

2025 年 2 月 24 日

特朗普政策的变与不变

民银证券研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (2/17) 通胀和关税忧虑增加, 美元却回调了
- 海外宏观周报 (2/10) 通胀上失业下, 美国菲利普斯曲线逆行
- 海外宏观周报 (1/27) 特朗普就职, 日央行加息, 美元大幅回撤
- 海外宏观周报 (1/20) 通胀下行缓解市场情绪, 美英欧日利率决议前瞻
- 海外宏观周报 (1/13) 强劲就业表明通胀威胁已全面取代衰退

主要大类资产走势:

	2025-02-21	周变动
美国国债收益率10Y	4.42	-5.0 bp
美国国债收益率2Y	4.19	-7.0 bp
日本国债收益率10Y	1.44	8.4 bp
日本国债收益率2Y	0.82	2.7 bp
德国国债收益率10Y	2.50	8.0 bp
德国国债收益率2Y	2.12	4.0 bp
标普500指数	6013.13	-1.66 %
纳斯达克指数	19524.01	-2.51 %
道琼斯工业指数	43428.02	-2.51 %
日经225指数	38776.94	-0.95 %
伦敦富时100指数	8659.37	-0.84 %
巴黎CAC40指数	8154.51	-0.29 %
德国DAX指数	22287.56	-1.00 %
伦敦现货黄金	2934.15	0.44 %
英国布伦特原油现货	75.26	0.16 %
美元指数	106.6501	-0.14 %
欧元兑美元	1.0458	-34 pips
英镑兑美元	1.2632	48 pips
美元兑日元	149.2840	-30205 pips
美元兑人民币	7.2554	-100 pips

【一周焦点】

至 2 月 20 日, 特朗普上任“满月”。与竞选阶段相比, 特朗普的政府改革与财政减支力度超预期, 关税政策思路转变但力度仍较大, 移民政策受可行性制约不及预期, 减税政策则相对靠后, 外交动作较大, 但慢于竞选承诺, 思路转变将深远影响地缘格局。随着政策落地逐步推进, 特朗普政策逻辑的“变与不变”也在影响着全球大类资产的运行, 美国经济前景转弱, 美联储降息预期重回年内两次, 俄乌停战可能增加, 全球资产转向中国科技股等因素, 综合导致美债收益率、美元见顶回落, 美股上涨动能收敛波动加剧, 黄金价格不断创新高, 国际能源价格回落。

【交易模式】

最近 5 个交易日: 不确定, 不确定, 不确定, 避险, 衰退

【关键数据】

美国: 房地产数据下滑, PMI 服务业跌破荣枯线, 密歇根大学消费信心指数终值下修, 5 年通胀预期上修。**欧洲:** 英国通胀超预期, 法国通胀上修, 德国 PPI 回落, 英国失业率持平, 欧元区营建产出回落, 进出口同比双增, 消费者信心指数回暖。**日本:** 四季度 GDP 回暖, 通胀压力增加, 贸易逆差扩大, 工业生产下修。

【重要事件】

美国: 两份美国第一备忘录发布, 加征关税继续扩大。**欧洲:** 德国大选开始, 中右翼在野党民调明显。**日本:** 日央行表示或干预债市。**其他地区:** 澳大利亚和新西兰相继降息。

【本周关注】

美国四季度 GDP 修正值、1 月 PCE 数据

目 录

【一周焦点】	1
特朗普政策的变与不变	1
【交易模式】	3
避险与衰退交易重现	3
【关键数据】	4
美国：房地产数据下滑，PMI 服务业跌破荣枯线	4
欧洲：英法通胀回升，各国 PMI 数据分化	6
日本：四季度 GDP 回暖，通胀压力增加	7
【重要事件】	10
美国：两份美国第一备忘录发布，加征关税继续扩大	10
欧洲：德国大选中右翼联盟党获胜	12
日本：日央行表示或干预债市	13
其他地区：澳大利亚和新西兰相继降息	13
【本周关注】	15
本周关注：美国四季度 GDP 修正值、1 月 PCE 数据	15

【一周焦点】

特朗普政策的变与不变

至 2 月 20 日，特朗普上任“满月”。与竞选阶段相比，特朗普的政府改革与财政减支力度超预期，关税政策思路转变但力度仍较大，移民政策受可行性制约，减税政策则相对靠后。随着政策落地逐步推进，特朗普政策逻辑的“变与不变”也在影响着全球大类资产的运行。

政府改革与财政减支力度空前且大超预期。竞选阶段特朗普表示将设立政府效率部（DOGE），市场普遍对该部门的效果保持观望态度。不过自上任以来，马斯克领导的政府效率部本身就展示了超高效率，一个月以来，DOGE 冻结招聘、落实“政府效率部”劳动力优化计划、结束政府 DEI（多元化、公平性和包容）、命令各机构公开“浪费性支出”，计划审计美联储与黄金储备等，努力控制政府各部门资金流、收集内部数据、裁撤与特朗普政府目标不一致的单位与岗位。2 月 20 日，特朗普表示，马斯克的政府效率部在刚过去的这一个月已经节省下超过 550 亿美元。据统计，约 7.5 万人参与主动辞职的“买断”计划，另超过 9500 名联邦雇员遭解雇，两者加起来，被清退的公务员达到了 84500 人。此外，特朗普还表示考虑未来 5 年每年削减 8% 的国防预算。

关税政策思路转变但力度仍较大。关税政策被认为将是特朗普上任后首要推动的政策之一，不过与上任前“对全球加征 10% 关税、对中国加征 60%”的简单粗暴政策相比，特朗普上任后的关税政策更加复杂，打击面更宽，对中国关税的加征则显得“步步为营”而非“一步到位”。这些政策包括对加拿大和墨西哥加征 25% 关税威胁（仍在谈判），对中国所有进口商品加征 10% 关税，对欧盟、英国等盟友提出关税威胁，对钢铝产品加征 25% 关税，考虑 4 月起对汽车、半导体、芯片、药品以及木材等产品征收关税等。此外，在贸易与投资领域分别发布“美国第一”备忘录，纠正贸易逆差和限制对华双向投资。整体看，贸易与投资领域的政策组合拳基本取代简单粗暴的加征关税，不少威胁性措施带有谈判筹码的意味，政策直接“杀伤力”减弱但潜在影响范围或更广。

移民政策紧迫性高但受可行性制约。特朗普上任前市场普遍认为移民政策的紧迫性和关税政策一样非常高，但同时相关驱逐所有非法移民的政策，会像第一任期一样存在操作上的困难。从近一个月的执行来看，特朗普首先从驱逐有犯

罪记录的非法移民入手，并严控非法入境，甚至不惜以关税威胁邻国，但政策实施力度不及预期。美国国土安全部数据显示，上任后的第一个月美国驱逐了 37660 人，但特朗普对该数字并不满意，导致美国移民与海关执法局代理局长卡莱布·维泰洛被免职。驱逐非法移民的推动成本较高，比如特朗普首次采用军机押送移民，但相关成本远高于商业包机。识别、逮捕、驱逐非法移民以及加强边境管理都是“花钱”的活儿，对于严控财政支出的特朗普政府来说也将是一个负担。不过根据美相关官员预计，随着特朗普开辟新的途径加大逮捕和遣返力度，未来几个月被驱逐人数将会增加。

减税政策则相对靠后。为纠正财政失衡问题，特朗普主张先开源节流，因此减税政策相对靠后。2 月中旬，众议院预算委员会通过《2025 财年预算决议》，决议将延长 2017 年特朗普首个任期内出台的减税条款，计划在未来十年减税 4.5 万亿美元，但该数字低于此前 CBO 预计的 5 万亿-11.2 万亿预期。**预计后续的减税法案将在 2025 年下半年推出。**

外交动作较大，但慢于竞选承诺。与竞选时承诺“24 小时”实现俄乌停战相比，真实情况的复杂程度远超预期。不过特朗普近一个月来的外交攻势已明显扰动全球地缘政治格局，美俄两国外长在沙特的四小时谈判奠定了后续谈判的基础，美国亲俄与疏远欧洲的策略超预期，或导致欧洲政治光谱进一步右翼化。

受政策落地影响，全球特朗普交易的特征也在不断调整中。首先是**美债收益率见顶回落**，尽管美债前期受通胀和关税叙事逻辑不断走高，但近两周来市场对旧有逻辑钝化，反而担忧美国财政减支和政府裁员对经济的负面冲击，导致美债收益率回落。**与美债收益率一同回落的还有美股和美元指数**，除了对美国经济前景由“再通胀”重回“软着陆”因素外，美股自身高估值以及对科技股的转向也是一个重要因素。而随着美债收益率回落，美欧、美日利差收窄也在推动美元指数下行。**其三是黄金价格不断创新高**，由于特朗普政策仍支撑通胀预期，但财政减支、经济降温和对美联储的潜在干预等因素，影响市场对美联储降息路径的判断（2025 重回两次降息），实际利率趋于下行，同时地缘关系不确定性仍高，联合推动黄金价格走升。**最后是国际能源价格回落**，在俄乌有望停战，以及 OPEC+增产预期下，原油价格 1 月中旬以来整体保持回落，同时也适度平抑了此前对于通胀的忧虑。

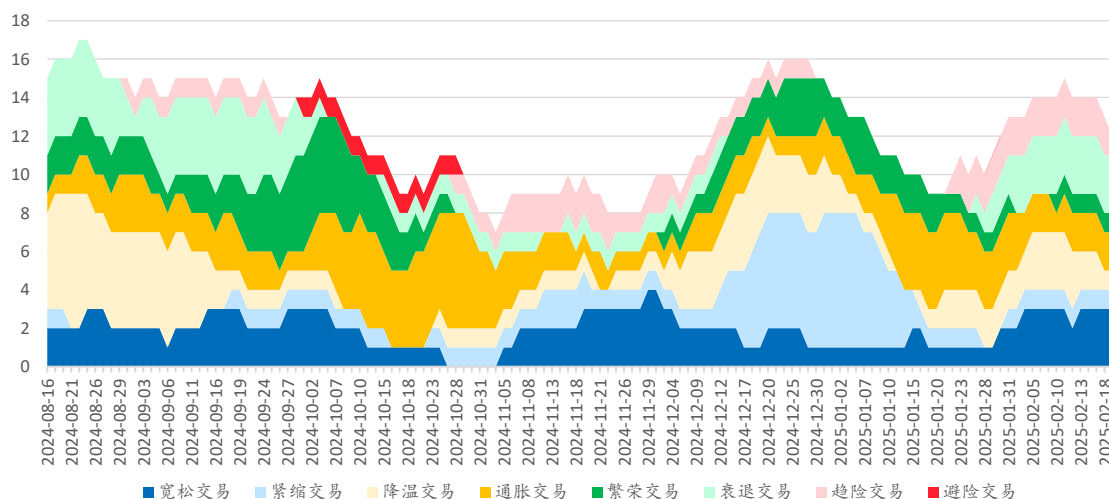
【交易模式】

避险与衰退交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

2 月 10 日	2 月 11 日	2 月 12 日	2 月 13 日	2 月 14 日
繁荣交易	通胀交易	不确定	宽松交易	不确定
2 月 17 日	2 月 18 日	2 月 19 日	2 月 20 日	2 月 21 日
不确定	不确定	不确定	避险交易	衰退交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次）



资料来源：民银证券测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

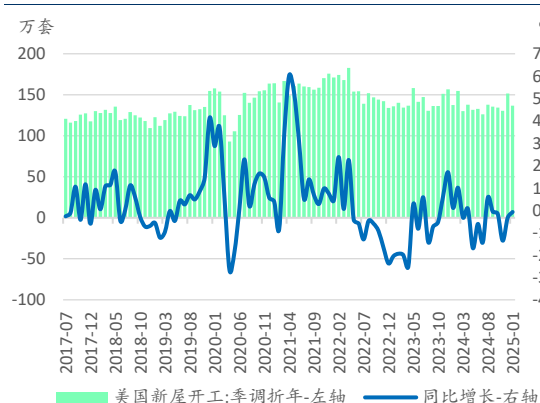
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：房地产数据下滑，PMI 服务业跌破荣枯线

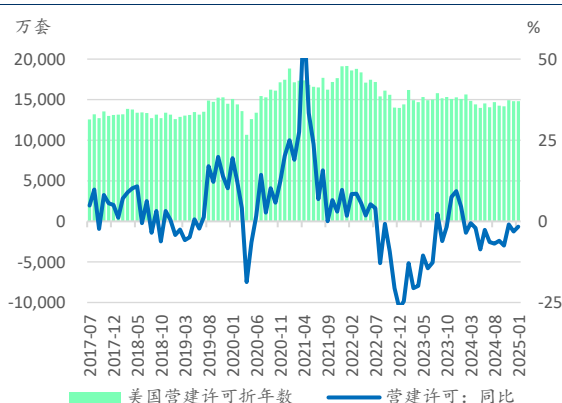
美国房地产新屋开工环比回落但营建许可回升。1 月美国私人住宅新屋开工数量季调折年后为 136.6 万套（预期 139 万套，前值 151.5 万套），季调环比-9.8%（预期-7.3%，前值+16.1%）。营建许可年化总数 148.3 万套（预期 146 万套，前值 148.2 万套），季调环比+0.1%（预期-1.5%，前值-0.7%）。

图 2：美国月度新屋开工数量与同比



数据来源：美国商务部普查局，Wind

图 3：美国营建许可套数及同比



数据来源：纽约联储，Wind

美国成屋销售遇冷，NAHB 房地产指数下滑。1 月美国成屋销售季调折年 408 万套（预期 41 万套，前值 429 万套），季调环比-4.9%（前值+2.9%），同比+2.0%（前值+10.6%）；成屋售价中位数 39.69 万美元（前值 40.37 万美元），同比+4.8%（前值+5.9%）。2 月 NAHB 房地产指数为 42（前值 47）。

图 4：美国月度成屋销售:季调折年与同比



数据来源：全美房地产经纪商协会，Wind

图 5：美国成屋销售中位数及同比



数据来源：全美房地产经纪商协会，Wind

其他月度数据：服务业 PMI 意外跌破荣枯线，密歇根大学消费信心指数终值下修，5 年通胀预期上修。美国 2 月标普全球制造业 PMI 初值 51.6(前值 51.2)，服务业 PMI 初值 49.7(前值 52.9)，综合 PMI 初值 50.4(前值 52.7)，费城联储制造业指数 18.1(前值 44.3)，纽约联储制造业指数-12.6(前值 2.1)。1 月咨商局 LEI 指数 101.5(前值 101.8)。2 月密歇根大学消费者信心指数为 64.7(初值 67.8，前值 71.7)，现状指数 65.7(初值 68.7，前值 75.1)，预期指数 64.0(初值 67.3，前值 69.5)，1 年期通胀预期+4.3%(初值+4.3%，前值+3.3%)，5 年期通胀预期+3.5%(初值+3.3%，前值+3.2%)。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总									
大类	月份	2024 年					2025 年		短期趋势
		8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	
房地产	新屋开工-季调环比	9.3	-1.7	-0.8	-2.9	16.1	-9.8		↓
	营建许可-季调环比	4.6	-3.1	-0.4	5.2	-0.7	0.1		↑
	成屋销量-季调环比	-1.3	-0.8	3.3	3.5	2.9	-4.9		↓
	成屋售价-中位数-同比	2.5	3.6	3.9	4.3	5.8	4.8		↓
	NAHB/富国银行住房市场指数	39.0	41.0	43.0	46.0	46.0	47.0	42.0	↓
PMI 指数	标普全球制造业 PMI	47.9	47.3	48.5	49.7	49.4	51.2	51.6	↑
	标普全球服务业 PMI	55.7	55.2	55.0	56.1	56.8	52.9	49.7	↓
	标普全球综合 PMI	54.6	54.0	54.1	54.9	55.4	52.7	50.4	↓
	费城联储制造业指数	-3.3	0.9	6.0	-4.4	-10.9	44.3	18.1	↓
	纽约联储制造业指数	2.8	2.4	-11.5	20.2	2.1	-12.6	5.7	↑
经济前景指数	咨商局经济领先指数 (LEI)	102.2	101.7	101.3	101.7	101.8	101.5		↓
	密歇根大学消费者信心指数	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.1	64.7	↓
	现状指数	61.3	63.3	64.9	63.9	75.1	74.0	65.7	↓
	预期指数	72.1	74.4	74.1	76.9	73.3	69.3	64.0	↓
	1 年通胀预期	2.8	2.7	2.7	2.6	2.8	3.3	4.3	↑
	5 年通胀预期	3.0	3.1	3.0	3.2	3.0	3.2	3.5	↑
	周	10 Jan.	17 Jan.	24 Jan.	31 Jan.	7 Feb.	14 Feb.	21 Feb.	
周度数据	GDPNow-GDP 季调环比折年增速预测				2.9	2.9	2.3	2.3	→
	纽约联储周度经济指数	2.27	2.80	2.79	2.38	2.53	2.16		↓
	红皮书商业销售-同比	4.0	4.5	4.9	5.7	5.3	6.3		↑
	当周初次申请失业金人数-万人	21.7	22.3	20.8	22.0	21.4	21.9		↑
	持续领取失业金人数-万人	190.0	185.0	188.6	184.5	186.9			↑
	美联储资产负债表周变动-亿美元	10.63	-194.84	-23.10	-135.74	-72.51	25.78	-311.81	↓
	联储银行准备金周变动-亿美元	4400.76	266.06	-278.45	-1305.42	326.74	220.79	207.34	↓
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-3168.75	-668.79	118.08	-200.62	-409.74	-29.46	85.62	↑

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

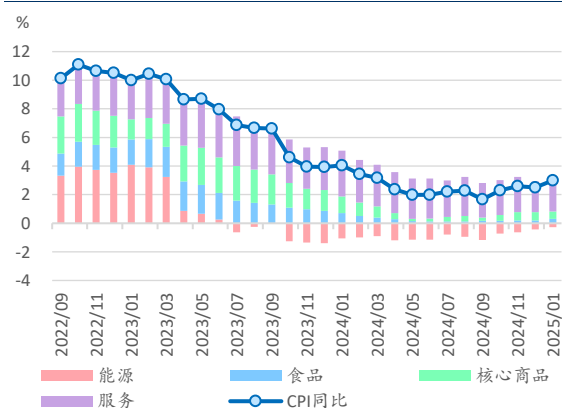
周度数据：亚特兰大联储 2 月 19 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年一季度美国 GDP 预计季调年化环比+2.3%（上周+2.3%）。2 月 15 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.16%（前值由+2.49%上修至+2.53%），当周红皮书商业零售同比+6.3%（前值+5.3%），当周初领失业金 21.9 万人（前值由 21.3 万上修至 21.4 万），前周续领失业金 186.9 万人（前值由 185.0 万下修至 184.5 万）。2 月 19 日美联储资产负债表较上周-311.81 亿美元（前值+25.78 亿），

联储银行准备金周较上周+207.34 亿美元（前值+220.79 亿），逆回购协议 85.62 亿美元（前值-29.46 亿）。

欧洲：英法通胀回升，各国 PMI 数据分化

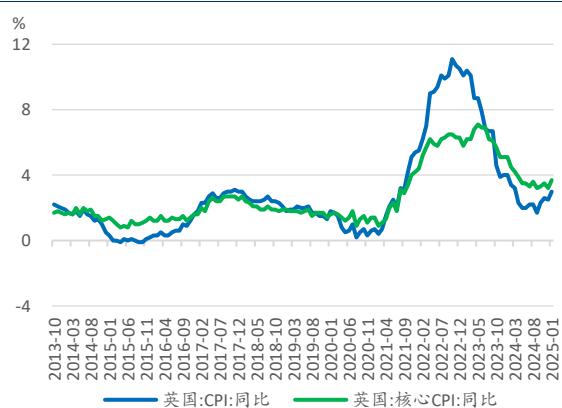
英国 1 月通胀超预期。英国 1 月 CPI 同比+3.0%（预期+2.8%，前值+2.5%），环比-0.1%（预期-0.3%，前值+0.3%）。核心 CPI 同比+3.7%（前值+3.2%），环比-0.4%（前值+0.3%）。分项中，食品同比+3.1%（前值+1.9%），能源同比-6.6%（前值-6.0%），服务同比+5.0%（前值+4.4%）。

图 6：英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 7：英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：法国 CPI 上修，德国 PPI 回落，英国失业率持平，欧元区营建产出回落，进出口同比双增，消费者信心指数回暖，各国 PMI 数据分化。法国 1 月 CPI 同比上修至 1.7%（初值 1.4%，前值 1.3%），德国 1 月 PPI 同比+0.5%（前值 0.8%）。英国 2024 年 12 月失业率 4.4%（前值 4.4%）。欧元区 12 月营建产出季调环比 0.0%（前值+0.6%），出口同比+3.1%（前值-1.4%），进口同比+3.8%（前值-0.7%），贸易顺差 154.7 亿欧元（前值 159.7 亿）。欧元区 2 月消费者信心指数为-13.6（前值-14.2），英国 2 月 GFK 消费者信心指数为-20（前值-22）。欧元区 2 月制造业 PMI 初值 47.3（前值 46.6），服务业 PMI 初值 50.7（前值 51.3），综合 PMI 初值 50.2（前值 50.2）；英国制造业 PMI 初值 46.4（前值 48.3），服务业 PMI 初值 51.1（前值 50.8），综合 PMI 初值 50.5（前值 50.6）；法国制造业 PMI 初值 45.5（前值 45.0），服务业 PMI 初值 44.5（前值 48.2），综合 PMI 初值 44.5（前值 47.6）；德国制造业 PMI 初值 46.1（前值 45.0），服务业 PMI 初值 52.5（前值 52.5），综合 PMI 初值 51.0（前值 50.5）。

表 4：欧元区最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总									
大类	月份	2024年					2025年		短期趋势
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
消费	欧元区20国消费者信心指数	-13.4	-12.9	-12.5	-13.7	-14.5	-14.2	-13.6	↗
	欧盟27国消费者信心指数	-12.2	-11.7	-11.2	-12.4	-13.4	-13.3	-12.9	↗
	英国GFK消费者信心指数	-13.0	-20.0	-21.0	-18.0	-17.0	-22.0	-20.0	↗
	德国GFK消费者信心指数	-18.6	-21.9	-21.0	-18.4	-23.1	-21.4	-22.4	↗
进出口	欧元区20国出口金额-同比	-2.7	0.2	2.4	-1.4	3.1			↗
	欧元区20国出口金额-季调环比	0.2	-0.3	-1.3	3.4	-0.2			↘
	欧元区20国进口金额-同比	-1.7	-1.0	3.1	-0.7	3.8			↗
	欧元区20国进口金额-季调环比	1.8	-2.1	1.5	0.7	-0.8			↘
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	24.1	122.9	82.5	159.7	154.7			↘
工业生产	欧元区营建产出-季调环比	0.3	-0.4	0.4	0.6	0.0			↘
	欧元区营建产出-同比	-2.2	-1.9	-0.5	0.3	-0.1			↘
通货膨胀	法国CPI同比	1.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.7		↗
	法国核心CPI同比	2.6	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0		→
	英国CPI同比	2.2	1.7	2.3	2.6	2.5	3.0		↗
	英国核心CPI同比	3.6	3.2	3.3	3.5	3.2	3.7		↗
	欧元区PPI同比	-2.3	-3.5	-3.3	-1.2	0.0			
	德国PPI同比	-0.8	-1.4	-1.1	0.1	0.8	0.5		↘
	法国PPI同比	-6.3	-7.1	-6.0	-4.7	-3.8			
就业	德国失业率	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4			
	法国失业率	7.5	7.5	7.6	7.7	7.8			
	英国失业率	4.0	4.3	4.3	4.4	4.4			→
PMI	欧元区制造业PMI	45.8	45.0	46.0	45.2	45.1	46.6	47.3	↗
	欧元区服务业PMI	52.9	51.4	51.6	49.5	51.6	51.3	50.7	↘
	欧元区综合PMI	51.0	49.6	50.0	48.3	49.6	50.2	50.2	→
	英国制造业PMI	52.5	51.5	49.9	48.0	47.0	48.3	46.4	↘
	英国服务业PMI	53.7	52.4	52.0	50.8	51.1	50.8	51.1	↗
	英国综合PMI	53.80	52.60	51.8	50.5	50.4	50.6	50.5	↘
	法国制造业PMI	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	45.0	45.5	↗
	法国服务业PMI	55.0	49.6	49.2	46.9	49.3	48.2	44.5	↘
	法国综合PMI	53.1	48.6	48.1	45.9	47.5	47.6	44.5	↘
	德国制造业PMI	42.4	40.6	43.0	43.0	42.5	45.0	46.1	↗
	德国服务业PMI	51.2	50.6	51.6	49.3	51.2	52.5	52.2	↘
	德国综合PMI	48.4	47.5	48.6	47.2	48.0	50.5	51.0	↗
景气指数	欧元区ZEW经济现状指数	-32.40	-40.40	-40.8	-43.8	-55.0	-53.8	-45.3	↗
	欧元区ZEW经济景气指数	17.90	9.30	20.1	12.5	17.0	18.0	24.2	↗

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

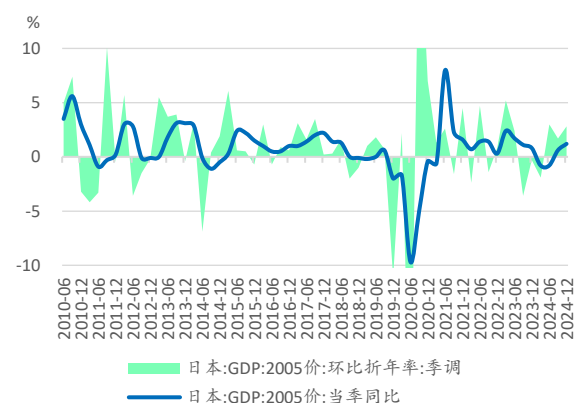
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：四季度 GDP 回暖，通胀压力增加

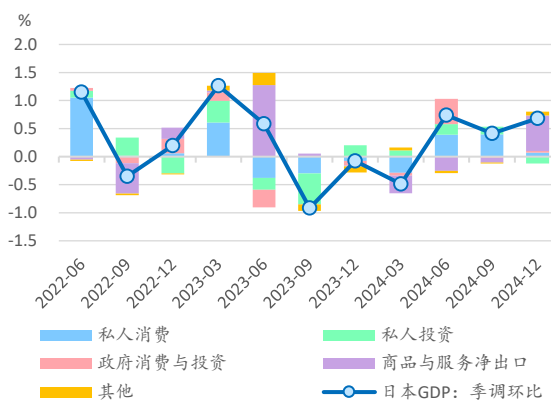
2024 年四季度 GDP 回暖，外需贡献为主。2024 年 12 月日本四季度 GDP 同比 +1.2%（前值+0.6%），季调环比年率+2.8%（预期+1.0%，前值+1.2%），季调环比+0.7%（前值+0.3%）。从支出法分项看，私人消费季调环比贡献 0.07pp，资本形成贡献-0.12pp，政府支持贡献 0.03pp，商品与服务净出口贡献 0.63pp。

图 8：日本 GDP 季度同比与季调环比折年率



数据来源：日本内阁府，Wind

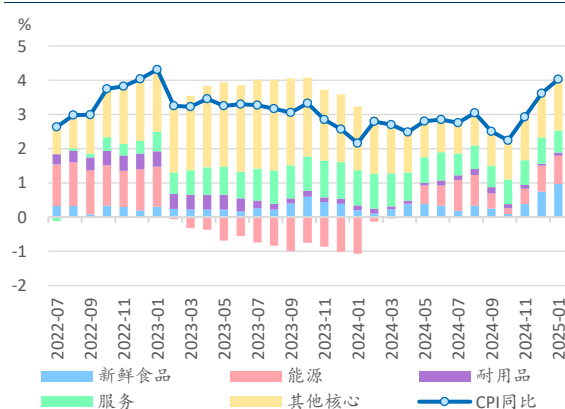
图 9：日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源：日本内阁府，Wind

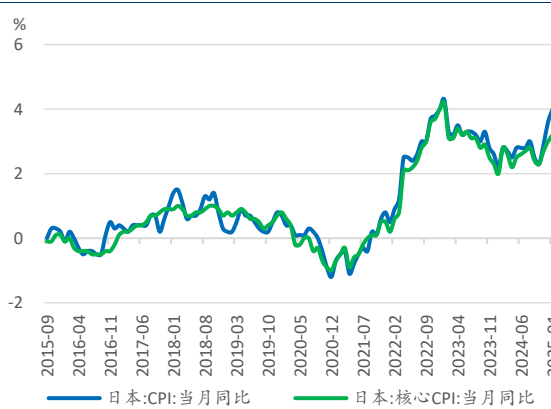
日本 1 月通胀压力继续增加。1 月日本 CPI 同比+4.0%（预期+4.0%，前值+3.6%），环比+0.5%（前值+0.6%）。剔除生鲜食品的核心 CPI 同比+3.2%（预期+3.1%，前值+3.0%），环比+0.2%（前值+0.3%）。不包括生鲜食品和能源的 CPI 同比上涨+2.5%（前值+2.4%）。主要分项中，食品同比+7.8%（前值+6.3%），能源同比+2.6%（前值+2.4%），不含租金服务同比+1.9%（前值+2.3%），估算租金+0.2%（前值+0.3%），耐用品+1.3%（前值+0.9%）。

图 6：日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源：日本总务省，Wind

图 7：日本 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：日本财务省，Wind

其他数据：贸易逆差扩大，工业生产下修，核心机械订单下降，PMI 回落。1 月出口同比+7.2%（前值+2.8%），进口同比+16.7%（前值+1.7%），贸易差额-27588 亿日元（前值+1325 亿）。2024 年 12 月工业生产指数季调环比终值-0.2%（初值+0.3%，前值-2.2%），同比-1.6%（前值-2.7%），产能利用率指数同比-2.9%（前值-4.8%），核心机械订单季调环比-1.2%（前值+3.4%）。2 月制造业 PMI 初值 48.9（前值 48.7），服务业 PMI 初值 53.1（前值 53.0），综合 PMI 初值 51.1（前值 51.2）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总									
大类	月份	2024年					2025年		短期趋势
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
整体经济	GDP-季调环比折年		1.7			2.8			↗
	GDP-同比		0.6			1.2			↗
进出口	出口-同比	5.5	-1.8	3.1	3.8	2.8	7.2		↗
	进口-同比	2.2	1.9	0.5	-3.8	1.7	16.7		↗
	贸易差额-亿日元	-7091.5	-2995.1	-4681.9	-1145.0	1324.6	-27587.8		↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	-3.3	1.6	2.8	-2.2	-0.2			↗
	工业产出指数-同比	-4.9	-2.6	1.4	-2.7	-1.6			↗
	产能利用率指数-环比	-18.6	16.0	5.4	-4.4	-2.0			↗
	产能利用率指数-同比	-9.8	-5.1	0.1	-4.8	-2.9			↗
	核心机械订单-季调环比	-1.9	-0.7	2.1	3.4	-1.2			↘
	核心机械订单-季调同比	1.6	-0.3	1.9	9.5	6.2			↘
通货膨胀	CPI-同比	3.0	2.5	2.3	2.9	3.6	4.0		↗
	CPI-季调环比	0.5	-0.3	0.6	0.4	0.6	0.5		↘
	核心CPI-同比	2.8	2.4	2.3	2.7	3.0	3.2		↗
	核心CPI-季调环比	0.4	-0.4	0.6	0.4	0.3	0.2		↘
PMI	制造业PMI	49.8	49.7	49.2	49.0	49.6	48.7	48.9	↗
	服务业PMI	53.7	53.1	49.7	50.5	50.9	53.0	53.1	↗
	综合PMI	52.9	52.0	49.6	50.1	50.5	51.1	51.2	↗

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：两份美国第一备忘录发布，加征关税继续扩大

美国政府发布《美国第一投资政策》备忘录，限制与中国的双向投资。备忘录旨在通过吸引外国投资并加强美国世界领先的私人 and 公共资本市场，支持美国海外盟友投入资本以支持美国的就业、创新和经济增长。不过，备忘录宣布将调整美投资政策，以国家安全为由重点进一步限制与中国的双向投资，限制中国关联人士投资美国的技术、关键基础设施、医疗保健、农业、能源、原材料或其他战略部门，在半导体、人工智能、量子、生物技术、高超音速、航空航天、先进制造、定向能源以及军民融合战略涉及的其他领域对美国对华境外投资实施新的或扩大限制。

美国政府发布《美国第一贸易政策》备忘录。备忘录旨在进一步巩固美国的经济安全、保护工人利益并确保贸易公平，要求多个联邦部门采取行动，审查现有贸易政策，解决不公平贸易行为，并强化美国在全球经济中的领导地位。主要内容包括：调查美国长期商品贸易逆差的原因及其对经济和国家安全的影响，并建议采取全球补充关税等政策来减少逆差；建立外部收入服务，以更有效地征收关税和其他外贸相关收入；审查其他国家的贸易行为，识别不公平做法，并根据相关法律提出应对措施；评估《美墨加协定》（USMCA）；识别是否存在汇率操纵行为；审查现有贸易协定，确保其符合美国的利益；审查反倾销和反补贴税法律的实施情况，确保其有效应对跨国补贴和其他不公平贸易行为；评估当前小额免税进口政策（如 800 美元以下免税）对关税收入和公共健康（如芬太尼等违禁药物进口）的影响；调查外国是否对美国公民或公司征收歧视性税收；审查所有贸易协定对美国采购政策的影响，并确保协议有利于美国工人和制造商。备忘录各部门将在 2025 年 4 月 1 日前提交审查结果和建议报告。

特朗普表示，将在未来一个月内宣布对汽车、半导体、制药以及木材等征收新关税。路透社称，特朗普在迈阿密举行的一场会议上表示，“我将在下个月或更早时候宣布对汽车、半导体、芯片、药品以及木材等产品征收关税。”此外，在返回华盛顿时，特朗普在总统专机“空军一号”上也对记者表示，他正考虑对木材和林产品征收 25% 的关税，预计将于 4 月 2 日左右生效。特朗普称，他

预计关税将为美国带来大量收入，但如果其他国家降低或取消对美国商品的关税，美国也将给予它们豁免。

特朗普下令未来5年每年削减8%的国防预算。2月19日，知情官员表示，特朗普政府已下令美国国防部和美国军队的高层领导制定大规模削减计划，在未来5年内每年削减8%的国防预算。美国国防部长海格塞斯列出了17个“可能不受8%支出削减约束”的领域。除了边境执法，豁免清单还包括弗吉尼亚级潜艇、所谓的“可执行水面舰艇计划”、国土导弹防御、空军的新型协同作战飞机、单向攻击无人机、“优先关键网络安全、弹药、印太司令部建设项目”以及私营部门医疗保健。

美联储理事鲍曼 (M. W. Bowman) 表示，预计通胀将下降，但上行风险仍然存在；在再次降息之前，需要对通胀下降有更强的信心；耐心等待降息将有助于更清晰地了解政府政策的影响；资产价格过高可能已减缓通胀的进展。**旧金山联储主席戴利 (M. C. Daly)** 表示，经济状况良好，劳动市场非常稳健；对通胀进展不必感到灰心；政策需要保持紧缩，直到在通胀方面确实取得了持续进展；在进行下一次调整之前，希望谨慎行事；当前政策处于非常良好的状态；在必要时可以轻松调整。**亚特兰大联储主席博斯蒂克 (R.W. Bostic)** 表示，尽管不确定性普遍存在，并不预计会出现新的通胀潮；仍预计今年将有两次降息，但存在很大的不确定性。未来可能发生很多事情，从而导致降息幅度增多或减少。美联储使命面临的¹最大风险来自通胀；2%是目标，美联储还没有达到目标。目前的基准利率处于适度紧缩状态，相较于3%-3.5%的中性利率。

美联储公布1月会议纪要，更担忧通胀前景。纪要显示，美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间。委员会一致认为，最近的指标表明经济活动继续以稳健的速度扩张。目前通胀率仍然略高，经济前景不确定，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。美国总统特朗普的初步政策提议引发了美联储对通胀上升的担忧。会议纪要显示，与会者“普遍指出通胀前景的上行风险”，而不是就业市场的风险。

美国政府效率部将审计美联储和美国黄金储备。美国政府效率部负责人埃隆·马斯克20日透露，将审计美国联邦储备委员会和美国黄金储备。马斯克在X平台发文说：“谁能确定诺克斯堡金库内的黄金没有被偷？或许黄金在，或许不在。那些黄金归美国公众所有！我们要知道黄金是否还在。”美国财政部长斯科特·贝森特向媒体坚称黄金还在金库中。美国财政部数据显示，肯塔基州诺克

斯堡金库存有超过 1.47 亿金衡盎司（约合 4572.2 吨）黄金。世界黄金协会提供的数据显示，美国黄金储备达 8133.46 吨，为全球最高，相当于德国黄金储备的两倍多。

欧洲：德国大选中右翼联盟党获胜

德国联盟党赢得大选，默茨宣布获胜，朔尔茨承认失利。德国新一届联邦议院（议会下院）选举投票于当地时间 23 日 18 时结束。德国电视一台发布的出口民调结果显示，联盟党得票率为 29%，右翼民粹政党德国选择党得票率为 19.5%，总理朔尔茨所在的社会民主党（社民党）得票率为 16%。德国基民盟主席、联盟党总理候选人默茨在柏林的竞选庆祝活动上宣布赢得 2025 年德国联邦议院选举。他呼吁尽快组成新政府，称“世界不会等待德国，我们必须迅速具备执政能力。”默茨承诺，将确保德国重新回到稳定、高效的治理轨道上，并强调他本人也将为此全力以赴。根据德国《基本法》，选举后 30 天内必须召开联邦议院首次会议，由议员选出新的联邦总理。选举投票结束后各政党将尽快开展组阁谈判，组建政府任务艰巨。德国选择党主席魏德尔则表示愿参与联邦政府。

马克龙两次召开紧急会议讨论乌克兰局势，欧盟内部分歧严重。由于美俄会谈将欧盟和乌克兰排除在外，马克龙先后于 2 月 17 日、19 日两次召开欧洲国家领导人紧急会议讨论乌克兰局势和欧洲安全问题。不过，从会议情况来看，欧盟内部并不团结，分歧仍然严重。英国首相斯塔默提出欧洲各国向乌克兰派遣维和部队的倡议，结果法国、瑞典赞成，德国、波兰、西班牙、意大利反对。从受邀参会国家情况看，马克龙 17 日第一次召集的会议只有少数几个欧盟国家和英国参加，而 19 日的会议另有加拿大等国被邀请。

欧央行官员点评货币政策。奥地利央行行长霍尔兹曼（R. Holzmann）表示，通胀低于 2% 的目标风险不是降息的理由；现在以及 3 月之后，支持再次降息的决定越来越困难。法国央行行长维勒鲁瓦（F. Villeroy De Galhau）表示，欧洲央行的存款利率可能在今夏达到 2%；整体而言，欧洲银行业的整合是必要的，以便拥有能够在全全球范围内竞争的欧洲银行。

日本：日央行表示或干预债市

植田和男暗示将干预债市，日本央行随时准备增加购债。日本央行行长植田和男表示愿意干预国债市场以平息收益率飙升，并重申了央行支持稳定市场的长期承诺。他表示，在长期收益率急剧上升的特殊情况下，日央行将灵活地购买政府债券，以促进收益率的稳定。随着上周五日本 CPI 进一步升高，日本的基准国债收益率触及 15 年新高。日本央行过去曾表示，如果债券收益率急剧上升，它将进行购债。日本首相石破茂表示，周四与植田讨论了债券收益率。

日本经济产业部长拟访美争取关税豁免。据联社早报，日本经济产业部长武藤容治计划在华盛顿新一轮关税政策生效前访问美国，促请美方不对产品加征关税。武藤近期表明，东京已经开始就美国的关税政策与华盛顿进行沟通。评论认为，由于日本出口的高品质钢材和铝材是美国国内无法采购的，因此武藤可能尝试说服美方，对这些产品免征关税对美国有利。美国是日本汽车最大的出口目的地，武藤容治访美时可能会对美方强调，丰田汽车等日本车企加大对美国业务投资，为美国创造了就业机会。

其他地区：澳大利亚和新西兰相继降息

澳洲联储在四年来首次降息。当地时间 2 月 18 日，澳洲联储宣布将基准利率下调 25 个基点至 4.10%，为 2020 年 11 月以来首次降息。此举也标志着长达三年的加息周期正式结束，货币政策正式转向宽松。澳洲联储表示，自 2022 年通胀高峰以来，通胀水平已大幅下降；较高的利率正在推动总需求和供给趋于平衡；2024 年 12 月澳大利亚的核心通胀率为 3.2%，这表明通胀压力正在比预期更快地缓解；同时，私人需求增长仍然疲软，工资压力有所缓解；这些因素增强了澳大利亚央行决策委员会对通胀正在可持续回归 2%-3% 目标区间中点的信心。尽管降息符合市场预期，但澳洲联储在政策声明中强调，将保持谨慎态度，避免过快放松政策导致通胀停滞。

新西兰联储将基准利率下调 50 个基点至 3.75%，符合市场预期。这是新西兰联储自去年 8 月以来连续第四次降息，降息幅度累计 175 个基点。新西兰联储当天发表声明说，当前通货膨胀率接近央行设定的 1% 至 3% 目标区间的中点。央行预计，尽管新西兰经济活动依旧低迷，但经济有望在 2025 年恢复。如果

经济走势符合预期，还有进一步降息的空间。全球关税政策的不确定性给世界经济带来风险，预计将影响商业投资决策。

乌克兰表示尚未准备好与美国签署矿产协议。乌克兰方面 2 月 22 日称已拿到美国提出的最新矿产协议文本，但由于缺少关键的约束条款，乌克兰总统泽连斯基尚未准备好接受这一协议。乌方已提出修改意见，协议内容需要进一步协商。。根据草案文本，美国和乌克兰将成立一支商业基金，美国将拥有 100% 的所有权。同日，乌克兰最高拉达（议会）议长斯特凡丘克在接受日本一家媒体采访时表示，泽连斯基与美国政府乌克兰和俄罗斯问题特使基思·凯洛格会晤后，乌克兰政府的一个专家组将于下周启动，致力于与美国达成矿产协议。美国谈判代表在获得乌克兰矿产资源的协商中向乌克兰施压，并为此提出切断对乌克兰“星链”卫星网络服务的可能性。**美国总统特朗普当天仍表示，已经“非常接近与乌克兰达成协议”。**乌克兰总统泽连斯基 23 日表示，如果辞去总统职务能给这个饱受战争蹂躏的国家带来和平，那么他愿意辞去总统职务。泽连斯基强调“不会签署任何令乌克兰十代人都要付出代价的协议”。

OPEC+不考虑推迟 4 月份增加石油供应。俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克 2 月 17 日表示，OPEC+产油国不考虑推迟原定于 4 月份开始的一系列月度石油供应增加计划。OPEC+自 2022 年以来分阶段减产 585 万桶/日，约占全球供应量的 5.7%，去年 12 月，OPEC+将最新一轮减产协议延长至 2025 年第一季度，将开始增产的计划推迟至 4 月。根据该计划，阿联酋将从 4 月份开始逐步取消 220 万桶/日的减产（这是最新的一级减产），并开始增加产量，每月产量增加 13.8 万桶/日。

【本周关注】

本周关注：美国四季度 **GDP** 修正值、1 月 **PCE** 数据

2 月 24 日	欧元区 1 月 CPI 终值 美国 1 月芝加哥联储全国活动指数
2 月 25 日	美国 2024 年 12 月 SP/CS、FHFA 房价指数
2 月 26 日	美国 1 月新屋销售
2 月 27 日	美国 2024 年四季度 GDP 修正值 美国 1 月耐用品订单
2 月 28 日	美国 1 月 PCE 数据

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以

任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。