

海外周报 20250427

25Q1 美国 GDP 会转负吗？——五一假期海外市场前瞻

2025 年 04 月 27 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

相关研究

《增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神》

2025-04-25

《“十四五”收官之年的机遇与挑战》

2025-04-24

■ **核心观点：**本周特朗普暂停威胁更换鲍威尔且对华贸易态度有所缓和，市场情绪因此回暖，美元资产普遍上涨，黄金价格上破 3500 美元/盎司后有所回落。最新公布的彭博海外分析师调查再度大幅下修今年各季度美国增长预期，小幅上调通胀预期，并维持年内首次降息在 25Q3 不变。向前看，我们认为特朗普未来或将重心从关税政策转移至减税政策，叠加美联储存在 6 月降息的可能，美国经济或于 25H2 企稳回升。同时进口链上各部门对商品成本的分摊和未来可能下行的工资和能源通胀或令美国 25H2 通胀反弹幅度有限。五一假期期间关注美国 25Q1 GDP 和 4 月非农就业等重要经济数据。25Q1 美国 GDP 存在转负的可能，虽然这并不意味着美国经济陷入实质性衰退，但仍将进一步加大当前市场的衰退担忧情绪。

■ **大类资产：**特朗普暂停威胁更换鲍威尔，对华贸易态度有所缓和，美元资产普涨，金价上破 3500 后回落。本周（4 月 21 日至 25 日）伊始，特朗普再度批评鲍威尔降息行动“过于迟缓”，对美联储独立性的担忧一度引起美元资产的抛售，而黄金价格则突破 3500 美元/盎司再创历史新高。但随后特朗普于周中表示将不会提前更换美联储主席，并对我国贸易态度首次“松口”，称当前 145% 的关税水平将“大幅下降”。受益于贸易局势缓和的预期，大类资产在本周后半段普遍上涨。整体来看，全周 10 年美债利率降 8.96bps 至 4.235%，2 年美债利率降 5.02bps 至 3.748%，美元指数升 0.24%；标普 500、纳斯达克指数分别涨 4.59%、6.73%；现货黄金价格在突破 3500 美元/盎司后回落至 3320 美元/盎司，全周收跌 0.21%，但年初至今涨幅仍有 26.64%。

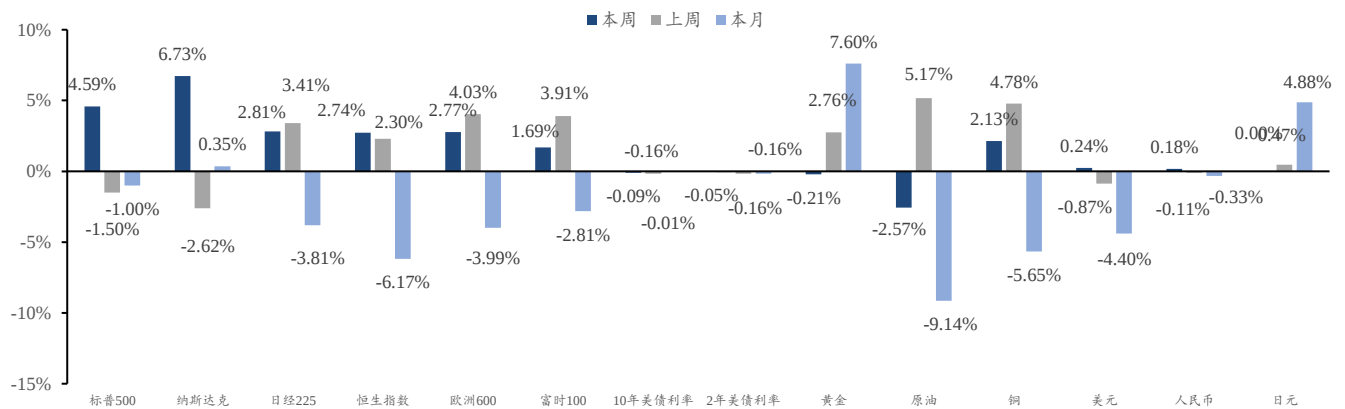
■ **海外经济：**美国经济数据延续走弱趋势，分析师和美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增长预期。本周公布的美国经济数据延续走弱趋势：景气指标方面，美国 3 月咨商会经济领先指标环比-0.7%，预期-0.5%，前值-0.3%。美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值 50.7，预期 49，前值 50.2；服务业 PMI 初值 51.4，预期 52.6，前值 54.4。虽然制造业 PMI 意外好于预期，但从分项来看，交货延期情况依旧存在，且就业指数创下去年 10 月以来最低水平。此外 3 月耐用品订单环比+0.9%，预期-1%，前值+3.3%，商用飞机订单激增是环比大超预期的主要贡献者。而扣除运输类耐用品订单环比为 0%，不及预期+0.3%和前值+0.7%。商业活动疲软和关税政策扰动令市场对美国经济走弱的预期再度升温。**增长方面，分析师大幅下修今年美国增长预期。**①**模型：**截至 4 月 24 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.5%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.4%；截至 4 月 25 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.63%。②**分析师：**根据彭博在 4 月 18-23 日对 82 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 **0.5→0.8→0.6→1.1%**，均较上月预测值大幅下修，其中 25Q3 预测值下修 1.1%；预期未来 1 年美国经济陷入衰退概率 45%，较前值 30%大幅上升。**向前看，**年内美国 GDP 同比增速料逐步下行，但由于目前关税政策引发的市场波动和选民支持率下降，未来特朗普或逐步调整当前激进的关税政策并转向减税政策以刺激经济并争取选票。此外在当前美国经济数据延续走弱趋势的情形下，美联储或于 6 月进行“预防式降息”。两种因素共同作用或令 25H2 美国经济存在企稳回升的可能。**通胀方面，分析师小幅上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 **2.9→3.4→3.5→3.2%**，PCE 同比增速分别为 **2.7→3.1→3.2→3.1%**，其中，对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值上修 0.1%-0.5%不等。②**交易员：**最新通胀掉期显示，交易员预期 4-5 月 CPI 同比分别为+2.34%、+2.56%，即预期通胀在 4 月触底后开始反弹。**向前看，**通胀同比将于今年剩余时间内逐步上行，但关税带来的美国核心商品通胀存在被大幅抵消的可能。从通胀传导来看，关税带来的进口商品成本增加将部分被外国制造

商、汇率和美国贸易商分摊；从通胀结构看，企业减少招工带来的工资通胀下行和经济不景气抑制原油需求带来的能源通胀下行或抵消部分关税带来的核心商品通胀。**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→4.58→4.48%**。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44、24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69.8%，到12月累计降息3.57次/89.3bps**，相较分析师对年内降息节奏和幅度更为乐观。

- **下周展望：五一假期期间关注美国25Q1 GDP和4月非农就业等重要经济数据。**下周五一假期期间将公布美国25Q1 GDP（4月30日）、美国3月PCEPI（4月30日）、美国4月ISM PMI（5月1日）、美国4月非农就业（5月2日）等多项重要经济数据。目前市场对美国25Q1 GDP增速预期分歧较大：截至最新，亚特兰大联储GDPNow模型预测增速为-0.4%（剔除黄金进口影响），彭博分析师预测中值为+0.4%，而纽约联储Nowcast模型预测增速为+2.63%。不过从亚特兰大联储模型分项来看，消费分项预期拉动+0.91%、投资分项预期拉动+1.04%，对应的核心GDP（PDFP，私人国内最终购买）增速为+1.95%，仍接近+2%。**但如果25Q1美国GDP增速最终转负，则将为22Q1以来最低水平。虽然GDP转负仅为经济衰退的必要而非充分条件，但这仍将进一步加剧当前市场对美国经济衰退的担忧。**此外，彭博一致预期显示当前51名分析师对4月新增非农中值预测13万，标准差2.9万，失业率预测中值4.2%。**从供给侧来看，需关注特朗普驱赶非法移民的政策影响能否在非农数据中进一步体现；而从需求侧来看，需关注对当前特朗普关税政策不确定性的担忧是否令企业减少招聘，同时在马斯克表示将大幅减少参与政府效率部工作并将重心转移至特斯拉运营后，政府裁员人数还有多大的空间。**

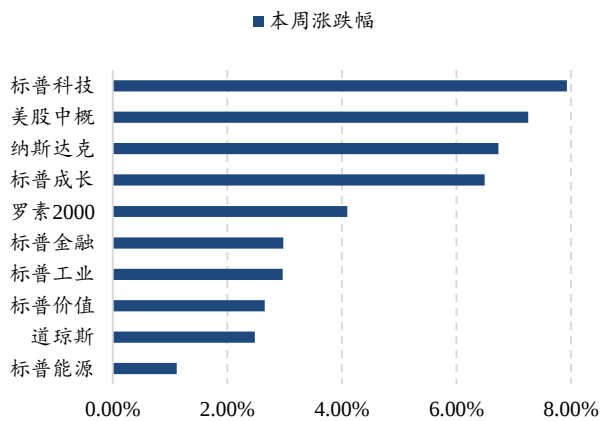
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



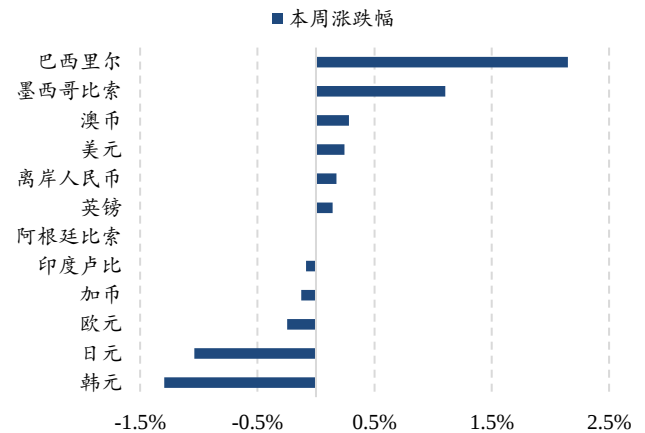
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

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



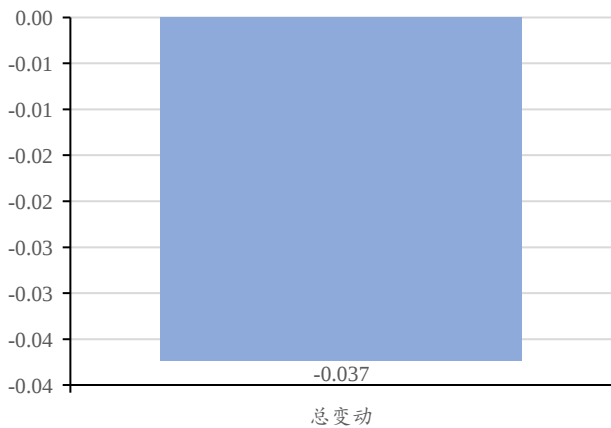
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



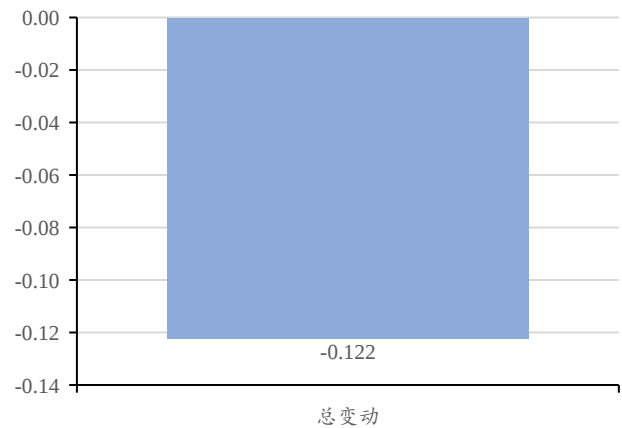
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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）



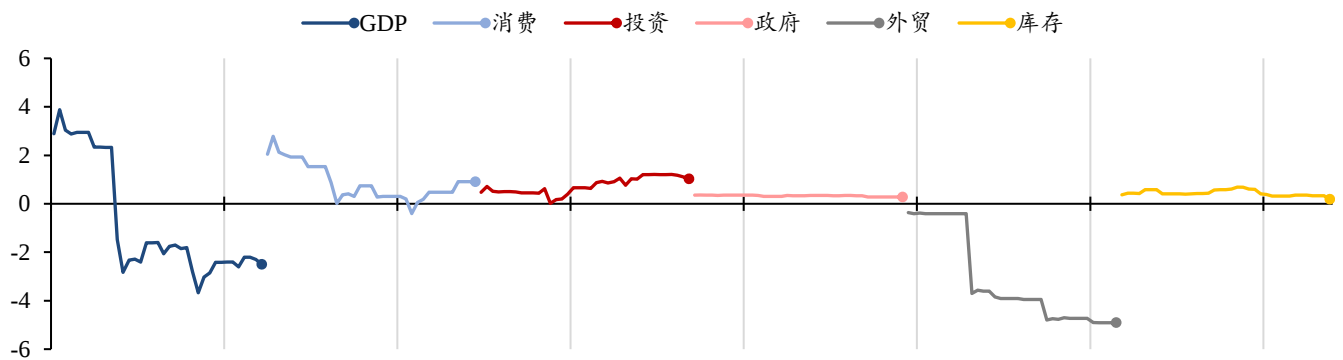
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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）



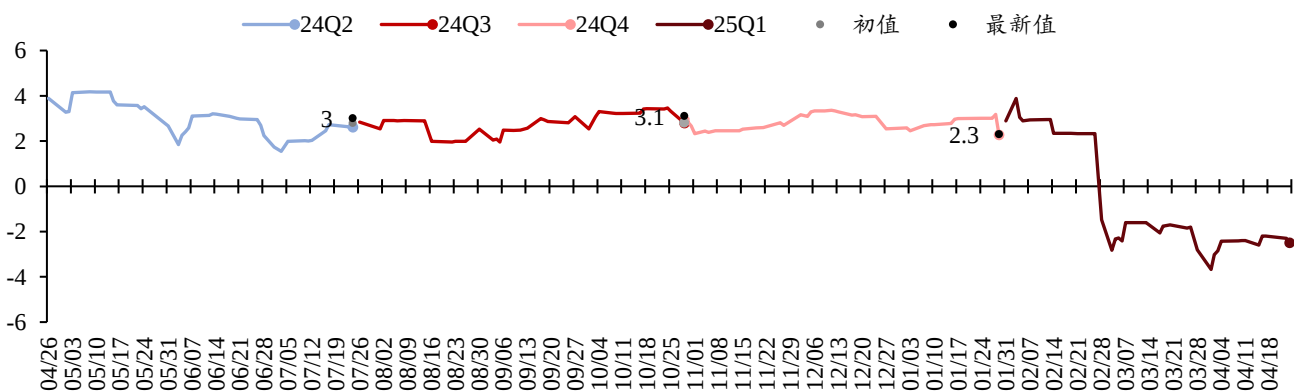
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



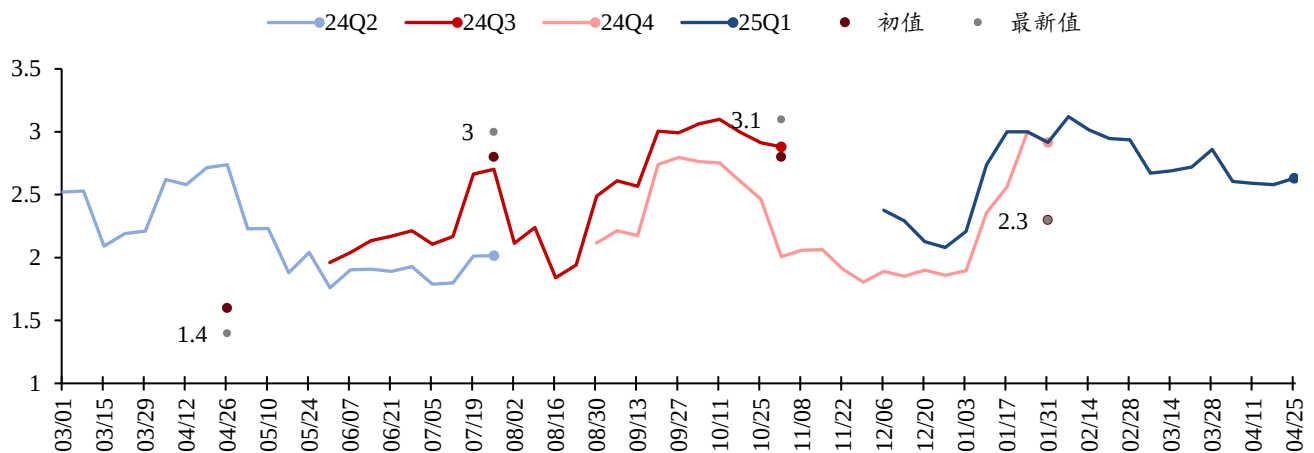
数据来源：美联储、东吴证券研究所；横轴为预测时间，最新为 4 月 24 日，纵轴单位%，季调环比年率

图8：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



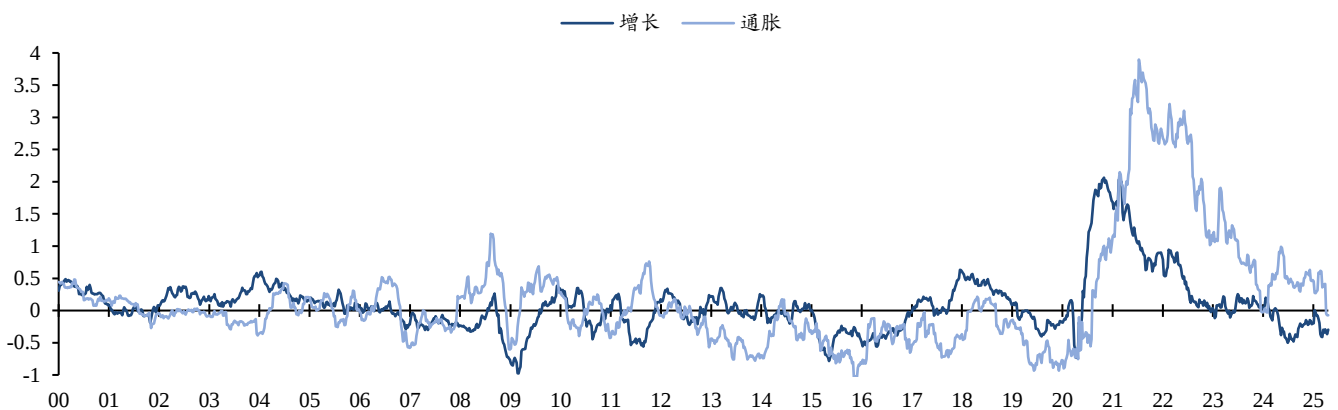
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 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10: 美国经济意外指数增长与通胀分项



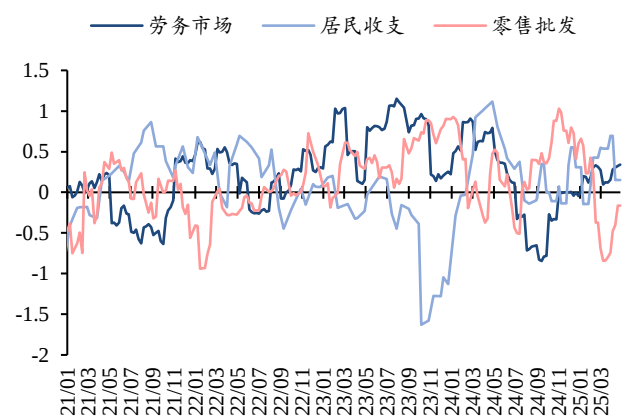
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



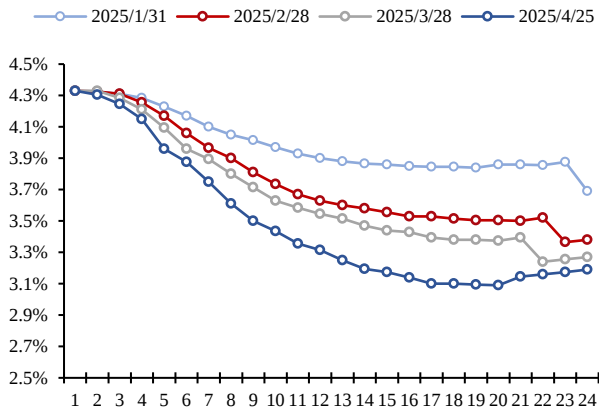
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



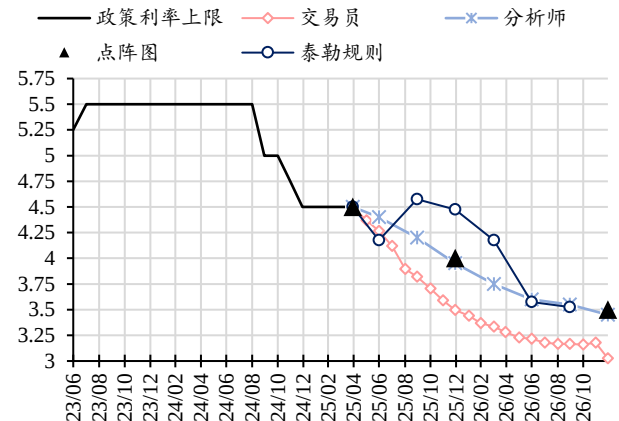
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



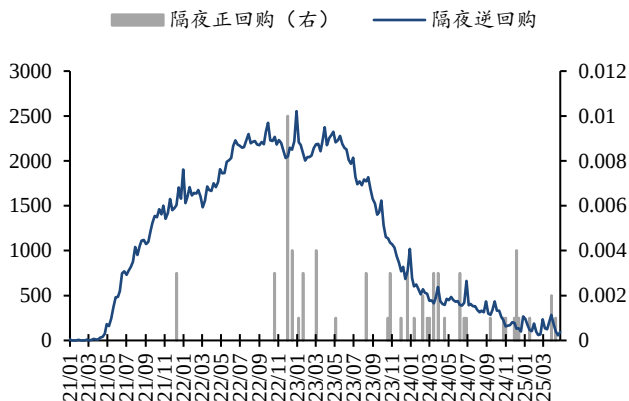
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图14: 各方对美国政策利率路径预测



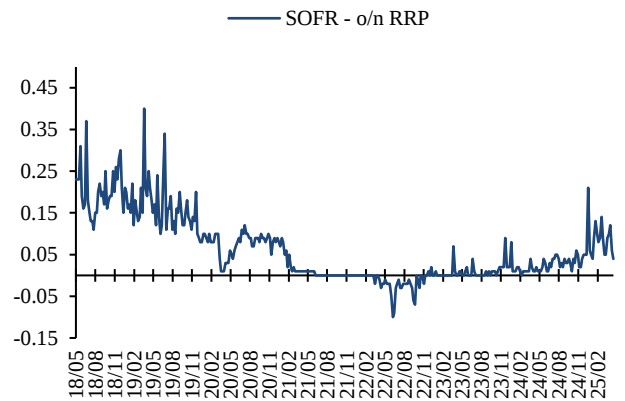
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图15: 纽约联储每日回购情况



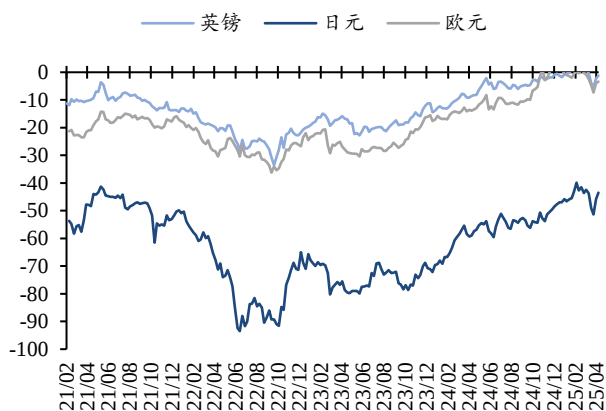
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图16: 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17: 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18: 彭博金融条件指数



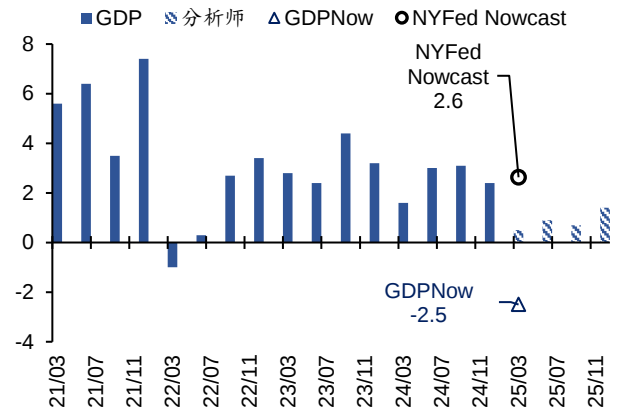
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 分析师对未来1年美国经 济衰退一致预期



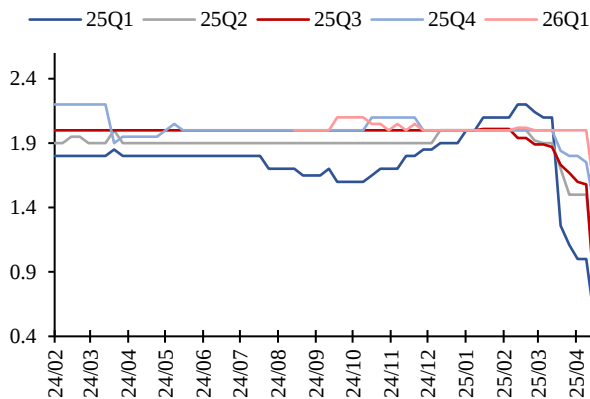
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位为%

图20: 研究机构对 2025 年各季度美国 GDP 预测



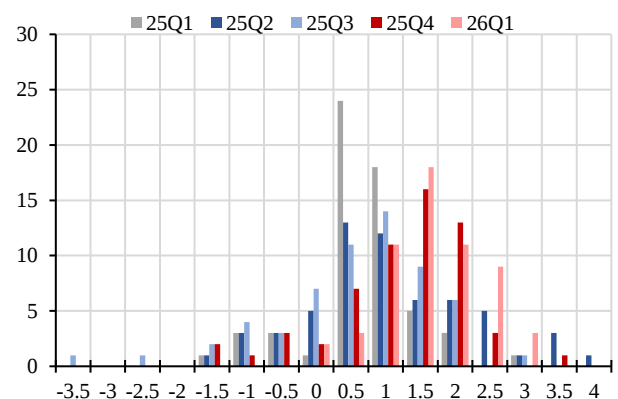
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图21: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 GDP 一致预期



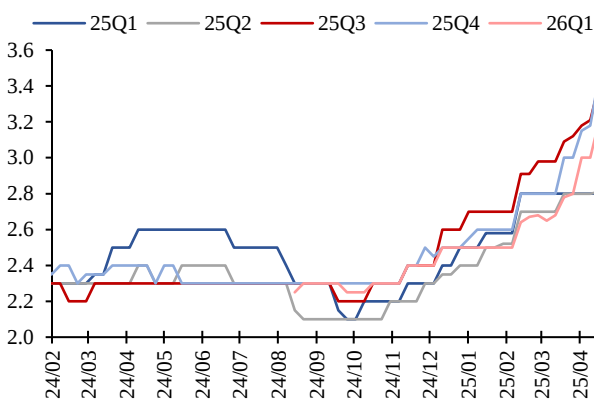
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图22: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 GDP 预期分布



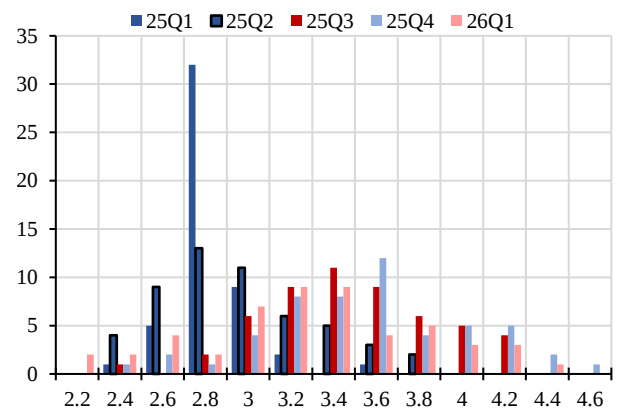
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 1 代表预测值落在(0.5%,1%]

图23: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 CPI 一致预期



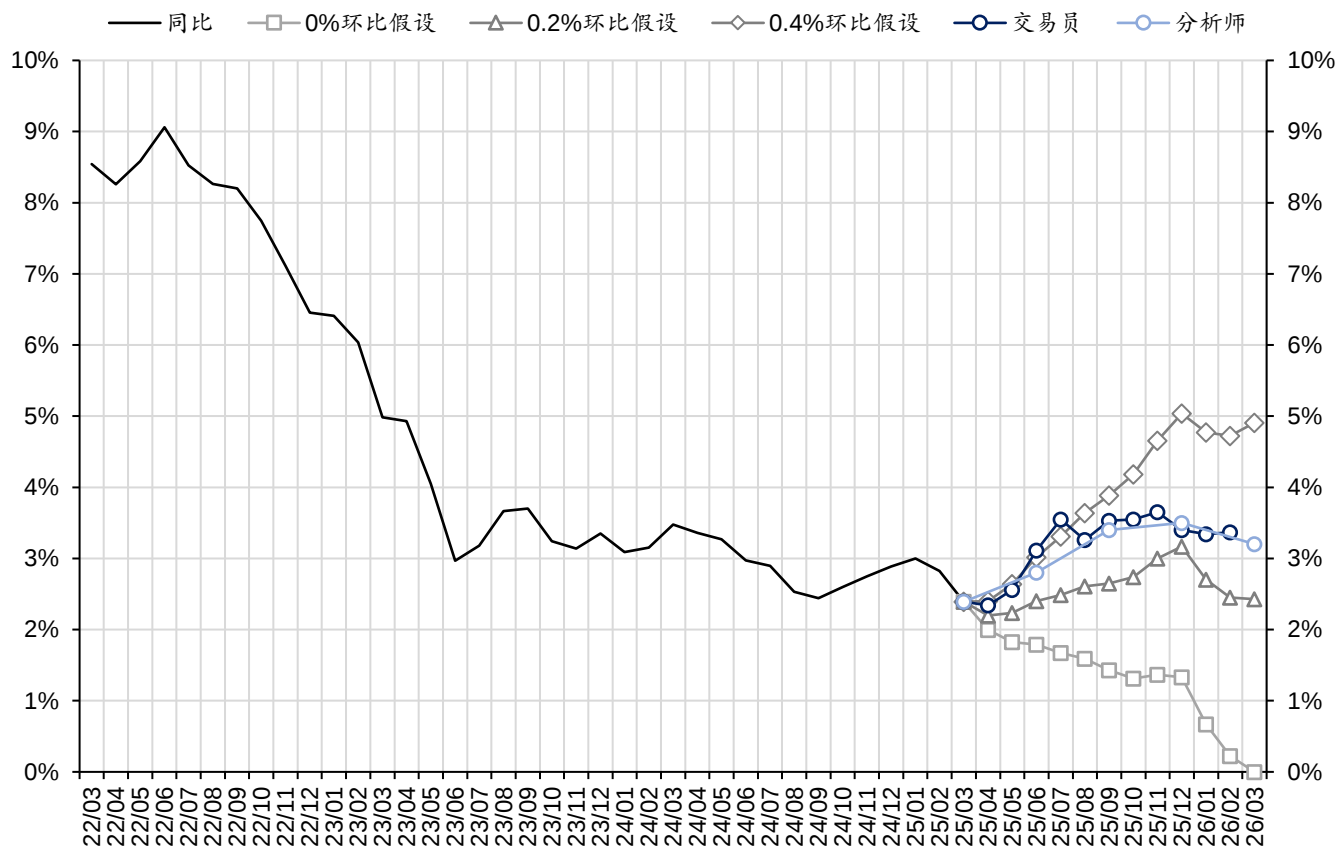
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图24: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 CPI 预期分布



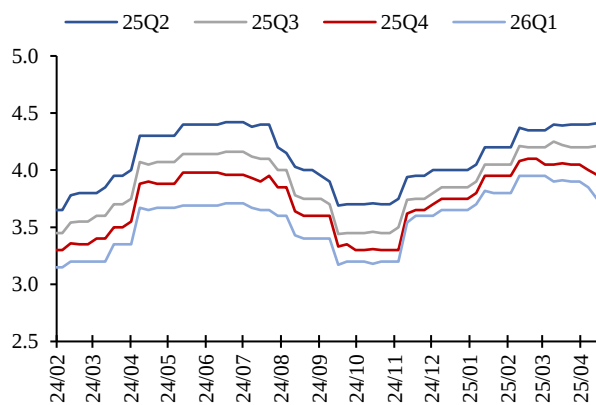
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 1 代表预测值落在(0.8%, 1%]

图25：研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



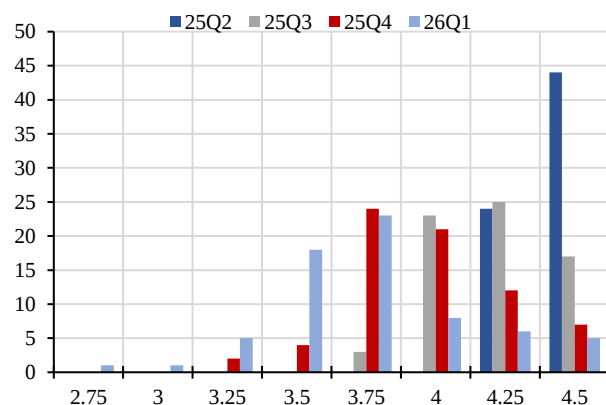
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图26：分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率一致预期



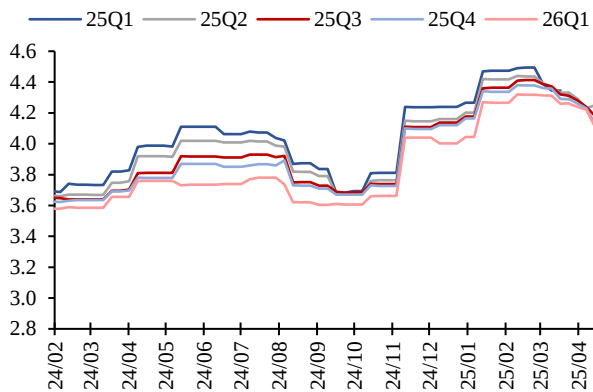
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为%

图27：分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率预期分布



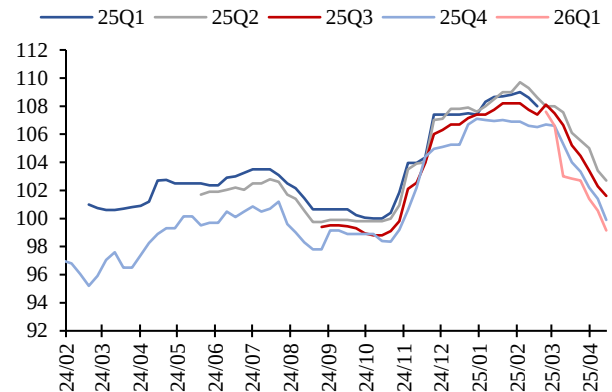
数据来源：彭博，东吴证券研究所；横轴数字 4.5 对应政策利率上下限为[4.25%, 4.5%]

图28: 分析师对 25Q1-26Q1 10 年美债利率一致预期



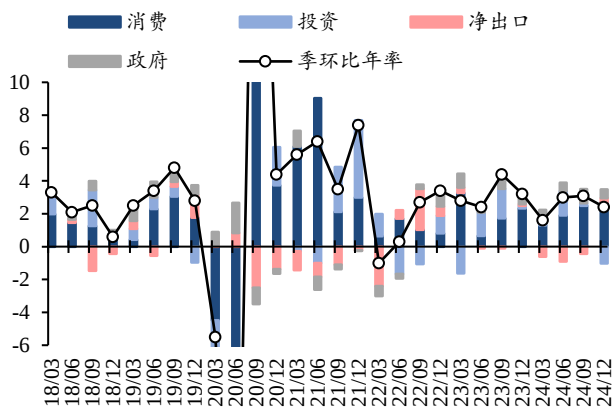
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图29: 分析师对 25Q1-26Q1 美元指数一致预期



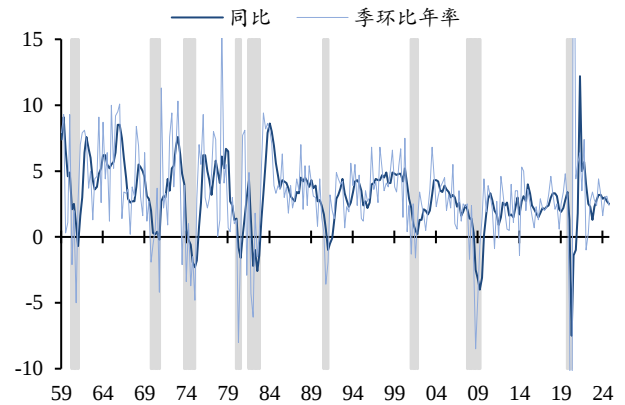
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图30: 美国 GDP 主要分项环比年率增速



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图31: 美国 GDP 同比与环比年率增速



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, 阴影部分为 NBER 定义的衰退

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>