

衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌

2025年03月02日

■ **核心观点：**近期美国经济数据持续疲软、美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增速预测，引致市场对美国的衰退叙事再起，降息预期显著升温；叠加本周特朗普关税政策再度升级推升市场避险情绪，美元指数走强、美债利率大幅下行、美股大跌。下周关注 2 月美国非农就业和 ISM PMI 数据。向前看，我们认为美国经济仍有韧性，但预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成短期冲击，且关税的不确定性料加剧市场对美国增长前景的担忧，短期看降息预期仍有进一步升温空间。

■ **大类资产：**衰退预期与关税升级扰动市场情绪，美债利率大幅下行，美股大跌。本周公布的美国经济数据延续疲软、美联储模型对 25Q1 美国 GDP 增速大幅下修至负区间，引致市场对美国经济衰退预期升温，降息预期进一步回升；叠加特朗普关税冲击升级推升避险情绪，美元走强，美债利率大幅下行，美国和亚太股市大跌。全周（2 月 24 日至 28 日）来看，美元指数上涨 0.94%，美债利率持续下行，10 年美债利率降 22bps 至 4.21%，2 年美债利率降 21bps 至 3.99%；标普 500、纳斯达克、恒生指数分别下跌 0.98%、3.47%、2.29%。此外，部分受获利止盈以及股市下跌引发的去杠杆压力影响，本周黄金大跌，现货黄金价格下跌 2.66%，收于 2858 美元/盎司，为近一个月以来的低位。

■ **海外经济：**延续偏弱的经济数据和 GDP 预测加剧美国经济“衰退”叙事。本周公布的美国经济数据整体延续弱势，1 月 PCE 通胀完全符合预期、温和回落，而受净出口领先数据大跌影响，本周美联储 GDPNow 对 25Q1 美国 GDP 预测值大幅下修至负区间，强化市场对于美国增长前景的担忧，带动降息预期升温。**增长方面**，周二公布的 2 月美国咨商会消费者信心指数录得 98.3，为 2024 年 6 月以来新低，调查者对未来 12 个月衰退预期上升；周三、周四公布的 1 月新屋销售（环比-10.5%，预期-2.6%）和待建房屋销售（环比-4.6%，预期-0.9%）均偏弱；周五公布的 PCE 个人支出环比-0.2%，预期+0.2%；实际个人支出环比-0.5%，预期-0.1%。1 月耐用品订单则好于预期：环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；核心资本品订单环比+0.8%，预期+0.3%，前值由+0.4%下修至+0.2%。**通胀方面**，1 月 PCE 物价指数各主要分项完全符合预期，较 1 月 CPI 相比更温和：PCEI 同比+2.5%，前值+2.6%，环比+0.3%，前值+0.3%；核心 PCE 同比+2.6%，前值+2.8%；核心环比+0.3%，前值+0.2%。虽然此前在 PPI 数据发布后，市场对 1 月 PCE 通胀已有一定的预期，但延续温和回落的数据仍令市场对于通胀的担忧有所缓解。值得注意的是，在周五 PCE 和批发、零售、领先商品贸易数据公布后，亚特兰大联储 GDPNow 模型将 25Q1 美国 GDP 增速预测由前值+2.32%大幅下修至-1.48%。从分项看，预测值转负的原因是净出口分项贡献度由-0.41%下修至-3.7%，而反映 GDP 核心动能的消费与投资下行幅度相对可控，因而“核心 GDP”国内私人净购买预测值仅由+1.97%小幅下行至+1.49%。相应地，未将领先商品贸易数据纳入模型的纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 增速预测最新为+2.935%。我们认为，**净出口分项预测大跌的背后或许与美国贸易商因对关税的担忧而“抢进口”行为有关，虽然并不一定代表美国经济“又要衰退”，但如果市场“不求甚解”，可能又会强化市场的衰退叙事**。周五当晚数据发布后，联邦基金期货市场完全定价 6 月降息 25bps，2 年期美债利率下破 4.0%。下周关注 2 月美国非农就业数据，当前 51 名彭博分析师一致预期新增非农就业+16 万，失业率持平 4.0%。关注特朗普驱赶非法移民政策对新增非农就业的下行冲击。

■ **海外政治：**特朗普关税政策再升级；众议院通过 FY2025 预算决议，为延长 TCJA 减税法案铺路。本周特朗普在关税议程上继续加码，引致市场避险情绪攀升，美股持续回调。周二，特朗普签署行政令对美国的铜进口发起 232 调查，并要求商务部在 270 天提交调查报告；周三，特朗普在社交媒体称对欧盟汽车进口征收的关税或为 25%，并会很快发布；周四晚间，特朗普在办公室接受媒体采访时表示，3 月 4 日对加、墨关

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

相关研究

《理解经济“开门红”的两条线索——2 月 PMI 数据点评》

2025-03-01

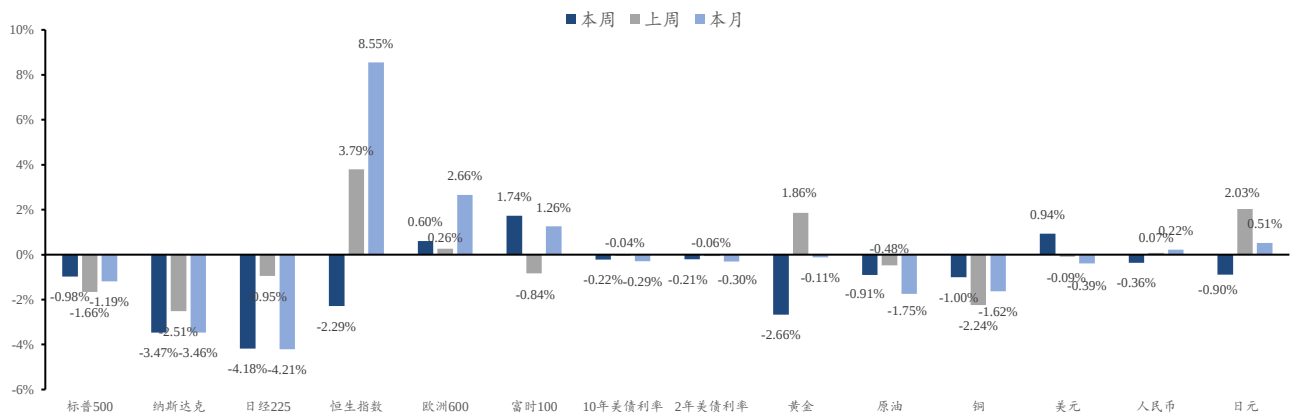
《美国 1 月耐用品订单环比超预期》

2025-02-28

税将如期实施、同时对中国额外加征 10% 关税，4 月 2 日的对等关税计划仍将完全有效。其中，本周宣布的对华额外 10% 关税超出市场预期。从近期加码关税政策的力度和节奏来看，特朗普针对关税的政策既针对特定地区（加拿大、墨西哥、中国、欧盟），也侧重重点商品（铜，以及此前特定加征的钢、铝、芯片和医疗产品等），并新创“对等关税”以落地全面关税思路，且符合其反复横跳、但“说了就会做”的施政风格。因此，虽然市场普遍认可关税作为特朗普外交工具的属性十分鲜明，但其关税广泛性和力度之大、超预期频率之高，仍令市场不得不逐步计价关税政策不确定性对市场情绪的冲击，并强化对美国经济增长前景的担忧。本周关税新闻发布后，叠加逊于预期的经济数据，市场避险情绪显著升温，带动美债利率持续下行、美股大跌。2 月 25 日，美国众议院通过其 2025 财年预算决议，指定了总体联邦收入、支出、赤字和债务的目标水平，其中包括延长将于 2025 年底到期的《减税和就业法案》（TCJA）所有个人税和遗产税条款，并预计将在截至 2034 财年期间累计增加 3.4 万亿美元赤字。如果这一预算决议得到两院批准，则将开启预算和解程序(budget reconciliation)，使主要的税收和支出立法能够以简单多数快速绕过参议院阻挠规则。而此前，参议院于 2 月 20 日批准了一项“瘦身”的同步预算决议(concurrent budget resolution)，其中包含与边境和国防支出、国内能源生产以及支出削减相关的预算和解程序，但不包括针对于税收的和解程序。根据预算立法程序，下一步两院需就预算决议进行协商，以达成同步预算决议，方有可能在国会得以通过。因此，预计接下来两院将围绕减税法案、削减支出和预算赤字等进行多轮博弈，并大概率与债务上限等问题捆绑协商，预计在临近 3 月 14 日债务上限再度到期之时将加剧市场波动。

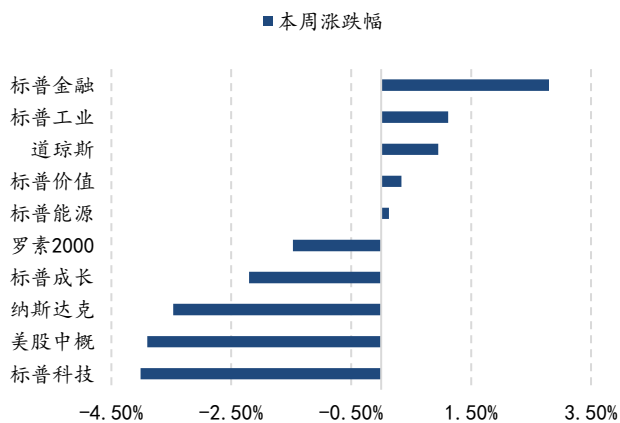
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：全球大类资产表现一览



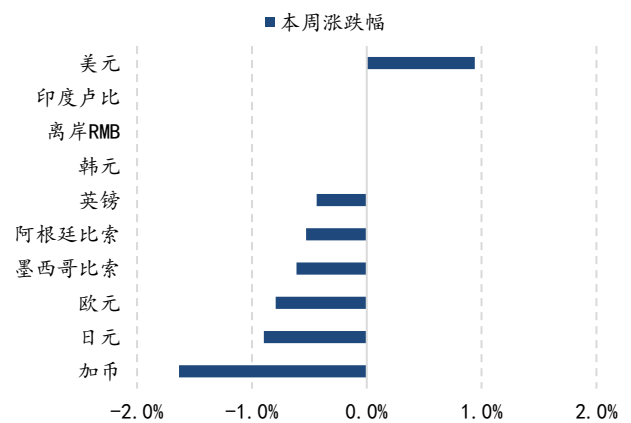
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



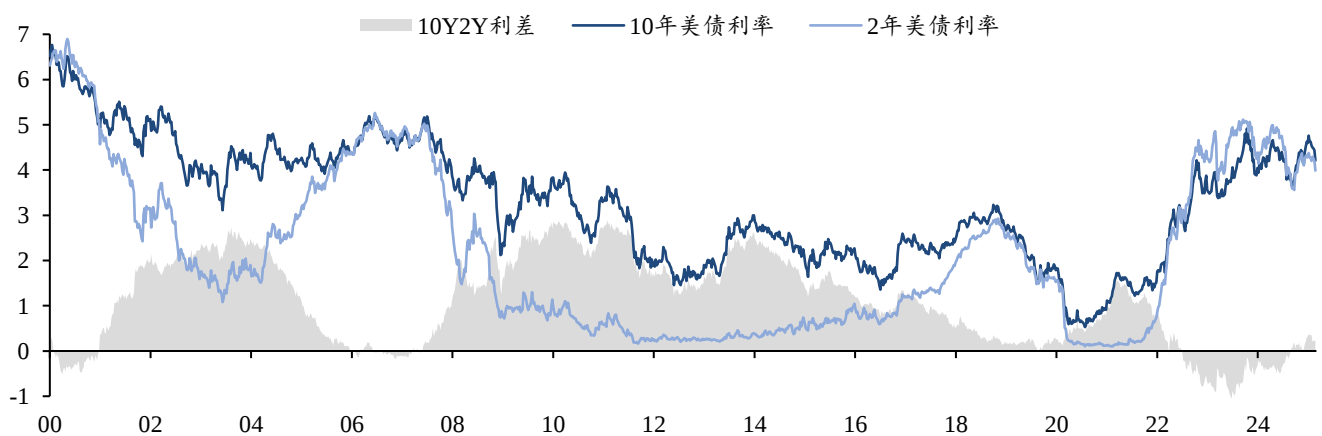
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅



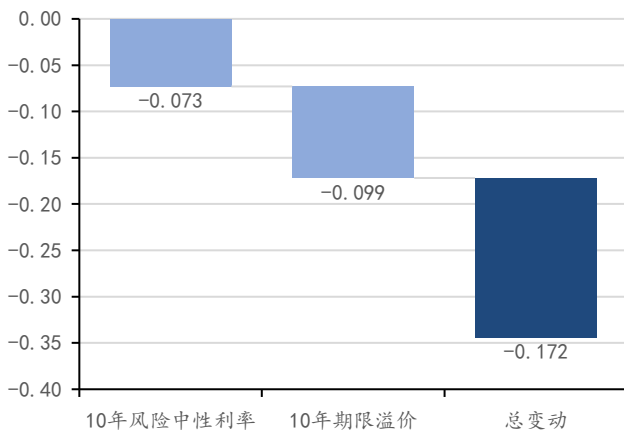
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：10年、2年美债利率与利差



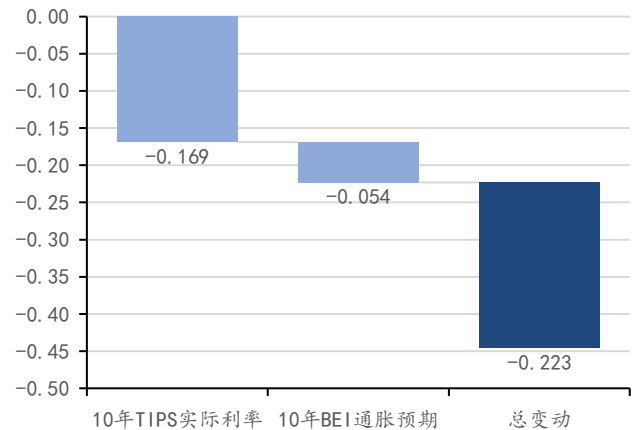
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

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)



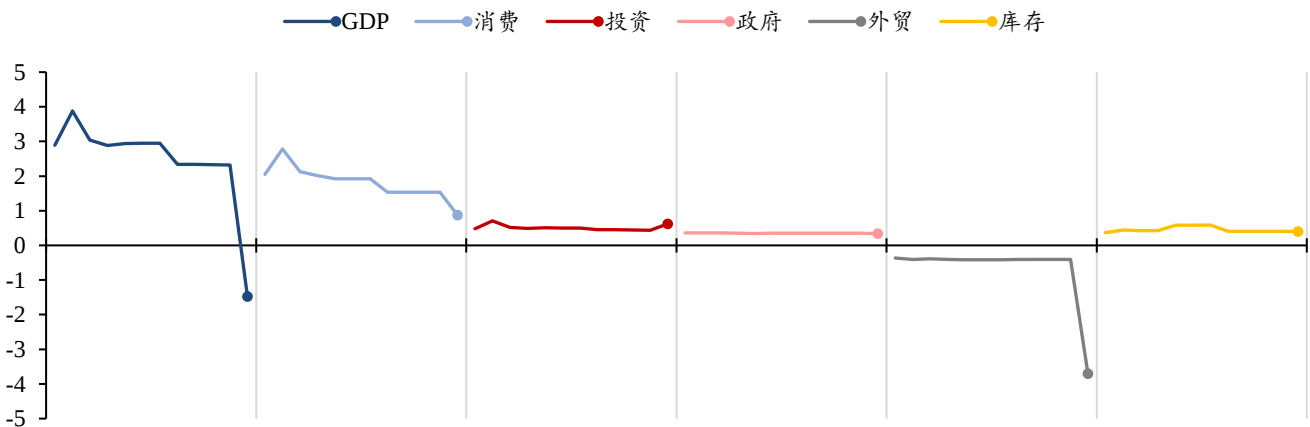
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



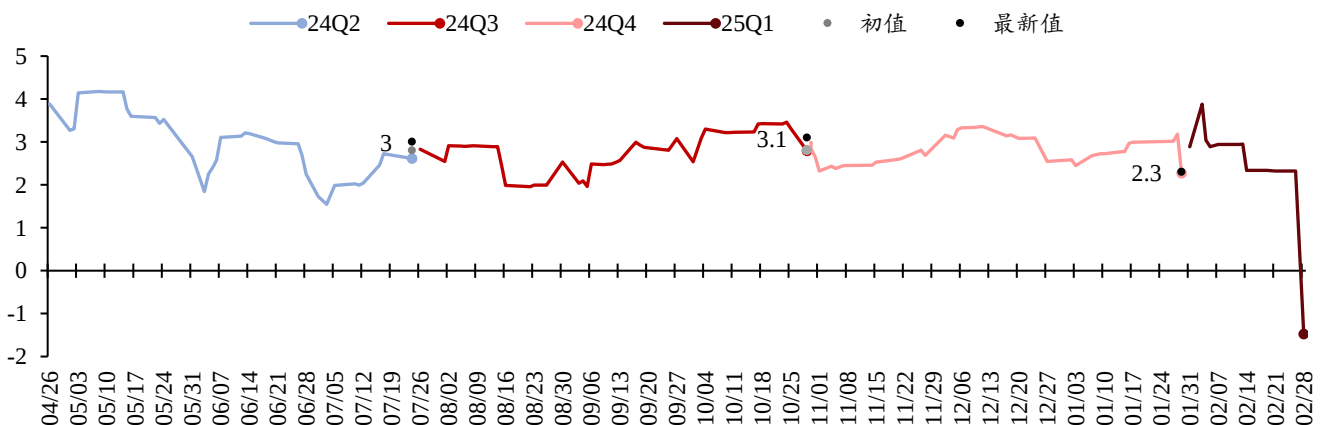
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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



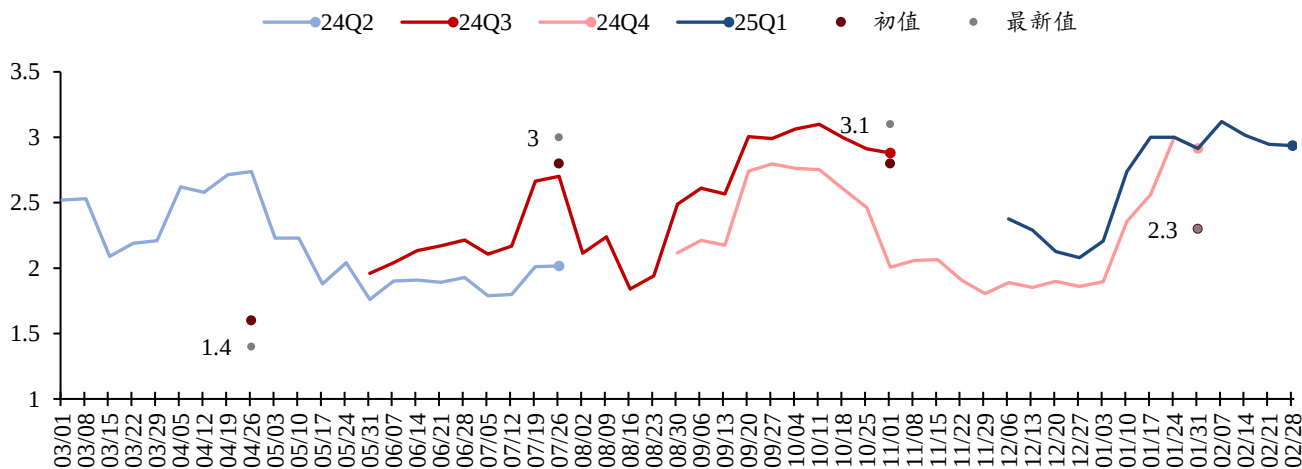
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为 2 月 28 日, 纵轴单位%, 季调环比年率

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



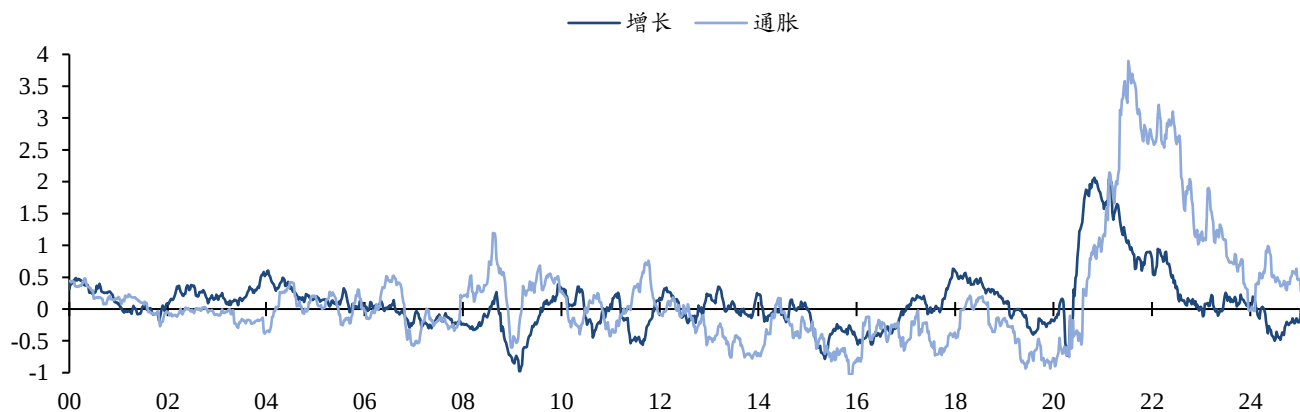
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

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



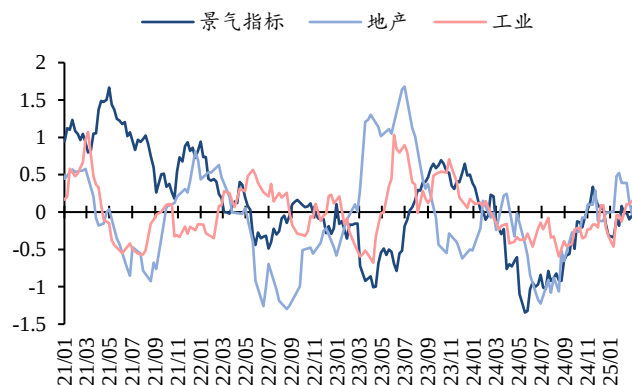
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10：美国经济意外指数增长与通胀分项



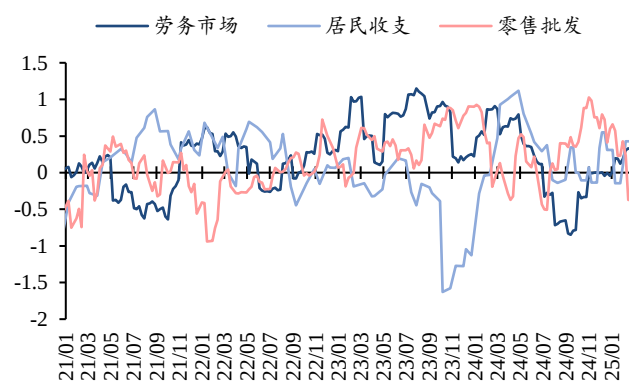
数据来源：彭博、东吴证券研究所

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: 美国首申失业与持续申领失业金人数



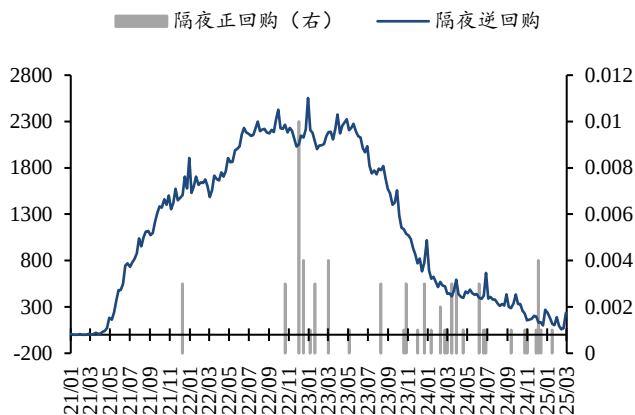
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图14: 美国首申失业与持续申领失业金人数 4 周均线



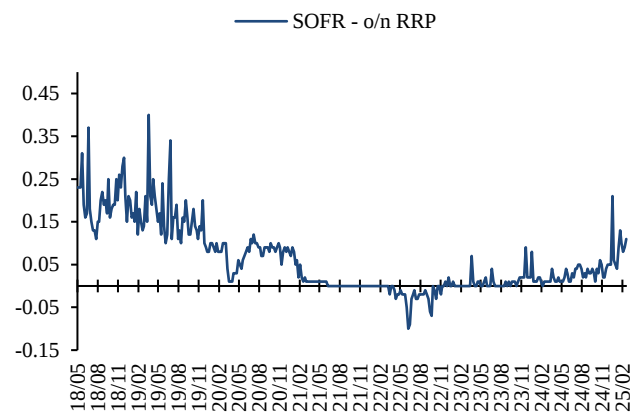
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图15: 纽约联储接收隔夜正回购和逆回购规模



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位\$bn

图16: 美国货币市场关键利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图17: 美联储负债端分项



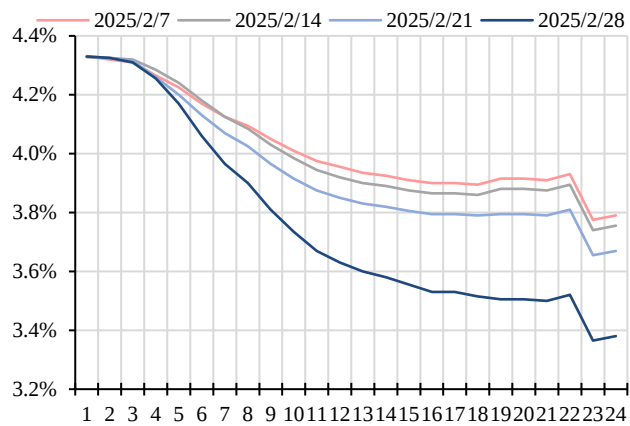
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位\$bn

图18: 美联储净流动性投放与标普 500 指数



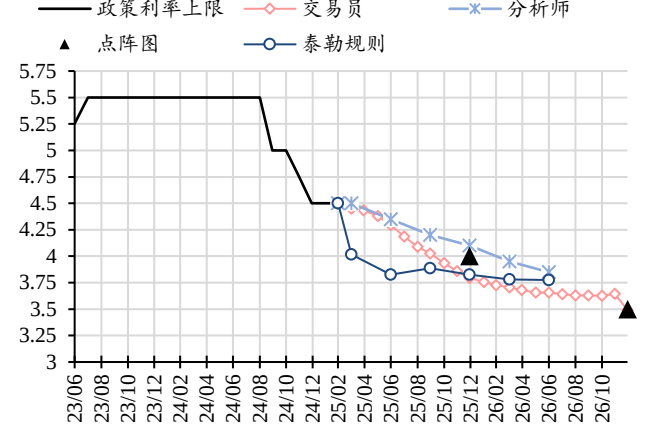
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 右轴单位\$bn

图19: 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20: 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%

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>