

策略点评 20250303

美国不再“例外”了吗？——全球市场观察系列

2025 年 03 月 03 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

《3 月度金股：关注成长风格内部“高切低”》

2025-03-02

《科技补跌，哪些细分可以买？》

2025-03-02

■ 本周（2025 年 2 月 24 日-2025 年 3 月 2 日），发达市场及新兴市场同步下跌，新兴市场转跌：MSCI 发达市场下跌 1%，主要体现在美股下跌，欧股再次在发达市场中表现相对亮眼；MSCI 新兴市场转跌且跌幅较大（-4.4%），尤其是中国资产领跌。各个市场交易的主线开始分化：

■ 美国在宏、微观催化下，纳指及标普连续两周下跌。其中纳指跌幅较深且在本周继续领跌（-3.5%），标普跟跌（-1%），但是周五 PCE 显示 1 月美国通胀温和上涨，缓解了部分通胀担忧，道指大幅反弹，单日涨幅补足前期累计跌幅，收涨 1%。

宏观方面：经济走弱，通胀坚挺，“滞胀”担忧重燃。一方面，基本面疲软，1）美国 1 月零售销售额环比下降 0.9%，创近两年来最大降幅；2）2 月服务业 PMI 49.7，美国服务业 PMI 首次降至 50 以内，且创 2023 年 1 月份以来新低，加剧市场紧张情绪；以及 3）美国 2 月消费者信心指数显著下降（从 1 月的 105.3 降至 98.2），指向消费收缩，并点燃了对经济放缓甚至衰退的预期。另一方面，通胀坚挺，美国 1 月 CPI 及 PPI 纷纷超预期，且 PPI 创 2023 年 2 月以来最大涨幅。叠加特朗普关税政策以及政府效率部门（DOGE）启动华盛顿官员裁撤计划，通胀担忧再起。

微观方面：财报增长放缓。一是，美股科技七巨头阶段性高增速的叙事或接近尾声，体现在英伟达财报显示增长相对缓和，以及微软裁撤威斯康星及佐治亚的两个数据中心，意味着开始去 AI 产能；二是，沃尔玛财报不及预期，指向美国悲观的消费前景。

因此，论调正从“美国例外论”逐步转向“如果美国不再例外”。短期内，如果美国就业进一步走弱，新增非农就业人数不及 12-15 万人，可能会进一步激发“美国不再例外”的冲击。美股或进一步下跌，短期内回调 10-15%仍在预期内。

美国经济走弱，美债利率急跌。伴随着对美国经济的担忧，以及贝森特表示，特朗普及他均认为要“提高美债吸引力，10 年期美债利率应随着特朗普政策自然而然地下降”，加剧了美债的看涨押注，美债利率自 1 月 17 日以来连续下跌，已经跌破 4.3%。

■ 中国资产连续上涨 6 周后回调，恒生科技领跌，主要是基于以下两点：

一，短期资金面超涨之后的技术性回调；

二，外部风险再起，打压风险偏好。一是，上周末特朗普签署的《美国优先投资备忘录》，在本周周初便对中国资产造成扰动，外部不确定性导致科技引领的乐观情绪有所消退。二是，关税又重新回到桌面上。特朗普 2 月 27 日（本周四）额外追加对中国商品的 10%关税，上台一个月以来，已经对中国加征关税合计将达到 20%，关税对市场的冲击进一步加大。

往后看，关注两会政策。本周市场提前博弈两会政策引导方向，包括但不限于消费、地产等，考虑到市场虽对部分两会政策预期存在分歧，但整体仍偏向温和刺激，此类可能成为下周持续交易的重点和主线。

■ 欧洲成为全球资金“再配置”所青睐的对象。考虑到欧洲尚且较为便宜、关税“战火”集中在中、加、墨、以及俄乌冲突缓和协助确认盈利有同步上升空间，资金阶段性切入全球低估值的权益板块，再次布局“低估”的欧洲。

■ 全球股票及债券 ETF 本周净流入加速：全球股票型 ETF 净流入 \$462 亿美元（边际+\$207 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$137 亿美元（边际

+\$47 亿美元);分风格来看,全球股票成长 ETF 净流出\$13 亿美元,价值 ETF 净流入\$21 亿美元;分国别来看,美国股票 ETF 净流入最多(\$318 亿美元),其次是欧洲及日本;中国股票 ETF 净流出最多(-\$32.5 亿美元),其次是印度及越南。

全球股票 ETF 行业类别中,医疗保健、通信流入加速并分别跃至第一与第二,公用事业在本周净流入持续加速,其中金融本周由净流入转至净流出至净流出第二,科技加速流出至净流出第一,可选消费流出变缓。

■ 下周重点关注数据及事件: 1) 3 月 4 日开始的全国两会; 2) 3 月 7 日美国就业报告。

■ 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：发达国家及新兴市场转跌，新兴市场领跌

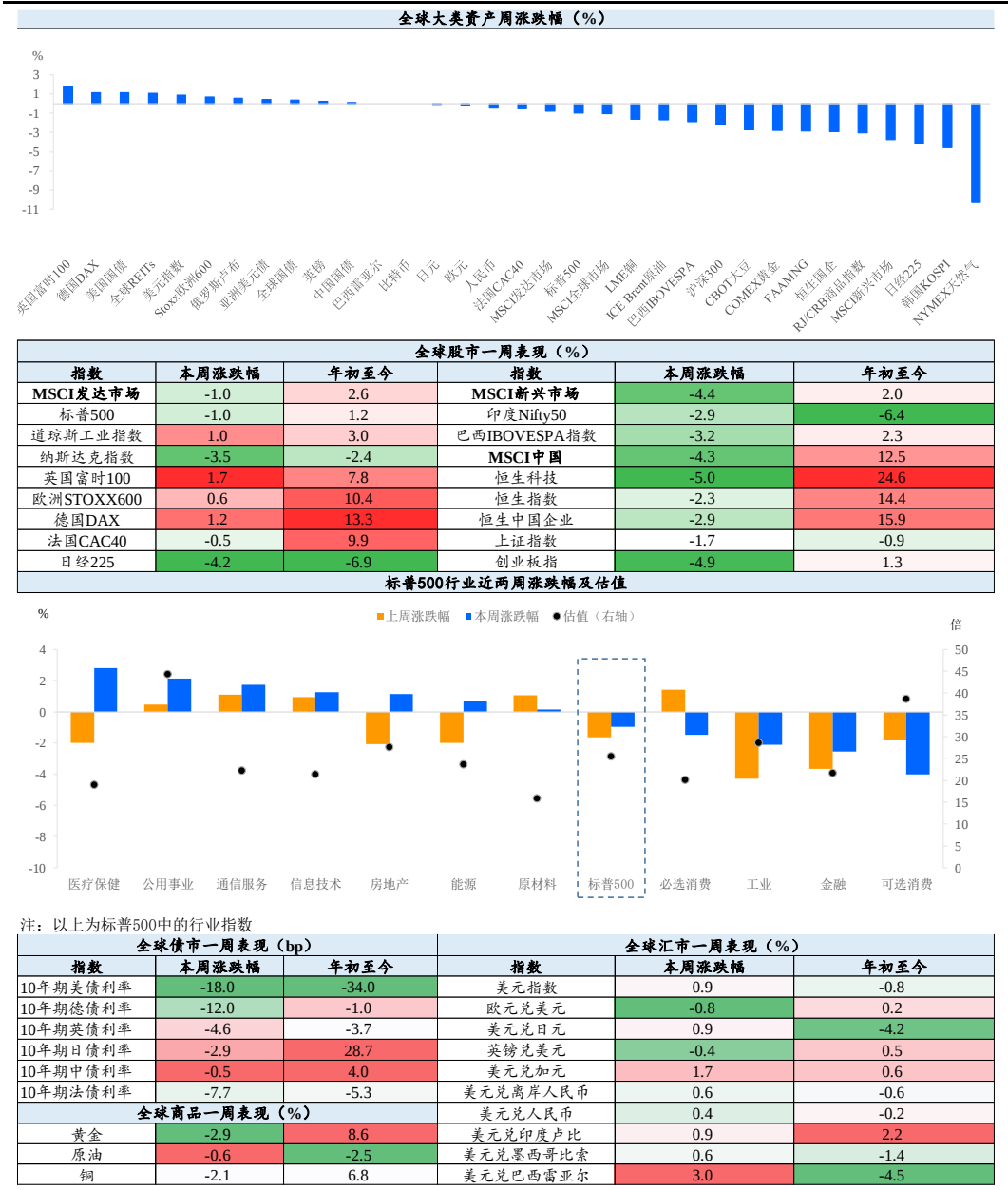


图2：美联储官员对美国经济表态整体偏乐观

国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储理事 巴尔	2025/2/26	巴尔对经济表达了积极看法，提到过去一年经济强劲增长，失业率保持在低位且稳定。但是当前 存在诸多政策不确定性 ，例如关税政策对经济的影响，以及移民政策可能对劳动力市场和潜在产出的影响。他强调， 劳动力减少可能导致潜在产出下降 ，但美联储将关注这种影响是否显著。巴尔指出金融市场的监管、银行监督和监管、联邦存款保险以及保护投资者、消费者和企业的法律，是为了促进金融稳定和持久的经济增长。	巴尔表示，通胀方面已取得实质性进展，但通向2%通胀目标的道路“ 颠簸但稳定 ”。他预计 1月份的通胀上升是季节性因素所致，并可能在2月或3月趋于缓和 。美联储正密切关注数据变化， 如果通胀下降速度快于预期或劳动力市场疲软程度超出预期，美联储已做好采取行动的准备 。他强调货币政策和金融稳定“密不可分”，用于实施货币政策和支持金融稳定的工具共同发挥作用。
里士满联储主席 巴尔金	2025/2/26	美国经济存在不确定性，包括 特朗普政府的关税政策可能对通胀产生影响 。他强调，尽管当前经济表现稳健，但政策变化带来的不确定性仍需谨慎对待。 经济可能面临重新加速而非放缓的可能性，这可能会对通胀产生潜在影响 。尽管通胀仍存在上行风险，但整体通胀趋势正在朝着目标回落。他强调，美联储需要对经济数据保持开放态度，以评估通胀是否能稳定回到2%的目标。他还提到， 劳动力市场尚未显示出明显疲软迹象 ，经济衰退的担忧已基本消退。	巴尔金倾向于维持“ 适度限制性 ”的利率政策，直到通胀明确回到2%的目标水平。他认为， 过早放松政策可能导致通胀卷土重来 。尽管市场普遍预期美联储将降息，但在 通胀未完全达到目标之前，应保持谨慎，避免过早调整货币政策 。他强调，美联储需保持政策的灵活性，以应对不断变化的经济和政策环境。如果通胀继续朝着目标回落，美联储可能会逐步调整利率。
亚特兰大主席 博斯蒂克	2025/2/27	尽管整体经济状况良好，但 价格稳定性和劳动力市场仍存在不确定性 。他强调，经济接近正常水平，但需要持续关注数据变化。全球经济不确定性增加，美联储需要综合考虑更多因素，包括经济学家预测、市场调查以及企业反馈。关于楼市， 住房通胀的下降是一个缓慢的过程 ，因为租赁合同通常每12个月更新一次，而房屋交易频率更低，这意味着住房价格对通胀数据的影响将逐步显现。他强调， 尽管通胀率仍较高，但通胀和就业市场正在逐步改善 。	博斯蒂克 主张维持当前利率水平，使其持续对通胀施加下行压力 。他认为，美联储不应基于对经济未来走势的假设而提前调整政策，否则可能带来政策不确定性。他预计，美联储可能在2025年第四季度考虑降息，但具体节奏需根据经济数据的变化来决定。美联储需要保持政策的灵活性，让数据指导政策决策。他还提到，美联储的长期目标是 将利率调整至“中性利率”水平 。
欧洲央行行长 拉加德	2025/2/27	欧元区经济增长面临下行风险，特别是劳动力市场疲软和外需减少对经济的拖累 。通胀率正在向2%的目标回归，但服务业通胀仍然较高，整体通胀风险偏向上行。12月整体通胀升至2.4%，核心通胀稳定在2.7%，中期通胀预期仍需保持警惕。欧洲央行 呼吁加强财政与结构性政策 ，以应对经济挑战，确保经济的可持续增长。全球经济环境的不确定性增加，特别是 贸易政策的不确定性以及能源价格波动，对欧元区经济构成潜在风险 。	欧洲央行重申 当前货币政策仍具限制性 ，即使维持当前的存款便利利率，也相对安全地可以评估货币政策仍具有限制性。鹰派与鸽派官员对进一步降息的节奏和幅度存在分歧， 鹰派官员担心过早降息可能导致通胀压力上升 。欧洲央行在 2月7日的报告中将自然利率定为1.75%-2.25%，暗示2%的存款利率 。鸽派官员对这一利率水平较为满意，但鹰派官员认为政策不应过度宽松。欧洲央行强调保持政策灵活性，逐次会议决策方式将继续指导其货币政策操作，同时需对进一步降息的节奏更加谨慎。
费城联储理事 哈克	2025/2/28	哈克强调， 美国经济增长和生产依然稳健，劳动力市场保持平衡状态 。他认为，尽管劳动力市场已降温至接近疫情前水平，但整体经济基础依然强劲。哈克对1月份CPI通胀数据持谨慎态度，但强调需要从月度波动中解析出真正的趋势。他指出， 通胀降至美联储目标2%所需的时间比预期的久，且通胀下行的进展并不均衡 。除此之外，美联储需要密切关注特朗普政府新政策的影响，并在必要时做出反应。	哈克认为，当前货币政策已处于良好位置，在去年三次降息后仍然具有限制性。他支持上月维持利率不变的决定，并预计长期来看利率将继续下降。 现阶段暂停降息是合适的 ，美联储可以在当前利率水平维持一段时间，观察数据的发展。当前利率水平足以在未来两年内将通胀降至美联储2%的目标。他预计美联储仍处于降息的道路上，但政策路径存在相当大的不确定性。

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 净流入加速，其中主要流入的国家是美国



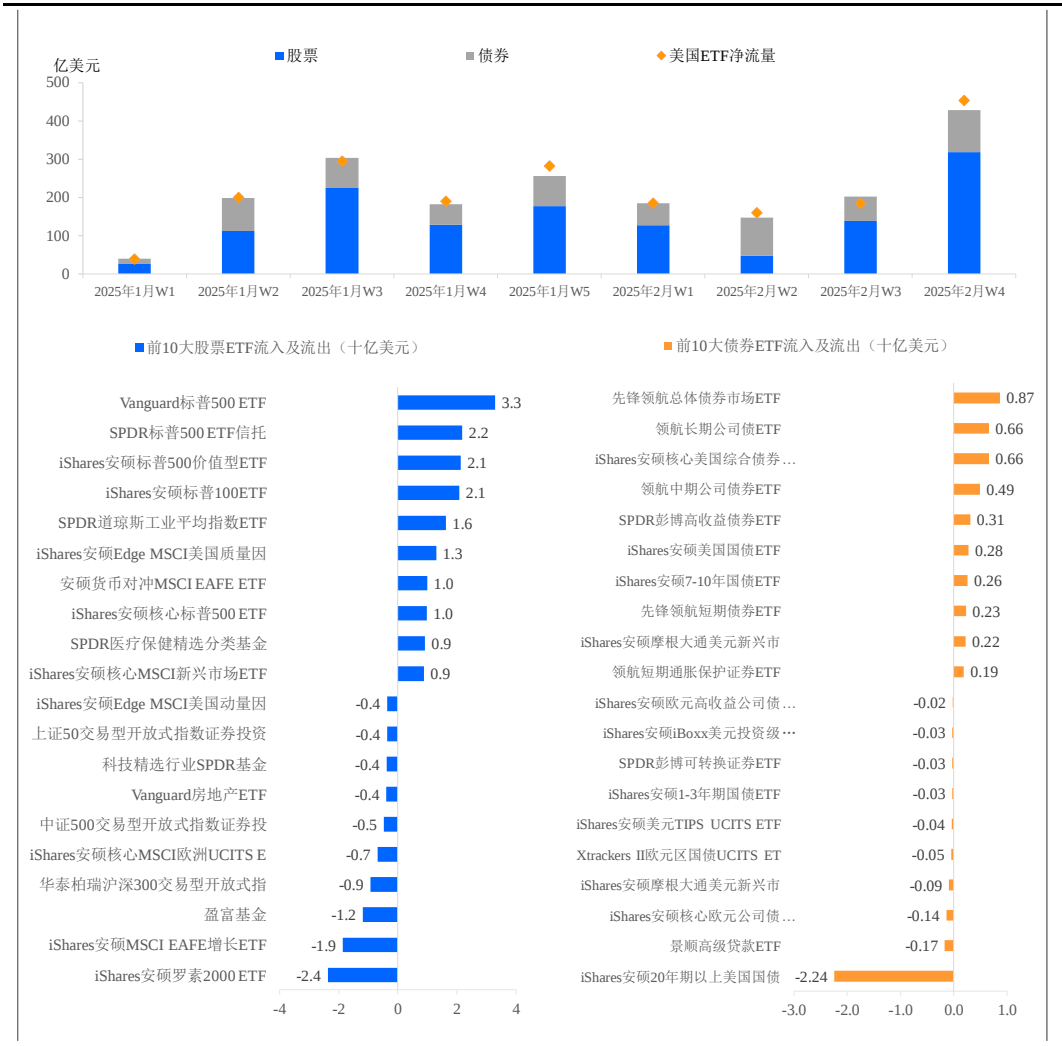
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：本周股票 ETF 中，流入医疗保健行业的资金最多，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	3.3	8.8	7.9	12.1	11.0
可选消费	-2.0	-2.2	-7.6	-10.5	-2.1
必选消费	0.3	2.9	-5.1	0.2	-4.0
能源	1.9	-0.2	-3.2	-32.9	-19.7
金融	0.9	-2.7	41.1	93.6	71.9
医疗保健	2.0	11.8	1.6	-18.4	-4.9
工业	1.0	0.1	12.4	39.0	34.3
材料	-0.3	-0.5	-4.0	-18.2	-17.2
科技	-1.4	-6.3	-43.7	-2.6	21.8
公用事业	0.0	3.4	5.2	8.4	12.5

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美国 ETF（股+债） 边际净流入加速（+\$227 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：下周重点关注全国两会以及美国就业报告

周一 (2025/3/3)	周二 (2025/3/4)	周三 (2025/3/5)	周四 (2025/3/6)	周五 (2025/3/7)
日本-Jibun银行日本制造业PMI 欧元区-HCOB欧元区制造业PMI 欧元区-CPI同比 欧元区-GDP同比 欧元区-工业产值 美国-建筑开支月环比 美国-ISM制造业指数	日本-失业率 日本-工作与申请人数比率 日本-资本支出同比 日本-货币基础同比 欧元区-失业率变动	日本-Jibun银行日本综合PMI 欧元区-AIB爱尔兰PMI综合指数 欧元区-HCOB欧元区综合PMI 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-ADP就业变动指数 美国-耐用品订单环比 美国-ISM服务业指数	欧元区-欧洲央行存款机制利率 欧元区-欧洲央行边际贷款工具 美国-贸易余额 美国-批发库存月环比 美国-贸易余额 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-失业率 美国-新增非农就业人数/失业率
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-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数	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

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>