

策略点评 20250224

中国科技引领的“东升”？——全球市场观察系列

2025 年 02 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

《两会前，还能关注哪些科技分支？》

2025-02-23

《接下来市场如何轮动？》

2025-02-23

■ 本周（2025 年 2 月 17 日-2025 年 2 月 23 日）全球资产价格股市分化明显，发达市场基本普跌，新兴市场中，中国资产涨势突出：MSCI 发达市场及新兴市场分别下跌 1.4%、上涨 2%。

■ 全球股指涨跌互现，市场继续交易关税及 AI：

一是，特朗普关税对欧洲的威胁。特朗普关税政策持续，尽管市场对新消息反应减弱，但此次针对欧洲，特别是提议对汽车加征关税，欧洲对此更加敏感。

二是，中美科技呈现“东升西降”格局。中国 AI 与科技资产定价逻辑变革，Deepseek 模型的火爆出圈持续推动科技行情上涨；而美国科技龙头 2024 年 Q4 财报增速放缓，叠加 Deepseek 影响，美股科技巨头整体面临调整。

■ 本周中国资产持续演绎科技行情，港股连续两周领涨全球：一方面，DeepSeek 引发的 AI 行情还在继续演绎，市场情绪高涨；另一方面，阿里云超预期，预期未来三年 Capex 超过过去十年总和。在科技股估值抬升以及市场情绪的改善下，中国资产延续修复。同时，海外尤其是对冲基金，从今年 1 月起便开始布局中国，例如阿里巴巴、拼多多及比亚迪等均录得较高涨幅。

中国科技占优，关税威胁被淡化。市场尚未完全定价特朗普关税对中国的威胁，忽视了美国国会议员 1 月 23 日提出的一项两党法案：要求撤销中国在美国的优惠贸易地位，分阶段征收高额关税，并终止对低价值中国进口产品的“小额豁免”的免税待遇，以及加征关税对经济的潜在拖累。

中美在关税问题上的博弈需继续观察。美国可能想要通过关税施压与中国达成协议，包括但不限于：1）让中国在 TikTok 收购和芬太尼问题上作出让步；2）在俄乌冲突上达成合作。

■ 关税威胁引发欧洲股市转跌。本周二（18 日）特朗普表示最快 4 月 2 日对进口汽车征收 25% 关税，德国作为汽车出口大国首当其冲，领跌欧洲市场。尽管欧元区显示经济复苏迹象，但考虑到特朗普的关税威胁，欧洲经济可能再次脱轨，给欧洲股市带来较大冲击。

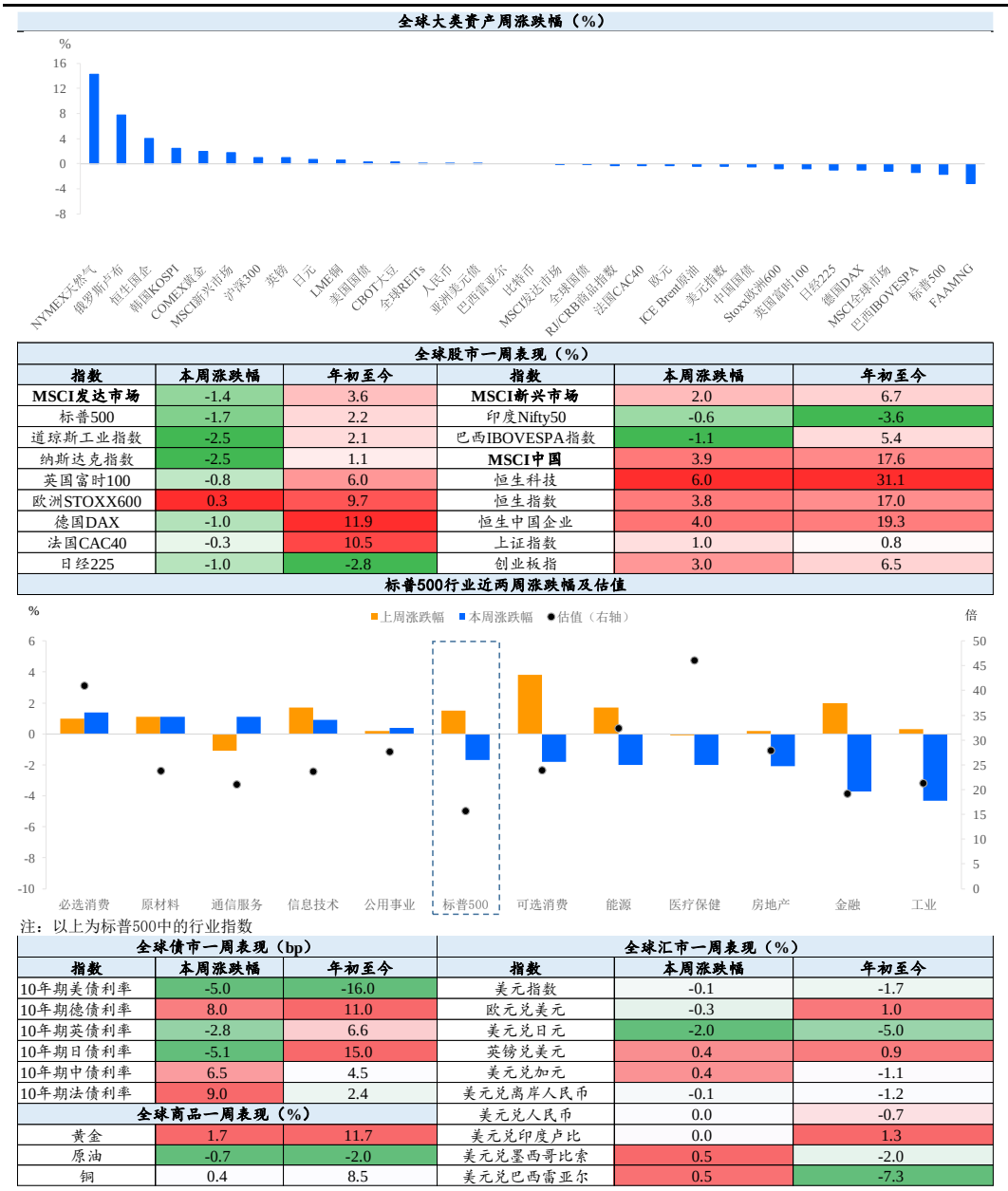
■ 全球股票 ETF 本周净流入加速，债券本周净流入变缓：全球股票型 ETF 净流入 \$255 亿美元（边际+\$183 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$90 亿美元（边际-\$71 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流入 \$85 亿美元，价值 ETF 净流入 \$4 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$138 亿美元），其次是欧洲及日本；中国股票 ETF 净流出最多（-\$30.2 亿美元），其次是印度及越南。

全球股票 ETF 行业类别中，金融流入加速，必选消费加速流出，并在本周由净流入转净流出第一；科技、可选消费流出变缓。

■ 下周重点关注数据及事件：1）德国新一届联邦议院（议会下院）选举结果；2）美国 PCE；3）英伟达 2024 年 Q4 财报。

■ 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：中国资产领涨全球



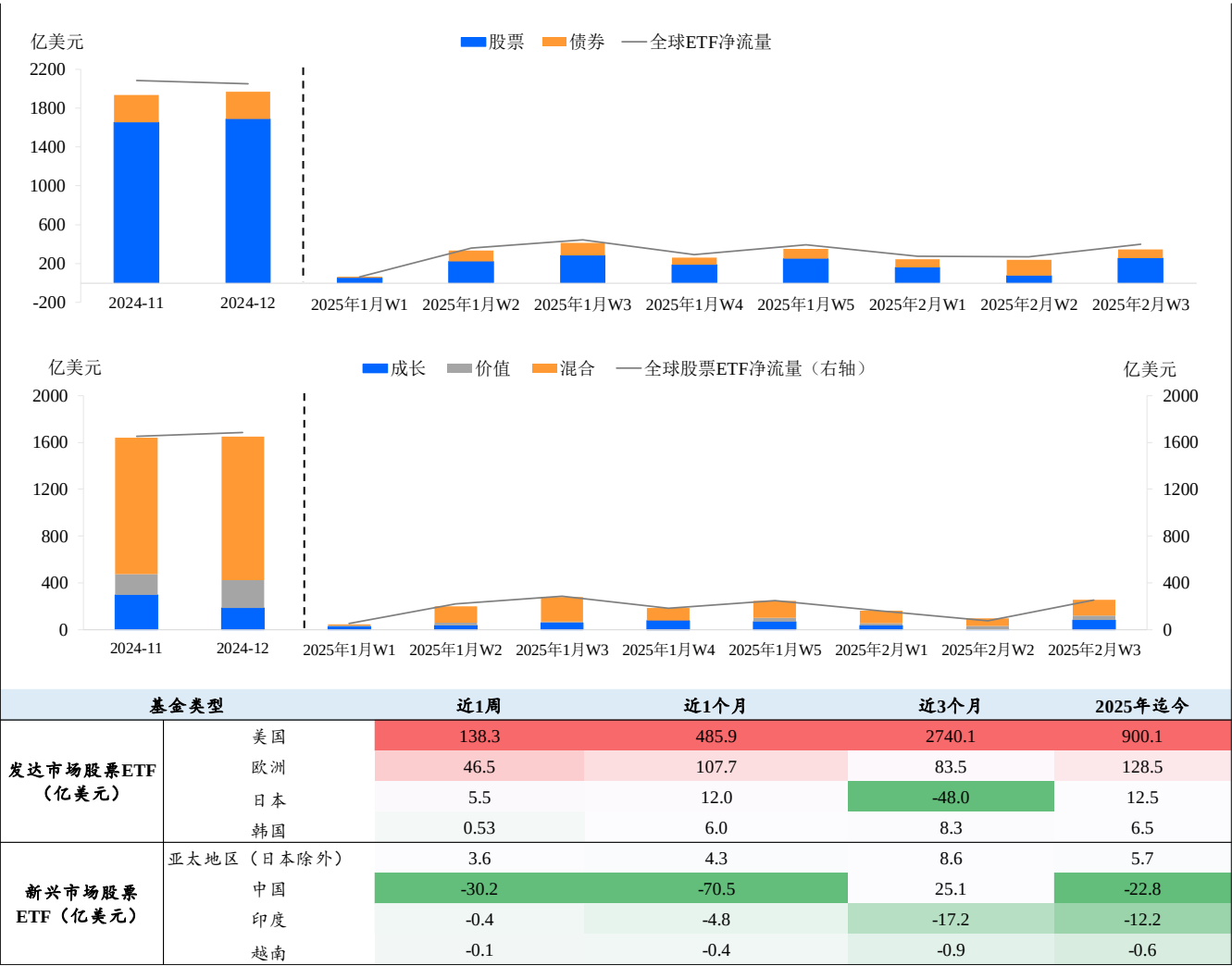
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：美联储官员对降息态度保持谨慎

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储理事 鲍曼	2025/2/17	鲍曼提到，暂时维持利率不变可以为美联储提供机会，进一步评估经济活动指标，并明确政府政策及其对经济的影响。她强调，特朗普政府的新贸易政策以及其他政策带来的不确定性，增加了货币政策调整的复杂性。从就业市场来看，尽管通胀有所放缓，但就业市场的强劲表现可能会对通胀产生一定的上行压力。	鲍曼认为当前的利率水平处于良好状态，美联储可以保持耐心，密切关注通胀数据的变化。她指出，目前的利率区间（4.25%-4.5%）是合适的。鲍曼强调，在进一步降息之前，需要看到更多数据反映出抗通胀方面的进展。她希望在通胀持续下降方面建立更大信心，特别是在特朗普政府的贸易政策和其他政策存在不确定性的情况下。另外，尽管通胀有所放缓，但反通货膨胀可能需要比预期更长的时间，物价稳定仍面临较大风险，尤其是在就业市场依然强劲的情况下。
英国央行行长 贝利	2025/2/18	贝利警告称，尽管2024年底英国经济意外增长，但整体经济仍处于“停滞不前”的状态，需求侧的不振和供应不足是主要原因。他强调维护开放金融市场的重要性，并指出金融市场的脆弱性在增加。他呼吁加强金融监管，以应对潜在风险。贝利提到，全球经济和政策的不确定性对英国经济产生了较大影响，英国央行需要在政策制定中保持灵活性。	贝利强调降息需要循序渐进、谨慎行事。他指出，尽管市场预期英国央行可能在2025年多次降息，但央行需要根据通胀和经济增长数据来调整政策。通胀方面，尽管短期内通胀有所回升，但这种回升可能是暂时的。他强调，通胀的上升主要受到受监管价格（如能源费）的推动，并未反映经济的基本状况。此外，贝利呼吁降低债券市场的波动性，认为当前的不稳定性主要归因于美国关税政策的影响。他希望看到债券市场波动减少，以稳定市场预期。
美联储主席 鲍威尔	2025/2/20	美联储官员一致认为，美国经济前景存在高度不确定性，经济活动继续以稳健的速度扩张，但通胀率仍略高于目标水平。会议多次提及特朗普政府的政策（包括关税、移民、财政刺激等）对经济带来的不确定性。官员们担心关税可能导致企业成本上升，进而传导至消费者，加剧通胀压力。尽管目前通胀有所下降，但美联储官员仍认为通胀存在上行风险，特别是在贸易和移民政策变化的背景下。	美联储在会议上决定维持联邦基金利率目标区间在4.25%至4.5%之间不变。鲍威尔表示，如果通胀率未能降至2%的目标水平且经济保持稳健，美联储可能会在更长时间内维持利率不变。美联储官员一致认为，在进一步降息之前，需要看到通胀继续下降。鲍威尔还提到，如果劳动力市场意外走弱或通胀率降至目标的速度快于预期，美联储可能会考虑降息。除此之外，美联储可能放缓甚至暂停资产负债表缩减计划，尤其是在债务上限问题仍未解决的情况下。
芝加哥联储主席 古尔斯比	2025/2/20	古尔斯比对美国经济的整体状况表示乐观，认为通胀正在下降，劳动力市场接近充分就业状态。他还提到，住房通胀近期也有所改善，尽管其变化较为缓慢。他警告称，特朗普政府的贸易政策和其他财政政策的不确定性可能会对经济和通胀产生影响，需谨慎评估这些政策对经济的潜在影响。美联储应将财政政策视为一种数据点，在做利率决定时加以考虑，而不是直接对财政政策发表评论。	古尔斯比表示，他预计未来一年内利率将“明显下降”，并认为通胀正在向美联储2%的目标靠拢。他强调，尽管存在不确定性，但利率最终会比当前水平低很多。他提到，由于财政政策的不确定性（如关税政策），降息的节奏可能会放缓，但未来12-18个月内仍会有一些降息。随着联邦基金利率接近中性水平，放慢降息步伐是合理的。
美联储理事 库格勒	2025/2/21	库格勒认为美国经济整体“根基稳固”，劳动力市场健康且稳定。尽管上月零售额有所下降，但消费支出仍是经济增长的主要动力。她警告称，美国新一届政府的贸易、移民及其他政策存在不确定性，可能推高通胀风险。特别是加征关税可能增加商品价格，但具体影响尚需更多数据确认。就业市场方面，劳动力市场的疲软风险已降低，失业率维持在4%的低位，显示就业市场稳定。	她表示，美联储应将联邦基金利率目标维持在当前4.25%-4.50%的区间不变。她认为，考虑到当前经济和通胀的风险平衡，维持利率不变是合适的。新经济政策的净效果尚不确定，未来利率路径将取决于具体情况。尽管市场预期2025年晚些时候可能降息，但库格勒强调目前不急于降息，需等待更多数据确定。关于通胀，尽管通胀有所下降，但美国通胀率距离美联储设定的2%长期目标仍有“一段路要走”，通胀上行风险依然存在。

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 加速流入，其中主要流入的国家是美国



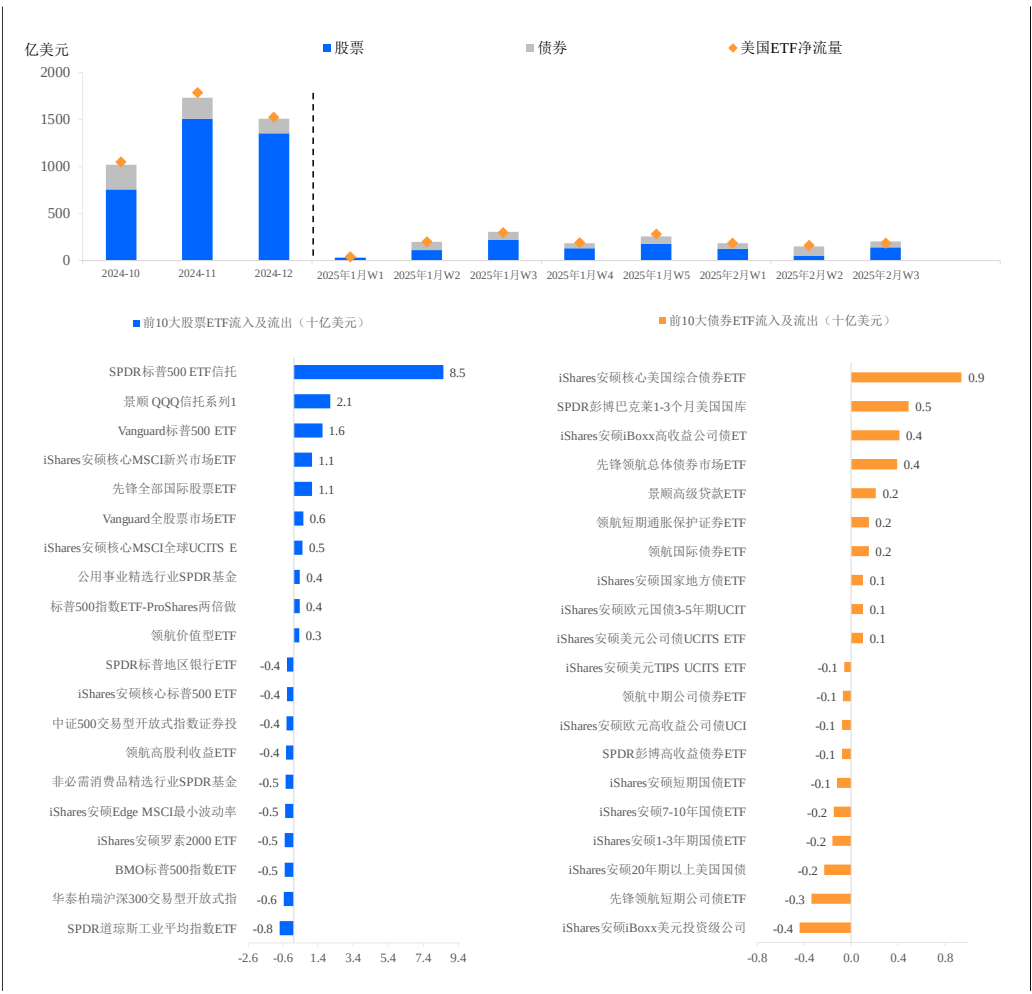
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出必选消费的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.5	0.6	-0.8	8.5	3.8
可选消费	2.7	-3.9	-3.1	0.0	0.1
必选消费	-2.7	-4.5	-8.8	-1.9	-6.9
能源	1.4	1.0	-12.5	-32.1	-19.5
金融	1.6	9.9	58.0	117.5	74.5
医疗保健	5.7	0.8	-15.1	-36.8	-16.7
工业	1.7	6.6	27.3	46.1	34.1
材料	-1.7	-2.0	-6.4	-18.5	-16.7
科技	-0.6	-2.3	-1.5	18.7	28.4
公用事业	0.5	1.8	5.5	9.3	9.1

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



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：下周重点美国 PCE 及英伟达 2024 年 Q4 财报

周一 (2025/2/24)	周二 (2025/2/25)	周三 (2025/2/26)	周四 (2025/2/27)	周五 (2025/2/28)
欧元区-欧盟调和CPI 欧元区-IFO企业景气指数 欧元区-企业信心 美国-芝加哥联储全美活动指数 美国-达拉斯联储银行制造业活动指数	日本-机床订单同比 欧元区-失业率 欧元区-GDP调整同比 美国-FHFA房价指数月环比 美国-世界大型企业研究会消费者信心指数 美国-里士满联储制造业指数	日本-领先指数CI 欧元区-生产者价格指数环比 欧元区-消费者信心指数 美国-新建住宅销量 美国-建筑许可 美国-周度MBA抵押贷款申请指数	欧元区-贸易余额 欧元区-M3货币供应同比 欧元区-Economic Sentiment 欧元区-制造业信心指数 美国-耐用消费品 美国-个人消费 美国-GDP价格指数 美国-核心PCE价格指数季环比 美国-持续领取失业救济人数 美国-待定住宅销售量	日本-东京消费价格指数同比 日本-工业产值 日本-社会消费品零售总额同比 日本-新宅开工同比 欧元区-PPI同比 欧元区-失业人员变动 欧元区-申领失业救济金比率经季调 美国-个人收入环比 美国-批发库存月环比 美国-MNI芝加哥PMI 美国-个人支出环比
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-标普全球/Nevi荷兰制造业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	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	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-失业率 美国-制造业就业人数增减 美国-失业率

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>