

“特朗普看跌期权”和它的行权价

——海外札记 20250324

报告发布日期

2025 年 03 月 27 日

研究结论

- 对 Trump Put 的信仰消失，是近期美股风险溢价回弹、美元资产 risk off 背后的一项关键交易线索。
- 参照 2018-2019 年的历史经验，特朗普政府在经济、市场、政治压力到达一定阈值后，政策反转尝试“兜底”的特征是比较明显的。而从市场指标、经济表现、政治资本等几个主要角度比较，好消息是当下的压力还不足以证伪政策看跌期权的存在。当然，从坏消息的角度来说就是现在还不能过度提前地押注、依赖政策转向信号的出现。
- **角度 1：市场指标。**2018 年，美股表现不佳，其中分别在 1-4 月、10-12 月经历了两轮主要下跌，标普 500 跌幅分别为 10.1%和 19.6%，纳斯达克综合指数跌幅分别为 8.5%和 23%。相比当年，本轮市场回调幅度已经超过 2018Q1，在跌幅上还没有达到 Trump Put 干预频繁的 2018Q4，但是在技术性突破的角度来看已经形成与 2018Q4 相似的下跌风险。同时，当前对于任何美国政府的执政绩效而言，美股的重要性可能都要系统性地高于 2018 年，美国家庭资产配置结构中股票资产比重达到 29%。
- **角度 2：经济运行。**当前美国经济基本面情况较 2018 年关税战 1.0 前明显更差，但比较 2019 年中降息前夕相对更好。无论当年还是现在（截至当前），经济硬数据都没有出现类衰退的表现。而近期出现的软指标大幅恶化情形类似于 2018 年末和 2019 年降息前夕的状态，新政操作的冲击扰动则使市场担心后续硬数据有进一步走弱的风险。
- **角度 3：政治资本。**特朗普全美民调在关税战 1.0 发动和股市第一轮回调中保持上升势头，较长期的下跌发生在 18 年 10 月至 19 年 2 月，从高点 44.4%下滑至低点 41.2%。在重点农业州艾奥瓦的净支持率自 18 年下半年开始下滑，并在 12 月出现净支持率的低点（约-2%）。从历史经验来看，农业州的政治资本容易在关税战螺旋恶化和农产品价格下跌压力持续累积之后承压。当前特朗普政府的支持率方面体现的政治资本明显强于 2018 年。但近期呈现的较快下行趋势，以及关键州的支持率趋势转向需要关注。
- **2018-2019 政策转向复盘：**在关税战 1.0 期间，两个最重要的转折点分别出现在 2018 年 11-12 月（中美元首通话和 G20 峰会见面，暂缓关税+启动谈判），以及 2019 年 6 月份（G20 峰会再次见面，暂缓关税+启动谈判）。货币政策方面，美联储在 2018 年走完了上一轮加息周期的最后阶段，并且因 Q4 的超预期鹰派而加剧了市场和经济的下跌压力。市场普遍认为 2019 年美联储的宽松货币政策，某种程度上是应对关税战的“保险式”降息。
- 比照历史经验，未来值得关注的指标可能包括：
- ①市场的进一步下跌。或在本轮回调基础上再出现 10%下跌，达到经验上中度的美股回调周期（当前为轻度）。②经济软指标跌破关键阈值（如 PMI 进入收缩区间），或硬数据出现超预期下行。③关税战带来的关键商品价格波动和农业州净支持率转负。或者政府民调支持率跌破 43%。
- 除了预期特朗普新政反转的 Trump Put 之外，当前经济和政策周期位置上，美联储政策转向的 Fed Put 也有可能成为影响后续市场运行趋势的关键变量。相较于政府政策的转向，Fed Put 与经济基本面的关键趋势和指标阈值有更直接、明确的关联。比照关税战 1.0 经验，关税战风险的上升将增加美联储“保险式”宽松的可能性。

风险提示

假设出现偏差的风险。经济基本面不确定性。地缘政治走向不确定性。

相关报告

再通胀和财政平衡：聊聊近期海外市场行情背后的两个宏观叙事：——海外札记 20250216	2025-02-18
关税交易 2.0 初探	2025-02-06

目 录

Trump Put 争议：从何而来？	4
角度 1：市场指标	5
角度 2：经济运行	7
角度 3：政治资本	8
Trump Put 复盘	10
Fed Put 复盘	11
小结	12
风险提示	13

图表目录

图 1：美股累计涨跌幅贡献：SPX，NDX（右）	4
图 2：标普 500 指数	5
图 3：标普 500 与纳斯达克综合指数（2018/1/1=100）	5
图 4：标普 500 与纳斯达克综合指数（2025/1/17=100）	6
图 5：股票占美国家庭资产权重（%）	6
图 6：消费者信心指数与中小企业乐观指数（右）	8
图 7：失业率（%）	8
图 8：挑战者企业裁员人数（人）	8
图 9：特朗普全美民调支持率（%）	9
图 10：特朗普在宾夕法尼亚州的民调支持率（%）	9
图 11：特朗普在威斯康星州的民调支持率（%）	10
图 12：特朗普在艾奥瓦州的民调支持率（%）	10
图 13：贸易摩擦冲突等级（右）与道琼斯工业指数	11
图 14：特朗普第一任期政策转向梳理	11
图 15：Trump Put 的历史经验与当前情况	13

看跌期权允许持有人在特定价格（行权价）卖出资产。而“特朗普看跌期权”（Trump Put）则是指市场对特朗普政策的潜在风险对冲属性的理解，Trump Put 的行权价，就是市场认为容易触发政策转向的关键风险触发点和市场支撑位。

Trump Put 曾一度是我们理解特朗普政治哲学的核心。毕竟在本次上台之前，特朗普还曾誓言“股市对我来说就是全部”。如今这个信条遭受质疑，并反向成为了本轮美股下跌和经济衰退预期当中的一项重要催化剂。

在 2018-2019 年，关税战 1.0、经济下行、紧缩货币政策和美股的下跌节奏交织，成了市场关于 Trump Put 的主要记忆来源。所以在这里，我们主要基于当时的经验，从最有可能触发政策看跌期权的几个角度上比较历史与当下，尝试回答 Trump Put 是否存在，如果存在，它可能的行权价在哪儿？

Trump Put 争议：从何而来？

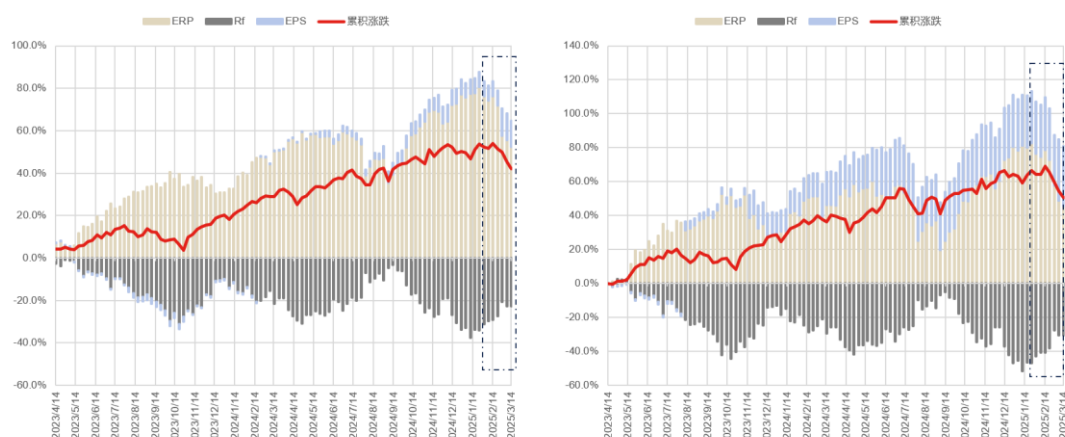
自特朗普上台以来，新政府一系列的政策面变化似乎超出了市场的预期，“想一出是一出”的摇摆关税政策、大刀阔斧的财政削减，都放大了市场对于经济下侧风险的担忧，抑制风险偏好。就在市场下跌的趋势当中（3 月 7 日，2 月非农小幅不及预期，纳指 100 盘中下破 200 日均线），特朗普政府却反向表达了对市场下跌的立场，认为经济转型需要暂时忍受“阵痛”，“自己不会完全排除衰退的可能性”，不能够“一直盯着股市”。财政部长贝森特认为美国经济将经历一段摆脱对财政依赖的“排毒期”。

在特朗普的经济转型“阵痛论”后（3 月 8-9 日的周末），美股隔周大幅低开，主要指数在次一周均完成技术性突破（下破 250 日均线）。显然 Trump Put 的动摇，成了近期除经济基本面和硬数据以外，导致市场回调和 risk-off 加剧的一个重要的交易线索。

从市场涨跌驱动因素的拆解来看，2 月以来的美股下跌主要受到风险溢价（ERP）的拖累，EPS 对股指的贡献则基本维持稳定，同时利率下行也对股指形成正贡献。这也进一步说明，与其说是当下的经济出现衰退迹象，与政策预期相关的风险偏好受损，更像是截至目前引致美股下跌的主要原因。

不能够否定的是，市场在 2018-2019 年期间曾积累了许多关于 Trump Put 的直接观察和经验。以下我们会从市场、经济、政治资本几个最重要的维度上，对当时的经验进行复盘和比较。

图 1：美股累计涨跌幅贡献：SPX，NDX（右）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

角度 1：市场指标

历史：

2018 年，美股表现不佳，其中分别在 1-4 月、10-12 月经历了两轮主要下跌，标普 500 跌幅分别为 10.1% 和 19.6%，纳斯达克综合指数跌幅分别为 8.5% 和 23%。在下跌趋势当中，不乏大幅急跌，年内最大单日跌幅分别出现在 2018 年 2 月 5 日（-4.1%）、2 月 8 日（-3.8%）、10 月 10 日（-3.3%）。同时，美股在 2018 年也曾经出现关键的技术性突破（2018 年 10 月中旬，标普 500 指数击穿 250 日均线），此后经历持续一个多月的震荡，12 月再次大幅下跌，12 月 23 日当周出现-7.05% 的最大周跌幅，12 月累计下跌幅度达 9.18%，为 2018 年最大月跌幅。

随后，美股在 2019 年虽全年趋势回升，但其中不乏波折，5 月、8-10 月分别出现两轮回调，标普 500 跌幅分别为 6.8% 和 4.6%，纳斯达克综合指数跌幅分别为 10.2% 和 6.5%。

图 2：标普 500 指数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：标普 500 与纳斯达克综合指数（2018/1/1=100）

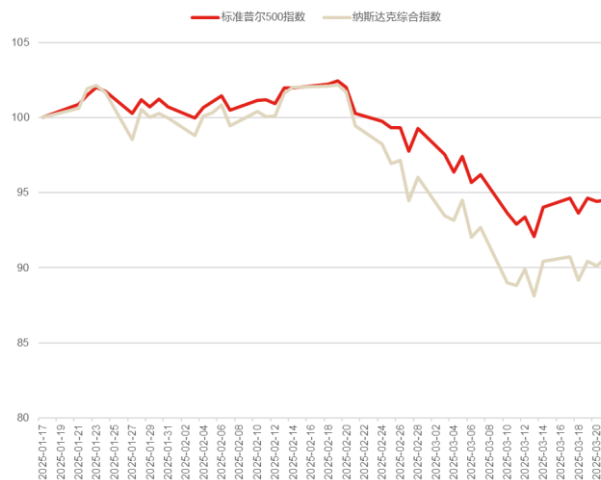


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

当前：

从特朗普 2025 年 1 月 17 日上任至今统计，美股整体趋势越来越疲软，先是经历了约一个月震荡走平后，从 2 月中下旬开启本轮下跌，截止 3 月 24 日，标普 500 和纳斯达克综合指数最大跌幅分别为 10.1% 和 13.7%，其中 3 月 10 日曾出现单日大幅下跌，标普 500 最大日跌幅在当天录得 2.7%。相比当年，本轮市场回调幅度已经超过 2018Q1，在跌幅上还没有达到 Trump Put 干预频繁的 2018Q4，但是在技术性突破的角度来看已经形成与 2018Q4 相似的下跌风险。

图 4：标普 500 与纳斯达克综合指数（2025/1/17=100）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

同时也要注意，当前对于任何美国政府的执政绩效而言，美股的重要性可能都要系统性地高于 2018 年。在经历了大流行后的财政、货币扩张和股市的持续上涨之后，目前美国家庭资产配置结构中金融资产比重达到约 70%，其中主要包括股票、共同基金、保险和养老金等资产。2018 年初，直接或间接持有的股票资产总和在美国家庭资产当中的占比约为 25%，伴随股市下跌，到 2018 年四季度，该占比下滑至 22.4%，2019 年末再次回升至 25.8%。当前，这个比例在 29% 以上。

图 5：股票占美国家庭资产权重（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

角度 2：经济运行

历史：

2018Q3 开始，美国软数据开始出现明显回落。其中中小企业乐观指数在 2018 年 8 月见顶回落，2019 年 1 月录得 101.2 的短期低点。

消费者信心在此期间并未出现明显下滑，2018-2019 年在 97 上下浮动，但进入 2019 年后，密歇根大学消费者信心指数波动幅度有所放大，并在年中前后曾出现过短期内的快速下滑。

ISM 制造业 PMI 在特朗普的第一年持续上升，高点出现在 18 年 2 月的 60.9，随后开始转跌，19 年 8 月跌入收缩区间的 48.5。

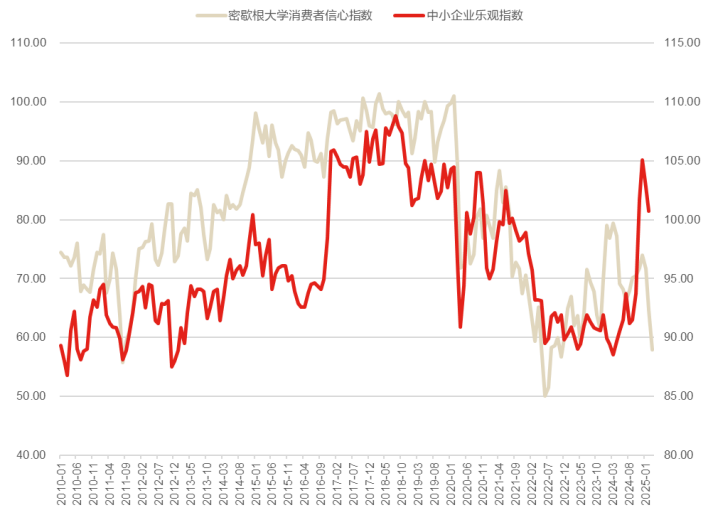
就业市场表现相对平稳，首次申请失业金人数维持在 22 万人上下，2019 年挑战者企业裁员人数略高于 2018 年，月均裁员人数由 4.5 万人上升至 5 万人，未偏离历史中枢水平。失业率在 2018 年 Q4 短暂反弹至 4%，2019 年延续回落趋势。

当前：

近期美国经济软数据开始出现趋势逆转，从特朗普上台前的大幅跳升转入显著的下滑趋势当中。中小企业乐观指数在 2024 年特朗普 11 月胜选后出现飙升，12 月达到峰值 105.1，2025 年以来回落至接近 100 的水平。密歇根大学消费者信心指数 2024 年以来震荡回落，11 月特朗普胜选后同样出现了一轮明显回升，2025 年以来持续下滑，但是 3 月仅录得 57.9。自 2024Q3 以来反弹的 ISM 制造业 PMI 截至最新数据出现下滑（2 月录得 50.3，回落 0.6 个百分点）。

从硬数据来看，2 月非农就业小幅不及预期，但 15.1 万新增+4.1%失业率仍然稳健。更加高频的初请失业金数据在 25YTD 运行趋势高于 2023、2024，但整体升幅不大。需要注意到，当前市场更加担心在 2-3 月的一系列政策变动（特别是财政削减、关税不确定性）导致随后硬数据出现更大的幅度的弱化。根据我们的预测和近期的领先指标，后续以就业为核心的硬数据继续放缓是基准情形，并且可能由于政策异动，出现一期或若干期数据的大幅度下滑。但是迄今已经发生的政策变化尚不足以导致硬数据出现衰退式的表现。

图 6：消费者信心指数与中小企业乐观指数（右）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：失业率（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：挑战者企业裁员人数（人）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

总结来看，当前美国经济基本面情况较 2018 年关税战 1.0 前明显更差，但比较 2019 年中降息前夕相对更好。无论当年还是现在（截至当前），经济硬数据都没有出现类衰退的表现。而近期出现的软指标大幅恶化情形类似于 2018 年末和 2019 年降息前夕的状态，新政操作的冲击扰动则使市场担心后续硬数据有进一步走弱的风险。

角度 3：政治资本

历史：

全美民调方面，特朗普在 2018 年初时支持率（RCP 全美民调平均）约 40%，并在关税战 1.0 发动和股市第一轮回调中保持上升势头，较长期的下跌发生在 18 年 10 月至 19 年 2 月，从高点 44.4% 下滑至低点 41.2%，最高回落 3.2%。

从边际上更加重要的关键摇摆州来看，我们先看制造业代表性摇摆州：威斯康星州、宾夕法尼亚州的支持率在整个 2018-2019 年都稳定在 45-46%，净支持率同样没有太多变化，似乎没有显示出对特朗普关税政策抑或经济、股市逆风的排异反应。再看代表性的农业州，由于关税战直接带来了农产品价格的剧烈调整——美豆价格从 2018 年 4 月开始下跌，持续近 1 年至 2019 年 4 月见底，理论上农业州支持率变动更有可能成为引导特朗普政策立场的关键变量。以艾奥瓦州情况来看，2018 年上半年，在特朗普刚刚发动关税战同期，艾奥瓦支持率呈上升趋势，民调表现出对特朗普的净支持。从下半年开始，特朗普在艾奥瓦的净支持率开始下滑，并在 18 年 12 月出现净支持率的低点（约-2%）。

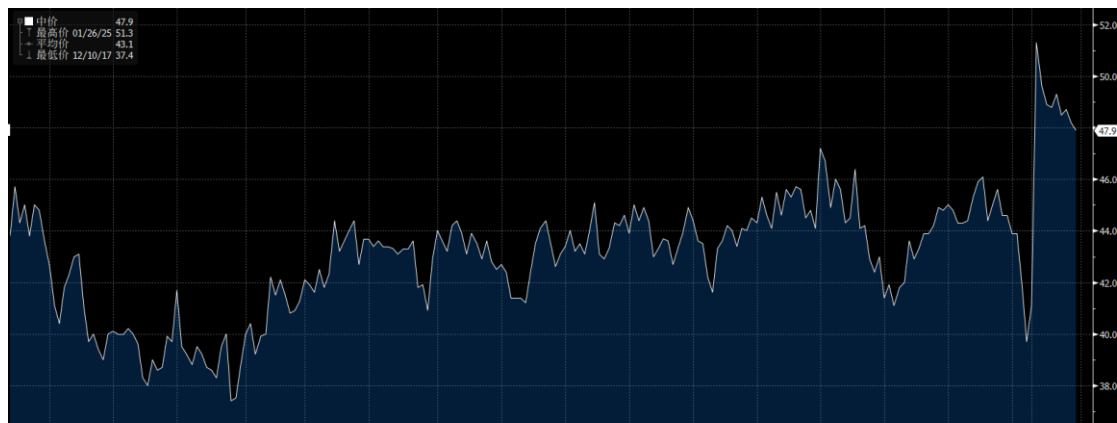
当前：

特朗普政府支持率确实在当前环境下出现了明显的下滑趋势。当然，上台之后的支持率下滑也是历任美国政府的规律性趋势。特朗普全美民调支持率在上台后高点录得 51.3%，当前 47.9% 显示在两个月时间里下滑了 3.4%，这一水平略差于特朗普的第一任期同期（2017 年 1-3 月，下滑约 3%）。

关键战场州，威斯康星、宾州、艾奥瓦均自特朗普上任以来净支持率上升。但是我们也注意到，从 2 月末至今的最近一个月时间里，三地净支持率均出现约 1% 的下滑。趋势的进一步发展可能需要关注。

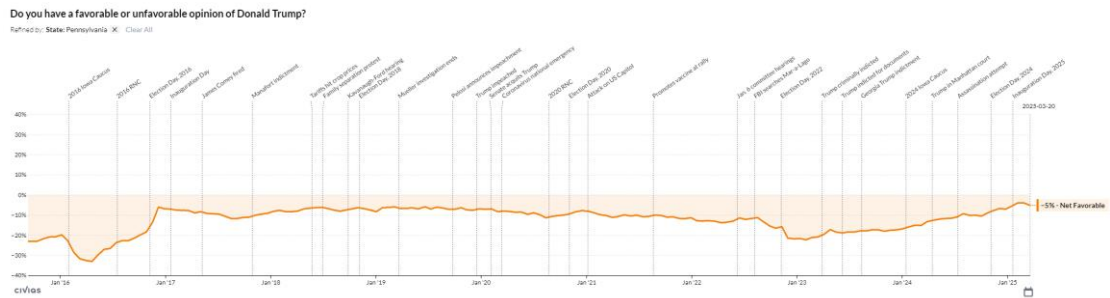
综上，从历史经验来看，农业州的政治资本容易在关税战螺旋恶化和农产品价格下跌压力持续累积之后承压。当前特朗普政府的支持率方面体现的政治资本明显强于 2018 年。但近期呈现的较快下行趋势，以及关键州的支持率趋势转向需要关注。

图 9：特朗普全美民调支持率（%）



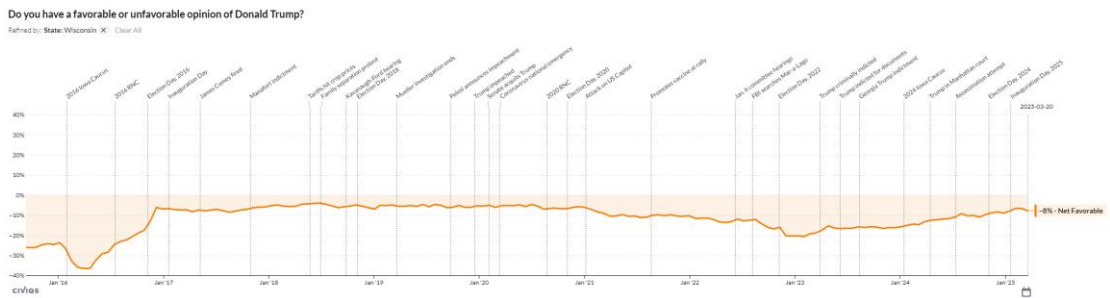
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：特朗普在宾夕法尼亚州的民调支持率（%）



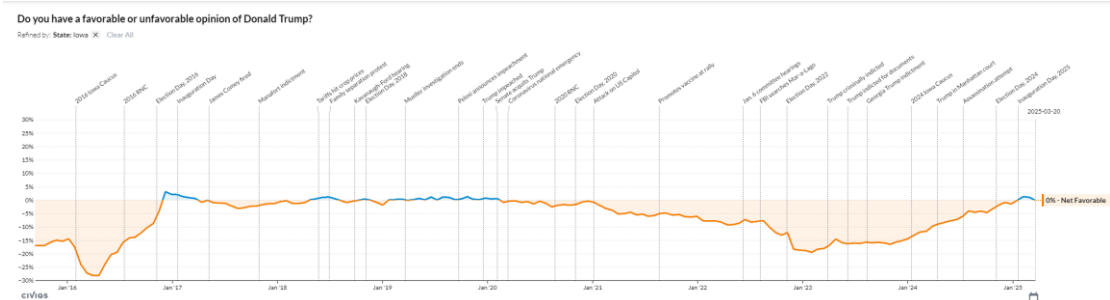
数据来源: Civiq, 东方证券研究所

图 11: 特朗普在威斯康星州的民调支持率 (%)



数据来源: Civiq, 东方证券研究所

图 12: 特朗普在艾奥瓦州的民调支持率 (%)



数据来源: Civiq, 东方证券研究所

Trump Put 复盘

在关税战1.0、经济下行、紧缩货币政策和美股的回调交织当中，特朗普采取了一系列具有明显对冲经济\市场下行风险、提振预期和风险偏好的言论表述或者政策调整，其中最重要的当然是关税

战的决策转向。在关税战 1.0 期间，两个最重要的转折点分别出现在 2018 年 11-12 月（中美元首通话和 G20 峰会见面，暂缓关税+启动谈判），以及 2019 年 6 月份（G20 峰会再次见面，暂缓关税+启动谈判）。时间上与股市、经济和农业州支持率的压力点接近。比较来看，美股市场的趋势甚至在领先处理后，与中美之间的关税战发展形势大致吻合（股市表现可能是关税战决策的一个领先指标）。

图 13：贸易摩擦冲突等级（右）与道琼斯工业指数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

Fed Put 复盘

除了 Trump Put 以外，来自美联储的政策转向（Fed Put）也是 2018-2019 年期间的一个关键变量。美联储在 2018 年走完了上一轮加息周期的最后阶段，并且因 Q4 的超预期鹰派而加剧了市场和经济的下跌压力。随后在 2019 年早期立场上边际转鸽，在 2019Q3 步入宽松周期。市场普遍认为 2019 年美联储的宽松货币政策，某种程度上是应对关税战的“保险式”降息。

目前，美联储在 2025 年 3 月 FOMC 会议上进一步放缓了缩表，但进一步的宽松（如重启降息）态度仍然不甚明朗，会议上表达了对增长和通胀两方面风险的关注，由于再通胀风险担忧，甚至在点阵图上变得更加鹰派。这意味着 Fed Put 的行权价格显然也还没有到达。对照经验，结合当前美国经济处于后周期的着陆阶段位置上，我们认为关税战 2.0 风险的加剧，抑或基本面维度上更大的硬数据下行压力或通胀风险的持续缓和，仍然有机会带来美联储对 2019 年“保险式”宽松的复刻。

图 14：特朗普第一任期政策转向梳理

日期	政策反转
"Trump Put"	
2018-04-18	特朗普作出让步。同意就301关税问题与中国启动磋商。
2018-05-20	中美新增关税被特朗普叫停。
2018-07-26	美国和欧盟在关税问题上和解。并承诺共同解决中国的贸易“不平等问题”。
2018-12-01	特朗普在G20峰会上同意与中国启动90天的谈判议程。
2019-02-04	特朗普在白宫会见鲍威尔，称“进行了一次非常好的交流”。
2019-06-29	特朗普在G20峰会上同意重启磋商，不再加征新的关税。
"Fed Put"	
2019-01-30	1月FOMC会议停止加息。态度明显转鸽：删除“进一步逐步加息”，并表示将耐心评估经济形势的变化。
2019-07-31	7月FOMC会议首次降息,同时决定提前2个月从8月开始提前缩表。

数据来源：白宫，Fed，东方证券研究所

小结

1) 对 Trump Put 的信仰消失，是近期美股风险溢价回弹、美元资产 risk off 背后的一项关键交易线索。

2) 参照 2018-2019 年的历史经验，特朗普政府在经济、市场、政治压力到达一定阈值后，政策反转尝试“兜底”的特征是比较明显的。而从市场指标、经济表现、政治资本等几个主要角度比较，好消息是当下的压力还不足以证伪政策看跌期权的存在。当然，从坏消息的角度来说就是现在还不能过度提前地押注、依赖政策转向信号的出现。

3) 同样比照历史经验，未来值得关注的指标可能包括：

- ① 市场的进一步下跌。或在本轮回调基础上再出现 10% 下跌，达到经验上中度的美股回调周期（当前为轻度）。
- ② 经济软指标跌破关键阈值（如 PMI 进入收缩区间），或硬数据出现超预期下行。
- ③ 关税战带来的关键商品价格波动和农业州净支持率转负。或者政府民调支持率跌破 43%。

4) 除了预期特朗普新政反转的 Trump Put 之外，当前经济和政策周期位置上，美联储政策转向的 Fed Put 也有可能成为影响后续市场运行趋势的关键变量。相较于政府政策的转向，Fed Put 与经济基本面的关键趋势和指标阈值有更直接、明确的关联。比照关税战 1.0 经验，关税战风险的上升将增加美联储“保险式”宽松的可能性。

图 15：Trump Put 的历史经验与当前情况

角度	历史经验	当前情况	“行权价” 猜想
市场运行	2018全年下跌，年初、年底两轮主要下跌。2019年中两轮短暂回调。18Q4最大区间跌幅约20%。18年10月技术性突破，跌破250日均线。	上台至今下跌。区间最大跌幅10%。3月技术性突破，跌破250日均线。	股指在当前回调基础上10%的额外跌幅。
经济表现	18Q3开始，美国软数据开始出现明显回落，总体幅度可控。PMI18年2月见顶，19年8月跌入收缩区间。就业市场表现平稳，18Q4失业率短暂反弹至4%。	经济软数据开始从特朗普上台前的大幅跳升转入显著的下滑趋势当中，PMI下滑至50.3。就业数据仍然稳健。	PMI进入收缩区间。硬数据超预期下行。金融体系流动性风险。
政治资本	特朗普全美支持率在关税战1.0发动和股市第一轮回调中保持上升势头，18Q4下滑。关键摇摆州支持率稳定在45-46%；农业州支持率伴随关税引发的农产品价格调整显著下滑。	当前全美民调支持率47.9%。威斯康星、宾州、艾奥瓦均自特朗普上任以来净支持率上升。但近期呈现的较快下行趋势。	支持率跌破43%。宾州、艾奥瓦等摇摆州和铁盘州净支持率反转。

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

假设出现偏差的风险。当前“行权价”的猜想主要基于特朗普第一任期的政策与市场表现进行推演，特朗普第二任期的政策走向仍具有较大的不确定性，市场反馈与历史经验也可能出现偏差。

经济基本面走向的不确定性。若美国经济基本面中就业、消费等环节出现非线性恶化，美国经济硬着陆带动全球陷入衰退，恐慌情绪蔓延，市场或转向衰退交易。

地缘政治形势走向的不确定性，影响风险偏好和商品价格。俄乌、巴以冲突后续走向仍然具有不确定性，地缘政治风险短期无法消退，需要密切跟踪地缘政治局势变化对于全球能源供需结构、宏观经济环境的影响。