

厚積薄發

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



股票

厚積薄發

本章摘要：

- 各指數表現差異及行業分類指數分析皆未能解釋美股走勢轉弱
- 股票風險溢價、油金價格比例及滯脹風險皆顯示美股將繼續承壓
- 行業盈利預測顯示美股下半年將受惠盈利增長而出現反彈
- 標普500指數本季預測區間為5,638點至6,544點，波幅較大與不確定性偏高有關
- 特朗普執政百日分析中，反映多元分散投資較過去更顯重要

上季標題是《一騎絕塵》。美國總統特朗普在上一屆任期的首年，美股表現強勁，歐洲及亞太區股市皆明顯走高，預計今年各股市走勢將有類似趨勢。當時透過財赤、減息預測、企業盈利預測等7個不同角度作出分析，預測在共和黨掌控總統和參眾議院的「紅色浪潮」下，美股各板塊在今天的走勢。結果顯示，醫療護理、非必需品、科技、物料及工業板塊表現料將較佳。

我們亦預測標普500指數在今年首季的目標水平約6,200點，但潛在下跌空間近一成。至於歐洲市場，德、法及英國股市在特朗普執政首年料將表現不俗，惟通脹惡化及持續減息將不利股市。同時須注意歐斯托克50指數中，各行業的盈利預測分歧頗大，暗示各行業走勢料將南轅北轍。過去預測與現今結果大致若若。

本季標題是《厚積薄發》。全球資金流向反映特朗普就職後市場避險情緒升溫，投資風險的來源罕有地集中在美股。基本面分析顯示，美股各大指數表現及各行業分類指數表現出現分歧，均反映美股整體走勢未見轉弱，近期指數出現調整主要是資金在行業間快速輪動，導致權重股份承壓。年內各行業的按季盈利預測未受近期指數調整影響，下半年美股整體有可能出現反彈。

然而，股票風險溢價近10年來首次出現負值，對美股走勢不利。傳統上，原油與黃金價格比例下降，往往暗示美國經濟衰退的機率增加，同樣不利美股。若滯脹出現，美股將變得非常波動，雖然目前出現機率仍偏低，但未雨綢繆為上策。特朗普執政百日對美股影響的參考性不高，但以多元分散投資應對未來市場的不確定性，較過去更顯重要。

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

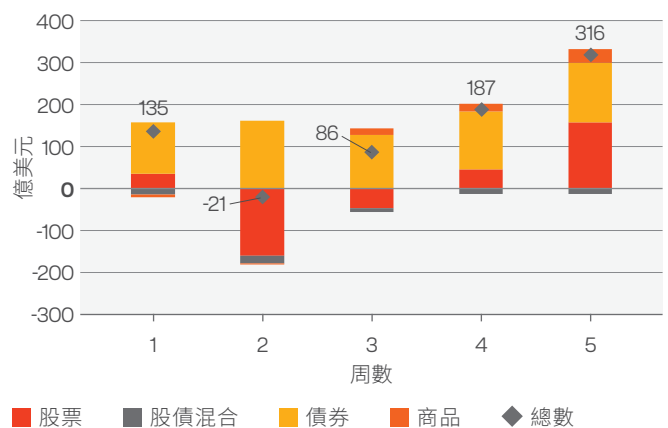
資金流向：全球投資風險源自美股

截至香港時間3月11日，標普500指數及納指100在今年暫分別錄得近5%及10%的跌幅，充分反映特朗普在內政及外交策略所造成的「衝擊波」正對美股構成壓力，甚至有蔓延至全球股市的跡象，例如日股年內下跌近9%。

《宏觀策略》中分析，短期內在美國民意支持下，特朗普的政治氣焰將會更盛，加劇全球不穩定性，令股市變得更加波動。在此重申上季分析，在特朗普執政首年，美股將在大幅波動中走高。回顧去年7月美股各指數的走勢，當時我們預測美股將有約10%的調整，而非掉頭向下的逆轉走勢，與現市況相當吻合。因此，目前是分段吸納優質股份，並持有至下半年的好時機。

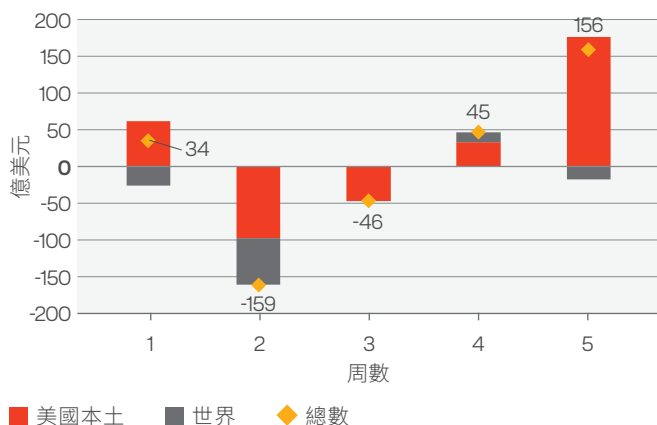
特朗普就職後的全球資金流向，揭露出投資者心態變化的端倪。根據美國投資公司協會 (ICI) 提供由今年1月29日至2月26日 (共5周) 的所有美國註冊基金資金流數據顯示，期內共有703億 (美元，下同) 流入，當中債券基金淨流入佔比高達98%，商品基金及股票基金分別錄得8%及4%的流入，股債混合基金則有10%淨流出。數據顯示，特朗普回歸令全球不確定性上升，投資者普遍採避險策略 (詳情可參閱《債券》章節內容)。

美國註冊基金每周資金流向：所有類別



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2025年1月29日至2月26日

美國註冊基金每周資金流向：股票



資料來源：美國投資公司協會，數據自2025年1月29日至2月26日

股票基金的資金流呈現「先低後高」走勢，期內首3周累計流出171億，但最後兩周卻錄得202億流入，最終淨流入約31億。從股票基金內的「美國本土」及「世界」分類數據來看，結果顯示主要波動來自美股。美股基金在首3周錄得83億流出，但隨後兩周出現急速逆轉，淨流入206億。上述數據顯示，股票的波動性在所有資產類別中最大，而美股更是波動的核心。與近年情況相比，今天美股成為全球投資市場的「震央」，實屬罕見。

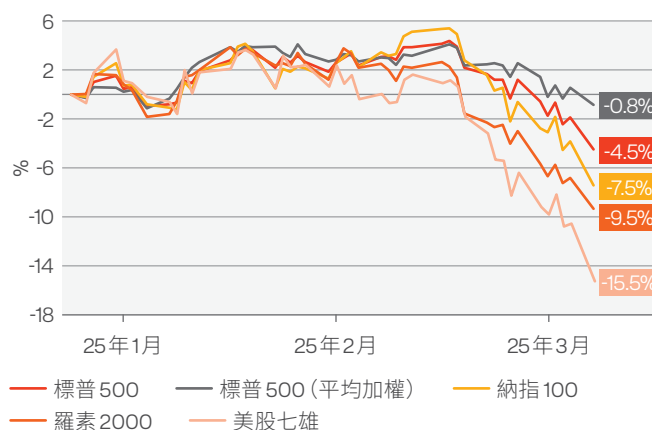


基本分析：美股下半年或出現反彈

根據上季對標普500指數的預測，指數料升至6,178點後遇阻力。而根據第1季每股盈利增長及近3年平均預測市盈率推算，上季的潛在跌幅料有近1成，回調的目標水平應為5,420點，當時曾呼籲投資者應留意風險管理。最終，市場走勢與本章節的預測非常吻合。

特朗普就職後，華爾街多位市場專家皆憂慮美股估值高處不勝寒，任何突發事件都有可能引發大規模調整^{1,2}。截至3月11日，美股各主要指數年內皆錄得跌幅，而各指數及行業表現的差異，正反映出當前弱勢的核心所在。

美股各主要股票指數年內表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日

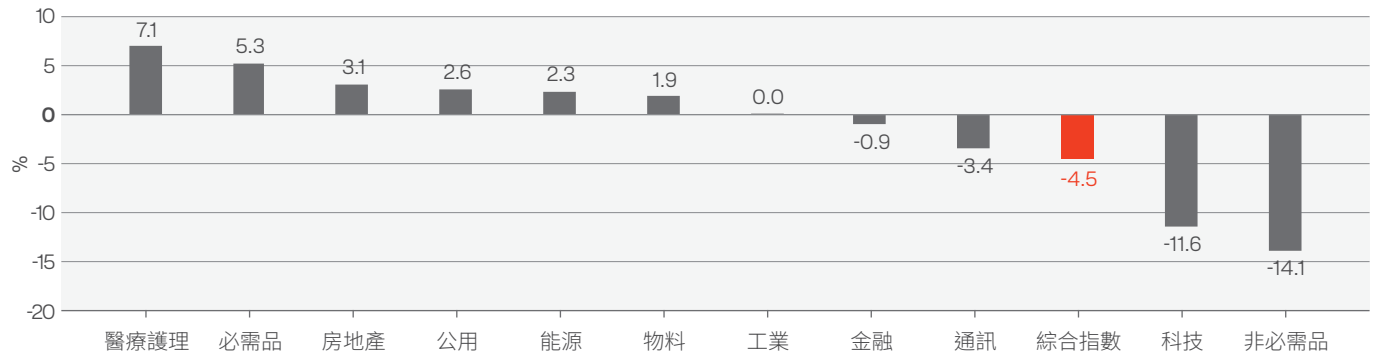
比較代表大型企業的標普500指數及代表中小企業的羅素2000指數，截至3月10日，年內表現分別報負4.5%及負9.5%，結果顯示「特朗普式風暴」下，資金偏愛大型企業。另外，標普500指數與其平均加權指數的表現分別報負4.5%及0.8%，反映科技股等權重較高的板塊對指數走勢有一定程度的影響。納指100同期跌7.5%，進一步證明科技股弱勢正拖累美股整體表現。至於追蹤科技股中最大影響力的7隻巨企的「美股七雄」指數，跌幅更高達15.5%，結果進一步解釋科技股是跌市的元兇。

¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/01/22/jamie-dimon-us-stock-market-inflated.html>

² 見財富網站，<https://fortune.com/2025/03/05/warren-buffett-stock-market-bubble-territory/>

股票

標普500各行業指數之年內表現

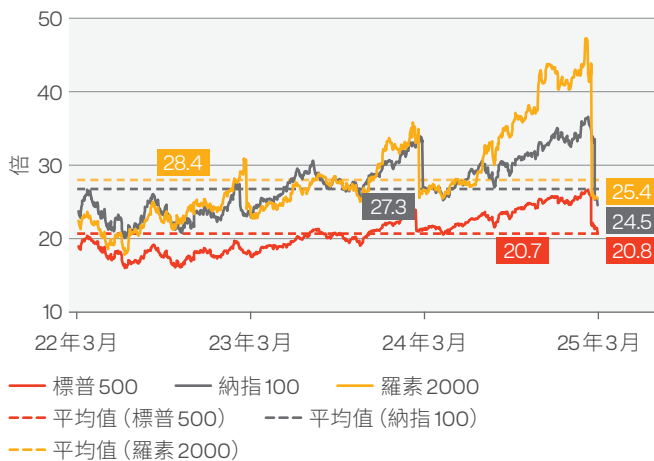


資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日

觀察標普500行業分類指數截至3月10日的年內表現，11項行業分類指數中，只有科技及非必需品兩項的表現跑輸綜合指數，顯示今次跌勢集中在特定板塊。有6項行業分類錄得正回報，意味美股並非全面崩盤。回顧上季分析，醫療護理、物料及工業將受惠於特朗普政策，今天表現更勝其他行業已屬意料中事。這次結果顯示，美股近期的調整與行業間資金輪動有關，而不是美股整體轉勢走弱。

去年美股屢創新高，市場普遍認為近期的跌市主因是估值偏高。然而，分析過去3年標普500指數、納指100及羅素2000指數的預測市盈率變化，3項指數現分別為20.8倍、24.5倍及25.4倍，各較高位下跌約22%、33%及46%。其中，納指100及羅素2000指數較過去3年均值低10%及11%，而標普500指數則與3年均值10.8倍相若。隨著近期調整後，估值偏高已不復存在，各指數的估值已回歸至相對合理的範圍。

美股各主要股票指數之預測市盈率及其過去3年平均值



資料來源：彭博，數據截至2025年3月10日



近期的調整會否令各分析員調整對標普500指數及其行業分類指數的盈利預測？以今年第1季與去年第4季的盈利預測相比，只有非必需品行業出現輕微下調，其餘行業的盈利預測均沒有改變。結果顯示，縱使特朗普的政策如何挑戰三觀，都未有改變全球分析員對美股今年盈利的信心，尤其是下半年料盈利出現雙位數增長的行業數量明顯增加。綜合而言，本季美股料仍將承壓，但在盈利增長帶動下，下半年或出現明顯反彈。整體數據表列如下：

分析員在今年第1季對標普 500 指數各季的盈利預測 (%)						與去年第 4 季的變化比較 (%)					
指數	第1季	第2季	第3季	第4季	平均	指數	第1季	第2季	第3季	第4季	平均
綜合指數	6.50	10.19	13.52	11.86	10.52	綜合指數	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
行業	第1季	第2季	第3季	第4季	平均	行業	第1季	第2季	第3季	第4季	平均
科技	14.53	18.82	29.87	17.90	20.28	科技	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
醫療護理	35.76	9.99	13.17	16.42	18.84	醫療護理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工業	2.38	4.82	22.27	22.32	12.95	工業	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
通訊	5.71	30.17	4.43	6.63	11.74	通訊	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融	0.01	8.48	9.93	4.53	5.74	金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公用	7.62	3.41	0.82	10.59	5.61	公用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物料	-11.80	-0.85	13.04	18.39	4.70	物料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非必需品	-0.53	2.77	6.67	6.40	3.83	非必需品	0.02	-0.07	-0.06	-0.07	-0.04
房地產	1.83	3.32	7.98	1.75	3.72	房地產	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
能源	-12.17	-7.53	10.06	19.63	2.50	能源	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
必需品	-7.32	1.80	3.28	5.75	0.88	必需品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料來源：彭博，數據截至 2025 年 3 月 10 日

標普 500 指數走勢預測方面，根據未來 4 季指數的盈利增長預測，取其平均值及最高值作為標的，並以截至 3 月 18 日的每股盈利約 246.26 美元為基礎，推算未來的每股盈利，再以近 1 年及 3 年的平均預測市盈率 23.47 倍及 20.69 倍來推算，得出本季標普 500 指數的波動區間介乎 5,638 點至 6,544 點，高低波幅相差近 900 點與未來不確定性料將較高有關。

此外，套用今年第 2 季每股盈利增長預期 10.19% 及近 3 年平均預測市盈率再計算一次，其目標水平應為 5,614 點，較

3 月 18 日收市報約 5,675 點只差 61 點，料此水平是標普 500 指數的技術支持位置。因此，我們預期經過今次調整後，美股料較大機會將再現升浪，惟投資者仍應注意風險管理。

從基本分析顯示，美股調整有其必要性，但未有扭轉整體向好的勢頭。參考特朗普上屆的經驗，相信他最終都能平息內政及外交的紛爭，美國經濟走弱只屬暫時性。配合行業資金輪動及盈利預測等分析，我們預期美股在下半年將出現反彈，本季若出現調整，將是吸納優質股份作中長線投資的好機會。

股票

情境分析：美國經濟下滑勢成焦點

除了基本因素分析，以下將透過風險溢價、原油與黃金價格比例及滯脹或「類滯脹」共3個不同情境進行分析，進一步推測美股走勢。

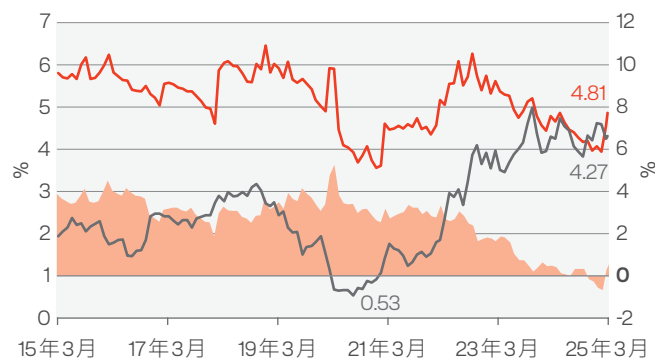
風險溢價：低溢價將不利美股

傳統上，美國國債被視為無風險的投資，投資者深信美國政府必定能贖回債券。在此假設下，美國國債收益率便是無風險的回報。至於投資股票，其實是投資該公司的盈利能力，當中的股票收益率指一間公司每股盈利與當時股價的比例，其收益率便是現價買入該股票的報酬。最後，把股票收益率減去國債收益率，差額便是投資於股票時須面對額外風險的補償性回報，簡稱股票風險溢價。

以標普500指數代表美股，美國10年國債代表無風險債券，以過去10年兩者按月的收益率差額（即「股票風險溢價」）作分析。結果顯示，美股收益率及美債收益率的平均值約5.1%及2.5%，即兩者差額平均約2.6%。此數值可視為過去投資於美股須承受的額外風險，故需要約2.6%的額外回報作補償。期內，風險溢價在2020年3月曾達最高的5.2%，當時美債收益率低見0.53%。往後，風險溢價便持續下跌，直至去年10月，風險溢價首次出現負值，即投資於無風險美債的回報較有風險的美股更高，顯示在考慮風險與回報後，投資者不宜投資美股，主因是當時指數的盈利增長率遠遠落後於屢創新高的標普500指數，令股票收益率急挫。

截至3月12日，雖然風險溢價已回升至正數，但僅得0.54%，明顯低於過去10年平均值。若未來有任何突發事件，例如特朗普政策帶來的不確定性及經濟增長放緩等，皆會引發資金撤出美股，轉為流入美債以平衡總體收益率，這亦是上季美股因經濟下滑憂慮而大幅下挫的箇中原因。根據標普500指數及其各行業分類的盈利增長預測，當指數經歷一定程度的調整後，美股的股票風險溢價將有望逐步回升至10年平均值，屆時美股走勢才會逐步轉穩。

美國股市及債市的收益率及其溢價



—— 標普500指數盈利收益率(左)
—— 美國10年期國債收益率(左) ■ 美股風險溢價(右)

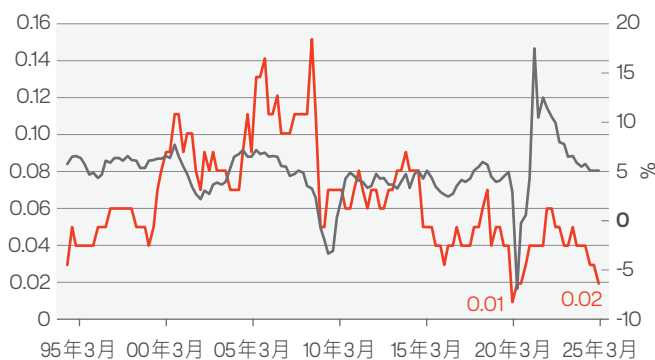
資料來源：彭博，數據截至2025年3月12日

油金價格比例：比例下滑正壓抑美股

原油與黃金價格的比例（以下簡稱「油金價格比例」）是一項傳統的分析指標。一般來說，油價下跌源於供過於求，預視經濟不景。至於黃金是沒有利息兌付，當投資者願意放棄利息而增持黃金，傳統上與避險情緒升溫有關。因此，當油金價格比例持續下滑時，通常意味投資者對未來投資前景信心下降。

參考過去30年的按季數據，油金價格比例與美國按年GDP的相關系數高見70%，反映油金價格比例下跌時，美國經濟出現下滑的機會較高。截至3月12日，油金價格比例為0.02，較過去30年最低點0.01，僅一步之遙，暗示美國GDP短期內好大機會下跌，結果與《宏觀政策》內分析相似。將此分析套用在標普500指數，油金價格比例與標普500指數的相關系數約58%。雖然未如與GDP般明顯，但仍屬較高水平，顯示油金價格比例下跌可能為美股增添壓力。

布蘭特原油與黃金價格比例及美國按年GDP



—— 布蘭特原油與黃金價格之比例(左) —— 美國按年GDP(右)

資料來源：彭博，數據截至2025年3月12日

為進一步分析油金價格比例下跌對美股的影響，先以 GDP 首 25 百分位分數（即 3.6%）作門檻，共篩選出 7 個案例，且全部都在千禧年後出現。再分析該 7 個案例其時的標普 500 指數表現，結果顯示總平均值是 0%，但標準差與峰谷值分別高見 11.1% 及 42.6%，反映指數在大幅波動下回報持平。

進一步將分析區間細分為「維持 4 個季度或以上」及「維持 4 個季度或以下」，結果顯示兩者平均回報相若，但後者的標準差與峰谷值明顯較低，顯示油金價格比例下降維持時間愈長，市場波動率愈高。

再收窄分析範圍，以上案例再加上油金價格比例中首 25 百分位分數（即 0.04）作門檻，以便更切實反映當前狀況，符合所有條件僅有 2015 年及 2020 年。油金價格比例下滑平均維持 5 個季度，標普 500 指數平均回報約 3.2%，平均標準差及峰谷值分別約 11% 及 26.7%。與「維持 4 個季度或以上」的結果相近，反映比例水平對美股的影響力不彰。

綜合而言，油金價格比例與美國經濟走勢相若，現水平油金價格比例偏低，暗示美國經濟將趨向疲弱，料將對美股構成壓力。然而，就算油金價格比例再走低，其對美股帶來的額外下行風險料有限（同樣分析將套用在《債券》章節）。整體數據如下：

年份	指標 (%)				
整體數據	平均值	標準差	最大值	最小值	峰谷值
	0.0	11.1	20.0	-22.6	42.5
維持 4 個季度或以上之年份					
2001 年	-2.6	11.4	10.3	-15.0	25.3
2008 年	-1.7	12.8	15.2	-22.6	37.8
2015 年	1.5	4.5	6.5	-6.9	13.4
2020 年	5.0	17.4	20.0	-20.0	40.0
平均值	0.5	11.5	13.0	-16.1	29.1
維持 4 個季度以下之年份					
2011 年	-1.6	18.0	11.2	-14.3	25.5
2013 年	2.4	2.4	2.4	2.4	0.0
2014 年	1.3	1.3	1.3	1.3	0.0
平均值	0.7	7.2	4.9	-3.6	8.5

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 12 日

滯脹風險：未雨綢繆為上策

本章節早在上季已就特朗普就職後滯脹的風險將會增加作分析，在此不再贅述。根據本季《宏觀策略》的分析，應用在標普 500 指數、納指 100 及羅素 2000 指數作基礎分析。滯脹案例的按季數據如下：

季度	經濟數據 (%)		按季表現 (%)		
	按年 CPI	按年 GDP	標普 500 指數	納指 100	羅素 2000 指數
1980 年第 2 季	14.4	-0.8	11.9	N/A	19.1
1980 年第 3 季	12.6	-1.6	9.8	N/A	21.7
1982 年第 1 季	6.8	-2.2	-8.6	N/A	-10.1
1982 年第 2 季	7.1	-1.0	-2.1	N/A	-2.3
1982 年第 3 季	5.0	-2.6	9.9	N/A	9.5
1982 年第 4 季	3.8	-1.4	16.8	N/A	25.5
1991 年第 1 季	4.9	-1.0	13.6	32.1	29.2
1991 年第 2 季	4.7	-0.5	-1.1	-4.0	-2.0
1991 年第 3 季	3.4	-0.1	4.5	13.1	7.7
2008 年第 4 季	0.1	-2.5	-22.6	-24.0	-26.5
2020 年第 2 季	0.6	-7.5	20.0	30.0	25.0
2020 年第 3 季	1.4	-1.4	8.5	12.4	4.6
2020 年第 4 季	1.4	-1.0	11.7	12.9	31.0
平均回報			5.6	10.3	10.2
標準差			11.6	19.4	17.2
峰谷值			42.5	56.1	57.5

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 12 日

股票

由於數據所限，只能分析近40年數據。結果顯示，滯脹曾在13個季度中出現，佔總季數約7%，反映滯脹屬罕見情況。在滯脹出現時，3大指數出現按季負回報佔比分別為31%、15%及31%，反映滯脹亦非完全不利美股。平均回報方面，標普500指數約5.6%，納指100及羅素2000指數卻有近10%。歷史數據反映，回報高，風險當然偏高，納指100及羅素2000指數的標準差分別為高雙位數，而峰谷值更差不多接近60%，反映滯脹期間兩大指數表現非常波動。標普500指數情況不遑多讓，標準差及峰谷值分別約12%及43%，相比只有5%的平均回報，顯示投資於標普500指數的性價比偏低。



在《宏觀策略》的章節中，曾將符合「按年CPI除以GDP的比例高於1」及「聯邦利率高於當時按年CPI」兩項條件定義為「類滯脹」。在「類滯脹」的環境下，美股各指數表現差異頗大。3大指數的平均回報相若，都只是低單位數的升跌。不過，納指100的標準差明顯高於另外兩個指數。當「類滯脹」維持的季數愈長，指數的波動普遍愈大，唯羅素2000指數的標準差在維持季數上差距不大。峰谷值的分歧最大，納指100整體上高見約71%，就算「類滯脹」最短期數的一次，峰谷值亦達20.3%，遠高於標普500指數的6.7%。整體數據如下：

指標	期內表現 (%)		
	整體數據	最長案例	最短案例
標普 500 指數			
平均值	2.2	2.5	5.6
標準差	7.0	7.6	3.4
最大值	20.5	9.8	8.8
最小值	-15.0	-14.5	2.1
峰谷值	35.4	24.3	6.7
納指 100			
平均值	2.6	2.0	5.8
標準差	13.6	12.3	8.4
最大值	35.0	13.3	20.3
最小值	-36.2	-25.7	0.0
峰谷值	71.1	39.0	20.3
羅素 2000 指數			
平均值	2.4	-0.8	7.2
標準差	9.4	10.1	7.4
最大值	23.8	7.3	16.7
最小值	-24.9	-24.9	0.0
峰谷值	48.8	32.2	16.7

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月12日

綜合而言，不論滯脹或是「類滯脹」，對美股各指數的平均回報影響不似預計般大，但標準差及峰谷值則偏高，顯示在滯脹或是「類滯脹」時，各指數的波動率高企，反映當時投資者對訊息變化非常敏感，導致資金流動迅速。特朗普的政策及全球多極化的影響下，美國經濟下滑絕非杞人憂天，加上關稅令通脹高踞不下，滯脹的陰霾不脛而走，投資者應未雨綢繆，為本季出現滯脹的風險做好準備。

「執政百日」：多層分散式投資更顯重要

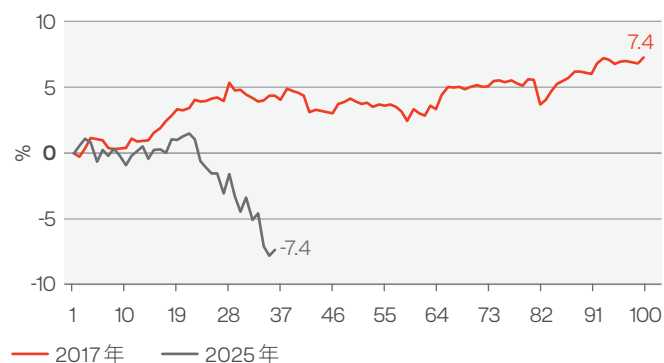
在《宏觀策略》章節中，從不同角度分析特朗普執政首100天，並與他上屆執政時的做法比對。結果顯示，各類資產在所難免出現較大波動。

以特朗普上屆執政首100天時，標普500指數、納指100及羅素200指數的走勢與今屆相比，各指數走勢與上屆大相逕庭。標普500指數和納指100指數在特朗普執政後首23天，升幅大致與上屆同步，但走勢及後急轉直下，轉捩點是中國人工智能公司深度求索 (DeepSeek) 橫空出世，提供效能強大且廉價的大型語言模型，一夕之間為科技產業投下震撼彈，引發去年美股領頭羊的「美股七雄」指數急挫，加上炒作特朗普大刀闊斧削減政府開支等政策可能觸發經濟衰退，3大指數表現急轉直下。

雖然上屆數據對本屆走勢的參考性或不高，但細心分析今天拖累美股走勢的因素，包括炒作因貿易戰導致美國經濟衰退或滯脹，惟美國經濟數據至今未見大幅走弱。至於「美股七雄」的下挫，相信與估值偏高及過於樂觀的盈利預測有關，並利用DeepSeek為藉口，趁機套現或平衡投資組合才是背後的真正目的。

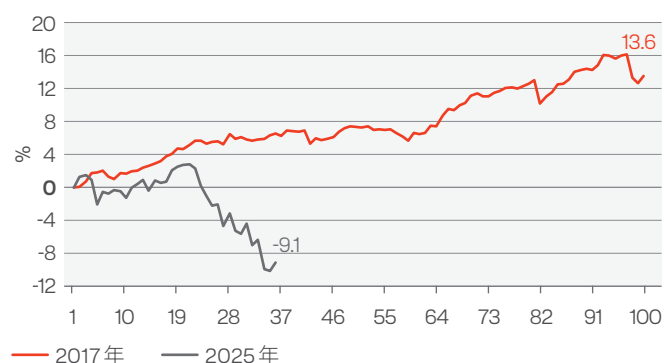
最後，若今天才頓悟全球投資風險源於特朗普以「美國優先」來重塑世界秩序的投資者，實與市場嚴重脫節。我們相信美股只屬調整而非走勢逆轉，特朗普執政初期美股出現大波動是預期之內，因此未來股票組合中多元分散配置將非常重要。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
標普500指數



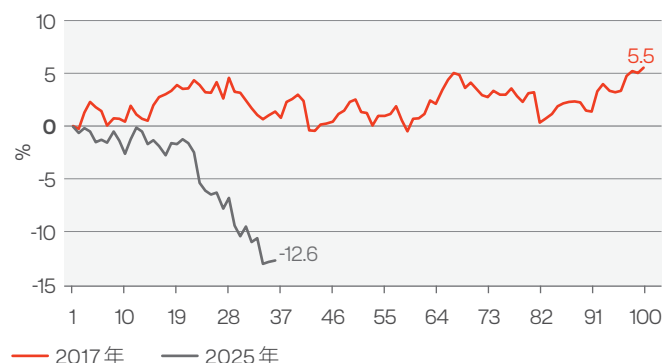
資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
納指100



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
羅素2000指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今屆尚未執政達100個交易日，故數據截至首36個交易日）

股票

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

香港及內地股市展望：意猶未盡

本章摘要：

- 隨內地經濟轉好、政策寬鬆、國產AI技術突破，中港股市有望再創年內新高
- 宏觀政策和企業層面的多重利好因素下，對內地AI相關科技企業維持樂觀看法
- 去年起支撐中港股市的政策行情或告一段落，後市將更取決於企業的基本因素
- 投資者在加倉中港股票時須提防關稅仍未見頂和美國對中國高科技產業施壓
- 我們將恒指預測市盈率目標由10.8倍上調至11.3倍，並上調恒指2025年目標價至26,000點

上季的主題為《兵來將擋》，意謂中港股市即使面對美國新任總統特朗普加徵關稅的挑戰，但最終也可安然無恙，恒生指數的估值修復行情可望延續。如今回顧，結果可謂有過之而無不及，港股在過去3個月的漲勢較預期來得更強勁，年初訂下的2025年恒指目標已提前達標。

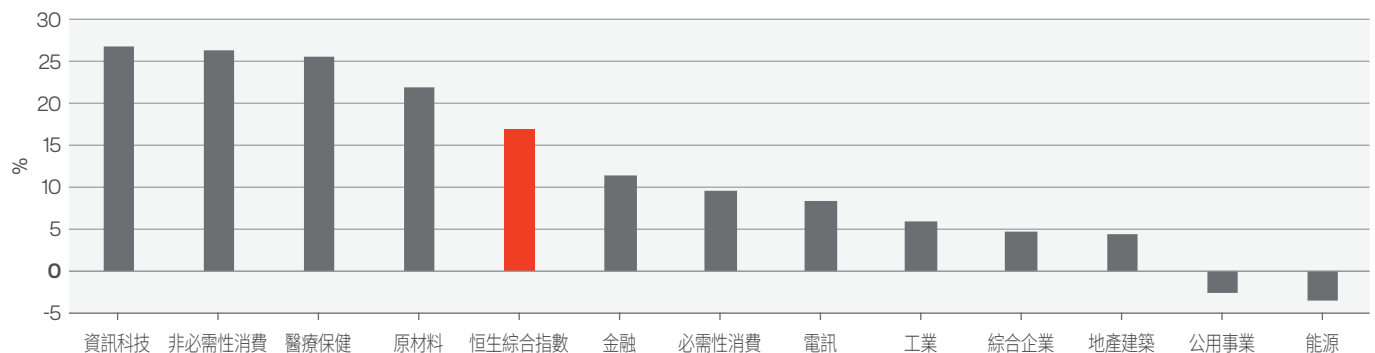
今年1月上旬，特朗普預告於就職後對中國進口商品加徵關稅，加上美國國防部將多家中國企業列入「涉軍企業」黑名單，一度對市場風險胃納造成擾動，拖累恒指下跌至季內最低的18,671點。不過，隨後國家發改委意外提前推出新一輪消費品「以舊換新」政策，中證監亦發布《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》，在一系列政策刺激下，港股展開絕地反擊，在短短兩周內成功收復20,000點大關。

及至2月初，特朗普落實向中國貨品加徵10%關稅，惟幅度尚算溫和，未對大市造成重大衝擊。更關鍵的是，國內初創科企深度求索(DeepSeek)強勢崛起，其主打的開源、低訓練成本和高效能的人工智能(AI)大模型，霎時顛覆全球對AI的傳統認知。市場預期中國AI應用的滲透率可望迅速提升，觸發環球資金從美國科技股大舉轉投中資AI概念股。此外，中央於兩會期間不僅在財政和貨幣政策層面兌現了市場就擴內需、穩增長的期望，更高調支持創科和AI產業發展。在權重科技股帶動下，恒生指數在2月上旬至3月中旬的表現勢不可擋，最大升幅達33%，並一度觸及3年新高24,874點。由於缺乏重磅科網股領頭，中國內地A股期內表現較港股略遜一籌，截至3月27日，恒指及滬深300指數在季內的回報分別為正17.5%及負0.1%。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的資訊科技、非必需消費及原材料均錄得超過兩成的升幅，跑贏指數5至10個百分點不等。而公用事業及能源則要逆市向下，分別下跌近3%至約4%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「看好」的內地消費股整體表現不俗，尤其是智能手機及新能源車股；同樣評為「看好」的內地公用股雖錄得升幅，惟表現不及增長股亮眼；評為「審慎樂觀」的內地互聯網平台則屬AI熱潮下的大贏家，多隻股份均收獲超額回報；同樣評為「審慎樂觀」的本港及國際金融板塊亦成功跑贏大市。

本季題為《意猶未盡》，象徵中港股市短期可能會因為美國的關稅威脅升級而出現適度回吐。不過，隨著國內經濟表現漸入佳境，寬鬆政策方向未變。加上國產AI技術突破令外資刮目相看，故自首季開展的升浪可望持續，期待後市再創高峰。

2025年第1季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

國策不遺餘力推動創科，AI企業加速變現可期

隨著DeepSeek大模型橫空出世，憑藉其開源、低成本、高效能的獨特優勢，引發全球投資者重新關注中國AI產業鏈的投資價值，帶動半導體、大模型開發、雲計算、數據中心、互聯網平台等相關股份出現估值重估。年初至今（截至3月27日）港股市場氣勢如虹，尤其是恒生科技指數飆升25%，AI概念股貢獻功不可沒。儘管個別股份因技術性超買出現短期調整，但從中期來看，我們對內地AI相關科技企業維持樂觀看法，主要基於宏觀政策和企業層面的多重利好。

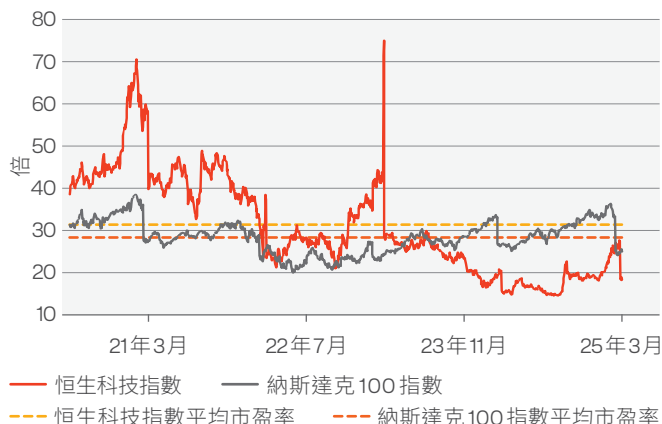
宏觀政策方面，今年中國的《政府工作報告》提出大力推動創新科技產業發展，支持AI大模型廣泛應用，加速開拓AI手機和電腦、AI機器人、智能網聯新能源車、具身智能等領域。更關鍵的是，「科技」一詞在報告中出現29次，為歷年最多，僅次於「消費」的32次，突顯高科技及AI發展的策略優先地位。兩會期間，發改委和人民銀行等部門亦公布了一連串便利創科企業的融資措施，包括設立規模達1萬億人民幣的創投引導基金、新增債券市場的科技板等，並鼓勵國內優質科企來港上市。可以預期，中央將繼續不遺餘力引導民間和海外資本進入新興高科技產業，加大對關鍵技術研發的投入，加快釋放創科企業的潛在價值。此外，2月份中央曾召開一場高規格的民營企業家座談會，多位來自半導體、通訊、AI大模型開發、新能源車、機器人等新興行業的民營巨企創辦人均獲邀出席，即使會後未有透露具體細節內容，惟無疑向市場釋放出科技龍頭民企已重新獲中央領導層高度信任的強烈訊號，顯示數年前的監管陰霾已經消散。展望未來數月，我們相信各地方政府將陸續發布關於AI產業的具體行動方案，重點聚焦於芯片研發、算力建設、AI應用落地等範疇，若相關預算補助金額或計劃進度目標設定得更加進取，將進一步推動科技板塊估值修復行情。

企業層面來說，自DeepSeek開源基礎大模型面世後，國內不少雲計算科企宣布接入，個別公司更因此大舉強化其自研大模型，在訓練和推理成本大幅降低下，AI應用範疇可望趨向普及化，有助提升相關科技企業的變現能力。在剛過去的企業全年業績發布期間，市場對科網股的關注點已由季度營收、盈利或股份回購指引等傳統指標，轉向企業未來在AI領域的資本開支、大模型更新迭代、應用層面、商業化模式等。多家科網龍頭企業在業績發布會上不僅提及加大AI相關的資本投資，也詳盡描繪出AI的潛在應用場景，例如電商、視頻直播、社交媒體、智能駕駛、手機電腦、機器人等等。雖然在龐大投資期初段，科技企業難免會面臨利潤率受壓、現金流消耗，以及派息和股份回購的增長空間受限等問題，但參考過去兩年美股市場的

經驗，投資者更傾向在早期階段押注在AI軍備競賽中願意大舉投入和能夠描繪出長遠增長軌跡的企業。在估值倍數膨脹驅動下，該類股份表現一枝獨秀，反而偏重自由現金流、股東回報等指標的股票，則相形見拙。

過去兩個月中資AI概念股已累積不少升幅，短線出現回調整固不足為奇，但按估值而論，目前恒生科技指數的未來12個月預測市盈率僅為18.6倍，仍遠低於自2020年指數推出以來的平均值31倍，若跟美股納斯達克100指數的估值比較，更有約30%折讓，幅度遠高於過去5年平均值。更重要的是，由於港股較A股有更多的龍頭科技股，刺激內地資金通過「港股通」流入港股市場，截至3月27日，年內「港股通」的日均淨流入78億港元，較去年全年日均淨流入急增1.2倍。因此，我們相信本輪AI估值重估行情有餘未盡，年內有望再創高峰。在整個產業鏈中，我們較看好大型雲企業、軟件應用、智能駕駛供應鏈、智能手機供應鏈等細分領域。

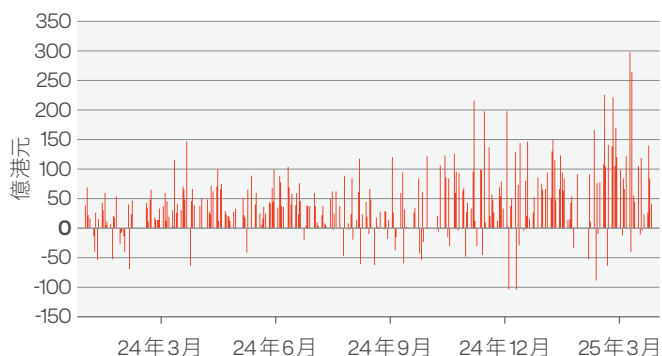
恒生科技指數和納斯達克100指數未來12個月市盈率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

註：平均市盈率自2020年7月27日至2025年3月27日

「港股通」過去1年資金淨流入情況



資料來源：彭博，數據截至2025年3月27日

股票

政策行情或告一段落，企業盈利有望接棒

備受矚目的全國兩會已於3月召開，中央政府工作報告為今年訂下「5%左右」的經濟增長目標，雖無太大驚喜，但至少給予市場一顆定心丸。此外，中央財政擴張幅度不慍不火，赤字率目標上調至4%屬預期之內，惟特別國債（1.8萬億人民幣）和地方專項債（4.4萬億人民幣）新增額度則未及預期般進取，顯示中央決策層謀定而後動的取態。由於國內今年開局的經濟狀況展現出較強韌性，加上美國對華施加的關稅力度暫未算太大，故預期短期內財政刺激措施進一步加碼的空間有限，意味著自2024年初起支撐中港股市估值修復的政策行情或告一段落。後續市況將更取決於企業的基本因素，包括銷售、盈利改善幅度及持續性，尤其是內銀、非必需消費、資訊科技等權重板塊，如能在今年首季度的業績繼續報喜，可望帶動恒指盈利預測進一步上調，為港股後續上行提供動能。

從風險角度出發，假如特朗普政府在今季進一步加徵中國商品關稅至30%以上，有機會令內地經濟重新面臨下行風險，甚至導致股市出現拋售，但屆時或能令中央政府有更大決心加碼推出寬鬆政策，不排除動用更多財政或貨幣政策去穩住內需增長，且可能引導中長期國家隊資金入市，反而為中港股市創造另一輪趁低吸納的良機。

刺激消費政策重點轉向，服務及必需消費股可看高一線

在產業政策方面，政府工作報告重點著墨有關大力提振居民消費，與去年相比，今年的實施方式略有調整。具體而言，今年消費品「以舊換新」的補助範圍擴大至電子產品，整體補貼規模亦增加至全年3,000億人民幣，高於去年的1,500億人民幣。不過，去年的政策期僅自9月至12月，故若以每月平均補助額計算，今年不升反降，顯示中央在一次性直接補貼居民消費政策方面略為收斂。反之，今年更強調多渠道提升居民收入，包括公務員加薪、提高醫保及養老金支付、增加育兒補貼等。此外，政府亦加強對服務式消費的支持與積極拓展消費場景，如健康經濟、冰雪經濟、文旅和餐飲消費等領域。

無可否認，這類措施長遠有助提振居民消費信心，並減少提早透支購買力的風險。不過，對於偏重依賴一次性直接補貼的家電和汽車等企業，則未必可獲得額外邊際效益，未來數季的銷售增長或逐步放緩。因此，我們認為上述擴大內需的措施對整體大市或中資消費股的影響僅為輕微利好。在消費板塊中可基於3個標準選股：1) 較受惠城鄉居民收入提升；2) 收入以服務型消費為主；3) 估值處於或低於歷史平均值。綜觀而言，我們較看好旅遊、乳品、飲料、啤酒、服飾等細分領域。

	2024年4月19日至 2024年5月20日	2024年8月5日至 2024年10月7日	2025年1月13日至 2025年3月19日
恒生指數變化	16,224點 → 19,636點	16,698點 → 23,099點	18,874點 → 24,771點
期內變幅	+21%	+38.3%	+31.2%
恒指2025年盈利預測變化	2,178港元 → 2,160港元	2,185港元 → 2,232港元	2,183港元 → 2,246港元
期內變幅	持平	+2.2%	+2.9%
恒指未來12個月預測市盈率變化	8.0倍 → 9.7倍	8.2倍 → 11.0倍	9.1倍 → 12.1倍
期內變幅	+21.2%	+34.1%	+33.0%

中美磨擦風險變幻莫測，加倉之餘亦須量力而為

觀乎以上多個維度分析，中港股市目前看似歌舞昇平，但礙於中美關係始終存在高度不確定性，特朗普政府對中國的貿易政策及高科技產業取態陰晴不定，投資者在加倉中港股票的同时，亦須警惕以下風險：

(1) 關稅稅率或未見頂：我們預期特朗普政府將繼續對華實施漸進式關稅，除了4月初公布的對等關稅外，不排除利用包括301調查結果和TikTok出售進度等理由，對中國商品進一步加徵關稅。雖然近年中國企業對美國出口佔比已顯著下降至15%以下，關稅對中資企業盈利直接影響料有限，但假若稅率累計上調幅度超過30%，屆時在人民幣匯率走弱及其他負面心理因素影響下，對市場風險胃納可能造成一定程度衝擊。因此，我們對以美國市場作為較大出口及銷售點的消費、科技、工業等企業維持審慎看法。

(2) 針對高科技產業施壓：為了壓制中國AI產業迅速崛起，美國個別國會議員倡議進一步收緊對中國AI芯片的出口管制，包括將英偉達H20 GPU納入禁售或限售名單。假如提案獲特朗普政府採納，短線難免動搖市場對中國AI產業鏈增長前景的信心，並對上季股價大漲的科技股帶來衝擊。此外，特朗普於2月簽署了《美國優先投資政策》備忘錄，限制美國養老金、大學捐贈基金等投資中國的戰略敏感行業，如人工智能、量子計算、生物科技、先進製造業等。雖然類似的限投令在拜登政府時期已經推出，惟若特朗普進一步升級管制，並要求更廣泛的美國資金減持中國股票，也屬後市一大隱憂。

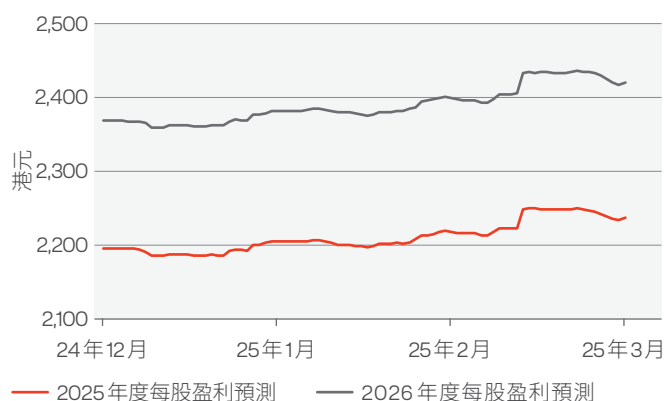
中港股市升勢料有餘未盡，上調恒指目標至26,000點

整體來說，我們對中港股市第2季的看法維持輕微正面，主要基於內地AI技術突破與應用普及化進度較預期理想，支撐以科技板塊為首的增長型股份的估值更上一層樓。此外，國內消費與房地產市場在利好政策呵護下逐步回暖，可望提振一眾內需企業上半年盈利表現，恒指及滬深300指數的盈利預測上調趨勢料可於本季延續。不過，中美兩國在貿易和科技領域磨擦升溫的風險仍然揮之不去，或增添大市的波動，並為中港股市的潛在上行空間帶來制約。

綜觀上述因素，我們維持恒生指數2025年盈利預測於2,300港元，相當於按年增長9%，並高於截至3月27日彭博預測共識的2,240港元。估值方面，雖然恒指上季錄得超過17%升幅，但由於市場同時調高其盈利預測，令恒指未來12個月預測市盈率僅輕微升至10.5倍，仍低於過去

5年平均值的10.9倍，顯示目前估值水平尚算吸引。我們將恒指預測市盈率目標由10.8倍上調至11.3倍，並上調恒指今年底目標水平至26,000點，較第1季預測的24,800點上調4.8%。

恒生指數盈利預測趨勢變化



恒生指數未來12個月預測市盈率



股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地人工智能概念	1. 大模型開發及雲計算：龍頭企業將加碼投資於AI相關研發和基礎設施，有助擴充算力儲備、加速升級推理大模型，以及推出並優化AI專屬應用產品，邁向商業化之能見度較高。 2. 智能駕駛產業鏈：車企接入DeepSeek後可大幅提升智駕所需之數據生成及算法的效率和質量，有利推升國內高階智駕(L2+或以上)方案之滲透率，相關汽車、半導體、軟件、車載鏡頭和激光雷達等企業可從中受益。 3. 國企電訊：AI大模型訓練和推理需求迅速增長將支持互聯網數據中心(IDC)機房出租率回升。另外，隨著國企和地方政府擴大AI應用，料較有利具國資背景的電訊運營商搶佔政務雲市場份額。	★★★★
內地服務及必需消費	1. 兩會政府工作報告表明今年將從多方面增加城鄉居民收入和優化社會保障政策，加上股市樓市逐步回穩，料有助提升居民消費信心。 2. 國務院發布的《提振消費專項行動方案》強調支持服務式消費和開拓更多元化消費場景，例如餐飲和家政服務、文娛旅遊、冰雪經濟、智慧產權(IP)、遊戲等。 3. 多數企業目前估值低於歷史平均值，亦處於淨現金狀態，有條件維持較高派息比率，以及提出新一輪股票回購。 4. 首選乳品、運動用品、線上旅遊平台、啤酒、飲料等細分板塊。	★★★★
內地電力	1. 今年首季國內動力煤現貨價格平均按年下跌逾6%，預期未來數月尚有下行空間。同時合約煤價格亦將跟隨下調，有利火電企業減省主要燃料成本，料可充份抵銷電價下跌對利潤造成的衝擊。 2. 國內AI應用愈趨廣泛將帶動數據中心用電需求。根據《數據中心綠色低碳發展專項行動計畫》目標，國內未來重點新建數據中心的可再生能源發電佔比須超過80%，長遠有助提升核電、風力和光伏發電的利用率和交易電價。 3. 主要龍頭企業均為大型國企，目前預測市盈率僅介乎6至7倍，股息率高達4%至8%，估值具不俗吸引力，長線料可受惠國企價值提升行情。	★★★
本港公用及電訊	1. 近期美國就業及消費數據漸露疲態，或促使美聯儲今季重啟減息。我們預期2025年美國將合共減息50點子至75點子，意味美國國債收益率仍存在下行空間。目前主要本地公用及電訊股的股息率高達5%至8%，息差吸引力逐步顯現。 2. 多家企業均在海外營運大量公用事業項目，如供電、供氣及水務等，普遍皆受到當地利潤管制協議保障投資回報率，業績能見度較高。另外，受惠於年初至今英鎊、澳元等貨幣逐漸回升，可獲更佳匯兌收益。 3. 資產負債表狀況穩健和現金流強勁，有助維持高派息比率、增加股份回購或提供潛在海外併購機會。	★★★

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

經濟前景不明朗對美股維持審慎；基本面改善，對歐洲和中國股票的看法轉趨較正面

本章摘要：

- 美國政策改動頻繁影響經濟前景，把美股下調至較為中性
- 歐洲增加軍事和基建開支將帶動經濟，對歐洲股票相對看好
- 受惠宏觀經濟改善、人工智能發展和利好政策，對中國股票看法變得較為正面

自美國總統特朗普上台後，美國的政策變動頻繁，令投資者和企業均無所適從，難以制定長遠策略。不明朗因素籠罩環球市場，加上對美國經濟有可能步入衰退的擔憂，加劇市場波動。東亞聯豐團隊對市場出現大幅波動並不感到意外，早前亦已先行降低股票配置，增加現金比重，以便在市場出現調整時趁低吸納優質股份。雖然市場波動仍可能會持續，但我們對股票的短期看法保持稍為看好，惟會採用較為平衡和較具防守性的投資策略。

特朗普政策搖擺不定，使美國經濟前景變得不明朗，因此我們調低對美股的評級。歐洲方面，德國的財政改革，包括增加軍事和基礎設施投資，以及歐洲央行的寬鬆政策，為市場提供支撐，促使我們對歐股的看法變得更為樂觀。亞洲方面，中國受惠於利好政策及宏觀經濟基調改善，團隊對中國股票的看法轉趨樂觀，但對區內的日本股市則維持中性態度。

全球短期宏觀形勢充滿挑戰和不確定因素，特朗普反覆無常的政策迫使其其他國家急於找尋應對方案，以適應新的貿易格局。地緣政治和貿易緊張局勢將加劇市場波動，而資金流向、中國救市措施、特朗普的關稅策略以及其「美國優先」理念等因素，將同時左右市場走勢。

美股走勢取決於特朗普政策及美聯儲息口走向，留意歐洲企業盈利前景

特朗普政府在加徵關稅的立場上搖擺不定，對經濟增長帶來不確定性，因此團隊將美股評級下調至「中性持有」。美股經過近期的大幅調整，估值已出現支持，但美股未來走勢將取決於如何消除目前的宏觀經濟不確定性。團隊認為，特朗普與美聯儲主席鮑威爾的政策調整，是消除市場不明朗因素的關鍵。

CBOE 波動指數 (VIX)



資料來源：彭博，數據截至2025年3月18日

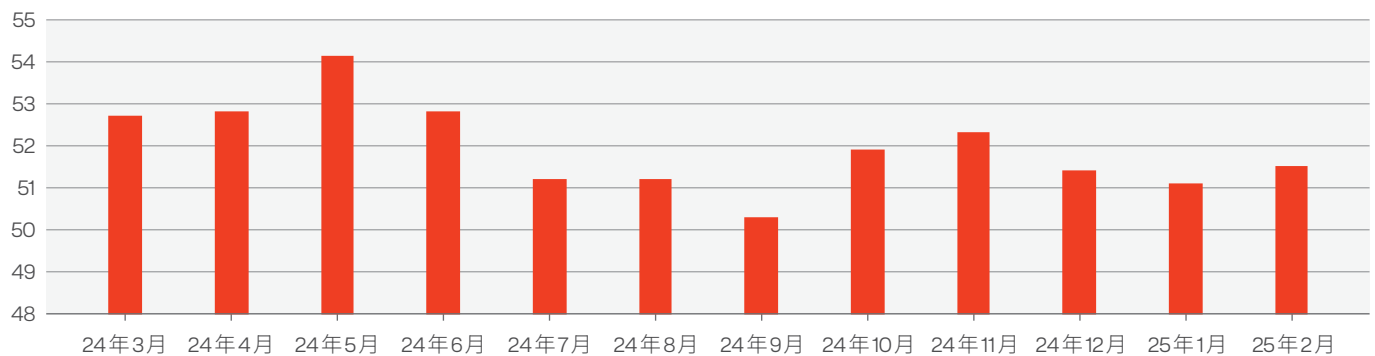
反映美股波動性的CBOE波動指數（CBOE Volatility Index）在3月曾大幅上升至27.86，年內升幅高達60%，數據反映投資者對未來市況波動的強烈憂慮。此外，美國近期的經濟數據疲弱，例如2月新增職位低於預期，令投資者憂慮美國經濟可能出現衰退。然而，我們認為美國經濟仍然相對穩健，陷入衰退的可能性不大。美國2月消費物價指數印證了我們的看法，當地通脹按年上升2.8%，核心通脹按年增加3.1%，兩者均低於市場預期。

至於經濟長期低迷的歐洲，則有望步入早期經濟擴張階段。歐洲央行於3月再度減息，加上在特朗普政策壓力下，歐洲計劃增加國防開支，當中德國更表示堅決支持烏克蘭，承諾修改憲法，使國防開支不受財政限制。這些舉措相信有助刺激當地工業，繼而帶動整體歐洲經濟增長。因此，團隊對歐洲股市的看法變得稍為正面，尤其看好周期性股份。不過，歐洲經濟仍相對疲弱，加上地緣政治不穩，若要進一步提升歐洲股票的評級，則要觀察當地企業未來的盈利表現。

股票

政策清晰度增，利好中國股票；日圓強勢對日股持中性態度

中國綜合採購經理指數 (PMI)



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月18日

隨著宏觀經濟漸趨穩定、中國人工智能行業迅速發展，以及受惠刺激消費等政策，我們對中國股票的立場變得稍為看好，預期中國經濟和企業盈利在未來6至12個月具備增長潛力。中國1至2月的消費、投資及工業增速符合甚至超越市場預期，加上近期政府公布一系列刺激國內需求和消費的政策，帶動投資市場氣氛。此外，北京當局與主要民企早前曾作會面，提高了政策能見度。繼深度求索 (DeepSeek) 後，中國一家初創企業近日推出人工智能代理 Manus，通過感應器獲取信息並進行分析繼而作出決策。同時，一家龍頭電商承諾繼續對人工智能進行投資，意味對科技的資本開支將持續增加，有助刺激經濟。這些利好因素促使我們調升中國股市的評級。隨著中國投資氣氛改善，團隊尤為看好人工智能相關產業，例如互聯網、通訊與非必需消費品，預期其基本面有望進一步改善。不過，關稅問題和地緣政治風險仍會為中國股市帶來下行風險。

日本方面，當地的宏觀經濟表現穩健，2024年第4季經修訂後的經濟增長按年上升2.2%，較第3季的1.2%高。通脹持續溫和上升，但當地消費意欲不高，加上貿易摩擦升溫，將左右日本央行的貨幣政策。由於貨幣政策立場尚未明確，暫難以評估其對經濟的影響，再加上避險情緒高漲推高日圓，故我們對日股的評級維持「中性」，並將聚焦於具防禦性和高股息的股份，同時也會物色具人工智能概念的股份。

總結

特朗普政策搖擺不定，加上地緣政局和貿易戰陰霾，預計股市會持續波動。美國政策的不確定性為當地經濟增添風險，團隊因此對美股的看法變得較為中性。歐洲和中國的經濟基本面有所改善，故我們對歐股和中資股變得較為看好，但須小心地緣政治局勢持續緊張帶來的下行風險。整體而言，環球經濟尚算平穩，我們建議投資者繼續保持投資，在全球股市尋找機遇，並採取較平衡和防禦性高的投資策略，以分散風險並對沖市場波動。



免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。