

策略点评 20251013

特朗普关税再袭——港股&海外周观察

2025 年 10 月 13 日

■ 近两周（2025 年 9 月 29 日-2025 年 10 月 10 日）发达市场转跌，新兴市场继续上涨。从变化幅度来看，发达市场下跌 0.9%，新兴市场上涨 3.0%。

■ 港股：近两周恒生科技上涨 1.0%，恒指上涨 0.6%，恒生港股通上涨 0.8%。行业上，原材料业领涨。南向资金主要流入非必需性消费和资讯科技业，主要流出电讯业。

关税重回视野，港股短期波动风险加大。往后看，中长期上行趋势还在。

其一，短期中美关税问题超市场预期，或导致港股有回调风险。叠加近期美股 AI 泡沫叙事再起，港股 AI 科技方向短期波动或会加大。资金会转向避险行业。

其二，除关税外，投资者仍关心本月四中全会十五五规划定调会。如果政策超预期，市场修复力度会更强。

其三，中长期看，我们对港股并不悲观。一是，全球仍处在降息周期，货币宽松背景下，股市仍有上涨空间；二是，AI 产业趋势不可阻挡，中国 AI 产业加速，港股科技龙头仍有上涨空间。三是，我们认为明年一季度，经济基本面和企业盈利会进一步改善。

■ 美股：近两周道指领跌 1.7%，标普 500 下跌 1.4%，纳指下跌 1.2%。美股在两大事件及经济数据的扰动下整体收跌，具体来看：

其一，美国政府停摆，裁员开始。美国政府进入停摆状态超一周。美国联邦政府因国会参议院未能在联邦政府资金耗尽前通过新的临时拨款法案，于 10 月 1 日“关门”，是时隔近七年的再度“停摆”。根据经济学家估计，停摆每持续一周将令美国季度 GDP 增速减少 0.1 至 0.2 个百分点。不过参考历史经验，政府停摆对经济不是“不可承受之重”，大概率会在秩序回复后回补。但就业风险值得警惕，因为与以往政府停摆不同的是，特朗普此次采取裁员策略，加大对民主党选区联邦雇员的影响，联邦政府裁员已经开始。

其二，中美贸易摩擦再升级。10 月 10 日，特朗普威胁从下月起对中国商品加征 100%关税，且表示 APEC 会议上可能取消会晤。不过，随后他又表示不会取消。此轮关税升级从 10 月 3 日就“初见端倪”，并非突然升级：10 月 3 日，美国海关与边境保护局表示，14 日起对中国拥有、运营或建造的船舶征收高额港口费；10 月 7 日，美国众议院“中美战略竞争特别委员会”表示准备再次限制出口中国能获得的光刻机设备；10 月 9 日，中方开始反制：中国商务部及海关出台一系列出口管制，比如使用了价值比例超过 0.1% 的中国稀土材料制造的产品及以上的中国稀土制品，需有中国的出口许可才可以出口至其他国家。北京同时宣布，将对与美国有关联的船只征收新的港口费用，包括由美国公司拥有或营运的船舶。

其三，宏观经济数据“喜忧参半”。“喜”的是：1）私人数据提供商 Revelio Labs 公布非农就业人数 9 月增加 6 万人；2）美国 9 月 ISM 制造业指数 49.1，好于预期（49）及前值（48.7）。结构上，新订单及出口订单回落，生产及库存在改善；“忧”的是：1）9 月 ADP 就业减少 3.2 万，为 2023 年 3 月以来最大降幅，大幅不及预期的增长 5.1 万；2）美国 9 月服务业 PMI 降至 50，低于预期 51.7 及前值 52。

短期来看，我们认为美股波动加大，调整即机会。一是，11 月 1 日是重要“截止日期”，这一天不仅是特朗普关税升级的落地日，也是关键软件实施出口管制开始日，还是韩国 APEC 峰会见面日。因此实际来看，双方均在谈判上留有空间，根据 Polymarket，62% 的人认为仍旧会在 11 月 1 日会面；二是，相较于 4 月的“毫无准备”，本次贸易摩擦升级有“前车之鉴”的剧本可以学习，关税威胁更多的是手段而非目的。高关

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《基建与应用端齐发力，短期关注关税风险》

2025-10-12

《10 月港股金股：震荡上行中》

2025-10-12

税落地将增加美国通胀风险，阻碍降息空间，“TACO”仍是大概率；
三是，美国政府停摆已超过一周，特朗普立场有松动迹象。他表示愿意就医疗补贴与民主党谈判以结束拨款僵局，并暗示对话已经开始。参考历史，政府停摆时长通常在两周内，此外考虑为避免拖累中期选举等影响，预计停摆进一步延长时间有限。**最后，仍有 AI 叙事“托底”**。人工智能驱动的扩张仍有基本面的支撑。

从技术层面来看，截至 10 月 11 日，标普 500 市场广度回落至 57%。从情绪来看，截至 10 月 11 日，美股风险溢价从上周的 -0.76% 回升至 -0.60%，美股乐观情绪回落。

中长期来看，美股回归由经济基本面和企业盈利韧性所主导的轨道上，**主要趋势依然向上**。一是，美国宏观有韧性，有“复苏”迹象。居民工资收入稳健，将对消费和名义增速形成一定支撑。此外美国财富效应也对美国的经济增长形成保障；二是，Token 持续暴增，AI 落地仍在加速，中长期趋势确定，业绩兑现成为主线，因此美股 AI 叙事在中长期仍可以得到延续；三是，政策端，美国降息、减税等政策发力，可以给经济托底。

- **黄金：近两周，全球主要黄金 ETF 有 10 支增持**，其中流入最多的是 SPDR Minishares 黄金信托（+\$333.23 亿美元），其次是 SPDR 黄金信托（+\$331.99 亿美元），第三是 iShares 黄金信托（+\$153.4 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国；**全球主要黄金 ETF 有 2 支减持**，流出最多的是 Invesco 实物黄金 ETC（-\$284.27 亿美元），其次是 Xtrackers 黄金 ETC（-\$248.33 亿美元）。

近两周，机构边际小幅增持黄金，散户边际大幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 35.88 百万盎司（近两周环比+0.5%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.59 百万盎司（近两周环比+3.3%）。

全球资金：近两周，全球股票 ETF 转为净流入、债券 ETF 净流入加速。全球股票 ETF 净流入 \$286.55 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$280.94 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（+\$165.2 亿美元），其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出最多（-\$15.6 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流入最多（+\$19.1 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3：科技、材料和医疗保健；净流出行业是公用事业和金融。

■ 下周重点关注数据及事件：

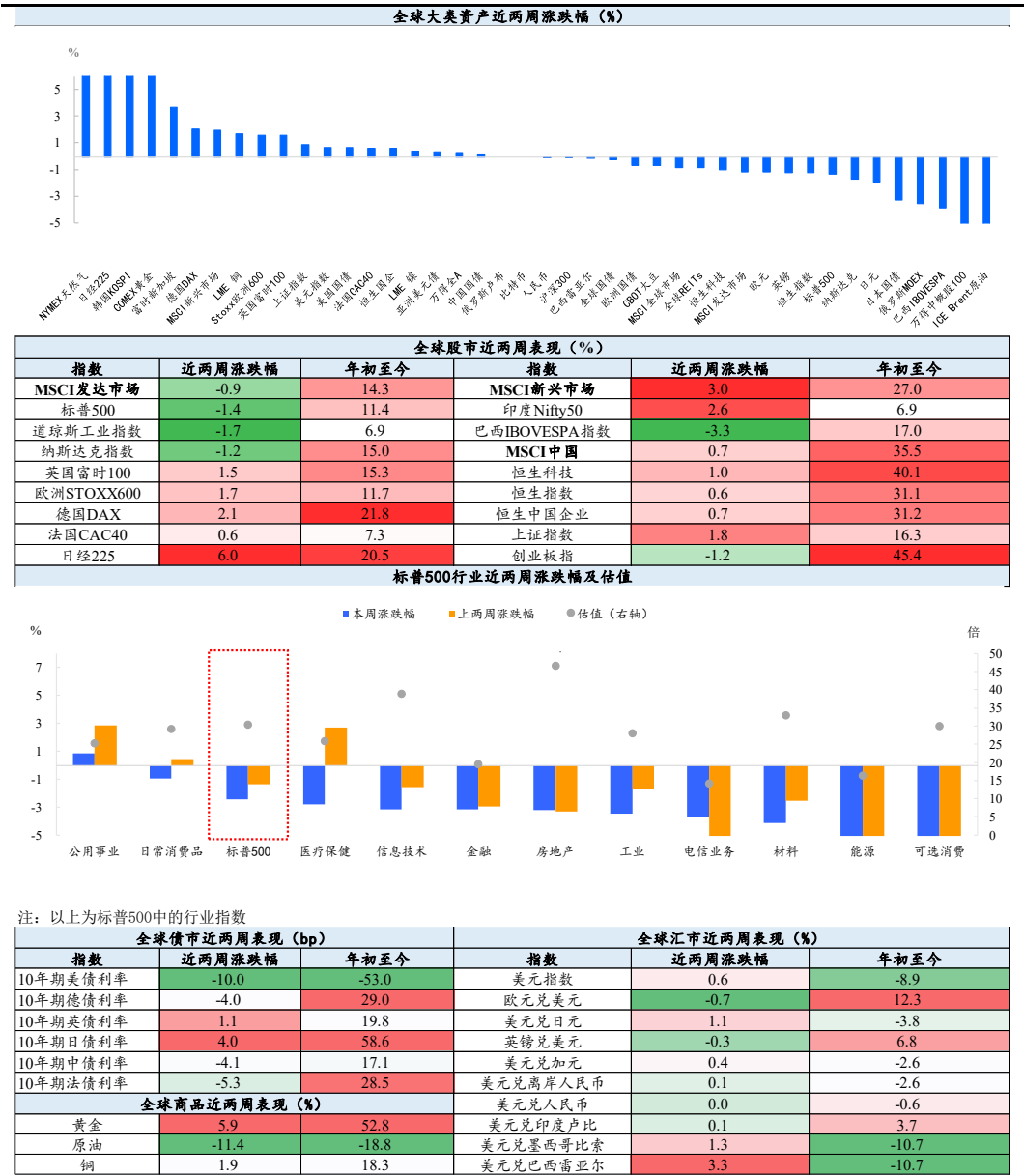
基本面方面：1) 10 月 15 日，美国 9 月 CPI 同比；2) 10 月 16 日，美国 10 月 11 日当周首次申请失业救济人数、美国 9 月 PPI 同比。

事件方面：1) 10 月 13 日，甲骨文 AI World 大会、诺贝尔经济学奖获奖人选公布。2) 10 月 14 日，美上诉法院裁定美关税非法，这些关税措施可以维持到 10 月 14 日；3) 10 月 16 日，美联储公布经济状况褐皮书。

财报方面：1) 10 月 15 日，海光信息第三季报。2) 10 月 17 日，寒武纪-U、海康威视、片仔癀、紫金矿业第三季报。

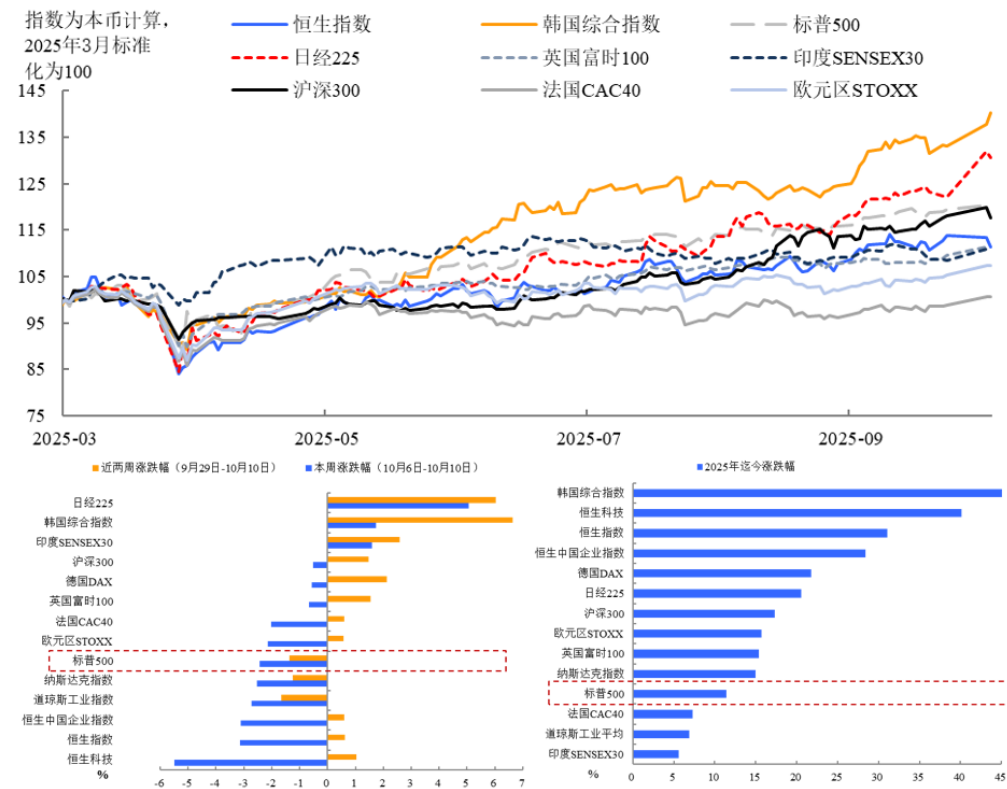
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场转跌，新兴市场继续上涨



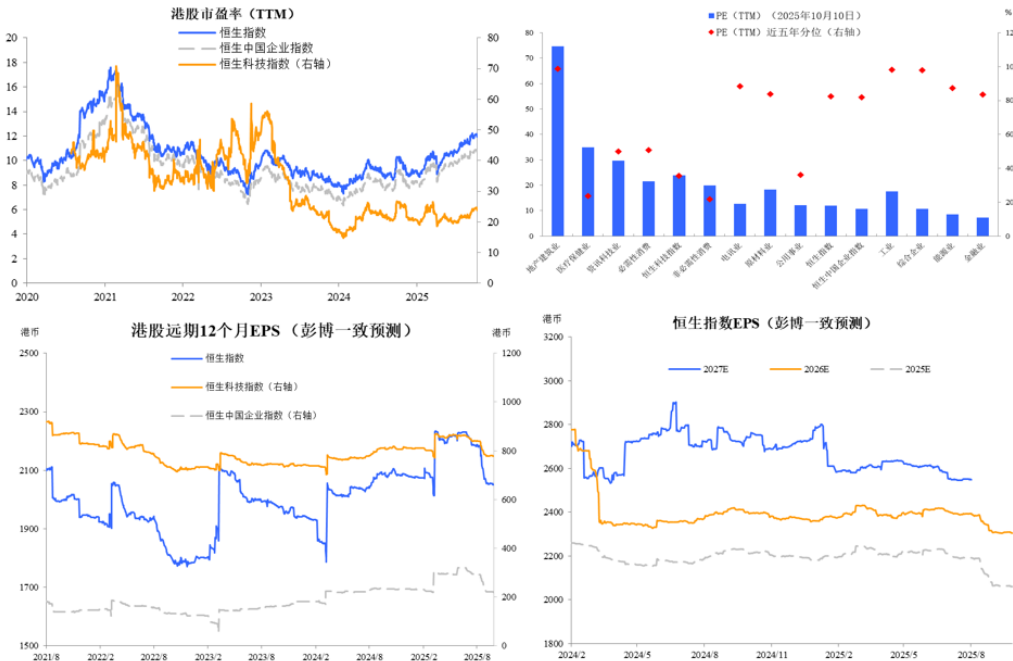
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数近两周小幅上涨



数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金净流入减速，当周港股通前 10 大净买入及净卖出



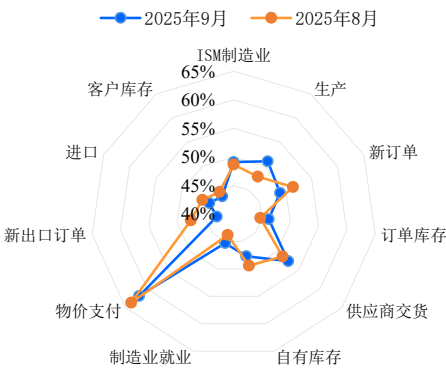
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：重要官员讲话

国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储副主席杰斐逊	2025/9/30	预计2025年经济增长率将维持在1.5%左右，通胀率未来几年将逐步下降至2%。杰斐逊提到关税影响将在未来几个月显现，政府政策仍在演变中。美联储将继续利用所有工具，关注经济表现，确保政策目标的实现。	美联储副主席杰斐逊指出劳动力市场趋软，可能带来压力，强调支持降息的重要性。政策不确定性高，杰斐逊强调审慎推进中性利率和资产负债表的有序收缩。
波士顿联储主席柯林斯	2025/9/30	美联储柯林斯认为通胀压力有所减弱但仍需关注价格上行风险。关税影响逐步显现，但整体影响较小人工智能被视为具有深远影响的技术。股市表现强劲带动家庭财富，通胀风险仍存，政策应兼顾多重目标。	预计通胀将持续高企至明年后逐步缓解，建议采取适度紧缩的货币政策。劳动力市场趋软，但经济增长依然强劲，未来可能在2025年放松货币政策。
波士顿联储主席柯林斯	2025/10/1	有利的金融环境为关注数据留出空间。	美联储仍需应对通胀风险。激进降息或将加剧通胀风险。经济前景大致符合美联储预测。如果经济符合预期，将逐步降息。
达拉斯联储主席洛根	2025/10/1	即使排除关税影响，通胀率也可能高达2.4%，主要受非住房服务推动，美国可能需要进一步的劳动力市场闲置，才能实现2%的通胀目标。目前金融环境已成顺风，表明现行政策仅具适度限制性。消费和企业投资表现强劲，也表明政策仅适度收紧。	尚不清楚美联储还能进一步降息多少，才会触及中性水平。将在任何进一步的降息中保持谨慎。
芝加哥联储主席古尔斯基	2025/10/3	受政府关门直接影响的将是那些没有按时领到工资的联邦工作人员。在停摆期间，如果经济数据不公布，我们就会变的盲目。各项指标显示劳动力市场保持一定稳定度。实时指标显示失业率稳定。	如果无法获得官方失业率数据，美联储将根据所掌握的信息做出决定。我们要谨慎避免过度提前降息。希望停摆能尽快结束，不会对更广泛的经济造成影响。
美联储理事米兰	2025/10/3	美联储理事米兰强调及时获取就业数据的重要性，以指导未来政策。米兰强调通胀预期已稳固，需求弹性使消费者能应对关税影响，结构性改革由国会负责。	米兰认为美联储应采取前瞻性政策，关注住房成本和服务业通胀的变化。他指出中性利率已降至预估下限，金融状况虽宽松但政策趋紧，强调潜在经济增长。他表示对未来利率路径持谨慎态度，强调资产负债表的使用应谨慎，未接受主席职位面试。
达拉斯联储主席洛根	2025/10/4	美联储洛根指出关税持续加剧通货膨胀，带来价格上涨压力。洛根对非住房服务通胀持续高企表示担忧，强调其对经济的影响。若劳动力市场放缓超预期，通胀可能出现明显回落，需密切关注。关税效应可能持续更久，增加长期通胀预期上升的风险。	在劳动力市场平衡情况下，刺激需求虽加剧价格压力，但不影响就业，需谨慎调整利率。
美联储副主席杰斐逊	2025/10/4	关税影响部分商品高通胀，但预计明年通胀将逐步回落，就业市场数据显示放缓迹象，缺乏支持可能带来压力。美联储关注人工智能对生产力的潜在影响，确保通胀目标的实现。	美联储杰斐逊指出近期降息使政策趋于中性，强调保持平衡立场。通胀高于目标，就业面临下行风险，压力促使美联储调整策略。
美联储理事米兰	2025/10/4	美联储理事米兰预计在10月FOMC会议前提供必要数据，强调政策已趋紧。他预期移民流动将缓解住房成本，并批评萨默斯在多项问题上的错误判断。	米兰认为当前政策支持经济，且有空间降息，距离零利率仍有距离。他指出经济表现强劲，货币政策应反映去年以来的变化。米兰强调相对价格变动持续存在，特朗普的通胀目标与美联储无关。
美联储理事米兰	2025/10/7	美联储理事米兰认为上半年经济增长低于预期，受不确定性影响而放缓，但未来前景更为乐观。他对通胀前景持乐观态度，住房和租金通胀缓解，市场反应对政策调整提供了反馈。米兰指出资产泡沫难以识别，强调依赖政府数据进行决策的重要性，反对政治操控数据。	米兰强调货币政策应具有前瞻性，警示紧缩政策存在风险，且中性利率已下降，可能约为0.5%。他认为货币政策应独立于短期政治，关税不是主要推动通胀的因素，且不需调整通胀目标。
美联储理事米兰	2025/10/8	美联储理事米兰对经济增长持乐观态度，认为不确定性带来的拖累正在减弱。他预计资本流入美国将持续，不会减少，并强调不打算改变通胀目标。他认为银行业监管过于严格，强调美联储应由国会领导改革，聚焦核心使命，避免职能泛化。	米兰指出金融状况不仅由货币政策驱动，住房问题对经济影响巨大。米兰提到美联储资产负债表受监管体系限制，建议合理调整监管规模以讨论资产负债表问题。
美联储理事沃勒	2025/10/10	劳动力市场表现不佳，ADP和劳工部数据均显示就业增长为负，暗示尚未实现充分就业。	沃勒表示自己尚不确定是否为美联储主席的最终候选人，强调面试过程严肃且无政治色彩。通胀压力有限，当前没有工资价格螺旋式上升的迹象，美联储对未来货币政策持谨慎态度。沃勒强调美联储将逐步降息，采取谨慎的行动策略，避免激进或快速的政策调整。

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国 ISM 制造业 PMI 环比改善



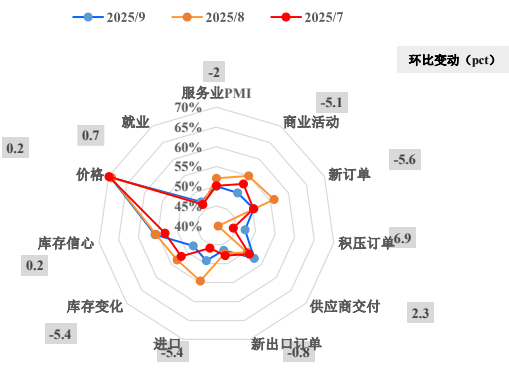
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：美国 9 月 ISM 制造业 PMI 主要拖累项是新出口订单，生产及订单库存改善

指标名称	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
制造业PMI	0.4	0.7	-1.0	0.5	-0.2
需求					
新订单	-2.5	4.3	0.7	-1.2	0.4
新出口订单	-4.6	1.5	-0.2	6.2	-3.0
在手订单	1.5	-2.1	2.5	-2.8	3.4
供应/生产					
生产	3.2	-3.6	1.1	4.9	1.4
制造业就业	1.5	0.4	-1.6	-1.8	0.3
供应商交货	1.3	2.0	-4.9	-1.9	0.9
进口	-1.3	-1.6	0.2	7.5	-7.2
库存					
订单库存	1.5	-2.1	2.5	-2.8	3.4
自有库存	-1.7	0.5	-0.3	2.5	-4.1
客户库存	-0.9	-1.1	-1.0	2.2	-1.7
价格					
物价	-1.8	-1.1	-4.9	0.3	-0.4

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：美国 ISM 服务业 PMI 环比回落



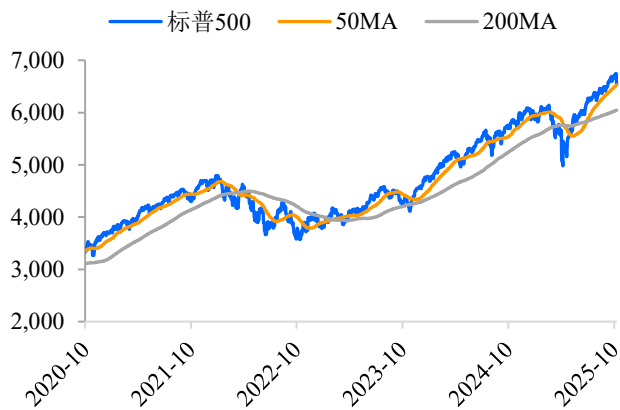
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美国 9 月 ISM 服务业 PMI 主要拖累项是新订单及库存

指标名称	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
服务业PMI	-2.0	1.9	-0.7	0.9	-1.7
需求					
新订单	-5.6	5.7	-1.0	4.9	-5.9
新出口订单	-0.8	-0.6	-3.2	2.6	-0.1
积压订单	6.9	-3.9	1.9	-1.0	-4.6
供应/生产					
商业活动	-5.1	2.4	-1.6	4.2	-3.7
服务业就业	0.7	0.1	-0.8	-3.5	1.7
供应商交货	2.3	-0.7	0.7	-2.2	1.2
进口	-5.4	8.7	-5.8	3.5	3.9
库存					
库存变化	-5.4	1.4	-0.9	3.0	-3.7
库存信心	0.2	2.3	-3.9	-5.8	6.8
价格					
物价	0.2	-0.7	2.4	-1.2	3.6

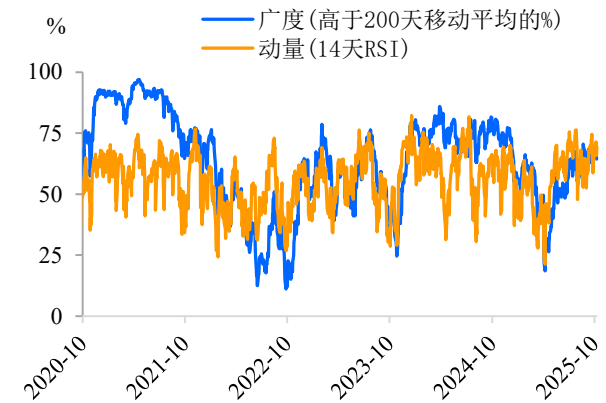
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：标普500的50及200日均线均向上



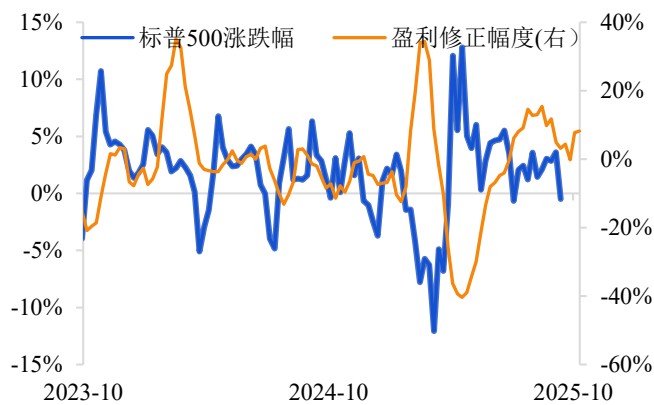
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：市场广度持续边际回落至57%



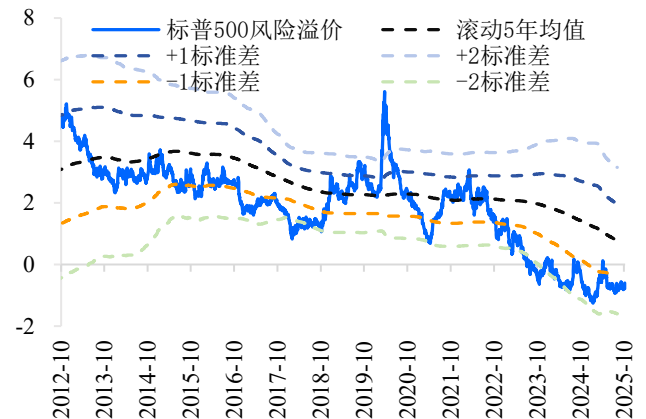
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：美股的盈利修正幅度斜率向上



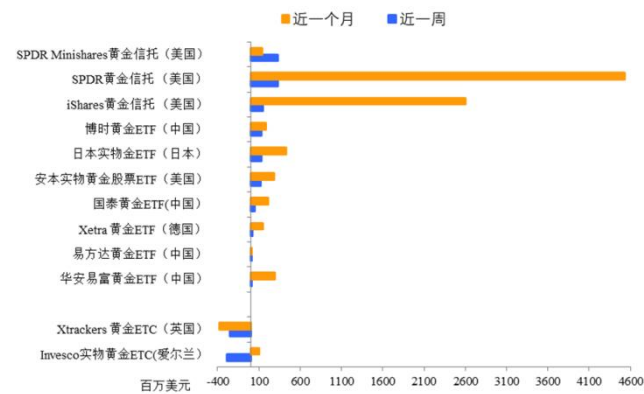
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：美股风险溢价上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：主要购买黄金ETF的国家集中在美国



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：机构边际小幅增持黄金，散户边际大幅增持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：全球股票型ETF转为净流入，其中主要流入地区为美国



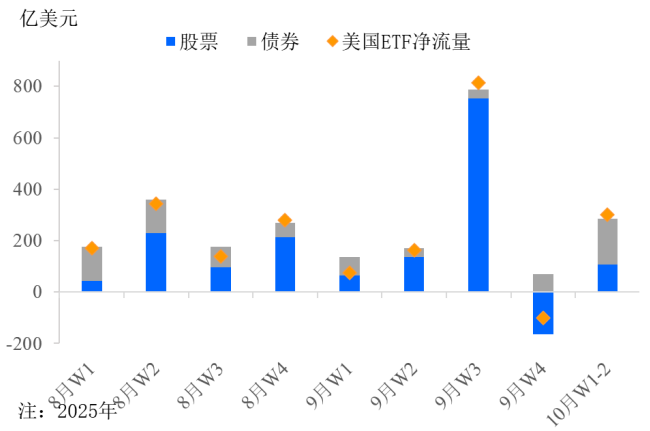
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出公用事业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.8	2.9	28.0	79.4	128.1
可选消费	2.3	3.4	14.3	31.9	15.0
必选消费	1.2	0.9	8.6	22.9	16.4
能源	0.7	0.8	2.8	3.9	-62.0
金融	3.2	-0.9	76.6	208.6	271.4
医疗保健	0.4	12.6	27.6	32.7	-26.9
工业	2.2	6.1	46.8	84.2	224.3
材料	5.9	16.6	65.1	149.8	101.9
科技	8.9	21.8	94.9	172.6	442.9
公用事业	0.6	-1.9	-0.8	16.9	65.6

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：近两周美国 ETF（股+债）转为净流入



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图19：重点关注美国 9 月 CPI 同比、10 月 11 日当周首次申请失业救济人数、9 月 PPI 同比

周一 (2025/10/13)	周二 (2025/10/14)	周三 (2025/10/15)	周四 (2025/10/16)	周五 (2025/10/17)
印度-CPI 同比	欧元区-CPI 同比 CPI 月环比 欧元区-欧盟调和CPI 同比 欧元区-ZEW调查预期	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-纽约州制造业调查指数 美国-9月CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI 月环比 欧元区-欧盟调和CPI 同比 日本-工业产值(月环比)	美国-周零售销售月环比 美国-生产者价格环比 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-9月PPI同比 欧元区-失业率 日本-核心机械订单-环比 日本-第三产业指数月环比	美国-新宅开工指数 欧元区-欧盟调和CPI 同比 日本-失业率 日本-工作与申请人数比率

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>