

策略点评 20250818

市场过度 Price in 美联储降息预期？——港股&海外周观察

2025 年 08 月 18 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 8 月 11 日-2025 年 8 月 17 日）发达市场与新兴市场继续上涨。从涨幅来看，发达市场上涨 1.2%，新兴市场上涨 1.5%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 2.1%，恒指上涨 2.7%，恒生港股通上涨 2.9%。行业上，医疗保健业领涨。

我们对港股持谨慎乐观态度。认为港股还处在震荡向上趋势中，下行有底。我们继续关注潜在增配资金风偏。

1、南向资金本周加大流入速度，往后看南向资金还有提高仓位潜力。

2、市场持续关注红利，自下而上寻找景气行业。部分南向资金已经增配互联网科技权重股票。

3、尽管市场明显提高了美联储降息的预期，促进股票市场反弹，但降息预期可能会存在反复波动。下周杰克逊霍尔全球央行年会，如果鲍威尔给到偏鹰信号，或会加大市场波动率。

4、中长期看，我们依旧担心海外上行风险，即随着美联储降息落地，美股很有可能继续走强，导致上半年从美股切出的部分全球资金或会回流美股。

■ 美股：本周道指领涨 1.7%，标普 500 上涨 0.9%，纳指上涨 0.8%。

1、通胀温和，市场押注 9 月降息路径不改。虽然 PPI 超预期，但 CPI 相对比疲软，意味着企业承担大部分关税成本，而不是消费者。具体来看：一方面，美国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%持平预期，较前值 2.9%明显下降，连续第五个月放缓，且为 2021 年 2 月以来最低水平；另一方面，美国 7 月 PPI 加速，环比上涨 0.9%，同比上涨 3.3%，为三年来最大涨幅。美国通胀加速至今年年初以来的最高水平，但商品价格的温和上涨缓和了对关税驱动压力的担忧。因此如果关税对物价的影响是“一次性”的，9 月降息的大门已经打开：CPI 公布后市场已完全押注 9 月降息（103%），PPI 公布后，降息预期小幅回调但仍是大概率（93%）。

2、“贝森特 Put”不断加码，9 月降息概率得到进一步强化。贝森特不断向市场释放宽松信号，美国金融条件处于较为宽松的水平。降息时间上，他表示如果美联储有“原始”就业数据，本可以在 6 月或 7 月降息。降息幅度上，贝森特提出要求美联储执行一个降息周期，并表示不排除 9 月一次性降息 50bp。贝森特释放宽松信号，市场对利率下降的进一步押注，让对 AI 的热情和强劲的企业盈利推动的反弹更有“底气”。

3、中美关税再“停火”90 天。特朗普签署行政命令，将美国对华关税的暂停期延长 90 天，中国方面在数小时后就公布了《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，确认关税暂缓 90 天，此前市场担心的关税延期问题得到缓解。

短期来看，高位的美股将经历多重“压力测试”，我们认为美股以震荡为主。一是，关税对通胀及经济的显现仍“悬而未决”，9 月议息会议前，市场对宏观经济数据将高度敏感，任何一项数据的放缓，都将放大美股波动。二是，日历效应。过去三十年来，8 月和 9 月平均是标普 500 指数表现最差的月份；此外最重要的是，8 月全球央行举行 Jackson Hole 会议，美股或提前开始定价可能释放的偏“鹰”政策预期。不过，目前美股乐观情绪边际回升。从技术层面来看，标普 500 市场广度上升至 62%。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度上修至 14%；另一方面，美股风险溢价从上周的-0.73%回落至-0.83%，美股乐观情绪边际上升。

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，

相关研究

《谁在“做多”，谁仍“畏高”？》

2025-08-17

《并购重组跟踪（三十一）》

2025-08-11

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 5 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托（+\$6.17 亿美元），其次是 Xtrackers 黄金 ETC（+\$0.78 亿美元），第三是 iShares 黄金信托（+\$0.73 亿美元）；其中主要增持国家集中在美国 and 英国；全球主要黄金 ETF 有 5 支减持，流出最多的是 SPDR Minishares 黄金信托（-\$2.84 亿美元），其次是华安易富黄金 ETF（-\$1.05 亿美元），第三是易方达黄金 ETF（-\$1.00 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 34.05 盎司（周环比+0.1%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.11 盎司（周环比-0.1%）。

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 \$295.47 亿美元，边际流入 \$186.68 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$184.42 亿美元，边际流出 \$5.44 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（+\$226.6 亿美元），其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出最多（-\$2.0 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多（-\$32.7 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:金融、工业和医疗保健；净流出行业为通信、科技和必选消费。

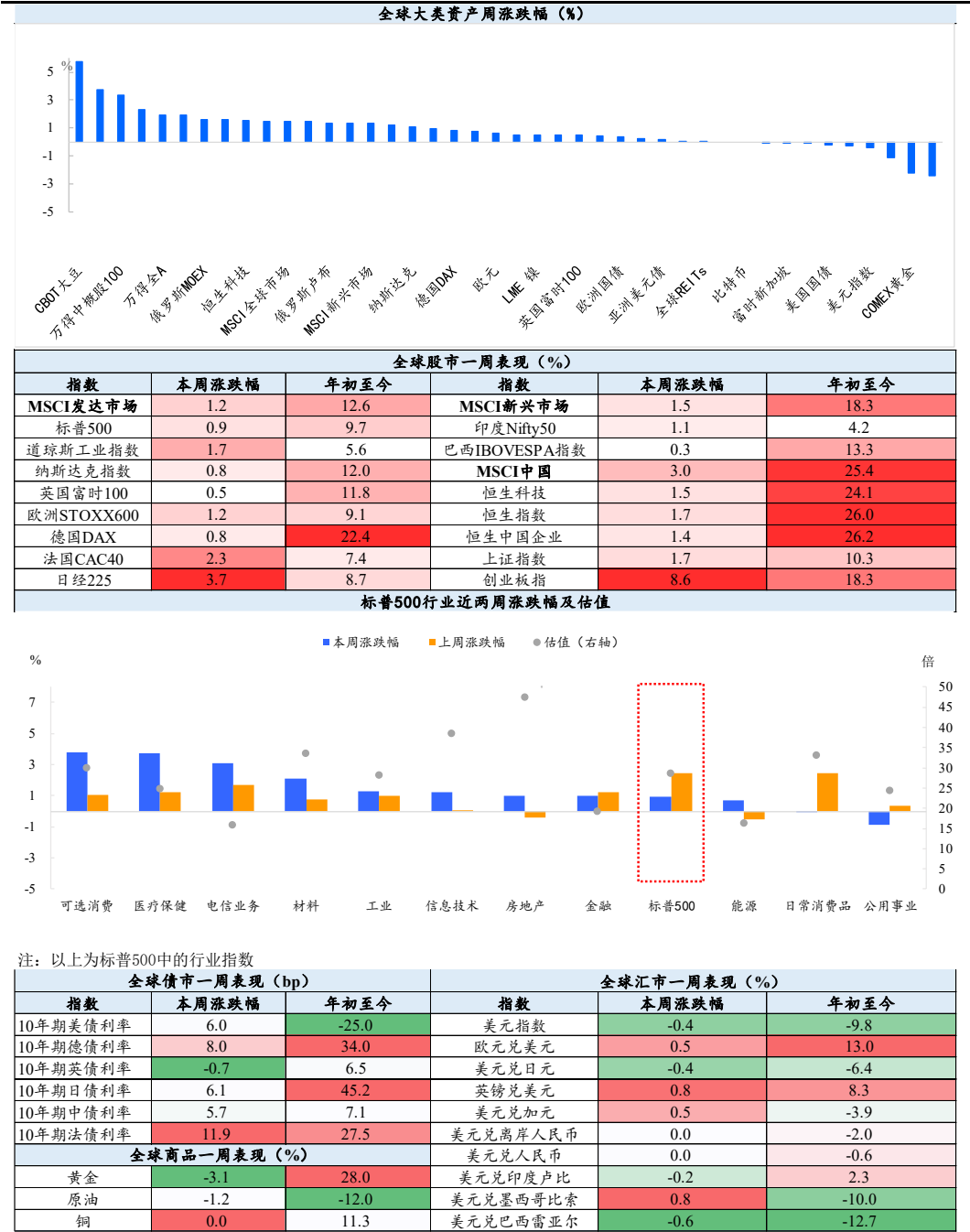
- **下周重点关注数据及事件：**

基本面方面：1) 8 月 18 日美国 8 月 NAHB 房地产市场指数；2) 8 月 19 日美国 7 月营建许可环比初值、美国 7 月新屋开工环比；3) 8 月 21 日初请失业金人数。

事件方面：1) 8 月 19 日，泡泡玛特、小米集团财报；2) 8 月 20 日美联储 7 月会议纪要、百度财报、谷歌将举办发布会，推出新的 Pixel 品牌硬件；3) 8 月 21 日，Jackson Hole 全球央行年会。

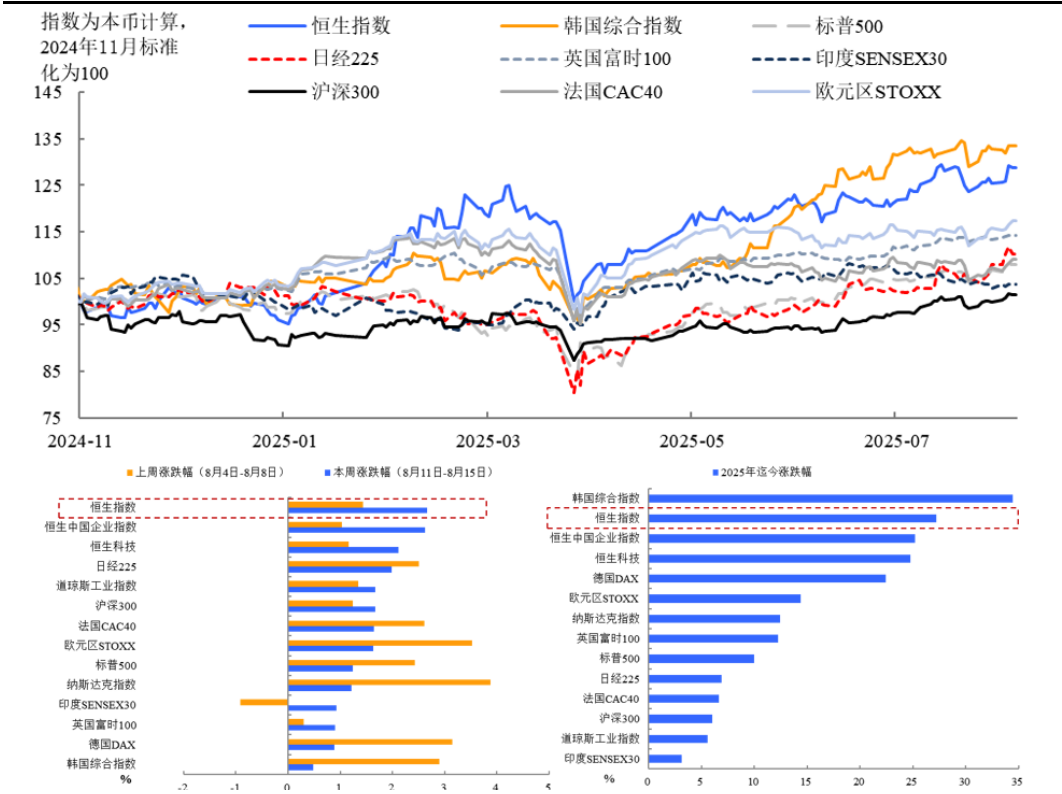
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场上涨



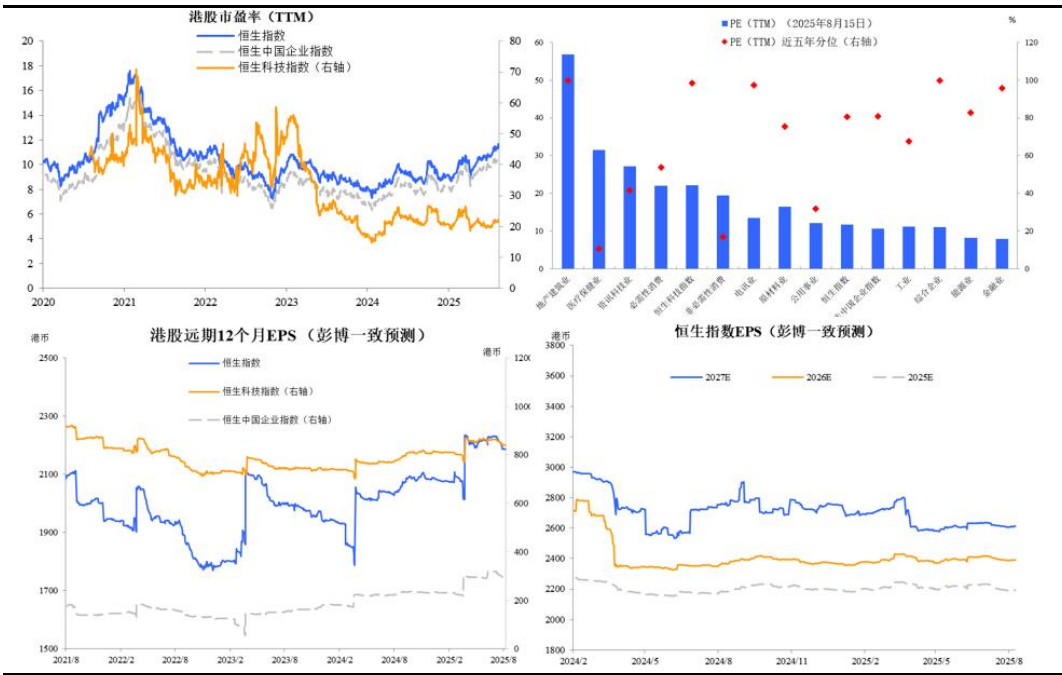
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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：美联储官员讲话

国家及官员	日期	经济	货币政策
堪萨斯联储主席施密德	2025/8/12	美联储施密德指出目前 就业市场降温，关税传导作用减弱 。施密德还说看不到未来几个月内关税对价格的影响。	美联储施密德支持在改变美联储的政策利率方面抱以“耐心的态度”。现在的政策具有一定限制性，但不是很具限制性，政策利率离中性不远，通胀仍然太高。但是如果需求增长出现明显减弱的迹象，他将相应调整看法。 关税对通胀的影响有限，这是维持政策不变的理由，而不是降息的机会，所以暂时保持适度限制性政策立场是合适的。
芝加哥联储主席古尔斯比	2025/8/14	美联储古尔斯比 强调其独立性的重要性，反对政治干预，关注通胀控制 。他说经济学家一致认为美联储必须独立于政治干预，所以数据修订不应引起争议。美联储的独立性很重要，因为他们不希望通货膨胀卷土重来。 古尔斯比指出关税作为滞胀冲击的影响，担忧其对生产率的负面影响 。关税是滞胀冲击。他对关税作为一次性冲击只会造成暂时性通胀的看法感到不安。即将举行的美联储会议是实时会议。如果开始出现更多像最新CPI这样的报告，其中与关税无关的（通胀）组成部分正在上涨，那将更令人担忧。 他认为就业增长可能受到人口变化影响 ，就业增长大幅下修可能反映出移民过渡期，就业增长放缓可能只是人口增长放缓的信号。 劳动力市场仍然稳固，但存在警示信号。	古尔斯比强调未来通胀数据的重要性，特别是非关税相关的通胀指标上升令人担忧。 他对经济融入人工智能持乐观态度，关注长期利率和通胀预期对抵押贷款的影响 。抵押贷款的主要决定因素是长期利率，这在一定程度上反映了长期通胀预期。如果通胀方向错误，美联储将不得不采取行动。
圣路易联储主席穆萨莱姆	2025/8/14	美联储穆萨莱姆指出 经济出现一些疲软迹象，但劳动力市场依然稳固。劳动力需求下降了，但供应也下降了 。他指出预计劳动力市场平衡率在低于5万水平是一个合理预期。 目前美联储已将劳动力风险的评估略微上调，将通胀风险的评估略微下调 。但随着更多数据的出现，将进一步修改观点，现在说9月的正确决定还为时过早。	他说 美联储将采取逐次会议决定利率的方式进行，每次都要保持开放的心态 。
芝加哥联储主席古尔斯比	2025/8/15	美联储古尔斯比说仍需另一份通胀报告来判断是否仍处于黄金轨道。 他指出最新PPI、CPI通胀数据令人不安 ，但不要对一个月的PPI、CPI、进口价格反应过度，虽然数据值得关注。他们需要弄清楚价格涨幅中哪些部分可以忽略，哪些部分需要作出应对。	他指出无需永远维持当前利率水平，因为经济仍存在很多优势，而美国通胀形势好坏参半。

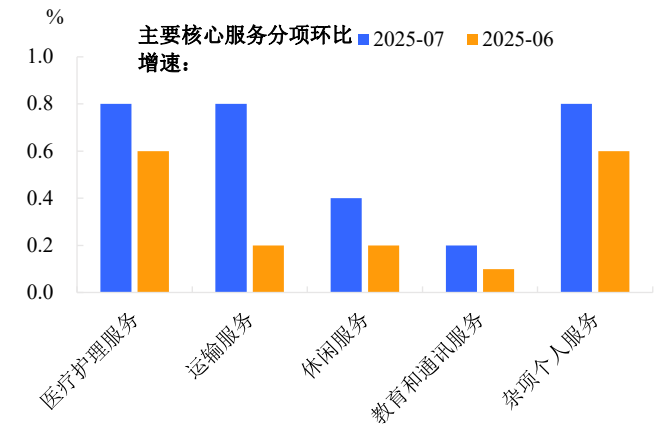
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国 7 月通胀数据结构全览

	权重 (%)	2025年7月美国CPI数据一览									
		同比, 季调 (%)					环比, 季调 (%)				
		2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
CPI	100.0%	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.1
食品	13.5%	2.9	3.0	2.9	2.8	3.0	0.0	0.3	0.3	-0.1	0.4
家庭食品	8.1%	2.2	2.4	2.3	2.0	2.4	-0.1	0.3	0.3	-0.4	0.5
非家用食品	5.4%	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
能源	6.7%	-1.6	-0.8	-3.5	-3.7	-3.3	-1.1	0.9	-1.0	0.7	-2.4
能源类商品	3.6%	-8.9	-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-1.9	1.0	-2.4	-0.2	-6.1
汽油 (所有种类)	3.3%	-9.5	-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-2.2	1.0	-2.6	-0.1	-6.3
燃油	0.1%	-2.9	-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	1.8	1.3	0.9	-1.3	-4.2
能源服务	3.2%	7.3	7.6	6.8	6.3	4.2	-0.3	0.9	0.4	1.5	1.6
电力	2.5%	5.5	5.8	4.5	3.6	2.8	-0.1	1.0	0.9	0.8	0.9
公共事业 (管道) 燃气服务	0.7%	13.8	14.2	15.3	15.7	9.4	-0.9	0.5	-1.0	3.7	3.6
核心CPI	79.8%	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
商品, 不含食品和能源类商品	18.8%	1.1	0.6	0.3	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1
新车	3.6%	0.4	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.1
二手车和卡车	1.9%	4.8	2.8	1.8	1.5	0.6	0.5	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7
服装	2.6%	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.1	0.4	-0.4	-0.2	0.4
医疗护理商品	1.5%	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	0.1	0.1	0.6	0.4	-1.1
服务, 不含能源服务	61.0%	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1
住房	36.2%	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
运输服务	6.4%	3.5	3.1	2.5	2.4	3.1	0.8	0.2	-0.2	0.1	-1.4
医疗护理服务	6.5%	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	0.8	0.6	0.2	0.5	0.5

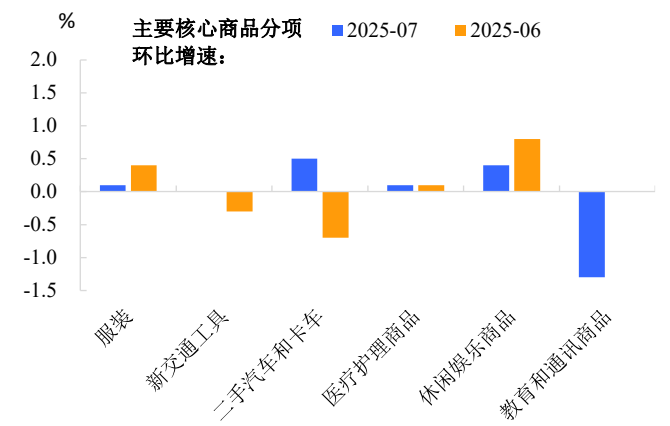
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：核心服务通胀分项环比全线上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

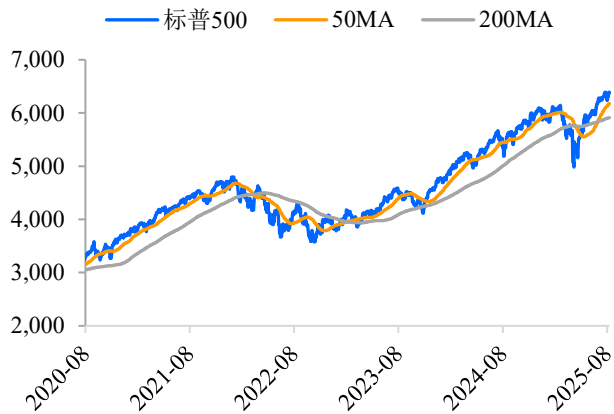
图8：除汽车价格上涨外，其余商品通胀均回落



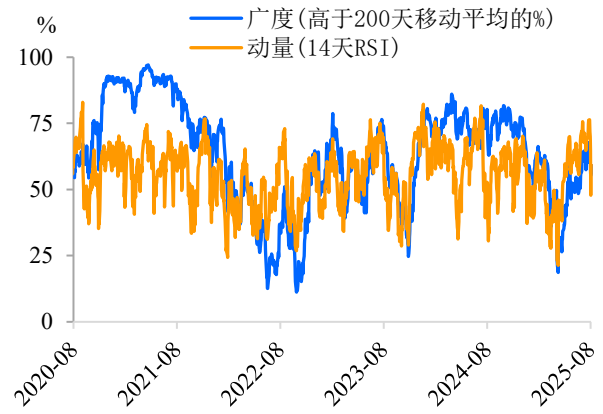
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：标普 500 的 50 及 200 日均线均向上

图10：市场广度持续边际上涨至 62%

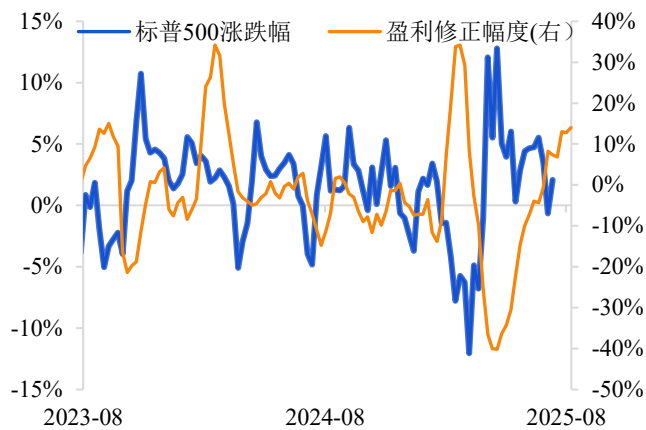


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



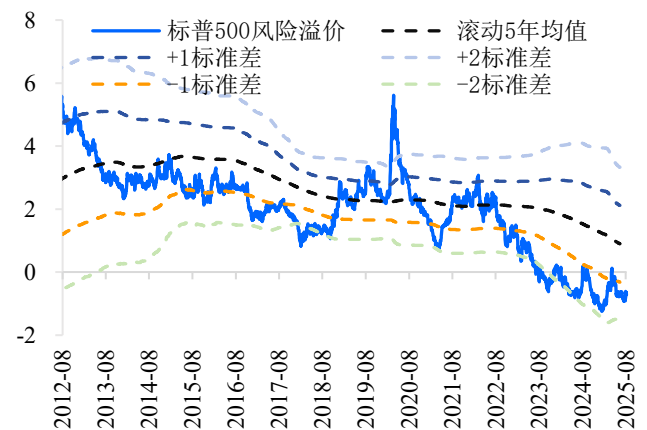
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：美股的盈利修正幅度斜率向上



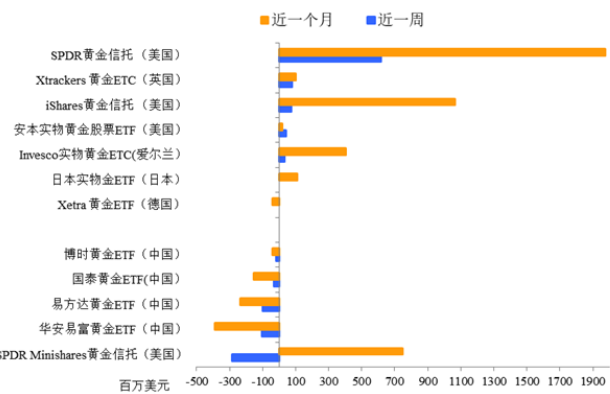
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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



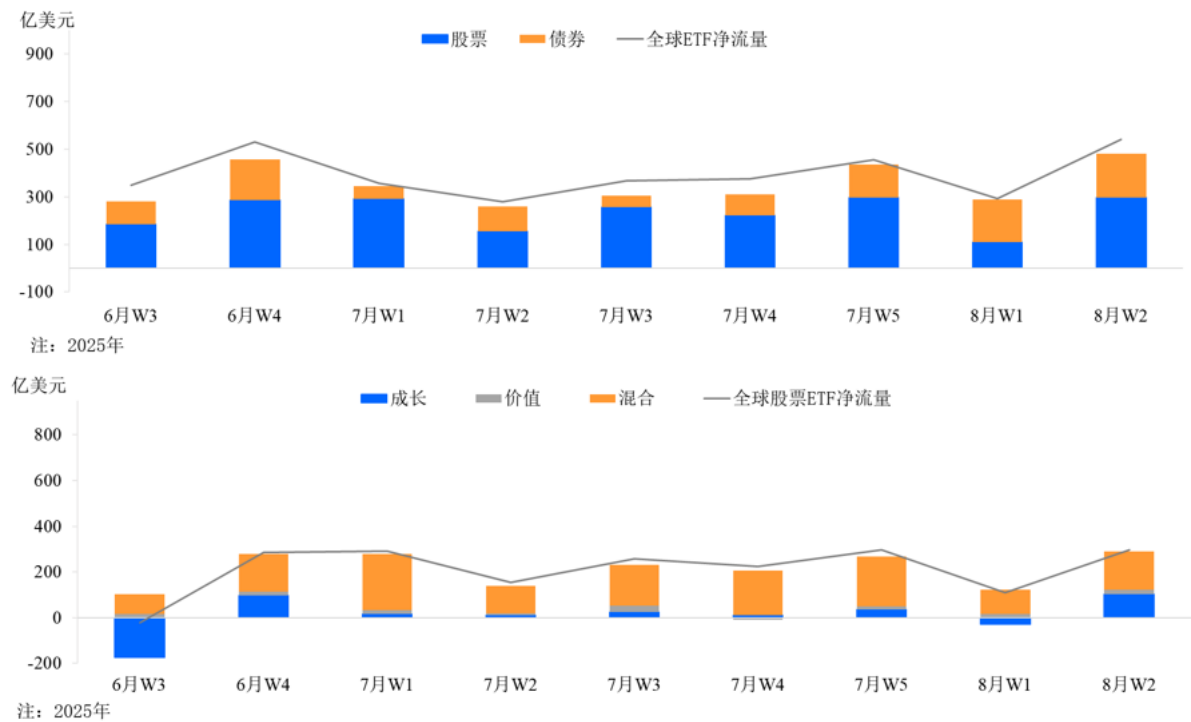
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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 净流入增大，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	226.6	679.2	1418.1	3438.2
	欧洲	10.3	33.1	125.8	662.8
	日本	-2.0	-4.2	-147.3	7.7
	韩国	2.95	20.6	46.7	62.9
新兴市场股票 ETF (亿美元)	亚太地区 (日本除外)	0.8	12.8	20.3	34.9
	中国	-32.7	-117.2	-229.9	-121.5
	印度	-3.5	-6.3	5.7	6.7
	越南	-0.4	-1.1	-1.2	-3.7

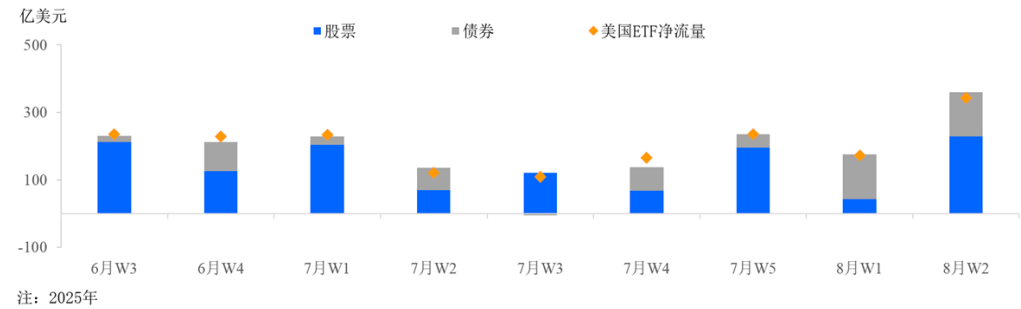
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：本周股票 ETF 中，流入金融的资金最多，流出通信的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	-1.2	-32.1	22.0	42.5	70.2
可选消费	-0.8	-0.2	-5.7	2.2	-21.6
必选消费	0.2	-1.6	1.7	-6.7	-4.7
能源	0.0	1.0	-3.5	4.4	-65.5
金融	-1.0	7.5	28.4	28.6	81.3
医疗保健	-2.6	5.6	-8.8	-47.6	-78.2
工业	0.9	6.1	29.6	102.1	178.4
材料	0.1	1.1	18.8	19.8	-26.3
科技	-13.0	-8.7	38.0	181.6	316.2
公用事业	-0.3	1.3	12.4	27.9	63.3

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：美国 ETF（股+债）净流入增大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：重点关注美国议息会议纪要及8月21日开始的全球央行年会

周一 (2025/8/18)	周二 (2025/8/19)	周三 (2025/8/20)	周四 (2025/8/21)	周五 (2025/8/22)
美国-NAHB住宅市场指数 欧元区-贸易余额 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-PPI同比 日本-第三产业指数月环比	美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-ZEW调查预期 欧元区-贸易余额 日本-核心机械订单-环比 日本-标普全球日本PMI制造业 服务业 综合指数	美国-周度MBA抵押贷款申请指 数环比 欧元区-欧盟调和CPI 同比 欧元区-失业率 日本-PPI同比	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-标普全球-美国制造业PMI 美国-世界大型企业研究会领先指数 环比 美国-标普全球-美国制造业 服务业 综合PMI 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-HCOB法国 德国 欧元区服 务业 制造业 综合PMI 印度-HSBC India PMI Composite/Mfg	美国-工业产值(月环比) 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-GDP经季调季环比 欧元区-制造业信心指数 日本-国民消费物价指数同比 日本-全国CPI (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>