

中美谈判取得积极进展，聚焦政策结构性机遇

每周策略建议

港股：中美贸易初步磋商进展积极超预期，双方均暂时大幅降低关税，释放贸易战阶段性缓和信号。上周“一行一会一局”以“降准降息稳预期、服务消费扩内需、科技突围争筹码”为主线“多箭齐发”，释放积极托底信号。不过，4月通胀呈现内需弱修复与外部压力交织，出口依靠“抢转口”和机电设备支撑，进口显示内需回升动能仍偏弱。当前港股风险溢价已低于滚动两年平均一个标准偏差，估值不算太便宜。3月底恒指的水平已隐含美国对华约50%左右的累计关税预期，谈判进展超预期料给予恒指短期上冲动能，但考虑到中美贸易磋商仍面临一定的潜在反复性，恒指站稳24,000点或以上会较具压力。后续关注：(1) 关税谈判进展：中美关税磋商结果将是影响港股市场的关键因素。若谈判释放更多积极信号，围绕关税豁免领域以及出口链有望反弹；(2) 科技板块：重点关注受惠政策支持的人工智能、半导体设备等自主可控领域。此外，互联网龙头即将公布业绩，财报催化机会也值得关注；(3) 港股本地股：港元流动性宽松及地产政策调整，香港本地银行、公用事业及地产股或迎来估值修复。

美股：美股高台窄幅整理，三大指数在200日线水平波动。美英达成新一轮贸易协议，中美贸易初步磋商进展积极超预期，纾缓通胀反弹风险，有力提振市场情绪。美联储指出经济及就业市场仍然稳健，美国经济衰退或滞胀的忧虑下降。美股Q1盈利超预期，根据Factset数据，78%的标普500指数成份股盈利超预期，高于过去十年平均水平，以通讯服务、金融及医疗保健板块超预期的公司占比较多。市场情绪积极回升，如NAAIM经理人持仓指数大幅反弹至81.06。CNN贪婪恐慌指数也升至62的贪婪水平。公司积极回购为美股托底，美股上市公司在4月宣布了2,338亿美元的回购，是自1984年有数据以来的第二高金额，而年初至今回购公告已达到创纪录的6,651亿美元。关税进展利好情绪修复，看多中国区收入占比的公司料有较佳弹性。策略上，看多Mag 7、可选消费，必选消费、公用事业（盈利增长稳定+利率敏感度低）及金融股（受益降息预期及业绩韧性）。

美债：美联储继续按兵不动且释放对通胀和就业的双重忧虑，10年期美债收益率升至4.4%左右。美英协议局部降低关税升级风险，叠加中美初步磋商积极，预计市场对全球供应链扰动担忧有所降温。但需警惕特朗普对华关税政策反复，可能再度推升期限溢价。维持收益率高位震荡的判断，长端利率趋势性下行仍需等待降息及衰退预期强化。

美元指数：美联储对降息的谨慎态度压制宽松预期，短期支撑美元韧性。美英贸易协议以及中美贸易初步磋商顺利，降低市场对政策无序性的担忧，叠加美国经济硬数据稳健，提振美元基本面。美元指数反弹至100上方后，料短期继续维持高位震荡，主因美联储不急于降息以及避险情绪或因贸易谈判进程反复而间歇性升温。

美元兑离岸人民币：离岸人民币保持在7.20左右窄幅波动，中美贸易初步磋商进展积极，内部政策积极托底叠加外部压力阶段性缓释，为人民币提供一定的基本面支撑。中美贸易博弈及内部经济增长动能主导人民币波动方向。内部经济数据弱修复和出口仍有压力的背景下，人民币不具备持续升值动能；然而，仍需警惕中美贸易谈判潜在的反复和曲折，离岸人民币或在7.30关口具支撑。

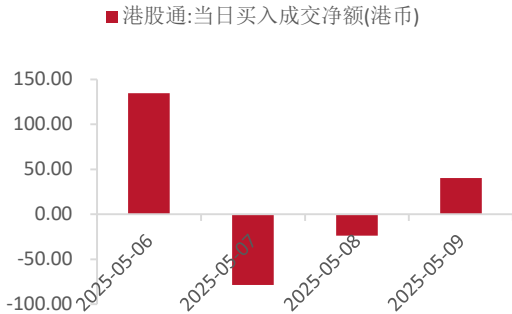
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	22,867	1.6%	14.0%
恒生科技	5,180	-1.2%	15.9%
恒生中国企业	8,308	0.9%	14.0%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

港股宏观基本面及政策追踪

中国宏观数据及政策跟踪：

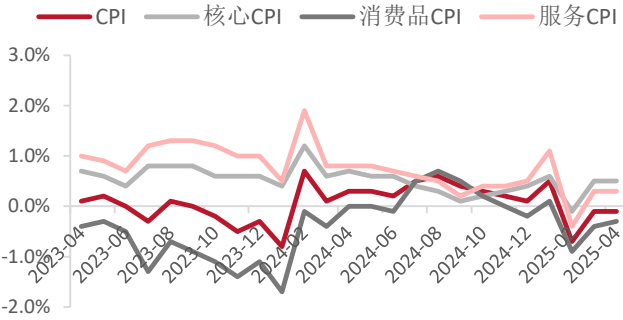
4 月通胀呈现内需弱修复与外部压力交织

4 月 CPI 同比微降 0.1%，连续三个月负增长，但环比由跌转升 0.1%。核心 CPI 同比持稳 0.5%，显示居民消费需求延续温和修复。食品价格同比降幅较上月显著收窄，畜肉、鲜菜等品类拖累减弱，非食品领域受假日出行需求拉动，机票、住宿等服务价格环比明显回升，但国际油价下行压制能源价格（4 月汽油同比降 10.4%），拖累 CPI 同比表现。

4 月 PPI 同比跌幅扩大至 2.7%，创六个月新低，内外压力叠加导致工业品价格承压。国际大宗商品价格下跌是主因，原油、有色金属等输入性成本下降传导至国内石油化工、金属冶炼行业。耐用消费品 PPI 降幅扩大至 3.7%，关税影响下，商家需要以价换量部分对冲关税，另一方面出口转内销加剧物价下行压力。

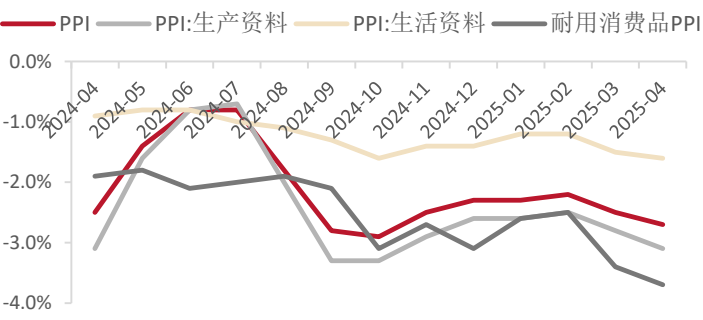
短期看，CPI 或延续弱复苏，食品供给改善与服务消费韧性形成对冲。PPI 修复需关注国际大宗企稳及国内设备更新政策效果。中长期需警惕中美关税升级对出口链价格的二次冲击，政策端需要持续在扩内需与产业链自主性支持上双向发力，缓解外部压力传导。

图表 1：4 月 CPI 延续温和修复



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 2：4 月 PPI 同比跌幅扩大



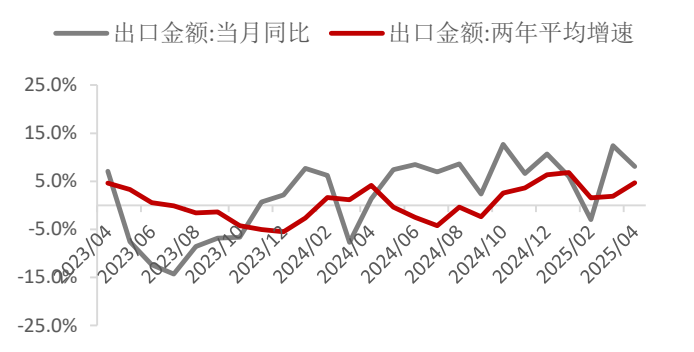
来源：万得、中泰国际研究部。

4 月出口韧性分化，进口弱复苏延续

4 月出口同比增长 8.1%，超预期但较 3 月增长 12.4% 明显回落，主因对美出口同比骤降 21%，反映美国对等关税的冲击显化。但对等关税暂缓 90 天带来的“抢转口”效应显著，对东盟出口增速跃升至 20.8%，出口占比升至 16.8%；对欧盟出口增长 8.3%，基本保持增速。机电产品、集成电路等高附加值品类维持增长，部分对冲劳动密集型产品的压力。4 月进口同比降幅收窄至 -0.2%，机电设备制造业升级投资需求的拉动为主。大宗商品量价双杀持续，铁矿砂进口量降 5.5%、价格跌 17.8%；煤炭进口量降 5.3%、价格重挫 22.2%，反映基建地产需求疲软。4 月机电产品进口增 5.7%，其中自动数据处理设备零部件进口激增 12%，印证设备更新政策拉动技术升级投资。

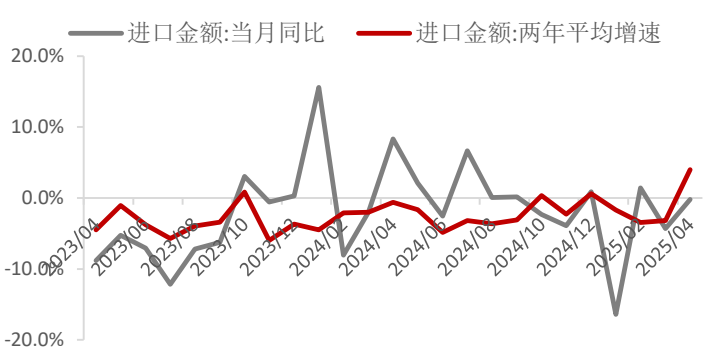
短期看，美国对等关税滞后效应或持续压制对美出口，但东盟中间品贸易及机电设备一定程度支撑出口中枢。大宗价格下行虽压制进口额，但降本效应利好制造业利润修复。中美博弈“边打边谈”格局下，“设备更新再贷款+自贸区升级”政策组合拳，有望以“市场多元化+技术自主性”缓冲外部冲击，引导进出口结构向“安全与发展”平衡点演进。

图表 3：4 月出口同比增长超预期



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 4：4 月进口同比降幅收窄



来源：万得、中泰国际研究部。

政策“多箭齐发”积极托举

5 月 7 日，中国央行、金融监管局和证监会三部门“多箭齐发”，以“降准降息稳预期、服务消费扩内需、科技突围争筹码”为主线，通过“内需提振与外需纾困”双轨协同，构建内外风险对冲体系。政策工具箱扩容，释放“稳预期”强信号，凸显“以我为主”的战略定力，也凸显了当前决策层为中美谈判做足准备。

通过梳理政策，我们认为本次三部门的政策组合拳扩容，主要通过构建“多层次防御体系”以有力对冲外部压力和刺激内需回升。第一层次——流动性托底：央行通过降准降息释放约 1 万亿流动性、调降 OMO 利率至 1.4%（预计带动 LPR 下行 10BP），直接缓解企业融资压力，同时针对汽车金融公司实施存款准备金率归零，与服务消费再贷款（5,000 亿）形成“实物消费+服务消费”双驱动。第二层次——结构性突围：8,000 亿设备更新再贷款扩容与科创债风险分担工具（央行增信）形成“信贷+债券”双融资通道，加大对科技自主突围的支持力度。第三层次——市场稳定机制：中国证监会强化汇金平准基金“兜底”功能，叠加金融监管总局调降险资风险因子，提升资本市场抵御外部冲击引的能力，夯实金融安全底线。

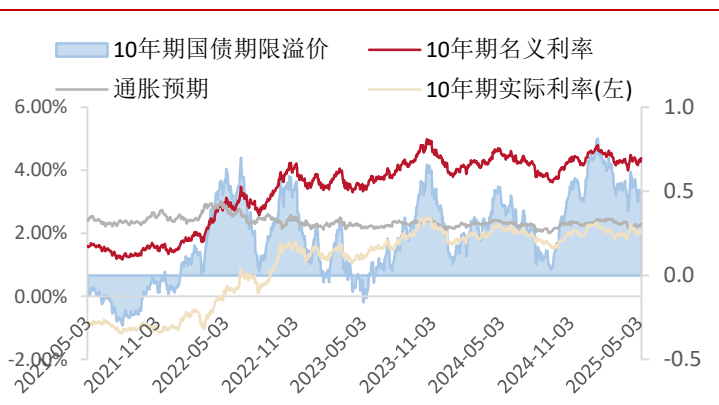
海外市场宏观数据及政策：

美联储称面临通胀和失业率上升的双重风险

5 月 FOMC 维持联邦基金利率不变，符合市场预期。本次议息声明及会后的记者没有太多增量信息，面对关税冲击对于通胀及经济前景带来的不确定性，美联储对降息保持耐性。议息声明承认，出口波动影响了经济数据，但近期经济活动持续以稳健步伐扩张。近几个月失业率维持在低位并趋于稳定，劳动市场状况依然稳健，而通胀水平仍处于较高位置。美联储力求实现最大就业，并使通胀率长期保持在 2% 的目标。经济前景的不确定性进一步增加。美联储密切关注其双重使命所面临的双向风险，并认为失业率上升和通胀加剧的风险均已升高。

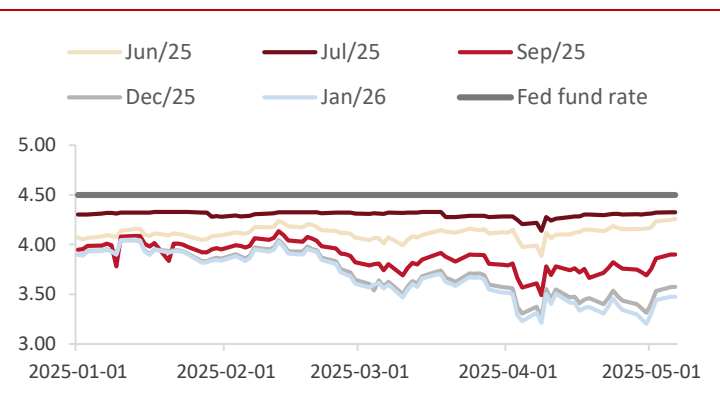
对于 5 月 FOMC，我们认为：（1）美联储面对通胀风险及衰退风险升温的两难，但当前美联储为保信誉(因为 2021-2022 年美联储误判通胀)，倾向以防通胀风险为先，将通胀预期锚定在一个较低的位置；（2）美联储不会采用预防性降息，倾向观望数据再行动，如果就业市场快速恶化，而通胀又在可控情况，有机会单次大幅度降息(如去年 9 月一次性降息 50 个 BP；（3）美联储认为当前经济及就业市场仍然稳健，局部打消市场对美国经济衰退的忧虑。

图表 5：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 6：利率期货对未来数次 FOMC 利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部. 左轴单位为%。

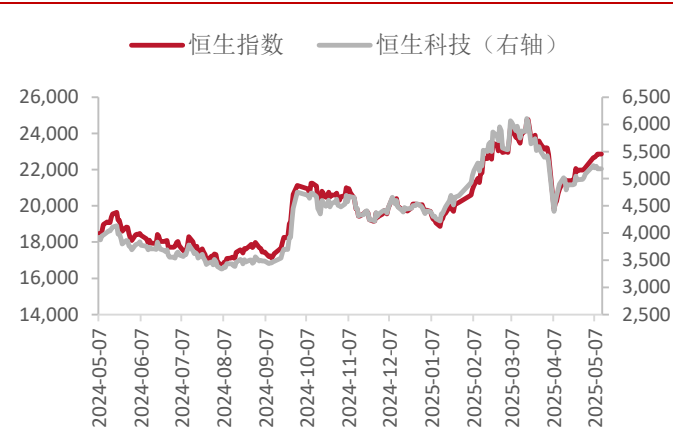
上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

港股市场持续反弹

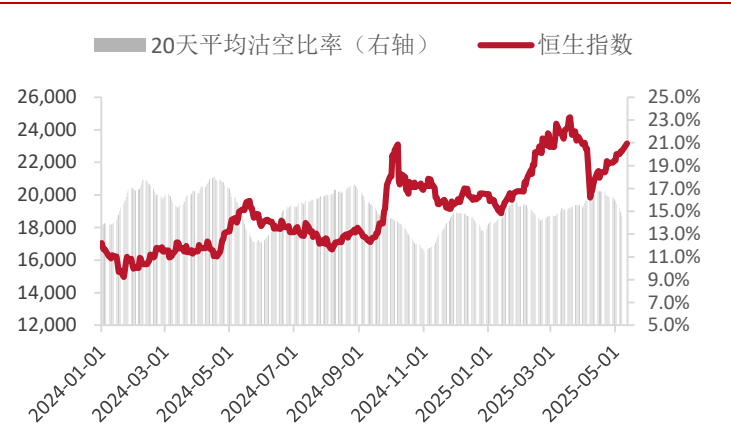
港股上周再度上攻，恒生指数全周上升 1.6%，收报 22,867 点，连续第四周上升，并完全修复 4 月初“对等关税”以来的所有跌幅。恒生科指全周下跌 1.2%，收报 5,180 点。大市日均成交额按周增加 17.4%至 2,002 多亿港元。截至 5 月 9 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）为 14.5%。

图表 7：恒生指数/恒生科技走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 8：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数中，金融、电讯和可选消费涨幅靠前，黄金珠宝、航运、港口、银行、香港地产股及 REITS 等细分行业表现较为突出。医疗保健、科技板块则明显跑输。

图表 9：港股行业周涨跌幅（2025. 5. 6 - 2025. 5. 9）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
金融业	2.7%	3.2%	10.7%
电讯业	2.4%	3.0%	10.6%
非必需性消费	1.9%	4.5%	18.4%
能源业	1.5%	1.7%	-9.1%
综合企业	1.5%	1.9%	3.3%
公用事业	1.5%	1.6%	1.1%
地产建筑业	1.0%	1.8%	5.3%
工业	0.7%	1.4%	-0.7%
原材料业	0.7%	1.8%	19.5%
必需性消费	-0.5%	0.8%	10.2%
资讯科技业	-1.0%	2.2%	22.4%
医疗保健业	-4.0%	-2.3%	24.4%

来源：万得，中泰国际研究部

港股通净流入仍然谨慎

上周港股通净流入 67 亿港元，净流入量规模仍然不大，尽管大盘持续升势，但南向资金追高意愿不大。板块层面来看，可选消费和内银的净流入量继续靠前且较前一周大幅增加，软件服务、硬件设备、半导体则受中美贸易不确定性以及芯片龙头股季绩逊预期的影响，净流出较多。个股层面来看，美团-W（3690 HK）净流入继续领先，内银股净流入靠前。

图表 10：南向资金上周前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	3690.HK	美团-W	43.94
2	0939.HK	建设银行	11.51
3	3968.HK	招商银行	8.07
4	9988.HK	阿里巴巴-W	7.94
5	6160.HK	百济神州	7.63
6	0388.HK	香港交易所	6.00
7	0941.HK	中国移动	4.75
8	3988.HK	中国银行	4.74
9	1658.HK	邮储银行	4.31
10	2388.HK	中银香港	4.13

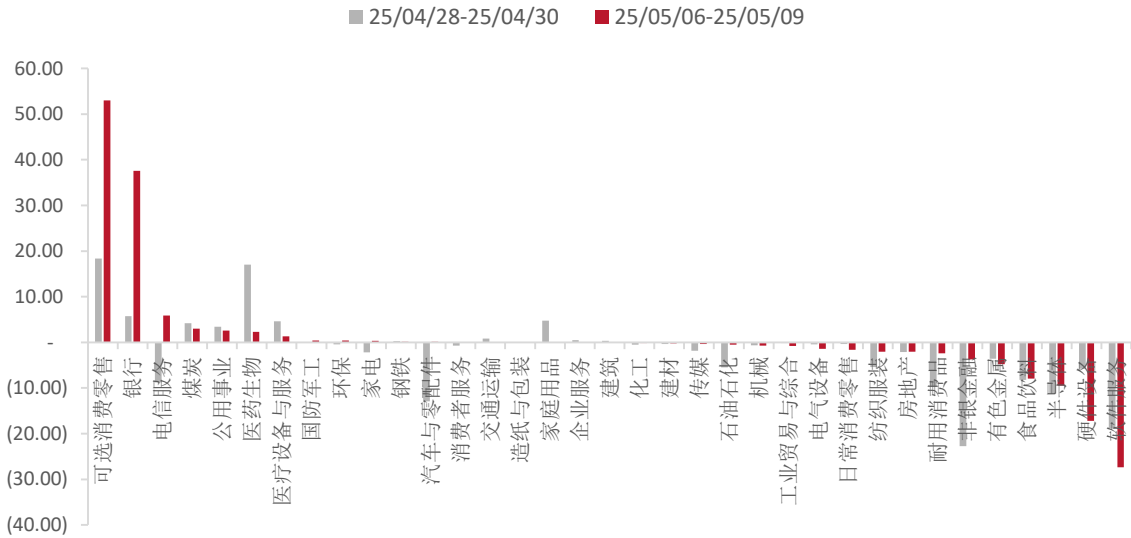
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 5 月 9 日更新。

图表 11：南向资金上周前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0700.HK	腾讯控股	-30.82
2	1810.HK	小米集团-W	-22.65
3	1093.HK	石药集团	-8.09
4	0981.HK	中芯国际	-8.01
5	1299.HK	友邦保险	-4.03
6	2328.HK	中国财险	-3.96
7	2318.HK	中国平安	-3.72
8	0291.HK	华润啤酒	-3.35
9	0168.HK	青岛啤酒股份	-2.94
10	3328.HK	交通银行	-2.52

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 5 月 9 日更新。

图表 12：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

港股估值已从低位修复

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.1 倍及 10.9 倍，处于 47.9%及 48.9%的七年分位数。
恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.5%及 4.8%，处于 2.1%及 5.5%的七年分位数。港股当前的风险溢价已低于滚动两年平均一个标准偏差，估值已不算太便宜。

图表 13：全球主要股市估值（未来 12 个月）

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	10.1	47.9%	5.5%	2.1%
	恒生科技	16.1	23.4%	1.8%	56.2%
	恒生综指	10.5	63.1%	5.1%	1.5%
	沪深 300	12.7	69.1%	6.2%	71.4%
	上证指数	12.4	86.0%	6.4%	50.7%
亚洲其他	日经指数	18.8	63.9%	3.9%	8.3%
	韩国 KOSPI	8.7	16.4%	7.1%	42.4%
	澳洲	14.8	73.9%	2.4%	1.4%
美国	标普 500	20.7	63.4%	0.4%	8.9%
	纳斯达克	25.4	41.0%	-0.5%	22.1%
	道琼斯指数	19.3	77.5%	0.8%	5.0%
欧洲	英国富时	12.4	63.3%	3.6%	0.2%
	法国 CAC	14.6	73.1%	2.4%	1.5%
	德国 DAX	15.7	88.2%	2.0%	0.1%
	MSCI 中国	10.9	48.9%	4.8%	5.5%
	MSCI 香港	12.6	24.6%	3.5%	7.0%
	MSCI 新兴市场	12.1	61.2%	3.9%	6.4%
	MSCI 发达市场	17.7	65.8%	1.2%	7.1%
	MSCI 全球指数	18.7	66.1%	0.9%	6.4%

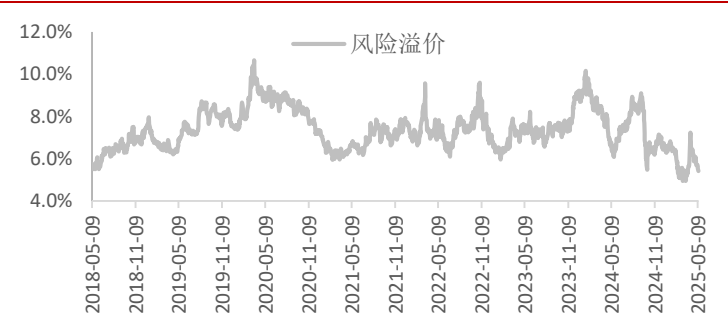
来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 14：恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 15：恒生指数风险溢价



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 16：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



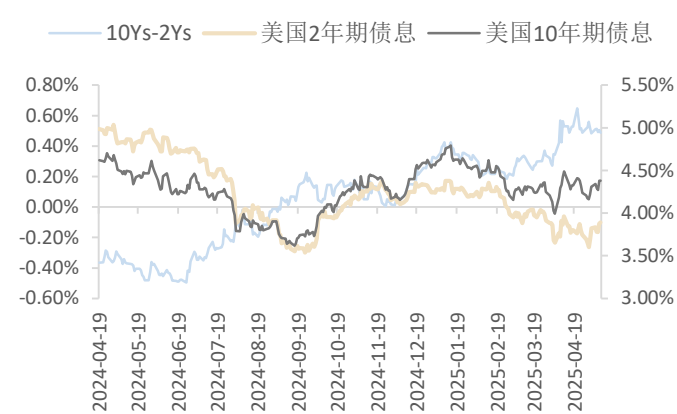
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 17：MSCI 中国指数风险溢价



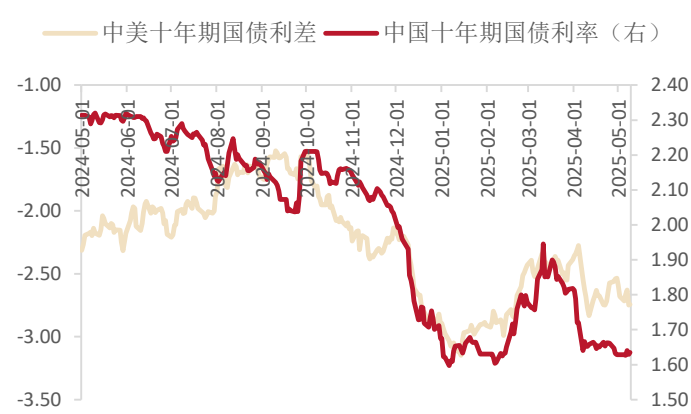
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 18：美国 10 年期和 2 年期国债收益率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：中美 10 年国债收益率利差（%）



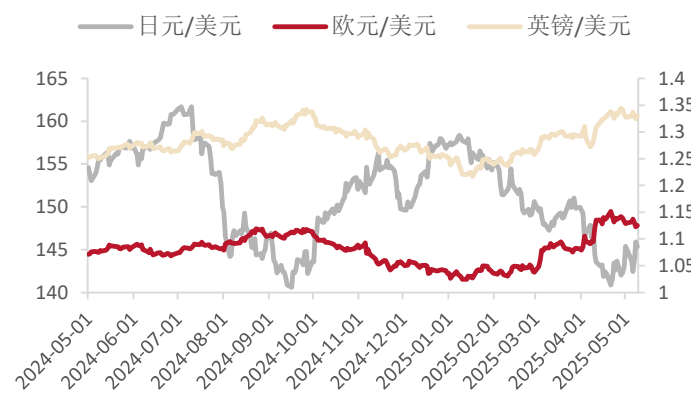
来源：Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 20：离岸人民币与美元指数走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 21：欧元、日元、英镑兑美元的汇率变化



来源：Bloomberg、中泰国际研究部，左轴为日元。

风险提示

国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10%以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805