期美国总统特朗普会在股市大幅下跌时采取措施，例如调整贸易政策或施加关税，以支持市场并提振经济。这一概念在 2018 年美股急挫期间出现，然而，2025 年的情况有所不同，特朗普政府在政策上更加强硬，市场对“Trump Put”的预期可能并不可靠。

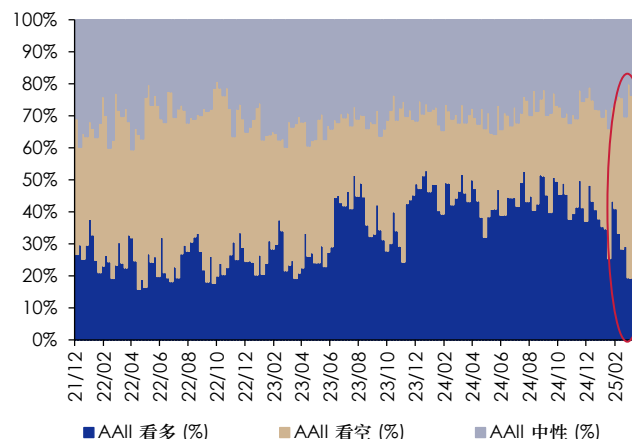
总而言之，“Fed Put”和“Trump Put”反映了市场对美联储和政府在市场下跌时采取干预措施的预期，这种预期可能影响投资者的风险承担行为和市场动态。

图表 11: 投机型资金开始布局



数据来源: Sentimentrader、彭博、建银国际

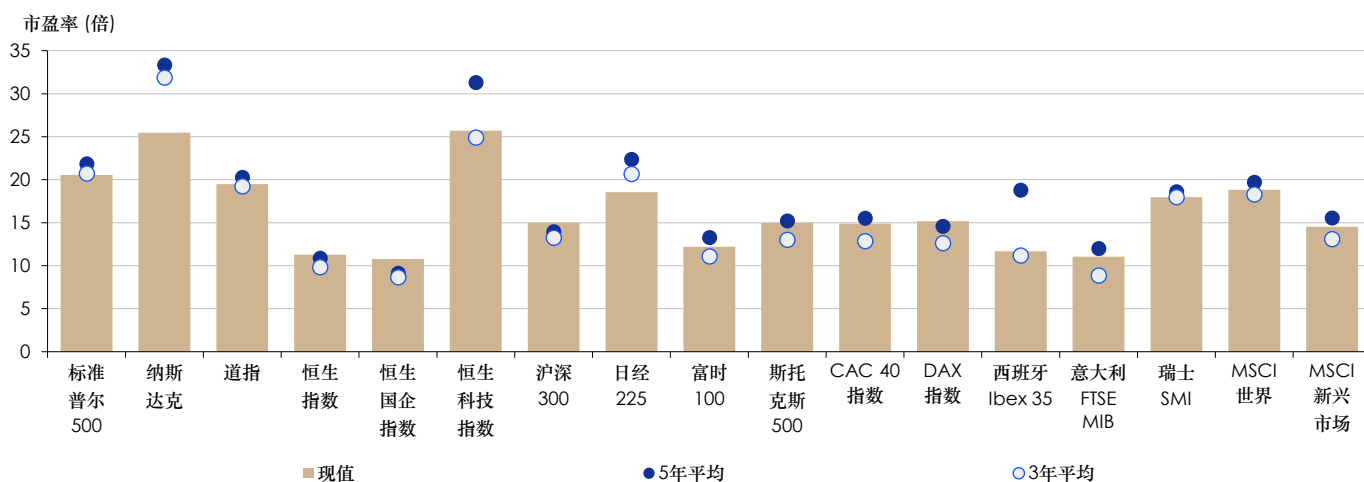
图表 12: 散户情绪处于近年最悲观的时候



数据来源: AAI、彭博、建银国际

❖ **估值方面:** 目前美股整体估值到处于 3 年到 5 年平均的下方, 进一步向下挤压需要新的催化。

图表 13: 美股整体估值到处于 3 年到 5 年平均的下方, 短期内进一步下调需要催化



数据来源: 彭博、建银国际

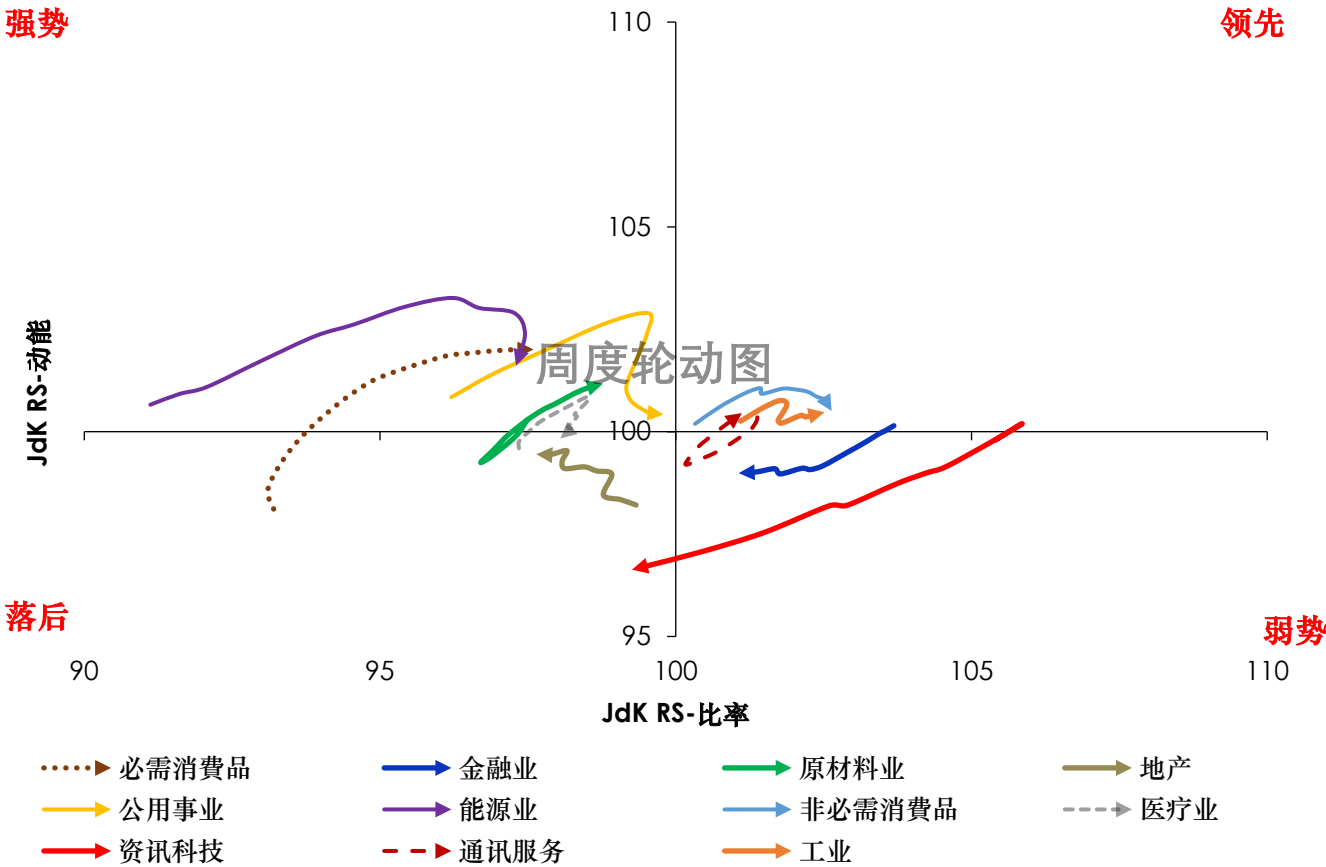
中长期展望 (2025 年后续): 市场上行空间受限

- ❖ **科技股估值逻辑被重构,** 市场对科技巨头未来盈利增长的要求更高, 估值再创新高需要看到新的技术突破或者 AIGC+ 的产业端应用; 即使发生新的故事, 受益范围也不局限在美股, 投资人可以选择包括中国在内的新兴市场挖掘机会。
- ❖ **财政负担是长期问题:** 即使短期内债务上限与财政预算问题在两党和国会的妥协下得到解决, 但债务高企、赤字扩大是结构性问题, 难以得到解决。
- ❖ **全球资金流向更加分散,** 美股相对吸引力下降, 欧洲、新兴市场成为新热点。

投资策略建议

- ❖ **短期：**关注 5500 点支撑位，适当进行战术性配置，但若进一步跌破 5300 点则建议进一步缩窄仓位。
 - **高股息和防御性板块** (如消费必需品、公用事业)可能提供更稳定的收益，但部分板块对关税敏感，应选择韧性强的标的。
 - **科技股短期或有超跌反弹的机会，但压力仍大，建议谨慎参与。**
- ❖ **中长期：**优化资产配置，降低美股敞口
 - 关注**中国市场**的结构性机会 (如科技、消费等)。
 - 增配**黄金等避险资产**，规避短期不确定性。

图表 14: 美股轮动图中，防御类资产普遍进入强势和领先区域



数据来源：彭博、建银国际

五、结论

2024 年美股强势上涨，主要受益于**经济韧性、科技股成长、流动性环境改善**。然而，2025 年市场逻辑发生深刻变化，经济放缓、政策不确定性增加、科技股估值调整以及全球资本流向变化，使得**美股短期存在支撑位 5500 点反弹的可能性，但长期趋势趋弱，突破高点的难度加大**。我们下调全年对美股高点的预测，从 6700 下调至 6400。

建议投资者**短期反弹中保持谨慎，关注宏观数据和政策动向，同时优化资产配置，密切关注下一步走向，若跌破 5300 点则进一步降低美股敞口，增加多元化投资**。

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发表本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载

的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097