

证券研究报告

海外策略双周报— 特朗普正式就任，大类资产影响几何？

| 证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、BOT313

周畅 投资咨询资格编号：S1060522080004

| 研究助理

校星 一般从业资格编号：S1060123120037

2025年1月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

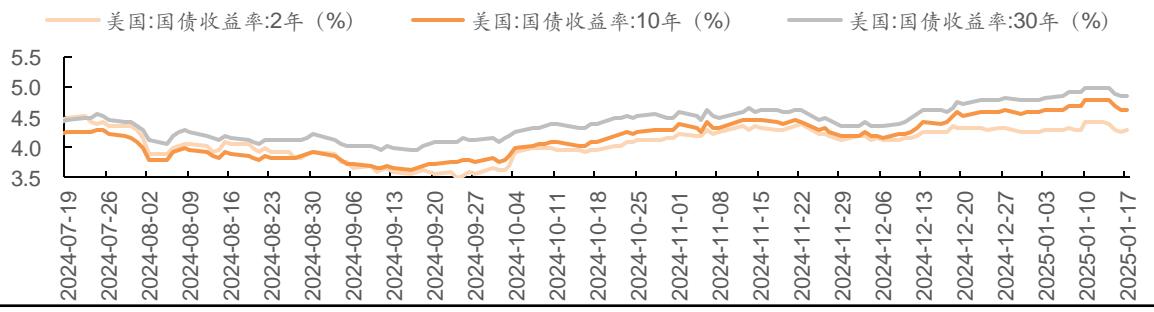
核心观点

- 海外资产层面，降息预期升温背景下美债利率、美元回落，美股、黄金上行，原油因美国对俄制裁以及库存降低引发短期供给担忧而上涨。股市方面，MSCI全球股票指数周内上涨2.56%，大多经济体股价上行。其中美股反弹，标普500、纳指、道指分别上涨2.91%、2.45%、3.69%。债市方面，周内2年、10年期美债收益率分别下行13BP、16BP至4.27%、4.61%。商品及外汇方面，美债利率下行背景下本周COMEX黄金上行0.92%；美元指数小幅贬值0.25%至109.4；ICE布油因美国对俄制裁以及库存降低引发短期供给担忧而上涨1.22%。
- 港股资产层面，海外流动性边际放缓+国内基本面延续修复，港股低位反弹，南向资金延续强势流入，外资延续流出。本周恒生指数、恒生科技、恒生综合指数、恒生中国企业指数、恒生港股通分别上涨2.73%、5.13%、2.66%、3.05%、2.61%。行业方面，周内所有行业均上涨，其中科技、消费板块的资讯科技业（4.11%）以及非必需性消费业（3.03%）、医疗保健业（2.95%）领涨，而红利板块的电讯业（0.63%）、公用事业（0.88%）涨幅较小。资金面上，本周南向资金延续强势流入，主要流向信息技术、金融业，外资延续流出。
- 海外经济数据层面，美国12月通胀数据略低于预期，降息预期升温；12月零售销售、周度初请失业金人数等数据边际转弱但不改经济韧性。一则，12月通胀数据略低于预期。12月PPI、CPI均略低于预期，其中12月CPI环比增速录得0.4%，高于前值的0.3%，主因能源价格明显上行，而核心CPI环比增速录得0.2%，低于预期与前值的0.3%，自2024年6月以来首次放缓。其中二手车价格环比增速回落，住房分项环比增速持平前值，长期对通胀带来上行压力的医疗保健服务价格环比增速降温。二则，部分数据边际转弱但不改经济韧性。其中，12月零售销售环比录得0.4%，低于前值的0.8%，主因汽车销售放缓，或与2024年11月特朗普对汽车征税言论有关，导致消费者已前置购车需求，而其余分项数据稳健。此外，1月11日周度初请失业金人数录得21.7万人，略高于前值的20.3万人。整体来看，美国经济仍维持韧性。据CME数据显示，截至1月17日，市场维持2025年仅6月降息一次的预期，6月降息25BP的概率从上周的41.36%升至44.65%。
- 海外宏观层面，1月20日特朗普将正式就任，本周提名听证会上贝森特、卢比奥释放有关后续经济、外交等方面政策的信息。有关财政政策，贝森特强调美国债务恶化源于支出端问题，应削减可自由支配支出。同时，贝森特表示一定会延长TCJA法案，否则经济将面临衰退。有关关税政策，贝森特认为加征关税对美国通胀的影响可控，并提及若关税制裁过于严厉会减少美元的使用。有关外交政策，卢比奥表态支持北约联盟，同时认为北约应加大在集体防御方面投入的资金。有关能源政策，贝森特支持核能发展，并支持加大对俄罗斯石油公司的制裁力度。有关货币政策，贝森特认为美联储应保持独立，并强调美元世界储备货币的地位。
- 综合以上，资产配置上建议：一则，**1月20日特朗普正式就职**，关注短期内可能通过总统行政令形式出台的相关政策，包括关税、移民等，大类资产或再次出现震荡，叠加美股受四季报陆续披露，以及日央行加息预期影响，美股波动或加大。鉴于目前美国经济仍较为健康，中期在特朗普政策影响下经济仍或提振，美股如出现大幅回调反而提供了介入的机会；二则，近期**10年美债仍处于4.6%-4.7%较高点位**，当前已是买点，若特朗普关税等政策出台不及预期或进一步提供美债利率下行的空间，预计**3.8%-4.1%**是相对合理的**10年美债中枢**。
- 风险提示：1) 宏观经济修复不及预期；2) 货币政策超预期收紧；3) 海外市场波动加大；4) 地缘局势升级；5) 市场风险加剧。

本周市场表现 | 大类资产：通胀略低于预期，降息预期升温，美债利率、美元回落，美股、黄金上行，原油因美国对俄制裁以及库存降低引发短期供给担忧而上涨

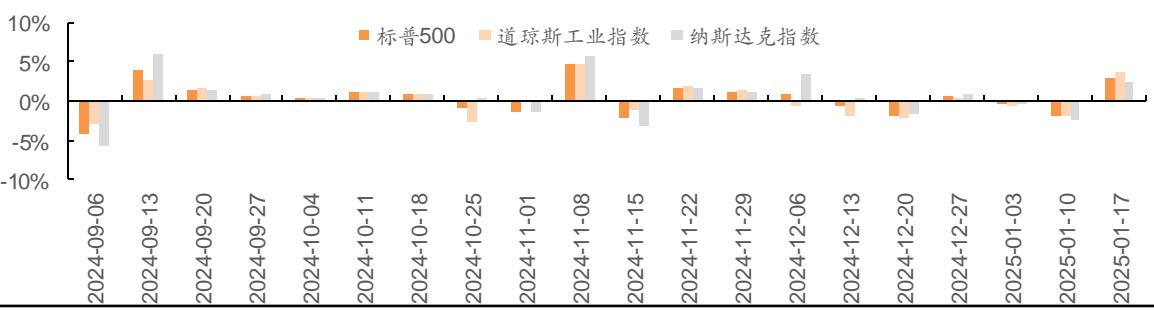
- 本周公布的美国12月通胀数据整体略低于预期，降息预期升温；12月零售销售、周度初请失业金人数等数据边际转弱但不改经济韧性。在此背景下，本周美债利率、美元回落；美股、黄金上行；原油因美国对俄制裁以及库存降低引发短期供给担忧而上涨。具体来看：
- 基本面上，美国12月通胀数据略低于预期，降息预期升温；12月零售销售、周度初请失业金人数等数据边际转弱但不改经济韧性。一则，12月通胀数据略低于预期。12月PPI、CPI均略低于预期，其中12月CPI环比增速录得0.4%，高于前值的0.3%，主因能源价格明显上行，而核心CPI环比增速录得0.2%，低于预期与前值的0.3%，自2024年6月以来首次放缓。其中二手车价格环比增速回落，住房分项环比增速持平前值，长期对通胀带来上行压力的医疗保健服务价格环比增速降温。二则，部分数据边际转弱但不改经济韧性。其中，12月零售销售环比录得0.4%，低于前值的0.8%，主因汽车销售放缓，或与2024年11月特朗普对汽车征税言论有关，导致消费者已前置购车需求，而其余分项数据稳健。此外，1月11日周度初请失业金人数录得21.7万人，略高于前值的20.3万人。整体来看，美国经济仍维持韧性。据CME数据显示，截至1月17日，市场维持2025年仅6月降息一次的预期，6月降息25BP的概率从上周的41.36%升至44.65%。
- 消息面上，一则，沃勒放鸽，称不排除3月降息的可能性。12月CPI数据公布后美联储理事沃勒称CPI数据非常不错，若继续获得更多这样的数据，可能会看到美联储在2025年上半年降息，甚至不排除3月降息的可能性。二则，植田和男称将于下周决定是否加息，推高日元汇率。1月15日日本央行行长植田和男称将于下周决定是否加息，当日日元兑美元下跌0.93%。三则，贝森特在提名听证会上强调债务问题严重性，认为关税对通胀影响可控，或部分缓解市场对特朗普政策“做高赤字”、“做高通胀”效果的担忧。
- 资产表现方面，美债利率、美元回落，美股、原油、黄金上行。股市方面，MSCI全球股票指数周内上涨2.56%，大多经济体股价上行。其中美股受降息预期升温而反弹，标普500、纳指、道指分别上涨2.91%、2.45%、3.69%。债市方面，周内2年、10年期美债收益率分别下行13BP、16BP至4.27%、4.61%。商品及外汇方面，美债利率下行背景下本周COMEX黄金上行0.92%；美元指数小幅贬值0.25%至109.4；ICE布油因美国对俄制裁以及库存降低引发短期供给担忧而上涨1.22%。

图表1 2年、10年、30年期美债收益率情况



资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

图表2 美股三大股指周涨跌幅



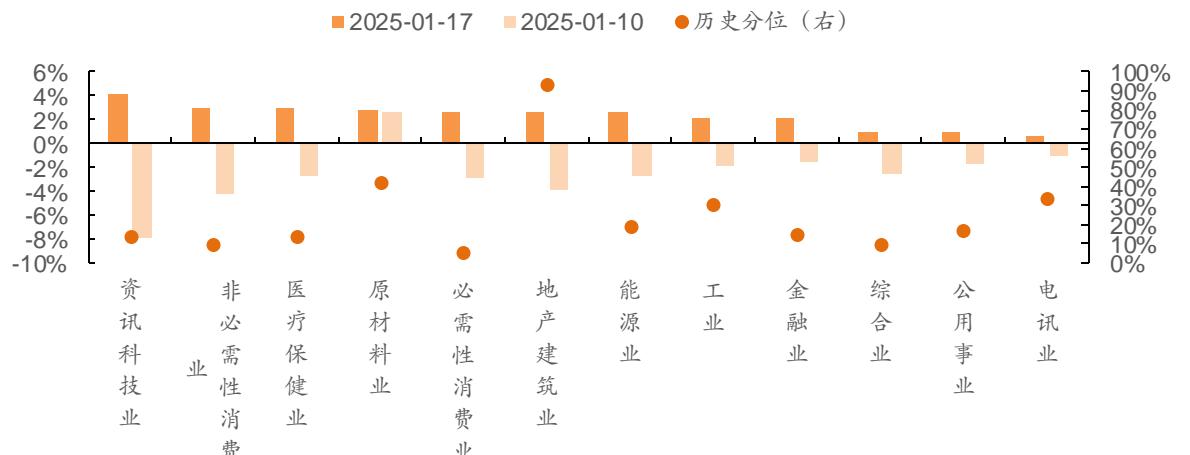
资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

本周市场表现 | 港股：海外流动性边际放缓+国内基本面延续修复，港股低位反弹，

南向资金延续强势流入，外资延续流出

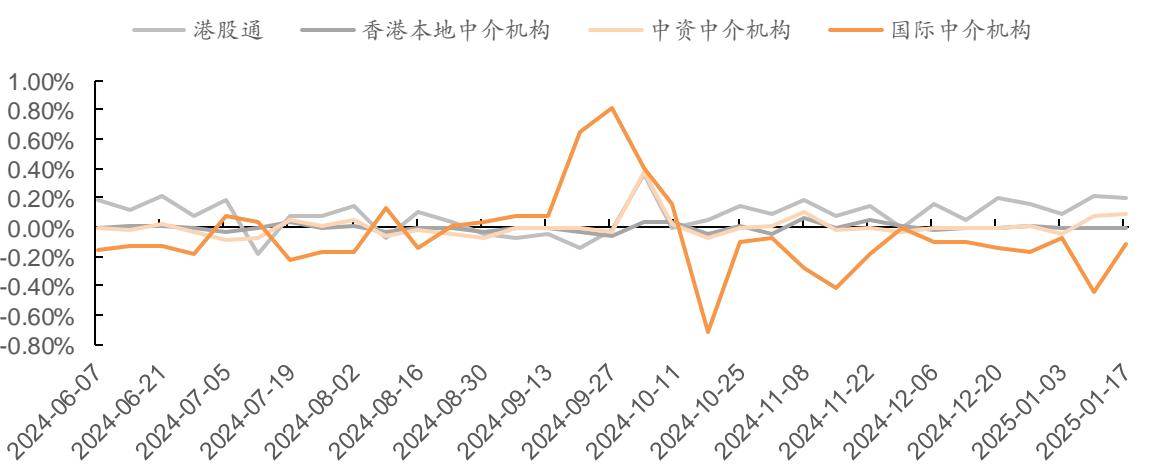
- 在海外流动性边际放缓+国内基本面延续修复的背景下，本周港股低位反弹。2025年1月13日-1月17日港股市场主板日均成交金额为1039亿港元，较2025年1月6日-1月10日的1193亿港元略有下降，股票卖空占市场成交总量的比重从上周的14.92%上行至17.94%，港股市场情绪较上周略有下降。受海外流动性边际放缓，以及国内基本面延续修复的影响，港股低位反弹。周内恒生指数、恒生科技、恒生综合指数、恒生中国企业指数、恒生港股通分别上涨2.73%、5.13%、2.66%、3.05%、2.61%。
- 行业方面，本周所有行业均上涨，其中科技、消费板块领涨，红利板块涨幅较小。按恒生行业指数分类，周内所有行业均上涨，其中科技、消费板块的资讯科技业（4.11%）以及非必需性消费业（3.03%）、医疗保健业（2.95%）领涨，而红利板块的电讯业（0.63%）、公用事业（0.88%）涨幅较小。
- 资金面上，本周南向资金延续强势流入，主要流向信息技术、金融业，外资延续流出。南向资金方面，本周净流入规模为427亿港元，较上周的489亿港元略有下降，整体仍维持强势流入的态势，主要流向信息技术、金融业，个股主要流向腾讯控股、中芯国际。外资方面，从港股中介持股比例变动情况来看，港股通中介持股占比增加，而国际中介持股占比下降，指向外资延续流出，但流出幅度较上周有所收窄。

图表3近两周恒生指数行业涨跌幅



资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

图表4从中介机构持股比例变动看，港股通中介持股占比提升，国际中介机构占比下降



资料来源：Wind, 平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

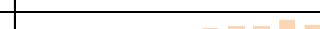
本周全球动态 | 1月20日特朗普正式就任，关注政策变化： 贝森特强调债务问题严重性，认为关税对通胀影响可控，卢比奥表态支持北约联盟

2025年1月15日、1月26日美国国务卿提名者卢比奥以及财政部长提名者贝森特先后参加提名听证会，释放有关后续经济、外交等方面政策的信息。具体来看：

- 有关财政政策，贝森特强调美国债务恶化源于支出端问题，应削减可自由支配支出。贝森特认为联邦政府收入健康，但支出存在严重问题，导致债务恶化。美国后续应削减可自由支配支出，优先考虑能促进经济增长的有效投资，而不是导致通胀的浪费性支出，但社会保障、医疗等支出将不受影响。同时，贝森特表示一定会延长TCJA法案，否则经济将面临衰退。
- 有关关税政策，贝森特认为加征关税对美国通胀的影响可控，并解释关税的三大作用。其一，贝森特认为加征关税对美国通胀的影响可控，并认为特朗普任期内通胀会更接近美联储2%的目标。一方面，贝森特称，若对全球加征10%关税，美元预计升值4%，因此10%的关税并不会完全转嫁到消费者身上。另一方面，外国制造商将为了保住市场份额选择降价。其二，贝森特表示应从三方面理解关税政策：(1) 关税可用于纠正不公平贸易行为(例如对钢铁征税)；(2) 关税可作为一种增加政府收入的途径；(3) 特朗普对关税赋予的新作用是利用关税作为谈判筹码。
- 有关外交政策，卢比奥表态支持北约联盟，同时认为北约应加大在集体防御方面投入的资金。卢比奥称特朗普此前一再批评的北约是美国的“一个非常重要的联盟”，并坚称特朗普是北约的支持者。但他也支持特朗普的观点，即北约在集体防御上投入更多资金。
- 有关能源政策，贝森特支持核能发展，并支持加大对俄罗斯石油公司的制裁力度。贝森特表示其不认为中美正在清洁能源领域展开军备竞赛，而是认为双方正在进行能源竞赛。此外，贝森特表示其认为目前美国对俄罗斯的制裁力度不足，部分原因也在于对美国自身能源产量的担忧。因此贝森特支持传统能源开采，以及支持核能发展，后续也将加强制裁俄罗斯的石油公司以推动俄乌谈判来结束战争。
- 有关货币政策，贝森特认为美联储应保持独立，并强调美元世界储备货币的地位。此外，贝森特在谈及关税政策时表示，若关税制裁过于严厉会减少美元的使用，呼应其支持美元世界储备货币地位的观点。

本周资产表现

图表5 本周全球大类资产表现情况（截至2025年1月17日）

| | 1周变动 | 同比 | 2025年至今 | 近12个月走势 |
|-------------|---------|---------|---------|---|
| 股指 | | | | |
| MSCI全球股票指数 | 2.56% | 20.10% | 1.65% |  |
| 发达市场 | | | | |
| 道琼斯工业指数 | 3.69% | 16.69% | 2.22% |  |
| 标普500指数 | 2.91% | 26.53% | 1.96% |  |
| 纳斯达克指数 | 2.45% | 32.14% | 1.65% |  |
| 英国富时100指数 | 3.11% | 14.22% | 4.06% |  |
| 德国DAX30指数 | 3.41% | 27.21% | 4.99% |  |
| 法国CAC40指数 | 3.75% | 5.34% | 4.46% |  |
| 日经225指数 | -1.89% | 8.38% | -3.62% |  |
| 富时新加坡STI | 0.24% | 21.28% | 0.61% |  |
| 澳洲ASX200 | 0.20% | 12.41% | 1.85% |  |
| 新西兰NZ50 | 1.82% | 11.59% | 0.15% |  |
| 恒生指数 | 2.73% | 28.19% | -2.37% |  |
| 新兴市场 | | | | |
| 上证指数 | 2.31% | 14.41% | -3.28% |  |
| 沪深300 | 2.14% | 18.06% | -3.11% |  |
| 创业板指数 | 4.66% | 21.63% | -3.47% |  |
| 韩国综合指数 | 0.31% | 3.60% | 5.17% |  |
| 印度SENSEX指数 | -0.98% | 7.16% | -1.94% |  |
| 越南胡志明指数 | 1.57% | 12.59% | -2.33% |  |
| 台湾加权指数 | 0.59% | 34.88% | 0.49% |  |
| 债券 | | | | |
| 10Y中国国债 | 2.6BP | -33.83% | -0.95% |  |
| 10Y美国国债 | -16.0BP | 12.44% | 0.66% |  |
| 大宗商品 | | | | |
| ICE布兰特原油 | 1.22% | 3.35% | 7.88% |  |
| COMEX黄金 | 0.92% | 36.40% | 3.82% |  |
| COMEX白银 | -0.86% | 36.70% | 5.99% |  |
| COMEX铜 | 1.09% | 16.27% | 8.14% |  |
| 外汇 | | | | |
| 美元指数 | -0.25% | 5.81% | 0.83% |  |
| 美元兑人民币 | -0.06% | 1.83% | 0.41% |  |
| 美元兑日元 | -0.88% | 5.51% | -0.56% |  |
| 英镑兑美元 | -0.31% | -3.98% | -2.75% |  |

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年1月17日；注：同比为与去年同日数据对比

未来两周重点关注

图表6 未来两周全球日历

| 国家 | 日期 | 事件/数据 |
|-----|-----------|---------------------|
| 美国 | 2025/1/20 | 特朗普宣誓就任 |
| | 2025/1/23 | 1月18日初请失业金人数:季调((人) |
| | 2025/1/27 | 12月新屋销售 |
| | 2025/1/30 | 1月美联储公布利率决议 |
| | 2025/1/30 | 第四季度GDP (初值) |
| | 2025/1/30 | 第四季度PCE (初值) |
| | 2025/1/31 | 12月PCE |
| 欧元区 | 2025/1/30 | 1月欧洲央行公布利率决议 |
| | 2025/1/30 | 第四季度欧元区GDP (初值) |
| | 2025/1/30 | 第四季度德国GDP (初值) |
| 日本 | 2025/1/24 | 12月CPI |
| | 2025/1/24 | 1月日本央行公布利率决议 |

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年1月17日

风险提示

- 1) 宏观经济修复不及预期：欧美未来经济修复节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；
- 2) 货币政策超预期收紧：美国经济仍具韧性，短期内宏观变量对货币政策干扰仍存；
- 3) 海外市场波动加大：全球经济增长放缓，新兴市场国家经济波动加大；
- 4) 地缘局势升级：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 5) 市场风险加剧：全球大选、地缘冲突以及货币政策等带来的不确定性因素加剧市场风险。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。