

策略点评 20250721

宽松叙事下，全球普涨&补涨——港股&海外周观察

2025 年 07 月 21 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 14 日-2025 年 7 月 18 日）发达市场与新兴市场同时转涨。从涨幅来看，新兴市场上涨 1.6%，发达市场上涨 0.5%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 5.5%，恒指上涨 2.8%，恒生港股通上涨 3.4%。行业上，医疗保健业、非必需性消费领涨。南向资金主要流入金融、能源，主要流出资讯科技业。

港股处在震荡向上趋势中，恒指即将突破前高，下行有底。关注潜在增配资金风偏，红利是共识，部分资金开始增配科技互联网权重股。

1、我们观察到部分国内资金正在考虑提高仓位，尤其是险资，增配共识方向是红利股。除了金融，大家开始关注中报有分红潜力，且相对便宜的红利股。

2、近两周部分资金已经开始阶段性增配互联网科技权重股，试探性抄底。这能够继续为整个大盘上涨提供动力。

3、市场持续自下而上关注有业绩、相对低估且有景气度的板块，比如创新药、消费电子等。

4、往后看，我们比市场担心海外风险上行，即美元资产继续上涨，或会分流全球资金对中国资产的关注。相比上半年，全球投资者对美股的上涨行情更为乐观，美股仍处在反弹趋势中，AI 科技叙事继续。投资者开始聚焦有韧性的宏观经济基本面和企业盈利面。

■ 美股：在宏观基本面韧性持续及降息预期边际抬升背景下，美国芯片管制松动进一步提振科技叙事，纳指领涨 1.51%，标普 500 跟涨 0.59%。

一是，美国经济韧性延续。一方面，美国 6 月零售销售环比超预期增长 0.6%，扭转此前两月跌势，尤其是汽车销售在连续两个月下滑后出现攀升，成为推动整体增长的重要因素；另一方面，关税效应仍未明显显现在通胀数据上：一是，6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比 0.2%；二是，6 月 PPI 同比创近一年新低。从结构上看，服务价格下行，商品价格温和上涨，当前“通胀管道”并未明显发热。

二是，美联储政策预期变化。周中传闻表示，特朗普将很快解雇鲍威尔，不过随后特朗普澄清，称大概率不会解雇鲍威尔。短期来看，如果鲍威尔辞职，意味着政治干预风险上升，风险资产将遭遇剧烈波动；不过从中长期来看，继任者政策倾向博弈，鸽派主席上任意味着未来更宽松的货币政策，或利好风险资产。此外，下任美联储主席热门候选人——沃勒继续暗示 7 月降息的可能，主要是鉴于通胀接近目标水平且通胀上行风险有限，同时劳动力市场比想象中更弱，因此不应等到劳动力市场恶化才下调政策利率。

三是，贸易政策局部进一步缓和。特朗普称与印尼达成协议，将对其商品征收的关税从原先威胁的 32%降至 19%，同时印尼承诺向美国开放市场；与此同时，印度方面寻求比印尼更优惠的关税税率，美印双方接近达成协议，贸易政策不确定性将逐步下降。

四是，H20 芯片对华解禁。英伟达 CEO 黄仁勋宣布，美国政府已经批准了英伟达向中国市场出口 H20 的许可，随后商务部长王文涛会晤英伟达 CEO，讨论强化 AI 供应链合作的重要性。此外叠加台积电 Q2 业绩超预期，科技叙事得到提振，推动整体科技股表现。

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“经济复苏”，其背后主要的推手是“三降”：降利率、降税收、降关税。二是，一方面，科技 Capex 支出依然极其强劲，尤其是 Meta 将投数千亿美元建全球最大数据中心，叠加美国芯片管制松动，

相关研究

《关注人工智能、稳定币、机器人》

2025-07-20

《基于 ROE 触底逻辑下的市场上行》

2025-07-20

AI 投资热潮持续；另一方面，未来两周 70% TMT 行业的公司（通信服务 + 信息技术）将公布财报，市场对美股科技 Q2 的 EPS 预期在 4%-5%，低门槛下超预期的可能性更大；三是，资金继续回流美国。从全球来看，资金继续流入美国，本周美国股票 ETF 净流入近 135 亿美元，明显超过其他市场，比如欧洲净流入的 9 亿美元及韩国的 8.4 亿美元。

此外，从技术及情绪来看，本周美股表现仍旧相对积极。从技术层面来看，标普 500 的 50 及 200 日均线均向上，市场广度有所回落，至 61% 左右。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度斜率继续上修至 12%，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 -0.86% 降至 -0.88%，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，尽管上半年存在较多不确定性，但美国金融环境仍处于年内较低水平；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 7 支增持**，其中流入最多的是 iShares 黄金信托(+3.23 亿美元)，其次是日本实物金 ETF(+1.08 亿美元)，第三是 Invesco 实物黄金 ETC(+0.73 亿美元)；其中主要增持国家集中在美国；全球主要黄金 ETF 有 5 支减持，流出最多的是 SPDR 黄金信托(-4.33 亿美元)，其次是华安易富黄金 ETF(-1.19 亿美元)；

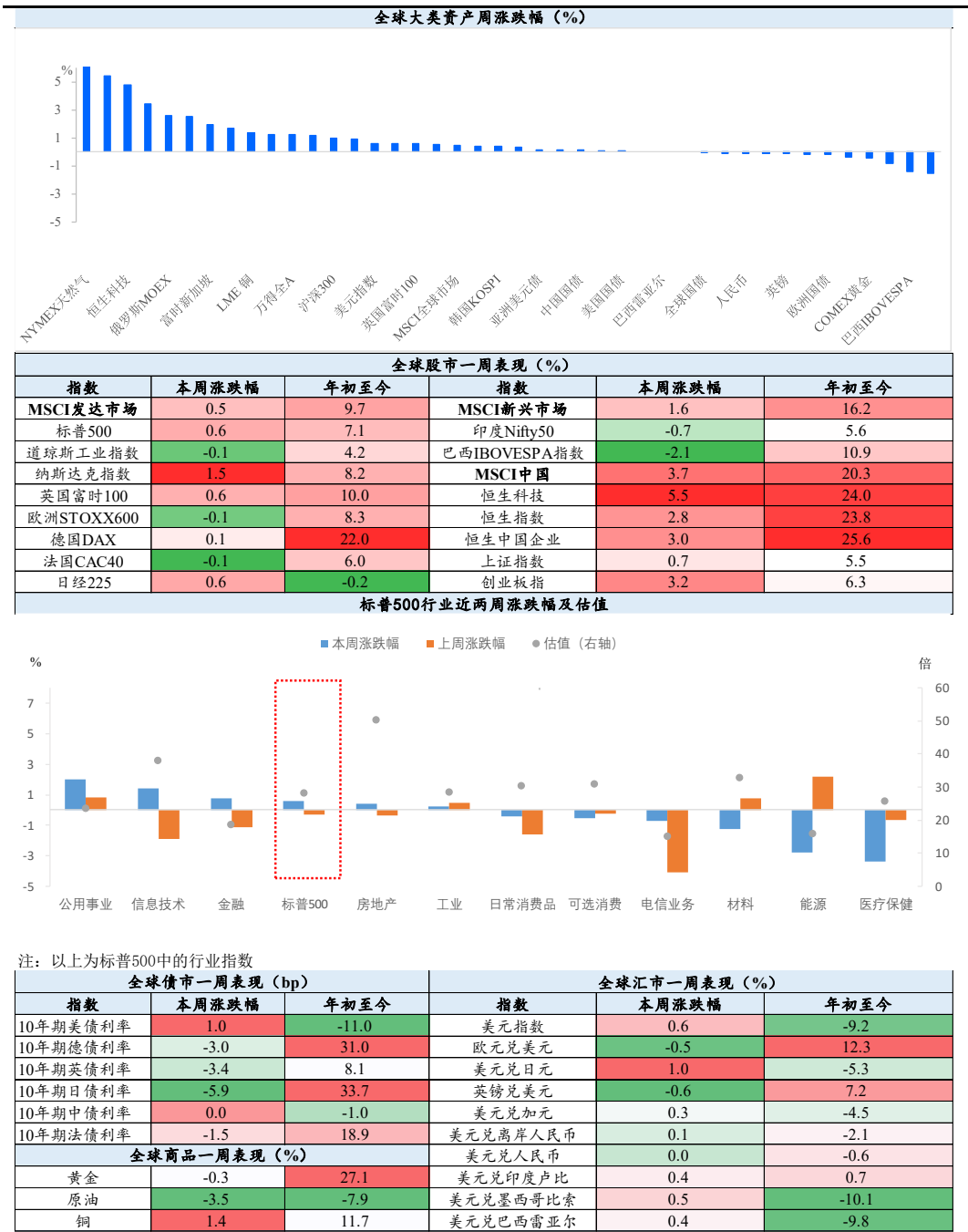
机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.29 盎司(周环比-0.4%)，SPDRMimishares 黄金信托的黄金持有量约 4.80 盎司(周环比+0.2%)。

全球资金：全球股票 ETF 净流入加速、债券 ETF 净流入放缓。全球股票 ETF 净流入 257.28 亿美元，边际流入 102.3 亿美元，全球债券 ETF 净流入 46.94 亿美元，边际流出 56.84 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多(+134.9 亿美元)，其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流入最少(0.6 亿美元)，新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多(-4.3 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:金融、工业和科技；净流出行业为医疗保健、必选消费和可选消费。

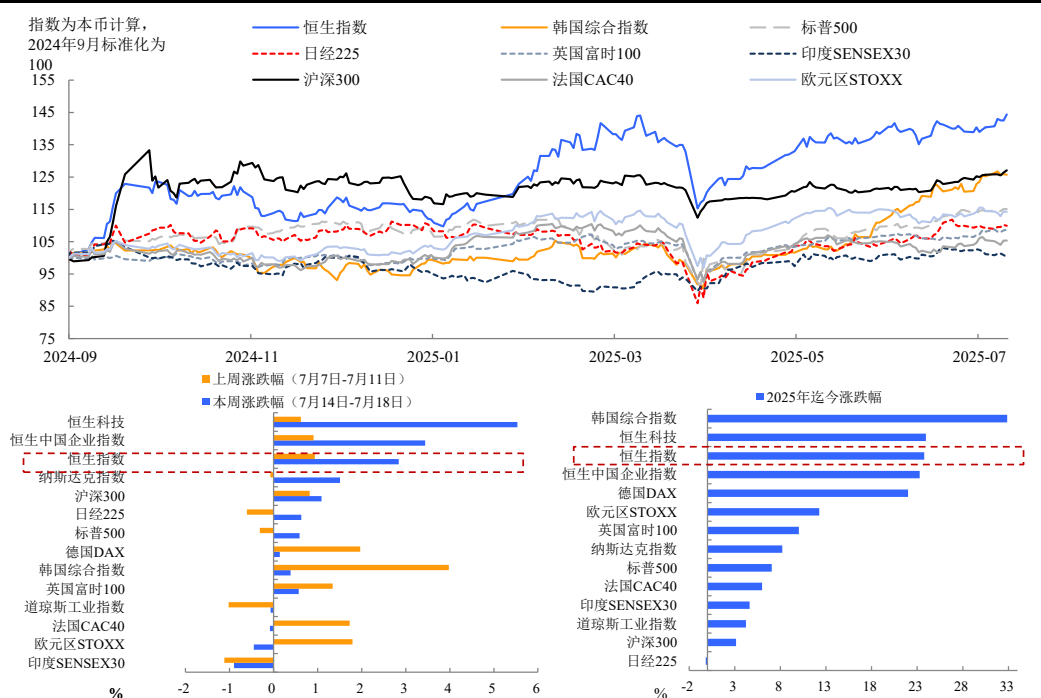
- **下周重点关注数据及事件：**1) 7 月 21 日，美国世界大型企业研究会领先指数环比及日本国会第 27 届参议院选举结果；2) 7 月 24 日，美国 Markit 制造业 PMI 及欧央行利率决议；3) 7 月 25 日，美国耐用品订单环比；4) Mag7 中，谷歌、特斯拉 Q2 财报；5) 7 月 26 日，世界人工智能大会。
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场转涨



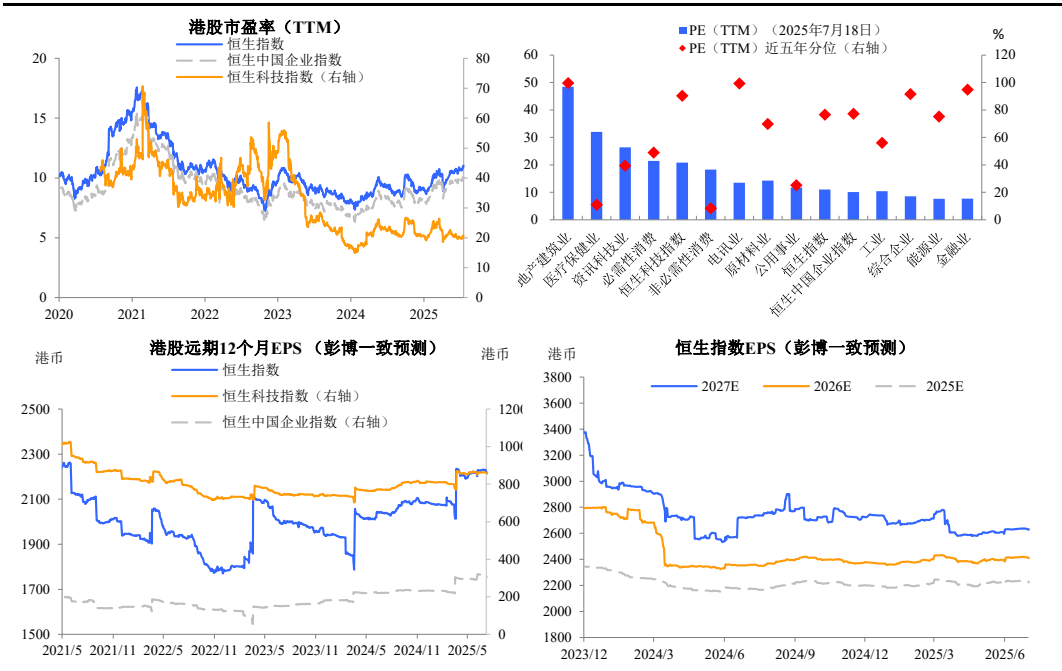
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周进一步上涨



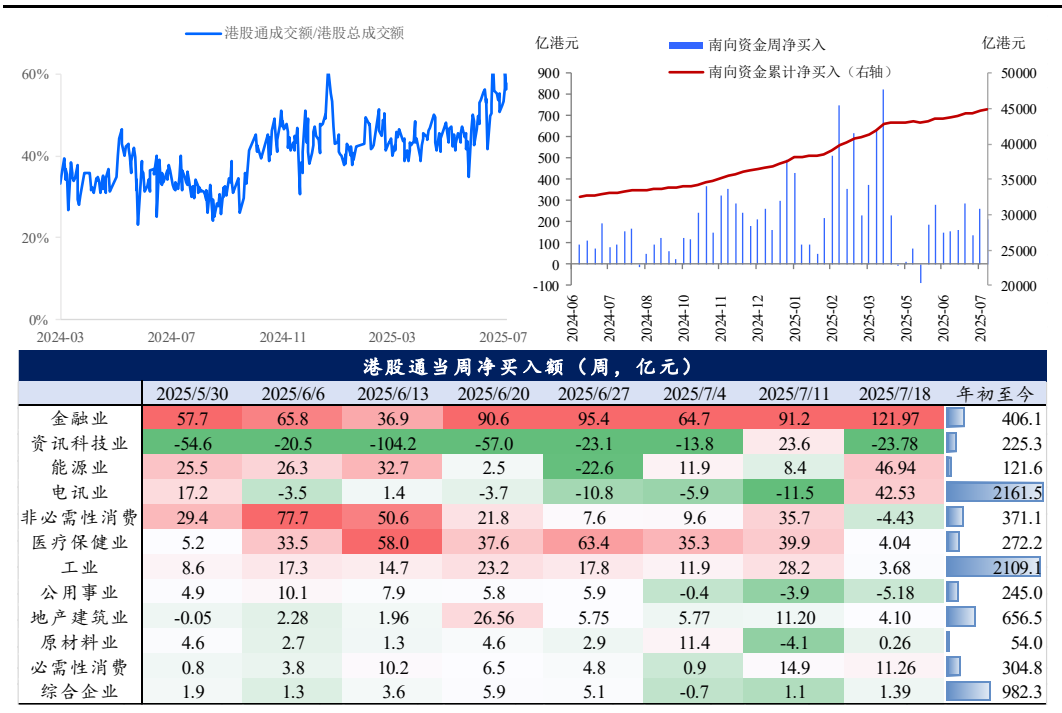
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金净流入加速，流入的板块集中在金融业，资讯科技业流出显著



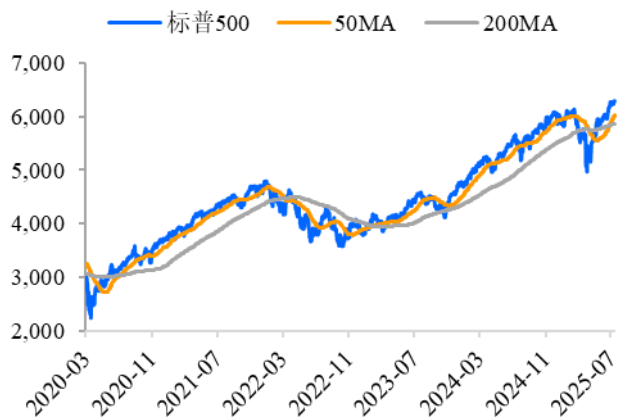
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员表态梳理

政策利率走势					
国家	2020年至今走势	最新值 (%)	预期2025年降息 (-) / 加息 (+) 次数	预期2025年降息 (-) / 加息 (+) 幅度	下次议息会议时间
美国		4.50	-2	-50bp	2025-07-30
欧元区		2.15	-1	-25bp	2025-07-24
日本		0.50	+1	+25bp	2025-07-31
印度		5.50	0	0bp	2025-08-06
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
克利夫兰联储主席哈玛克	2025/7/14	美联储哈玛克认为经济非常健康。以开放的心态参加每一次美联储会议。我们尚不确定今年晚些时候经济是否会出现繁荣。我们不确定关税会有什么影响。在个别领域看到了关税的影响。	我们尚未达到通胀目标，保持货币政策的收紧仍然非常重要。目前尚无迫切降息的必要。如果美联储看到经济疲软，毫无疑问会做出回应。我们离中性利率已经相当近了。		
2025年FOMC票委、波士顿联储主席柯林斯	2025/7/16	美联储柯林斯称良好的企业利润率可能会限制关税效应的传导。强劲的企业和家庭资产负债表可能减缓关税带来的冲击。核心商品通胀显示出一些关税影响的迹象。关税将在一段时间内对目前强劲的经济产生影响。关税将在下半年推动通胀上升，核心通胀率预计到年底将维持在约3%。整体而言，经济目前处于良好状态。关税将放缓招聘速度，但不一定会造成大幅影响。预计就业和增长将面临下行压力。我们尚未确切知道达到充分就业水平的具体位置。随着劳动力供应增长放缓，需求侧出现一定程度的放缓迹象。	现在是美联储在货币政策方面保持积极耐心的时候。坚实的经济为美联储争取了时间，以决定下一步的利率调整措施。目前在不确定性较高的环境下制定货币政策具有一定的挑战性。从长远来看，美联储的目标是相辅相成的。利率政策的调整将在不同时间范围内逐步展现效果。实现美联储的使命在于在较长时间内达成目标。		
2026年FOMC票委、达拉斯联储主席洛根	2025/7/16	美联储洛根称关税的提高似乎可能在一段时间内带来额外的通胀压力。希望低通胀能够持续更长时间，才能够有信心。6月CPI数据显示，美联储目标为2%的PCE通胀率将上升。我们将在夏季到秋季期间关注相关数据，届时才能得出较为准确的判断。美联储通过向公众解释其经济观点和政策思路来建立信誉。经济模型显示关税对价格具有一次性影响，但模型假设的关税规模要小得多。正密切关注数据，密切关注秋季的经济走势。必须确保通胀预期不升高。	通胀趋缓、劳动力市场疲软可能会促使利率“相当快”地下降。美联储洛根表示基准预期是货币政策需要继续保持紧缩一段时间，以抑制通胀。如果过于降息，可能在实现价格稳定的漫长道路上带来更深的经济创伤。如果美联储判断失误，未能及时降息，之后可能会进一步降息以推动就业回归正常水平。		
亚特兰大联储主席博斯蒂克	2025/7/17	美联储博斯蒂克称努力不去关注关于美联储的新闻，而是专注于真正重要的事项。企业认为当前并非传统的关税情境，它们正在采用不同的策略来应对价格变动。关税对通胀的全面影响可能要等到2026年才能完全显现。数据将引导未来的政策决策。通胀尚未达到美联储的目标，联储需要通过实现这一目标来维护其信誉。	通胀可能已处于转折点，最新的CPI显示通胀压力正在加剧。目前应等待降息。美联储由委员会运作，成员意见多元。		
FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯	2025/7/17	美联储威廉姆斯称关税可能会推动进一步的通胀。经济面临更多不确定性。今年美国经济预计将增长约1%，失业率预计到底升至4.5%。6月份整体通胀率可能为2.5%，核心通胀率可能为2.75%。今年通胀率将维持在3%至3.5%之间。通胀预计明年将降至2.5%，到2027年将进一步降至2%。就业增长和劳动力供应都在放缓。通胀在一定程度上呈现出温和的不均衡原因与住房相关因素有关。当前的联邦储备政策可能会降低通胀，但对就业市场的影响较为温和。对美国总统特朗普对美联储的攻击不予置评。	目前“适度收紧”的货币政策是适当的；当前的利率政策状态为美联储提供了时间，得以分析数据，需要观察数据才能了解关税影响。0.75%的利率水平是对中性利率R-Star的合理估计。中性利率水平实际上已经有一段时间没有太大变化。		
美联储理事库格勒	2025/7/17	有许多理由预计关税影响将进一步扩大。美国劳动力市场稳定且富有韧性。通胀仍高于2%目标，劳动力市场稳定且富有韧性。核心商品通胀反映了关税的传导。贸易是美国经济前景的主要推动力。CPI显示核心商品通胀普遍扩大。	美联储理事库格勒称一段时间内维持利率稳定是合适的。鉴于失业率低和关税带来的建房价格压力，将利率政策利率保持稳定“一段时间”是合适的。当前采取紧缩性政策立场对于稳定通胀预期非常重要。		
2027年FOMC票委、旧金山联储主席戴利	2025/7/18	美联储戴利强调通胀仍是主要关注点，政策需继续努力实现价格稳定。企业对经济持乐观态度，股市反映出谨慎乐观的情绪，金融状况略有抑制经济增长。	经济增长稳健，劳动力市场表现强劲，但利率已处于限制性水平，需谨慎调整。关税政策对通胀影响有限，未来利率将逐步下降，预计稳定在3%或更高水平。戴利指出，降息时间点不关键，重点在于未来通胀走向和利率调整的合理性。		
美联储理事沃勒	2025/7/18	沃勒指出持续10%的关税可能推高今年通胀0.75%至1%，但影响预计会逐渐消退。他强调企业高管保持观望态度，移民因素对劳动力市场影响有限。沃勒指出关税可能带来短期成本转嫁，但不会引发持续性通胀，需关注其对通胀的中期影响。他强调美联储内部讨论健康，辩论集中在经济论点而非政治因素，强调信誉的重要性。沃勒表示市场对通胀预期保持锚定，强调美联储应专注于经济数据而非总统言论。	美联储理事沃勒建议在七月会议上将利率下调25个基点，以应对经济放缓和通胀压力。劳动力市场显示疲软迹象，沃勒倾向于采取宽松的货币政策以应对经济风险。沃勒强调市场数据应引导降息步伐，资产负债表缩减将逐步进行，且官员间存在正常分歧。他认为稳定币带来支付系统竞争，但不构成威胁，且长期利率存在较大不确定性。沃勒认为就业市场表现尚可，但私营部门表现不佳，需谨慎应对货币政策调整。		

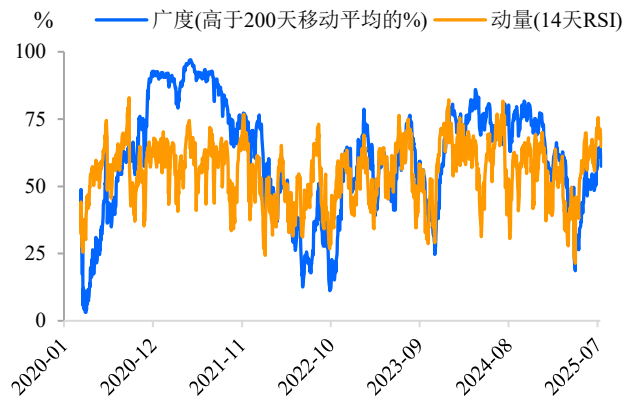
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6: 标普500的50及200日均线均向上



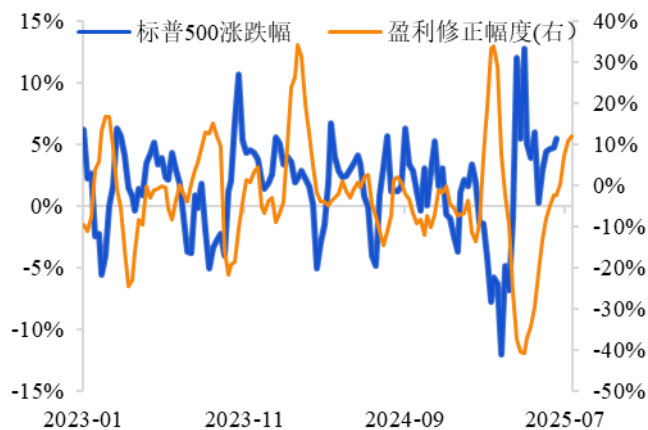
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 市场广度持续边际回落至61%



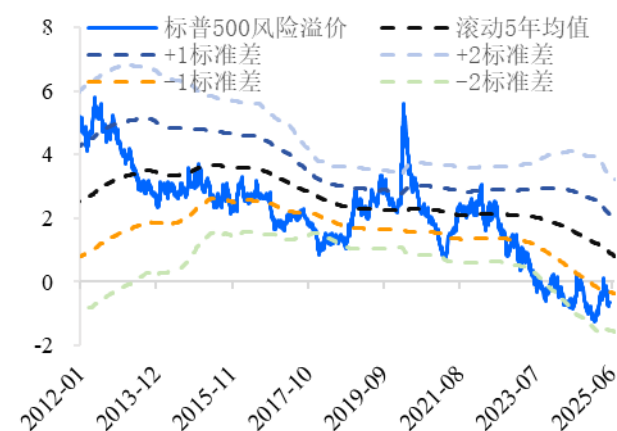
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 美股的盈利修正幅度斜率进一步向上



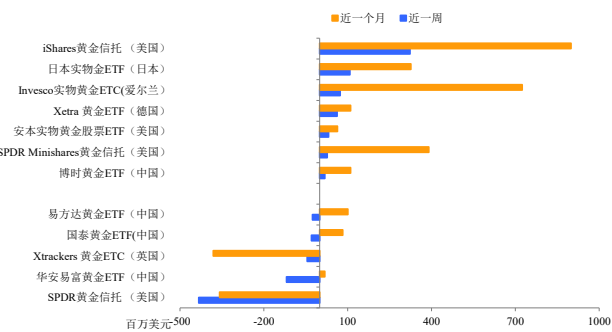
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 美股风险溢价



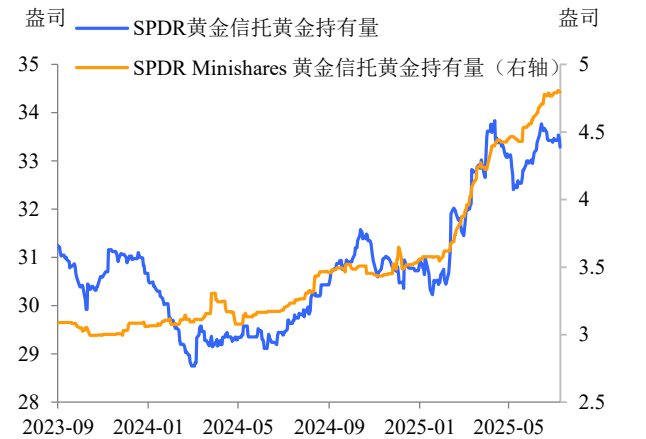
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国



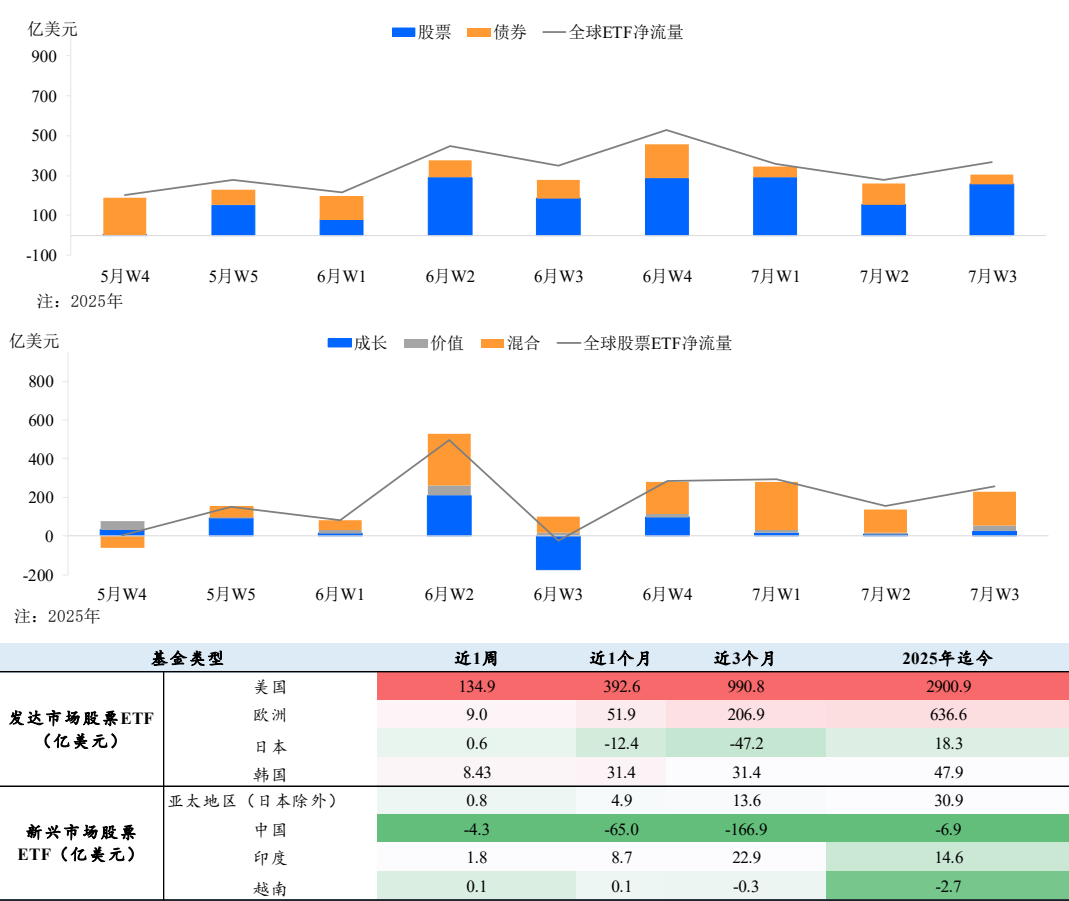
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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

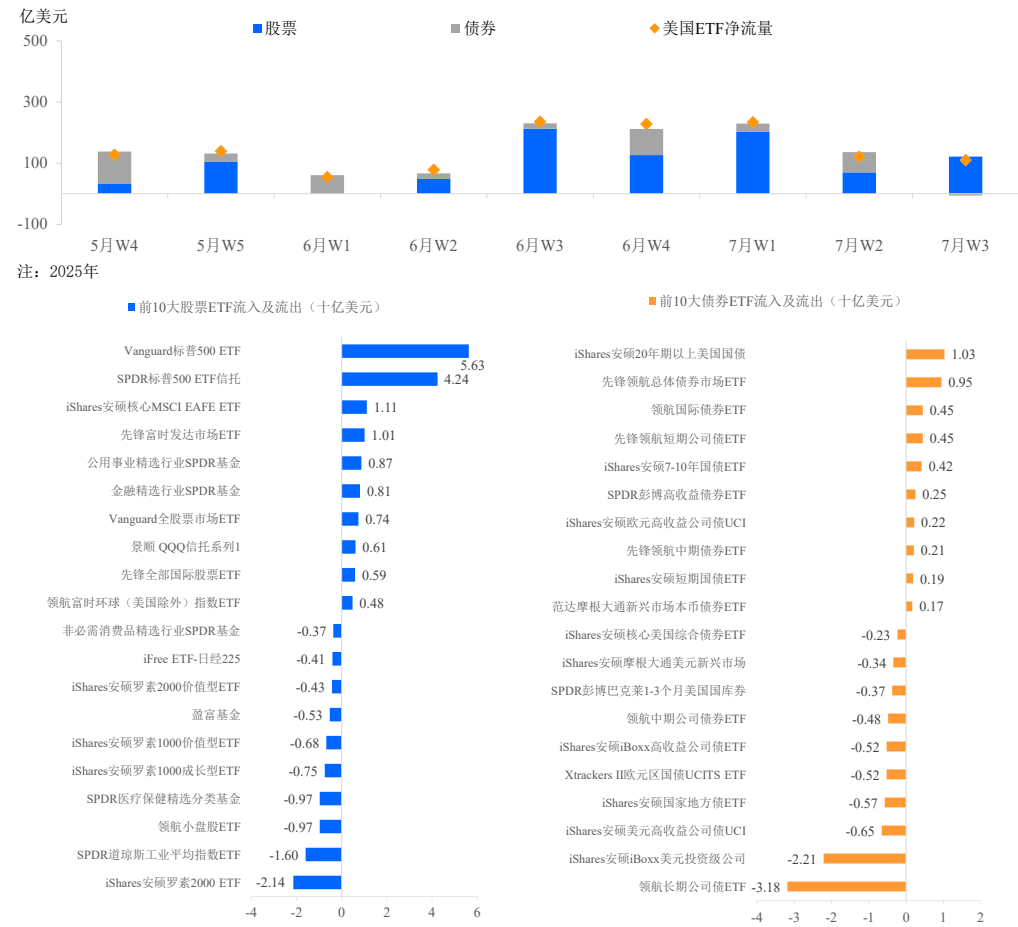
图13：本周股票ETF中，流入金融的资金最多，流出医疗保健的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.0	1.6	3.0	22.5	48.2
可选消费	0.5	-0.6	-0.1	7.3	-16.8
必选消费	-1.2	-3.8	-5.8	-7.3	-9.9
能源	0.3	1.0	0.2	-5.5	-63.4
金融	2.2	19.0	47.1	9.9	66.5
医疗保健	1.5	-15.7	-10.9	-49.4	-77.5
工业	4.8	14.0	47.5	95.9	158.3
材料	0.3	6.6	5.2	-11.6	-41.0
科技	-2.5	12.5	56.9	177.7	289.8
公用事业	0.8	0.8	14.3	21.7	51.0

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 7 月 24 日，全球 Markit 制造业及服务业 PMI、7 月 25 日耐用品订单

周一 (2025/7/21)	周二 (2025/7/22)	周三 (2025/7/23)	周四 (2025/7/24)	周五 (2025/7/25)
美国-世界大型企业研究会领先指数 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-失业率 欧元区-PP1同比	美国-里士满联储制造业指数 欧元区-失业率	美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-二手房销量年率 欧元区-消费者信心指数 日本-机床订单同比	美国-芝加哥联储全美活动指数 美国-Markit制造业、服务业PMI 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数 美国-新建住宅销量年率 美国-建筑许可 欧元区-Markit制造业、服务业PMI 日本-Markit制造业、服务业PMI	美国-耐用品订单环比 美国-耐用消费品(除运输类) 欧元区-消费者信心指数 欧元区-IFO企业景气指数 欧元区-制造业信心指数 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-企业信心指数 日本-东京CPI及核心CPI

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>