

美股在交易“滞胀”吗？

2025 年 02 月 26 日



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

➤ **美股连续 4 个交易日下跌，背后是宏观、微观、政策多重因素的演绎，带来流动性和仓位冲击。**美东时间 2 月 20 日至 25 日（上周四~本周二）标普 500、纳指连续下跌，分别累跌 3.1%、5.1%；道指上周下跌，本周转涨。**宏观上**，偏弱的经济数据密集公布，点燃经济放缓甚至衰退预期；**微观上**，消费龙头沃尔玛财报低于预期，指向消费的悲观前景；**政策上**，对外，特朗普再次强调关税、发布《美国优先投资政策》备忘录；对内，政府改革减支“如火如荼”，引发市场担忧。

➤ **本次美股“恐慌”下跌，有三大特征：**

➤ **一是，中概股表现相对较好。**2 月 25 日纳斯达克中国金龙指数、万得中概科技龙头指数上涨，与持续下跌的纳指形成反差。

➤ **二是，偏防御的必选消费板块上涨。**最近 4 个交易日，标普 500 一级行业板块中，必选消费累涨 1.8% 表现最佳；可选消费、信息技术累跌 5.5%、5.2%，表现垫底。道指在经历了上周的下跌后，本周率先企稳。

➤ **三是，美元和美债收益率下行。**美元和美债收益率自 1 月中旬以来下行，美国“经济过热”的市场预期转向对潜在经济衰退的担忧。

➤ **市场在交易什么？单从美股表现来看，像是交易“滞胀”，但结合美元和美债走势，更像是交易“衰退”。**

➤ **首先，美国经济放缓担忧升温，消费走弱的信号集中释放：**沃尔玛业绩指引“惨淡”；2 月咨商会消费信心指数和密歇根消费信心指数大跌；2 月 Markit 服务业 PMI 初值 49.7 大幅低于预期值 53；1 月美国零售月环比创 2 年来最大跌幅。亚特兰大联储 GDPNow 模型在 2 月 5 日将一季度经济增速从 3.9% 大幅下调至 2.9%，2 月 14 日进一步下调至 2.3%。

➤ **其次，关税预期在下落后又起。**由于特朗普就职以来的关税政策落地有限，不及竞选承诺般激进，市场似乎暂“松一口气”；但近期特朗普再次强调对加墨 25% 关税计划于 3 月 4 日如期生效、重启对数字服务税的调查、发布《美国优先投资政策》备忘录，重回强硬立场。

➤ **最后，特朗普-财长贝森特的“紧财政倾向”已见雏形，并且债务上限问题未决，限制财政扩张。**

➤ **到底是“滞胀”还是“衰退”，暂时难下定论，后续关注节点？**

➤ **地缘方面，三大“总统备忘录”如何演绎：**1 月 20 日发布的《美国优先贸易政策》、2 月 13 日发布的《互惠贸易和关税》备忘录、2 月 21 日发布的《美国优先投资政策》总统备忘录。

➤ **“总统备忘录”不像行政令直接下达政策，而是旨在指示相关部门（商务部、**

相关研究

1. 美国政策跟踪：关税之上：特朗普的“金融棋局”？ -2025/02/25

2. 海外政策跟踪：德国大选：政策转向“美国化”？ -2025/02/24

3. 经济动态点评：两会前瞻：科技的“空中加油” -2025/02/23

4. 美国政策跟踪：就任满月：特朗普的忧虑-2025/02/20

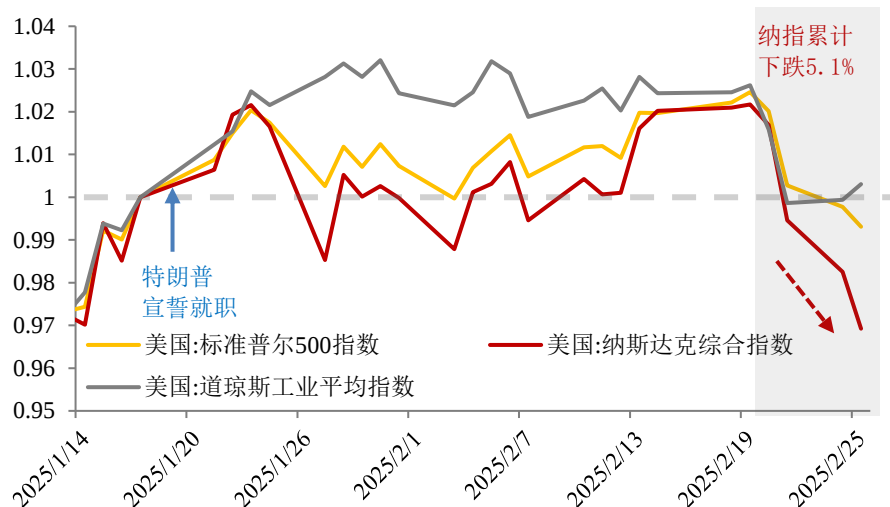
5. 国内宏观事件点评：民企座谈会：新义与深意 -2025/02/17

贸易代表办公室、财政部等)启动调查,并要求按时提交结果报告,后续再根据调查结果进一步发布政策;因此“备忘录”的后果可轻可重,也留下了谈判余地。

➤ **美联储, 3月 FOMC 经济展望。**3月不降息的市场预期接近 100%,需关注的是点阵图和季度经济预测,美联储是否会调整 GDP 和通胀预测。

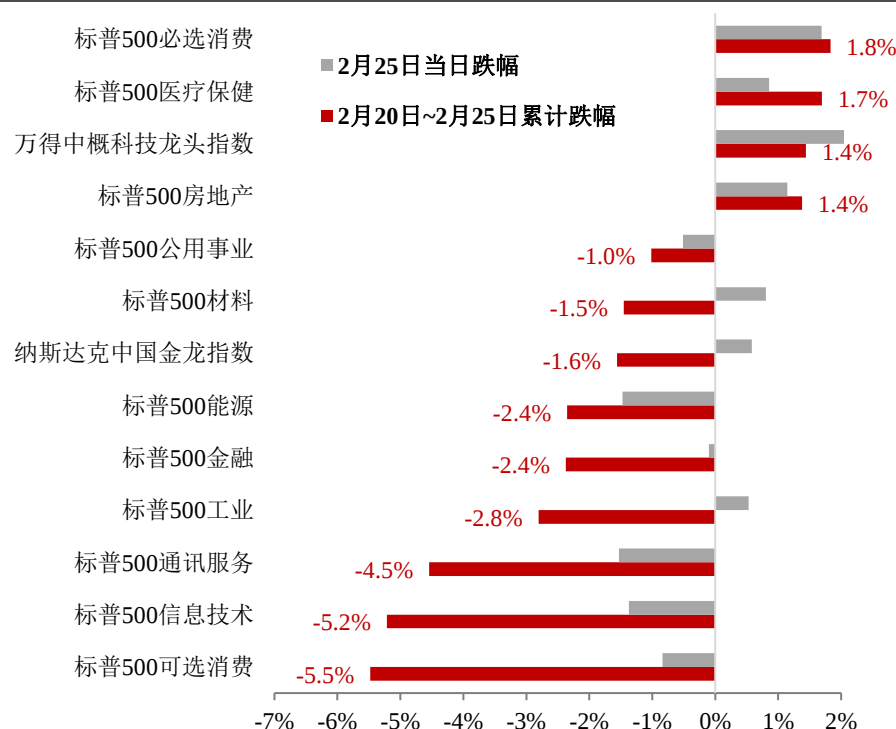
➤ **风险提示:** 特朗普政策超预期,美国经济基本面变化超预期。

图1：近期美股走势（令特朗普就职日的前一个交易日=1）



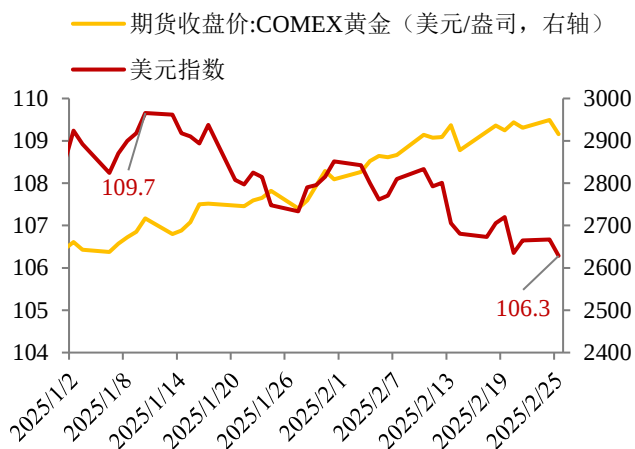
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：中概龙头、美股必选消费的表现较好



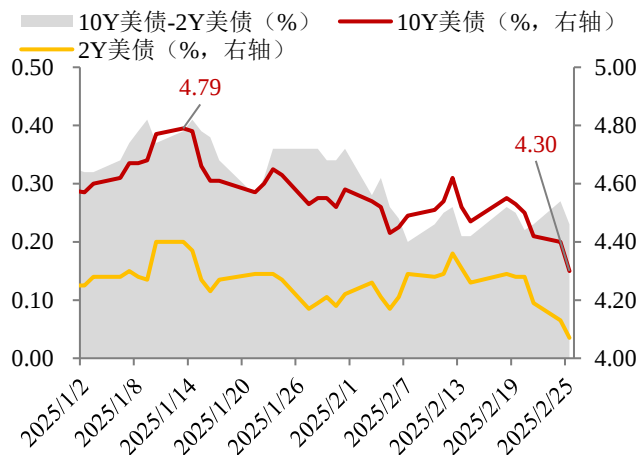
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：1月中旬以来，美元下跌



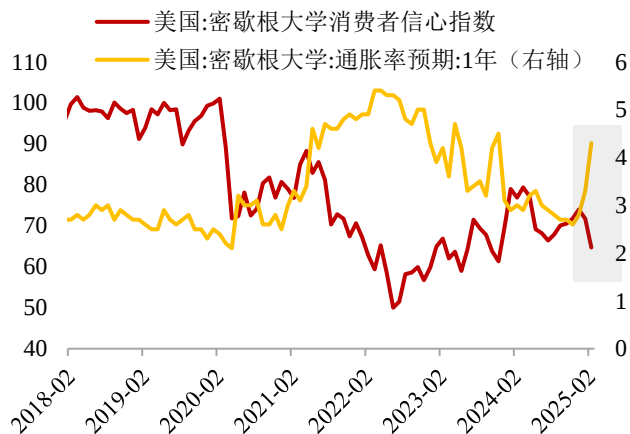
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：1月中旬以来，美债收益率下行



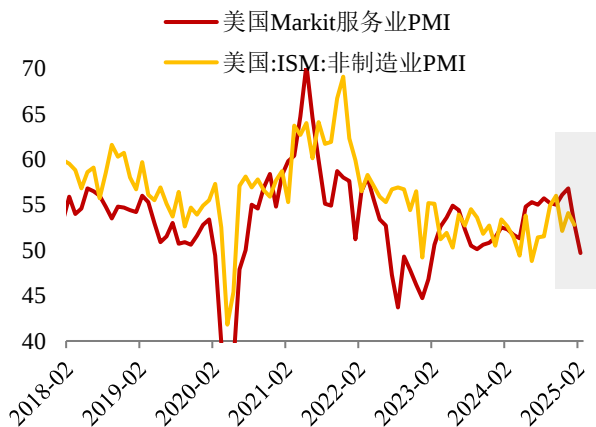
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：美国消费信心下滑明显



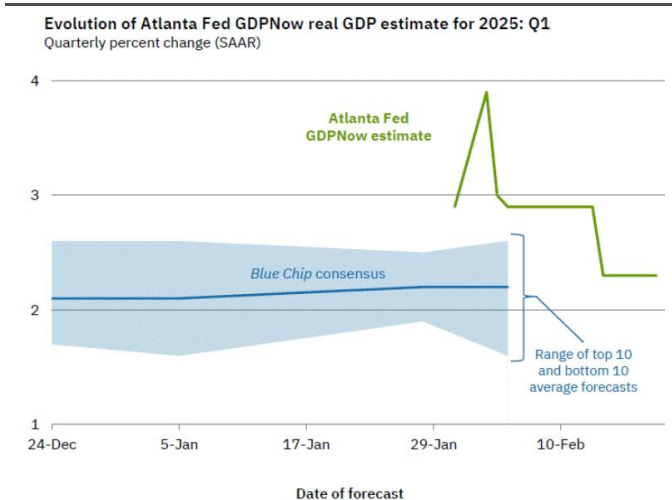
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国服务业PMI表现走弱



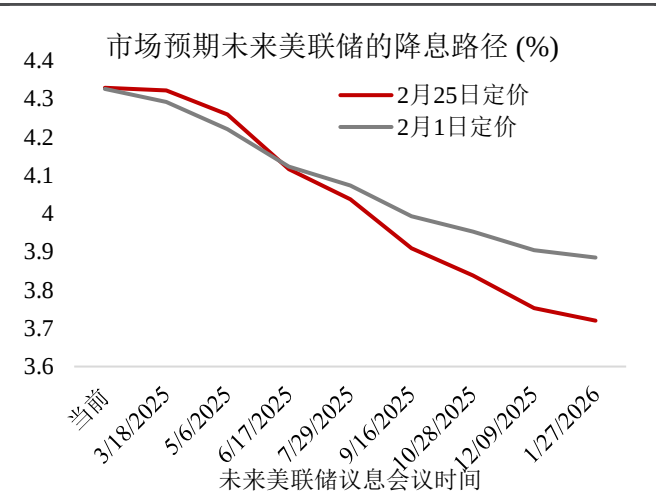
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：亚特兰大联储 GDPNow：2 月两次下调美国 Q1 经济增速预测



资料来源：亚特兰大联储，民生证券研究院

图8：最近 2 周，市场进一步相信 3 月不降息，但对全年累计降息次数的预期从 1.7 次升至 2.3 次



资料来源：彭博 WIRP，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