

国泰君安期货·君研海外

海外宏观及大类资产周度报告

国泰君安期货研究所

戴璐 Z0021475

刘雨萱 Z0020476

俞臻洋（联系人） F03131108

孙嘉良（联系人） F03129093

日期：2025年02月23日

CONTENTS

01

周度重点宏观逻辑追踪及FICC观点

- Thoughts of the Week
- Macro at a Glance
- 周度FICC资产观点

02

大类资产周度表现及市场高频数据

- 固定收益 – 海外固收周度表现
- 固定收益 – 美债收益率曲线和信用利差
- 固定收益 – 不同评级信用债相对强弱及欧元区利差
- 固定收益 – 美国国债发行量及一二级市场供需
- 汇率市场 – 主要汇率周度表现
- 汇率市场 – 主要国家国债收益率与美债利差走势
- 汇率市场 – 中国货币政策框架演进
- 汇率市场 – 人民币汇率月频指标
- 汇率市场 – 人民币汇率高频指标
- 大宗商品 – 主要大宗商品周度表现
- 大宗商品 – 主要大宗商品比价及产业链相对强弱
- 海外权益 – 全球主要指数及美股各行业周度表现
- 海外权益 – 周度美股风格表现、估值及盈利追踪
- 海外权益 – 盈利周期定位 – EPS季度同比趋势
- 海外权益 – 波动率与风险情绪指标
- 海外权益 – 美股量化因子表现追踪
- 加密货币 – 加密货币及相关衍生资产
- 资金流量 – 主要大类资产ETF资金流量追踪
- BOJ后YCC时代 – 日元Carry交易体系市场高频数据

03

宏观数据全息图及基本面高频数据

- 实时经济动能 – 实时GDP模型、GDP分项和板块惊喜指数
- 金融条件 – 央行资产负债表及金融条件指数
- 财政支出 – 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重
- 就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪
- 通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期
- 消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪
- 消费需求 – 收入端：个人收入、工资收入和储蓄
- 消费需求 – 负债端：家庭资产负债表、负债率、逾期率
- 周期定位 – 工业、制造业及库存周期性指标
- 周期定位 – 美国零售商分品种库存
- 信贷周期 – 信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪
- 交通物流 – 航空、供应链指数、卡车和航运
- 大宗商品 – 宏观商品高频
- 房地产市场 – 美国房地产权益市场和信用利差
- 房地产市场 – 美国商业地产
- Eurozone – 欧元区经济数据
- Beige Book Takeaways

周度重点宏观逻辑追踪 及FICC观点

01

Thoughts of the Week

2025 1Q 宏观主线逻辑再梳理及大类资产主策略变化

- ◆ 农历年后，我们对海外宏观经济和地缘变化进行了再梳理，我们认为，一是在新政府就职一个月的时间范畴下，“特朗普2.0”在外政（关税+地缘）和内政（财政政策）较市场前期（去年9-12月）一致交易的预期情景有显著的预期差；二是“美国例外”逻辑出现逆转，三大经济体（美欧中）在经济动能边际变化和微观题材上的相对强弱出现显著变化。
- ◆ 基于此，我们对季度的、中期的《宏观主题和大类资产主逻辑》做出相应调整：**由多通胀转为多估值**——退出2024 4Q做多通胀预期的主策略。宏观主线更关注预期差下计价的修复和“美国例外”的阶段性逆转，包括美元估值向下修复、长端美债看弱、长短美债曲线走平等，同时中国AI、机器人等领域的重大突破叠加外部环境较预期温和，贡献久违的“Long-China”题材抓手，微观题材的确定性甚至对国内基本面盘及外部关税扰动具备一定低相关性优势，“重估中国”引领本轮“多估值”主题。

时间	宏观主题	宏观逻辑和大类资产主策略
2024 1Q	经济韧性+地缘冲击+通胀预期反弹	“高增长、高通胀、高利率”格局，且处在地缘冲突-供给扰动-通胀冲击的模式下，通胀预期因子与期限溢价因子驱动利率上行， 以利率防御型资产：美元和大宗商品为主配置策略。
2024 2Q	经济动能边际回落+降息交易范式开启	尽管美国经济趋势性并不显著，但经济动能边际变化成为宏观情绪和配置范式变化的关注点。美国高频、敏感型数据回落， 宏观逻辑和配置范式从利率防御性板块转为利率敏感型板块，商品中“多估值、空需求”。
2024 3Q	宏观、中观和微观在资产上的极致化	延续2Q逻辑，美国宏观经济动能走弱证据更为突出、美股关键板块“盈利焦虑”、日元套系交易逆转、降息节点更为迫近 使得“降息交易范式”组合盈利表现更为极致化。
2024 4Q	美国软着陆+中国变量+大选不确定性	三大经济体经济惊喜指数反弹，降息周期开启但“就业、通胀风险”更为平衡、软着陆概率上升，叠加中国一系列逆周期政策， 应维持周期性上风险情绪，适度做多通胀预期。 大选存在扰动，关注风险冲击后回归的力量。
2025 1Q	关税、地缘和美国财政预期差交易	对外关税实质落地较计价略温和带来阶段性计价修补，对内财政政策或“先紧后松”，美国经济惊喜回落而通胀惊喜反弹，权益“美国例外”阶段性逆转。 退出“做多通胀预期”，美元估值向下修复，长端利率回调曲线区平，维持结构题材权益及非美敞口。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

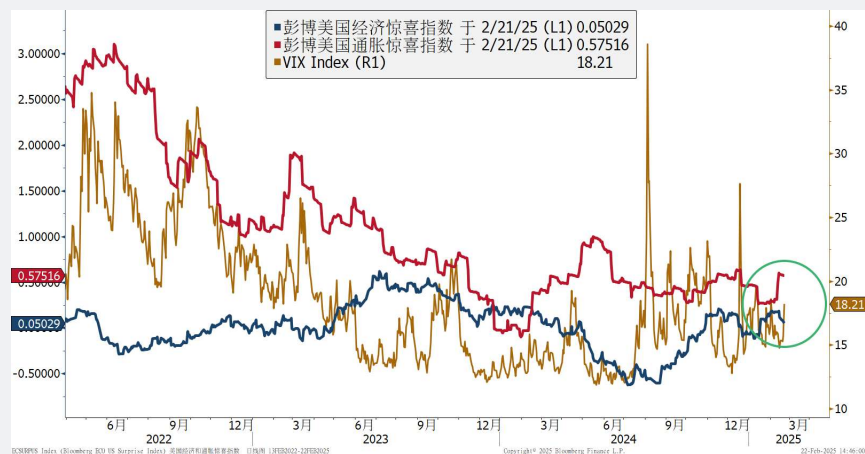
美国市场：“美国例外”计价亦有上限，经济惊喜指数回落背景下，市场脆弱性如期而至

- ◆ 自开年以来，全球市场重要的转变在于“美国例外”的阶段性的逆转，体现在非美市场表现好于美国市场，美国市场于非美市场的估值快速收敛。这体现了**长期统治市场的“美国例外”计价亦有上限**。非美经济动能回落、实质关税落地烈度低于预期、Pro增长政策未落地、非美市场如中国市场在主线题材引领的估值重估及俄乌地缘改善预期等因素共同构成全球市场相对强弱的变化。
- ◆ 从美国内部看：1) 近期经济惊喜指数回落，受1月零售销售数据、服务业PMI、消费者信心和成屋销售数据低于预期驱动下，美国经济惊喜指数持续回落，而欧元区经济惊喜指数近期上升。经济惊喜指数回落使得市场往往线性外推中期美国经济展望，使得“美国经济韧性”这一“美国例外”的根本性核心依据受到质疑，使得美元、美债收益率回落，以及高估值背景下的美股波动率上升。
- ◆ 2) 美国财政政策存在预期差，从前期加速财政扩张预期到近期强调财政平衡，尤其“DOGE”领导下的财政收缩动作引人注目。这使得前期美债供给加大+Pro增长政策预期下的期限溢价提升目前难以为继，叠加近期经济动能回落，长期利率承压下行。

美国硬经济惊喜指数回落，边际转弱使得美国经济强劲叙事难以持续计价



经济惊喜回落的同时，通胀惊喜指数确上行，并使得波动率倾向于上行



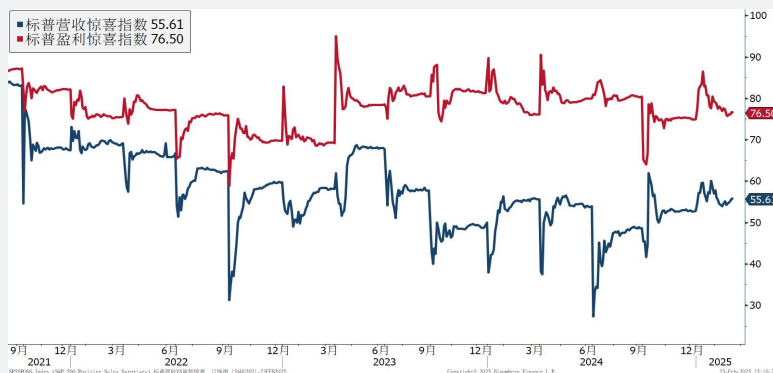
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

“美国例外” 的阶段性和逆转

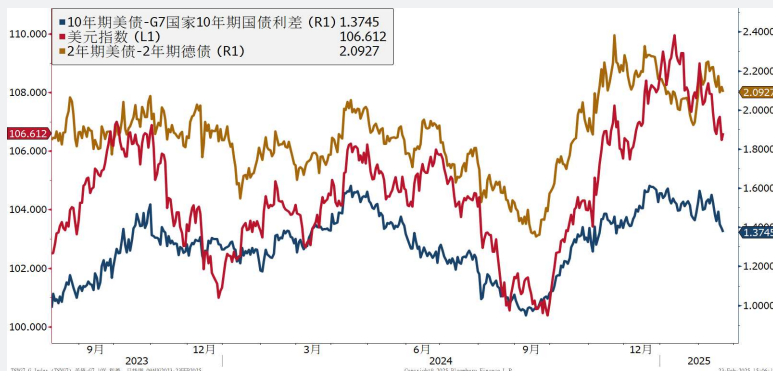
今年以来标普指数于MSCI除美国以外指数相对强弱快速回落，
标普指数估值于非美市场估值差显著收敛



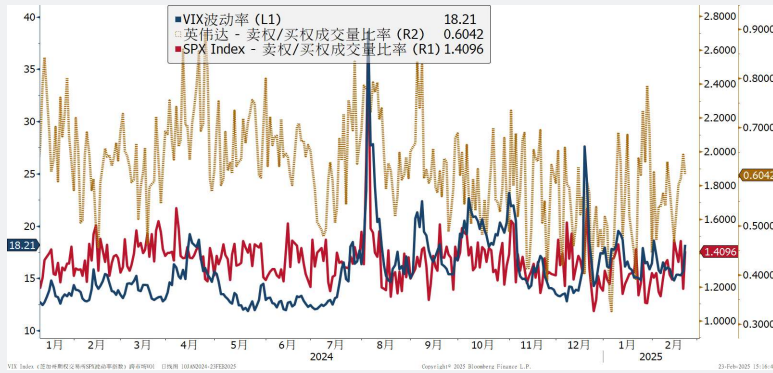
微观上看，美股4Q财报季表现“中规中矩”，盈利惊喜指数和营收惊喜指数基本较3Q持平，对市场有支撑但无助力



10Y美债与G7 10Y利差收敛，2Y所蕴含的年内货币政策预期差也震荡回落，美元从高估值环境下向下回调



美国在权益市场的AI主线题材亦失去阶段性引领地位，2.26英伟达财报表现继续“闯关”，当宏观编辑转弱且微观叙事缺乏，美股波动率随之走高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

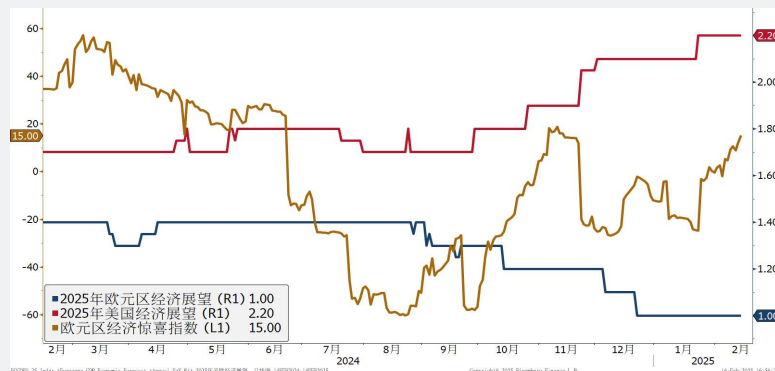
Thoughts of the Week

美-俄双方达成“四点共识”，“三阶段”和平方案推出，“美-俄”方向压倒“欧-乌”方向

- ◆ 美俄间第一阶段谈判正式结束，迈向和平第一步：2月18日，俄方外长拉夫罗夫、总统助理乌沙科夫，以及美方国务卿卢比奥、安全事务助理华尔兹、中东问题大使特斯威特科夫在沙特举行会谈。会后，俄方表示会谈进行得“不错”，并强调不接受北约在乌克兰部署部队，美方表态称仅一次会议不足以实现和平，双方将继续组织会晤。乌克兰与欧洲被排除于此次谈判之外，但美方称未来会让欧盟与乌克兰参与谈判。
- ◆ 俄-美双方会议中所取得的四点共识：1. 同意建立磋商机制，解决双边关系中棘手问题，目标是采取必要措施，使两国外交使团运作正常化。2. 双方同意任命各自高级团队，努力以持久的、且为各方接受的方式结束冲突。3. 同意为未来在共同地缘政治、经济、投资机会合作奠定基础，合作将随俄乌冲突的结束而出现。4. 承诺及时和有成效的方式推进谈判进程
- ◆ 卢比奥提出美俄未来计划的三个步骤：1. 同意恢复驻华盛顿和莫斯科大使馆的人员配置，以组建代表团支持乌克兰和谈、双边关系和更广泛的合作。2. 决定成立消除“刺激两国关系因素”咨询机制，决定成立解决乌克兰冲突小组。美方将与乌克兰、欧洲及其他国家的合作伙伴进行接触和磋商，同时表达俄方参与不可或缺。3. 双方决定未来的合作。此次为两国元首会晤奠定基础，特朗普计划与本月底前与普京会面。
- ◆ 首先我们认为，1) 我们整体仍对**俄乌冲突持改善的交易计价判断**，尽管四方谈话存在不确定性，但我们认为“美-俄”对引导俄乌局势的方向有主要作用，“欧-乌”或仍是次要作用。2) **政治上的不确定性并非全是对市场负面影响**，未来欧盟与北约成员国或扩大国防开支，重新平衡预算结构，政治难题不改市场计价热情：欧盟在未来10年或额外耗费3.1万亿美元用于国防开支，国防预算虚达GDP的3.5%。未来欧盟需在社会福利、医疗、教育与国防开支间重新平衡面临诸多挑战，**但欧洲国防开支一揽子指数上涨，欧洲市场年内超涨美国市场。**
- ◆ 风险上看，欧系资产的可持续性仍取决于欧盟关税风险、多方谈判进程与成效，警惕美国将关税绑定俄乌议题谈判。

欧系资产的Silver Lining

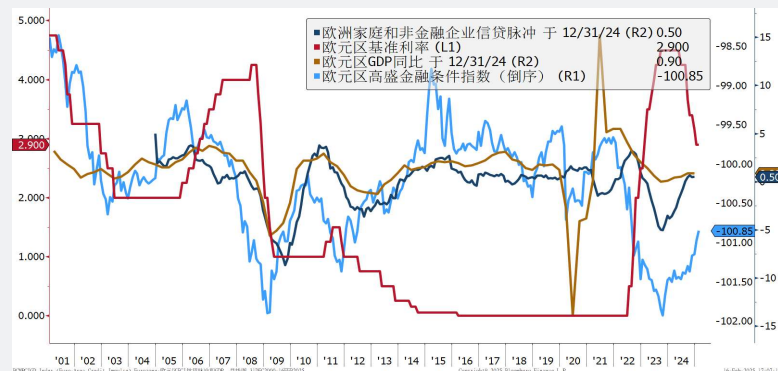
当开始交易特朗普2.0后，市场显著下调欧元区25年增长展望并上调美国展望，尽管此时欧元区惊喜指数是上行趋势



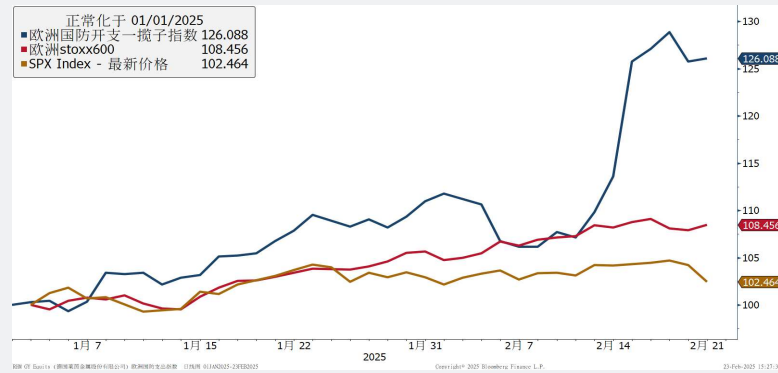
欧系资产Silver lining并非仅仅依赖政治叙事，近期美国经济惊喜指数回落而欧洲经济惊喜指数走强，欧洲数据有改善



欧元区金融条件指数 (FCI) 宽松较美国更为顺畅，使得欧元区在除政治、关税等情绪事件扰动之外，存在周期反弹的流动性环境



政治的不确定性并不全然意味着对市场利空，开年以来欧洲股票超涨美国股票，“美国退出欧洲”叙事反而带动欧洲国防开支一揽子指数上涨

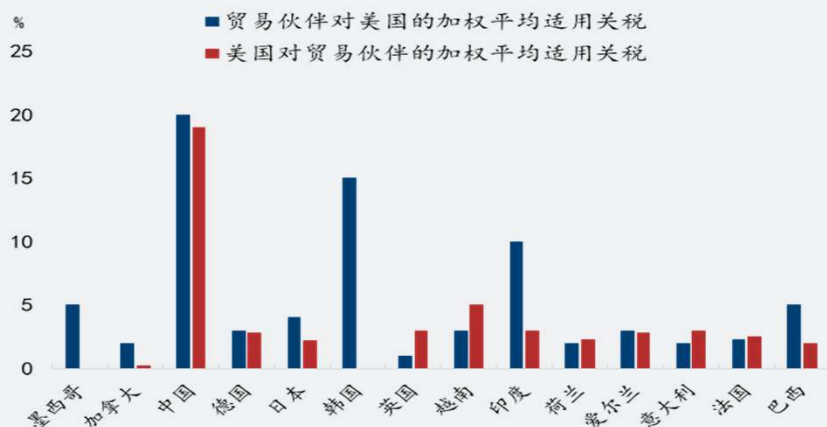


Thoughts of the Week

“重估中国”的外部背景：对前期特朗普2.0下极度焦虑的关税风险计价阶段性反转

- ◆ 特对于近期中美两国关税相关动作，我们的解读是：美国对中国关税提升整体略低于预期，市场反应较为稳定意味着前期市场计价较为充分（10%关税提升理论上对应人民币6.5%贬值幅度，自9月离岸人民币贬值幅度5.7%）。中国快速行动，但反制力度整体较为克制。目前中国对美国的反制关税涉及进口金额约150亿美元，相较美国对中国关税覆盖5250亿美元显著不对等。市场乐见这种“克制”，意味着存在谈判诚意和空间。
- ◆ 我们认为**“对等关税”概念反而提供了“合理性和确定性”，暂不视作关税烈度提升风险**：1）提供旨在扭转逆差的关税行动的“道德依据”；2）对比特朗普前期以“模糊策略”将关税作为“谈判筹码”，“对等关税提供了确定性”；3）**中国“对等关税”下加税空间反而有限**，关注印度、韩国、加拿大和巴西等国的风险。我们固然高度关注4.1政策细节，但暂不改变当前我们偏向非美权益资产上风险的策略。
- ◆ 我们一方面认可关税风险长期的不确定性难以移除，但另一方面阶段性主线逻辑的转向将客观构成中期交易策略的变化。

美国及主要贸易国家双向平均关税水平对比



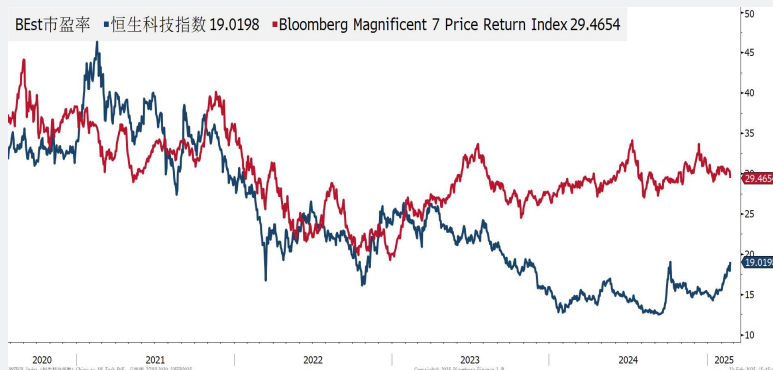
处在关税冲击漩涡中的加元、墨西哥比索和离岸人民币近期皆有所反弹



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

“重估中国”的内部驱动：自下而上的题材+宏观不拖累

中国核心标的的估值修复，但与美国估值差空间仍大，驱动来AI训练和算法带来运用端爆发式突破+算力自主化替代选项等，意义重大



宽基指数估值亦明显回升，中国市场估值较5年平均偏差仍旧相对温和，美股估值较5年平均偏差仍旧较大



与此同时关键宏观指标呈一定企稳迹象，近期地产价格和销售数据未进一步走弱，地产美元债和地产股反弹，10Y国债利率企稳



AI运用端的想象力并非只属于中国，但中国核心标的具有驱动和弹性优势，当前短期有超买风险，追踪中美核心标的的表现来衡量情绪变化



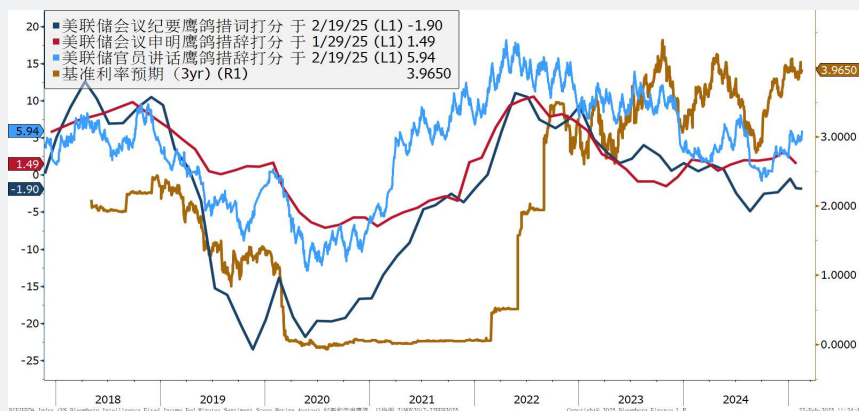
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Macro at a Glance

FOMC 1月会议纪要：经济风险平衡+政策不确定下的谨慎观望，货币政策态度略转鹰

- ◆ 2月19日，美联储公布1月FOMC会议纪要，显示大多数官员倾向对货币政策采取“谨慎调整”的态度，同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.5%之间，意味着短期内降息可能较低。“按兵不动”的决定主要源于：1) 特朗普财税计划+宽监管政策使经济前景乐观，众多官员指出“若美国经济保持强劲且通胀高企，委员会依旧将政策利率维持于限制性水平”。2) 特朗普移民+财税+贸易政策不确定性，以及强劲的消费者需求存在对通胀的潜在影响，FOMC成员担忧“关税或导致更高的投入成本将最终转嫁至消费者”，从而引发通胀压力。
- ◆ 此外，出于对美国债务上限争端的担忧，部分官员指出在债务上限得到解决之前将考虑暂停或放缓缩表。债务上限变化或导致联储负债和货币市场剧烈波动，影响联储对于市场真实情况的判断。
- ◆ 会议纪要对于美债的传导，在于其强化了我们对于美债曲线阶段性走平，短端稳定长端下行的前期观点。近期美国通胀惊喜反弹而经济惊喜指数回落的背景，叠加此次会议纪要，使得短端利率更为纠结而呈震荡态势，长端利率方面，本周关键数据表现不佳+美股风险平衡+前期我们提出的“财政政策预期差”因素，我们再度强调我们的季度美债：退出做多通胀预期，看弱10Y美债利率，阶段性看平曲线。

对美联储声明、纪要和委员讲话的量化显示边际转鹰，基准利率预期上行



短端利率因联储谨慎和通胀韧性而较长端更为稳定，使得长短利差如期回落



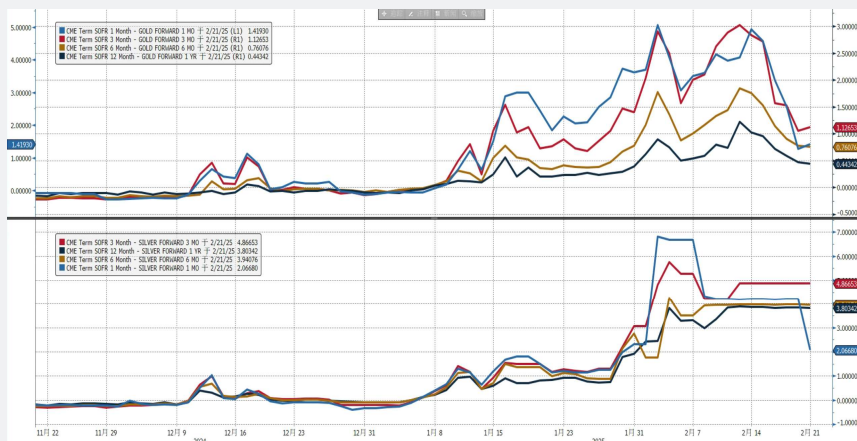
资料来源：Bloomberg, BIS, 国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

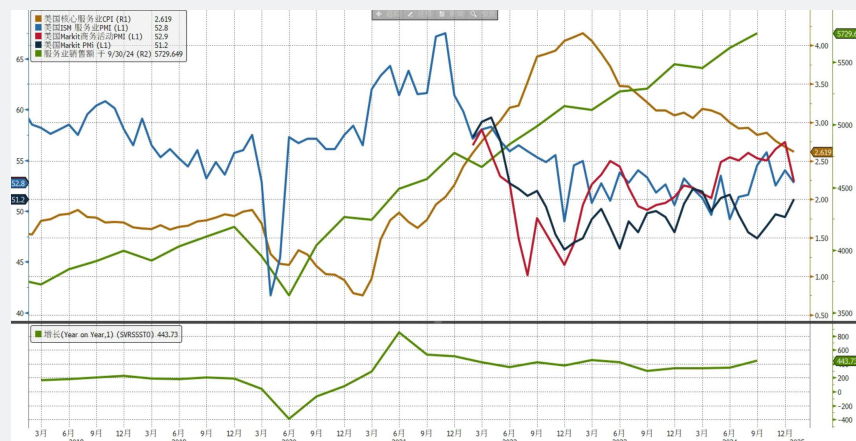
黄金上行驱动有所切换，前期关税避险/现货紧俏逻辑走弱，美国数据回落接棒利多AU

- ◆ 上周贵金属周报中我们提及，在美国零售销售数据走弱导致夜盘金银暴跌之后，倾向于认为贵金属板块存在阶段性修复跌幅的可能。本周黄金基本收复了此前跌幅，再度创出新高：COMEX黄金触及2973.4美元/盎司，沪金回归690元/克附近。
- ◆ 从黄金的前期推涨的一些列影响因素来看，我们认为正在边际走弱。1、来自于伦纽价差带来黄金现货库存紧俏的情况本周出现明显缓解，短端黄金租赁利率从前期高点4%快速下滑至1%以内，意味着当价差收敛套利空间不再，LBMA黄金去库趋势逆转，现货挤兑风险下降。2、特朗普将关税政策的关键节点延后至4月，近期来自于政策的不确定性边际走弱。3、俄乌冲突边际缓解。
- ◆ 然而，周五美国来自服务业PMI、消费者信心、以及房地产成屋销售数据的齐齐走弱使得10Y利率下滑，黄金从而获得支撑。往后看，我们认为周度级别黄金可能依旧保持强势态势，但白银表现或相对走弱，金银比或继续上破90位置。尤其需要关注黄金往上突破3000美元/盎司的关键整数关口后，趋势突破信号推动黄金加速上涨。

黄金租赁利率各个期限快速下行，1M/3M尤为明显



美国服务业PMI走弱，利率回落利多黄金



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

资产	周度观点	主要逻辑和策略
美元	☐ ☒ -1 ☐ ☐ ☐	美国经济韧性+对未来特朗普2.0 政策不确定性和Pro增长的长期计价构成美元中长期偏强逻辑。但日线级别美元有所超买，叠加关税节奏后置及落地较预期温和+俄乌地缘改善+中国风险情绪反弹，12.19我们将美元日线级别从走强观点调整为震荡回落，震荡区间107.3-110，当前美元下坡且跌破106.9则确认周线下行趋势，目标106.4/105附近，年内目标103.5附近。
日元	☐ ☐ 0 ☐ ☐	日本1季度GDP超出预期，通胀-薪资使得日央行年内仍有一次以上加息计价，均衡汇率模型显示日元被低估，但近期非美风险情绪提升（中国风偏+欧洲地缘改善预期）使得日元尤其是日元交叉（对欧系）多头头寸快速减少使得日元短期交易盘有所震荡，154以下延续日元看强。关注2.23德国大选落地，欧元中期目标调升至1.10附近。
在岸人民币	☐ ☐ 0 ☐ ☐	内部基于全面刺激政策，中国经济中长期预期层面出现关键性拐点；外部关税风险短期缓和，美元指数回落，以人民币为首的非美汇率处在短期舒适期，可在在岸人民币靠近7.20附近防御性提升套保比例，并择机购汇，形成“多国内权益并保持人民币对冲”的均衡策略。
10年期美债收益率	☐ ☒ -1 ☐ ☐ ☐	新政府看重财政纪律和长端利率水平对10Y利率有所抑制，经济惊喜指数近期稳定，通胀预期震荡下行，美股调整推动长债配置。我们建议配置适度从超短期转为长期已经兑现。10Y收益率短期在4.4%附近持稳震荡，中期关注4.2%附近低点。
2年期美债收益率	☐ ☐ 0 ☐ ☐	经济惊喜指数和通胀惊喜可能支持3月份FOMC继续按兵不动，短端利率有所回落但相对稳定。我们建议做10-2Y、30-5Y利差走阔暂时离场已经兑现，建议回调后（5-20bps区间）再择机入场做多利差，后续目标58-80bps。
伦敦金现	☐ ☐ 0 ☐ ☐	美元回落赋予黄金上行较为舒适的环境，但是当价格升至2950-3000美元区间时，达到各大机构预测全年高点，再继续突破需要更苛刻的宏观环境。周五晚超预期走弱的零售销售数据成为黄金高位调整的契机，缓解超买情绪。上周提示黄金上行斜率放缓，下方支撑位看2800美元。
金银比	☐ ☐ 0 ☐ ☐	近期美国数据边际走弱打断通胀预期上行逻辑，有色板块旋即迎来调整。上周看金银比达到95高位后有所修复，后续若增长走弱逻辑延续则金银比或重返高位，否则金银比仍存回落空间。

偏弱

中性

偏强

大类资产周度表现 及市场高频数据

02

固定收益 - 海外固定收益周度表现一览

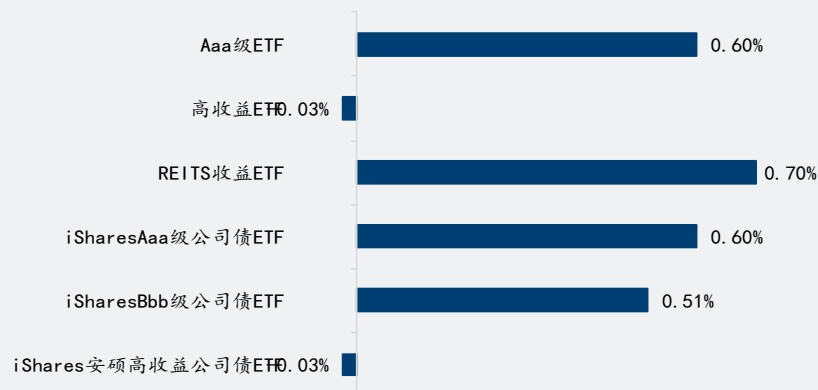
各期限美债收益率周度变化

美债收益率	2025/2/21	周度变化(bp)
3M美债收益率	4.30	-1.24
2年美债收益率	4.20	-6.09
10年美债收益率	4.43	-4.49
30年美债收益率	4.68	-1.78
10年期TIPS收益率	2.01	-2.7

主要发达国债收益率周度变化

DM国债收益率	2025/2/21	周度变化(bp)
10年期德债收益率	2.47	3.9
10年期英债收益率	4.57	7.1
10年期日债收益率	1.42	6.8
10年期意大利债收益率	3.55	3.2
10年期西班牙债收益率	3.09	3.5

美国信用债ETF周度表现



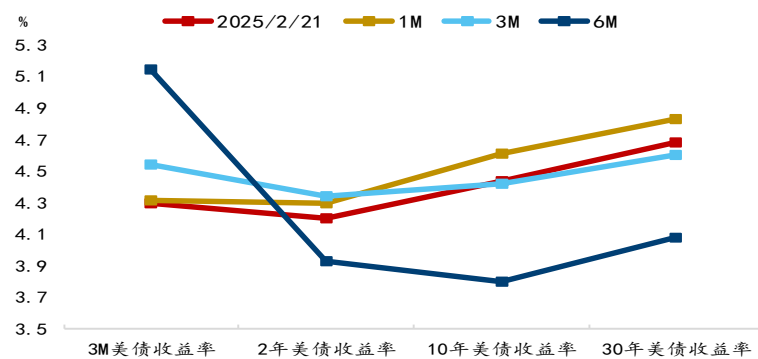
彭博全球国债集合指数



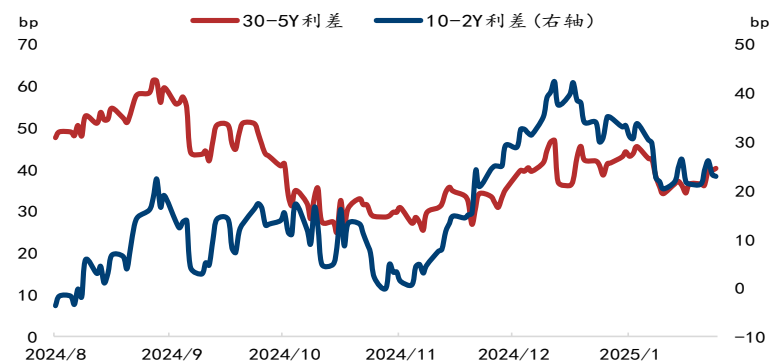
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

固定收益 - 美债收益率曲线和信用利差追踪

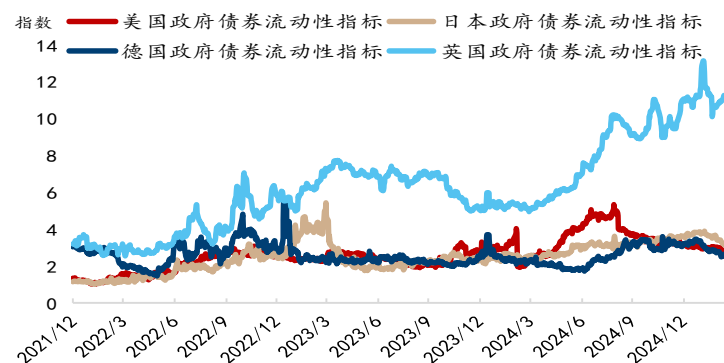
美债收益率曲线1月、3月和6月变化



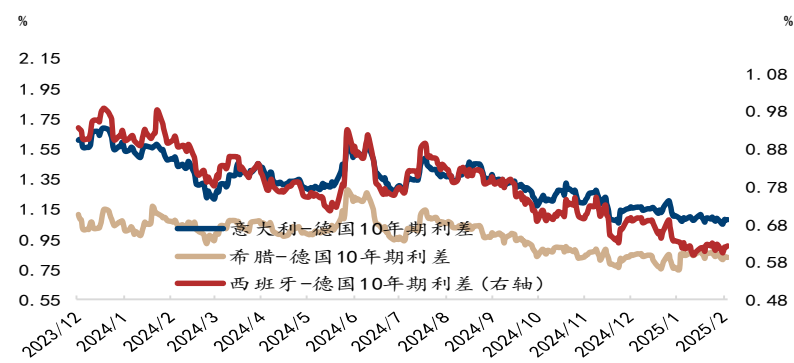
美债收益率长短利差



主要发达国家政府债券流动性指标



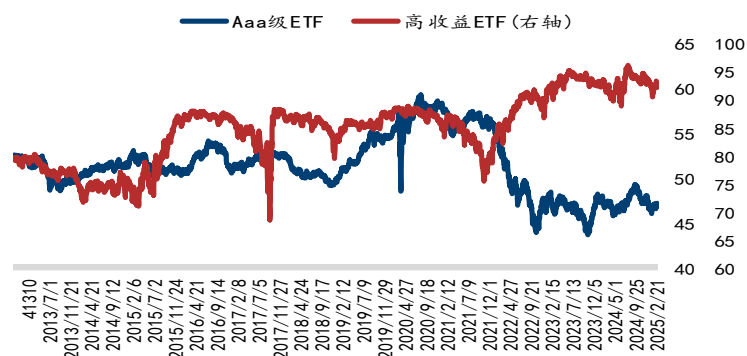
欧元区国债收益率利差



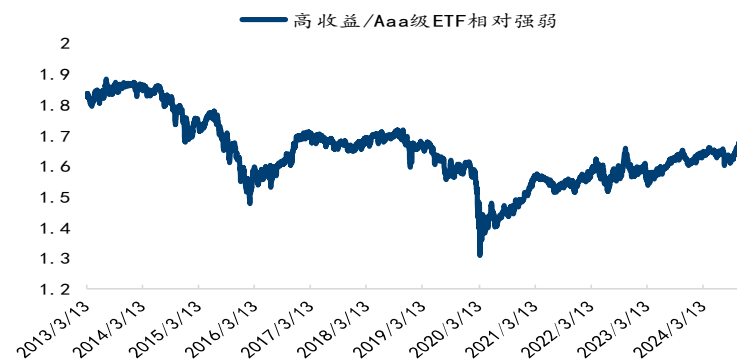
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 不同评级信用债相对强弱及欧元区国债利差

Aaa与高收益信用债ETF



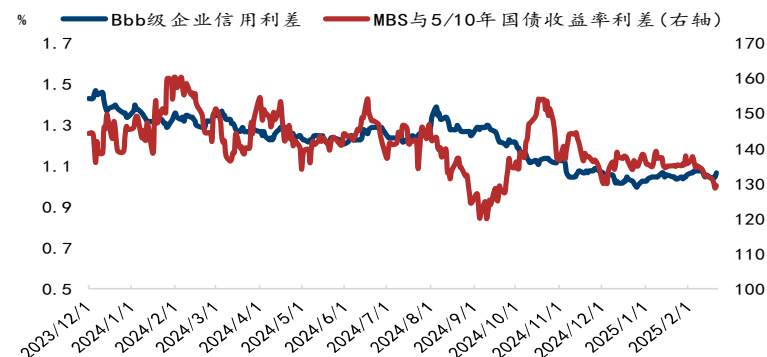
高收益/Aaa级ETF相对强弱



高收益信用债和Aaa级信用债信用利差



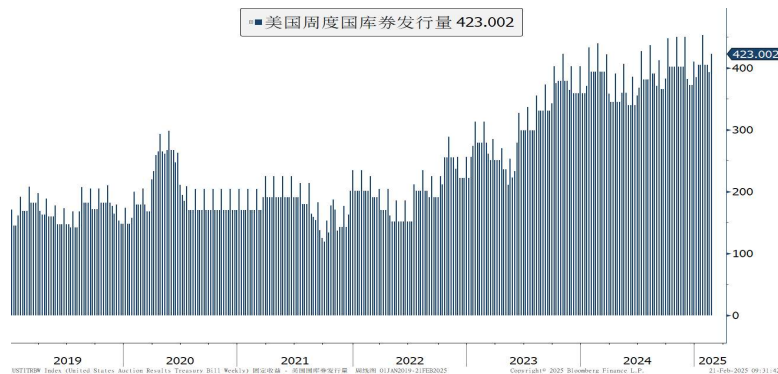
Bbb级信用债和MBS信用利差



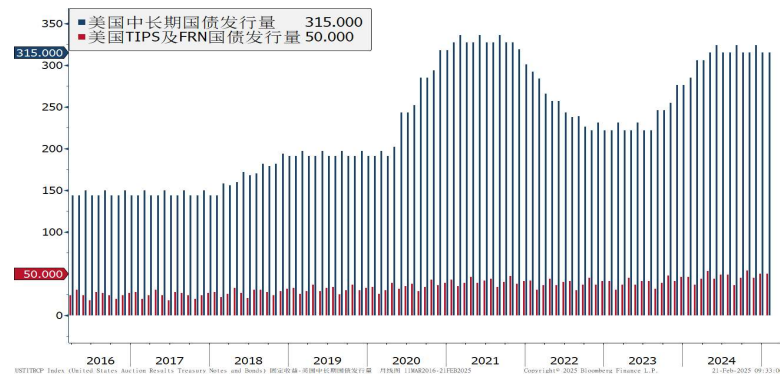
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

固定收益 - 美国国债发行量及一二级市场供需指标

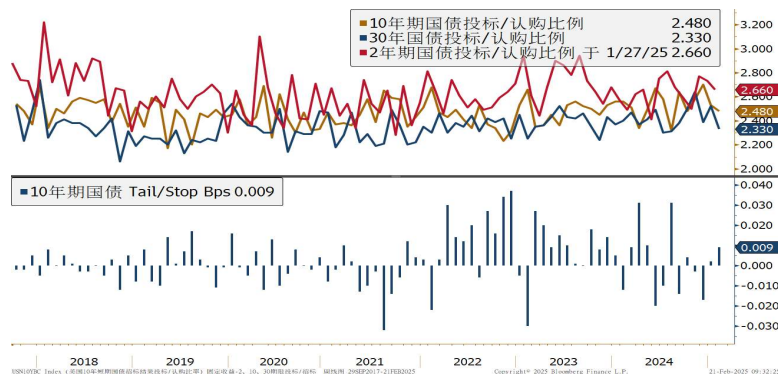
美国短期国库券发行量（周度）



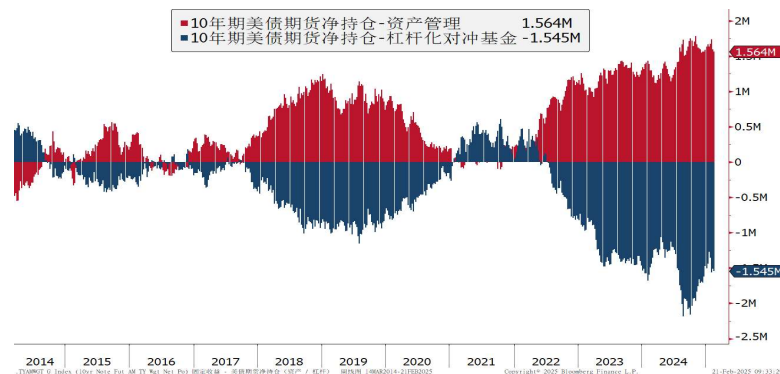
美国中长期国债和FRN及TIPS国债发行量



2、10、30年美国国债投标/认购比例



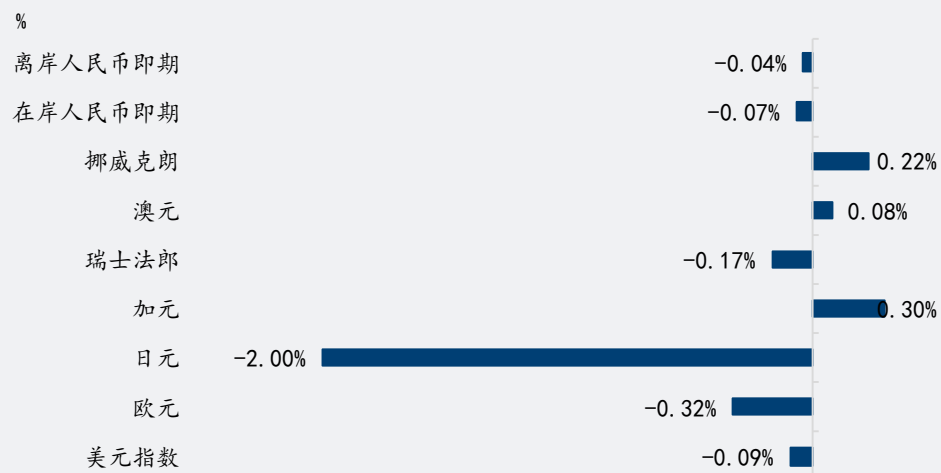
美债期货持仓（资产管理和杠杆性对冲基金）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 全球主要汇率周度表现一览

主要汇率周度表现



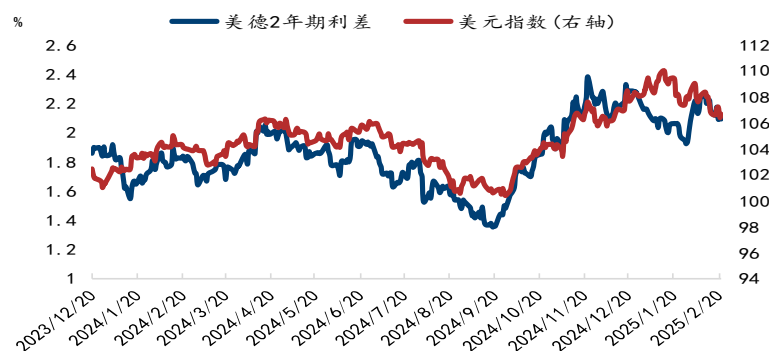
	2025/2/21	周度变化
美元指数	106.6120	-0.09%
欧元	1.0458	-0.32%
日元	149.2700	-2.00%
加元	1.4224	0.30%
瑞士法郎	0.8983	-0.17%
澳元	0.6357	0.08%
挪威克朗	11.1474	0.22%
在岸人民币即期	7.2523	-0.07%
离岸人民币即期	7.2550	-0.04%

汇率市场 - 主要国家国债收益率与美债利差走势

10年期美债与G7国家平均利差



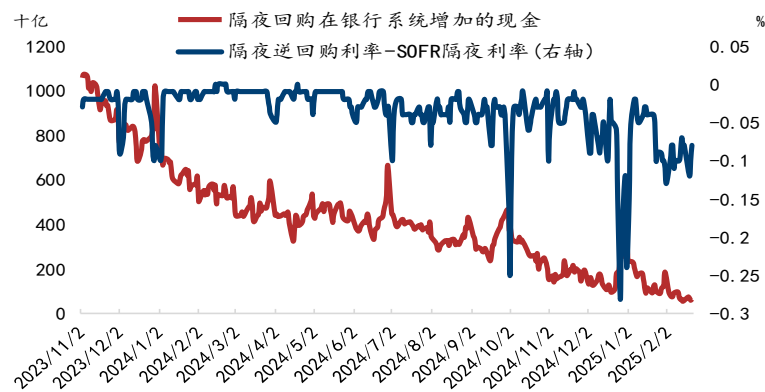
美德2年期国债收益率利差



美德、美日10年期国债收益率利差



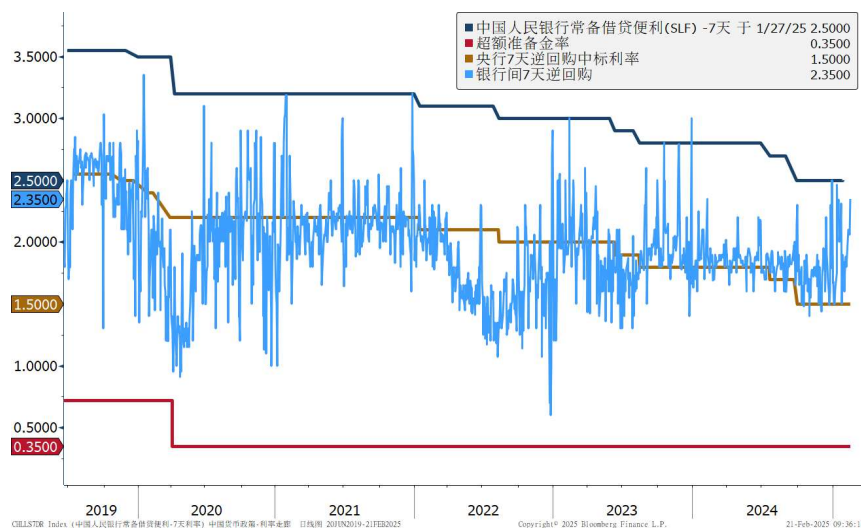
美国隔夜逆回购量及逆回购与SOFR利差



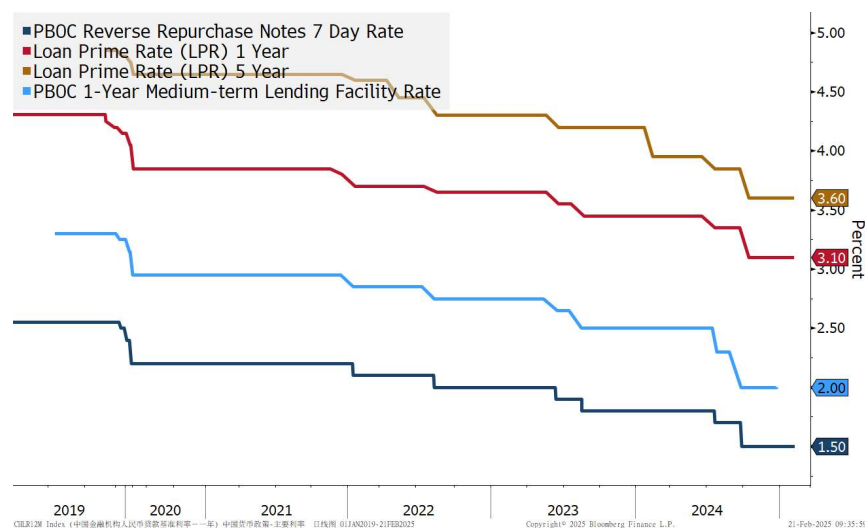
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 – 中国货币政策框架演进

银行间7天逆回购做为“政策利率”，SLF作为顶部、超额储蓄金率作为底部形成中国“利率走廊”，当前区间较宽



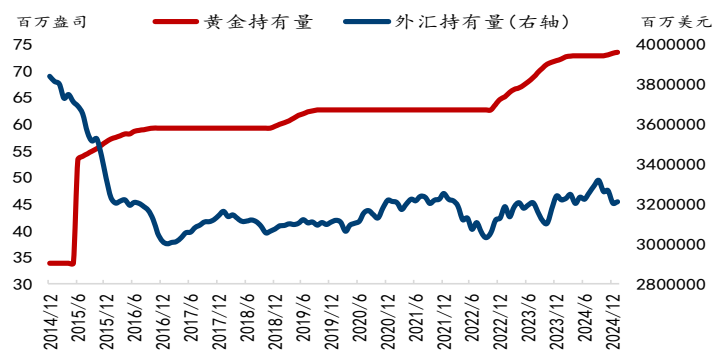
传统工具：中国主要政策利率工具依赖MLF作为政策指引利率



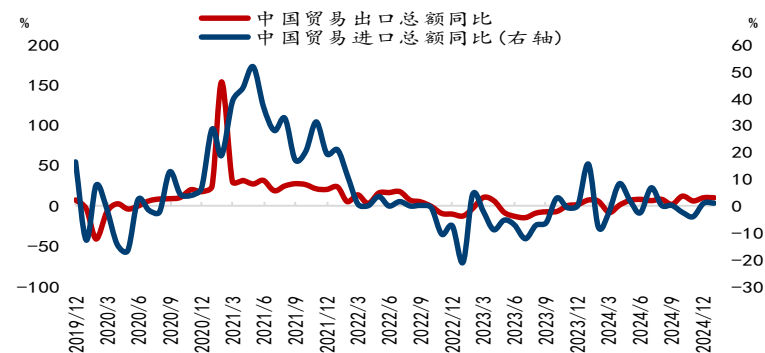
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率月频指标

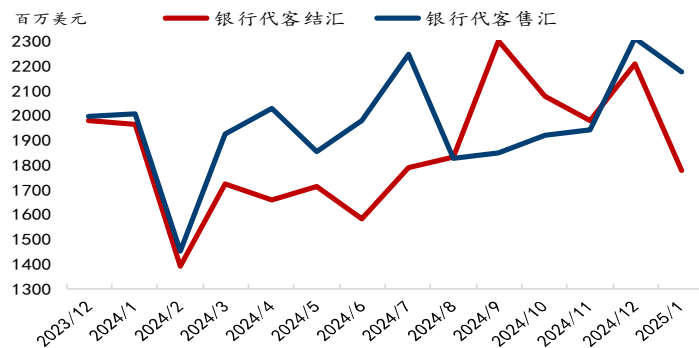
中国央行黄金与外汇储备



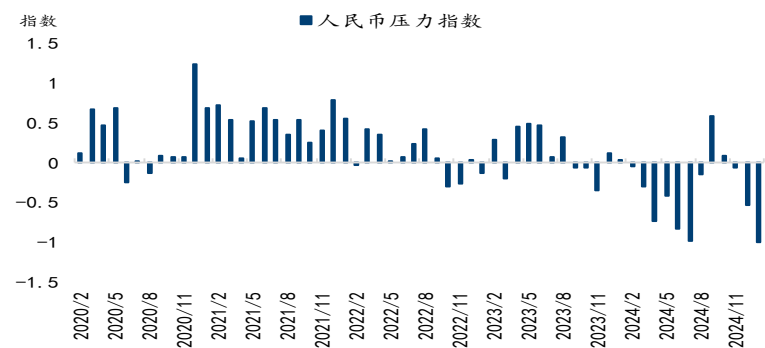
中国进出口同比



银行结售汇



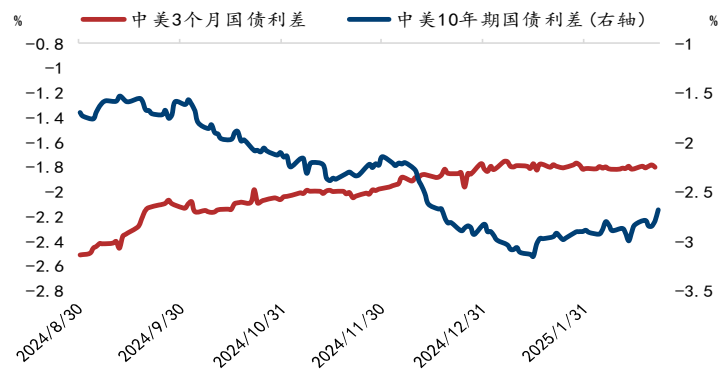
人民币月度压力指数



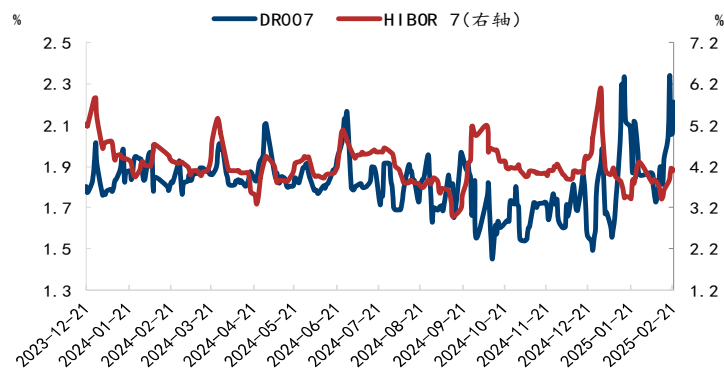
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

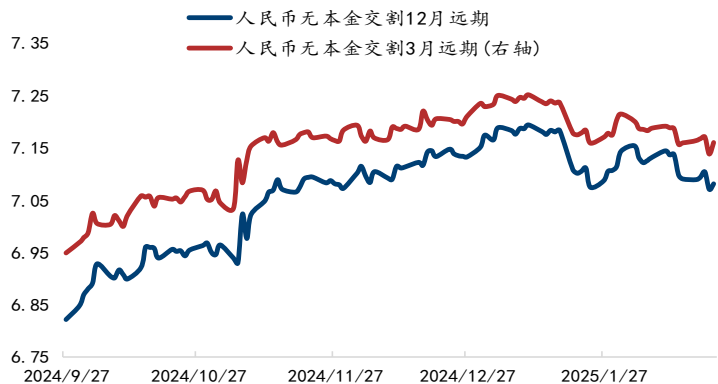
中美10年期、3个月国债收益率利差



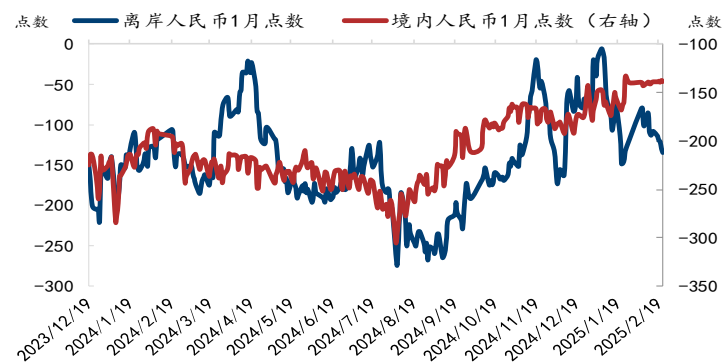
DR007及Hibor7天利率走势



无本金交割人民币远期3月及12月远期



离岸人民币与在岸人民币1个月点数



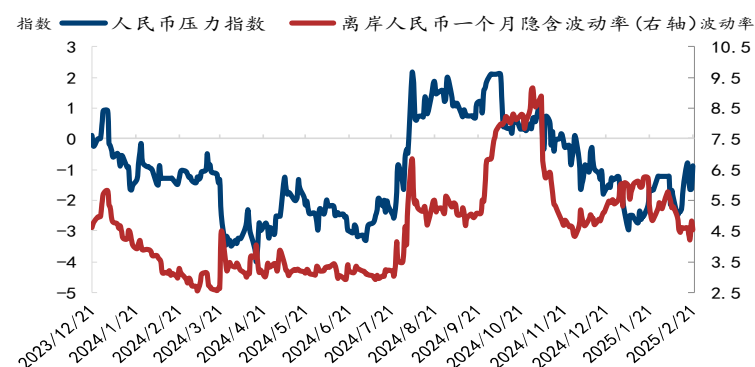
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

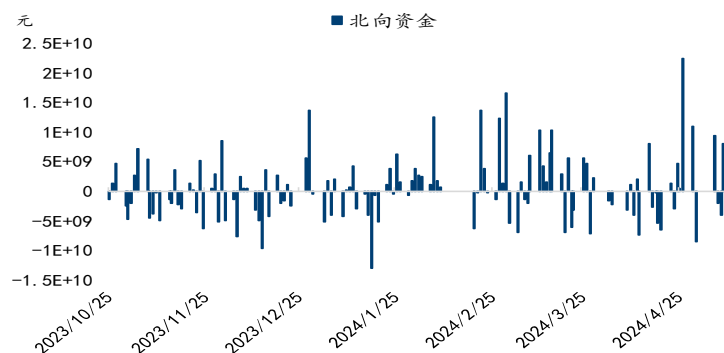
人民币中间价与彭博中间价预期价差



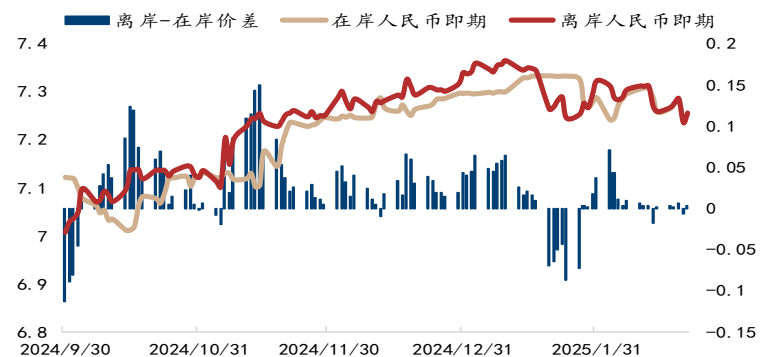
人民币日度压力指标及CNH 1M 隐含波动率



北向资金净流入/出

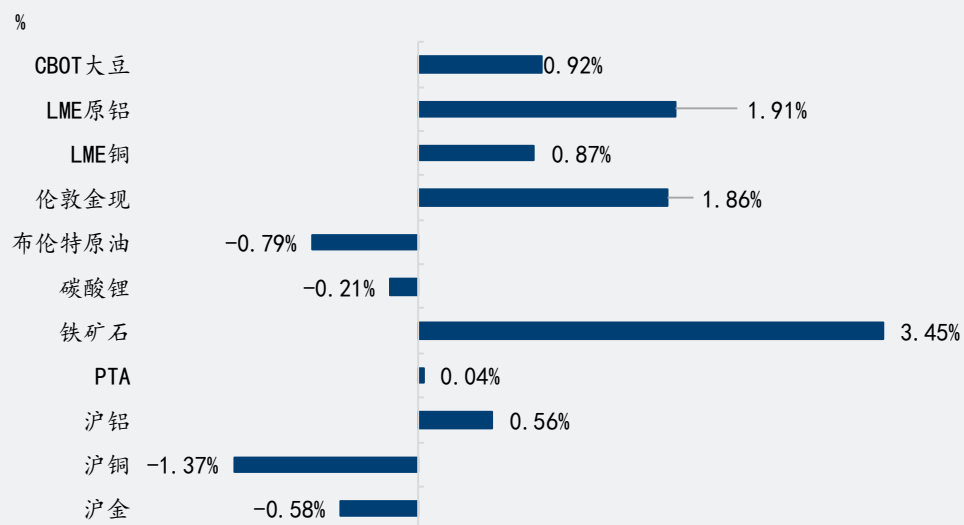


离岸人民币与在岸人民币价差



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 全球主要大宗商品周度表现一览

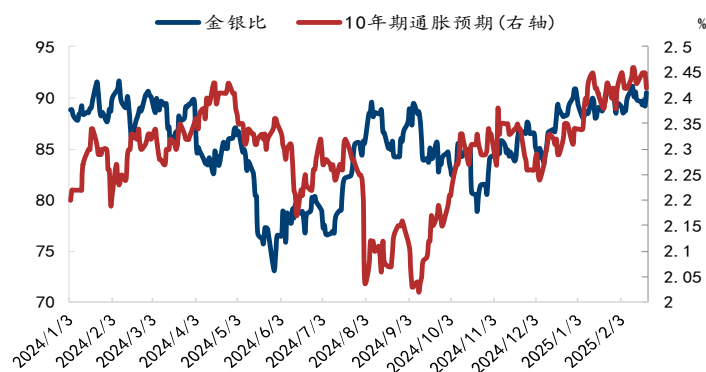


	2025/2/21	周度变化
沪金	684	-0.58%
沪铜	77020	-1.37%
沪铝	20825	0.56%
PTA	5108	0.04%
铁矿石	839	3.45%
碳酸锂	76620	-0.21%
布伦特原油	74	-0.79%
伦敦金现	2936	1.86%
LME铜	9559	0.87%
LME原铝	2688	1.91%
CBOT大豆	1040	0.92%

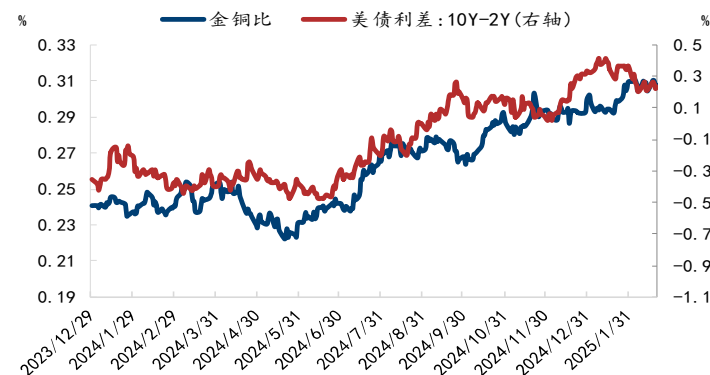
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

大宗商品 - 主要大宗商品比价及产业链相对强弱

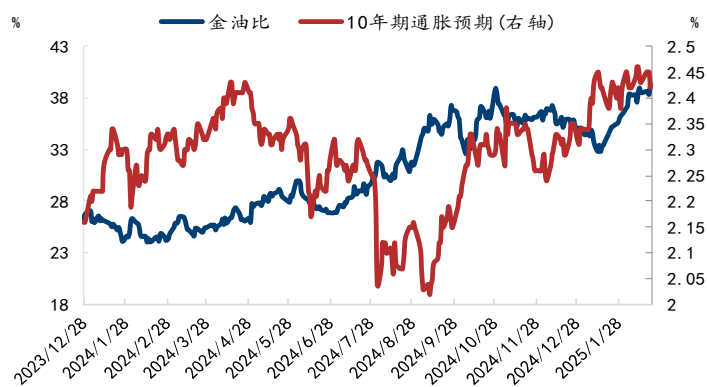
金银比与通胀预期



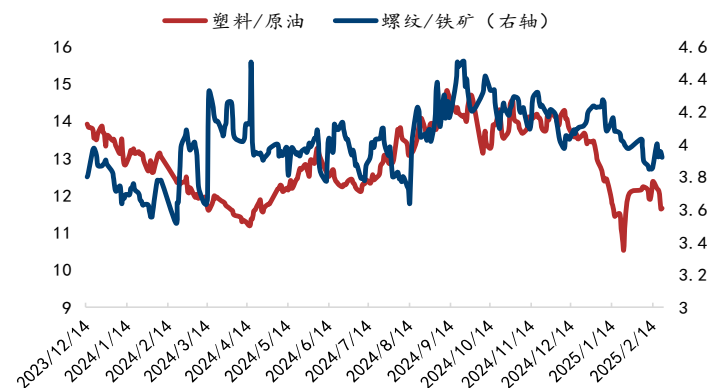
金铜比与美债10-2利差



金油比与通胀预期



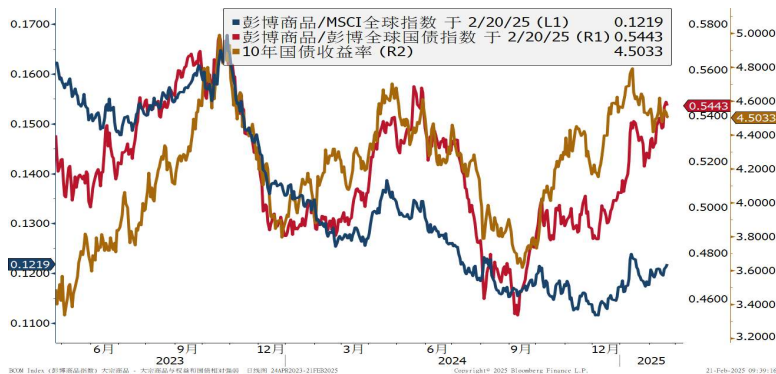
能化及黑色金属产业链下游/上游相对强弱



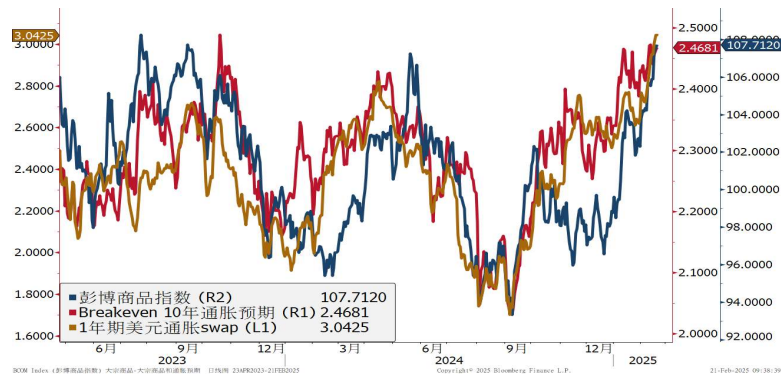
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 大宗商品价格与其在权益、债券市场的映射

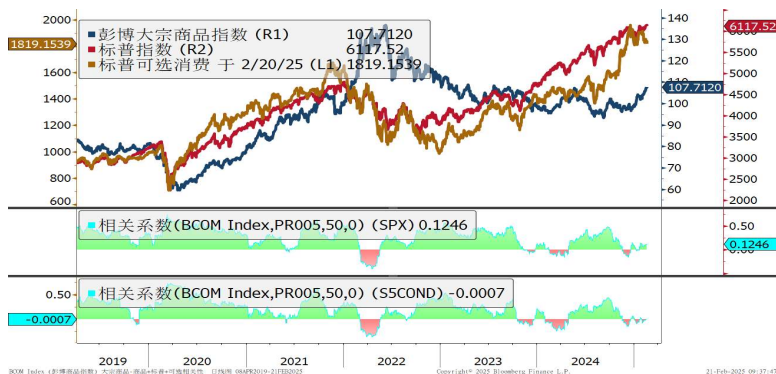
大宗商品与全球权益和国债指数相对强弱



彭博大宗商品指数与10年期Breakeven、1年期通胀swap走势



上游彭博大宗商品和下游权益周期消费板块滚动相关性



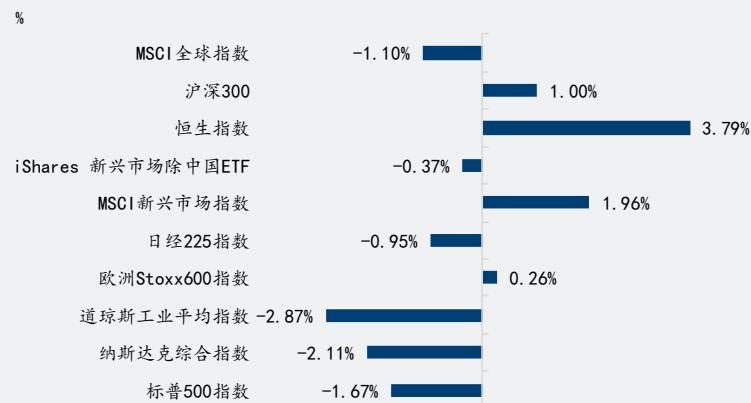
主要大宗商品与其对应权益板块指数走势对比



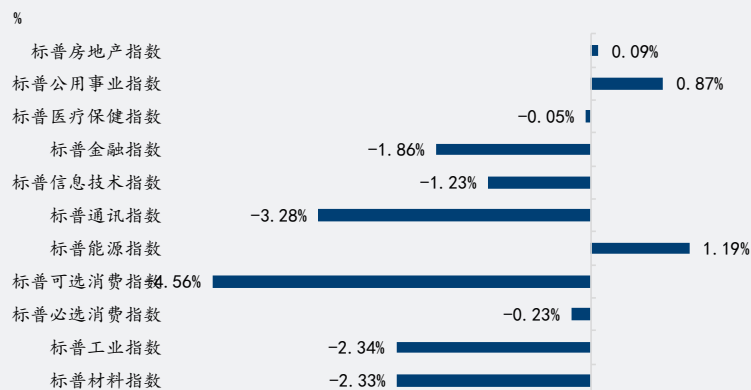
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 - 全球主要指数及美股行业周度表现一览

全球主要指数周度表现



标普指数分行业周度表现



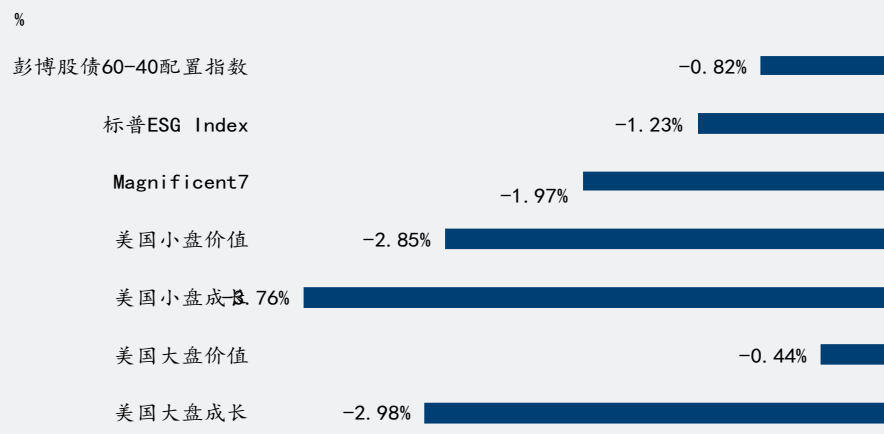
主要指数	2025/2/21	周度变化
标普500指数	6013.13	-1.67%
纳斯达克综合指数	19524.01	-2.11%
道琼斯工业平均指数	43428.02	-2.87%
欧洲Stoxx600指数	553.85	0.26%
日经225指数	38776.94	-0.95%
MSCI新兴市场指数	1147.30	1.96%
iShares 新兴市场除中国ETF	56.98	-0.37%
恒生指数	23477.92	3.79%
沪深300	3978.44	1.00%
MSCI全球指数	874.54	-1.10%

行业	2025/2/21	周度变化
标普材料指数	554.23	-2.33%
标普工业指数	1139.79	-2.34%
标普必选消费指数	906.95	-0.23%
标普可选消费指数	1768.749	-4.56%
标普能源指数	688.97	1.19%
标普通讯指数	358.01	-3.28%
标普信息技术指数	4595.73	-1.23%
标普金融指数	843.25	-1.86%
标普医疗保健指数	1704.69	-0.05%
标普公用事业指数	406.63	0.87%
标普房地产指数	263.43	0.09%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

海外权益 - 周度美股风格表现、估值及盈利追踪

美股风格板块周度表现



风格	2025/2/21	周度变化
美国大盘成长	28.01	-2.98%
美国大盘价值	27.24	-0.44%
美国小盘成长	279.25	-3.76%
美国小盘价值	197.69	-2.85%
Magnificent7	166.61	-1.97%
标普ESG Index	524.42	-1.23%
彭博股债60-40配置指数	1912.048	-0.82%

全球主要指数估值及历史均值

估值 (PE Ratio)	2025/2/21	五年平均	10年平均
标普500指数	25.99	21.88	20.01
纳斯达克综合指数	38.72	33.52	28.76
道琼斯工业平均指数	20.65	20.23	18.88
欧洲Stoxx600指数	15.61	15.67	15.63
日经225指数	19.46	22.43	20.51
MSCI新兴市场指数	14.68	13.84	13.25
恒生指数	11.28	10.84	11.28
沪深300	15.18	13.95	13.81
MSCI全球指数	21.75	18.82	17.62

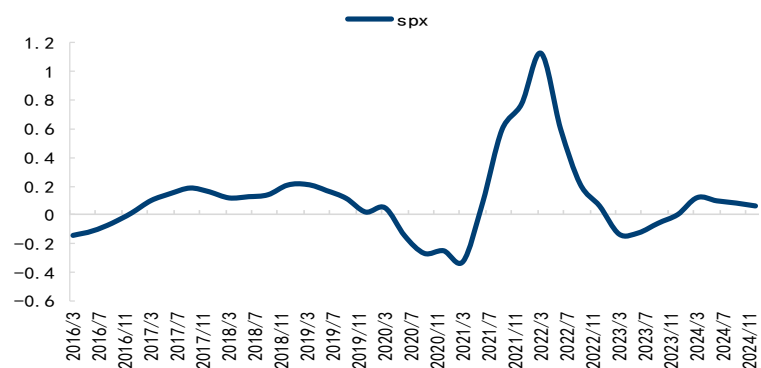
全球主要指数预测EPS及实际EPS同比

盈利 (EPS) 同比	Best EPS	EPS 同比
标普500指数	231.33	6.2%
纳斯达克综合指数	514.97	20.2%
道琼斯工业平均指数	2,103.26	11.4%
欧洲Stoxx600指数	35.48	-12.3%
日经225指数	1,993.01	48.4%
MSCI新兴市场指数	77.16	7.8%
恒生指数	2,081.37	3.0%
沪深300	262.00	-6.9%
MSCI全球指数	40.64	4.6%

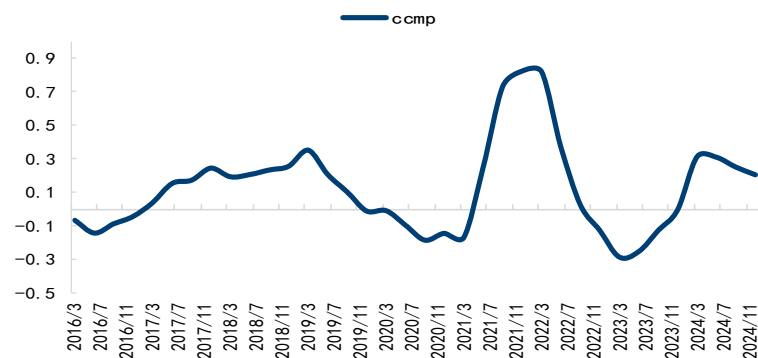
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 - 盈利周期定位 - 主要指数 EPS 季度同比趋势

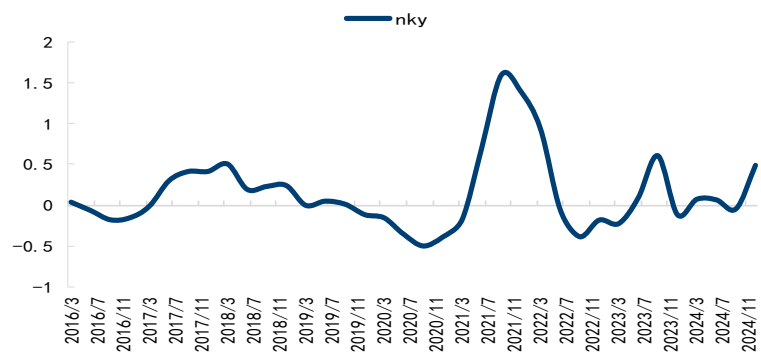
标普指数 EPS 同比趋势



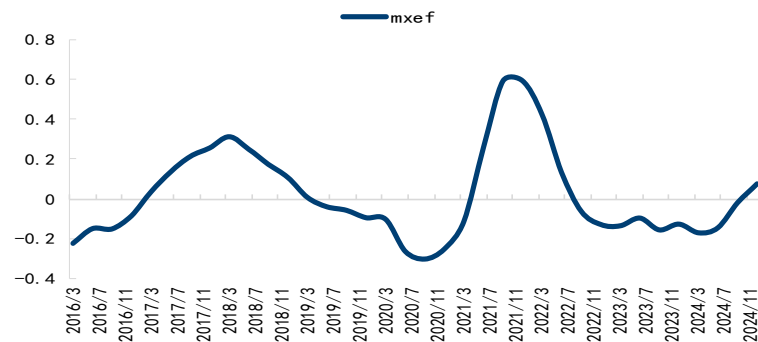
纳斯达克 EPS 同比趋势



日经指数 EPS 同比趋势

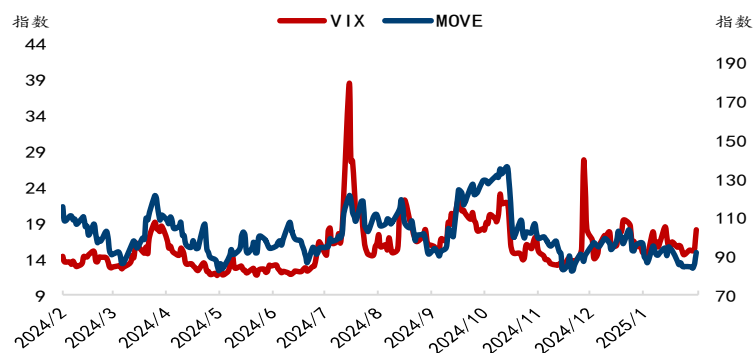


MSCI 新兴市场指数 EPS 同比趋势

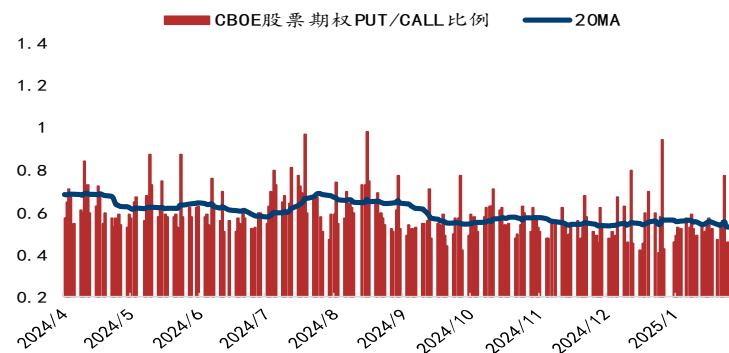


海外权益 - 波动率与风险情绪指标

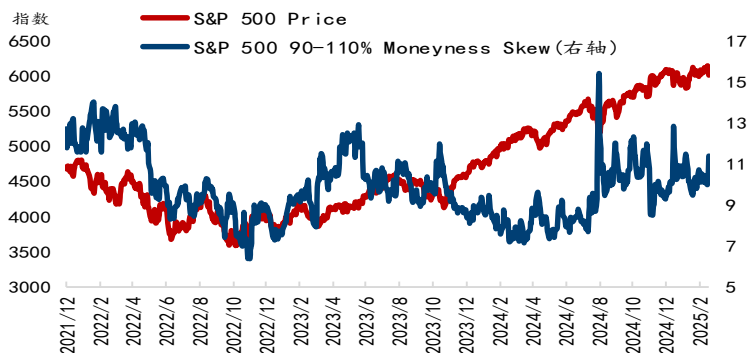
芝加哥标普波动率 VIX 指数与ICE 债券波动率 MOVE 指数



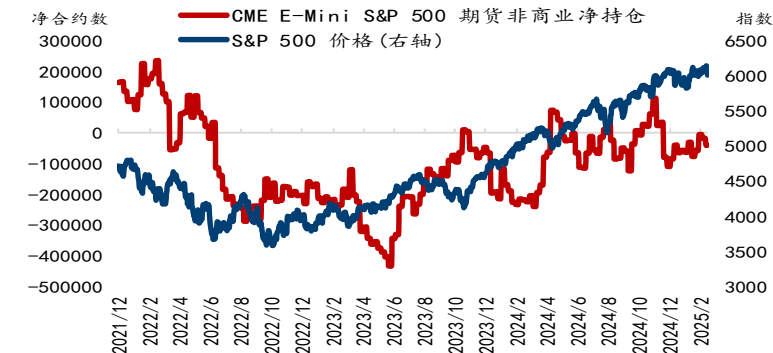
CBOE期权PUT/CALL比例



S&P 500 90-110%偏度



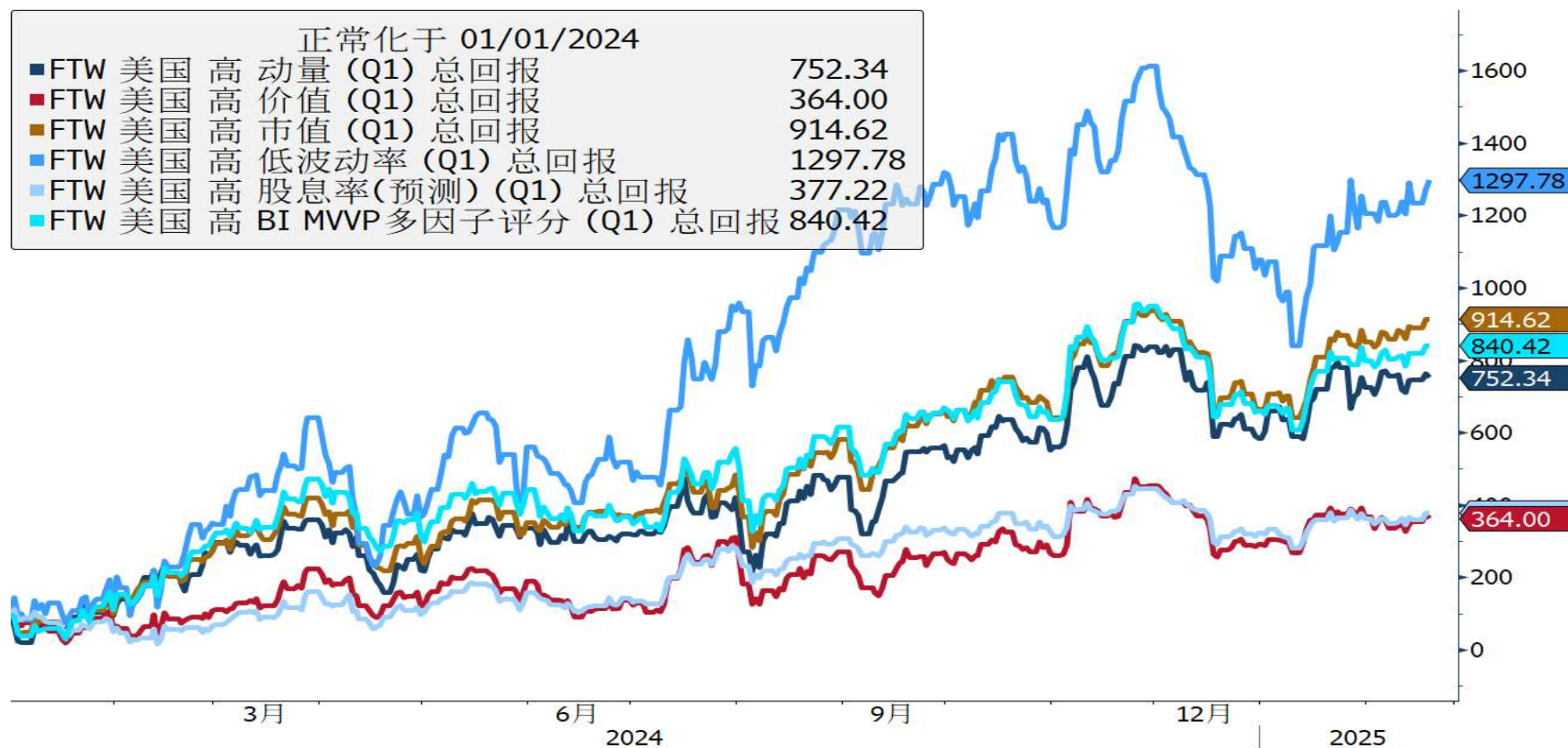
CME E-Mini S&P 500期货非商业净持仓



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 – Tracking Factors

美国股票市场量化因子YTW总回报表现追踪



海外权益-美国股票市场因子表现 日线图 01JAN2024-21FEB2025

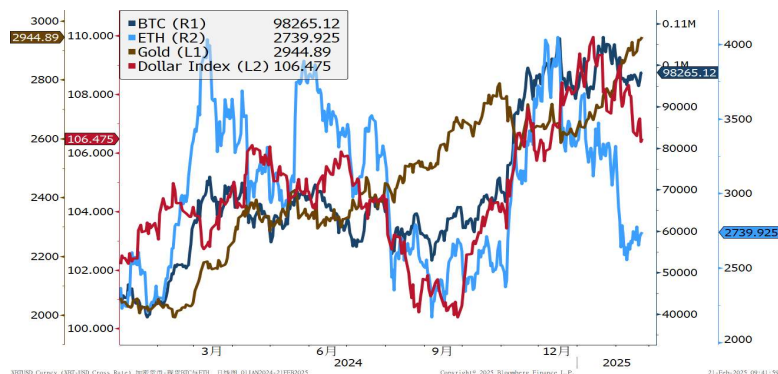
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

21-Feb-2025 09:40:18

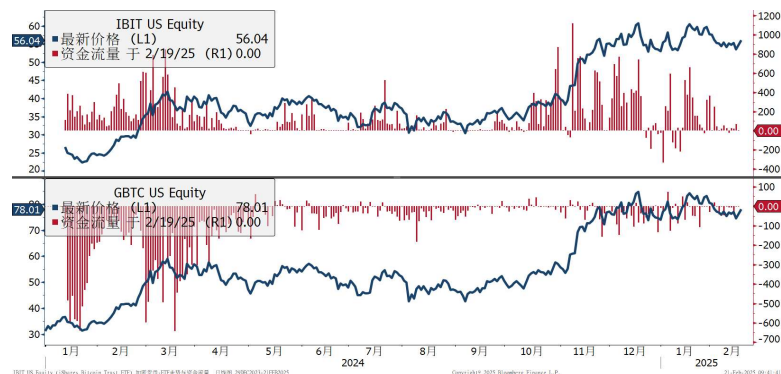
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

加密货币 - BTC、ETH及相关衍生资产

比特币、以太坊、黄金与美元



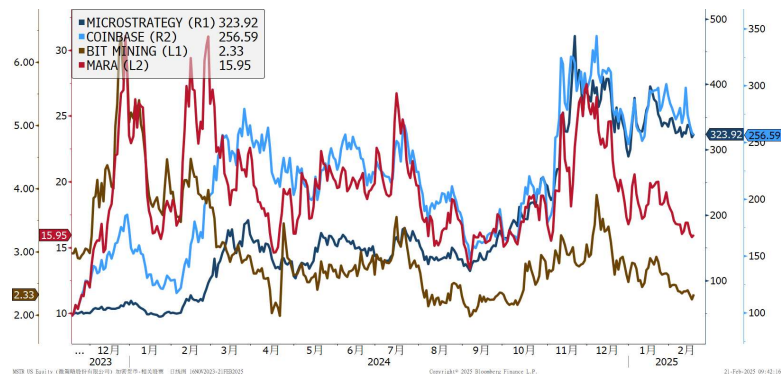
主要比特币ETF与其资金流量追踪



比特币期货主力合约与非商业净持仓



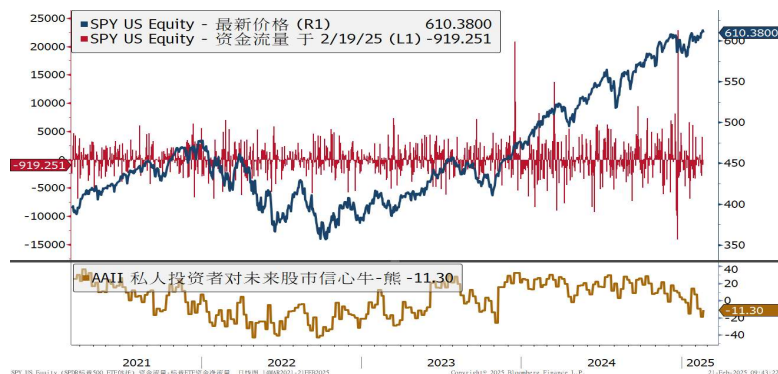
比特币相关股票表现



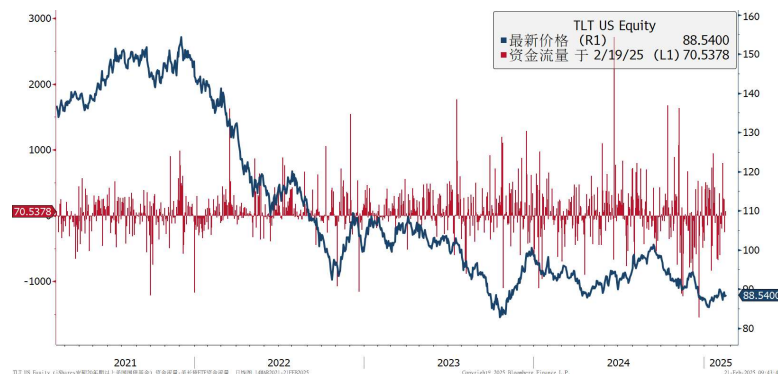
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

资金流量 - 主要大类资产ETF资金流量追踪

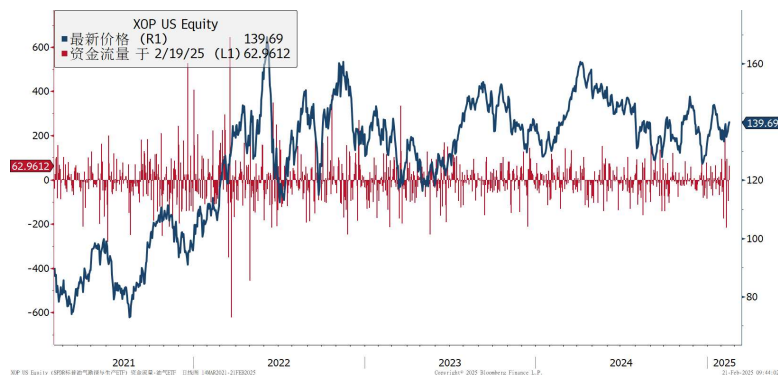
标普500ETF资金流量追踪



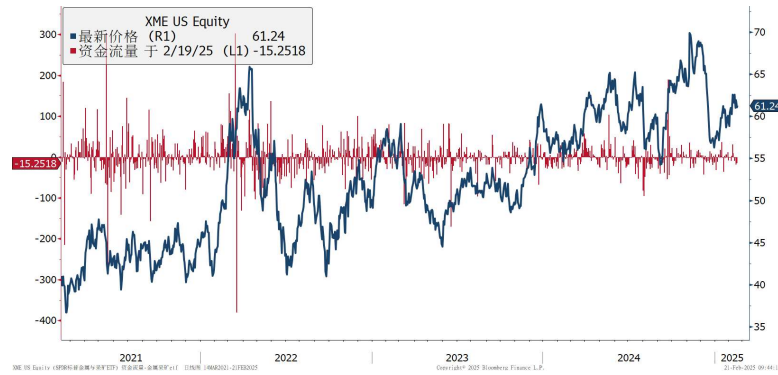
美长债ETF资金流量追踪



油气勘探与生产ETF资金流量追踪



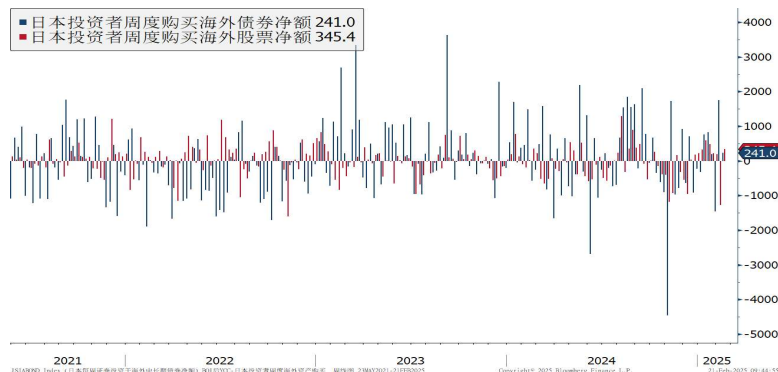
金属与采矿ETF资金流量追踪



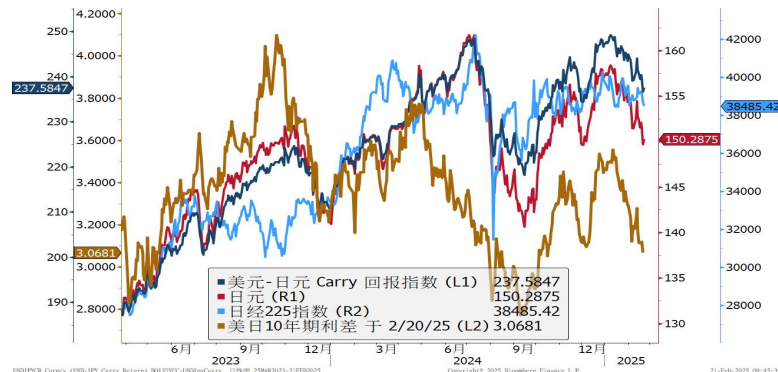
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

BOJ 后 YCC 时代 - 日元 Carry 交易体系市场高频数据追踪

日本投资者购买海外债券&股票净额（周度）



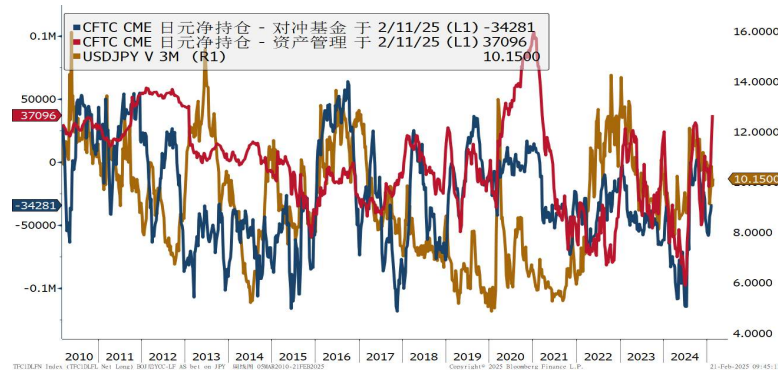
美元-日元 Carry 回报指数、日元和权益市场指数



USDJPY 1年期汇率对冲成本、日元3M波动率和2Y利差



CFTC CME 日元对冲基金和资产管理机构日元净持仓



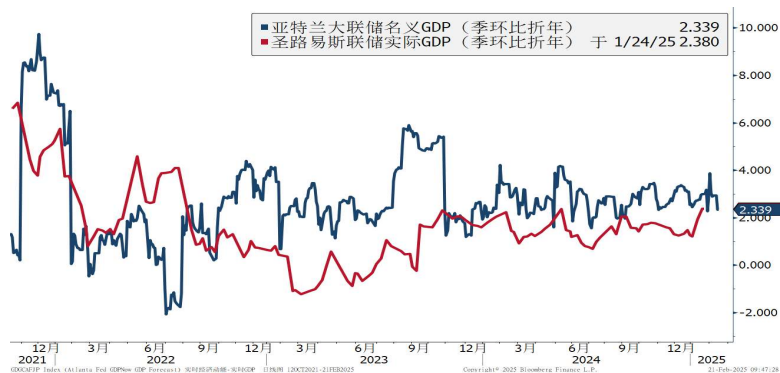
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

宏观数据全息图 及基本面高频数据

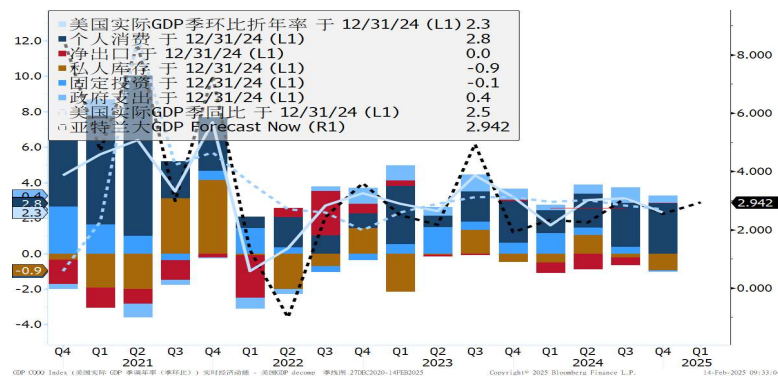
03

实时经济动能 - 实时GDP模型、GDP分项和板块经济惊喜指数

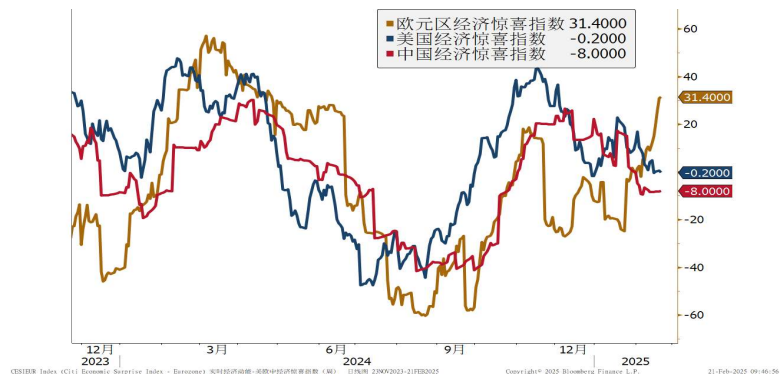
美联储名义及实际实时GDP模型（季环比折年率）



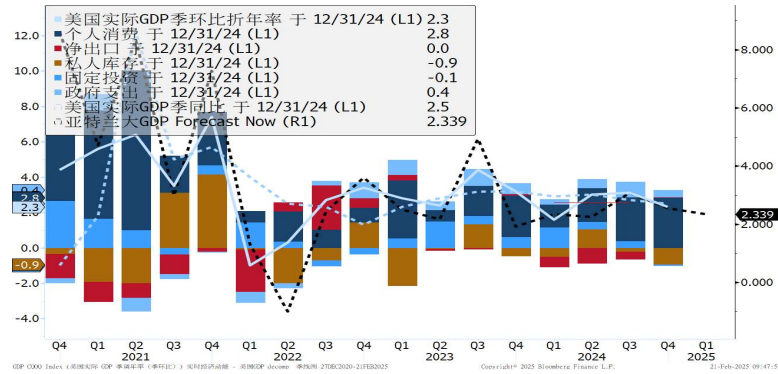
美国GDP及各板块分项



美欧中经济体花旗经济惊喜指数



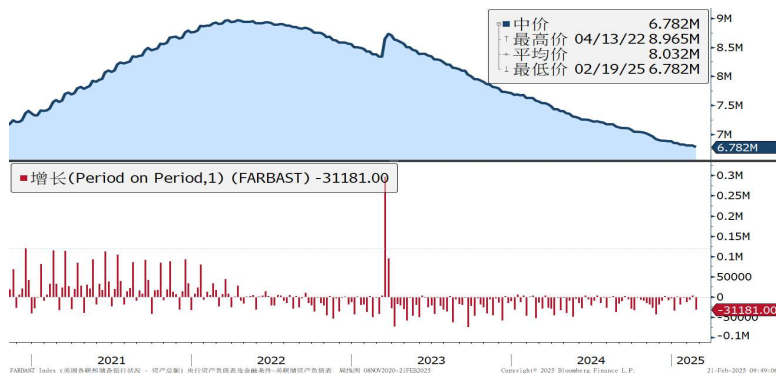
美国经济各板块经济惊喜指数



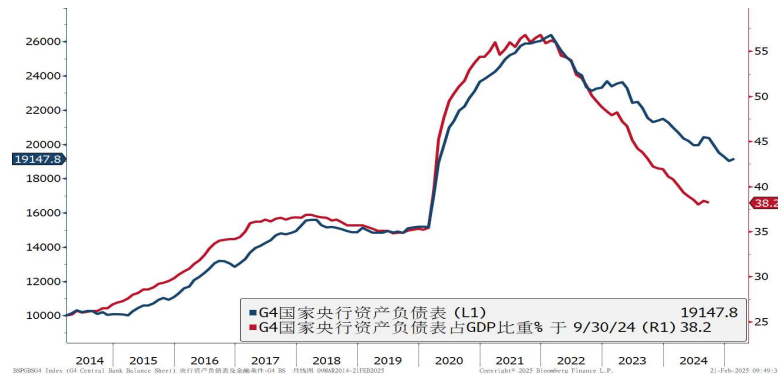
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

金融条件 - 央行资产负债表及金融条件指数

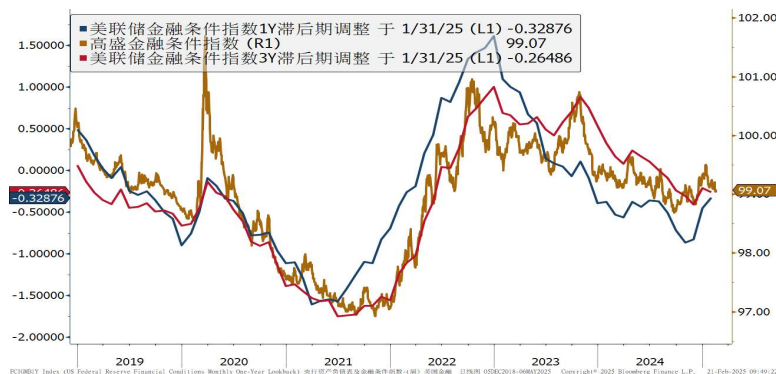
美联储资产负债表及周度环比变化



G4国家央行资产负债表占GDP比重



美国金融条件指数：高盛 & 美联储模型



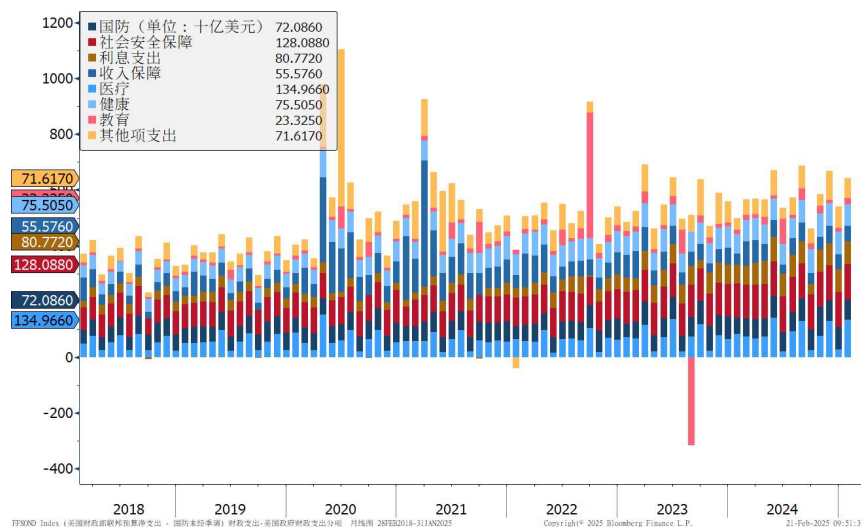
欧元区金融条件指数与美国金融条件指数对比



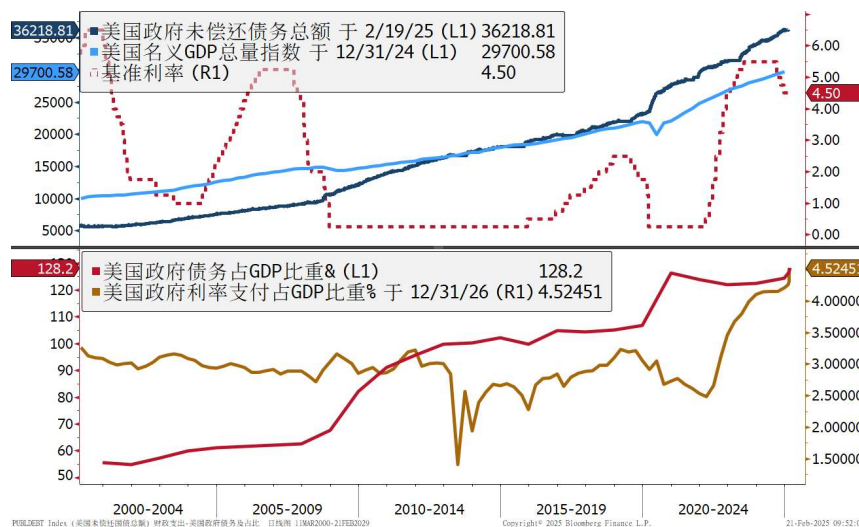
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

财政支出 - 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重

美国联邦政府财政支出分项明细（月度）



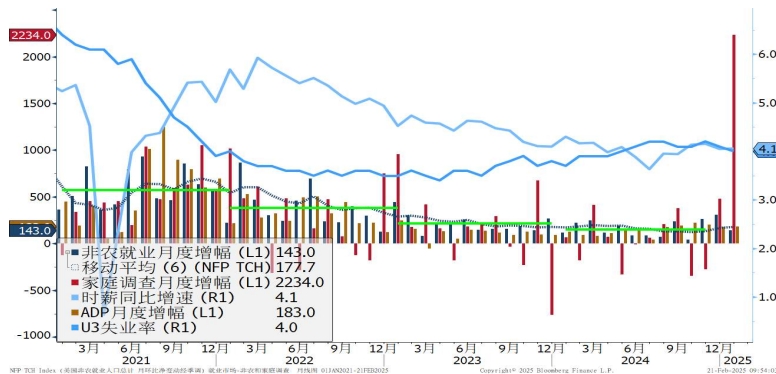
美国政府债务总额、占GDP比重及付息比重



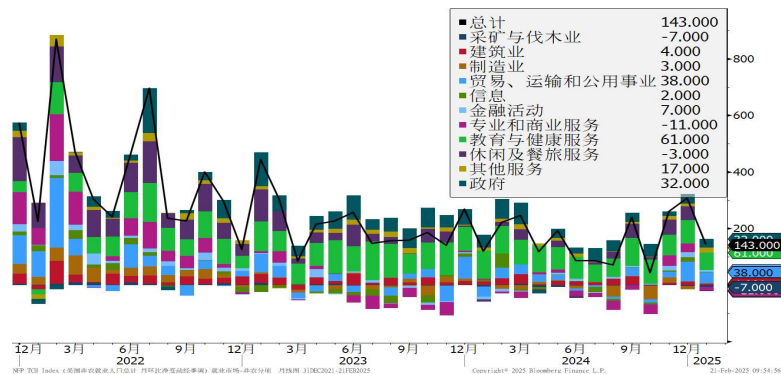
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪

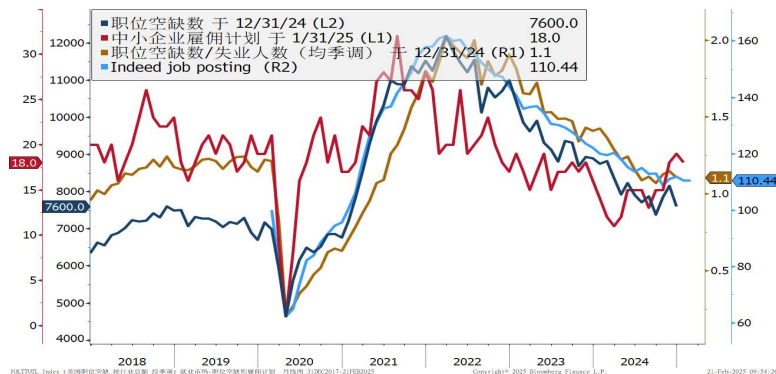
月度增幅和薪资增速：非农、家庭调查、ADP和薪资同比



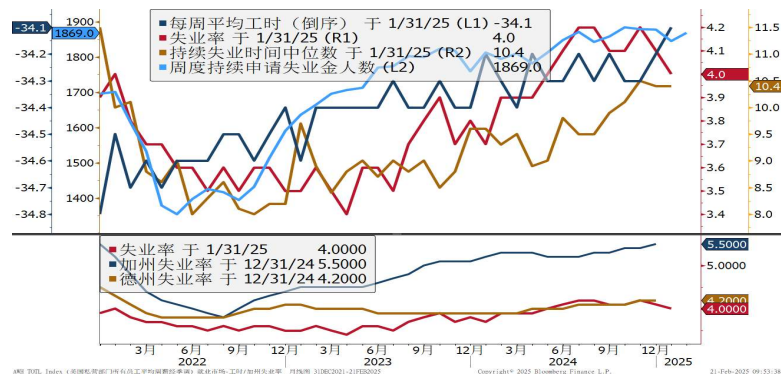
非农就业月度增幅板块分项



需求类指标：职位空缺数和中小企业雇佣计划



前瞻性指标：工时（倒序）和加州失业率



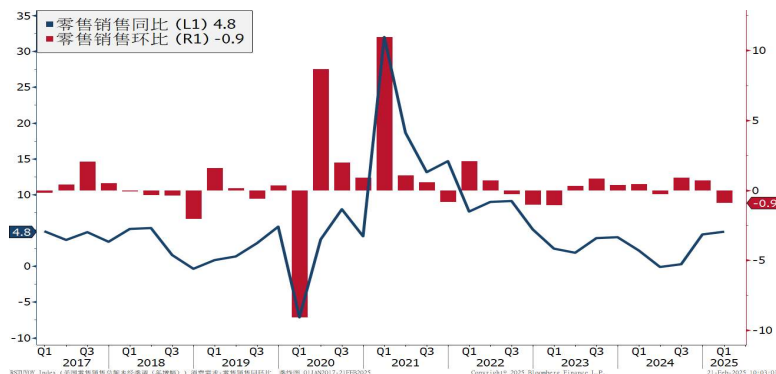
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

美国通胀同比数据拆分

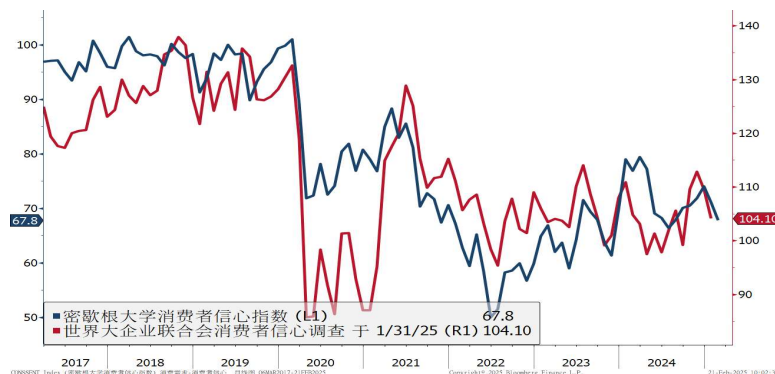


消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪

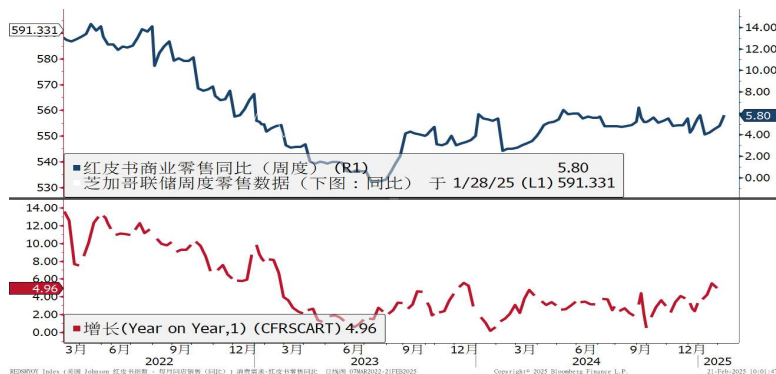
零售销售同比及环比



消费者信心调查指数



红皮书商业零售销售同比（周度）和零售销售同比



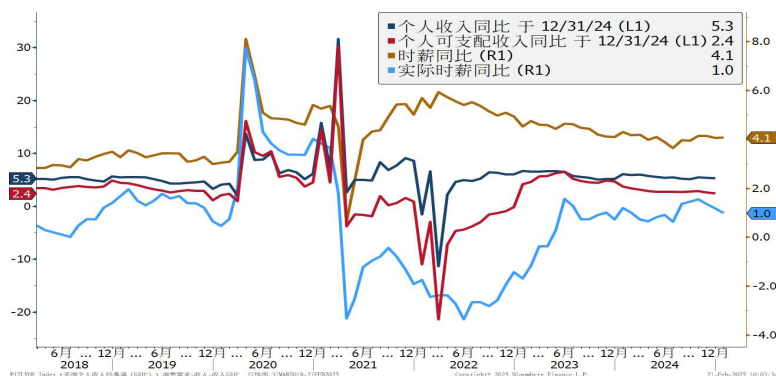
住房抵押贷款申请（周度）、成屋销售和新建房屋销售



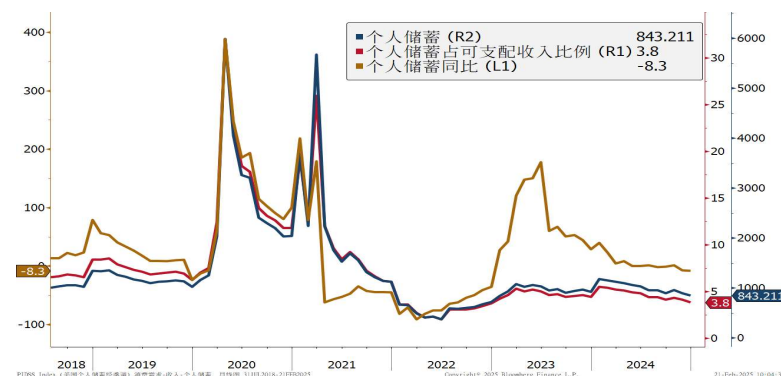
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

消费需求 - 收入端 - 个人收入、工资收入、储蓄和其他收入

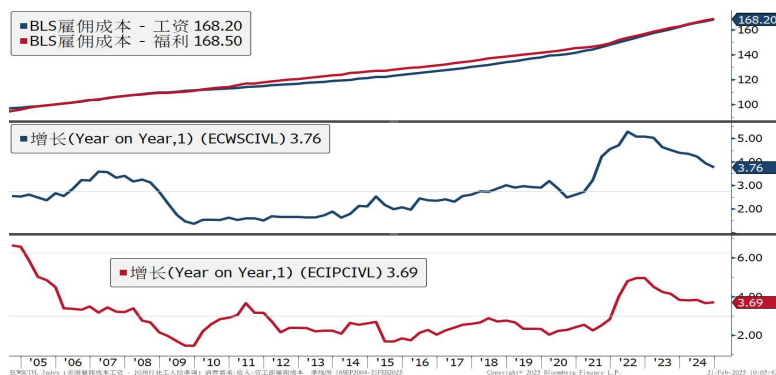
个人收入、可支配收入和时薪同比增速



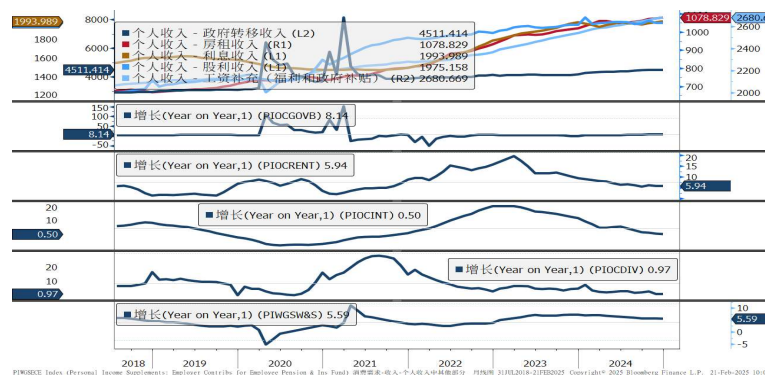
个人储蓄和储蓄占可支配收入比例



美国劳动力雇佣成本（季度）



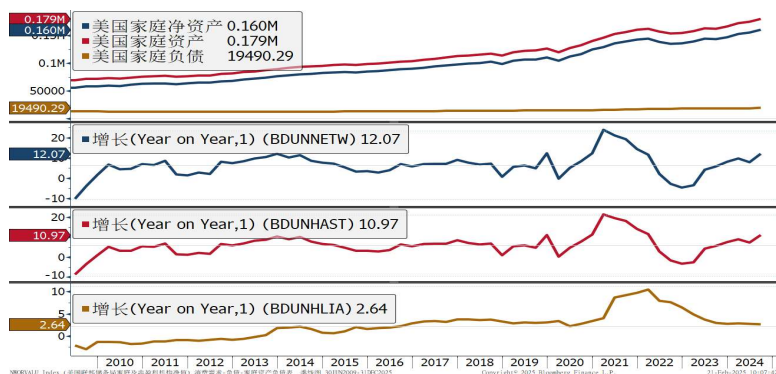
个人收入中除工资收入的其他项



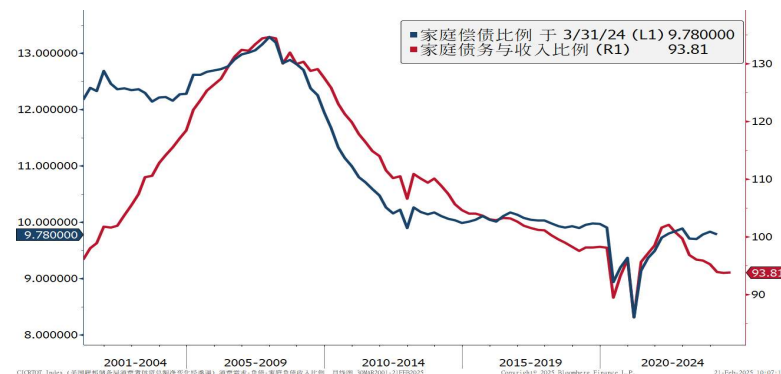
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

消费需求 - 负债端 - 家庭资产负债表、负债率、逾期率

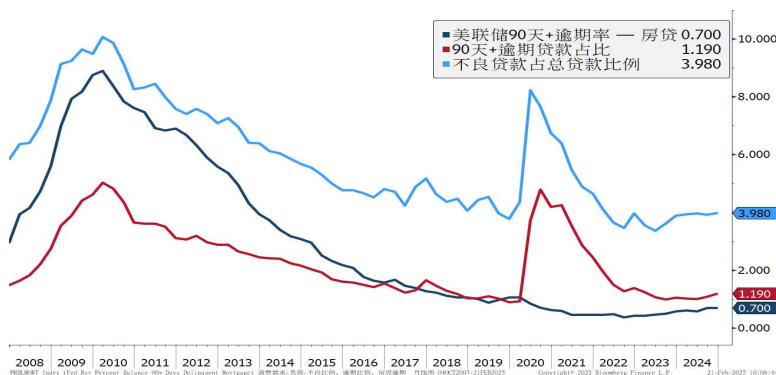
美联储美国家庭净资产、资产和负债总量和同比趋势（季度）



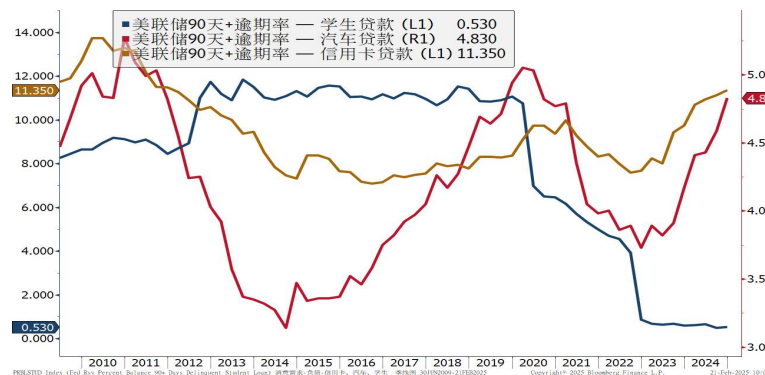
家庭负债比例及负债与收入比例（季度）



美国不良贷款占比、信贷整体逾期率占比和房贷逾期率



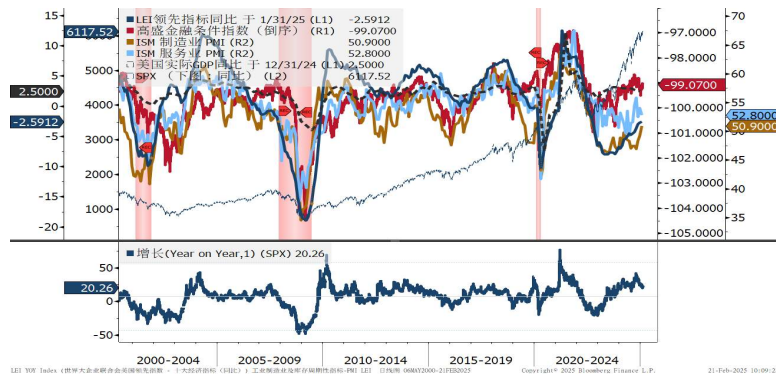
信用卡贷款、汽车贷款和学生贷款90天+逾期率



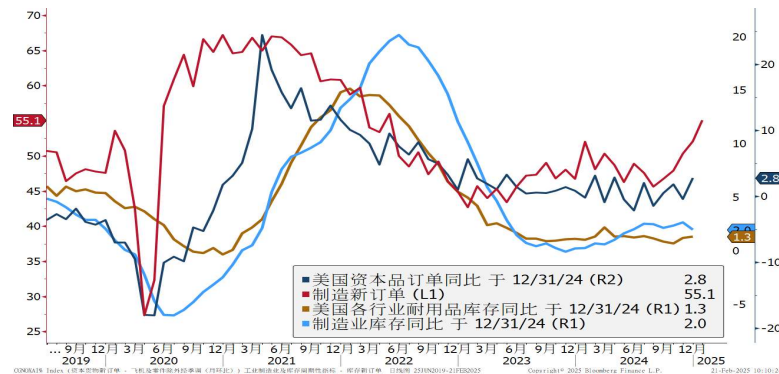
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周期定位 - 工业、制造业及库存等周期性指标追踪

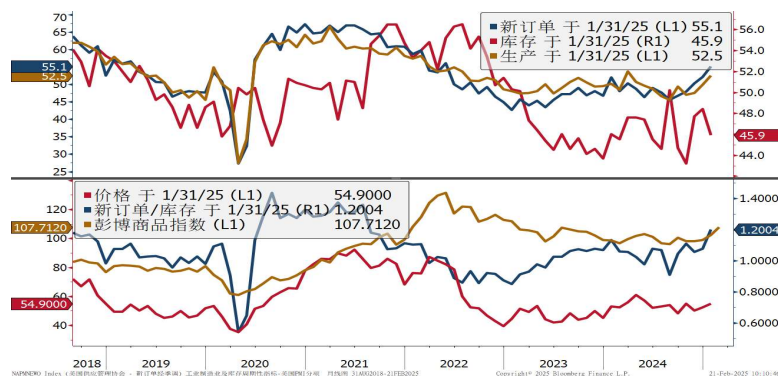
LEI 领先指标同比、ISM PMI 和美国金融条件指标



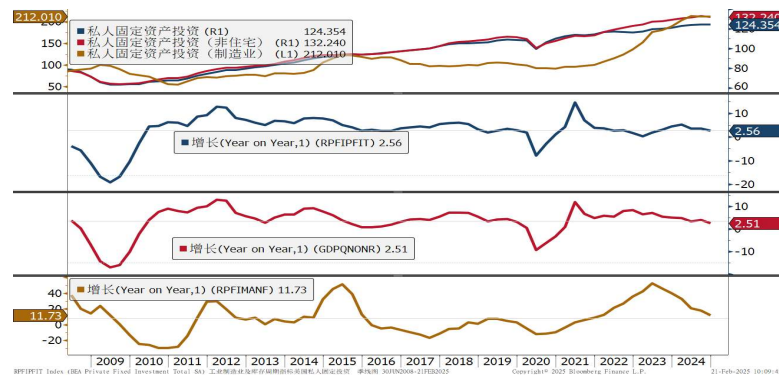
资本品、制造业新订单及库存同比



美国 ISM 制造业 PMI 及分项



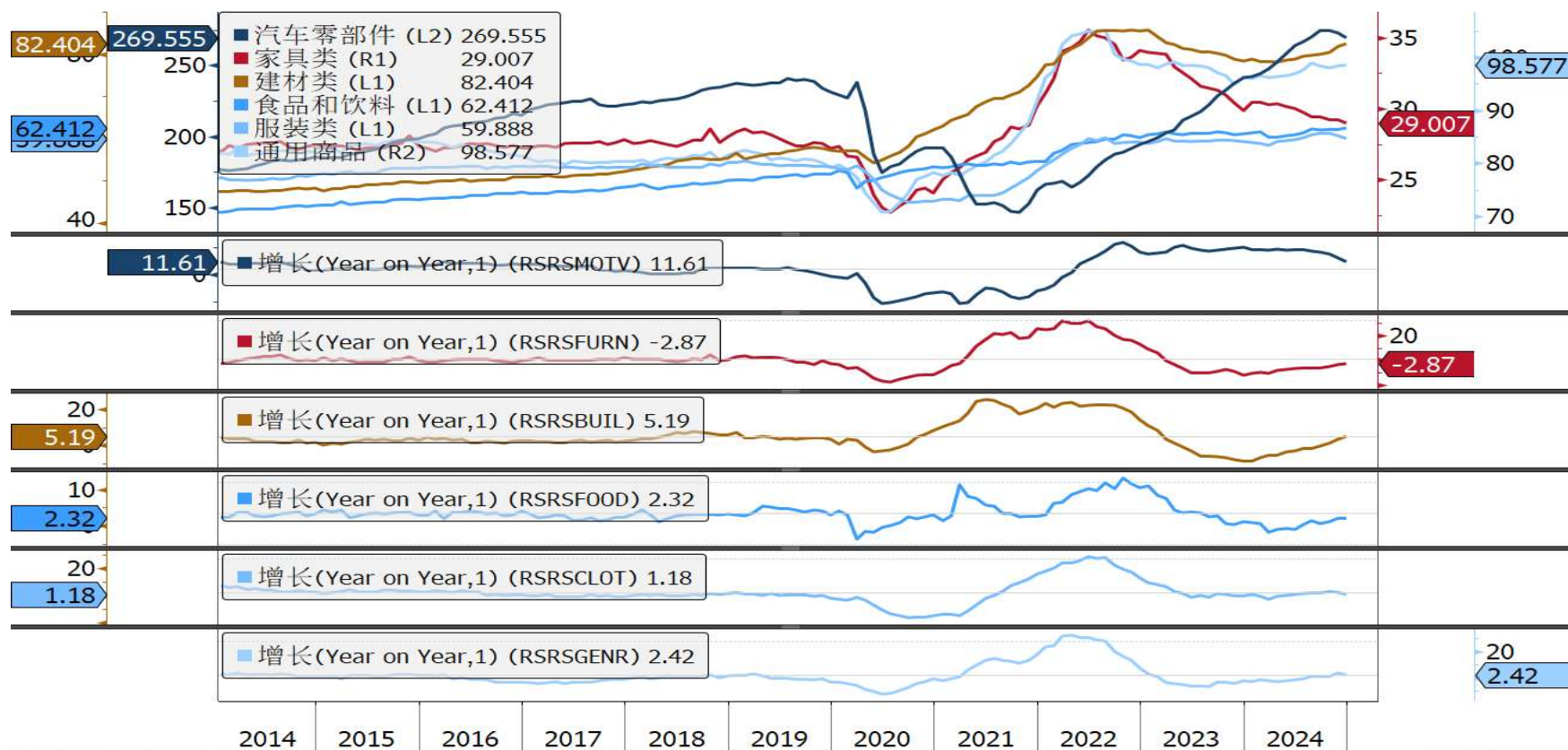
美国固定私人投资同比增速



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

周期定位 - 美国零售商分品种库存跟踪

美国零售商分产品库存数量及同比增速



RSRSMOTV Index (零售商库存 - 车辆及零件经季调) 周期定位-零售商库存 月线图 31JAN2014-21FEB2025

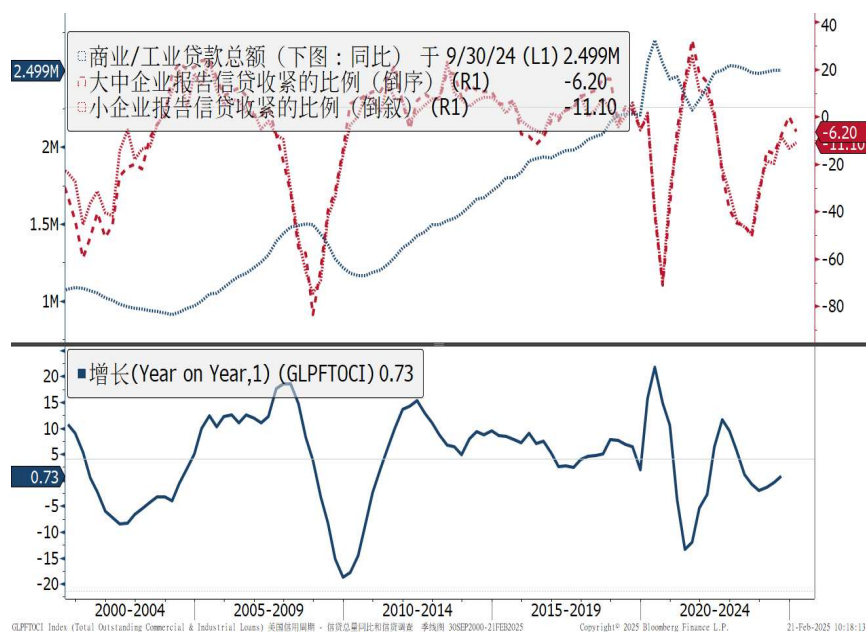
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

21-Feb-2025 10:17:25

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

信贷周期 - 美国信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪

美国信贷总量同比和企业信贷调查



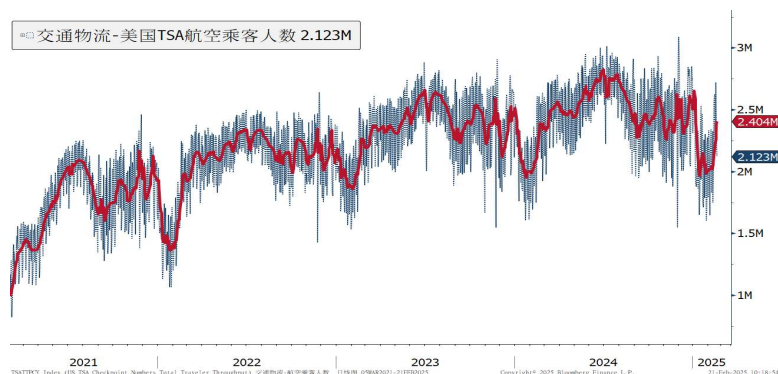
标普指数估值和高收益企业信用利差



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

交通物流 - 航空、供应链指数、卡车和航运

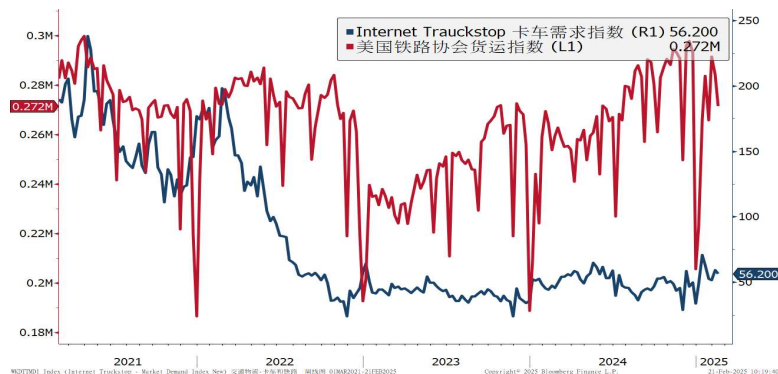
美国TSA航空乘客人数（7日平均）



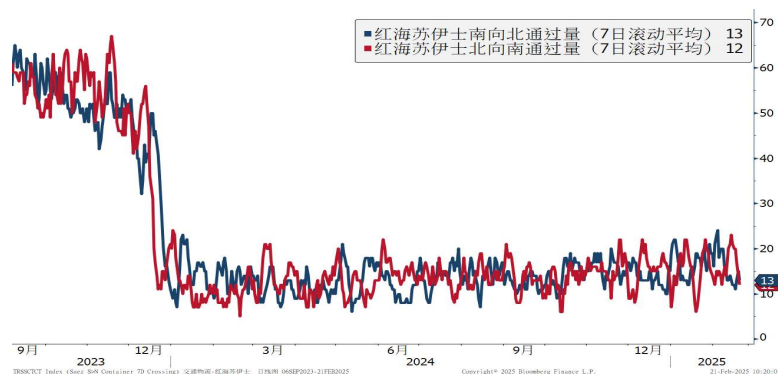
美联储供应链指标和波罗的海干散货指数



卡车指数需求指数和铁路协会货运指数



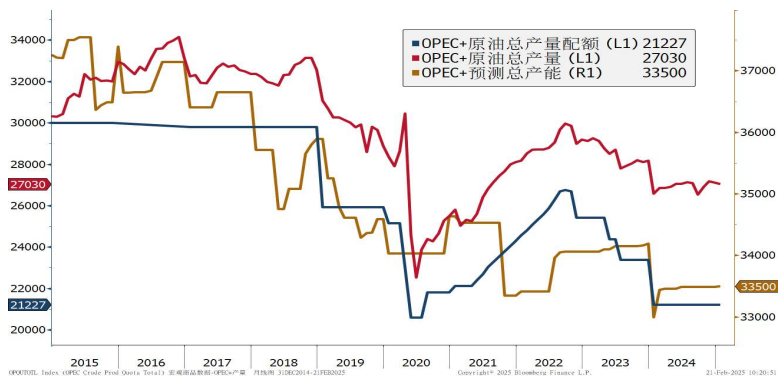
红海-苏伊士运河通过量



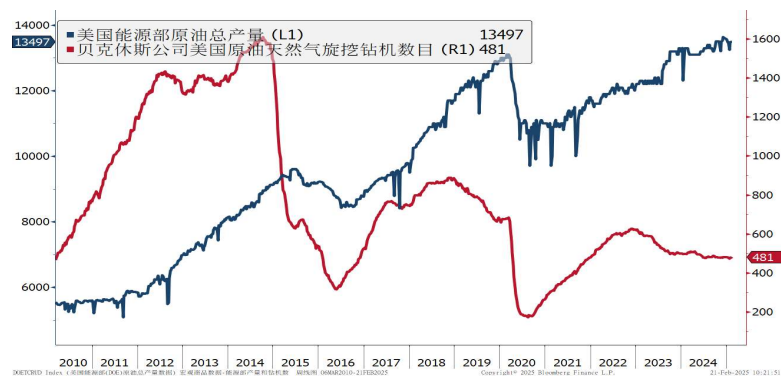
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 宏观商品高频数据

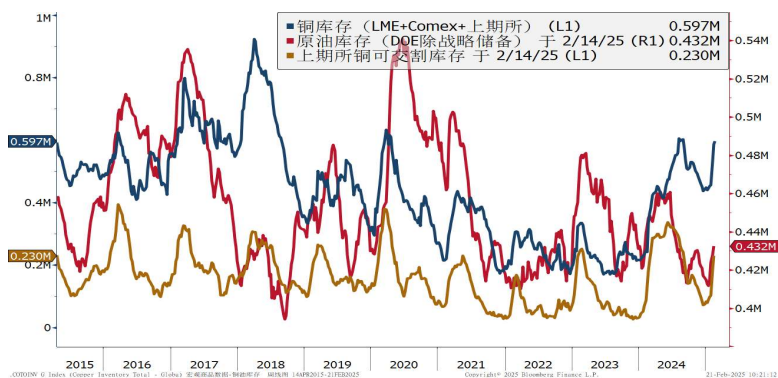
OPEC+ 原油产量配额、总产量及预测产量



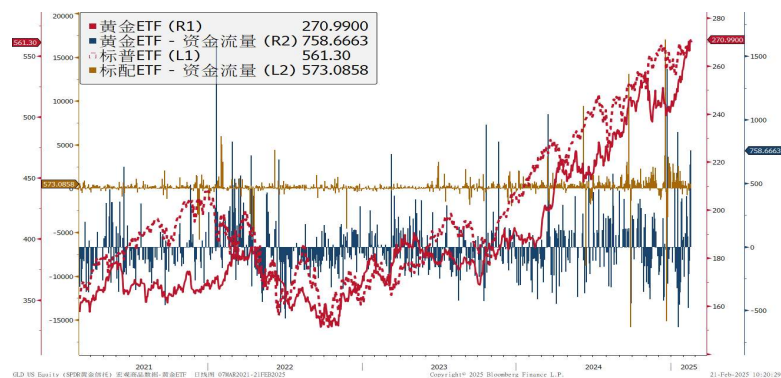
美国能源部原油总产量及原油天然气钻井数



全球原油和铜库存变化



黄金ETF和标普ETF资金流量高频数据



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国房地产权益市场和信用利差

美国房地产指数、房贷利率及信贷、销售数据



美国MBS信用利差和长期利率水平



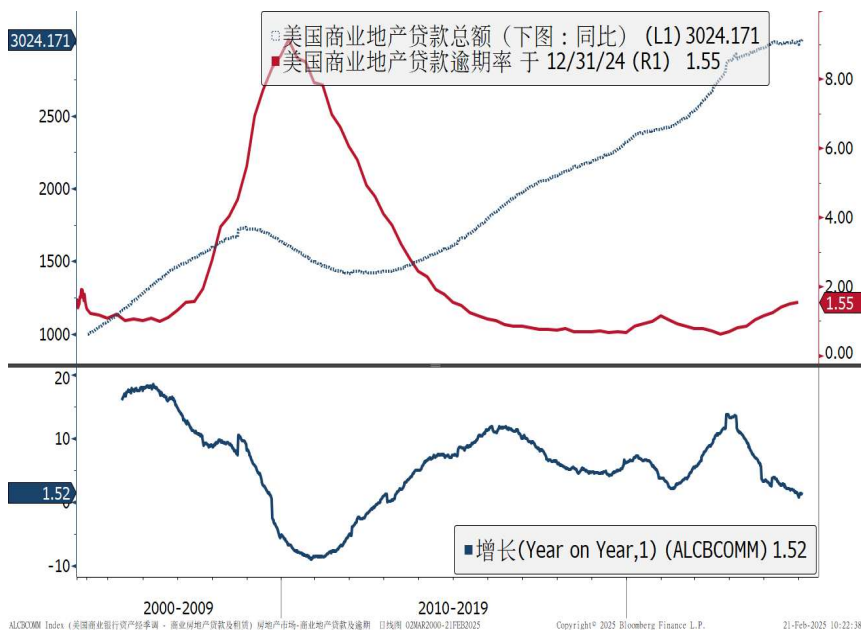
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国商业地产

美国商业地产指数和区域性银行指数



商业地产贷款总额同比及商业地产逾期率



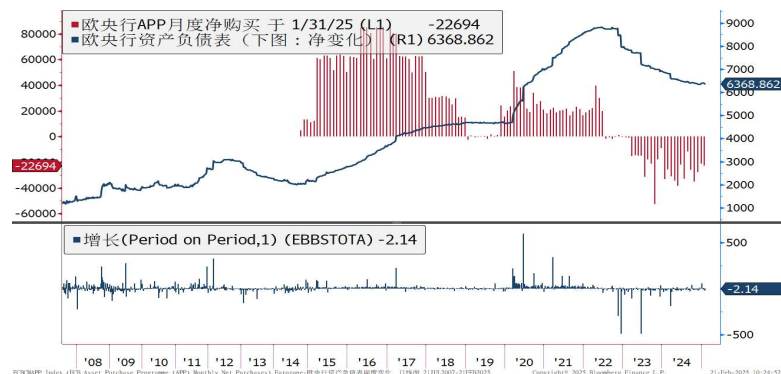
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 宏观概览

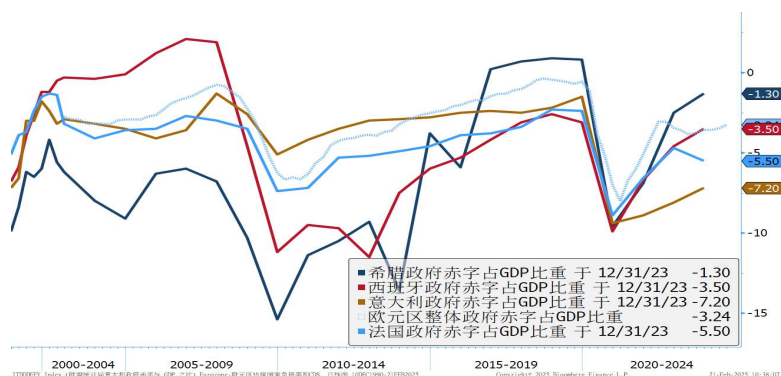
欧元区金融条件指数、信贷脉冲和GDP同比趋势



欧央行资产负债表及周度净变化



欧元区边缘国家赤字率和主权债务风险追踪



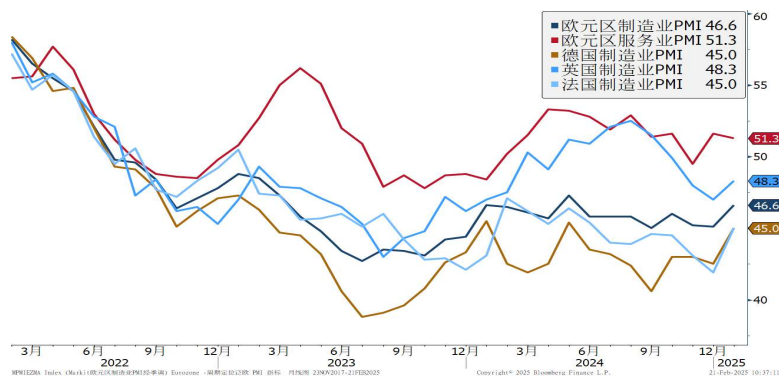
欧元区经常账户占GDP比重及欧元



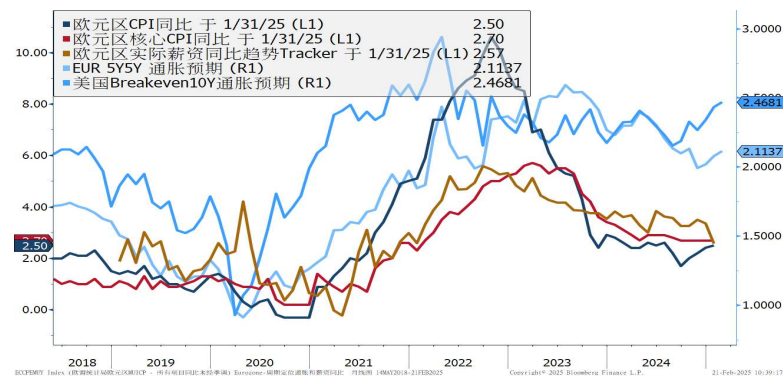
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 周期定位

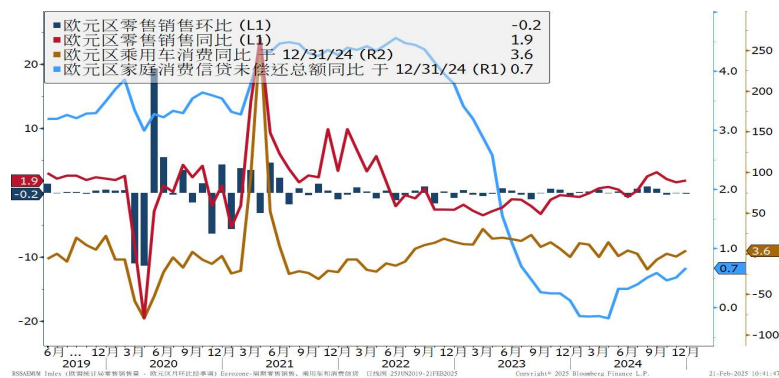
泛欧地区制造业及非制造业 PMI 指标



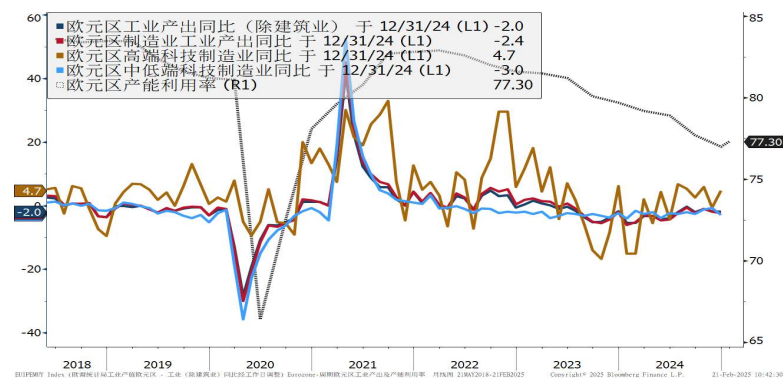
欧元区Headline通胀、核心通胀和薪资增速同比趋势



欧元区零售销售同环比、乘用车消费同比及未偿还消费信贷



欧元区工业产出、制造业产出同比及产能利用率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 相对强弱

欧元、欧元均衡模型理论汇率和欧-美2年期利差



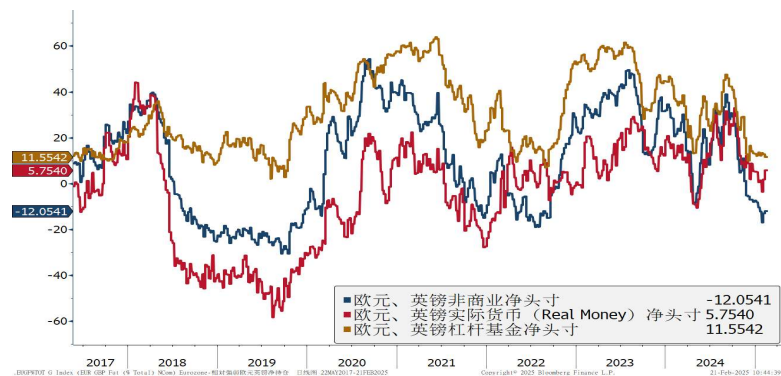
美欧经济惊喜指数对比和欧元区消费者信心



美欧 PMI 差和美元指数



欧元和英镑非商业、实际货币和杠杆基金净头寸



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Beige Book Takeaways

美联储褐皮书（1/15 公布）中联储12个辖区经济动能描述可视化

- ◆ 1/15日，美联储《褐皮书》报告反映出在去年11月底至12月间，美国12个地区经济活动皆以小幅至温和的幅度增长，较上期报告显现出更强的经济韧性，但不同行业和领域依旧存在差异。经济总体活动方面，得益于假日销售强劲且超出预期，大多数地区消费者支出适度上升。
- ◆ 制造业总体略有下降，多个地区表示制造商正在囤积库存，以应对预期的更高关税。
- ◆ 非金融服务部门总体略有增长，地区亮点包括休闲和酒店业以及交通运输业的增长，特别是航空旅行。金融服务提供商报告贷款适度增长，资产质量总体变化不大，但贷款人对小企业和低收入家庭的违约表示担忧。住宅房地产活动总体保持不变。
- ◆ 物价方面，整体较上一期报告有所上行，增长率从平稳到适度不等。由于近月流感导致禽类和蛋类供应缩水，进而推高食品价格。健康保险等保险价格有所增长。零售和制造业部门有价格持平或下降的情况。12个地区普遍预计2025年更高的关税可能推动价格上涨。
- ◆ 就业市场方面，11个地区与上期情况基本维持不变，克利夫兰地区就业持稳，未再上行。在多个服务行业中特别是医疗保健行业，就业继续增长。建筑行业的就业人数略有增加，而制造业的就业人数保持不变。多个地区的受访者表示难以找到技术工人，且裁员情况较为少见。大多数地区的工资增长加快至适度水平。部分地区反映对未来的人力需求具有不确定性。

2025年1月美联储褐皮书各辖区当前经济表现总结						
	芝加哥	圣路易斯	明尼亚波利斯	堪萨斯	达拉斯	旧金山
经济活动	小幅上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	温和上行	小幅上行
就业市场	小幅上行	持平	小幅上行	温和上行	小幅上行	持平
价格	温和上行	温和上行	小幅上行	温和上行	温和上行	持平
制造业	小幅走弱	小幅上行	温和走弱	-	温和上行	小幅走弱
农业和自然资源	持平，但低于去年同期水平	持平	疲软	-	小幅上行	小幅走弱
能源	-	-	持平	温和走弱	持平	-
消费支出	温和上行	温和上行	温和上行	小幅上行	-	-
商业支出	小幅走弱	-	-	-	-	-
建工与住宅	持平	-	小幅上行	-	持平	-
商业房地产	持平	持平	小幅走弱	持平	持平	持稳，需求放缓
住宅房地产	小幅走弱	-	持续上行	持平	-	持稳
银行和金融市场	小幅走弱	持平	-	-	-	-
零售和旅游	-	-	-	-	保持强势	温和上行
服务	-	持平	-	-	温和上行	小幅上行
	波士顿	纽约	费城	克利夫兰	里士满	亚特兰大
经济活动	小幅上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	温和上行	温和上行
就业市场	持平	小幅上行	小幅上行	持平	持平	持稳
价格	持平	温和上行	温和上行	温和上行	温和上行	温和上行
制造业	持平	温和走弱	小幅走弱	持平	小幅走弱	持续走弱
农业和自然资源	-	-	-	-	-	温和走弱
能源	-	-	-	-	-	温和上行
消费支出	-	温和上行	小幅上行	温和上行	温和上行	温和上行
建工与住宅	-	持续走弱	小幅走弱	温和上行	-	-
商业房地产	持平	小幅上行	持平	温和上行	小幅上行	持平，但整体仍疲软
住宅房地产	温和上行	保持强势	持平	温和上行	小幅走弱	温和上行
银行和金融市场	-	小幅走弱	持稳，但低于去年同期	温和上行	温和上行	温和上行
零售和旅游	温和上行	强势	小幅上行	-	温和上行	温和上行
服务	-	持平	-	温和上行	持平，但需求减弱	-
交通	-	-	-	-	持平，但需求减弱	小幅上行
人力资源服务	-	-	-	-	-	-

注：美联储褐皮书中各辖区经济动能描述词汇略有差别，modestly译为“温和”；generally / largely flat, stable均译为“持平”；slightly译为“小幅”；improve, increase, strengthen, edge up, upstuck, upswing译为“上行”；decline, weaken, loosen译为“走弱”；continue译为“持续”；remain译为“保持”；strong译为“强势”。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

THANK YOU

FOR WATCHING