

宏观点评 20250322

美国 2 月成屋销售好于预期

2025 年 03 月 22 日

- **1.美国成屋销售好于预期:** 2 月美国成屋销售环比+4.2%，预期-3.2%，前值由-4.9%上修至-4.7%；中位房价同比+3.8%达到 398,400 美元，房屋供应量同比+17%。
- **2.关税风险、铜的进口与价差:** 特朗普上个月末下令美国商务部以国家安全为由对可能的铜关税进行调查，运往美国港口的铜船运量创下历史新高。纽约商品交易所 (Comex) 和伦敦金属交易所 (LME) 之间的价格差周三升至每吨 1,200 美元以上，接近 2 月中旬创下的历史最高水平，相当于 12%的溢价。
- **3.日本 2 月出口大增:** 在特朗普政府即将于 4 月 1 日公布贸易审查结果之前，2 月日本出口同比飙升 11.4%，贸易差额重新转为顺差。其中，对美国的汽车、半导体制造设备和芯片出口（按价值计算增长 10.5%）带动了增长。
- **4.降息对储贷利率的影响:** 自美联储 2024 年 9 月降息以来，联邦基金利率持续走低。然而，平均 30 年期固定按揭贷款利率却出现小幅走高，信用卡平均利率仅从历史最高点 20.79%略微降至 20.09%，存款利率仅略有下降，这使得“存款搬家”行为越来越难实现。
- **5.移民与劳动力供应:** Brookings 采用工作许可申请数据的研究显示，自 FY2022 以来，移民的工作许可申请数量持续走高。2023 年和 2024 年，超过六个月的待处理申请数量呈下降趋势，但仍保持在 50 多万份的高位。工作许可申请表明先前的移民目前仍在推高劳动力供应，特朗普的新政策在多大程度上减少了移民以及随后对劳动力市场的影响还有待观察。
- **6.硬数据 vs 软数据:** 美银认为，在对比“硬数据”与“软数据”时，要注意做了什么而不是说了什么。本周公布的工业产值、核心零售销售好于预期，但调查数据偏弱、信号混乱。近年来，调查指标与实际经济活动之间的信号分歧严重。
- **7.投资者增持黄金 ETF:** 过去四年里投资者一直抛售黄金 ETF，今年转而成为其净买入者；对经济放缓的担忧可能促使投资者进一步买入；截至 2 月底，基金经理仍然做多黄金。
- **8.市场看涨欧元:** 随着欧洲历史性地转向扩大财政支出，资产管理公司将看涨的欧元头寸推高至五个月高点，对冲基金则削减了对欧元疲软的押注。
- **风险提示:** 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；通胀下行速率不及预期。

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

研究助理 韦祎

执业证书: S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书: S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《鸽派解读，更担忧增长而非通胀——2025 年 3 月 FOMC 会议点评》

2025-03-20

《德国 ZEW 投资者预期指数创两年内最高水平》

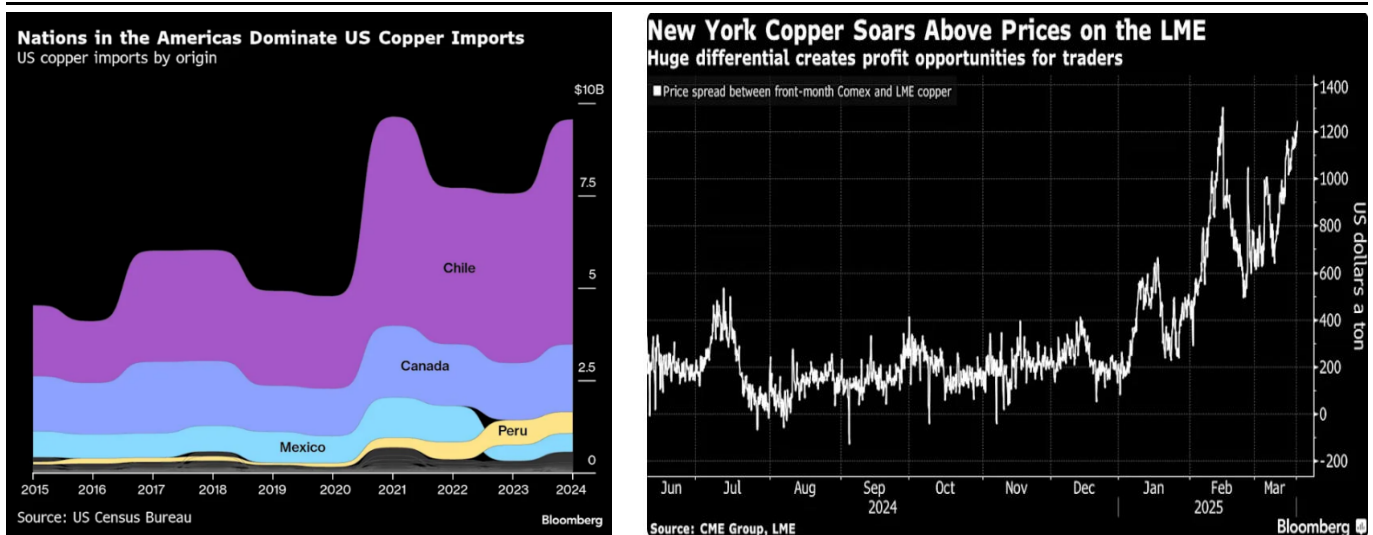
2025-03-19

图1：2月美国成屋销售环比+4.2%，预期-3.2%，前值由-4.9%上修至-4.7%；中位房价同比+3.8%达到398,400美元，房屋供应量同比+17%。



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图2：特朗普上个月末下令美国商务部以国家安全为由对可能的铜关税进行调查，运往美国港口的铜船运量创下历史新高。纽约商品交易所 (Comex) 和伦敦金属交易所 (LME) 之间的价格差周三升至每吨1,200美元以上，接近2月中旬创下的历史最高水平，相当于12%的溢价。

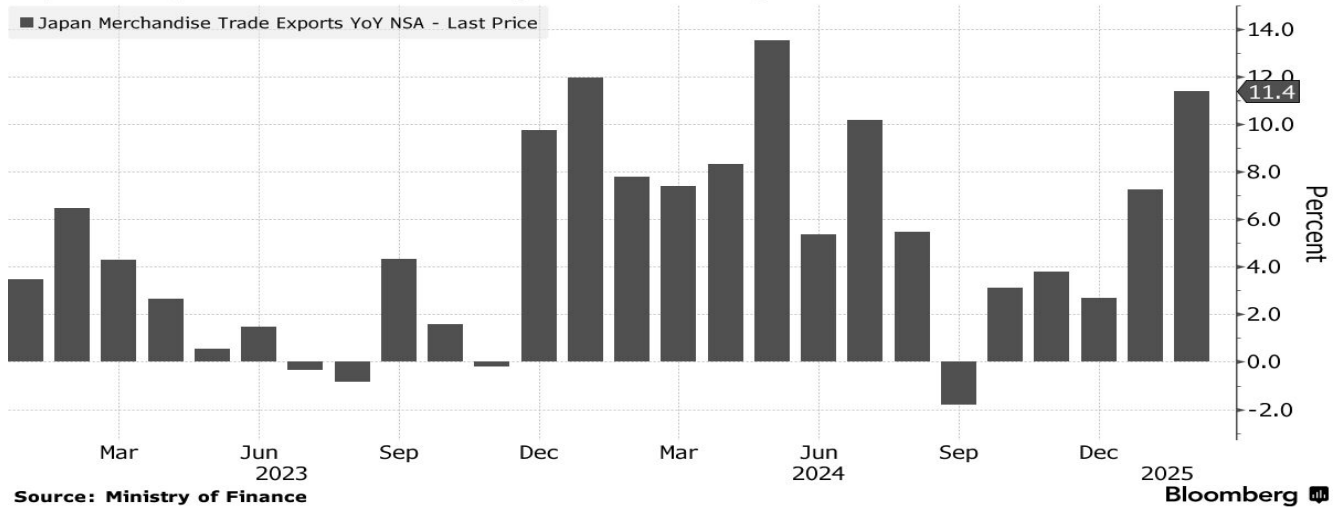


数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图3: 在特朗普政府即将与 4 月 1 日公布贸易审查结果之前, 2 月日本出口同比飙升 11.4%, 贸易差额重新转为顺差。其中, 对美国的汽车、半导体制造设备和芯片出口 (按价值计算增长 10.5%) 带动了增长。

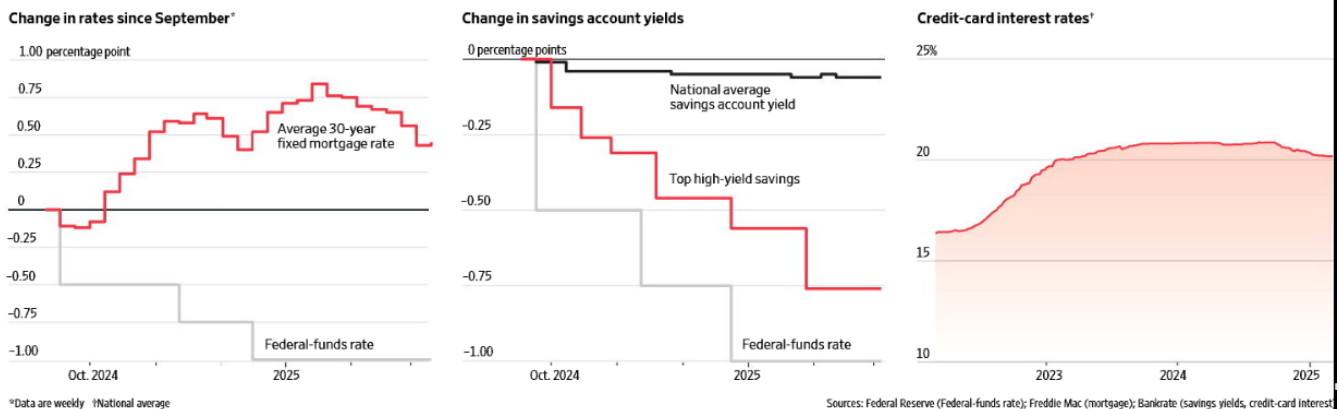
Stronger Exports

Japan's exports rose at a faster pace in February



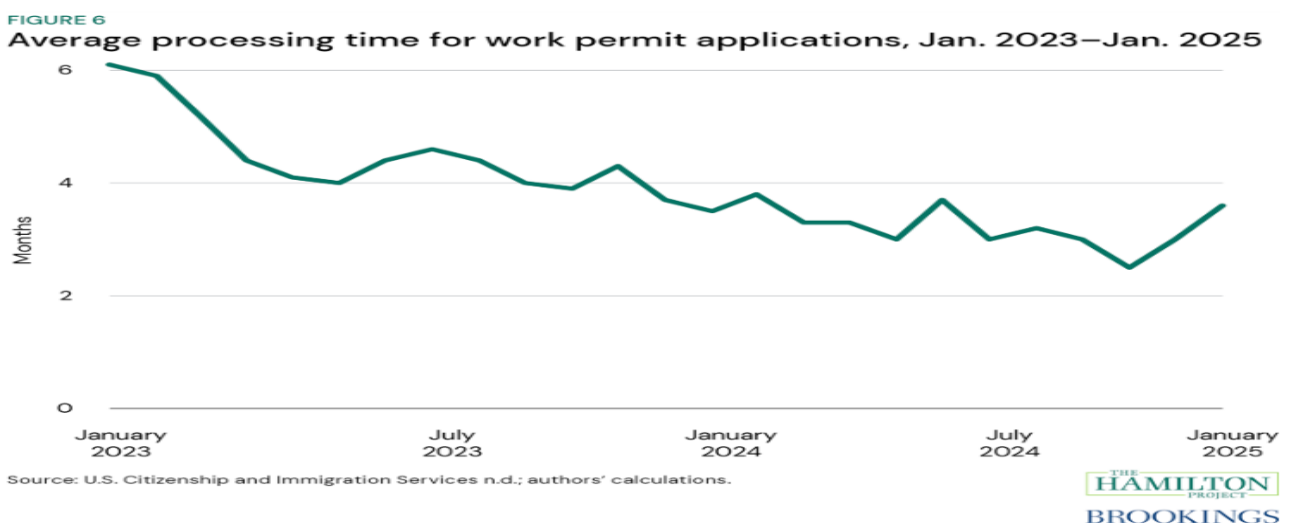
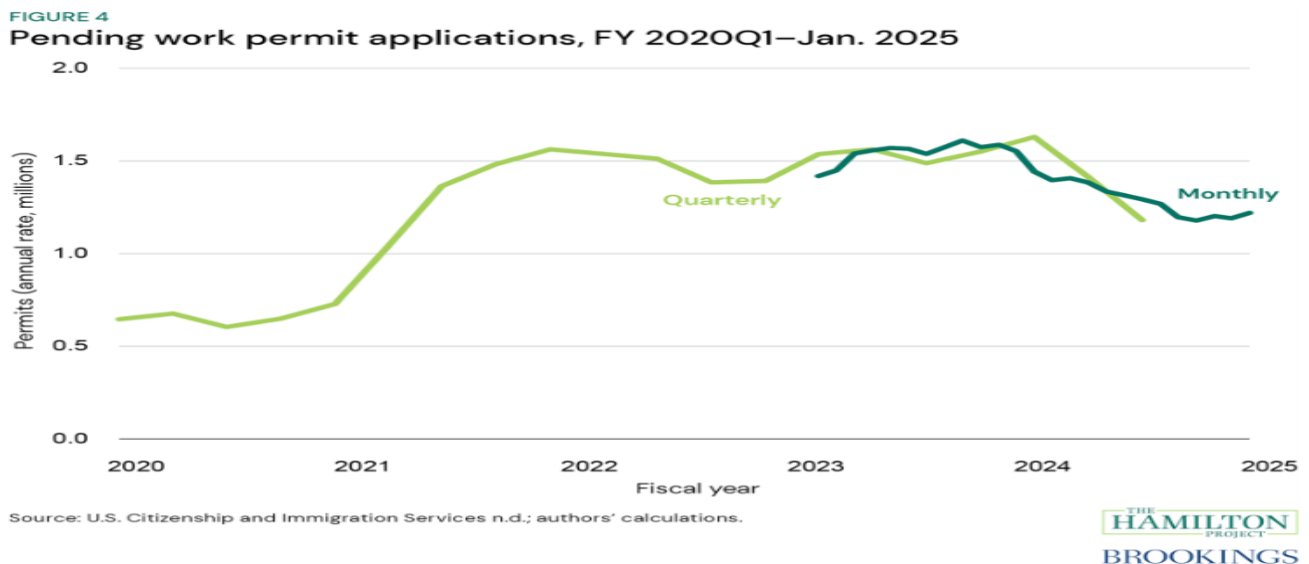
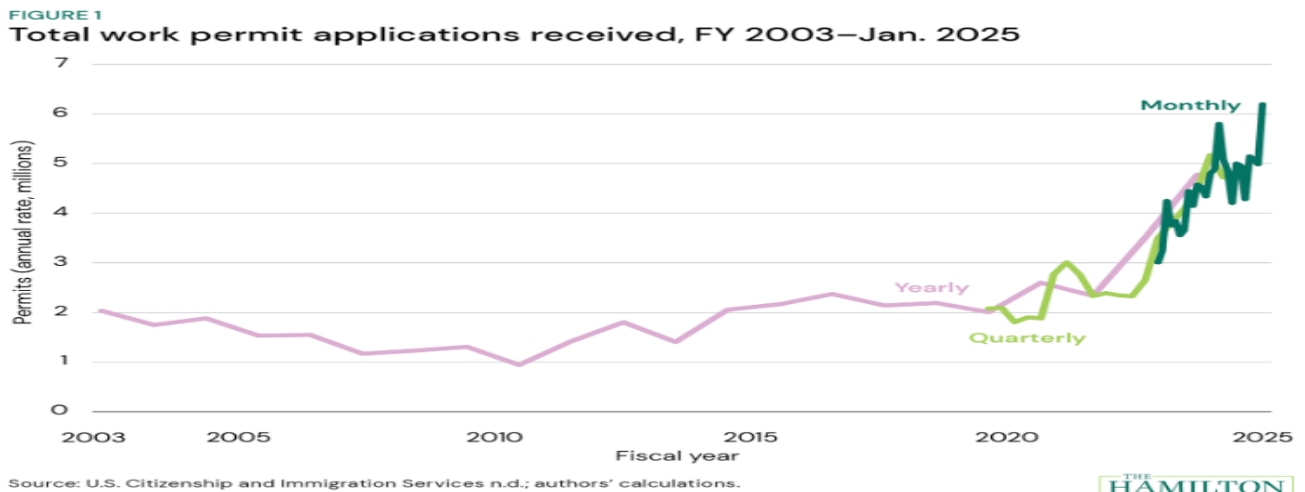
数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图4: 自美联储 2024 年 9 月降息以来, 联邦基金利率持续走低。然而, 平均 30 年期固定按揭贷款利率却出现小幅走高, 信用卡平均利率仅从历史最高点 20.79% 略微降至 20.09%, 存款利率仅略有下降, 这使得“存款搬家”行为越来越难实现。



数据来源: WSJ、东吴证券研究所

图5: Brookings 采用工作许可申请数据的研究显示, 自 FY2022 以来, 移民的工作许可申请数量持续走高。2023 年和 2024 年, 超过六个月的待处理申请数量呈下降趋势, 但仍保持在 50 多万份的高位。工作许可申请表明先前的移民目前仍在推高劳动力供应, 特朗普的新政策在多大程度上减少了移民以及随后对劳动力市场的影响还有待观察。

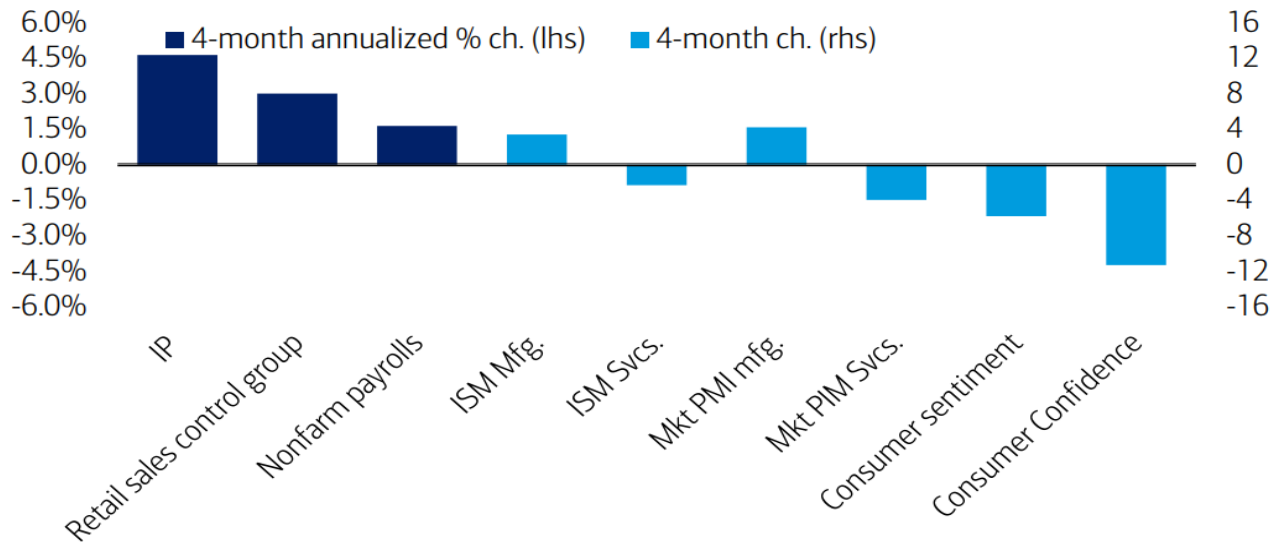


数据来源: The Brookings Institution、东吴证券研究所

图6: 美银认为, 在对比“硬数据”与“软数据”时, 要注意做了什么而不是说了什么。本周公布的工业产值、核心零售销售好于预期, 但调查数据偏弱、信号混乱。近年来, 调查指标与实际经济活动之间的信号分歧严重。

Exhibit 1: Hard data has been strong in recent months while some soft data has been mixed

Latest changes in key economic variables



Source: BLS, University of Michigan, ISM, S&P Global, Conference Board, Census Bureau, Haver Analytics

BofA GLOBAL RESEARCH

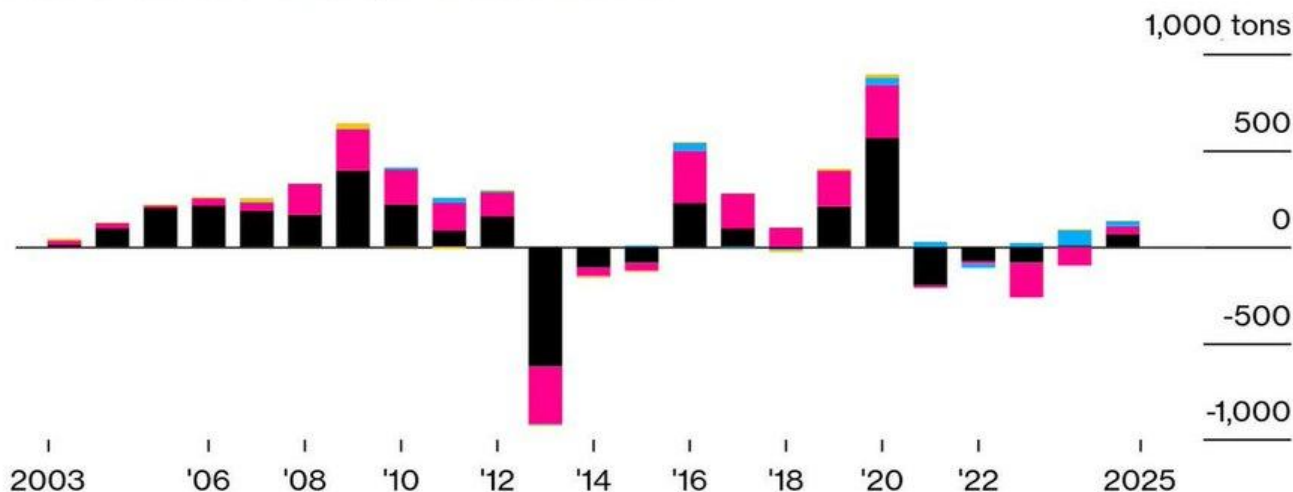
数据来源: BofA、东吴证券研究所

图7: 过去四年里投资者一直抛售黄金 ETF, 今年转而成其净买入者; 对经济放缓的担忧可能促使投资者进一步买入; 截至 2 月底, 基金经理仍然做多黄金。

Investors Become Net Buyers of Gold ETFs This Year

North America sees strongest inflow for February ever

■ North America ■ Europe ■ Asia ■ Other



Source: WGC, Bloomberg

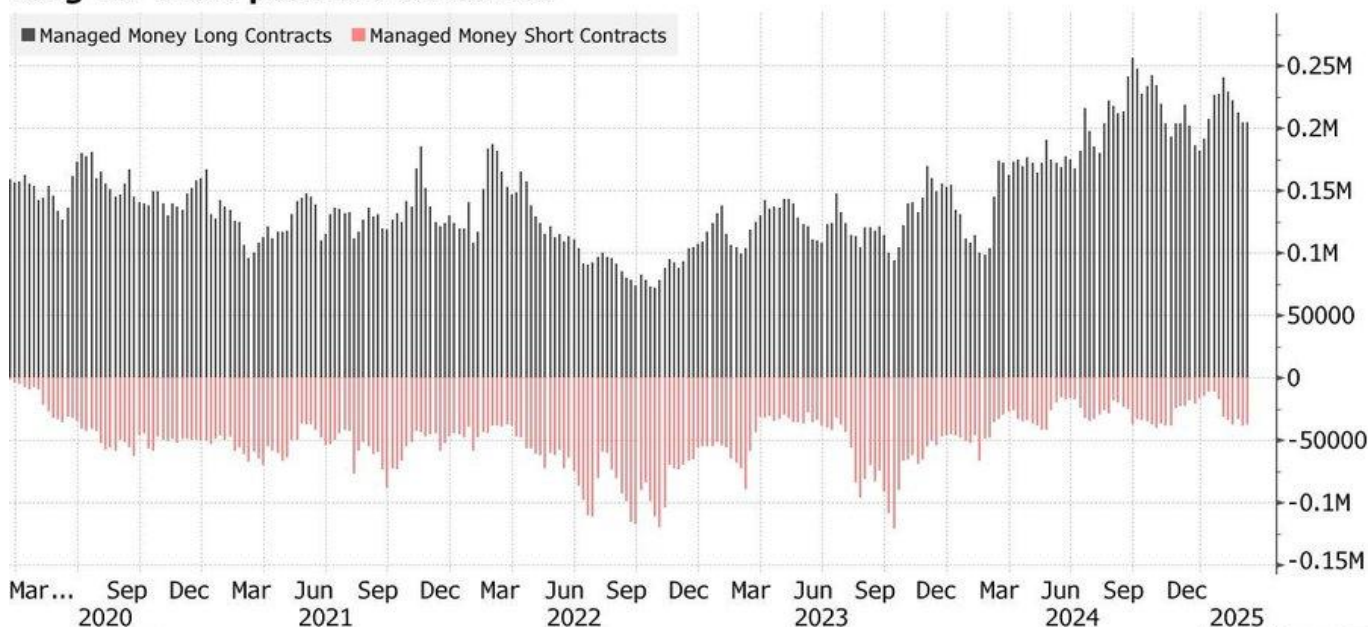
Note: 2025 is as of end-February.

Bloomberg

Money Managers are Bullish on Gold

Long vs. short positions on Comex

■ Managed Money Long Contracts ■ Managed Money Short Contracts



Source: CFTC

Bloomberg

数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图8: 随着欧洲历史性地转向扩大财政支出, 资产管理公司将看涨的欧元头寸推高至五个月高点, 对冲基金则削减了对欧元疲软的押注。

Asset Managers Boost Longs as Euro Rebounds



数据来源: Bloomberg、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>