

策略点评 20250608

中美通话，资产空间待打开——全球市场观察系列

2025 年 06 月 08 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

相关研究

《关注 AI 和商业航天》

2025-06-08

《接下来行业怎么轮动？》

2025-06-07

■ 本周（2025 年 6 月 2 日-2025 年 6 月 8 日）发达市场继续上涨，新兴市场转涨。从涨跌幅来看，发达市场上涨 1.3%，新兴市场上涨 2.2%。

■ 美股：政策面+基本面+事件面同时好转，继续提振美股风偏，美股收涨。其中纳指领涨（2.2%），标普及道指分别上涨 1.5%、1.2%。

政策面：中美通话，贸易关系缓和。周初美股因“中美通话”存在可能性而上涨。周一，美国白宫发言人莱维特表示，总统特朗普可能于本星期与中国国家主席习近平通话。周四晚习近平主席应约同美国总统特朗普进行了时长 1 个半小时的通话，突然的缓和成为美股上涨的主因。

基本面：就业有韧性，缓解经济下行预期。一方面，美国 4 月 JOLTS 职位空缺为 739.1 万人，虽然高于前值和预期，但从结构来看，4 月招聘人数增至近一年来最高水平；另一方面，美国 5 月非农就业人口增加 13.9 万人，好于预期 12.6 万人，最关键的永久失业率（U6）不变，凸显就业市场的韧性特征。

事件面：地缘冲突缓和。俄罗斯和乌克兰两国代表团就和平解决俄乌冲突举行第二轮直接谈判。从结果看，谈判在进一步向缓和的方向发展，且考虑到两国领导人或在土耳其伊斯坦布尔举行会晤的可能性，市场风偏得到有效修复。

短期内，我们认为美股以震荡上行为主，核心在于美国“硬”数据。一是，中美通话成为双方谈判的重要分水岭，中方放宽稀土出口限制换取美方对中方的高科技限制+留学等。考虑到中美可能短期内举行下一轮会谈，积极的和谈信号及叙事为美股上涨提供“想象空间”。二是，“软+硬”经济数据的好转，将边际提振美股情绪。经济软数据，以消费者信心为代表的情绪指标开始回升，考虑美国 5 月通胀如果进一步放缓，那么在政策+宏观事件的催化下，美股短期或以震荡上行为主。

从中长期来看，有望回归由经济基本面和企业盈利韧性所主导的轨道。一是，随着通胀的继续下行以及失业率上升的可能，美联储年内降息预期增强。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。

■ **美债：非农就业好于预期压制降息预期，长端利率上行 10bp。**整体上看，美国 5 月非农就业人口增加 13.9 万人，好于预期 12.6 万人。结构上看，新增非农就业主要来源于服务业。就业数据延续韧性，美联储或进一步选择“观望”直到通胀进一步回落，因此数据发布后市场边际下调降息预期。

往后看，我们认为短期内长端美债利率的上行风险>下行风险，仍旧处于高波动状态。特朗普的减税法案意味着减税前置、减支后置，财政更具扩张性。更重要的是，在临近债务上限的“X-date”前后，不排除市场重回财政担忧焦虑，长端利率有突破 5% 的可能性。

不过中长期来看，长端美债利率仍倾向于下行。一是，对美国财政的忧虑，尤其是对短期内债务可持续性的焦虑，过度地推高期限溢价对长端美债利率的定价。往后看，一方面，考虑只要主权货币具有独立性且政府债务主要面向境内投资者，主权债务危机发生的概率就偏低。另一方面，短期内集中到期的债务中，80% 为短债，不存在所谓的债务续接风险。因此我们认为，债务忧虑叙事所推高的美债利率终将回调；二是，美联储 Q3 仍有降息概率；三是，贸易最尖锐的时刻已经过去，谈判不确定性逐步缓释。

■ **港股：**本周恒生科技上涨 2.3%，恒指上涨 2.2%。我们对港股持谨慎乐观态度，短期内，仍以震荡为主，突破前高需新的催化。

1) 关税谈判仍有诸多变数。中美双方未来会面，进一步落实日内瓦会议内容，如有超出协定的好消息，才会促使风险偏好进一步回归。

2) 美股仍处在反弹趋势中。美股重回 AI 叙事，即将突破前高。一定程度上，影响外资关注中国资产。

3) 港股继续反弹还需增量资金和持续政策刺激。

■ **黄金：**全球主要 12 支黄金 ETF 中 7 支增持，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托（\$4.33 亿美元），其次是 iShares 黄金信托（\$1.11 亿美元），第三是 SPDR MiniShares 黄金信托（\$0.86 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国；全球主要黄金 ETF 有 3 支在减持，是中国的华安易富黄金 ETF（-\$1.02 亿美元）以及国泰黄金 ETF（-\$0.23 亿美元）和易方达黄金 ETF（-\$0.22 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 32.95 盎司（周环比+0.1%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.56 盎司（周环比+0.6%）。

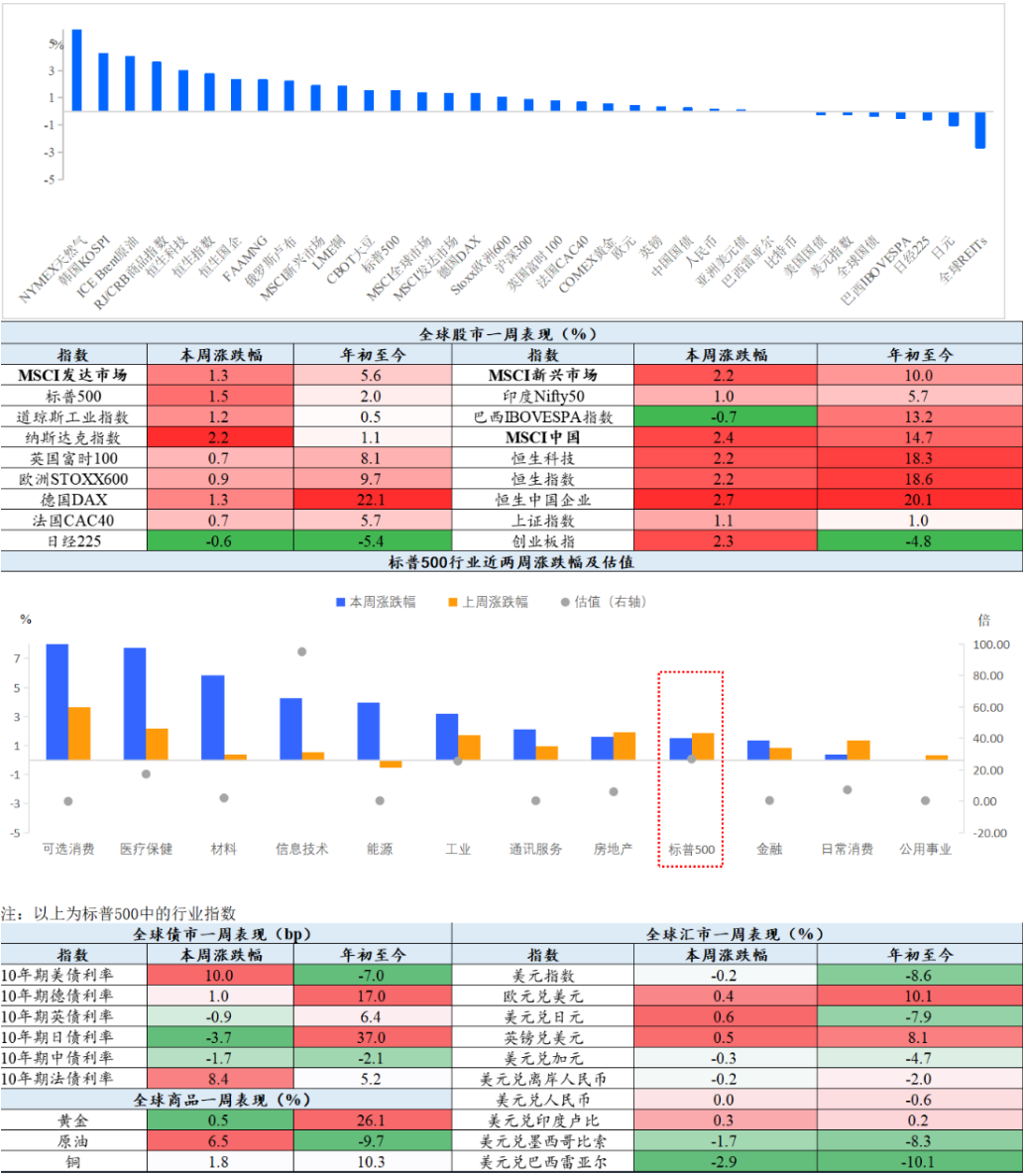
■ **全球资金：**全球股票 ETF 净流入放缓，债券净流入加速：全球股票型 ETF 净流入\$79.39 亿美元，全球债券 ETF 净流入\$118.29 亿美元；分国别来看，资金向欧洲、日本和韩国流入，中国和美国则净流出。发达市场中，欧洲股票 ETF 净流入最多（\$5.6 亿美元），其次是日本和韩国；新兴市场中，中国股票 ETF 净流出最多（-\$18.8 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:工业、可选消费和通信；净流出行业 Top3: 医疗保健、金融和公用事业。

■ **下周重点关注数据及事件：**1) 6 月 11 日美国通胀数据；2) 6 月 8 日-13 日，何立峰将访问英国并举行中美经贸磋商机制首次会议；3) 6 月 10-14 日，苹果公司计划举行年度全球开发者大会。

■ **风险提示：**美国经济超预期大幅下滑，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：发达市场继续上涨，新兴市场转涨



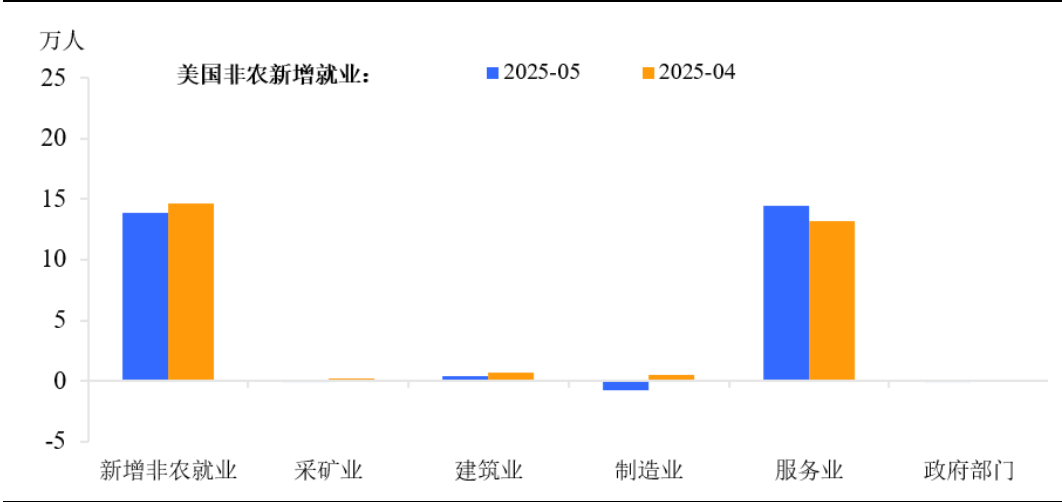
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：全球央行重要官员表态

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	2025-06-18
欧元区		2.00	-1	-25bp	2025-07-24
日本		0.50	+1	+25bp	2025-06-17
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		
达拉斯联储主席 洛根	2025/6/2	洛根指出，尽管存在不确定性，整体经济仍 展现韧性 。关税风险可能导致失业率上升与通胀压力并存，使美联储两大目标（就业最大化与物价稳定）发生冲突。油价下跌可能抑制能源公司的生产活动和资本投资，需持续关注政策对经济数据的实际影响。	洛根强调当前通胀略高于目标水平，货币政策处于 适当位置 ，具备耐心等待的条件。若关税改变通胀预期将带来重大影响，需警惕短期通胀预期根深蒂固的风险。美联储使命需平衡双向风险，确保通胀不会持续化。制定针对性监管政策至关重要，同时需等待更多数据以明确政策方向。		
2027年FOMC票委、 亚特兰大联储主席 博斯蒂克	2025/6/3	博斯蒂克指出当前经济整体 "健康" ，尚未出现衰退迹象。就业市场保持稳健但显露疲软征兆，硬数据尚未验证市场悲观情绪。贸易政策不确定性持续存在，但尚未观察到关税对通胀的实际传导效应，需持续监测关税对通胀前景的潜在影响。	博斯蒂克强调 抗通胀仍是核心任务 ，核心价格压力尚未根本缓解。在通胀取得决定性胜利前需保持审慎，降息需以通胀持续下行作为前提条件。对快速降息持 "非常谨慎" 态度，主张今年可能仅实施单次降息且取决于经济演变。当前最优策略是 "保持耐心" ，利用经济健康提供的观察窗口评估不确定性演变。		
2025年FOMC票委、 芝加哥联储主席 古尔斯基	2025/6/4	古尔斯基指出当前 所有经济指标均显示稳定运行 ，美国处于充分就业状态。但需警惕关税政策对通胀的潜在传导效应——直接关税影响预计将在1个月内显现于价格数据中，而关税引发的经济放缓可能滞后显现。美元作为全球储备货币的地位依然稳固，近期汇率波动主要反映贸易政策不确定性。	核心策略强调观察关税影响的窗口期。古尔斯基明确表示 "必须等待评估关税对通胀的实际影响程度" ，暂不预判影响规模的大小。特别警告无限制贸易战升级可能引发通胀飙升，这将直接冲击货币政策操作空间。		
美联储理事 丽莎·库克	2025/6/4	库克指出当前经济处于 "稳固状态" ，但贸易政策正实质性拖累增长动能。目前来看，已观察到企业定价行为发生根本转变，与历史周期相比，企业更倾向于提价。关税措施已形成 "滞胀" 压力雏形，即通胀上行和经济放缓，今年增长放缓预期强化。	核心挑战在于平衡三重目标冲突： 锚定通胀预期、保障充分就业、应对贸易政策冲击 。库克强调货币政策 "处于有利位置" 可应对多情景，但需警惕三个风险点：一是企业提价意愿强化可能重塑通胀黏性；二是关税传导路径或使2%通胀目标实现难度倍增；三是滞胀风险对双重使命构成系统性挑战。		
美联储理事 库格勒	2025/6/6	库格勒指出，经济呈现 放缓早期信号 ，四月支出/收入数据走弱，进口激增扭曲短期经济强度判断。由于关税影响进入传导通道，核心服务通胀维持高位，通胀压力显化。失业率历史低位但裁员增加，移民流入减少加剧结构性紧张，显示出劳动力市场的分化。赤字持续推高中性利率，债券收益率曲线承压，财政拖累浮现。	库格勒指出，如果通胀上行风险持续存在，将继续 支持维持政策利率在当前水平 。库格勒强调当前货币政策维持 "适度温和和收紧" 的立场，将通胀风险管控置于经济增长目标之上。进口激增和关税影响逐渐显现，可能抬高未来通胀水平。美国总统特朗普的减税法案总体上具有更强的刺激作用，可能会刺激需求并影响物价。		

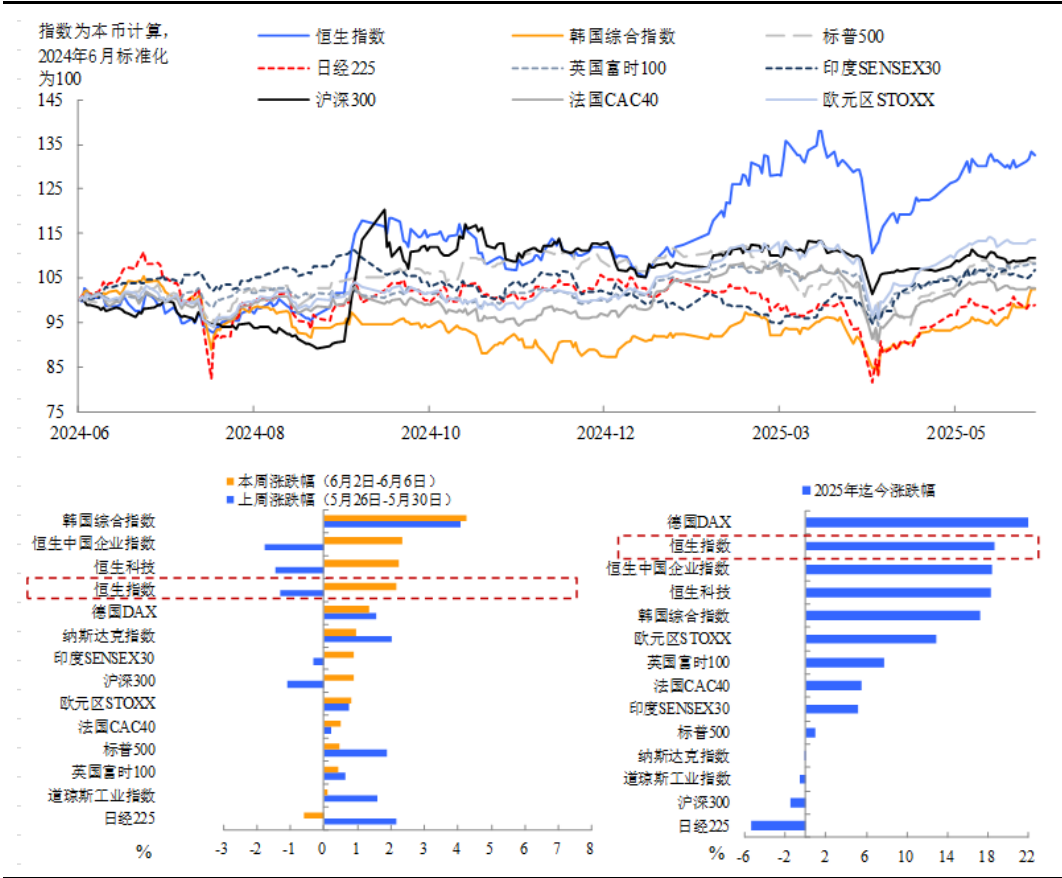
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：美国就业主要依靠服务就业支撑



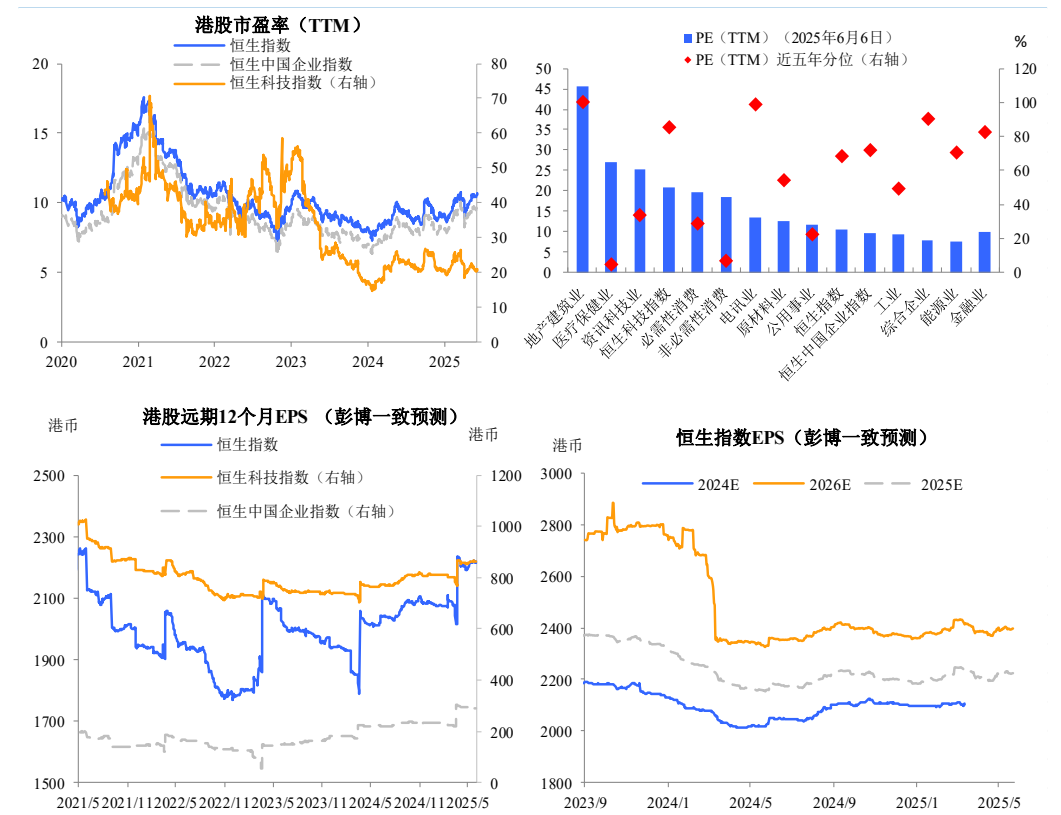
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：恒生指数本周由跌转涨



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图5：港股的估值及 EPS



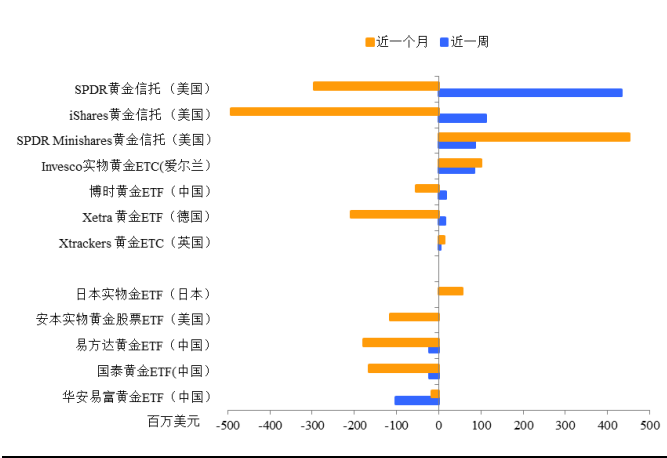
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：南下资金净流入减缓，流入的板块集中在非必需性消费和金融



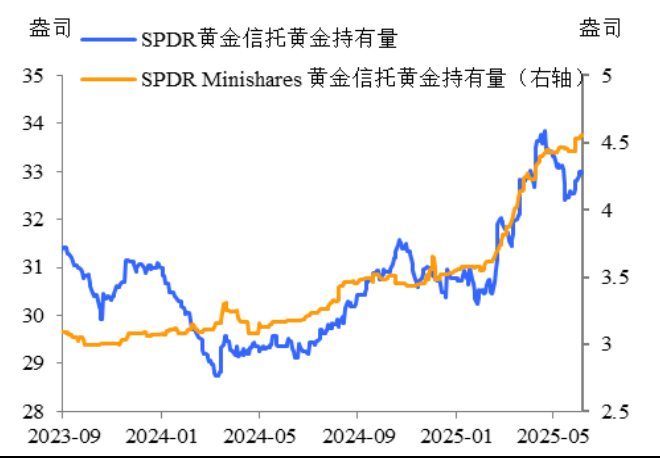
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国



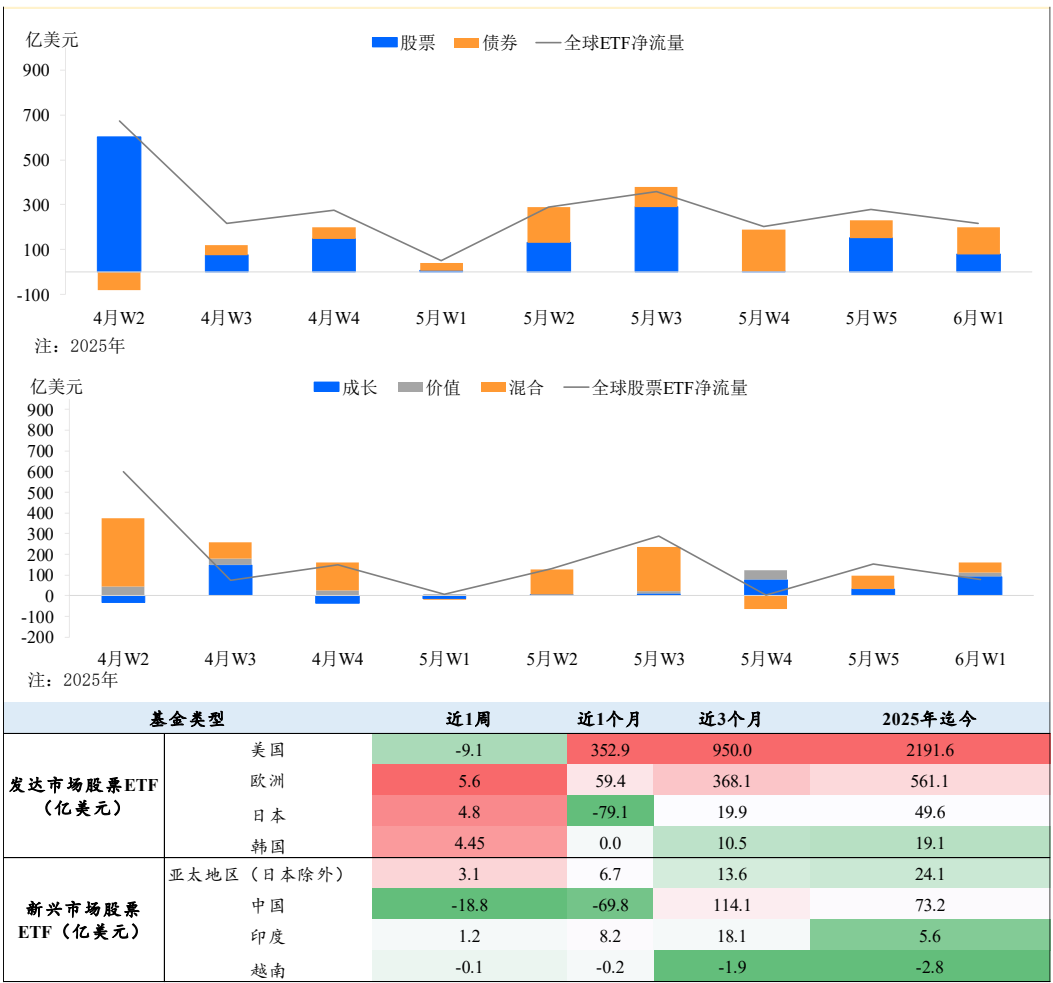
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：机构与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 净流入减缓，其中主要流入的地区是欧洲



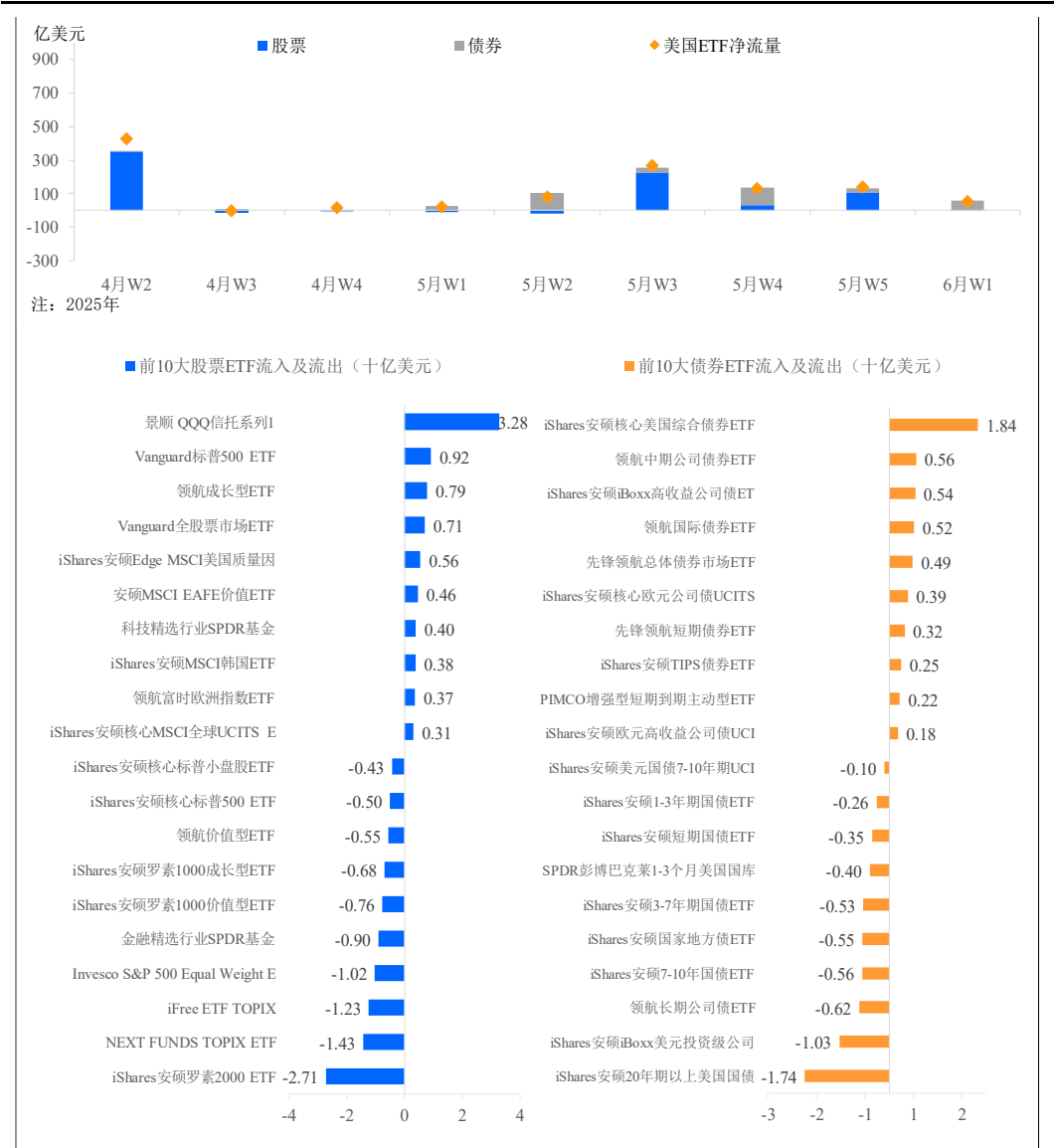
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：本周股票 ETF 中，流入工业的资金最多，流出医疗保健行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	2.1	3.0	6.7	25.4	36.4
可选消费	-0.2	4.3	4.8	-17.8	-21.0
必选消费	0.5	2.1	-0.5	-3.3	0.6
能源	-0.5	-1.7	-10.7	-52.9	-73.9
金融	-4.2	-6.1	-13.6	-46.0	25.4
医疗保健	-1.9	-9.9	-33.5	-63.1	-66.0
工业	0.3	5.6	27.6	57.6	95.4
材料	0.5	1.6	-7.0	-33.1	-49.8
科技	0.6	-0.4	58.8	153.3	187.0
公用事业	-0.5	-2.3	-0.4	21.4	34.1

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：美国 ETF（股+债）净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：重点关注美国 6 月 11 日通胀数据

周一 (2025/6/9)	周二 (2025/6/10)	周三 (2025/6/11)	周四 (2025/6/12)	周五 (2025/6/13)
美国-批发库存月环比 日本-GDP经季调季环比 日本-国际收支经常项目余额	美国-NFIB中小企业乐观程度指数	美国-CPI同比 日本-PP1同比 日本-PP1月环比	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-PP1最终需求同比 印度-CPI同比	美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-贸易余额 欧元区-工业产值经季调月环比 日本-工业产值（月环比） 日本-工业增加值同比 印度-出口同比 印度-进口同比

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>