

产品及投资方案部

| 2025年8月18日



每周投资策略



中信証券财富管理(香港)
CITIC Securities Wealth Management (HK)

上周环球
大类资产表现

本周主要地区
经济数据公布日程

(1) 港股市场焦点

内地“反内卷”政策
持续强化

股票

“反内卷”的投资机遇；
协鑫科技；金力永磁

ETF

盈富基金

(2) 日本市场焦点

日本央行年内存在
加息的可能性

股票

租金增长降低办公楼业主
风险溢价；三菱地产；
日本不动产投资

ETF

iShares JPX-
日经400指数ETF

(3) 印尼市场焦点

二季度
GDP超预期

股票

经济预期转暖
或带动市场热情

ETF

VanEck印尼指数ETF

资料来源：中信证券财富管理(香港)

上周环球
股市表现

中美关税暂停成功延期，俄乌冲突有望缓和，
市场情绪继续偏向积极

环球主要股票市场表现

指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI ACWI全球指数	952.02	1.2%	3.5%	8.6%	17.1%	13.2%	722.6	954.2	1.9%	19.1	12%
MSCI WORLD国际资本	4,174.56	1.2%	3.6%	8.7%	17.0%	12.6%	3,155.7	4,185.1	1.8%	20.2	12%
MSCI 新兴市场	1,272.43	1.5%	2.6%	8.4%	18.3%	18.3%	982.6	1,279.5	2.8%	13.1	14%
美国市场											
道琼斯	44,946.12	1.7%	2.1%	6.2%	10.8%	5.6%	36,611.8	45,203.5	1.7%	20.6	14%
标普500	6,449.80	0.9%	3.3%	9.0%	16.4%	9.7%	4,835.0	6,481.3	1.3%	22.4	13%
纳斯达克	21,622.98	0.8%	4.6%	13.1%	22.9%	12.0%	14,784.0	21,803.8	0.8%	28.4	20%
欧洲市场											
MSCI 欧洲	186.24	1.6%	2.3%	2.0%	16.4%	14.1%	152.6	186.8	3.3%	14.9	12%
STOXX 600	553.56	1.2%	1.6%	1.2%	8.6%	9.1%	464.3	565.2	3.4%	14.7	11%
英国富时100	9,138.90	0.5%	2.2%	5.9%	9.5%	11.8%	7,544.8	9,222.1	3.6%	13.1	10%
法国CAC 40	7,923.45	2.3%	2.0%	0.9%	6.7%	7.4%	6,763.8	8,257.9	3.4%	15.2	16%
德国DAX 30	24,359.30	0.8%	1.2%	2.8%	34.0%	22.4%	18,208.8	24,639.1	2.8%	15.8	15%
日本市场											
日本东证	3,107.68	2.8%	10.0%	13.5%	19.5%	11.6%	2,243.2	3,108.7	2.4%	16.2	10%
日经225	43,378.31	3.7%	9.3%	14.9%	18.1%	8.7%	30,792.7	43,451.5	1.9%	20.4	0%
亚太市场											
MSCI 亚太除日本	832.33	1.8%	2.5%	9.1%	21.6%	18.2%	629.9	838.1	2.5%	14.1	14%
沪深300	4,202.35	2.4%	4.6%	7.6%	25.7%	6.8%	3,145.8	4,450.4	2.8%	13.9	12%
恒生指数	25,270.07	1.7%	2.8%	7.7%	47.7%	26.0%	16,964.3	25,766.6	3.3%	10.9	9%
澳洲ASX200	8,938.57	1.5%	3.6%	7.7%	13.6%	9.6%	7,169.2	8,938.6	3.2%	19.6	7%
印度NIFTY	24,631.30	1.1%	(2.2%)	(1.7%)	2.0%	4.2%	21,743.7	26,277.4	1.6%	20.2	17%
台湾加权	24,334.48	1.3%	6.6%	12.0%	11.1%	5.6%	17,307.0	24,406.9	3.0%	17.0	16%
韩国KOSPI	3,225.66	0.5%	0.3%	23.1%	22.0%	34.4%	2,284.7	3,288.3	2.0%	10.6	18%
东盟市场											
MSCI 东盟	748.22	2.7%	4.5%	5.5%	15.3%	9.8%	585.4	758.7	4.3%	14.1	8%
新加坡STI	4,230.53	(0.2%)	2.7%	8.7%	27.6%	11.7%	3,340.4	4,282.8	5.2%	13.2	5%
印度尼西亚JCI	7,898.38	4.8%	10.6%	12.2%	6.6%	11.6%	5,882.6	8,017.1	5.3%	11.6	24%
泰国SET	1,259.42	0.0%	8.5%	5.4%	(2.4%)	(10.1%)	1,053.8	1,506.8	4.2%	13.4	7%
马来西亚吉隆坡综指	1,576.34	1.2%	3.3%	0.2%	(2.3%)	(4.0%)	1,386.6	1,684.7	4.4%	13.9	7%
菲律宾综指	6,315.93	(0.4%)	(2.2%)	(2.3%)	(5.6%)	(3.3%)	5,804.6	7,604.6	3.4%	9.6	10%
拉美市场											
MSCI 拉丁美洲	2,342.52	0.7%	3.3%	3.0%	0.9%	26.4%	1,837.8	2,396.1	5.9%	9.3	8%
巴西IBOV	136,340.77	0.3%	0.8%	(2.1%)	1.6%	13.3%	118,222.6	141,563.9	6.9%	8.0	11%
墨西哥综指	58,320.48	0.4%	3.3%	0.6%	7.5%	17.8%	48,769.9	59,735.4	5.3%	12.0	8%

上周环球
债市表现

杰克逊霍尔会议前夕美国国债价格下跌

上周环球债市表现										
市场	当前 收益率 (%)	收益率 1周变动(bp)	收益率 1个月变动(bp)	1个月回报	3个月回报	本年度回报	当前 利差(bp)	利差 1周变动(bp)	利差 1个月变动(bp)	10年平均 利差(bp)
国债										
美国国债	4.08	2	-18	1.3%	1.8%	3.8%				
欧洲核心	2.45	6	9	(0.5%)	(0.4%)	(1.6%)				
英国金边债	4.58	7	5	(0.1%)	0.5%	1.2%				
日本国债	1.51	6	0	0.4%	(0.9%)	(4.3%)				
中国国债	1.62	3	5	(0.5%)	0.1%	0.5%				
企业债										
美国投资级	4.96	-3	-23	1.9%	3.4%	5.0%	73	(5)	(6)	120
美国高收益	7.25	-5	-17	1.1%	3.2%	5.6%	281	(3)	(4)	412
欧洲投资级	3.05	2	2	0.2%	1.4%	2.3%	78	(3)	(6)	123
欧洲高收益	5.53	-10	-15	1.2%	2.3%	3.9%	273	(15)	(34)	398
英国投资级	5.26	5	0	0.4%	2.2%	3.5%	90	(1)	(6)	146
亚洲投资级	4.83	-5	-29	1.9%	3.5%	5.8%	82	(6)	(9)	158
亚洲高收益	8.43	-34	-53	1.8%	2.5%	5.7%	416	(19)	(55)	717
AT1 债券指数	6.39	-11	-42	2.1%	4.9%	8.2%	240	(10)	(18)	
新兴市场外币	6.35	-7	-33	2.7%	5.2%	7.9%	211	(10)	(15)	356
新兴市场本币	5.77	0	-8	1.0%	4.5%	12.3%				
中资美元债										
中资美元债	5.02	-6	-26	1.3%	2.4%	5.1%	108	(3)	(6)	292
中资美元债投资级	4.62	-2	-22	1.4%	2.6%	5.0%	62	(2)	(3)	151
中资美元债高收益	7.42	-34	-47	0.7%	1.4%	6.4%	382	(7)	(21)	884
中国境内债										
中国境内债	1.77	3	6	(0.4%)	0.2%	0.6%	10	0	1	35
中国境内企业债	2.23	2	5	0.0%	0.5%	1.2%	34	1	0	107

美俄领导人会晤拉低国际油价，金价因地缘冲突缓和表现不佳

上周环球外汇及商品表现

		1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年度变动	52周最低	52周最高
货币	当前价格							
美元指数	97.85	(0.3%)	(0.8%)	(3.0%)	(5.0%)	(9.8%)	96.38	110.18
欧元/美元	1.17	0.5%	0.9%	4.6%	6.7%	13.0%	1.01	1.18
美元/日元	147.19	(0.4%)	(1.1%)	1.0%	(1.4%)	(6.4%)	139.58	158.87
英镑/美元	1.36	0.8%	1.3%	1.9%	5.4%	8.3%	1.21	1.38
美元/瑞典克朗	9.56	(0.2%)	(1.8%)	(1.8%)	(9.3%)	(13.7%)	9.38	11.32
美元/挪威克朗	10.19	(0.9%)	(0.6%)	(2.1%)	(5.1%)	(10.5%)	9.86	11.53
美元/瑞郎	0.81	(0.2%)	0.6%	(3.5%)	(7.5%)	(11.1%)	0.79	0.92
美元/加元	1.38	0.4%	0.7%	(1.0%)	0.6%	(3.9%)	1.34	1.48
澳元/美元	0.65	(0.2%)	(0.1%)	1.6%	(1.6%)	5.2%	0.59	0.69
纽币/美元	0.59	(0.6%)	(0.4%)	0.8%	(1.1%)	5.9%	0.55	0.64
在岸人民币/美元	7.18	0.1%	0.0%	(0.3%)	0.1%	(1.6%)	7.00	7.35
港币/美元	7.82	(0.3%)	(0.3%)	0.2%	0.3%	0.7%	7.75	7.85
能源								
WTI原油期货	62.80	(1.7%)	(5.6%)	1.9%	(19.7%)	(12.4%)	55.12	80.77
布伦特原油期货	65.85	(1.1%)	(4.2%)	2.0%	(18.7%)	(11.8%)	58.40	82.63
NYMEX天然气期货	2.92	(2.5%)	(17.2%)	(13.3%)	32.7%	(19.7%)	1.86	4.90
金属								
COMEX期金	3,336.00	(3.0%)	(0.0%)	3.4%	36.0%	26.3%	2,471.10	3,485.60
COMEX期银	37.98	(1.5%)	0.4%	16.9%	33.6%	29.9%	27.55	39.41
LME期铜	9,681.25	(0.3%)	0.6%	0.7%	6.9%	11.6%	8,501.00	10,170.00
LME期铝	2,608.65	0.1%	1.2%	4.8%	12.5%	2.8%	2,268.00	2,740.00
LME期锡	33,744.00	0.6%	1.4%	2.8%	5.9%	16.9%	27,250.00	38,080.31
DCE铁矿石	792.50	(3.4%)	3.2%	(1.0%)	9.2%	1.7%	650.00	865.00
SHFE螺纹钢	3,148.00	(1.0%)	1.1%	2.7%	12.3%	(4.5%)	2,831.00	3,659.00

资料来源：彭博、中信证券财富管理（香港） 注：截至2025年8月15日

(1) 港股市场焦点

内地“反内卷”政策持续强化

股票

“反内卷”的投资机遇；协鑫科技；金力永磁

ETF

盈富基金

内地“反内卷”政策持续强化， 涵盖传统行业和新兴行业

- 2025 年以来，国务院等均表示将整治竞争秩序或调控产能，同时“反内卷”在立法层面亦持续推进。展望来看，“反内卷”涉及的行业涵盖传统和新兴行业，包括光伏、新能源汽车、钢铁、建材、生猪、医药、快递等。

各行业“反内卷”相关动态

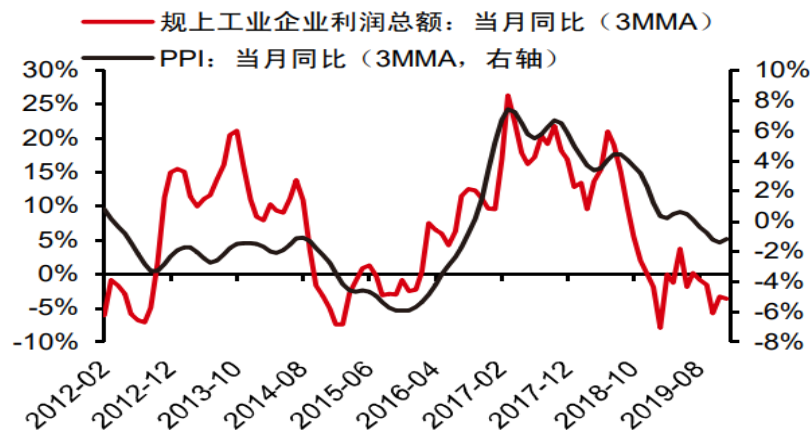
时间	行业	会议名称	具体内容
2025 年 7 月 3 日	光伏	工信部光伏行业制造业企业座谈会	工信部部长李乐成强调，要聚焦重点难点，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。
2025 年 7 月 10 日	邮政快递	国家邮政局党组召开会议	按照“五统一、一开放”基本要求，进一步加强行业监管，完善邮政快递领域市场制度规则，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。
2025 年 7 月 16 日	新能源汽车	国务院常务会议	要着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，针对该产业领域出现的各种非理性竞争现象，坚持远近结合、综合施策，切实规范新能源汽车产业竞争秩序。
2025 年 7 月 18 日	新能源汽车	工信部等联合召开新能源汽车行业座谈会	部署进一步规范新能源汽车产业竞争秩序工作。行业企业要把思想和行动统一到党中央决策部署上来，认真贯彻落实好国务院常务会议精神，切实推动产业健康可持续发展。
2025 年 7 月 18 日	钢铁、建材等	工信部新闻发布会	部署实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。
2025 年 7 月 18 日	外卖	市场监管总局约谈	市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守法律法规规定，严格落实主体责任，进一步规范促销行为，理性参与竞争。
2025 年 7 月 22 日	煤炭	国家能源局	企业集团公司不得向所属煤矿下达超过公告产能的生产计划及相关经济指标；煤矿要严格按公告产能组织生产，对超能力生产的煤矿，一律责令停产整改。
2025 年 7 月 23 日	生猪	农业农村部推动生猪产业高质量发展座谈会	要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。
2025 年 7 月 24 日	立法	国家发展改革委、市场监管总局	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见，进一步明确不正当价格行为认定标准，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。
2025 年 7 月 24 日	医药	国家医保局新闻发布会	集采中选不再以简单的最低价作为参考，报价最低企业要公开说明报价的合理性。国家医保局坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则，研究优化了具体的采购规则。
2025 年 7 月 24 日	国企	国务院国资委举办地方国资委负责人研讨班	要紧紧围绕“三个集中”，优化国有资产增量投向，调整存量结构，带头抵制“内卷式”竞争，加强重组整合，推动国有资本优化配置，形成新的国有资本布局结构。

资料来源：各部委官网，中国政府网，新疆煤炭交易中心官方微信公众号，新华社，中信证券

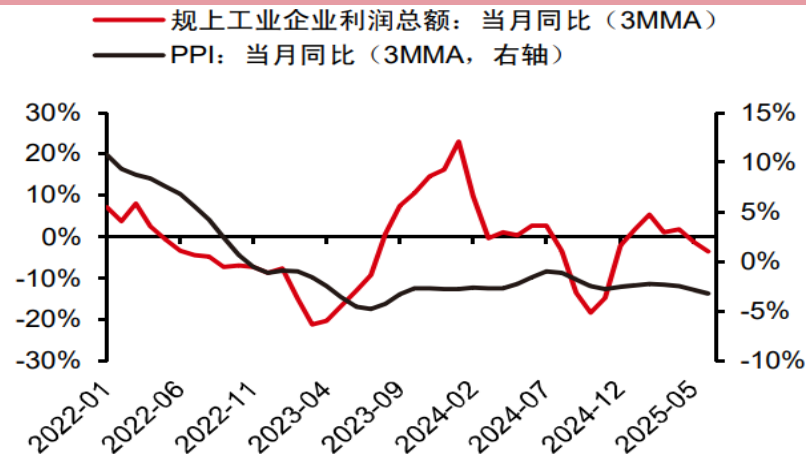
2015-2016 年供给侧改革相比， 本轮“反内卷”政策的主要着力行业不同

- **2015-2016 年供给侧改革的主要着力行业为上游原材料行业**，包括煤炭、钢铁、水泥、电解铝、玻璃、化工、船舶等领域，化解过剩产能的主要方式为严禁新增产能、淘汰落后产能、推进企业兼并重组、推行企业错峰生产四种。
- 上一轮供给侧改革的背景是国内 **PPI 同比连续 45 个月为负**（本轮目前是连续 **33 个月为负**），在改革发力助推下，**2015 年 12 月后 PPI 同比和工业企业利润同比增速开始上行**。
- **总体上来看，这一轮供需不平衡的行业**，既有钢铁、建材、煤炭等传统上游原材料行业，也有汽车、电气机械等部分新兴产业，光伏、锂电池、新能源汽车等“新三样”都包含在其中。而这些新兴行业以民营企业为主导的特征，决定了去产能或以市场化手段为主导。

上一轮供给侧改革前后的 PPI 和工业企业利润变化路径



本轮“反内卷”前后的 PPI 和工业企业利润变化路径



资料来源：Wind、中信证券

- 此轮改革背景下，港股维度我们建议关注：
- **(1) 光伏：**随着潜在供给侧改革政策逐步完善和落地，光伏产业链有望迎来价格合理回升和盈利修复，建议重点关注具备长期竞争力和量价回升弹性的行业代表性公司，如协鑫科技 (3800 HK)。
- **(2) 稀土：**指标约束叠加进口下滑推动稀土供给刚性持续加强；需求方面，稀土行业逐步进入传统旺季，出口亦望逐步恢复，供需格局有望持续偏紧，建议重点关注金力永磁 (6680 HK)。
- **(3) 锂：**我们继续强调采矿权合规性的严肃性和重要性，锂价存在底部回暖预期，建议关注投资机会，如天齐锂业 (9696 HK)。
- **(4) 快递：**“反内卷”或率先落地快递，关注各区域“托底”价格的边际变化，建议重点关注顺丰控股 (6936 HK)。
- **(5) 保险：**长周期来看，通常利率上行周期中保险股会跑赢银行，若 PPI 转向带动长端利率上行，今年 4 月以来保险股的相对收益有望延续，建议关注中国人寿 (2628 HK)。

- 8月中下旬港股中报将密集披露，虽预计25H1的盈利增速同比放缓，但商贸零售、教育、多元金融和游戏的盈利增速预期继续上行。
- 随着市场焦点从“预期”转往“兑现”，业绩超预期、指引上修的个股有望继续受益，建议关注高景气度，业绩预期或兑现，指引有望上调的医药与科技；内地低利率环境下，具稀缺性且业绩稳健的优质龙头企业有望继续迎来价值重估。
- 从市场层面看，南向是 A/H 溢价收敛的主要推手，个股层面同样能证明南向增持的重要性。7 月底以来，A/H 价略有扩张，但未来A/H溢价的变化或从单纯的以H股折价率出发的投资现象，逐渐转向结合企业基本面、筹码结构和H股折价率历史分位等多维的投资策略。随着此轮“反内卷”措施的持续推进，我们认为部分产能过剩，价格和利润承压的资源品和服务业会相对受益。

我们筛选出当前 A/H 溢价率历史分位空间相对较大、彭博一致预期的2024-26年净利润增速相对较好，且南向持仓占比尚有抬升空间的个股，供投资者参考。

A+H香港流通市值超过100亿的个股中，
按A/H溢价率历史分位与业绩增长预期筛选结果

证券代码	证券简称	当前 A/H 溢价率	A/H 溢价率 历史分位	24-26E 净利润 CAGR	南向持仓占比
00177.HK	宁沪高速	61.0%	77.6%	4%	38.4%
06160.HK	百济神州	47.6%	70.8%	预期扭亏	19.8%
00386.HK	中石化	44.3%	64.2%	5%	27.7%
01772.HK	赣锋锂业	51.0%	50.8%	预期扭亏	35.1%
02607.HK	上海医药	69.5%	60.4%	10%	34.1%
01055.HK	南方航空	72.0%	56.7%	预期扭亏	18.7%
02883.HK	中海油服	118.3%	40.5%	19%	34.9%
00916.HK	龙源电力	157.1%	42.0%	8%	52.4%
00168.HK	青岛啤酒	53.1%	47.4%	8%	40.5%
02196.HK	复星医药	60.6%	31.6%	11%	62.5%

- **协鑫科技 (3800 HK; 1.25港元) 具备长期竞争力。**“反内卷”在国内已提升至国家战略行动高度，光伏作为当前同质化低价竞争和产能阶段性过剩问题突出的行业，是本轮“反内卷”的核心阵地。在以市场化为导向的前提下，随着行业回归规范化有序竞争，以及潜在供给侧改革政策逐步完善和落地，光伏产业链有望迎来价格合理回升和盈利修复，基本面有望得以夯实和改善。公司成本优势领跑行业，品质持续提升，具备长期竞争力和量价回升弹性。（中信证券－林劼）

一年股价走势图*



- **金力永磁 (6680 HK; 19.09港元) 进入传统旺季，出口亦望逐步恢复。**当前国际政治经贸局势下，稀土、钨等中国优势战略矿种同样可以在市场波动中扮演“避风港”角色。同时稀土和钨自身供给约束强，在高端制造业、国防军工等领域不断延伸应用方向，供需基本面持续改善背景下价格有望强势运行。另外公司重点发展的人形机器人磁组件业务有望成为重要的业务增长点之一，公司也积极布局低空飞行器的磁钢研发，开辟新兴市场。（中信证券－敖翀）

一年股价走势图*



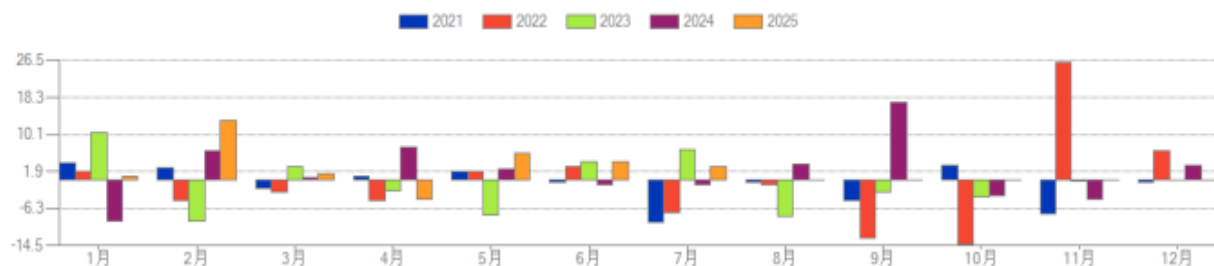
资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至15/8/2025

- 盈富基金 (2800 HK) 的投资目标是提供紧贴恒生指数表现之投资回报。为达到投资目标，经理人会把本基金之全部或绝大部份资产，按大致与指数相同的比重投资于指数成份公司的股份。

总回报图*



月度表现图 (2021年1月至2025年7月)



ETF信息

收盘价	HKD 25.80
总资产(百万)	HKD 158,191.88
总资产日期	08/15/2025
成立日期	11/12/1999
主要基准	HANG SENG INDEX
货币	港币
最低投资	港币 10,000.00
代码	2800 HK
ISIN	HK2800000867

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	香港
基金目标	大盘
基金类型	..
基金市值侧重	大盘
基金的地域侧重	香港
基金货币侧重	..

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	53.96	55.50
总回报 3个月	9.04	9.21
总回报 6个月	14.18	14.25
总回报 1年	51.76	53.16
年迄今总回报	28.61	29.31

资料来源：彭博

*截至2025年8月15日

(2) 日本市场焦点

日本央行年内存在加息的可能性

股票

租金增长降低办公楼业主风险溢价；三菱地产；日本不动产投资

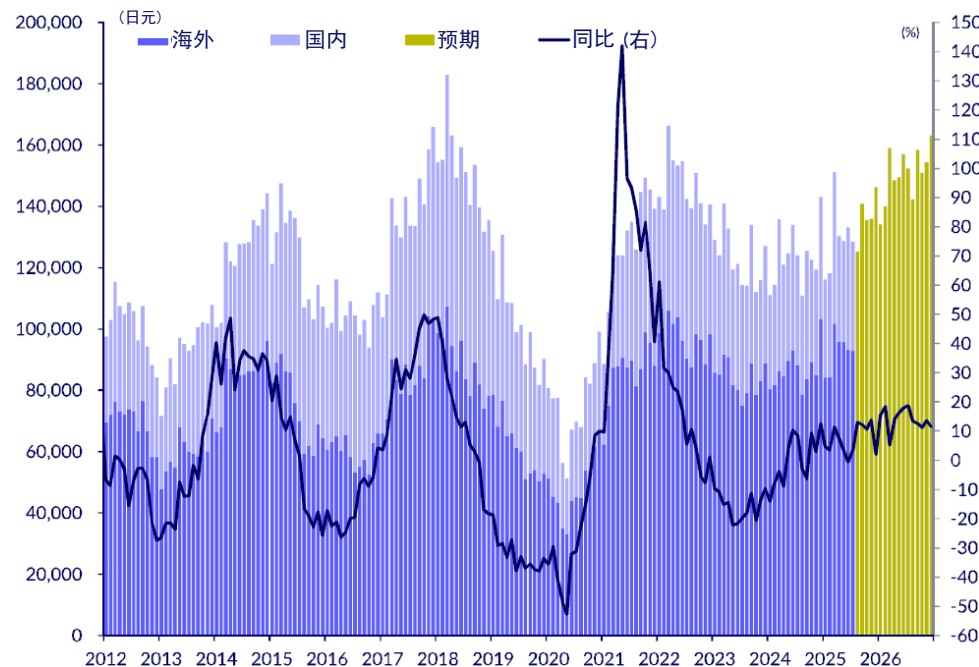
ETF

iShares JPX- 日经400指数ETF

7月份机床订单依然保持稳定

- 尽管市场波动、关税威胁和地缘政治不确定性，日本机床订单依然保持稳定。
- 2025年7月份机床订单为1,280亿日元 (环比下降4%，同比增长4%)。
- 海外订单环比持平，同比增加5%。2025年上半年，海外订单增长由印度带动 (同比增长35%)，其次是中国 (同比增长22%) 和美国 (同比增长14%)。
- 今年8月份机床订单将于9月9日发布，我们预计将环比下降3%至1,252亿日元 (同比增长13%)。
- 对于2025年，我们预测保持不变，机床订单为1.59万亿日元 (同比增长7%)。
- 我们预计汽车行业表现疲软，但预计航空航天、国防和医疗行业表现强劲。
- 对于2026年，我们预测机床订单为1.81万亿日元 (同比增长14%)，预测同样保持不变。

日本机床订单和预测

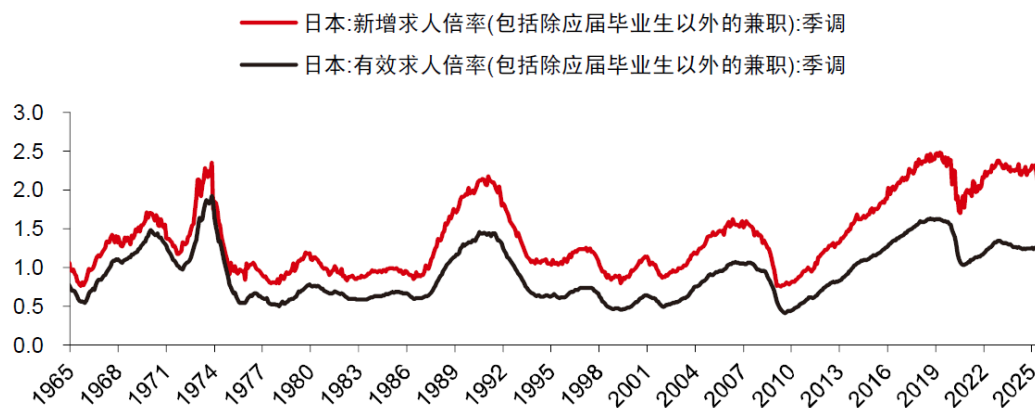


资料来源：日本工作机械工业会、中信里昂预测

日本央行年内存在加息的可能性

- 2025年6月日本失业率为**2.5%**，较前值下降**0.1**个百分点，继续处于**3%**以下的低位水平。日本2025年6月新增求人倍率为**2.18**，较前值小幅上升**0.04**，实际求人倍率为**1.22**，较前值小幅回落**0.02**，二者仍均处于历史较高水平。**持续较低的失业率与较高的求人倍率表现出日本就业市场仍在持续近几年的紧张态势。**
- 当前日本就业市场仍偏紧，今年日本春斗工资增速涨薪再次创历史记录，后续若日本通胀压力缓解，**实际薪资增速回暖或推动日本消费进一步复苏。**
- 2025年一季度日本实际GDP环比零增长，经济动能阶段性放缓。虽然后续美国关税对于日本汽车等企业仍存在负面冲击，但随着**美日初步达成协议，日本消费者信心回暖，服务业PMI 指数回升，日本内需有所修复，日本经济或存在一定韧性。**
- 与此同时，当前执政联盟失去参众两院多数地位，**在野党推动削减消费税的财政扩张倾向预计将增强**，市场对日本长期财政可持续性的担忧升温。
- 日本央行虽放缓缩表步伐，但中长期日本货币政策正常化趋势未改，**年内仍存在进一步加息的可能性。**

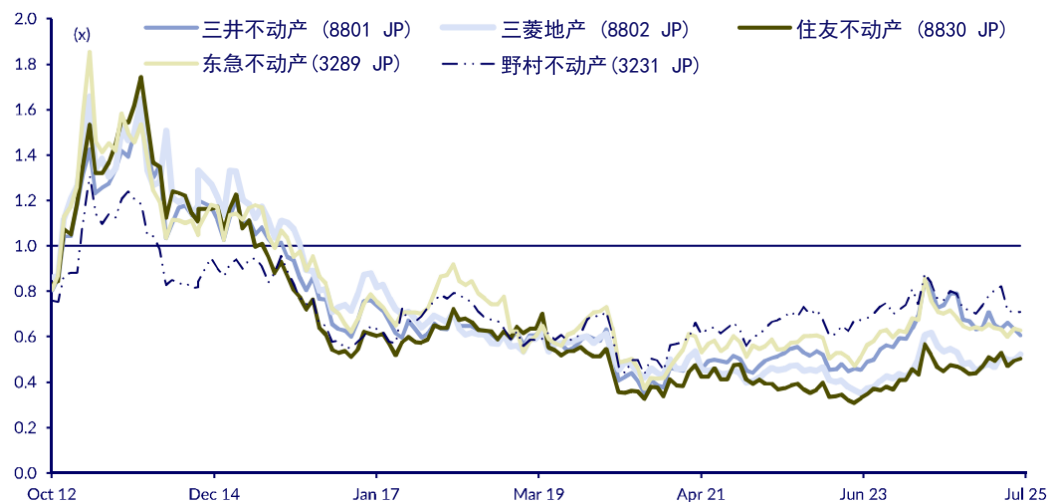
日本新增求人倍率与实际求人倍率均处于历史较高水平



资料来源: Wind、中信证券

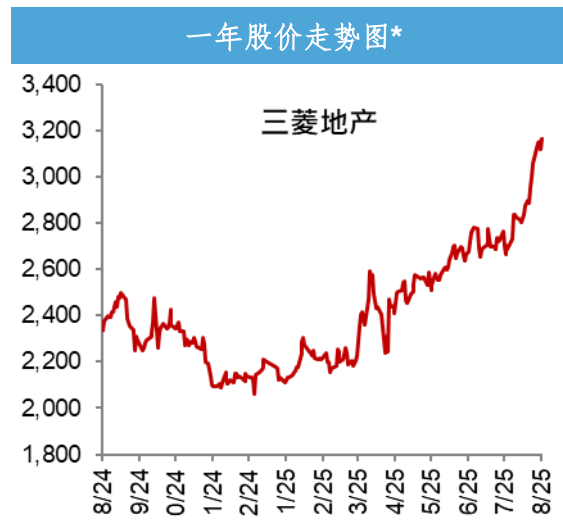
- 伴随日美关税措施的不确定性逐渐消退，上周日经指数创新高，后续或受日元、财政扩张等影响。
- 东京建物 (8804 JP) 首席执行官小泽克人在今年二季度业绩简报中分享了对股本回报率和办公室租金的乐观评估。基于地理位置和公司历史，日本東京車站八重洲一丁目東區市區再開發項目「Tofrom Yaesu」是东京建物最高质量的办公楼。然而，小泽指出由于办公室市场的改善，一些项目的办公租金可能会超过Tofrom。
- 城市化和不断演变的经济结构应会推动对办公空间的需求。我们预测空置率将保持在2-3%左右，租金增长率将在2025-27年间进一步提高。
- 东京办公楼业主因低空置率提升了租金的议价能力。我们估计到2025年底，租金的同比增长率为5%，2026年为7-10%，2027年为10%。
- 我们在开发商中最看好的公司是三菱地产 (8802 JP)，其通过租金上涨、资本收益和回购正稳步提高股本回报率。办公房地产投资信托，包括日本不动产投资 (8952 JP)，也在东京的租金上涨中获益。

日本开发商股价/资产净值比率 (P/NAV)

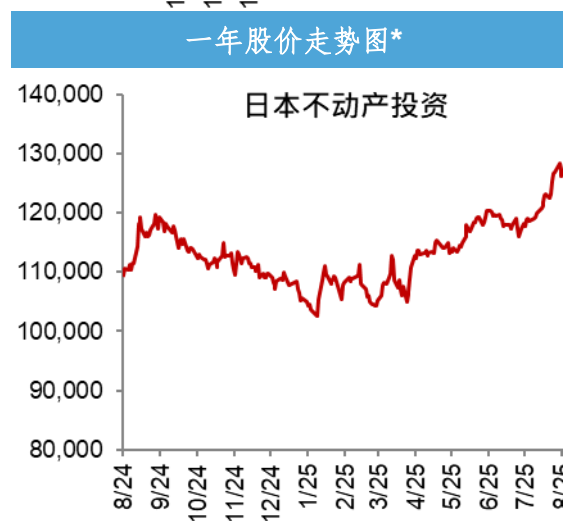


资料来源：中信里昂

- **三菱地产 (8802 JP; 3,163日元; 目标价: 3,400日元)** 一财季业绩稳健。三菱地产2026财年一季度 (截至今年6月) 的业绩表现稳健, 符合我们预期。我们估计公司将在东京办公室市场改善的情况下获益最大。目前, 公司正在将东京火炬塔 (Torch Tower; 预计于2028年落成) 开始出租给租户, 我们认为这将为带来全东京最高的租金。租金上涨、资产剥离以及资产管理费用的增长可能会推动三菱地产股本回报率上升, 股东回报可观, 因此建议关注。(中信里昂 – Masahiro Mochizuki)



- **日本不动产投资 (8952 JP; 126,400日元; 目标价: 132,000日元)** 踏入新阶段。日本不动产投资在其2025财年 (截至今年3月) 财报中宣布中长期目标是每单位盈利 (EPU) 年均增长3%, 每单位可分配收入 (DPU) 年均增长2%。此外, 公司还表示将出售赤坂公园大楼以支持DPU增长。日本不动产投资与三菱地产 (8802 JP) 达成协议, 未来收购将享有优先谈判权。此外, 强劲的办公室需求预期会使公司的租金增长超过债务成本的上升。建议关注。(中信里昂 – Masahiro Mochizuki)



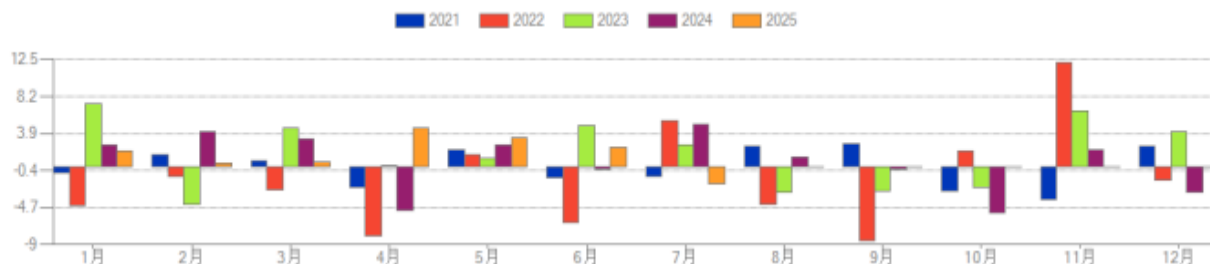
资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至15/8/2025

- iShares JPX-日经400指数ETF (JPXN US) 旨在追踪JPX-日经400指数表现。与日经225指数不同，JPX-日经400指数的成分股筛选机制除了考虑市值规模，还强调企业的经营管理质量和财务稳定性，包括但不限于盈利能力、股东回报、企业透明度和董事会结构等指标。

总回报图*



月度表现图 (2021年1月至2025年7月)



ETF信息

收盘价	\$ 84.88
总资产(百万)	\$ 101.82
总资产日期	08/15/2025
成立日期	10/26/2001
主要基准	JPX Nikkei NTR Index
货币	美元
最低投资	美元 0.00
代码	JPXN US
ISIN	US4642873826

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	美国
基金目标	日本
基金类型	..
基金市值侧重	整体市场
基金的地域侧重	日本
基金货币侧重	..

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	19.65	18.48
总回报 3个月	11.30	11.44
总回报 6个月	17.19	17.32
总回报 1年	17.88	20.96
年迄今总回报	20.82	19.80

资料来源：彭博

*截至2025年8月15日

(3) 印尼市场焦点

二季度GDP超预期

股票

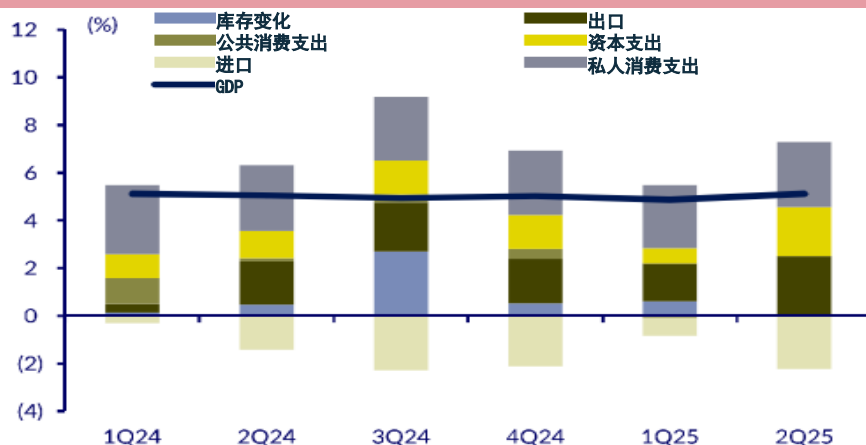
经济预期转暖或带动市场热情

ETF

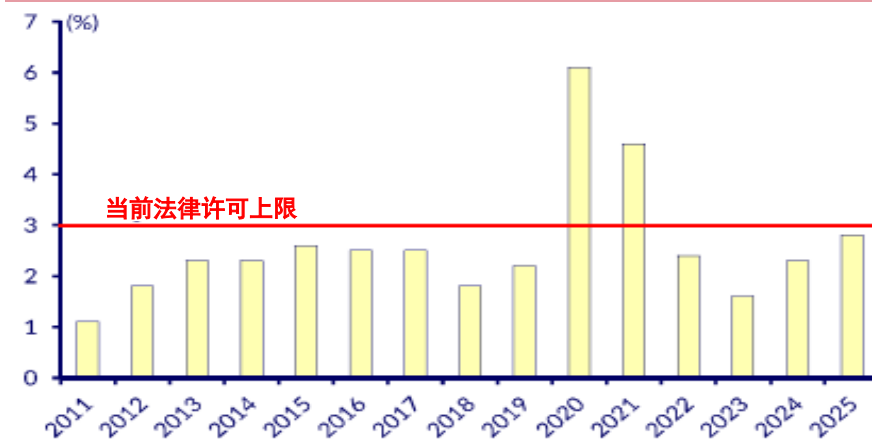
VanEck印度尼西亚指数ETF

- **2025二季度GDP超预期。** 2025年第一季度GDP同比增长5.12%，明显高于一季度的4.87%，消费和出口成为主要增长动力。政府6月和7月再度加码的财政刺激举措，虽然主要针对低收入群体，但似乎有效改善了消费者信心。“抢出口”也一定程度上推动了经济活跃度。
- **下半年经济动能仍需要更多政策支持。** 虽然印尼以国内需求驱动的经济模式更能够抵御全球贸易冲击，但关税对出口的冲击仍将对整体需求造成负面影响，PMI已连续数月处于收缩区间。
- **财政将是关键因素。** 新政府已公布了本年度第三轮财政刺激措施，能够对负面影响提供一定的缓解，但支出受限，很难弥补外国直接投资下滑的损失。整体而言，我们对印尼2025全年GDP增长4.7%，位于印尼央行预测区间 (4.6%-5.2%) 的下沿。

2024-2025印尼GDP分项

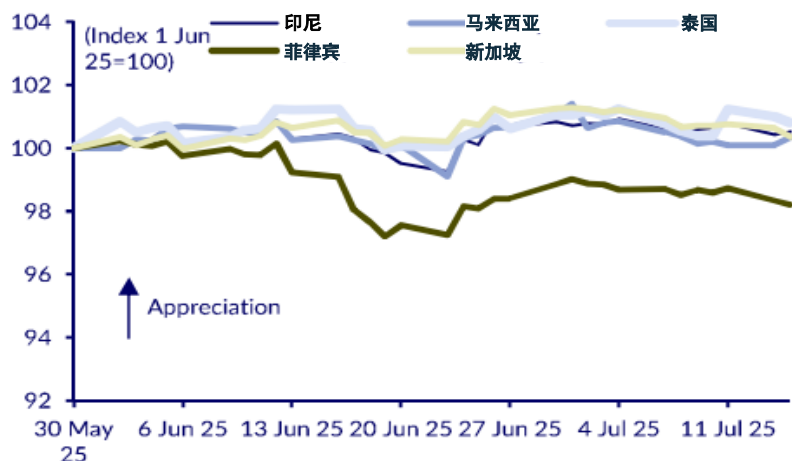


印尼财政赤字占GDP百分比 (%)

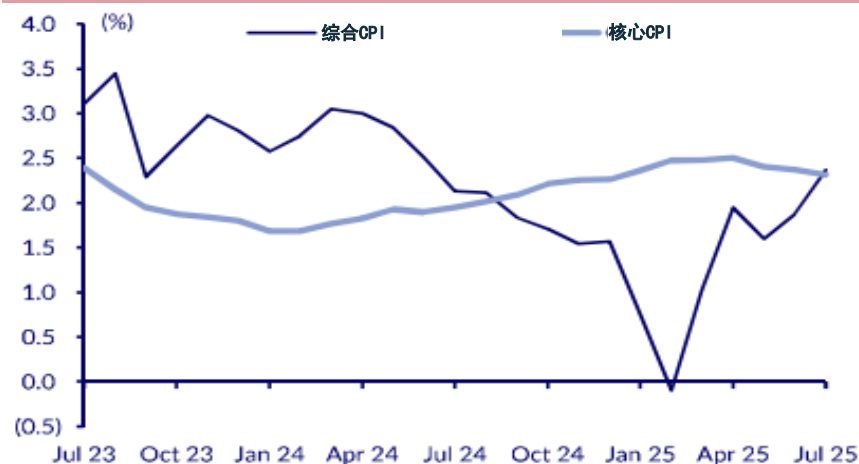


- **印尼央行7月意外降息。**印尼央行在7月政策会议上宣布降息25基点。
- **汇率是关键要素。**汇率压力仍然是政策考量中的重要因素。印尼盾的疲软反映了国内政治不确定性、财政压力以及市场对印尼经济政策的担忧。美国-印尼贸易协议的达成降低了印尼盾波动，因市场不再受关税威胁和谈判期限影响。
- **央行期望刺激经济，本年度还将继续降息。**央行明确表示“将继续关注进一步降息空间”。我们认为印尼央行本年度还将降息一次，但鉴于7月刚刚降息，本次议息会议或选择观望，等待国内融资状况及前期宽松政策效果进一步显现。

东盟各国货币兑美元汇率近期已稳定下来



7月CPI上升但仍位于目标区间

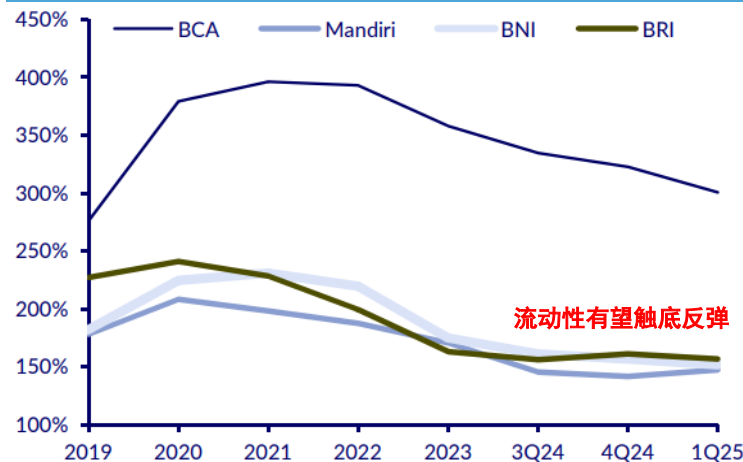


- **印尼股市处于上升通道。**印尼市场在关税落定、美联储降息预期升温、GDP好于预期等一系列利好推动下，雅加达综指(JCI)近期突破历史新高。
- **市场情绪还有提升空间。**虽然指数突破，实际上涨主要来自流通盘偏低的个股，多数投资者仍对印尼持中性到谨慎偏空态度。市场还有进一步上升潜力。
- **当前印尼股市估值仍具有吸引力。**MSCI印尼指数混合远期市盈率仅12倍，仍低于10年平均1个标准差的水平，预计股息率在5.6%附近，较为吸引。后续的关键催化剂包括更高效的政府执行、IDR稳定（有利货币宽松）、消费复苏。
- **板块方面，降息预期和资金注入将有助于流动性改善和资金成本的下行，有望成为估值吸引的银行股的催化剂，重点推荐 BRI (BBRI IJ)、Mandiri (BMRI IJ)、BCA (BBCA IJ)；大型消费股业绩具有韧性并潜在受益于消费转暖，比如Indofood CBP (ICBP IJ)、Alfamidi (MIDI IJ)；高贝塔领域看好互联网龙头GOTO (GOTO IJ)。**

雅加达综指 (JCI) 整体估值仍居低位



印尼主要银行流动性覆盖率 (%)



资料来源：公司报告、印尼证券交易所，彭博，中信里昂

- VanEck印度尼西亚指数ETF (IDX US) 旨在尽可能紧密复制MVIS®印尼指数表现（扣除费用前）。指数基于规模和流动性挑选企业，涵盖在印尼注册的公司以及注册地在印尼以外、但至少50%收入或相关资产来自印尼的公司。

总回报图*



月度表现图 (2020年1月至2025年7月)



ETF信息

收盘价	\$ 16.19
总资产(百万)	\$ 38.24
总资产日期	08/15/2025
成立日期	01/20/2009
主要基准	MVIS Indonesia (TRN)
货币	美元
最低投资	美元 0.00
代码	IDX US
ISIN	US92189F8335

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	美国
基金目标	印尼
基金类型	--
基金市值侧重	整体市场
基金的地域侧重	印度尼西亚
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	1.54	2.06
总回报 3个月	12.74	14.54
总回报 6个月	17.49	19.48
总回报 1年	-1.79	-0.52
年迄今总回报	9.39	8.19

资料来源：彭博

*截至2025年8月15日

主要国家本周经济数据公布日程

公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
8/18/2025 12:30	日本	第三产业指数月环比	6月	0.20%	0.60%	--
8/18/2025 20:00	巴西	经济活动月环比	6月	0.00%	-0.74%	--
8/19/2025 8:30	澳大利亚	西太平洋消费者信心季调月环比	8月	--	0.60%	--
8/19/2025 20:30	美国	新宅开工指数	7月	1300k	1321k	--
8/20/2025 7:50	日本	贸易余额	7月	¥198.5b	¥153.1b	--
8/20/2025 7:50	日本	核心机械订单-环比	6月	-0.60%	-0.60%	--
8/20/2025 14:00	英国	CPI 月环比	7月	0.00%	0.30%	--
8/20/2025 14:00	英国	CPI 同比	7月	3.70%	3.60%	--
8/20/2025 14:00	英国	核心CPI同比	7月	3.70%	3.70%	--
8/20/2025 14:00	英国	零售物价指数	7月	404.9	404.5	--
8/20/2025 14:00	英国	RPI月环比	7月	0.10%	0.40%	--
8/20/2025 14:00	英国	RPI同比	7月	4.50%	4.40%	--
8/21/2025 8:30	日本	标普全球日本PMI综合指数	8月	--	51.6	--
8/21/2025 8:30	日本	标普全球日本PMI制造业指数	8月	--	48.9	--
8/21/2025 8:30	日本	标普全球日本PMI服务业指数	8月	--	53.6	--
8/21/2025 13:00	印度	HSBC India PMI Composite	8月	--	61.1	--
8/21/2025 13:00	印度	HSBC India PMI Mfg	8月	--	59.1	--
8/21/2025 13:00	印度	HSBC India PMI Services	8月	--	60.5	--
8/21/2025 14:00	英国	PSNB除银行集团	7月	--	20.7b	--
8/21/2025 14:00	日本	机床订单同比	7月	--	3.60%	--

主要国家本周经济数据公布日程

公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
8/21/2025 16:30	英国	标普全球英国制造业PMI	8月	48.3	48	--
8/21/2025 16:30	英国	标普全球英国服务业PMI	8月	52	51.8	--
8/21/2025 16:30	英国	标普全球英国综合PMI	8月	51.5	51.5	--
8/21/2025 20:30	美国	费城联储企业前景	8月	6.4	15.9	--
8/21/2025 21:45	美国	标普全球-美国制造业PMI	8月	49.8	49.8	--
8/21/2025 21:45	美国	标普全球-美国服务业PMI	8月	54.2	55.7	--
8/21/2025 21:45	美国	标普全球-美国综合PMI	8月	--	55.1	--
8/21/2025 22:00	美国	世界大型企业研究会领先指数环比	7月	-0.10%	-0.30%	--
8/21/2025 22:00	美国	二手房销量年率	7月	3.92m	3.93m	--
8/22/2025 7:30	日本	国民消费物价指数同比	7月	3.10%	3.30%	--
8/22/2025 7:30	日本	全国CPI（除生鲜食品）同比	7月	3.00%	3.30%	--
8/22/2025 14:00	英国	月环比零售营收 除汽车燃料	7月	0.40%	0.60%	--
8/22/2025 14:00	英国	同比零售营收 除汽车燃料	7月	1.10%	1.80%	--
8/22/2025 14:00	英国	零售销售环比	7月	0.50%	0.90%	--
8/22/2025 14:00	英国	同比零售营收 含汽车燃料	7月	1.30%	1.70%	--
8/25/2025 20:30	美国	芝加哥联储全美活动指数	7月	--	-0.1	--
8/25/2025 22:00	美国	新建住宅销量年率	7月	639k	627k	--
8/25/2025 22:30	美国	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	8月	--	0.9	--

免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2025版权所有，并保留一切权利。