

## 策略点评 20250209

# 泛 AI+关税的未完待续——全球市场观察系列

2025 年 02 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

《短期 AI 交易是否已极致？》

2025-02-09

《AI “东升”，新周期开启》

2025-02-09

■ 本周（2025 年 2 月 3 日-2025 年 2 月 9 日），全球大类资产表现分化，新兴市场延续上周领涨发达市场的趋势：发达市场跌势延续，但跌幅收窄（-0.1%），新兴市场涨幅扩大（1.4%）。欧美股指涨势分化，欧股虽然涨势相较于上周收窄，但在发达市场中仍是“排头兵”：斯托克 600 领涨（+0.6%）；美国三大股指全线小幅下跌，纳指及道指均下跌 0.5%，标普 500 下跌 0.2%。中国资产表现突出，领涨全球风险资产：恒生科技领涨（+9%），创业板指上涨 5.4%。

■ 此外宽松预期+贝森特的“软约束”=美债利率高位回落。一是，美国作为服务业大国，1 月 ISM 服务业 PMI（52.8）大幅不及预期（54.3）；二是，美国新任财政部长贝森特公开表示在降低借贷成本方面更关注 10 年期美债收益率，并基本维持了耶伦在任时的发债结构和速度，美债市场走强，本周美债利率下降 9bp。

往后看，我们认为美债利率短期存在进一步向下的空间。由于上半年经济偏缓、通胀继续下行以及贝森特重申“3-3-3”经济政策愿景，偏紧预期利好美债；但从中长期来看，下半年在全年经济稳增长、更高的通胀背景下，预计美债利率全年中枢在 4.4-5%。

■ 美国三大股指齐跌的背后主要有三个原因：一是，基本面数据走弱。首先，1 月 ISM 服务业 PMI 不及预期；其次，非农就业人数大幅不及预期；再次，通胀预期爆表（1 年期通胀预期 4.3%，创下 2023 年 11 月以来新高）；最后，消费者信心大幅下降；二是，科技股信心持续减弱。最重要的是谷歌正值多事之秋：谷歌 2024 年 Q4 财报不及预期，尤其是云业务，叠加 4 日，谷歌因涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，宣布依法对谷歌公司开展立案调查。三是，新任总统上台后的一年中，2 月往往规律性走弱。1950 年-2024 年大选年后的一年，2 月表现都偏弱。由于 1 月新总统上任，存在不同党派交替，“新制”推翻“旧制”，短期内市场信号混乱，资金往往选择观望。

■ 中国资产领涨新兴市场，泛 AI 是主线。泛 AI 故事的得到延续，国产 AI 尤其是 DeepSeek 概念蔓延到多个行业，比如 DeepSeek 应用于汽车智能化等。因此尽管假期期间负面关税及报复性措施反复，但市场选择淡化，泛 AI 利好情绪压过关税带来的负面影响。AI 产业价值重估，推动国产 AI 机会正启。

■ 欧洲笼罩在关税的不确定性中，股市涨势放缓。在特朗普的关税威胁下（特朗普重申对欧盟加征关税“肯定会发生”），欧股三大股指在本周一（3 日）跌超 1%，其中英国富时 100 指数下跌 1%，法国 CAC40 指数下跌 1.2%，德国 DAX 指数下跌 1.4%。此外，欧元区 1 月通胀压力意外上行，1 月 CPI 同比 2.5%，核心 CPI 同比上涨 2.7%，均高于预期，这意味着物价压力依然挥之不去。不过，1）欧央行多位官员表示需要进一步降息；以及 2）相对于美国，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，欧洲本周小幅收涨。

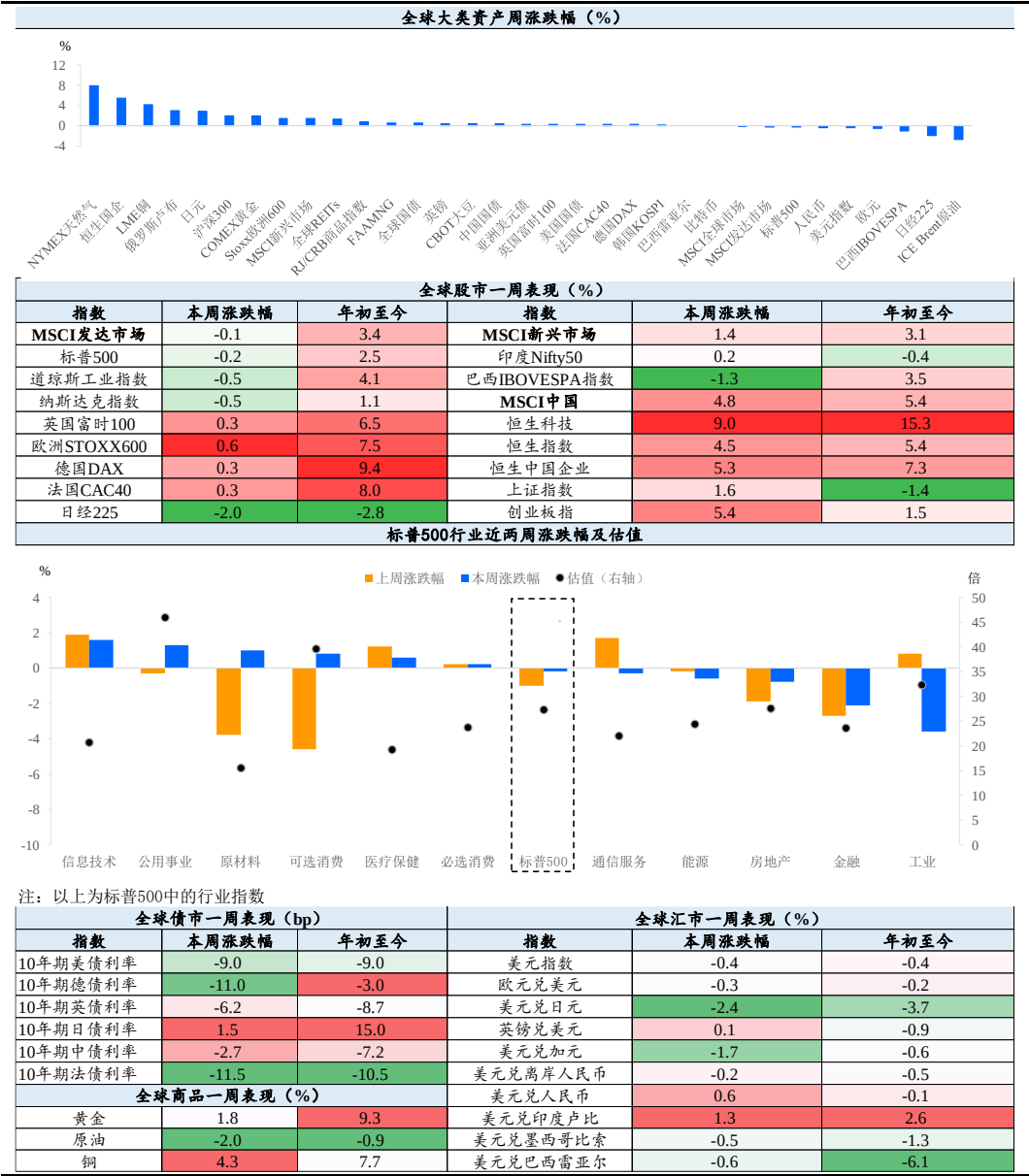
■ 全球股票及债券 ETF 的净流入均放缓：全球股票型 ETF 净流入 \$111 亿美元（边际-\$139 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$90 亿美元（边际-\$11 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流入 \$12 亿美元，价值 ETF 净流入 \$8 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$66 亿美元），其次是欧洲及韩国；印度股票 ETF 净流出最多（-\$2.4 亿美元），其次是中国及越南。

■ 全球股票 ETF 行业类别中，金融、工业流入变缓，其中材料由净流出转为净流入第三；科技在本月由净流入加速转向净流出，能源加速流出，医疗保健在本月持续上周趋势保持净流出。具体金额上看，全球股票 ETF 有 5 个行业呈现净流入，其中最多的行业是金融（\$17.0 亿美元）、第二是工业（\$4.4 亿美元）、第三是材料（\$3.0 亿美元）；全球股票 ETF 有 5 个行业呈现净流出，其中净流出最多的行业是科技（-\$30.6 亿美元）、第二是医疗保健（-\$9.4 亿美元）、第三是能源（-\$6.6 亿美元）。

■ 下周重点关注事件及数据：1）关注 2 月 10 日-11 日，特朗普可能颁布适用于所有国家的对等关税措施；2）2 月 12 日美国 1 月 CPI；3）2 月 14 日美国零售销售。

■ 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：发达市场跌幅收窄，新兴市场涨势扩大



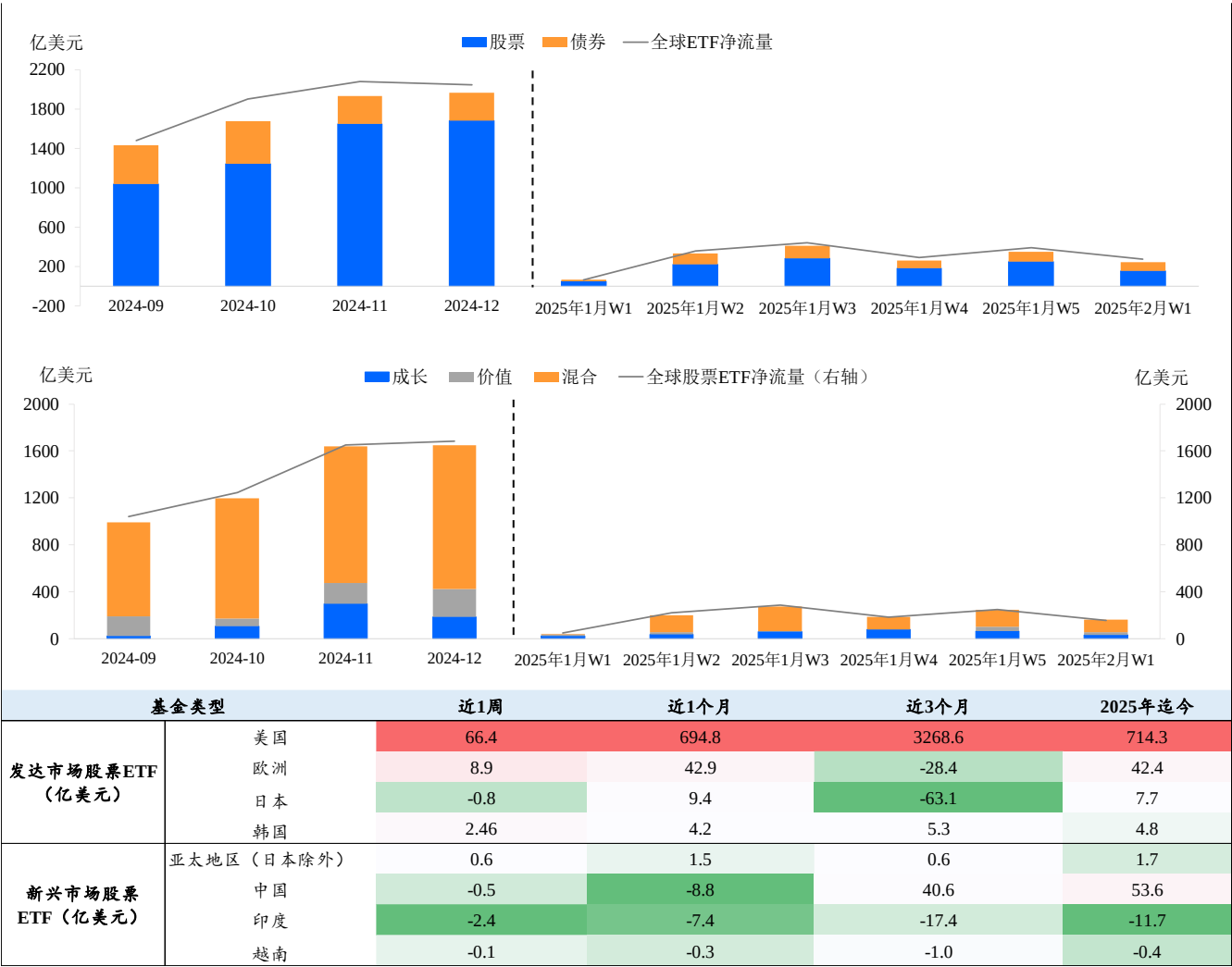
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：印度央行五年来首次降息 25bp

| 政策利率走势           |           |                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                  |                          |            |
|------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|------------|
| 国家               | 2020年至今走势 | 最新值（%）                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 预期2025年降息（-）/<br>加息（+）次数                                                                                                                                                                                                                                         | 预期2025年降息（-）/<br>加息（+）幅度 | 下次议息会议时间   |
| 美国               |           | 4.50                                                                                                                                                                                                                                                                                          | -2                                                                                                                                                                                                                                                               | -50bp                    | 2025-03-19 |
| 欧元区              |           | 2.90                                                                                                                                                                                                                                                                                          | -5                                                                                                                                                                                                                                                               | -125bp                   | 2025-03-06 |
| 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                                                                                                                                                                                                                                                             |                          |            |
| 亚特兰大联储主席<br>博斯蒂克 | 2025/2/3  | 博斯蒂克指出，美国经济和就业市场当前表现稳健，但降低通胀至美联储2%的目标仍然需要更多努力。他预测2025年通胀率将继续向2%回落，但路径将是“曲折”或“起伏不定”的。且美联储当前最关注的是通胀，而非就业市场，因为后者已达到健康水平。                                                                                                                                                                         | 博斯蒂克主张维持当前利率不变，直到经济前景更加明朗。他希望“等待一段时间”之后再考虑降息，以观察去年降息对经济的实际影响。博斯蒂克预计名义中性利率在3%-3.5%，达到这一水平所需的时间取决于经济发展状况。                                                                                                                                                          |                          |            |
| 旧金山联储行主席<br>戴利   | 2025/2/5  | 戴利表示，美国经济在2025年初的状况非常好，经济增长稳健，劳动力市场稳定，通胀正在逐渐下降，正朝着美联储设定的2%目标迈进。针对特朗普的政策，他强调，美联储无需对特朗普政府可能推出的政策（如关税、减税等）做出快速反应，而是可以花时间观察这些政策的“范围、规模和时间”，以确定其对经济的净效应。戴利指出，美联储需要评估特朗普政府可能推出的关税、移民、税收和监管等政策的潜在影响，避免因猜测而采取行动。                                                                                      | 戴利表示，在通胀率接近美联储设定的2%目标之前，她并不急于推动降息。她认为美联储可以让当前的限制性利率继续发挥用以减缓通胀。美联储在决策时不需要“抢先行动”，而是可以保持开放态度，无论是减少还是增加降息次数，都应基于经济数据的实际表现。戴利指出，美联储在评估下一步利率调整时可以从容研究陆续发布的经济数据，并观察特朗普政府实施的政策转向的影响。                                                                                     |                          |            |
| 芝加哥联储主席<br>古尔斯比  | 2025/2/6  | 古尔斯比指出，美国经济正处于充分就业状态，经济增长稳健且通胀回落，为美联储能够进一步降息创造了条件。此外，他还提到美国通胀率已经从峰值大幅下降，最近几个月一直接近美联储2%的目标，失业率也处于4.2%的水平，被许多人视为充分就业。关税和美国政府的后续政策变化带来的不确定性意味着美联储2025年将放缓降息步伐，市场不应忽视通胀因关税等政策被再度推高的风险。                                                                                                            | 随着物价涨幅放缓，美联储采取降息政策是合适的。他预计未来一年利率将“明显下降”，并认为未来一年还会有多次降息。他指出，随着美联储接近“中性利率”（既不刺激也不抑制经济增长的利率水平），未来降息的步伐可能会放缓。他还强调，美联储将采取谨慎态度，确保货币政策调整不会过快或过激。美联储将仔细评估最新数据和不断变化的经济前景，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期、金融和国际形势等广泛信息。                                                                |                          |            |
| 英国央行行长<br>贝利     | 2025/2/6  | 英国央行预计2024年第四季度英国经济将收缩0.1%，并将2025年的经济增速预期从1.5%下调至0.75%。这一调整反映出企业和消费者信心疲软，以及生产率增长放缓。尽管2024年12月英国消费者价格指数（CPI）放缓至2.5%，但英国央行警告称，由于能源价格上涨以及水费和公共交通价格可能上调，预计通胀率将在2025年第三季度达到3.7%左右的峰值，高于此前预测的2.8%。英国央行预计直到2027年底通胀率才能回落至2%的目标，比此前预测晚了6个月。英国央行指出，当前的降息举措有助于刺激经济增长，尤其是在英国财政大臣计划对企业增税以及美国关税政策调整等复杂背景下。 | 2025年2月6日，英国央行宣布将基准利率下调25个基点至4.5%，这是自2024年6月开启本轮降息周期以来的第三次降息。此次降息得到了货币政策委员会（MPC）成员的一致同意。贝利在声明中表示，央行将“密切关注英国经济和全球发展，并采取渐进和谨慎的方式进一步降息”。这一表述与2024年12月提及“渐进”方式的措辞有所不同，显示出央行对经济前景的谨慎态度。英国央行强调，未来的货币政策调整将基于经济数据的表现，特别是通胀率的持续变化。央行将密切监测通胀压力、劳动力市场状况、工资增长以及服务价格通胀等一系列指标。 |                          |            |
| 美联储主席<br>鲍威尔     | 2025/2/8  | 美联储在报告中指出，美国经济状况整体乐观，经济活动继续以稳健的速度扩张。美联储理事库格勒预计2025年一季度GDP增速是稳健的。1月份就业报告显示美国劳动力市场健康，既没有疲软也没有过热。美联储主席鲍威尔指出，劳动力市场的状况大体平衡，劳动力市场并不是重大通胀压力的来源。美联储官员们仍致力于将通胀率降至2%的水平。鲍威尔表示，美国通胀水平在过去两年明显缓解，但相对于美联储设定的2%通胀目标“仍然有些高”。                                                                                  | 美联储在2025年1月的议息会议上决定将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间不变。鲍威尔暗示，美联储并不急于再次降息，只有通胀进一步降温或就业市场走软，才会进一步放松。多位美联储官员也强调，未来的货币政策将继续依赖于经济数据的变化。美联储理事克里斯托弗·沃勒表示，如果通胀持续缓解，美联储可能会在2025年上半年实施降息政策。不过，达拉斯联储主席洛根表示，只要就业市场不出现衰退，即使通胀接近美联储2%的目标，她也准备在“一段时间内”维持利率不变。                          |                          |            |
| 美联储理事<br>库格勒     | 2025/2/8  | 库格勒指出，美国经济整体表现稳健，尽管存在一些不确定性，但经济基本面仍然良好。她提到就业市场稳定，失业率处于较低水平，显示出一定的韧性。库格勒强调，由于财政和贸易政策前景的不确定性，美联储需要保持谨慎。                                                                                                                                                                                         | 库格勒表示，鉴于当前的经济状况，美联储应在一段时间内维持联邦基金利率不变。她认为，只有在通胀进一步下降且就业市场出现明显放缓的情况下，才应考虑进一步降息。她强调，未来的货币政策调整将依赖于即将发布的经济数据，特别是通胀压力是否继续缓解。如果通胀持续向2%的目标迈进，美联储可能会考虑降息。她还指出，美联储将保持政策的灵活性，根据经济数据的变化随时调整政策方向。                                                                             |                          |            |

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



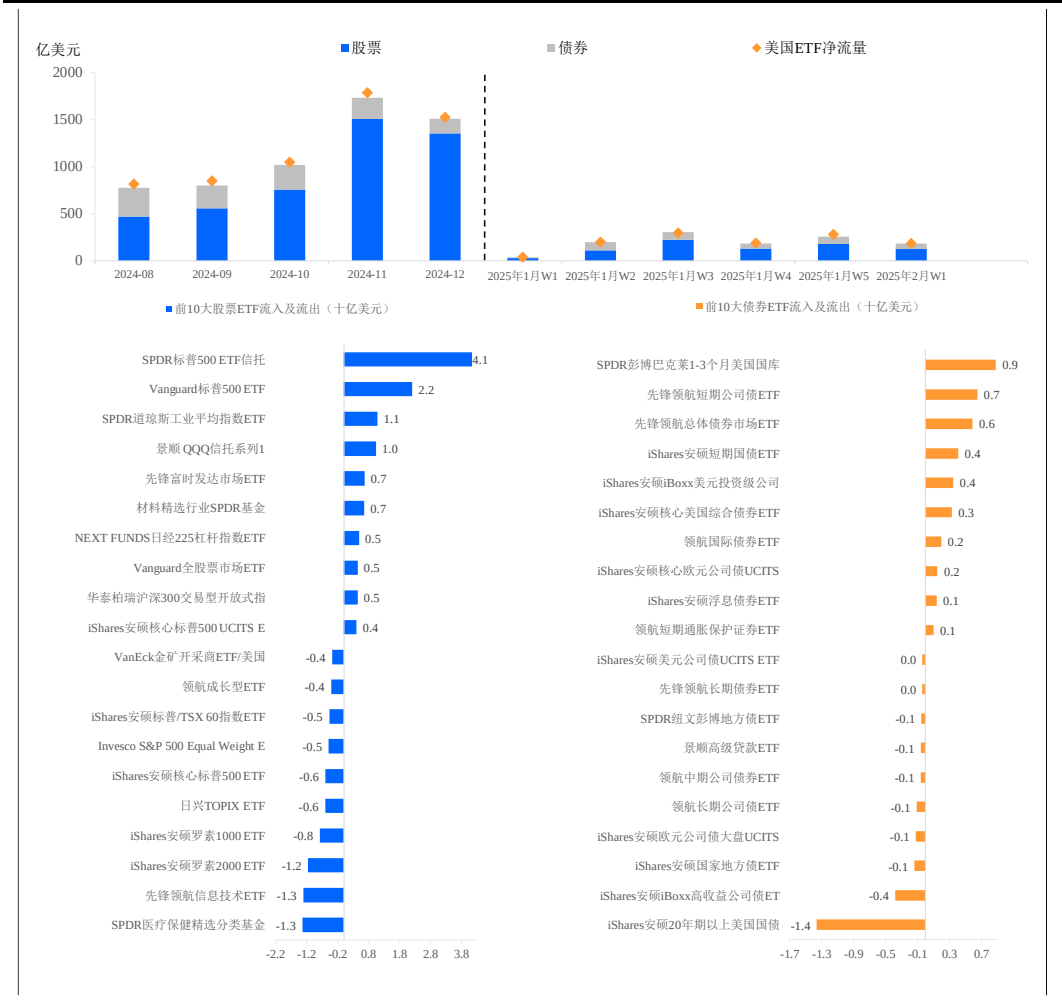
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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  | 1.5   | 4.7   | 15.1  | 6.4     |
| 可选消费 | -1.8  | -1.5  | 6.4   | 15.2  | 8.2     |
| 必选消费 | -1.6  | -4.2  | -5.3  | -0.6  | -4.4    |
| 能源   | -5.9  | -6.6  | -19.5 | -32.9 | -24.2   |
| 金融   | 2.4   | 17.0  | 62.2  | 140.4 | 60.0    |
| 医疗保健 | -2.4  | -9.4  | -18.0 | -36.2 | -14.6   |
| 工业   | -3.8  | 4.4   | 33.9  | 54.8  | 33.8    |
| 材料   | 0.9   | 3.0   | -10.1 | -10.2 | -12.2   |
| 科技   | -12.6 | -30.6 | 30.1  | 75.6  | 53.3    |
| 公用事业 | 1.1   | 0.3   | 7.6   | -4.1  | 6.1     |

单位：亿美元  
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美国 ETF（股+债） 边际净流入变缓（-\$125 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：下周重点关注美国通胀及零售销售数据

| 周一<br>(2025/2/10)                                          | 周二<br>(2025/2/11)                           | 周三<br>(2025/2/12)                                                             | 周四<br>(2025/2/13)                                                                          | 周五<br>(2025/2/14)                                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 日本-国际收支经常项目余额<br>日本-贸易余额国际收支<br>欧元区-2月Sentix投资者信心          | 欧元区-贸易余额<br>美国-1月NFIB中小企业乐观程度指数             | 日本-货币存量同比<br>日本-机床订单同比<br>欧元区-工业产值<br>美国-周度MBA抵押贷款申请指数<br>美国-CPI              | 日本-PPI<br>欧元区-PPI<br>美国-生产者价格环比<br>美国-PPI<br>美国-持续领取失业救济人数<br>美国-周度首次申领失业救济人数              | 欧元区-GDP<br>欧元区-欧盟CPI<br>美国-零售销售月环比<br>美国-进口价格指数月环比<br>美国-工业产值<br>美国-设备使用率                                                               |
| 周一<br>(2025/2/17)                                          | 周二<br>(2025/2/18)                           | 周三<br>(2025/2/19)                                                             | 周四<br>(2025/2/20)                                                                          | 周五<br>(2025/2/21)                                                                                                                       |
| 日本-GDP环比<br>日本-GDP平减指数<br>日本-工业产值<br>日本-产能利用率<br>日本-第三产业指数 | 欧元区-欧盟调和CPI<br>欧元区-ZEW调查预期<br>美国-纽约州制造业调查指数 | 日本-贸易余额<br>日本-核心机械订单<br>美国-周度MBA抵押贷款申请指数<br>美国-新宅开工指数<br>美国-建筑许可<br>美国-净TIC流量 | 欧元区-失业率<br>欧元区-消费者信心指数<br>美国-费城联储企业前景<br>美国-持续领取失业救济人数<br>美国-周度首次申领失业救济人数<br>美国-世界大型企业领先指数 | 日本-国民消费物价指数<br>日本-全国CPI<br>日本-Jibun日本PMI<br>欧元区-制造业信心指数<br>欧元区-HCOB综合PMI<br>欧元区-PPI同比<br>美国-二手房销售年率<br>美国-密歇根大学消费者信心指数<br>美国-标普全球-美国PMI |

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>