

策略点评 20250415

股、债、汇“重置键”：“Trump Put 归位” ——全球市场观察系列

2025 年 04 月 15 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

相关研究

《并购重组跟踪（十五）》

2025-04-14

《中美贸易拉锯下的板块选择》

2025-04-12

■ 本周（2025 年 4 月 7 日-2025 年 4 月 13 日）新兴市场与发达市场分化，发达市场转涨，而新兴市场继续下跌。从涨跌幅来看，发达市场本周上涨 4.4%，新兴市场下跌 3.9%，全球资产价格继续受到关税的影响大起大落，尤其是美股经历了“史上最猛的过山车行情”。

■ “Trump put”与“Fed Put”同时归位，美国三大股指上涨。其中纳指领涨（7.3%），标普及道指跟涨，分别上涨 5.7%及 5%。全球关税摩擦放缓，美股逆转跌势。4 月 10 日美国经历“股、债、汇”三杀，但最后在特朗普和美联储官员的“拯救”下还是收涨。

暂停关税，“Trump Put”归位下美股狂欢。美国总统特朗普周三表示，将暂缓 90 天对数十个国家征收的高额关税，这一逆转导致美股“一飞冲天”，纳指 100 创 2001 年以来的最大单日涨幅，标普 500 则是 2008 年金融危机后的最大单日涨幅，这一暴涨行情堪称 20 年以来的罕见。不过，周四中方反制措施的加码，加剧中美对抗的程度，全球贸易不确定性再次加大，美股重拾跌势，回吐前一日部分涨幅。

美联储暗示“救市”，暂缓美股恐慌情绪。周五，首先，波士顿联储主席苏珊·柯林斯(Susan Collins)表示，如有需要美联储“绝对”准备好帮助稳定市场。柯林斯指出，“紧急降息不会是应对市场运行恶化的主要工具，也不是工具箱中唯一的工具，而且可能也不是解决流动性或市场运行问题的最佳手段。美联储目前还拥有一些‘常设机制’，这些机制已经在运行，可以进一步支持市场运作”。其次，摩根大通首席执行官戴蒙(Jamie Dimon)表示，如果美国国债市场出现“混乱”，将促使美联储进行干预。

此外，虽然美国 3 月通胀数据整体降温，CPI 同比降至 2.4%（前值 2.8%）；核心 CPI 同比 2.8%（前值 3.1%），但美联储认为关税将致使经济走弱和通胀反弹、贸易摩擦不断升级以及美债利率的大幅上行，导致市场 risk off 情绪不断蔓延，暂时忽视通胀的“好消息”，美国资产当日依旧表现为股、债、汇三杀。

■ 另外，美债利率本周上涨近 50bp，美债持续遭遇冲击。引发美债利率上行的触发因素是 3 年期美债拍卖结果显示需求低迷，导致市场对 10 年期及 30 年期担心，出现流动性挤兑。叠加对冲基金通过高杠杆进行“基差交易”平仓，美债利率快速上行。但是我们认为美债利率并非交易经济基本面的滞胀恐慌。短期内，考虑美国经济上半年继续放缓，且 6 月前美国国债及企业债到期量集中，降低利息负担仍是特朗普目前的政策核心。因此预计上半年美债利率继续下行，4%是底。

■ 本周港股继续回调，恒生指数回调 8.47%，恒生科技回调 7.77%。外部风险因素继续释放。其中 4 月 7 日，港股见证又一历史时刻，单日的跌幅 13.22%，仅次于亚洲金融危机 1997 年 10 月 28 日的 13.7%。本周内港股反弹，但未能抹平跌幅。

■ 短期内，我们认为港股风险因素尚未释放完毕。

1、美国对华加征关税策略或还会出现变动，特朗普诉求尚未达成，要动态观察关税的锚。

2、全球风险资产震荡还在继续，美国市场短期恐情绪加剧，美股回调尚未结束，美债利率上行风险加剧，流动性挤兑问题尚未完全释放。

3、当前市场更多是从经济增长预期交易关税，随着关税行业清单明晰，企业盈利会面临下修，尚未体现。

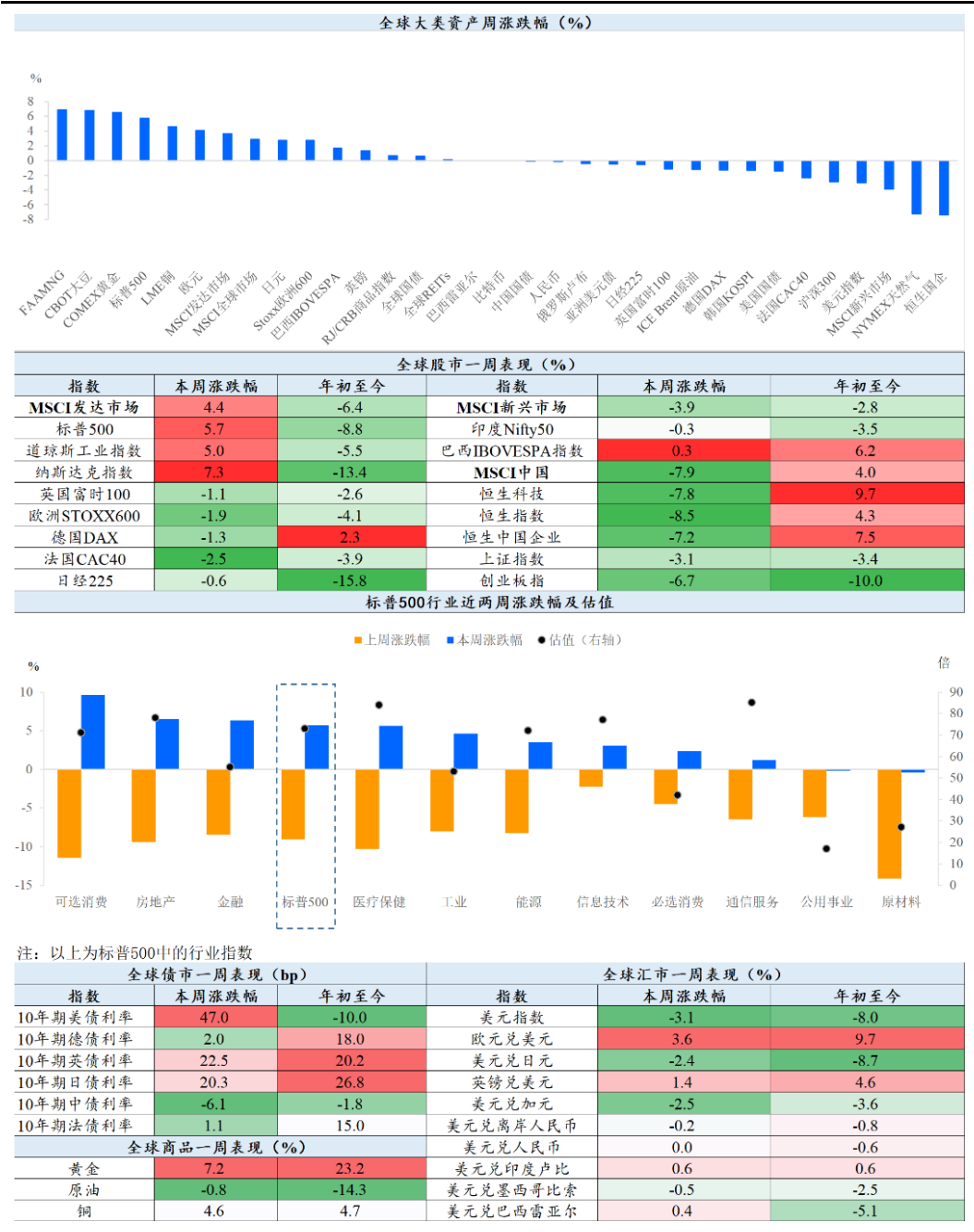
4、港股反弹还需新的子弹。一是经济刺激政策，二是新的增量资金。尽

管南向资金近周有加速流入迹象，但我们依旧认为南向资金对港股并没有完全定价权，尤其是科技股。

往后看，上半年我们依然认为港股还有震荡上行机会。预计美联储还会降息，中美利差收窄，利好港股反弹。

- **因此在这样的宏观背景下，我们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。
- **全球股票ETF净流入加速，债券由净流入转净流出：**全球股票型ETF净流入\$592亿美元（边际+\$510亿美元），全球债券ETF净流出\$78亿美元（边际-\$166亿美元）；**分国别来看，资金由向欧洲转向美国集中，日本净流出加速。**发达市场中，美国股票ETF净流入最多（\$346亿美元），其次是韩国；新兴市场中，中国持续净流入（+\$214.5亿美元），印度股票ETF净流出最多（-\$1.3亿美元）。
- **全球股票ETF行业类别中，净流入行业Top2:科技和通信；净流出行业Top3:金融、能源和医疗保健。**
- **下周重点关注数据及事件：**1）中美贸易政策博弈情况以及其他国家的反制与谈判；2）欧央行议息会议；3）美国3月零售销售数据。
- **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：发达市场转涨，新兴市场继续下跌



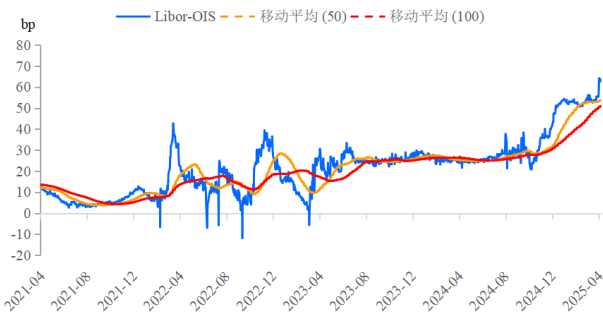
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储官员担心特朗普的关税政策推升美国通胀，拖累经济增长

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储理事 库格勒	2025/4/7	库格勒指出在预测通胀走势时需考虑关税和短缺等重要因素，通胀有回升迹象可能与市场对关税的预期有关，新关税政策已产生重要影响并出现价格上涨情况，通胀预期上升主要为短期预期，长期通胀预期保持良好稳定；经济活动方面，四季度数据看起来积极，一季度表现可能比想象中强劲，汽车销售似在前置，消费者信心趋于温和，零售销售略有回落，但诸多不确定性抑制了商业投资。	库格勒重申美联储致力于保持2%的通胀目标，确保通胀不上升是优先事项，提到适度的限制性利率对家庭有影响且通货膨胀也以负面方式影响家庭；强调美联储在应对经济时必须小心谨慎，高度关注劳动力市场、金融市场和经济状况以及地缘政治，对控制通胀作出承诺以保持通胀在可控范围内，不会对美国总统特朗普的言论或政策作出评论，只关注关税对自身职责所产生的影响，关注市场长期走势，不参与财政事务，理解关税导致价格上涨给民众带来痛苦，企业将关税增加成本转嫁消费者的程度仍有待观察，还会在关税背景下关注供应链网络。
里奇蒙德联储主席 巴尔金	2025/4/9	巴尔金指出，高度的不确定性正在制约企业和消费者的需求。关税致价格上涨或于6月显现，增加通胀风险。在企业方面，美国企业信心不足，内部不确定性或减缓经济活动。消费领域中，消费者支出稳定性受关注。虽股市脆弱，但现有数据稳健。目前人们缩减航空旅行开支，日常消费未明显减弱，不过消费者对高价渐感疲惫，能否接受更高价格存疑。	巴尔金认为，在货币政策方面，美联储肩负着维持经济稳定的重任。价格的大幅波动要求美联储在决策时必须保持谨慎态度。倘若出现更高通货膨胀与更高失业率并存的局面，美联储定会以谨慎的态度来应对。这意味着美联储需要密切关注经济变化，全面综合地考量各因素对通胀和就业的影响，在刺激经济增长、稳定物价与保障就业之间寻求微妙的平衡，通过精准施策来维护经济的平稳运行。
日本央行行长植田 和男	2025/4/9	植田和男指出日本经济当前处于温和复苏进程中，众多产业逐步回暖，消费市场也有一定程度的升温。然复苏之路并非一帆风顺，仍存在一些脆弱迹象。部分传统制造业面临产能过剩与技术升级难题，中小企业在资金融通和市场拓展上困难重重。通胀方面，潜在通胀率虽低于2%，但呈逐渐加速态势，反映出经济活力在缓慢提升。同时，各国贸易政策前景不确定性加剧，美国贸易政策的调整更是可能直接冲击日本的进出口贸易，给经济复苏带来外部阻碍。	植田和男表示，日本央行密切关注经济形势动态，若经济按预期持续改善，具备进一步加息的可能性。在每次货币政策会议上，央行都会秉持客观公正态度，仔细审视此前经济预测是否实现。这一过程涉及对国内外经济增长态势、物价变动趋势、就业市场状况等多方面的精准分析。特别是美国贸易政策的外溢效应，会被纳入考量范畴。通过全面综合审视这些因素，日本央行审慎做出合适的货币政策决策，力求在促进经济增长、稳定物价和维持金融市场稳定之间找到平衡。
旧金山联储主席戴 利	2025/4/9	戴利指出美国企业界目前呈现出复杂景象。一方面，CEO们对当下经济状况心存疑虑，诸多不确定性因素萦绕。但另一方面，企业整体却对未来增长保持乐观，在不确定性中展现出坚韧与灵活。硬数据也证实经济在稳健增长，劳动力市场表现良好。不过，关税问题始终是个隐患，我们有点担心其可能会让通货膨胀重新抬头。	戴利表示美联储当前政策处于良好状态，具备适度限制性，这为经济稳定提供了有力支撑。鉴于经济的复杂性与不确定性，我们在货币政策推进上要循序渐进、谨慎行事。必须充分考量政府一系列政策变动带来的净效应，维持经济与金融环境的稳定，这一点至关重要。
FOMC票委、芝加 哥联储主席古尔 斯比	2025/4/11	古尔斯比指出，在经济领域，诸多因素正深刻影响着美国经济格局。关税问题首当其冲，当前关税不仅会在短期内助推通胀攀升，还会对经济增长造成损害，现有的关税体系处于较高水平，构成“重大情景”。就业市场目前表现稳健，从商业联系渠道也未传出大量裁员消息。金融市场方面，强劲的十年期国债拍卖一定程度上缓解了市场的担忧情绪，而此前债券市场的抛售风波显示美国并非孤立受冲击。不过，广泛的金融状况指数解读难度较大。另外，美国长期国债依旧是全球范围内公认的最安全资产。	古尔斯比表示，当下是美联储暂停调整利率、进行观望的时机，政策变动需跨越相当高的门槛。美联储应持续将各类政策措施置于议程之上，但对于如何应对市场压力事件，不宜过早猜测。这意味着美联储在决策时需谨慎权衡经济数据和市场动态，在稳定经济、控制通胀与促进就业等多重目标间寻求平衡，确保货币政策的调整契合经济发展的实际需求。

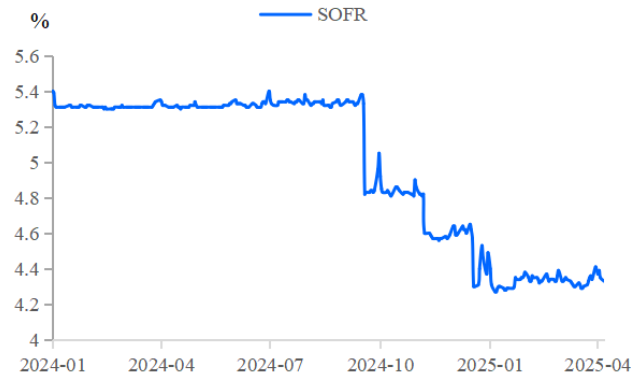
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3: Libor-OIS 利率回落



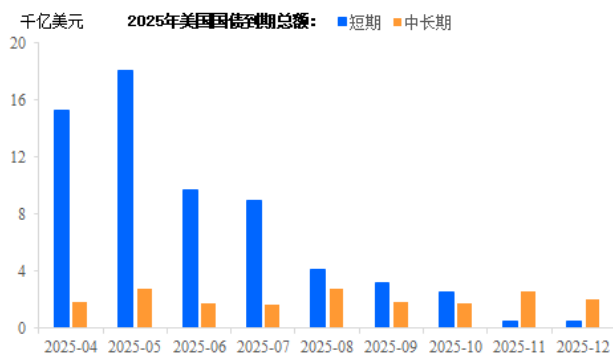
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: Sofr 利率回落



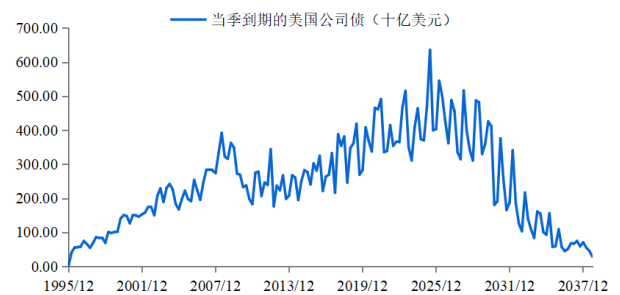
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美国国债到期量集中在 2025 年 6 月前



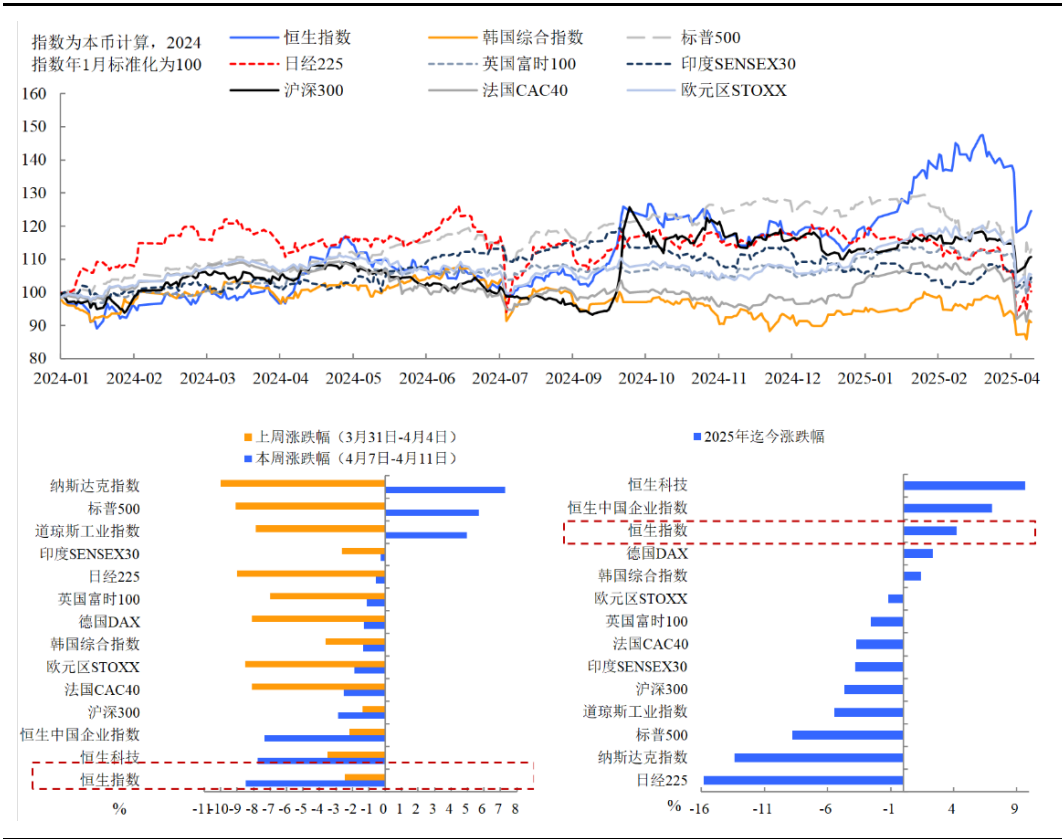
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美国公司债的到期量高峰为 2025 年 Q2



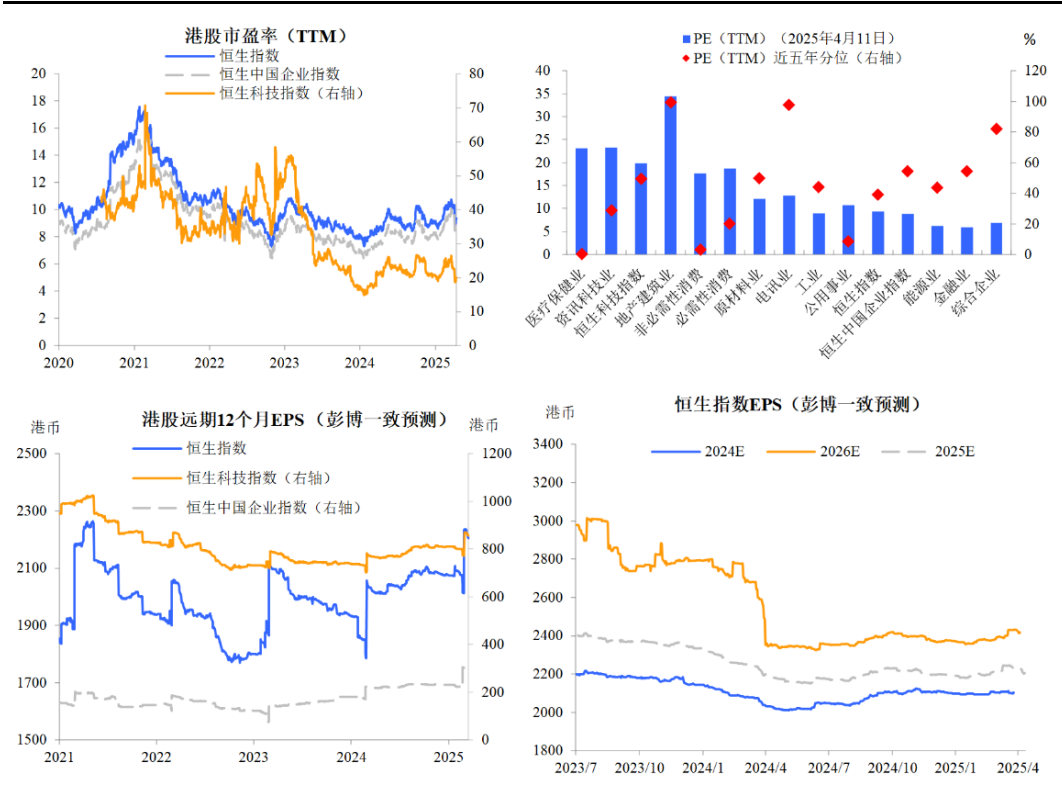
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：恒生指数继续回落



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图8：香港资产相对其他资产还比较便宜



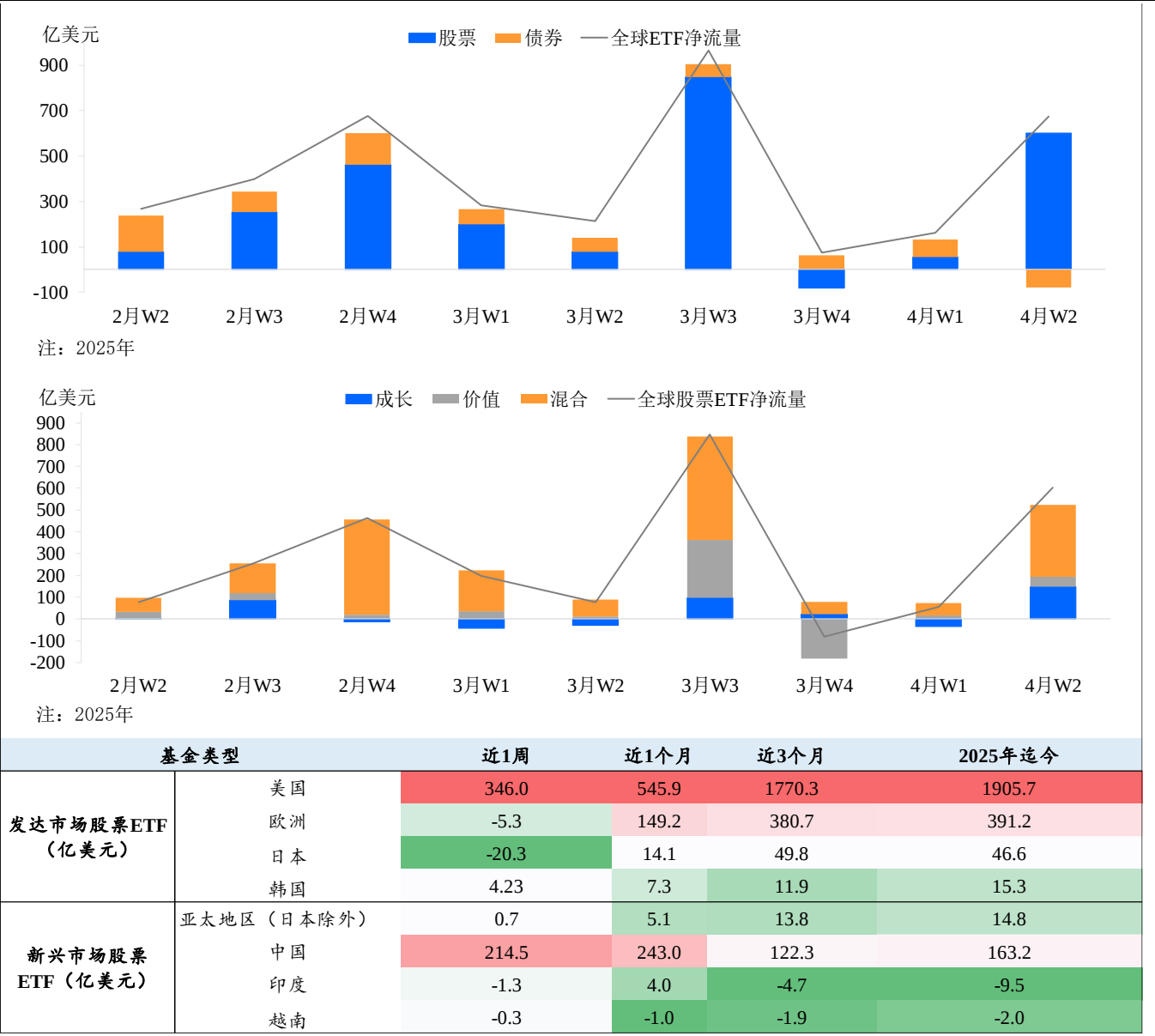
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图9：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10：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入的地区是美国



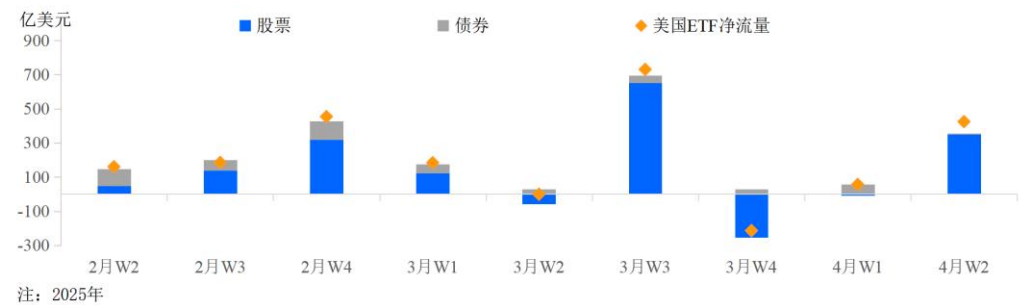
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11: 本周股票ETF中，流入科技行业的资金最多，流出金融行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.8	6.4	8.8	20.5	24.2
可选消费	-3.6	-2.8	-21.5	-25.5	-23.7
必选消费	1.0	-2.9	2.9	3.3	4.2
能源	-5.4	-14.6	-31.3	-41.9	-51.5
金融	-11.7	-35.2	-16.6	61.3	58.9
医疗保健	-1.5	-7.9	-21.9	-28.9	-23.8
工业	-1.7	-5.5	16.1	60.9	60.3
材料	-0.1	-6.2	-10.5	-21.3	-26.4
科技	-0.1	31.4	92.5	95.7	116.0
公用事业	-0.8	-5.1	9.5	23.9	23.6

单位: 亿美元
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 美国ETF（股+债）由边际净流入持续加速（+\$315亿美元）



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>