

假期宏观数据和事件综述

——假期系列三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

资产表现

2025年春节，1月27日下午3点至2月4日下午5点，COMEX白银期货上涨5.67%，天然气期货上涨5.57%；伦镍下跌3.46%，WTI原油期货下跌3.34%。权益市场上，恒生指数上涨2.99%。

宏观跟踪

■ 宏观数据

全球经济景气回升：全球1月制造业PMI景气度上升，1月摩根大通全球制造业PMI回升至50.1，为2024年6月以来首次扩张，提振风险资产信心。

中美经济出现分化：美国1月ISM制造业PMI指数50.9，为2024年3月以来首次扩张；但库存指数从12月的48.4下降2.5个点至45.9。中国1月制造业PMI为49.1，比上月下降1.0个百分点，主要受春节假日等因素影响。

■ 宏观事件

贸易不确定性上升：贸易战2.0正式开打，中国通过多维度进行了反制，全球贸易不确定性将持续上升。从反制来看，其一加强对于钨、碲、铋、钼、铟等关键物资的出口管制；其二对于美国企业的反制措施加强，将服装企业和基因测序企业列入不可靠实体清单，对科技巨头发起反垄断调查。其三对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对美国出口的煤炭和液化天然气加征15%关税，影响美国能源产业链，对美国原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征10%关税，这将影响到特朗普的重要选民基础——美国的农业州和工业州。

美联储暂停降息：美联储如期按兵不动，欧央行继续降息25个基点，美元流动性将面临继续收缩的压力，或增加对于美元资产的估值压力，而货币政策的分化一定程度上也对非美资产带来短期调整风险。

DeepSeek的斯普特尼克时刻：2021年以来的一系列事件最直接的影响是打破了美国技术垄断的神话，美国科技股票市场调整风险增加。从人工智能产业链上游关键原材料的出口管制，到中游模型、算力垄断的打破，增加了美国AI资本支出回落的担忧。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

资产表现	1
宏观跟踪	1
假期宏观数据综述	3
制造业 PMI：重回扩张	3
美国 GDP：经济去库	4
中国 GDP：实现目标	5
假期宏观事件综述	6
贸易不确定性	6
美联储暂停降息	11
DeepSeek	13

图表

图 1：美国 GDP 环比贡献率 单位：%PCT	4
图 2：中美欧经济和通胀超预期指数 单位：STD	4
图 3：中国 GDP 和分产业增速 单位：%YoY	5
图 4：12 月工业增加值维持稳定 单位：%YoY	5
图 5：12 月固定资产投资继续放缓 单位：%YoY	5
图 6：12 月社零消费维持稳定 单位：%YoY	5
图 7：美国主要贸易伙伴（按进口规模） 单位：十亿美元	6
图 8：全球经济不确定性上升 单位：指数点	10
图 9：美国商品（红）和服务（黑）出口的贡献率 单位：%PCT	10
图 10：美联储 2024 年资产负债收缩 单位：万亿美元	12
图 11：中国央行 2024 年资产负债扩张 单位：万亿元	12
图 12：美联储隐含利率变动收敛 单位：%	12
图 13：美股同比增速和信用利差 单位：%YoY	12
图 14：DEEPSEEK 主要性能情况 单位：%PCT	13

假期宏观数据综述

全球 1 月制造业 PMI 景气度上升，提振市场信心；中国制造业 PMI 回落，内外分化有所上升。

制造业 PMI：重回扩张

全球：1 月摩根大通全球制造业 PMI 回升至 50.1，为 2024 年 6 月以来首次扩张。

美国：1 月 ISM 制造业 PMI 指数 50.9，为 2024 年 3 月以来首次扩张；其中物价支付指数 54.9，为 2024 年 5 月以来的最高；库存指数从 12 月的 48.4 下降 2.5 个点至 45.9。

中国：1 月制造业 PMI 为 49.1，比上月下降 1.0 个百分点，受春节假日等因素影响。

华泰点评：全球制造业景气度的回升提升了风险资产偏好，但是在 1 月 20 日特朗普就职后美国对外加征关税政策和政策预期的影响下，维持对于景气度改善的谨慎态度。

结构来看，美国等经济体 PMI 的改善和中国 PMI 的回落呈现出分化状态，增加了人民币汇率的短期压力，需要关注的是 2 月季节性因素消除后的分化是否依然延续。

表 1：全球 1 月制造业 PMI 反弹 | 单位：STD

	2023												2024	2025
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
全球	-1.1	-0.7	-0.5	-0.4	-0.5	-0.2	-0.3	-0.8	-0.8	-1.2	-0.9	-0.7	-0.8	-0.6
美国	-1.5	-1.0	-1.3	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2	-1.6	-1.5	-1.5	-1.6	-1.2	-1.0	-0.6
中国	-0.9	-0.8	-0.9	0.1	-0.1	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3	-0.2	-0.3	-0.9
欧元区	-1.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-1.2	-1.2	-0.9
日本	-1.0	-1.0	-1.3	-0.9	-0.4	-0.1	-0.2	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7
德国	-1.3	-0.9	-1.4	-1.5	-1.4	-1.0	-1.2	-1.3	-1.4	-1.7	-1.3	-1.3	-1.4	-1.1
法国	-1.8	-1.6	-0.7	-0.9	-1.1	-0.9	-1.1	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.6	-1.8	-1.1
英国	-1.4	-1.2	-1.1	-0.5	-0.8	-0.3	-0.4	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	-1.0	-1.3	-1.0
加拿大	-1.7	-0.3	0.0	0.9	1.2	0.3	0.8	-0.1	-0.8	-0.2	-0.5	-0.9	-1.6	-
韩国	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2	0.7	0.9	0.6	0.8	-0.7	-0.7	0.3	-0.4	0.2
巴西	-0.5	0.6	0.9	0.8	1.3	0.4	0.5	0.9	0.0	0.7	0.6	0.4	0.0	0.0
俄罗斯	1.5	0.7	1.5	1.9	1.3	1.4	1.6	1.1	0.5	-0.4	0.0	0.3	0.1	0.9
越南	-0.6	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	1.3	1.3	0.5	-1.1	0.1	0.0	-0.3	-0.6
Ave	-0.9	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.5

资料来源：Wind 华泰期货研究院

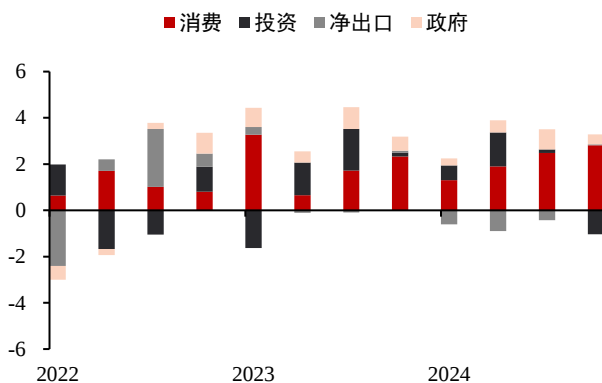
美国 GDP：经济去库

美国四季度实际 GDP 年化季环比初值为增长 2.3%，不及预期的 2.6%，三季度为 3.1%。

华泰点评：美国 2024 年主要经济数据收官，GDP 继续保持一定韧性，达到 2.3%。从主要贡献来源来看，私人消费和政府消费依然是主要驱动因素。但是需要注意的是，四季度美国投资分项对经济呈现负贡献，主要是存货投资的降低（去库）导致。

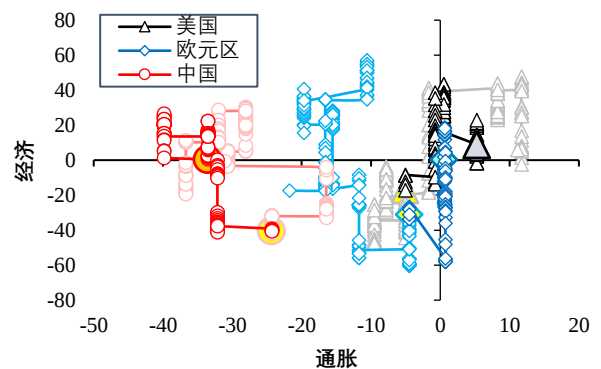
关注美国经济的主要原因是分析中国资产和政策。我们在月报《2 月风险的确认》中指出，在基数与汇率等因素影响下，中美两国之间的经济差距并未缩小。这一点也可以从经济超预期指数上得到反馈，截止 2 月初，美国“增长-通胀”仍位于第一象限——增长和通胀保持正贡献，支撑美元风险资产；而中国“增长-通胀”位于第二象限——增长维持正贡献，但是通胀负贡献仍有待改善，显示出国内“收缩”的压力。

图 1：美国 GDP 环比贡献率 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：中美欧经济和通胀超预期指数 | 单位：STD



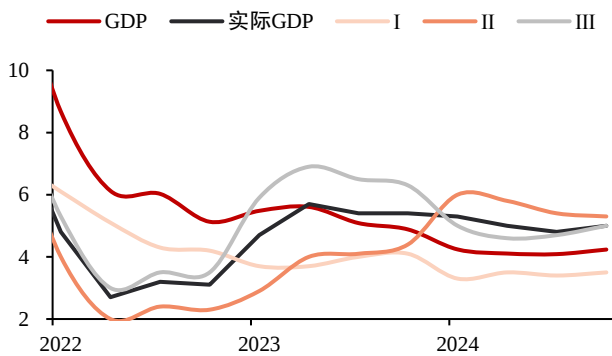
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

中国 GDP：实现目标

按不变价格计算，GDP 比上年增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值增长 3.5%，第二产业增加值增长 5.3%，第三产业增加值增长 5.0%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。

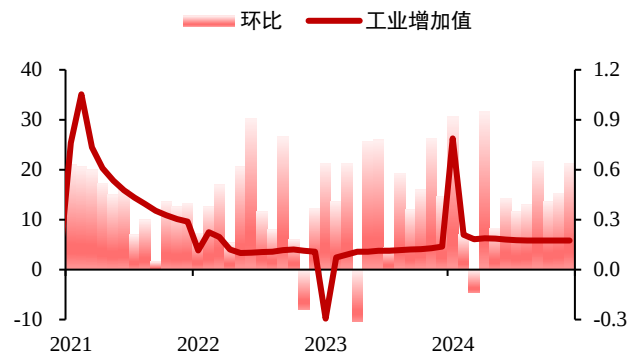
华泰点评：2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。但是经济动能在内外压力之下仍然不强，体现在 GDP 平减指数的负增长上。12 月生产活动和投资活动继续保持相对平稳状态，消费保持在 2023 年以来的低位。春节假期前后全社会跨区域人员日均流动量比 2024 年同期增长 9.9%，春节档票房突破 75 亿元，春节新房、二手房销售面积环比增速分别为-87%、-86%，均弱于季节性。

图 3：中国 GDP 和分产业增速 | 单位：%YoY



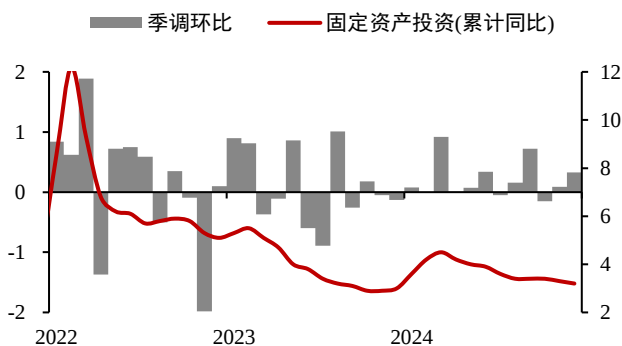
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：12 月工业增加值维持稳定 | 单位：%YoY



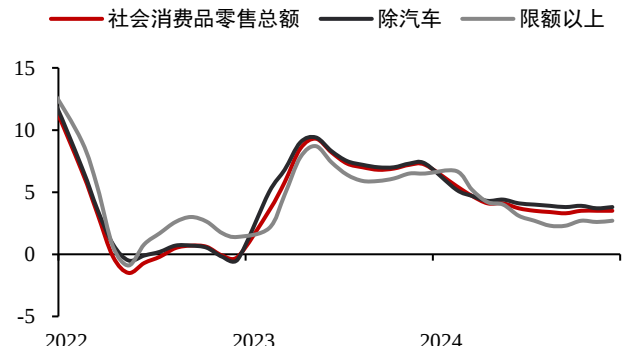
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：12 月固定资产投资继续放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：12 月社零消费维持稳定 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

假期宏观事件综述

实体领域，贸易战 2.0 正式开打，中国通过多维度进行了反制；金融领域，美联储 1 月暂停了降息，并延续了缩表，增加了美元流动性风险；科技领域，DeepSeek 正式模型的发布丰富了 AI 路线图，同时对前期投入大量资本支出的美股带来压力。

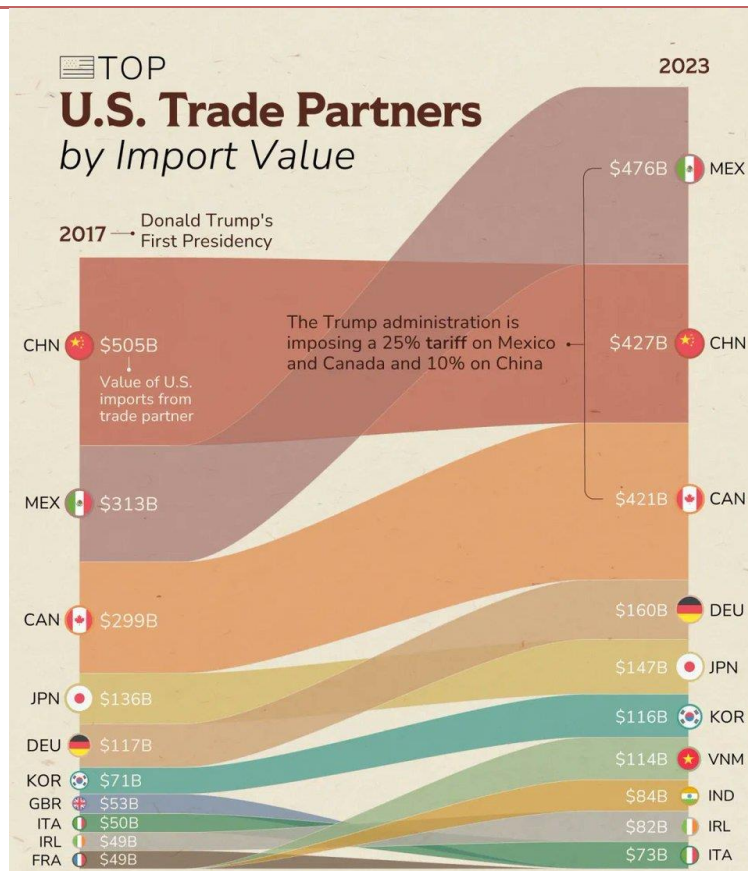
贸易不确定性

贸易战 2.0

2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对所有中国输美商品加征 10% 关税，对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税。

2 月 3 日，美国向加拿大、墨西哥商品加征关税的计划将暂缓一个月实施。

图 7：美国主要贸易伙伴（按进口规模） | 单位：十亿美元



数据来源：Visual Capitalist 华泰期货研究院

中国反制

2月2日，外交部发言人就美方宣布对中国输美产品加征10%关税答记者问。美方以芬太尼问题为由，对中国输美产品加征10%关税，中方对此强烈不满，坚决反对，将采取必要反制措施，坚定维护自身正当权益。

2月4日，商务部、海关总署发布公告，公布对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定。

2月4日，不可靠实体清单工作机制发布关于将美国PVH集团和因美纳公司列入不可靠实体清单的公告。

2月4日，国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告。对煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税，对原产于美国的附件所列进口商品，在现行适用关税税率基础上分别加征相应关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。

2月4日，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查。

2月4日，中方在世贸组织起诉美加征关税措施。

表 2：加征 15%关税商品清单

序号	税则号列 1	商品名称 2
1	27011100	未制成型的无烟煤
2	27011210	炼焦煤
3	27011290	未制成型的其他烟煤
4	27011900	未制成型的其他煤
5	27012000	煤砖、煤球及用煤制成的类似固体燃料
6	27021000	未制成型的褐煤
7	27022000	制成型的褐煤
8	27111100	液化天然气

资料来源：国务院关税税则委员会 华泰期货研究院

注:1 税则号列为《中华人民共和国进出口税则(2025)》的税则号列。2 商品名称仅供参考,具体商品范围以《中华人民共和国进出口税则(2025)》中的税则号列对应的商品范围为准。

表 3：加征 10%关税商品清单

序号	税则号列 1	商品名称 2
1	27090000	原油

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

序号	税则号列 1	商品名称 2
2	84193310	冷冻或喷雾式农产品干燥器
3	84193400	农产品用干燥器,冷冻和喷雾式除外
4	84244100	农业或园艺用便携式喷雾器
5	84244900	其他农业或园艺用喷雾器
6	84248200	其他农业或园艺用喷射、散布器
7	84321000	犁
8	84322100	圆盘耙
9	84322900	其他耙、松土机等耕作机械
10	84323111	免耕谷物播种机
11	84323119	其他免耕直接播种机
12	84323121	免耕马铃薯种植机
13	84323129	其他免耕直接种植机
14	84323131	免耕水稻插秧机
15	84323139	其他免耕直接移植机
16	84323911	其他谷物播种机
17	84323919	其他播种机
18	84323921	其他马铃薯种植机
19	84323929	其他种植机
20	84323931	其他水稻插秧机
21	84323939	其他移植机
22	84324100	粪肥施肥机
23	84324200	化肥施肥机
24	84328010	草坪及运动场地滚压机
25	84328090	其他未列名整地或耕作机械
26	84331100	机动旋转式割草机
27	84331900	草坪、公园等用其他割草机
28	84332000	其他割草机
29	84333000	其他干草切割、翻晒机器
30	84334000	草料打包机
31	84335100	联合收割机
32	84335200	其他脱粒机
33	84335300	根茎或块茎收获机
34	84335910	甘蔗收割机
35	84335990	其他收割机
36	84336010	蛋类清洁、分选、分级机器
37	84336090	水果或其他农产品的清洁、分选、分级机器
38	84341000	挤奶机
39	84361000	动物饲料配制机
40	84362100	家禽孵卵器及育雏器
41	84362900	家禽饲养用机器
42	84368000	农、林业、园艺等用的其他机器
43	84371010	光学色差谷物颗粒选别机(色选机)
44	84371090	其他农作物的清洁、分选或分级机
45	84378000	谷物磨粉业加工机器
46	84386000	水果、坚果或蔬菜加工机器
47	84792000	提取、加工动物油脂、植物固定油脂或微生物油脂的机器

序号	税则号列 1	商品名称 2
48	87011000	单轴拖拉机
49	87013000	履带式牵引车、拖拉机
50	87019110	功率≤18 千瓦的拖拉机
51	87019210	18 千瓦<功率≤37 千瓦的拖拉机
52	87019310	37 千瓦<功率≤75 千瓦的拖拉机
53	87019410	75 千瓦<功率≤130 千瓦的拖拉机
54	87019510	功率>130 千瓦的拖拉机
55	87032361	仅装点燃式发动机的小轿车,2.5L<排气量≤3L
56	87032362	仅装点燃式发动机的越野车,2.5L<排气量≤ 3L
57	87032363	仅装点燃式发动机的小客车,2.5L<排气量≤ 3L
58	87032369	仅装点燃式发动机的其他车辆,2.5L<排气量≤ 3L
59	87032411	仅装点燃式发动机的小轿车,3L<排气量≤4L
60	87032412	仅装点燃式发动机的越野车,3L<排气量≤ 4L
61	87032413	仅装点燃式发动机的小客车,3L<排气量 ≤ 4L
62	87032419	仅装点燃式发动机的其他车辆,3L<排气量≤ 4L
63	87032421	仅装有点燃式发动机的小轿车,排气量>4L
64	87032422	仅装点燃式发动机的越野车,排气量>4L
65	87032423	仅装有点燃式发动机的小客车,排气量>4L
66	87032429	仅装点燃式发动机的其他车辆,排气量>4L
67	87042100	仅装压燃式发动机的货车,车重≤5 吨
68	87043100	仅装点燃式发动机的货车,车重≤5 吨
69	87044100	装有压燃式发动机的混合动力货车,车重≤5 吨
70	87045100	装有点燃式发动机的混合动力货车,车重≤5 吨
71	87046000	纯电动货车
72	87162000	农用自装或自卸式挂车及半挂车

资料来源：国务院关税税则委员会 华泰期货研究院

注:1 税则号列为《中华人民共和国进出口税则(2025)》的税则号列。2 商品名称仅供参考,具体商品范围以《中华人民共和国进出口税则(2025)》中的税则号列对应的商品范围为准。

华泰点评：随着特朗普就任第二任期，贸易战 2.0 正式打响，全球贸易不确定性将持续上升。

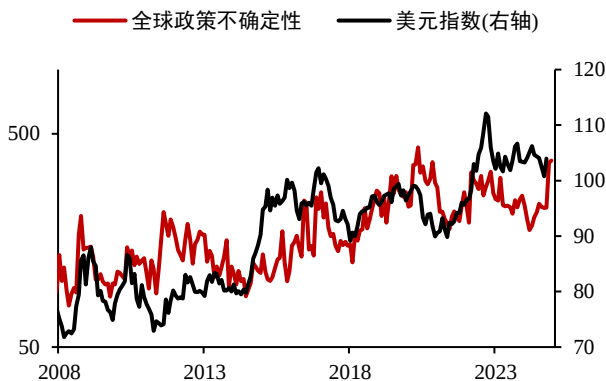
从中国的反制来看，其一继续加强了对于关键物资的出口管制，从 2023 年 7 月实施对镓、锗相关物项实施出口管制，2024 年 12 月加强相关军民两用物项对美国出口管制，到 2025 年 2 月增列钨等相关物项出口管制。钨、碲、铋、钼、铟等金属是半导体、新能源、航空航天等战略性新兴产业的核心原材料，对于推动国内高端制造业的升级和发展具有重要意义。在这方面，美国总统特朗普 2 月 3 日在白宫表示，他希望乌克兰通过向美国供应稀土等资源换取美国对乌援助。

其二，对于美国企业的反制措施加强，将服装企业和基因测序企业列入不可靠实体清

单，对科技巨头发起反垄断调查。1) 全球第二大服装集团 PVH（旗下经营 Calvin Klein、Tommy Hilfiger 等）将新疆列为禁止直接或间接采购的地区之一，随着被列入不可靠实体清单，中国企业会减少或停止与这两家企业的贸易往来，中国供应商将不再为其提供产品或服务，其高管人员将被禁止入境，PVH 从原材料采购、生产加工到产品销售的整个供应链体系将受到影响。2) 基因测序技术供应商 Illumina，对中国企业在先进基因编辑技术的授权上设置障碍。3) 谷歌此次调查的核心可能集中在安卓系统捆绑、搜索引擎偏向性、并购未申购等方面。

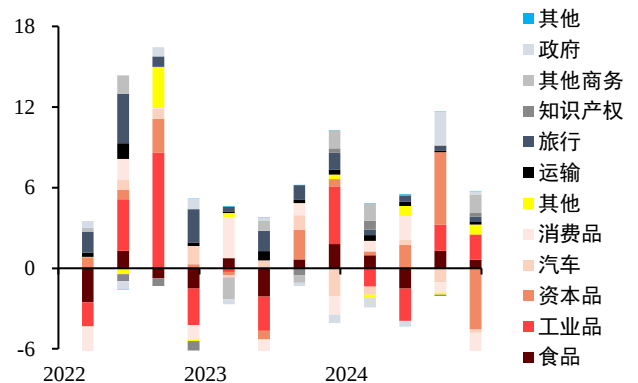
其三，对原产于美国的部分进口商品加征关税。主要分为几类，首先对美国出口的煤炭和液化天然气加征 15% 关税，这将影响到特朗普政府试图通过扩大天然气出口来提振美国经济，影响美国的能源产业链。其次对美国的原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征 10% 关税，这将影响到特朗普的重要选民基础——美国的农业州和工业州。回顾 2018 年贸易战 1.0 阶段，中国通过对美国大豆加征高额关税，影响美国农民。

图 8：全球经济不确定性上升 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：美国商品（红）和服务（黑）出口的贡献率 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美联储暂停降息

美联储暂停降息

1月30日，美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%。美联储声明显示，

- 1) 继续强调就业和通胀的风险大致平衡，坚定支持充分就业目标，缩表计划保持不变；
- 2) 美联储将根据最新经济数据和前景变化，灵活评估未来利率调整的幅度和时机。

欧央行继续降息

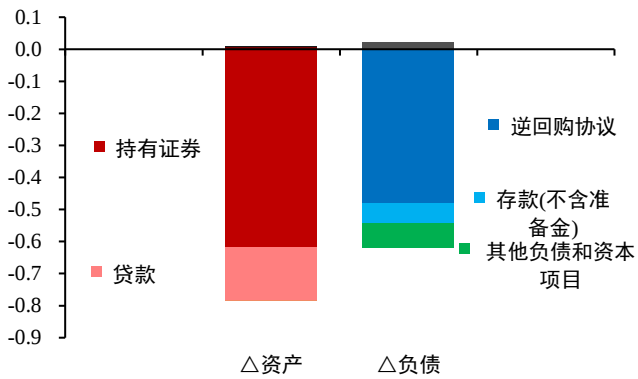
1月30日，欧洲央行如期降息25个基点至2.75%，是2024年6月开启宽松周期以来的第五次降息。政策声明称随时准备调整所有工具，但不预先承诺任何特定的利率路径，将依据数据，逐次会议进行利率决策。声明坚称“当前货币政策仍然具有限制性”，且“欧元区经济仍面临挑战”，暗示更多宽松措施正在酝酿之中。

华泰点评：美联储1月份议息会议并未结束资产负债表的收缩（QT），意味着在利率维持在4.25-4.50%的相对高位同时，基础货币也将面临继续收缩的压力。这无疑对于美元资产的估值而言继续构成下行的压力。

数据显示，整个2024年美股指数一阶导变动缺乏相应的动能，随着2025年全球总需求预期的弱化叠加货币政策的难以有效宽松，对于金融资产的壓力值得重点关注。

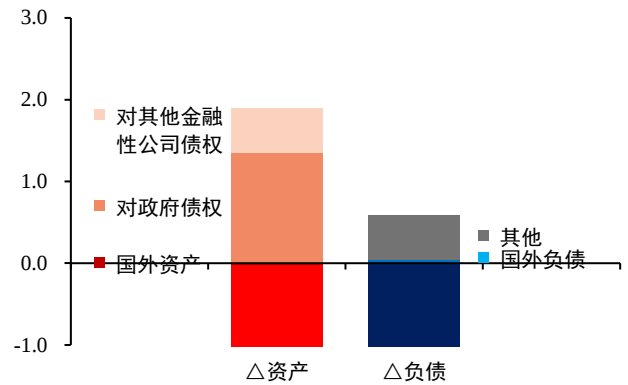
从非美的角度而言，需要关注内外政策分化背景下，人民币汇率短期面临的压力，数据显示，2024年中国央行和美联储等央行之间的资产负债表呈现出背离，或带来短期政策分化状态下资产调整风险。

图 10：美联储 2024 年资产负债收缩 | 单位：万亿美元



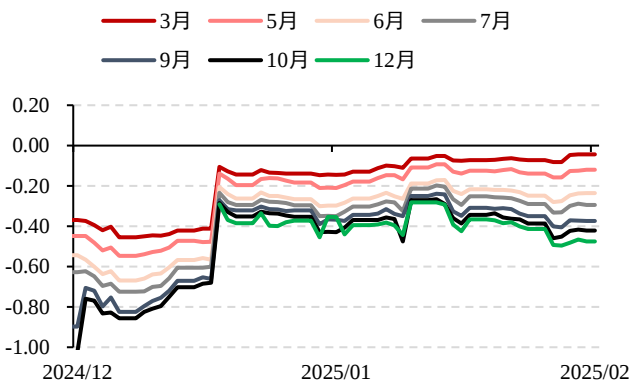
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：中国央行 2024 年资产负债扩张 | 单位：万亿元



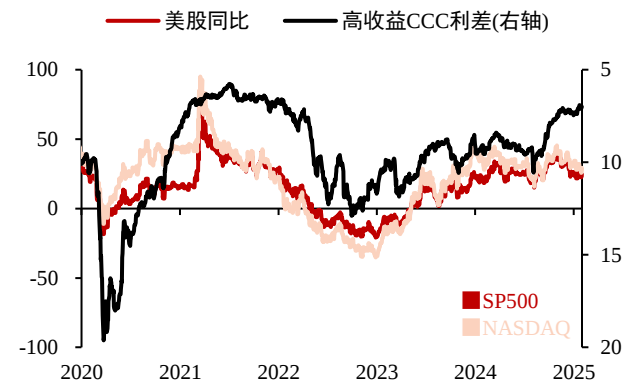
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：美联储隐含利率变动收敛 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美股同比增速和信用利差 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

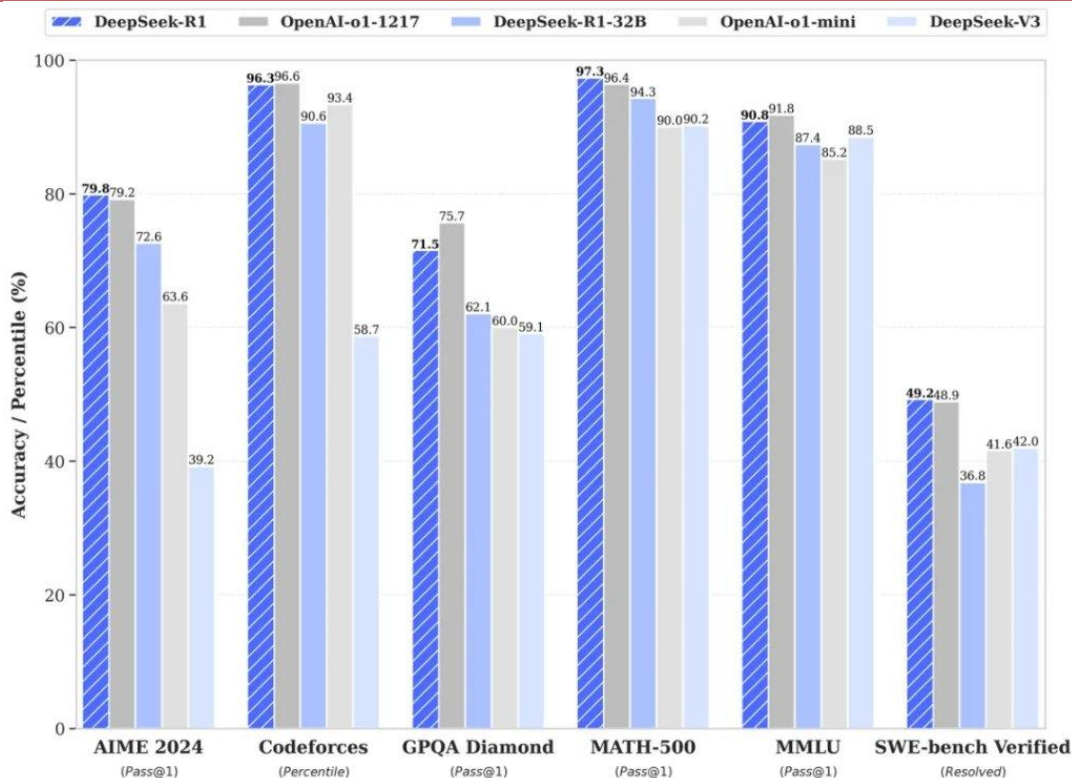
DeepSeek

2024 年 12 月 27 日，DeepSeek V3 正式发布了技术报告，针对分布式推理做了创新的优化，进而显著提升了分布式 MoE 模型的负载分配效率。

2025 年 1 月 20 日，DeepSeek-R1 已开放 API 访问。在各种任务上都展现出了惊人的实力，尤其是在数学、代码和推理任务方面，其表现完全可以与 OpenAI-o1 比肩。

华泰点评：DeepSeek-R1 模型的发布确实引发了广泛关注，尤其是在中美科技竞争背景下，其影响不仅限于技术层面，还涉及经济、政治和国际关系等多个领域。

图 14：DeepSeek 主要性能情况 | 单位：%pct



数据来源：github 华泰期货研究院

宏观影响分析：泡沫的修正

DeepSeek 最直接的影响是打破了美国 AI 垄断的神话。DeepSeek-R1 发布后，美国科技股市场出现震荡，尤其是英伟达等公司的股价出现下跌。从人工智能产业链的角度，上游关键原材料的出口管制，中游模型、算力垄断的打破，都增加了 AI 技术路线多元

化的可能，这其中对于美国 AI 资本支出回落的担忧也相应增加。

技术的斯普特尼克时刻

DeepSeek-R1 可以视为中国在人工智能领域取得重大突破的标志，尤其是在推理能力方面，展示了中国在高端技术研发上的实力。模型进一步巩固了中国在全球人工智能领域的地位，是中国科技创新崛起的重要里程碑。

“斯普特尼克时刻”指的是某一事件突然引发强烈的危机感和紧迫感，促使国家、组织或社会意识到自身在关键领域的落后，从而激发大规模改革或投入以迎头赶上。

2021 年中，中国接连发射两个“部分轨道飞行体”，在几乎绕地球飞行后，释放了高超音速再入体，成功地返回地面。

2023 年 8 月底，华为推出 Mate 60，实现了强链补链延链，增强了全产业链整合能力，完善了自身产业链供应链生态圈。

2024 年 12 月 26 日，成飞和沈飞的六代机双双首飞成功。

2025 年 1 月 20 日，DeepSeek-R1 正式发布，效果媲美 OpenAI o1，同时 API 价格仅为 OpenAI o1 的 3.7%。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com