

策略点评 20250126

靴子暂时落地——全球市场观察系列

2025 年 01 月 26 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

《日央行加息，日股未来如何演绎？》

2025-01-25

《中长期资金入市将对市场风格带来什么影响？》

2025-01-24

■ 本周（2025 年 1 月 20 日-2025 年 1 月 26 日）全球大类资产继续普涨。MSCI 发达市场涨幅领先新兴市场：MSCI 发达及新兴市场分别上涨 2.9% 及 1.4%，延续上周上涨趋势。欧美股指上涨，美国三大股指继续全线上涨，纳指涨幅突出（3.7%），标普 500 指数周内创下新高。中国资产基本全线收涨，恒生科技领涨（2.2%），创业板指上涨 2%。考虑到本周日央行加息 25bp，将目标利率从 0.25% 上调至 0.50%，长端日债上行近 3bp。

■ 美国三大股指继续上涨，美股上涨的背后主要有两个原因：一方面，主要是科技股驱动：特朗普上台后制定“星际之门(Stargate)”项目，在美国得克萨斯州建设首批 10 个数据中心等 AI 基础设施，为 AI 模型提供运算支持，这一历史上最大规模的人工智能基础设施项目，推动了美国 AI 及创新发展，带动美国科技股上涨。另一方面，则是特朗普在达沃斯论坛上表态：“美联储立即降息，且全球应该一起降”，带领全球风险资产全线上涨。从美股行业来看，受益于 AI 新基建计划及利率下降，通信及金融、地产行业涨幅靠前。

■ 中国资产连续两周上涨，海外政治不确定性阶段性落地成为重要催化。特朗普就任后，对华关税表述趋于缓和，力度和节奏上均好于市场预期，尤其对对华加征 60% 的关税弱化至 10%，外部风险阶段性缓和信号，为中国股市带来利好。此外，1 月 22 日多部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，引导中长期资金入市，保险资金入市堵点逐步打通，有望推动资金进一步流入。

■ 日本加息落地+科技股崛起，股市转涨。日经 225 本周转为上涨，首先，虽然本次加息幅度较大，但市场提前已经充分 price in。叠加日元套息头寸平仓压力较低，且外部环境中尤其是美国经济增长有韧性，不具备衰退风险，导致日股深度下跌的内外因素皆不具备。其次，美国人工智能相关基础设施的开发涉及日本软银集团，历史上最大的人工智能基础设施项目将吸引前所未有的投资。美国市场的良好表现及多项人工智能巨头的战略布局刺激下，日本股市连日走强。

往后看，我们认为日股仍存在上涨空间：1）日本经济有望继续恢复，对日本股市支撑有底；2）企业治理改革有望持续增厚日股 EPS。不过，特朗普全球加征关税的风险仍在。日本高度关注特朗普关税风险。

■ 欧洲股市继续上涨，信心是关键。一是，欧洲股市的小幅上涨反映了市场对经济复苏的乐观预期：失业率下降和企业业绩改善，经济活动逐步恢复提振了消费者信心。二是，特朗普未立即实施对欧洲的关税，态度趋于缓和。三是，全球基金经理重新开始押注欧洲，1 月最大的资金变化是从美股流出（从 36% 超配降至 19%）流入欧洲（从低配 1% 增至超配 22%）。

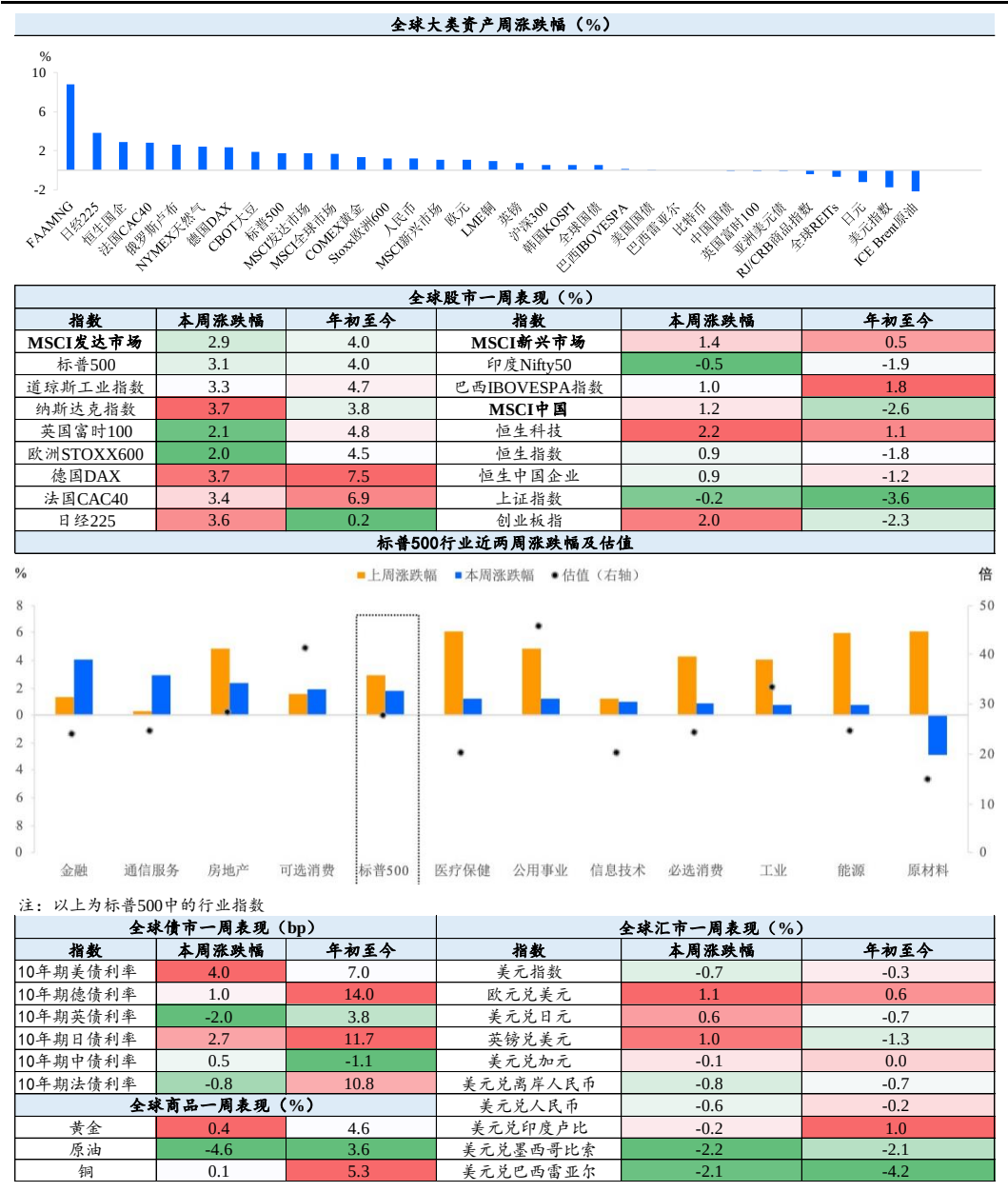
■ 全球股票 ETF 本周净流入减慢，债券连续两周呈净流入放缓：全球股票型 ETF 净流入 \$176 亿美元（边际-\$110 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$76 亿美元（边际-\$52 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流入 \$76 亿美元，价值 ETF 净流出 \$7 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$128 亿美元），其次是欧洲及韩国；中国股票 ETF 净流出最多（-\$6 亿美元），其次是印度及亚太地区（日本除外）。

■ 全球股票 ETF 行业类别中，科技、工业加速流入，能源加速流出。具体金额上看，全球股票 ETF 6 个行业呈现净流入，其中最多的行业是科技（\$18.5 亿美元）、第二是工业（\$8.6 亿美元）、第三是金融（\$5.2 亿美元）；全球股票 ETF 有 4 个行业呈现净流出，其中净流出最多的行业是能源（-\$8.6 亿美元）、第二是材料（-\$1.7 亿美元）、第三是通信（-\$1.3 亿美元）。

■ 下周重点关注数据及事件：1 月 30 日凌晨美联储议息会议，以及欧央行议息会议。

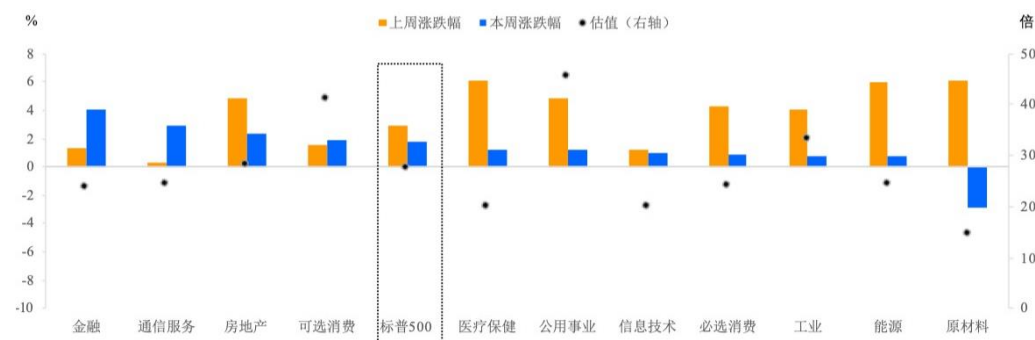
■ 风险提示：全球基本面与政策超预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，行业不确定性风险，数据统计及测算的误差风险。

图1：全球大类资产中，风险资产继续普涨



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图2：受益于乐观情绪，标普 500 各行业本周大部分都收涨



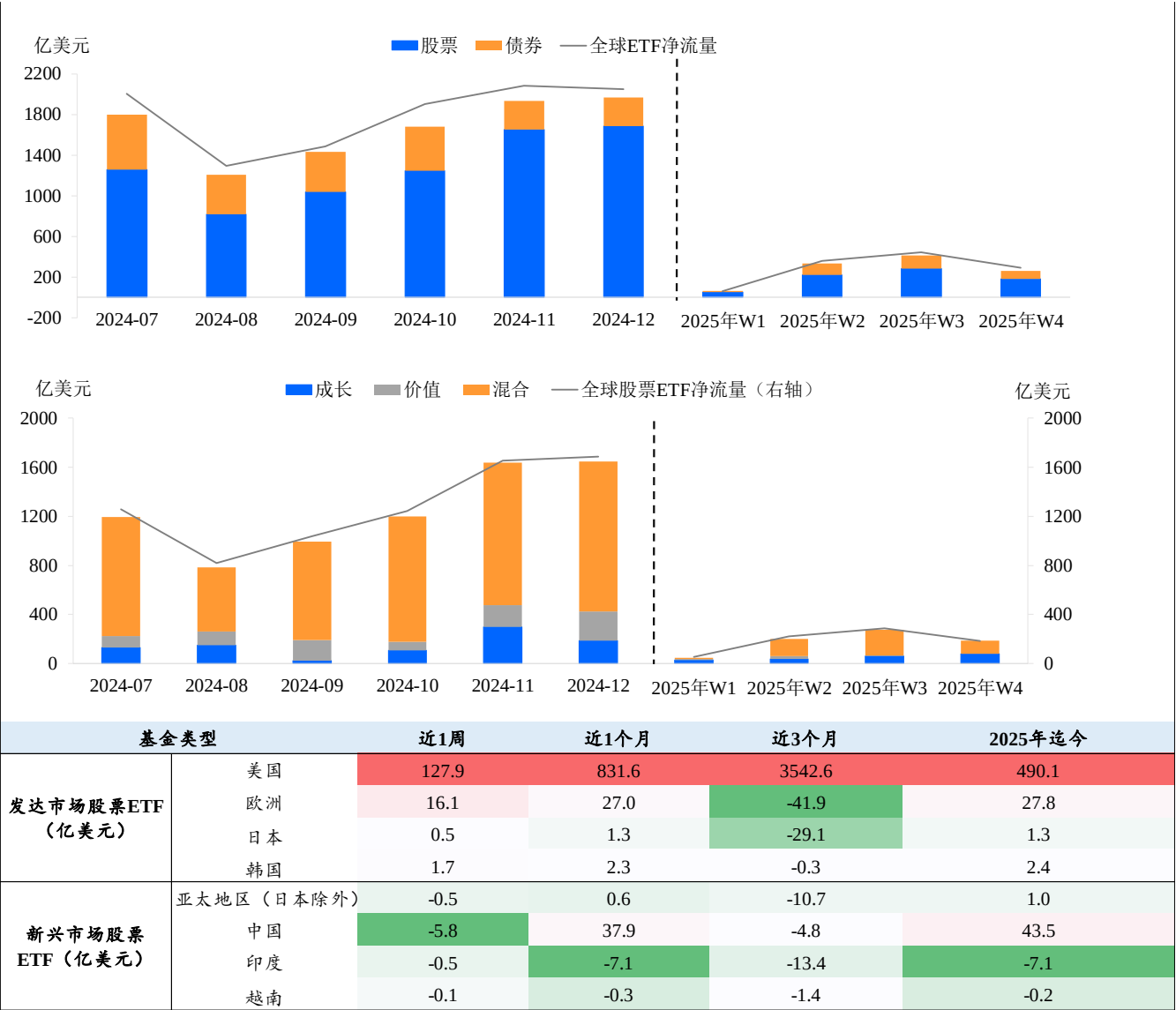
注：以上为标普 500 中的行业指数；
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：日央行在本周加息

政策利率走势					
国家	2020年至今走势	最新值（%）	预期2025年降息（-）/ 加息（+）次数	预期2025年降息（-）/ 加息（+）幅度	下次议息会议时间
美国		0.00	-2	-50bp	2025-01-29
欧元区		3.15	-5	-125bp	2025-01-30
日本		0.50	+2	+50bp	2025-03-19
印度		0.00	-1	-25bp	2025-02-07
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
美国总统 特朗普	2025/1/24	特朗普批评拜登在通货膨胀和边境问题上的表现，表示将采取行动扭转左派政策。特朗普强调美国的石油和天然气储量，并计划利用这些资源来促进经济。特朗普提到美国的债务问题，并 计划通过历史上最大的减税法案来刺激经济。	特朗普呼吁企业在美国制造产品，并表示将对不遵守的企业征收关税。特朗普对欧盟的贸易政策表示不满，认为其导致了巨额的贸易逆差，并要求改善贸易关系。		
欧洲央行行长 拉加德	2025/1/24	今年欧元区经济增长存在下行风险。 将关注能源价格，目前尚未预见到能源价格会下降。 目前在考虑到逐步调整利率。	美国不征收关税是所期望的，这是明智的做法，这并不意味着不会发生，未来将更加注重选择性。 我们有信心到2025年欧元区通胀将达到目标。 我们并不过分担心向欧洲输出通胀。汇率将引起关注，可能会产生影响。如果2025年初的服务业通胀能够下降，我们将拭目以待。		
IMF总裁 格奥尔基耶娃	2025/1/24	强调各国央行需要关注数据，确保降息时机适当。格奥尔基耶娃认为信心与谨慎需要取得平衡，全球经济复苏带来信心，但保持谨慎也很重要。 经济表现出韧性，通胀回落并未带来衰退风险。	尽管通胀下降，但价格水平仍较高，需要关注人们的担忧。 未来可能面临低增长和高债务前景，特别对低收入国家而言，负担沉重。 针对流动性压力的新方法包括来自国际金融机构的充足融资、收入改革以及私营部门融资。在降低通货膨胀方面所取得的成就被广大成员所认可，这为降低利率创造了空间，从而有助于各国更好的增长前景。		
日本央行	2025/1/24	如果经济和价格走势符合预期，将继续提高政策利率。 日本央行预计2024-2026财年的实际GDP增速中值分别为0.5%、1.1%、1.0%。尽管存在不确定性，整体市场保持稳定，消费呈温和上升趋势。日本央行警惕金融市场和外汇市场的动向对经济和物价的影响。	由于日元贬值导致进口价格上涨以及大米成本上升，通胀略超出预期。 基础通胀逐渐走高，向日本央行的目标迈进。 2024财年和2025财年通胀前景风险倾向上行。在周五加息后，实际利率仍将维持在深度负值区域， 货币政策环境有可能继续维持宽松。		

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



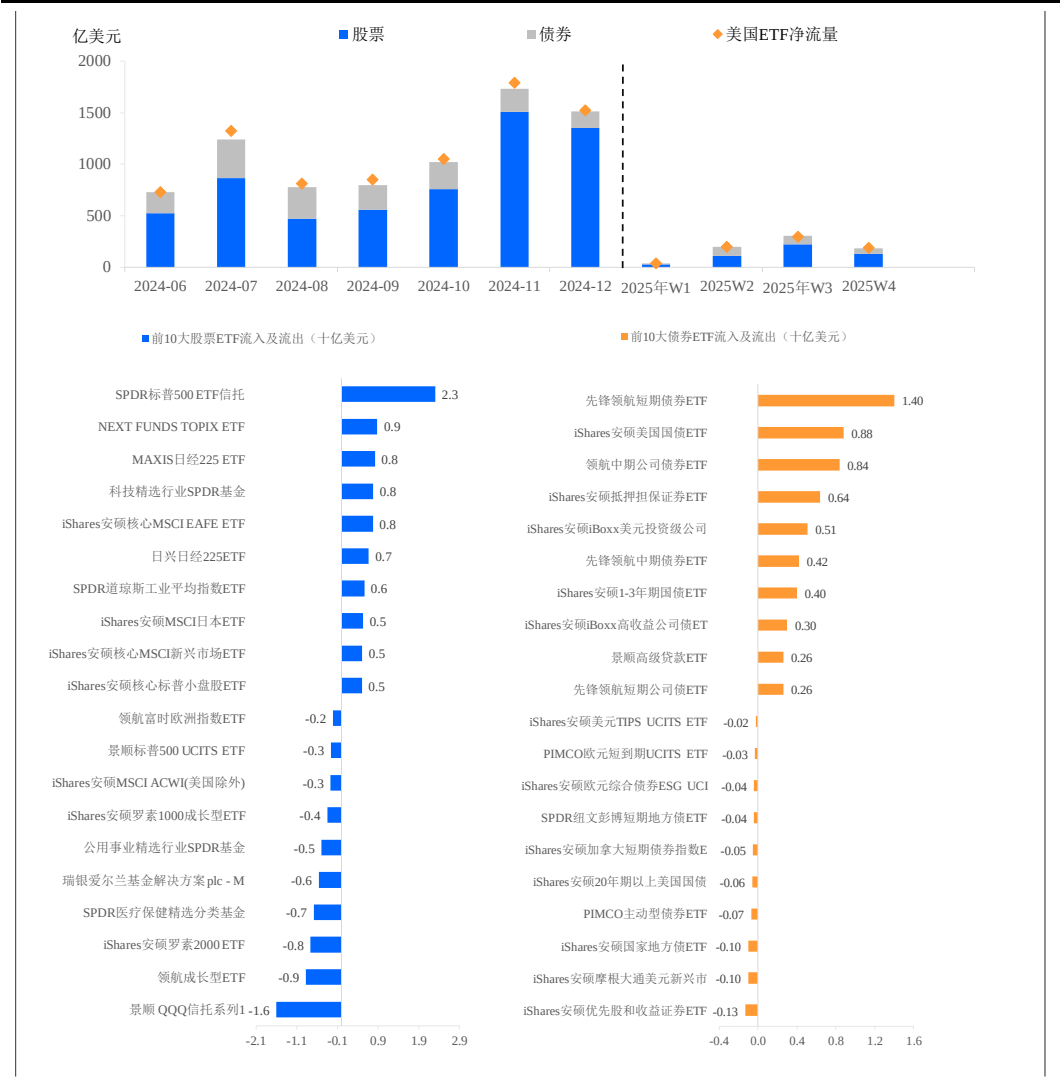
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出能源行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.0	-1.3	3.5	11.1	3.2
可选消费	-0.4	1.0	8.2	12.3	5.2
必选消费	-0.4	-1.0	0.3	0.4	1.9
能源	-1.8	-8.6	-17.6	-18.7	-14.3
金融	3.3	5.2	24.5	131.9	21.4
医疗保健	2.9	1.8	-0.3	-17.9	2.2
工业	1.3	8.6	9.9	48.7	17.6
材料	-1.4	-1.7	-13.2	-11.9	-11.2
科技	8.4	18.5	43.2	63.4	51.4
公用事业	2.3	3.7	5.5	-5.5	7.9

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国 ETF（股+债） 边际净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：下周重点关注美联储及欧央行议息会议

周一 (2025/1/27)	周二 (2025/1/28)	周三 (2025/1/29)	周四 (2025/1/30)	周五 (2025/1/31)
美国-新建住宅销量 美国-建筑许可 欧元区-企业信心	美国-耐用品订单 美国-FHFA房价指数 美国-里士满联储制造业指数 欧元区-消费者信心指数 欧元区-PPI 欧元区-GDP	美国-周度MBA抵押贷款申请指数 欧元区-贸易余额	美国-议息会议 美国-GDP 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-待建住宅销售量 欧元区-欧盟调和CPI 欧元区-失业率 欧元区-消费者信心指数 欧元区-议息会议	日本-失业率 日本-工业产值 日本-社会消费品零售总额 日本-工业增加值 日本-新宅开工 美国-PCE
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-标普全球-美国制造业PMI 美国-建筑开支月环比 美国-ISM制造业指数	欧元区-失业率 美国-工厂订单 美国-耐用品订单环比	欧元区-工业产值 欧元区-工业增加值同比 欧元区-HCOB欧盟服务/综合PMI 欧元区-社会消费品零售同比 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-ADP就业 美国-贸易余额 美国-标普全球-美国PMI 美国-ISM服务业	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-贸易余额 欧元区-CPI 欧元区-失业率 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	欧元区-失业率 欧元区-CPI 美国-非农就业

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>