

策略点评 20250216

全球风险资产上涨的“主线”与“副本”—— 全球市场观察系列

2025 年 02 月 16 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

研究助理 武朔

执业证书：S0600124070017

wushuo@dwzq.com.cn

相关研究

《IP 爆发背后中国资产定价的新叙事》

2025-02-16

《关注科技行情高切低》

2025-02-16

■ 本周（2025 年 2 月 10 日-2025 年 2 月 16 日），全球风险资产基本全线上涨。在经历了两周 DeepSeek 冲击及关税的扰动后，发达市场转涨，继续领涨全球，而新兴市场相较上周涨幅减弱：MSCI 发达市场及新兴市场分别上涨 1.7% 及 1.5%。

■ 全球股指基本全线上涨，主要是基于两条主线，一条“副本”：

主线一：关税对等尚未落地。特朗普关税政策“说的多，做的少”，虽然“嘴硬”，多次表示征收对等关税，但新举措并未立即加征关税，而是启动了一项可能持续几周，甚至是几个月的关税审查工作。根据特朗普的商务部长提名人霍华德·卢特尼克表示，“对等关税”最早可能于 4 月 2 日开始征收。考虑到关税政策没有立马实施，这意味着“谈判”>“目的”，因此对等关税“延迟”，成为刺激全球大类资产上涨的一大重要原因。

主线二：DeepSeek 的冲击修复。美国大型科技公司快速走出 DeepSeek 带来的冲击，尤其是英伟达修复了大部分 Deepseek 的“冲击效应”。从 DeepSeek 火爆出圈的当日下午下跌近 17%，目前已经修复超 90%（股价从 1 月 27 日的 118 美元已经反弹至 2 月 14 日的 138 美元）。

“副本”：俄乌冲突缓解的可能性大增。本周三（12 日），美国总统特朗普先后同俄罗斯总统普京和乌克兰总统泽连斯基通电话。特朗普与普京通话，表示俄乌战争谈判现已开始，双方均认同并主张尽快停止俄乌冲突。考虑到结束俄乌冲突指日可待，美股当日小幅反弹。

■ 往后看，尽管 DeepSeek 出圈使得投资者重新思考美国科技股叙事，但尚未彻底改变美国科技牛市趋势：

- 1、目前美股科技偏贵，需要一个下跌理由；
- 2、DeepSeek 没有影响到全球以美国为领导的科技“霸权”，不是负向“跷跷板”，1+1>2，美股科技的叙事还可以继续；
- 3、基本面才是一切的根基，美国经济韧性仍在；
- 4、特朗普仍有一系列政策支持美国科技的“霸权”。

此外本周通胀数据，虽没有成为全球的交易重点，但走高的数据给未来美股埋下了隐患。无论是核心商品中二手车价格大幅上涨（已连续 5 个月环比正增长），还是核心服务中交通运输类从环比 0.5% 上涨至近 2%，通胀全面大超预期，主要项目几乎都高于前值。需警惕未来通胀持续走高给美股带来的波动。

■ 本周中国资产持续演绎主线二，港股领涨全球。恒生科技一度突破去年 10 月以来的高位。恒生科技、恒生指数及恒生国企指数分别上涨 7.3%、7% 及 6.9%。本周中国 AI 模型快速部署应用，阿里巴巴宣布与苹果在 AI 合作，中国 AI 模型在应用端交互案例还在持续演绎。

■ 欧洲股市再创新高，俄乌停火的强预期下，市场风险偏好修复。“副本一”的催化下市场风险偏好明显回升，助力欧股大涨。在地缘缓和，以及央行宽松货币预期、德国潜在财政刺激的顺风影响下，欧洲经济、股市前景向好，利空因素正逐步退去。在当前欧洲股市估值优势明显、企业盈利增长预期乐观，市场仍旧在进一步阶段性布局“低估”的欧洲，但仍需警惕特朗普关税针对言论和具体方案出台带来的不利冲击。

■ 全球股票及债券 ETF 本周净流入变缓：全球股票型 ETF 净流入 \$72 亿美元（边际-\$39 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$161 亿美元（边际+\$71 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流入 \$1 亿美元，价值 ETF 净流入 \$30 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$47 亿美

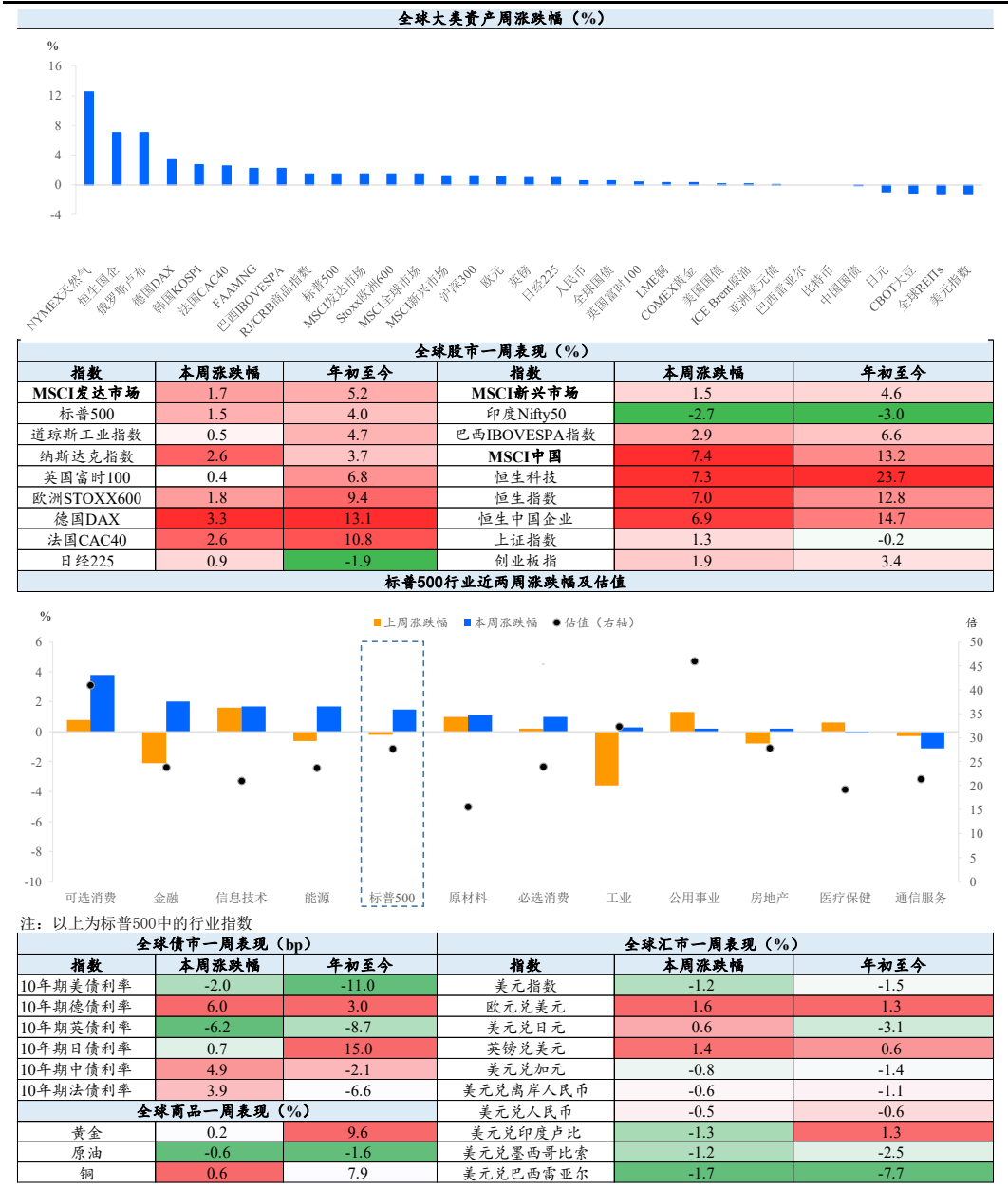
元)，其次是欧洲及韩国；中国股票 ETF 净流出最多（-\$51.1 亿美元），其次是印度及越南。

全球股票 ETF 行业类别中，4 个行业呈现净流入，其中金融净流入边际放缓（\$4.5 亿美元），能源、必选消费则由上周的净流出转为明显净流入，分别为\$3.7 亿美元、\$2.0 亿美元；6 个行业呈现净流出，其中，科技净流出规模依然较高（-\$22.7 亿美元），但边际有所放缓，而工业、可选消费则加速流出，分别为-\$6.3 亿美元、-\$4.2 亿美元。

■ **下周重点关注事件及数据：**1) 美联储 1 月货币政策会议纪要；2) 日本 1 月 CPI。

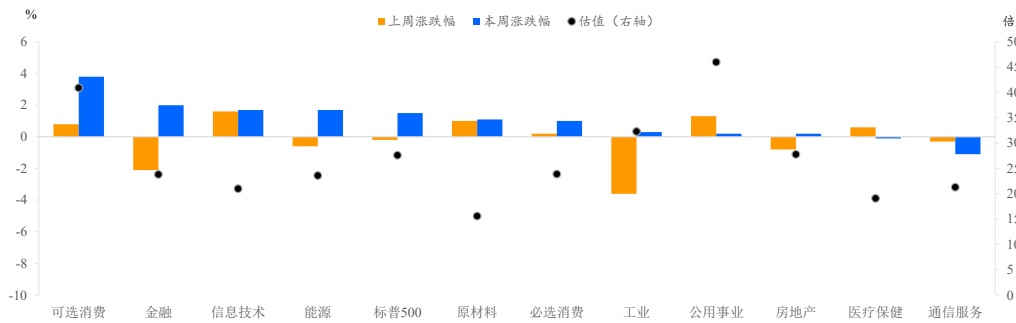
■ **风险提示：**全球基本面超预期，美联储政策超预期，全球贸易政策超预期。

图1：本周全球大类资产基本全线上涨，尤其是中国资产涨幅突出



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：本周，标普 500 行业涨跌分化



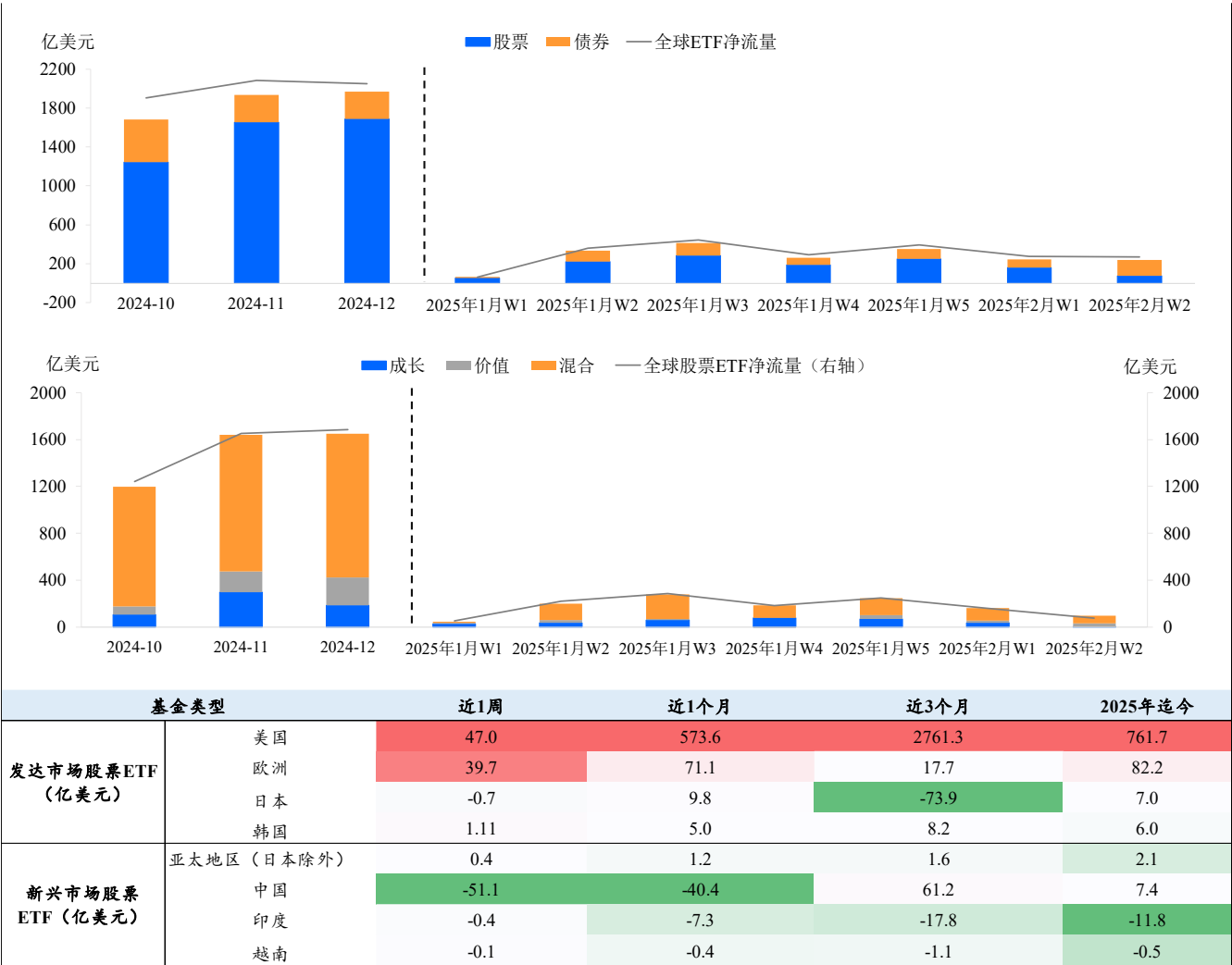
注：以上为标普 500 中的行业指数；
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：鲍威尔强调不急于降息

国家及官员	日期	经济	货币政策
欧洲央行行长 拉加德	2025/2/10	欧洲正面临“去全球化”、“人口结构变化”和“去碳化”的关键节点， 全球经济正在分裂成若干相互竞争的集团，欧洲需要重新评估供应链，并投资于更安全、更高效、距本土更近的新供应链。 她还指出，随着社会老龄化，欧洲需要部署新技术，以便使用更少的工人生产更多的产出，并强调了气候行动的必要性，提到欧盟计划中的绿色转型需要额外投资。	拉加德指出，工资压力仍然很大，并指出在未来几个季度， 工资可能会成为推动价格走势的越来越重要的因素。 目前的反通胀进程预计将持续下去， 欧洲央行理事会最终一致决定降息25个基点 ，降息主要基于通胀预测已连续六次接近中期目标；欧元区工资、生产率和企业利润等关键指标正朝着预期的方向发展；此外，随着欧元区经济下行，通胀进一步上升的风险比过去更低。拉加德还提到， 欧洲央行还将延续每次议息会议降息25bp的渐进式降息节奏，2025年或累计降息100bp。
美联储主席 鲍威尔	2025/2/11	鲍威尔强调美国经济依然稳健，2024年GDP增长达到2.5%，主要由消费者支出驱动。 劳动力市场状况保持稳健，过去四个月平均新增非农就业岗位为18.9万个，失业率稳定在4%。 他提到， 通胀在过去两年显著回落但仍略高于2%的长期目标，截至去年12月，整体PCE价格指数上涨2.6%，核心PCE价格指数上涨2.8%。	鲍威尔重申 无需急于调整利率，仍专注于实现双重任务目标，不会改变2%的通胀目标。 他指出，通胀已大幅接近美联储的2%长期目标，尽管仍然略高。鲍威尔表示，如果通胀不继续降至2%的目标水平且经济保持强劲，美联储可能在更长时间内维持利率不变。 但如果劳动力市场意外疲软或者通胀下降速度超过预期，美联储可能降息。 美联储的政策处于有利位置，便于应对风险和不确定性，并将继续密切关注通胀数据及其对经济前景的影响，并根据风险平衡灵活调整政策。
加拿大央行行长 麦克莱姆	2025/2/13	加拿大央行因该国联邦政府下调移民目标，下调了2025年的经济增长预期， 现在预计2025年和2026年经济增长1.8%，低于此前预测的2.1%和2.3%。 加拿大央行还下调了商业投资和出口预期，但上调了消费支出预测。	加拿大央行预计该国通胀将在2026年之前维持在2%的目标附近 ，并表示通胀压力的上行和下行风险“相对均衡”。 政策制定者们称，他们发现降息正在通过消费和住房活动对经济产生提振作用，并且现有的过剩供给将在未来几年内“逐步被消化”。 麦克莱姆表示，尽管货币政策已帮助物价恢复稳定，但如果发生广泛的贸易冲突，将严重损害经济活动，商品成本的上涨将直接推高通胀。
亚特兰大联储主席 博斯蒂克	2025/2/13	博斯蒂克强调， 在调整利率之前，美联储必须对有关贸易和移民等问题的政策变化建议有更深入的了解。 他提到，由于多个维度的政策不确定性，很难做出有把握的预测。他强调美联储需要与商业界保持密切联系，以了解即将出台的政策变化将如何发展。	他预计， 2026年初的通胀率将在2%左右。 届时他希望美联储的政策接近中性——一种既不刺激也不抑制经济的利率水平。博斯蒂克预测中性利率约为3%-3.5%，并表示他最初的展望是，到年底，在实现中性利率的道路上实现一半进展左右。保持耐心可能意味着推迟降息以获取更多信息，并在经济方向更加明确之前，不会对进一步调整利率感到放心。
美联储理事 沃勒	2025/2/13	沃勒强调了 稳定币对于美国经济的潜在影响，特别是其可能扩大美元在全球的作用。 他认为，稳定币将从监管中受益，并且可能强化美元的储备货币地位。此外，沃勒提到稳定币必须有明确的用例和商业案例才能具有经济可行性。	沃勒表示，美国监管部门应当直接处置稳定币风险，并允许银行和非银行发行稳定币。他支持稳定币，因为它们可能会巩固美元作为储备货币的地位，尽管它们需要一套明确的规则和条例。 沃勒还提到，稳定币是一种合成美元，如果能够使支付更快、更便宜，他对此表示赞同，并强调急需对稳定币进行监管，越快越好。

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

图4：全球股票型 ETF 净流入变缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

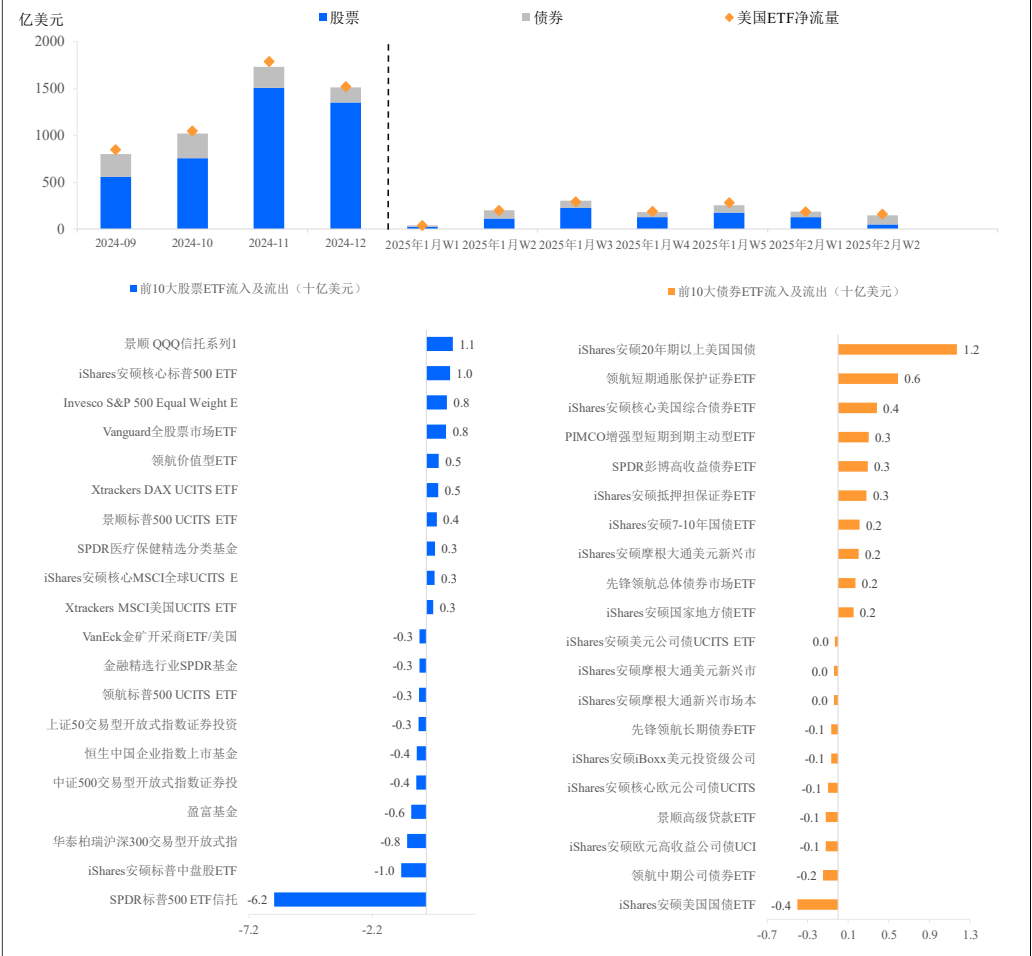
图5: 本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出科技行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-2.1	-3.4	0.6	8.9	3.2
可选消费	0.1	-4.2	2.5	4.2	4.0
必选消费	0.9	2.0	-2.2	0.1	-2.4
能源	0.9	3.7	-13.2	-31.3	-20.5
金融	5.1	4.5	66.1	119.0	64.5
医疗保健	1.8	-2.8	-24.0	-41.6	-17.4
工业	1.8	-6.3	25.9	43.8	27.5
材料	-0.5	-2.5	-8.1	-10.7	-14.7
科技	-3.5	-22.7	11.9	50.4	30.6
公用事业	1.0	1.3	6.7	7.9	7.3

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6: 美国 ETF（股+债） 边际净流入加速（+\$18 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：下周重点关注日本 1 月 CPI

周一 (2025/2/17)	周二 (2025/2/18)	周三 (2025/2/19)	周四 (2025/2/20)	周五 (2025/2/21)
日本-GDP环比 日本-GDP平减指数 日本-工业产值 日本-产能利用率 日本-第三产业指数	欧元区-欧盟调和CPI 欧元区-ZEW调查预期 美国-纽约州制造业调查指数	日本-贸易余额 日本-核心机械订单 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 美国-净TIC流量	欧元区-失业率 欧元区-消费者信心指数 美国-费城联储企业前景 美国-持续领取失业救济人数 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-世界大型企业领先指数	日本-国民消费物价指数 日本-全国CPI 日本-Jibun日本PMI 欧元区-制造业信心指数 欧元区-HCOB综合PMI 欧元区-PPI同比 美国-二手房销售年率 美国-密歇根大学消费者信心指数 美国-标普全球-美国PMI
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 欧元区-裕信银行奥地利制造业PMI 美国-新建住宅销量年率 美国-建筑许可 美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比	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-东京消费价指同比 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

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>