

# 春节期间资产价格变动的 3 条主线

## ——宏观研究报告

### 报告导读

春节期间资产价格表现分化，贵金属价格、日元、美元指数和欧股实现上涨，美股、美债、人民币/欧元汇率及原油下跌；资产价格变动主要反应了三条主线：一是特朗普关税政策落地导致市场避险情绪升温，对美国经济前景和美股分子端预期转弱；二是 Deepseek 横空出世，打破了美国在 AI 领域的绝对垄断地位，也有力的质疑了大模型开发只有大规模资本开支背景下才可“大力出奇迹”的神话；三是欧美日央行货币政策分化更为明显，当月欧洲央行降息 25bps，美联储维持利率水平不变，日央行加息 25bps 并暗示进一步加息可能。

### 投资要点

#### □ 春节期间（1.28-1.31）大类资产价格表现分化

权益市场：欧美日股市涨跌分化，道指、标普 500、纳指分别下跌 0.68%、0.45%、0.54%；德国 DAX 上涨 1.41%，日经 225 上涨 1.42%。固定收益市场：10Y 美债利率、日债利率分别上行 3bps、2bps；10 年期德债利率下行 7bps。外汇：美元指数上涨 0.58%，日元上涨，离岸人民币由 7.28 小幅贬值至 7.29。期货市场：贵金属价格多数上涨，COMEX 黄金、白银分别上涨 1.65%、4.56%，Comex 黄金期货和现货价格升水率一度突破 2%；LME 铜、铝分别上涨 0.66%、1.01%；WTI 原油下跌 1.68%。

#### □ 春节交易主线一：特朗普关税如期落地

2 月 1 日，特朗普政府签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收 25% 的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收 10% 关税；对进口来自中国的商品加征 10% 的关税；同日，加拿大总理表示将对价值 150 亿加元（1065 亿美元）的美国商品征收 25% 的关税，在 21 日内生效；尽管关税大棒第一阶段落地不及预期，但市场对此解读偏悲观，多数智库和海外机构预计中国、加拿大和墨西哥将会采取报复性关税措施进行应对，PIIE 预计双方的报复性关税对美国、中国、加拿大和墨西哥 GDP 的拖累在 -0.2% 到 -3.5% 不等。

#### □ 春节交易主线二：Deepseek 横空出世，打破美国在 AI 领域的垄断地位

1 月 25-26 日，随着 Deepseek R1 登上美国 APP 下载量榜首，引发全球市场关注。Deepseek 在 AI 软件性能的主流测评软件中可以媲美美国最先进的模型，但成本不到 1/20；Deepseek 在打破美国在 AI 领域垄断地位的同时，也使得市场开始质疑美国大型科技企业高成本、高消耗以发展 AI 模型的资本开支模式。短期来看，Deepseek 成为了美股估值调整的催化剂；但 Deepseek 能否对美国科技企业资本开支预期和盈利前景产生动摇，仍有待观察。

分析师：曹潮

中央编号：BVH841

联系电话：852-9658 1360

邮箱：caochao@cnzsqh.hk

### 相关报告

### □ 主线三：欧美日价格型货币政策分化更为明显

1月期间，欧美日央行相继召开货币政策例会，由于三大经济体在经济基本面、政治形势和货币政策目标等方面存在较大差异，导致三大央行的货币政策在今年1月起出现全面分化。**欧央行**：宣布自2月5日，将三大基准利率（DF/MFO/MLF）利率分别下调25个bps，同时继续延续缩表进程；**美联储**：维持基准利率在【4.25%-4.5%】区间，鲍威尔在答记者会中着重强调了不确定性，即美国经济前景在特朗普经济政策和再通胀风险下存在较大变数，因此按兵不动并采取“wait and see”的态度是合适的；数量型货币政策方面，当前商业银行准备金余额仍处高位，以及ON RRP余额仍迟迟未归0，缩表进程或将持续；**日本央行**：将基准利率上调25个bps至0.5%；BOJ行长植田和男提到在薪资—物价通胀的良性循环下，2025年仍有进一步加息可能，利率期货市场也为日央行在年内再次降息2-3次作好准备。**从价格型货币政策来看，过去一年美联储、欧央行和日本央行政策利率变动分别为-100/-125/+60bps；三大央行在价格型货币政策和基本面的持续分化，或将使美元维持强势，而日元将在155附近止跌企稳。**

### □ 其他时政要闻梳理

**春节消费数据有所回暖，但整体呈现“消费降级现象”**：春节前后乘用车消费量不及2024年同期水平，但春节票房达到82亿元创下历史新高，观影人数达到1.6亿，同比22.2%；**餐饮方面**，商务部数据显示春节前4天餐饮企业销售额同比5.4%，但主要由“量”拉动。

**美国参议院确认贝森特出任财政部长，或将加大长端美债的上行压力。**作为特朗普经济议程的支持者，贝森特将参与推动税收减免政策，并管理美国的财政、金融监管及国际经济关系。如果新财长上任后能够履行减少发行超短债的承诺（T-Bill），或意味着财政部影子“QE”的结束，随着长端美债发行放量，以及市场对经济韧性和再通胀进行定价，中性利率和期限溢价的大幅回升将持续抬升长端美债利率的中枢水平。

**美国四季度GDP环比年化率2.3%，不及预期2.3%及前值3.1%**，其中私人消费支出、政府支出环比贡献分别为2.82%和0.42%，净出口对GDP贡献由负转正；库存和设备投资对GDP合计拖累达到-1.35%，反应资本开支有所放缓。

**中国1月制造业PMI录得49.1%，较前值回落1个百分点，主要受季节性因素影响，节后有望显著回升。****供给端**：生产指数回落2.3个百分点至49.8%，制造业企业生产扩张多数放缓，较为突出的是基础原材料行业和消费品制造业。**需求端**：新订单/新出口订单分别回落1.8和1.6个百分点至49.2%、46.4%，新订单指标在节后有望回升，但新出口订单在外需放缓、关税大棒落地背景下，短期仍将承压。非制造业PMI指数录得50.2%，较前值回落2个百分点，其中与春节相关的产业维持偏高景气度。

### 风险提示

国内经济复苏不及预期；国内政策宽松力度不及预期；美联储加息节奏超预期

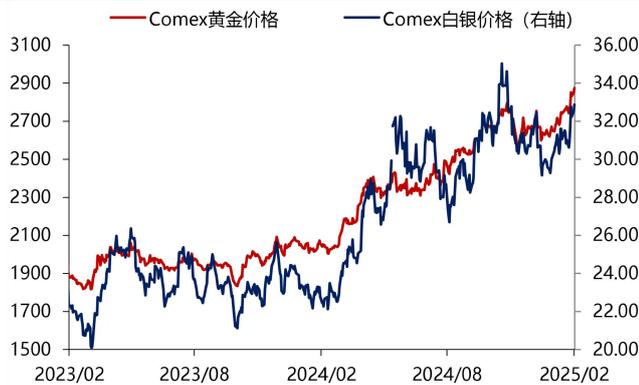
## 图表目录

图表 1: 春节期间大类资产价格变化 .....	4
图表 2: 贵金属价格表现亮眼 (美元/盎司) .....	4
图表 3: 黄金期货升水率一度突破 2% .....	4
图表 4: PII E 预计关税对贸易战参与国 GDP 冲击 (%) .....	4
图表 5: PII E 预计关税对贸易战参与国通胀冲击 (%) .....	4
图表 6: 美国国际资本净流入情况 (亿美元) .....	5
图表 7: 欧美日央行政策利率走势 (%) .....	5
图表 8: 过去 1 年, 欧美日央行政策利率变动 (%) .....	5
图表 9: 欧美日央行资产负债表规模 (万亿美元) .....	5
图表 10: T-Bill 净发行占美债净发行总规模比重 (%) .....	5
图表 11: 美债期限溢价近期大幅攀升 (%) .....	5
图表 12: 美国四季度 GDP 走势 (%) .....	6
图表 13: 美国 GDP 投资分项变化 (%) .....	6
图表 14: 制造业 PMI 和生产指数分项 (%) .....	6
图表 15: 新订单/新出口订单分项均回落 (%) .....	6

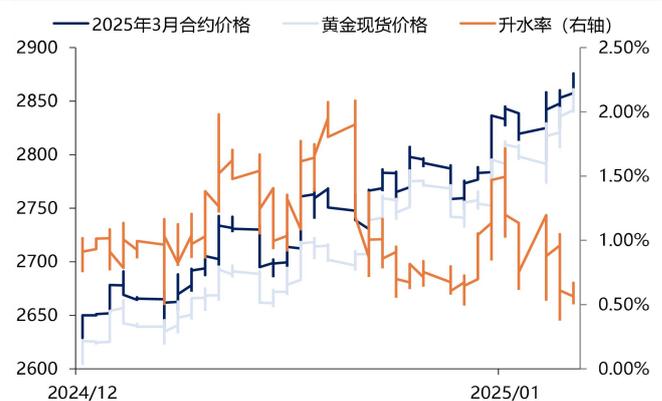
**图表 1：春节期间大类资产价格变化**

资产类别	1.28日价格	1.31日价格	涨跌幅	资产类别	1.28日价格	1.31日价格	涨跌幅
<b>股票</b>				<b>债券</b>			
道琼斯工业指数	44850.4	44544.7	-0.68%	10Y美债	4.55	4.58	3
标普500指数	6067.7	6040.53	-0.45%	10Y日债	1.2	1.22	2
纳斯达克指数	19733.59	19627.44	-0.54%	10Y德债	2.58	2.51	-7
德国Dax指数	21430.58	21732.05	1.41%	<b>金属</b>			
英国富时100指数	8533.87	8673.96	1.64%	Comex黄金	2766.8	2812.5	1.65%
日经225指数	39016.87	39572.49	1.42%	Comex白银	30.73	32.12	4.56%
<b>外汇</b>				LME铜	8890.5	8949.5	0.66%
美元指数	107.9	108.5	0.58%	LME铝	2572	2598	1.01%
欧元兑美元	1.04	1.04	-0.27%				
美元兑日元	155.9	155.3	-0.36%				
离岸人民币汇率	7.28	7.29	0.15%				

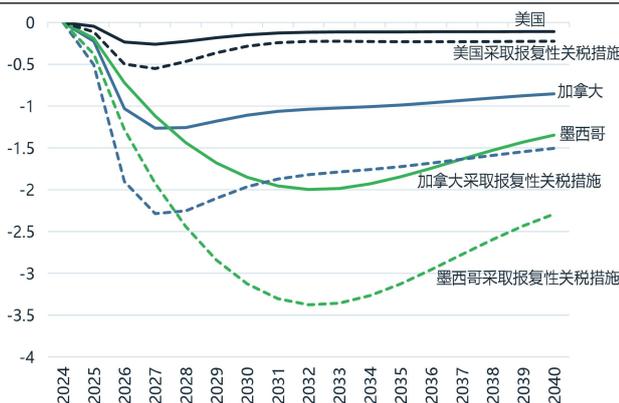
资料来源：Bloomberg，浙商国际

**图表 2：贵金属价格表现亮眼（美元/盎司）**


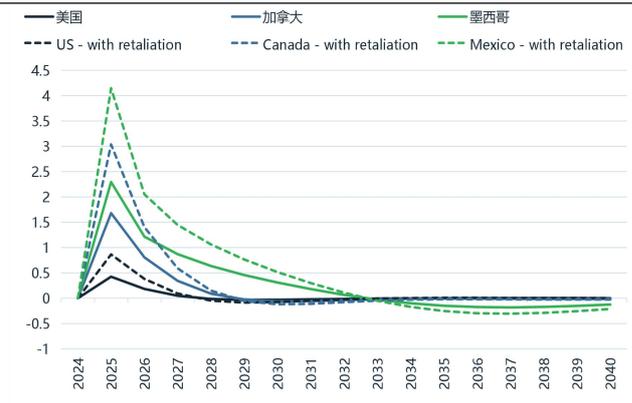
资料来源：Bloomberg，浙商国际

**图表 3：黄金期货升水率一度突破 2%**


资料来源：Bloomberg，浙商国际

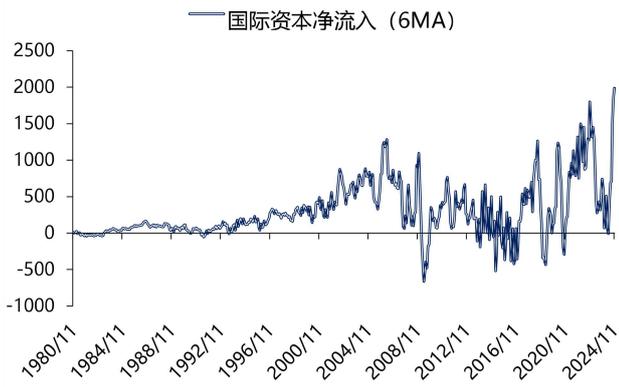
**图表 4：PIIE 预计关税对贸易战参与国 GDP 冲击（%）**


资料来源：PIIE，浙商国际

**图表 5：PIIE 预计关税对贸易战参与国通胀冲击（%）**


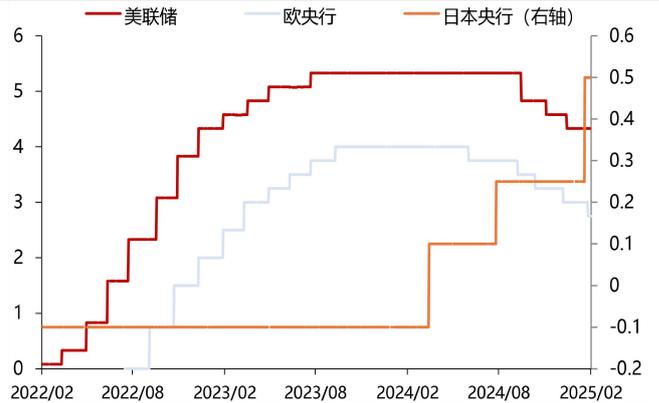
资料来源：PIIE，浙商国际

**图表 6：美国国际资本净流入情况（亿美元）**



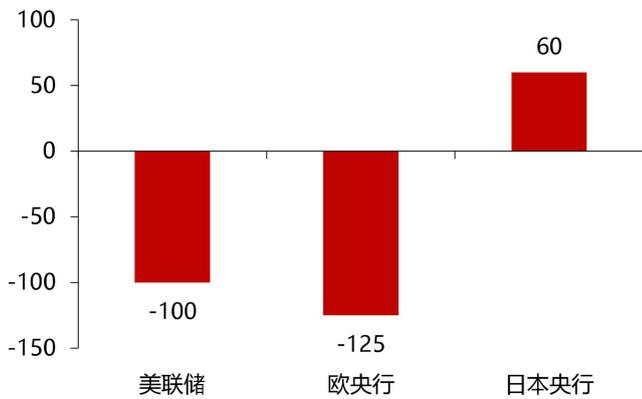
资料来源：Bloomberg，浙商国际

**图表 7：欧美日央行政策利率走势（%）**



资料来源：Bloomberg，浙商国际

**图表 8：过去 1 年，欧美日央行政策利率变动（%）**



资料来源：Wind，浙商国际

**图表 9：欧美日央行资产负债表规模（万亿美元）**



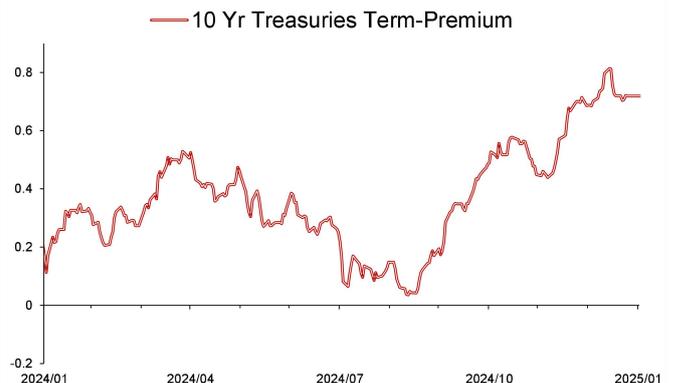
资料来源：Wind，浙商国际

**图表 10：T-Bill 净发行占美债净发行总规模比重（%）**

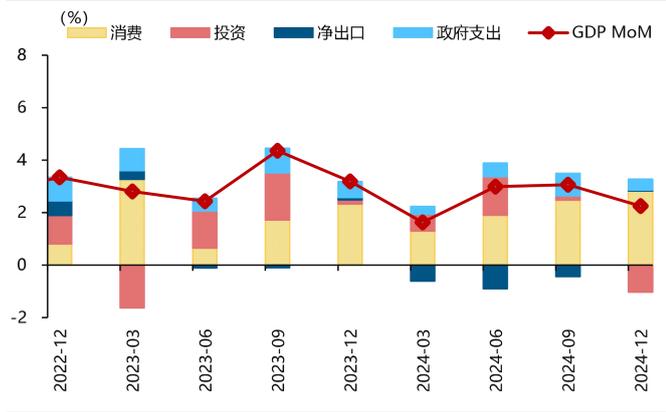


资料来源：Wind，浙商国际

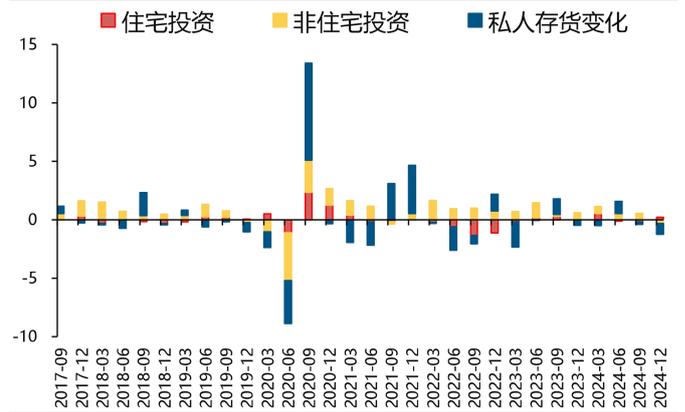
**图表 11：美债期限溢价近期大幅攀升（%）**



资料来源：Wind，浙商国际

**图表 12：美国四季度 GDP 走势 (%)**


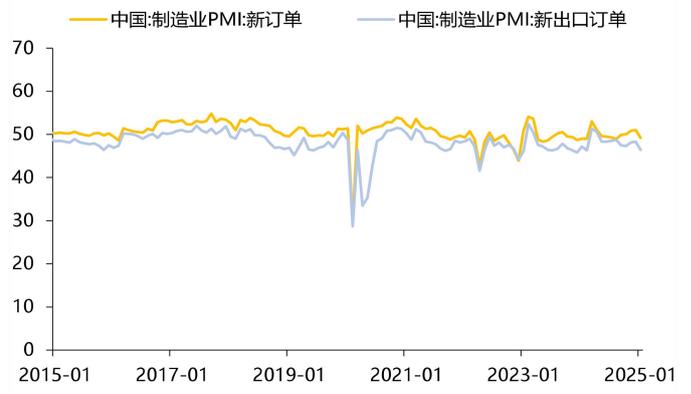
资料来源：Wind，浙商国际

**图表 13：美国 GDP 投资分项变化 (%)**


资料来源：Wind，浙商国际

**图表 14：制造业 PMI 和生产指数分项 (%)**


资料来源：Wind，浙商国际

**图表 15：新订单/新出口订单分项均回落 (%)**


资料来源：Wind，浙商国际

## 风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（曹潮，中央编号：BVH841），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

## 浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk