

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09日

CONTENTS

01

周度重点宏观逻辑追踪及FICC观点

- Macro at a Glance
- Thoughts of the Week
- 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

特朗普上任后对美洲各国 “鹰派” 关税威胁超市场预期，此前因移民和芬太尼问题对加、墨征收25%关税，当前关税暂缓1个月

- ◆ **就职首日“鹰派”对加、墨两国关税超市场预期：**特朗普上任当日即称对加、墨于2/1实施关税，对加、墨关税显得尤为迫切。
- ◆ **特朗普先兑现关税承诺：**基于关税延迟和TRUMP 1.0 历史经验，叠加路透社消息，市场普遍预期对加墨25%关税不会在2月1日立即实施。
- ◆ **1月31日，白宫确认从2/1日起对加拿大和墨西哥两国征收25%，超市场预期。**对加拿大石油关税下调10%。美国依赖加拿大能源进口，降低该部分关税有助确保能源供应稳定。特朗普正式签署行政令，施加关税原因是中对、加、墨移民、边境安全及毒品走私问题施压。关税暂定4日生效。
- ◆ **加拿大实施报复性关税作为回应：**1. 加拿大将对价值1550亿加元的美国产品征收25%的关税。其中300亿加元的商品将在2月4日生效，1250亿加元的商品将在21天内生效。2. 安大略停止与马斯克旗下星链合约，禁止美国公司参与省级合同
- ◆ **墨西哥表示将“捍卫墨西哥人民尊严”，将会准备各类应对方案：**墨西哥总统辛鲍姆表示墨西哥将采取反制措施，她已经指示墨西哥经济部长埃布拉德启用墨西哥政府此前准备的“B计划”，向美国输墨产品加征关税。
- ◆ **加墨领导人通话，筹划对美国“精准打击”，让美国感受“关税之痛”**
- ◆ **对加拿大和墨西哥25%关税暂时延迟1个月：**美国与加拿大和墨西哥两国总统通话，讨论了关税问题，同意在所关心领域共同努力。
- ◆ **对哥关税缓和：**1月26日特朗普就哥伦比亚拒绝接受非法移民遣返航班发出关税威胁，随后哥伦比亚外交部长和特朗普在华盛顿进行了谈判，同意接受遣返移民，当前这一关税也就没有再进一步推进。

特朗普先兑现后撤回对加墨关税，对两国加征25%关税延期1个月

TRUMP 2.0对美洲国家（加、墨、哥伦比亚）关税政策相关信息追踪		
时间	涉及国家	信息内容
2024年9月24日	墨西哥	特朗普曾在一场集会上誓言，如果当选将对每一辆从墨西哥进入美国的汽车征收100%的关税，而避免这些关税的唯一办法就是汽车制造商在美国生产汽车。
2024年11月25日	墨西哥、加拿大	特朗普成上任后第一日立即签署行政命令，对加墨征收25%关税，以打击非法移民和向美走私毒品的问题。
2024年11月26日	加拿大	特朗普26日透露，他与特朗普进行了良好的通话，表示加拿大方面会摆事实讲道理，以建设性方式向前推进经贸移民等问题。
2025年1月20日	墨西哥、加拿大	特朗普当天在白宫椭圆形办公室签署一系列行政令时对媒体表示，正考虑对墨西哥和加拿大征收25%的关税，征税行动可能会从今年2月1日起实施。强调这些关税是为了博士两国采取措施应对移民和毒品问题。
2025年1月21日	加拿大	加拿大总理特鲁多表示如果美国总统特朗普在2月1日对加拿大加征关税，加方将进行反击，并承诺加拿大将以“迅速、有力和非常强烈的”报复措施予以回应。特鲁多称，如有必要，加拿大将采取报复性关税，它支持一比一对等关税原则。
2025年1月26日	哥伦比亚	美国总统特朗普就哥伦比亚拒绝接受非法移民遣返航班表示，将对哥伦比亚所有进入美国的商品征收25%的紧急关税，在一周内，25%的关税将提高到50%；对哥伦比亚政府官员以及所有盟友和支持者实施旅行禁令并立即撤销签证；对哥伦比亚政府所有党员、家属和支持者实施签证制裁；全面实施《国际紧急经济权力法》（IEEPA），实施财政、银行和金融制裁。
2025年1月26日	哥伦比亚	哥伦比亚外交部发布公告，称哥政府已与美国政府克服僵局，达成协议。哥外交部长穆里略、哥驻美大使丹尼尔·加西亚-佩尼亚将在数小时内前往华盛顿特区，与美国进行高层会谈，达成协议。由于哥伦比亚政府已同意接收被遣返移民，美国政府将暂停此前总统特朗普提出的对哥伦比亚加征关税事宜。
2025年1月30日	墨西哥、加拿大	特朗普表示，他计划于2月1日兑现对墨西哥和加拿大进口商品征收25%关税的承诺，并将于1月30日晚上决定是否将石油列入征收关税的商品之中。
2025年1月31日	墨西哥、加拿大	美国白宫新闻发言人卡洛琳-莱维特在简报会上表示，确认从2/1号起对加拿大和墨西哥两国征收25%
2025年1月31日	加拿大	特朗普表示对加拿大石油关税下调10%，可能会在2月18日对石油和天然气加关税
2025年1月31日	加拿大	加拿大总理称已经准备作出回应
2025年2月1日	墨西哥、加拿大	特朗普1日签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税。
2025年2月1日	加拿大	当地时间2月1日，加拿大总理特鲁多在针对美国关税问题的新闻发布会上表示，作为对美国关税的报复，加拿大将对价值1550亿加元的美国产品征收25%的关税。其中300亿加元的商品将在2月4日生效，1250亿加元的商品将在21天内生效。特鲁多还表示，加拿大正在考虑几项非关税措施，其中包括涉及关键矿产、能源采购和其他伙伴的措施。加拿大同样将对美国的啤酒、葡萄酒、食品和家用电器加征关税，考虑对关键矿产采取措施，特鲁多声称加拿大可以购买本国产品、不去美国度假。白宫方面表示，如果对美方关税进行报复，美方可能加大关税力度。
2025年2月1日	墨西哥	墨西哥总统辛鲍姆表示墨西哥将采取反制措施，她已经指示墨西哥经济部长埃布拉德启用墨西哥政府此前准备的“B计划”，向美国输墨产品加征关税。
2025年2月2日	墨西哥、加拿大	加墨领导人通话，筹划对美国“精准打击”，让美国感受“关税之痛”
2025年2月2日	墨西哥、加拿大	美国与加拿大和墨西哥两国总统通话，讨论了关税问题，同意在所关心领域共同努力。对加拿大和墨西哥25%关税暂时延迟1个月

资料来源：Bloomberg, BBC, CNN, 国泰君安期货研究

对华征收额外10%关税，短期内中美对特朗普政府关注的“核心问题”谈判进程或直接影响对华关税落实时点和力度，中方予以反制措施

- ◆ **特朗普政府行动：**此前在中美近期互动加强的背景之下，市场普遍对华关税预期偏向于缓和，未来或有回旋空间。
- ◆ 特朗普兑现 2/1日 “对华商品施加10%关税”。
- ◆ 虽然特朗普在2月1日对华征收10%关税，但这一力度低于预期，未来潜在对华特定关税区间可能在10%-60%不等。**市场反应相对温和。**
- ◆ 美国限制中国公司（以跨境电商为主）使用“小额包裹”入境美国，补缺“关税漏洞”。
- ◆ **中方反制措施：**中方当前对美国煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、排量汽车、皮卡加征10%关税；对原产美国的附件所列进口商品在现行关税上加相应关税。
- ◆ 2月4日起，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。
- ◆ 将美国PVH集团（Calvin Klein母公司）和因美纳公司（Illumina）列入不可靠实体清单。
- ◆ 对谷歌、苹果公司进行“反垄断调查”。
- ◆ **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%）。
- ◆ 一方面，美国对中国关税仍然具有谈判工具意义，意味着前方上至两国领导人、下至双方经贸部门对话进展则至关重要。
- ◆ 另一方面，要看到美国对中国关税“查漏补缺”的意图和能力。
- ◆ 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。**

特朗普兑现2月1日对华征收10%关税承诺，中方当前予以反制措施

TRUMP 2.0对华关税增量信息追踪	
时间	信息内容
竞选期间	特朗普在竞选期间曾多次在不同场合中提出如果当选总统，将对中国所有进口商品征收高达 60% 的关税
2024/11/25	特朗普称上任后即签署行政令，对华额外征收 10% 关税，直到中国解决芬太尼走私问题
2025/1/21	特朗普称由于中国向墨、加运送芬太尼，计划 2/1日对中国征收10%关税
2025/1/21	当回应与习近平对话中有关的问题时说，未谈及太多关税问题
2025/1/21	特朗普表示，对中国征收关税可能取决于TIKTOK所有权达成的协议，已经签署行政令，要求“不卖就禁用”法律在未来75天内暂不执行。如果在截至日期后继续在美运营，美国应有权获得一半股份。如果中方拒绝达成协议，则肯定会对中国征收可能高达 100% 的关税
2025/1/23	在接受FOX采访时特朗普称， 宁愿不对中国加关税 ，但同时表示对中国是巨大力量
2025/2/1	特朗普1日签署行政令，以芬太尼问题为由，对华进口商品 额外征收10%关税 。
2025/2/2	中方计划将向世贸组织提起诉讼，并将采取 相应反制措施 坚定维护自身权益。
2025/2/4	根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自 2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税 。 一、对煤炭、液化天然气加征15%关税。二、对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。三、对原产于美国的附件所列进口商品，在现行适用关税税率基础上分别加征相应关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。
2025/2/4	自2月4日起，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。

资料来源：Bloomberg，BBC，CNN，国泰君安期货研究

对欧盟和全球普遍关税形式和力度不明确，优先级低于此前预期，贝森特“渐进式关税”未得到特朗普充分认可，未来形式和力度有待观测

- ◆ **全球普遍关税优先级低于预期：**节前，当特朗普被媒体问及是否会针对所有国家实施普遍关税时，特朗普回答“可能会，但仍没有准备好如何做。”
- ◆ **贝森特偏向于较温和的“渐进式关税”，当前未受特朗普认可，关税具体形势依旧不确定：**美国新任财政部长斯科特·贝森特(Scott Bessent)正在推动对所有美国进口商品征收新的普遍关税，知情人士补充称，**普遍关税的税率将从2.5%开始，并且每月将会以相同的幅度(即2.5%)逐步上调**，这将使企业有时间进行调整，并让各国有机会与美国政府进行谈判，最终可能会被推高至20%。但当前尚不清楚是否已说服包括商务部长卢特尼克在内的其他官员。
- ◆ 在以上消息传出后，**特朗普在迈阿密发表演讲称不认为贝森特会采取如此温和的关税政策。**希望税率远高于2.5%，且承诺对半导体、制药、钢铁、铜、铝等特定行业征收关税。
- ◆ 尽管如此，**相较竞选间所称“10-20%”且对“所有进口商品”普遍关税**，当前特朗普对普遍关税态度**依旧呈现缓和态势**。
- ◆ **特朗普计划向欧盟征收关税，但时点和力度却未提及：**特朗普尚未确定对欧盟征收关税的时间。称正考虑对欧洲商品以及钢、铝、铜、药品和半导体征收进口税。将对钢和铝征收关税，并最终对铜征收关税。铜将需要更长的时间”
- ◆ **美国将关税作为“谈判工具”的作用已充分得到体现：**贝森特此前称此届共和党政府的关税政策主要是发挥三个作用：一.纠正“不公平贸易”，二.增加收入，三.取代经济制裁的谈判工具。

特朗普对欧盟和普遍关税形式和力度尚不明确

TRUMP 2.0普遍关税政策增量信息追踪	
时间	信息内容
竞选期间	将对所有其他国家进口商品征收 10%至20% 的关税
2024/1/6	华盛顿邮报称知情人士透露特朗普政府正在讨论一项适用于所有国家、但仅仅针对部分于国防相关和经济安全相关的进口商品计划，初步讨论的条款涉及计划促进回流的产业，包括铜、铁、铝、医疗设备、电池、稀土矿和光伏。随后消息被特朗普证伪。
2024/1/8	1月8日，CNN报道，特朗普及其团队正在考虑宣布美国进入“国家经济紧急状态”，以便援引《国际经济紧急权力法》(IEEPA)制定新的关税计划。IEEPA允许总统在国家经济紧急状态下管理进口，无需进行类似301调查等繁琐程序，关税可更快落地。然而，美国历史上尚未有总统通过IEEPA征收关税的先例。尽管如此，特朗普团队尚未就是否宣布紧急状态做出最终决定。
2025/1/14	消息透露特朗普团队将以 逐月上调2%-5%关税 的方式，以循序渐进的方式增加谈判筹码，并避免关税带来的潜在推升通胀的问题。这一方案需要IEEPA赋予行政权力。
2025/1/21	当被问及是否会针对所有国家 实施普遍关税 时，特朗普回答“可能会， 但还没有准备好如何做。 ”
2025/1/21	特朗普称欧盟和其他国家与美国的贸易失衡令人不安，“欧盟对我们非常非常不好，所以要向他们 征收关税 。这是你得到公平的 唯一方法 。”
2025/1/28	四位知情人士透露，美国新任财政部长斯科特·贝森特(Scott Bessent)正在推动对所有美国进口商品征收新的普遍关税，知情人士补充称， 普遍关税的税率将从2.5%开始，并且每月将会以相同的幅度(即2.5%)逐步上调 ，这将使企业有时间进行调整，并让各国有机会与美国政府进行谈判，最终可能会被推高至20%。
2025/1/28	特朗普在佛罗里达州迈阿密发表讲话时称，他 不认为贝森特会采取这么温和的关税税率 。特朗普希望税率“ 远高于 ”2.5%，并承诺对 半导体、制药、钢铁、铜、铝等特定行业征收关税 。他还强烈暗示，可能还会对来自加拿大和墨西哥的汽车征收关税。
2025/1/31	美国白宫新闻发言人卡洛琳-莱维特在简报会上表示，特朗普尚未 确定对欧盟征收关税的时间
2025/1/31	特朗普接受采访时表示， 由于欧盟拒绝进口美国汽车和农作物 ，为了寻求对等，将对其征收关税
2025/2/2	美国总统特朗普说，他“ 肯定 ”会对 欧盟征收新关税 ，并重申他对美国与欧盟贸易逆差的不满，以及欧盟对美国产汽车和农产品进口不足的问题。
2025/2/2	考虑对欧洲商品以及 钢、铝、铜、药品和半导体征收进口税 。将对 钢和铝征收关税 ，并最终对铜征收关税。 钢将需要更长的时间

资料来源：《美国制造业回流指数报告》，国泰君安期货研究

法院暂缓此前特朗普对联邦雇员实行的“买断”裁员计划

- ◆ 特朗普政府对联邦雇员“买断”计划截止日期已推迟至下周一，以下为具体时间线：
- ◆ 1月28日，特朗普政府向约230万联邦雇员提供了一项名为“Fork in the Road”的“买断（buyout）”计划以削减联邦支出。若在原定于2月6日周四的截止日之前主动辞职，则允许其9月底前带薪离职。
- ◆ 政府预计5%-10%的联邦雇员将接受主动离职，选择不主动离职的员工或在未来面临裁员。
- ◆ 2月6日最新消息称，自美国人事管理办公室（OPM）向联邦雇员发出系统邮件通知后，白宫知情人士透露已有>6万雇员接受了该计划。
- ◆ 美国地方法院法官George O'Toole周四在一个简短的听证会上宣布暂时阻止政府实施此前对联邦雇员的“买断”计划，决定于2月10日讨论是否在未来完全暂停此协议。
- ◆ 目前主动离职的人数情况对就业市场长期影响有限，应谨慎法院未能阻止计划推进，以及新政府对拒绝辞退信的雇员加以强制性裁员，联邦雇员规模大，若计划落实或在短期内非农数据承压：
- ◆ 6万人此次接受“买断”计划的雇员辞职，总体带来2.6%联邦人员流失（不计入邮政局雇员）
- ◆ 然而，这一占比不及特朗普政府预计缩减的5%-10%（11.4-22.8万人），同时也不及DOGE此前所宣称的削减75%联邦雇员（171万人）。
- ◆ 此外，考虑联邦劳动力的正常流失率约为每年6%，意味着一些主动接受辞退信中的人可能本来就打算要离开本职工作。目前来看，缩减雇员计划或受法律阻碍较大，后续进程仍有待观测。
- ◆ 根据OPM Fed Scope官方最新数据来看，截止2024年3月，联邦政府雇员共计227.8万人，使联邦政府成为美国最大单一雇主机构，拥有员工人数超过沃尔玛、亚马逊和麦当劳。同时，OPM Fed Scope数据中未包含60万美国邮政局服务人员，就邮政局机构所雇佣员工规模来看，也已超越UPS与FedEx。
- ◆ 联邦雇员（不计入邮政局人员）占美国非农比重约为1.5%，若法院未能阻碍该计划，美联储所参考的非农数据短期将承压。下周持续关注法院对该计划的讨论情况，谨慎计划进一步推进，导致主动辞职人数继续上升及新政府对拒绝辞退信的雇员加以强制性裁员。

特朗普向230万联邦雇员提供带薪离职计划，当前回复截止时间暂缓至2月10日

Fork in the Road

Deadline Extended to Monday, February 10

In compliance with an order issued today by the District Court of Massachusetts granting a request to stay the deadline for the Deferred Resignation Program, the deadline for federal employees to accept the program is being extended to **Monday, February 10, at 11:59pmET**.

Below is the email that was sent to federal employees on January 28, 2025 (updated for new dates) presenting a deferred resignation offer. If you did not respond to that email and wish to accept the deferred resignation offer, you may do so by following these steps.

- 1) Send an email to hr@opm.gov from your government account. Only an email from your .gov or .mil account will be accepted.
- 2) Type the word **"Resign"** into the "Subject" line of the email. Hit "Send".

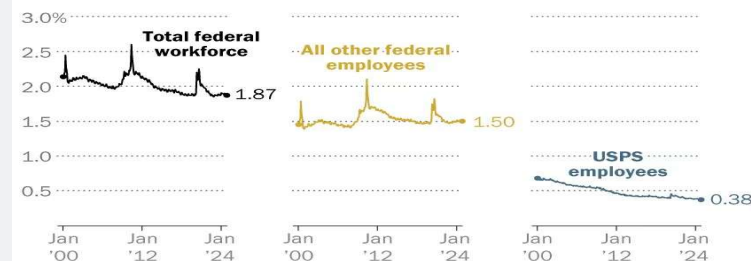
[Frequently Asked Questions](#)

Deferred Resignation Email to Federal Employees

January 28, 2025

根据BLS数据，美国联邦雇员（不包含邮政局雇员）占美国非农雇员总数的1.5%

Federal civilian workers as % of all U.S. nonfarm payroll employees, not seasonally adjusted



Note: The employment spikes in mid-2000, mid-2010 and mid-2020 primarily represent temporary census workers.
Source: Bureau of Labor Statistics.

PEW RESEARCH CENTER

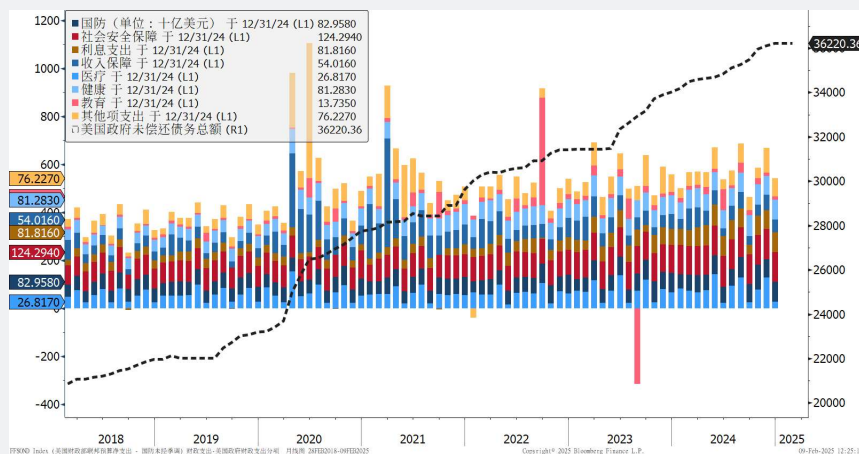
资料来源：Bloomberg, FedScope, Pew Research, 国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

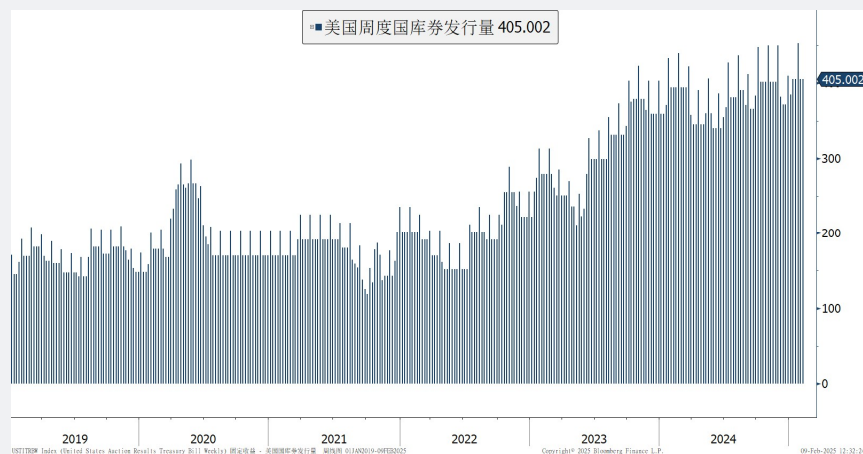
新财长释放财政政策前景信号：维持美债发行节奏安抚市场，但内核仍旧对债务扩张警惕（1）

- ◆ 2月7日，美国新财长Scott Bessent表示，在可预见的未来财政部的债券发行策略不会有任何改变，此举短期安抚市场尤其是美债市场，使得长端收益率在除基本面逻辑之外相对承压。正如我们在年报中阐述，2025年上半年政策落地大概率以关税博弈为主，下半年则以美国财政部门的内政为核心。我们认为，新财长透露出部分新政府的财政政策前景信号，或将为中长期财政政策的预期差，以及短期美债市场的计价逻辑变化。我们对以下几个方面尤为关注：
- ◆ 一是Bessent看重财政和债务的可持续性，批评上一任政府以扩大政府债务支持经济的方针，认为政府债务和赤字“两本账”是当前“重要问题”，这意味着市场交易“特朗普2.0”财政扩张加剧的预期或与新财长（或许是新政府）Pro财政支出效率的主张是有偏差的。
- ◆ 二是Bessent前期持续严厉批评前任耶伦加大短债发行为政府融资的策略，认为政府负债过于依赖短期融资，这使得市场担心新政府债券发行长短结构或有变。但目前Bessent明确表示维持美债总量和结构的发行节奏，避免了美债一级市场出现大幅变化。

美国政府未偿还债务总额及月度政府支及分项



耶伦带领下的前任财政部政府融资多依赖于短期国库券，使得曲线偏平



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

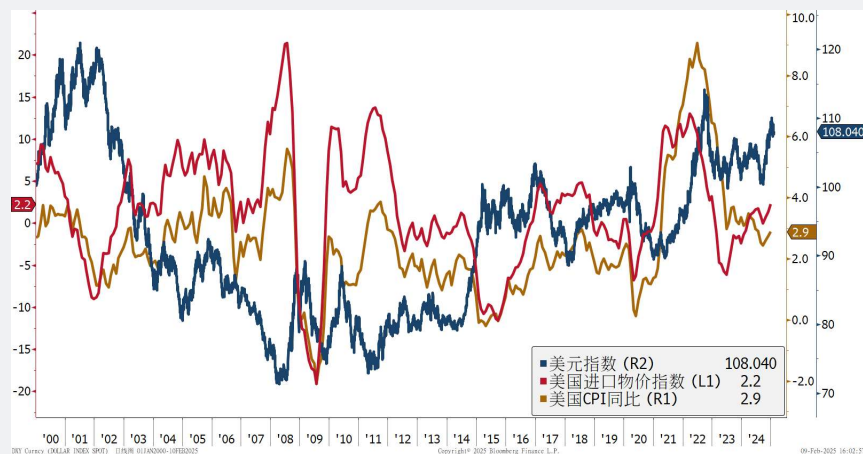
新财长释放财政政策前景信号：维持美债发行节奏安抚市场，但内核仍旧对债务扩张警惕（2）

- ◆ 三是Bessent表示财政部和特朗普看重10年期美债收益率更胜于基准利率，新政府不会干扰美联储货币政策。这为长端美债上行带来一定压力，同时叠加1) 近期美股波动带来美债买盘，2) 政府融资计划继续侧重短债，使得过去一个季度大幅走陡的美债曲线近期再度走平，长短利差明显回落。我们近期在美债策略反复提示，建议做陡10-2Y、30-5Y的策略先行离场，等待曲线阶段性走平后。如10-2Y回落至10-20bp后再度考虑择机入场，目前看策略已经兑现。
- ◆ 四是Bessent强调新政府支持“强美元”策略，这与前期特朗普提及的“希望美元走弱改善逆差”的言辞有所变化，且Bessent提及警惕非美国家“操纵汇率”，通过贬值汇率获得出口优势。美元的强弱偏好从宏观上看可以理解为：偏好强美元有助于在推动关税背景下抑制美国进口物价；偏好弱美元则有助于出口而修复美国贸易逆差，前者或更具有现实操作意义。
- ◆ 整体上我们认为新财长释放了我们高度关注的政策信号，尤其是对债务总量的克制、维持前任融资结构和关注长端利率几个方面。

近期美债长短利差回落曲线走平，背后既有基本面因素也有对财政的解读



Bessent继续支持“强美元”，与前期特朗普希望美元走弱有所变化



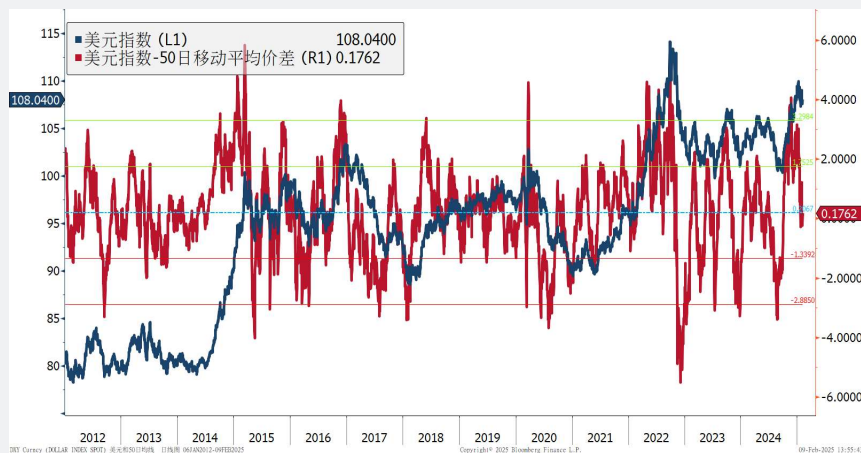
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

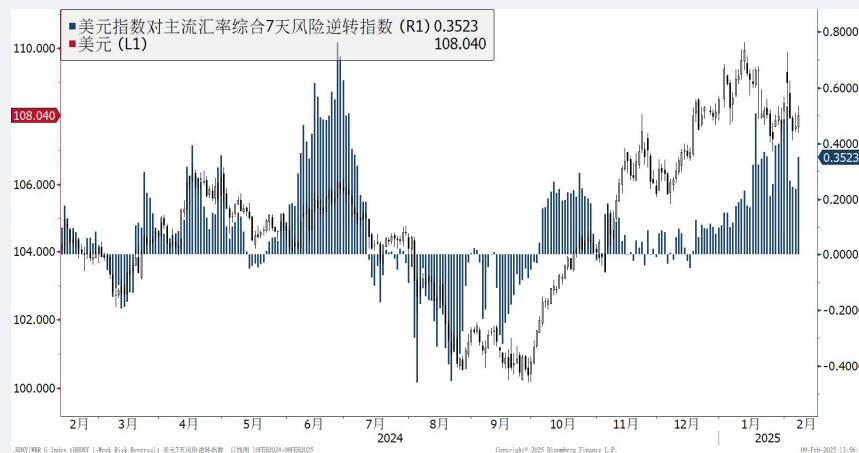
美元指数维持假期前区间震荡判断，关税情绪成为决定汇率市场胜负手

- ◆ 对美元指数的短期观点而言，我们在节前指出，日线级别美元指数指标进入到超买，短期看若缺乏经贸关系摩擦进一步激化，基本面端美国经济韧性或是“美强非美弱”的逻辑在美元上的计价已较为充分。叠加GBP企稳和JPY强势，美元指数如期转为震荡下行。但中长期看，美元指数持续高估值环境并没有本质变化，前方美元核心驱动仍在特朗普后续政策的节奏和侧重点。故而整体美元回调空间有限，关税反复博弈或使得美元年度中枢维持上行。短期震荡区间继续锚定在107.3-110区间。
- ◆ 从近期美元指数走势看，逻辑也恰如此。假期前及假期上半段，市场延续对关税偏乐观的预期（实际关税动作有限，市场视作特朗普政府将关税作为谈判工具等），叠加美股市场陷入调整带来的市场风险平衡，长端利率回落拖累美元，故美元指数下行最低至106.9；假期后半段，美国关税政策频繁出台，市场重心再度转向美元避险溢价，美元最高反弹至109.8。

美元指数日线级别假期前半段从超买趋于回落，后半段则从均衡趋于再度走强，关税冲击是核心因素



期权市场美元指数对主流汇率风险逆转指数回落，但整体处于较高位置



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

假期前推荐7.20-7.23适度布局提升套期保值比率以抵御

- ◆ 我们对于人民币的观点：关税情绪成为最重要逻辑，短期存在博弈边际变化空间，但中长期在关税和经贸关系的不确定性难以移除。对于此，我们建议仍旧对人民币汇率维持中性态度，把握人民币汇率在7.20-7.23区域套期保值窗口期。
- ◆ 但人民币在非美汇率组合中偏强：1) 10%的关税较前期预期仍属于“较温和”；2) 中美领导人近期互动较为良性；3) 权益市场并不悲观，港股和A50相对于MSCI非美指数偏强。
- ◆ 从关税层面看：对中国关税力度整体符合预期，10%关税提升理论上对应6%左右人民币贬值冲击，自9月以来人民币贬值幅度约5.7%；但关税短期情缓和具有高度不确定性，但逻辑上看可能需要中美进行对话后才会驱动新的变化，故而当下存在一定窗口期。
- ◆ 从基本面层面看：AI、机器人贡献新板块驱动的亮点，近期国内权益表现在全球权益中偏强；两会前宏观面有政策预期难证伪。

春假假期期间美元指数对大部分汇率升值，其中南美汇率偏强，欧系汇率和新兴市场汇率偏弱，CNH整体持稳



CNH先强后弱，但整体在非美汇率组中偏强，正如A50和港股较MSCI除美国指数表现偏强



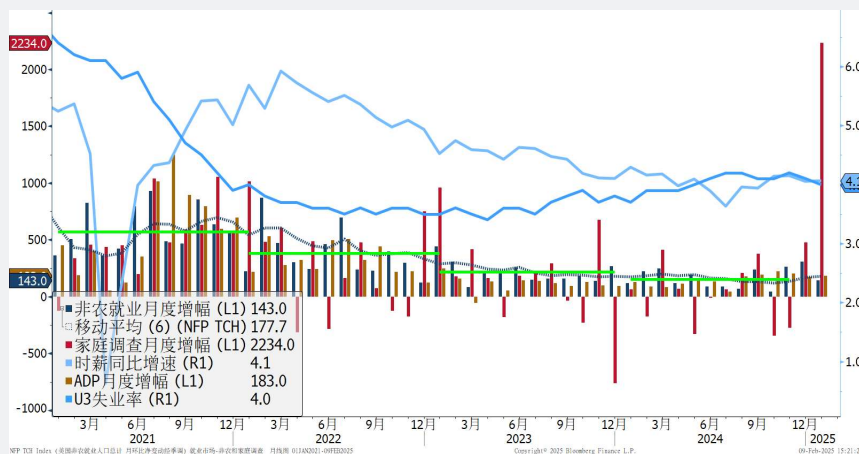
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Macro at a Glance

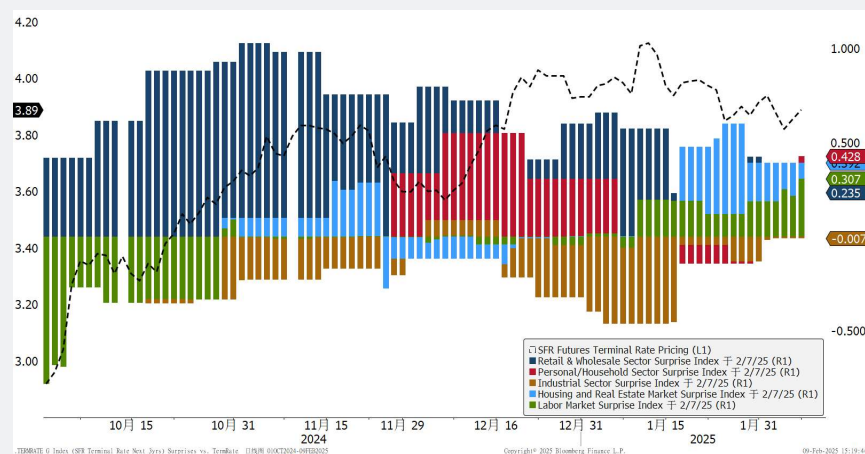
1月份非农数据放缓但历史数据被上修，就业韧性与整体经济数据一同继续强化暂停降息概率

- ◆ 1月非农月度增幅低于预期，录14.3万人。1月份的天气、山火因素未带来明显就业数量影响，但对工时数据有部分影响。12月数据被上修至30.7万人。
- ◆ 失业率下行且好于预期，从4.1%降至4.0%，预期4.1%。劳动参与率62.6%，好于前值和彭博预期的62.5%。
- ◆ 时薪环比超预期，环比0.5%，预期0.3%，前值0.3%，6个月环比折年率从4%升至4.6%。时薪同比增速4.1%，预期3.8%，前值从3.9%上修至4.1%。
- ◆ 家庭调查隐含了美国劳工部根据美国人口普查局的年度人口估计对家庭调查数据进行的修正。此次修订幅度较大，导致劳动参与率上升0.1个百分点、失业率上升0.1个百分点（移民群体的劳动参与率和失业率均更高）。
- ◆ 就业数据与整体数据一道，强化了1月FOMC中美联储按兵不动的观望态度，这使得短端利率或将稳中有升，利率曲线走平。

全球资产中“美强非美弱”在近期基于关税冲击较市场想象温和而出现缓和



近期美国硬经济惊喜指数维持稳定并有所提升，SFR利率计价略有抬升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周度 FICC 资产观点

资产	周度观点	主要逻辑
美元	0	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。但短期（日线级别）美元有所超买，叠加关税缓和+通胀回落，美元短期从走强转为震荡回落，区间107.3-110。关注后续关税政策变化。
美元兑日元	-1	日央行12月会议纪要显示多个委员仍为1月份加息的可能性仍旧存在，为近期日元带来一定支撑。均衡汇率模型显示日元被动低估（139），关注日元兑欧元、英镑的交叉汇率偏强机会。
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附议防御性提升套保比例，并择机购汇。
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%持稳震荡，中期关注4.2%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	1	美元回落赋予黄金上行较为舒适的环境，NYC-London套利持续令伦敦现货黄金出现紧俏的情况，助推价格上涨。短期黄金上行斜率可能有所放缓，但是不改看多黄金方向。
有色金属	1	假期后有色板块整体累库幅度低于往年，较为良好的风险偏好下下游补库意愿较为强烈，且市场对季节性旺季和国内政策仍有乐观预期。部分品种供给侧消息赋予向上弹性。整体推荐有色板块在通胀预期偏强之际适合以多头思路看待。
偏弱 中性 偏强		

大类资产周度表现 及市场高频数据

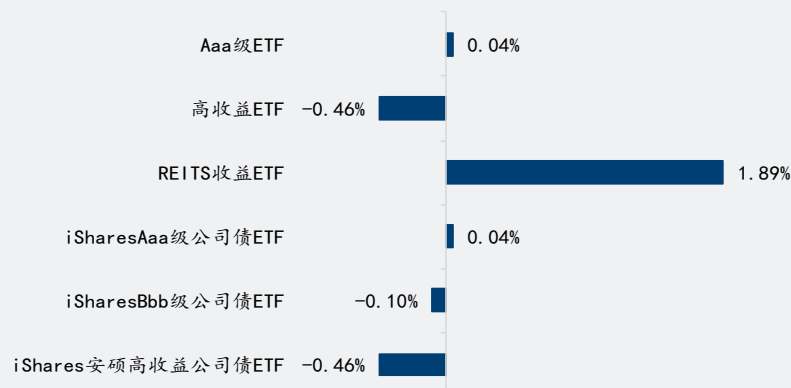
02

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	2025/2/7	周度变化(bp)
3M美债收益率	4.33	4.4
2年美债收益率	4.29	9.21
10年美债收益率	4.49	-4.4
30年美债收益率	4.69	-9.41
10年期TIPS收益率	2.07	-4.5

美国信用债ETF周度表现



主要发达国债收益率周度变化

DM国债收益率	2025/2/7	周度变化(bp)
10年期德债收益率	2.37	-8.8
10年期英债收益率	4.48	-6.2
10年期日债收益率	1.30	5.8
10年期意大利债收益率	3.47	-8.7
10年期西班牙债收益率	3.00	-6.8

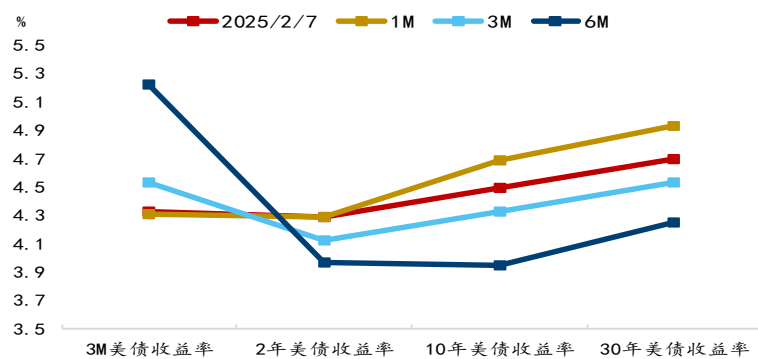
彭博全球国债集合指数



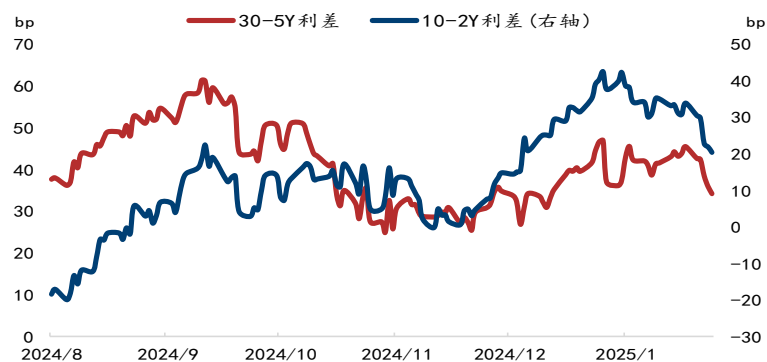
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

固定收益 - 美债收益率曲线和信用利差追踪

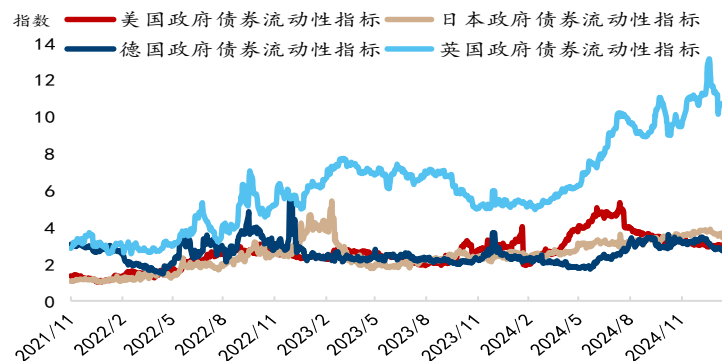
美债收益率曲线1月、3月和6月变化



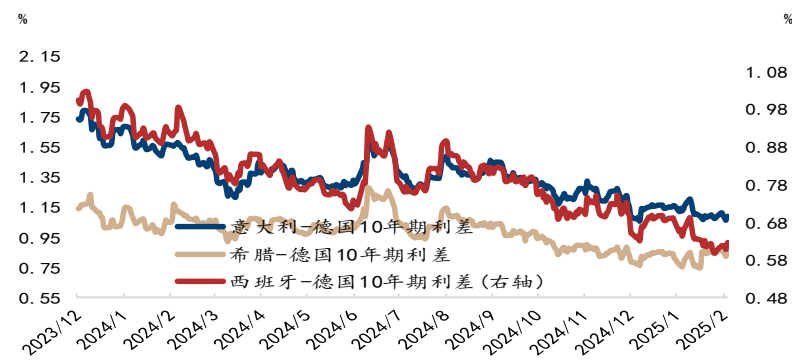
美债收益率长短利差



主要发达国家政府债券流动性指标



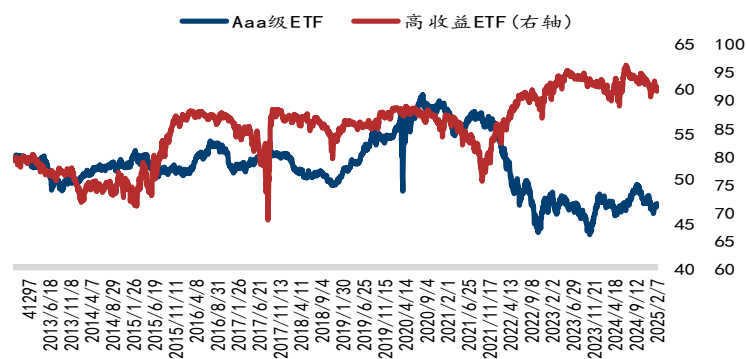
欧元区国债收益率利差



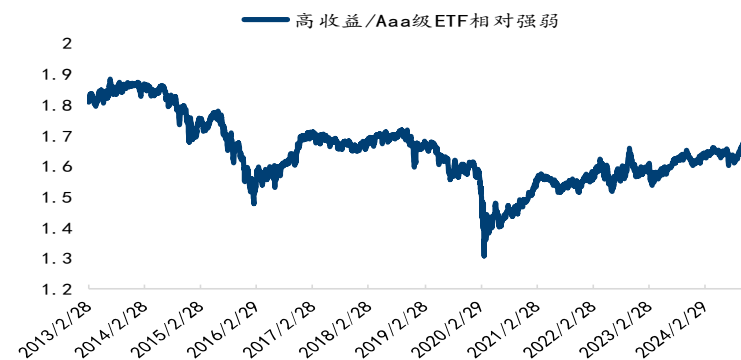
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

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



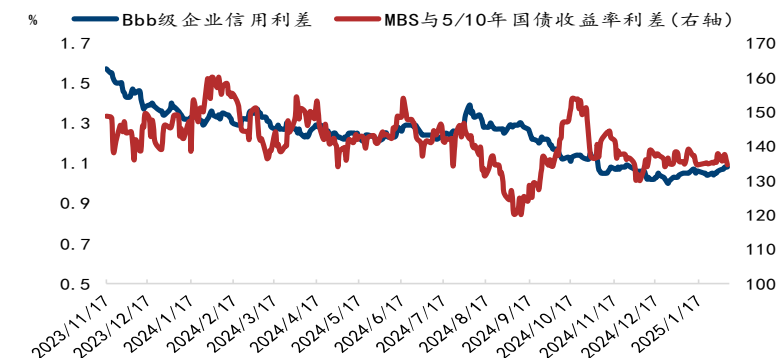
高收益/Aaa级ETF相对强弱



高收益信用债和Aaa级信用债信用利差



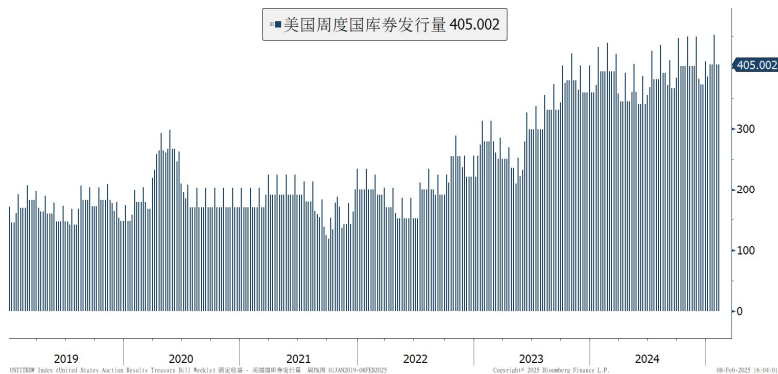
Bbb级信用债和MBS信用利差



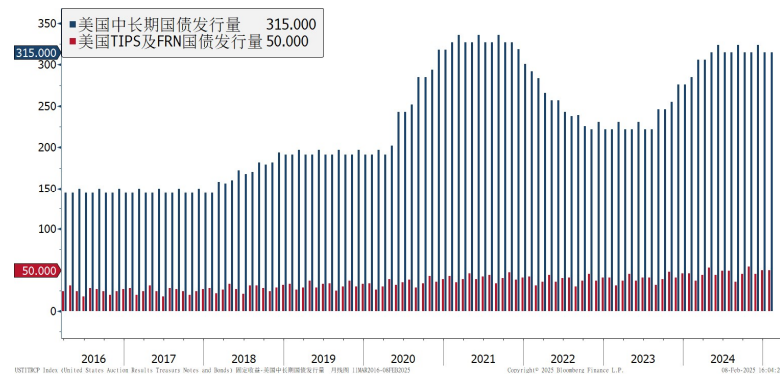
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 美国国债发行量及一二级市场供需指标

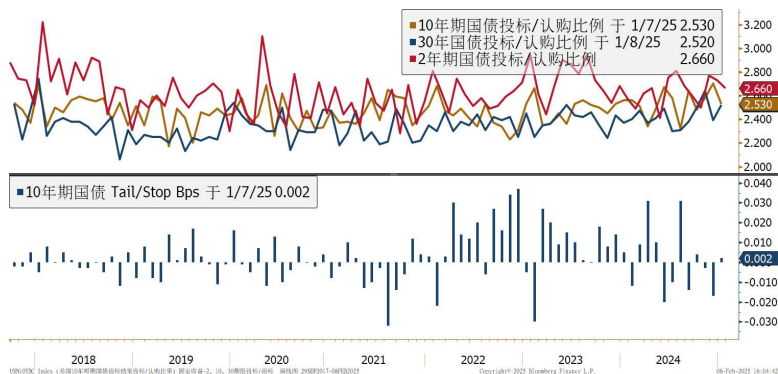
美国短期国库券发行量（周度）



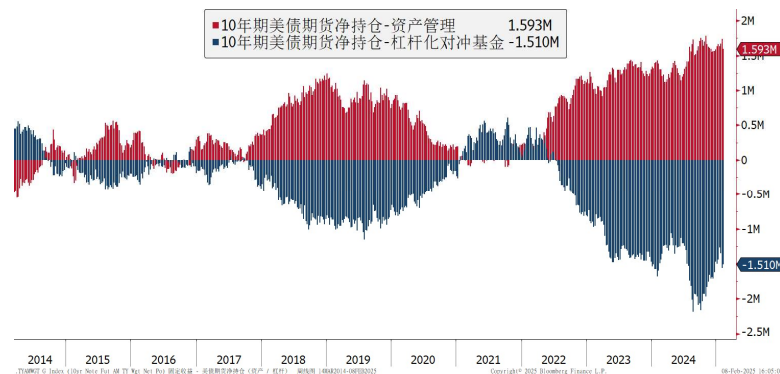
美国中长期国债和FRN及TIPS国债发行量



2、10、30年美国国债投标/认购比例



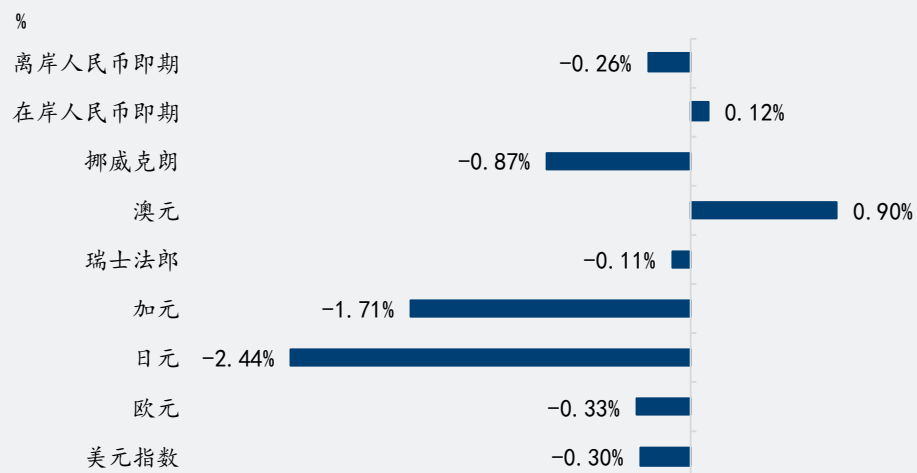
美债期货持仓（资产管理和杠杆性对冲基金）



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



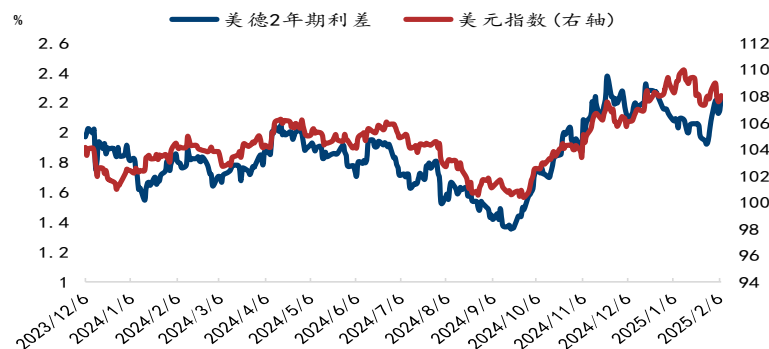
	2025/2/7	周度变化
美元指数	108.0400	-0.30%
欧元	1.0328	-0.33%
日元	151.4100	-2.44%
加元	1.4293	-1.71%
瑞士法郎	0.9099	-0.11%
澳元	0.6274	0.90%
挪威克朗	11.2444	-0.87%
在岸人民币即期	7.2947	0.12%
离岸人民币即期	7.3033	-0.26%

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



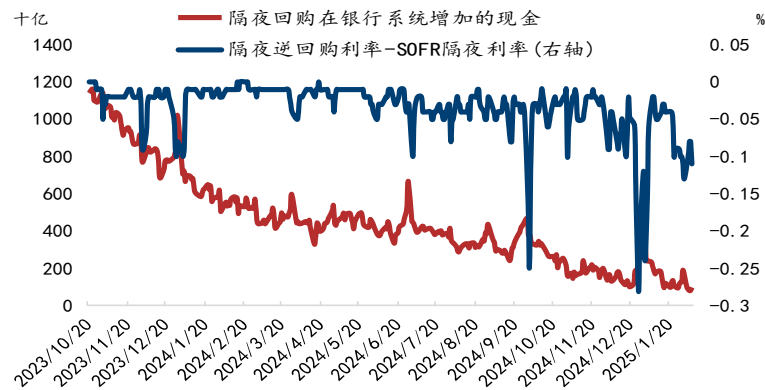
美德2年期国债收益率利差



美德、美日10年期国债收益率利差



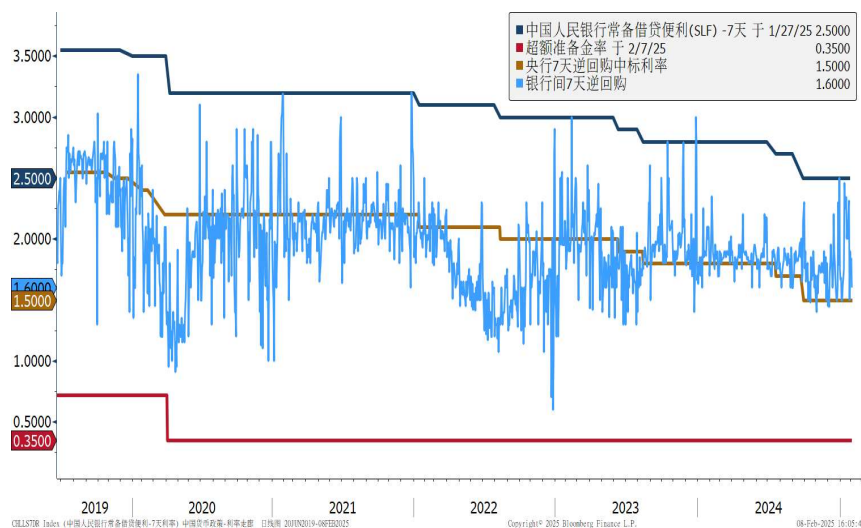
美国隔夜逆回购量及逆回购与SOFR利差



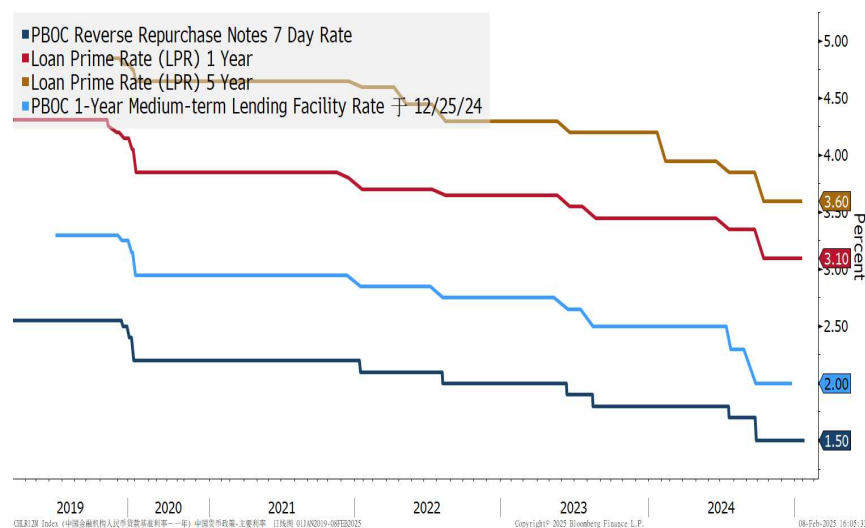
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

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



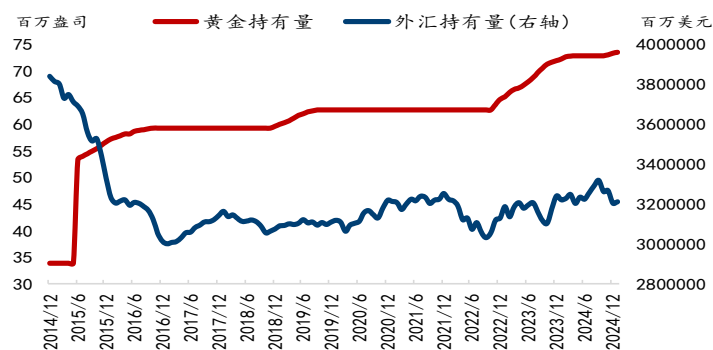
传统工具：中国主要政策利率工具依赖MLF作为政策指引利率



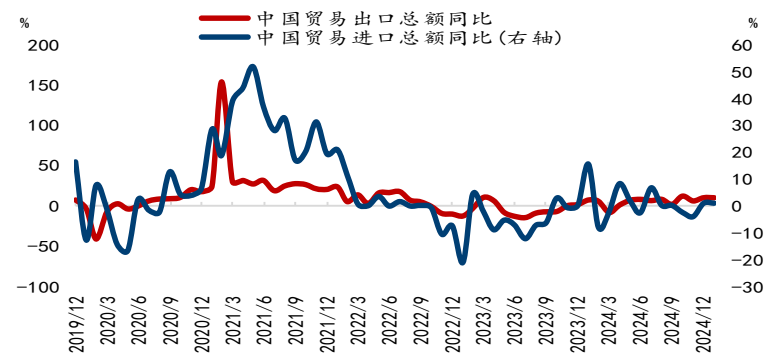
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率月频指标

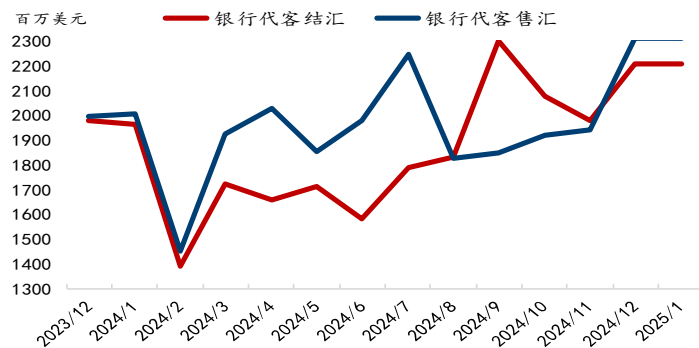
中国央行黄金与外汇储备



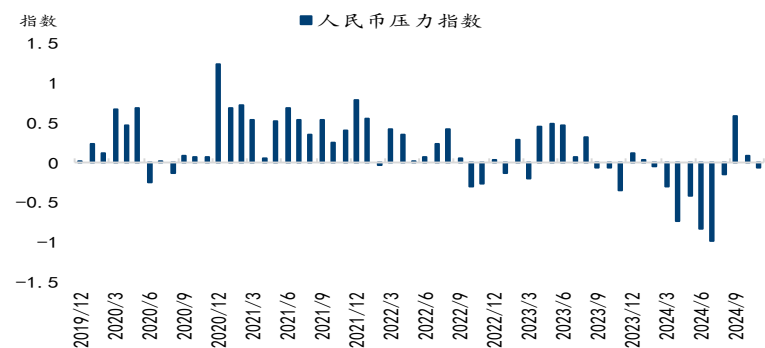
中国进出口同比



银行结售汇



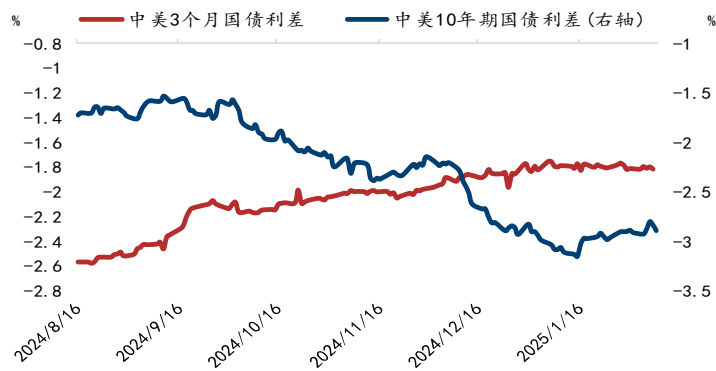
人民币月度压力指数



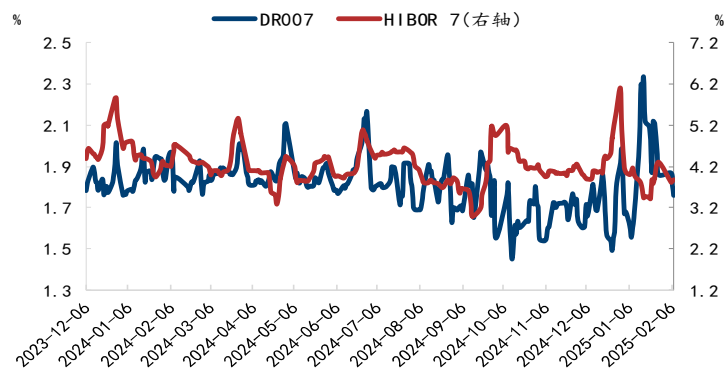
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

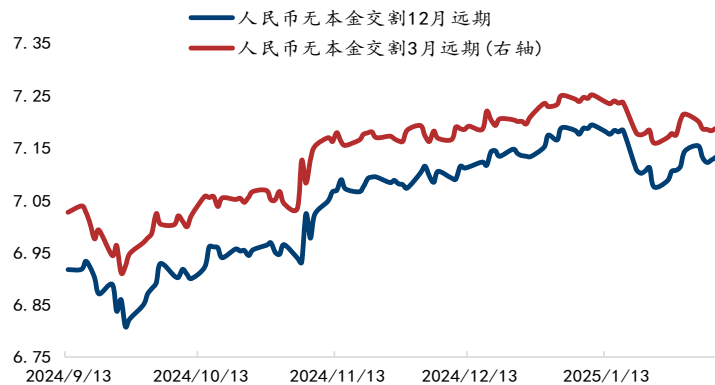
中美10年期、3个月国债收益率利差



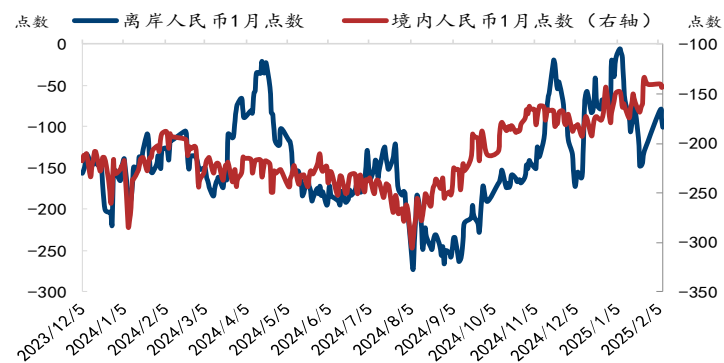
DR007及Hibor7天利率走势



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



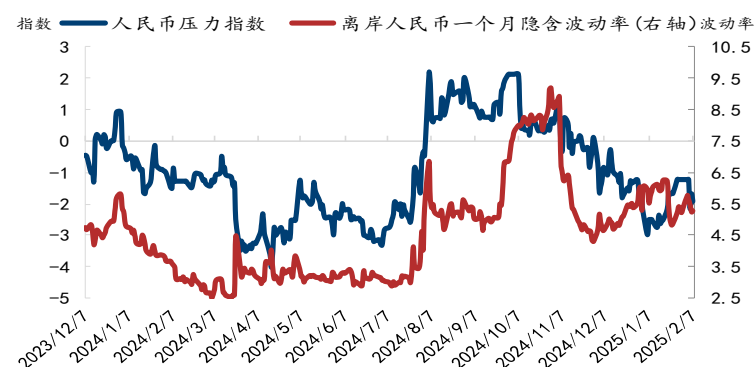
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

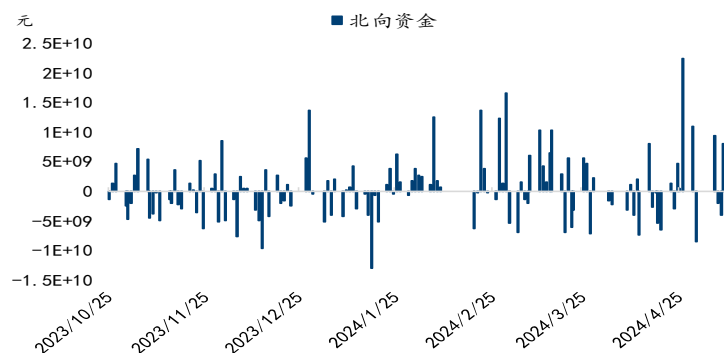
人民币中间价与彭博中间价预期价差



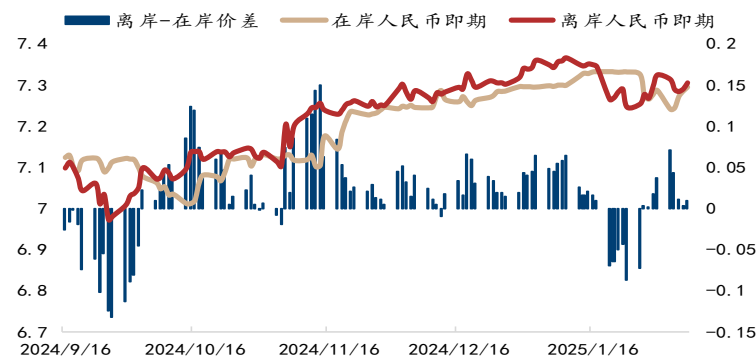
人民币日度压力指标及CNH 1M 隐含波动率



北向资金净流入/出

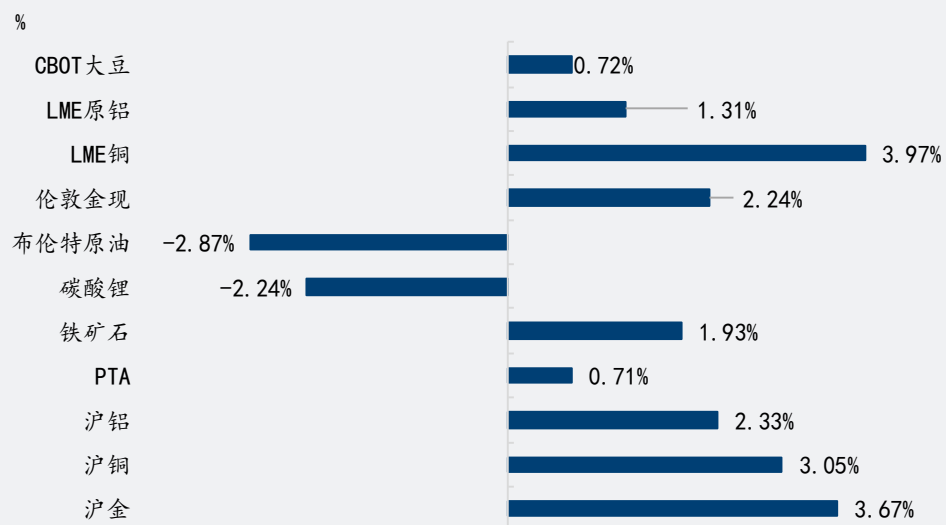


离岸人民币与在岸人民币价差



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

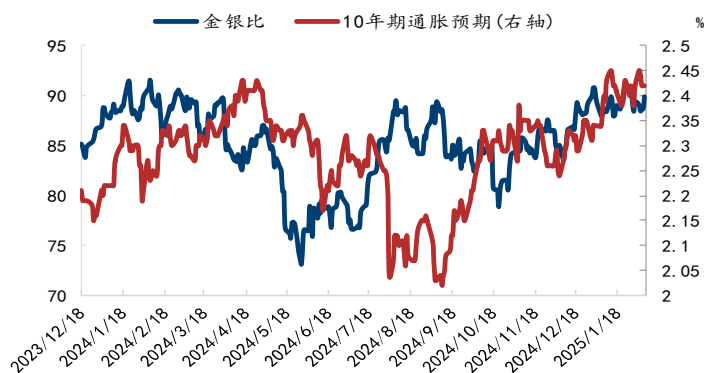


	2025/2/7	周度变化
沪金	670	3.67%
沪铜	77250	3.05%
沪铝	20600	2.33%
PTA	5106	0.71%
铁矿石	817	1.93%
碳酸锂	77800	-2.24%
布伦特原油	75	-2.87%
伦敦金现	2861	2.24%
LME铜	9408	3.97%
LME原铝	2628	1.31%
CBOT大豆	1050	0.72%

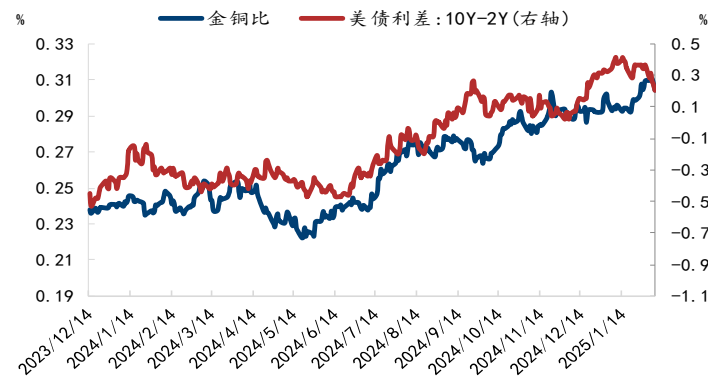
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

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



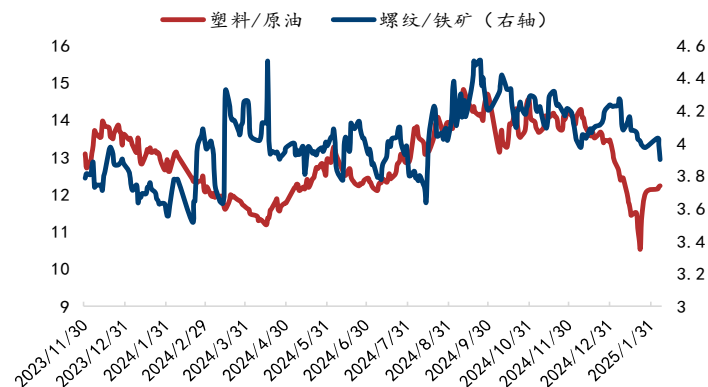
金铜比与美债10-2利差



金油比与通胀预期



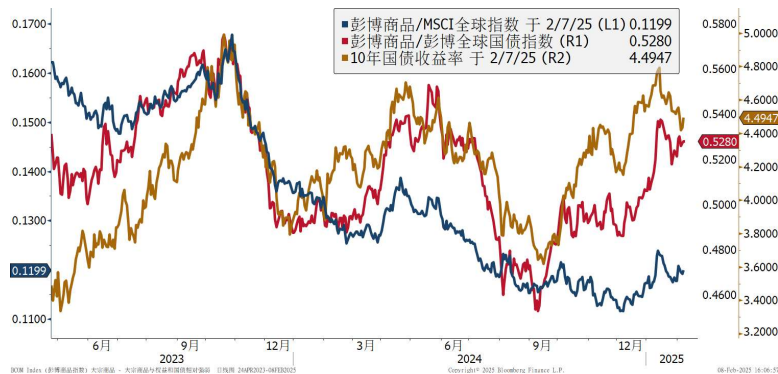
能化及黑色金属产业链下游/上游相对强弱



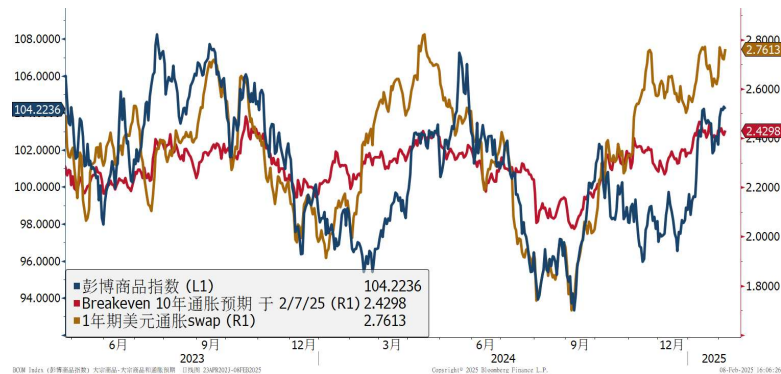
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 大宗商品价格与其在权益、债券市场的映射

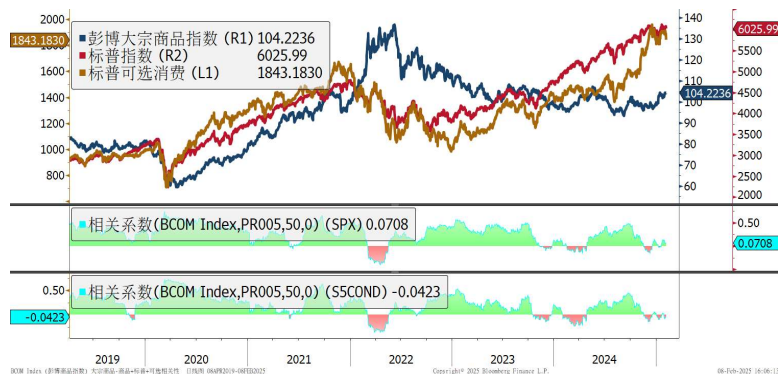
大宗商品与全球权益和国债指数相对强弱



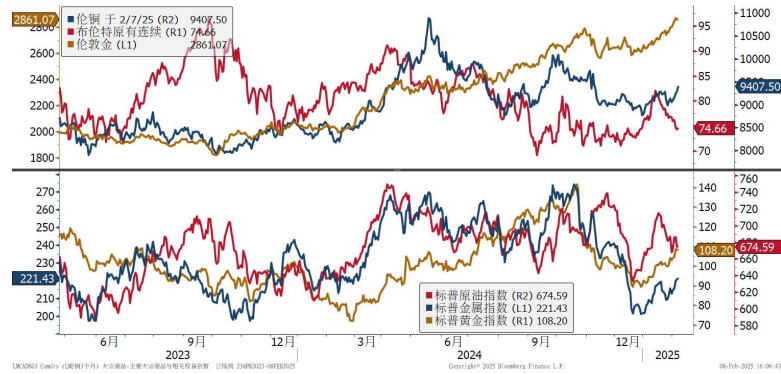
彭博大宗商品指数与10年期Breakeven、1年期通胀swap走势



上游彭博大宗商品和下游权益周期消费板块滚动相关性



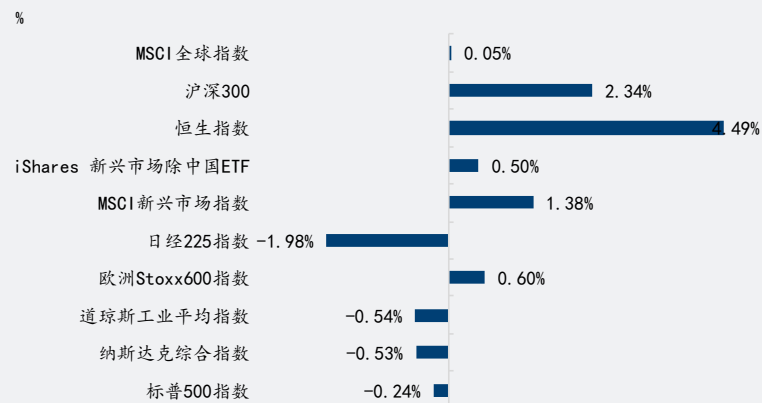
主要大宗商品与其对应权益板块指数走势对比



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

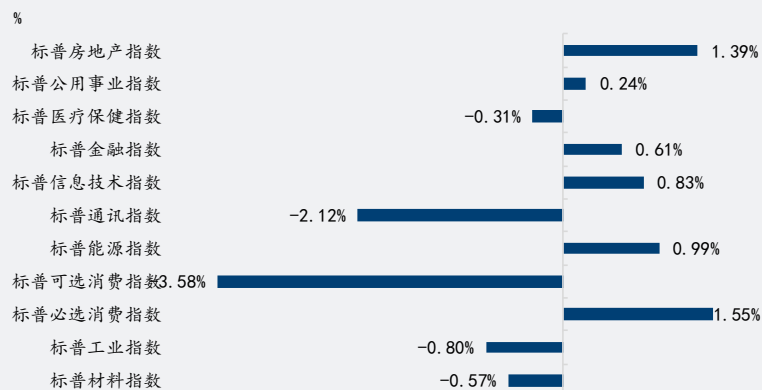
海外权益 - 全球主要指数及美股行业周度表现一览

全球主要指数周度表现



主要指数	2025/2/7	周度变化
标普500指数	6025.99	-0.24%
纳斯达克综合指数	19523.40	-0.53%
道琼斯工业平均指数	44303.40	-0.54%
欧洲Stoxx600指数	542.75	0.60%
日经225指数	38787.02	-1.98%
MSCI新兴市场指数	1108.48	1.38%
iShares 新兴市场除中国ETF	56.70	0.50%
恒生指数	21133.54	4.49%
沪深300	3892.70	2.34%
MSCI全球指数	869.44	0.05%

标普指数分行业周度表现

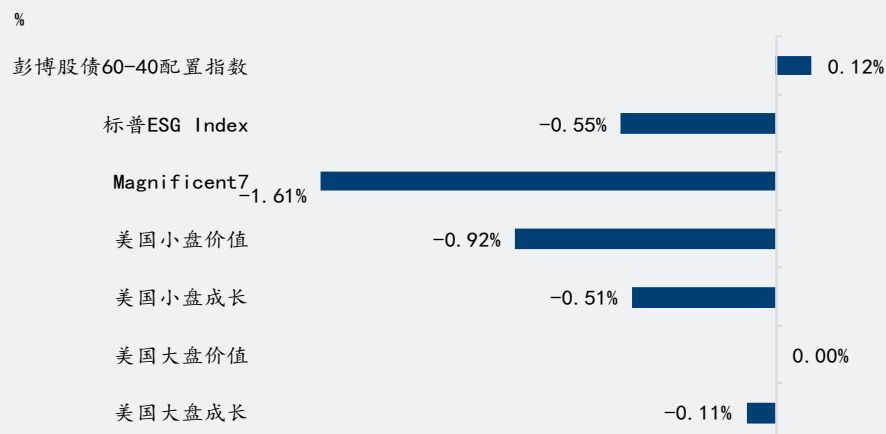


行业	2025/2/7	周度变化
标普材料指数	555.87	-0.57%
标普工业指数	1162	-0.80%
标普必选消费指数	883.2	1.55%
标普可选消费指数	1843.183	-3.58%
标普能源指数	674.59	0.99%
标普通讯指数	364.43	-2.12%
标普信息技术指数	4511.47	0.83%
标普金融指数	861.13	0.61%
标普医疗保健指数	1705.45	-0.31%
标普公用事业指数	396.89	0.24%
标普房地产指数	260.97	1.39%

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	2025/2/7	周度变化
美国大盘成长	28.42	-0.11%
美国大盘价值	27.11	0.00%
美国小盘成长	290.33	-0.51%
美国小盘价值	203.43	-0.92%
Magnificent7	166.11	-1.61%
标普ESG Index	522.16	-0.55%
彭博股债60-40配置指数	1904.554	0.12%

全球主要指数估值及历史均值

估值 (PE Ratio)	2025/2/7	五年平均	10年平均
标普500指数	26.13	21.85	19.98
纳斯达克综合指数	37.53	33.43	28.69
道琼斯工业平均指数	24.66	20.23	18.86
欧洲Stoxx600指数	15.24	15.69	15.64
日经225指数	18.96	22.43	20.51
MSCI新兴市场指数	14.02	13.83	13.24
恒生指数	10.18	10.84	11.28
沪深300	14.84	13.94	13.81
MSCI全球指数	21.40	18.80	17.60

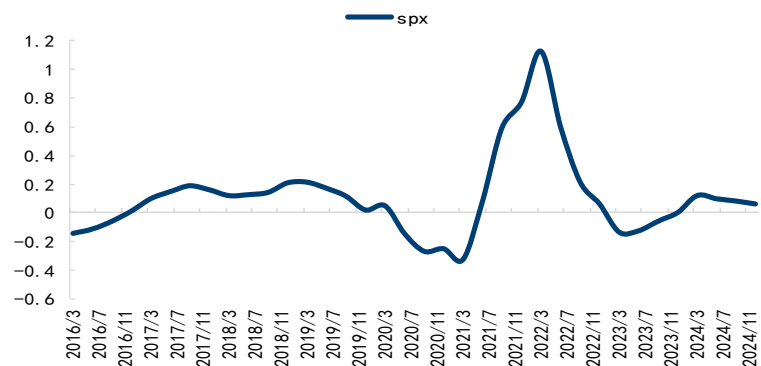
全球主要指数预测EPS及实际EPS同比

盈利 (EPS) 同比	Best EPS	EPS 同比
标普500指数	230.59	6.3%
纳斯达克综合指数	520.21	20.1%
道琼斯工业平均指数	1,796.81	11.4%
欧洲Stoxx600指数	35.61	-12.7%
日经225指数	2,045.24	48.4%
MSCI新兴市场指数	78.63	7.8%
恒生指数	2,075.23	3.0%
沪深300	262.34	-6.8%
MSCI全球指数	40.90	4.6%

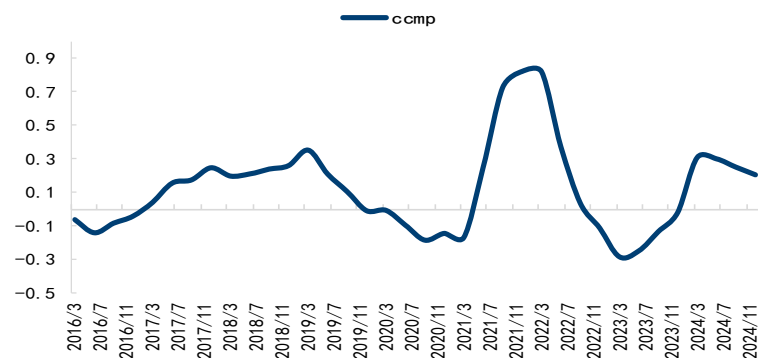
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 - 盈利周期定位 - 主要指数 EPS 季度同比趋势

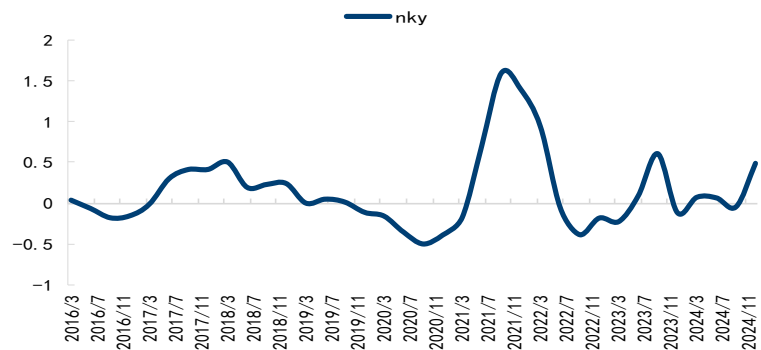
标普指数 EPS 同比趋势



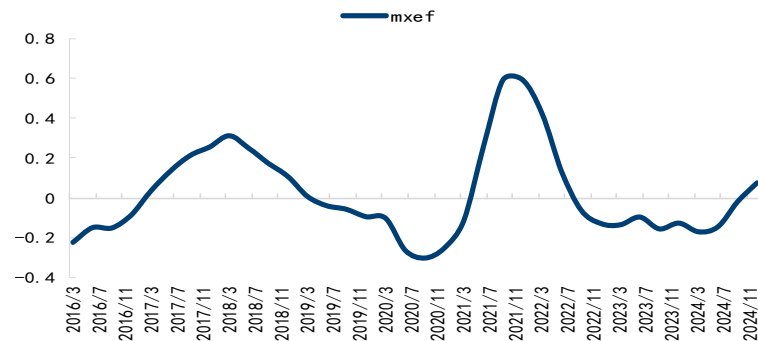
纳斯达克 EPS 同比趋势



日经指数 EPS 同比趋势

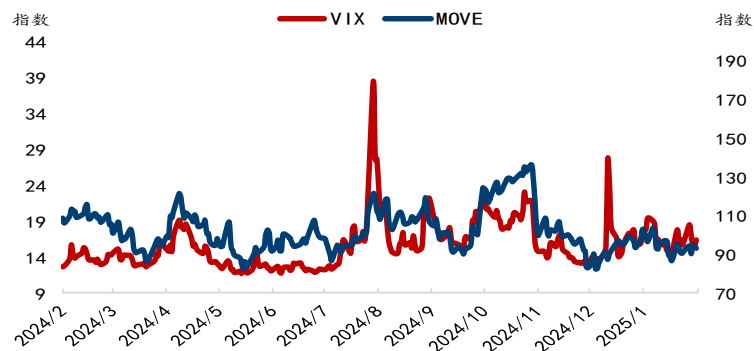


MSCI 新兴市场指数 EPS 同比趋势

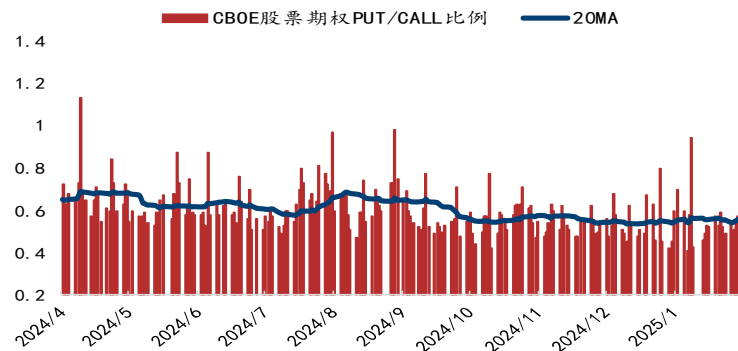


海外权益 - 波动率与风险情绪指标

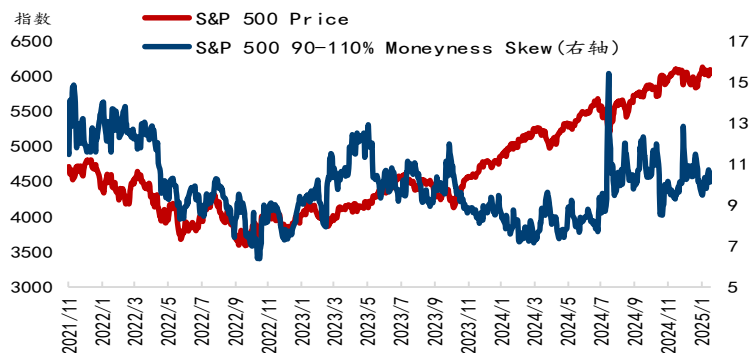
芝加哥标普波动率 VIX 指数与ICE 债券波动率 MOVE 指数



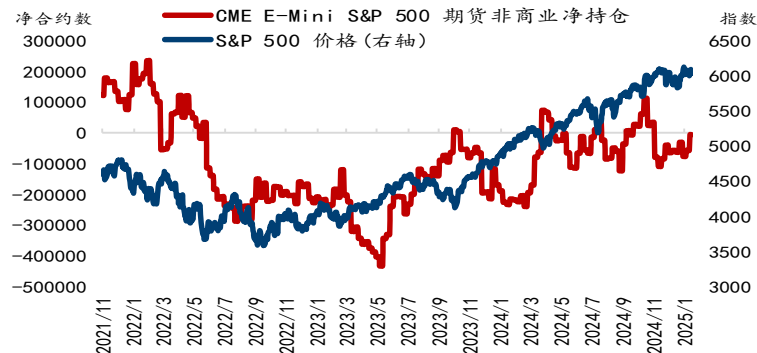
CBOE期权PUT/CALL比例



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 01JAN2024-10FEB2025

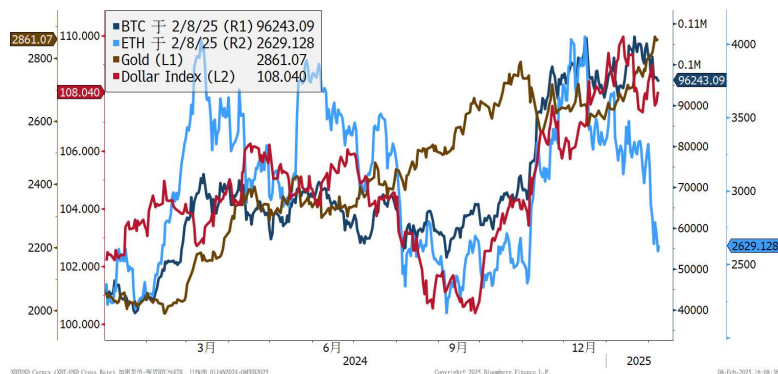
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

08-Feb-2025 16:08:01

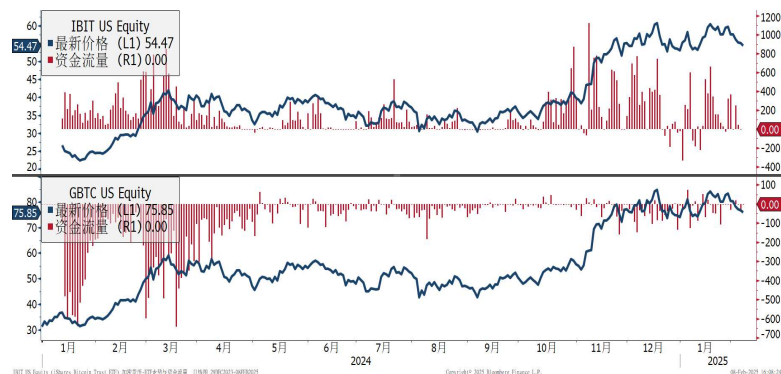
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

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



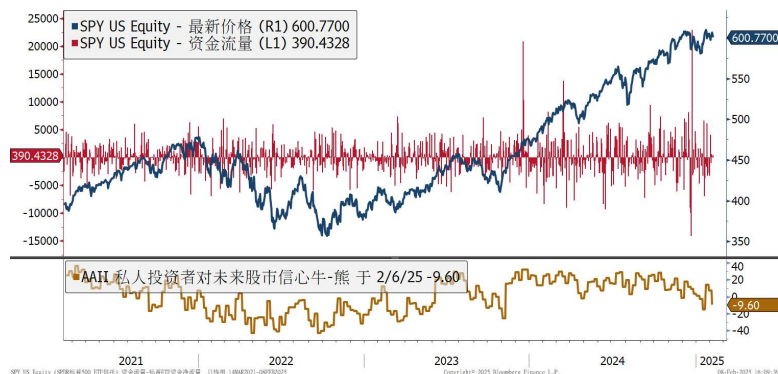
比特币相关股票表现



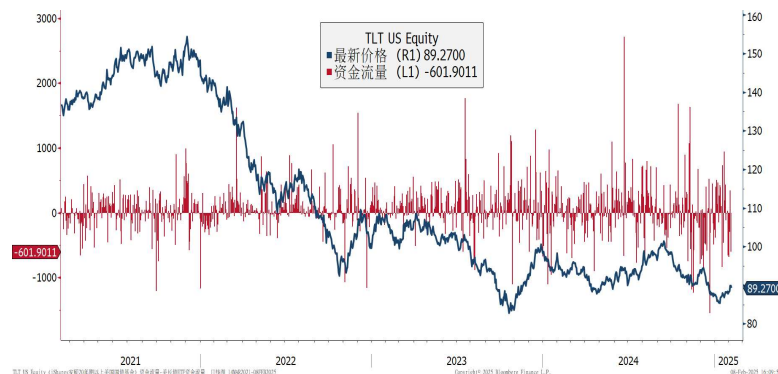
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

资金流量 - 主要大类资产ETF资金流量追踪

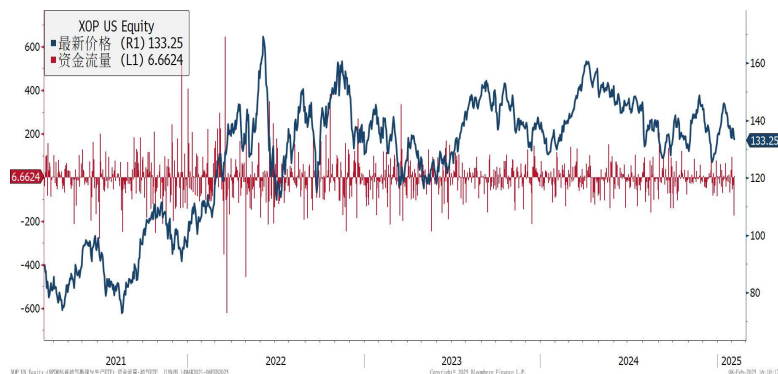
标普500ETF资金流量追踪



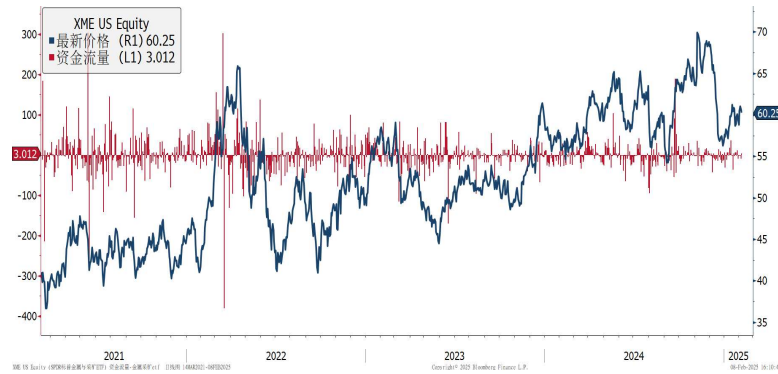
美长债ETF资金流量追踪



油气勘探与生产ETF资金流量追踪



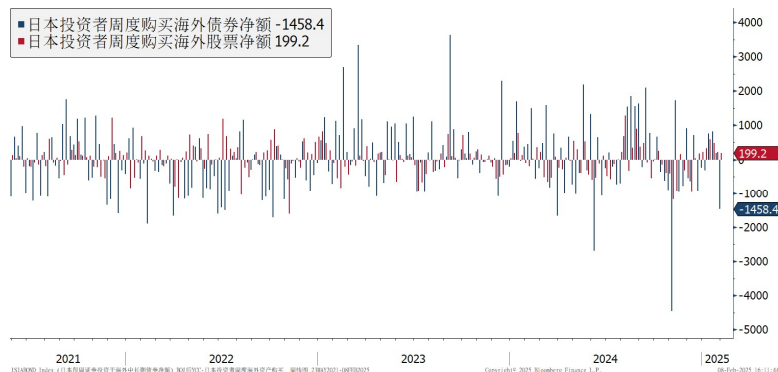
金属与采矿ETF资金流量追踪



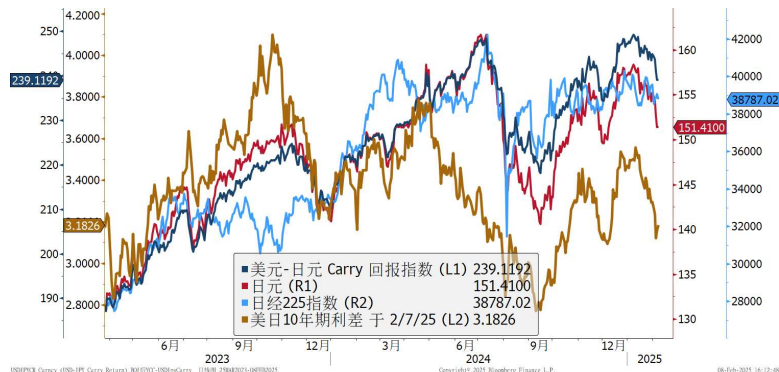
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

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）



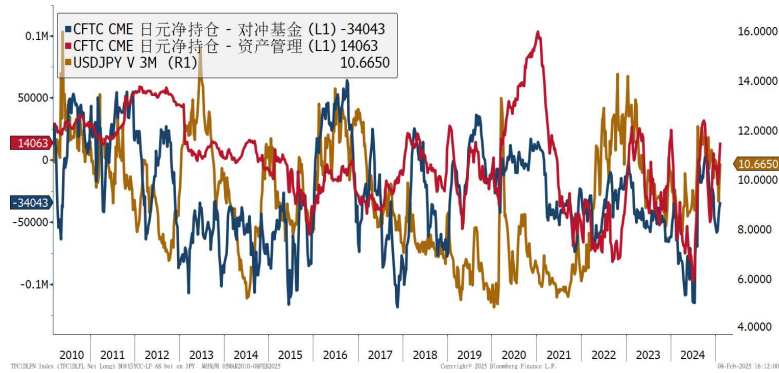
美元-日元 Carry 回报指数、日元和权益市场指数



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

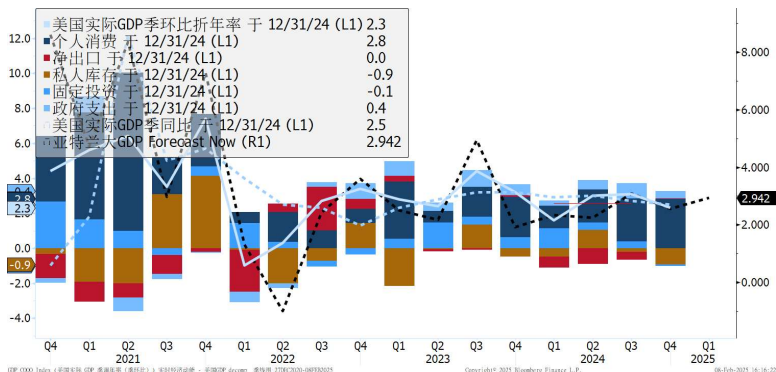
03

实时经济动能 - 实时GDP模型、GDP分项和板块经济惊喜指数

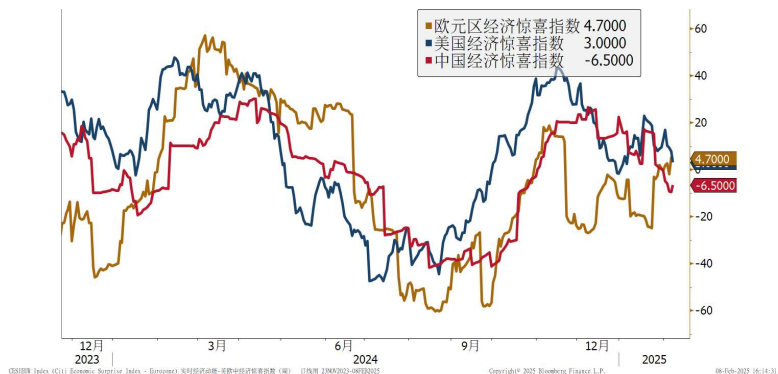
美联储名义及实际实时GDP模型（季环比折年率）



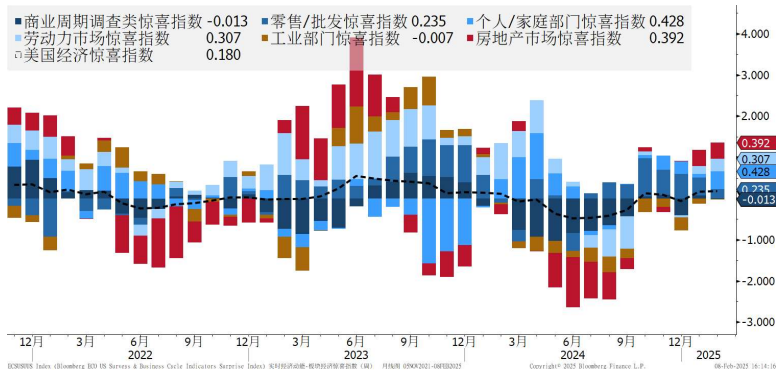
美国GDP分项



美欧中经济体花旗经济惊喜指数

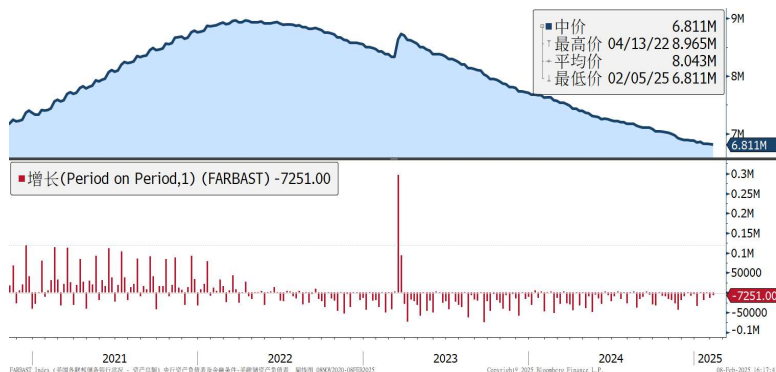


美国经济各板块经济惊喜指数

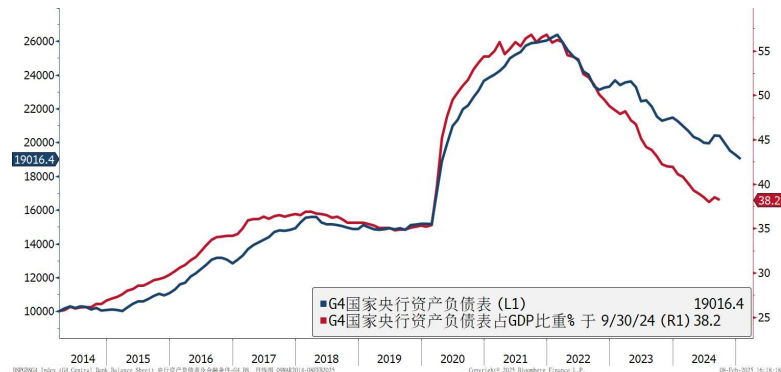


金融条件 - 央行资产负债表及金融条件指数

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



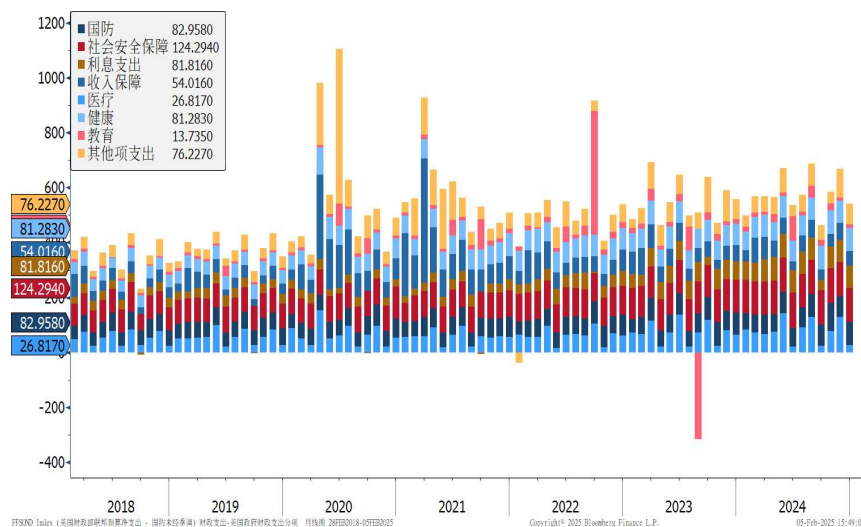
欧元区金融条件指数与美国金融条件指数对比



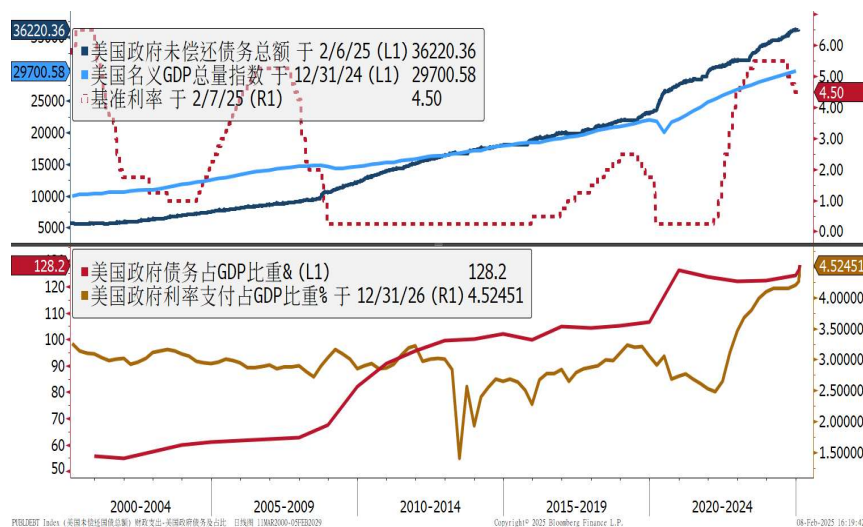
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

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）



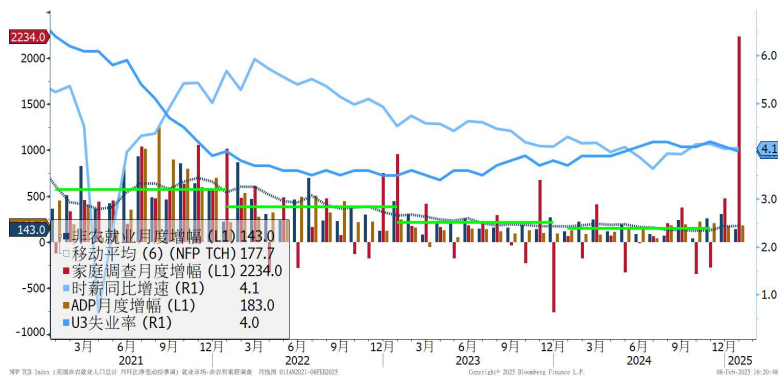
美国政府债务总额、占GDP比重及付息比重



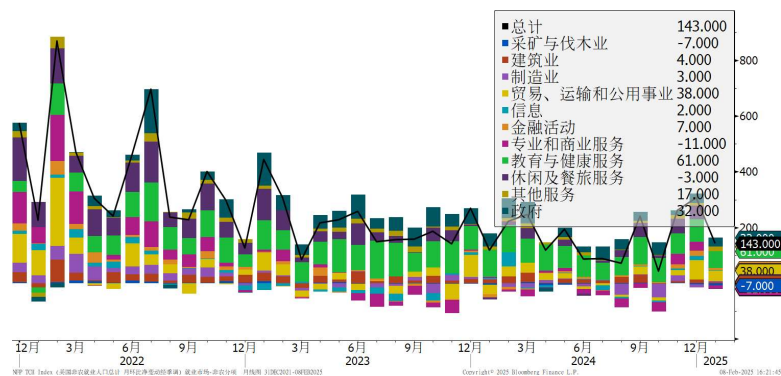
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪

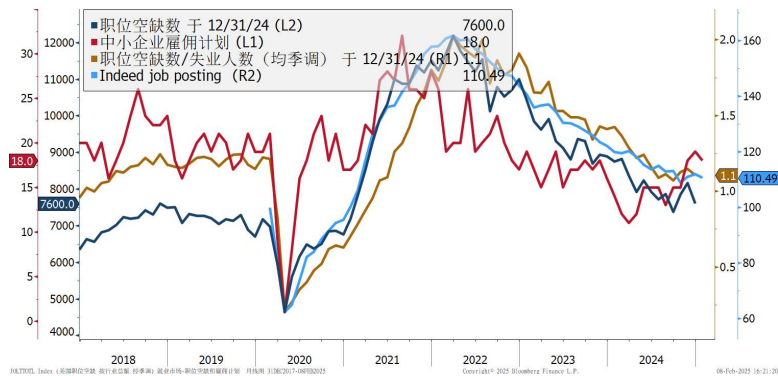
月度增幅和薪资增速：非农、家庭调查、ADP和薪资同比



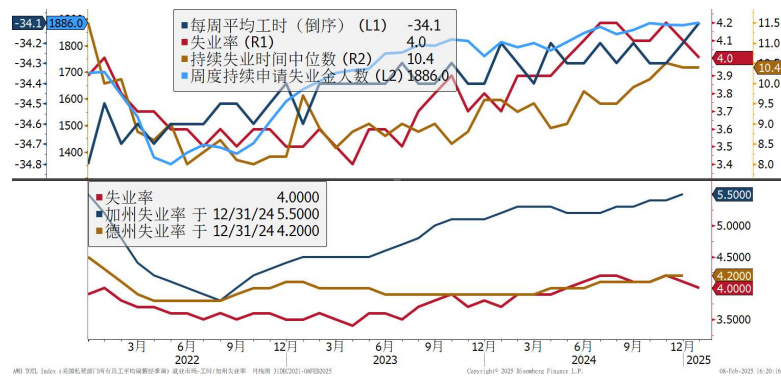
非农就业月度增幅板块分项



需求类指标：职位空缺数和中小企业雇佣计划



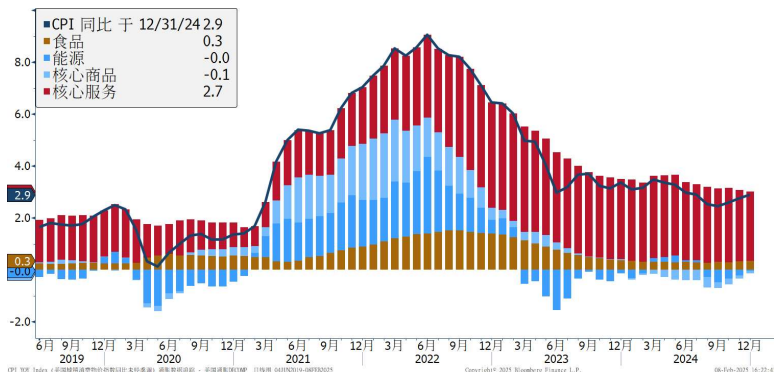
前瞻性指标：工时（倒序）和加州失业率



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期

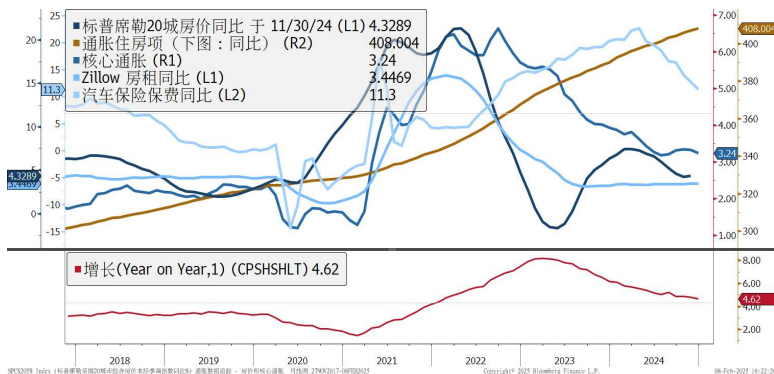
美国通胀同比数据拆分



Headline通胀同比趋势与能源、核心商品



核心通胀同比趋势与房价、房租、保费



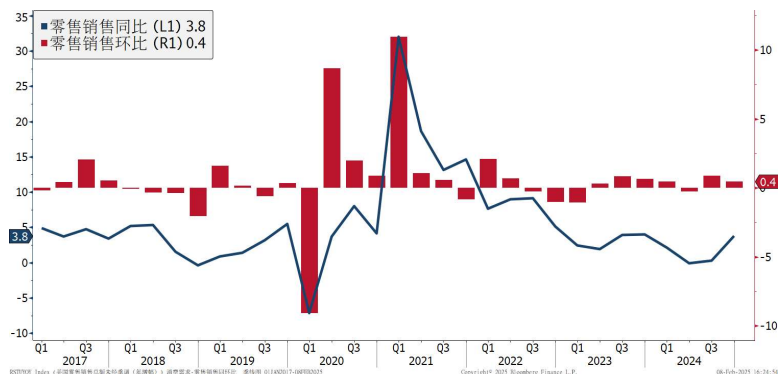
Breakeven通胀预期和消费者调查通胀预期



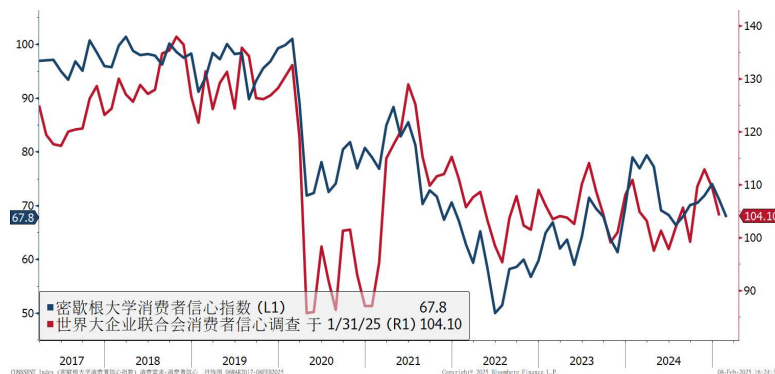
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

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



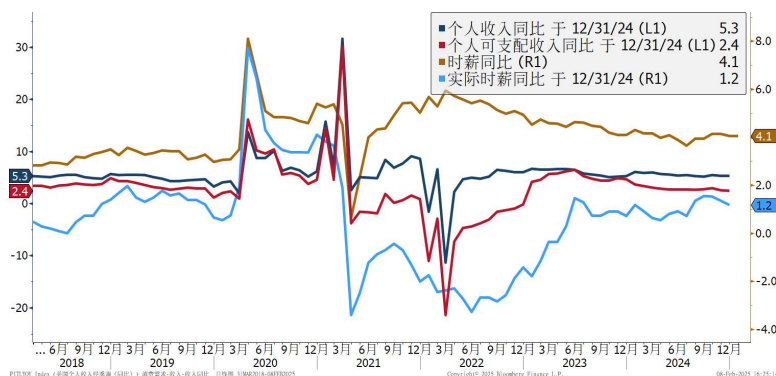
住房抵押贷款申请（周度）、成屋销售和新建房屋销售



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

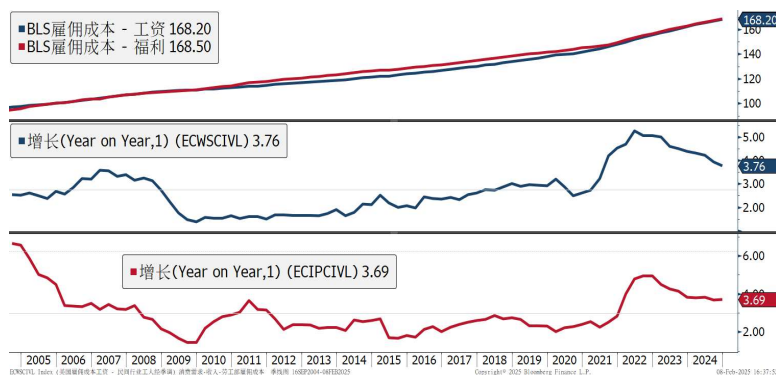
个人收入、可支配收入和时薪同比增速



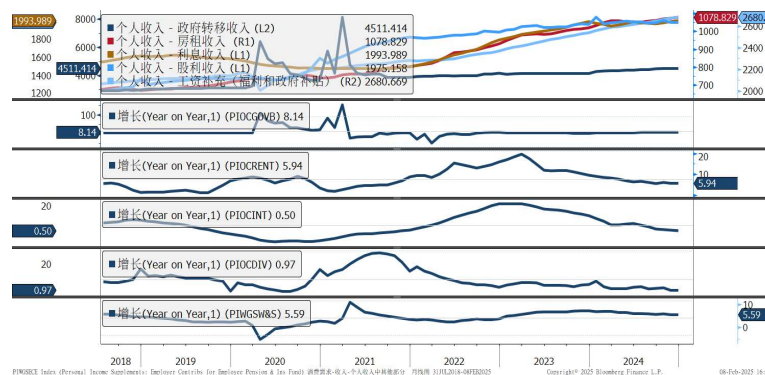
个人储蓄和储蓄占可支配收入比例



美国劳动力雇佣成本（季度）



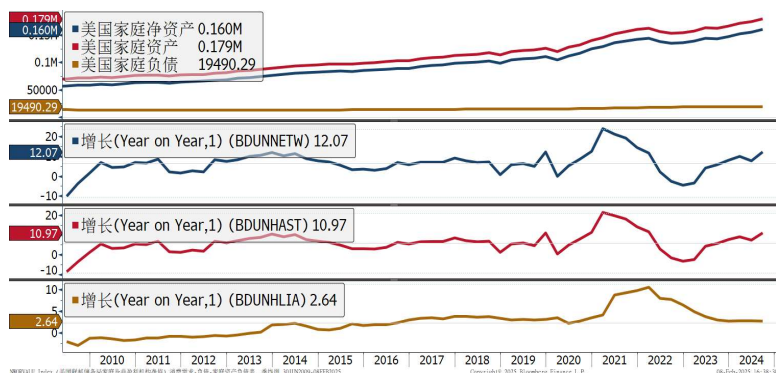
个人收入中除工资收入的其他项



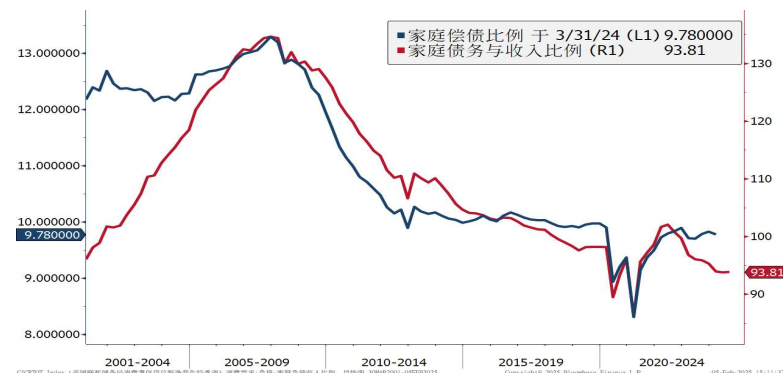
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

消费需求 - 负债端 - 家庭资产负债表、负债率、逾期率

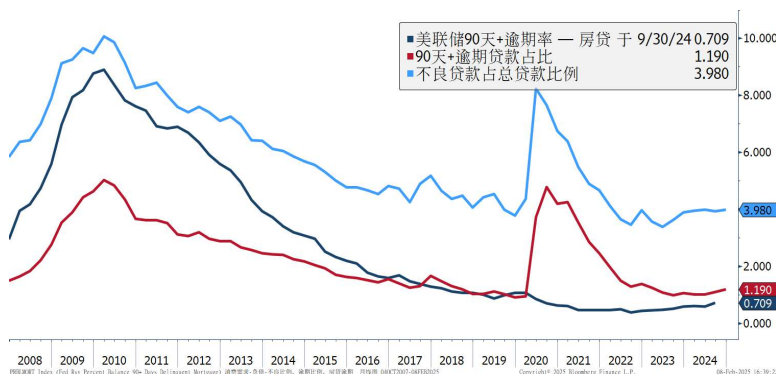
美联储美国家庭净资产、资产和负债总量和同比趋势（季度）



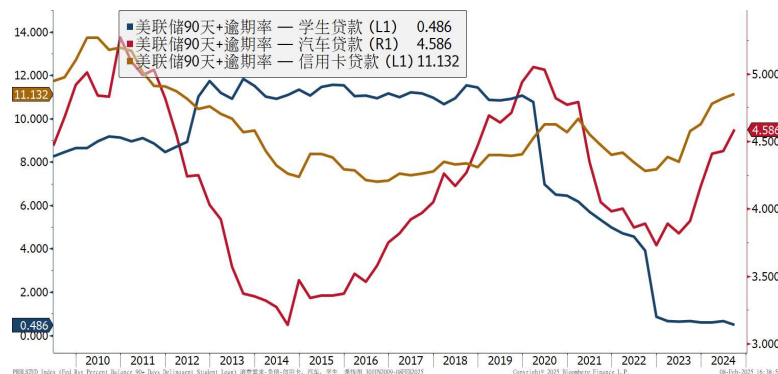
家庭负债比例及负债与收入比例（季度）



美国不良贷款占比、信贷整体逾期率占比和房贷逾期率



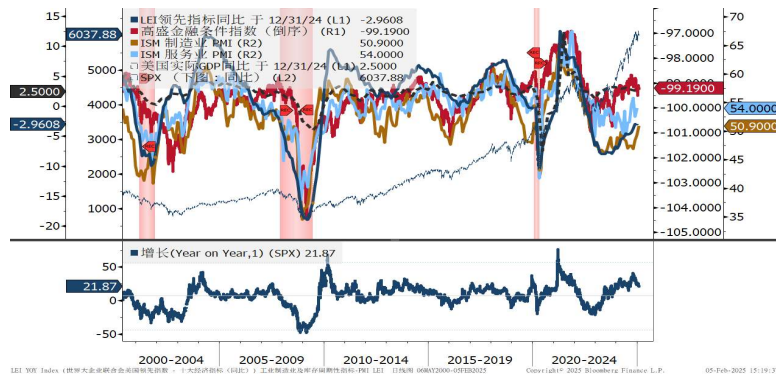
信用卡贷款、汽车贷款和学生贷款90天+逾期率



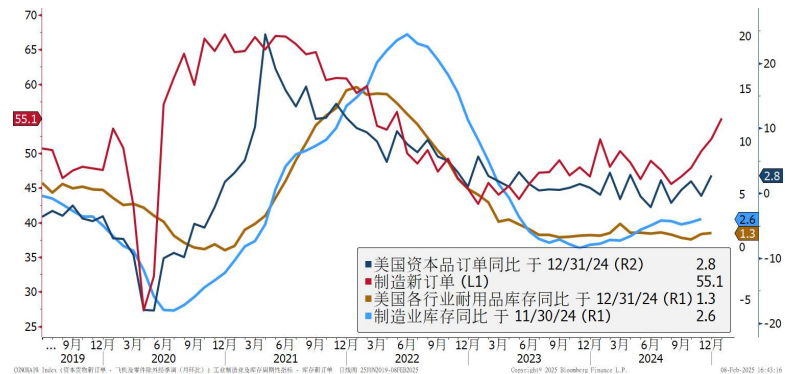
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周期定位 - 工业、制造业及库存等周期性指标追踪

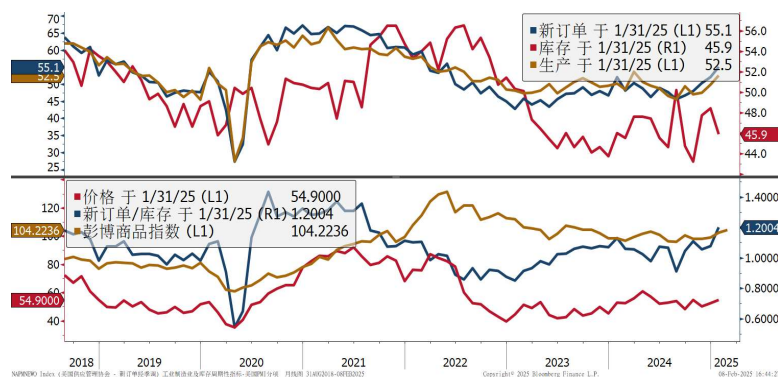
LEI 领先指标同比、ISM PMI 和美国金融条件指标



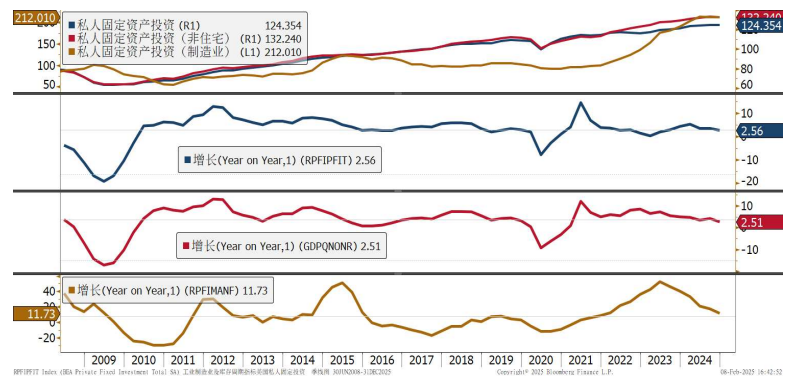
资本品、制造业新订单及库存同比



美国 ISM 制造业 PMI 及分项



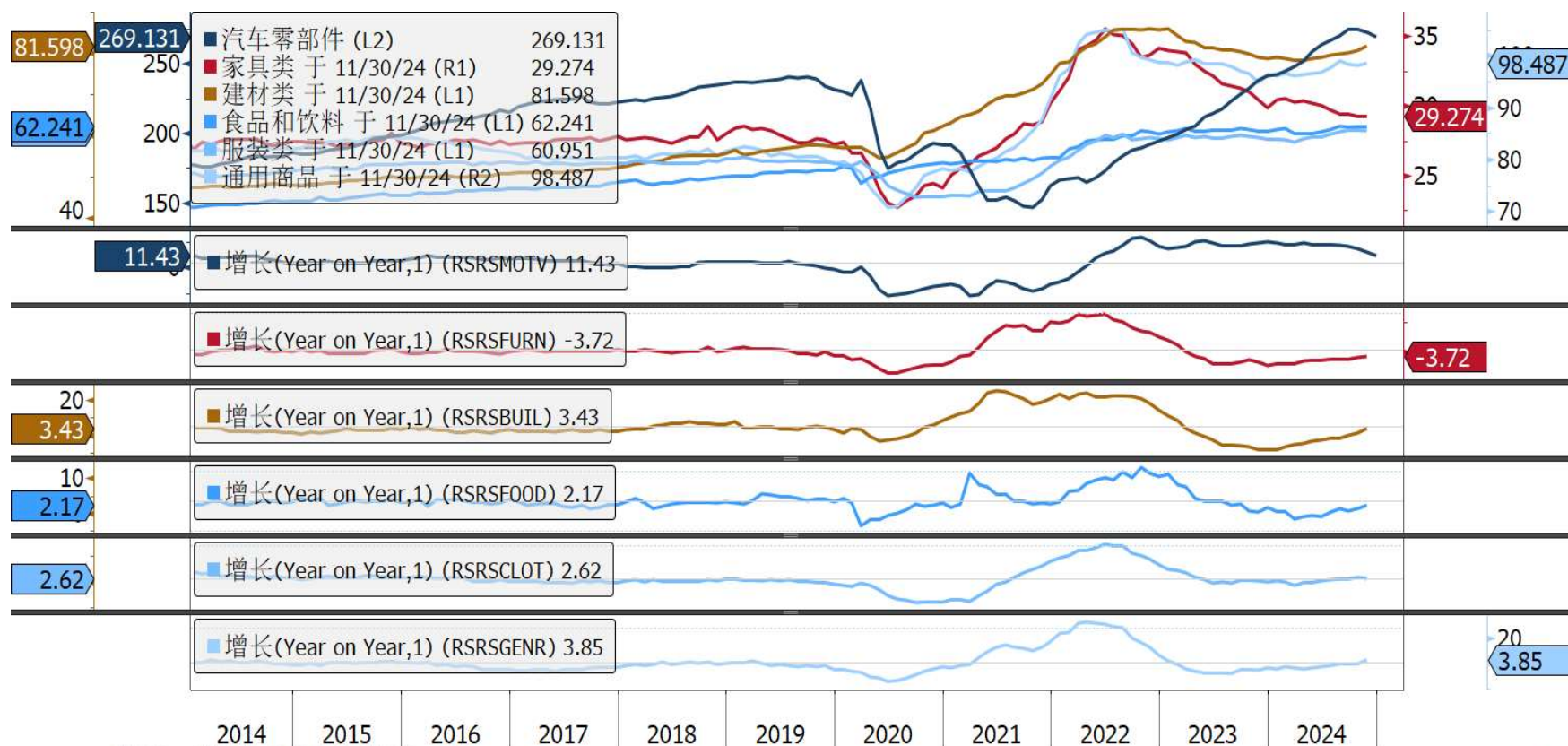
美国固定私人投资同比增速



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 31JAN2014-08FEB2025

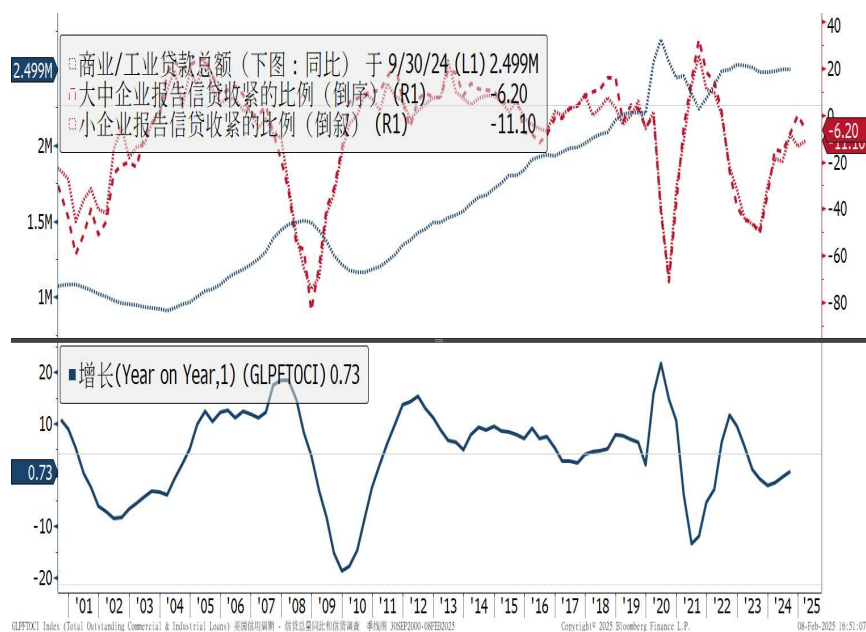
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

08-Feb-2025 16:46:52

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



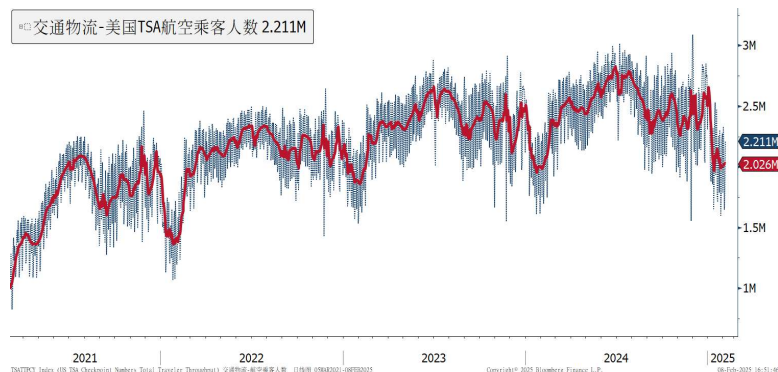
标普指数估值和高收益企业信用利差



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

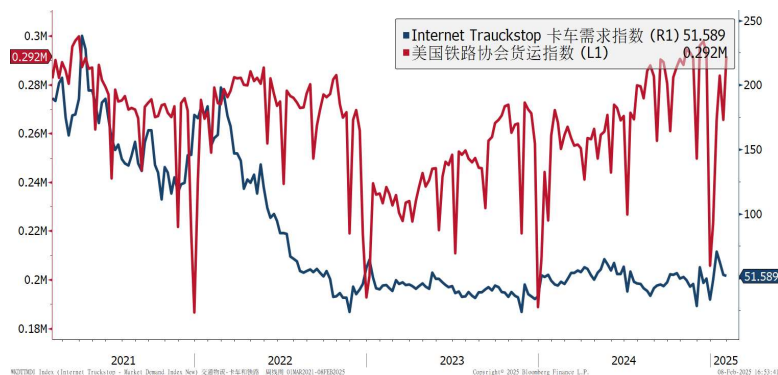
美国TSA航空乘客人数（7日平均）



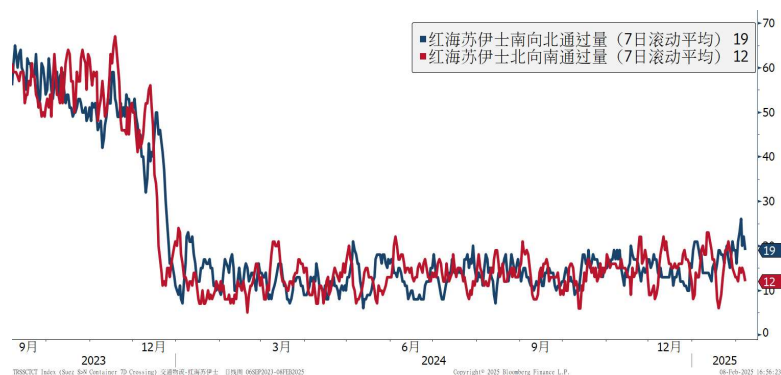
美联储供应链指标和波罗的海干散货指数



卡车指数需求指数和铁路协会货运指数



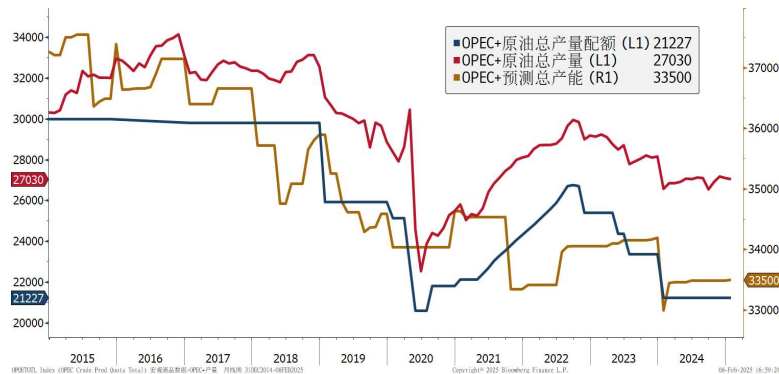
红海-苏伊士运河通过量



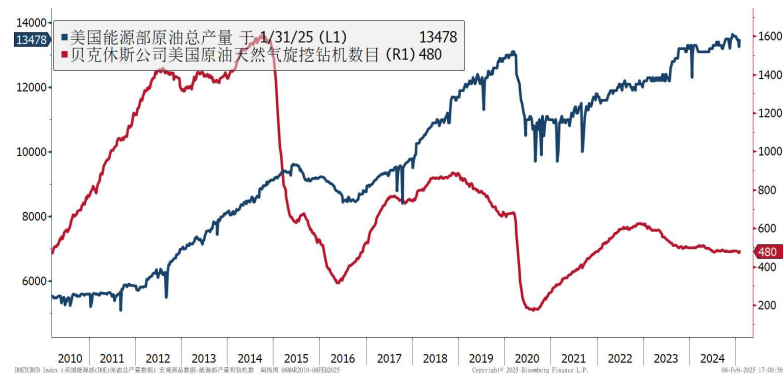
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 宏观商品高频数据

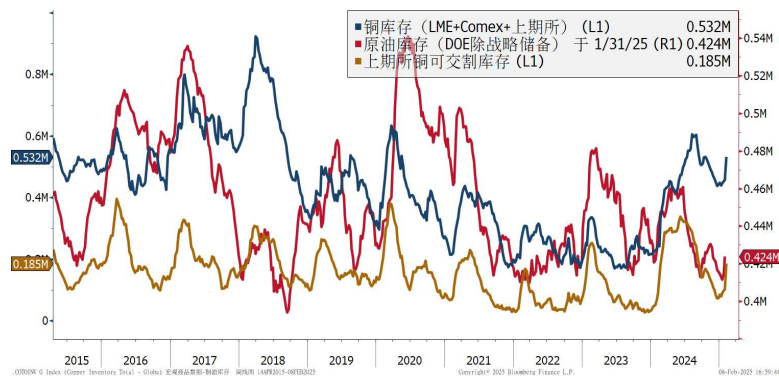
OPEC+ 原油产量配额、总产量及预测产量



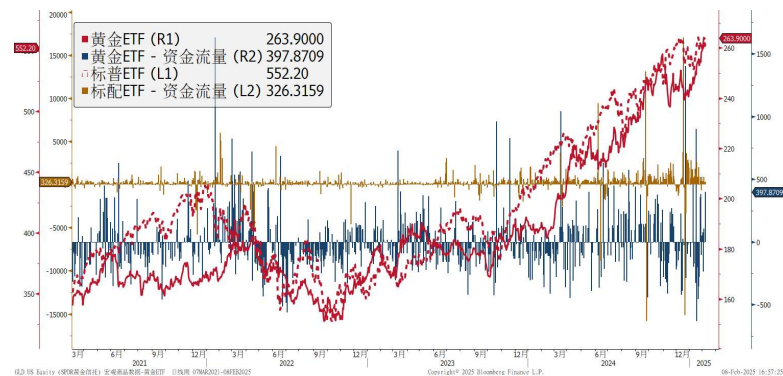
美国能源部原油总产量及原油天然气钻井数



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



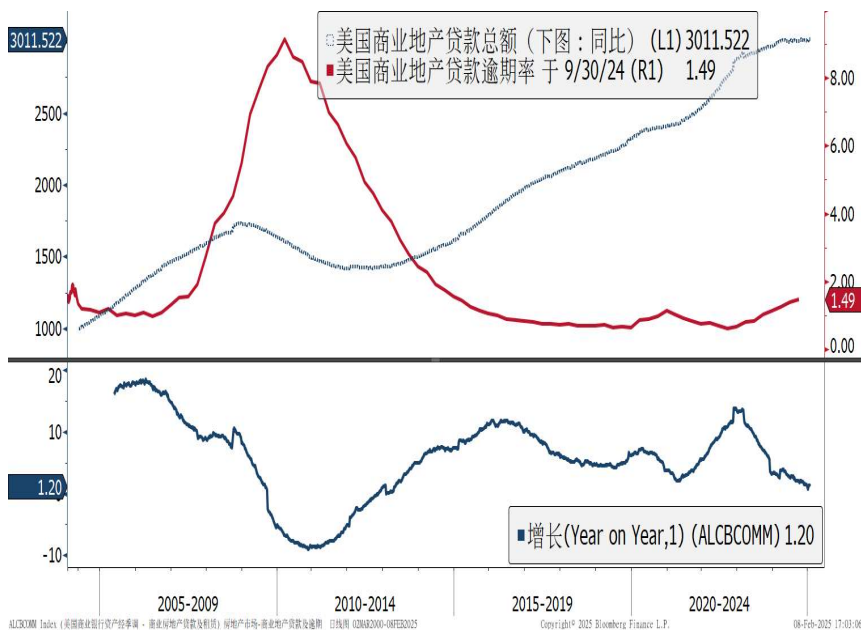
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

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



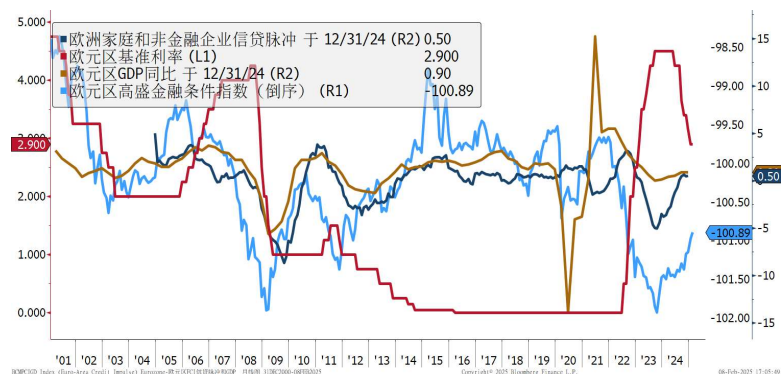
商业地产贷款总额同比及商业地产逾期率



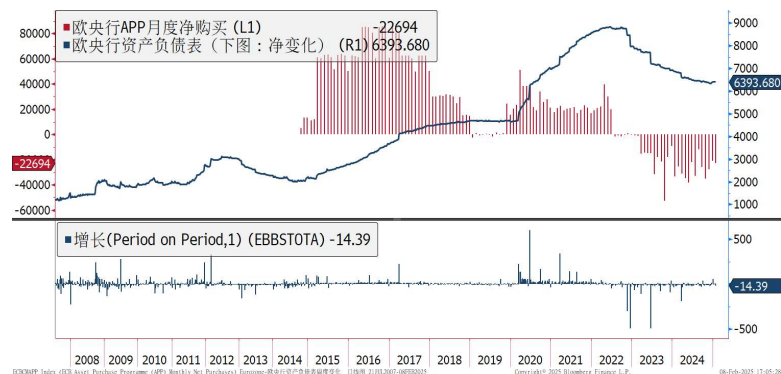
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 宏观概览

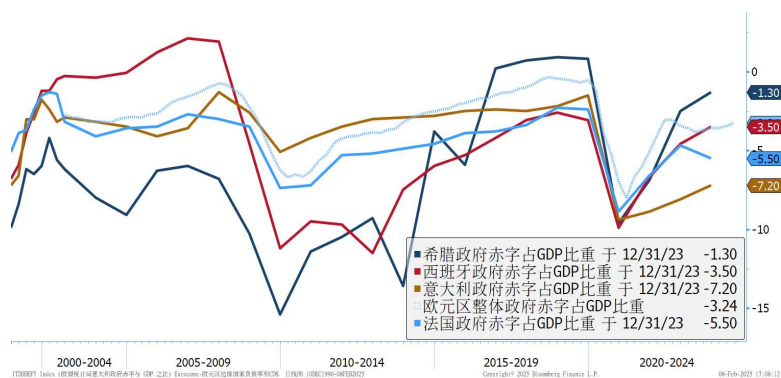
欧元区金融条件指数、信贷脉冲和GDP同比趋势



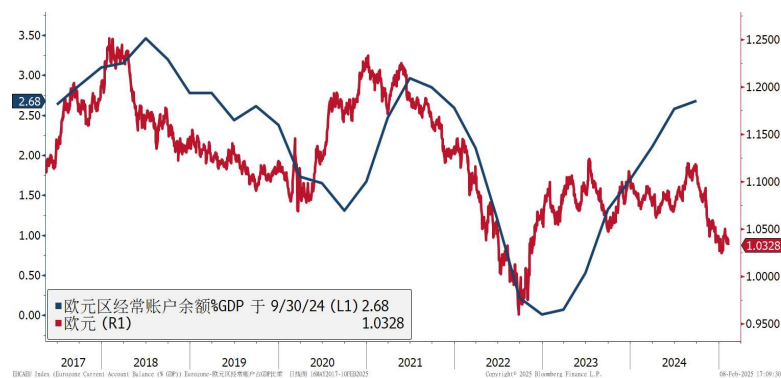
欧央行资产负债表及周度净变化



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



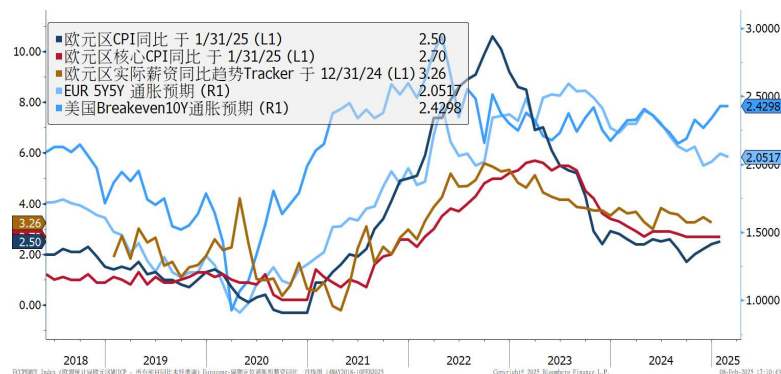
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 周期定位

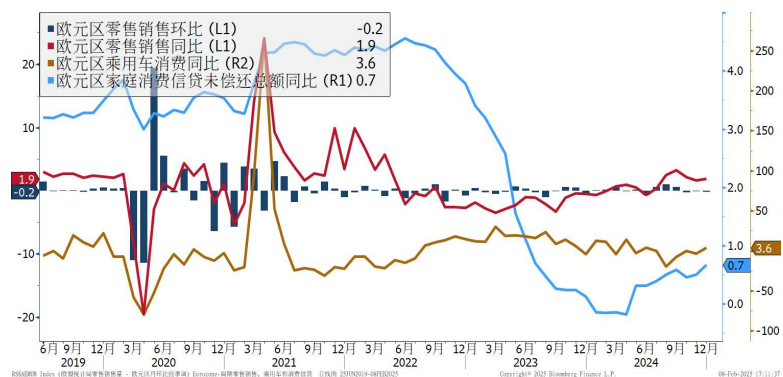
泛欧地区制造业及非制造业 PMI 指标



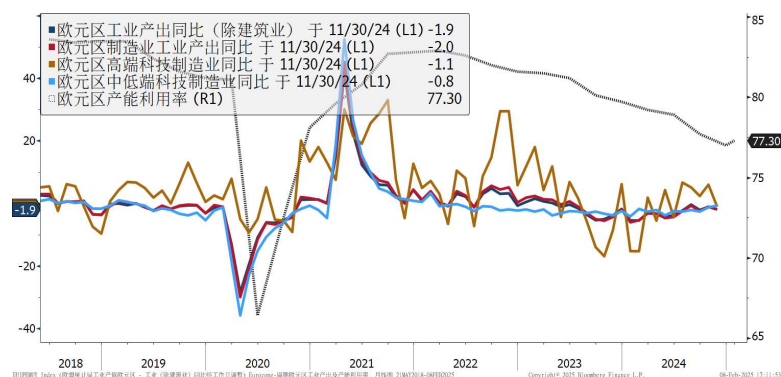
欧元区Headline通胀、核心通胀和薪资增速同比趋势



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



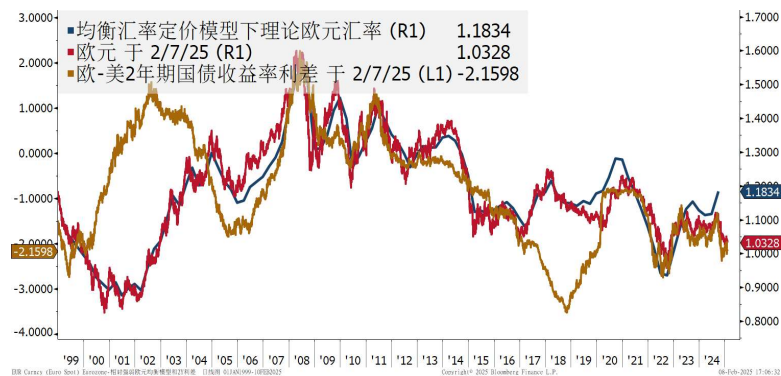
欧元区工业产出、制造业产出同比及产能利用率



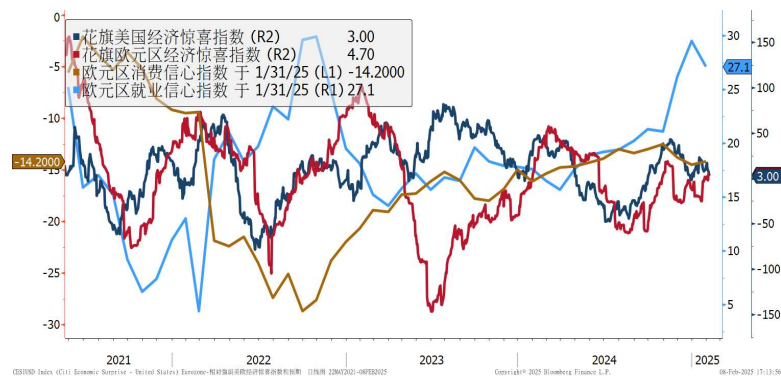
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 相对强弱

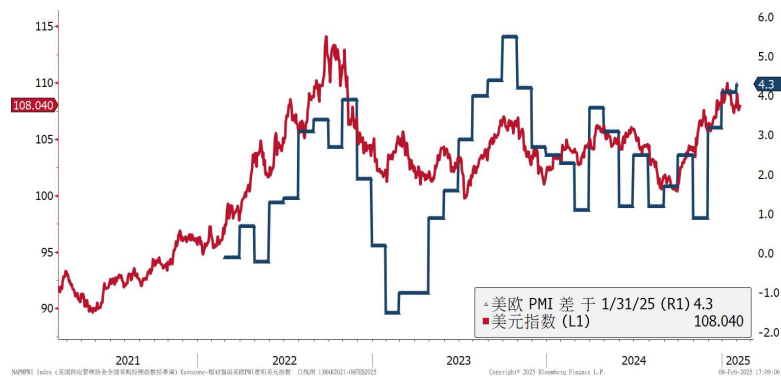
欧元、欧元均衡模型理论汇率和欧-美2年期利差



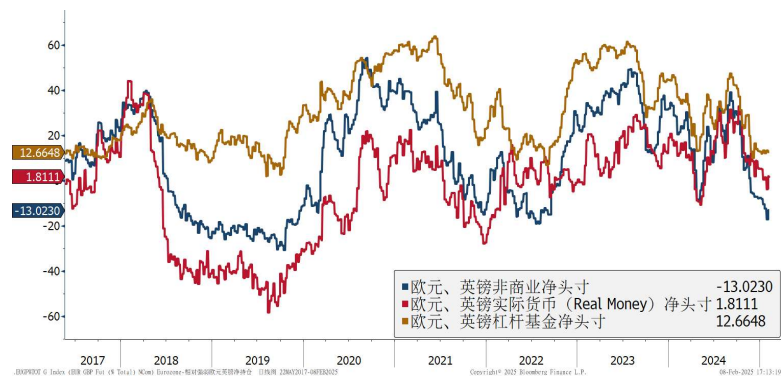
美欧经济惊喜指数对比和欧元区消费者信心



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所用词语有差别，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