

宏观点评 20250319

德国 ZEW 投资者预期指数创两年内最高水平

2025年03月19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

- **1.2月核心零售销售好于预期:** 美国2月零售销售环比+0.2%，预期+0.6%，前值由-0.9%下修至-1.2%；核心对照组环比+1%，预期+0.4%，前值由-0.8%下修至-1%。其中，电子商务、健康及个人护理等项目大幅增长。
- **2.纽约联储制造业调查不及预期:** 3月纽约联储制造业指数录得-20，低于预期的-2和前值的5.7。其中，新订单指数下跌26至-14.9，出货指数下跌23至-8.5，库存指数上升5点至13.3，为两年多以来的最高值。企业对前景的乐观情绪继续下降。
- **3.股市波动预期下降:** 据彭博，在2月20日VIX指数的认购/认沽比率共同触及1年高点后，该比率已降至目前几乎减半，创下自去年11月以来最低，同样，对冲标普500ETF下跌10%的成本接近自2023年以来的最低水平。
- **4.美股的市场动荡事件与股市实际价值变动:** 尽管经历了多次市场崩溃，但长期来看，股市仍然呈现上升趋势。
- **5.美股资金流动:** 高盛的卖空篮子指数显示，过去两天美股出现了自去年7月以来最大的空头挤压。TQQQ交易员往往是逆向交易者，他们在股票崩盘时买入，在市场反弹时卖出。而现在这些逆向交易者正在买入，以期反弹。
- **6.德国财政支出扩张与商业景气度:** 在德国议会就旨在摆脱债务刹车机制的历史性立法进行辩论之际，ZEW投资者预期指数在3月份飙升至两年来的最高水平，达到3年来的高位51.6，高于市场预期的48.3，且较2月份的26.0近乎翻倍。
- **7.关税对欧盟的冲击:** 2025年初，欧盟对美国的货物贸易顺差达到了创纪录的高位，超过2000亿欧元，占欧盟27国GDP的1.1%。此外，美国的外国直接投资中，欧洲占比近三分之二，远超其他地区。美欧经济关系的主要特征是跨国企业的深度参与，而不仅仅是商品贸易往来。
- **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。

相关研究

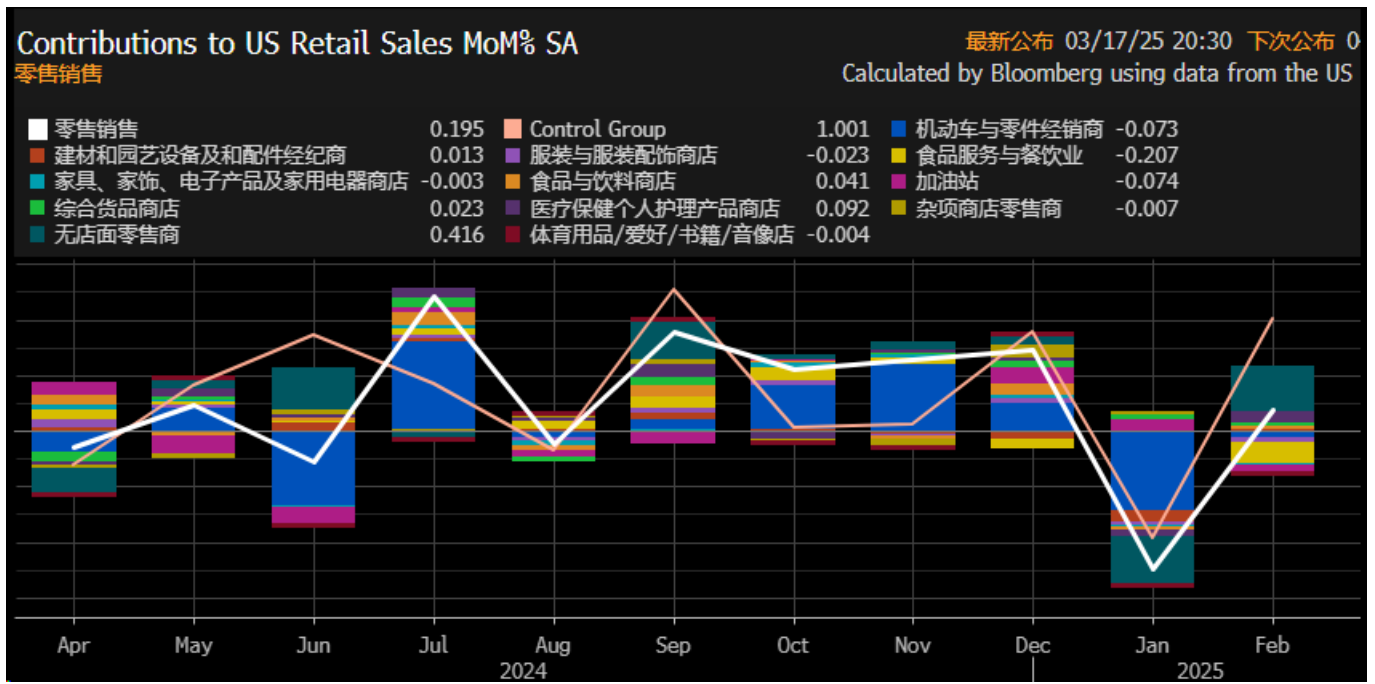
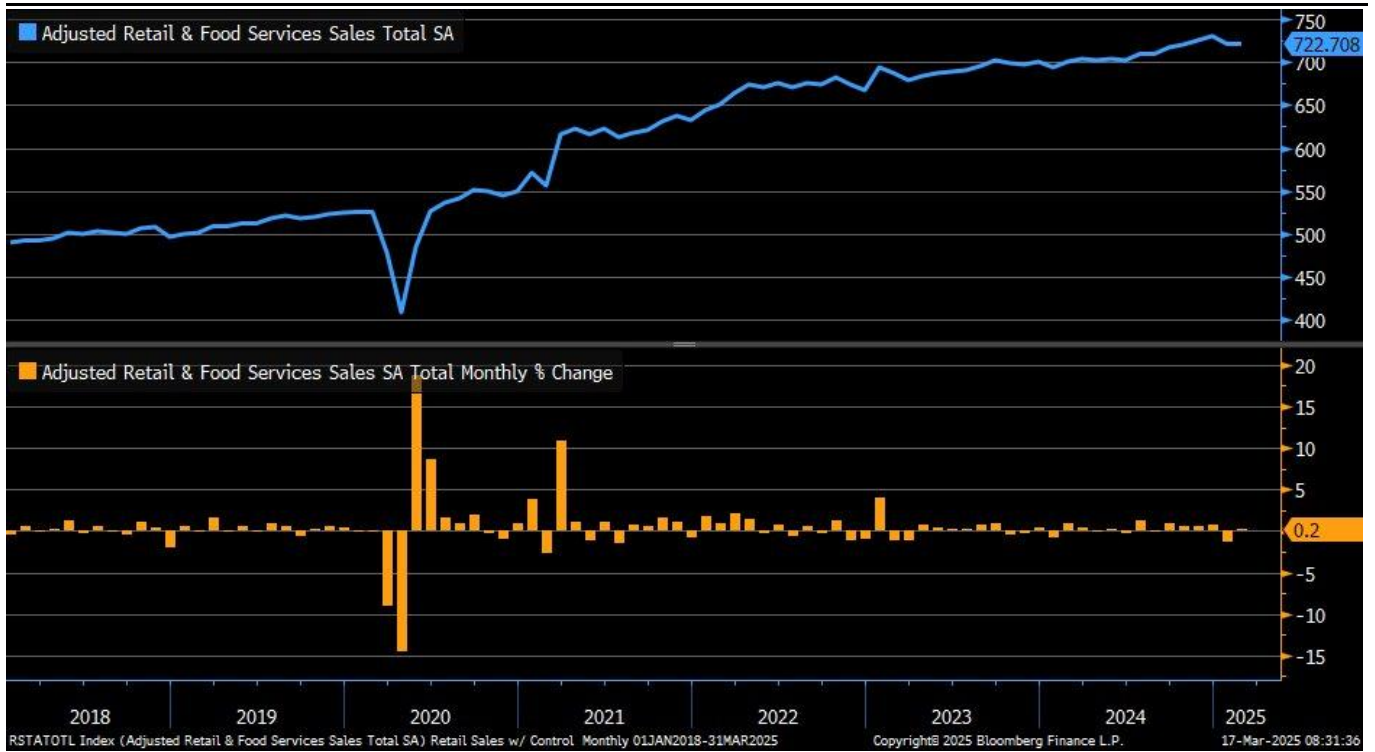
《开年经济的6条线索——1-2月经济数据点评》

2025-03-17

《通胀与关税担忧持续，黄金破3000创新高》

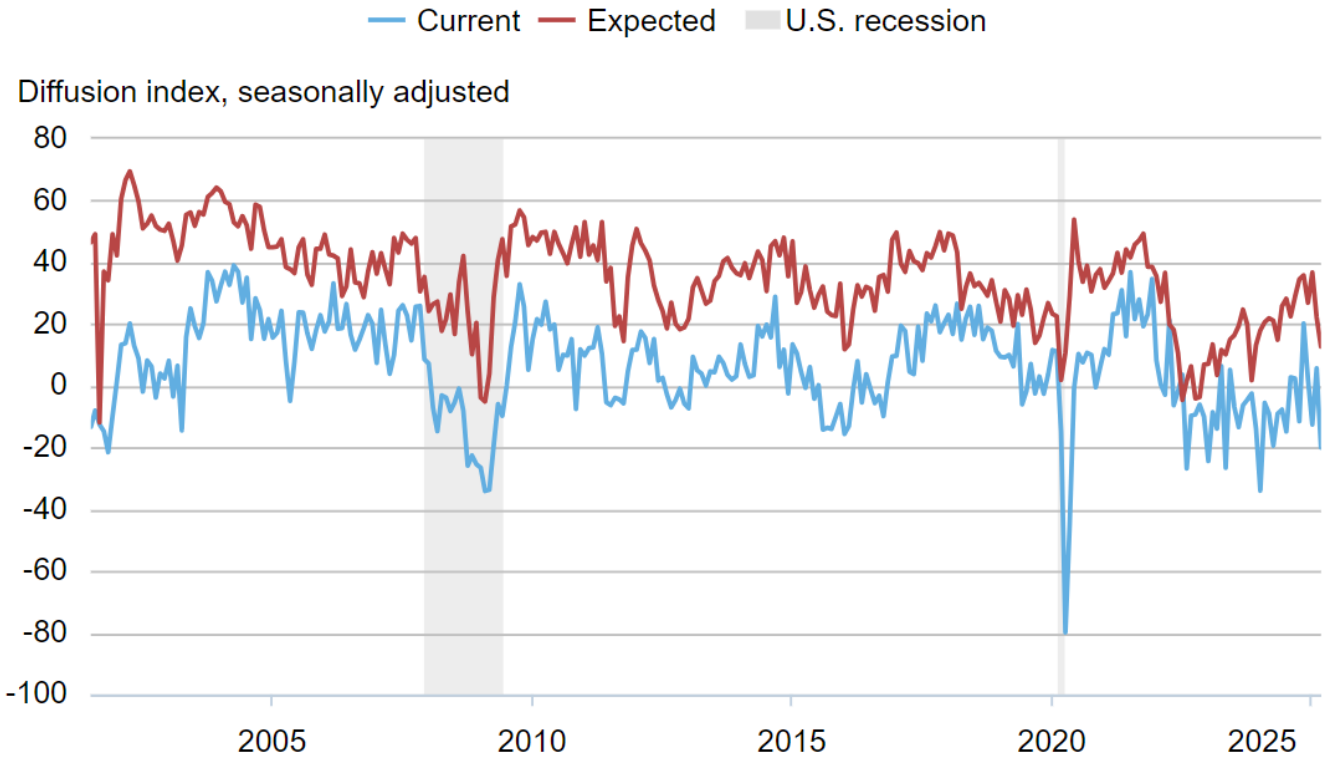
2025-03-16

图1: 美国2月零售销售环比+0.2%，预期+0.6%，前值由-0.9%下修至-1.2%；核心对照组环比+1%，预期+0.4%，前值由-0.8%下修至-1%。其中，电子商务、健康及个人护理等项目大幅增长。



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图2: 3月纽约联储制造业指数录得-20, 低于预期的-2和前值的5.7。其中, 新订单指数下跌26至-14.9, 出货指数下跌23至-8.5, 库存指数上升5点至13.3, 为两年多以来的最高值。企业对前景的乐观情绪继续下降。



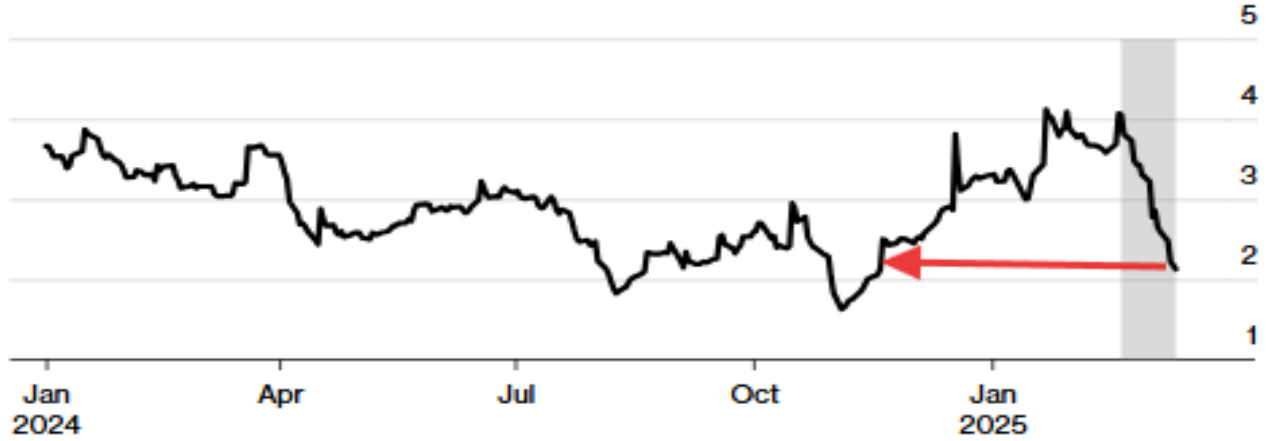
数据来源: FederaI Reserve Bank of New York、东吴证券研究所

图3: 据彭博, 在 2 月 20 日 VIX 指数的认购/认沽比率共同触及 1 年高点后, 该比率已降至目前几乎减半, 创下自去年 11 月以来最低, 同样, 对冲标普 500ETF 下跌 10% 的成本接近自 2023 年以来的最低水平。

VIX Bets

The ratio of outstanding VIX calls versus puts has fallen

▲ VIX call-to-put open interest ratio ■ Possible long call unwinds with market selloff



Source: Bloomberg

Falling Appetite for Protection

The cost of hedging against a 10% drop in the SPY ETF is near lowest since 2023

■ SPDR S&P 500 ETF Trust three-month 90/110 implied volatility



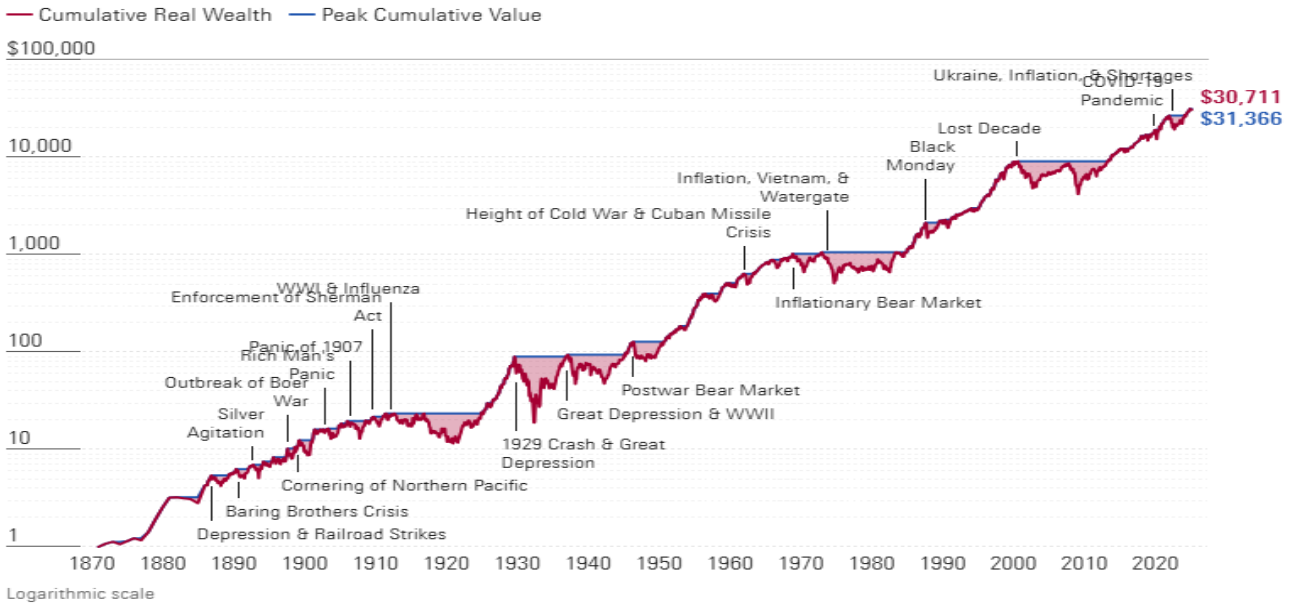
Source: Bloomberg

Bloomberg

数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图4: 据彭博, 在 2 月 20 日 VIX 指数的认购/认沽比率共同触及 1 年高点后, 该比率已降至目前几乎减半, 创下自去年 11 月以来最低, 同样, 对冲标普 500ETF 下跌 10% 的成本接近自 2023 年以来的最低水平。

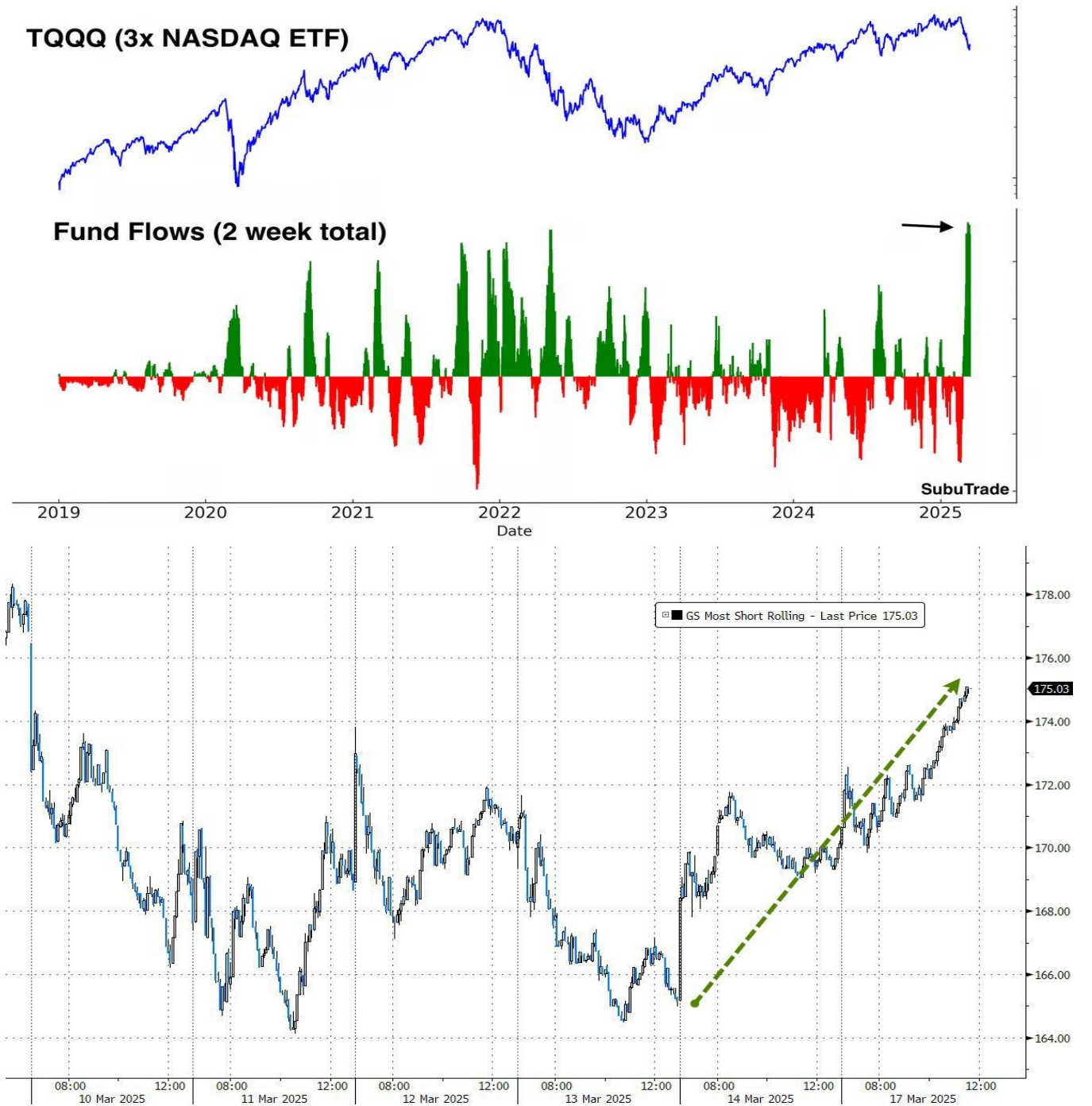
Market Crash Timeline: Growth of \$1 and the US Stock Market's Real Peak Values



Source: Kaplan et al. (2009); Ibbotson (2023); Morningstar Direct; Goetzmann, Ibbotson, and Peng (2000); Pierce (1982); www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm, Ibbotson Associated SBB1 US Large-Cap Stock Inflation Adjusted Total Return Extended Index, S&P 500 (2025), Bureau of Labor Statistics, Non-Seasonally Adjusted Consumer Price Index (2025). Data as of Feb. 28, 2025.

数据来源: Morningstar、东吴证券研究所

图5: 高盛的卖空篮子指数显示, 过去两天美股出现了自去年7月以来最大的空头挤压。TQQQ 交易员往往是逆向交易者, 他们在股票崩盘时买入, 在市场反弹时卖出。而现在这些逆向交易员正在买入, 以期反弹。

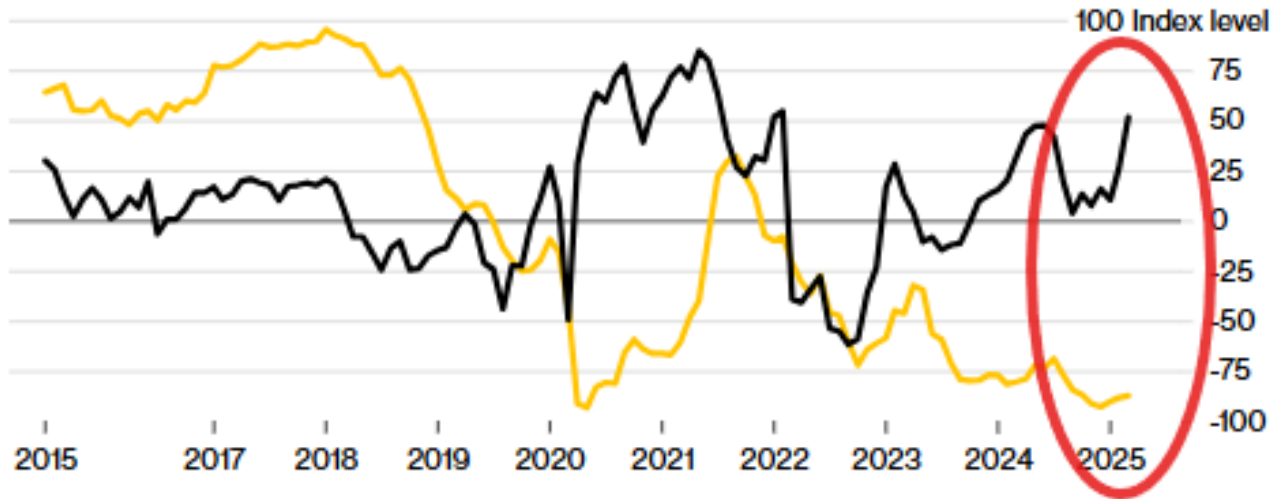


数据来源: Bloomberg、SubuTrade、东吴证券研究所

图6: 在德国议会就旨在摆脱债务刹车机制的历史性立法进行辩论之际, ZEW 投资者预期指数在3月份飙升至两年来的最高水平, 达到3年来的高位 51.6, 高于市场预期的 48.3, 且较2月份的 26.0 近乎翻倍。

German Investor Confidence Jumps

— ZEW Expectations — ZEW Current Situation

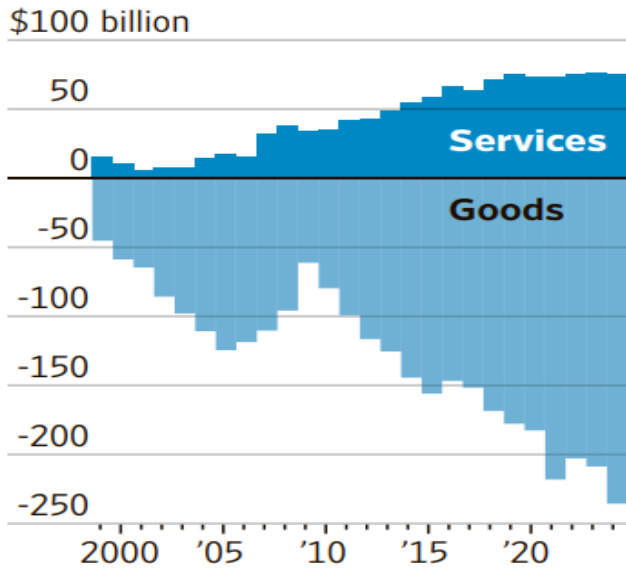


Source: ZEW

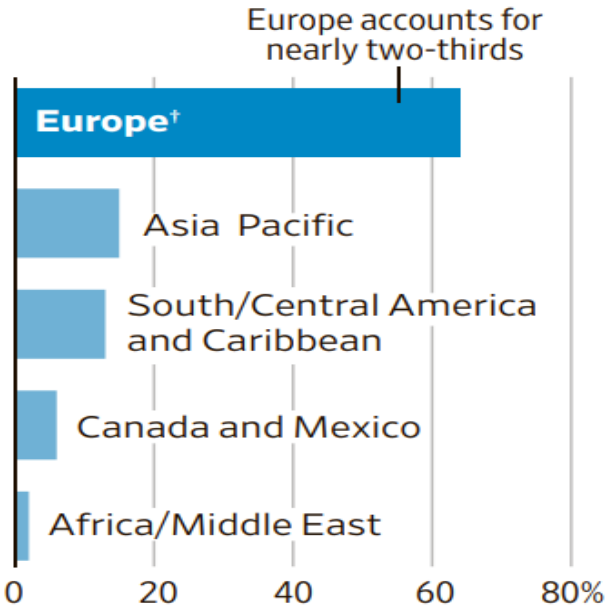
数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图7：2025年初，欧盟对美国的货物贸易顺差达到了创纪录的高位，超过2000亿欧元，占欧盟27国GDP的1.1%。此外，美国的外国直接投资中，欧洲占比近三分之二，远超其他地区。美欧经济关系的主要特征是跨国企业的深度参与，而不仅仅是商品贸易往来。

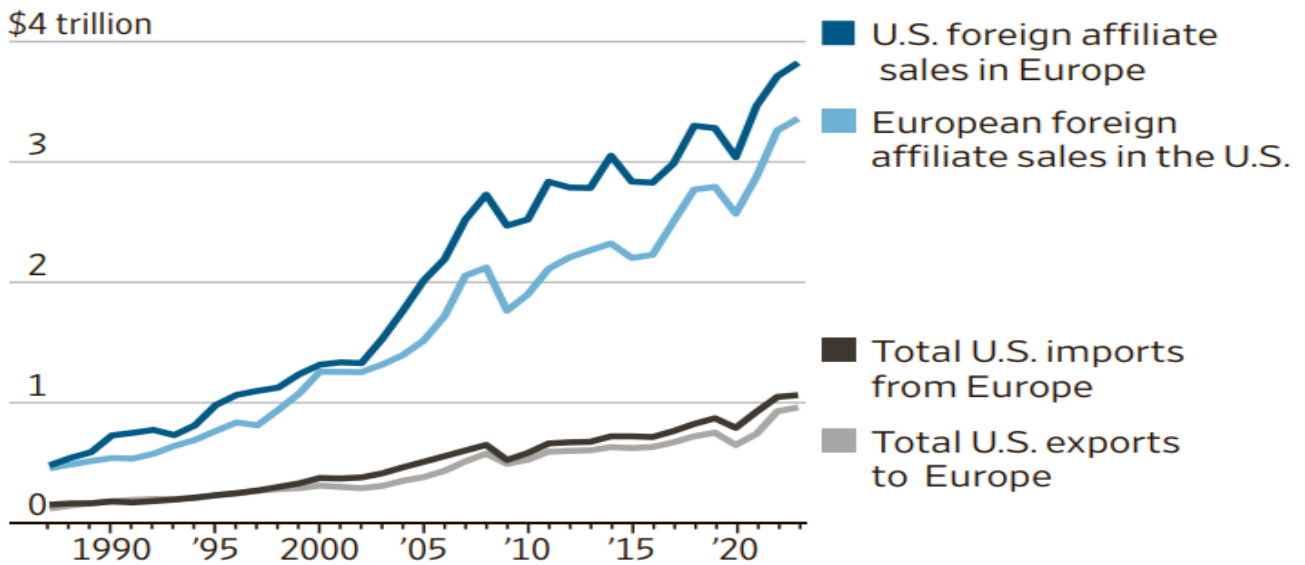
U.S. trade balance with the EU*



Foreign direct investment in the U.S.



Sales by U.S. and European companies that operate in each other's markets are much more valuable than trade flows[‡]



*Seasonally adjusted. Trade balance is the difference between exports and imports.
[†]Europe includes EU, U.K., Switzerland and Norway. [‡]2023 figures are estimates.
 Sources: Commerce Department (trade balance); AmCham EU, Commerce Department (foreign direct investment, sales)

数据来源：WSJ、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>