

宏观

美国加征关税政策落地

2025 年 02 月 05 日

宏观周报（2 月第 1 周）

2

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) 春节交易周（1.27-1.31）美股表现弱势，美元指数上行，黄金价格上行，美债利率下行，油价下行，人民币汇率下跌。春节期间影响资产表现的主要宏观变量为：
 - ① 1 月美联储议息会议暂停降息，整体表态偏鹰。美联储全票通过将联邦基金利率的目标区间保持在 4.25%至 4.5%不变。这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息，符合市场预期。议息会议主要调整对就业市场和通胀的判断，对劳动力市场表述调整为“近几个月失业率已稳定在低位水平，劳动力市场保持稳健”对通胀表述调整为“通胀仍然在一定程度处于高位”。鲍威尔后续发言认为在失业率低、通胀仍高的情况下无需匆忙调整政策立场，并未回应特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”的演讲，但表示未来的降息节奏取决于进一步的数据表现。美联储暂停降息以及改变对就业、通胀的判断一定程度受到对特朗普政策 2.0 预期的影响，未来的降息节奏也取决于加征关税、移民政策、减税政策等对就业、通胀的影响。当前市场偏中性的预期是 25 年降息 2 次，分别在 6 月和 12 月。
 - ② DeepSeek 影响英伟达等科技股情绪，贸易冲突担忧下避险情绪上升，美股走势偏弱，黄金再创新高。DeepSeek 冲击下，AI 龙头英伟达跌超 15%，创 2022 年 9 月初以来最大的单周跌幅，市值损失 5522.5 亿美元（约合人民币 40047 亿元），拖累美股情绪。贸易冲突担忧下避险情绪升温推动伦敦黄金现货价格首次突破 2800 美元/盎司并创历史新高。
 - ③ 2 月 1 日美国对加拿大、墨西哥、中国加征关税政策落地，墨加两国已强硬反制，关税政策落地预计带动油价等能源价格上涨，抬升通胀预期和弱化降息预期，在减税等经济对冲政策未落地的情况下压缩期限利差。美国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。对进口自中国的商品加征 10%的关税。
- 2) 上周事件：1 月 PMI 弱于季节性，但价格分项边际改善；12 月工业企业利润增速受政策及节假日消费带动大幅反弹。
- 3) 本周关注：美国非农就业数据。
- 4) 风险提示：基本面恢复不及预期、稳增长政策不及预期、美联储超预期鹰派。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 上周宏观事件分析	4
2.1 1 月 PMI 弱于季节性，但价格分项边际改善	4
2.2 12 月工业企业利润增速受政策及节假日消费带动大幅反弹	5
三、 当周关注	8

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 PMI 分项雷达图 4

Figure 3 PMI 大中小企业分化图 4

Figure 4 PMI 指数热力图 5

Figure 5 PMI 与非制造业 PMI 趋势 5

Figure 6 PMI 核心分项趋势 5

Figure 7 工业企业利润增速产业链拉动分解图..... 6

Figure 8 工业企业利润行业累计增速图..... 7

Figure 9 工业企业利润累计同比拉动图..... 8

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
海外及其他	春节交易周（1.27-1.31）美股方面，道指涨 0.27%，标普 500 指数跌 1%，纳指跌 1.64%。 美债方面，2 年期美债收益率下行 7bp 至 4.19%，10 年美债收益率下行 8bp 至 4.57%。 汇率方面，美元指数周涨 0.96%报 108.516，离岸人民币兑美元跌 778 个基点报 7.3221。 大宗方面，美油期货跌 1.14%，COMEX 黄金期货涨 1.89%。	1) 1 月美联储议息会议暂停降息，整体表态偏鹰。 美联储全票通过将联邦基金利率的目标区间保持在 4.25%至 4.5%不变。这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来首次暂停降息，符合市场预期。议息会议主要调整对就业市场和通胀的判断，对劳动力市场表述调整为“近几个月失业率已稳定在低位水平，劳动力市场保持稳健”对通胀表述调整为“通胀仍然在一定程度处于高位”。鲍威尔后续发言认为在失业率、通胀仍高的情况下无需匆忙调整政策立场，并未回应特朗普在达沃斯论坛上要求“立即降息”的演讲，但表示未来的降息节奏取决于进一步的数据表现，不知道关税、移民、财政、监管政策的未来变动和具体影响。 美联储暂停降息以及改变对就业、通胀的判断一定程度受到对特朗普政策 2.0 预期的影响，未来的降息节奏也取决于加征关税、移民政策、减税政策等对就业、通胀的影响。当前市场偏中性的预期是 25 年降息 2 次，分别在 6 月和 12 月。 2) DeepSeek 影响英伟达等科技股情绪，贸易冲突担忧下避险情绪上升，美股走势偏弱，黄金再创新高。 DeepSeek 冲击下，AI 龙头英伟达跌超 15%，创 2022 年 9 月初以来最大的单周跌幅，市值损失 5522.5 亿美元（约合人民币 40047 亿元），拖累美股情绪。贸易冲突担忧下避险情绪升温推动伦敦黄金现货价格首次突破 2800 美元/盎司并创历史新高。 3) 2 月 1 日美国对加拿大、墨西哥、中国加征关税政策落地，墨加两国已强硬反制，关税政策落地预计带动油价等能源价格上涨，抬升通胀预期和弱化降息预期，在减税等经济对冲政策未落地的情况下压缩期限利差。 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。对进口自中国的商品加征 10%的关税。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 1 月 PMI 弱于季节性，但价格分项边际改善

事件：

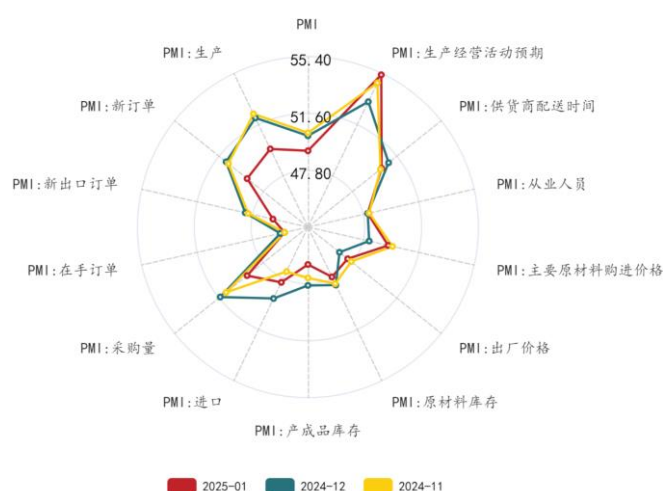
2025 年 1 月 27 日，国家统计局发布数据显示，受春节假日临近、企业员工集中返乡等因素影响，1 月份制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 1 个百分点。非制造业 PMI 为 50.2%，比上月下降 2 个百分点。综合 PMI 为 50.1%，比上月下降 2.1 个百分点。

点评：

受到春节假期影响，1 月制造业 PMI 较上月回落 1 个百分点，相比此前春节在 1 月的年份，回落幅度整体大于季节性；非制造业 PMI 较上月回落 2 个百分点，回落幅度也大于季节性，尤其是建筑业较上月回落 3.9 个百分点至 49.3%，降至临界点以下。除去春节假期的影响，仍然整体反映供需偏弱。

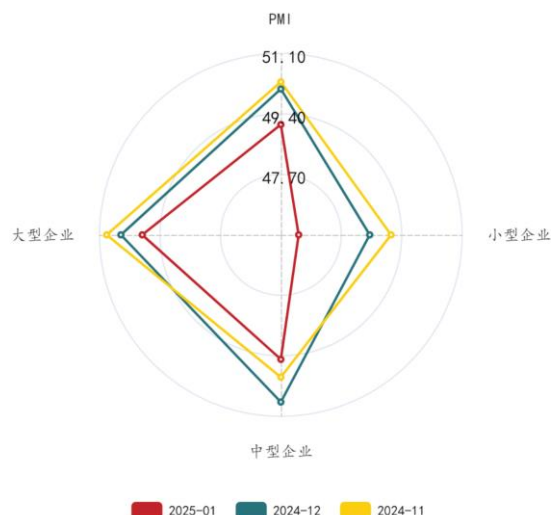
但 1 月 PMI 边际上仍有部分积极信号。价格分项边际反弹，价格下滑幅度较上月减弱，可能受到春节假期终端需求有一定支撑，需求端下滑弱于生产端影响，产成品库存下滑大于原材料库存或也与终端需求带动有关。另外，服务业 PMI 受到金融活动影响较上月回落超过季节性，但批发零售业、住宿餐饮业回升，也显示节前终端消费良好。

Figure 2 PMI 分项雷达图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 大中小企业分化图



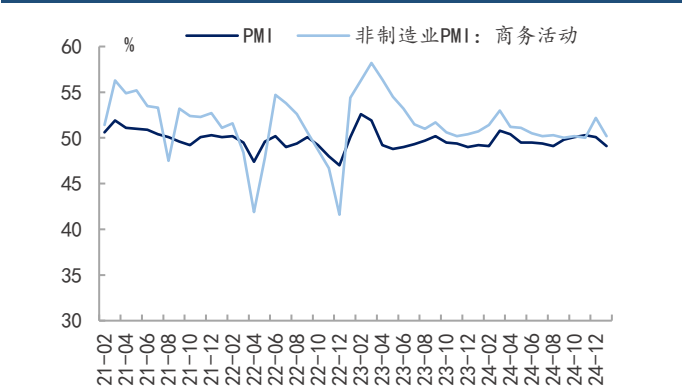
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PMI 指数热力图

指标名称	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-01
制造业PMI	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40	50.80	49.20
PMI:生产	49.80	52.10	52.40	52.00	51.20	49.80	50.10	50.60	50.80	52.90	52.20	51.30
PMI:新订单	49.20	51.00	50.80	50.00	49.90	48.90	49.30	49.50	49.60	51.10	53.00	49.00
PMI:新出口订单	46.40	48.30	48.10	47.30	47.50	48.70	48.50	48.30	48.30	50.60	51.30	47.20
PMI:采购量	49.20	51.50	51.00	49.30	47.60	47.80	48.80	48.10	49.30	50.50	52.70	49.20
PMI:产成品库存	46.50	47.90	47.40	46.90	48.40	48.50	47.80	48.30	46.50	47.30	48.90	49.40
PMI:原材料库存	47.70	48.30	48.20	48.20	47.70	47.60	47.80	47.60	47.80	48.10	48.10	47.60
PMI:主要原材料购进价格	49.50	48.20	49.80	53.40	45.10	43.20	49.90	51.70	56.90	54.00	50.50	50.40
PMI:出厂价格	47.40	46.70	47.70	49.90	44.00	42.00	46.30	47.90	50.40	49.10	47.40	47.00
PMI:从业人员	48.10	48.10	48.20	48.40	48.20	48.10	48.30	48.10	48.10	48.00	48.10	47.60

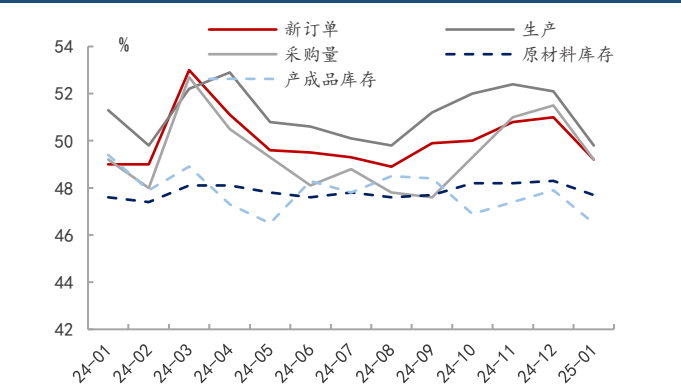
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 PMI 与非制造业 PMI 趋势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 PMI 核心分项趋势



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 12 月工业企业利润增速受政策及节假日消费带动大幅反弹

事件：

12 月，规模以上工业企业利润同比增长 11.0%，11 月为-7.3%，1-12 月累计增速为-3.3%。库存方面，截止至去年 12 月，库存同比 3.3%，前值为 3.3%。

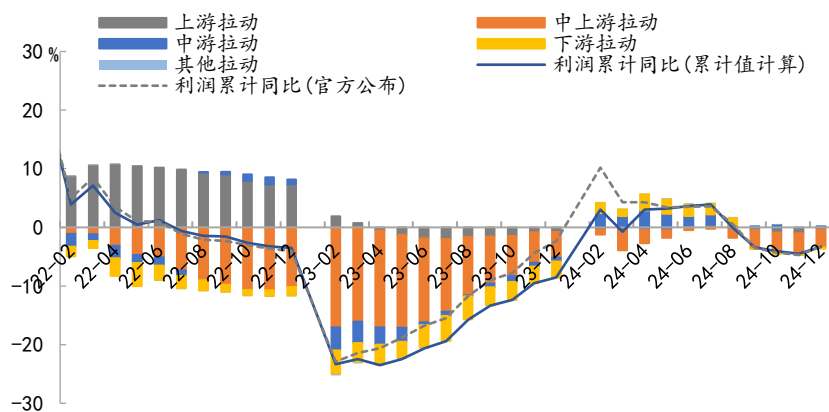
点评：

从全年数据来看，工业企业利润增速为-3.3%，从总量分解来看，量层面保持稳定增长，而 PPI 同比增长-2.2%，利润率同比增长-0.3%，对利润增速产生制约。从结构上来看，主要利润拖累行业在于建筑链（黑色、非金属矿物质等）、能源化工（石油、化工）、汽车等，主要与房地产投资与地方基建持续较弱、全球传统能源价格下滑、部分行业供给过剩降价显著有关。利润表现较好的行业主要受益于出口增长（如交运）、高端技术竞争力提升（部分高端制造行业利润增速保持高增）、部分行业利润率提升（如化纤）、绿色能

源发展（电力、废弃资源利用）等。

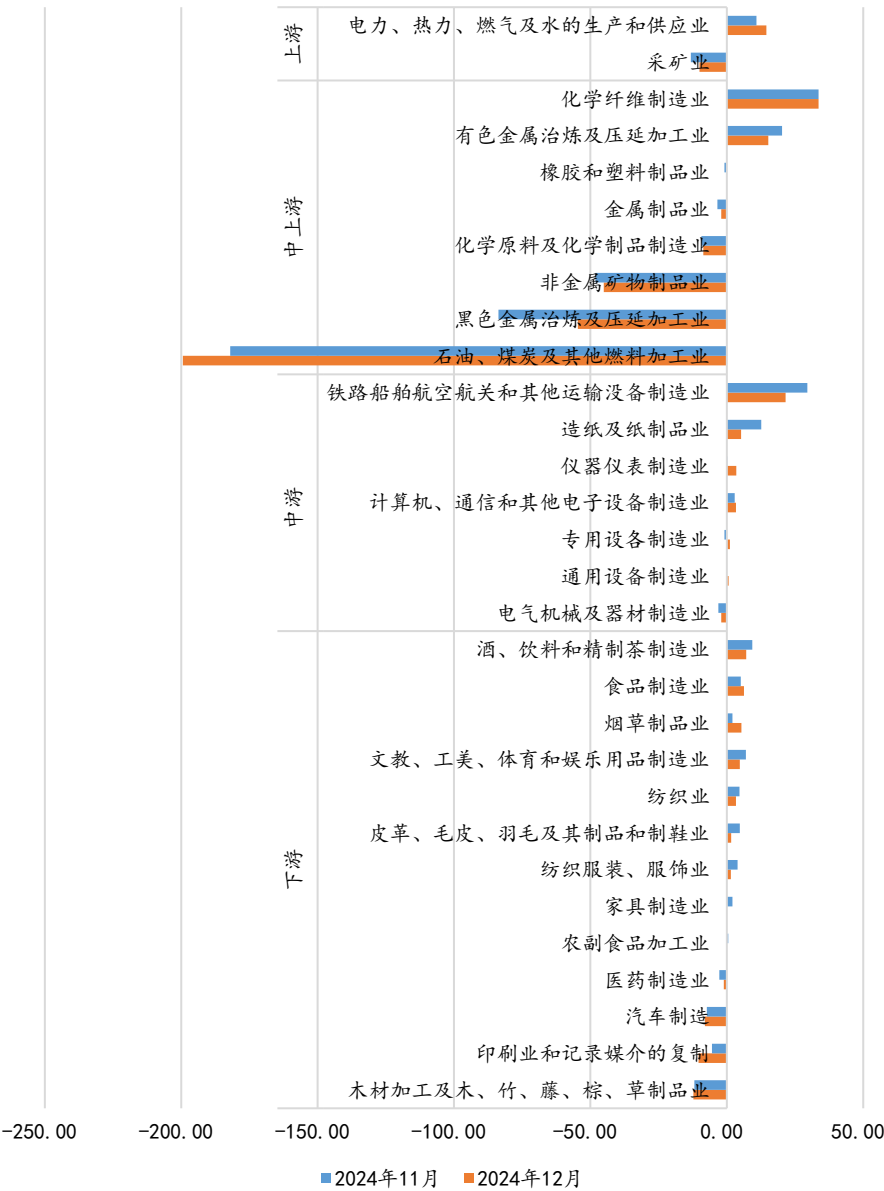
从 12 月边际数据来看，量、价、利润率均边际抬升，共同拉动营收和利润率明显反弹。从结构上来看，受益于“两新”政策带动的中游通专用和电气机械利润同比由三季度的负增长到四季度转正，改善最为明显，另外，受益于节假日消费的部分消费品制造行业（如食品、烟草），以及与建筑业景气改善相关的建筑链行业（黑色、非金属矿）边际上也有较为明显的改善。从库存上，库存同比增速结束 4 个月下滑，边际持平，但补库趋势尚未形成，有赖于明年财政前置发力带动。

Figure 7 工业企业利润增速产业链拉动分解图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 工业企业利润行业累计增速图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 工业企业利润累计同比拉动图

累计同比拉动 (%)		2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
上游	采矿业	0.46	0.12	0.12	0.78	0.66	0.64	0.95	0.35	0.08	0.24	0.22
	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	0.40	0.14	0.22	0.32	0.63	2.15	2.29	2.85	3.59	3.73	4.90
中上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.19	0.33	0.38	0.31	0.00	0.81	0.73	0.69	0.69	0.35	-0.11
	化学原料及化学制品制造业	-0.58	-0.59	-0.48	-0.23	0.06	0.30	0.06	-0.26	0.22	-0.64	-0.87
	化学纤维制造业	0.11	0.09	0.09	0.09	0.13	0.18	0.20	0.23	0.23	0.21	0.26
	橡胶和塑料制品业	0.02	0.01	0.06	0.06	0.17	0.26	0.26	0.39	0.37	0.18	0.44
	非金属矿物制品业	0.83	0.90	0.02	0.09	0.12	0.05	0.23	0.50	0.52	0.60	0.70
	黑色金属冶炼及压延加工业	-0.36	-0.46	-0.82	0.05	-0.68	-0.20	-0.06	0.40	-0.11	0.09	0.51
	有色金属冶炼及压延加工业	0.51	0.67	0.18	0.38	0.56	0.86	0.83	0.75	0.29	0.06	0.19
	金属制品业	-0.06	-0.07	-0.03	0.00	0.16	0.19	0.20	0.21	0.01	-0.17	0.16
	造纸及纸制品业	0.01	0.05	0.12	0.19	0.29	0.35	0.32	0.38	0.40	0.31	0.40
中游	通用设备制造业	0.03	-0.03	0.00	0.03	0.13	0.21	0.17	0.07	0.20	0.06	0.34
	专用设备制造业	0.03	-0.04	-0.17	-0.18	-0.19	-0.07	-0.12	-0.30	-0.29	-0.39	-0.74
	铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业	0.26	0.34	0.37	0.34	0.37	0.39	0.37	0.31	0.31	0.27	0.36
	电气机械及器材制造业	-0.17	-0.26	-0.43	-0.60	-0.01	-0.73	-0.73	-0.60	-0.57	-0.88	-0.69
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.00	-0.12	0.53	0.42	0.82	0.52	0.55	2.47	2.85	2.65	2.79
	仪器仪表制造业	0.07	0.03	0.01	0.00	0.01	0.04	0.03	0.01	-0.02	-0.04	-0.03
	农副食品加工业	-0.04	-0.01	0.01	0.06	0.22	0.27	0.20	0.10	-0.07	-0.44	-0.67
	食品制造业	0.15	0.12	0.13	0.13	0.18	0.20	0.22	0.26	0.30	0.28	0.18
	酒、饮料和精制茶制造业	0.23	0.31	-0.27	-0.30	0.40	0.54	0.49	0.31	0.30	0.33	0.40
下游	烟草制品业	0.11	0.05	0.06	0.05	0.05	0.03	0.03	0.10	0.16	0.19	0.28
	纺织业	0.04	0.05	0.06	0.10	0.14	0.16	0.18	0.19	0.14	-0.08	-0.03
	纺织服装、服饰业	0.01	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.03	-0.12	0.02
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.02	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04	0.08	-0.07	-0.11
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.02	0.03	0.03	0.01	-0.06	-0.05
	家具制造业	0.01	0.02	0.03	0.05	0.04	0.06	0.02	0.06	0.09	0.03	0.23
	印刷业和记录媒介的复制	-0.06	-0.03	-0.02	-0.02	0.06	0.07	0.07	0.09	0.09	0.07	0.10
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.04	0.05	0.04	0.04	0.08	0.11	0.13	0.18	0.17	0.02	0.10
	医药制造业	-0.07	-0.11	-0.05	-0.03	-0.03	-0.05	0.03	-0.02	-0.05	-0.46	-0.63
	汽车制造	-0.60	-0.51	-0.31	-0.18	0.00	0.37	0.59	0.13	0.50	0.45	0.95
	上游拉动	-0.06	-0.98	-0.90	-0.47	-0.03	0.51	0.34	-0.50	-0.48	-0.51	-0.32
	中上游拉动	-0.37	-0.59	-0.41	-0.15	0.72	-0.26	-0.48	0.26	-0.20	-0.38	-0.91
	中游拉动	0.22	-0.02	0.43	0.20	0.42	0.71	0.58	2.35	2.88	1.96	2.43
	下游拉动	-0.20	-0.01	-0.27	-0.06	0.19	0.84	2.02	2.46	2.75	1.15	1.77
工业企业利润累计同比（累计值计算值）		-0.31	-0.51	-0.05	-0.40	-0.07	3.93	3.62	3.20	3.04	-0.74	3.03

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
2 月 5 日（周三）	21:15 美国 1 月新增 ADP 就业人数:季调(人): 前值 122,000.00
	23:00 美国 1 月 ISM 非制造业 PMI: 前值 54.10
2 月 7 日（周五）	21:30 美国 1 月失业率:季调(%): 前值 4.10
	21:30 美国 1 月非农就业人口变动:季调(千人): 前值 256.00

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。