

策略点评 20250408

关税“大棒”乱挥，全球“跌跌不休”——全球市场观察系列

2025年04月08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3月31日-2025年4月6日）新兴市场与发达市场相较于上周继续下跌，且下跌幅度进一步加深。特朗普关税政策是全球风险资产回落的“炸弹”，几乎所有资产都因此遭遇了重创。从跌幅来看，发达市场跌幅超过新兴市场：MSCI 发达市场及新兴市场分别下跌 8.5%、3%。全球股市和美股双双创下 2020 年疫情引发市场熔断以来的最差单周表现。

“Trump put”与“Fed Put”同时缺位，美国三大股指下跌幅度加深。其中纳指领跌（-10%），标普及道指跟跌，分别回落 9.1%及 7.9%。全球关税摩擦升级，“Fed Put”与“Trump Put”同时缺位，美股重挫难以停止，纳指跌入“技术性熊市”，宏观“硬数据”的好也未能扭转颓势。

特朗普挥关税大棒，美股大幅回调，特朗普选择对美股“视而不见”，“Trump Put”继续缺位。4月2日特朗普“揭晓”关税答案，针对全球范围的全面对等关税落地。特朗普加征关税的辐射范围又广又深：规则按照全球基准 10%税率，其他的根据贸易逆差，对部分贸易伙伴征收额外税率。如果完全实施，预计将使美国平均关税大幅升至接近 29%的水平，成为近 30 年以来的最高水平，严重打击风险资产。

美联储撤回一个“鸽派”表态，“Fed Put”缺位。鲍威尔讲话态度相较于 3 月议息会议后，边际转向偏鸽。一方面，3 月议息会议，鲍威尔对关税的形容“暂时性”被市场理解为关税冲击没那么严重。但由于关税问题持续升级，他转为更加谨慎的态度：“尽管不确定性仍然很高，但关税的增幅将远远超出预期”。另一方面，鲍威尔重申不急于降息，直接拒绝特朗普的降息呼声。

即便“硬数据”短暂占据上风，美股尚未得以扭转。美国 3 月新增非农就业人数 22.8 万人，远超预期 13.5 万人。一是，DOGE 进展不顺，裁员减支停滞对就业影响较小，政府部门的就业仍旧稳健；二是，从结构上看制造业就业转正且服务业就业增长均衡。即便是经济硬数据“挺住”了，但在恐慌情绪下，市场更担心关税升级引发深度衰退，因此美股继续回调。

此外，相对于美股，特朗普或更重视美债。因此短期内，“Trump Put”缺位，美债利率快速回落，减轻付息压力，这或许也是选择对美股“视而不见”的一大原因。

往后看，美股短期存在风险。短期内仍需持续观察经济数据与关税反制。近期市场核心关注美国通胀，考虑到美股目前较为脆弱，如果美国通胀超预期，经济“排毒”或继续演绎，从而加大美股波动。同时，关税及反制升级也将冲击风险资产，而美股下跌往往伴随着杠杆的释放，阶段性流动性压力或需要黄金来释放，不过目前尚没有看到美股流动性的系统性风险，还需持续观察。

但中长期来看仍有机会。美股风险持续释放，在经济“硬数据”仍占据上风之时，美股性价比提高。首先，特朗普加征关税全面超预期，根据我们测算，如果全面加征关税落地（无谈判及妥协），美国通胀将上涨 2%。考虑到特朗普更关心基础选民，而选民开始对经济及物价感到不满（55%的选民不认同他对通胀和生活成本的应对），若想要赢得中期选举，控制住通胀是重要的前提条件，因此预计对等关税完全执行的难度大，或通过谈判逐步下调甚至延迟并取消；其次，美股下半年有更多的利好消息。比如降息、减税及放松企业监管；最后，我们认为“Trump Put”及“Fed Put”都会归位。

■ 香港市场回调风险加剧，短期外部风险为主导。全球市场因特朗普“Liberation Day”的对等关税税率超预期而产生震动，港股也因此而继续回调。其中恒生科技连续回调四周。

我们认为港股回调尚未结束。1）此前因美股下跌而阶段性切入的短线有新的回流美股风险。美股极速回调，导致美国市场短期恐慌加剧，股市流动性

相关研究

《旗帜鲜明看多中国资产》

2025-04-07

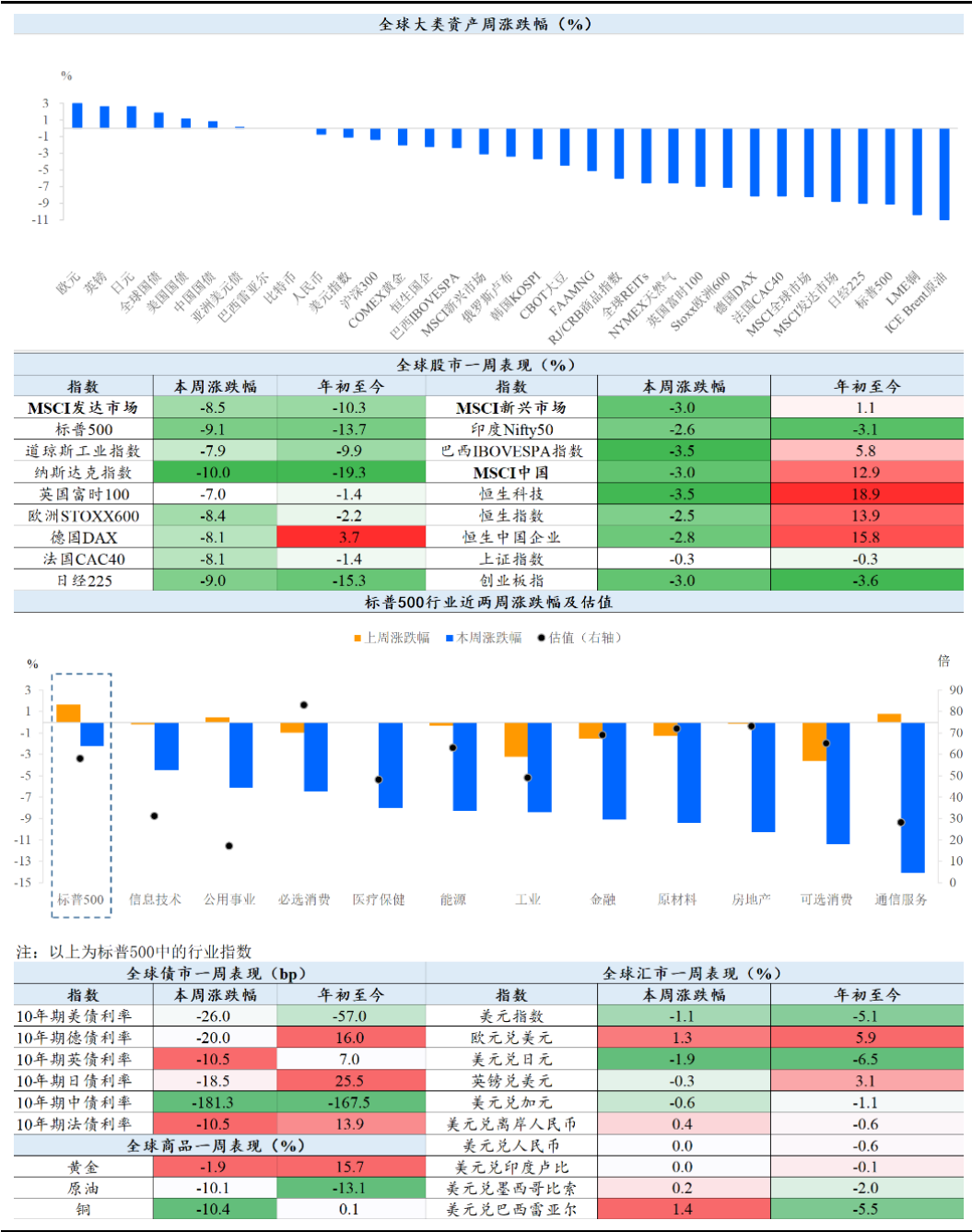
《行业视角看本轮关税影响几何？》

2025-04-05

紧张，黄金超速下跌，印证投资者为应对 margin call 而抛售此前获利的流动性资产，港股是其中之一，这会促使原来部分还在港股等待的投资者选择阶段性离场。2) 现阶段博弈短期反弹尚早。一是，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。二是，尽管部分投资者短期博弈国内会有更多经济刺激政策出台，促股市反弹，但我们认为市场还在左侧，外部风险扰动不确定性高。

- **全球股票 ETF 本周由净流出转净流入，债券净流入加速：**全球股票型 ETF 由净流出转净流入\$82 亿美元（边际+\$166 亿美元），全球债券 ETF 净流入\$88 亿美元（边际+\$26 亿美元）；**分国别来看**，发达市场中欧洲股票 ETF 净流入最多（\$20 亿美元），其次是韩国。美国股票 ETF 本周净流出（-\$33 亿美元）；新兴市场中越南股票 ETF 净流出最多（-\$0.2 亿美元），中国由净流出转净流入（+\$13.3 亿美元）。
- **全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:公用事业、科技和工业；净流出行业 Top3: 可选消费、金融和能源。**科技、工业流入持续放缓，公用事业流入加速跃至净流入第一；可选消费、能源流出加速，其中金融由净流入转净流出至净流出第二。
- **下周重点关注数据及事件：**1) 4 月 10 日公布的美国 3 月通胀数据；2) 特朗普关税政策是否会进一步升级，以及其他贸易国的谈判结果或反制措施。
- **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，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：特朗普关税“大棒”乱舞，全球资产基本普跌



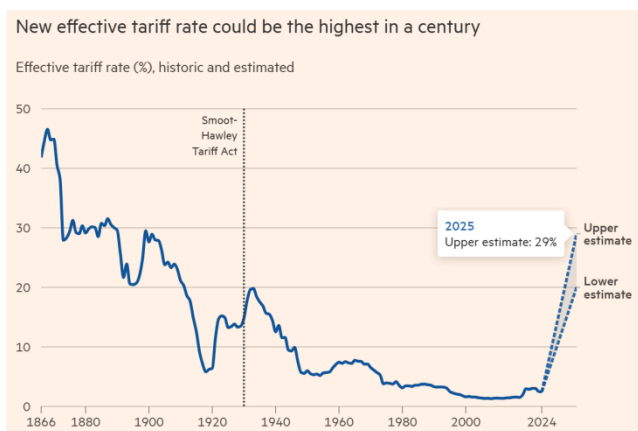
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储官员态度偏鹰

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
欧洲央行行长 拉加德	2025/3/31	拉加德指出，如果欧洲各国未能培养使用AI的必要技能，这项技术可能会削弱该地区的社会模式。即使AI更多是增强而非取代劳动力，仍可能看到劳动力市场不平等的加剧。能够高效运用AI的高技能工人需求将上升，而那些较难学习新技能的群体可能会受到冲击。欧洲有23%至29%的工作岗位高度暴露在AI驱动的自动化风险之下。她指出，欧洲的社会模式和传统就业保护水平，使得这种大规模岗位重新分配的转型难以避免强烈的反弹。她提到，AI技术的发展可能影响通胀、货币政策传导以及中性利率水平。	拉加德表示，欧洲央行转向更加渐进的决策方式，不会因短期市场波动而改变政策立场。欧洲央行的利率决策将基于经济和金融数据、潜在通胀动态以及货币政策传导强度的评估。她还提到，欧洲央行不会预先承诺任何路径，包括暂停降息。拉加德指出，通胀预计仍将在2025年回到2%的目标水平，劳动力成本正在放缓。她表示，欧洲央行将保持警惕，确保通胀在中期内可持续地稳定在2%的目标水平。
里奇蒙德联储主席 巴尔金	2025/4/1	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。他用“浓雾弥漫”来形容当前复杂的政策环境，强调政策的快速变化使得企业和消费者难以预判政策后果，从而推迟支出与投资。关于关税政策的影响，巴尔金提到，特朗普政府的关税政策可能推高通胀，但其影响可能被未来监管政策抵消。他强调关税税率的最终水平、各国及市场的反应都存在不确定性。	他主张维持适度限制性政策，巴尔金认为，当前美联储的货币政策处于“适度限制性”状态，适合应对当前的不确定性。他强调，在通胀明显回到美联储2%的目标水平之前，将对利率政策调整采取观望态度。针对政策灵活性，巴尔金表示，如果经济状况发生变化，美联储已做好调整准备，强调政策的灵活性和对数据的依赖。
美联储理事 库格勒	2025/4/3	库格勒指出，近期多项通胀预期指标出现上升，特别是密歇根大学的调查显示，消费者对未来5至10年的年通胀率预期升至3.9%，创下30多年来的新高。针对关税政策的影响，她提到，特朗普政府近期对贸易伙伴实施的新关税措施以及威胁追加关税，加剧了经济不确定性，导致消费者和企业的通胀预期上升。此外，她还提到当前经济活动数据显示出一些疲软迹象，例如1月零售销售数据下滑，但劳动力市场依然稳定。	库格勒支持在“一段时间内”维持当前的联邦基金利率目标区间（4.25%至4.5%）不变，认为只要通胀上行风险持续存在，且经济和就业市场保持稳定，维持现有利率政策是审慎的选择。她强调，自2022年通胀达到数十年高位以来，通胀回落的进展已经放缓，最近几个月一些类别的价格出现了重新加速上涨的迹象。美联储将密切关注即将发布的数据和新政策的累积效应，通过维持当前利率水平一段时间，委员会可以更好地应对新的发展。
美联储副主席 杰斐逊	2025/4/3	美国经济在2024年第四季度以2.4%的年化增长率稳健扩张，但预计2025年增长将放缓。他提到，消费者和企业调查显示对经济前景的不确定性增加。劳动力市场方面，2月份失业率为4.1%，就业状况仍然稳固，过去六个月的平均月薪资就业增长接近20万。杰斐逊表示，过去两年半通胀已显著下降，但相对于2%的目标仍然略高。他补充说，联邦公开市场委员会（FOMC）参与者预测2025年整体PCE通胀率为2.7%，明年为2.2%。杰斐逊提到，关税政策已推高商品通胀水平，且经济前景的不确定性高于以往。	杰斐逊支持FOMC在3月最后一次政策会议上维持利率不变的决定。他强调，“在我看来，没有必要急于进一步调整政策利率。”当前的政策立场能够很好地应对美联储的双重使命，即促进充分就业和稳定物价。尽管经济数据表现良好，但杰斐逊指出，未来的价格及就业变化仍需持续关注，因为这将直接影响货币政策的适时调整。杰斐逊强调了清晰沟通的重要性，认为央行的可信度在很大程度上取决于其沟通的透明度。他提到，货币政策通过金融市场（如长期利率）影响经济，进而影响家庭和企业的决策。
美联储主席 鲍威尔	2025/4/4	经济增长与通胀方面，鲍威尔指出，尽管美国经济增长预计将放缓，但整体经济状况仍然稳健。他提到，经济增长疲软和通胀上升相互抵消，这使得美联储在调整政策时需要更加谨慎。鲍威尔强调，特朗普政府实施的关税政策可能会推高通胀，并在“未来几个季度”对美国经济产生影响。他提到，关税的增幅和经济影响的规模及持续时间仍不确定。劳动力市场方面，鲍威尔指出，劳动力市场保持平衡，失业率稳定，但通胀率仍略高于美联储2%的目标。	鲍威尔表示，目前调整货币政策“为时过早”，美联储有条件等待更多数据和明确性，再考虑是否调整政策。他强调，美联储将保持政策的灵活性，根据经济数据和风险平衡来调整政策。如果经济保持强劲且通胀未能持续向2%回落，美联储可能会更长时间维持当前的政策限制。针对通胀目标，鲍威尔重申，美联储致力于实现2%的通胀目标，并确保通胀预期得到锚定。

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

图3: 新的有效关税税率可能达到 29%



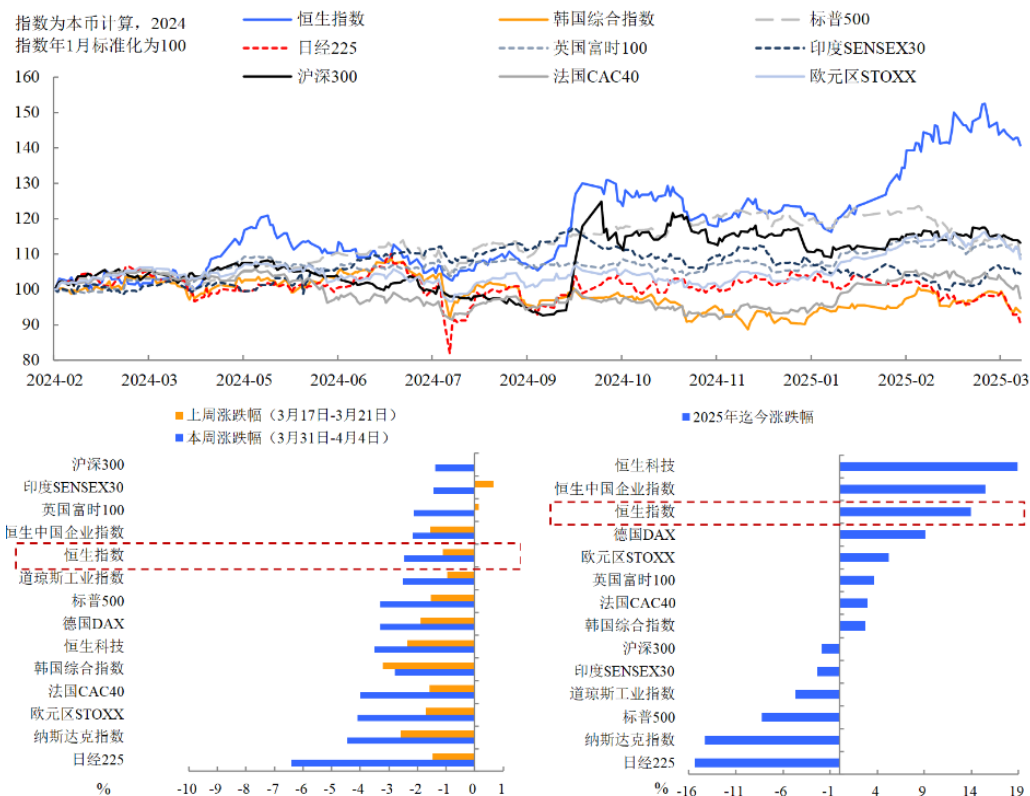
数据来源: Financial Times, 东吴证券研究所

图4: 如果全球对等关税坚决落地, 预计美国通胀被抬升近 2%

国家/地区	“对等”关 税税率	进口金额 (百万美元)	进口占比	对核心PCE的影响	
中国大陆	54%	438948	13.32%		0.50%
越南	46%	136562	4.14%		0.13%
泰国	36%	63328	1.92%		0.05%
印度尼西亚	32%	28086	0.85%		0.02%
中国台湾	32%	116265	3.53%		0.08%
瑞士	31%	63426	1.92%		0.04%
印度	26%	87417	2.65%		0.05%
加拿大	25%	412694	12.52%		0.22%
墨西哥	25%	505851	15.35%		0.27%
韩国	25%	131549	3.99%		0.07%
日本	24%	148207	4.50%		0.08%
马来西亚	24%	52536	1.59%		0.03%
欧盟	20%	605759	18.38%		0.26%
菲律宾	17%	14177	0.43%		0.01%
英国	10%	68084	2.07%		0.01%
新加坡	10%	43204	1.31%		0.01%
阿根廷	10%	7092	0.22%		0.00%
巴西	10%	42317	1.28%		0.01%
智利	10%	16469	0.50%		0.00%

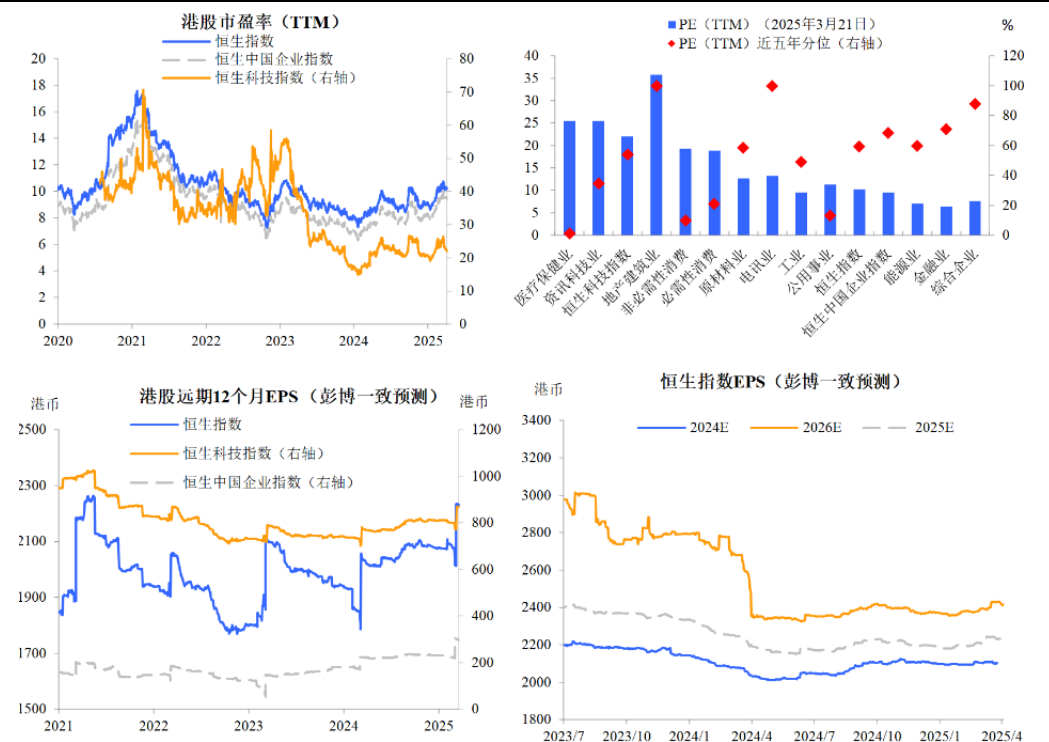
数据来源：东吴证券研究所测算

图5: 恒生指数继续回落



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：香港资产相对其他资产还比较便宜



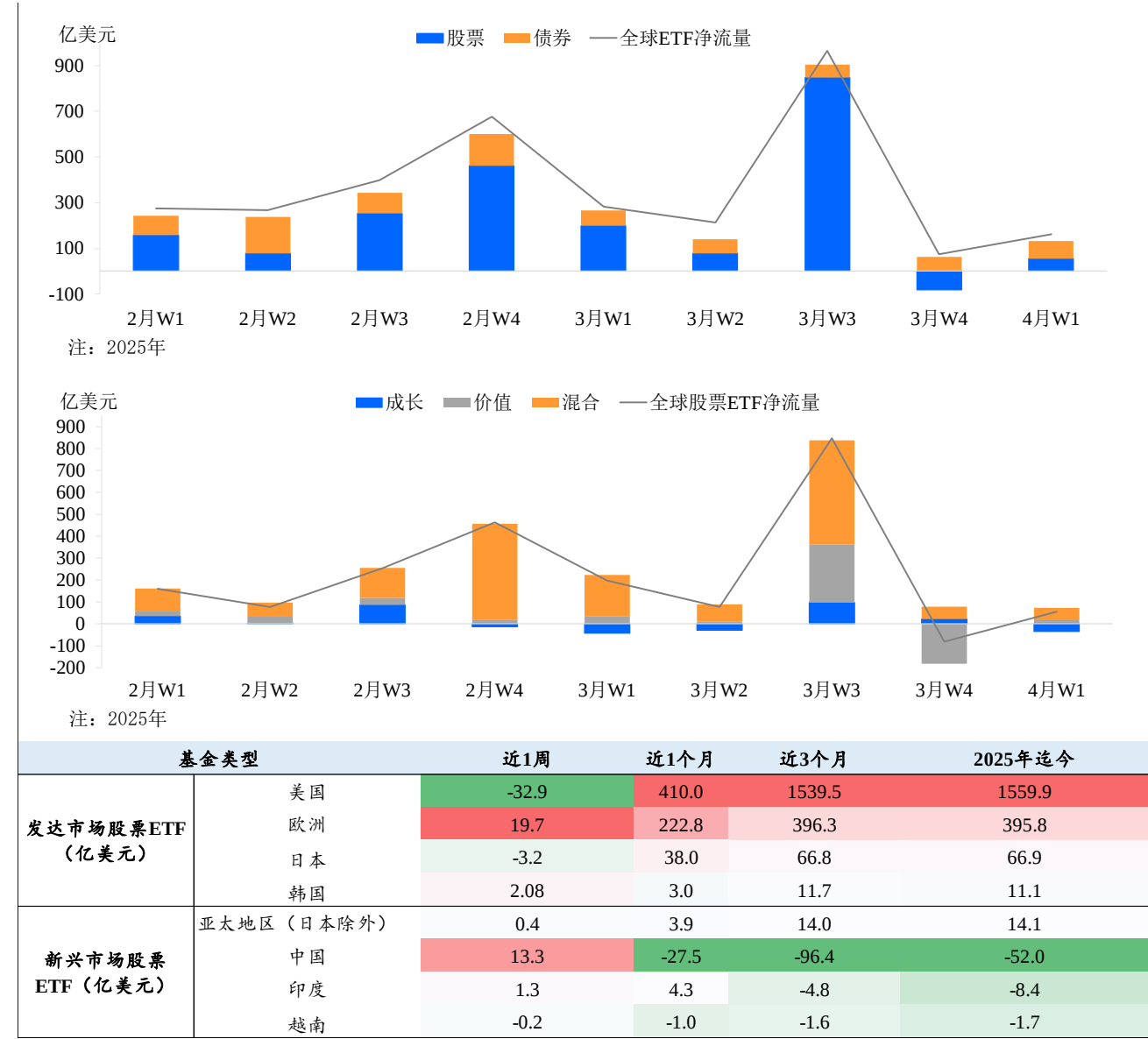
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：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8：全球股票型 ETF 由净流出转净流入，其中主要流出的地区是美国



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

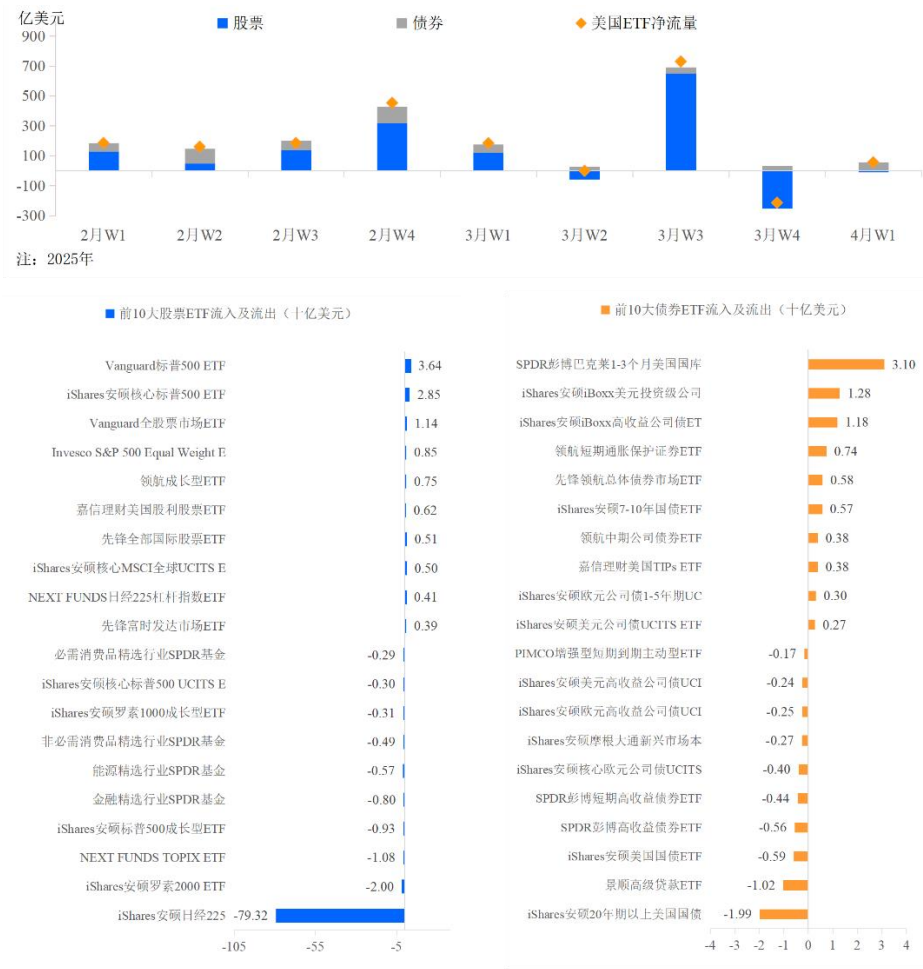
图9：本周全球股票ETF中，流入公用事业行业的资金最多，流出可选消费行业的最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-0.7	2.1	5.4	16.8	17.2
可选消费	-4.0	-13.9	-16.0	-24.5	-21.0
必选消费	0.7	2.4	5.7	7.4	6.8
能源	-5.4	-5.3	-16.1	-33.4	-37.2
金融	-6.0	-7.5	22.5	95.0	93.9
医疗保健	3.6	-1.8	-8.0	-15.7	-15.9
工业	0.1	2.6	30.1	62.0	64.9
材料	-1.8	-2.8	-2.8	-19.3	-20.0
科技	2.6	8.6	50.1	71.6	84.8
公用事业	1.6	12.7	14.1	30.1	27.9

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国ETF（股+债）流入流出情况



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：重点关注美国关税政策及 4 月 10 日公布的美国 3 月通胀数据

周一 (2025/4/7)	周二 (2025/4/8)	周三 (2025/4/9)	周四 (2025/4/10)	周五 (2025/4/11)
日本-劳工现金收入同比 日本-领先指数CI 欧元区-CPI 欧元区-贸易余额 欧元区-工业产值经季调月环比	日本-国际收支经常项目余额 日本-贸易余额国际收支基点 欧元区-欧盟调和CPI 欧元区-失业率	日本-机床订单同比 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-批发库存月环比	日本-PPI 欧元区-工业产值 欧元区-PPI 欧元区-生产者价格指数月环比 美国-CPI 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	日本-货币存量M2同比 日本-货币存量M3同比 欧元区-核心CPI同比 美国-生产者价格环比 美国-Federal Budget Balance 美国-PPI 美国-密歇根大学消费者信心指数
周一 (2025/4/14)	周二 (2025/4/15)	周三 (2025/4/16)	周四 (2025/4/17)	周五 (2025/4/18)
日本-工业产值 日本-产能利用率月环比 欧元区-CPI月环比	欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-CPI指数 欧元区-ZEW调查预期 欧元区-GDP同比 美国-纽约州制造业调查指数 美国-进口价格指数月环比	日本-核心机械订单 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-零售销售月环比 美国-工业产值 美国-设备使用率	日本-贸易余额 欧元区-失业率 欧元区-欧洲央行存款机制利率 欧元区-欧洲央行边际贷款工具 欧元区-欧洲央行主要再融资利率 美国-长期净TIC流量 美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 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-费城联储企业前景	日本-国民消费物价指数同比 日本-全国CPI同比

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>