

策略点评 20250811

全球市场反弹：美联储降息预期又升温—— 港股&海外周观察

2025 年 08 月 11 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 4 日-2025 年 8 月 8 日）发达市场与新兴市场同时转涨。从涨幅来看，发达市场领涨 2.6%，新兴市场上涨 2.3%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 1.2%，恒指上涨 1.4%，恒生港股通上涨 2.1%。行业上，原材料业领涨。

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，但不能忽视下周对等关税或有风险。我们还需要持续观察美国对华关税策略。

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：本周纳指领涨 3.9%，标普 500 上涨 2.4%，道指上涨 1.3%。

降息预期“陡升”。首先，美国 7 月非农大幅不及预期，市场陡然增加对 9 月降息预期的押注。其次，美联储高层人事变动，特朗普官宣提名现任经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）担任美联储理事，填补美联储理事库格勒即将于明年 1 月到期的任期，考虑到支持降息者出任联储理事，这进一步支撑降息预期；与此同时，“大鸽派”沃勒正成为美联储主席的首选人选；最后，更多美联储理事放“鸽”。例如，戴利与卡什卡利释放短期内降息变得合适的信号。

科技叙事进一步得到强化。截至 8 月 10 日，90% 的公司已经公布了 Q2 财报，标普 500 的季度混合盈利增长率为 11.8%，高于预期的 5%。从行业来看，科技、非必需消费品和通信服务行业的积极盈利意外是盈利改善的最重要贡献者。Mag7 中，除了英伟达尚未公布财报，剩余的 6 家只有特斯拉财报不及预期，其他均大超预期；此外，苹果宣布将向美国本土追加投资 1000 亿美元，且未来 4 年投资总额将达到 6000 亿美元。此外，苹果还将启动全新的“美国制造计划”（AMP），与全美 10 家公司开展新的、更广泛的合作，旨在将更多苹果的供应链和先进制造工艺引入美国，进一步催生了美股科技的上涨。

针对行业关税政策“加码”，市场更多定价“豁免条款”。8 月 7 日美国新关税正式生效，整体平均关税税率升至 20.11%，创下历史新高。不过市场选择性忽视整体税率的加征，而是定价关税政策中的“豁免条款”：特朗普政府宣布对芯片、半导体等进口商品加征 100% 关税，但“在美国建厂”的企业可获豁免。

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，市场目前夹在全球需求放缓和降息预期的希望之间，对宏观经济数据高度敏感，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；三是，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。从过去鲍威尔在 Jackson Hole 的 6 次演讲中，有 5 次标普 500 都出现了调整。

最后，美股乐观情绪已较为极致。通过彭博市场脉搏指数，综合市场广度、波动性和杠杆率等六项指标来看，市场情绪升至“狂热”水平。从

相关研究

《重视“以我为主”的科技和内需》

2025-08-10

《当前市场是流动性驱动吗？》

2025-08-09

技术层面来看，标普 500 市场广度上升至 59%。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-0.61%回落至-0.73%，且 VIX 指数边际下行至 15.2，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，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 8 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托(+5.01 亿美元)，其次是 SPDRMinishares 黄金信托(+3.89 亿美元)，第三是 iShares 黄金信托(+2.39 亿美元)；其中主要增持国家集中在美国；全球主要黄金 ETF 有 3 支减持，流出最多的是华安易富黄金 ETF(-1.12 亿美元)，其次是国泰黄金 ETF(-0.53 亿美元)，第三是 Xetra 黄金 ETF(-0.01 亿美元)；

机构边际小幅增持黄金，散户边际大幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.85 盎司(周环比+0.5%)，SPDRMinishares 黄金信托的黄金持有量约 4.95 盎司(周环比+2.4%)。

全球资金：全球股票 ETF 净流入放缓、债券 ETF 净流入加速。全球股票 ETF 净流入\$108.79 亿美元，边际流出\$187 亿美元，全球债券 ETF 净流入\$178.98 亿美元，边际流入\$40.63 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多(+43 亿美元)，其次是韩国。发达市场中欧洲股票本周净流出最多(-\$4 亿美元)，新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多(-\$38.3 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:通信、科技和公用事业；净流出行业为金融、可选消费和能源。

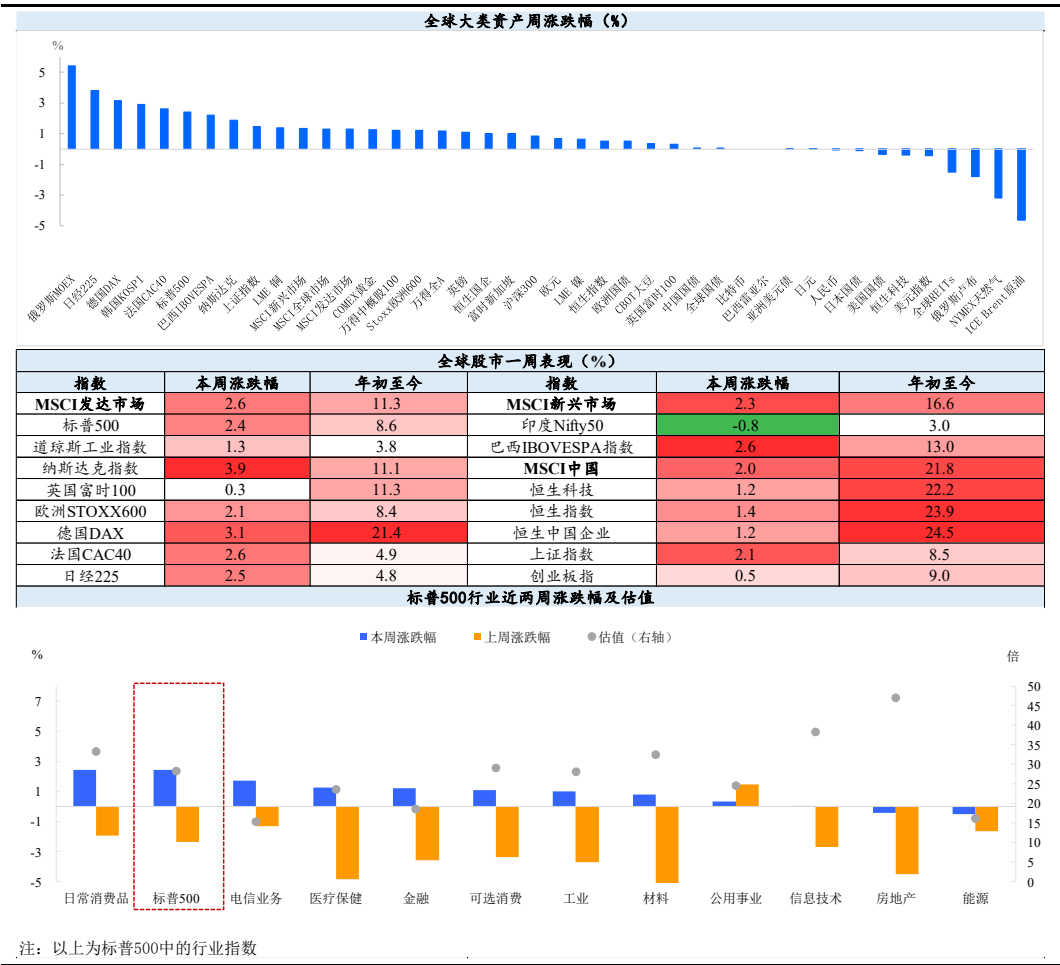
- **下周重点关注数据及事件：**

基本面方面：1) 8 月 12 日美国 7 月 CPI 同比；2) 8 月 14 日欧元区二季度 GDP 季环比修正值、美国 7 月 PPI 同比；3) 8 月 15 日，美国 7 月零售销售数据以及 8 月密歇根大学消费者信心指数。

事件方面：1) 8 月 12 日中美关税延期“到期日”；2) 8 月 13 日腾讯财报、8 月 14 日京东财报；3) 美国俄罗斯首脑会晤。

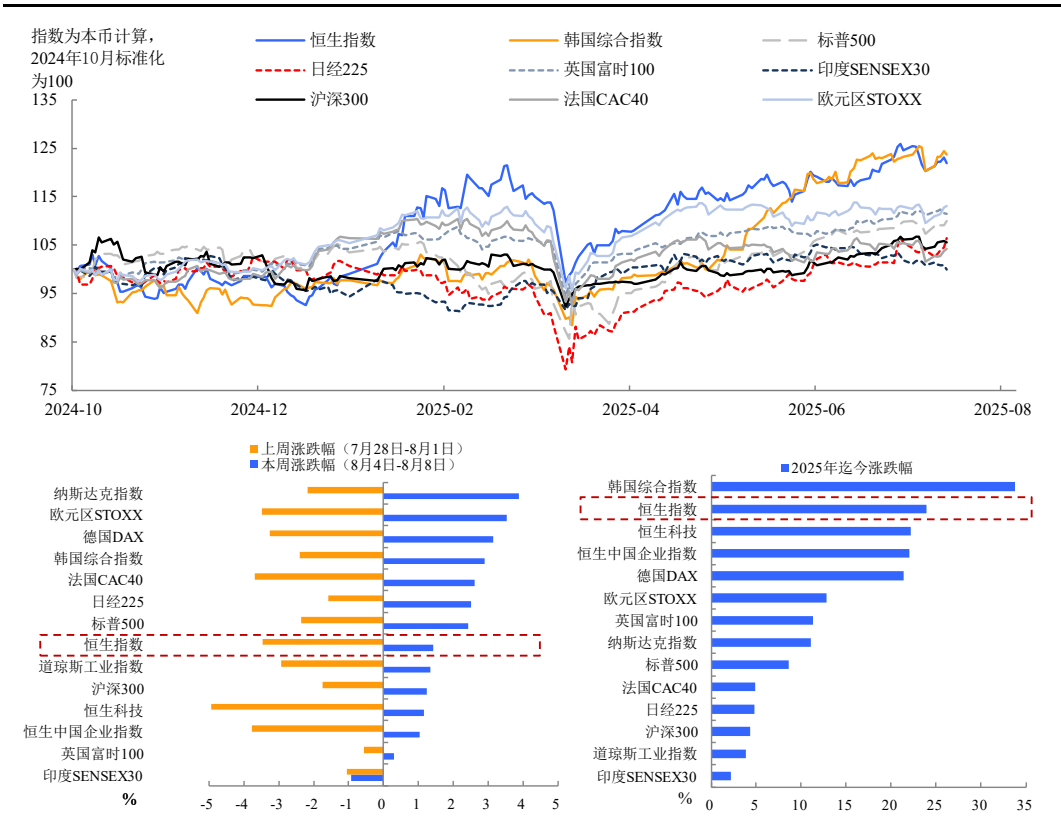
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场转涨



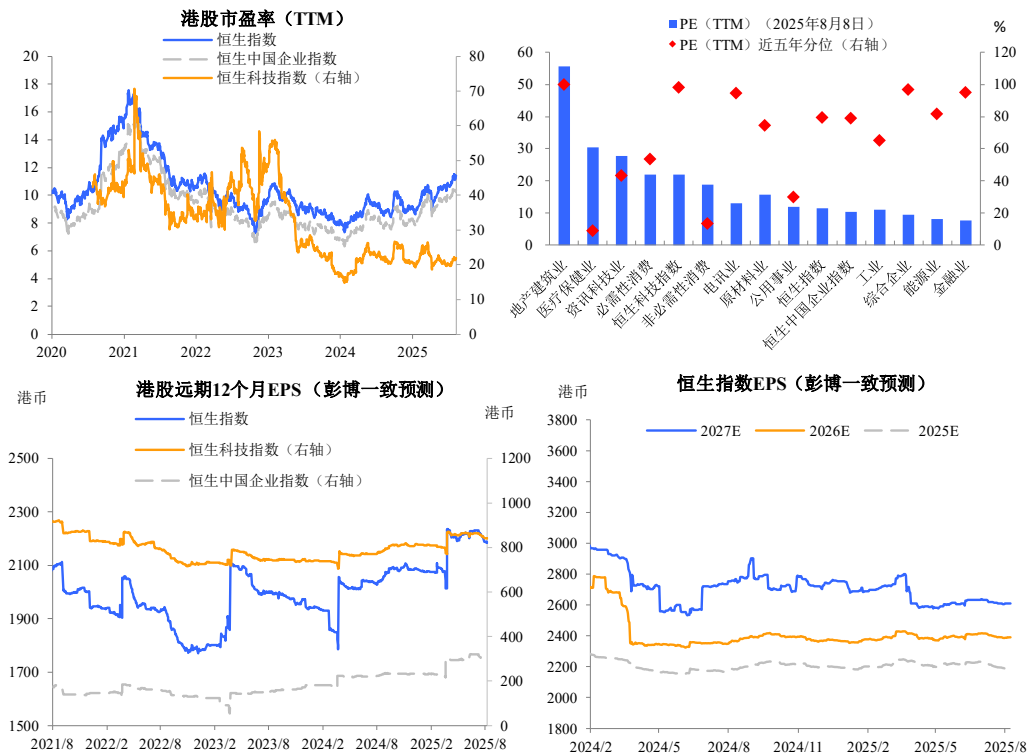
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周进一步上涨



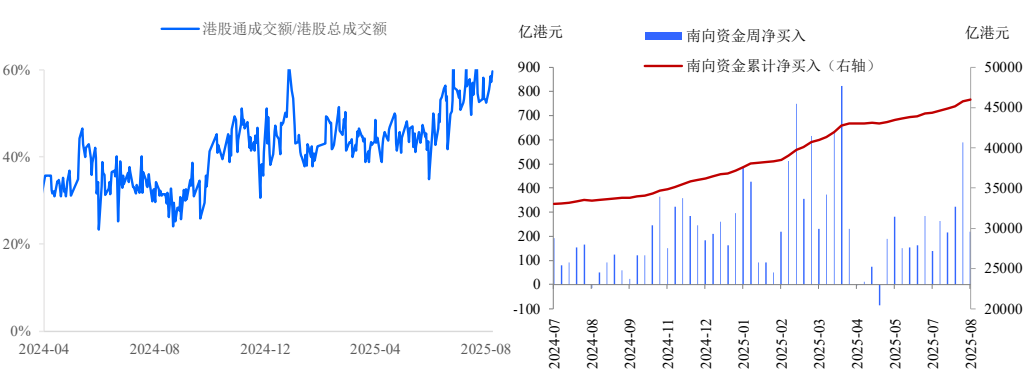
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金整体呈净流入



当周港股通前10大净买入及净卖出									
港股通净买入前10					港股通净卖出前10				
代码	名称	本周净流入金额 (亿港元)	港股通持股 占比 (%)	所属恒生行业	代码	名称	本周净流出金额 (亿港元)	港股通持股 占比 (%)	所属恒生行业
0700.HK	腾讯控股	23.50	10.8	资讯科技业	0941.HK	中国移动	-4.77	14.6	电讯业
9988.HK	阿里巴巴-W	13.88	8.3	非必需性消费	2367.HK	巨子生物	-2.38	18.1	医疗保健业
1024.HK	快手-W	9.65	16.4	非必需性消费	9660.HK	地平线机器人-W	-2.17	8.6	资讯科技业
1088.HK	中国神华	8.01	68.2	能源业	1519.HK	极兔速递-W	-1.85	5.5	工业
2628.HK	中国人寿	7.78	22.0	金融业	9992.HK	泡泡玛特	-1.64	14.9	非必需性消费
0981.HK	中芯国际	7.33	41.9	资讯科技业	0763.HK	中兴通讯	-1.48	47.9	资讯科技业
2015.HK	理想汽车-W	7.05	20.5	非必需性消费	2018.HK	瑞声科技	-1.31	7.6	工业
1211.HK	比亚迪股份	6.55	6.1	非必需性消费	0728.HK	中国电信	-1.30	74.7	电讯业
1299.HK	友邦保险	5.55	1.6	金融业	1788.HK	国泰君安国际	-1.09	14.1	金融业
1398.HK	工商银行	5.22	37.9	金融业	0291.HK	华润啤酒	-0.98	5.6	必需性消费

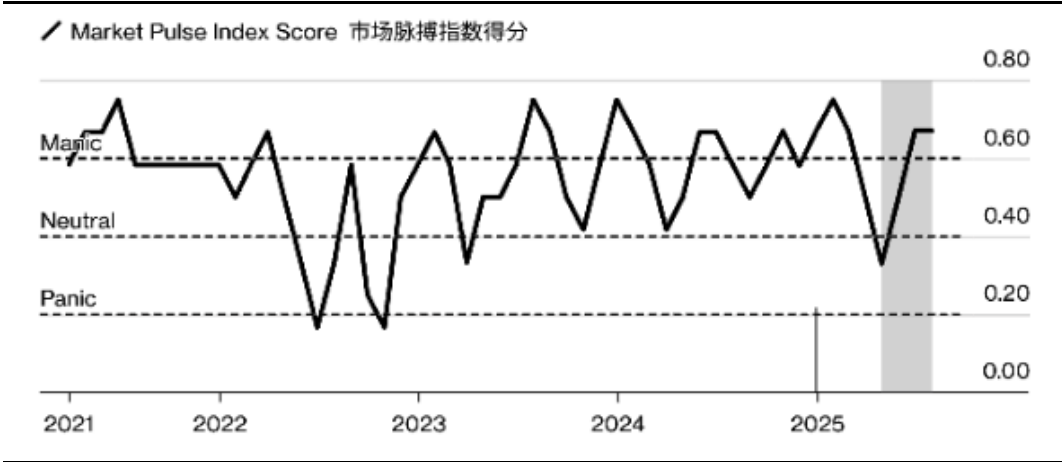
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员讲话

国家及官员	日期	经济	货币政策
旧金山联储主席戴利	2025/8/5	就业市场并未明显疲软，但正在走软，进一步走软将不受欢迎。	今年两次降息仍是适当的调整幅度。他对美联储7月的决定感到满意，但对再做出同样的决定感到不太满意。之后也可能不会降息两次，但更有可能的是他们需要更多降息。目前关于9月是否降息仍存在很多不确定性，而今后每次会议都是“即时”讨论政策调整。戴利还说关于7月决议，他愿意再等一个周期，但不能永远等下去。目前未见关税对通胀产生持续影响的迹象。
明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2025/8/6	卡什卡利指出经济正在放缓，而失业率数据非常重要，但美联储知道该数据有可能会被修正。工资增长正在下降，这表明劳动力市场正在降温。他还表明不会对总统的人事选择发表评论，但不要怀疑劳工统计局的数据。他指出人们会切身感受到经济状况，他们不会相信就业或通胀数据与自身感受存在差异。	他指出目前仍不清楚关税对通胀的影响。美联储短期内开始调整政策利率可能仍是合适的。通胀问题的答案还需要一段时间才能知晓，与此同时，经济放缓的数据是明确的。不知道关税对价格的影响是否会持续。他强调今年降息两次似乎仍然是合适的，但如果通胀因关税而上升，美联储可能会暂停降息，甚至加息。
波士顿联储主席柯林斯	2025/8/7	美联储柯林斯指出长期投资领域存在明显的不确定性，而关键在于了解不确定性如何影响经济。他们必须全面看待数据以衡量不确定性水平。不确定性甚至可能加速某些类型的经济活动。不确定性导致了在价格设定上的观望态度。更高的生产率增长改善了经济的供给侧。	自然利率R-STAR实际上是多少还不确定。
美联储理事丽莎·库克	2025/8/7	美联储理事库克指出政策制定者必须理解，不确定性包含金融稳定因素，所以在看待数据时必须谨慎。7月就业数据令人担忧，经济在转折点时可能会出现重大数据修正。失业率仍是衡量经济疲软的一个很好的指标。人工智能技术可能影响美联储就业和通胀两方面任务，也可价格稳定带来收益。许多企业表示，除人工智能外，投资均被冻结，而更广泛的不确定性不会推迟人工智能的投资和部署。她对市场估值表示担心。	央行很难传达自然利率的概念。
圣路易联储主席穆萨姆	2025/8/8	美联储穆萨姆表示经济活动保持稳定，但经济增长有所减缓。企业面临劳动力短缺，采取不同策略应对关税影响，包括削减成本和与供应商谈判。银行融资压力减弱，信贷质量良好，显示金融环境相对稳定。尽管通胀目标偏离，但就业目标接近实现，劳动力市场接近充分就业。未来存在通胀持续和就业下行的双重风险，需关注经济数据的完整性。	

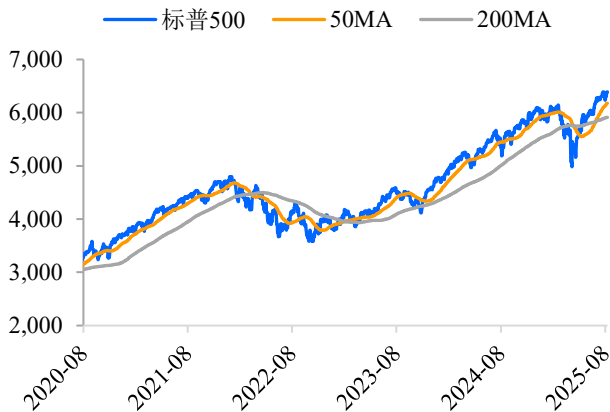
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：彭博市场脉搏指数达到“狂热”水平



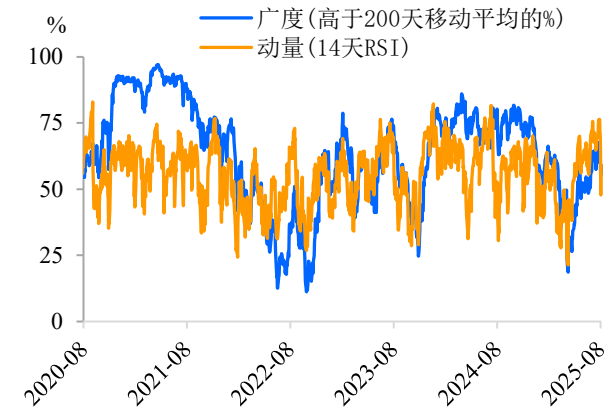
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：标普500的50及200日均线均向上



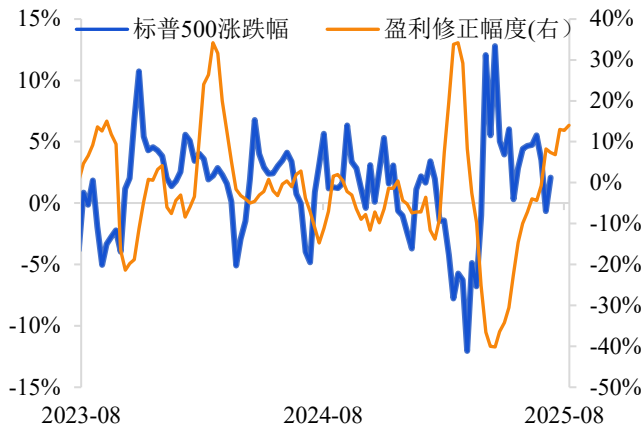
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：市场广度持续边际上涨至59%



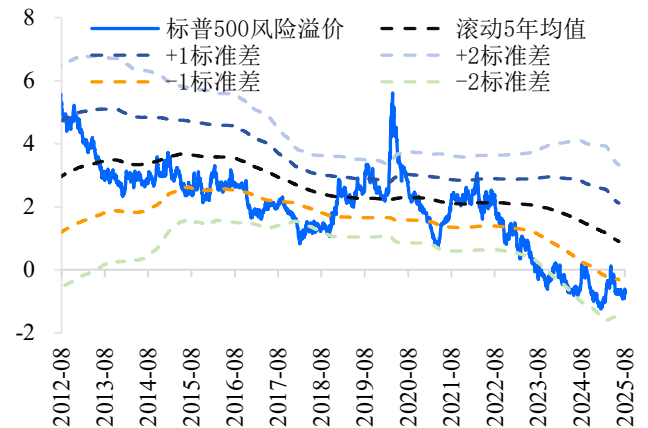
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美股的盈利修正幅度斜率向上



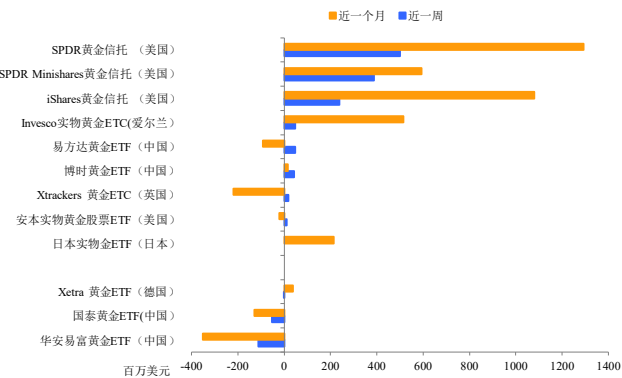
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美股风险溢价上升



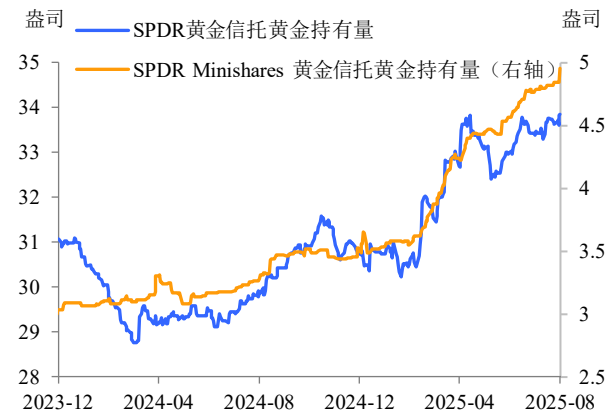
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国



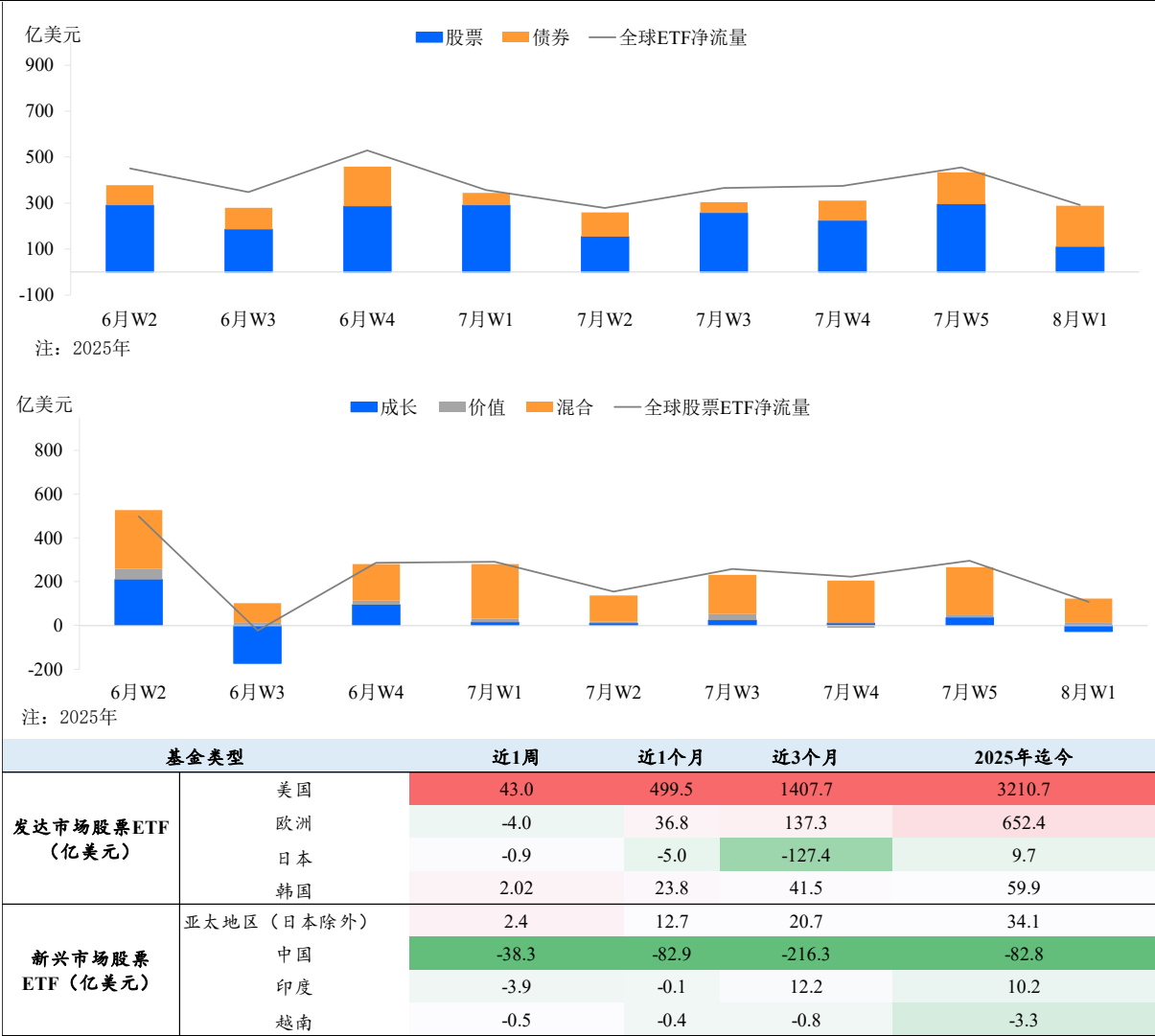
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：机构边际小幅增持黄金，散户边际大幅增持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：全球股票型 ETF 净流入放缓，其中主要流入地区为美国



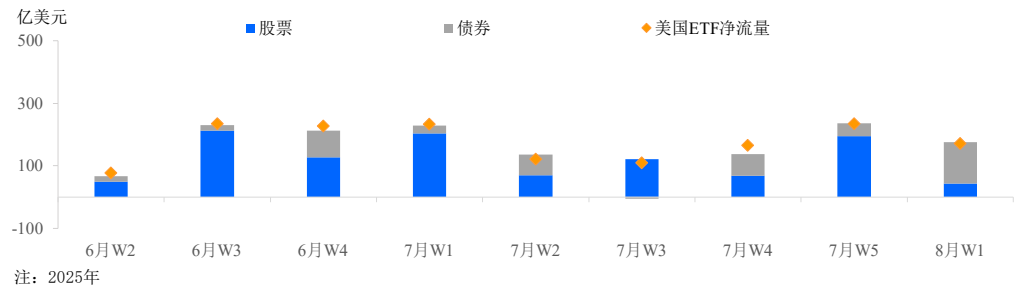
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：本周股票 ETF 中，流入通信的资金最多，流出金融的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	16.8	42.2	52.8	72.2	102.3
可选消费	-0.6	-3.8	-8.0	3.3	-21.4
必选消费	3.8	3.8	6.0	-5.7	-3.1
能源	-0.8	-0.7	0.0	-2.2	-66.5
金融	-1.1	-29.3	32.5	29.2	73.8
医疗保健	0.8	0.6	-26.4	-54.2	-85.8
工业	0.2	3.2	37.3	102.9	172.3
材料	0.3	2.1	21.9	16.7	-27.4
科技	0.1	11.1	60.8	203.8	323.9
公用事业	0.8	5.7	18.8	26.6	62.0

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：美国 ETF（股+债）净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：重点关注美国 CPI、PPI 以及零售销售数据

周一 (2025/8/11)	周二 (2025/8/12)	周三 (2025/8/13)	周四 (2025/8/14)	周五 (2025/8/15)
欧元区-欧盟调和CPI 同比 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-PPI同比	美国-NFIB中小企业乐观程度指数 美国-CPI 同比 欧元区-CPI 同比 欧元区-ZEW调查预期 欧元区-贸易余额 日本-货币存量M2M3同比 印度-CPI 同比	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 日本-PPI同比 印度-出口同比	美国-生产者价格环比 美国-PPI最终需求 同比 美国-周度首次申领失业救济人数 欧元区-GDP经季调季环比 欧元区-就业同比 印度-批发价格同比	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-CPI 同比 日本-GDP年度化经季调季环比 日本-产能利用率月环比

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>