

策略点评 20250317

美股尚在“排毒”，“西降”还不至于——全球市场观察系列

2025 年 03 月 17 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

■ 本周（2025 年 3 月 10 日-2025 年 3 月 16 日）全球风险资产价格基本普跌，发达市场跌幅大于新兴市场：MSCI 发达市场及新兴市场分别下跌 2%、0.8%。

■ 美股继续“排毒”，纳指及标普连续下跌四周。其中道指跌幅较深且在本周领跌（-3.1%），纳指及标普跟跌，分别下跌 2.4%及 2.3%。美股“排三毒”：

（一）特朗普“排毒”。美股阶段性调整超过 10%后，要么美联储开始协助宽松，要么 Trump put 出手。

但是这次不一样，在经济下滑背景下，Trump put 缺位。特朗普不仅不否认关税等一系列政策加剧经济压力，造成衰退。且表示“市场抛售与我无关，市场有涨有跌，关键是我们需要重建国家。” Trumpcession 是最大的“排毒源”。

（二）经济“排毒”。经济硬数据+软数据下滑，美国 2 月 CPI 显示物价压力缓和，年内降息预期升温，让美股“喘口气”。

但衰退担忧并未消退：

1，基本面企稳拐点至少需要 2-3 个月数据验证；

2，实际通胀将逐步抬升。一年期通胀预期进一步上涨，从 2 月的 4.3%进一步上涨至 3 月的 4.9%，创 2022 年 7 月以来的新高；

3，企业及消费者信心降低。美国小企业的乐观情绪在 2 月份下降 2.1 点，降至 100.7 至四个月低点，企业主对关税越来越感到不安。且构成整体指数的 10 个分类指数中，有 7 个走弱，经济展望指数出现 2022 年 3 月以来最大下滑，经济短期内有压力。

■ 科技“排毒”。美股科技调整仍在继续，尤其是特斯拉调整较多。一方面，市场份额下滑。特斯拉全球销量下滑，在中国、欧洲和澳大利亚市场的销量惨淡。另一方面，抵制情绪强烈。马斯克越来越多的参与全球政治，在很多地方被视为有损公司品牌，消费者对特斯拉的偏好显著下降。

■ 往后看，美股是技术性调整还是熊市起点？首先，当前市场对美国经济衰退过度担忧；其次，尽管标普 500 最大回撤跌破了 10%，但标普 500 远期 EPS 并未下修；第三，市场预期年内降息上调至三次，边际宽松预期下美债利率下行有利于美股估值；

虽然目前美股仍在继续性调整阶段，不过短期内也有利好反弹的因素，比如英伟达 GTC AI 大会或重新提振美股科技情绪。再例如美联储议息，鲍威尔倾向于“数据依赖”，而非“基于政策预测”行动，因此短期内美联储有“耐心”。我们认为美股不必过度恐慌，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。

■ 港股创下三年历史新高后，本周有所回调，但周五因消费消息有所反弹。一是，育儿补贴写入政府报告，各地开始“真金白银”促生育，提振边际消费预期；二是，市场提前定价下周的“国新办就提振消费有关情况”发布会。

我们看当前港股上涨有动力：1）即便年初以来跑赢全球，但估值依旧有吸引力；2）当前港股已经从科技轮涨到其他行业，情绪依旧助推行情。

■ 但未来上涨空间也有一定阻碍：1）此前买入的海外短钱，近期逐步获利了结；2）大部分海外长钱还在观望，对物价和经济基本面仍旧存在顾虑；3）当前科技和消费板块的估值已部分反映了市场预期，若后续业绩表现不及预期或海外市场出现负面冲击，可能导致板块波动率显著上升，需警惕估

相关研究

《除了 GTC 大会，下周还有什么产业看点？》

2025-03-16

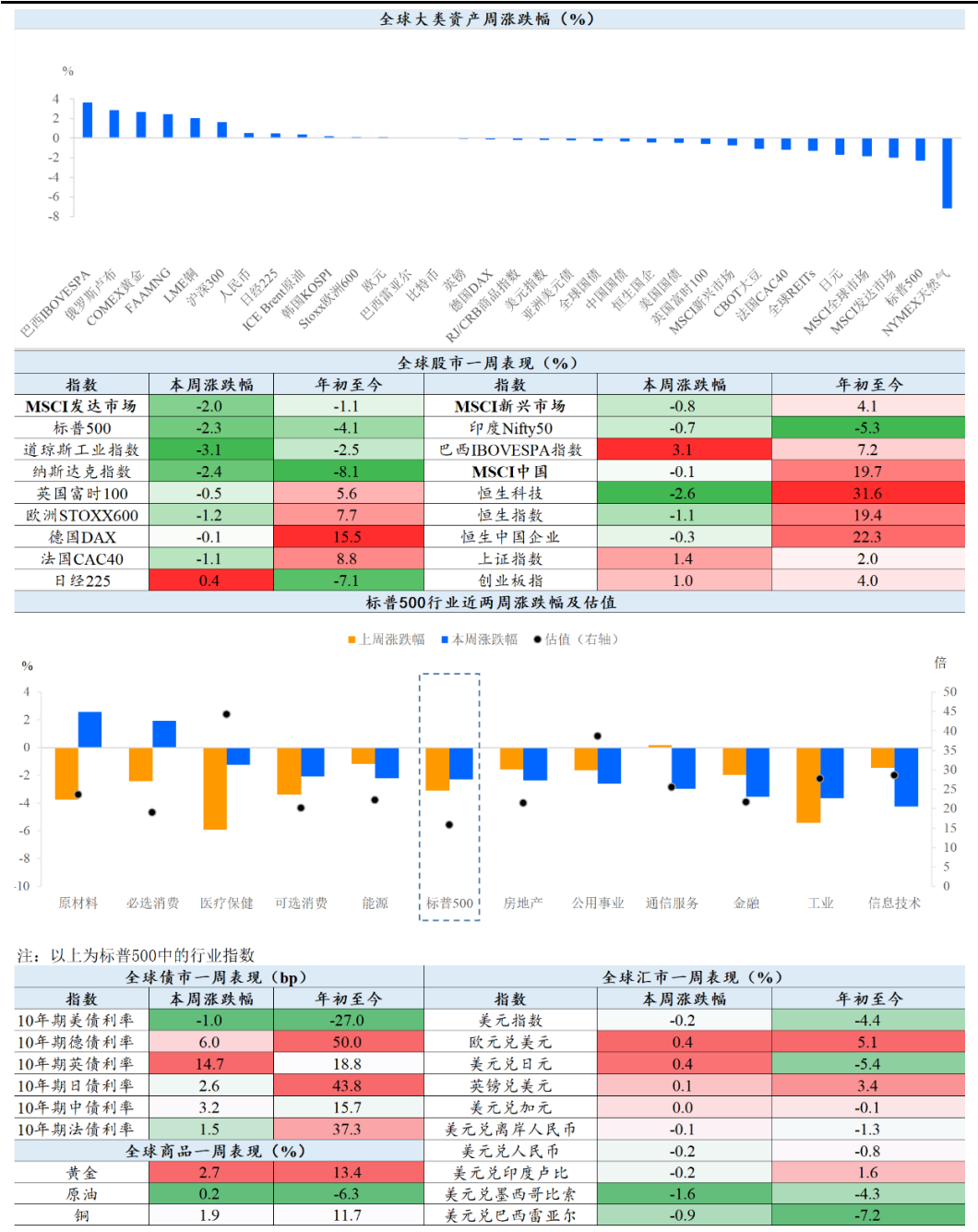
《资金面流动视角看 A 股独立行情》

2025-03-16

值溢价与基本面之间的潜在背离风险。

- **日本“春斗”结果提振日股乐观情绪，日股转涨。**日本工会联合会 Rengo 在 3 月 5 日寻求 6.09% 的工资涨幅，3 月 14 日第一次春斗答复为 5.46%，高于去年，同时创 1991 年以来的最大涨幅。**这意味着日本来之不易的温和再通胀或能够继续，日本货币政策或进一步正常化，日股上涨。**
- **全球股票及债券 ETF 本周净流入放缓，债券本周净流入放缓：**全球股票型 ETF 净流入 \$79 亿美元（边际-\$48 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$63 亿美元（边际-\$33 亿美元）；**分国别来看**，欧洲股票 ETF 净流入最多（\$61 亿美元），其次是日本，尤其是美国股票 ETF 本周首次由净流入转至净流出（-\$59.2 亿美元）；新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多（-\$4.3 亿美元），其次是印度。
- **全球股票 ETF 行业类别中**，金融、科技本周由净流出转至净流入并分别跃至第一与第二，工业在本周净流入放缓但仍维持净流入第三；医疗保健本周由净流入转至净流出第一，公用事业、能源本周由净流入转至净流出。
- **下周重点关注数据及事件：**1) 3 月 17-21 日，英伟达 GTC 大会；2) 3 月 19 日，日央行议息会议；3) 3 月 20 日，美联储及英央行议息会议。
- **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：全球风险资产价格基本普跌，发达市场跌幅大于新兴市场



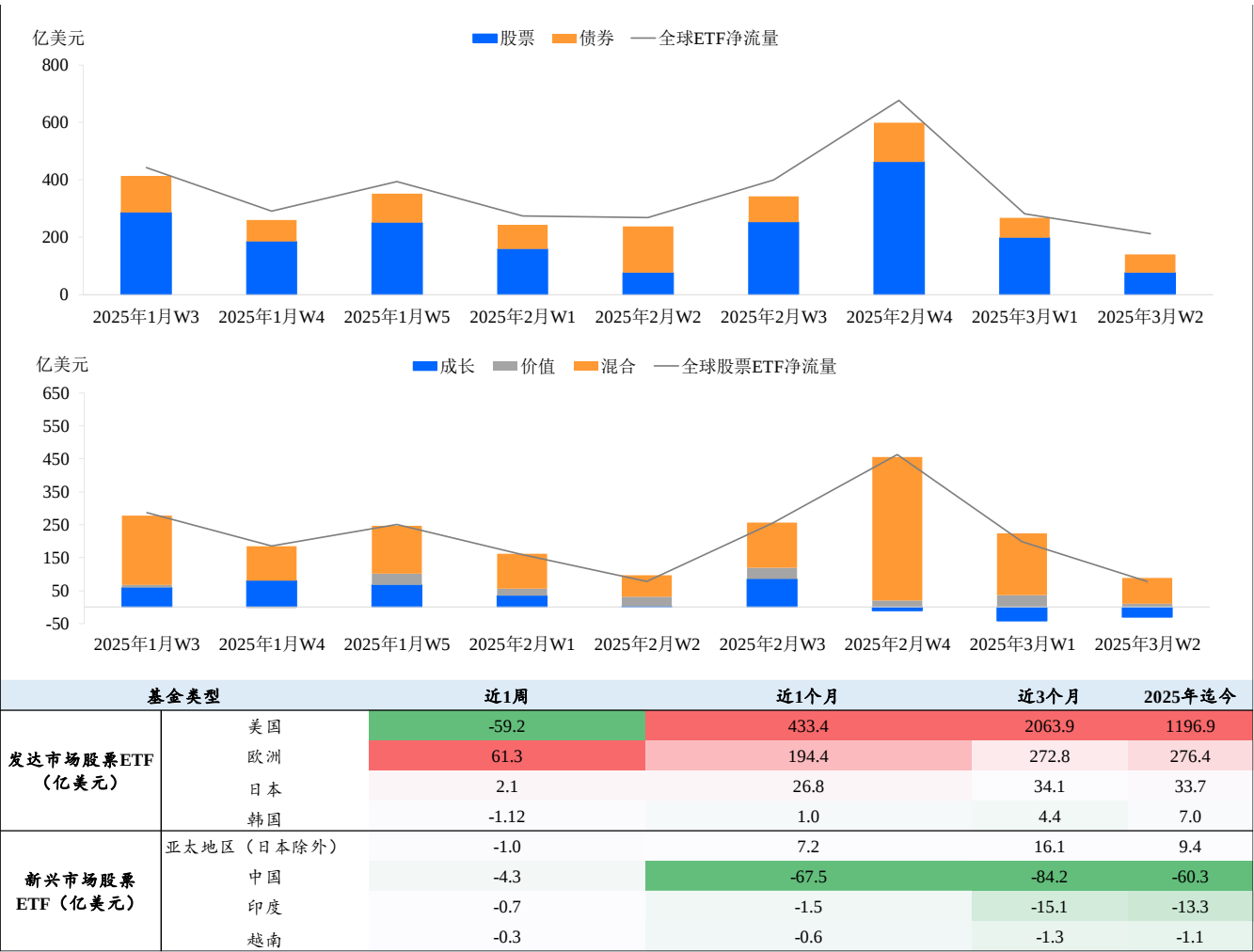
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：本周美联储官员“静默期”

政策利率走势					
国家	2020年至今走势	最新值 (%)	预期2025年降息 (-) / 加息 (+) 次数	预期2025年降息 (-) / 加息 (+) 幅度	下次议息会议时间
美国		4.50	-2	-50bp	2025-03-19
欧元区		2.65	-4	-125bp	2025-04-17
日本		0.25	+2	+50bp	2025-03-19
印度		6.25	-1	-25bp	2025-04-03
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
欧洲央行行长 拉加德	2025/3/12	欧元区经济正面临来自贸易、国防和气候问题的多重冲击，这些因素可能加剧通胀波动，并增加经济政策的复杂性。她强调，全球贸易和欧洲国防架构的突然转变，与气候变化一起构成了“双向冲击”，使决策变得复杂。贸易紧张局势可能导致欧元贬值并提高进口成本，进而推升通胀；与此同时，贸易冲突将抑制欧元区出口，令经济增长承压。如果“不断升级的关税威胁引发全面贸易战”，将对全球经济增长造成沉重打击，欧洲国家为国防和基础设施投资而增加的公共借贷可能直接推高通胀。	欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率将分别降至 2.50%、2.65%和2.90% 。这一降息举措旨在降低企业和家庭的新借贷成本，以支持欧元区经济增长。拉加德表示，欧洲央行的2%通胀目标是一个中期目标，允许短期内出现偏离。她强调，欧洲央行将根据通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导强度来决定未来的利率路径。欧洲央行转向更加渐进的决策方式，不会因为短期市场波动而改变政策立场。她还提到，欧洲央行不会预先承诺任何路径，包括暂停降息。		
加拿大央行行长 麦克勒姆	2025/3/12	尽管加拿大经济在2025年开局良好，通胀率接近2%的目标，国内生产总值增长强劲，但贸易紧张局势和美国征收的关税可能会减缓加拿大经济活动的步伐，并增加通胀压力。消费者信心急剧下降，企业支出减少，投资项目被推迟或取消。企业也在准备通过加价来抵消关税压力。尽管11月至1月的就业岗位有所增长，失业率降至6.6%，但贸易紧张局势可能对就业市场造成冲击。	加拿大央行在3月12日的利率决议中宣布将基准利率下调25个基点至 2.75% 。麦克勒姆行长指出：此次降息旨在缓解美国关税政策对加拿大经济带来的冲击。央行认为，贸易冲突导致的不确定性正在抑制消费者的支出意愿，并限制企业的招聘和投资计划。尽管通胀率接近2%的目标，但贸易冲突导致的成本上升可能会传导至消费端，进而推高整体物价水平。央行将谨慎推进任何进一步的借贷成本调整，以确保中长期通胀预期保持稳定。		
日本央行行长 植田和男	2025/3/13	植田和男强调，日本央行将继续支持经济复苏，特别是通过维持宽松的货币政策来为企业加薪提供后盾，以实现2%的物价稳定上涨目标。他还提到，3%的工资增速意味着加息前景可能更明朗。全球经济不确定性以及美国经济前景的不确定性对日本经济有重要影响。他提到，日本央行需要关注特朗普政策的进展，例如关税问题。他重申了日本央行2%的物价稳定目标，并表示如果经济和物价状况持续改善，日本央行将提高政策利率。	植田和男表示，如果经济和物价状况持续改善，日本央行将提高政策利率以调整货币宽松的程度。他还提到，日本央行将在适当的时机调整货币政策的宽松程度，特别是当基础通胀上升到2%时。日本央行将根据经济、通胀和金融状况灵活调整货币政策，不会预先设定加息的具体时间点。植田和男预计退出宽松政策的整体过程将是平稳的。他还提到，日本央行将在12月的货币政策会议上发布关于过去25年货币政策的广泛视角评估。		

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

图3：全球股票型 ETF 净流入放缓，其中主要流入的地区是欧洲



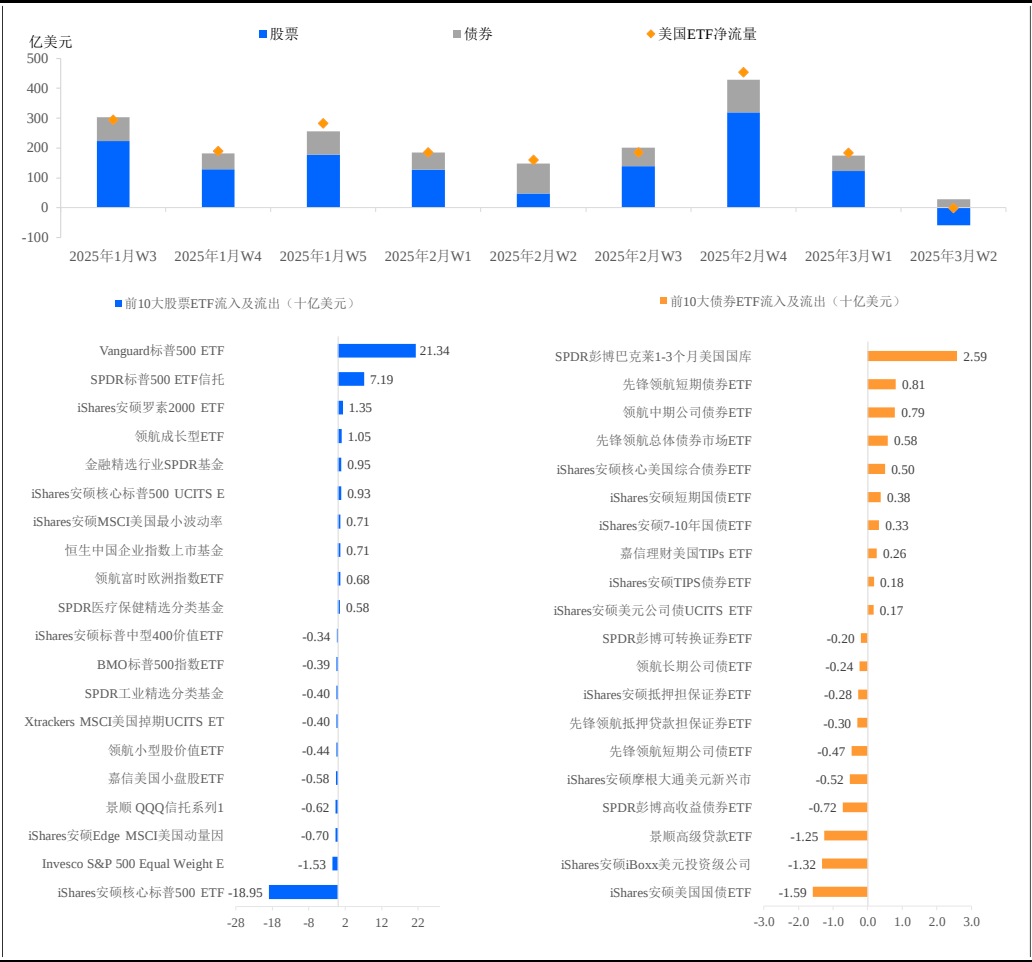
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出医疗保健行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-0.4	3.8	11.8	15.3	15.1
可选消费	-1.3	2.1	-5.2	-2.9	-1.1
必选消费	4.5	2.4	8.9	2.7	6.5
能源	-1.8	-1.4	-1.6	-22.8	-22.2
金融	6.7	13.8	19.8	97.7	84.4
医疗保健	-0.8	-3.2	10.6	-11.4	-6.9
工业	0.7	4.4	16.7	41.6	44.2
材料	1.6	3.6	-0.1	-21.5	-14.5
科技	7.0	8.6	-3.2	12.9	27.4
公用事业	0.3	-1.9	3.9	8.7	11.2

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美国 ETF（股+债） 由边际净流入转边际净流出（-\$134 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：下周重点美、日、英央行的议息会议

周一 (2025/3/17)	周二 (2025/3/18)	周三 (2025/3/19)	周四 (2025/3/20)	周五 (2025/3/21)
欧元区-劳动力成本 欧元区-CPI 美国-零售销售月环比 美国-纽约州制造业调查指数	日本-第三产业指数月环比 欧元区-Zew调查预期 美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 美国-进口价格指数月环比 美国-工业产值 美国-设备使用率	日本-贸易余额 日本-核心机械订单同比 日本-工业产值 日本-产能利用率月环比 日本-日央行议息会议 美国-美联储议息会议 美国-周度MBA抵押贷款申请指数	欧元区-失业率 欧元区-生产者价格指数月环比 美国-FOMC利率决策 美国-长期净TIC流量 美国-经常项目余额 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-费城联储企业前景 美国-二手房销量年率 美国-世界大型企业研究会领先指数环比	日本-全国CPI 日本-国民消费物价指数同比 欧元区-制造业信心指数 欧元区-PPI同比 欧元区-消费者信心指数
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抵押贷款申请指数环比	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 欧元区-裕信银行奥地利制造业PMI 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-东京消费价指同比 欧元区-贸易余额 欧元区-GfK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

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>