

策略点评 20250309

中美资产重估叙事到哪了？——全球市场观察系列

2025 年 03 月 09 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

《政府工作报告中的产业趋势线索》

2025-03-09

《会不会出现风格“逼空”》

2025-03-08

■ 本周（2025 年 3 月 3 日-2025 年 3 月 9 日），发达市场继续下跌，新兴市场转涨：MSCI 发达市场下跌 1.7%，主要体现在美股下跌，而德国股指在发达市场中表现相对亮眼；MSCI 新兴市场转涨（2.9%），尤其是中国资产涨幅较大。

■ 美国衰退叙事继续，纳指及标普连续三周下跌。其中纳指跌幅较深且在本周继续领跌（-3.5%），标普跟跌（-1.7%）。美股连续下跌的主要原因可以归纳为三点：

第一，近期的疲软经济数据，导致美国衰退叙事的进一步强化。

一方面，美国 ISM 制造业 PMI 从 2025 年 1 月的 50.9 下降至 2 月的 50.3，虽勉强处于扩张区间，但趋势在下行且低于预期的 50.5。从分项来看，根据 ISM 主席表示，“由于关税，物价增长加速，导致新订单积压、供应商交货中断和对制造业库存产生负面影响”。不管是新订单还是就业，呈现明显收缩状态；另一方面，2 月 ADP 就业人数不及预期，经济降温的信号仍在不断浮现。

经济增长模型显示美国将负增长，衰退信号进一步巩固。亚特兰大联储 GDPNow 模型再度下调其对美国 2025 年 Q1 实际 GDP 增长预测值至-2.8%，该模型此前的预测值为+2.3%，加大了市场对衰退的担忧，并加深了美股的下跌。

第二，关税冲击的延续。美股持续回调，依然和关税冲击有直接的关系。周中，特朗普突然宣布对加拿大、墨西哥加征 25% 关税的措施，美国时间 3 月 4 日正式生效且“不接受任何豁免或延期谈判”，成为美股跳水的直接原因。虽然随即表示对加拿大和墨西哥的关税减免措施：“不会完全取消关税，但可能会在“中间水平”达成妥协”，关税扰动反复且难以预测成为美股的一大不确定性。

第三，短期内特朗普或不核心关注股市涨跌。特朗普或不再以美股“马首是瞻”：特朗普在本周四表示，推迟对加墨的关税决定与美股走势无关，“甚至都没看市场”；此外，美国商务部长卢特尼克当天称，“特朗普政府不太在乎美股下跌”。股市短期内或进入路线调整。

往后看，美股观望还是上车？以纳斯达克为例，在已经经历了连续 3 周下跌后，已经回调接近 10%，上次经历如此幅度的回调还是去年 7 月。目前虽然 2 月美国新增非农就业为 15.1 万人，表现相对稳健，美股暂时进入震荡区间。但考虑到上半年美国经济偏缓，特朗普关税政策不确定性尚未完全落地，美股当前可能相对较为脆弱，任何一个偏弱的基本面数据或政策扰动，都会加大美股波动。

■ 非农暂稳，美债利率小幅上行。非农就业暂稳，虽然新增非农就业人数放缓且不及预期，但仍在 12-15 万人的增幅区间，缓慢降温好过衰退，市场对美国经济的担忧大幅缓和。随着短期内政府支出戒瘾进入“排毒期”，以及经济下行风险犹存叠加避险情绪的升温，美债利率或进一步震荡下跌触碰到 4%。但从中长期角度来看，特朗普征收关税落地，政治失当导致“再通胀”，美债利率中枢或再次上移。

■ 中国科技重估叙事延续。港股突破过去三年新高，且在全球风险资产中，年迄今涨幅（20.8%），领涨全球。其中原因有二：

一是，美国安全性降低，短期内资金调整。美股科技偏贵，叠加特朗普关税以及马斯克 DOGE 裁员计划，加大政策不确定性，资金继续阶段性流入低估值的市场当作“避风港”（从估值上看，港股要比新兴市场便宜的多）；

二是，港股原来上涨动能出现在科技，目前扩散在其他行业，出现轮涨。南向资金进一步流入中国资产，不仅依然大幅流入科技，且金融、消费及医疗保健也迎来共振增配，中国资产重估的叙事不断扩大。

长期看，中国资产未来仍旧存在进一步上涨的催化剂。未来如果中国宏观经济基本能够在二、三季度进一步企稳，尤其是房地产能够在 Q2 触底，那么今年中国名义 GDP 将进一步实现复苏，届时全球资金选择进入中国的意愿，将越来越强烈。不过海外中长线资金仍旧担心中国基本面，如果物价下行压力加大，资金或相对谨慎。

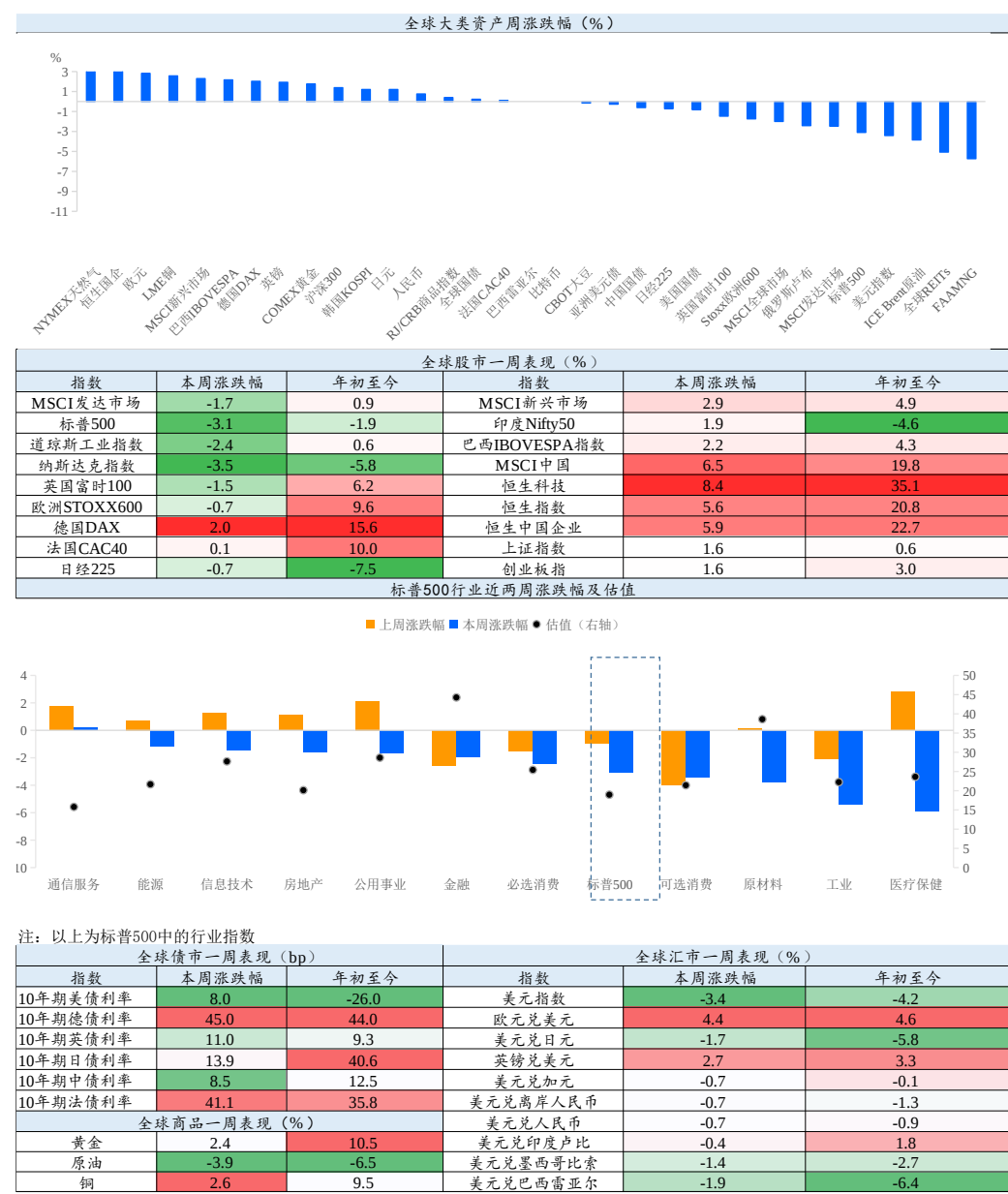
- **德国财政政策“转变”，德股“狂欢”，领跑欧美。**德国从财政保守主义转向，超预期地宣布大规模财政刺激计划，成为刺激股市上涨的直接原因。根据披露的信息，德国将设立高达 5000 亿欧元的基建特别基金（SPV）、对国防开支的“不设限”支持，以及允许地方政府增加借贷。预计未来十年德国新增的国防和基建开支可能超过 1 万亿欧元，远超市场预期预期的 2000-4000 亿欧元，这对于经济低迷期的德国，无疑是一剂“强心针”。

- **全球股票及债券 ETF 本周净流入放缓：**全球股票型 ETF 净流入\$127 亿美元（边际-\$335 亿美元），全球债券 ETF 净流入\$96 亿美元（边际-\$41 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流出\$88 亿美元，价值 ETF 净流入\$36 亿美元；分国别来看，欧洲股票 ETF 净流入最多（\$59 亿美元），其次是美国及日本；中国股票 ETF 净流出最多（-\$1.2 亿美元），其次是越南。

全球股票 ETF 行业类别中，必选消费、工业流入加速并分别跃至第一与第二，医疗保健在本周净流入放缓，其中金融、科技本周持续净流出但流出放缓，材料流出加速至净流出第三。

- **下周重点关注数据及事件：**1) 3 月 12 日美国 2 月通胀数据。
- **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：发达市场继续下跌，新兴市场转涨



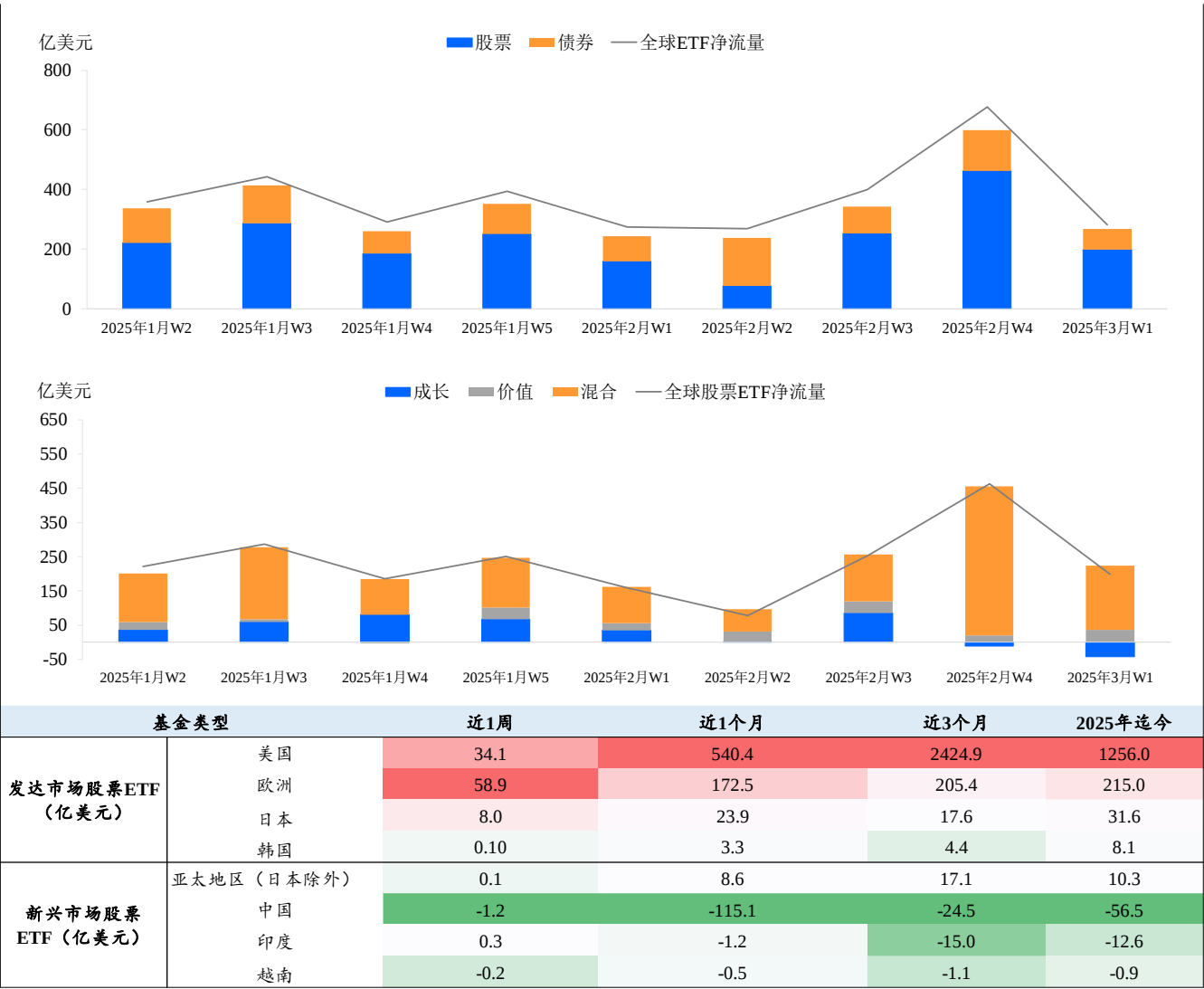
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储官员对美国经济及通胀的表态

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
圣路易斯联储主席 穆萨姆	2025/3/4	穆萨姆指出，通胀高于预期，且核心通胀率依然高企。他强调需要看到通胀数据在三个月基础上的持续下降。他提到，尽管劳动力市场有所降温，但失业率和裁员率仍较低，劳动力市场整体保持在充分就业范围内。穆萨姆表示，将美国当选总统的特朗普执政前景纳入12月预期还显得操之过急。	穆萨姆支持逐步降息，并强调采取耐心的态度。他认为，降息过快风险大于放松过少的风险。当前货币政策已处于宽松位置，通过逐步调整政策利率向中性水平靠拢，有望将通胀率恢复至目标水平并支持最大化就业。穆萨姆表示，放缓降息步伐或暂停降息的时机可能即将到来，具体时间将取决于经济形势，可能是12月，也可能是1月，甚至更晚。在通胀率高于2%的情况下，货币政策应保持适度的限制性。他强调，美联储可以“审慎且耐心地”评估即将公布的经济数据，以在考虑进一步降息时做出决策。
美国财长 贝森特	2025/3/4	贝森特强调，特朗普政府的关税政策旨在调整国际经济体系，防止美国继续承担其他国家经济失衡的压力，遏制对廉价进口商品的过度依赖。他认为关税政策可以为美国政府带来“非常可观”的收入，美国经济将经历一个从公共支出转向私人支出的“换季期”，这可能导致经济放缓，但他认为这是实现更可持续发展的必要调整。贝森特呼吁国会迅速采取行动延长特朗普时期的减税政策，警告称任何延迟都可能导致税率大幅上升。他强调以扩大能源供应来降低通胀率，并指出能源价格对工资阶层的重要性。	贝森特表示，特朗普政府关注10年期美国国债的收益率，而不是美联储的短期基准利率，并希望通过财政政策杠杆保持低利率，他淡化了关税对通胀的影响，认为关税只会导致一次性价格调整，而不是持续性通胀。贝森特重申，特朗普政府的强势美元政策未变，并将继续推动美元走强。贝森特暗示，美联储应将关税视为一次性影响，并对美联储的降息预期施加压力。
英国央行行长 贝利	2025/3/5	贝利指出，英国经济活动减弱，劳动力市场降温，需求端的问题较为明显。他提到，消费者支出可能会保持疲弱，这将抑制通胀压力。英国央行预计2025年一季度经济增长仅为0.1%，全年增速预测被腰斩。尽管短期内通胀有所回升，但这种回升是暂时的。英国工党发布的400亿英镑加税计划可能增加通胀风险。	贝利表示，央行将采取“渐进和谨慎”的方式进一步放松政策。他强调，货币政策不应过度反应那些会随时间消失的因素，而应关注长期的目标和趋势。
欧洲央行行长 拉加德	2025/3/6	欧洲央行下调了欧元区经济增长预期，预计2025年经济增速为0.9%，低于此前的1.1%。下调原因主要是出口减少和投资疲软，贸易政策的不确定性也是重要因素。欧洲央行预计2025年通胀率为2.3%，2026年为1.9%，2027年为2.0%。2025年通胀预期上调，主要因能源价格上涨。欧洲央行表示，欧元区劳动力成本压力正进一步缓解，此前紧缩货币政策带来的压力正逐渐降低。拉加德强调，欧洲央行将密切关注其货币政策对欧元区经济的具体影响，并评估其对欧元区整体增长的支持力度。	欧洲央行决定将欧元区三大关键利率分别下调25个基点。这是自2024年6月以来的第六次降息。降息后，欧元区存款基准利率降至2.50%，主要再融资利率降至2.65%，边际借贷利率降至2.90%。欧洲央行在声明中首次删除了“保持限制性政策”的表述，转而强调“货币政策宽松”，暗示后续降息空间可能受限，利率将接近“中性”水平。拉加德表示，欧洲央行将转向更加渐进的方式调整货币政策，需要时间来了解其货币政策的影响，而不会基于短期市场波动改变货币政策的立场。
美联储主席 鲍威尔	2025/3/7	鲍威尔指出，美国经济前景的不确定性增加，特别是特朗普政府在贸易、移民、财政政策及监管四个领域的重大政策改革，其净效应将对经济和货币政策路径产生影响。尽管存在不确定性，但美国经济仍处于良好状态，劳动力市场稳固，通胀已接近美联储2%的长期目标。鲍威尔表示，美联储官员正在密切关注特朗普政府政策的影响，包括贸易和移民政策等，这些政策的影响在尚未可知。	鲍威尔强调，美联储不需要急于调整政策，而是会等待更明确的信号。保持耐心不会增加风险，美联储将专注于区分信号和噪音。尽管通胀正持续向目标前进，但让通胀持续回到目标的道路一直崎岖不平，预计这种情况将持续。利率方面，美联储准备保持利率不变，以等待更明确的信号，特别区分特朗普政府政策对经济影响中的“信号与噪音”。
美联储理事 库格勒	2025/3/7	他强调劳动力市场在实现美联储充分就业和物价稳定双重使命中的重要作用。美国劳动力供需最近处于平衡状态，失业率接近FOMC成员对其长期水平的预期。美国劳动力市场已经“显著放缓”，招聘放缓，辞职人数减少。他补充称，最近对就业数据的修正使得政策制定者有必要审查一系列劳动力市场指标。此外，库格勒强调，经济前景仍存在高度不确定性，特别是在财政、贸易、移民和监管政策方面。	库格勒表示，鉴于近期通胀预期上升，以及关键通胀类别尚未向美联储2%的目标迈进，维持当前政策利率可能是适当的做法。他指出，通胀仍存在上行风险，一些衡量通胀预期的指标已经大幅上升。他强调，美联储将密切关注数据表现，特别是通胀压力是否继续缓解。未来的货币政策行动将由经济数据驱动。他强调，美联储将采取更加谨慎、逐步推进的方式，放慢政策调整的节奏。
纽约联储银行 行长 威廉姆斯	2025/3/7	经济前景仍存在高度不确定性，特别是在财政、贸易、移民和监管政策方面。他提到，这些不确定性主要源于特朗普政府可能带来的政策变化。威廉姆斯预计2025年美国实际GDP增长将降至2%左右，接近其长期潜在增长率估计值。他还预计失业率将基本保持在4%至4.25%的水平。他还指出，通胀预期保持稳定，且已回到疫情前长期低通胀时期通胀预期开始下降之前的水平。他还提到，纽约联储的调查显示，消费者对未来一年和三年的通胀预期有所上升，但整体仍保持在疫情前的范围内。	通胀率将继续朝着美联储2%的目标放缓，但实现这一目标还需要时间。他强调，尽管通胀有所下降，但仍未“安全着陆”，通胀回落的道路上可能会有“颠簸”。未来的货币政策行动将由经济数据驱动。他提到，货币政策的路径将取决于数据的总体情况，经济前景的演变以及实现双重使命目标的风险。威廉姆斯表示，尽管通胀有望继续降温，但未来的降息决策将取决于经济数据。他还提到，目前的货币政策能够很好地平衡目标的风险。
美联储理事 鲍曼	2025/3/7	他强调通胀仍高于美联储2%的目标，且工资增长速度较快，这可能会对通胀产生上行压力。他还提到劳动力市场和经济活动将在美联储的政策讨论中占据更重要的位置。鲍曼指出需要密切关注特朗普政府的贸易政策对经济前景带来的不确定性。自新冠疫情以来，美联储的政策利率中性水平可能已经上升，这可能是由于人口增长、新技术和新企业的兴起带来的生产力提升，以及财政政策缺乏紧缩等因素。	他认为当前基准利率处于“良好位置”，美联储在决定降息之前，需要对通胀持续下降建立更大信心，并采取谨慎渐进的政策调整方针。尽管鲍曼预计通胀将进一步缓和，但他警告通胀路径仍存在上行风险，通胀回归2%目标的进程缓慢且不均衡。鲍曼表示，在再次降息之前，他希望对通胀的持续下降建立更大的信心。他还提到，鉴于当前的政策立场，过去一年股市上涨导致的更宽松金融环境，可能放缓通胀下降的进程。
美联储理事 沃勒	2025/3/7	沃勒指出，当前经济数据尚未显示出强烈的放缓迹象，但存在不确定性，特别是特朗普政府的贸易政策变化对经济的影响。他提到，关税政策的不确定性导致了私营部门和家庭的普遍谨慎，这种不确定性不仅体现在情绪数据中，还可能开始反映在零售销售和资本支出上。沃勒强调，需要更多通胀数据来判断是否适合降息，特别是考虑到关税政策的影响。关税政策的影响远超过最初预期的要大，这使得区分成本上的价格趋势与关税效应变得愈发困难。沃勒表示，劳动力市场保持稳健，但尚未过热，这反映了美联储政策对经济的抑制作用。	沃勒明确表示，他不支持在3月份降息，但认为2025年晚些时候仍有可能降息两次甚至三次，前提是通胀压力继续减弱。他强调，需要更多数据来支持进一步降息的决策，特别是2月份的通胀数据和关税政策的进一步影响。他提到，降息可能是基于“好消息”（如通胀下降）或“坏消息”（如经济疲软），但目前美联储实施的降息主要是基于通胀下降。

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



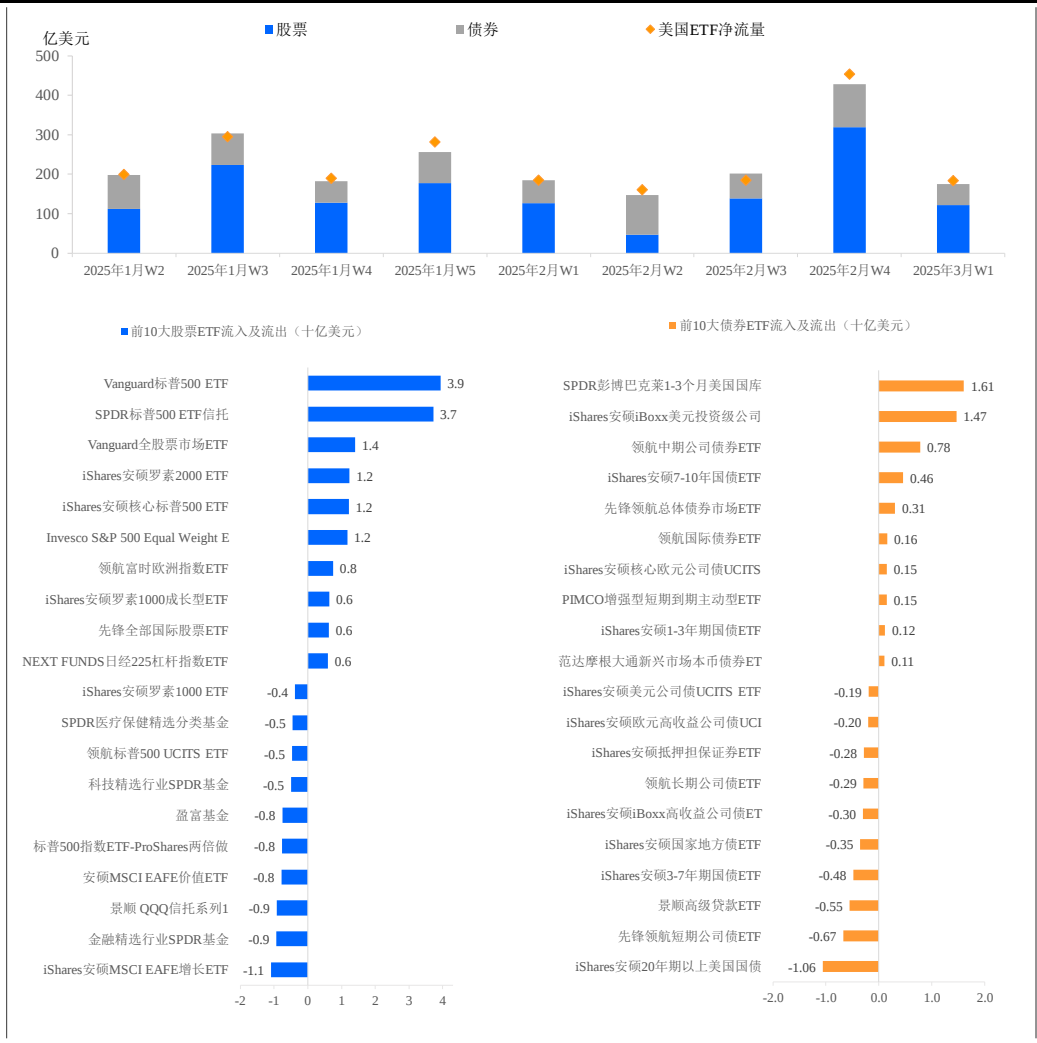
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：本周股票 ETF 中，流入必选消费行业的资金最多，流出科技行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.2	0.7	4.8	9.9	11.3
可选消费	0.1	-0.5	-11.4	-4.7	-3.2
必选消费	0.3	7.3	8.5	2.5	4.1
能源	0.3	-1.0	3.5	-25.1	-20.7
金融	-0.9	-1.3	10.5	87.5	70.6
医疗保健	-0.7	1.2	11.0	-7.3	-3.6
工业	2.4	5.9	5.9	38.5	39.8
材料	-0.3	-1.2	-6.0	-20.7	-18.1
科技	-14.9	-4.2	-35.1	-0.5	18.1
公用事业	0.3	0.5	7.0	9.2	13.0

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美国 ETF（股+债） 边际净流入放缓（-\$325 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：下周重点关注美国 2 月通胀数据

周一 (2025/3/10)	周二 (2025/3/11)	周三 (2025/3/12)	周四 (2025/3/13)	周五 (2025/3/14)
日本-劳工现金收入同比 日本-国际收支经常项目余额 日本-领先指数CI 欧元区-工业增加值同比 欧元区-贸易余额 欧元区-失业率 欧元区-CPI	日本-GDP 日本-货币存量同比 日本-机床订单同比	日本-PPI 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-PPI同比 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-CPI	美国-Federal Budget Balance 美国-PPI同比 美国-持续领取失业救济人数 美国-周度首次领取失业救济人数	欧元区-核心CPI 欧元区-工业产值月环比 美国-密歇根大学消费者信心指数
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-Zewi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-BOJ Target Rate 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比	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

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>