

海外周报 20250727

海外分析师上调 25Q2 美国 GDP 增长预期

2025 年 07 月 27 日

■ **核心观点:** 本周财报优异表现与美日贸易协定提振市场情绪, 美股再创新高, 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.46%、1.02%; 而长短端美债利率则在鲍威尔被提前解雇风险缓和和贸易局势缓和下走势出现分化, 10 年期美债利率降 2.77bps 至 4.388%, 2 年期美债利率升 5.41bps 至 3.923%。在近期经济数据整体边际走强的背景下, 本月分析师小幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期, 但反映核心增长的消费&固定资产投资分项仍然偏弱。此外关税带来的生产与消费活动前置和对需求拉动型通胀的压制或令 Q2 美国 GDP 增速不及预期。向前看, 下周公布的 7 月美国非农数据或在低预期值的背景下再度超出市场预期, 届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回调。

■ **大类资产:** 财报优异表现与美日贸易协定提振市场情绪, 美股再创新高, 长短端美债利率走势分化。本周多家上市公司财报季盈利稳健, 叠加美日达成贸易协议提振市场情绪, 美股大涨并再创新高; 而长短端美债利率则在鲍威尔被提前解雇风险缓和和贸易局势缓和下走势出现分化。整体来看, 全周(7 月 21 日至 25 日) 10 年期美债利率降 2.77bps 至 4.388%, 2 年期美债利率升 5.41bps 至 3.923%, 美元指数跌 0.85% 下行至 97.65; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.46%、1.02%; 黄金价格则在避险情绪降温的背景下全周收跌 0.38% 至 3337 美元/盎司。具体来看, 支撑本轮美股创新高的背后的有以下几个宏观因素: ①**财政:** 特朗普《大美丽法案》落地后, 财政政策与 TGA 回补的不确定性消失。②**关税:** 当 TACO 的一致预期不断强化, 市场对关税相关新闻愈发脱敏, FOMO (Fear of Missing Out, 即如果判断错误提前止盈, 则容易大幅跑输市场基准表现) 开始成为市场主导情绪。③**货币:** 无论鲍威尔是否提前离任, 未来美联储都可能开启一轮的宽货币周期。④**经济:** 近期增长好于预期, 通胀弱于预期的宏观经济环境与美联储宽松的货币政策方向让市场再度预期 Goldilocks (金发女孩经济)。⑤**财报:** 经济企稳与财报超预期让分析师开始上修 FY26 EPS, 同时美元贬值导致会计层面上美股海外利润增加, 从而进一步提振企业 EPS 表现。

■ **海外经济:** 分析师上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面, 7 月标普全球美国制造业 PMI 录得 49.5, 预期 52.7, 前值 52.9; 服务业 PMI 录得 55.2, 预期 53, 前值 52.9。**地产方面,** 6 月美国成屋销售环比-2.7%, 预期-0.7%, 前值由+0.8%上修至+1.0%, 销售价格中位数同比+2%; 6 月新屋销售环比+0.6%, 预期+4.3%, 前值由-13.7%上修至-11.6%。**增长方面, 分析师小幅上修 Q2 美国增长预期。** ①**模型:** 截至 7 月 25 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%; 截至 7 月 25 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.68%。②**分析师:** 根据彭博在 7 月 18-23 日对 86 名分析师的调查问卷, 当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.1→0.9→1.2%, 对 Q2 GDP 增速较上月的+2.1%小幅上修; 预期未来 1 年美国陷入衰退概率 35%, 持平前值。**整体来看,** 虽然各方对 25Q2 美国 GDP 预测值在 1.5-2.5% 的区间, 较 Q1 的-0.5%大幅反弹, 但这更多来自 Q1 美国贸易商“抢进口”带来的库存周期扭曲, 反映核心增长的消费&固定资产投资分项仍然偏弱。此外由关税带来的生产与消费活动前置也可能在一定程度上拖累 Q2 美国经济表现。最后, 关税给 PCE 带来供给驱动型通胀压力的同时, 也压制了需求拉动型通胀, 这使得服务消费表现更易疲软。因此我们需要警惕美国经济超预期走弱, Q2 GDP 数据不及预期的风险。**通胀方面, 分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。** ①**分析师:** 最新分析师一致预期 25Q3-26Q2 美国 CPI 同比增速分别为 3.0→3.1→3.0→3.1%, 25Q2-26Q2 美国 PCE 同比增速分别为 2.4→2.8→3.0→2.8→2.8%, 其中对 25Q3-26Q2 的 CPI 和 PCE 预测值均有小幅下修。**货币政策方面, 分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。** ①**分析师:** 最新分析师一致预期 25Q3-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.00%, 即预期下一次降息在 25Q3, 全年降息 2 次, 与上月预期一致。②**交易员:** 最新联邦基金期货模型显示, 交易员预期 2025 年 9 月

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书: S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《改革有力度, 创新有突破》

2025-07-25

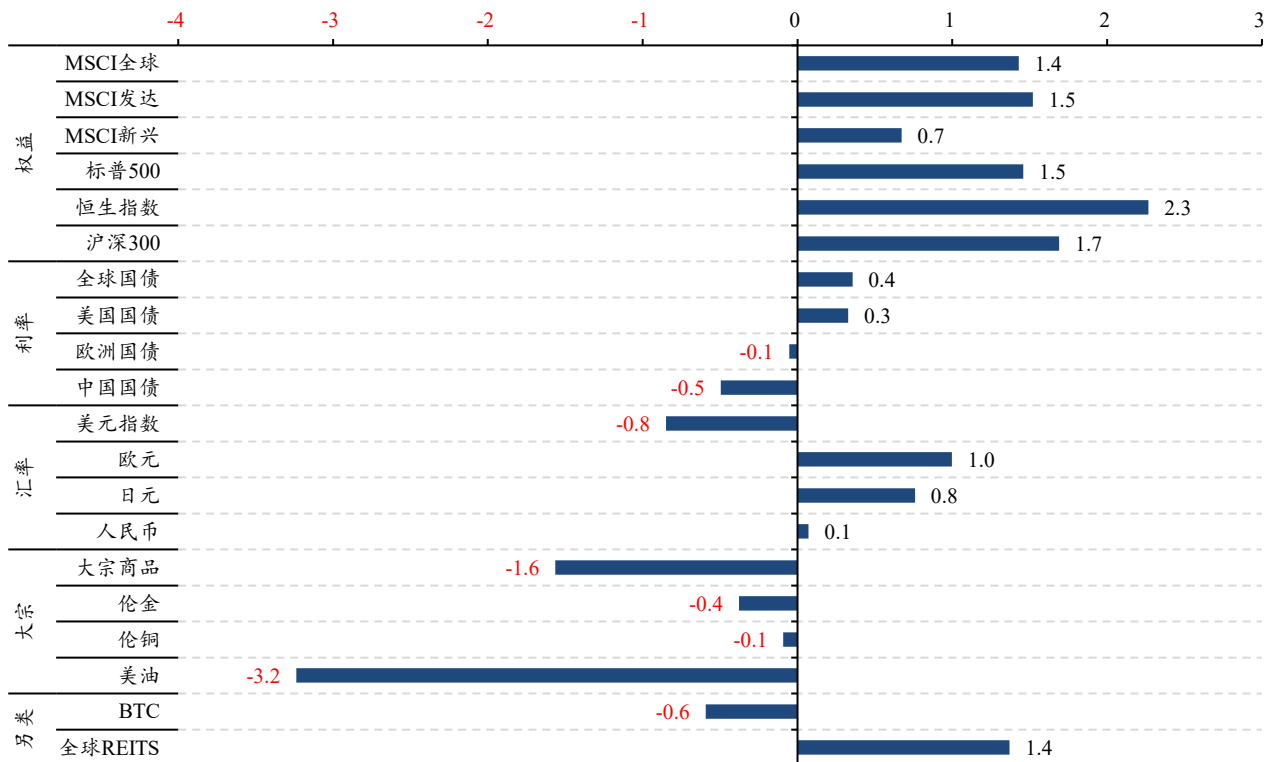
《中国的服务业占比低吗? 工资低吗? 》

2025-07-24

降息概率为 66.4%，到 12 月累计降息 1.75 次/43.7bps。

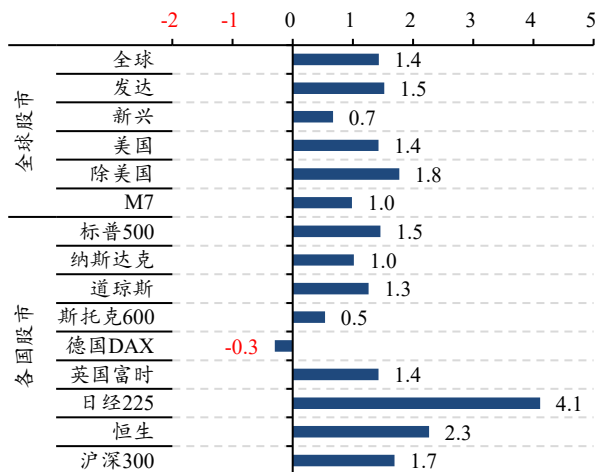
- **非农前瞻：7 月非农或再度超预期进而令 9 月降息概率回落。**北京时间 8 月 1 日晚 20:30，BLS 将公布 7 月美国非农就业数据。彭博一致预期显示当前 50 名分析师对 7 月新增非农中值预测 10.9 万，标准差 2.6 万，失业率预测中值 4.2%。需要注意的是，美国非农就业数据“先超预期，后下修”的情况已经屡见不鲜，加之 10.9 万的预测中值为今年 3 月以来的新增非农就业的最低水平，因此 7 月非农就业存在很大的概率再度超预期。同时由于市场习惯性交易非农就业初值超预期的“强劲”而忽略后续值“下修”，因此 7 月非农数据或令 9 月降息预期进一步回落。在数据细节上，我们仍需关注 7 月 ADP 与非农就业在医疗行业上的分歧是否继续加大，剔除医疗与政府就业后的美国新增非农就业是否依然疲软。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



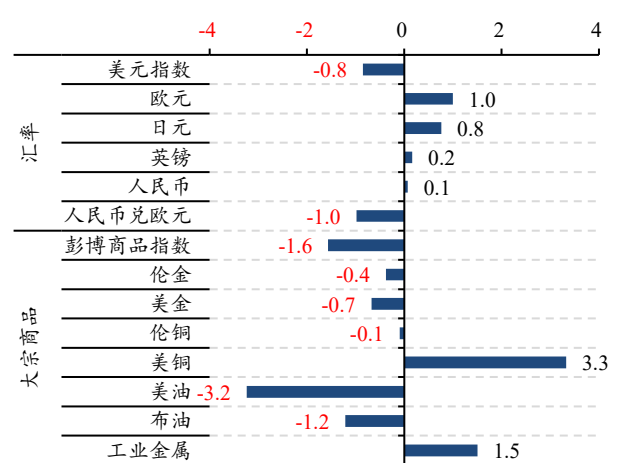
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



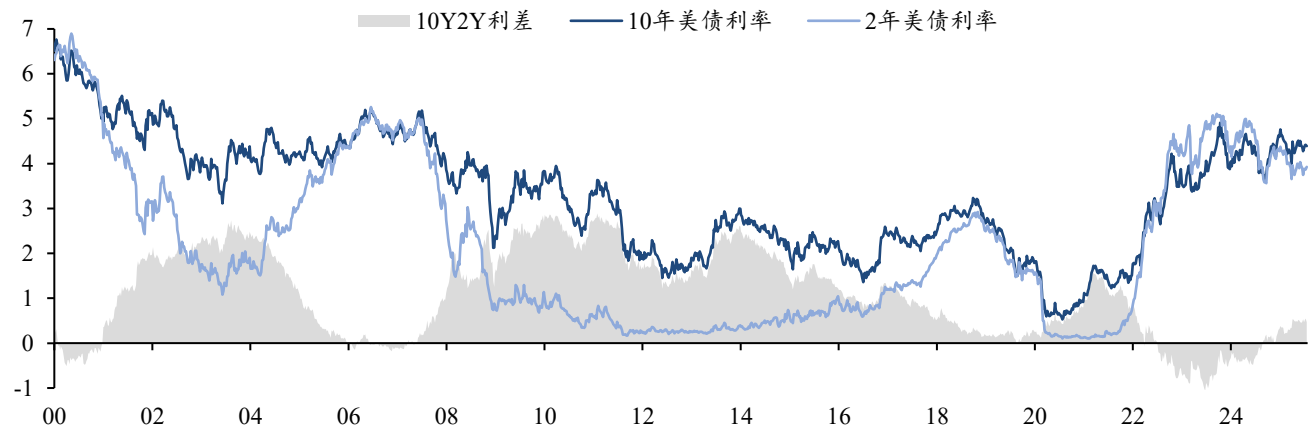
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



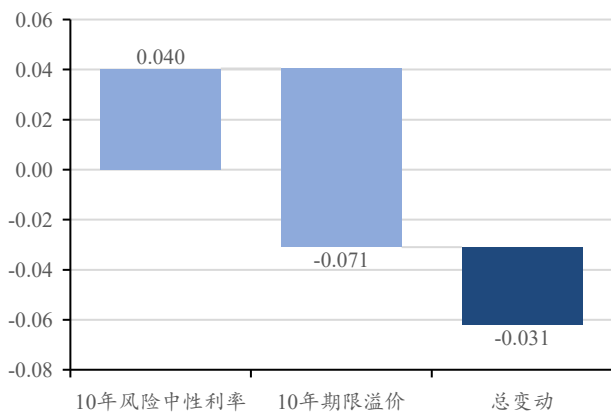
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



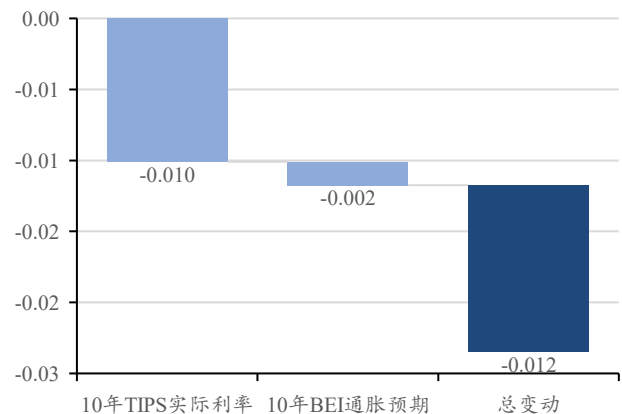
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (风险中性利率与期限溢价视角)



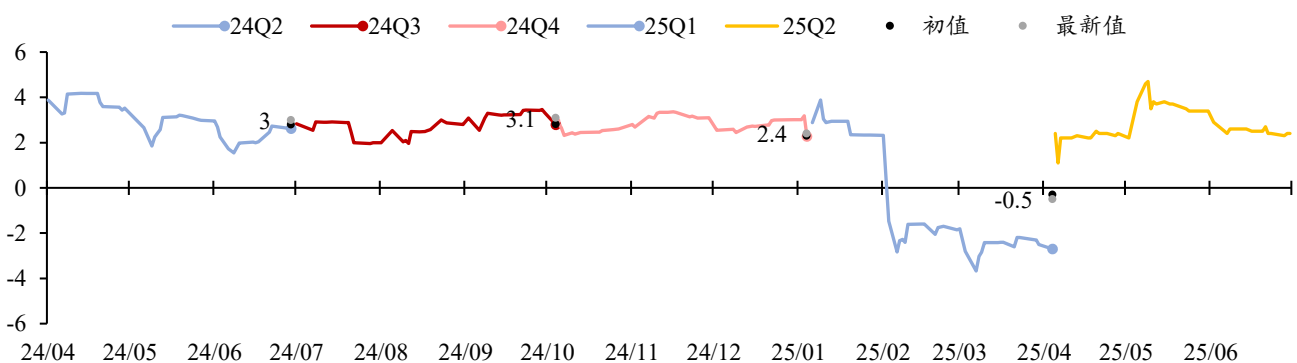
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (实际利率与通胀预期视角)



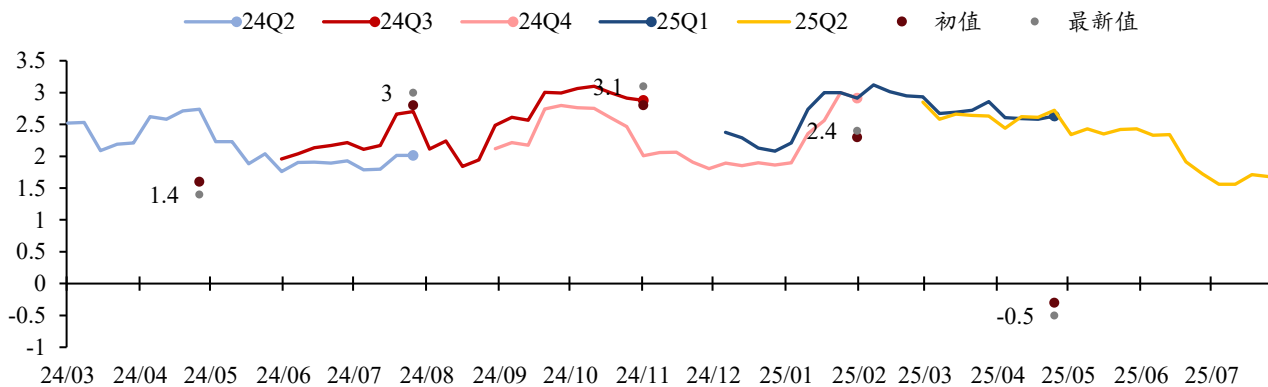
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



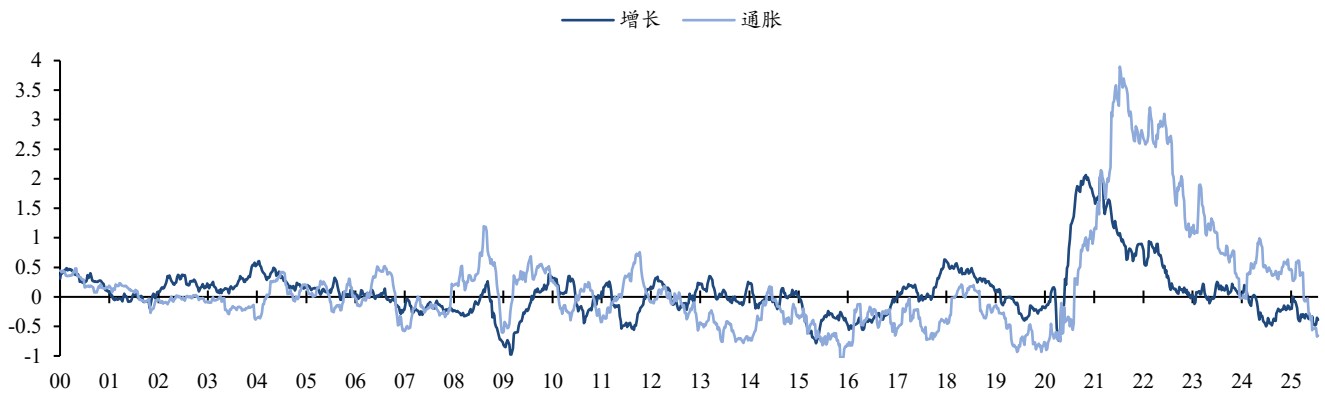
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



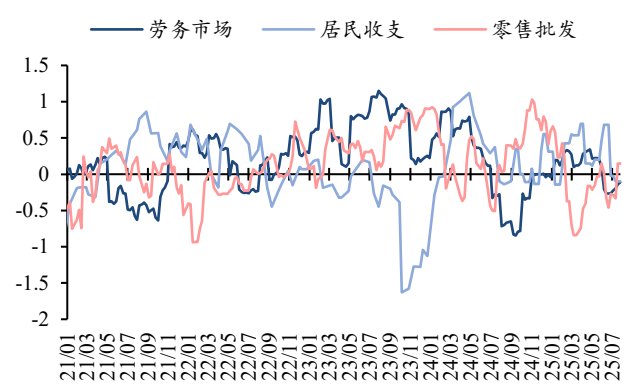
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



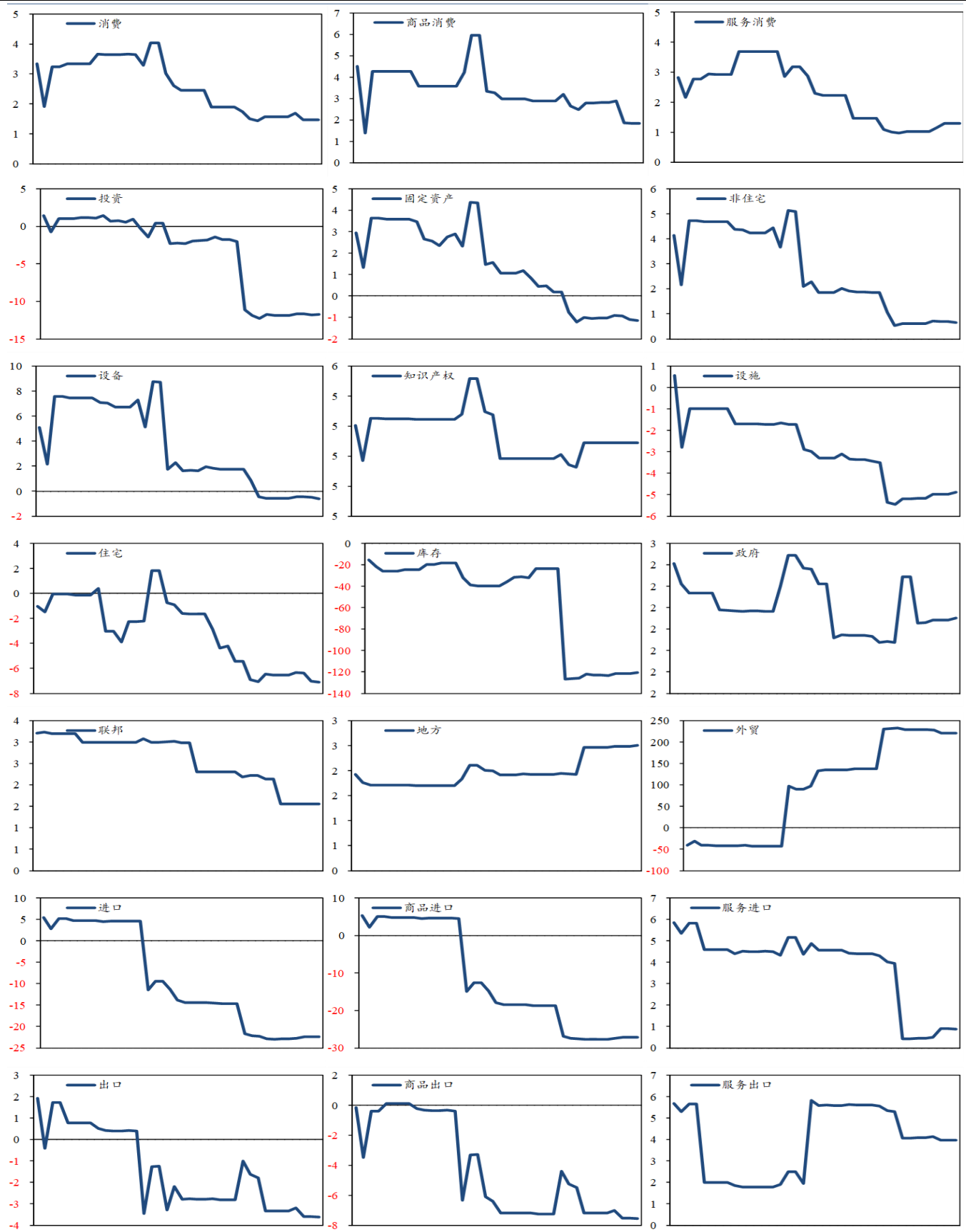
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



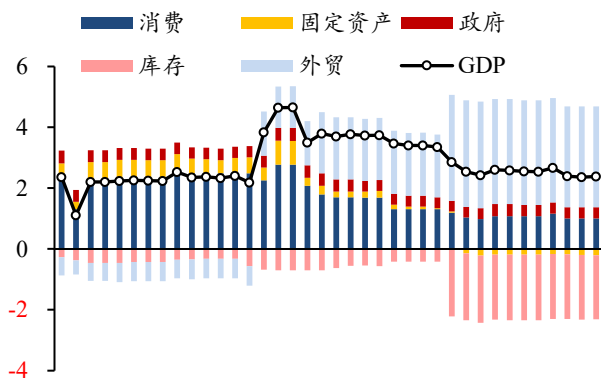
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12：GDPNow 对 25Q2 美国 GDP 及分项增长预测



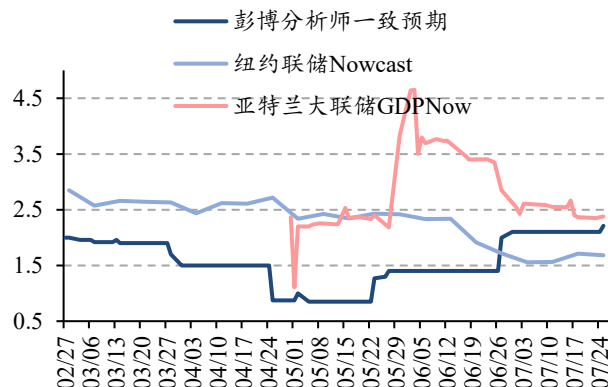
数据来源：数据来源：美联储、东吴证券研究所；库存与外贸单位为十亿美元，其余为%

图13: GDPNow 对 25Q2 美国 GDP 及分项贡献度预测



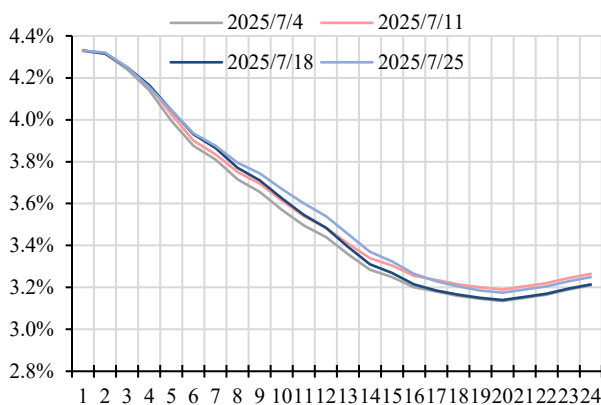
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 单位%

图14: 不同机构对 25Q2 美国 GDP 预测



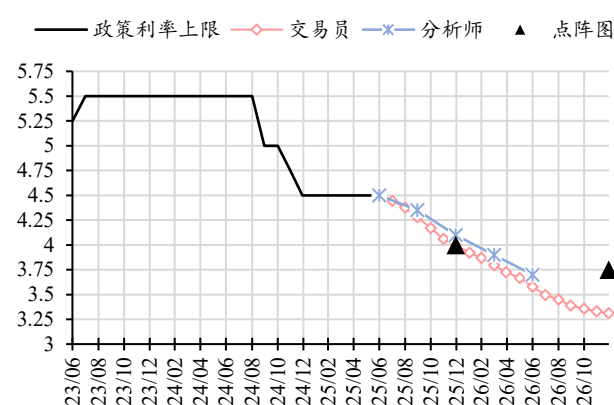
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 单位%

图15: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图16: 各方对美国政策利率路径预测



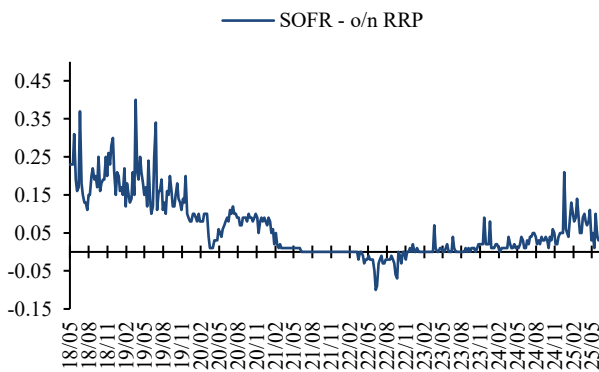
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图17: 纽约联储每日回购情况



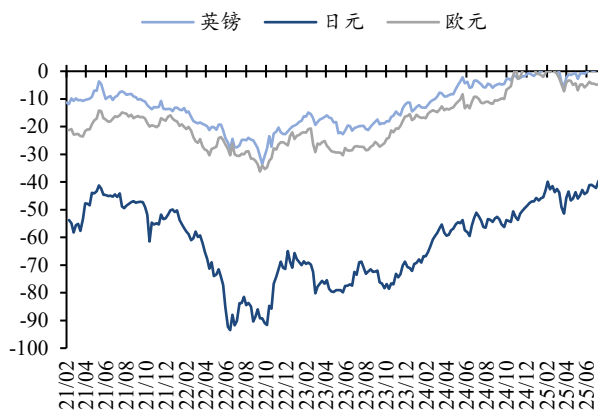
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图18: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图19: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图20: 彭博金融条件指数



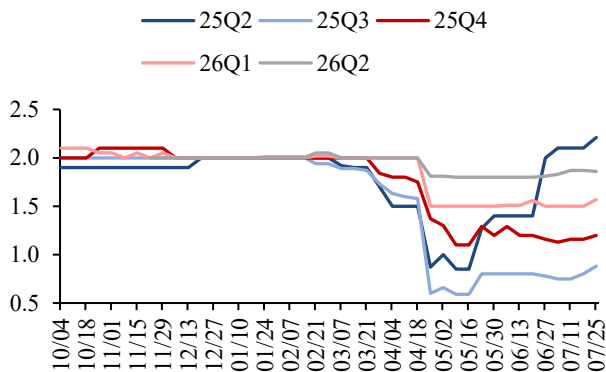
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 分析师对未来1年美国经衰退一致预期



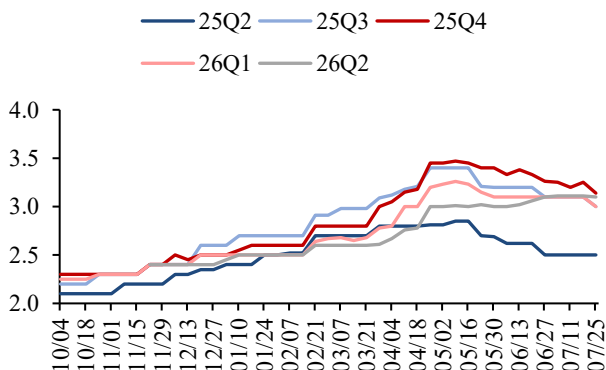
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位为%

图22: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 GDP 一致预期



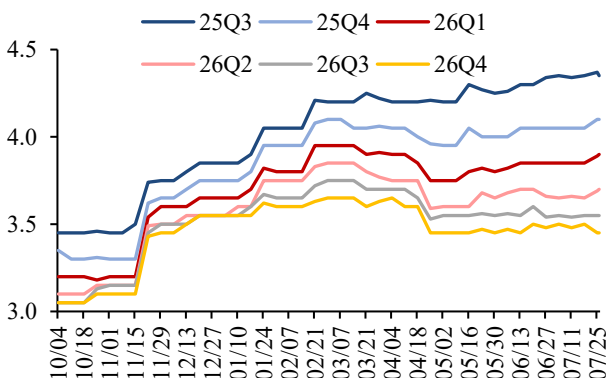
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图23: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 CPI 一致预期



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位为%

图24: 分析师对 25Q3-26Q4 美联储政策利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, 政策利率为联邦基金利率上限

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>