

策略点评 20250922

美国降息落地，后续看什么？——港股&海外周观察

2025 年 09 月 22 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 9 月 15 日-2025 年 9 月 19 日）发达市场和新兴市场均继续上涨。从涨幅来看，新兴市场领涨 1.1%，发达市场上涨 1.0%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 5.1%，恒指上涨 0.6%，恒生港股通上涨 0.3%。行业上，非必需性消费和资讯科技业领涨。我们认为港股仍在震荡上行趋势中，下行有底。

1、美联储降息靴子落地，港股上涨更取决于产业景气度和基本面边际变化。

2、当前外资对中国资产感兴趣的越来越多，但资金流入还处于早期阶段。美国降息后，全球资金会有一部分切入中国资产，但大规模流入还需等到经济基本面改善信号。

3、当前港股仍是结构性行情，建议自下而上寻相对低估的个股，持续关注景气赛道，比如：AI 科技、消费电子、新消费、创新药等。

4、国庆临近，关注港股日历效应。统计近 10 年历史数据，节前 5 个交易日恒指胜率为 70%，节后 5 个交易日港股涨幅明显，恒指平均上涨 1.6%，恒科平均上涨 2%。行业上，节前旅游消费，医药相关方向胜率更高；节后金融和资讯科技胜率更高。

■ 美股：本周纳指领涨 2.2%，标普 500 上涨 1.2%，道指上涨 1.0%。周四，标普 500、纳指 100 及罗素 2000 均创下新高。

首先，**美联储降息靴子落地**。美联储主要考虑就业下行风险，以及通胀上行风险降低的背景下，利率从限制性转向中性，如期降息 25bp。经济预测（Summary of Economic Projections）点阵图对 2025 年的降息预期，中值以 10-9 的微弱优势显示从 2 次增至 3 次，今年还剩余 2 次。但是随后在 2026 年和 2027 年各降息一次，分歧较为明显，显示最终利率降至 3.125%（此前为 3.375%）。

其次，**宏观经济初现复苏状态**。一方面，美国 9 月费城联储制造业指数大幅反弹达 23.2，远高于预期的 2.3 和前值-0.3，创下今年 1 月以来的新高。结构上看，新订单及出货指数显著上行，表明制造业活动增加的强劲势头；另一方面，美国当周（9 月 13 日）首次申请失业救济人数为 23.1 万人，较前周下降 3.2 万人，主要是德克萨斯州异常数据的正常化。考虑到德克萨斯州季节性就业变动，这种导致的异常数据波动往往是暂时的。因此目前来看，首次申请失业救济人数回到正常区间意味着新增失业人数相对稳定。

第三，**科技热潮持续**。英特尔与英伟达宣布合作，英伟达将向英特尔投资 50 亿美元，共同开发多代定制化的数据中心和个人电脑产品。在此前美国财政部和软银的投资已奠定基调的背景下，这一合作信息进一步催化美股科技的上涨。

最后，“三巫日”放量。周五，美股有超过 5.3 万亿美元名义价值的期权到期，其中包括 3 万亿美元的标普 500 指数期权和 9350 亿美元的个股期权，此次到期的名义未平仓合约规模创下历年 9 月的最高。在美联储释放持续宽松信号的背景下，大量期权到期引发了显著的“伽马挤压”效应。即做市商为对冲头寸被迫买入标的资产，从而推动股价上涨，市场成交量急剧攀升，进一步支撑了美股的反弹势头。

短期来看，我们认为美股以继续上行为主。AI 叙事主导上涨，对人工智能的狂热押注是核心引擎，在此基础上，美联储降息靴子落地，形成关税削减、减税政策、利率下调的“三降”宏观政策组合，给宏观经济增长提供隐形担保，为指数层面进一步提供支撑。在经济增长加速，美联储

相关研究

《政策与企业创新并进，AI 内部高低切》

2025-09-22

《除了芯片半导体，还能关注什么？》

2025-09-21

利率下行时，小盘成长的上涨弹性较于大盘可能更大。美股小盘股（年初至今上涨 8%）表现明显落后于大盘，降息周期开启，有望推动市场上涨结构的扩散，尤其是降息减弱中小企业短期债务压力，提升盈利预期及估值；且在降息的背景下，美国经济复苏提振中小盘情绪，小盘股有望迎来补涨。行业上来看，信息技术、医疗保健等成长股以及金融为代表的周期板块表现往往更优，对利率变动更加敏感，更加受益于降息带来的流动性宽松。

从技术层面来看，截至 9 月 20 日，标普 500 市场广度回落至 63%。从情绪来看，截至 9 月 20 日，美股风险溢价从上周的-0.62%下降至-0.75%，美股乐观情绪小幅上涨。

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，美国宏观有韧性，有“复苏”迹象。居民工资收入稳定，将对消费和名义增速形成一定支撑。此外美国财富效应也对美国的经济增长形成保障；二是，Token 持续暴增，AI 落地仍在加速，中长期趋势确定，业绩兑现成为主线，因此美股 AI 叙事在中长期仍可以得到延续；三是，政策端，美国降息、减税等政策发力，可以给下行的经济托底，形成对冲。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 8 支增持**，其中流入最多的是 iShares 黄金信托（+\$1061.85 亿美元），其次是 Invesco 实物黄金 ETC（+\$79.62 亿美元），第三是华安易富黄金 ETF（+\$45.44 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国、中国和爱尔兰；**全球主要黄金 ETF 有 3 支减持**，流出最多的是 SPDR 黄金信托（-\$268.11 亿美元），其次是博时黄金 ETF（-\$50.94 亿美元），第三是易方达黄金 ETF（-\$23.7 亿美元）。

机构边际小幅增持黄金，散户边际小幅减持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 35.08 百万盎司（周环比+1.8%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.48 百万盎司（周环比-0.3%）。

全球资金：全球股票 ETF 净流入增速、债券 ETF 净流入放缓。全球股票 ETF 净流入 \$929.72 亿美元，边际流入 \$668.17 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$73.99 亿美元，边际流出 \$3.57 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（+\$753.1 亿美元），其次是欧洲和日本。发达市场中韩国股票本周净流入最少（+\$0.93 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流入最多（+\$10.8 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、金融和通信；净流出行业为能源和必选消费。

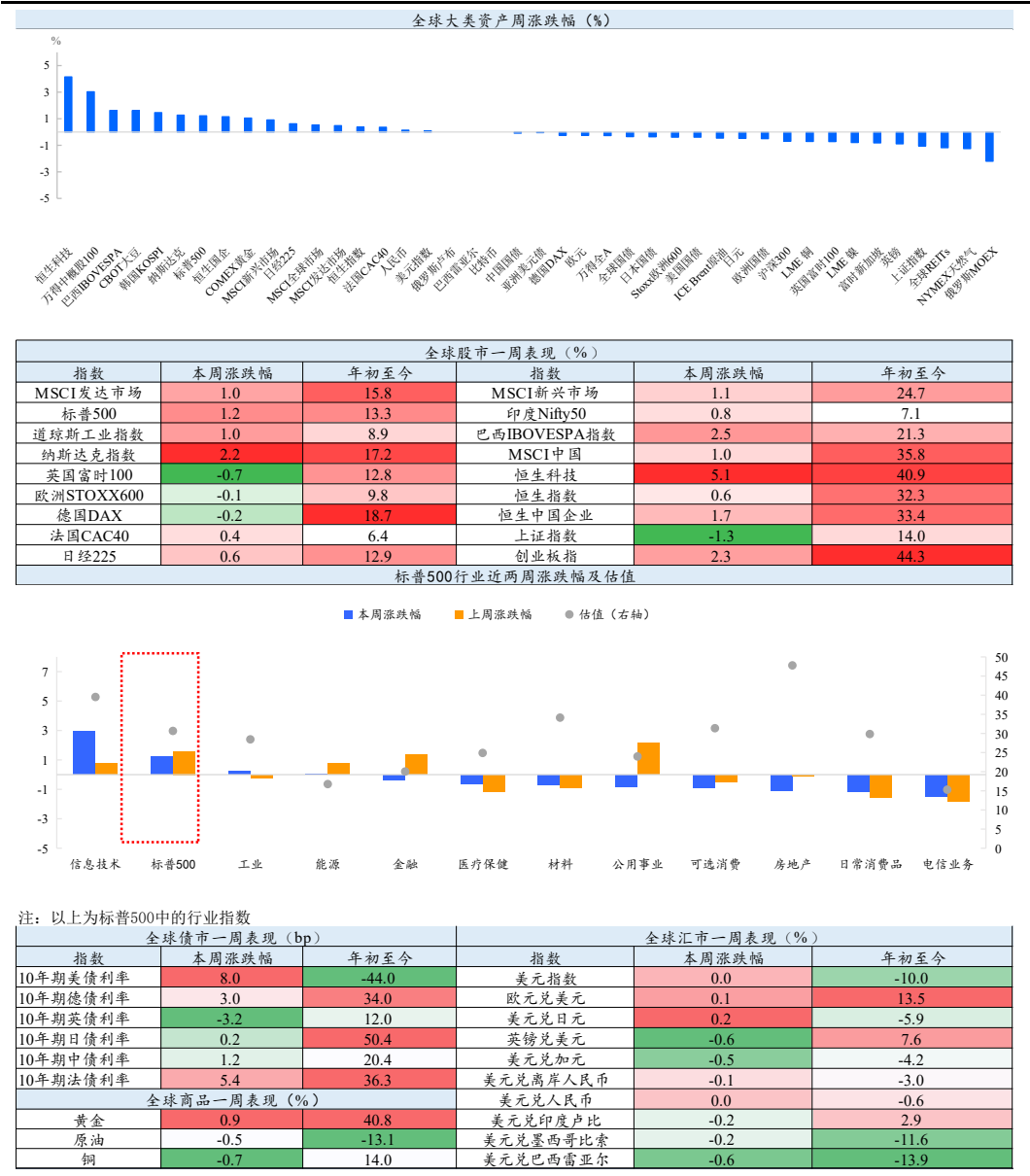
■ 下周重点关注数据及事件:

基本面方面: 1) 9 月 23 日，欧元区 9 月综合 PMI 初值、美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值；2) 9 月 25 日，美国首次申请失业救济人数、8 月耐用品订单环比初值、二季度实际 GDP 季环比折年终值；3) 9 月 26 日，美国 8 月核心 PCE 物价指数同比、8 月 PCE 物价指数同比。

事件方面: 1) 9 月 22 日，日本自民党总裁选举竞选活动开始、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。2) 9 月 23 日，里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话、克利夫兰联储主席哈马克发表讲话、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话。

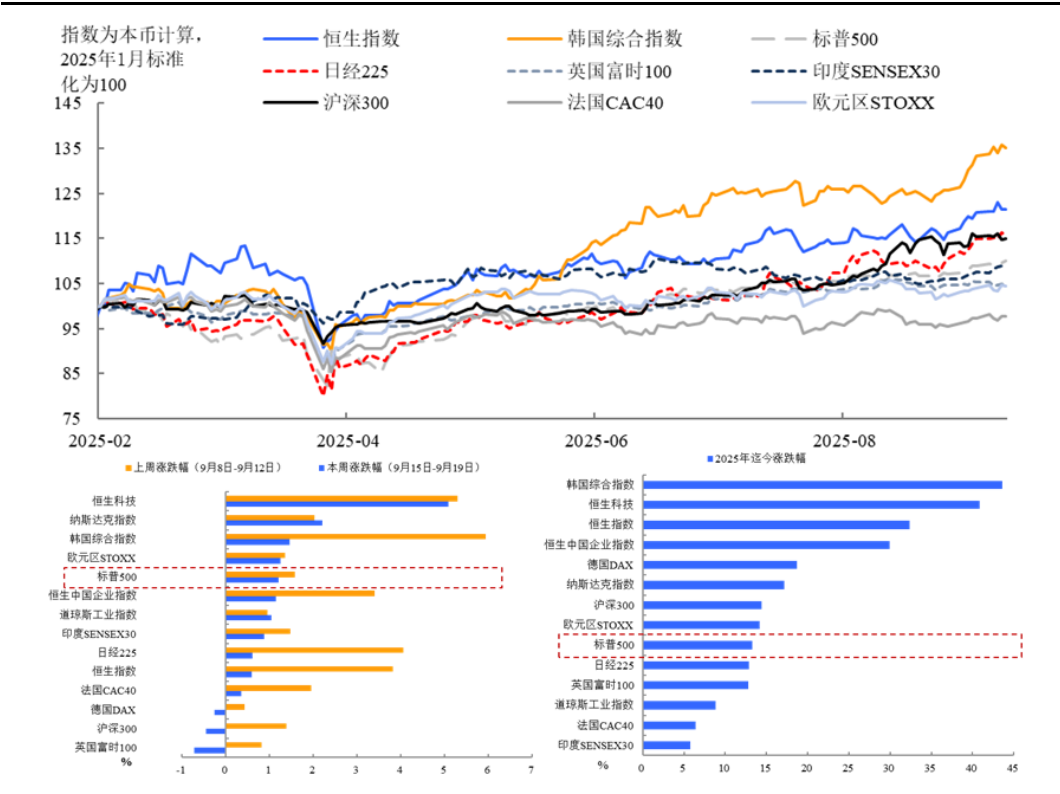
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场新兴市场继续上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周进一步上涨



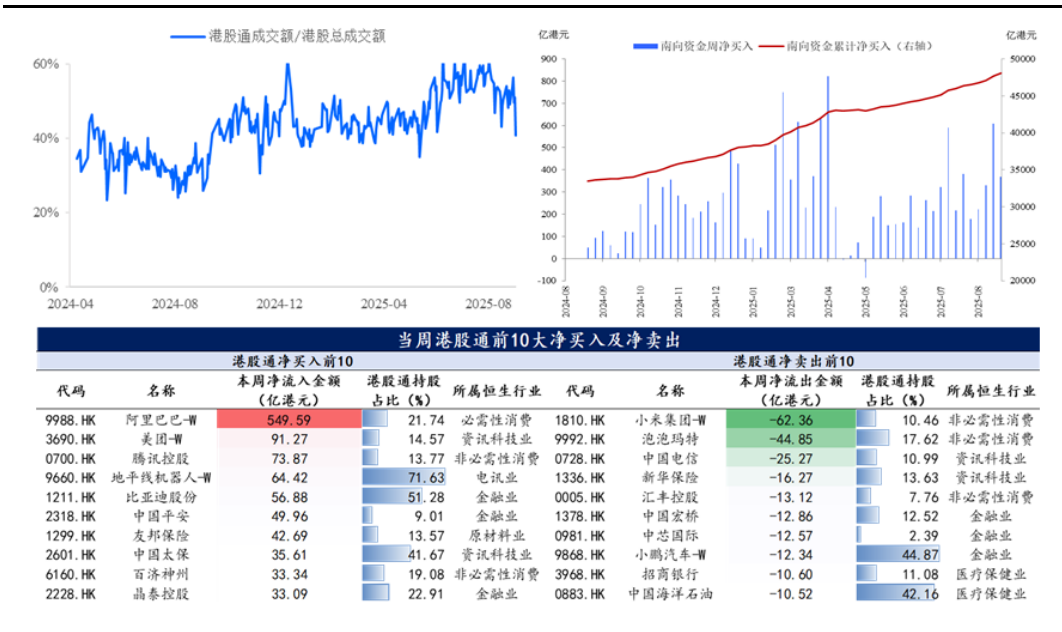
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金净流入减速，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5：近 10 年国庆假期前后港股指数及行业日历效应梳理

板块/指数		绝对胜率					相对恒生综指胜率					平均涨跌幅 (%)				
		T-10	T-5	T+5	T+10	T+20	T-10	T-5	T+5	T+10	T+20	T-10	T-5	T+5	T+10	T+20
主要指数	恒生指数	30%	70%	60%	80%	60%	70%	60%	50%	70%	50%	-0.3	0.8	1.6	0.8	0.7
	恒生科技指数	20%	50%	70%	70%	60%	40%	70%	60%	60%	50%	0.1	1.9	2.0	0.6	0.6
	恒生中国企业指数	30%	60%	60%	70%	60%	50%	40%	60%	70%	80%	-0.4	0.9	1.8	1.5	1.6
	恒生港股通	30%	70%	60%	80%	60%	50%	20%	80%	70%	60%	-0.5	0.7	1.7	0.7	0.7
红利	恒生中国内地企业高股息率	30%	70%	60%	50%	60%	60%	40%	50%	40%	50%	0.0	0.9	1.6	0.4	0.7
	恒生港股通高股息率	30%	60%	60%	50%	50%	30%	20%	40%	40%	60%	-0.5	0.4	1.4	0.2	0.5
	恒生港股通中国央企红利	60%	70%	80%	70%	70%	70%	50%	60%	70%	80%	0.7	0.4	1.9	0.4	0.6
	恒生港股通高股息低波动	50%	90%	60%	60%	70%	70%	50%	50%	60%	70%	0.4	1.0	1.1	-0.4	0.0
风格	恒生大型股	30%	70%	60%	80%	60%	70%	60%	40%	70%	60%	-0.4	0.8	1.6	0.8	0.6
	恒生中型股	30%	50%	70%	50%	60%	40%	40%	70%	50%	40%	-0.3	1.3	1.9	0.3	0.5
	恒生小型股	20%	60%	60%	50%	50%	30%	60%	60%	30%	40%	-1.0	1.2	1.7	-0.2	-0.1
行业	工业	20%	60%	70%	50%	50%	60%	50%	30%	30%	50%	-0.9	0.7	1.2	-0.4	0.0
	资讯科技业	20%	40%	60%	80%	60%	30%	40%	60%	70%	50%	-0.4	0.7	1.9	1.0	0.8
	地产建筑业	20%	60%	60%	40%	40%	40%	70%	60%	20%	30%	-0.1	1.5	1.5	-0.8	-1.1
	电讯业	20%	20%	70%	70%	70%	50%	10%	50%	60%	40%	-1.5	-1.2	0.9	0.9	1.2
	非必需性消费	20%	50%	70%	60%	60%	40%	50%	60%	50%	40%	-0.3	1.9	2.1	0.3	-0.2
	必需性消费	50%	70%	70%	60%	50%	100%	80%	60%	50%	40%	1.8	2.5	1.5	0.3	-1.2
	医疗保健业	40%	70%	70%	60%	60%	70%	80%	50%	50%	50%	0.2	2.2	1.4	0.5	1.0
	原材料业	20%	20%	60%	50%	40%	10%	10%	60%	30%	60%	-3.7	-0.8	1.8	-0.2	1.1
	综合企业	10%	70%	60%	50%	60%	30%	40%	20%	20%	30%	-1.8	-0.3	0.9	-0.2	-0.5
	金融业	30%	60%	60%	80%	60%	60%	30%	50%	80%	80%	-0.5	0.3	1.9	1.3	1.9
	公用事业	20%	30%	60%	40%	40%	40%	30%	40%	20%	40%	-1.6	-0.7	0.2	-0.8	-0.5
	能源业	50%	70%	70%	80%	40%	60%	50%	60%	60%	50%	-0.3	0.7	2.5	2.3	1.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

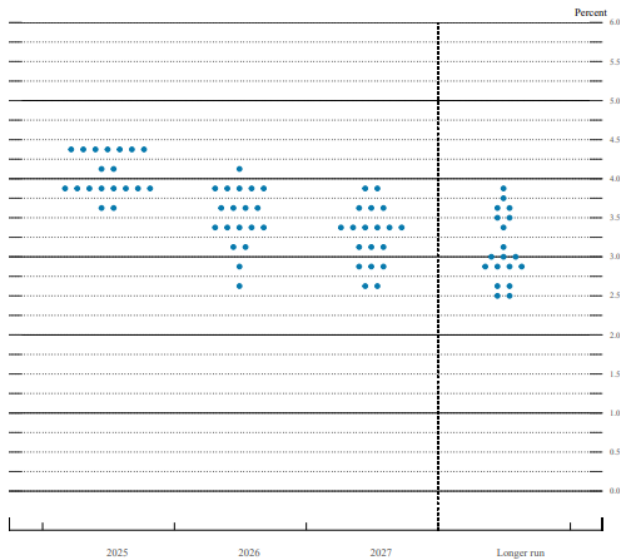
图6：重要官员讲话

国家及官员	日期	经济	货币政策
加拿大央行行长麦克勒姆发表讲话-	2025/9/17	撤销报复性关税有助于降低消费者价格上涨的风险，缓解通胀压力，加拿大劳动力市场放缓，家庭支出预计在未来几个月将减弱。 全球经济韧性减弱，加拿大央行对未来经济前景持谨慎态度，关注美墨加协定。	加拿大央行行长麦克勒姆表示降息旨在平衡未来经济风险，减少通胀压力。央行官员开始转向降息，评估政府支持措施对经济的影响，保持谨慎政策立场。
美联储主席鲍威尔	2025/9/18	鲍威尔指出失业率虽低但略有上升，就业增长放缓，经济增速减缓，劳动力市场略显疲软。通胀有所上升，商品价格加速上涨，服务通胀回落，预计明年通胀目标将趋于2%。关税影响短暂，商品价格上涨主要由关税推动，但整体通胀预期保持稳定。风险偏向上行，劳动力市场面临下行风险，政策将逐步调整以应对经济变化。	美联储将继续关注数据，强调政策的灵活性和应对风险的能力，致力于实现2%的通胀目标。
英国央行行长贝利	2025/9/18		英国央行将密切关注经济形势。继续认为将会进一步降息。市场定价暗示观望态度是正确的，我们没有看到英镑市场存在压力。全球形势推动英国长债收益率上升。
明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2025/9/19		今年再降息两次是合适的，失业率急剧上升的风险要求美联储采取一些行动。如果劳动力市场比预期更加疲软，我们总是可以更快地降息。很难看到通胀因关税而大幅超过3%。如果经济状况需要，愿意提高政策利率。中性利率可能已升至3.1%；美联储政策并不像之前认为的那么紧缩。通胀可能持续，但不太可能大幅上升。如果劳动力市场证明具有弹性或通胀上升应暂停行动并维持政策利率不变。

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：2025年6月美联储点阵图

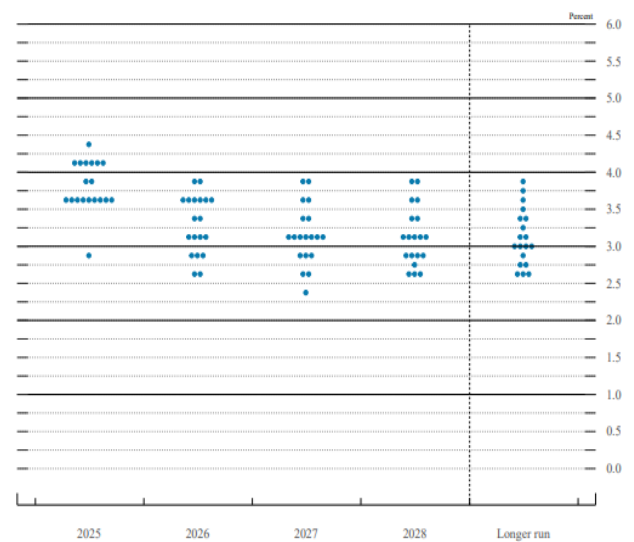
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储，东吴证券研究所

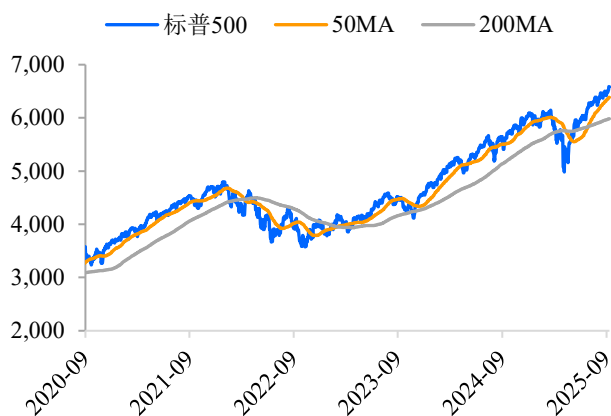
图8：2025年9月美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



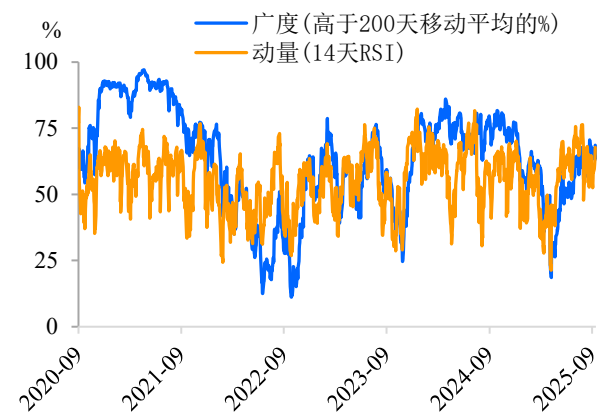
数据来源：美联储，东吴证券研究所

图9：标普500的50及200日均线均向上



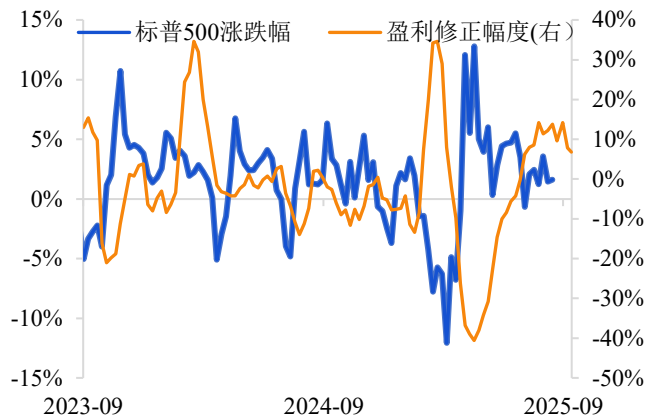
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：市场广度持续边际回落至63%



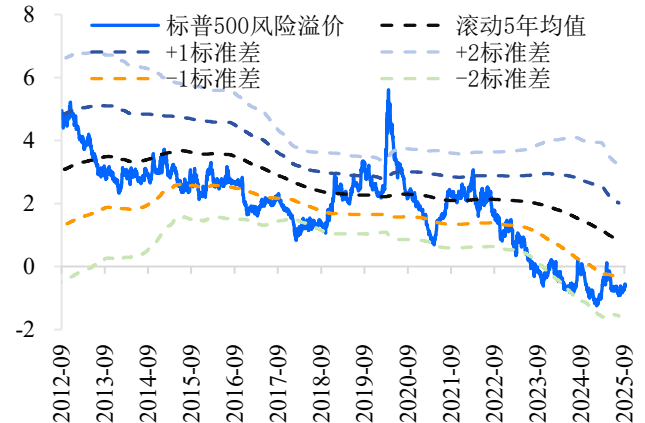
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：美股的盈利修正幅度斜率向下



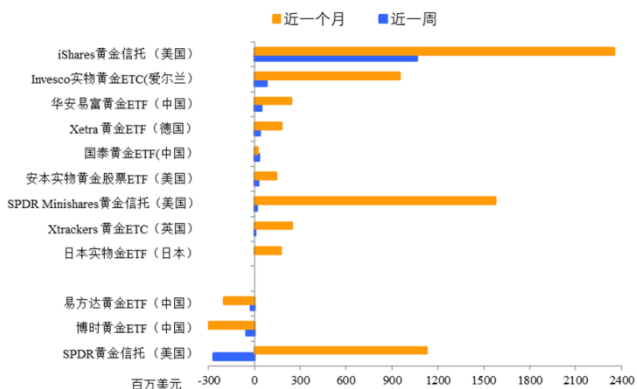
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：美股风险溢价上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国、中国和爱尔兰



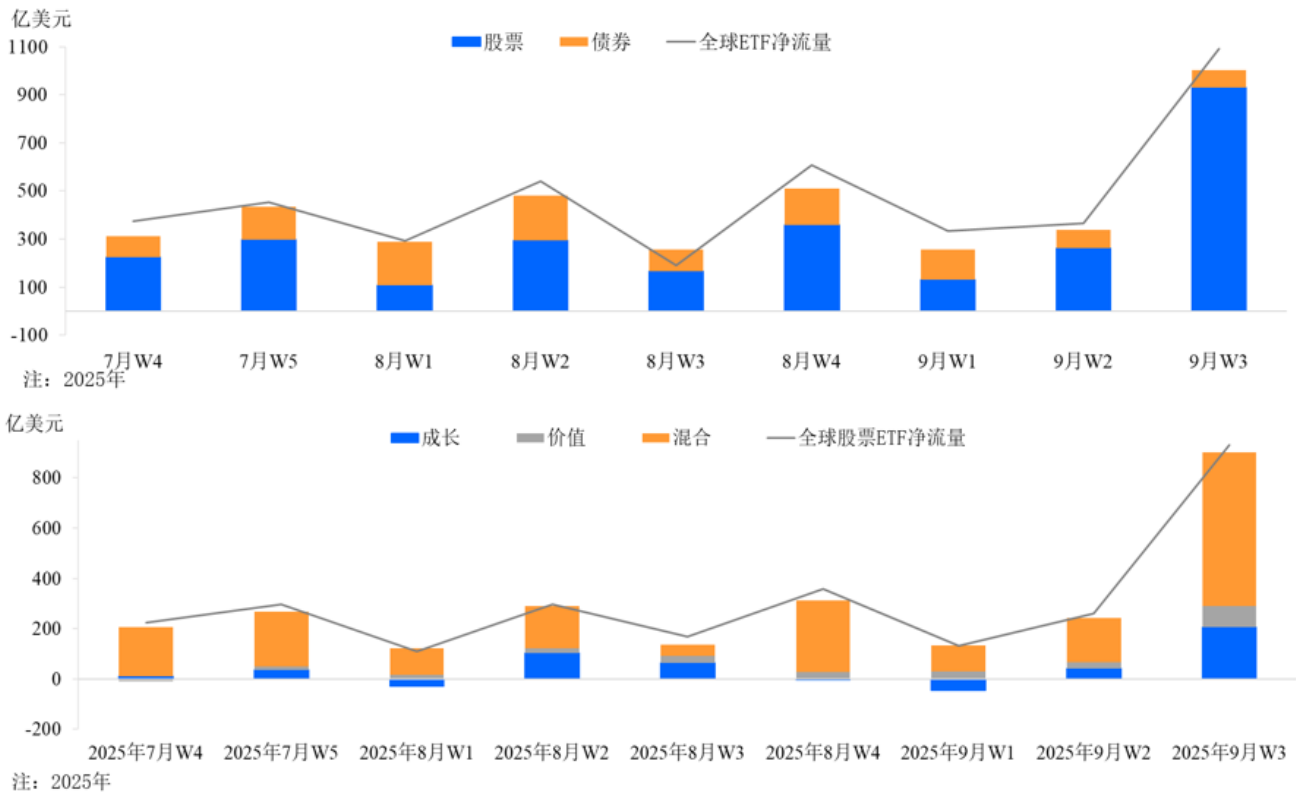
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：机构边际小幅增持黄金，散户边际小幅减持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：全球股票型 ETF 净流入增加，其中主要流入地区为美国



基金类型		近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
发达市场股票ETF (亿美元)	美国	753.1	1187.0	2015.7	4638.7
	欧洲	14.1	40.0	117.0	700.8
	日本	13.8	12.4	-25.0	9.4
	韩国	0.93	3.6	51.8	67.8
新兴市场股票 ETF (亿美元)	亚太地区 (日本除外)	3.3	9.2	26.4	45.1
	中国	10.8	15.5	-168.4	-123.8
	印度	0.7	1.5	2.7	7.7
	越南	-0.2	-1.3	-2.5	-5.2

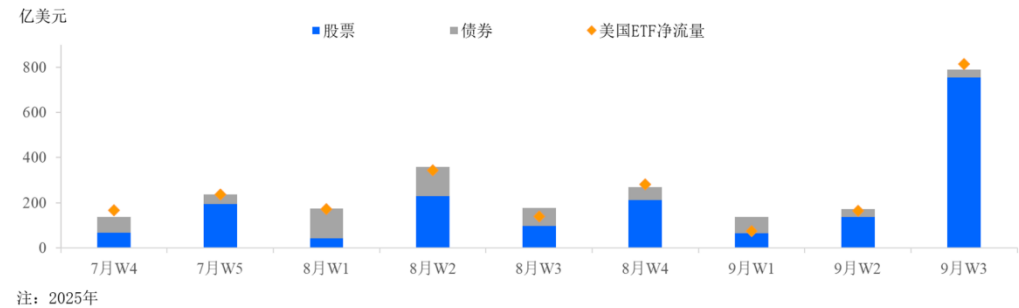
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出能源的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	0.7	25.1	54.5	81.1	126.8
可选消费	2.3	4.5	26.1	21.1	5.3
必选消费	-1.1	-0.2	9.8	9.4	6.5
能源	1.6	-2.6	-2.9	-7.5	-68.2
金融	27.4	39.1	119.5	195.2	212.3
医疗保健	2.0	3.3	35.6	21.4	-44.5
工业	2.1	22.4	27.7	93.3	203.6
材料	1.6	16.4	86.4	106.6	61.4
科技	19.5	43.1	81.3	163.8	398.0
公用事业	1.4	1.6	3.5	30.5	68.1

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：美国 ETF（股+债）净流入增加



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：重点关注美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值、8 月耐用品订单环比初值、二季度实际 GDP 年化季环比终值、美国 8 月核心 PCE 物价指数同比

周一 (2025/9/22)	周二 (2025/9/23)	周三 (2025/9/24)	周四 (2025/9/25)	周五 (2025/9/26)
美国-芝加哥联储全美活动指数	美国-标普全球-美国制造业PMI 欧元区-失业率 欧元区-HCOB法国制造业PMI 印度-HSBC India PMI Mfg	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-新建住宅销量年率 欧元区-IFO企业景气指数 企业信心 日本-标普全球日本PMI制造业指数	美国-批发库存月环比 美国-GDP环比折合年率 美国-耐用品订单环比 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-个人收入环比 美国-个人支出环比 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-PPI同比 欧元区-裕信银行奥地利制造业PMI 欧元区-消费者信心指数 欧元区-制造业信心指数 日本-东京消费价格指数(除生鲜食品)同比

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>