

策略点评 20250526

“卖出美国”续集：股债汇又“三杀”——全球市场观察系列

2025年05月26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19日-2025年5月25日）发达市场与新兴市场同时转跌。从跌幅来看，发达市场跌幅较大，达-1.6%，新兴市场下跌0.1%。

■ 美股：政策面及事件面“联手”冲击美股。其中标普领跌（-2.6%），纳指及道指均下跌2.5%。美股涨势暂歇，标普及道指在收复年初以来的跌幅后，本周再次回到负收益。

一是，长债拍卖不佳，债市联动股市下跌。一方面，美国20年期国债拍卖需求不佳，导致市场情绪快速回调；另一方面，发达经济体普遍面临财政赤字扩张压力，全球债券市场联动抛售加剧美债波动。日本30年期国债收益率本周升至2.1%（2023年以来新高），英国30年期国债收益率突破4.8%。

二是，“Fed Put”进一步撤回。一方面，美国亚特兰大联储主席博斯蒂克表达了关税对通胀上行的担忧，并重申他预计今年降息1次（市场预期2次）。另一方面，在美债需求疲软之际，美联储理事沃勒表示美联储不会在一级拍卖中购买债券，重申了美联储避免直接参与政府债券发行的政策立场。

三是，地缘风险再起。以色列准备打击伊朗核设施，地缘政治风险再起，市场避险情绪显著升温，美股在此影响下走弱。

短期内，我们认为美股继续以震荡为主。一是，长端美债利率重回4.5%附近，不仅加剧特朗普后续减税政策的掣肘，且对美股进一步拔估值形成压制。二是，地缘政治风险依旧不容忽视，警惕短期内地缘可能带来的外溢影响；三是，美股短期内已经出现超买迹象，随时可能出现调整。近期美国没有关键的宏观硬数据发布，市场暂时缺乏进一步上涨的催化。除非本次美股反弹因其他政策面或事件面的影响而演变为反转，否则短期内将继续以震荡调整为主。

但从中长期来看，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：长端利率上行，背后反馈出的是叙事从关税到财政的迁移，也意味着内部政策将是后续债市交易的重点。本周10年期美债利率上行8bp，通过拆分美债收益率结构，持续走高的主因是期限溢价，而不是通胀。考虑到前期关税冲击的缓和，目前进一步推高期限溢价的主因则主要来源于财政政策。

减税政策加剧赤字压力，市场通过抛售债券推高收益率，倒逼财政纪律。本周众议院以215:214惊险地通过特朗普《大美丽法案》（《The One, Big, Beautiful Bill》），该法案的核心是对外加关税，对内减税且全面放松监管，预计将在未来几年内新增数万亿美元财政赤字。在债务高企、利息支出高达近9000亿美元背景下，市场担忧减税将导致财政赤字压力加大，财政可持续性变差，因此20年期的美债拍卖结果不及预期。20年期美债拍卖惨淡，得标利率突破5%。美国财政部拍卖160亿美元，投标倍数2.46，几乎是该期限自五年前推出以来表现最差的一次之一。

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。一方面，关税谈判超预期后，短期内对降息预期概率降低；另一方面，特朗普“大美丽”法案通过意味着减税前置、减支后置意味着短期内的财政更具有扩张性。此外，在6月债务集中到期及债务上限“X-date”临近前，债务问题将反复博弈，长端利率有上冲风险。不过中长期来看，长端美债

相关研究

《关税风波再起，关注自主科技》

2025-05-25

《新一轮东升西落交易可能很快来临》

2025-05-25

利率仍倾向于下行。

- **港股：**本周港股继续反弹，恒指已连续六周上涨，本周上涨 1.1%，但恒生科技本周跌 0.65%。我们目前对港股继续持谨慎乐观态度，整体压力还在，震荡为主。港股还需增量资金和持续政策刺激。

1、全球风险资产波动加大，资金整体风偏收紧。美债和日债近期波动显著，投资者持续观望各类资产再平衡。

2、关税风险仍在。尽管中美关税阶段性缓和，关税隐忧还在，市场普遍担心特朗普出尔反尔。

3、南向资金短期风险偏好收紧。一是，整体增配防御性资产。二是，因为关税阴霾减退，普遍降低国内政策出台预期。

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 3 支增持，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托 (\$3.9 亿美元)，其次是 Invesco 实物黄金 ETC (\$1.5 亿美元)，第三是 Xtrackers 黄金 ETC (\$0.1 亿美元)，虽然从绝对数值上看，美国仍旧在主要购买，但从边际上看，美国减持，爱尔兰与英国增持；全球主要黄金 ETF 有 8 支在减持，是美国的 iShares 黄金信托 (-\$3.7 亿美元)，中国的易方达黄金 ETF (-\$1.4 亿美元)，中国的华安易富黄金 ETF (-\$1.4 亿美元)。

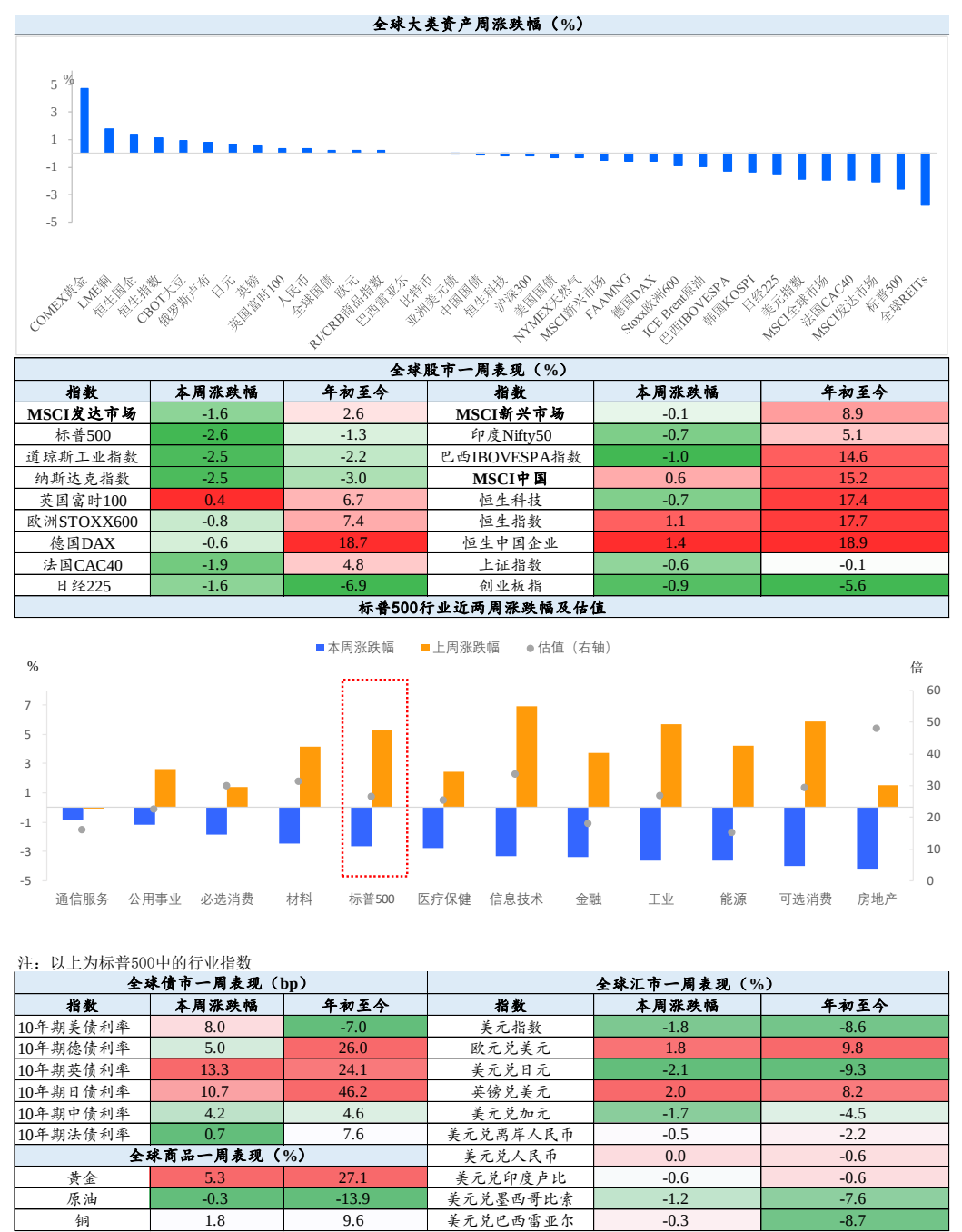
机构边际小幅增持黄金，散户边际小幅减持黄金，散户的购金热度开始消退。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 32 盎司(周环比+0.4%)，SPDRMinishares 黄金信托的黄金持有量约 4.4 盎司(周环比-0.8%)

- **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 \$68 亿美元(边际-\$222 亿美元)，全球债券 ETF 净流入 \$179 亿美元(边际+\$89 亿美元)；分国别来看，资金向美国集中，日本由净流入转净流出。发达市场中，美国股票 ETF 净流入最多(\$82.4 亿美元)，其次是欧洲；新兴市场中，中国本周持续净流出，其中中国股票 ETF 净流出最多(-\$28.2 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、通信和工业；净流出行业 Top3: 医疗保健、金融和材料。

- **下周重点关注数据及事件：**1) 5 月 28 日，英伟达将公布 2026 财年 Q1 财报及日本长债拍卖结果；2) 5 月 29 日，美联储公布的 5 月货币政策会议纪要；3) 5 月内，DeepSeek 将发布的 R2 大模型。
- **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：发达国家与新兴市场转跌



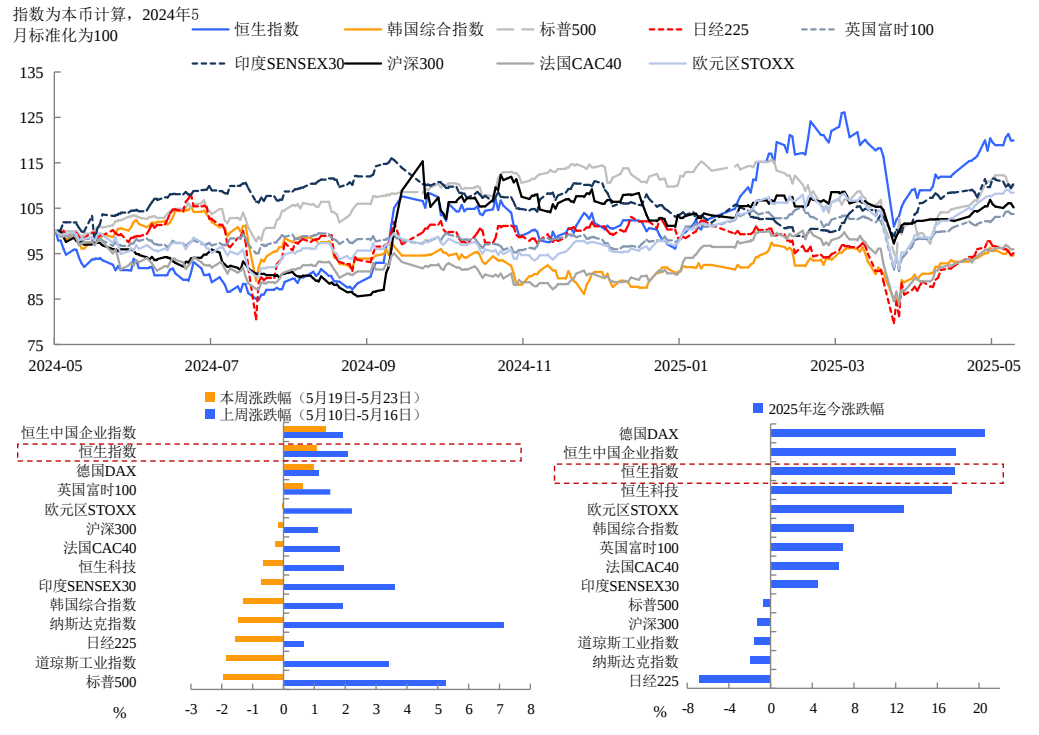
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储担忧关税推升通胀，持续观望

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
纽约联储主席 威廉姆斯	2025/5/19	威廉姆斯指出，当前美国经济数据非常优秀，接近充分就业，劳动力市场基本处于平衡状态， 通货膨胀一直在缓慢而渐进地下降 。他指出，当前美国消费者状况良好，屡次展现出韧性，但从数据上看出 消费者谨慎情绪上升的迹象 。威廉姆斯指出，受贸易问题影响，第一季度经济增长异常，“不确定性”成为经济的关键词。他担忧关税 可能会推高通胀和失业率 ，企业和家庭表现出观望情绪， 部分前瞻指标发出了令人担忧的信号 。	威廉姆斯指出，当前 货币政策处于良好位置 ，未来经济前景需等待6、7月的进一步明朗化。威廉姆斯表示， 美联储在缩减资产负债表上还有很长的路要走，但不会影响市场价格 。他强调， 美元仍是世界储备货币 ，全球投资者仍将美国视为投资目的地，他 并未看见投资者对美债的兴趣发生显著变化 ，核心固定收益市场一直运行良好，美联储可以在货币政策上保持从容。
亚特兰大联储主席 博斯蒂克	2025/5/21	博斯蒂克指出，当前 经济面临多重政策不确定性冲击 。特朗普的关税政策及现政府政策框架的模糊性，正导致企业投资决策延迟与供应链调整困难，其认为需 至少3至6个月观察期以评估政策影响的消散 。他表示，企业此前通过库存积累和供应链调整等“缓冲策略”来抵消高关税影响的做法已接近尾声。随着这些策略失效，关税对物价的传导效应将逐步显现， 可能引发新一轮价格上涨 。他特别强调，这种影响可能从进口商品扩散至国内生产的商品和服务，形成“第二轮通胀压力”。	博斯蒂克主张美联储应采取“观望”态度，等待关税政策的实际影响和经济数据进一步明朗后再调整利率。他指出，当前 货币政策立场以通胀风险为核心导向 ，消费者长期通胀预期突破美联储2%锚定目标的现象被其视为关键威胁，暗示菲利普斯曲线陡峭化可能迫使政策转向。尽管 维持“年内降息一次”的基准预测 ，但明确要求双条件：一是政策不确定性实质性缓解，二是通胀数据连续确认下行趋势。
圣路易斯联储主席 穆萨莱姆	2025/5/21	穆萨莱姆指出，美国经济具有潜力，劳动力市场稳定，通胀有所缓解但仍高于2%的目标。穆萨莱姆表示， 经济政策的不确定性异常高 ，即使在5月12日贸易局局势有所缓和之后， 关税也可能导致美国劳动力市场走软同时推升物价 。他强调， 不确定性对经济活动的影响往往相当重大 。在充斥不确定性的情况下，企业和家庭都难以作出相关决策，如果决策迟滞，预计会影响经济前景。	穆萨莱姆表示，货币政策目前情况良好，如果通胀预期保持稳定，平衡应对通胀和失业率上升是可行的。 如果通胀预期不稳定，美联储的政策应该优先考虑物价稳定 。他强调，美联储作决策时不会考虑政治因素， 美联储的独立性是保持通胀预期稳定的关键 。
美联储理事 沃勒	2025/5/22	沃勒指出，当前经济表现良好，关税影响尚不明显， 但若关税接近10%，经济仍能保持稳定 。沃勒认为 关税是一项一次性的价格上涨 ，对推动通胀持续上升的作用不大。沃勒表示，当前 市场正在密切关注美国政府的财政政策 ，普遍预期税收法案将带来更多的财政紧缩措施，市场期待更多的财政纪律。	沃勒坚信当前货币政策方向正确，他明确提出， 美联储可能在2025年下半年启动降息周期 ，但需满足两个条件：一是关税政策在7月前明确并稳定在10%左右；二是通胀数据持续向2%目标收敛。他 预计若条件满足，下半年可能进行“一系列降息” ，但强调降息幅度将取决于经济数据表现。同时沃勒透露美联储不会在初级拍卖中购买债券。
芝加哥联储主席 古尔斯比	2025/5/23	古尔斯比指出，当前对欧盟50%的关税与目前情况相差一个数量级， 高关税水平将对供应链造成严重冲击 。他表示，企业普遍担忧持续的关税公告可能扰乱供应链，导致价格上涨，他们希望在作出重大决策之前政策保持一致。古尔斯比担忧， 如果关税对经济产生滞涨影响，那将会是美联储面临的最糟糕的局面 。	古尔斯比指出，短期内美联储需要等待局势明朗再作出决策，当前利率仍处于历史区间内，如果关税和不确定性对通胀构成威胁，利率最终可能下降， 表示在未来10-16个月内仍有降息可能 。古尔斯比指出，迄今为止对 金融稳定的担忧被过度夸大 ，但如果长期收益率的上升对实际经济活动产生直接影响，这将成为美联储分析的一个因素。

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

图3：恒生指数本周继续上涨



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图4：港股的估值及 EPS



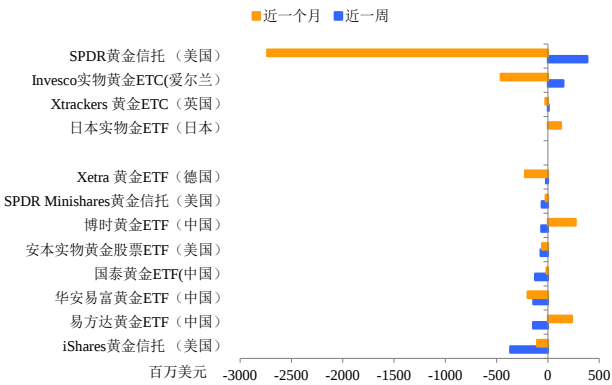
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：南下资金流入节奏放缓，流入的板块也相对分散



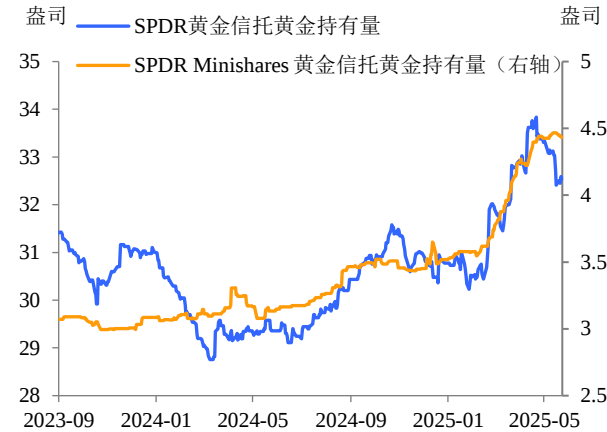
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：主要购买黄金 ETF 的国家集中在爱尔兰



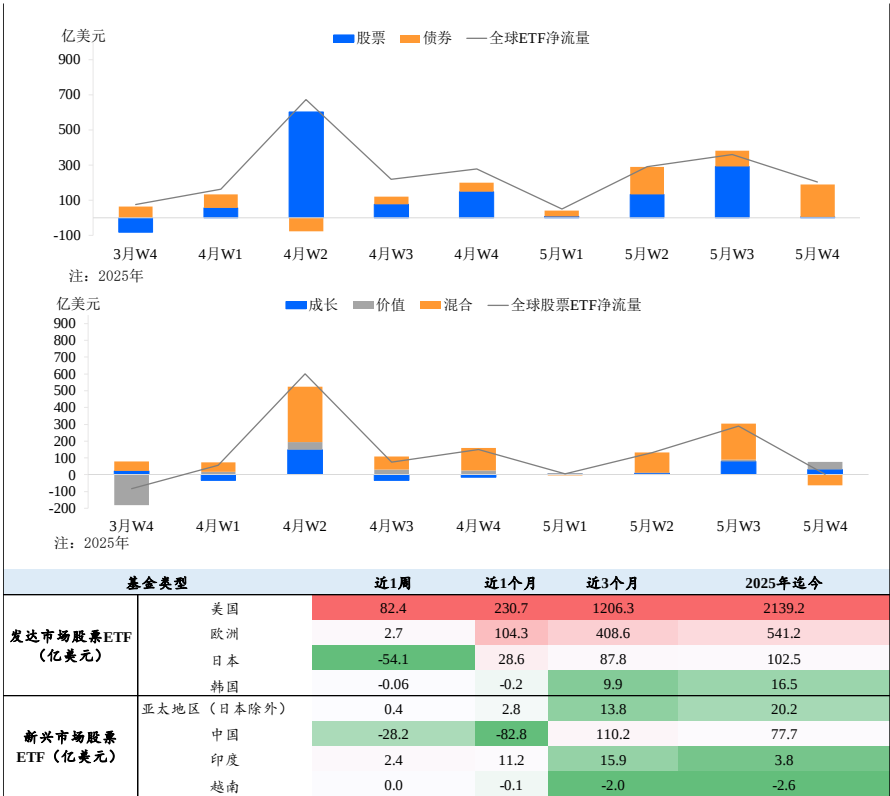
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：机构边际增持黄金，散户边际减持黄金



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



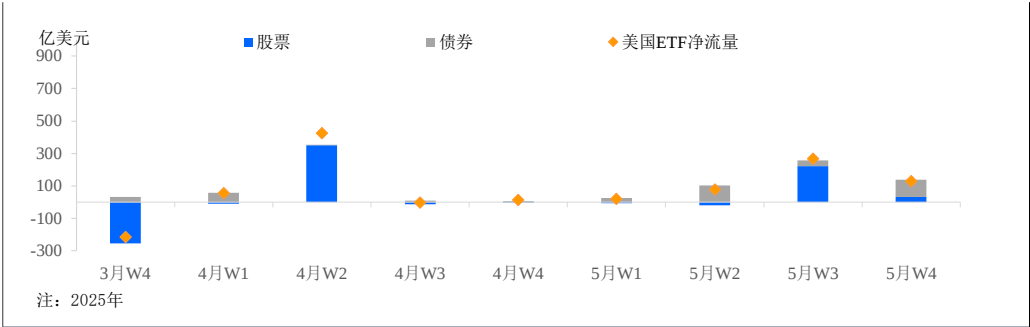
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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	0.5	3.4	3.7	29.8	30.8
可选消费	0.4	-0.4	-0.5	-22.4	-25.0
必选消费	-1.7	-1.8	4.1	6.5	1.5
能源	0.0	3.2	-9.6	-49.8	-69.9
金融	1.2	-14.4	-9.5	-31.6	41.8
医疗保健	-2.3	-15.1	-15.3	-28.3	-44.8
工业	2.3	3.3	16.3	49.0	82.2
材料	0.0	-4.0	-20.4	-35.6	-51.3
科技	2.9	18.7	40.1	142.8	160.0
公用事业	0.3	-1.3	4.4	22.3	35.3

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C1	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-PP1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>