

宏观点评 20250203

关税硝烟起，黄金创新高——春节期间海外市场四大热点

2025 年 02 月 03 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《市场震荡收关，deepseek 点燃 AI 产业链》

2025-01-27

《以旧换新政策逐步落地，社零有望实现开门红》

2025-01-26

■ **核心观点：**1 月 27 日至 2 月 3 日，海外市场由 DeepSeek、特朗普关税新政两条主线引发的避险情绪主导，美股、大宗商品下跌，美债、美元指数上涨，黄金创下历史新高。向前看，DeepSeek 的问世或对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，科技股给美股带来的不确定性与波动率提高。就特朗普关税新政而言，其节奏略超预期，短期关注中美针对关税的协调进展，而从全年维度看，特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的；但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。

■ **一、DeepSeek 冲击美国科技股基本面，同时也对集中度过高的美国科技股估值造成冲击。**向前看，DeepSeek 的问世对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，在 AI 应用端迟迟未出现新品、估值与集中度过高的背景下，科技股给美股带来的不确定性与波动率将显著增加。

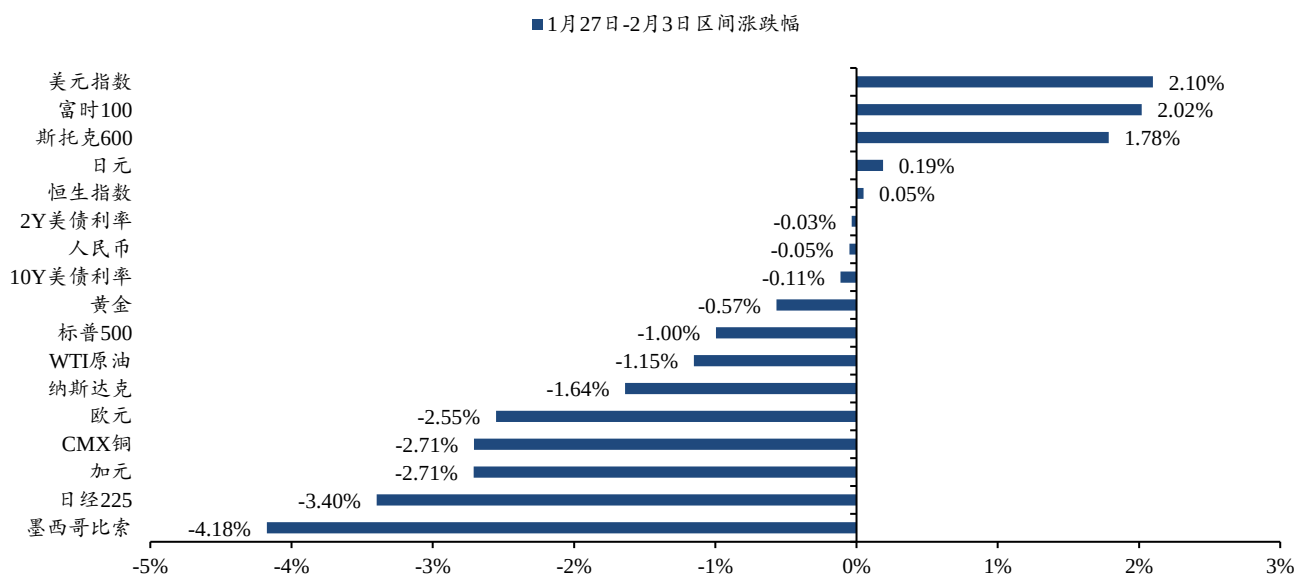
■ **二、特朗普关税新政开场，避险情绪升温。**2 月 1 日，特朗普宣布加拿大、墨西哥和对华关税方案落地，2 月 3 日称“肯定会”对欧盟征税。上任第三周，特朗普 2.0 贸易战已全面开启。对我国国内出口而言，短期落地 10% 关税、预期最终会落地更高乃至 60% 关税的预期料继续强化国内企业抢出口行为，对于美国通胀与美联储政策的短期影响则相对有限。向前看，尽管关税新政落地节奏略超我们预期，但从其政策风格来看，2025 年特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的，难出现对华全面加征 60% 关税的情形。但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。

■ **三、偏鸽的 FOMC 与偏弱的美国 GDP。**春节期间密集发布的美国增长数据延续韧性、通胀数据则符合预期；美联储 1 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 4.25-4.5% 不变，发布会表态偏鸽，令前期市场的紧货币情绪边际缓解。向前看，我们预计特朗普的关税、移民、减税政策很难给 1-4 月的通胀带来显著上行影响，而基数效应、油价与居住通胀在这一时期给通胀带来的短期下行推动更大，加之驱赶非法移民对新增就业的冲击，预期通胀和就业市场短期的加速回落仍可能促成美联储 3 月的降息。在关税冲击未有持续、大幅超预期升级的情形下，强美元行情料出现一个季度的阶段性走弱。

■ **四、鸽派 FOMC、黄金进口关税与去美元化叠加带动黄金价格再创新高。**春节期间，黄金价格先跌后涨，现货黄金于 1 月 31 日创下 2812.45 美元/盎司的历史新高。黄金新高一方面来自 1 月 FOMC 发布会上 Powell 偏鸽的表态，另一方面来自市场担心特朗普对黄金加征进口关税的担忧，导致芝加哥交易所加速黄金进口。此外，DeepSeek 对美国科技股的冲击也一定程度强化了黄金去美元化的中长期逻辑。短期看，出于关税担忧引发的黄金进口或放大黄金的短期波动，LME 市场黄金现货的短缺容易引发逼空，让黄金短期快涨快跌。中期看，我们预计降息交易仍有望最早于 3 月再度重现，弱美元有望驱动黄金继续上涨。长期看，DeepSeek 对美元科技霸权的冲击或仅仅只是一个开始，去美元化对黄金的支持料构成黄金上涨长期且稳定的支撑因素。

■ **风险提示：**特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

图1：春节期间全球大类资产回报率一览

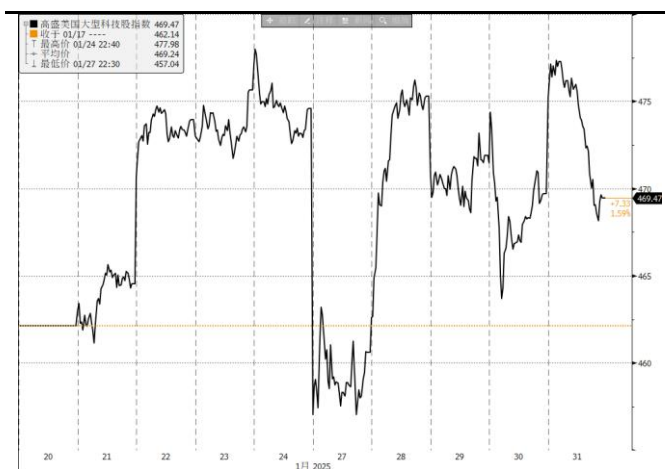


数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债为bps变化；数据截至2月3日港股收盘

1. DeepSeek 冲击美国科技股基本面

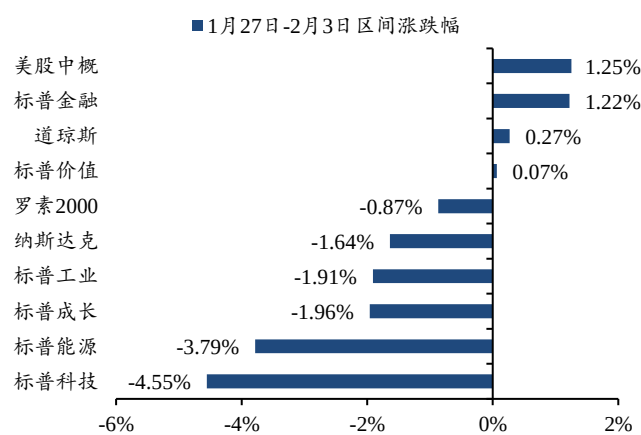
1月20日，DeepSeek发布了DeepSeek-R1模型，并表示其性能优越的AI模型算力成本仅花费了560万美元，远低于OpenAI、Google等主流大型科技公司十亿美元规模的技术开支成本。其高性能、低成本特点对美国科技股基本面的盈利预期带来冲击，引发市场对于美股科技巨头公司巨额资本开支必要性、盈利增长预期的质疑以及对其技术护城河的担忧。1月27日美股开盘迎来暴跌，英伟达大跌17%，纳斯达克、标普500指数当日分别大跌3.07%、1.46%。

图2：高盛美国大型科技股指数日内走势



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图3：主要美股指数与行业指数表现

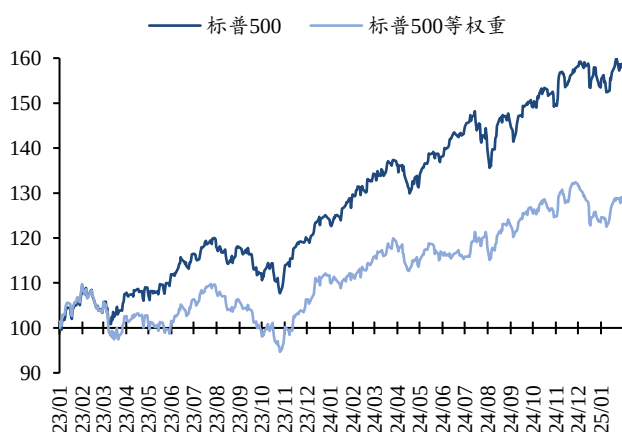


数据来源：彭博，东吴证券研究所

除去对基本面的冲击外，DeepSeek 同时也对集中度过高的美国科技股估值造成冲

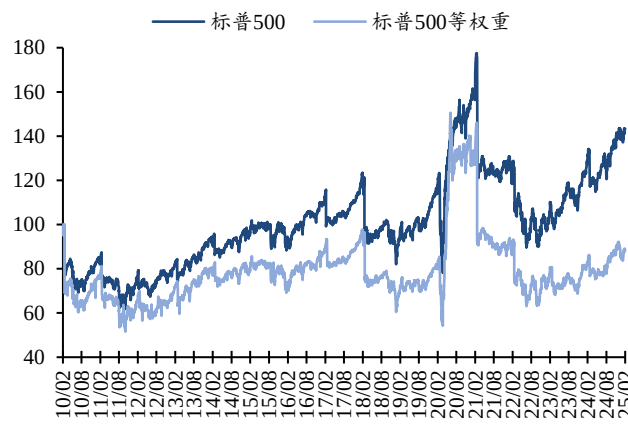
击。2023 年以来，标普 500 与标普 500 等权重的价格与估值走势分化加剧，头部大型科技企业的盈利增长预期与估值是美股持续上涨的主要支撑，而这也推高了市场的脆弱性。尤其是，在当前 AI 应用和盈利空间尚待进一步开发的背景下，若某一家或几家核心企业盈利增长乏力、或遭遇“黑天鹅”事件，则极易引发市场动荡、拖累美股大跌。DeepSeek 冲击即是一次典型案例。2025 年迄今，在先后经历了高利率与科技股冲击后，美股总体表现逊于欧洲股市。风格上，纳斯达克指数跑输道琼斯指数，标普价值指数表现则优于标普成长指数，显示在市场对 2025 年美股的高预期之下，宏观基本面的不确定性和美股结构性问题的隐忧仍不容忽视。向前看，DeepSeek 的问世对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，在 AI 应用端迟迟未出现新品、估值与集中度过高的背景下，科技股给美股带来的不确定性与波动率将显著增加。

图4：标普 500 与等权重指数走势



数据来源：彭博，东吴证券研究所；纵轴单位
2023/1/1=100

图5：标普 500 与等权重指数预期市盈率

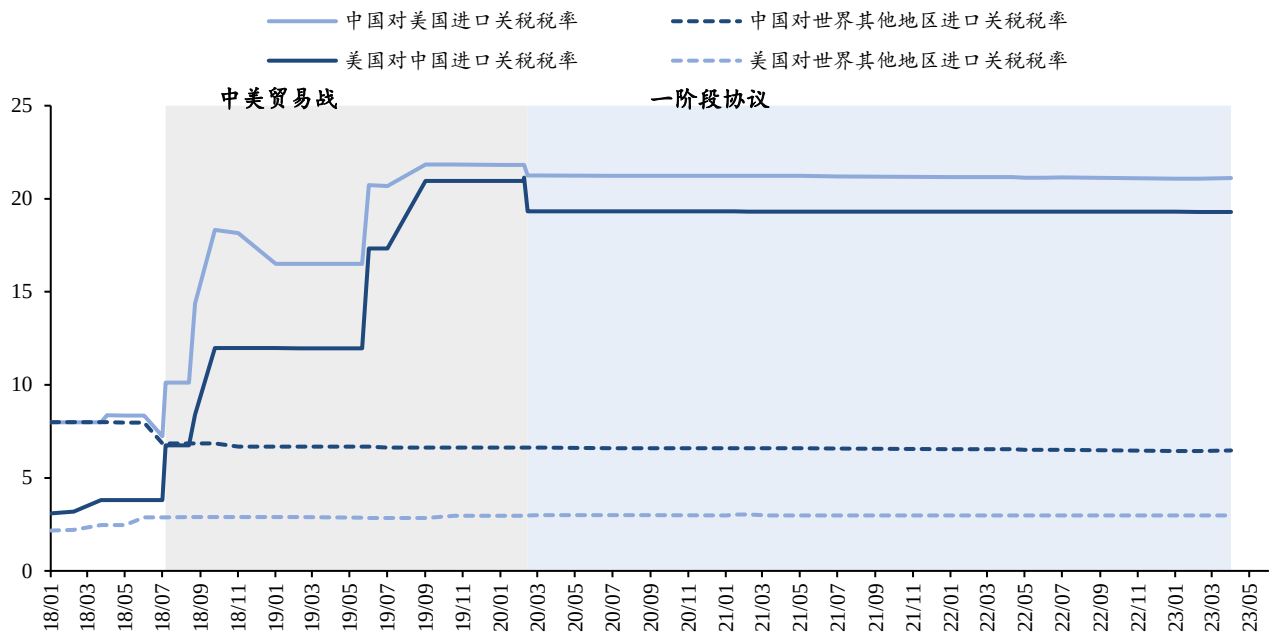


数据来源：彭博，东吴证券研究所；纵轴单位
2010/1/1=100

2. 特朗普关税新政开场，避险情绪升温

2 月 1 日，特朗普以芬太尼和边境安全为理由启用国家紧急状态（IEEPA），并宣布将于美东时间 2 月 4 日 00:01 对加拿大和墨西哥额外加征 25%、对华额外加征 10% 关税，并表示没有考虑产品类别上的豁免条款。同时称，若中方在芬太尼上有积极响应，则可取消关税。从特朗普 2.0 关税新政的节奏来看，其落地速度高于我们此前预期（即基于 201、301 调查等方式落地关税行政令），采用了 IEEPA 这一此前从未实践过的、较为激进的方式推进关税迅速落地。从关税新政的力度来看，10% 的征税幅度与此前竞选期间 60% 的对华关税承诺相比则较为乐观，也符合我们对于年内未必会快速落地大幅关税的预期。截至最新 2 月 3 日，加拿大已宣布对 1550 亿加元美国进口商品征收 25% 关税的反制措施，同时特朗普称“肯定会”对欧盟征税。上任第三周，特朗普 2.0 贸易战已全面开启。

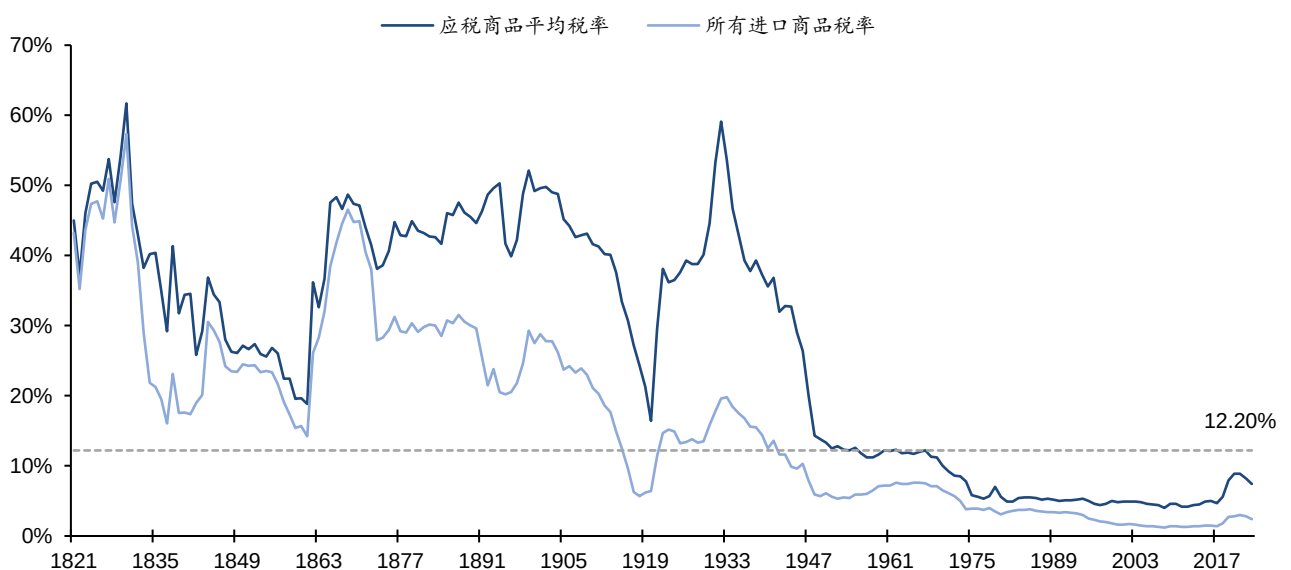
图6：美国自中国进口商品平均关税税率



数据来源：PIIE、东吴证券研究所；纵轴单位%

就加征关税前后的美国关税结构来看，以2022年数据粗略计，美国对华3700亿进口平均被加征关税税率19.3%，总计5000亿商品的平均关税可计算约为15.1%。考虑到对美出口的减少和关税的替代效应，若额外对中国所有商品加征10%关税，则平均水平将提升至略低于25%的水平。而就美国总体关税平均税率来看，截至2024年美国平均进口关税税率为2%，而加拿大、墨西哥、中国三国进口额占美国总进口份额40%，粗略计算若特朗普上述关税措施落地，则美国总体平均关税税率将达到12.2%，为1940年代以来最高水平。

图7：美国进口商品平均关税税率



数据来源：Tax Foundation、东吴证券研究所

从加征关税的影响来看，对我国国内出口而言，短期落地 10%关税、预期最终会落地更高乃至 60%关税的预期料继续强化国内企业抢出口行为，短中期内，人民币汇率在经常账上受到支撑。对于美国通胀与美联储政策而言，参考 2018-19 年第一轮中贸易摩擦期间，定量测算显示美国加征关税的冲击有 1/2 被汇率、1/3 被我国 PPI、1/6 被美国 PPI 承担，美国核心商品 CPI 仅承担 1/9，且期间油价下行导致总体 CPI 下行，因此短期内关税难以给美国带来显著的通胀效应（详见报告《2025 年十大“不一致”预期》）。因此，基于美联储当前“走一步看一步”的政策思路，上半年预计关税带来的通胀预期难直接对美联储货币政策产生显著影响。

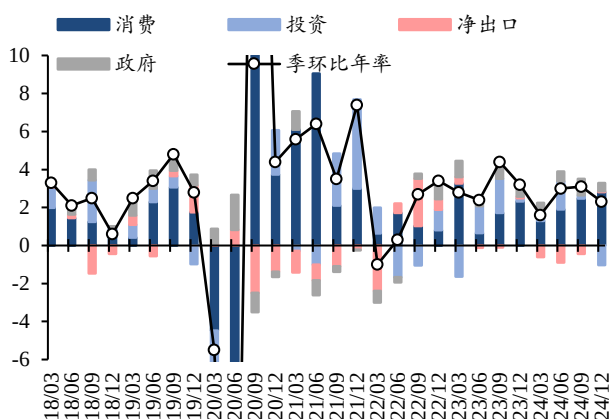
向前看，在 2 月 4 日关税政策正式落地前，仍需关注启用 IEEPA 加征关税的合法性是否遭司法和国会的质疑而驳回。短期内，关注特朗普是否与百日新政内访华并与中国就关税问题进行谈判。尽管关税新政落地节奏略超我们预期，但从其行政令内容、近期中美领导人的交流与新闻报道看，2025 年特朗普在关税政策上仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的，料难出现对华全面加征 60%关税的情形。但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60%关税承诺。

3. 偏鸽的 FOMC 与偏弱的美国 GDP

北京时间 1 月 30 日 3 点，美联储 1 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 4.25-4.5% 不变。由于此前市场已有充分预期，市场的关注点更多在于美联储对于未来利率路径的评估上。具体来看，与 12 月 FOMC 相比，1 月 FOMC 声明主要上修了对劳务市场与通胀的描述，同时删除了 12 月 FOMC 中“通胀正朝 2% 目标进展”的描述，对通胀的表述更为谨慎。但在发布会上，Powell 将此解释为仅是一个缩句，并不是释放什么信号，并预期通胀将继续下行，表态更为乐观。概括来看，发布会的核心内容有二：①未来美联储将面临更多的不确定性（主要来自特朗普一系列政策），只能选择走一步看一步；无论是对 18-19 年贸易摩擦还是当下形势分析，美联储的策略更多是基于一揽子的情景假设去应对；②对通胀总体的态度仍较为乐观，表示美联储需要看到通胀同比增速出现进展，且不需要等通胀到 2% 才再度降息。向前看，我们预计特朗普的关税、移民、减税政策很难给 1-4 月的通胀带来显著上行影响，而基数效应、油价与居住通胀在这一时期给通胀带来的短期下行推动更大，加之驱赶非法移民对新增就业的冲击，预期通胀和就业市场短期的加速回落仍可能促成美联储 3 月的降息。在关税冲击未有持续、大幅超预期升级的情形下，强美元行情料出现一个季度的阶段性走弱。

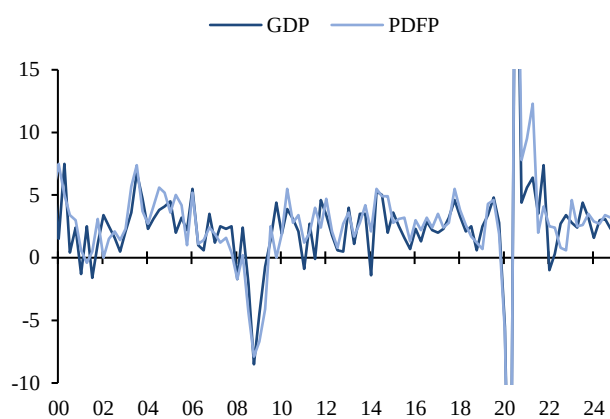
春节期间密集发布的美国增长数据延续韧性、通胀数据则符合预期，令前期市场的紧货币情绪边际缓解。增长方面，24Q4 美国 GDP 不及预期、但核心分项维持较高增速；12 月新屋销售和核心耐用品订单好于预期；首申失业金人数再度降至低位；通胀方面，12 月 PCE 指数环比与同比各分项均符合预期，通胀担忧暂时缓解。

图8：美国 GDP 主要分项环比年率拉动率



数据来源：彭博，东吴证券研究所；纵轴单位%

图9：美国 GDP 与私人国内最终购买



数据来源：彭博，东吴证券研究所；纵轴单位%，横轴数字为年份后两位，下同

具体来看，24Q4 美国 GDP 总体增速温和降温，但结构分化显著：GDP 环比年率初值+2.3%，预期+2.6%，前值+3.1%，其中私人消费拉动+2.82%，前值+2.48%，仍是 GDP 的核心拉动力；私人投资录得大幅负增长，库存分项是主要拖累；固定资产投资中，住宅投资环比转正，非住宅投资环比-0.31%，其中设备投资在连续 2 个季度高增长后再度转负。在高利率持续下，固定资产投资增长的持续性仍不稳固。剔除库存变动、净出口和政府支出的“核心 GDP”私人国内最终购买环比年率+3.2%，仍维持在较高增长区间。

图10：美国 GDP 环比年率增速及主要分项拉动率

走势	占比	环比折年拉动率%	2024/12	2024/09	2024/06	2024/03	2023/12	2023/09	2023/06	2023/03	2022/12	2022/09	2022/06	2022/03
100.0%	实际GDP		2.30	3.10	3.00	1.60	3.20	4.40	2.40	2.80	3.40	2.70	0.30	-1.00
69.2%	私人消费		2.82	2.48	1.90	1.30	2.33	1.72	0.65	3.27	0.81	1.02	1.71	0.64
9.0%	耐用品		0.85	0.54	0.40	-0.13	0.22	0.32	-0.03	1.24	-0.16	-0.15	-0.18	0.01
14.7%	非耐用品		0.52	0.63	0.23	-0.12	0.51	0.44	-0.05	0.36	0.01	-0.38	-0.19	-0.42
45.6%	服务		1.45	1.31	1.27	1.55	1.60	0.96	0.73	1.67	0.96	1.55	2.09	1.05
18.3%	私人投资		-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.80	1.42	-1.63	1.08	-1.05	-1.67	1.34
18.2%	固定资产投资		-0.10	0.38	0.42	1.14	0.62	0.45	1.48	0.53	-0.36	-0.33	0.35	1.44
15.0%	非住宅		-0.31	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.30	0.71	0.76	1.01	0.94	1.66
2.8%	建筑		-0.03	-0.16	0.01	0.20	0.20	0.06	0.49	0.43	0.28	0.26	0.24	0.28
5.7%	设备		-0.42	0.54	0.49	0.02	0.04	-0.05	0.61	0.04	0.05	0.33	0.05	0.75
6.5%	知识产权		0.15	0.17	0.04	0.40	0.28	0.15	0.21	0.24	0.42	0.42	0.65	0.63
3.4%	住宅		0.21	-0.18	-0.11	0.53	0.10	0.30	0.17	-0.18	-1.12	-1.34	-0.59	-0.22
0.0%	库存变化		-0.93	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06	-2.16	1.44	-0.72	-2.01	-0.10
-4.5%	净出口		0.04	-0.43	-0.90	-0.61	0.09	-0.10	-0.11	0.33	0.56	2.50	0.50	-2.40
11.2%	出口		-0.08	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54	0.23	-0.12	1.63	1.40	-0.51
7.4%	商品出口		-0.35	0.70	0.07	-0.02	0.37	0.53	-0.86	0.39	-0.43	1.53	0.84	-0.74
3.8%	服务出口		0.27	0.31	0.05	0.23	0.29	0.00	0.31	-0.17	0.31	0.09	0.56	0.23
15.7%	进口		0.12	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44	0.10	0.68	0.87	-0.90	-1.90
12.7%	商品进口		0.46	-1.14	-0.90	-0.69	-0.19	-0.56	0.57	-0.04	0.48	1.08	-0.40	-1.60
3.0%	服务进口		-0.35	-0.29	-0.12	-0.13	-0.38	-0.07	-0.13	0.14	0.21	-0.21	-0.50	-0.29
17.0%	政府		0.42	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48	0.84	0.90	0.26	-0.27	-0.60
6.5%	联邦中央政府		0.21	0.55	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-0.08	0.28	0.54	-0.04	-0.22	-0.58
3.7%	国防		0.12	0.48	0.23	-0.09	-0.05	0.24	0.03	0.17	0.26	-0.11	0.07	-0.43
2.8%	非国防		0.09	0.07	0.04	0.07	0.02	0.09	-0.11	0.11	0.28	0.07	-0.29	-0.15
10.4%	州与地方政府		0.22	0.31	0.25	0.32	0.63	0.62	0.56	0.56	0.36	0.29	-0.05	-0.01

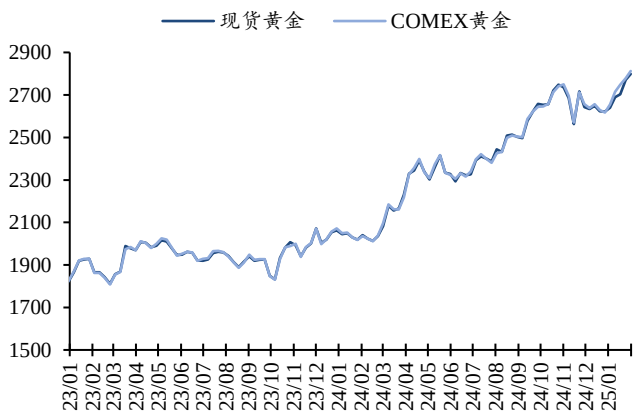
数据来源：彭博、东吴证券研究所

从市场反应来看，由于美联储 GDPNow、Nowcast 等高频模型对 GDP 实时预测的准确度和关注度均有提升，GDP 数据对市场的影响相对有限，而周五公布的各分项均符合预期的 12 月 PCE 通胀数据则进一步暂时缓解了市场对于通胀的担忧，美债利率延续小幅震荡下行。

4. 现货黄金价格再创新高

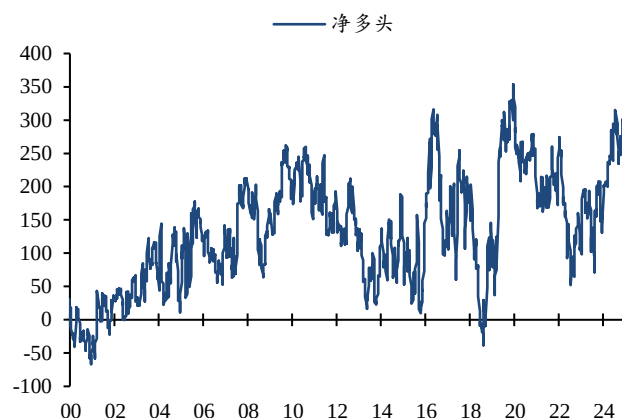
春节期间，黄金价格先跌后涨，现货黄金于1月31日创下2812.45美元/盎司的历史新高。黄金新高一方面来自1月FOMC发布会上Powell偏鸽的表态，另一方面来自市场担心特朗普对黄金加征进口关税的担忧，导致芝加哥交易所加速黄金进口。此外，DeepSeek对美国科技股的冲击也一定程度强化了黄金去美元化的中长期逻辑。

图11: COMEX 黄金期货与伦敦现货黄金价格



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位美元/盎司

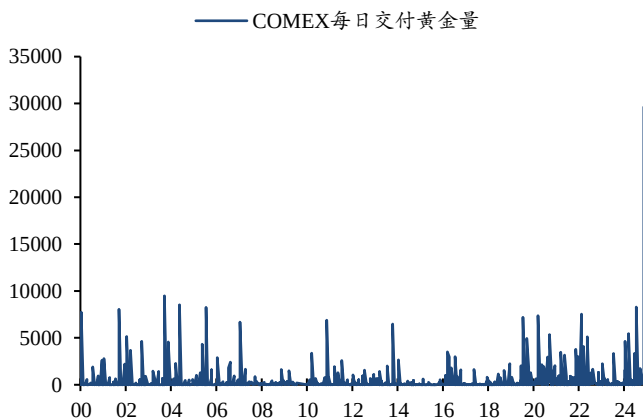
图12: CME 黄金非商业净多头持仓数量



数据来源：彭博，东吴证券研究所

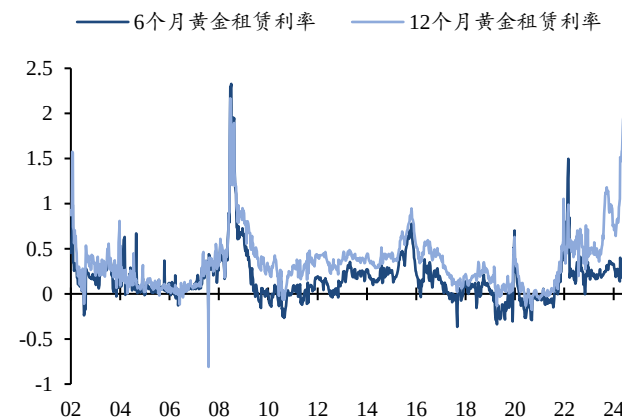
从COMEX期货与现货黄金价格二者走势来看，1月30日，COMEX黄金价格快速走高、上破2800美元/盎司，并于1月31日涨至2856.7美元/盎司的历史高位，同时COMEX期货黄金与现货黄金价格出现一定分歧。与此同时，COMEX黄金每日现货交付量在1月底激增，伦敦现货黄金市场的黄金租赁利率同样攀升至2008年以来新高。综合来看，市场消息称，出于对特朗普可能对美国进口黄金加征关税的担忧，黄金市场参与者正在加速将现货黄金从伦敦运送至纽约的COMEX黄金仓库，因而，伦敦黄金现货市场对于黄金需求量激增，出现从英国央行拆借现货黄金的现象，先后带动COMEX黄金期货价格与伦敦金现货价格创下历史新高。

图13: COMEX 现货黄金每日交付量



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位盎司

图14: 伦敦黄金市场现货黄金租赁利率



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

短期看，出于关税担忧引发的黄金进口或放大黄金的短期波动，LME 市场黄金现货的短缺容易引发逼空，让黄金短期快涨快跌。中期看，我们预计降息交易仍有望最早于 3 月再度重现，弱美元有望驱动黄金继续上涨。长期看，DeepSeek 对美元科技霸权的冲击或仅仅只是一个开始，去美元化对黄金的支持料构成黄金上涨长期且稳定的支撑因素。

5. 风险提示

特朗普政策落地节奏与预期相差较大，加剧市场波动；

通胀下行速率不及预期，美联储收紧货币政策节奏超预期；

美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

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>