

海外分析师大幅下调美国经济增长预期

2025年03月30日

- 核心观点：**本周公布的美国经济数据延续偏弱，再度逊于预期的2月居民消费数据令市场对美国经济增长的担忧升温，引致美债利率、美股和美元大跌。最新公布的彭博海外分析师调查大幅下修今年各季度美国增长预期，小幅上调通胀预期，并维持年内首次降息在25Q3不变。向前看，我们认为在关税不确定性冲击和紧财政预期影响下，二季度美国经济面临的下行风险较大，但在幅度上仍是“退而不衰”；下半年以减税为代表的财政宽松预期料再度支撑增长预期回升。下周关注3月美国非农就业以及4月1日、4月2日美国优先贸易政策阶段性报告和“对等关税”实施细则，密集的经济数据和关税政策料加剧短期市场波动。
- 大类资产：**弱于预期的消费数据叠加关税冲击下，美股难止跌，金价续创新高。前半周，美股迎来暂时性反弹，但周五在不及预期的2月PCE数据和密歇根大学消费者信心指数终值公布后，美国经济走弱预期再度升温，引致美股、美债利率和美元指数同步大跌，降息预期升温。全周（3月24日至28日）来看，10年美债利率微升0.3bps至4.249%，2年美债利率降3.6bps至3.912%，美元指数微跌0.04%；标普500、纳斯达克指数分别跌1.53%、2.59%；现货黄金延续上行，全周收涨2.08%，最新录得3086美元/盎司。
- 海外经济：**2月美国消费数据延续偏弱，分析师和美联储模型大幅下调25Q1美国GDP增长预期。本周公布的美国企业端数据好于预期，居民消费则延续偏弱：2月耐用品订单环比+0.9%，预期-1%，前值+3.3%；2月新屋销售环比+1.8%，预期+3.5%，前值由-10.5%上修至-6.9%；周五公布的2月PCE居民个人收入环比+0.8%，好于预期的+0.4%；支出环比+0.4%，预期+0.5%，前值由-0.2%下修至-0.3%；实际个人支出环比+0.1%，预期+0.3%，前值由-0.5%下修至-0.6%。再度不及预期的居民消费令市场对美国经济走弱的预期再度升温。**增长方面，分析师大幅下修今年美国增长预期。**①**模型：**主要受下修的地产销售和不及预期的2月PCE消费数据影响，本周亚特兰大GDPNow模型将25Q1美国GDP预测值大幅下修至-2.8%，其中经黄金进口修正过的预期值为-0.5%；而主要受耐用品订单和居民收入数据提振，本周纽约联储Nowcast模型将25Q1美国GDP预测上调至+2.86%。②**分析师：**根据彭博在3月21-26日对85名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期25Q1-25Q4美国GDP季环比年率增速分别为1.2→1.5→1.7→1.8%，均较上月预测值大幅下修，其中25Q1预测值下修1%；预期未来1年美国经济陷入衰退概率25%，持平前值。**通胀方面，分析师小幅上修未来几个季度通胀预期。**①**分析师：**最新分析师一致预期25Q1-25Q4美国CPI同比增速分别为2.8→2.8→3.1→3.0%，PCE同比增速分别为2.4→2.5→2.7→2.7%，其中，对2025Q2-2025Q4的CPI和PCE预测值上修0.1%-0.2%不等。②**交易员：**最新通胀掉期显示，交易员预期3-4月CPI同比分别为+2.46%、+2.49%，即预期3-4月美国通胀有望显著降温。我们预计3-4月美国通胀仍能在近期需求降温、油价下行、居住通胀的趋势下行和基数效应下走低，但5月以后特朗普减税、关税的通胀效应逐步显现，通胀黏性料再度重现。**货币政策方面，分析师维持首次降息在2025Q3的预测。**①**模型：**参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引25Q2-25Q4美联储政策利率上限分别为3.98→4.06→4.18%。②**分析师：**最新分析师一致预期25Q2-25Q4美联储政策利率上限分别为4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在25Q3。从分布来看，预测25Q2降息0次、1次的分数分别为40、28人。③**交易员：**最新联邦基金期货模型显示，交易员预期2025年6月降息概率为86%，到12月累计降息2.93次/73bps，相较分析师对年内降息节奏和幅度更为乐观。向前看，4月初的就业数据和关税料加剧市场波动；中期看，特朗普紧财政预期料贯穿25Q2，抑制需求预期、冲击美股风险偏好，叠加移民和政府裁员对非农就业的阶段性冲击与通胀的趋势下行，二季度经济走弱预期下，我们预计降息仍有望前置至25Q2，全年降息1-2次。

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

《走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？》

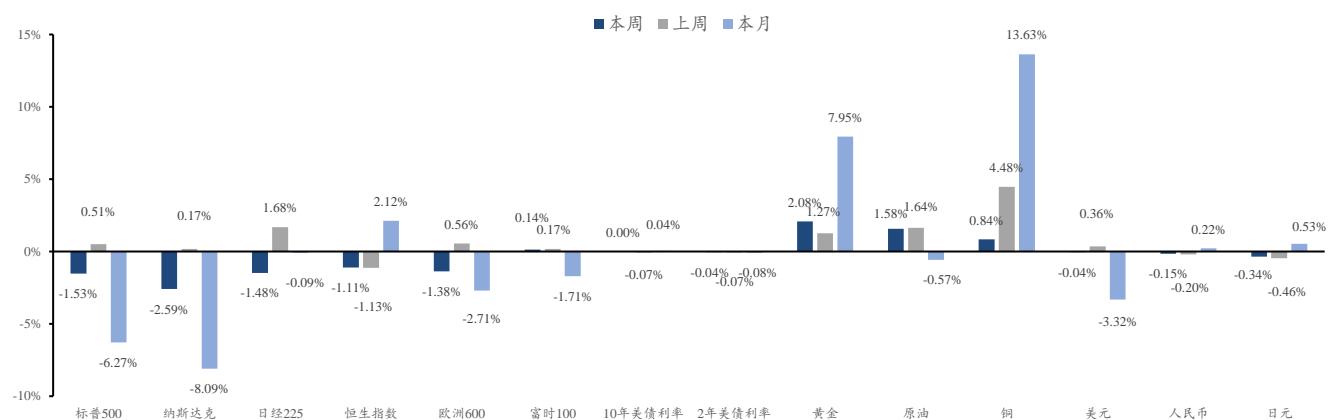
2025-03-26

《权益市场风格如何切换？》

2025-03-24

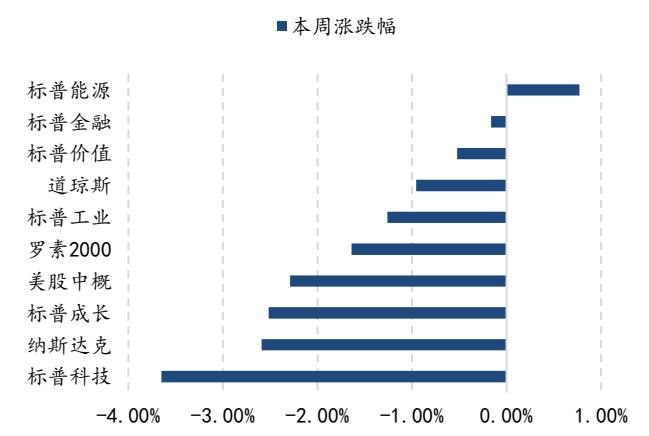
- **海外政治：**下周关注美国优先贸易政策阶段性报告、对等关税方案落地。下周特朗普 2.0 时代的美国贸易政策实践将陆续浮出水面。根据 1 月 20 日白宫发布的《美国优先贸易政策》备忘录，4 月 1 日，美国贸易代表、商务部和财政部将提交相关贸易领域的审查报告，包括调查美国商品贸易逆差持续巨大的原因及其对国家安全的影响、审查其他国家的不公平贸易行为与补救措施、审查美国贸易协定以“保持互惠互利让步的一般水平”、审查对美国公司的歧视性税收制度和外汇政策等。此外，将提交的报告还包括对有关改变中国永久正常贸易关系地位的立法提案的评估。4 月 2 日，特朗普提出的“对等关税”方案即将落地。根据 2 月 13 日白宫发布的《互惠贸易和关税》备忘录，“对等关税”实施细则关注 4 个领域的“不平等”贸易关系：与美国的关税差异、增值税、非关税贸易壁垒，以及不利于美国的汇率政策。近日，美国财政部长贝森特针对“对等关税”透露了更多细节，包括重点关注对美国贸易逆差贡献最大的 15%，即“dirty 15”，但并未透露具体是哪些国家。而与美国贸易关联度较大的一些国家已经开始向关税“服软”：印度表示若能豁免对等关税，愿意降低对美农产品进口关税；英国财政大臣周四表示，英国正与特朗普团队进行紧急谈判，以避免额外关税的打击；彭博报道欧盟着手制定让步“条款清单”以换取美国取消部分关税。综合来看，由于缺少更多细节，市场对于加征“对等关税”的形式和力度仍存在较大分歧。我们倾向于认为，4 月 2 日“对等关税”的落地是特朗普 2.0 关税政策新阶段的开启而非阶段性的落幕，关税的落地更多是“雷声大、雨点小”；特朗普大概率推出一个具有威慑力的“对等关税”方案，并以此为基础推进与贸易对手方的谈判。今年年内最终实际落地的关税力度料不会太大。
- **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。

图1：全球大类资产表现一览



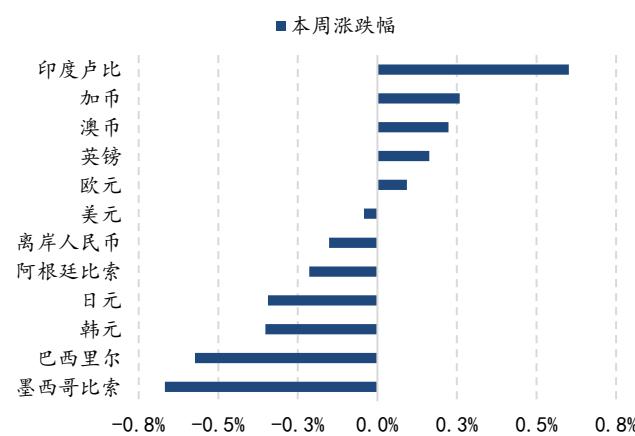
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



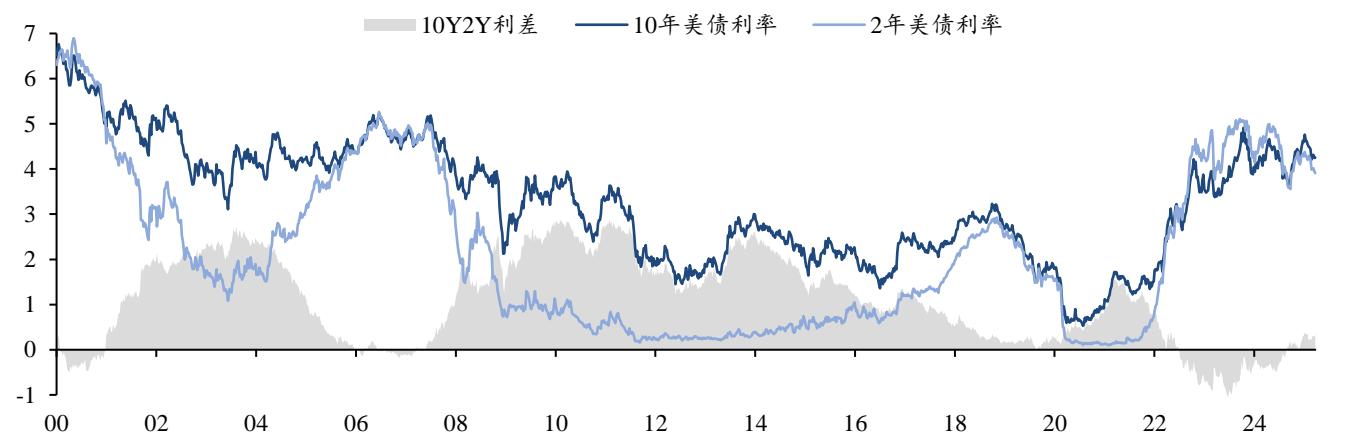
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅



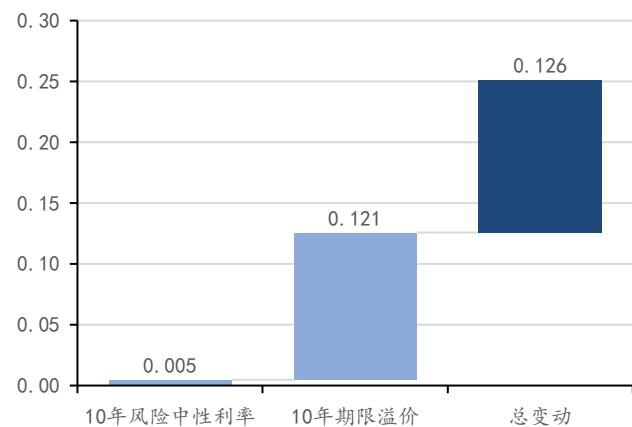
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图4：10年、2年美债利率与利差



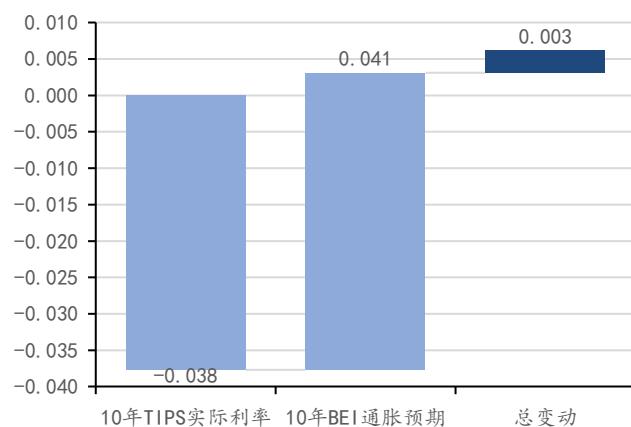
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

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)



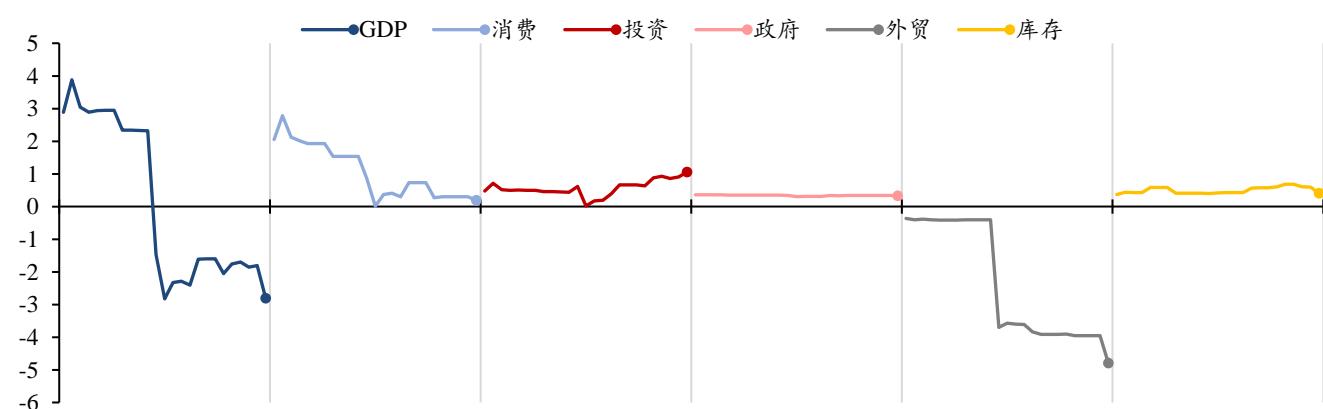
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



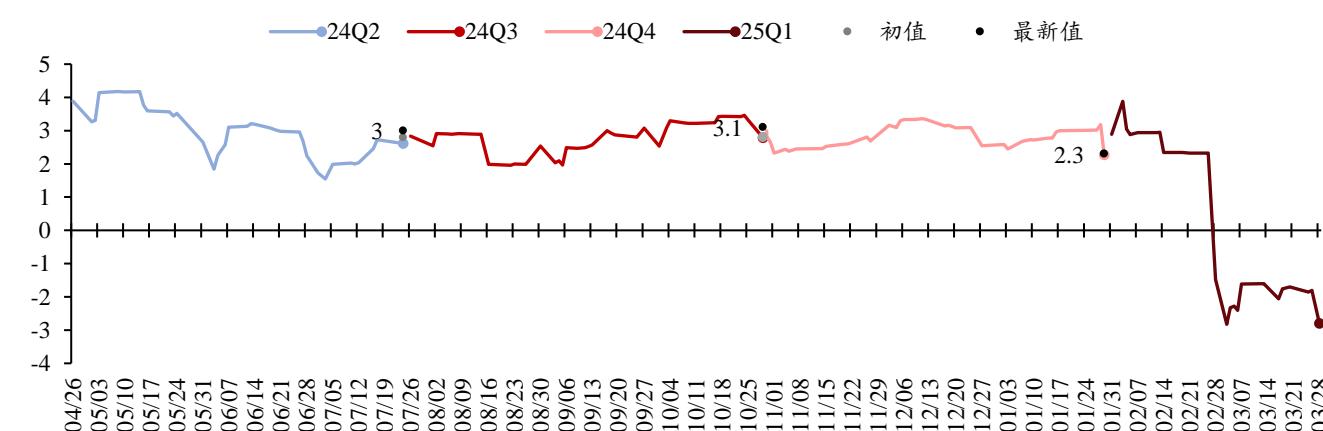
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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



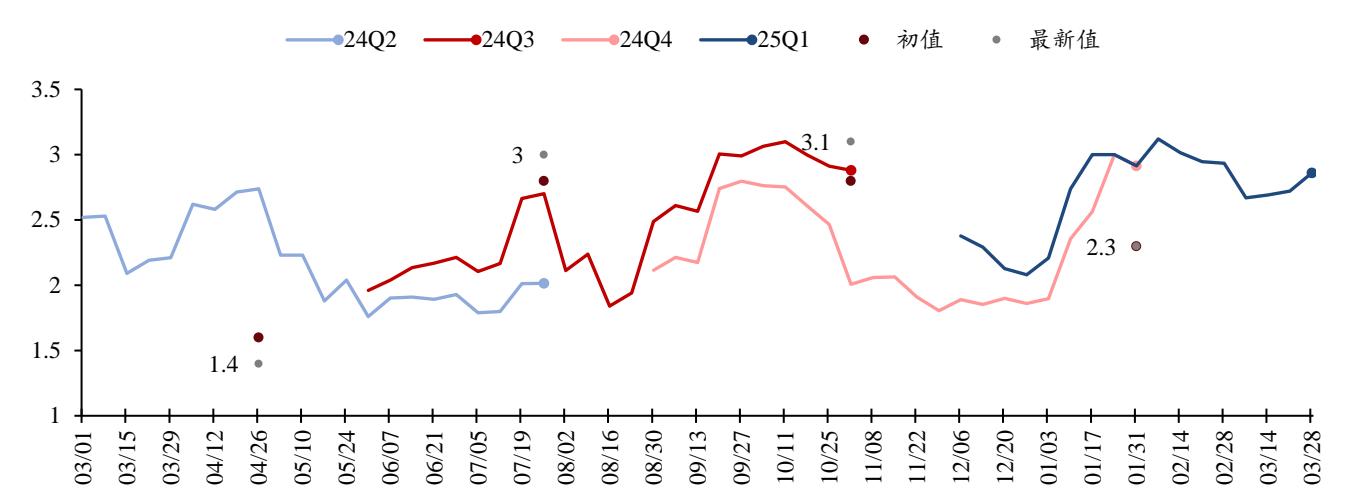
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为 3 月 28 日, 纵轴单位%, 季调环比年率

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



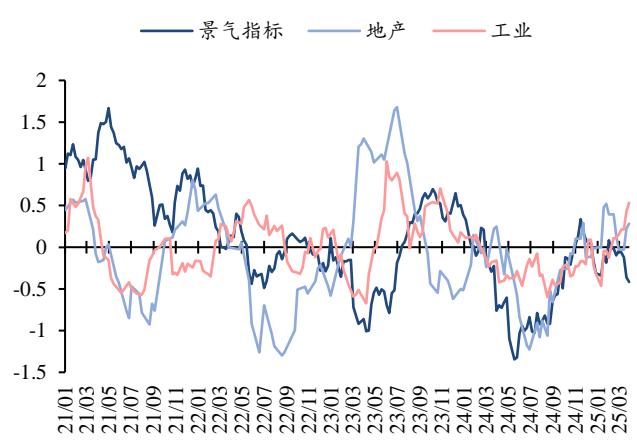
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10：美国经济意外指数增长与通胀分项



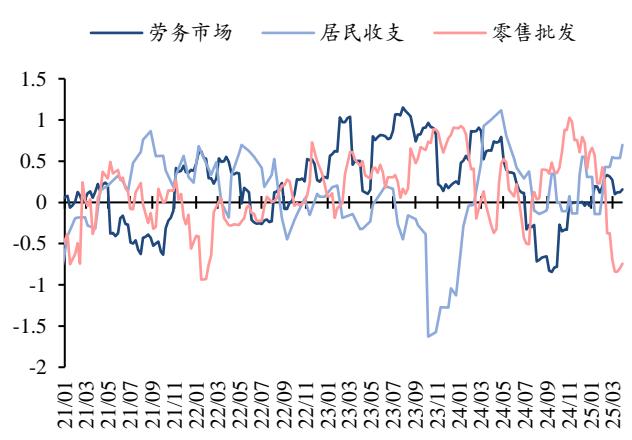
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数企业部门分项



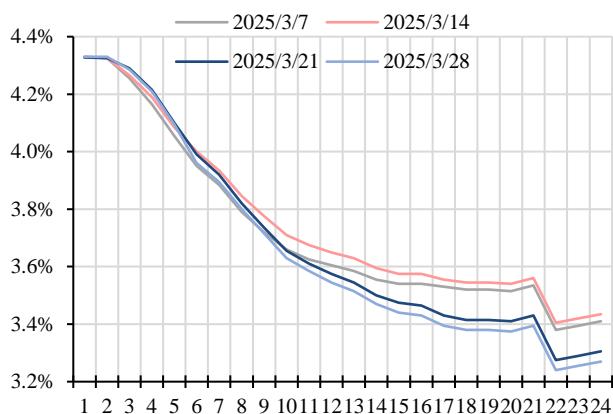
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：美国经济意外指数家庭部门分项



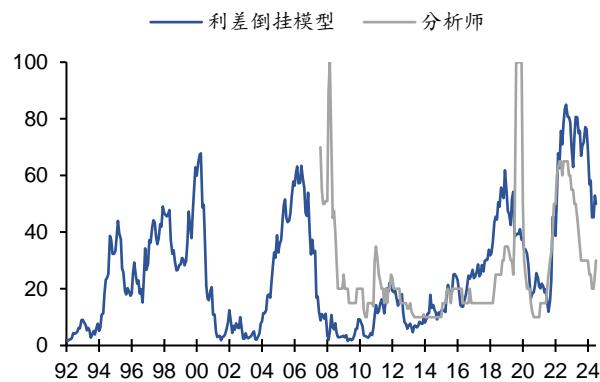
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



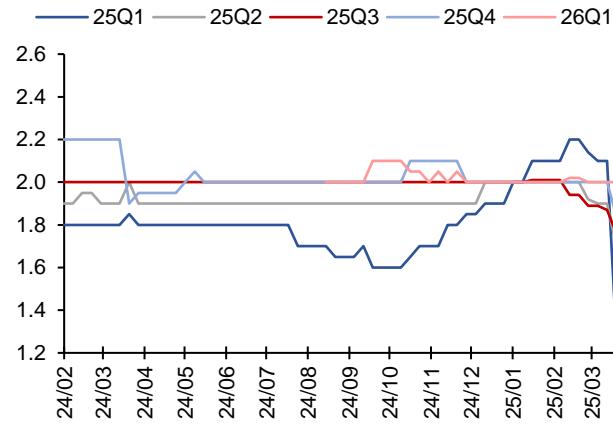
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图15：分析师对未来1年美国经济衰退一致预期



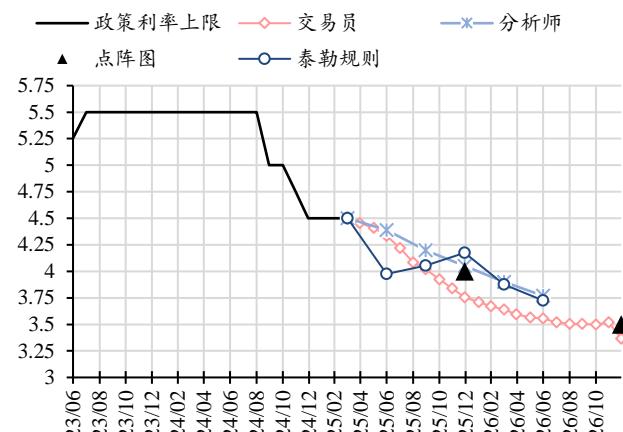
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位为%

图17：分析师对25Q1-26Q1美国GDP一致预期



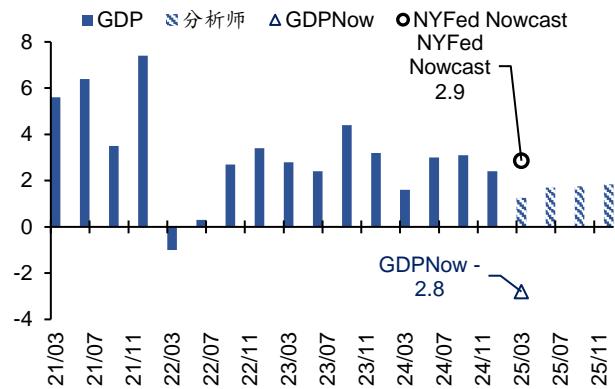
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%，GDP为季调环比年率增速

图14：各方对美国政策利率路径预测



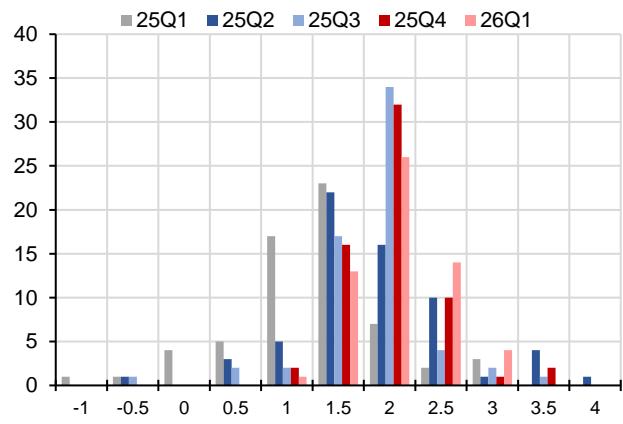
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图16：研究机构对2025年各季度美国GDP预测



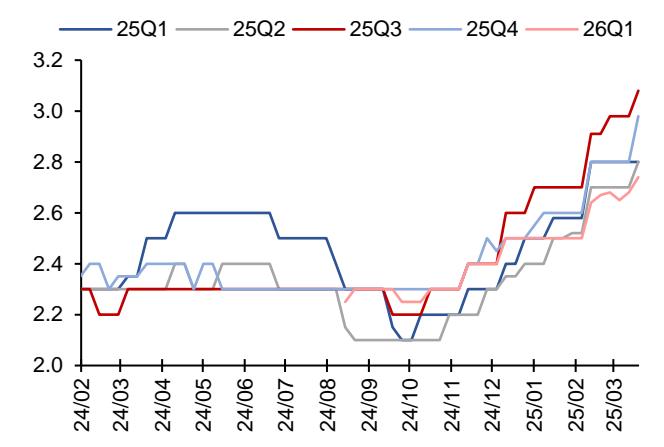
数据来源：彭博，美联储，东吴证券研究所；单位%，GDP为季调环比年率增速

图18：分析师对25Q1-26Q1美国GDP预期分布



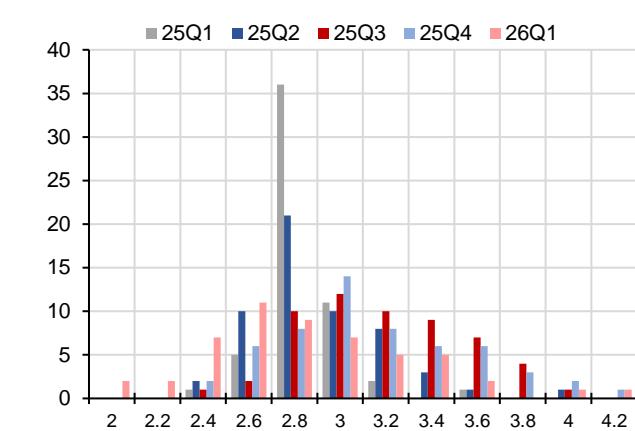
数据来源：彭博，东吴证券研究所；横轴数字1代表预测值落在(0.5%, 1%)

图19：分析师对25Q1-26Q1美国CPI一致预期



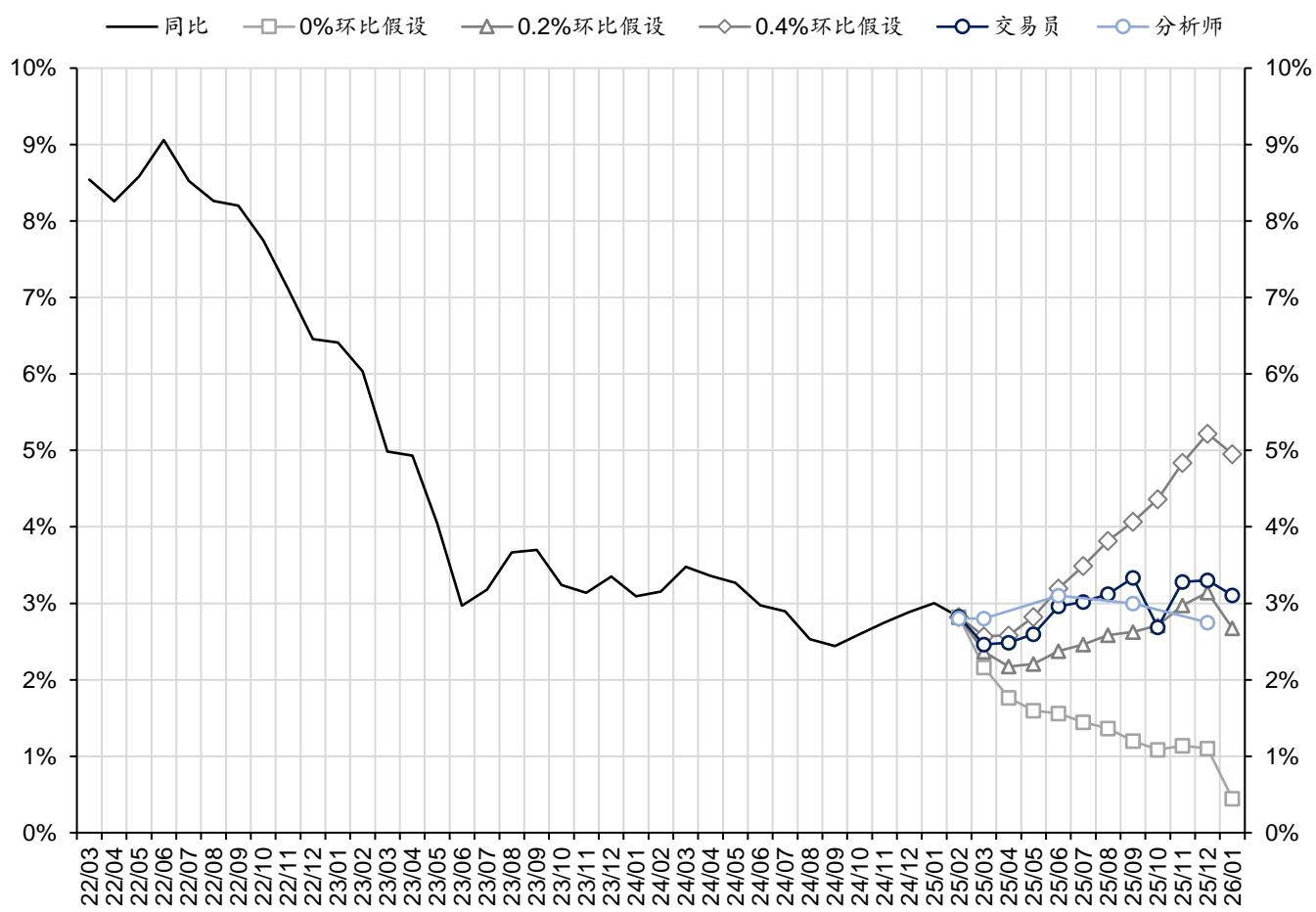
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图20：分析师对25Q1-26Q1美国CPI预期分布



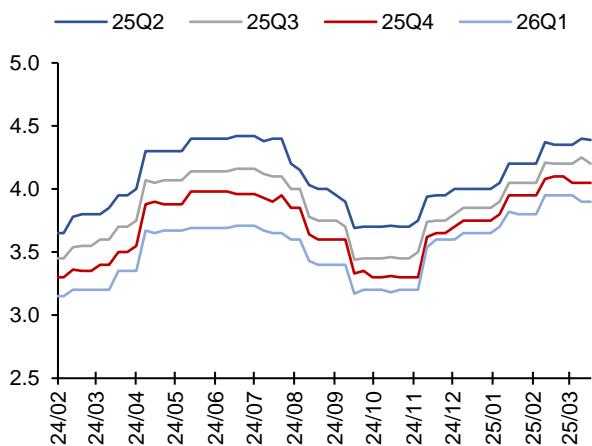
数据来源：彭博，东吴证券研究所；横轴数字1代表预测值落在(0.8%, 1%)

图21：研究机构对2025-26年各月美国CPI同比预测



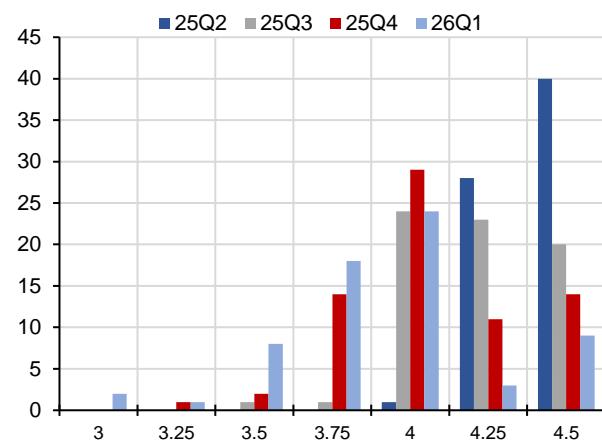
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图22: 分析师对 25Q2-26Q1 美联储政策利率一致预期



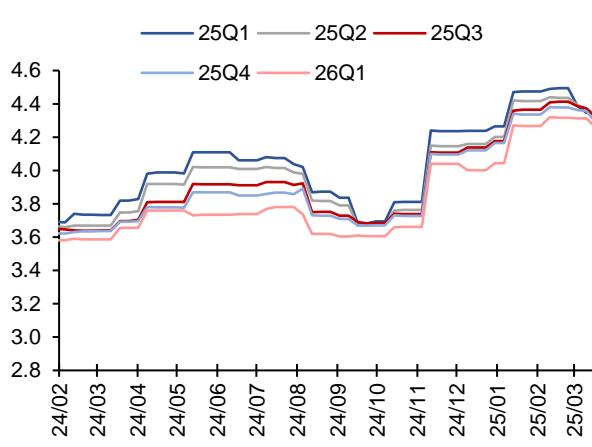
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图23: 分析师对 2025 年美联储政策利率预期分布



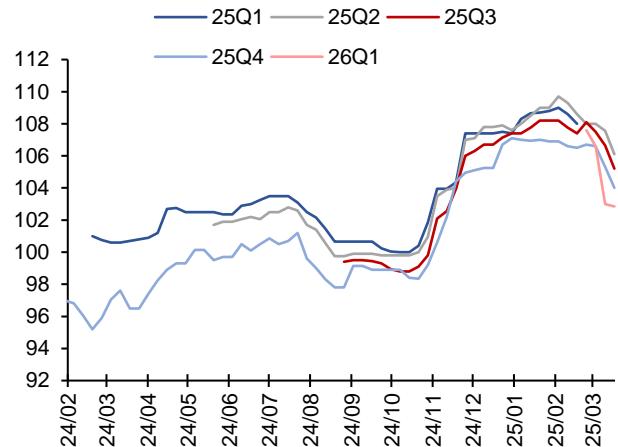
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图24: 分析师对 25Q1-26Q1 10 年美债利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%

图25: 分析师对 25Q1-26Q1 美元指数一致预期



数据来源: 彭博, 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。

会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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:

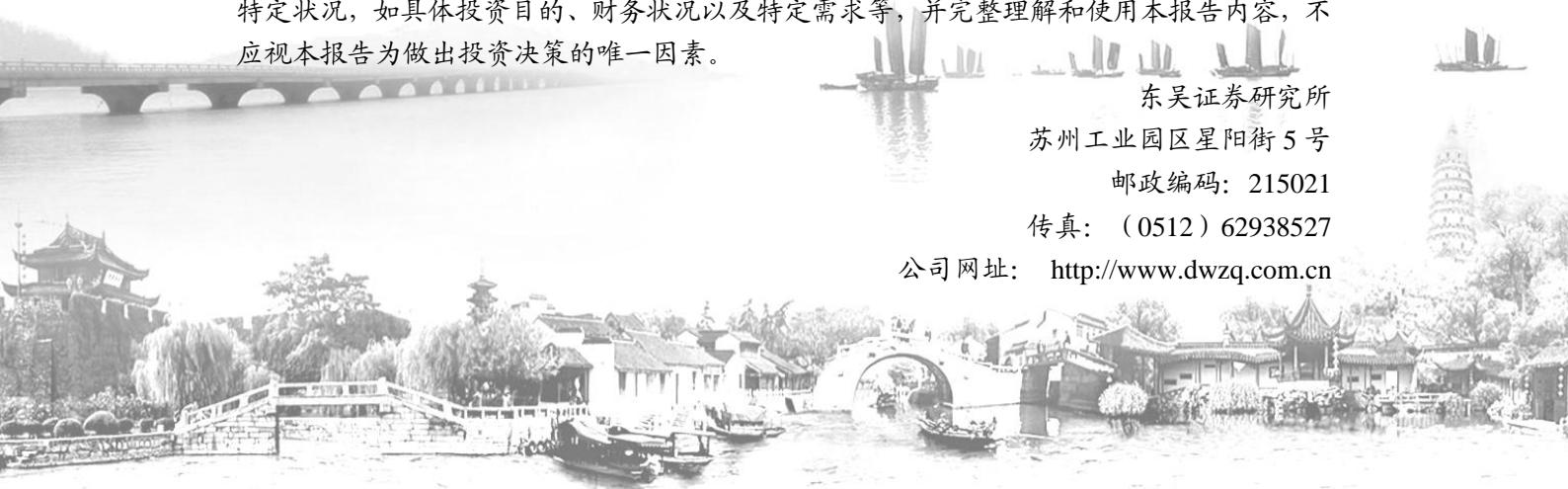
公司投资评级:

- 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>