

宏观点评 20250123

春节期间海外市场交易指南

2025年01月23日

■ **核心观点：**春节期间，海外市场将迎来密集的数据发布期和央行议息会议，特朗普对2月1日加征关税的表态是否、如何落地也将得到验证。我们预期24Q4美国GDP保持2.5%以上的稳健增长，1月FOMC会议不降息，但应关注美联储是否对特朗普政策给经济、通胀的影响有更多分析评估。春节期间连续、密集公布的经济数据与特朗普新政的不确定性将加剧海外市场的波动，或给节后国内市场带来一次性外溢冲击，可适当降低仓位对海外的敞口暴露。此外，节后公布的1月非农、CPI数据料加速当前偏强的美元指数、偏高的美债利率的回落。

■ **海外经济：欧美PMI、美国地产数据、欧美GDP、美国PCE、欧元区失业率与通胀率、美国就业数据。**2025年春节假期在1月末2月初期间，正值海外经济数据密集公布时期，投资者应警惕春节期间连续、密集公布的经济数据加剧海外市场的波动，并在节后迅速给国内市场带来外溢的风险。从时间线上看，春节假期主要公布的经济数据有：1月24日标普全球将公布欧美PMI，分析师预期SPG美国制造业PMI录得49.8，前值49.4，欧元区制造业PMI录得49.7，前值49.6。若美国制造业PMI受特朗普制造业回流政策预期影响而超预期回升至荣枯线，可引发大宗商品新一轮制造业复苏的交易。1月24-30日美国将陆续公布12月成屋销售、新屋销售与房价数据。受美联储100bps降息落地、特朗普承诺将改善居民购房能力等影响，近期美国地产数据多好于预期，市场对地产部门底部修复的预期进一步抬升，12月地产数据将进一步检验美国地产的底部复苏是否具有可延续性。1月30日BEA将公布24Q4美国GDP。受近期强劲的非农就业、零售贸易、新屋开工等数据影响，最新亚特兰大联储GDPNow模型预测24Q4美国GDP环比年率为+3.0%，纽约联储Nowcast模型预测值为+2.56%，彭博分析师一致预期为+2.6%。2022年以来，市场对Nowcast关注度的显著提升削弱了GDP带来的波动，但投资者可在GDP库存分项中寻找特朗普上台后美国企业提前补库的信号。1月30日、2月3日将分别公布12月欧元区失业率、1月欧元区CPI。11月欧元区失业率维持在6.3%的历史低位，连续四个月保持不变；欧元区12月CPI由2.2%反弹至2.4%，连续第二个月超过欧洲央行2%的目标，但该反弹主要是由能源价格推动。预计欧元区失业率仍将保持低位，CPI在能源价格波动的影响下或进一步走高。1月31日BEA将公布12月美国PCEPI。12月不及预期的核心CPI、PPI意味着12月PCEPI应较为温和，分析师预期12月PCEPI、核心PCEPI环比分别为0.3%、0.2%。2月3日、5日将分别发布1月美国ISM制造业、服务业PMI。12月ISM制造业在生产、新订单、库存、进口分项的显著改善下超预期回升。PMI报告显示，制造业PMI库存分项的超预期反弹部分来自企业担忧关税带来的抢订单行为，1月制造业PMI可检验这一趋势的可持续性。2月4日、5日将分别公布12月美国职位空缺、1月ADP就业数据。这两个数据一定程度可预告1月非农数据的强弱。我们预期非法移民在特朗普上台前或开始退出劳务市场，投资者需关注特朗普移民政策是否提前冲击到美国非法移民的就业。此外，BLS将根据QCEW与移民署数据分别修正CES企业非农、CPS居民就业，需关注2024年新增非农是否显著下修、失业率是否显著上修的风险。

■ **海外政策：美联储FOMC、ECB议息会议，25Q1美国财政部再融资会议。**1月FOMC会议：北京时间1月30日凌晨3:00，美联储将公布1月议息会议决议。近期美联储官员发言多在表达对特朗普政策的不确定性和通胀上行风险的担忧，在大超预期强劲的12月非农数据发布后，市场充分定价1月不降息，全年降息预期仅1.6次。投资者可关注1月FOMC会议上Powell是否对特朗普政策有更多的分析评价。1月ECB议息会议：1月30日21:15，欧央行将公布1月议息会议决议。当前掉期市场基本定价1月降息1次/25bps。近期欧元增长的乏力、通胀如期下行背景下，欧央行官员发言普遍鸽派，市场也因此对欧央行降息周期计价较为充分，预期2025全年降息4次、政策利率回到2%。对于1月

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 韦祎
 执业证书：S0600124120012
 weiy@dwzq.com.cn
 研究助理 王茁
 执业证书：S0600124120013
 wangzhuo@dwzq.com.cn

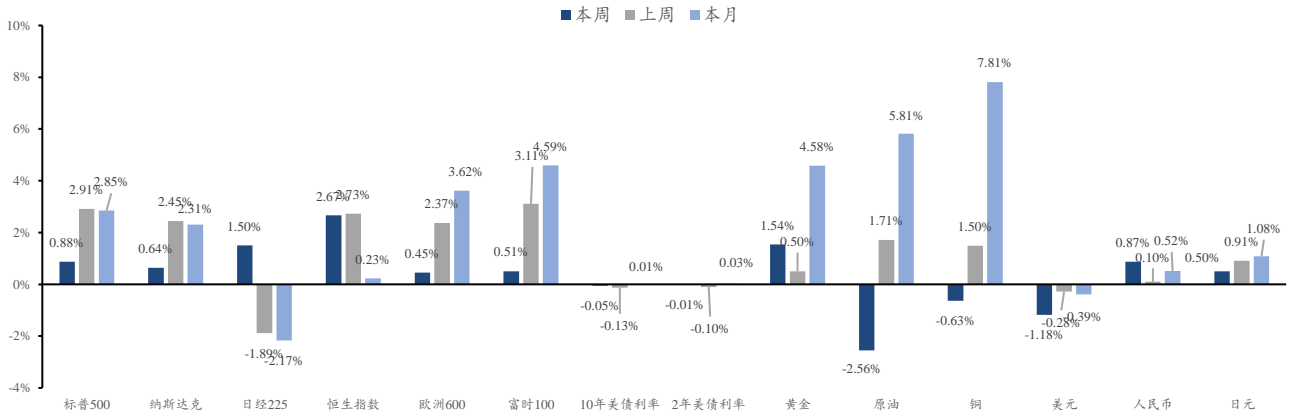
相关研究

《市场成交额稳定，通信行业涨幅居前》
 2025-01-22
 《市场冲高回落，科技板块涨幅居前》
 2025-01-21

会议，重点同样更多在于欧央行对于特朗普潜在政策不确定性影响的评估。**25Q1 美国财政部再融资会议**：2月3日、5日美国财政部将发布25Q1再融资会议材料，公布2025年2月至4月的发债计划，及对5月至7月发债计划的建议。**当前时点下，两个因素放大了美国财政和债务问题对市场的影响**：第一，近期财政部长耶伦表示，由于美国公共债务已于1月中旬触及上限，财政部已于1月21日开始采取非常措施以维持政府运转，而债务发行暂停期也随之开始，并持续至3月14日。这一时期，财政部的中长期债券发行受限，因而其对未来债务发行的计划和预测将十分重要。第二，特朗普正式就职后，市场对美国今年和中长期内债务路径的预测将随之更新。CBO最新1月的预算和经济展望报告下调了基准情形下2025财年美国预算赤字预期至1.87万亿美元，赤字率约为6.2%，低于上一财年的6.4%；但若考虑延长减税法案，则债务率在长期中更高。一季度再融资会议材料将同时公布一级交易商等不同市场主体对美国未来几年的赤字率预测，这将成为观察美国官方机构评估特朗普政策与影响的重要参考之一。

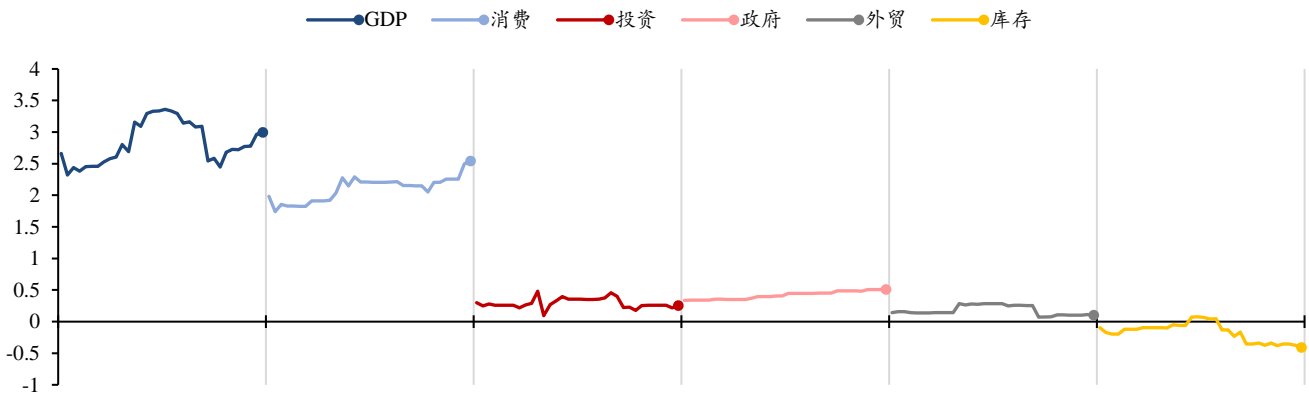
- **海外政治：关注特朗普对2月1日加征关税的表态是否真实落地。**北京时间1月21日就职当日，特朗普宣布其将于2月1日对墨西哥和加拿大的商品征收25%的关税。周三，特朗普表示正在考虑对来自中国全部进口产品施加无差别10%的关税，预计最早将于2月1日生效。由于特朗普在就职演讲和首日行政令并未涉及具体的关税措施，市场一度大幅放松了美国对华关税的担忧情绪。但随后上述特朗普对关税表态的快速反转，再度印证了特朗普政策的高度不确定性，并放大了市场波动。春节期间，关注在25%关税威胁下，墨西哥和加拿大将与美国达成何种协议、关税威胁是否真实落地；同时，关注特朗普对华10%关税的表态后续如何演绎，及其对海外风险资产情绪的影响。截至最新，Polymarekt预期特朗普于3月前对墨西哥、加拿大加征关税概率分别为79%、64%，Kalshi预期特朗普今年内对墨西哥、加拿大加征关税概率分别为90%、88%；但同时，Polymarekt预期特朗普于3月、2月前对墨西哥和加拿大加征25%关税概率分别为29%、10%，百日新政内对华加征40%的概率仅为9%。可见，**当前市场对于特朗普今年内加征关税预期较为充分，但并不预期将有大幅、激进的加关税措施**，且不认为今年内国会将通过提高关税相关法案，显示**市场仍预期特朗普的关税策略是渐进、交易型的，且不是今年施政的重心，剧烈的关税冲击仍是尾部风险**。
- **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：全球大类资产近期回报率一览



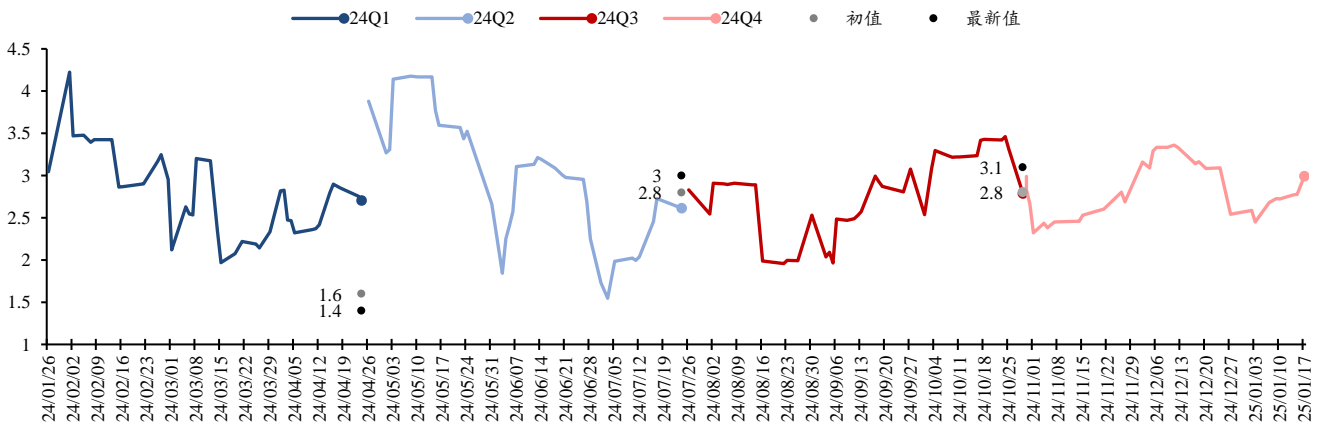
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：亚特兰大联储 GDPNow 模型对 24Q4 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



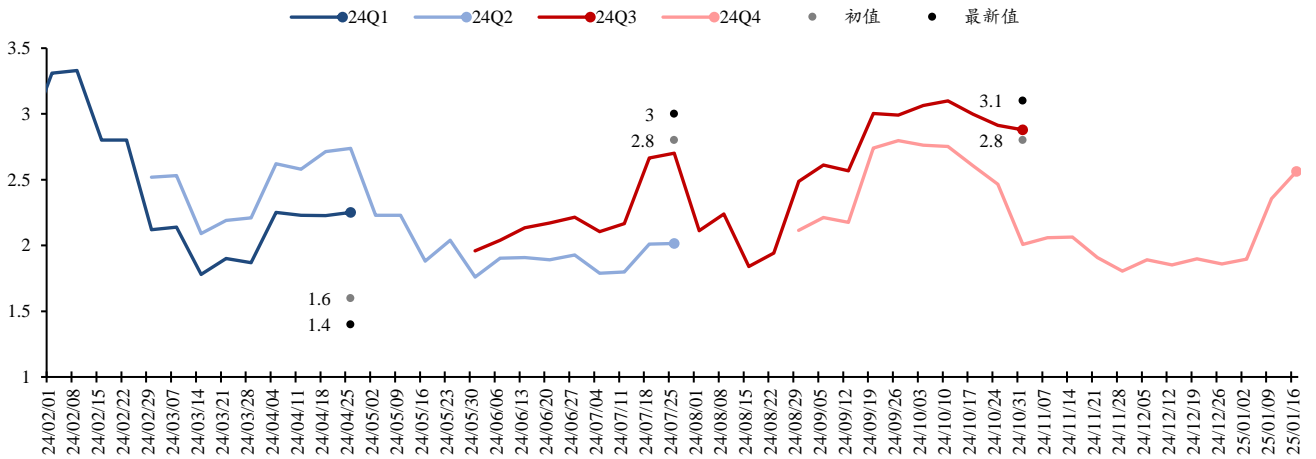
数据来源：美联储、东吴证券研究所；横轴为预测时间，最新为 2025 年 1 月 17 日，纵轴单位%，季调环比年率

图3：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



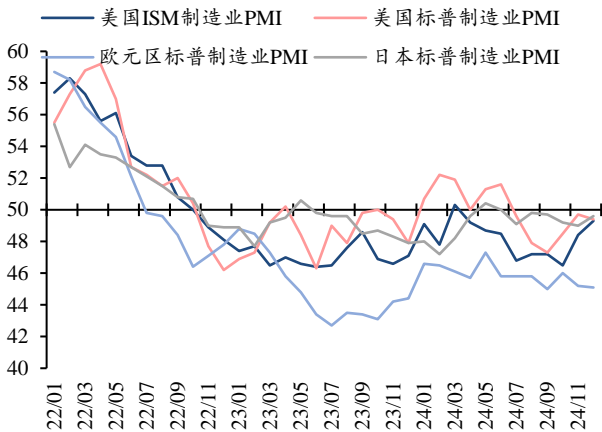
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图4：纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



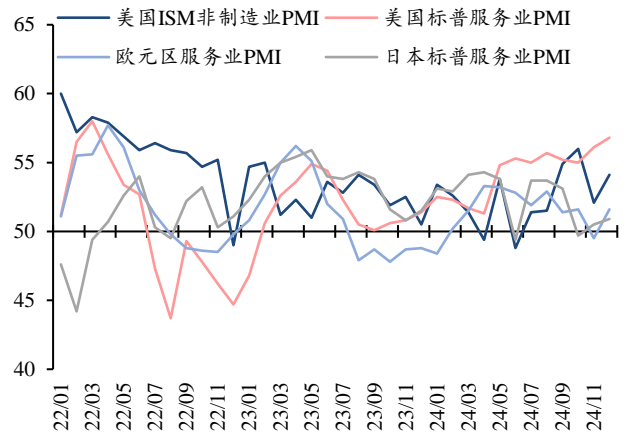
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图5：主要经济体制造业 PMI



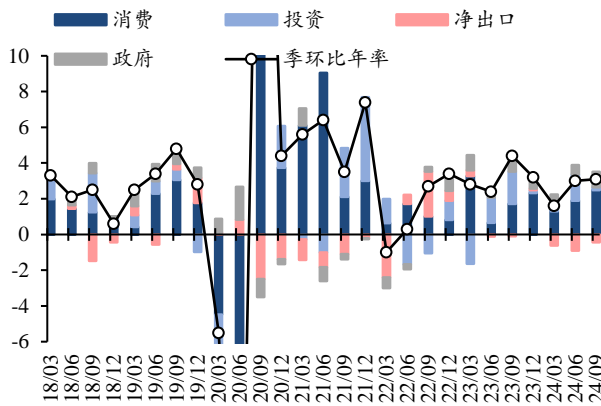
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图6：主要经济体服务业 PMI



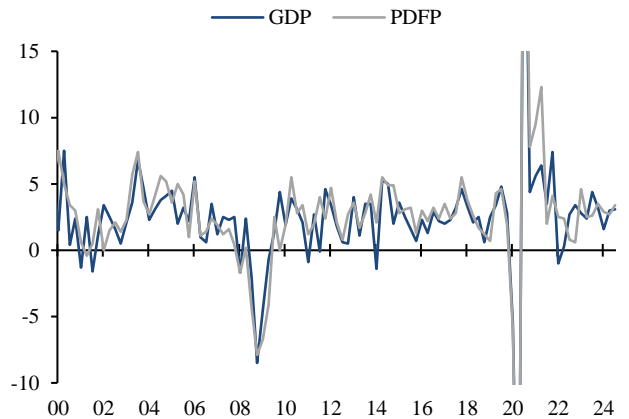
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图7：美国 GDP 主要分项环比年率拉动率



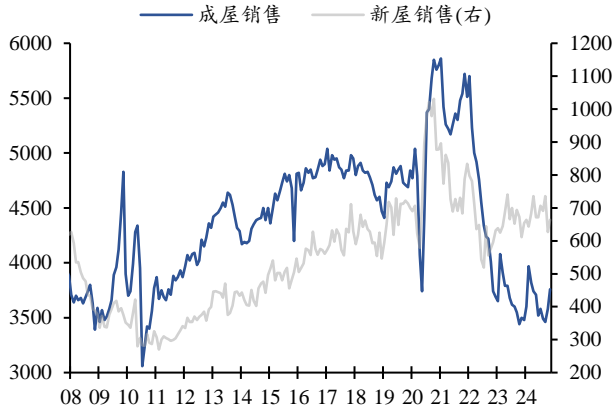
数据来源：彭博，东吴证券研究所；纵轴单位%

图8：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

图9：美国新屋与成屋销量(2008 以来)



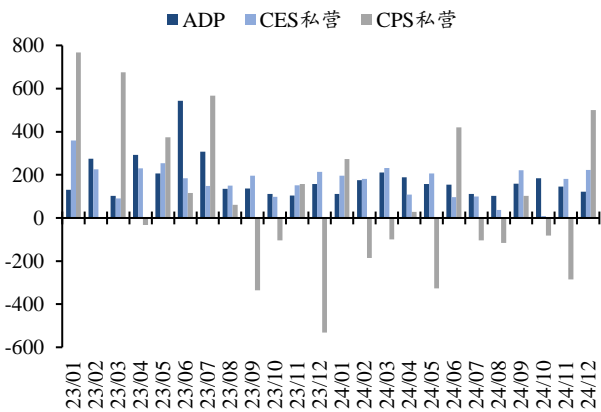
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位均为千套

图10：全美房价指数与同比增速



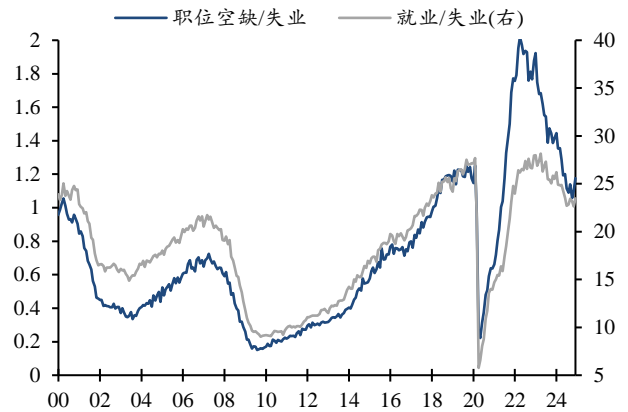
数据来源：彭博，东吴证券研究所；右轴 2000 年=100

图11：美国当月新增私营就业人数



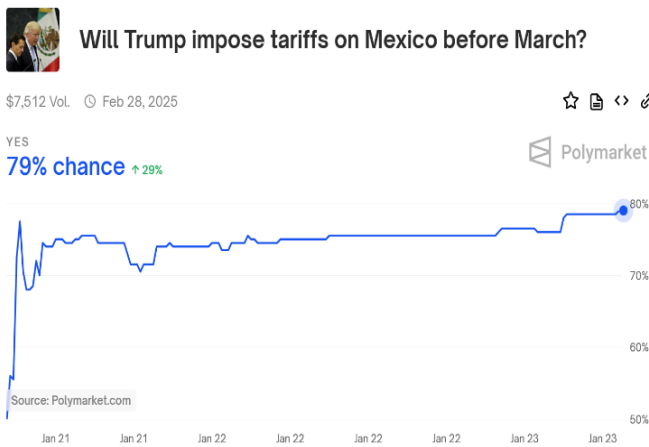
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

图12：美国劳务市场 U/V、U/H 比值



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图13：特朗普于 3 月前对墨西哥加征关税的概率



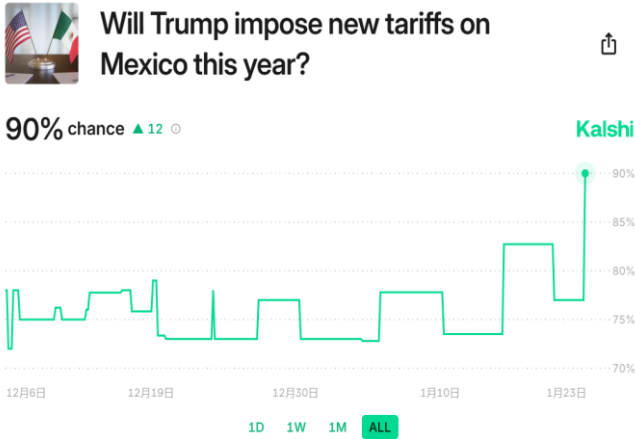
数据来源：Polymarket，东吴证券研究所

图14：特朗普于 3 月前对加拿大加征关税的概率



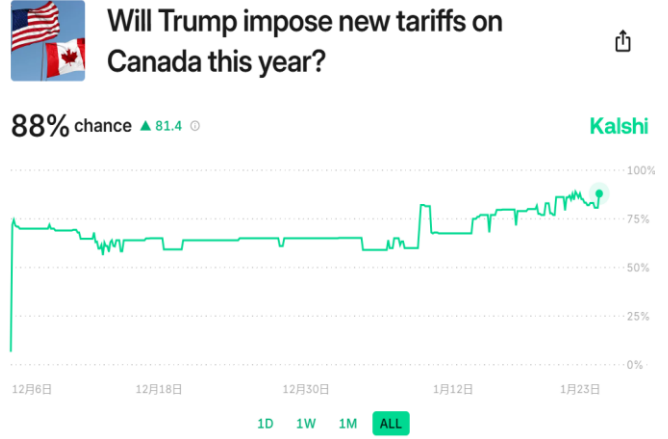
数据来源：Polymarket，东吴证券研究所

图15: 特朗普今年内对墨西哥加征关税的概率



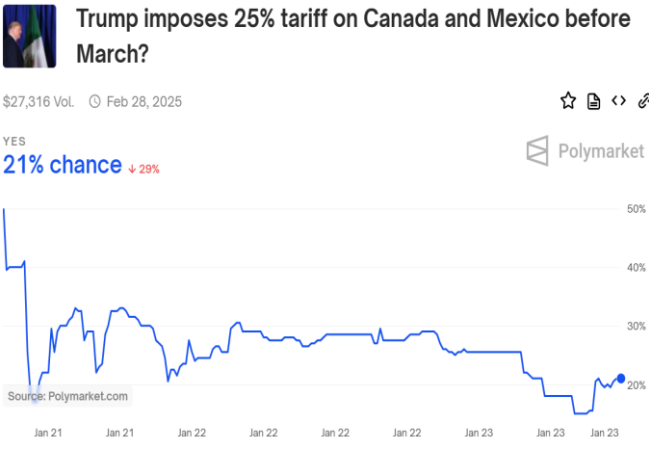
数据来源: Kalshi, 东吴证券研究所

图16: 特朗普今年内对加拿大加征关税的概率



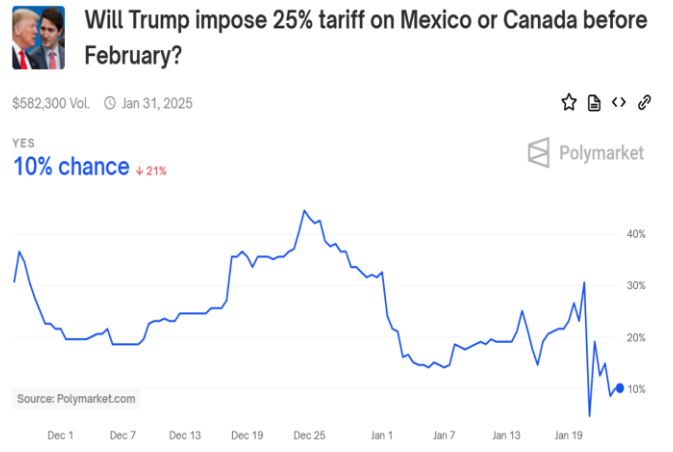
数据来源: Kalshi, 东吴证券研究所

图17: 特朗普于3月前对墨西哥和加拿大加征25%关税的概率



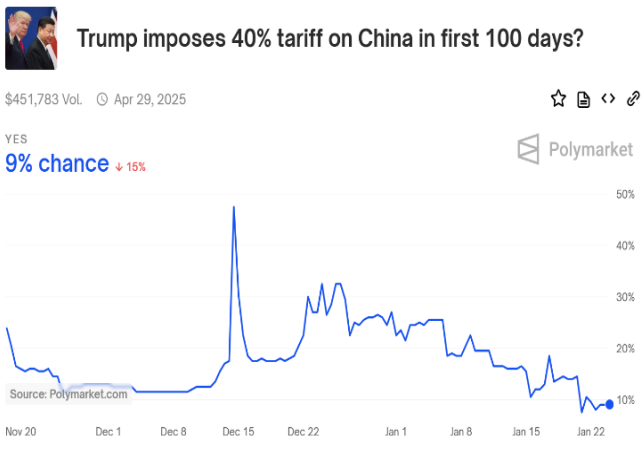
数据来源: Polymarket, 东吴证券研究所

图18: 特朗普于2月前对墨西哥和加拿大加征25%关税的概率



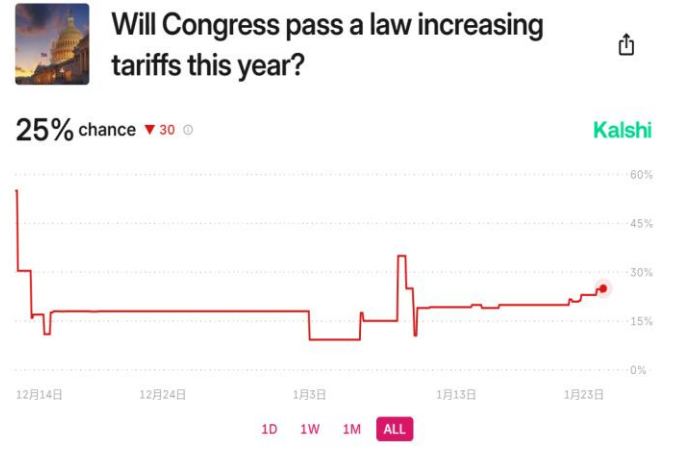
数据来源: Polymarket, 东吴证券研究所

图19: 特朗普百日内对华加征40%关税的概率



数据来源: Polymarket, 东吴证券研究所

图20: 美国国会今年内通过提高关税法案的概率



数据来源: Kalshi, 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>