

策略点评 20250713

特朗普“新关税”，是新风险？——港股&海外周观察

2025 年 07 月 13 日

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

■ 本周（2025 年 7 月 7 日-2025 年 7 月 11 日）发达市场和新兴市场均下跌。从涨跌幅来看，发达市场下跌 0.4%，新兴市场下跌 0.2%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 0.6%，恒指上涨 0.9%，恒生港股通上涨 1.1%。行业上，工业、金融及能源业领涨。南向资金主要流入金融、医疗保健及非必需性消费，主要流出电讯业。

我们对港股持谨慎乐观态度。港股下行相对有底，还在震荡向上趋势中，关注或有增量资金入场。增配红利和寻找低估股票成为市场共识。

1、我们观察到部分此前获利了国内结资金正在寻找增配窗口，大家的增配共识方向是红利股。除了银行，大家开始关注中有分红潜力的相对便宜的红利股。

2、近两个月市场更关注经济和企业盈利数据。经济预期市场分歧不大，投资者更愿意自下而上寻找被低估的股票。此外，部分股票正在经历回调，投资者正在等待入场时机。比如最近互联网巨头价格战，市场担心二季度企业盈利下滑，股价回调，我们观察到部分资金想要阶段性抄底。

3、我们比市场更担心外部风险上行，美股仍处在反弹趋势中。即便特朗普又有新关税策略，但是美股持续创历史新高，AI 科技成为股指主要上涨动能。相比上半年，投资者开始转变对美元资产的态度，美股很有可能继续演绎上涨带来上涨行情。这会分散海外投资者对中国资产的关注。

■ 美股：特朗普“新关税”+美联储官员内部分歧加剧，本周美股普跌。其中道指领跌 1.02%，标普 500 及纳指分别下跌 0.31%及 0.08%。

特朗普“对等关税”再次袭来。特朗普政府周二表示，已致函多个国家，包括日本、韩国、缅甸、老挝、南非、哈萨克斯坦和马来西亚，宣布将于 2025 年 8 月 1 日开始实施新关税税率。周四-周六，征税函频频来袭，比如宣布对加拿大征收 35%、对巴西征收 50%的关税，为公布新对等关税以来的最高水平。此外，行业上宣布自 2025 年 8 月 1 日起对铜征收 50%的关税。短期密集“关税加征潮”加大了美股的波动。

美联储 6 月会议纪要显示内部分歧加剧。部分官员认为，关税对通胀影响不会持久，但另一部分预计关税影响将到明年。具体来看，多数官员认为关税可能持续推高通胀，只有少数官员愿意在下次会议上考虑降息。考虑到不同票委对关税对通胀潜在影响的时间、规模和持续性存在“相当大的不确定性”，因此 6 月 FOMC 一致投票决定将利率维持在 4.25%-4.5%的区间，为连续第四次按兵不动。

短期来看，我们认为美股震荡上行为主。一是，短期内看空叙事不断被证伪。地缘冲突缓和、降息概率上升及关税冲击尚未明显体现在“硬”数据上，稳定了市场对宏观环境的预期，叠加市场对关税政策的进一步钝化，市场预期联储或在经济增长并未大幅走弱下，开始降息；二是，AI 投资热潮持续；三是，资金继续回流美国。从全球来看，资金继续流入美国，本周美国股票 ETF 净流入近 54.5 亿美元，明显超过其他市场。

最后，从技术及情绪来看，本周美股表现仍旧相对积极。从技术层面来看，标普 500 的 50 及 200 日均线均向上，市场广度持续上升达 65%左右。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度斜率仍旧较为陡峭，向上修正至 9.8%，意味着短期可能进一步催生指数的上涨。另一方面，美股风险溢价从上周的-0.7%降至-0.9%，市场对风险资产的偏好仍较强。

中长期来看，虽然依然充斥着不确定性，但美股下半年将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，随着

相关研究

《业绩线、政策博弈和产业趋势》

2025-07-13

《中报前瞻，有哪些景气的方向？》

2025-07-12

关税效应的逐步显现（提前消费消退），美国经济确定性放缓，但整体来看还不至于衰退，仍有财政政策对 GDP 形成支撑。因此未来一个季度是重要的观察窗口，如果通胀保持温和，为美联储今年下半年多次降息铺平道路，美联储降息预期或会进一步增强，给市场流动性注入活力；二是，尽管上半年存在较多不确定性，但美国金融环境仍处于年内较低水平；三是，美国企业尤其是科技的支出仍旧强劲，且这一势头正在延续。因此从中长期的视角来看，我们倾向于认为全球大型企业正在创造、产生并投入更多。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 6 支增持**，其中流入最多的是日本实物黄金 ETF(+ \$1.07 亿美元)，其次是华安易富黄金 ETF(+ \$0.797 亿美元)，第三是 SPDR Minishares 黄金信托(+ \$0.786 亿美元)；其中主要增持国家集中在日本和中国；全球主要黄金 ETF 有 2 支减持，Xtrackers 黄金 ETO(- \$5.33 亿美元)，其次是 SPDR 黄金信托(- \$0.31 亿美元)；

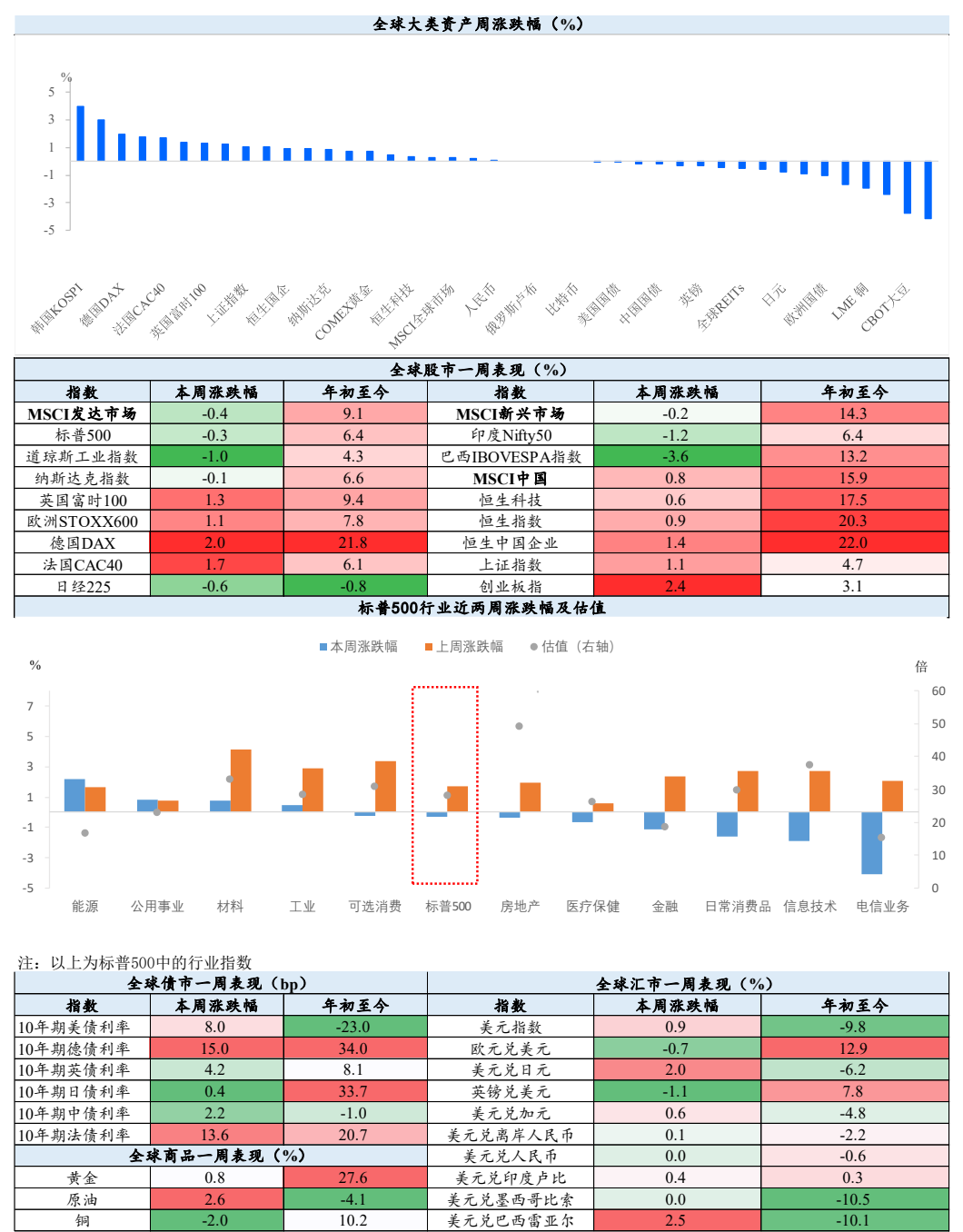
机构黄金较上周持平，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.43 盎司(周环比 0%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.79 盎司(周环比+0.5%)。

全球资金：全球股票 ETF 净流入放缓、债券 ETF 净流入加速。全球股票 ETF 净流入 \$154.98 亿美元，边际流出 136.82 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$103.78 亿美元，边际流入 51.95 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多(+ \$54.4 亿美元)，其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出(- \$3.2 亿美元)，新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多(- \$23.0 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、工业和公用事业；净流出行业为医疗保健和可选消费。

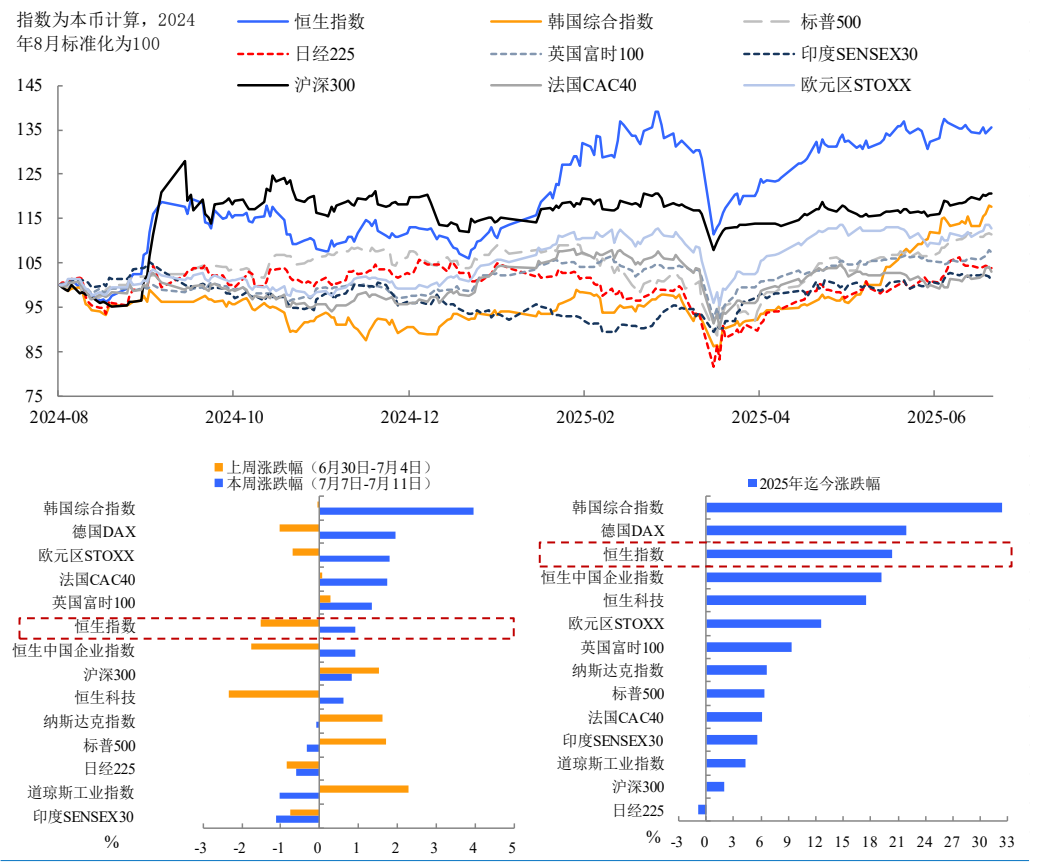
- **下周重点关注数据及事件：**1) 7 月 15 日，美国 6 月通胀、纽约州制造业调查指数；2) 7 月 15 日，欧元区 ZEW 调查预期欧元区、ZEW 调查当前形势；3) 7 月 15 日，日本核心机械订单-环比；4) 7 月 18 日，美国密歇根大学消费者信心指数；5) 7 月 18 日，日本国民消费物价指数同比
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场转跌



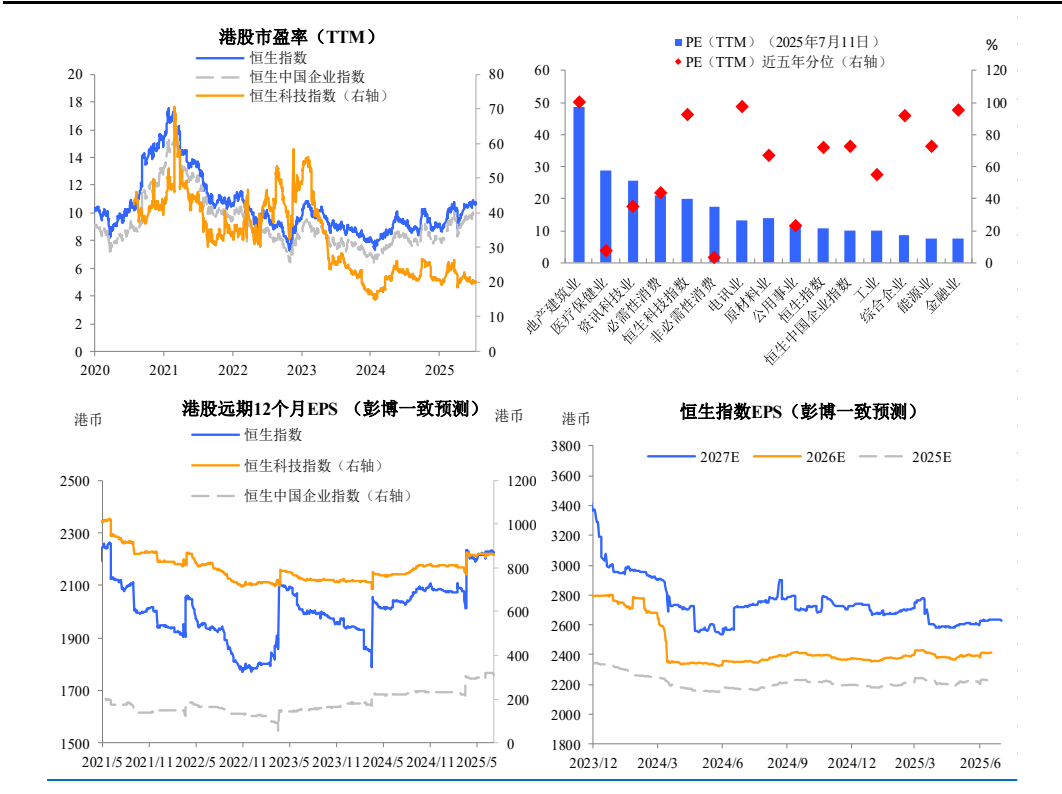
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周转涨



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：南下资金净流入加速，流入的板块集中在金融业，电讯业流出显著



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美国与各国贸易及关税情况

国家/地区	4月2日关税税率	7月8日新关税税率	变化	2024年美国从该国的进口金额 (十亿美元)	2024年美国从该国的进口占比 (%)	潜在年收入 (十亿美元)	该国对美国出口/总出口金额占比 (%)	对美主要出口产品	7月8日协议关键内容
日本	24%	25%	1%	148.21	4.54	37.1	19.2	汽车及零部件、机械设备、电子产品（半导体、电路设备）、光学与医疗设备	
韩国	25%	25%	0%	131.55	4.03	32.9	18.7	电子产品（半导体、手机）、汽车及零部件、机械设备、石化产品	
泰国	36%	36%	0%	63.33	1.94	22.8	17.3	电子产品、汽车及零部件、机械设备、橡胶制品、食品（海鲜、水果）	
马来西亚	24%	25%	1%	52.53	1.61	13.1	12.5	电子产品（半导体、电子元件）、石油产品、橡胶制品（手套）、棕榈油	
印度尼西亚	32%	32%	0%	28.08	0.86	9.0	10.0	纺织品、棕榈油、橡胶制品、电子产品（计算机部件）、鞋类	
南非	30%	30%	0%	14.66	0.45	4.4	7.4	贵金属（铂、黄金）、汽车及零部件、矿产品（铁合金）、水果	
柬埔寨	49%	36%	-13%	12.66	0.39	4.6	37.3	纺织品（服装、鞋类）、农产品（大米、橡胶）、自行车	对额外的谈判持开放态度，并将增加关税推迟到至少8月1日
孟加拉国	37%	35%	-2%	8.37	0.26	2.9	18.6	纺织品（成衣）、皮革制品、黄麻制品	
哈萨克斯坦	27%	25%	-2%	2.33	0.07	0.6	1.4	矿产品（铀、石油）、金属（钢铁、铜）、化工产品	
突尼斯	30%	30%	0%	1.12	0.03	0.3	1.4	机械电子设备、纺织品、橄榄油、磷酸盐及其制品	
塞尔维亚	37%	35%	-2%	0.81	0.02	0.3	1.8	汽车零部件、机械设备、橡胶制品、水果（覆盆子）	
老挝	48%	40%	-8%	0.80	0.02	0.3	0.9	纺织品、农产品（咖啡、木制品）、矿产品（铜）	
缅甸	44%	40%	-4%	0.66	0.02	0.3	3.6	纺织品、农产品（豆类、大米）、矿产品（玉石、天然气）	
波黑	35%	30%	-5%	0.18	0.01	0.1	4.7	金属制品（铝、家具）、机械设备、鞋类	

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美联储降息预期降温

政策利率走势					
国家	2020年至今走势	最新值 (%)	预期2025年降息 (-) /加息 (+) 次数	预期2025年降息 (-) /加息 (+) 幅度	下次议息会议时间
美国		4.50	-3	-75bp	2025-07-30
欧元区		2.15	-2	-50bp	2025-07-24
日本		0.50	+1	+25bp	2025-07-31
印度		5.50	+2	+50bp	2025-08-06
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
美国财长贝森特	2025/7/7	美国财长贝森特表示美国有望实现经济增长而无通胀。贝森特将在48小时内公布多项贸易相关新政策和提议。关于越南问题，整体关税已提升至20%，显示贸易保护措施加强。	贝森特强调将按总统意愿行事，涉及财政部和美联储的职位安排。市场对降息预期影响经济定价，美元和其他货币的变动被认为是正常的外汇波动。		
美联储公布货币政策会议纪要	2025/7/10	部分与会者预计2025年实际GDP增长将优于之前预期，通胀率低于预期。	所有与会者认为维持当前联邦基金利率目标区间是适当的。关税减少减弱了经济前景的不确定性，但整体风险仍较高。多数官员认为应在适当情况下今年内下调联邦基金利率，部分考虑在7月会议降息。与会者普遍认为通胀和劳动力市场风险已减弱，但仍处于较高水平，2025年不太可能降息。		
2025年FOMC票委、圣路易斯联储主席穆萨莱姆	2025/7/10	美联储穆萨莱姆认为美国经济形势良好，劳动力市场接近充分就业，通胀存在上行风险。招聘趋势缓和，公司裁员意愿低，但劳动力市场仍存在下行风险，包括薪酬和工作时间的下降。金融体系流动性强，资本充足，但美国财政赤字和非银行金融风险需关注，外汇储备充足但需监控。	货币政策保持适度限制，金融环境有利于经济增长，但关税可能带来持续的通胀压力。关税影响预计在今年晚些时候或明年初显现，美元贬值可能推动通胀，稳定的通胀预期对政策至关重要。		
美联储理事沃勒	2025/7/11	沃勒强调逐步且可预见性地调整国债持仓，建议将重心转向国库券以优化资产结构。美联储资产负债表规模可能无需大幅缩减，目标在2.7万亿美元左右，未来仍有调整空间。沃勒指出美联储亏损源于资产购买行为，资产规模目标建议在5.8万亿美元左右。	稳定币被视为新型支付方式，将带来支付系统的竞争与创新。关税影响有限，不能忽视，但不会对全球经济造成巨大冲击，政策利率仍有调整空间。		
2027年FOMC票委、旧金山联储主席戴利	2025/7/11	戴利表示关税对价格影响有限，进口商和零售商吸收部分关税，市场缓解，通胀压力减轻。	美联储戴利表示经济状况良好，增长和就业稳健，通胀压力缓解，货币政策仍具限制性。戴利强调应保持政策灵活性，等待通胀上升，可能在秋季考虑降息，企业和家庭状况良好。劳动力市场逐渐降温，消费者支出放缓但未停止，关税影响有限，经济基本面支持逐步降息。政策前景存在不确定性，美联储可能采取两次降息措施，需继续关注经济数据变化。		
2025年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比	2025/7/11	美联储古尔斯比表示，在4月2日宣布关税之前，经济的硬数据看起来很稳定。自那以来，出现了潜在的混乱和不确定性，美联储需要解决这些问题。美联储大楼并非豪华建筑。这些建筑需要进行翻新，并且必须确保高度的安全措施。目前还没有太多迹象表明关税推高了通胀。中西部地区的企业仍然不确定接下来会发生什么。	不理解美联储应该降息以降低政府债务成本的观点，美联储的使命授权是关于就业和物价的。		
美国总统特朗普	2025/7/11	美国总统特朗普声称，他们对博索纳罗（巴西前总统）的待遇非常不公。可能在某个时间与巴西就关税问题进行会谈。（就对加拿大关税豁免）让我们拭目以待。（关于加拿大关税）认为这一举措反响相当良好。在发送关税信函后，加拿大昨天打了电话。敦促各国在关税截止日期前继续努力工作。	美联储主席鲍威尔工作糟糕，但不会解雇美联储主席鲍威尔。		

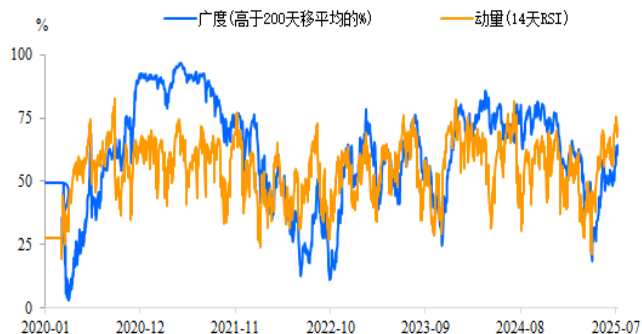
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：标普 500 的 50 及 200 日均线均向上



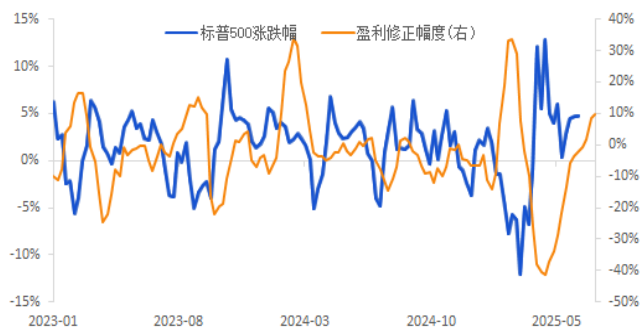
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：市场广度持续上升达 65% 左右，多头占优



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美股的盈利修正幅度斜率仍较为陡峭



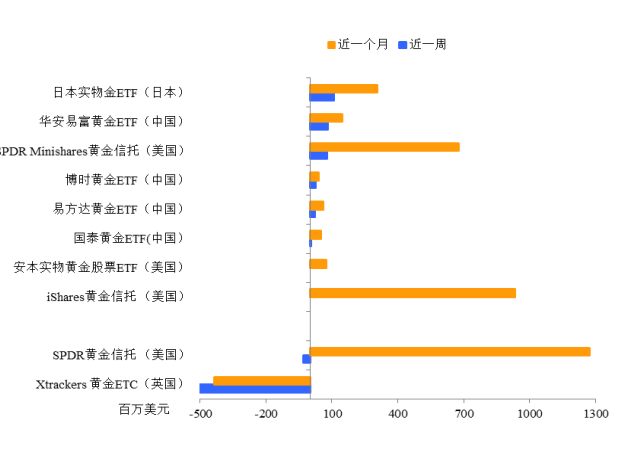
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美股风险溢价



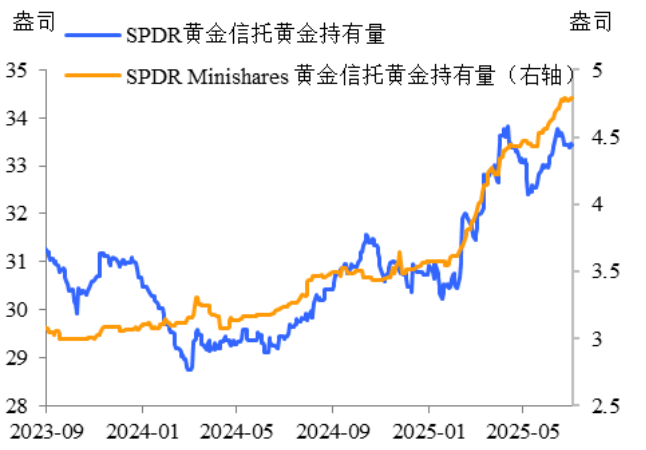
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：主要购买黄金 ETF 的国家集中在日本和中国



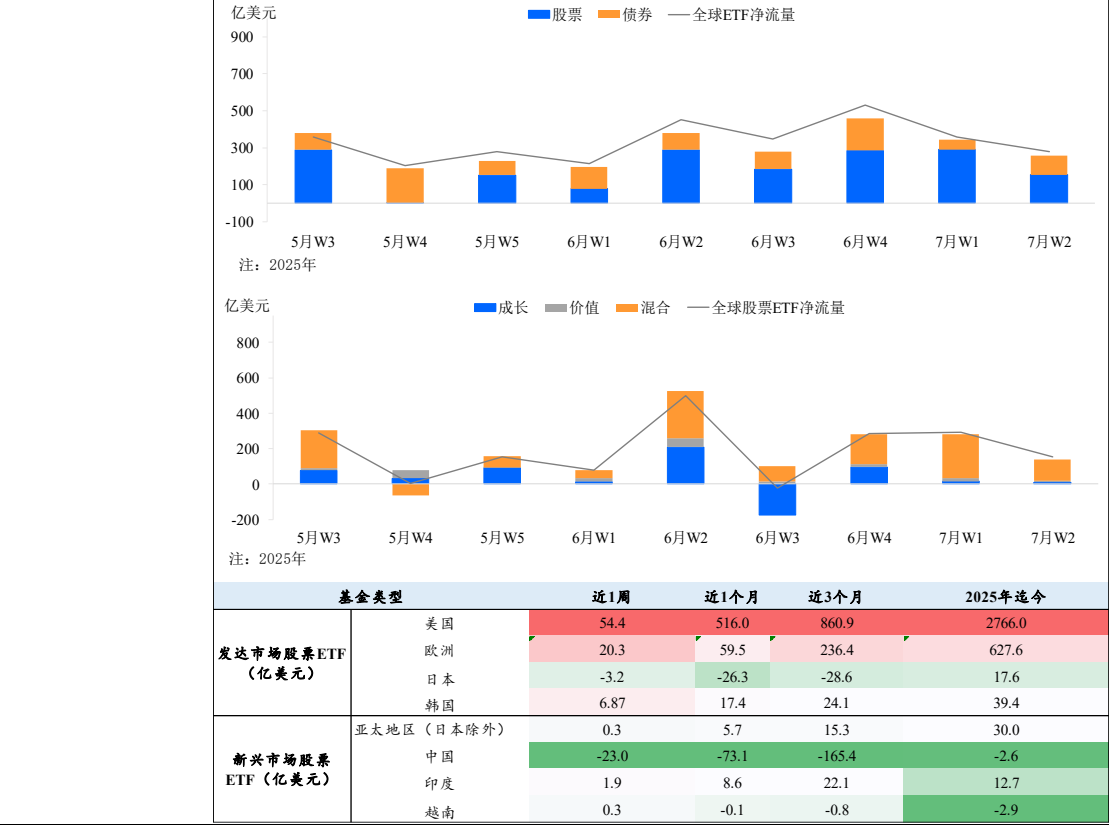
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：机构黄金较上周持平、散户边际小幅增持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：全球股票型ETF 净流入放缓，其中主要流入地区为美国



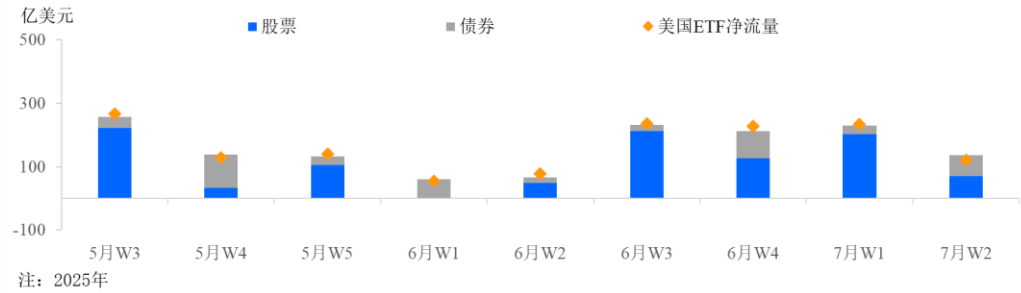
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出医疗保健的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-1.7	1.0	5.9	22.3	46.5
可选消费	0.6	-3.5	4.3	7.6	-16.2
必选消费	1.6	1.4	-3.1	-10.4	-6.1
能源	1.5	2.2	4.5	-12.6	-64.4
金融	0.3	5.7	16.9	-11.4	47.5
医疗保健	-2.8	-7.2	4.3	-38.4	-61.8
工业	3.6	11.0	40.2	84.3	144.4
材料	0.0	2.2	-0.5	-21.2	-47.7
科技	2.6	23.3	76.9	161.2	277.2
公用事业	1.6	6.8	14.7	25.8	50.3

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：美国 ETF（股+债）净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：重点关注 7 月 15 日美国 6 月通胀

周一 (2025/7/14)	周二 (2025/7/15)	周三 (2025/7/16)	周四 (2025/7/17)	周五 (2025/7/18)
欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-工业产值(月环比) 日本-核心机械订单-环比 日本-核心机械订单-同比 日本-工业产值(月环比) 日本-工业增加值同比 日本-产能利用率月环比 日本-第三产业指数月环比 印度-批发价格同比 印度-CPI 同比	美国-纽约州制造业调查指数 美国-6月CPI 环比 6月CPI 同比 美国-6月核心CPI 月环比 美国-6月核心CPI 同比 美国-CPI(除食品与能源)月环比 美国-CPI(除食品与能源)同比 欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI月环比 欧元区-ZEW调查预期 欧元区-ZEW调查当前形势 印度-出口同比 印度-进口同比	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-生产者价格环比 美国-PPI(除食品与能源)同比 美国-工业产值(月环比) 美国-设备使用率 美国-PPI(除食品与能源)月环比 美国-PPI最终需求同比 欧元区-欧盟调和CPI 同比 欧元区-欧盟调和CPI月环比	美国-零售销售月环比 美国-汽车销售(除汽车)月环比 美国-进口价格指数月环比 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI月环比 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-贸易余额 欧元区-失业率 日本-贸易余额 日本-贸易余额调整	美国-长期净TIC流量 美国-净TIC流量总计 美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-失业率 日本-国民消费物价指数同比 日本-全国CPI(除生鲜食品)同比

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>