

策略点评 20250203

DeepSeek 引发全球涨跌互现？——全球市场观察系列

2025 年 02 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

《“政策底”之下的牛市起点》

2025-01-27

《2 月度金股：节后买什么？》

2025-01-27

■ 本周（2025 年 1 月 27 日-2025 年 2 月 2 日），全球大类资产涨势收窄甚至转跌：MSCI 发达市场扭转今年以来的上涨趋势，本周转跌（-0.5%），新兴市场相对于发达市场略微领先（0.3%）。

发达市场涨跌互现：受到 DeepSeek 影响，纳指领跌（-1.6%），日股跟跌（-0.9%），但是欧洲 STOXX600 及德国 DAX 分别上涨 1.8%及 1.6%，创下历史新高；**新兴市场小幅上涨**，印度及巴西分别上涨 1.8%及 3%，**主要是基于两个原因：**一是，印度及巴西尚未受到特朗普加征关税的影响；二是，印度政府推出减税政策（免除年收入 120 万卢比以下纳税人所得税），刺激了印度股市的上涨。

此外，海外降息预期抬升，长端国债利率下行。一是，鲍威尔在美联储议息会议后放鸽，叠加美国经济数据边际走弱，市场押注 3 月降息预期小幅抬升，美债利率下行 5bp。二是，欧央行降息 25bp，德国长期国债及英国长期国债分别下降 10bp 及 2bp。

■ 美国股指涨势暂歇，主要是受到 DeepSeek 对美股科技的冲击，拖累标普 500 及纳指的表现。总结来看，本周美股主要围绕着三大关键词：DeepSeek、财报、美联储。具体来看：

DeepSeek 引发美股科技焦虑。1 月 27 日，DeepSeek 火爆出圈，以极低成本和少量芯片实现了与 OpenAI 等巨头比肩的性能，颠覆了游戏规则的 DeepSeek 成为美股科技加速下跌的催化剂，标普 500 及纳指分别大幅下跌 1.5%及 3%。**但随后 DeepSeek 对美股的冲击缓释，主要是基于：**1）扎克伯格重申 2025 年对 Meta 追加 600-650 亿美元资本投资计划；2）美股科技龙头已围绕其业务建立重要的竞争护城河，推翻 Mag7 并非易事；3）**机构投资者认为 DeepSeek 削弱七大巨头表现的空间有限：**根据 Bloomberg 的一项调查，88% 的人表示在未来几周内 DeepSeek 对美国科技巨头的股票几乎没有影响，相反近 60%的人认为关税政策才是美股波动的关键因素。1 月 28 日，标普 500 及纳指分别反弹近 1%及 2%。

科技巨头财报不及预期。除 Meta 财报全面超预期外，美股科技中特斯拉、微软、苹果等均存在不同程度不及预期的业务板块，拖累美股科技下跌。

美联储降息的“新剧本”。美联储决议上删除了“通胀在朝着 2%的目标取得进展的措辞”，只保留了后面的半句“（通胀）仍然高企”，显示出美联储对通胀再次加速上升抱有忧虑，**市场认为这是一次“鹰派”不降息。**

■ 欧洲股市何以创新高？我们认为有几个因素：

一，**欧洲股市连续 3 周上涨，主要基于补涨逻辑。**2024 年欧股年涨幅近 6%，落后于发达市场中标普 500（23%）及日经 225（19%），也低于中国资产，比如恒生国企（26%）及沪深 300（15%），反映出欧股在 2024 年是超跌落后，2025 年出现补涨。

二，**市场阶段性布局“低估”的欧洲。**一是，近期美国基本面放缓，**考虑到美国的安全性边际减弱，市场切换到相对更加安全且便宜的市场。**因此资金为寻找更厚安全垫，从美股向欧股轮动（根据 1 月美银基金经理调查，1 月份对欧洲股票配置出现了过去 25 年中的第二大增幅，使得对欧股的配置从 22%的低配飙升至 1%超配，而对美股的配置从 12 月份创纪录的 36%超配降至 19%超配）。二是，特朗普的关税政策尚未威胁到欧洲，市场担忧情绪缓解。

三，**欧洲财报部分超预期。**欧股一系列企业财报乐观，提振了欧股。截至 2025 年 2 月 2 日，在已经披露的 138 家公司中，除能源及公用事业外，其余公司营业收入均实现超预期上涨。

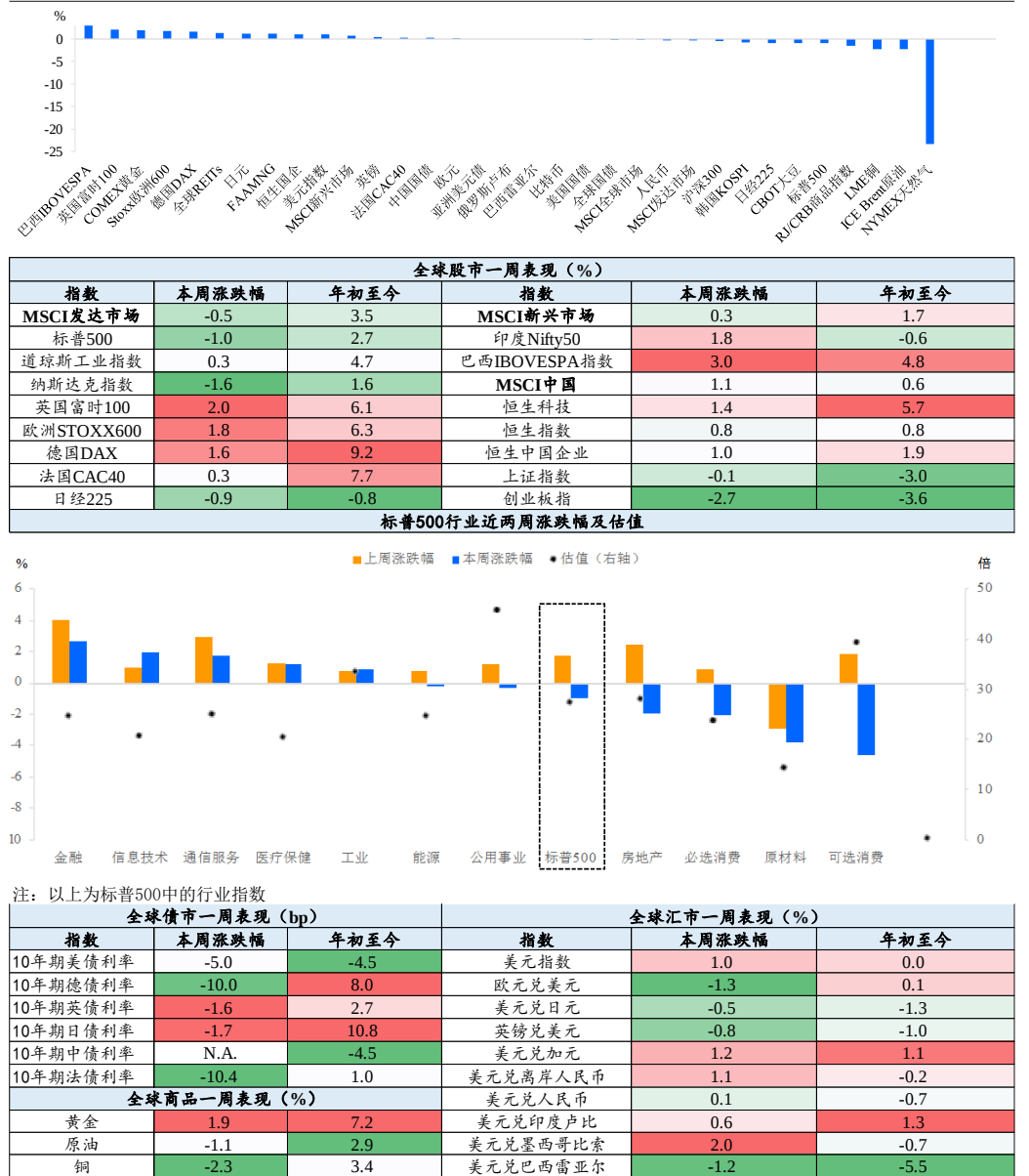
四是，欧央行如期降息 25bp。欧洲央行如期降息 25bp 至 2.75%，是 2024 年 6 月开启宽松周期以来的第五次降息。考虑到欧央行相较于美联储的宽松政策空间更大，弱欧元或提振欧股盈利预期。

- **全球股票 ETF 本周净流入加速，债券本周净流入加速：**全球股票型 ETF 净流入\$250 亿美元（边际+\$74 亿美元），全球债券 ETF 净流入\$101 亿美元（边际+\$25 亿美元）；**分风格来看**，全球股票成长 ETF 净流入\$68 亿美元，价值 ETF 净流入\$34 亿美元；**分国别来看**，美国股票 ETF 净流入最多（\$177 亿美元），其次是日本及欧洲；新兴市场国家股票 ETF 都为净流入，只有印度股票 ETF 呈净流出（-\$2.2 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，科技、工业加速流入，其中科技在本月持续净流入；医疗保健加速流出，能源流出变缓，材料在本月持续净流出。

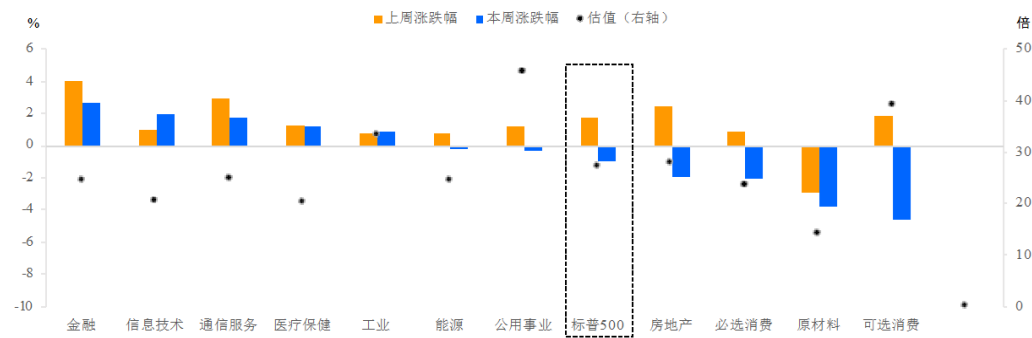
- **下周重点关注事件及数据：**1) **关税政策落地及反制。**美国确认 2 月 1 日对中国加征 10%关税，2 月 4 日对墨西哥及加拿大加征 25%关税，导致本周五道指下跌近 1%。未来考虑到墨西哥及加拿大对美国关税采取反制措施（加拿大明确 4 日起，对价值 300 亿加元的美国进口商品加征 25%的关税），以及特朗普关税行政令下周生效，关税政策持续存在变数；2) 2 月 7 日美国非农就业数据。
- **风险提示：**全球基本面超预期，美联储政策超预期，全球贸易政策超预期。

图1: 全球大类资产中, 风险资产涨势收敛



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：美联储本周按兵不动、欧央行本周降息 25bp

国家及官员	日期	经济	货币政策
日本央行	2025/1/29	委员们认为通胀预期适度上升，经济和价格走势与预测一致。委员们关注工资增长动态，并对美国经济政策的不确定性表示担忧。	委员们同意在适当时机调整货币支持力度，并仔细研究数据以决定加息时机。部分委员认为通胀上行风险已得到抑制，维持利率不变是适当的。
美联储FOMC	2025/1/30	失业率“稳定”，劳动力市场依然“强劲”。经济活动持续以稳健的速度扩张。	委员们一致同意此次的利率决定。美联储关注其双重任务的双向风险，将贴现率维持在4.50%不变。资产负债表缩减将继续以先前的速度进行。
美联储主席 鲍威尔	2025/1/30	美联储主席鲍威尔表示经济总体强劲，劳动力市场稳健，但通胀仍高。预计2024年GDP将超过2%，设备投资放缓，住房市场趋于稳定。鲍威尔强调劳动力市场不是通胀压力来源，失业率保持在低位。	美联储将继续关注通胀目标，政策立场将根据经济数据进行调整。当前的政策立场已经显著宽松，但要等到通胀或就业市场有实质性变化才能考虑降息。鲍威尔提到市场存在不确定性，但相信经济状况良好，通胀将进一步改善。
欧洲央行	2025/1/30	经济仍面临挑战，但实际收入上升和货币政策放松可能支持需求回升。尽管国内通胀水平仍高，但工资增长放缓和利润改善有助于缓解通胀压力。	货币政策仍保持紧缩。欧洲央行未对特定利率路径作出承诺，强调数据驱动的决策方式。央行致力于将通胀稳定在2%的中期目标，并认为近期降息措施正在降低借款成本。将根据通胀前景和核心指标调整利率路径，保持紧缩的货币政策。
美联储理事 鲍曼	2025/1/30	目前政策所处的位置不错，将进一步关注通胀。预计核心通胀今年将进一步放缓，待新政府的实际政策明确很重要。	希望在调整利率之前看到在通胀方面取得进展。倾向于以谨慎渐进的方式来调整政策。利率不太可能正在施加重大的限制
欧洲央行行长 拉加德	2025/1/30	短期内经济将继续疲弱，制造业收缩和消费者信心低迷是主要原因。尽管经济面临下行风险，但劳动力市场稳健，出口有望支撑经济复苏。全球贸易摩擦可能对欧元区经济增长造成压力，工资和地缘政治紧张局势是通胀上行风险的因素。经济复苏仍在继续，预计2025年通胀将达到2%，但经济尚未达到潜在水平。	全球贸易摩擦可能对欧元区经济增长造成压力，工资和地缘政治紧张局势是通胀上行风险的因素。通胀在短期内将围绕当前水平波动，50个基点的降息根本没有在讨论中提及，不确定三月份欧洲央行会否在贸易风险方面获得更加明确的信息，预期通胀将在2025年期间达到2%。

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5：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出医疗保健行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-0.5	1.5	5.4	12.5	4.7
可选消费	0.5	4.9	10.1	16.1	10.1
必选消费	-0.4	-1.7	0.5	-1.2	0.2
能源	-1.9	-3.4	-19.8	-23.6	-17.7
金融	-1.3	21.7	42.2	151.5	43.0
医疗保健	-1.0	-7.6	-6.3	-31.4	-5.4
工业	1.6	12.2	27.1	54.9	29.7
材料	-0.2	-3.8	-15.1	-13.1	-15.0
科技	16.0	34.2	88.6	106.6	85.7
公用事业	-0.2	-2.0	5.1	-6.1	5.9

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



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：下周重点关注美国就业数据

周一 (2025/2/3)	周二 (2025/2/4)	周三 (2025/2/5)	周四 (2025/2/6)	周五 (2025/2/7)
日本-Jibun日本制造业PMI 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-CPI同比 欧元区-HCOB制造业PMI 欧元区-欧盟调和CPI 美国-美国制造业PMI 美国-ISM制造业指数 美国-ISM支付价格	日本-1月基础货币同比 美国-工厂订单 美国-耐用品订单 美国-12月JOLTS职位空缺	日本-劳工现金收入同比 日本-Jibun银行日本综合PMI 日本-Jibun银行日本服务业PMI 欧元区-1月服务业PMI 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-ADP就业变动指数 美国-贸易余额	欧元区-12月零售销售 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	美国-非农就业
周一 (2025/2/10)	周二 (2025/2/11)	周三 (2025/2/12)	周四 (2025/2/13)	周五 (2025/2/14)
日本-国际收支经常项目余额 欧元区-2月Sentix投资者信心指数	美国-1月NFIB中小企业乐观程度指数	日本-货币存量同比 美国-CPI 美国-2月7日当周MBA抵押贷款申请活动指数周环比	美国-生产者价格环比 美国-PPI 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	欧元区-GDP 欧元区-四季度就业人数 美国-1月零售销售

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>