



每周报告汇总

2025年4月30日

目录

➤ 策略研究报告：港股策略：关税摇摆中的内资选择_20250425

特朗普政府的关税政策波动加剧，对港股的扰动加大，南向资金净流入规模却突破新高。我们定量印证南向资金具有“逆势操作”的短期风格特点。在港股大幅下跌情景下，南向资金“越跌越买”的逆势逻辑增强。在风格选择方面，南向资金的投资偏好在不同时期有区别表现，国内 AI 产业积极变化，2025Q1 公募基金加仓科技成长风格。往前看，港股短期或横盘整固，建议配置：1）盈利水平稳定的高分红行业能抵御外部波动；2）自主可控和进口替代逻辑下，半导体、电子、互联网和创新药等或受益；3）内需相关行业或受益于消费政策预期升温。

➤ 宏观研究报告：面临不确定，市场患上“数据依赖症”_20250429

过去一个月中，美元指数暴跌5%，再度逼近年内新低，几乎创下2011年以来的最差月度表现。这背后，是特朗普朝令夕改的关税政策，以及市场对于美国经济陷入衰退的担忧。一旦美国第一季度 GDP 负增长，那么第二季度就会成为特朗普最为关键的经济时刻，显然他应该不希望自己上台的前两个季度就将美国经济带入深渊。值得一提的是，目前美联储在6月开启降息的可能性则被市场定价在60%左右，而美国经济的表现，无疑会成为影响美联储决策的最关键因素。

➤ 宏观研究报告：FICC 策略：美债在抛售潮后企稳了吗？_20250429

美债在经历了抛售潮后，近期似乎有企稳的迹象。但我们认为美债并非完全的企稳，收益率仍有上行风险。一方面，近期美债的到期偿付压力，可能会使得收益率有反弹风险。另一反面，美国经济下行风险犹存，也可能加剧美债波动。此外，美元信用仍在持续受到质疑，美债空头持仓仍在高位，同样对美债收益率形成上行压力。展望后市，美债真正企稳需要两个关键因素的支撑：一是美国债务问题得到有效缓解；二是经济基本面预期出现实质性改善。在这两大问题未能解决之前，我们认为美债收益率会维持高位震荡格局。

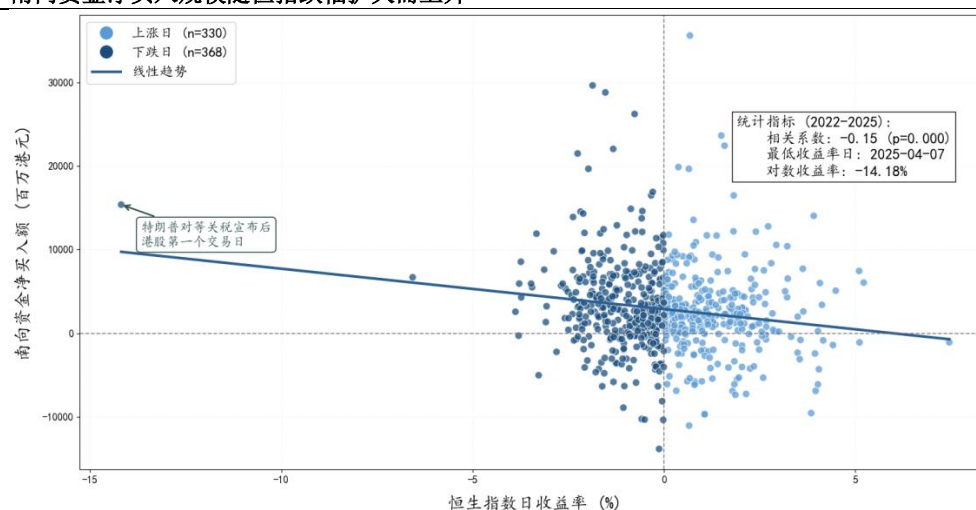
周浩
 +852 2509 7582
 hao.zhou@gtjas.com.hk

黄凯鸿
 +852 2509 7214
 kaihong.huang@gtjas.com.hk

孙英超
 +852 2509 2603
 billy.sun@gtjas.com.hk

策略研究报告：港股策略：关税摇摆中的内资选择_20250425

南向资金净买入规模随恒指跌幅扩大而上升



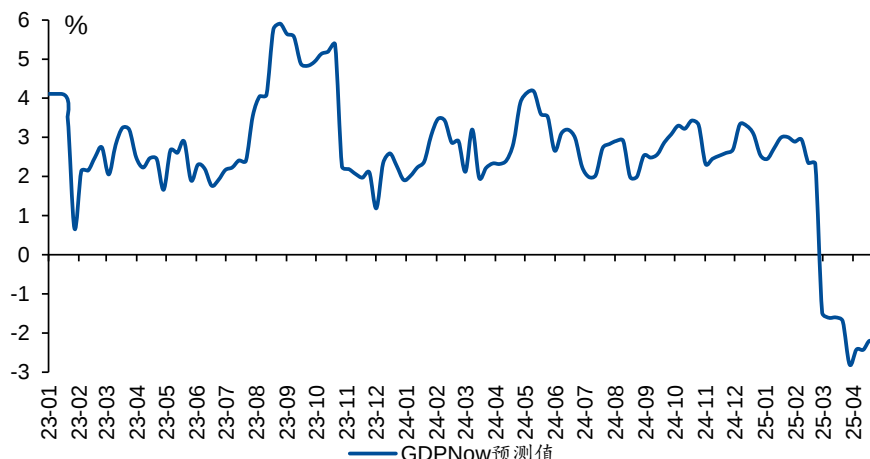
资料来源：iFinD，国泰君安国际。

- 4月初以来，特朗普政府的关税政策波动加剧，对港股的扰动加大，南向资金净流入规模却突破新高。而在4月22日，美国对华降关税预期上升，港股市场连续两日上涨，南向资金净流出。
- 南向资金这种短期逆势抄底的行为特征，在过去并不少见。在港股市场急促下跌时逆势抄底，在市场持续上涨中获利了结。我们运用定量分析的方式，扫描南向资金在港股市场极端波动时的行为特征，在历史中寻找南向资金是否具备显著的逆势买入行为特点，以及这种行为如何随着市场阶段演化而变化。
- 统计结果显示，南向资金有“逆势操作”的风格特点。南向资金净买入额与恒指对数收益率展现出一定的负相关性，具有一定的“跌买涨卖”特点。更重要的是，在港股大幅下跌情景下，南向资金“越跌越买”的逆势逻辑增强。以日度样本进行散点回归检验，Pearson相关系数为负且在统计上显著 ($p < 0.05$)，线性拟合斜率持续为负，反映恒指日度跌幅越大，南向资金的单日净买入规模也更大。
- 在风格选择方面，南向资金的投资偏好在不同时期有区别表现，2025Q1公募基金加仓科技成长风格。在2024年上半年，南向资金投资风格以高分红行业为主，但在今年，国内AI产业积极变化，南向资金的风格重心向科技成长倾斜，风险偏好提升。
- 本次特朗普超预期关税冲击，不仅印证了南向资金“逆势操作”的风格特点，风格选择上也向科技成长倾斜。在特朗普关税超预期冲击中南向资金除了大幅净流入金融行业，同时加大对非必需性消费（商贸零售）和资讯科技行业的持仓。
- 往前看，港股短期或横盘整固，“哑铃型”配置结构可逐步增加科技成长风格。特朗普政府不确定性较高，电讯、公用事业、资讯科技和医疗保健等内资话语权更高的行业波动更小。其中，盈利水平稳定的高分红行业能抵御外部波动。另外，自主可控和进口替代逻辑下，半导体、电子、互联网和创新药等或受益。最后，在外需走弱、外部压力加大的背景下，内需相关行业或受益于消费政策预期升温。

周浩
 +852 2509 7582
 hao.zhou@gtjas.com.hk
 孙英超
 +852 2509 2603
 billy.sun@gtjas.com.hk

宏观研究报告：面临不确定，市场患上“数据依赖症”_20250429

GDPNow显示美国经济可能会出现负增长



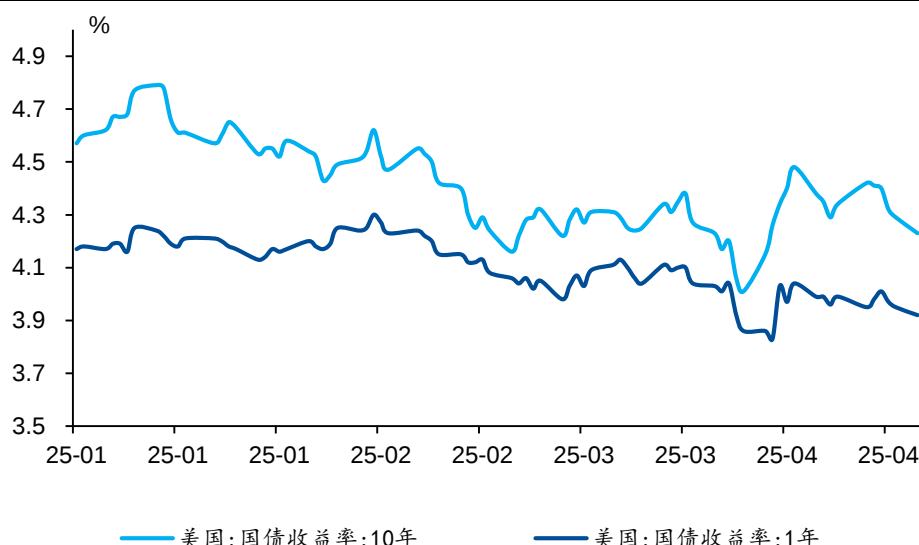
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

- 过去一个月中，美元指数暴跌 5%，再度逼近年内新低，几乎创下 2011 年以来的最差月度表现。美元表现羸弱的背后，是特朗普朝令夕改的关税政策，以及市场对于美国经济陷入衰退的担忧。目前而言，中美之间难以就关税问题达成共识，这也意味着美国经济在第二季度将面临着“fact check”。
- 本周美国会公布第一季度 GDP 数据，尽管市场预期第一季度经济会出现弱增长，但 GDPNow 却显示，美国经济可能会在第一季度陷入负增长。一旦负增长出现，那么第二季度就会成为特朗普最为关键的经济时刻，显然他应该不希望自己上台的前两个季度就将美国经济带入深渊。
- 对于特朗普而言，其面临的一个难题，是即使美国经济陷入衰退，其在财政政策上的空间却会受限。一方面，减税的推进仍然需要时间，另一方面，过度透支财政政策也会影响美债市场的稳定。因此，美国经济在第二季度有改观的可能性较低。相对而言，美联储在 6 月开启降息的可能性则被市场定价在 60% 左右。美国经济的表现，无疑会成为影响美联储决策的最关键因素。
- 市场此前纠结的另一个问题，是美债和美元的反向走势，即美元和美债同时出现下跌。但这样的反向走势近期有所修复，即美债利率也伴随着美元出现下行，换言之，对美元资产的抛售似乎进入了一个冷静期。根本上而言，美债背后仍然有美国财政部和美联储，因此美债失控的可能性相对较低；但美元则面临着信任危机，这似乎不是财政部和美联储能一手把持的。
- 当然，相对于美元指数的弱势表现，除了日元以外的亚洲货币的表现，则显得并不十分强劲。这背后的原因，是出口对于亚洲主要经济体的重要程度仍然较高，在这样的情况下，市场需要等待亚洲各国的贸易数据来测试关税对于经济的影响和冲击。不论如何，在一系列的标题党之后，市场需要开始关注 hard data。而这也让我们想起了若干个危机的瞬间，比如在新冠肆虐时，我们需要通过客流量来判断经济的恢复速度。但值得一提的是，特朗普政府祭出财政刺激的可能性和规模，大概率会远低于疫情期间。

詹春立
+852 2509 7745
james.zhan@gtjas.com.hk
张瀚子骄
+852 2509 5317
hunter.zhang@gtjas.com.hk

宏观研究报告：FICC 策略：美债在抛售潮后企稳了吗？_20250429

近期美国国债收益率似有企稳迹象



资料来源：iFind，国泰君安国际。

- **美债在经历了抛售潮后，近期似乎有企稳的迹象。**4 月份美债的波动，关税所引发的市场情绪是最大主线。相较于 4 月初连续的关税对抗，近期消息多为边际向好。关税态度的缓和以及美联储 6 月份降息的“非官方消息”，使得市场的风险情绪得到修复。
- **但我们也认为美债并非完全的企稳，收益率仍有上行风险。**一方面，近期美债的到期偿付压力，可能会使得收益率有反弹风险。截至 4 月 28 日，2025 年 5 月和 6 月到期的美国国债金额分别是 2.50 万亿美元和 1.59 万亿美元。但事实上，这是统计上的一个错觉，因为近年来，美国发行了大量短期债券，这些短期债券每周都会到期滚续，因此近一、两个月到期的金额会显著高于远期到期的金额。但不可否认，到期金额确实也属于高位。考虑到美国国债到期高峰和通胀压力，即使美国政府借新还旧，也难以通过低利率发行新债来降低利息负担。
- **另一反面，美国经济下行风险犹存，也可能加剧美债波动。**美国 4 月份的 Markit PMI 数据，虽然总体仍在荣枯线以上，但综合 PMI 录得 16 个月以来新低。同时，劳动力市场方面，截止 4 月 19 日当周首次申请失业金人数为 22.2 万人，略高于前值 21.5 万人。除了实际的经济指标以外，我们也看到贸易风险的不确定性，进一步削弱了美国的消费信心。最新的密歇根大学消费者信心指数连续四个月出现下降，4 月份的消费者信心指数为 52.2。经济面的下行风险，仍是悬在美债头顶的达摩克利斯之剑。此外，美元信用仍在持续受到质疑，美债空头持仓仍在高位，同样对美债收益率形成上行压力。
- **展望后市，美债真正企稳需要两个关键因素的支撑：一是美国债务问题得到有效缓解，进而重塑市场对美元信心的信心；二是经济基本面预期出现实质性改善。**在这两大问题未能解决之前，我们认为美债收益率会维持高位震荡格局。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6 至 18 个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6 至 18 个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com