

策略点评 20250330

全球头顶的达摩克利斯之剑：“关税” & “衰退”——全球市场观察系列

2025 年 03 月 30 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

《历史上的“四月决断”》

2025-03-30

《科技拥挤度回落的怎样了？》

2025-03-30

■ 本周（2025 年 3 月 24 日-2025 年 3 月 30 日）新兴市场与发达市场全部转跌。从跌幅来看，发达市场超过新兴市场：MSCI 发达市场及新兴市场分别下跌 1.5%、0.9%。两大市场继续“W”震荡，再次形成反转，全球等待 4 月 2 日特朗普关税清单的“大日子”。

■ 纳指及标普转跌。其中纳指下跌较深（-2.6%），标普及道指跟跌，分别为-1.5%及-1%。美股本周整体下跌，但过程先扬后抑，具体来看：

短期美股最大的变量——关税预期。美股本周总体先涨后跌，前半段的上涨主要是特朗普在关税问题上的态度软化所推动。特朗普对 4 月初对等关税时强调“灵活性”（“I won’t change, but the word ‘flexibility’（灵活性）is important, sometimes it’s flexible”），暗示谈判空间；随后他进一步释放或减免多国关税的信号，态度进一步软化成为美股上涨的核心催化剂。后半周的下跌主要体现在特朗普再度展现关税强硬立场，签署汽车加征关税行政令落地，以及提到对汽车、木材、芯片征收额外关税，意味着针对上述行业的增量政策或不断出台，导致股指大幅回落。

短期美股核心的变量——经济衰退预期。美股还在经济排毒阶段，2 月核心 PCE 同比上涨 2.79%，为 2024 年 12 月以来新高，超过预期的 2.7%和前值 2.6%；在通胀继续以顽固速度上升的同时，个人支出增长疲软，家庭需求走弱，美国经济分析局将第一季度 GDP 跟踪预测从 1.2%下调至 0.4%。

我们继续重申，短期美股较为脆弱。在“滞胀”的担忧下，下周 4 月 2 日关税清单落地，以及非农就业数据袭来，市场不确定性情绪加剧。往后看，如果美股“硬数据”进一步边际走弱，经济“排毒”或持续演绎，从而加大美股波动，除非“Trump Put”快速归位或能企稳美股。

■ 香港市场三大股指已连续回调三周，本周恒生科技跌 2.4%。港股继续演绎“买在消息，卖在基本面”。

港股科技故事暂歇，逐渐从情绪市转向基本面（企业盈利&经济数据），短期更偏向红利和消费。我们认为港股回调尚未结束：一是，部分海外短线选择阶段性获利了结。全球资金配置有向其他市场分散迹象，比如欧洲、亚洲其他国家（日本、印度）最近都有一定资金流入；二是，南下资金流入板块继续呈现分散特征，财报季更关心企业盈利，策略相对均衡或防御。三是，市场逐渐开始顾虑 4 月中美贸易摩擦，回归经济基本面。过去两个月，投资者专注 DeepSeek 故事，基本没有 price in 美对华加征关税的影响，随着 4 月 2 日临近，越来越关心关税落地对经济基本面的潜在影响。

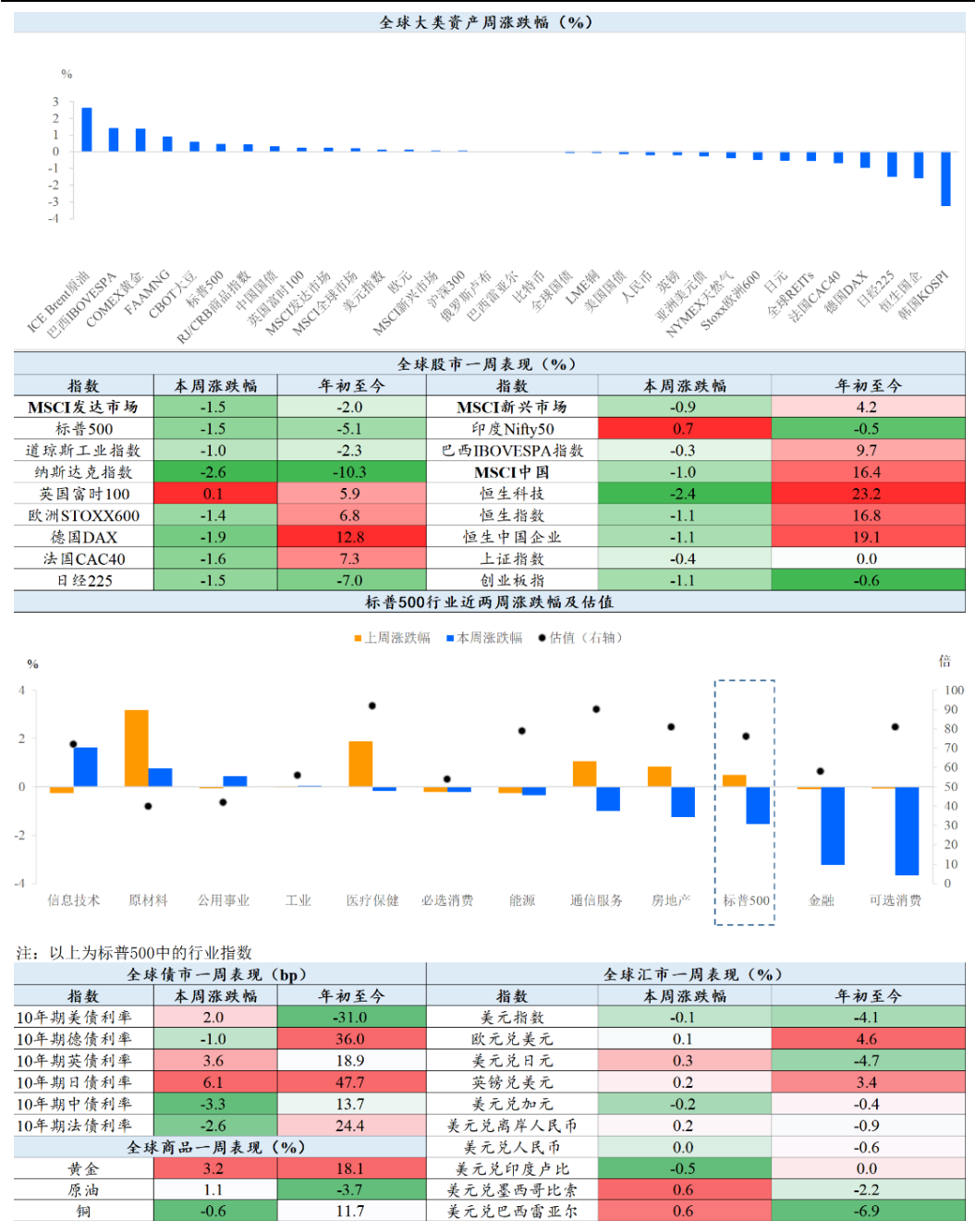
往后看，我们认为港股还有机会，依旧维持上半年震荡向上观点。主要基于市场普遍认为美联储全年还会降息 2 次左右，只要还处在降息通道，中美利差会进一步收窄，港股或中国资产就还有向上空间。

■ 本周全球股票 ETF 由美国转向欧洲集中，日本本周持续净流入加速。净流入行业 Top3:金融、科技和工业；净流出行业 Top3: 可选消费、能源和材料。

■ 下周重点关注数据及事件：1）4 月 2 日特朗普的关税清单；2）4 月 4 日美国 3 月非农就业。

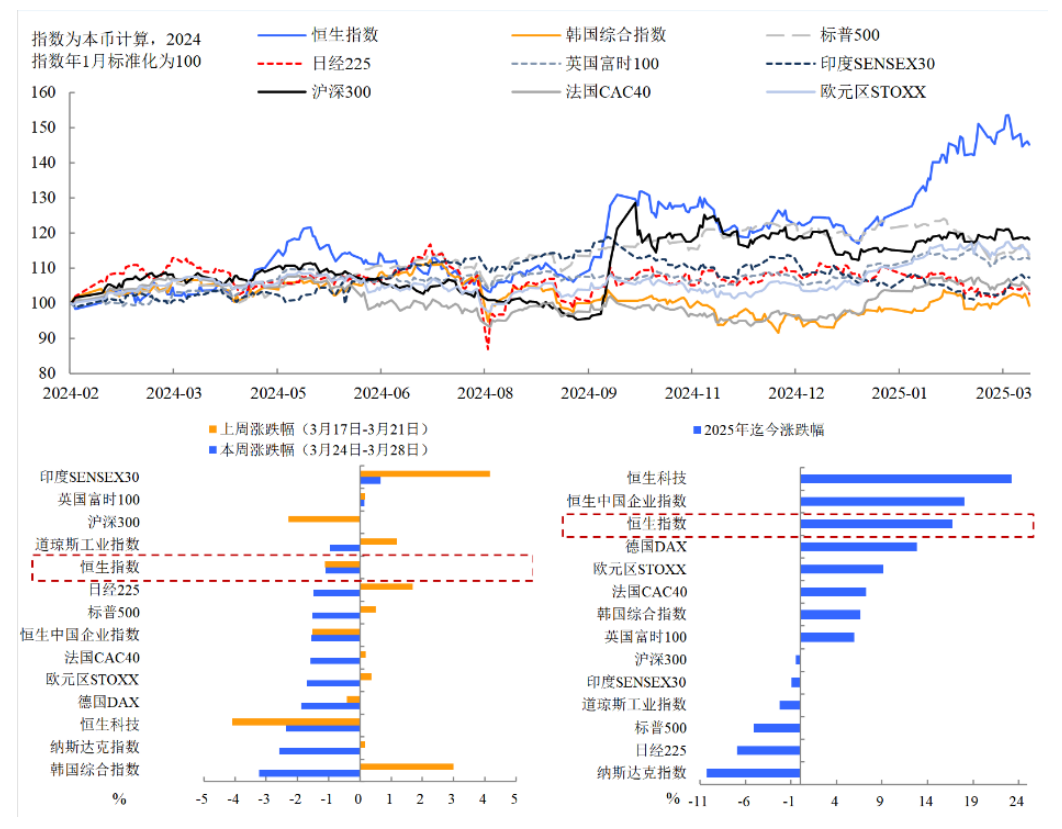
■ 风险提示：全球基本面与政策超预期，全球地缘政治风险超预期，历史经验不代表未来，行业不确定性风险，数据统计及测算的误差风险。

图1：本周全球市场转跌，MSCI 发达市场跌幅大于新兴市场



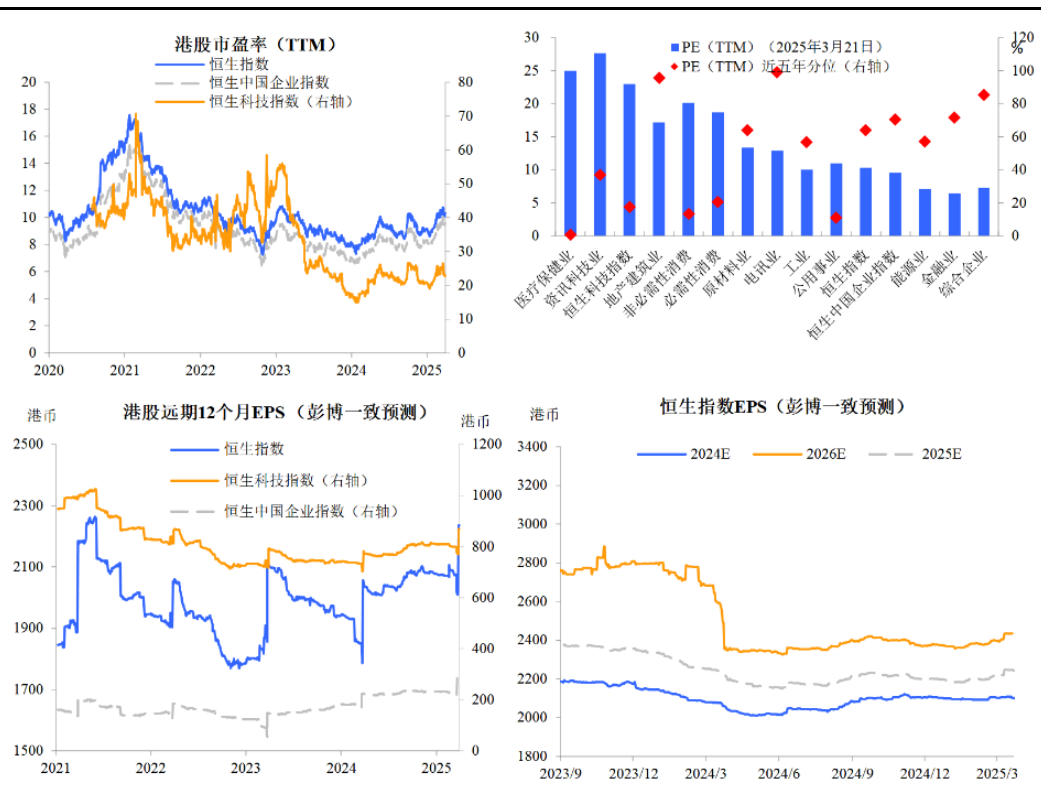
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图2：香港市场三大股指已连续回调三周



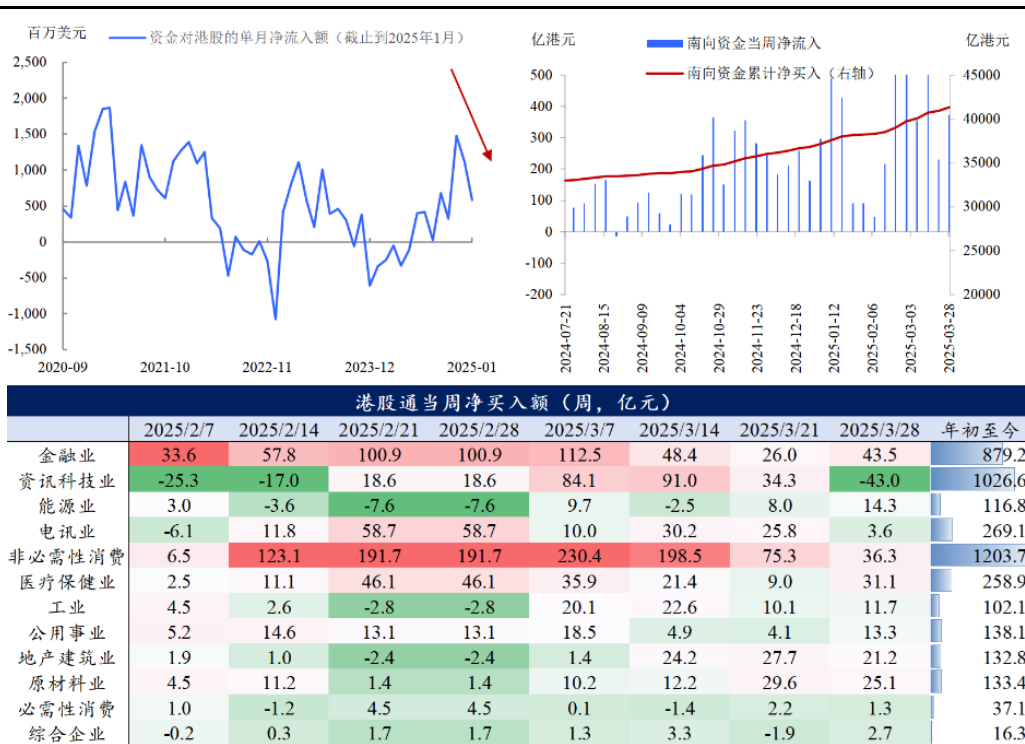
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 港股估值与盈利



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 南下资金流入板块继续呈现分散特征



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图5：全球股票型 ETF 由净流入转净流出，其中主要流出的地区是美国



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

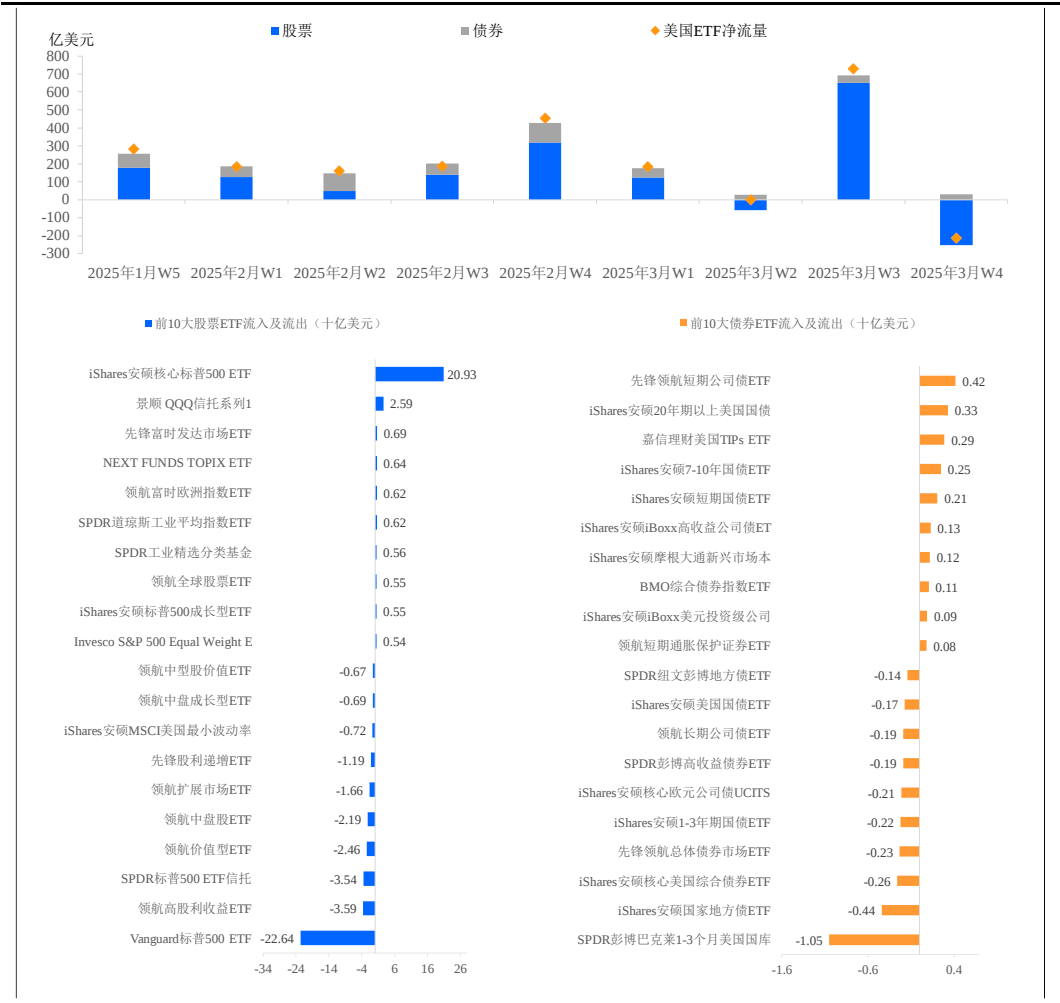
图6：本周股票 ETF 中，流入金融行业的资金最多，流出可选消费行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.7	-2.2	4.5	16.2	15.1
可选消费	-0.3	-6.0	-4.4	-6.2	-7.1
必选消费	-0.1	1.7	7.6	3.8	4.4
能源	1.1	-4.6	-12.2	-33.8	-32.0
金融	1.7	13.9	29.6	101.1	101.5
医疗保健	-0.6	-2.6	-9.3	-15.5	-14.1
工业	2.7	8.5	28.2	57.7	62.4
材料	-0.2	-3.6	-1.4	-19.0	-18.3
科技	0.2	12.4	53.3	76.3	76.1
公用事业	0.4	3.0	2.7	14.6	15.2

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：美国 ETF（股+债） 由边际净流入转边际净流出（-\$915 亿美元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：下周重点关注 4 月 2 日特朗普关税清单，以及 4 月 4 日美国 3 月非农就业数据

周一 (2025/3/31)	周二 (2025/4/1)	周三 (2025/4/2)	周四 (2025/4/3)	周五 (2025/4/4)
日本-工业产值 日本-零售总额月环比 日本-新宅开工同比 欧元区-CPI 欧元区-欧盟调和CPI 美国-MNI芝加哥PMI 美国-达拉斯联储银行制造业活动指数	日本-失业率 日本-Jibun银行日本制造业PMI 欧元区-HCOB欧元区制造业PMI 欧元区-标普德国制造业PMI 欧元区-工业产值 美国-建筑开支月环比 美国-ISM制造业指数 美国-标普全球-美国制造业PMI	日本-货币基础同比 欧元区-失业率变动 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-工厂订单 美国-ADP就业变动指数 美国-耐用品订单环比	日本-Jibun银行日本综合PMI 日本-Jibun银行日本服务业PMI 欧元区-HCOB德国服务业PMI 欧元区-HCOB德国综合PMI 美国-贸易余额 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服务业	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-非农就业人数
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

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>