

证券研究报告 · 宏观动态

港股是反弹还是反转？

——港股研究系列（一）

核心观点

本轮港股反弹，可以有两重理解：

站在全球科技周期视角，可理解为全球科技浪潮从硬件瓶颈走向“应用变现”，市场自然反应；

站在港股自身市场角度，可理解为港股重压迎来边际改善，市场尝试走出低谷，迎来反弹。

AI 硬件衰退之际，港股是否成为一个最优质资产？换言之，本轮港股是行情反弹还是趋势大反转？

我们认为，港股的确正从多重压力之下走出来，但能否走向一轮真正意义上的长牛、大牛，还需要跨过两个重要门槛——企业盈利改善和美元流动性松弛。前者决定牛市趋势，后者决定牛市的幅度和弹性。

而在港股真正跨过盈利改善和美元流动性宽松这两大门槛之前，港股更接近于压力最大时期过去，超跌之后的估值修复。

摘要

一、港股，反弹在“硬科技”下挫之际

本轮港股反弹，有两个有趣现象：

其中一个有趣的现象是，港股与全球 AI 硬件行情形成精准的“跷跷板”。年初韩股日股涨，港股疲弱，这一次跷跷板。7 月以来韩股日股在去杠杆的股价坍塌之下，港股走牛，这又是一次跷跷板。

宏观经济

毛晨

maochen@csc.com.cn

SAC 编号: S1440523030002

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号: S1440524020001

发布日期： 2026 年 08 月 05 日

相关研究报告

另一个有趣的现象是，此次港股也不是全面反弹，而是“K型”分化。港股的K型分化和之前AI硬件行情之下的美日韩K型分化不同，此次港股反弹是消费与周期表现靠前，互联网、消费、汽车等应用端资产领涨，而前期拥挤的AI硬件明显回撤。

不论是与跷跷板效应，还是港股内部K型分化，此次港股反弹的确是全球AI硬件行情镜像。

港股与日韩股市走势的显著背离，本质上反映全球AI交易主线正在发生结构性切换。

资金从高位赛道撤出后，港股因上半年经历了近乎无差别的抛售、AI硬件敞口偏低、整体估值被压缩至历史低位等因素，反而成为资金承接的主要方向。

二、反弹，因前期极致压抑因素缓和

6月底港股面临“低仓位、高空头、低估值”三重叠加，市场情绪几乎冰点，我们之前也在专题《站在当前时点我们如何看港股》中系统论述过港股面临的市场条件以及未来走势判断。

理解2025年以来港股为何持续疲弱，我们就能理解为何本轮港股在全球AI硬件跌落时刻，迎来反弹。

因素一，大模型降价降低AI应用成本，港股应用端资产重新获得定价。

DeepSeek等厂商持续压低模型调用价格，模型能力提升与推理成本下降同步发生。

港股互联网平台拥有用户、流量、支付、广告、电商和云服务场景，更直接受益于AI应用商业化门槛下降。资金因而从资本开支强度较高的硬件环节，转向商业化想象空间更大的应用端。

因素二，政策端释放流动性红利，南向资金流入加码。

7月7日，央行行长潘功胜在“香港固定收益及货币峰会暨债券通论坛”上明确表示，国家外汇储备将继续提高在香港的资产配置比例，为香港资本市场发展注入更多动能。

过去半年港股在美联储维持高利率、美元流动性收紧、外资持续流出环境下，流动性环境疲弱。外汇储备增配香港资产与南向通扩容形成政策共振。

因素三，美元指数震荡，港股分母端压力阶段性缓解，盈利预期从快速下修转向阶段性企稳。

7月美元指数维持区间震荡，全球流动性没有进一步收紧，为前期被压制的港股估值提供了修复窗口。

最后也是最重要的，宏观环境边际好转情形下，经历上半年互联网平台、汽车和消费科技盈利预测集中下调后，市场对负面因素已有较充分定价。近期港股盈利下修速度放缓，已足以推动低估值资产修复。

三、反弹还是反转？彻底走向牛市还需跨越两大门槛

我们认为，本轮上涨暂时不能定义为一轮典型牛市，更接近超跌之后的估值修复。因为真正走向牛市，需要彻底解决压制港股的三大负面因素，尤其是企业盈利和美元流动性问题。

7月恒生指数涨幅明显高于恒生科技指数，上涨动力主要来自资金轮动、低估值修复和空头回补，而非企业盈利全面改善。我们认为，这一现象印证我们的判断。

指数快速上涨之后，单纯依靠估值与资金驱动的空间将逐渐收窄。港股从反弹走向反转，需要跨过两大门槛：

第一，盈利，盈利，还是盈利。因为盈利是港股长期趋势的最终决定因素。

2023年之后，港股盈利回升缺乏弹性，指数重心不再系统性上移，资金面成为核心定价变量。本轮AI产业周期的利润更多集中于上游硬件，而港股互联网平台仍处于资本开支扩张和行业竞争加剧阶段，盈利预期尚未形成稳定支撑。

若互联网平台盈利预测停止下修，AI应用开始贡献实质性收入，汽车与本地生活价格竞争趋于理性，港股才可能从超跌反弹转向趋势行情。8月进入中报季，关注重点公司财报表现。

第二，流动性能否改善，决定了港股牛市的弹性和幅度。

近期美元震荡、外资回流以及公募低配，流动性环境边际改善推动港股反弹。二季度主动偏股型基金港股仓位已降至15.1%，较一季度下降7.4个百分点，低仓位意味着一旦预期继续改善，资金仍有回补空间。

但我们也必须看到，港股流动性绕不开的问题。

其一，全球美元流动性走向。当前美债30年期收益率一度站上5%，港股作为离岸市场对美元流动性极度敏感，估值天花板仍被压制。

其二，解禁压力阶段性下降后，年末仍有新一轮解禁高峰，且 2027 年一季度还将面临 2026 年三季度港股 IPO 后 6 个月基石投资者解禁的压力。

目 录

一、全球资金高低切换下的港股超跌修复

二、本轮反弹的三重核心驱动

三、从反弹到趋势：尚需跨越的门槛

风险分析

1

3

6

8

一、港股，反弹在“硬科技”下挫之际

7月港股迎来了一轮意料之外的涨幅，一改之前弱势。

恒生指数全月上涨 13.13%，收于 25884.43，创下 2025 年 2 月以来最大单月涨幅；恒生科技指数上涨 7.98%
8月初反弹趋势目前仍在延续，恒指进一步升至 26000 点上方。

从港股内部结构看，本轮行情并非科技股普涨，而是呈现明显的“K 型分化”。

消费与周期表现靠前，互联网、消费、汽车等应用端资产领涨，而前期拥挤 AI 硬件明显回撤。

7月美团、小米、京东、阿里巴巴和腾讯分别上涨 35.04%、32.99%、28.06%、26.01%和 10.56%；非必需消费、原材料业和金融业表现靠前，分别上涨 22.59%、13.47%和 11.84%。

相映成趣的是，同为亚洲新兴市场的韩股和日经，表现相当孱弱。

全球维度对比，港股 7 月以来表现更为突出，同期韩国 KOSPI 指数下跌 22.19%，日经 225 指数下跌 8.14%，费城半导体指数回撤超过 20%，恒生指数逆势领涨全球主要股指。

今年港股和日韩为代表的“硬科技”股市呈现鲜明的跷跷板效应，反映全球 AI 主线及交易情绪切换。

去年美元指数一度走弱，尤其是在美伊冲突正酣之际，市场叙事“东升西落”，当时有市场期待资金流向港股市场，毕竟港股是东升西落的资金第一站。事实却恰恰相反，今年上半年港股明显跑输全球股市，海外资金甚至从香港市场抽离，流向日韩。

直到二季度 AI 硬件积攒了足够的交易拥挤度，7 月全球 AI 硬件股票下跌。而 AI 硬件上涨速度有多快，下跌幅度就有多大，背后恰恰是资金杠杆行为助推。

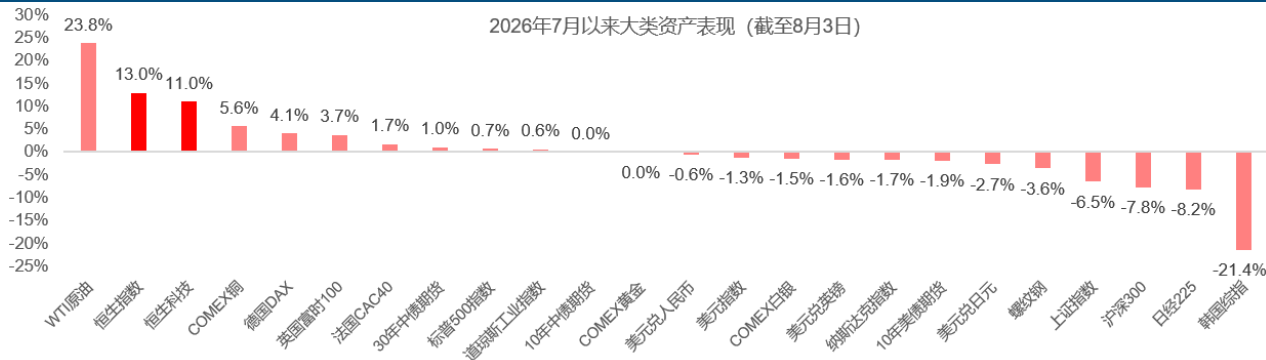
资金从高位赛道撤出后，港股市场反而受益。因为上半年港股市场经历了近乎无差别抛售、AI 硬件敞口偏低、整体估值被压缩至历史低位等因素，反而成为资金承接的主要方向。

图表 1: 港股主要指数 7 月以来明显反弹



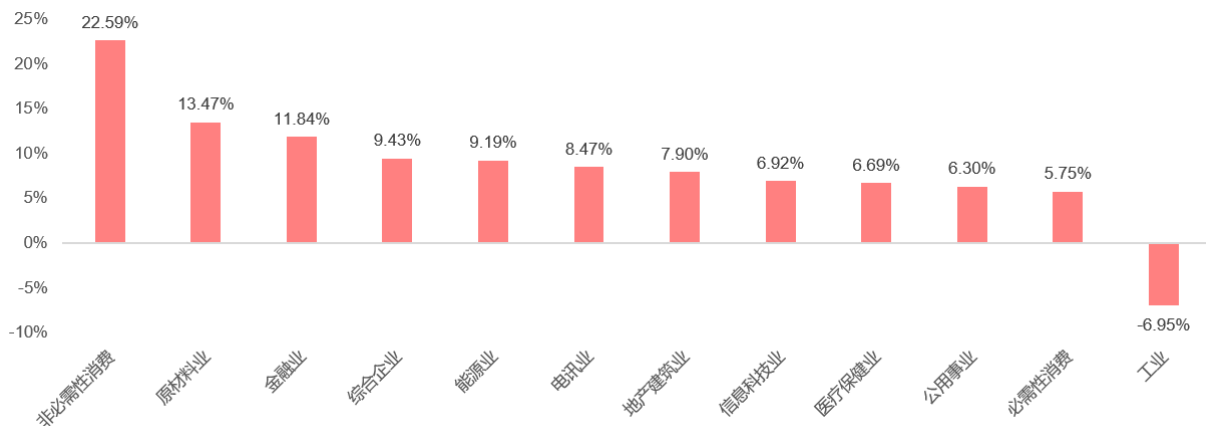
数据来源: wind, 中信建投证券

图表 2: 港股主要指数 7 月以来明显反弹



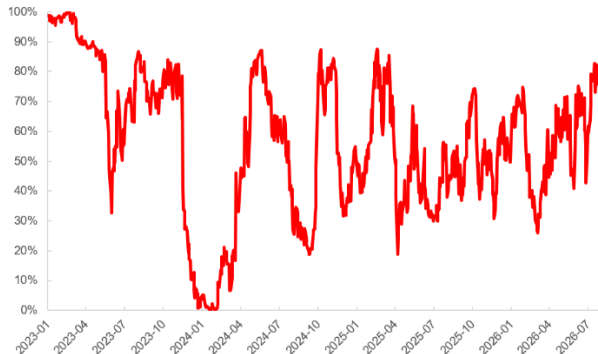
数据来源: wind, 中信建投证券

图表 3: 7 月以来非必需性消费、原材料业表现靠前 (截至 8 月 3 日)

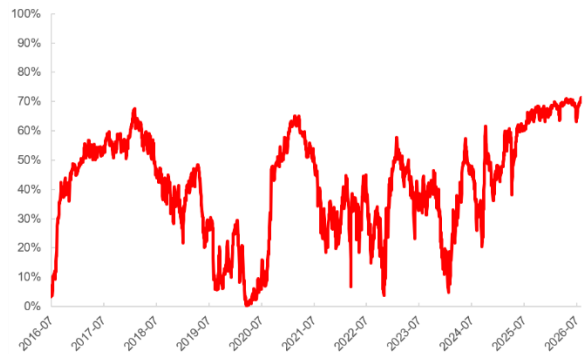


数据来源: wind, 中信建投证券

图表 4：恒生科技情绪指标



图表 5：恒生指数情绪指标



资料来源：Wind，中信建投证券

注：情绪指标的计算方式为 $1 - ((1/PE - \text{美债收益率}) / \text{历史分位水平})$ 。

二、反弹，因前期极致压抑因素缓和

6 月底港股面临“低仓位、高空头、低估值”三重叠加，市场情绪几乎冰点，我们之前也在专题《站在当前时点我们如何看港股》中系统论述过港股面临的市场条件以及未来走势判断。

理解 2025 年四季度以来港股为何持续疲弱，我们就能理解为何本轮港股在全球 AI 硬件跌落时刻，迎来反弹。

因素一，大模型降价降低 AI 应用成本，港股应用端资产重新获得定价。

DeepSeek 等厂商持续压低模型调用价格，模型能力提升与推理成本下降同步发生。

港股互联网平台拥有用户、流量、支付、广告、电商和云服务场景，更直接受益于 AI 应用商业化门槛下降。资金因而从资本开支强度较高的硬件环节，转向商业化想象空间更大的应用端。

这一切在南向资金的持仓结构中体现得尤为清晰。7 月之前，南向资金的主流操作是“卖互联网、买芯片”，而 7 月之后，资金开始反向卖出芯片产业链，转而买入 AI 应用标的。

这种结构反转说明，这一时期市场对 AI 主线的定价逻辑正在从“硬件基建”转向“应用变现”，而港股结构在这一叙事切换中处于有利位置。

因素二，政策端释放流动性红利，南向资金流入加码。

7月7日，央行行长潘功胜在“香港固定收益及货币峰会暨债券通论坛”上明确表示，国家外汇储备将继续提高在香港的资产配置比例，为香港资本市场发展注入更多动能。

过去半年港股在美联储维持高利率、美元流动性收紧、外资持续流出环境下，流动性环境疲弱。外汇储备增配香港资产与南向通扩容形成政策共振。

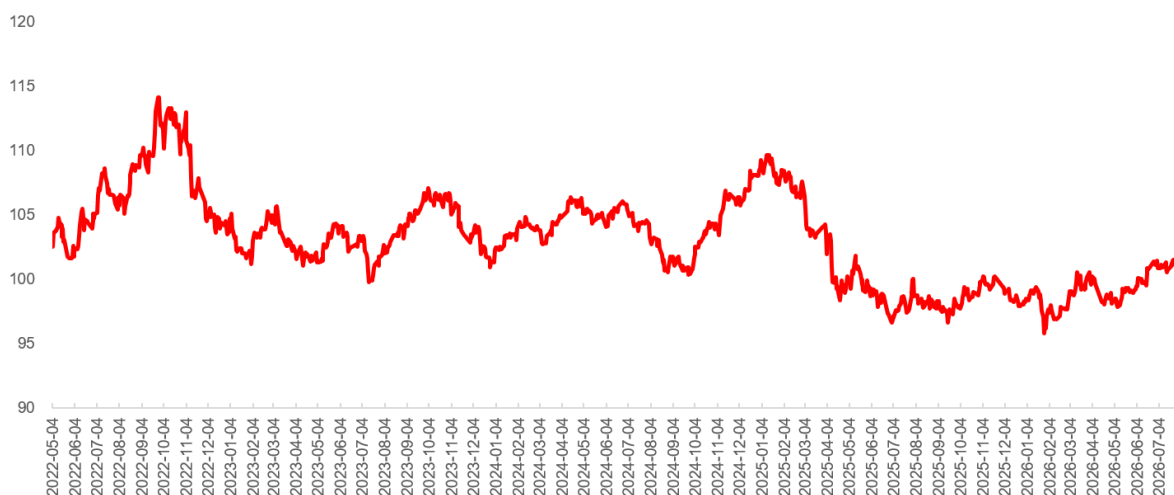
政策信号落地后7月南向资金流入显著放大。7月前六个交易日累计净买入476亿港元，已超过6月全月水平；整个7月南向净流入达775亿港元，为年内月度次高，仅次于2月的905亿港元。同时，港股ETF同步出现资金回流，恒生科技、创新药等领域获得显著净申购。

因素三，美元指数震荡，港股分母端压力阶段性缓解，盈利预期从快速下修转向阶段性企稳。

港股是典型的离岸市场，对美元流动性高度敏感。7月美元指数维持区间震荡，全球流动性没有进一步收紧，为前期被压制的港股估值提供了修复窗口。

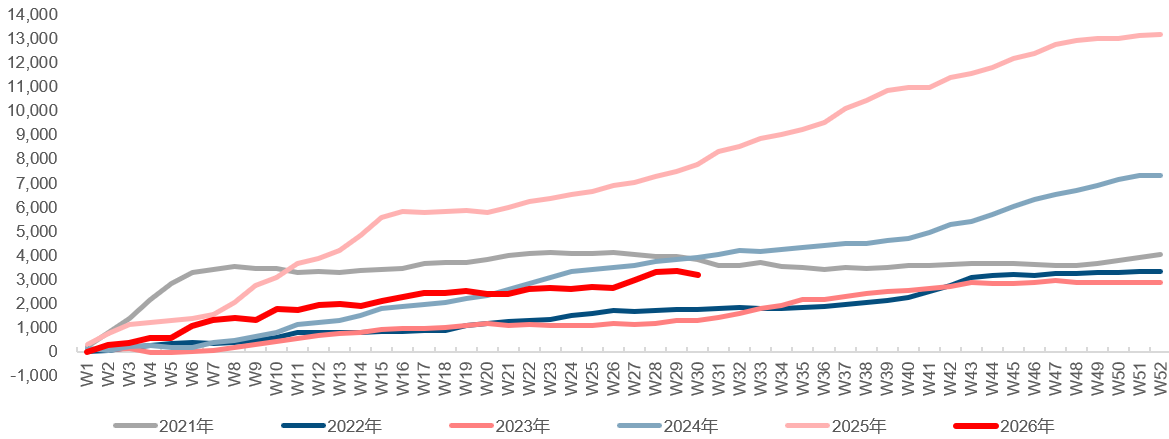
在宏观环境边际好转情形下，经历上半年互联网平台、汽车和消费科技盈利预测集中下调后，市场对负面因素已有较充分定价。近期港股盈利下修速度放缓，已足以推动低估值资产修复。

图表 6: 美元指数近期在 95-100 左右震荡



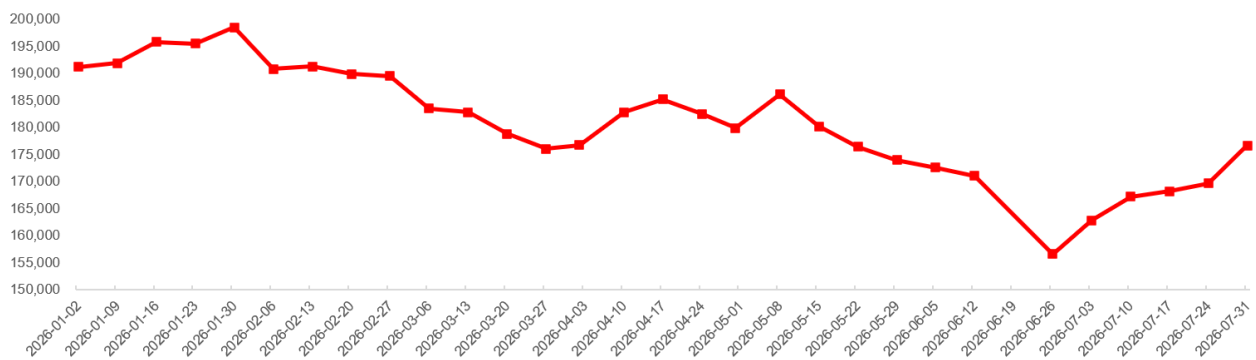
数据来源: wind, 中信建投证券

图表 7: 港股通今年以来的流入情况



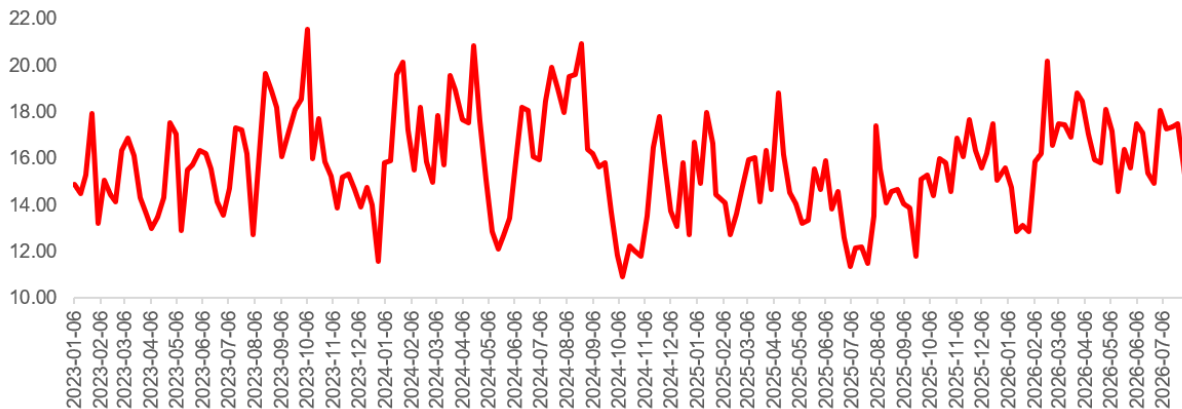
数据来源: wind, 中信建投证券

图表 8: 外资对港股的流入情况



数据来源: wind, 中信建投证券

图表 9: 港股沽空比例 6 月一度升至较高水位



数据来源: wind, 中信建投证券

同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表 10：恒生指数盈利预测



资料来源：Bloomberg，中信建投证券

图表 11：恒生科技盈利预测



资料来源：Bloomberg，中信建投证券

三、反弹还是反转？彻底走向牛市还需跨越两大门槛

这轮港股反弹，站在全球科技周期的视角，可以理解为这全球科技浪潮从硬件瓶颈走向“应用变现”下的自然反应；而站在港股本身的角度，更可以理解为之前压制港股的因素均迎来边际改善。

但需要强调的是，港股正从多重压力之下走出来，能否走向一轮真正意义上的长牛，还需要跨过两个重要门槛。而在此之前，港股更接近于压力最大时期过去，超跌之后的估值修复。

7 月恒生指数涨幅明显高于恒生科技指数，且上涨动力主要来自资金轮动、低估值修复和空头回补，而非企业盈利全面改善。

指数快速上涨之后，单纯依靠估值与资金驱动的空间将逐渐收窄。市场能否延续走势，取决于几个关键变量的演化。

一是，盈利是长期趋势的最终决定因素。

2023 年之后，港股盈利回升缺乏弹性，指数重心不再系统性上移，资金面成为核心定价变量。本轮 AI 产业周期的利润更多集中于上游硬件，而港股互联网平台仍处于资本开支扩张和行业竞争加剧阶段，盈利预期尚未形成稳定支撑。

若互联网平台盈利预测停止下修，AI 应用开始贡献实质性收入，汽车与本地生活价格竞争趋于理性，港股才可能从超跌反弹转向趋势行情。8 月进入中报季，关注重点公司财报表现。

二是，流动性环境仍是最大的外部变量。

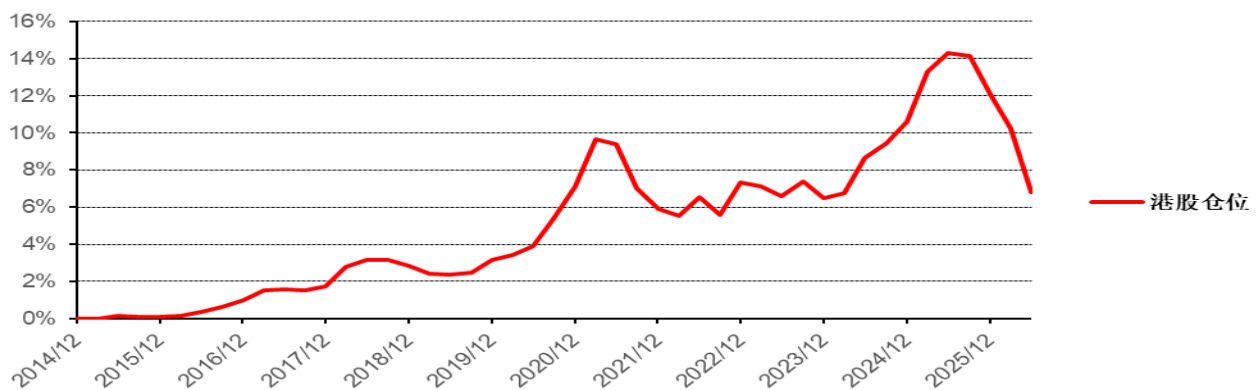
近期美元震荡、外资回流以及公募低配，为宏观和微观流动性提供了边际改善；二季度主动偏股型基金港股仓位已降至 15.1%，较一季度下降 7.4 个百分点，低仓位意味着一旦预期继续改善，资金仍有回补空间。

但下半年流动性压力或仍存在。

其一，美联储加息预期可能后移，9 月甚至存在加息可能，美债 30 年期收益率一度站上 5%，港股作为离岸市场对美元流动性极度敏感，估值天花板仍被压制。

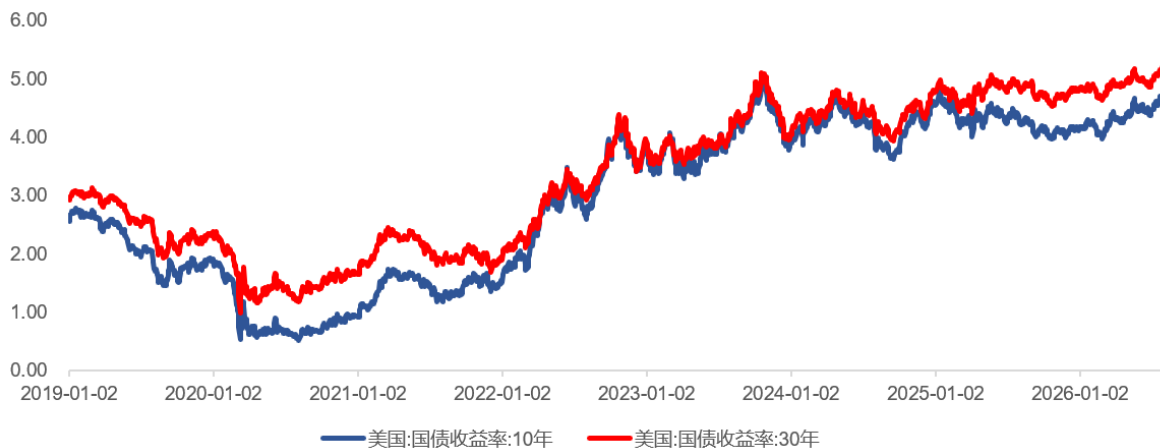
其二，解禁压力阶段性下降后，年末仍有新一轮解禁高峰，且 2027 年一季度还将面临 2026 年三季度港股 IPO 后 6 个月基石投资者解禁的压力。

图表 12：主动权益基金港股仓位



资料来源：Wind，中信建投证券

图表 13：美债收益率仍处于较高水平 (%)



资料来源：Wind，中信建投证券

风险分析

消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。

地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

限于数据可得性存在统计不够完备的风险，存在模型失效导致的测算误差风险及数据统计误差风险。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

毛晨

中信建投证券宏观分析师，武汉大学学士，南开大学硕士，主要跟踪国内实体经济、行业轮动。



评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk