

策略点评 20250728

关税“截止日”临近，港美股还能进一步新高吗？——港股&海外周观察

2025 年 07 月 28 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 7 月 21 日-2025 年 7 月 25 日）发达市场与新兴市场同时上涨。从涨幅来看，发达市场上涨 1.5%，新兴市场上涨 0.7%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 2.5%，恒指上涨 2.3%，恒生港股通上涨 2.5%。行业上，综合企业、原材料业领涨。南向资金主要流入金融业、医疗保健业，主要流出电讯业。

港股处在震荡向上趋势中，恒指已突破前高，下行有底。我们继续关注潜在增配资金风险偏好。

1、投资者情绪较此前乐观了一些，成交情况明显回升。部分资金仍有提高仓位潜力，尤其是险资。

2、机构投资者增配方向能够为整个港股上涨提供动能。一是，机构投资者的隐性增配共识是红利股。二是，近两周互联网科技权重股也开始获得部分资金增配。此外，业绩期，投资者自下而上地关注有业绩、相对低估且有景气度的板块。相对被低估的方向得到继续增配，比如创新药。这都能够为整个大盘继续上涨提供动力。

3、机构投资者增配方向能够为整个港股上涨提供动能。一是，机构投资者的隐性增配共识是红利股。二是，近两周互联网科技权重股也开始获得部分资金增配。此外，业绩期，投资者自下而上地关注有业绩、相对低估且有景气度的板块。相对被低估的方向得到继续增配，比如创新药。这都能够为整个大盘继续上涨提供动力。

■ 美股：在贸易政策进一步缓和及科技情绪催化下，本周标普 500 领涨 1.5%，道指跟涨 1.3%，纳指上涨 1%。

贸易政策（美菲、美日、美欧）进一步缓和。美菲方面，达成协议。美国对菲律宾的关税税率从 20%降至 19%，菲律宾则对美国开放市场、实行零关税；美日方面，达成协议。美国对日本关税税率降至 15%，日本则是向美国投资 5500 亿美元。此外，日本将开放其国家的贸易，包括汽车和卡车，大米和某些其他农产品以及商品；美欧方面，释放达成协议信号。双方均称正在接近达成贸易协议，该协议将对欧洲进口商品征收 15%的关税，双方将免除对某些产品的关税，包括飞机、烈酒和医疗设备。考虑到美国贸易逆差对日本、欧洲处于较为靠前水平，因此贸易谈判进度一直处于“举步维艰”的状态。而迄今与美国达成协议意味着贸易谈判最关键的两大抓手得到阶段性突破，这意味着加征关税更多的是达成交换的手段，而非完全的目的。此外，中美代表团定于下周在瑞典开启第三轮贸易谈判，商讨推迟关税谈判最后期限等问题。

美股 Q2 财报超预期，尤其是科技股业绩成为“强心剂”。整体来看，截至 2025 年 7 月 27 日，全部美股已有近 20%的公司公布业绩，66.2%营业收入超预期，77.1%盈利增长超预期。科技股方面，谷歌 AI 进展、资本开支超预期，上调 25 全年资本开支至 850 亿美元，预计 26 年继续增长，此外，英特尔 Q2 收入超预期。AI 资本支出持续升温之际，科技热度进一步得到催化。

美国发布“AI 行动计划”（AI Action Plan），加速 AI 发展。该计划基于三大支柱：加速创新、建设 AI 基础设施，以及在国际外交和安全领域引领潮流。

短期来看，我们认为美股继续震荡上行为主。一是，美国从上半年“政策排毒”转向下半年的“经济复苏”，其背后主要的推手是“三降”：降利率、降税收、降关税，前期信心危机只是短期现象。二是，关税博弈，税率“缓”+“降”的概率大于“急”+“升”。关税截止日（8 月 1 日）临近，参考美日、美欧的协议情况，我们认为特朗普的“关税样

相关研究

《年内 AI 二波启动，关注国产算力和应用》

2025-07-27

《ROE 拐点交易和红利陷阱》

2025-07-26

板”已明牌，10%-15%是“心理价位”，短期核心关注 28 日于瑞典举行的中美谈判；三是，宏观经济基本面仍旧以“稳”为主。一方面，在抢进口影响消退后，我们认为美国 Q2 实际 GDP 增速相较于 Q1 明显转正，根据亚特兰大联储 7 月 25 日最新预测，预计 Q2 美国实际 GDP 季环比折年达 2.4%；另一方面，我们认为美国非农就业人数增长仍会较为有韧性。

此外，从技术及情绪来看，美股积极情绪进一步扩散。从技术层面来看，标普 500 的 50 及 200 日均线均向上，市场广度进一步上涨至近 67%。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度继续上修至 12%，意味着短期可能进一步催生指数的上涨。另一方面，美股风险溢价从上周的 -0.88% 降至 -0.91%，市场对风险资产的偏好仍较强。

中长期来看，虽然依然充斥着不确定性，但美股下半年将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，随着关税效应的逐步显现（提前消费消退），美国经济确定性放缓，但整体来看还不至于衰退，仍有财政政策对 GDP 形成支撑。因此未来一个季度是重要的观察窗口，如果通胀保持温和，为美联储今年下半年多次降息铺平道路，美联储降息预期或会进一步增强，给市场流动性注入活力；二是，美国金融环境仍处于较为宽松的水平；三是，美国企业尤其是科技的支出仍旧强劲，且这一势头正在延续。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 6 支增持**，其中流入最多的是 SPDR 黄金信托(+ \$9.45 亿美元)，其次是 iShares 黄金信托(+ \$3.84 亿美元)，第三是日本实物金 ETF(+ \$1.08 亿美元)；其中主要增持国家集中在美国；全球主要黄金 ETF 有 6 支减持，流出最多的是华安易富黄金 ETF(- \$3.61 亿美元)，其次是国泰黄金 ETF(- \$1.18 亿美元)，第三是易方达黄金 ETF(- \$0.65 亿美元)；

机构边际大幅增持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.76 盎司(周环比+1.1%)，SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.82 盎司(周环比+0.4%)。

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 \$222.79 亿美元，边际流出 \$34.79 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$87.38 亿美元，边际流入 \$40.44 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多(+ \$68.2 亿美元)，其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出(- \$5.1 亿美元)，新兴市场中中国股票 ETF 净流入最多(+ \$10.2 亿美元)。

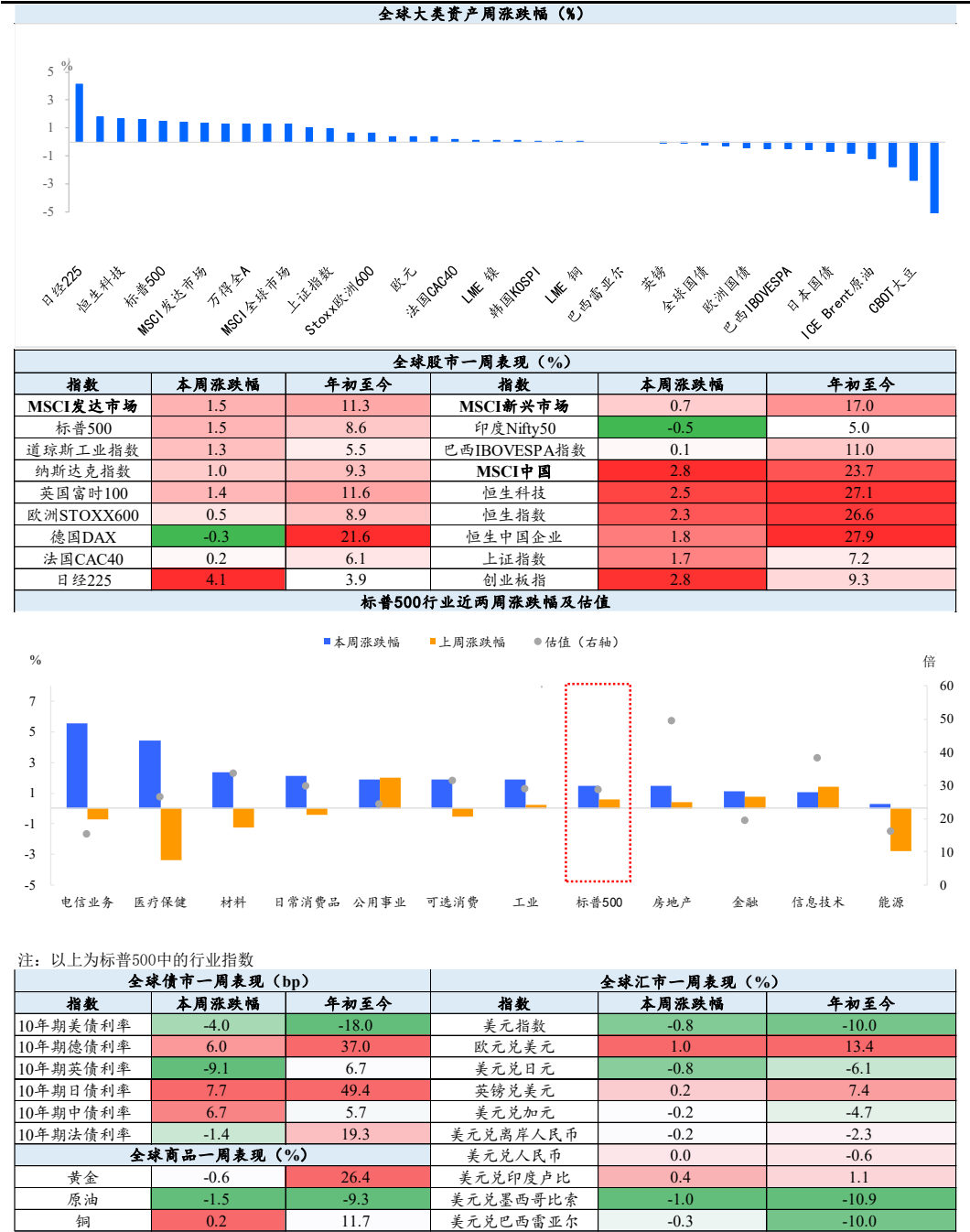
全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:金融、材料和公用事业；净流出行业为医疗保健、可选消费和能源。

- **下周重点关注数据及事件：宏观基本面方面：**1) 7 月 27 日-30 日中美于瑞典举行的经贸会谈；2) 7 月 30 日，美国 7 月 ADP 就业人数变动及美国二季度实际 GDP 季环比折年率初值；3) 7 月 31 日，7 月美联储议息会议及美国 6 月 PCE 物价指数环比；4) 8 月 1 日，美国 7 月非农就业、美国 7 月 ISM 制造业 PMI。

财报方面：1) 7 月 30 日，微软及 Meta Q2 财报；2) 7 月 31 日，苹果及亚马逊 Q2 财报。

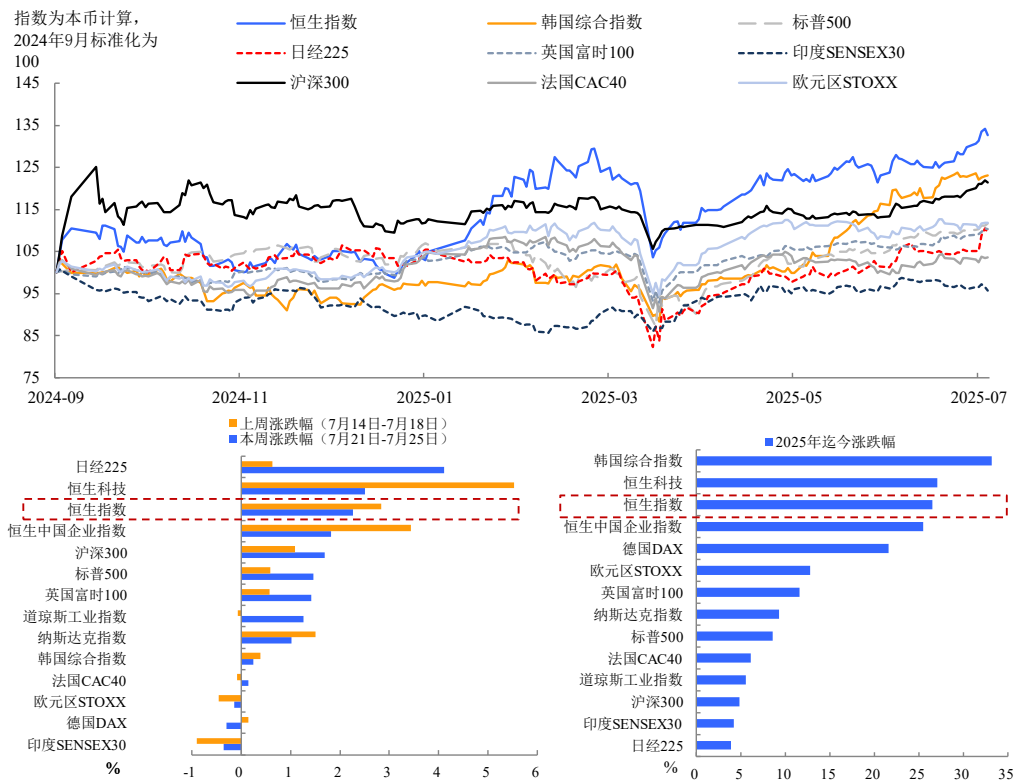
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场上涨



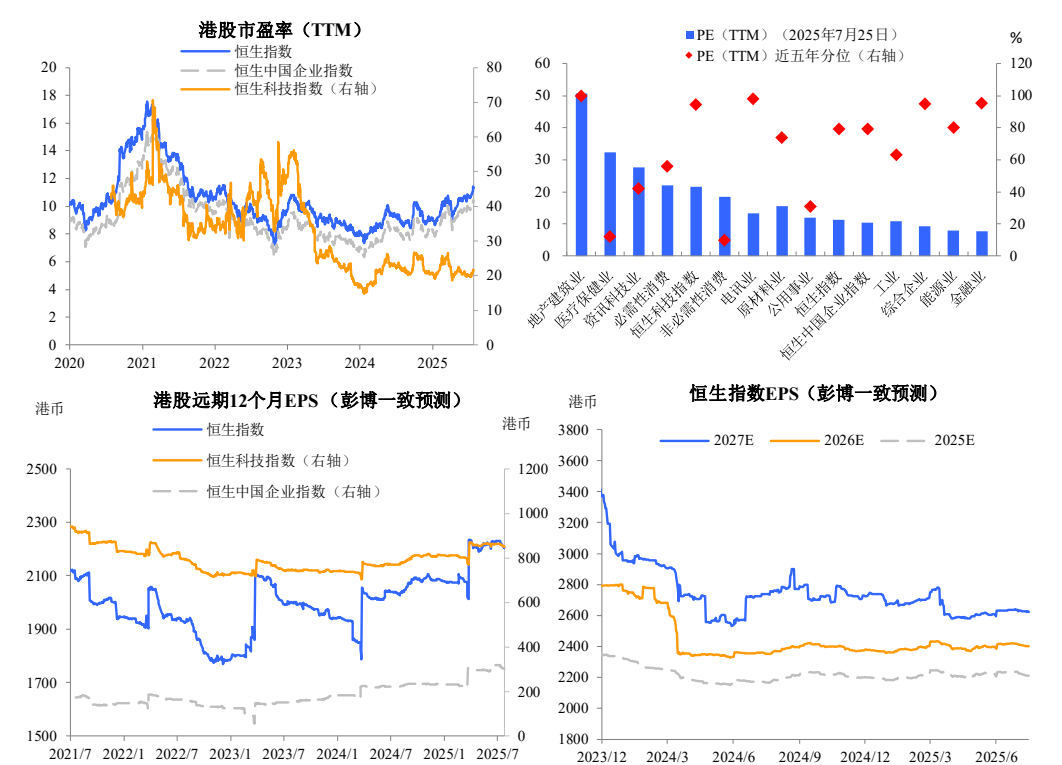
注：美股各行业估值为 PE-TTM
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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：南下资金净流入加速，流入的板块集中在金融业，电讯业流出显著



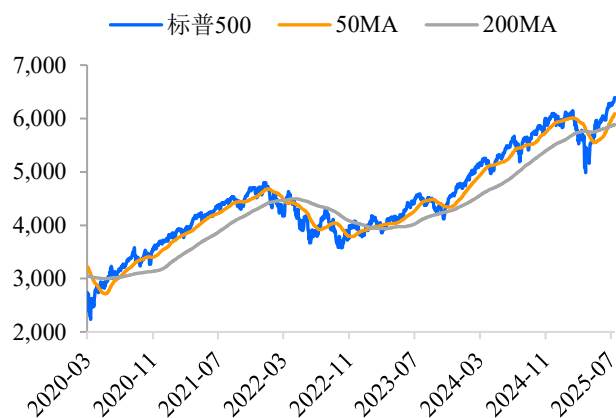
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员讲话

国家及官员	日期	官员表态	
		经济	货币政策
美国财长贝森特	2025/7/21	美国财长贝森特强调贸易谈判将稳步推进，重视高质量交易而非速度，并且指出欧洲在贸易谈判中起步缓慢，强调与欧洲的合作不会搁置。贝森特关注美联储的表现，表示若其犯错频繁会提出质疑，并关注其政策效果。他提到印尼将大量采购美国农产品和波音飞机，强调国际合作的重要性。他支持对俄制裁，认为二级制裁可能促使欧洲跟随美国行动。	若通胀数据低，就应降低利率。降息将推动房地产市场的复苏。在人工智能发展推动下，生产力即将迎来爆发式增长。
美国白宫	2025/7/22	特朗普没有解雇鲍威尔的计划。特朗普希望结束（加沙的）杀戮，希望通过谈判在该地区达成停火协议。他希望看到加沙所有的人质都得到释放。特朗普继续参与贸易协定谈判，而8月1日的关税截止日期实际上只是一个开始的日期，标志美国将开始从总统已寄出信件的所有国家收取这笔收入。他因在8月1日之前可能会看到一些更多的信件，也可能会有更多的贸易公告。特朗普政府仍愿意与伊朗进行会谈。	总统说得对。他一直在这么说，最终经济学家和专家们也开始认同他的看法，认为鲍威尔应该降低利率。
英国央行行长贝利	2025/7/22	英国央行行长贝利指出收益率曲线变陡是全球性现象，反映贸易和财政政策的确定性。贝利强调英国经济表现与其他市场无显著差异，信贷重心正从私营部门转向政府。市场上空头美元交易最为拥挤，美元资产超额配置不足，需保持谨慎。他强调英国政府增加住房供应和养老金改革的重要性，关注市场平静与债券拍卖情况。	贝利提及对央行数字货币的疑虑，如果英国央行与商业银行的合作取得成功，他会质疑是否需要央行数字货币。他还强调稳定币应如英镑账户般稳定。
澳洲联储	2025/7/22	美国关税措施对全球经济增长构成拖累，影响澳大利亚经济，当前澳大利亚GDP处于低迷状态。	澳洲联储会议纪要显示，委员会一致认为随着时间推移，进一步降息是合理的，强调时机和幅度的重要性，因为全球经济前景具有高度不确定性，美国的贸易政策难以预测。委员会考虑过是否将利率维持在3.85%不变，或将其下调25个基点。少数支持降息的观点更关注经济前景和通胀的下行风险。未进行利率调整的理由之一是包括通胀在内的部分数据比预期略微坚挺，而大多数成员一致认为在确认通胀放缓之前需保持谨慎，暂不采取宽松措施。因为难以判断未来利率的下降空间，政策一旦达到一定水平后将不再紧缩，需保持审慎态度。未来进一步降息的理由包括通胀正朝目标区间迈进，甚至可能低于目标水平，但连续多次降息被认为不符合“审慎和渐进”的原则。
美国总统特朗普	2025/7/23	日本将向美国支付15%的对等关税。刚刚与日本完成了一项规模庞大的交易，可能是有史以来最大的一笔交易，按照特朗普的指示，日本将向美国投资5500亿美元。而刚刚与日本签署了历史上最大的贸易协议，这对双方都是一笔好交易，与过去的交易相比，情况有很大不同，关税收入比预期的更高。日本正与美国在阿拉斯加成立合资企业，将与日本就液化天然气达成协议。此外，鲍威尔不会在任太久。政府决定降低药品价格。如果制药公司不达成协议，将会面临诸多问题。而他将利用进口限制措施，迫使外国供应商降低药品价格。	鲍威尔的政策正在影响住房市场，他将利率维持在过高水平，使得利率上升给购房者带来困扰。经济强劲，利率应当维持在1%，即利率应该降低3个百分点，甚至更低。
欧洲央行	2025/7/24	国内价格压力持续缓解，工资增长更加缓慢。环境仍然非常不明朗，尤其是由于贸易争端。紧急抗疫购债计划的持有量以可控且可预测的速度下降。	最新信息大致符合欧洲央行对通胀前景的先前评估，所以其将采取数据依赖和渐进会议的方式，来决定适当的货币政策立场。然欧洲央行未对特定利率路径作出预先承诺。管委会准备好在其授权范围内调整所有工具，以确保通胀在中期内稳定在2%的目标水平，并确保货币政策传导机制平稳运行。
澳洲联储主席布洛克	2025/7/24	他指出失业率上升符合预期，强调就业市场的指标显示缓慢改善，没有设定明确目标。劳动力市场仅缓慢缓解，失业率相对较低；并未设定特定的失业率或就业岗位减少数量目标。而就业市场的领先指标并未表明失业率将上升。其他劳动力市场指标，如空缺率，一直保持稳定。他准备通过职位空缺、工作时长及自愿换岗实现劳动力市场再平衡。	澳洲联储主席布洛克强调货币政策应采取审慎渐进的方式，关注经济数据变化。布洛克指出二季度核心通胀可能未如预期放缓，劳动力市场逐步趋于平衡。全球经济存在不确定性，布洛克希望通胀保持低位，强调央行的独立性和政策的灵活性。他指出美联储主席面临的环境“具有挑战性”，但美联储在艰难时期仍保持着其独立性，所以央行的独立性仍然是“指引之光”。目前不确定特朗普对鲍威尔的想法是什么，但前瞻性的就业数据表明情况“并未失控”。布洛克提到新数据将帮助判断通胀趋势，强调数字货币不具备引发通胀的属性。此外，他还指出新的完整月度CPI数据在一段时间内仍将具有过渡性。新的CPI数据将更有助于判断通胀势头，而委员会正在考虑发表演讲和公开露面的相关选项。

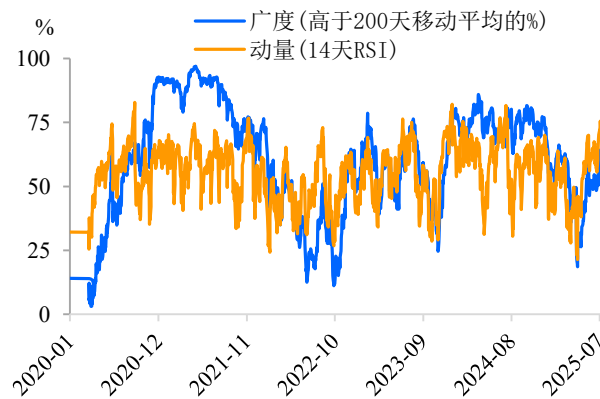
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：标普500的50及200日均线均向上



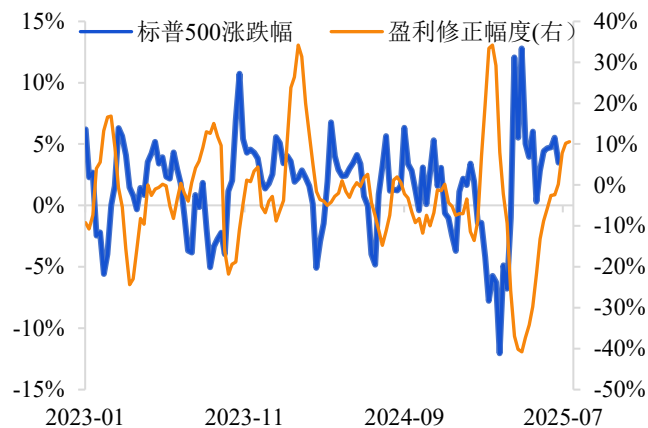
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：市场广度持续边际上涨至67%



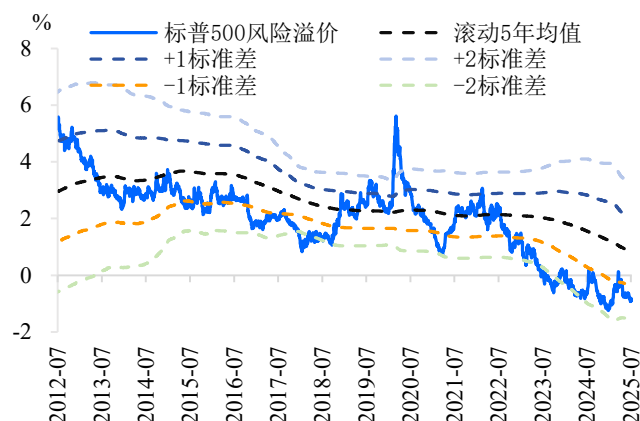
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：美股的盈利修正幅度斜率进一步向上



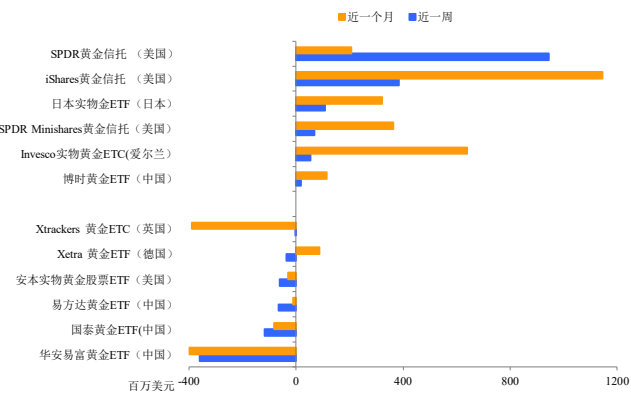
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：美股风险溢价



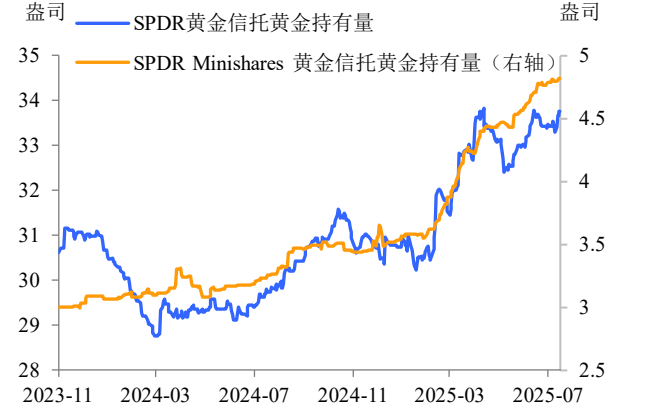
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国



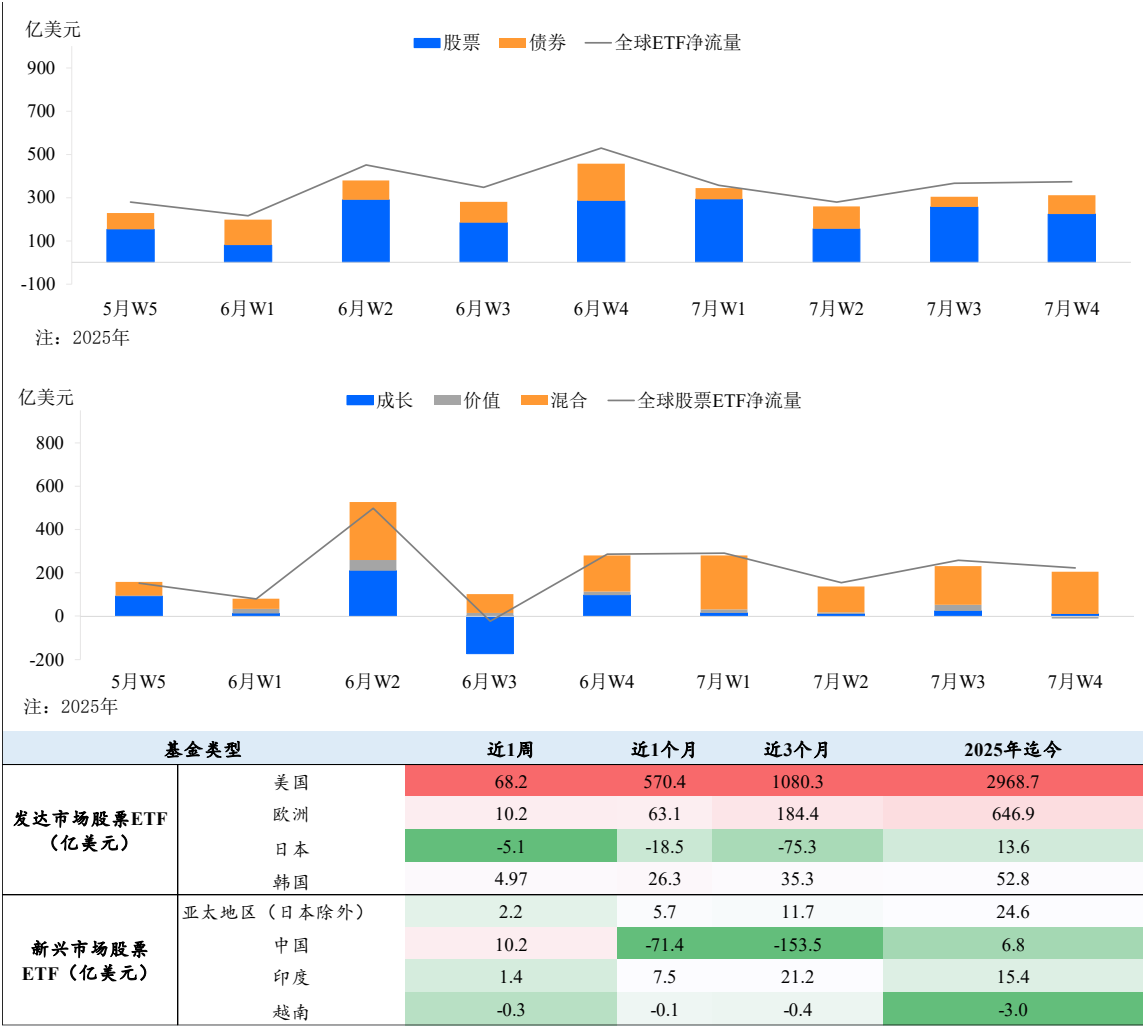
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：机构边际大幅增持黄金，散户边际小幅增持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：全球股票型 ETF 净流入放缓，其中主要流入地区为美国



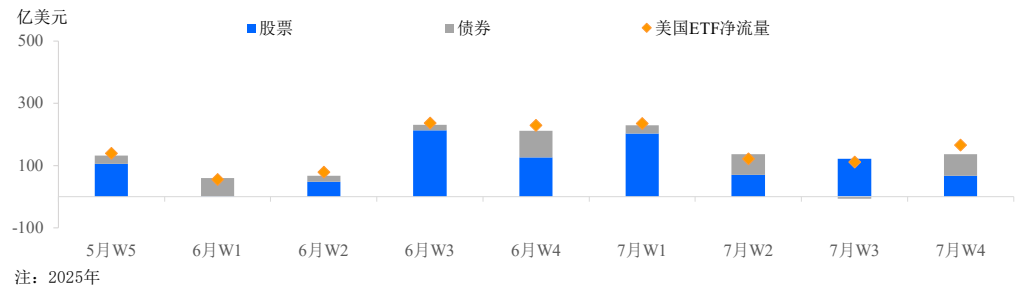
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：本周股票ETF中，流入金融的资金最多，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	0.8	2.5	8.3	23.3	50.7
可选消费	-3.5	-0.7	-4.3	6.6	-17.4
必选消费	1.6	2.2	-3.3	-7.3	-7.7
能源	-3.5	0.0	6.9	-0.6	-63.4
金融	4.3	19.6	57.0	37.0	86.1
医疗保健	-3.3	-5.1	-22.7	-52.4	-83.2
工业	0.2	3.7	40.4	94.8	161.9
材料	0.7	8.5	17.8	1.3	-32.5
科技	-0.3	3.8	70.9	168.5	289.5
公用事业	1.8	5.5	15.7	25.1	56.5

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：美国ETF（股+债）净流入放缓



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：重点关注下周中美瑞典会谈、7月31日美联储议息会议以及8月1日美国非农数据

周一 (2025/7/28)	周二 (2025/7/29)	周三 (2025/7/30)	周四 (2025/7/31)	周五 (2025/8/1)
美国-达拉斯联储银行制造业活动指数 欧元区-PPI同比 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-零售销售量同比 欧元区-GDP环比 GDP同比 欧元区-PPI同比 印度-工业增加值同比	美国-批发库存月环比 美国-FHFA房价指数月环比 美国-世界大型企业研究会消费者信心指数 欧元区-裕信银行奥地利制造业	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-ADP就业变动指数 美国-GDP环比折年率 美国-个人消费 美国-GDP价格指数 欧元区-GDP季环比 欧元区-GDP不变价同比 欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI月环比 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-GDP经季调季环比 欧元区-GDP经季调季环比	美国-FOMC利率决策(上限) 美国-FOMC利率决策(下限) 美国-个人收入环比 美国-个人支出环比 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-MNI芝加哥PMI 欧元区-CPI同比 欧元区-失业人员变动(单位:千) 日本-工业产值(月环比) 日本-BOJ Target Rate	美国-非农就业人数增减 美国-制造业就业人数增减 美国-失业率 美国-标普全球-美国制造业PMI 美国-ISM制造业指数 美国-建筑开支月环比 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-AIB爱尔兰PMI制造业 欧元区-CPI同比 日本-失业率 日本-工作与申请人数比率 日本-标普全球日本PMI制造业指数 印度-HSBC India PMI Mfg

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>