



宏观经济点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

港股：汇率是基石，叙事是高度

2025 年上半年港股走出强劲结构性牛市，开局受 AI 等科技重估带动，虽经 4 月初“对等关税”扰动，但随后新消费、创新药、非银金融轮动支撑反弹。反弹主要得益于四大因素：地缘风险降温推升风险偏好；弱美元环境下人民币升值显著提振港股盈利预期和外资信心；香港金管局为维持联系汇率及应对 IPO 热潮投放巨量流动性，压低融资成本；南向资金加速流入且话语权提升，改善流动性并推动 AH 溢价收敛，港股定价属性向 A 股靠拢。

南向资金成为关键“护盘力量”，流入规模激增。其持仓核心在金融（尤其是银行），但近期开始多元化配置信息技术、通讯服务等。港股除南向资金外的其他各类资金持仓结构虽有差异，但整体上青睐金融与科技板块，周期类信心仍偏弱。

展望下半年，基于美元信用长期受损及人民币实际购买力低估的背景，叠加南向资金（险资青睐银行股的稳定高股息）的持续支撑，预计港股“结构性牛市”韧性仍在。人民币国际化空间及港股作为人民币核心资产代表的价值是长期看点。也需关注美元潜在反弹等变量带来的短期波动，但预计对前期升值有限的人民币压力可控。

短期市场情绪可能受中美关系改善窗口（如 APEC）、联储降息（降低融资成本，利好地产、科技）及部分行业基本面波动影响。板块轮动料将持续，估值修复背景下，可关注前期涨幅小、有基本面改善预期的冷门板块。长期看，随着宏观政策托底和改革深化（如克服通缩、民生改革），港股有望迎来“人民币资产第三轮重估”，其“国家风险溢价”收敛潜力大，内资定价权上升将放大重估高度。

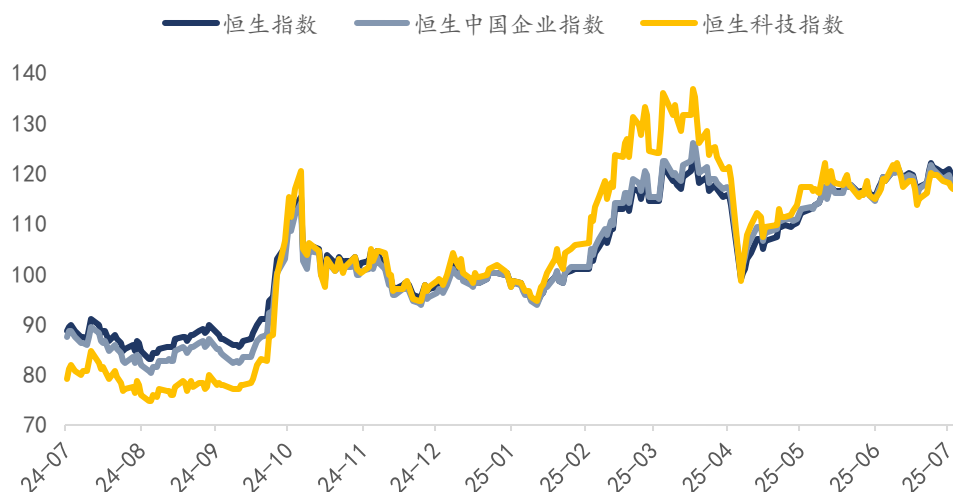
风险提示

1) 美联储降息不及预期，流动性利好不兑现；2) 国内基本面超预期下行，压制外资信心；3) 特朗普若超预期重启关税施压，可能从情绪上压制港股表现，出口相关板块存在风险。



2025 年上半年港股市场表现强劲，年初在 AI 技术突破与科技重估下迎来开门红、领跑全球。4 月初对等关税风波一度将指数“打回原点”，但此后港股继续涌现新热点，新消费、创新药、非银金融等板块轮动切换，呈现结构性牛市格局¹。下半年，港股的牛市是否将发生变化？有哪些新的变量？

图表 1：恒生指数、恒生中国企业指数接近年内高点，但恒生科技反弹动能相对有限（2024/12/31=100）

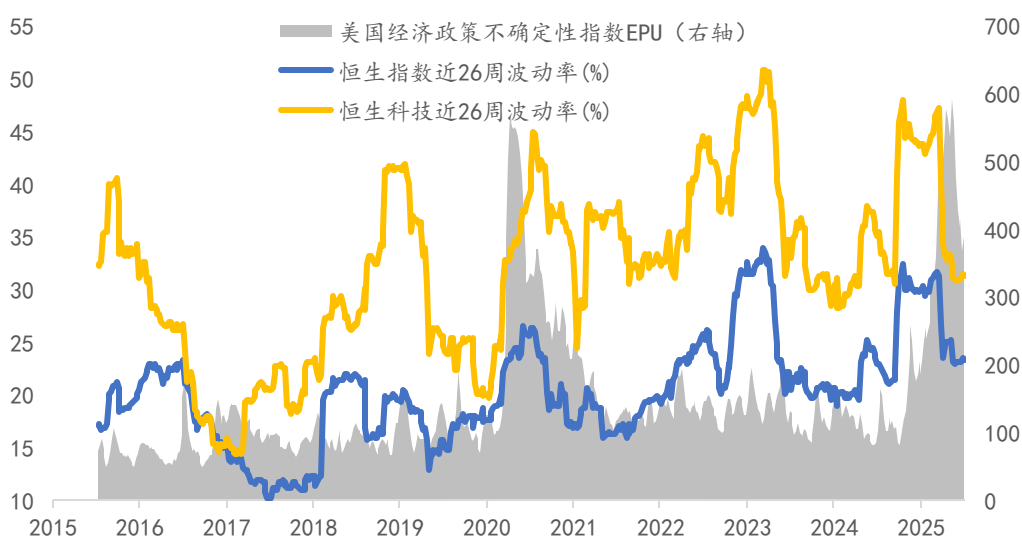


来源：Wind, 国金证券研究所

一、对等关税后，支撑港股反弹的几个因素

第一，地缘风险冷却推动市场风险偏好修复。港股本就以波动率闻名，交易性机会居多。较少的成分股（截至 2025/7/4 恒生指数共 85 只）、较高的市值集中度（前五大公司市值占比 34.3%）、较高的行业集中度（金融、可选消费、科技合计市值占比 76.5%）、以及分子端分母端分别对中国经济和美国利率的不同敞口，共同造就了其高波动。当特朗普自 4 月 8 日起一再 TACO，全球风险偏好逐步回升，港股也因此受益。

图表 2：港股波动率与外部政策不确定性紧密相关



来源：Wind, 国金证券研究所

¹ <https://caifuha0.eastmoney.com/news/20250715232353357624800>



第二，二季度弱美元环境延续，人民币汇率支撑港股企稳。4月初以来，在岸、离岸人民币兑美元汇率分别小幅升值1.2%、1.5%，与港股反弹同步。历史上看，港股与离岸人民币汇率的相关性也极高。

站在企业盈利角度，港元盯住美元，当美元兑人民币贬值时，港元兑人民币也会贬值。但大部分港股上市公司是中国内地公司，盈利以人民币计价，即使公司人民币计价盈利不变，港元计价的报表盈利也会上升。

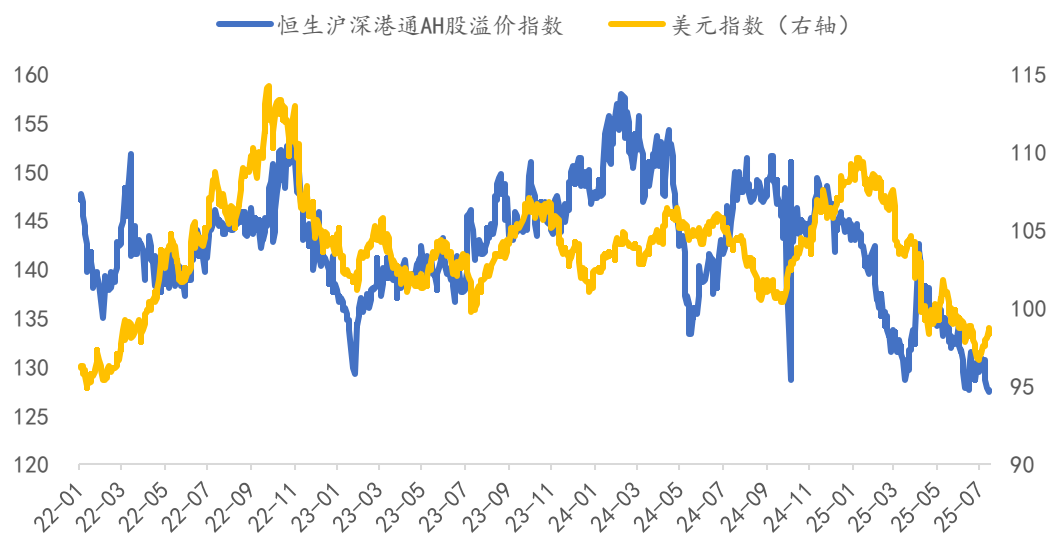
站在资本市场角度，人民币升值有助于直接提振外资信心、修复中国资产估值，这一过程中港股反应往往比A股更快。外资持股仅占A股市值3.2%，但外资持股占港股市值的42%；且港股公司集中度更高，本身也是情绪放大器。因此，反映同一家企业在A、H两地股价相对水平的AH溢价指数，与美元指数走势呈现正相关，弱美元更能提振港股。

图表3：离岸人民币汇率与港股正相关



来源：Wind, 国金证券研究所

图表4：AH溢价与美元指数正相关



来源：Wind, 国金证券研究所

第三，香港金管局(HKMA)流动性支持，强化市场反弹动能。港股反弹的另一个刺激来自香港金管局大幅投放流动性。随着美元走弱，港美汇率在5月初触及了7.75强方兑换保证，于是金管局通过主动投放港元、扩张账户总结余的方式将港美汇率维持在[7.75, 7.85]目标区间内。值得注意的是，此次单月投放规模总额达到1294亿港元，是近十年以

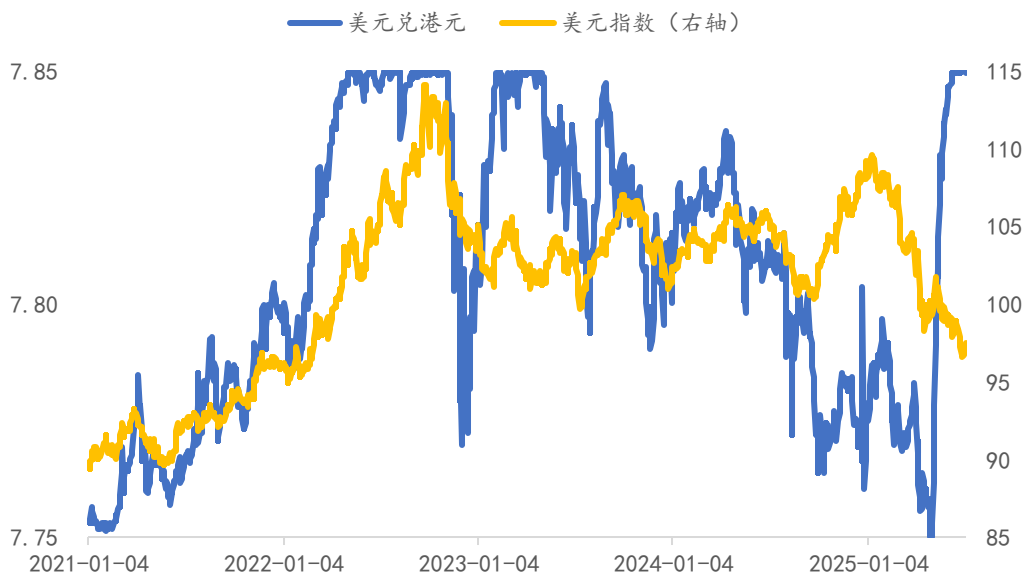


来的次高。

金管局之所以大幅投放流动性，可能跟今年港股宁德时代、恒瑞医药、蜜雪集团等大型 IPO 落地有关。历史上每当港股一级市场火热，金管局会主动投放流动性（如 2015 年、2020 年）。今年港股一级市场明显复苏，前 5 个月共 28 只新股上市，IPO 募集资金达 773.6 亿港元，较去年同期猛增 720%，甚至已接近去年全年水平（878.1 亿港元）。

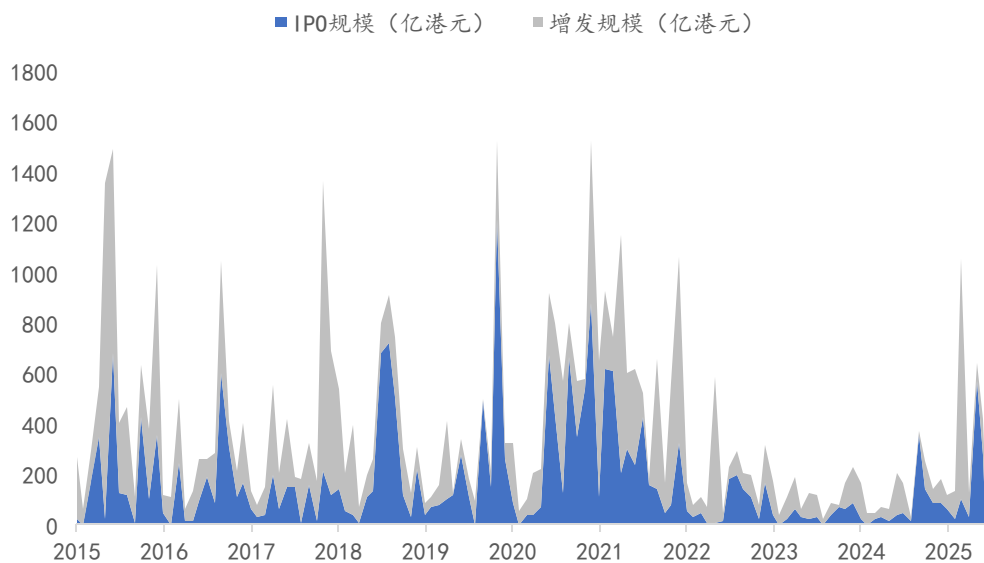
流动性支持使港元利率明显走低。今年 5 月，1 个月期、3 个月期 Hibor 分别下行 3.4、2.7 个百分点，港美汇率也迅速反弹至 7.85 弱方兑换保证。市场融资成本降低，伴随中美日内瓦贸易协议的暖意，风险偏好进一步回升。

图表5：港元“钉住”美元



来源：Wind, 国金证券研究所

图表6：近期港交所一级市场募资规模反弹



来源：Wind, 国金证券研究所

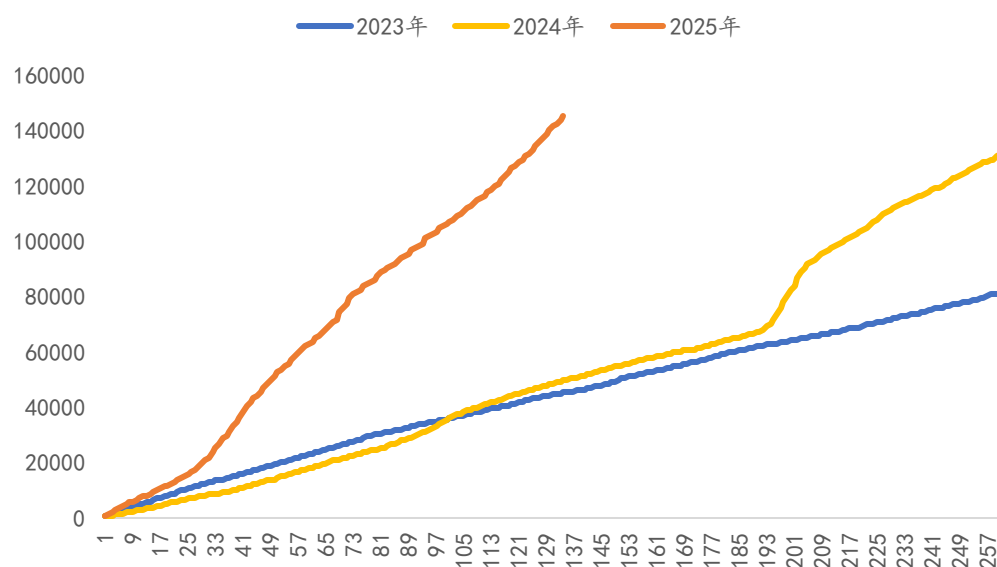
图表7：金管局大幅注资带动港元市场利率下移



来源：Wind, 国金证券研究所

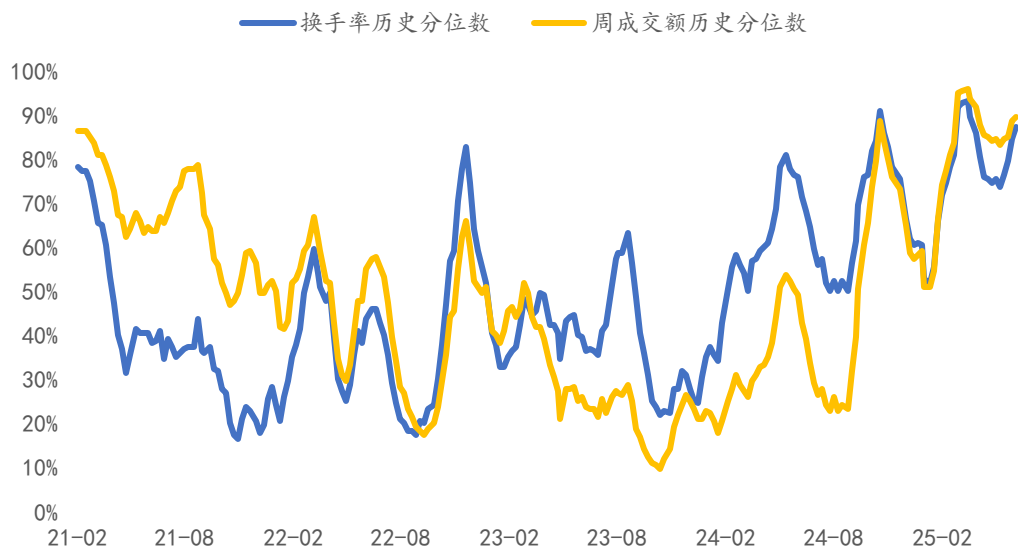
第四，以险资为代表的南向资金逐渐成为港股坚定的“护盘手”。2024年以来，南向资金进入港股规模显著加速。截至7月4日，今年南向资金累计净买入港股14.5万亿港元，是去年同期的2.9倍、全年的1.1倍。以Wind港交所“四类中介”口径，港股通、香港本地中介、中资中介、外资中介的市值加权持仓占比分别为19%、3%、11%、42%。南向资金的“话语权”上升，改善了过去港股境外机构主导所造成的低流动性环境，成交额与换手率均自2024年以来大幅上升，AH溢价中枢则不断下移。另一方面，港股的定价属性正向A股靠拢，H股与A股的相关性提升，估值风险溢价水平更接近。

图表8：南向资金累计净买入额（亿港元）



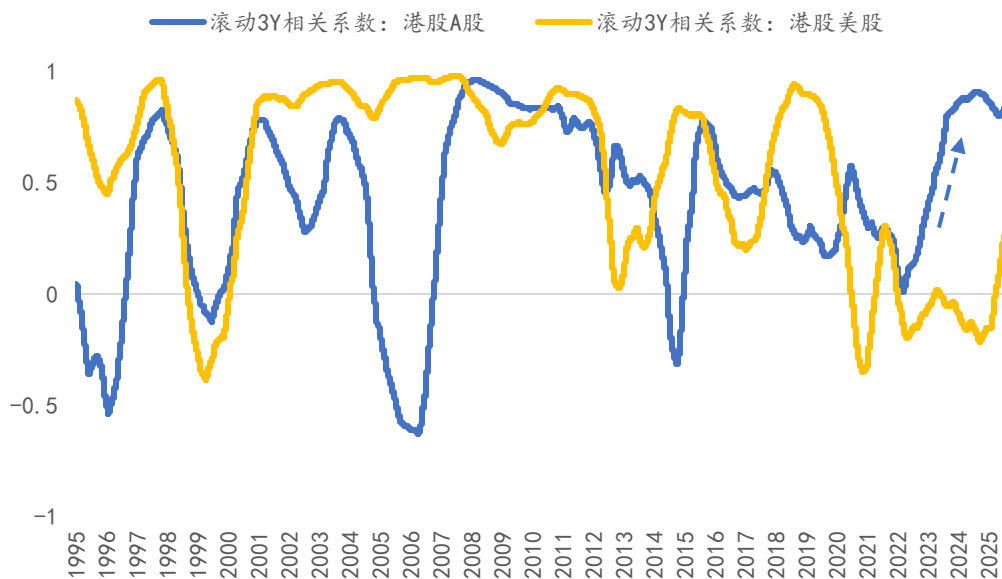
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表9：恒生指数日均换手率与周成交额历史分位数（8wma, %）



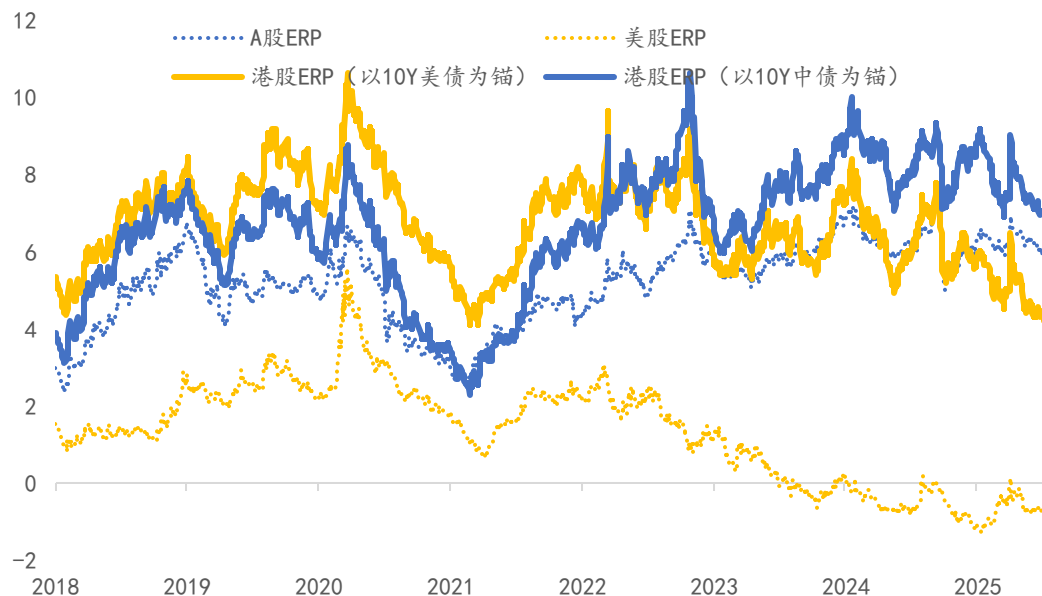
来源：Wind, 国金证券研究所

图表10：港股与A股长期相关系数上升，与美股一度陷入“不相关”状态



来源：Wind, 国金证券研究所

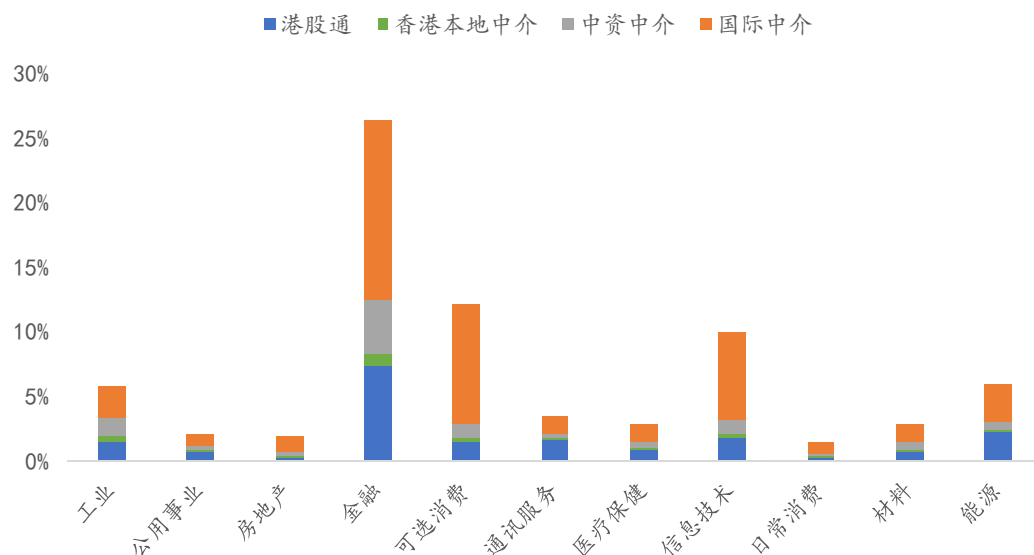
图表11：近年来港股风险溢价（ERP）从追随美股到追随A股



来源：Wind, 国金证券研究所

从行业层面看，港股四类资金的持仓青睐度既有共性、也有不同。南向资金的静态持仓以金融板块为绝对核心；中资主要持仓在金融板块和工业板块；港资持仓金融为首，但工业、可选、信息等均均有持仓；外资则偏好金融、可选、信息技术板块，与港股市值结构颇为相似。

图表12：港股各经纪商中介的静态持仓情况（按市值占比计算，%，截至2025/7/4）

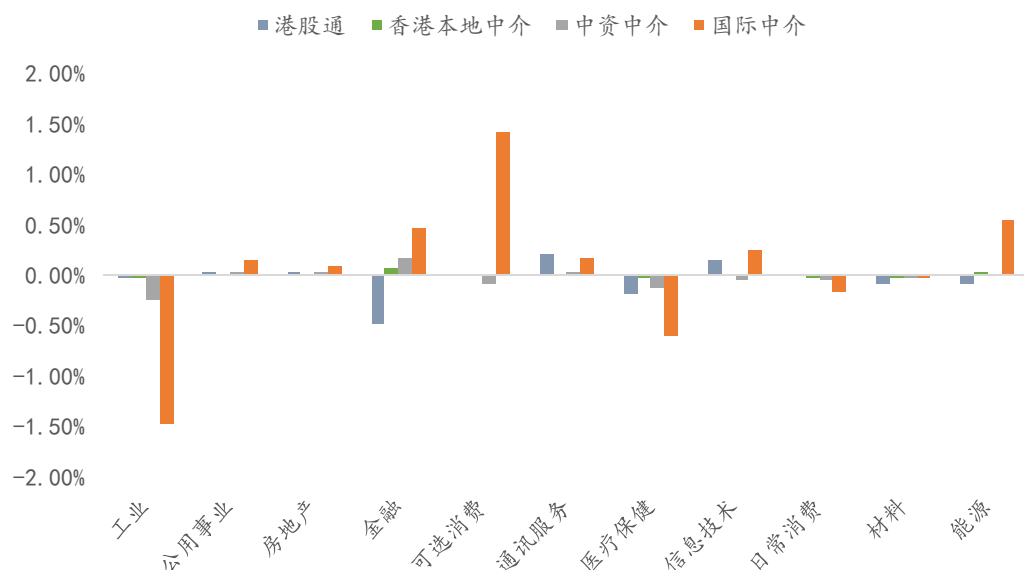


来源：港交所，Wind，国金证券研究所

动态视角下，过去三个月南向资金从以往聚焦于以银行为代表的红利股，转为逐步增加信息技术、通讯服务等其他行业的多元化配置。港资过去三个月则主要增配金融、信息技术、能源，减配工业、医疗、消费；中资主要增配金融，减配工业、消费、医疗；外资中介主要增配金融、可选消费、信息技术、能源，减配工业、医疗。整体而言，金融与科技板块市场青睐度继续上升，周期类板块的资金信心仍较弱。



图表13: 近三个月港股各经纪商中介的持仓变化情况 (按市值占比计算, %)



来源: 港交所, Wind, 国金证券研究所

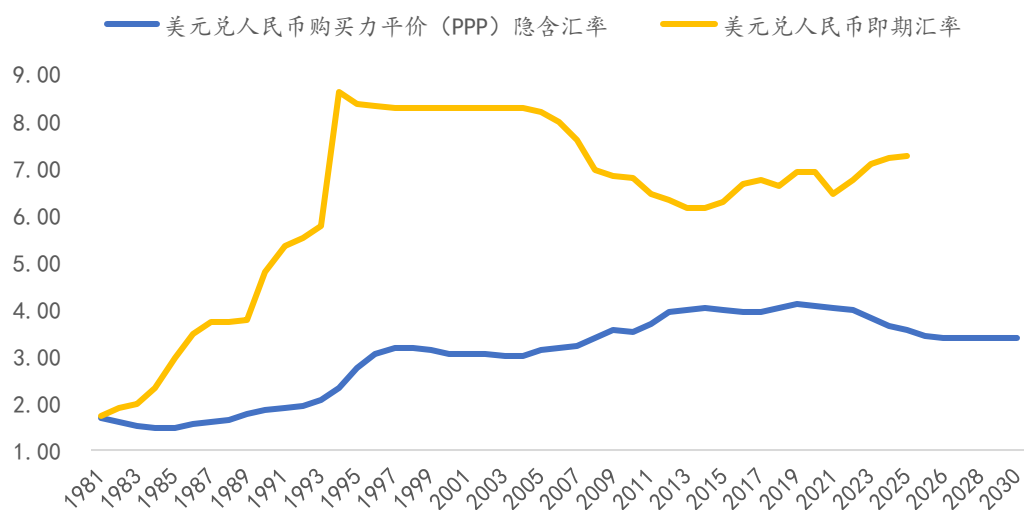
二、港股展望：一波三折的结构性牛市

展望下半年，我们认为港股大方向依旧看多，“结构性”牛市颇具韧性。

人民币与南向资金仍是港股最有力的支撑。国际格局重塑、债务周期的不可持续性侵蚀美元信用是长期命题，支撑长期弱美元叙事的底层逻辑仍在。且随着上一轮财政周期的经济影响逐渐下降，美国就业、消费等硬数据走弱已成为既定事实，而新一轮财政周期还在起点，节奏及经济滞后影响仍存不确定性。

在弱美元的另一侧，人民币具备估值优势。IMF 的报告《世界经济展望 (2025 年 4 月)》统计了居民消费、政府服务、资本投资等单项商品的美国与非美比价 (以各国本币计价的当地商品价格/以美元计价的美国同商品价格)，并按国民经济中的占比加权。其中，1 美元的当前实际购买力相当于 3.4 元人民币，可见人民币从实际购买力的角度存在显著低估，中国强大的制造业能力是推动人民币汇率升值的定价基础。

图表14: 美元兑人民币购买力平价汇率与市场汇率存在显著差异



来源: IMF, Wind, 国金证券研究所

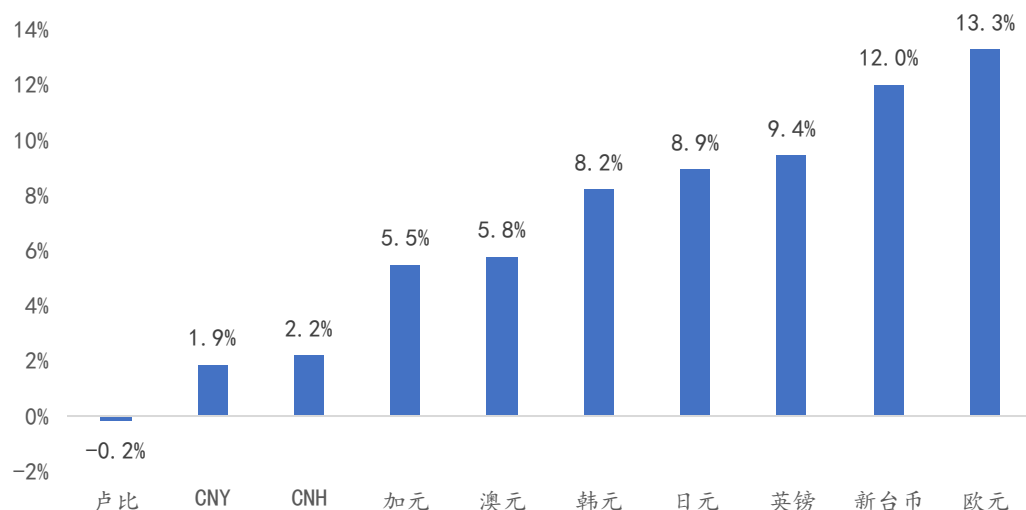


但是人民币汇率升值是伴随着人民币国际化的漫长过程，需要综合国力、地缘政治影响力和价值观输出的持续提升。由于特朗普政府在内政外交政策中表现出明显的孤立主义倾向，人民币国际化有了更大的提升空间。而港股在非美市场中兼具成熟性和成长性，且港股龙头公司作为人民币核心资产的代表，兼具南向资金的护盘确定性和外资视角的再配置潜力。

我们在前期报告《弱美元的共识，会反转么？（2025.07.14）》中提到，美元的潜在反弹既来自对联储降息的不同理解，也来自“去美元化”短期内过度强化后的自我调整。

但美元反弹对港股的冲击可能较为有限。因为今年上半年，人民币在全球主要货币中并不强，除了对美元小幅升值，对其他主要货币均是贬值，因此美元反弹对于前期升值幅度有限的人民币而言，压力也较为可控。

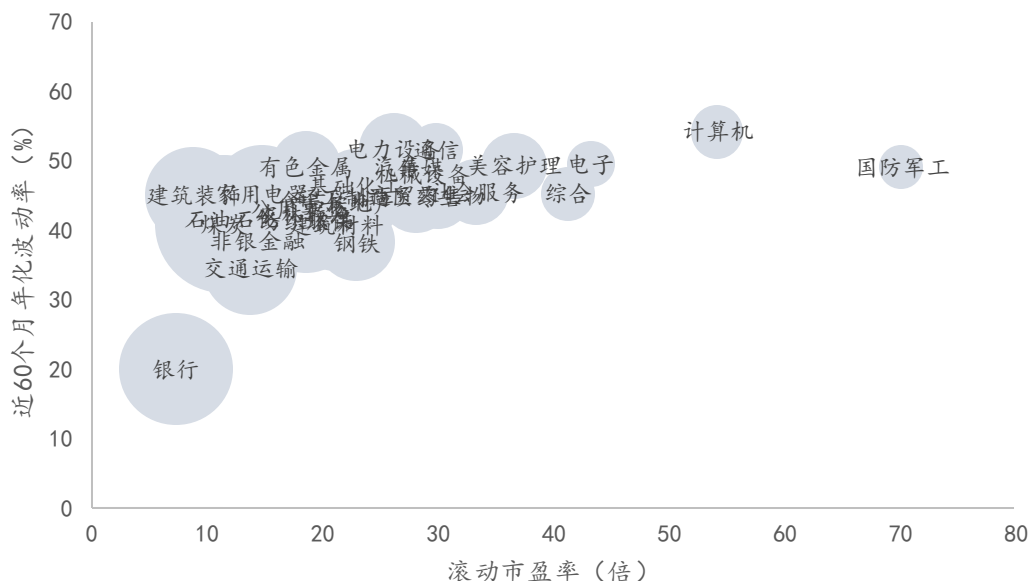
图表 15：2025H1 各国货币相对于美元涨跌幅（2025H1 美元指数-10.4%）



来源：Wind，国金证券研究所

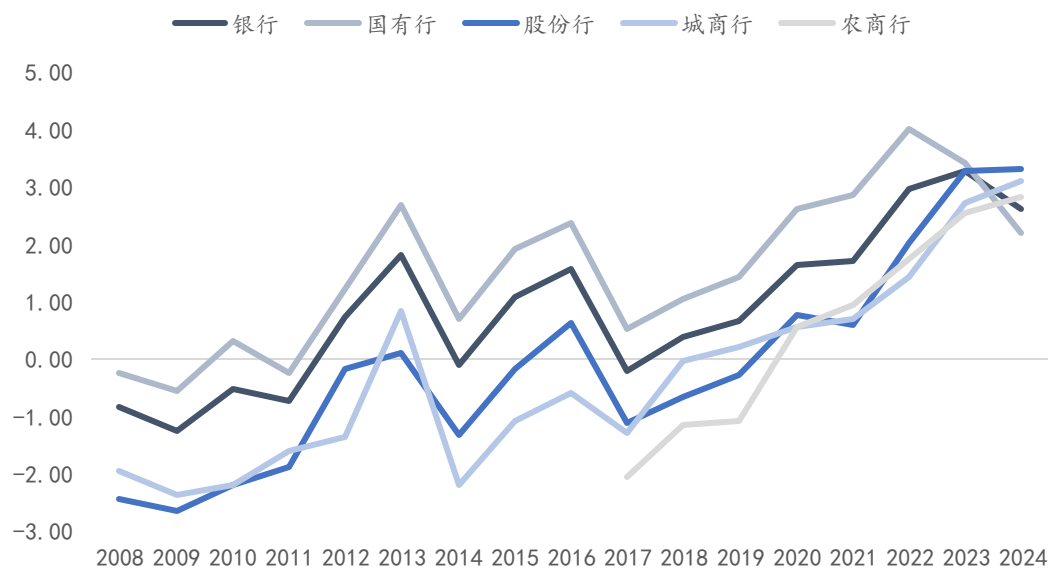
对南向资金的主要力量——险资而言，银行作为低波动、高股息策略的代表，既享有较高的股息率（低利率环境下“类债”优势），又具备较公用事业更低的波动率，还能享有长线资金的股息免税优惠。尽管商业模式和垄断溢价不如公用事业，但银行的竞争格局稳定、波动率低、不易受周期性影响。

图表 16：SW 行业市盈率、波动率、股息率一览（气泡大小表示股息率，截至 2025.07.17）



来源：Wind，国金证券研究所

图表17：银行股息率与10年期国债利率之差（衡量银行配置性价比）



来源：Wind，国金证券研究所

从情绪视角看，下半年港股或在三方面因素下交织：

第一，中美关系可能进一步改善，潜在的利好因素包括9月重大节日²、10月APEC会议³等。

第二，美联储降息对于港股存在情绪利好，短期内将提振市场风险偏好。由于港元挂钩美元的联系汇率制度，金管局通常跟随美联储降息，带动香港本地融资成本降低。重点关注受益于房贷利率下行的地产板块，以及受益于融资成本下降的科技成长板块。

第三，抢出口的透支效应逐步显现，且去年“930新政”对房地产销售的脉冲刺激于今年二季度开始消退，对港股市

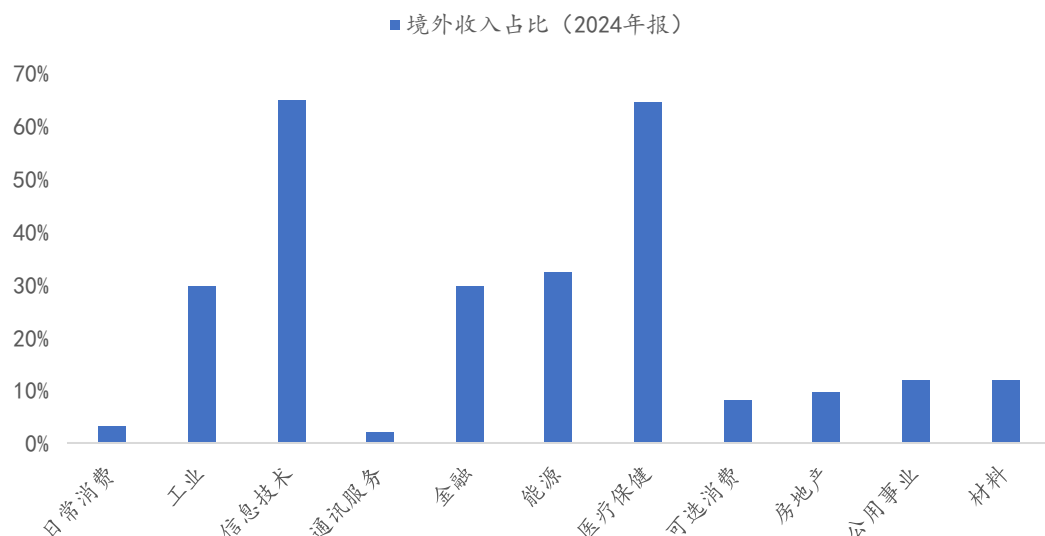
² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1811075654423497496&wfr=spider&for=pc>

³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1811075654423497496&wfr=spider&for=pc>



场中部分海外收入敞口较高、基本面相关性较高的细分行业或存在抑制。

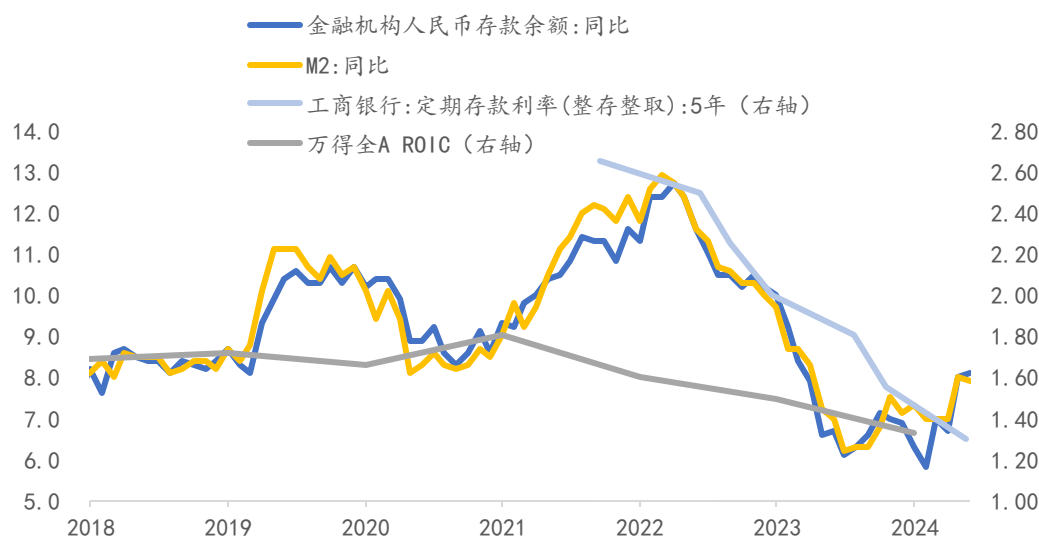
图表18: 港股Wind一级行业境外收入占比 (取自2024年报)



来源: 国金证券研究所

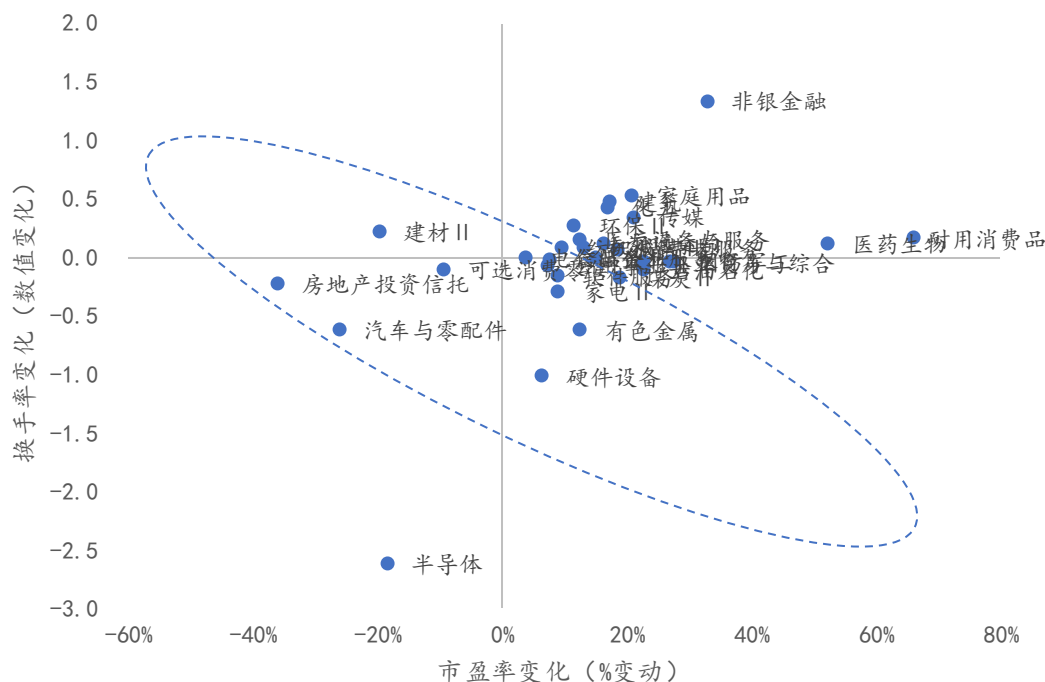
但这并不妨碍港股延续结构性牛市。充裕的社会资金受制于资本回报率偏低而广泛欠配, 故对叙事和热点的敏感度大幅上升。一季度 Deepseek 行情后, 板块轮动行情于二季度已经开始, 一些具备基本面盈利前景改善的行业 (如医药、传媒等) 已率先获得资金追捧。在当前估值修复渲染的大环境下, 港股一些估值偏低且市场热度暂时不高的板块可能也存在接力机会, 可以关注过去三个月估值变动不大、市场关注点暂未聚焦的细分行业。

图表19: 当前国内资本回报率偏低与资金欠配现象仍存



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 港股各行业市盈率估值变化与过去三个月换手率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

长期视角下，港股期待人民币资产的“第三轮重估”。近三年，消费信心与价格因素持续对外资形成掣肘，这也体现在消费和周期类板块的价格上。但去年7月党的二十届三中全会改革⁴和9月一揽子新政⁵兜住了人民币资产的估值下限，今年春节的“Deepseek 时刻”又赋予了人民币资产的成长逻辑，相关板块已先一步重估。第三轮重估可能是对我们克服长期困难（如走出通缩时刻、实现民生改革）的褒奖，港股的“国家风险溢价（CRP）”有望随之收敛。在此过程中，港股内资定价权上升还将放大重估的高度。

图表21：中国主权CDS与恒生指数负相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

⁴ https://paper.people.com.cn/rmzk/html/2024-09/09/content_26081483.htm

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1811075654423497496&wfr=spider&for=pc>



风险提示

- 1) 美联储降息不及预期，流动性利好不兑现；
- 2) 国内基本面超预期下行，压制外资信心；
- 3) 特朗普若超预期重启关税施压，可能从情绪上压制港股表现，出口相关板块存在风险。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究