

海外周报 20250216

数据噪音放大美债利率波动，短期上行空间有限

2025 年 02 月 16 日

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

《如何预期“土储专项债”发行规模？》

2025-02-15

《市场缩量上涨，科技板块维持强势》

2025-02-14

■ **核心观点：**本周公布的美国 CPI、PPI、零售销售数据虽有 1 月季节性噪音，但其频频大幅超预期仍加剧了市场波动，美债利率冲高回落，全周振幅明显，基本面交易仍未有明确的主线。本周特朗普“对等关税”提上日程，落地速度相较预期温和，市场风险情绪边际缓和。向前看，未来两周海外重要经济数据较少，特朗普内政外交的不确定性或是大类资产的主导因素。在 1 月经济数据冲击、特朗普前期关税政策冲击影响边际趋缓后，短期内美债利率进一步大幅上行的空间料较为有限。

■ **大类资产：**美债利率冲高回落，市场风险情绪边际缓和。美国重要经济数据的持续超预期主导了本周美债利率走势，叠加关税政策影响，美债利率与美元走势阶段性分化：全面超预期的 1 月美国 CPI 引致美债利率飙升，但后续公布的 PPI、零售销售数据令降息预期升温，美债利率回吐本周全部涨幅；本周特朗普宣布“对等关税”但落地时间延后，市场风险情绪暂缓，美元指数下行。本周（2 月 10 日至 14 日）美债利率冲高回落，10 年美债利率最高上破 4.65%，最新收于 4.476%，全周降 1.9bps，振幅达 20bps，2 年美债利率降 3bps 至 4.259%；美元指数自周内 108.5 的高位回落至 106.8，为去年 12 月中旬以来新低，降幅达 1.23%。本周特朗普签署“对等关税”备忘录，其实际落地时间相比预期更晚，市场对全面、激进关税的担忧暂缓，风险情绪边际缓和，全球股市普遍上涨，标普 500、斯托克 600、日经 225 指数全周分别上涨 1.47%、1.78%、0.93%。而受中国科技股估值信心提振影响，中国资产本周大涨，恒生指数、恒生科技、美股中概指数分别大涨 7.04%、11.4%、72.9%。

■ **海外经济：**1 月美国经济数据受季节性、寒冷天气和加州山火等扰动因素影响，噪音较大，但仍带动降息预期周内反复“横跳”。本周公布的美国 1 月 CPI 数据全面超预期，而后续公布的 PPI 虽仍大超预期，但关键分项指引 1 月 PCE 通胀或相较 CPI 更加温和；周五公布的零售销售大幅不及预期，降息预期再度升温。周三公布的 1 月美国 CPI 环比+0.47%，预期+0.3%，前值+0.36%；核心环比+0.446%，预期+0.3%，前值+0.21%；CPI 同比+3.0%，核心同比+3.26%，均较前值超预期反弹。1 月 CPI 虽有季节性的价格重置、季调因子年度更新、加州山火的影响等扰动，全面大超预期的 CPI 仍令市场交易通胀升温与降息延后，10 年美债利率飙升至 4.65%。周四公布的美国 1 月 PPI 同比+3.5%，预期+3.3%，前值由+3.3%上修至+3.5%；核心 PPI 同比+3.6%，预期+3.3%，前值由+3.5%上修至+3.7%，尽管分项全面超预期且前值上修，但与其与 PCE 相关的分项如航空服务、医疗保健、金融服务等环比降温，暗示的 1 月 PCE 可能相较 CPI 更温和，因而数据发布后市场交易降息预期的升温，美债利率下行。周五公布的 1 月美国零售销售大幅不及预期：环比-0.9%，预期-0.2%；核心对照小组环比-0.8%，预期+0.3%，其中绝大多数项目如机动车、运动商品等环比大降，虽有恶劣天气和自然灾害的影响，大幅不及预期的零售数据仍令市场交易降息预期的回升，美债利率延续回落。主要受本周较弱的零售销售数据影响，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.94%下调至最新的+2.34%，纽约联储 Nowcast 模型将预测值由+3.12%下调至+3.015%。

■ **海外政治：**对等关税提上日程，特朗普内政外交争议不断。本周特朗普内政外交动作频繁，尽管“对等关税”落地冲击好于预期，但马斯克政府效率部门改革大刀阔斧、特朗普同俄罗斯总统普京通话推进俄乌冲突的解决，内政外交仍争议不断。在经贸议题上，特朗普于本周四签署《对等贸易及关税备忘录》，要求对美国贸易伙伴及其采取的关税、歧视性域外税、非关税壁垒、操纵汇率等行为进行调查，并基于调查结果采取补救措施（采取对等关税）。商务部长提名人霍华德·卢特尼克表示，上述调查应在 4 月 1 日之前完成。从备忘录内容来看，特朗普将着眼于更

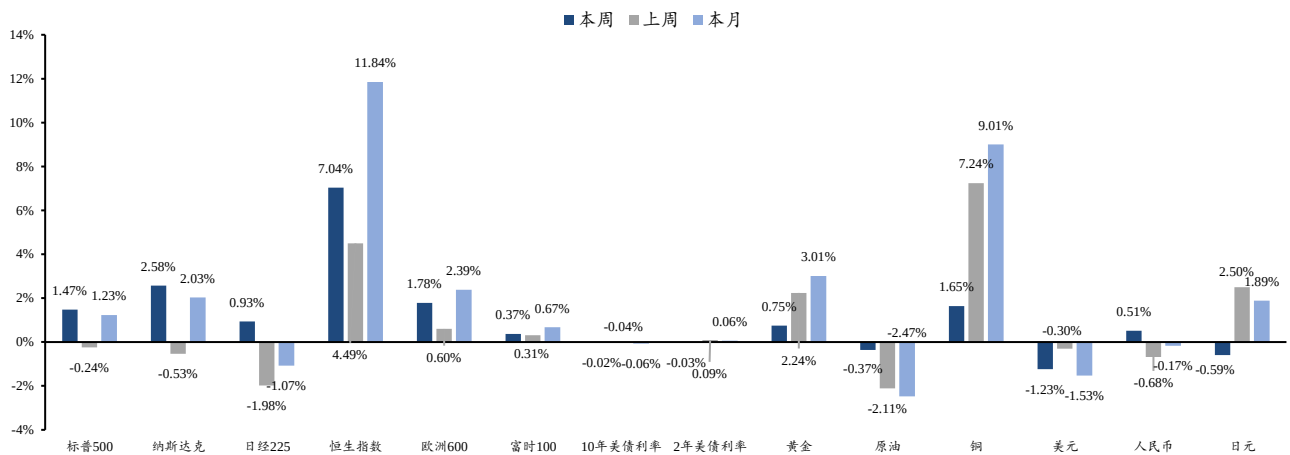
为宽泛的贸易对象和商品，或预示着美国互惠贸易立场的根本性转变。但其选择经由调查后决定关税细节而非直接签署行政命令加征关税，或意味着特朗普并不倾向于在短期内大规模加征关税。在内政议题上，马斯克辖下的政府效率部（DOGE）持续掀起波澜。本周一，特朗普签署行政命令授权政府效率部能够与联邦机构进行协调，以削减工作岗位并限制招聘。而政府效率部的裁员建议在本周内持续受到司法系统和被裁员者的反对¹。此外，据 NBC 报道，目前仅 7.5 万名美国公务员接受了特朗普政府提出的自愿辞职并获得离职补偿金的方案，占 240 万名联邦文职雇员的约 3%，远低于此前设定的 5%-10% 目标。在外交议题上，本周三特朗普同俄罗斯总统普京进行通话，同意开始就结束乌克兰战争进行谈判，并表示期待与普京的会面。在结束同普京的通话后，特朗普与乌克兰总统泽连斯基交换意见。然而，上述外交行动令欧盟和乌克兰倍感压力，担心美国可能谋求在没有欧洲和乌克兰参与的情况下与俄达成协议²。总体上看，俄乌冲突的和平进程仍然面临较大的不确定性。

■ **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。

¹ <https://www.nbcnews.com/politics/white-house/white-house-says-75000-accepted-federal-buyout-trump-rcna191971>

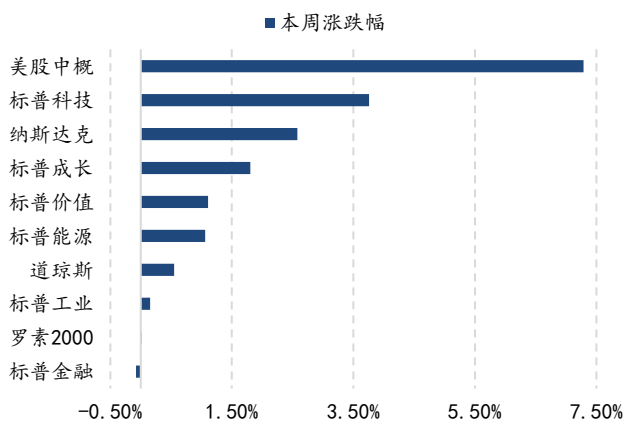
² <https://www.nbcnews.com/politics/white-house/trump-says-spoke-putin-ending-war-ukraine-rcna191882>

图1: 全球大类资产回报率一览



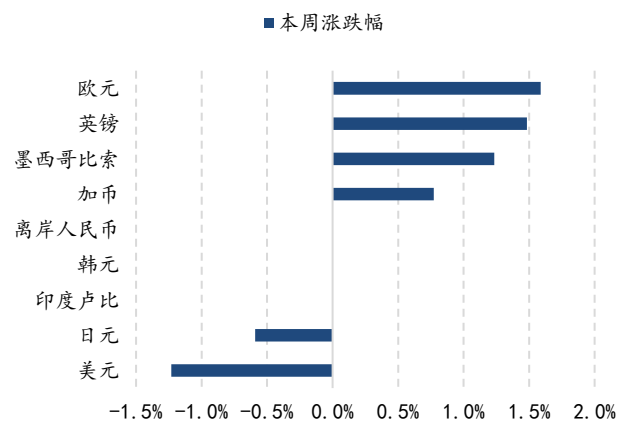
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

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



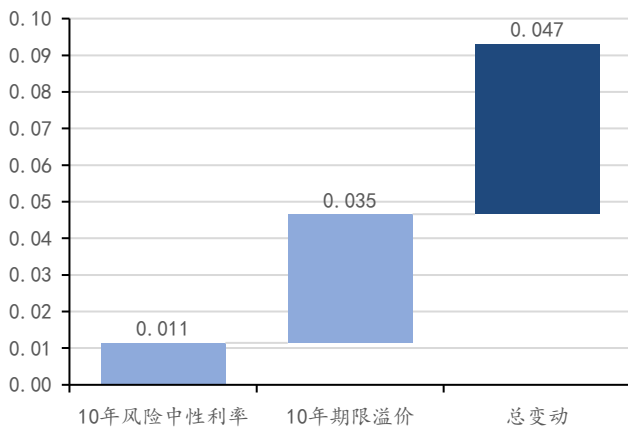
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



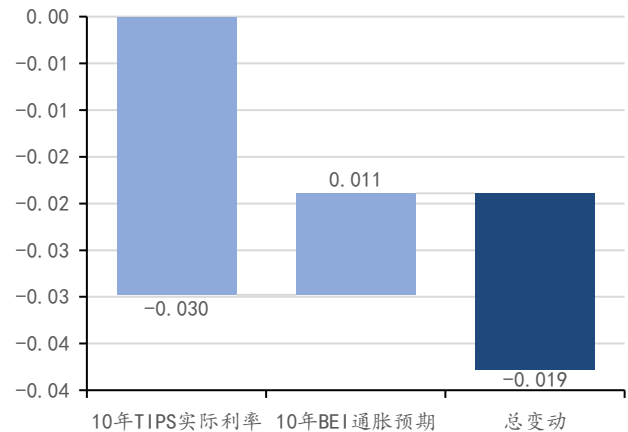
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



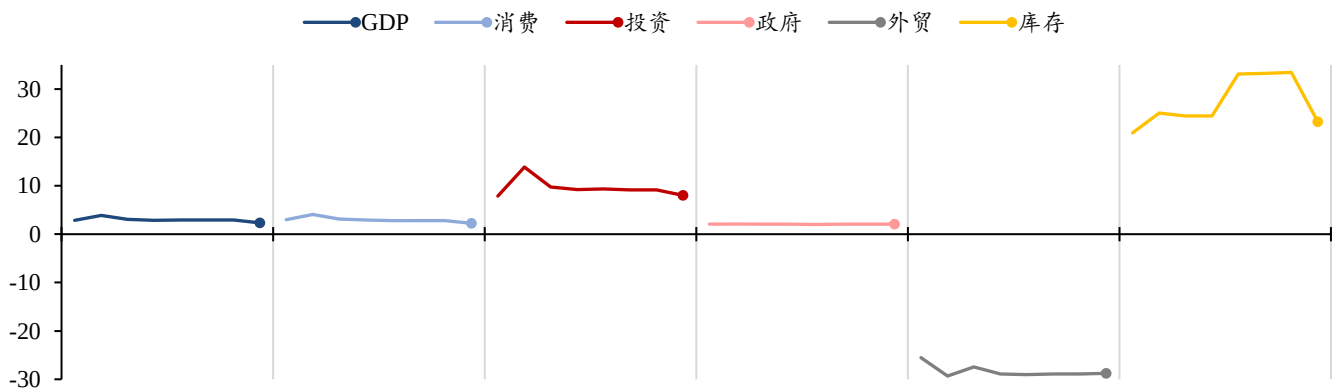
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



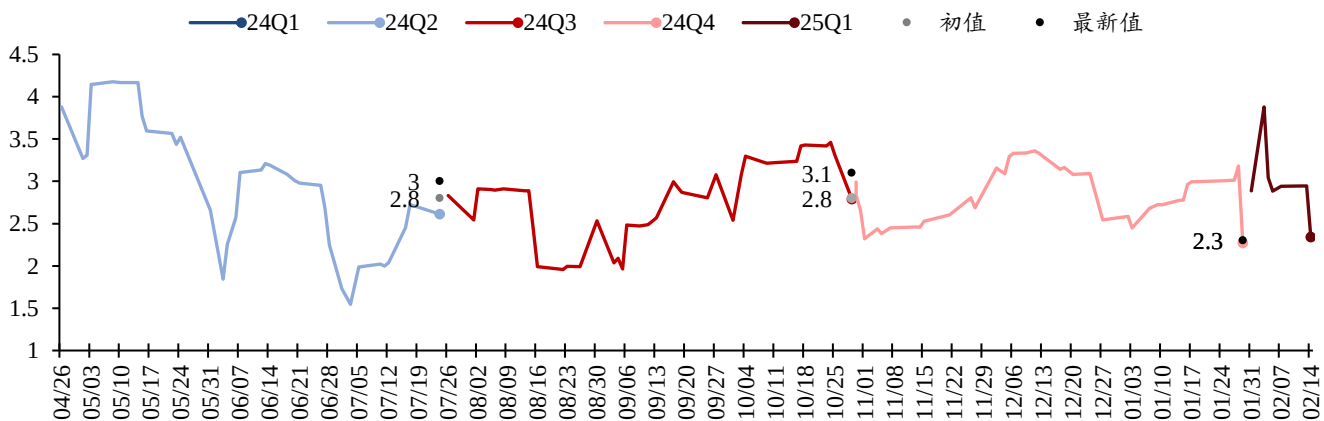
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 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



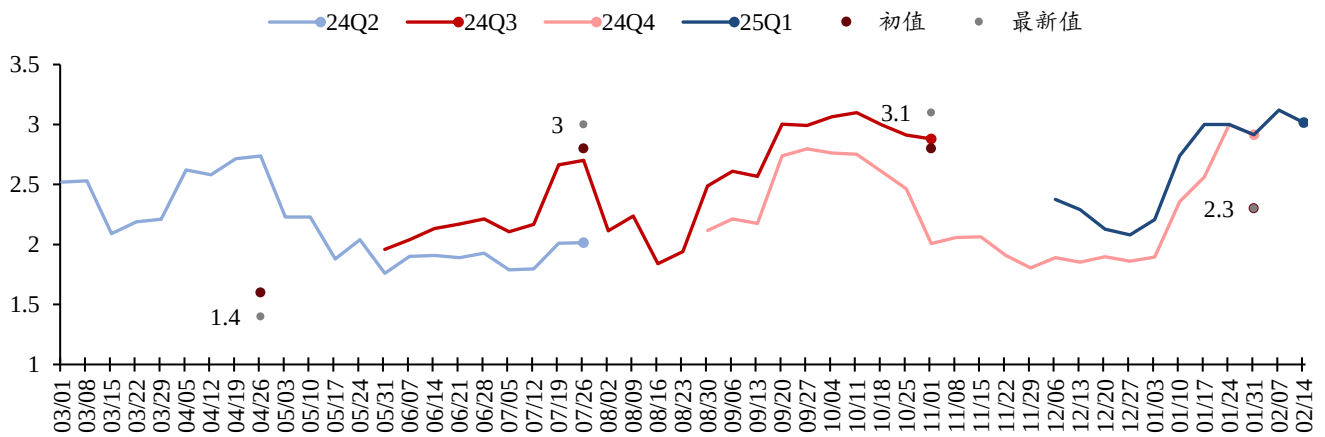
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为2月14日, 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 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



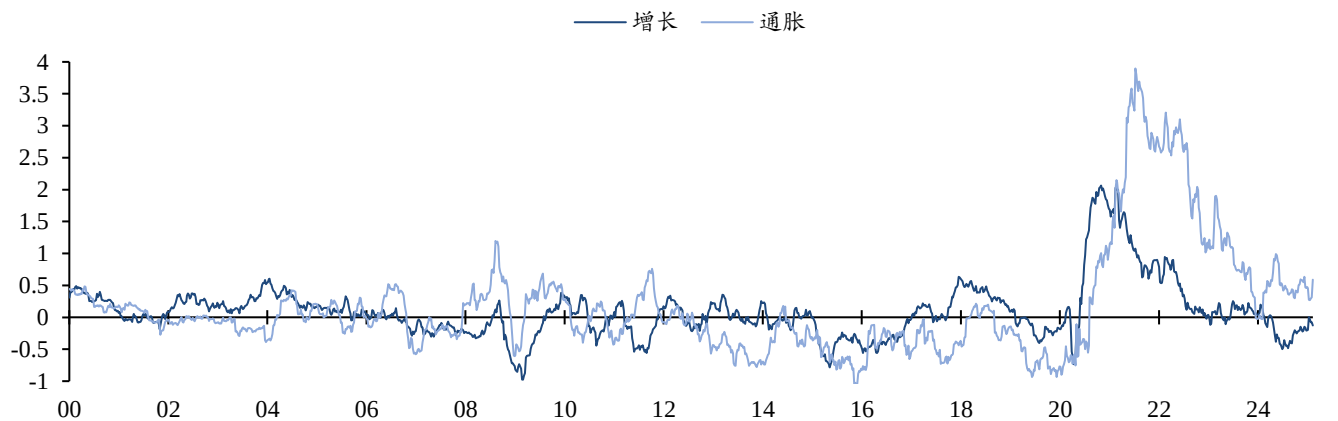
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 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10: 美国经济意外指数增长与通胀分项



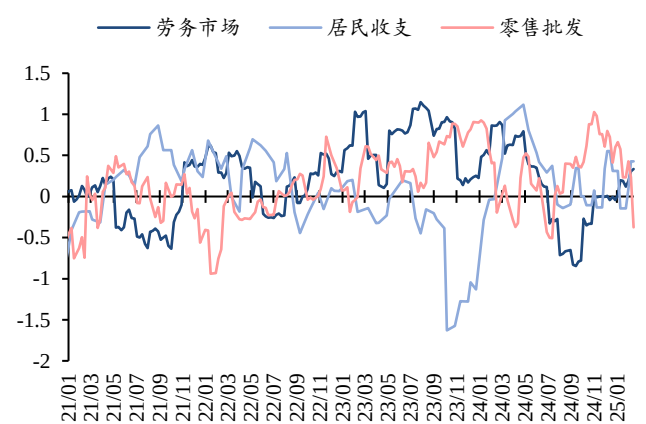
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13: 美国首申失业与持续申领失业金人数



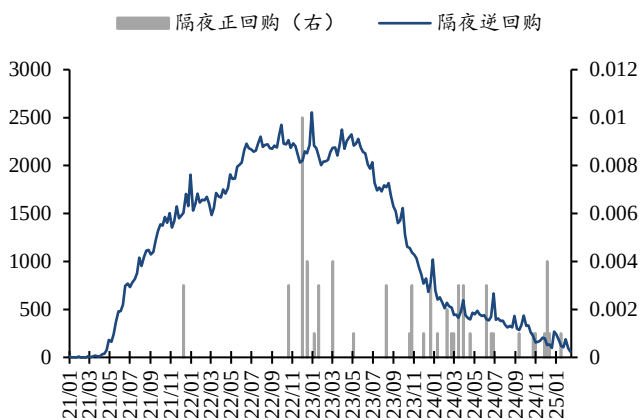
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图14: 美国首申失业与持续申领失业金人数4周均线



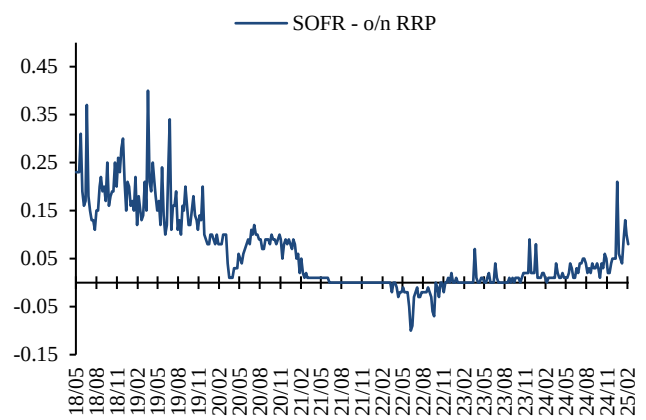
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位千人

图15: 纽约联储接收隔夜正回购和逆回购规模



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位\$bn

图16: 美国货币市场关键利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图17: 美联储负债端分项



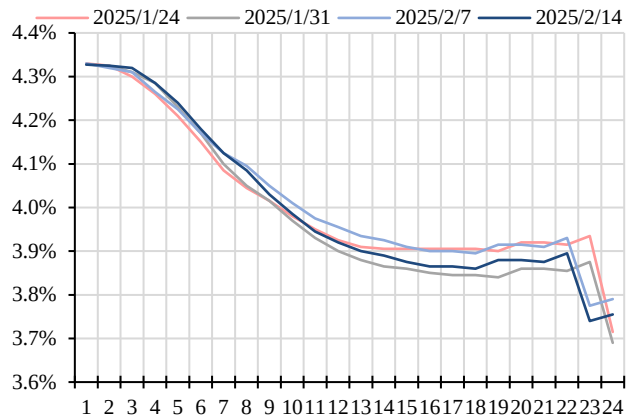
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位\$bn

图18: 美联储净流动性投放与标普500指数



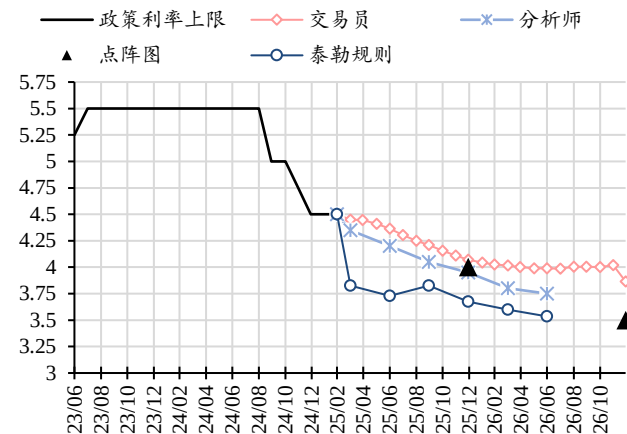
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 右轴单位\$bn

图19：联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图20：各方对美国政策利率路径预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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>