

中美关税博弈白热化，政策预期驱动估值修复

每周策略建议

港股：美国推迟除中国以外的"对等关税"，并短期豁免部分关键品类关税，此前压制港股的风险溢价有望部分修复。关税战聚焦中美，双方均保持强硬姿态，全球贸易体系面临重构。当前恒指预测 PE 回落至 9 倍，风险溢价回归两年均值，叠加美元指数回落催化资金回流，港股估值性价比逐步显现。行业层面可关注两大主线：一是国内消费刺激政策加码预期升温（家电以旧换新、新能源汽车补贴、生育支持政策等），消费板块或迎阶段性估值提振；二是高端制造业投资提速（半导体设备、AI 算力、机器人），与政策扶持方向高度契合的硬科技龙头或获资金聚焦。但中期仍需警惕两大风险传导：其一，高关税下全球供应链成本上升或持续挤压企业利润率，出口依赖度较高的汽车、消费电子板块盈利预期仍存下修压力；其二，地缘政治博弈存在反复风险，若美方升级中概股监管或扩大"禁投令"，或引发外资配置结构性转变，压制市场流动性中枢。短期继续关注中美经贸团队谈判进展，在外部压力加剧的背景下，4 月初总理专家座谈会表态"及时推出新的增量政策"，预示二季度政策工具箱将加快开启，有望在稳预期、扩内需、畅循环三端协同发力。

美股：当前美股呈现技术修复与基本面博弈的震荡格局：标普 500 及纳斯达克 100 指数期货在 200 周均线形成强支撑，标普 500 及纳指在上周分别跌至 18.1 倍及 20.4 倍预测 PE，已跌近 2022 年为熊市的水平。本轮美股跌势主要是规避关税风险引发的抛售，一旦关税战边际缓和，情绪修复也很容易造就美股反弹，VIX 指数也自高位明显回落。如果债市流动性得到控制，美股在短期再破底机会较微。美股进入一季报的业绩发布期，打头阵的摩根大通及摩根士丹利业绩超预期，上市公司重启回购短期形成托底力量。然而，美国公布的数据指向经济逐渐放缓，通胀超预期回落，消费者信心预期低迷，增加盈利下修压力。关税进入拉锯战阶段，风险偏好难以完全修复，关注标普 500(5,500 点)及纳指(17,400 点)阻力。策略上，谨慎做多 Mag 7 及金融股，做多医疗保健板块、必选消费、公用事业。

美债：10 年期美债收益率逆势飙升，中美贸易战升级推升中长期通胀预期，部分高杠杆“基差交易”因市场波动被迫抛售美债，进一步驱动长债抛售潮。潜在转机需关注两大变量，中美关税谈判出现边际缓和信号，或对冲基金去杠杆压力阶段性释放，可能触发技术性反弹，但反弹空间受制于通胀韧性，短期或维持高位震荡。

美元指数：关税政策持续反复，部分冲击美元信用，美元指数大幅下跌至 100 关口略下。随着对等关税风险边际缓和，基本面数据暂无大碍，短期美元进一步下跌风险可控。但关税扰动的不确定性仍存，特朗普政策走向是重塑美元信用的关键。

美元兑离岸人民币：高关税压力持续加剧，人民币中间价逐步上移，央行稳汇率态度下，料人民币短期继续保持震荡偏弱格局，关注中美贸易谈判进程，以及潜在的内部增量刺激政策。

美国经济软指标显露疲态但硬数据韧性仍存

美国 4 月消费者信心创 2022 年 6 月新低，中小企业乐观指数连跌五个月，反映关税不确定性正压制预期。消费者一年期通胀预期飙至 40 年新高 6.7%，叠加对华 125%关税推升输入性通胀，支撑美联储抗通胀优先。然而硬数据尚未触发衰退警报，3 月就业和零售暂时无虞，信贷市场亦无系统性风险。尽管软指标预警经济下行风险，但 3 月 FOMC 纪要显示美联储坚持"观望等待更清晰信号"，在就业与消费韧性犹存、通胀粘性高企的背景下，年内降息超过两次的概率依然偏低。

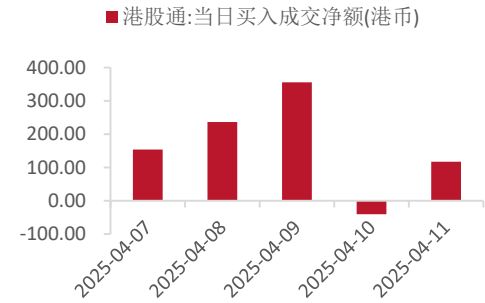
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	20,914	-8.5%	13.9%
恒生科技	4,900	-7.8%	18.9%
恒生中国企业	7,801	-7.4%	15.5%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

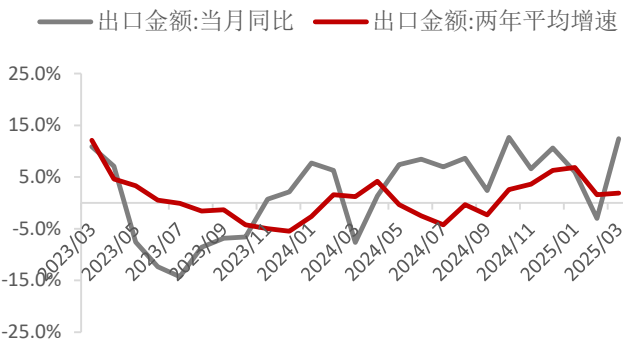
港股宏观基本面及政策追踪

中国宏观数据及政策跟踪：

3 月“抢出口”效应显著，进口同比仍负增

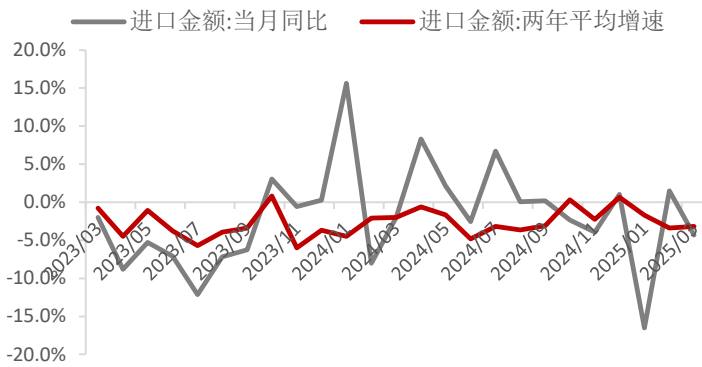
3 月中国出口（以美元计价，下同）单月同比增长 12.4%，较 1-2 月大幅提升 10.1 个百分点；3 月出口两年平均增速也略升至 1.9%。3 月对主要经济体出口基本均有回升，对美国、欧盟出口明显回升，对韩国、越南、东盟出口维持较高增速，美国对等关税累积效应暂时未有显现，外需韧性叠加“抢出口”效应对 3 月出口仍有较强拉动。由于 4 月 9 日后对美出口货物将适用于新关税，预计 4 月中国对美出口或有较大幅度的下滑，美国对于东南亚等供应链转移阵地的对等关税也会给部分间接出口造成较大的扰动，二季度后整体出口压力将明显加剧。3 月中国进口跌幅 1-2 月的-8.4%收窄至-4.3%，进口两年平均增速也略有收窄，主要由于 1-2 月假期扰动因素消退后回归正常趋势，整体内需回升动能仍然偏弱。一季度国内工业生产增长对进口的带动效应明显，自动数据处理设备零部件、船舶和海洋工程装备分别增长 95.6%、52.5%。

图表 1：3 月出口同比增长明显反弹



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 2：3 月进口同比增长延续负增

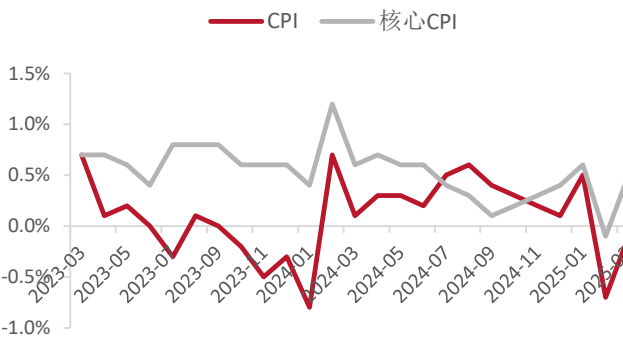


来源：万得、中泰国际研究部。

3 月通胀数据显示物价下行压力仍大

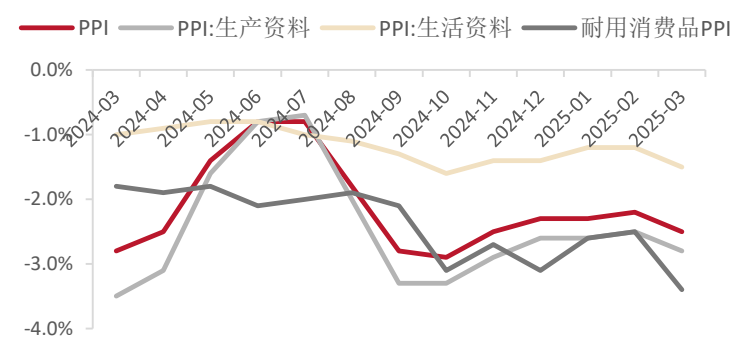
中国 3 月的通胀数据显示物价下行压力仍大。3 月 PPI 同比跌幅再扩大至 2.5%，生活资料 PPI 同比下跌 1.5%，是去年 10 月以来最低。尽管政策支持消费品以旧换新，但是终端需求不足也导致商家需要持续减价去库存，耐用品 PPI 同比跌幅扩大至 3.4%。3 月 CPI 连续两个月负值，主要是食品 CPI 同比下降 1.4% 的拖累，但是核心 CPI 同比升幅只有 0.5%，持续处于较低水平，消费品 CPI 更下跌 0.4%，与上游耐用消费品 PPI 的走势一致。美国对中国商品加征 125% 关税加深了产能过剩风险，预计 PPI 在未来一段时间仍有较大的下行压力。

图表 3：3 月 CPI 同比增长延续负增



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 4：3 月耐用消费品 PPI 跌幅扩大

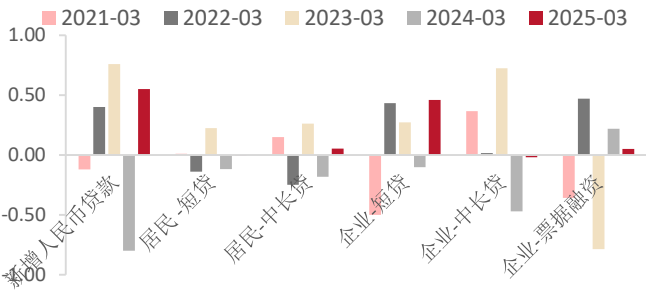


来源：万得、中泰国际研究部。

3 月新增信贷总量优于预期，结构仍待改善

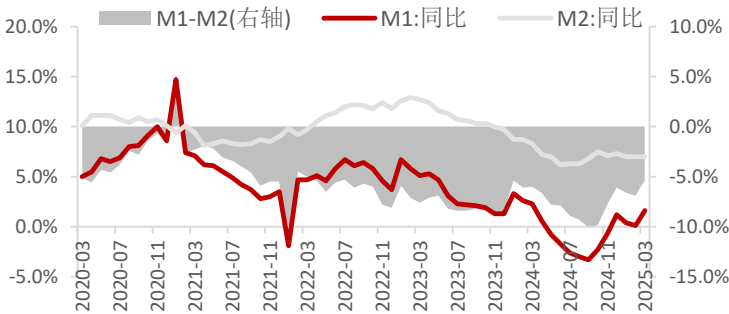
3 月金融及信贷数据较前两月好转，但结构仍然不佳，政府政策主导信贷增长。3 月 M1 同比增速反弹至 1.6%，为 2024 年 1 月以来最高，反映经济活力在逐渐改善；M2 同比增速维持在 7.0% 不变。M1-M2 负剪刀差收窄至 5.4%，保持向好趋势。3 月的新增社融同比多增 1.05 万亿元，主要是政府债同比多增 1.02 万亿的贡献，中国 3 月新增人民币贷款同比多增 5,500 亿元，显著超越市场预期及季节性水平。居民端信贷改善初现端倪。3 月居民贷款同比多增 447 亿元，其中居民新增短贷基本与去年同期持平，居民中长贷同比多增 531 亿元，与 30 城商品房销售同比降幅收窄形成印证。但需注意，一季度居民中长贷累计同比少增超 5,000 亿元，修复进程仍显滞缓，印证地产销售尚处筑底阶段。企业端融资结构凸显政策驱动特征。3 月企业贷款同比多增 5,000 亿元，但主要来自企业短贷的贡献，3 月企业短贷同比多增 4,600 亿元；中长期贷款同比少增 200 亿元，与制造业 PMI 重返扩张区间形成背离，反映企业资本开支意愿或仍受制于产能利用率偏低的现实约束。结合 3 月 M1 同比增速明显反弹，显示企业资金活化意愿增强，但主要集中在流动性管理而非产能扩张。

图表 5：3 月企业短贷明显多增



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 6：3 月 M1 同比增速创近一年新高



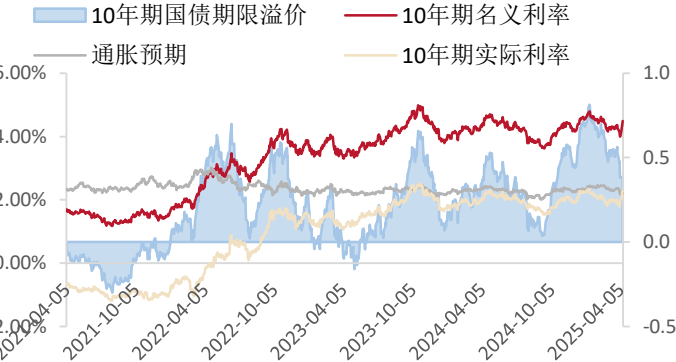
来源：万得、中泰国际研究部。

海外市场宏观数据及政策：

美联储向防通胀倾斜，暂时仍观望为主

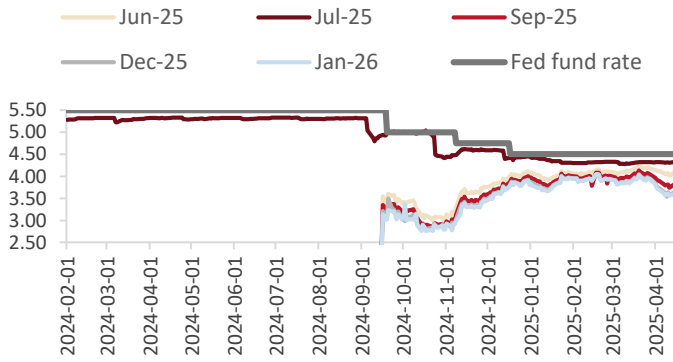
3 月 FOMC 会议纪录显示美联储官员们倾向防通胀倾斜，货币政策维持观望为主。尽管美联储决策者一致认为经济前景不确定性很高、通胀面临上行风险，但联储完全有能力等待通胀和经济前景更明朗再行动。尽管特朗普政府宣布下调大部分国家关税至 10%，但同时上调对中国出口关税至 125%，美国短期仍面临较大的输入性通胀压力。尽管美国经济前景高度不确定，但硬数据又未至于发出强烈的衰退信号，信贷市场暂时也未发生系统性风险，我们暂时认为美联储今年降息多于两次的的可能性不大。

图表 7：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 8：利率期货对未来数次 FOMC 利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部。左轴单位为%。

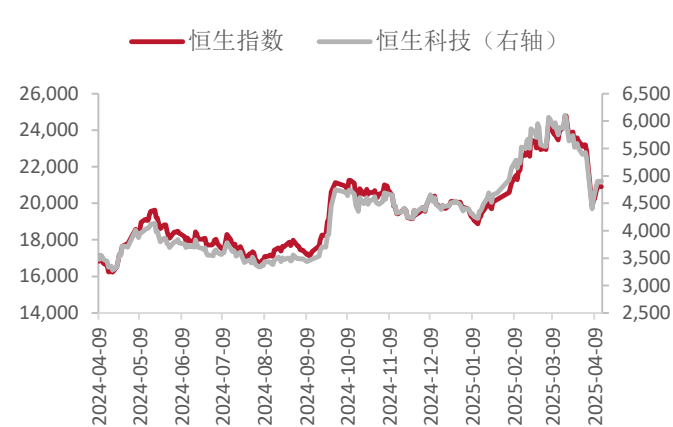
上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

对等关税恐慌下港股大盘急泻

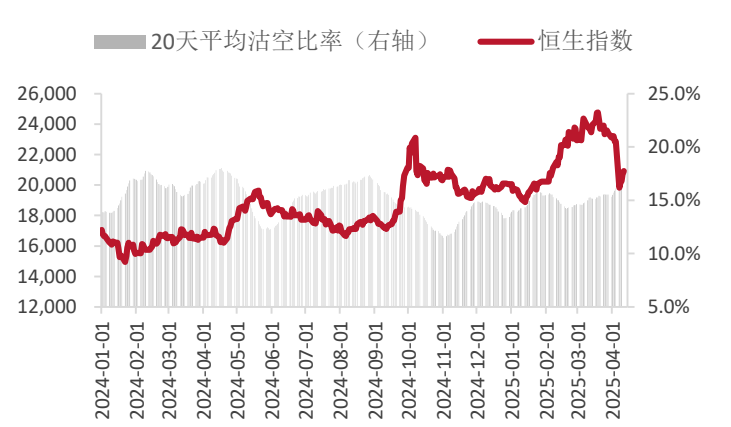
美国“对等关税”与中国反制措施一度引发市场恐慌，恒生指数上周初段急泻 15.7%至 19,260 点，但受港股通持续流入及政策预期支撑，周线跌幅显著收窄至 8.5%，收报 20,914 点；恒生科指全周下跌 7.8%至 4,900 点。值得注意的是，两大指数均守住 1 月底“DeepSeek 技术突破”后的跳空上升裂口。上周大市日均成交额大幅升至 4,277 亿港元。截至 4 月 11 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）升至 16.5%。

图表 9：恒生指数/恒生科技走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 10：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数全线下挫，可选消费、能源、医疗保健明显跑输，必需消费、电讯、公用事业和原材料较具韧性。

图表 11：港股行业周涨跌幅（2025. 4. 7 - 2025. 4. 11）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
必需性消费	-1.1%	2.0%	10.4%
电讯业	-3.2%	1.0%	10.7%
公用事业	-4.4%	2.6%	-1.3%
原材料业	-4.4%	-3.7%	16.4%
地产建筑业	-4.6%	1.2%	4.2%
工业	-6.7%	-2.7%	0.8%
资讯科技业	-8.3%	-1.6%	20.4%
综合企业	-8.9%	-0.1%	2.0%
金融业	-9.4%	-0.4%	9.8%
医疗保健业	-9.6%	1.6%	28.3%
能源业	-10.4%	0.6%	-4.2%
非必需性消费	-10.7%	-1.9%	20.7%

来源：万得，中泰国际研究部

流动性追踪：港股通周度净流入量创 2021 年以来新高

上周港股通净流入规模达到 822 亿港元，日均净流入 164 亿港元，形成强劲支撑力，其中 4 月 9 日单日 355 亿港元净流入刷新历史峰值。板块层面来看，南向资金显著加仓科技（如腾讯、阿里巴巴）、消费（如小米）及高股息板块，可选消费、银行、软件服务，电信服务、医药生物板块的净流入保持靠前，硬件设备则重获净流入，反映资金对政策韧性与产业升级的长期信心。

图表 12：南向资金上周前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0700. HK	腾讯控股	98. 13
2	9988. HK	阿里巴巴-W	87. 71
3	1810. HK	小米集团-W	63. 00
4	3690. HK	美团-W	42. 71
5	0941. HK	中国移动	42. 48
6	0981. HK	中芯国际	41. 15
7	0939. HK	建设银行	38. 52
8	0883. HK	中国海洋石油	30. 05
9	3988. HK	中国银行	27. 29
10	1398. HK	工商银行	23. 14

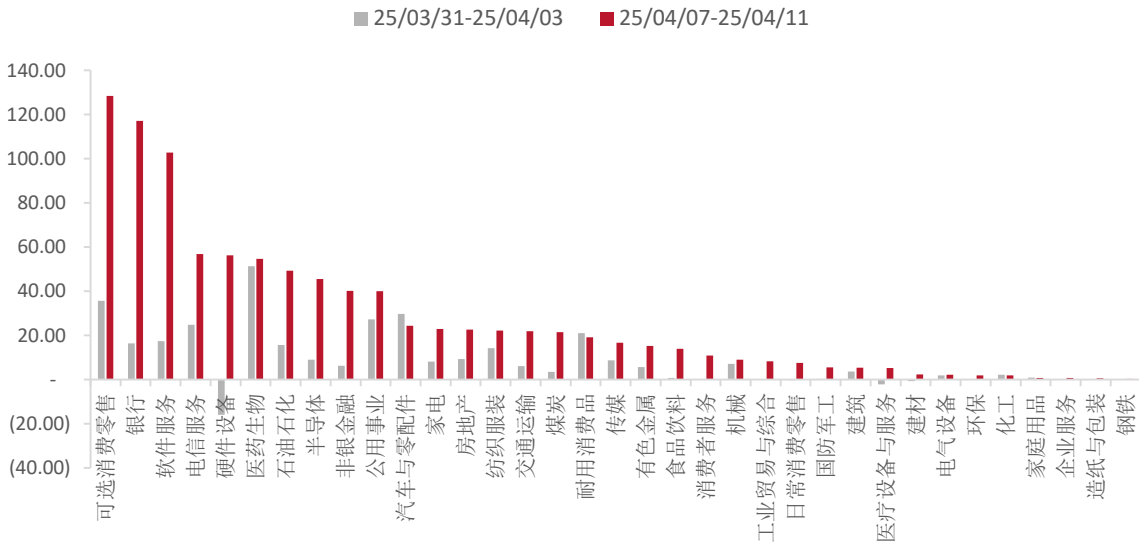
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 4 月 11 日更新。

图表 13：南向资金上周前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0005. HK	汇丰控股	-12. 94
2	0388. HK	香港交易所	-6. 75
3	1299. HK	友邦保险	-4. 71
4	3896. HK	金山云	-3. 81
5	2498. HK	速腾聚创	-3. 33
6	2018. HK	瑞声科技	-2. 32
7	2899. HK	紫金矿业	-2. 31
8	0285. HK	比亚迪电子	-1. 97
9	6110. HK	滔搏	-1. 73
10	2888. HK	渣打集团	-1. 57

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 4 月 11 日更新。

图表 14：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

外部风险升温下，港股盈利下修压力加剧

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 9.3 倍及 10.2 倍，处于 27.9%及 28.9%的七年分位数。恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 6.3%及 5.3%，处于 11.9%及 14.0%的七年分位数。中美贸易冲突“2.0”下，外部风险显著升温，恒生指数和 MSCI 中国指数均有明显的盈利下雪压力，短期估值有所回落，关注中美贸易谈判进展，以及内部政策面潜在的加码刺激对冲外部压力。

图表 15：全球主要股市估值（未来 12 个月）

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	9.3	27.9%	6.3%	11.9%
	恒生科技	15.6	19.0%	2.0%	63.8%
	恒生综指	9.7	39.0%	5.9%	4.8%
	沪深 300	12.2	62.2%	6.6%	82.6%
	上证指数	11.8	72.4%	6.8%	67.4%
亚洲其他	日经指数	16.5	30.8%	4.7%	38.3%
	韩国 KOSPI	8.3	7.7%	7.5%	63.0%
	澳洲	13.2	44.9%	3.1%	10.1%
美国	标普 500	19.4	53.6%	0.7%	13.5%
	纳斯达克	23.5	31.4%	-0.2%	25.2%
	道琼斯指数	18.8	71.8%	0.9%	5.8%
欧洲	英国富时	11.3	29.9%	4.4%	11.2%
	法国 CAC	13.2	41.8%	3.1%	9.0%
	德国 DAX	13.6	64.3%	2.9%	4.2%
	MSCI 中国	10.2	28.9%	5.3%	14.0%
	MSCI 香港	10.9	0.9%	4.7%	75.6%
	MSCI 新兴市场	11.3	22.6%	4.4%	20.3%
	MSCI 发达市场	16.5	51.7%	1.6%	14.0%
	MSCI 全球指数	17.4	52.3%	1.3%	13.7%

来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 16：恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 17：恒生指数风险溢价



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 18：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



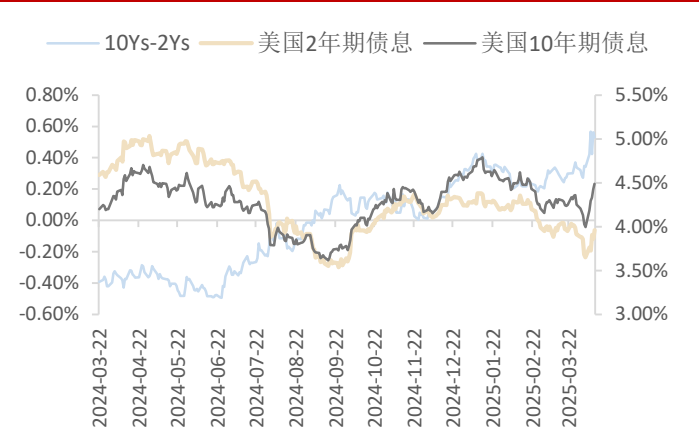
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：MSCI 中国指数风险溢价



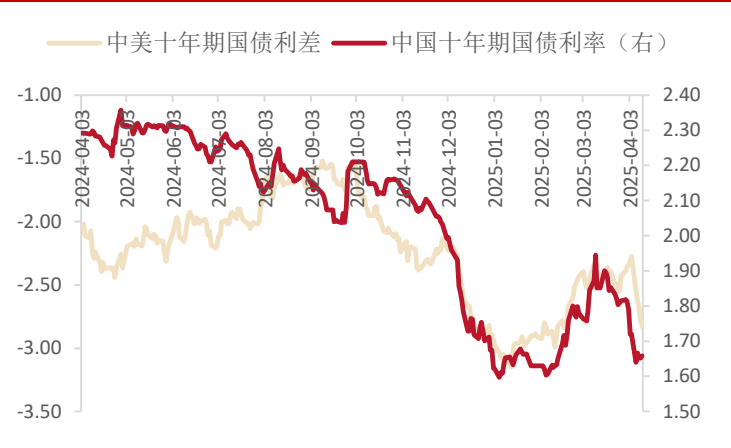
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 20：美国 10 年期和 2 年期国债收益率



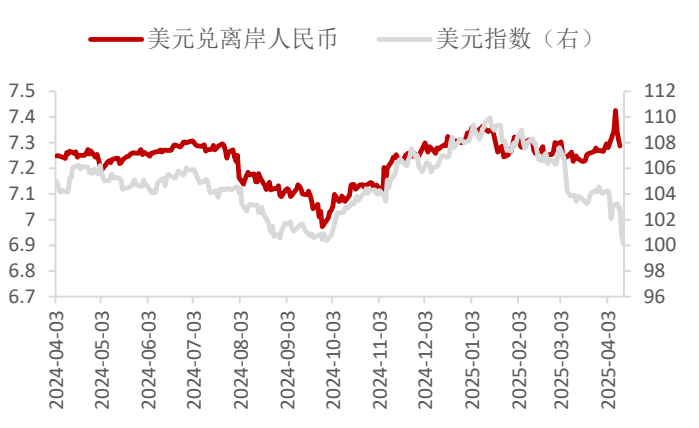
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 21：中美 10 年国债收益率利差 (%)



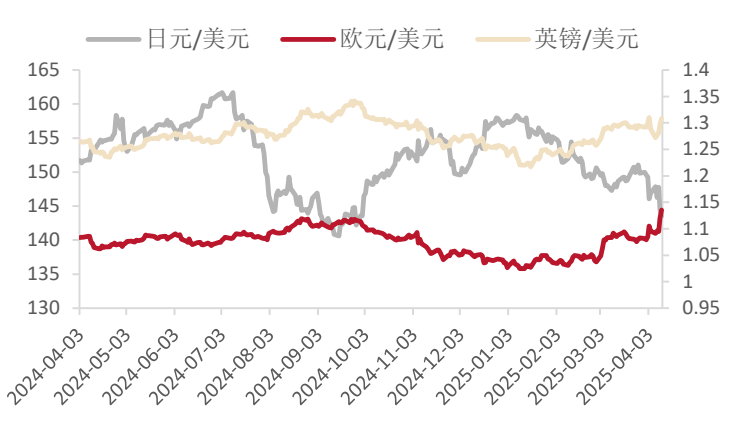
来源：Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 22：离岸人民币与美元指数走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 23：欧元、日元、英镑兑美元的汇率变化



来源：Bloomberg、中泰国际研究部，左轴为日元。

风险提示

国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10%以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805