

## 策略点评 20250428

# 港股&美股反弹，还会继续吗？——全球市场观察系列

2025年04月28日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

■ 本周（2025年4月21日-2025年4月27日）发达市场与新兴市场继续上涨，发达市场涨幅反超新兴市场。从涨跌幅来看，发达市场本周上涨4.1%，新兴市场上涨2.7%。

■ “贝森特 Put”下关税放松+谷歌财报缓解市场担忧，美股三连阳收涨。其中纳指领涨（6.7%），标普及道指跟涨，分别上涨4.6%及2.5%。

关税放松，“贝森特 Put”成为美股的核心催化剂。贝森特释放贸易形势缓和前景，市场“松口气”：一是，贝森特周二在摩根大通主办的私人投资者峰会上称，与中国的贸易战不可持续，局势或不久缓和。二是，4月23日贝森特就金融体系状况发表讲话中提及，“和中国有机会达成一个大协议”。此外，白宫发言人莱维特（Karoline Leavitt）周二在记者会上表示：“我们与中国在商讨一项潜在的贸易协议方面，取得非常好的进展”，且相关谈判“正在朝着正确的方向推进”，进一步释放关税放松的信号。

Mag7 一季报拉开帷幕，谷歌财报打破市场的过度担忧。当前是美股的“敏感期”，不过谷歌一季报给 Mag7 注入信心，带来积极惊喜。从整体上看，Alphabet 2025 年第一季度营收达 902.3 亿美元，同比增长 12%；净利润 345.4 亿美元，同比大增 46%，超出市场预期。从结构上看，核心搜索业务稳固。尽管 AI 搜索（如 ChatGPT）兴起，但谷歌搜索的广告变现能力仍然远超 AI 模型，且 AI 目前不具备成熟的广告分配机制，因此搜索业务仍将保持主导地位。

除此之外，特斯拉赢“政策大礼包”。特朗普政府为自动驾驶开绿灯，直击特斯拉核心诉求，刺激特斯拉上涨从而带动美股科技的拉升。

短期内，我们认为美股可能震荡，或不会进一步回调。一方面，美股已经定价较为悲观的关税及经济衰退风险，从 VIX 回落、美股 Put/Call Ratio 来看，美股最糟糕的抛售阶段可能已经阶段性过去；另一方面，我们认为美联储仍会在 6 月降息，支撑美股。

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。

■ 港股本周整体反弹，恒生指数、恒生科技、恒生国企分别上涨 2.7%、2%、2.3%。

短期内，我们继续对港股持谨慎态度。外部风险压力尚在，反弹还需要新的理由。

1、除了关税外，市场担心特朗普未来可能会在金融上做文章。从我们理解的特朗普经济目标和赢得中期选举的执政诉求来看，特朗普急于改革，所以本轮关税策略更快更强。上台百日，高强度关税策略已在非中国地区得到相应反馈，而中国采取强硬反制态度，中美谈判进程尚不明朗，不排除特朗普为加快进程而采取其他策略。

2、美股压力尚在，会继续影响全球风险资产表现。本周标普 500 反弹 4.6%，站上 5500 点之上，“贝森特 put”起主要作用。当前美股进入多空博弈关键位置。如果下周美股坏消息居多，将会继续回踩，使得港股市场风险偏好继续收紧；反之，美股稳住，此前在市场观察为主的资金会促成美股继续反弹，则会导致在港股观望的外资回流美股。

### 相关研究

《“四月决断”后，风格如何选择？》

2025-04-27

《大幅增配港股，汽车超配比例显著提升——2025Q1 公募基金持仓分析》

2025-04-22

3、港股反弹还需新的子弹。一是当前市场没有预期强刺激政策出台；二是新的增量资金主要以南向为主，香港本地资金和海外资金谨慎或谨慎乐观态度为主。

往后看，我们依然认为上半年港股还有上行机会。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。

- **全球主要黄金 ETF 中 7 支增持**，其中流入最多的是华安易富黄金信托 (\$6.7 亿美元)，其次是国泰黄金 ETF (\$5.2 亿美元)，第三是易方达黄金信托 (\$4.7 亿美元)，主要增持国家集中在中国；全球主要黄金 ETF 仅有 3 支在减持，是美国的 SPDR 黄金信托 (-\$4.47 亿美元)，爱尔兰的 Invesco 黄金 ETC (-\$4.32 亿美元)，英国的 Xtrackers 黄金 ETC (-\$0.31 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 33 盎司(周环比-1.3%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.4 盎司(周环比+0.9%)

- **全球股票 ETF 净流入加速，债券净流入放缓**：全球股票型 ETF 净流入 \$91 亿美元 (边际+\$44 亿美元)，全球债券 ETF 净流入 \$17 亿美元 (边际-\$6 亿美元)；**分国别来看，资金持续向欧洲集中，美国持续净流出。**发达市场中，欧洲股票 ETF 净流入最多 (\$33 亿美元)，其次是日本；新兴市场中，中国由净流出转净流入 (\$3.6 亿美元)，越南股票 ETF 净流出最多 (-\$0.1 亿美元)。
- **全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、工业和必选消费；净流出行业 Top3: 金融、能源和材料。**
- **下周重点关注数据及事件**：1) 4 月 30 日，美国 2025 年 GDPQ1 数据；2) 5 月 2 日美国非农就业人数。
- **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: 发达市场大幅上涨, 新兴市场小幅跟涨



注: 以上为标普500中的行业指数

全球债市一周表现 (bp)			全球汇市一周表现 (%)		
指数	本周涨跌幅	年初至今	指数	本周涨跌幅	年初至今
10年期美债利率	-5.0	-29.0	美元指数	0.4	-8.2
10年期德债利率	-5.0	10.0	欧元兑美元	-0.3	9.7
10年期英债利率	13.2	12.4	美元兑日元	1.0	-8.6
10年期日债利率	2.6	21.7	英镑兑美元	0.1	6.3
10年期中债利率	1.1	-1.5	美元兑加元	0.0	-3.7
10年期法债利率	-5.2	-0.6	美元兑离岸人民币	-0.2	-0.7
全球商品一周表现 (%)			美元兑人民币	0.0	-0.6
黄金	0.1	26.1	美元兑印度卢比	-0.1	-0.2
原油	-1.3	-11.9	美元兑墨西哥比索	-1.1	-6.3
铜	1.9	6.8	美元兑巴西雷亚尔	-2.1	-8.1

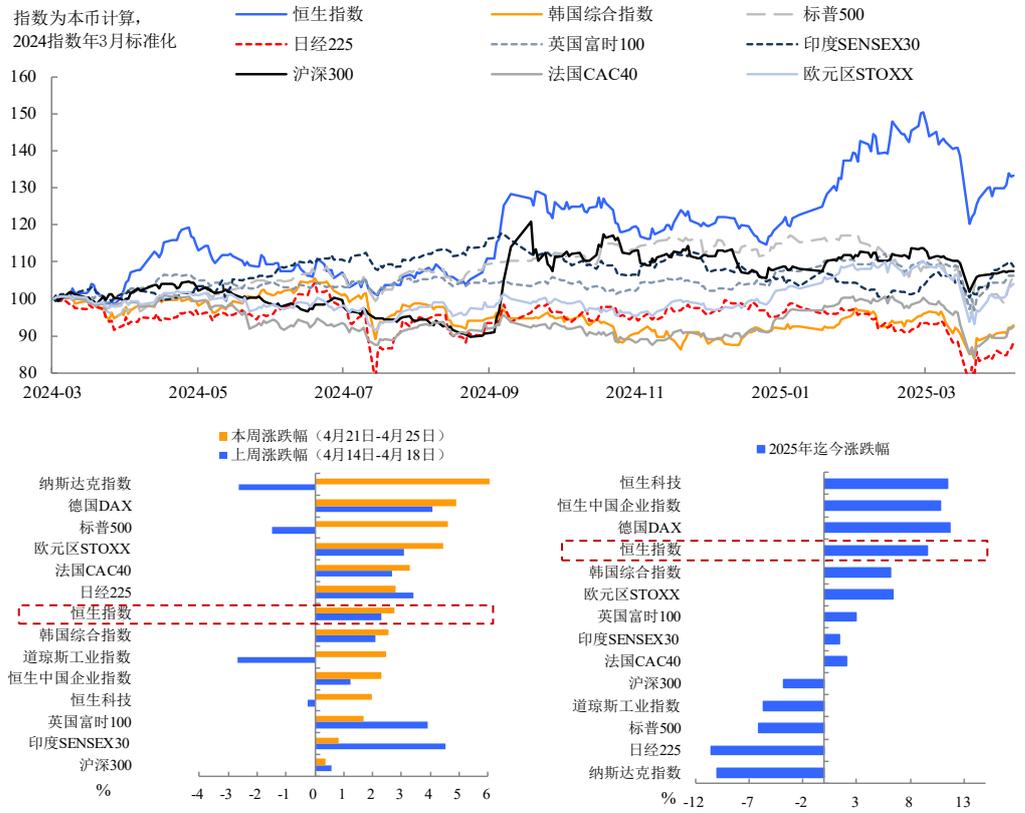
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：美联储理事沃勒讲话转码

官员表态			
国家及官员	日期	经济	货币政策
芝加哥联储主席 古尔斯基	2025/4/21	古尔斯基指出，短期通胀预期有所上升，但 <b>长期通胀预期仍保持稳定</b> ，这为美联储政策提供了调整空间。他特别强调，当前通胀数据受关税政策和供应链波动影响显著，需警惕 <b>价格压力的反复风险</b> 。他担忧，若关税引发全球贸易报复，可能重演2021-2022年的通胀失控局面，甚至推高失业率。古尔斯基预测，二季度GDP增速可能跌破1%，主要受关税引发的库存调整和消费需求透支影响。	古尔斯基重申， <b>未来12-18个月利率将逐步下降</b> ，但路径可能较此前预期更浅。他强调，美联储将根据通胀、就业和关税影响等数据动态调整政策，而非预设降息幅度或时间点。古尔斯基表示，美联储已做好应对“通胀上升与增长放缓并存”的准备。他认为，若关税推高物价同时抑制需求，美联储可能在 <b>通胀与就业目标间寻求平衡</b> ，而非机械遵循单一规则。
明尼阿波利斯联储主席 卡什卡利	2025/4/23	卡什卡利指出，特朗普政府近期推出的关税措施对经济构成“ <b>结构性风险</b> ”。一方面，关税直接推高进口商品价格，可能引发“一次性通胀”，另一方面，全球贸易伙伴的报复性关税可能削弱美国出口竞争力，加剧制造业PMI收缩压力。卡什卡利认为，贸易逆差收窄可能 <b>削弱美元作为全球储备货币的吸引力</b> 。近期美债收益率上升和美元指数走弱，反映出全球投资者对美国前景的重新评估。他警告，若资本持续外流，可能推高企业和家庭的借贷成本，制约美国债务融资能力。	卡什卡利重申，美联储将根据通胀、就业和关税影响等数据动态调整政策， <b>而非预设降息幅度或时间点</b> 。针对特朗普政府威胁干预美联储决策，卡什卡利多次强调“货币政策从属于政治将导致经济灾难”。他表示，美联储将继续 <b>抵制“为股市降息”</b> 的舆论压力，坚守2%的通胀目标。针对可能发生的滞涨风险，卡什卡利提出，若关税推高物价同时抑制需求，美联储可能采取“ <b>不对称策略</b> ”：短期容忍通胀小幅超调，优先避免经济硬着陆；长期通过前瞻指引和资产负债表工具引导市场预期。
美联储理事 沃勒	2025/4/24	沃勒针对关税问题指出，当前企业对不稳定的关税感到有些僵硬和不知所措，如果关税措施增加，预计裁员可能会再次出现，因为抵消关税最便捷的方式就是裁员，但他强调 <b>7月之前不太可能会有明显的关税影响</b> 。	沃勒明确表示，若高关税导致失业率显著上升，他将 <b>支持降息以保护就业市场</b> 。他指出，美联储的通胀与就业双重使命要求在劳动力市场恶化时优先采取行动，如果当失业率突破4.5%时，可能启动“更快、更大幅度”的降息。这一立场与卡什卡利的“通胀优先”观点形成对比。
英国央行行长 贝利	2025/4/24	贝利警告，美国主导的全球关税战已引发“ <b>系统性风险</b> ”。尽管英国在美国关税政策中获得优惠税率，但作为全球最开放的经济体之一，英国难以独善其身。他指出，美国对华的惩罚性关税已 <b>导致全球供应链重构</b> ，英国私营部门活动出现三年半以来最大幅度萎缩 <b>实体经济面临全面压力</b> 。贝利强调，关税不仅推高进口成本，更通过抑制企业投资和消费者信心形成二次冲击。但他指出， <b>英国经济当前尚未接近衰退</b> 。	贝利明确表示，英国央行将在5月8日的利率决议中认真考虑是否降息25个基点，以应对经济增长放缓的问题。他特别强调，这一政策调整 <b>并非“预防性宽松”而是对“现实经济数据”的响应</b> 。他特别警告，若市场过度押注宽松，可能加剧英镑贬值压力，进一步推高进口通胀。贝利指出，英国央行的货币政策将 <b>专注于应对增长冲击</b> 。
俄罗斯央行行长 纳比乌琳娜	2025/4/25	纳比乌琳娜表示，当前俄罗斯的通胀率较高主要由 <b>供应链重构成本、能源价格以及财政扩张</b> 三方面驱动。她预计通胀将在5月达到高峰。针对美国主导的关税政策，纳比乌琳娜表示俄罗斯对美出口占GDP比重低， <b>直接影响有限</b> ，无需刺激内需弥补外需下降，但需关注全球贸易碎片化带来的 <b>大宗商品下跌的间接风险</b> 。	纳比乌琳娜表示，俄罗斯央行将 <b>维持基准利率21%不变</b> ，预计这一紧缩周期将持续至2026年通胀回归4%目标。面对卢布升值压力，俄罗斯央行将 <b>常态化抛售外汇储备抑制套息交易</b> ，同时建立“ <b>汇率走廊</b> ”通过外汇掉期市场进行定向干预。纳比乌琳娜明确拒绝通过印钞为国防开支融资，强调“ <b>高利率是对抗通胀的唯一有效工具</b> ”，反对将卢布汇率固定在特定水平，认为“浮动汇率能吸收外部冲击”。

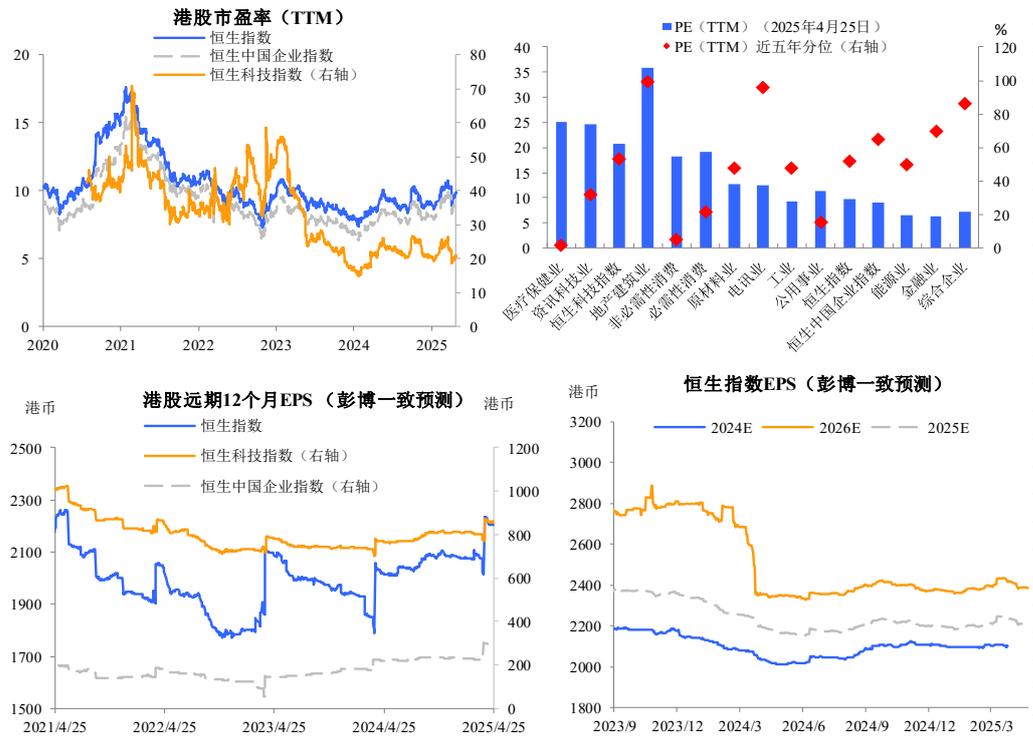
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3: 恒生指数本周维持上涨趋势



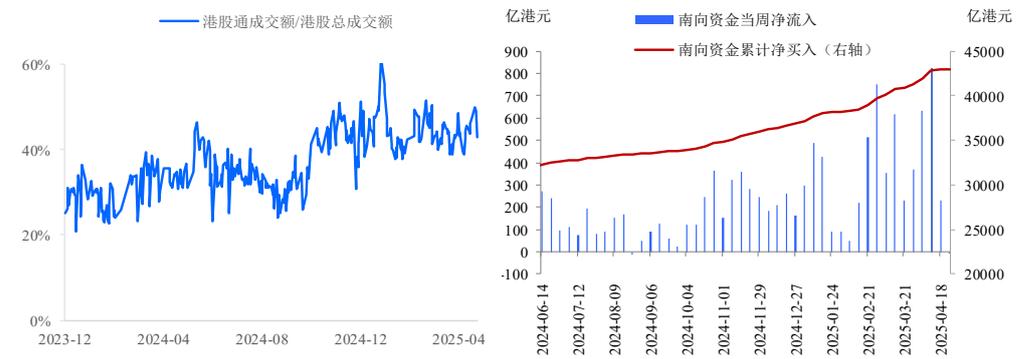
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

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

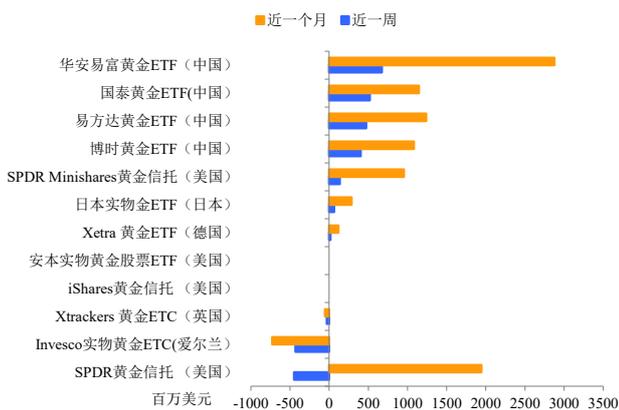
图5: 南下资金流入节奏放缓, 流入的板块也相对分散



港股通当周净买入额 (周, 亿元)									
	2025/3/7	2025/3/14	2025/3/21	2025/3/28	2025/4/4	2025/4/11	2025/4/18	2025/4/25	年初至今
金融业	112.5	48.4	26.0	43.5	22.8	28.4	51.0	14.9	1157.0
资讯科技业	84.1	91.0	34.3	-43.0	10.2	46.1	61.2	-2.2	1302.2
能源业	9.7	-2.5	8.0	14.3	18.9	17.7	34.7	8.1	253.7
电讯业	10.0	30.2	25.8	3.6	24.0	22.1	17.8	-4.4	368.3
非必需性消费	230.4	198.5	75.3	36.3	124.9	128.8	145.0	77.4	1816.4
医疗保健业	35.9	21.4	9.0	31.1	51.7	54.6	67.5	46.8	498.9
工业	20.1	22.6	10.1	11.7	17.3	25.3	9.8	0.2	171.5
公用事业	18.5	4.9	4.1	13.3	25.8	20.7	11.8	10.1	232.0
地产建筑业	1.4	24.2	27.7	21.2	18.0	15.6	0.9	0.5	189.2
原材料业	10.2	12.2	29.6	25.1	8.4	4.3	24.2	11.9	211.8
必需性消费	0.1	-1.4	2.2	1.3	3.5	3.3	5.0	-7.3	66.5
综合企业	1.3	3.3	-1.9	2.7	0.1	-0.2	1.8	1.2	28.7

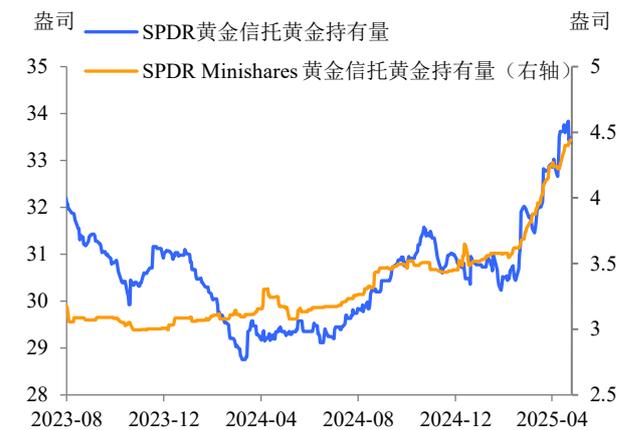
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 全球主要黄金 ETF 在增持, 集中在中国



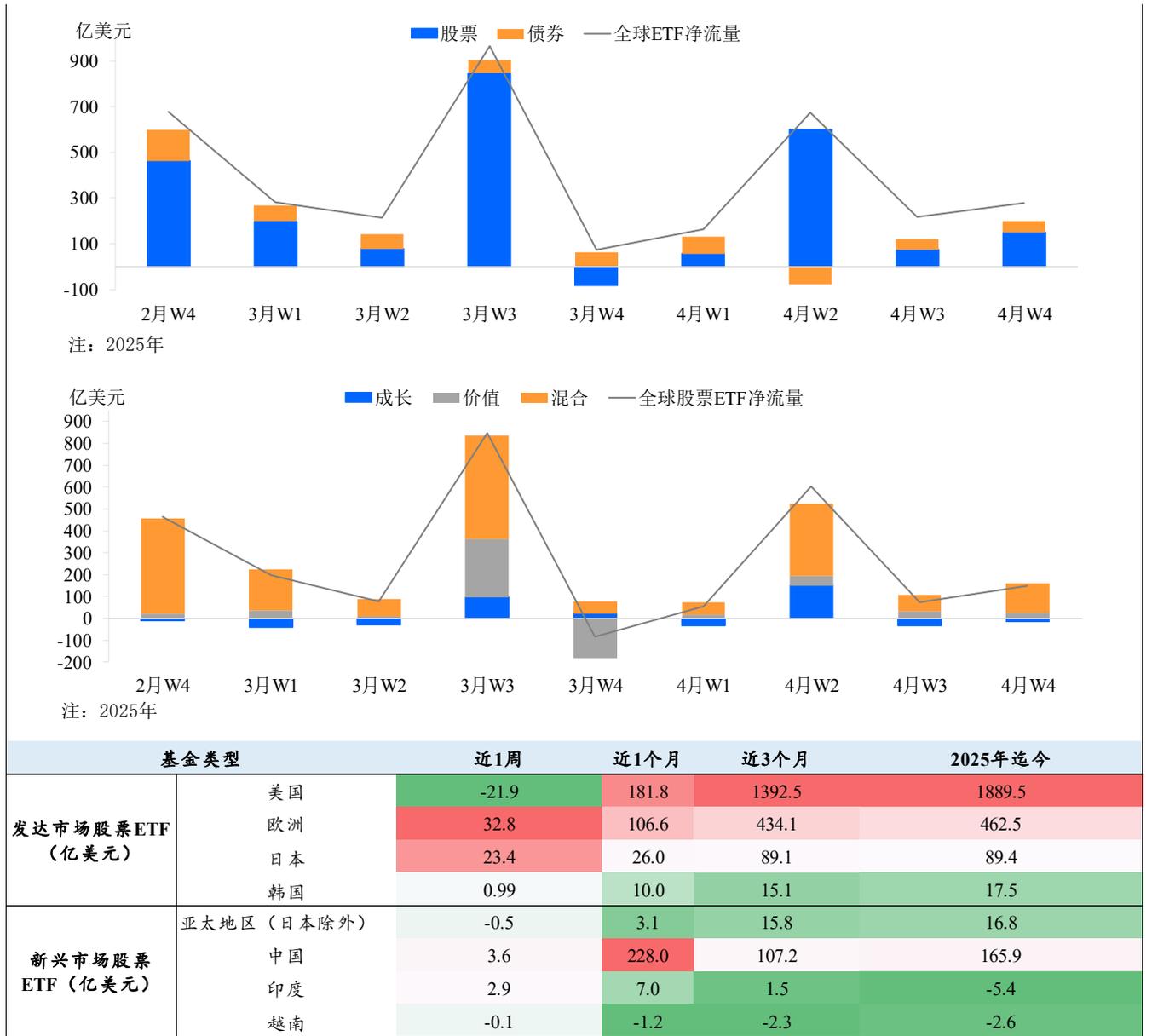
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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	-0.1	1.8	10.5	24.3	27.4
可选消费	-1.1	0.1	-20.6	-29.0	-24.3
必选消费	1.0	2.2	-1.5	-1.9	-0.5
能源	-0.2	-5.0	-31.1	-47.4	-62.7
金融	-1.9	-7.5	-50.0	24.7	49.1
医疗保健	-3.4	-3.5	-20.0	-25.7	-32.0
工业	1.8	4.6	10.8	49.2	67.1
材料	-0.4	-4.4	-19.3	-22.2	-33.8
科技	7.0	11.7	56.7	69.5	125.3
公用事业	0.1	2.1	17.2	22.1	29.7

单位: 亿美元

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 美国 ETF (股+债) 净流出加速



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

**图11: 重点关注 4 月 30 日公布美国 GDP Q1 数据, 以及 5 月 2 日美国非农就业人数**

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)
美国-批发库存月环比 美国-零售库存月环比 欧元区-PPI同比 印度-工业增加值同比	美国-消费者信心指数 欧元区-GDP同比 欧元区-CPI同比 欧元区-消费者信心指数	美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-GDP价格指数 欧元区-失业人员变动 欧元区-失业率 日本-工业产值月环比 日本-新宅开工同比	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-标普全球-美国制造业PMI 欧元区-社会消费品零售总额同比 日本-Jibun银行-日本制造业PMI	美国-非农就业人数增减 美国-失业率 美国-工厂订单 日本-失业率 日本-工作与申请人数比率 印度-外汇储备额 印度-HSBC-印度PMI

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>