

7月全球市场波动，港股领跑全球

月度市场回顾及展望

王博群 | 宏观策略分析师
hugh.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

7月政治局工作会议学习：货币配合财政存量发力，增量政策或可期

7月30日召开的政治局工作会议部署了下半年经济工作，会议强调“实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给”。

- 总量上，宏观政策层面的变化主要在于财政政策，包括加快存量政策的落地，会议指出“加快财政支出和债券资金使用进度”。货币政策则更侧重配合财政政策，会议指出“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”。
- 增量政策或可期待，会议提到“及时谋划出台务实管用的增量政策”，增量政策的出台视乎经济在2季度后的企稳节奏，若快速企稳，增量政策出台概率下降；反之则或会加速推出增量政策。
- 更具体而言，会议指出“宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度”，具体财政发力的重点方向，一是“有力推进“两重”建设和“两新”工作”，二是“扎实推进六张网规划建设”。会议同时提到，要深入实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，以及兜牢基层“三保”底线，加强对基础研究的长期稳定支持等。
- 期待增量政策通过货币政策配合财政来扩大内需。服务类消费或为重点之一，会议强调“适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力”，扩内需的政策方向或仍偏向供给侧。

资料来源：新华社，交银国际

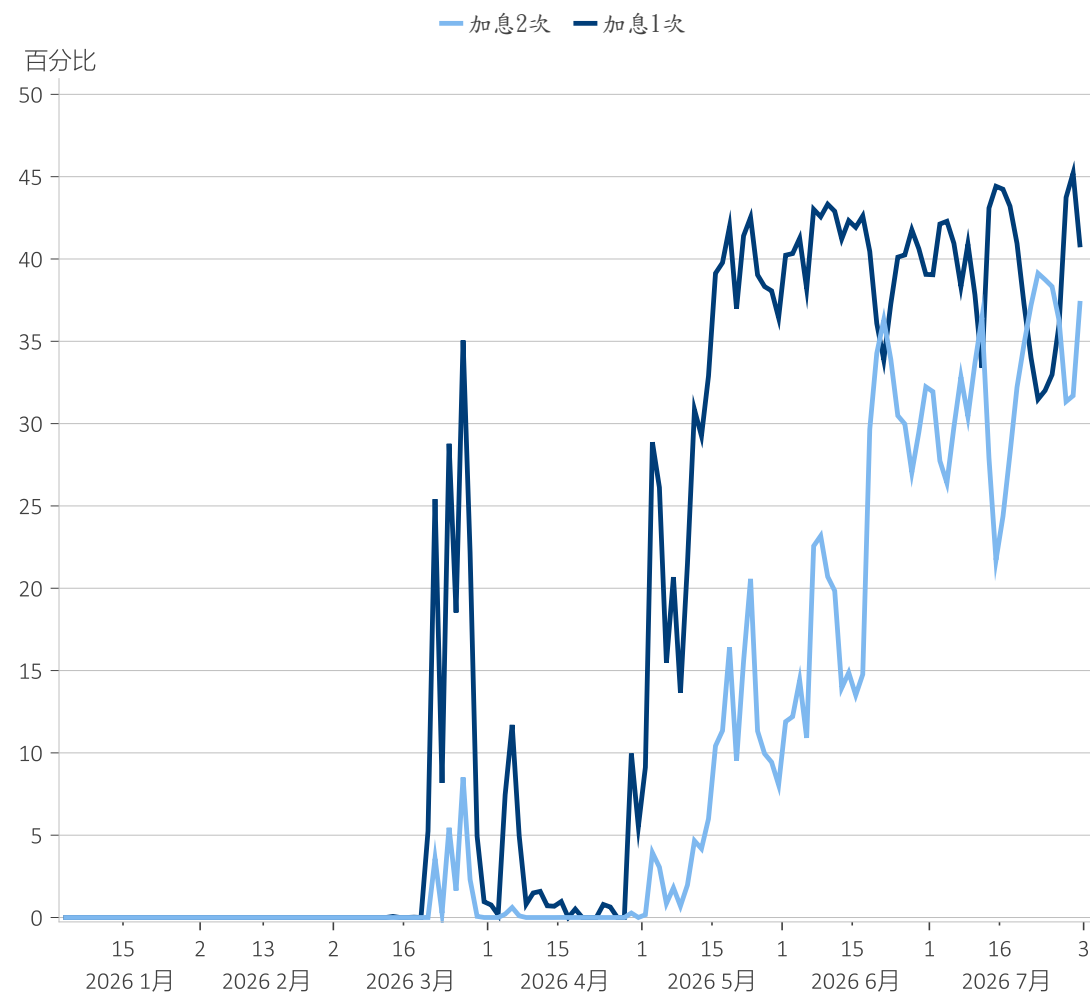
7月全球宏观：美联储主席减少前瞻指引，政策不确定性显著上行

新任美联储主席凯文·沃什减少了美联储给市场的前瞻指引，美联储政策不确定性显著上行。目前美国的通胀仍有压力，美联储内部分歧明显，7月会议出现3张反对票。

□ 美联储7月会议继续维持政策利率在3.5%-3.75%，虽然政策利率维持，但市场利率变化明显，已部分定价了美联储未来加息的可能。期货市场预期美联储今年加息1次左右的概率在80%-90%之间波动，1年期美国国债利率则隐含了美联储在未来1年或加息2次左右。

□ 7月议息会议前，期货市场仍预期有4成左右概率美联储加息，这与美联储在上任主席时的运作方式已颇为不同。此前，议息会议前市场基本已消化该次会议的可能决定。增加市场猜错概率的可能，或是沃什面临复杂局面的一个策略：一方面，出于政治考量他希望降息；另一方面，通胀的韧性使得美联储想快速转鸽又缺乏正当性。沃什的短期愿望，或是通过提高不确定性，以达到虽未实际加息，但市场利率的上行又起到了类似加息的紧缩效果。

期货市场预期美联储截至今年末加息次数的概率

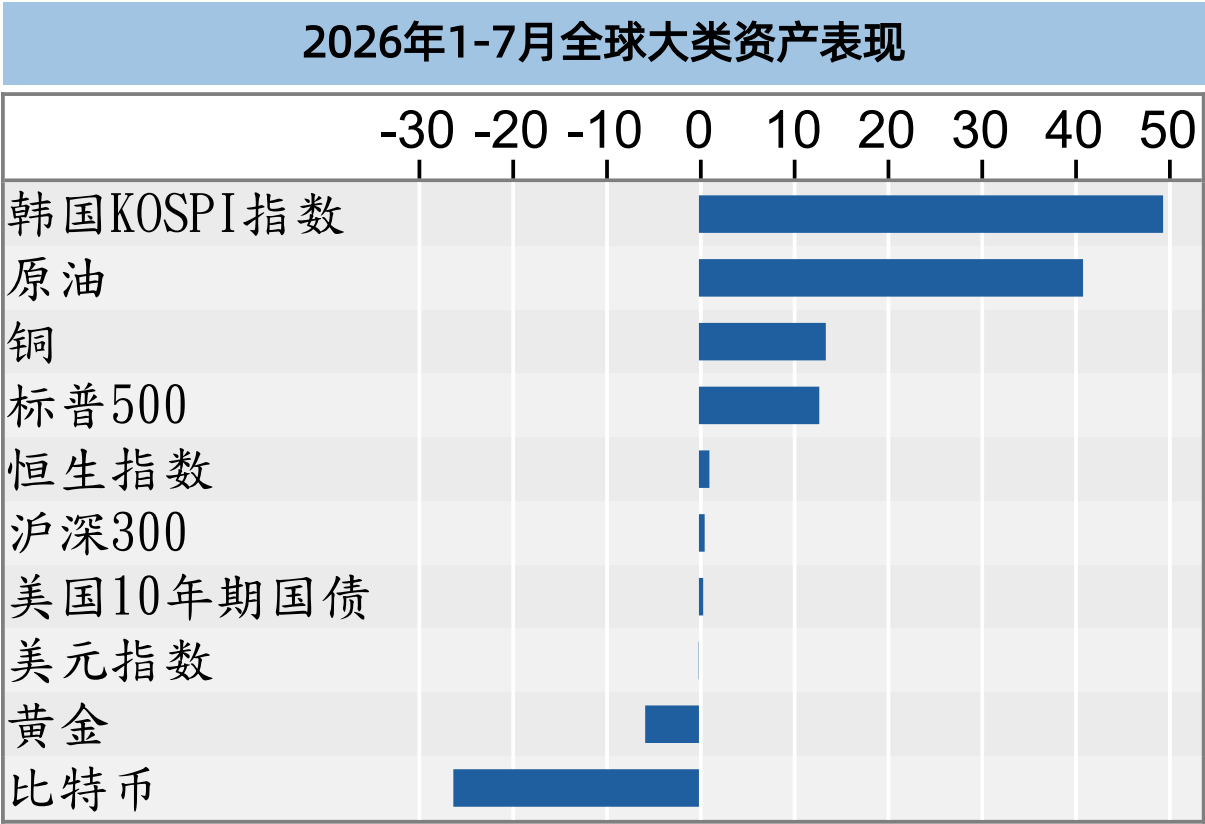


资料来源：Macrobond、交银国际

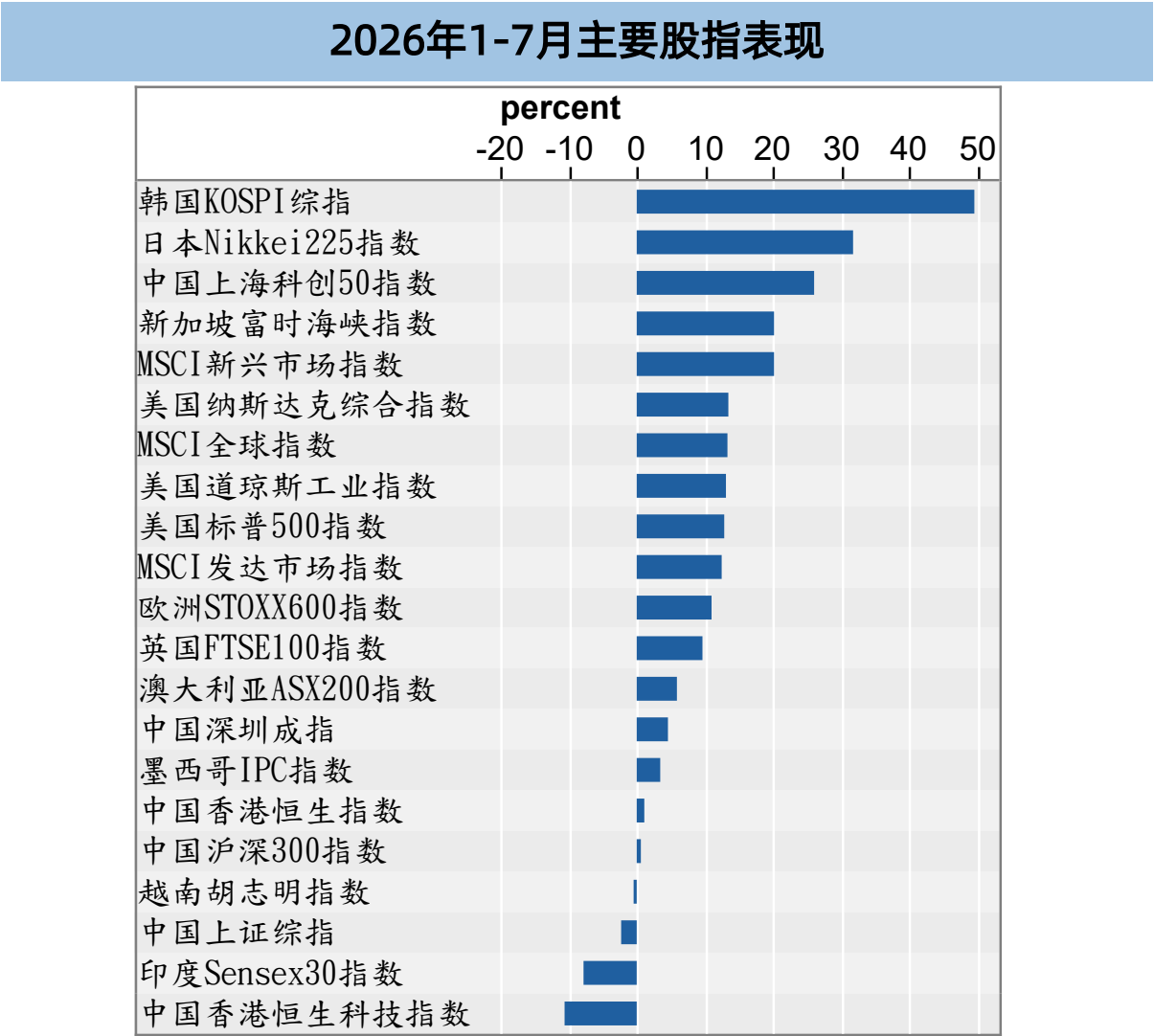
市场回顾

全球大类资产总览：2026年1至7月回顾

2026年1至7月，全球大类资产中，韩国KOSPI指数和原油涨幅最高，全球市场的表现也正契合今年大类资产变化的两条核心主线：一条是科技，一条是地缘不确定性。



资料来源：Macrobond，交银国际，数据截至2026年7月31日

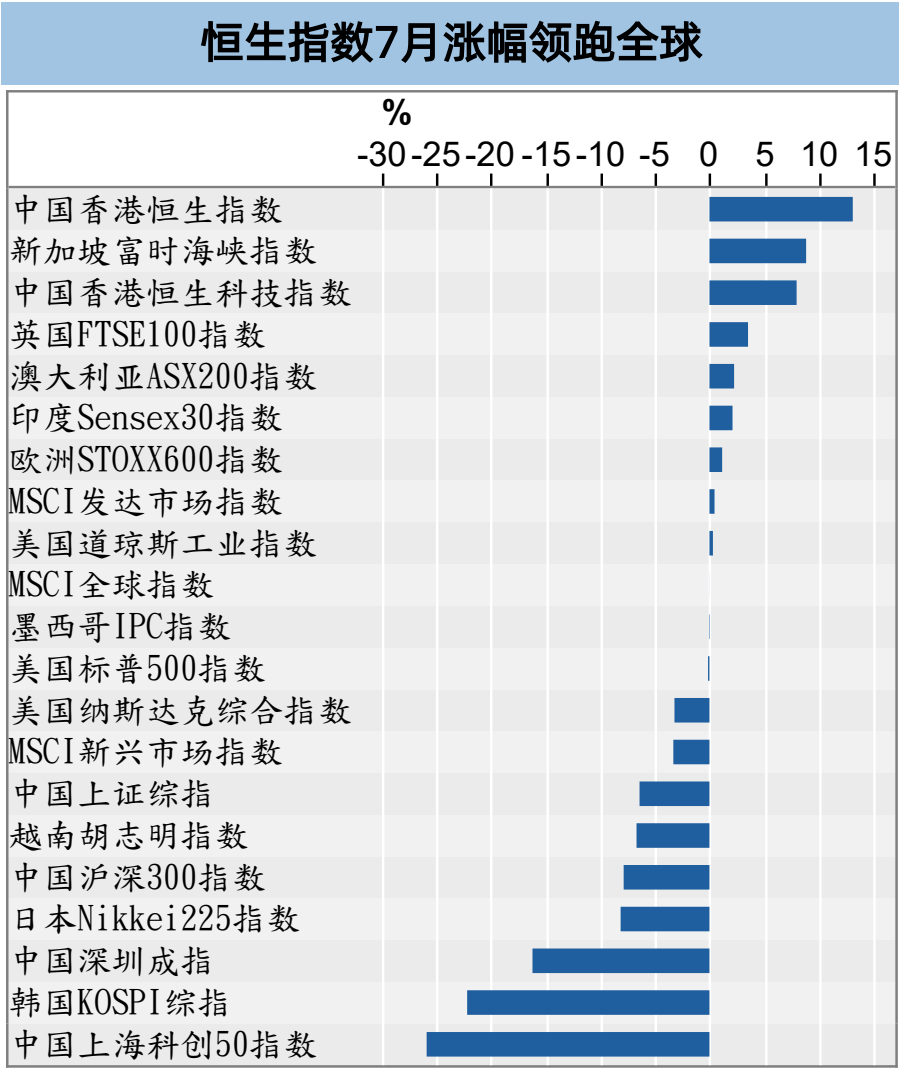


资料来源：Macrobond，交银国际，数据截至2026年7月31日 2026年8月17日

全球股市总览：7月波动显著，恒生指数涨幅领跑全球

7月单月来看，以韩国KOSPI综指为代表的全球资本市场大幅震荡，美股三大指数也出现调整，其中纳斯达克指数跌幅最大。而港股7月表现亮眼，继6月调整后触底反弹，截至7月31日，恒生指数、恒生科技指数7月分别上涨13.1%和8%。

- ❑ 美股7月出现较明显调整，其中纳斯达克跌幅最大，下跌3.2%，标普500下跌0.13%，道琼斯上涨0.32%。
- ❑ 分行业看，标普500 行业指数中，7月跌幅最大的是信息技术、工业和公用事业；涨幅最大的是能源、金融和房地产板块；年初至今涨幅最大的是能源、工业和信息技术板块，而跌幅最大的是非必需消费。
- ❑ 尽管7月以来信息技术板块下跌，但年初至今仍录得涨幅。



资料来源：Macrobond，交银国际。数据截至2026年7月31日

港股：恒生指数7月显著反弹，1至7月累计回报转正

港股7月显著反弹，在经历了6月份的调整后大幅上行，恒生指数7月上涨13.1%，恒生科技指数上涨8%。

- 港股上半年整体下跌，1季度基本持平，2季度转跌，但是季度末已显触底迹象，3季度反弹初现。6月26日恒生指数跌至年内最低22,672点，年内恒指从高位最大回撤达18.9%，7月开始显著反弹上行。
- 在物价回升、企业盈利修复、AI产业叙事与国产替代三重催化剂共振的背景下，港股或具备进一步上行的基础。
- 南向资金7月累计净流入629亿港元，较6月的271亿港元环比上升132%。5月净流出36亿港元，成为年内最低点。
- 从同花顺全球一级行业看，科技是南向净流入最大的行业，其次是材料和医疗保健，而公用事业和日常消费则净流出。二级行业中，净流入最多的行业依次为计算机、采矿与矿产品、传媒和药品，净流出最多的行业包括耐用消费品、非银金融、电子和通信。

恒生指数1至7月累计回报转正

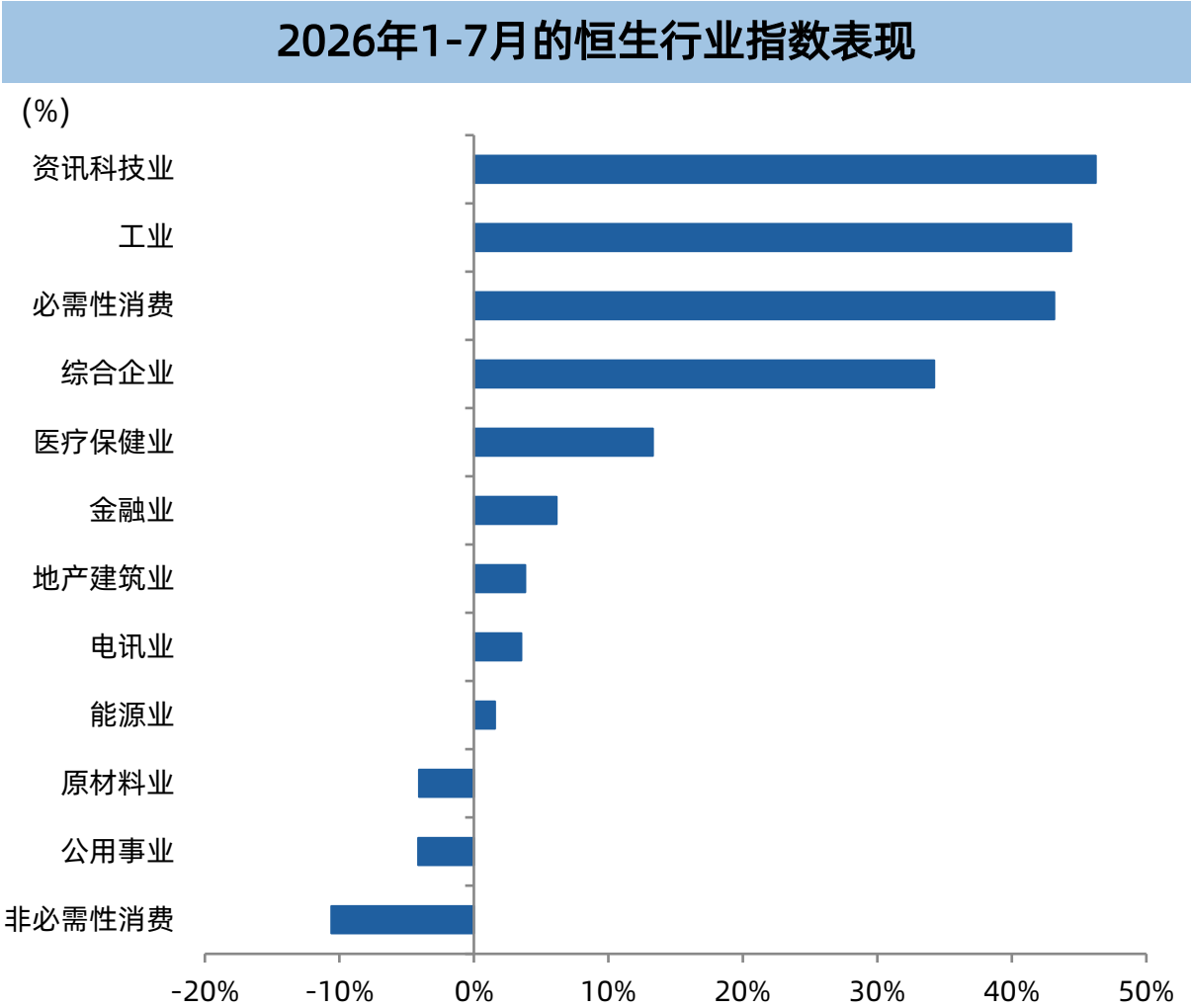
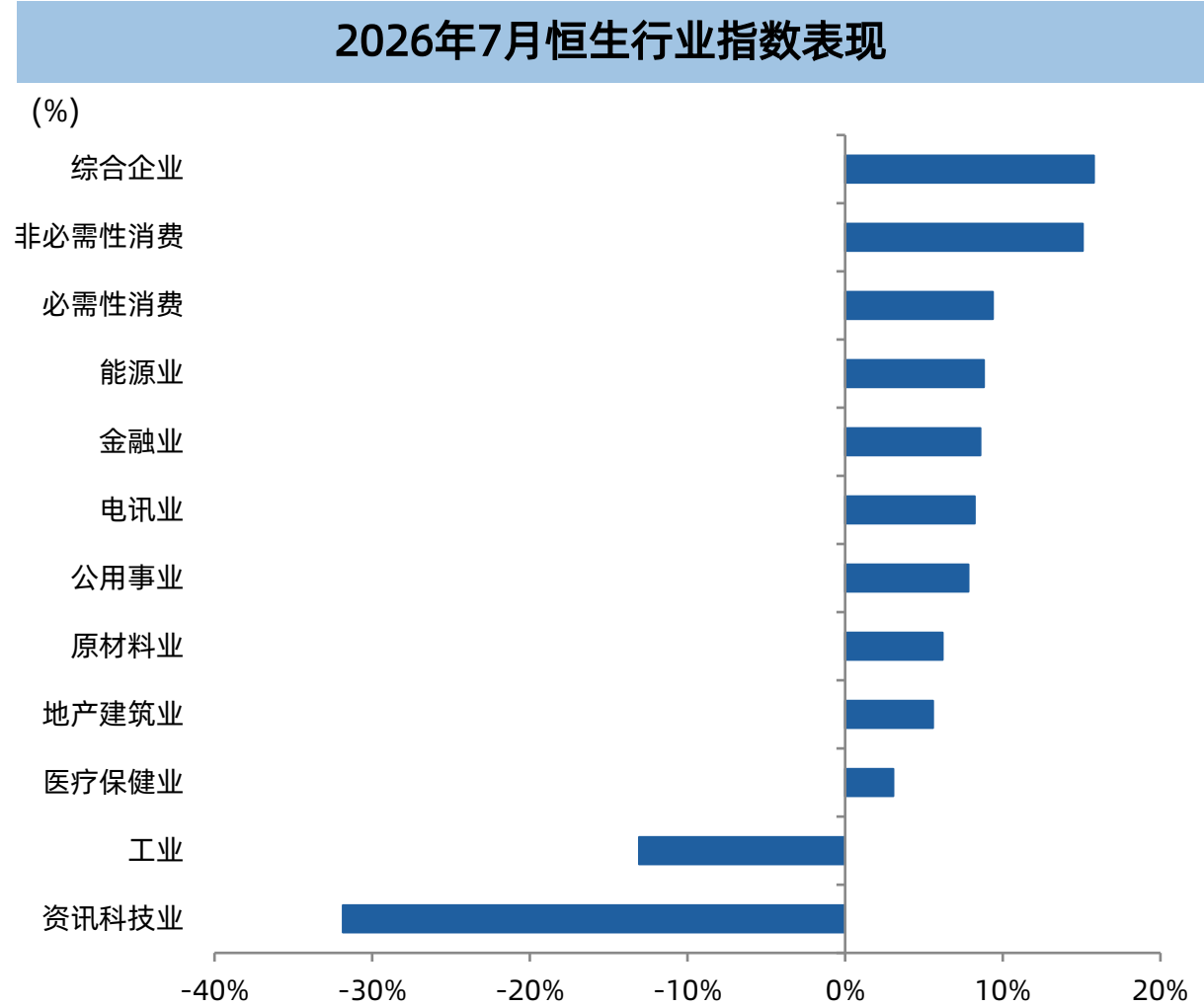


资料来源：Macrobond，交银国际，数据截至2026年7月31日

2026年8月17日

港股：7月恒生行业指数仅2个行业下跌

分行业看，单看7月的表现，恒生行业指数中，综合企业、非必需消费和必需消费板块的涨幅在当月排名靠前，仅资讯科技业和工业两个行业下跌。从1-7月的情况来看，资讯科技业、工业和必需性消费是涨幅最高的三个行业；下跌的行业包括非必需性消费、公用事业和原材料业。

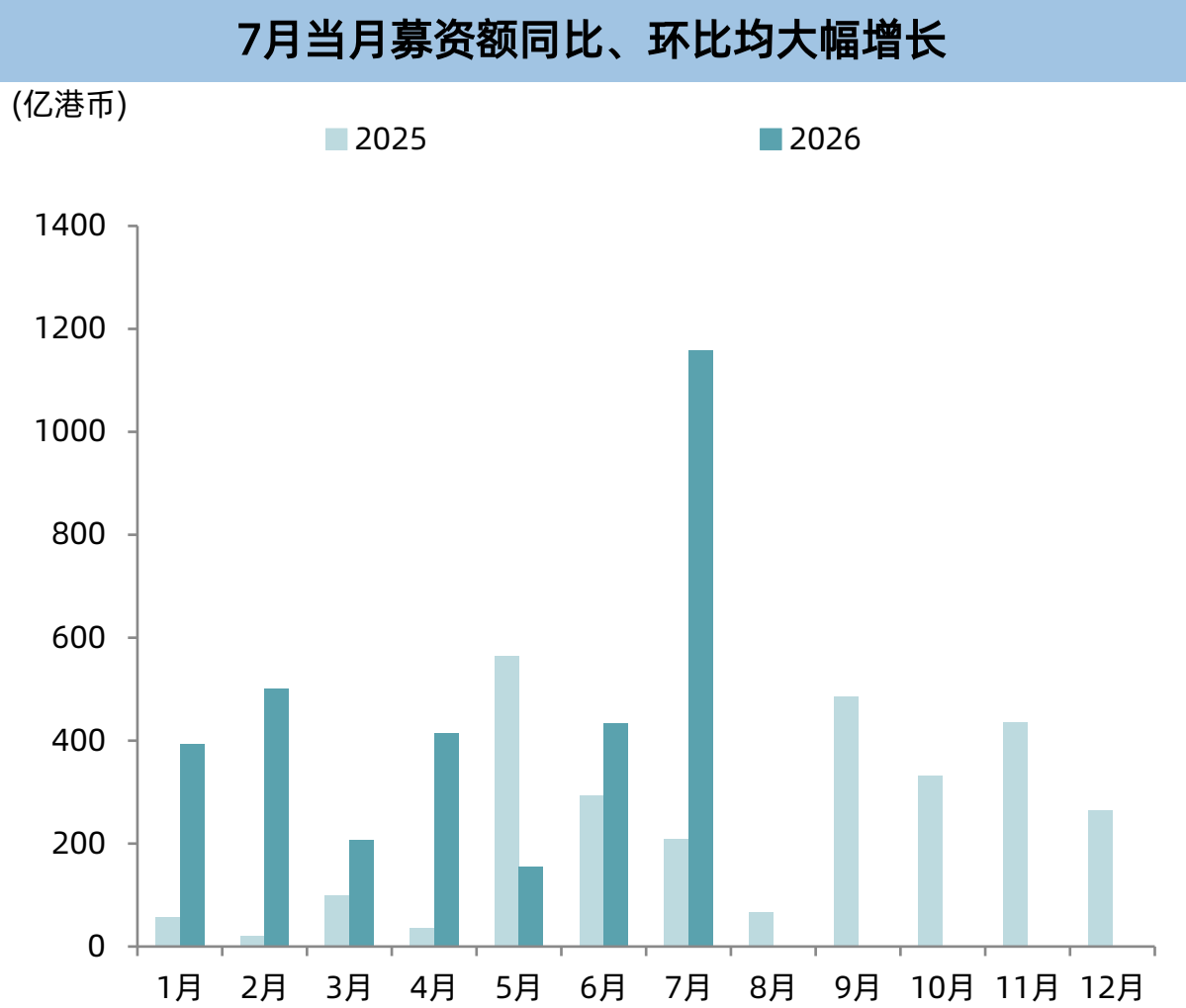


港股：7月IPO维持高景气，8月或边际回落

在优化特专科技企业上市要求、支持内地优质企业“A+H”上市等政策激励下，港股IPO保持高位。截至7月31日，今年以来在港上市新公司数突破100家，排队上市企业在480家以上，可对未来3年市场热度构成有力支撑。

□ 一级市场方面：今年1-7月共有104只新股上市，募资总额突破3,000亿港元，同比增幅超过150%，创近2008年来同期新高。其中7月当月新股17家，募资金额约为1158亿港元，大幅超出6月的433亿港元及去年同期208亿港元。

□ 二级市场方面：7月港股日均交易额3,072亿港元，环比下降3.7%，同比上升16.9%。截至7月底，港股总市值达到47.1 万亿港元，环比增长约8.7%，同比增加约4.9%。

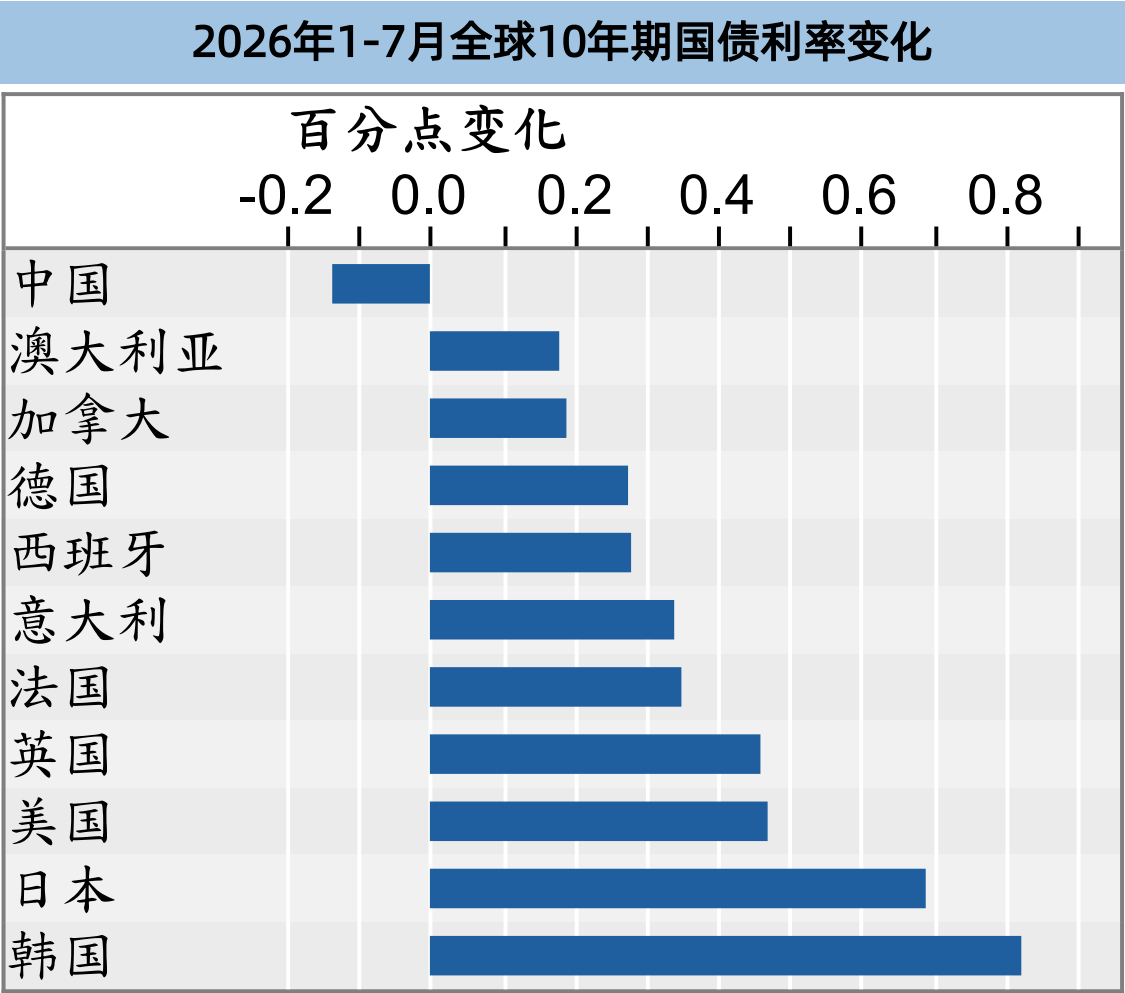


资料来源：同花顺，交银国际 数据截止到2026年7月31日

全球债市总览：主要国家10年期国债利率上行

2026年1-7月，主要国家10年期国债多数利率上行，其中美国、日本、韩国是利率上行最多的3个国家，只有中国的利率略微下行。

- 美债长端利率7月走高，10年期美国国债利率上涨了31个基点，利率在4.75%附件波动。1年期美国国债利率也上行了10个基点，4.08%左右的利率隐含了未来1年美联储或加息2次左右。
- 中债利率下行，中国10年期国债利率是全球主要国家利率中唯一略微下降的，到7月较去年下降了约15个基点。7月当月变化不大，较6月下降约2个基点，降到1.7%左右。



资料来源：Macrobond，交银国际。数据截止到2026年7月31日

汇率市场：7月底美日联合干预日元汇率致日元升值

7月美日央行对日元汇率进行联合干预，7月30日周四，日本央行在市场抛售美元购入日元；7月31日周五，美联储在市场抛售欧元购入日元。7月31日，日本央行以8比1的投票结果决定维持利率1%，而前一日的汇率干预或是为央行决议做准备，以预防汇率贬值的潜在失控情况。7月30日日本央行的外汇干预或成日本有公开日度数据以来规模最大的单日外汇干预。

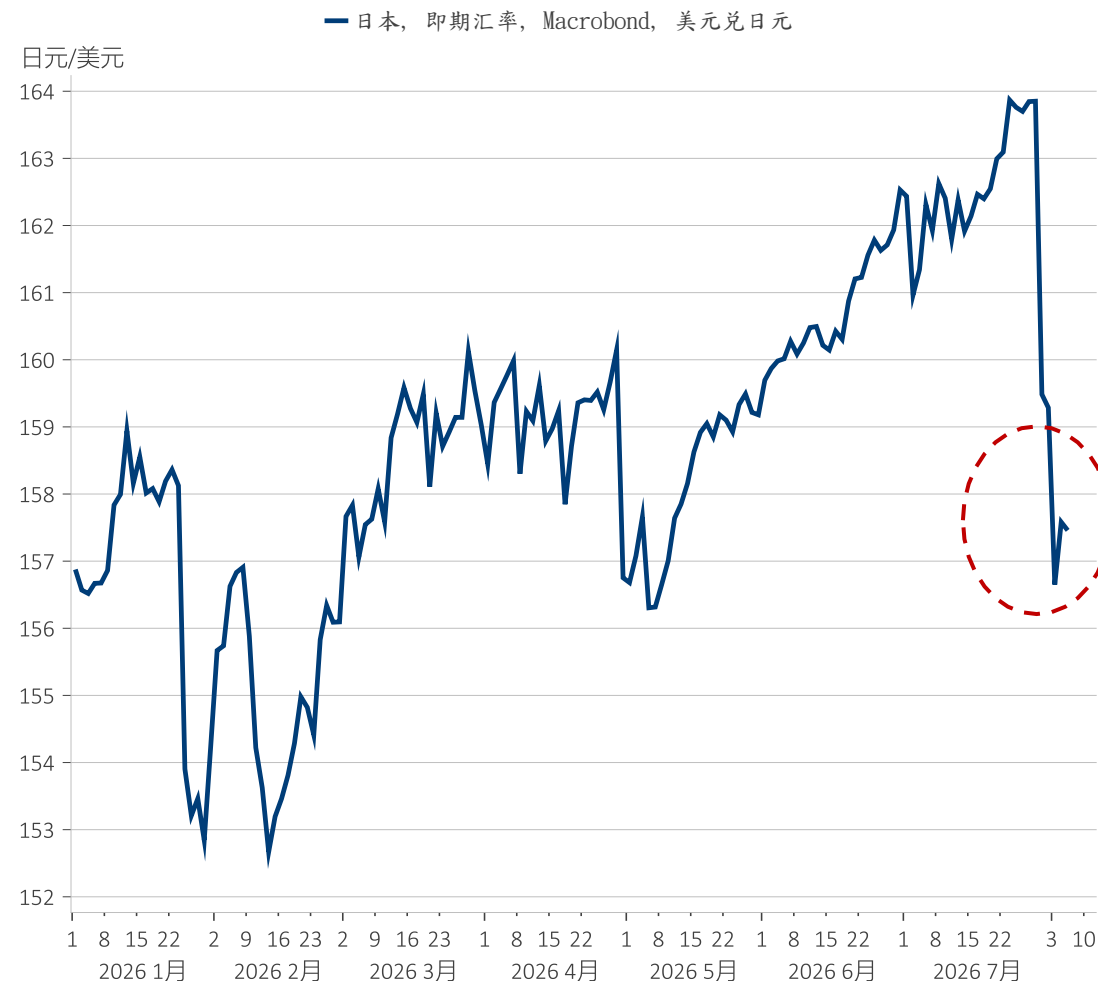
□ 据日本央行账户数据推算，7月30日当日操作规模或高达约500-600亿美元，约合8-9万亿日元，但正式规模仍待日本财务省公布。日元一度从约1美元兑163.6日元迅速升至158附近，单日最大升幅超3%。

□ 随后美国财政部指示纽约联储执行干预汇率交易，美国未选择直接“卖美元、买日元”，而是卖出其外汇储备中的欧元以购入日元。财政部长贝森特的会议纪要显示，计划规模或为50亿-100亿美元。

□ 短期来看，汇率干预的效果立竿见影，但是中长期来看，若日元贬值背后的基本面因素没有改变，包括美日利差、日本贸易的逆差和产业困境、日本的大量国债等，日元汇率的中长期方向或较难改变。

资料来源：Macrobond, 交银国际

美日联合干预日元汇率

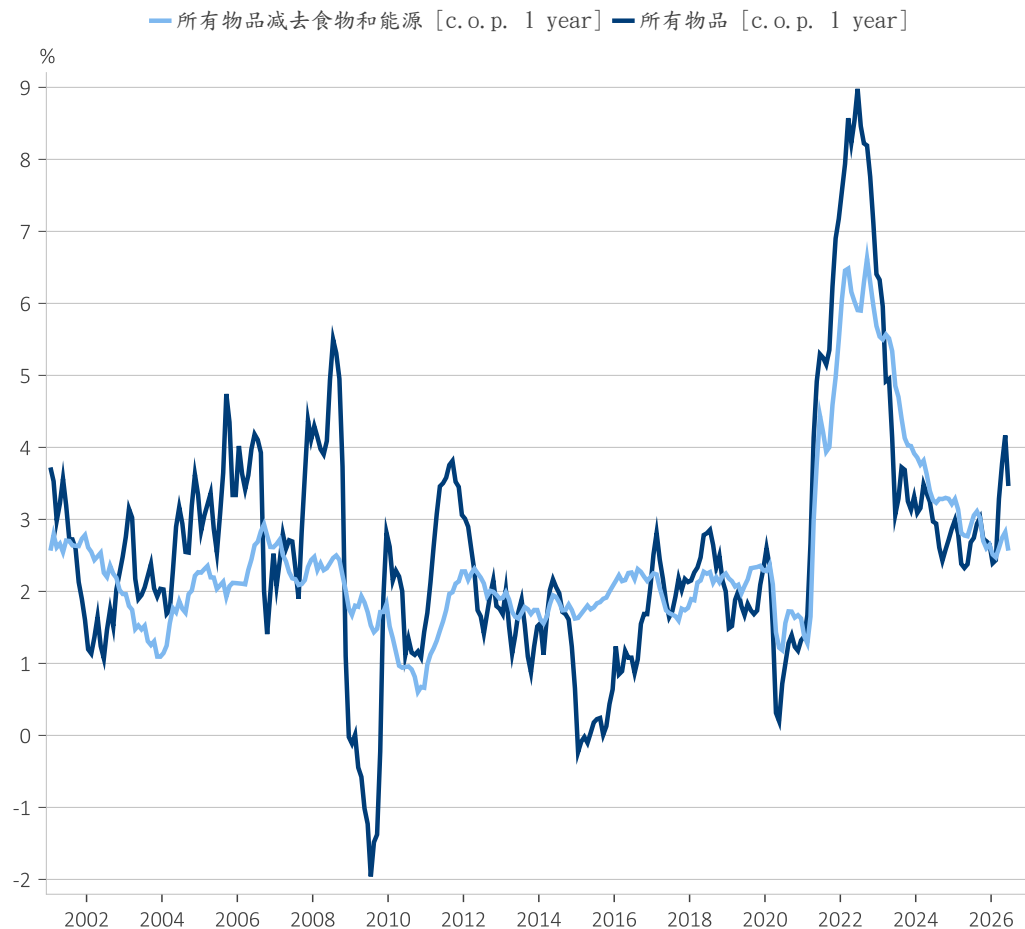


后市展望

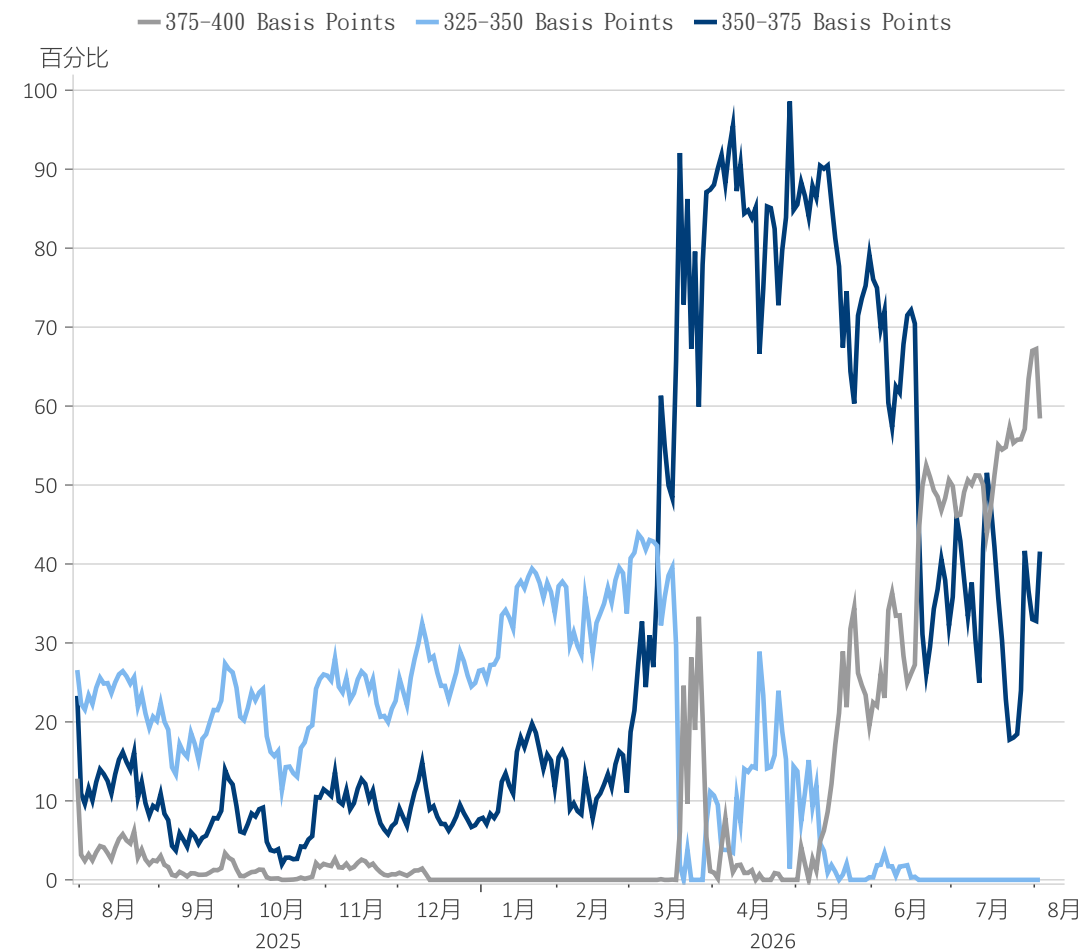
美联储展望：通胀压力令美联储3季度或继续观望

美国的通胀数据更接近3%而非2%，使得美联储实施降息较为困难。3季度按兵不动的概率仍不低，8月无议息会议，9月加息的概率仍不高。美联储选择按兵不动，对非美国市场的流动性边际利好；亦边际利好对美股估值，而关于科技股泡沫的相关市场争论短期难以证伪。

美国的通胀走势或将决定美联储利率走势



期货市场预期9月会议加息概率仅略高于5成



港股市场展望：港股或具备进一步上行的基础

对大类资产而言，再通胀和降息受限，使全球流动性可能不再提供估值扩张，市场将更看重盈利兑现而非单纯估值重估。港股仍将受益于中国盈利修复和较低估值，恒生指数及恒生科技指数或均具备进一步上行基础。

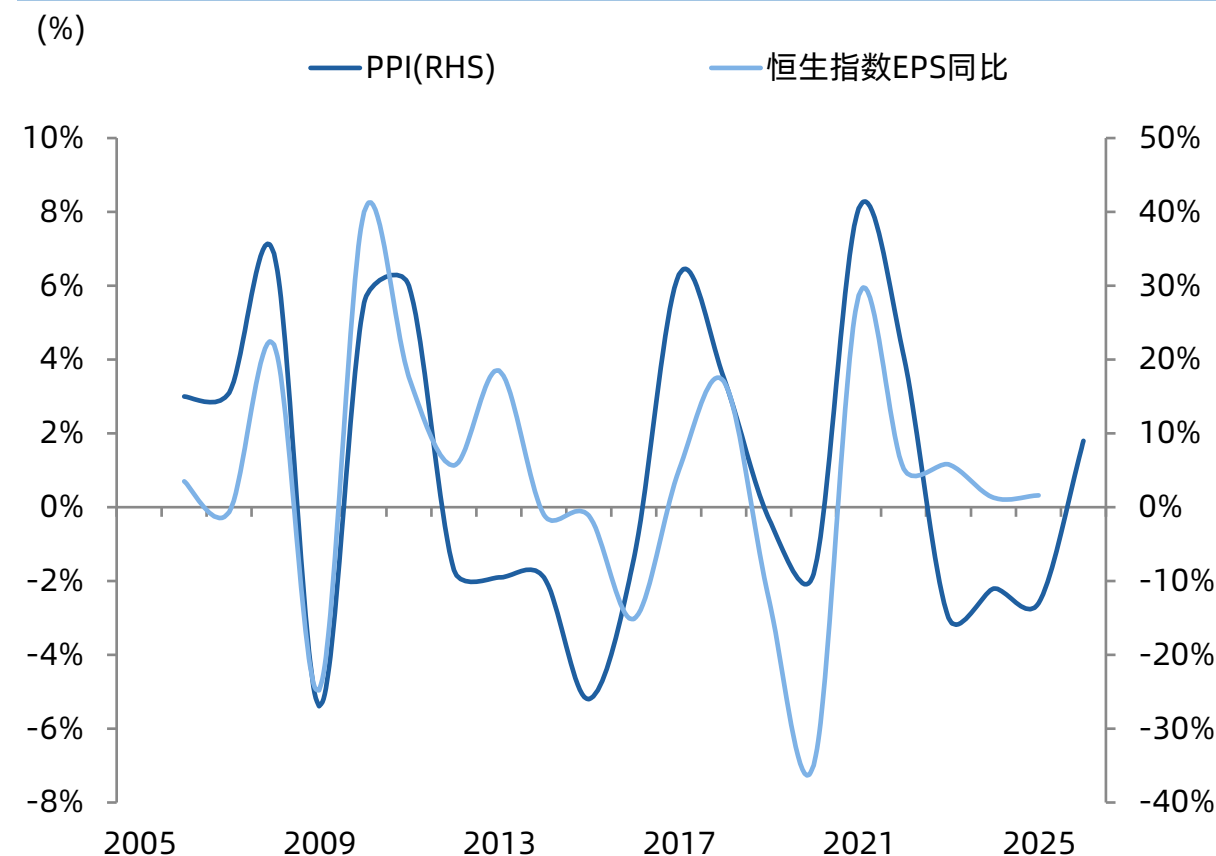
□ 下半年，港股核心逻辑或将从“估值低+流动性改善”进一步转向“盈利修复+产业叙事”。伴随上半年PPI转正趋势确立，下半年港股上市公司盈利修复预期将更加清晰，机构投资者对中国企业盈利预测将陆续上调，构成港股估值重估的基本面支撑。

□ 从历史经验看，中国企业从PPI触底到盈利周期高点，往往都会伴随港股的系统性上涨行情。

□ 同时，中国企业在高技术制造业领域的全球竞争优势持续强化，外资对中国科技资产的重新定价从“成本驱动”向“技术溢价”的升级，有望带动更多国际长线资金重新配置港股。

□ AI应用、国产替代、半导体设备、云计算、智能终端和电力设备等产业链仍具备中长期叙事，港股科技龙头在估值上相较美股科技仍有折价，若盈利兑现延续，风险溢价仍有调整空间。

历史上中国内地PPI上涨领先恒生指数EPS同比增长

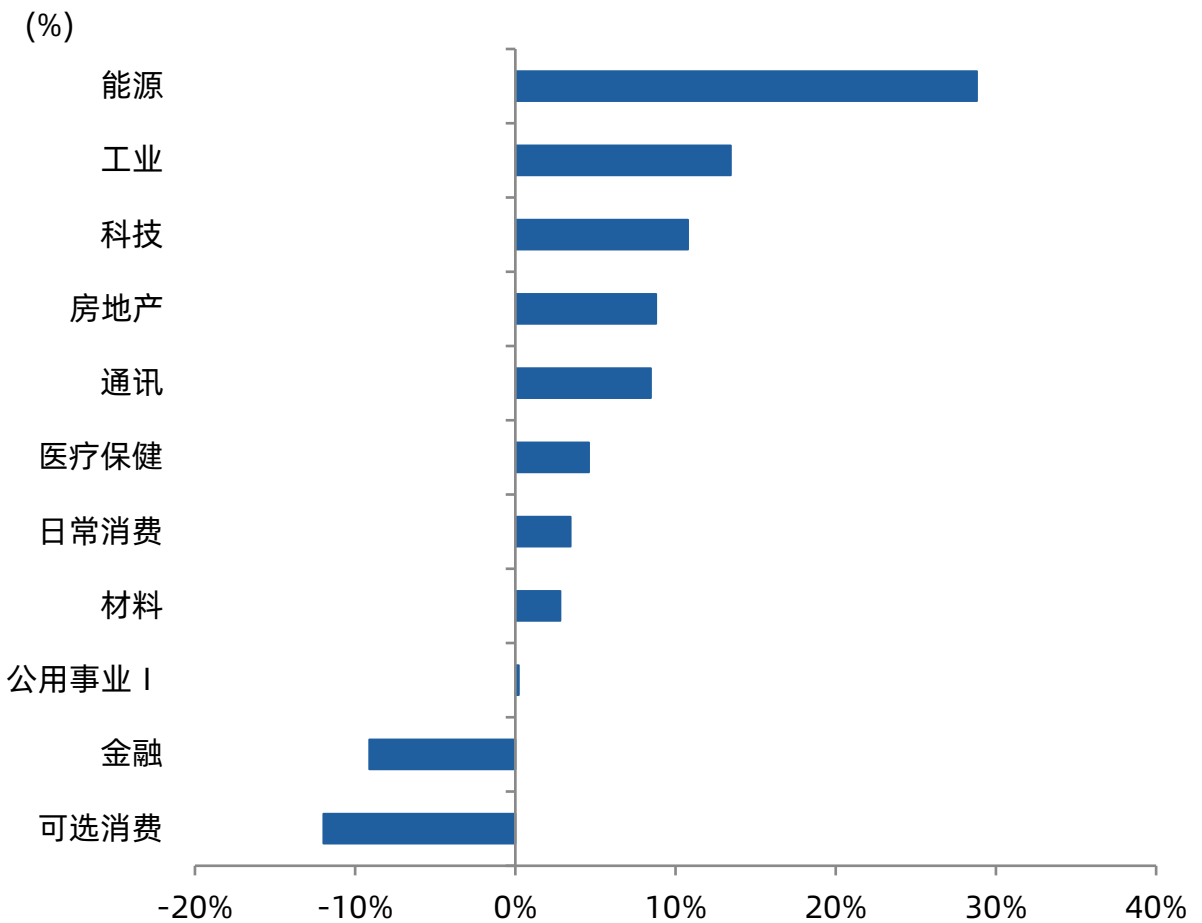


美股市场展望：做多半导体略拥挤，可关注板块轮动

下半年对美股市场表现偏中性谨慎立场。一方面美联储9月有一定概率加息，股市波动可能加剧，8月或是短暂时间窗口，另一方面，科技和半导体板块表现7月出现明显波动，做多全球半导体已成最拥挤的交易，投资组合可适度向“非拥挤”方向结构性分散，以对冲AI叙事阶段性承压时的组合波动。

- 目前，美股AI主线仍然突出，但巨额资本开支能否带来合理回报开始受到更多关注。市场对于资本开支的取态已经从过去资本开支越多越好发生转变。
 - 例如，谷歌2季度财报自由现金流转负，全年资本开支指引上调，季报公布后股价下跌。
 - 与此同时，中国新发布的几个开源模型在性能上与全球顶尖大模型差距或在缩小，兼具成本优势，也给市场增添更多变数。
-
- 美股对科技的依赖程度越来越高，一旦长端利率回升，波动或将明显放大。因此，配置可适当向小盘、能源和公用事业分散。
 - 小盘股受益于估值折价和全球经济不陷入衰退；能源受益于地缘和物价回升；公用事业则受益于AI数据中心带来的电力需求，同时具备防御属性。

美股同花顺全球行业指数2026年1-7月的分行业回报



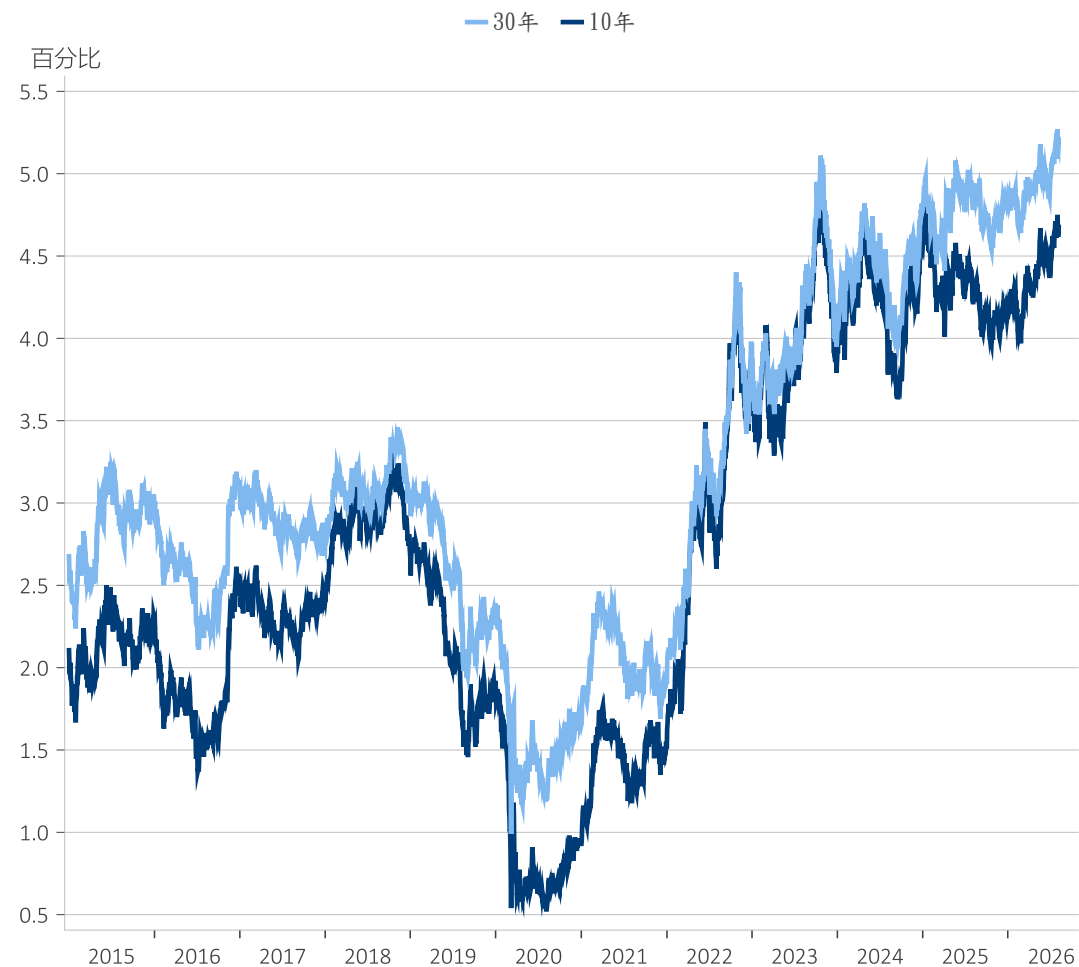
美债市场展望：长端利率或维持高位

美债长端利率维持高位对于高估值的成长股或构成重要限制性因素。短期美国财政问题仍未出现明显拐点。

- 美债长端维持区间震荡，中枢易升难降。
- 预计美国10年期国债收益率下半年将在4.0%-4.6%的区间内维持高位震荡。
- 长端美债利率定价更多取决于美国长期的通胀走势和财政问题。
- 即使下半年油价和总体通胀回落，若市场仍担忧美国财政可持续性、未来债券供给和长期中性利率上升，长端收益率下降空间依然有限。

资料来源：Macrobond，交银国际

美债长端利率或维持高位运行

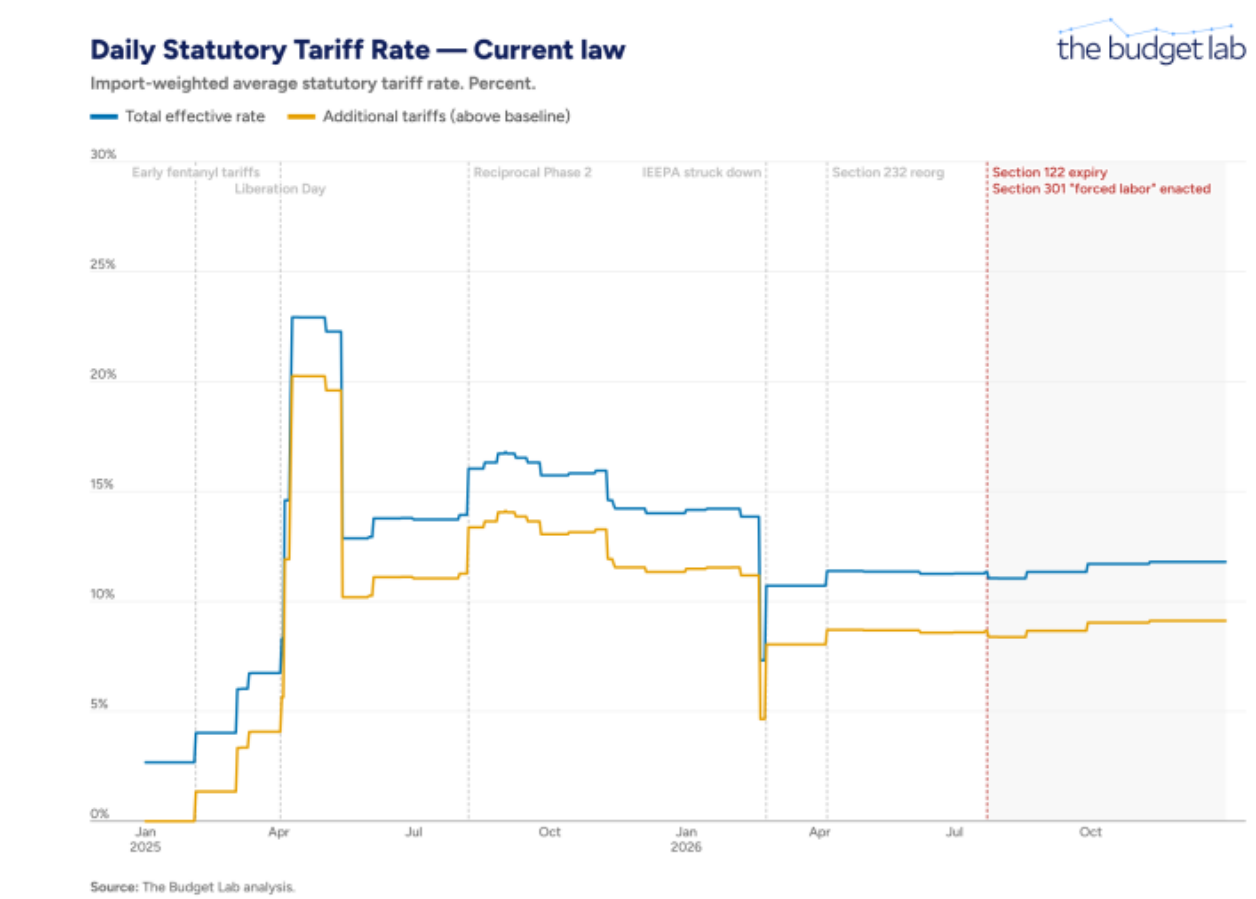


关税影响：关税税率整体或变化不大，对美国通胀的影响或逐渐消退

关税的边际影响有限：7月23日美国对60个国家和地区加征新的“301”关税，主要是为替代7月24日到期的“122”关税。据耶鲁预算实验室的统计，有效关税税率略微下降0.3个百分点，截至7月约为11.1%，到年底可能在11.8%左右。统计亦显示，特定关税税率情景下，消费者价格指数变动率为0.67%，预计对美国通胀的影响或逐渐消退。

美国有效关税税率微降，略高于11%

特定关税税率情景下，消费者价格指数变动率为0.67%



Summary of Results	
Projected effects of our default tariff policy scenario.	
Tariff rates, end of 2026	
Average statutory rate	11.8%
Effective rate, pre-substitution	10.9%
Effective rate, post-substitution	9.0%
Consumer price increase, medium run	
Pre-substitution	0.79%
Post-substitution	0.67%
Average household cost, medium run	
Pre-substitution	\$1,075
Post-substitution	\$905
Real GDP	
2025 Q4/Q4	-0.29 pp
2026 Q4/Q4	0.21 pp
Long-run	-0.1%
Revenue (10-year)	
Conventional	\$1,898B
Dynamic	\$1,770B
Pre-substitution numbers reflect tariff policy applied to 2024 trade weights and account for noncompliance only; post-substitution numbers account for both noncompliance and tariff-induced shifts in trade weights.	
Source: GTAP v7 [Corong et al. (2017)], GTAP-RD, The Budget Lab analysis.	

地缘因素：美伊冲突短期内结束可能性较低，但大幅升级概率有限

□ 美伊冲突短期仍看不到结束的时点，但大幅升级的可能性也较低。

□ 美伊冲突在今年6月签订谅解备忘录之后短暂停火，随后局势升级，霍尔木兹海峡又再次回到接近封闭状态。

□ 今年11月美国将进行中期选举，美国政府或需要淡化地缘冲突影响，并控制油价大幅波动，因而中期选举前事态大幅升级的可能性较低。

霍尔木兹海峡再度接近封闭

霍尔木兹海峡(驶出)

今日

0 艘次

昨日

1 艘次

霍尔木兹海峡(驶入)

今日

0 艘次

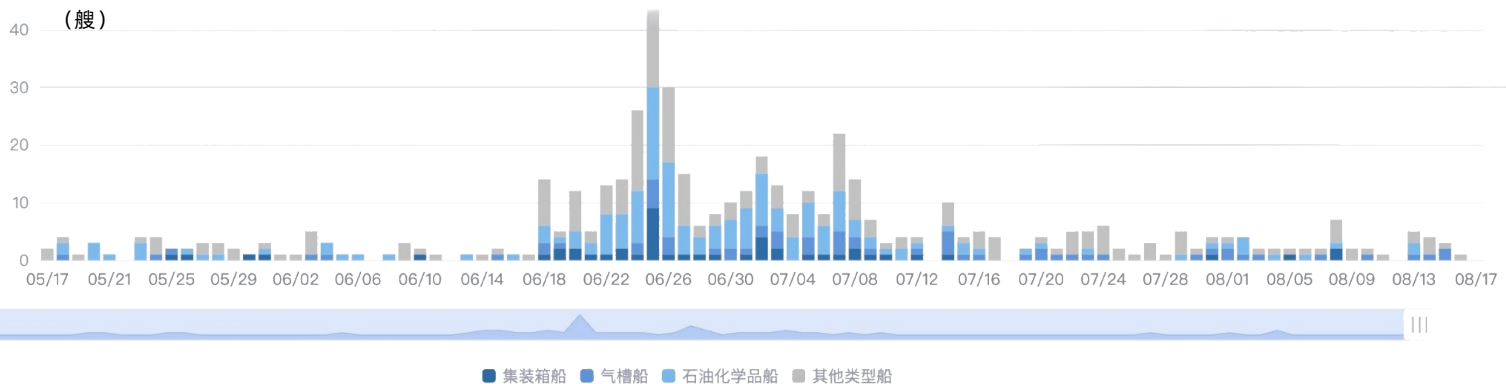
昨日

1 艘次

关键发现:

近两日共有2艘船穿越海峡，通行量为封锁前的0.80%。驶入1艘，驶出1艘

海峡每日通行量-出港



资料来源：新浪财经，交银国际。数据截至2026年8月17日

免责声明

分析员披露

本报告之作者,兹作以下声明:i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii) 他们之薪酬与发表于路演报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii) 对于提及的证券或其发行者,他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认:i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券; ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员(包括就房地产基金而言,担任该房地产基金的管理公司的高级人员;及就任何其他实体而言,在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员); iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段,“有联系者”指:i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女,或未成年继子女; ii) 某信托的受托人,而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象;或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技(上海)股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链(湖南)股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技(北京)股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司及Yangtuo Holdings Inc. 有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件), 表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密, 并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意, 本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存, 或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外, 交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来, 或为其担任市场庄家, 或被委任替其证券进行承销, 或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券, 或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务, 或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时, 应该留意任何或所有上述的情况, 均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源, 惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息, 并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此, 交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失 (包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失) 而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质, 旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用, 而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场, 亦可在没有提供通知的情况下随时更改, 交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反, 本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写, 两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处, 则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。