

策略点评 20250120

“特朗普交易”再起——全球市场观察系列

2025 年 01 月 20 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

《超级周来临，产业交易有哪些关注点？》

2025-01-19

《从资金面视角看年后行情》

2025-01-19

■ 本周（2025 年 1 月 13 日-2025 年 1 月 19 日）全球风险资产基本全线收涨，长端债券收益率下行，美元相对走弱，非美货币边际走强。以上主要基于两大核心事件催化：其一，美国核心通胀不及预期，通胀压力有所缓解，年内降息预期和幅度抬升；其二，临近特朗普就职典礼，市场情绪高涨，投资者对经济及政策前景充满信心。

■ “特朗普交易”卷土重来，带领风险偏好提升。MSCI 发达及新兴市场分别上涨 2.7% 及 1.2%。欧美股指全部上涨，法国 CAC40 及道指涨幅突出，分别上涨 3.8% 及 3.7%；从美股行业来看，三大典型“特朗普交易”行业涨幅靠前，比如能源、公用事业及银行。中国资产相关指数均收涨，恒生科技领涨（5.7%），创业板指及上证指数分别上涨 4.7% 及 2.3%。此外，叠加美国通胀压力缓解，年内降息预期和幅度抬升。美元下行，美债收益率快速下降，压制股市估值的因素褪去后，股市整体大反弹。

■ 分国别来看：

美国三大股指转涨，强劲的背后主要有三大利好因素推动：1）美国通胀再添降温迹象：美国核心通胀同比上涨 3.2%，低于预期及前值。2）美国四季度财报季大部分表现积极，尤其是大型银行业绩普遍超预期，其中摩根大通利润创历史新高。3）临近特朗普就职演说，市场再次进入“特朗普交易”。

建议关注“特朗普”相关主题概念，比如能源、公用事业及银行。此前，我们在报告《特朗普交易，中点还是终点？》中指出，特朗普交易尚未结束。我们认为特朗普交易总共分为三个阶段，现阶段进入政策确认期（第二阶段），尚未进入政策推行期（第三阶段），建议关注第三阶段催生的相关交易机会。

中国资产转涨，提前博弈反弹的结果。情绪面，中美关系出现缓和迹象。比如，1）国家主席习近平特别代表国家副主席韩正将赴美国首都华盛顿出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼；及 2）1 月 17 日晚，习近平主席同美国当选总统特朗普通电话。基本面，本周出炉中国 2024 年全年 GDP 增长，在“以旧换新”刺激下的消费，制造业托底的背景下全年完成 5% 的经济增速。

日本股市继续下跌，最重要的紧张情绪来自日央行加息预期。日经 225 连续回落，主要担忧来源于市场普遍预计（70%）日央行将在 2025 年 1 月 24 日货币政策会议上再次加息，或将政策利率从 0.25% 上调至 0.50%，或导致日股存在短期压力。此外叠加特朗普关税政策的不确定性，日本市场紧张情绪有所加剧。

■ 全球股票 ETF 连续两周呈净流入，债券本周呈净流出：全球股票型 ETF 净流入 \$286 亿美元（边际+\$13 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$128 亿美元（边际-\$1 亿美元）；分风格来看，全球股票成长 ETF 净流入 \$59 亿美元，价值 ETF 净流入 \$8 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$218 亿美元），其次是欧洲及日本；韩国股票 ETF 净流出最多（-\$3 亿美元），其次是印度及越南。

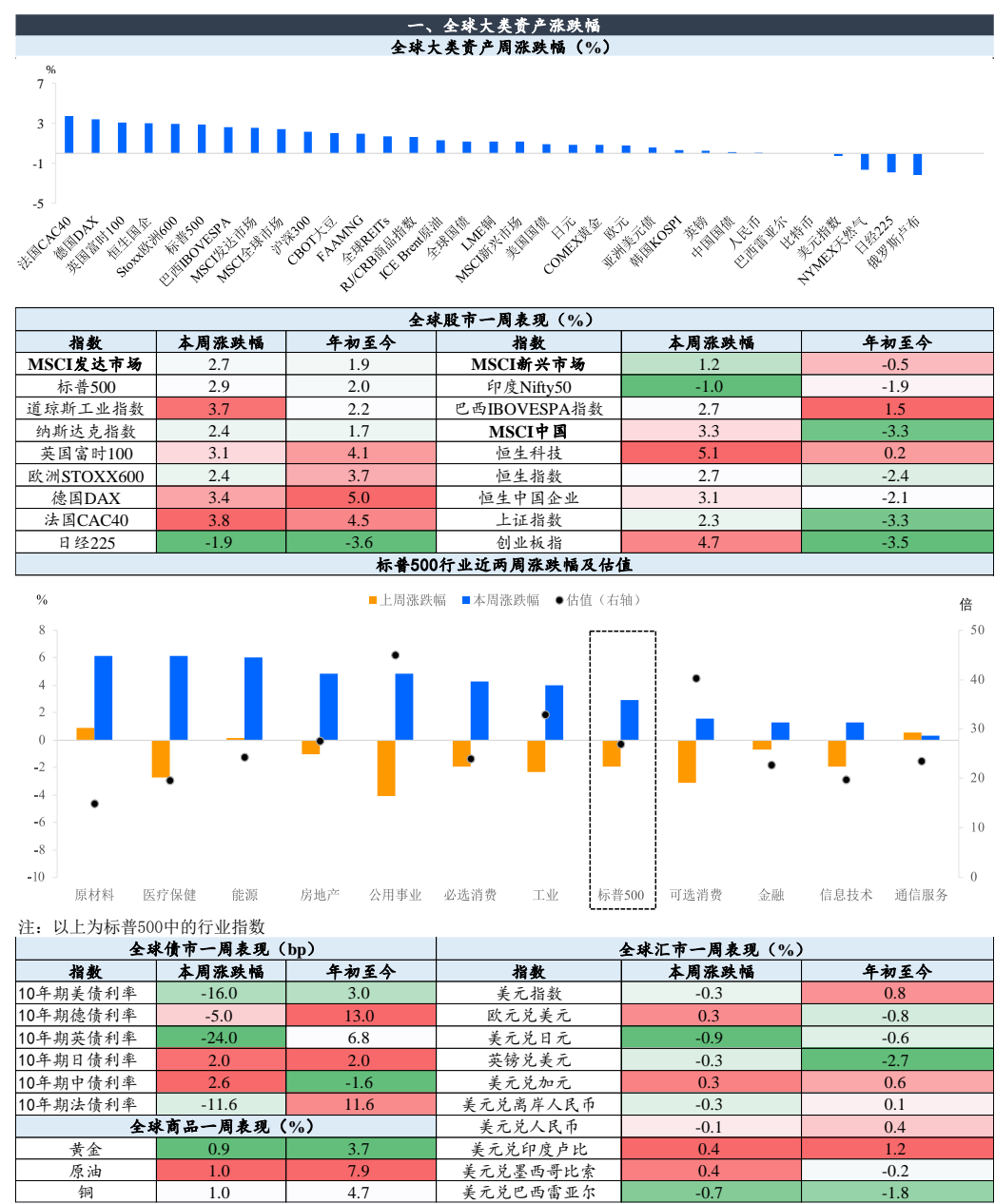
全球股票 ETF 行业类别中，金融、工业加速流入，其中金融在本月持续净流入；医疗保健、材料加速流出，材料在本月持续净流出。具体金额上看，全球股票 ETF 有 7 个行业呈现净流入，其中最多的行业是金融（\$16.4 亿美元）、第二是工业（\$8.2 亿美元）、第三是科技（\$7.0 亿美元）；全球股票 ETF 有 3 个行业呈现净流出，其中净流出最多的行业是材料（-\$6.6 亿美元）、第二是医疗保健（-\$5.5 亿美元）、第三是通信（-\$4.6 亿美元）。

美国（股+债）ETF 合计流量净流入 294 亿美元，相较于上周边际净流入 57 亿美元。其中股票 ETF 净流入 218 亿美元（边际+\$81 亿美元），债券 ETF 净流入 76 亿美元（边际-\$24 亿美元）。其中 Vanguard 标普

500、ishares 安硕核心标普小盘股 ETF、日兴 TOPIXETF 产品持续保持在股票 ETF 流入前 10。

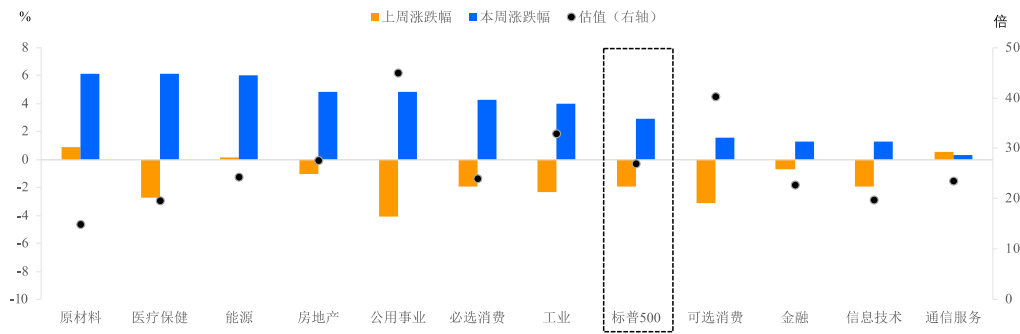
- **下周重点关注数据及事件：**1 月 20 日特朗普宣誓就职新一任美国总统、1 月 24 日日本央行议息会议。
- **风险提示：**全球基本面与政策超预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，行业不确定性风险，数据统计及测算的误差风险。

图1：全球大类资产中，风险资产普涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：受益于乐观情绪，标普 500 各行业本周全部收涨



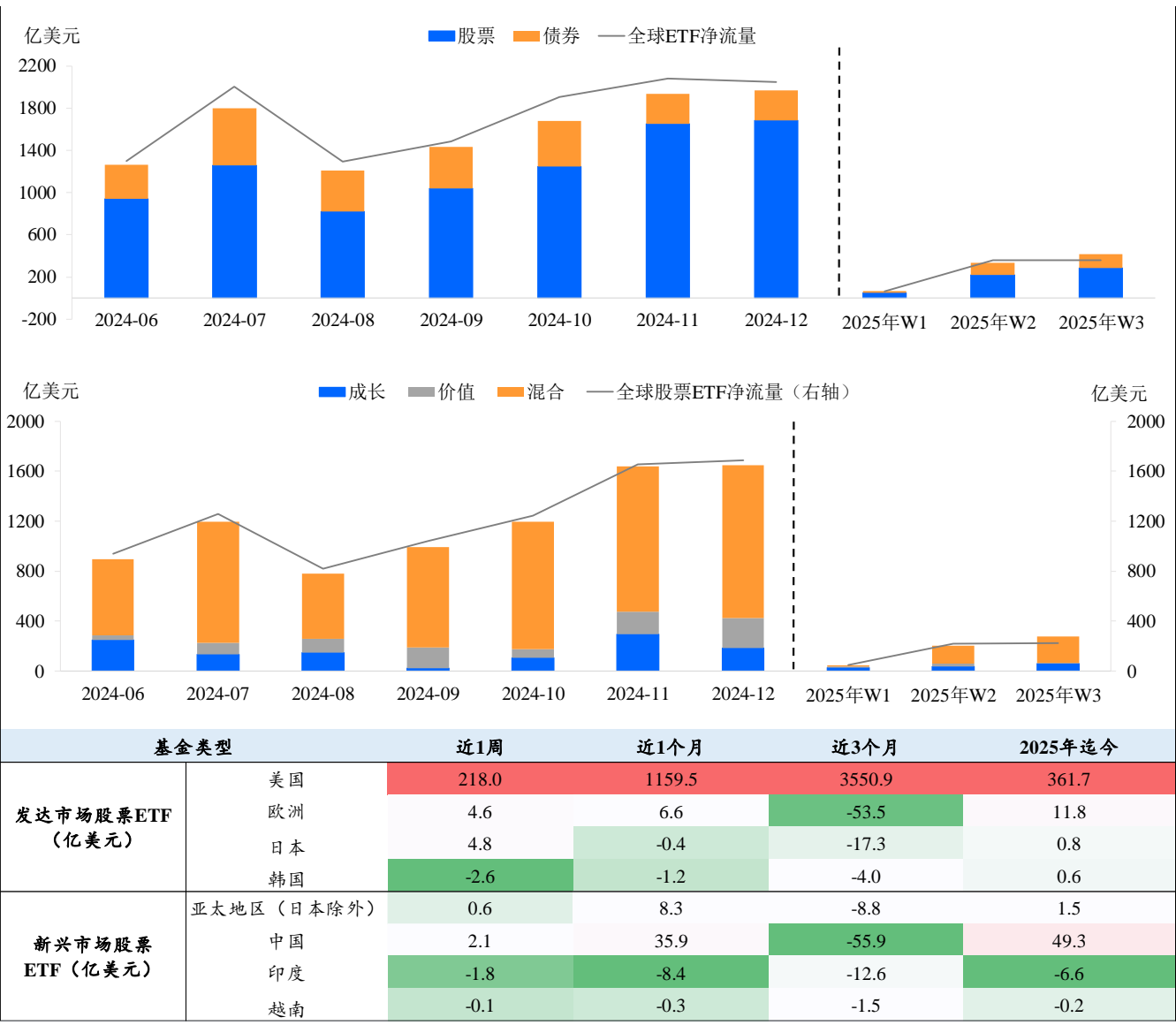
注：以上为标普 500 中的行业指数；
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：美联储官员对美国经济表态整体偏乐观

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		4.50	-2	-50bp	2025-01-29
欧元区		3.15	-5	-125bp	2025-01-30
日本		0.25	+2	+50bp	2025-01-24
印度		6.50	-1	-25bp	2025-02-07
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
纽约联储主席威廉姆斯	2025/1/15	移民减少可能意味着经济增长放缓，进而影响劳动力市场和整体经济活力。尽管经济面临挑战，债券收益率的上涨并不令人意外。期限溢价因素被认为是债券收益率上升的重要组成部分，但这并不反映出对通胀预期的重大转变。整体来看，经济增长前景仍受到多重因素的影响，短期内可能会面临一定的不确定性。	美联储目前没有资产出售的计划，也无法预测资产负债表收缩何时会停止。尽管金融行业的储备依然充裕，美联储难以判断其债券持有对收益率的具体影响。整体上，美联储在调整货币政策时仍需关注经济和通胀的变化，确保政策在促进经济增长与控制通胀之间找到平衡。		
美联储票委古尔斯	2025/1/16	美联储古尔斯比对通胀持续进展表示乐观，认为2025年有望实现软着陆。尤其是在供应链恢复的推动下，通货膨胀得以下降。消费者物价指数报告令人鼓舞，但同时也引发了疑虑。美联储还需考虑国会和总统制定的政策对物价的影响，特别是在减税和政府支出方面。此外，虽然供应链恢复有助于降低通胀，但对劳动力市场的影响仍不明确，短期内的经济波动仍需关注。	当前通胀仍在持续进展，美联储对将通胀率控制在2%的目标充满信心。虽然企业信心有所回升，但政策的不确定性依然存在，尤其是在政府支出和减税政策的影响下。美联储必须关注这些政策对物价的潜在影响。汽车和信用卡拖欠率上升，这可能对经济稳定性产生潜在风险。此外，美联储将继续密切关注其他短期和长期经济因素，确保政策调整符合通胀目标和经济稳定需求。		
美联储会议纪要	2025/1/16	与会者预期美国经济将继续增长，劳动力市场保持坚挺，但面临着政策变化的挑战。特朗普的贸易政策可能导致通胀在2025年维持在高位，并影响GDP增长，导致经济增速略低于之前的预期，同时失业率将略微上升。关于贸易和移民政策的潜在变化会对经济和通胀产生重要影响，这些政策的变化可能使通胀回归至2%的目标所需时间延长。	大多数与会者支持在12月会议上下调政策利率25个基点，但一些与会者认为，考虑到持续的高通胀风险，维持利率不变也是必要的。多数与会者认为利率决定需要谨慎平衡，尤其是在劳动力市场表现稳健的情况下，未来几个季度应采取更为审慎的货币政策。		
美国财长耶伦	2025/1/16	财政政策需走向可持续发展，确保国税局的现代化按计划推进至关重要。对拜登政府未能与国会合作削减赤字表示失望，认为减税政策必须负责任地处理。美国债务上限对财政政策没有积极作用，可能阻碍财政政策的有效实施。此外，强制性项目中缺乏实质性的预算削减，财政政策面临一定的挑战。	通胀的主要原因是供应短缺，且近期在通胀问题上没有明显进展。尽管劳动力市场有所降温，但仍保持良好状态，利率走势可能会高于预期。长期利率的期限溢价已开始正常化，这表明市场对未来经济走势的预期可能发生变化。财政政策和货币政策需紧密配合，确保经济健康发展。		
欧洲央行	2025/1/16	通胀回落进展顺利，但仍需更多检查以确保通胀回落保持在轨道上。地缘政治和经济政策的不确定性加大，通胀风险大体平衡。住房市场出现好转迹象，部分成员认为中期通胀风险更多倾向于下行。虽然通胀回落过程取得了一些进展，但仍需谨慎行事，避免过早放松政策。	欧洲央行成员对通胀前景的信心增强，预计通胀将在2025年上半年回归目标。如果未来几个月的通胀预测得到确认，逐步减弱政策限制性被认为是合适的。部分成员建议在12月会议上考虑将利率下调50个基点，但需谨慎评估经济状况。欧元兑美元的下跌已十分明显，利率调整需保持谨慎状态。		
欧洲央行执委帕内塔	2025/1/17	欧元区经济活动仍然疲软，制造业部门尚未出现转机。欧洲央行应通过更加前瞻性的沟通方式，明确政策方向，从而促进消费和投资。美国政府即将迎来的变动将增加通胀前景的不确定性。尽管当前经济面临挑战，但赋予中央银行独立性仍然是重要的进步，这不仅有利于中央银行本身，也对整个经济至关重要。	如果国内需求持续疲弱，通胀可能会大幅低于2%。欧洲央行应转向中性货币政策立场，并在必要时采取扩张性政策。欧洲央行需要更明确的利率政策意图，以促进消费和投资，避免过度依赖逐次会议和数据的策略。帕内塔指出官方描述中的紧缩倾向已不再必要，欧洲央行应更明确表达其政策意图。		

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 净流入较多，其中主要流入的国家是美国



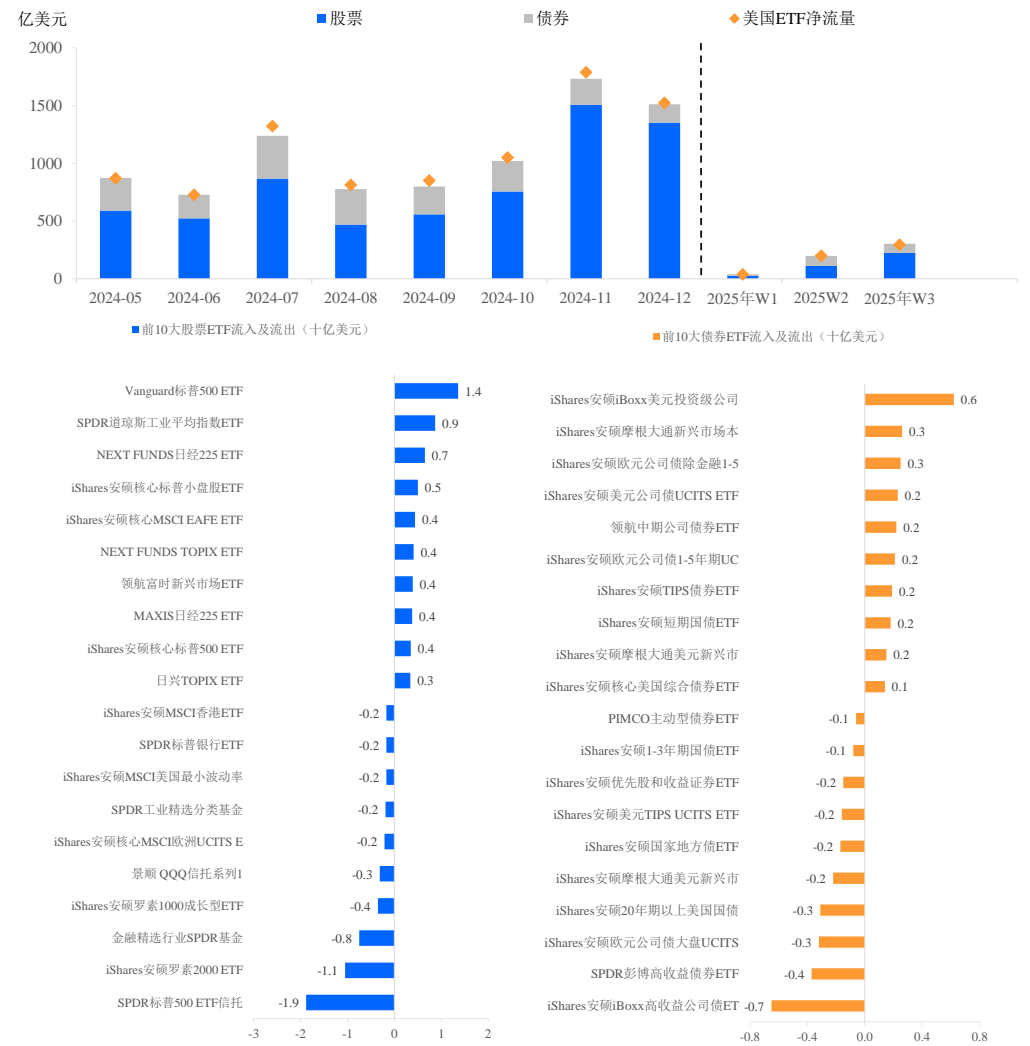
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出材料行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.1	-4.6	4.1	10.3	4.6
可选消费	-1.5	2.6	3.1	11.2	4.2
必选消费	1.3	2.4	-0.9	1.0	3.0
能源	0.2	2.3	-6.0	-9.2	-5.6
金融	1.7	16.4	23.9	117.2	16.2
医疗保健	0.7	-5.5	-0.1	-19.1	0.4
工业	3.9	8.2	4.6	37.0	8.8
材料	-0.7	-6.6	-15.8	-10.1	-9.5
科技	7.9	7.0	18.7	31.9	32.5
公用事业	3.5	4.5	2.4	-6.5	4.2

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国 ETF（股+债） 边际呈净流入



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：下周重点关注特朗普就职演说、日央行议息会议

周一 (2025/1/20)	周二 (2025/1/21)	周三 (2025/1/22)	周四 (2025/1/23)	周五 (2025/1/24)
欧元区-生产者价格指数 欧元区-失业率 日本-工业产值 日本-工业增加值 日本-产能利用率 日本-第三产业指数	欧元区-失业率	美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-世界大型企业研究会领先指数 欧元区-PPI	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-制造业与消费者信心指数 日本-贸易余额	美国-Markit PMI 美国-二手房销量 美国-密信心指数 欧元区-失业率 欧元区-生产者价格指数 欧元区-PMI 日本-消费物价指数 日本-CPI 日本-PMI 日本-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-新建住宅销量年率 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-零售总额 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 欧元区-失业人员变动 欧元区-申请失业救济金比率 欧元区-工业产值

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>