

策略点评 20250324

全球市场一起“荡秋千”——全球市场观察系列

2025年03月24日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063

gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《一季报前瞻,有哪些景气的线索?》

2025-03-23

《“深海科技”行情能持续吗?》

2025-03-23

■ 本周(2025年3月17日-2025年3月23日)新兴市场与发达市场相较于上周出现反转,从下跌转为上涨,从涨幅来看新兴市场涨幅超过发达市场:MSCI 发达市场及新兴市场分别上涨0.7%、1.1%。两大市场走出“W”形态,虽然形成反转,但内部出现涨跌互现,例如新兴市场的上涨主要是靠巴西及印度,而非中国资产。

■ 纳指及标普连续下跌四周后止跌企稳,本周收涨。其中道指反弹较大且在本周领涨(1.2%),纳指及标普跟涨,分别上涨0.2%及0.5%。

■ 美股仍在经济“排毒”,“Fed Put”未缺席支撑美股。前期美股主要“排毒”经济,因此3月美联储议息会议表述尤为重要,好在本周鲍威尔的“Fed Put”虽迟但到。市场不带有期待的来,但没有遗憾的离开。美股当日收盘企稳,纳指100涨1.30%;标普500涨1.08%;道琼斯指数涨0.92%。具体来看:

鲍威尔3月议息会议虽然继续暂停降息,但传递出5大鸽派信号:一是,放缓缩表,将美国国债减持上限从每月250亿美元降低至50亿美元;二是,“无需调整政策立场”,认为美国经济总体强劲,衰退风险有所上升,但不高,是低概率事件,表达对经济的信心,是市场最大的定心丸;三是,关税对通胀的影响是暂时的,暗示关税并没有那么严重;四是,表达对通胀的信心。鲍威尔表示,虽然短期消费者通胀预期有所回升,但长期通胀预期保持稳定。密歇根大学长期通胀预期回升是个异常值,纽约联储的通胀预期数据保持稳定;五是,“如果劳动力市场疲软,我们可以在必要时放松政策”,一定程度上安抚了市场。

其次,“硬”数据有好消息。一是,美国2月零售销售环比上升0.2%,相较于前值大幅改善(前值由-0.9%大幅下修至-1.2%),这意味着1月严寒天气对消费的影响较大,衰退预期大概率被夸大。二是,美国住房数据意外上行,2月份新屋开工数增长11.2%,扭转了1月的下降趋势,并超过了市场预期的1%。

■ 往后看,美股阶段性企稳。首先,技术性回撤10%已阶段性结束。近40年来,纳指回撤超过10%的44次回调,从回调结束之后1个月、3个月、半年、1年的表现看,大概率会有不错的收益;其次,美股情绪不再大幅悲观,阶段性企稳信号出现。一则,全球ETF加速回流美国;二则,TQQQ交易员往往是逆向交易者,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;最后,“Trump Put”或归位。特朗普周五提出“对等关税具有灵活性”,“挽救”美股。

但是,短期内仍需继续观察经济数据。考虑到近期美股较为脆弱,如果美国任何一项“硬数据”边际走弱,经济“排毒”或继续演绎,从而加大美股波动。

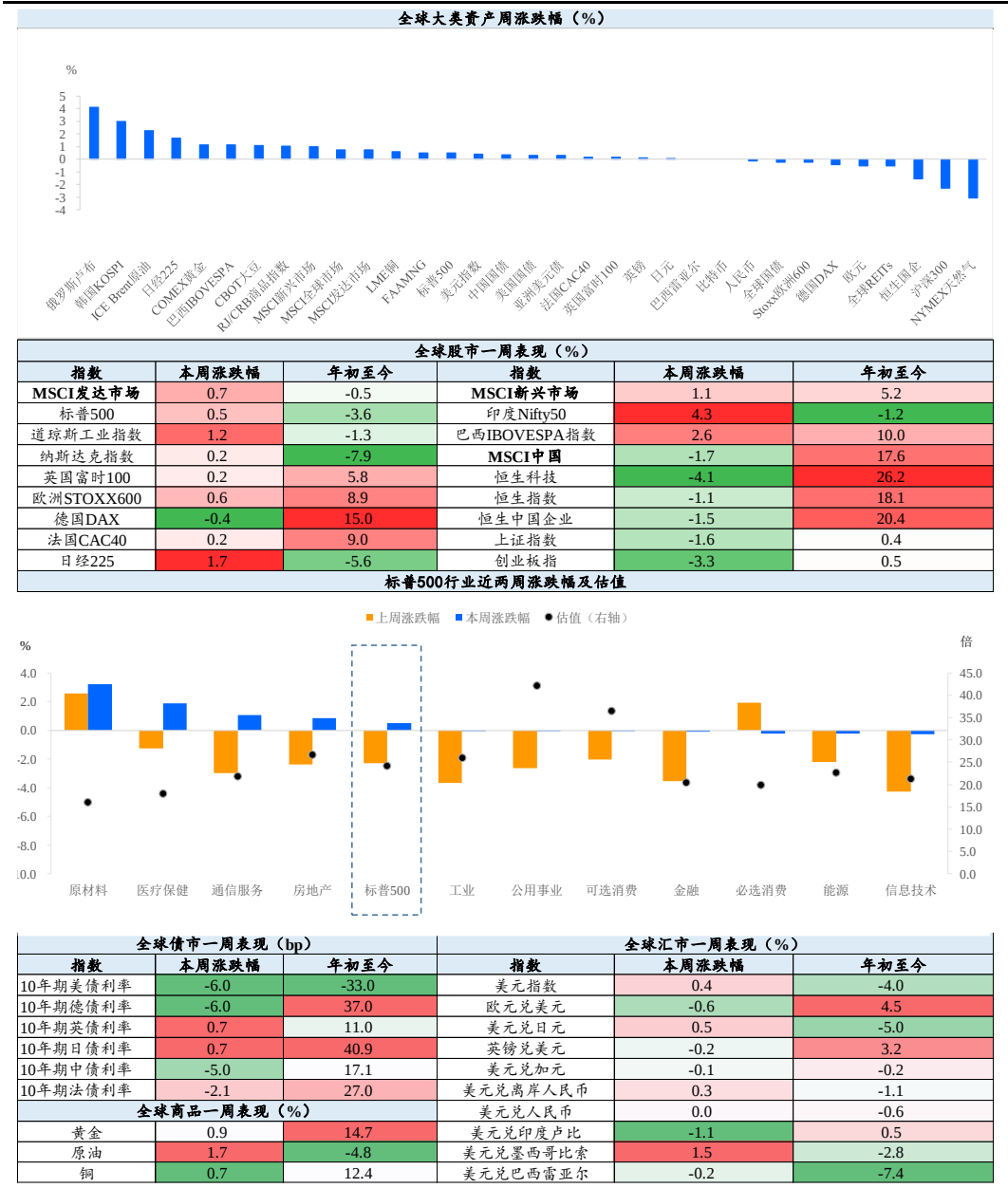
此外,关注4月2号关税清单落地情况。我们继续重申我们对美股的核心观点,仍然认为上半年美国经济会继续走弱,全年看美股仍有机会,Q2可能是不错的入市时点。美股不必过度恐慌,对于特朗普来说,美股先跌后涨,或是对他赢得明年中期选举的最佳情景。

■ 香港市场逐步演绎“买在消息,卖在基本面”,回调风险上升。恒生指数3月19日突破前高后回落,未能突破25000。一方面,从资金行为来看,海外短线获利资金越来越多,同时,全球资金配置也逐渐向其他市场分散,比如欧洲、美国、日本和新兴市场其他国家;且南下资金流入节奏放缓,流入的板块也相对分散。另一方面,从估值性价比来看,即便是香港资产相对于其他资产还比较便宜,但科技股的估值优势相对美股科技减弱。

■ 此外,市场逐渐开始顾虑4月中美贸易摩擦,开始回归基本面,偏向防御配置。往后看,我们认为港股4月有回调风险。上半年依旧维持震荡向上观点。

- **全球股票 ETF 本周净流入加速：**全球股票型 ETF 净流入\$845 亿美元（边际+\$766 亿美元）；**分国别来看**，美国股票 ETF 净流入最多（\$652 亿美元），其次是欧洲及日本，尤其是美国股票 ETF 本周首次由净流出转至净流入第一；新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多（-\$3.1 亿美元），其次是越南。
- **全球股票 ETF 行业类别中**，科技、工业流入加速，金融流入放缓；能源流出加速跃至净流出第一， 医疗保健流入加速。
- **下周重点关注数据及事件：**1）临近 4 月 2 日，关税清单落地前，Trump Put 能否归位稳定美股。
- **风险提示：**全球基本面与政策超预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，行业不确定性风险，数据统计及测算的误差风险。

图1：MSCI 新兴市场涨幅大于发达市场



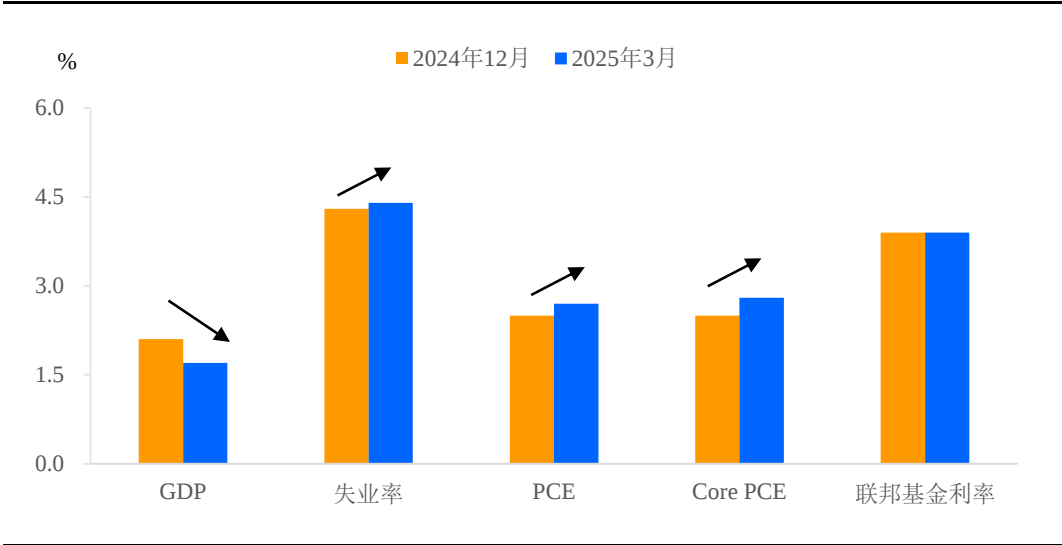
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：本周美联储议息会议释放“鸽”派信号

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
日本央行行长 植田和男	2025/3/19	植田和男表示，日本经济与物价走势与央行此前预期基本一致，但美国政府关税政策存在高度不确定性，其对未来经济、世界经济及日本经济可能产生的影响尚不明朗。日本的工资和价格状况正在正常进行，工资-通胀周期正步入正轨，上周的工资谈判结果强于预期。全球经济仍面临一定程度的不确定性，日本经济复苏基础尚不牢固，需要适当关注金融和外汇市场的发展及其对日本经济活动和物价的影响。	日本央行决定维持现行利率水平不变，将继续将政策利率保持在0.5%水平。央行将审慎评估美国关税政策的影响、全球经济下行风险以及日本国内经济和物价走势。植田和男称，如果经济和物价预期能够实现，将继续上调政策利率。市场预计，日本央行可能在2025年6月或7月进行新一轮加息。日元汇率动态对日本央行的加息时机有重要影响，目前日元略有升值趋势，但央行内部对日元贬值的担忧仍然根深蒂固。
美联储主席 鲍威尔	2025/3/20	美联储将2025年美国GDP增速预期从2.1%下调至1.7%，2026年和2027年的GDP增速预期也分别下调至1.8%。2025年的失业率预期从4.3%上调至4.4%，表明劳动力市场可能面临一定的压力。2025年的PCE通胀预期从2.5%上调至2.7%，核心PCE通胀预期从2.5%上调至2.8%。鲍威尔指出，当前经济前景的不确定性显著上升，特别是受到特朗普政府关税政策的影响。近期调查显示，消费者信心因不确定性有所下降，3月密歇根消费者信心指数较2月回落，且连续三个月下滑。	美联储决定将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.5%，符合市场预期。从4月1日起，美联储将国债的每月赎回上限从250亿美元降至50亿美元，但机构抵押贷款支持证券（MBS）的赎回上限维持在350亿美元。尽管市场普遍预期2025年将降息50个基点，但鲍威尔强调美联储不需要急于调整政策立场，将等待更清晰的信号。鲍威尔表示，美联储将根据数据和经济前景的变化灵活调整政策，目前没有面临必须在通胀和就业之间做出抉择的困境。
英国央行行长 贝利	2025/3/20	英国央行将2025年第一季度GDP增速预测从0.1%上调至0.25%，但预计经济仍面临下行风险。预计2025年晚些时候通胀率将达到3.75%，接近2%目标的两倍。尽管央行认为价格飙升是由临时因素引起的，但对消费者和企业的通胀预期居高不下表示担忧。就业人数上升，薪资增长预计在3.5%至4%，维持在九个月高点，劳动力市场大致处于平衡状态。英国央行特别指出全球贸易紧张局势上升、德国增加支出计划以及金融市场波动加剧等因素对经济的影响。	英国央行决定维持基准利率不变，会议纪要显示“未来几次会议的货币政策没有预设路径”，暗示5月降息并非板上钉钉。尽管市场预期今年还将有两次降息，但央行强调将根据经济数据灵活调整政策。英国央行将继续关注通胀压力的持续性，并根据供需关系调整货币政策。如果需求相对供应持续疲软，可能需要进一步降息；如果供应受限，则可能需要维持较紧的货币政策。英国央行强调，货币政策需要保持灵活性，以应对不断变化的经济环境和通胀前景。
欧洲央行行长 拉加德	2025/3/20	美国贸易政策的变化，特别是对进口钢铁和铝征收25%关税的举措，可能会拖累欧元区经济增长，并推高通胀水平。美国的关税政策可能导致欧元区经济增长率在第一季度下降约0.3个百分点，若欧盟采取反制措施，降幅可能进一步扩大至约0.5个百分点。美国贸易政策变化可能加剧通胀前景的不确定性。短期内，欧盟的反制措施加上欧元贬值，可能使通胀率上升约0.5个百分点。她呼吁欧盟深化与全球贸易伙伴以及欧盟内部的贸易一体化，以应对美国贸易政策变化，与世界其他地区更紧密的一体化可以抵消单边关税及其反制措施带来的损失。	欧洲央行目前维持利率稳定，但拉加德强调，欧洲央行将根据通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导力度来决定未来的利率路径。尽管通胀率可能因贸易政策变化而上升，但拉加德预计这种影响将是暂时的，因为“经济活动的降低将抑制通胀压力”。她表示，欧洲央行将继续保持政策的灵活性，以应对不断变化的经济环境。
纽约联储主席 威廉姆斯	2025/3/21	威廉姆斯表示，当前美国经济前景充满不确定性，就业和通胀风险均有所上升。他预计通胀将继续降温，但要达到美联储2%的目标仍需时间。经济增长方面，威廉姆斯认为美国经济正朝着正确的方向发展，但强调需要更多数据来支持决策。	威廉姆斯认为当前的货币政策立场是合适的，但强调需要根据数据调整政策。他提到，尽管通胀仍在高位，但美联储的政策处于有利地位，供需失衡正在缓解。威廉姆斯表示，降息将取决于数据表现，美联储无需等到通胀率回落至2%才降息。威廉姆斯强调，美联储将保持政策的灵活性，如果经济前景发生实质性变化，将准备采取行动。
芝加哥联储主席 古尔斯比	2025/3/21	就关税政策的影响来看，古尔斯比表示，他听到所在地区的企业对关税的影响越来越担忧，担心关税可能导致价格上涨和增长放缓。在经济增长和就业方面，他提到劳动力市场已经冷却到接近稳定的充分就业状态，同时强调经济在很大程度上已经正常化。	只要通胀继续朝着美联储2%的目标靠拢，未来12到18个月利率可能会“明显下降”，但降息的步伐将取决于通胀进展和经济状况。美联储需要保持冷静并着眼长远，同时强调政策制定者不需要立即将利率调整到目标水平，而是要根据数据逐步调整。关税可能带来滞胀性推动因素，但强调当前的失业率和通胀率数据并不符合20世纪70年代的滞胀情况。

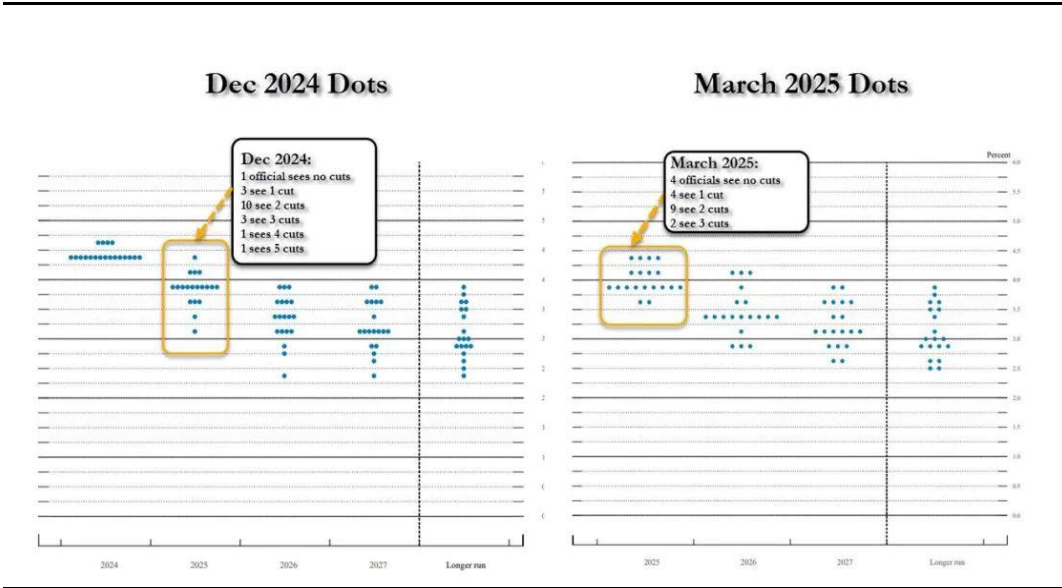
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3: 点阵图协助确认美国“类滞涨”风险，上调通胀，下调经济预测



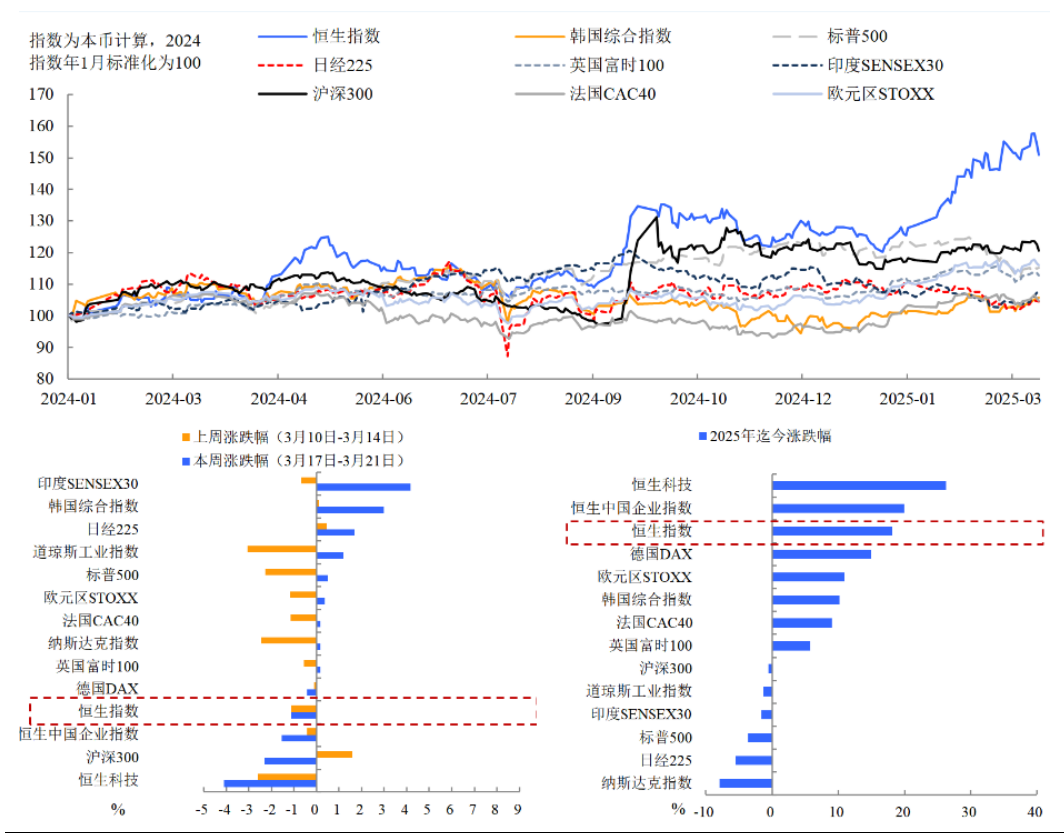
数据来源：美联储，东吴证券研究所

图4: 2025 年内，仍有 2 次降息空间



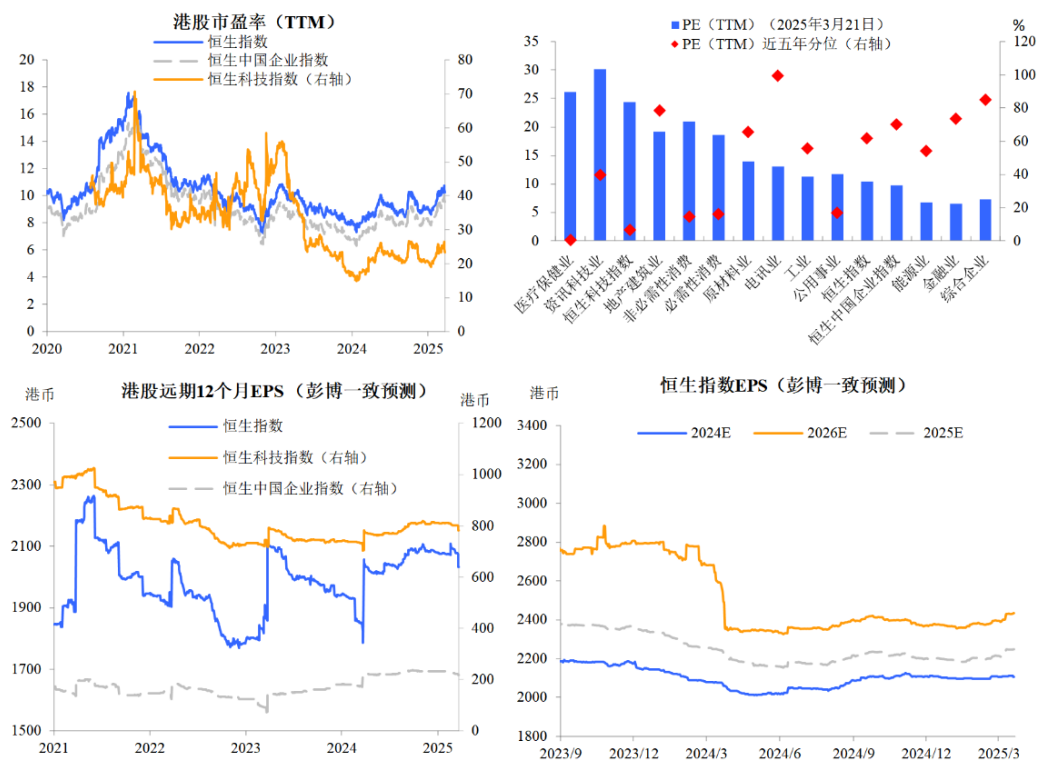
数据来源：美联储，东吴证券研究所

图5：恒生指数 3 月 19 日突破前高后回落，未能突破 25000



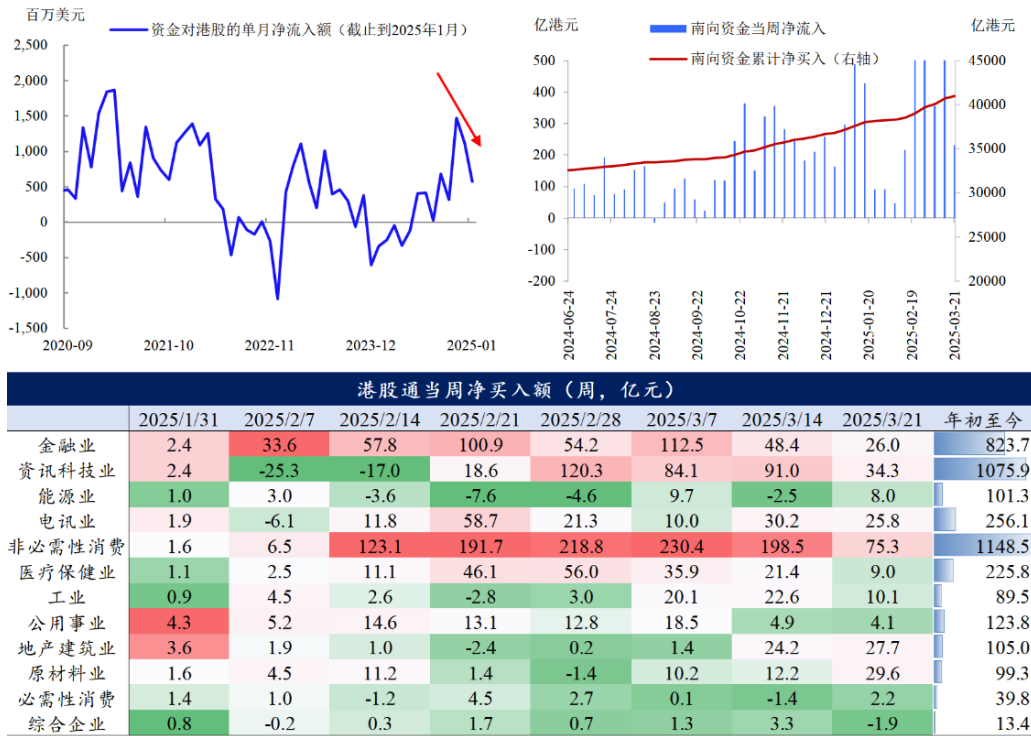
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：香港资产相对其他资产还比较便宜



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：南下资金流入节奏放缓，流入的板块也相对分散



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图8：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入的地区是美国



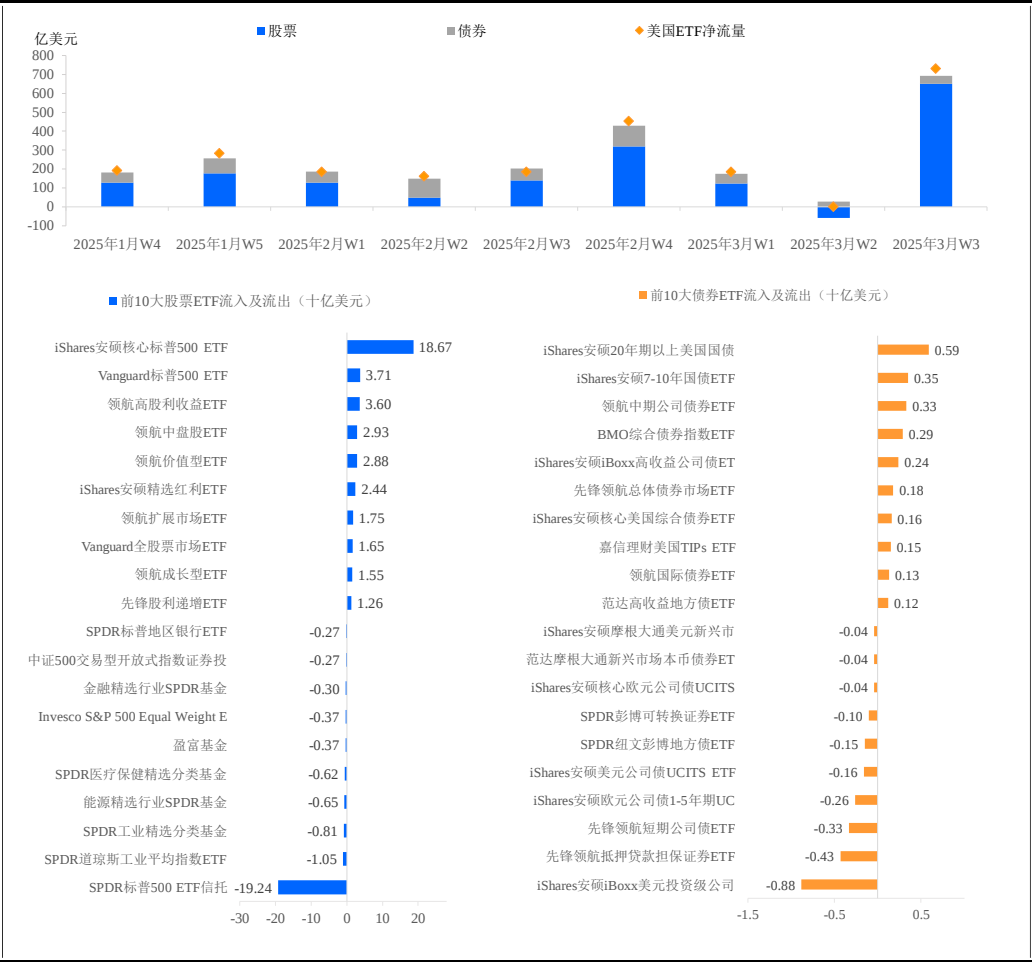
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出能源行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.9	2.0	15.5	18.3	17.3
可选消费	-1.4	0.0	-1.1	4.0	-1.1
必选消费	-1.6	-3.7	9.6	3.1	2.8
能源	-1.0	-5.3	-7.8	-31.0	-27.4
金融	1.5	3.3	13.1	94.5	87.6
医疗保健	-0.2	-4.7	5.2	-12.5	-11.5
工业	0.2	8.9	19.6	50.2	53.9
材料	0.4	-0.3	1.6	-15.8	-14.8
科技	15.1	36.2	34.4	60.0	63.6
公用事业	0.5	1.0	3.2	9.8	12.2

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国 ETF（股+债） 由边际净流出转边际净流入（+\$724 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：下周重点关注美联储钟爱的通胀指标

周一 (2025/3/24)	周二 (2025/3/25)	周三 (2025/3/26)	周四 (2025/3/27)	周五 (2025/3/28)
日本-Jibun银行日本综合PMI 欧元区-HCOB欧元区综合PMI 欧元区-HCOB法国综合PMI 欧元区-HCOB德国综合PMI 美国-芝加哥联储全美活动指数 美国-标普全球-美国综合PMI	欧元区-失业率 欧元区-IFO企业景气指数 欧元区-企业信心 美国-FHFA房价指数月环比 美国-新建住宅销量年率 美国-建筑许可 美国-里士满联储制造业指数 美国-世界大型企业研究会消费者信心指数	日本-领先指数CI 欧元区-GDP 欧元区-消费者信心指数 欧元区-零售销量同比 美国-耐用消费品 美国-周度MBA抵押贷款申请指数	欧元区-PPI同比 欧元区-社会消费品零售总额同比 欧元区-M3货币供应同比 美国-GDP 美国-个人消费 美国-批发库存月环比 美国-核心PCE价格指数季环比 美国-周度首次领取失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 美国-待定住宅销售量 美国-密歇根大学消费者信心指数	日本-东京消费价格指数同比 欧元区-贸易余额 欧元区-消费者信心指数 欧元区-欧盟调和CPI 欧元区-CPI 欧元区-失业人员变动 欧元区-制造业信心指数 欧元区-申领失业救济金比率经季调
周一 (2025/3/31)	周二 (2025/4/1)	周三 (2025/4/2)	周四 (2025/4/3)	周五 (2025/4/4)
日本-工业产值 日本-零售总额月环比 日本-新宅开工同比 欧元区-CPI 欧元区-欧盟调和CPI 美国-MNI芝加哥PMI 美国-达拉斯联储银行制造业活动指数	日本-失业率 日本-短观大型制造业指数 日本-Jibun银行日本制造业PMI 日本-短观大型所有行业资本支出 欧元区-AIB爱尔兰PMI制造业 欧元区-HCOB欧元区制造业PMI 欧元区-标普德国制造业PMI 欧元区-工业产值 美国-建筑开支月环比 美国-ISM制造业指数 美国-标普全球-美国制造业PMI	日本-货币基础同比 欧元区-失业率变动 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-工厂订单 美国-ADP就业变动指数 美国-耐用品订单环比	日本-Jibun银行日本综合PMI 日本-Jibun银行日本服务业PMI 欧元区-HCOB德国服务业PMI 欧元区-HCOB德国综合PMI 美国-贸易余额 美国-周度首次领取失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 美国-ISM服务业指数	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-非农就业人数

数据来源：Bloomberg，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>