

2025 年 2 月 26 日

特朗普政策的预期差与美国经济的叙事变化

民银证券研究团队

应习文

电 话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

特朗普执政满月，政策有哪些预期差？至 2 月 20 日，特朗普上任“满月”。与竞选阶段相比，改革力度空前且超预期，关税政策思路转变但力度仍较大，移民政策下手快但受可行性制约不及预期，财政平衡优先思路下减税政策推进稍缓，外交政策对二战后的国际秩序产生扰动，环境与能源政策则大致符合预期。

美国经济叙事重回“软着陆”。近期主要美国经济数据趋冷，使市场对美国经济的看法从前期“特朗普交易”时期的强劲叙事逐步重回到“软着陆”路径下。具体看，主要表现在 PMI、消费者信心下滑、房地产数据回落、零售销售减速等方面。经济减速主要源于减税和扩大投资等支持性政策弱于加征关税和减少财政支出等紧缩性影响，同时政府大规模部门改革形成的动荡和外交政策则增加了不确定性，对市场信心形成冲击。此外，近一个季度以来市场在“特朗普交易”下重回高利率也限制了房地产等行业的扩张。

如何看待后续的大类资产走势？美债收益率见顶回落。利率市场隐含美联储年内重回降息两次，当前对“软着陆”预期已计价相对充分，同时考虑到通胀预期并未大幅下行，预计后续利率下行空间有限。美股在高位震荡并小幅下跌，科技股波动加大。除了对美国经济前景由“再通胀”重回“软着陆”因素外，美股自身高估值以及对中国科技股的转向也是一个重要因素。后续在通胀预期保持但经济减速预期下，美股预计仍将面临压力。汇率方面，随着美债收益率回落，美欧、美日利差收窄也在推动美元指数下行，后续仍有小幅下行空间。近期黄金价格创新高，实际利率趋于下行，同时地缘关系不确定性仍高，或联合推动黄金价格易上难下。原油方面，在特朗普支持传统能源开采的一系列政策下，以及在俄乌有望停战和 OPEC+增产预期下，预计未来整体趋势易下难上。

目 录

1. 特朗普执政满月，政策有哪些预期差？	1
1.1 政府改革力度空前且超预期	1
1.2 关税政策思路转变但力度仍较大	2
1.3 移民政策下手快但受可行性制约	3
1.4 财政平衡优先，减税相对靠后	4
1.5 外交动作较大，扰动战后国际秩序	6
1.6 环境与能源政策大致符合预期	7
2. 美国经济叙事重回“软着陆”	7
2.1 PMI 及消费者信心下降	8
2.2 房地产市场受前期利率回升影响趋冷	9
2.3 前瞻性指标反映经济边际减速但仍有韧性	11
3. 如何看待后续的大类资产走势	12

特朗普政策的预期差与美国经济的叙事变化

1. 特朗普执政满月，政策有哪些预期差？

至2月20日，特朗普上任“满月”。在一个月的时间里，特朗普共签署了70项行政令，12份总统声明以及19封其他文件（包括备忘录、通知、决定、信件、消息和命令等），总数超过上百份。此外特朗普也通过出席会议发言、发布社交媒体和接受采访等多个渠道表达了其政策主张。

与竞选阶段相比，特朗普上任后所推出的政策存在哪些预期差？分类来看，改革力度空前且超预期，关税政策思路转变但力度仍较大，移民政策下手快但受可行性制约不及预期，财政平衡优先思路下减税政策推进稍缓，外交政策对二战后的国际秩序产生扰动，环境与能源政策则大致符合预期。

1.1 政府改革力度空前且超预期

竞选阶段特朗普表示将设立政府效率部（DOGE），市场普遍对该部门的效果保持观望态度。不过自上任以来，马斯克领导的政府效率部本身就展示了超高效率，一个月以来，DOGE冻结招聘、落实“政府效率部”劳动力优化计划、结束政府DEI（多元化、公平性和包容）、命令各机构公开“浪费性支出”，计划审计美联储与黄金储备等，努力控制政府各部门资金流、收集内部数据、裁撤与特朗普政府目标不一致的单位与岗位。其中，国际开发署USAID（被撤销）以及消费者金融保护局CFPB（临时关闭与精简人员）是重灾区。

表1：特朗普上台后推出的主要政府改革方面的政策

日期	政府改革相关政策	实施进展
1月20日	组建名为“政府效率部（DOGE）”的顾问委员会	已落实
1月20日	取消联邦人员远程工作，冻结招聘并改革联邦招聘程序	已落实
1月20日	结束联邦政府和私营部门的多元化、公平和包容性（DEI）计划	已落实
1月20日	取消对近20个小型独立机构（如国家艺术基金会、公共广播公司、民主基金会等）的资助	推进中
2月3日	关闭国际开发署（USAID），要求雇员强制休假并启动裁员程序，或波及全球一万多名雇员	推进中
2月8日	关闭消费者金融保护局（CFPB），目前已完全停摆	推进中
2月11日	裁撤美国联邦行政研究院	推进中

2月11日	启动联邦雇员“大规模裁减”，雇员可主动辞职“买断”8个月薪水	推进中
2月13日	关闭教育部，教育政策将由各州自主决定，以减少政府干预	推进中
2月20日	所有联邦雇员会报送工作周报，不回复将被视为辞职	待确认

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

2月20日，特朗普表示，马斯克的政府效率部在刚过去的这一个月已经节省下超过550亿美元。据统计，约7.5万人参与主动辞职的“买断”计划，另超过9500名联邦雇员遭解雇，两者加起来，被清退的公务员达到了84500人。

政府裁员对财政减支影响空间有多大？截至今年1月，美国政府共雇有240万联邦公务员，若按照10%-20%的裁员比例，公务员平均薪酬10万美元每年计算，解雇24万名雇员的将节省政府开支约240-480亿美元的财政支出，约占美国1.8万亿美元的年度财政赤字的1.3%-2.7%。

1.2 关税政策思路转变但力度仍较大

关税政策被认为将是特朗普上任后首要推动的政策之一，不过与上任前“对全球加征10%关税、对中国加征60%”的简单粗暴政策思路相比，**特朗普上任后的关税政策更加复杂，打击面更宽，对中国关税的加征则显得“步步为营”而非“一步到位”**。这些政策包括对加拿大和墨西哥加征25%关税威胁（仍在谈判），对中国所有进口商品加征10%关税，对欧盟、英国等盟友提出关税威胁，对钢铝产品加征25%关税，考虑4月起对汽车、半导体、芯片、药品以及木材等产品征收关税等。此外，在贸易与投资领域分别签署“美国优先”备忘录，纠正贸易逆差和限制对华双向投资。

表2：特朗普上台后推出的主要贸易保护措施相关政策

日期	贸易保护措施相关政策	进展
1月20日	签署“美国优先贸易政策”总统备忘录，要求多个联邦部门采取行动，审查现有贸易政策，解决不公平贸易行为，并强化在全球经济中的领导地位	已签署
1月22日	宣布自2月1日起对从中国进口的商品加征10%的关税	已生效
2月1日	宣布对加拿大和墨西哥自2月1日起征收25%的关税，随后加拿大和墨西哥宣布推出反制措施，各方遂暂停关税实施30天并开启谈判，相关加征关税措施将于3月4日生效	谈判中
2月1日	取消800美元以下小额包裹关税，但一周后政策暂停，直到“建立足够的系统来全面、迅速地处理和收取关税收入”	暂停中
2月10日	对钢铁和铝征收25%的关税，将于3月12日生效	待生效
2月13日	签署“互惠贸易和对等关税”的总统备忘录，要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”，预计在4月1日前完成	推进中
2月19日	宣称将在3月份对汽车、半导体、芯片、药品以及木材等产品征收新关税	待宣布

2月21日	签署“美国优先投资政策”总统备忘录，鼓励盟友对美投资，限制中国对美投资，限制美国对中国投资	已签署
2月21日	针对中国在海事、物流和造船业占据主导地位所展开的301条款拟议行动发表意见，并将于3月24日启动301调查听证	推进中

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

从主要的政策种类看，一是**面向全球加征关税**，旨在倒逼贸易伙伴降低关税，阻止第三国出口转移，纠正不公正贸易行为。该类政策打击面广，并且将非关税政策纳入考量，特别是将增值税和数字服务税视为不公平行为。欧盟、印度、巴西、越南、中国台湾地区、韩国等面临的压力较大。二是**对包括中国、加拿大及墨西哥在内的特定国家关税**，意在限制关键对手，或作为谈判筹码。该政策可以配合对等关税，实施歧视性关税，与美国具有盟友关系的国家可享受较低税率，非盟友则被加征更高税率；或者威胁征加关税，以达到其他政治目的，如解决芬太尼或者移民问题。三是**对特定行业征收关税，替代补贴型产业政策，引导制造业回流，减少财政赤字**。主要针对钢铁、铝、汽车、芯片等进口依赖度较高的行业或者关键科技行业，盟友存在通过促进对美国投资进行减免的空间。四是**除关税外的其他贸易保护或投资政策**，包括限制竞争对手的双向贸易和投资，限制竞争对手海事、物流及造船业发展相关政策等。

预计新思路下关税政策仍会对通胀和经济带来较大负面影响。从关税带来的影响看，一方面能在一定程度上弥补未来减税政策扩大的财政缺口，根据不同情景（静态或对手反制，以及关税的不同覆盖面），预计增收范围在1000-2000亿美元区间。另一方面，关税或抬升美国消费者成本，由此带来通胀压力并拖累经济增长，从PIIE、IMF等各预测机构预测结果来看，不同情景下对美国通胀的影响在0.5-1个百分点，对GDP拖累影响在0.5-1.7个百分点。

1.3 移民政策下手快但受可行性制约

特朗普上任前市场普遍认为移民政策的紧迫性和关税政策一样非常高，但同时驱逐非法移民政策会像特朗普第一任期内一样存在操作上的困难。从近一个月的执行来看，特朗普首先从驱逐有犯罪记录的非法移民入手，并严控非法入境，甚至不惜以关税威胁邻国，但政策实施力度不及预期。美国国土安全部发布的数据显示，上任后的第一个月美国驱逐了37660人，但特朗普对该数字并不满意，导致美国移民与海关执法局代理局长卡莱布·维泰洛被免职。

表2：特朗普上台后推出的限制移民与加强边境管理相关政策

日期	限制移民与加强边境管理相关政策	进展
----	-----------------	----

1月20日	废除非法移民或合法临时居留者在美出生子女的“出生公民权”，但遭两位美国法官利用“违宪”阻止	面临司法裁决
1月20日	境内开展大规模抓捕行动，重点是背负犯罪记录的非法移民，有数字预计非法移民约占美国总人口的3%左右	推进中
1月20日	重新调整美国难民接纳计划（USRAP），暂停一切外国人以难民身份入境，同时指示国土安全部每隔90天向总统提交报告，于1月27日生效	已生效
1月20日	启动《国家紧急状态法案》（NEA），宣布南部边境进入紧急状态，加强人员和资源部署、增加物理屏障等措施，制止所有非法移民入境	推进中
1月23日	国土安全部发布指令，将调查和逮捕非法移民的权力也授予美国联邦麻醉品管制局、监狱管理局和烟酒枪械炸药局执法人员	已落实
1月29日	在古巴关塔那摩美国海军基地扩建非法移民收容中心	待落实
1月29日	签署“莱肯·赖利法案”，规定非法入境美国并被指控犯有盗窃和暴力罪的人在定罪之前必须被拘留，甚至可能直接被驱逐出境	已落实
2月1日	派遣国务卿同巴拿马、危地马拉、萨尔瓦多、洪都拉斯等国进行沟通并寻求合作，作为驱逐非法移民的“安全第三国”	推进中

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

成本较高是未来实施政策的主要阻力。比如特朗普首次采用军机押送移民，但相关成本远高于商业包机。识别、逮捕、驱逐非法移民以及加强边境管理都是花钱的活儿，对于严控财政支出的特朗普政府来说也将是一个负担。**根据美国移民委员会估计，按每年驱逐一百万非法移民计算，每年也要花费超过880亿美元，其中最大的两项开支是雇佣执法人员和建造大规模拘留中心。**不过根据美相关官员预计，随着特朗普开辟新的途径加大逮捕和遣返力度，未来几个月被驱逐人数将会增加。

此外，驱逐移民政策还面临严峻的法律挑战。比如出生公民权是美国宪法第十四修正案所保证的一项近160年历史的权利，该修正案赋予在美国领土上出生的任何人公民身份。目前已有两名法官发布相关禁令或限制令，阻止该行政令的执行。同时超过20个州（主要由民主党领导）已向两个不同的联邦法院提起诉讼，称总统无权修改或推翻宪法修正案，部分民权组织也提起了类似的法律诉讼。

1.4 财政平衡优先，减税相对靠后

为纠正财政失衡问题，特朗普主张先开源节流，相关财政减支工作已全面展开，但**减税政策相对靠后**。美国财政部长斯科特·贝森特上任后提出“3-3-3”经济政策口号——把财政赤字占GDP的比例从近年来的6%以上降至3%，把石油日产量提高300万桶，把经济增长率维持在3%。然而据美国财政部，2025财年

前四个月美国联邦政府预算赤字高达 8400 亿美元，累计赤字同比扩大了 25%，平衡财政压力巨大，成为贝森特面临的艰巨任务。这意味着除了通过加征关税增收外，特朗普政府必须在财政减支上大下功夫。

减税方面有所推进，将降低削减预算的效果。2025 年 2 月中旬，众议院预算委员会通过《2025 财年预算决议》。决议要求延长 2017 年特朗普首个任期内出台的减税条款，计划在未来十年减税 4.5 万亿美元，但该数字低于此前 CBO 预计的 5 万亿-11.2 万亿预期。若考虑该《决议》未来十年 2 万亿削减强制性支出的规模，减税和削减预算合计将产生每年约 2500 亿美元的新增赤字压力。

政府效率部通过“查账”为财政减支助力。除了大规模裁减联邦雇员，政府效率部还参与叫停租赁闲置办公楼、取消已经签订的合同，以节约资金。至 2 月 20 日，政府效率部声称已节省了 550 亿美元，该部门每天为美国节省约 10 亿美元，并称需要将节省数额提高到每天 30 亿美元以上。但也有民间审计认为 550 亿美元的成绩单存在“水分”。

降低利率缓解利息支出并刺激经济以增收。2025 年前 4 个月，美国财政的利息成本高达 3920 亿美元，成为财政平衡的又一大困难。特朗普上任后，多次通过喊话向美联储施压以降低利率，并对 1 月暂停降息提出了批评。与竞选前市场普遍认为的通过公开喊话与设立“影子主席”影响美联储独立性外，当前利用政府效率部查账施压似乎是另一条可能的路径，2 月 20 日马斯克表示将会审计美联储和黄金储备，预计后续将有所动作。

表 4：特朗普上台后推出的减税和促进财政平衡相关政策

日期	减税和促进财政平衡相关政策	进展
1 月 20 日	重新评估调整美国对外援助，暂停美国对外发展援助 90 天	已落实
1 月 20 日	通过政府效率部通过查账节省财政开支，目标是为政府节省 1 万亿美元	推进中
1 月 23 日	于达沃斯发言称希望将在美国生产的产品的企业税率降至 15%	待落实
1 月 23 日	于达沃斯发言称将要求立即降低利率，希望“消除”美国债务	待落实
2 月 3 日	签署行政命令以成立主权财富基金	推进中
2 月 12 日	共和党公布预算决议草案，寻求减税多达 4.5 万亿美元、削减强制支出削减 2 万亿美元，并计划将债务上限提高 4 万亿美元	待国会审议
2 月 19 日	发言称考虑将 DOGE 省下的 20% 资金分给美国人，也可能用 DOGE 节省资金的 20% 来偿还债务	待落实
2 月 19 日	指示国防部制定方案，在未来 5 年每年削减 8% 的国防预算	待落实
2 月 20 日	拟对美联储及美国黄金储备进行审计	待落实

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

1.5 外交动作较大，扰动战后国际秩序

在外交方面，特朗普上任后立刻推出一系列大动作，大搞“美国优先”和“孤立主义”，美国盟友纷纷中招，对战后国际秩序形成扰动。

在国际事务上频繁“退群”突显“孤立主义”。自今年1月特朗普任职以来，美国已退出包括世界卫生组织、联合国人权理事会等多个国际组织，突显以“美国优先”重塑规则，用单边主义替代多边框架的思路。在G20框架外，美国频繁跟俄罗斯单独接触，特朗普则与普京密谈乌克兰停火条件，另昔日盟友十分难堪。此外，特朗普还在国际事务和外交中不乏惊人举动或言论，包括将“墨西哥湾”更名为“美国湾”，以及在上任前即表示希望加拿大成为美国的第51个州，扬言“收回”巴拿马运河以及替代丹麦接管格陵兰岛等。

扰动战后国际秩序，或加速欧洲政治光谱右翼化。美国亲俄与疏远欧洲的策略超预期，美国副总统万斯在慕尼黑会议对欧洲提出严厉批评，导致欧洲政治光谱进一步右翼化。近期德国中右翼联盟党赢得大选，默茨宣布获胜，朔尔茨承认失利，选举排名第二的极右翼德国选择党主席魏德尔则表示愿参与联邦政府。此外，法国国民联盟、荷兰自由党等欧洲极右翼政党领导人日前也在西班牙首都马德里举行政党领导人峰会上高调宣扬反欧盟、反移民、反自由派精英等政治主张。在特朗普的影响下，伴随欧盟在俄乌谈判桌上的失意以及经济移民等社会压力，欧洲传统政党民意支持率走低，极右翼政治力量不断崛起，力图重塑欧洲政治版图。

表 5：特朗普上台后推出的主要外交与国际事务相关政策

日期	外交与国际事务相关政策	进展
1月20日	宣布退出世界卫生组织	推进中
1月20日	将“墨西哥湾”更名为“美国湾”	部分落实
2月4日	退出联合国人权理事会，并禁止未来向联合国近东巴勒斯坦难民救济和工程处（近东救济工程处）提供资金。	已落实
2月4日	要求北约国家将国防开支提高至GDP的5%	待落实
2月4日	提出“清空”加沙地带并由美国予以“接管”的言论，还表示不排除向加沙地带部署美国军队	待落实
2月5日	下令审查美国在联合国教科文组织中的参与情况	推进中
2月6日	制裁国际刑事法院	推进中
2月15日	单方面与俄罗斯就俄乌危机会谈，并索要乌克兰稀土50%所有权	推进中

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

1.6 环境与能源政策大致符合预期

在能源和气候政策上，特朗普彻底抛弃了拜登时代的绿色议程，重心是发展传统能源并力图降低通胀。特朗普上任后的一系列环境与能源政策，与竞选前的普遍预期基本相同。上任伊始，特朗普便退出《巴黎协定》，终结拜登政府“绿色新政”，并宣布美国首次在全国范围内进入能源紧急状态，重新开放联邦土地用于油气开采。随后，特朗普宣布建立国家能源主导委员会，将参与联邦政府所有形式能源的许可、生产、分配、监管和运输。对外方面，特朗普在达沃斯论坛上发言向 OPEC+ 施压增产以降低油价。

特朗普的能源政策有助于增加传统能源供给，压低国际油价并推动通胀的非核心部分下行，由此对冲减税和高关税带来的通胀压力，创造低通胀和低利率环境。可以说，能源政策能否顺利实施是特朗普一系列宏大施政框架中不可或缺的一环。不过从负面冲击来看，美国风电等新能源行业受到严重打击，同时相关决策也遭到了环保组织和欧盟的强烈批评。

表 6：特朗普上台后推出的主要能源与环境相关政策

日期	能源与环境相关政策	进展
1 月 20 日	宣布再次退出《巴黎协定》，并于 1 月 27 日正式退出	已落实
1 月 20 日	宣布美国首次在全国范围内进入能源紧急状态，动用一切必要资源建设关键基础设施，审查并废除所有给能源生产和使用带来负担的法规	已落实
1 月 20 日	撤销了外大陆架海域的海上风力区块的许可	已落实
1 月 20 日	鼓励在联邦土地和水域（包括外大陆架）进行能源勘探和生产	已落实
1 月 20 日	终结拜登政府“绿色新政”，取消新能源汽车税收抵免；撤销 2030 年电动汽车 50% 的目标；撤销汽车企业削减温室气体排放强制令	已落实
1 月 23 日	于达沃斯发言要求石油输出国组织（OPEC）降低油价	推进中
2 月 10 日	终止采购和强制使用纸吸管，称要“重回塑料时代”	已落实
2 月 14 日	建立国家能源主导委员会，将参与联邦政府所有形式能源的许可、生产、分配、监管和运输	推进中
2 月 15 日	解除拜登政府 6.25 亿英亩美国近海钻探禁令	已落实

资料来源：根据美国政府网站、官方媒体报道等公开资料整理

2. 美国经济叙事重回“软着陆”

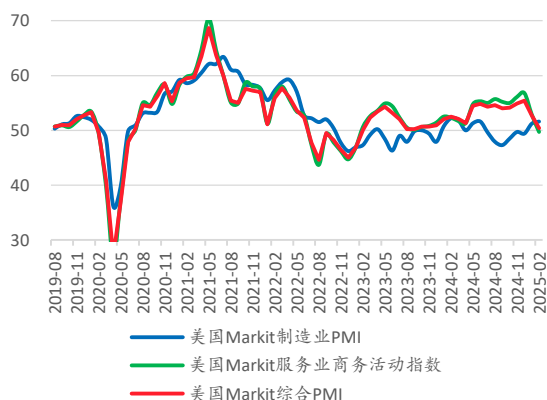
特朗普执政政策的预期差如何影响美国经济？近期主要美国经济数据趋冷，使市场对美国经济的看法从前期“特朗普交易”时期的强劲叙事逐步重回到“软着陆”路径下。具体看，主要表现在 PMI、消费者信心下滑、房地产数据回落、

零售销售减速等方面。经济减速主要源于减税和扩大投资等支持性政策弱于加征关税和减少财政支出等紧缩性影响，同时政府大规模部门改革形成的动荡和外交政策则增加了不确定性，对市场信心形成冲击。此外，近一个季度以来市场在“特朗普交易”下重回高利率也限制了房地产等行业的扩张。

2.1 PMI 及消费者信心下降

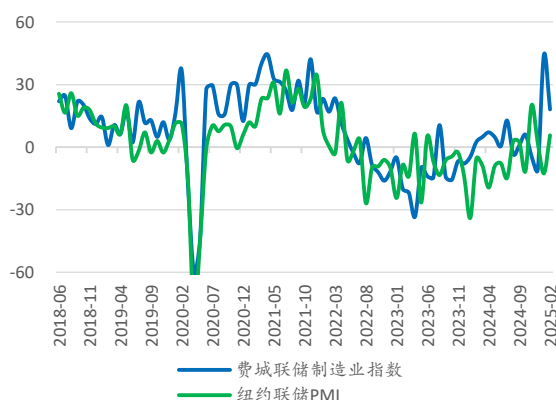
美国 2 月服务业 PMI 数据意外跌破荣枯线。美国 2 月标普全球制造业 PMI 初值 51.6（前值 51.2），服务业 PMI 初值 49.7（前值 52.9），综合 PMI 初值 50.4（前值 52.7）。尽管制造业 PMI 小幅回升，但服务业 PMI 自 2023 年 1 月以来首次跌破荣枯线。各地方联储制造业指数则喜忧参半。2 月费城联储制造业指数 18.1（前值 44.3），纽约联储制造业指数 5.7（前值-12.6），达拉斯联储制造业指数-9.1（前值 12.2），里奇蒙德联储制造业指数 6（前值-4）。

图 1：美国标普全球制造业与服务 PMI



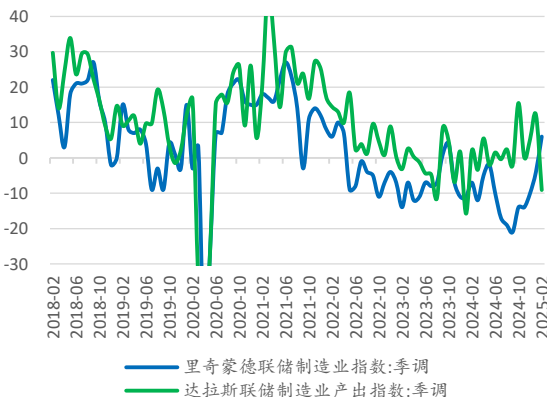
数据来源：标普全球，Wind

图 2：费城联储制造业指数与纽约联储 PMI



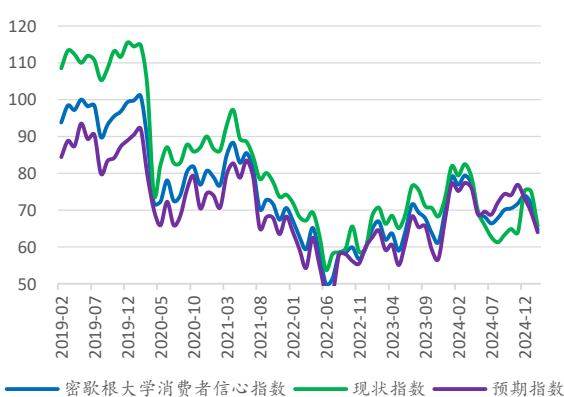
数据来源：纽约联储，Wind

图 3：里奇蒙德与达拉斯联储制造业指数



数据来源：标普全球，Wind

图 4：密歇根大学消费者信心指数

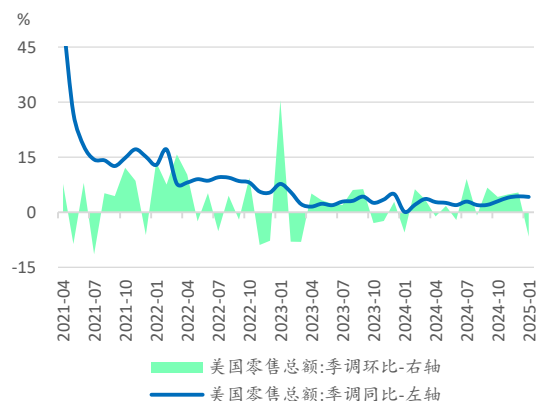


数据来源：密歇根大学，Wind

近期主要消费者信心指数全面回落。数据显示特朗普对于政府裁员、减少财政支出等政策正在影响消费者信心，2月密歇根大学消费者信心指数为64.7（前值71.7），现状指数65.7（前值75.1），预期指数64.0（前值69.5）。2月美国咨商会（Conference Board）消费者信心指数环比下滑7至98.3，预期指数下滑9.3至72.9，已低于该机构定义的80荣枯线。

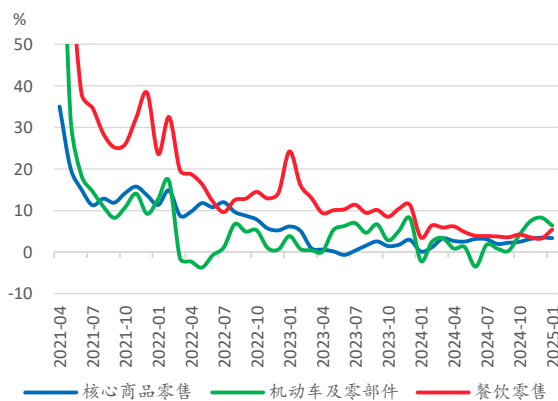
消费者信心对非餐饮类零售产生了负面影响。1月美国零售销售季调环比-0.9%（前值+0.7%），同比+4.2%（前值+4.4%）；核心零售季调环比-0.4%（前值+0.7%），同比+3.7%（前值+3.4%）。从分项看，核心商品零售同比+6.4%（前值+8.3%），汽车及零部件同比+3.4%（前值+3.5%），但餐饮零售回升，同比+5.4%（前值+3.3%）。

图 5：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图 6：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



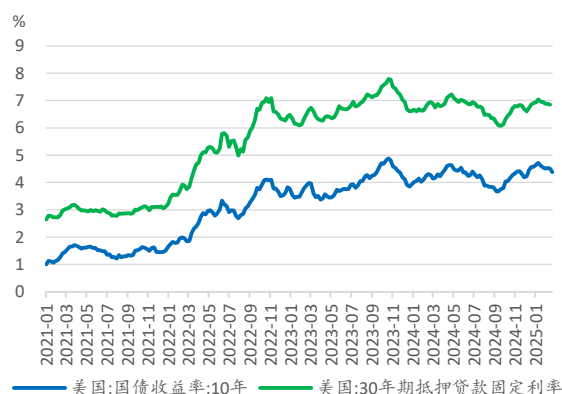
数据来源：美国人口普查局，Wind

2.2 房地产市场受前期利率回升影响趋冷

随着前期利率反弹，房地产景气度有所下滑。2024年10月以来的“特朗普交易”抬升通胀预期并由此推动美债利率反弹，市场利率亦回升，对应30年期住房按揭贷款利率由前期的6%附近升至7%。房地产景气度在高利率影响下有所下降，2月美国NAHB房地产指数降至42（前值47）。

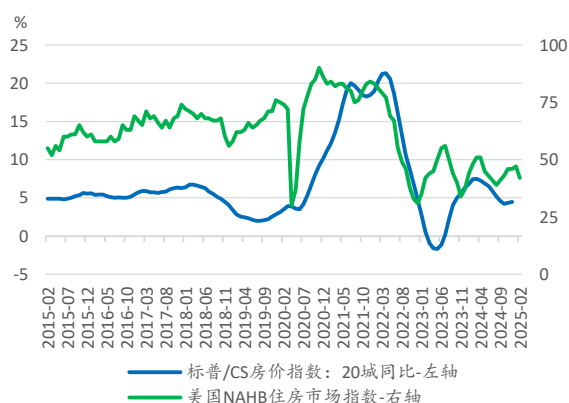
房地产新屋开工环比回落但营建许可回升。1月美国私人住宅新屋开工数量季调折年后为136.6万套（预期139万套，前值151.5万套），季调环比-9.8%（预期-7.3%，前值+16.1%）。营建许可年化总数148.3万套（预期146万套，前值148.2万套），季调环比+0.1%（预期-1.5%，前值-0.7%）。

图 5：美国国债收益率与房贷利率



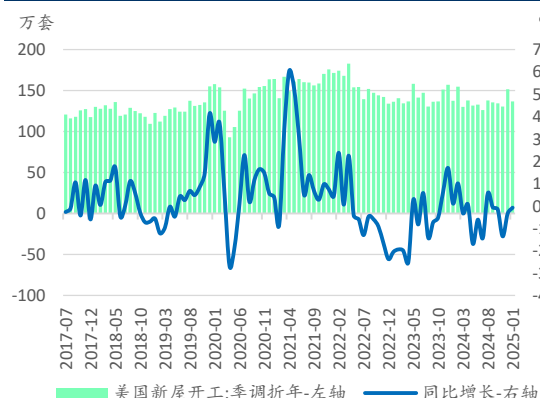
数据来源：美国财政部，房地美，Wind

图 6：美国主要房地产市场指数



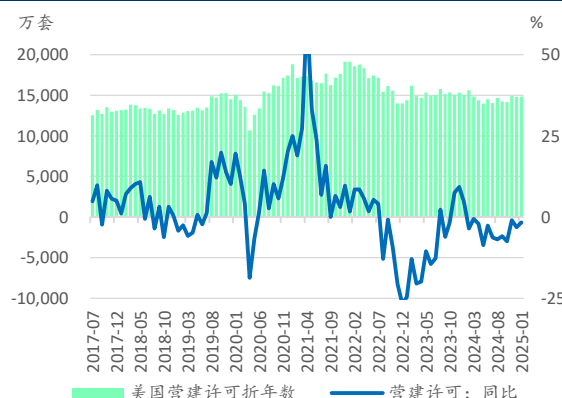
数据来源：纽约联储，Wind

图 7：美国月度新屋开工数量与同比



数据来源：美国商务部普查局，Wind

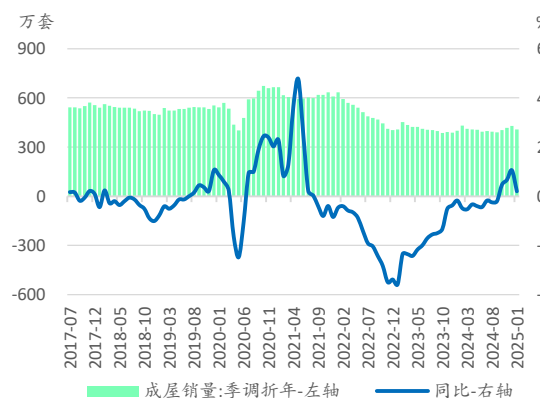
图 8：美国营建许可套数及同比



数据来源：纽约联储，Wind

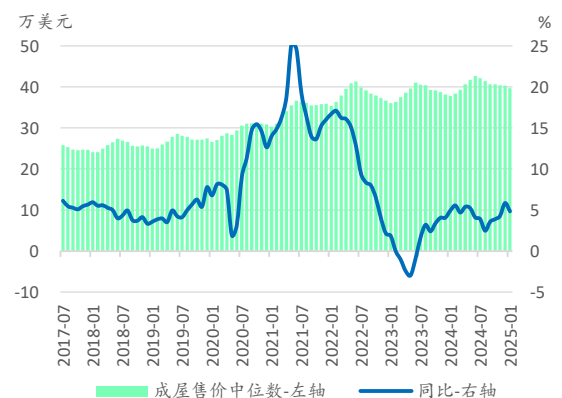
美国成屋销售遇冷，售价中位数同比下降。1 月美国成屋销售季调折年 408 万套（预期 410 万套，前值 429 万套），季调环比-4.9%（前值+2.9%），同比+2.0%（前值+10.6%）；成屋售价中位数 39.69 万美元（前值 40.37 万美元），同比+4.8%（前值+5.9%）。

图 9：美国月度成屋销售:季调折年与同比



数据来源：全美房地产经纪商协会，Wind

图 10：美国成屋销售中位数及同比

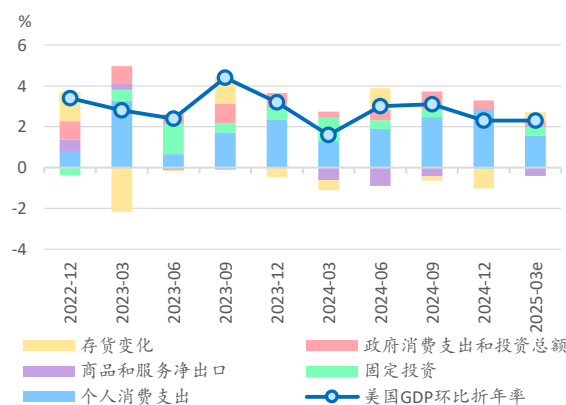


数据来源：全美房地产经纪商协会，Wind

2.3 前瞻性指标反映经济边际减速但仍有韧性

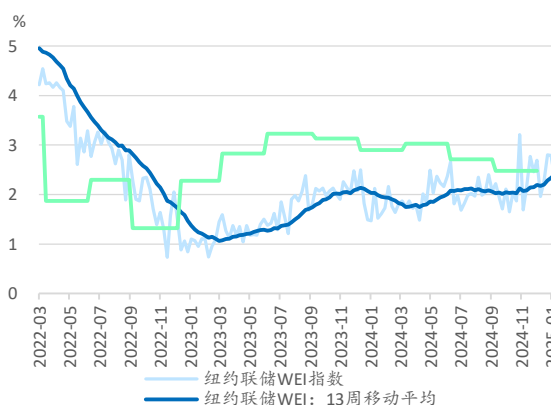
亚特兰大联储 2 月 19 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年一季度美国 GDP 预计季调年化环比+2.3%，较数周前接近 3% 的预期明显下降，而调降理由在于零售、工业生产等指标减速，从结构看一季度私人消费贡献（对季度环比年率）收窄至 1.54pp，较数周前下调了约 0.5pp，此外房地产投资的贡献也小幅下滑，与地产数据表现一致。另一项纽约联储发布的周度经济指数对 2 月前两周的预计平均增速下滑至 2.46%，低于 1 月后两周的 2.80%，不过好在更长期的 13 周移动平均趋势仍在回升。

图 11：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：亚特兰大联储，Wind

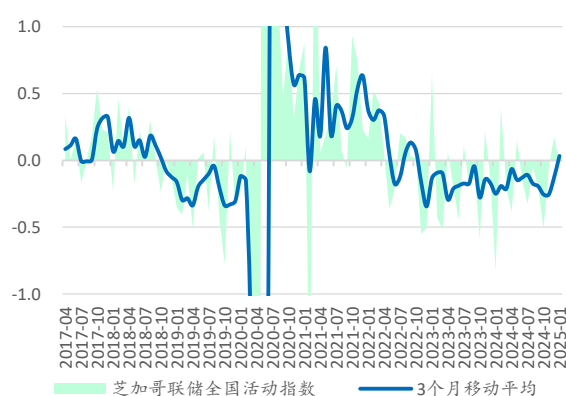
图 12：纽约联储 WEI 指数



数据来源：纽约联储，Wind

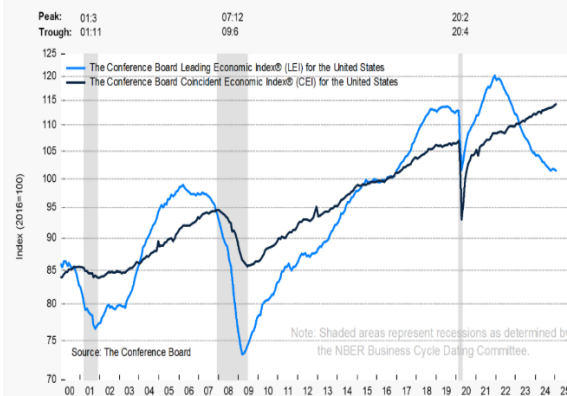
芝加哥联储与咨商会的前瞻性指标边际转弱。1 月芝加哥联储全国活动指数下滑至 -0.03（前值 0.18），其中最大的减分项来自于个人消费与房地产。1 月咨商会经济领先指数（LEI）则下滑至 101.5（前值 101.8），主要下滑分项为消费者预期，周工时，S&P500 指数和制造业新订单。

图 13：芝加哥联储全国活动指数



数据来源：芝加哥联储

图 14：咨商会经济领先指数



数据来源：美国咨商会

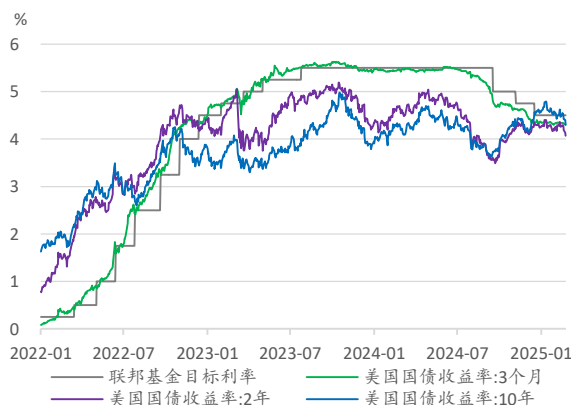
不过从两项指标的长期趋势看经济仍未脱离“软着陆”范围。其中，芝加哥联储全国活动指数的三个月移动平均值回升至 0.03（前值-0.13），而咨商会 LEI 年化 6 个月涨幅也呈现回升并脱离“衰退预期”区间，显示从偏长期的趋势看美国经济依旧在“软着陆”范围而并非指向衰退。

3. 如何看待后续的大类资产走势

随着特朗普一系列政策的落地以及未来政策不确定性仍持续影响，美国经济边际趋冷并重回“软着陆”叙事，全球持续一个季度以来的“特朗普交易”的特征也在不断调整中，多个大类资产已经出现阶段性转向。

首先是美债收益率见顶回落，当前对“软着陆”预期已计价相对充分。尽管美债收益率前期受通胀和关税叙事逻辑不断走高，但特朗普上任后市场对旧有逻辑钝化，反而担忧美国财政减支和政府裁员对经济的负面冲击，导致美债收益率回落。从走势看，10 年期美债收益率由前期接近 4.9% 的高点跌破至 4.4% 下方，短期美债则在美联储暂停加息后微幅回落，导致 10 年期与 2 年期及 3 个月美债收益率利差收窄，收益率曲线趋于平坦，也反映了市场对未来经济下行的担忧。市场预期美联储全年降息次数回到“特朗普交易”前的两次，分别在 6 月和 9 月，对于美国经济“软着陆”预期已相对充分，同时考虑到通胀预期并未大幅下行，预计后续利率下行空间有限。

图 15：邦基金目标利率与主要期限国债收益率



数据来源：亚特兰大联储，Wind

图 16：CME “美联储观察”工具显示的降息概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	95.5%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	19.6%	79.6%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.8%	54.7%	33.1%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	24.6%	48.2%	23.2%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	14.5%	36.7%	35.4%	11.3%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.2%	20.2%	36.4%	29.2%	8.4%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.3%	25.7%	33.9%	22.2%	5.6%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.4%	3.1%	12.2%	26.7%	32.5%	20.1%	4.9%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.9%	4.6%	14.4%	27.6%	30.6%	17.7%	4.1%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.2%	1.2%	5.6%	15.8%	27.9%	29.2%	16.3%	3.7%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.3%	1.6%	6.4%	16.8%	28.0%	28.2%	15.3%	3.4%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.5%	2.4%	8.1%	18.6%	28.0%	26.2%	13.4%	2.8%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.4%	2.2%	7.6%	17.7%	27.3%	26.3%	14.5%	3.7%	0.2%
2026/10/28	0.1%	0.4%	2.1%	7.1%	16.8%	26.4%	26.4%	15.5%	4.7%	0.5%
2026/12/9	0.3%	1.6%	5.8%	14.2%	23.9%	26.4%	18.4%	7.6%	1.6%	0.2%

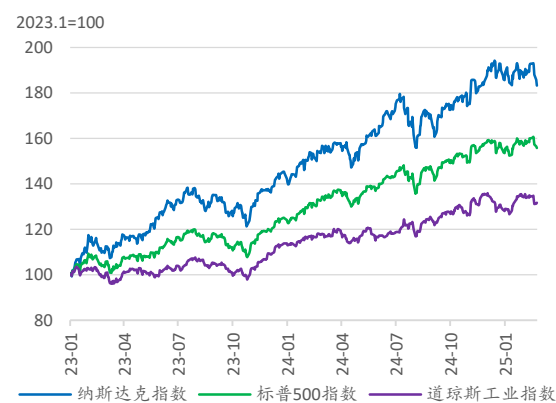
数据来源：纽约联储，Wind，日期为 2025.2.26

与美债收益率一同回落的还有美股和美元指数。美国纳斯达克、标普 500 和道琼斯工业指数自特朗普上台以来分别下跌 3.1%，0.7% 和上涨 0.3%。除了对美国经济前景由“再通胀”重回“软着陆”因素外，美股自身高估值以及对中国

科技股的转向也是一个重要因素。后续在通胀预期保持但经济减速预期下，美股预计仍将面临压力。

汇率方面，随着美债收益率回落，美欧、美日利差收窄也在推动美元指数下行。不过考虑到美债利率对“软着陆”的计价相对充分，以及特朗普在外交领域疏远欧洲盟友做法，预计美元相对欧元下行压力已充分释放；不过日元在日本通胀回升和日央行未来加息预期下存在升值空间，整体看美元指数仍有小幅下行空间。

图 15：美股三大指数相对涨幅



数据来源：Wind

图 16：美元指数及美欧、日欧利差（10 年期国债）



数据来源：纽约联储，Wind

黄金与原油或继续分化。近期黄金价格创新高，预计将保持高位。由于特朗普政策仍支撑通胀预期，但财政减支、经济降温和对美联储的潜在干预等因素，影响市场对美联储降息路径的判断（2025 重回两次降息），实际利率趋于下行，同时地缘关系不确定性仍高，或联合推动黄金价格易上难下。**国际原油价格易下难上。**在特朗普支持传统能源开采的一系列政策下，以及俄乌有望停战和 OPEC+增产预期下，原油价格 1 月中旬以来整体保持回落，预计未来整体趋势易下难上。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以

任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。