

环球市场脉搏 (2025 年 4 月)

市场焦点 — 覆巢之下，避险难寻

2025 年 4 月 2 日，美国总统唐纳德·特朗普在白宫玫瑰园正式宣布全新的贸易政策，标志着美国保护主义战略的全面升级。根据新政，自 4 月 5 日起，美国对所有进口商品统一征收 10% 的“普遍关税”，同时对主要贸易对手（如中国、欧盟、日本）加征“对等关税”。其中，欧盟和日本获得了 90 天的暂缓期，而中国则未获宽限，自 4 月 9 日起即被加征 34% 的额外关税，并迅速在 4 月 11 日进一步提升至 125%。到 4 月中旬，对部分中国商品的综合关税已飙升至 245%。这一规模庞大、节奏迅猛、外溢广泛的新措施，标志着全球经济摩擦进入新阶段，引发了对经济放缓、供应链中断及市场系统性波动的广泛担忧。

政策冲击迅速蔓延至全球市场。此前由企业盈利支撑的美股市场迅速转向，由政策不确定性主导走势。标普 500 指数 4 月下跌 1.5%，道琼斯工业平均指数更是暴跌 4.5%。尽管纳斯达克指数小幅上涨 0.5%，但整体市场情绪疲弱。曾支撑市场的“七巨头”科技股亦遭遇沉重抛售，反映出资金正撤离高度集中、未来前景不确定的板块。出口敏感型行业（如汽车、工业、半导体）领跌大盘，而消费必需品板块因其防御属性录得 4.3% 的正收益。恐慌指数（VIX）飙升至 50 以上，清晰反映出市场由基本面驱动转向政策风险主导的深刻变化。

传统意义上的避险资产亦未能幸免。美国国债，历来视为全球“无风险资产”，在此轮动荡中遭遇显著抛压。10 年期美债收益率在短短一周内从 4% 跃升至 4.5%，引发市场对外国投资者逐步减持美债、转向黄金等硬资产的关注。同时，作为全球储备货币象征的美元亦失守心理关口。美元指数（DXY）4 月下跌近 4%，跌破 100 大关，创 2023 年以来新低。美国经济增长放缓、通胀压力上升、加之总统对美联储主席的公开批评，共同削弱了美元作为全球避险资产的地位。

当前市场并未出现断崖式崩溃，而是呈现出更为温和却深远的资产重定价过程。投资者正在逐步适应一个“风险与避险”传统逻辑失效的新世界。相较之下，黄金年初至今上涨约 25%，强化了其作为政策冲击对冲工具的重要地位。然而，即使是黄金的强势表现，也进一步印证了：在当前环境下，真正具备“韧性”的资产已变得极为稀缺。资本不再自动流向传统庇护所，而是寻求跨资产、跨地区、跨策略的多元化配置。

在这种不断演变的市场格局中，防御性与灵活性成为资产配置的核心。美股市场中，盲目“抄底”的时机尚未成熟，政策与宏观面的不确定性持续施压；而对美国国债与美元资产的盲目信任亦需重新评估。未来一段时期内，持续的政策冲击与市场波动将推动资本重新定价，全球投资者或许应摒弃旧有范式，主动调整资产组合，在多元布局、动态调仓中寻找新一轮风险管理的锚点。真正的安全港，或许正在逐渐消失。



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

大类资产表现

大宗商品

- 4 月大宗商品走势进一步分化。黄金在避险需求推动下突破 3300 美元/盎司历史新高，白银跟涨 2.4%。

政府债券

- 过去一个月，10 年期国债收益率呈现显著分化：中国、日本及欧洲多国收益率下行，而美加两国逆势上升，反映各国经济周期与政策路径差异扩大。

股票

- 美股经历调整后持续疲软，三大指数月内整体收跌（标普 500 -1.5%，道指 -4.5%，纳指 +0.5%），标普 500 动态市盈率维持在 21 倍。
- 中港股市动能减弱：恒生科技指数月跌 7.5%，恒指跌 5.0%，沪深 300 跌 2.7%，资金获利了结与催化因素缺失导致回撤

外汇

- 美元指数月内续跌 4.4%，非美货币普遍走强

情绪指标与市场宽度

情绪指标

- 市场情绪从 4 月初的极端悲观边缘修复至中性区间。
- 美股多空比从月初 1.02 的高位回落至 0.46，显示空头情绪退潮。
- 散户投资者情绪仍偏谨慎。“聪明钱”信心非常积极，而“愚蠢钱”信心则较为谨慎，预计未来两个月的超额收益为 -0.6%，表明此次技术性反弹难以持久。
- 美国散户投资者情绪持续低迷。

市场波动

- VIX 波动率指数（“恐慌指数”）在 4 月初因特朗普关税声明引发市场广泛恐慌而急剧飙升，达到自 COVID-19 以来未见的水平。

市场宽度

- 当前宽度指标低于平均水平。

全球观察

- 美国经济观察清单显示略有下行趋势。
- 在追踪的 25 项指标中，5 项为正面，12 项为中性，8 项为负面。
- 我们将下行趋势归因于商业活动疲软，以及政策不确定性下市场信心的进一步下降。

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息／非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及／或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和／或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及／或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及／或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及／或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和／或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国

际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097