

财政扩张令德国国债利率飙升

2025 年 03 月 07 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

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

- **1.美国 2 月 ADP 就业暴跌：**2 月 ADP 美国私营单位就业+7.7 万人，预期+14 万，前值+18.3 万。其中制造和建筑业逆势增加，教育医疗业、贸易/运输业走弱。
- **2.近期美股波动：**标普 500 指数的 1 个月与 3 个月期 VIX 波动之差转正，从历史看，美股可能正在触及短期低点。
- **3.科技股下跌的广泛性：**当前标普 500 信息技术指数中，仅有 33%股票在 200MA 之上，即每 3 只标普 500 科技股中就有 2 只的交易价格低于 200MA。此外，等权重标准普尔 500 科技板块在过去 2 周下跌了 10.5%，这是自 2022 年 9 月以来最大的连续 2 周滚动跌幅。科技股的疲软并不限于大型股。
- **4.德国国债利率飙升：**德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策，据德银，这是“战后历史上最大的持续赤字”，受此影响，德国国债利率飙升 30bps，1990 年以来最大。
- **5.欧元看涨期权走高：**当前欧元期权市场的看涨情绪非常高，“欧元-美元”一周风险逆转指标出现与 2020 年相似的上冲态势（2020 年的最高点汇率录得 1.20）。
- **6.美国汽车关税的影响：**隔夜报道称特朗普考虑暂缓加、墨的汽车进口关税。特朗普曾威胁要向进口汽车加征 25%关税，但北美汽车产业链高度融合，美国汽车制造商 80%以上关键汽车零部件进口依赖加拿大和墨西哥。因此彭博认为，对这些商品征收关税意味着美国实际上是在对自己征税。
- **7.美国对加墨加征 25%关税的影响推演：**据 Brookings 测算，对加、墨加征 25%关税影响美国 GDP 增长下降约 0.25 个百分点，如果采取报复措施，GDP 将下降超过 0.3 个百分点；就业方面，25%的进口关税将导致就业岗位下降 0.11%；如果采取报复性措施，就业损失将上升至 0.25%。关税将导致美国通胀率上升超过 1.3 个百分点；如果采取报复措施，通胀率增幅将会有所降低，约为 0.77 个百分点。
- **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。

相关研究

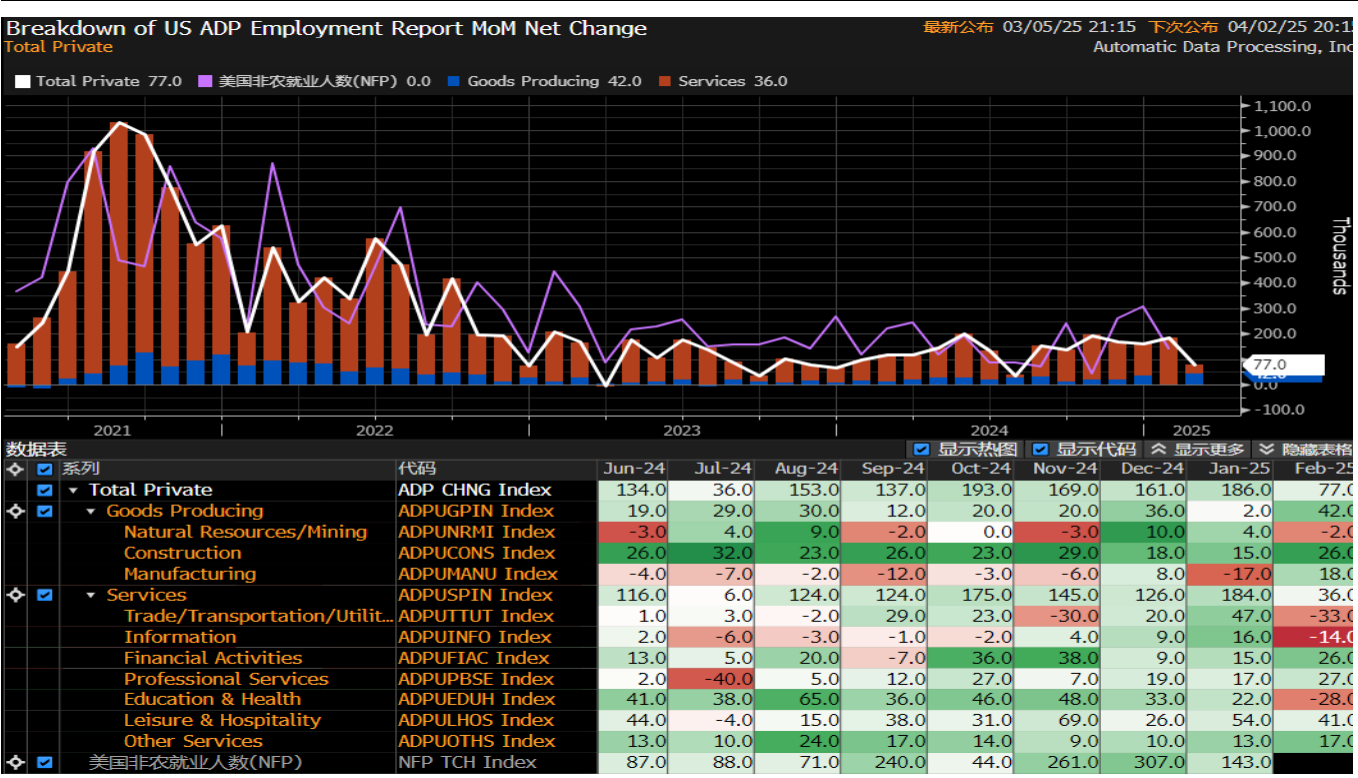
《资本市场有望迎来更多长线活水》

2025-03-06

《宏观政策要“投资于”——学习政府工作报告精神》

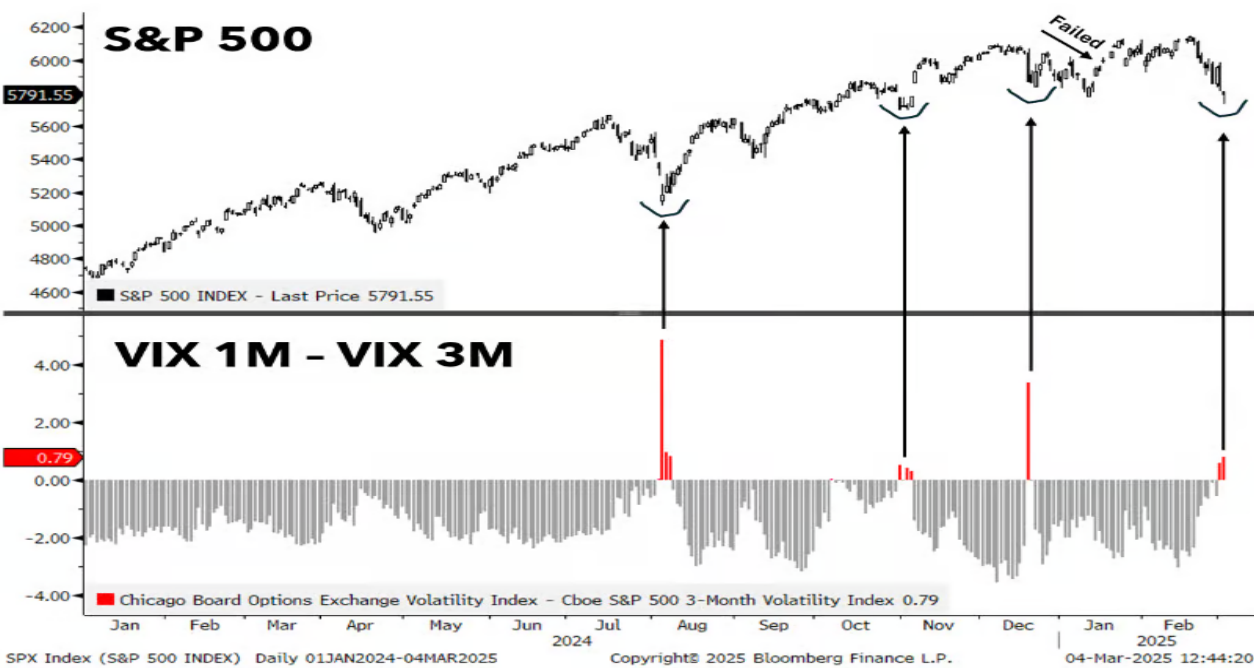
2025-03-05

图1：2月 ADP 美国私营单位就业+7.7 万人，预期+14 万，前值+18.3 万。其中制造和建筑业逆势增加，教育医疗业、贸易/运输业走弱。



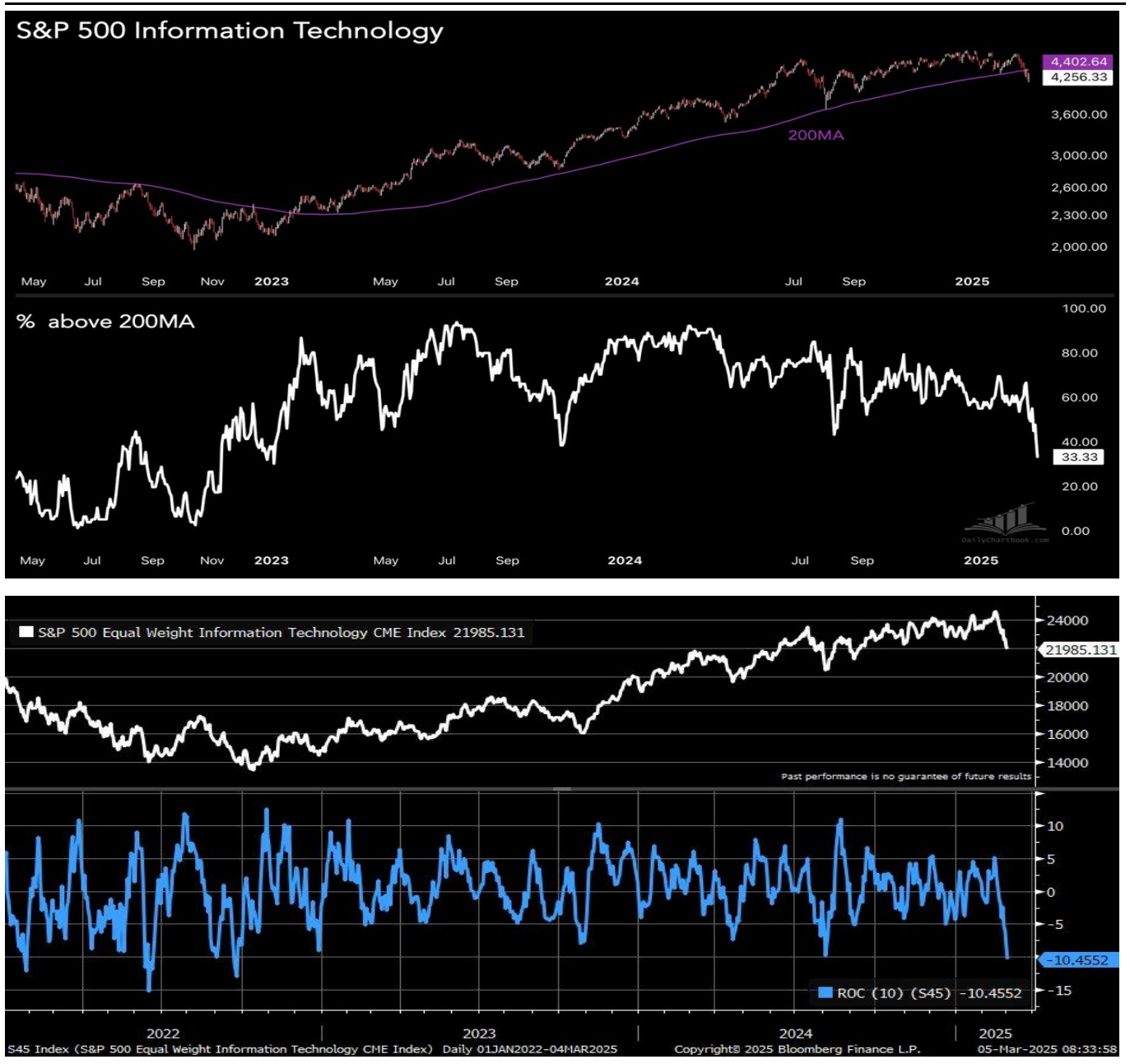
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图2：标普 500 指数的 1 个月与 3 个月期 VIX 波动之差转正，从历史看，美股可能正在触及短期低点。



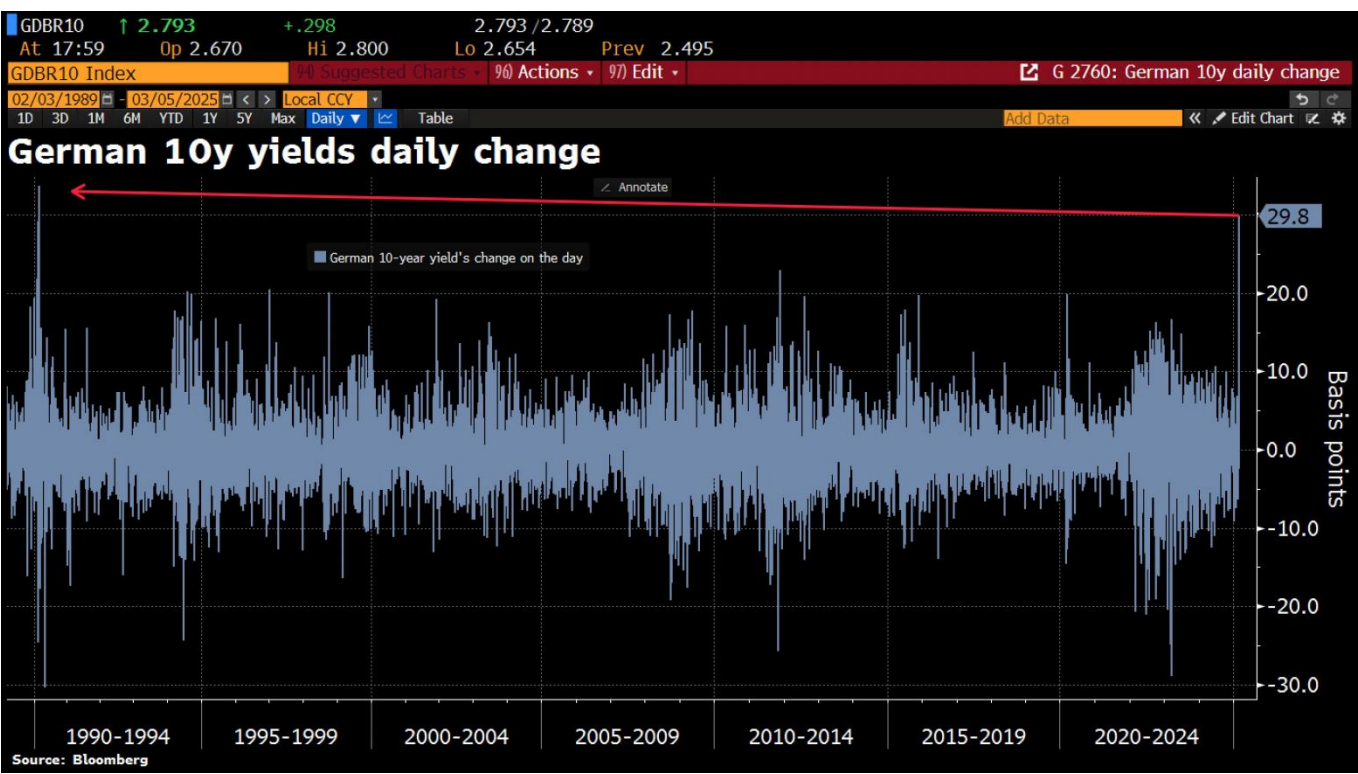
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图3: 当前标普 500 信息技术指数中, 仅有 33%股票在 200MA 之上, 即每 3 只标普 500 科技股中就有 2 只的交易价格低于 200MA。此外, 等权重标准普尔 500 科技板块在过去 2 周下跌了 10.5%, 这是自 2022 年 9 月以来最大的连续 2 周滚动跌幅。科技股的疲软并不限于大型股。



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图4：德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策，据德银，这是“战后历史上最大的持续赤字”，受此影响，德国国债利率飙升 30bps，1990 年以来最大。



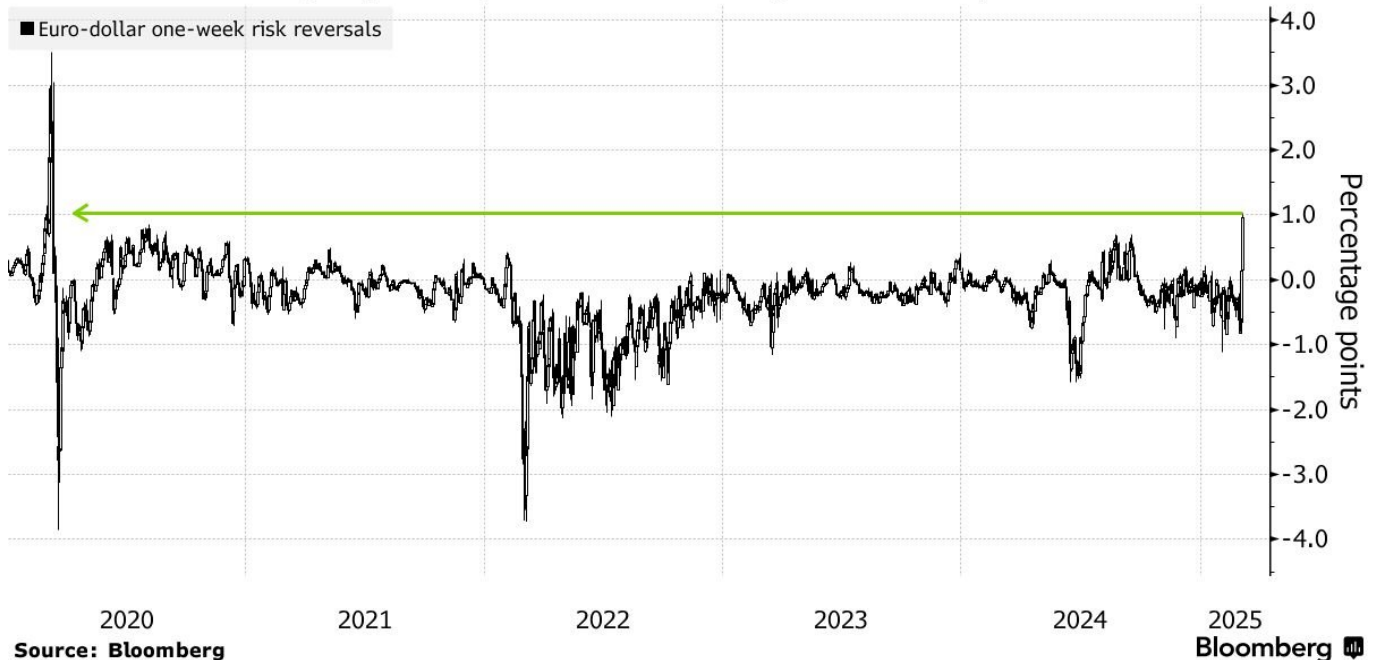
数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图5：当前欧元期权市场的看涨情绪非常高，“欧元-美元”一周风险逆转指标出现与2020年相似的上冲态势（2020年的高点汇率录得1.20）。

Euro Seen Rallying on Germany's Game-Changing Moment Traders bet the currency could rally above \$1.12 resistance toward \$1.20

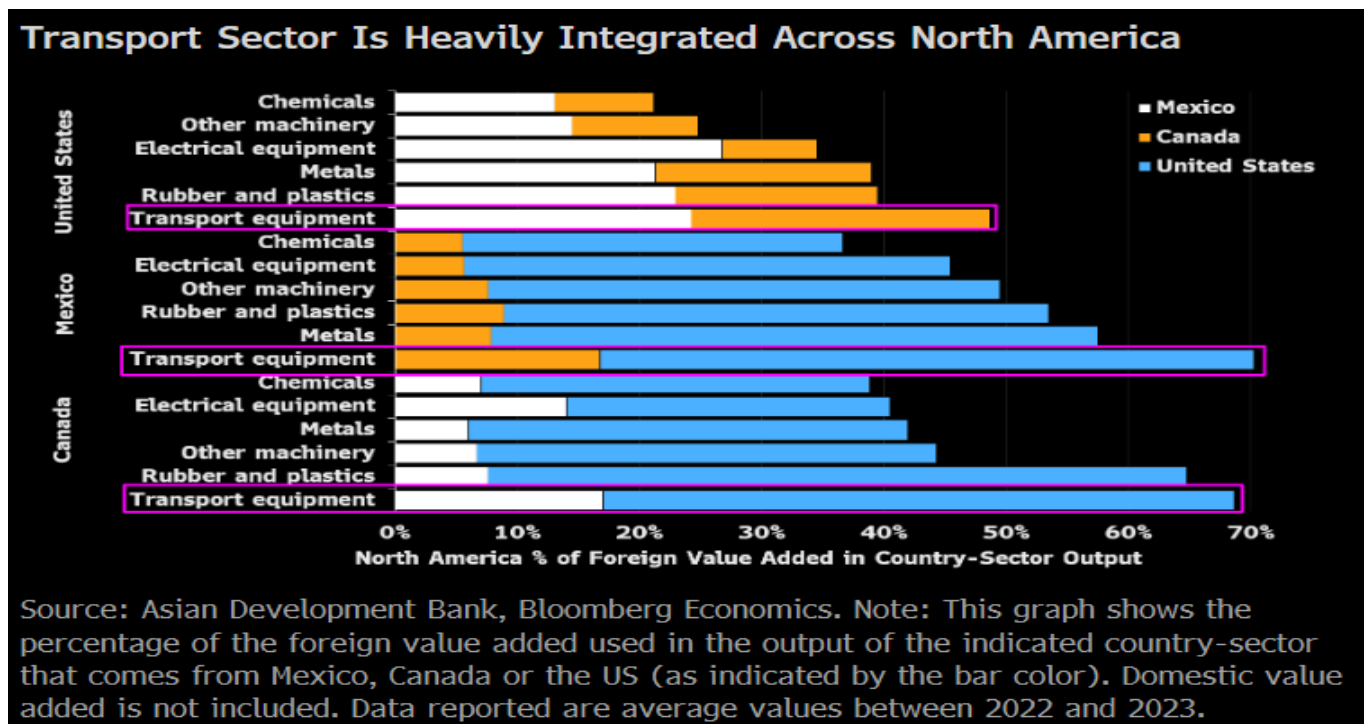


Euro Options Sentiment Most Bullish Since 2020 Traders rush to buy topside options as some target move to \$1.20



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图6：隔夜报道称特朗普考虑暂缓加、墨的汽车进口关税。特朗普曾威胁要向进口汽车加征 25%关税，但北美汽车产业链高度融合，美国汽车制造商 80%以上关键汽车零部件进口依赖加拿大和墨西哥。因此彭博认为，对这些商品征收关税意味着美国实际上是在对自己征税。



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

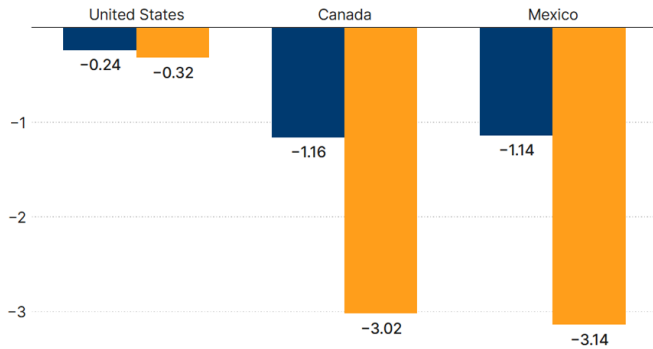
图7: Brookings 测算, 对加、墨加征 25%关税影响美国 GDP 增长下降约 0.25 个百分点, 如果采取报复措施, GDP 将下降超过 0.3 个百分点; 就业方面, 25%的进口关税将导致就业岗位下降 0.11%; 如果采取报复性措施, 就业损失将上升至 0.25%。关税将导致美国通胀率上升超过 1.3 个百分点; 如果采取报复措施, 通胀率增幅将会有所降低, 约为 0.77 个百分点。

Impact of tariffs on GDP

Percentage point change in real GDP growth, relative to base

■ US 25% tariff

■ Canada and Mexico 25% retaliatory tariffs



Source: Author's calculations

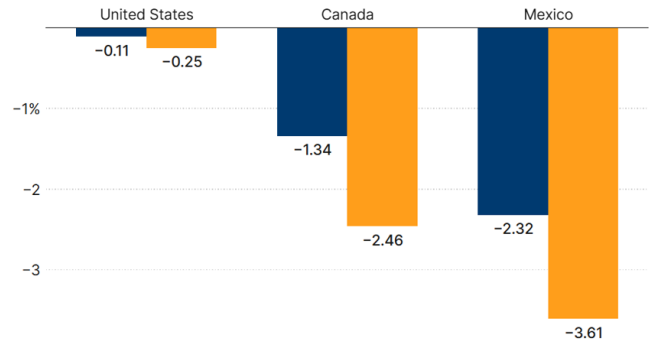
Download image

Job losses from tariffs

% change in total employment, relative to base

■ US 25% tariff

■ Canada and Mexico 25% retaliatory tariffs



Source: Author's calculations

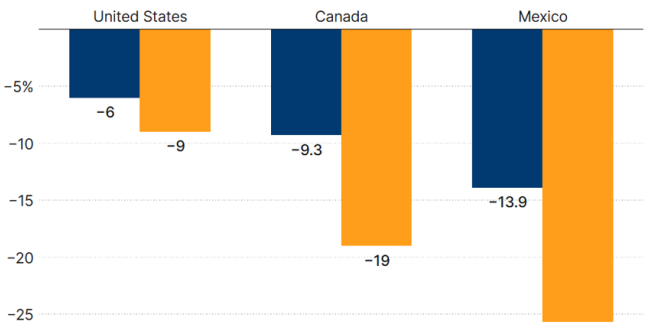
Download image

Impact of tariffs on exports

% change in exports across USMCA countries, relative to base

■ US 25% tariff

■ Canada and Mexico 25% retaliatory tariffs



Source: Author's calculations

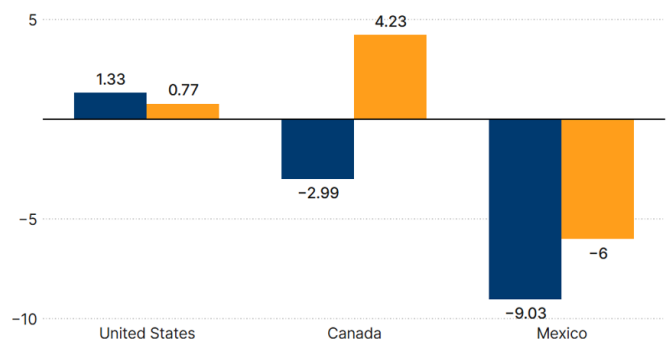
Global Economy and Development
at BROOKINGS

Impact of tariffs on inflation

Percentage point change in consumer prices, relative to base

■ US 25% tariff

■ Canada and Mexico 25% retaliatory tariffs



Source: Author's calculations

Global Economy and Development
at BROOKINGS

数据来源: Brookings Institution、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>