



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美国无它，唯“氛围衰退”

基本内容

叙事总是存在惯性。特朗普上任前，华尔街还在憧憬“特朗普 2.0”将带来经济的空前繁荣，美元和美股将“一往无前”。特朗普上任至今的一个多月时间，相对偏弱的数据表现已经开始反映出特朗普对美国经济的负面影响，改革的阵痛和混乱先于繁荣到来，形成了一个人为的“小型衰退预期”叙事，从此前的“美国例外论”走向了“氛围衰退”。美国经济离真正的现实衰退还有距离，居民部门的资产负债表依然健康，企业部门的现金流和兑现业绩依然强劲。但市场是由叙事推动的，现实只是众多叙事中的一种，当下美国经济的“氛围衰退”主要来自于对美国与非美的“再审视”。

毫无疑问，美国经济正在逐渐经历更大的混乱。虽然混乱并不是衰退，美国内生动能也并没有产生实质性的恶化，但政策的不确定性足以让估值处于高位的美股笼罩在阴影之下。

当下的美国经济，增长比通胀更重要；“高处不胜寒”的美股也将会受到“增长倒春寒”的挑战。因改革的混乱而无奈降息又会进一步推升美国的通胀水平；中期维度的美国货币政策面临着更大的双向风险，而并非单边降息。2025 年美国没有货币政策，只有货币对策。

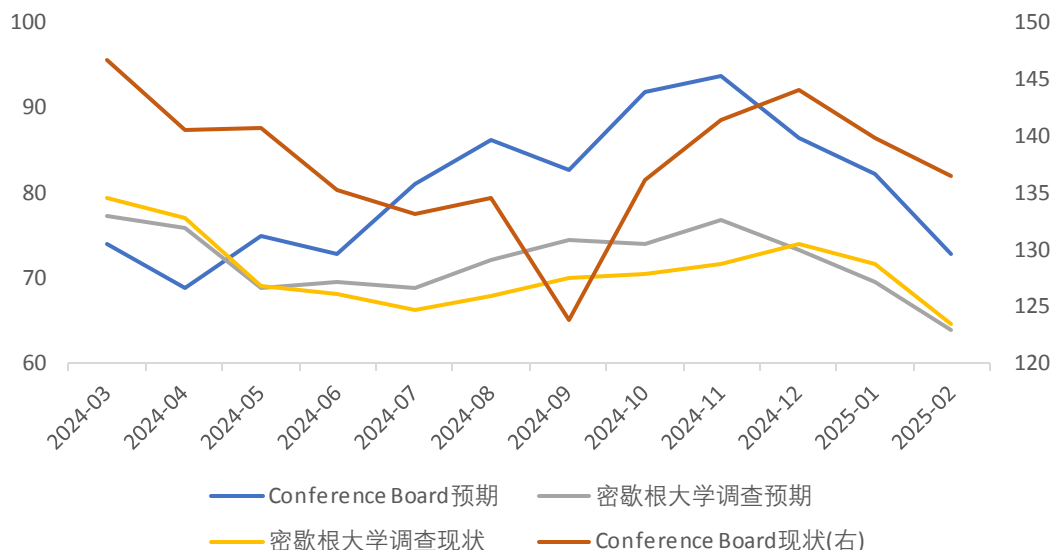
风险提示

1) “特马改革”的进程推进节奏 2) 关税对物价超预期传导，影响联储货币政策节奏 3) 欧洲财政刺激落地的时点和非美货币过度升值风险 4) 全球 AI 叙事审美的扭转和对“美国科技领先论”的质疑加剧 5) 美国两党分歧加剧导致美国政府长期停摆风险



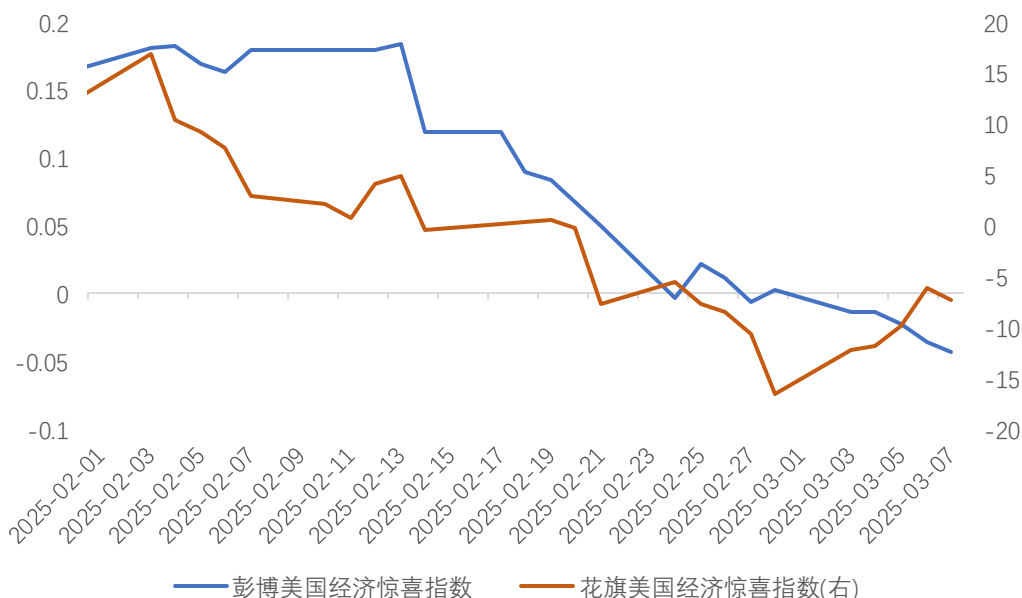
叙事总是存在惯性。特朗普上任前，华尔街还在憧憬“特朗普 2.0”将带来经济的空前繁荣，美元和美股将“一往无前”。特朗普上任至今的一个多月时间，相对偏弱的数据表现已经开始反映出特朗普对美国经济的负面影响，改革的阵痛和混乱先于繁荣到来，形成了一个人造的“小型衰退预期”叙事，从此前的“美国例外论”走向了“氛围衰退”。

图表 1：美国消费者现状与预期信心连续走低



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 2：美国经济数据在过去一个月大多不及预期，但幅度有限



来源：Bloomberg，国金证券研究所

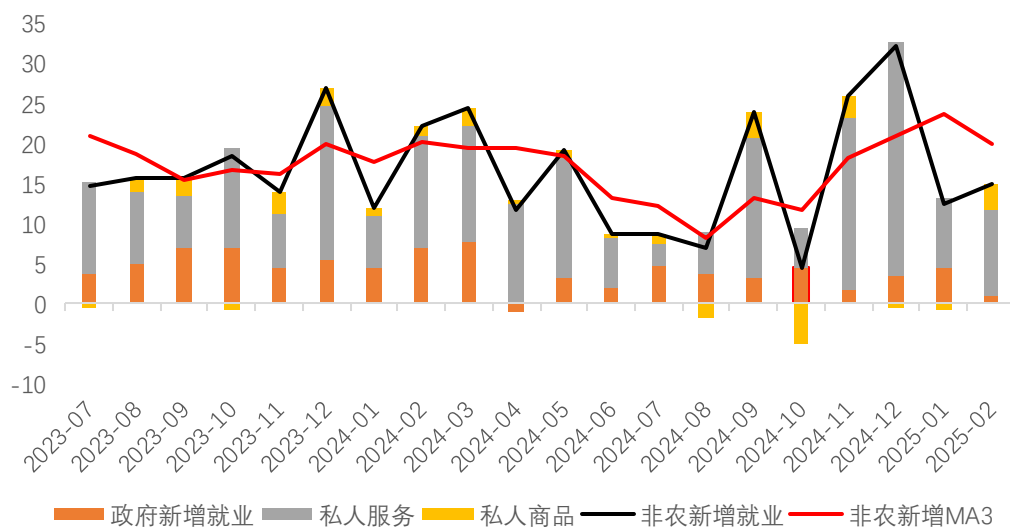
从宏观视角看，在当前偏滞胀的环境中，增长比通胀更加重要。美国经济在周期性增长放缓的情况下，关税的不确定和超预期的 DOGE 改革放大了增长风险；而市场所期待的“明天会更好”（动物精神和大幅减税提案等）尚未到来。

从微观视角看，非农报告显示劳动力市场虽然放缓，但还未到引发衰退的水平（详见《非农的远虑与近忧》）。新增就业、薪资增速和居民部门收入依然相对稳健，这意味着居民消费能力仍有保障。

美国经济的内生动能仍在，比如 ISM 非制造业 PMI 的核心分项（商业活动、就业、新订单和供应商交付）的连续三个月扩张（2022 年 5 月以来首次），稳健的非农就业以及仍处相对低位的初中和续申失业金人数。



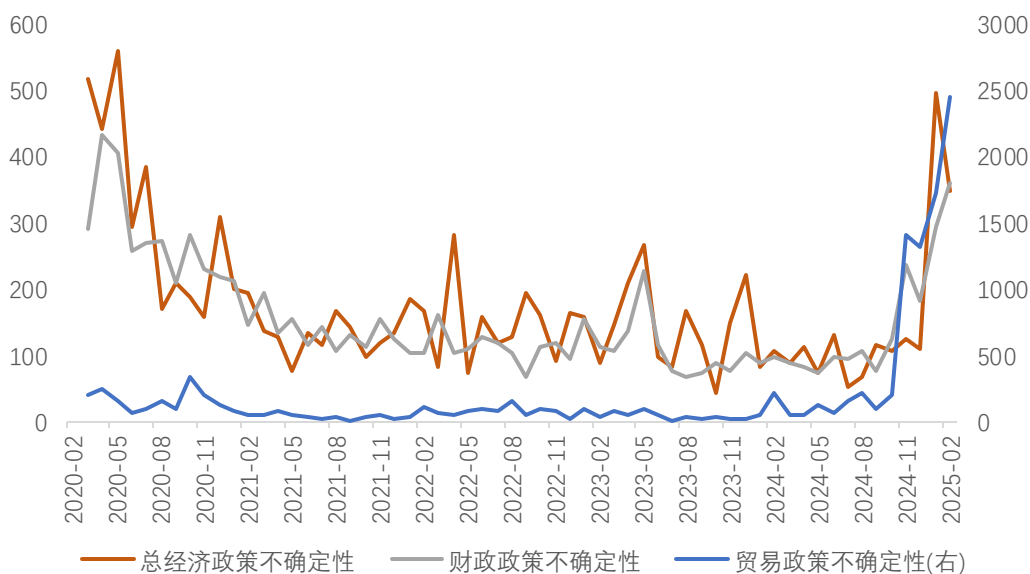
图表 3：新增就业在联邦裁员的拖累下放缓，但仍处健康水平（单位：万人）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

但是“特马改革”的阵痛与关税政策的不确定性已经开始具象化：居民消费和企业盈利预期变得更加谨慎，互惠关税针锋相对，叠加美股的持续回调，市场对美国经济逐渐转向“衰退叙事”。

图表 4：贸易政策不确定性的飙升对全球经济带来冲击



来源：Bloomberg，国金证券研究所

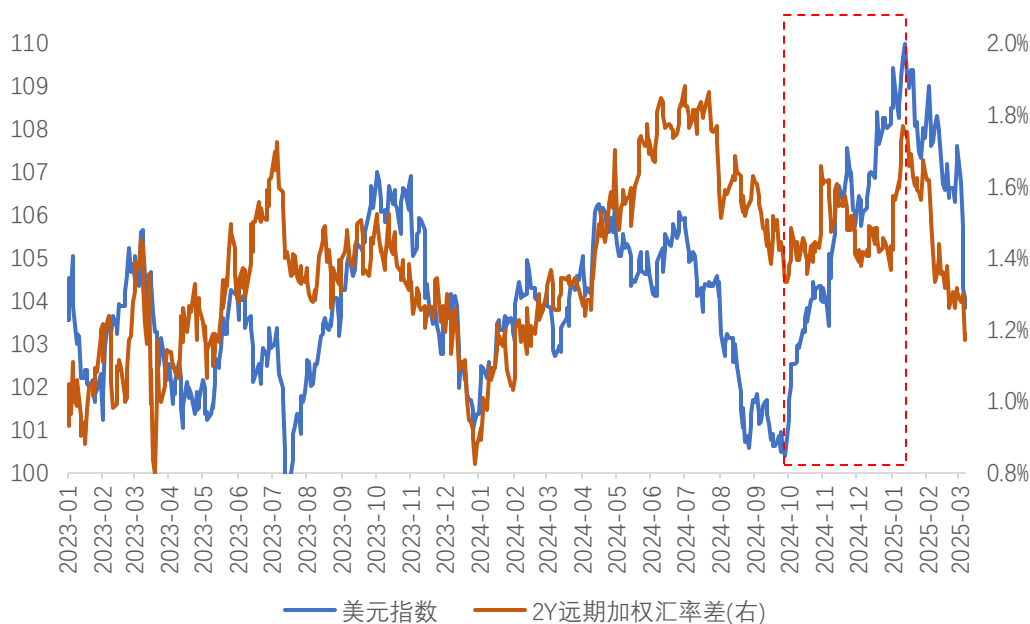
美国经济离真正的现实衰退还有距离，居民部门的资产负债表依然健康，企业部门的现金流和兑现业绩依然强劲。

但市场是由叙事推动的，现实只是众多叙事中的一种，当下美国经济的“氛围衰退”主要来自于对美国与非美的“再审视”：一边是“特马改革”超预期的财政紧缩效应，而另一边是非美经济体超预期的财政刺激效应，尤其是“欧洲再武装”和德国的大规模财政刺激计划正在击碎美国“明天会更好”的短期梦想。

从去年 10 月起，美元指数随着特朗普当选胜率一路上行，直至 1 月见顶的过程中，其走势一度与加权远期汇率差脱钩。这被理解为反映出短期的“关税溢价(Tariff Premium)”，而这随着关税政策的反复也在逐渐消失，近期美元指数与远期汇率差一同回落。



图表 5：美元指数中所谓的“关税溢价”或正逐步消失

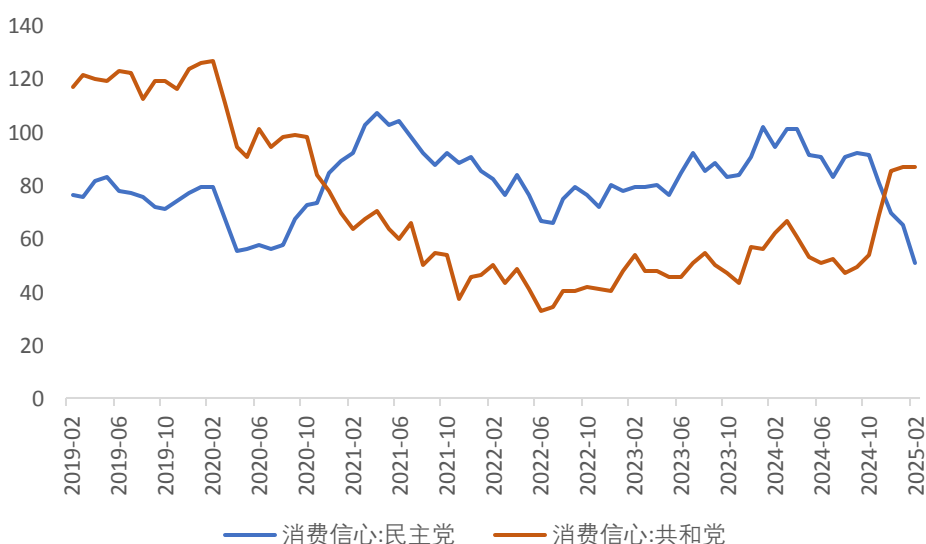


来源：Bloomberg，国金证券研究所

至于所谓的“人造衰退论”则缺乏逻辑，避免美国经济陷入真的衰退是特朗普和鲍威尔为数不多的共识。一个经济衰退的美国并不是特朗普乐见的局面，他的联邦机构改革、税收减免、对外收缩和小政府倾向都将让位于美国经济复苏；政治抱负难以施展，且在宏大的 AI 叙事难分难解之时，更无理由“自断一臂”。

但毫无疑问，美国经济正在逐渐经历更大的混乱。从 DOGE 与地方联邦法院的持续交锋，到特朗普权力的扩大化，再到党派的认识和分歧越发割裂，背后是对特朗普的信任问题：共和党认为特朗普是天选之人，而民主党认为他是混乱之源。在一些需要两党达成共识才能推动的政治进程中，民主党将会极尽所能发挥有限的权力去尝试性阻止特朗普的议程，这也是潜在的混乱来源。

图表 6：美国经济感知的差异在党派这个二元分类中尤为明显



来源：Bloomberg，国金证券研究所

对于当前的特朗普来说，不确定性是一把双刃剑。

在对外谈判方面或许是优势，可以继续延续极限施压的商人思维，以关税为筹码力求获得更多的利益。但对内治理方面则付出了更大的代价，企业经营活动的不确定性和收入的不确定性将使得消费行为变得更加谨慎，这也直观反映在了沃尔玛等大型零售商低于预期的业绩指引当中。

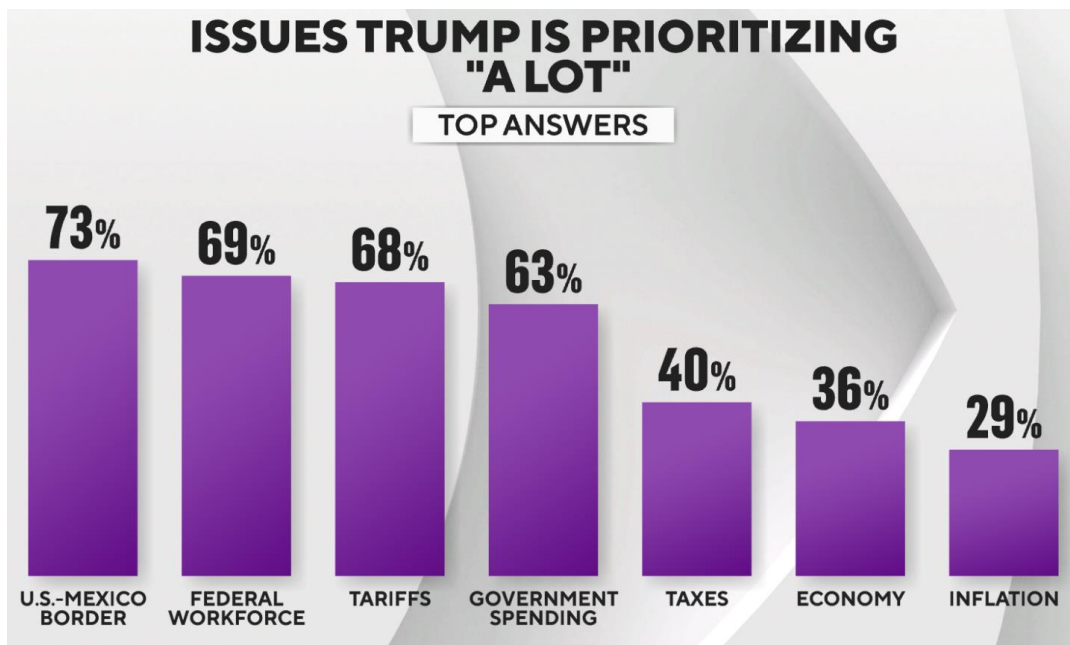
虽然混乱并不是衰退，美国内生动能也并没有产生实质性的恶化，但政策的不确定性足以让估值处于高位的美股笼罩



在阴影之下。

如果特朗普持续保持“高不确定性”的状态，叠加正在推进的新一轮大规模联邦裁员计划，未来非农就业的下行风险和居民消费的收缩风险将变得越发显著；尤其是对于那些不相信特朗普政策的居民/企业来说，决策将变得更为谨慎。

图表 7：美国民众对于特朗普改善经济和通胀的努力认可度有限



来源：CBS News，国金证券研究所

财政政策和经济数据的不确定性对美股市场构成了双重打击。美股对经济基本面的反映敏感，就业数据、政府支出和经济数据的表现对美股至关重要。如果寒蝉效应从公务员系统内蔓延到更多领域，进而对非农产生更大的压力，联储上半年的降息窗口将进一步打开。

当下的美国经济，增长比通胀更重要；“高处不胜寒”的美股也将会受到“增长倒春寒”的挑战。

在这个过程中，数据的走弱需要更多的对冲：可以是特朗普政策不确定的消除，也可以是联储更明确的“兜底”承诺。考虑到前者的可能性并不高，未来可能会先出现 FED Put，再出现 Trump Put，“show me the cut”将会是上半年美股的重要支撑。

因改革的混乱而无奈降息又会进一步推升美国的通胀水平；中期维度的美国货币政策面临着更大的双向风险，而并非单边降息。2025 年美国没有货币政策，只有货币对策。

风险提示

- 1) “特马改革”的进程推进节奏可能存在与文中分析不一致的变化。马斯克作为“编外”人员参与美国政府改革，主要依靠其与特朗普在价值观上的高度认可。如果在接下来改革过程中马斯克的行为进一步引发更多内阁的不满，特朗普或为了平息“法律意义下”美国政府成员的情绪，阶段性削减甚至剥夺马斯克的 DOGE 高级顾问权。
- 2) 特朗普关税政策的不确定性使得在未来可能存在关税落地后对美国物价超预期传导。从可贸易部门通胀出发，向服务业等对美国经济影响更为深远的不可贸易业成本传导，这将影响联储货币政策节奏。
- 3) 欧洲财政刺激政策落地时点和非美货币过度升值风险。当前美弱非美强的叙事主要驱动是欧洲财政刺激的“预期”，无论是德国的财政刺激还是欧洲的再武装，如何在这股热潮过去后看到真正由财政驱动的基本面转好值得进一步观察。同时如果非美货币进一步升值，可能将引发美国资金流出，将会加剧 DOGE 改革阻力，同时对美股带来更大压力。
- 4) 全球 AI 叙事审美的扭转和对“美国科技领先论”的质疑加剧。全球 AI 叙事已经不再是单纯的美国主导，如果中国不停的拿出阶段性改良的产品和应用，着重于盈利能力的提升，美股的 AI 叙事面临更大冲击。
- 5) 美国两党分歧加剧导致美国政府长期停摆风险。当前美国政府依赖预算协调法案的通过以维持 2025 财年运转，但两党对于政策目标，经济感知存在越来越大分歧的情况下，可能会出现更长时间的美国政府停摆，进而引发美国资产抛售可能。



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】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究