

策略点评 20250519

AI>关税，科技叙事回归？——全球市场观察系列

2025 年 05 月 19 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 5 月 12 日-2025 年 5 月 18 日）发达市场大幅转涨，新兴市场继续上涨。从涨跌幅来看，发达市场上涨 4.1%，新兴市场上涨 3%。

■ 美股：五大利好因素释放提振风险偏好，助推科技股引领的美股上涨行情。其中纳指领涨（7.2%），标普及道指跟涨，分别上涨 5.3%及 3.4%。值得注意的是，在经历 DeepSeek 引发的美股科技焦虑、“美国例外论”信仰动摇等一系列冲击后，本周标普 500 及道指年内收益回正。

一是，中美会谈结果超预期。中美的日内瓦联合声明释放重要信号，即中美关税水平超预期下调，相互降低关税税率。中国将把对美国商品关税税率从 125%降至 10%，美国将把对中国商品加征关税 145%降至 30%，为期 90 天。中美关税政策缓和直接提振市场情绪。

二是，AI>Tariff，科技叙事主线回归。一方面，特朗普政府与沙特阿拉伯、阿拉伯联合大公国达成 AI 协议。特朗普沙特行“2.0”，给特朗普送 6000 亿美元“礼包”。其覆盖军火、科技、波音飞机、基建和数据中心。科技方面，①沙特数字基础设施开发商和运营商 DataVolt 正在推进一项计划，计划在美国投资 200 亿美元用于人工智能（AI）数据中心和能源基础设施建设；②AWS 和 HUMAIN 宣布建立开创性人工智能特区以加速人工智能在沙特阿拉伯和全球的普及；另一方面，特朗普撤销拜登任内的 AI 芯片出口限制。

三是，通胀压力缓和。一则，美国 4 月 CPI 继续降温，且低于市场预期。美国 4 月 CPI 同比降至 2.3%（前值与预期均为 2.4%），关税效果尚未在通胀数据内完全体现。二则，美国 4 月 PPI 大幅降温，同比 2.4%（低于预期 2.5%及前值 2.7%），数据公布后，降息预期边际提升，从年内降息 1.96 次提升至 2.25 次。

四是，鲍威尔演讲引发市场释放降息预期。5 月 15 日，鲍威尔暗示将“大修”货币政策框架，重新审视平均通胀目标制。考虑到可能放弃平均通胀目标制，重返更灵活的方针意味着暂时忽视通胀目标，更关注就业，市场“鸽”派解读。

五是，地缘冲突缓和。一方面，印巴同意立即全面停火；另一方面，俄乌三年多以来首次直接在土耳其伊斯坦布尔进行会谈，释放边境缓和信号。

短期内，我们认为美股以震荡为主。一是，周五盘后两大坏消息尚未被 price in，比如美国主权评级下调、美国联邦议会众议院预算委员会否决了《税制和税支出法案》。二是，俄乌谈判停火无果，地缘政治风险依旧不容忽视，警惕短期内地缘可能带来的外溢影响；三是，标普 500 自 4 月初低点反弹超 10%，反弹之后美股估值已经从 4 月低点的 22.3 回归到 26.7 的相对高位。

中长期来看，有望回归由经济基本面和企业盈利韧性所驱动的运行逻辑，我们认为美股拐点可能出现在 Q3。一是，当前宏观经济基本面表现稳健（GDP、通胀、就业），下半年企业投资及地产投资支撑美国经济；二是，美国财政收入增加有望改善美国财政收支，化解债务压力。从而缓解市场对美国债务暴雷等信用风险问题的焦虑；三是，下半年特朗普政府的减税+去监管的政策“组合拳”将推动美国经济长期增长。

■ 港股：继续反弹，恒指已连续五周上涨，本周上涨 2.1%。恒生科技本周上涨 1.95%。上周末中美谈判结果超预期，5 月 12 日当日恒指反弹近 3%，恒生科技反弹 5%。本周收盘后基本落在 4 月对等关税前的点位。

我们目前对港股整体持谨慎乐观态度，整体压力还在，震荡为主。港股

相关研究

《如何看待修订版“重组办法”？》

2025-05-18

《短期交易博弈和中长期生态构筑——论公募新规的短中长期影响》

2025-05-18

还需增量资金和持续政策刺激。

1、尽管中美关税阶段性缓和，关税隐忧没有完全释放。短期内谈判结果超预期，市场普遍担心特朗普出尔反尔。

2、新增顾虑是美股反弹重回 AI 叙事，吸引部分资金回流美股科技。

3、南向资金短期风险偏好收紧。一是，短期获利，整体增配防御性资产。本周南向创今年以来最大净流出，其中净卖出最明显的是资讯科技和非必选消费。二是，因为关税阴霾减退，普遍降低国内政策出台预期。

中长期看，我们依旧认为港股会震荡上行。

- **黄金：全球主要 12 支黄金 ETF 中，6 支增持。**其中流入前三是：华安易富黄金 ETF (\$1.0 亿美元)、iShares 黄金信托 (\$0.9 亿美元)、SPDR MiniShares 黄金信托 (\$0.7 亿美元)。虽然从绝对数值上看，美国与中国仍旧在主要购买，但从边际上看，美国与中国减持，英国增持；全球主要黄金 ETF 有 5 支在减持，**减持前三是：**美国 SPDR 黄金信托 (-\$12.1 亿美元)、德国的 Xetra 黄金 ETF (-\$1.5 亿美元)、中国的国泰黄金 ETF (-\$1.1 亿美元)。

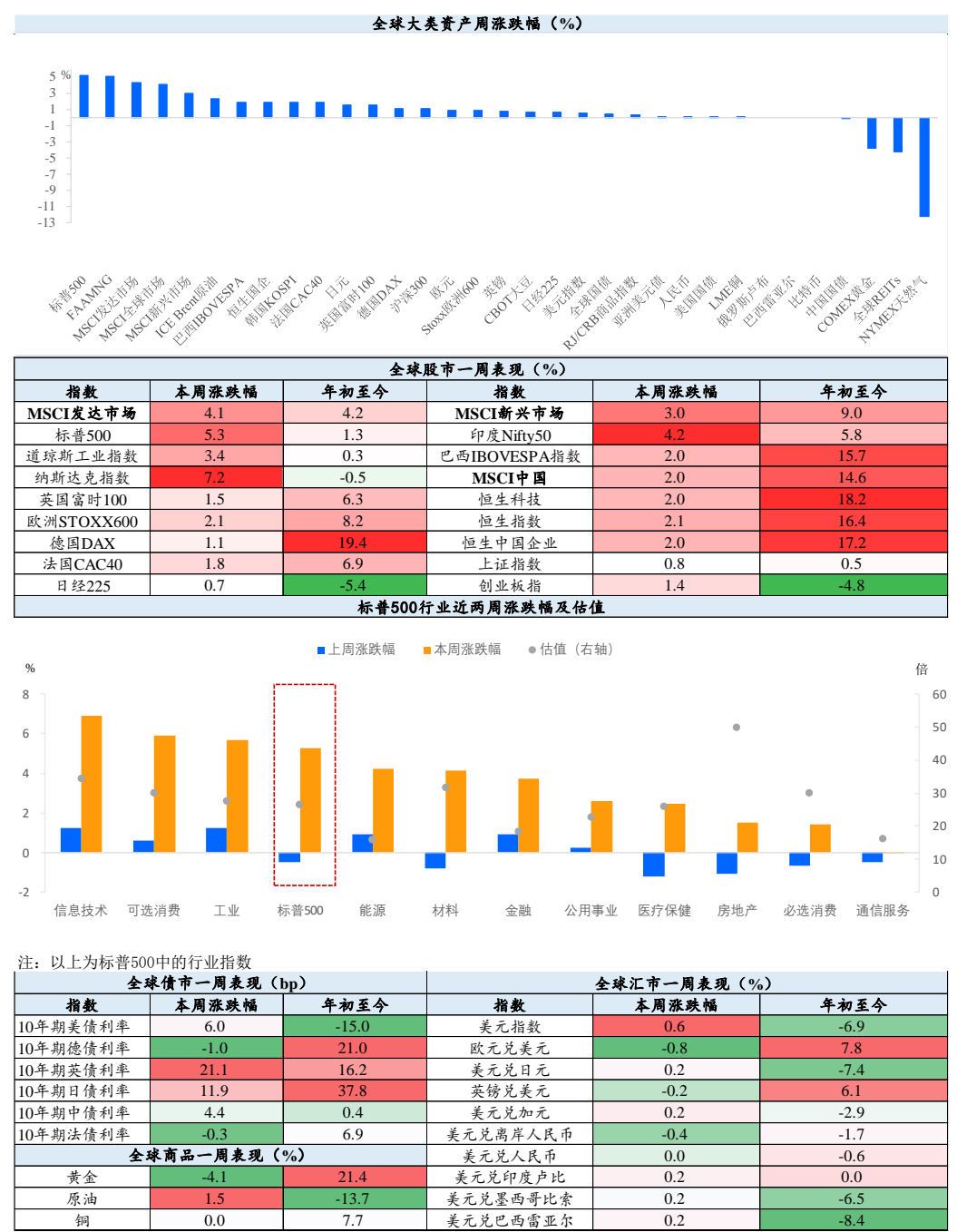
机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 32 盎司(周环比-2.0%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.4 盎司(周环比+0.4%)。

- **全球资金：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 \$290 亿美元(边际+\$159 亿美元)，全球债券 ETF 净流入 \$90 亿美元(边际-\$67 亿美元)；**分国别来看，资金向美国集中，美国由净流出转净流入。**发达市场中，美国股票 ETF 净流入最多 (\$220.8 亿美元)，其次是欧洲及日本；新兴市场中，中国本周持续净流出，其中中国股票 ETF 净流出最多 (-\$34.4 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、工业和金融；净流出行业 Top3: 能源、通信和材料。

- **下周重点关注数据及事件：**1) 5 月 22 日美国综合 PMI；2) **全球科技龙头相关大会：**5 月 19 日，黄仁勋将在 2025 年台北国际电脑展发表首场主题演讲；5 月 19-20 日，华为全球光峰会 GOS2025 中东中亚站将在乌兹别克斯坦举办；5 月 20-21 日，微软及谷歌举行开发者大会；5 月 20-23 日，Computex2025 台北国际电脑展。
- **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：发达市场与新兴市场大幅上涨



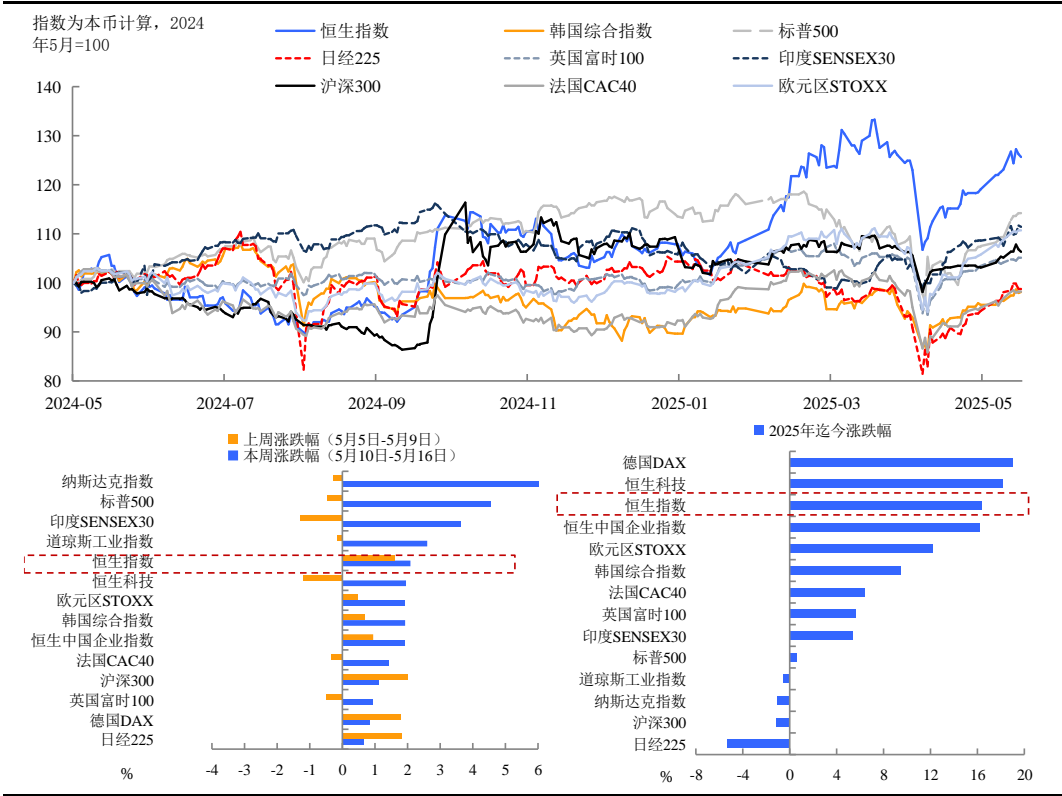
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美联储拟调整货币政策评估框架

国家及官员	日期	官员表态	
		经济	货币政策
美联储理事 库格勒	2025/5/12	库格勒指出，尽管中美关税在5月12日当天宣布阶段性缓和，90天内对等税率降至10%，但 当前美国平均关税税率仍远高于历史水平 ，可能构成 长期负面供应冲击 。她强调，关税将推高商品价格，抑制企业投资和生产效率，并可能导致经济增速放缓。企业可能因关税压力削减投资或采取低效的供应链调整措施，进而影响整体经济活力。库格勒认为，第一季度GDP数据因企业和家庭为规避关税提前采购导致进口激增而被扭曲， 内需增长可能存在虚高成分 ，未来消费可能面临回调压力。她提到，美国经济基础虽“基本稳定”，但 贸易政策的快速变化使美联储难以准确判断真实增长动能 。	库格勒明确支持美联储上周维持基准利率在 4.25%-4.50% 区间 的决定，认为当前政策立场具有“限制性”，能够应对经济环境变化。她强调，在通胀风险未完全消退前，过早降息可能引发通胀反弹。库格勒表示， 未来政策路径将取决于通胀和就业数据的演变 。她特别关注通胀预期是否稳定，以及就业市场是否出现职位空缺减少、劳动力参与率上升的“实质性再平衡”。她提到，若通胀进展如预期持续，且就业市场降温但保持韧性，可能考虑在 “今年晚些时候”逐步降息 。
欧洲央行管委兼爱尔兰央行行长 马赫鲁夫	2025/5/13	马赫鲁夫指出，当前 全球经济一体化已经陷入停滞，甚至出现倒退 ，过去几周变化的速度和规模都在加快。他认为，即使全面贸易战最终只是短暂的，相关的 不确定性影响仍将持续一段时间 。马赫鲁夫担忧，当前不确定性正在对投资造成压力，经济数据疲软意味着企业和消费者信心在显著降温。	马赫鲁夫指出，鉴于碎片化引发的冲击在规模、范围和持续性方面的影响，以及这些冲击对价格的影响， 货币政策的应对措施将需要谨慎调整 。马赫鲁夫强调，通胀“去锚化”的威胁，无论来自上行还是下行，都需要采取强而有力的持久应对措施。他指出， 利率仍然是工具箱中的默认政策杠杆 ，当受到下限限制时，诸如 定向贷款和资产负债表操作 等其他工具也具有其作用。
美联储理事 沃勒	2025/5/14	沃勒强调经济研究是货币政策的“基石”，特别是在应对关税政策、供应链重构等复杂经济冲击时，学术模型和实证分析能帮助美联储更精准地评估政策效果。他举例称， 近期关于关税对通胀传导路径的研究，为美联储判断价格压力的持续性提供了关键依据 。沃勒指出，当前经济环境下， 传统统计指标可能滞后于现实变化 。他呼吁加强对高频数据和非传统数据源的整合，以提升政策反应的敏捷性。在分析关税对进口价格的影响时，需结合实时贸易数据与企业调研，而非单纯依赖月度CPI报告。	沃勒未直接提及利率路径，但 暗示美联储正探索政策工具优化方案 ，包括前瞻性指引的条件化设计和资产负债表期限结构调整，为未来政策预留空间。他强调， 规则需与相机抉择结合 ，以应对突发事件，但同时需通过 制度设计保障政策连贯性 ，最终实现价格稳定与就业最大化的双重目标。在制度设计层面，沃勒多次强调美联储研究的政治中立性，认为14年任期和分散任命权的架构保障了决策客观性，这种独立性不仅能降低通胀波动，也能在贸易政策不确定性上升时独立评估经济风险，避免被动响应行政指令。
旧金山联储主席 戴利	2025/5/15	戴利认为 美国经济当前表现“稳固” ，增长数据稳健，劳动力市场强劲，通胀持续下降。她特别指出，尽管特朗普政府的关税政策带来“不确定性冲击”，但 尚未演变为损害经济增长和就业的需求冲击 。不过，她也提到 地区经济差异显著 ：高度依赖旅游业的地区因国际游客减少面临压力，而部分其他地区经济活动依然活跃。这种“局部降温、整体尚可”的格局要求政策制定者保持谨慎。	戴利明确支持美联储当前的 “适度紧缩”政策 ，认为利率水平“处于良好位置”，能够应对经济变化。她呼应鲍威尔的鹰派立场，强调在通胀未完全回落至2%目标前，过早降息可能引发市场预期紊乱。她特别指出， 美联储需等待更多数据验证关税对通胀和就业的实际影响 ，避免基于猜测调整政策。她透露， 美联储正在评估政策框架 ，包括重新定义“就业不足”和调整平均通胀目标表述，以适应疫情后经济新常态。戴利特别提到，当前政策的“期望成本较低”，而仓促行动可能削弱公众对通胀目标的信任。
美联储主席 鲍威尔	2025/5/15	鲍威尔指出，美国经济表现充满韧性，4月个人消费支出PCE预计为2.2%， 核心通胀从峰值显著回落 。但他警告，特朗普政府的关税政策可能推高进口商品价格，尤其是6-7月或出现明显通胀压力。供应链调整、地缘政治冲突等因素可能使未来通胀更加波动，美国可能进入 “供应冲击更频繁、持续时间更长”的新时期 。这种结构性变化要求美联储 重新评估通胀传导机制 ，避免重蹈2021年误判通胀为“暂时性”的覆辙。鲍威尔强调劳动力市场已从“过热”转向“温和放缓”，企业可能从减少招聘转向裁员。鲍威尔透露， 美联储正重新定义“就业不足”，弱化失业率与通胀的直接关联 ，避免将低失业率本身视为加息信号。	鲍威尔强调在通胀未完全受控前保持 “观望”态度 ，需等待更多数据验证关税对通胀和就业的实际影响。鲍威尔透露，美联储正启动对 2020年货币政策框架的全面审查，重点调整“就业不足”和“平均通胀目标” 的表述。新框架将淡化失业率与通胀的线性关联， 允许通胀在短期内偏离2%目标以换取就业市场稳定 。鲍威尔称，这一调整旨在应对疫情后经济结构的深刻变化，包括实际利率上升、供应冲击常态化等挑战。 框架调整结果预计于8-9月公布 ，可能标志着美联储从“危机应对模式”转向“长期韧性建设”。鲍威尔强调，美联储需通过清晰沟通引导市场预期，尤其是在冲击更频繁的时期。他表示， 未来将减少对利率路径的明确承诺 ，转而强调“数据依赖”与“灵活性”。

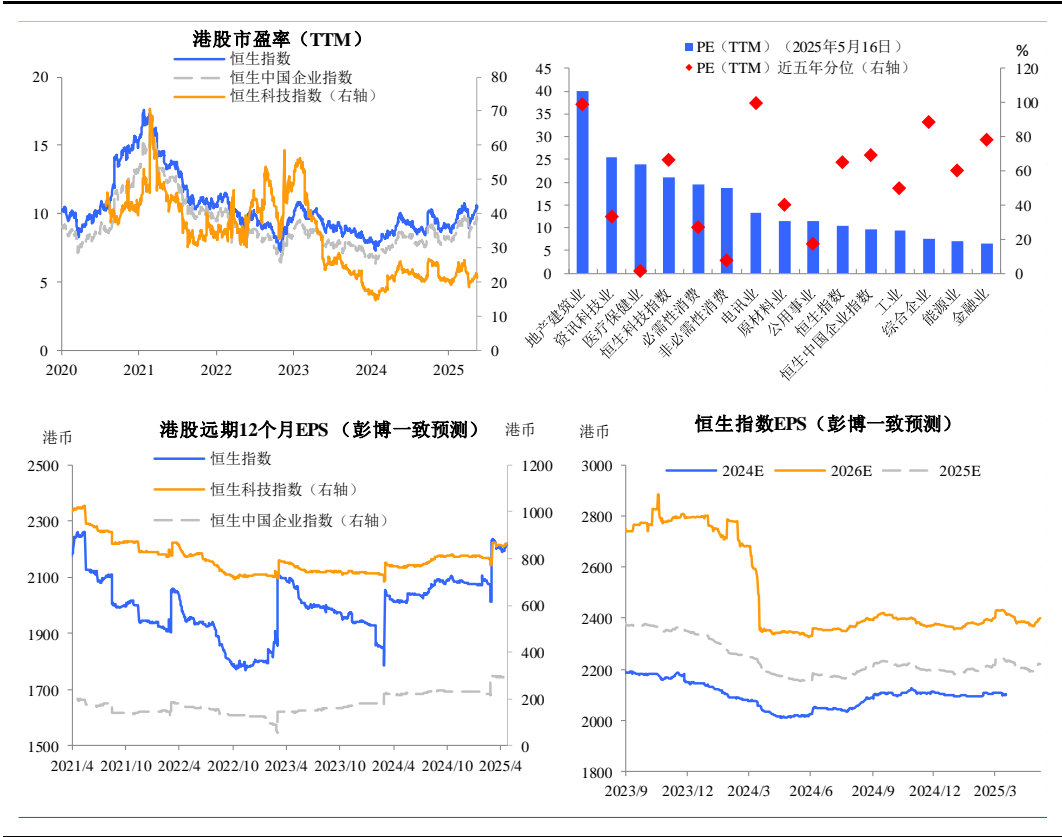
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3：恒生指数本周继续上涨，涨幅走阔



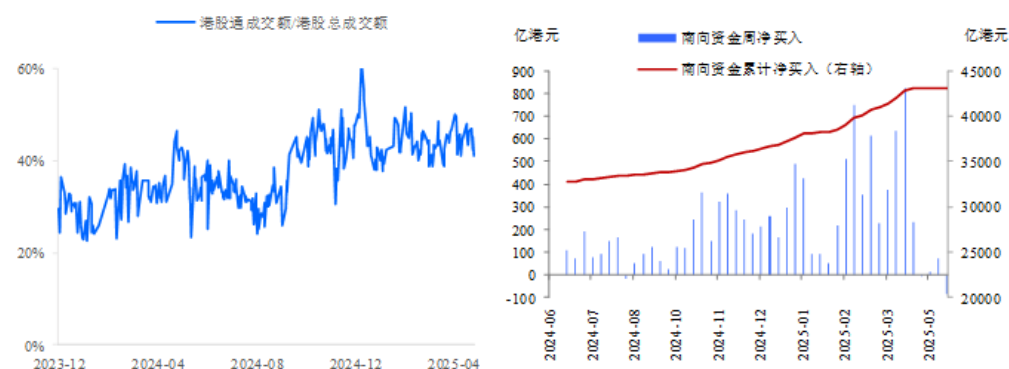
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图4: 港股 PE 及 EPS



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

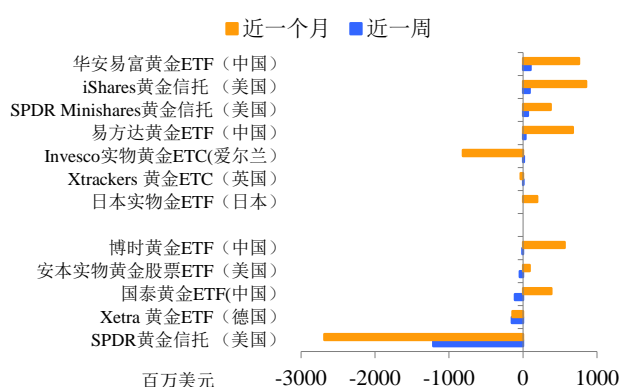
图5: 南下资金大幅流出, 资讯和非必选消费行业大幅卖出



港股通当周净买入额 (周, 亿元)									
	2025/3/28	2025/4/4	2025/4/11	2025/4/18	2025/4/25	2025/5/2	2025/5/9	2025/5/16	年初至今
金融业	43.5	22.8	28.4	51.0	14.9	-17.7	27.3	63.1	1229.7
资讯科技业	-43.0	10.2	46.1	61.2	-2.2	-31.6	-0.1	-110.5	1083.7
能源业	14.3	18.9	17.7	34.7	8.1	-1.5	1.0	22.2	273.2
电讯业	3.6	24.0	22.1	17.8	-4.4	-8.9	2.0	3.0	350.3
非必需性消费	36.3	124.9	128.8	145.0	77.4	-13.6	69.4	-23.4	1845.9
医疗保健业	31.1	51.7	54.6	67.5	46.8	24.3	7.7	7.8	552.5
工业	11.7	17.3	25.3	9.8	0.2	-1.4	1.1	-9.7	161.0
公用事业	13.3	25.8	20.7	11.8	10.1	2.6	3.1	-2.3	237.3
地产建筑业	21.2	18.0	15.6	0.9	0.5	-1.1	0.04	-7.92	175.0
原材料业	25.1	8.4	4.3	24.2	11.9	-4.1	-2.4	-7.0	187.9
必需性消费	1.3	3.5	3.3	5.0	-7.3	-6.7	-2.3	3.6	51.2
综合企业	2.7	0.1	-0.2	1.8	1.2	-0.1	-0.2	0.6	28.2

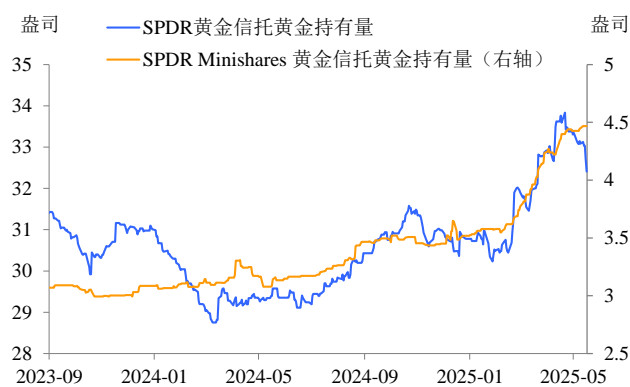
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 主要购买黄金 ETF 的国家集中在英国



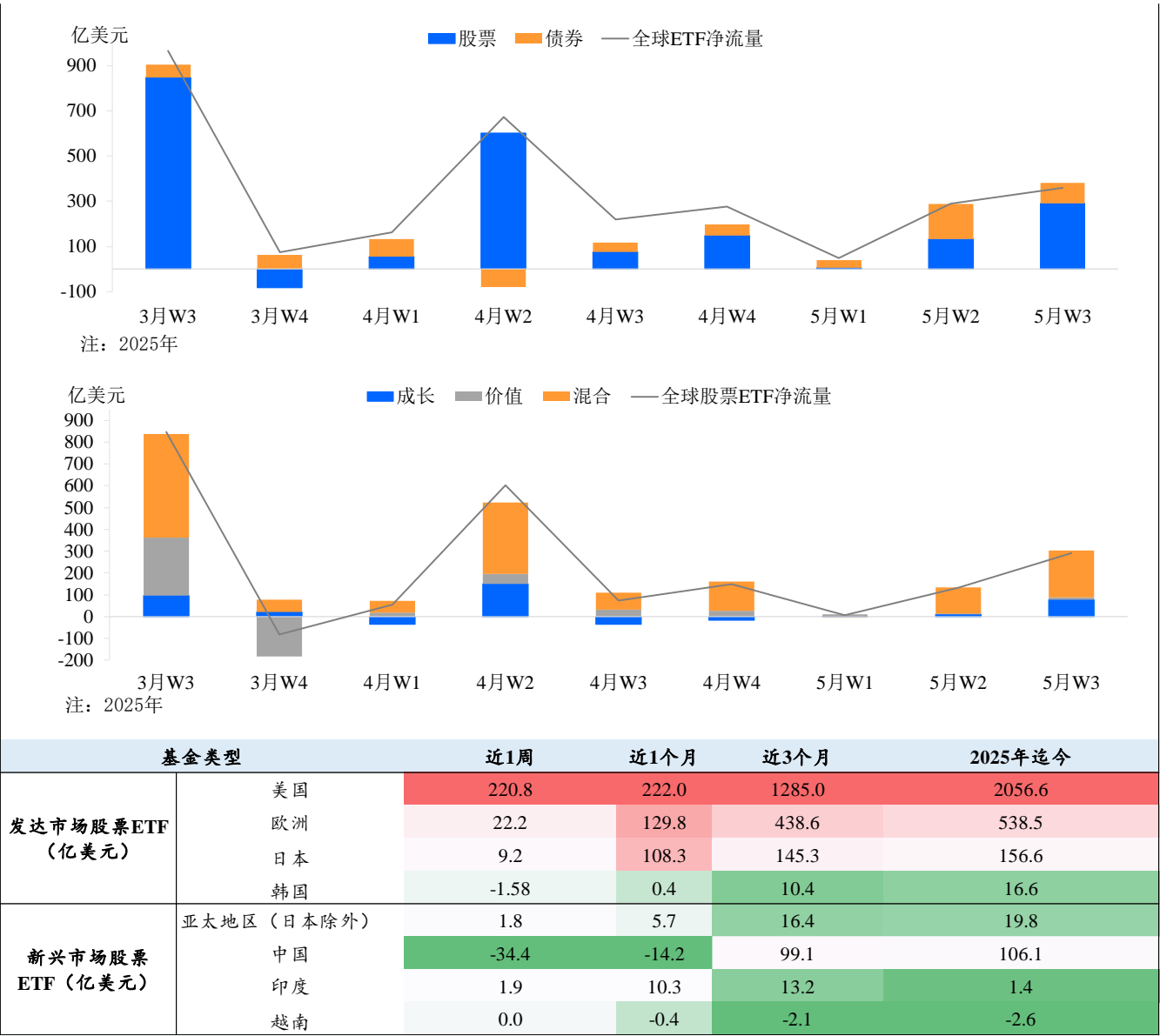
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 机构边际减持黄金, 散户边际增持黄金



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美国



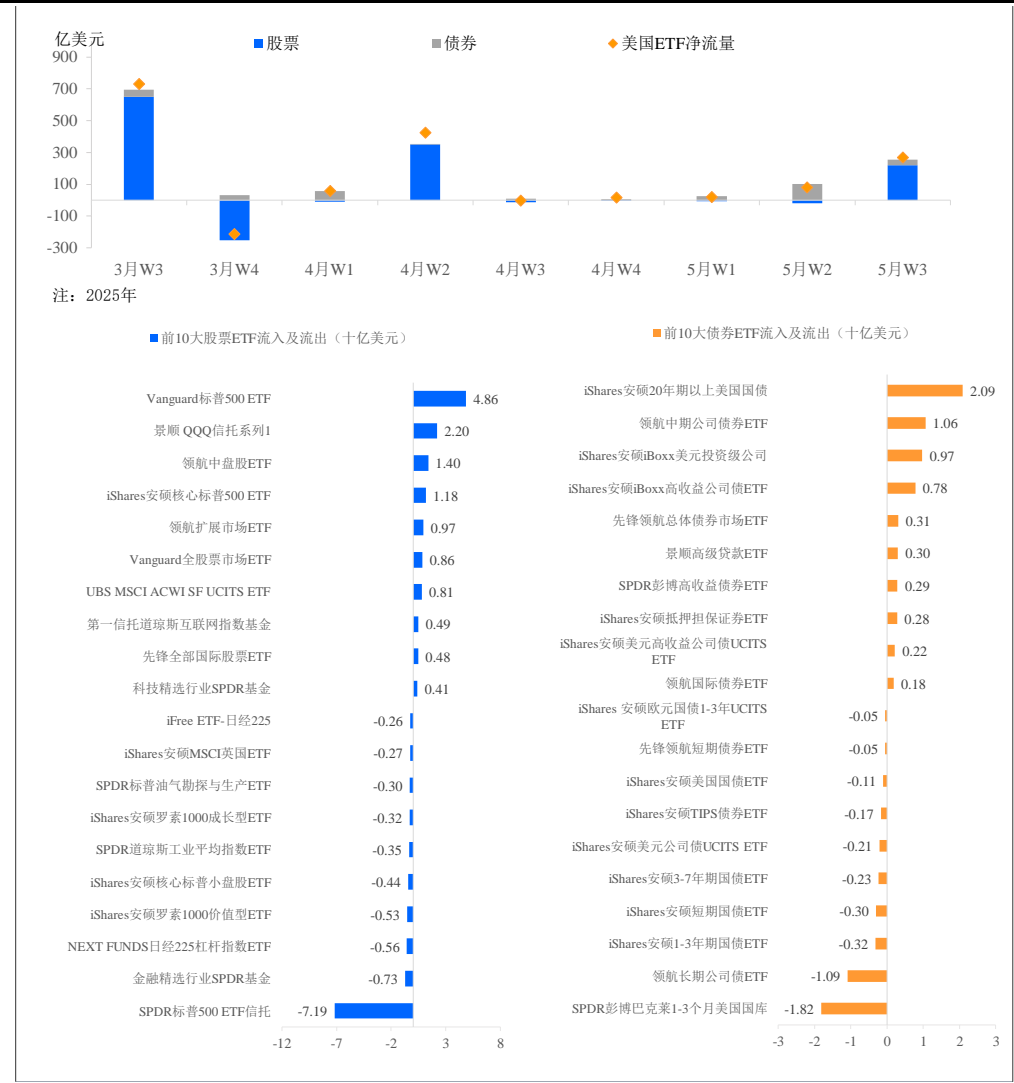
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：本周股票 ETF 中，流入科技行业的资金最多，流出能源行业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-0.1	-3.9	2.1	25.0	27.4
可选消费	-0.7	0.5	-1.2	-28.2	-24.6
必选消费	1.3	0.4	1.2	5.1	3.3
能源	-3.3	-8.1	-17.7	-53.7	-72.8
金融	3.6	7.7	-9.2	-11.2	56.2
医疗保健	3.0	-3.0	-2.5	-12.8	-29.7
工业	2.5	8.5	16.3	49.6	78.9
材料	-1.3	-3.0	-18.0	-33.6	-47.3
科技	1.6	11.2	31.4	110.9	141.5
公用事业	0.3	-0.9	9.7	29.0	36.6

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美国 ETF（股+债）净流入加速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：重点关注 5 月 22 日标普全球-美国综合 PMI

周一 (2025/5/19)	周二 (2025/5/20)	周三 (2025/5/21)	周四 (2025/5/22)	周五 (2025/5/23)
美国-世界大型企业研究会领先 指数环比 欧元区-CPI同比 欧元区-CPI月环比 日本-第三产业指数月环比	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 欧元区-失业率 日本-贸易余额	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-标普全球美国综合PMI 欧元区-制造业信心指数 欧元区-企业信心指数 日本-核心机械新订单环比、同比 日本-Jibun银行日本综合PMI 印度-汇丰银行印度综合PMI	美国-新住宅销售年率 欧元区-PPI同比 日本-CPI同比 印度-外汇储备额

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>