

证券研究报告

## 海外策略双周报： 美股波动持续，港股止跌企稳

| 证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001、BOT313

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

| 研究助理

校星 一般从业资格编号：S1060123120037

2025年4月20日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



## 核心观点

- 海外资产层面，受对等关税冲击、美债供给担忧影响，美元资产在4月初上演股、债、汇三杀，引发流动性担忧；后伴随大部分对等关税暂停，美股、美债压力缓和，但美元仍未止跌，黄金则受益于避险情绪大幅上涨。股市方面，近2周MSCI全球股指上涨3.74%，极端情绪释放后大部分国家股市压力缓和，标普500、纳指、道指分别上行4.11%、4.48%、2.16%。债市方面，2年、10年期美债收益率分别上行13bp、33bp至3.81%、4.34%。商品及外汇方面，美元指数下跌3.59%至99.2；COMEX黄金上涨9.33%。
- 港股资产层面，关税冲击港股大幅下跌后，伴随着政府释放稳增长和稳市场的决心，港股止跌企稳。本周恒生指数、恒生科技、恒生综合指数分别变动2.3%、-0.3%、2.2%，较上周的-8.5%、-7.8%、-8.7%明显企稳。结构上，波动加剧下红利资产表现占优。上周港股普跌，其中必需性消费（-1.1%）、电讯业（-3.2%）、公用事业（-3.7%）相对抗跌；本周市场企稳，金融业（4.4%）、综合业（4.3%）、原材料业（4.1%）、公用事业（3.8%）、能源业（3.6%）涨幅领先。资金面上，南向资金流入规模大幅增加后有所回落，外资趋于流出但速度放缓。
- 海外宏观层面，美国通胀暂时降温，但关税效应后续将逐步凸显。其一，美国3月CPI同比回落主因能源、核心服务降温明显；但从关税落地的节奏看，3月关税对通胀影响较小，但4月汽车关税、美国对华高关税生效，5月起对中国邮寄小额包裹的关税也将生效，对通胀的影响将逐步凸显。其二，3月美国零售销售环比增长1.4%，为近26个月最大环比增幅，高于预期1.3%和前值0.2%，其中汽车零售增速高达5.7%；这或与关税担忧下的私人部门抢进口、抢消费的行为有关。上述背景下，鲍威尔在4月16日发言中称，关税上调幅度远超预期，由此带来的通胀上升和增长放缓将会使美联储陷入两难困境；当前仍需等待更多信息，并认为美联储没有必要干预剧烈波动的市场。截止4月18日，CME数据显示，市场预期2025年降息4次，首次降息为6月，降息幅度共计100bp，基本持平于两周前。
- 海外政策层面，关税谈判尚无实质性进展，美国平均关税已升至高位，关注特朗普试图解雇鲍威尔事件的进展。一则，华尔街日报4月15日报道，贝森特称将英国、澳大利亚、印度、日本列为新贸易协议重点目标，并称谈判取得重大成效；但对比其他国家的报道可知，谈判尚无实质性进展。二则，关税政策已显著推升美国平均关税率。根据耶鲁大学Budget Lab研究，即便考虑4月10日对等关税暂停、4月11日对智能手机、电脑、芯片等电子产品关税豁免，以及低关税国的进口替代，美国平均关税水平仍达18%之高（2024年仅2.4%），后续可能给经济带来的滞胀风险不可小觑。三则，4月18日白宫经济顾问表示特朗普政府正在研究解雇鲍威尔的可能性，短期或引发市场波动，关注事件进展。
- 综上，当前关税谈判进入拉锯战，在其政策不确定性及推升美国滞胀风险的背景下，海外市场的波动将持续。美股短期下行压力仍存，后续需看到关税谈判出现重大进展，或通胀持续可控带来市场降息预期回归，美股或才能扭转局势。港股在国内释放稳经济稳市场信号下企稳，短期将更关注内外部政策对基本面的实质性影响；我们认为当前港股经历回调后具备较好的配置价值。结构上，建议关注稳健配置的红利资产、政策支持内需消费领域的优质资产、自下而上业绩确定性更高的优质企业。中期维度，AI产业变革和国产科技自主可控的叙事仍将延续，继续看好国产AI科技创新主线。
- 风险提示：1) 宏观经济修复不及预期；2) 货币政策超预期收紧；3) 海外市场波动加大；4) 地缘局势升级；5) 市场风险加剧。

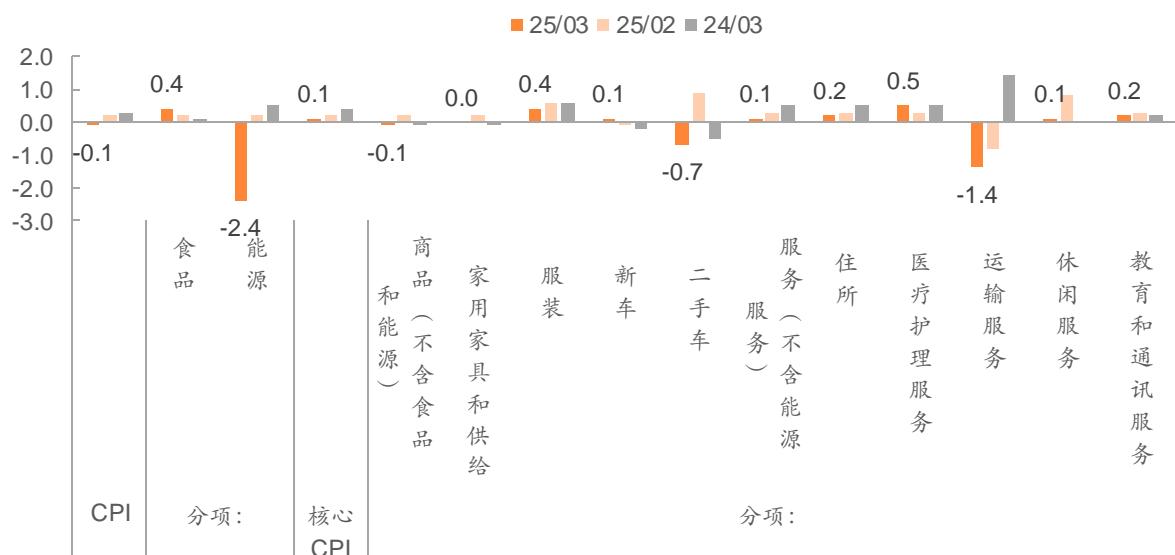
# 基本面 (1/2) : 美国通胀暂时降温，但后续关税效应将逐步凸显

- 美国3月CPI与核心CPI同比均回落，暂未反映关税的持续影响；3月零售销售环比大幅上行，或与关税担忧下居民抢消费有关。
- 其一，美国3月CPI同比回落主因能源、核心服务降温明显。3月CPI同比2.4%，明显低于前值的2.8%；核心CPI同比2.8%，低于前值3.1%。3月CPI环比转负至-0.1%；核心CPI环比0.1%，较前值回落0.1pct。从分项来看，能源、核心服务同比回落为通胀降温的主要贡献。一则，市场衰退担忧导致能源价格偏弱，3月能源价格同比-3.3%，较上月大幅下降3.1pct。往后看，关税扰动下，短期市场对能源需求的担忧或持续，能源通胀或趋于下行。二则，因运输服务价格大幅回落，核心服务项降温明显。3月核心服务价格同比3.7%，较前值回落0.4pct，其中，运输服务价格同比3.1%，较前值大幅回落2.9pct，尤其是机票价格回落明显指向居民娱乐消费意愿减弱；住所价格同比4.0%，亦小幅回落0.2pct。此外，与关税相关的家具、服装等商品分项价格环比有所回落，指向关税的持续影响暂未显现，但考虑到对华商品、包裹的关税影响，后续商品价格仍存在上行风险。

● 美国3月CPI与核心CPI同比均边际回落



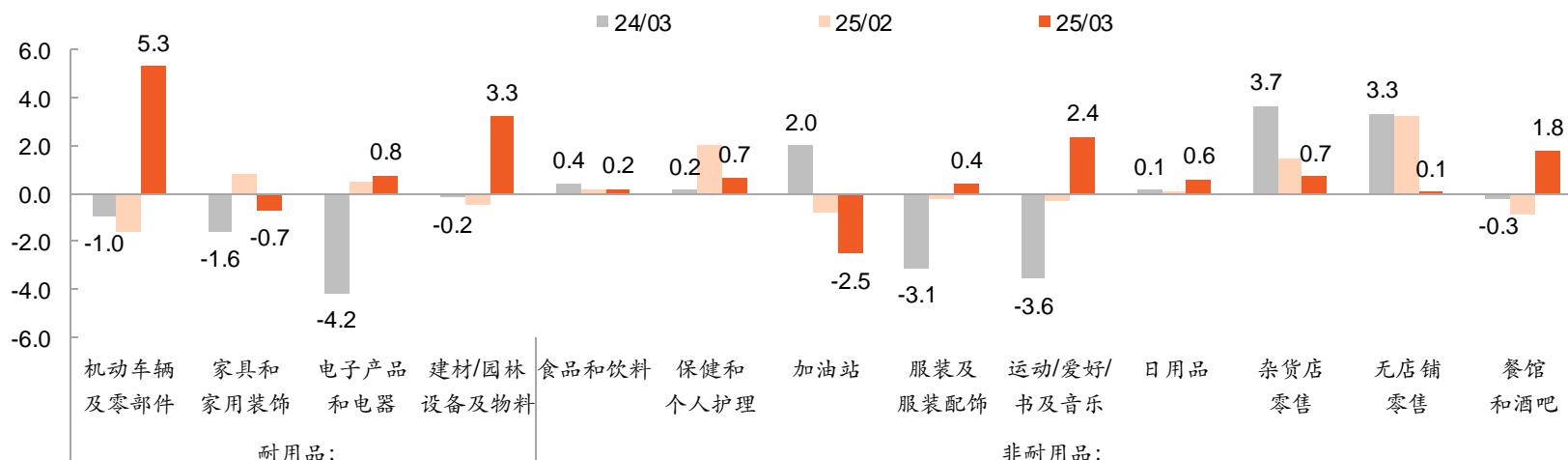
● 美国3月CPI各分项环比 (%)



## 基本面 (2/2) : 美国通胀暂时降温，但后续关税效应将逐步凸显

- 其二，3月美国零售销售环比明显走高，或与关税担忧下消费者“抢进口”的行为有关。3月零售销售环比1.4%，较前值大幅提升1.2pct。从分项上看，机动车（5.3%）、建材（3.3%）、运动爱好（2.4%）消费环比涨幅领先，指向在汽车关税以及对等关税预期下，消费者提前采购以囤积货物；而伴随油价低位运行，加油站消费（-2.5%）有所放缓。往后看，3月居民提前抢购的行为或透支未来消费需求，后续零售销售数据或有转弱风险，美国4月消费者信心指数自3月的57.0进一步下滑至50.8。
- 整体来看，3月关税对通胀扰动相对较小，同时考虑到4月前美国私人部门“抢进口”的行为叠加大部分国家对等关税暂停90天，以及能源项通胀或趋于下行，短期关税难以较快传导至通胀。但4月汽车关税、美国对华高关税生效，5月起对中国邮寄货物的关税也将生效，预计美国通胀仍有反弹风险，后续关税效应将逐步凸显。在上述背景下，鲍威尔在4月16日发言中称，关税上调幅度远超预期，意味着通胀上升和增长放缓，将会使美联储陷入两难困境，美联储仍将等待信息。同时，当前市场经历大量不确定性，意味着市场波动。此外，鲍威尔表示美联储独立性拥有法律及国会广泛支持。截止4月18日，CME数据显示，市场预期2025年降息4次，首次降息为6月，降息幅度共计100bp，基本持平于两周前。

◎ 美国3月零售销售数据分项环比 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年4月19日

◎ 美国4月消费者信心持续下行

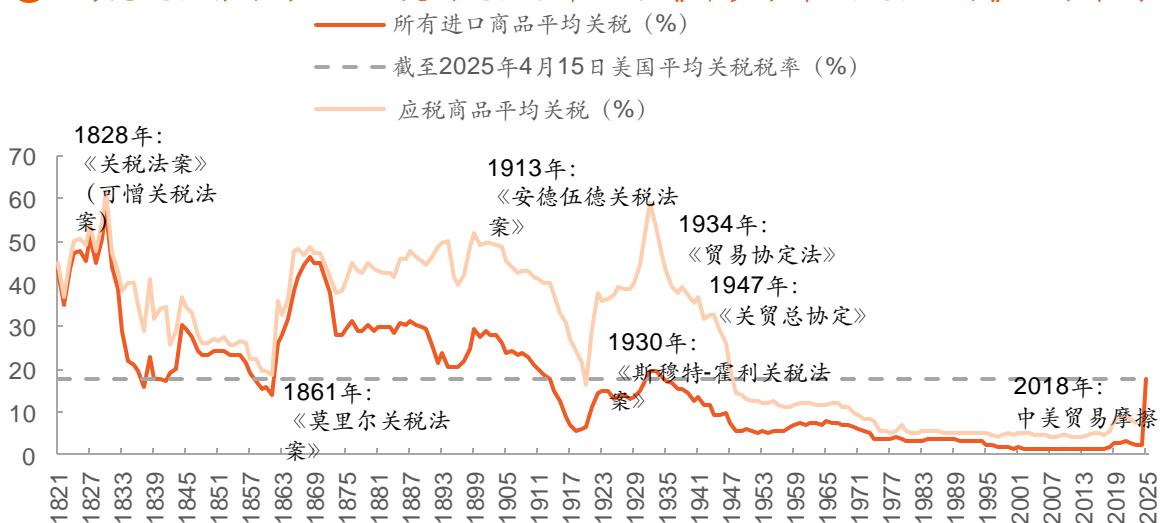


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 数据截至2025年4月19日

## 政策面：美国平均关税水平仍高，关税谈判尚无实质性进展

- 即使考虑关税暂停以及豁免，当前美国平均关税水平仍高，叠加关税谈判进入拉锯战，预计在关税博弈带来的不确定性背景下，市场波动持续。
- 据耶鲁大学Budget Lab 4月15日数据显示，尽管考虑4月10日的对等关税暂停、4月11日对智能手机、电脑、芯片等电子产品的对等关税豁免，低关税国的进口替代，美国平均关税水平仍达18%之高（2024年仅2.4%），预计2025年CPI将上行1.6%，四季度实际GDP增长降低1.1%。
- 据华尔街日报4月15日报道，美财长贝森特称将英国、澳大利亚、印度、日本列为新贸易协议重点目标。从当前谈判进展看，尽管美方报道的关税谈判取得重大成效，但对比其他国家的报道可知，关税谈判尚无实质性进展。

### ● 考虑关税暂停与豁免后美国关税水平仍为《斯穆特-霍利关税法案》以来最高



### ● 对等关税政策出台后美国与主要贸易国谈判进展

日期	谈判国家	美国官方表态	谈判国官方表态
4月17日	日本	特朗普在Truth Social平台称与日本贸易代表团会面取得重大进展。	日本和美国开始关税谈判，气氛友好但未取得突破。
4月17日	墨西哥	特朗普在Truth Social平台称与墨西哥总统进行了非常有成效的通话。	墨西哥总统在X平台上确认了她与特朗普的通话，称这次通话“非常有成效”，但未详细说明。
4月18日	意大利	特朗普在Truth Social平台称意大利总理梅洛尼在白宫访问时表现出色，她热爱自己的国家，给所有人留下了极好的印象。	意大利总理梅洛尼表示“我相信我们可以达成协议。我们需要坦诚地交谈并相互妥协。”
计划下周访美	英国	英国财政大臣里夫斯将推动达成一项保护英国汽车、钢铁和制药行业的协议，同时应对关税不确定性。	里夫斯下周将前往美国，英国希望通过达成贸易协议来缓解严厉关税带来的冲击。
计划下周访美	韩国	韩国为下周与美国的贸易谈判做准备，纽约时报认为韩国可以直接吸引特朗普总统的方法是其蓬勃发展的造船业。	韩国产业部长安德根正在推动下周访问美国。在与经济和国家安全战略工作组的会议上，韩国官员表示：“我们很可能将在近期开始谈判，以详细阐述韩美在整个产业范围内的协议。”
计划下周访美	印度	美国副总统万斯将于下周访问印度，彭博社称印度希望在六周内完成与美国的关税谈判。	印度和美国已最终确定了拟议的双边贸易协议(BTA)的职责范围(TOR)，该协议涵盖约19个章节，包括货物、服务、海关便利化和投资。官方消息人士表示，高级别印度代表团下周访问华盛顿，谈判将加速推进。

资料来源：Truth Social, Japan Times, Mexico Daily, ANSA, 国会山报, 英国太阳报, New York Times, Hankyoreh, 彭博社, The Times of India, 平安证券研究所；数据截至2025年4月15日

## 政策面：过去两周特朗普政策总结

发布日期	简要内容	政策性质	政策当前进程
2025/04/04	特朗普批准 TikTok 第二次延期 75 天至 6 月 19 日。	行政令	正在进行
2025/04/08	(1) 60 天内确定煤炭资源和储量，评估开采障碍，最终增加开采；(2) 废除任何试图或实际上阻碍煤炭生产和燃煤发电投资的政策或法规；(3) 支持美国煤炭出口；(4) 确定钢铁生产中使用的煤炭是否符合该法中“关键材料”的定义，如果符合，则应采取措施将其列入能源部关键材料清单。	行政令	正在进行
2025/04/08	鉴于中国实施关税报复，(1) 将对等关税中对中国的34%关税修改为84%；(2) 将5月2日上午12:01或之后、6月1日上午12:01时之前的每件中国邮寄物品的货物税从25美元提高到75美元，将6月1日上午12时01或之后的每件中国邮寄物品含税税额从50美元提高到150美元。	行政令	部分豁免
2025/04/08	特朗普称完全支持美国参议院刚刚通过的预算计划，这份预算案比预期的要更加宽松，该决议要求至少削减40亿美元的支出，远低于众议院此前通过的1.5万亿美元削减额度。此外还包括了5万亿美元的债限提高（足以维持到2026年中期选举之后）。	总统言论	正在进行
2025/04/09	(1) 建议对使用原产于中国的部件制造、组装或制造的船岸起重机，或由中国国民拥有、控制的公司在世界任何地方制造的船岸起重机征收关税，以及其他货物装卸设备的关税；(2) 为防止货物承运人通过在加拿大或墨西哥靠港并通过陆地边境将货物运入美国的做法，强制征收港口维护费。(3) 90天内，推动盟国的造船商结成合作伙伴，在美国进行资本投资，帮助加强美国的造船能力。	行政令	正在进行
2025/04/09	鉴于中国实施关税报复，(1) 将对等关税中对中国的84%关税修改为125%；(2) 将5月2日上午12:01或之后、6月1日上午12:01时之前的每件中国邮寄物品的货物税从75美元提高到100美元，将6月1日上午12时01或之后的每件中国邮寄物品含税税额从150美元提高到200美元。	行政令	部分豁免
2025/04/10	特朗普称“基于超过75个国家已致电美国代表这些国家没有以任何方式对美国进行报复，因此我授权暂停90天，并在此期间大幅降低互惠关税至10%，立即生效。”	总统言论	10%全球关税生效
2025/04/11	智能手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品将不再被纳入此前针对中国进口商品实施的125%所谓“对等关税”范围内。	备忘录	已实施
2025/04/14	联邦登记处的文件显示，特朗普政府正着手调查药品和半导体的进口情况，理由是药品和芯片生产对外国的广泛依赖是对国家安全的威胁，该文件宣布了为期21天的公众意见征询期。	—	正在征询公众意见
2025/04/15	针对进口关键矿物及其衍生品进行232调查，其中衍生品包括半成品（如半导体晶片、阳极和阴极）以及最终产品（如永磁体、电机、电动汽车、电池、智能手机、微处理器、雷达系统、风力涡轮机及其部件以及先进的光学设备）。按百分比和数量划分所有加工关键矿物进口和衍生产品进口的外国来源，按国家划分风险类型，并于90天内提交报告。	行政令	90天内提交报告
2025/04/15	英伟达表示，美国政府于4月9日通知该公司，H20芯片将需要许可证才能出口到中国，并于4月14日告知英伟达这些规定将无限期实施。	—	—
2025/04/16	特朗普暗示可能会暂时豁免汽车行业此前被征收的关税，但没有说明可能的暂停会持续多长时间，也没有说明暂停的内容。	总统言论	—
2025/04/17	特朗普将招聘冻结期再延长3个月，冻结最初于2025年1月20日实施，禁止填补空缺的联邦文职职位或创建新的职位，本备忘录将招聘冻结期延长至2025年7月15日。	备忘录	已实施
2025/04/17	特朗普称鲍威尔降息总是“又迟到又错”，并称“越早走人越好”。	总统言论	—
2025/04/18	白宫经济顾问凯文·哈塞特表示，总统和他的团队将继续研究解雇美联储主席鲍威尔的可能性。	官员言论	—

## 大类资产表现：关税加剧美元资产波动

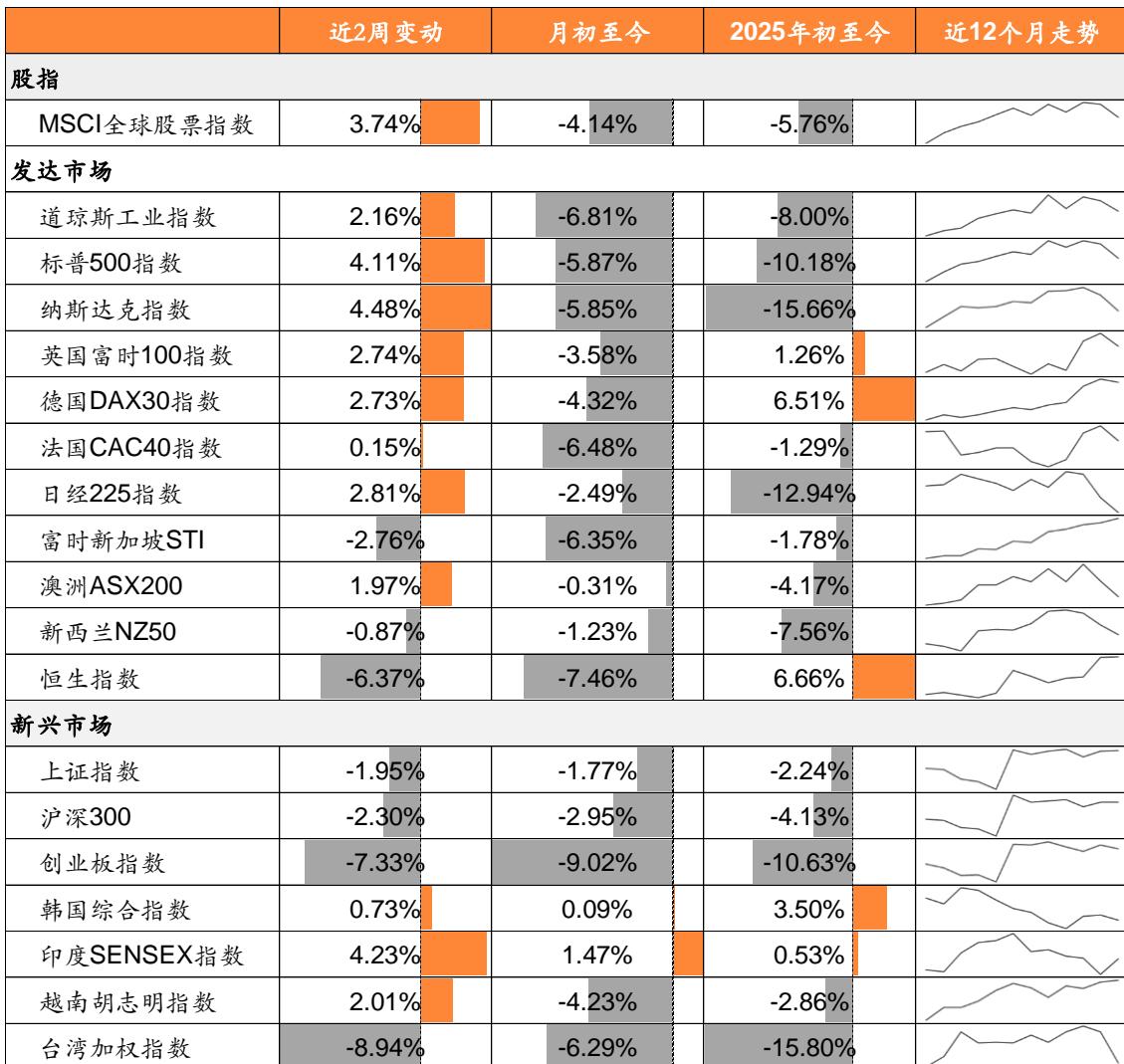
- 因对等关税冲击、参议院通过更为宽松的预算案增加美债供给担忧，美元资产上演股、债、汇三杀，引发流动性担忧；后伴随大部分对等关税暂停，美股、美债压力缓和，但美元仍未止跌。此外，黄金则受益于避险情绪大幅上涨。
- 股市方面，近2周MSCI全球股指上涨3.74%，极端情绪释放后大部分国家股价压力缓和，标普500、纳指、道指分别上行4.11%、4.48%、2.16%。债市方面，2年、10年期美债收益率分别上行13bp、33bp至3.81%、4.34%。商品及外汇方面，美元指数下跌3.59%至99.2；COMEX黄金上涨9.33%。

### 大类资产表现：债券、大宗商品与外汇

	近2周变动	月初至今	2025年初至今	近12个月走势
<b>债券</b>				
10Y中国国债	-6.87	-16.36	-2.59	
10Y美国国债	33.00	11.00	-24.00	
<b>大宗商品</b>				
ICE布兰特原油	2.71%	-9.18%	-9.33%	
COMEX黄金	9.33%	5.82%	26.60%	
COMEX白银	10.23%	-6.39%	11.11%	
COMEX铜	7.22%	-6.88%	16.94%	
<b>外汇</b>				
美元指数	-3.59%	-4.76%	-8.53%	
美元兑人民币	-0.01%	0.72%	0.07%	
美元兑日元	-3.28%	-5.20%	-9.55%	
英镑兑美元	3.05%	2.93%	6.24%	

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至2025年4月日；注：债券单位为bp

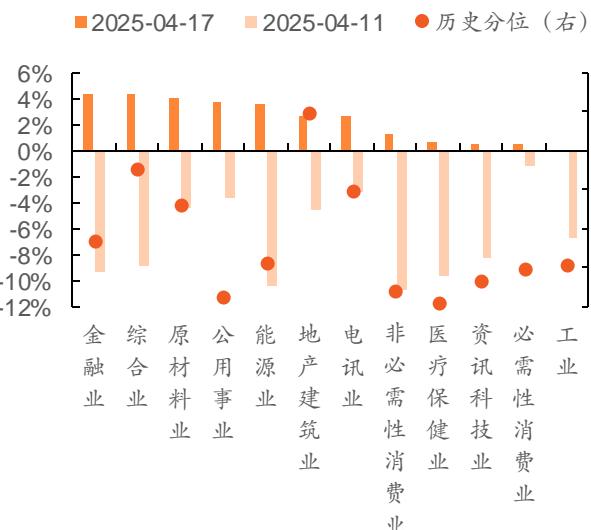
### 大类资产表现：主要经济体股票指数



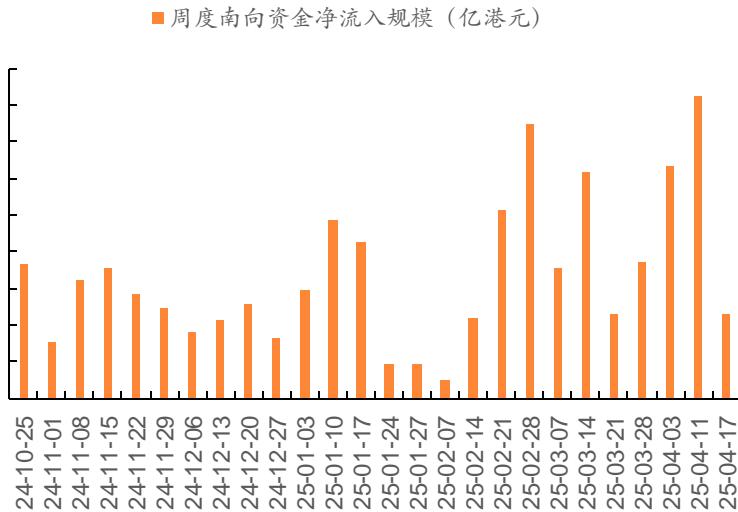
## 港股表现：维稳增长和资本市场的决心支撑港股止跌企稳

- 关税冲击港股大幅下跌后，因政府释放了维稳增长和资本市场的决心，同时投资者逐渐对关税提升幅度脱敏，港股止跌企稳。国内方面，关税冲击后，4月7日中央汇金公司发布公告称：“中央汇金公司坚定看好中国资本市场发展前景，坚决维护资本市场平稳运行”。中国央行等多部门亦积极表态给予资本市场支持，增强市场信心。海外方面，美国多次提高中国关税，我国均予以反制，投资者逐渐对关税脱敏。在此背景下，本周（4月14日-4月17日）恒生指数、恒生科技、恒生综合指数、恒生中国企业指数、恒生港股通分别变动2.3%、-0.3%、2.2%、1.2%、2.3%，较上周（4月7日-4月11日）的-8.5%、-7.8%、-8.7%、-7.3%、-8.6%明显企稳。
- 行业方面，波动加剧下红利资产表现占优。上周港股普跌，其中必需性消费（-1.1%）、电讯业（-3.2%）、公用事业（-3.7%）相对抗跌。本周金融业（4.4%）、综合业（4.3%）、原材料业（4.1%）、公用事业（3.8%）、能源业（3.6%）涨幅领先。
- 资金面上，南向资金流入规模大幅增加后有所回落，外资持续流出，但受外围扰动持续，外资流出速度放缓。南向资金方面，上周大幅净流入823亿港元；本周降至232亿港元，主要流向非必需性消费业、医疗保健业、资讯科技业、金融业，个股主要流向小米、阿里巴巴、腾讯。外资方面，近两周国际中介持股占比变动均为负，指向外资持续流出，但变动幅度收窄，或指向外围扰动下外资流出速度放缓。

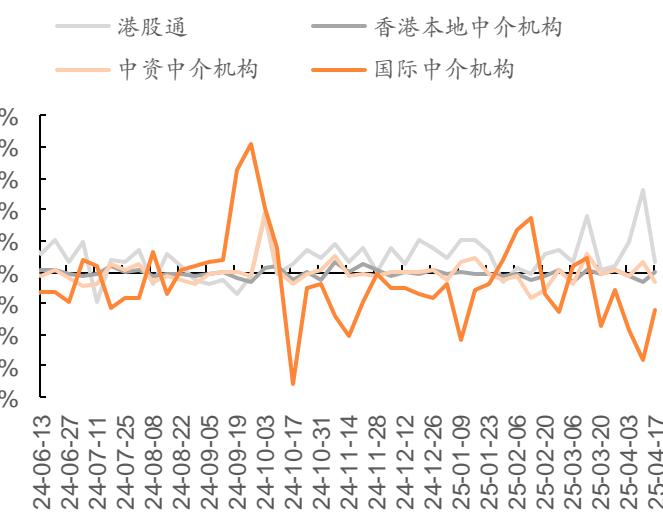
◎ 近两周恒生指数行业涨跌幅



◎ 近两周南向资金流入规模先增后减



◎ 国际中介机构持股占比变动反映外资流出边际放缓



# 未来两周重点关注

## ◎ 未来两周全球重点经济事件日历

地区	周一 4月21日	周二 4月22日	周三 4月23日	周四 4月24日	周五 4月25日
美国	/	/	3月新屋销售折年数 (千套)	4月19日当周初请失业 金人数	/
欧元区	/	4月消费者信心指数 (初值)	/	4月欧洲央行首席经济 学家连恩发表讲话	/
日本	/	/	/	/	/
地区	周一 4月28日	周二 4月29日	周三 4月30日	周四 5月1日	周五 5月2日
美国	/	/	4月ADP就业人数、第 一季度GDP、3月 PCE	4月26日当周初请失业 金人数、4月ISM制造 业PMI	4月非农就业、3月耐 用品数据
欧元区	/	/	第一季度欧元区实际 GDP (初值)	/	/
日本	/	/	/	5月日本央行公布利率 决议	/



## 风险提示

---

- 1) 宏观经济修复不及预期：欧美未来经济修复节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；
- 2) 货币政策超预期收紧：美国经济仍具韧性，短期内宏观变量对货币政策干扰仍存；
- 3) 海外市场波动加大：全球经济增长放缓，新兴市场国家经济波动加大；
- 4) 地缘局势升级：地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；
- 5) 市场风险加剧：全球大选、地缘冲突以及货币政策等带来的不确定性因素加剧市场风险。

## 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。