

2025 年 8 月 19 日

美股宏观策略

宏观策略分析

证券研究报告

市场情绪在拉锯中波动

—— 美国零售表现稳健、但消费信心意外疲弱

报告内容

近期美股市场在宏观与微观层面呈现出高度分化与矛盾特征，投资环境充满动能与隐忧。以下将从经济数据、消费信心、通胀与利率、结构性细节、财报季表现、估值与市场结构等多维度，梳理美股最新局势与操作思路。

美国零售与消费信心矛盾并存。上周美股走势之波动，反映市场对最新经济数据的复杂情绪。美国 7 月零售销售数据显示，整体环比增长 0.5%，略低于市场预期，但控制组（去除汽车、建筑材料等项目后）环比增长 0.5%，高于市场预期，印证民生消费支撑力强，汽车及家居用品带动明显，分别环比增长 1.56% 及 1.42%。相反，食品服务与酒吧类开支下滑，显示消费倾向正从非必需品转向必需品。零售巨头的销售指引与分项结构都佐证了美国消费内生韧性，全面收缩风险暂未出现。

然而，消费信心却明显下滑。8 月密歇根大学消费者信心指数初值仅 58.6，远低于预期与前值，现况与预期指数双双回落，长短期通胀预期均上升。消费现状韧性与信心变化的背离，显示“稳中带忧”的格局：尽管消费火力仍在，市场对未来物价压力与经济前景充满忧虑。

通胀结构分化，政策预期左右市场。早前公布的通胀数据显示，美国 7 月 CPI 环比上升 0.2%，核心 CPI 为 0.3%，大致符合预期但通胀压力并未明显降温。能源价格下行压制整体指针，核心服务价格月增 0.4%，其中交通类价格（特别是航空票价）涨幅突出，休闲、医疗、教育服务均见明显上升。住房租金继续温和增长，核心商品受高关税影响月增 0.2%。然而，7 月 PPI 数据则环比暴涨 0.9%，远超市场原本预期的 0.2%，同比增幅也来到 3.3%，创下自今年 2 月以来的最大单月涨幅。若不计食品和能源，最终需求商品价格仍上涨 0.4%，涨幅仍然较大。市场预计，7 月核心 PCE 或将高于 CPI，若成真则对宽松预期产生压力。

当前联储 9 月降息机率约 85%，虽然美国财长贝森特建议“一步到位”降息 50 基点，但主流预期偏向小幅降息 25 基点。核心服务通胀与强劲数据令联储维持审慎。10 年美债收益率高位震荡于 4.3%，短线债市平稳，但对股市估值形成上行压力，资产价格敏感度提升（特别是科技等高估值板块）。

财报与估值反映高度韧性背后潜伏风险。2025 年二季度美股财报展现强韧。标普 500 指数近九成公司已披露业绩，根据 Factset 统计，整体盈利同比增长 11.8%，连续三季双位数增幅推升指数再创新高。市场对未来仍充满乐观预期，体现于标普 500 市盈率已升至约 22 倍（静态市盈率约 27 倍），远高于五年与十年均值，及其他市场如香港、日本等。值得关注的是，业绩超预期股票平均仅上涨 0.4%，远低于过往均值，反之“爆雷”则平均下跌达 5.5%。这意谓着市场对风险因素反应加剧，容错空间明显收缩。

策略建议与展望。综合上述，当前美股市场基本面稳健但价格与情绪均处高位，建议投资者审慎应对、保持资产分散。适度增配黄金、高息抗通胀 ETF 与部分优质数字资产，以应对市场波动与潜在回调。操作上，密切关注即将发布的关键通胀与经济数据，根据政策信号灵活调整配置方向。

短期美股受益于经济韧性和政策宽松，但中期走势将由资本成本、结构分化及企业盈利主导。建议分散投资、审慎配置，警惕高估值行业风险，重视风险管理并灵活应对政策不确定性。本周关注鲍威尔在 Jackson Hole 年会上的讲话，以判断未来政策方向。

风险提示：特朗普政策的不确定性、经济走势、宏观数据的反复引发市场波动。

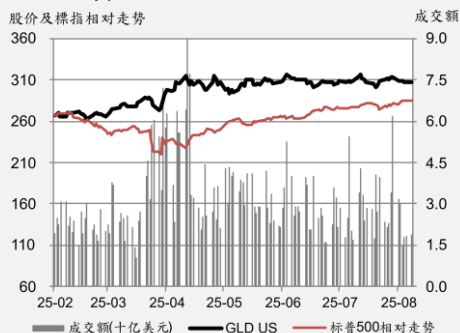
关注股份

SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

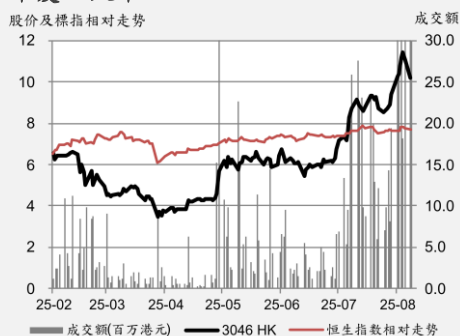
华夏以太币 ETF (3046.HK)

股价表现

SPDR 黄金 ETF



华夏以太币 ETF



数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 steviewong@sdicsi.com.hk

朱睿泽 frankzhu@sdicsi.com.hk

图 1：本周（8 月 18 至 22 日）重点美股宏观数据

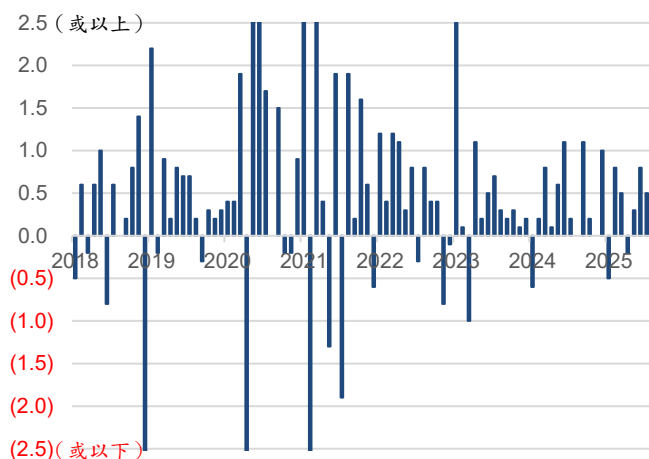
公布日期	事件	数据周期	市场预期	前值
19/8/2025	星期二 新宅开工指数	7 月	1.3 百万	1.32 百万
19/8/2025	星期二 建筑许可（初值）	7 月	1387k	1393k
19/8/2025	星期二 新宅开工月环比	7 月	-1.60%	4.60%
19/8/2025	星期二 建设许可月环比（初值）	7 月	-0.40%	-0.10%
21/8/2025	星期四 FOMC 会议纪要	6 月	--	--
21/8/2025	星期四 周度首次申领失业救济人数	上周	225k	224k
21/8/2025	星期四 持续领取失业救济人数	前一周	1960k	1953k
21/8/2025	星期四 费城联储企业前景	8 月	6.4	15.9
21/8/2025	星期四 标普全球-美国制造业 PMI（初值）	8 月	49.8	49.8
21/8/2025	星期四 标普全球-美国服务业 PMI（初值）	8 月	54.2	55.7
21/8/2025	星期四 标普全球-美国综合 PMI（初值）	8 月	--	55.1
21/8/2025	星期四 世界大型企业研究会领先指数环比	7 月	-0.10%	-0.30%
21/8/2025	星期四 二手房销量（年化）	7 月	3.92 百万	3.93 百万
21/8/2025	星期四 二手房销售月环比增长率	7 月	-0.40%	-2.70%
22/8/2025	星期五 Jackson hole 全球央行年会	--	--	--

资料来源：彭博、国证国际整理

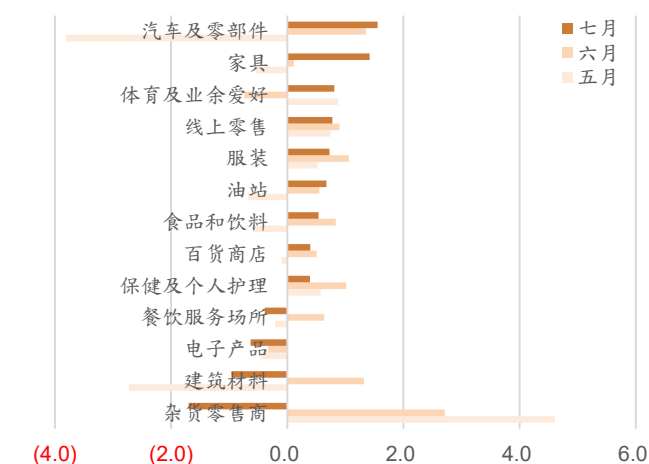
图 2：美国零售销售月环比增长情况

	一月 %	二月 %	三月 %	四月 %	五月 %	六月 %	七月 %
零售及餐饮服务总额	(0.90)	0.00	1.50	(0.10)	(0.80)	0.90	0.50
剔除汽车及零件之总额（核心零售销售）	(0.40)	0.50	1.00	0.10	0.00	0.80	0.20
控制组（核心消费组）	(0.50)	0.80	0.50	(0.20)	0.30	0.80	0.50
汽车及零配件经销商	(3.30)	(1.43)	5.33	(0.72)	(3.81)	1.35	1.56
家具及家居用品商店	(1.39)	0.62	0.08	0.04	(0.55)	0.11	1.42
电子及家电商店	(0.64)	0.78	1.43	0.05	(0.44)	(0.33)	(0.63)
建材及园艺设备、用品经销商	(1.81)	(0.22)	1.95	0.54	(2.73)	1.32	(0.96)
食品与饮料商店	0.10	0.22	(0.01)	0.00	(0.60)	0.83	0.54
健康与个人护理用品商店	(1.15)	2.95	1.08	(0.27)	0.57	1.02	0.39
加油站	1.11	(0.70)	(2.80)	(0.39)	(0.68)	0.55	0.67
服装及服饰配件商店	(0.47)	(0.15)	1.13	0.21	0.52	1.06	0.73
运动用品、玩具、乐器及书籍商店	(3.05)	(0.58)	3.84	(2.95)	0.87	(0.74)	0.81
综合商品零售商店	0.65	(0.26)	0.01	0.02	(0.10)	0.50	0.40
其他杂项商店	0.64	2.02	1.26	(3.42)	4.61	2.71	(1.70)
非实体（网络）零售商	(1.04)	1.42	0.51	0.14	0.74	0.90	0.78
餐饮服务及酒吧	0.23	(0.47)	2.53	0.84	(0.21)	0.64	(0.39)

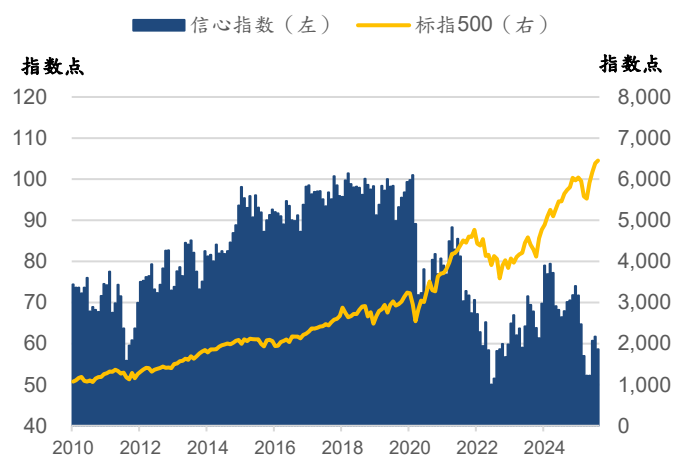
资料来源：彭博、美国普查局、国证国际整理

图 3：美国控制组核心零售销售环比增幅变动


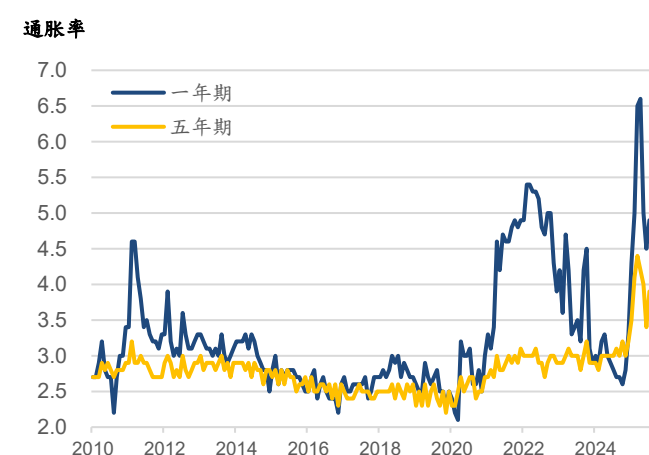
资料来源：彭博、国证国际整理

图 4：美国主要零售销售项目过去三个月之环比增幅


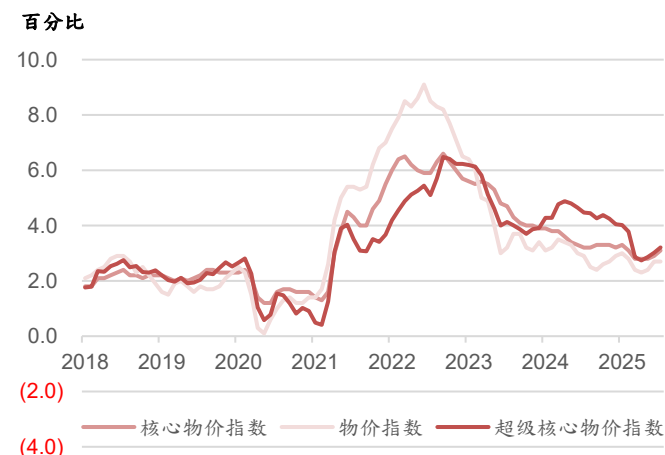
资料来源：彭博、美国普查局、国证国际整理

图 5：美国密大消费者信心指数及标普 500 指数走势


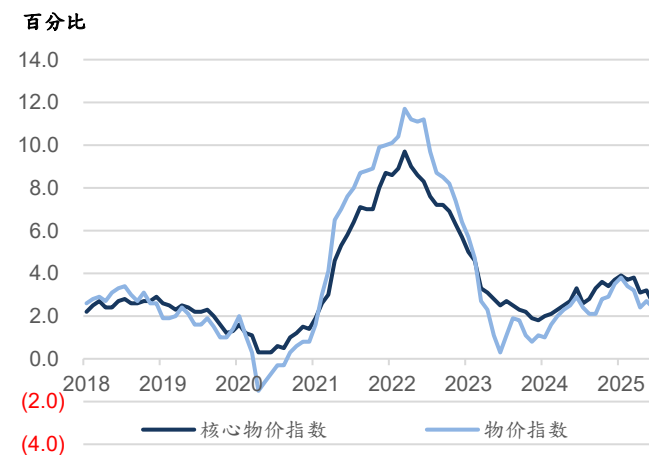
资料来源：彭博、国证国际整理

图 6：美国密歇根大学消费者预期通胀


资料来源：彭博、国证国际整理

图 7：消费者物价指数同比变动


资料来源：彭博、国证国际整理

图 8：生产者物价指数同比变动


资料来源：彭博、国证国际整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010