

美国 1 月耐用品订单环比超预期

2025 年 02 月 28 日

- **1.美国耐用品订单走强:** 1 月美国耐用品订单环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；除飞机外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%。
- **2.欧洲股市反弹的原因:** WSJ 认为，相对收益优势和制造业复苏迹象或为欧洲股市跑赢的原因。随着美国七大科技巨头的估值开始显得泡沫化，欧洲成为分散投资的理想选择；基于未来 12 个月的盈利收益率预测，欧洲股票相对于通胀保护国债提供了 6.2%的溢价，是美国股票的两倍多。最新的 PMI 表明，德国制造业衰退可能即将结束，军工股在军备扩张的背景下同样走强。
- **3.不同口径下中国对美出口的数据差异:** 纽约联储的研究认为，2018 年以来，美国与其他国家的贸易逆差持续增加，但出于不同统计口径的原因，美国从中国的进口下降幅度并未如普遍预期的那样大，直接面向消费者的“微量”贸易正在持续走高。
- **4.25%部分商品关税的经济影响:** 特朗普声称将会对所有汽车、医药和半导体进口征收 25%的关税。耶鲁预算实验室测算，该政策相当于将美国整体有效关税税率提高 5.2%，2025 年 GDP 增长率或下降 0.2-0.3 个百分点；由于关税的累退性，底层家庭所受的影响是顶层家庭的 3 倍。
- **5.关税影响与汇率:** 近期欧元对特朗普关税言论敏感度降低。尽管涉欧关税新闻频频出现，但欧元自本月初以来交易波动区间越来越窄。
- **6.经济数据影响下的日元汇率:** 随着经济数据走强，交易员增加对日本数据的关注。在工资和 GDP 数据发布的 5 分钟内，日元汇率的波动性较此前大幅提升。
- **7.TCJA 法案永久化的影响:** TAX Foundation 测算，TCJA 法案中个人、遗产和企业税收的永久化将会在 10 年内持续提升 GDP，并在 2034 年达到+1.0%。TCJA 的永久化会导致赤字增长和利息成本增加，经济增长将在一定程度上抵消部分收入损失，但仍有大量赤字需要应对。就分配效应而言，TCJA 的永久化将令收入最高的五分之一人群的收入平均增长 3.3%，收入最低的五分之一人群的收入平均增长 2.8%。
- **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

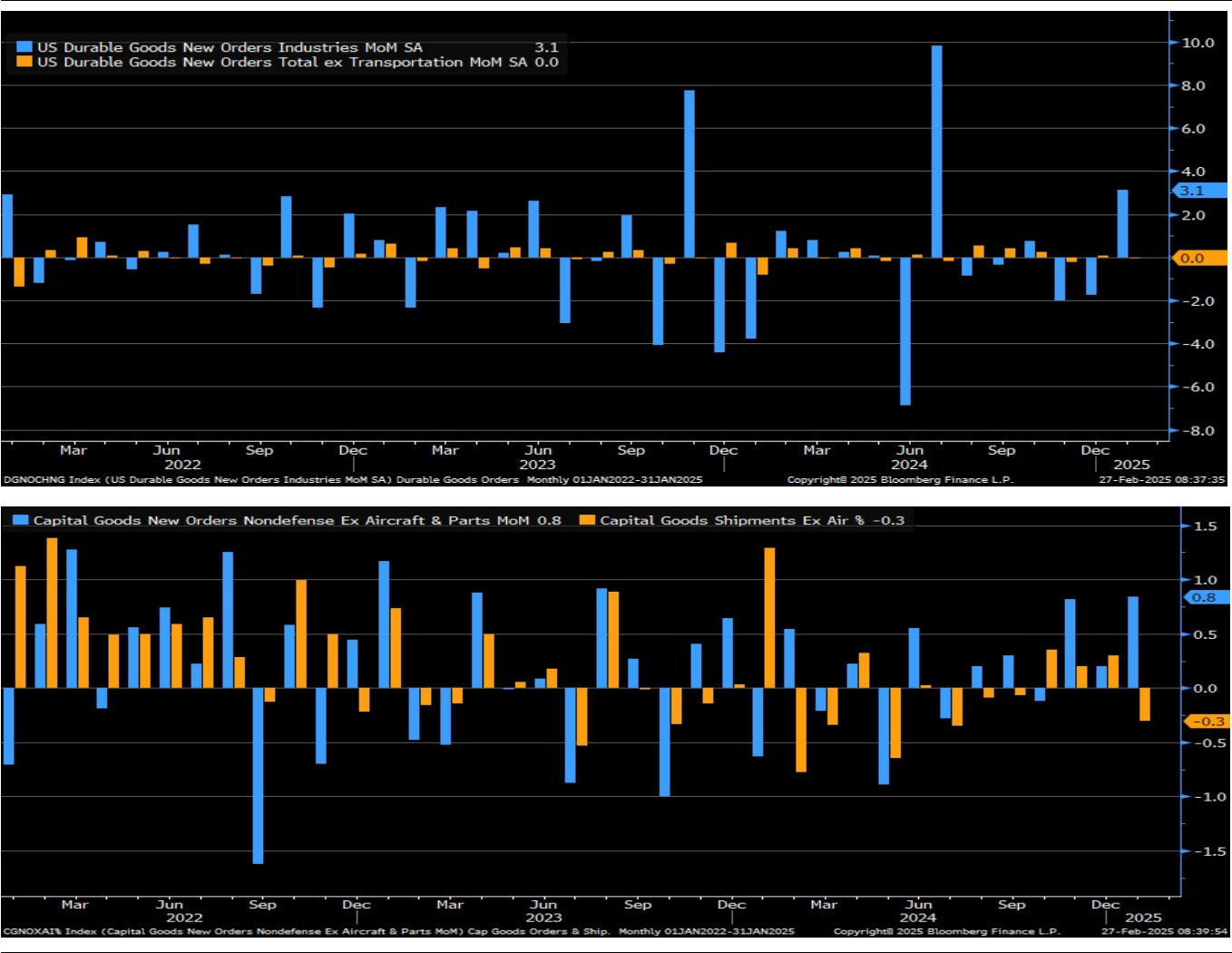
《DOGE is a doge: 马斯克政府效率部
1 万亿美元开支削减目标难实现》

2025-02-26

《市场缩量回调，消费电子逆势走
强》

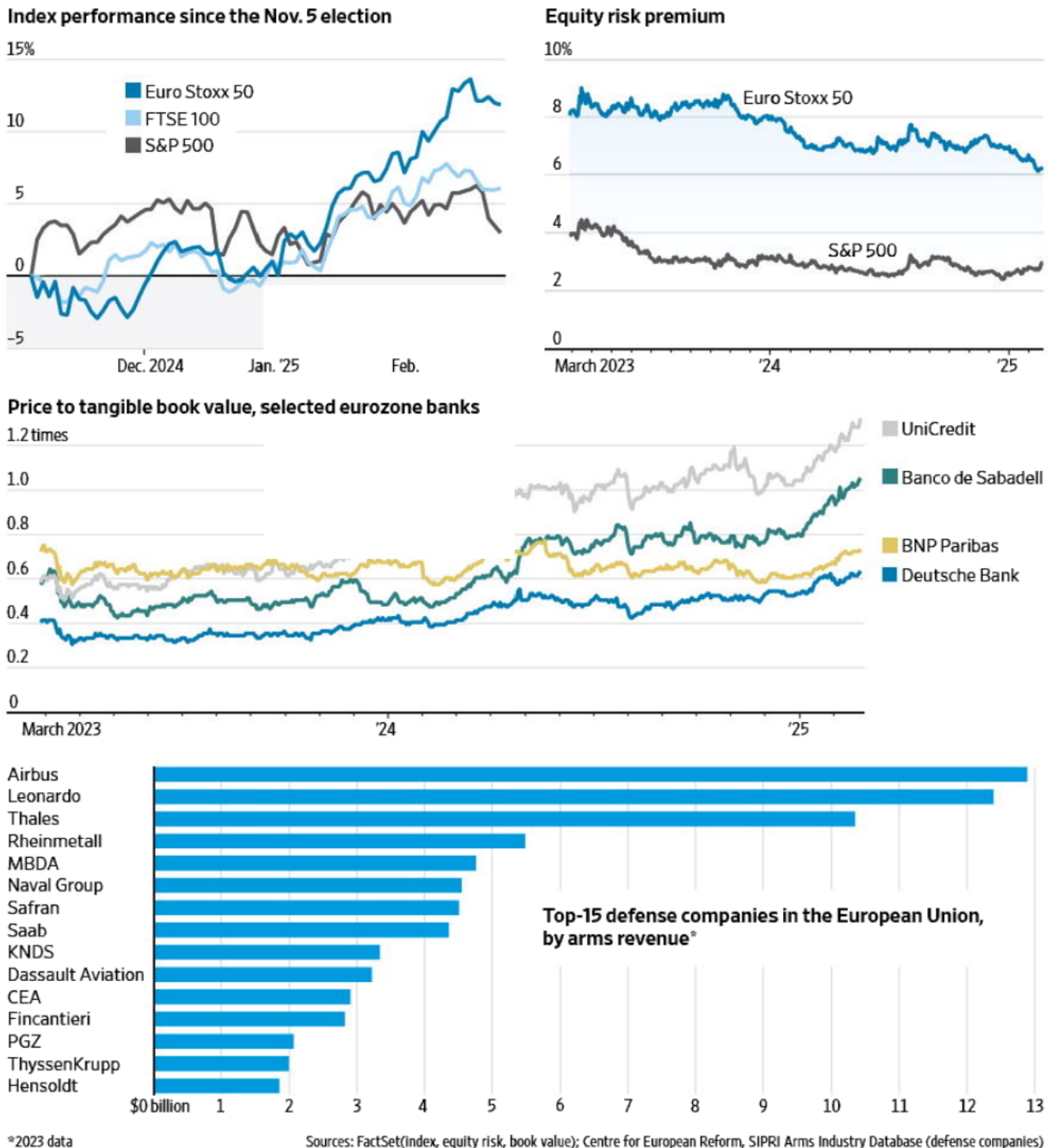
2025-02-26

图1: 1 月美国耐用品订单环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；除飞机外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%。



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图2: WSJ 认为, 相对收益优势和制造业复苏迹象或为欧洲股市跑赢的原因。随着美国七大科技巨头的估值开始显得泡沫化, 欧洲成为分散投资的理想选择; 基于未来 12 个月的盈利收益率预测, 欧洲股票相对于通胀保护国债提供了 6.2% 的溢价, 是美国股票的两倍多。最新的 PMI 表明, 德国制造业衰退可能即将结束, 军工股在军备扩张的背景下同样走强。

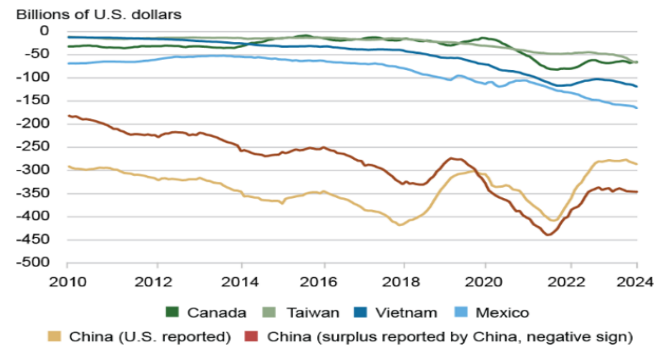


数据来源: WSJ、东吴证券研究所

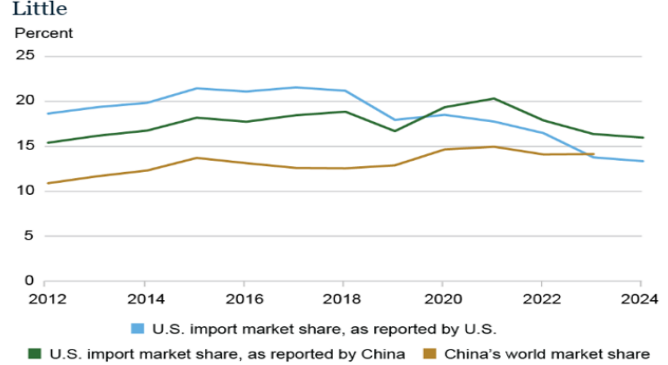
图3: 纽约联储的研究认为, 2018 年以来, 美国与其他国家的贸易逆差持续增加, 但出于不同统计口径的原因, 美

国从中国的进口下降幅度并未如普遍预期的那样大，直接面向消费者的“微量”贸易正在持续走高。

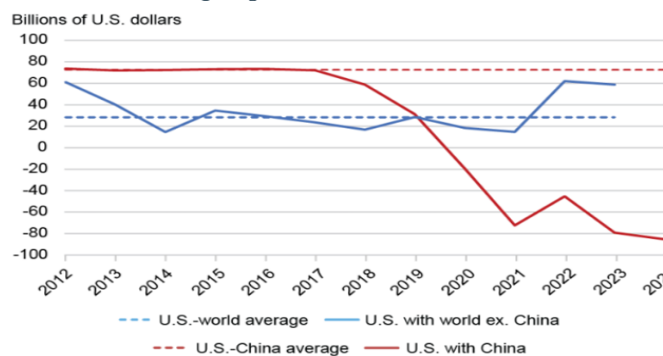
The U.S.'s Trade Deficit Increased Broadly



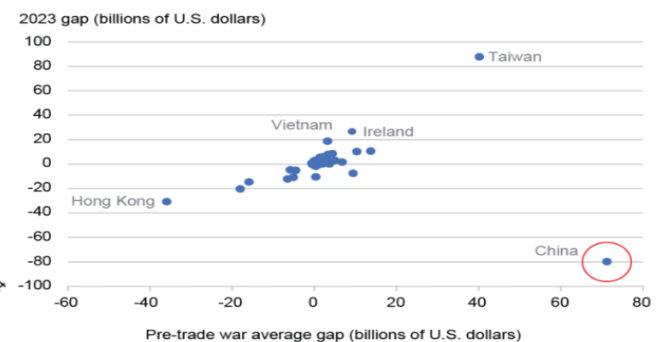
China's Share of U.S. Imports Has Decreased a Lot...or Only a Little



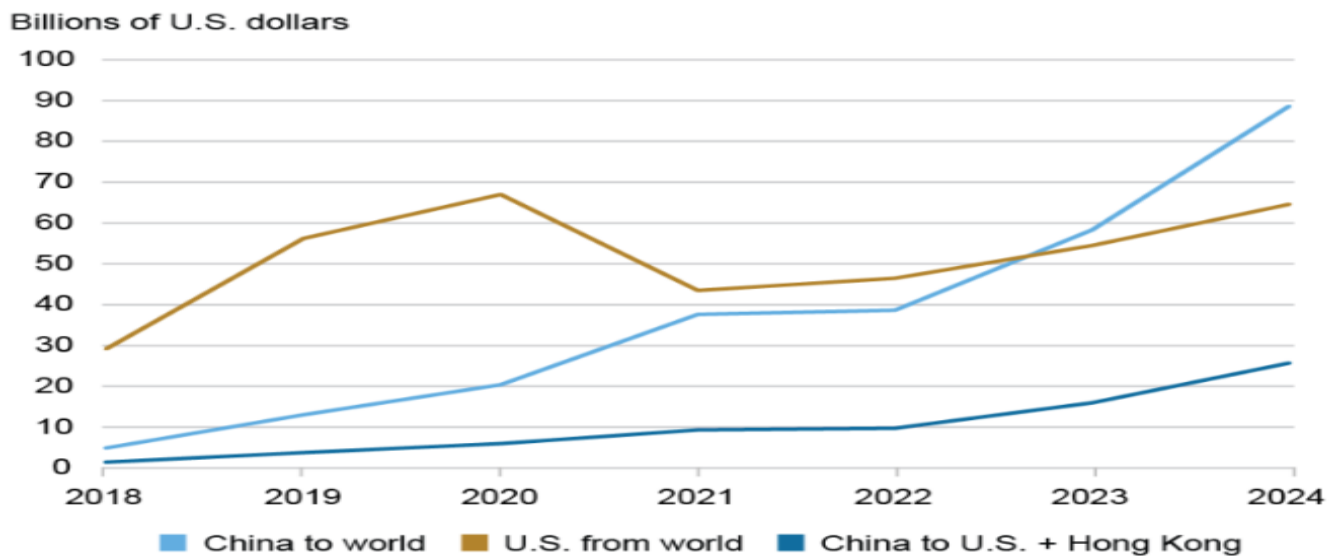
The U.S.'s 'Missing Imports'



China Is an Extreme Outlier



Direct-to-Consumer Trade Is Surging



数据来源：Federal Reserve Bank of New York、东吴证券研究所

图4：特朗普声称将会对所有汽车、医药和半导体进口征收 25% 的关税。耶鲁预算实验室测算，该政策相当于将美

国整体有效关税税率提高 5.2%，2025 年 GDP 增长率或下降 0.2-0.3 个百分点；由于关税的累退性，底层家庭所受的影响是顶层家庭的 3 倍。

Figure 1. Real GDP Level Effects of 25% Automobile, Semiconductor, & Pharmaceutical Tariffs

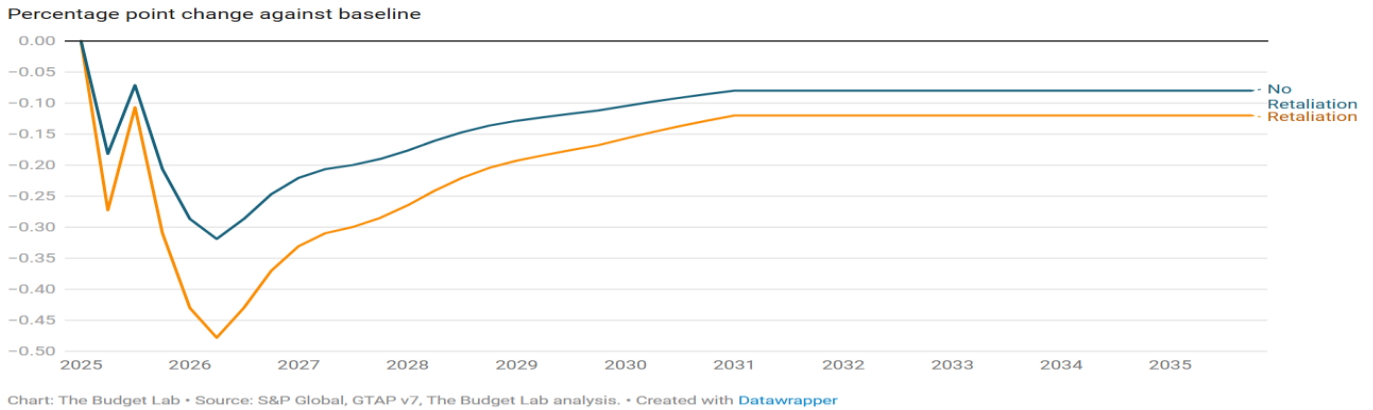


Figure 2. U.S. Average Effective Tariff Rate Since 1790

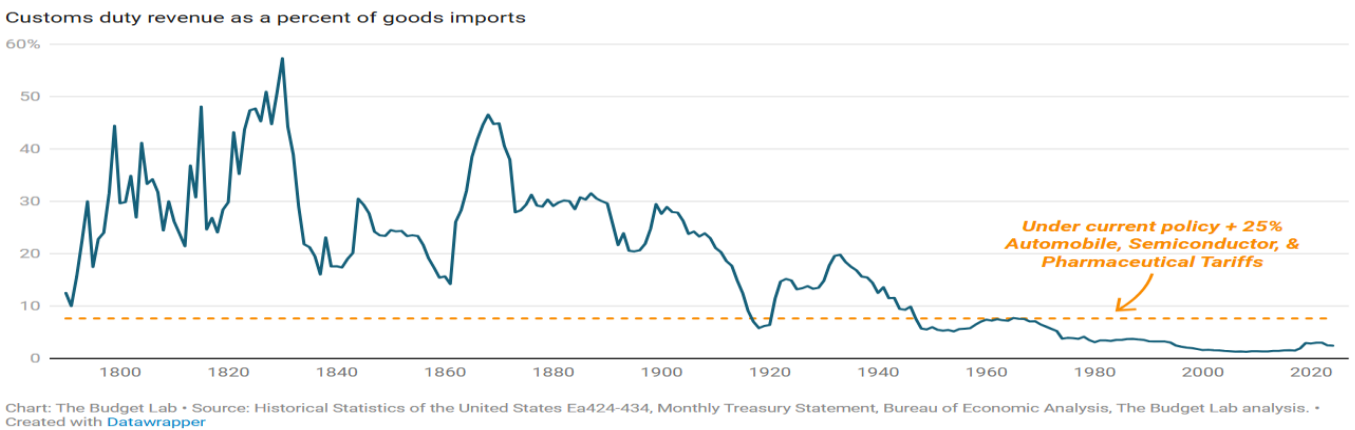
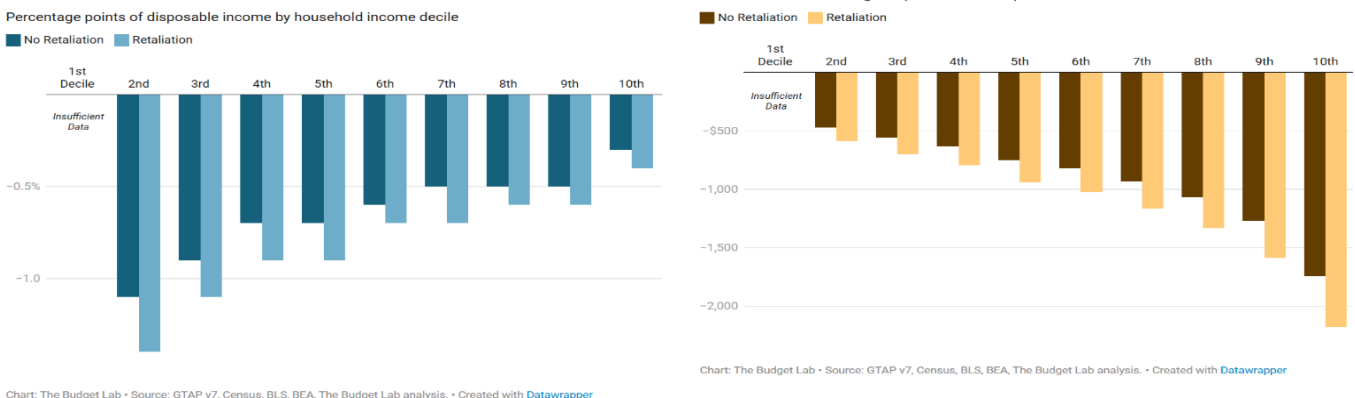


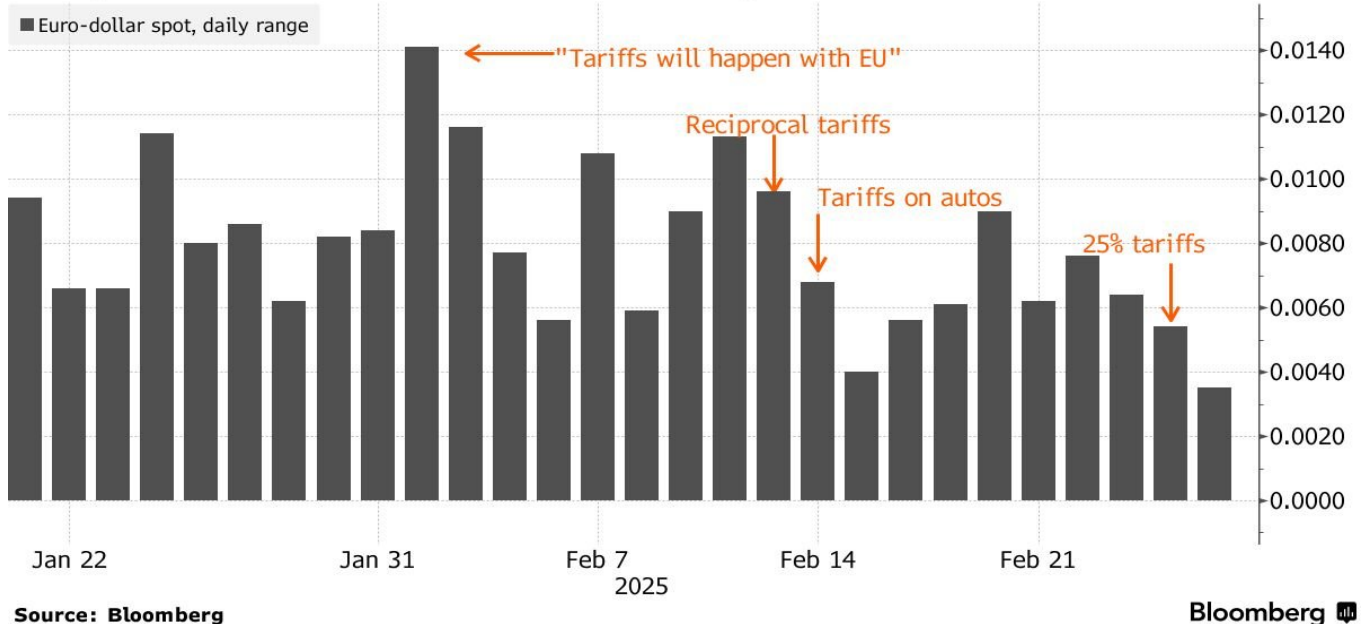
Figure 3. Short-Run Distributional Impact of 25% Automobile, Semiconductor, & Pharmaceutical Tariffs



数据来源：The Budget Lab、东吴证券研究所

图5：近期欧元对特朗普关税言论敏感度降低。尽管涉欧关税新闻频频出现，但欧元自本月初以来交易波动区间越来越窄。

Euro Exhibits Lower Sensitivity to Tariff Headlines Trump's latest comments fail to excite currency traders

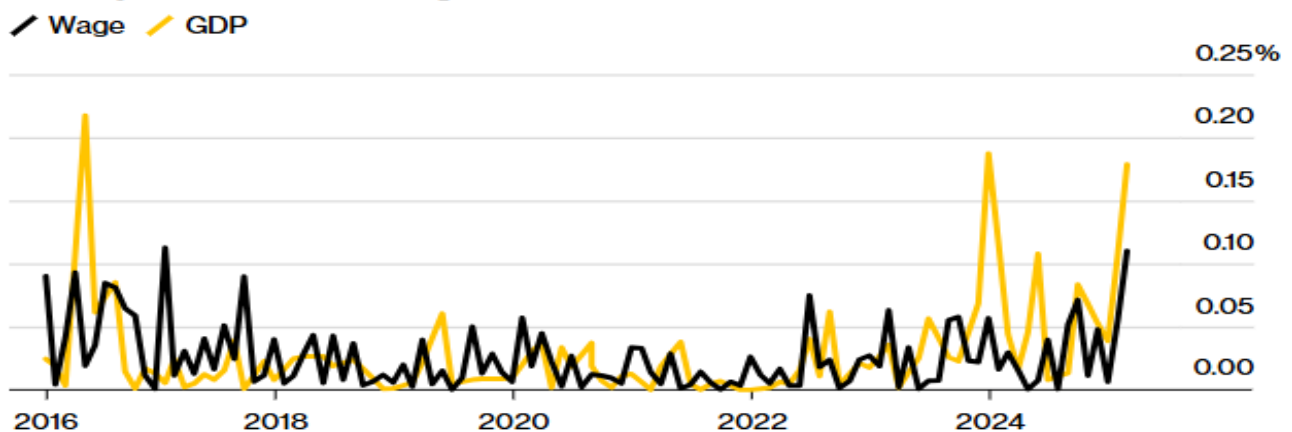


数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图6：随着经济数据走强，交易员增加对日本数据的关注。在工资和 GDP 数据发布的 5 分钟内，日元汇率的波动性较此前大幅提升。

Local Data Start to Matter for Yen

Dollar-yen's absolute change in 5 minutes after data release

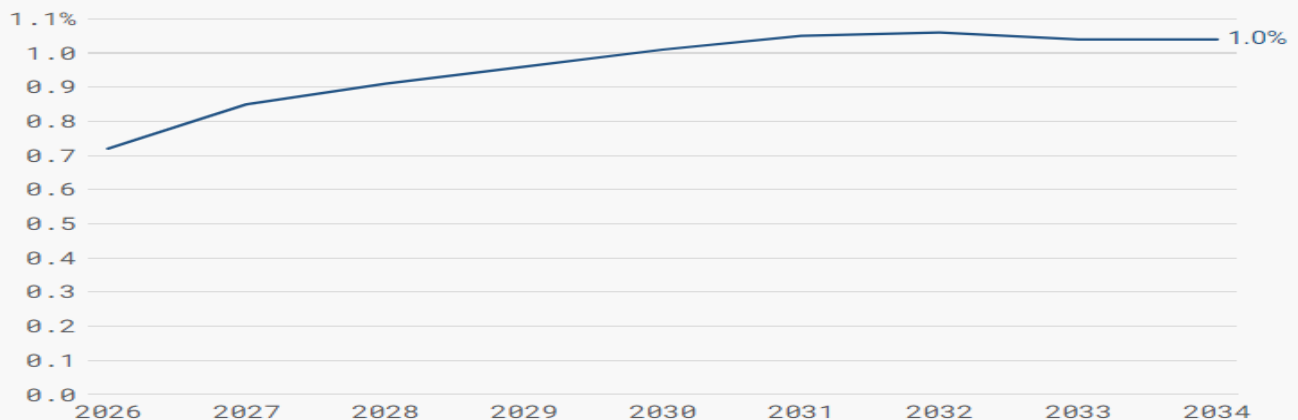


数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

图7: TAX Foundation 测算, TCJA 法案中个人、遗产和企业税收的永久化将会在 10 年内持续提升 GDP, 并在 2034 年达到+1.0%。TCJA 的永久化会导致赤字增长和利息成本增加, 经济增长将在一定程度上抵消部分收入损失, 但仍有大量赤字需要应对。

Economic Effects of TCJA Permanence in the 10-Year Budget Window

Percent Change in Long-Run GDP Under TCJA Individual, Estate, and Business Tax Permanence



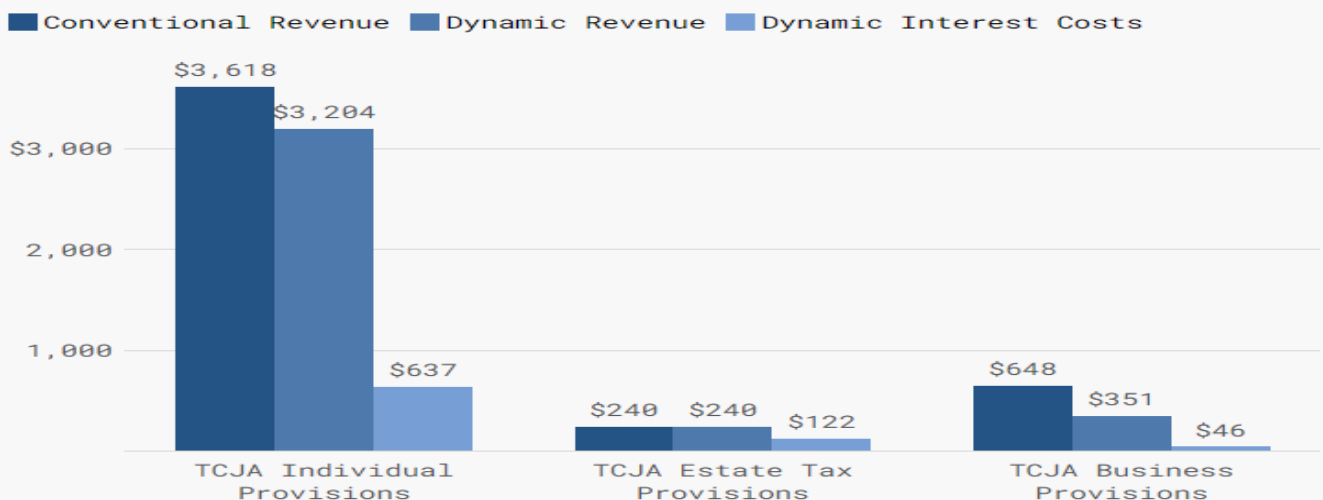
Source: Tax Foundation General Equilibrium Model, February 2025.

[Embed](#) [Download image](#) [Get the data](#)

TAX FOUNDATION

Economic Growth Will Offset \$710 Billion of \$4.5 Trillion Revenue Loss from TCJA Permanence Before Added Interest Costs

10-year Increase in Deficit from TCJA Permanence and Added Interest Costs in the 2025-2034 Budget Window, in Billions



Source: Tax Foundation General Equilibrium Model, February 2025.

[Embed](#) [Download image](#) [Get the data](#)

TAX FOUNDATION

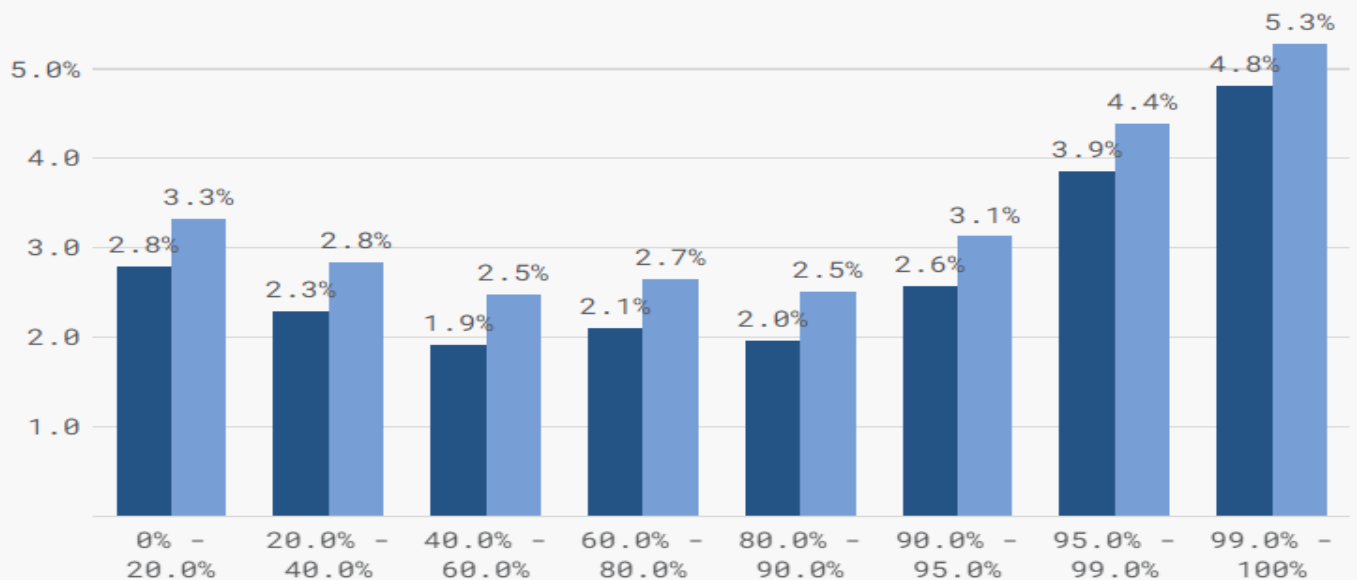
数据来源: TAX Foundation、东吴证券研究所

图8: 就分配效应而言, TCJA 的永久化将令收入最高的五分之一人群的收入平均增长 3.3%, 收入最低的五分之一人群的收入平均增长 2.8%。

Distributional Effects of Making the TCJA Individual, Estate, and Business Tax Provisions Permanent

Percent Change in After-Tax Income, 2026, Conventional and Dynamic

■ Percent Change in After-Tax Income, Conventional ■ Percent Change in After-Tax Income, Dynamic



Note: Market income includes adjusted gross income (AGI) plus 1) tax-exempt interest, 2) non-taxable social security income, 3) the employer share of payroll taxes, 4) imputed corporate tax liability, 5) employer-sponsored health insurance and other fringe benefits; 6) taxpayers' imputed contributions to defined-contribution pension plans. Market income levels are adjusted for the number of exemptions reported on each return to make tax units more comparable. After-tax income is market income less: individual income tax, corporate income tax, payroll taxes, estate and gift tax, custom duties, and excise taxes. The 2025 decile breaks for all tax units are 20%-\$17,080; 40%-\$37,364; 60%-\$71,067; 80%-\$125,315; 90%-\$181,001; 95%-\$255,840; 99%-\$583,741. Tax Units with negative market income and non-filers are excluded from calculating the quintile break points but included in the totals.

Source: Tax Foundation General Equilibrium Model, February 2025.

[Embed](#) [Download image](#) [Get the data](#) • •

TAX FOUNDATION

数据来源: TAX Foundation、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>