

策略点评 20250707

美股连涨，非美风偏收紧——港股&海外周观察

2025 年 07 月 07 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 6 月 30 日-2025 年 7 月 4 日）发达市场与新兴市场继续上涨，但涨势收窄。从涨跌幅来看，发达市场上涨 1.3%，新兴市场上涨 0.3%。

■ 港股：本周恒生科技跌 2.3%，恒指下跌 1.5%，恒生港股通高股息下跌 1.0%。行业上，医疗保健、原材料业及工业领涨。南向主要流入金融、医疗保健及原材料业，主要流出资讯科技业。

我们对港股持谨慎乐观态度。港股下行有底，关注短暂回调后的或有增量资金入场。

1、港股还处在震荡趋势中，超宽松的流动性并未流向二级市场股票。

2、外部风险上行。1）美股仍处在反弹趋势中，持续创历史新高。部分海外机构或将回流美股，分散中国资产的关注。2）市场重新关心美国对等关税议题，担心有变。

3、进入数据验证期，市场将会更关注经济基本面和企业盈利面。最近，互联网巨头价格战，市场担心二季度企业盈利下滑。

4、随着市场进一步回调，增配红利和自下而上寻找低估股票渐渐成为共识。部分此前获利了结资金也在寻找合适时机入场增配。

■ 美股：事件面及宏观经济韧性，推动美股再度走高。其中道指领涨 2.3%，标普 500 及纳指分别上涨 1.7%及 1.6%。

特朗普“大美丽”法案“闯关”成功。美国独立日当天（7 月 4 日），特朗普签署了大规模减税和支出法案——“大美丽法案”（One Big Beautiful Bill Act）。具体来看，减税方面，主要是 2017 年个人所得税减税永久化、延长并提高居民减税条款标准及扣除额。减支方面，主要收紧医疗补助、逐步取消能源投资/生产及废除电动车税收抵免。根据 CBO 测算，短期内（2025 年）预计赤字小幅下降，未来十年赤字累计扩张约 3.25 万亿美元。

美越贸易协定达成。越南成为首个与美国达成贸易协议的亚洲国家，是除了英国外，全球第二个与美国达成协议的国家。协定条款为越南扩大对美市场开放：越南出口至美国的商品将被征收 20%的关税，转运商品缴纳 40%关税。同时，越南对美国全面开放市场，美国出口至越南的商品将不征收任何关税。

6 月非农超预期。美国 6 月新增非农就业人数达 14.7 万人，超过预期的 10.6 万人及前值。从结构上看，就业人数的增长主要由政府部门就业所推动，而服务行业就业降温明显。失业率的角度，U1-U6 失业率大部分回落，尤其是覆盖范围更广泛的 U6 失业率（U3+不再寻找工作者+有工籍但处在失业边缘+因经济原因而兼职）回落至 7.7%。

短期来看，我们认为美股震荡上行为主，产业逻辑及经济前景向好，风偏回升下美股短期上行概率提升。一是，短期内看空叙事暂歇。近期美国宏观经济背景快速改善，比如地缘冲突缓和、降息概率上升及关税冲击尚未明显体现在“硬”数据上；二是，透过美越贸易协定来看，我们认为 7 月 9 日到期前后，预计越来越多的国家与美国达成协议，关税政策或进一步缓和。即便欧盟及日本等大型国家或经济体短期内达成协议概率偏低，我们认为特朗普政府可能再度延期对等关税，给谈判留出时间，关税政策不会再度“尖锐化”；三是，资金重回美国。近一周美国股票 ETF 流入明显增加，净流入近 145 亿美元，明显超过其他市场（欧洲+18.1 亿美元，韩国+3.23 亿美元）。

此外，从技术及情绪来看，本周美股更加积极。从技术层面来看，标普

相关研究

《高切低轮动，继续关注深海、脑机和消费电子》

2025-07-06

《哪些行业将受益于“反内卷”政策？》

2025-07-06

500 的 50 及 200 日均线均向上，市场广度持续上升达 65% 左右，多头占优。从个股来看，个股动量和相对强弱指标回升，未来 1 月跌幅当前处于中低位，个股跌势较缓。从情绪来看，一方面，美股的盈利修正幅度斜率较为陡峭，基本修正至 10.2%，意味着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 -0.6% 降至 -0.8%，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。且随着财政效应的逐步显现，仍对 GDP 形成支撑；二是，金融环境或仍将维持宽松。如果通胀保持温和，这为美联储今年下半年多次降息铺平道路，降息预期或会进一步增强，给市场流动性注入活力；三是，我们继续认为下半年私人投资将支撑美国经济。大美丽法案中的企业税收条款，例如厂房设备税收优惠等，预计对私人投资产生提振效果，根据白宫测算，对未来四年 GDP 的提振作用约为 0.6%。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 7 支增持**，其中流入最多的是 Xtrackers 黄金 ETC(\$1.74 亿美元)其次是日本实物黄金 ETF(\$1.06 亿美元)，第三是华安易富黄金 ETF(\$0.76 亿美元)；其中主要增持国家集中在英国和日本；全球主要黄金 ETF 有 2 支减持，流出最多的是 SPDR 黄金信托(-\$6.16 亿美元)，其次是 SPDR Minishares(-\$0.39 亿美元)；

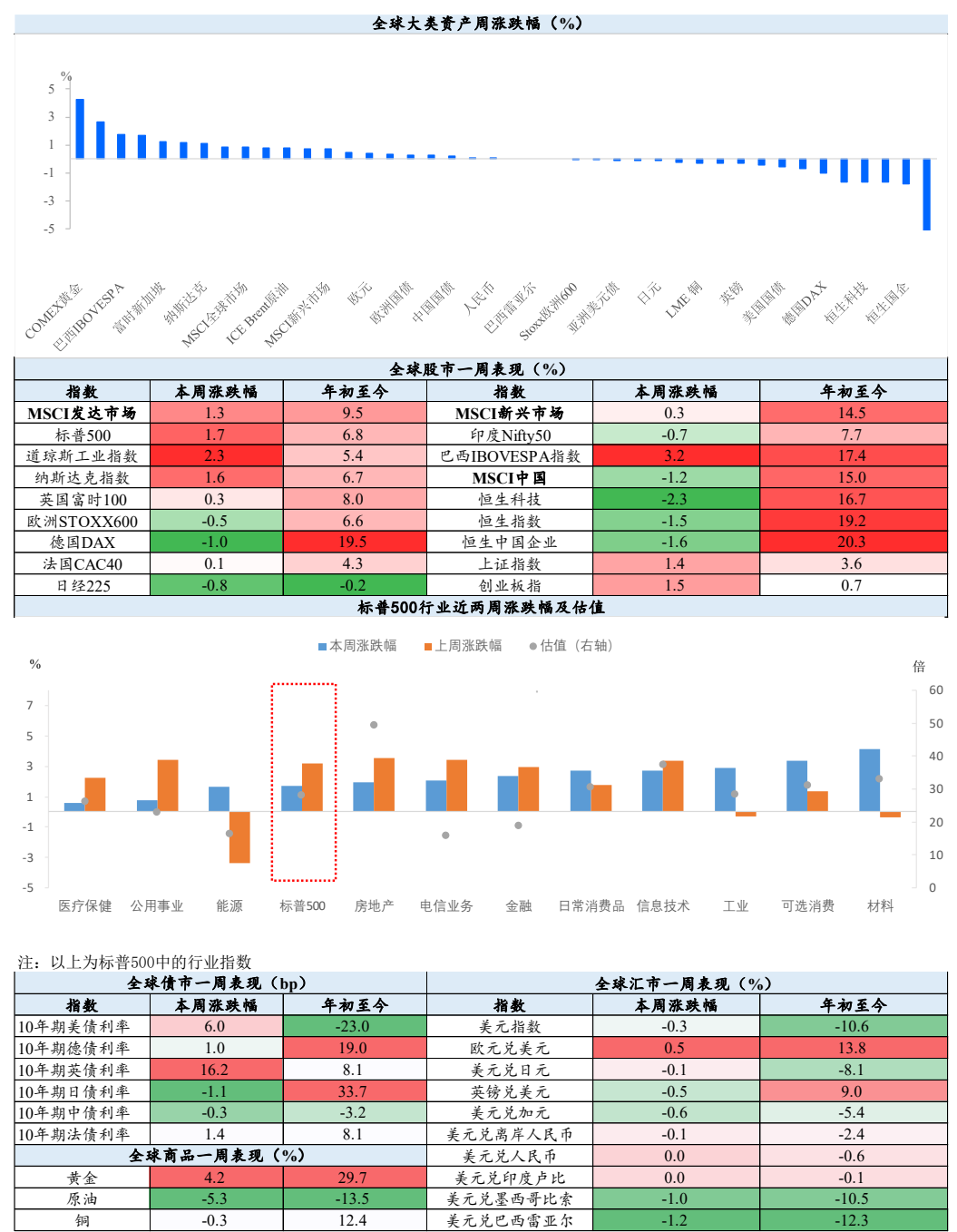
机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅增持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.43 盎司（周环比-0.5%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 4.79 盎司（周环比+0.4%）。

全球资金：全球股票、债券 ETF 净流入加速。全球股票 ETF 净流入 \$291.8 亿美元，边际流入 5.81 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$51.83 亿美元，边际流出 119.73 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多（\$144.5 亿美元），其次是欧洲。发达市场中日本股票本周净流出（-\$7.4 亿美元），新兴市场中中国股票 ETF 净流出最多（-\$34.8 亿美元）。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3：科技、金融和工业；净流出行业为必选消费。

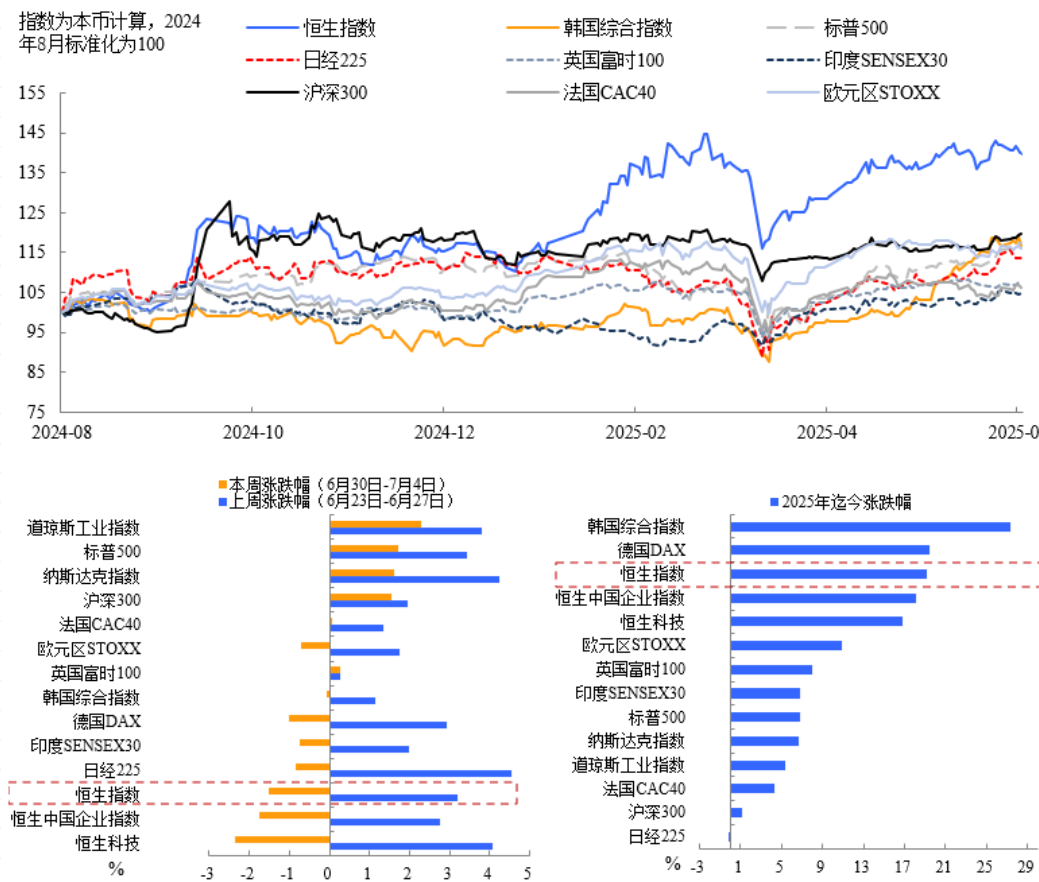
- **下周重点关注数据及事件：**1) 7 月 7 日，欧元区 CPI 月环比、CPI 同比；2) 7 月 8 日，美国 NFIB 中小企业乐观指数；3) 7 月 9 日，全球“对等关税”暂停期结束后的关税政策演变；4) 7 月 9 日，日本货币存量 M2 同比、M3 同比；5) 7 月 10 日，美国周度首次申领失业救济人数。
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场与新兴市场继续上涨



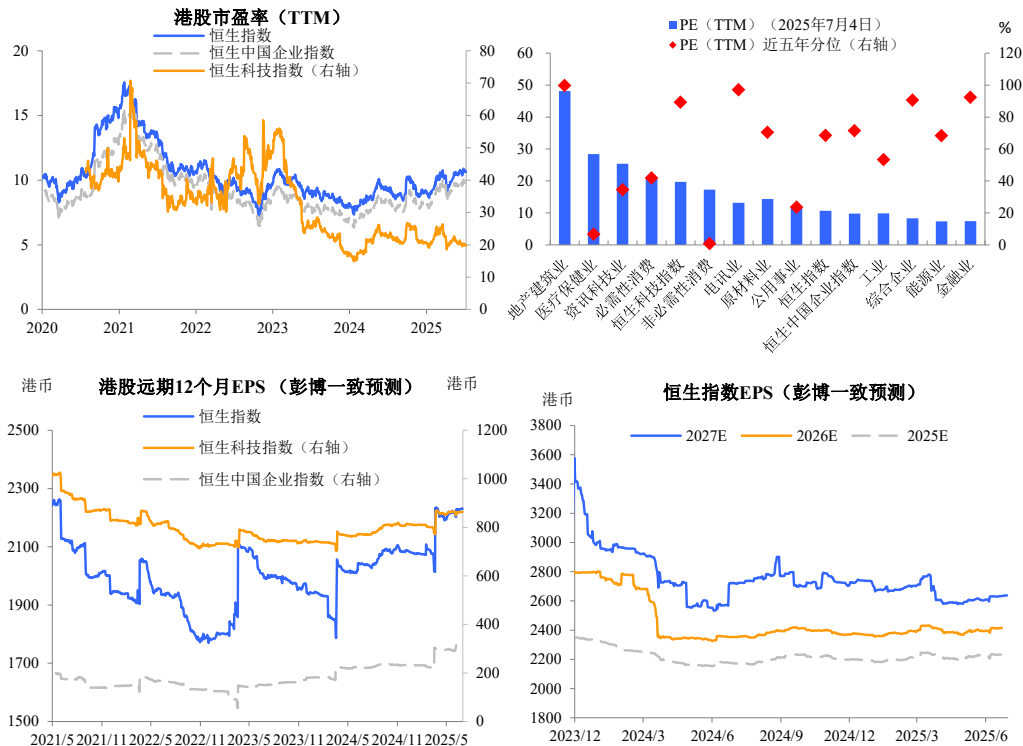
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周转跌



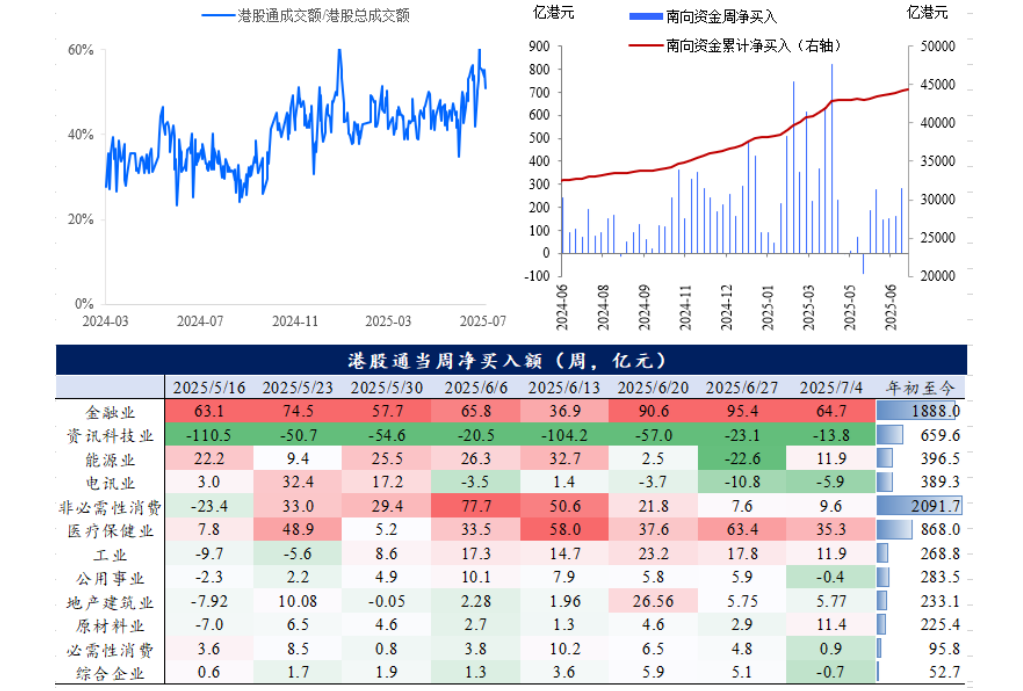
数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

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，流入的板块集中在金融业，资讯科技流出显著



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员表态

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	-3	-75bp	2025-07-30
欧元区		2.15	-2	-50bp	2025-07-24
日本		0.50	+1	+25bp	2025-07-31
印度		5.50	+2	+50bp	2025-08-06
官员表态					
国家及官员	日期	经济	货币政策		
欧洲央行行长拉加德	2025/6/30	欧洲央行行长拉加德称我们所面临的环境将继续高度不确定，甚至可能变得更加动荡。	这将给我们的货币政策实施带来更大挑战，也考验我们履行保持价格稳定使命的能力。评估审查使欧洲央行在未来几年内能够胜任其职责。 欧洲央行坚持其使命，将持续更新自身和工具，以应对新出现的挑战。更新了适用于各种情况的战略方案。		
2027年FOMC票委、旧金山联储主席戴利	2025/6/30	美联储博斯蒂克强调提前预警关税对企业流程的重要性，指出贸易政策的不确定性仍然存在。关税影响将逐步显现，企业将持续应对相关价格上涨。 关税引发的通胀风险尚未完全反映在经济中，企业正努力避免价格持续上涨，且关税相关的价格上涨可能会持续到2026年。	博斯蒂克认为货币政策未来仍有空间保持耐心， 预计今年可能降息三次，强调劳动力市场稳健但未达到紧俏水平，未来政策调整将取决于经济数据。 博斯蒂克指出，贸易政策的不确定性和价格变动带来的影响使得未来货币政策走向充满变数，强调需要更多信息以做出决策。尽管面临批评， 美联储仍专注于其使命，认为无需通过加息应对通胀 ，美国消费者表现出更高的谨慎态度，未来政策将继续观察经济表现。		
欧洲央行行长拉加德	2025/7/1	欧洲央行行长拉加德表示，目标已达成但任务尚未完成， 强调保持对通胀的警惕。 欧洲央行将考虑汇率、资本流动和欧元资产等因素，采用系统性情景分析应对碎片化风险。拉加德强调 汇率反映经济强劲 ，但不会对汇率发表评论，关注经济整体表现。欧洲央行关注碎片化带来的风险，强调需要系统性分析和应对策略以应对挑战。	拉加德指出欧洲央行具备应对市场动荡的能力， 并将根据数据调整未来利率路径。		
美联储主席鲍威尔	2025/7/1	鲍威尔强调关税因素对通胀的影响， 认为忽略关税会使通胀按预期运行。 美联储在应对经济和通胀时保持谨慎，等待更多信息，避免提前行动。 债务路径不可持续，需早日解决财政问题，2025年被视为关键年份。	美国经济状况良好， 劳动力市场逐步降温，未来可能会考虑降息，但决策依赖于数据。 鲍威尔支持建立稳定币框架，强调避免政治干预，关注经济稳定与金融创新。		
欧洲央行管委莱弗兰央行行长雷恩	2025/7/2	欧洲央行管委雷恩称担心通胀在较长时间	欧洲央行管委雷恩称欧洲央行目前处于良好的位置，但没有理由掉以轻心， 不能让低于预期的通胀改变市场预期。汇率并非政策目标。 欧元确实有机会变得更加重要。欧元升值帮助欧洲央行实现了2%的通胀目标。		
里奇蒙德联储主席巴尔金	2025/7/3	美联储巴尔金称可能在评估就业报告时考虑到移民放缓对经济的影响。 将关注失业率的变化。 在下次会议之前还有很多需要了解的内容，包括就业、通胀以及贸易政策方面的情况。 经济依然稳健。 商业联系人表示他们仍处于观望状态，期待贸易政策的最终确定。商业联系人称消费者需求仍然强劲，尽管消费者正在寻找更低的价格。我预计会出现关税相关的通胀，但也会有消费者的抵制。	预计下一任美联储主席将为经济做出最好的贡献。 目前没有改变政策的紧迫性。		
2027年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克	2025/7/3	美联储博斯蒂克认为 美国劳动力市场总体健康，但存在通胀上升风险，可能影响消费者心理。 博斯蒂克呼吁保持耐心，强调价格调整过程可能长达一年或更久，且 当前政策应保持观望。近期通胀数据受企业推迟提价影响，但未来通胀仍可能持续高企，需关注需求和成本变化。 博斯蒂克指出关税不确定性增加企业定价难度，可能导致价格压力持续，且 美国可能经历较长的高通胀期。	他强调在当前经济韧性下， 继续维持现有利率政策是合适的 ，同时警示债务增长对市场和货币政策的影响。		
美国财长贝森特	2025/7/4	美国财长贝森特表示 税收法案对财政有利，市场反应积极，预计将推动经济增长。 贝森特指出，融资需求可能增加，计划通过发行国库券和债务工具满足资金需求。预计稳定币立法将提升对美国国债的需求，增强债市活跃度。贝森特预测到特朗普任期结束时，国家债务与GDP比率将达到90%，未来债务增长具有不确定性。	他提到美元汇率不代表强势美元政策， 预期7月将达成多项贸易协议，市场也发出降息信号。		

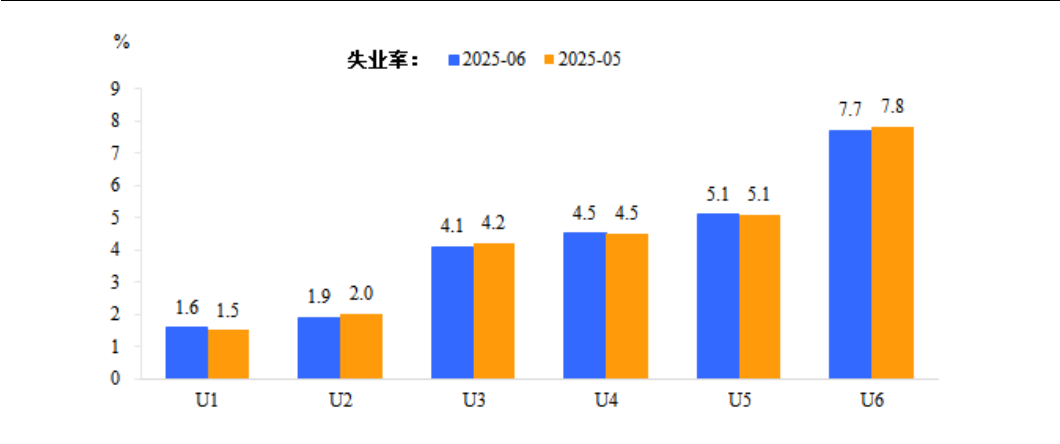
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美国新增非农就业人数总览

美国新增非农就业人数总览表（单位：千人）									
	相较于上个月变化	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	3MMA
新增非农就业人数总计	3	147	144	158	120	102	111	323	150
私人部门	-63	74	137	133	114	107	79	287	115
商品	10	6	-4	2	5	24	-11	4	1
采矿业	1	-2	-3	2	-1	4	-3	-1	-1
建筑业	9	15	6	0	5	12	-3	15	7
制造业	0	-7	-7	0	1	8	-5	-10	-5
耐用品	2	-5	-7	3	-2	6	-7	-15	-3
汽车及零部件	-2	-1	1	-3	-1	6	-10	-3	-1
非耐用品	-2	-2	0	-3	3	2	2	5	-2
服务	-73	68	141	131	109	83	90	283	113
批发业	-10	-7	4	1	-5	7	-4	13	-1
零售业	10	2	-7	5	16	-4	36	34	0
运输和仓储业	3	8	5	-8	-21	18	21	34	1
公共事业	-2	1	3	-1	2	1	1	-1	1
信息业	-2	3	5	1	-2	0	-4	17	3
金融活动	-7	3	10	5	3	15	14	12	6
专业和商业服务	-7	-7	0	27	-11	15	-35	36	7
临时服务	3	-3	-6	17	-14	-2	-8	2	3
教育和保健	-32	51	83	85	65	65	62	83	73
医疗保健和社会救助	-22	59	81	79	67	57	62	76	73
休闲和酒店业	-9	20	29	18	45	-34	-14	47	22
其他服务	-15	-5	10	-3	17	0	13	7	1
政府	66	73	7	25	6	-5	32	36	35

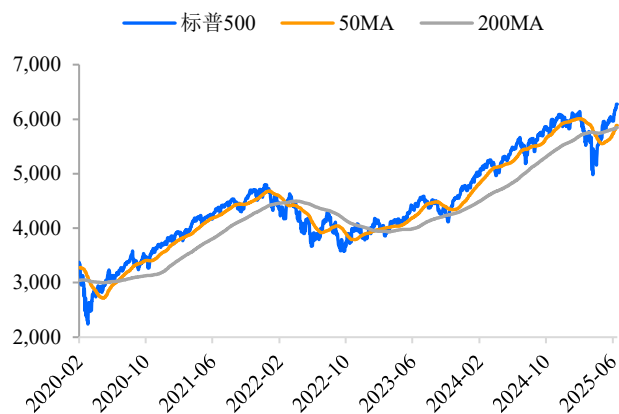
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图7：美国失业率



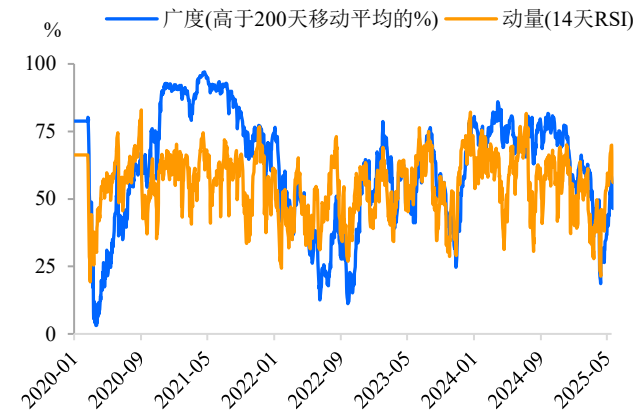
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图8：标普500的50及200日均线均向上



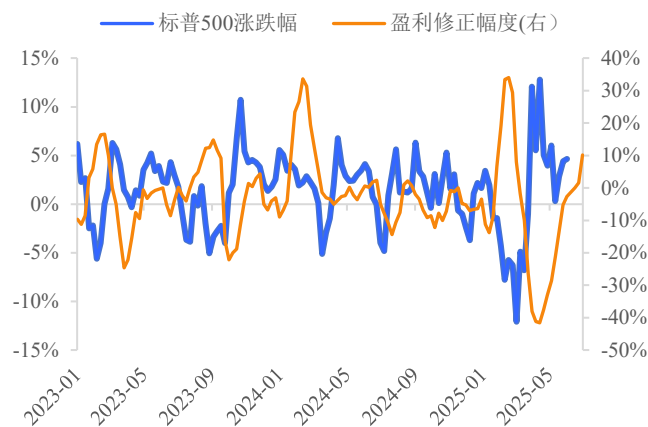
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9：市场广度持续上升达65%左右，多头占优



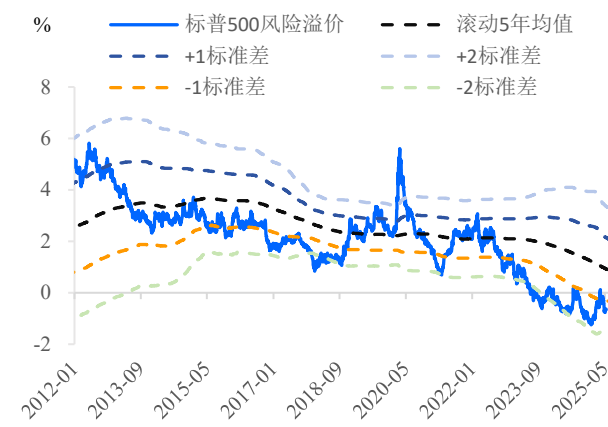
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10：美股的盈利修正幅度斜率较为陡峭



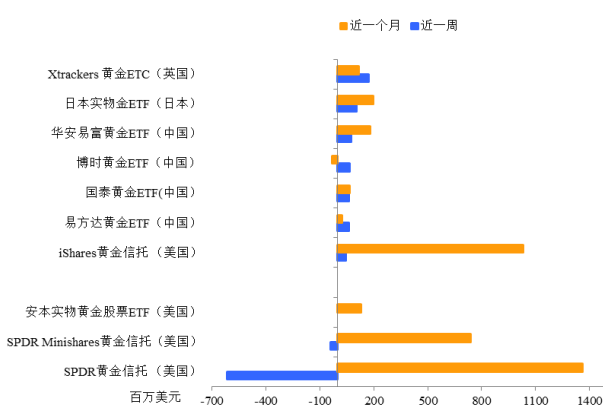
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：美股风险溢价从上周的-0.6%降至-0.8%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：主要购买黄金ETF的国家集中在美国



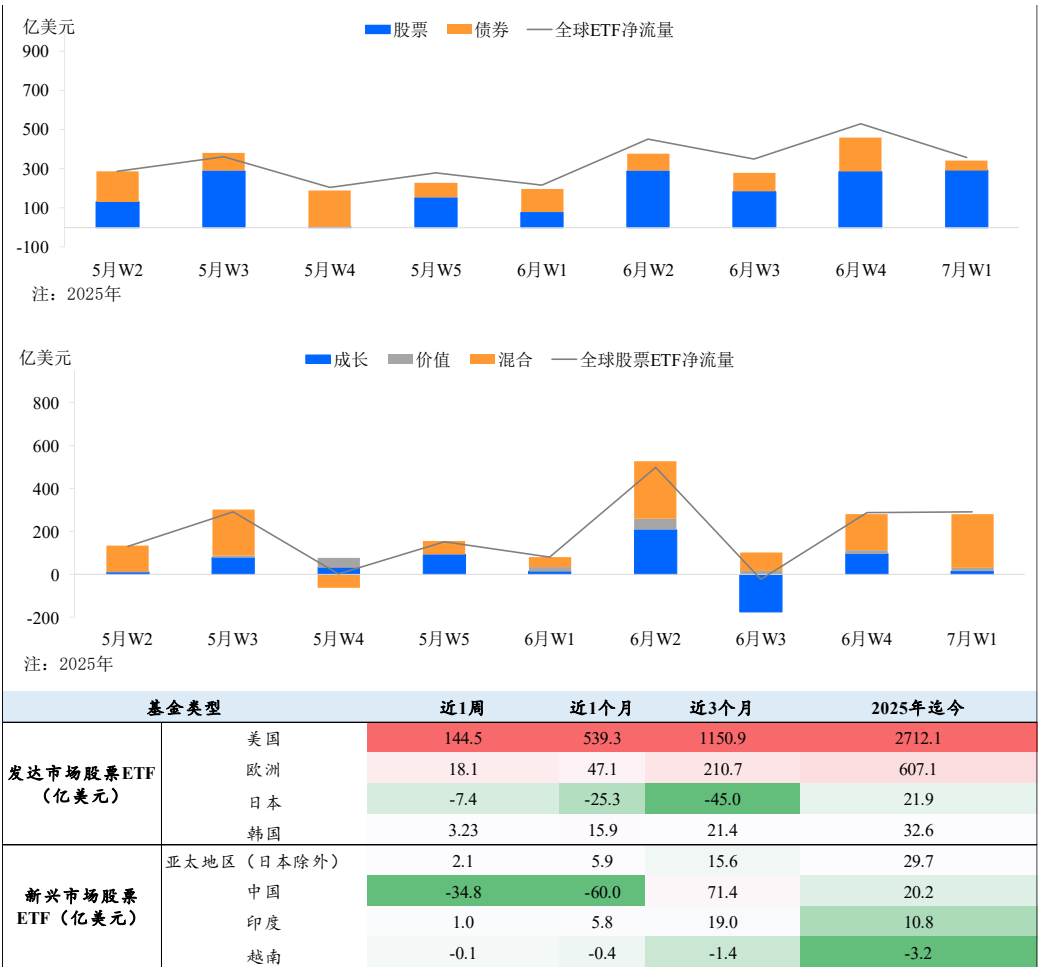
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：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14：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

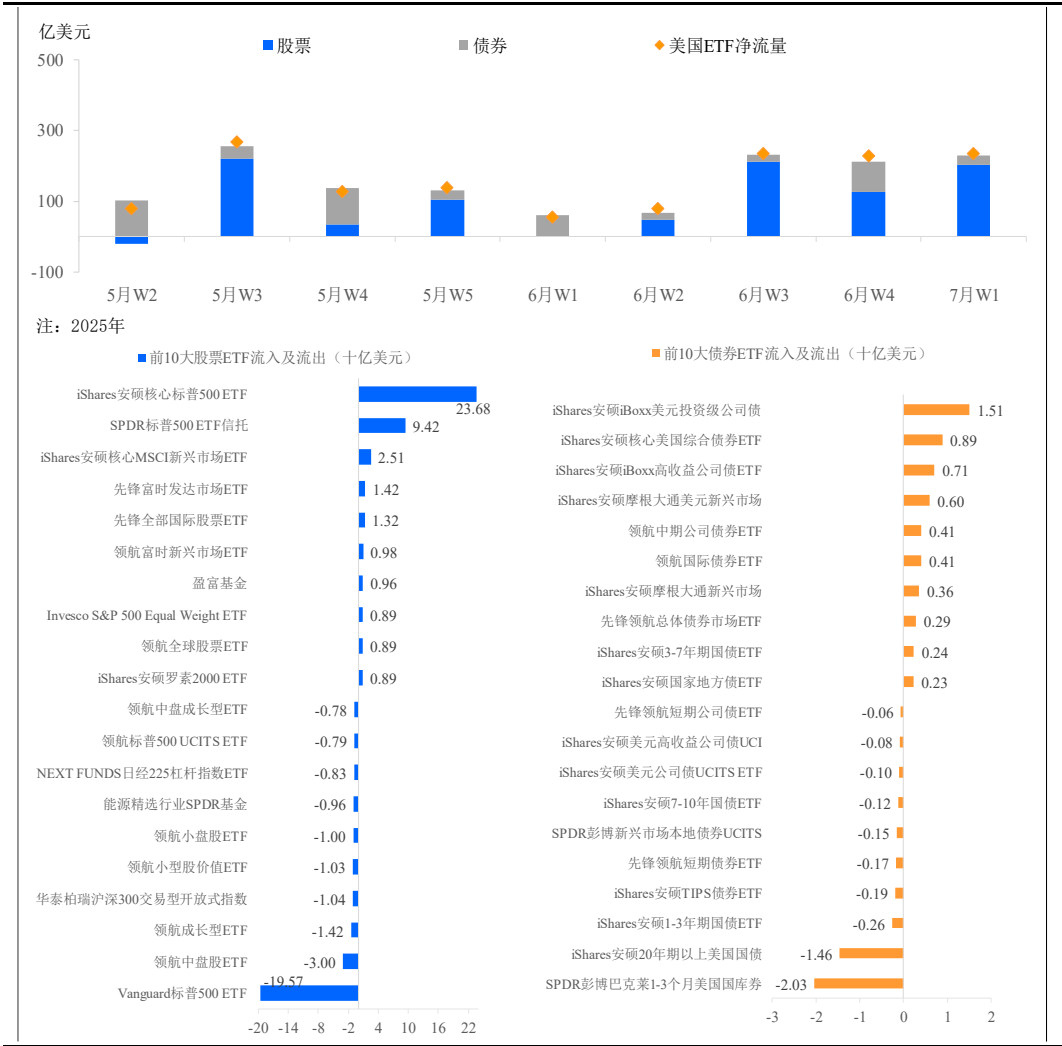
图15：本周股票ETF中，流入科技的资金最多，流出必选消费的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.5	3.5	9.3	27.0	44.9
可选消费	0.4	1.5	9.1	8.3	-12.5
必选消费	1.5	-1.0	-7.2	-14.7	-7.5
能源	0.4	3.8	7.1	-29.3	-66.2
金融	0.7	13.0	12.2	-52.4	41.7
医疗保健	0.0	2.2	4.6	-38.9	-54.9
工业	-2.4	8.2	41.4	67.6	133.3
材料	1.5	1.6	2.4	-29.5	-49.7
科技	2.4	24.7	67.7	169.8	254.6
公用事业	-1.7	0.7	9.2	14.7	43.5

单位：亿美元

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：美国ETF（股+债）净流入加速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：重点关注7月9日“对等关税”暂停期结束后的关税政策演变

周一 (2025/7/7)	周二 (2025/7/8)	周三 (2025/7/9)	周四 (2025/7/10)	周五 (2025/7/11)
欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-工业产值(月环比) 欧元区-工业产值经季调月环比 日本-劳工现金收入同比 日本-领先指数 CI 印度-工业增加值同比	美国-NFIB中小企业乐观程度指数 欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-工业产值(月环比) 欧元区-GDP季环比 GDP同比 欧元区-失业率 日本-国际收支经常项目余额 日本-贸易余额国际收支基点	美国-周度MBA抵押贷款申请指数环比 美国-批发库存月环比 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-PPI同比 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-CPI同比 日本-货币存量M2同比 日本-货币存量M3同比 日本-机床订单同比	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 欧元区-CPI月环比 CPI同比 欧元区-工业产值经季调月环比 欧元区-工业产值(工作日调整)同比 欧元区-工业产值(月环比) 欧元区-贸易余额 欧元区-失业率 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-CPI同比 日本-PPI同比 PPI月环比	欧元区-CPI同比 欧元区-欧盟调和CPI月环比 欧元区-欧盟调和CPI同比 印度-Foreign Exchange Reserves

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>