

策略点评 20250622

以伊冲突继续主导全球风偏——全球市场观察系列

2025年06月22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6月16日-2025年6月22日）发达市场继续下跌，新兴市场走平。从涨跌幅来看，发达市场下跌0.5%，新兴市场走平保持0%。

■ 美股：基本面、政策面及事件面的冲击下，美股三大股指分化。其中标普下跌0.2%，道指整体走平保持0%，纳指上涨0.2%。

“硬”数据开始体现关税冲击。虽然以消费者信心为代表的“软”数据，情绪指标开始回升，但“硬”数据方面，美国5月零售销售环比-0.9%，预期-0.6%，前值由0.1%修正为-0.1%，为2023年3月以来的最大降幅，主要受汽车购买量下降的拖累。

偏鹰的美联储议息会议。6月议息会议如期不降息，主要是关税对通胀的影响可能较为顽固，要防止物价上涨成为持续性问题。对于未来，鲍威尔对降息的态度体现中庸：“它可能来得很快，也可能不会很快到来”（We know the time will come. It could come quickly. It could not come quickly）。不过从点阵图来看，预计全年不降息的人数增加，从3人增加到7人，相较于3月议息会议明显偏鹰。

地缘冲突反复。6月16日，伊朗通过阿拉伯中间人传递信息，伊朗官员称，只要美国不参与袭击，伊朗愿意重返核问题谈判桌。6月18日，中东冲突升级，特朗普呼吁伊方“无条件投降”，被爆在白宫战情室会见国安团队、考虑可能打击伊朗。同时，以军称已摧毁伊朗铀浓缩设施，国际原子能机构首次确认以军直接破坏伊最大铀浓缩厂地下设施。

短期来看，我们认为美股震荡为主，核心在于地缘政治的不确定性。一是，我们认为以色列与伊朗的冲突时间不会持续太久，且目前冲突尚未直接影响全球原油供应，因此油价持续上涨需额外催化因素，考虑到霍尔木兹海峡封锁的可能性很低，油价回调或对市场风偏及通胀预期产生影响；二是，“软”数据走强，美联储核心关注的“硬”数据，如就业及收入等截至目前相对坚挺。此外，考虑到美国贸易商积极补库以及消费者超额囤货，很大程度上缓解了短期内通胀的上行压力。

战争从来不是阻止美股上涨的因素，关键在于未来如何影响宏观经济及企业盈利。通过复盘历史，战争短期内影响美股波动，但中长期仍旧能够保持正收益，核心在于战争性质及美国经济的应对能力。

因此，从中长期来看，虽然依然充斥很高的不确定性，但美股有望回归由经济基本面和企业盈利韧性所主导的轨道，美国距离衰退还“为时尚早”。一是，随着通胀的继续下行以及失业率上升的可能，未来一个季度是重要的观察窗口，美联储降息预期或会增强。且随着后期美联储退出QT，这有利于改善流动性环境，从而支撑美股；二是，特朗普上半年集中释放政策坏消息，把好消息留在下半年，比如给企业降税及放松监管等；三是，美国宏观经济数据仍较为有韧性，我们认为下半年企业投资及地产投资支撑美国经济。

■ 港股：本周恒生科技跌2%，恒指下跌1.5%，恒生港股通高股息下跌1.3%。行业上，只有资讯科技业保持上涨（0.2%），医疗保健和能源业领跌。南向主要流入金融、医疗保健和地产，主要流出资讯科技

我们对港股持谨慎态度，地缘政治加剧，短期内，港股面临下行风险。

1、港股本轮横盘震荡时长超市场预期，中小盘轮动，创新药和新消费情绪推动拔估值，皆暂告一段落。此外，港币阶段性处于弱方保证，hibor利率处在历史低位，超宽松流动性不可持续，一旦金管局下场操作，流动性收紧，将不利成长股。

2、港股的国内外增量资金动能不足。短期内，南下资金流入边际放缓，

相关研究

《增量资金对年初至今风格影响的五问五答》

2025-06-22

《关注半导体，脑机接口，深海科技》

2025-06-21

海外资金观望为主，甚至一部分对冲基金开始获利了结。

3、美股仍处在反弹趋势中，重回 AI 叙事。部分海外机构回流美股，分散中国资产资金流。

4、以伊冲突，全球市场风偏或将进一步收紧，资金将进一步流向避险资产。美国参与打击伊朗，超市场预期，油价上行风险加剧，不利中国资产。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 8 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托（\$10.60 亿美元），其次是 SPDR MiniShares 黄金信托（\$2.61 亿美元），第三是 iShares 黄金信托（\$1.92 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国；全球主要黄金 ETF 有 4 支减持，流出最多的是博时黄金 ETF（-\$0.96 亿美元），其次是华安易富黄金 ETF（-\$0.65 亿美元），第三是易方达黄金 ETF（-\$0.57 亿美元）；

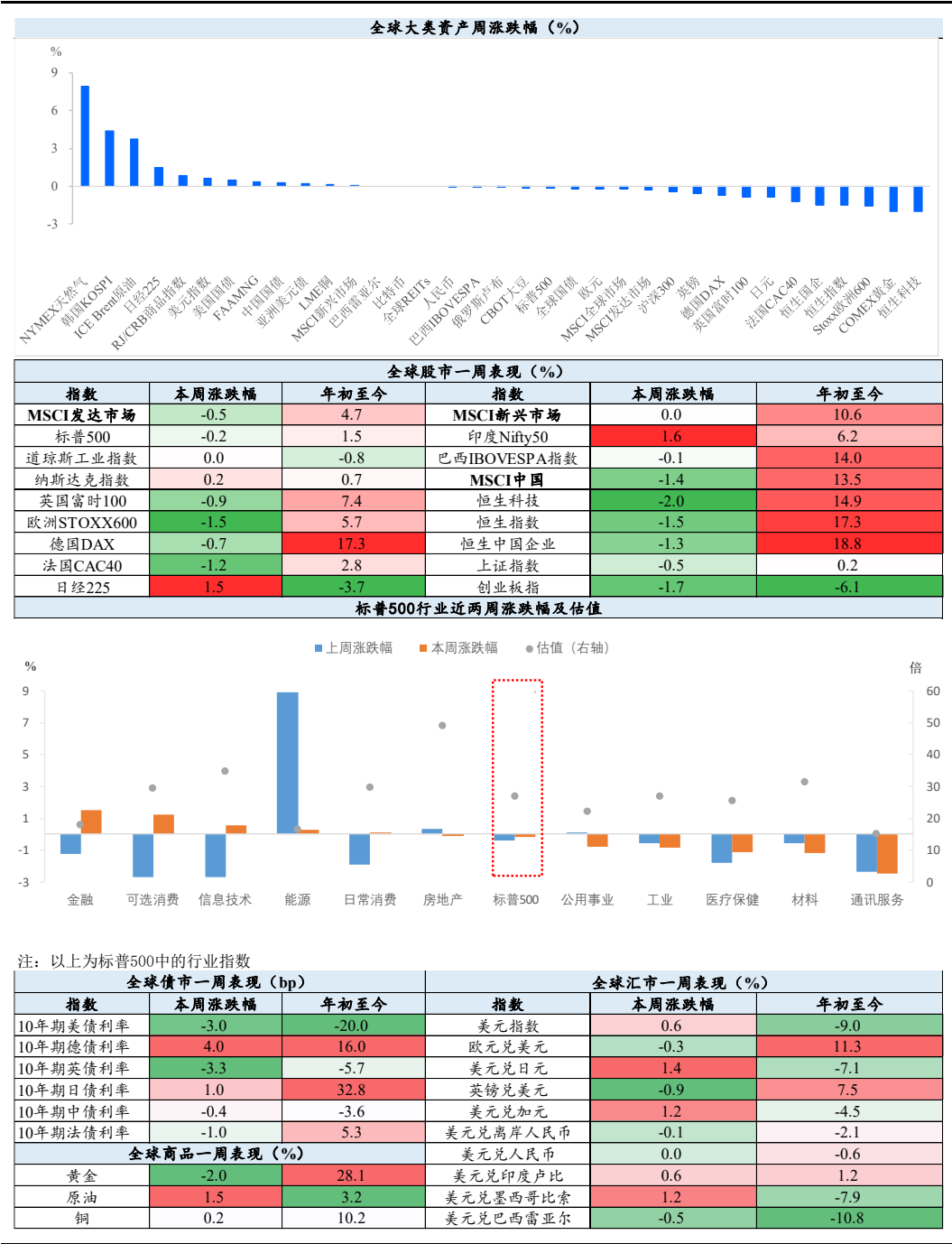
机构与散户边际小幅增持黄金，其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.51 盎司（周环比+0.9%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.68 盎司（周环比+1.1%）。

- **全球资金：**全球股票净流入放缓，债券 ETF 加速。全球股票型 ETF 净流入 \$184.89 亿美元（边际-\$105.27 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$95.28 亿美元（边际+\$6.89 亿美元）；分国别来看，资金向美国集中。发达市场中，美国股票 ETF 净流入最多（\$473.5 亿美元），其次是欧洲；新兴市场中，中国股票 ETF 净流出最多（-\$4.7 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、能源和工业；净流出行业 Top2: 金融和必选消费。

- **下周重点关注数据及事件：**1) 6 月 26 日，美国 GDP 环比折年率；2) 6 月 25 日，欧元区 GDP 同比与季环比；3) 6 月 27 日，日本失业率。
- **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：发达市场继续下跌，新兴市场走平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储议息会议偏鹰

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	-2	-50bp	2025-07-30
欧元区		2.00	-1	-25bp	2025-07-24
日本		0.50	+1	+25bp	2025-07-31
印度		5.50	0	0bp	2025-08-06
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
欧洲央行副行长 金多斯	2025/6/16	金多斯指出，欧元区通胀已接近 2% 的目标水平，且 低于目标的风险“非常有限” 。他特别提到服务业通胀放缓进程陷入停滞，需警惕政策传导效果加强可能导致的通胀超预期下行风险。薪资增速已回落至与目标相符水平，这为通胀可持续性提供了支撑。金多斯强调，从中长期来看 关税措施将同时抑制经济增长和通胀 。	金多斯指出市场完全理解欧洲央行在决策后的信息，欧洲央行非常接近目标。他指出欧央行已了解到刺激政策的副作用，将更加关注金融稳定的影响。金多斯强调， 欧元兑美元在1.15水平没有重大障碍，升值速度不快，波动性也不极端 。金多斯透露， 完全相信美联储的互换额度将会持续维持 ，关于将黄金储备从纽约调回的问题甚至都没有被讨论过。		
日本央行行长 植田和男	2025/6/17	植田和男指出，当前日本经济处于温和复苏阶段，尽管仍存在一些疲软迹象。关于贸易政策的最新动态以及海外经济和物价对政策反应， 目前形式极不确定 。贸易政策的全部影响可能会在今年下半年逐步显现，计划在 今年下半年通过政策应对贸易政策的影响 。	植田和男指出， 为确保操作的灵活性和可预见性，日本央行将继续执行国债购买计划至2027年3月 。他认为过快的缩减债券购买可能会在市场上产生意想不到的影响。他强调，日本经济和物价的整体情况和上次货币政策会议相比没有重大变化，但如果经济和物价持续改善， 将继续加息 ，重要的是判断前景是否会实现时，不能带入任何先入之见。		
里奇蒙联储主席 巴尔金	2025/6/21	巴尔金指出，目前尚不确定贸易政策的最终走向， 也不清楚将如何影响价格和就业 。企业在资本开支和招聘计划方面仍处于观望状态。巴尔金担忧， 企业预计今年下半年将提高价格 ，因为更多价格较高的商品已进入其库存，同时当前未受到关税影响的企业也会将贸易政策的混乱视为提价契机。	巴尔金指出，当前就业市场和消费仍然保持坚挺， 数据显示没有紧迫的理由进行降息 。他特别批评“过早宽松”的市场预期，指出四年未达通胀目标的历史教训要求我们保持政策定力。与部分鸽派官员不同，巴尔金认为 核心通胀的粘性意味着利率可能需要在更长时间内保持高位 ，而非依赖市场自行调节		
旧金山联储主席 戴利	2025/6/21	戴利指出，当前经济表现良好，关税对通胀的影响不如预期严重，公司CEO对关税持谨慎乐观的态度，通胀持续下降是个好消息。 如果没有关税政策，将考虑进行利率正常化 。戴利指出，未来仍需要持续关注关税政策动向，不能排除关税传导到消费者的多种可能性。	戴利指出， 经济基本面正朝着可能需要降息的方向发展 。戴利明确反对七月降息，除非看到 劳动力市场需求疲软，否则秋季降息更为合适 。戴利对于长期利率趋势认为 自然利率可能已永久性上移 ，传统货币政策框架下的低利率常态难以再现。她强调，美联储需在政策沟通中引导市场适应更高利率环境，并通过缩表进程逐步退出危机时代的资产负债表扩张，以增强政策工具的长期有效性。		

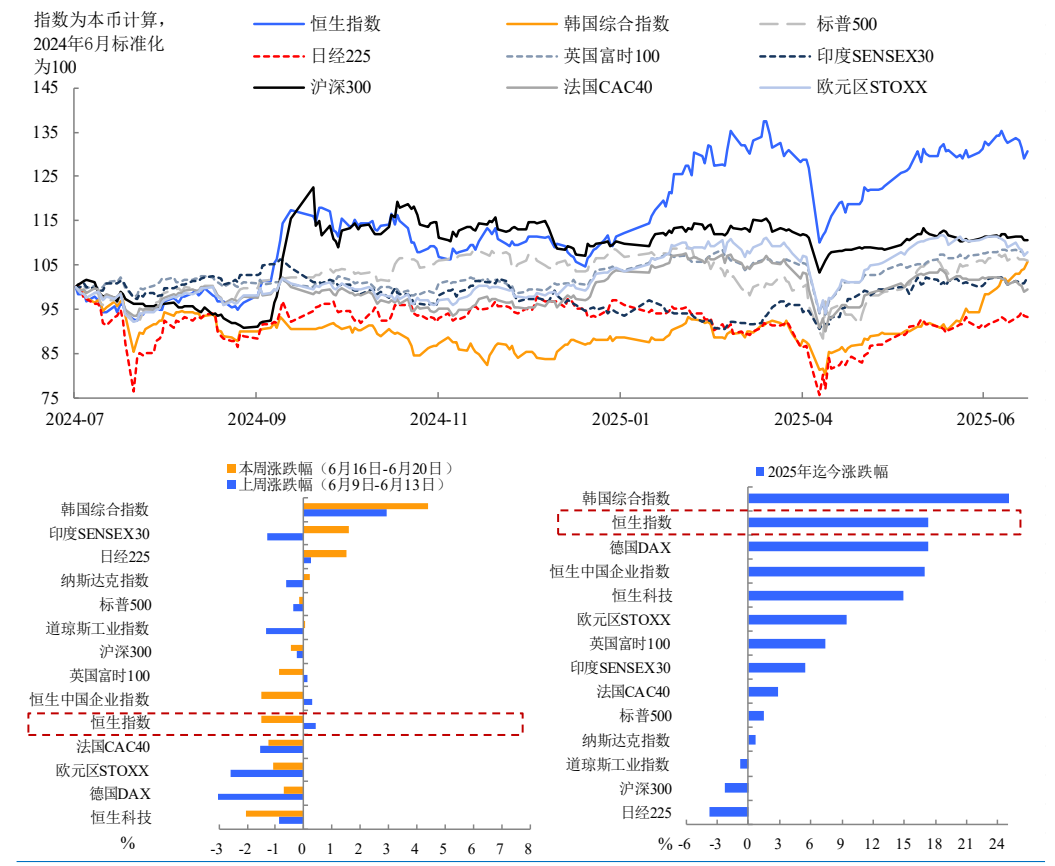
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：各资产战后复盘

序号	战争/冲击名称	日期	美股（标普500）			美债（10年期美债收益率，bp）			美元			黄金		
			1个月	3个月	6个月	1个月	3个月	6个月	1个月	3个月	6个月	1个月	3个月	6个月
1	德国入侵法国	1940/5/10	-25.6%	-13.4%	-18.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	珍珠港事件	1941/12/7	-2.9%	-12.4%	-10.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3	朝鲜战争	1950/6/25	-10.0%	1.5%	4.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4	匈牙利起义	1956/10/23	-2.1%	-3.8%	-14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5	苏伊士运河危机	1956/10/29	-4.2%	-4.8%	-14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6	古巴导弹危机	1962/10/16	5.1%	14.2%	21.0%	-3.0	-18.0	7.0	-	-	-	-	-	-
7	北部湾事件	1964/8/2	-1.2%	2.4%	5.8%	3.0	-4.0	0.0	-	-	-	-	-	-
8	六日战争	1967/6/5	3.3%	6.5%	7.8%	32.0	37.0	94.0	-	-	-	-	-	-
9	春节攻势	1968/1/30	-3.8%	4.9%	5.8%	3.0	20.0	-12.0	-	-	-	-	-	-
10	慕尼黑奥运会	1972/9/5	-2.1%	5.9%	1.3%	37.0	-18.0	22.0	0.2%	0.9%	5.5%	-2.5%	-6.1%	10.7%
11	赎罪日战争	1973/10/6	-3.9%	-10.4%	-1.1%	-12.0	8.0	65.0	1.4%	10.0%	5.2%	2.3%	78.5%	63.6%
12	伊拉克入侵科威特	1990/8/2	-8.1%	-13.3%	-4%	31.1	24.1	53.1	-1.0%	-3.1%	5.7%	0.2%	-0.3%	-1.0%
13	第一次世界贸易中心爆炸事	1993/2/26	1.7%	2.0%	3.8%	0.8	8.4	25.3	-1.2%	-3.8%	0.0%	1.2%	14.9%	12.8%
14	美国科尔号驱逐舰也门爆炸	2000/10/12	1.6%	-1.2%	-1.1%	35.7	-28.5	22.6	0.6%	-2.4%	0.9%	-1.4%	-4.2%	-6.8%
15	“9·11”事件	2001/9/11	0.4%	4.3%	6.9%	-16.9	26.3	48.5	-0.2%	1.3%	2.2%	3.5%	0.5%	7.0%
16	伊拉克战争	2003/3/20	1.9%	15.4%	17.5%	2.8	-2.2	32.2	-1.2%	-3.9%	1.4%	0.4%	7.6%	12.3%
17	马德里爆炸	2004/3/11	3.5%	2.2%	1.3%	33.0	118.7	54.0	0.5%	1.3%	0.8%	3.9%	-4.5%	-1.3%
18	伦敦地铁爆炸	2005/7/5	2.6%	1.8%	5.8%	20.7	27.8	25.9	-2.2%	-0.5%	-0.7%	3.3%	10.0%	26.1%
19	波士顿马拉松爆炸	2013/4/15	6.9%	8.4%	10.2%	-2.5	8.2	104.8	1.7%	0.8%	-1.6%	3.3%	-4.7%	-5.6%
20	俄罗斯吞并克里米亚	2014/2/20	1.0%	2.6%	7.7%	-2.3	-1.9	13.1	-0.4%	-0.2%	2.0%	-1.0%	-2.3%	-2.1%
21	轰炸叙利亚	2017/4/7	1.9%	2.3%	7.7%	0.5	-1.6	-4.9	-2.2%	-3.3%	2.0%	-2.3%	-2.3%	1.6%
22	朝鲜导弹危机	2017/7/28	-1.1%	3.6%	14.8%	-13.2	17.2	35.8	-1.2%	1.3%	1.3%	3.2%	-0.2%	7.0%
23	沙特阿美石油设施无人机袭击	2019/9/14	-1.4%	5.4%	11.5%	-12.5	-1.3	-40.2	0.2%	-1.1%	-0.8%	0.3%	-0.8%	5.9%
24	伊朗将军在空中被击毙	2020/1/3	0.4%	-2.1%	-3.7%	-26.1	-19.1	-41.2	1.0%	3.3%	0.4%	1.6%	4.0%	14.0%
25	俄罗斯入侵乌克兰	2022/2/24	6.7%	-1.2%	-3.7%	-49.5	78.2	108.3	2.0%	5.1%	11.8%	1.0%	-2.6%	-8.2%
平均值			-1.1%	-0.1%	1.7%	8.4	7.0	8.5	-0.2%	-0.3%	-0.6%	0.6%	5.5%	8.5%
中位数			0.4%	2.2%	3.8%	2.4	8.2	14.5	0.0%	0.3%	-0.3%	0.7%	-0.6%	6.4%
最大值			6.9%	15.4%	21.0%	53.0	110.7	108.3	2.0%	10.0%	11.8%	3.9%	78.5%	63.6%
最小值			-23.6%	-21.9%	-17.5%	-26.1	-119.1	-111.2	-2.9%	-7.9%	-8.5%	-4.4%	-6.1%	-8.2%

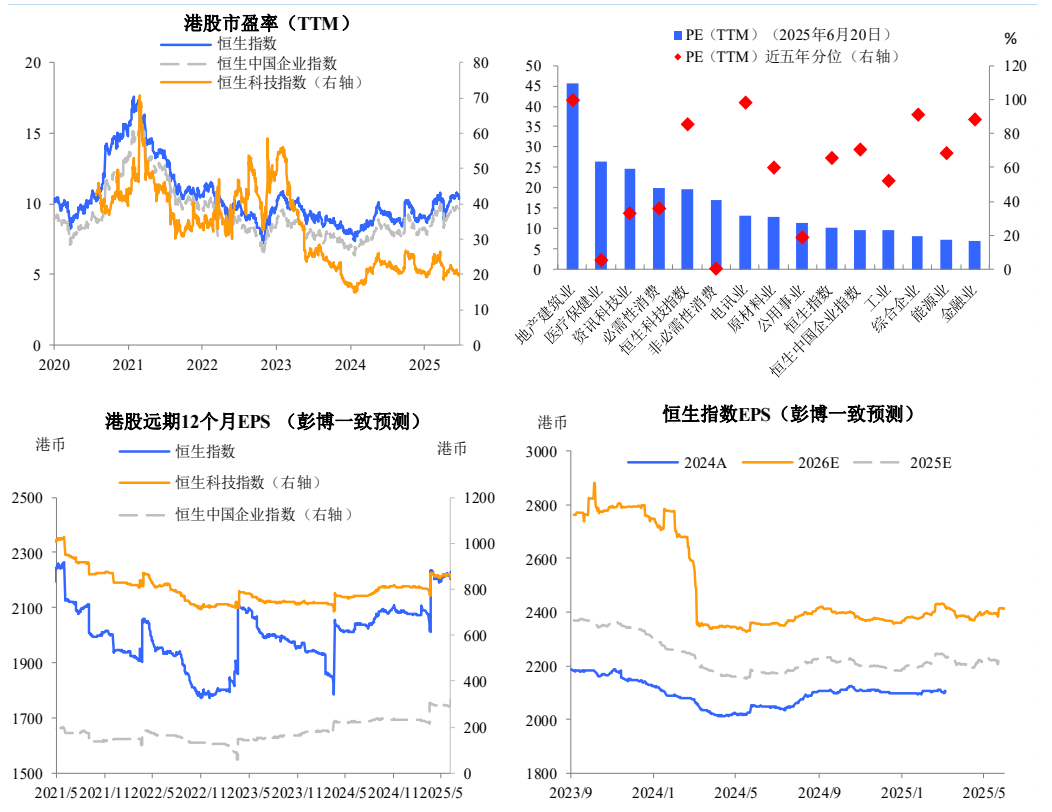
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：恒生指数本周转跌



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：港股的估值及 EPS



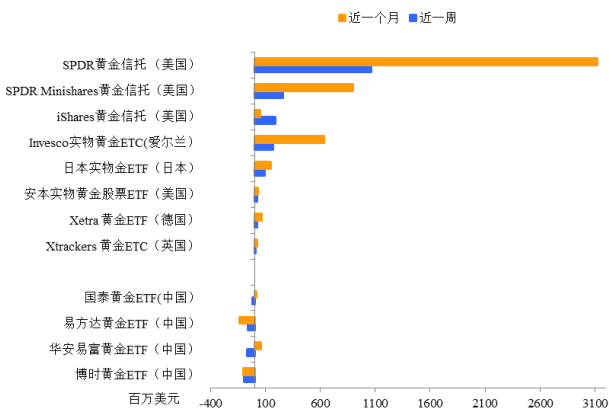
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：南下资金净流入加速，流入的板块集中在金融业，资讯科技流出显著



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：主要购买黄金ETF的国家集中在美国



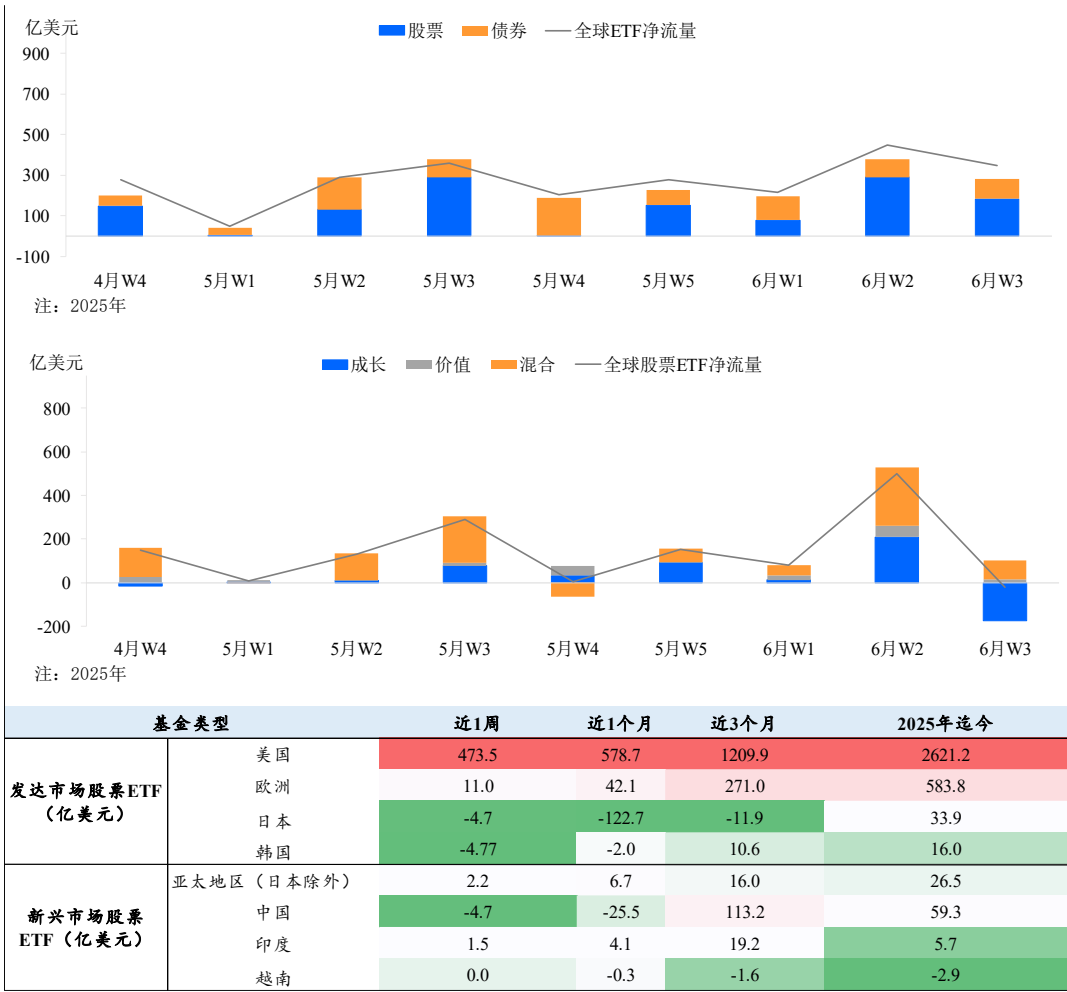
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图8：机构、散户边际小幅增持黄金



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图9：全球股票型 ETF 净流入放缓，其中主要流入的地区是美国



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

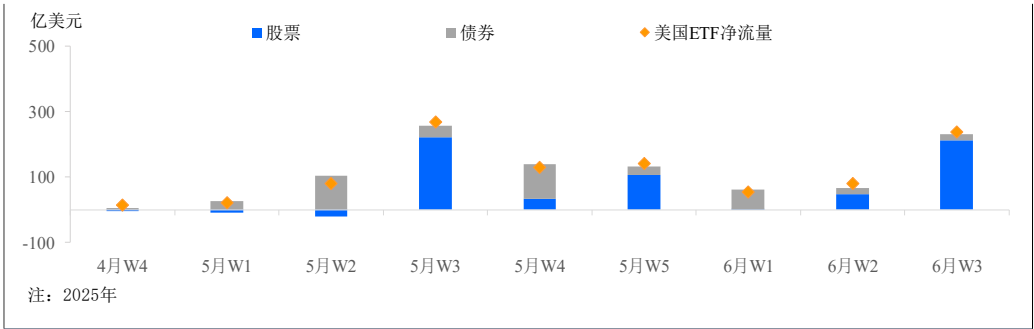
图10：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出金融业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.1	2.6	16.8	28.7	44.7
可选消费	1.0	4.8	6.8	-15.4	-15.7
必选消费	-0.4	-2.2	-8.2	-8.1	-4.5
能源	2.6	8.3	10.9	-34.9	-60.7
金融	1.1	-3.1	-27.9	-61.1	20.4
医疗保健	1.2	3.9	-36.1	-55.1	-65.8
工业	0.0	6.2	33.1	60.6	110.8
材料	1.1	0.1	4.2	-30.6	-45.1
科技	3.7	31.5	89.5	200.6	236.6
公用事业	0.9	1.1	1.9	25.4	37.7

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：美国 ETF（股+债）净流入上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：重点关注美国 GDP 环比折合年率以及欧元区 GDP 同比

周一 (2025/6/23)	周二 (2025/6/24)	周三 (2025/6/25)	周四 (2025/6/26)	周五 (2025/6/27)
美国-标普全球-美国综合PMI 美国-二手房销量年率 欧元区-HCOB-欧元区综合PMI 日本-Jibun银行-日本综合PMI 印度-HSBC-印度综合PMI	美国-消费者信心指数 欧元区-IFO-企业景气指数	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-新建住宅销售年率 欧元区-失业率 欧元区-GDP同比 欧元区-GDP季环比 日本-领先指数CI	美国-GDP环比折合年率 欧元区-PPI同比	美国-个人收入环比 美国-个人支出环比 欧元区-CPI同比 欧元区-CPI月环比 日本-失业率 印度-工业增加值同比

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>