

## 策略点评 20250831

# 分化的市场——港股&海外周观察

2025 年 08 月 31 日

■ 本周（2025 年 8 月 25 日-2025 年 8 月 29 日）发达市场和新兴市场均下跌。从跌幅来看，发达市场下跌 0.4%，新兴市场下跌 0.6%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 0.5%，恒指下跌 1.0%，恒生港股通下跌 1.4%。行业上，医疗保健业领涨。

我们认为港股还处在震荡上行趋势中，下行有底，既有动力也有阻碍。我们继续关注潜在增配资金风偏。

1、Jackson hole 会议后，市场明显提高了九月美联储降息预期，促进市场反弹，提振补涨逻辑。

2、资金增配港股仍需更多理由。当前市场普遍认为 A 股行情好于 H 股。港股投资者更偏好自下而上结构性机会。

3、行业上，1) 港股科技互联网龙头估值仍有修复空间。2) 部分机构依旧增配红利股。3) 创新药景气度还在。

■ 美股：本周三大股指小幅下跌，但 8 月整体实现上涨，且实现连续四个月上涨，创自 2024 年 9 月以来的最长连涨。本周道指和纳指小幅下跌 0.2%，标普 500 下跌 0.1%。

首先，**美联储独立性动摇**。特朗普试图掌管美联储，企图用抵押贷款申请欺诈信息的指控解雇美联储理事丽莎·库克，随后库克起诉阻止特朗普解雇她，称特朗普“炮制”被解雇的依据，违反了《美联储法》。如果库克被罢免，美联储 7 位理事中将有 4 位鸽派。进一步地，如果美联储独立性被削弱，美元信用的长期担忧将“卷土重来”。

其次，**英伟达财报平稳**。整体来看，本季度财报超预期，但对 Q3 指引偏弱，主要原因是删除了对华销售额数据。目前最大的不确定性来自：1) 网络业务的增长；2) Blackwell 平台增速的放缓以及 3) 中国市场的前景。不过考虑到 CFO 科莱特克雷提出，如果地缘政治问题得到解决，可能在第三季度对中国出货 20-50 亿美元，这暗示中国收入将存在延迟，如果需求旺盛，收入将大超预期。

最后，**美国经济的扩张速度加快**。美国二季度 GDP 增速修正值为 3.3%，相较初值 3% 增加 0.3pct。从结构上看，上修主要是受益于商业投资增幅加大。此外，美国初请失业金人数小幅下降至 229,000 人，表明雇主仍保留了现有工人，意味着或对未来经济不确定性的担心边际缓解。

**短期来看，我们认为美股以震荡上行为主**。虽然从季节性角度来看，历史上 9 月往往表现偏差，但我们认为本次尚无重大风险打破目前的上涨趋势：一是，9 月降息大门已经打开。从数据来看，除非 9 月议息会议前就业人数大幅增加超过 15 万人，且通胀环比增速 > 0.4%，否则 9 月降息基本“板上钉钉”；从表态来看，大多数美联储票委的立场从中性转向了鸽派；二是，经济正在全力以赴“加速”，缓解市场对关税引发衰退的焦虑情绪。三是，以史为鉴，过去 16 次 JacksonHole 会议，10 次定调偏鸽的会议中，标普 500 在会议后的 1 周至 1 个月，上涨幅度平均达 1.3%，会议后 3 个月内涨幅更大，平均 5.5%。**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 8 月 29 日，标普 500 市场广度回落至 67%。从情绪来看，截至 8 月 29 日，美股风险溢价从上周的 -0.76% 上涨至 -0.71%，美股乐观情绪回落。

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，

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

《2025 年中报深度分析：盈利表现韧性，ROE 底部企稳——A 股财报深度分析系列（八）》

2025-08-31

《牛市二阶段：聚焦 AI 应用的赔率交易》

2025-08-31

**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 7 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托（+\$2288.57 亿美元），其次是 iShares 黄金信托（+\$457.76 亿美元），第三是 Invesco 实物黄金 ETC（+\$437.3 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国和爱尔兰；**全球主要黄金 ETF 有 5 支减持**，流出最多的是 SPDR Minishares 黄金信托（-\$192.2 亿美元），其次是华安易富黄金 ETF（-\$137.92 亿美元），第三是国泰黄金 ETF（-\$40.7 亿美元）；

**机构边际大幅增持黄金，散户边际大幅减持黄金。**其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 34.49 盎司（周环比+2.0%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.92 盎司（周环比-2.1%）

**全球资金：**全球股票 ETF 净流入加速、债券 ETF 净流入放缓。全球股票 ETF 净流入\$357.73 亿美元，边际流入\$190.65 亿美元，全球债券 ETF 净流入\$151.15 亿美元，边际流入\$61.96 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（+\$177.6 亿美元），其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出最多（-\$8.7 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流入最多（+\$19.4 亿美元）。

**全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:金融，材料和通信；净流出行业为科技。**

- **下周重点关注数据及事件：**

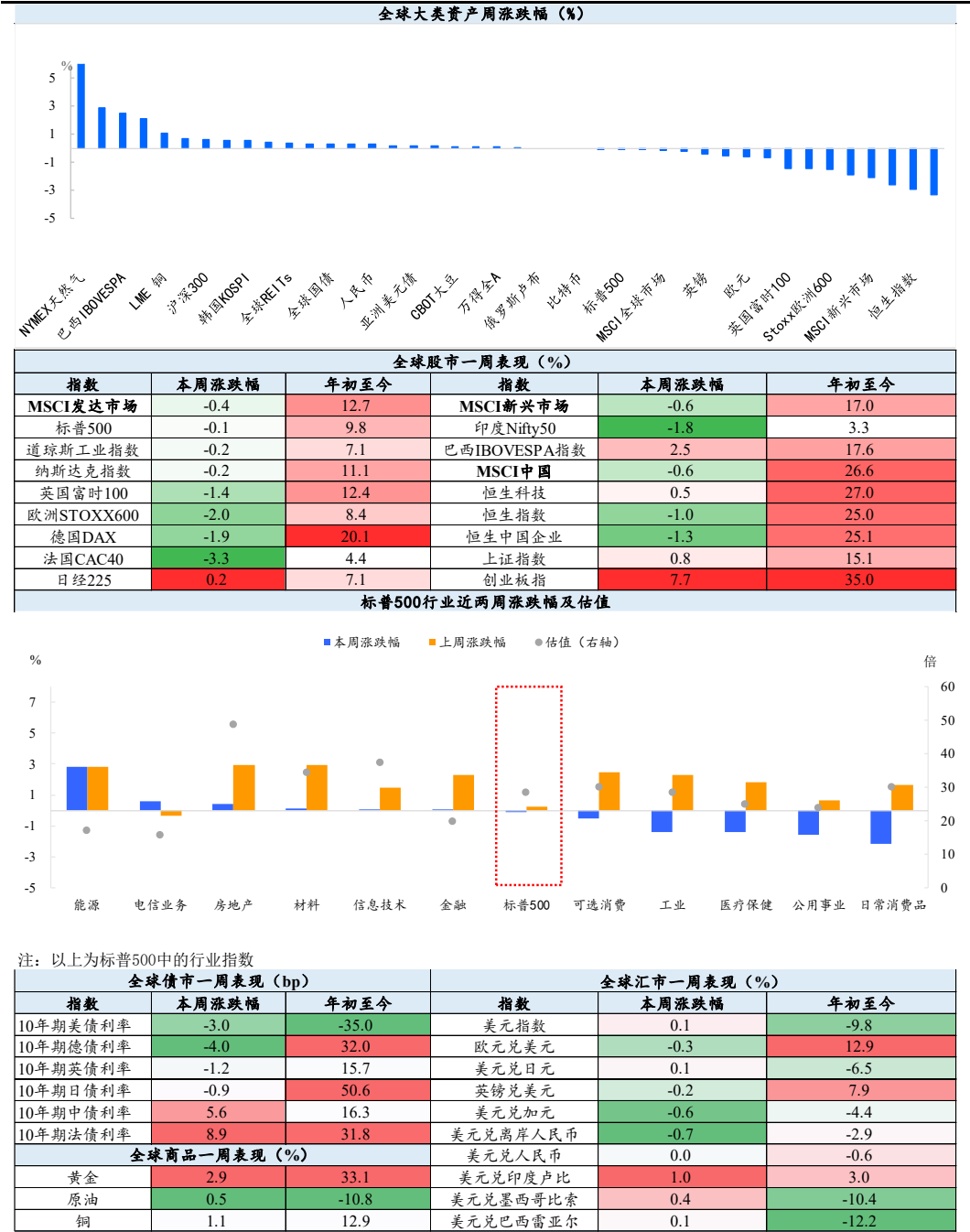
**基本面方面：**1) 9 月 2 日，美国 8 月 ISM 制造业 PMI；2) 9 月 3 日，欧元区 8 月服务业 PMI；3) 9 月 4 日，美国 8 月 ISM 非制造业 PMI；4) 9 月 5 日，美国 8 月非农。

**事件方面：**1) 由特朗普家族支持的去中心化金融项目，计划于 9 月 1 日正式启动其 WLF1 代币的公开交易；2) 9 月 4 日，美联储公布经济状况褐皮书。

**财报方面：**1) 9 月 2 日，蔚来中报；2) 9 月 4 日，Lululemon、博通财报。

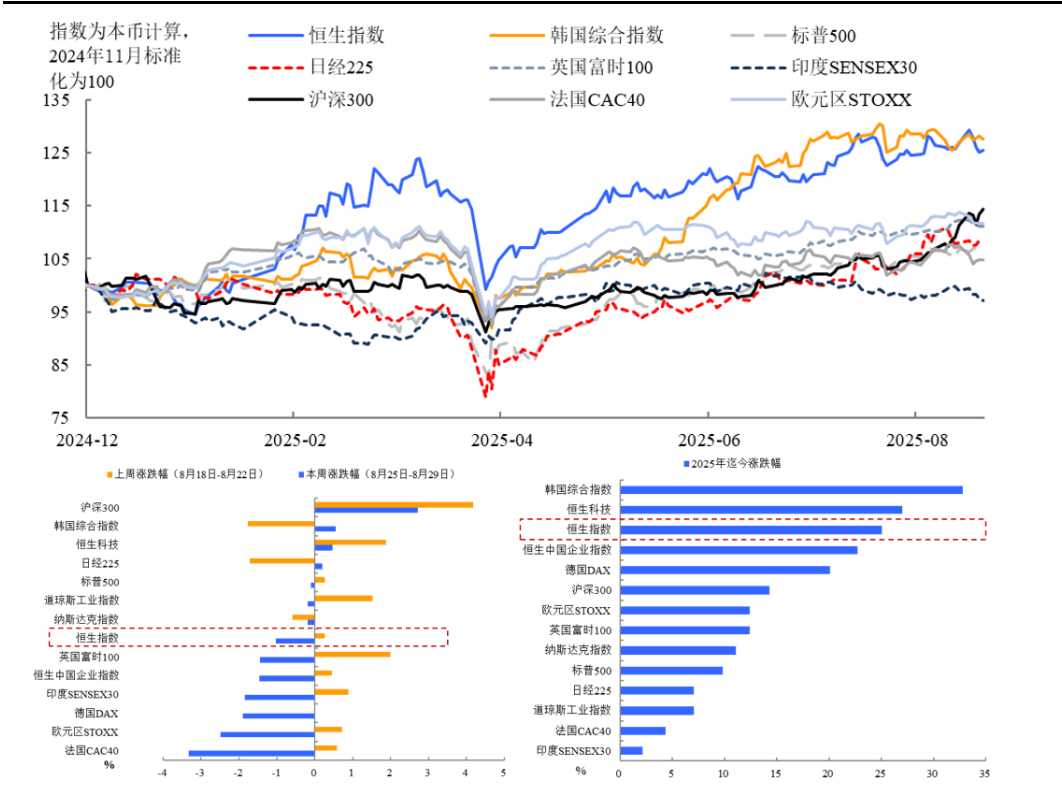
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场新兴市场均下跌



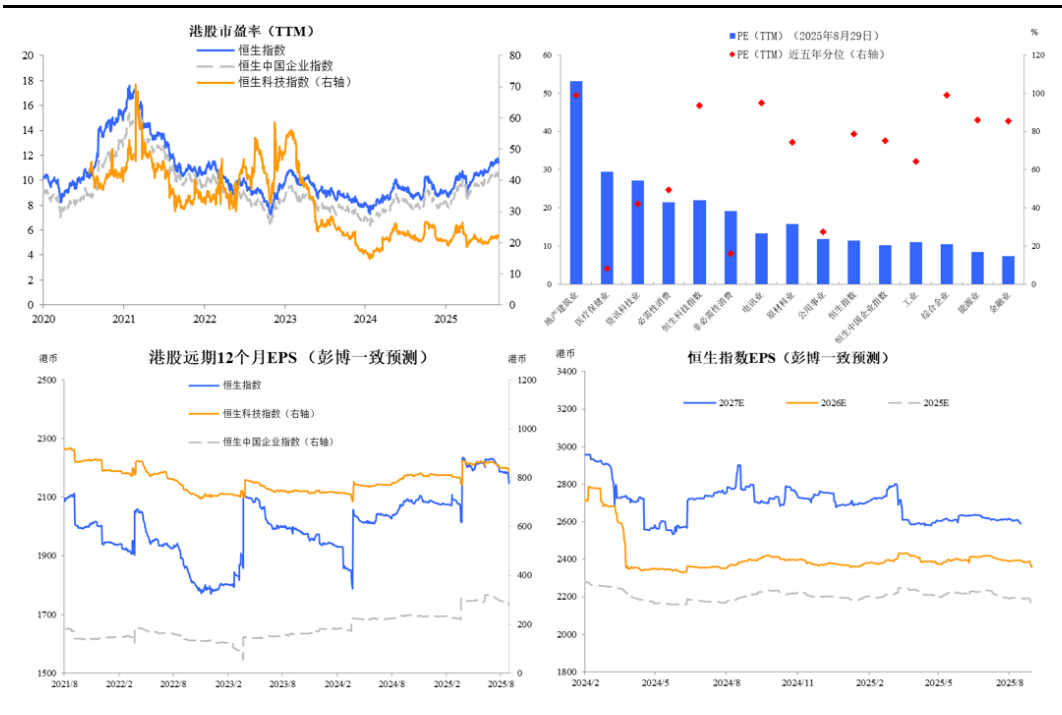
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数转跌



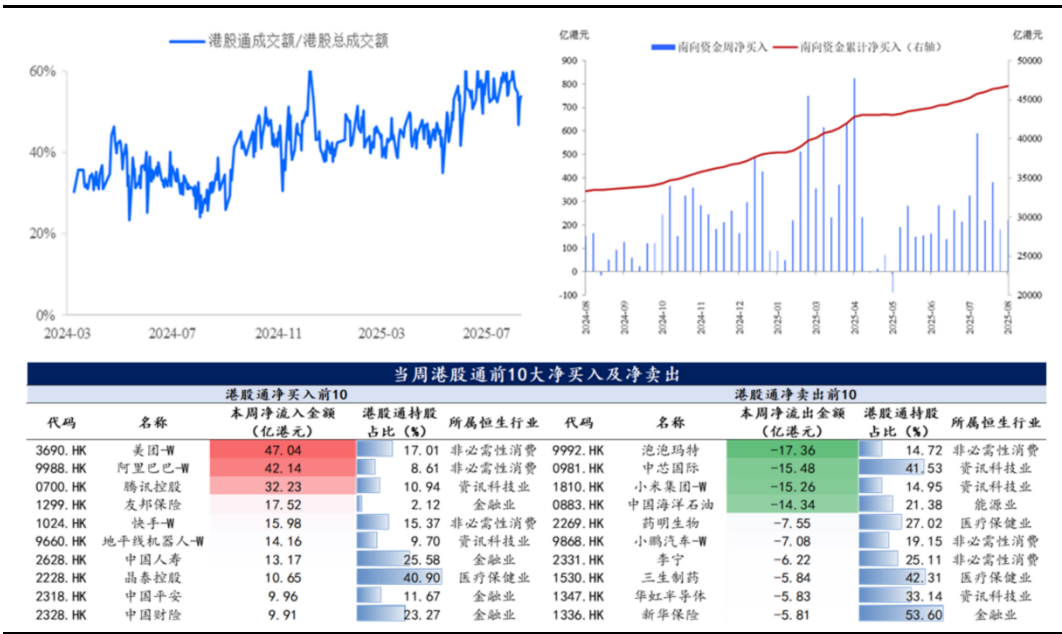
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

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



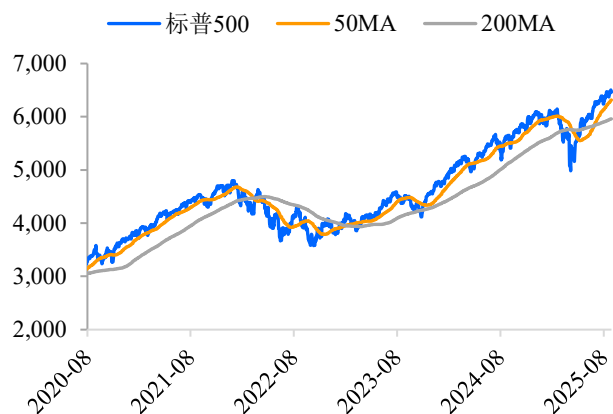
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员讲话

| 国家及官员                     | 日期        | 经济                                                                                                                                           | 货币政策                                                                                                                                                          |
|---------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2026年FOMC票委、<br>达拉斯联储主席洛根 | 2025/8/26 |                                                                                                                                              | 应对银行短期储备需求的增加只会导致央行资产负债表不断扩张。美国在削减准备金方面还有更大空间，从长期来看，美联储的资产负债表应主要持有美国国债。很高兴看到在6月底使用了常设回购便利(SRF)，预计如果需要，9月份也会出现类似使用。随着准备金水平下降，美联储更应着眼于满足银行的长期较低准备金需求，而不是短期的高需求。 |
| 纽约联储主席威廉姆斯                | 2025/8/27 | 经济数据显示GDP增长放缓，招聘和劳动力增长减缓，但就业和工资仍保持稳健。通胀回落缓慢，部分受关税影响，政策保持适度紧缩，未来利率需接近中性水平。威廉姆斯对经济前景持乐观态度，强调以数据为导向，风险趋于平衡。                                     | 美联储威廉姆斯强调央行独立性的重要性，认为其带来经济稳定。在当前环境下，美联储可能在降息后仍维持一定限制性，需密切观察经济数据变化。                                                                                            |
| 美联储理事沃勒                   | 2025/8/29 | 劳动力市场需求减弱，沃勒指出这是不利信号，且降息速度没有固定顺序，正逐步接近中性利率。沃勒强调关税是税收，不会推高通胀，且属于“暂时性通胀”阵营，认为美国债务在几十年内可偿还。他提到美国债务已走上不可持续道路但目前尚非紧急问题，Genius法案是良好开端，未来将逐步解决债务问题。 | 沃勒支持9月降息25个基点，预计未来3-6个月内将继续降息，除非经济显著疲软且通胀受控。沃勒认为剔除关税影响后，潜在通胀率接近2%，并强调政策利率应“适度限制”，高于中性利率1.25至1.50个百分点。                                                         |

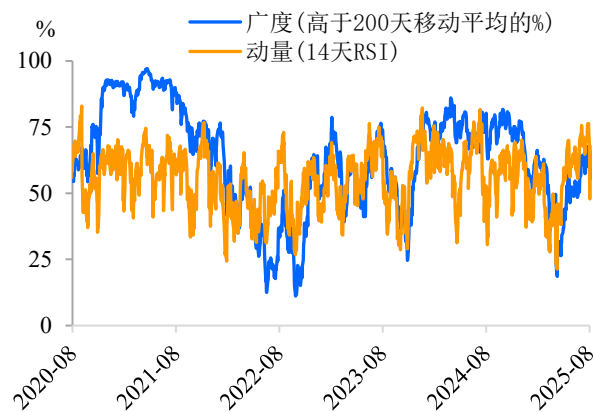
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：标普500的50及200日均线均向上



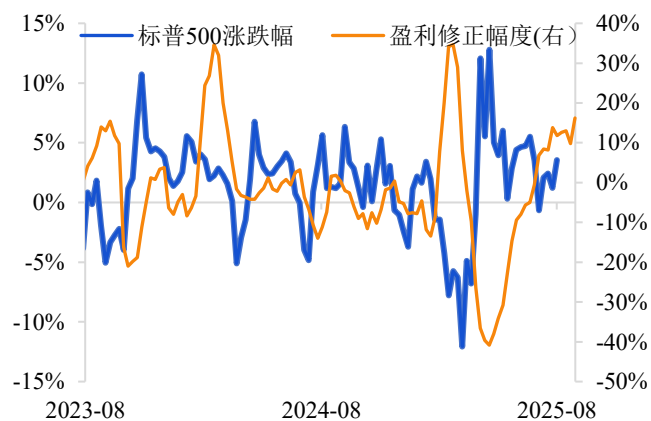
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：市场广度达67%



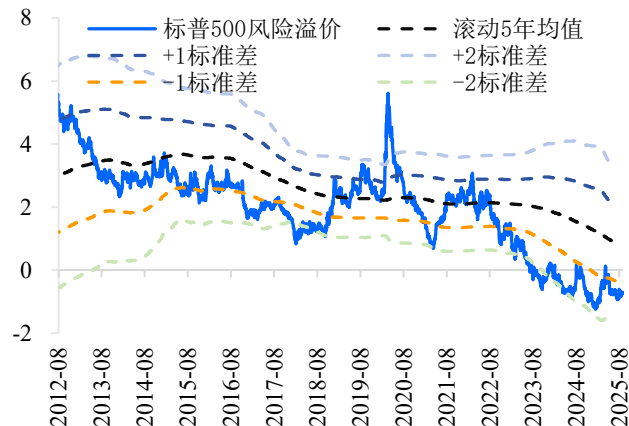
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：美股的盈利修正幅度斜率向上



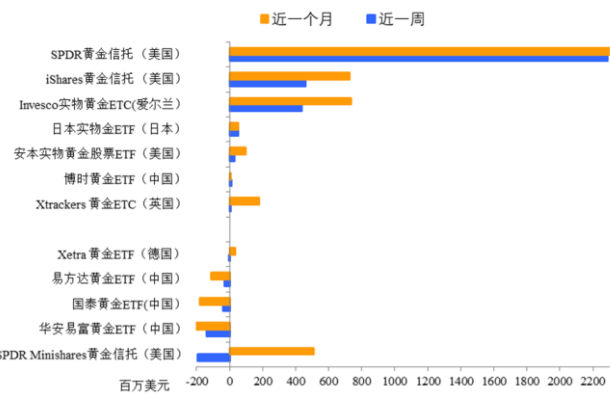
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美股风险溢价边际上升



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、爱尔兰



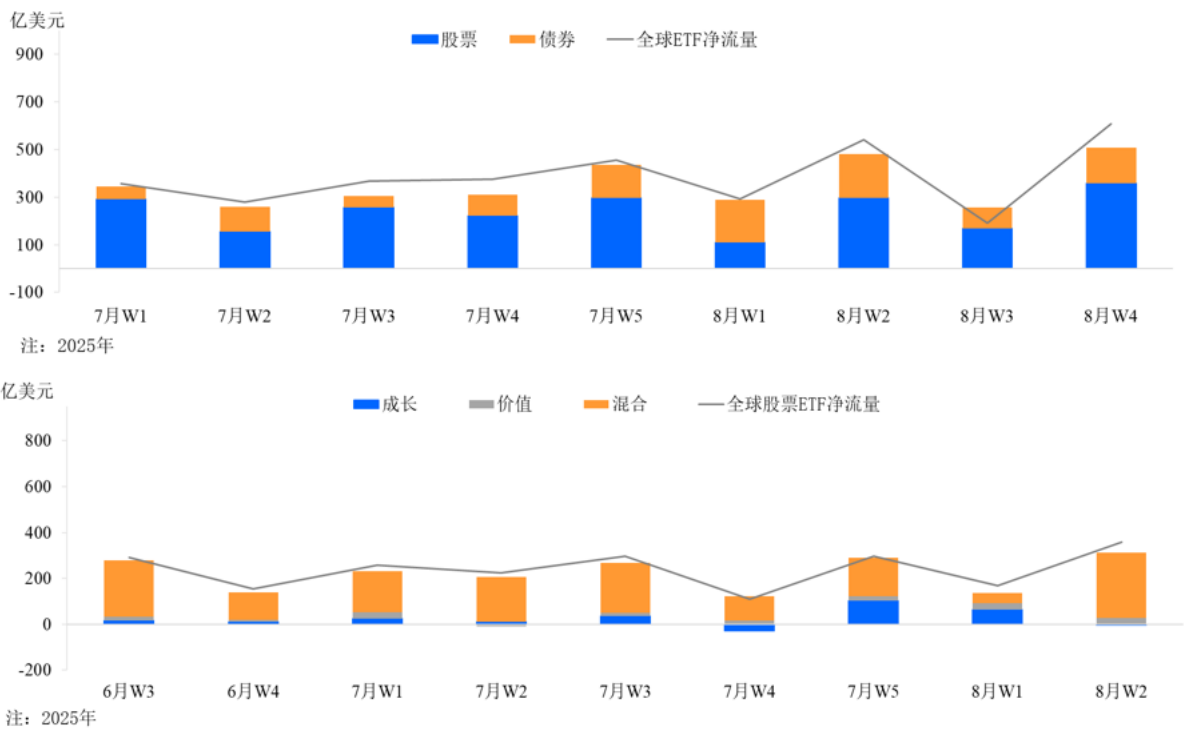
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：机构边际大幅增持黄金，散户边际大幅减持黄金



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          | 177.6 | 647.3 | 1508.6 | 3679.8  |
|                     | 欧洲          | 3.9   | 15.9  | 114.3  | 667.9   |
|                     | 日本          | -8.7  | -33.5 | -62.1  | -19.4   |
|                     | 韩国          | 1.14  | 10.9  | 51.6   | 66.0    |
| 新兴市场股票<br>ETF (亿美元) | 亚太地区 (日本除外) | 1.5   | 9.5   | 22.6   | 37.7    |
|                     | 中国          | 19.4  | -87.2 | -183.6 | -104.7  |
|                     | 印度          | -1.5  | -10.1 | 1.1    | 4.6     |
|                     | 越南          | -0.3  | -1.6  | -2.0   | -4.5    |

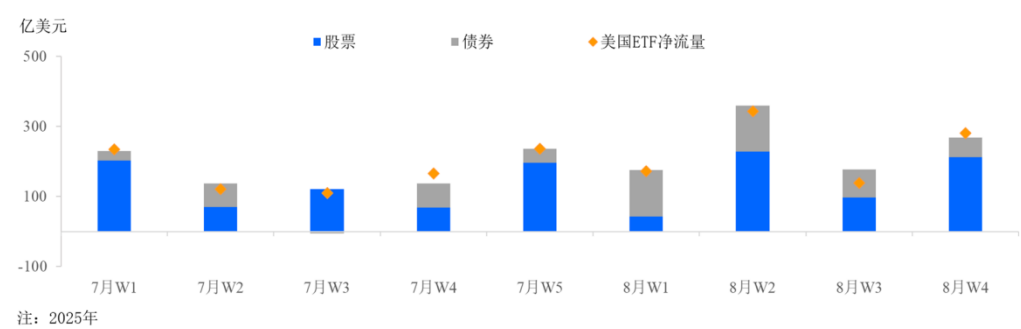
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：本周股票 ETF 中，流入金融的资金最多，流出科技的资金最多

|      | 近1天  | 近1周  | 近1个月 | 近3个月  | 2025年迄今 |
|------|------|------|------|-------|---------|
| 通信   | 4.2  | 9.9  | 32.5 | 52.8  | 84.8    |
| 可选消费 | 1.8  | 7.9  | 4.9  | 12.2  | -12.9   |
| 必选消费 | 0.8  | 1.3  | 5.7  | -1.2  | -2.5    |
| 能源   | -1.4 | 0.0  | 0.2  | 10.6  | -63.5   |
| 金融   | 8.8  | 36.7 | 30.7 | 84.3  | 119.8   |
| 医疗保健 | 0.4  | 7.8  | 20.6 | -10.9 | -63.3   |
| 工业   | 0.0  | 0.9  | 11.6 | 91.4  | 177.5   |
| 材料   | 4.4  | 25.1 | 36.4 | 55.1  | 4.3     |
| 科技   | 3.6  | -3.4 | 32.8 | 152.6 | 327.7   |
| 公用事业 | 1.4  | 1.2  | 10.1 | 32.3  | 66.9    |

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 ISM 制造业及非制造业 PMI、8 月就业数据、欧元区 8 月服务业 PMI

| 周一<br>(2025/9/1)                                                                                                                                                                        | 周二<br>(2025/9/2)                                                                                                                      | 周三<br>(2025/9/3)                                                                                                                                                          | 周四<br>(2025/9/4)                                                                                                      | 周五<br>(2025/9/5)                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 欧元区-AIB爱尔兰PMI制造业<br>欧元区-标普全球/Nevi荷兰 希腊<br>制造业PMI<br>欧元区-GDP季调环比<br>欧元区-HCOB欧元区 西班牙 意<br>大利 法国 德国制造业PMI<br>欧元区-欧盟调和CPI 同比<br>日本-资本支出同比<br>日本-标普全球日本PMI制造业<br>指数<br>印度-HSBC India PMI Mfg | 美国-标普全球-美国制造业PMI<br>美国-建筑开支月环比<br>美国-ISM制造业指数<br>欧元区-工业产值(月环比)<br>欧元区-CPI 同比<br>欧元区-失业率变动<br>日本-货币基础同比<br>日本-标普全球日本PMI制造业<br>服务业 综合指数 | 美国-JOLTS职位空缺<br>美国-工厂订单<br>美国-耐用订单环比<br>欧元区-AIB爱尔兰PMI服务业<br>欧元区-HCOB欧元区 西班牙 意<br>大利 法国 德国服务业 综合PMI<br>日本-标普全球日本PMI综合 服务<br>业指数<br>印度-HSBC India PMI<br>Services/Composite | 美国-ADP就业变动指数<br>美国-周度首次申领失业救济人数<br>美国-贸易余额<br>美国-标普全球-美国制造业 服务业<br>综合PMI<br>美国-ISM服务业指数<br>欧元区-工业增加值同比<br>欧元区-零售总额月环比 | 美国-非农就业人数增减<br>美国-制造业就业人数增减<br>美国-失业率<br>欧元区-工厂订单月环比<br>欧元区-失业率<br>欧元区-GDP 同比<br>日本-劳工资金收入同比<br>日本-领先指数 CI |

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>