

金融产品行业深度报告

恒生科技指数复盘与展望：八月波澜浮沉，九月秋声渐起

增持（维持）

投资要点

■ 市场表现回顾：

■ **走势复盘：**8月份恒生科技指数累计上涨4.06%，呈“盘旋式上升”的脉冲走势。节奏上，美国非农就业人口数据疲软先触发降息交易，指数短暂反弹；随后整车板块走弱、美国较高的PPI数据再度压制指数上涨。8月22日，DeepSeek开源V3.1模型并适配国产算力，“国产AI链”上行并突破前高，但后续动能不足，叠加美国业绩不及预期，指数自高位回落。29日盘后阿里巴巴财报超预期，9月有望迎来开门红。

■ **估值分析：**截至2025年8月29日，恒生科技指数的市盈率PE-TTM为21.23倍，位于指数成立以来的17.70%历史分位数，处于历史估值相对低位，指数具备更高的安全边际和潜在的增值空间。

■ **技术分析：**截至2025年8月29日恒生科技指数风险度已调整至82.31，当前位置下方筹码峰形成支撑，中枢逐步抬升；上方存在一定筹码堆积，短期内突破存在一定压力，仍存在一定波动，但中长期趋势向好。

■ 事件驱动盘点：

■ **宏观层面：**美国7月非农就业人口数据不及预期，前两月数据大幅下修触发衰退与降息预期，美元利率回落，港股估值获一次性提振；随后PPI超预期、PCE温和，降息预期先受扰动后迅速回稳。整体看，流动性预期呈“V”形摆动。

■ **政策层面：**7月FOMC鹰派定调，美元走强、供应链风险上升；随后央行二季度货币政策报告释放“科技贷量增价降”信号，国内流动性定向宽松。最终鲍威尔在全球央行年会暗示9月降息，美元流动性预期改善，为恒生科技指数完成“由杀估值到提估值”的切换。

■ **行业层面：**8月恒生科技在两条主线间震荡。盈利端：外卖价格战、电商利润下滑，指数承压下行；估值端：降息预期升温推升流动性，叠加DeepSeek、阿里加码AI资本开支，国产算力链带动情绪回升。

■ 指数后市展望：

■ **关键事件前瞻：**海外方面，美国PMI、非农就业人口数据若转弱，美元利率下行将直接抬升恒科估值；若数据超预期，美债收益率反弹则压制科技板块。国内方面，8月CPI等数据决定盈利预期能否企稳，数据向好可对冲关税与政策不确定性带来的波动。

■ **指数走势展望：**9月降息概率较高，外资回流预期增强；指数经区间震荡后抛压减弱，短期或随A股波动放大，但AI闭环与汽车旺季共振，盈利与估值仍具扩张空间，9月向上胜率较高。

■ **相关ETF产品：**华夏恒生科技ETF（513180）紧密跟踪恒生科技指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。截至2025年8月29日，该基金总市值达382.58亿元，当日成交额66.73亿元。

■ 风险提示：

1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

2025年09月01日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

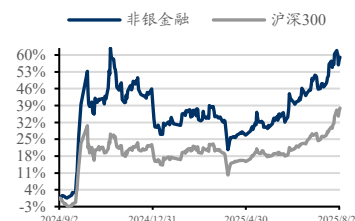
sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《证券行业利润大幅增长，保险行业高基数下略承压》

2025-08-31

《权益ETF系列：波动持续加剧，关注阅兵前后市场表现》

2025-08-30

内容目录

1. 市场表现回顾	4
1.1. 走势复盘	4
1.2. 估值分析	5
1.3. 技术分析	6
2. 事件驱动盘点	7
2.1. 宏观层面	7
2.2. 政策层面	9
2.3. 行业层面	10
3. 指数后市展望	13
3.1. 关键事件前瞻	13
3.2. 指数走势展望	14
3.3. 相关 ETF 产品	15
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 恒生科技走势（区间范围：2025/7/31 至 2025/8/29）4

图 2: 恒生科技指数市盈率 PE-TTM（区间范围：2020/7/27 至 2025/8/29）6

图 3: 恒生科技筹码分布与风险趋势模型（2025/8/29）7

表 1: 宏观层面事件总结8

表 2: 政策层面事件总结9

表 3: 行业层面事件总结11

表 4: 九月事件预告14

表 5: 恒生科技指数 ETF15

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

自 2025 年 8 月 1 日起至 2025 年 8 月 29 日，恒生科技指数整体呈“盘旋式上升”的脉冲态势，区间内总体上涨 4.06%，成交额约 15932 亿元。

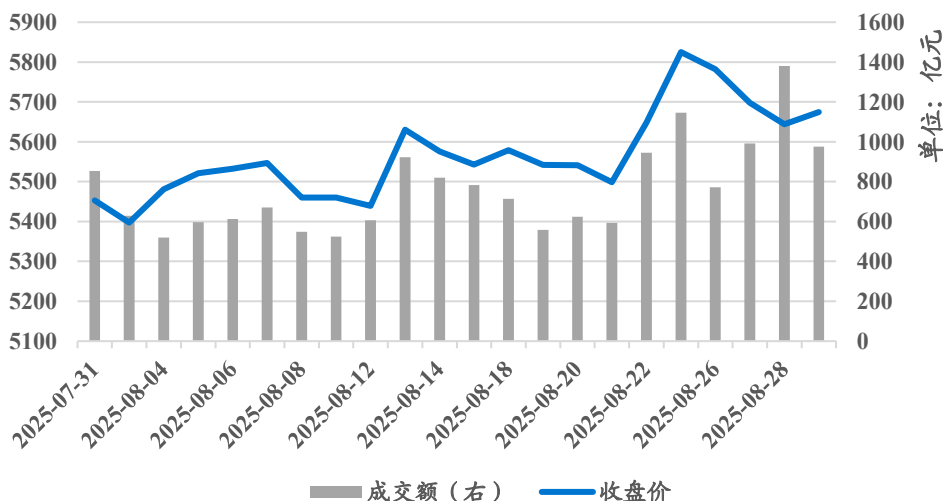
8 月初，美国公布的 7 月非农就业人口数据疲软且大幅下修前值，市场随即启动“降息交易”，美元和美债收益率同步回落，港股顺势小幅反弹。但同时，七月末整车板块整体走弱，对恒生科技指数形成拖累，指数涨幅受限。此外 7 月政治局会议整体偏向“巩固”经济良好态势，考虑到上半年我国 GDP 增长超预期，下半年政策端或将“托而不举”，市场再度迎来回调。

8 月 13 日，受前一日腾讯音乐披露中报业绩亮眼，带动恒生科技情绪短期回暖，恒生科技指数快速拉升。但随后美国公布的 PPI 数据高于预期，打压降息预期使得恒生科技再次走弱。

8 月 22 日，DeepSeek 宣布开源 V3.1 大模型，并明确适配国产算力芯片。消息迅速被市场解读为“国产 AI 链”的催化剂，恒生科技在此催化下一路上攻，于 8 月 25 日突破 7 月 24 日盘中高点。但后续乏力，市场冲高回落。随后美团披露的中报中业绩不及预期，基本面缺乏进一步催化，恒生科技指数自高位震荡下行。

2025 年 8 月 29 日港股盘后，阿里巴巴公布 2026 财年第一季度业绩：营收同比增长 10%，AI 相关产品收入连续八个季度实现三位数增长。财报发布后，阿里巴巴美股盘中一度飙升近 13%，并带动恒生科技指数期货夜盘同步走强。

图1：恒生科技走势（区间范围：2025/7/31 至 2025/8/29）



数据来源：wind，东吴证券研究所

近一个月以来，A股走势强劲，通常情况下港股与A股走势往往呈现一定相关性，而近一段时间以来恒生科技指数持续弱于A股，原因大致如下：

外卖补贴拖累权重，盈利端承压。5月以来，阿里巴巴、美团、京东持续加码外卖补贴，截至2025年8月1日三家合计占恒生科技指数权重逾20%，拖累恒生科技指数一路下行。而京东公布二季度营收同比增长了22.4%，但是净利润却同比下滑了51%，盈利弹性被价格战侵蚀。

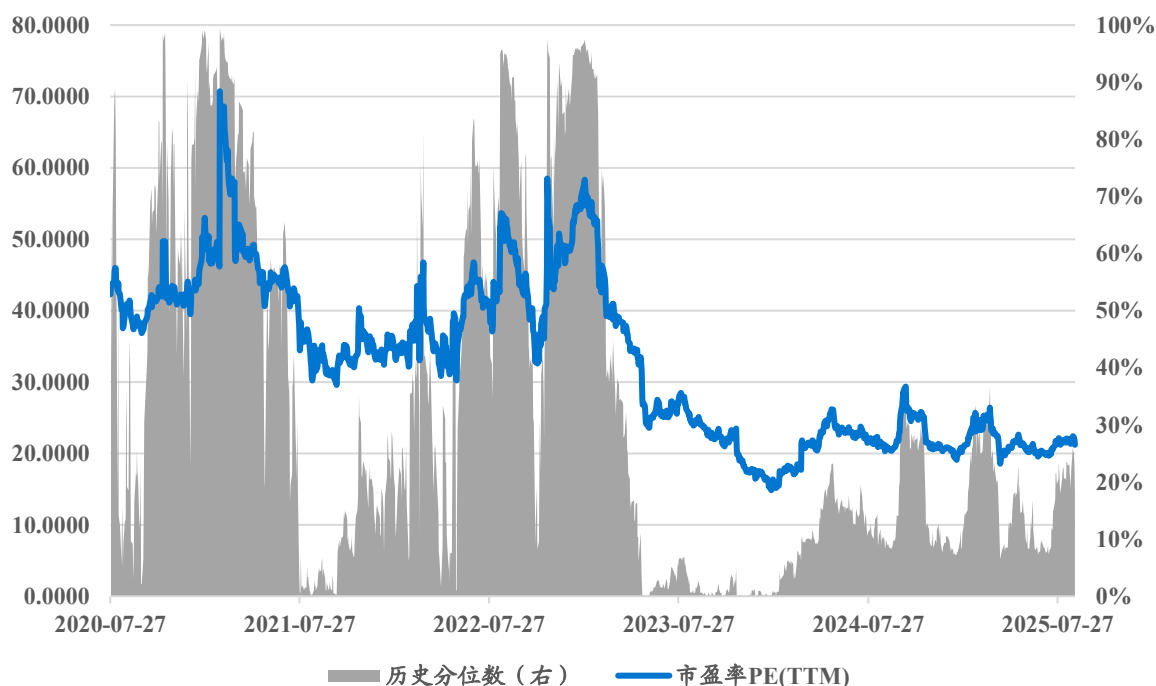
资金面分化，外资边际收紧。A股受“存款搬家”及新开户潮推动，增量资金不断涌入；港股则继续由外资主导。美国7月PPI同比上涨3.3%（预期2.5%），9月降息概率快速回落，美元走强触发外资减配。最新持仓显示，淡马锡第二季度减持京东、阿里巴巴、网易，并新建仓贝壳、小鹏；桥水基金清仓阿里巴巴、拼多多、百度、京东；Appaloosa减持阿里巴巴。外资净流出，使得恒生科技短期流动性承压。

ChatGPT-5.0 预期修正，AI 主题进入验证期。OpenAI 发布 ChatGPT-5.0 后，市场测评对其推理性能的评价低于预期，短期情绪降温。尽管中长期 AI 变现逻辑未变，其商业价值可期，但资本开支兑现收入仍需 2-3 个季度，落地与兑现仍需要时间。

1.2. 估值分析

截至2025年8月29日，恒生科技指数的市盈率 PE-TTM 为 21.23 倍，位于指数成立以来的 17.70% 历史分位数，处于历史估值相对低位，**指数具备更高的安全边际和潜在的增值空间。**

图2：恒生科技指数市盈率 PE-TTM（区间范围：2020/7/27 至 2025/8/29）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 技术分析

根据我们2025年5月5日发布的《技术分析系列：双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报，技术分析主要从风险维度（标的位置的相对高低）与趋势维度（动量的相对强弱）进行判断。根据报告中定义的风险度指标TR、济安线的快线JAX与慢线TMP，以及趋势指标TREND，构建局部顶和局部底的触发信号。

7月28日恒生科技指数风险度达到91.01，同时TMP走弱，出现局部顶左侧信号。随后4天内持续下跌，跌幅4.71%。现经历数日的震荡整理，截至2025年8月29日恒生科技指数风险度已调整至82.31。筹码分布来看，当前位置下方筹码峰形成支撑位，中枢逐步抬升；但同时当前位置上方也存在一定筹码堆积，短期内突破存在一定压力。预计短期内仍存在一定波动，但中长期趋势向好。

图3：恒生科技筹码分布与风险趋势模型（2025/8/29）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 事件驱动盘点

2.1. 宏观层面

宏观层面，最新公布的价格、就业等宏观数据构成了影响恒生科技指数估值与盈利预期的核心变量。为厘清其传导路径与定价节奏，下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价、情绪引导和行业盈利框架等的潜在冲击。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息，需特别说明：所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准；惟因时差因素，美国及部分欧洲数据通常在北京时间盘后发布，故对应的恒生科技指数同一日期的涨跌幅无法完整反映事件冲击。为保持统计一致性，在表格中已标注下一交易日的日期以及与之对应的指数表现，若数据或新闻于港股非交易日时间（周末、假期或盘后）披露，则市场表现同样顺延至披露后首个交易日。

表1: 宏观层面事件总结

日期	事件	影响方向	恒生科技当日表现
2025/8/1	美国 7 月非农新增就业人口数据不及预期, 前两月数据大幅下修	偏正向	(2025/8/4) +1.55%
2025/8/9	7 月全国居民消费价格指数 (CPI) 环比上涨 0.4%, 同比持平	偏中性	(2025/8/11) -0.01%
2025/8/14	美国 PPI 数据超预期回升	偏负向	(2025/8/15) -0.59%
2025/8/29	美国 7 月 PCE 通胀符合预期	偏正向	(2025/9/1) -
2025/8/31	8 月我国制造业 PMI 49.4%, 环比小幅上升	偏正向	(2025/9/1) -

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【美国 7 月非农新增就业人口数据不及预期, 前两月数据大幅下修】

点评: 美国 7 月新增非农就业人口数据初值仅为 7.3 万且前两月合计被下修 25.8 万, 创 2020 年以来最大修正幅度, 直接触发“衰退交易”与“降息交易”同步升温: 市场把就业塌方视为美联储 9 月被迫降息的硬核信号, 美债收益率、美元指数跳水, 全球流动性预期瞬间转松。对恒生科技而言, 盈利端虽仍受美国经济走软拖累, 但估值端获得一次性重估红利——美元走弱、中美利差重新收窄, 外资回流港股的概率大增, 影响偏正向。

【7 月 CPI 环比上涨 0.4%, 同比持平】

点评: 7 月 CPI 和 PPI 走势均呈现边际改善, CPI 更多是服务业和补贴相关的耐用消费品价格改善带动, PPI 主要受上游行业价格改善带动, 但整体来看价格水平特别是生产者价格水平仍偏弱, 对恒生科技的走势影响偏中性。

【美国 PPI 数据超预期回升】

点评: 美国 7 月 PPI 同比上涨 3.3%, 大幅高于市场预期的 2.5%, 为 2 月以来最高水平; 环比上涨达 0.9%, 为 2022 年 6 月以来最大增幅, 远超预期的 0.2%。数据显示美国通胀压力再度抬头, 可能影响美联储货币政策路径, 进而通过美元流动性渠道对港股市场估值产生间接影响。对于科技板块而言, 美元流动性的好坏直接关系到外资的流入与流出, 若美元流动性收紧, 可能导致外资对港股科技板块的兴趣下降, 从而对恒生科技指数造成下行压力。

【美国 7 月 PCE 通胀符合预期】

点评: 7 月核心 PCE 同比 2.9%、环比 0.3%, 均与市场预期一致, 显示通胀仍在温和可控区间。服务业价格虽有反弹, 但商品端价格回落, 整体压力并未失控。收入和支出如预期上涨, 分别环比上涨 0.4% 和 0.5%。数据公布后, 交易员对 9 月降息的定价维

持不变，本次通胀读法不会成为美联储降息的障碍，根据 CME Fedwatch 显示 9 月会议启动宽松的概率近乎 100%。

【8 月我国制造业 PMI 49.4%，环比小幅上升】

点评：8 月我国官方制造业 PMI 49.4%，环比微升 0.1 个百分点，新订单、生产、价格及预期分项全面回暖。综合来看，8 月份宏观经济有所改善。进入 9 月后，随着极端高温天气减少，户外施工与物流运输全面恢复，叠加中美经贸磋商持续推进、外贸环境趋于稳定，外部约束不断缓解。与此同时，前期“两新”“两重”政策继续发力，新推出的财政贴息、规范政府与社会资本合作存量项目建设等措施集中落地，将为需求扩张和产业升级注入持续动能，预计经济向好的基础将进一步巩固，复苏节奏有望延续至四季度，对恒生科技指数产生正向催化。

2.2. 政策层面

政策层面，近期海内外监管与产业政策密集落地，既涵盖平台经济秩序整顿、关税壁垒升级等约束性变量，也囊括信贷定向宽松、国际治理对话等激励性安排。多维政策信号的叠加与对冲，使得恒生科技指数在贴现率、盈利预期及风险偏好三条主线上均面临重新定价。下文将系统梳理上述政策工具的出台背景、传导路径与边际影响，评估其对指数整体及重点板块的价值重构效应。

表2：政策层面事件总结

日期	事件	影响方向	恒生科技当日表现
2025/7/31	7 月 FOMC 会议宣布维持利率不变，美联储释放鹰派信号	偏负向	(2025/8/1) -1.02%
2025/8/15	2025 年第二季度货币政策执行报告，科技贷款服务延续量增、价降、面扩态势。	偏正向	(2025/8/18) 0.65%
2025/8/15	特朗普即将征收半导体关税可能高达 300%	偏负向	(2025/8/18) 0.65%
2025/8/22	美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话	偏正向	(2025/8/25) 3.14%

数据来源：wind，中国人民银行，格隆汇，美联储，东吴证券研究所

【7 月 FOMC 会议宣布维持利率不变，美联储释放鹰派信号】

点评：7 月 FOMC 会议虽如预期按兵不动，但鲍威尔明确表示“尚未对 9 月降息做任何决定”，并强调关税推升通胀的风险仍未解除——这一鹰派信号使得美元走强，压制港股流动性对恒生科技构成即时负向冲击。

【特朗普即将征收半导体关税，可能高达 300%】

点评：目前，AI 行业和制造业都高度依赖全球化的芯片供应链。一旦征税，可能会影响全球供应链和成本结构，对消费电子和高科技行业产生冲击。分析称，特朗普此番言论虽然激进，但仍然没有具体细节，这种模糊性，让相关企业倍感压力，也可能影响投资决策。若关税落地，将从“需求塌缩—成本飙升—供应链重构”三条路径对恒生科技指数形成负向冲击。

【央行发布 2025 年第二季度中国货币政策执行报告】

2025 年第二季度中国货币政策执行报告显示科技贷款延续“量增、价降、面扩”意味着央行把廉价资金精准滴灌到半导体、AI、软件等恒生科技核心赛道：一方面，6 月新发放科技贷款加权平均利率为 2.90%，比同期全部新发放企业贷款利率低 0.36 个百分点，较年初和上年同期分别低 0.21 个和 0.44 个百分点，恒生科技权重公司的财务费用直接节省、现金流改善，DCF 估值中枢抬升约一成；另一方面，覆盖面扩大使中小科创企业订单和收入提前回暖，市场对恒生科技盈利“二次探底”的担忧缓解，叠加外资在利差收敛下回流港股长久期资产，指数有望从“杀估值”切换到“提估值”阶段，中线则进入盈利与贴现率双升的共振通道。

【美联储主席鲍威尔于全球央行年会暗示 9 月降息】

点评：美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，暗示美联储可能降息。据美联储官网发布的演讲稿，鲍威尔指出就业和通胀的“风险平衡似乎正在发生变化”，就业下行风险正在上升，“鉴于政策处于限制性区间，基线前景和风险平衡的变化可能需要我们对政策立场进行调整。”降息预期升温将推动美债收益率下行，降低成长股的折现率压力，科技企业的估值模型有望得到系统性修复。另一方面，美联储货币政策转向将驱动美元流动性边际改善，缓解外资持续流出的压力。恒生科技指数作为外资配置中国新经济的重要替代性选择，其高 beta 属性在流动性宽松环境下更具吸引力，尤其 AI、互联网平台等成长赛道有望迎来外资结构性增配。

2.3. 行业层面

行业层面，外卖大战、模型迭代、AI 大会与机器人赛事虽热闹纷呈，但对恒生科技权重的盈利贡献尚处早期，催化落地与商业化验证仍需时间；下文将评估这些事件的边际信号强度及潜在兑现路径。

表3：行业层面事件总结

日期	事件	影响方向	恒生科技当日表现
2025/7 以来	外卖价格战持续	偏负向	-
2025/8/4	阿里通义千问首个图像生成基础模型 Qwen-Image 开源	偏正向	(2025/8/5) 0.73%
2025/8/6	OpenAI 推出两款开源模型	偏正向	(2025/8/7) 0.26%
2025/8/7	OpenAI 推出 GPT-5，但似乎略不及预期	短空长多	(2025/8/8) -1.56%
2025/8/9	河南设立 30 亿元人工智能产业基金，北京推具身智能机器人政策	偏正向	(2025/8/11) -0.01%
2025/8/14	京东公布二季度业绩，收入增速创近 3 年新高，京东二季度营收同比增长了 22.4%，但是净利润却同比下滑了 51%	偏负向	-0.97%
2025/8/15	人形机器人运动会宇树 H1 接连包揽 1500 米和 400 米两项比赛冠军	偏正向	-0.59%
2025/8/21	快手-W 中报发布	偏正向	(2025.8.22) 2.71%
2025/8/21	蔚来正式发布第三代 ES8 并同步开启预售	偏正向	(2025.8.22) 2.71%
2025/8/21	DeepSeek-V3.1 正式发布	偏正向	(2025.8.22) 2.71%
2025/8/27	美团财报公布，第二季度调整后净利润同比下降 89%	偏负向	(2025.8.28) -0.94%
2025/8/29	阿里巴巴集团发布 2026 年一季报，超出市场预期	偏正向	(2025/9/1) -

数据来源：wind，财联社，通义千问团队，OpenAI，河南省人民政府，世界人形机器人运动会官网，deepseek 官网，东吴证券研究所

【外卖价格战持续】

点评：外卖大战把“补贴”打成无底洞，截至 2025 年 8 月 1 日，美团、阿里巴巴、京东三大权重合计占恒生科技 20%以上，为抢市占狂撒“满 25 减 21”等极端优惠券，单季营销费用暴增，直接触发市场下调全年 EPS，股价联袂重挫并拖累恒生科技从五月高点一路下行，估值与情绪双杀，指数一度被调侃为“恒生外卖指数”。

【各大国产模型不断升级】

点评：国产大模型虽然仍在快速迭代，但“模型军备竞赛”已经过去，市场从“技术震撼”进入“成本-场景-盈利”的冷静评估阶段；DeepSeek 当初的爆点是首次把国产模型拉到 GPT-4 水平且成本骤降，引发资本对“中国 OpenAI”的稀缺溢价，恒生科技指数借机完成一轮快速大幅拉升。如今各家模型性能差距缩小、开源免费成为主流，用户更在意价格和实际落地，而非谁刷新榜单；叠加融资退潮、算力卡脖子、应用收入还未放量，资金对“讲故事”审美疲劳，于是同样的技术升级再也给不了年初那种估值脉冲，对恒生科技走势的实际影响有限。

【OpenAI 推出 GPT-5，但似乎略不及预期】

点评: 时隔 29 个月才端出的 GPT-5 仅比上一代提升约 10%，未满足“颠覆式 AGI”高预期，叠加鲍威尔鹰派信号，短线资金迅速从 AI 主题撤离，恒生科技情绪面承压。但 GPT-5 在幻觉问题上取得了决定性的进展。根据 OpenAI 发布的数据，与 GPT-4o 相比，GPT-5 出现事实性错误的概率降低了约 45%。OpenAI 正在从技术突破向商业化落地转型，GPT-5 的发布更多体现商业战略意图而非技术革命，同时 7 亿周活用户也是其商业化能力的认可。因此，短期杀估值后是“应用收割期”，对于恒生科技的影响或短空长多。

【京东公布二季度业绩】

点评: 京东集团在港交所公告，第二季度收入为 3567 亿元，同比增加 22.4%，远超市场预期，再次刷新近三年来同比增速的纪录；归属于公司普通股股东净利润为 62 亿元，上年同期 126 亿元。但是净利润却同比下滑了 51%，8 月 15 日港股成交额前七的公司当中，阿里巴巴下跌 3%，美团下跌 2%，京东下跌 3.4%，对恒生科技带来一定负面冲击。

【蔚来正式发布第三代 ES8 并同步开启预售】

点评: 8 月 21 日晚，蔚来正式发布第三代 ES8 并同步开启预售，定位旗舰大三排纯电 SUV，是目前中国尺寸最大的纯电 SUV 之一。整车购买 41.68 万元起（老款 52.8 万元），直降约 11 万元。市场对 41.68 万元的定价反应强烈，认为既保留毛利又能快速放大销量，蔚来美股在发布会当晚一度大涨超 10%，随后港股亦涨超 7%。

【DeepSeek-V3.1 正式发布】

点评: 该版本以开源形式降低大模型落地门槛，直接放大对国产算力的需求预期。开发者可在本土算力环境下完成高性能推理，从而提升国产芯片、服务器及云平台的商业能见度。资金循“模型—算力—应用”链条重新评估产业链价值，带动相关公司估值中枢上移。恒生科技指数集中覆盖算力、云服务和软件领域，整体情绪与估值水平同步抬升，短期呈现量价同步扩张的特征。

【美团财报公布，第二季度调整后净利润同比下降 89%】

点评: 受外卖大战影响，美团公布的 2025 二季度报告业绩不及预期。美团 Q2 营收同比增长 11.7% 至 918 亿元。经营利润和净利润大跌：经营利润为 2.26 亿元，同比下滑 98%；经调整净利润为 14.93 亿元，同比下滑 89%。业绩“增收不增利”触发盈利下修，美团港股盘中一度跌超 10%，直接拖累恒生科技指数。

【阿里巴巴集团发布 2026 年一季报，超出市场预期】

点评: 8 月 29 日港股盘后，阿里巴巴发布 2026 财年首季财报。营收同比增长 10%，

AI相关产品连续八季度三位数增长。阿里将巨量资源投向云算力与AI生态，直接强化对国产芯片、服务器、光模块等上游环节的需求预期，并带动电商、物流、本地生活等下游场景加速AI化。**恒生科技指数汇集云计算、半导体及互联网平台，阿里“投入换增长”的战略既抬升板块盈利能见度，也提升整体估值中枢，形成情绪共振。**另一方面，当日电话会上阿里巴巴中国电商事业群CEO蒋凡表示，淘宝闪购日订单峰值达到1.2亿单，8月的周日均订单量达到8000万单。闪购的日均活跃骑手已经超过200万的规模，对比四月增长3倍，淘宝闪购已创造了超过百万的直接就业，平台真金白银投入，推动行业变革的同时，也促进消费和经济。

3. 指数后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望后市，恒生科技指数的走势或将受到宏观数据、政策动向等因素的共同影响。

宏观事件：国内外经济数据的“晴雨表”作用

海外宏观（美国数据主导）：

若PMI、就业数据等不及预期，可能强化美联储降息预期，美元走弱，外资回流港股，利好科技股估值修复。

若经济数据强劲，美联储政策转向预期降温，美债收益率上行，压制港股流动性，科技股或承压。

国内宏观：

关注8月国内CPI数据、社会消费品零售总额同比等一系列经济数据。若回升则提振市场对中国经济复苏信心，利好港股科技板块风险偏好；若数据收缩，则可能加剧市场担忧。

政策事件：美联储动向主导全球流动性预期

美联储会议纪要、鲍威尔杰克逊霍尔讲话、理事沃勒表态以及9月中旬最终的FOMC会议决策若释放一定鸽派信号将推动风险资产反弹；鹰派立场则可能压制科技股表现。

此外还需关注特朗普2.0下关税政策的不确定性以及国内对于行业的政策出台与引导。

表4：九月事件预告

日期	事件	影响方向
2025/9/1	中国 8 月标普全球制造业 PMI	宏观
2025/9/2	美国 8 月 ISM 制造业 PMI	宏观
2025/9/3	中国 8 月标普全球服务业 PMI	宏观
2025/9/5	美国 8 月失业率	宏观
2025/9/5	美国 8 月季调后非农就业人口数据(万人)	宏观
2025/9/11	美国 8 月 CPI 数据	宏观
2025/9/18	美联储 FOMC 公布利率决议和经济预期摘要	政策
2025/9/30	中国 9 月官方制造业 PMI	宏观
2025/9/30	中国 9 月标普全球制造业、服务业 PMI	宏观

数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 指数走势展望

资金面：随着近期 9 月降息预期不断升温、流动性边际宽松，全球配置型资金对港股科技的再平衡需求将不断增强，根据 EPFR 最新数据 8 月整体海外主动基金对港股仍录净流出，但流出速度较前期放缓，曲线呈现筑底迹象，或正接近拐点。外资由净流出转向净流入的节奏只是时间问题，届时资金面将从防御型托底切换为进攻型共振。

技术面：自 6 月下旬以来，指数反复震荡，市场以时间换空间的方式消化上方套牢筹码与短期利空。震荡过程中，筹码分布趋于集中，抛压逐步递减，一旦消息面或流动性出现边际改善，技术性突破的阻力将减轻，为后续趋势性上行奠定结构基础。另一方面，港股走势在一定程度上受到 A 股影响。截至 2025 年 8 月 29 日，万得全 A 指数风险度为 101.24，表明万得全 A 指数持续处于超涨状态，市场情绪较为亢奋，此阶段可能出现波动放大的情况。受此影响，恒生科技指数短期内或仍存在一定波动、尾部风险较大，但中长期 9 月份上涨胜率较高。

基本面：互联网行业：关税与季报的短期扰动并未改变 AI 产业浪潮的长期轨迹。港股科技板块已在大模型、算力、商业应用及终端生态等关键环节形成闭环优势，叠加政策端对“新质生产力”的持续扶持，盈利与估值具备同步扩张空间。国内经济复苏强化自主科技的定价能力，制造业出海又进一步验证其全球竞争力；相较 A 股，港股科技资产在 AI 产业链上的稀缺性与基本面优势依旧突出，重估逻辑并未因阶段跑输而中断，中长期向上动能仍然清晰。汽车行业：从乘联会数据来看，7 月车市呈现传统淡季特征，主要受 6 月车企冲量透支需求以及部分地区补贴退坡的短期影响。不过，随着中央第三批 680 亿元国补资金的下放，市场情绪有望在 9 月逐步回暖，为“金九银十”的旺季过渡奠定基础。下半年具备爆款车型且销量增长可能性高的车企更受青睐，尤其是中报业绩预期向好的标的：小鹏汽车即将推出全新一代 P7，产品力有望进一步提升；理想汽

车的市场悲观预期已充分消化，后续 i8 销售策略优化及 i6 新车的上市或将加速订单释放；小米汽车则凭借下半年新车型的带动，展现出强劲的市场需求潜力。9 月汽车板块有望筑底回升。

因此，展望后市，9 月降息概率较高，外资回流预期增强；恒生科技经区间震荡后抛压减弱，短期或随 A 股波动放大，但 AI 闭环与汽车旺季共振，盈利与估值仍具扩张空间，9 月向上胜率较高。

3.3. 相关 ETF 产品

华夏恒生科技 ETF（513180）成立于 2021 年 5 月 18 日，于 2021 年 5 月 25 日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪恒生科技指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.3%，年跟踪误差不超过 2%。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.50%，托管费率为每年 0.15%。截至 2025 年 8 月 29 日，该基金总市值达 382.58 亿元，当日成交额 66.73 亿元。

表5：恒生科技指数 ETF

日期	2025 年 8 月 29 日
基金简称	华夏恒生科技 ETF（QDII）
场内简称	恒生科技指数 ETF
代码	513180
成立日期	2021 年 5 月 18 日
总市值（亿元）	382.58
成交额（亿元）	66.73
基金公司	华夏基金
基金经理	徐猛
收取费率	管理费率为 0.50%/年，托管费率为 0.15%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1)行业政策或监管环境突变

互联网平台经济正处于政策细则落地阶段，补贴比例、数据合规、算法治理等规则仍存修订空间；若后续指引较市场预期更为严格，可能抬升平台运营成本并压缩盈利改善空间，进而对恒科指数估值形成扰动。

2)宏观经济不及预期

海外通胀与就业数据公布后，市场对降息路径的定价可能出现反复；国内需求修复的斜率亦存在阶段性偏离一致预期的可能。宏观数据的修正将直接作用于风险溢价，进而放大恒科指数的波动区间。

3)发生重大预期外宏观事件

地缘局势、贸易摩擦或海外选举议程的演进均可能引发全球风险偏好的快速切换；在港股流动性对外部资金依赖度较高的背景下，上述事件或导致被动资金集中调仓与衍生品对冲盘同步释放，带来短期价格剧烈波动的潜在风险。

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>