

策略点评 20250420

贸易“拉锯战”+美联储“对抗战”——全球市场观察系列

2025 年 04 月 20 日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

研究助理 葛晓媛

执业证书：S0600123040063

gexy@dwzq.com.cn

■ 本周（2025 年 4 月 14 日-2025 年 4 月 19 日）发达市场继续上涨，而新兴市场转涨，整体涨幅超过发达市场。从涨跌幅来看，发达市场本周上涨 0.1%，新兴市场上涨 2.2%。

■ 贸易“拉锯战”+美联储“对抗战”，美股收跌。其中道指领跌（-2.7%），纳指及标普跟跌，分别回落 2.6%及 1.5%。

关税拉锯持续。一则，特朗普关税政策反复且矛盾。美国商务部通知英伟达，将对其向中国出售人工智能芯片实施新的限制，加速英伟达下跌，拖累美股。随后又暗示，美国和中国之间的关税战可能结束，因为他不希望关税上调导致人们不愿消费。二则，美国与其他国家的谈判或进展不顺。以日本为例，14 日日本首相石破茂对美国发出“最强硬警告”，他表示：日本不打算做出重大让步，也不会急于在与美国进行的关税谈判中达成协议。

特朗普“大战”鲍威尔，“Fed Put”继续缺席。特朗普连续放话鲍威尔，要求其降息。甚至拿欧洲都已经降息为核心思想，多次表示美联储不降息将辞退鲍威尔。但“强势”的鲍威尔却连发“鹰派”言论，继续保持政策独立性：一是，再次强调不急降息；二是，表示不能低估关税对通胀的影响；三是，美股暴跌不会倒逼 Fed Put 出手，美联储不会通过降息，紧急救市。

短期内，我们认为美股的回调或仍未结束。一方面，虽然美国政府为除中国外的国家实行 90 天暂缓政策，为谈判争取时间，但贸易谈判仍存在不确定性；另一方面，受制于特朗普政策反复，消费者及企业信心受到打击，加大波动。

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，美联储年内降息预期增强。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，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。

■ 本周港股分化，恒生指数上涨 2.3%，恒生科技回调 0.3%。外部风险因素继续释放。

■ 短期内，我们继续对港股持谨慎态度，市场投资者现阶段以谨慎或谨慎乐观态度为主。

1、担心美国对华加征关税策略或还会出现变动，未来可能会有金融战。本周 ADR 退市风险引起市场广泛关注。我们认为如果 ADR 退市发生，短期内市场会因为资金转换会加剧波动，外资参与度下降，但如果南向或中国香港本地资金能够对冲外资金流出资金，尤其是大型科技股，中长期反而利好港股市场估值修复。

2、全球风险资产震荡继续，美股回调风险尚在。本周美联储表态偏鹰，市场失望，同时又对特朗普 put 的可靠性表示怀疑，美股下行谁能托底成为市场最大的顾虑。且美股财报季即将面临下调远期 eps。

3、随着关税行业清单明晰，企业盈利会面临下修。另，出口转内销企业盈利空间或面临压缩。

4、港股反弹还需新的子弹。一是经济刺激政策，四月底政治局会议或更明晰；二是新的增量资金。尽管南向资金近两年加速流入港股，但持股市值占比与外资有较大差距，对港股并没有完全定价权，尤其是科技股。我们预计未来南下保险资金和中国香港本地资金还有增配空间。市

相关研究

《关税风波之后，产业趋势看什么？》

2025-04-19

《近期 ETF 增量资金如何影响市场表现结构？》

2025-04-18

场投资者对国家队在港股护盘潜力愈发感兴趣。

往后看，我们依然认为港股还有震荡上行机会。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。

- 在这样的宏观背景下，我们继续认为黄金是最大的潜在赢家。中期视角来看，“滞胀”环境下，黄金确定性较高；长期视角来看，1，本届政府目标是解决债务问题。从这个视角出发，美国财政部可能抵押黄金进行价值重估，这等同于“无QE之名的QE”。因为无需美联储实际操作，就能创造近7000亿美元资产，用于政府优先事项。2，中国购金的“长叙事”。2024Q4全球央行购金量为332.9吨，较Q3的194.2吨有明显增长。特朗普的当选将使得这一趋势得以延续，尤其是中国。黄金开始逐步在外汇储备体系中对美债起到替代作用。
- 全球主要黄金ETF中11支增持，其中流入最多的是SPDR黄金信托（\$20.6亿美元），其次是华安易富黄金ETF（\$8.7亿美元），第三是SPDR Minishares黄金信托（\$5.7亿美元），主要增持国家集中在美国与中国；全球主要黄金ETF仅有1支在减持，是英国的Xtrackers黄金ETC（-\$0.13亿美元）。

机构边际小幅减持黄金，散户继续大幅增持黄金。其中SPDR黄金信托的黄金持有量约34盎司（周环比-0.1%），SPDR Minishares黄金信托的黄金持有量约4.4盎司（周环比+1.8%）。
- 全球股票ETF净流入放缓，债券由净流出转净流入：全球股票型ETF净流入\$77亿美元（边际-\$515亿美元），全球债券ETF净流入\$23亿美元（边际-\$55亿美元）；分国别来看，资金由向美国转向欧洲集中，美国由净流入转净流出。发达市场中，欧洲股票ETF净流入最多（\$38亿美元），其次是日本；新兴市场中，中国由净流入转净流出，中国股票ETF净流出最多（-\$24.5亿美元），其次是越南。
- 全球股票ETF行业类别中，净流入行业Top3:科技、通信和公用事业；净流出行业Top3:能源、金融和必选消费。
- 下周重点关注数据及事件：1）4月23日，首批反映关税冲击的经济前瞻数据，标普全球公布的欧美制造业及服务业PMI；2）4月23日美联储公布的经济褐皮书。
- 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: 发达市场小幅上涨, 发达市场转涨且涨幅较大



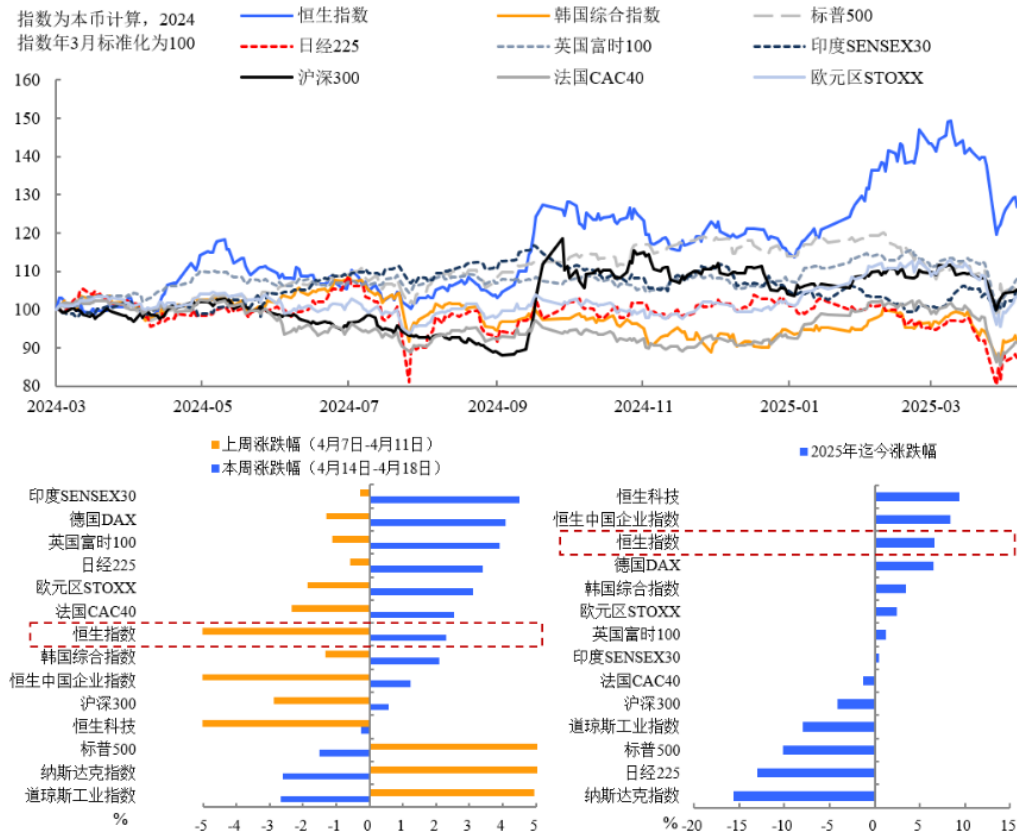
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：美联储主席鲍威尔讲话偏鹰

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
亚特兰大联储主席 博斯蒂克	2025/4/15	博斯蒂克指出，企业和消费者因政策 不确定性 推迟投资和大额消费， 经济增长动力减弱 ，预计2025年GDP增速将超过1%，但显著低于近年水平。他重申，大规模关税政策可能推高物价，使美联储2%的通胀目标达成时间延后，或需等到2027年。劳动力市场虽接近充分就业，但通胀压力持续，核心矛盾仍是 控制通胀 而非就业。	博斯蒂克强调，在特朗普政策细节明朗前，美联储 应维持基准利率 在4.25%-4.5%区间不变，任何“大胆行动”都可能加剧市场波动和经济风险。他主张货币政策需基于实际经济数据，而非假设性预测，需综合观察通胀、就业、企业反馈等多维度信息，确保政策调整的 稳健性 。他提到2025年美联储可能启动新的 货币政策框架审查 ，探讨是否调整通胀目标，但强调在实现2%目标前不会改变当前框架。
欧洲央行行长 拉加德	2025/4/16	拉加德指出，欧元区的经济前景因异常的 不确定性 蒙上阴影，消费者可能减少支出，投资也面临贸易中断和不确定性的压力，当前迫切需要提高欧元区的竞争力和韧性。她表示欧元区经济可能在一季度 实现增长 ，强势欧元可能会抑制通胀，不利的金融市场反应也可能会 降低通胀水平 。拉加德透露当前没有讨论刺激措施也没有设置任何特定汇率水平为目标，而是敦促欧盟加大 资本市场联盟 和数字货币方面作出努力。	拉加德强调，未来货币政策将完全依赖通胀、就业、企业反馈等经济数据，逐次会议决定利率调整， 不承诺任何特定路径 。尽管通胀接近目标，但 控制通胀 仍是核心任务。欧洲央行将重点关注国内通胀压力，同时警惕贸易摩擦对增长和通胀的双向影响。拉加德透露本轮降息是全体 一致通过 ，无人赞同降息50基点，但内部对短期和长期影响及发展持不同看法。她表示，目前评估货币政策的紧缩程度已毫无意义，因为 中性利率 的概念仅在没有冲击的世界中有效。
克利夫兰联储主席 哈玛克	2025/4/17	哈玛克强调维持 政策稳定性 的重要性，保持政策耐心将使美联储能够收集更多关于经济的信息。她指出在不确定性中评估贸易政策和市场压力需保持 多情景分析 而非依赖单一预测，持续性的关税战可能带来更为 持久的压力 。她表示近期市场波动有些不寻常，难以解读，但以市场为基础的通胀预期表现良好大致 接近目标水平 。	哈玛克指出，当前金融条件已经收紧， 货币政策限制性措施 对降低通胀至2%的目标至关重要。她透露如果经济增长放缓且通胀缓解，美联储可能会考虑降息， 强调放慢步伐以作出正确的反应 。哈玛克表示目前 维持政策不变 可能是正确的做法，保持稳健的政策是积极的选择。
美联储主席 鲍威尔	2025/4/17	鲍威尔表示尽管当前不确定性加剧，下行风险依旧存在，但 美国经济依然稳健 。目前就业接近最高水平，通胀略高于2%的目标，但较之前已大幅下降。他预计今年剩余时间内将会 偏离既定目标 ，或许明年有望重新实现。同时他担忧汽车制造公司的供应链可能在未来数月持续受到干扰，以及联邦减少对科研的资金投入，预计对 未来就业造成重大影响 。如果 不确定性 持续高企局势将变得困难，将对 投资产生拖累 。他强调美联储的独立性由法律赋予，未来将不会受到政治压力的影响。	鲍威尔指出，目前货币政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。他强调美联储的责任是 保持长期通胀预期稳固 但关税水平超过美联储的上行预期，目前没有现代经验可以处理如此高额的关税。鲍威尔强调美联储的两个目标 尚未出现矛盾 ，但目前的趋势是 失业率和通胀水平将上升 。他表示，美联储目前 尚未达到停止缩减资产负债表的程度 ，资产负债表可以在不引发混乱的情况下逐步缩小。如果出现美元短缺，美联储准备向全球央行提供 美元流动性 。
日本央行行长 植田和男	2025/4/17	植田和男表示，当前日本经济处于 温和复苏阶段 ，金融体系整体保持稳定，经济表现和物价水平总体符合日本央行预期，但必须警惕日益增加的 不确定性 ，包括各国贸易政策带来的影响。他担忧美国关税措施或将抑制日本经济增长，对金融市场也将产生负面影响。植田和男透露计划在下周的议息会议期间与美联储主席以及其他政策制定者进行会谈。	植田和男表示，日本的 实际利率 依然处于 非常低 的水平，如果经济和物价按照我们季度报告中的预期发展，日本央行预计将 继续加息 。他申明加息不是为了银行利润而是价格目标。他表示日本央行已适度调整货币宽松程度，未来将继续适时制定政策以实现2%的通胀目标。

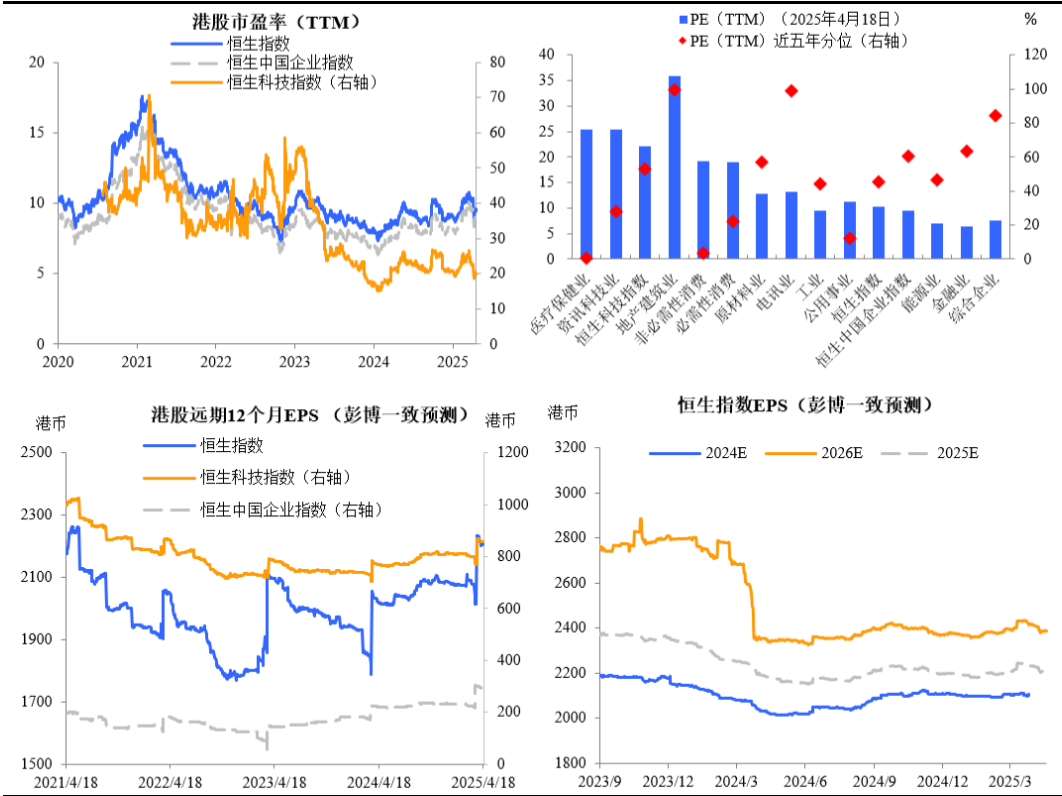
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：恒生指数本周转涨



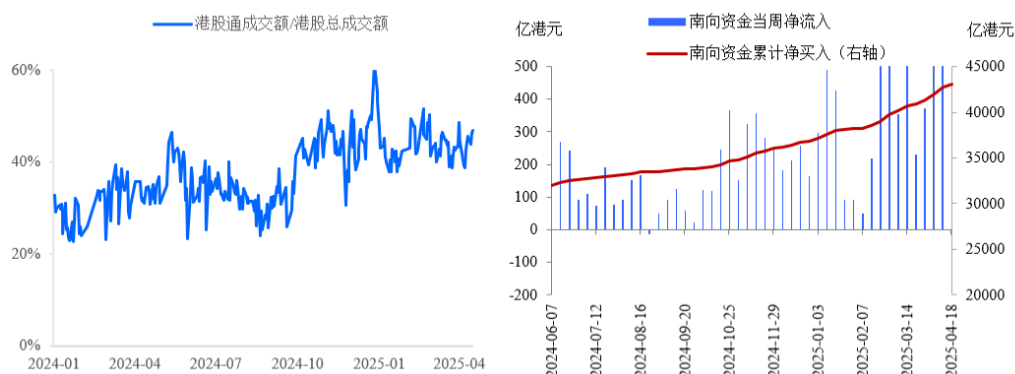
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图4：中国香港资产相对其他资产还比较便宜



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

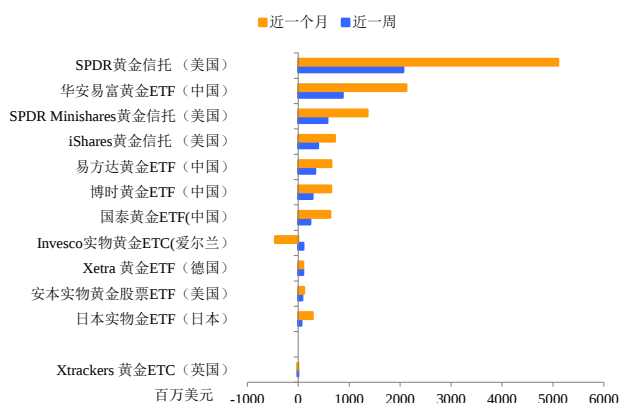
图5: 南下资金流入节奏放缓, 流入的板块也相对分散



港股通当周净买入额 (周, 亿元)									
	2025/2/28	2025/3/7	2025/3/14	2025/3/21	2025/3/28	2025/4/4	2025/4/11	2025/4/18	年初至今
金融业	100.9	112.5	48.4	26.0	43.5	22.8	28.4	51.0	1142.1
资讯科技业	18.6	84.1	91.0	34.3	-43.0	10.2	46.1	61.2	1304.4
能源业	-7.6	9.7	-2.5	8.0	14.3	18.9	17.7	34.7	245.7
电讯业	58.7	10.0	30.2	25.8	3.6	24.0	22.1	17.8	372.7
非必需性消费	191.7	230.4	198.5	75.3	36.3	124.9	128.8	145.0	1739.0
医疗保健业	46.1	35.9	21.4	9.0	31.1	51.7	54.6	67.5	452.2
工业	-2.8	20.1	22.6	10.1	11.7	17.3	25.3	9.8	171.2
公用事业	13.1	18.5	4.9	4.1	13.3	25.8	20.7	11.8	222.0
地产建筑业	-2.4	1.4	24.2	27.7	21.2	18.0	15.6	0.9	188.7
原材料业	1.4	10.2	12.2	29.6	25.1	8.4	4.3	24.2	199.9
必需性消费	4.5	0.1	-1.4	2.2	1.3	3.5	3.3	5.0	73.8
综合企业	1.7	1.3	3.3	-1.9	2.7	0.1	-0.2	1.8	27.4

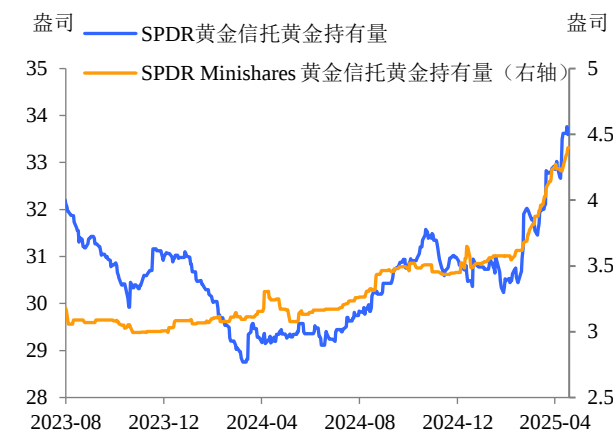
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 全球主要黄金 ETF 在增持, 集中在中国与美国



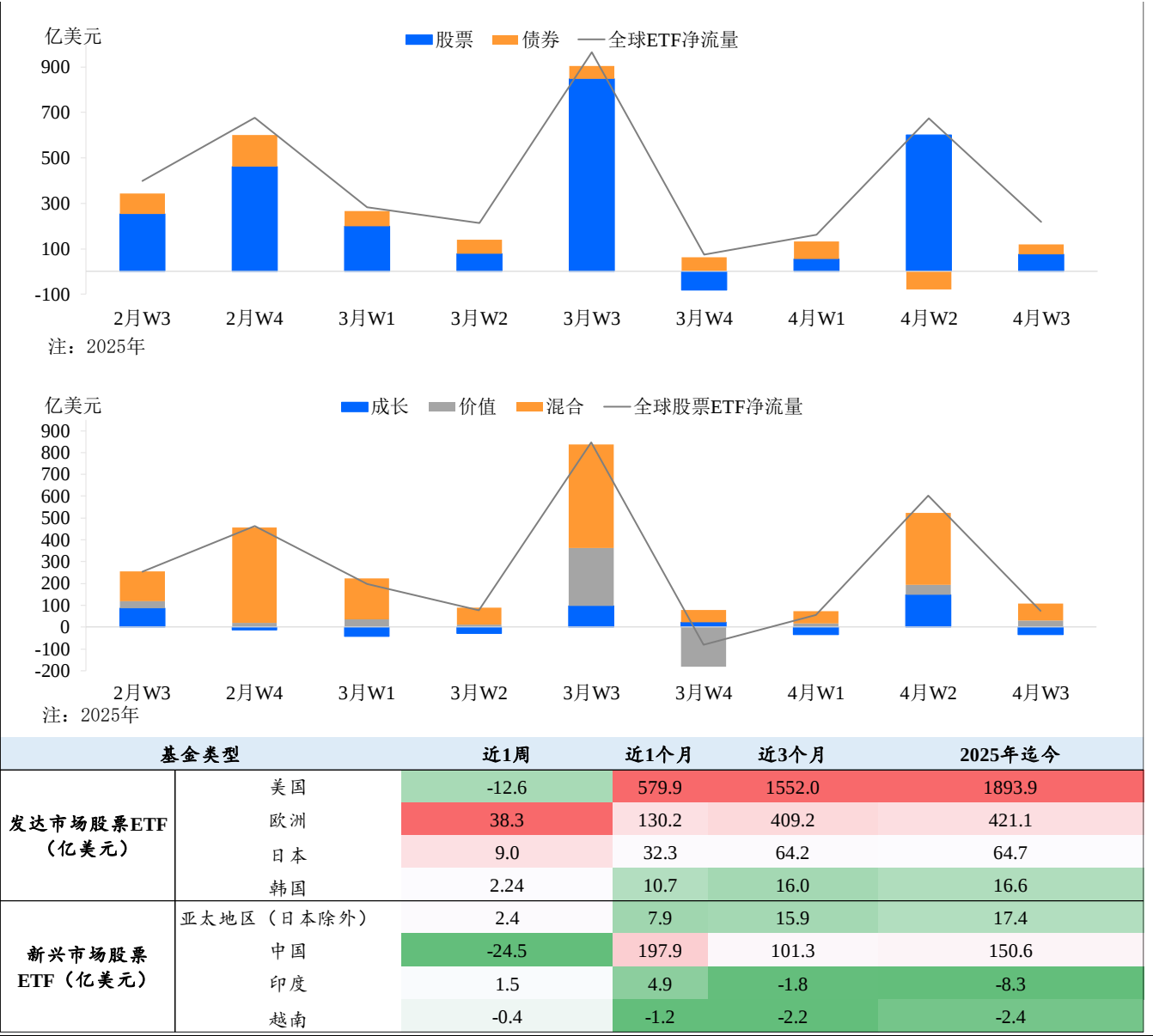
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 机构边际减持黄金, 散户持续大幅增持黄金



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



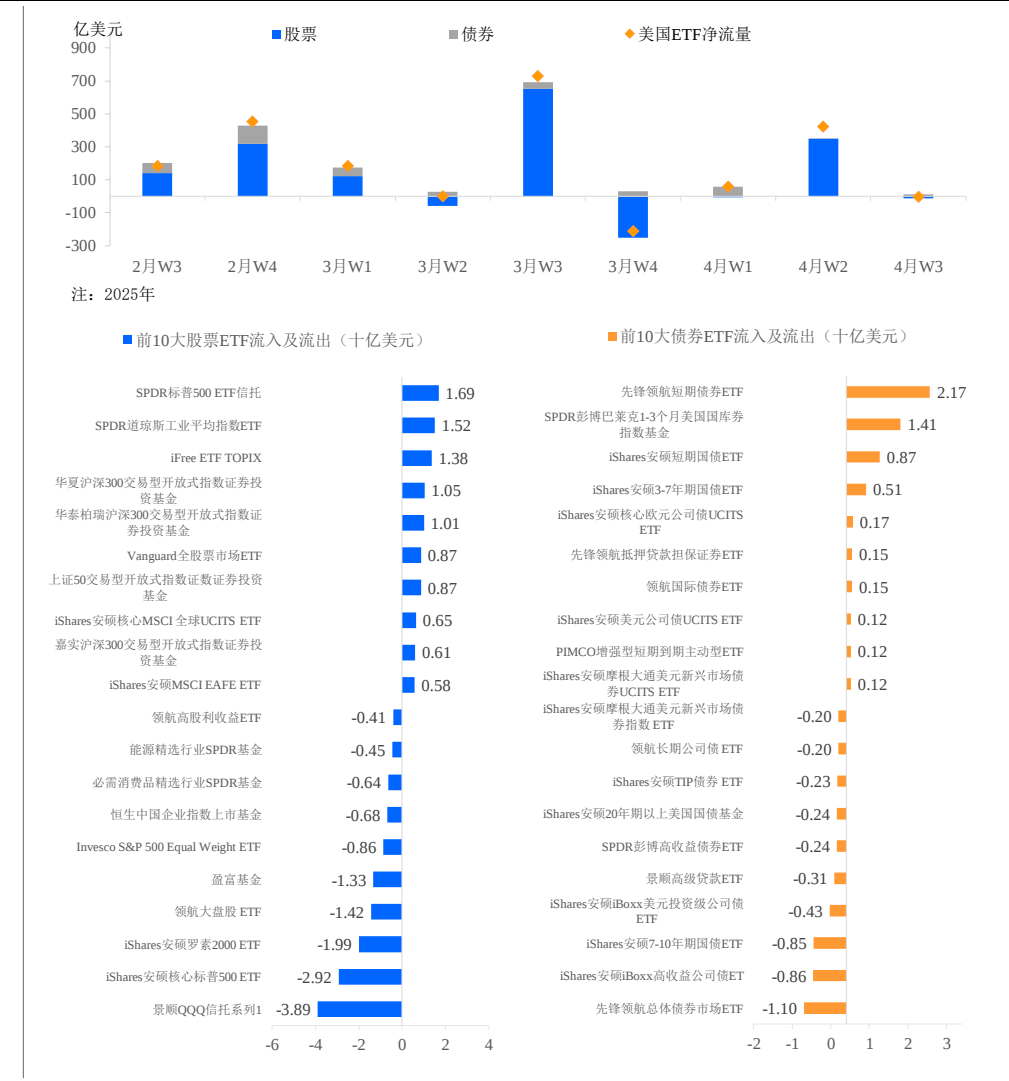
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出能源行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.8	3.6	10.2	21.1	26.0
可选消费	-0.3	-3.8	-23.0	-27.9	-23.9
必选消费	-4.4	-5.6	-5.3	-5.3	-2.4
能源	-1.1	-10.2	-33.5	-50.9	-56.4
金融	-4.0	-9.1	-26.0	45.3	61.5
医疗保健	-0.2	-5.1	-24.4	-27.8	-27.3
工业	0.1	0.8	14.8	54.1	62.8
材料	0.2	-2.7	-15.8	-19.5	-29.1
科技	17.3	11.6	94.6	96.3	128.0
公用事业	1.3	2.1	14.7	22.4	26.5

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国 ETF（股+债）由净流入转净流出



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：重点关注 4 月 23 日公布的欧美制造业及服务业 PMI，以及美国美联储发布的经济状况褐皮书

周一 (2025/4/21)	周二 (2025/4/22)	周三 (2025/4/23)	周四 (2025/4/24)	周五 (2025/4/25)
欧元区-生产者价格指数月环比 美国-世界大型企业研究会领先 指数环比	欧元区-失业率 欧元区-消费者信心指数 欧元区-GDP 美国-里士满联储制造业指数	日本-Jibun银行日本综合PMI 日本-第三产业指数月环比 欧元区-HCOB欧元区综合PMI 欧元区-PPI同比 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-标普全球-美国综合PMI 美国-建筑许可 美国-新建住宅销量年率	日本-日本买进国外债券 日本-机床订单同比 欧元区-IFO预期 欧元区-IFO企业景气指数 欧元区-IFO当前评估 欧元区-企业信心 美国-芝加哥联储全美活动指数 美国-耐用品订单环比 美国-周度首次领取失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 美国-二手房销量年率	日本-东京消费价格指数 欧元区-制造业信心指数 美国-密歇根大学消费者信心指数
周一 (2025/4/28)	周二 (2025/4/29)	周三 (2025/4/30)	周四 (2025/5/1)	周五 (2025/5/2)
欧元区-企业及消费者信心 欧元区-零售销售 欧元区-PPI同比	美国-FHFA房价指数 美国-CoreLogic CS 20大城市房 价 美国-JOLITS职位空缺 欧元区-2025年Q1 GDP增速 欧元区-CPI 欧元区-消费者及经济信心指数	美国-ADP就业 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-2025年Q1 GDP环比折年 美国-PCE及核心PCE 日本-零售销售总额	美国-周度首次领取失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 美国-ISM制造业PMI 日本-日央行议息会议	美国-非农就业人数 日本-失业率

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>