

海外市场周度更新 (2025/7/28)

美日关税协议缓解贸易担忧，美企投资受不确定性拖累

- 美日关税协议超出市场预期，核心条款显著缓解贸易摩擦担忧但执行细节存在分歧
- 美国企业资本支出意外下滑，贸易和政策不确定性抑制投资意愿
- 港股判断：短期震荡上行；中长期基于经济筑底、政策支持、充裕流动性及估值优势，维持正面观点

新看点：1) 美日关税协议超出市场预期，核心条款显著缓解贸易摩擦担忧但执行细节存在分歧。7月23日特朗普宣布美日达成关税协议，核心内容包括对日征收 15% 的对等关税，远低于此前威胁的 25% 水平，其中最为关键的汽车及零部件关税也从威胁的 25% 降至 15%。考虑到 6 月日本汽车出口占对美总出口的 25%，且此前关税威胁已导致日本出口大幅下滑，关税的实际下降为日本出口企业带来实质性利好。然而，美日双方对协议内容解读存在显著差异：美方声称汽车关税从 25% 降至 15%，而日方理解为从 25% 的 232 关税降低 15%；5,500 亿美元投资包括股权投资和贷款而非单纯投资；农产品市场开放仅在 WTO 最低进口配额框架内。这些分歧表明协议仍处于初步阶段。

关税协议落地推动日本资本市场显著反弹，但钢铁铝业仍面临高关税压力。市场对关税协议反应积极，日股、日元和日债收益率均出现上涨，其中日股和 10 年期日债收益率涨幅尤为明显，反映投资者对贸易关系缓解的乐观预期。协议使日本出口至美国的实际关税税率从目前约 13% 调整为 15% 的统一水平，为汽车制造业等出口导向型企业提供确定性。然而，钢铁和铝制品关税仍维持 50% 的高水平不变，相关企业继续面临出口压力。日元汇率在协议消息前后经历剧烈波动，从 147 升至 145.89 后又回落至 147 以上，表明市场对协议内容真实性和可持续性的复杂判断。

2) 美国企业资本支出意外下滑，贸易和政策不确定性抑制投资意愿。6 月份美国工厂商业设备订单意外下降，核心资本货物订单（排除飞机和军事硬件的设备投资代理指标）环比下降 0.7%，低于预期的 0.1% 增长，扭转了 5 月份上修后 2% 的增幅。所有耐用品订单大幅下跌 9.3%，主要受波音公司 6 月份订单放缓影响，从 5 月份的 303 架降至 116 架。非国防资本货物出货量下降 0.9%，而这一指标直接影响 GDP 中的设备投资部分。数据显示二季度设备支出可能较年初飞机相关投资激增后大幅放缓，该投资激增是 2020 年以来最大的。

关税政策波动和立法不确定性持续困扰企业长期投资规划，小企业受冲击尤为明显。今年上半年，企业规划者面临特朗普频繁调整关税政策以及税收和支出立法不确定性的挑战。尽管本月早些时候特朗普“一项重大法案”的通过消除了部分不确定性，但流动性贸易政策仍使一些企业的投资计划处于观望状态。具有全球供应链的公司在贸易和关税相关不确定性方面面临长期投资规划风险，进口关税成本削减了企业利润并推高了投入成本。小企业在当月也报告资本支出和投资计划疲软，计算机和通信设备订单出现下降。亚特兰大联储的 GDPNow 预测显示，二季度商业设备支出可能年化下降 0.5 个百分点，而一季度曾年化增长 23.7%。

投资建议：美股当前获得三方面积极因素支撑：已披露财报的标普 500 企业中 82% 业绩超出预期、贸易关税磋商取得阶段性成果以及市场对美联储政策转向预期增强。然而风险因素仍存：市场估值接近历史峰值，投资者现金配置跌破 3.9% 安全边际，超九成基金经理看好经济软着陆，权益资产超配比例高达 20%。在美联储未大幅提前放松政策的情况下，市场整体性机会趋于有限，建议聚焦具备行业高景气、利率敏感性较低且盈利增长有扎实基本面的个股机会。

港股本轮反弹主要源于三重催化：政策面利好频出、资金面持续宽松（南下资金单周净流入 888 亿港元刷新年内纪录）及科技板块估值修复。短期判断为震荡上行走势；中长期基于经济筑底、政策支持、充裕流动性及估值优势，维持正面观点。策略上建议构建高分红品种作为防御底仓，叠加成长及反转机会，采取左侧分批建仓策略。

风险提示：1) 美联储利率政策和美国市场回调；2) 宏观数据及业绩；3) 地缘政治；4) 黑天鹅事件。

郭书音

+852 3189 6394
shuyinguo@cmschina.com.hk

相关报告

1. 策略报告 - 中国香港稳定币发展的前景和挑战 (2025/7/18)
2. 招证国际海外市场观察(2025/02) - 回购对公司价值影响 (2025/2/3)
3. 招证国际海外市场观察 (2024/12) - 2025 海外资产配置 (2024/12/31)
4. 招证国际月度赶海 (2024/12) - 全球主要市场月度表现最佳行业及个股追踪 (2024/12/6)
5. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 日本观察之二：1990 年代刺激政策下的经济及股市 (2024/11/29)
6. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 东盟主要国家经济及股市概览 (2024/11/4)

目录

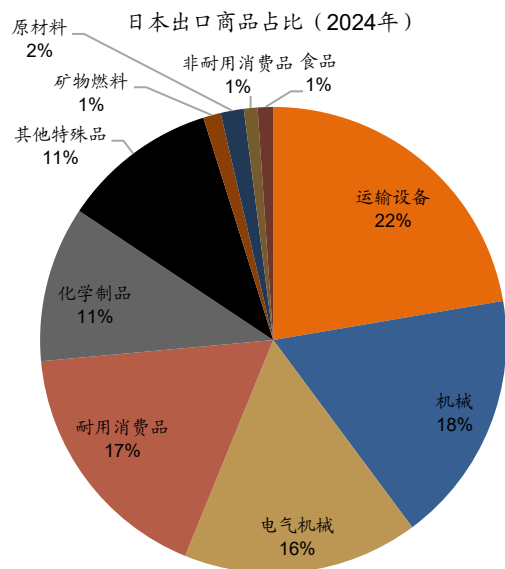
周度关键数据	3
全球宏观数据概览	4
全球市场概览	5
分行业表现	5
估值趋势	6
盈利预测调整	6
全球大宗商品及货币表现	7
首选推荐	8
投资评级定义	12
分析师声明	12

图表

图 1: 交通运输设备为日本最大的出口项	3
图 2: 贸易政策导致日本出口同比大幅下滑	3
图 3: 美国 6 月所有耐用品订单环比大幅下跌 9.3%，主要受波音公司 6 月份订单放缓影响	3
图 4: 美国 6 月核心资本货物订单环比下降 0.7%，低于预期的 0.1% 增长	3
图 5: 重点宏观数据：可关注周四美联储议息会议	4
图 6: 主要国家债券收益率变动（根据一周表现排序）	5
图 7: 主要股指本币计价回报（根据一周回报排序）	5
图 8: MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）	5
图 9: 恒生指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）	6
图 10: 恒生指数市盈率区间（现值 11.4 倍，三年中值 9.0 倍，8 年均值 10.4 倍）	6
图 11: MSCI 中国指数市盈率区间（现值 12.5 倍，三年中值 10.3 倍，8 年均值 12.0 倍）	6
图 12: 恒生指数 EPS 一致预测调整	6
图 13: MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整	6
图 14: 主要大宗商品和虚拟资产美元计价价格变动（根据一周变动排序）	7
图 15: 主要货币兑美元表现（根据一周表现排序）	7

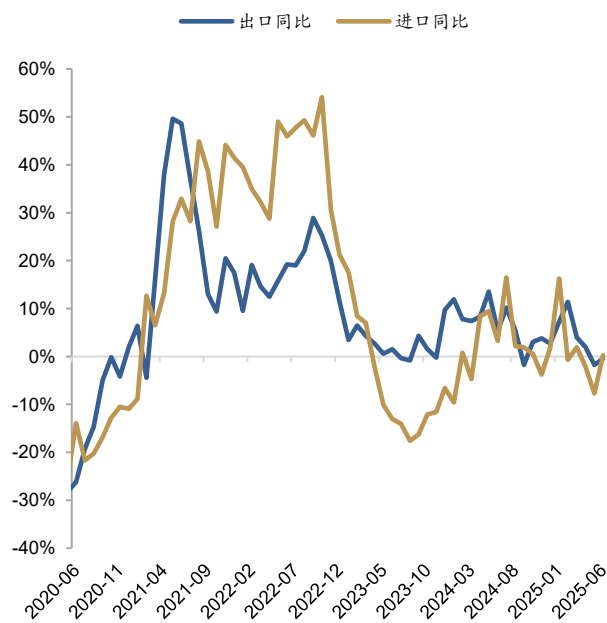
周度关键数据

图 1: 交通运输设备为日本最大的出口项



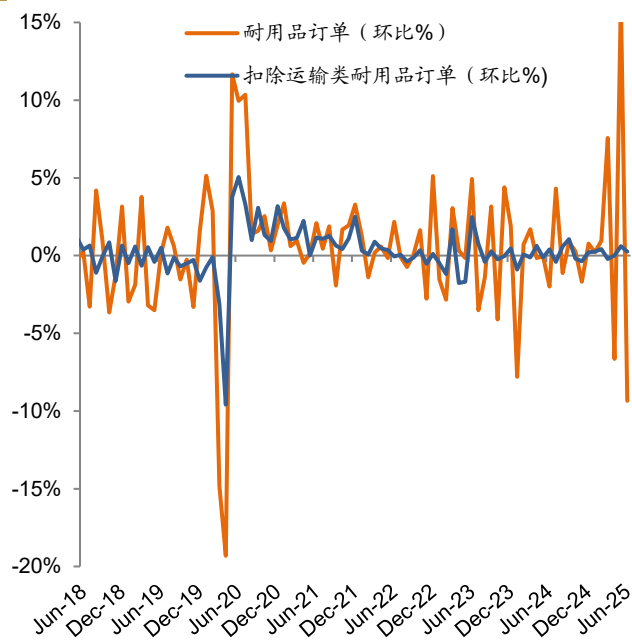
资料来源: 万得、招商证券 (香港) 研究部

图 2: 贸易政策导致日本出口同比大幅下滑



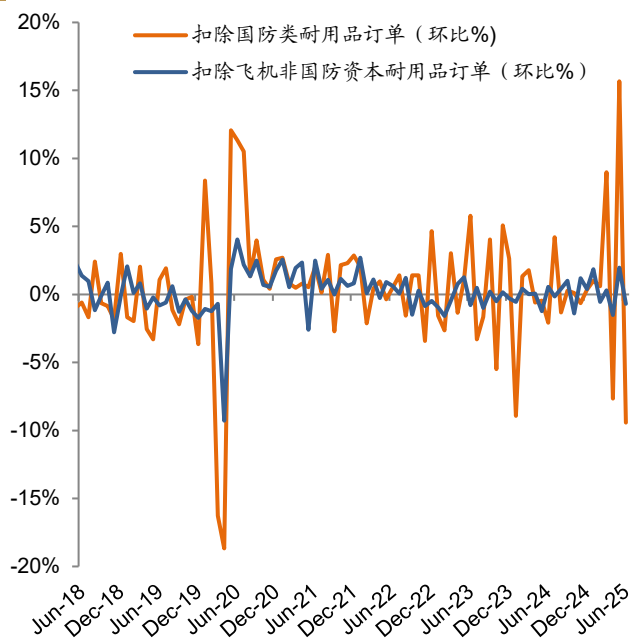
资料来源: 万得、招商证券 (香港) 研究部

图 3: 美国 6 月所有耐用品订单环比大幅下跌 9.3%，主要受波音公司 6 月份订单放缓影响



资料来源: 万得、招商证券 (香港) 研究部

图 4: 美国 6 月核心资本货物订单环比下降 0.7%，低于预期的 0.1% 增长



资料来源: 万得、招商证券 (香港) 研究部

全球宏观数据概览

图 5: 重点宏观数据: 可关注周四美联储议息会议

	2025						一致预期	下次发布日期	时间
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	6月		
美国									
实际 GDP 年化季环比（%）			-0.5				2.4	2025-07-30	20:30
GDP 年化环比（%）			3.8				2.2	2025-07-30	20:30
CPI 同比（%）	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.6	2025-08-12	20:30
CPI 环比（%）	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	2025-08-12	20:30
核心 CPI 同比（%）	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2025-08-12	20:30
核心 CPI 环比（%）	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	2025-08-12	20:30
PCE 物价指数同比（%）	2.6	2.7	2.3	2.2	2.3		2.5	2025-07-31	20:30
PCE 物价指数环比（%）	0.4	0.4	0.0	0.1	0.1		0.3	2025-07-31	20:30
失业率（%）	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.3	2025-08-01	20:30
非农就业人口变动(千人)	111	102	120	158	144	147	106	2025-08-01	20:30
ISM 制造业指数	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.8	2025-08-01	22:00
ISM 服务业指数	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.5	2025-08-05	22:00
标普综合 PMI	52.7	51.6	53.5	50.6	53.0	52.9		2025-08-05	21:45
标普制造业 PMI	51.2	52.7	50.2	50.2	52.0	52.9	52.0	2025-08-01	21:45
标普服务业 PMI	52.9	51.0	54.4	50.8	53.7	52.9	53.1	2025-08-05	21:45
PPI 同比	3.8	3.4	3.2	2.5	2.7	2.3	2.5	2025-08-14	20:30
PPI 环比	0.7	0.1	-0.1	-0.3	0.3	0.0	0.2	2025-08-14	20:30
密歇根大学消费者信心指数	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	60.5	2025-08-01	22:00
新屋开工环比（%）	-10.3	9.7	-9.1	3.2	-9.7	4.6	3.5	2025-08-19	20:30
营建许可环比（%）	-1.4	-0.4	1.9	-4.0	-2.0	-0.1	0.0	2025-08-19	20:30
新屋销售环比（%）	-7.8	-3.0	2.8	6.8	-11.6	0.6	4.3	2025-08-25	22:00
成屋签约销售指数环比（%）	-4.6	2.1	5.6	-6.3	1.8		0.3	2025-07-30	22:00
耐用品订单同比（%）	3.5	-0.1	9.8	2.6	17.5	12.6		2025-08-04	
耐用品订单环比（%）	0.2	1.0	7.6	-6.6	16.5	-9.3	16.4	2025-08-04	22:00
扣除运输类耐用品订单环比（%）	0.3	0.4	-0.2	0.0	0.6	0.2	0.5	2025-08-04	22:00
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比（%）	1.8	-0.5	0.3	-1.5	2.0	-0.7	1.7	2025-08-04	22:00
零售销售环比（%）	-0.9	0.0	1.5	-0.1	-0.9	0.6	0.1	2025-08-15	20:30
欧元区									
实际 GDP 调整后季环比（%）			0.6				0.0	2025-07-30	17:00
实际 GDP 调整后同比（%）			1.5				1.2	2025-07-30	17:00
CPI 同比（%）	2.5	2.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2025-08-20	17:00
核心 CPI 同比（%）	2.7	2.6	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2025-08-01	17:00
CPI 环比（%）	-0.3	0.4	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.3	2025-08-01	17:00
核心 CPI 环比（%）	-0.9	0.5	1.0	1.0	0.0	0.4			
失业率（%）	6.3	6.3	6.4	6.2	6.3		6.3	2025-07-31	17:00
HCOB 欧元区综合 PMI	50.2	50.2	50.9	50.4	50.2	50.6	50.2	2025-08-05	16:00
HCOB 欧元区制造业 PMI	46.6	47.6	48.6	49.0	49.4	49.5	49.4	2025-08-01	16:00
HCOB 欧元区服务业 PMI	51.3	50.6	51.0	50.1	49.7	50.5	50.0	2025-08-05	16:00
工业产出同比（%）	-0.5	0.8	3.6	0.2	3.7		2.2	2025-08-14	17:00
工业产出环比（%）	0.4	1.4	1.8	-2.2	1.7		1.0	2025-08-14	17:00
经济信心指数	95.2	96.2	95.1	93.8	94.8	94.0	94.8	2025-07-30	17:00
工业信心指数	-12.4	-11.1	-10.7	-11.1	-10.4	-12.0	-10.0	2025-07-30	17:00
服务业信心指数	5.7	5.2	2.4	1.8	1.8	2.9	1.6	2025-07-30	17:00
零售销售同比（%）	1.9	2.0	2.1	2.7	1.8		1.4	2025-08-06	17:00
日本									
实际 GDP 环比折年率（%）			-0.2				-0.7	2025-08-15	7:50
实际 GDP 环比（%）			0.0				-0.2	2025-08-15	7:50
东京 CPI 同比（%）	3.4	2.8	2.9	3.4	3.4	3.1	3.3	2025-08-29	7:30
全国 CPI 同比（%）	4.0	3.7	3.6	3.6	3.5	3.3	3.3	2025-08-22	7:30
全国核心 CPI 同比（%）	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6			
失业率（%）	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5		2.5	2025-08-01	7:30
就业申请比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2		1.3	2025-08-01	7:30
工业生产同比（%）	2.2	0.1	1.0	0.5	-2.4		1.3	2025-07-31	7:50
工业生产季调环比（%）	-1.1	2.3	0.2	-1.1	-0.1		-0.8	2025-07-31	7:50
Jibun 银行综合 PMI	51.1	52.0	48.9	51.2	50.2	51.5		2025-08-05	8:30
Jibun 银行制造业 PMI	48.7	49.0	48.4	48.7	49.4	50.1		2025-08-01	8:30
Jibun 银行服务业 PMI	53.0	53.7	50.0	52.4	51.0	51.7		2025-08-05	8:30
印度									
实际 GDP 同比（%）								2026-01-07	18:30
CPI 同比（%）	4.3	3.6	3.3	3.2	2.8	2.1	2.3	2025-08-12	18:30
城市 CPI 同比（%）	3.9	3.3	3.4	3.4	3.1	2.6		2025-08-12	
农村 CPI 同比（%）	4.6	3.8	3.3	2.9	2.6	1.7		2025-08-12	
汇丰印度综合 PMI	57.7	58.8	59.5	59.7	59.3	61.0		2025-08-05	13:00
汇丰印度制造业 PMI	57.7	56.3	58.1	58.2	57.6	58.4		2025-08-01	13:00
汇丰印度服务业 PMI	56.5	59.0	58.5	58.7	58.8	60.4		2025-08-05	13:00
工业生产同比（%）	5.2	2.7	3.9	2.6	1.2			2025-07-28	18:30
出口同比（%）	-2.4	-10.9	0.7	9.0	-2.2	-0.1			
进口同比（%）	10.3	-16.3	11.4	19.1	-1.7	-3.7			

资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 研究部; 一致预测数据截至 2025 年 7 月 28 日

全球市场概览

图 6: 主要国家债券收益率变动 (根据一周表现排序)

	现值 (%)	绝对表现						
		一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
日本 10 年期国债	1.60	7 bps	9 bps	21 bps	26 bps	38 bps	52 bps	55 bps
中国 10 年期国债	1.73	7 bps	7 bps	8 bps	7 bps	8 bps	6 bps	-47 bps
印度 10 年期国债	6.36	6 bps	5 bps	8 bps	0 bps	-36 bps	-40 bps	-61 bps
美国 2 年期国债	3.93	5 bps	4 bps	14 bps	18 bps	-34 bps	-32 bps	-51 bps
巴西 10 年期国债	14.15	3 bps	29 bps	21 bps	-13 bps	-103 bps	-101 bps	195 bps
德国 10 年期国债	2.72	2 bps	-1 bps	15 bps	25 bps	15 bps	35 bps	30 bps
美国 3 年期国债	4.35	1 bps	1 bps	5 bps	5 bps	4 bps	3 bps	-96 bps
墨西哥 10 年期国债	9.49	0 bps	6 bps	15 bps	21 bps	-51 bps	-93 bps	-46 bps
越南 10 年期国债	0.00	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps
韩国 10 年期国债	2.86	-2 bps	4 bps	4 bps	28 bps	0 bps	0 bps	-28 bps
印尼 10 年期国债	6.51	-2 bps	-6 bps	-16 bps	-40 bps	-52 bps	-46 bps	-46 bps
美国 10 年期国债	4.39	-3 bps	-2 bps	10 bps	15 bps	-23 bps	-18 bps	15 bps
马来西亚 10 年期国债	3.39	-4 bps	-4 bps	-16 bps	-27 bps	-42 bps	-43 bps	-40 bps
英国 10 年期国债	4.63	-4 bps	1 bps	15 bps	16 bps	1 bps	7 bps	51 bps
泰国 10 年期国债	1.48	-4 bps	-7 bps	-18 bps	-43 bps	-83 bps	-78 bps	-114 bps

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

图 7: 主要股指本币计价回报 (根据一周回报排序)

	现值 (当地货币)	股指回报 - 本币计价						
		一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
日本日经 225	41,456	4.1%	4.8%	6.5%	16.1%	3.8%	3.9%	9.5%
印尼 JCI	7,544	3.2%	7.0%	10.4%	12.9%	5.3%	6.5%	4.2%
MSCI 中国	81	2.8%	6.6%	5.2%	14.6%	25.2%	25.0%	45.6%
香港恒生	25,388	2.3%	5.2%	3.7%	15.5%	26.5%	26.6%	49.3%
越南 VN-Index	1,531	2.3%	5.0%	12.0%	24.6%	21.0%	20.9%	24.2%
墨西哥 S&P/BMV IPC	57,323	1.9%	1.3%	0.7%	1.1%	11.6%	15.8%	8.3%
菲律宾 PSEi	6,413	1.7%	-0.7%	1.4%	2.3%	1.9%	-1.8%	-3.9%
沪深 300	4,127	1.7%	2.8%	4.2%	9.0%	7.7%	4.9%	21.4%
美国标普 500	6,389	1.5%	2.1%	4.9%	15.6%	4.7%	8.6%	18.3%
英国富时 100	9,120	1.4%	2.0%	4.6%	8.4%	7.3%	11.6%	11.4%
美国纳斯达克 100	23,272	0.9%	2.2%	4.7%	19.8%	6.9%	10.8%	23.6%
泰国 SET	1,217	0.9%	8.6%	9.9%	5.0%	-10.1%	-13.1%	-5.8%
MSCI 新兴市场	1,258	0.7%	2.3%	3.0%	14.6%	15.4%	17.0%	17.1%
欧洲 STOXX	550	0.5%	0.5%	2.4%	5.7%	3.8%	8.3%	8.1%
MSCI 亚太区除日本外	661	0.5%	2.4%	2.9%	15.9%	14.9%	16.2%	18.4%
马来西亚 KLCI	1,534	0.5%	-0.2%	0.9%	1.6%	-2.5%	-6.6%	-5.0%
韩国 KOSPI	3,196	0.3%	0.6%	2.8%	25.5%	26.0%	33.2%	17.9%
巴西 IBOV	133,524	0.1%	-2.0%	-1.7%	-0.9%	9.0%	11.0%	6.0%
印度 Sensex	81,463	-0.4%	-1.3%	-1.6%	2.8%	6.9%	4.3%	1.8%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

分行业表现

图 8: MSCI 中国指数分行业绝对回报 (根据过去一周回报排序)

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
原材料	7.4%	10.4%	15.3%	26.2%	33.4%	40.7%	43.1%
能源	6.1%	8.1%	8.9%	17.8%	11.5%	6.8%	3.8%
工业	5.0%	6.5%	8.6%	17.3%	14.6%	10.6%	30.5%
信息技术	1.7%	2.9%	6.0%	19.5%	29.4%	35.3%	105.3%
医疗保健	1.1%	12.9%	15.7%	34.9%	60.1%	60.7%	74.2%
金融	0.9%	1.1%	0.9%	19.6%	24.9%	23.6%	56.7%
MSCI 中国	2.8%	6.6%	5.2%	14.6%	25.2%	25.0%	45.6%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

图 9: 恒生指数分行业绝对回报 (根据过去一周回报排序)

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
综合企业	8.8%	10.0%	8.1%	24.8%	30.3%	24.3%	37.2%
原材料	7.7%	11.7%	15.6%	37.0%	50.7%	60.5%	59.6%
能源	5.4%	6.9%	8.9%	18.1%	9.9%	5.8%	2.6%
可选消费	1.3%	7.5%	3.6%	9.1%	21.5%	22.2%	45.2%
医疗保健	0.7%	12.9%	15.5%	37.0%	73.9%	73.4%	96.8%
电讯	-1.0%	0.6%	0.4%	7.3%	16.3%	14.8%	19.8%
恒生指数	2.3%	5.2%	3.7%	15.5%	26.5%	26.6%	49.3%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

估值趋势

图 10: 恒生指数市盈率区间 (现值 11.4 倍, 三年中值 9.0 倍, 8 年均值 10.4 倍)

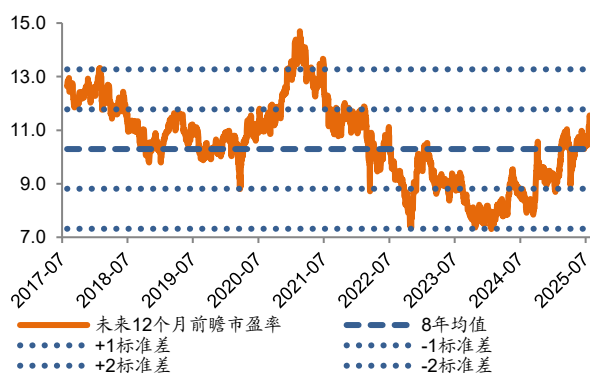
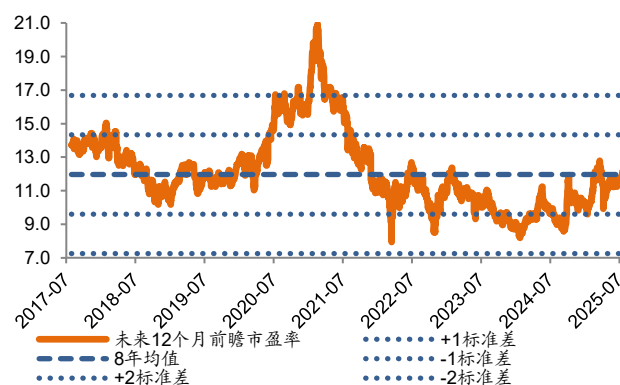
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部;
数据截至 2025 年 7 月 25 日

图 11: MSCI 中国指数市盈率区间 (现值 12.5 倍, 三年中值 10.3 倍, 8 年均值 12.0 倍)

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部;
数据截至 2025 年 7 月 25 日

盈利预测调整

图 12: 恒生指数 EPS 一致预测调整

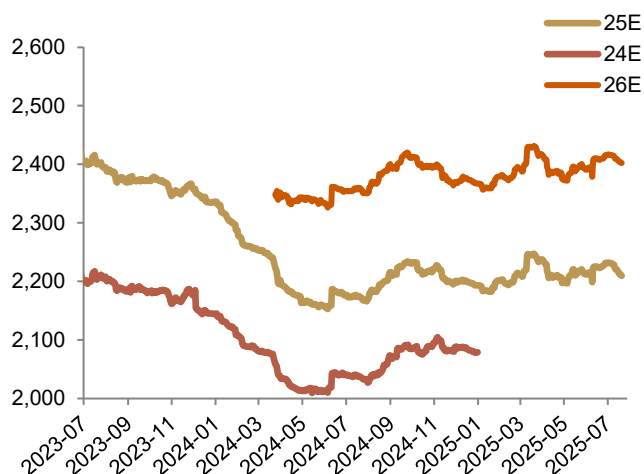
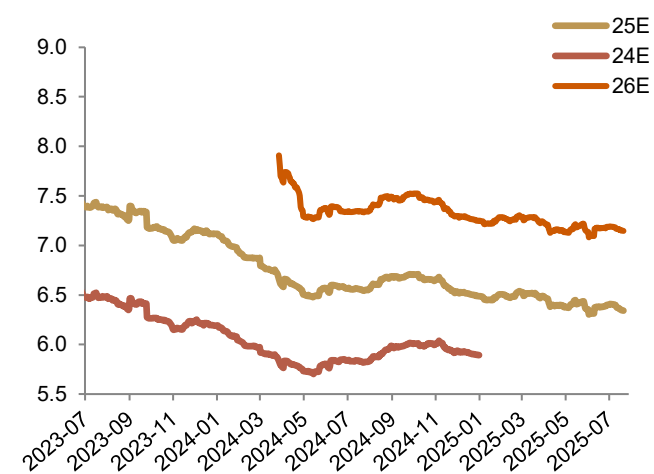
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部;
数据截至 2025 年 7 月 25 日

图 13: MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部;
数据截至 2025 年 7 月 25 日

全球大宗商品及货币表现

图 14: 主要大宗商品和虚拟资产美元计价价格变动 (根据一周变动排序)

	现价 (美元)	价格变动 %						
		一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
能源								
布伦特原油	68.44	-1.2%	-2.7%	1.1%	2.3%	-12.8%	-8.3%	-16.9%
热油	2.41	-1.9%	-1.7%	4.8%	11.0%	-4.4%	3.7%	-2.6%
汽油	2.10	-2.6%	-4.1%	0.7%	-1.0%	2.3%	4.8%	-15.0%
WTI 原油	65.16	-3.2%	-4.8%	0.4%	3.4%	-12.7%	-9.1%	-16.8%
天然气	3.11	-12.8%	-6.2%	-8.7%	5.9%	-22.8%	-14.4%	52.4%
金属								
铁矿石	111.72	1.0%	7.1%	11.4%	6.6%	0.2%	4.7%	5.3%
镍	15,320.00	0.7%	0.8%	1.6%	-1.4%	-2.2%	-0.1%	-2.8%
铝	2,635.50	0.2%	1.2%	2.8%	8.5%	-0.2%	3.3%	16.1%
锌	2,823.50	0.2%	3.1%	4.4%	6.7%	-0.1%	-5.2%	5.3%
银	38.16	0.0%	-0.7%	5.2%	15.3%	24.8%	32.0%	37.0%
铜	9,769.50	-0.1%	1.1%	0.6%	4.2%	5.3%	11.4%	7.1%
金	3,337.30	-0.4%	-0.5%	0.1%	0.5%	20.5%	27.2%	41.1%
铂	1,406.22	-1.6%	1.7%	3.8%	44.1%	47.8%	54.9%	50.0%
农产品								
瘦肉猪	1.09	2.1%	1.9%	-3.7%	17.1%	32.1%	33.7%	15.9%
活牛	2.26	1.3%	1.9%	2.2%	5.7%	10.6%	16.8%	19.9%
棉花	0.67	-0.2%	1.2%	0.9%	0.2%	-0.9%	-2.0%	-0.3%
小麦	5.38	-1.5%	-0.5%	1.9%	1.6%	-1.1%	-2.4%	0.1%
玉米	4.00	-2.2%	-0.9%	-2.6%	-16.6%	-17.9%	-12.9%	-1.6%
豆粕	267.80	-2.3%	0.1%	-3.0%	-7.7%	-12.2%	-12.9%	-24.0%
大豆	9.99	-2.8%	-0.5%	-2.6%	-4.9%	-5.4%	0.1%	-10.5%
糖	0.16	-3.2%	-1.7%	1.9%	-10.4%	-14.4%	-15.4%	-12.7%
咖啡	2.98	-3.7%	3.1%	-3.6%	-27.1%	-14.4%	-6.9%	26.8%
加密货币								
以太币	3,686.74	4.7%	23.9%	51.1%	104.8%	10.4%	10.2%	16.9%
比特币	117,104.31	-0.3%	-0.5%	8.6%	23.3%	11.4%	25.0%	79.4%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

图 15: 主要货币兑美元表现 (根据一周表现排序)

	现值	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
美元指数	97.65	-0.8%	-0.2%	0.0%	-1.8%	-9.1%	-10.0%	-6.4%
瑞典克朗	9.53	1.4%	0.3%	-0.5%	1.7%	14.6%	16.2%	13.6%
墨西哥比索	18.55	1.1%	0.5%	2.1%	5.2%	9.3%	12.3%	-0.5%
欧元	0.85	1.0%	0.4%	0.7%	3.3%	11.9%	13.4%	8.3%
新西兰元	1.66	0.9%	0.1%	-0.4%	0.9%	5.4%	7.6%	2.2%
澳大利亚元	1.52	0.9%	-0.2%	0.8%	2.7%	4.0%	6.1%	0.4%
日元	147.69	0.8%	-0.2%	-1.7%	-2.7%	5.6%	6.4%	4.2%
瑞士法郎	0.80	0.7%	0.2%	1.2%	4.1%	13.9%	14.1%	10.8%
韩元	1,382.80	0.6%	-0.4%	-1.5%	4.2%	3.4%	6.4%	0.0%
马来西亚林吉特	4.22	0.5%	0.7%	0.3%	3.6%	3.7%	5.9%	10.4%
阿根廷比索	1,280.33	0.4%	-1.6%	-7.1%	-8.7%	-18.3%	-19.5%	-27.4%
新加坡元	1.28	0.3%	-0.1%	-0.2%	2.6%	5.0%	6.6%	4.8%
巴西里尔	5.56	0.3%	-0.1%	0.0%	2.1%	6.3%	11.0%	1.4%
加拿大元	1.37	0.2%	-0.1%	0.2%	1.2%	4.7%	5.0%	0.9%
英镑	0.74	0.2%	-0.4%	-1.7%	0.9%	7.6%	7.4%	4.6%
智利比索	963.50	0.1%	-0.5%	-2.7%	-3.0%	2.0%	3.3%	-1.3%
菲律宾比索	57.13	0.1%	-1.1%	-0.7%	-1.5%	2.1%	1.3%	2.3%
中国人民银行	7.17	0.1%	0.0%	0.1%	1.6%	1.0%	1.8%	1.1%
越南盾	26,140.00	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.5%	-4.0%	-2.5%	-3.2%
泰铢	32.38	0.0%	0.4%	0.9%	3.6%	3.9%	5.3%	11.6%
印度尼西亚卢比	16,315.00	-0.2%	-0.6%	-0.2%	3.2%	-0.9%	-1.3%	-0.4%
新台币	29.44	-0.2%	-0.8%	-0.2%	10.5%	11.0%	11.4%	11.6%
南非兰特	17.77	-0.3%	1.0%	-0.1%	5.3%	3.6%	6.1%	3.3%
印度卢比	86.52	-0.4%	-0.8%	-0.5%	-1.2%	-0.4%	-1.1%	-3.3%
土耳其里拉	40.55	-0.4%	-0.9%	-2.0%	-5.2%	-12.0%	-12.8%	-18.6%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2025 年 7 月 25 日

首选推荐

股票代码	公司名称	市值	股价	目标价	每股盈利增速		市盈率		推荐理由	分析师
		(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	2025	2026	2025	2026		
互联网和教育										
META US	Meta	1,791,911	712.7	审视中	7%	17%	22.1	18.9	我们对 Meta 的前景持乐观态度，认为其能够通过多元化的社交媒体平台和广告，尤其是电子商务领域，受益于 AI 的进步。Meta 目前的 2025 财年非 GAAP 预期市盈率为 22 倍；鉴于其强大的全球市场地位和增长机会，我们认为这一估值并非过高。2025 年的增长驱动因素包括广告收入的增长趋势，以及 WhatsApp 和 Threads 的用户增长和货币化。此外，从大模型和资本支出的角度来看，与超大规模的同行相比，Meta 凭借其开源战略处于相对更有利的地位，而且它只是在为自身使用建设数据中心的容量。	王腾杰
DASH US	DoorDash	105,902	249.9	审视中	49%	41%	47.6	33.7	DoorDash 是美国外卖市场的龙头公司，通过丰富品类、发展广告业务和提升市场份额和拓展国际市场进行不断扩张。尽管存在宏观层面的担忧，该公司 2024 年强劲的业绩表现再次证实了其长期市场渗透率和使用频率的上升潜力，以及人们对食品配送的习惯性需求。DoorDash 通过成本费用控制、运营效率提升、规模效益以及广告等额外的货币化机会，提高了自身的盈利能力。我们预计其 2025 财年的营收增长 21%，核心盈利增速约 50%。	王腾杰
NFLX US	Netflix	501,621	1,180.5	1,423	16%	22%	47.9	39.2	公司有丰富的优质内容储备以及新增了更多的体育赛事直播（Tyson，NFL）来为观众提供更多价值，刺激订阅用户增长并提升订阅用户留存率。公司通过整合广告支持服务、打击密码共享行为实现的货币化，再加上规模效应，有助于扩大利润率和利润，进而通过股票回购向股东返还自由现金流。我们看到该公司作为多元化内容平台，具备全球发展机会以及价值发现能力所带来的长期营收增长潜力。	王腾杰
BABA US	阿里巴巴	286,313	120.0	176	4%	11%	13.2	11.9	得益于消费刺激性政策及 AI 广告工具的驱动下，我们看好 CMR 加速趋势。预计在强劲的 AI 需求和领先的市场地位的驱动下，26 财年云业务收入同比增长明显加速，增速超过 20%。预计 26 财年集团调整后 EBITA 同比增长 11%，得益于集团层面持续的降本增效抵消了在 AI 方面增加的投资。	李怡珊
700 HK	腾讯控股	642,788	550.5	650	14%	17%	19.5	16.6	我们预计腾讯 2025 财年集团收入同比增长 10%，其中游戏业务得益于丰富的产品储备，同比增长 10%；广告业务在视频号、AI 搜索和小程序的推动下，同比增速更快，达到 18%。我们对腾讯利用其强大的社交媒体护城河打造的 AI 生态系统感到乐观，并且我们认为潜在的 AI Agent 产品可能会成为强大的催化剂。我们预计 2025 财年腾讯核心净利润同比增长 12%。	李怡珊
DUOL US	多邻国	16,549	364.1	593	38%	29%	n.a	46.6	我们依然看好好多邻国强劲的业务增长前景，其驱动因素包括：1）广阔的潜在市场规模和货币化机会；2）借助 AI 技术持续进行创新和推出新产品；3）独特的品牌和知识产权，以及社交优先的产品/营销策略。我们预计多邻国 25/26 财年的收入同比分别增长 30%/26%，核心盈利增速分别为 34%/34%。	李怡珊
EDU US	新东方	7,634	46.7	63	17%	27%	16.3	12.8	我们看好新东方平衡收入增长与利润扩张的前景，业务驱动力主要来自于稳健的 K12 业务，以及降本增效。潜在的新股东回报计划将有望成为短期股价催化剂。我们预计新东方核心教育业务 25/26 财年的收入同比分别增长 24%/13%，核心盈利增速分别为 23%/32%。	李怡珊

股票代码	公司名称	市值	股价	目标价	每股盈利增速		市盈率		推荐理由	分析师
		(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	2025	2026	2025	2026		
医药										
3692 HK	翰森制药	25,987	34.3	审视中	1%	12%	38.5	34.3	在与再生元完成第二次对外许可交易后，我们预计其合作收入的一致预期数字将会上升，正如我们在模型中假设的超过 10 亿元人民币。此外，我们看好公司除阿美乐之外的增长前景，例如其 EGFR/cMET bsAb 和 ADC 管线，以及更强的现金流生成能力。我们认为持续的管线升级是主要的重新评级催化剂。	陈铸鸿
1801 HK	信达生物	19,414	89.2	审视中	147%	136%	n.a	n.a	我们维持“增持”评级，原因如下：a) 该公司拥有强大的商业产品组合（10 种获批产品）和多元化的研发管线（约 30 项临床资产，包括 PD-1xIL2 双特异性抗体）；b) 玛仕度肽有望在 2025 年获批，增强公司在心血管代谢领域的影响力；c) 国家医保目录政策的可预测性有所提高。	陈铸鸿
LLY US	礼来制药	770,215	812.7	1,072.0	37%	35%	39.2	29.1	我们认为 GLP-1 仅是代谢领域开发浪潮的开始，礼来在代谢衰老领域深度布局，研发能力行业领先；我们看好公司替尔泊肽以及未来口服小分子 OFG 带来的业绩长期增长；同时肿瘤领域（BTKi/CDK 抑制剂）和自免领域，礼来未来都将多轮驱动。我们对公司研发效率及 ROE 的提升均持正面态度。	陈铸鸿
NVS US	诺华制药	235,314	117.7	审视中	11%	-3%	20.0	20.6	我们认为公司有望在 25 财年实现中个位数增长，原因如下：公司预计诺欣妥在美国的专利将在 25 年中到期，仅对下半年产生影响（欧盟专利于 26 年 11 月到期）。可善挺增长势头仍有望持续。我们预计 Kesimpta 一线使用和患者转换将继续，得益于新数据和使用便利。凯丽隆有望在早期乳腺癌适应症获批后，实现处方量继续增长。对于 Pluvicto，FDA 在已经于近期批准 1L mCRPC 也有望在 25 年三季度和未来推动产品销售收入增长，主要由于 PSMAFore 的目标人群是 VISION 的 3 倍和公司在核药领域优势布局。	陈铸鸿
2506 HK	讯飞医疗	1,699	110.3	141.5	7%	21%	n.a	n.a	在我们追踪的中美两国医疗人工智能公司中，讯飞是最纯粹的在生产力提升方面上市的公司——既不是互联网药店，也不是仍处于未上市的技术新星。它将生成式 AI 贯穿于医疗的每个阶段——就诊前、诊疗点和随访——以消除低价值任务并处理人类无法规模化完成的工作。该平台涵盖三大支柱：AI+服务、AI+临床支持以及 AI+管理。讯飞赢得了国家卫生健康委员会和数百家顶级医院的罕见深度信任——构建了一个政策和数据护城河，鲜有公司能复制。其解决方案已覆盖 7 万个乡镇诊所和 500 多家等级医院，将 AI 从热门词汇变为床边现实。	陈泓道

股票代码	公司名称	市值	股价	目标价	每股盈利增速		市盈率		推荐理由	分析师
		(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	2025	2026	2025	2026		
汽车及零部件										
175 HK	吉利汽车	25,001	19.5	32.0	91%	29%	12.7	9.9	价格战近期回调后估值吸引，业绩可见度高。 1) 银河优势已成： 星耀 8 上市首月交付破万，有望接力爆款。旗舰 SUV M9 搭载最新技术平台，下半年交付。银河仍将发布多款车型，包括：一款中型轿车 A7、小型轿车及硬派越野 SUV 银河战舰，产品矩阵完善。 2) 高端新能源： 新品高端旗舰 SUV 领克 900 在手订单量充足，有望冲击月销一万；下半年发布领克混动 Z10，强化产品线。极氪新车 007 GT 表现不俗，同时豪华 SUV 9X/8X 新车将于 3Q/4Q 上市。看好极氪在管理团队及渠道网络调整后有更佳表现。此外，合并后将解决内耗痛点，盈利性提升。 3) 燃油中国星改借力新能源平台共享： 星越 L 改款 3 月上市，近两月表现不俗。博越 L 第四代 5 月已上市，开启燃油 SUV 智驾平权时代。此外，25 款帝豪将于七月发布。 4) 海外布局加速： 新能源海外试产，印尼 KD 工厂交付首台 EX5，轻资产模式布局拉美/中亚。银河 E5/星愿二季度进入多个市场，下半年海外提速。	梁勇活
2015 HK	理想汽车	31,883	116.9	138.0	21%	39%	22.3	16.1	一季度新车真空期业绩指标稳健，下半年业绩驱动力强：1) i 系列下半年推出，补能网络充足：计划 7 月/9 月起售 i8 和 i6，i8 将搭载最新 MindVLA 大模型，并有创新造型设计，兼顾空间与风阻能耗，实现十分钟 500 公里快充。现已开放运营约 2,350 座超充站，年底达四千座，降低里程忧虑。2) 焕新版超预期，有望回归月销 5 万：焕新版增程 L 系列目前每周销量已超 1 万台，管理层对月销量回归 5 万较有信心。Mega 新款相对旧款销量增长超 150%大超预期。3) 渠道下沉，提高运营效率：将加速下沉四五线城市，或带来十万增量市场空间。未来持续优化直营效率，有望超越 BBA 4S 店。4) 海外长期布局：海外公司前瞻布局发展硬件产品、售后服务和软件智能服务，长期目标海外销量占比达 30%。	梁勇活
9868 HK	小鹏汽车	18,289	75.3	115.0	60%	150%	n.a	n.a	下半年多因素支撑业绩增长，智驾进展快： 1) 多款新车型推动销量，四季度有望扭亏： 5 月推出 Mona 03 Max，全市场首款 15 万级全场景智驾车。6 月发布 G7 SUV 最早 7 月上市，三季度将推出 ASP 较高的 P7 轿跑，四季度将推出“一车双能”的鲲鹏系统混动版本，多款新品/改款有望再次引爆销量。管理层预计毛利率持续改善，对四季度扭亏为盈保持信心。 2) 出口稳步提升： 二季度进入印尼下半年出口提速，全年达到双位数增长。预计若中国欧盟电动车贸易谈判顺利，将更有利于小鹏电动车出口。 3) 智能化提升并降本： 自研图灵芯片二季度量产，三季度放量，有效 AI 算力为行业主流的约 3-7 倍，有望降本增效。2026 年将基于图灵芯片构建全本地端 AI 能力，有望开拓机器人等新业务，增强智能化生态及规模化效应。	梁勇活

股票代码	公司名称	市值	股价	目标价	每股盈利增速		市盈率		推荐理由	分析师
		(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	2025	2026	2025	2026		
消费										
9992 HK	泡泡玛特	41,949	245.2	272.0	121%	45%	44.0	30.4	我们预测公司 2025 年净利润为人民币 70 亿元，较市场一致预期高出约 15%，主要因为市场低估了泡泡玛特海外扩张的规模与速度。在我们看来，公司一贯的盈利超预期表现，意味着即便以当前目标价为基准，盈利仍有进一步上修的空间。公司在 2025 年一季度海外收入同比增长 475%，显著快于市场及我们对全年增长的预测，显示出强劲的增长动能，即便下半年面临高基数效应。考虑到这一趋势，我们认为市场或将开始计入公司更具进取性的盈利路径，尤其是在国际业务方面，进而有望推动公司估值超越当前目标价水平，实现估值重估。	黄铭谦
ATAT US	亚朵	4,932	35.7	39.0	36%	25%	n.a	48.7	中高端定位促使亚朵平均 RevPAR 高于同业，同时品牌追求适量硬件升级去搭配体验，驱动比友商圈更快的投资回收期，吸引实业投资者并巩固加盟店扩张的正向循环。高会员粘度培植强大直销能力，减低对 OTA 的倚赖。公司 70% 以上为商旅客户，品牌中高端定位也促成企业协议优化收入结构并稳定入住率，增加营收可见性。与同业相比，我们认为，鉴于其高增长和差异化的零售业务，亚朵值得获得溢价。	黄铭谦
2020 HK	安踏体育	32,472	90.8	118.0	14%	14%	16.9	14.8	管理层指引安踏/FILA/其他品牌在 2025 年预计实现高个位数/中个位数/30% 以上的销售增长，并表示截至目前的一季度销售势头同样令人满意（我们的渠道调查显示，2025 年前两个月的零售销售增长在高个位数至低双位数水平）。我们仍然认为，安踏的多品牌组合及其“超级安踏”战略将持续推动公司超越同行。维持“增持”评级。	黄铭谦

资料来源：万得、公司、招商证券（香港）研究部；数据截至 2025 年 7 月 27 日

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828