

策略点评 20250506

对等关税 vs 科技——全球市场观察系列

2025 年 05 月 06 日

■ 本周（2025 年 4 月 28 日-2025 年 5 月 4 日）发达市场与新兴市场继续上涨，发达市场涨幅小幅弱于新兴市场。从涨跌幅来看，发达市场本周上涨 2.9%，新兴市场上涨 3.3%。

■ 贸易谈判继续放松+科技巨头财报强劲+就业市场稳健=美股实现九连阳，标普 500 指数录得自 2004 年以来最长的连涨纪录。美股实现“V 型反转”，其中纳指领涨（3.4%），道指及标普跟涨，分别上涨 3%及 2.9%。近期美股回暖，主要受到以下三大驱动：

一是，中美双方都释放了关税放松的信号。中国方面，中国官媒称，美国近一段时间通过多种渠道主动与中国接触，希望与中国就关税问题进行谈判，释放缓和信号；美国方面，美国财长贝森特接受福克斯电视台商业频道采访时表示，相信中国期待达成协议，大幅缓解了市场的焦虑情绪。

二是，微软及 Meta 不仅交出亮眼财报，且重申对人工智能的巨额投入承诺，缓解市场焦虑。微软方面，一季度业绩超预期（FY25Q3 营收 70.7 亿美元，市场预期 684.8 亿；GAAP 净利润 258.2 亿，市场预期 240.6 亿），且前期市场对微软 Capex 担忧得到了官方的澄清：下一季度（FY25Q4）Capex 将环比上升，边际缓解紧张情绪；Meta 方面，一季度财报中无论是营收还是 EPS 都大超预期（Meta 实现营收 423.14 亿美元，同比增长 16%，超出市场预期的 413.8 亿美元；录得净利润 166.44 亿美元，同比增长 35%，毛利率高达 81.2%）。在美股“草木皆兵”恐慌之际，两大科技巨头的财报缓解市场担忧。

三是，就业稳健，美国 4 月非农就业数据超预期。整体来看，一是，4 月非农就业人数新增 17.7 万人（预期 13.8 万人）；二是，U3 失业率持平前值为 4.2%，且覆盖范围更为广泛的 U6 失业率较前值的 7.9%回落至 7.8%；三是，劳动参与率反弹至 62.6%，前值 62.5%；结构来看，五大主要行业中，只有制造业负增（-0.1 万人），其余行业仍旧保持正增长。

不过，值得注意的是，本周美国更多是在定价关税放松，而非宏观基本面。实际上美国经济滞胀风险在逐渐加大：一方面，美国一季度实际 GDP 增速为-0.3%，不仅从前值 2.3%大幅滑入负增，且为 2022 年以来 GDP 首次负增长。不过结构上看主要是净出口在拖累；另一方面，美国一季度 PCE 季环比 3.5%，为近一年以来的新高。

短期内，我们认为美股可能继续震荡，关税冲击边际钝化下，或不会进一步加剧美股回调，但也不构成反转。一方面，近期美国关税表态持续放松，恐慌情绪持续修复，带领风险偏好明显回升，尤其是美股基本修复了 4 月 2 日“对等关税”以来的跌幅。不过我们认为，短期情绪修复接近高点，主要是在修复事件面冲击，而实质性关税缓和进展需要时间；另一方面，美国 4 月非农数据公布后，较有韧性的就业导致短期内美联储降息门槛提高。

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，美联储年内仍有降息空间。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，我们认为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。

■ 港股在五一放假前 3 个交易日震荡为主，5 月 2 日明显反弹，恒生指数站上 22500，当日上涨 1.7%，恒生科技上涨 3%。

■ 港股反弹主要因此前外部风险的阶段性释放，包括中美关税问题出现阶段性缓和信号，以及美国科技股业绩超预期等。港股现在处在反弹关键

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

相关研究

《并购重组跟踪（十八）》

2025-05-06

《忽视关税噪音，关注自主科技》

2025-05-05

位，已接近对等关税点位。我们认为短期内，港股外部风险压力仍在，我们对港股整体持谨慎乐观态度，相对看好科技股反弹空间。

1、尽管短期出现中美关税阶段性缓和信号，但谈判以及谈判出结果中仍有诸多变数。从本质上，我们并未改变对特朗普关税策略的认知，即特朗普把关税作为一种谈判手段，现在看对中国有所失效，不排除为加快进程而采取其他策略。

2、美股短期反弹主要基于情绪博弈，仍有下探风险。标普 500 已连续 6 个交易日站在 5500，基本收复对等关税以来所有跌幅。我们认为继续反弹有压力，特朗普关税策略可能反复，美股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。

3、港股反弹还需增量资金和政策刺激。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。此外，5 月 2 日，美元兑港币汇率触及 7.75 强方兑换保证，需继续观察外资流入情况。

往后看，我们依然认为上半年港股还有上行机会。除了经济政策刺激外，预计美联储降息，中美利差收窄，港股会进一步反弹。

- **全球主要黄金 ETF 中 6 支增持**，其中流入最多的是 iShares 黄金信托 (\$2.2 亿美元)，其次是日本实物金 ETF (\$1.3 亿美元)，第三是博时黄金 ETF (\$1.1 亿美元)，虽然从绝对数值来看，美国与中国仍旧在主要购买，但从边际上来看，中国减持 (周环比-117.4%)，日本增持 (周环比+106.5%)；全球主要黄金 ETF 有 6 支在减持，是中国的华安易富黄金 ETF (-\$4.0 亿美元)，美国的 SPDR 黄金信托 (-\$3.4 亿美元)，中国的国泰黄金 ETF (-\$1.5 亿美元)。

机构及散户都边际小幅减持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33 盎司 (周环比-0.2%)，SPDRMinishares 黄金信托的黄金持有量约 4.4 盎司 (周环比-0.3%)

- **全球股票及债券 ETF 净流入加速：**全球股票型 ETF 净流入 \$102 亿美元 (边际+\$11 亿美元)，全球债券 ETF 净流入 \$66 亿美元 (边际+\$49 亿美元)；分国别来看，资金向日本集中，美国持续净流出。发达市场中，日本股票 ETF 净流入最多 (\$37.6 亿美元)，其次是欧洲及韩国；新兴市场中，中国由净流入转净流出，其中中国股票 ETF 净流出最多 (-\$24.5 亿美元)。
- **全球股票 ETF 行业类别中，**净流入行业 Top3: 科技、公用事业和能源；净流出行业 Top3: 材料、金融和可选消费。
- **下周重点关注数据及事件：** 1) 5 月 5 日美国 markit 服务业 PMI；2) 5 月 8 日美联储 5 月议息会议
- **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：发达市场与新兴市场共同上涨



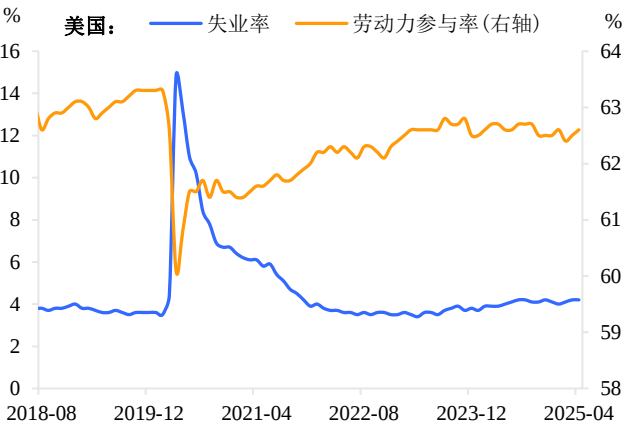
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：多国央行官员表示对关税的担忧

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
欧洲央行副行长 金多斯	2025/4/28	金多斯指出，欧元区经济在 2024 年已呈现复苏迹象，2025 年第一季度数据显示 温和增长 。这一趋势得益于劳动力市场的韧性、实际收入的回升以及欧洲央行前期宽松政策的传导效应。但金多斯担忧来自贸易竞争壁垒、地缘政治冲突以及非银金融机构等 外部环境的不确定性正在显著加剧 。	金多斯表示，尽管 2024 年通胀率持续向 2% 目标回落，但他强调未来仍存在双向风险，即能源价格下跌、工资增速放缓及欧元走强可能抑制通胀。全球供应链碎片化可能推高进口成本，而欧盟国防支出计划等财政扩张或刺激需求。总体而言，他预计 通胀将在中期“围绕 2% 目标波动” ，并强调需警惕贸易中断对价格的潜在冲击。金多斯明确表示，欧洲央行将延续“逐次会议决策”的策略， 不预设利率路径 。
欧洲央行管委兼芬兰央行行长 雷恩	2025/4/28	雷恩指出，当前 通胀压力正在减缓 ，他同意市场的关税将减缓通胀预期的观点。雷恩指出关税在欧元区影响具有 双重性 ：美国对中国、加拿大等国加征关税后，部分受影响商品可能通过“转口贸易”流入欧元区， 导致欧洲进口价格被动抬升 ；另一方面，贸易战引发的经济不确定性会 显著抑制欧元区内需 。企业因关税导致的成本上升可能推迟投资计划，消费者信心下滑也会减少非必需消费。需求收缩将通过 “负反馈循环”压低通胀水平 ，形成与价格压力相反的作用方向。	雷恩指出，若关税导致通胀“意外下行”，欧洲央行可能在 6 月会议启动降息。但降息幅度需 平衡通胀反弹以及金融稳定两大风险 。雷恩建议欧洲央行探索 “定向宽松”机制 ，对受关税冲击严重的制造业企业提供低息贷款。以及通过“贸易便利化专项再融资操作”缓解出口商流动性压力。
英国央行副行长 拉姆斯登	2025/4/29	拉姆斯登指出，当前英国 核心通胀回落势头仍然保持完好 ，但实现2%的通胀目标的风险不再仅仅是下行风险，而是 双向风险 。他提到英国工资增长形式令人担忧，潜在就业增长接近于零， 对于英国劳动力市场的前景感到不确定 ，呼吁需要采取更谨慎的措施，同时针对关税影响，英国应对供应疲软和需求疲软给予同等重视。	拉姆斯登透露，在去年12月投票支持利率下调25个基点，原因是担忧需求疲软与劳动力市场放松的相互作用可能会产生乘数效应，从而导致过度的闲置产能。他强调， 降息需要采取渐进和谨慎的方法 ，货币政策委员会正在“下山的路上”，在某些情况比预期更慢降息速度是合理的，而一些时候条件要求步伐必须加快。
日本央行行长 植田和男	2025/5/1	植田和男表示，日本央行将 2025 财年实际GDP增速预期从1月的1.1% 大幅下调至 0.5%，2026 财年预期也从1.0% 下调至 0.7%，主要源于美国 关税外溢效应 。植田和男指出，尽管日本整体CPI 连续 38 个月超过 2%，但 核心CPI仍低于目标 ，他强调，若供应链中断导致进口价格突然上涨，可能引发 “第二轮通胀效应” ，需警惕食品价格上涨对家庭通胀预期的影响。	植田和男指出，日本央行连续第二次维持政策利率在 0.5% 不变，他明确表示将延续“逐次会议决策”策略，但强调需警惕“政策滞后效应”，他特别指出，实际利率仍处于历史低位， 宽松政策对经济的支撑作用尚未完全释放 。植田和男表示，日本央行维持10年期国债收益率目标在0%左右，但将1% 作为“参考上限”，通过灵活购债操作平抑市场波动。他强调YCC 调整是 “技术层面的灵活性优化” ，而非政策转向信号。

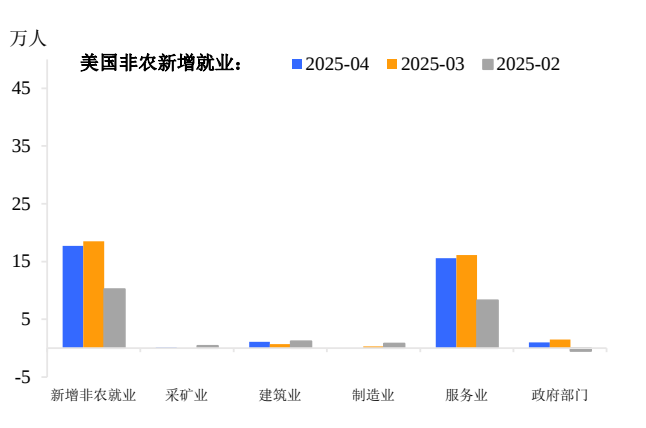
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3: 美国 4 月失业率保持 4.2%，劳动参与率小幅提升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4: 结构上看，美国就业有韧性



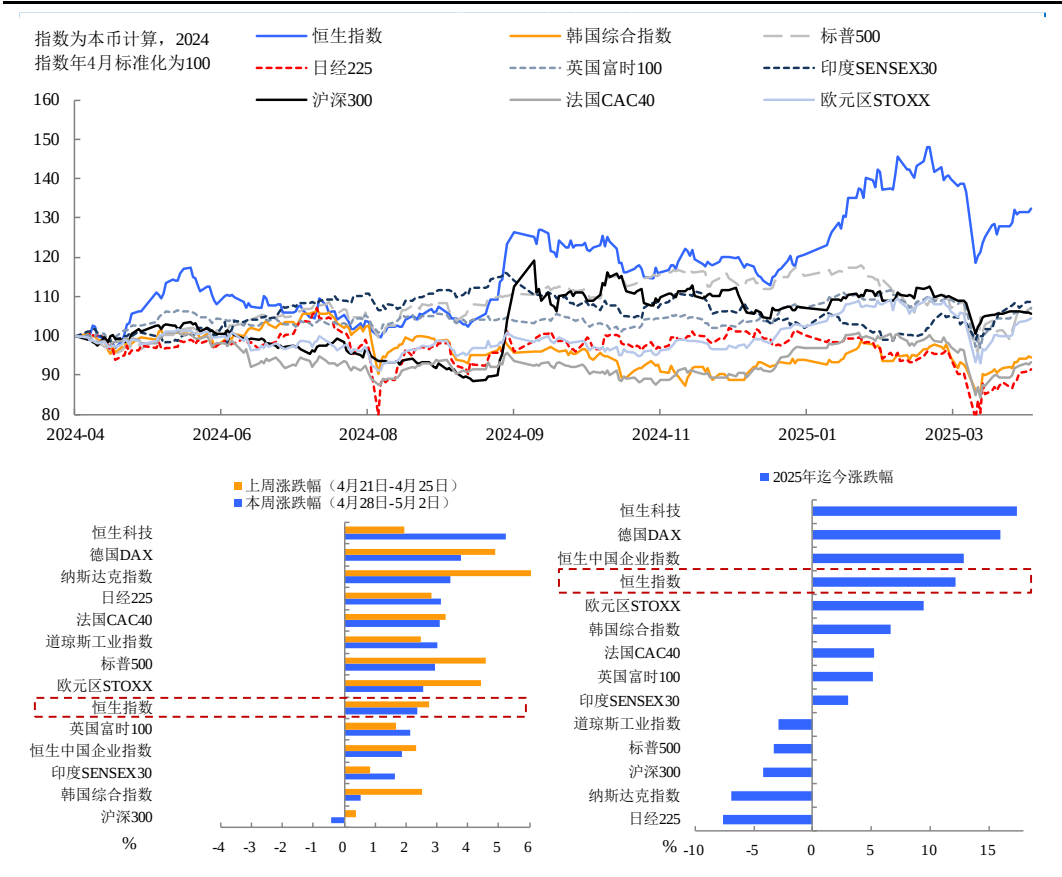
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 美国 2025 年一季度 GDP 增速负增，主要是净出口的拖累

美国GDP		权重	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03
实际GDP环比折年率（%）			-0.30	2.40	3.10	3.00	1.60	3.20	4.40	2.40	2.80
各分项拉动（%）	个人消费支出	70.5	1.21	2.70	2.48	1.90	1.30	2.33	1.72	0.65	3.27
	商品消费	28.2	0.11	1.30	1.18	0.63	-0.25	0.73	0.76	-0.08	1.59
	耐用品	11.1	-0.26	0.87	0.54	0.40	-0.13	0.22	0.32	-0.03	1.24
	非耐用品	17.1	0.37	0.42	0.63	0.23	-0.12	0.51	0.44	-0.05	0.36
	服务消费	43.2	1.10	1.41	1.31	1.27	1.55	1.60	0.96	0.73	1.67
	私人投资	19.9	3.60	-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.80	1.42	-1.63
	固定资产投资	18.8	1.34	-0.20	0.38	0.42	1.14	0.62	0.45	1.48	0.53
	非住宅	15.2	1.29	-0.41	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.30	0.71
	住宅	3.6	0.05	0.22	-0.18	-0.11	0.53	0.10	0.30	0.17	-0.18
	存货变动	0.8	2.25	-0.84	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06	-2.16
	净出口	-7.8	-4.83	0.26	-0.43	-0.90	-0.61	0.09	-0.10	-0.11	0.33
	出口	11.9	0.19	-0.01	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54	0.23
	进口	19.7	-5.03	0.27	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44	0.10
	政府部门消费与投资	16.9	-0.25	0.52	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48	0.84
联邦政府	6.6	-0.33	0.25	0.55	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-0.08	0.28	
州和地方政府	10.3	0.08	0.27	0.31	0.25	0.32	0.63	0.62	0.56	0.56	

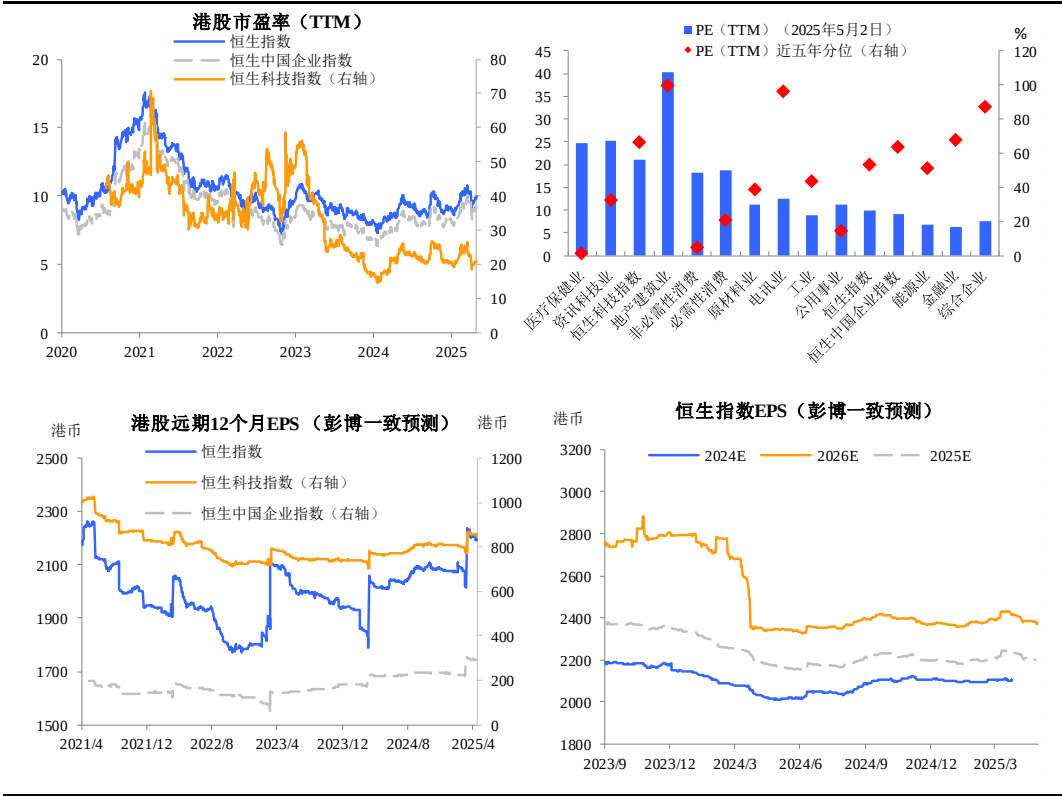
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：恒生指数本周维持上涨趋势



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：中国香港资产的估值相对其他资产还处于相对低位



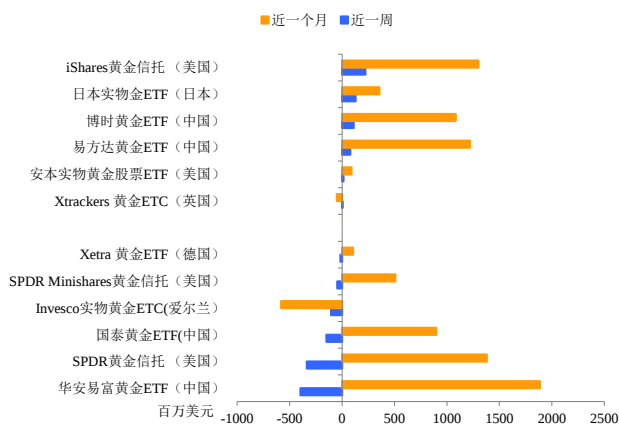
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图8：南下资金流入节奏放缓，流入的板块也相对分散



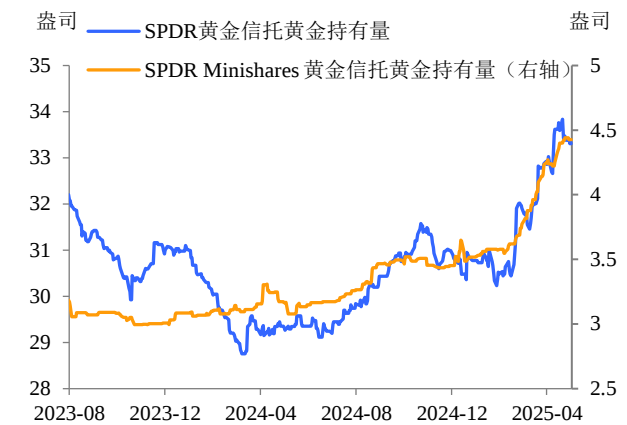
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图9：美国与中国仍旧在主要购买黄金 ETF



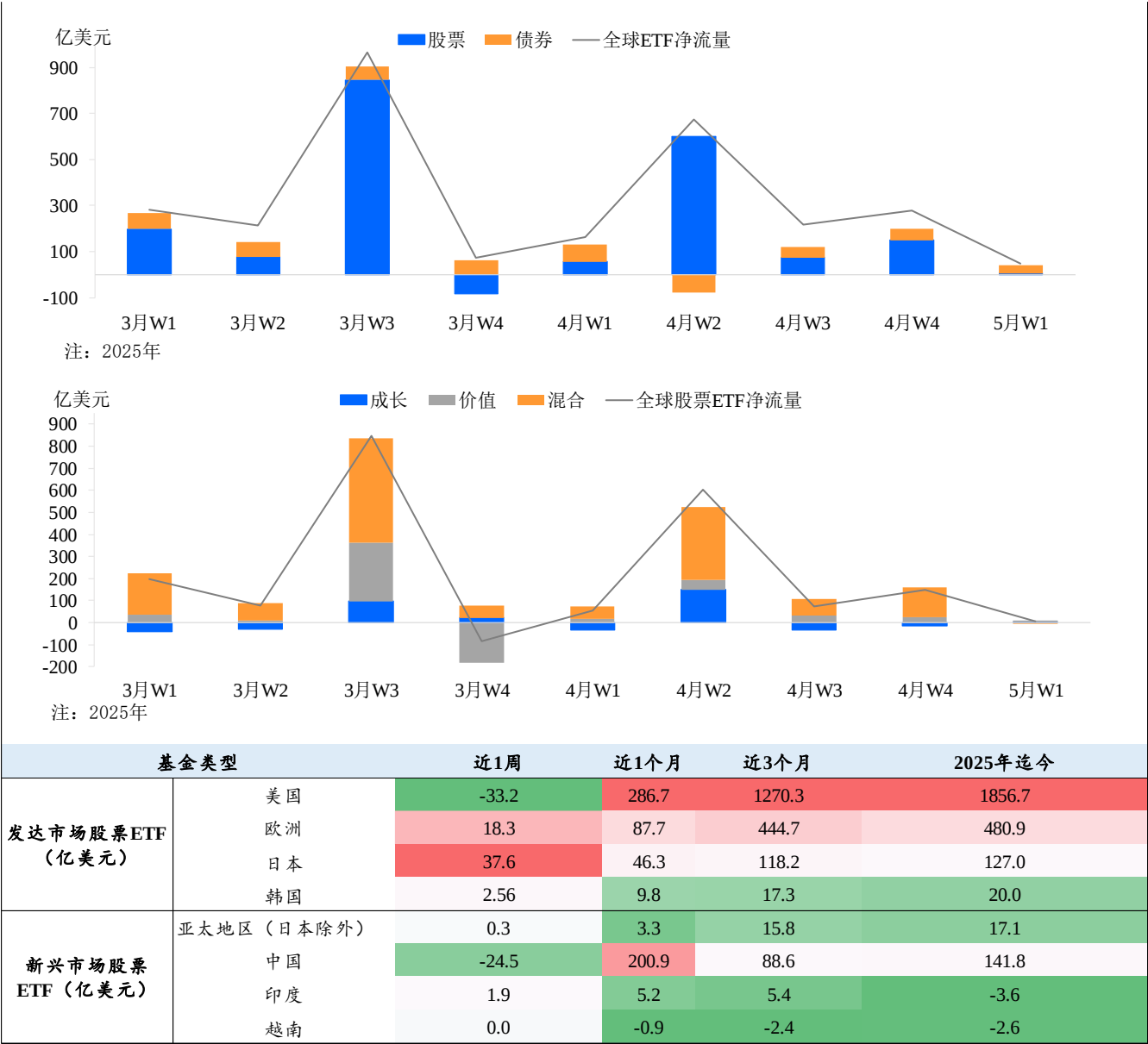
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：机构边际减持黄金，散户边际减持黄金



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图11：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入的地区是日本



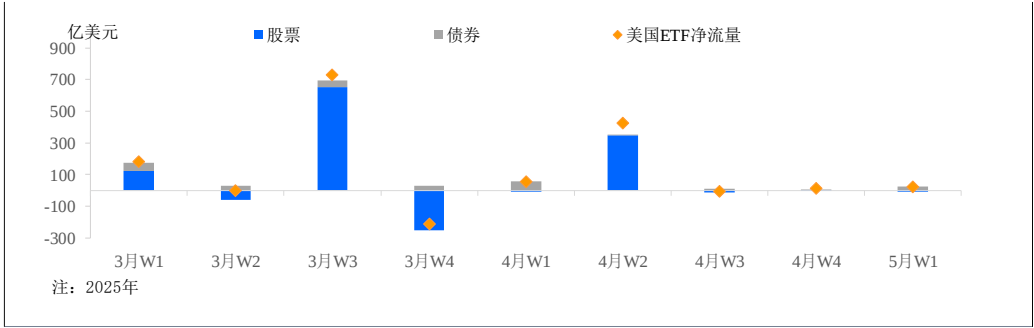
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12: 本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出材料行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-0.4	0.6	10.6	23.4	28.0
可选消费	1.8	-2.1	-8.6	-35.1	-26.3
必选消费	0.2	0.4	-6.0	0.8	-0.1
能源	2.3	0.8	-31.5	-42.5	-61.9
金融	-4.9	-7.1	-64.9	-4.4	42.1
医疗保健	0.6	0.3	-10.9	-26.3	-31.7
工业	0.3	0.5	4.6	36.8	67.6
材料	-2.8	-7.3	-23.2	-25.6	-41.1
科技	0.3	7.8	52.5	51.9	130.9
公用事业	1.2	2.0	3.8	26.5	31.7

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13: 美国 ETF（股+债）净流出放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14: 重点关注 5 月 5 日美国 markit 服务业 PMI、5 月 8 日美联储 5 月议息会议

周一 (2025/5/5)	周二 (2025/5/6)	周三 (2025/5/7)	周四 (2025/5/8)	周五 (2025/5/9)
美国-标普全球-美国服务业PMI 美国-标普全球-美国综合PMI 欧元区-贸易余额	美国-贸易余额 欧元区-失业率变动 欧元区-工业产值月环比 印度-汇丰银行-印度服务业PMI 印度-汇丰银行-印度综合PMI	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 欧元区-工厂订单月环比 欧元区-零售总额月环比 日本-Jibun银行-日本综合PMI 日本-Jibun银行-日本服务业PMI	美国-FOMC利率决策 美国-周度首次申领失业救济人数 欧元区-CPI同比 欧元区-CPI月环比	欧元区-工业增加值同比 日本-劳工现金收入比 日本-领先指数CI 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>