


分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **特朗普当选至今，美债美元和美股都完成一段“折返跑式”的行情。**从2024年11月5日当选到2025年1月20日上台，美元、美股和美债收益率共振向上。**市场对特朗普政策组合的理解是一套通往经济“过热”和“通胀”的组合拳**，强烈的一致预期导致了过度的趋势性交易：10年美债利率一度站上4.8%，美元指数升破110，居民的5年通胀预期上涨至2008年金融危机之后的新高。**这样的场景下，降息将会遥遥无期。**

➤ **而后“胀”的预期仍在，但是“滞”的担忧越来越重。**3月4日的国会演讲中特朗普表示，为了中长期的结构性转型，可以忍受出现短期的经济不适。这次演讲之后，特朗普及其核心官员有意集中释放经济利空预期。**因此市场开始预期，特朗普或许想要通过一场“衰退”，来解决高通胀和高利率问题。**美元、美股和美债收益率一齐向下，当前几乎已经回吐了特朗普胜选以来的所有涨幅，市场的“衰退色彩”迅速上升。

➤ **透过这段“过山车式”的行情，我们能够看到特朗普2.0政策的不确定性之大，而可能更值得注意的是，未来一段时间内美国经济的基准情形或是滞胀。**

➤ **经济靠近“滞”的边缘，放缓信号持续显现。**亚特兰大联储GDPNow模型在一个月内将2025 Q2实际GDP季调环比折年率从+2.9%下调至-2.4%，（图1）主因下调了净出口、消费和住宅投资预测，但对设备投资进行上调。我们认为，一季度经济不会像GDPNow模型预测那样大幅“衰退”，但放缓已难以避免：

➤ **净出口：短期的噪音成分更多，**尤其美国1月进口额的飙升受到了黄金进口的推动，而美国经济分析局（BEA）在计算GDP时不会将黄金进口纳入其中。

➤ **消费：一季度或大幅遇冷。**简单理解消费支出=可支配收入×消费倾向，后者正在受多重因素打击，1月美国居民储蓄率跳升1.1个百分点至4.6%，消费者信心指数大幅下跌。背后原因，**一是关税的不确定性，**引发通胀预期大幅上行（图3），虽然最新CPI和PPI数据超预期下降，但似乎没能安抚到消费者；**二是就业前景下降（图4），**关税和DOGE减支计划可能导致未来岗位减少；**三是财富效应减退。**2月以来美股的回调，令居民对未来股价的预期转向悲观（图5-6），美国居民约30%的资产为股权，资产缩水进一步打击消费信心。

➤ **固投：企业投资发挥暂时的“稳定器”功能。住宅投资低迷：**高利率缓和有限，加上关税令建筑商担心建材涨价风险，住宅投资或表现低迷。**企业投资目前稳健，但是不确定性的压力越来越大：**制造业PMI新订单指数和资本开支意向都在2月大幅回落，扭转了之前2个月的积极态势。主因关税尚未宣布所导致的不确定性，和联邦减支导致联邦承包合同和订单减少。但从全年来看，如果关税宣布、不确定性落地，企业的设备投资（制造业回流）和知识产权产品投资（AI全球竞赛）也可能成为经济亮点。

相关研究

- 1.美国2月CPI数据点评：通胀降温，担忧难减-2025/03/14
- 2.经济动态跟踪：汇率升值能为债市解忧吗？-2025/03/13
- 3.“美国不是例外”系列报告：欧洲的“觉醒”对全球配置的影响-2025/03/13
- 4.“美国不是例外”系列报告：二季度美国的流动性挑战-2025/03/11
- 5.海外市场点评：美股在跌什么？-2025/03/11

➤ **政府支出：减支拖累尚未明显出现。**DOGE 裁员减支计划持续推进，一季度影响暂时还不明显，后续有可能成为拖累因素。

➤ **美国通胀：高通胀是持续的问题，除非发生衰退。**今年美国的通胀将会是持续存在、反复发酵的话题。从宏观背景上看，未来一段时间贸易摩擦、供应链重塑是客观现实，即使特朗普关税落地不及预期也不会改变，所以通胀中枢保持高位是大概率事件。除此之外，就今年而言，不同的组成部分有不同的驱动因素：

➤ **服务价格下降空间有限。**除了新增的驱逐移民因素外，住所、租金本身也有企稳迹象，我们预期 2024 年美国服务业环比增速中枢不会低于 0.3%（2020 年之后最低的是 2021 年的 0.34%），这意味着今年服务价格同比最低也在 3.8% 以上（今年 2 月是同比 4%）。

➤ **商品价格的反弹？**今年上半年美国食品价格的反弹几乎是不可避免，中国产能下降的预期让金属、煤炭等大宗商品价格止跌回升，而关税的影响也会在随后的季度中逐步显现。根据美联储的测算，美国对中国加征 20% 的关税的影响会明显集中在未来 4 个季度中，最高将提高通胀同比 0.5 个百分点。

➤ **基准之外的“路标”，关注二季度的流动性。**我们在报告《二季度美国的流动性挑战》中指出，二季度，美国可能面临缩表末期相对脆弱的流动性环境和偿债高峰，企业再融资压力上升，年内出现信用溢价大幅跳升的概率不低。如果特朗普的政策引导处理不当，叠加信用风险飙升，美国经济的衰退风险会大大上升。

➤ **对于后续经济和市场走向，可能出现两种情形：**一是，美联储反应快做出宽松动作，通胀再次占优；二是，美联储和白宫保持政策定力，资产价格大跌叠加信用危机，美国经济跌入衰退，则需要更大幅度的宽松。**而无论是顶着通胀的主动宽松，还是衰退后的被动大幅宽松，最终的结果都将利好黄金和非美市场。如果没出现基准外的“路标”，那么滞胀的环境下，黄金也是“参考答案”之一。**

➤ **因此，黄金或是当下经济环境中，资产选择的“版本答案”。**回顾历史，美国历史上两次典型“滞胀”时期：1974-1975 年和 1979-1982 年，黄金在“滞胀”时期表现稳健，尤其在“滞胀”的第一年表现强劲。

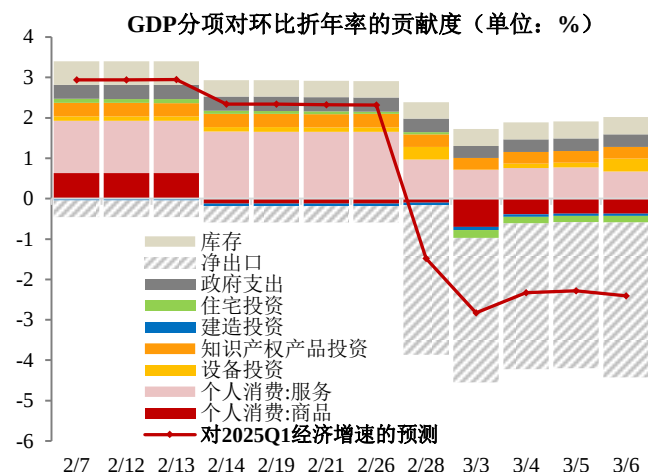
➤ 前几年黄金的上涨主要是来自于部分国家储备从美元转向更难被制裁的实物黄金，在世界黄金协会的调查中这种趋势逐年走强，背后的原因是 2022 年美国将美元“武器化”。

➤ 而与之对应的是 2022 年开始，由于美股的强势，全球资产管理投资人在黄金上的头寸逐年下降。投资与储备呈现“此消彼长”的状态，但多头力量略胜一筹，黄金整体震荡上行。

➤ 而随着今年美股波动的加大，黄金的仓位回补的趋势愈加明显。全球最大的黄金 ETF——SPDR 的持有量从年初已经开始回补，今年 2 月 22 日当周创下历史次高环比涨幅 4.79%（图 16），多空博弈的天平可能进一步倒向多头。我们坚定的认为黄金仍是这个时代“底仓”的最优选择。

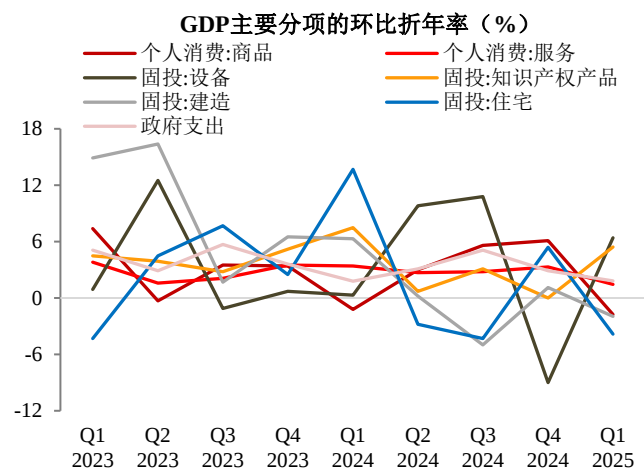
➤ **风险提示：**特朗普政策超预期，美国经济基本面变化超预期。

图1：亚特兰大联储 GDPNow 模型对 2025Q1 美国经济增长速度的预测：各分项的贡献



资料来源：亚特兰大联储 GDPNow，民生证券研究院

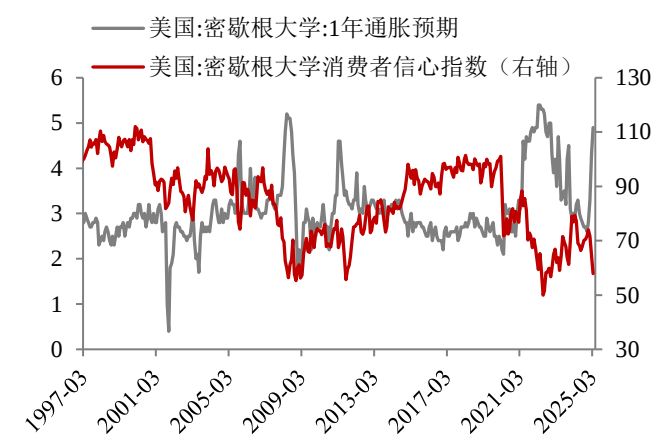
图2：亚特兰大联储 GDPNow 对 2025Q1 美国经济增长速度的预测：各分项的增速



资料来源：亚特兰大联储 GDPNow，民生证券研究院

注：2025Q1 的数据为亚特兰大联储 GDPNow 模型的最新预测值

图3：美国消费者信心大幅下滑，通胀预期跳升



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：美国消费者调查：就业预期大幅下降



资料来源：彭博，民生证券研究院，（注：指数=100+认为未来就业变好的受访者占比-认为未来就业变差的受访者占比）

图5：美国咨商会消费者调查：对股价走势的预期



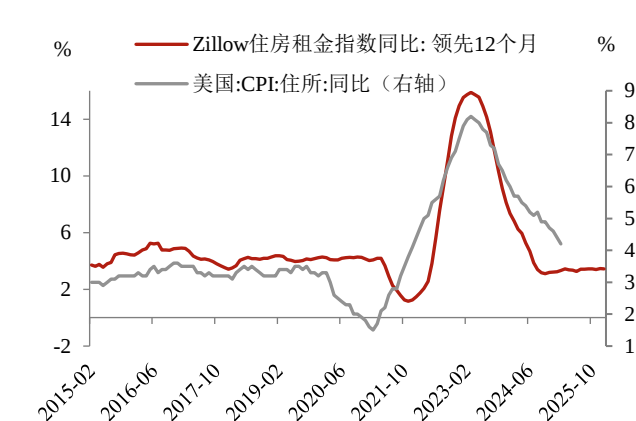
资料来源：美国咨商会消费者调查，民生证券研究院

图6：美国密歇根大学消费者调查：对股价走势的预期



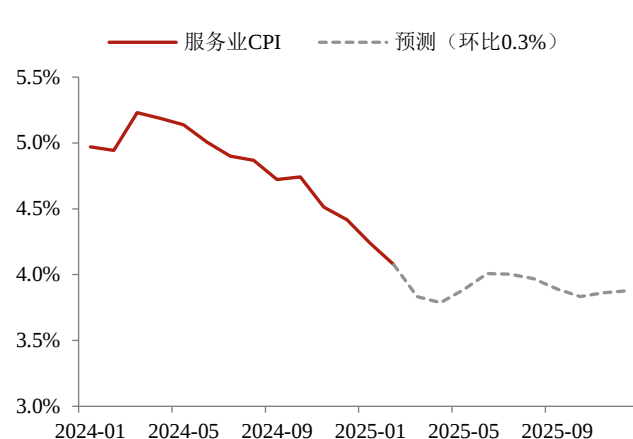
资料来源：美国密歇根大学消费者调查，民生证券研究院

图7：美国住所价格同比在今年会企稳



资料来源：彭博，Wind，民生证券研究院

图8：美国服务业CPI 同比的回落空间有限



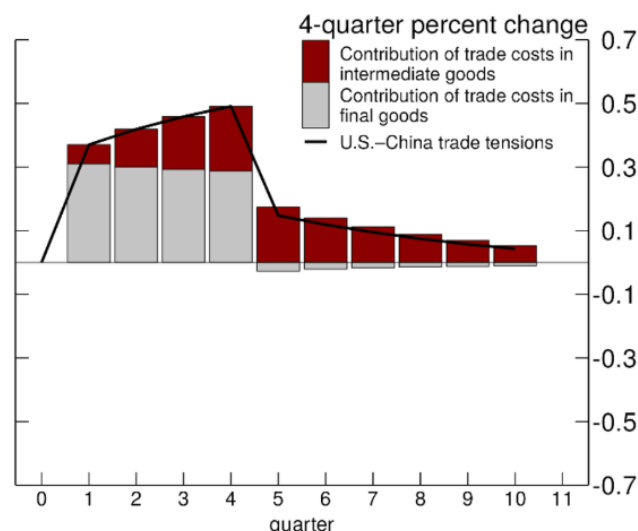
资料来源：ifind，民生证券研究院预测

图9：美国食品价格上涨的压力会继续



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10：中美关税对于美国通胀的影响



资料来源: Fed, 民生证券研究院

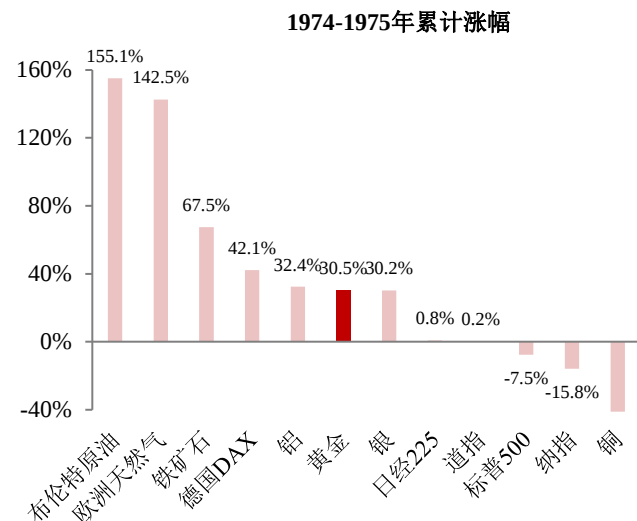
注: 1) 上图使用的指标是 PCE, 表示的是当前季度相对 4 个季度前的变化。2) 红色柱体为对中间品的影响, 灰色柱体为对最终商品的影响。3) 上述测算的情景是美国对中国进口加征 20% 的关税, 中国反制对美国进口加征 10% 的关税。

图11：黄金价格的历史走势（单位：美元/盎司）



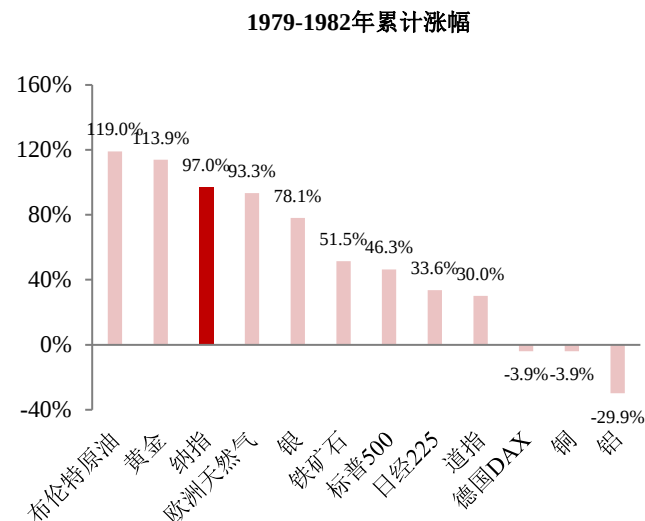
资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图12：1974-1975 年大类资产的涨跌幅



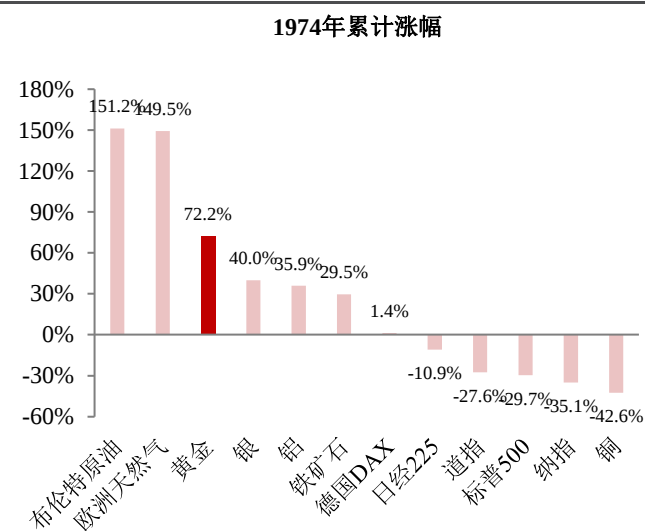
资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：1979-1982 年大类资产的涨跌幅



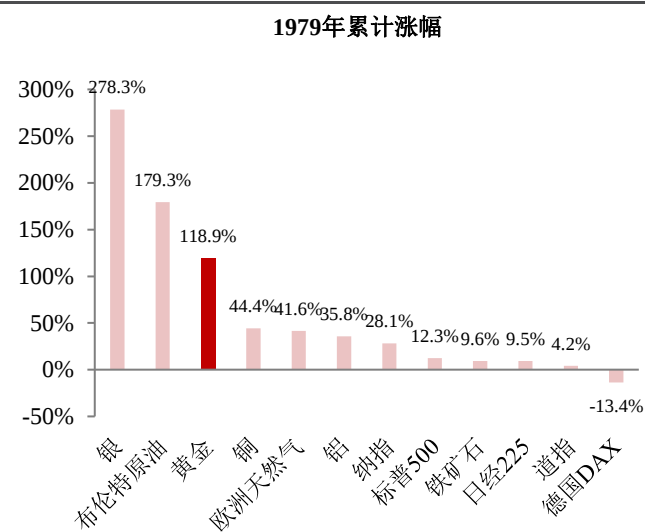
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：1974 年大类资产的涨跌幅



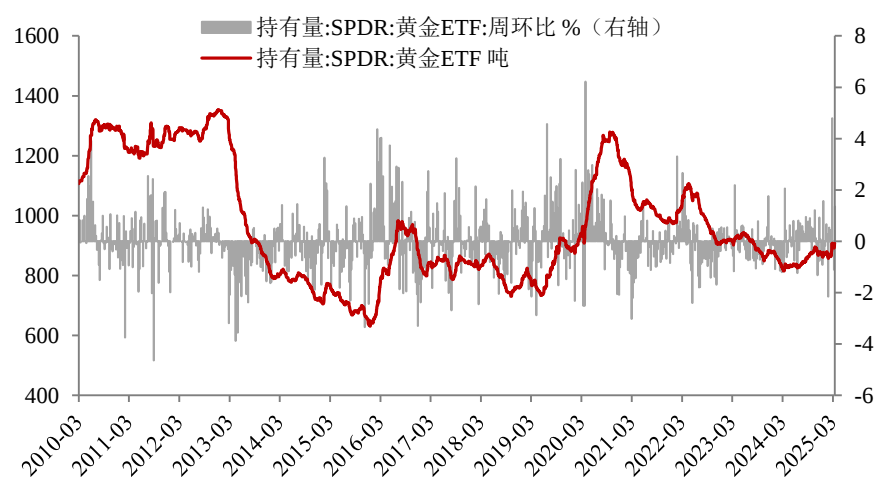
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：1979 年大类资产的涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院

图16: SPDR 黄金 ETF 的持有量从年初已经开始回补



资料来源: Wind, 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客户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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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