

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《政策待发期经济景气度放缓，供需向下寻求均衡》 - 2025.01.27

宏观观点

假期海外回顾：美联储按兵不动，关税风险升温

● 核心观点

1. 货币政策：美联储按兵不动，欧央行如期降息。

1月30日，在连续3次降息共100个基点后，美联储首次暂停降息，维持利率在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。整体上看，这是一次“鹰派声明+鸽派发布会”的议息会议，传递的信息较为平衡。

对于后续货币政策路径，鲍威尔表示还需等待政府的关税、移民、财政和监管政策细节明确，才能评估其对经济的影响。当记者问到是否仍认为利率具有限制性时，鲍威尔给出了肯定的回答，这意味着降息进程仍未结束。

2. 美股科技股在 DeepSeek 和财报影响下剧烈波动。

DeepSeek 的 R1 模型以极低的训练成本和较低的硬件配置实现了与主流模型相当的性能，引发美股科技股短期剧烈波动，1月27日英伟达单日跌幅达到17%，市值蒸发规模达5890亿美元。

市场对 DeepSeek 的看法存在明显分歧，乐观者认为，DeepSeek 的成功证明了高效算法可显著降低模型训练成本，能够降低行业准入门槛，促进 AI 技术的普及应用，而悲观者则担忧人工智能领域过高的资本开支未必能顺利转化为盈利。我们认为，对于 IT 服务/软件公司而言，AI 技术的快速发展和广泛应用将带来长期利好，建议积极关注和配置相关中概股标的。

3. 特朗普关税政策反复不定。

随着特朗普预定的对多国加征关税的日期临近，全球市场逐渐聚焦贸易政策。随着加拿大和墨西哥在边境问题上作出妥协，特朗普对加墨两国的关税也随之延后一个月。

鉴于加拿大、墨西哥与中国合计占美国进口比重超过42%，特朗普政府更可能采取渐进式、选择性的加税策略。基于地缘政治因素，与美国经济联系更为紧密的墨西哥和加拿大更倾向于通过让步达成妥协。

未来关税政策走向存在高度不确定性，但我们认为，市场可能低估了对欧洲和中国的关税风险。一方面，特朗普新内阁中有不少对华鹰派成员，且美国国会在对华问题上也存在超乎寻常的共识。另一方面，作为一个松散的政治实体，欧盟缺乏直接参与贸易谈判的代表，也难以迅速凝聚足够的谈判筹码来达成妥协。

● 风险提示：

政策谈判存在不确定性；美国经济超预期走弱。

目录

1 春节假期海外热点回顾	4
1.1 货币政策：美联储按兵不动，欧央行如期降息	4
1.2 美股科技股波动：DeepSeek 与财报季	5
1.3 特朗普关税政策上演“狼来了”	5
2 假期海外经济数据	7
3 假期海外市场表现	9
3.1 股票市场表现	9
3.2 债券市场表现	9
3.3 汇率市场表现	10
3.4 大宗商品市场表现	10
4 风险提示	11

图表目录

图表 1: 美联储暂缓降息 (%)	4
图表 2: 欧央行如期降息 (%)	4
图表 3: 美国从各经济体进口金额占比 (%)	7
图表 4: 美国关税收入占进口之比	7
图表 5: 美国 GDP 数据低于预期 (%)	7
图表 6: 美国初请失业金人数 (万人)	8
图表 7: 美国续请失业金人数 (万人)	8
图表 8: 美国制造业 PMI 指数超预期	8
图表 9: 美国 PCE 符合市场预期 (%)	8
图表 10: 春节假期期间, 全球多数股市表现欠佳, 港股领涨	9
图表 11: 美债收益率小幅上行 (%)	10
图表 12: 美元指数小幅上涨	10
图表 13: 离岸人民币小幅贬值	10
图表 14: 油价小幅下跌	11
图表 15: 黄金价格再创历史新高	11

1 春节假期海外热点回顾

1.1 货币政策：美联储按兵不动，欧央行如期降息

1月30日，在连续3次降息共100个基点后，美联储首次暂停降息，维持利率在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。

政策声明中修改了对就业和通胀的描述，删去了“劳动力市场温和放缓，失业率上升但仍处于低位”，改为“失业率稳定在低位，劳动力市场保持稳健(remain solid)”; 删去了“通胀朝着2%目标迈进”的说法，这被市场解读为鹰派信号，美股下跌，但随后鲍威尔在记者会上解释称此举仅为简化语言，不反映政策变化，美股转为上涨。此外，当记者问到是否仍认为利率具有限制性时，鲍威尔给出了肯定的回答，这意味着降息进程仍未结束。整体上看，这是一次“鹰派声明+鸽派发布会”的议息会议，传递的信息较为平衡。

对于后续货币政策路径，鲍威尔表示还需等待政府的关税、移民、财政和监管政策细节明确，才能评估其对经济的影响。发布会多次提到对新政策的影响预估，可以看出特朗普政府上台后，新政策的经济影响是市场和美联储的重要考量。

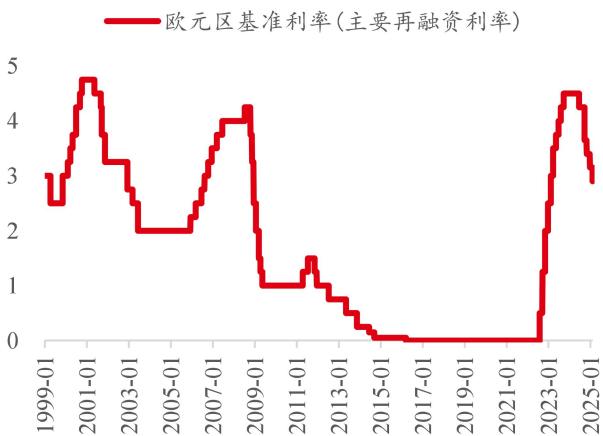
整体上看此次FOMC信息较为平衡，美股收盘小幅下跌，纳指下跌0.51%，标普500下跌0.47%，但更多的可能是受到DeepSeek对科技股的影响所致。

同日，欧央行如期降息25个基点至2.75%，是本轮宽松周期的第五次降息。

图表1：美联储暂缓降息（%）



图表2：欧央行如期降息（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 美股科技股波动：DeepSeek 与财报季

DeepSeek 的 R1 模型以极低的训练成本（约 560 万美元）和较低的硬件配置实现了与主流模型相当的性能，引发美股科技股短期剧烈波动，1 月 27 日英伟达单日跌幅达到 17%，市值蒸发规模达 5890 亿美元。

市场对 DeepSeek 的看法存在明显分歧，乐观者认为，DeepSeek 的成功证明了高效算法可显著降低模型训练成本，能够降低行业准入门槛，促进 AI 技术的普及应用，而悲观者则担忧人工智能领域过高的资本开支未必能顺利转化为盈利。我们认为，对于 IT 服务/软件公司而言，AI 技术的快速发展和广泛应用将带来长期利好，建议积极关注和配置相关中概股标的。

短暂冲击过后，市场将关注点转向财报，春节期间内苹果、特斯拉、微软、Meta 等科技巨头均陆续公布了财报，业绩披露后个股表现涨跌不一。本周，七巨头中还有谷歌、亚马逊和 AMD 将陆续发布财报。

尽管包括英伟达在内的部分科技巨头遭遇重挫，但美股市场表现出明显的轮动迹象，价值股的强劲表现部分抵消了科技股的损失，表明市场正在重新平衡。截至美国时间 2 月 3 日，假期内纳斯达克指数下跌 2.82%，道琼斯工业指数仅下跌 0.11%，道指明显好于纳指。大型科技股内部也出现分化，苹果、Meta 和亚马逊的强劲表现与英伟达、微软的弱势形成鲜明对比。

1.3 特朗普关税政策上演“狼来了”

随着特朗普预定的对多国加征关税的日期临近，全球市场逐渐聚焦贸易政策。特朗普行事反复不定，近日对关税的立场也一再改变，我们按照时间顺序对关键事件进行了梳理：

就职日当天晚些时候，特朗普在接受记者采访时曾表示，正在讨论对墨西哥和加拿大加征 25% 关税，对中国加征 10% 关税，最早可能在 2 月 1 号落地。

2月1日凌晨，路透社独家报道称特朗普对墨西哥和加拿大的关税推后至3月1日实施。但仅数小时后，白宫如期发布行政命令，宣布对加拿大、墨西哥和中国加征关税，并于2月4日起生效。此次征收关税的依据是1977年《国际紧急经济权力法》(IEEPA)，因此无需经过调查或国会批准。行政命令中还指出，如果加、墨、中三国实施对美国征收关税或类似的报复措施，总统可以增加或扩大征收关税的范围。

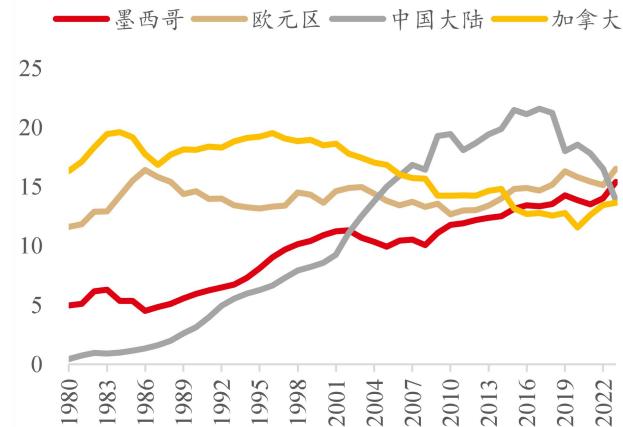
随后，墨西哥率先妥协，总统辛鲍姆在社交媒体上宣称，墨西哥将立即增派10,000名国民警卫队士兵加强北部边境，与美国达成协议将暂停关税一个月。加拿大总理特鲁多随后也有所行动，宣布加拿大将投入13亿美元、近10,000名一线人员以加强边境，阻止芬太尼和非法移民流动。特朗普随即确认了对墨西哥和加拿大的关税推迟一个月实施。

在今日美国关税政策正式生效后，我国财政部宣布了反制措施，对自美国进口的煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。可以看出，此次反制力度与美方基本对等，为后续谈判留下了空间。

回顾美国关税历史，可以看出当前关税税率确实处于低位，但鉴于加拿大、墨西哥与中国合计占美国进口比重超过42%，如全面加征关税，美国通胀可能面临一定压力。因此特朗普政府更可能采取渐进式、选择性加税策略。基于地缘政治因素，与美国经济联系更为紧密的墨西哥和加拿大更倾向于通过让步达成妥协，尤其是经济体量相对较小的墨西哥。而加拿大因其高福利，本身向美国流动的非法移民较少，因此以边境问题对加拿大征收关税更像是“欲加之罪，何患无辞”，特朗普此举的目的更可能是向选民兑现竞选承诺、树立强硬形象。

未来关税政策走向存在高度不确定性，但我们认为，市场可能低估了对欧洲和中国的关税风险。一方面，包括卢比奥、纳瓦罗等人在内，特朗普新内阁中有不少对华鹰派成员，且美国国会在对华问题上也存在超乎寻常的共识。另一方面，作为一个松散的政治实体，欧盟缺乏直接参与贸易谈判的代表，也难以迅速凝聚足够的谈判筹码来达成妥协。

图表 3：美国从各经济体进口金额占比 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 4：美国关税收入占进口之比



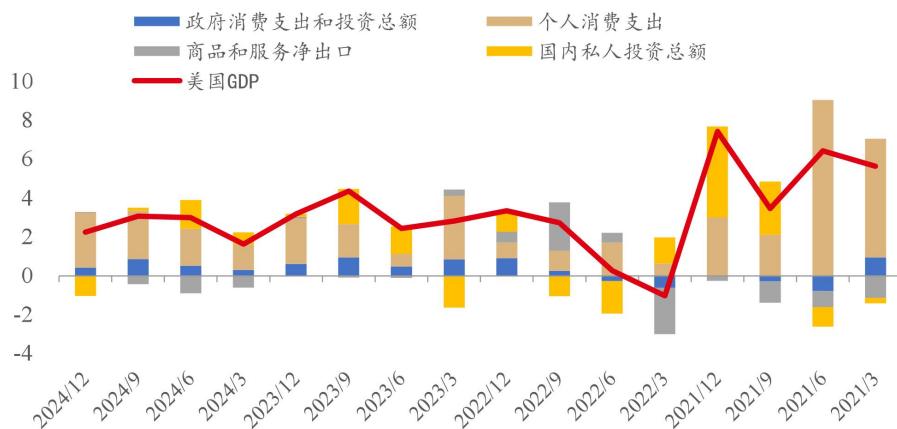
资料来源：Wind，中邮证券研究所

注：2024 年 12 月进口金额为预测值

2 假期海外经济数据

假期美国公布多项经济数据，整体呈现软着陆的态势。美国第四季度实际GDP增长2.3%，低于预期的2.6%和前值的3.1%，从分项上看，经济增长的最大动能仍是居民消费，而进出口为主要拖累项。至1月25日当周初请失业金人数为20.7万人，低于预期的22万人，至1月18日当周续请失业金人数为185.8万人，低于预期的189万人，显示美国就业市场仍然坚挺。12月PCE物价指数同比增长2.6%，环比增长0.3%，核心PCE物价指数同比增长2.8%，环比增长0.2%，均符合预期。美国1月ISM制造业PMI指数为50.9，高于预期的49.8和前值的49.3。

图表 5：美国 GDP 数据低于预期 (%)



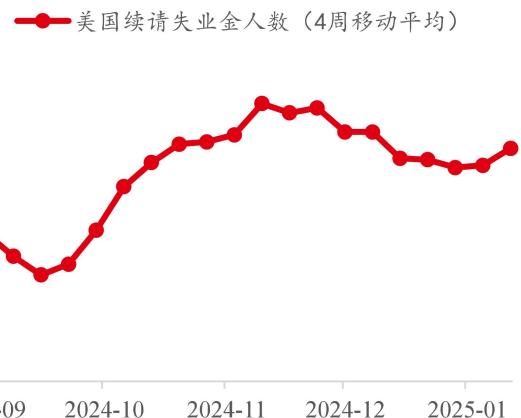
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 6：美国初请失业金人数（万人）



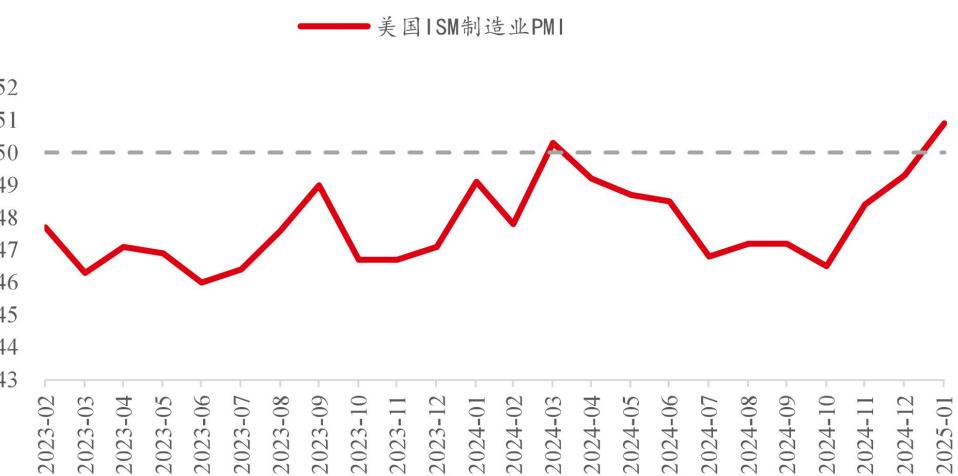
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 7：美国续请失业金人数（万人）



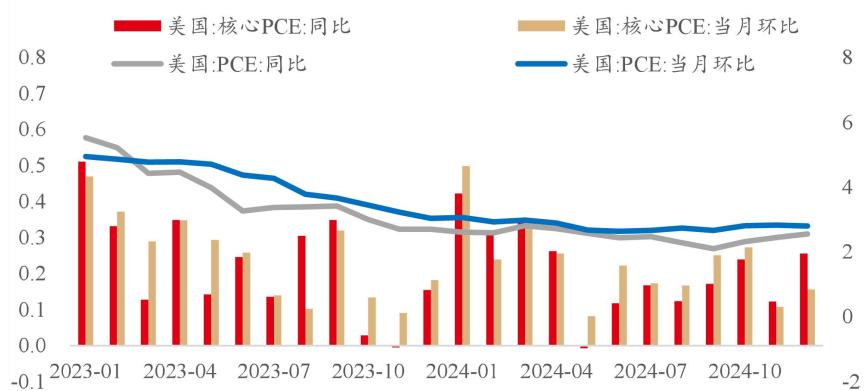
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 8：美国制造业 PMI 指数超预期



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 9：美国 PCE 符合市场预期 (%)



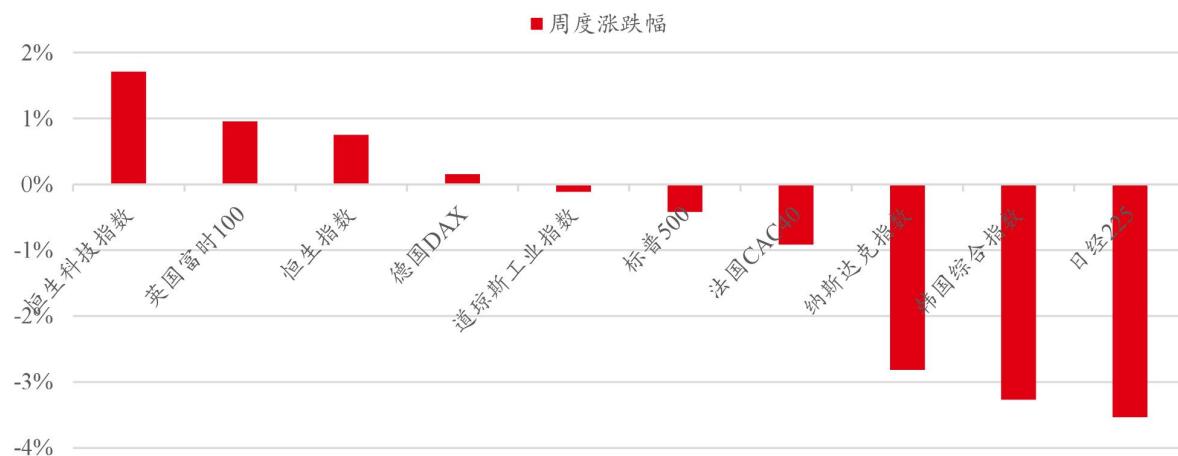
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 假期海外市场表现

3.1 股票市场表现

春节假期期间（1/27-2/3），受到关税和DeepSeek事件的冲击，全球多数股票市场表现不佳。其中美股科技股明显受挫，纳斯达克指数下跌 2.82%，道琼斯工业指数下跌 0.11%，标普 500 下跌 0.42%；欧洲市场方面，法国 CAC40 下跌 0.92%，德国 DAX 上涨 0.16%，英国富时 100 上涨 0.96%；亚太市场方面，韩国综合指数下跌 3.27%，日经 225 下跌 3.54%；港股表现一枝独秀，恒生科技指数上涨 1.71%，恒生指数上涨 0.75%。值得一提的是，假期部分美股中概股也有不俗的表现，腾讯、阿里巴巴均有所上涨。

图表 10：春节假期期间，全球多数股市表现欠佳，港股领涨



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.2 债券市场表现

假期内债市小幅上行，2 年期美国国债收益率小幅上行 0.09%，5 年期美国国债收益率小幅上行 0.03%，10 年期美国国债收益率变化不大，仅小幅上行 0.01%。

图表 11：美债收益率小幅上行（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.3 汇率市场表现

受关税政策影响，假期内汇率市场波动剧烈，特别是2月3日，最高达到109.88，但随后伴随墨西哥总统辛鲍姆宣布关税将延后一个月，美元迅速回落，下跌超1%。假期内美元指数上涨1.02%，离岸人民币贬值0.92%。

图表 12：美元指数小幅上涨



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 13：离岸人民币小幅贬值



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.4 大宗商品市场表现

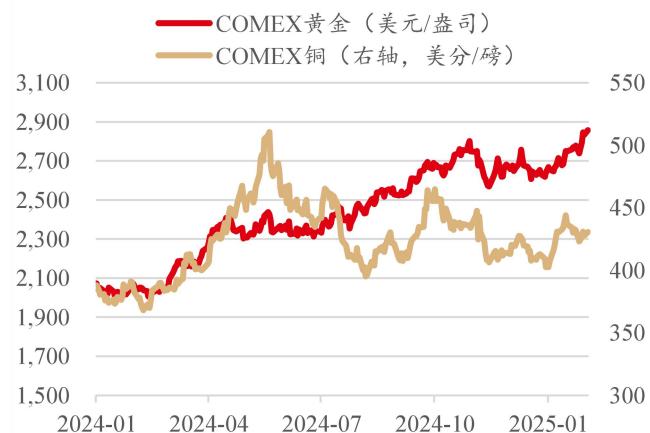
假期内大宗商品涨跌互现。WTI原油和布伦特原油价格分别下跌0.01%、1.45%。铜价上涨1.75%，黄金价格上涨4.33%，再次创下历史新高。

图表 14：油价小幅下跌



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 15：黄金价格再创历史新高



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 风险提示

政策谈判存在不确定性；美国经济超预期走弱。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取：A股市 场以沪深300指数为基准；新 三板市场以新三板成指为基 准；可转债市场以中信标普可 转债指数为基准；香港市场以恒 生指数为基准；美国市场以标普 500或纳斯达克综合指数为基 准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
推荐 谨慎推荐 中性 回避	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投资、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048