

海外周报 20250525

流动性与财政可持续性担忧推动 10 年期美债利率上破 4.5%

2025 年 05 月 25 日

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

■ **核心观点:** 本周美日长债拍卖结果显示需求疲软,对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀,10 年期美债利率上至 4.51%,美元指数再度下破 100,美股大跌;黄金在特朗普威胁对欧盟加征 50%关税的推动下大涨 4.8%。在中美超预期的关税谈判结果出炉后,本周海外分析师集体上修全年美国 GDP 增长预期,下修 CPI 通胀预期,但维持美联储 Q3 首次降息,全年降息 2 次的预期不变。向前看,特朗普《大美丽法案》本周已于众议院获得通过,后续在参议院通过的阻力预计较小,而法案中的减税与提高债务上限相关条款或进一步加剧市场对美国财政状况的担忧程度。

■ **大类资产:** 美日长债拍卖结果显示需求疲软,特朗普减税法案在众议院通过,美股大跌,美债利率上行,黄金大涨。本周美国与日本 20 年期国债拍卖结果均显示市场需求整体疲软,长债利率再度走高。加之上周五穆迪下调美国主权信用评级与本周特朗普减税法案在众议院通过,对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀。整体来看,全周(5 月 19 日至 23 日)10 年期美债利率升 3.4bps 至 4.511%,2 年期美债利率降 0.83bps 至 3.991%,美元指数跌 1.96%再度下至 99.1;标普 500、纳斯达克指数分别收跌 2.61%、2.47%;此外周五特朗普宣布建议从 6 月 1 日起对欧盟加征 50%关税的消息令市场避险情绪再度升温,黄金价格在经历前几周的回调后再度大幅上行至 3357 美元/盎司,全周收涨 4.8%。

■ **海外经济:** 中美关税协定后,分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面,美国 4 月咨商会经济领先指标环比-1%,预期-0.9%,前值-0.7%,成分指标中消费者预期、标普 500 指数、PMI 新订单指数等是主要拖累。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3,预期 49.9,前值 50.2;服务业 PMI 录得 52.3,预期 51,前值 50.8。**增长方面,分析师小幅上修今年美国增长预期。**①模型:截至 5 月 16 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 5 月 23 日,纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.43%。②分析师:根据彭博在 5 月 16-21 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 **1.3→0.8→1.3%**,均较上月预测值小幅上修;预期未来 1 年美国陷入衰退概率 40%,较前值 45%小幅下修。**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 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 **2.6→3.2→3.4→3.1%**,PCE 同比增速分别为 **2.5→3.0→3.1→2.9%**,其中,对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值下修 0.1%-0.3%不等。②交易员:最新通胀掉期显示,交易员预期 5-6 月 CPI 同比分别为+2.48%、+2.92%,即预期通胀从 5 月开始将加速反弹。**货币政策方面,分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。**①模型:参考分析师对失业率与通胀率的最新预测,我们的泰勒规则指引 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 **4.18→4.68→4.71%**。②分析师:最新分析师一致预期 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 **4.50→4.25→4.00%**,即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看,预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 64、5 人。③交易员:最新联邦基金期货模型显示,交易员预期 **2025 年 6 月降息概率为 72.6%,到 12 月累计降息 1.92 次/48bps**,与分析师对年内降息节奏和幅度基本一致。

■ **海外政治:**《大美丽法案》艰难闯关,后续“颠簸”相对趋缓。经过数周的内部冲突与特朗普的干预,众议院以 215 票赞成对 214 票反对的微弱优势通过《大美丽法案》(The One Big Beautiful Bill)。目前,该法案已被提交至参议院¹。据 Politico 的报道,在法案表决的最后时刻,议员们要求将医疗补助工作要求的开始日期从 2029 年 1 月 1 日提前到 2026 年 12 月 31 日,并将州和地方税收抵免上限提高至每户 4 万美元,此外

相关研究

《【勘误版】谁是消费“领头羊”:人口周期改变消费模式》

2025-05-19

《央行报表总规模因何连月缩减?》

2025-05-18

有关清洁能源等财税扶持被取消²。根据 CRFB 在 5 月 21 日发布的最新测算，十年内基础赤字达到 2.505 万亿美元（上周预测为 2.69 万亿美元），总赤字为 3.055 万亿美元（上周预测为 3.26 万亿美元）³。从减税节奏上看，由于法案中涉及的减税手段大多在 2028 年或 2029 年到期，但受到中期选举以及 2028 年大选的不确定性影响，后续增收减赤举措能否落地还存在较大不确定性。因此，目前法案呈现出“赤字前置，增收后置”的特征，这也成为市场担忧美国财政可持续性的一大隐忧。向前看，参议院后续将启动法案审议与修订程序，经内部磋商形成参议院版本法案后，需与众议院版本进行跨院协调，待两院就细则条款达成一致后方可进入最终表决和总统签署阶段。考虑到共和党在参议院占据多数席位，且参议院共和党对政府赤字的容忍度相对高于众议院，法案在参议院推动阻力或小于众议院。

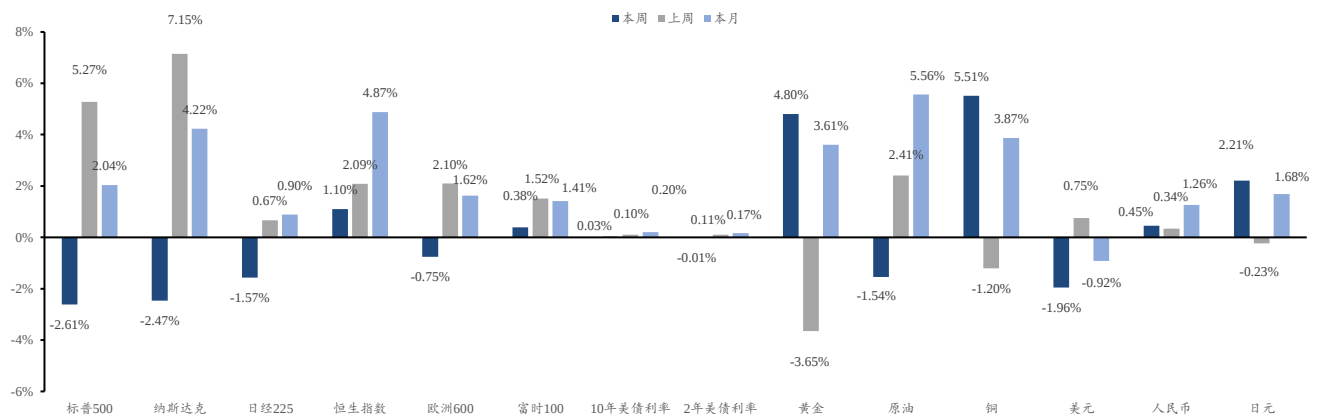
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

¹ <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/1/text>

² <https://www.politico.com/news/2025/05/22/house-republicans-pass-big-beautiful-bill-after-weeks-of-division-00364691>

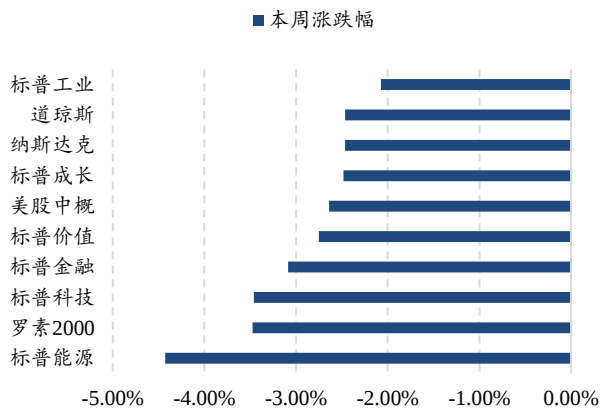
³ <https://www.crfb.org/blogs/cbos-first-score-house-reconciliation-bill>

图1: 全球大类资产表现一览



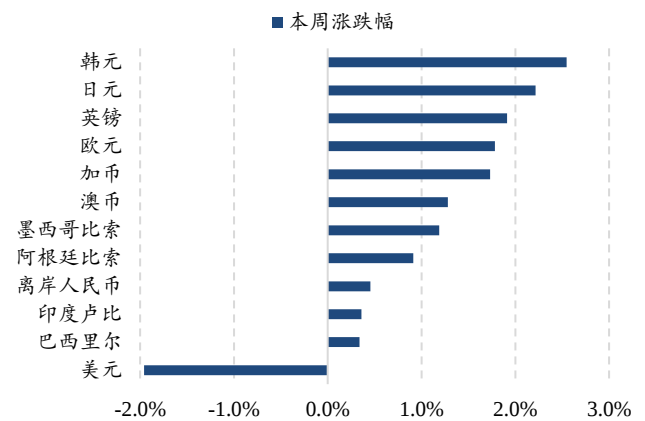
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



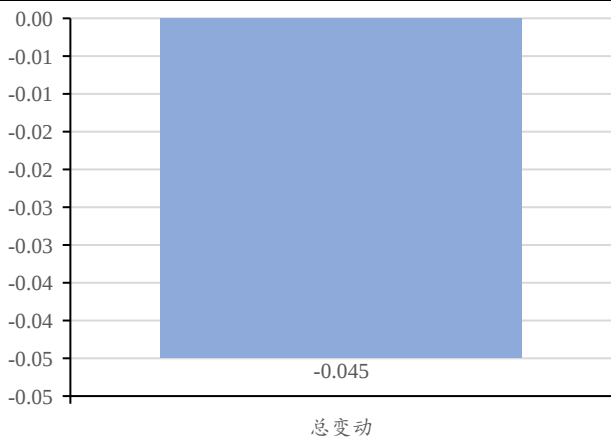
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



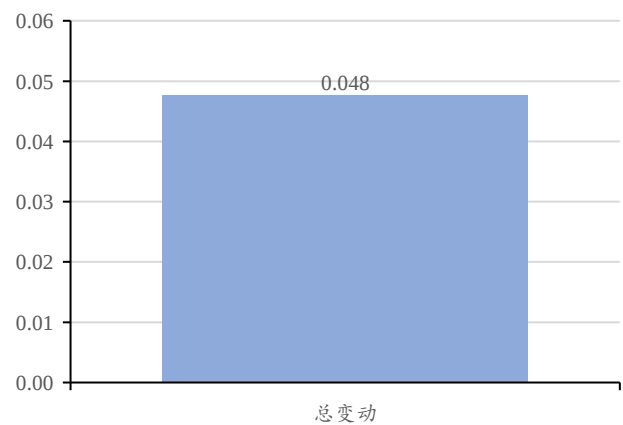
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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)



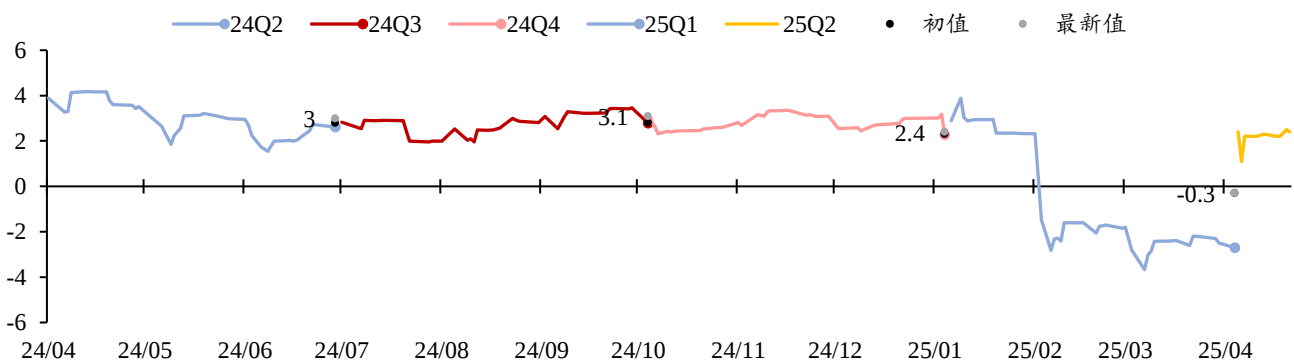
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



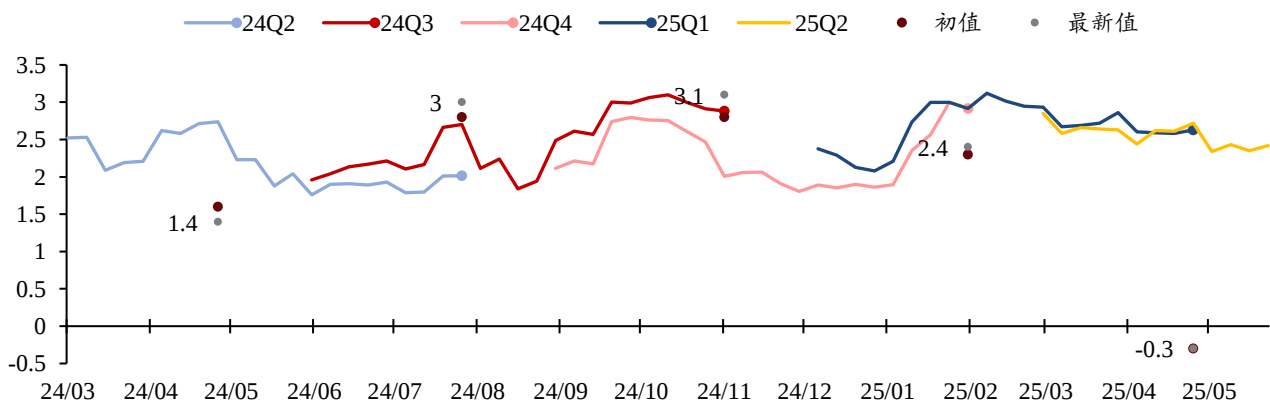
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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



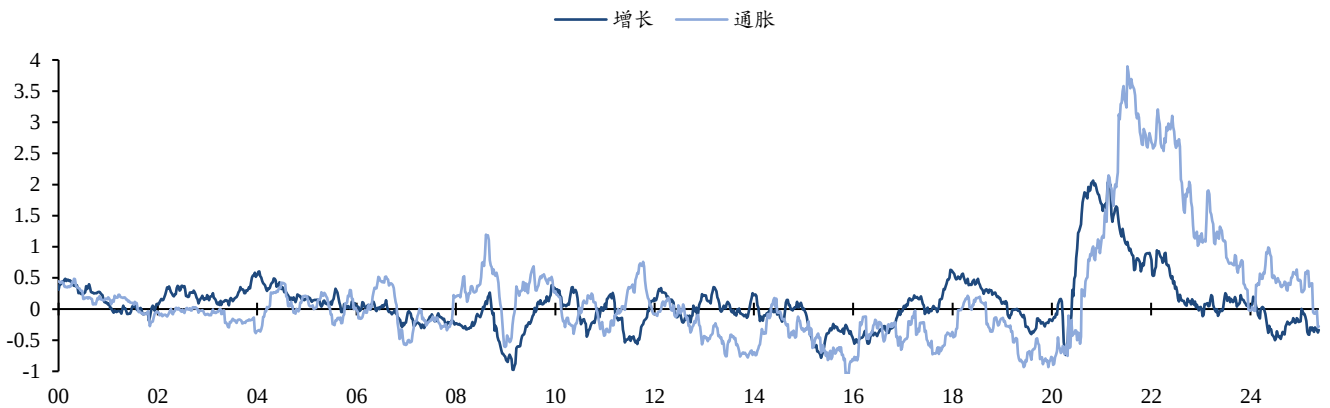
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

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



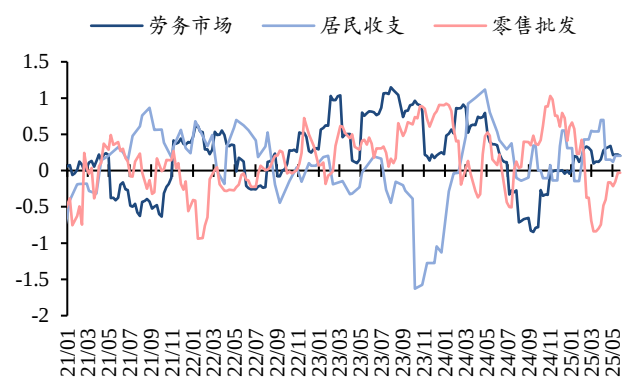
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



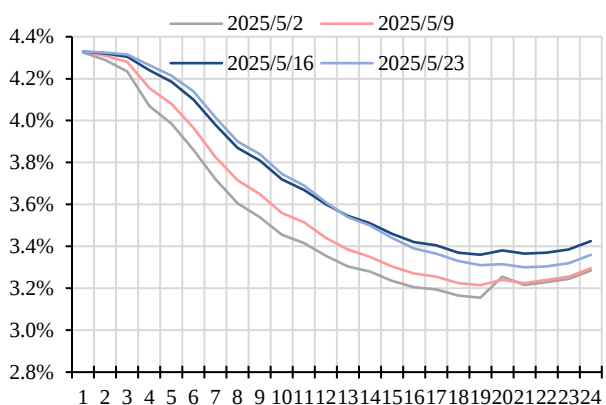
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



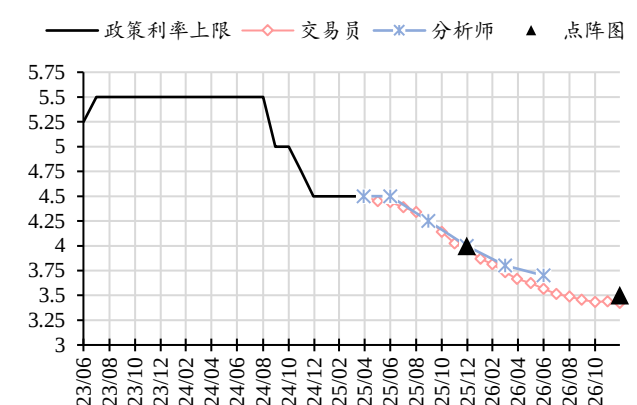
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



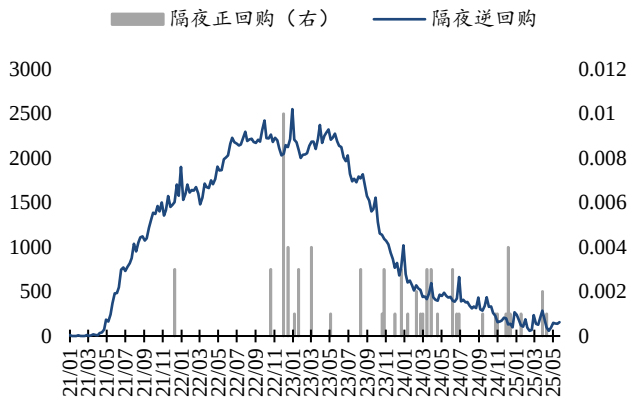
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



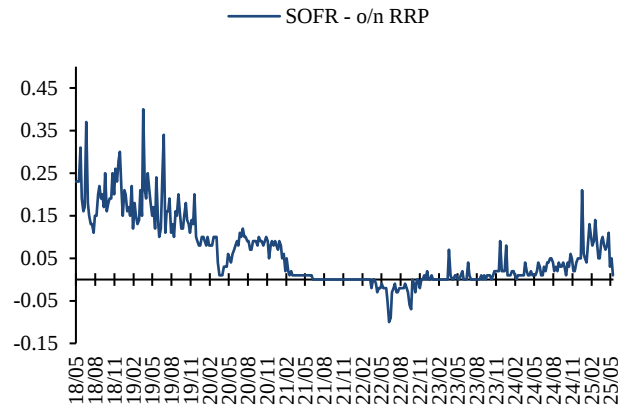
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



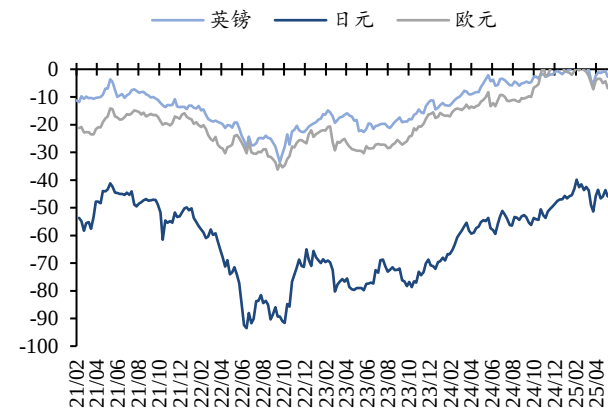
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 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16: 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17: 彭博金融条件指数



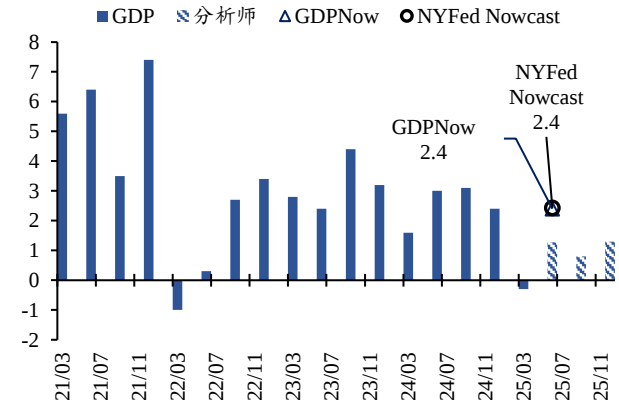
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对未来1年美国经衰退一致预期



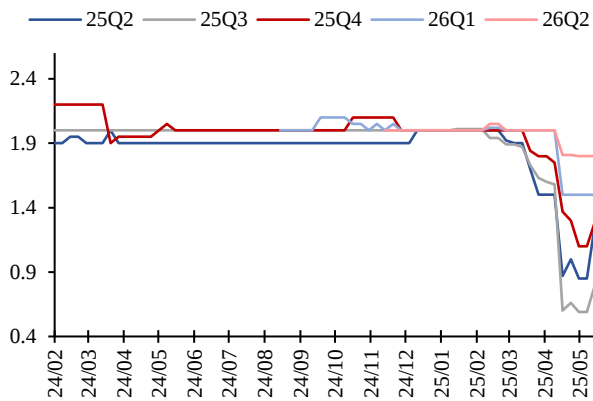
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位为%

图19: 研究机构对2025年各季度美国GDP预测



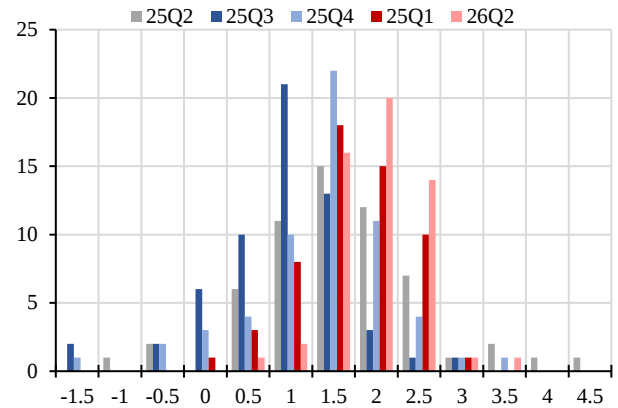
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图20: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 GDP 一致预期



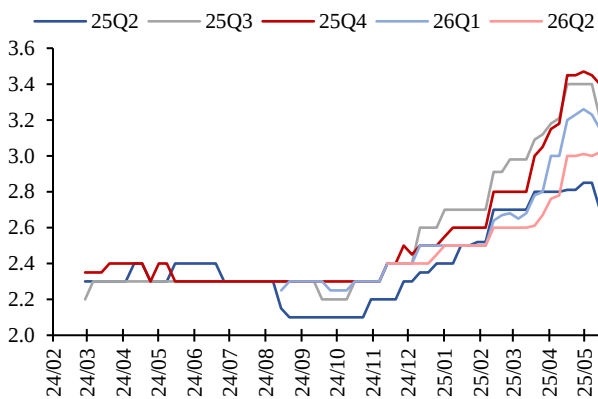
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图21: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 GDP 预期分布



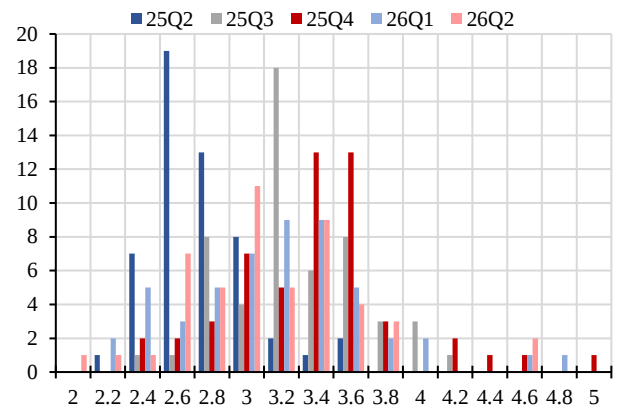
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 1 代表预测值落在(0.5%,1%]

图22: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 CPI 一致预期



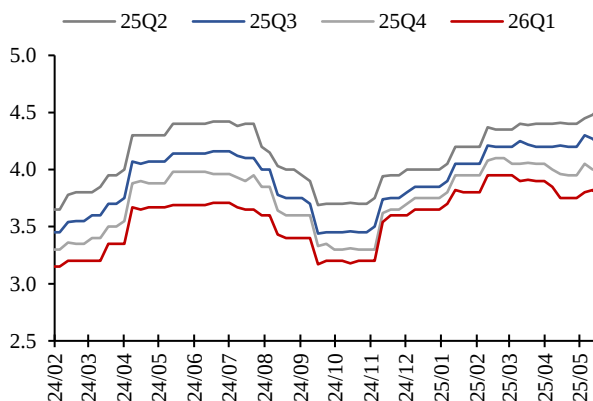
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图23: 分析师对 25Q2-26Q2 美国 CPI 预期分布



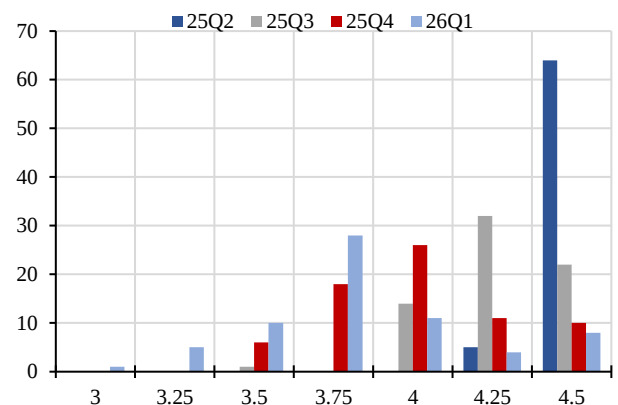
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 1 代表预测值落在(0.8%, 1%]

图24: 分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率一致预期



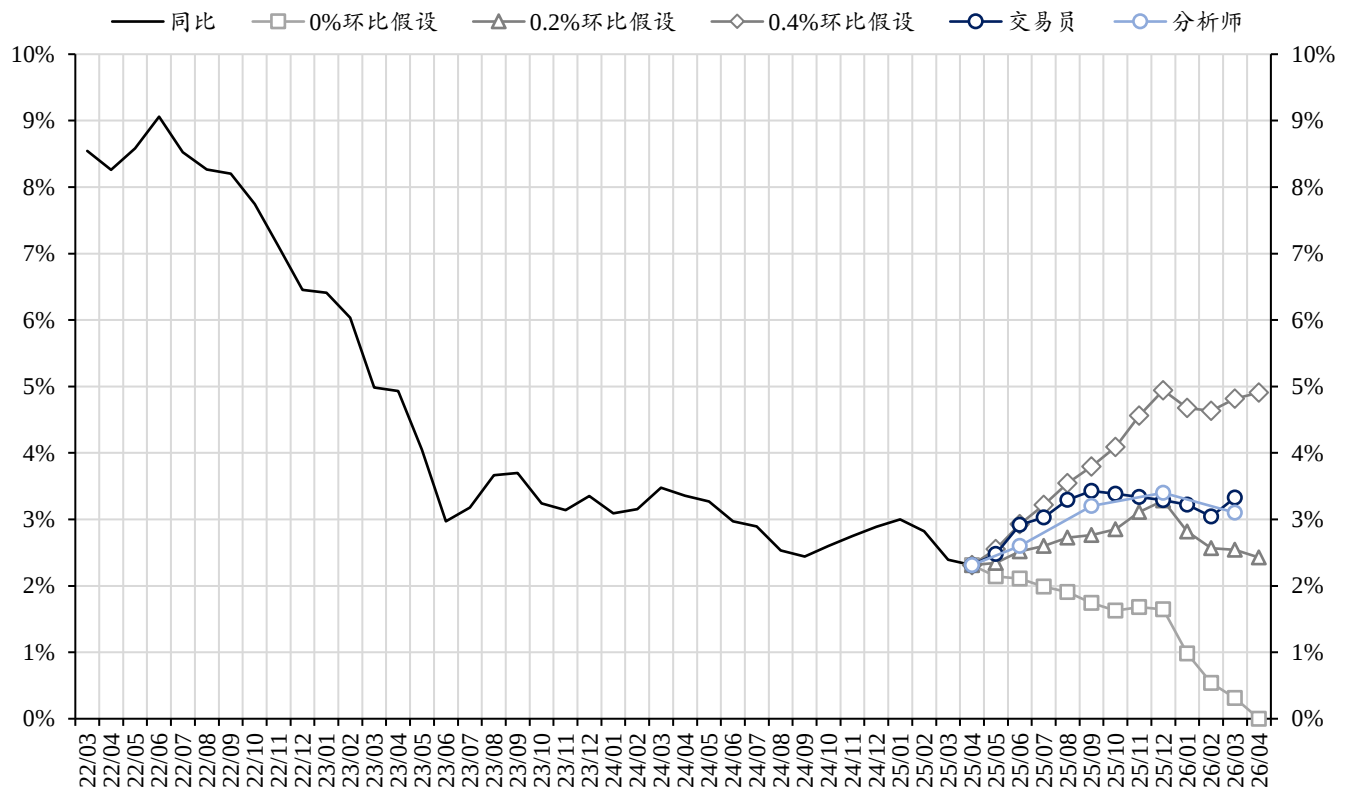
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图25: 分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率预期分布



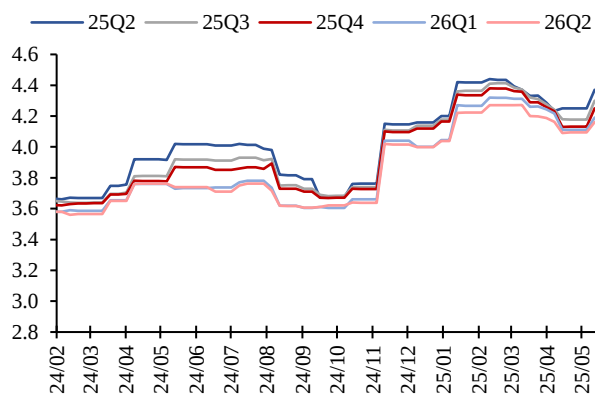
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 4.5 对应政策利率上下限为[4.25%, 4.5%]

图26: 研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



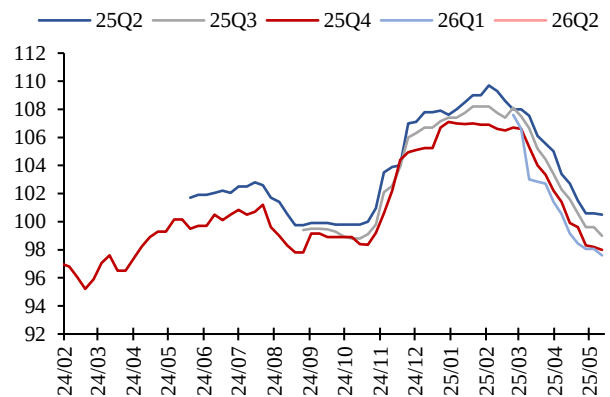
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图27: 分析师对 25Q2-26Q2 10 年美债利率一致预期



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为%

图28: 分析师对 25Q2-26Q2 美元指数一致预期



数据来源：彭博，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>