

策略点评 20251020

多事之秋，反弹不畅——港股&海外周观察

2025 年 10 月 20 日

■ 本周（2025 年 10 月 13 日-2025 年 10 月 17 日）发达市场上涨，新兴市场下跌。从变化幅度来看，发达市场上涨 1.4%，新兴市场下跌 0.3%

■ 港股：本周恒生科技下跌 8.0%，恒指下跌 4.0%，恒生港股通下跌 4.0%。行业上，公用事业领涨。南向资金主要流入金融业和非必需性消费，主要流出资讯科技业。

近期事件较多，我们认为港股短期波动或没有结束，但长期上行趋势并未改变。

其一，短期经济数据、中美关税消息、美国科技股财报、四中全会等都会影响港股交易节奏和风格。

其二，科技板块仍有波动加大风险。除宏观背景，美国科技龙头财报表现也会从产业趋势上影响中国科技股交易节奏。我们对 AI 趋势乐观，恒生科技股跌出来的机会渐显，中长期向上趋势还在。

其三，短期市场避险情绪上升，交易分歧加大。本周南向资金有低价抄底之势，但方向有分歧，部分外资仍继续卖出。

其四，过去 10 年 10 月平均胜率，11-12 月红利优势相对凸显。

■ 美股：本周纳指领涨 2.1%，标普 500 上涨 1.7%，道指上涨 1.6%。行业上，房地产、必选消费领涨；金融领跌。中美摩擦忧虑与美国信贷担忧扰动下美股仍较为有韧性，美股整体收涨。具体来看：

其一，鲍威尔态度放鸽。鲍威尔讲话延续 9 月会议论调，强调就业下行风险及退出缩表预期：他进一步强调就业下行风险，且承认“流动性条件正逐步收紧”并重申“计划在储备金略高于充足水平时停止缩表”，指出“未来数月可能接近该时点”。我们认为在政府停摆就业数据缺失的背景下，大概率 10 月延续前期政策路径，10 月降息仍是最优解。

其二，中美贸易摩擦反复。中方呈现坚定并稳固的贸易谈判态度，坚持底线原则背景下不主动升级摩擦。美方态度反复不定：先是释放软化信号，美方贸易代表表明“100%关税是否落地取决于中国怎么做”，某种程度上在关税方面保留缓和余地。随后特朗普威胁对进口到美国的中国食用油实施禁运，以报复中国不再购买美国大豆。本周五特朗普态度再度软化：在被问及是否会维持对华高额关税时表示，他表示“不会”。

其三，区域性银行因信贷拨备疲软承压，银行业再度动荡。美国两家区域银行 Zion 和 Western Alliance 各披露了一笔信贷诈骗并提起诉讼，且两家银行的坏账来源均来自商业抵押贷款，不良贷款引发市场对经济信贷质量的担忧。我们认为地区银行信贷事件大概率仍是“孤立事件”：主要原因是相比于流动性危机所造成的硅谷银行破产，这两家银行更多的是信贷质量问题，且负债端不完全都是活期存款，负债占比显著低于硅谷银行，因此尚不足以构成流动性挤兑。不过背后反映出的周期性风险值得注意，考虑美国中低收入群体收入来源主要为工资，他们正承受关税、通胀及就业放缓的多重压力。

其四，政府关门僵局持续。美国政府停摆已经拖至第三周，参议院本周三进行第 9 次尝试，仍未达到所需的 60 票门槛，再次未能推进临时预算案，使得政府关门的局面依然未解决。

短期来看，美股波动加大，“每调买机”仍是共识。市场回归事件驱动，核心在于中美。美国政府停摆进入第三周，如果更长时间的停摆将会加剧负面影响，以及出现经济意外。中美贸易如果进一步升级，这无疑给“内忧”的美国经济再次蒙阴，高关税落地将增加美国通胀风险，阻碍降息空间。且考虑双方仍依赖彼此关键技术供给，因此战术性休战是基本预期。此外关注美元流动性收紧，或进一步加剧市场波动。近期美元净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）持续下行，美联储逆回购几近枯

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

相关研究

《AI 商业化落地提速，产业协同进入新阶段》

2025-10-19

《调整之后，科技哪些方向能关注？》

2025-10-19

竭，需求下降至 41 亿美元，银行准备金减少约 457 亿美元，跌破 3 万亿美元。美联储持续 QT 加剧流动性紧张，或使银行“放贷难”从而加剧市场波动。

从技术层面来看，截至 10 月 17 日，标普 500 市场广度上升至 61%，市场宽度在扩大。

中长期来看，美股回归由经济基本面和企业盈利韧性所主导的轨道上，主要趋势依然向上。一是，在宏观政策“三降”——降利率、降关税、降企业税，叠加放松监管的政策催化下，美国经济强劲增长。更重要的是，人工智能投资支出不断推动科技繁荣，美股背景依然有利。二是，关于泡沫，我们认为一方面，Mag7 的 PE 中值为 27，离金融泡沫顶峰时期（科网泡沫及漂亮 50 时期）的典型估值水平仍有距离；另一方面，当前美股的快速上涨，主要源于持续的利润增长，而非完全对未来过度投机。进一步看尤其是美国科技，盈利势头一直是近期股价的一个重要驱动因素，美股上涨较为健康。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 8 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托（+\$40.8 亿美元），其次是华安易富黄金 ETF（+\$6.6 亿美元），第三是 SPDR Minishares 黄金信托（+\$6.1 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国和中国；**全球主要黄金 ETF 有 2 支减持**，流出最多的是 Invesco 实物黄金 ETC（-\$3.7 亿美元），其次是 Xtrackers 黄金 ETC（-\$0.3 亿美元）。

机构边际小幅增持黄金，散户维持不变。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 36.50 百万盎司（周环比+1.7%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.59 百万盎司（周环比 0%）。

全球资金：全球股票 ETF 净流入加速、债券 ETF 净流入减速。全球股票 ETF 净流入\$446.43 亿美元，边际流入\$179.04 亿美元，全球债券 ETF 净流入\$75.76 亿美元，边际流出\$205.18 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（+\$231.7 亿美元），其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流入最少（+\$0.8 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流入最多（+\$66.8 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、材料和医疗保健；净流出行业为通信。

■ 下周重点关注数据及事件:

基本面方面: 10 月 24 日，欧元区 10 月制造业 PMI 初值；美国 9 月 CPI 同比、10 月 Markit 制造业 PMI 初值。

事件方面: 1) 10 月 21 日，美联储举行支付创新会议；2) 10 月 22 日，中国固态电池大会；3) 10 月 24 日，小鹏汽车科技日、中国低空经济创新应用与标准化推进大会、十四届全国人大常委会第十八次会议 10 月 24 日至 28 日在北京举行。

财报方面: 1) 10 月 20 日，宁德时代、科大讯飞第三季报；2) 10 月 21 日，可口可乐、保利发展、中国移动、中国电信第三季报；3) 10 月 22 日，中国联通、同花顺第三季报，特斯拉和 IBM 财报；4) 10 月 23 日，英特尔财报；5) 10 月 24 日，宝洁财报。

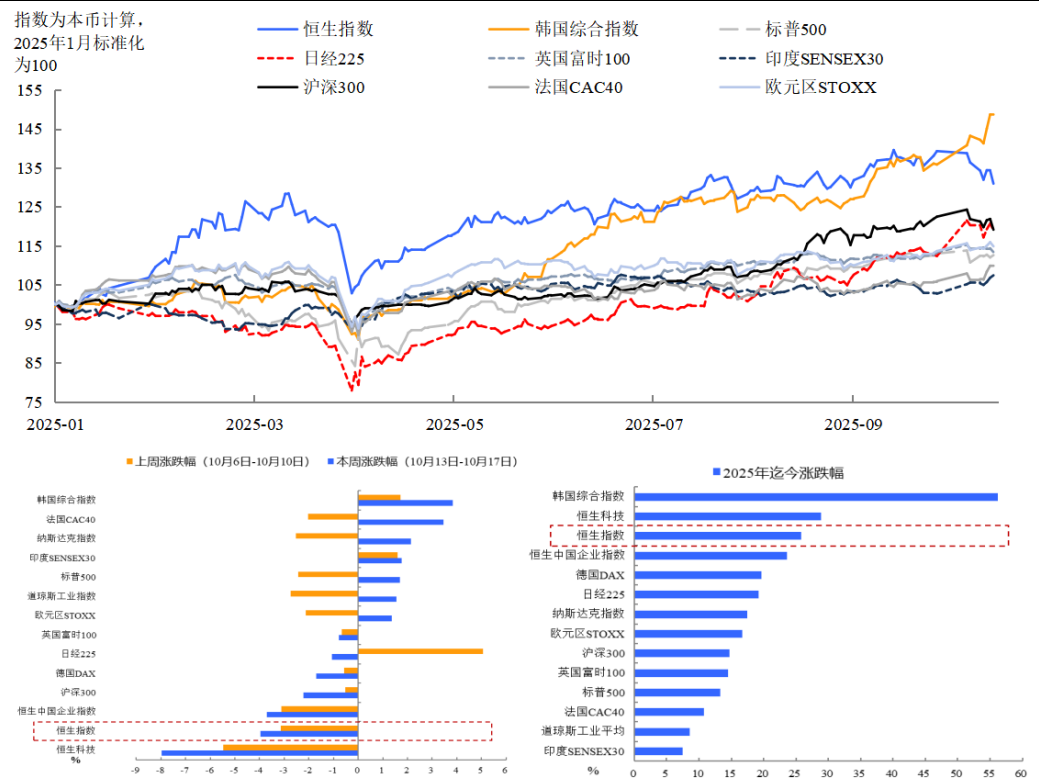
- **风险提示**: 美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场上涨，新兴市场下跌



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周下跌



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

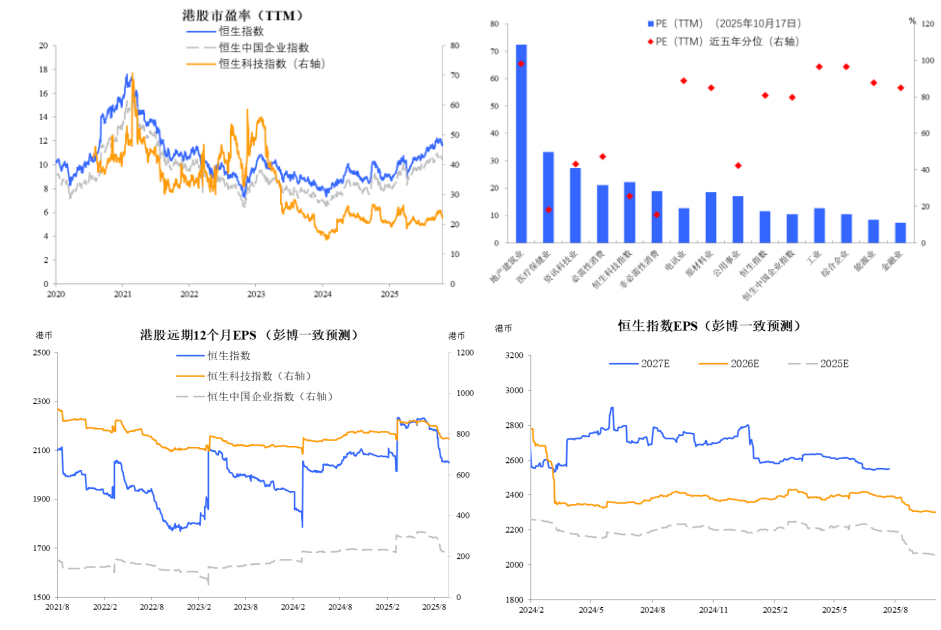
图3：港股周度涨跌幅

港股周度涨跌幅 (%)									
板块	2025/8/29	2025/9/5	2025/9/12	2025/9/19	2025/9/26	2025/10/3	2025/10/10	2025/10/17	年初至今
主要指数									
恒生指数	-1.0	1.4	3.8	0.6	-1.6	3.9	-3.1	-4.0	25.9
恒生科技指数	0.5	0.2	5.3	5.1	-1.6	6.9	-5.5	-8.0	28.9
恒生中国企业指数	-1.5	1.2	3.4	1.1	-1.8	3.8	-3.1	-3.7	23.6
恒生港股通	-1.4	1.5	3.8	0.3	-1.1	4.4	-3.4	-4.0	31.6
红利指数									
恒生中国内地企业高股息率	-2.1	1.4	1.6	-1.4	-3.4	0.7	0.9	0.9	20.4
恒生港股通高股息率	-2.0	0.5	2.3	-1.3	-3.2	0.5	0.6	0.7	18.3
恒生港股通中国央企红利	-1.8	0.6	3.6	-1.3	-3.5	1.1	1.1	1.1	22.2
恒生港股通高股息低波动	-1.7	0.4	0.9	-0.9	-2.8	0.1	1.6	1.2	17.5
风格指数									
恒生大型股	-1.2	1.9	4.5	0.7	-1.0	4.2	-3.7	-4.2	29.3
恒生中型股	-1.3	-0.1	2.2	-1.0	-2.3	4.8	-1.8	-3.7	35.0
恒生小型股	0.1	-0.4	2.6	-0.2	-1.9	4.5	-3.2	-3.7	36.5
行业指数									
工业	-1.5	0.0	1.6	1.1	-1.3	4.0	-1.8	-2.8	23.3
资讯科技业	0.7	0.3	6.0	1.8	-0.9	5.3	-4.5	-8.2	43.6
地产建筑业	-2.1	0.1	5.7	-2.8	-3.3	1.2	1.3	-2.8	16.6
电讯业	-1.4	-3.7	2.4	-1.8	-1.8	-0.1	0.6	0.3	12.6
非必需性消费	-2.1	3.6	5.6	4.9	-0.1	6.8	-6.7	-5.7	28.7
必需性消费	0.1	-0.4	2.3	-0.4	-3.2	0.3	0.0	-2.1	13.7
医疗保健业	-3.4	7.1	-1.4	-1.8	-2.8	6.6	-6.3	-5.9	74.9
原材料业	9.2	6.6	6.3	-2.4	2.5	10.1	1.1	-5.2	125.9
综合企业	-2.1	0.6	4.1	-2.5	-3.9	1.4	1.6	-2.8	15.2
金融业	-2.0	-0.1	3.6	-3.0	-1.8	2.3	-1.4	-0.9	27.2
公用事业	-0.5	1.2	1.8	-2.3	-1.8	0.8	1.6	1.4	5.1
能源业	0.7	1.6	-1.2	0.3	-1.8	0.1	1.4	0.3	5.4

注：周涨跌幅为当周末收盘价/上周末收盘价，年初迄今为2025年年初迄今。

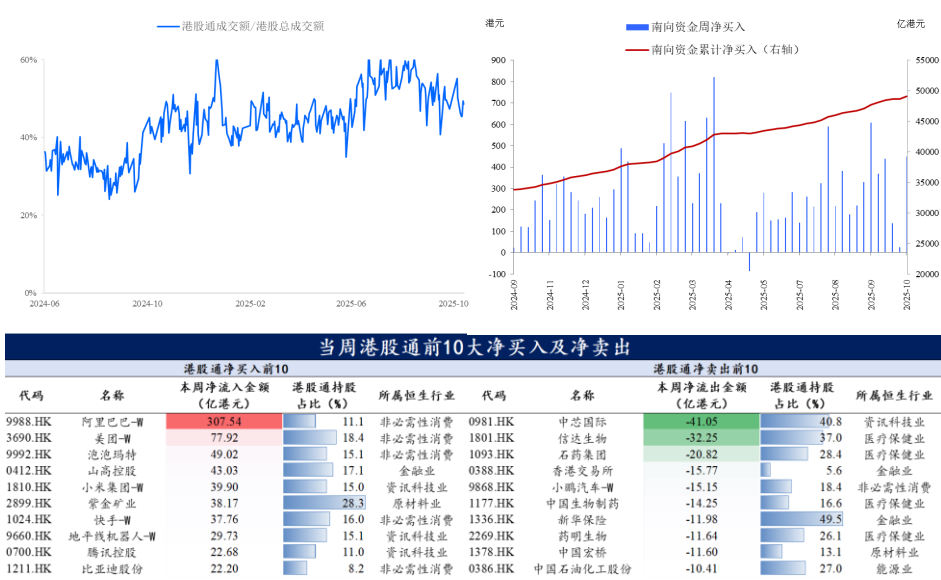
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：南下资金净流入加速，当周港股通前 10 大净买入及净卖出



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：过去 10 年 10 月平均胜率，11-12 月红利优势相对凸显

近10年港股指数及行业四季度历史效应													
		绝对胜率				相对恒生综指胜率				平均涨跌幅(%)			
板块/指数		四季度	10月	11月	12月	四季度	10月	11月	12月	四季度	10月	11月	12月
主要指数	恒生指数	50%	50%	40%	60%	40%	50%	30%	60%	2.60	-0.50	3.05	1.59
	恒生科技指数	50%	60%	70%	40%	60%	70%	80%	40%	3.58	0.15	5.03	-0.01
	恒生中国企业指数	50%	60%	40%	50%	40%	70%	20%	20%	2.24	0.29	2.77	0.88
	恒生港股通	50%	40%	50%	50%	90%	60%	50%	60%	3.28	-0.38	3.53	1.52
红利	恒生中国内地企业高股息率	50%	40%	50%	70%	50%	40%	50%	60%	1.68	-1.10	3.02	1.43
	恒生港股通高股息率	50%	40%	40%	60%	50%	50%	40%	70%	1.74	-1.09	2.61	1.60
	恒生港股通中国央企红利	83%	50%	50%	83%	67%	50%	50%	67%	6.27	-1.81	5.13	4.56
	恒生港股通高股息低波动	75%	38%	63%	75%	50%	50%	63%	63%	3.81	-1.50	3.92	2.41
风格	恒生大型股	50%	50%	40%	50%	50%	50%	30%	70%	2.82	-0.44	3.37	1.48
	恒生中型股	50%	50%	50%	50%	60%	60%	70%	20%	2.94	-0.74	3.93	0.86
	恒生小型股	60%	40%	60%	50%	30%	30%	60%	30%	2.42	-1.58	3.38	1.10
行业	公用事业	70%	40%	30%	80%	40%	40%	20%	50%	1.65	-1.24	1.10	2.58
	资讯科技业	60%	50%	60%	50%	50%	50%	70%	50%	4.98	0.08	5.48	1.64
	必需性消费	60%	50%	40%	60%	40%	40%	50%	60%	2.24	-1.65	2.56	2.72
	金融业	60%	60%	60%	80%	90%	80%	60%	60%	5.49	0.61	4.17	2.23
	工业	50%	40%	60%	60%	60%	50%	70%	50%	4.46	-0.74	4.48	1.60
	地产建筑业	50%	30%	30%	50%	20%	20%	30%	60%	-0.70	-3.06	3.07	0.84
	非必需性消费	50%	60%	50%	50%	70%	40%	60%	50%	3.50	-0.41	4.23	1.08
	医疗保健业	50%	60%	60%	50%	70%	60%	50%	40%	2.79	0.45	2.84	-0.79
	原材料业	50%	20%	50%	60%	50%	40%	40%	50%	3.65	-1.26	4.57	0.90
	综合企业	50%	40%	40%	70%	30%	30%	30%	40%	1.08	-1.51	2.05	1.54
	能源业	50%	30%	40%	60%	30%	30%	30%	60%	-1.59	-1.88	0.66	1.19
	电讯业	20%	30%	50%	40%	40%	40%	40%	60%	-2.02	-2.22	0.54	0.51

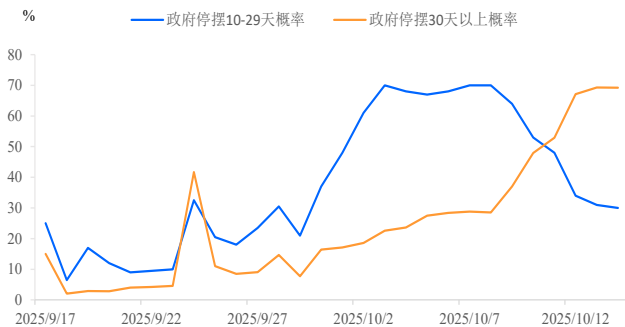
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：重要官员讲话

国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储主席鲍威尔	2025/10/15	通胀压力主要由关税推动，人工智能对生产力的影响尚在评估中。经济表现超出预期，但劳动力市场面临下行风险，政策需平衡应对。	鲍威尔强调货币政策将由数据和风险评估驱动，强调灵活应对经济变化。就业市场风险上升，支持9月降息的可能性，同时关注关税对通胀的影响。资产负债表逐步缩减，美联储保持政策工具箱的有效性和灵活性。
波士顿联储主席柯林斯	2025/10/15	柯林斯指出有利的金融状况将支持家庭，且随着关税影响减弱，通胀有望缓解。尽管通胀风险得到控制，但关税仍会推高物价，政策没有预设的轨道，可能保持稳定或温和紧缩。就业市场面临上行风险，预计经济增长加快，失业率略升，通胀水平将上升，招聘有望增加。	美联储柯林斯认为鉴于通胀风险降低和就业市场担忧，进一步降息是审慎的选择。柯林斯强调通胀仍是首要关注点，关税影响需时间显现，未来就业状况有望改善，可能再降息25个基点。
美联储理事米兰	2025/10/15	他提到移民政策变化影响人口结构，劳动力市场疲软，住房市场低迷，显示紧缩政策效果。米兰预计未来一年内通胀将显著回落，核心PCE通胀率将在一年半内降至2%，并关注经济数据的滞后性。	美联储理事米兰指出当前下行风险加大，政策需转向中性以应对经济冲击。米兰强调对中性利率的难以把握及未来利率调整的可能性，包括今年内两次降息的预期。他强调美联储的独立性，反对政治干预，认为应避免将气候和种族政治纳入货币政策决策。
美联储理事米兰	2025/10/16	米兰指出通胀受住房驱动，若未明显下降需重新评估经济前景，强调政策应避免政治偏见。曾一度消散的经济不确定性再度浮现。关税可能仍会引发通货膨胀，但目前尚未看到这一现象。尽快停止缩表是有道理的，预计2025年经济增长率约为2%。	美联储理事米兰认为人工智能投资可能推高中性利率，影响货币政策走向。米兰强调当前政策比预期更为紧缩，主要受住房成本和移民政策变化影响。他建议减少对渐进式政策调整的依赖强调数据表现的重要性，并灵活应对经济变化。他预期未来生产率提升，放松监管有助于经济增长，但对资产负债表和量化紧缩持谨慎态度。美联储应该降息50个基点，但预计实际将降25个基点。
美联储理事沃勒	2025/10/16	沃勒指出劳动力市场数据与经济增长迹象存在矛盾，强调就业状况是当前关注重点。他强调劳动力供需双双下降的罕见情况，以及移民潮对劳动力市场的掩盖作用。沃勒对美联储资产负债表的构成和未来预测持谨慎态度，强调财政政策的构成和重要性，以及赤字不可持续性。	他认为关税对通胀影响有限，预计通胀将达到2%，并强调利率前景取决于劳动力市场表现。沃勒提到中性利率低于当前联邦基金利率约100至125个基点，暗示未来货币政策调整空间。

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图8：2025 年，美国政府停摆时长预期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：市场对年内降息预期加强



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：市场预期美国对中国的 100%关税基本不会在 11 月 1 日落地

**100% tariff on China in effect by November 1?**

🔗 📌

\$458,836 Vol. 🕒 Nov 1, 2025

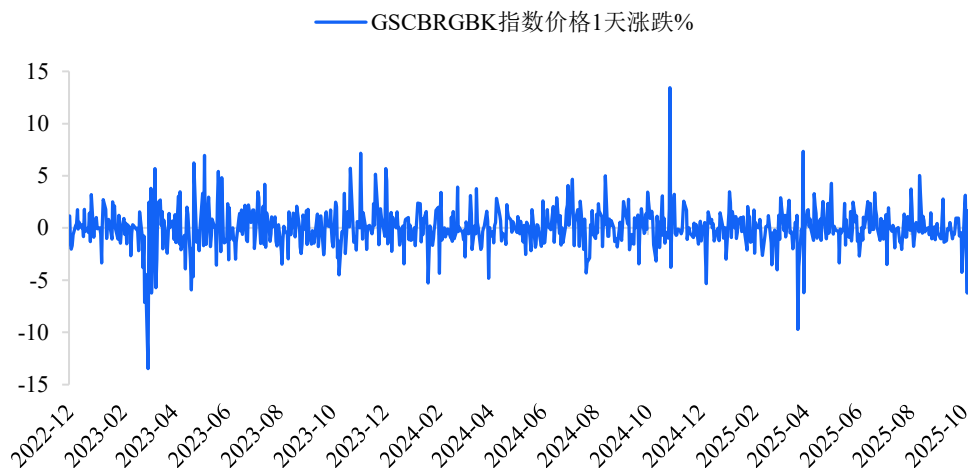
6% chance ❤️ 39%

Polymarket



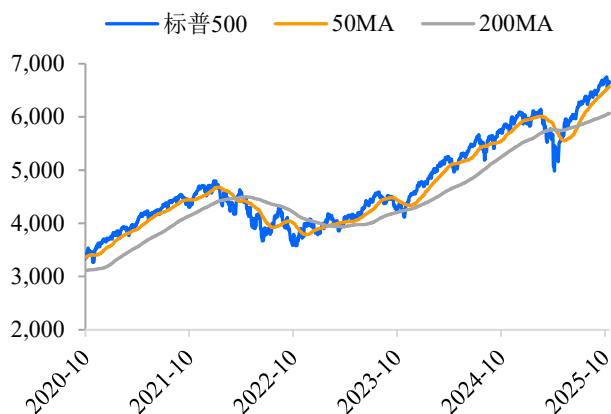
数据来源：Polymarket，东吴证券研究所

图11: 区域银行隐忧遭遇自硅谷银行破产以来最惨单日表现



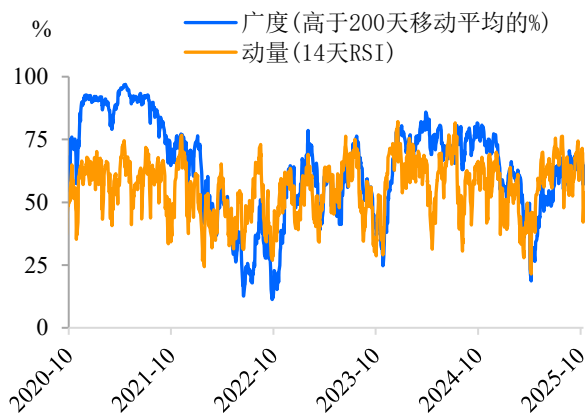
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 标普500的50及200日均线均向上



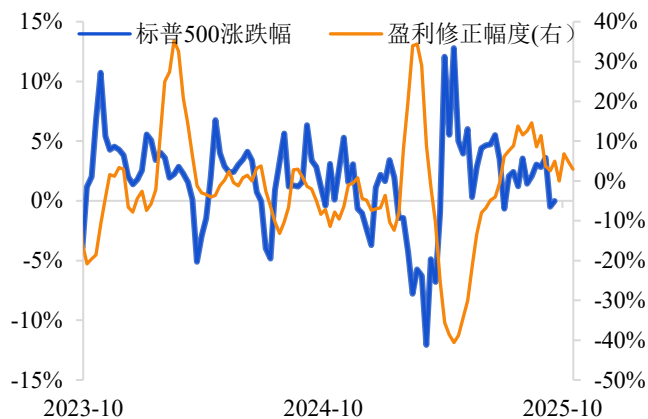
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 市场广度持续边际上升至61%



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14：美股的盈利修正幅度斜率向下



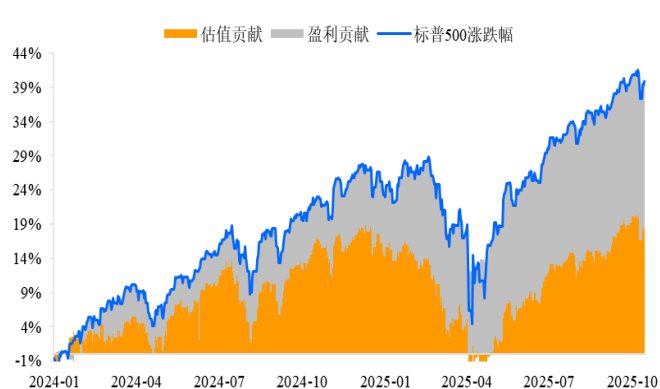
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：美股风险溢价下降



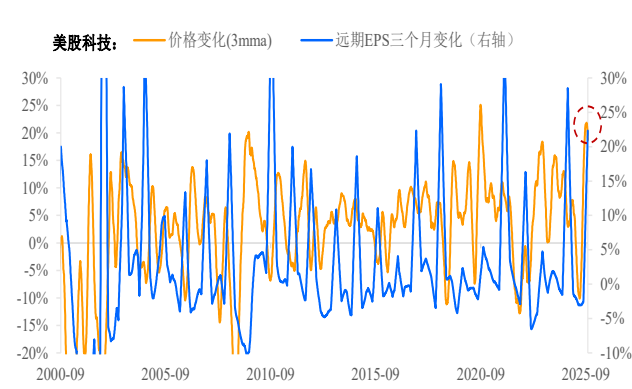
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：美股上涨主要依赖于持续的盈利表现



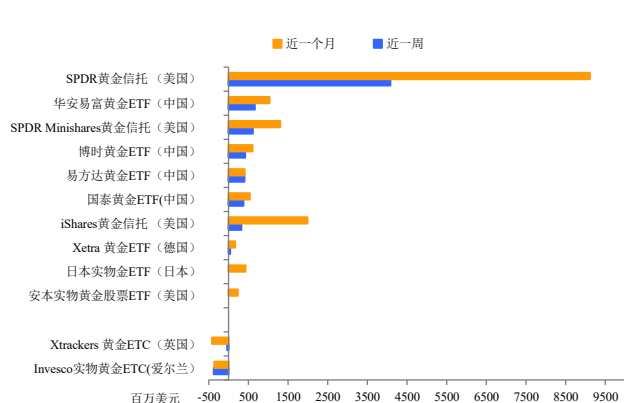
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：美国科技上涨与业绩高度相关



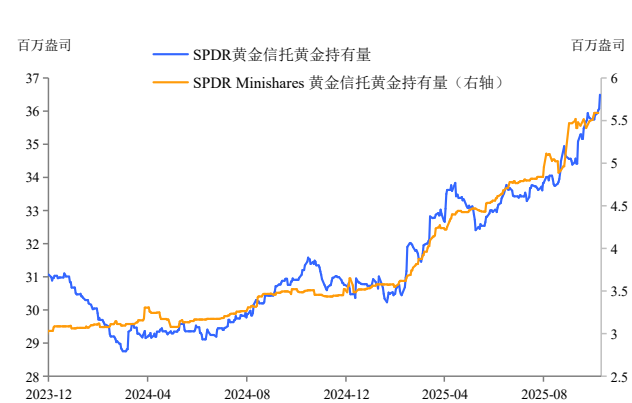
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：主要购买黄金ETF的国家集中在美国和中国



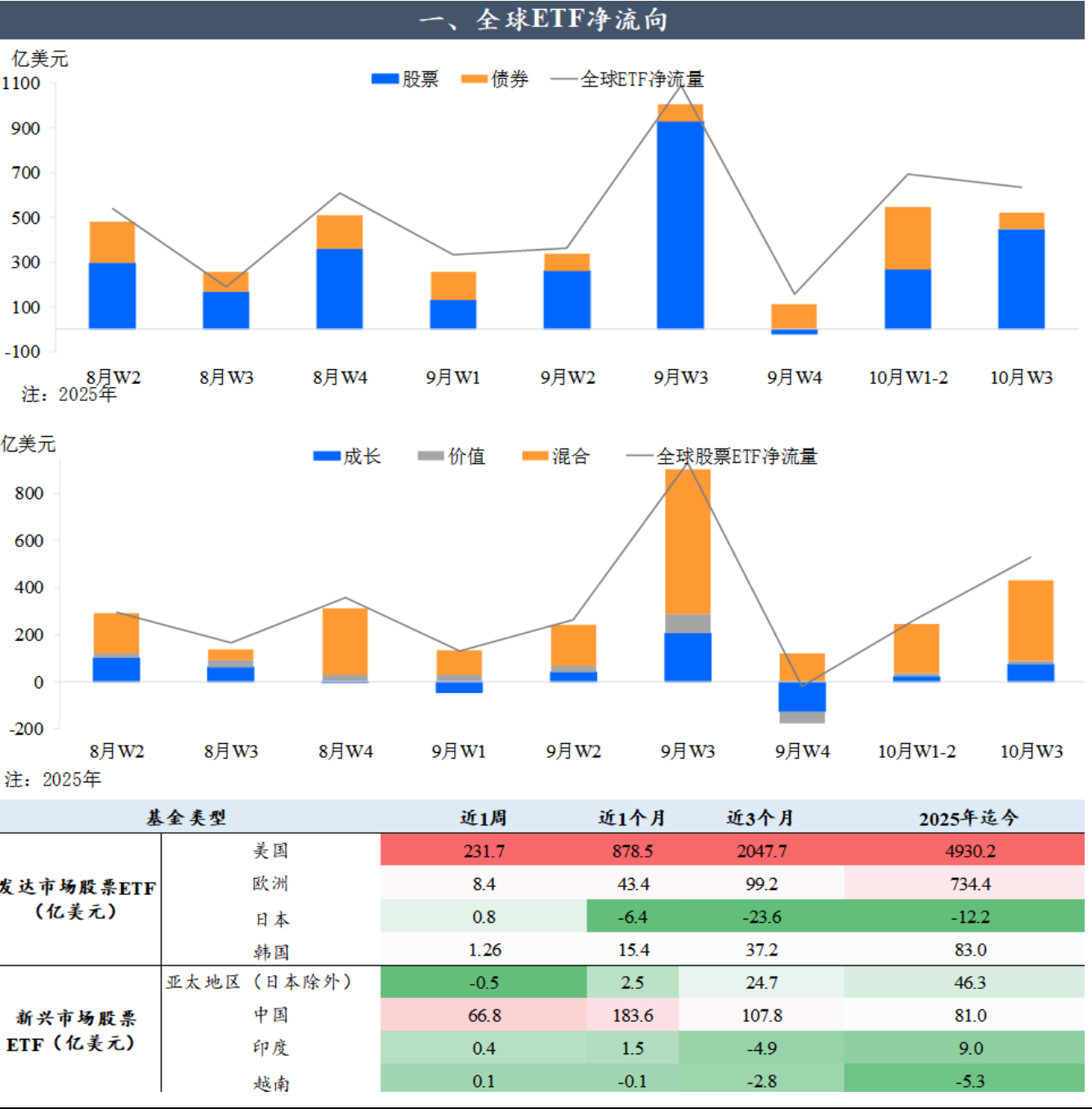
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图19：机构边际小幅增持黄金，散户维持不变



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图20：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入地区为美国



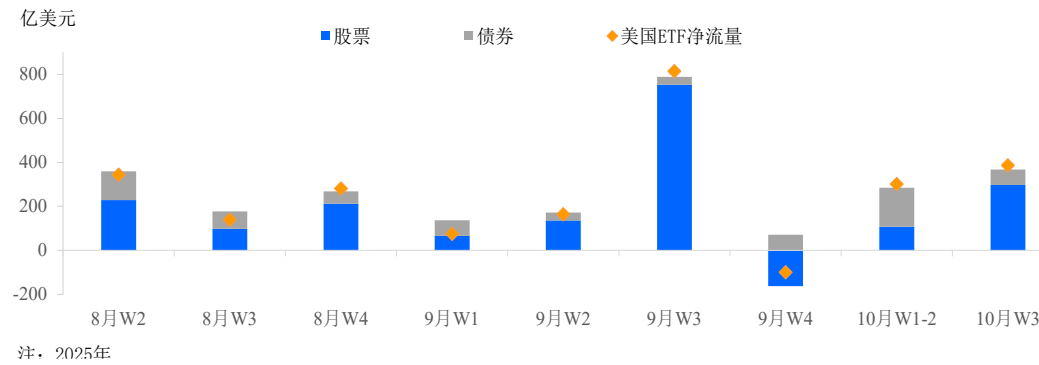
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图21：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出通信的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.1	-1.8	16.6	79.0	126.7
可选消费	-1.4	2.3	14.7	34.8	17.2
必选消费	2.2	4.4	17.3	28.6	21.0
能源	0.5	1.6	9.0	3.5	-60.3
金融	-6.3	12.7	74.1	200.0	275.4
医疗保健	-0.1	18.2	37.9	71.4	-8.5
工业	-0.2	3.4	31.9	74.9	228.4
材料	3.2	33.6	77.8	177.1	135.6
科技	9.2	77.9	192.9	231.6	524.9
公用事业	2.6	8.0	7.2	23.4	73.6

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图22：美国 ETF（股+债）净流入增加



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图23：重点关注 10 月 24 日，美国 9 月 CPI 同比、10 月 Markit 制造业 PMI 初值

周一 (2025/10/20)	周二 (2025/10/21)	周三 (2025/10/22)	周四 (2025/10/23)	周五 (2025/10/24)
	欧元区-失业率 欧元区-PPI同比	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-二手房销量年率	美国-CPI 月环比 美国-CPI 同比 美国-标普全球-美国制造业PMI 美国-新建住宅销量年率 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-HCOB法国、德国、欧元区制造业、服务业、综合PMI 欧元区-企业信心 日本-国民消费物价指数同比 日本-标普全球日本PMI制造业指数 印度-HSBC India PMI Mfg

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>