

宏观周报 (2025/8/11-8/15)

关注降息周期中受益的资产

要点摘要

【上周焦点】

- **美国：**上周美股震荡创新高。8月12日CPI通胀数据低于预期，三大指数集体涨超1%，但8月14日PPI数据超预期引发通胀担忧，叠加美联储官员暗示降息谨慎，美股低开。板块表现分化，科技股领涨，银行股受经济预期影响涨跌互现，黄金股因金价下跌普跌。国债收益率窄幅波动，10年期美债收益率围绕4.28%震荡，市场静候通胀数据指引，PPI公布后债券再度承压，美元指数先跌后稳。
- **中国：**财政贴息政策刺激内需，出口复苏与消费回暖夯实经济韧性，中美关税暂缓提振风险偏好，恒生、上证等指数全线上涨，结构性行情突出；券商、医疗保健、半导体及AI产业链活跃，公用事业微跌，银行股调整。国债收益率在股债跷跷板效应下收益率上行，曲线熊陡。
- **日本：**二季度实际GDP同比增长1%，环比增长0.3%，资本支出与消费成核心动力。经济复苏及货币政策转向预期驱动股指连创历史新高，银行股（加息预期）和出口股（日元走弱）领涨，日债收益率上行，汇率小幅下行。
- **欧洲：**上周MSCI欧洲指数上涨1.8%，德国DAX、法国CAC40受制造业数据支撑收涨，欧元、英镑继续走强。

【宏观经济概览】

- **高频数据观察：**美国消费边际走弱，就业市场、地产需求继续走弱，经济增长动能边际放缓，整体金融状况持续宽松。
- **宏观经济数据：**中国7月新增人民币贷款近20年首次负增长，居民加杠杆意愿仍疲软；M1-M2剪刀差收窄。

【本周重点关注】

- 美国：7月新屋开工、成屋销售；8月费城联储制造业指数
- 日本：7月进出口；7月CPI
- 德国：二季度GDP；7月PPI

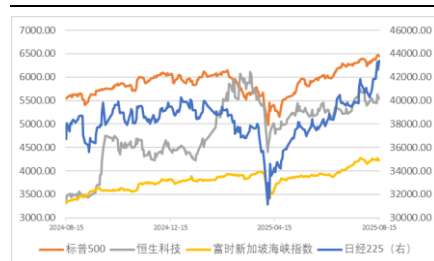
【观点及配置建议】

- **关注美国降息周期中受益的资产：**
 - **利率：**美债利率见顶一般由降息预期驱动，机会确定。
 - **权益：**股市中长期走势的关键仍在于经济是否发生衰退，历史降息周期中港美股表现突出的行业包括：医疗保健、公用事业、日常&可选消费、TMT行业。
 - **大宗商品及贵金属：**核心逻辑是“实际利率下行+避险需求”：黄金>白银>铜等工业品的配置顺序占优。

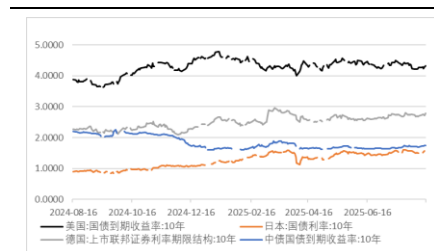
2025年8月18日

宏观周报

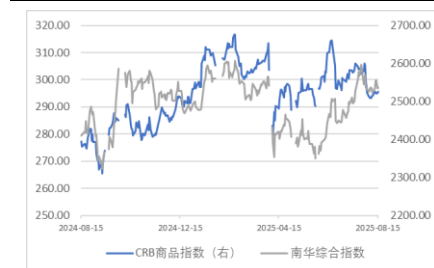
主要股市指数一年表现



主要利率一年表现



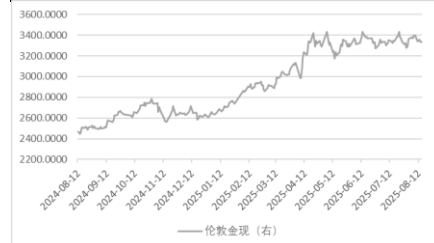
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



数据日期：2025年8月15日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

曾伟杰
SFC CE No.: BUH477
+852 2899 8300
javezeng@guosen.com.cn

一、全球主要资产表现

本周全球主要股指多数上涨，利率上行，贵金属、大宗商品多数价格下跌，美元兑其他主要货币汇率多数下跌，美元走弱。

- 权益：发达、新兴市场股指多数上涨，中国、日本股市表现强劲，沙特股市表现最差。
- 利率：美债收益率曲线趋陡，10y国债收益率上行至4.32%；中债10y国债收益率上行至1.76%。
- 商品：农产品价格表现较强，COMEX黄金收于3400美元/盎司以下。
- 汇率：美元指数跌0.43%至97.85，美元兑日元跌0.39%至147.16。

表 1：全球大类资产表现一览

资产	最新收盘价	过去30日走势	过去一周	月初至今	年初至今
全球主要股指					
涨跌幅 (%)					
发达市场					
日经225	42649.26		3.73	5.62	8.73
罗素2000指数	2286.52		3.07	3.39	2.64
法国CAC40	7923.45		2.33	1.95	8.34
道琼斯工业指数	44911.26		1.74	1.85	5.57
澳洲标普200	8938.60		1.49	2.24	8.54
标普500	6468.54		0.94	1.74	9.19
德国DAX	24359.30		0.81	1.22	22.35
纳斯达克指数	21710.67		0.81	2.37	10.96
英国富时100	9138.90		0.47	0.07	12.53
新兴市场					
创业板指	2534.22		8.58	8.84	14.86
中证1000	7117.50		4.09	6.85	15.81
中证500	6568.57		3.88	5.50	11.35
越南VN30指数	1783.25		3.13	10.40	32.35
俄罗斯RTS	1185.76		2.68	10.65	32.75
沪深300	4202.35		2.37	3.11	5.08
上证指数	3696.77		1.70	3.46	8.49
恒生指数	25270.07		1.65	2.01	26.09
恒生科技	5543.17		1.52	1.65	23.17
台湾加权指数	24334.48		1.30	3.36	4.93
印度SENSEX30	80597.66		0.93	-0.72	3.00
韩国综合指数	3225.66		0.49	-0.61	34.43
巴西IBOVESPA指数	136341.00		0.31	2.46	13.35
富时新加坡海峡指数	4256.52		-0.22	1.36	11.45
沙特全指	10833.59		-0.60	-0.21	-9.73
全球主要利率					
涨跌变化					
中国10Y	1.7456		0.06	0.04	0.07
德国10Y	2.79		0.09	0.04	0.36
美国10Y	4.3179		0.03	-0.05	-0.26
日本10Y	1.563		0.06	0.00	0.45
主要大宗商品					
涨跌幅 (%)					
CBOT大豆	1042.75		5.59	5.41	5.14
CBOT豆粕	294.30		3.19	6.63	-5.61
ICE11号糖	16.47		1.35	0.73	-13.90
ICE2号棉花	67.48		1.32	0.34	-1.46
SHFE热轧卷板	3439.00		0.53	0.53	-0.37
LME铜	9760.00		-0.02	1.55	9.54
LME铝	2603.00		-0.23	1.48	2.04
ICE布油	66.13		-0.69	-7.77	-10.62
DCE铁矿石	776.00		-0.84	-1.08	7.74
SHFE螺纹钢	3188.00		-0.84	-1.70	-5.21
COMEX白银	38.02		-1.35	3.56	29.27
NYMEX天然气	2.92		-2.24	-5.89	-25.74
COMEX黄金	3381.70		-3.14	0.99	29.17
主要货币汇率					
涨跌幅 (%)					
港元兑离岸人民币	0.9186		0.29	0.02	-2.47
美元兑人民币(CFETS)	7.1823		0.00	-0.15	-1.60
美元兑离岸人民币	7.1573		-0.14	-0.32	-1.95
美元兑日元	147.163		-0.39	-2.39	-6.17
美元指数	97.8467		-0.43	-2.20	-9.43
美元兑欧元	0.8544		-0.54	-2.47	-11.08
美元兑英镑	0.7376		-0.78	-2.58	-7.42
其他重要指数					
涨跌变化					
VIX指数	15.09		-0.06	-1.63	-2.26
Cboe黄金ETF波动率	15.22		-1.14	-0.82	0.60
美债10y-2y	0.58		0.07	0.15	0.27
美债信用利差OAS-BBB	0.97		-0.04	-0.02	-0.04
美债信用利差OAS-高收益	2.89		-0.05	0.03	-0.05

数据日期：2025 年 8 月 14 日，8 月 15 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

二、宏观经济概览

政策及央行动态

关税方面，自2025年8月12日起中美再次暂停实施24%的关税90天；美国总统特朗普称黄金不会被加征关税。

- 中国商务部发布中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明：美国将继续修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留按该行政令规定对这些商品加征的剩余10%的关税。中国将继续修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税的实施，自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对这些商品加征的剩余10%的关税；并根据日内瓦联合声明的商定，采取或者维持必要措施，暂停或取消针对美国的非关税反制措施。

利率方面，美国财长贝森特对美联储9月降息感到乐观；美联储穆萨勒姆认为基于目前经济状况，现在决定下月降息为时过早。

- 美国财长贝森特表示，对美联储9月会议感到乐观，有可能降息50个基点并进行一系列降息操作，认为目前美联储的利率应该再下调150至175个基点。
- 美联储穆萨勒姆表示，50个基点的降息并不符合当前的经济状况或数据，现在决定是否在下个月的会议上降息还为时过早。

其他方面，美国白宫已证实要求向英伟达、AMD对其销往中国大陆的芯片征收15%“交易许可税”；市场消息中国建议国内企业避免使用英伟达H20芯片；市场消息中印正在商谈恢复当地生产商品的边境贸易。

- 美国白宫12日证实，两家美国芯片制造商英伟达和AMD已经同意一项特殊协议，将其在华销售芯片收入的15%上缴给美国政府，以换取相关产品的出口许可证。白宫同时表示，该协议未来可能扩大至更多公司。
- 彭博引述知情人士称，中国建议国内企业避免使用英伟达H20芯片，尤其是服务政府部门的应用场景，AMD的AI芯片也受影响。知情人士称，在表述中，相关部门对在政府或者国家安全相关领域使用H20芯片尤其反对，不管涉及的企业是国资还是民企背景；对于H20用于一般商业业务，相关部门也不鼓励。
- 据彭博，印度新德里知情官员表示，印度和中国正在商谈恢复当地生产商品的边境贸易，这种贸易之前已经暂停逾5年，标志着两国缓慢但稳步缓和双方长期紧张局势的最新举措。

高频数据观察

高频数据显示，美国消费边际走弱，就业市场继续走弱，地产需求仍偏弱，经济增长动能边际放缓，经济意外指数回落，整体金融状况持续宽松。

- 消费方面，RedBook零售指数同比回落0.8%；8月密歇根大学消费者信心指数初值回落。
- 就业市场方面，8月9日当周初请失业金人数录得22.4万人，低于预期的22.8万人，前值由22.6万人修正为22.7万人。8月2日当周持续申领失业金人数为195.3万人，较前一周下降1.5万人，仍维持在2021年以来的高位。
- 地产方面，30年期固定利率房贷利率连续第四周下降至6.58%，MBA购买指数有所回升。
- 金融与经济状况方面，主要国家花旗经济意外指数回落，金融状况持续宽松，整体经济增长动能边际放缓。

图 1：RedBook 零售指数同比明显回落



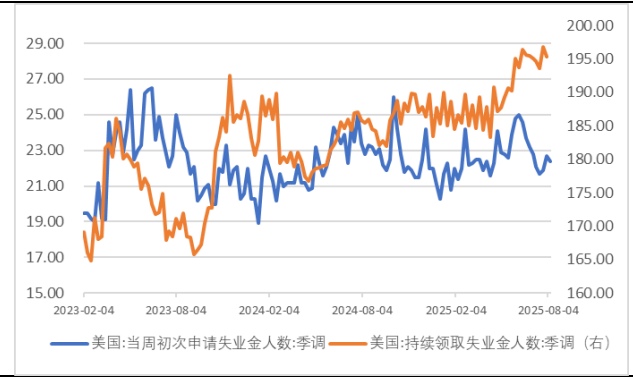
资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：8 月密歇根大学消费者信心指数初值回落



资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：上周首申、续申人数小幅回落



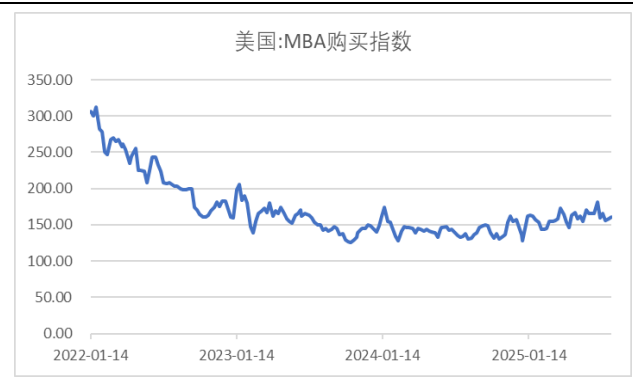
资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：30 年期固定利率房贷利率降至 6.58%



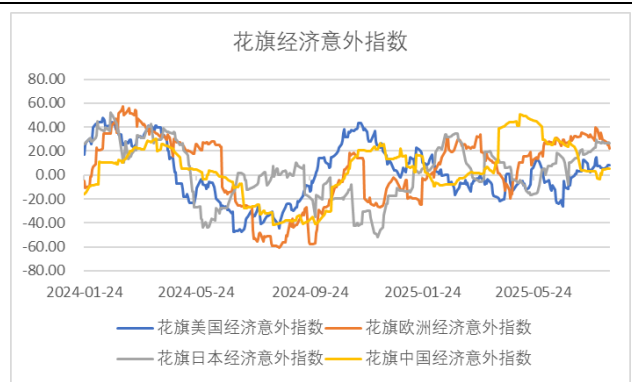
资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 5：本周 MBA 购买指数回升



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 6：主要国家花旗经济意外指数回落



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 7：美国金融状况整体仍宽松

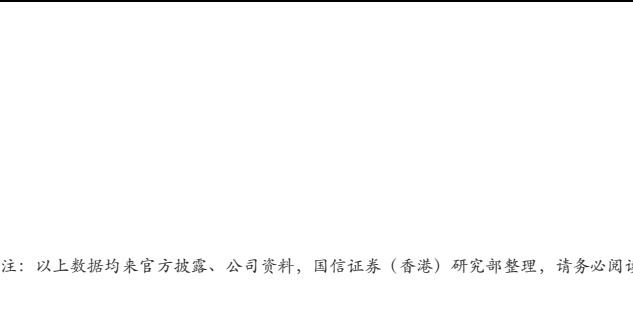
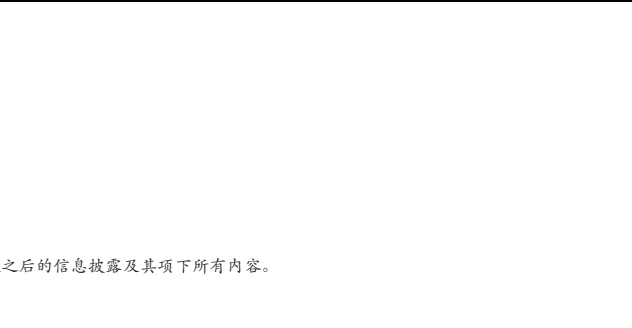


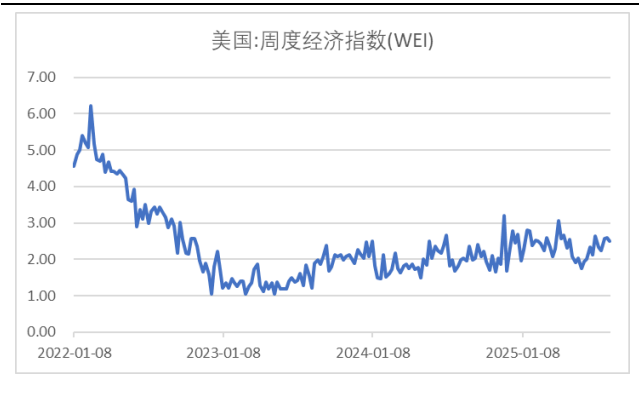
图 8：WEI 周度经济指数小幅回落



注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 9：美股指数再创新高，信用利差收窄



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 10：VIX 指数回落



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

当周宏观经济数据

美国 7 月 CPI&PPI 数据：

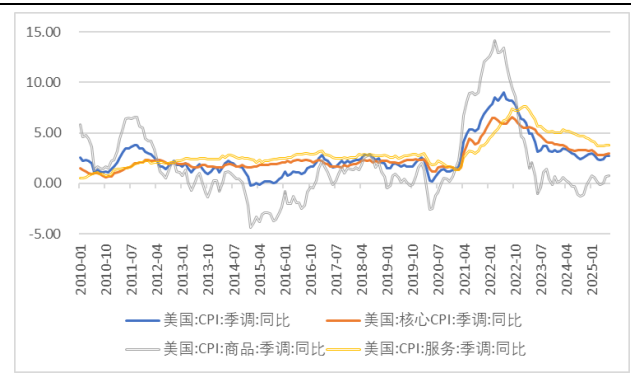
- 7 月 CPI 环比上涨 0.2%，符合预期，低于 6 月的 0.3%；同比上涨 2.7%，低于预期，与 6 月持平；
- 核心 CPI 同比增长 3.1%，略高于预期的增长 3%，前值为增长 2.9%；环比增长 0.3%，为 1 月以来高位，符合预期，前值为增长 0.2%。
- 7 月 PPI 同比上涨 3.3%，大幅超出市场预期的 2.5%，为 2 月以来高位，前值由 2.3% 修正为 2.4%；环比上涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大增幅，高于预期的 0.2%，前值为 0%。
- 7 月核心 PPI 同比上涨 3.7%，高于预期的 2.9%，前值为 2.6%；环比上涨 0.9%，高于预期的 0.2%，前值为 0%。

中国 7 月金融数据：

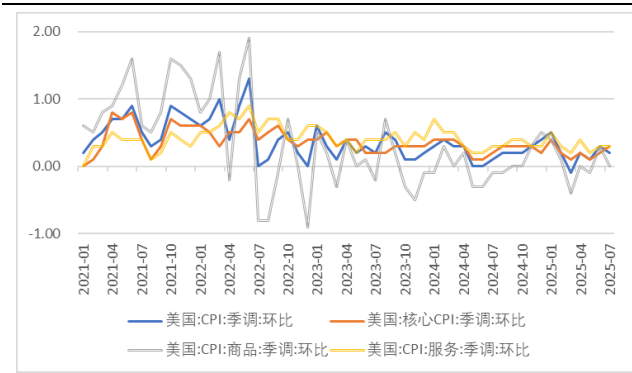
- 1-7 月新增人民币贷款、社会融资规模增量低于预期；
- 7 月社融增量 1.16 万亿元，7 月末社会融资规模存量 431.26 万亿元，同比增长 9%；
- 7 月新增人民币贷款 -500 亿元，为 2005 年 7 月以来首次负增长；
- M2 同比增长 8.8% 超预期，前值 8.3%；M2-M1 剪刀差为 3.2%，较 6 月缩小 0.5%。

图 11：7 月美国核心 CPI 同比增长 3.1%

图 12：7 月美国 CPI 环比上涨 0.2%



资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理



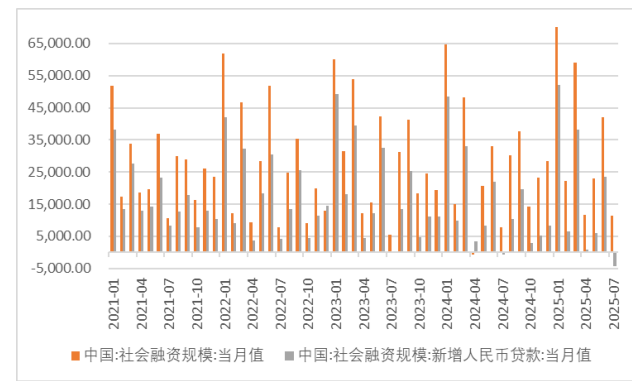
资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 13：7 月末社会融资规模存量同比增长 9%



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 14：7 月新增人民币贷款出现负增长



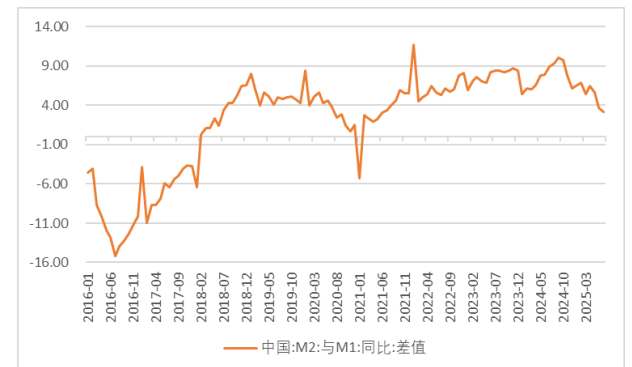
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 15：M2 同比超预期增长 8.8%



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 16：M2-M1 剪刀差较 6 月缩小 0.5%



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

本周重点关注

- 美国：7 月新屋开工、成屋销售数据；8 月费城联储制造业指数
- 日本：7 月进出口数据；7 月 CPI 数据
- 德国：二季度 GDP 数据；7 月 PPI 数据

表 2：本周宏观日历

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值
2025-08-18	22:00	美国	8月NAHB住房市场指数	33
2025-08-19	20:30	美国	7月新屋开工数据	\
2025-08-19	20:55	美国	8月15日红皮书商业零售销售:周同比(%)	5.7
2025-08-20	07:50	日本	7月进出口数据	\
2025-08-20	14:00	德国	7月PPI数据	\
2025-08-20	19:00	美国	8月15日MBA抵押贷款综合指数	281.1
2025-08-21	20:30	美国	8月费城联储制造业指数:季调	15.9
2025-08-21	20:30	美国	8月09日续请失业金人数:季调(人)	1953000
2025-08-21	20:30	美国	8月16日初请失业金人数:季调(人)	224000
2025-08-21	22:00	美国	7月成屋销售量:季调:折年数:环比(%)	-2.72
2025-08-21	22:00	美国	7月成屋销售量:季调:折年数(万套)	393
2025-08-21	22:00	美国	8月21日30年期抵押贷款利率(%)	6.58
2025-08-21	23:30	美国	8月16日周度经济指数	2.5
2025-08-22	07:30	日本	7月CPI数据	\
2025-08-22	12:00	德国	第二季度现价GDP:季调(百万欧元)	1096785

数据日期: 2025 年 8 月 15 日
资料来源: 万得, 国信证券(香港)财富研究部整理

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券(香港)研究部整理, 请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

三、观点及配置建议

美国降息周期中受益的资产

- **降息周期的分类**
 - 1980年以来，9轮美联储降息周期，可以依据降息的催化因素（经济走弱或“黑天鹅”事件冲击）以及结果（经济是否发生衰退），划分为预防式、衰退式两类。

表 3：降息周期的分类			
分类	定义	历史周期	结果
预防式	经济走弱或“黑天鹅”事件冲击，降息周期开启，并避免衰退	1984、1987 年美国股灾、1995、1998 年亚洲金融危机、2019 年	经济软着陆
衰退式	经济走弱或“黑天鹅”事件冲击，降息周期开启，但发生仍衰退	1974、1981、1989、2001 年、2007 年次贷危机、2020 年疫情	经济硬着陆

资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

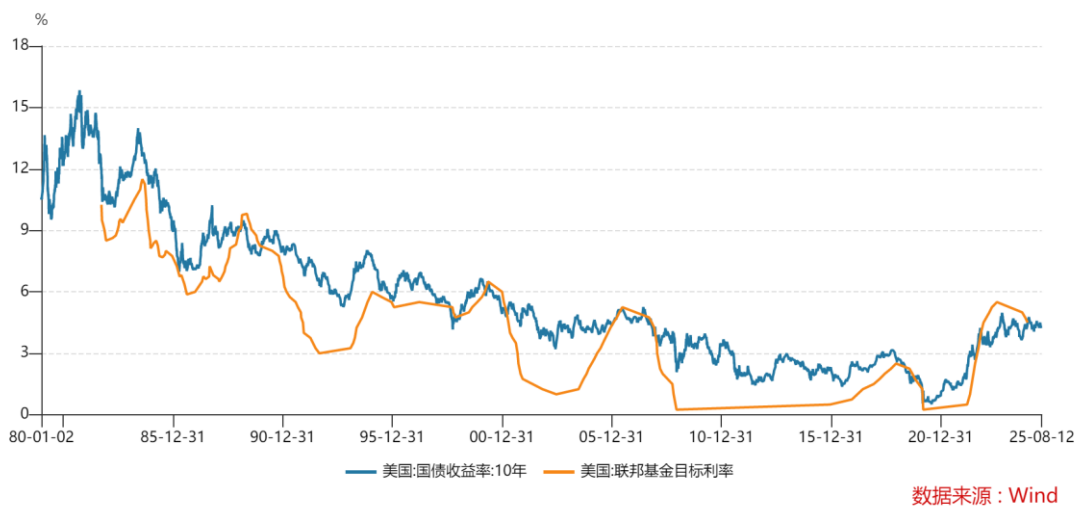


资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

- **利率的确定性机会**
 - 美债利率见顶一般由降息预期驱动。
 - 利率下行区间通常伴随美联储货币政策宽松（降息或QE）。

图 18：利率下行区间通常伴随美联储货币政策宽松

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 权益资产的表现

- 复盘权益资产历史表现，决定股市中长期走势的关键仍在于经济是否发生衰退。
 - 预防式降息中经济实现“软着陆”：股债往往同步走强，权益资产受益于分子和分母端“戴维斯双击”，降息引导实际利率下行，有助于提振PE，经济进一步回暖支撑EPS。
 - 衰退式降息中经济发生衰退：美股中期往往大幅下跌，需等待经济基本面见底并预期改善后，股市再度上涨。
- 比较过往9轮降息周期全球主要股市的表现：
 - 注意全球流动性因素的影响，若美国经济发生衰退，全球资金相对加速回流美国，其他国家股市更加遭受重创。
 - 如表4所示，过往9轮降息周期中，仅美股、中国A股和港股指数录得平均正收益。（注：如在统计中剔除1990.03-1993.09降息周期上证指数的巨额涨幅，该指数平均涨跌幅则为负值，美股平均表现仍最强）。

图 19：预防式降息美国股债往往同步走强，衰退式降息美股中期往往大幅下跌



资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

图 20：港股在降息周期中表现与美股相似

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。



资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

表 4：过往降息周期，全球主要股市表现												
资产	10y利率下行幅度（%）			3.23	2.24	1.89	3.09	2.69	2.20	1.02	1.53	1.18
	衰退			是	否	否	是	是	QE	QE	否	是
	发生衰退时期	所有时期	跑赢标普500概率	1993-09	1995-12	1998-09	2003-05	2008-12	2012-07	2015-01	2019-08	2020-09
	平均涨跌幅			1990-03	1994-11	1997-03	2000-01	2007-06	2010-03	2013-12	2018-10	2019-12
标普500	-7.42	8.01	/	35.00	35.32	31.42	-29.16	-39.92	17.56	8.36	9.09	4.40
恒生指数	15.92	5.06	22%	156.13	16.34	-37.10	-41.39	-33.92	-7.38	5.43	4.63	-17.16
上证指数	186.62	84.81	56%	790.27	-19.24	3.34	2.69	-52.34	-32.76	53.05	12.39	5.86
日经225	-35.68	-20.08	11%	-32.94	4.98	-26.30	-56.65	-51.16	-21.65	8.49	-3.51	-1.99
德国DAX	-26.02	-3.89	11%	-2.68	10.59	30.49	-57.79	-39.93	10.25	11.96	5.78	-3.69
美国富时100	-14.24	-1.88	22%	35.13	20.52	17.42	-36.51	-32.90	-0.65	0.27	2.44	-22.68
富时新加坡海峡指数	-21.88	-13.94	0%	27.06	1.51	-55.23	-41.80	-49.32	3.51	7.54	4.72	-23.45

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

- 降息周期中表现突出的行业
 - 统计过往降息周期中美股、港股各行业平均涨跌幅：
 - 美股中，表现突出且优于股市基准指数（标普500指数，8%+）的行业依次为医疗保健（17%+）、日常消费（16%+）、可选消费（12%+）、公用事业（11%+）、信息技术&通讯服务（10%+）。
 - 对港股而言，表现突出且优于股市基准指数（恒生指数，-14%+）的行业依次为必须性消费（11%+）、公用事业（4%+）、资讯科技（-6%+）、医疗保健（-6%+）。
 - 从历史几轮周期跑赢基准指数概率的角度来看（胜率大于60%）：
 - 美股中，跑赢标普500指数概率最高的行业依次为公用事业（78%）、信息技术&通讯服务&医疗保健&可选消费&日常消费（67%）。
 - 对港股而言，跑赢恒生指数概率最高的行业依次为公用事业（83%）、必须性消费&医疗保健&工业（67%）。
 - 行业逻辑：
 - 公用事业等防御板块是降息初期的避风港，市场波动加剧时，资金偏好稳定现金流资产。
 - 降息周期下，医疗保健、科技成长板块估值弹性与产业趋势共振，低利率环境降低贴现率直接推升成长股估值，同时降息显著缓解融资压力，加速技术迭代与产能扩张。随着降息周期进一步演绎，经济基本面也走向复苏。

表 5：过往降息周期中，美股各行业平均涨跌幅

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

资产	10y利率下行幅度 (%)			3.23	2.24	1.89	3.09	2.69	2.20	1.02	1.53	1.18
	衰退			是	否	否	是	是	QE	QE	否	是
	发生衰退时期	所有时期	跑赢标普500概率	1993-09	1995-12	1998-09	2003-05	2008-12	2012-07	2015-01	2019-08	2020-09
	平均涨跌幅			1990-03	1994-11	1997-03	2000-01	2007-06	2010-03	2013-12	2018-10	2019-12
标普500	-7.42	8.01	/	35.00	35.32	31.42	-29.16	-39.92	17.56	8.36	9.09	4.40
标普500通讯服务	-15.58	10.08	67%	29.52	37.77	63.88	-63.07	-36.61	42.84	-4.18	12.72	7.84
标普500信息技术	-15.71	10.48	67%	13.85	39.54	62.85	-64.39	-40.29	22.98	14.39	17.35	28.00
标普500金融	-1.76	7.32	33%	70.11	50.00	21.53	9.59	-65.23	-7.91	5.61	3.71	-21.50
标普500材料	-7.81	0.49	33%	19.74	22.52	-6.00	-10.42	-44.99	6.98	2.86	9.24	4.45
标普500工业	-8.14	5.58	33%	30.85	42.05	14.25	-16.51	-41.55	13.21	4.04	9.18	-5.34
标普500可选消费	0.81	12.04	67%	48.81	17.31	35.64	-22.82	-45.39	32.19	5.08	14.88	22.63
标普500医疗保健	-0.38	17.88	67%	21.68	55.98	60.64	-2.76	-24.35	18.97	24.67	2.15	3.91
标普500能源	-15.29	-3.41	33%	18.45	24.02	12.52	-2.71	-27.06	22.18	-13.60	-14.63	-49.82
标普500公用事业	-6.05	11.63	78%	36.12	25.19	34.21	-26.68	-26.07	27.35	27.50	14.67	-7.59
标普500房地产	-28.58	8.13	60%					-48.85	44.37	32.89	20.55	-8.31
标普500日常消费	11.34	16.03	67%	48.05	37.29	14.42	6.77	-11.41	27.17	11.38	8.69	1.94

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

表 6：过往降息周期中，港股各行业平均涨跌幅

资产	10y利率下行幅度 (%)			3.09	2.69	2.20	1.02	1.53	1.18
	衰退			是	是	QE	QE	否	是
	发生衰退 时期	所有时 期	跑赢标普 500概率	2003-05	2008-12	2012-07	2015-01	2019-08	2020-09
	平均涨跌幅			2000-01	2007-06	2010-03	2013-12	2018-10	2019-12
恒生指数	-30.82	-14.96	/	-41.39	-33.92	-7.38	5.43	4.63	-17.16
恒生综合行业指数-医疗保健业	-16.11	-6.62	67%	-65.30	-10.84	-14.69	12.07	11.23	27.80
恒生综合行业指数-资讯科技业	-25.10	-6.47	50%	-62.62	-59.69	-7.71	23.11	21.07	47.00
恒生综合行业指数-非必需性消费	-32.91	-20.95	33%	-51.10	-54.07	-19.97	-18.53	11.51	6.44
恒生综合行业指数-原材料业	-21.32	-21.50	33%	10.20	-66.71	-47.04	-3.29	-14.72	-7.46
恒生综合行业指数-必需性消费	27.47	11.98	67%	98.67	-25.25	-17.05	-21.72	28.26	8.99
恒生综合行业指数-金融业	-19.76	-11.40	50%	-1.86	-33.80	-17.47	7.42	0.95	-23.61
恒生综合行业指数-工业	-25.98	-17.37	67%	-25.34	-50.17	-39.73	7.33	6.14	-2.42
恒生综合行业指数-地产建筑业	-35.45	-16.57	50%	-43.79	-46.52	-11.56	6.90	11.59	-16.04
恒生综合行业指数-综合企业	-43.64	-23.54	17%	-46.46	-45.26	-2.19	2.86	-10.96	-39.21
恒生综合行业指数-能源业	-17.25	-15.30	33%	20.56	-35.29	-1.52	-19.06	-19.47	-37.01
恒生综合行业指数-电讯业	-36.87	-11.33	50%	-74.26	-13.93	20.03	23.93	-1.30	-22.43
恒生综合行业指数-公用事业	0.50	4.66	83%	33.88	-13.11	11.43	10.31	4.71	-19.28

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 降息周期中大宗商品及贵金属表现

- 降息周期中，核心逻辑是“实际利率下行+避险需求”：黄金 > 白银 > 铜的配置顺序占优，工业品表现需结合经济软硬着陆预期动态调整：经济未衰退，通胀温和，需求改善驱动铜等工业金属上涨；经济衰退风险高，铜等工业金属表现短期承压后分化。

表 7：过往降息周期中，主要大宗商品及贵金属平均涨跌幅

资产	10y利率下行幅度 (%)			3.23	2.24	1.89	3.09	2.69	2.20	1.02	1.53	1.18
	衰退			是	否	否	是	是	QE	QE	否	是
	发生衰退 时期	所有时期	跑赢标普 500概率	1993-09	1995-12	1998-09	2003-05	2008-12	2012-07	2015-01	2019-08	2020-09
	平均涨跌幅			1990-03	1994-11	1997-03	2000-01	2007-06	2010-03	2013-12	2018-10	2019-12
标普高盛商品全收益指数	-1.85	-6.18	/	23.50	23.88	-28.39	36.39	-33.41	8.04	-38.42	-13.29	-33.88
伦敦金现	21.34	16.57	67%	-3.55	1.07	-15.10	28.67	35.77	46.28	7.24	24.31	24.46
COMEX白银	-4.68	6.67	67%	-24.03	1.46	0.45	-14.91	-9.44	61.07	-12.03	27.78	29.66
LME铜	-23.50	-18.61	33%	-34.43	-6.54	-31.45	-7.86	-59.22	-3.72	-25.50	-6.30	7.51

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

产品配置建议

中国资产上涨仍在持续，上证指数周中一度上涨突破 3700 点，港股维持在 25000 点附近高位整理并缓慢上攻屡创新高。美国降息预期强劲，市场预期我国政策亦有望跟进，在乐观情绪的催化下，上涨趋势仍有望延续。今日，外资大行相继发布调查和报告，纷纷看好中国市场。

美国银行调查了 197 名基金经理，结果显示，尽管超过 40% 的受访者对全球经济放缓的担忧日益加剧，但却有 90% 的投资者对中国大陆和香港地区的股票市场充满信心。摩根士丹利报告称，外资正持续流入中国市场，7 月流入 A 股市场的多头基金约 27 亿美元，较 6 月份的 12 亿美元大幅加速，而中国资产的低估值对投资而言仍具备吸引力。

我们继续推荐关注**华夏恒生生物科技指数 ETF(非上市类别)**，产品跟踪恒生生物科技指数，港股的创新医药受到以下几方面的驱动：

- 1、中国药企海外授权（BD）交易今年来持续火爆，大额交易频现，帮助我国药企迅速回流资金后持续投入研发。
- 2、政府工作报告首提“创新药目录”，意味更多创新药将获得商业保险、专项基金等新支付渠道的支持。
- 3、更多国际医疗学术会议将于下半年陆续召开，中国药企有望崭露头角。

本基金近一年产品收益率已超 100%，我们从 6 月中开始推荐，至今已上涨近 25%并在近日再次逼近前高，鉴于创新医药行业的反转趋势和估值优势，仍然推荐关注。

表 8：精选基金一览

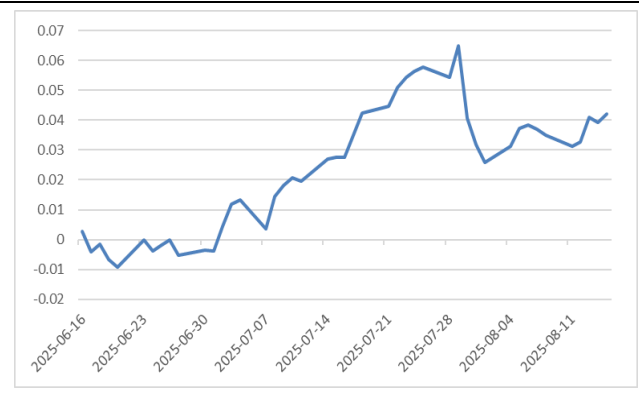
资产类别	基金名称	收益情况	推荐理由
现金类	华夏精选美元货币基金	最新七天年化 4.40%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
	高腾微金美元货币市场基金	最新七天年化 4.29%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
债券类	泰康开泰海外短期债券基金	周涨跌幅 0.192%	近一年收益率6.09%，投资于海外发行的投资级短期固收工具，可作为现金替代和避险配置的核心工具。
	10年期美国国债	最新收益率 4.2829%	最大的债券市场，兼具高流动性和安全性，在美联储意外降息时资本利得收益更有优势，而现处于美国降息周期
股票类	华夏恒生香港生物科技指数 ETF（非上市份额）*	周涨跌幅 3.508%	指数覆盖港股“科技”与“生物医药”两大核心板块，适合阶段性估值修复布局，近一年收益率达119.73%
	易方达（香港）纳斯达克 100 指数基金	周涨跌幅 1.904%	美股资产配置核心持仓之一，虽有经济衰退风险，美联储降息或会托底，需波段操作，近一年收益率达21.78%
其它	南方东英黄金期货每日杠杆（2x）产品-（7299.HK）	周涨跌幅 2.94%	全球央行持续购金，可对冲美元走弱，涨幅过高需时间消化但不影响长期投资逻辑，近一年收益率达62.54%

*因产品成立时间问题，近一年采用场内ETF同期的数据。
场内产品及货币基金净值日：8月14日；债券型和股票型基金净值日：8月15日。

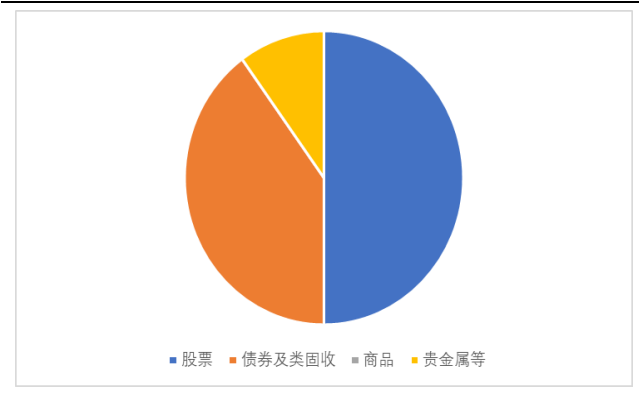
数据日期：2025 年 8 月 15 日
资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

图 21：大类资产配置 FOF 模拟组合表现 图 22：FOF 模拟组合资产配置

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。



数据日期：2025 年 8 月 15 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



数据日期：2025 年 8 月 15 日
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance>5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance<-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和／或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的期货和／或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。