

要点摘要

【上周焦点】

- **美国：**上周股市持续修复因7月非农数据的超预期速降和美联储按兵不动带来的急跌缺口，纳指再创收盘历史新高。周内公布的初请失业金人数高于预期，持续申领人数更飙升至2021年11月以来的最高水平，服务业PMI不及预期，国内消费市场韧性或存疑，市场预期美联储9月降息25个基点的概率已超90%。投资者情绪整体较上周回落，市场对美国货币、经济机构公信力的担忧加大，避险情绪升温，纽约期金触及3534.10美元/盎司历史新高，美债利率小幅回升，美元指数再度走弱。
- **中国：**恒生、上证等指数持续回调，股市情绪主要受企业财报表现推动。受美国将对包含半导体的进口商品征收100%的关税影响，叠加国产半导体龙头中芯国际二季度业绩略低于预期，资金持续博弈半导体板块；前期表现强势的医药板块本周高位震荡。市场避险情绪升温，黄金股领衔有色金属股上涨，中债收益率受股市跷跷板效应影响下行，主要大宗商品价格有所反弹。
- **日本：**上周日股企业财报稳健，薪资增长预期强化，东证指数周四、周五连创新高，日元走强，日债收益率小幅震荡上行。日本央行长期以来寻求的薪资-物价增长良性循环是继续收紧货币政策的一个先决条件，市场预计日本央行将在年底前加息。
- **欧洲：**上周MSCI欧洲指数上涨超2%，欧元、英镑走强，英国央行降息25BP，并暗示其降息行动可能即将结束。

【宏观经济概览】

- **高频数据观察：**美国消费仍有韧性，就业市场继续走弱，地产需求仍偏弱，经济增长动能放缓。
- **宏观经济数据：**美国服务业PMI不及预期；中国7月进出口数据超预期，“抢出口”效应、产业链重塑和贸易分流提振出口；7月中国外汇储备环比下降，央行连续第9个月增持黄金。受服务和工业消费品价格上涨带动，中国7月CPI环比上升，PPI环比降幅收窄。

【本周重点关注】

- **美国：**7月通胀、零售数据；8月密歇根消费者情绪指数初值；美国药品和半导体关税进展
- **中国：**7月金融、社零数据；腾讯、京东等港股科技股业绩

【观点及配置建议】

- 美国或已进入本轮经济周期末期，关注三方面核心压力。
- 中短期权益资产或存在回调风险，建议增配债券类资产。

2025年8月11日

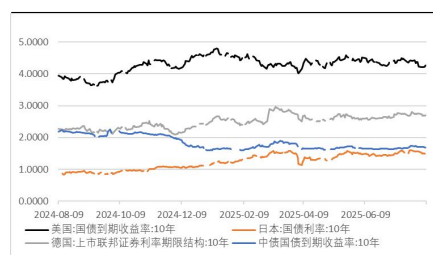
宏观周报

C

主要股市指数一年表现



主要利率一年表现



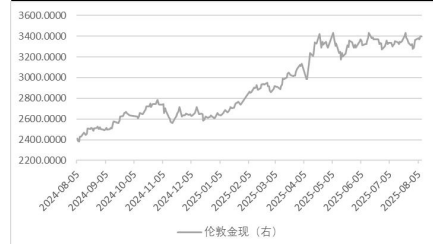
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



数据日期：2025年8月8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、宏观经济概览

政策及央行动态

关税方面，美日就关税协定内容解读出现争议；特朗普宣布对印度商品加征25%关税，总税率升至50%；美国将对包含半导体的进口商品征收100%的关税，并将在未来一周宣布药品关税。

- 美日就关税协定内容解读出现争议：美国政府日前发布的公告显示，日本已被征税商品需在现有税率之上再加15%，即日本已被征收15%或以上关税的进口商品，仍将面临额外15%的“对等关税”。而日本官员表示，此前与美方反复确认，针对现有税率低于15%的商品，在8月税率提高后总税率应为15%。
- 特朗普宣布对印度商品加征25%二级关税，总税率升至50%，以惩罚印度采购俄罗斯石油。并表示，若有其他国家进口俄罗斯原油，可能也会被加征25%关税。贸易分析人士警告称，关税可能会严重扰乱印度的出口，印度经济增长和出口面临的风险正在上升，卢比可能面临新的压力。
- 特朗普表示将对包含半导体的进口商品征收100%的关税，但对将生产设在美国的企业予以豁免；最早下周就可能开始征收。
- 特朗普将在未来一周内宣布药品关税，他表示将对制药业征收起初额度较小的关税，但最终将达到250%。

利率方面，英国央行降息 25BP；特朗普宣布提名斯蒂芬·米兰担任美联储理事。

- 英国央行降息25BP，政策利率从4.25%降至4%，为本轮降息周期的第五次降息，符合市场预期。
- 特朗普宣布提名斯蒂芬·米兰担任美联储理事，任期至2026年1月31日。与此同时，将继续寻找长期的美联储职位替代者。

其他方面，为增加美国本土产品产能，避免旗舰产品 iPhone 遭受惩罚性关税打击，苹果公司将在美国追加投资 1000 亿美元，未来四年其投资总额将达到 6000 亿美元；OpenAI 正式发布 GPT-5；国务院办公厅印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》；工信部等七部门要求到 2027 年脑机接口关键技术取得突破。

- 苹果通过新的美国制造计划与供应商合作，加速美国本土制造。首批美国本土制造合作伙伴包括康宁、Coherent和环球晶圆美国。首批芯片合作伙伴包括应用材料、德州仪器和三星。
- 2025年秋季学期起，中国免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。对在教育部门批准设立的民办幼儿园就读的适龄儿童，参照当地同类型公办幼儿园免除水平，相应减免保育教育费；民办幼儿园保育教育费高出免除水平的部分，幼儿园可以按规定继续向在园儿童家庭收取。对因免保育教育费导致幼儿园收入减少的部分，由财政部门综合考虑补助幼儿园。
- 工信部等七部门印发《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，要求到2027年，脑机接口关键技术取得突破，初步建立先进的技术体系、产业体系和标准体系。电极、芯片和整机产品性能达到国际先进水平，脑机接口产品在工业制造、医疗健康、生活消费等加快应用。

高频数据观察

高频数据显示，美国消费仍有韧性，但就业市场继续边际走弱，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零售指数同比上升1.6%，显示消费仍有韧性。
- 就业市场方面，8月2日当周初请失业金人数录得22.6万人，预期22.1万人，前值由21.8万人修正为21.9万人。7月26日当周连续申领失业救济人数增加3.8万人至197万人，人数飙升至2021年11月以来的最高水平。

- 地产方面，30年期固定利率房贷利率降至6.63%，最新一周MBA购买指数有所回升。
- 金融与经济状况方面，成熟市场花旗经济意外指数回落，芝加哥联储全国金融状况指数显示金融状况持续宽松，整体经济增长动能边际放缓。

图 1：RedBook 零售指数同比上升



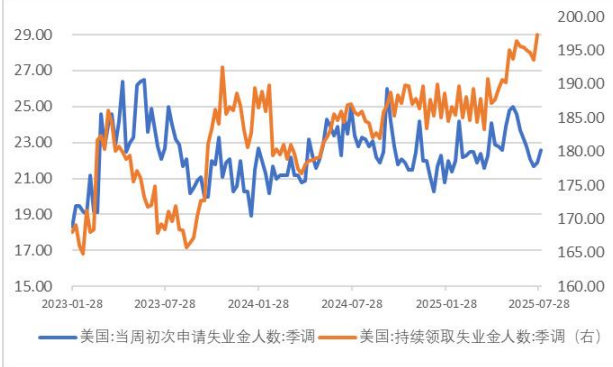
数据日期：2025 年 8 月 8 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：密歇根大学消费者信心指数



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

图 3：上周首申人数升至 22.6 万



数据日期：2025 年 8 月 8 日
 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 6.63%



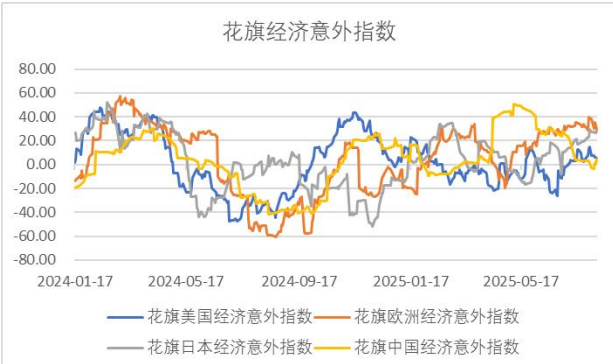
数据日期：2025 年 8 月 8 日
 资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图 5：本周 MBA 购买指数回升



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

图 6：成熟市场花旗经济意外指数回落



数据日期：2025 年 8 月 8 日
 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



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

图 8：WEI 周度经济指数小幅回升



数据日期：2025 年 8 月 8 日
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

主要国家 7 月 PMI 数据：

- 美国服务业PMI不及预期，子指数恶化，国内消费市场韧性或存疑。美国7月ISM服务业PMI为50.1（预期51.5），前值50.8。
- 德国7月服务业PMI从6月的49.7升至50.6。7月是四个月以来该指数首次超过荣枯线，显示经济边际扩张。

海关总署最新进出口数据：

- 关税政策影响下，“抢出口”效应仍支撑进出口。以美元计，中国7月出口3217.84亿美元，同比增长7.2%（高于彭博一致预期5.6%）；7月进口同比增长4.1%（高于彭博一致预期-1%），前值1.10%。7月贸易顺差982.4亿美元，前值1147.7亿美元，同比多增128亿美元，仍对总需求形成支撑。
- 产业链重塑和贸易分流提振出口。截至前7个月，东盟为我国第一大贸易伙伴（贸易总值4.29万亿元，增长9.4%，占外贸总值的16.7%）；欧盟为第二大贸易伙伴（欧盟贸易总值为3.35万亿元，增长3.9%，占外贸总值的13%）；美国为第三大贸易伙伴（贸易总值为2.42万亿元，下降11.1%，占外贸总值的9.4%）。

中国 7 月外汇数据：

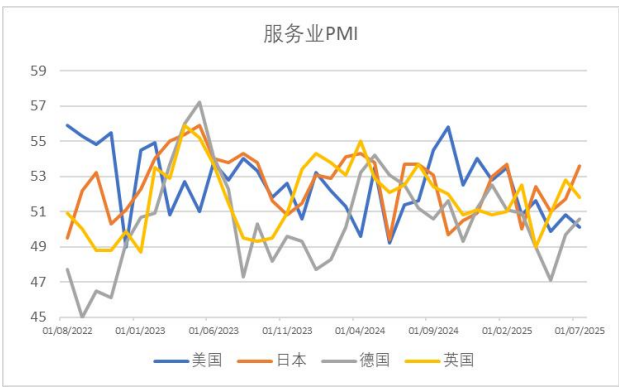
- 7月外汇储备32922.35亿美元（预期32820亿美元，前值33174.2亿美元），环比减少251.87亿美元，降幅为0.76%。
- 7月末黄金储备报7396万盎司（约2300.41吨），环比增加6万盎司（约1.86吨），中国央行连续第9个月增持黄金。

中国 7 月通胀数据：

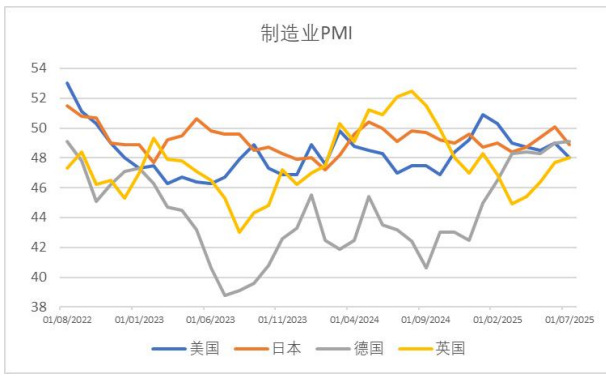
- 中国7月CPI同比0%，预期-0.1%，前值0.10%。CPI环比上涨0.4%，主要受服务和工业消费品价格上涨带动。
- 中国7月PPI同比-3.6%，预期-3.3%，前值-3.60%。环比下降0.2%，降幅比上月收窄0.2%。

图 9：美国 7 月 ISM 服务业 PMI 不及预期

图 10：主要国家制造业 PMI 走势

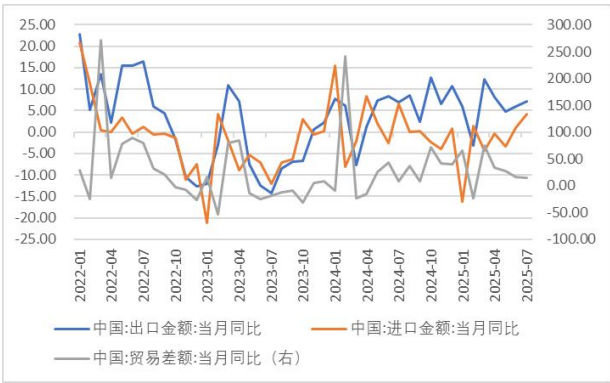


数据日期: 2025 年 8 月 8 日
 资料来源: 彭博, 国信证券（香港）财富研究部整理



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

图 11: 关税影响下“抢出口”仍支撑进出口



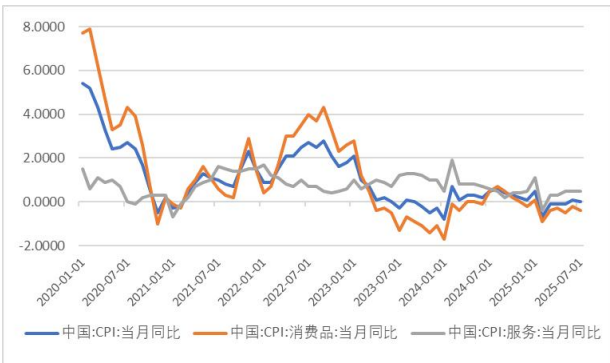
数据日期: 2025 年 8 月 8 日
 资料来源: 万得, 国信证券（香港）财富研究部整理

图 12: 中国央行连续第 9 个月增持黄金



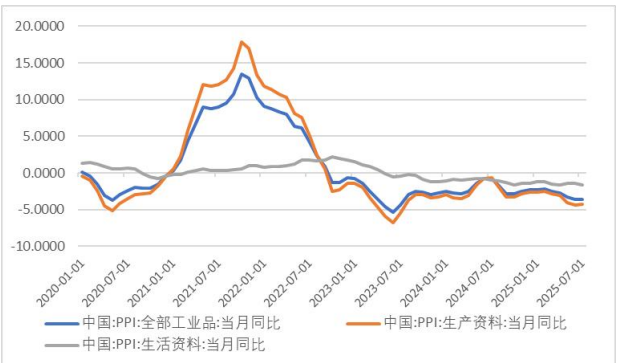
数据日期: 2025 年 8 月 8 日
 资料来源: 万得, 国信证券（香港）财富研究部整理

图 13: 中国 7 月 CPI 同比 0%



数据日期: 2025 年 8 月 9 日
 资料来源: 万得, 国信证券（香港）财富研究部整理

图 14: 中国 7 月 PPI 同比-3.6%



数据日期: 2025 年 8 月 9 日
 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CPI、PPI数据，7月零售、工业产出数据，8月密歇根消费者情绪指数初值
- 中国：7月金融、社零、工业数据

表 1：本周宏观日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	日期	时间	国家/地区	指标名称	前值
12/8/2025	20:30	美国	7月CPI、核心CPI数据	\	12/8/2025	待定	中国	7月M1、M2、新增人民币贷款、社融等金融数据	\
12/8/2025	20:55	美国	8月08日红皮书商业零售销售:周同比(%)	6.5	15/8/2025	10:00	中国	7月固定资产投资:累计同比(%)	2.8
12/8/2025	22:00	美国	7月NFIB中小企业乐观程度指数:季调	98.6	15/8/2025	10:00	中国	7月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.8
13/8/2025	2:00	美国	7月政府财政赤字(百万美元)	-27010	15/8/2025	10:00	中国	7月工业增加值:当月同比(%)	6.8
13/8/2025	19:00	美国	8月08日MBA抵押贷款购买指数	158	15/8/2025	10:00	中国	7月城镇调查失业率(%)	5
14/8/2025	20:30	美国	7月PPI、核心PPI数据	\	12/8/2025	7:50	日本	7月M2(万亿日元)、M2:同比(%)	\
14/8/2025	20:30	美国	8月02日续请失业金人数:季调(人)	1974000	12/8/2025	13:00	日本	6月营建订单:同比(%)	-1.87
14/8/2025	20:30	美国	8月09日初请失业金人数:季调(人)	226000	13/8/2025	7:50	日本	7月PPI:同比(%)	2.85
14/8/2025	22:00	美国	8月14日30年期抵押贷款利率(%)	6.63	15/8/2025	7:50	日本	第二季度不变价GDP:同比(初值)(%)	1.7
14/8/2025	23:30	美国	8月09日周度经济指数	2.62	15/8/2025	7:50	日本	第二季度不变价GDP:季调:环比(初值)(%)	0
15/8/2025	20:30	美国	8月纽约联储制造业指数	5.5	15/8/2025	12:30	日本	6月工业生产指数:季调:环比(修正)(%)	-0.1
15/8/2025	20:30	美国	7月零售数据	\	15/8/2025	12:30	日本	6月工业生产指数:同比(修正)(%)	-2.36
15/8/2025	20:30	美国	7月进口价格指数:同比(%)	-0.2	15/8/2025	12:30	日本	6月生产者成品库存指数:季调:环比(修正)(%)	-1.78
15/8/2025	20:30	美国	7月进口物价指数:环比(%)	0.1	12/8/2025	17:05	德国	8月ZEW经济景气指数	52.7
15/8/2025	20:30	美国	7月出口物价指数:环比(%)	0.5	12/8/2025	17:05	德国	8月ZEW经济现状指数	-59.5
15/8/2025	20:30	美国	7月出口价格指数:同比(%)	2.8	13/8/2025	14:00	德国	7月CPI:同比(%)	2
15/8/2025	21:15	美国	7月产能利用率、工业产出数据	\	13/8/2025	14:00	德国	7月HICP(调和CPI):同比(%)	2
15/8/2025	22:00	美国	8月密歇根消费者情绪指数(初值)	61.7	14/8/2025	17:00	德国	6月工业生产指数:同比(%)	1.9

数据日期：2025 年 8 月 8 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、全球主要资产表现

本周全球主要股指多数上涨，利率多数小幅上行或震荡，贵金属、大宗商品多数价格上涨，原油、天然气下跌，美元兑其他主要货币汇率多数下跌，美元走弱。

- 权益：发达市场股指多数上涨。新兴市场方面，俄罗斯、越南股市表现强劲，印度股市表现最差。
- 利率：美债收益率曲线趋陡，10年期收益率上行至4.29%。中债10年期收益率下行至1.69%。
- 商品：本周COMEX黄金站稳3400美元/盎司以上；布油跌超4%至66.3美元/桶。
- 汇率：美元指数跌0.43%至98.27，美元兑日元微涨0.23%至147.74。

表 2：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					
纳斯达克指数	21450.02		3.87	1.55	10.07
德国DAX	24162.86		3.15	0.40	21.37
法国CAC40	7743.00		2.61	-0.37	5.87
日经225	41820.48		2.50	1.83	4.83
标普500	6389.45		2.43	0.79	8.17
罗素2000指数	2218.42		2.38	0.31	-0.42
澳洲标普200	8807.10		1.68	0.74	6.95
道琼斯工业指数	44175.61		1.35	0.10	3.76
英国富时100	9095.73		0.30	-0.41	12.00
新兴市场					
俄罗斯RTS	1154.84		7.95	7.77	29.29
越南VN30指数	1729.08		7.12	7.05	28.33
韩国综合指数	3210.01		2.90	-1.09	33.78
巴西IBOVESPA指数	135913.25		2.62	2.14	12.99
中证1000	6838.13		2.51	2.66	11.26
台湾加权指数	24021.26		2.50	2.03	3.58
上证指数	3635.13		2.11	1.73	6.69
富时新加坡海峡指数	4239.83		2.07	1.58	11.70
中证500	6323.50		1.78	1.56	7.20
恒生指数	24858.82		1.43	0.35	24.04
沪深300	4104.97		1.23	0.72	2.65
恒生科技	5460.30		1.17	0.13	21.32
沙特全指	10930.30		0.90	-0.19	-8.92
创业板指	2333.96		0.49	0.24	5.79
印度SENSEX30	79857.79		-0.92	-1.64	2.06
全球主要利率					
涨跌变化					
中国10Y	1.6891		-0.02	-0.02	0.01
德国10Y	2.7		-0.06	-0.05	0.27
美国10Y	4.2868		0.07	-0.08	-0.29
日本10Y	1.5		-0.06	-0.06	0.39
主要大宗商品					
涨跌幅 (%)					
COMEX白银	38.51		4.28	4.90	30.93
LME铝	2615.00		1.91	1.95	2.51
COMEX黄金	3458.20		1.72	3.27	32.09
CBOT豆粕	285.00		1.60	3.26	-8.60
LME铜	9768.00		1.43	1.63	9.63
DCE铁矿石	790.00		0.70	0.70	8.65
SHFE热轧卷板	3428.00		0.59	0.20	-0.68
ICE11号糖	16.27		0.56	-0.49	14.95
ICE2号棉花	66.64		0.42	-0.91	-2.69
SHFE螺纹钢	3213.00		0.00	-0.93	-4.47
CBOT大豆	986.50		-0.28	-0.28	-0.53
NYMEX天然气	3.00		-2.82	-3.54	23.88
ICE布油	66.32		-4.81	-7.50	10.37
主要货币汇率					
涨跌幅 (%)					
美元兑日元	147.736		0.23	-2.01	-5.80
港元兑离岸人民币	0.9159		-0.02	-0.27	-2.76
美元兑人民币(CFETS)	7.1826		-0.39	-0.14	-1.60
美元指数	98.267		-0.43	-1.78	-9.04
美元兑欧元	0.859		-0.46	-1.94	-10.60
美元兑离岸人民币	7.1675		-0.45	-0.18	-1.81
美元兑英镑	0.7435		-1.26	-1.80	-6.68
其他重要指数					
涨跌变化					
VIX指数	15.15		-5.23	-1.57	-2.20
Cboe黄金ETF波动率	16.36		-0.94	0.32	1.74
美债10y-2y	16.36		-0.94	0.32	1.34
美债信用利差OAS-BBB	0.51		-0.03	0.08	0.20
美债信用利差OAS-高收益	1.01		-0.03	0.02	0.00

数据日期: 2025 年 8 月 8 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。

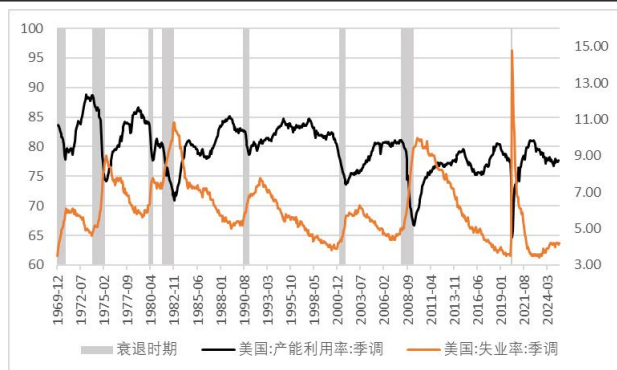
三、观点及配置建议

宏观观点

● 经济周期性衰退的机理：

- 经济周期性衰退是资本追求利润最大化导致需求不足、产能相对过剩所引起的。
- 美国历史八次衰退前夕，均表现为企业利润率、就业数据以及产能利用率三者同时恶化。

图 15、图 16：94-95 年、15-16 年产能利用率下滑，失业率进一步下行，企业利润率回升



数据日期：2025 年 8 月 8 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 8 日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 美国已进入本轮经济周期末期，经济的核心压力源于以下三方面：

(1) 供需矛盾已实质深化：

用产能利用率指标刻画美国经济周期，可以发现：

- 1) 每轮周期产能利用率峰值随时间下移。
- 2) 本轮周期，美国产能利用率于 2022 年见顶后进入下行通道，2025 年 6 月数值为 77.6%，经济产能处于相对过剩的阶段。

其二是失业率。我们从以下三个角度衡量“就业”：

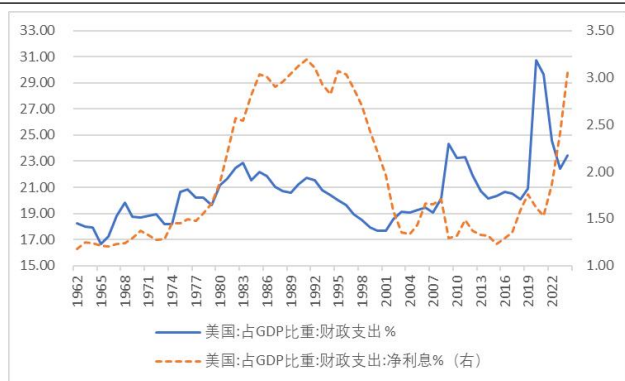
- 历史数据统计视角：在美国经济衰退前夕，失业率的饱和区间在 3.4-5%。
- 自然失业率：从经济学理论模型角度分析，弗里德曼等人提出自然失业率——经济在充分就业条件下仍无法消除的最低可持续失业水平，即劳动力市场供求达到长期均衡时的失业率。自然失业率一般通过模型估算（如长期平均失业率法、菲利普斯曲线反推），不同方法结果略有差异。
- 萨姆规则：美联储经济学家克劳迪娅·萨姆（Claudia Sahm）于 2019 年提出的经济衰退预测指标，通过监测失业率的快速上升来预警经济衰退的开始。当美国失业率的三个月移动平均值较过去 12 个月的最低点上升 ≥ 0.5 个百分点时，即触发萨姆规则，预示经济可能进入衰退早期阶段。
- 2024 年 4 月、6 月、7 月，萨姆信号曾集中多次触发，这对于经济衰退的预警仍值得关注。
- 据此规则测算：过去 12 个月失业率最低为 4.0%（2025 年 1 月），2025 年 5 月、6 月、7 月失业率为 4.2%、4.1%、4.2%，如下半年美国失业率近三个月移动平均值上升至 4.5%，则可能再次触发萨姆预警。

(2) 财政政策或难以持续：

- 目前，政府支出为美国经济支柱，政府高赤字支撑财政宽松，持续高赤字依赖发债，但美债需求方可能不会完全买账。我们认为，要重点关注美国的财政危机，未来或仍只有依靠 QE 来化解。
- 可以看到，政府的财政支出已初现疲态，国会财政预算开始收紧。

- 政府在财政开支上“节源节流”：一方面坚决推行减税并试图通过关税政策弥补财政收入，将成本转移至消费者最终将抑制需求并加大经济波动，另一方面通过裁员等方式减少财政支出，副作用同样是将抑制消费需求。

图 17：政府支出已为美国经济重要支柱



数据日期：2025年8月8日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 18：国会财政预算收紧



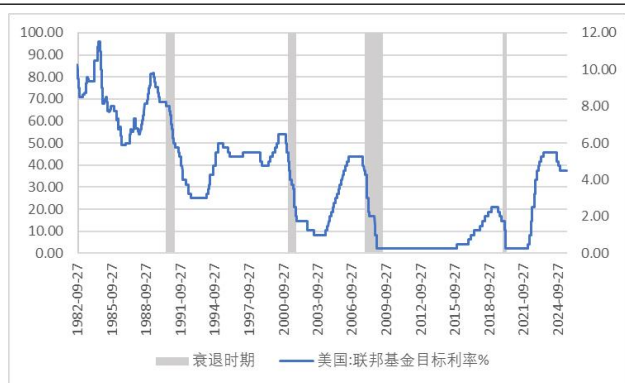
数据日期：2025年8月8日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

（3）对抗衰退，货币政策的作用有限：

- 政府财政宽松的代价是利息支出负担持续加重，天量债券供给导致利率水平处于近20年高位。
- 同时，关税政策加剧通胀反复的风险，或致使美联储降息节奏受限。
- 未来经济下行或迫使加速降息，应对性的货币政策将利好市场但对实体经济的提振作用有限。

图 19：对抗衰退，货币政策的作用有限



数据日期：2025年8月8日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 20：关税政策加剧通胀反复的风险



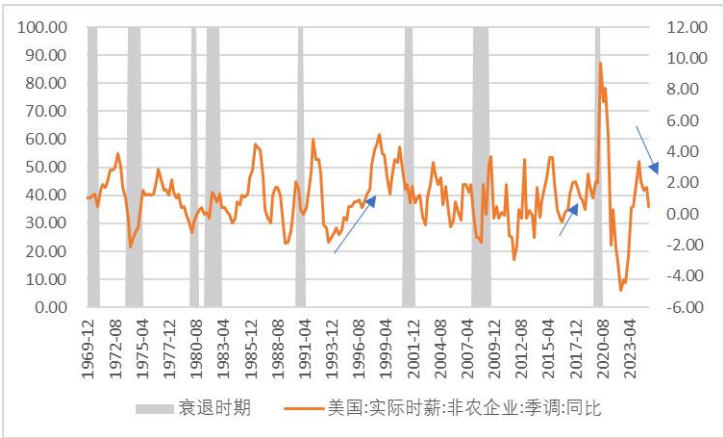
数据日期：2025年8月8日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 本轮周期有何不同？

- **1994-1995年：**美国经济在加息周期后先实现了“软着陆”——表现为失业率继续下行+企业利润率从低位回升+产能利用率进一步上升。当然，随后经济的“不着陆”限制了美联储的降息空间，导致其长时间维持高利率。我们认为，当时驱动经济回升的关键因素在于：1）当时失业率处于5%+的水平，仍有下行空间打开需求，2）科技互联网革命刚刚开启，企业利润率有继续提升的空间，因此私人投资愿意继续扩张，直到2000年科网泡沫破灭。
- **2015-2016年：**美国量化宽松进入尾声，伴随加息周期，产能利用率与企业利润率下滑。区别在于：1）当时失业率从次贷危机的10%+水平下行至5%+水平，就业市场未充分仍有下行空间，2）同时，实际工资同比增长支撑消费的韧性。值得注意，到2019年加息周期结束后，经济仍发生了衰退。
- **目前阶段：**AI革命所带来的盈利增长或暂时趋于饱和，私人投资扩张只会进一步降低利润率。美国面临历史低位的失业率、实际工资增速缓慢、AI盈利前景的不确定性以及中国等经济体增长放缓，目前经济“不着陆”的状态，更接近2000年互联网泡沫及随后经济衰退的前夕。

图 21：实际工资增速下行



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

表 3：三轮周期比较

指标	本轮周期	1994-1995后	2015-2016后
货币政策	利率水平维持高位，货币政策受关税掣肘	利率水平高位，但货币政策调整灵活	量化宽松，加息节奏谨慎
财政状况	政府支出为美国经济支柱，2024财年财政赤字占GDP比重为6.6%，2025国会预算已经收紧	财政支出占GDP比重持续降低	2015财年财政赤字占GDP比重降至2.6%，为2008年以来最低，债务负担对增长的制约减小，财政支出仍有发力空间
经济动能	AI革命带来的估值与盈利增长或反应充分	互联网革命刚刚开启	推出“美国创新新战略”
外部环境	中国、欧洲等国家经济疲软	中国等新兴市场经济繁荣，需求旺盛	中国等新兴经济体增长放缓
产能利用率	持续下滑	高位回升	回升
企业利润率	高位下滑	低位回升	持续下滑
失业率	见底上行	进一步下行	进一步下行
实际工资	加息周期结束后，实际工资增长并没有回升	同比持续增长	同比回升

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 22：美股指数回调，高收益债利差走阔



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

图 23：VIX 指数有所回落



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

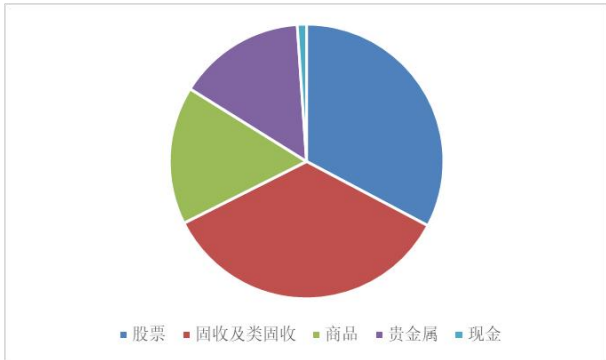
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

图 24：大类资产配置 FOF 模拟组合表现



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

图 25：FOF 模拟组合资产配置



数据日期：2025 年 8 月 8 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。

产品配置建议

自美公布 7 月就业数据以来，美降息预期大幅升温，近期多位美联储官员密集发声，言论透露对经济恶化的担忧并支持 9 月启动降息。与此同时，特朗普提名经济学家斯蒂芬·米兰于明年 1 月 31 日前担任美联储理事，尽管短暂的任期似为权宜之计，但这位经济学家不仅货币政策主张和特朗普十分吻合，更曾提出削弱美联储独立性的方案，这无疑是美联储内部鸽派力量大增的强烈信号。

我们认为，美国利率极大概率在 9 月议息会议中下调 25bp，同时保留超预期下调 50bp 的可能性，如力度超出预期，将刺激债券类和权益类资产双双上涨。

- **对低风险偏好的投资者：**
推荐关注**泰康开泰海外短期债券基金**，产品近一年收益率超过**6%**，主要投资于海外发行的投资级债券，债券久期在3年内，既可以在意外降息时获得一定超额收益，也可以在预期落空时避免过大波动。
- **对高风险偏好的投资者：**
尽管股票类资产将大幅受益于意外降息，但目前美国经济衰退风险仍客观存在，数据显示，支撑美股连创新高的资金主要来源于散户，而机构则更倾向于谨慎。另一方面，一旦美重启降息，我国政策有望跟进，如有超预期的利好，市场有望复刻去年9月大涨情境。
推荐关注**华夏恒生生物科技指数ETF(非上市类别)**，产品近一年收益率超**100%**，精准跟踪恒生生物科技指数，海外授权（BD）交易维持活跃利好创新医药板块，更多研发成果也有望在下半年密集的学术会议上公布，鉴于创新医药行业的价值潜力尚未被市场完全消化，未来仍有进一步上行空间。

表 3：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 4.44%	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 4.42%	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 0.177%	近一年收益率 6.19% ，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 1.45%	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 106.31%
	易方达（香港）纳斯达克100指数基金	周涨跌幅 2.72%	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 26.87%
其它	南方东英黄金期货每日杠杆（2x）产品-（7299.HK）	周涨跌幅 9.5%	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 80.13%

*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8日；债券型和股票型基金净值日：8月7日。

数据日期：2025 年 8 月 8 日
资料来源：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。