

海外周报 20250323

鸽派 FOMC 与关税细节扰动风险偏好，美股震荡止跌

2025 年 03 月 23 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

《美国 2 月成屋销售好于预期》

2025-03-22

《鸽派解读，更担忧增长而非通胀——2025 年 3 月 FOMC 会议点评》

2025-03-20

■ **核心观点：**本周美联储 FOMC 会议整体偏鸽，降息预期升温带动美债利率下跌；本周公布的美国经济数据整体好于预期但市场反应平淡，与此同时，随着 4 月 2 日“对等关税”临近，特朗普及其内阁官员陆续披露关税方案细节，关税政策的不确定性仍影响市场风险偏好，全周美股震荡小幅收涨，黄金延续创新高。短期看，4 月初美国 PMI、非农就业和对等关税等数据和政策密集出台，料加剧市场波动，美股、美债预计仍以震荡为主。

■ **大类资产：**鸽派 FOMC 会议带动降息预期升温，美债利率下跌。本周美联储 FOMC 会议如期维持利率不变、大幅放缓缩表步伐，发布会上 Powell 淡化短期通胀预期的飙升、表示通胀是“暂时的”，显示美联储开始关注关税对经济下行、而非仅是通胀上行的影响。整体偏鸽的会议带动降息预期升温，风险偏好短暂回升，美股震荡收涨，美债利率下跌。全周（3 月 17 日至 21 日）来看，10 年美债利率降 6.6bps 至 4.246%，2 年美债利率降 6.9bps 至 3.948%；标普 500、纳斯达克指数分别录得 0.51%、0.17% 涨幅；现货黄金延续上行，全周收涨 1.7%，最新录得 3024 美元/盎司。

■ **海外经济：**美国经济延续“硬数据”偏强，“软数据”走弱。本周公布的美国零售销售、地产开工和销售等数据整体好于预期，但市场景气数据则逊于预期，“硬数据”与“软数据”的分歧仍在持续。整体来看，美国经济基本面尚稳健，而特朗普政策的不确定性继续对居民和企业预期造成负面冲击。**增长方面，2 月美国零售销售、地产和工业产值数据整体好于预期。**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%；除汽车与油站销售环比+0.5%，预期+0.4%，前值由-0.5%下修至-0.8%；核心对照组（剔除餐饮服务、机动车、建材和油站消费）环比+1.0%，预期+0.4%，前值由-0.8%下修至-1.0%。其中，线上零售、健康及个人护理项目环比增长显著。地产方面，2 月美国新屋开工环比+11.2%，预期+1.4%，前值由-9.8%下修至-11.5%；建筑许可环比-1.2%，预期-1.4%，前值-0.6%，总体趋势略有下降；2 月成屋销售环比+4.2%，预期-3.2%，前值由-4.9%上修至-4.7%。2 月工业产值环比+0.7%，预期+0.2%，前值由+0.5%下修至+0.3%；其中，耐用品制造业产值环比+1.6%，机动车产值环比大涨+8.5%。**景气指数方面，经济领先指数弱于预期，地产市场景气度延续走弱。**2 月美国咨商会领先指数环比-0.3%，预期-0.2%，前值-0.2%。其中，消费者预期、制造业 PMI 新订单指数等是主要拖累项。3 月 NAHB 美国房产市场指数录得 39，连续第二个月下降，为去年 8 月以来新低。本周数据公布后，纽约联储 Nowcast 模型将 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.69%再度上调至+2.72%；截至 3 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 最新预测值为-1.8%。

■ **海外政治：**特朗普透露更多“对等关税”细节，德国财政改革最终落定。随着 4 月 2 日特朗普政府预告的“对等关税”（Reciprocal Tariffs）实施期限临近，特朗普本人及其核心内阁成员近期的经贸政策表态持续引发市场关注。本周，特朗普重申将在 4 月 2 日征收广泛的对等关税，并针对特定行业征收额外关税，认为相关关税行为有助于美国经济和国民摆脱“欺骗”。值得关注的是，特朗普在最新表态中首次明确政策将具备“灵活性”（Flexibility）¹。内阁官员中，财长贝森特在采访中即对即将推出的对等关税进行了阐述。他表示，特朗普将于 4 月 2 日给予贸易伙伴国家一个对等关税号码，该号码将反映这些国家自身的税率、非关税贸易壁垒、货币惯例和其他因素，但可以通过谈判避免“关税壁垒”²。同时，贝森特也表示并不担心关税对股市的冲击。综合来看，对等关税在 4 月 2 日落地基本已经“板上钉钉”，但是具体的政策细节仍有较大的不确定性。欧洲方面，本周德国联邦参议院正式通过“债务刹车”改革法案。该法案将超过德国 GDP 规模 1% 的国防开支从“债务刹车”限

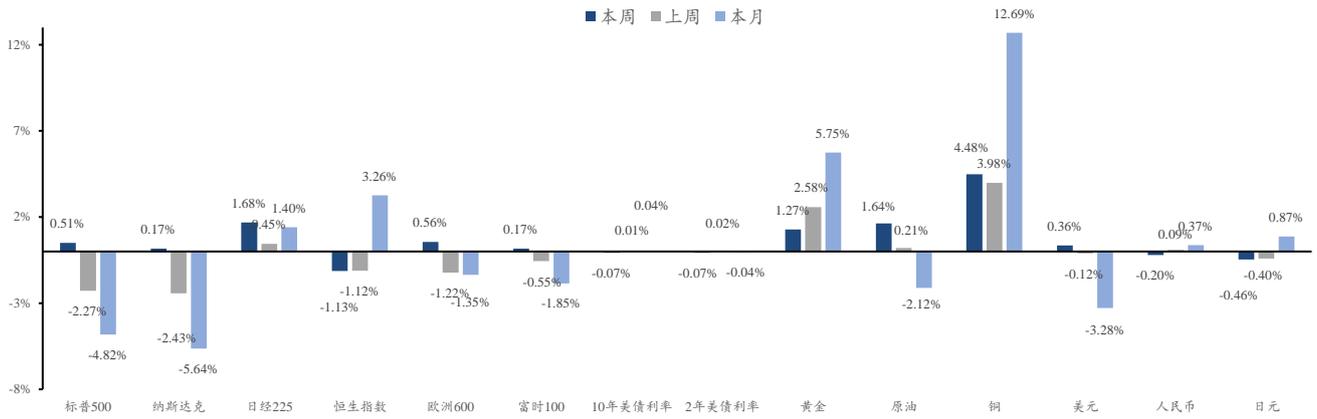
制中豁免，并设立 5000 亿欧元特别基金用于基础设施建设。这一政策调整标志着德国自 2009 年实施“债务刹车”以来，首次突破财政纪律框架，为欧洲最大经济体开启大规模支出计划扫清制度障碍。从地缘政治维度看，此次改革是对特朗普政府上台后跨大西洋关系重构的直接回应。随着美国对北约集体防御承诺的不确定性增强，作为北约核心成员国的德国亟须强化欧洲自主防务能力。**短期看，欧元区整体财政扩张的转向与特朗普“紧财政”的分化或继续对全球资本流动带来影响，但二季度需关注欧美财政思路分化从叙事到实践落地的预期差。**

- **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.cnbc.com/2025/03/21/trump-says-therell-be-flexibility-on-reciprocal-tariffs.html>

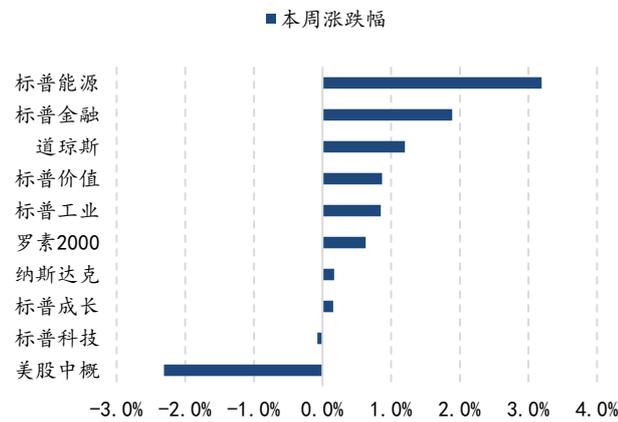
² <https://thehill.com/business/5201212-bessent-trump-reciprocal-tariffs/>

图1: 全球大类资产表现一览



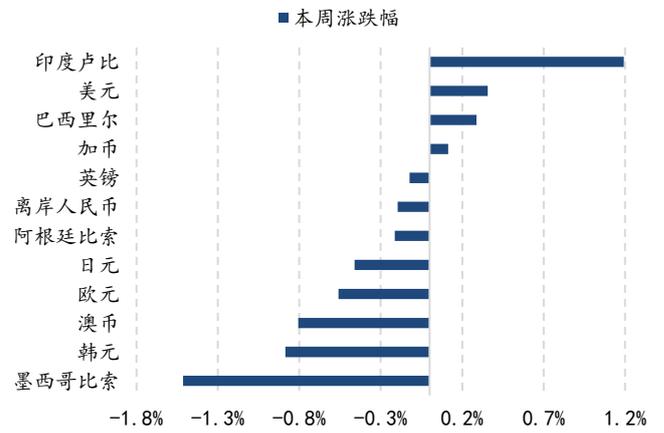
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

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



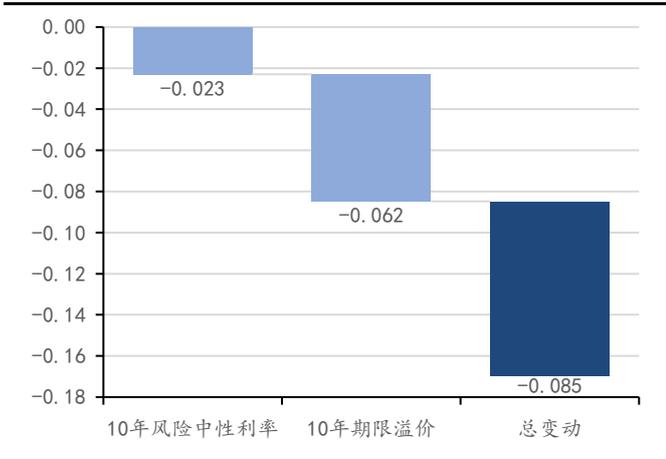
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



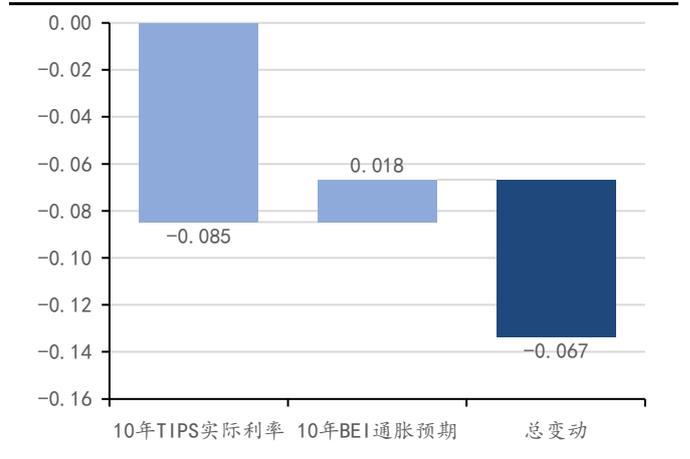
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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)



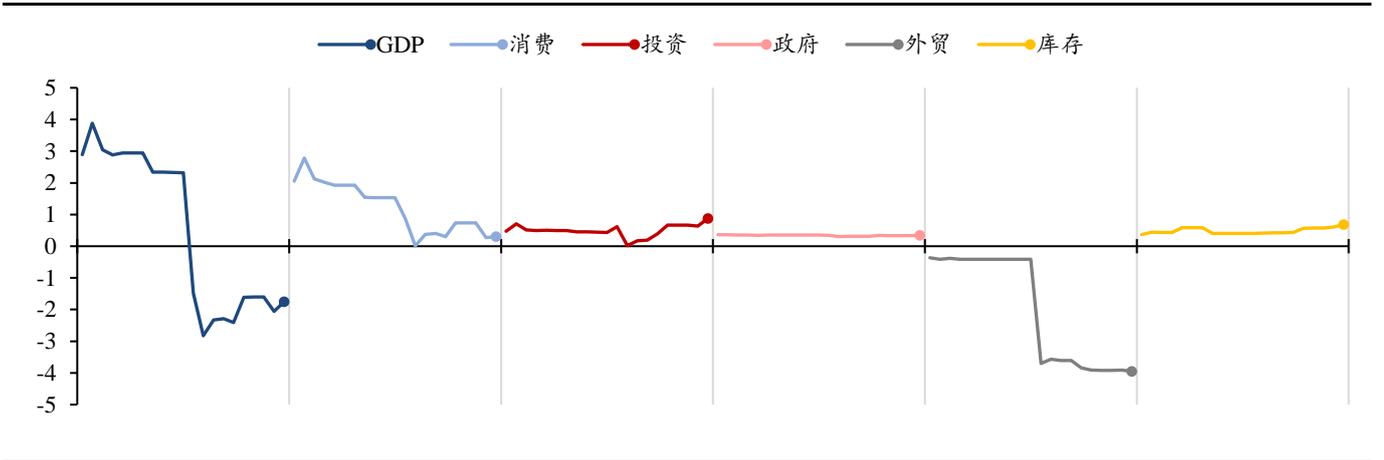
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



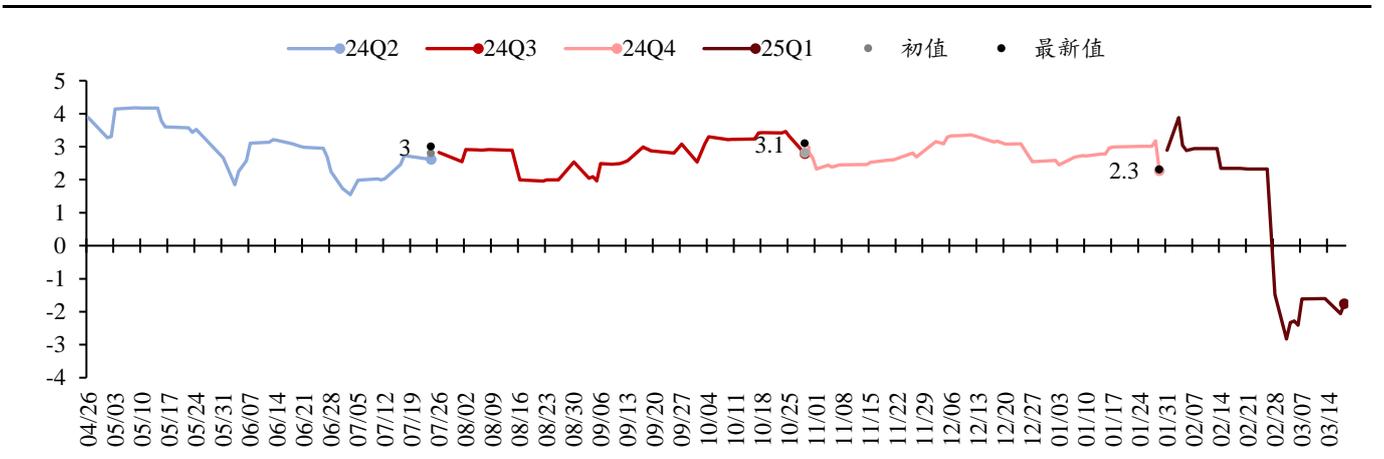
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



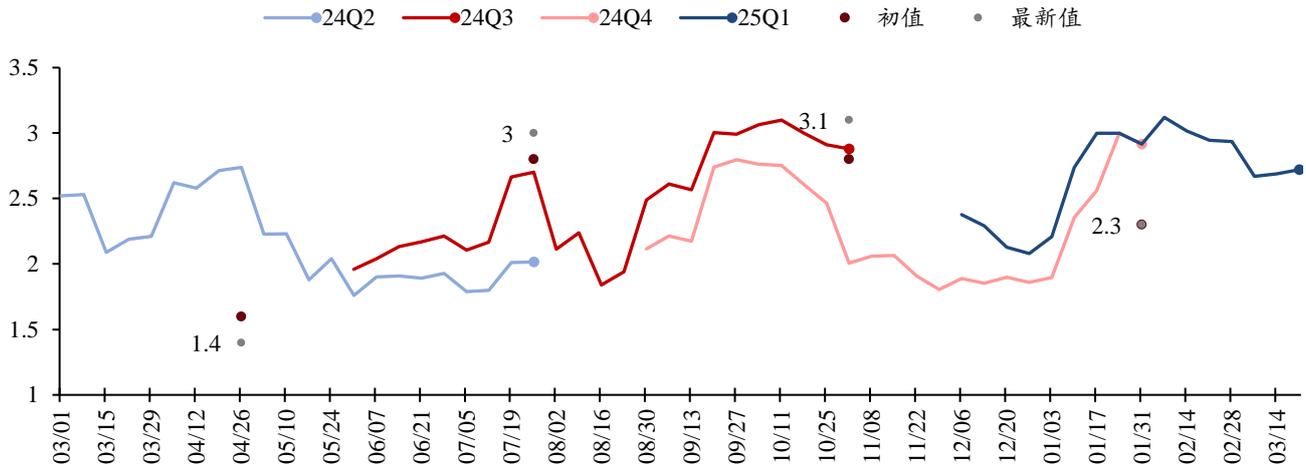
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为 3 月 18 日, 纵轴单位%, 季调环比年率

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



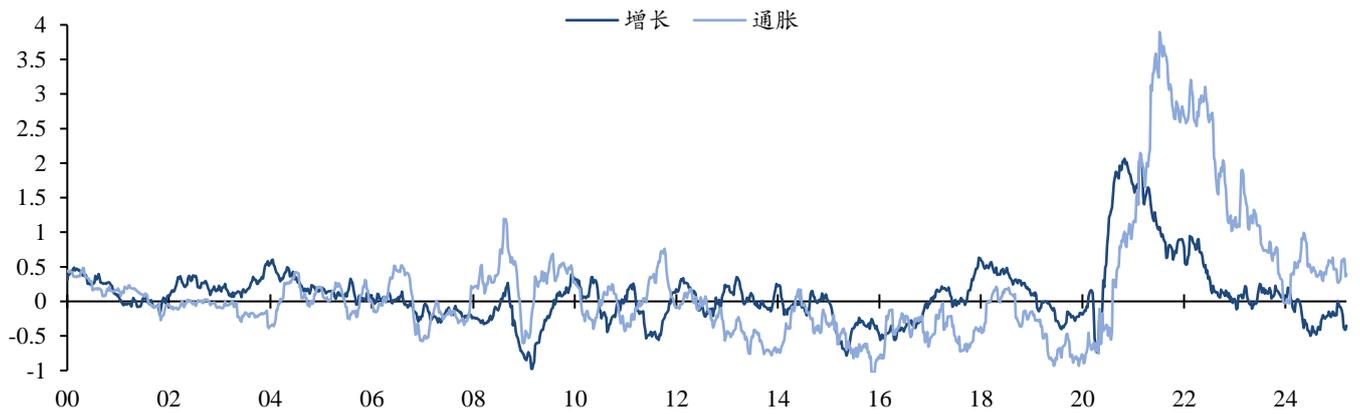
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

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



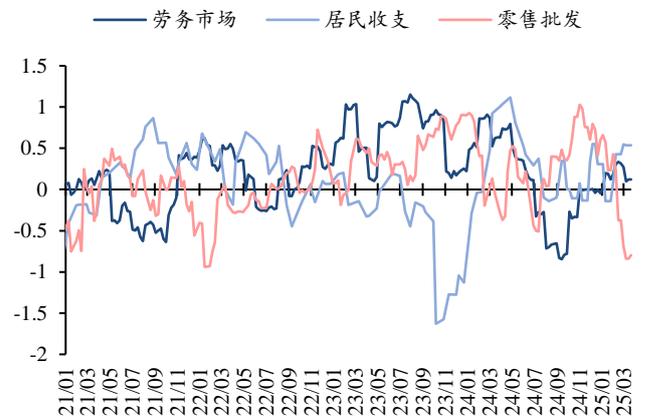
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



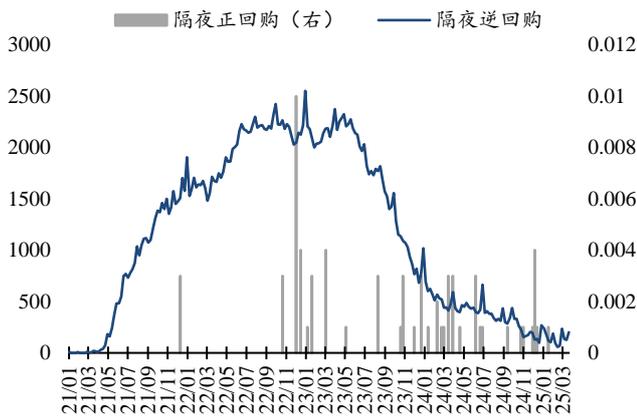
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



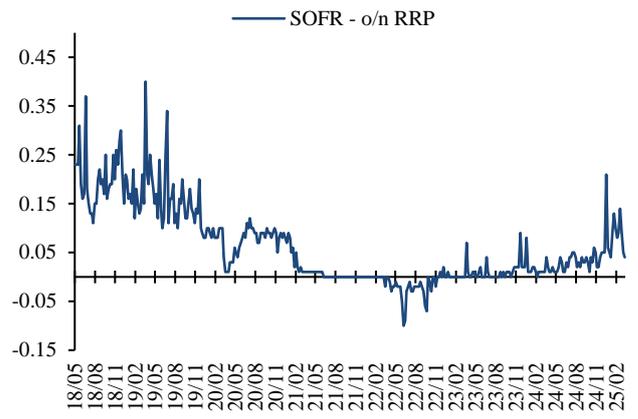
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 纽约联储每日回购情况



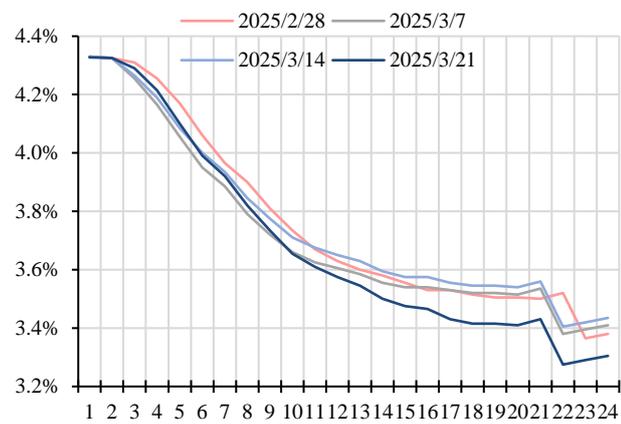
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图14: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



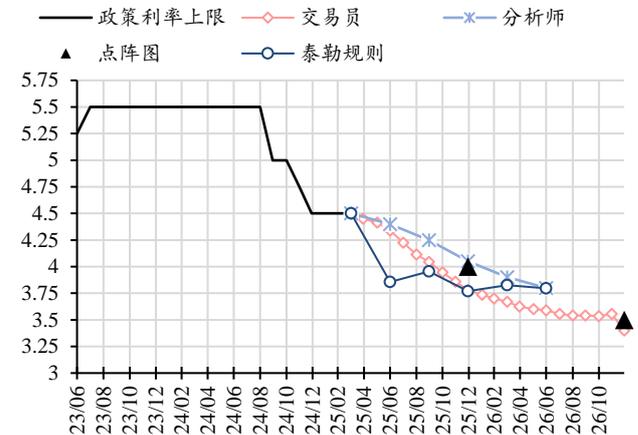
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图15: 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16: 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>