

全球为何普跌？——港股&海外周观察

2025 年 08 月 04 日

■ 本周（2025 年 7 月 28 日-2025 年 8 月 1 日）发达市场与新兴市场同时转跌。从跌幅来看，发达市场和新兴市场均下跌 2.5%。

港股：本周恒生科技下跌 4.9%，恒指下跌 3.5%，恒生港股通下跌 3.2%。行业上，医疗保健业领涨。

我们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险偏好。

1、部分资金在港股回调时加仓，能够为整个港股上涨提供动能。此外，南向资金还有提高仓位潜力。

2、市场的共识是继续关注红利，自下而上寻找景气行业。存在分歧的是互联网科技股票，部分资金仍然顾虑消费因素的影响，但也有部分资金已经增配。

3、近期海外风险上行，美股因经济基本面和降息预期震荡加剧，一部分外资或会短期切出美股，但是否选择进入港股还需继续观察。

4、尽管市场似乎对关税因素不再敏感，但随着本月美国对全球对等关税开始生效，关税还是会影响到被征收国家市场风险。美国对华对等关税策略还需要持续观察。

■ 美股：经济增长放缓、美联储内部分歧加大及关税再起压制美股，道指领跌 2.9%，标普 500 下跌 2.4%，纳指下跌 2.2%。

经济增长“多重放缓”。一是，非农就业数据大幅疲软。7 月新增非农就业录得 7.3 万人，相较于预期（10.4 万人）和前值（14.7 万人）大幅走弱。更重要的是，前值 5-6 月的新增非农就业人数合计下调 25.8 万人，前两个月新增非农就业人数仅剩 3.3 万人，修正幅度接近疫情以来最高；二是，美国制造业 PMI 加速收缩。美国 7 月 ISM 制造业指数 48，不及预期的 49.5，前值为 49，连续五个月低于荣枯线。供应商交货及就业是主要拖累，显示企业在关税上升和需求疲软的背景下加大控成本力度，和 7 月美国非农数据较为“匹配”。三是，经济延续温和放缓。整体上看，美国二季度实际 GDP 环比折年率 3.0%，高于预期值 2.4%和前值-0.5%；结构上看，个人消费支出对美国 Q2 实际 GDP 的环比拉动率由 0.3%升至近 1.0%，但私人投资和存货对美国 Q2GDP 环比折年增长形成主要拖累。

7 月议息会议，内部分歧加大。美联储 7 月如期维持利率不变，但值得注意的是，美联储理事鲍曼和沃勒对本次决议投下反对票，主张降息 25bp，这是过去 30 年来首次出现理事投反对票的情况。此外，美联储理事库格勒周五提出辞职，表示将提前离开美联储董事会。

加征关税再起。特朗普关税政策呈“双轨”并行结构：“顺从者”实行 10%-15% 的税率，“叛逆者”则面临更高税率。白宫公布了经过调整的“对等关税”税率表，多数于 8 月 7 日生效。根据公告，柬埔寨、泰国、马来西亚、印尼商品将被征收 19% 的关税。而美国将对加拿大的关税税率从 25% 上调至 35%，瑞士和南非将分别面临高达 39% 和 30% 的惩罚性关税，印度将被征收 25% 关税，中国台湾、越南商品将被征收 20% 的关税。

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调整为主。一是，经济放缓。就业市场数据大幅放缓叠加进一步走弱的制造业 PMI，多项数据经济数据走弱，打破前三个月相对亮眼的基本面表现，增加美股短期波动。二是，日历效应。从历史的角度来看，美股在 8 月的表现往往较弱。主要是由于 8 月财报落地后，美股往往回调；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

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

相关研究

《宏观政策真空期，关注 AI 等产业趋势》

2025-08-03

《十五五规划产业布局猜想【勘误版】》

2025-08-03

中，有 5 次让标普 500 在未来 3 个月内平均下跌 7.5%。最后，美股乐观情绪回落。从技术层面来看，标普 500 市场广度回落至 55%。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度下修至 11%，意味着短期指数或承压。另一方面，美股风险溢价从上周的 -0.91% 升至 -0.61%，且 VIX 指数边际上行至 20.8，美股乐观情绪边际回落。

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 6 支增持**，其中流入最多的是华安易富黄金 ETF (+\$2.23 亿美元)，其次是 Invesco 实物黄金 ETC (+\$1.95 亿美元)，第三是 SPDR Minishares 黄金信托 (+\$0.72 亿美元)；其中主要增持国家集中在中国和美国；全球主要黄金 ETF 有 4 支减持，流出最多的是 SPDR 黄金信托 (-\$2.74 亿美元)，其次是博时黄金 ETF (-\$0.76 亿美元)，第三是易方达黄金 ETF (-\$0.74 亿美元)；

机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.62 盎司(周环比-0.3%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.84 盎司(周环比+0.5%)。

全球资金：全球股票 ETF 净流入加速、债券 ETF 净流入加速。全球股票 ETF 净流入 \$295.79 亿美元，边际流入 \$73 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$138.35 亿美元，边际流入 \$50.97 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多 (+\$195.5 亿美元)，其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流入最少 (+\$3.5 亿美元)，新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多 (-\$50 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3: 科技、金融和通信；净流出行业为医疗保健、能源和可选消费。

- **下周重点关注数据及事件：**

宏观基本面方面：1) 8 月 4 日美国 7 月 ISM 非制造业指数；2) 8 月 7 日美国开始实施“对等关税”以及英国央行政策利率；3) 8 月 8 日，美国要求俄乌 8 月 8 日前达成协议、日本央行公布 7 月货币政策会议审议委员意见摘要。

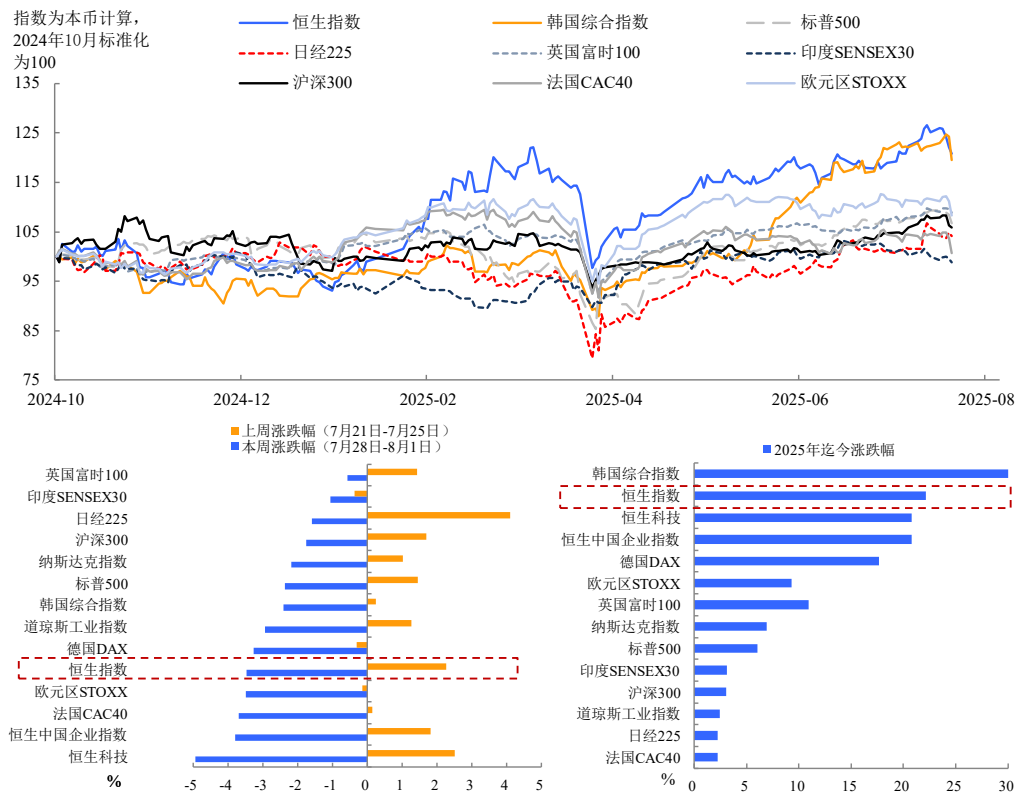
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场转跌



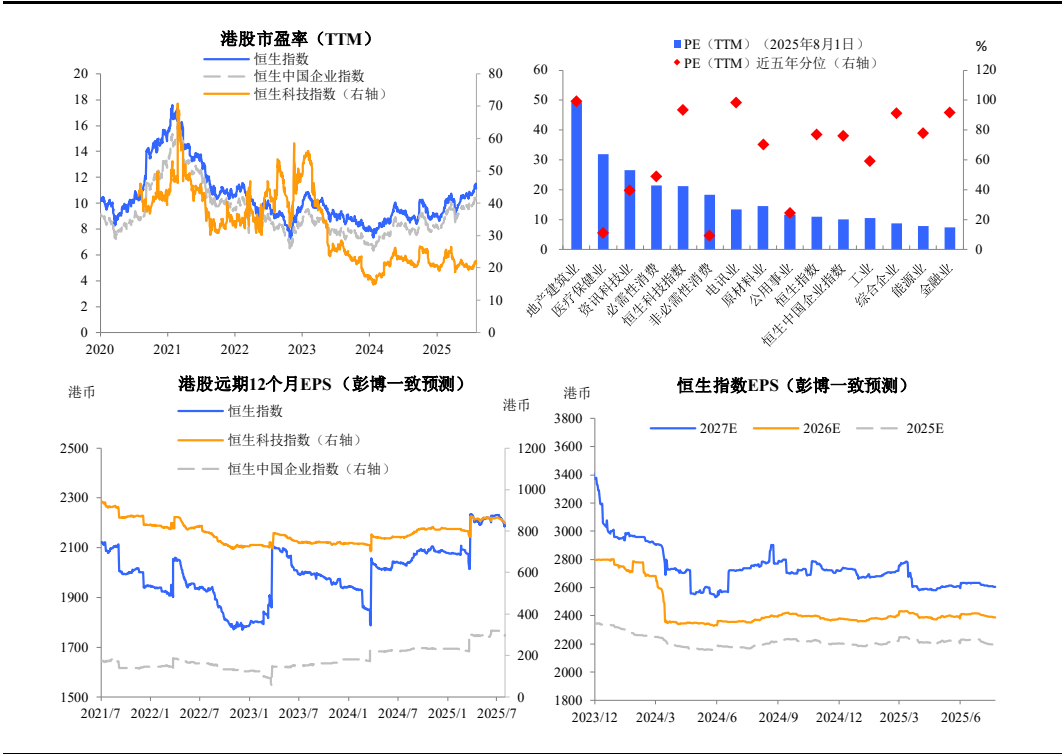
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周下跌



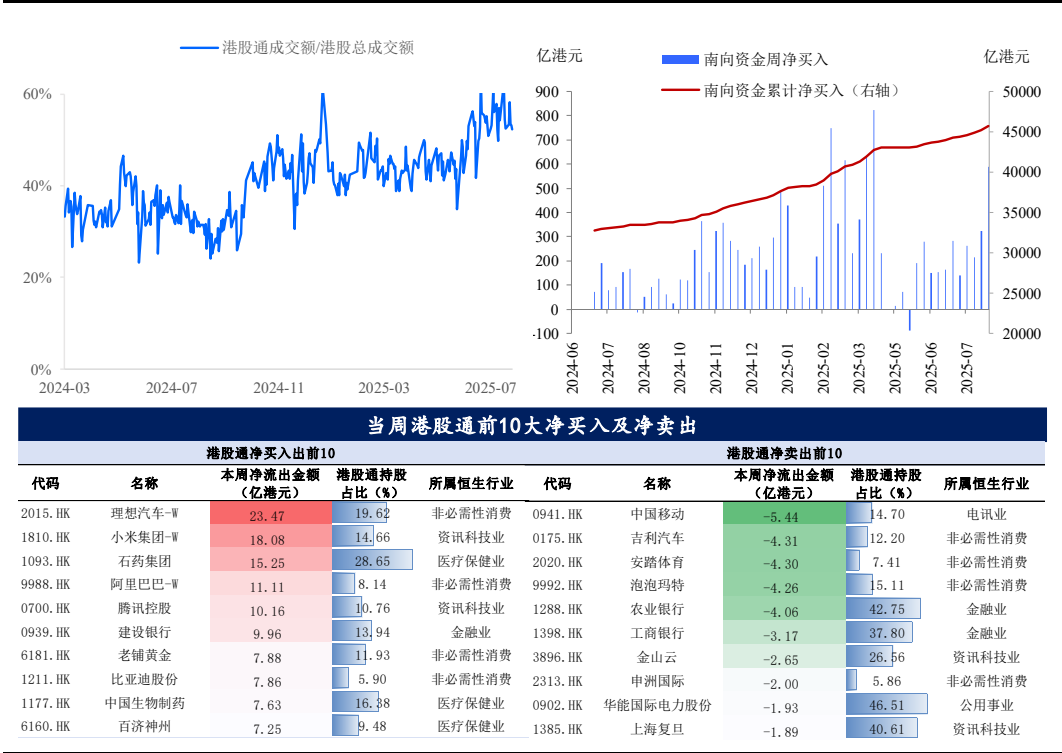
数据来源：Wind, Bloomberg, 华尔街见闻, 金十数据, 东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金净流入加速



注：港股通个股流入流出金额延迟两个交易日，实际数据截至 2025 年 7 月 31 日

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
美联储主席鲍威尔	2025/7/31	鲍威尔强调美国经济稳固，经济增长放缓，消费者支出和住房市场疲软，但失业率保持低位，劳动力市场接近充分就业。目前劳动力需求和供给正在以大致相同的速度下降，劳动力市场存在下行风险，必须关注的主要数字是失业率。GDP数据的表现与我们的预期基本一致。经济需适度限制，未来几个月将有更多信息指导决策。	通胀虽较2022年有所缓解，但仍居高不下。大多数长期通胀预期指标与美联储目标一致。通胀可能是短暂的，也可能是更持久的，合理的基本情况是，关税对通胀的影响是短暂的。即将公布的数据将有助于美联储确定未来政策走向，而当前政策立场与通胀风险相适应（可将当前政策描述为适度限制性的）。就目前而言，关于中性利率存在多种不同看法。鲍威尔个人的判断是（当前政策）处于适度限制性区间，不过（各方）对此存在一系列不同的预估。在关于政策的讨论中，多数观点认为，当前通胀高于目标水平，就业处于目标水平，因此政策应保持一定的限制性。决议反对者预计将在未来一两天内解释自己的意见，两名成员认为是时候降息了。存在分歧并不奇怪，鲍威尔说这是一次相当成功的会议。
美联储FOMC声明	2025/7/31	劳动力市场状况依然稳固。今年上半年经济增长放缓，经济前景的不确定性仍然居高不下。	美联储理事沃勒、鲍曼反对维持利率不变。美联储决定将贴现利率维持在4.50%不变，将储备余额利率维持在4.40%不变，将隔夜逆回购利率维持在4.25%不变。目前通胀仍保持在较高水平。
美联储理事沃勒	2025/8/1		美联储理事沃勒认为关税将对价格产生一次性影响。美联储应将利率调整得更接近中性水平，不应等到劳动力市场恶化才采取行动。他持反对意见，因为他的结论是将利率下调25个基点是合适的政策立场。他认为他们没有理由将政策利率维持在当前水平，并冒着劳动力市场突然下滑的风险。他完全尊重FOMC同事的观点，其他人认为他们需要采取“观望”的态度，但这过于谨慎了。
美联储博斯蒂克	2025/8/1	今天发布的美国非农就业数据具有重要意义。就业数据的修正信息表明，美国劳动力市场大幅下滑。就业数据表明，美国经济可能在更大范围内走弱。	（就算掌握了最新就业数据）我也不可能在本周的FOMC货币政策会议上改变决定。从许多方面来看，就业市场仍然形势良好。还没准备好提高对2025年降息前景的预期。与通胀目标之间的距离仍然超过与就业目标之间的距离。
美联储理事鲍曼	2025/8/1	价格稳定的上行风险已经减弱，而她认为他们应该开始更加重视就业任务的风险。如果需求状况没有改善，企业除了开始裁员之外可能别无选择。	美联储理事鲍曼认为劳动力市场显示出日益脆弱的迹象，而降息将为进一步的走弱提供对冲，随着增速放缓，逐步降息是适当的。鲍曼认识到并理解其他FOMC成员可能会有不同的看法，但推迟采取行动可能导致劳动力市场恶化和经济增长进一步放缓的风险。她将继续致力于与同事们共同努力，确保货币政策的适当定位。
美联储威廉姆斯	2025/8/2	威廉姆斯认为过去一年他们看到劳动力市场“温和而逐步地降温”，而预计今年经济增长放缓至约1%。5月和6月就业增长的异常大幅下调才是周五非农报告中的“真正新闻”。在他看来，劳动力市场仍然稳固，预计2026年经济将反弹，政策不确定性及其他逆风将消退。他认为2026年将出现利好因素，包括在新人工智能技术方面的主导地位。他还指出鉴于贸易、移民和财政政策变化范围的不确定性上升，存在分歧的观点是正常的。	他将以“开放的态度”参加9月份的会议，讨论是否降息。

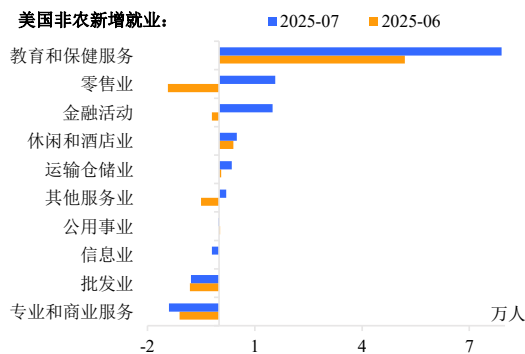
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国7月新增非农就业人数变化

美国新增非农就业人数汇总表 (单位: 千人)					
新增非农就业人数总计	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	3MMA
新增非农就业人数总计	59	73	14	19	158
私人部门	80	83	3	69	133
商品	0	-13	-13	-13	2
采矿业	-3	-4	-1	-4	2
建筑业	-1	2	3	2	0
制造业	4	-11	-15	-11	0
耐用品	13	0	-13	-8	3
汽车及零部件	1	-2	-3	3	-3
非耐用品	-9	-11	-2	-3	-5
服务	80	96	16	82	131
批发业	0	-8	-8	2	1
零售业	30	16	-14	-15	5
运输和仓储业	3	4	1	-1	-8
公共事业	0	0	0	3	-1
信息业	-2	-2	0	2	1
金融活动	17	15	-2	7	5
专业和商业服务	-3	-14	-11	-23	27
临时服务	-1	-4	-3	-15	17
教育和保健	27	79	52	70	85
医疗和社会救助	14	73	59	72	79
休闲和酒店业	1	5	4	27	18
其他服务	7	2	-5	10	-3
政府	-21	-10	11	-50	25

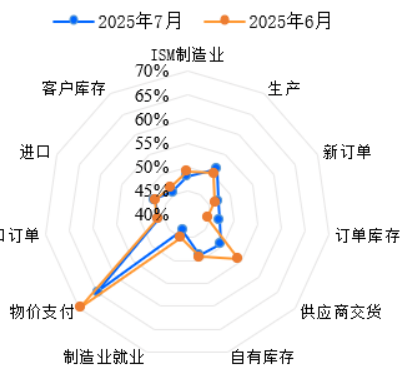
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：服务业子行业就业大幅缩水



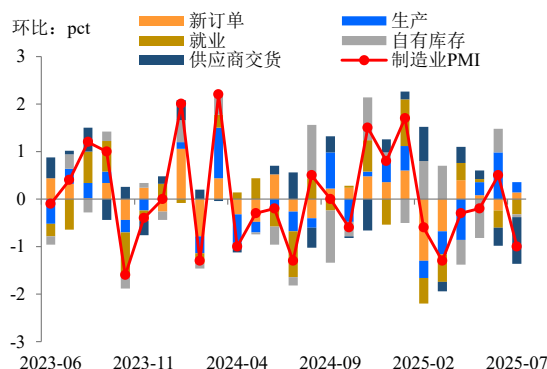
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8：美国制造业 PMI 加速收缩



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9：供应商交货及就业是主要拖累



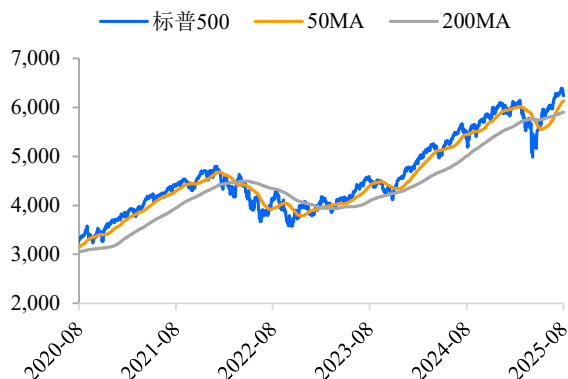
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：美国 Q2 实际 GDP 增速及其分项贡献

美国 GDP 实际GDP环比折年率 (%)		权重	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06
			3.00	-0.50	2.40	3.10	3.00	1.60	3.20	4.40	2.40
各分项拉动 (%)	个人消费支出	70.5	0.98	0.31	2.70	2.48	1.90	1.30	2.33	1.72	0.65
	商品消费	28.2	0.46	0.01	1.30	1.18	0.63	-0.25	0.73	0.76	-0.08
	耐用品	11.1	0.27	-0.28	0.87	0.54	0.40	-0.13	0.22	0.32	-0.03
	非耐用品	17.1	0.18	0.29	0.42	0.63	0.23	-0.12	0.51	0.44	-0.05
	服务消费	43.2	0.53	0.30	1.41	1.31	1.27	1.55	1.60	0.96	0.73
	私人投资	19.9	-3.09	3.90	-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.80	1.42
	固定资产投资	18.8	0.08	1.31	-0.20	0.38	0.42	1.14	0.62	0.45	1.48
	非住宅	15.2	0.27	1.36	-0.41	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.30
	住宅	3.6	-0.19	-0.05	0.22	-0.18	-0.11	0.53	0.10	0.30	0.17
	存货变动	0.8	-3.17	2.59	-0.84	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06
	净出口	-7.8	4.99	-4.61	0.26	-0.43	-0.90	-0.61	0.09	-0.10	-0.11
	出口	11.9	-0.19	0.04	-0.01	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54
	进口	19.7	5.18	-4.66	0.27	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44
	政府部门消费与投资	16.9	0.08	-0.10	0.52	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48
	联邦政府	6.6	-0.24	-0.31	0.25	0.55	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-0.08
	州和地方政府	10.3	0.32	0.21	0.27	0.31	0.25	0.32	0.63	0.62	0.56

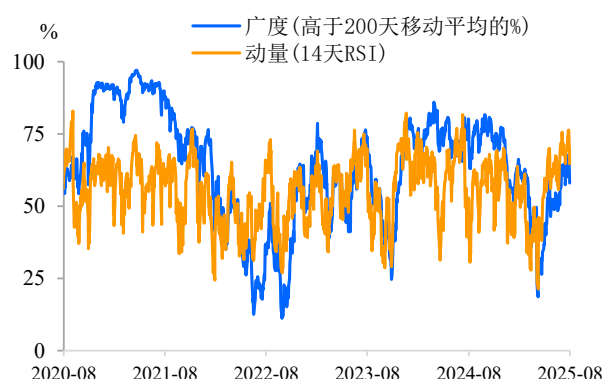
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 标普 500 的 50 及 200 日均线均向上



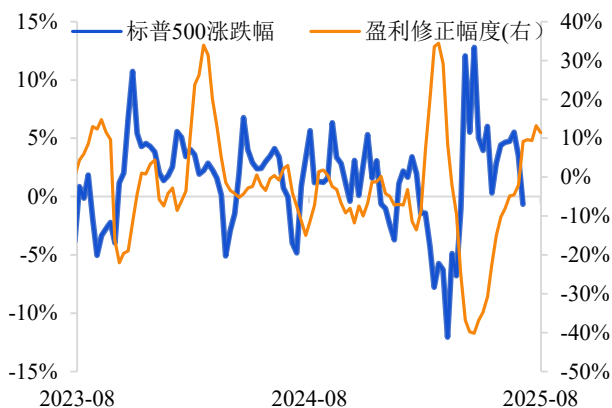
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 市场广度持续边际下跌至 55%



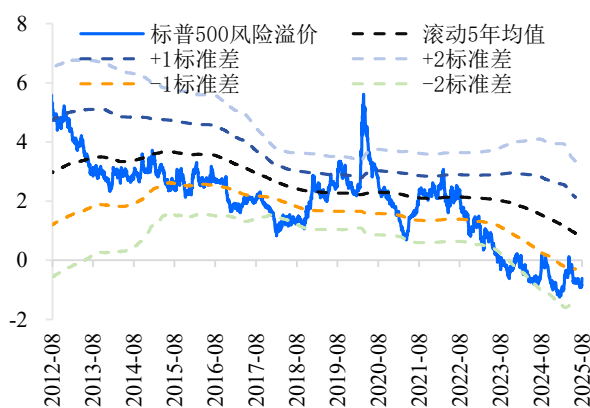
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 美股的盈利修正幅度斜率向下



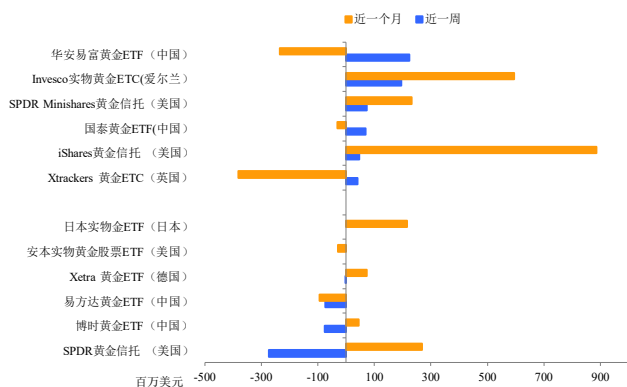
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14: 美股风险溢价边际抬升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图15: 主要购买黄金 ETF 的国家集中在中国和美国



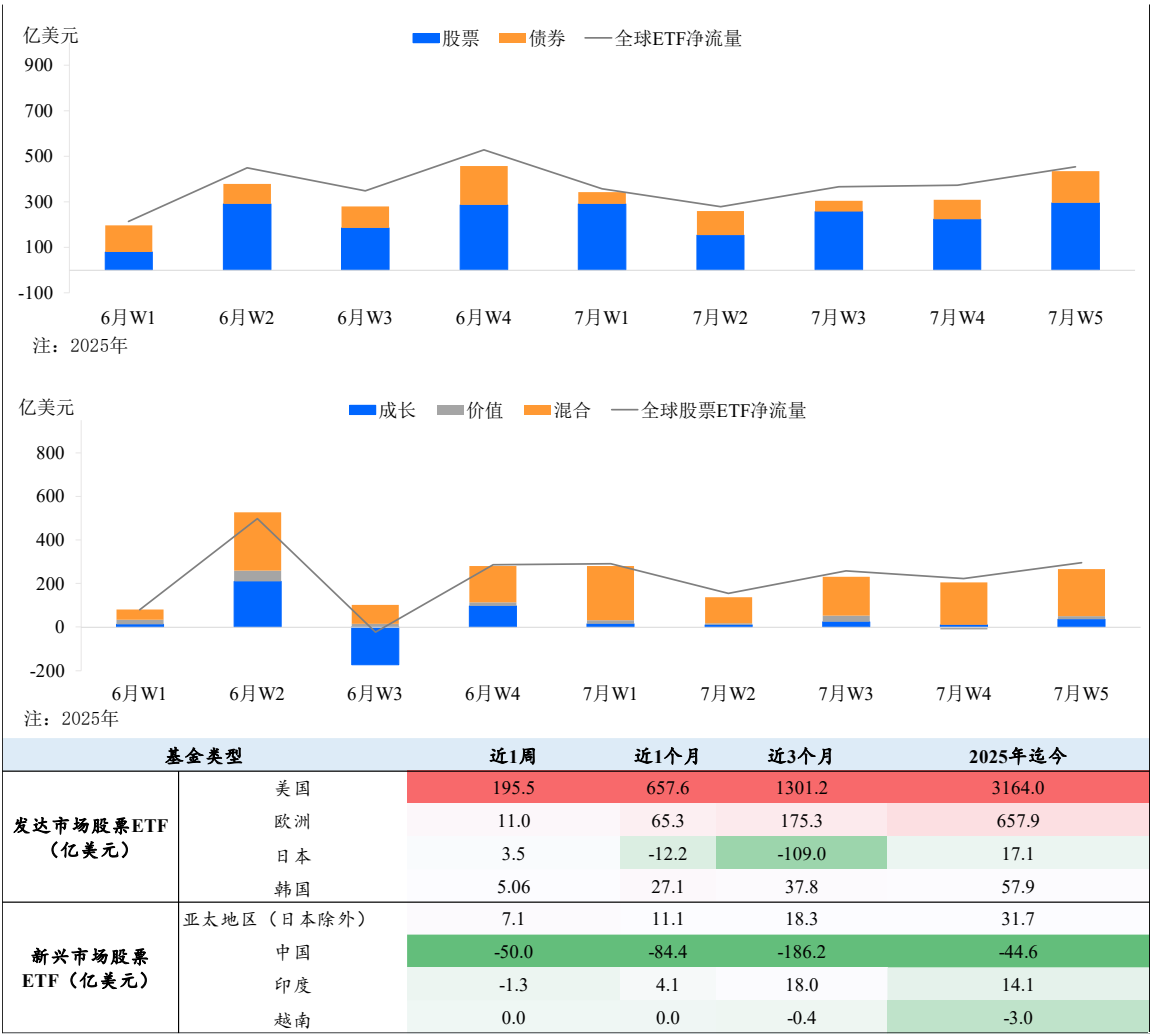
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图17：全球股票型 ETF 净流入加速，其中主要流入地区为美国



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

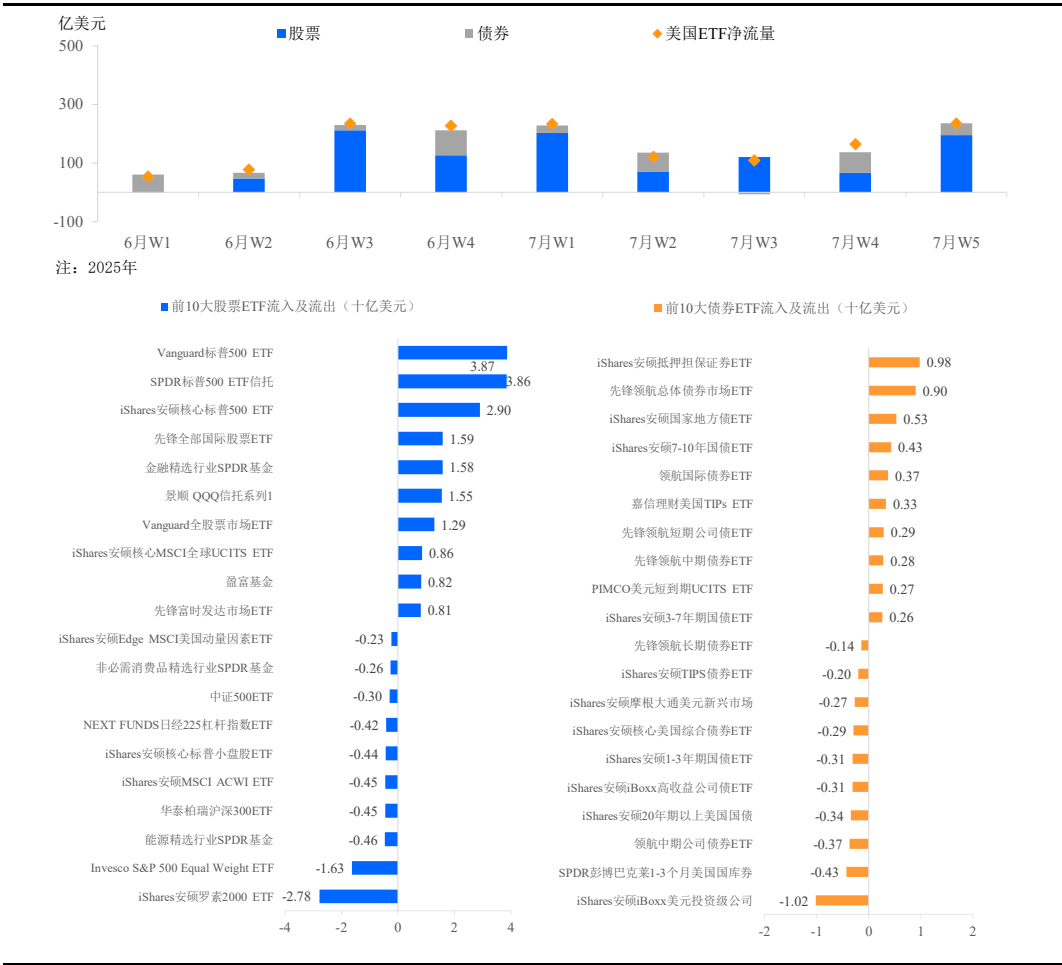
图18：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出医疗保健的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	3.9	9.0	17.1	31.2	59.6
可选消费	0.1	-0.2	-2.0	9.9	-17.6
必选消费	-0.2	0.8	0.6	-6.7	-6.9
能源	-2.1	-2.9	4.5	-1.3	-65.8
金融	4.3	17.0	67.6	56.2	103.2
医疗保健	-3.5	-3.3	-29.5	-55.9	-86.4
工业	0.4	7.0	43.9	101.7	169.0
材料	-0.6	3.0	22.3	8.9	-29.5
科技	8.2	22.2	83.2	183.5	310.4
公用事业	0.4	-0.2	13.3	24.1	56.4

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图19：美国ETF（股+债）净流入加速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图20：重点关注下周8月4日美国7月ISM非制造业指数，8月7日美国开始实施“对等关税”

周一 (2025/8/4)	周二 (2025/8/5)	周三 (2025/8/6)	周四 (2025/8/7)	周五 (2025/8/8)
美国-耐用品订单环比 美国-7月ISM非制造业指数 欧元区-失业率变动 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-GDP同比 日本-货币基础同比	美国-贸易余额 美国-ISM服务业指数 欧元区-工业产值(月环比) 欧元区-HCOB德国 法国 意大利 西班牙综合PMI 日本-标普全球日本PMI综合指数 印度-HSBC India PMI Composite/Services	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 欧元区-工厂订单月环比 欧元区-工业产值(月环比) 日本-劳工现金收入同比 印度-RBI回购利率	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-批发库存月环比 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-工业产值经季调月环比 欧元区-失业率 日本-领先指数CI	美国-消费者信用 欧元区-CPI月环比 欧元区-工业增加值同比 日本-国际收支经常项目余额

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>