

《美国优先投资政策》或打压市场风险偏好

2025 年 02 月 23 日

■ **核心观点：**本周公布的美国经济数据疲软，除有噪音的非农和 CPI 以外，2 月至今公布的美国经济数据整体偏弱，叠加强对“美国例外论”担忧情绪在风险资产的延续，美股和美债利率大跌，降息预期升温。2 月彭博分析师调查显示，海外分析师大幅上调 2025 年美国通胀和政策利率预期。本周五白宫发布的《美国优先投资政策》料对中国科技股情绪造成一定的冲击；下周关注 24Q4 美国 GDP 二次修正值、1 月 PCE 通胀，预计短期内美债利率仍有小幅下行空间。

■ **大类资产：**经济数据疲软与对“美国例外论”担忧情绪的持续引发美债利率与美股大跌。本周美国的重磅经济数据较少但整体疲软，周五公布的标普 PMI 初值大幅跌至荣枯线以下，消费者信心指数不及预期、5-10 年通胀预期大幅抬升，叠加强对“美国例外论”的质疑情绪在风险资产延续，周五偏弱的数据公布后美股和美债利率大跌，降息预期升温。全周（2 月 17 日至 21 日）来看，美债利率上涨后大跌，10 年美债利率最高上至 4.53%，最新收于 4.43%，全周降 4.6bps，2 年美债利率降 6bps 至 4.198%；标普 500 指数、纳斯达克指数分别下跌 1.66%、2.51%；受日央行 3 月加息预期升温影响，10 年期日本国债收益率大涨，日经 225 指数本周下跌 0.95%。中国资产方面，阿里巴巴等中概股 24Q4 财报亮眼，除盈利好于预期增长外，AI 相关资本开支增长提升估值空间，带动中国资产本周延续上涨，恒生指数、恒生科技、美股中概指数分别大涨 3.79%、5.86%、1.57%。

■ **海外经济：**美国经济短期显疲态，分析师上调全年通胀预期。本周公布的美国经济数据整体不及预期，2 月标普服务业 PMI 初值 49.7，为 2023 年 1 月份以来新低，而消费者 5 年通胀预期 3.5%，创 1995 年 4 月以来新高。综合来看，除有噪音的 1 月非农和 CPI 以外，2 月至今公布的美国经济数据整体偏弱，前期美债利率阶段性高企对需求的抑制效应显现，加之特朗普上任对企业乐观情绪的提振效应逐步消退、政策不确定性对消费者信心和通胀预期的影响开始显现，美国经济阶段性承压。增长方面，分析师对美国衰退预期略有上调。①**模型：**受本周偏弱的的数据影响，截至 2 月 19 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型将 25Q1 美国 GDP 预测小幅下调至+2.339%；截至 2 月 21 日，纽约联储 Nowcast 模型将 25Q1 美国 GDP 预测由 2 月 14 日的+3.02%下调至+2.95%。②**分析师：**根据彭博在 2 月 13-19 日对 91 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.2→2.0→1.9→2.0%，其中对 25Q1、25Q3 预期分别上调、下调 0.1%；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 25%，较上月的 20%上调。通胀方面，分析师大幅上调 2025 年 CPI 预期。①**分析师：**最新分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 CPI 同比增速分别为 2.8→2.7→3.0→2.8%，PCE 同比增速分别为 2.4→2.3→2.6→2.6%，其中，2025 各季度 CPI 预测值均较上月大幅上调 0.2-0.3%不等，PCE 预测值上调 0.1-0.2%不等。②**交易员：**最新通胀掉期显示，交易员预期 2-3 月 CPI 同比分别为+2.92%、+2.73%。短期看，预计 2-4 月美国通胀仍能在基数效应与居住通胀推动下走低，但 5 月以后特朗普减税、关税、移民政策的通胀效应逐步显现，通胀黏性料再度重现。货币政策方面，分析师大幅延后年内首次降息预期。①**模型：**参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引 2025 年各季度美联储政策利率上限分别为 4.03→3.83→3.93→3.83%。②**分析师：**最新分析师一致预期 25Q1-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.50→4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看，预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 38、31 人，分析师对二季度降息预期的分歧仍相持不下。③**交易员：**最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 6 月降息概率为 74%，到 12 月累计降息 1.85 次/46bps。向前看，我们预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成冲击，2-4 月通胀在基数影响下趋势性下行，降温预期仍有进一步升温空间，美联储降息仍有可能前置至 5 月，带动美债利率下行至 4.2%附近。但 5 月以后，上述因素对通胀将反而构成逆风，25H2 美联储或更难降息。

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

《美国 1 月咨商会领先指标环比不及预期》

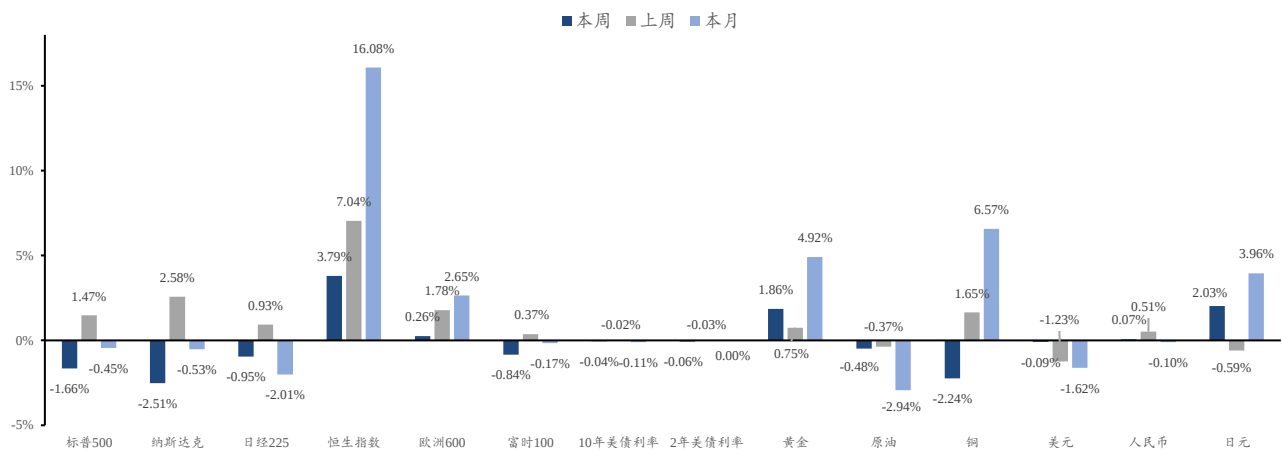
2025-02-21

《为什么节后复工偏慢：两个原因》

2025-02-20

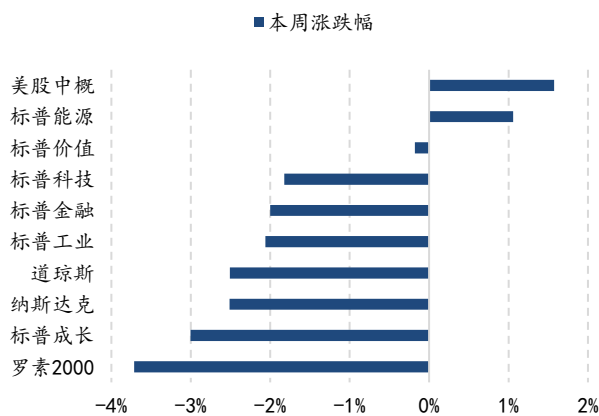
- **海外政治：特朗普加码关税和投资限制政策。**本周特朗普在经贸议题上的行动加码，继周二宣布将对汽车、芯片和医药加征普遍 25% 关税政策之后，周五白宫进一步推出《美国优先投资政策 (America First Investment Policy) 》备忘录，扩大对手国家尤其是中国对美投资领域的限制。从政策目标来看，出于对美国国家 and 经济安全考量，《政策》一方面鼓励为美国盟友在美投资提供便利，另一方面则侧重于限制竞争对手国家的投资，其中绝大部分篇幅集中于对中国的负面指责。在具体措施上，**①扩大来自外国盟友的对美投资：**确保美国盟友在美投资的开放环境，为盟友建立吸引外资的“快速通道”程序，以帮助人工智能和其他新兴技术在美国的发展，但必须避免与美国的对手国家合作；**②限制包括中国在内的对手国家在美投资：**限制中国关联人士投资美国的技术、关键基础设施、医疗保健等战略部门，对外国投资者将考察其与中国和其他对手国家的关联程度；**③进一步阻止美国对华在特定领域的直接投资：**方式包括根据 IEEPA 通过冻结资产或其他行动实施制裁等，并考虑对投资类型施加限制，包括养老基金、大学捐赠基金等与美国对手国家的投资合作；**④审查 1984 年《美国-中华人民共和国所得税公约》，**认为其与世界贸易组织的最惠国待遇共同造成了美国的去工业化和中国的技术进步，进而损害了美国的利益。综合来看，《美国优先投资政策》对中美之间在关键领域的直接投资进行了明确双向限制，涉及领域全面、从产业转向系统性遏制，并威胁暂停或取消中美所得税公约所实行的所得税优惠政策，中美技术脱钩进一步加速。**短期看，这一政策将直接冲击中国科技股的风险情绪；中期看，关注美国外国投资委员会 (CFIUS) 后续可能出台的对华具体措施，以及中美关税谈判是否针对这一政策进行博弈及后续可能出现的关税升级风险。**
- **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



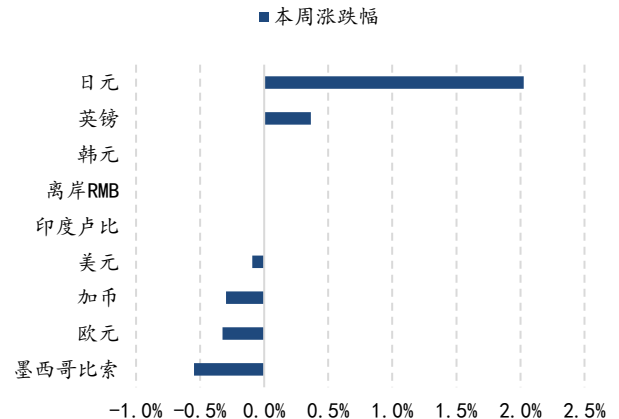
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

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



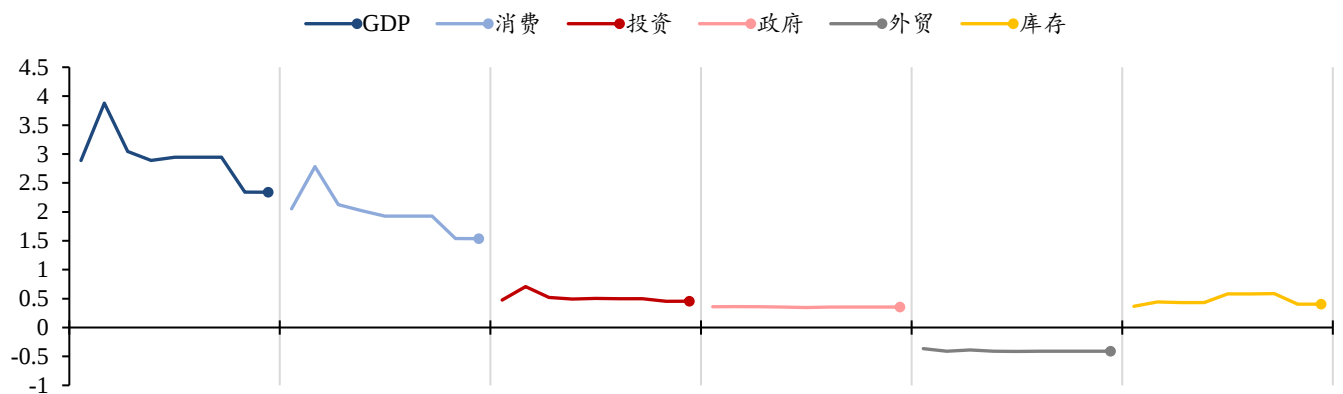
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：10年、2年美债利率与利差



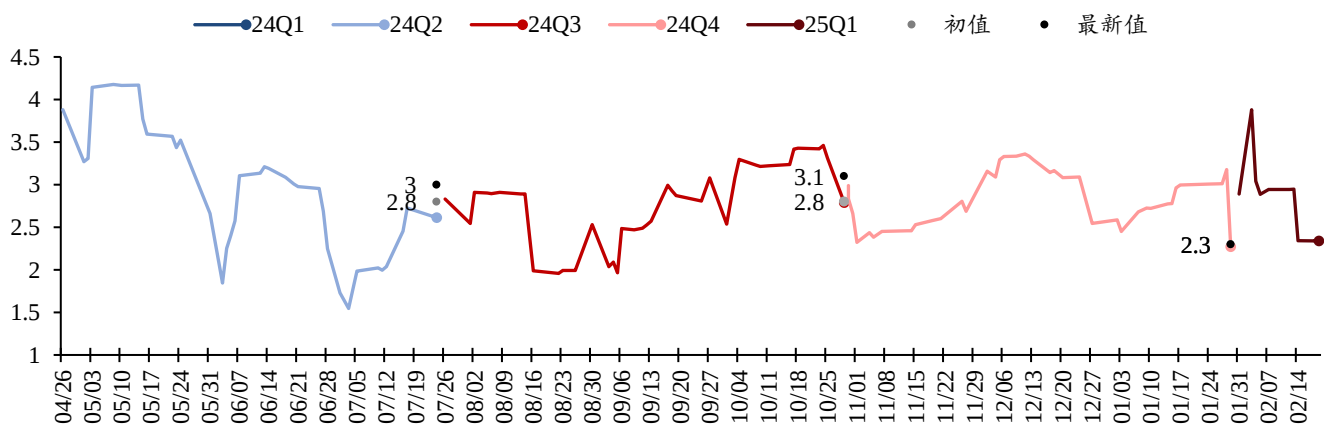
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 24Q4 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



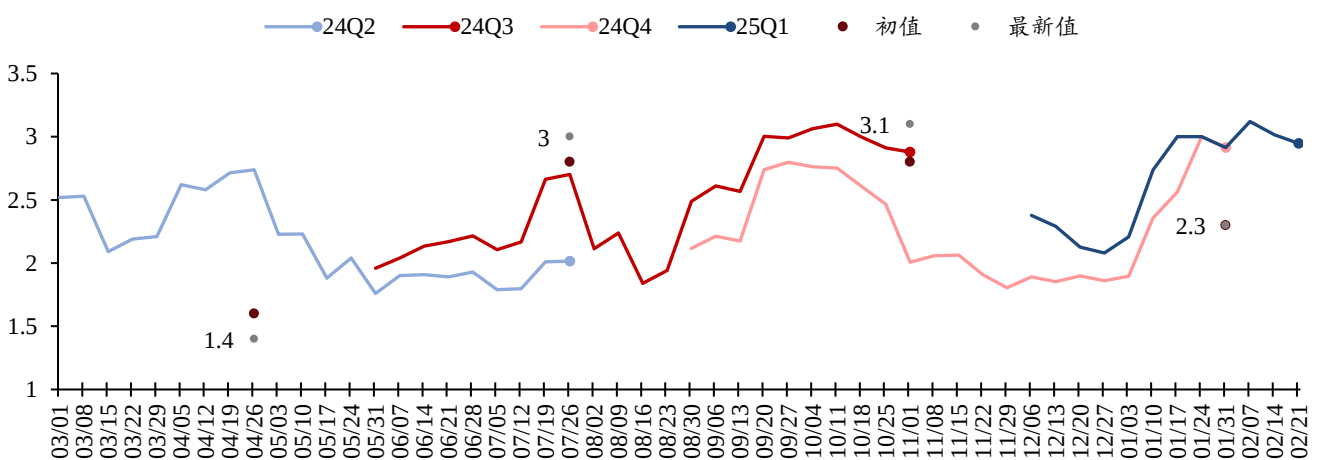
数据来源：美联储、东吴证券研究所；横轴为预测时间，最新为2月19日，纵轴单位%，季调环比年率

图6: 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



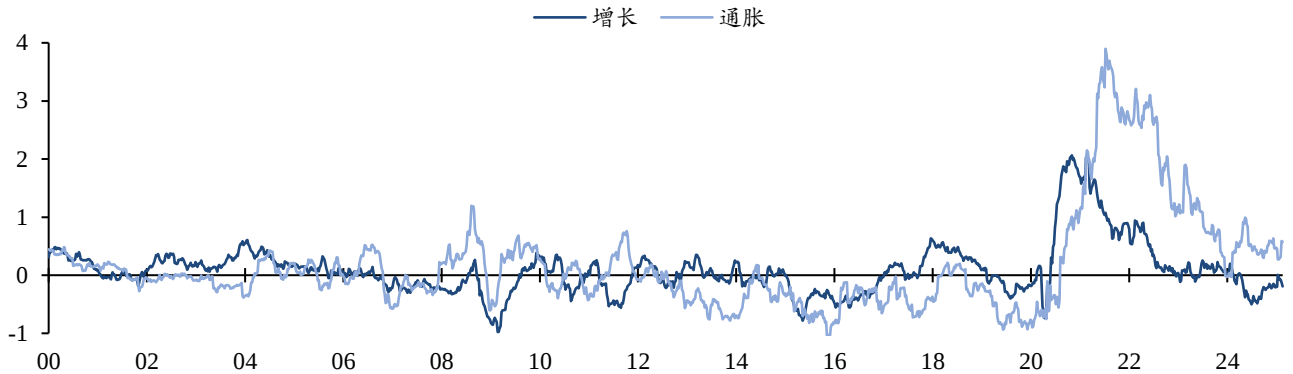
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图7: 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8: 美国经济意外指数增长与通胀分项



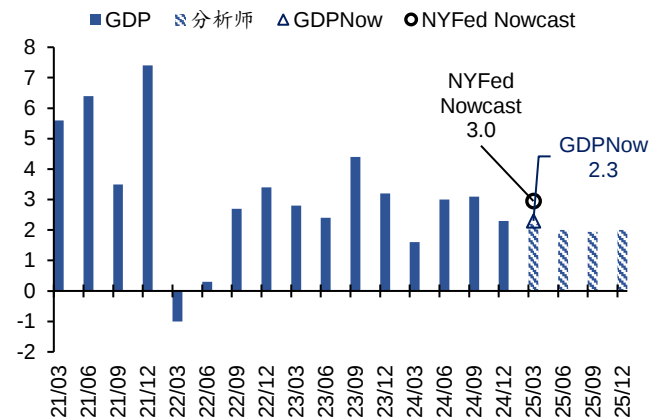
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图9: 分析师对未来1年美国经衰退一致预期



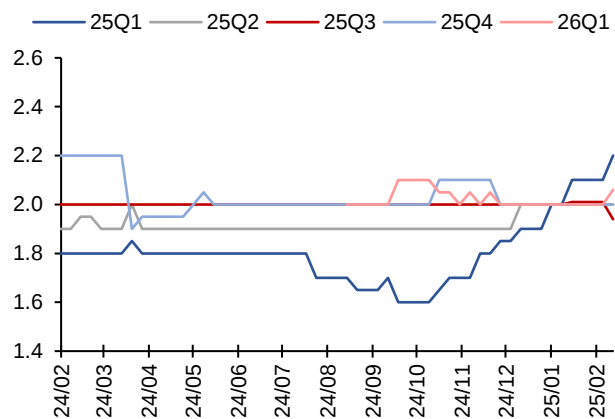
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位为%

图10: 研究机构对2025年各季度美国GDP预测



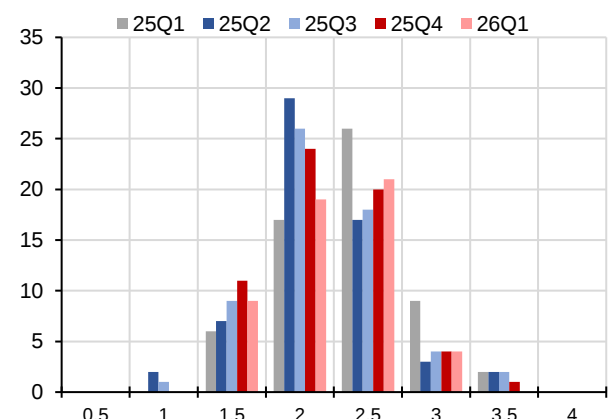
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, GDP为季调环比年率增速

图11: 分析师对25Q1-26Q1美国GDP一致预期



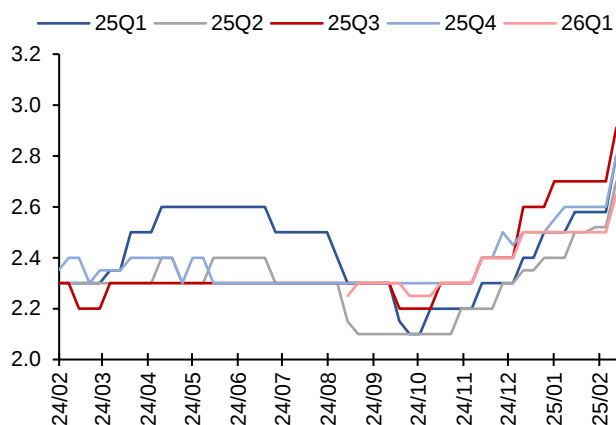
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP为季调环比年率增速

图12: 分析师对25Q1-26Q1美国GDP预期分布



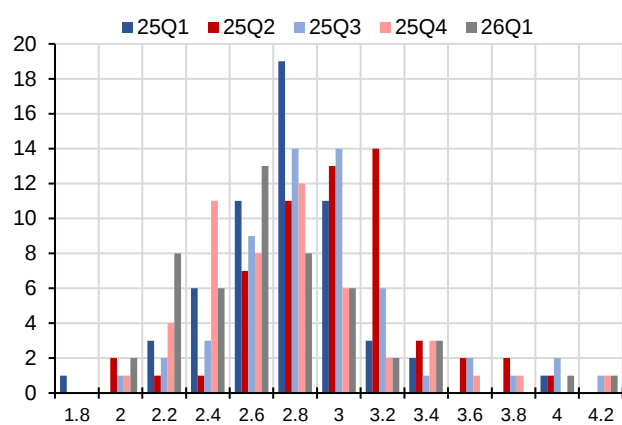
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字1代表预测值落在(0.5%, 1%]

图13: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 CPI 一致预期



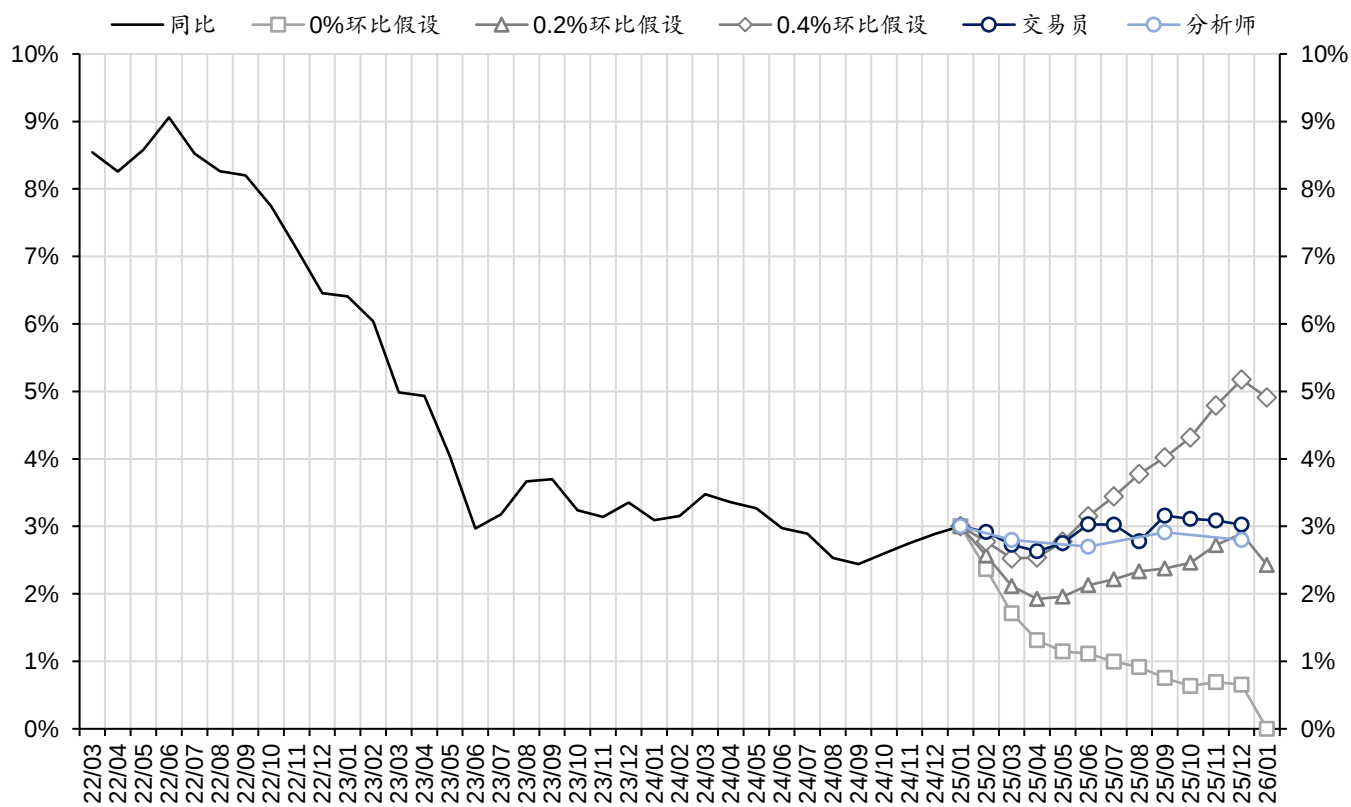
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图14: 分析师对 25Q1-26Q1 美国 CPI 预期分布



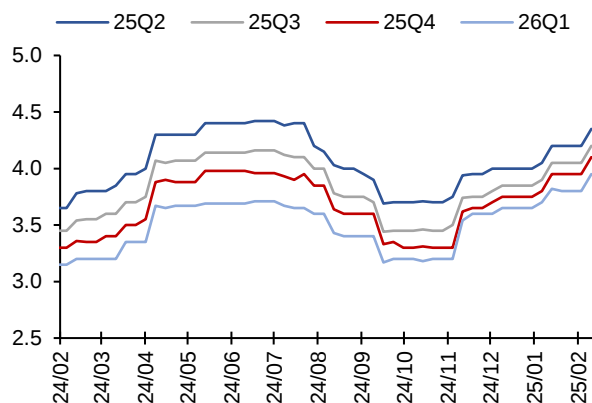
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴数字 1 代表预测值落在(0.8%, 1%]

图15: 研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



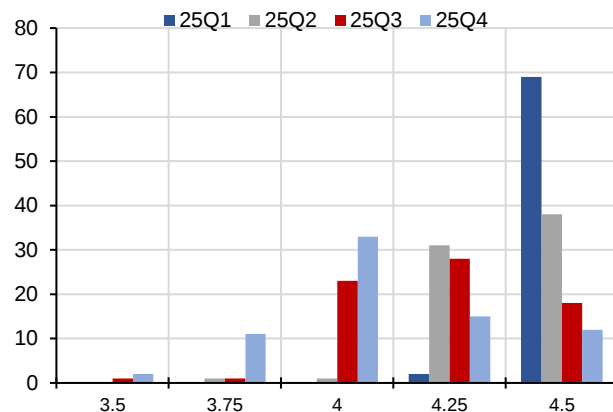
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图16: 分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率一致预期



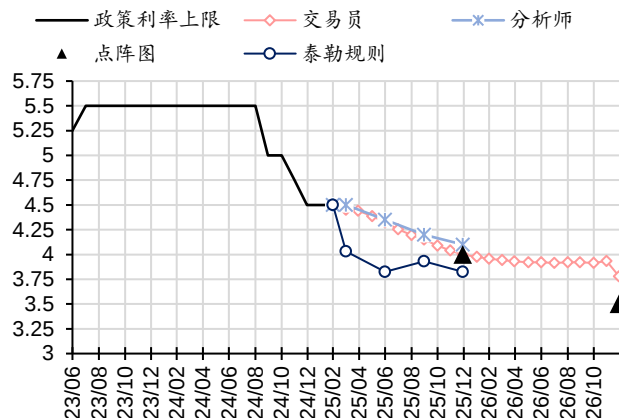
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图17: 分析师对 2025 年美联储政策利率预期分布



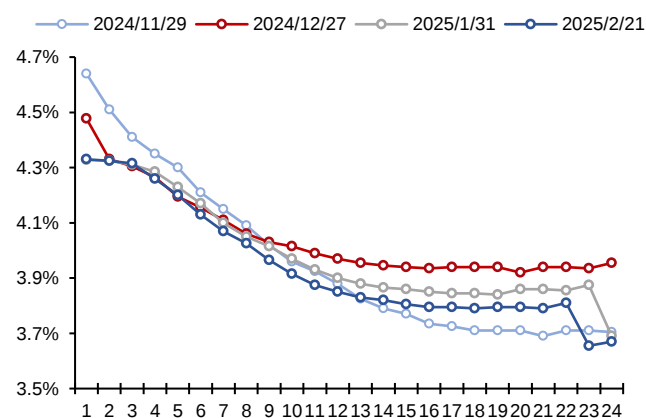
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图18: 研究机构对 2025-26 年美联储政策利率预测



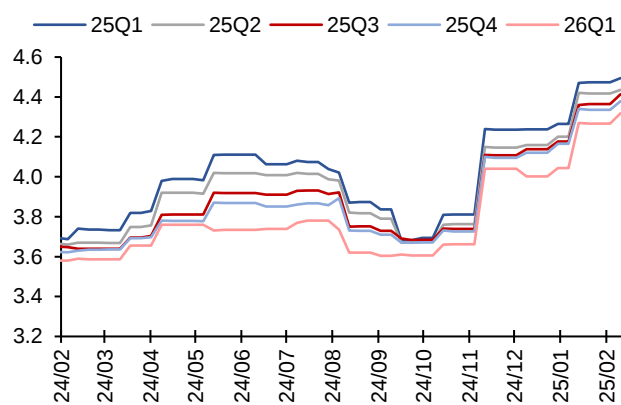
数据来源: 彭博, 美联储, 东吴证券研究所; 单位%, 政策利率为上限

图19: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率预期



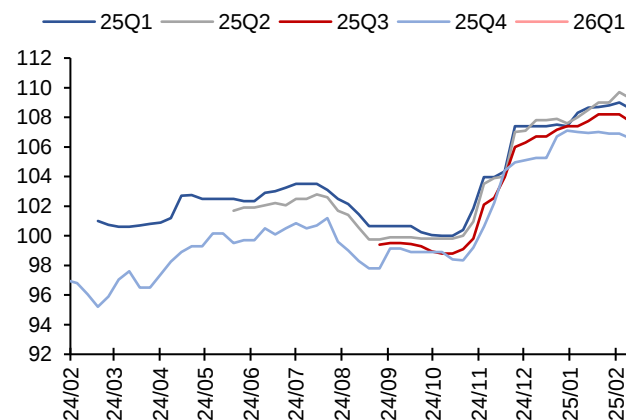
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 横轴单位为月份数

图20: 分析师对 25Q1-26Q1 10 年美债利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图21: 分析师对 25Q1-26Q1 美元指数一致预期



数据来源: 彭博, 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>