

2025 年 10 月 21 日 星期二

【宏观经济评论】**第一上海——美股宏观策略周报**

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

政治周期：美国国内政治转向与全球外交格局变化

美国正经历长达十几年的“向右转动”周期，是对 1992 年冷战结束后 33 年发展方向的反向矫正。冷战后欧美因外部威胁消除后，广泛出现自满情绪，国内在性别、移民、福利等意识形态及政策上的一些争议性议题逐渐凸显，尤其在持极端保守立场的基督教群体眼中，此类社会变化已趋近于堕落，偏离了传统价值观的轨道。保守人士如 Charlie Kirk 等在过去十年以来致力于推动回归清教徒立国之本，体现美国例外主义。美国对旧约重视远超欧洲，因此犹太人在美国地位较高。以特朗普为首的 MAGA 阵营与以色列关系密切，包括迁都耶路撒冷、偏袒内塔尼亚胡打击哈马斯，这是意识形态上“向右转”的体现。特朗普执政风格并不优雅，类似历史上的麦卡锡主义。虽然必要，但是如果做过头的话，不排除将来被历史清算。特朗普下台后，若万斯接任并执政八年，美国政治转向有望完成大半，但之后可能迎来民主党上台的反向纠偏，这就是我们预测的美国政治大周期。

当前政治矛盾激化导致政府关门，特朗普试图裁掉政府内民主党人士，但遭遇了联邦法官阻挠，官司或需最高法院裁决，短期双方拉扯在一定程度上影响市场信心。

2026 年 11 月将进行中期选举，特朗普对此有强烈的危机感，毕竟在此之前如果出现经济衰退、战争动乱，可能影响特朗普在国会中保持优势地位，导致其执政后两年成“跛鸭总统”。因此特朗普迫切希望完成关税谈判，从而吸引外资、提振就业与经济发展，目前存在操之过急的情况。

冷战后全球享受和平红利，欧洲军费下滑、北约存在感减弱；而俄乌战争爆发后，欧洲多国在美国压力下提高军费，右翼政党在选举中获取更多优势，如英国爆发游行抗议左派首相。

过去 30 多年经济全球化推动产业链全球优化，美股回报远高于历史水平。但也导致美国贫富分化加剧、国债失控。且供应链安全成为隐忧：疫情期间医疗物资短缺、近期稀土战争加剧欧美日韩对供应链安全的担忧。我们认为：供应链长期将脱钩，但短期会以“温水煮青蛙”的温和方式推进。

巴勒斯坦与以色列达成和平协议后，特朗普未获诺贝尔奖，我们猜测若未来一年内乌克兰与俄罗斯达成和平协议，特朗普在 2026 年大概率获奖。

中美博弈与贸易谈判

近期中美经贸摩擦的主要导火线在于：美国商务部出台“50% 规则”，延伸制裁范围至中国公司的子公司。此外，美国对中国船只征收高额港口停靠费，给中国企业造成困扰。而中国也出台了反制措施，中国近期未购买美国大豆，对美国农民形成巨大压力。

目前大部分国家已与美国达成关税框架协议，仅剩中国、墨西哥、加拿大等对美贸易顺差较大的国家未完全谈妥，中美有 90 天停战协定，2025 年 11 月初前，尤其 10 月 1 日 APEC 峰会是关键谈判窗口，若两国元首会谈达成协议，关税风险可有效化解。对此我们还是持乐观态度，认为中美双方均乐意保持默契的停战局面。双方都需要对各自经济与执政基础负责，短期妥协动力强。双方尽管口头强硬，但实际结果会避免打破贸易停战的局面。

经济数据

正如我们之前所强调：通胀没有问题，无需过度担忧，关税不会导致通胀恶化。美联储此前以通胀担忧为借口拒降息，现数据证明通胀可控，已开始降息，市场预期 2025 年还将再降两次。

2021 年美国通胀失控核心原因是拜登政府滥发资金使得民众肆意消费，民众无需迫切通过工作获取收入，因此选择退出或暂缓进入就业市场，从而引发整体需求猛增而供给不足，导致物价急速上涨。

即便关税的相当部分由美国消费者承担，也可视为销售税。美国销售税有几百年历史，未导致通胀失控，即使在蓝州等销售税较高的地区，通胀水平也并未表现出比红州更显著的高涨态势。而且销售税引发的价格上涨是一次性的，不会形成螺旋式恶化。

就业方面，的确显得逐步冷却，入门级白领工作受到明显影响，这与当下火热的 AI 投资相关，AI 取代实习生、刚毕业大学生的工作。截至 2025 年 9 月，美国科技行业裁员超 18 万人，硅谷码农对失业存在恐惧，与 2021-2022 年形成反差。因政府关门，就业数据公布或推迟，但现有证据显示裁员与招聘数量仍处低位，家庭对就业机会的感知、企业招聘难度感知持续下降，为美联储激进降息提供支撑。

消费整体相对坚挺，这或许与股市上涨带来的财富效应有关。由于关税影响，净进口缩窄，对 GDP 有正向作用。企业投资逐步落地，此前因关税不确定性观望，但现阶段关税谈判成果显现，企业投资建厂意愿增强，将在未来三年为美国 GDP 提供显著支撑。

我们认为美国经济没有特别显著风险，甚至存在向上的可能。我们在 2025 年 6 月已预判“下半年的主要风险是股市涨太快、投资者追不上”，后续市场走势印证这一点。

JP Morgan CEO Jamie Dimon 计划投资 1.5 万亿美元用于振兴美国制造业。作为商界重要风向标，Dimon 向来擅长政治投机且成功率较高，表态具有较强参考价值，需要重点关注。但同时他在风险评估上常存在夸大倾向，我们需理性看待他的观点。

利率方面，今年已经降息一次，市场一致预期认为今年预计再降息两次。鲍威尔在本周二讲话称，未来几个月可能停止缩表以维持融资市场流动性，缩表接近尾声，这对金融市场与实体经济均为利好。

投资策略

散户易扎堆热门板块（如 AI、加密货币、黄金、电力、稀土），需注意高位风险，适时减仓、换仓或清仓，避免过度抱团。若不熟悉个股，可优先选择板块 ETF 或宽基指数 ETF，降低选股风险；配置需分散，避免单一板块或标的超配。

中国投资人需具备全球资产配置意识，美国在全球股票市值中占比 64%，远超欧洲（11%）、日本（5%）、亚洲其他地区（含中国，12%），不投美股意味着错过全球股权市场 2/3 机会。

基础配置方案简单组合，按美国标准：60% 股票 + 40% 债券，可满足大部分需求。股票：优先宽基指数 ETF，如标普 500 指数 ETF、纳斯达克。

出于风险管理，可以考虑债券方面的 ETF，推荐 ETF（代码 BND），涵盖国债、企业债、MBS（抵押支持证券）等结构化产品。

在基础组合上，可以增加黄金（ETF 代码 GLD）、比特币（ETF 代码 IBIT）、纳斯达克 100 指数（ETF 代码 QQQ）、美国之外国家股票（ETF 代码 VXUS）配置。

美股板块分析

美股指数看似不便宜，标普 500 静态市盈率 28 倍，高于长期平均水平的 18 倍，但主要由 M7 推高。M7 的静态市盈率在 45~50 倍；剔除 M7 后，标普 500 整体市盈率仅 19 倍，剩余 493 只股票中存在大量便宜标的。

低估值板块

金融板块：市盈率约 17 倍，估值低，可关注互联网金融或转型期标的如花旗银行，也可直接配置板块 ETF。

医疗保健板块：PE 约 16 倍，符合历史平均水平，虽受特朗普降低药费与医疗开支政策压制，但实际政策效果有限，存在投资机会，可通过板块 ETF 配置。

能源板块：市盈率约 15 倍，低于历史平均值，具备配置价值。

热门板块

黄金

乱世黄金，盛世美元，一如我们先前提及由于地缘政治脱钩，全球分成两大阵营的背景下，中国上万亿美元贸易顺差或从购买美国国债转向黄金，带来巨大需求增量；黄金可对冲极端事件、降低风险。配置比例建议 10%-20%，不宜超配，因黄金不产生现金流，长期平均回报率低于美股，约为美股一半。

稀土

对于稀土板块，不建议进行超配。当前美国市场涌现出一批此前鲜为人知的小型矿产股，这些标的近期突然进入大众视野，股价短期涨幅显著，但伴随快速上涨而来的是空头介入，导致板块整体波动较大。长期需求逻辑在于未来数年，稀土需求的确定性较强。这一需求不仅来自美国商业供应链的布局，也包括美国政府层面的战略规划，长期来看具备参与价值，适合适度布局。

AI 大语言模型

2022 年大语言模型横空出世，可能为新一轮康波周期起点，持续时间有望长达 10 年。

尽管以 OpenAI 为代表的 AI 企业估值已大幅攀升——其估值从两年前的不足

1000 亿美元涨至如今超 5000 亿美元；掌握 Gemini 大模型的母公司 Google 过去一年股价表现亮眼，但整体 AI 领域仍存在增长空间。

当下 AI 热度与 1999-2001 年互联网泡沫类比的观点存在根本偏差，原因在于：一、1999 年互联网泡沫中的参与者多为“0 到 1”的初创企业，缺乏成熟技术与商业模式支撑；而当前主流大语言模型（如 GPT、Gemini）均由科技巨头孵化，处于“1 到 n”的规模化扩张阶段；二是互联网泡沫时期的行业门槛极低，参与者数以万计，类似卵生动物，存活率极低。而目前 AI 领域的技术与资金门槛极高——训练一款顶级大模型需耗费数亿美元算力成本，仅美国 M6 科技巨头（微软、谷歌、亚马逊、特斯拉、Meta、英伟达）及中国互联网三巨头具备持续投入能力。这种“胎生”模式下，竞争已呈现高度集中化，存活率较高。

OpenAI 的估值从两年前不足 1000 亿美元涨至超 5000 亿美元，用户数量多、具有先发优势；CEO Sam Altman 擅长资源整合，通过与上下游软硬件厂商达成投资、采购等合作，快速构建生态圈，具有强劲的商业化能力。

近期，德意志银行报告称欧洲消费者用于 ChatGPT 的支出自 2025 年 5 月停滞、付费用户仅 2000 万。我们认为，这份报告存在明显的逻辑漏洞，即假设付费订阅是主要的货币化的形式。实际上，OpenAI 商业化路径并非局限于付费订阅，OpenAI 正瞄准互联网入口级基础设施的定位，理论上可覆盖广告、电商、游戏等多元变现模式，值得我们重视。

Google 的资源更丰富，在 AI 领域的资源储备堪称行业标杆：拥有上万名 AI 相关员工以及更多的处理器储备，训练语料库覆盖搜索、视频、办公等多场景数据。Gemini 用户体验与数量增速有后来居上势头。2025 年 Google 的股价表现靓丽，但隐忧在于：核心的竞价排名搜索广告业务存在被大模型颠覆的可能性，需要保持密切观察。

在配置方面，我们认为 OpenAI 以及 Google 都值得关注，但投资 OpenAI 仅能在一级市场参与且门槛极高；Google 成为二级市场当前的主要标的，按指数标配即可。

受益于贷款利率下降的板块：包括地产、汽车、金融、耐用消费品如家电、家具。地产板块推荐标的如 Toll Brothers（代码 TOL）、Lennar（代码 LEN）、D.R. Horton（代码 DHI）、Topbuild Corp.（代码 BLD）等。

受益于制造业回归的工业板块推荐标的 Jabil（代码 JBL），公司受益于美国 AI 相关制造业回归；原材料领域推荐 ETF 代码 XME；美国钢铁巨头 NUCOR（代码 NUE）、钢铁回收企业（代码 STLD）。

个股分享

台积电

台积电是我们于两三年前在年度策略报告中推荐的标的，当时股价 70 多美元也是巴菲特当时的持仓之一。台积电是半导体产业链最优标的：受益于 AI 需求驱动、先进制程、CoWoS 等先进封装技术，地缘政治风险无需担忧。建议长期持有，当前估值合理。

AMD

我们近一年来持续推荐的标的之一，AMD 在 AI 相关市场份额有望持续上升。在推理领域 AMD 竞争地位好很多。近期与 Openai 合作官宣后后股价爆发，但其标杆作用——吸引其他客户跟进未完全反映，仍有明显的上涨空间。

Synopsys

上季度因中国 IP 受限导致业绩不佳，与 ASML 类似，都是在中国市场增长受限后股价重挫，但后续证明仍能恢复增长。我们认为短期无需过度担忧股价。

波音

长期看好，近期受中美冲突，即特朗普威胁不卖飞机零件给中国的负面影响。但长期看来，新 CEO 能力强；华尔街分析师不见财报不下注的风格可能导致错过上涨机会，类似 GE 换 CEO 后股价晚些时候才体现价值，存在投资机会。

Meta Platforms

2025 年表现靓丽，即将发布季报，核心驱动是广告量价齐升；虽受 VR 眼镜业务拖累、大模型能力不及 OpenAi 与 Google，但 META 的核心广告业务与作为护城河的社交网络业务并未受到影响，当前股价存在被低估的可能。

英特尔

特朗普政府对英特尔投资 10%，相当于政府信用背书，降低股价下跌风险，打开上涨空间；新 CEO 为华人，能力较强，上行空间远大于下行风险，值得关注。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)