

特朗普政策扰动下的资金再配置

——2025Q1海外经济与资产展望

大类资产首席分析师：孙付
SAC NO：S1120520050004

2025年2月24日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

经济基本面与政策展望：

● 美国：综合消费、房地产等读数看，美国经济仍保持一定韧劲，通胀有回升风险，美联储暂停降息、观望评估。关税政策和政府改革及减税将给通胀带来影响。

1) 特朗普关税2.0政策持续扰动市场，从“对等关税”和主要商品关税税率看，印度、巴西、加拿大、墨西哥和欧盟可能面临较高关税提升幅度；

2) 美国政府机构改革力度较大，将压缩和优化财政支出，但后续的减税政策将减少财政收入。

● 欧洲：受结构性问题困扰，经济持续疲弱，工业产值持续收缩；通胀显著回落，货币宽松路径较为清晰、顺畅，后续仍将继续降息。

● 日本：经济较为稳健，呈现“工资上涨-通胀上行”正向循环局面。已三次加息，央行有所缩表。

资产展望：

美元：美国基本面较欧洲强，美欧货币政策分化，美元将维持相对强势状态。

美股：特朗普政策不确定性扰动，美股估值相对偏高，资金全球再配置，美股震荡转弱。

美债：再通胀风险下，美债中长端利率将维持在相对高位。

黄金：关税冲击下避险需求增加，新兴市场经济体持续购入黄金加剧现货黄金紧缺，黄金价格持续走高。

● 风险提示：地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。

大类资产表现

分类	名称	2月21日点位	2月涨跌幅	1月涨跌幅	年初至今涨跌幅	今年以来走势
股票	A股	上证指数	3379.11	3.95%	-3.02%	0.82%
		深证成指	3978.44	4.23%	-2.99%	1.11%
		创业板指	6449.23	10.32%	-1.87%	8.25%
		沪深300	10991.37	8.22%	-2.48%	5.54%
		中证1000	2281.51	10.55%	-3.63%	6.53%
	港股	恒生指数	23477.92	16.08%	0.82%	17.04%
		恒生科技	5859.30	24.04%	5.72%	31.14%
	全球股市	标准普尔	6013.13	-0.45%	2.70%	2.24%
		道琼斯	43428.02	-2.51%	4.70%	2.08%
		纳斯达克	19524.01	-0.53%	1.64%	1.10%
		日经225	38776.94	-2.01%	-0.81%	-2.80%
		韩国综指	2654.58	5.45%	4.91%	10.63%
		伦敦富时	8659.37	-0.17%	6.13%	5.95%
		法国CAC40	8154.51	2.57%	7.72%	10.48%
	德国DAX	22287.56	2.56%	9.16%	11.95%	
债市	中国	10年国债到期收益率	1.73	7.8bp	-7.4bp	0.4bp
		3年国债到期收益率	1.72	6.7bp	-2.3bp	4.5bp
		DR007	1.75	-15.0bp	15.0bp	0.0bp
		R007	1.40	-50.0bp	15.0bp	-35.0bp
	美国	10Y美债收益率	4.42	-16.0bp	0.0bp	-16.0bp
		3M美债收益率	4.32	1.0bp	-6.0bp	-5.0bp
		期限利差(10Y-3M)	0.10	-17.0bp	6.0bp	-11.0bp
	10Y中美利差	-2.69	23.8bp	-7.4bp	16.4bp	
大宗	国内	SHEF金	684.44	5.70%	5.00%	10.82%
		SHEF白银	8102.00	5.40%	2.51%	8.46%
		SHEF铜	77020.00	1.96%	2.36%	4.41%
		SHEF铝	20825.00	2.89%	2.27%	5.28%
		螺纹钢	3361.00	-0.62%	2.11%	1.57%
	国际	布伦特原油	74.25	-3.28%	2.85%	-0.78%
		COMEX黄金	2949.60	4.17%	7.21%	11.76%
		LME铜	9515.50	4.98%	3.38%	8.36%
	LME铝	2675.50	3.14%	1.67%	4.82%	
外汇	外汇	美元兑人民币	7.2554	-0.13%	-0.46%	-0.59%
		美元兑人民币(离岸)	7.2524	-0.95%	-0.20%	-1.15%
		美元兑日元	149.28	-3.81%	-1.27%	-5.04%
		欧元兑美元	1.05	0.92%	0.10%	1.01%
		美元指数	106.65	-1.72%	0.03%	-1.69%

特朗普就职以来，美股转弱，欧洲、亚太股指走强，资金再配置。

美债利率有所回落、黄金价格持续上涨，避险情绪较强。



1. 海外经济

1.1 美国经济基本特征与展望

1.2 欧洲经济特征与展望

1.3 日本经济特征与展望



1.1 美国经济基本特征与展望

美国经济基本特征

指标	各分项贡献率 (%)											
	2024/12	2024/9	2024/6	2024/3	2023/12	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3
实际GDP(年化环比: %)	2.3	3.1	3.0	1.6	3.2	4.4	2.4	2.8	3.4	2.7	0.3	-1.0
国内需求	2.21	3.50	3.89	2.24	3.10	4.46	2.55	2.48	2.79	0.23	-0.23	1.38
个人消费	2.8	2.5	1.9	1.3	2.3	1.7	0.7	3.3	0.8	1.0	1.7	0.6
耐用消费品	0.9	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.3	0.0	1.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0
非耐用消费品	0.5	0.6	0.2	-0.1	0.5	0.4	-0.1	0.4	0.0	-0.4	-0.2	-0.4
服务	1.5	1.3	1.3	1.6	1.6	1.0	0.7	1.7	1.0	1.6	2.1	1.1
国内私人投资	-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.8	1.42	-1.63	1.08	-1.05	-1.67	1.34
非住宅投资	-0.31	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.3	0.71	0.76	1.01	0.94	1.66
住宅投资	0.21	-0.18	-0.11	0.53	0.1	0.3	0.17	-0.18	-1.12	-1.34	-0.59	-0.22
库存变动	-0.93	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06	-2.16	1.44	-0.72	-2.01	-0.1
政府支出	0.42	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48	0.84	0.90	0.26	-0.27	-0.60
净出口	0.04	-0.43	-0.89	-0.61	0.09	-0.10	-0.10	0.33	0.56	2.50	0.50	-2.41
出口	-0.08	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54	0.23	-0.12	1.63	1.40	-0.51
进口	0.12	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44	0.10	0.68	0.87	-0.90	-1.90

截止2024年四季度，美国经济保持较强韧劲，GDP同比增速在3%附近。消费较强，特别是服务消费；住宅投资对经济形成拉动；财政持续扩张对增长持续提供支持。

特朗普推行“强制”经济政策，引导产业投资回流，预计2025年美国的经济仍将保持相当热度；关税、移民政策可能提高通胀压力。



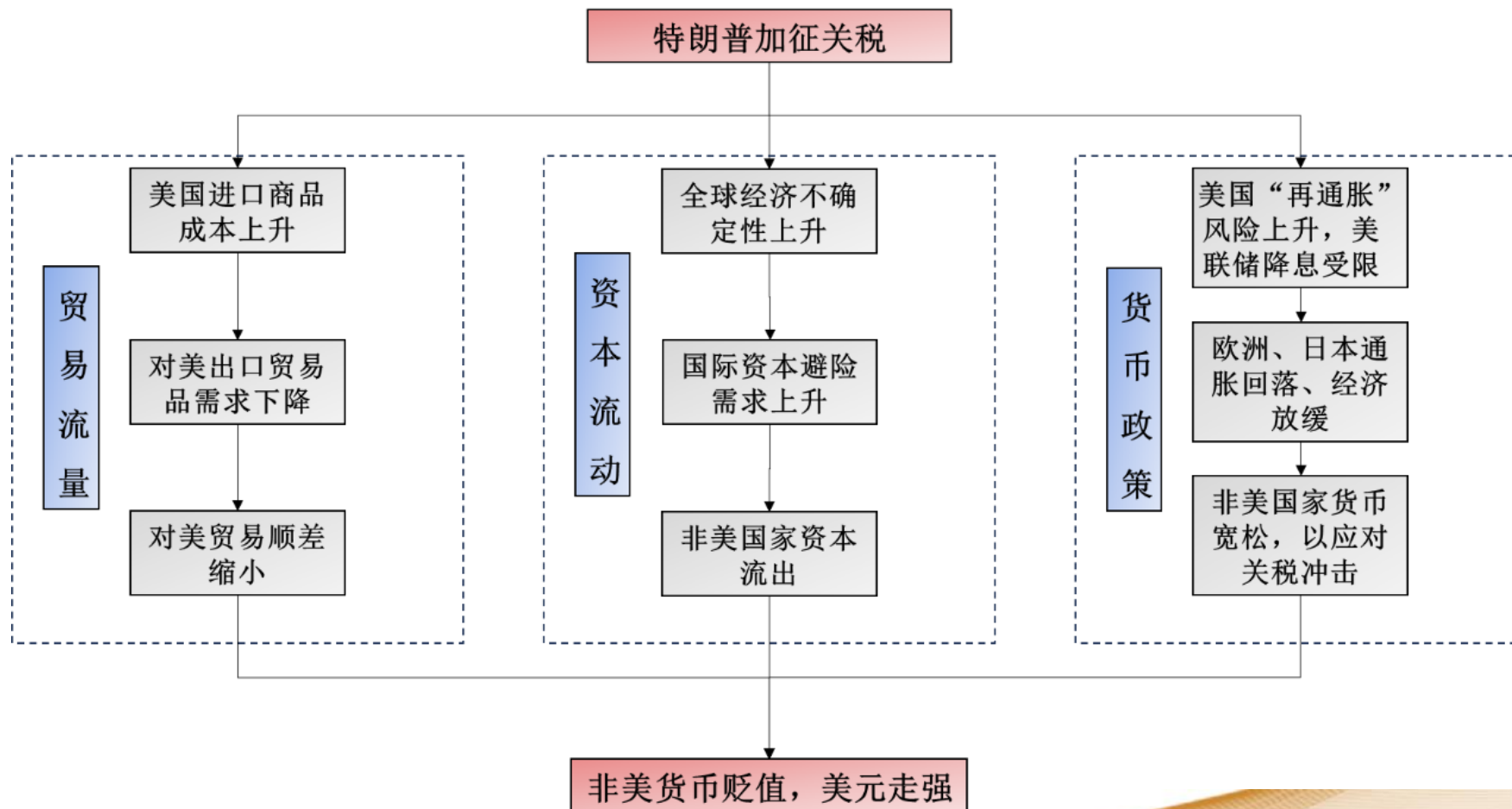
资料来源 · BLOOMBERG · 华西证券研究所

特朗普政策主张

政策领域	特朗普政策主张
个人税收	<ul style="list-style-type: none"> • 延续之前的税收减免政策 • 将2017年的减税政策无限期延长（包括保留较低的税率、更高的标准扣除额、更大的儿童税收抵免、更高的遗产税豁免以及对私人企业的税收优惠）
公司税	<ul style="list-style-type: none"> • 将美国制造业的公司税率从21%降低到15% • 废除《通胀削减法案》（IRA）中的绿色激励措施
贸易	<ul style="list-style-type: none"> • 普遍性贸易政策 • 实施对等关税，对所有进口产品实施10%-20%的普遍基准关税 • 对所有来自中国的进口产品征收60%的关税 • 对墨西哥及其他贸易伙伴的部分汽车征收关税
劳动	<ul style="list-style-type: none"> • 将制造业岗位带回美国 • 提高美国工人工资
移民	<ul style="list-style-type: none"> • 减少移民 • 增加非法入境和签证逾期的惩罚 • 驱逐目前在美国的无证移民
能源与环境	<ul style="list-style-type: none"> • 废除《通胀削减法案》（IRA）中对绿色技术的补贴 • 放宽对石油和天然气开发以及电厂建设的限制，扩大液化天然气的出口 • 取消对温室气体排放的限制
住房	<ul style="list-style-type: none"> • 开放部分联邦土地用于建设新住房 • 通过税收激励和支持首次购房者来促进住房拥有率
美联储	<ul style="list-style-type: none"> • 允许总统对美联储政策进行干预
安全	<ul style="list-style-type: none"> • 确保其他北约成员国满足国防支出占GDP至少2%的要求 • 结束对乌克兰的援助，通过与俄罗斯的谈判解决俄乌战争 • 支持以色列解决中东冲突

资料来源：金十数据、BLOMBERG、特朗普竞选官网、华西证券研究所

特朗普政策促使非美货币贬值，美元走强



资料来源·华西证券研究所

特朗普关税2.0：特征及影响初步评估

- 特朗普关税2.0，意在：通过关税增加财政收入，为国内减税提供腾挪空间；减少贸易逆差；作为谈判筹码，获得其他经济与政治利益。
- 当前，美国对中国征收关税税率是所有经济体中最高的。如果按“对等关税”及按商品类别普征关税，后续对华关税税率上升空间有限。
- 为了平衡中美贸易，未来两国有可能就新的贸易协议进行谈判。
- 关税将增加美国通胀风险，美联储亦开始关注和警惕。

特朗普关税2.0：中美贸易协议：回顾与展望

- 2020年1月15日，中美正式签署第一阶段经贸协议。依照协议，中国要比2017年多进口2000亿美元的商品，其中工业制成品777亿美元，农产品320亿美元，能源产品524亿美元和服务类产品379亿美元。
- 然而，由于2020年初世界卫生事件暴发及全球经济增长放缓，协议的落实受到较大的影响，根据Peterson国际经济研究所测算，第一阶段贸易协议中扩大贸易的实际落地比例约为58%。
- 为了平衡中美贸易，未来两国有可能就新的贸易协议进行谈判。

中美第一阶段贸易协议落地情况

产品目录	协议进口金额(十亿美元)		实际进口金额(十亿美元)		落实比例(%)
	2020	2021	2020	2021	
一、制成品	99.4	111.3	57.0	67.0	58.9%
二、农产品	33.4	40.4	27.3	33.8	82.8%
三、能源产品	26.2	41.6	9.7	15.2	36.7%
四、服务	68.9	81.2	41.2	39.5	53.8%
总额	227.9	274.5	135.2	155.6	57.9%

资料来源：PIIE，华西证券研究所

特朗普关税2.0：“对等关税”

- 2月14日，特朗普签署贸易备忘录，下令财政部、商务部、美国贸易代表等多部门研究“对等关税(Reciprocal Tariffs)”的细则和财政影响，以消除非互惠的贸易关系。美国商务部长卢特尼克称可以在4月1日完成调查，最快4月2日即可实施关税。特朗普同时表示，将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象，并很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税。

美国主要贸易伙伴国家及地区情况

国家/地区	美国出口税率	美国进口税率	2024年美国进口占比	税制类型
中国	18.7%	20.3%	13.5%	增值税
印度	18.1%	2.3%	2.7%	商品和服务税(增值税)
巴西	11.1%	1.2%	1.3%	多层税制中IPI工业化产品税，类增值税
泰国	9.7%	1.5%	2.0%	增值税
越南	9.6%	3.6%	4.4%	增值税
印度尼西亚	8.0%	4.6%	0.9%	增值税
俄罗斯	6.6%	0.6%	0.1%	增值税
中国台湾	6.5%	0.9%	3.5%	增值税
马来西亚	5.6%	0.6%	1.6%	销售和服务税
欧盟	5.1%	1.2%	18.2%	增值税为主(德、法、意、西、荷等)
日本	3.9%	1.5%	4.6%	类增值税
英国	3.8%	0.9%	2.1%	增值税
以色列	1.8%以下	0.1%	0.7%	增值税
韩国	0.37%	0.2%	4.0%	增值税
墨西哥	接近0%	0.2%	15.2%	增值税
加拿大	接近0%	0.1%	12.6%	商品和服务税(增值税)
新加坡	接近0%	0.1%	1.3%	商品和服务税(增值税)
哥伦比亚	接近0%	0.1%	0.6%	增值税

资料来源：海关总署、USITC、USTR、中国政府网、
 华西证券研究所

¹¹注：美国出口中国，基准关税税率7.5%，平均加征税率11.2%（包括2025年商品清单）；除中国外，美国的进口平均税率为2024年美国进口平均关税税率。中国2024年出口美国的平均关税税率为10.3%，2025年美国加征10%，当前税率约20.3%。

特朗普关税2.0：重点领域

➤ 2月11日，特朗普总统将恢复对钢铁进口征收25%的全面关税，并将铝进口关税提高到25%。2月18日，美国总统特朗普表示，美国计划对汽车、药品和芯片等加征约25%关税。

关税2.0重点领域2024年贸易情况

重点领域	钢铁及钢铁制品			铝及铝制品			汽车			药品			半导体、芯片		
	国家及地区	2024年进口占比	2024年平均关税	国家及地区	2024年进口占比	2024年平均关税	国家及地区	2024年进口占比	2024年平均关税	国家及地区	2024年进口占比	2024年平均关税	国家及地区	2024年进口占比	2024年平均关税
美国进口前十大国家及地区情况	欧洲联盟	16.35%	1.75%	加拿大	41.89%	0.02%	墨西哥	34.44%	0.34%	欧洲联盟	60.46%	0.00%	中国台湾	27.10%	0.00%
	中国	15.92%	16.21%	中国	11.14%	15.13%	欧洲联盟	16.23%	2.33%	新加坡	7.62%	0.00%	马来西亚	22.12%	0.00%
	加拿大	15.58%	0.04%	欧洲联盟	9.14%	4.67%	日本	13.46%	2.36%	印度	5.86%	0.00%	以色列	10.73%	0.00%
	墨西哥	12.42%	0.26%	墨西哥	6.73%	0.21%	加拿大	12.84%	0.15%	中国	3.65%	0.02%	欧洲联盟	10.00%	0.00%
	巴西	6.35%	0.17%	阿联酋	3.83%	8.27%	韩国	11.34%	0.06%	日本	3.41%	0.00%	韩国	5.99%	0.00%
	韩国	6.24%	0.10%	韩国	3.49%	6.40%	中国	4.44%	22.10%	英国	3.33%	0.01%	墨西哥	3.81%	0.00%
	中国台湾	5.41%	7.17%	印度	2.96%	7.70%	英国	3.18%	2.19%	加拿大	2.45%	0.00%	日本	3.58%	0.00%
	印度	3.85%	3.82%	哥伦比亚	2.44%	0.21%	中国台湾	0.79%	2.96%	韩国	1.44%	0.00%	中国	3.05%	21.19%
	日本	3.63%	1.22%	巴林	2.38%	3.63%	印度	0.70%	1.57%	以色列	0.83%	0.00%	泰国	2.76%	0.00%
	越南	2.89%	10.83%	越南	1.84%	4.21%	南非	0.65%	0.03%	澳大利亚	0.63%	0.00%	越南	2.64%	0.00%
美国总进口(亿美元)	857.60			274.21			3950.19			2179.43			425.97		

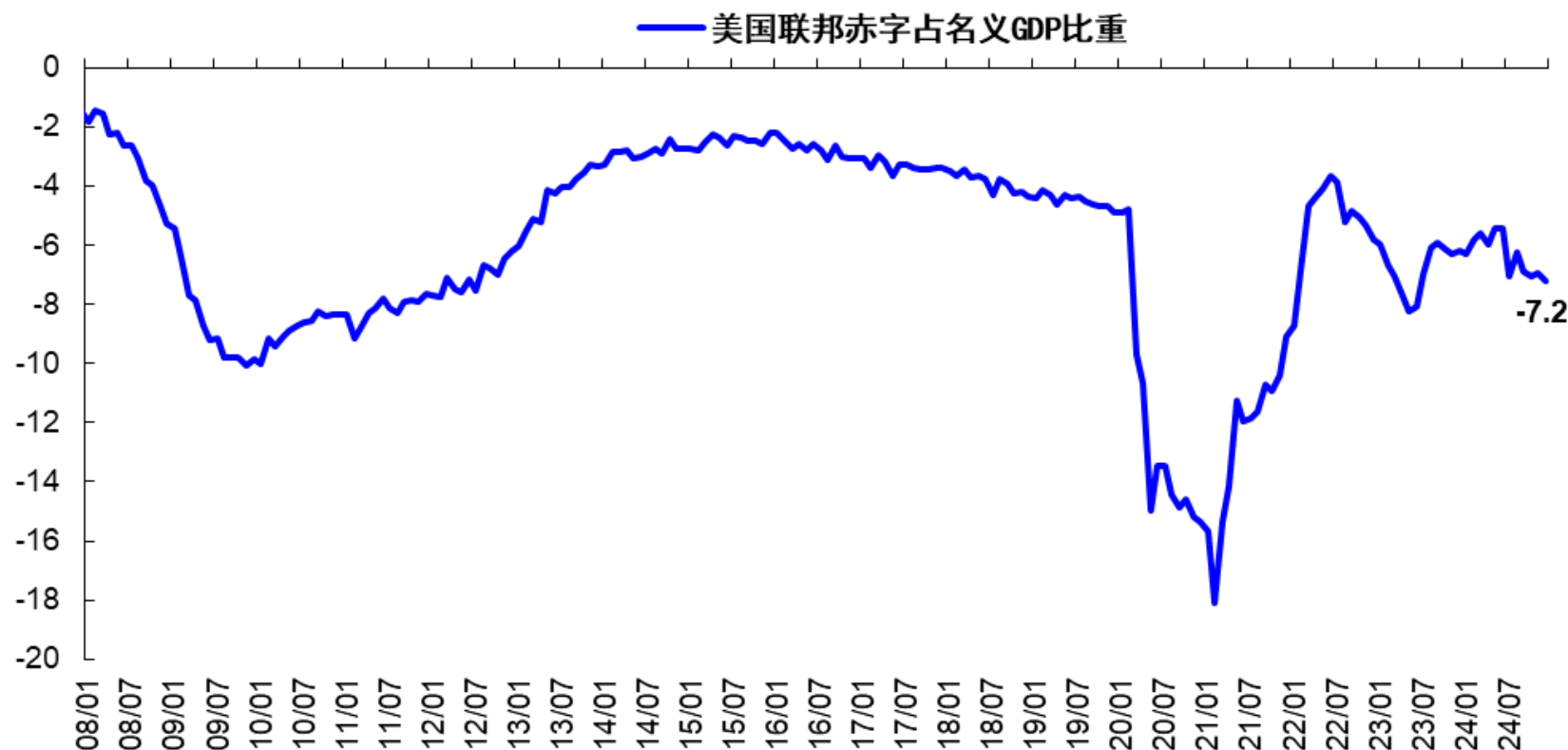
美国政府机构改革进程 (DOGE)

改革机构	具体措施
全美联邦机构	废除联邦政府的多元化、平等和包容 (DEI) 项目，关闭办公室，所有DEI联邦雇员休假，各机构提交削减DEI员工人数的计划。 启动大规模裁员计划，目标是 裁减约230万联邦雇员中的77% 。提供“买断计划”，鼓励联邦雇员自愿离职，已有超7万名联邦雇员接受“买断”计划。 总数或将达到约177万。
国家卫生研究院、国家科学基金会	冻结NIH和NSF的拨款和各项资金援助。 裁撤NIH50%的员工。
财政部及国税局	宣布冻结部分联邦机构资金，审查财政支出。 国税局 (IRS) 裁员约6700人，裁员比例约7%。
美国国际开发署	关闭该机构，14000名工作人员，将裁至294人。
教育部	计划撤销教育部，解散后自动解雇所有员工。
国防部	未来五年内每年削减8%国防预算。2024年国防支出8740亿美元，占政府支出比重13%。
消费者金融保护局	已暂停所有活动，总部关闭，面临审查或裁撤。
联邦行政研究院	撤裁该机构。
美联储	正在考虑审计美联储。
退出国际组织	退出原因
《巴黎协定》	美国承担过多减排责任，限制美国传统能源发展。
世界卫生组织	指责世卫组织在新冠疫情期间未能有效服务美国利益。
联合国人权理事会	称联合国机构存在“反美偏见”，同时攻击美国的盟友、宣传反犹太主义。
联合国近东巴勒斯坦难民救济和工程处	认定其为受到外国恐怖组织的团体成员长期渗透，停止一切资助。

资料来源 · BLOOMBERG · WIND · 华西证券研究所

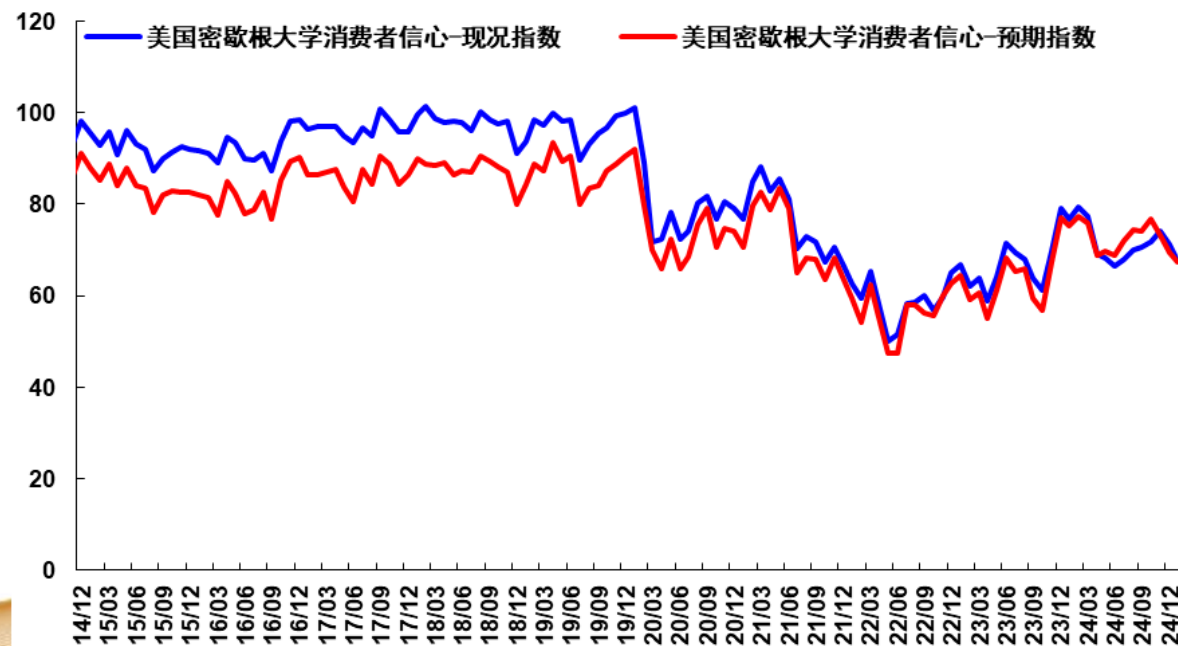
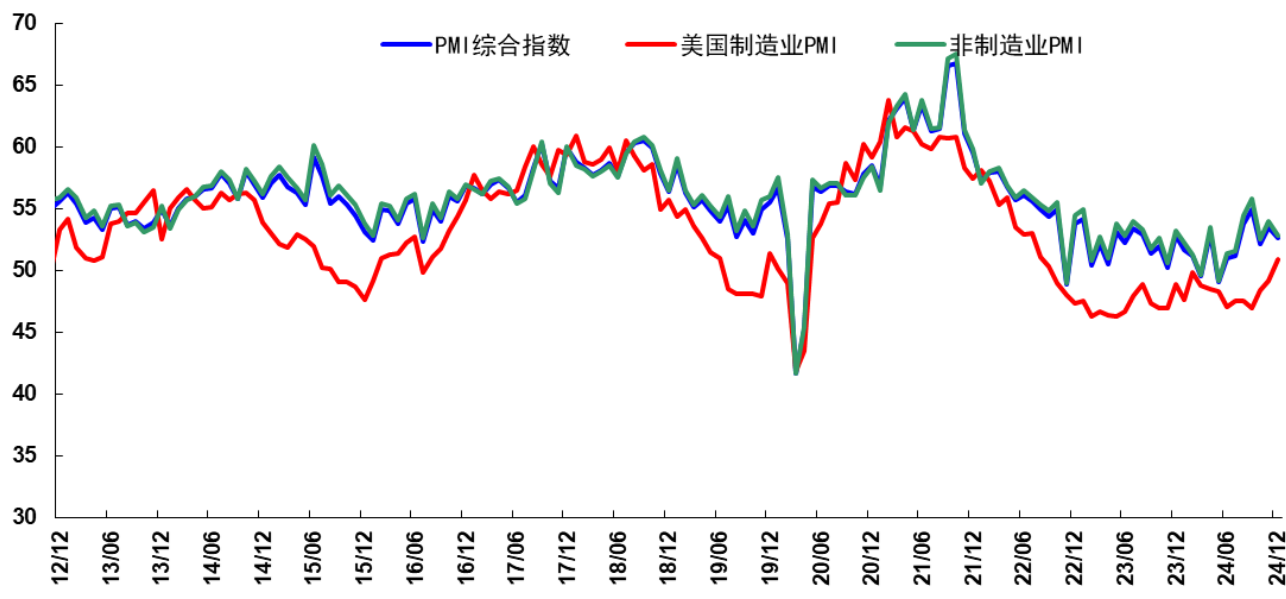
政府机构改革和财政支出优化将带来较大影响

- 在特朗普和马斯克带领下，美国正开展一场轰轰烈烈的政府机构改革和财政支出优化，预计将对短期和中期美国财政赤字产生较大影响。
- 当前的政府机构改革旨在压缩财政支出。但下半年“减税计划”将可能减少财政收入。
- 从最新数据看，美国财政赤字率均值水平为7.2%。



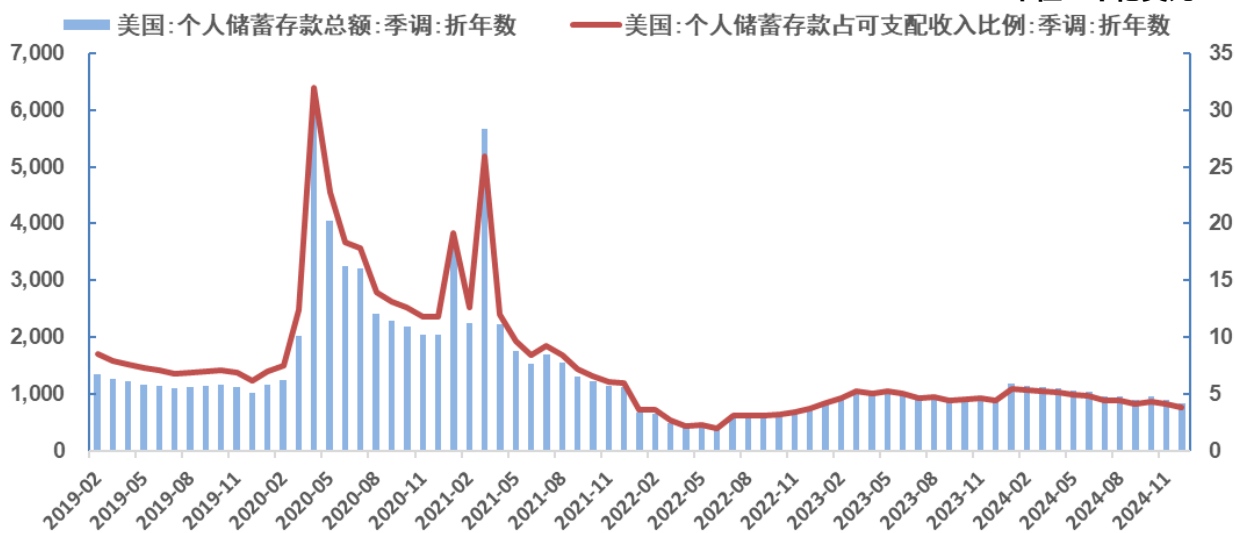
经济领先指标显示：供给与需求总体稳健

- 1) 供给:从PMI看,制造业景气有所回升,非制造业相对平稳。
- 2) 需求:消费者信心处于恢复后的相对高位。



个人储蓄变化与商品消费支出

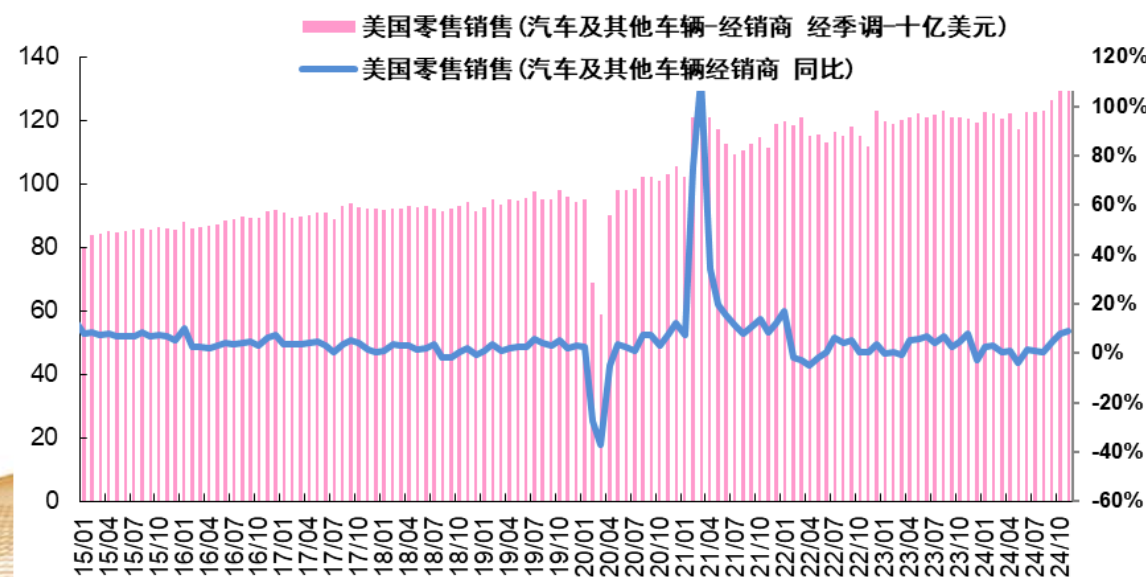
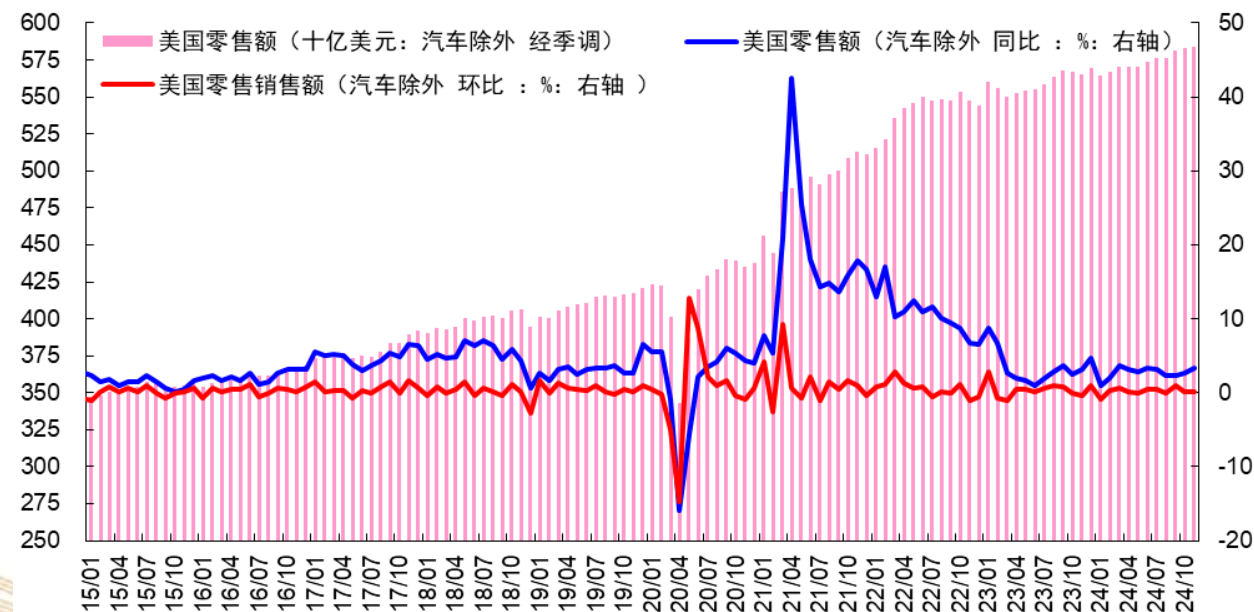
单位：十亿美元



美国个人储蓄边际有所放缓。

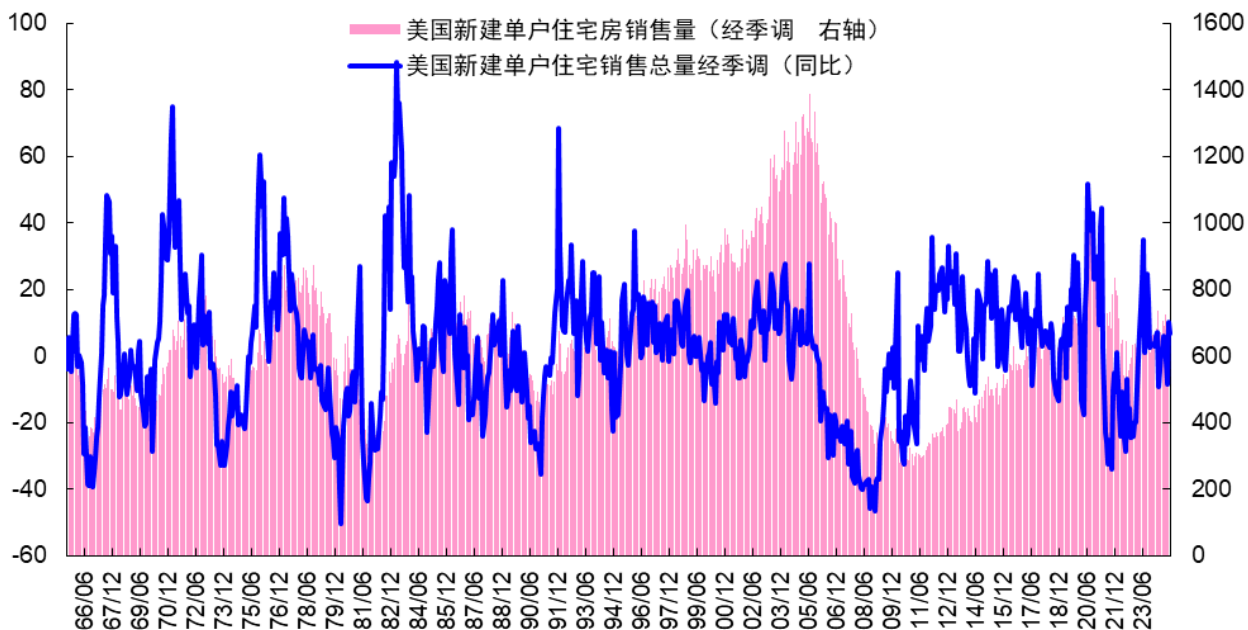
关注通胀偏高及储蓄边际放缓下，后续消费增速变化（是否回落）。

资料来源：WIND资讯
华西证券研究所

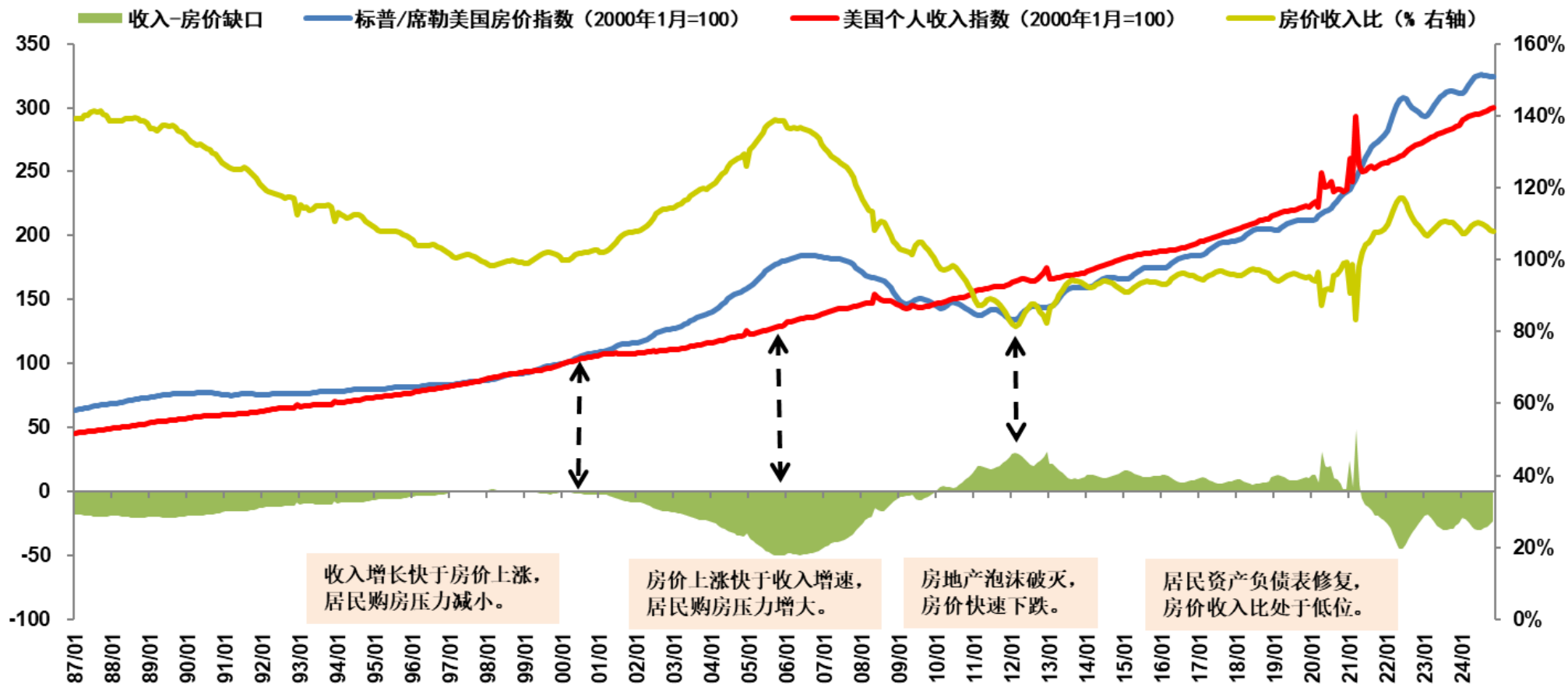


美国房地产市场：关注较高房贷利率的影响

- 1) 从房价收入比指标看，目前处于历史均值中枢附近。
- 2) 近期受通胀回升及美联储暂停降息影响，美国房贷利率有所回升，关注利率持续处于高位对房地产市场的影响。

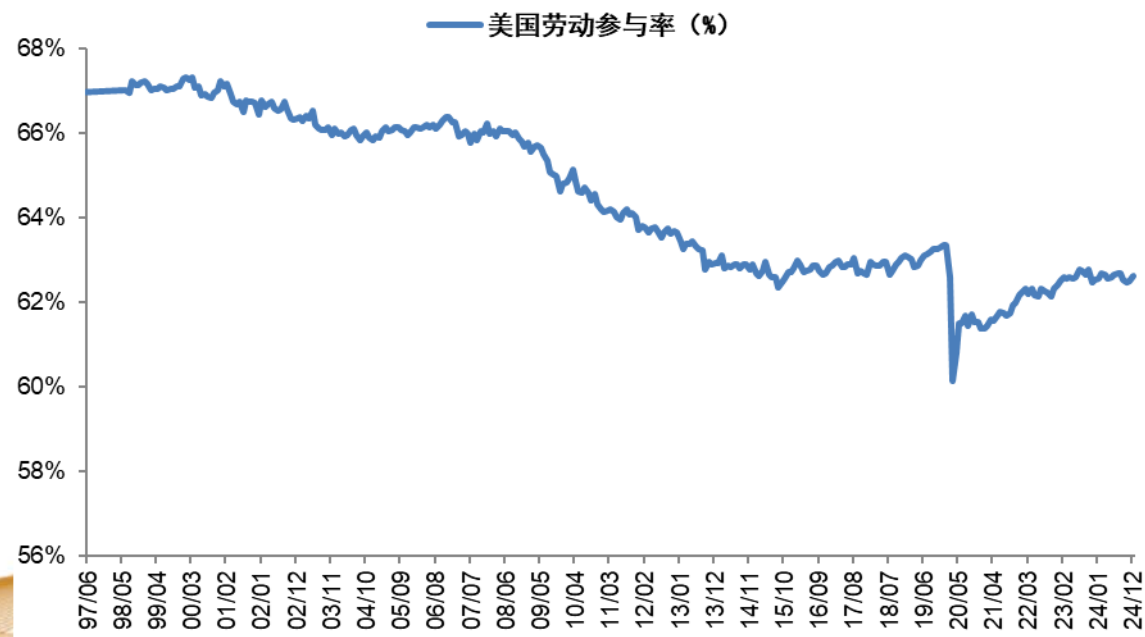
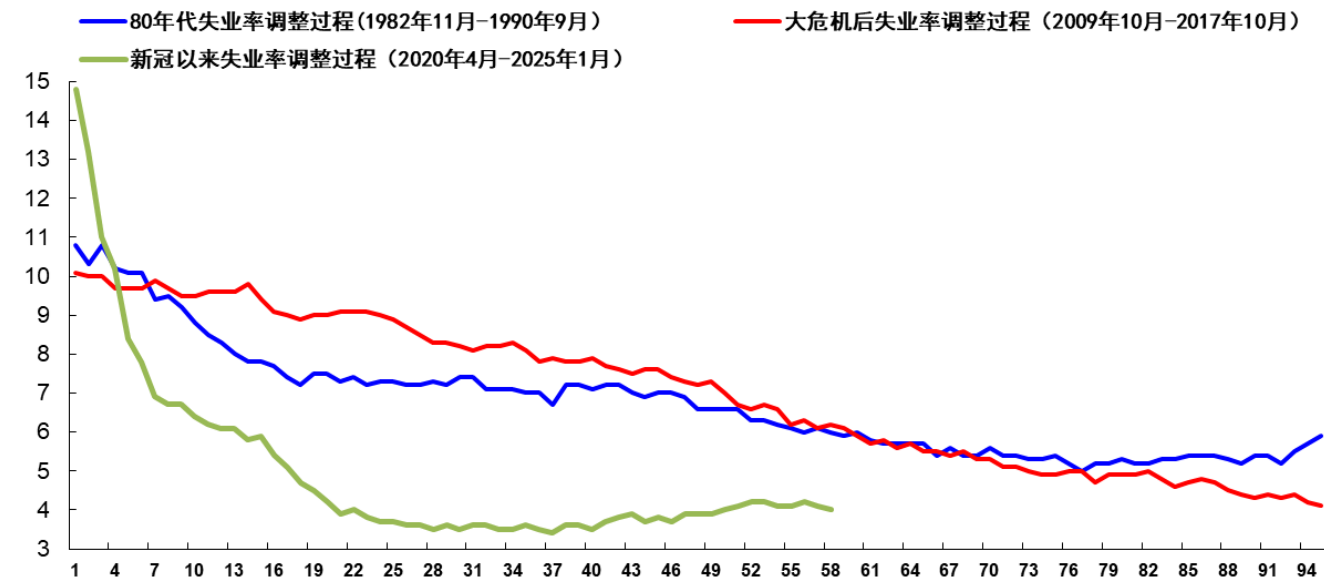


房价收入比处于均值附近，关注较高房贷利率的影响



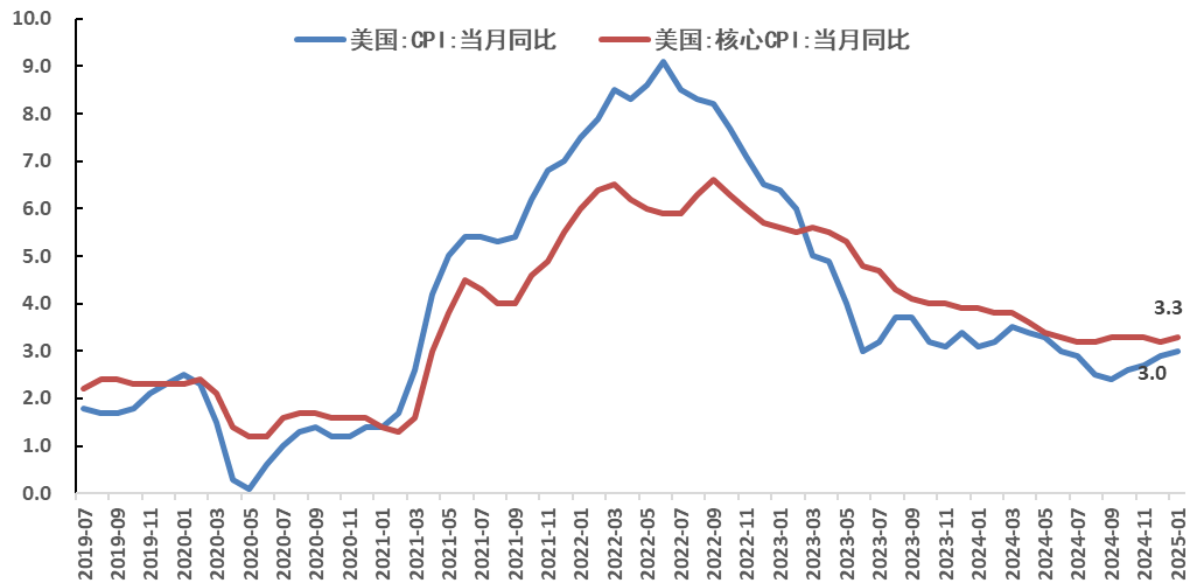
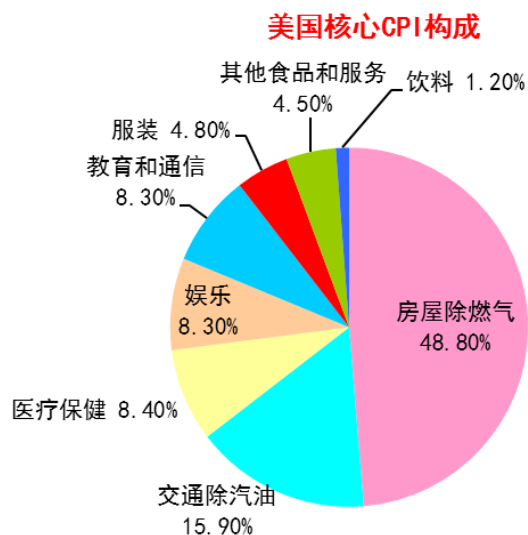
美国就业市场总体稳健

- 2021年12月至2025年1月，美国就业保持较强劲扩张；目前，失业率在4%附近，处于充分就业状态。
- 劳动参与率基本平稳，目前为62.6%。

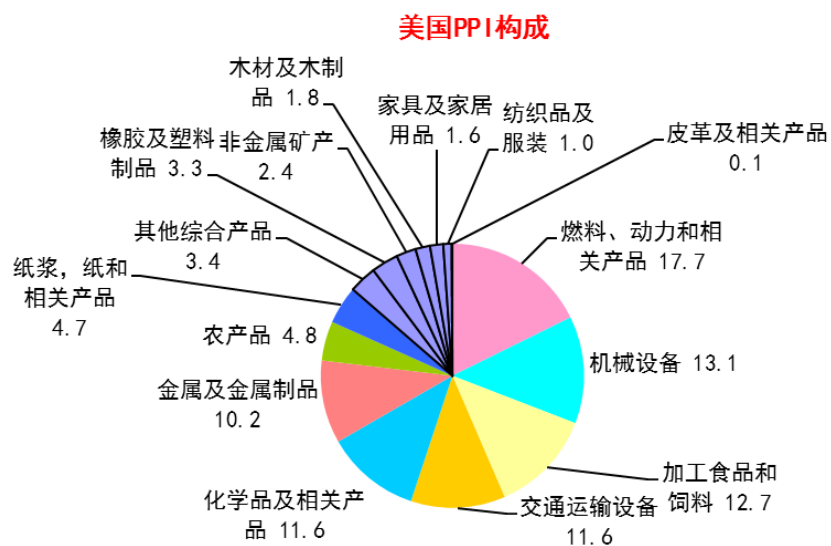


政府改革与关税政策，通胀存在变数

2025年1月美国CPI为3%，较上月继续反弹；核心CPI为3.3%，维持高位。12月PPI为2.8%，10月以来有所回升。



资料来源：WIND 资讯



华西证券研究所

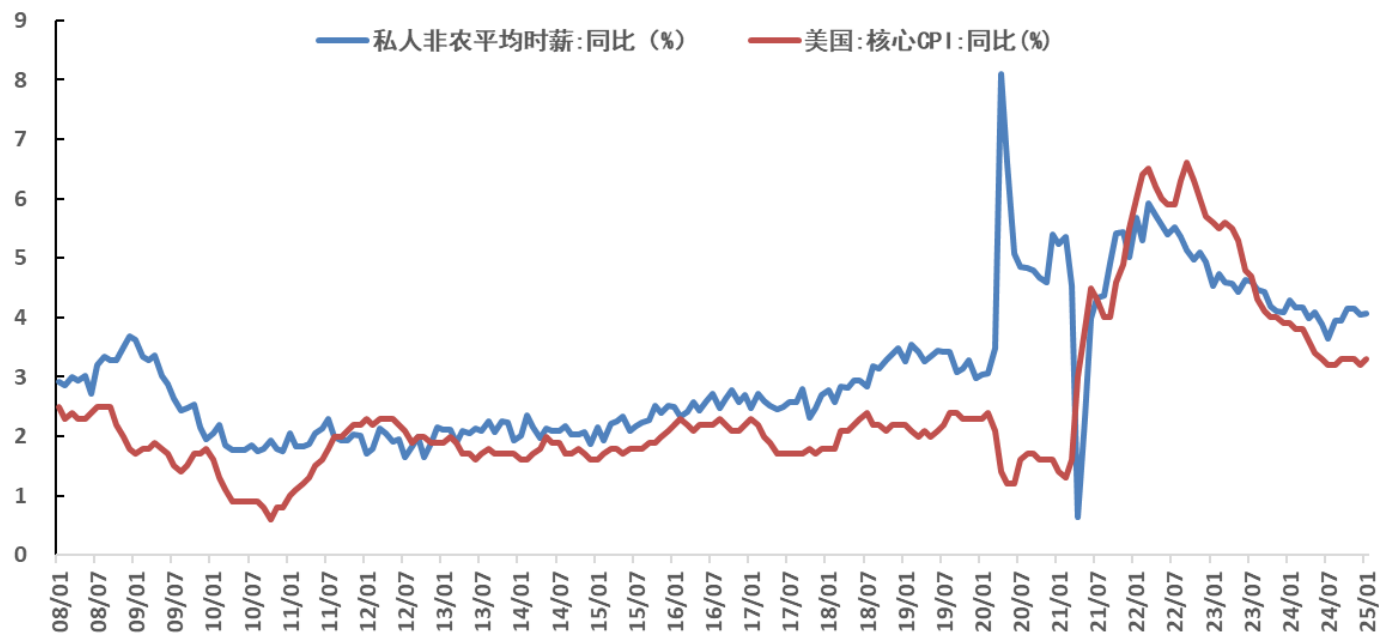
政府改革与关税政策，通胀存在变数

工资上涨是驱动美国通胀的重要力量，特朗普减税政策一方面会导致居民收入增加，另一方面在企业利润增厚下，资本开支增加带来劳动需求增加。

移民控制政策又会减少普通服务业劳动力供给。劳动力市场紧俏将推动工资上涨，增加通胀压力。

另外，关税政策将加大通胀上行风险。

2025年，重点关注美国通胀回升风险。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美联储降息节奏放缓（暂停）

● 通胀仍处于较高水平，特朗普国内及关税政策带来冲击，预期不稳，美联储将选择暂停降息，观察评估：

➤ 暂停降息，缩表继续。

美联储2025年1月议息会议宣布，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间。

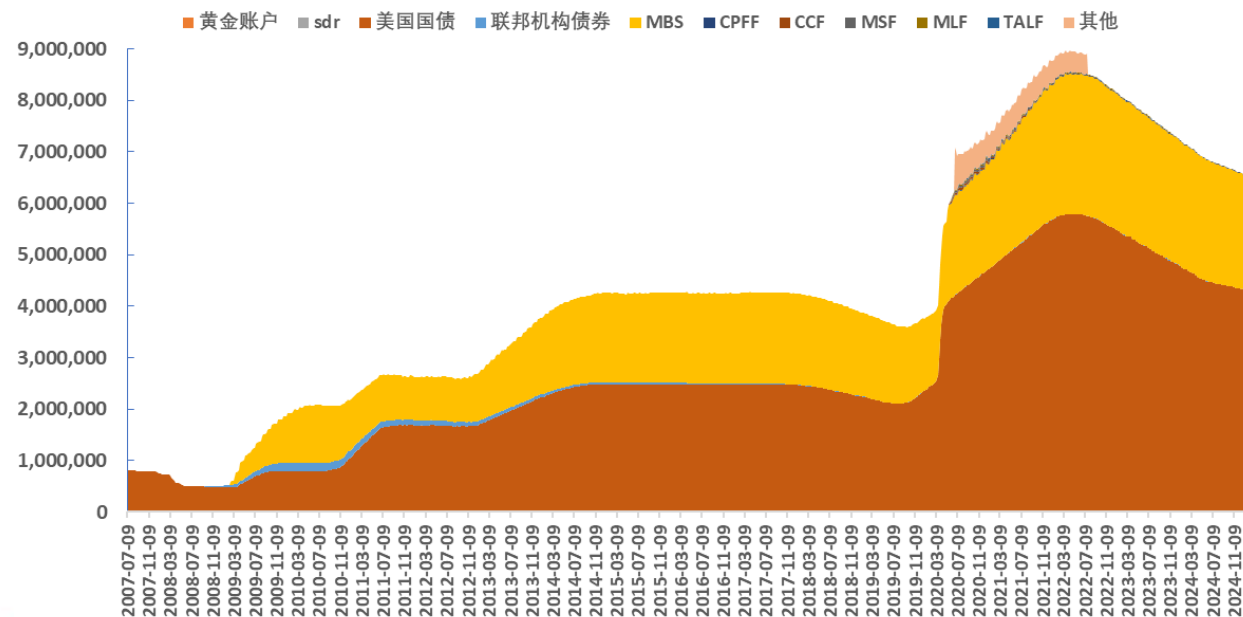
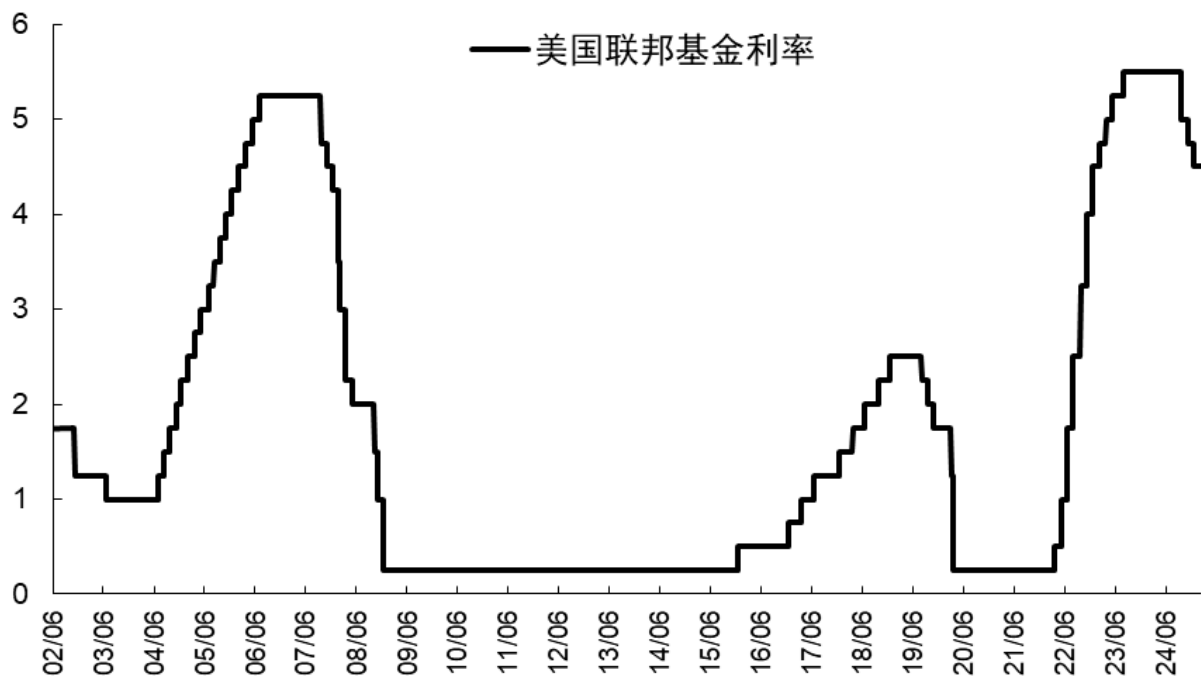
缩表按原计划推进。缩减规模600亿美元（250亿美元国债和350亿美元MBS）。

➤ 美国通胀读数出现反弹，特朗普移民及关税政策对通胀、增长带来较强扰动，影响未来美联储决策。

➤ 2025年上半年可能暂停降息，基准利率及国债利率维持在较高水平。

美联储降息节奏放缓（暂停）

● 本轮降息以来，美联储累计降息100BP；资产负债表规模从9万亿美元减至6.8万亿美元。



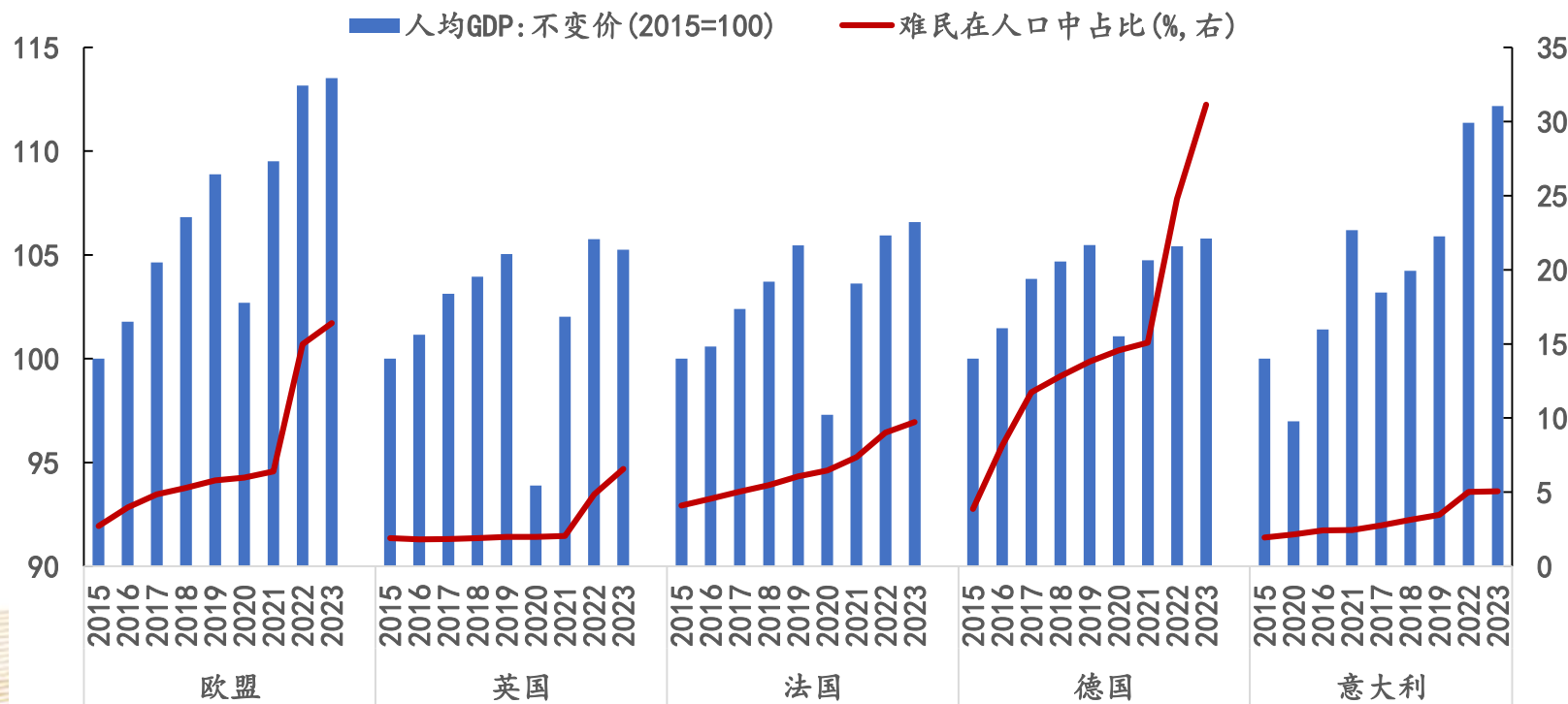
资料来源：美联储网站、WIND，华西证券研究所



1.2 欧洲经济特征与展望

难民对欧洲经济的影响

- **欧洲难民潮对经济的影响具有双重性。**难民多为年轻人口，在欧洲老龄化和劳动力短缺的背景下，长期来看可带来人口红利，促进经济活力。
- **问题1：难民融合较为缓慢。**由于语言障碍、文化差异以及职业技能水平的限制，难民在短期内的就业率较低，难以迅速融入经济体系。
- **问题2：难民劳动生产率偏低。**难民整体的受教育水平较低，专业技能匮乏，劳动生产率相对较低，反而影响整体经济效率。
- **问题3：增加政府财政负担。**难民享有较多福利，并且需要较长时间才能在劳动力市场上具备生产力，而失业救济金和社会转移支付则需通过税收筹集资金，从而加重了当地政府的财政负担。



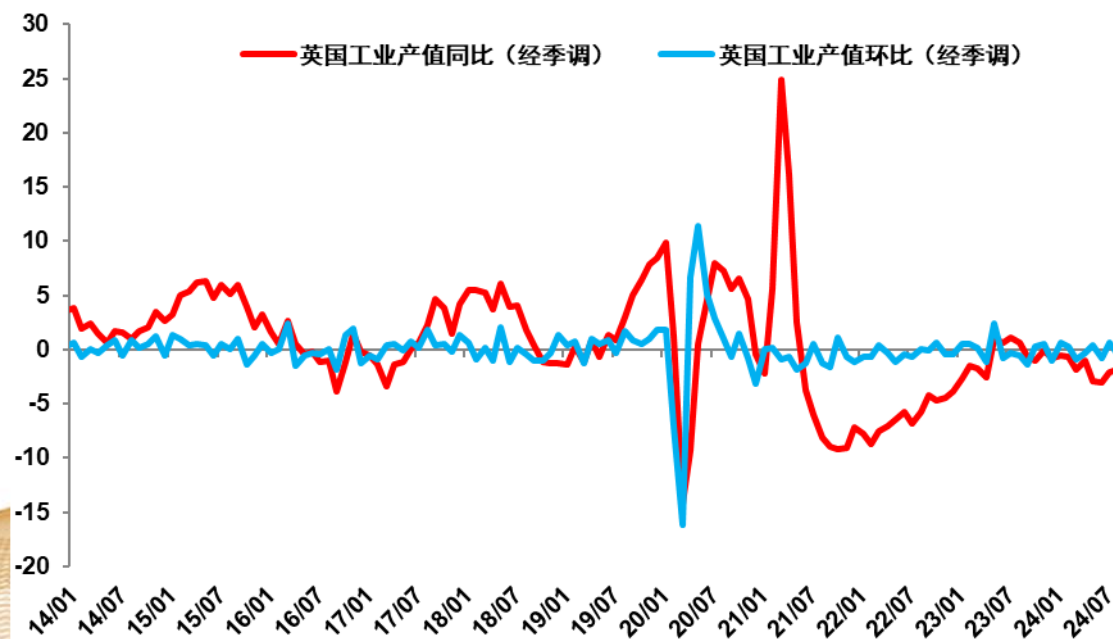
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

欧元区工业持续疲弱

俄乌冲突以来，德国和整个欧元区工业产值增速持续疲弱。截止2024年底，德国工业产值增速仍为-4%左右。

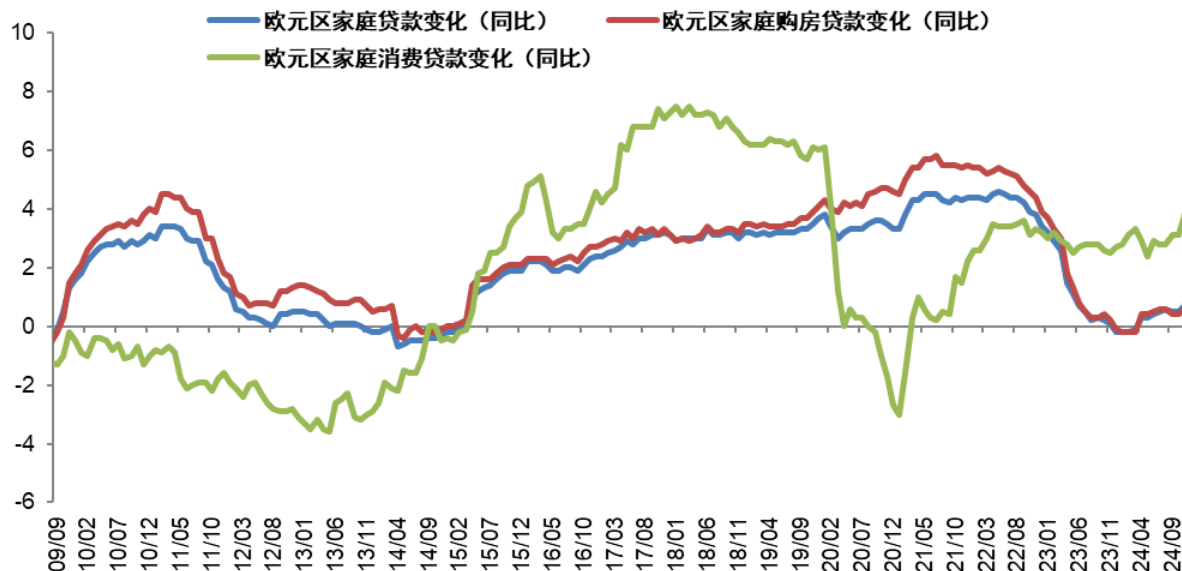
工业原材料短缺及人力成本上升、工业投资向外转移、需求下降共同导致欧元区工业持续收缩。

单位：%

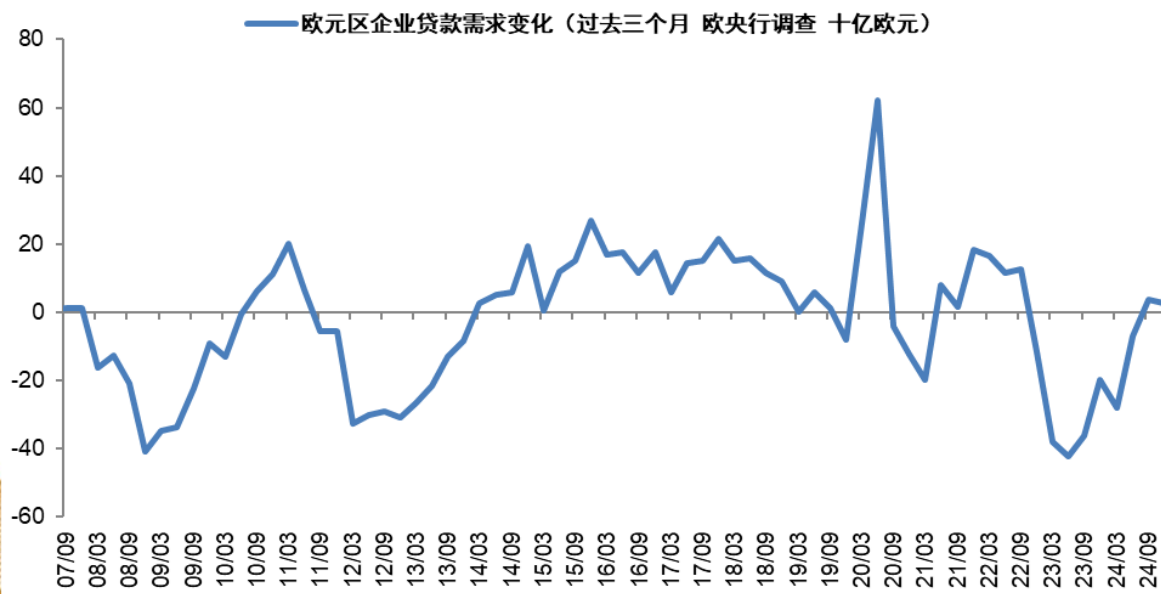
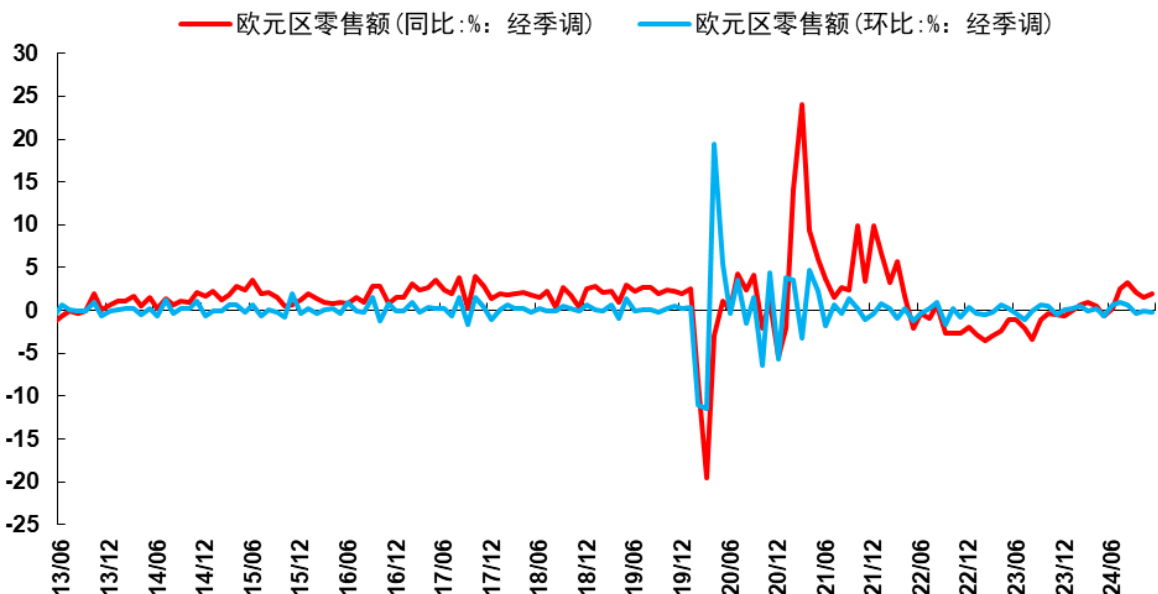


政策宽松、利率下降，欧元区信贷增速边际有改善

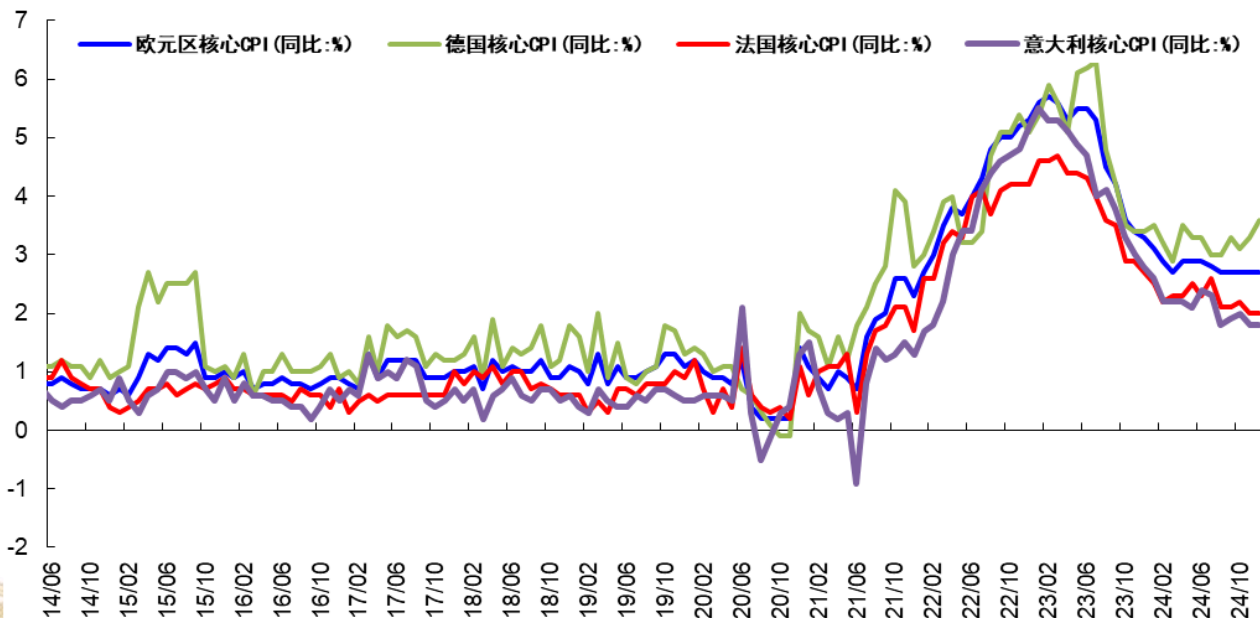
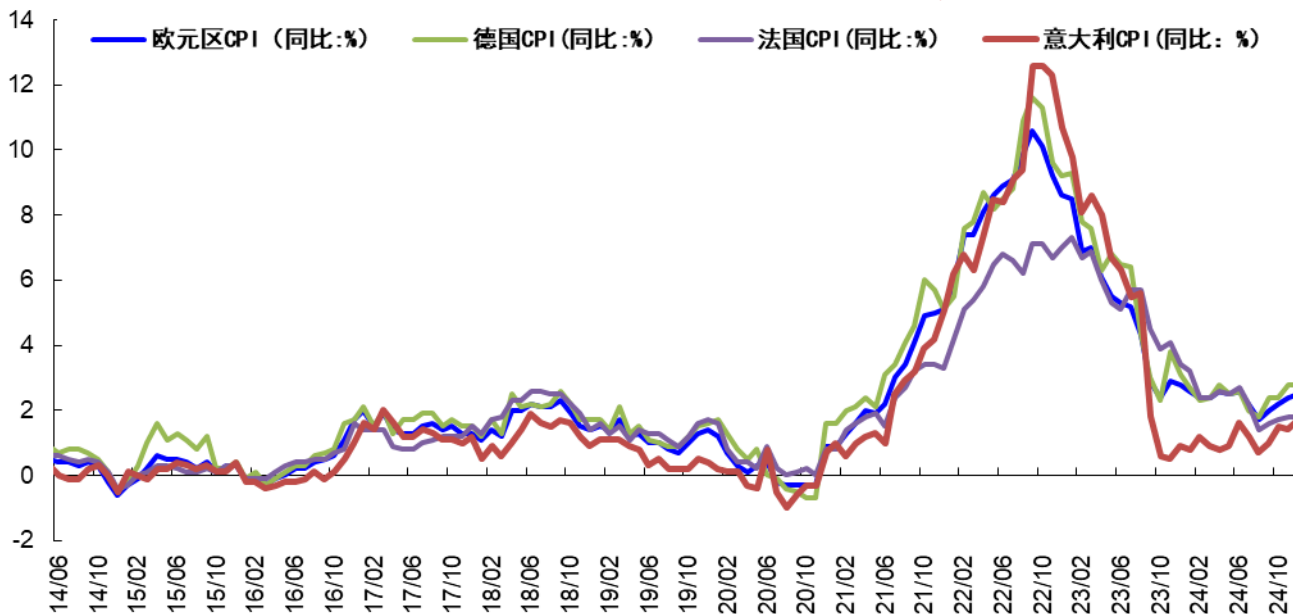
欧央行降息后，欧元区家庭贷款和企业信贷均出现一定改善。
伴随信贷需求改善，消费增速亦回升。



资料来源：WIND资讯 华西证券研究所



欧洲通胀压力缓解，为政策宽松提供条件

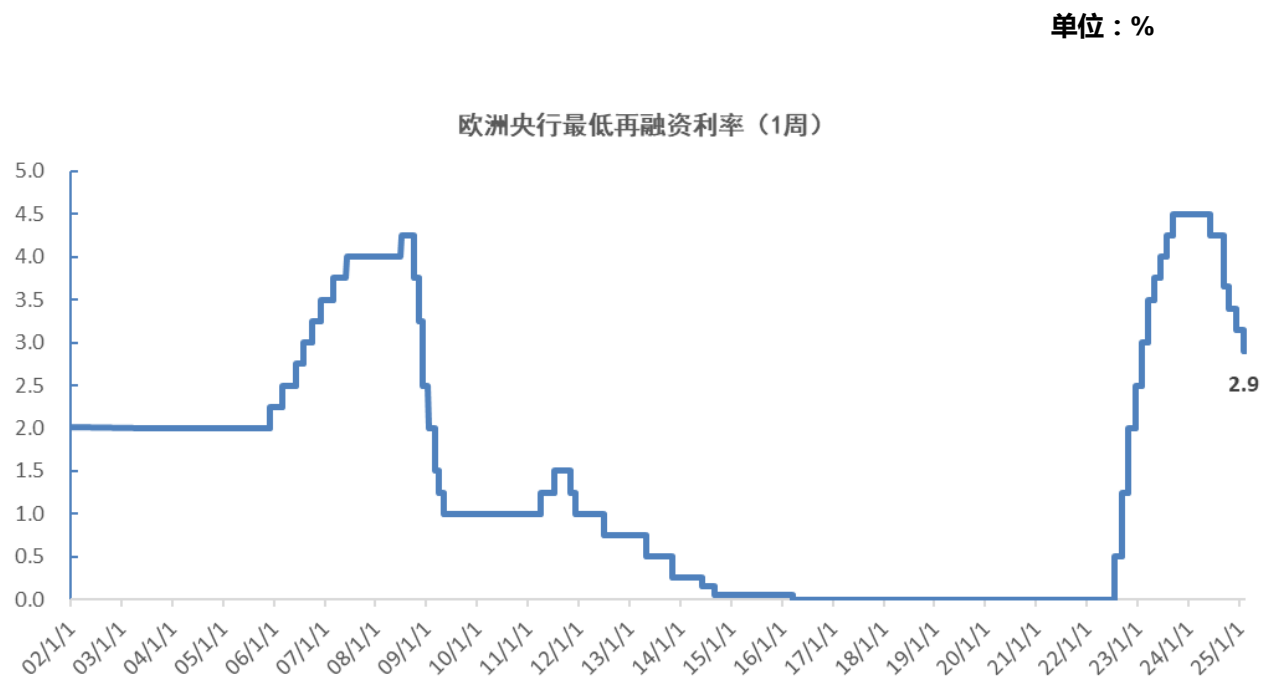


2023年下半年以来，欧元区通胀压力较为显著缓解。

当前，欧元区CPI在2.5%附近，核心CPI在2.7%附近。国别上，德国通胀水平较其他国家偏高。

欧央行和英国央行持续降息；美欧货币政策分化。

- 降息背景：2023年下半年以来，欧元区和英国通胀压力缓解。经济增长总体疲弱，需求较为不足。
- 降息政策：6月6日以来，欧央行五次降息，降息160BP；8月1日以来，英国央行三次降息，降息75BP。
- 预计欧央行和英国央行仍将继续降息。美欧货币政策进入分化。



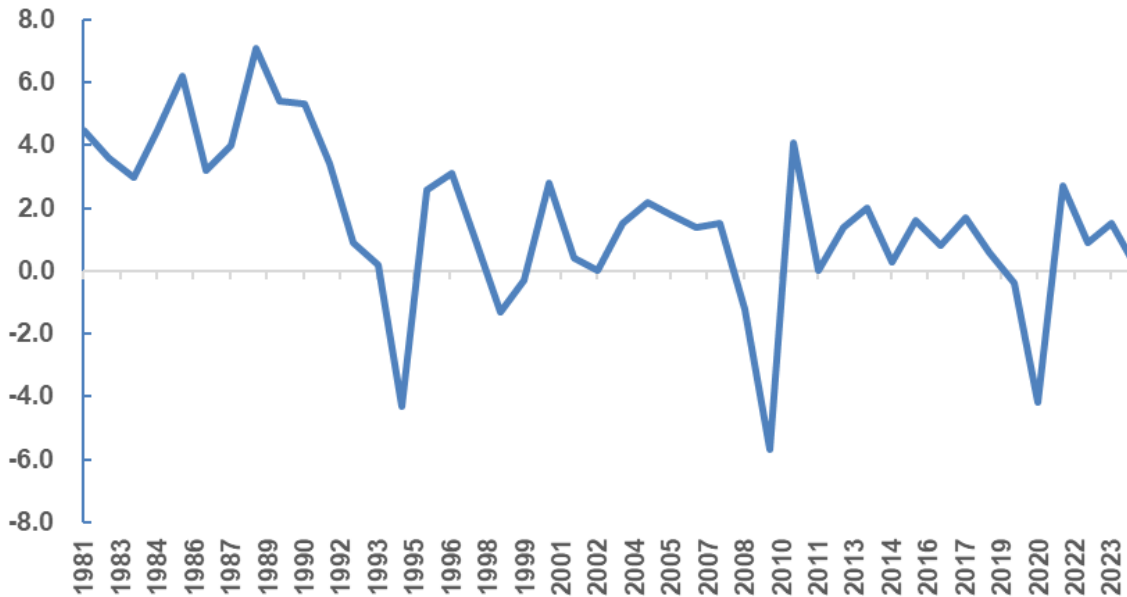


1.3 日本经济特征与展望

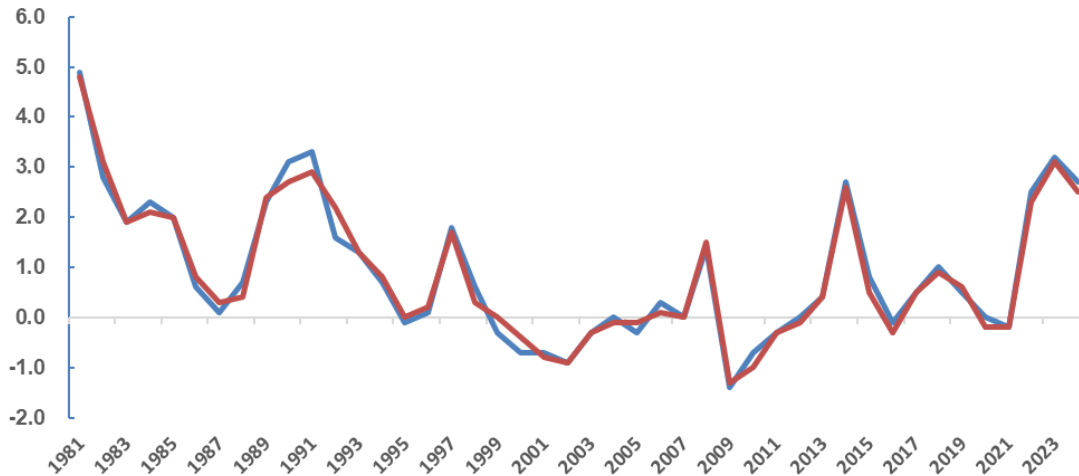
日本：经济增长与通胀水平概况

疫情之后，相较于经济增速的变化，日本通胀对经济预期及资产的影响更为重要。

日本：GDP:不变价:同比



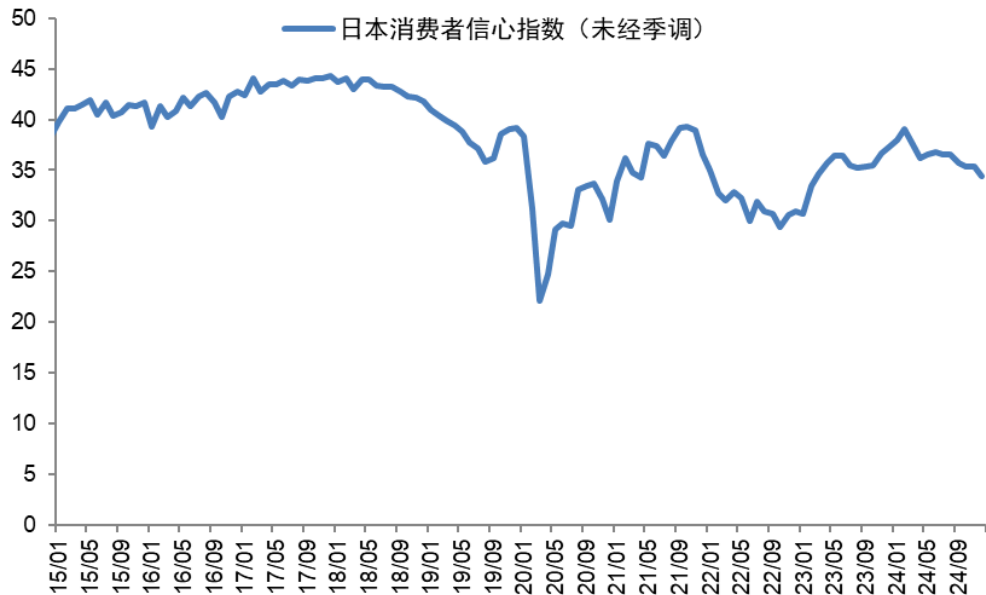
日本:CPI:同比 日本:核心CPI:同比



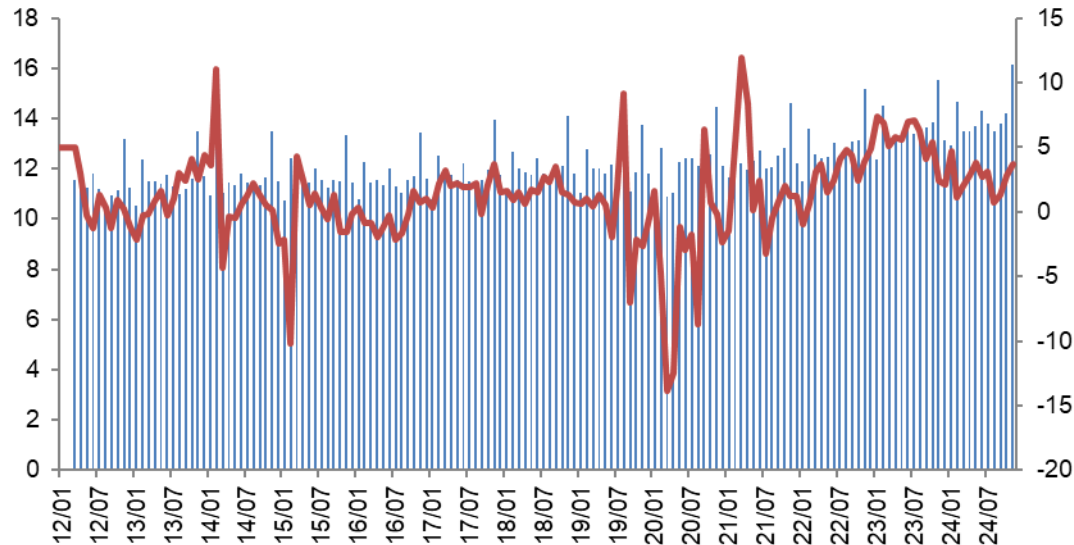
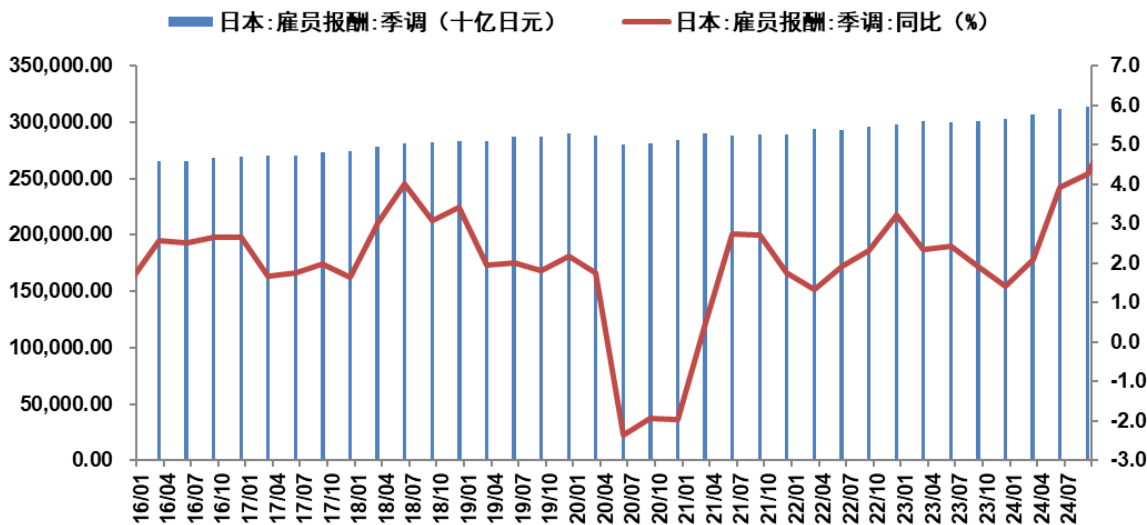
资料来源：WIND 资讯 华西证券研究所

日本：薪酬增长带动消费扩张

2024年以来，日本雇员薪酬增长空间打开，带动日本消费和通胀上行。



— 日本零售额规模（万亿日元） — 日本零售额（同比：%：右轴）

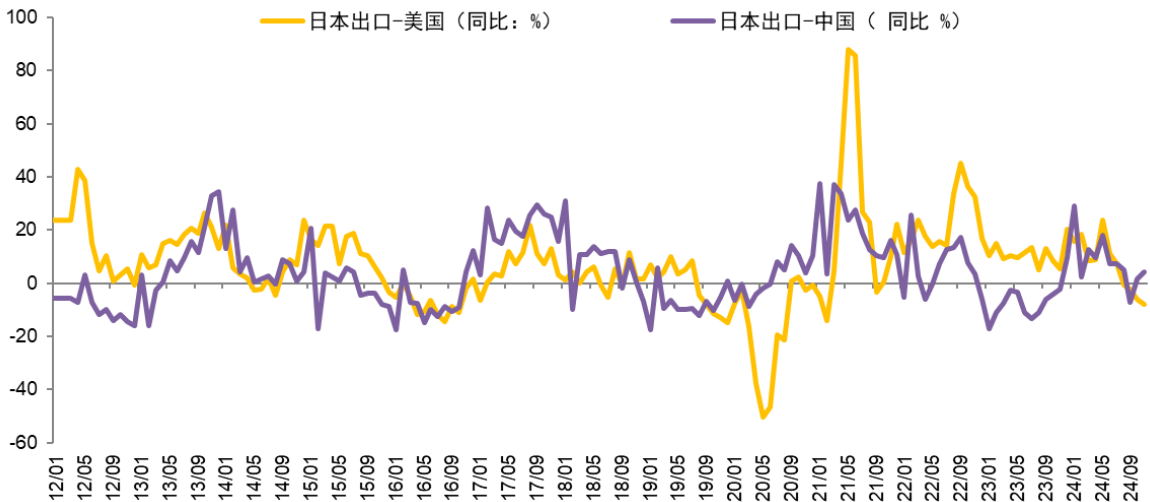
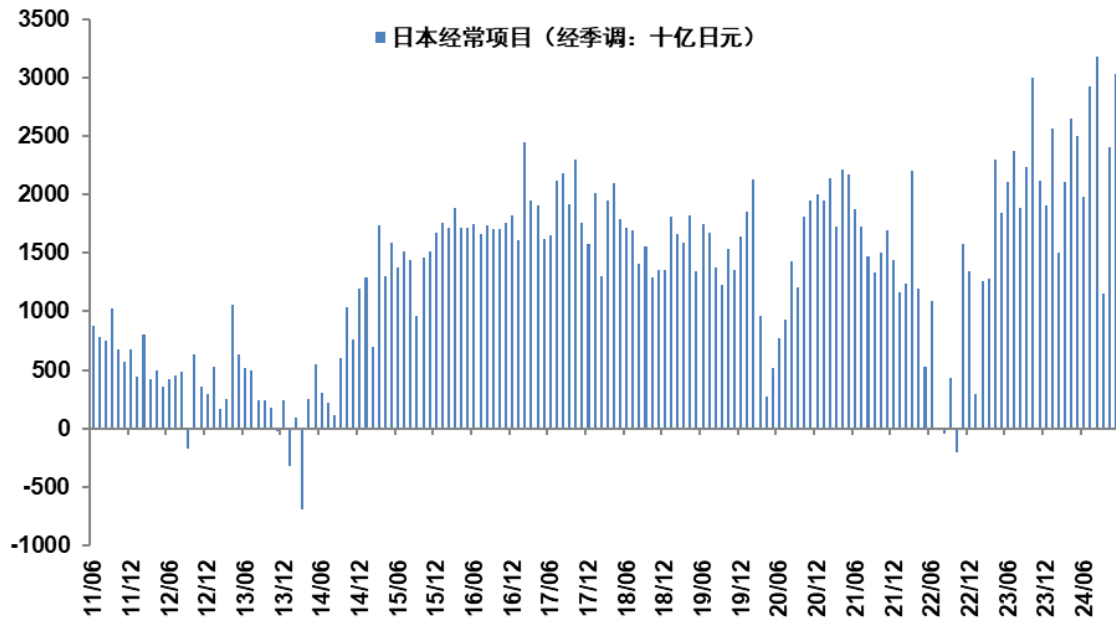


资料来源：WIND 资讯 华西证券研究所

弱势日元对日本经常账户带来支撑

“安倍经济学”推行以来，日本超级量宽带来日元持续贬值，在J曲线效应下，日元贬值带来日本贸易顺差提升。

虽然日本加息，但强美元下，日元仍维持弱势。

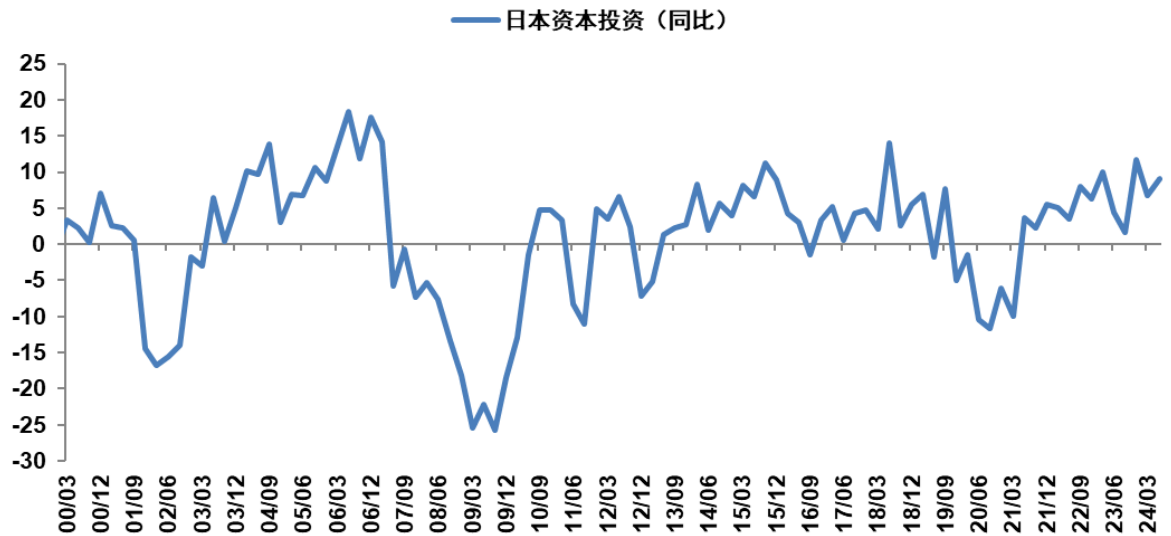
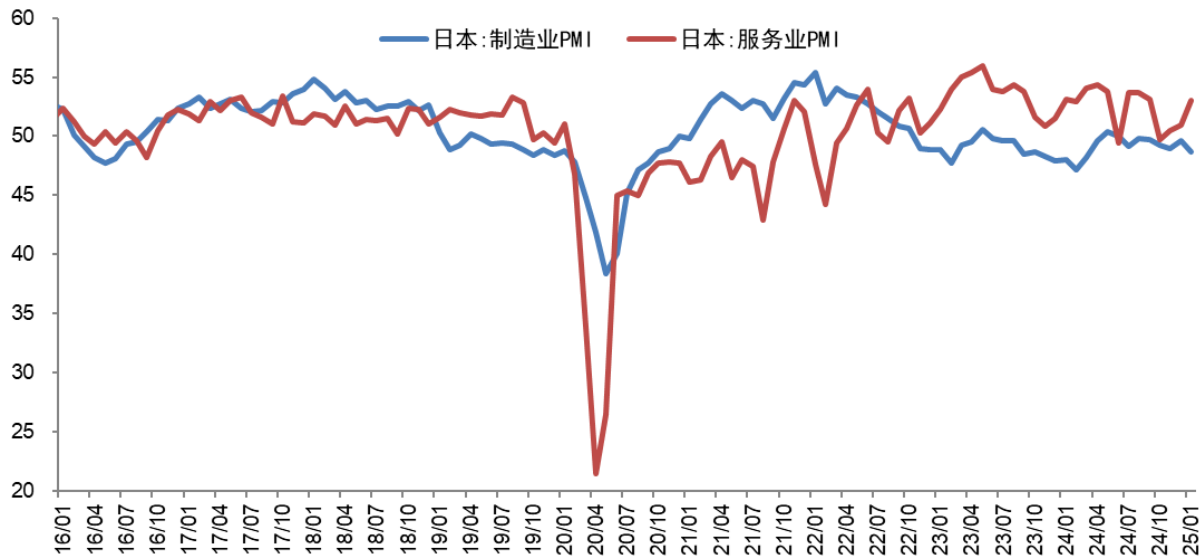


资料来源: WIND 资讯 华西证券研究所

需求相对稳定下，产能投资有所增长

在消费和外需带动下，下游需求相对稳定。

疫情后，日本资本投资增速有所回升。



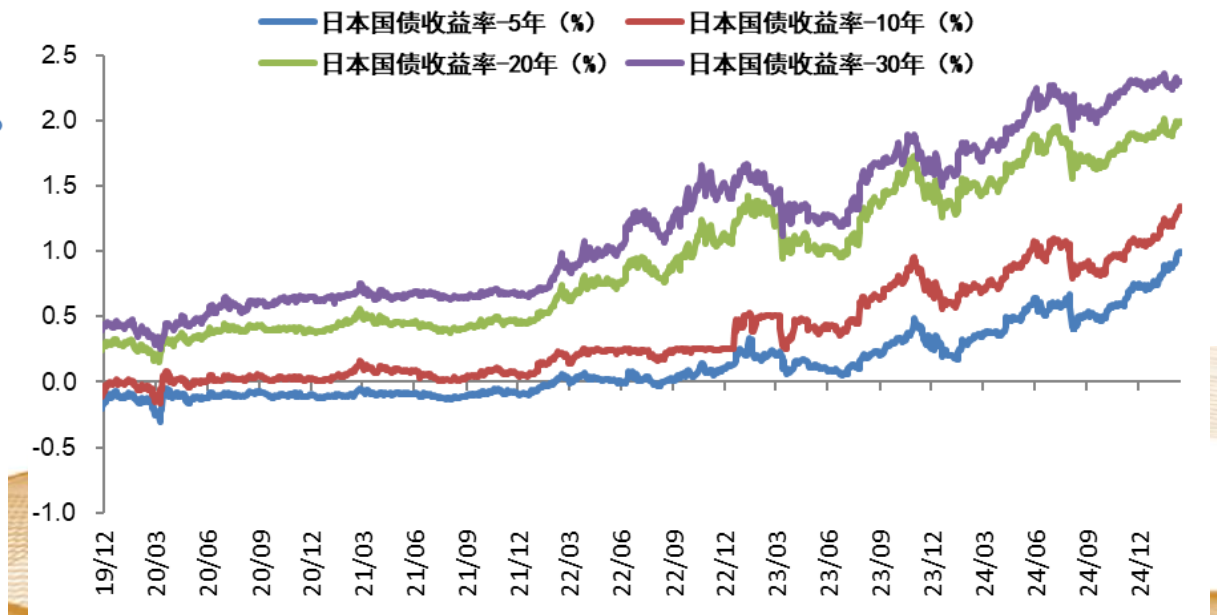
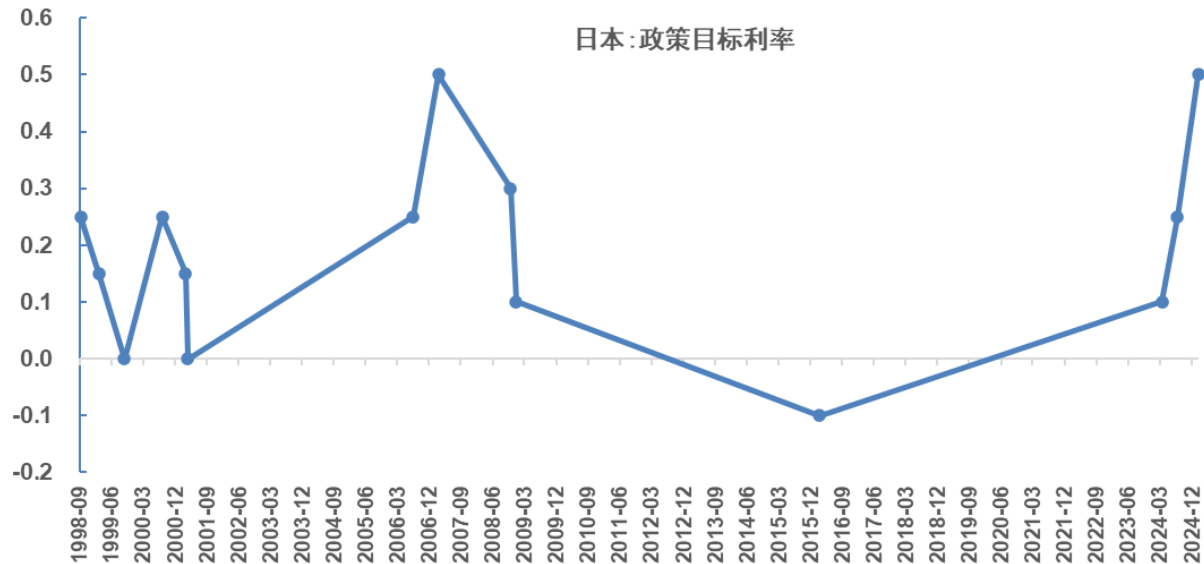
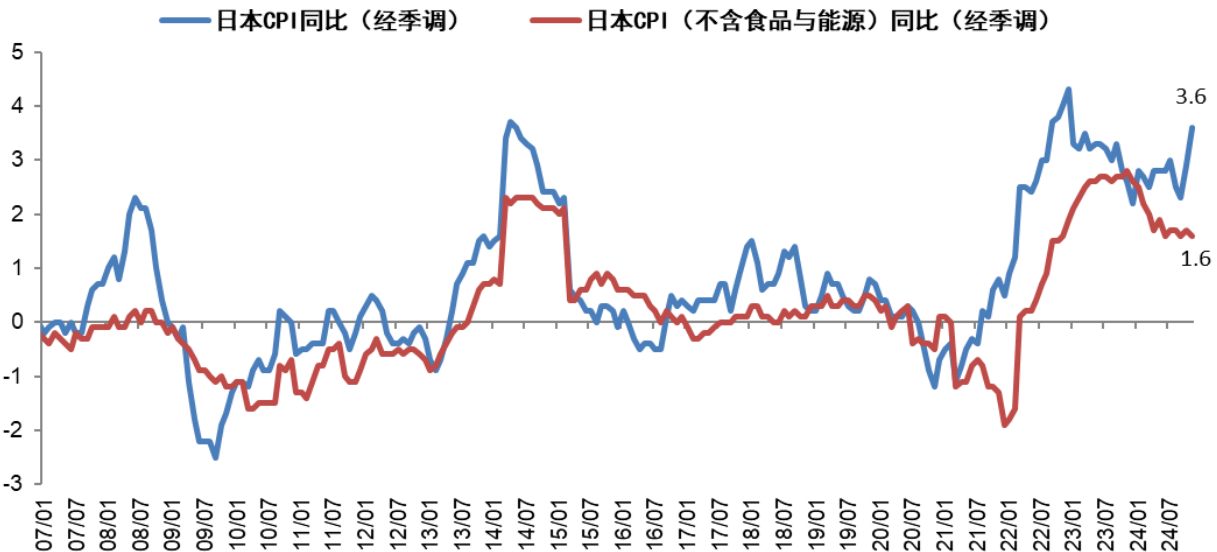
日本央行已三次加息，后续关注通胀

2024年3月21日，日本央行首次加息（2007年2月以来首次）。

2024年7月31日，日本央行再次加息，将政策利率从0%-0.1%上调至0.25%左右。同时表示到2026年第一季度将把月度购债速度降至约3万亿日元（约为196亿美元，相当于近期购债规模的一半）。

2025年1月24日，日本央行加息25bp至0.5%。原因：通胀连续回升、春季工资谈判总体利好、财政预算持续扩张。

未来一段时间，工资涨幅及通胀水平是日本央行是否进一步加息的重要影响因素。



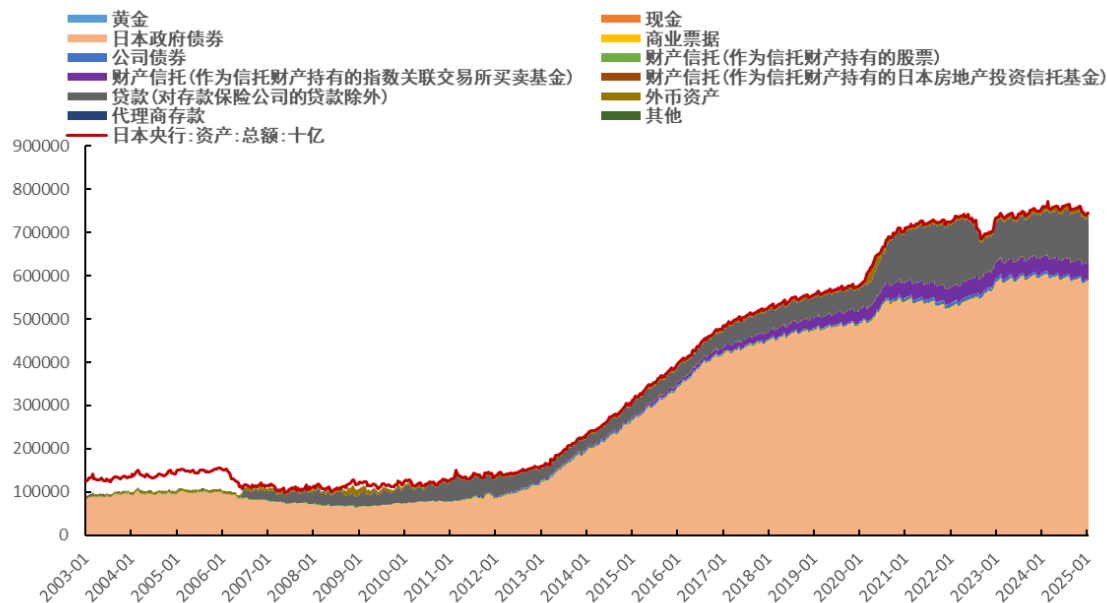
资料来源：WIND资讯 华西证券研究所

日本央行资产负债表：有所缩表，但节奏不快

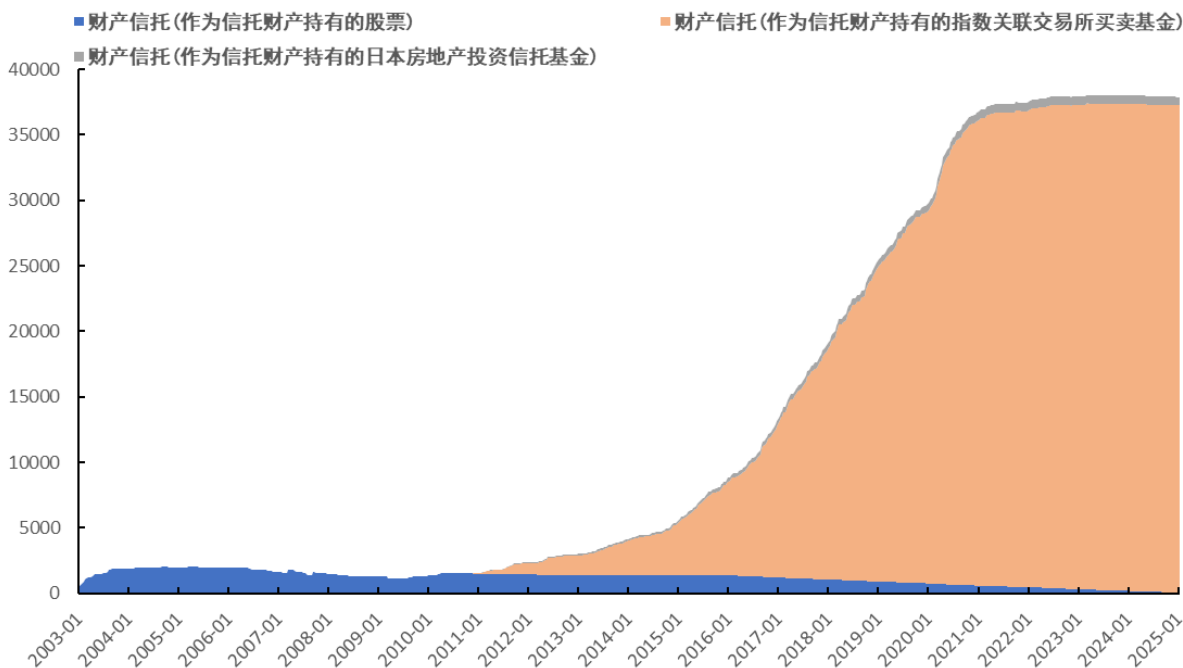
日本央行资产负债表从2013年初的约160万亿日元增长至峰值771万亿日元（2024, 3, 20）。

日本央行启动加息以来，资产负债表规模有所收缩，降至745万亿日元附近（2025, 2, 10）。从结构上看，主要是政府债券下降，商业票据也有所回落，持有的指数ETF保持不变。

预计未来一段时间，日本央行资产负债表将继续有所收缩，但节奏不会快。



资料来源：WIND资讯 华西证券研究所



日本央行购入并持有较多的三类资产：

日本政府债券：占比78.5%；

贷款：占比13.6%；

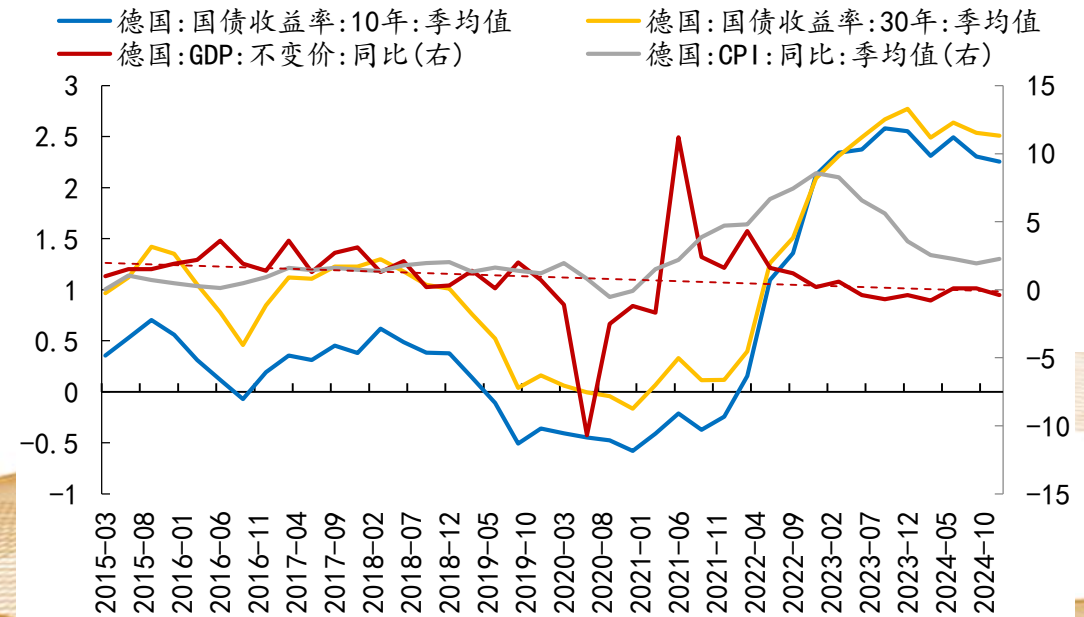
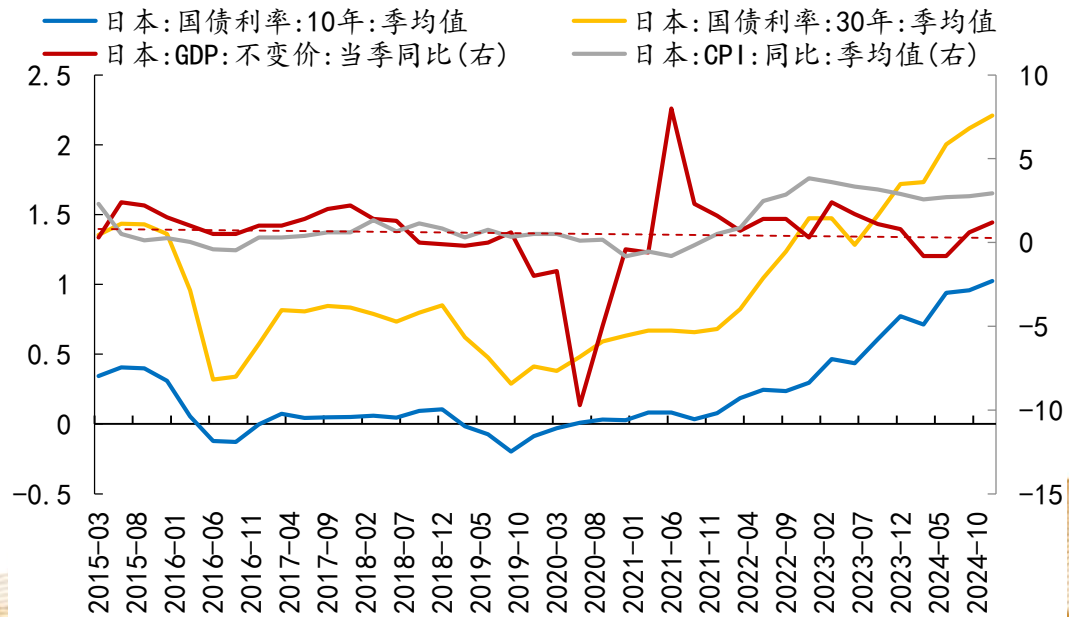
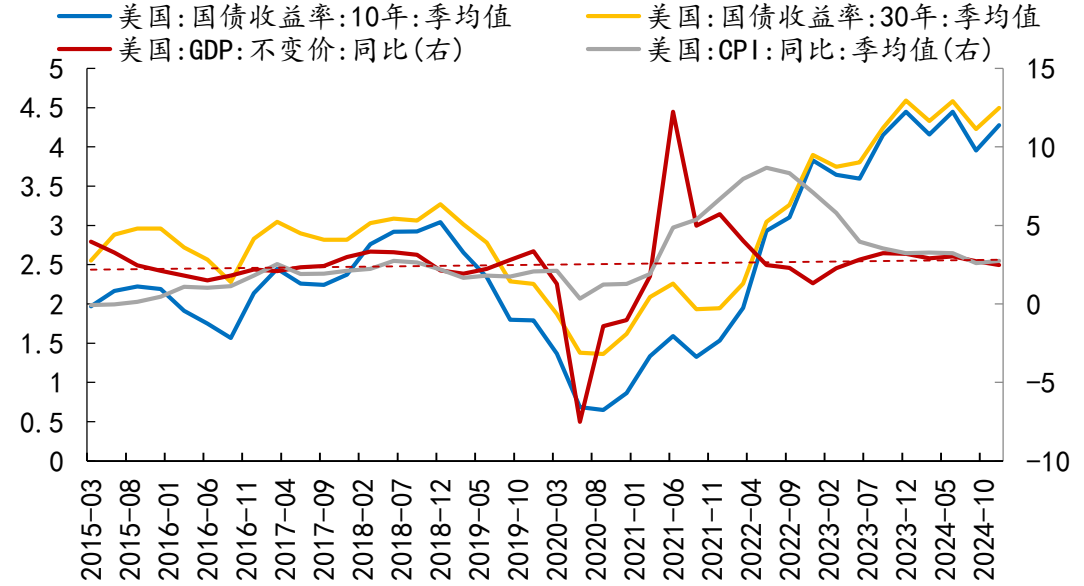
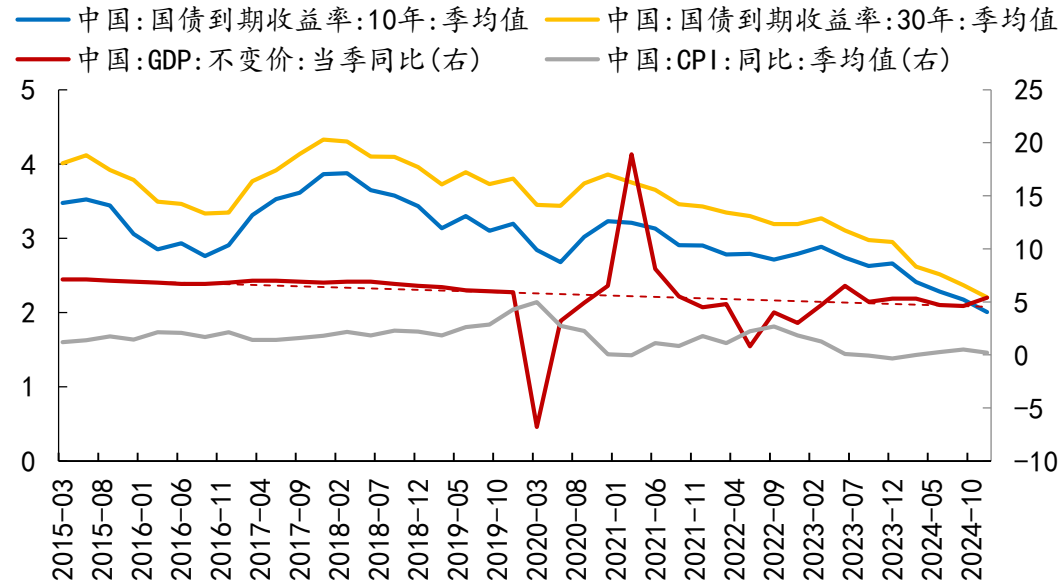
指数ETF：占比5%。



2. 大类资产展望

长端国债收益率与通胀率

世界主要国家长端利率和经济增速与通胀率 (%)



资料来源: WIND资讯 华西证券研究所

长端国债收益率与通胀率

疫情后，相比于经济增速的影响，通胀水平对长端利率影响更加显著。通胀水平影响货币政策及预期，政策利率随通胀率上升而调整，推动短端利率上行，并进一步带动长端利率上升。

表：疫情前后主要经济体长端利率与经济增速和通胀率（%）

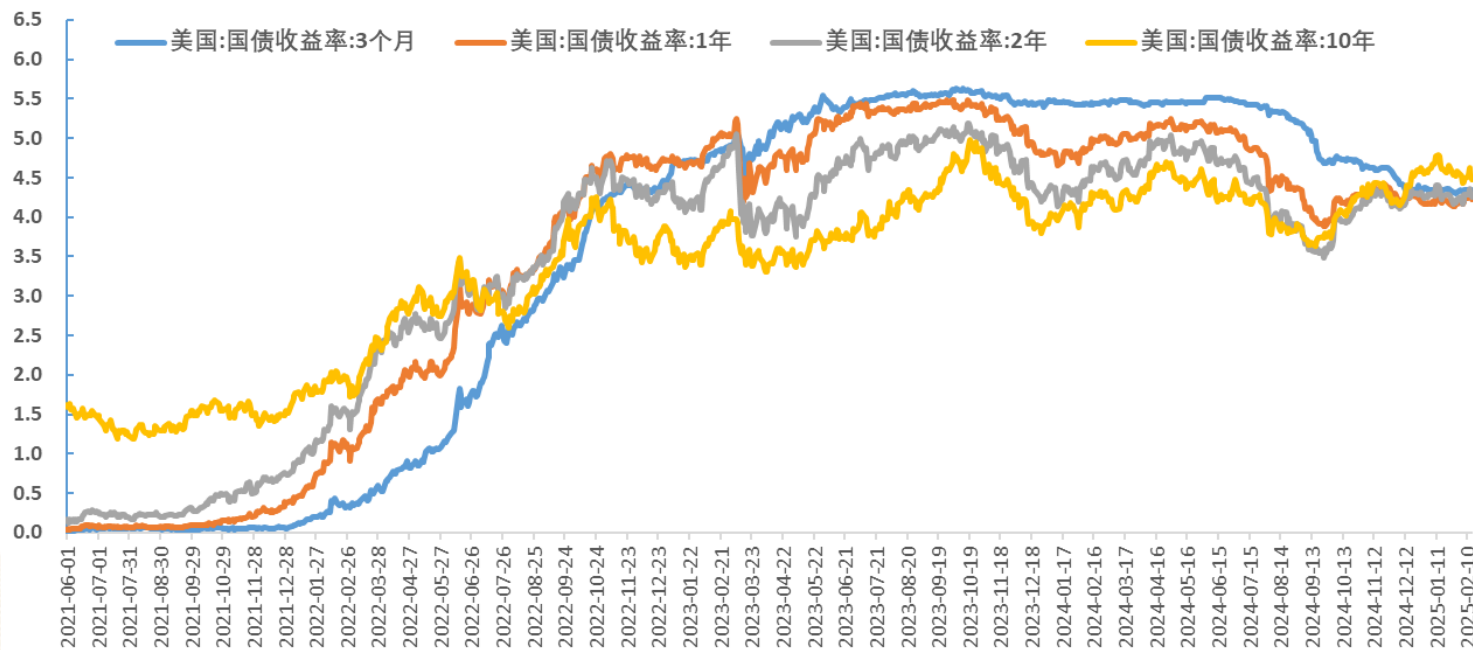
	中国		美国		日本		德国	
	2017-2019	2022-2024	2017-2019	2022-2024	2017-2019	2022-2024	2017-2019	2022-2024
10年国债收益率 (%)	3.4626	2.5694	2.4607	3.7058	0.0117	0.5744	0.2093	1.9963
30年国债收益率 (%)	3.9790	2.9163	2.8620	3.8717	0.6877	1.5539	0.8900	2.1398
GDP: 不变价: 同比 (%)	6.6000	4.5000	2.7000	2.7333	0.6333	0.8333	1.6000	0.3000
CPI: 同比 (%)	2.2000	0.8000	2.1000	5.0000	0.6667	2.8000	1.5667	5.0000

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所，表中数据为区间均值

美债利率：维持相对高位

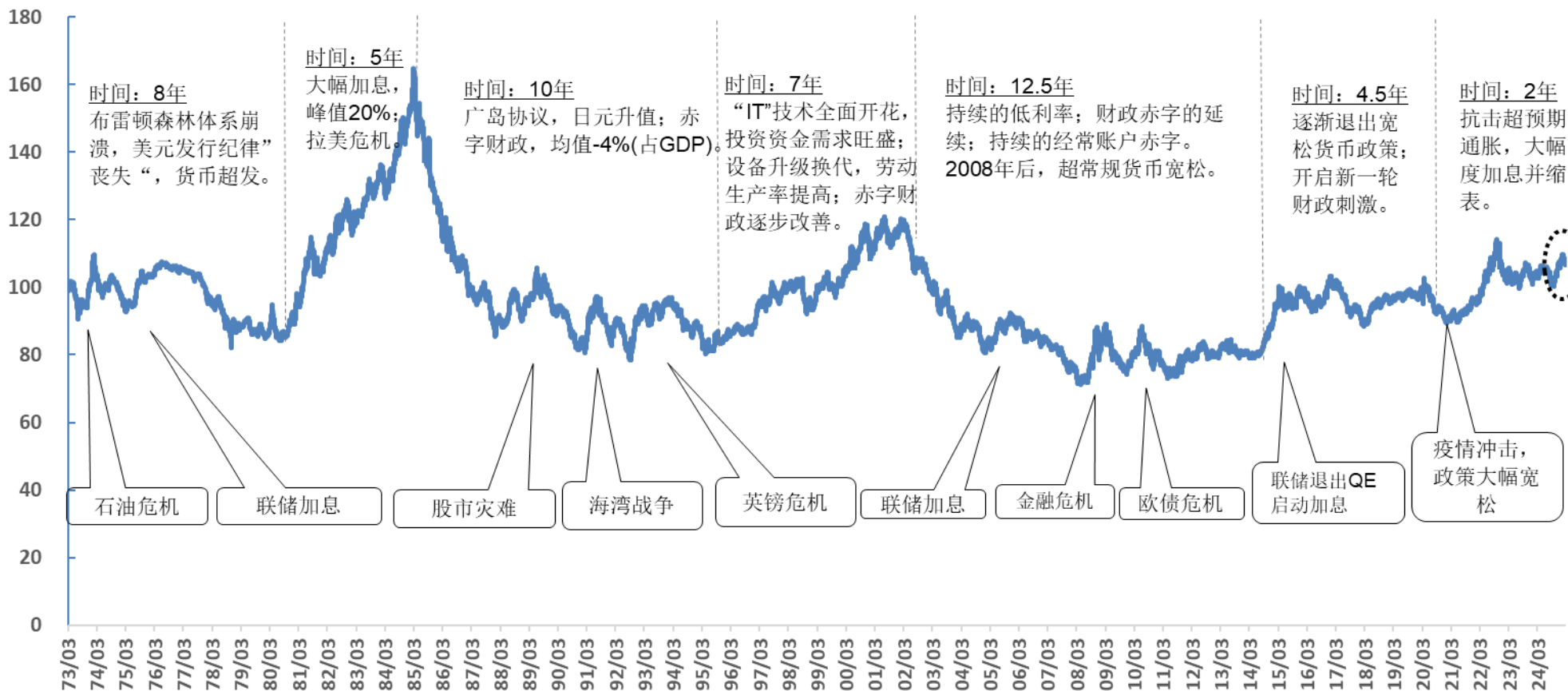
- **美债利率回顾：** 2022年1月至2024年6月底，3个月期美债利率从0%上升至5.5%附近；10年美债利率从1.5%上升至高点4.95%，6月底约为4.4%。
- **2024年7月中旬至9月中旬，**美联储降息预期兑现下，美债利率较显著回落。
- **最新变化：**2024年9月中旬以来，受较强经济数据及“特朗普交易”影响，美债中长端利率持续回升。
- **展望：**美国通胀仍较高，且不确定性增加；美联储暂停降息下，预计美债利率将维持在相对高位。

图：不同期限美债收益率（%）



资料来源：WIND资讯 华西证券研究所

美元指数：维持相对强势状态



美元指数：维持较强状态

美联储降息路径不确定性上升，美国基本面较欧洲强，特朗普关税因素持续扰动，美元指数维持相对强势状态。

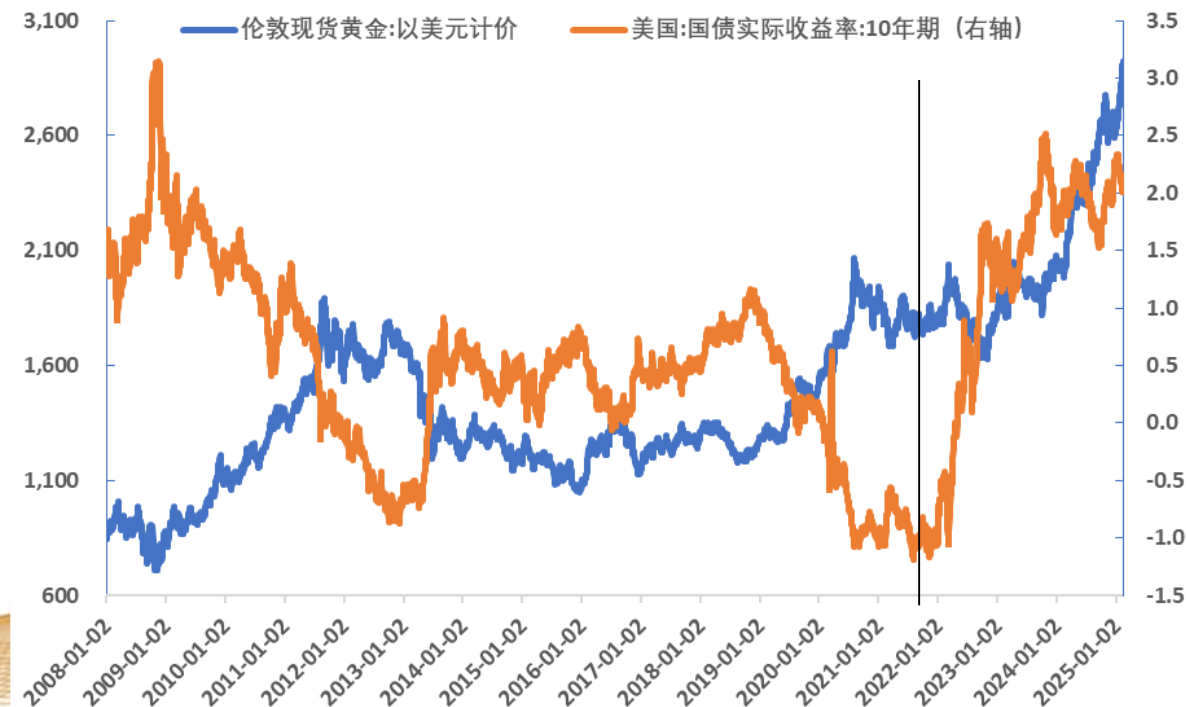
黄金：不确定性环境下，避险重要资产

- 关税、地缘政治等不确定性，主要经济体财政扩张，均对金价形成支持。
- 新兴经济体央行持续购入黄金，导致现货黄金供给偏紧，推动金价上涨。

图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



3. 风险提示

地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。

谢谢！！

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。