

策略点评 20250512

关税博弈下的港股与美股——全球市场观察系列

2025 年 05 月 12 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 5 日-2025 年 5 月 11 日）发达市场转跌，新兴市场连续继续上涨。从涨跌幅来看，发达市场小幅回落 0.3%，新兴市场上涨 0.5%。

■ 美股本周十分波折，在偏“鹰”的议息会议及贸易谈判下，美股整体小幅震荡下跌。其中标普 500 领跌（-0.5%），纳指及道指跟跌，分别回落 0.3%及 0.2%。

一是，考虑到宏观经济不确定性加大，美联储在 5 月 9 号选择继续“等待”，议息会议态度整体偏“鹰”。美联储释放“观望+警惕滞胀”的信号，政策转向需等待更明确的通胀和就业数据，而关税政策的不确定性成为关键变量，主要是基于以下三点：一是，鲍威尔指出当前美国经济仍旧稳健。二是，特朗普关税政策远超预期，未来宏观不确定性加大。三是，美联储首次明确警告“失业率上升和通胀上升的风险均已增加”，暗示经济进入滞胀的风险加剧。因此今年以来，美国连续第三次暂停降息。

二是贸易谈判。一方面，英美确定达成首份关税协议，将英国汽车进口到美国的额外 25%关税降至最高 10%。而这也释放出特朗普的“底线”信号，即 10%的基准关税，这也是美国财政“降本增效”的确定性收入来源；另一方面，中美将在瑞士会谈的消息，修复市场风偏。

■ 短期内，我们认为美股以震荡为主。一是，美国政府近期对外贸政策继续释放缓和信号，美股已经完全修复了由宏观环境不确定性造成的下跌。不过，贸易协议尚未落地、谈判存在不确定性，叠加地缘的不确定性，尤其是印巴局势等，短期市场波动或将持续反复。二是，观察下周 4 月美国通胀数据。如果通胀粘性较强，降息门槛或将提高，美联储延迟降息预期。此外，VIX 恐慌指数虽然回落至 25 下方，短期风险情绪缓释，但仍高于年初水平，谨慎情绪仍在。

■ 中长期来看，有望回归由经济基本面和企业盈利韧性所驱动的运行逻辑，我们认为美股拐点可能出现在 Q3。企业盈利方面，截至 2025 年 5 月 11 日，美股一季报披露近 78%，盈利整体表现好于预期（盈利意外达 6.6%）。不过 Q2 盈利指引走弱，目前市场对全年盈利增速预期维持在 9.5%左右，反映出企业对消费端和贸易政策前景持谨慎态度。但是我们认为，美国下半年将集中释放好消息利好企业盈利，比如企业降税、美联储降息及退出 QT 等，因此中长期仍看好美股反弹机会。

■ 本周港股继续反弹，恒指已连续四周上涨，本周上涨 1.6%。恒生科技本周下跌 1.2%。

5 月 7 日，国新办发布了一揽子金融政策，政策时点超预期，促进港股强势反弹。而后港股主要以震荡为主，周末中美谈判、印巴冲突使得市场短期风偏收紧。下周美国通胀数据、国内互联网巨头财报情况都加大了市场波动预期。我们目前对港股整体持谨慎乐观态度，港股外部风险边际改善，但整体压力仍在。

1、尽管短期出现中美关税阶段性缓和信号，双方进入谈判进程，但谈判过程中仍有诸多变数。市场普遍认为中美贸易谈判进程不是一蹴而就。

2、美股仍有下探风险。标普 500 已基本收复对等关税以来所有跌幅，继续反弹有压力。特朗普关税策略可能反复，美股企业盈利二季度仍有压力，以及美联储降息时点不及预期等都会持续干扰市场。如果美股反弹进程不及预期，甚至出现大幅回调，仍会影响港股风险偏好。

3、港股反弹还需增量资金和持续政策刺激。当前增量资金主要以南向为主，香港本地资金和海外资金还有增配空间。

相关研究

《继续关注鸿蒙 PC、AI 和机器人》

2025-05-11

《基于全球流动性视角看 A 股当前性价比》

2025-05-11

- **全球主要黄金 ETF 增持数量继续减少**，主要 12 只黄金 ETF 中 5 支增持，其中流入最多的是华安易富黄金 ETF (\$1.5 亿美元)，其次是 iShares 黄金信托 (\$1.0 亿美元)，第三是 SPDR MiniShares 黄金信托 (\$0.7 亿美元)，其中主要增持国家集中在中国；全球主要黄金 ETF 有 5 支在减持，是美国的 SPDR 黄金信托 (-\$6.0 亿美元)，爱尔兰的 Invesco 实物黄金 ETC (-\$3.3 亿美元)，德国的 Xetra 黄金 ETF (-\$0.5 亿美元)。

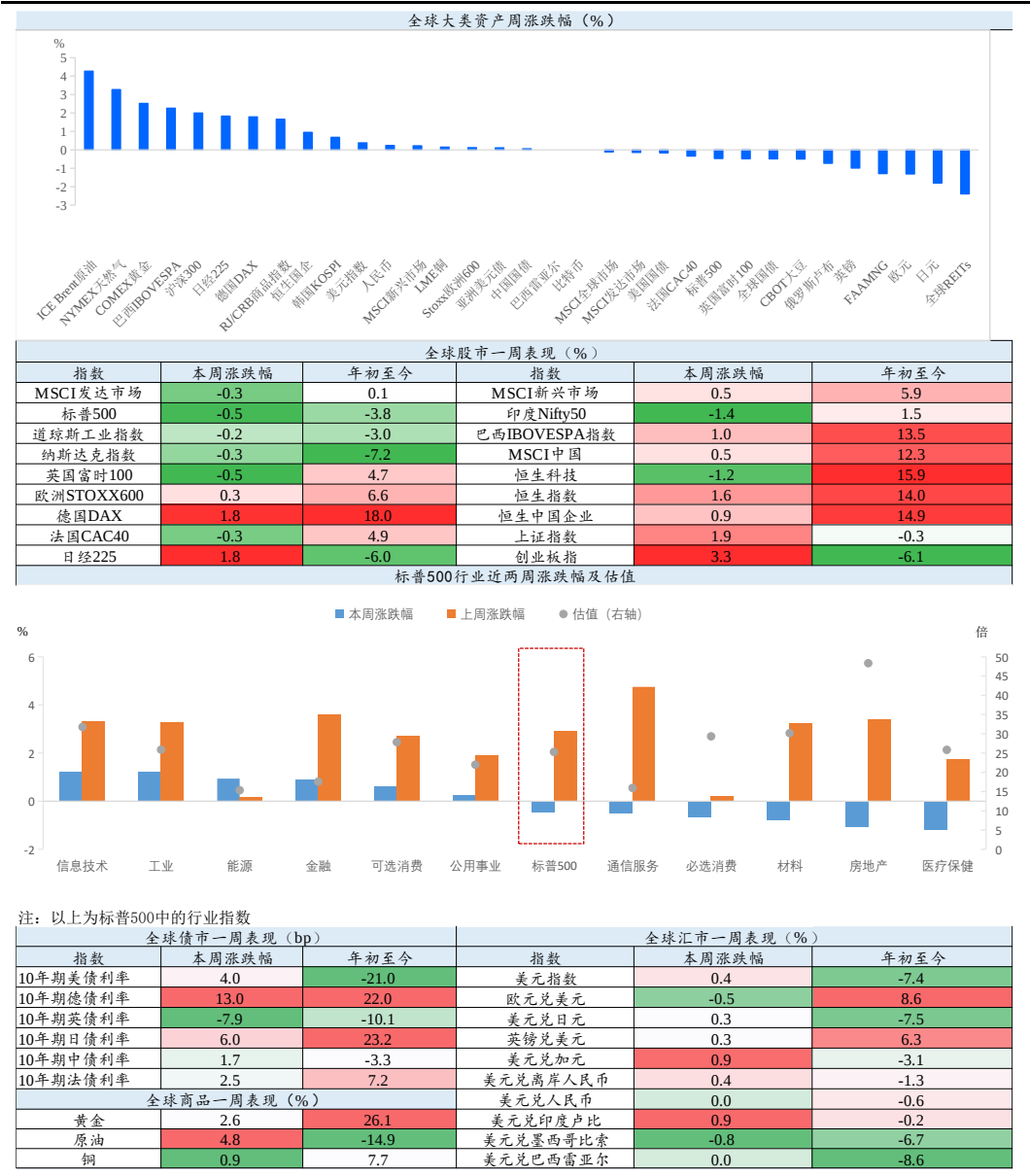
机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33 盎司(周环比-0.7%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.4 盎司(周环比+0.5%)

- **全球股票及债券 ETF 净流入加速**：全球股票型 ETF 净流入\$131 亿美元（边际+\$29 亿美元），全球债券 ETF 净流入\$157 亿美元（边际+\$91 亿美元）；分国别来看，资金向欧洲集中，美国持续净流出。发达市场中，欧洲股票 ETF 净流入最多 (\$35.4 亿美元)，其次是日本，尤其是美国股票本周持续净流出 (-\$19.6 亿美元)；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 (-\$2.2 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:金融、医疗保健和公用事业；净流出行业 Top3: 科技、材料和能源。

- **下周重点关注数据及事件**：1) 5 月 13 日美国 4 月 CPI；2) 5 月 15 日美国零售销售数据
- **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：发达市场转跌，新兴市场继续上涨



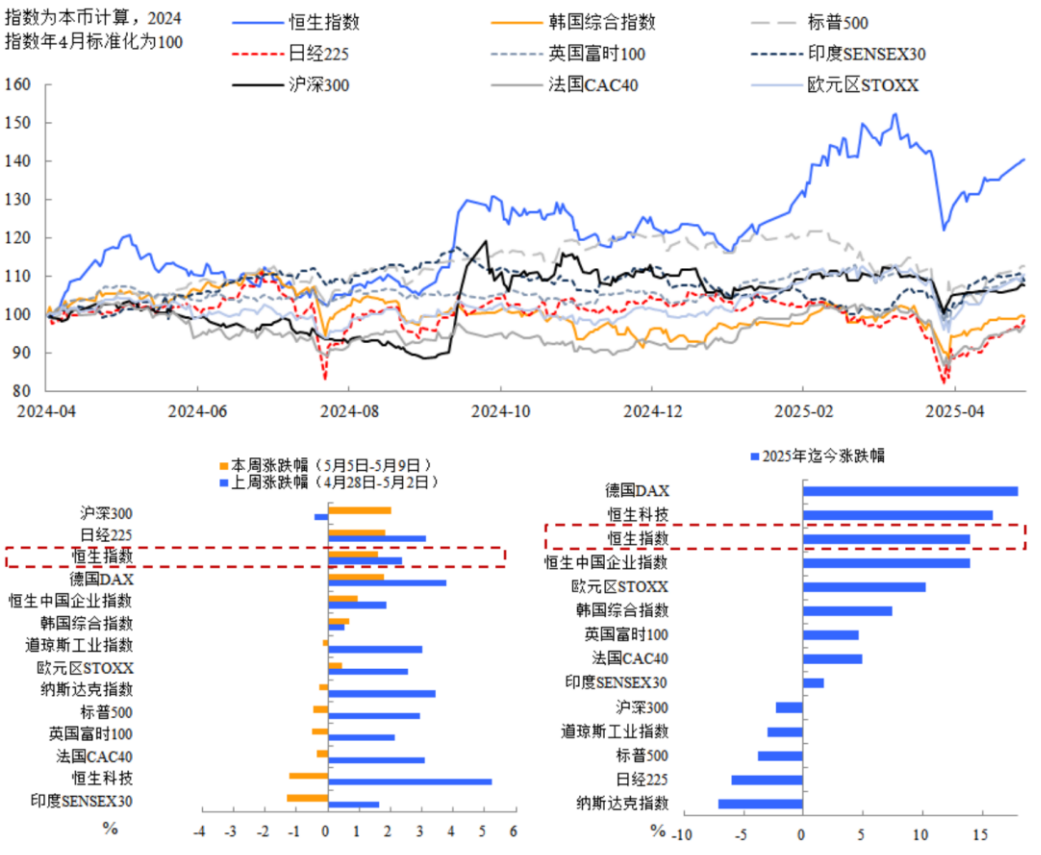
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储 5 月议息会议偏“鹰”

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储主席 鲍威尔	2025/5/8	鲍威尔指出，当前美国经济处于稳健状态，通胀已经大幅下降，劳动力市场已经达到或接近最大就业水平，失业率上升和通胀风险正在增加。鲍威尔认为当前短期通胀预期有所上升，但劳动力市场并不是造成显著通胀压力的主要来源。鲍威尔强调，关税到目前为止比预期的要大得多，如果按照所宣布的高关税持续下去，将会出现更高的通胀和更低的就业。他多次提及关税政策的复杂性，对经济的影响路径尚未清晰，需要等待更多数据验证，明确表示美联储实现双重使命的时间可能推迟至明年。	鲍威尔表示，美联储当前不急于调整利率，美联储有义务保持通胀预期稳定，当前而言决定等待相当明确，当事态发展时美联储可以酌情迅速采取行动。他指出，某些情况下今年降息是合适的而某些情况下降息是不合适的，不能自信讲出降息的合适路径。鲍威尔强调美国总统特朗普的降息要求不会影响美联储工作，也不会主动要求与总统会面。
日本央行行长 植田和男	2025/5/8	植田和男指出，日本今年一季度GDP虽保持正增长，但出口和制造业受全球贸易政策冲击显著。4月核心CPI同比上涨 2.5%，连续7个月高于央行2%的目标，但通胀主要由进口食品和能源价格推动，内生性动力不足。植田和男特别指出，美国关税政策导致企业供应链重组成本上升，可能进一步抑制投资和消费。植田和男强调，若日美关税谈判无法在90天内取得突破，日本经济增长预期可能进一步下调。	植田和男指出，日本央行将继续以“灵活且审慎”的方式调整货币宽松力度，当前政策利率维持在0.5%不变，保留“若经济符合预期将继续加息”的前瞻指引。植田和男强调，实际利率仍显著低于历史平均水平，需为经济复苏提供支撑，但加息需以通胀持续达标和工资增长为前提。他表示，日本央行将逐步减少国债购买规模，但短期内不会退出收益率曲线控制政策，以避免市场剧烈波动。植田和男表示，未来可能引入“利率走廊”机制，增强政策透明度和市场预期管理。
英国央行行长 贝利	2025/5/8	贝利指出，英国通胀回落仍在持续，预期未来不会继续飙升。但贝利担忧关税和贸易不确定性对经济活动造成压力，预计全球贸易价格将显著走弱。贝利预计未来几年市场疲软将进一步扩大，但英国央行对经济增长预期并非“悲观绝望”。	贝利宣布英国央行将基准利率从 4.5% 下调至 4.25%，为本轮第四次降息，但贝利透露货币政策委员会出现罕见的三方分歧：5 人支持降息25基点，2 人主张降息50基点，2 人反对降息。贝利强调，“渐进和审慎”仍是适当策略，需平衡通胀风险与经济放缓压力，避免政策过度反应。贝利明确表示，利率政策“并非自动驾驶模式”，未来调整将取决于关税影响、通胀预期和工资增长等数据。
纽约联储主席 威廉姆斯	2025/5/9	威廉姆斯指出，美国贸易政策的不确定性显著加剧了经济下行风险。他特别强调，特朗普政府的关税措施可能导致 2025 年经济增长大幅放缓，失业率上升，同时推升通胀压力。尽管劳动力市场仍保持韧性，但家庭储蓄率攀升至 23.5%，消费支出增长乏力，显示居民对未来经济前景的谨慎态度。	威廉姆斯指出，美联储将继续以“数据依赖”方式评估经济前景，当前政策利率维持在4.25%-4.5%不变，保留“视通胀进展调整政策”的前瞻指引。威廉姆斯强调，实际利率仍显著低于历史平均水平，需为经济复苏提供支撑，但降息需以通胀持续达标和工资增长为前提。他强调，美联储需在“控通胀”与“稳增长”间保持平衡，避免政策过度反应。

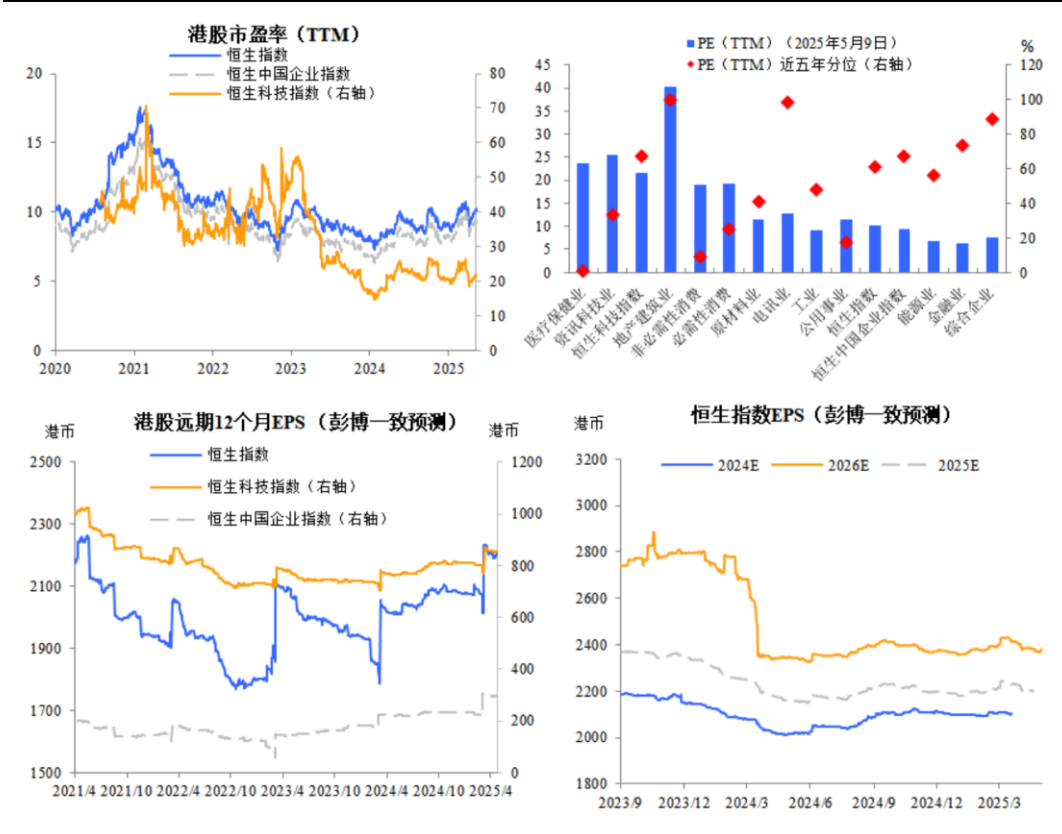
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：恒生指数本周维持上涨趋势，但涨幅收窄



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4：中国香港资产的估值相对其他资产还处于相对低位



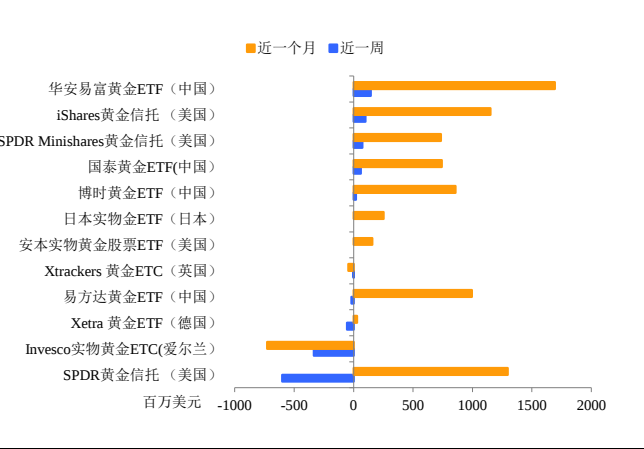
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：南下资金流入节奏放缓，流入的板块也相对分散



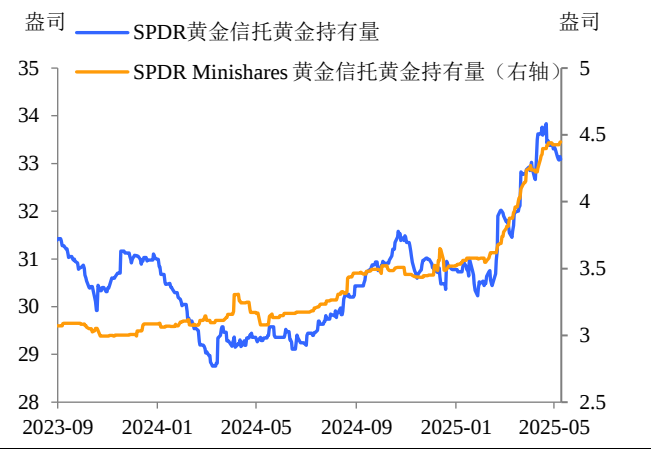
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：主要购买黄金 ETF 的国家集中在中国



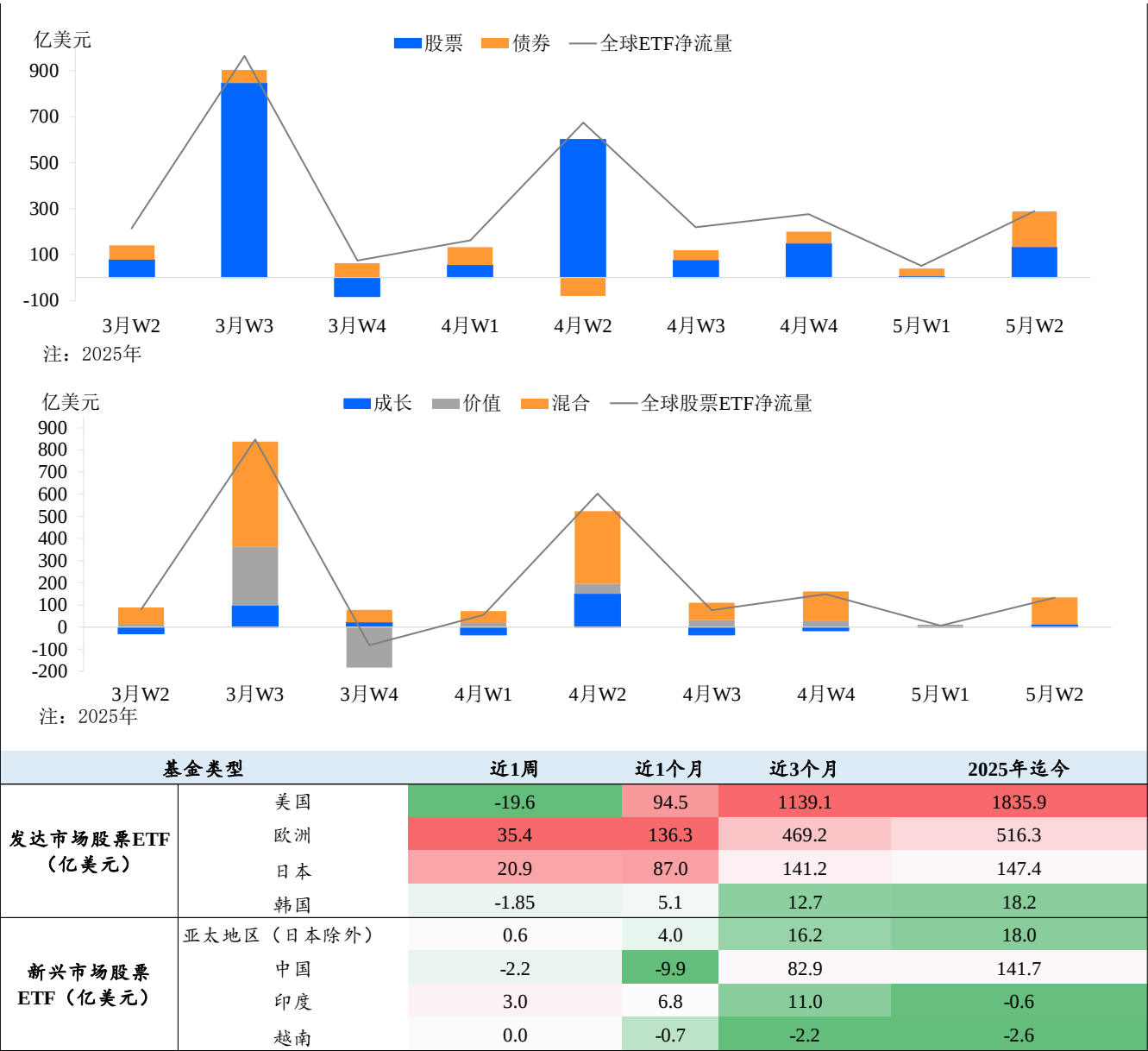
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：机构边际减持黄金，散户边际增持黄金



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欧洲



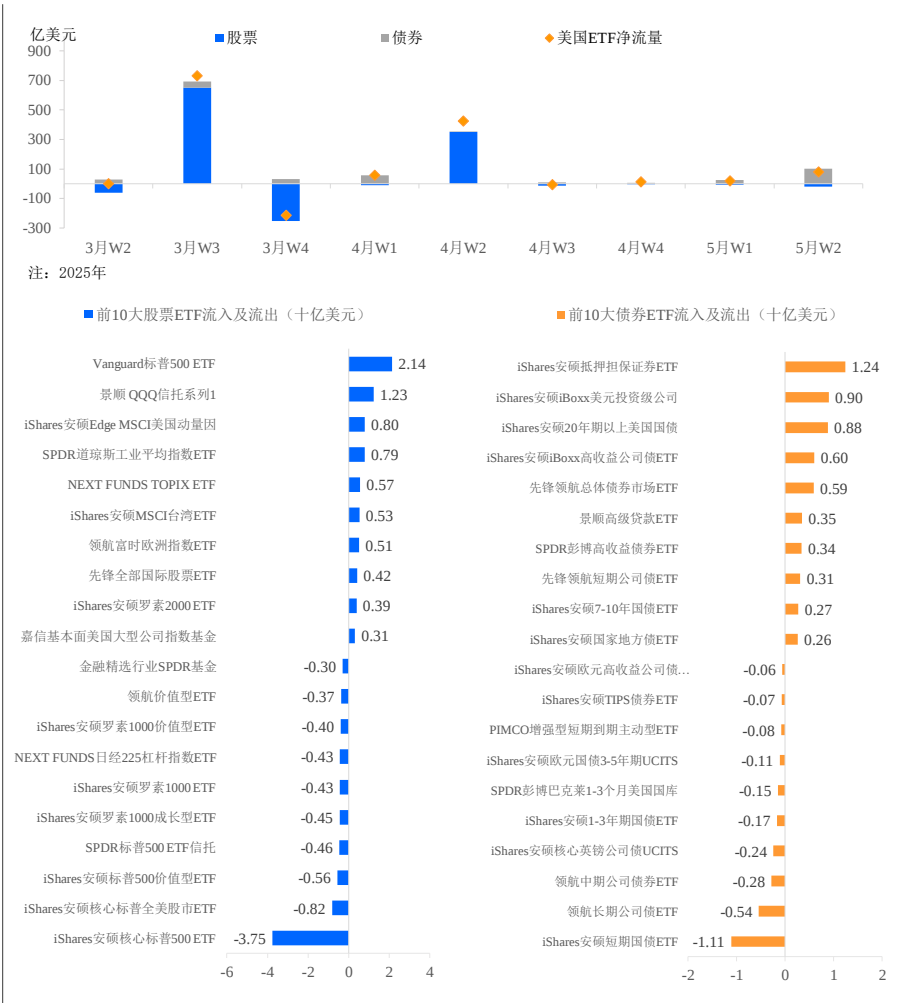
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出科技行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.1	3.2	15.2	25.6	31.2
可选消费	-0.3	1.0	-1.5	-32.9	-25.1
必选消费	0.4	3.0	0.5	7.2	2.9
能源	-0.9	-3.0	-18.7	-40.9	-64.7
金融	4.0	6.4	-23.5	-11.9	48.5
医疗保健	6.8	5.2	-4.0	-6.3	-26.7
工业	1.0	2.8	8.2	42.8	70.5
材料	-0.2	-3.1	-19.0	-32.2	-44.3
科技	4.5	-4.5	16.2	81.9	130.5
公用事业	2.3	4.0	12.1	31.5	37.5

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国 ETF（股+债）由净流出转净流入



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：重点关注 5 月 13 日美国 4 月 CPI

周一 (2025/5/12)	周二 (2025/5/13)	周三 (2025/5/14)	周四 (2025/5/15)	周五 (2025/5/16)
欧元区-贸易余额 日本-国际收支经常项目余额	美国-CPI同比 欧元区-CPI同比 日本-货币存量M2、M3同比 印度-CPI同比	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 日本-PPI同比 日本-PPI环比 印度-批发价格指数	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-PPI月环比 欧元区-GDP同比 欧元区-GDP季环比 欧元区-失业率 日本-买进国外债券、股票 印度-批发价格指数	美国-新宅开工指数 美国-密歇根大学消费者信心指数 日本-GDP同比 日本-GDP季环比 日本-GDP平减指数 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>