

假期上半场，海外“闹腾”啥？

2025 年 02 月 01 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ **今年春节假期开局就是“王炸”。**DeepSeek 发酵对于美股、美元和美债的冲击，诠释了如果“美国例外论”也出现例外，市场会是怎样的光景。而特朗普政策的“既要又要”也给了黄金再创新高的“可趁之机”。最终，白宫用对关税的执着为假期的“上半场”画上句号。

➤ **回顾假期的上半场，市场围绕着三大主题铺开：关税、AI 变局、利率。**

➤ **关税箭在弦上、特朗普的强硬立场并未软化。**1月31日白宫再次强调，2月1日将对加拿大、墨西哥的商品征收 25% 关税，对中国商品征收 10% 关税。加元和墨西哥比索大跌，美元上涨。目前只是口头宣布，没有正式发布行政令，关税对美国物价和居民消费的冲击仍存未知：

➤ **一是，关税的持续时长。**是分阶段加征还是一步到位？持续多久？虽然当前中美关系相对缓和，对华关税幅度不及加墨，但往后大概率加码、持续时间或更长。

➤ **二是，关税是否有豁免商品（尤其加拿大能源）。**加拿大占美国原油进口量的六成左右，若美国炼油厂放弃加工加拿大进口的原油、转向自产替代，那么也需大举投资新设备。能源关税也可能延迟几周生效、给出谈判时间，近日特朗普表示对石油和天然气征收关税“我想在 2 月 18 日左右”。

➤ **三是，中、加、墨是否发起反制。**加拿大总理特鲁多明确表示，已做好反制的准备；墨西哥会否反制的态度未知。

➤ **DeepSeek 一鸣惊人，AI 竞争与制裁加速。**中国人工智能公司深度求索（DeepSeek）以高性能、更低成本的模型在 1 月 27 日“击落”美股，纳指大跌 3%，科技股受重创。DeepSeek 引发美国政界商界“围攻”，**美国可能加速对中国 AI 发展的阻挠：**

➤ **一是，发起国家安全调查，**美官员表示 DeepSeek “窃用”了美国技术，白宫 AI 事务负责人萨克斯（Sacks）表示 DeepSeek 在“提炼”OpenAI 的模型。

➤ **二是，禁止政府部门使用，**例如美国海军已发出警告，基于“潜在的安全和道德问题”要求其人员避免使用 DeepSeek。

➤ **三是，收紧芯片出口，**据彭博社报道，消息人士称，美官员们讨论限制对华销售英伟达 H20 芯片。

➤ **四是，推动 AI 相关立法。**美国国会或推动“AI 技术脱钩”相关法案，限制中美之间人工智能相关的贸易和投资往来与合作。

➤ **美联储会议略偏鹰，谨慎观望特朗普政策。**1月29日 FOMC 暂停降息，符合预期，会议声明删除了劳动力市场“有所缓和”的表述、表示失业率“稳定”，并且删除了“通胀目标取得进展”的表述，重申通胀“仍然偏高”。根据彭博，议息会前，市场预期 2025 全年降息 1.99 次，截至 1 月 31 日市场预期降至 1.88 次（一次 25bp）。

➤ 我们维持观点，本轮降息周期没有结束，但下次降息的门槛较高。考虑到 3

相关研究

1. 美联储 2025 年 1 月议息会议点评：美联储：进入观望阶段-2025/01/30

2. 2024 年 12 月工业企业利润数据：工业企业“收官战”成色几何？-2025/01/27

3. 2025 年 1 月 PMI 数据：距离“开门红”还有多远？-2025/01/27

4. 2024 年 12 月财政数据点评：12 月财政中的“不平凡”-2025/01/25

5. 美国时政跟踪：Trump 就职典礼的布局之招-2025/01/21

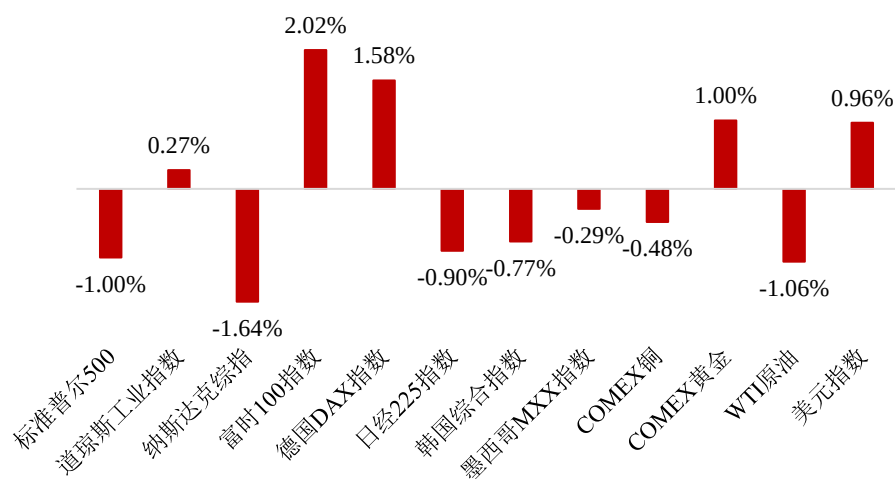
月议息会议之前能观测的经济数据有限，当前看 3 月降息的概率并不大。劳动力市场尚无风险的情况下，通胀能否连续下行是政策核心，关税和移民政策如何落地是关键。

➤ **假期的“下半场”，需要关注什么？** 一是特朗普的关税行政令的细节，二是对手国的反应（是否反制），三是港股表现（将于 2 月 3 日星期一年初六起开市）。

➤ **风险提示：** 特朗普的政策超预期，美联储的政策超预期。

图1：本周海外主要大类资产的涨跌幅（1月27日-1月31日）

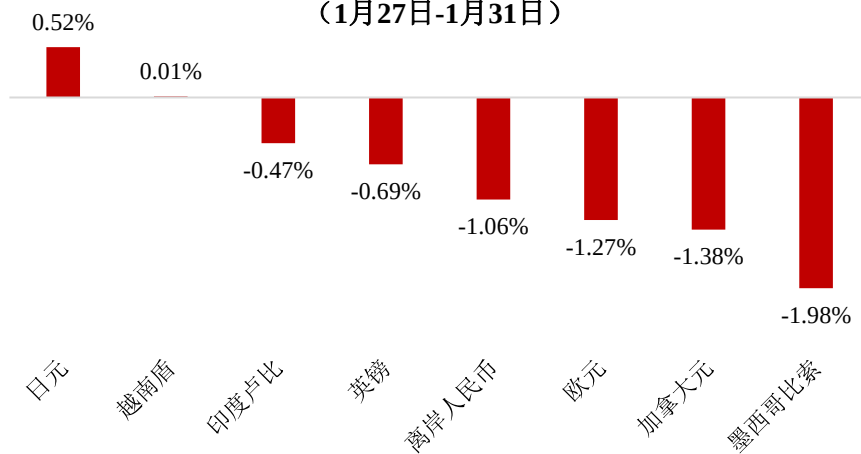
本周（1月27日-1月31日）累计涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院

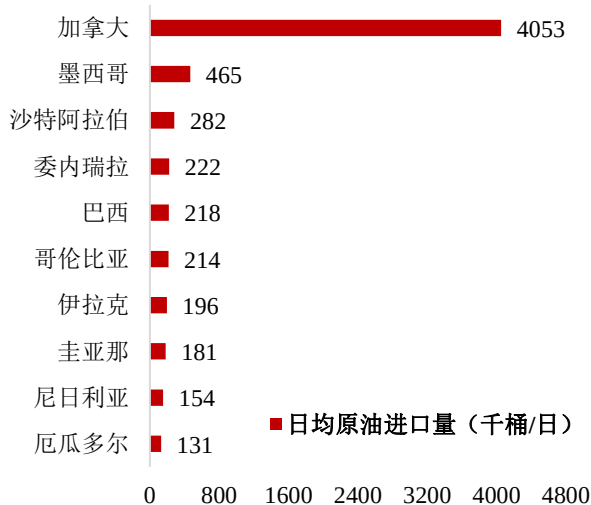
图2：本周主要货币兑美元的涨跌幅（1月27日-1月31日）

本周主要货币兑美元汇率：累计涨跌幅
（1月27日-1月31日）



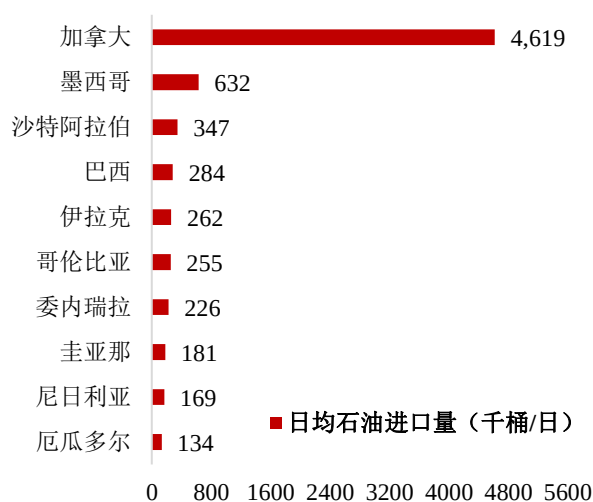
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：美国原油 (Crude oil) 进口的前十大进口来源地 (2024 年 1-11 月)



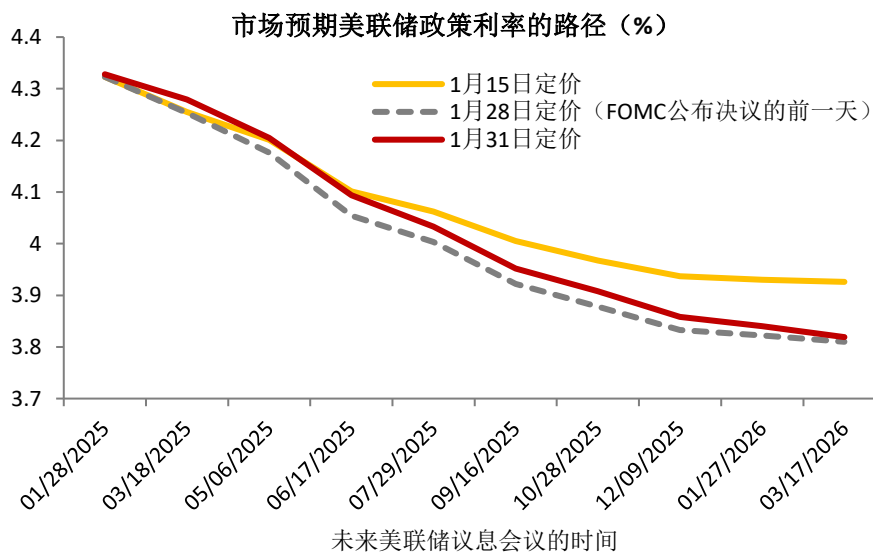
资料来源：美国能源信息署(EIA)，民生证券研究院

图4：美国石油 (Petroleum) 进口的前十大进口来源地 (2024 年 1-11 月)



资料来源：美国能源信息署(EIA)，民生证券研究院

图5：市场预期美联储政策利率的路径 (%)



资料来源：彭博，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048