



独立行情中的不确定性

2025 年 03 月 11 日



分析师：牟一凌

执业证号：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师：梅锴

执业证号：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

分析师：方智勇

执业证号：S0100522040003

邮箱：fangzhiyong@mszq.com

研究助理：季宏坤

执业证号：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

➤ **不一样的美股下跌。**昨日(20250310)美股整体大幅调整，其中，纳指跌幅创下 2022 年 10 月以来的新高。实际上，自 2025 年 2 月 20 日以来，美股整体已经进入下跌趋势，随之而来的是 VIX 指数的持续攀升(图 1)与纳指加速器指标的持续回落(图 2)。截至 2025 年 3 月 10 日，**美股 VIX 指数已经逐步接近 2024 年 8 月的高点，而纳指加速器指标则远低于负两倍标准差水平。**从历史上看，每当纳指加速器指标回落至负一倍标准差以下时，纳指往往会迎来一轮反弹，但在本轮美股下跌中，该指标跌穿负两倍标准差之后纳指暂未迎来反弹。我们认为，这种极致定价的来源在于市场对于特朗普政策理解的转变。

➤ **美股下跌背后的驱动：愈演愈烈的衰退担忧与“特朗普 put”的认知转变。**2 月以来，特朗普政府的经济思路逐步浮出水面：2 月初，美国财长贝森特宣称特朗普政府更关注 10Y 美债利率的回落而非降息，而美联储主席鲍威尔认为 10Y 利率主要取决于预算赤字与通胀预期。考虑到特朗普政府更多的是依靠减税政策作为经济驱动的主要因素，而过去拜登任期内的两个经济主要驱动因素(宽财政+移民)都是特朗普上任后重点纠正的项目(DOGE/削减支出+驱逐非法移民)，**减税政策作为慢变量(考虑国会立法、与减税落地后实际生效的时滞)立足于未来，财政收缩与限制非法移民则是兑现竞选承诺与实现解决赤字+通胀并带动 10Y 美债利率回落的进行事项，叠加关税政策的反复，美国经济换挡期的“阵痛”可能无法避免，而近期美国经济数据的走弱、亚特兰大联储对于一季度 GDP 预期的下调、消费者信心指数的回落逐步强化市场了的预期；另一方面，出于上一任期的“肌肉记忆”，市场此前对于“特朗普 put”可能抱有期待，但随着包括贝森特、特朗普等人对于美国潜在衰退可能性的不予否认，以及对于美股下跌容忍度的提升，市场对于“特朗普 put”的定价逐步修正，这进一步推动了美股本轮较为极致的调整。我们对美股的中长期走势并不乐观，但是我们也认为本轮调整可能是前期事件的一个集中释放，可能不是新一轮下跌故事的开始。**

➤ **“东升西落”叙事的背后，是 A 股与美股的负相关性已经到历史极端值附近。**美股的下跌是否会传导至 A 股？从 A 股和美股的涨跌幅相关性来看，无论是沪深 300 还是以 TMT 为代表的科技股，自 2024 年 9 月 6 日以来与标普 500/纳斯达克指数的相关性都在走弱，最终转为负相关，**负相关系数达到 2016 年以来的极端值附近。**如果从行业表现的差异来看，造成上述 A 股和美股走势分化的背后主要是信息技术行业，2024 年 9 月 6 日至 2025 年 3 月 10 日 A 股信息技术相对于美股的超额收益高达 60%以上，我们认为主要的驱动力来自 Deepseek 带来的 AI“平权”下对中国科技资产的重估。此外，2024 年 9 月底的政策大反转也让金融地产、消费等行业的表现比美股好，而美股时不时被笼罩在衰退的预期中。所以过去一段时间，**无论是科技产业还是经济基本面的预期都支持“东升西落”的叙事，从而让 A 股走出了独立于美股的行情。中长期 A 股的投资价值并不怀疑，但是中国资产在科技资产引领下的韧性，可能达到了一个历史极端，反而可能有均值回归的需求。**

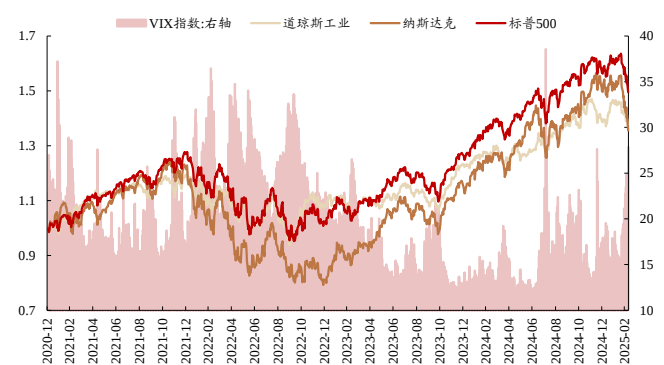
➤ **波动可能并未平息，寻找韧性。**当前 A 股和港股科技的 Big 7 股票估值已经向美股 Big 7 大幅收敛，但在更表征中国经济基本面的沪深 300 指数上，与标普 500 的差距却仍处于 2022 年以来的相对低位。同期，大宗商品指数/标普 500 处在历史低位。在未来的宏观波动中，三类资产可能更为受益：**第一，有色金属(铜、铝、小金属、贵金属)，第二，中国顺周期消费(食品、饮品、彩妆、旅游)，传统制造业(工程机械、钢铁、化学品)，第三，银行+实物消耗类红利。**另外考虑到个人投资者的活跃，小盘股内部**小盘价值**可能也会具备相对优势。

➤ **风险提示：**历史规律并不表征未来；均值回归失效；美国经济大幅衰退。

相关研究

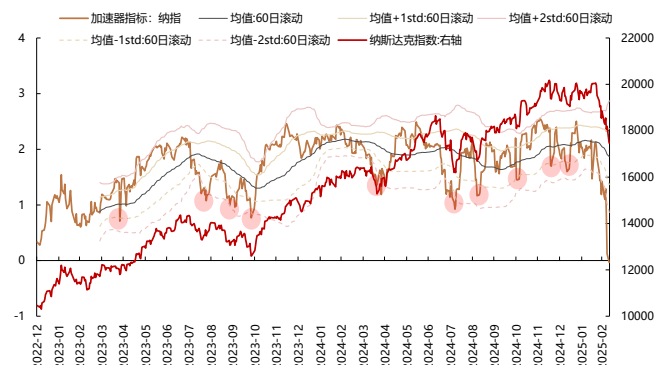
1. 资金跟踪系列之一百五十九：个人买入力度继续放缓，北上与 ETF 延续撤离-2025/03/10
2. A 股策略周报 20250309：三月转换：新的变化-2025/03/09
3. 市场温度计系列之二十二：个人再占主导，机构情绪仍偏弱-2025/03/08
4. 2025 年 2 月行业信息跟踪月报：2 月除地产投资外的领域亮点增多-2025/03/07
5. 资金跟踪系列之一百五十八：个人买入力度放缓，北上再度净流出-2025/03/03

图1：2025年2月20日以来，美股整体进入下跌趋势，随之而来的是VIX指数的持续攀升



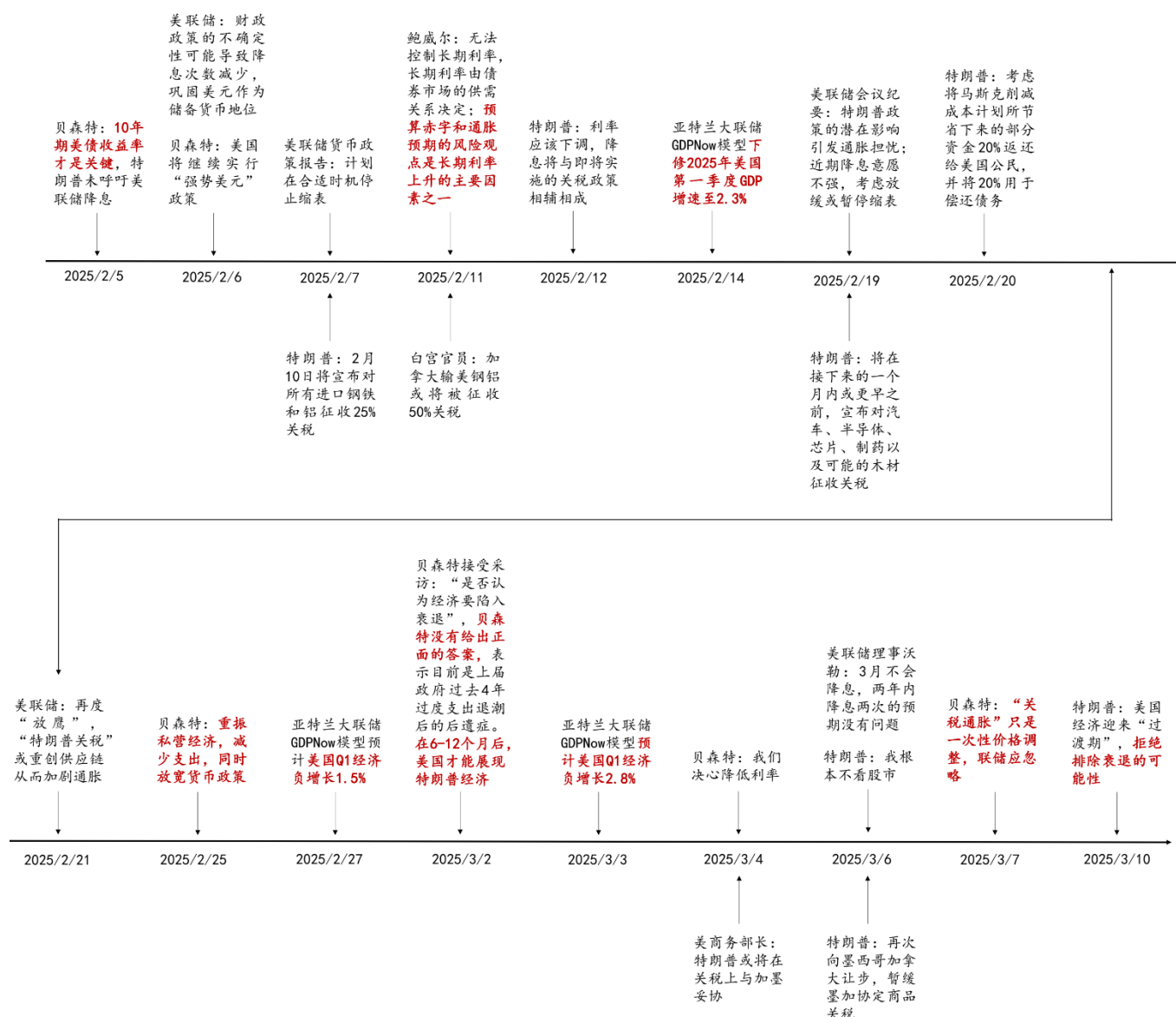
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：截至2025年3月10日，纳指加速器指标远低于负两倍标准差水平



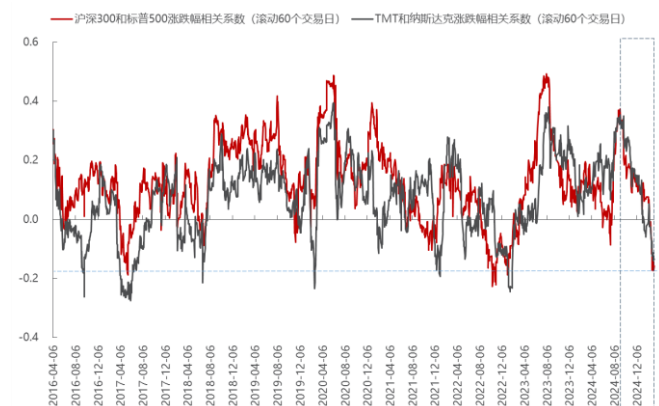
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院。注：纳指加速器指标的计算方法：不同价值状态纳指期权的隐含波动率对于底层资产价格的二阶导。

图3：今年2月以来，特朗普、贝森特与美联储等就关于美国经济的发言概览



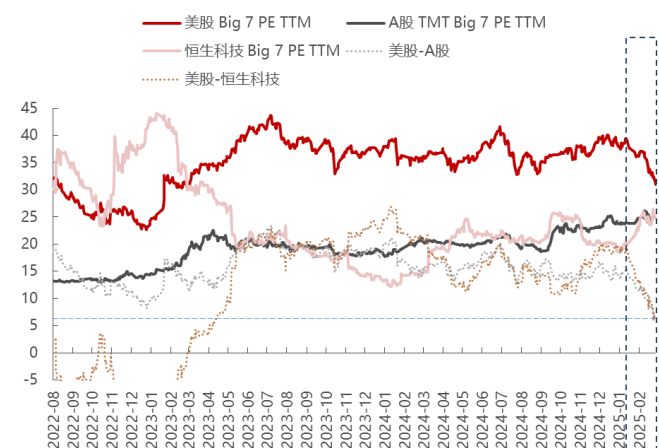
资料来源：Bloomberg、美国白宫，民生证券研究院

图4：2024年9月6日以来，A股和美股的相关性不断走弱，当前已经处于历史负相关的极端值水平附近，TMT板块也开始走出了独立的中国叙事



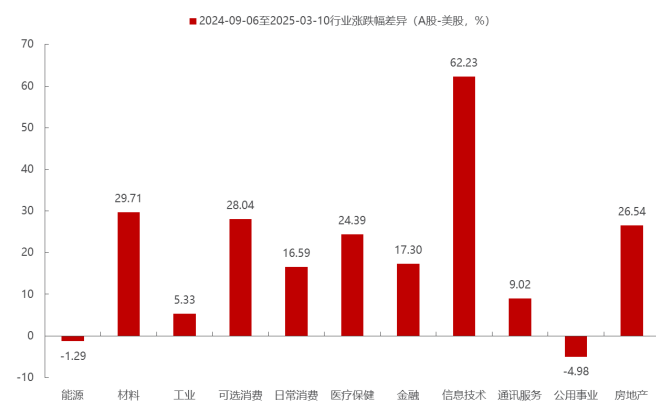
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：港股、A股的科技 Big 7 估值与美股大幅收敛



资料来源：wind，民生证券研究院。注：美股 Big 7 包括：苹果、亚马逊、谷歌、脸书、微软、英伟达、特斯拉；A股 TMT Big 7 是截至 2025 年 3 月 10 日 TMT 指数总市值排名前 7 的个股；恒生科技 Big 7 是恒生科技指数当前权重排名前 7 的个股。

图5：造成 A 股和美股相关性走弱的核心在于信息技术的超额，此外还有与政策反转相关的金融地产和消费



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：沪深 300 与标普 500 的估值差异仍处于低位



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