

策略周评 20250525

新一轮东升西落交易可能很快来临

2025 年 05 月 25 日

■ 2025 年“东升西落”交易的起点是美元见顶

2025 年初“东升西落”交易中，市场对行情起点存在认知偏差。投资者过多聚焦于 DeepSeek 打破美国科技例外论、进而引发中国科技资产重估的叙事，但是忽略了美元见顶这一核心触发因素。事实上，本轮行情始于 1 月 14 日，沪指单日走出一根大阳线，对应美元指数在 1 月 13 日见顶回落，彼时 DeepSeek 也并未大面积发酵。

美元周期是“东升西落”交易的关键。我们观察到，今年春季躁动行情的起点（1 月 14 日）和终点（3 月 18 日）分别对应美元指数阶段性的高点和低点。美元周期的运动影响了中国资产的表现，而 DeepSeek 大模型出圈、阿里资本开支指引超预期，以及 A&H 市场估值偏低等因素更多是行情演绎的催化剂，关键的时点仍然需要观察美元周期。

■ 美元和美债出现罕见背离，美元更真实地反映美元周期波动

4 月以来，美元和美债利率的走势出现罕见的背离，这一矛盾本质上源于美元信用危机。在特朗普对等关税落地之后，美元和美债利率一改往日同向运动的趋势，美元震荡走弱、跌破 100 点，美债利率冲高，一度逼近 4.6%。传统逻辑之下，美债利率上行一方面隐含美国经济基本面走强、投资者卖债买股，另一方面高利率也会吸引国际资本流入，增加美元需求，这二者共同驱动美元升值，因此美元指数和美债利率的走势高度正相关。而当下，美国政府债务规模膨胀与关税政策正侵蚀美元信用根基，冲击传统定价逻辑。美元指数走弱实质反映着全球资本加速从美国市场流出，定价去美元化；而美债在美元信用走弱后，其作为安全资产的信用溢价消失、估值出现坍塌。这使得美债回归风险资产定价范式，计价美国债务风险、通胀预期、美联储降息节奏等因子。

美元指数的走势更能真实的反映美元周期的波动。美债利率在传统框架下是观测美元周期的重要指标，其上行常被视为资金成本上升与流动性收紧的信号。而在当前的定价范式下，美债利率则承载多元风险定价，美债利率上行或更多体现投资者对美债的主动抛售、释放存量流动性。因此在多因素扰动下，美债利率难以作为衡量美元周期的指标。美元指数更能真实反映美元周期的波动，美元走弱是全球投资者对美元资产配置需求下降的结果，直接反映资金外流、美元流动性外溢的过程。

在美元下行周期中，全球风险资产、尤其是非美资产将会走强。我们在报告《基于全球流动性视角看 A 股当前性价比》中指出，全球流动性指标，与美元指数呈现明显负相关。从历史上来看，全球流动性往往顺应 4-5 年一轮的完整美元周期，呈现出周期性波动的规律。在全球流动性宽松、美元下行周期中，全球风险资产，尤其是非美资产将会走强。这也是为什么 2025 年初“东升西落”交易的起点是本轮美元指数的顶点。

■ 新一轮“东升西落”的交易时点将要来临

三重因素压制下，弱美元仍将是基准假设。一是特朗普政策的持续性冲击。近期特朗普推行对欧关税壁垒，以及大规模财政刺激，如近期落地的《大而美法案》，正加剧美国财政赤字扩张与贸易失衡，削弱市场对美元的长期信心；二是债务危机的滚雪球效应。美国通过高频滚动发行短期国债规避技术性违约，虽暂缓即时风险，却导致政府债务规模与利息支出同步攀升，形成“借新还旧”的债务螺旋。庞大的债务将瓦解美元的信用根基。三是经济基本面有潜在的风险。前期关税政策冲击下的“抢进口”行为或阶段性透支美国消费能力，若核心数据指标如非农就业，零售数据出现边际回落的迹象，市场对美国经济衰退的担忧将再度升温，压制美元。

新一轮“东升西落”的交易时点是美元指数跌破前低。美元指数自 5 月中旬再度转跌，当前已经回落至 99 点附近，距离 4 月 21 日的低点 97.9 已经较为接近。若进一步跌破前低，美元流动性外溢进程或加速，驱动非美市

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《大市值+科技成长“杠铃”配置——
ETF 主观配置策略月报（四）》

2025-05-20

《并购重组跟踪（二十）》

2025-05-19

场风险偏好升温，中国市场将成为主要受益者。我们判断，美元指数跌破前低的时点就在6月中下旬。

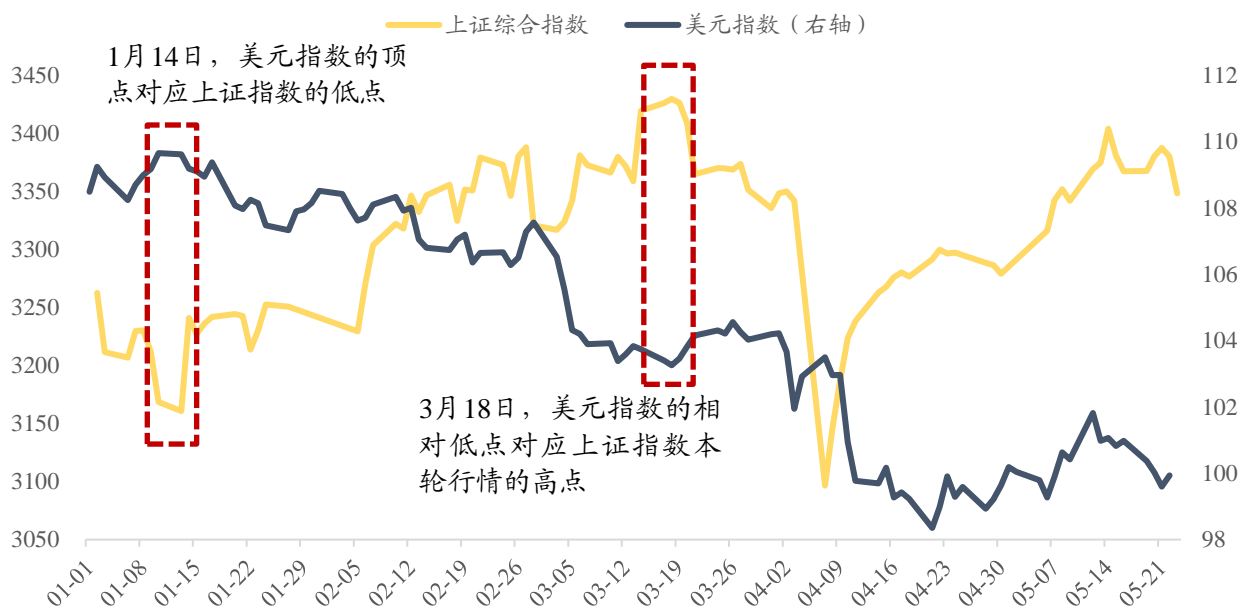
■ 观点总结和配置建议

总结而言，我们认为中国市场再度走强的关键驱动是美元走弱。受特朗普政策冲击、债务危机、以及基本面潜在风险等因素影响下，弱美元仍将是基准假设。预计6月中下旬美元指数跌破前低97.9后，A股将开启新一轮“东升西落”交易，弱美元驱动的流动性外溢将利好非美市场，中国资产受益，科技成长风格占优。

具体配置方向上，可以关注机器人，人工智能，AI端侧（AI眼镜等），国产算力产业链（先进制程），可控核聚变，军工信息化，无人驾驶，创新药，固态电池，AI agent，低空经济，卫星互联网等方向。

■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：2025 年以来美元指数和上证指数走势图（单位：点；点）



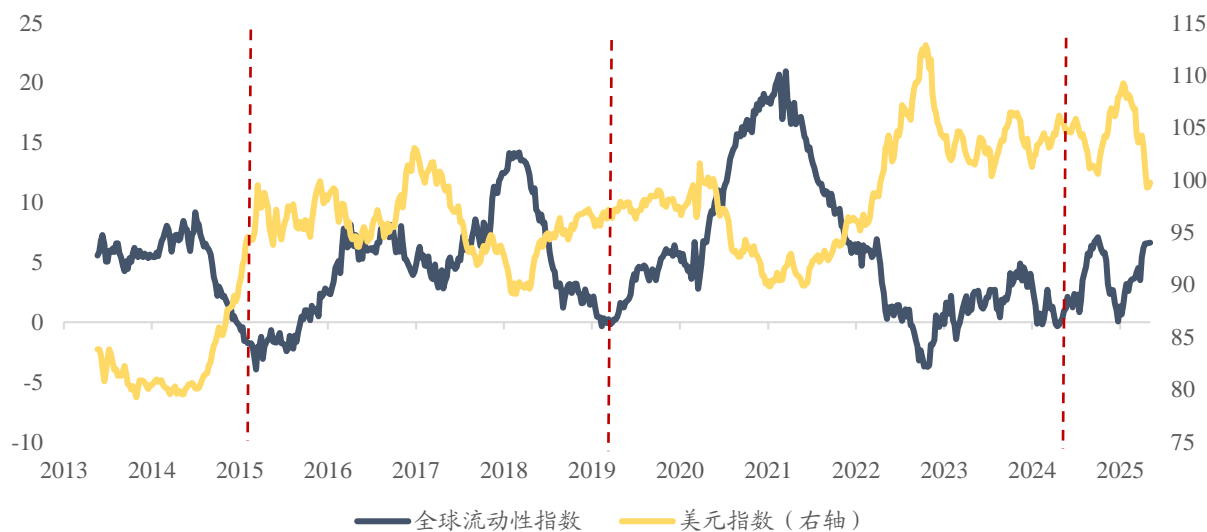
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：4月以来，美元和美债利率出现罕见的背离（单位：点；%）



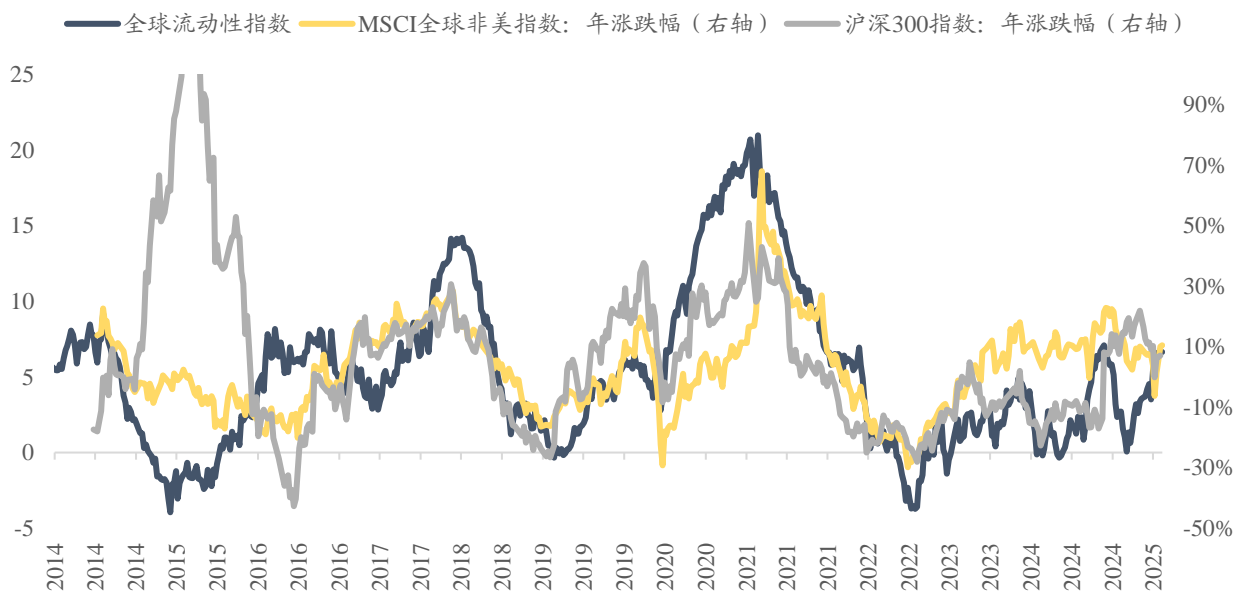
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 美元指数的强弱几乎主导了全球流动性的变化趋势(单位: %; 点)



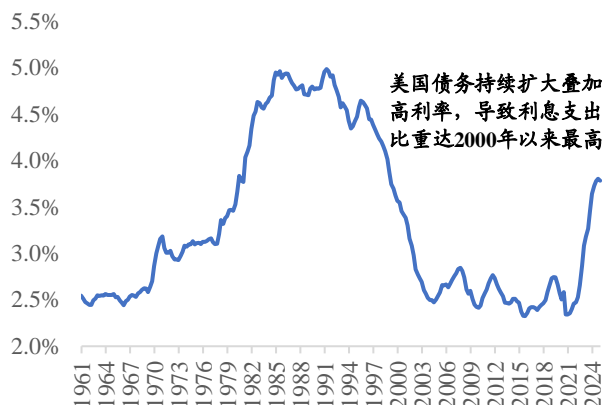
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 全球流动性的宽松将对全球风险资产形成利好,尤其是过去几年强美元压制下相对承压的非美资产(单位: %)



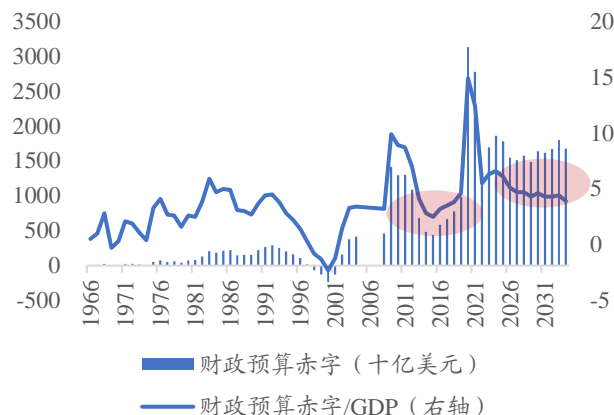
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国利息支出/名义 GDP 比重达 2000 年以来最高 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 美国预算赤字/GDP 显著高于疫情前 (单位: 十亿美元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

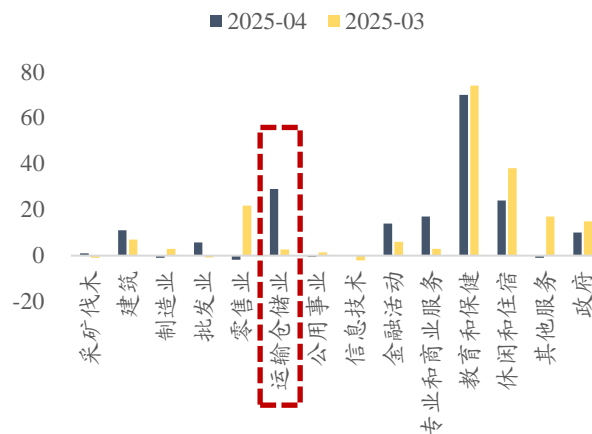
图7: 美国 4 月“抢进口”, 可能对消费有一定透支 (单位: 万标准箱)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据采用移动 4 期平均处理

图8: 4 月非农就业人数主要由仓储运输业贡献 (单位: 万人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>