



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：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **纳指近四周跌超 12%，跌出了“经济衰退”的味道。**那么美股究竟在跌什么？我们认为核心原因是**衰退预期下的流动性紧缩恐慌**：一方面，特朗普的“衰退”引导正好碰上了经济数据的走弱；另一方面，流动性担忧背后，既有美联储缩表末期的不适，更有来自中国和欧洲的“分流”，以及日本央行进一步紧缩的“阴影”。

➤ **美国经济增速正经历大幅放缓的担忧。**关税反复、DOGE 裁员减支影响，美国经济乐观情绪反转。亚特兰大联储 2 月以来将一季度 GDP 预期从+3.9%下调至-2.4%，居民消费和净出口是下调的主因（图 1-2）。

➤ **消费方面**，美国 1 月零售销售、实际个人消费支出增速均大幅低于预期，拖欠 90 天以上信用卡贷款占比创 2012 年以来新高。**投资方面**，去年 12 月至今年 1 月，企业新订单经历了大选落地后两个月强劲反弹的“蜜月期”，但 2 月反转，ISM 制造业 PMI 新订单指数大跌 6.5%、我们监测的资本开支意向指数也掉头向下。**外贸方面**，美国贸易逆差创新高，也会对一季度 GDP 形成拖累。

➤ **经济数据的走弱的背后？**既有周期性原因，也有特朗普政策的“推波助澜”。周期上，特朗普胜选后，美元指数和美债收益率持续上涨带来金融条件紧缩，其负面效果会滞后地在 2、3 月份显现。

➤ **特朗普政策的真实“副作用”？**特朗普政策当前对经济的“五大杀器”——**关税、移民、裁员、减支和“口头预期引导”**。其实从实际的实施强度来看，特朗普的政策落地与竞选承诺的程度仍有明显的差距：

➤ **关税：**根据 PIIE 预测（图 6），对加墨加征 25%关税对美国经济影响较大，反制情况下，将推升 2025 年通胀 0.86 个百分点、打击 GDP 约 0.1 个百分点，但该关税一再推迟；对中国已经加征 20%关税，对美国经济影响相对有限；对全球的“对等关税”计划 4 月 20 日宣布，预计以汽车和农产品等部分商品为主。

➤ **移民：**立场较大选时期有所软化，以驱逐有犯罪记录的非法移民为主，上任首月逮捕了约 2 万非法移民。

➤ **裁员减支：**DOGE 原目标削减 2 万亿美元支出，现改为 1 万亿美元。截至 2 月中旬已裁员逾万名联邦雇员，按照白宫计划，3-4 月裁员力度将进一步扩大。

➤ **需注意裁员的影响并不局限于 230 万的联邦雇员，还会产生外溢效应：**可能同时带动州政府、地方政府、教育和医疗行业缩编；而联邦政府减支，对外合同和订单减少，影响扩散至制造业。

➤ **“预期引导”：特朗普的经济豪赌。**特朗普的政策风格是“说得比做得狠”，尤其是今年 2 月以来，特朗普及其团队有意集中释放利空预期，主要包括：

➤ **特朗普本人在 3 月 4 日国会讲话表示：**为了中长期的结构性转型，可以忍受出现短期的经济不适。关税要继续，平衡财政也值得追求。

➤ **特朗普上周日在接受 FOX 采访时拒绝排除衰退的风险，并表示不能过分关**

相关研究

- 1.2025 年 2 月通胀数据点评：CPI “转负”，这次有何不同？ -2025/03/09
- 2.2025 年 2 月外贸数据点评：如何看待“抢出口”不及预期？ -2025/03/09
- 3.美国就业数据点评：2 月非农的“隐忧” -2025/03/08
- 4.2025 年财政预算案点评：今年预算报告的“新鲜事” -2025/03/07
- 5.美国政策跟踪：政府裁员如何影响美国就业？ -2025/03/06

注股市。

➤ 经济大脑、财政部长**贝森特**在股市因关税下跌之际表示华尔街不是关注重点，并不存在股票分析师所谓的“特朗普看跌期权”（Trump put）。

➤ **预期引导对于经济软数据的影响很大**，所以看到咨商会和密歇根调查，以及全国以及地区 PMI 等集体走弱，而这些数据对于市场情绪的影响很大。

➤ **豪赌的背后的目的**。可能主要有两个方面：一是通过引导衰退预期来降通胀（预期）和利率；二是“前低后高”的经济布局可能更有利于中期选举。

➤ 但是如果真的出现衰退，代价也将是惨重的——最坏情况中期选举很可能出现两院被“翻盘”的局面。因此，对于特朗普而言，**当前最优的选择可能是经济放缓但不衰退、为后续扩张留下低基数**。次优的选择是即使出现衰退，越早、越快，就越好（最好今年上半年就结束）。

➤ **经济之外，美股的流动性（预期）的压力也越来越大**。既有自身的流动性隐忧，也有外部环境变化带来的资金“分流”压力：

➤ **美国自身方面，美联储除了暂停降息外，缩表还在继续**。美联储隔夜逆回购余额持续走低，可能接近流动性的拐点，叠加第二季度公司债的到期量不小，美国本土流动性的体感在恶化。

➤ **非美方面，中国的科技、欧洲的财政成为打破“美国例外论”的两只重拳**。**资金“分流”的压力开始显现**：最近几周流入美股的资金在减少，而流入非美股市的资金在增加。

➤ **此外，日本薪资增速创下新高，日本央行紧缩的“阴影”还在**。去年 8 月初由于日本央行加息叠加美国非农数据不及预期带来 carry trade 平仓、全球股市巨震。

➤ **应对衰退预期和压力，特朗普有什么“后手棋”？**

➤ **增加私人部门投资**：引导科技公司和外资进行大规模投资，关注《美国优先投资政策备忘录》中关于盟友在美投资的内容，比如快速审查程序可能会优先落地。

➤ **提前加速推进减税**：目前白宫在减税推进上的精力投入并不多，为了提振市场信心，白宫可以提前推进扩大版减税法案在国会的立法进程。

➤ **财政减支递延**：DOGE 和马斯克只有政策建议权，白宫才是最终的落地者。特朗普可以根据经济的压力合理分配减支落地的节奏。

➤ **美联储宽松**：在经济放缓，就业减少，市场动荡的压力下，迫使美联储前瞻性降息，提前结束 QT、甚至考虑重启 QE。

➤ **关税换外资流入**：可以通过贸易谈判，将关税作为交换外资增持美国资产的筹码。

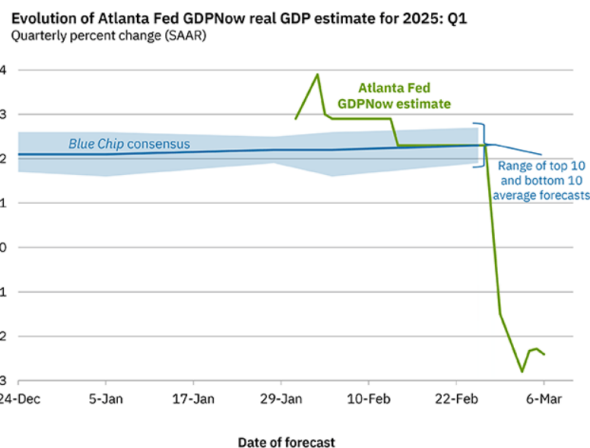
➤ **如何看待接下来的投资思路？**我们提出一个四象限的简单框架，以欧洲财政扩张和美国衰退预期为两条主线：

➤ **欧洲财政扩张逻辑持续+美国衰退预期延续**：继续反向“美国例外”操作，美元美股继续承压，非美市场相对更好。

- **欧洲财政扩张逻辑受阻+美国衰退预期延续：**全球放缓甚至衰退逻辑，避险情绪升温，黄金和债券市场受益。
- **欧洲财政扩张逻辑持续+美国衰退预期扭转：**全球风险资产反弹，可能出现周期价值的风格切换。
- **欧洲财政扩张逻辑受阻+美国衰退预期扭转：**重回“美国例外”交易。

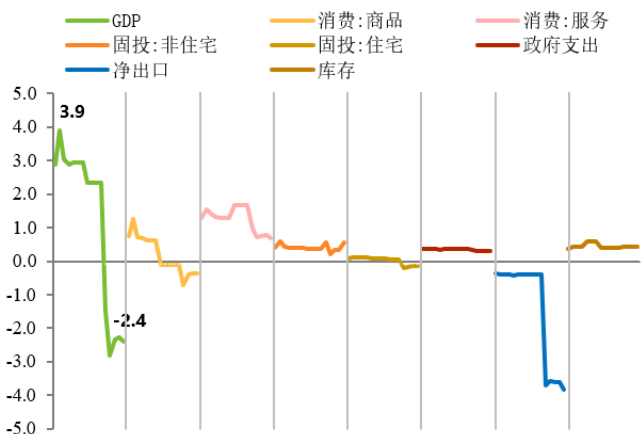
- **风险提示：**美股超预期继续大幅下跌，直接导致美国经济衰退；特朗普把降通胀、降利率放在首位，不惜引发深度衰退。

图1：亚特兰大联储 GDPNow 模型大幅下调 2025Q1 美国 GDP 预测至衰退 2.4%



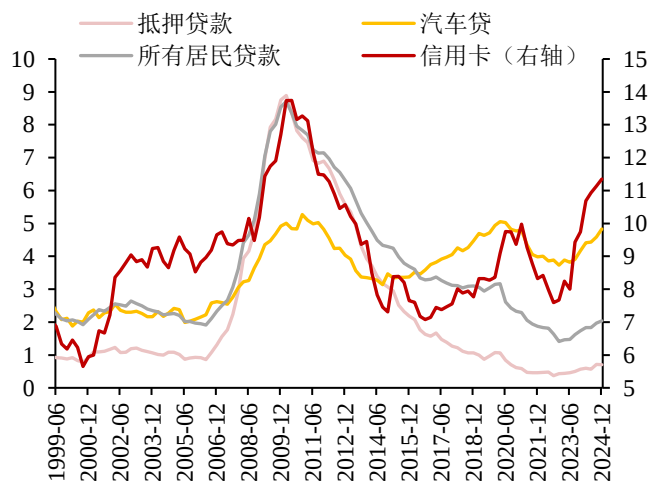
资料来源：亚特兰大联储，民生证券研究院

图2：亚特兰大联储 GDPNow 模型对 2025Q1 美国 GDP 预测的分项拆分



资料来源：亚特兰大联储，民生证券研究院

图3：美国商业银行：拖欠 90 天以上的贷款占比 (%)



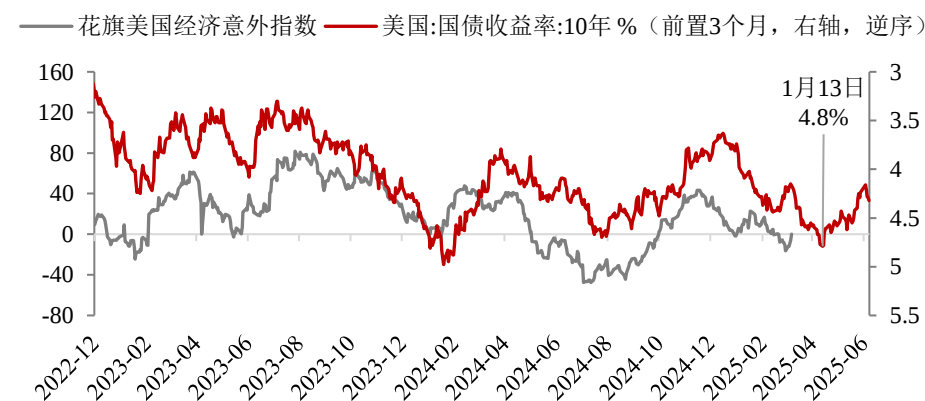
资料来源：美联储，民生证券研究院

图4：2 月美国企业资本开支意向转向下降



资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：美债上行带动美国经济指数下滑，时滞 3 个月



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6：PIIE 预测：特朗普关税、移民政策的滞胀影响

对美国的通胀和经济增速影响的百分点 (%)		通胀			实际GDP增速		
		2025年	2026年	2027年	2025年	2026年	2027年
驱逐无证移民130万人		+0.35	+0.55	+0.38	-0.19	-0.70	-1.04
对加墨额外+25%关税	不反制	+0.43	+0.18	+0.05	-0.04	-0.23	-0.26
	反制	+0.86	+0.38	+0.09	-0.11	-0.50	-0.55
对全球额外+10%关税	不反制	+0.64	+0.23	+0.03	-0.13	-0.36	-0.35
	反制	+1.34	+0.53	+0.07	-0.35	-0.88	-0.88
对中国额外+10%关税	不反制	+0.06	+0.03	+0.01	+0.01	-0.02	-0.03
	反制	+0.12	+0.05	+0.02	-0.01	-0.06	-0.07
对中国加至60%关税	不反制	+0.39	+0.17	+0.09	+0.03	-0.15	-0.19
	反制	+0.71	+0.30	+0.10	-0.07	-0.39	-0.43

注：表中数据为假设2025年伊始政策即落地，对2025、2026、2027年通胀、GDP增速影响的偏差。

资料来源: PIIE, 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