

策略点评 20250604

发达市场与新兴市场开始分化？——全球市场观察系列

2025 年 06 月 04 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 5 月 26 日-2025 年 6 月 1 日）发达市场转涨，新兴市场继续下跌且跌幅扩大。从涨跌幅来看，发达市场上涨 1.6%，新兴市场下跌 1.2%。

■ 美股：贸易协定谈判进展顺利、日美长债担忧改善及英伟达财报超预期，此前压制市场风险偏好的因素纷纷边际改善，美股收涨，其中纳指领涨（1.9%），标普及道指分别上涨 1.9%、1.6%。风偏修复主要基于以下两点：

贸易冲突边际好转。一是，欧美双方贸易谈判进展较为顺利。5 月 23 日，特朗普称 6 月 1 日开始要对欧盟加征 50% 的关税。5 月 27 日出现反转，特朗普表示对欧盟加快贸易谈判进程感到鼓舞：“我刚获悉，欧盟方面已提出要尽快确定会谈时间”，释放缓和信号。二是，**美印贸易谈判或出现新进展。**美国国家经济委员会主任哈塞特表示，将在未来看到更多贸易协议，对某些国家的关税可能降至 10% 或更低。关税的降低将适用于提供良好条件的国家，印度是目前接近达成协议的国家之一。

美债、日债没有进一步对美股形成拖累。一方面，美国 5 年期国债拍卖结果显示海外需求高涨；另一方面，日本 40 年期拍卖结果虽然仍旧较为疲软，但好于上周的 20 年期国债拍卖表现，暂时避免了市场剧烈的波动。

另外，英伟达财报超预期，AI 叙事延续。过去一个季度，英伟达业绩整体稳健，抗住了特朗普政府出口限制的压力。英伟达 Q1 营收超预期增 69%，Q2 总收入指引仍大致符合华尔街预期，整体凸显了英伟达在 AI 革命中的主导地位。

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，市场对关税动态反应趋于钝化，关税对市场冲击的最大阶段已经过去。一方面，假期期间美国延长对中国 301 条款关税的部分豁免，进一步释放好消息。另一方面，5 月 28 日美国国际贸易法院（CIT）宣布特朗普“越权”，二审法院（联邦上诉法院）暂时同意保留特朗普总统的关税政策。二是，“软+硬”经济数据的好转，将边际提振美股情绪。消费者对贸易协议抱有希望，因此对经济和劳动力市场的预期前景改善，5 月美国消费者信心指数上升 12.3 点至 98 点，创下四年来最大月度涨幅。叠加考虑到 5 月美国就业及通胀或进一步表现好于预期，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：通胀进一步放缓叠加美债拍卖显示海外需求高涨，长端利率本周下行 10bp。

通胀继续放缓。美联储核心关注指标，4 月核心 PCE 物价指数相较于前值进一步放缓（同比 2.5%），为四年多来最小的涨幅。从结构来看，“超级核心通胀”（不包括住房和能源的核心服务成本）也跌至四年来最低，为自 2020 年 4 月以来首次环比下降。

5 年期美债拍卖亮眼，海外需求强劲。整体上看，本次 5 年期美债拍卖的得标利率为 4.071%，上次拍卖 4 月 23 日为 3.995%。上次是自 2024 年以来首次低于 4% 的 5 年期美债拍卖。结构上看，一是间接认购比例为 78.4%，这是 5 年期美债拍卖中有史以来最高的水平；二是考虑到作

相关研究

《并购重组跟踪（二十二）》

2025-06-03

《端午之后，产业趋势关注什么？》

2025-06-02

为承接所有未购买供应的“接盘侠”，一级交易商（Primary dealers）本轮获配比例为 9.2%，这是历史上第二低的水平，仅高于 2023 年 1 月 23 日的 8.8%，意味着 5 年期的美债需求，尤其是海外需求十分强劲。

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，长端利率有上冲破 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：本周恒生指数下跌 1.3%，恒生科技跌 1.5%。我们对港股整体持谨慎乐观态度，港股外部风险仍在。**

1、**关税谈判仍有诸多变数。**5 月 28 日美国国际贸易法院（CIT）宣布特朗普“越权”，要求立即停止关税加征，次日美国联邦上诉法院暂时驳回 CIT 裁决。关税政策从全球普征逐步向行业短期内，关税政策料将反复

2、**美股重回 AI 叙事。**美国科技股一季度财报相对乐观，Mag7 中一半以上超过市场预期，尤其是英伟达 Q1 财报超预期，市场重新关注美国科技股。目前看，美股仍在震荡反弹过程中。

3、**港股反弹还需增量资金和持续政策刺激。**当前香港市场流动性充裕，利于股市，但向上空间仍需新动能。中长期看，我们依旧认为港股会震荡上行。

- **黄金：全球主要 12 支黄金 ETF 中 5 支增持，其中流入前三的是 SPDR 黄金信托（\$8.23 亿美元）、SPDR Minishares 黄金信托（\$3.4 亿美元）、Invesco 实物黄金 ETC（\$0.84 亿美元），从边际上看，中国减持，美国、日本、爱尔兰增持；全球主要黄金 ETF 有 4 支在减持，是美国的 iShares 黄金信托（-\$3.12 亿美元），中国的易方达黄金 ETF（-\$0.3 亿美元），中国的博时黄金 ETF（-\$0.2 亿美元）。**

机构边际小幅增持黄金，散户边际大幅增持黄金，散户的购金热度较高。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 32.8 盎司（周环比+0.8%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.53 盎司（周环比+2.3%）

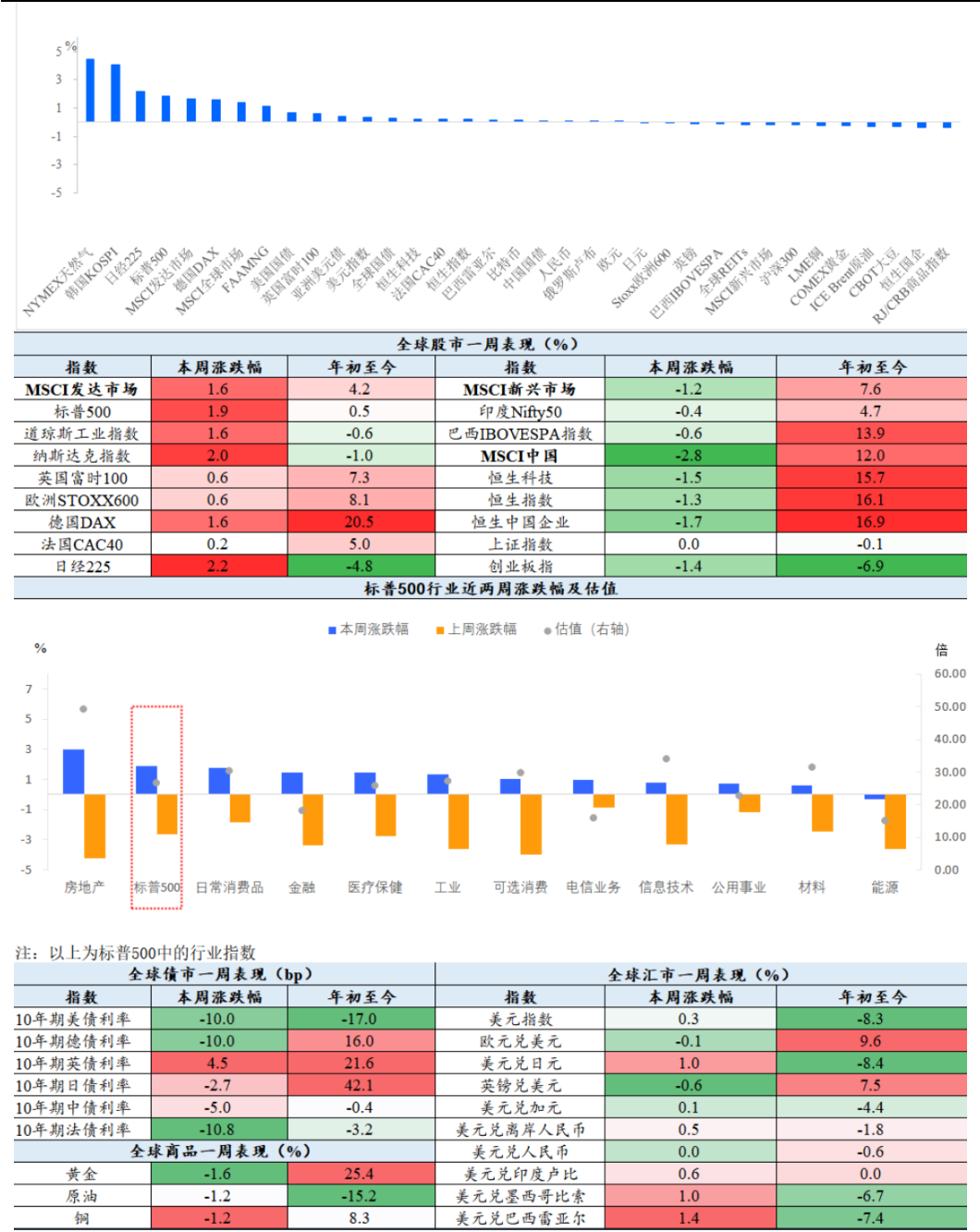
- **全球资金：全球股票 ETF 净流入加速，债券净流入放缓：**全球股票型 ETF 净流入 \$152.3 亿美元（边际+\$84 亿美元），全球债券 ETF 净流入 \$76.8 亿美元（边际-\$102 亿美元）；**分国别来看，资金向美国集中，日本则持续净流出。**发达市场中，美国股票 ETF 净流入最多（\$59.2 亿美元），其次是欧洲；新兴市场中，中国本周由净流出转为净流入，其中中国股票 ETF 净流入最多（\$14.7 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3：科技、工业和通信；净流出行业 Top3：医疗保健、金融和必选消费。

- **下周重点关注数据及事件：**1) 6 月 5 日，欧元区议息会议结果公布；2) 6 月 6 日，美国非农就业人数及失业率；3) 6 月 6 日，欧元区公布 GDP 同比。

- **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：发达市场转涨，新兴市场继续下跌



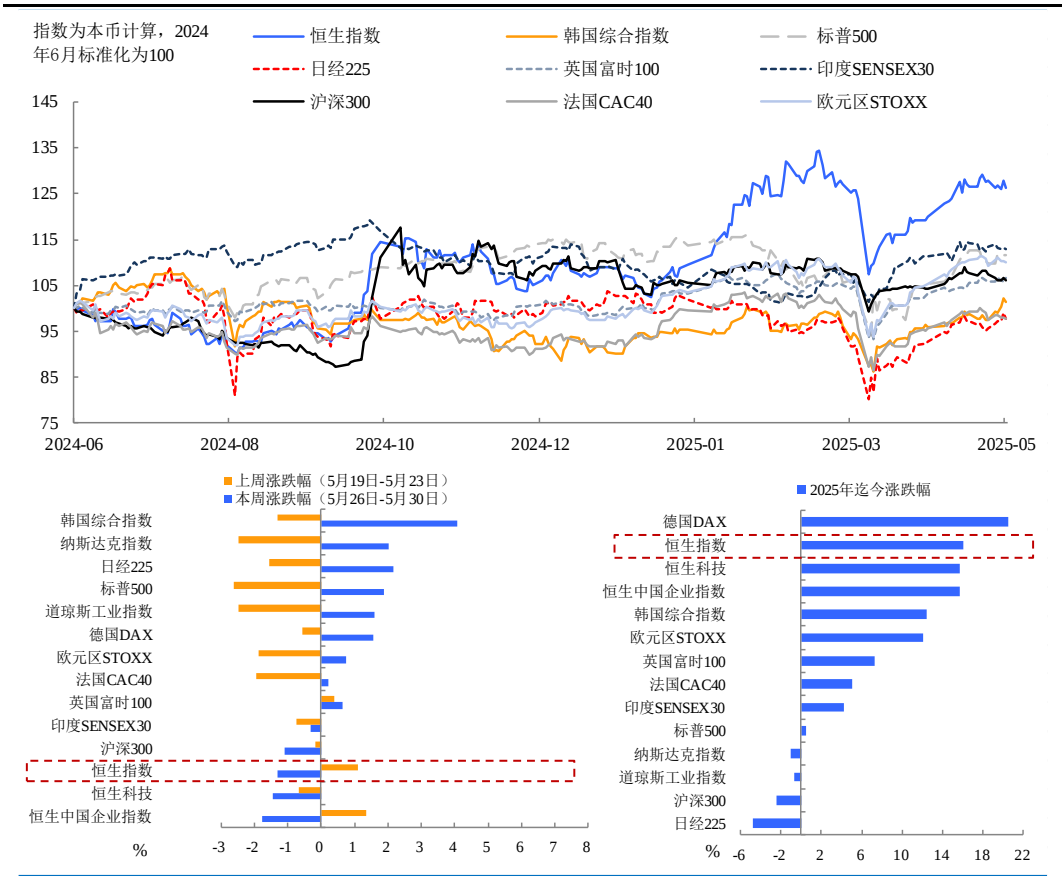
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：全球央行重要官员表态

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
里奇蒙联储主席 巴尔金	2025/5/27	巴尔金指出，数据显示经济正沿着相同轨迹发展，经济前景不确定性仍然存在。企业仍然主要选择观望，投资决策方面人们正保持耐心，市场正等待政策不确定性消除。	巴尔金指出，目前市场情绪的下降尚未对支出产生影响。消费者已开始预期通胀上升，这一定程度上影响了市场情绪，但目前尚无证据表明这已导致消费支出减少，市场正等待观察通胀和就业情况的变化。
日本央行行长 植田和男	2025/5/27	植田和男指出，未来经济面临下行风险，尤其是在2025和2026财年，全球供应冲击频繁，基础通胀水平逐渐接近2%，但仍需谨慎应对食品价格上涨的影响。企业行为呈现显著观望态势，投资决策保持谨慎耐心，经营主体普遍等待政策不确定性消除后才行动。	植田和男强调尽管距离2%通胀目标更近，但仍面临实现的长期挑战，特别是在全球供应冲击和贸易不确定性增加的背景下。日本的通胀主要由食品价格上涨推动，尤其是大米价格，且实际政策利率仍处于深度负值，显示宽松货币政策仍在持续。植田和男提到由于不确定性增加，已下调经济和通胀前景预期，但预计下半年潜在通胀将逐步接近目标。日本央行已成功将通胀预期从“零”脱离，但尚未锚定在2%，因此仍维持宽松政策以应对复杂的经济环境。
纽约联储主席 威廉姆斯	2025/5/28	威廉姆斯强调通胀预期管理是当前经济稳定的核心支柱。他指出全球中性利率持续低迷的背景下，美国储备缓冲虽仍充裕（应对重大冲击的关键防线），但4月关税事件已暴露市场功能失调风险。对于新兴市场经济体，汇率波动成为影响通胀传导与需求结构的显著变量。尤为重要的是，他警告通胀持续性风险——若放任通胀偏离目标，可能形成永久性经济扭曲，而关税等冲击事件正在加剧这种风险。	美联储威廉姆斯强调保持通胀预期稳定的重要性，避免其变得持久化以防止长期偏差。他指出当前全球中性利率持续低迷的环境下，必须警惕通胀预期脱锚的风险。一旦容忍通胀偏离目标形成持续性趋势，可能演变为永久性经济扭曲，因此他主张采取强烈的干预逻辑。同时，威廉姆斯认为通胀预期应在数年内逐步回归目标，而非完全不变，强调调整的灵活性。
美联储5月货币政策会议纪要	2025/5/29	美联储官员一致认为目前经济的不确定性显著升高，关税政策对经济的拖累超出预期，可能推动持续通胀。会议强调通胀预期的重要性，并关注通胀和就业的潜在风险。官员们认为未来几个月劳动力市场可能出现疲软的风险。经济衰退可能性与市场预期相符，美联储等待更多明确信息以调整后续宏观策略。同时，与会者评论了四月上半月资产价格之间典型相关性变化，指出该变化的持续变化或导致美国资产的避险资产属性减弱，可能对经济产生持久影响。	美联储官员一致认为由于经济前景的不确定性增加，采取谨慎的货币政策是适当的，需要等待对经济前景的更多明确信息以做出决策。官员们强调了通胀预期的重要性，指出如果通胀持续存在，他们可能面临“艰难的权衡”。几乎所有官员都认为通胀持续时间可能比预期更长。同时，与会者指出经济增长和就业前景恶化，通胀上升和失业率上升的风险增加。美元疲软归因于对贸易政策对经济增长影响的担忧。
旧金山联储主席 戴利	2025/5/30	戴利指出强调目前应重点关注通胀和就业市场。通胀方面，需要适度限制性的政策来持续降低通胀，寻找通胀持续下降、上升或保持坚挺的迹象。就业市场方面，目前没有看到任何就业市场疲软的迹象，但仍需持续观察其走向是否具备稳固性。戴利认为当前经济环境暂未迫使美联储在“抑制通胀”与“维持就业”之间进行政策权衡，整体风险分布处于可控区间。	戴利指出，如果劳动力市场保持强劲且通胀率下降，今年进行两次降息是合理的，但潜在风险的范围仍然很大。目前美联储的政策定位准确，维持政策利率稳定是一个积极的决定。

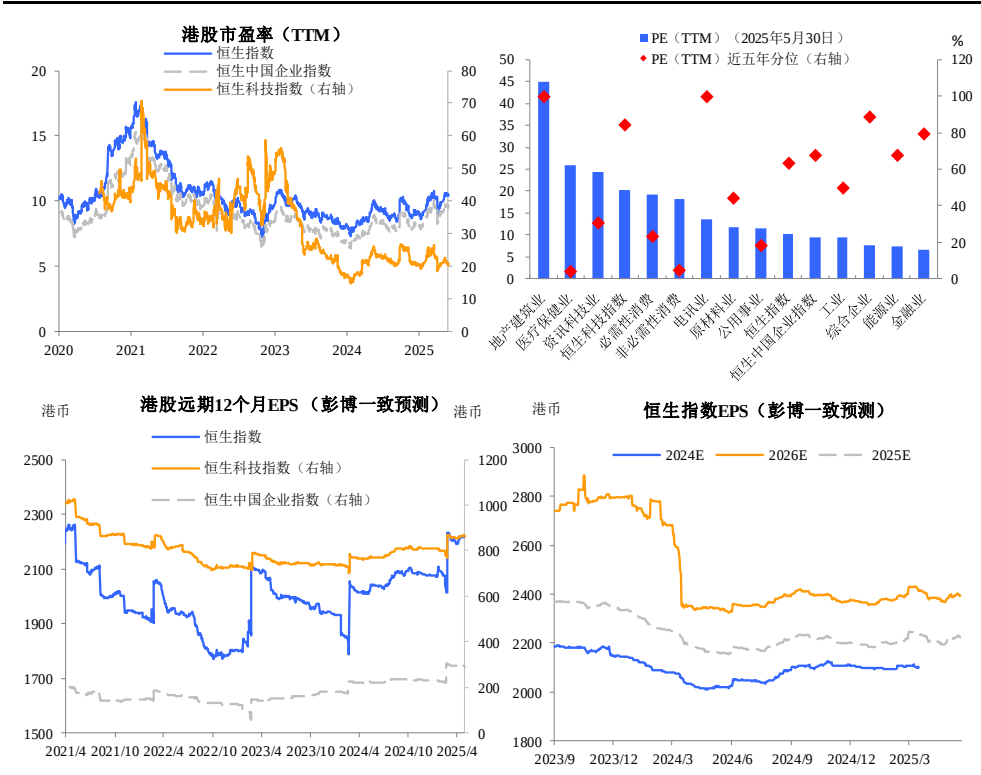
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3：恒生指数本周由涨转跌



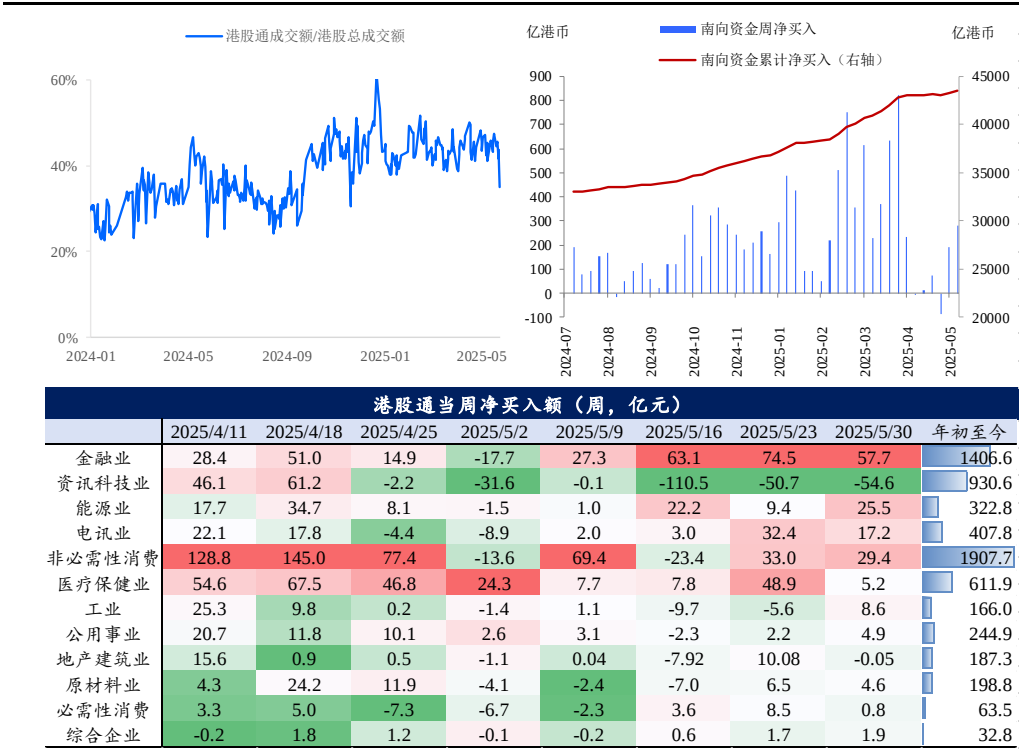
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图4：港股的估值及 EPS



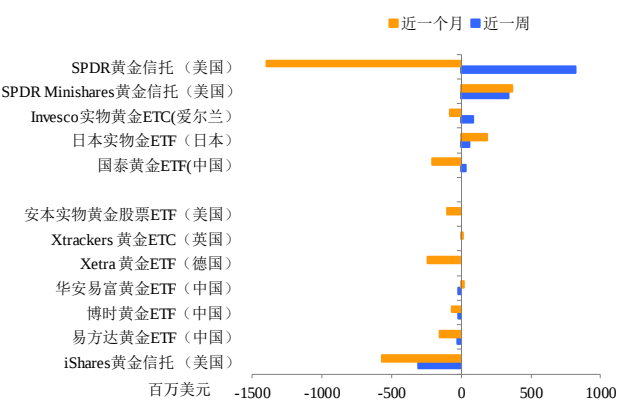
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：南下资金净流入加速，流入的板块集中在金融



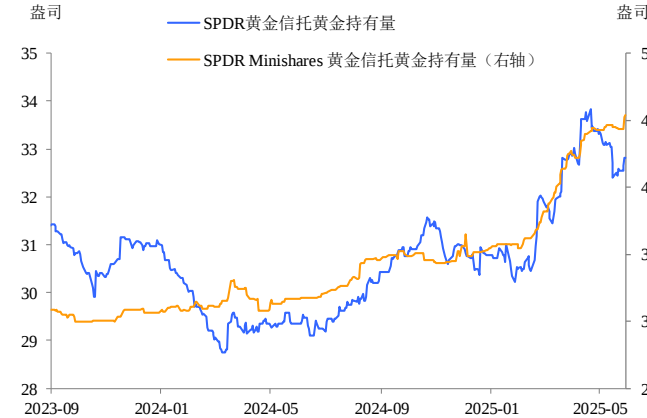
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国



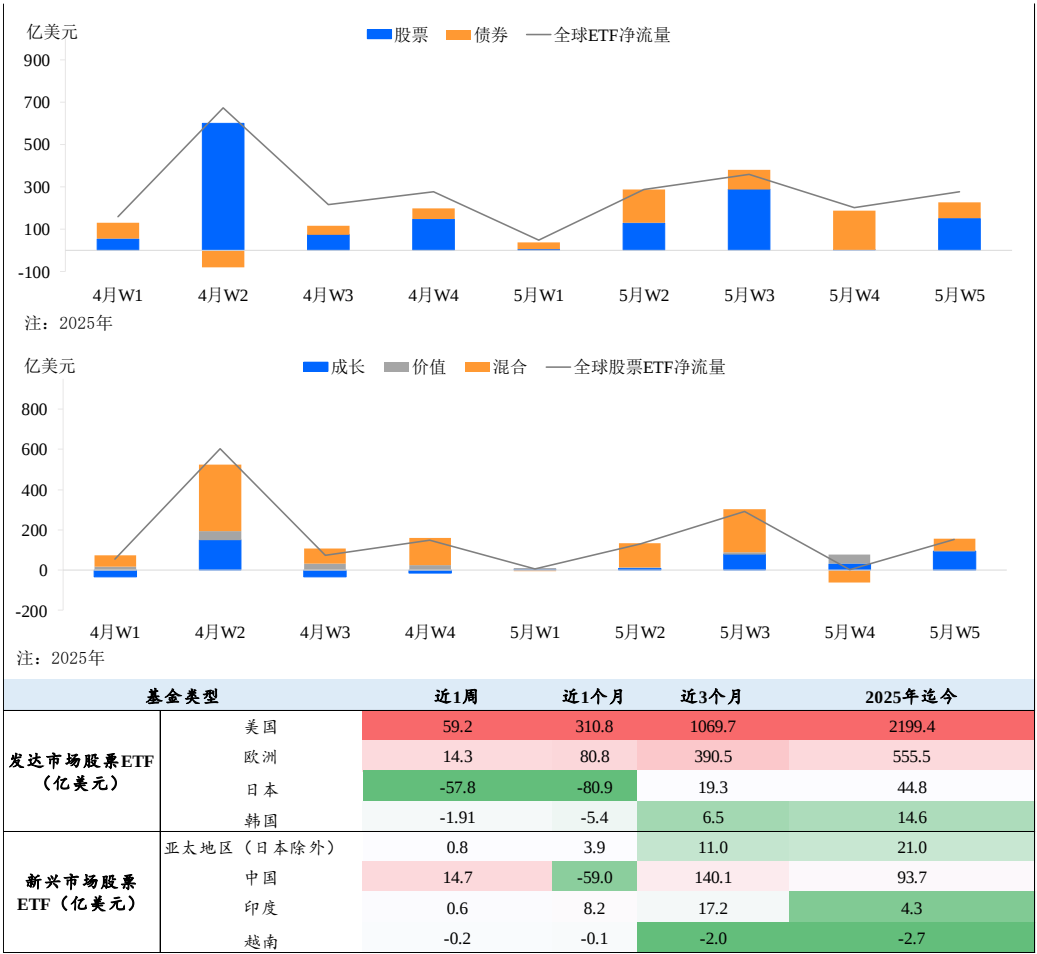
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：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8：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入的地区是美国



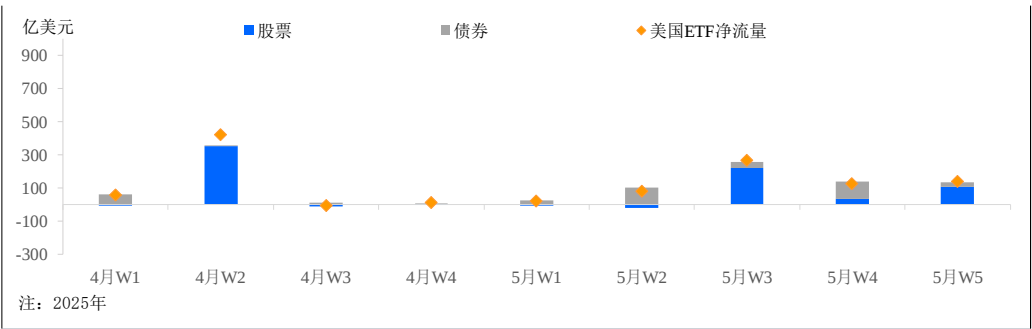
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，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	1.8	2.6	4.9	20.6	33.4
可选消费	-0.3	-0.4	0.3	-22.9	-25.3
必选消费	-1.0	-3.1	-3.1	-1.8	-1.6
能源	1.6	-2.3	-8.9	-54.4	-72.3
金融	-3.9	-10.3	-22.1	-41.9	31.5
医疗保健	-0.6	-11.0	-23.0	-53.4	-55.8
工业	4.0	7.6	21.9	54.4	89.9
材料	-0.8	-0.1	-15.2	-35.2	-51.4
科技	8.4	27.5	54.9	152.8	187.4
公用事业	0.7	1.1	3.4	23.0	36.4

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国 ETF（股+债）净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：重点关注日本长债拍卖及美联储5月议息会议纪要

周一 (2025/5/26)	周二 (2025/5/27)	周三 (2025/5/28)	周四 (2025/5/29)	周五 (2025/5/30)
美国-成屋签约销售指数月环比 欧元区-消费者信心指数终值 日本-领先指数CI	美国-耐用品订单月环比 美国-消费者信心指数 欧元区-CPI月环比 欧元区-CPI同比 欧元区-工业景气指数 日本-零售销售同比	美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 欧元区-GDP月环比 欧元区-GDP同比 欧元区-PPI同比 印度-工业增加值同比	美国-GDP环比折合年率 美国-周度首次申请失业救济人数 日本-买进国外债券 日本-买进国外股票	美国-个人收入环比 美国-个人支出环比 欧元区-M3货币供应同比 日本-失业率 日本-工作与申请人数比率 日本-东京消费价格指数同比 印度-GDP同比 印度-GVA同比 印度-外汇储备额

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>