

宏观点评 20250221

美国 1 月咨商会领先指标环比不及预期

2025 年 02 月 21 日

- **1. 美国经济领先指标:** 1 月美国咨商会领先指标环比-0.3%，预期-0.1%，前值由-0.1%上修至+0.1%。消费者对商业前景的悲观、每周平均工时的下降是主要拖累项。
- **2. 纽约联储经济调查:** 2 月纽约联储制造业指数 5.7，预期-2，前值-12.6，企业对前景的乐观情绪大幅下降；服务业商业活动指数降至-10.5，为一年多来的低位。
- **3. 美股的波动性特征:** 中国人工智能的崛起和特朗普的关税战似乎并未对标普 500 整体波动率带来影响，但其成分股却在剧烈波动。WSJ 认为，分散的原因在于投资者对好消息反应过度，而在坏消息出现时，他们试图区分赢家和输家。试图从这种分散中获利的交易者本身正在加剧整体波动性风险。
- **4. 地缘政治对油价波动的溢出影响:** 达拉斯联储的研究发现，自 1975 年代以来，尽管石油市场的地缘政治事件推高了油价的确定性风险，但其不太可能产生相当大的经济衰退影响。更高的石油生产灾难发生几率会引发更强的预防性存储需求，这种预防性存储需求推高了油价，但对产出或消费不确定性几乎没有太大影响。
- **5. 美国住宅市场景气:** 美国 1 月新屋开工环比-9.8%，预期-7.3%，前值由+15.8%上修至+16.1%；建筑许可环比+0.1%，预期-1.5%。
- **6. 本周首申失业金小幅上升:** 2 月 15 日当周美国首申失业金人数 21.9 万，预期 21.5 万，前值 21.4 万；受到 DOGE 裁员影响，华盛顿特区申请人数飙升；肯塔基州与田纳西州因气候与洪水申请人数同样走高。从 4 周趋势看，首申失业人数维持低位，持续申领就业金人数高位徘徊。
- **7. 人工智能对不同地区劳动市场的替代作用:** Brookings 针对美国的研究显示，总体来看，AI 应用程度与工资百分位呈现一定正相关性。在州一级层面上，高技能地区受影响更大，低技能或非办公室导向地区受影响较小。
- **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

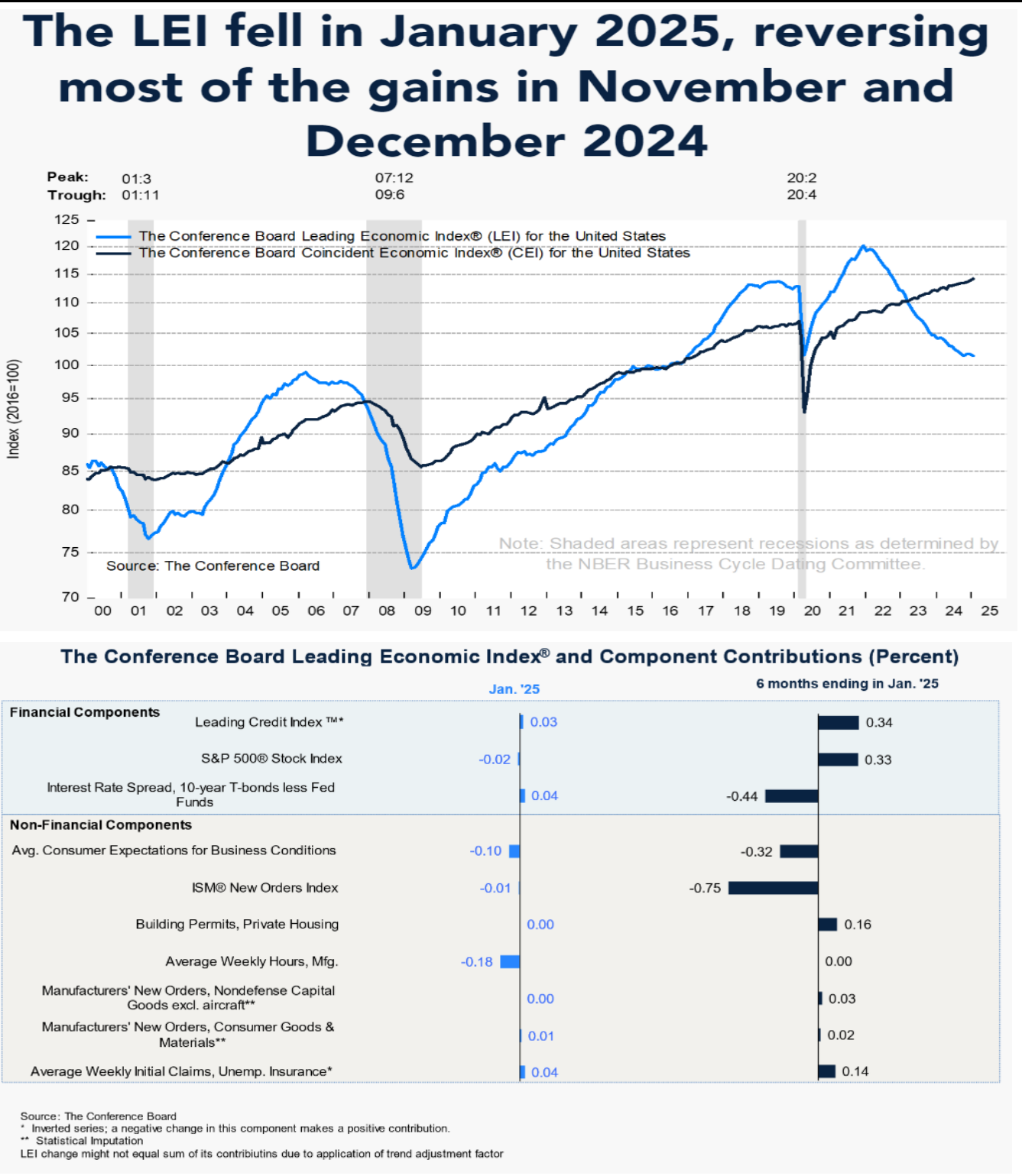
《为什么节后复工偏慢：两个原因》

2025-02-20

《“科特估”重塑体系初见成效》

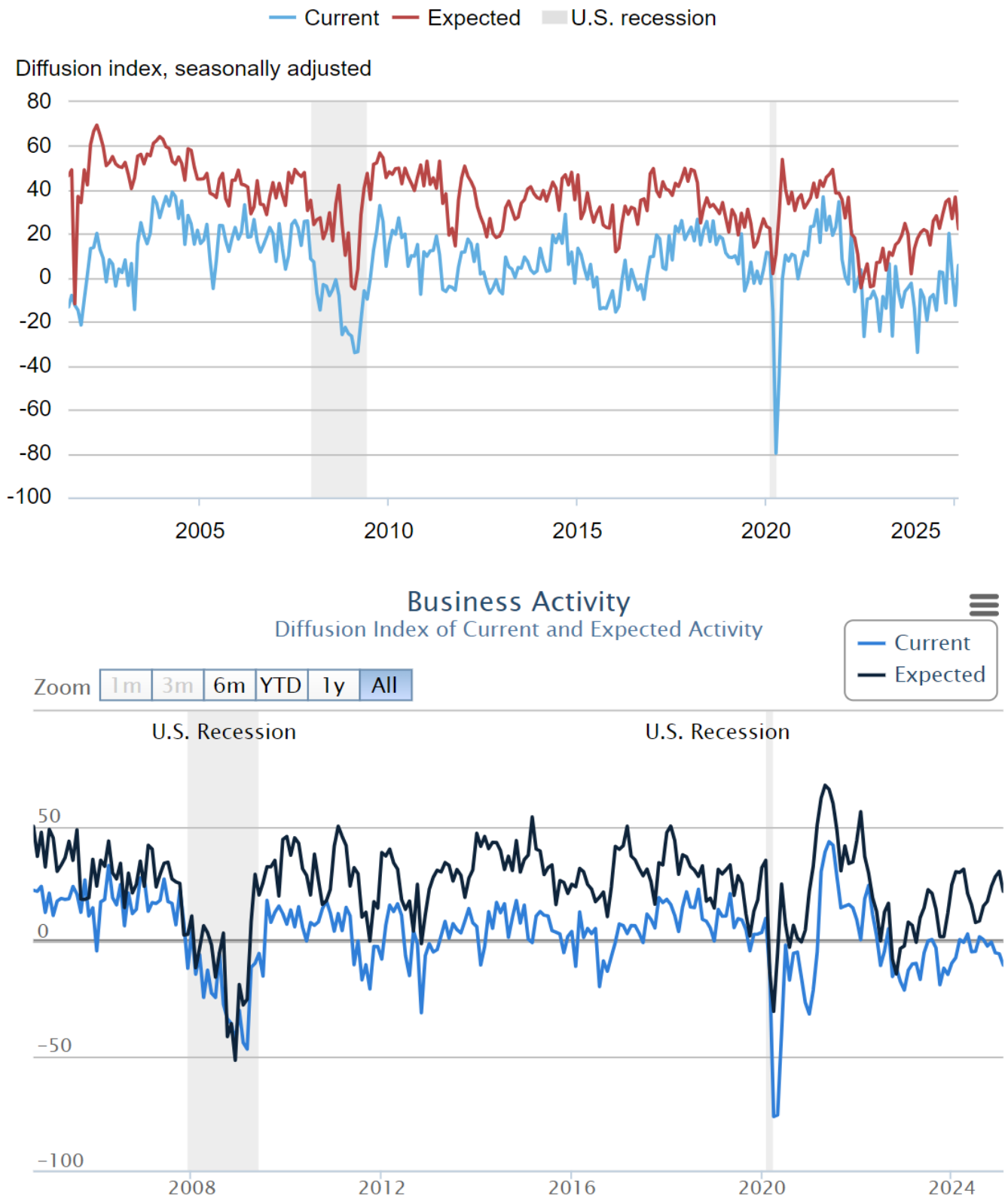
2025-02-20

图1：1月美国咨商会领先指标环比-0.3%，预期-0.1%，前值由-0.1%上修至+0.1%。消费者对商业前景的悲观、每周平均工时的下降是主要拖累项。



数据来源：The Conference Board、东吴证券研究所

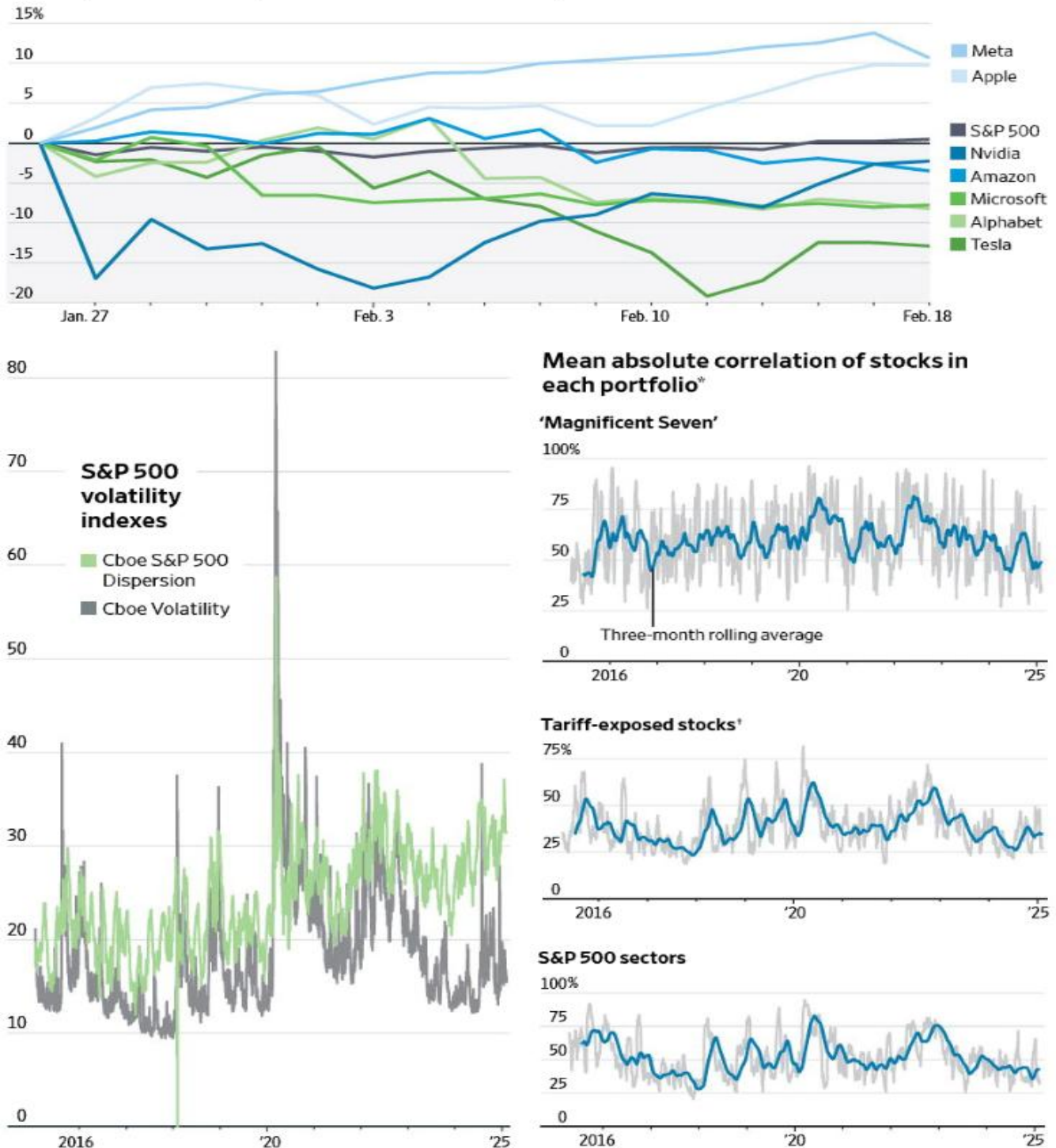
图2: 2月纽约联储制造业指数 5.7, 预期-2, 前值-12.6, 企业对前景的乐观情绪大幅下降; 服务业商业活动指数降至-10.5, 为一年多来的低位。



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

图3：中国人工智能的崛起和特朗普的关税战似乎并未对标普 500 整体波动率带来影响，但其成分股却在剧烈波动。WSJ 认为，分散的原因在于投资者对好消息反应过度，而在坏消息出现时，他们试图区分赢家 and 输家。试图从这种分散中获利的交易者本身正在加剧整体波动性风险。

Share-price and index performance since the DeepSeek selloff

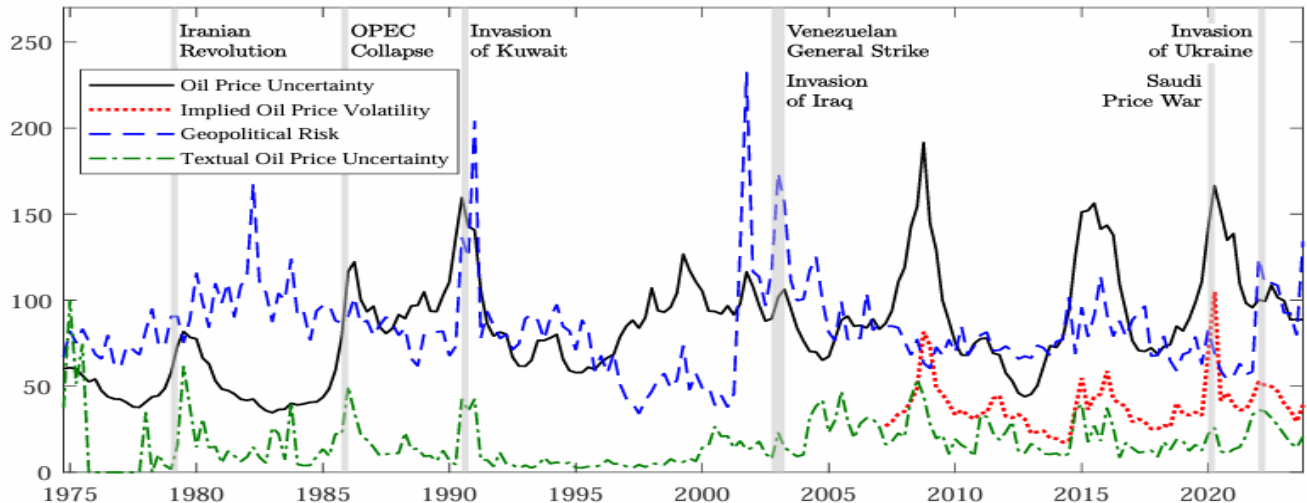


*20-day correlations of daily moves *Wolfe Tariff Basket
Sources: FactSet (performance since the DeepSeek selloff); S&P Global (volatility indexes); WSJ analysis of FactSet data (mean absolute correlation)

数据来源：The Wall Street Journal、东吴证券研究所

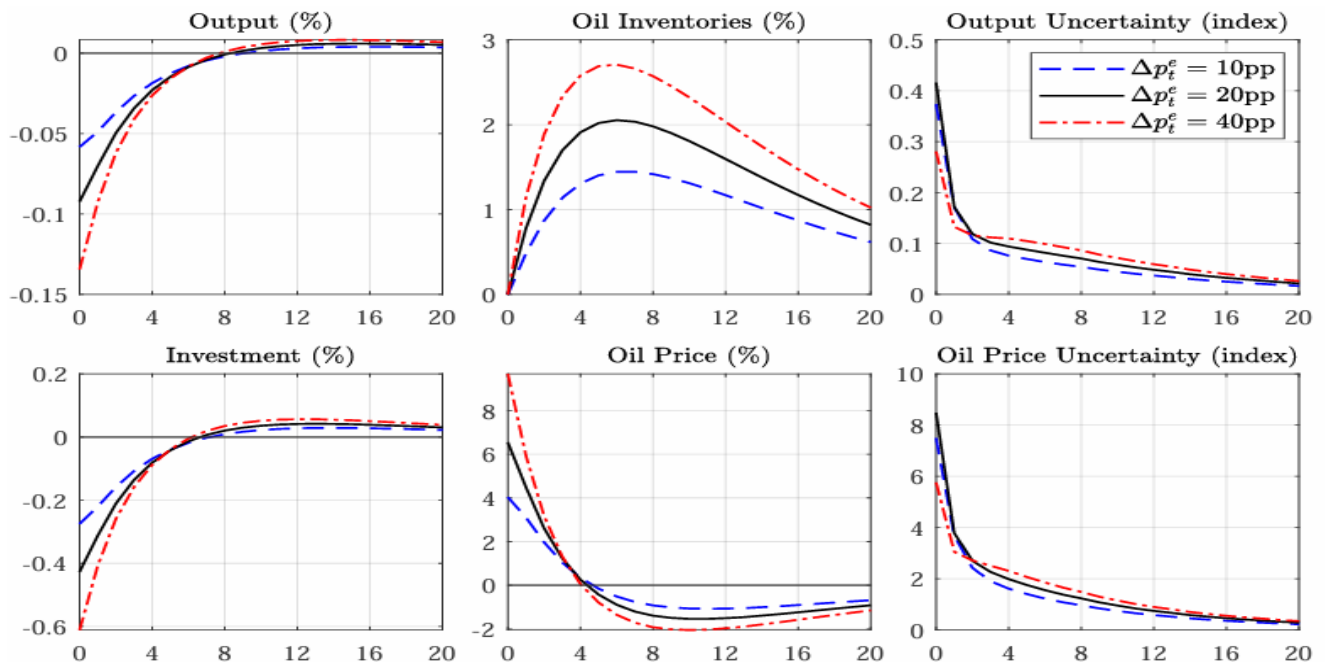
图4: 达拉斯联储的研究发现, 自 1975 年代以来, 尽管石油市场的地缘政治事件推高了油价的确定性风险, 但其不太可能产生相当大的经济衰退影响。更高的石油生产灾难发生几率会引发更强的预防性存储需求, 这种预防性存储需求推高了油价, 但对产出或消费不确定性几乎没有太大影响。

Figure 2: Measures of oil price uncertainty



Notes: All series are indices. The solid line shows the uncertainty about the percent change in the real price of oil obtained by deflating the U.S. refiners' acquisition cost for oil imports by the U.S. CPI for all urban consumers. The method used to quantify this uncertainty is based on Jurado et al. (2015). The dotted line is the option-implied crude oil price volatility index (OVX) published by the Chicago Board Options Exchange. The dash-dotted line shows the (rescaled) text-based oil price uncertainty index in Abiad and Qureshi (2023). The dashed line is the quarterly average of the historical GPR series in Caldara and Iacoviello (2022).

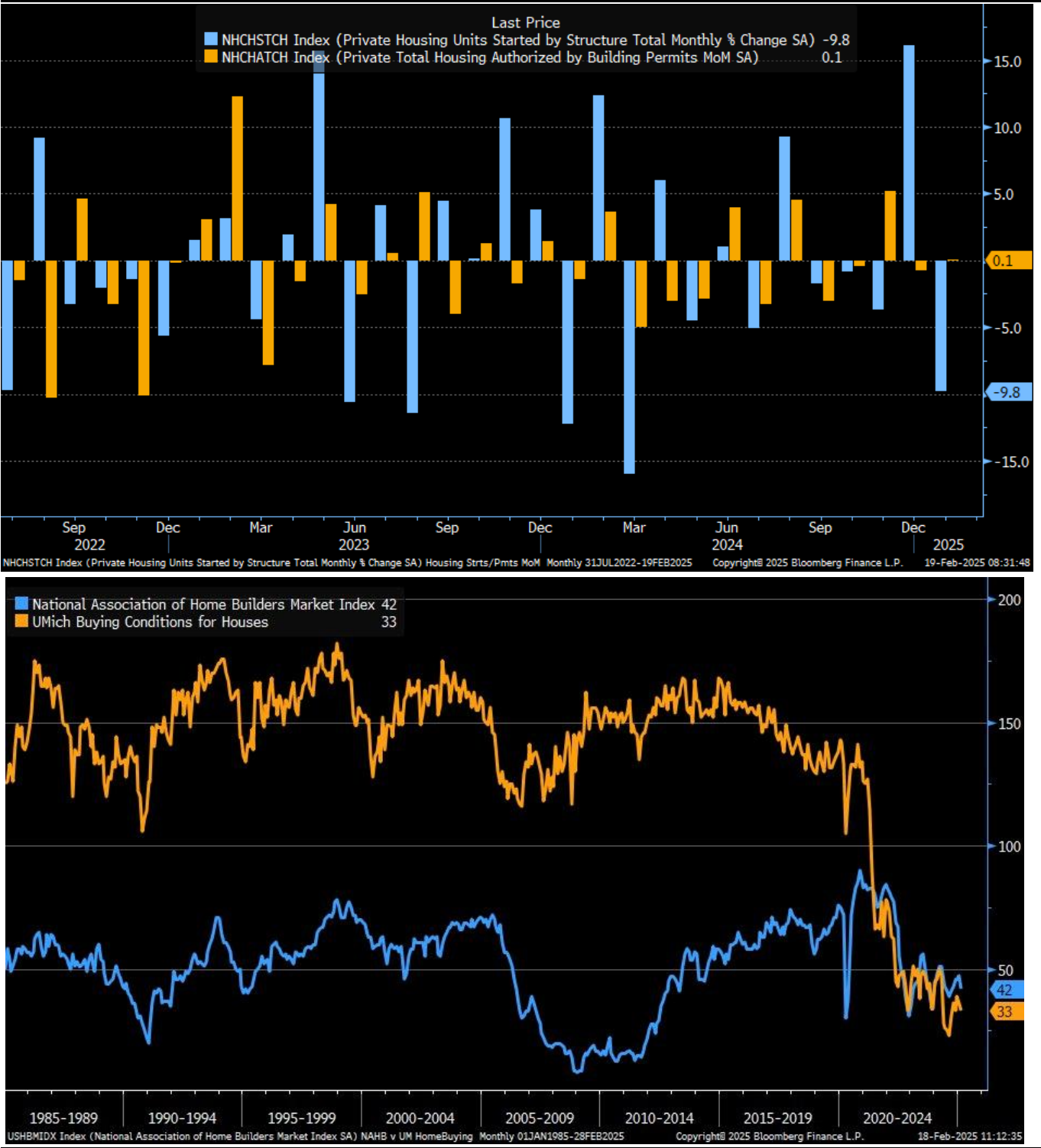
Figure 4: Responses to alternative oil production disaster probability shocks



Notes: Responses in deviations from the baseline. Simulations assume no disasters are realized.

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

图5：美国 1 月新屋开工环比-9.8%，预期-7.3%，前值由+15.8%上修至+16.1%；建筑许可环比+0.1%，预期-1.5%。



数据来源：Blommberg、东吴证券研究所

图6: 2月15日当周美国首申失业金人数 21.9 万, 预期 21.5 万, 前值 21.4 万; 受到 DOGE 裁员影响, 华盛顿特区申请人数飙升; 肯塔基州与田纳西州因气候与洪水申请人数同样走高。从 4 周趋势看, 首申失业人数维持低位, 持续申领就业金人数高位徘徊。



数据来源: Bloomberg、Zero Hedge、东吴证券研究所

图7: Brookings 针对美国的研究显示, 总体来看, AI 应用程度与工资百分位呈现一定正相关性。在州一级层面上, 高技能地区受影响更大, 低技能或非办公室导向地区受影响较小。

FIGURE 1

Generative AI exposure by occupation group

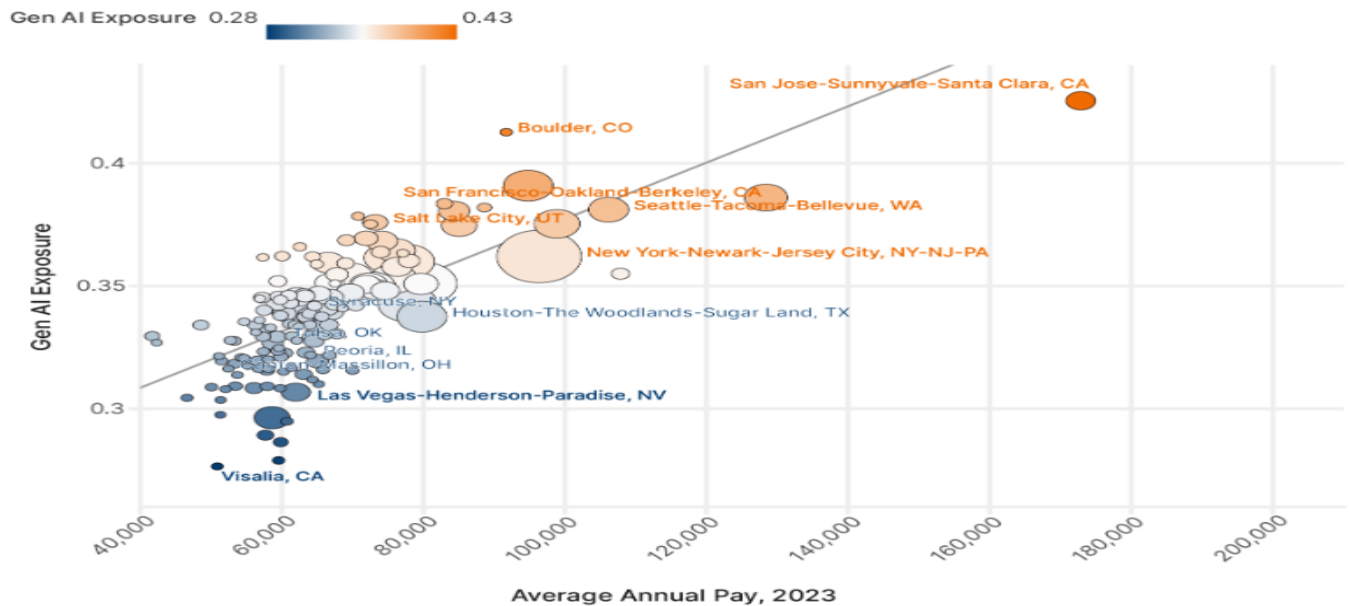


Source: Authors' analysis of data from OpenAI and BLS

B | Brookings Metro

FIGURE 2

Generative AI exposure level and annual pay by metro



Source: Authors' analysis of task exposure data from OpenAI and employment data from Lightcast

Note: Exposure estimates the share of each occupational group's tasks for which ChatGPT-4 can reduce the time for humans to complete by 50% or more.

B | Brookings Metro

数据来源: The Brookings Institution、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>