

研报精选

2025年9月14日 第238期

宏观专栏

物价的三个关注点——2025年8月通胀数据点评

报告认为，8月CPI同比转负至-0.4%，食品分项是主要拖累，部分受去年高基数影响。核心CPI同比继续回升至0.9%，金铂饰品和服务价格走高是重要支撑因素，耐用消费品价格持续改善。“反内卷”推动PPI环比结束下行态势，PPI同比跌幅收窄至-2.9%。

通胀未退，风险仍在积累

报告认为，美国8月通胀数据并不温和，但由于就业数据持续走弱，美联储将不得不先降息应对。然而，在供给收缩背景下，降息空间可能受限，经济“类滞胀”风险仍值得关注。

专题聚焦

迈向碳达峰的“十五五”：挑战、行动和投融资

报告认为，中国在绿色转型领域采取了一系列行动且成效显著。实现“十五五”碳达峰有三大关键行动领域：产业结构“去重化”、经济活动“电气化”以及发电结构“清洁化”。

当前行情下的港股操作策略

报告认为，在基本面和指数大幅上行动力不足的情况下，投资者应该把握港股的结构性优势，以盈利趋势主导的景气方向为主，同时辅以一定的中美映射主题机会。

宏观专栏

物价的三个关注点——2025年8月通胀数据点评

8月CPI同比由平转负至-0.4%，食品分项是主要拖累，部分受去年高基数影响。核心CPI同比继续回升至0.9%，金铂饰品和服务价格走高是重要支撑因素，耐用消费品价格持续改善。“反内卷”推动PPI环比结束下行态势，PPI同比跌幅收窄至-2.9%。不过，“反内卷”提振物价幅度或有限，我们预计PPI同比降幅或会持续收窄，但未来一年趋势转正或仍有一定难度。向前看，推动实现物价合理回升，仍需财政进一步发力以支持城投和私人部门债务化解、扩大内需、增强内生动能。

1、CPI同比再度转负，食品是主要扰动

8月CPI同比由持平转负至-0.4%（7月为0%），食品分项是主要拖累。受高基数、低新增影响，CPI食品价格同比下降4.3%，降幅较上月走阔2.7ppt，边际拖累CPI同比约0.54ppt，其中，鲜菜、鲜果和畜肉分别边际拖累0.20、0.13和0.12ppt。

蔬果和猪肉价格同比的回落可能不会持续，蔬果主要是受高基数影响，去年8月受台风和强降雨影响，蔬菜和鲜果价格环比高达18.1%和3.8%，均创十年同期新高，也给今年8月带来了年内最高的基数效应，带动鲜菜和鲜果CPI同比从7月的-7.6%和2.8%回落至-15.2%和-3.7%。往前看，随着基数的走低，我们预计蔬果价格同比跌幅将收窄。

“反内卷”对猪价短空长多。生猪“反内卷”控制出栏体重和二次育肥、去化能繁母猪产能短期带来增供压力，8月猪肉价格环比（-0.5%）连续第三个月弱于季节性，同比降幅也从5月的3.1%持续走弱至-16.1%。但产能去化或助力未来数月的价格企稳回升。

2、核心CPI持续改善，但仍存隐忧

8月核心CPI同比上涨0.9%，已经涨至2022年年中以来最高（不考虑春节

错位的影响)。分项来看,随着国际金价冲高,8月金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨37.1%和27.3%,我们估算金价上行推动核心CPI上涨了0.31ppt,为近几个月核心通胀走高提供了重要支撑;8月服务价格同比从上月的0.5%上涨至0.6%,为核心CPI上涨贡献了0.34ppt,教育服务、交通工具租赁费和旅游价格同比涨幅扩大。多地医疗服务价格改革逐渐落地,医保支付手段优化,医疗服务价格同比涨幅从上月的1.1%进一步扩大至1.6%。伴随暑期旅游旺季渐入尾声,旅游价格环比回落至-0.6%,弱于季节性。8月中金同质性二手住宅成交价格指数环比下降1.7%,房地产价格未见好转,毕业季房屋租赁的季节性需求回落,房租价格环比也由0.1%转为持平,也弱于季节性。

核心通胀改善的另一个线索是耐用品价格上涨。8月家用器具价格同比涨幅从上月的2.8%扩大至4.6%,通讯工具价格同比涨幅也扩大至0.8%,交通工具价格同比降幅也继续收窄至-1.9%。我们估计相关品类商品消费价格同比涨幅由上月的0.26%扩大至1.18%,今年以旧换新政策扩围加力,扩内需促消费政策持续显效。汽车行业无序竞争治理也助于缓解价格战,燃油小汽车价格同比降幅继续收窄至2.3%。然而,尽管以旧换新相关商品需求端价格上涨,但是相关行业PPI仍未见改善,或反映耐用品需求量可能会放缓,部分经销商不再以价换量。

3、“反内卷”效果初现,但对物价提振有限

部分受“反内卷”影响,8月PPI环比由上月的-0.2%转为持平,结束连续8个月下行态势。翘尾因素拖累减轻,8月PPI同比下降2.9%,降幅较上月收窄0.7ppt,为今年3月以来首次改善。“反内卷”下重点行业产能治理推进,相关行业价格同比降幅收窄。煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造价格同比降幅比上月分别收窄10.3ppt、6.0ppt、3.2ppt、2.8ppt和0.6ppt,对PPI同比的下拉影响比上月减少约0.5ppt。

我们在《[“反内卷”的宏观含义](#)》报告中指出,本轮“反内卷”与2016年供给侧改革去产能的不同点在于本轮供过于求行业更多、上中下游都有,难以

全部治理；同时大企业更多，多是纳税就业大户，不乏高度市场化和高技术企业，难仅靠行政一刀切强制关停，治理方式会更市场化、法制化、柔性化。我们根据各类大宗商品（包括布伦特原油、铜、螺纹钢、动力煤、氧化铝、多晶硅、碳酸锂等）期货价格和行业分析师预测信息，来判断PPI同比未来的走势，预测结果表明，7月PPI同比或已经见底，此后降幅有望收窄，但未来一年趋势转正或仍有一定难度，需要财政进一步发力以支持城投和私人部门债务化解、扩大内需、增强内生动能。



以上观点来自：2025年9月11日中金公司研究部已发布的《物价的三个关注点——2025年8月通胀数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

通胀未退，风险仍在积累

美国8月CPI季调环比上涨0.4%，同比升至2.9%，核心CPI环比上涨0.3%，同比上涨3.1%，符合市场预期。分项来看，受汽车带动，核心商品价格同比上涨1.5%，涨幅为2023年5月以来最高，表明核心商品部门已由2023-2024年的通缩转向通胀。关税对汽车以外价格的影响并不明显，表明企业转嫁关税成本也面临阻力。服务通胀的放缓也已基本停滞，上半年疲软的机票与酒店价格显著反弹尤其值得关注。总体来看，这份通胀数据并不温和，但由于就业数据持续走弱，美联储将不得不先降息应对。然而，在供给收缩背景下，降息的刺激效果往往更多表现为物价上涨而非产出扩张，这意味着降息空间可能受限，经济“类滞胀”风险仍值得关注。

美国通胀基本延续了5月以来的反弹态势。食品价格指数季调环比上涨0.5%，涨幅为2023年1月以来最高。西红柿(4.5%)、苹果(3.5%)和牛肉(2.7%)价格涨幅靠前。能源价格指数季调环比上涨0.7%，主要贡献来自汽油价格(1.9%)的上涨。

核心通胀方面，核心商品价格同比上涨1.5%，涨幅为2023年5月以来最高，表明核心商品部门已由2023-2024年的通缩转向通胀。8月核心商品价格季调环比增幅从上月0.2%加速至0.3%，三个月年化环比增速上升至3.2%。其中，二手车价格上涨1.0%，新车上涨0.3%，非轮胎机动车零部件上涨1.7%，显示出汽车关税的传导作用。此前Nikkei调查显示，80%的受访日本车企已开始加价或计划将成本向美国消费者传导，尤其可能借由新品上市的窗口期¹，这一现象值得关注。服装(0.5%)和户外工具(0.8%)涨幅靠前，但此前快速涨价的窗帘(-5.6%)、洗衣机(-2.9%)、玩具(-0.8%)等价格有所回调。

关税对汽车以外商品价格的影响在8月并不明显，表明企业转嫁关税成本也面临阻力。这是因为涨价主要由供给成本上升驱动，而非需求过热所致，加

¹ <https://asia.nikkei.com/business/automobiles/80-of-japan-s-auto-parts-makers-set-to-transfer-tariff-costs-to-automakers>

上许多商品并非不可替代的刚需，导致企业向消费者转嫁成本进程缓慢。然而，在刚性成本压力下，企业往往会抓住任何需求回暖的契机“见缝插针”式提价，只要市场稍有承受力，价格就会被迅速抬高。这使得通胀呈现出一种“滚动式”特征，即不同行业轮番上涨。这种涨价节奏虽然相对缓慢，但隐蔽性强，仍需保持警惕。

核心服务价格指数同比上涨3.6%，涨幅自3月以来也没有再进一步下降，这表明，**服务通胀放缓的步伐也已基本停滞**。进一步看，上半年表现疲软的机票（+5.9%）与酒店（+2.4%）价格显著反弹。一个解释是上半年关税的不确定性导致居民与商业出行需求减弱，航空公司降低航线运力供给²，三季度以来随着不确定性下降，需求有所回升，航空公司又开始提价³。尽管我们认为这些需求的回升未必可持续，但在供给收缩大背景下，任何短暂的需求反弹都可以带来一轮涨价。

其他服务方面，医疗服务价格有所回落（-0.1%），但邮政快递（1.4%）、修车（5%）等价格增速保持高位，特朗普的驱逐移民政策导致劳动力供给下降，劳动密集型服务通胀存在进一步上行风险。美联储最关注的非房租核心服务（supercore）价格指数环比涨幅从上月0.5%回落至0.3%，但三个月环比年化增速升至4.2%。房租方面，主要居所租金上涨0.3%，业主等价租金上涨0.4%，根据Zillow数据所展示的趋势，**未来一段时间房租通胀或保持温和**。

整体来看，8月通胀数据虽未超出预期，但通胀趋势并非向美联储2%目标靠拢，而是越来越远。更重要的是，这一现象发生在就业数据已经大幅走弱、劳动力市场已经停滞的背景下。这使我们相信，通胀仍具有内在粘性，风险仍在积累。

由于就业数据持续走弱，美联储将不得不先降息应对，但在供给收缩背景下，也要关注“类滞胀”风险。近期数据显示，美国就业增长已几乎停滞，相对而言，通胀压力还在积累过程中，这也使得短期内“滞”的压力超过了“胀”。

² <https://www.forbes.com/sites/tedreed/2025/03/11/delta-and-united-airlines-say-they-will-reduce-capacity/>

³ <https://money.usnews.com/investing/news/articles/2025-09-11/delta-air-lines-reaffirms-annual-profit-forecast-on-sustained-travel-demand>

对美联储而言，此时不得不优先应对就业下行压力，而将通胀暂时放到一边。我们预计美联储将于9月17日的会议上降息25个基点，10月或再降息一次，但随着通胀进一步走高，降息的门槛也将越来越高。在供给收缩的背景下，降息虽可能带来需求回升，但缺乏供给配合，其刺激效果往往更多表现为物价上涨而非产出扩张。这意味着美联储降息的空间将会受限，经济“类滞胀”风险仍值得关注。



以上观点来自：2025年9月12日中金公司研究部已发布的《通胀未退，风险仍在积累》

刘政宁 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

迈向碳达峰的“十五五”：挑战、行动和投融资

“双碳”目标提出以来，中国在绿色转型领域采取了一系列行动且成效显著。然而“十四五”期间，受疫情和国际局势等因素影响，我国高耗能制造业占比有所回升，电气化进程放缓，煤炭消费增速提高，导致碳减排压力增大。这些变化引发了各界关于我国如何确保“2030年前碳达峰”的广泛讨论。在我们看来，“十五五”（2026-2030年）作为实现碳达峰的攻坚时期，精准把握碳达峰行动、合理布局绿色投资将成为一项重要课题。

本文认为，实现“十五五”碳达峰有三大关键行动领域：产业结构“去重化”、经济活动“电气化”以及发电结构“清洁化”。根据我们测算，到2030年，上述领域的绿色投资总需求为17.5万亿元，累计减排量达16亿吨，有望拉动GDP年增长1.2%。其中，超过四分之三的投资将流向新能源产业链。目前，我国每年能有效支撑碳达峰的绿色融资规模在2.5万亿元左右，这意味着“十五五”期间还需要40%左右的增幅。这样大规模的融资增长需要依托公共政策在提高化石能源使用成本、降低清洁能源供给成本两方面加大力度，从而实现绿色溢价加速降低，吸引资金流向绿色低碳领域。

以上观点来自：2025年9月12日中金研究院已发布的《迈向碳达峰的“十五五”：挑战、行动和投融资》

林欣月 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524060001

陈济 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070012

专题聚焦

当前行情下的港股操作策略

相比7月以来A股科创气势如虹的表现，港股显得有些“落寞”，恒指在25,000附近一直止步不前。面对这种局面，很多投资者一方面担心A股涨得太急太快，想去港股找寻机会，但又怕去了港股以后大幅跑输A股。进入9月后，市场的波动明显加大，再加上美联储降息“箭在弦上”，更使得这一疑虑和选择“迫在眉睫”。

回看今年以来的行情脉络，大体可以分为三个阶段：1) 1-3月，港股跑赢，AI驱动的恒生科技成为当之无愧的赢家；2) 4-6月，美股跑赢，对等关税之后虽然中国市场也在修复，但美股尤其是科技龙头在超预期的业绩推动下快速创出新高，反之恒生科技一直未能修复3月底的高点；3) 7月至今，A股跑赢，流动性驱动的科创行情使得A股快速“后来者居上”，港美股则都在高位震荡。不难看出，一定意义上，是A股在追赶此前强势的港股和美股，港股更多由基本面驱动，近期的落后恰说明基本面催化有限。

那么，面对波动明显加大的市场和更为分歧的观点，A股和港股之间应该怎么选，哪些行业又更具备景气投资价值？

港股为何跑输？基本面（盈利下修）、流动性（Hibor走高）、估值（AH溢价过低）

港股近期的落后并不意外，如上文所说，其实是A股在追赶港股。近期的跑输也与我们的预期一致，主要由基本面（盈利下修）、流动性（Hibor走高）和估值（AH溢价过低）三方面因素所致（《[指数的“上限”在哪？](#)》）。

► 基本面：港股盈利增速较2024年下滑且全年盈利预期下修，与A股反向。从已披露完毕的中报业绩看，上半年港股净利润同比增长4.2%（非金融+6.2%，金融+2.7%），好于A股的2.8%（非金融+4.2%，金融+1.5%）。但不同之处在于方向，A股相比2024年-3.0%（非金融-14.2%，金融+9.0%）明显改善，而港股则比2024年的9.2%（非金融+9.8%，金融+8.7%）明显放缓。拆分看，上

半年港股非金融收入增速转正0.04%，好于2024年下滑1.7%，与上半年的宏观经济环境一致；利润率虽然继续同比改善0.3ppt至5.7%，但改善幅度不及2024年的0.5ppt，使得上半年利润增速较2024年下滑。

更重要的是，前瞻性的看，港股全年盈利预期持续下修，2025年预期增速转负；而A股下修并不明显，2025年增速依然为正。恒指2025年EPS预期增速在近期业绩期期间持续下修，目前已经降至-2.7%（vs. 2024年17.8%），这意味着下半年或将转为负增长。尽管外卖竞争加剧下电商龙头盈利下修是主要拖累，但恒指内部超半数公司都出现不同程度的下修，也表明这非孤立现象。相反，沪深300 2025年盈利并未显著下修，近一个月仅小幅下修0.2%，目前预期的全年6.9%的增速依然高于2024年的2%。造成这一反差的原因：一是由于基数和起点不同，港股盈利从去年底今年初就开始持续上修，明显早于和强于A股，近期的下修是从高位回吐；二是行业上的差异，软件服务、半导体、消费者服务、可选消费等板块的下修幅度差于A股，制药和生物科技、必需消费零售、医疗保健则好于A股。但不管怎样，至少在表面上形成了表观增速上的一正一负和调整方向上一上一下的反差。

► **流动性：Hibor骤然走高，流动性趋紧，也与A股反向。**8月中旬以来，香港金管局承接银行港币供给、不断回收流动性，使得金管局总结余基本回到了5月初大规模投放流动性前的水平，流动性回收突破阈值后的非线性变化叠加潜在套息交易逆转的放大，导致Hibor最近两周骤然抬升十倍之多，隔夜Hibor利率一度上行至4.6%。尽管港币已经脱离7.85弱方保证至7.8后，金管局无需再回收流动性，Hibor这种急剧的走高不可持续（目前已经降至2.5%），但再想回到5月初那种极端宽裕的流动性环境也很困难（《[Hibor如何影响港股？](#)》）。

这与A股近期流动性和成交的活跃形成鲜明反差。7月M1同比增长5.6%，较6月的4.6%继续上行，除了因去年清理手工补息导致的低基数外，也与存款活化有关。7月非银存款同比多增1.4万亿元，存款进入股票账户可能是重要因素，7月居民储蓄下降1.1万亿人民币（《[居民存款搬家潜力几何？](#)》）。受此支撑，

7月以来A股日均成交额高达2万亿元，较上半年的1.4万亿元增长40%。

► **估值：AH溢价过低，触及125%“隐形底”后吸引力下降，近期回升。**考虑到内地个人和公募通过港股通投资需要支付红利税（H股20%、红筹股最高28%），AH溢价收敛至125%（ $125\% \times 0.8 = 1$ ）时，保险以外的其他投资者在港股买分红资产就不存在优势，因此也使得AH溢价降至125%以下后，港股对于部分投资者的吸引力下降，这也与我们在《[AH溢价能有多低？](#)》中提示的一致。

谁领先谁？A股能否外溢到港股？该如何选择？港股领先A股；博弈流动性仍在A股，港股重视景气结构

进入9月后，市场波动加大，投资者分歧也在增加，一方面担忧A股前期涨得过急过快，考虑转向港股；但又担心若A股持续上涨，配置港股可能跑输。那么该如何选择，主要取决于以下几个问题。

► **谁领先谁？港股领先，近期是A股在追赶港股。**去年底尤其是今年初以来，港股一直领先A股，在分红、科技互联网、新消费及创新药等板块的上涨，支撑均来自各自板块基本面的支撑。“钱多”（资金盛）但“回报少”（资产荒）的组合下，资金本质追求“回报”，不论是提供稳定回报的分红还是提供结构亮点的成长多数在港股市场。同样的，港股盈利预期上调的节奏也自3月初就已经开始，要早于A股。相比之下，A股市场表现落后，直到7月以来才在流动性驱动下且在AH溢价已经降至122%的多年低位后才大幅上涨，某种程度上是对港股此前涨势的追赶。

► **那A股的强势能否反过来再拉动港股？**存在这种可能，但这种“填坑”式的外溢更多处于时间上的中后期和程度上的透支阶段，最典型的如2015年4月，A股持续大涨也触发了港股的“追赶式”行情，但涨势在时间上和程度上基本进入尾声。

► **A股和港股间该如何选择？**博弈流动性仍应在A股，港股则重视景气结构。1) 如果选择继续参与流动性驱动的行市，那仍应在A股，适合偏激进和交

易型投资者。此类行情依赖增量资金不断入场与市场之间形成正反馈作为前提，如果投资者依然对此深信不疑，那显然在A股参与最为直接，而不应选择影响更间接且还受做空和配售约束的港股；**2）如果投资者担心流动性逻辑的持续性或者担心行情的透支，港股尤其是其有优势的景气结构就是更稳妥的选择，适合稳健和持有型的投资者。**从整体盈利和宏观环境看，随着政策拉动效应减弱和基数抬升，若无增量政策支撑，四季度宏观经济增速可能放缓，港股整体盈利也预期承压，恒指2025年EPS增速预期当前为-2.7%，隐含下半年盈利增速或将转负。美联储降息预期升温短期或改善港股流动性，但无法作为单一且绝对主导，2019年美联储降息周期港股震荡，2024年降息周期港股回调，均说明降息无法超越国内基本面因素。

过去几个月，我们对港股的点位一直维持在基准24,000、乐观25,000-26,000的判断，市场也始终未能形成“有效突破”（《[谁在主导港股行情？港股流动性图景](#)》）。我们维持这一判断，没有大幅上调点位，是因为从**整体法和结构法**两个角度，指数的上行动力仍需要一些“条件”，要么是整体盈利修复、要么是互联网板块的配合：

► **整体法：港股盈利预期下修，需要估值提供支撑，但风险溢价依然偏低，恒指中枢或仍在24,000附近。**根据中债美债动态加权（按南向成交占比动态调整，当前为35%-40%左右）测算，当前动态加权后的恒生指数风险溢价为5.5%，低于去年10月以来历次低点，实际上也处于2018年上旬市场高位以来的新低。如果以2018年以来被多次测试的6%作为下限测算，恒指点位在24,000附近。回溯来看，这一方法在去年924、今年初DeepSeek、“对等关税”急跌时的判断都十分可靠。

► **结构法：恒指有效突破需要互联网配合。**整体法的缺陷是无法刻画今年以来港股的结构行情，进一步拆分大类板块的风险溢价，可以观察到结构上的驱动差异。拆分来看，3月底指数高点主要是由互联网驱动，而本轮指数高点则更多由金融周期与新消费创新药驱动。当前金融周期、新消费和创新药板块风险溢价分别低于2021年房价高点和2022年底防控措施优化后的水平，后续

上行动力可能来自互联网板块情绪修复，若互联网板块风险溢价回落至3月下旬，可推动恒指站稳26,000点。

我们对恒指点位的以上测算中，无风险利率使用当前南向成交占比对中债美债进行加权，但也有人会质疑，这样的权重分配是否合理，如果沿着这一思路调整无风险利率里中债美债的权重，可以测算出静态环境下（假设盈利和无风险利率环境不大幅变化），指数的潜在“上下限”：1）考虑南向成交占比未来提升的潜力，假设南向占比从35%左右进一步提升至50%，中债和美债“五五开”，则对应恒指点位26,000，与我们的乐观情形基本一致。2）如果进行更为极限的推演，进一步将中债比例提升至100%，对应恒指30,000点，反之将中债定价比例降至0%的话，则对应恒指22,500。100%的中债（30,000点）或100%的美债（22,500点）定价在现实中显然都不现实，但其意义是提供一个静态环境下因定价权问题分歧的参考“上下限”《指数的“上限”在哪？》。

行业配置思路：景气方向为主，中美映射为辅；创新药、科技硬件、有色、非银、消费电子等景气度较高

港股市场今年的突出特点是结构胜于指数、主线不断轮动。在基本面和指数大幅上行动力不足的情况下，投资者应该把握港股的结构性优势，以盈利趋势主导的景气方向为主，同时辅以一定的中美映射主题作辅助。

► **盈利确定性和景气方向：**制药、科技硬件、有色、非银、消费电子、以及部分新消费和汽车零部件盈利确定性较高。港股盈利预期承压、指数上行动力可能不足，使得结构性机会更为突出，盈利增长前景较为确定景气行业值得关注。我们从两个方面刻画行业景气度：

1) 盈利增速预期及调整情况：生物科技（+138%）、科技硬件（+45%）、原材料（+38%）、多元金融（+28%）等板块2025年盈利预期增速较高，这些板块年初至今盈利上修幅度同样居前，生物科技、多元金融、科技硬件、原材料2025年盈利预期分别上修86%、30%、29%和15%。

2) ROE预期：截至6月底，MSCI中国指数整体ROE预期小幅走低，消费

者服务、软件服务、零售板块的ROE预期则转头向下，半导体、地产等继续下行，媒体娱乐、耐用消费等ROE预期变化不大，但非银、有色、创新药、科技硬件、消费电子、新消费、汽车与零部件板块的ROE预期则进一步抬升。综合盈利增速预期及调整情况和ROE预期两方面来看，制药、科技硬件、有色、非银板块景气度较高。

► **中美映射主题机会：算力、机器人、苹果链等科技叙事；降息拉动的传统需求如地产链（家电家具家居）、投资链（有色机械等）。**在流动性和情绪主导的市场环境下，如果国内基本面和政策无法提供更多支持，那么海外需求和映射链条也是一个配置思路，包括两个方面：**1）科技链**，包括海外AI科技龙头映射的算力、特斯拉研发生产Optimus映射的机器人、苹果产业链等科技叙事。**2）美联储降息拉动的地产链与投资链：**美联储降息会提振当前疲弱的美国房地产和传统制造业需求，地产需求带动的后周期板块如家电家具家居、以及投资需求带动的有色等部分大宗商品，可能是直接受益的方向。

因此，除非当前的宏观也就是信用周期环境出现趋势性变化，否则结构强于指数仍然是港股市场的突出特点。如果博弈短期流动性行情，小盘股和恒生科技可能有机会，但如果基于基本面逻辑，盈利预期承压情况下，配置上应该考虑盈利确定性和中美映射机会，归纳来看，**制药、科技硬件、有色、非银、消费电子等板块的景气度较高。**不过，长期正确的结构性方向，也要在合适的位置买，综合我们的拥挤度指标选择合适的介入时点。

以上观点来自：2025年9月7日中金公司研究部已发布的《当前行情下的港股操作策略》

刘刚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王牧遥 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525050003 SFC CE Ref: BWT054

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.9.8 中国宏观热点速评：出口前置效应消退——2025年8月进出口点评
- 2025.9.11 中国宏观热点速评：物价的三个关注点——2025年8月通胀数据点评
- 2025.9.12 海外宏观简评：通胀未退，风险仍在积累
- 2025.9.13 中国宏观热点速评：年内流动性拐点——8月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2025.9.8 有色金属：聚焦：铜铝：走出低波

固定收益

- 2025.9.8 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.9.8 资产证券化分析周报：8月月报：无增信档利差回升，关注季末供给提升
- 2025.9.8 信用债收益率跟踪周报：债市窄幅波动，短融信用利差收窄
- 2025.9.8 深度研究：混沌的天平——中金固收2025年债市宝典系列之转债分析框架
- 2025.9.8 深度研究：大金融信用债分析框架——中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.8 简评：关税影响下，出口回落——8月贸易数据分析
- 2025.9.9 专题研究：融资仍弱，化债带动现金流改善明显——城投债券发行人2025年半年报点评
- 2025.9.10 简评：通胀仍处弱势，货币政策或将跟随海外放松——8月通胀数据点评
- 2025.9.10 深度研究：全面净值化下理财发展新趋势和跟踪应对——中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.9.10 专题研究：盈利和流动性指标显疲态——债券发行人2025年半年报点评
- 2025.9.11 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.9.11 深度研究：城投债分析框架--中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.13 深度研究：三问固收+：为什么、怎么选、怎么看？——中金固收2025年债市宝典系列之固收+基金分析框架
- 2025.9.13 简评：贷款弱，社融落，利好债——8月金融数据点评

行业

- 2025.9.8 化工：轮胎2Q25业绩回顾：行业拐点渐行渐近

- 2025.9.8 金融：系统梳理公募基金第三阶段降费
- 2025.9.8 可选消费：美护1H25业绩回顾：分化加剧，成长领跑，关注后续双11催化
- 2025.9.8 物业管理：再论物业管理行业营商环境
- 2025.9.8 传媒互联网：游戏赛道深度之SLG：策略远征，全球化的东方叙事
- 2025.9.8 电力电气设备：储能行业2Q25业绩回顾：出货回暖，海外市场高增长
- 2025.9.8 电力电气设备：反内卷vs市场化出清（3）：光伏行业反内卷进入关键观察节点
- 2025.9.8 电信服务：工信部向运营商颁发卫星移动通信业务牌照
- 2025.9.8 医疗健康：体外诊断：国内拐点将至，海外稳健增长
- 2025.9.8 不动产与空间服务：周评#455：上周新房销售面积同比降两成
- 2025.9.8 电力电气设备：电新双周报：储能新增项目需求景气，9月新能源车中游产业链排产超预期
- 2025.9.9 零售：零售1H25业绩回顾：潮玩延续高景气，百货商超业态分化，招聘边际回暖、AI落地加速
- 2025.9.9 传媒互联网：在线音乐跟踪观察：巩固生态位，锚定长期增长
- 2025.9.9 公用事业：电力环保周报：关注补贴加速回款下的优质资产重估机会
- 2025.9.9 轻工日化：轻工制造1H25业绩回顾：分化延续，关注政策催化及产业变革下的新机会
- 2025.9.9 银行：社融增速拐点——8月金融数据前瞻
- 2025.9.10 房地产：8月二手房交易量平稳，价格延续此前走势
- 2025.9.10 科技硬件：通信安防设备2Q25业绩回顾：AI牵引数通收入环比高增，电信侧关注结构性机遇
- 2025.9.10 科技硬件：创新符合预期，新品价格同比持平销量可期
- 2025.9.11 主题研究：抢装促进经营现金改善，关注反内卷、高效组件、储能等环节——光伏2Q25财报总结
- 2025.9.11 电力电气设备：1H25工控回顾：新旧动能逐步切换
- 2025.9.12 不动产与空间服务：室内滑雪场框架：四季雪趣，蓝海有待挖潜
- 2025.9.12 电力电气设备：国家层面利好政策发布，储能需求高景气
- 2025.9.13 公募洞察系列：头部机构优势巩固——评1H25基金代销数据
- 2025.9.13 银行：存款搬家进行时——8月社融数据点评

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn