

香港股市 | 2025 年 8 月 4 日 - 2025 年 8 月 10 日

更新报告

聚焦港股中报行情，择机布局政策与产业共振

每周策略建议

港股：市场风险偏好持续走强，推动大盘高位震荡。7 月中国出口韧性超预期，进口同比增速创一年多新高，下游物价温和修复，上游降价压力仍存，基本面整体延续温和改善，叠加市场预期政策聚焦结构性发力，港股整体仍有上升支撑力。当前港股盈利预期稳健，恒指 2025/2026 年预测盈利增速 2.7%/8.5%，上游资源板块受益反内卷政策引领改善，叠加中国债市企稳（10 年期国债收益率>1.7%）支撑盈利上修动能。然而，当前港股估值短期已大幅修复，恒指预测 PE 回归 2018-2019 年中枢，风险溢价处历史低位与 AH 溢价创近六年新低，叠加 8 月进入港股季节性的淡季，中报业绩期将集中验证基本面，市场有理由高位整固。建议把握回调窗口布局政策与产业共振双主线，包括自主可控突围——生物医药、高端制造业、半导体、AI 算力等，政策受益方向——反内卷核心相关的水泥、煤炭等上游周期；重大及建工城相关的工程机械、电力设备；生育补贴落地提振母婴产业链、本地生活及文娱休闲服务等。

美股：尽管美股三大指数上周反弹，纳指再创历史新高，但主要由苹果公司(Aapl US)、谷歌(Googl US)、英伟达(Nvda US)及特斯拉(Tsla US)带动，大盘升势不均衡，其中等权纳指 100 指数走势与纳指 100 出现背离，而纳指及标普 500 的中线及长线市宽并没有明显改善，市场明强实弱。截至上周五，91%标普 500 成份股已公布业绩，超预期占中多数，使 Q2 标普 500 指数收入及盈利增长达到 6.0%及 11.4%，微观层面的企业盈利在上修阶段，与 8 月以来公布的宏观数据出现背离。考虑到较高的估值水平，我们不建议追高，策略上，关注标普 500 指数 6,050 点及纳指 20,000 点的重新增配机会，首选银行、半导体、软件、工业等顺周期股份。

美债：十年期美债收益率在 4.27%附近震荡，短期美债收益率或因通胀黏性担忧及财政部发债冲击存在技术性反弹压力，但是美国 7 月 ISM 服务业骤降至荣枯线，制造业 PMI 续跌，印证经济趋冷深化，叠加美联储内部鸽派声量显著放大，美债利率后续技术性回弹空间或不大。建议利用收益率反弹至 4.3%上方择机增持多头头寸，重点关注本周核心 PCE 数据对降息路径的验证。需警惕特朗普干预联储人事引发的政策独立性风险，但经济数据疲软正加速瓦解鹰派阻力，收益率中枢下移的驱动逻辑正在从预期转向实质落地阶段。

美元指数：美元指数持续受三重压制：经济动能弱化（ISM 服务业和制造业均超预期走弱）、政策独立性风险（特朗普拟任命鸽派理事冲击美联储决策）、地缘避险溢价消退（美俄会晤推升俄乌停火预期）。当前市场对 9 月降息概率定价已达 87%。料短期美元指数保持震荡偏弱格局，仍待经济数据、关税战终章进展、特朗普对美联储独立性影响几何等重点事件明朗化。

美元兑离岸人民币：上周离岸人民币在 7.18 左右中枢窄幅波动，中间价维持稳定印证政策托底意图，叠加外部压力短期可控。若美元短期技术性反弹，人民币或被动承压测试 7.18 政策顶。预计短期延续 7.15-7.20 区间震荡，焦点转向国内政策协同及中美后续磋商进展。

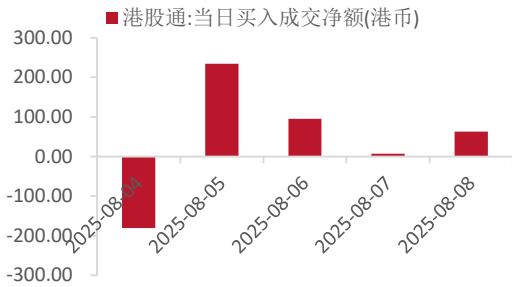
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	24,858	1.4%	23.9%
恒生科技指数	5,460	1.2%	22.2%
恒生中国企业指数	8,895	1.0%	22.0%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

港股宏观基本面及政策追踪

中国宏观数据及政策跟踪：

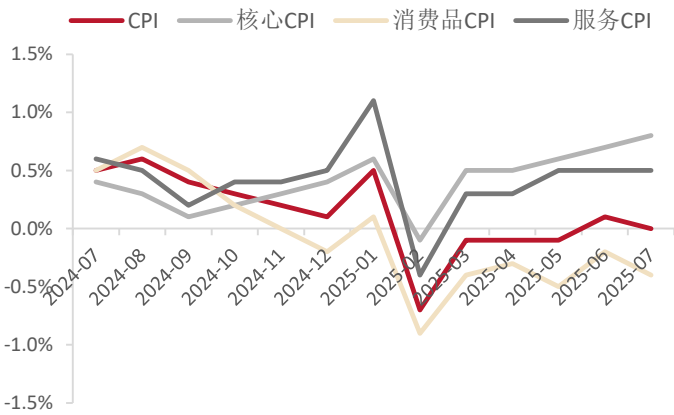
7 月物价温和修复

7 月 CPI 及 PPI 显示中国下游物价温和增长，但上游降价压力挥之不去。7 月 CPI 同比不增不跌，核心 CPI 同比上升 0.8%，为 2024 年 2 月以来最高。服务 CPI 同比增速连续三个月保持在 0.5%，而消费品 CPI 同比下降 0.4%，跌幅较上月扩大，或受到消费补贴或商家主动降价的影响。

7 月 PPI 同比跌幅维持在 3.6%，生产资料 PPI 同比跌幅轻微收窄至 4.3%，生活资料则同比下降 1.6%。一般日用品 PPI 同比上升 0.6%，已连续十个月转正，表明必需品的需求有韧性。耐用消费品 PPI 同比跌幅再扩大至 3.5%，走势与消费品 CPI 几乎一致，反映终端需求较弱，商家需要降价去库存。

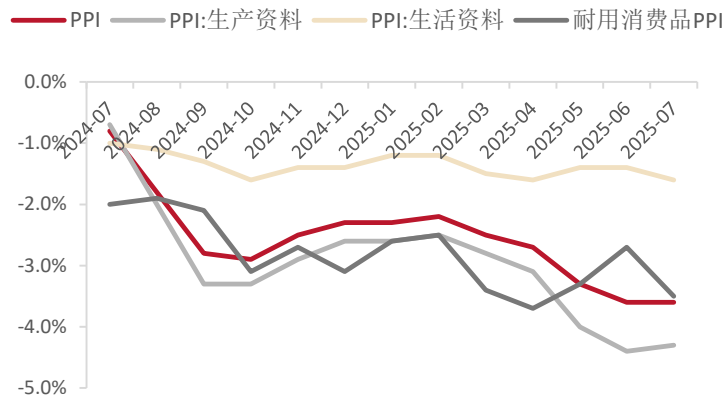
本轮“反内卷”政策对企业盈利的影响路径区别于过往行政化供给侧改革，核心在于市场化机制主导，通过行业自律、标准提升及公平竞争审查构建良性生态，因此政策效果显现需更长时间，但上游资源行业（钢铁/水泥/煤炭）因国企集中度高、减产执行力强，盈利改善料率先兑现，料上游 PPI 修复斜率将优于下游 PPI。

图表 1：7 月核心 CPI 同比回升至一年多来最高



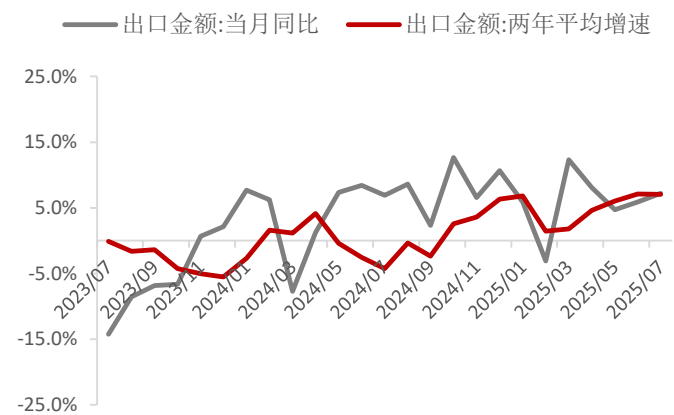
来源：万得、中泰国际研究部。以上为同比。

图表 2：7 月 PPI 同比跌幅未明显改善



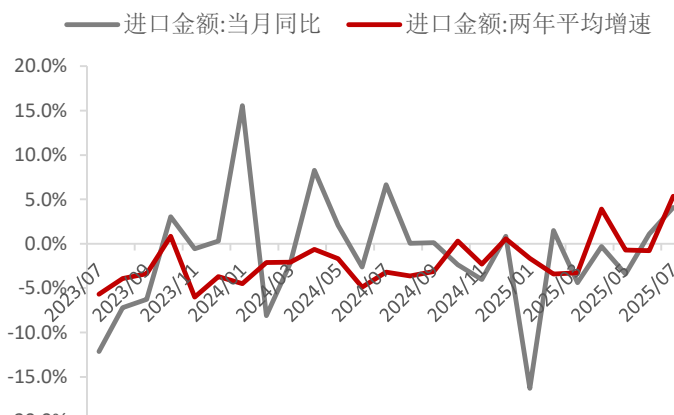
来源：万得、中泰国际研究部。以上为同比。

图表 3：7 月出口同比增速超预期回升



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 4：7 月进口同比增速大幅回升



来源：万得、中泰国际研究部。

7 月进出口均超预期

中国 7 月出口同比上升 7.2%，为三个月以来最快增速；7 月出口两年平均增速则与前值持平 7.1%。从出口国别来看，7 月对欧盟及东盟等主要贸易伙伴的出口增速分别达到 9.2%及 16.6%，基本抵销对美出口同比下降 21.7%的拖累，意味着出口商正在积极拓展欧洲及新兴经济体等市场。展望后续，随着 8 月 7 日美国对东盟主要经济体关税税率的上调，转出口的拉动效应将大幅削弱。

7 月进口同比上升 4.1%，为去年 7 月以来最高增速。以绝对值计，7 月进口量达到去年 12 月以来最多。7 月进口在高基数背景下超预期偏强，受关税扰动影响，铜矿、芯片产品的进口拉动明显，能源进口则仍是主要拖累，原油进口受累于价格，煤炭进口则价量齐弱。

海外市场宏观数据及政策：

美国服务业承压加剧

美国 7 月 ISM 非制造业指数意外回落至 50.1，逼近荣枯线，凸显服务业增长动能骤减——新订单几无增长、就业分项持续萎缩，反映需求疲软与用工收缩的双重压力。然而成本矛盾尖锐化，原材料与服务价格支付指标飙升至 2022 年 10 月以来新高，揭示关税政策不确定性正通过供应链传导，迫使企业被动承接输入性通胀。这种"活动停滞+成本飙升"的组合，印证关税冲击已从制造业蔓延至服务业。

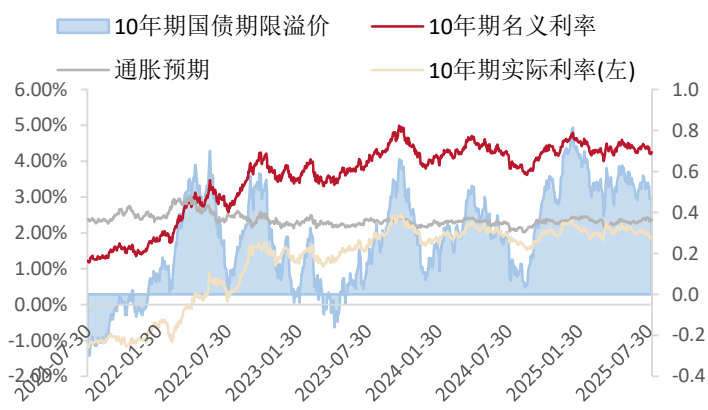
美国制造业景气仍低位徘徊

美国 7 月 ISM 制造业 PMI 跌至 48%，是去年 11 月以来最低，新订单指数连续第六个月低于荣枯线，产出指数保持扩张。物价指数跌至五个月以来最低，但仍要警惕通胀从制造商向终端传导的风险。自有库存、客户库存及订单库存都处于荣枯线以下，表明除因规避关税而提前备货外，企业缺乏主动补库存意愿。

美联储内部多位官员鸽派发声

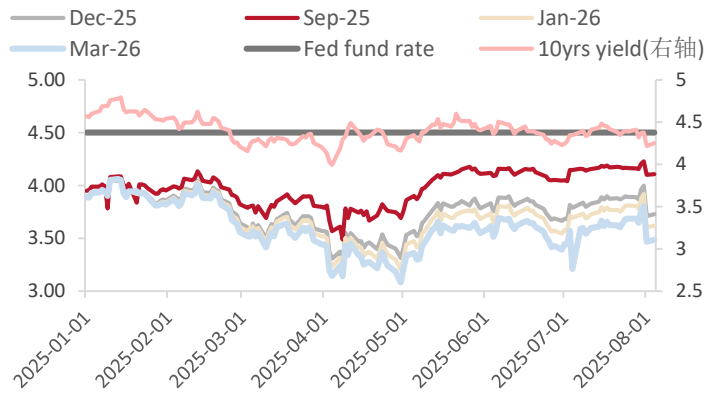
近期美联储官员表态显著转向鸽派，核心动因源于就业市场超预期疲软。美联储金融监管副主席鲍曼明确支持年内降息三次，强调需"主动降息以避免劳动力市场恶化"，其立场由鹰转鸽，具风向标意义。圣路易斯联储总裁穆萨莱姆警示双重任务（就业与通胀）风险并行，呼应降息紧迫性。而亚特兰大联储总裁博斯蒂克虽承认就业风险攀升，仍坚持 2025 年仅降息一次的保守立场，凸显联储内部对宽松节奏的分歧。当前市场已押注年底前降息 50 基点，较美联储指引更激进，反映投资者对经济趋弱的高度敏感。当前博弈焦点集中于 9 月是否启动降息——若未来两月就业数据续弱，鲍曼代表的鸽派阵营或推动更早、更大幅度的宽松转向。

图表 5：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 6：利率期货对未来数次 FOMC 利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部. 左轴单位为%。

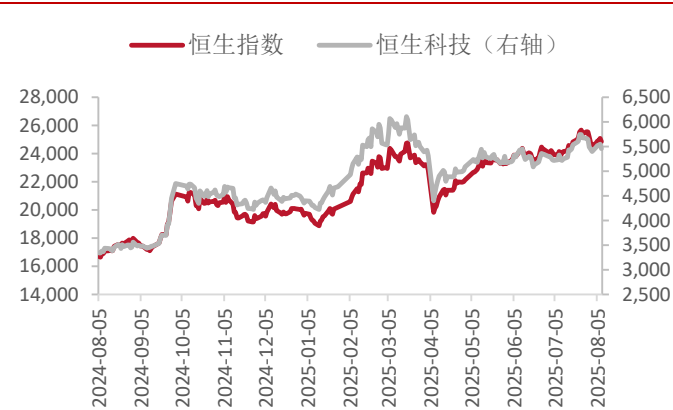
上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

港股大盘上周反弹

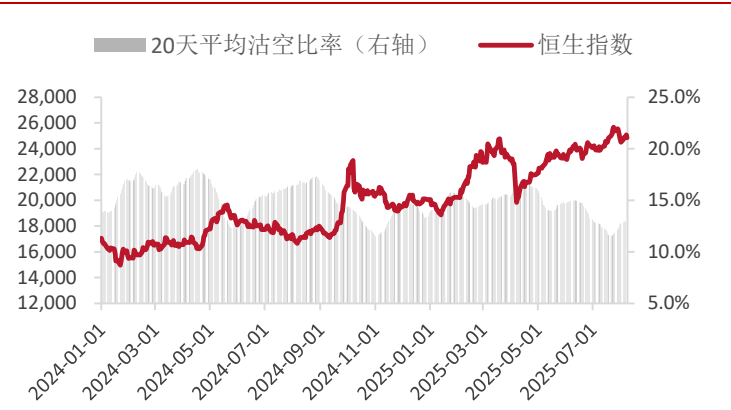
上周恒生指数上升 1.4%，收报 24,858 点。恒生科指全周上升 1.2%，收报 5,460 点。交投有所降温，但仍保持相对活跃，上周大市日均成交额按周下跌 22.1%至 2,265 多亿港元。截至 8 月 8 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）为 13.0%，近两周呈现缓慢上升态势，反映港股大盘高位整固特征。

图表 7：恒生指数/恒生科技走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 8：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数全线上升，原材料板块全周大涨 11.0%，工业板块全周上升 3.2%，医疗保健则上升 0.1%，为表现最差的板块。

图表 9：港股行业周涨跌幅（2025. 8. 4 - 2025. 8. 8）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
原材料业	11.0%	10.3%	67.7%
工业	3.2%	3.7%	21.5%
能源业	2.8%	0.4%	5.1%
地产建筑业	2.6%	1.4%	19.0%
金融业	2.5%	0.8%	29.3%
资讯科技业	2.5%	0.6%	35.8%
必需性消费	2.2%	1.3%	15.9%
公用事业	1.9%	0.9%	5.3%
电讯业	1.4%	1.4%	16.4%
综合企业	1.0%	-0.6%	19.5%
非必需性消费	0.9%	0.8%	18.9%
医疗保健业	0.1%	-2.3%	76.7%

来源：万得，中泰国际研究部

港股通风险偏好走强

上周港股通大幅净流入 217 亿港元，较前两周净流入量有所放缓，但仍处于活跃水平。从板块上来看，南向资金风险偏好有明显转变，前期备受青睐的非银金融、医药生物板块的净流入量大幅下降，平台经济巨头以及软件服务等科技相关板块的净流入量明显增加，并且有部分资金沽出指数 ETF 并流入科技板块。腾讯（700 HK）、阿里巴巴-W（9988 HK）以及小米集团-W（1810 HK）等科网权重股占据净流入榜前五名，港股通的风险偏好明显走强。

图表 10：南向资金近七日前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0700. HK	腾讯控股	42.03
2	9988. HK	阿里巴巴-W	41.8
3	1810. HK	小米集团-W	37.81
4	1024. HK	快手-W	24.52
5	3690. HK	美团-W	22.87
6	3033. HK	南方恒生科技	11.74
7	0981. HK	中芯国际	10.68
8	2577. HK	英诺赛科	8.96
9	2015. HK	理想汽车-W	7.46
10	2228. HK	晶泰控股	5.76

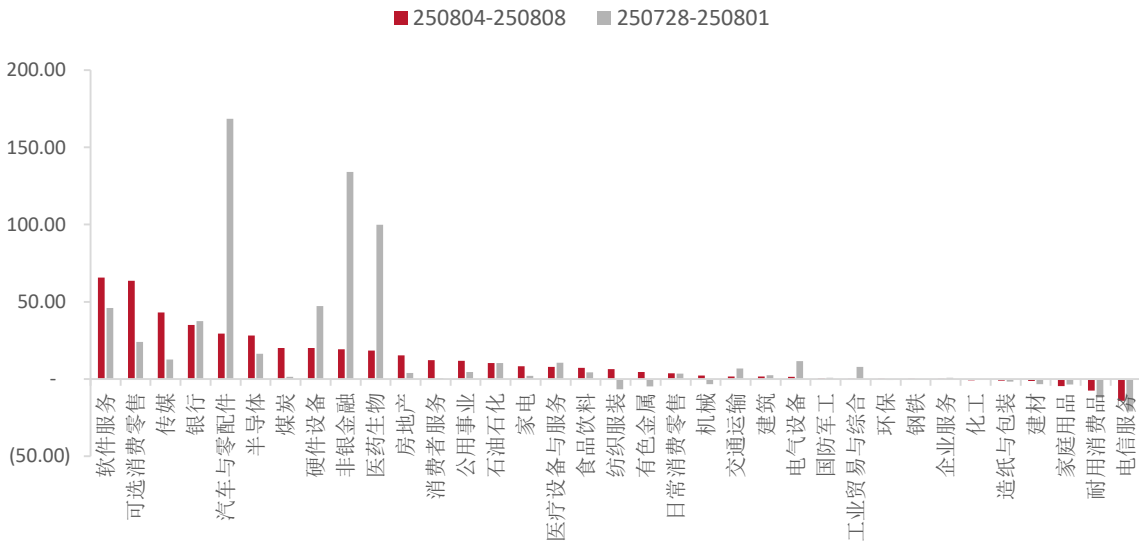
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 8 月 8 日更新。

图表 11：南向资金近七日前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	2800. HK	盈富基金	-61.28
2	2828. HK	恒生中国企业	-28.24
3	9992. HK	泡泡玛特	-5.06
4	1788. HK	国泰君安国际	-2.91
5	9880. HK	优必选	-2.43
6	1801. HK	信达生物	-2.06
7	0013. HK	和黄医药	-1.58
8	6181. HK	老铺黄金	-1.12
9	0553. HK	南京熊猫电子股份	-0.25
10	0568. HK	山东墨龙	-0.04

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 8 月 8 日更新。

图表 12：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

港股估值短期大幅修复

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.7 倍及 11.7 倍，处于 72.9%及 68.7%的七年分位数。
恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.0%及 4.2%，处于 1.2%及 1.4%的七年分位数。当前港股估值
短期已大幅修复，恒指预测 PE 回归 2018-2019 年中枢，风险溢价处历史低位与 AH 溢价创近六年新低。

图表 13：全球主要股市估值（未来 12 个月）

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	10.7	72.9%	5.0%	1.2%
	恒生科技	15.9	22.7%	2.0%	60.3%
	恒生综指	11.4	82.9%	4.5%	0.8%
	沪深 300	13.7	79.7%	5.6%	41.8%
	上证指数	13.1	95.0%	5.9%	25.8%
亚洲其他	日经指数	19.7	76.1%	3.6%	1.0%
	韩国 KOSPI	10.6	52.7%	5.2%	14.6%
	澳洲	15.1	74.5%	2.3%	4.1%
美国	标普 500	22.3	92.9%	0.2%	5.7%
	纳斯达克	28.5	61.9%	-0.8%	16.0%
	道琼斯指数	20.2	86.6%	0.7%	7.2%
欧洲	英国富时	13.0	81.4%	3.4%	2.6%
	法国 CAC	14.9	77.7%	2.4%	3.5%
	德国 DAX	15.7	86.3%	2.1%	2.8%
	MSCI 中国	11.7	68.7%	4.2%	1.4%
	MSCI 香港	14.3	48.8%	2.7%	0.5%
	MSCI 新兴市场	13.0	82.5%	3.4%	0.9%
	MSCI 发达市场	19.0	86.6%	1.0%	4.5%
	MSCI 全球指数	20.0	87.4%	0.7%	4.9%

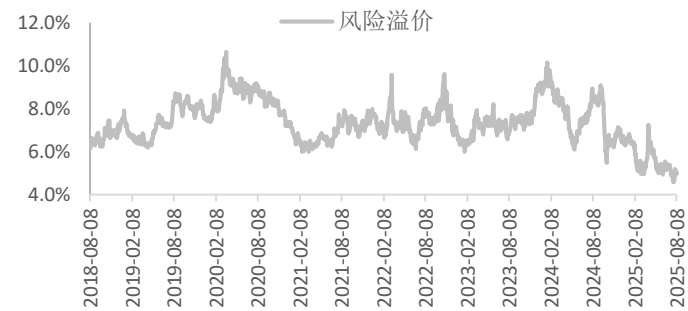
来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 14：恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 15：恒生指数风险溢价



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 16：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率

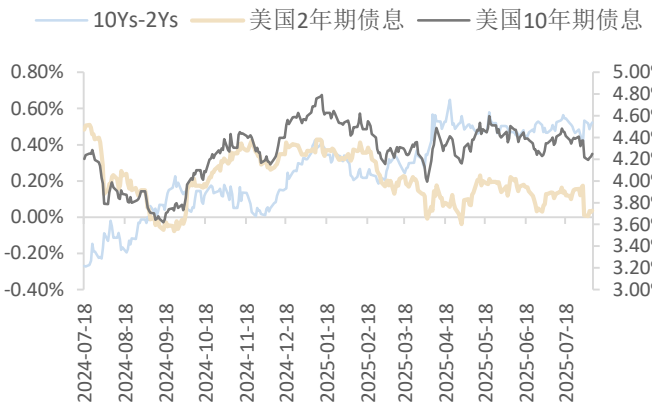
图表 17：MSCI 中国指数风险溢价



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 18：美国 10 年期和 2 年期国债收益率



图表 19：中美 10 年国债收益率利差 (%)



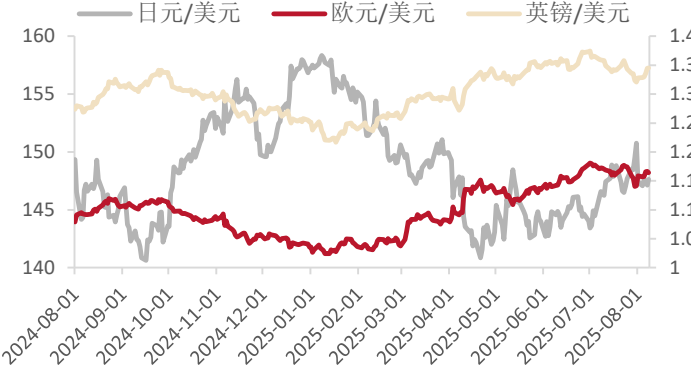
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

来源：Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 20：离岸人民币与美元指数走势



图表 21：欧元、日元、英镑兑美元的汇率变化



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

来源：Bloomberg、中泰国际研究部，左轴为日元。

风险提示

国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10%以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805