

## 策略点评 20250915

# 降息前的普涨——港股&海外周观察

2025 年 09 月 15 日

■ 本周（2025 年 9 月 8 日-2025 年 9 月 12 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 3.9%，发达市场上涨 1.5%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 5.3%，恒指上涨 3.8%，恒生港股通上涨 3.8%。行业上，医疗保健业和资讯科技业领涨。我们认为港股还处在震荡上行趋势中，下行有底。

- 1、美联储降息短期会利好港股上行，但港股面临基本面边际走弱预期，所以中期涨幅取决于企业基本面回升情况。
- 2、港股进一步上涨还需要新动能。最近增量资金明显增配科技互联网龙头，但更偏向个股逻辑。外资关注中国资产，但是增量资金大规模流入还需观察经济基本面实际改善情况。
- 3、投资者认为当前港股市场为机构性行情，更偏向自下而上寻找被低估的个股，我们建议在景气赛道（比如：创新药、消费电子、新消费、AI 科技等）中寻找相对低估的优质个股。

■ 美股：本周纳指领涨 2.0%，标普 500 上涨 1.6%，道指上涨 1.0%。

首先，关税对美国通胀传导程度仍旧可控。美国 8 月 PPI 同比增长 2.6%，为 6 月以来新低，远低于预期的 3.3%，前值从 3.3% 下修为 3.1%；同时，美国 8 月 CPI 也基本符合预期，CPI 同比 2.9%，持平预期，较前值 2.7% 小幅回升。美国 8 月 CPI 环比 0.4%，略高于预期的 0.3%，前值 0.2%。PPI 下降为 9 月美联储提供了支持降息的依据，CPI 的温和表现则是巩固了降息 25bps 降息的幅度。

其次，甲骨文财报超预期，给美股科技注入“强心剂”。甲骨文财报受到 AI 驱动合同量大幅增长，第一季度创纪录 3320 亿美元订单金额，不仅刷新软件行业历史最高签约记录，同时标志着其商业模式的根本性转型。与此同时，甲骨文又宣布与 OpenAI 达成 3000 亿美元新合约，积极 AI 消息的频度和强度持续提升，不断推高科技狂热潮。

短期来看，我们认为美股以继续震荡上行为主。美国就业高频数据（初请失业金人数上升）+基本符合预期的通胀=指向明确降息路径。宏观层面来看，短期内就业疲软不成问题，更重要的是美国零售销售整体表现稳健，这意味着美国经济上涨有支撑与底气。降息周期开启后，风格上来看，小盘成长的上涨弹性较于大盘可能更大。一是，降息减弱中小企业短期债务压力，提升盈利预期及估值；二是，在降息的背景下，美国经济“软着陆”提振中小盘情绪；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。

此外，从技术层面来看，截至 9 月 13 日，标普 500 市场广度回落至 66%。从情绪来看，截至 9 月 13 日，美股风险溢价从上周的 -0.59% 下降至 -0.62%，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，宏观经济基本面是放缓，但不至于衰退，美国经济尚未断崖式恶化。一方面，居民工资收入稳定，将对消费和名义增速形成一定支撑；另一方面，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 9 支增持，其中流入最多的是 iShares 黄金信托（+\$772.28 亿美元），其次是华安易富黄金 ETF（+\$276.04 亿美元），第三是 Invesco 实物黄金 ETC（+\$256.97 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，

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 行情扩散看什么方向？》

2025-09-14

《关注 AI 行情扩散机会》

2025-09-14

流出最多的是 SPDR 黄金信托(-\$434.22 亿美元), 其次是博时黄金 ETF (-\$62.88 亿美元), 第三是易方达黄金 ETF (-\$58.19 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 34.39 盎司(周环比-0.5%), SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.47 盎司(周环比 0.1%)。

**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\$261.55 亿美元, 边际流入\$130.61 亿美元, 全球债券 ETF 净流入\$77.56 亿美元, 边际流出\$46.50 亿美元; 分国别来看, 美国股票 ETF 净流入最多(+ \$138.2 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(+ \$0.36 亿美元), 新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多(- \$18.6 亿美元)。

**全球股票 ETF 行业类别中, 净流入行业 Top3: 材料、金融和医疗保健; 净流出行业为能源。**

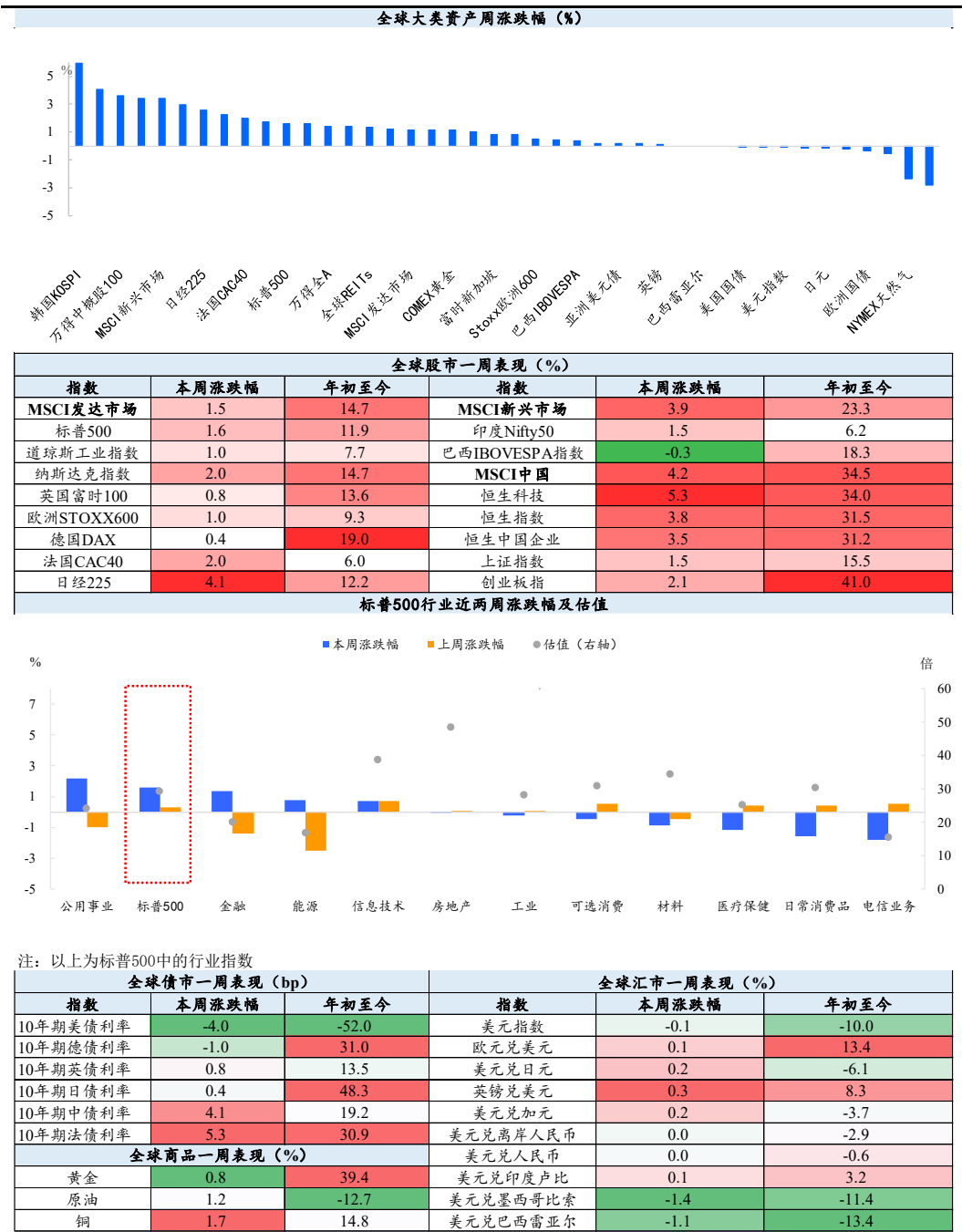
#### ■ 下周重点关注数据及事件:

基本面方面: 1) 9 月 16 日美国 8 月零售销售; 2) 9 月 17 日加拿大央行政策利率; 3) 9 月 18 日美国议息会议; 4) 9 月 19 日日央行议息会议。

事件方面: 1) 9 月 17 日美国总统特朗普预计将于 9 月 17-19 日对英国进行国事访问。

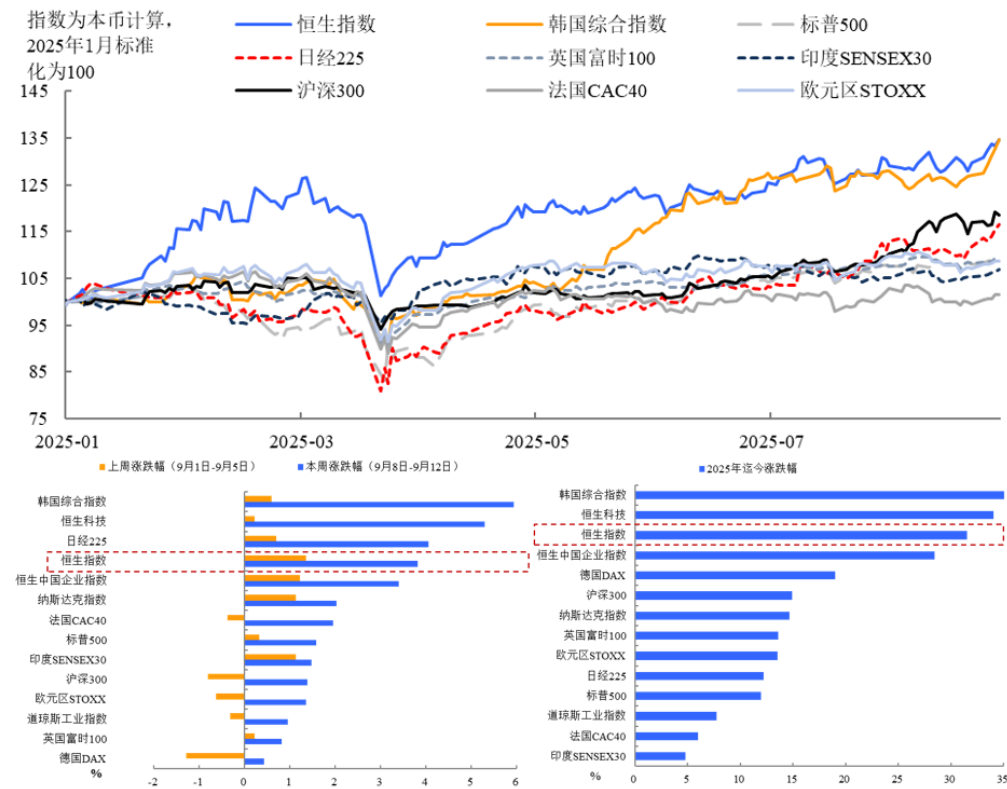
- **风险提示:** 美国经济快速陷入衰退, 美联储政策超预期, 全球地缘政治风险超预期, 特朗普政策反复, 历史经验不代表未来, 数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场新兴市场继续上涨



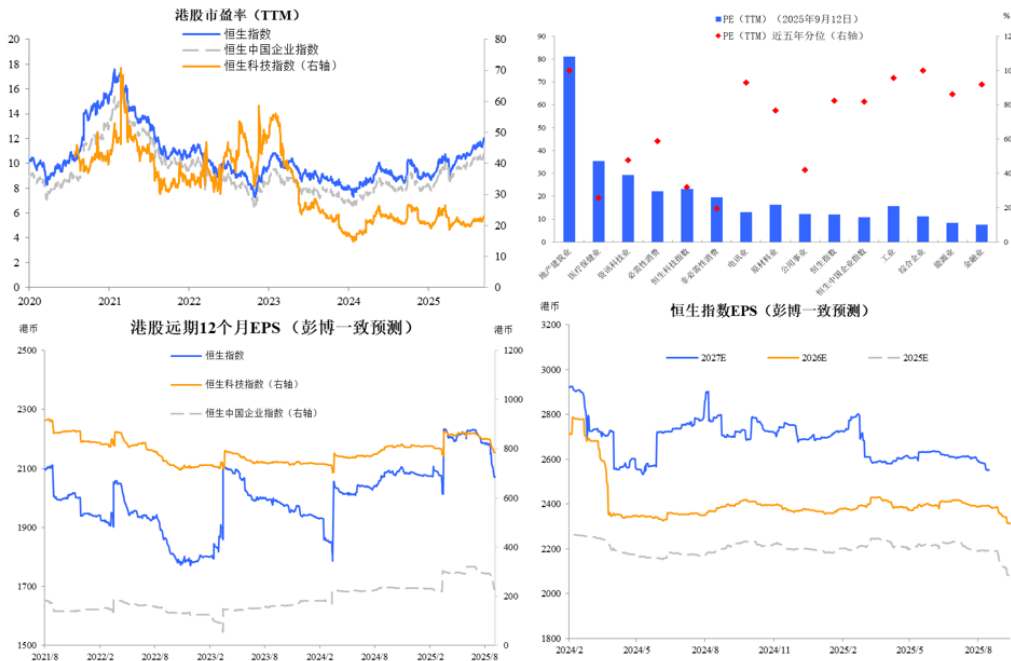
注：估值指标为 PE  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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



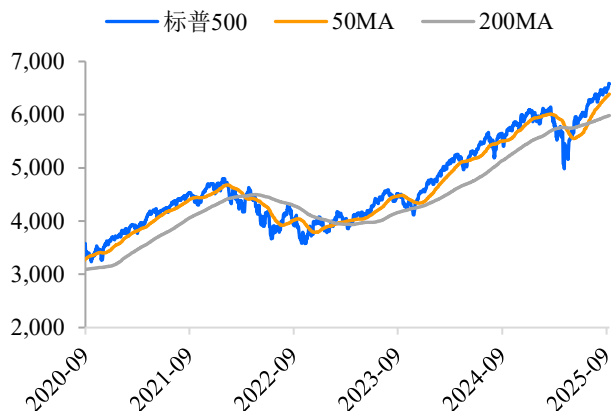
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：重要官员讲话

| 国家及官员     | 日期        | 经济                                                                                                                                   | 货币政策                                                              |
|-----------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 美国财长贝森特   | 2025/9/10 | 安东尼(美国劳工统计局新局长)是修复美国劳工统计局数据的最佳人选，我计划写一些关于美元的内容，包括我们如何保持美元的主导地位。我相信最高法院会支持特朗普的关税。                                                     | 美联储应该重新调整利率。我确实认为米兰可以在9月17日的利率会议之前上任美联储理事。美联储理事库克并未表示她没有进行抵押贷款欺诈。 |
| 欧洲央行行长拉加德 | 2025/9/11 | 欧洲央行行长拉加德强调逐次会议应对策略，关注经济韧性与增长前景。拉加德指出国内需求强劲，制造业和服务业均表现良好，劳动力市场稳健。她提到贸易协议减少不确定性，核心通胀指标符合目标，温和工资增长有助控制通胀。拉加德分析欧元走强对通胀的影响，强调经济前景风险趋于平衡。 | 她表示去通胀已结束，货币政策逐步评估，强调所有政府应在欧盟框架内运作。                               |

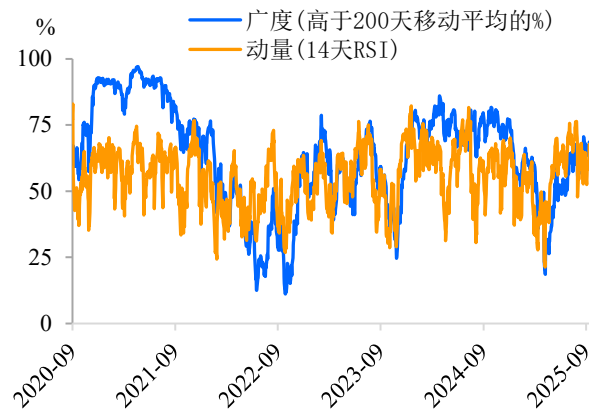
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：标普500的50及200日均线均向上



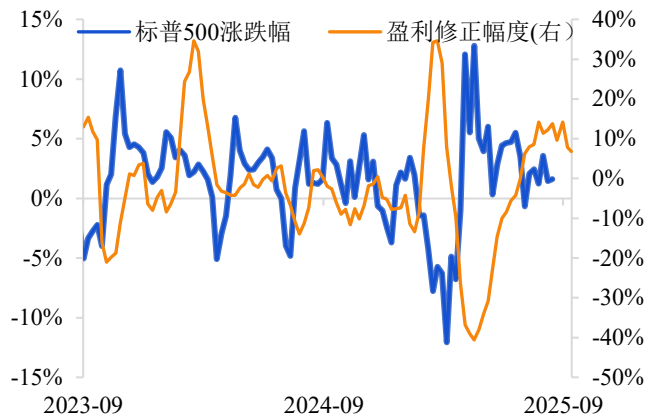
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：市场广度持续边际回落至66%



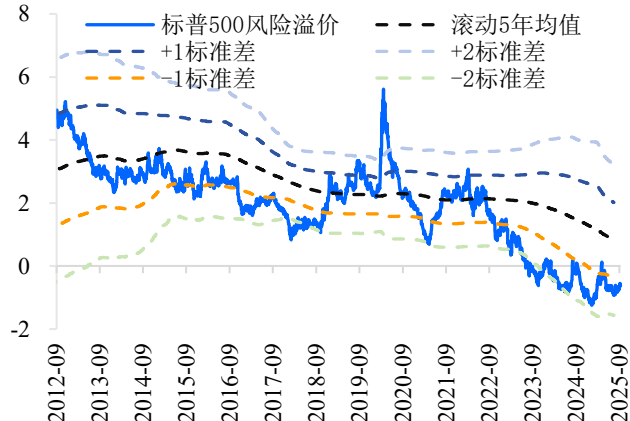
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：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

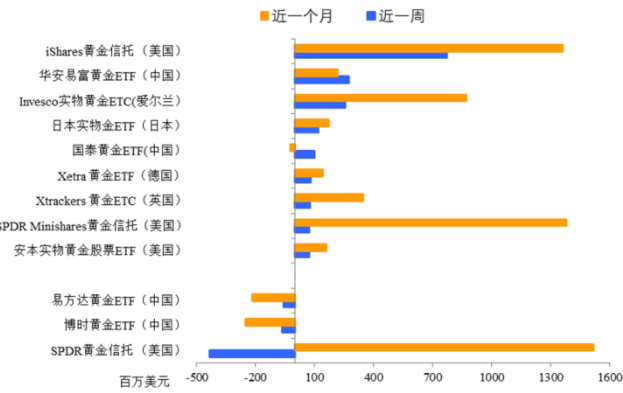
图9：美股风险溢价上升



注：单位为%

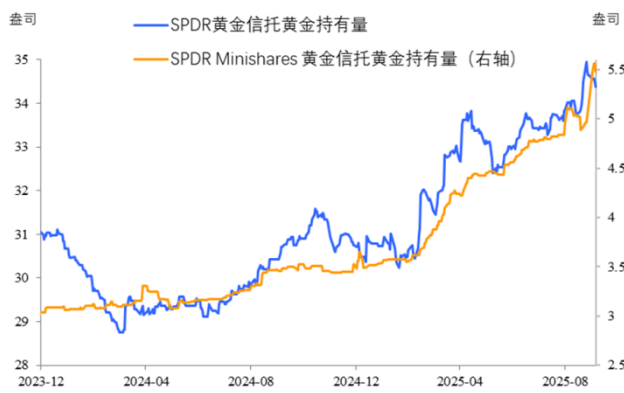
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国、中国和爱尔兰



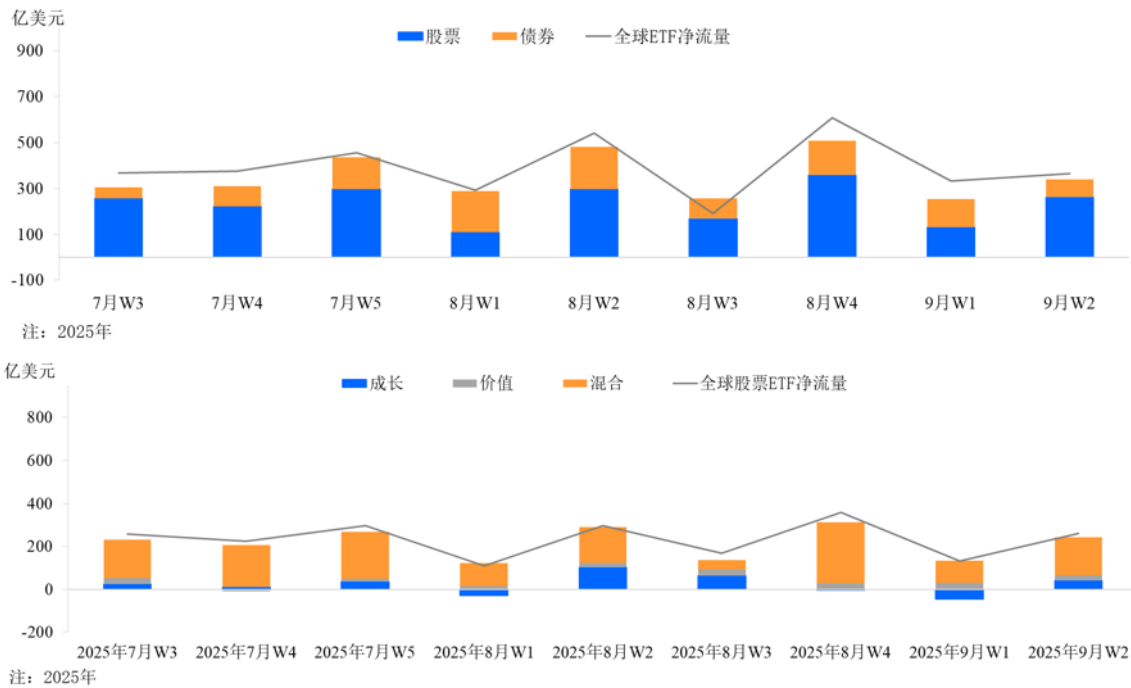
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：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<br>(亿美元)  | 美国          | 138.2 | 557.2 | 1735.0 | 3885.4  |
|                     | 欧洲          | 6.1   | 30.5  | 113.9  | 686.7   |
|                     | 日本          | 6.1   | -13.7 | -43.5  | -4.4    |
|                     | 韩国          | 0.36  | 5.6   | 46.1   | 66.8    |
| 新兴市场股票<br>ETF (亿美元) | 亚太地区 (日本除外) | 1.5   | 7.2   | 24.2   | 41.8    |
|                     | 中国          | -18.6 | -20.6 | -179.4 | -125.0  |
|                     | 印度          | -0.4  | -2.3  | 3.3    | 7.0     |
|                     | 越南          | -0.2  | -1.5  | -2.4   | -5.0    |

注：数据截至 2025 年 9 月 14 日

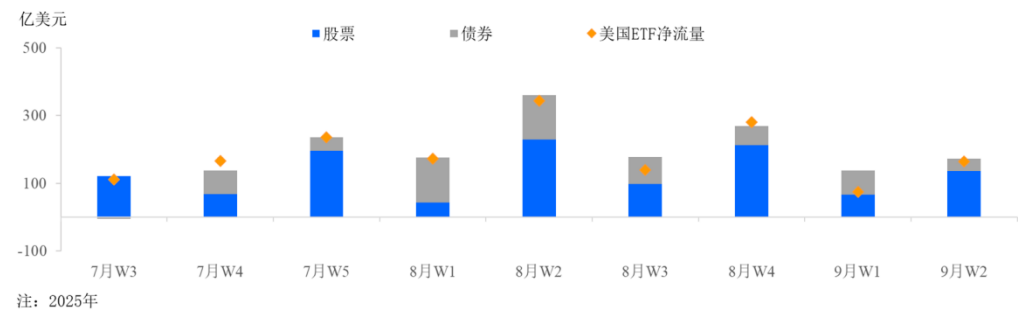
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：本周股票 ETF 中，流入材料的资金最多，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   | 0.3  | 2.1  | 23.3 | 58.7  | 101.5   |
| 可选消费 | 3.3  | 6.6  | 25.8 | 22.3  | 1.9     |
| 必选消费 | 0.0  | 2.7  | 7.6  | 7.3   | 6.6     |
| 能源   | 0.0  | -1.1 | -0.7 | 3.8   | -64.7   |
| 金融   | 3.2  | 14.7 | 80.0 | 152.8 | 173.9   |
| 医疗保健 | 7.0  | 10.3 | 30.3 | 22.6  | -47.1   |
| 工业   | 3.7  | 4.0  | 8.8  | 76.7  | 181.2   |
| 材料   | 5.4  | 20.5 | 72.6 | 90.4  | 45.3    |
| 科技   | -3.9 | 6.8  | 22.8 | 152.5 | 355.6   |
| 公用事业 | -0.9 | 1.0  | 3.9  | 30.0  | 66.6    |

单位：亿美元  
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：美国 ETF（股+债）净流入增加



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：重点关注美国 8 月零售销售环比、9 月美联储及日央行议息会议

| 周一<br>(2025/9/15)                                                | 周二<br>(2025/9/16)                                                               | 周三<br>(2025/9/17)               | 周四<br>(2025/9/18)                                                                   | 周五<br>(2025/9/19)                       |
|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 美国-纽约州制造业调查指数<br>欧元区-CPI 同比、CPI 月环比<br>日本-第三产业指数月环比<br>印度-批发价格同比 | 美国-零售销售月环比<br>美国-工业产值(月环比)<br>欧元区-劳动力成本同比<br>欧元区-欧盟调和CPI 同比<br>欧元区-ZEW调查预期和当前形势 | 美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比<br>美国-新宅开工指数 | 美国-FOMC利率决策(上限)<br>美国-周度首次申领失业救济人数<br>美国-世界大型企业研究会领先指数环比<br>欧元区-失业率<br>日本-核心机械订单-环比 | 欧元区-PPI同比<br>日本-国民消费物价指数同比<br>日本-日银目标利率 |

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>